



五矿期货  
MINMETALS FUTURES

# 五矿期货**贵金属**月报

—— **关注短期做多机会**

宏观金融组 夏佳栋

■ 从业资格号：F3023316

■ 投资咨询号：Z0014235

联系人 彭玉梅

■ pengym@wkjyqh.com

■ 0755-23375141

■ 从业资格号：F3085614



# CONTENTS



五矿期货  
MINMETALS FUTURES

- 1 月度评估及策略推荐
- 2 市场回顾
- 3 利率与汇率
- 4 宏观经济
- 5 市场情绪



# 1 月度评估及策略推荐

### ◆ 宏观经济与政策：

- ✓ 宏观经济方面：从高频经济运行指标PMI指数来看，剔除价格影响因素，经济仍在高位景气运行区间；参考历史经验，制造业PMI在景气区间的上行趋势一般持续期间为1年半，当前PMI景气持续时间已基本达到历史水平，未来预计将走弱；
- ✓ 货币政策方面：9月议息会议纪要显示，FOMC可能会在2021年11月中期或12月中期启动Taper（减码QE），到2022年年中或稍晚可能会结束渐进式地Taper的过程，部分与会者提出了在明年年底前开始提高利率目标范围的可能性；当前通胀的高企提高了美联储明年加息的概率；
- ✓ 财政政策方面：美国基建法案投票推迟，从当前各方的表态来看，基建法案的支出规模大概率降低；众议院、参议院通过债务上限延迟至12月的决议，债务上限风险再度置后。

### ◆ 通胀方面：

- ✓ 9月CPI同比上涨，从构成来看，主要是能源、交通运输与住宅项的上涨，背后主要原因在于供应链瓶颈导致的供需缺口、全球能源供需缺口以及前期政策宽松下住房价格的大幅上涨，而主要因素在短期内难以缓解，并且能源供需缺口导致的能源价格攀升仍在继续演化，通胀高位现状下继续上行的概率加大；
- ✓ 通胀预期在能源价格的推动下摆脱震荡走势，出现短期上涨，但上方仍然受到美联储货币政策收紧的压制。

- ◆ 市场展望：缩减购债路线已基本确定，在高通胀压力下美联储明年加息概率增加，在货币政策转紧的大趋势下中长期利空贵金属，短期通胀预期构成贵金属上推力量。操作策略上，前期空单可继续持有，短线可关注做多机会。

# 基本面评估



五矿期货  
MINMETALS FUTURES

贵金属基本面评估	估值		驱动		
	10年期国债价格	通胀预期	货币政策	重要经济指标	财政政策
数据 (2021. 10. 8)	131. 01	2. 50		9月新增非农差于预期, 但失业率进一步降低, PMI等景气指数升高	债务上限
多空评分	-1	+2	0	0	0
简评	美债价格整体呈现下行趋势, 10年期美债收益率收于1. 6, 继续上行的空间有限。	在全球能源价格急剧上涨的背景下, 通胀预期再度走强。		9月新增非农差于预期, 但预计10月会有大幅好转, 且当前非农的好坏不再是是否缩减购债的核心考虑因素。	参议院、众议院一致通过将债务上限延期至12月, 短期内影响消除。
小结	货币政策偏紧基调下中长期偏空趋势不改, 短期有反弹空间。				

# 交易策略建议



五矿期货  
MINMETALS FUTURES

## 交易策略建议

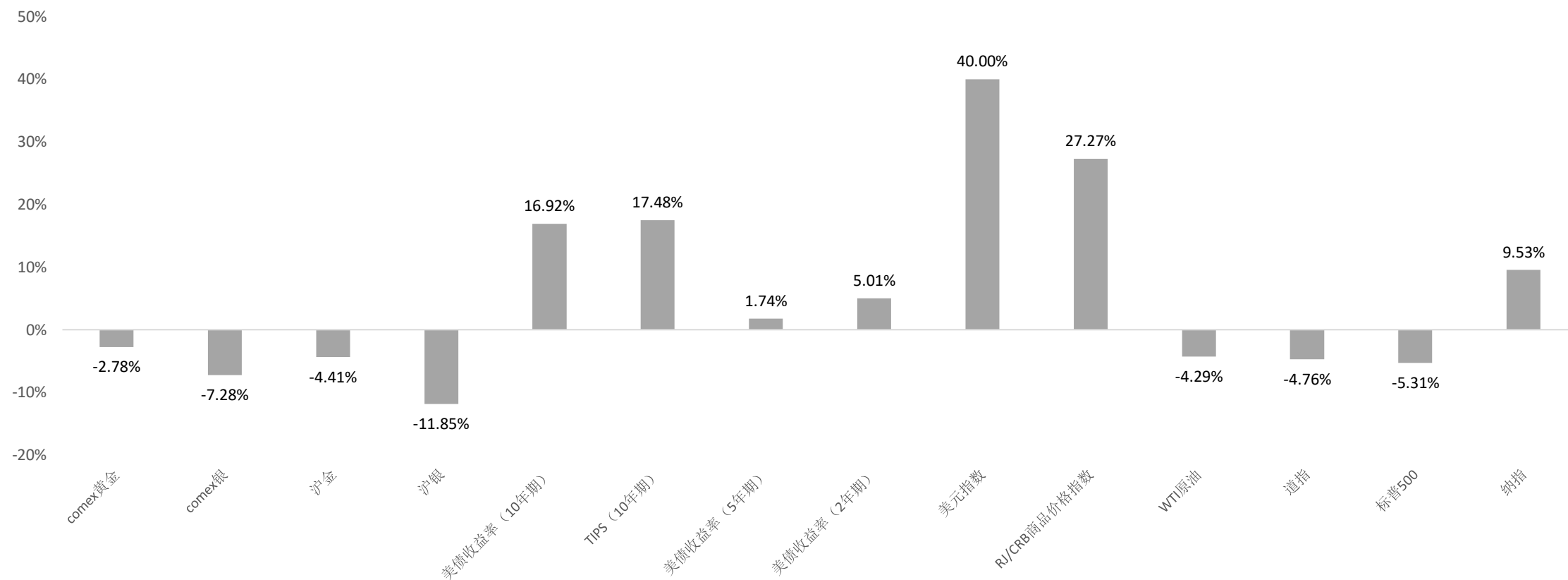
策略类型	操作建议	盈亏比	推荐周期	核心驱动逻辑	推荐等级	首次提出时间
单边	前期空单继续持有， 短线做多		1个月	在缩减购债基本确定的基调下，短期内市场演绎通胀逻辑，贵金属存在一定反弹空间，但在中长期货币紧缩的压制下料反弹空间有限。	★★☆☆☆	2021-8-7
套利						

