

2022年3月7日 星期一



俄乌局势恶化

金银高位运行

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

要点

- 俄乌冲突演变为军事战争，成为主导近期市场波动的最主要因素。地缘政治因素对贵金属的影响可以分两个方面：一方面，地缘政治局势恶化，短期市场的避险偏好快速抬升，支撑了金银价格的走势，但从历史来看，战争本身对黄金的影响多是脉冲式的，并不是改变金价的运行趋势；另一方面，战争会使得供应端受阻，会进一步加剧通胀压力，这也提振了贵金属的需求。只要地缘政治突出继续，贵金属价格就会维持高位运行。若近期俄乌之间的冲突缓和，市场的避险情绪可能会快速下降，金银价格短期可能会回调。当前俄乌局势发展趋势不明，金银依然处于高波动率之中。
- 预计2022年3月国际金价的主要波动区间将在1850-2050美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在24-28美元/盎司之间。
- 风险因素：密切关注俄乌局势变化，以及美联储货币政策变化

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 2 月非农数据远超预期，3 月加息几成定局	5
2、欧元区通胀再创新高，欧央行年内加息概率加大	5
三、市场结构及资金流向分析.....	8
1、金银比价变化.....	8
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.....	10
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：	13

图表目录

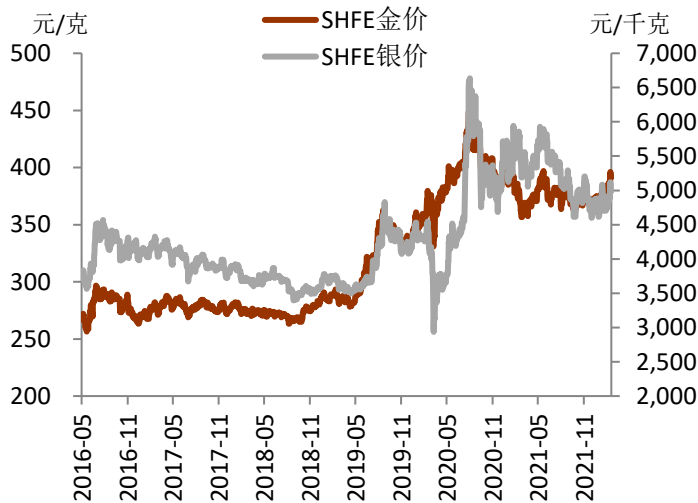
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	4
图表 4 金价与美债利率走势变化	4
图表 5 美国通胀预期变化	6
图表 6 美元指数与美元非商业性净头寸变化	6
图表 7 主要经济体 GDP 增速变化	7
图表 8 美欧经济意外指数变化	7
图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	7
图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化	7
图表 11 美国就业情况变化	7
图表 12 主要经济体 CPI 变化	7
图表 13 COMEX 金银比价变化	8
图表 14 沪期金银比价变化	8
图表 15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

一、贵金属行情回顾

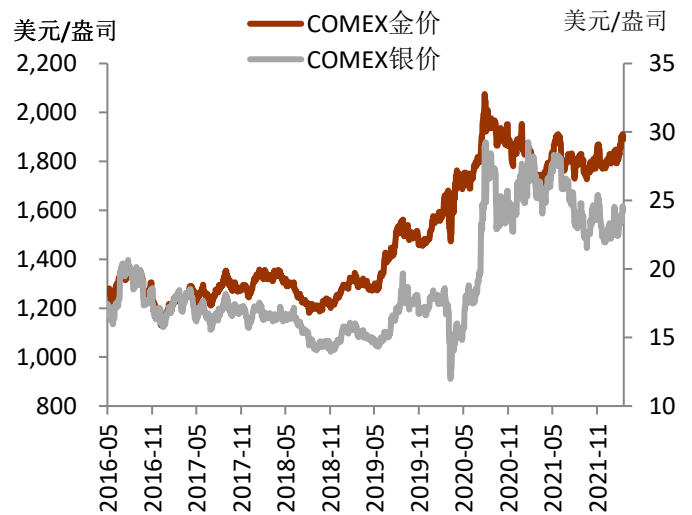
贵金属价格从 2022 年 1 月底开始止跌，在 2 月强势运行，近期上涨加速。一方面，美联储官员不断释放将鹰派不及预期的言论，市场迅速对美联储政策走向的预期差做出调整；另一方面，俄罗斯与乌克兰之间的地缘政治局势紧张迅速升级为军事战争，市场的避险偏好大幅提升，提振了贵金属价格的走势。目前国际金价已突破 1970 美元/盎司，收于 2020 年 9 月以来最高水平。波动性更大的白银价格在 2 月涨幅大于黄金，整体而言，金银价格在 2022 年 2 月都呈上攻走势，近期攻势有加强的。

国内金银价格跟随外盘波动，但受到人民币兑美元汇率的影响。今年 2 月，人民币兑美元汇率持续升值，国内金银价格走势均弱于外盘。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

