

2022年6月8日 星期三



美欧央行货币政策出现边际变化

金银有望重启上涨

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

要点

- 近期公布的美国经济数据好坏不一，美联储官员对后续加息的态度出现分化，而欧洲央行持续释放最早将在7月开启加息的信号。美联储已由之前的极端鹰派转向趋稳，欧央行转向趋鹰，美欧央行对货币政策走向的表态正在发生边际变化。当前市场将围绕美国经济数据和货币政策是否发展变化开展博弈和预期修正。预计贵金属价格在震荡调整之后将重启涨势。
- 预计未来一个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21-24美元/盎司之间。
- 风险因素：美国经济数据好于预期，美联储货币政策持续鹰派

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、美国经济仍具韧性，美联储货币政策趋稳	5
2、欧元区通胀再创新高，欧央 7 月开启加息预期升温	6
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.....	12
6、CFTC 持仓变化.....	13
四、行情展望及操作策略：	13

图表目录

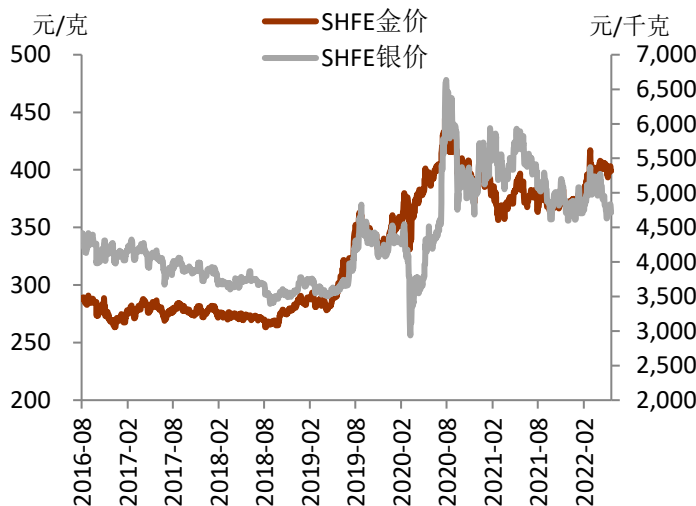
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	4
图表 4 金价与美债利率走势变化	4
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化	6
图表 6 美欧经济意外指数变化	6
图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	7
图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化	7
图表 9 美国就业情况变化	7
图表 10 主要经济体 CPI 变化	7
图表 11 美国通胀预期变化	7
图表 12 美元指数与美元非商业性净头寸变化	7
图表 13 COMEX 金银比价变化	8
图表 14 沪期金银比价变化	8
图表 15 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 沪期金与沪金 T+D 价差变化	10
图表 20 沪期银与沪银 T+D 价差变化	10
图表 21 COMEX 贵金属库存变化	11
图表 22 COMEX 黄金库存变化	11
图表 23 COMEX 白银库存变化	11
图表 24 上海黄金交易所白银库存变化	11
图表 25 上海期货交易所白银库存变化	11
图表 26 贵金属 ETF 持仓变化	12
图表 27 黄金 ETF 持仓变化	12
图表 28 白银 ETF 持仓变化	12
图表 29 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化	13
图表 30 CFTC 黄金净多头持仓变化	13
图表 31 CFTC 白银净多头持仓变化	13

一、贵金属行情回顾

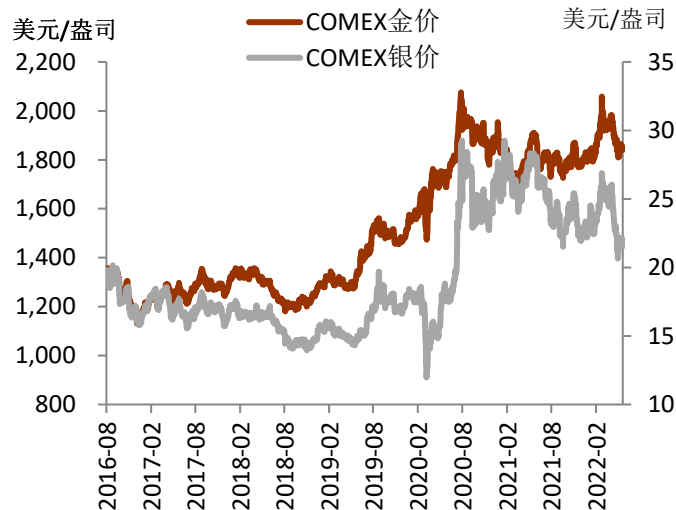
2022年5月，贵金属价格走势整体呈现先抑后扬走势。美联储在5月初的议息会议上如期宣布加息50个基点，并表示从6月开始缩表，叠加美国非农就业报告好于预期，美元指数强势走高，压制贵金属价格大幅下挫。但随着公布的美国经济数据边际转弱，市场担忧美联储持续加息将抑制经济增长，对美联储持续鹰派加息的预期降温，美联储官员对于后续加息的态度分化明显，美元指数高位回调，贵金属价格止跌反弹，近期维持震荡走势。

