

2021/11 月报

海外加息预期升温 贵金属预期偏空走势

——2021年11月贵金属市场展望

2021年10月31日

华安期货

投资咨询业务资格

证监许可[2011]1776

贵金属研究组

闫丰 首席分析师

从业/投资咨询证号:

F0251054/ Z0001643

曹晓军 高级分析师

从业/投资咨询证号:

F3008012/Z0010934

电话: 0551-62839752

Email: tzzx@haqh.com

网址: www.haqh.com

华安期货温馨提示:

“期”待诚信

“货”真价实

要点提示:

1. 11月初重点关注美联储央行会议和财政部会议,11月4日美联储大概率宣布Taper具体路线, Taper对金价的影响或已被市场充分定价, Taper已不是影响贵金属价格的主要矛盾。
2. 受全球供应链瓶颈、能源短缺问题导致对通胀过高的担忧, 市场对美联储加息预期不断强化, 影响贵金属价格的关键因素或已转变为加息预期、通胀风险与其他央行的退出宽松的政策。当前虽然利率在短期内走势或有反复, 但美债利率上行趋势或不会改变, 对黄金价格形成较强下行压力。
3. 风险点: 由于美国目前复苏预期已经放缓, 之前的复苏很大程度上仍旧靠前期的宽松的货币政策刺激拉动, 退出宽松后财政政策是否能够继续助力经济复苏, 以及复苏节奏都需要继续追踪。若经济复苏减弱的预期边际走强, 那么名义利率或将从高位回落, 黄金价格届时又将受到利率下行的支撑。

市场展望与投资策略:

未来利率与通胀的持续博弈, 或延续贵金属的持续震荡格局。趋势上来看, 实际收益率大概率已经筑底, 受制于Taper即将落地、高通胀触发加息预期, 带动欧美主权债收益率上行, 对黄金价格形成较强下行压力。贵金属维持震荡偏空的观点。

投资策略:

- 1、构建“卖出Au2112-380-Call, 买入Au2112-360-Put”;
- 2、少量布局空单。

目录

| | |
|--------------------------------------|---|
| 一、行情回顾..... | 1 |
| 二、黄金价格影响因素分析..... | 2 |
| 2.1 全球疫情得到有效控制，美国经济复苏..... | 2 |
| 2.2 通胀端：受到供应链瓶颈问题、能源危机掣肘，通胀维持高位..... | 3 |
| 2.3 利率端：经济数据走强及加息预期推动名义利率抬升..... | 4 |
| 三、市场展望与投资策略..... | 5 |
| 免责声明..... | 6 |

图表目录

| | |
|----------------------------------|---|
| 图表 1：美债期限结构短端抬升、长端走平..... | 1 |
| 图表 2：美国价格指数同比增速..... | 1 |
| 图表 3：美、欧、日三国 PPI 同比增速..... | 1 |
| 图表 4：欧美各国疫情每日新增人数（20 日移动平均）..... | 2 |
| 图表 5：亚洲各国疫情每日新增人数（20 日移动平均）..... | 2 |
| 图表 6：美国 9 月非农新增人数疲弱..... | 3 |
| 图表 7：欧美制造业 PMI 指数高位回落..... | 3 |
| 图表 8：美国初申/持续领取失业金人数走低..... | 3 |
| 图表 9：美国 9 月劳动参与率持平、失业率继续回落..... | 3 |
| 图表 10：美国初申/持续领取失业金人数走低..... | 4 |
| 图表 11：美国 9 月劳动参与率持平、失业率继续回落..... | 4 |