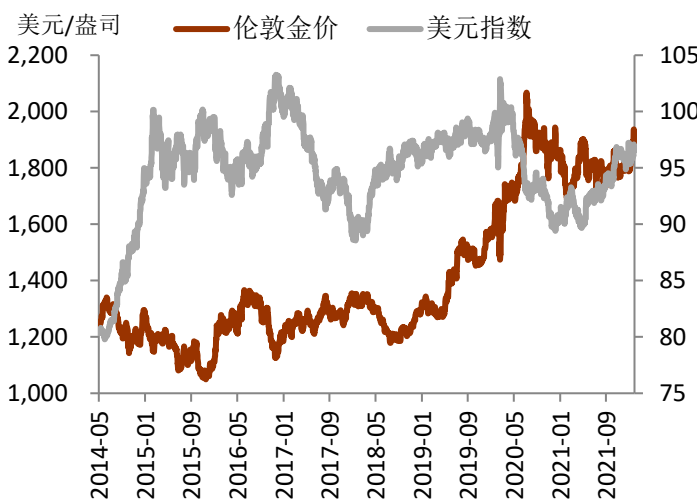


图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势

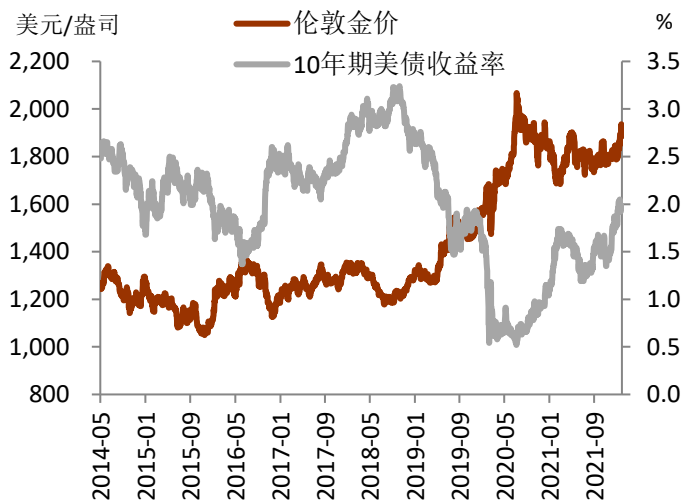


资料来源：iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

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

敬请参阅最后一页免责声明

二、贵金属价格影响因素分析

2月中旬，俄乌局势恶化演变为军事战争，成为主导近期市场波动的最主要因素。2月美国就业市场的修复远超预期，美联储3月加息几成定局，大概率会加息25个基点。但欧元区2月通胀再创新高，叠加俄乌冲突使得能源供应风险骤增，欧元区央行年内收紧货币的概率继续加大。

1、美国2月非农数据远超预期，3月加息几成定局

进入2月份以来，新冠疫情日新增病例数出现显著回落，虽然新冠死亡病例仍在上升，但部分国家显著放松了对于疫情的防控力度，将新冠疫情“流感化”处理的迹象愈加明显，居民对于疫情的担忧以及敏感性减弱。新冠疫情的“流感化”处理，一方面增强了新冠疫情防控所面临的挑战，但是另一方面则减少了经济阻断，强化了供给端恢复，在提振当期经济增长的同时，也有利于缓解通胀压力。

美国就业市场的修复远超预期，劳工短缺也出现边际缓解。最新公布的美国劳工统计局数据显示，美国2月非农就业人口增加67.8万人，大幅好于市场预期的42.3万人，创2021年7月以来最大增幅。前值由增46.7万人上修至增48.1万人；2月失业率为3.8%，预期为3.9%，为2020年2月以来新低，前值为4.0%；2月平均时薪同比增5.1%，预期增5.8%；2月劳动参与率为62.3%，前值为62.2%。从非农就业报告的变化来看，在疫情冲击逐渐缓解、对于个人的财政补贴消退的背景下，居民就业意愿在逐步提升，市场供不应求格局边际改善而平均时薪增长放缓，也反映市场供给紧张局面有所缓解，及工资增长导致的通胀风险边际减弱。

考虑到2月美国非农数据继续向好，美联储最大就业目标或已实现，通胀无放缓迹象，目前俄乌冲突并不会改变美联储的行动路径，美联储3月加息几成定局。同时鲍威尔明确表示“倾向于提议并支持3月加息25个基点”，反映虽然就业稳定复苏给予美联储加快紧缩的信心，但是地缘政治冲突升级的背景下，经济不确定性较高。为避免增加市场的不确定性，美联储在紧缩行动上也将更为谨慎，在政策上保持灵活性。预计美联储将在3月将加息25个基点，后期将会灵活根据经济数据的变化来制定适当的货币政策。

