



2021 年 9 月 5 日

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1 号

胡悦

- 从业资格编号: F3050247
- 投资咨询编号: Z0015667
- 邮箱: huyue@jinxinqh.com

非农数据爆冷，贵金属强势反弹

内容提要

美国经济方面，整体经济尽管增速有放缓迹象，尤其是服务业，整体开始走弱，制造业则处于持续复苏状态。相较而言，就业仍然偏弱。8 月非农新增人数仅 23.5 万人，远低于市场预测的 60-70 万人水平；同样地，ADP 数据仅新增 37.4 万人，低于市场预期。从行业上来看，ADP 公布的就业数据仅建筑业呈现继续增加的趋势，其余行业就业人数均出现下滑。就业放缓亦与疫情反复有关，预计四季度将逐步好转。

货币政策方面。相较于其他鹰派美联储官员，鲍威尔的讲话偏向温和。鲍威尔讲话结束后，黄金、美股上涨，美债收益率及美元指数下行。主因市场已然充分计入缩减购债的预期，同时，对于 Delta 的变种风险，市场仍然有所警惕。针对后续，我们仍然维持缩减购债大概率在三季度末四季度初的判断，同时，缩减的速度或维持 8-12 个月左右。

财政方面，美国落实的基建法案远不及前期拜登推出的 2.3 万亿水平，仅 5500 亿美元，对市场整体情绪推动较为有限。针对债务上限问题，目前共和党并不愿意继续宽限债务上限，但我们认为其后续使得美元违约的概率较小。

整体而言，就业是目前唯一阻碍美联储 taper 的经济指标，近期就业数据表现低迷，美联储缩减购债的时间段或有所推出，利多贵金属价格走势。同时，实际利率持续处于低位，对金价仍有一定的支撑。预计短期内，贵金属仍持续反弹。

投资建议

预计贵金属强势反弹，白银强于黄金，可考虑逢低买入，或做空金银比

风险提示

美国经济再次见底，疫情再次不可控



一、行情回顾

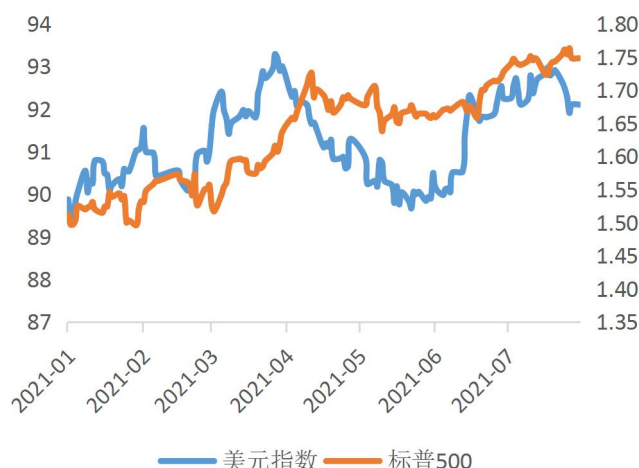
八月以来，贵金属走势分化，黄金收涨 0.02%，白银大跌 6.18%，美元指数高位回落，一度跌破 92 关口，标普 500 指数涨幅缩窄。行情波动较大，尤其是受到美国就业数据影响，8 月初非农小幅超预期，导致 taper 预期快速上行，贵金属大跌，但随着鲍威尔发言较为鸽派，黄金有所反弹；白银走势则截然不同，整体表现弱于黄金。

图 12 现货金银价格走势



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 2 美元指数与标普 500



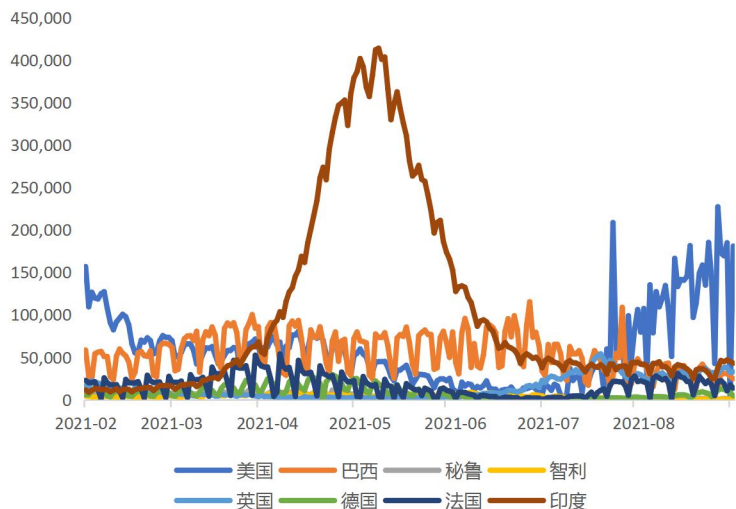
资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

二、疫情及全球复工复产进度跟踪

2.1 全球疫情情况

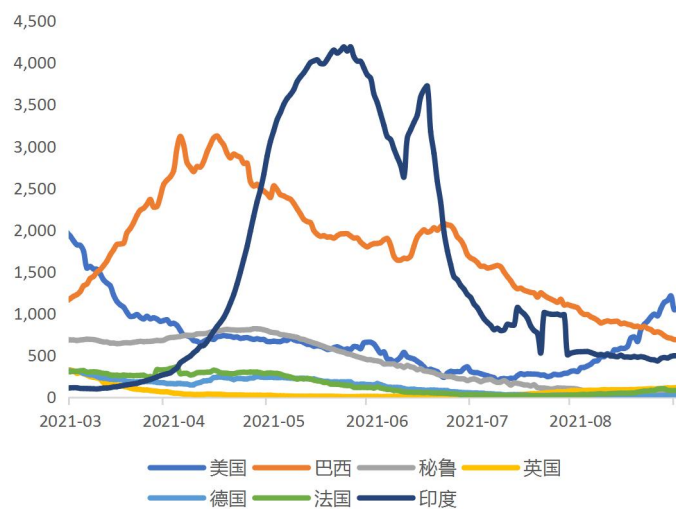
全球疫情仍较为不稳定，美国情况最为糟糕，新增确诊人数波动较大，下半月日均增量超 10 万人，疫情集中在接种比例较低的州，同时死亡人数也有所上升。欧洲方面，英国亦有复苏的迹象，8 月下旬单日新增突破 3 万人，德国新增亦突破 1 万人，相反，法国新增确诊人数反而有所下滑，欧洲内部疫情出现分化。新兴市场方面，巴西、秘鲁、智利疫情控制得当，印度仍有蔓延的迹象。