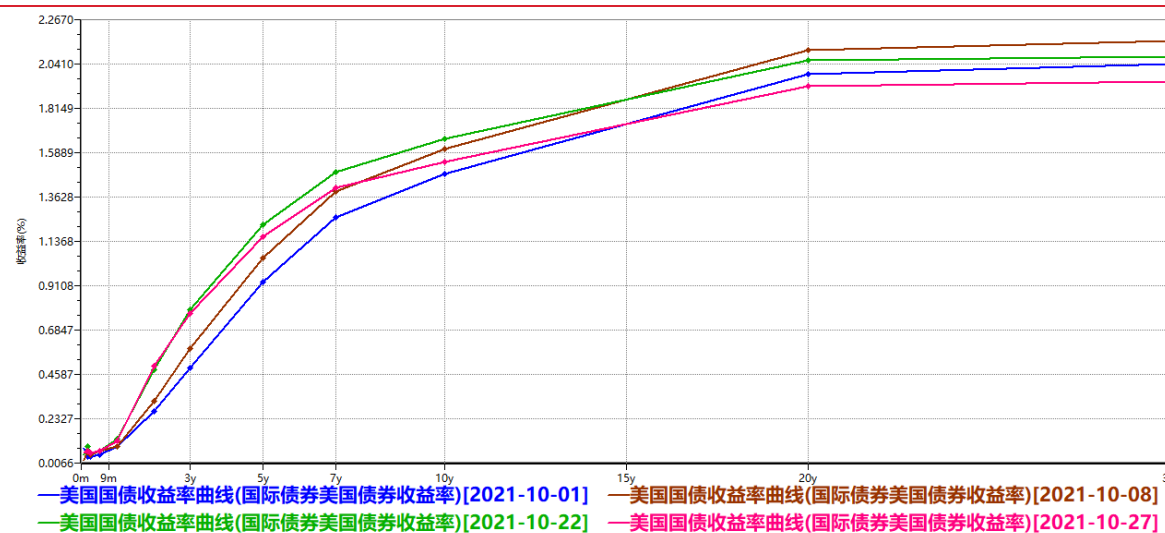
一、行情回顾

2021年10月，国庆节后，沪金2112主力合约主要跟随Comex黄金2112的走势上下波动，整体上Comex2112合约在10月份呈现震荡偏强走势，而沪金2112主要区间震荡走势。

分析本月黄金走势形成的原因：

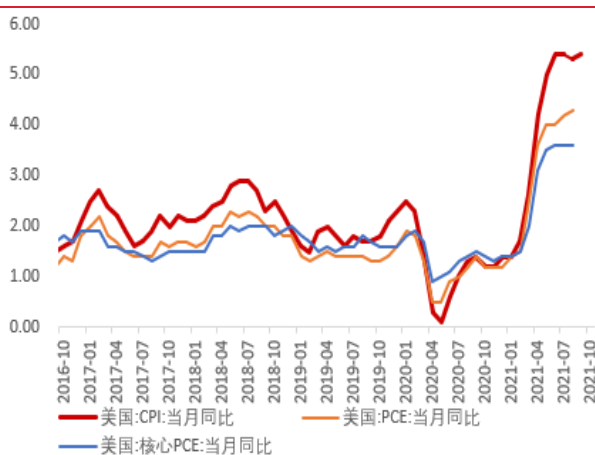
10月份黄金交易逻辑主要围绕着通胀因素和加息预期因素展开。能源危机与供应链问题导致能源价格高企、本月公布美国CPI、PPI数据超预期的事实，基本否认通胀暂时性的言论，带动金价走强；但与此同时，通胀问题正在演化成为一个中长期的问题。零售数据与初请数据走好、美国经济正从疫情的影响中稳步恢复，此外加拿大和英国央行的鹰派言行，推动市场交易加息的预期，带动美债收益率上行，驱动黄金价格下挫。。