# 市场回顾

# 本月价格变化回顾



五矿期货  
MINMETALS FUTURES



9月价格表现最强的品种依次是美元、商品价格指数、TIPS收益率以及10年期美债收益率，其中的核心逻辑是美联储宽松货币政策退出的确定以及通胀预期的走强；

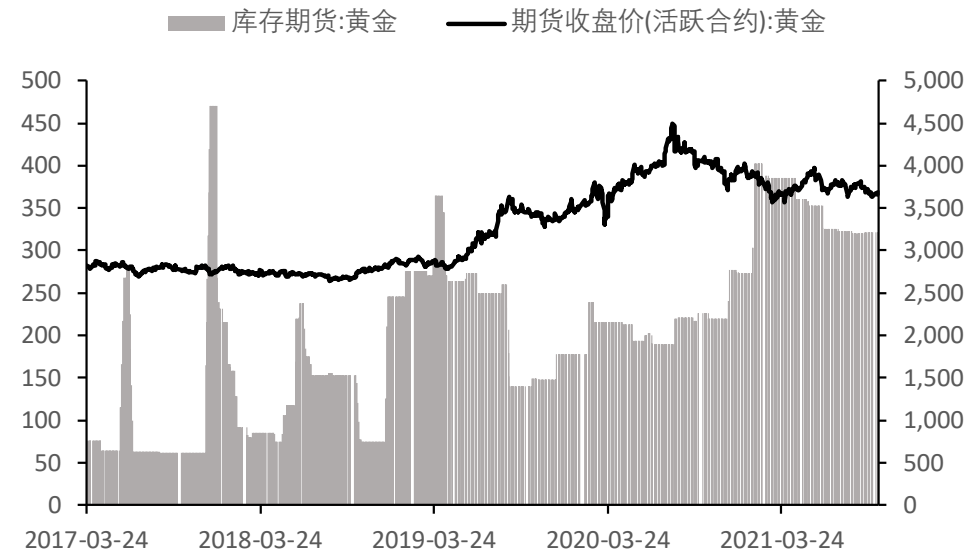
黄金白银在实际收益率走强的情况下略有回落，但黄金相对白银价格更为坚挺。

# 黄金价格、库存波动



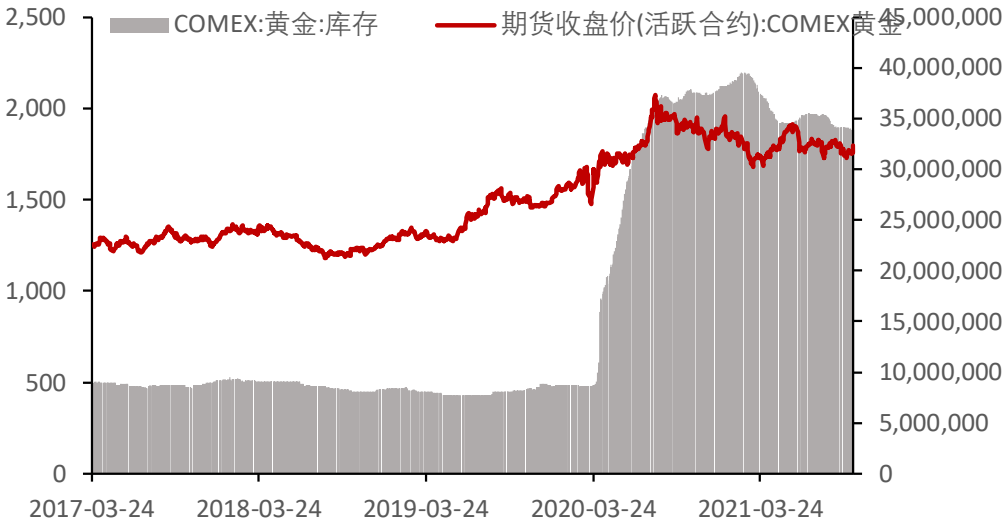
五矿期货  
MINMETALS FUTURES

图1：上期所黄金价格（元）与库存（千克）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

图2：COMEX黄金价格（美元）与库存（金衡盎司）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

9月月内黄金价格有所下跌，10月月初在通胀逻辑的演绎下黄金价格有所走强，但当前仍在震荡区间内，预计反弹空间有限。

# 白银价格、库存波动

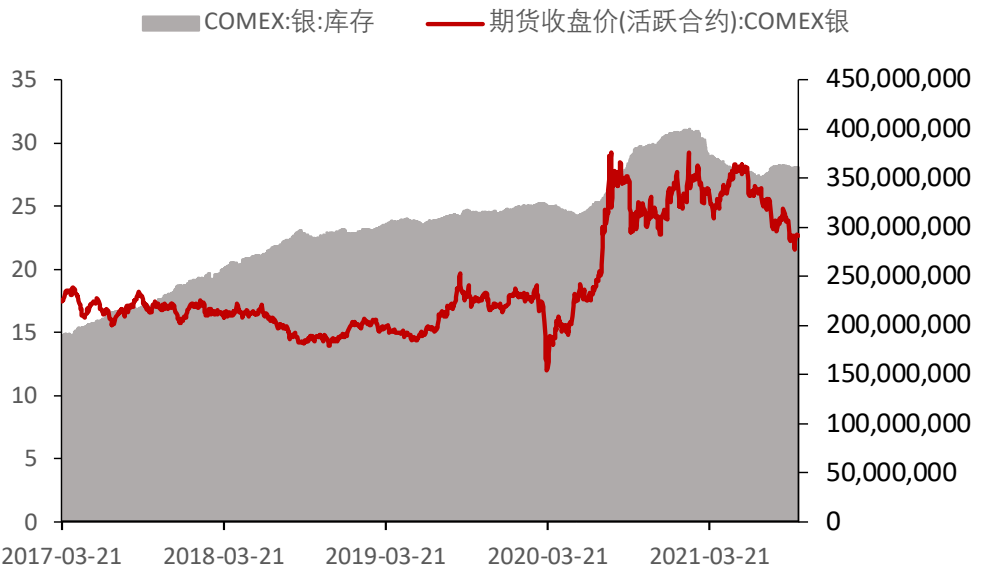


图3：上期所白银价格（元）与库存（公斤）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

图4：COMEX白银价格（美元）与库存（金衡盎司）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

白银价格相对黄金更弱势，短期内的价格反弹仍保持在下行通道中；上期所白银库存有所增加，海外库存基本保持不变。

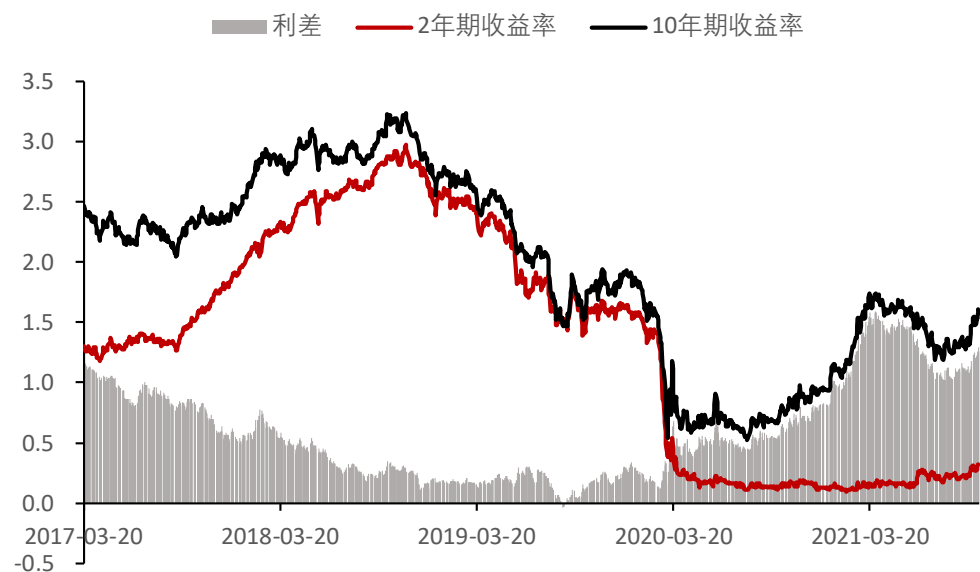
# 3 利率与汇率

# 利率与通胀



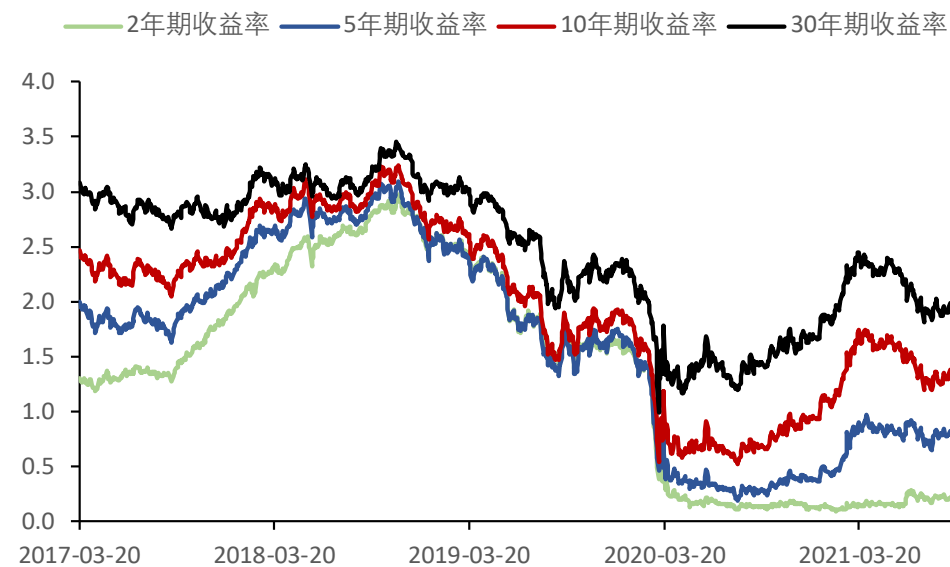
五矿期货  
MINMETALS FUTURES

图5：美国长短期国债利差(%)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图6：各期限国债收益率走势



