

2021 年 12 月 7 日 星期二



高通胀持续VS流动性收紧

金银将高位震荡

联系人 李婷
电子邮箱 li.t@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

要点

- 美联储已开启Taper，全球流动性拐点已现。高通胀难以降温，会倒逼美联储货币政策边际收紧方向不变。在此背景下，美元指数或将重拾升势，压制大宗商品整体价格的上涨。但疫情余波仍在，可能会对市场形成脉冲式的冲击，经济复苏的可持续性依然脆弱，市场的避险偏好抬升会增加黄金需求，黄金价格的下跌空间有限，预计后期金价将呈现高位震荡的走势，工业属性的白银走势会继续弱于黄金。
- 预计2022年COMEX期金主力合约的主要波动区间在1650-1900美元/盎司之间。COMEX期银主力合约的主要波动区间在20-26美元/盎司之间。
- 投资策略建议：金银波段操作，或做多金银比价
- 风险因素：疫情控制不及预期，美国经济复苏差于预期

目录

一、贵金属行情回顾.....	5
二、宏观因素分析.....	6
1、疫情冲击导致全球通胀压力持续上涨	6
2、全球流动性拐点已现，货币宽松退出节奏可能受到干扰	7
3、美欧货币政策的边际变化呈现分化	7
三、黄金的供需基本面分析.....	9
1、矿产金恢复回收金减少，全球黄金的供应量持续下降	9
2、全球黄金需求更加多元化	10
3、中国黄金消费与投资需求全面上扬	11
4、央行加快购金步伐	13
四、市场结构分析.....	14
1、金银比价变化	14
2、铜金比价变化	15
3、贵金属库存变化	16
4、贵金属的投资需求减弱	18
5、CFTC 持仓变化	19
五、行情展望及操作策略.....	19

图表目录

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	5
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	5
图表 3 金价与美元指数走势变化	6
图表 4 金价与美国实际利率走势变化	6
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化	8
图表 6 全球主要经济体经济意外指数	8
图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	8
图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化	8
图表 9 美国就业情况变化	9
图表 10 主要经济体 CPI 变化	9
图表 11 金价与 VIX 指数变化	9
图表 12 美元指数与美国 GDP 全球占比	9
图表 13 全球黄金供应量变化(单位: 吨)	10
图表 14 2016-2020 年全球黄金需求量 (单位: 吨)	11
图表 15 全球黄金需求变化	12
图表 16 主要经济体黄金需求变化	12
图表 17 中国黄金需求备变化	12
图表 18 印度黄金需求备变化	12
图表 19 中国金银珠宝零售额变化	12
图表 20 中国印度金饰消费大幅下降	12
图表 21 各国黄金储备数量及排名	13
图表 22 全球主要央行储备变化	14
图表 23 中国和俄罗斯央行持续增持黄金	14
图表 24 1972 年以来伦敦现货金银价格变化	15
图表 25 伦敦现货金银比价的变化	15
图表 26 COMEX 金银比价变化	15
图表 27 沪期金银比价变化	15

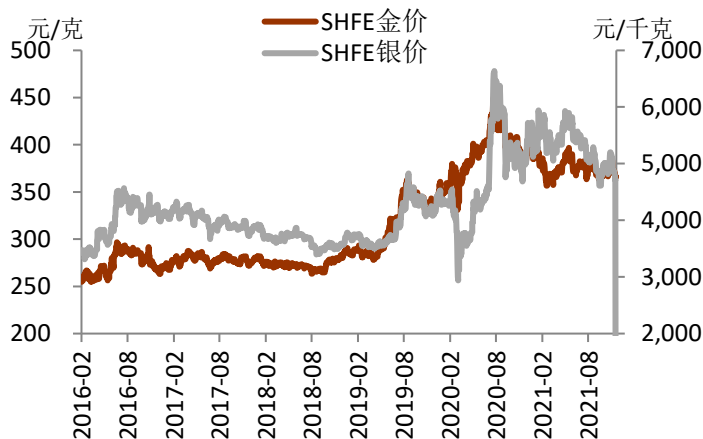
图表 28 铜金比价变化.....	16
图表 29 金价与铜价走势对比.....	16
图表 30 COMEX 贵金属库存变化	17
图表 31 COMEX 黄金库存变化	17
图表 32 COMEX 白银库存变化	17
图表 33 上海黄金交易所白银库存变化.....	17
图表 34 上海期货交易所白银库存变化.....	17
图表 35 贵金属 ETF 持仓变化.....	18
图表 36 黄金 ETF 持仓变化.....	18
图表 37 白银 ETF 持仓变化.....	18
图表 38 CFTC 黄金净多头持仓变化.....	19
图表 39 CFTC 白银净多头持仓变化.....	19

一、贵金属行情回顾

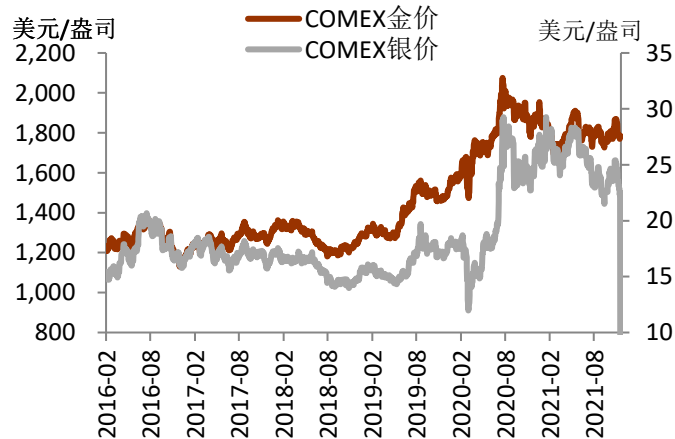
2021 年贵金属价格整体呈现高位震荡走势。年初至今，贵金属价格走势可以分为四个阶段：第一个阶段为今年年初至 3 月，为市场风险偏好回升阶段。拜登新任美国总统后，对疫情的防控加强，并积极推进大规模的基建刺激计划，美国经济复苏的势能良好，市场的风险偏好抬升，贵金属价格回落。COMEX 期金主力合约从年初 1962 美元/盎司的高位震荡回落至 1673 美元/盎司。此阶段，因大宗商品价格普遍上涨，工业属性更强的白银价格的走势非常抗跌，呈现出高位震荡。第二个阶段为今年 3 月至 6 月初，为通胀压力加剧阶段。欧美疫情出现反弹，再加上美国通胀数据飙升，贵金属价格从低位反弹至 1920 美元/盎司一线。第三个阶段为 6 月初至 11 月初，为 Taper 预期发酵阶段。不断走高的通胀数据令市场对美联储 Taper 的预期增强，美联储在 6 月的议息会议上释放 Taper 的信号，到 11 月初的议息会议上宣布将在本月底正式开始执行缩减 QE，贵金属价格震荡下挫，价格重心持续下移。第四个阶段为 11 月初至今，为执行 Taper 阶段。美联储 Taper 靴子落地，通胀持续上涨使得市场对提前加息的预期抬升，但美国 11 月份非农就业数据不及预期，再加上速疫情余波未了，市场预期出现分歧，贵金属价格走势震荡。当前国际金价在 1800 美元/盎司下方，价格较今年年初小幅下降。

今年人民币兑美元汇率呈现出双向波动，且波幅不大。整体来看，国内金银价格的走势都略弱于外盘。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