人民币兑美元汇率在5月大幅波动，先延续4月以来的贬值趋势，离岸人民币兑美元汇率一度贬值至6.83上方。而后随着美元指数高位回调，国内疫情出现好转而转向升值，近期依然波动较大。

图表1 近5年 SHFE 金银价格走势

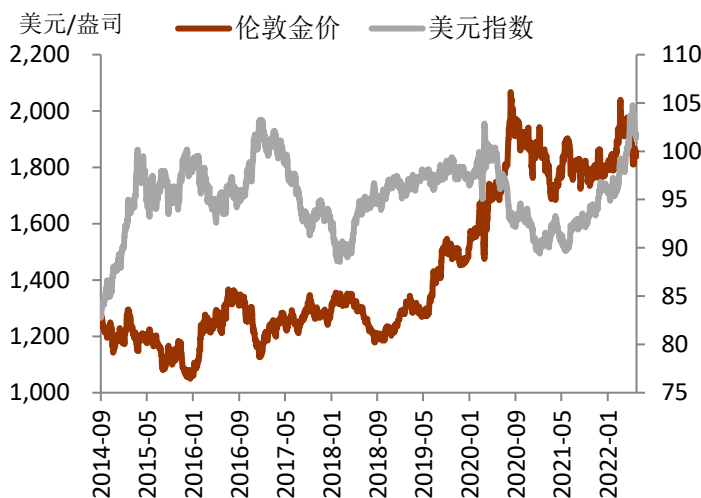


图表2 近5年 COMEX 金银价格走势

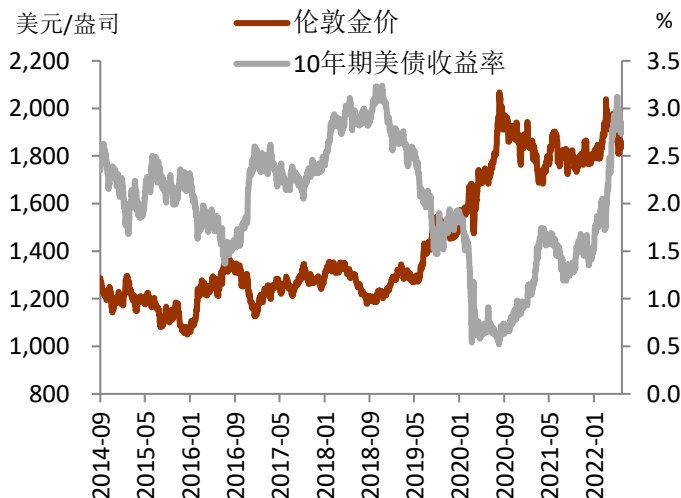


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

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

在 5 月初的议息会议之后，美联储官员对于货币政策的态度明显分化，美联储已由之前的极端鹰派转向趋稳，而欧元区央行越来越趋向鹰派。美联储和欧元区央行的货币政策正在发生边际变化，美债收益率和美元指数均明显回调。

1、美国经济仍具韧性，美联储货币政策趋稳

最新公布的美国 5 月新增非农就业人口增加 39 万，高于预期的增加 32.50 万，但低于前值，并创下 2021 年 4 月以来的最小增幅。截至 2021 年 5 月，美国就业人数较 2020 年 2 月疫情前的历史峰值少 80 万人左右。分行业看，零售业就业人数意外减少 6.1 万人，对新增非农形成较大拖累。美国 5 月失业率持平前值 3.60%，持平于 4 月，高于预期的 3.5%；美国 5 月劳动力参与率持平于预期的 62.3%，小幅高于前值的 62.2%；5 月平均时薪年率符合预期 5.20%，低于前值 5.50%。另外，美国劳工部发布的 JOLTS 报告显示，美国 4 月职位空缺率由 7.3% 下降至 7.0%，4 月份美国职位空缺数量下降了 45.5 万降至 1140 万，且仍处于高位。美国 5 月非农数据好于预期，劳动参与率小幅回升，平均时薪增速可控，4 月职位空缺率明显回落，体现美国就业紧张状况有所缓和。整体来看，劳动力市场依旧强劲。

美国 5 月 ISM 制造业 PMI 走强，但服务业 PMI 走弱。美国 5 月 ISM 制造业 PMI 指数为 56.1，高于预期的 54.5 和 4 月前值 55.4，主要受益于订单和产出加快；不过就业分项指数自 2020 年 11 月以来首次出现萎缩；物价支付指数较 4 月小幅回落，但仍处于高位。5 月 ISM 服务业 PMI 指数降至 55.9，弱于预期的 56.5 和 4 月前值 57.1，为 2021 年 2 月以来最低值。从分项看，商业活动指数跌至 54.5 的两年新低，反映出供应端持续受限的影响；就业指标勉强重回荣枯线上方；物价支付指数虽从历史新高回落，但依然高企。数据显示美国经济仍具韧性，但供给端扰动与物价压力仍存。