2、欧元区通胀再创新高，欧央行年内加息概率加大

欧元区通胀继续加速再创历史新高。欧元区2月调和CPI初值同比升5.8%，增幅远高于市场预期的5.6%，也高于1月的前值5.1%。欧元区CPI已连续第4个月创历史新高。其中，能源价格较去年同期上涨31.7%，创1997年以来最快增速。俄乌冲突是推动最近能源价格上涨的主因。剔除能源和食品等其他易波动因素后，欧元区2月核心调和CPI同比为2.7%，高于上个月的2.3%，也高于预期值2.6%。

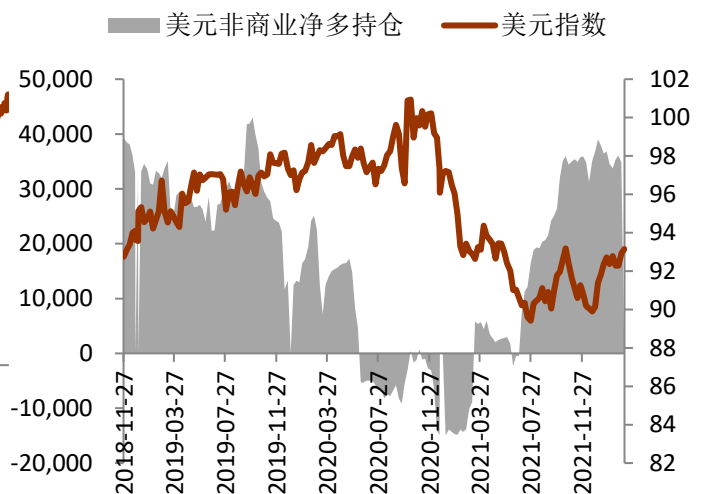
俄罗斯供应了欧盟天然气进口总量的约 40%，还供应欧盟石油进口的约 1/4。尽管石油和天然气供应继续从俄罗斯流入欧洲，但市场价格已大幅上涨，反映出市场对未来供应的担忧。

近期欧洲央行行长拉加德表示，欧洲央行将尽其所能保障欧元区的价格和金融体系的稳定。虽然现在判断俄罗斯与乌克兰冲突对整体经济的影响还为时过早，但持续的不确定性可能会拖累投资和消费，阻碍经济增长。而通胀也会因为能源价格上涨而进一步走高。欧洲央行 2 月货币政策会议纪要也显示，官员们一致认为，最新数据表明通胀可能会比预期更久，将持续保持在高位。宽松货币政策的规模应该开始缩减，主要风险不再是过早收紧货币政策，而是太迟。自 2 月 3 日欧元区央行议息会议后，拉加德超预期释放鹰派信号，市场就对年内欧央行加息的预期上升。叠加俄乌冲突使得能源供应风险骤增，以及 2022 年 2 月欧元区 CPI 再创历史新高，欧元区央行年内收紧货币的概率继续加大。

