

2022年5月10日 星期二



美联储加息缩表靴子落地

金银价格将重启上涨

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

要点

- 当前美国经济仍处于良性复苏之中，美联储收紧货币政策的力度远超其他主要央行，这提振了美元指数继续走强并再创新高。但美国劳动力市场已出现边际走弱的迹象，预计随着美国加息进程的推进，一旦通胀压力缓解，或者经济出现衰退迹象，美联储可能会放缓加息脚步，全年的加息节奏或将“先快后慢”，对于缩表来说也是如此。当前美元指数和美债收益持续上涨的趋势难以持续，将使得后期贵金属价格走势得到支撑。短期而言，市场在消化了美联储释放的加速缩表的超预期信息之后，金银价格将重回上涨。
- 预计2022年5月国际金价的主要波动区间将在1850-1950美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在21.5-24.5美元/盎司之间。
- 风险因素：美国经济持续向好，美联储货币更加鹰派

目录

一、贵金属行情回顾.....	4
二、贵金属价格影响因素分析.....	5
1、美国此轮缩表提速加量，劳动力市场现边际走弱迹象.....	5
2、欧元区通胀再创新高，欧央行下半年加息概率加大.....	5
三、市场结构及资金流向分析.....	7
1、金银比价变化.....	7
2、铜金比价变化.....	8
3、期现及跨期价差变化.....	9
4、贵金属库存变化.....	9
5、金银 ETF 持仓分析.....	11
6、CFTC 持仓变化.....	12
四、行情展望及操作策略：.....	12

图表目录

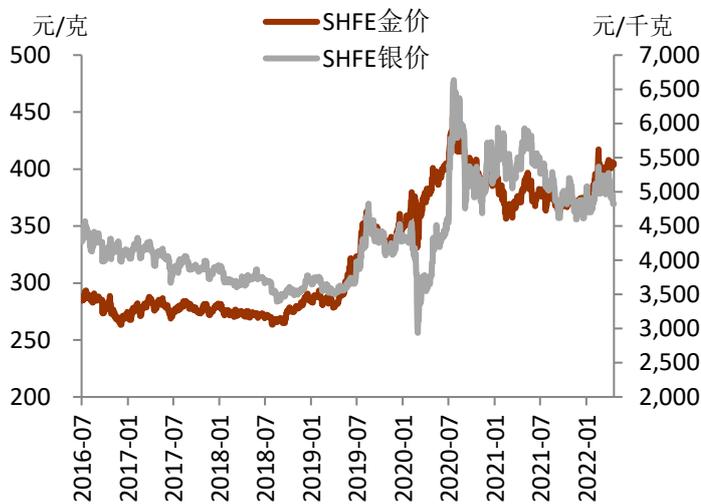
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	4
图表 4 金价与美债利率走势变化	4
图表 5 美国通胀预期变化	6
图表 6 美元指数与美元非商业性净头寸变化	6
图表 7 主要经济体 GDP 增速变化	6
图表 8 美欧经济意外指数变化	6
图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	7
图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化	7
图表 11 美国就业情况变化	7
图表 12 主要经济体 CPI 变化	7
图表 13 COMEX 金银比价变化	8
图表 14 沪期金银比价变化	8
图表 15 铜金比价变化	8
图表 16 金价与铜价走势对比	8
图表 17 沪期金与 COMEX 金价差变化	9
图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化	9
图表 19 COMEX 贵金属库存变化	10
图表 20 COMEX 黄金库存变化	10
图表 21 COMEX 白银库存变化	10
图表 22 上海黄金交易所白银库存变化	10
图表 23 上海期货交易所白银库存变化	10
图表 24 贵金属 ETF 持仓变化	11
图表 25 黄金 ETF 持仓变化	11
图表 26 白银 ETF 持仓变化	11
图表 27 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化	12
图表 28 CFTC 黄金净多头持仓变化	12
图表 29 CFTC 白银净多头持仓变化	12

一、贵金属行情回顾

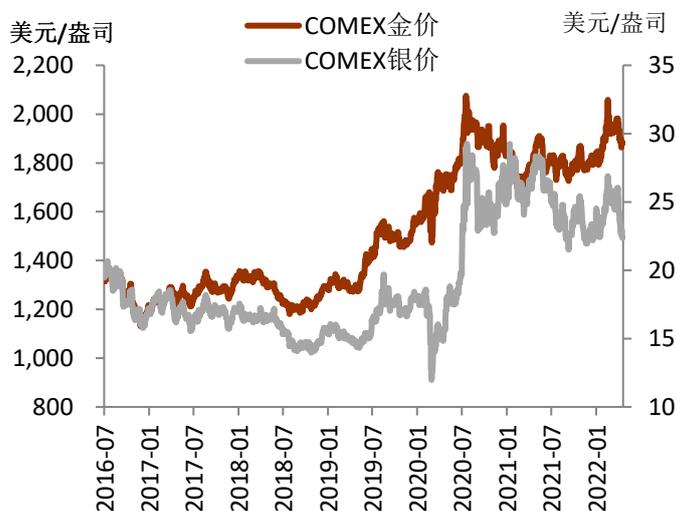
4月贵金属价格走势先扬后抑。4月上半个月，因美国的通胀数据持续飙升，叠加长短期美债收益率倒挂，市场对通胀持续高企及经济出现滞涨的担忧加剧，助推国际金价持续上涨至2000美元/盎司的整数关口。4月下半月，美联储官员不断向市场释放将大幅加息的信号，再加上5月初的美联储议息会议临近，市场提前消化美联储将鹰派加息的信息，国际贵金属价格大幅下挫。