图 3 全球主要国新增确诊病例



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 4 全球主要国家新增死亡病例（7 天平均）

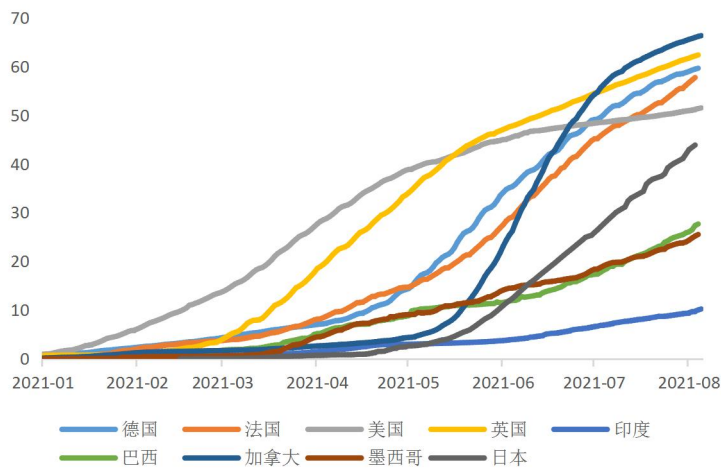


资料来源：Wind，金信期货研究院

2.2 全球疫苗接种情况

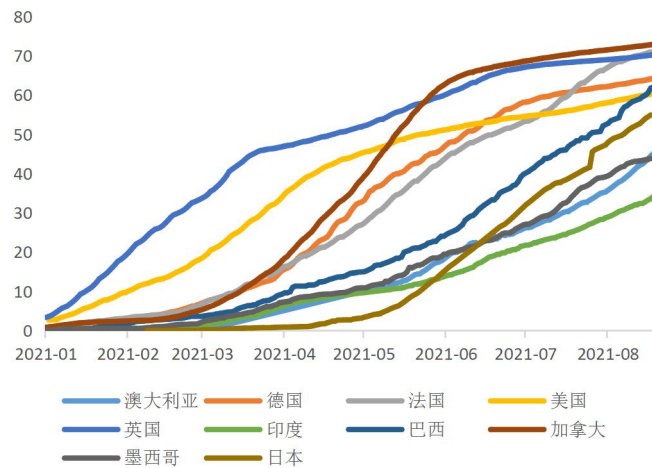
至少一剂的接种比例上，加拿大接种比例超 73%，位居世界第一，法国紧追直上，接种率超 71%，英国则是在 70%以上，美国仅仅刚刚超过 60%。完全接种方面，超过 60%的是加拿大及英国，覆盖率较为乐观。美国仅有 51%。接种速度方面，印度接种速度快速上升，但整体较为落后，至少一剂接种率仅 34%左右，中国疫苗接种量有所反弹，发达地区中，只有美国接种速度大幅上升，其余均出现放缓的迹象。

图 5 全球主要国家完全接种占比 (%)



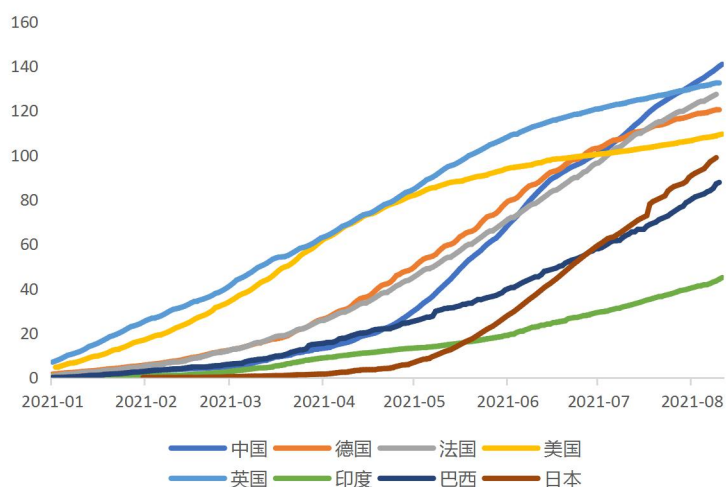
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 6 全球主要国家至少接种一剂占比 (%)



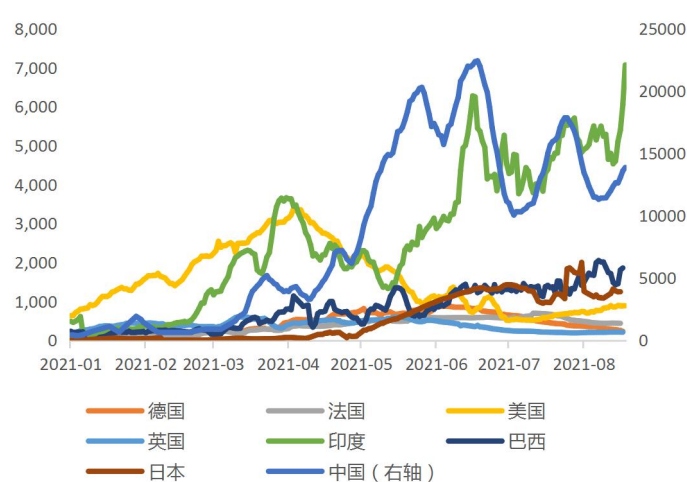
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 7 全球主要国家每百人接种量



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 8 每日新增接种数（七天平均）



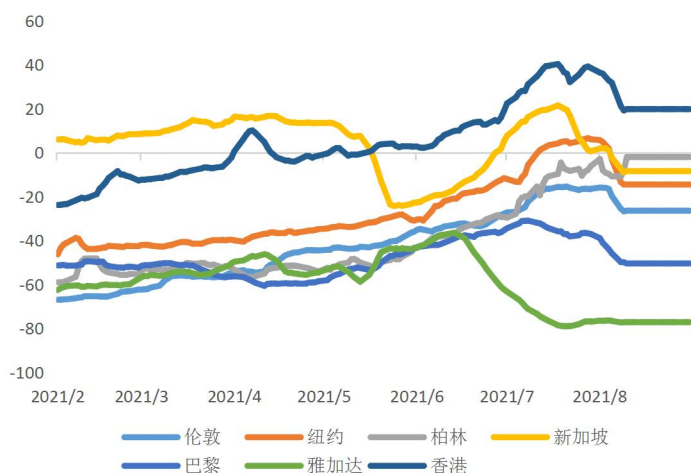
资料来源：Wind，金信期货研究院

2.3 全球复工复产情况

全球出行情况从七月初的高位开始回落，整个 8 月基本呈现持平的状况。这也意味着，疫情稳定后，城市基本开放，出行数据没有更大的变动。用餐情况有所回落，尤其是英国、澳大利亚，全球其余城市变化不大。美国 TSA 安检人数高位回落，美国境内的通行恢复开始放缓，内部再次流动降低，全美在家办公时间也开始减少，但减速有所放缓。