图表 5 美国通胀预期变化

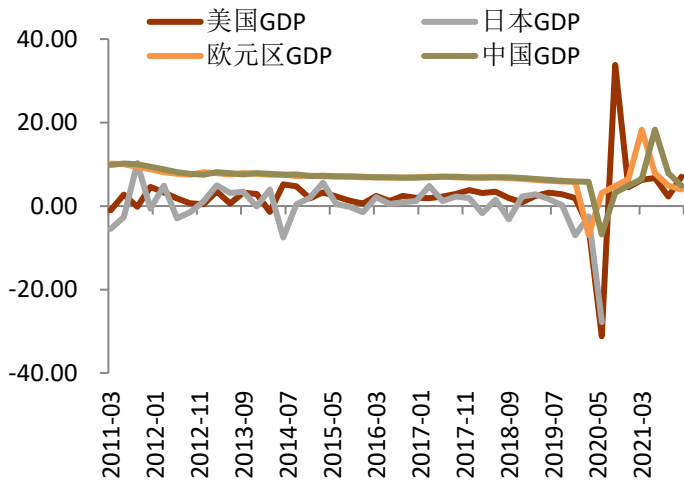


图表 6 美元指数与美元非商业性净头寸变化

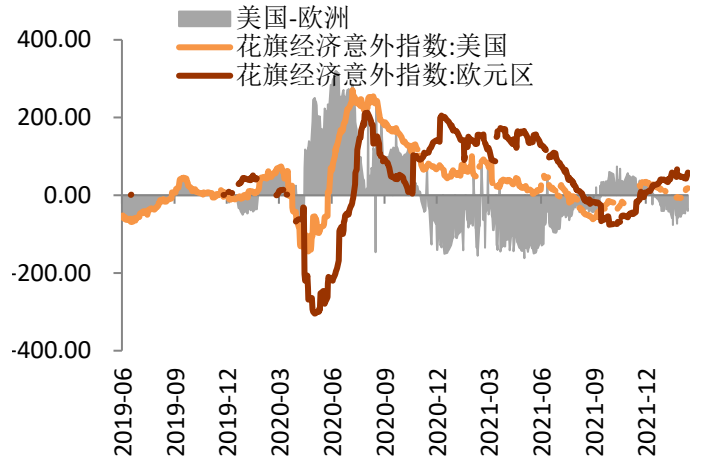


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 主要经济体 GDP 增速变化

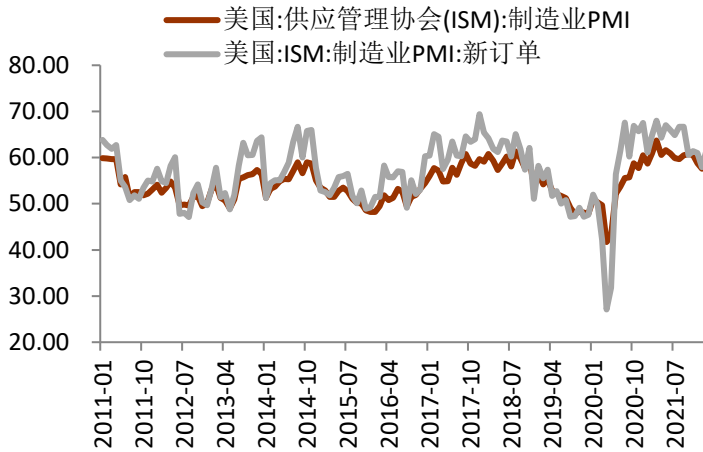


图表 8 美欧经济意外指数变化

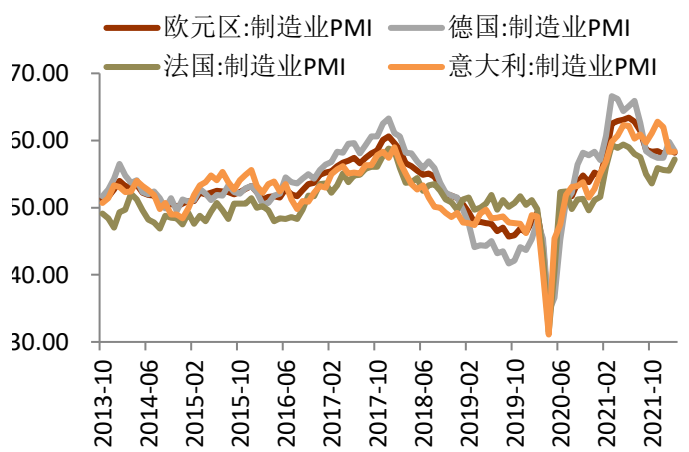


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

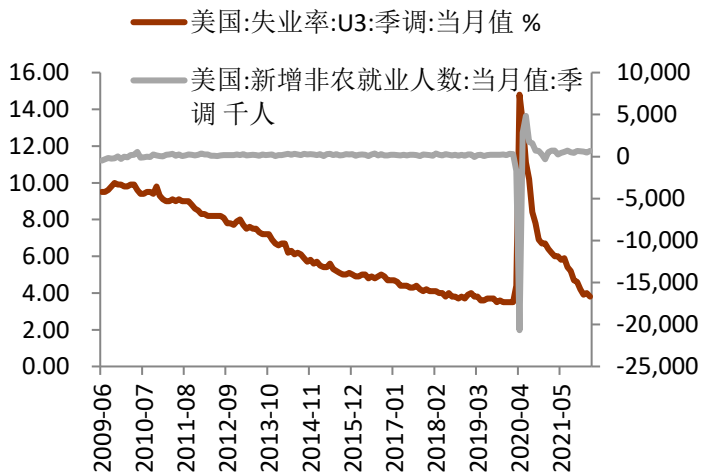


图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化

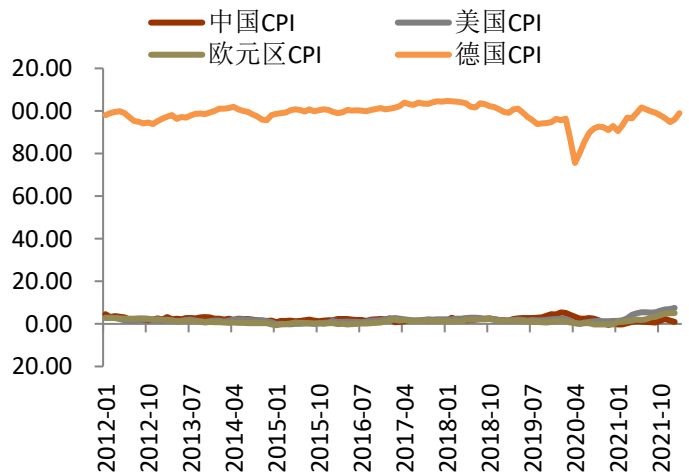


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

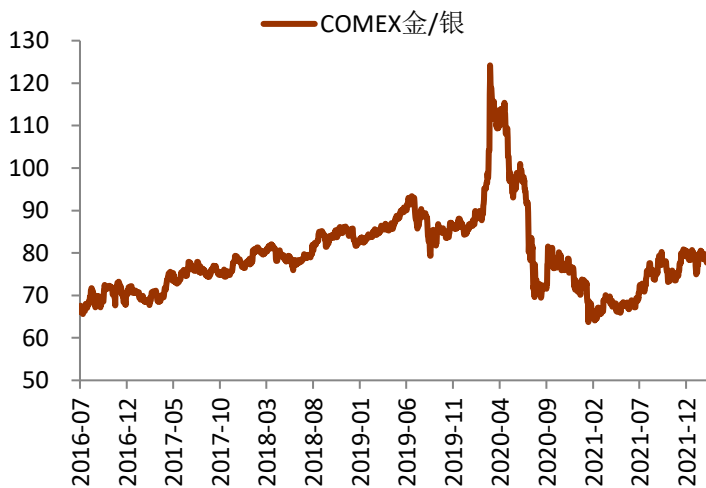
三、市场结构及资金流向分析

1、金银比价变化

金银比价的变化更多是受到白银价格波动的影响。白银自身的品种特性决定了银价的波动性大，且白银价格还受到其他有色金属的走势的影响。波动性更大的银价在今年 2 月份的趋势性上涨行情中走势强于黄金，COMEX 金银比价小幅下降至 76 一线。