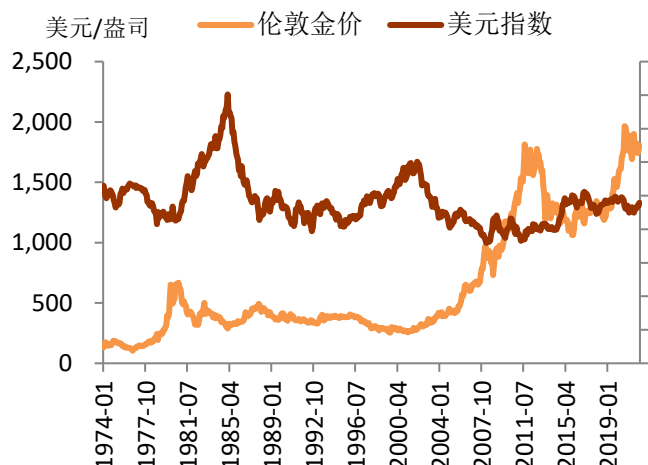


图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势

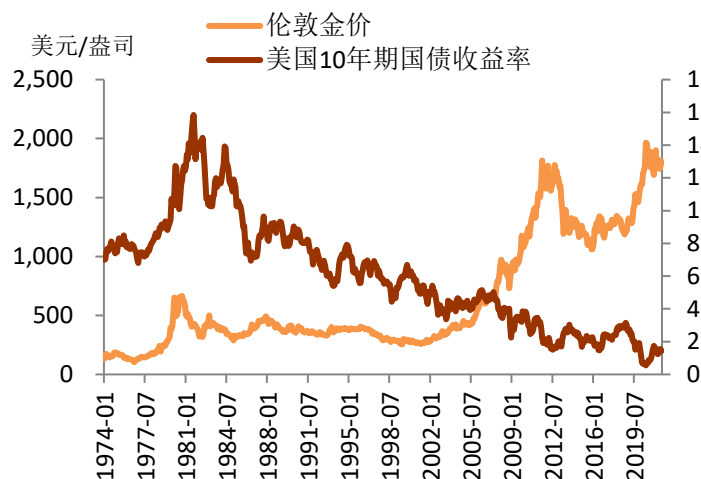


数据来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 3 金价与美元指数走势变化



图表 4 金价与美国实际利率走势变化



数据来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

二、宏观因素分析

受疫情影响,全球供应链持续中断叠加市场流动性泛滥,主要经济体的通胀率不断攀升,并创历史新高。今年 11 月美联储已经开启 Taper,整体来看,全球流动性拐点已现。但疫情余波仍在,可能会对海外经济恢复和货币宽松退出节奏带来干扰。

1、疫情冲击导致全球通胀压力持续上涨

去年各个国家均采取极度宽松的货币政策来对冲疫情对经济的负面影响。市场流动性泛滥,叠加供给瓶颈、能源价格的大幅上涨等因素影响,今年国际物价水平明显上行。

全球的各个国家的通胀指标都持续上涨,很多国家的 CPI、PPI 数据都升至多年高位,甚至创历史新高。从 CPI 指标来看,10 月份美国、欧元区、俄罗斯、巴西、土耳其同比分别上涨 6.2%、4.1%、13.6%、11.1%和 19.9%。其中,美国创近 31 年新高,欧元区达历史最高水平。从 PPI 来看,10 月份美国、欧元区、日本、俄罗斯、巴西、土耳其同比分别上涨 8.6%、19%、8%、26.3%、26%和 46.3%。其中,欧元区、日本分别创历史新高和近 41 年新高。大宗商品价格普遍持续上涨,通胀压力已经从原料端传导至消费端,部分经济体已表现出不同程度的通胀现象。

本轮通胀大幅走高的最主要原因,是新冠疫情环境下全球货币市场和商品市场双失衡。货币市场方面,新冠疫情暴发后,全球主要经济体均采取极度宽松的货币政策和积极的财政政策,货币供给端释放空前流动性而造成货币超发。全球供应链断裂影响原料和产品供应不足,但商品需求复苏显著,商品市场供需缺口进一步走扩。在全球货币供给流动性过剩背景下,全球粮食、铜以及石油等大宗商品价格都出现大幅上涨,导致成本推动型通货膨胀压力进一步传导至其他行业,并助推市场的通胀预期进一步走高。

2、全球流动性拐点已现，货币宽松退出节奏可能会受到干扰

在通胀指标持续爆表的压力下，美联储如市场预期在 11 月初的议息会议上宣布开启 Taper，将从 11 月底分 8 个月时间每月减少购买 100 亿美元美债与 50 亿美元 MBS，直至明年 6 月结束本轮 QE。从 11 月货币政策会议纪要来看，美联储承认通胀上升的时间将比预期更久，对加快缩减债券购买计划持开放态度，并可能加快加息步伐。美联储货币政策的基调转向偏鹰派，全球流动性拐点已现。

但 11 月底南非出现新冠变异新毒株 Omicron，再度扰动市场。从上一轮 Delta 变异毒株引发的全球疫情来看，其实对发达经济体的增长扰动较少，发达经济体持续复苏，后续全球经济恢复一体化程度提高，有望带动新兴市场国家经济的修复。疫情即使出现新一轮扩散，预计对美国经济增长冲击也相对有限，大概率不会引发经济增速的大幅下滑。但如果疫情再次来袭，全球供应链的紊乱将延续，会阻碍全球经济联动恢复的进程，发达经济体和新兴市场的经济增长差距或将再度拉大，美联储当前最为担心的通胀问题短期很难得到有效缓解。预计美国通胀在明年上半年都难以降温，会倒逼着美联储继续保持当前政策收紧的方向。

从财政政策来看，美国刺激高点已过，2021 年 9 月中旬美国补充失业救济金正式停止发放，尽管拜登部分基建计划将落地，但无论是总规模，还是对经济的短期直接拉动来看，都不及此前的三轮财政刺激。从货币政策来看，11 月美联储会议上宣布开始逐步减少购债规模，并预计至 2022 年年中结束购债，这意味着联储的资产负债表扩张开始减速，流动性环境难以进一步宽松。

在 Taper 靴子落地后，市场关注焦点转为美联储加息节奏是否会前移。未来一段时期内，美国货币政策转向的节奏取决于通胀压力变化情况以及经济复苏的持续性。中长期来看，美国经济和金融高度依赖放水，其政府部门债务的维持、居民财政的增长、金融市场的稳定，都需要美联储持续相对货币宽松来支持，因而对 2022 年美联储的收紧不必过度担忧。

3、美欧货币政策的边际变化呈现分化

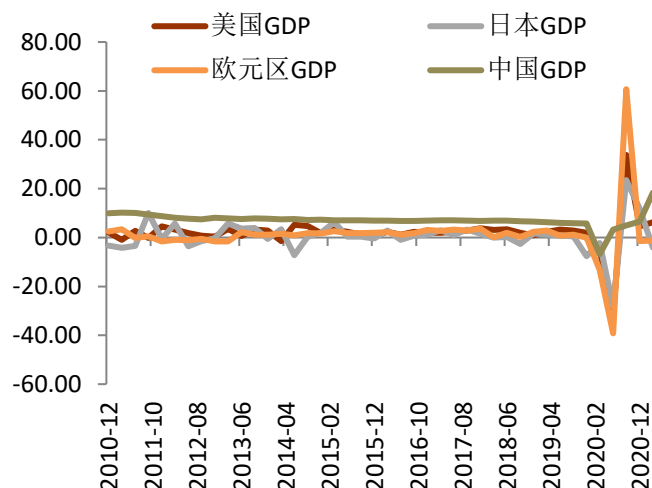
尽管今年欧元区经济持续增长，但近期疫情反弹，再加上能源危机，刺激欧元通胀再次超预期飙升。欧元区 11 月 HICP 同比上升 0.8% 至 4.9%，环比上涨 0.5%。其中商品 HICP 同比达到 5.49%，而服务 HICP 同比也达到 2.05%，超过了疫情前的水平。在供应链冲击持续、原材料价格上涨等问题影响下，欧元区四季度经济增长可能较三季度出现回落，经济面临的风险依然存在。

欧洲央行在 10 月 28 日货币政策会议决定维持新冠流行期间的刺激措施，同时维持基准利率不变。央行行长拉加德表示通胀飙升是暂时的，经济仍然需要央行 1.85 万亿欧元的刺激计划。基于劳动力市场恢复不足的问题和对通胀和油价水平明年回落的预期，欧洲央行依旧保持相对宽松的货币政策。未来欧盟经济复苏计划步入实施阶段，欧洲经济有望进