美国 4 月通胀数据出现见顶迹象。4 月 CPI 同比上涨 8.3%，较 3 月的 8.5% 涨幅有所回落，但仍高于预期的 8.1%，继续处于 40 年来高位附近。由于能源价格小幅回落，美国 4 月份核心 CPI 同比上涨 6.2%，小幅回落，涨幅也高于市场预期。4 月美国 PPI 同比增速小幅回落 0.5 个百分点至 11.0%，但仍高于市场预期的 10.7%。同时，核心 PPI 仍在继续上涨，同比增速由 3 月的 9.9% 升至 4 月的 10.0%。4 月份通胀见顶很大程度上是由于前期高基数导致的，预计 5 月和 6 月的数据也会大概率因高基数继续而回落。但通胀仍然可能在一段时间内保持高企，美联储大幅加息压力依然存在。

美联储的 5 月会议纪要显示，多数与会者都支持在接下来的两次会议上，每次升息 50 个基点可能是合适的。委员会应通过提高联邦基金利率目标范围和缩小美联储资产负债表规模，迅速将货币政策立场转向中性。但在 7 月份之后，美联储对其他政策选项保持开放态度。从 5 月初开始，美联储极端鹰派的时间已经过了，美联储官员的发言转向趋稳。当前市场将围绕美国经济数据边际走弱和货币政策表态开展博弈和预期修正。维持对美联储全

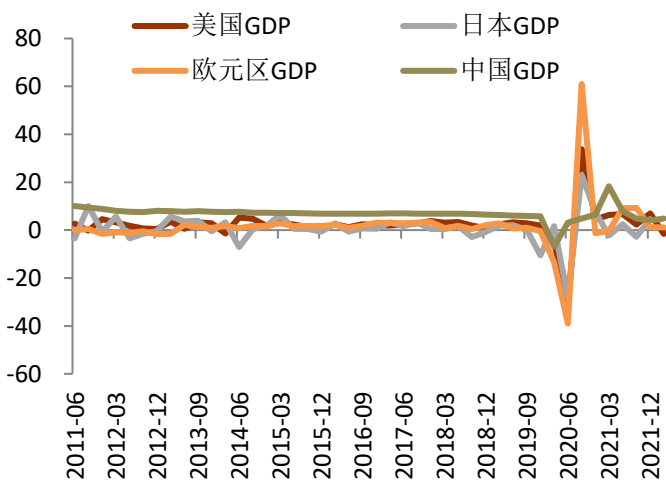
年的加息和缩表的节奏或将“前快后慢”的观点。中期来看，美联储在经历了当前以压制通胀为核心的加速紧缩阶段后，随着通胀的回落和经济的减速，美联储态度可能逐渐回归中性，如果未来美国经济出现衰退则不排除再度转向宽松。

2、欧元区通胀再创新高，欧央 7 月开启加息预期升温

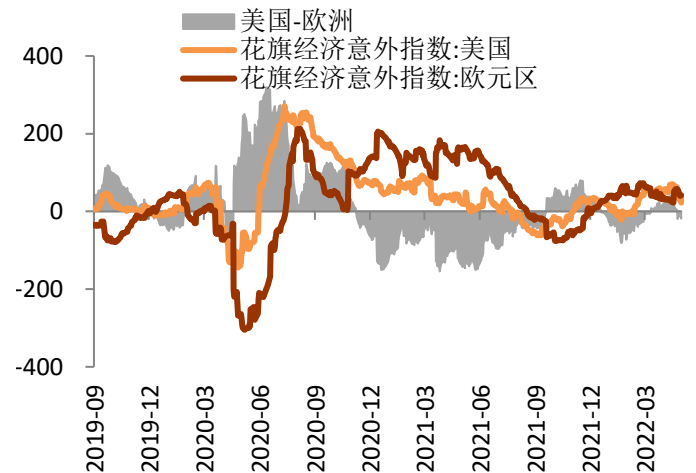
欧元区第一季度 GDP 季调后同比增长 5.1%，环比增长 0.3%，均好于市场预期及初值。从整体趋势上看，欧元区内主要国家 GDP 均呈正增长，但态势不一。德国今年第一季度 GDP 同比增长 3.7%，高于去年第四季度的 1.8%。相比之下，法国、意大利季度 GDP 同比增速有所下降。欧元区 5 月制造业和服务业 PMI 双降，经济放缓态势明显。欧元区 5 月制造业 PMI 终值为 54.6，为 2020 年 11 月以来的最低水平，但高于 54.4 的初值。因工厂面临供应短缺、成本飙升和需求下降等问题，欧元区制造业增长放缓。欧元区 5 月服务业 PMI 终值为 56.1，明显低于 4 月的 57.7，也低于初值的 56.3。服务业对经济的提振开始消退。结合当前俄乌冲突持久化的背景来看，未来几个月，欧元区经济可能继续下行，全年经济数据都不乐观。受能源和大宗商品价格飙升的影响，欧盟委员会日前已将欧元区 2022 年的经济增长预期下调至 2.7%。