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

9月长短期国债收益率均有抬升，其中长端收益率上涨更多，长短期利差走阔，短期内市场流动性变化不大，长期体现了货币政策退出宽松后的收益率上涨。

图7: TIPS与通胀预期



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

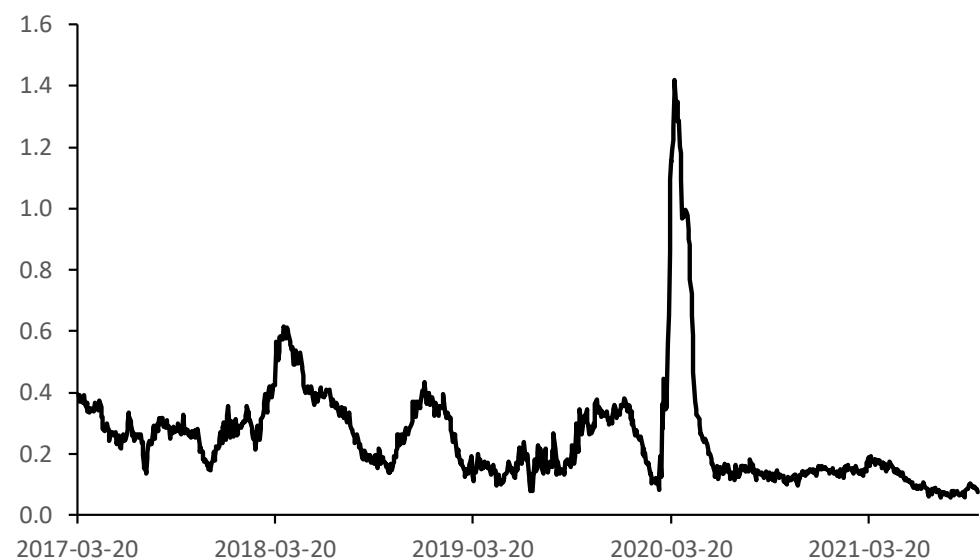
图8: 各期限通胀预期



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

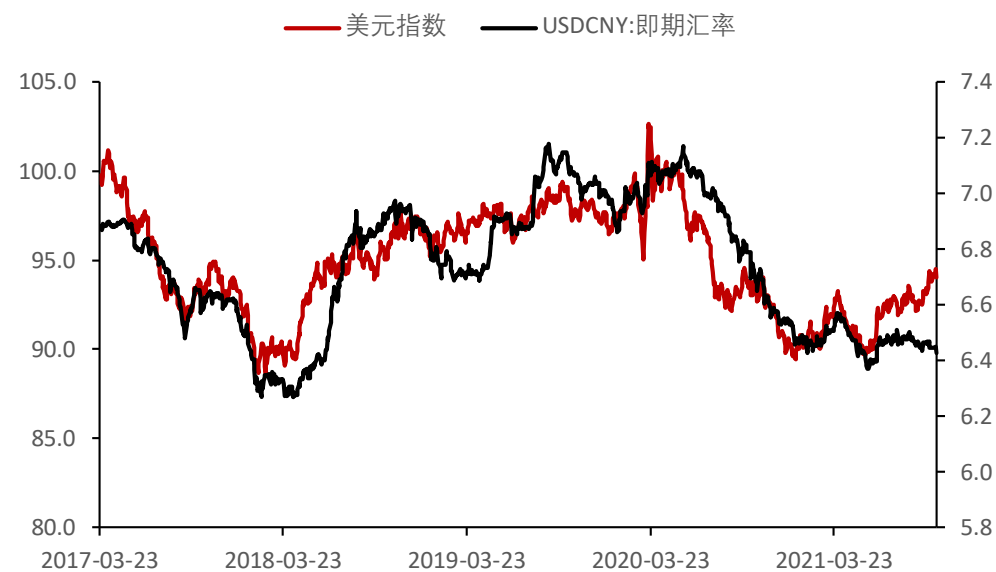
实际收益率9月回升，整体仍然处于历史低位水平；通胀预期在“能源危机”的演化下再度走强。

图9: TED利差



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图10: 美元指数与离岸人民币汇率



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