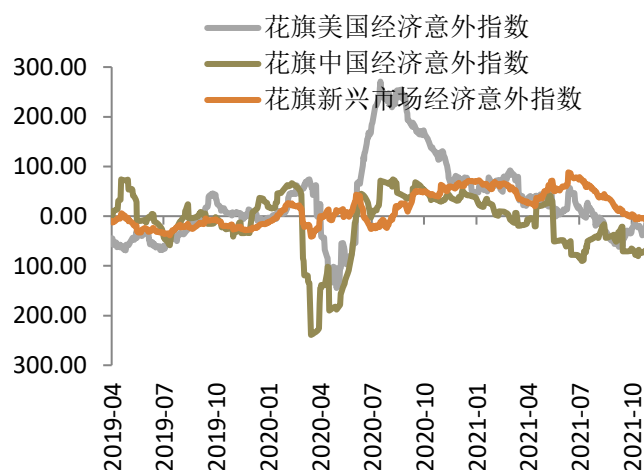
一步加速，欧洲央行迟早会退出超宽松政策，但疫情的反复或许会让宽松政策持续更长时间。

当前美欧货币政策的边际变化已经出现分化，美联储多位官员已经强调加快 Taper，为加息铺路，欧洲央行却表示仍在担心疫情对需求的冲击。美联储的货币政策立场较欧央行更加鹰派，这将对美元形成支撑，预计明年上半年美元指数将有望持续反弹。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

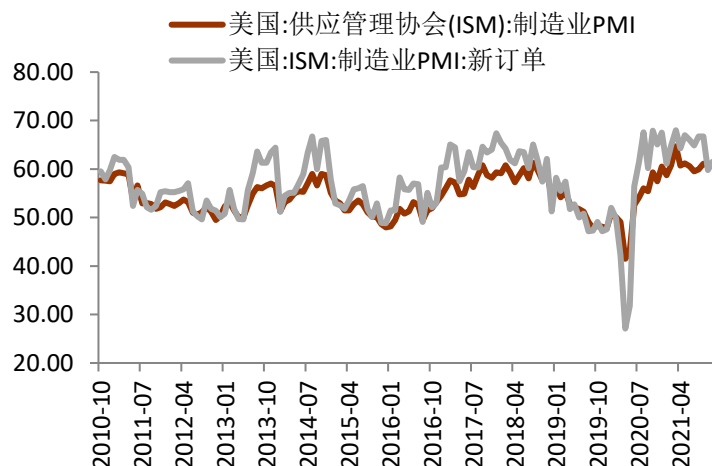


图表 6 全球主要经济体经济意外指数

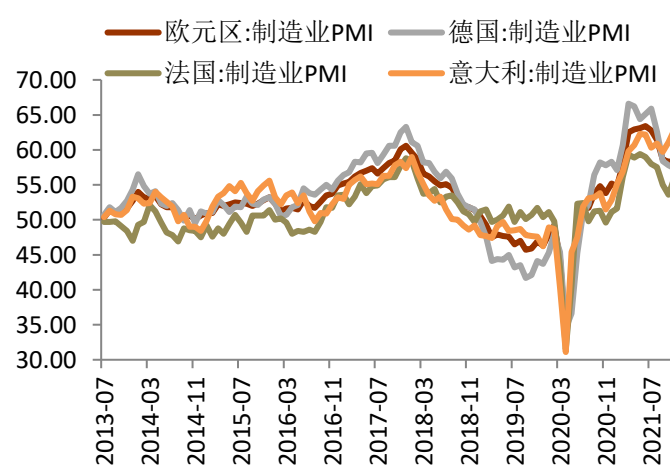


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

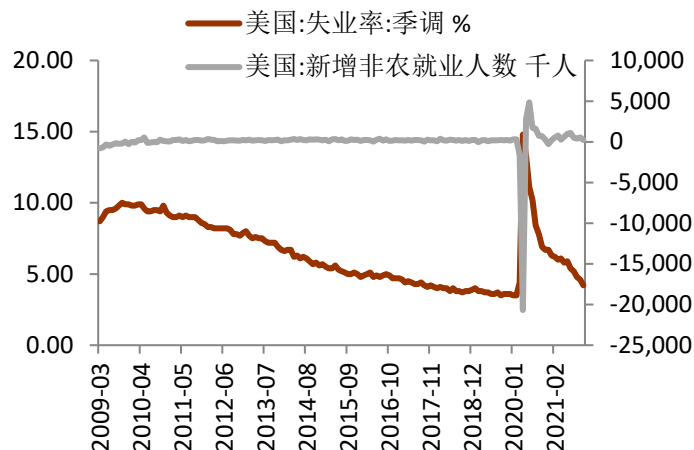


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

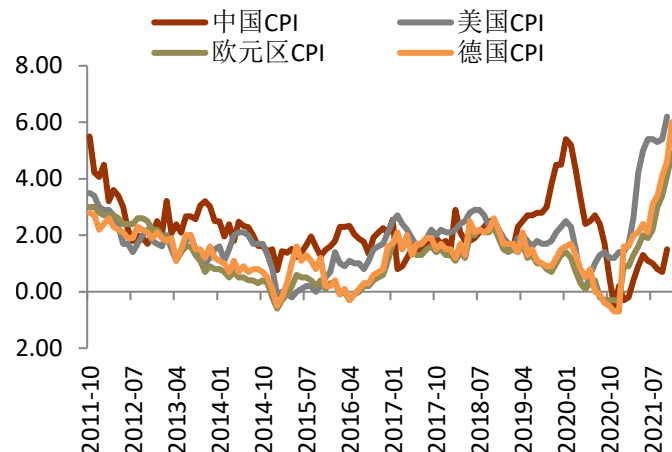


资料来源：Wind，铜冠金源期货

图表 9 美国就业情况变化

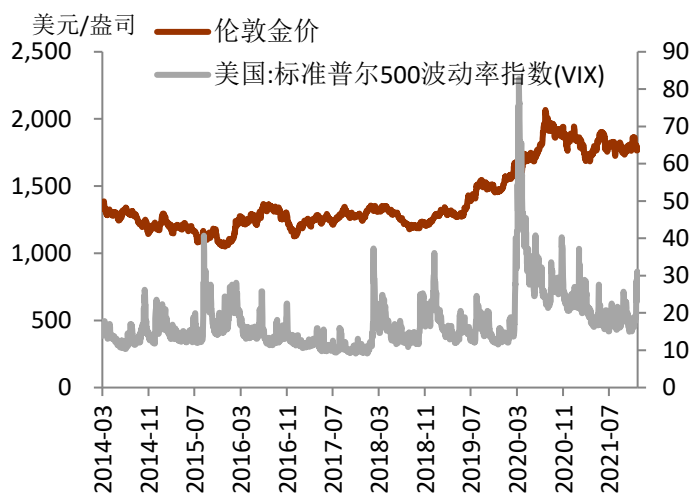


图表 10 主要经济体 CPI 变化

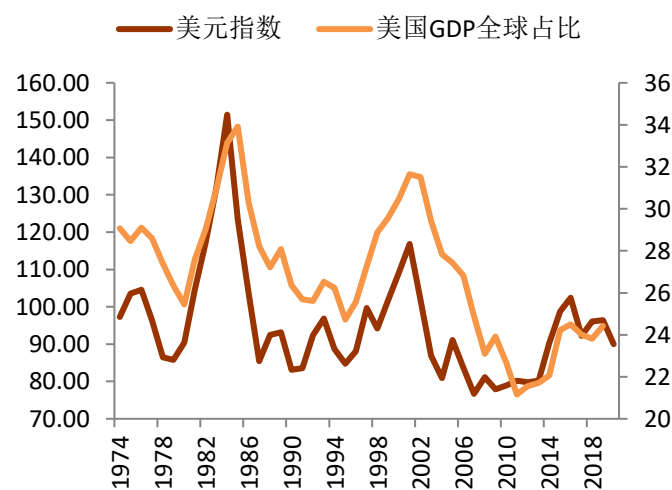


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 11 金价与 VIX 指数变化



图表 12 美元指数与美国 GDP 全球占比



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

三、黄金的供需基本面分析

1、矿产金恢复回收金减少, 全球黄金的供应量持续下降

黄金是一种特殊的商品, 商品属性、金属属性并存。每年全球新增的黄金供应大约 4600 多吨, 其中约 3/4 是矿产金, 1/4 为再生金。一直以来, 黄金的供给量相对稳定, 但近两年受疫情的干扰, 全球黄金的供应量持续下降。