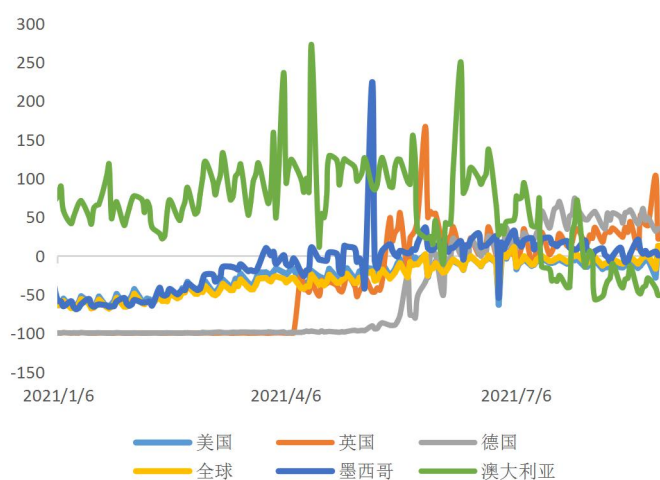
全球主要城市仍然处于开放状态中，只是前期快速恢复，目前增速有所放缓。

图 9 全球主要城市出行数据



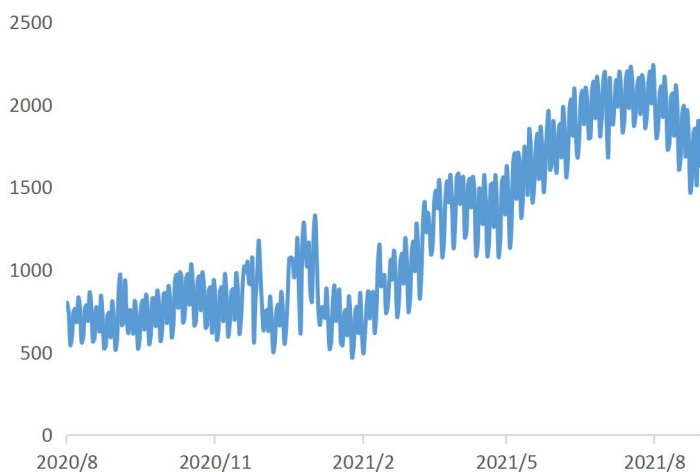
资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 10 全球主要国家外出就餐情况



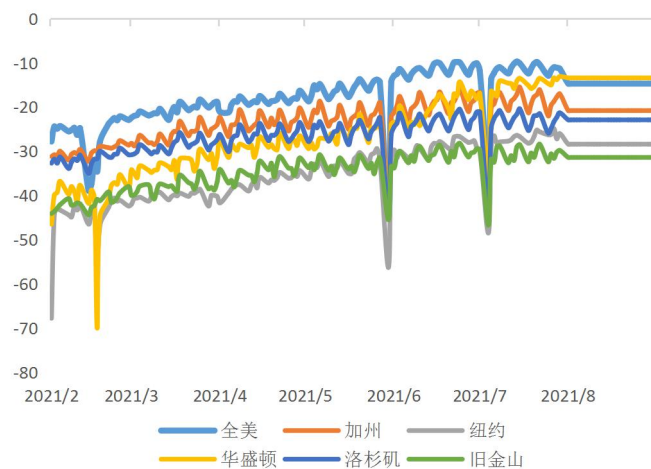
资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 11 美国 TSA 安检人数



资料来源: Bloomberg, 金信期货研究院

图 12 美国在家办公时间变化 (%)



资料来源: Bloomberg, 金信期货研究院

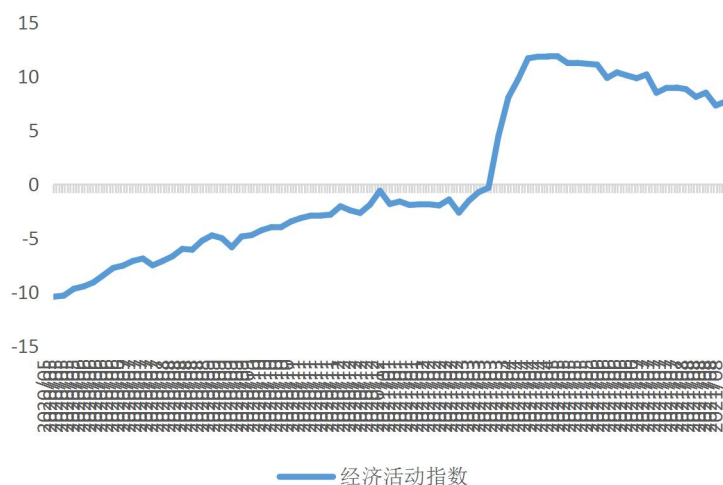
三、 美国经济、政策及全球金融市场

3.1 美国经济复苏情况

美国经济方面,8月Markit制造业PMI为61.2,服务业PMI仅55.2,远不及预期的59.4。整体经济出现下滑趋势,服务业下滑速度相较制造业更快,且增速连续回落,预计服务业的高速反弹或已进入尾声,而制造业由于受到供给瓶颈的问题,增速亦出现放缓。对比ISM制造业PMI,8月仍然处于上行阶段,尤其是新订单增速仍然较快。我们预计后续制造业仍处于复苏阶段,服务业则逐步回落。

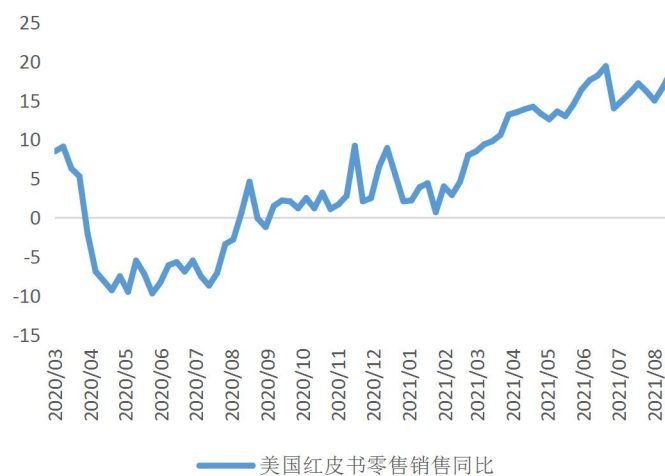
通胀方面,7月CPI环比录得0.5%,与预期持平,不及前值0.9%;核心CPI环比仅0.3%,低于预期的0.4%。从各个分项看,能源类商品价格增速明显放缓。本月公布的美国CPI、PPI数据共同反映通胀持续快速上行势头开始放缓,结束近4个月以来通胀连续超预期、美联储提前减码的担忧。预计未来一到两个季度,美国通胀水平将维持在高位。但由于美联储对通胀预期的强力引导、以及通胀更多地被市场视为尾部风险,美联储货币政策的调整将更多聚焦于就业市场的改善。

