



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1290号

夏莹莹

投资咨询证号：

Z0016569



南华期货研究 NFR

2021 年贵金属四季度展望

贵金属

缩债即将落地 贵金属何去何从？

摘要

我们认为，四季度黄金价格重心将继续下移，但跌势会放缓，且可能在美联储缩债预期落地后，呈现止跌震荡走势。白银或受中美需求预期回落下走低，若ETF基金持仓在银价下跌后出现抛售，则白银有望出现较大下行空间。

美实际利率是决定黄金中长期走势的核心要素，美实际利率的走高将利空贵金属，但美债实际利率总体上行高度可能受限。

美联储于四季度，甚至11月缩债几成定局。我们认为美国9月非农就业报告将大概率乐观，在11月美联储FOMC会议召开前，贵金属市场仍有一定下行空间。但由于美联储与市场的良好沟通机制，市场已通过时间换空间方式，逐渐消化缩债预期，未来因缩债预期对贵金属的利空影响可能受限。相比之下，随着缩债预期的落地，贵金属市场可能在11月份稍作喘息。

从美债上限问题来看，美债上限问题最终将解决预期下，美债供应将增加，TGA账户余额亦有望明显回补金额，将导致美债收益率的上行以及流动性的下降，这皆利空贵金属市场。

从美元角度看，我们认为四季度美指走势仍将相对强势，且易涨难跌，整体呈现的是阶梯式上升的态势，主要因欧美经济体复苏差以及货币政策差。这亦将继续利空四季度贵金属价格。

白银作为品种小波动率更高的贵金属品种，四季度跌幅总体可能更大，有望呈现金强银弱格局。从iShares白银ETF持仓来看，总体持仓仍处于较高水平，未来持仓可能在银价下跌下，有比较大的减持空间。

风险点：DELTA变异病株在冬季重新失控；美债上限问题导致债务违约；美联储12月中FOMC会议的点阵图加息预期等

目录

第 1 章 三季度贵金属市场回顾.....	4
1.1. 行情总览.....	4
1.2. 三季度交易逻辑回顾.....	5
第 2 章 宏观影响因素解析.....	5
2.1. 实际利率有望回升.....	6
2.2. 美联储 11 月宣布缩债 几成定局.....	7
2.3. 美债上限问题终将解决 美债供应回升及 TGA 补库皆利空贵金属.....	11
2.4. 美元指数预计震荡走高.....	11
第 3 章 基本面因素分析.....	12
3.1. 黄金需求将小幅改善.....	13
3.2. 黄金供应保持稳定.....	14
第 4 章 白银需求转弱 下行空间或打开.....	14
第 5 章 行情预测及策略推荐.....	15
5.1. 2021 年四季度展望：重心向下 金强银弱.....	15
5.2. 策略推荐.....	16
5.3. 风险提示.....	16
免责声明.....	17

图表目录

表 1 : 全球贵金属 21 年 Q3 行情总览.....	4
表 2 : 疫情下全球黄金需求大幅回落, 因投资需求下降.....	13
图 1 : 贵金属价格走势图表.....	4
图 2 : Q3 呈现金震银跌现象.....	4
图 3 : 美实际利率有望从负值缓慢爬升, 中期将转正.....	7
图 4 : 美国疫情有见顶回落迹象.....	9
图 5 : 美国居民接种意愿仍不高.....	9
图 6 : 美国 8 月非农疲弱, 但总人数缺口仅 365 万.....	9
图 7 : JOLTS 职位空缺数较疫情前增加近 400 万.....	9
图 8 : 私人服务生产占全部非农就业人口 70%以上.....	9
图 9 : 非农就业恢复率达到 97%以上.....	9
图 10 : 私人服务业就业人口构成.....	10
图 11 : 休闲和酒店业复苏依然乏力.....	10
图 12 : 通胀持续高企, 且薪资增长压力较大.....	10
图 13 : 大宗商品上涨导致美通胀居高不下.....	10
图 14 : 逆回购规模创新高反映流动性泛滥.....	11
图 17 : TGA 泄洪后, 四季度有补现金需求.....	11
图 18 : 美欧制造业差值领先美元指数两个月.....	12
图 19 : 黄金与美元短期负相关.....	12
图 20 : 印度疫情将继续好转, 疫苗接种率上升.....	14
图 21 : 黄金 ETF 基金减持动能下降.....	14
图 22 : 自 07 年以来, 全球黄金储备持续增加.....	14
图 23 : 发展中国家增持黄金储备.....	14
图 24 : 工业需求不佳致白银累库.....	15
图 25 : 白银基金投资热情仍坚挺, 谨防坍塌.....	15

第 1 章 三季度贵金属市场回顾

1.1. 行情总览

三季度的贵金属市场走势分化，黄金总体维持区间震荡，而白银则趋势性下跌。具体看，截止 9 月 27 日的三季度，COMEX 黄金 2112 及 SHFE 黄金 2112 跌幅皆在 1% 左右，但 COMEX 白银主力及 SHFE 白银主力跌幅则分别达到 14% 及 9%。从比价走势来看，金银比价亦明显反弹，从 6 月底的 67.44，回升至三季度末的 77.31，也反映出三季度黄金走势的抗跌与白银走势的疲软。