根据世界黄金协会的统计, 2020 年全年黄金供应总量下跌至 4633 吨, 同比下降 4%, 是自 2013 年以来的最大年度降幅。其主要原因在于疫情对金矿生产干扰, 金矿产量同比下降 4%。各地为控制疫情而采取的封锁限制也阻碍了消费者回售黄金, 尽管去年黄金价格创历史新高, 但回收金的供应仅增长了 1%, 达到 1297.4 吨, 是自 2012 年以来的最高水平

(1645.1 吨)。回收金的小幅增加仅小部分抵消了矿产金减少的影响。

今年全球矿产金供应稳步增长。截止今年第三季度，金矿产量同比增幅长 5%达 3500 吨，但回收金供应仅 851 吨，同比减少了 12%以上。因回收金供应的显著下跌，全球黄金总供应同比下降了 3%。在全球供应链尚未完全恢复的情况下，黄金供应依然受到疫情的干扰。

据中国黄金协会最新统计数据显示，2021 年前三季度，国内原料黄金产量为 236.75 吨，与 2020 年同期相比减产 26.18 吨，同比下降 9.96%，其中，黄金矿产金完成 193.61 吨，有色副产金完成 43.14 吨。另外，2021 年前三季度，进口原料产金 78.73 吨，同比上升 5.56%，若加上这部分进口原料产金，全国共生产黄金 315.48 吨，同比下降 6.53%。

图表 13 全球黄金供应量变化(单位：吨)

供应量	2015	2016	2017	2018	2019	2020	年同比变化%
金矿产量	3336.27	3459.06	3491.76	3554.19	3531.82	3400.84	-3.71
生产商净套保	12.89	37.63	-25.52	-12.48	6.18	-65.10	-
回收金	1086.08	1249.10	1128.06	1147.11	1281.90	1297.38	1.21
总供应量	4435.25	4745.80	4594.30	4688.82	4819.90	4633.13	-3.87

数据来源：World Gold Council，铜冠金源期货

2、全球黄金需求更加多元化

黄金投资的需求端，主要有官方储备与个人投资两大主体。官方储备层面，新兴市场国家央行有持续增持黄金的意愿。而个人投资层面，黄金的投资需求主要与通胀、汇率及全球市场动荡程度有关。近两年，伴随着金价的大幅波动，黄金的实物消费和投资需求也波动剧烈且最频繁。

世界黄金协会发布的《2020 年黄金需求趋势报告》显示，2020 年全球黄金年度需求下降 14%至 3759.6 吨，是自 2009 年以来黄金需求首次低于 4000 吨的年份。印度和中国这两个全球最大的黄金实物需求市场的萎缩是 2020 年度全球黄金需求下滑的主要因素。中国 2020 年全年金饰需求下降了 35%，仅为 415.6 吨，是 2009 年以来中国年度需求最低的水平。2020 年印度黄金饰品需求下降 42%至 315.9 吨，也创下新低。

2021 年金价出现回调，黄金的实物消费增加，全球金饰需求表现良好。今年第三季度，金饰需求量同比大幅回升 33%，达到 443 吨。科技用金、金条和金币需求量也远高于 2020 年同期。全球金条和金币投资同比增加 18%，达到 262 吨。很多黄金实物投资者利用金价的显著回调而逢低买入。受电子产业持续复苏的影响，今年第三季度全球科技用金需求量为 84 吨，同比增长 9%，已恢复至疫情前的季度平均水平。预计新能源的发展，技术的进步将持续增加科技用金的需求，黄金的需求会更加多元化。

2021 年前三季度，我国黄金实际消费量 813.59 吨，与 2020 年同期相比增长 48.44%，较疫情前 2019 年同期增长 5.89%。其中：黄金首饰 529.06 吨，较 2020 年同期增长 54.21%，较 2019 年同期增长 1.11%；金条及金币 214.13 吨，较 2020 年同期增长 50.25%，较 2019 年同期大幅增长 29.11%；工业及其他用金 70.40 吨，同比增长 12.66%。三季度以来，国内黄

金消费整体延续上半年恢复态势，实现同比较快增长。在促消费政策以及节日消费等因素带动下，黄金首饰消费复苏势头迅猛。三季度黄金价格波动整体趋缓，金条及金币销量仍保持稳健，显著高于疫情前水平。

图表 14 2016-2020 年全球黄金需求量（单位：吨）

	2016	2017	2018	2019	2020	同比变化%
首饰加工	2018.77	2257.47	2284.65	2136.67	1327.30	-37.88
工业需求	323.00	332.58	334.79	325.96	301.94	-7.37
净投资需求	541.07	271.56	70.11	398.27	877.12	120.23
央行净买入	394.86	378.56	656.58	668.49	272.89	-59.18

数据来源：World Gold Council，铜冠金源期货

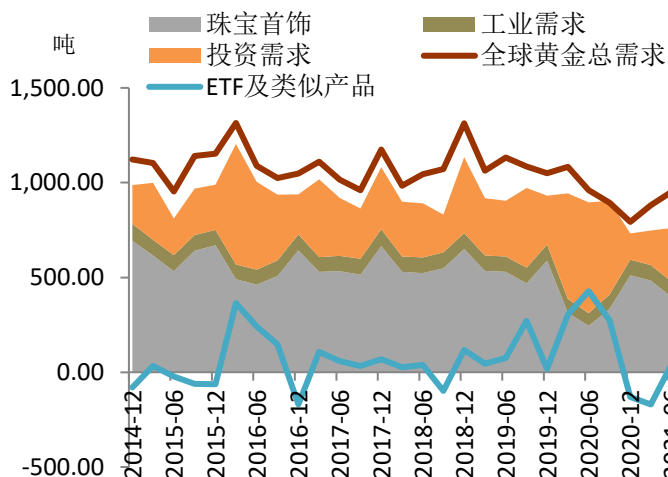
3、中国黄金消费与投资需求全面上扬

全球黄金的实物需求以珠宝首饰为主，一般占总黄金总需求的近一半。但 2020 年的疫情冲击下，金饰需求在 2020 年第一季度至第三季度遭受毁灭性打击，直至去年年底和今年第一季度才开始恢复。高企的金价以及疫情对消费者可支配收入的影响，持续的社会活动限制、经济放缓和处于高位的黄金价格依然让不少金饰消费者望而却步，2020 年金饰需求遭受重创，全球黄金在珠宝首饰领域需求量只有 1323.8 吨，比 2019 年下降了 38%，占总需求的比例大幅下降至仅为 28.6%。