TED利差进一步收窄, 离岸美元流动性保持宽松; 美元指数达到年初以来的高位, 后续在商品表现较强的情况下可能保持震荡走势。

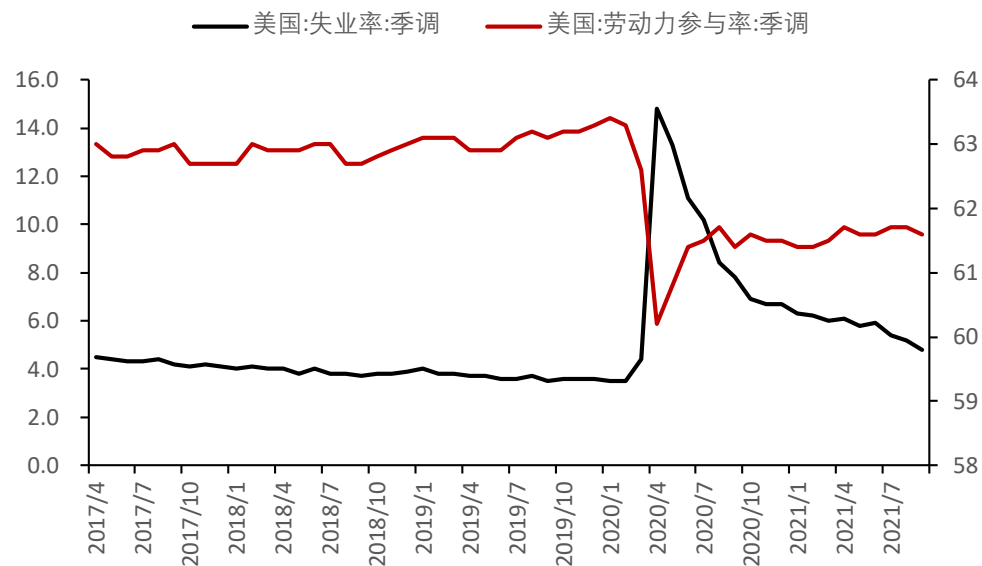
# 4 宏观经济

# 就业数据



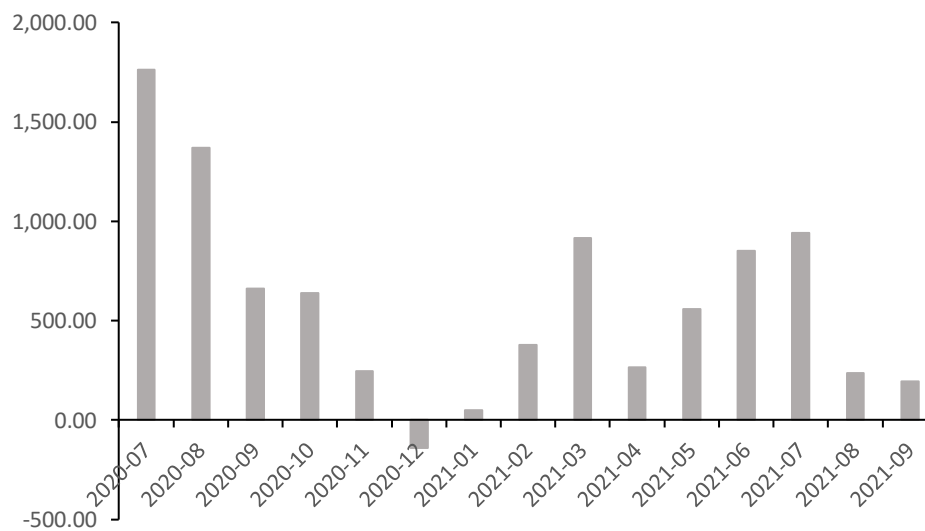
五矿期货  
MINMETALS FUTURES

图11: 失业率 (%) 与劳动参与率 (%，右轴)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图12: 新增非农就业数据



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

9月失业率录得4.8%，低于前值5.2%与预期5.1%；劳动力参与率录得61.6%，低于前值61.7%与预期61.8%。失业率进一步下降，但劳动参与率与预期方向相反，当前劳动力就业意愿仍较弱；

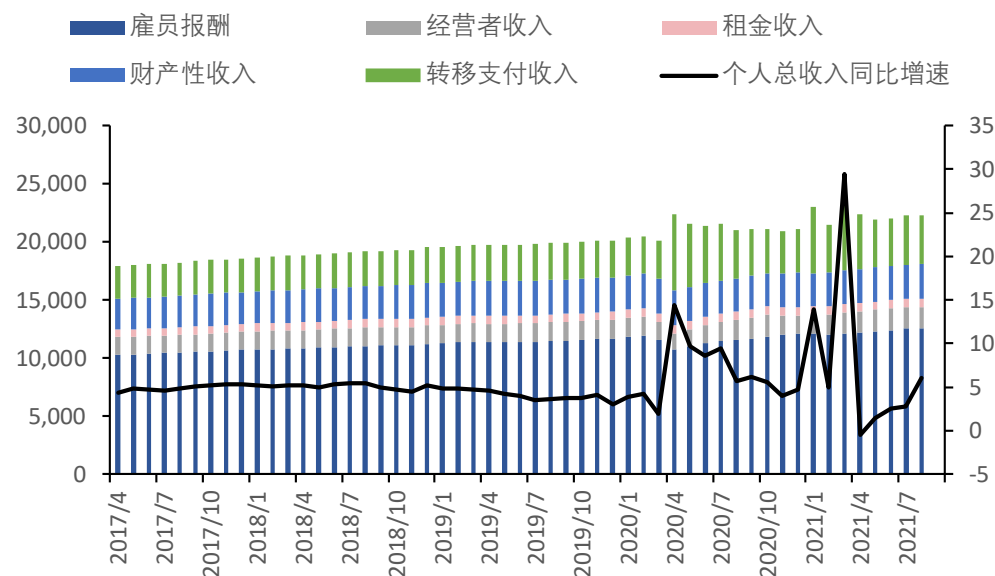
9月新增非农大幅不及预期，录得19.4万人，低于前值36.6万人与预期50万人，非农数据的样本主要取自8月中旬到9月中旬，该期间内服务业就业仍然受到疫情拖累，因此表现较弱；在弱非农后黄金白银市场都出现短时间内的拉升。

