



## Taper 渐行渐近，金价将如何演绎？

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

### 主要观点

尽管美联储释放了有条件的启动Taper的信号，但是具体行动的时间点仍存不确定性。Delta疫情反弹对就业修复的影响，将是能决定何时启动taper主要变数。预计美联储给出Taper的指引时间将可能后移至今年四季度，主要原因是美联储将开启一段时间的观察窗口期，以评估疫情反弹形势及其对经济与就业的影响。

对照上一轮美联储缩表来看，美联储在6月FOMC会议上向市场发出缩减QE的信号。目前市场处于美联储给出Taper预期阶段，也就是第二个阶段。当前黄金向下趋势并未结束，这主要是基于美联储收紧货币的靴子尚未落地。

对于未来金价波动的方向及节奏，我们认为，金价短期可能呈现震荡走势、在美联储给出Taper时间表时再度下跌，在今年年底或者明年年初Taper正式执行，靴子落地之后，金价可能会呈震荡的格局。由于疫情的影响仍在，后期金价整体跌势大概率偏温和，国际金价的底部可能在1600美元/盎司附近。

风险因素：疫情扩散超预期、美国就业市场复苏不及预期

8月27日晚，美联储主席鲍威尔在2021年杰克逊霍尔全球央行年会上发表讲话称，今年内美联储可能开始缩减购债，但“开启缩减购债的时间和速度并不是要直接释放加息时间的信号”，即使彻底结束购债也不代表马上就开始加息，警告过早加息的风险，并未给出任何缩减购债的详细时间表。鲍威尔传递了不急于加息的略偏鸽派 Taper 信号，缓解市场了对美联储将很快收紧货币政策的担忧。美联储副主席克拉里表示，想观察多份秋季就业数据，支持今年稍晚开始减码 QE。消息落地后，美股及大宗商品普遍上涨，金价也大幅反弹至 1800 美元/盎司上方。

当前来看，美联储 Taper 渐行渐近，后期金价将如何演绎？我们复盘了上一轮美联储缩表过程中金价的表现，并对比了此轮缩表与上轮缩表的不同之处，以预判金价后期后市。

### 一、上一轮美联储 Taper 过程中金价的表现

对于后期黄金价格的展望，我们先来复盘上一轮美联储缩表的过程中金价的表现。

上一轮美联储缩表是在 2013 年至 2014 年，主要分为三个阶段。

第一阶段：市场预期 Taper。2013 年 2 月 20 日，美联储会议表达经济温和扩张，或将提前结束 QE，引发市场对美联储 Taper 的预期，金价大幅下挫。

第二阶段：美联储给出 Taper 预期。2013 年 5 月 22 日，伯南克表示美联储将年底将开始缩减 QE，引发市场恐慌，金价再度下挫。

第三阶段：美联储正式执行 Taper。2013 年 12 月 18 日的 FOMC 会议上，美联储正式宣布将下个月开始缩减 QE，一直到 2014 年 10 月，宣布缩减资产购买结束，美联储资产负债表规模阶段性见顶。

其中，在第一阶段及第二阶段，黄金价格跌幅最大，累计跌幅达 23%，等到第三阶段，Taper 正式执行阶段，黄金以底部震荡为主，跌幅非常有限。

图表 1 2013-2014 年美联储缩减 QE 期间金价走势变化



资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 2 2013-2014 年美联储缩减 QE 期间金价涨跌统计

阶段	时间	主题	COMEX 金价表现
第一阶段	2013/2/20-2013/5/21	市场预期 Taper	-14%
第二阶段	2013/5/22-2013/12/17	美联储给出 Taper 预期	-10%
第三阶段	2012/12/18-2014/10/29	美联储执行 Taper	-2%

资料来源：Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

## 二、此轮 Taper 与上轮的不同

### 1、通胀不再是制约因素

去年的全球央行年会上，美联储主席鲍威尔 2020 年 8 月 27 日宣布再次调整美国货币政策框架。宣布《长期目标和货币政策策略声明》，表示将采取就业优先的灵活“平均通胀目标制”（AIT），即将通胀目标 PCE 由之前的达到 2% 上调至平均为 2% 左右，这是 2021 年与 2013 年市场逻辑的最重要区别。这次美联储货币政策框架发生重大转变，将就业指标提到更高优先级，而对通胀的容忍度提高。具体阐述可参考 2021 年 6 月 30 日的专题报告《本轮金价与上一轮金价见顶后的走势对比》。