对于金价比价后期的走势，依然取决于俄乌之间的地缘政治局势将如何演绎。如果俄乌直接之间的冲突与对峙继续激化，那么金银价格继续上涨，波动性更大的白银价格涨幅可能会继续强于黄金，金银比价将会继续下降。如果俄乌停火开始谈判，市场的避险情绪会骤降，金银价格会回调，波动性更大的白银价格跌幅可能会大于黄金，金银比价将会上涨。

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

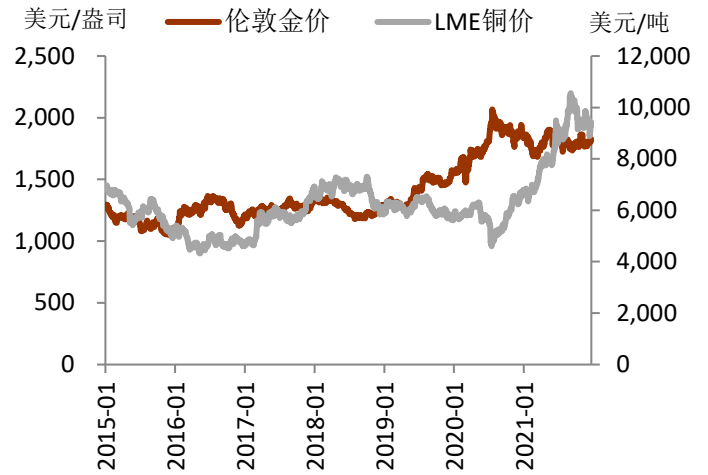
2、铜金比价变化

铜的需求弹性显著强于黄金，铜金比价的变化可以代表投资者的风险偏好。因俄乌之间的地缘政治紧张升级使得投资者的风险偏好下降，铜金比价也由 2 月初的 5.3 下降至当前的 4.7。后期铜金比价的变化，也取决于俄乌之间的地缘政治局势的发展。

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

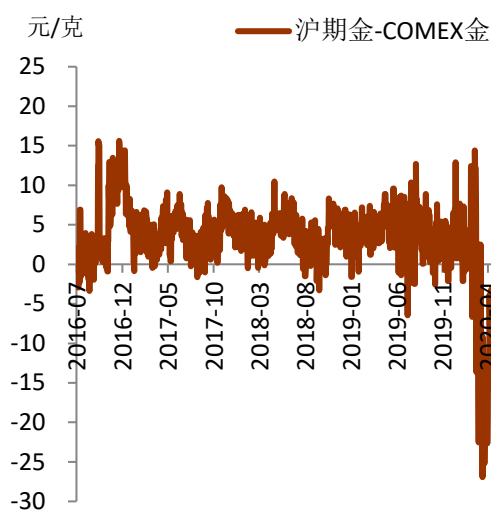
3、期现及跨期价差变化

2022 年开年以来，虽然市场不断加码联储紧缩预期，我国货币政策总体趋松，但人民币持续强势升值。中美两国之间的基本面预期的边际变化，使得海外资金对人民币资产的青睐度不减。除了与中国抗疫优势以及相对稳健的基本面之外，部分经济体开始“去美元化”进程，使得人民币逐渐呈现避险资产特征。近期俄乌冲突引爆避险情绪，全球股市下跌，人民币资产成为“避风港”，人民币兑美元汇率再度挑战 6.3。