从国内外贵金属交易的成交情况看，COMEX 交易所仍是全球最大黄金交易所，且 COMEX 黄金每手交易规模约为 SHFE 及 SGE 的 3 倍；国内已反超 COMEX，晋升为全球最大白银交易所，中国也已超越美国成为全球工业用银需求量最大的国家。

表 1：全球贵金属 21 年 Q3 行情总览

贵金属 21Q3 行情	最新价	涨跌	涨跌幅%	日均成交量(手)
AU2112	364.22	-3.28	-0.89	124526.06
AG2112	4764	-613	-11.40	592829.44
AU (T+D)	367.6	2.1	0.57	23976.75
AG (T+D)	4808	-489	-9.23	3813571.87
COMEX 黄金 2112	1749.80	-20.80	-1.17	173371.10
COMEX 白银 2112	22.635	-3.62	-14.08	53229.93
COMEX 金/银比价	77.31	9.87	14.63	NA

资料来源：Wind 南华研究

图 1：贵金属价格走势



图 2：Q3 呈现金震银跌现象



资料来源: Wind 南华研究

资料来源: Wind 南华研究

1.2. 三季度交易逻辑回顾

受 6 月中美联储 FOMC 决议上首提缩债以来, 三季度的贵金属行情, 总体继续围绕美联储缩债预期交易。但黄金总体在 6 月暴跌后, 市场逐渐消化美联储缩债影响, 三季度黄金总体震荡, 部分时间段现象出急涨急跌行情。相比之下, 白银因去年疫情后, 全球光伏行业发展预期强劲而相对强势, 但随着国内外疫情的复发, 以及美国财政部财政政策操作空间的临时性受限, 白银在三季度表现出一定的补跌行情, 金银比价亦呈现反弹走势。

7 月份的贵金属市场, 首先呈现的是 6 月急跌后的反弹行情。在 6 月美联储 FOMC 上意外释放缩债的鹰派言论后, 7 月份的美联储官员, 特别是鲍威尔不断安抚市场, 鲍威尔在 7 月份的半年度货币政策证词总体维持偏鸽, 令贵金属市场多头获得喘息机会。另外 7 月美国疫情的蔓延, 亦缓解了美联储缩债的担忧。

但 8 月初公布的美国 7 月非农就业数据远超市场预期, 创一年来最大增幅, 提升美联储缩债预期, 叠加美国市场因进入劳动节假日, 最终导致美黄金在流动性不足下暴跌并最低回踩 1678 支撑位, 该区域为去年 5 月及今年 3、4 月调整的下限, 同时在短短 2 个交易日黄金最深跌幅达 130 美金/盎司。而此后的黄金市场则明显反弹, 空头回补以及美国疫情恶化下导致美国 8 月份公布的经济数据普遍不佳, 缓和了美联储的缩债预期。且鲍威尔并未在 8 月底的全球央行年会上释放缩债信号, 令黄金多头继续嚣张了会儿。最终 8 月黄金价格回到 1800 区域近, 且月线收带长下影线十字星。

9 月黄金呈现明显的回落趋势, 美联储官员频频鹰派发声, 以及尽管 8 月非农大幅回落下, 美联储 9 月 FOMC 会议依然表露年内缩债、及明年年中结束 QE 的细节, 令市场更坚定地判断, 美联储将在 11 月宣布缩债计划、12 月开启缩债。缩债预期的升温以及临近, 令贵金属市场持续承压。另外, 美债长短端收益率纷纷在 9 月份明显上涨, 亦表露出市场对美联储 2022 年加息预期的提前, 美联储 9 月份 FOMC 上的点阵图显示, 美联储大部分官员支持 2022 年加息 1 次, 2022 年加息四次。

在这样一个缩债即将落地, 又依然未落地的四季度下, 贵金属的价格又将何去何从呢? 我们接下来需要重点关注哪些事件呢?

第 2 章 宏观影响因素解析

我们认为, 美联储货币政策缩债时点及节奏仍是影响四季度贵金属走势主因。鲍威尔在 9 月 FOMC 会议后的发布会上表示, 美联储需要一份相当好, 但不用惊人的就业报告, 就可以最早在 11 月开启缩债。而 11 月 3 号的美联储 FOMC 会议前, 仅有一份 9 月非农就业报告公布, 10 月非农就业报告将在 11 月 5 日公布。因此 9 月非农就业报告即

将变得特别关键。

但随着三季度已经进入交易缩债预期的时间窗口，缩债预期对贵金属价格的利空影响预计将边际递减，且贵金属极有可能在利空消息出尽后，走出一波反弹行情。相较之下，随着缩债的落地，市场交易重心可能转至 2022 年加息预期，因此市场将更关注美国的通胀指标。但由于美联储加息最早将在缩债全部退出之后，因此对四季度的利空影响预计仍有限。