人民币兑美元汇率在4月19日开始出现大幅贬值，一直持续至5月，并突破6.7一线。国内金价走势非常抗跌，呈现高位震荡走势，而国内白银价格则跟随外盘大幅下挫。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

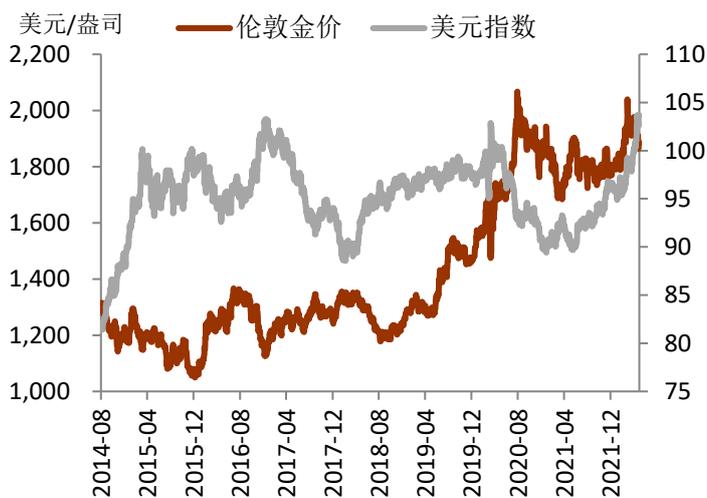


图表2 近5年COMEX金银价格走势

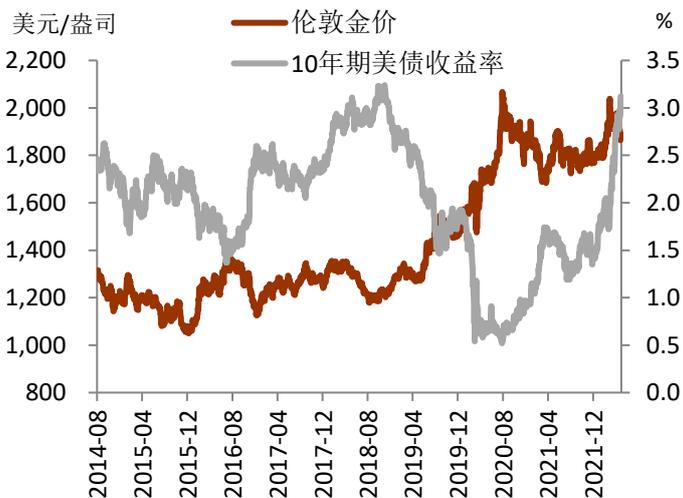


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表3 金价与美元指数走势变化



图表4 金价与美债利率走势变化



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

二、贵金属价格影响因素分析

今年以来美联储官员不断向市场释放将鹰派加息的信号，持续引导紧缩预期。在 4 月下半个月，贵金属市场提前消化美联储将将在 5 月初大幅加息的信息，金银价格大幅下挫。

1、美国此轮缩表提速加量，劳动力市场现边际走弱迹象

美国今年第一季度 GDP 不变价同比增长 3.6%，环比折年率下降 1.4%，远低于前值的 6.9%。环比来看，贸易逆差、政府开支和库存是主要拖累项，但是消费增速仍然没有下滑的迹象，设备投资明显加速。整体来看，当前美国经济仍然处于内需较强、资本开支周期较为强劲的阶段，今年内进入衰退的可能性不大。后续随着服务业进一步恢复，美国第二季度增长或有所回升。4 月欧美的制造业 PMI 数据都创近两年的新低，供应链和海外需求也受到中国疫情和俄乌局势而走弱，供需两端都边际下行，劳动力市场依然是供不应求。

5 月初的美联储会议鹰中带鸽，如预期加息 50BP，打消了市场对后期加息 75 BP 的担忧。但后续压力并未消除，6 月和 7 月大概率会继续大幅加息 50BP。此外，美联储将本轮缩表提速加量。美联储宣布 6 月启动缩表，3 个月后上限翻倍与上一轮缩表(2017-2019)相比，这次缩表的节奏更快，力度更大。根据美联储公布的缩表计划，本次缩表的初始力度已经与上一次缩表的上限相当：每月 300 亿美元的国债和 175 亿美元 MBS，共 475 亿美元规模；并将在 3 个月内逐渐将缩表规模提升到每月 950 亿美元，其中美国国债 600 亿美元，抵押贷款支持证券 350 亿美元。按此进度，美联储将在 2022 年缩减近 5000 亿美元的规模，并在 2024 年底将美联储资产负债表收缩到疫情前水平。从影响上来说，缩表作为数量工具，会直接给市场带来流动性的影响。上一轮缩表因为经历的时间长且规模较小，市场表现比较平稳，而这次在大幅加息和快速缩表同步进行，对资产价格的扰动依旧存在。

最新公布的美国就业数据略好于预期。美国 4 月季调后非农就业人口新增 42.8 万人，略高于市场预期；4 月失业率则持平于 3.6%，预期为下降至 3.5%；4 月劳动参与率环比下降 0.2 个百分点至 62.2%，为 2021 年 3 月以来首次环比下滑，4 月美国的劳动参与率出现了大幅度下降，劳动力市场出现边际走弱的迹象。这将导致提升薪资，推高通胀，会使得美联储加息压低通胀之路更加艰险而漫长。预计随着美国加息进程的推进，一旦通胀压力缓解，或者经济出现衰退迹象，美联储有可能放缓加息脚步，全年的加息节奏或将“先快后慢”，对于缩表来说也是如此。当前美元指数和美债收益持续上涨的趋势难以持续，将使得后期贵金属价格走势得到支撑。