图 13 美国经济活动指数



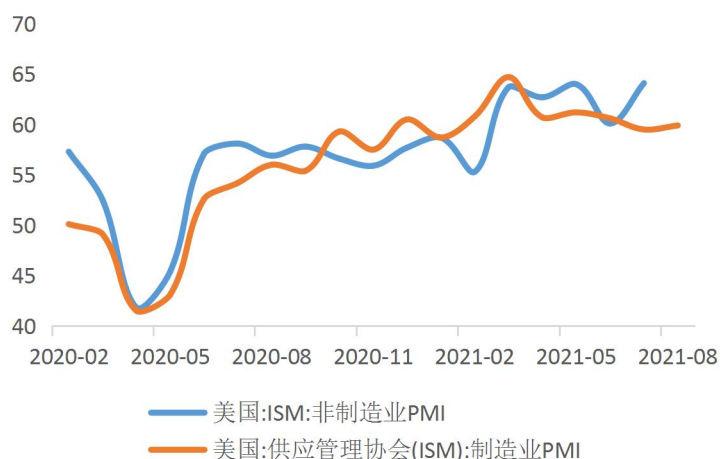
资料来源: Bloomberg, 金信期货研究院

图 14 美国红皮书零售销售回落



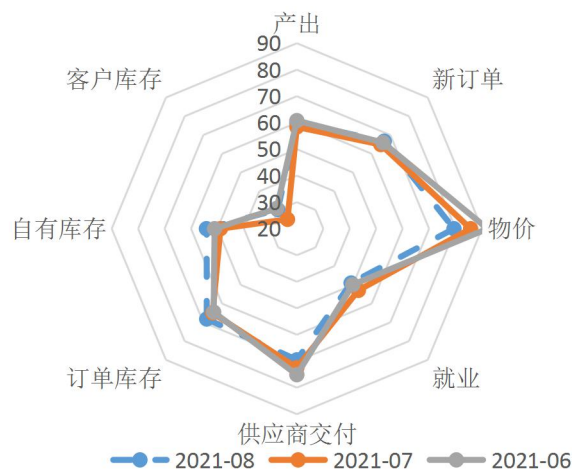
资料来源: Bloomberg, 金信期货研究院

图 15 美国服务业 PMI 有所回落



资料来源: Wind, 金信期货研究院

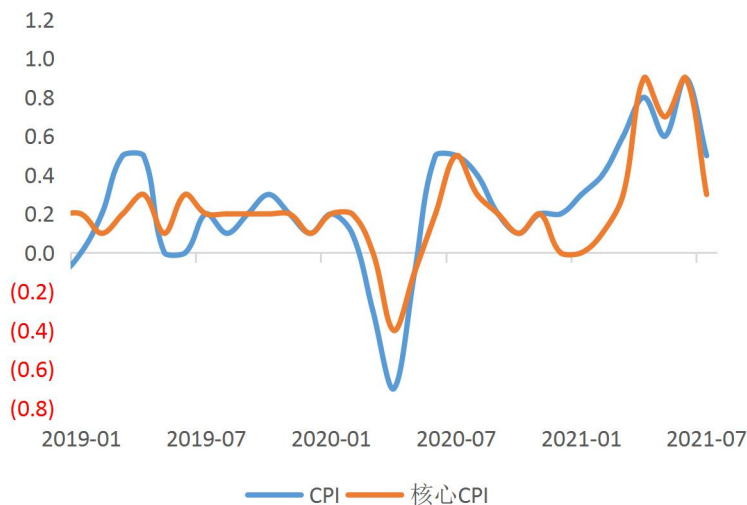
图 16 美国通胀持续处于高位



资料来源: Wind, 金信期货研究院

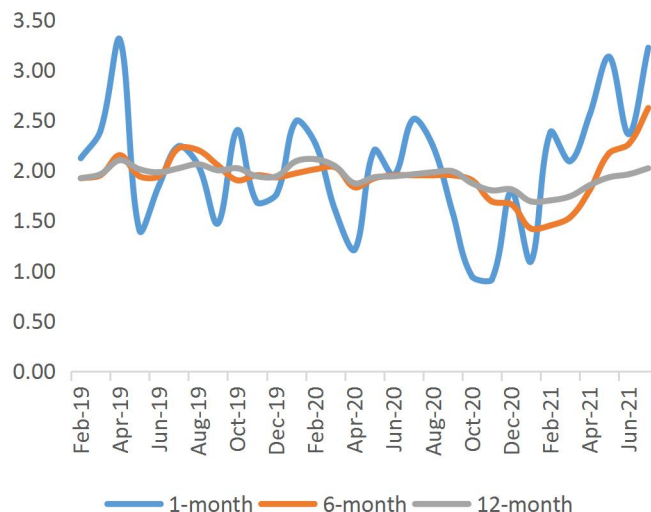


图 17 美国 CPI 环比大幅度回落



资料来源：Wind，金信期货研究院

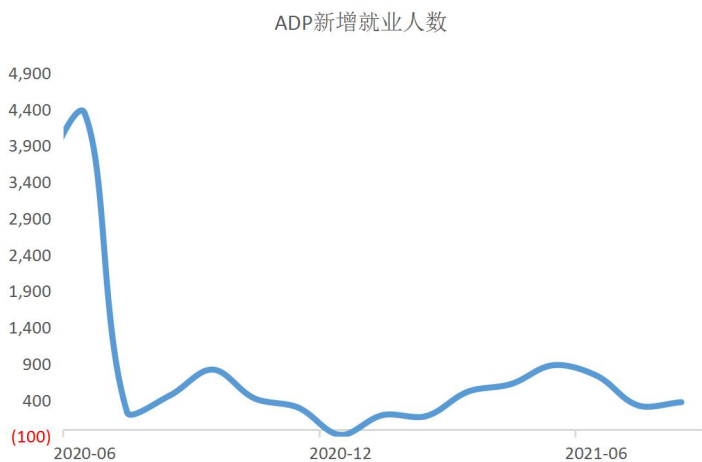
图 18 年度截尾 PCE 维持在 2%



资料来源：达拉斯联储，金信期货研究院

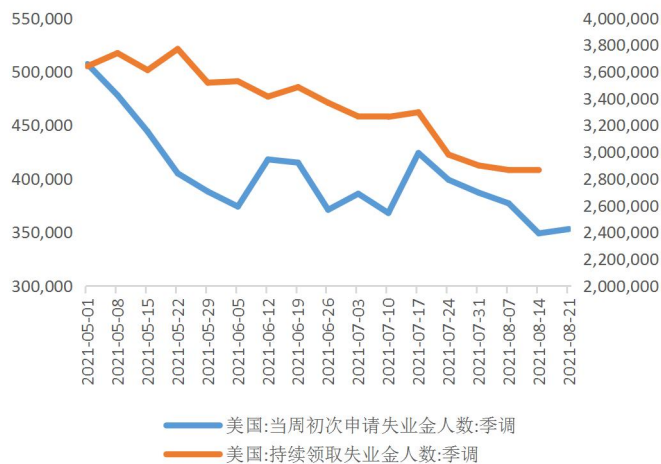
就业方面，此次非农及 ADP 双双爆冷，8 月非农新增人数仅 23.5 万人，远低于市场预测的 60-70 万人水平；同样地，ADP 数据仅新增 37.4 万人，低于市场预期。从行业上来看，ADP 公布的就业数据仅建筑业呈现继续增加的趋势，其余行业就业人数均出现下滑。就业放缓亦与疫情反复有关，预计四季度将逐步好转。