# 就业数据



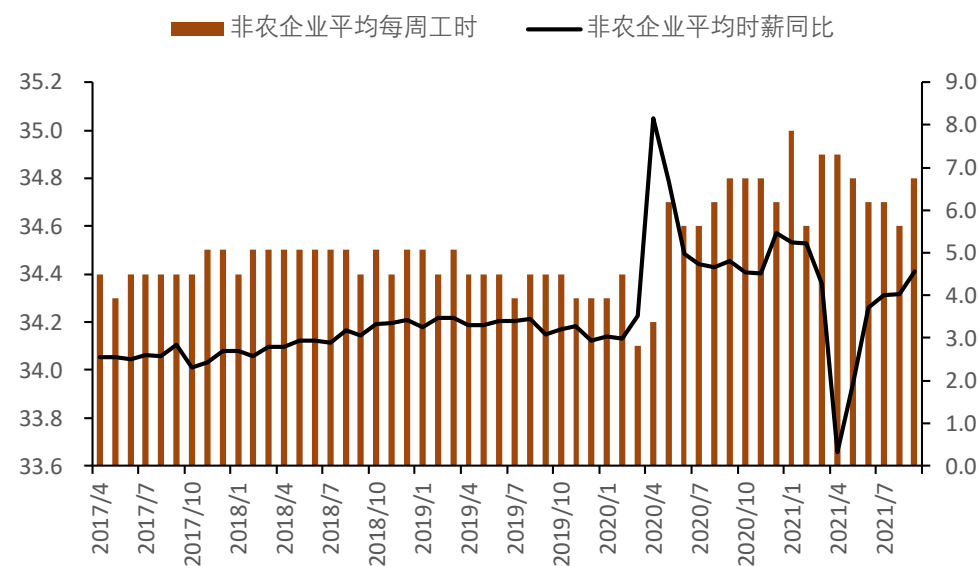
五矿期货  
MINMETALS FUTURES

图13: 美国居民收入构成 (十亿美元) 和同比增速 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图14: 非农企业平均每周工时与时薪



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

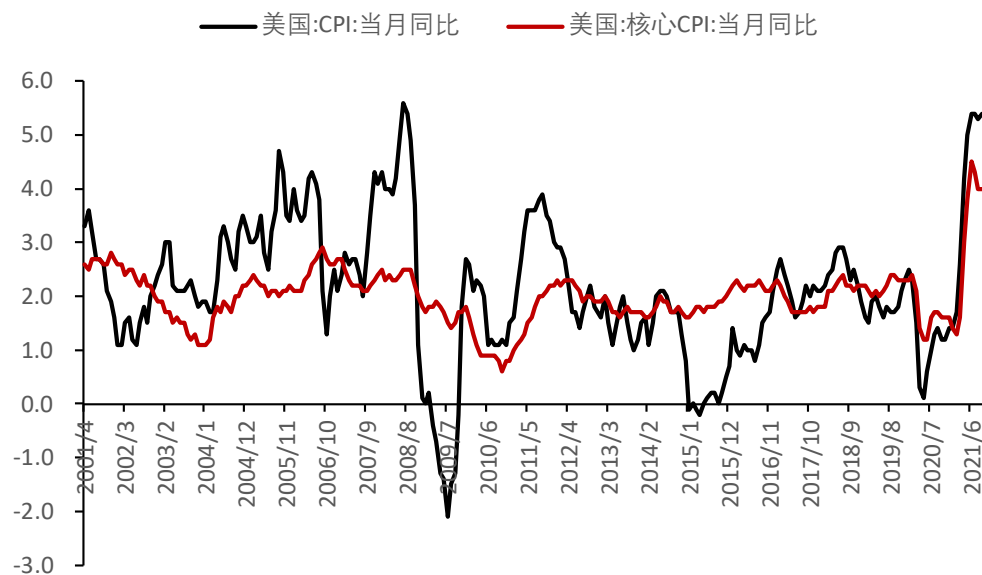
非农企业平均时薪同比增速4.6%，高于前值4%，与预期持平；环比增速0.6%，高于前值0.4%和预期0.4%。