另外，美债上限问题也是四季度贵金属市场的交易核心。美联储财长耶伦已经多次向国会发出潜在债务违约、政府关门等风险警告。美国当地时间 9 月 28 日耶伦表示，美国可能在 10 月 18 日前触及债务上限。如果国会能在 10 月 18 日之前不采取行动提高或延缓债务上限，财政部可能会用尽其非常措施。美国债务上限问题不仅影响市场风险偏好，若触发债务违约将大幅提升市场避险需求，也将影响美国经济复苏前景，美债供应、美债收益率，以及美联储货币政策的选择。

2.1. 实际利率有望回升

自 2007 年以来，黄金走势与美债十年期实际利率呈现明显负相关性，美债实际利率也被称作持有黄金的机会成本。自进入牙买加体系以来，全球货币体系进入以美元本位的信用货币体系，作为传统硬通货的货币资产黄金，也与美国政府信用体系直接挂钩。

在 2007 年以前，黄金与美元负相关性较强。随着 07 年美国次贷危机引发全球金融危机，全球央行进入联合印钞拯救流动性的陷阱，美元指数也因欧元区经济体同样的大肆注入流动性而相对高估，美元与黄金的负相关性更多的转为短期因素，长期负相关性明显转弱。相比之下，美债收益率作为衡量美国经济前景、美国政府信用更佳的指标，同时美债亦作为全球资产配置中，与黄金对等的低风险资产地位，两者之间形成替代品关系，并演变成新的影响黄金价格走势的风向标。而黄金同时又以商品形态存在于市场中，兼具了商品的抗通胀属性，因此在剔除通胀率后的美债实际利率，成为了 2007 年以来，衡量持有黄金机会成本的最佳指标。

目前 10Y 美债实际利率仍处于负值水平，从 8 月以来，美债实际利率已有小幅度回升，主要因美债名义利率走高。从中期看，美债实际利率有回归正值的需求。长时间的负实际利率，将导致经济的盲目扩张，从而加剧通胀，因此从货币政策层面看，美联储是无法容忍长时间的负实际利率的。而美债实际利率的走高将打压贵金属价格中期继续向下。

那么四季度的美 10Y 实际利率有将何去何从呢？我们认为四季度美债实际利率将继续缓慢爬升，并不会重蹈 2013 年年中时快速上涨覆辙。鲍威尔掌管美联储后，加强与市场的沟通机制，使得市场用时间换空间概念，逐步消化美联储缩债预期。因此，我们预计四季度美联储宣布 QE 缩减计划后，不会引起市场巨浪，美债实际利率升势料平缓。其次，美债上限问题大概率将添加至预算决议后以和解程序解决，这亦限制了美债供应

增长空间，同时美债名义利率上升高度也将受限。另外，美国通胀高企已是导致美联储官员立场转鹰的主要原因，美联储接下来货币政策将密切跟踪通胀预期的变化，从而亦限制了通胀走高对实际利率打压的可能性。

美债实际利率如在四季度如期缓慢爬升，则黄金价格重心仍有望小幅下移。但从空间来看，因市场从 6 月份美联储 FOMC 会议开始，已在逐渐消化美联储缩债预期，从贵金属市场从 6 月份以来的重心下移来判断，也反映市场已经部分交易缩债预期，且有望通过时间换空间的方式，压缩贵金属总体的下行空间。随着美联储缩债预期落地后，贵金属市场的做空力量有望得到释放，贵金属后半季度走势或呈现低位震荡行情。

图 3：美实际利率有望从负值缓慢爬升，中期将转正



资料来源：Wind 南华研究

从图 3 我们看到，8 月中旬时，尽管美债实际利率刷新低，但从美黄金价格走势看，黄金价格并未创新高，这究竟是美债实际利率低估，还是美元被低估？我们认为前者可能性更大。受美债上限到期影响，美债新债供应在三季度明显回落，美债供应的下降一方面加剧市场流动性过剩，另一方面也进一步打压了美债收益率，并造成美债收益率的低估。随着美债上限问题有望在 10 月底，最晚在 11 月份解决，美新债将重新补充市场供应，美债收益率有望继续回升，并对贵金属利空。

2.2. 美联储 11 月宣布缩债 几成定局

根据美联储 9 月份 FOMC 会议会后声明，以及发布会后鲍威尔讲话来看，美联储 11 月宣布缩债已是大概率事件。与 6 月份美联储 FOMC 会议相比，可以归纳为四点：

1，利率决议中维持基准利率 0%-0.25% 不变，维持购债规模 800+400 亿不变。该立

场解读为中性。

2, 会后声明调整了两项变化: 对经济表述方面, 受疫情影响最严重的行业在最近几个月有所改善, 但病例增加使它们的复苏放缓, 通胀居高不下; 对 Taper 预期管理方面表示, 如果进展大体上像预期的那样继续下去, 委员会认为资产购买的步伐可能很快就会放慢。9 月 FOMC 会议上未宣布具体的缩债计划, 令市场解读为鸽派, 并一度助推贵金属反弹。