图 19 ADP 就业数据差于预期



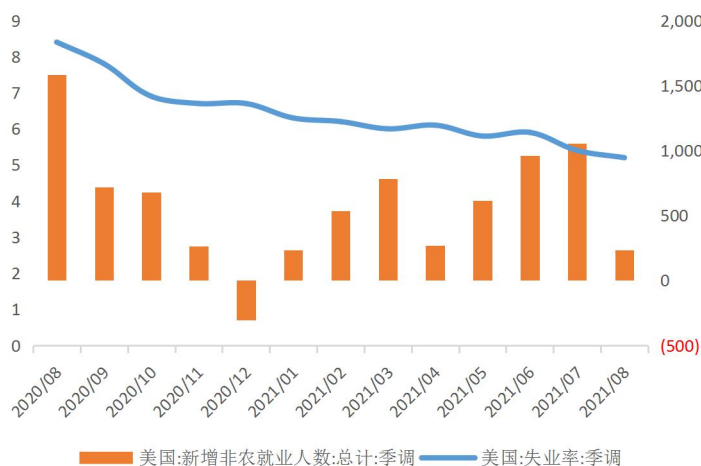
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 20 初领失业金人数仍在增加



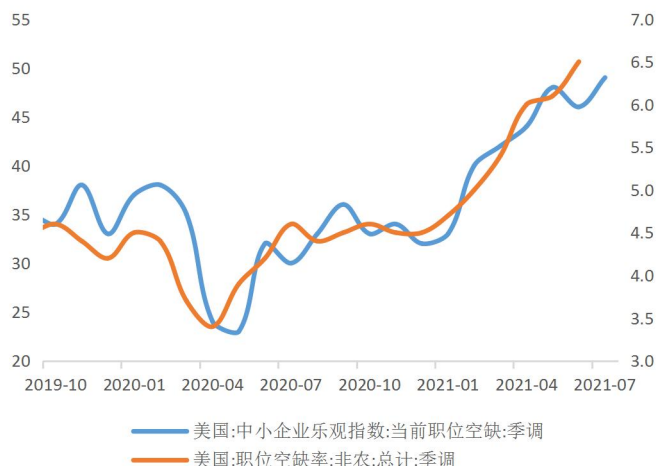
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 21 非农及失业率



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 22 职位空缺率高企



资料来源：Wind，金信期货研究院

3.2 美国货币政策及金融市场

美东时间 8 月 27 日召开的 Jackson Hole 年会中，美联储主席鲍威尔发表了对于未来缩减 QE 的观点及看法，整体发言不如市场预期的鹰派，但他认为年内开启 Taper 是较为合适的。

目前，美国就业市场恢复节奏明显快于疫情前水平。同时，职位空缺率处于历史高位，雇主报告显示，就业市场供不应求，无法快速获取劳动力。尽管目前失业率仍然较高，并且存在低估的现象，但随着疫苗接种上升，学校重启等，就业的恢复速度可期。

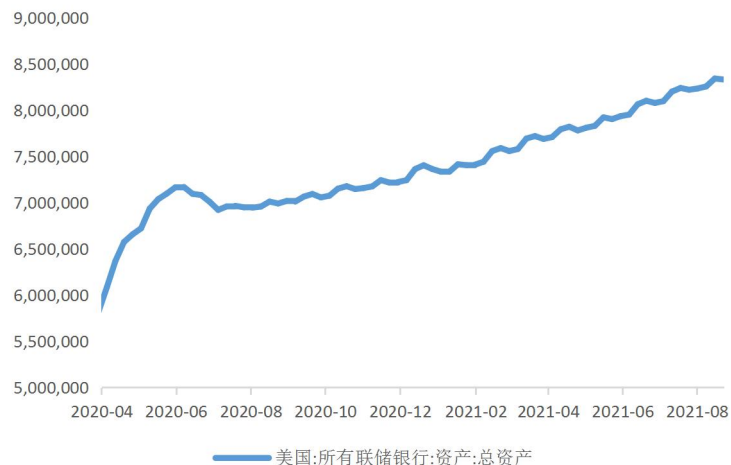
鲍威尔在此次讲话中花了大量时间来阐述通胀的问题，主要目的是为了稳定市场对于通胀的看法。第一，此次高通胀并不具备广泛性，而是针对个别商品服务，例如耐用品、能源品。从截尾平均以及剔除耐用品的通胀指标看，目前通胀水平接近 2% 的长期目标。第二，美联储密切关注那些受疫情影响最为严峻的商品及服务，随着供应短缺现象的缓解，价格快速上涨的局面有所缓和。第三，通常，如果工资上涨速度快于通胀水平，企业就可能将涨幅转嫁给客户。目前工资上涨速度仍然与长期通胀目标一致。第四，长期通胀预期同样显示家庭、企业以及市场参与者认为高通胀是暂时性的。第五，过去 25 年间全球均呈现低通胀的情况，原因包括技术进步、全球化以及人口等。

他认为对于货币政策影响方面，试图抵消临时性的通胀波动，历史证明弊大于利。在通货膨胀方面，“实质性的进一步进展”的测试已经通过。在实现充分就业方面也取得了明显进展。鲍威尔强调，如果经济的发展大致如预期，今年开始减少资产购买的步伐可能是合适的。但同时 Delta 疫情也在进一步扩散，美联储将仔细评估新进的数据和不断变化的风险。而所持有的较长期限的证券将继续支持宽松的金融条件。

整体而言，相较于其他鹰派美联储官员，鲍威尔的讲话偏向温和。鲍威尔讲话结束后，

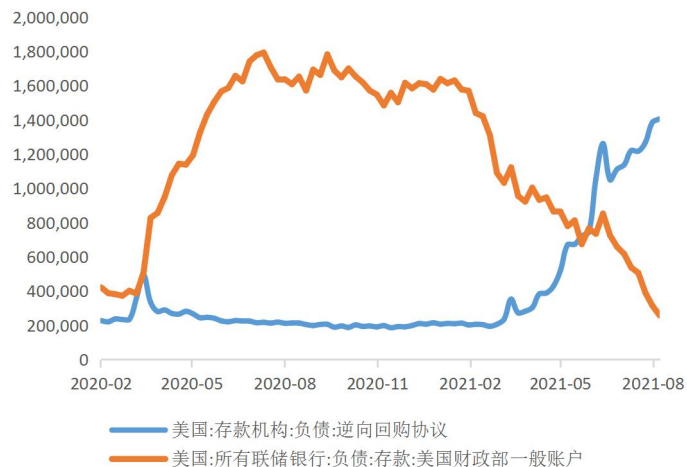
黄金、美股上涨，美债收益率及美元指数下行。主因市场已然充分计入缩减购债的预期，同时，对于 Delta 的变种风险，市场仍然有所警惕。