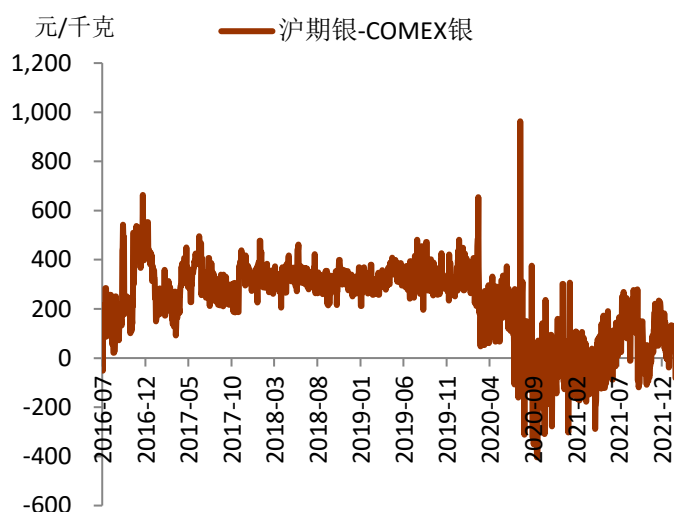
从去年年内央行两次上调外汇存款准备金率的操作上来看，央行并不希望人民币汇率呈现持续单边走强的态势。预计短期人民币对美元汇率会区间震荡，但今年持续升值压力不减。

金银内外盘价差主要受到人民币兑美元汇率的影响。在近期人民币明显升值的趋势下，沪期金与 COMEX 金银之间的价差继续收窄，并出现贴水的状态。只要人民币升值预期不减，内外盘价差出现贴水可能会成为常态。

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 黄金白银期货库存的高点均在 2021 年 2 月份明显回落，但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 3 月 4 日，COMEX 黄金期货的库存有 3260 万盎司，合计约 1014 吨，比上个月的库存减少约 4 吨，下降 0.57%，比去年同期减少 16.39%。目前 COMEX 白银库存有约 3.36 亿盎司，合计约 10760 吨，比上个月的库存小幅减少 2.02%，比去年同期减少 11.09%。

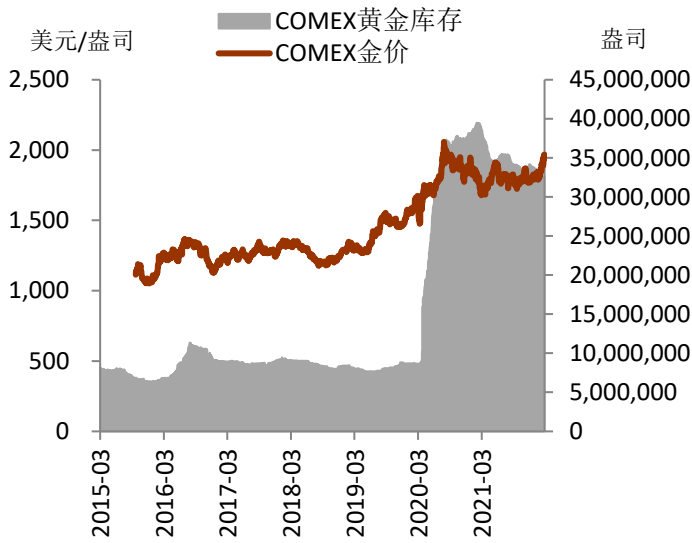
近几个月，国内两大交易所的白银库存略有增加，主要是上海期货交易所的库存在增加。但进入今年 2 月，上海黄金交易所的白银库存明显增加至 2617 吨，而上海期货交易所的白银库存变化不大，目前有 2295 吨。当前国内两大交易所的白银库存共计 4912 吨。

图表 19 COMEX 贵金属库存变化

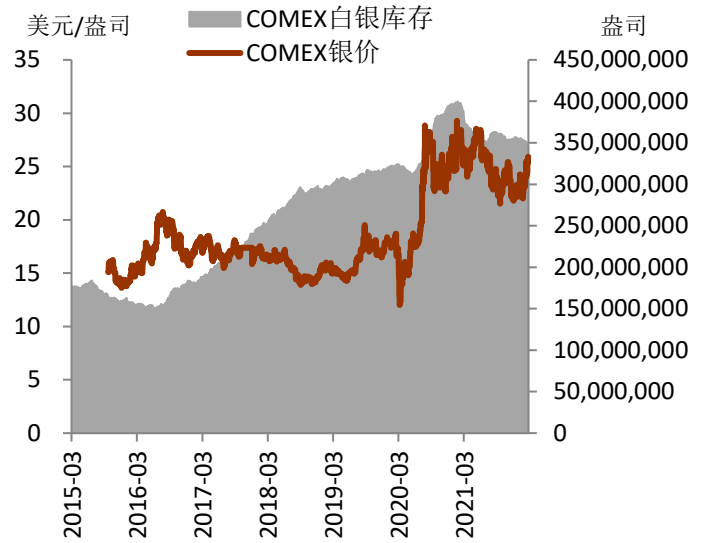
	2022/3/4	2022/2/2	2021/3/5	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	32606008	32792149	38999069	-186141	-0.57%	-6393061	-16.39%
白银(千盎司)	345971089	353108991	389130067	-7137902	-2.02%	-43158977	-11.09%