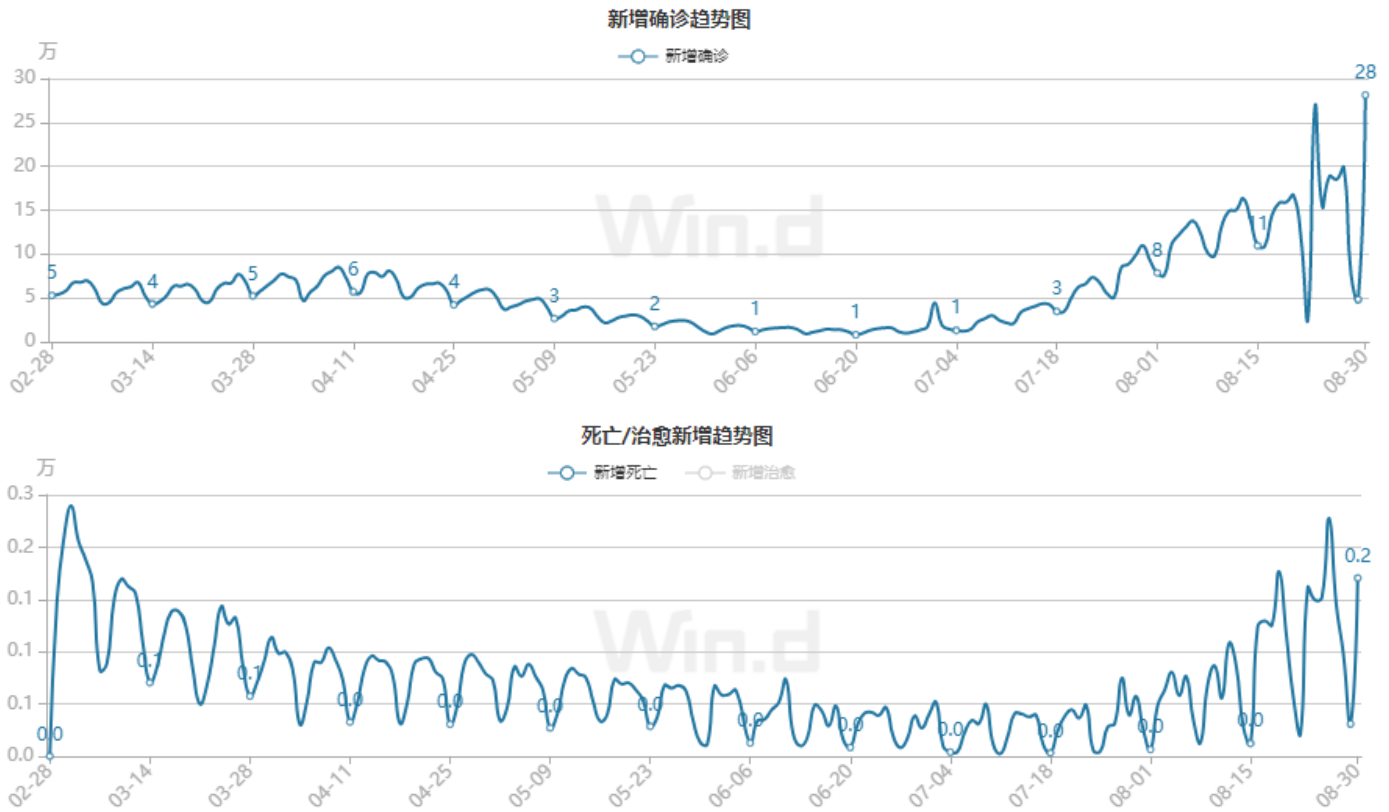
### 2、疫情再度反弹

目前美国疫情再度反弹。7 月中旬以来，Delta 变异毒株的快速蔓延使美国疫情呈现卷土重来之势，日均新增感染病例从此前稳定在 2 万人左右迅速突破至 20 万人以上，每日新增的新冠死亡病例也重回去年 2、3 月份的高点。疫情形势快速恶化令部分州重启社交限制措施，并严重干扰了经济复苏步伐。7 月美国消费者信心指数急剧下滑、零售销售超预期降低，显示作为美国经济增长的主要动力的私人消费，正在受到疫情带来的持续扰动。

Delta 变异病毒引发的疫情反弹，显示已研发疫苗的有效性不足，因而短期内无法实现群体免疫，这导致美国经济及就业复苏前景的不确定性再度走高，并从根本上改变了美联储政策决策的前提和逻辑。

在本次全球央行会议上，美联储主席鲍威尔的讲话，虽然指向未来将缩减 QE 这一政策导向，但强调了新冠疫情的巨大影响以及近期 Delta 变异病毒给经济带来的高度不确定性。这与 7 月 FOMC 会议的偏鹰基调形成鲜明对比，在 7 月会议上甚至已删除了疫情对经济巨大影响的措辞，而在本次讲话中又再次出现。整体上看，鲍威尔本次讲话基调偏鸽，体现在其对经济和就业未表现出明显信心，而是强调不确定性以及未来数据的重要性。这意味着，疫情带来的巨大扰动是鲍威尔在本次会议上未给出 Taper 时间指引的主要考虑因素。

图表 3 美国新增确诊病例和新增死亡病例趋势图



资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

### 三、金价后期走势展望

从最近的全球央行年会上的言论来看, 鲍威尔只是有条件地确认年内或启动 taper, 并表示 taper 的时间和节奏与加息并无关联。这排除了提前启动 taper 的风险。

当前美联储货币政策边际收紧的大方向未变, 但鉴于未来疫情发展的高度不确定性, 即使美联储开启缩减购债, 出于呵护流动性、稳定经济增长的需要, 缩减的节奏也可能较为温和, Taper 结束的时间可能偏晚, 因此整体流动性环境仍将在较长时间内保持相对宽松。

尽管美联储释放了有条件的启动 Taper 的信号, 但是具体行动的时间点仍存不确定性。Delta 疫情反弹对就业修复的影响, 将是能决定何时启动 taper 主要变数。预计美联储给出 Taper 的指引时间将可能后移至今年四季度, 主要原因是美联储将开启一段时间的观察窗口期, 以评估疫情反弹形势及其对经济与就业的影响。

对照上一轮美联储缩表来看, 美联储在 6 月 FOMC 会议上向市场发出缩减 QE 的信号。目前市场处于美联储给出 Taper 预期阶段, 也就是第二个阶段。当前黄金向下趋势并未结束, 这主要是基于美联储收紧货币的靴子尚未落地。

对于未来金价波动的方向及节奏, 我们认为, 金价短期可能呈现震荡走势、在美联储给出 Taper 时间表时再度下跌, 在今年年底或者明年年初 Taper 正式执行, 靴子落地之后, 金

价可能会呈震荡的格局。由于疫情的影响仍在，后期金价整体跌势大概率偏温和，国际金价的底部可能在 1600 美元/盎司附近。

风险因素：疫情扩散超预期、美国就业市场复苏不及预期

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。