欧元区通胀数据再创新高。欧元区 5 月调和 CPI 初值同比上升 8.1%，高于 4 月份的 7.4%，再次刷新纪录，核心调和 CPI 为 3.8%，均高于预期，并再创历史新高。这显示欧元区的通胀压力依然在迅速增强，没有丝毫减弱的迹象。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转向鹰派，为开启加息造势。欧央行行长拉加德也表态：欧央行最快可能将于 7 月加息并暗示今年会多次加息。欧元区央行将宣布结束量宽购债，在 7 月开启收紧货币的概率继续加大。由于俄乌冲突带来欧洲能源价格大涨，欧元区的经济形势和通胀形势和都差于美国，这价格限制欧央行的加息空间。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化



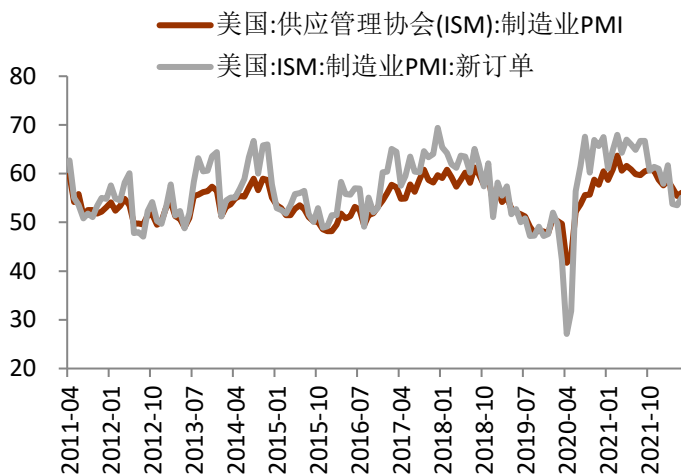
图表 6 美欧经济意外指数变化



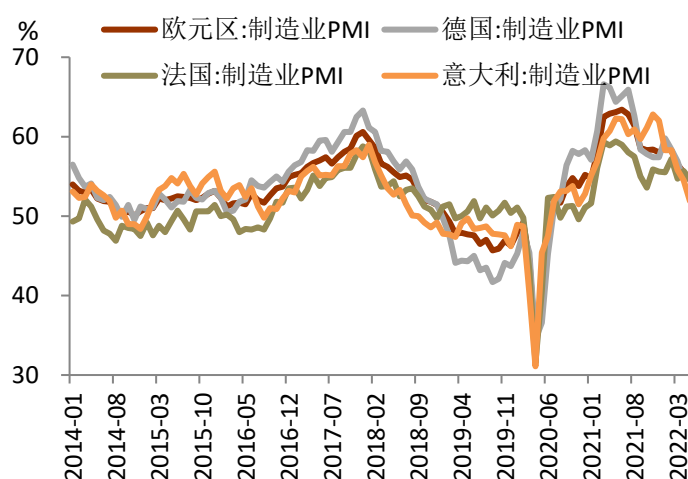
资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