3, 点阵图的变化令市场解读为鹰派, 加息方面, 9 名 (6 月份为 7 名) 委员预计美联储将在 2022 年开始加息; 另有半数支持到 2023 年将加息四次; 经济及通胀预期方面, 下调 2021 年 GDP 预期, 并上调 2022、2023 年预期, 同时上调未来两年通胀预期, 反映暂时性观点。

4, 利率决议后的发布会上, 向来鸽派的鲍威尔意外传递缩债细节, 鲍威尔表示: 一份相当好, 但不用惊人的就业报告, 最早可以在 11 月份开启缩债, 另外在 2022 年年中结束购债可能是合适的。对于加息方面, 鲍威尔表示, 如果通胀在 2022 年维持高位, 可能达到加息条件。这预示着 9 月份非农就业报告将异常关键, 也是 11 月宣布缩债与否的最关键指标。当然周度的初请失业金人数可能提前干扰市场波动。另外缩债节奏看, 每月 150 亿的规模将是最可能的, 如若从 12 月开始执行缩债, 那么预计将在 7 月份结束购债。

那么 9 月非农就业报告会如何呢? 是否会是一份相当好的就业报告呢? 尽管 8 月非农就业数据异常疲弱, 但我们认为 9 月非农就业报告大概率将是正面的。8 月非农的疲弱, 主要受到美国疫情反扑影响。从目前市场预期来看, 我们认为, 美国疫情已于 9 月上旬见顶回落, 以及美国失业救助金亦在 9 月初到期, 美国劳动市场有望较 8 月时明显复苏。市场预测 9 月非农新增人口 51.3 万人。

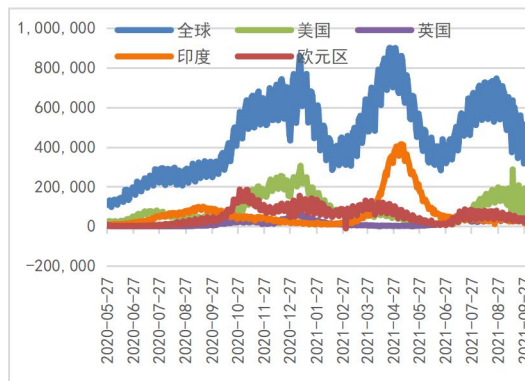
另外, 从目前美国通胀持续高企的角度看, 美联储缩债的压力也是骤增的。流动性上升是造成目前美国通胀走高的主要原因之一。随着供应端中断问题继续、以及美国劳动力市场招工难问题可能导致工资通胀进一步上行, 美联储缩减 QE 已经迫在眉睫。并且鲍威尔已经表态, 如果 2022 年通胀继续居高不下, 那么可能达到加息条件。

从美联储购债对就业市场的改善预期来看, 边际效用已经非常低。目前美国劳动力市场的主要问题, 一方面是就业参与率低, 受疫情影响下, 部分劳动力处于照顾家人、害怕疫情而拒绝回归劳动力市场; 其次, 结构性失业问题严重, 我们看到美国 JOLTS 职位空缺量已经超过 1000 万个岗位, 较疫情前增加近 400 万个, 这也反映出美国企业招工难的问题; 第三, 从各行业就业复苏程度来看, 政府行业复苏相对较慢, 我们认为可能是叠加美国债务上限问题下载裁员情况所致, 而私人服务业中休闲与服务业的复苏乏力, 是造成美国失业率较高、非农就业市场恢复受限的最主要原因。私人服务业占美国非农就业人口 70% 以上, 休闲与酒店业又占到整个私人服务业人口的 15%, 目前该行业恢复程度仅为 94%, 居所有行业复苏的末尾, 该行业也是受疫情冲击最严重的行业, 且疫情反复仍对该行业有巨大冲击力。因此通过分析目前的美国劳动力市场我们发现, 接

下来美国劳动力市场复苏已难以通过美联储流动性释放角度去改善。相比之下，更有希望通过财政政策的定向调整措施，进一步在劳动力市场发力。

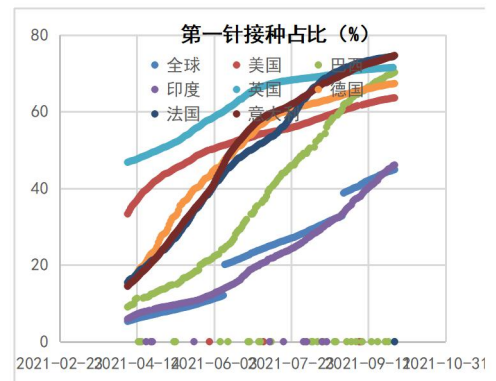
从美联储缩债的顾虑看，目前债务上限问题仍悬而未决，可能是美联储 11 月宣布缩债最大的不确定性因素。但我们认为该风险时间发生概率仍可控，预计美联储 11 月宣布缩债计划是大概率事件。