2、欧元区通胀再创新高，欧央行下半年加息概率加大

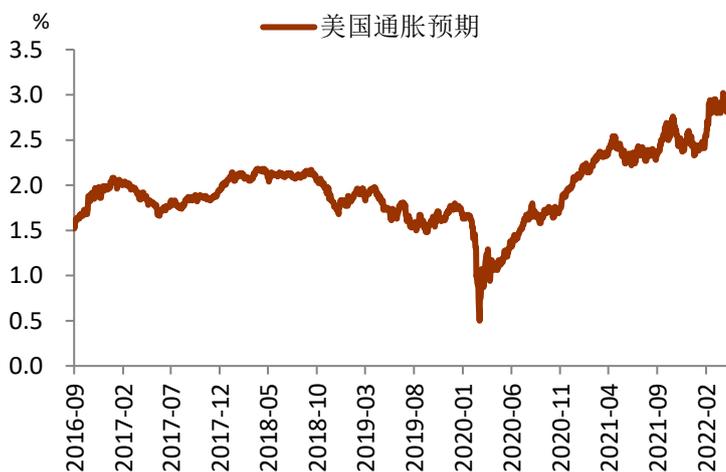
欧元区一季度 GDP 环比增速放缓至 0.2%，多个成员国经济疲软。德国第一季度 GDP 增长 0.2%，较上一季度的-0.3%有所反弹，高出预期值 0.1%；法国 GDP 环比增速为零；意

大利一季度 GDP 下降 0.2%。俄乌局势或对欧洲经济的拖累或仍将持续。

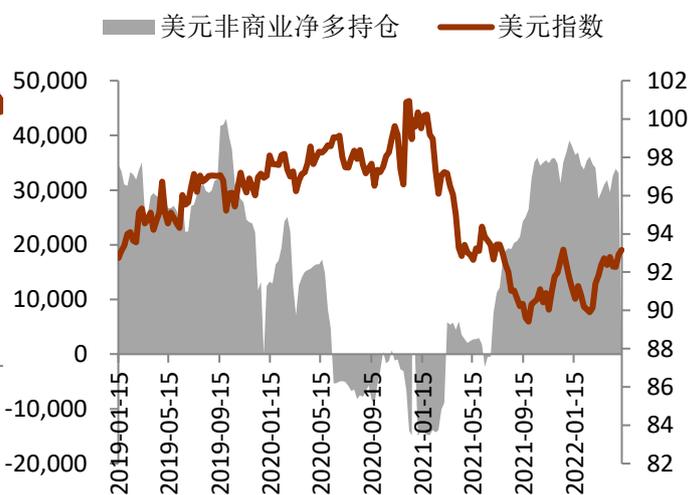
欧元区 4 月调和 CPI 同比增长 7.5%，再创新高；核心 CPI 通胀同比增长 3.5%，预期 3.2%，前值 2.9%。分国家看，由于德国能源对俄依赖度最高，进而通胀形势最为严峻德国。4 月份调和 CPI 同比增长 7.8%，预期 7.6%，前值 7.6%。4 月份法国调和 CPI 同比 5.4%，预期 5.1%，前值 5.1%；意大利调和 CPI 同比 6.6%，较前月 6.8%小幅下降。由于俄乌冲突及欧洲加速能源去俄化，因此欧洲的通胀形势更甚于美国，短期难言见顶。

面对持续创历史新高的通胀数据，欧洲央行官员的发声是在逐渐偏向鹰派，对开始加息的时间也在不断前移，最新有官员表态是有可能今年 7 月开始加息。3 月以来一些欧洲国家的央行都跟随美联储加息，欧元区央行但整体来说，美联储收紧货币政策的力度超过其他主要央行，这提振了美元指数继续走强再创新高。整体而言，欧元区央行在下半年开启收紧货币的概率继续加大。