# 消费与价格



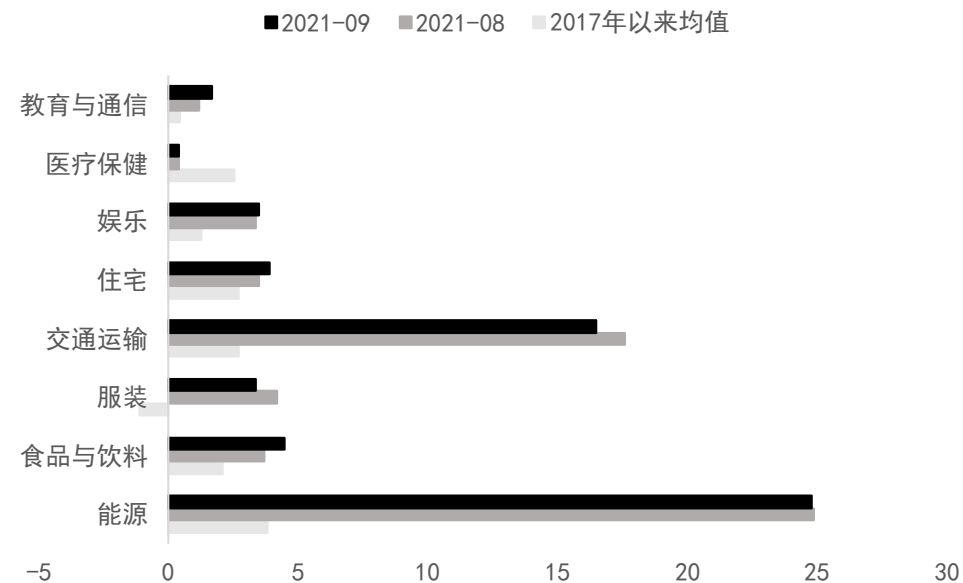
五矿期货  
MINMETALS FUTURES

图15: CPI与核心CPI



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图16: CPI结构

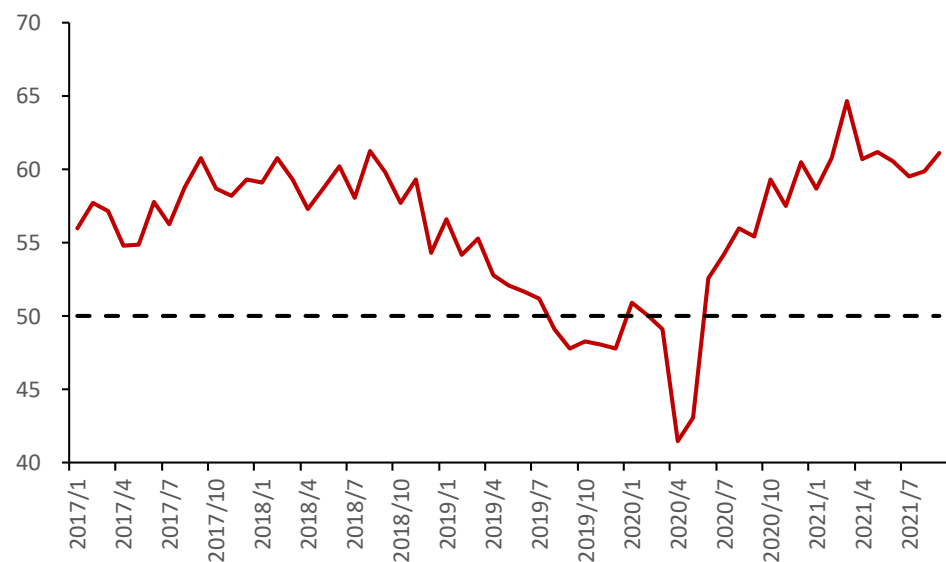


资料来源: WIND、五矿期货研究中心

9月CPI同比增5.4%，高于前值和预期5.3%，通胀水平略超市场预期，核心CPI与上月持平，保持在4%的位置；

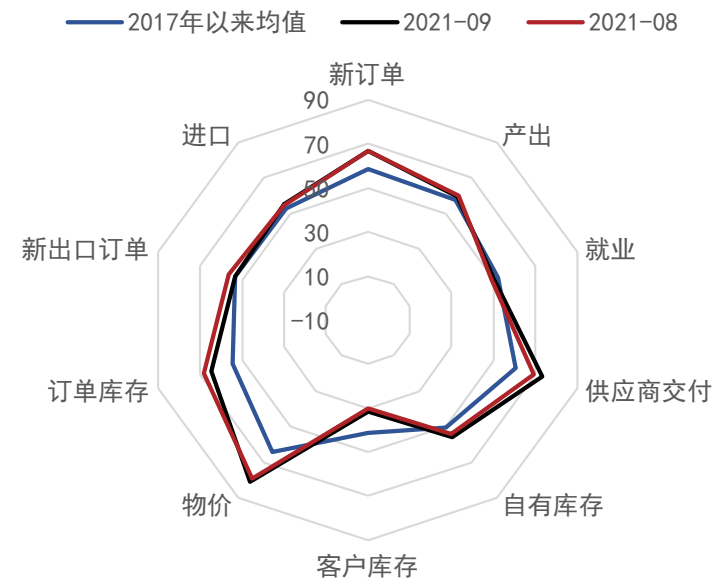
从CPI的主要构成来看，能源价格水平与上月持平，仍然是通胀高位的主要因素，食品与饮料项在农产品价格上涨等因素影响下相比上月有所走强，住宅等生活服务项价格水平也逐渐走强。

图17：ISM制造业PMI



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

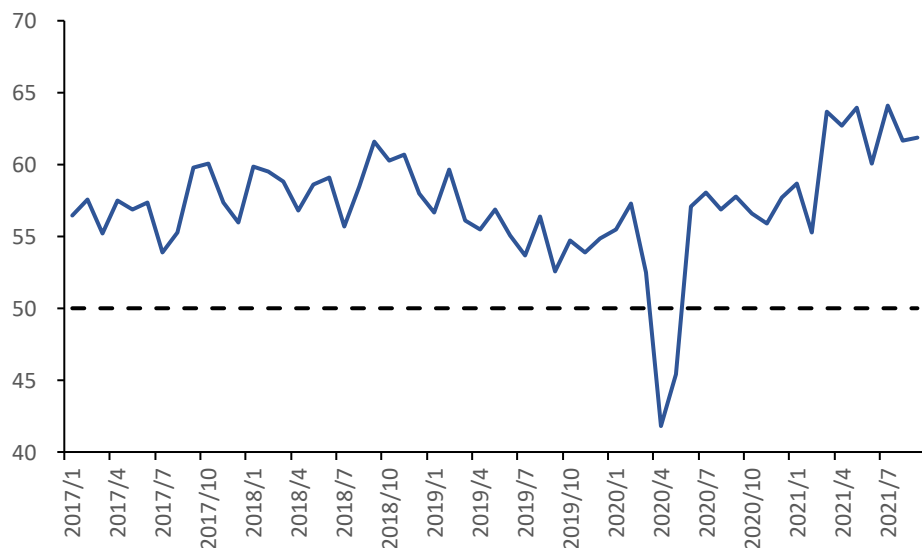
图18：ISM制造业PMI子项



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

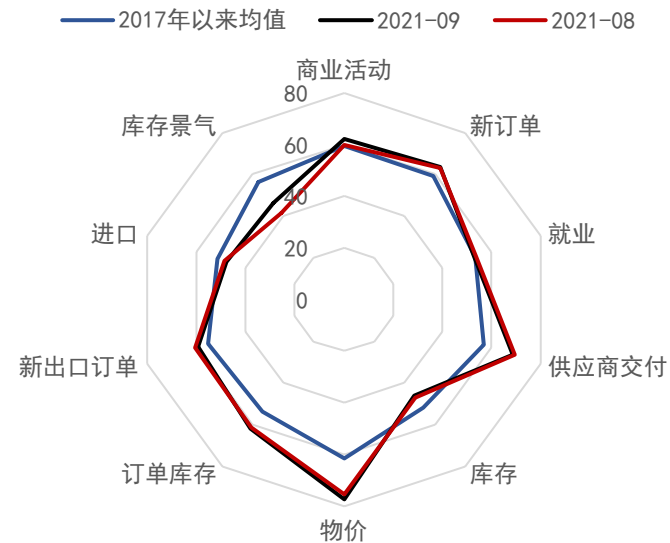
9月ISM制造业PMI录得61.1，高于前值59.9，持续处于景气区间；从构成来看，剔除物价水平的影响，景气度主要来源于订单库存与新订单，表明需求仍然较强。