图 4：美国疫情有见顶回落迹象



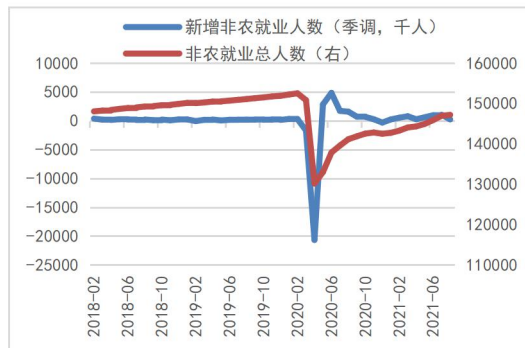
资料来源：Wind 南华研究

图 5：美国居民接种意愿仍不高



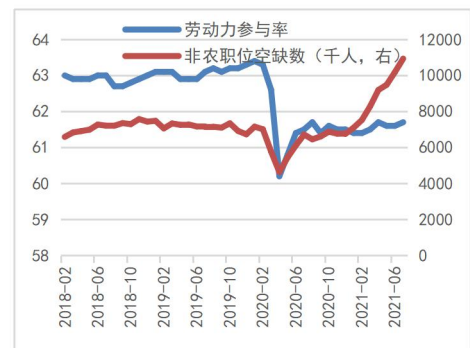
资料来源：Wind 南华研究

图 6：美国 8 月非农疲弱，但总人数缺口仅 365 万



资料来源：Wind 南华研究

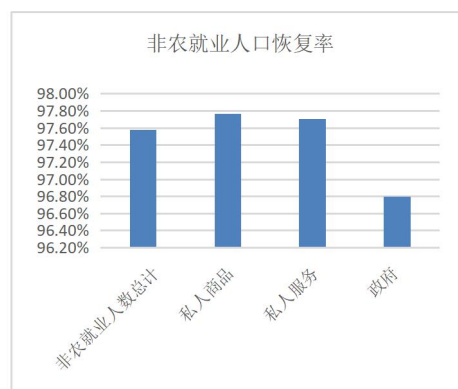
图 7：JOLTS 职位空缺数较疫情前增加近 400 万



资料来源：Wind 南华研究

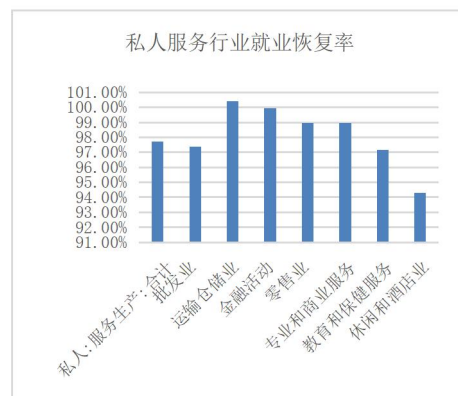
图 8：私人服务生产占全部非农就业人口 70%以上

图 9：非农就业恢复率达到 97%以上



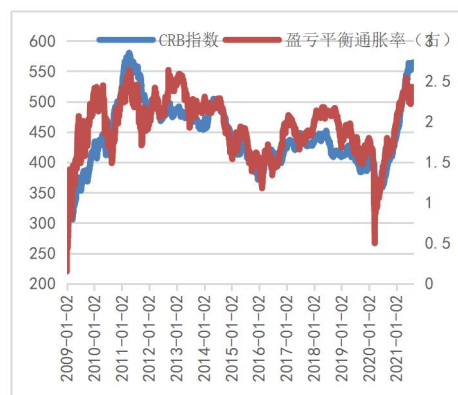
资料来源：Wind 南华研究

图 11：休闲和酒店业复苏依然乏力



资料来源：Wind 南华研究

图 13: 大宗商品上涨导致美通胀居高不下



资料来源：Wind 南华研究

2.3. 美债上限问题终将解决 美债供应回升及 TGA 补库皆利空贵金属

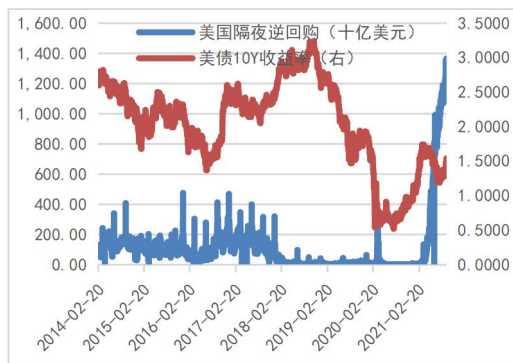
从往年两党就债务上限的拉锯结果来看，美债上限问题最终必将解决，因两党都无法承担美国债务违约的责任与风险。从目前两党格局来看，如参议院共和党派继续坚决反对债务上限“悬挂”，则民主党仍大概率在最后时刻（10 月底）通过债务上限上调加入预算决议的方式，采用和解方案，在最后时刻避免美国债务违约。只是解决的时点问题，可能会影响美联储宣布缩债的时点，若债务上限问题在美联储 11 月 FOMC 会议前仍未解决，可能会影响市场风险情绪，以及造成金融市场的动荡，并增加美联储 11 月 FOMC 会议上宣布缩债时间表的不确定性，但我们认为风险时间发生的概率可能仍较低。