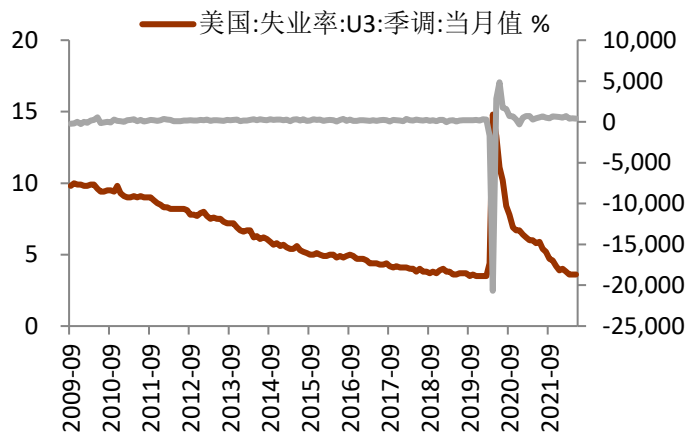


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

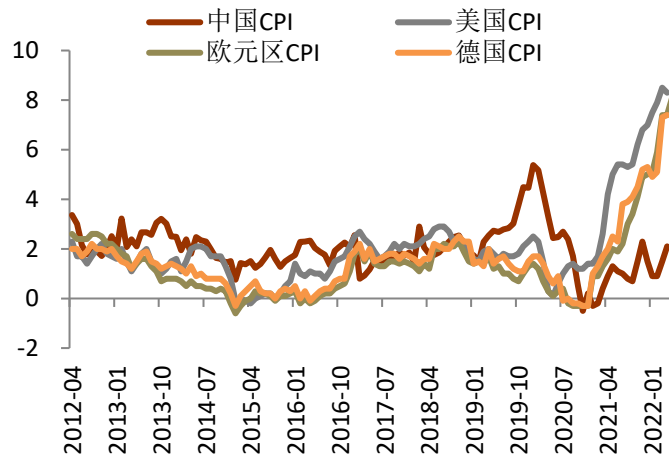


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 美国就业情况变化

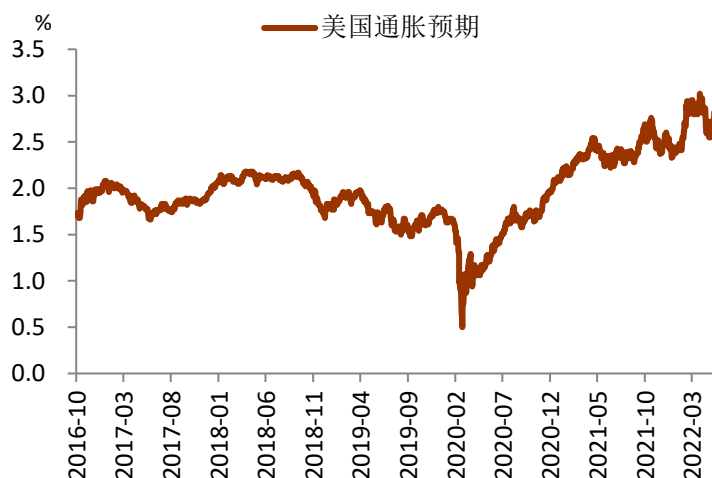


图表 10 主要经济体 CPI 变化

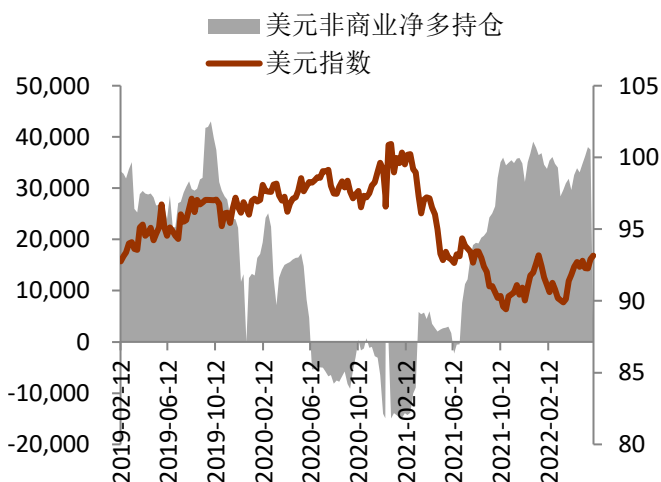


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 美国通胀预期变化



图表 12 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

三、市场结构及资金流向分析

1、金银比价变化

5月上半月金银价格延续下跌趋势，银价走势明显弱于金价，COMEX 金银比价一度上涨至 88 上方。随着 5 月中金银价格止跌反弹，弹性更大的银价反弹也略强于金价。COMEX 金银比价扭头向下，目前运行至 85 一线。

金银比价的变化受银价的波动的影响较大。而银价因其工业属性较强，更多受到其他有色金属整体走势的影响。当前国内进入疫情后复产复工阶段，需求端会出现边际修复，有望支撑有色金属的整体价格走势。预计接下来银价走势会强于金价，带动金银比价继续回落。

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

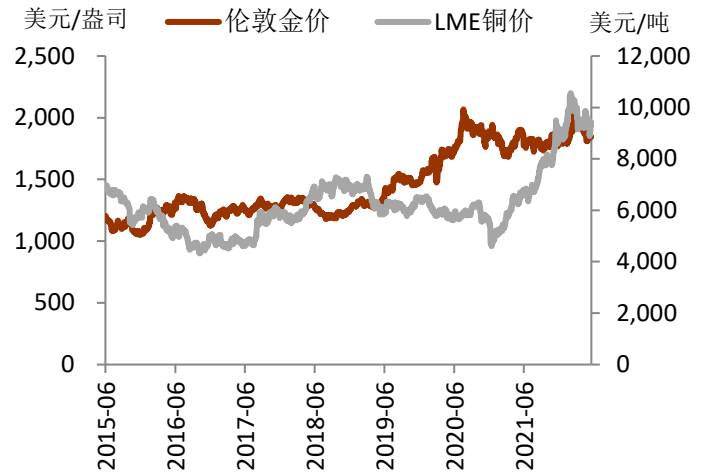
2、铜金比价变化

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 5 月国内仍处于疫情严格防控期，经济基本面继续恶化，投资者的风险偏好持续下降，铜金比价继续小幅下降。5 月铜金比价在 4.8-5.3 之间窄幅波动。当前市场对中国疫情后经济修复预期较强，预计后期铜金比价可能会小幅上涨。