图表 5 美国通胀预期变化

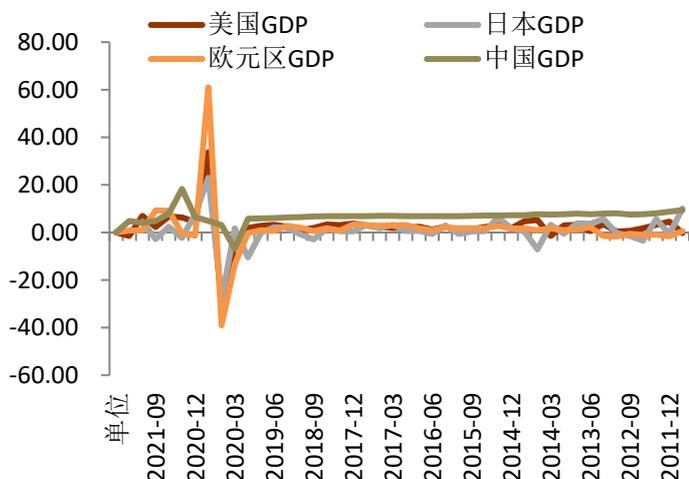


图表 6 美元指数与美元非商业性净头寸变化

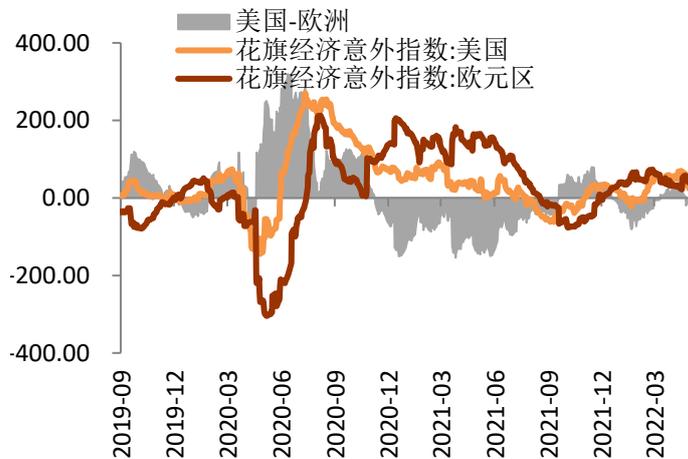


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 主要经济体 GDP 增速变化

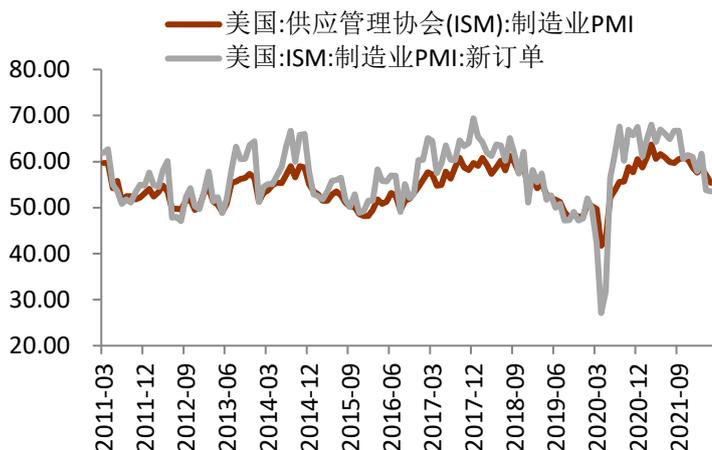


图表 8 美欧经济意外指数变化

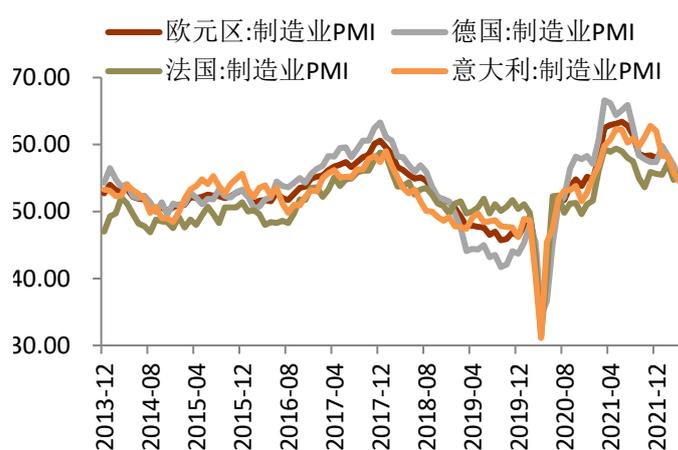


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

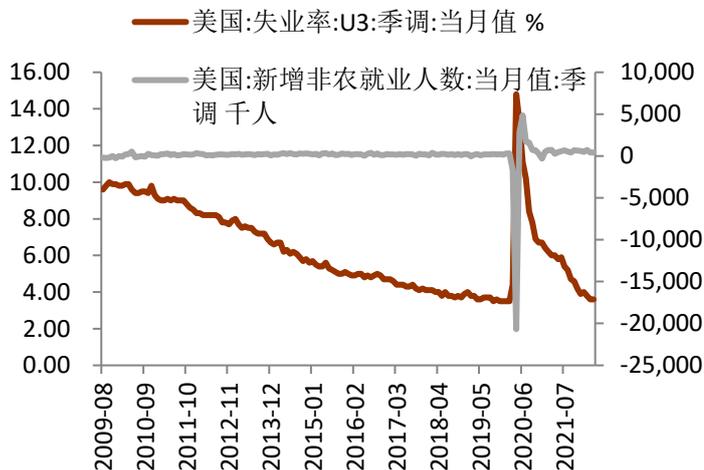


图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化

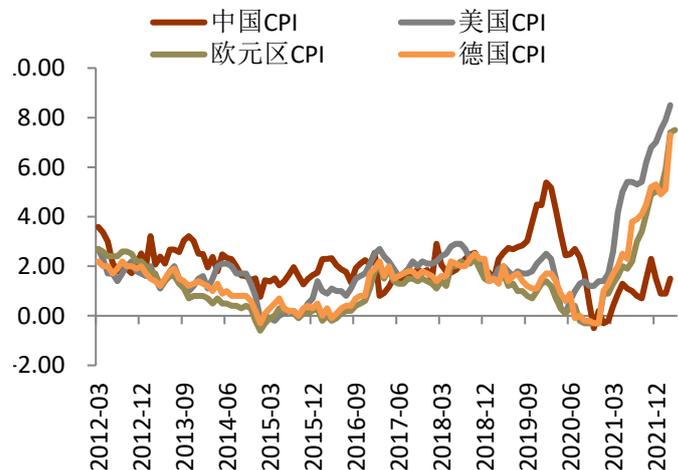


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 美国就业情况变化



图表 12 主要经济体 CPI 变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

三、市场结构及资金流向分析

1、金银比价变化

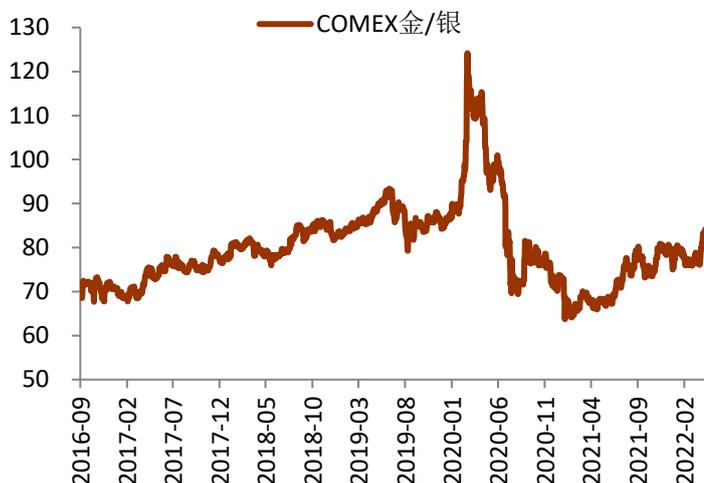