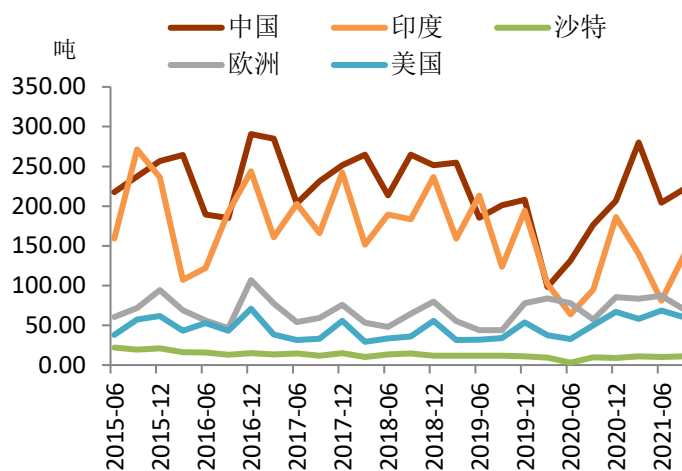
今年在全球经济持续复苏的背景下，全球金饰需求表现良好，第二季度的全球金饰需求为 390.7 吨，与饱受疫情困扰的 2020 年相比持续恢复，但仍远低于疫情前的一般水平，其部分原因是印度市场的需求增长乏力。上半年整体金饰需求为 873.7 吨，较 2015-2019 年上半年平均水平下降 17%。第三季度全球金饰需求量同比回升 33%，达到 443 吨。其中，中国金饰需求达到 157 吨，同比增长 32%，环比增长 7%。金饰需求恢复至新冠肺炎疫情前水平，主要得益于较低的金价以及新品种的涌现，例如古法金饰品表现抢眼，硬足金饰品的市场份额相对稳定，深受年轻消费者青睐。

今年第三季度，第三季度中国黄金需求整体展现出上扬的态势。从金条和金币销量上看，今年第三季度中国金条和金币销量表现强劲，总量达 65 吨，同比上升 12%。从投资上看，截至今年第三季度末，中国黄金 ETF 整体持仓为 72 吨，当季流入量为 3.2 吨。随着需求的上升，国内黄金进口也出现了显著的回升。第三季度我国黄金进口总量达 228 吨，不仅同比有 300% 的显著涨幅，相较 2019 年第三季度也有 23% 的同比增长。

图表 15 全球黄金需求变化

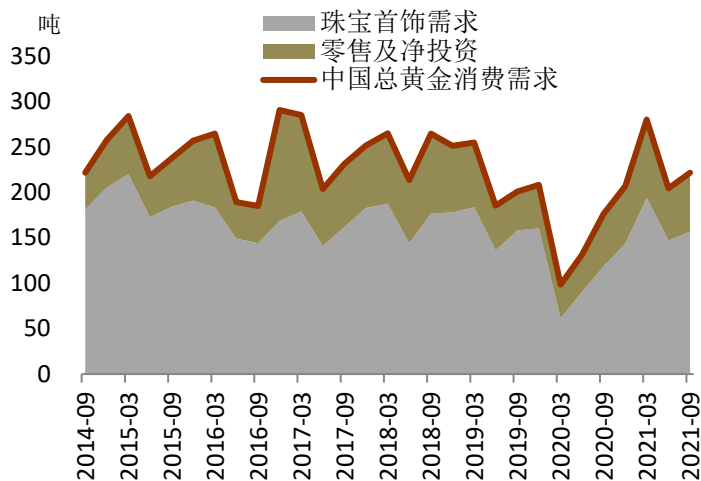


图表 16 主要经济体黄金需求变化

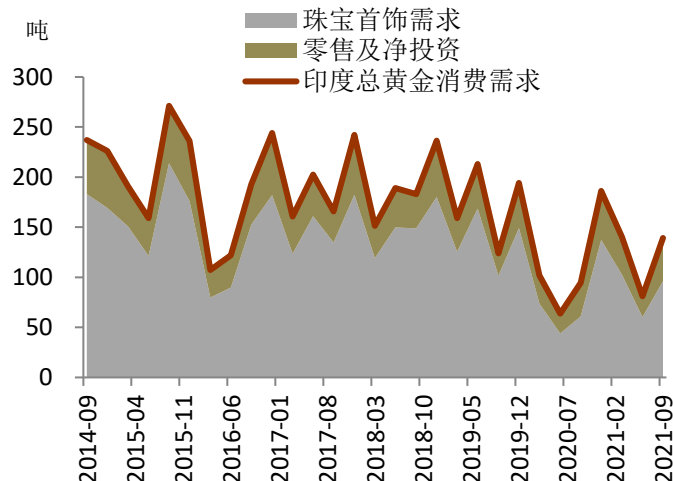


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 17 中国黄金需求备变化

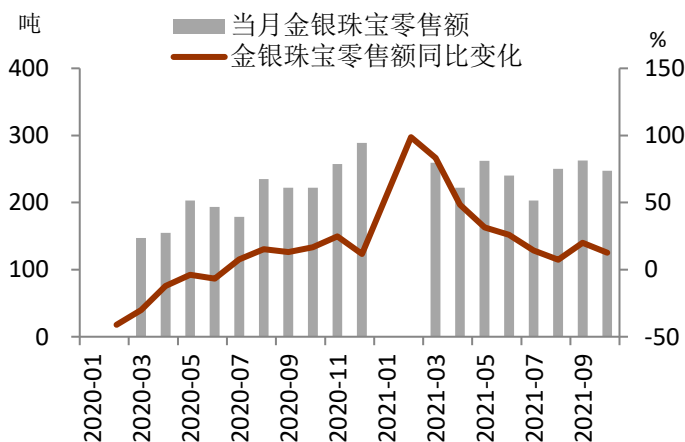


图表 18 印度黄金需求备变化



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 19 中国金银珠宝零售额变化



图表 20 中国印度金饰消费大幅反弹

	2020 年 第 3 季度	2021 年 第 3 季度	同比变化
金饰	333	443	33%
中国	118	157	32%
印度	61	96	58%

数据来源: Wind, 铜冠金源期货

4、央行加快购金步伐

全球央行自 2010 年开始已连续 11 年净买入黄金储备，但去年各国央行的购金步伐大幅放缓。2020 年的年度全球央行购买黄金量只有 272.9 吨，比 2019 年的创纪录的大幅购买 668 吨骤降 58%。在去年的前三个季度央行都处于净售金的状态，直到第四季度才又恢复了净买入状态，去年全球黄金储备总量净增长 44.8 吨，是这些年央行购金量最低的一年。

世界黄金协会数据显示，今年上半年，各国央行对黄金的需求增加。全球央行的黄金储备增加了 333.2 吨，较同期 5 年平均水平高出 39%。其中，泰国、匈牙利和巴西的黄金购买尤为强劲。2021 年第三季度，全球央行购金步伐未停，尽管增速相比近几个季度有所放缓，但全球央行净买入黄金也高达 69 吨，购买量比 2020 年同期明显增加，2021 年前三季度全球央行总计净增持 393 吨黄金储备，已经超过去年全年的 255 吨。

数据显示，泰国央行的黄金储备在 2021 年上半年增加了 90.2 吨，增幅达到 60%，另外，巴西在 5-6 月也共增加 53.7 吨黄金储备，自 2012 年 11 月以来首现大幅增长，而匈牙利更是在今年 3 月购入 63 吨黄金，使该国黄金储备从 31.5 吨增加到 94.5 吨。根据新加坡金融管理局（MAS）国际储备和外汇流动性报告的数据，新加坡央行今年 5 月和 6 月的黄金采购总量达到 26.3 吨左右。这是自 2000 年以来数据首次出现增长，在此过程中，其战略黄金持有量增加了 20%，达到 153.76 吨。

今年前三季度，央行购金就较去年翻了一番，金饰需求量也大幅增长但这仅能部分抵消全球黄金 ETF 的净流出。而与疫情前的 2019 年水平相比，目前的需求仍然明显疲软。

目前全球通胀加剧，各国债务水平上升，疫情余波未了，全球政治和经济的不稳定性增强，黄金储备的战略地位凸显。从各国黄金储备数量及排名来看，美国以 8000 多吨的黄金储备遥遥领先，德国位居第二但差距很大。新兴市场国家的黄金储备在其外汇总储备中的占比一般都比较低。中国央行曾从 2018 年 12 月起连续 10 个月增持黄金，今年一直都目保持在 1948.3 吨的黄金储备，排全球第七。我国的黄金储备在外汇储备种的占比依然非常低，有很大增长空间。