资料来源：iFinD，Bloomberg、铜冠金源期货

图表 20 COMEX 黄金库存变化

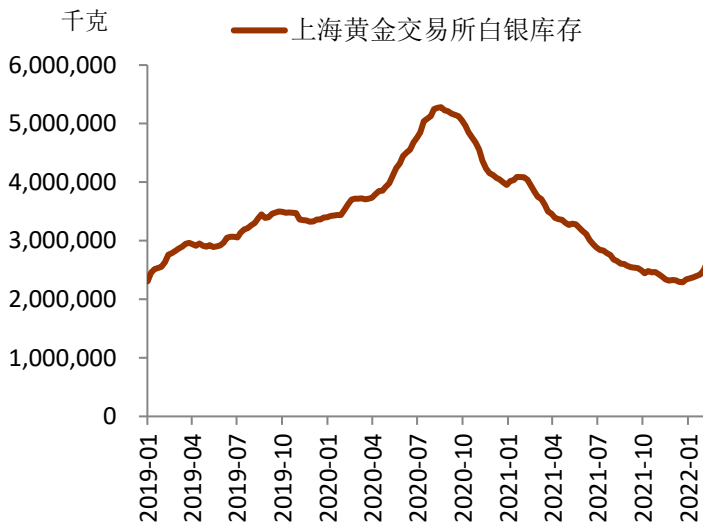


图表 21 COMEX 白银库存变化

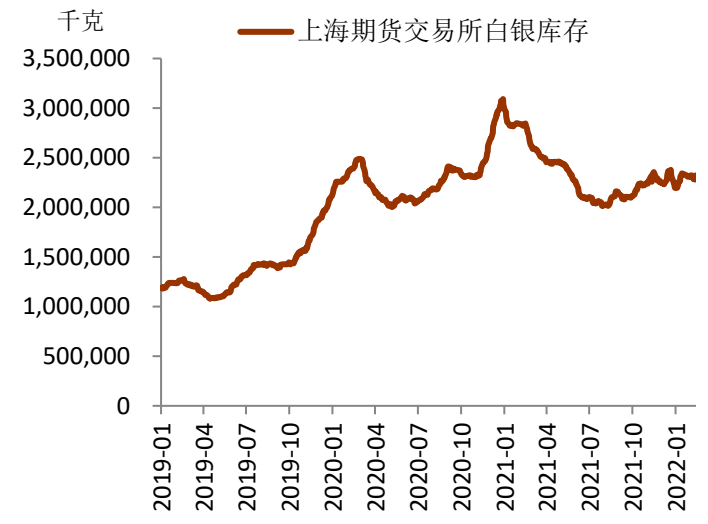


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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 持金量的继续增加，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。

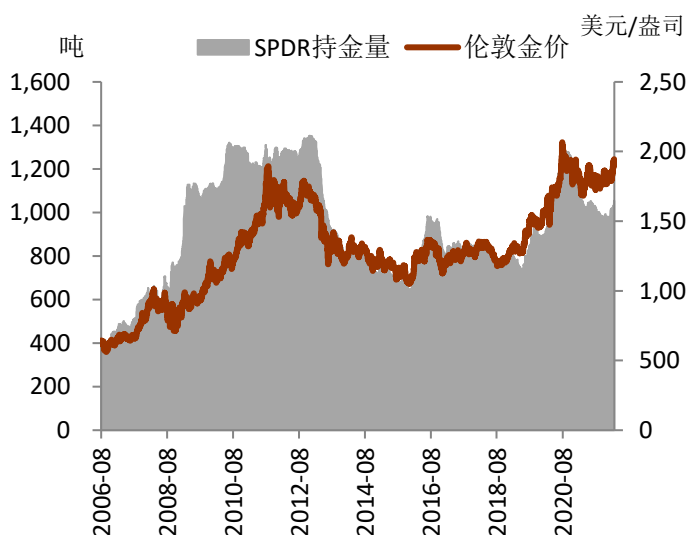
进入 2022 年，金银价格重心不断上移，黄金白银 ETF 的持仓量也都出现明显的增加。截至 2022 年 3 月 4 日，黄金 ETF-SPDR 的持仓量为 1054 吨，比上个月增加 39 吨，但比去年同期减少 15 吨。目前全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 16978 吨，比上个月增加了 206 吨，比去年同期减少 1579 吨。