4 月国际金价走势明显强于银价，COMEX 金银比价从 4 月初的 78 一线上移至 84 附近。因人民币兑美元汇率在 4 月中旬开始持续大幅贬值，短期贬值幅度已超过 6%，对汇率非常敏感的国内金价在国际金价大幅下挫时表现非常抗跌，呈高位震荡走势，而国内白银价格则跟随外盘大幅下挫，沪金银比价已大幅上涨至 84 一线。

接下来金价比价的波动依然受到人民币兑美元汇率的变化的影响。当下人民币贬值的主要原因，一方面是中美利差倒挂下资本项有流出压力，更重要的是疫情防控下贸易项顺差受损。鉴于当前的国内的防控政策和经济增长情形，我们认为在疫情得到有效控制之前

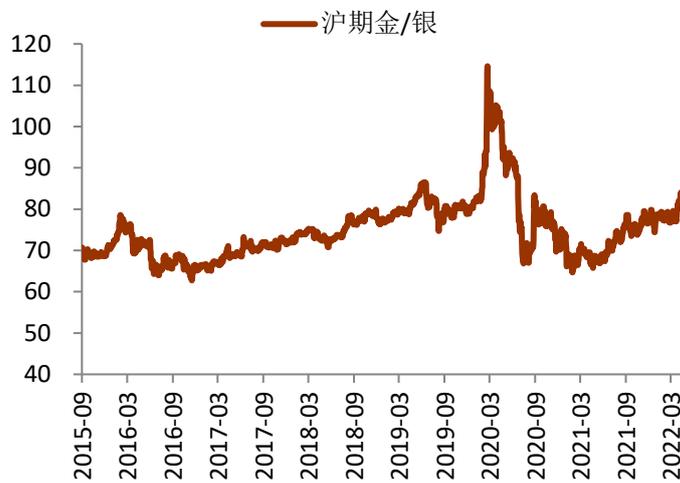
敬请参阅最后一页免责声明

前，人民币汇率短期仍趋于贬值。但随着后续国内疫情逐步得到控制，供应链得到修复，人民币持续贬值幅度有限。金银比价持续上涨的空间不大。

图表 13 COMEX 金银比价变化



图表 14 沪期金银比价变化

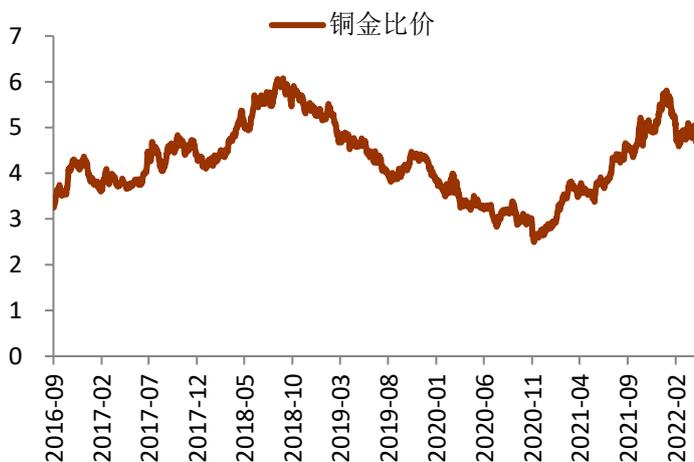


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

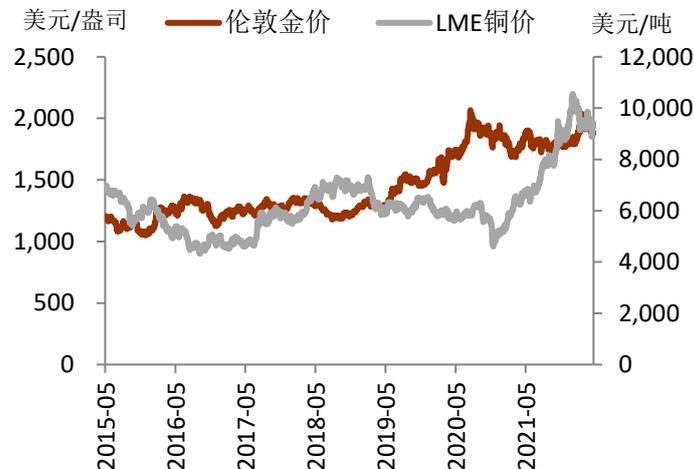
2、铜金比价变化

铜的需求弹性显著强于黄金，铜金比价的变化可以代表市场上投资者的风险偏好。因俄乌冲突持续胶着，叠加 4 月国内疫情恶化，投资者的风险偏好明显下降，铜金比价也从 2 月底的 5.8 下降至 3 月份的低点 4.6 一线。4 月铜金比价在 4.8-5 之间窄幅波动。当前全球经济前景不确定高，市场波动加剧，预计后期铜金比价可能会进一步回落。