图19：ISM非制造业PMI



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

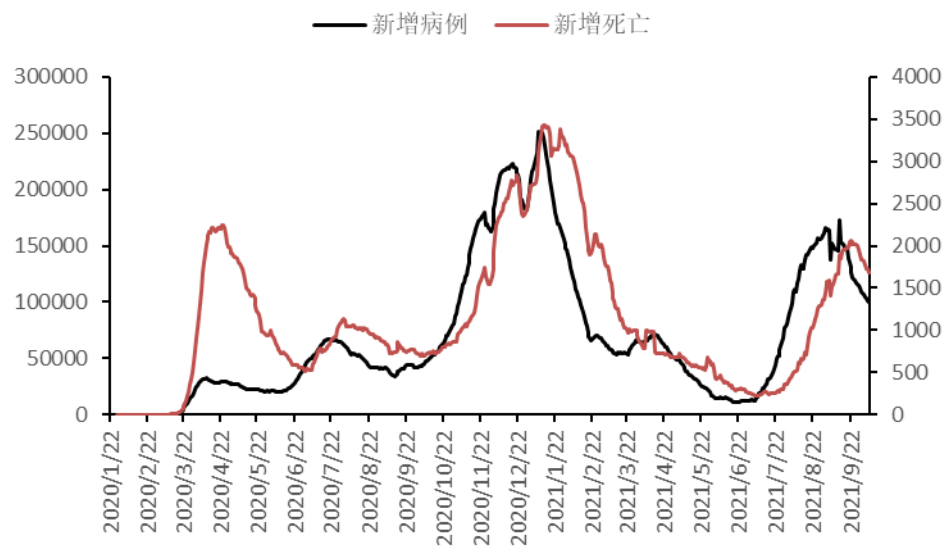
图20：ISM非制造业PMI子项



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

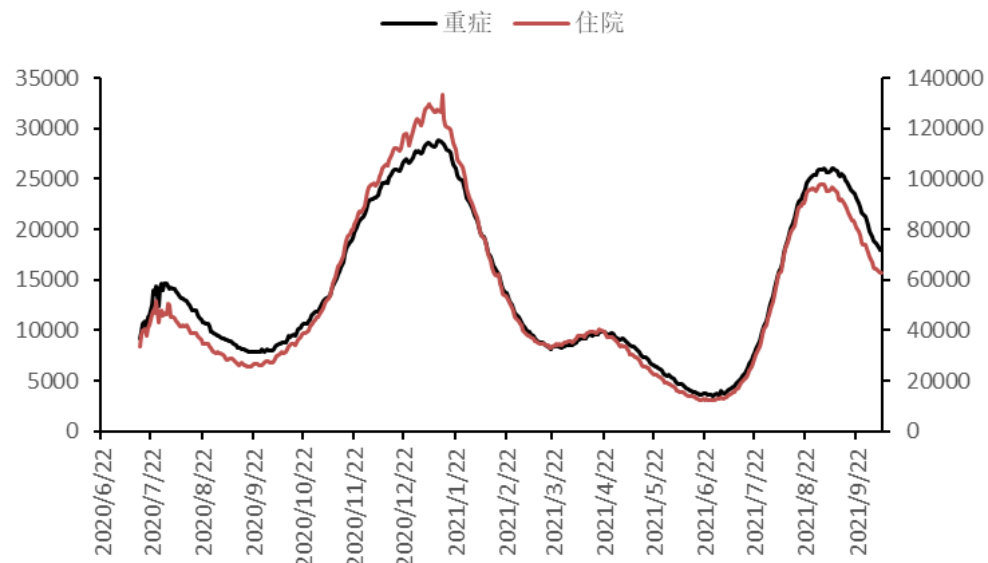
9月ISM非制造业PMI录得61.9，高于前值61.7，其中主要受到库存景气度提升的影响。