美债上限问题有望在四季度解决之后，我们不得不关注美财政部在美联储的 TGA 账户。受债务上限问题影响，美财政部 TGA 账户余额持续下降，一方面向市场持续释放流动性，造成市场流动性的进一步泛滥，另一方面余额的下降，也用于预测美财政部债务违约的最后期限。

从美国市场逆回购量来看，逆回购规模持续刷出新高，反映流动性过剩。流动性的过剩，以及美债上限问题下美债供应的不足，造成 7、8 月份美债收益率持续低位徘徊，也进一步导致美债实际利率的低估。

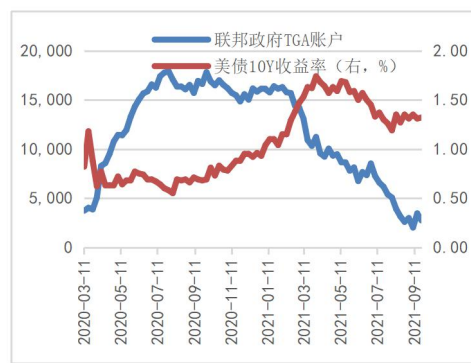
但 TGA 账户余额的用尽，在美债上限问题解决之后，必将形成一波补库行为。一方面美财政部将发行新债增加美债供应，推高美债收益率，另一方面，市场流动性的回收，也将对贵金属价格形成一定利空。

图 14：逆回购规模创新高反映流动性泛滥



资料来源：Wind 南华研究

图 17：TGA 泄洪后，四季度有补现金需求



资料来源：Wind 南华研究

2.4. 美元指数预计震荡走高

从短期来看，黄金与美元呈现较强的负相关性。一方面因美元是黄金价格的标价货

币；另一方面，近期影响黄金与美元的因素，总体皆归因于美联储货币政策的取向上，在相近影响因素下，两者相关性有所增强。

我们认为四季度美指走势仍将相对强势，且易涨难跌，整体呈现的是阶梯式上升的态势。这恐怕继续利空四季度贵金属价格。

从经济基本面看，美欧对比下来，预计为美强欧弱，但美国经济复苏的前景也并不明朗，我们观察美欧制造业 PMI 差值与美元指数走势，发现自 2020 年以来两者基本呈现正相关关系，并且在面临拐点之时，美欧制造业 PMI 差值会领先美元指数大约两个月左右的时间，我们预计美国经济将为美元指数提供弱支撑。

美联储 11 月宣布缩债的大概率事件，叠加加息预期的提前，预计会给美元指数一定的上行动能，但是鉴于前期的信号释放时美元指数的提前反映，以及美元流动性压力，美元指数预计四季度会整体偏强，但上行空间有限。年内美元指数走势在 Taper 落地前将继续受缩债预期的强化而走高；Taper 落地后预计会呈现震荡走势。

图 18：美欧制造业差值领先美元指数两个月



资料来源：Wind 南华研究

图 19：黄金与美元短期负相关



资料来源：Wind 南华研究

第 3 章 基本面因素分析

今年二季度，全球黄金总需求同比微降 0.57%至 955 吨，其中珠宝首饰需求大增 60%，因去年低基数影响，投资需求则骤降 51.3%；另外央行购金，特别是发展中国家增加黄金储备，也是上半年黄金需求的主要助推力之一。环比来看，二季度珠宝首饰需求较一季度明显回落，因印度二季度疫情蔓延，但二季度投资需求环比大增 57%，一季度 ETF 持仓净卖出 127 吨，但二季度时转为净买入 47 吨。