图表 15 铜金比价变化



图表 16 金价与铜价走势对比



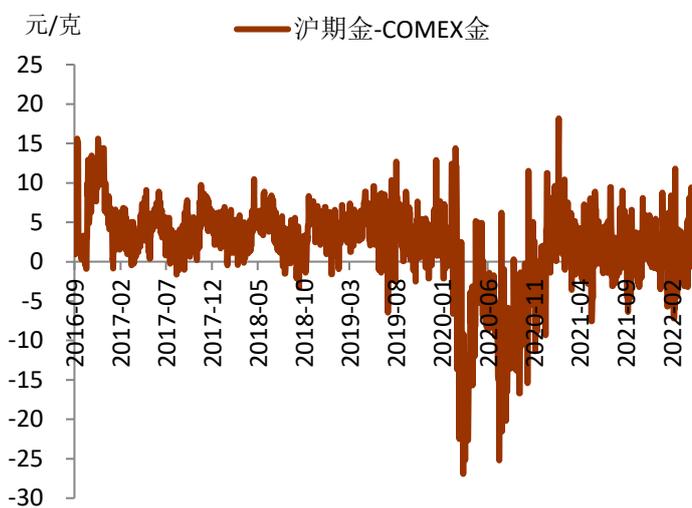
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、期现及跨期价差变化

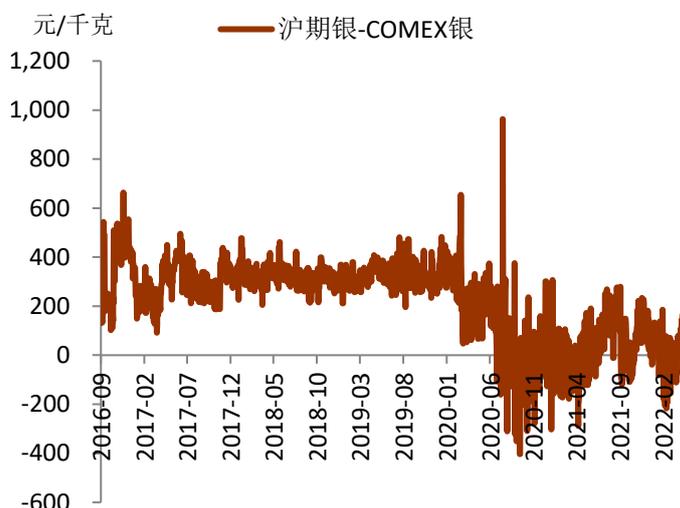
因今年中美货币政策持续分化，中美十年期国债利差出现倒挂。再叠加国内收到疫情的冲击，4月下旬人民币兑美元汇率出现持续大幅贬值。4月25日，央行宣布自5月15日起将外汇存款准备金率由9%下调至8%。央行过去曾五次上调外汇存准率，本次是历史上首次下调外汇存准率，主要是对人民币短期贬值过快的反应，意在放松金融机构的外汇头寸，释放美元流动性，以防止人民币过快贬值。但从历史上看，外汇存款准备金率调整对人民币汇率的影响较为有限，更多是释放稳定汇率的信号。

金银内外盘价差受人民币兑美元汇率的影响明显。在近期人民币明显贬值的影响下，沪期金与COMEX金银之间的价差从负价差快速扩大。当前市场对人民币贬值预期依然较强，预计金银的内外盘价差可能会持续扩大。

图表 17 沪期金与 COMEX 金价差变化



图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、贵金属库存变化

COMEX 黄金白银期货库存均从 2021 年 2 月份的历史高点明显回落。近几个月黄金白银的库存波动不大，但依然持续下降的趋势。截至 2022 年 5 月 9 日，COMEX 黄金期货的库存有 3604 万盎司，合计约 1121 吨，比上个月的库存小幅增加 0.37%，比去年同期增加 4.37%。目前 COMEX 白银库存有约 3.35 亿盎司，合计约 10426 吨，比上个月的库存小幅减少 0.35%，比去年同期减少 6.96%。

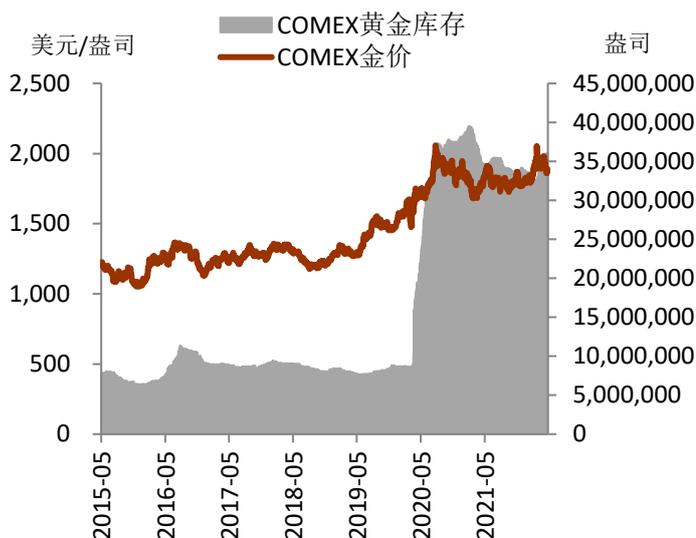
今年 1 月开始，国内两大交易所的白银库存略有增加，主要是上海黄金交易所的库存存在增加。进入 3 月后，上海期货交易所的白银库存明显减少，而上海黄金交易所的白银库存基本维持不变。当前国内两大交易所的白银库存共计 4847 吨，国内白银库存比上月有明显的下降。