图表 1：美债期限结构短端抬升、长端走平

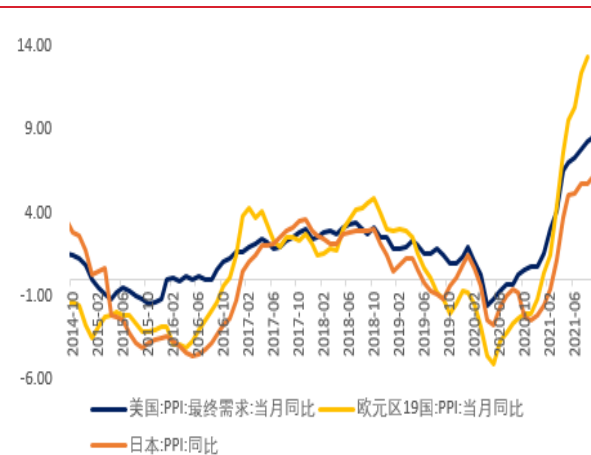


数据来源：华安期货投资咨询部；WIND

图表 2：美国价格指数同比增速



图表 3：美、欧、日三国 PPI 同比增速



数据来源：华安期货投资咨询部；WIND

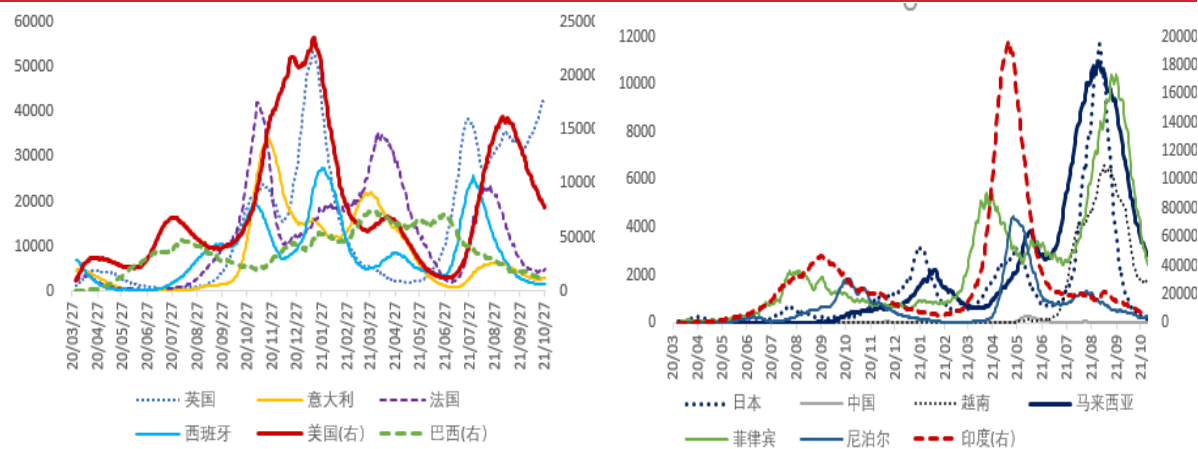
二、黄金价格影响因素分析

当前市场对黄金未来价格趋势存在一定的分歧点，偏多的观点认为通胀预期持续高涨，能源危机供应链瓶颈所带来的原油等大宗商品价格高企，通胀强势对金价形成支撑。偏空观点认为通胀高居不下存在上端风险，且疫情得到有效控制，就业市场持续恢复，美联储 Taper 渐行渐近，各国央行开始鹰派言行与市场沟通，或不久将达到加息条件，美元、名义利率或受到加息预期而再次抬升，金价或存在下行风险。而这两种观点的分歧导致金价近一个月呈现宽幅震荡行情，其分歧根源主要单方面基于通胀与利率做判断。下面我们将通胀与利率两个维度结合，对未来贵金属行情做出相关展望。

2.1 全球疫情得到有效控制，美国经济复苏

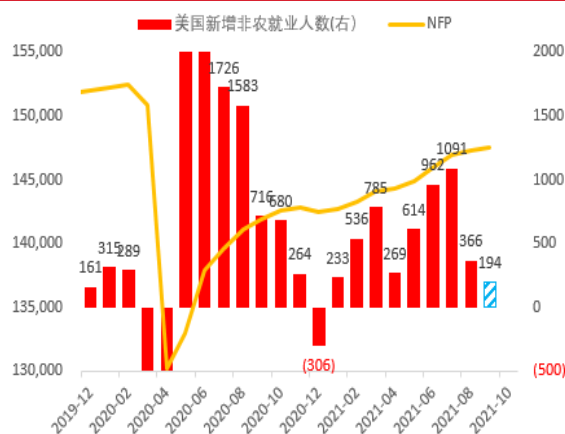
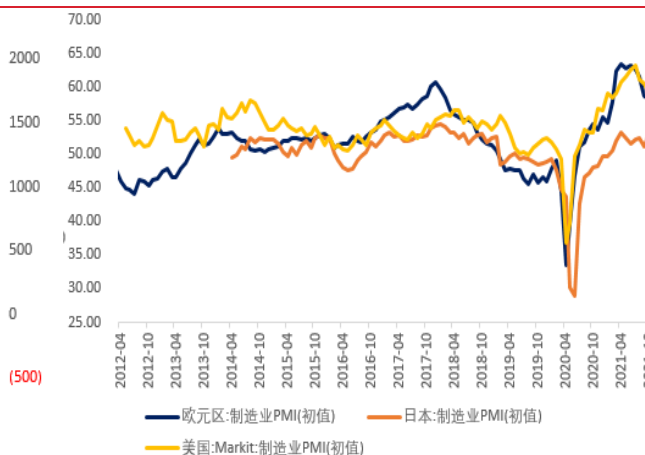
如图 4、5 所示，主要经济体的疫情得到有效控制，每日新增人数除英国外基本都呈下降走势，社会经济活动逐渐走向正常化。