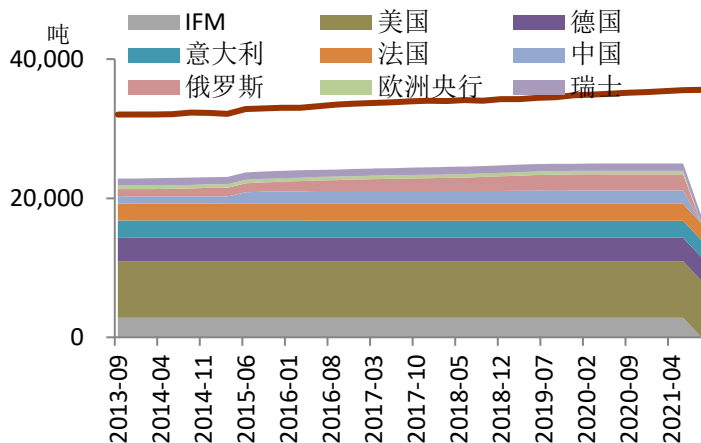
图表 21 各国黄金储备数量及排名

排名	国家和地区	黄金储备 (吨)	占外汇储备比例
1	美国	8133.5	77.6%
2	德国	3362.4	74.2%
3	国际货币基金组织	2814	-
4	意大利	2451.8	69.0%
5	法国	2436.3	64.3%
6	俄罗斯	2295.4	21.8%
7	中国	1948.3	3.2%
8	瑞士	1040	5.3%

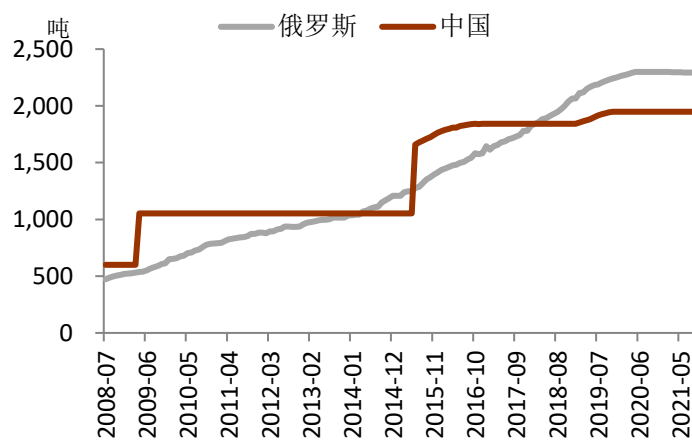
9	日本	846	3.4%
10	印度	695.3	6.6%
11	荷兰	612.5	66.8%
12	土耳其	512.6	37.7%
13	欧洲央行	504.8	35.1%

数据来源：World Gold Council，铜冠金源期货（截止于 2021 年 11 月）

图表 22 全球主要央行储备变化



图表 23 中国和俄罗斯央行持续增持黄金



数据来源：Wind，铜冠金源期货

四、市场结构分析

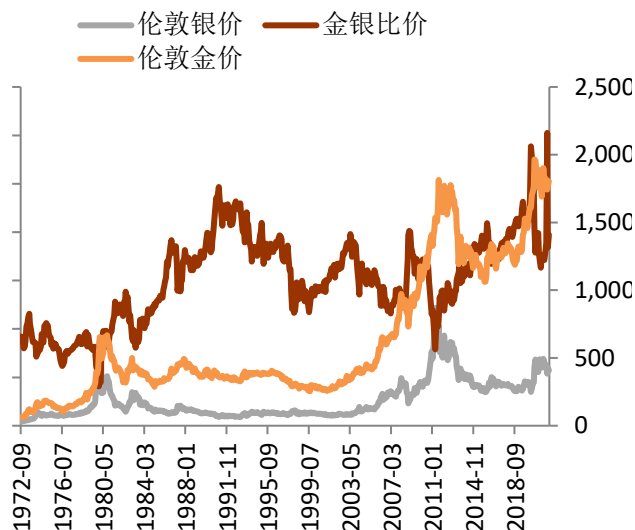
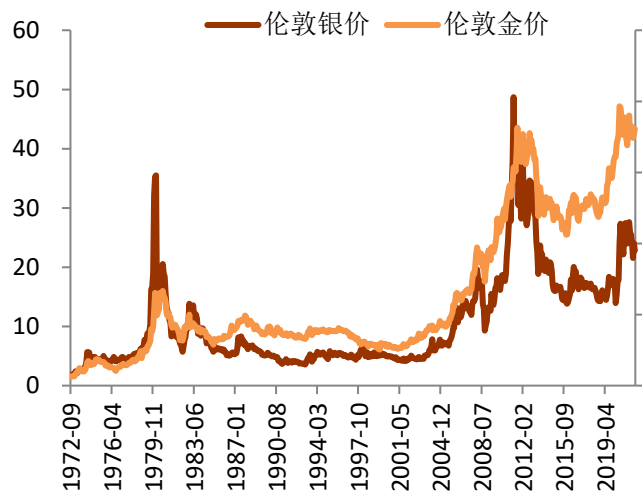
1、金银比价变化

金银比价在 2020 年 3 月中旬达到 124 的历史高点后就开始快速回落。相比去年的大起大落，今年金银比价的波动率明显变小。今年因金价走势整体强于银价，金银比价的重心整体上移。COMEX 金银比价从年初的 71 上涨至当前 78 一线。

金银比价的变化更多地受到白银价格波动的影响，而白银价格受到有色金属的走势影响较大。当前全球经济复苏可持续依然脆弱，工业属性的白银走势可能会继续弱于黄金，金银比或持续上涨。

图表 24 1972 年以来伦敦现货金银价格变化

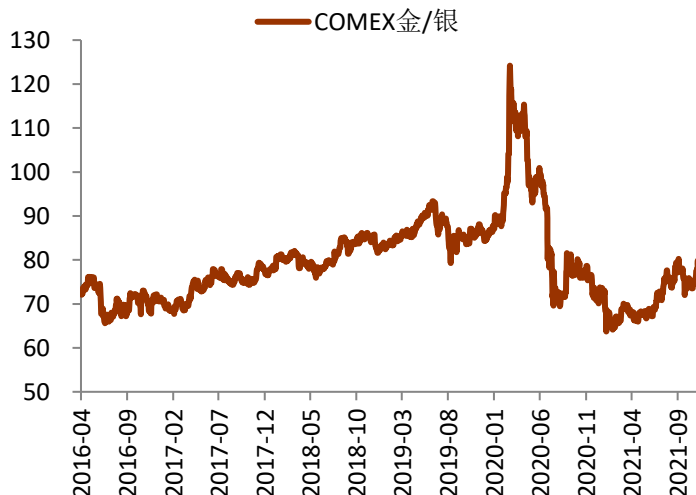
图表 25 伦敦现货金银比价的变化



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 26 COMEX 金银比价变化

图表 27 沪期金银比价变化



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

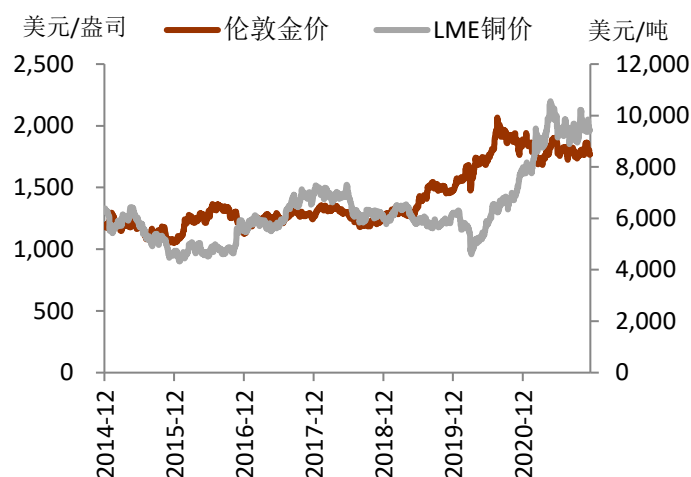
2、铜金比价变化

铜价在今年上半年表现耀眼, 伦铜在 5 月 10 日冲高至 10747.5 美元/吨的历史高位后回落, 但回调幅度有限, 持续呈现高位震荡。铜作为最主要的基本金属, 其价格走势代表了基本金属的整体变化趋势, 铜的需求弹性显著强于黄金, 铜金比价可以代表投资者的风险偏好, 包含市场对经济基本面的预期。铜价/黄金价格的比价可以一定程度上可以视为剔除通胀因素和金融属性之后的铜的价格变化。