供给面，二季度黄金总供应量 1171 吨，同比增 12.78%，环比增 3.12%，主要因矿产金在疫情总体趋缓下，供应回升影响。但总体增幅仍相对缓慢。

表 2：疫情下全球黄金需求大幅回落，因投资需求下降

单位：吨	2021Q2	2021Q1	2020Q2	环比%	同比%
需求量:黄金:总计	955.05	878.01	960.50	8.77	-0.57
珠宝首饰:合计	390.70	483.02	244.50	-19.11	59.80
工业:合计	79.98	81.02	68.07	-1.28	17.50
投资:合计	284.51	180.67	584.19	57.47	-51.30
投资:金条及硬币	243.80	350.70	156.71	-30.48	55.57
金条	168.07	230.67	93.63	-27.14	79.50
官方硬币	63.45	101.95	51.56	-37.76	23.06
奖牌/仿币	12.28	18.07	11.52	-32.04	6.60
投资:ETF 及类似产品	40.71	-170.02	427.48	-123.94	-90.48
供应量:黄金:总计	1,171.67	1,136.23	1,038.88	3.12	12.78
矿产:合计	895.06	867.34	756.68	3.20	18.29
矿产:矿成品	923.98	858.62	793.88	7.61	16.39
矿产:生产商对冲	-28.92	8.72	-37.20	-431.65	-22.26
再生金:合计	276.61	268.89	282.19	2.87	-1.98
央行售金/购金:合计	-199.86	-133.29	-63.74	49.94	213.56
现货黄金（季收盘价，美元/盎司）	1,770.18	1,707.52	1,780.50	3.67	-0.58

资料来源：Wind 南华研究

3.1. 黄金需求将小幅改善

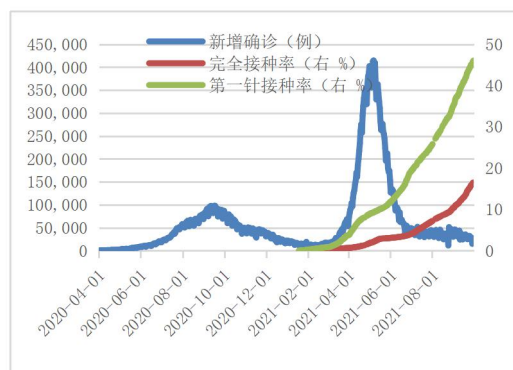
我们认为下半年黄金需求有望回暖。

首先，印度实物金需求仍未恢复至疫情前水平，随着印度第二轮疫情新增人数明显回落，疫苗接种率的提高，印度下半年经济有望继续复苏，印度可支配收入亦将回升，这将提振印度市场实物金消费的回归。另外年底婚嫁、节假日等因素，可能支撑中印珠宝首饰需求。

其次，从变化最敏感的投资需求看，自去年三季度以来，全球最大黄金 ETF 基金持仓已减持近 280 吨，或 25%，但自今年二季度起，减持力度已明显削弱，边际减持动能正在下降，预计后市对黄金需求的利空影响也将淡化。

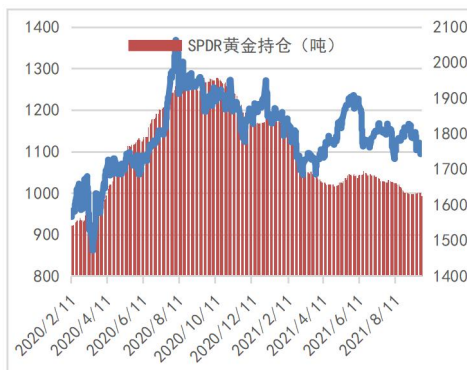
我们认为，全球央行增持黄金或将是大概率趋势，特别是发展中国家，这将为大周期黄金的需求提供新的增长动能。受美联储与欧洲联袂宽松影响，发展中国家的外汇储备资产价值遭遇明显缩水压力，且输入性通胀将加剧这些国家的通胀压力，发展中国家亦有更大动力增加黄金外汇储备的占比。但四季度看，在俄罗斯已经于三季度全部出售美债资产换成黄金后，增长后劲可能乏力，四季度央行购金增速料放缓。

图 20：印度疫情将继续好转，疫苗接种率上升



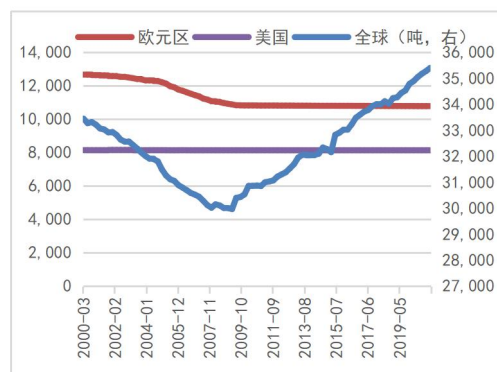
资料来源：Wind 南华研究

图 21：黄金 ETF 基金减持动能下降



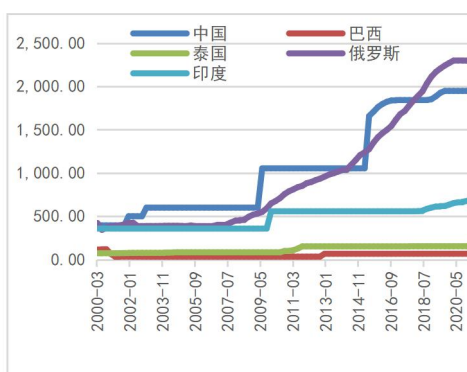
资料来源：Wind 南华研究

图 22：自 07 年以来，全球黄金储备持续增加



资料来源：Wind 南华研究

图 23：发展中国家增持黄金储备



资料来源：Wind 南华研究

3.2. 黄金供应保持稳定

我们判断四季度黄金供应可能较三季度接近持平，但较去年同期仍有望小幅增长。从历史数据看，黄金矿产金供应呈现强季节性，下半年产量往往高于上半年；同比看，疫情对全球生产端的破坏力正在弱化，今年下半年矿产金供应亦有望高于去年同期。