图 23 美联储资产负债表持续扩张



资料来源: Bloomberg, 金信期货研究院

图 24 逆回购用量飙升对冲 TGA 下行



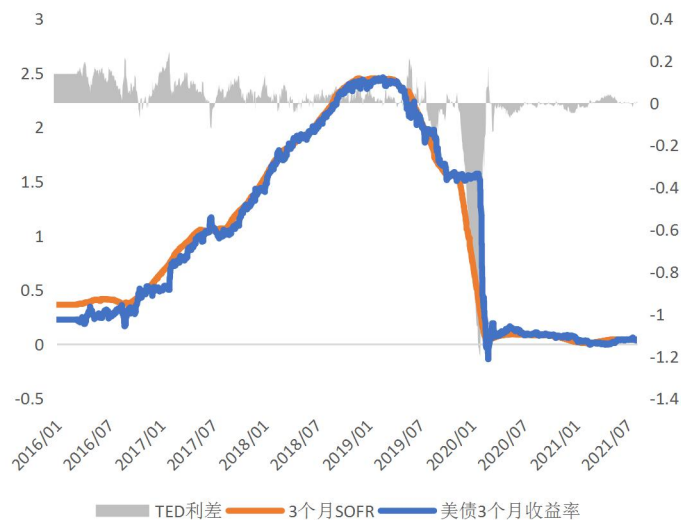
资料来源: Bloomberg, 金信期货研究院

图 25 美债利率持续下行



资料来源: Bloomberg, 金信期货研究院

图 26 短端流动性仍然充裕



资料来源: Bloomberg, 金信期货研究院



图 27: FOMC 会议概要对比

		2021. 4	2021. 6	2021. 7
经济回顾	经济活动及劳动力市场	冠状病毒的大流行在美国和全球造成了巨大的经济困难。疫苗接种工作的进展和强有力的政策支持,经济活动和就业得到了加强,受大流行影响最严重的部门仍然薄弱,但已有改善	疫苗接种方面的进展减少了新冠疫情在美国的传播。疫苗接种工作的进展和强有力的政策支持,经济活动和就业得到了加强,受大流行影响最严重的部门仍然薄弱,但已有改善	随着疫苗接种的进展和强有力的政策支持,经济活动和就业指标继续加强。受疫情影响最严重的部门已有所改善,但尚未完全恢复,
	家庭消费和企业投资	整体金融状况维持宽松,部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业流动	整体金融状况维持宽松,部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业流动	整体金融状况维持宽松,部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业流动
2020 年经济预期	GDP 增速	经济发展路径将很大程度上取决于疫情发展以及疫苗的接种进度。持续的公共卫生危机持续拖累经济,经济前景仍然面临风险。	经济发展路径将很大程度上取决于疫情发展以及疫苗的接种进度。疫苗接种的进展可能会继续减少公共卫生危机对经济的影响,但经济前景面临的风险仍然存在。	经济发展路径仍然取决于疫情发展以及疫苗的接种进度。疫苗接种的进展可能会继续减少公共卫生危机对经济的影响,但经济前景面临的风险仍然存在。
	失业率			
	PCE			
	核心 PCE			
利率		联邦基金目标利率区间维持在 0-0.25%	联邦基金目标利率区间维持在 0-0.25%	联邦基金目标利率区间维持在 0-0.25%
通货膨胀		通货膨胀率上升,主要反映了暂时性因素	通货膨胀率上升,主要反映了暂时性因素	通货膨胀率上升,主要反映了暂时性因素
对未来利率调整的前瞻指引		Fed 力求实现最大就业率、并在一段时间内力争使通胀率适度高于 2%,以便使长期平均通胀率达到 2%,而长期通货膨胀预期仍保持在 2%。Fed 希望在实现这些结果之前保持货币政策的宽松立场。 Fed 维持零下线目标区间,直到就业市场达到最大就业目标和通货膨胀已上升至 2%,并希望在一段时间内略超 2%	Fed 力求实现最大就业率、并在一段时间内力争使通胀率适度高于 2%,以便使长期平均通胀率达到 2%,而长期通货膨胀预期仍保持在 2%。Fed 希望在实现这些结果之前保持货币政策的宽松立场。 Fed 维持零下线目标区间,直到就业市场达到最大就业目标和通货膨胀已上升至 2%,并希望在一段时间内略超 2%	Fed 力求实现最大就业率、并在一段时间内力争使通胀率适度高于 2%,以便使长期平均通胀率达到 2%,而长期通货膨胀预期仍保持在 2%。Fed 希望在实现这些结果之前保持货币政策的宽松立场。 Fed 维持零下线目标区间,直到就业市场达到最大就业目标和通货膨胀已上升至 2%,并希望在一段时间内略超 2%
资产负债表规模		在接下来几个月中,Fed 将至少以目前的速度增加美国国债和 MBS 的购买数量,以维持平稳的市场运作并帮助营造宽松的金融条件,从而支持信贷流向家庭和企业。 每月至少增持 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS	在接下来几个月中,Fed 将至少以目前的速度增加美国国债和 MBS 的购买数量,以维持平稳的市场运作并帮助营造宽松的金融条件,从而支持信贷流向家庭和企业。 每月至少增持 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS	在接下来几个月中,Fed 将至少以目前的速度增加美国国债和 MBS 的购买数量,以维持平稳的市场运作并帮助营造宽松的金融条件,从而支持信贷流向家庭和企业。 每月至少增持 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS。 经济在实现这些目标方面取得了进展,委员会将继续评估今后会议的进展情况

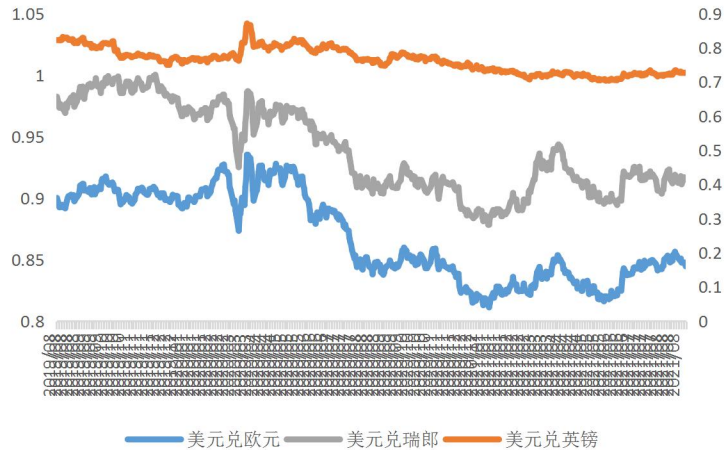
资料来源: FED, 金信期货研究院

汇率方面, 美国兑主要发达国家货币汇率基本持平。美元指数在 8 月基本围绕 93 的关



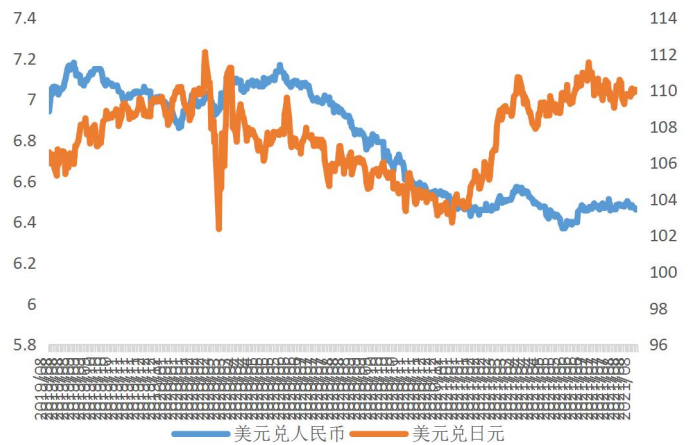
口徘徊。美元对人民币在上半年大幅下行后，基本保持不变，兑美元则是高位回落。目前美元汇率主要看美联储与其他央行收紧货币政策的节奏对比，相对于欧央行，美联储 taper 预期更早，因此后续美元仍将维持强势运行。