图21：美国疫情发展, 新增重症与新增死亡（右轴）



资料来源：Our World In Data、五矿期货研究中心

图22：美国疫情重症与住院（右轴）



资料来源：Our World In Data、五矿期货研究中心

美国疫情在9月中上旬达到阶段性顶点，目前疫情高峰已过，疫情影响淡化后服务业将进一步恢复。

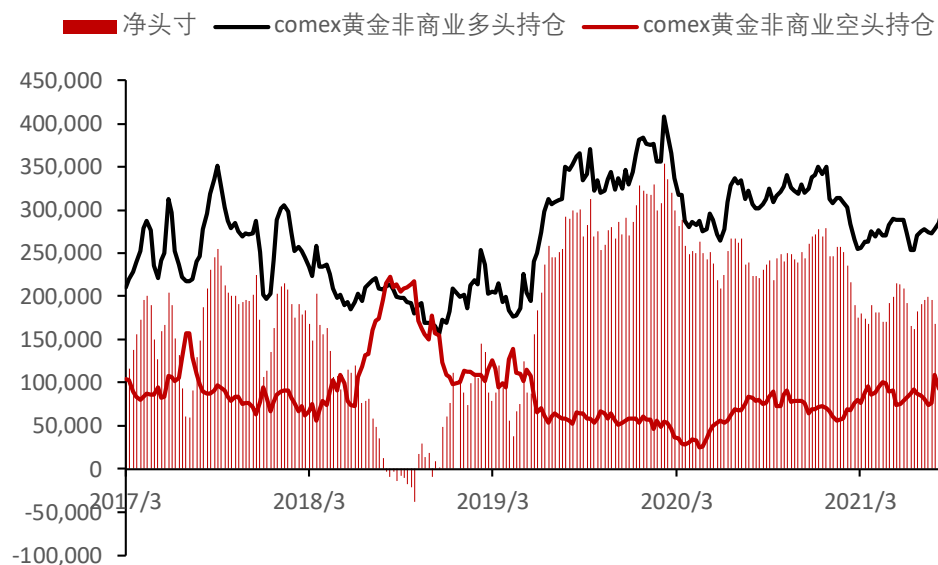
# 5 市场情绪

# 金银净头寸



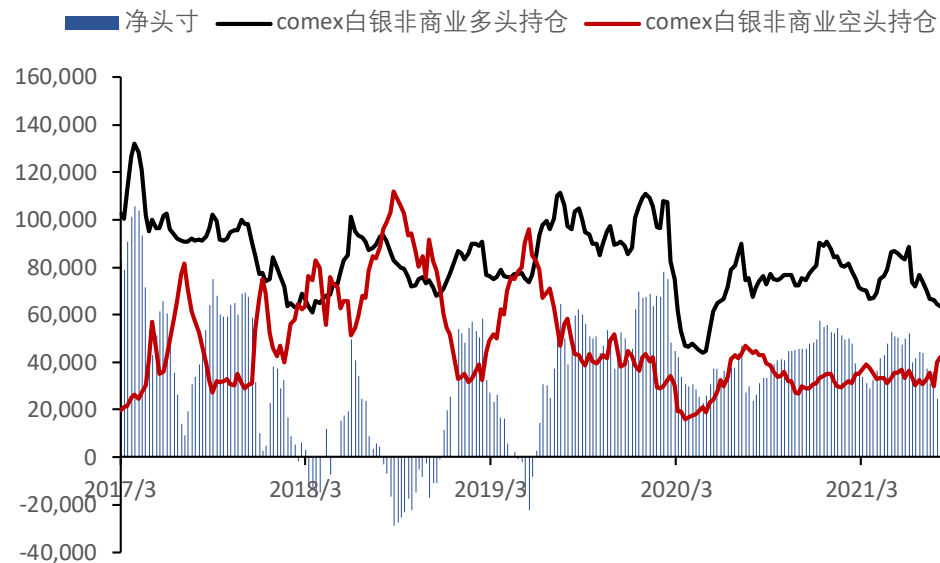
五矿期货  
MINMETALS FUTURES

图23: 黄金持仓 (张)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图24: 白银持仓 (张)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

9月黄金净头寸有所下降, 其中多头头寸有所减少, 空头头寸有所增加;

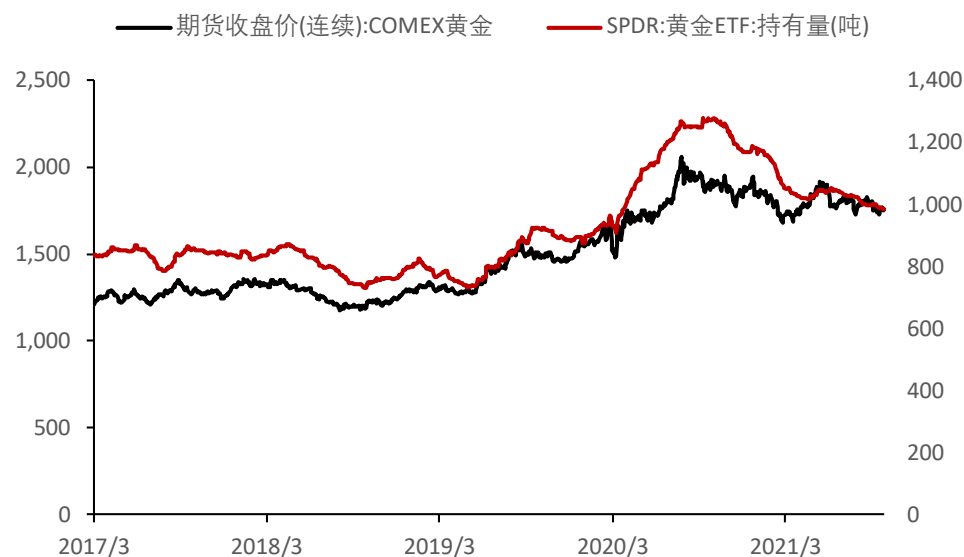
9月白银净头寸有所下降, 其中多头头寸与空头头寸均增加, 但空头头寸增加较多。

# 基金持仓



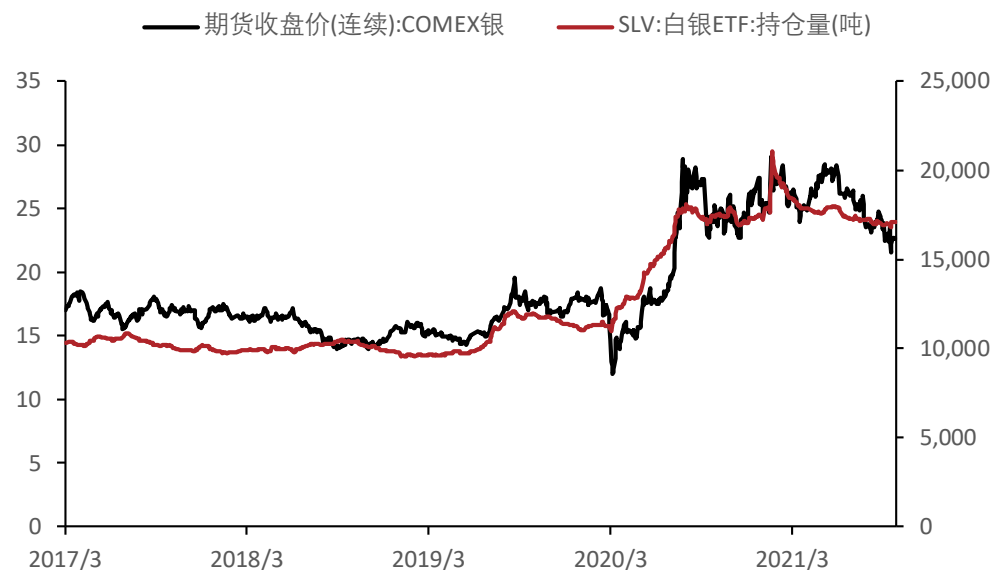
五矿期货  
MINMETALS FUTURES

图25: SPDR黄金持有量(吨)(右轴)与comex黄金(美元/盎司)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图26: SLV白银持有量(吨)(右轴)与comex白银(美元/盎司)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

9月SPDR黄金ETF持仓量略有下降, SLV白银ETF持仓量变化不大。

# 免责声明



**五矿期货**  
MINMETALS FUTURES

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于**研究所信箱**（[research@wkqh.cn](mailto:research@wkqh.cn)），欢迎您及时告诉我您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

**版权声明：**本报告版权为**五矿期货有限公司**所有。本刊所含文字、数据和图表未经**五矿期货有限公司**书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

## 公司联系方式



五矿期货  
MINMETALS FUTURES

未来 ( futures ) 在您眼前，五矿期货在您身边！

网址：[www.wkjqh.com](http://www.wkjqh.com)

全国统一客服热线：4008885398

总部地址：深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货官网：wkqh2013



五矿期货微服务：wkjyfw



官方微博