图表 15 铜金比价变化



图表 16 金价与铜价走势对比



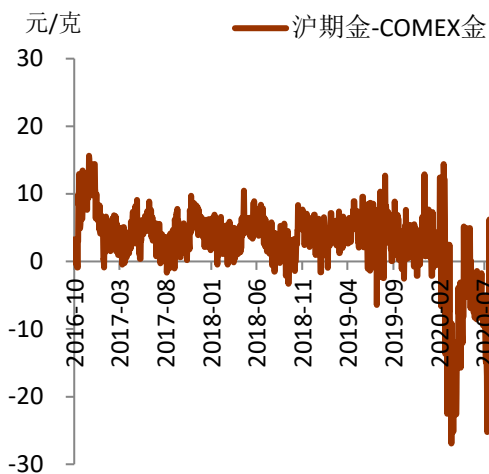
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、期现及跨期价差变化

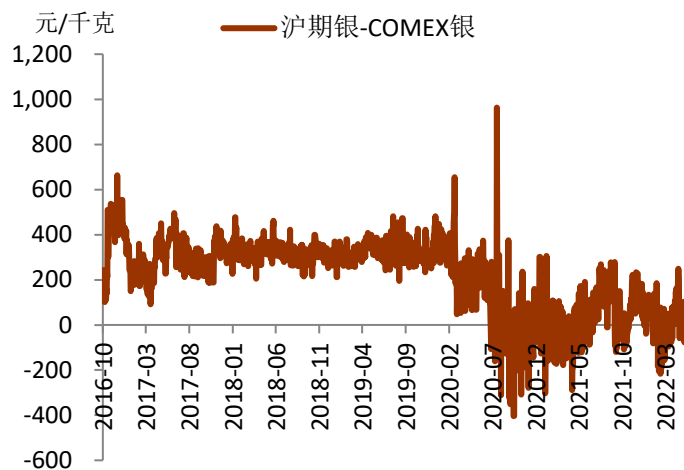
金银内外盘价差受人民币兑美元汇率的影响明显。因今年中美货币政策持续分化，中美十年期国债利差出现倒挂。再叠加国内收到疫情的冲击，4月下旬人民币兑美元汇率出现持续大幅贬值，贬值趋势持续到5月中旬才出现逆转。在人民币大幅贬值的影响下，沪期金与COMEX金银之间的价差从负价差快速转正并扩大。5月中旬人民币兑美元汇率暂缓贬值。当前国内疫情得到有效控制，经济修复预期较强，预计短期人民币兑美元汇率可能会小幅升值，金银的内外盘价差可能会继续缩小。在当前中美利差持续倒挂的情况下，人民币汇率贬值压力依然不小。

国内金银的期现价差除了受到汇率变化预期的影响，还受到主力合约移仓换月的影响。5月上期所金银期货的主力合约均移仓换月，黄金期货的主力合约移仓至8月合约，白银期货的主力合约移仓至12月合约，贵金属天然的Contango结构使得换月之际期现价差会扩大。

图表 17 沪期金与 COMEX 金价差变化

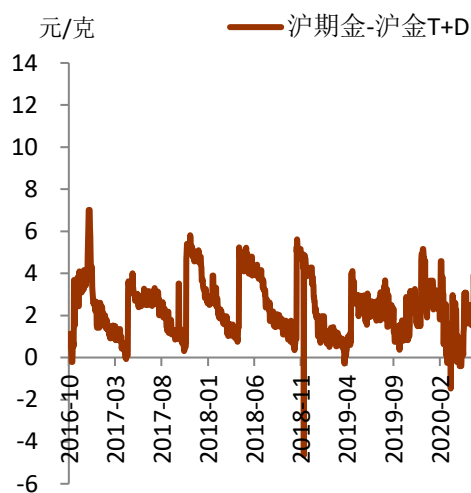


图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化

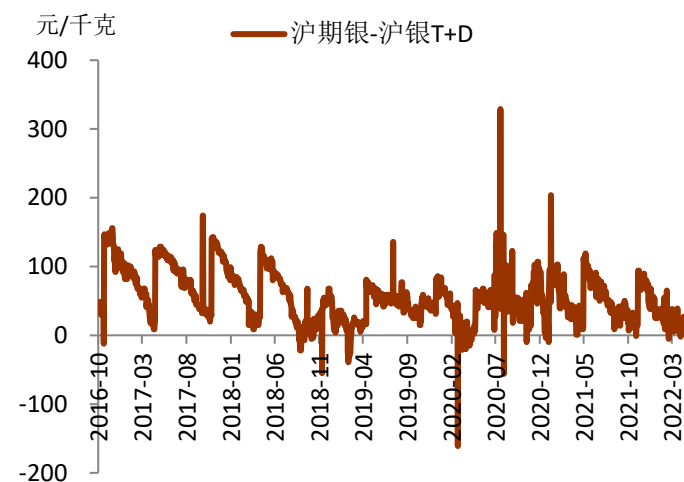


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 19 沪期金与沪金 T+D 价差变化



图表 20 沪期银与沪银 T+D 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，整体持续下降的趋势。近几个月黄金白银的库存波动不大，截至 2022 年 6 月 6 日，COMEX 黄金期货的库存有 3500 万盎司，合计约 1090 吨，比上个月的库存小幅减少 2.82%，比去年同期增加 1.06%。目前 COMEX 白银库存有约 3.37 亿盎司，合计约 10478 吨，比上个月同期的库存小幅增加 0.5%，比去年同比减少 5.02%。