图 28 美元兑主要货币汇率



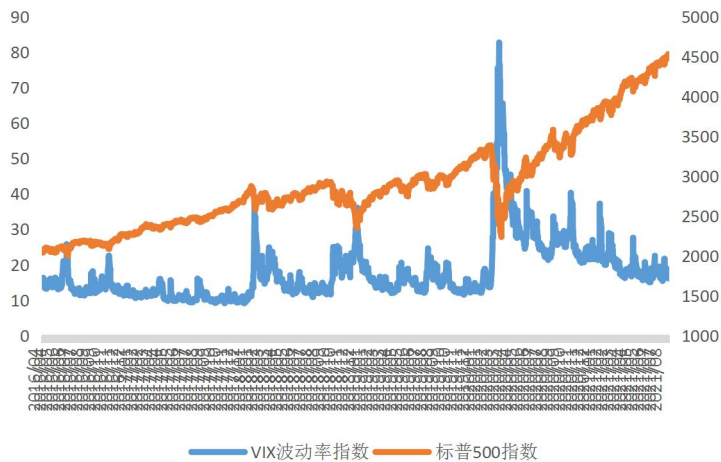
资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 29 美元兑亚洲货币汇率



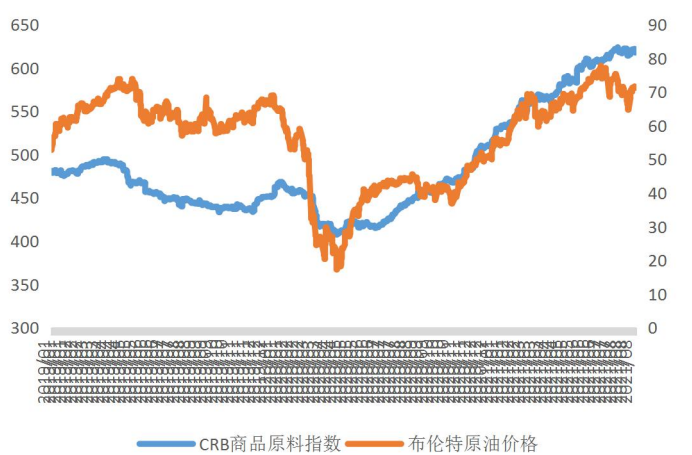
资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 30 美股及 VIX 波动率



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 31 大宗商品及原油价格



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

3.3 全球金融市场情况

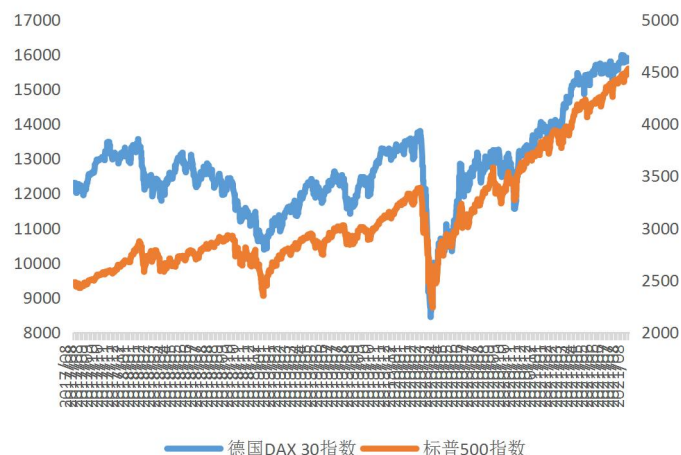
股市方面，发达国家表现强于新兴市场，美股维持整体小幅收涨，欧洲股市出现分化。亚洲地区股市均出现不同程度的下跌。市场恐慌情绪有所减弱，致使整体市场波动较小。新兴疫情较反复，致使股市表现偏弱。德债收益率大幅反弹，相反，中债收益率开启下跌。

图 32 中债与德债收益率情况 (%)



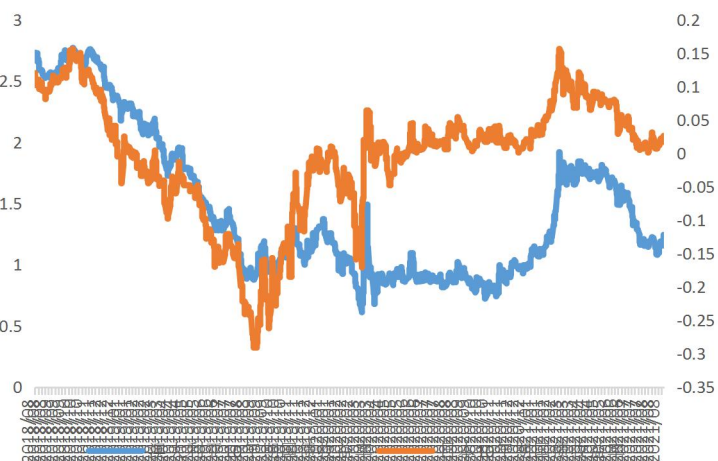
资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 33 DAX 与标普 500 指数走势 (%)



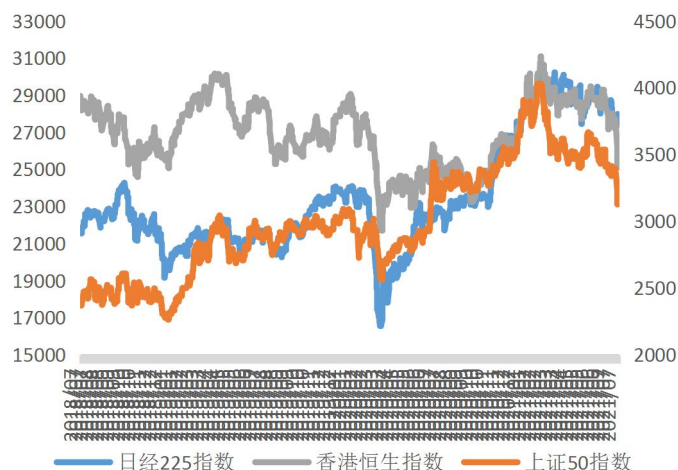
资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 34 澳大利亚与日本国债收益率情况 (%)



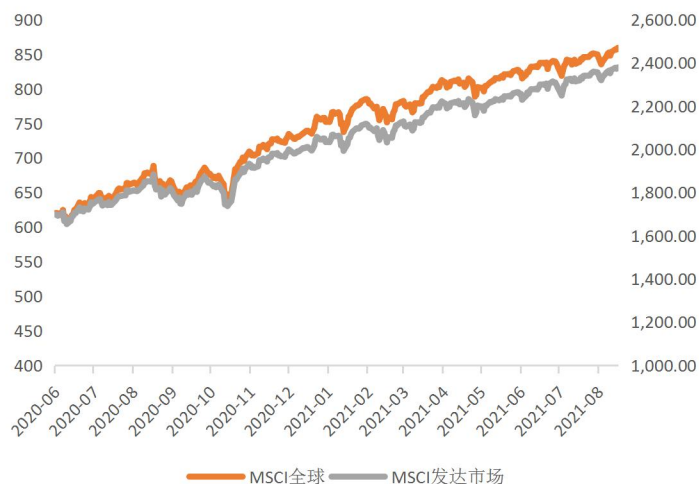
资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 35 亚太地区股市情况