图表 19 COMEX 贵金属库存变化

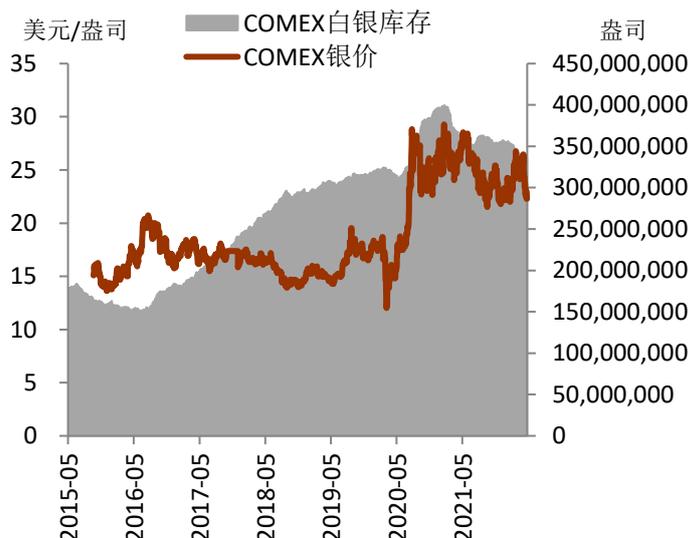
	2022/5/9	2022/4/7	2021/5/8	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	36044273	35910184	34534494	134088	0.37%	1509778	4.37%
白银(千盎司)	335218651	336408797	360281106	-1190146	-0.35%	-25062455	-6.96%

资料来源: iFinD, Bloomberg、铜冠金源期货

图表 20 COMEX 黄金库存变化

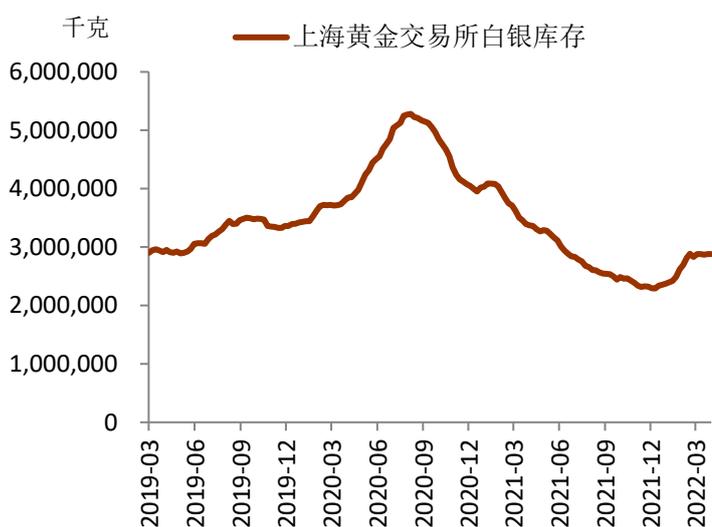


图表 21 COMEX 白银库存变化

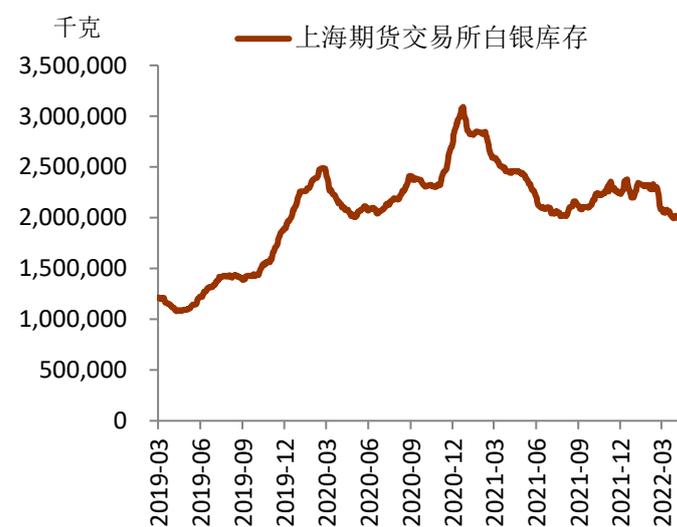


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 22 上海黄金交易所白银库存变化



图表 23 上海期货交易所白银库存变化



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

5、金银 ETF 持仓分析

贵金属 ETF 的持仓变化代表了市场上长期投资资金的动向。但从历史上看，贵金属 ETF 的持仓变化往往都滞后于贵金属价格的波动。黄金价格在 2020 年 8 月初达到历史高位后持续回调，但全球最大的黄金 ETF - SPDR Gold Trust 持仓量的继续增加，直到 2020 年 10 月才开始下降。在 2021 年 2 月初美国散户逼仓白银推升国际银价至 30 美元/盎司的历史高位时，全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量短期骤升至 2.1 万吨的历史高位。之后银价持续明显的回调，资金也持续流出白银 ETF。

进入 2022 年，金银价格重心整体上移，黄金白银 ETF 的持仓量也都出现明显的增加。但 4 月下半月开始，国际金银价格大幅下挫，资金又开始流出黄金 ETF，白银 ETF 的持银量变化不大。截至 2022 年 5 月 9 日，黄金 ETF-SPDR 的持仓量为 1082 吨，比上个月减少 8.5 吨，但比去年同期增加 57 吨。目前全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 17915 吨，比上个月增加了 299 吨，比去年同期增加 287 吨。