从历史上看，铜金比价的波动区间很大，在 3-12.2 之间。今年上半年铜金比价从 4 一线上移至最高 5.7，下半年的波动较小，仅在 5.2-5.8 之间窄幅波动，当前回落至 5.3。当前经济复苏依然脆弱，预计铜价重心会有所下移，铜金比价可能会持续回落。

图表 28 铜金比价变化

图表 29 金价与铜价走势对比



资料来源：Wind，铜冠金源期货

3、贵金属库存变化

自从 CME 在 2020 年 3 月底改进交易机制扩大可交割品种之后，COMEX 黄金期货的库存在就迅速增加，在今年 2 月份达到历史高点 3950 万盎司，之后库存开始持续下降。截至 2021 年 12 月 3 日，COMEX 黄金期货的库存有 3386 万盎司，合计约 1053 吨，比上个 2 月份的最高点的 1228 吨库存减少 153 吨。

COMEX 白银期货的库存从 2020 年 6 月开始明显增加，特别是在去年 9 月份大幅增加 3000 万盎司，在今年 2 月份白银库存达到约 4 亿盎司的历史最高位。截至 2021 年 12 月 3 日，COMEX 白银库存有约 3.546 亿盎司，合计约 11029 吨，比 2 月份的高点 12340 吨小幅下降。COMEX 黄金白银的库存都从今年 2 月份的高位回落，但近几个月黄金白银的库存波动不大。

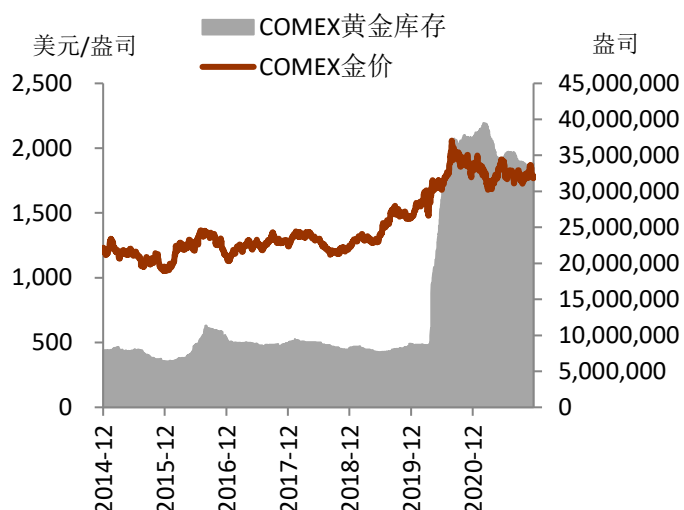
国内两大交易所的白银库存也从去年的高位回落。上海黄金交易所的白银库存从 2020 年 9 月初 5280 吨的历史高点持续下降，已大幅降低至当前 2390 吨。上海期货交易所的库存的高点在今年 1 月份 2848 吨，之后开始下降至 8 月份的低点 2015 吨，近几个月又开始缓慢回升，目前有 2033 吨。国内两大交易所的白银库存从合计 7000 吨以上的高位整体下降至现在 4693 吨的水平。

图表 30 COMEX 贵金属库存变化

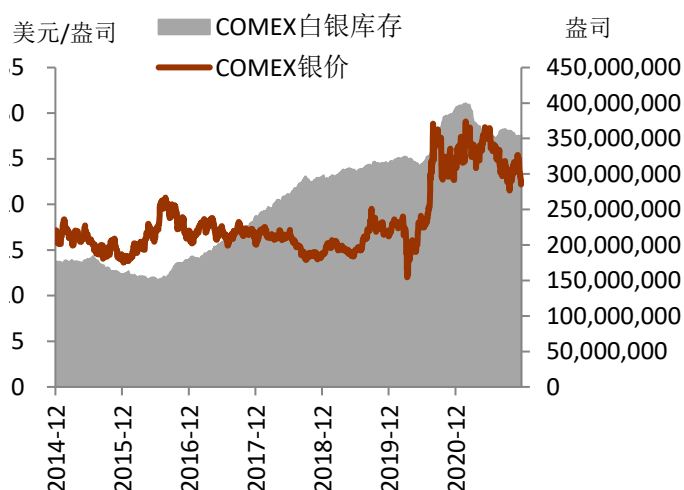
	2020/12/3	2021/11/3	2021/12/3	较上月增 减	变化率	较去年 增减	变化率
黄金(盎司)	37229464.7 7	33236192.07	33858489.29	622297	1.87%	- 3370975	-9.05%
白银(千盎司)	390317.63	352733.88	354601.25	1867	0.53%	-35716	-9.15%

数据来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 31 COMEX 黄金库存变化

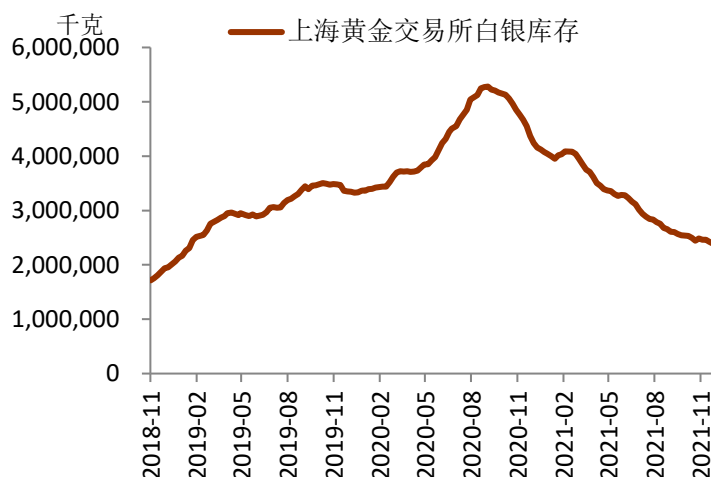


图表 32 COMEX 白银库存变化

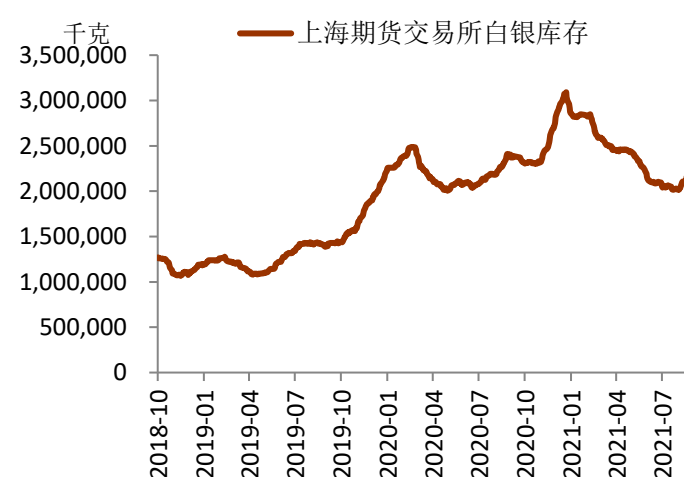


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 33 上海黄金交易所白银库存变化



图表 34 上海期货交易所白银库存变化



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

4、贵金属的投资需求减弱

贵金属 ETF 的持仓变化代表了市场上长期投资资金的动向。从历史来看，黄金白银 ETF 的持仓变化都与价格正相关，但滞后于金银价格的变化。

黄金价格在 2020 年 8 月初达到历史高位后持续回调，但投资者对黄金的投资热情在 2020 年 10 月才开始下降，虽然有个短期的回升，但整体趋势一直在下降。全球最大的黄金 ETF - SPDR Gold Trust 的持金量从 10 月份的高点 1278 吨下降至目前的 984 吨。

