



## 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种金价的表现，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》。

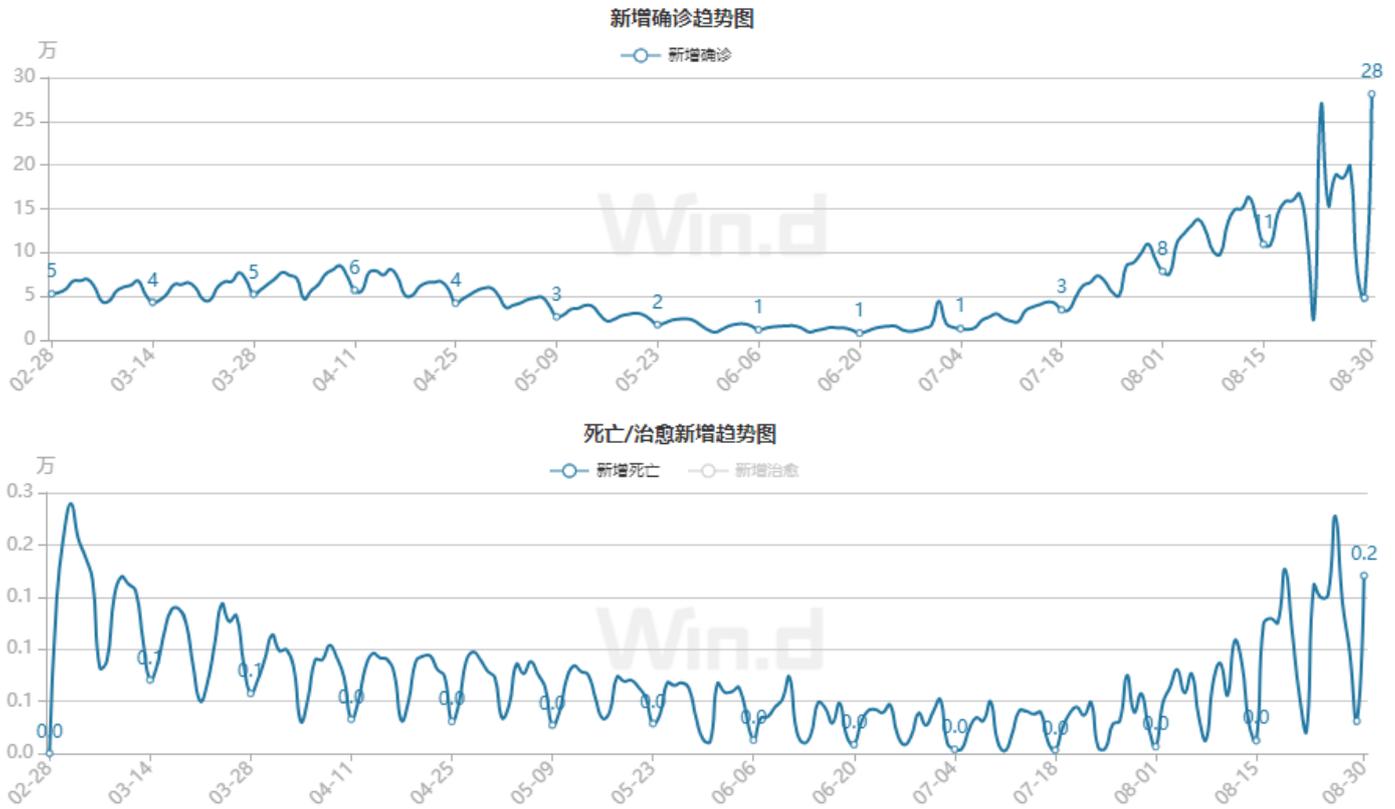
### 2、疫情再度反弹

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。