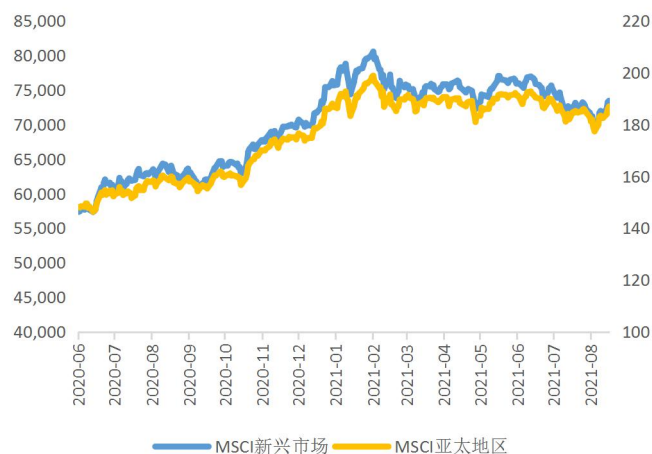
资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 36 MSCI 全球及发达市场



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 37 MSCI 新兴及亚太市场



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

四、 贵金属持仓及比价情况

3.1 贵金属持仓情况

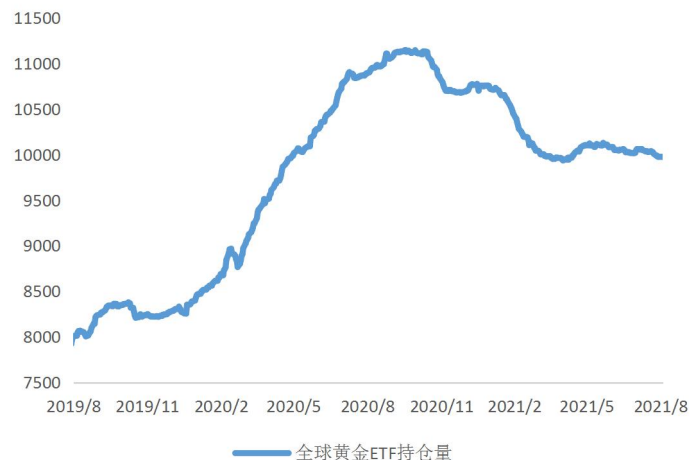
全球黄金 ETF 持仓仍处于流出状态，市场对黄金的投资需求仍在减弱，但下滑速度变小。由于黄金相对收益减弱，同时市场避险情绪较弱，致使资金对于黄金投资需求减少，青睐有限，整体 ETF 相较年初持仓量大幅下滑。

图 38 SPDR 黄金 ETF 持仓量（万盎司）



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 39 全球黄金 ETF 持仓量(万盎司)

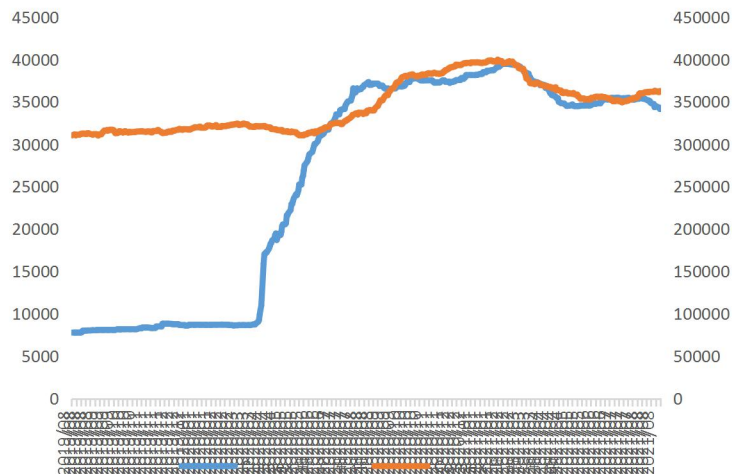


资料来源：Bloomberg，金信期货研究院



3.2 各品种比价情况

图 40 Comex 库存情况（千盎司）



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 41 金银比



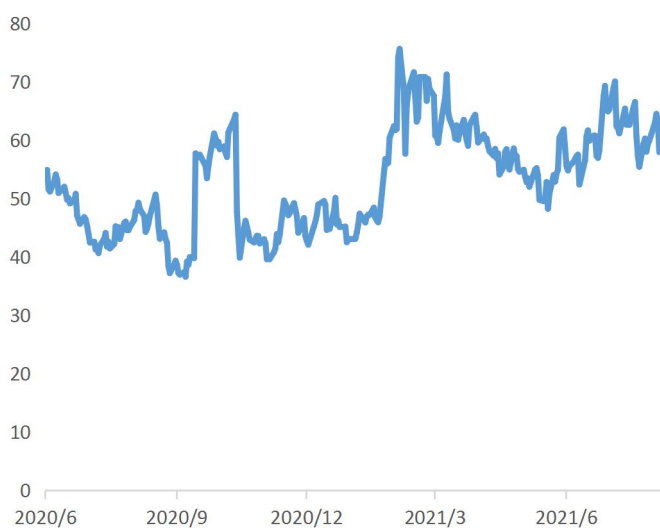
资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 42 实际利率与金价（千盎司）



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 43 Move 指数



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

五、 贵金属投资展望

美国经济方面，整体经济尽管增速有放缓迹象，尤其是服务业，整体开始走弱，制造业则处于持续复苏状态。相较而言，就业仍然偏弱。8 月非农新增人数仅 23.5 万人，远低于市



场预测的 60-70 万人水平；同样地，ADP 数据仅新增 37.4 万人，低于市场预期。从行业上来看，ADP 公布的就业数据仅建筑业呈现继续增加的趋势，其余行业就业人数均出现下滑。就业放缓亦与疫情反复有关，预计四季度将逐步好转。

货币政策方面。相较于其他鹰派美联储官员，鲍威尔的讲话偏向温和。鲍威尔讲话结束后，黄金、美股上涨，美债收益率及美元指数下行。主因市场已然充分计入缩减购债的预期，同时，对于 Delta 的变种风险，市场仍然有所警惕。针对后续，我们仍然维持缩减购债大概率在三季度末四季度初的判断，同时，缩减的速度或维持 8-12 个月左右。

财政方面，美国落实的基建法案远不及前期拜登推出的 2.3 万亿水平，仅 5500 亿美元，对市场整体情绪推动较为有限。针对债务上限问题，目前共和党并不愿意继续宽限债务上限，但我们认为其后续使得美元违约的概率较小。

整体而言，就业是目前唯一阻碍美联储 taper 的经济指标，近期就业数据表现低迷，美联储缩减购债的时间段或有所推出，利多贵金属价格走势。同时，实际利率持续处于低位，对金价仍有一定的支撑。预计短期内，贵金属仍持续反弹。

重要提示

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>