白银 ETF 的投资需求在 2020 年大幅增加，在今年 1、2 月份也增加明显，之后大幅下降，在 8 月份之后波动不大。目前全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 16945 吨，比 2 月初超过 2.1 万吨的历史高位明显下降。

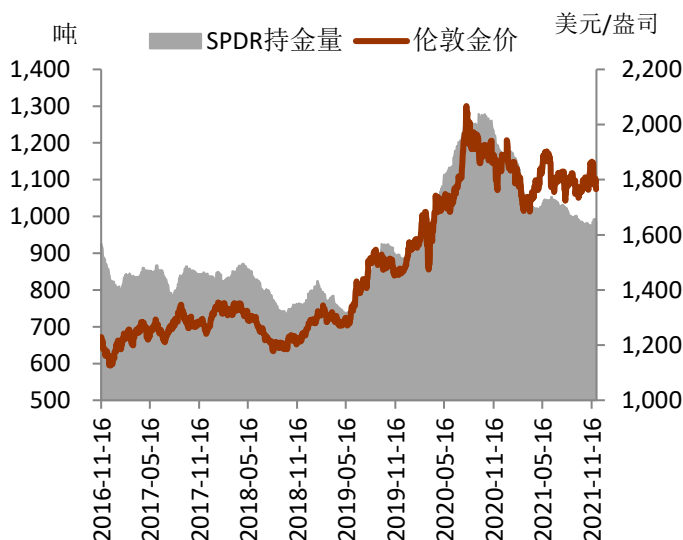
相对来看，今年上半年资金对白银 ETF 投资需求明显大于黄金。究其原因，可能是在黄金价格创历史新高后，白银价格仅为历史高点的一半，白银仍处于价值洼地，资金流入白银的兴趣更大。另外，今年全球经济复苏的预期下，今年上半年大宗商品普遍上涨，对工业属性更强的白银更加有利。这也造成了今年上半年银价的走势明显强于金价。但下半年大宗商品价格普遍回落，也带动工业属性更强的白银跌幅明显大于黄金。

图表 35 贵金属 ETF 持仓变化

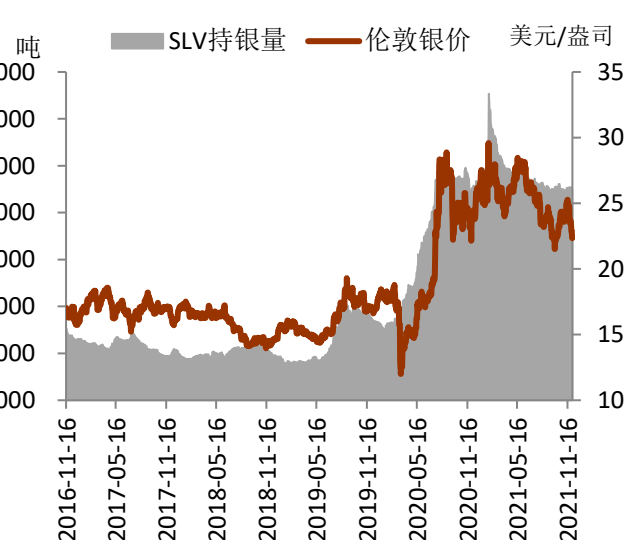
单位：吨	2020/12/4	2021/11/4	2021/12/3	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	3328.19	3050.02	3053.55	4	0.12%	-275	-8.25%
SPDR 黄金持仓	1220.17	978.07	984.38	6	0.65%	-236	-19.32%
ETF 白银总持仓	27315.45	28134.19	28167.06	33	0.12%	852	3.12%
ishares 白银持仓	17579.27	16959.86	16999.95	40	0.24%	-579	-3.30%

数据来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 36 黄金 ETF 持仓变化



图表 37 白银 ETF 持仓变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

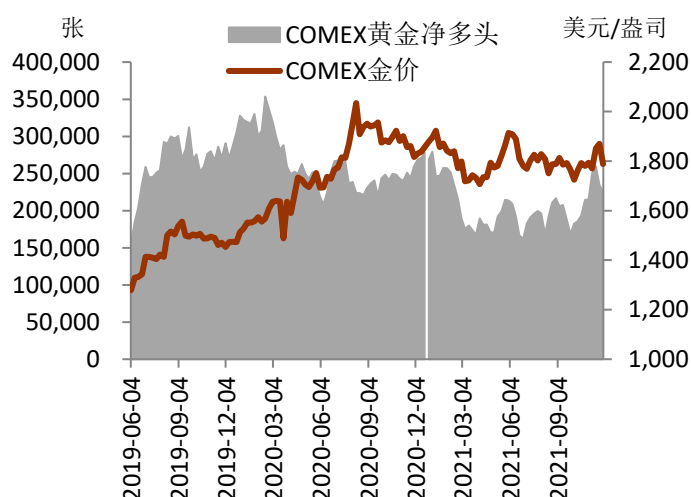
5、CFTC 持仓变化

CFTC 的非商业性净多头持仓的变化代表了市场上短期投机资金的动向，在一定程度上影响着大宗商品价格的短期走势。COMEX 黄金白银期货非商业性净多单的变化略领先于金银价格的变化。相对来讲，黄金期货非商业性净多单的变化幅度较小，而白银非商业性净多单的变化幅度较大。

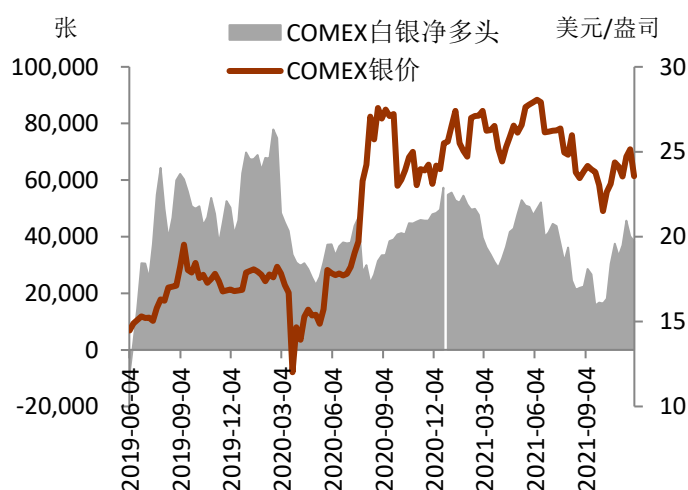
进入 2021 年之后，金银价格持续走弱，COMEX 黄金期货的非商业性净多单下降至 3 月份之后就不再持续下降，并在 9 月下旬开始明显回升。COMEX 白银期货的非商业性净多单的持仓大幅波动，整体持仓减少至 9 月下旬，才开始止跌回升。

根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2021 年 11 月 30 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 225860 张；而 COMEX 白银期货的非商业性净多单持仓量为 38434 张。短期来看，近半个月的资金在流出黄金白银。

图表 38 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 39 CFTC 白银净多头持仓变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

五、行情展望及操作策略

美联储已开启 Taper，全球流动性拐点已现。高通胀难以降温会，倒逼美联储货币政策边际收紧方向不变。在此背景下，美元指数或将重拾升势，压制大宗商品整体价格的上涨。但疫情余波仍在，可能会对市场形成脉冲式的冲击，经济复苏的可持续性依然脆弱，市场的避险偏好抬升会增加黄金需求，黄金价格的下跌空间有限，预计后期金价将呈现高位震荡的走势，工业属性的白银走势会继续弱于黄金。

预计 COMEX 期金主力合约的主要波动区间在 1650-1900 美元/盎司之间。COMEX 期银主力合约的主要波动区间在 20-26 美元/盎司之间。

投资策略建议：金银波段操作，或做多金银比价

风险因素：疫情控制不及预期，美国经济复苏差于预期

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。