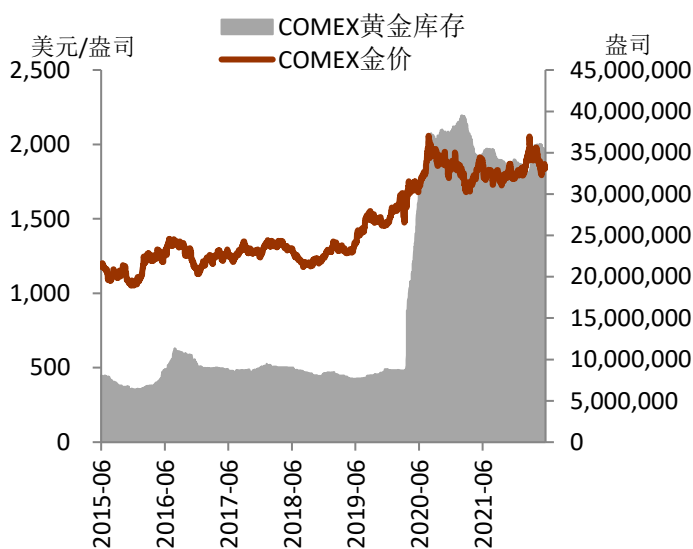
今年 1 月开始，国内两大交易所的白银库存略有增加，主要是上海黄金交易所的库存存在增加。进入 3 月后，上海期货交易所的白银库存的白银库存明显下降，而上海黄金交易所的白银库存基本维持不变。当前国内两大交易所的白银库存共计 4537 吨，比上月下降了 310 吨。

图表 21 COMEX 贵金属库存变化

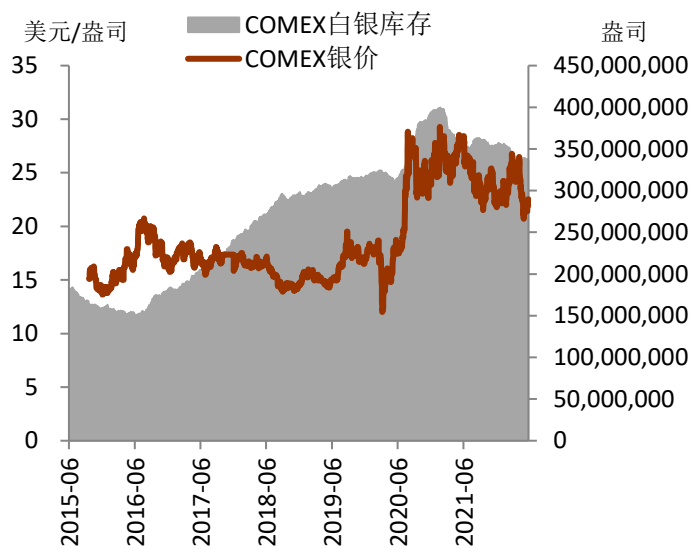
	2022/6/6	2022/5/6	2021/6/6	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	35027501	36044273	34661569	-1016771	-2.82%	365933	1.06%
白银(千盎司)	336894429	335218651	354711106	1675778	0.50%	-17816677	-5.02%