图表 24 贵金属 ETF 持仓变化

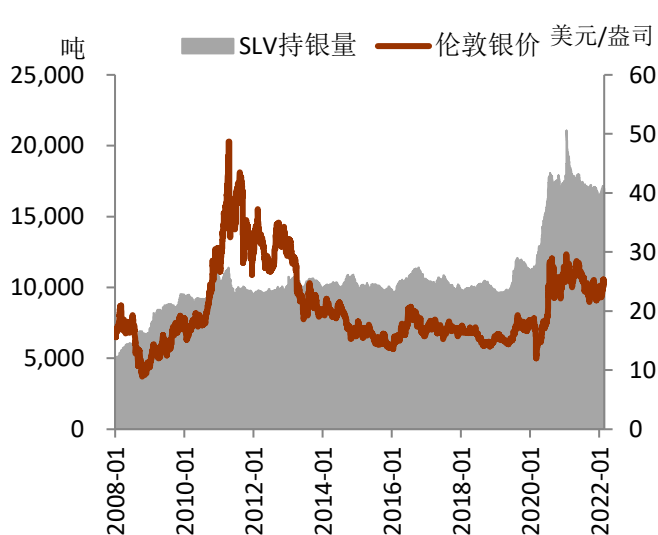
单位：吨	2022/3/4	2022/2/27	2022/2/3	2021/3/6	较上周增减	较上月增减	较去年增减
SPDR 黄金持仓	1054.28	1026.99	1014.84	1069.26	27.29	39.44	-14.98
ishares 白银持仓	16977.97	16984.14	16771.39	18556.86	-6.17	206.58	-1578.89

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 3 月 1 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 257622 张，而 COMEX 白银期货的非商业性净多单持仓量为 243148 张。COMEX 黄金和白银期货的非商业性净多单近一个月都持续增加，特别是黄金看涨情绪创最近 19 个月新高，也助推了近期金银价格的大幅上涨。

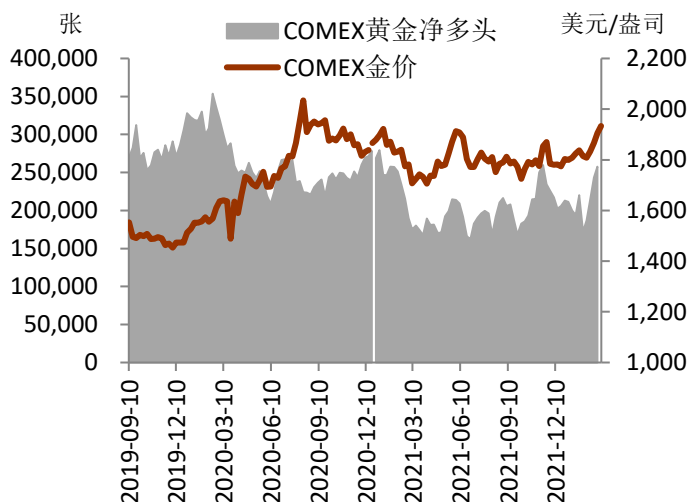
图表 27 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

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
2022-03-01	354177	96555	257622	14474
2022-02-22	350096	106948	243148	29535

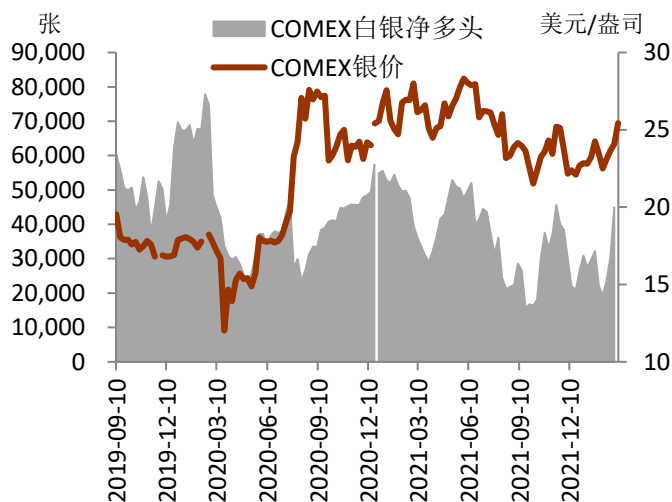
2022-02-15	313269	99656	213613	26907
2022-02-08	279559	92853	186706	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2022-03-01	71235	26287	44948	14646
2022-02-22	58830	28528	30302	6746
2022-02-15	56911	33355	23556	4257
2022-02-08	56905	37606	19299	

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：

俄乌冲突演变为军事战争，成为主导近期市场波动的最主要因素。地缘政治因素对贵金属的影响可以分两个方面：一方面，地缘政治局势恶化，短期市场的避险偏好快速抬升，支撑了金银价格的走势，但从历史来看，战争本身对黄金的影响多是脉冲式的，并不是改变金价的运行趋势；另一方面，战争会使得供应端受阻，会进一步加剧通胀压力，通胀是黄金中长期趋势最重要的影响因素，这也提振了贵金属的需求。只要地缘政治突出继续，贵金属价格就会维持高位运行。若近期俄乌之间的冲突缓和，转向谈判和经济制裁，市场的避险情绪可能会快速下降，金银价格短期可能会回调。当前俄乌局势发展趋势不明，金银依然处于高波动率之中。

预计 2022 年 3 月国际金价的主要波动区间将在 1850-2050 美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在 24-28 美元/盎司之间。

风险因素：密切关注俄乌局势变化，以及美联储货币政策变化

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。