图表 24 贵金属 ETF 持仓变化

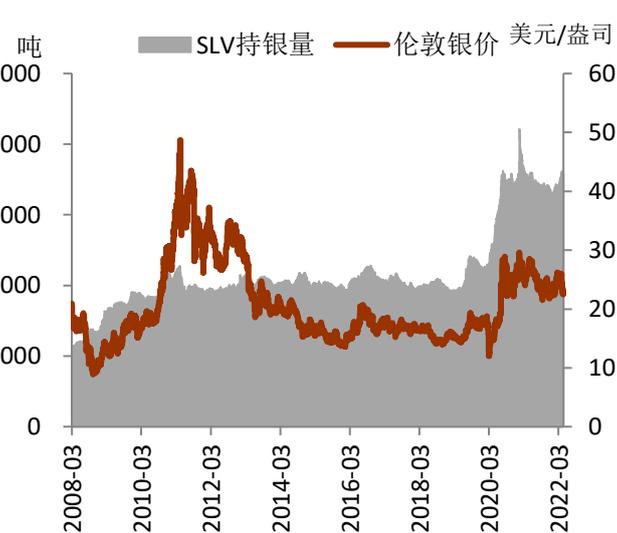
单位：吨	2022/5/9	2022/5/2	2022/4/8	2021/5/9	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	1082.00	1092.23	1090.49	1025.15	-10.23	-8.49	56.85
ishares 白银 持仓	17914.90	17889.83	17615.52	17627.83	25.07	299.38	287.07

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 25 黄金 ETF 持仓变化



图表 26 白银 ETF 持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

6、CFTC 持仓变化

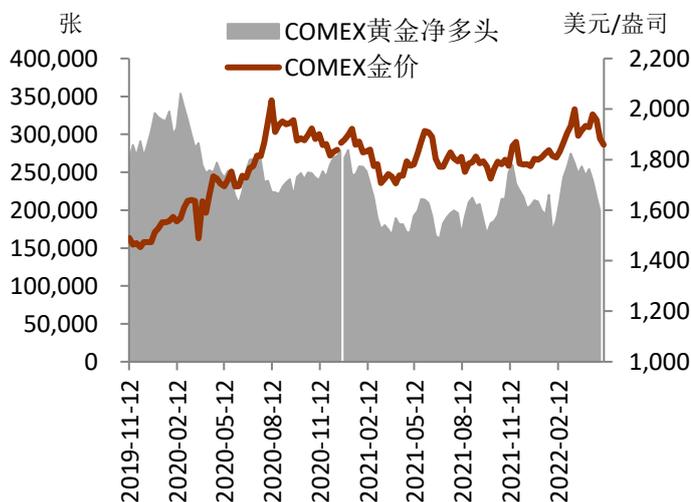
CFTC 的非商业性净多头持仓的变化代表了市场上短期投机资金的动向，在一定程度上影响着大宗商品价格的短期走势。根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2022 年 5 月 3 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 199168 张，COMEX 白银期货的非商业性净多单持仓量为 28068 张。近期 COMEX 黄金和白银期货的非商业性净多单都持续下降，也助推了近期金银价格的大幅下挫。

图表 27 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

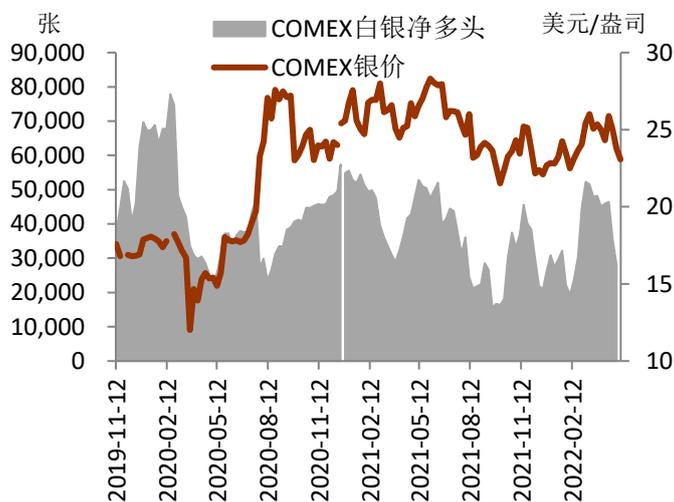
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2022-05-03	293439	94271	199168	-18856
2022-04-26	310511	92487	218024	-21733
2022-04-19	330745	90988	239757	-14530
2022-04-12	338164	83877	254287	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2022-05-03	56764	28696	28068	-7338
2022-04-26	56782	21376	35406	-11023
2022-04-19	69088	22659	46429	443
2022-04-12	66356	20370	45986	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 28 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 29 CFTC 白银净多头持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

四、行情展望及操作策略：

当前美国经济仍处于良性复苏之中，美联储收紧货币政策的力度远超其他主要央行，这提振了美元指数继续走强并再创新高。但美国劳动力市场已出现边际走弱的迹象，预计随着美国加息进程的推进，一旦通胀压力缓解，或者经济出现衰退迹象，美联储可能会放缓

敬请参阅最后一页免责声明

加息脚步，全年的加息节奏或将“先快后慢”，对于缩表来说也是如此。当前美元指数和美债收益持续上涨的趋势难以持续，将使得后期贵金属价格走势得到支撑。短期而言，市场在消化了美联储释放的加速缩表的超预期信息之后，金银价格将重回上涨。

预计 2022 年 5 月国际金价的主要波动区间将在 1850-1950 美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在 21.5-24.5 美元/盎司之间。

风险因素：美国经济持续向好，美联储货币更加鹰派

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。