但是，受金价回落影响，四季度再生金供应料小幅下降。金价在去年8月创新高后，下半年再生金市场供应亦旺盛，但今年以来，贵金属重心明显下移，再生金供应料回落。

综合看，我们预计四季度黄金环比或较三季度持平，但同比仍有望小幅增长。

第 4 章 白银需求转弱 下行空间或打开

受美国市场疫情于三季度重新爆发，以及国内经济数据下滑影响，三季度全球白银

需求明显受到影响，去库明显放缓，COMEX 市场呈现一定程度的累库，SHFE 白银库存去库停滞。

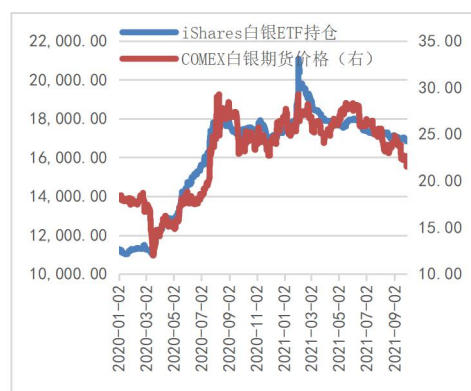
我们认为四季度白银走势预计将较黄金弱势，金银比有望继续走高。一方面因在美联储 11 月份缩债成大概率事件，助推贵金属重心总体预期向下，白银作为品种小波动率更高的贵金属品种，四季度跌幅总体可能更大；另一方面，从 iShares 白银 ETF 持仓来看，总体持仓仍处于较高水平，未来持仓可能在银价下跌下，有比较大的减持空间。从国内来看，双控以及电力紧缺下，将影响国内经济增速以及白银的工业需求，工业属性料趋弱。

图 24：工业需求不佳致白银累库



资料来源：Wind 南华研究

图 25：白银基金投资热情仍坚挺，谨防坍塌



资料来源：Wind 南华研究

第 5 章 行情预测及策略推荐

5.1. 2021 年四季度展望：重心向下 金强银弱

我们认为，四季度黄金价格重心将继续下移，但跌势会放缓，且可能在美联储缩债预期落地后，呈现止跌震荡走势。而白银或受中美需求预期回落走低，若 ETF 基金持仓在银价下跌后出现抛售，则白银有望出现较大下行空间。

美实际利率是决定黄金中长期走势的核心要素，美实际利率的走高将利空贵金属，但美债实际利率总体上行高度可能受限。

美联储于四季度，甚至 11 月缩债几成定局，但鲍威尔所表态的需要一份相当好的就业报告支持，令贵金属空头情绪仍未释放完全。我们认为美国 9 月非农就业报告将大概率乐观，在 11 月美联储 FOMC 会议召开前，贵金属市场仍有一定下行空间。但由于美联储与市场的良好沟通机制，市场已通过时间换空间方式，逐渐消化缩债预期，未来因缩债预期对贵金属的利空影响可能受限。相比之下，随着缩债预期的落地，贵金属市场

可能在 11 月份稍作喘息。

从美债上限问题来看，民主党仍大概率在最后时刻（10 月底）通过上调债务上限，加入预算决议的方式，采用和解方案，在最后时刻避免美国债务违约。美债上限问题解决下，美债供应将增加，TGA 账户余额亦有望明显补金额，将导致美债收益率的上行以及流动性的下降，这皆利空贵金属市场。

从美元角度看，我们认为四季度美指走势仍将相对强势，且易涨难跌，整体呈现的是阶梯式上升的态势，主要因欧美经济体复苏差以及货币政策差。这亦将继续利空四季度贵金属价格。

白银作为品种小波动率更高的贵金属品种，四季度跌幅总体可能更大，有望呈现现金强银弱格局。从 iShares 白银 ETF 持仓来看，总体持仓仍处于较高水平，未来持仓可能在银价下跌下，有比较大的减持空间。从国内来看，双控以及电力紧缺下，将影响国内经济增速以及白银的工业需求，工业属性料趋弱。

5.2. 策略推荐

操作上建议阶段性逢高沽空操作为主。特别是十月前依然看空，在缩债预期落地后，则建议空单离场。四季度黄金总体下行空间预计将受限，关注 1680 底部支撑有效性。

相较之下，白银弱势可能将更加明显，金银比有望继续扩大。操作上白银仍以空配为主，目前美白银在 22 附近形成强劲阻力位，下方支撑下移至 18.7 区域。

5.3. 风险提示

1，DELTA 变异病株在冬季重新失控；2，美债上限问题导致债务违约；3，美联储 12 月中 FOMC 会议的点阵图加息预期。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点