图表 4：欧美各国疫情每日新增人数（20 日移动平均） 图表 5：亚洲各国疫情每日新增人数（20 日移动平均）



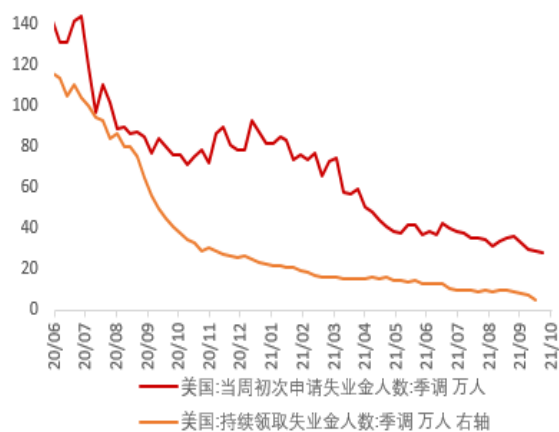
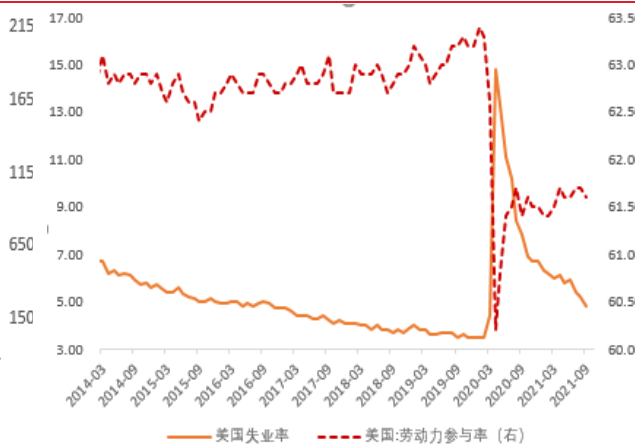
数据来源：华安期货投资咨询部；WIND

从复苏进程来看，复苏进程过程中存在边际放缓的迹象。10 月份公布的美国上个月的非农就业数据意外疲弱，欧美制造业 PMI 消费者信心指数也经历触顶回落的趋势。叠加 10 月 28 日美国公布最新的 3 季度 GDP 环比折年率 2%，低于预期 2.6%、前值 6.7%。其中，2%的环比增速，远低于近 30 年的均值水平。GDP 主要分项方面，3 季度私人消费环比折年率 1.6%、不及前值 12%，私人投资环比折年率为 11.7%、大超前值-3.9%，出口环比折年率为-2.5%、不及前值 7.6%。说明美国复苏进程中正在经历边际放缓的迹象。

图表 6: 美国 9 月非农新增人数疲弱

图表 7: 欧美制造业 PMI 指数高位回落


数据来源：华安期货投资咨询部；WIND

虽然复苏存在边际放缓的迹象，但总体来看仍在稳步复苏。消费端伴随疫苗加强针进一步推广、疫情扰动趋弱，以及居民薪酬收入快速增长，美国服务消费或将延续 2 季度以来的加速改善态势，9 月份美国零售数据超预期，显示美国需求端具有较强的韧性。就业市场，随着疫情好转，财政补贴终止，赋闲在家的劳动力人员相继走上工作岗位，推动初请数据创疫情以来新低，9 月份失业率数据降低至 4.8%，已达到美联储最新预测的年底水平，显示疫情对劳动力市场的影响已经边际减弱。综合来看美国经济动能有望维持韧性。

图表 8: 美国初申/持续领取失业金人数走低

图表 9: 美国 9 月劳动参与率持平、失业率继续回落


数据来源：华安期货投资咨询部；WIND

2.2 通胀端：受到供应链瓶颈问题、能源危机掣肘，通胀维持高位

美国劳工部数据显示，美国 9 月 PPI 环比上涨 0.5%，同比上涨 8.6%，较前值 8.3% 继续攀升。其中，能源价格环比上涨 2.8%，食品价格环比上涨 2%。核心 PPI 同比上涨 6.8%，环比上涨 0.2%。美国 9 月 CPI 同比增长 5.4%，高于预期 5.3%，

连续4月保持在5%以上的高位；核心CPI同比增长4%，持平预期、前值。环比方面，美国9月CPI环比增长0.4%，高于前值0.3%，仍位于历史同期均值水平以上；9月核心CPI环比增长0.2%，持平预期，高于前值0.1%。

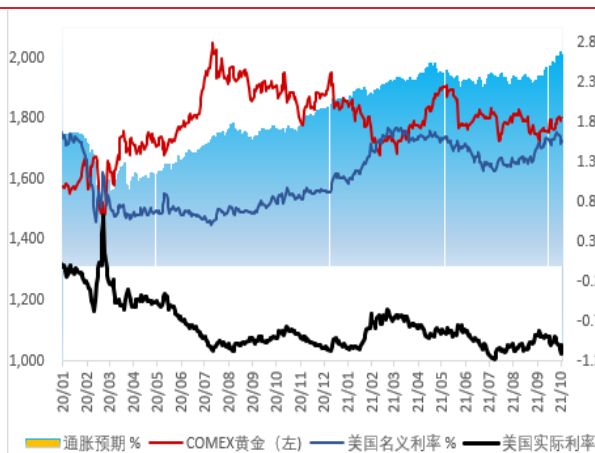
此轮通胀涨幅显著，主要由受到供应链瓶颈问题、能源危机掣肘，导致能源、化工和黑色金属为代表的大宗商品涨价造成。原油价格持续高位，PPI与CPI数据达到高位；结合本轮铜价已于5月份见顶，其余大宗商品也在近期出现回落，故我们判断通胀难以继续超预期，上方风险可控，边际上行动力减弱，金价或在通胀顶部区域维持震荡。

2.3 利率端：经济数据走强及加息预期推动名义利率抬升

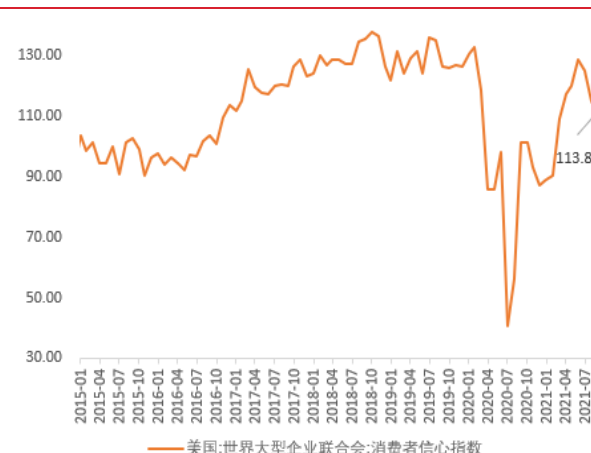
由于CPI、PPI创历史新高，通胀暂时性的说法已持续一年多，但通胀仍然高居不下，目前供应链紧张叠加能源价格上涨，市场已经不再信任这套说法；近期美国成屋数据以及连续两个月零售数据走强；9月非农数据虽不及预期，但仍是正增长，美联储更为看重非农就业的累积进展，故部分观点认为加息的实质性条件将至，美联储未来可能加息以对抗高企通胀。名义利率受此美国经济好转、加息预期带动而抬升，黄金价格或受此影响未来将呈现震荡偏空的走势。

但是有一点需要注意，由于美国目前复苏预期已经放缓，之前的复苏很大程度上仍旧靠前期的宽松的货币政策刺激拉动，退出宽松后财政政策是否能够继续助力经济复苏，需要我们继续追踪。若经济复苏减弱的预期边际走强，那么名义利率或将从高位回落，黄金价格届时又将受到利率下行的支撑。

图表 10: 美国初申/持续领取失业金人数走低



图表 11: 美国9月劳动参与率持平、失业率继续回落



数据来源：华安期货投资咨询部；WIND

三、市场展望与投资策略

10月黄金价格受通胀预期提振小幅收涨，伴随国外疫情好转，带动经济数据走好，持续高企的通胀背景使得市场预期美联储加息以对抗通胀。未来利率与通胀的持续博弈，或延续贵金属的持续震荡格局。趋势上来看，实际收益率大概率已经筑底，受制于 Taper 即将落地、高通胀触发加息预期，带动欧美主权债收益率上行，对黄金价格形成较强下行压力。贵金属维持震荡偏空的观点。

风险点：由于美国目前复苏预期已经放缓，之前的复苏很大程度上仍旧靠前期的宽松的货币政策刺激拉动，退出宽松后财政政策是否能够继续助力经济复苏，以及复苏节奏都需要我们继续追踪。若经济复苏减弱的预期边际走强，那么名义利率或将从高位回落，黄金价格届时又将受到利率下行的支撑。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安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。