资料来源：iFinD，Bloomberg、铜冠金源期货

图表 22 COMEX 黄金库存变化

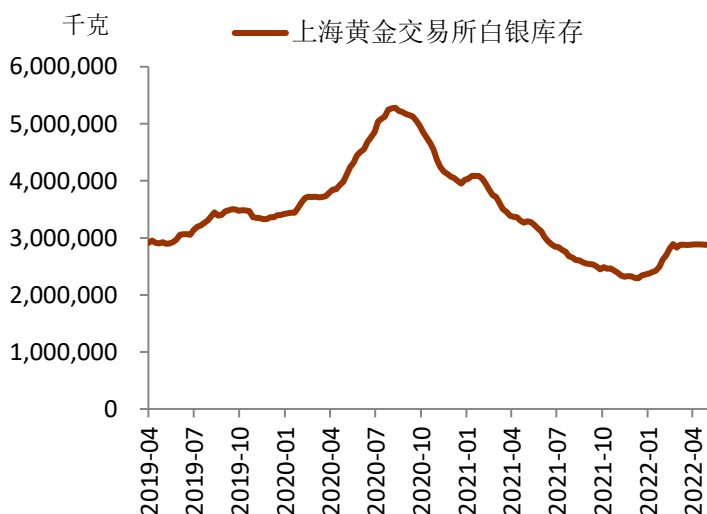


图表 23 COMEX 白银库存变化

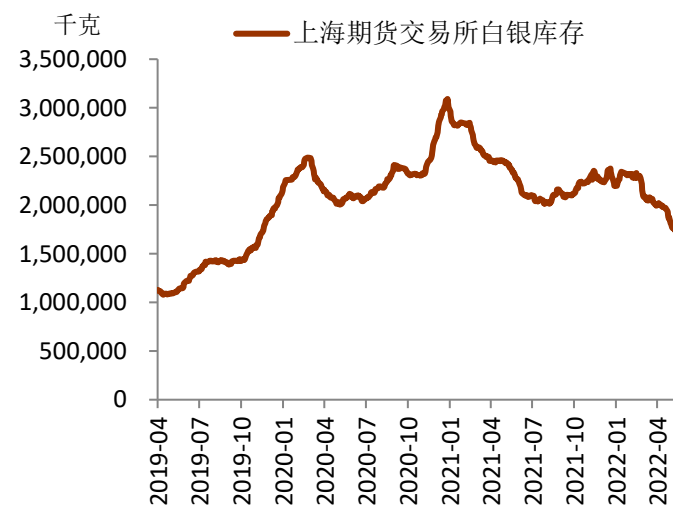


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 24 上海黄金交易所白银库存变化



图表 25 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 的持仓变化在一定程度上代表了市场上长期投资资金的动向。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白银 ETF。截至 2022 年 6 月 6 日，黄金 ETF-SPDR 的持金量为 1063 吨，比上个月减少 19 吨，但比去年同期增加 25.74 吨。目前全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 17018 吨，比上个月减少了 896 吨，比去年同期减少 942.21 吨。

图表 26 贵金属 ETF 持仓变化

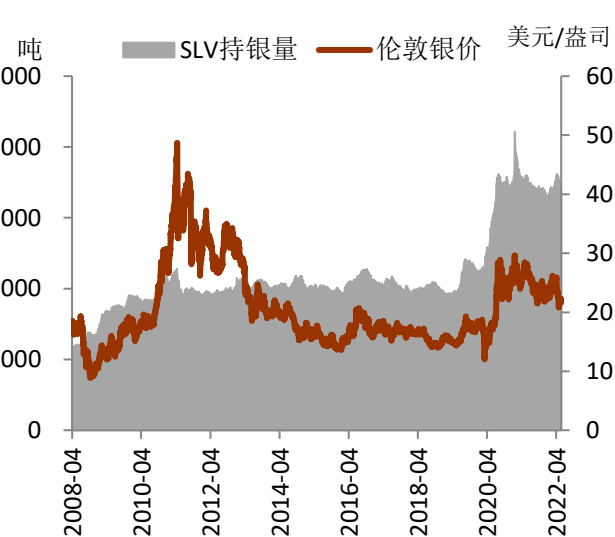
单位：吨	2022/6/6	2022/5/30	2022/5/6	2021/6/6	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	1063.07	1068.36	1082.00	1037.33	-5.29	-18.93	25.74
ishares 白银 持仓	17018.80	17297.68	17914.90	17961.01	-278.88	-896.10	-942.21

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 27 黄金 ETF 持仓变化



图表 28 白银 ETF 持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

6、CFTC 持仓变化

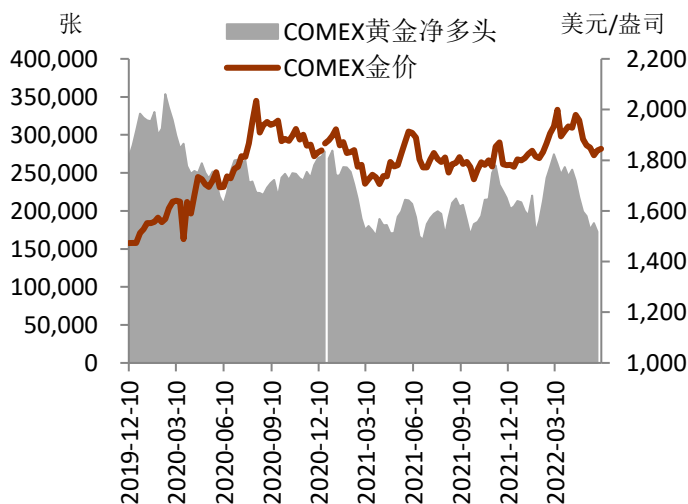
CFTC 的非商业性净多头持仓的变化代表了市场上短期投机资金的动向，在一定程度上影响着大宗商品价格的短期走势。根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2022 年 5 月 31 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 172589 张，COMEX 白银期货的非商业性净多单持仓量为 13997 张。近期 COMEX 黄金和白银期货的非商业性净多单都持续下降，白银的非商业性持仓下降更加明显，这也助推了近期银价的大幅下挫。

图表 29 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

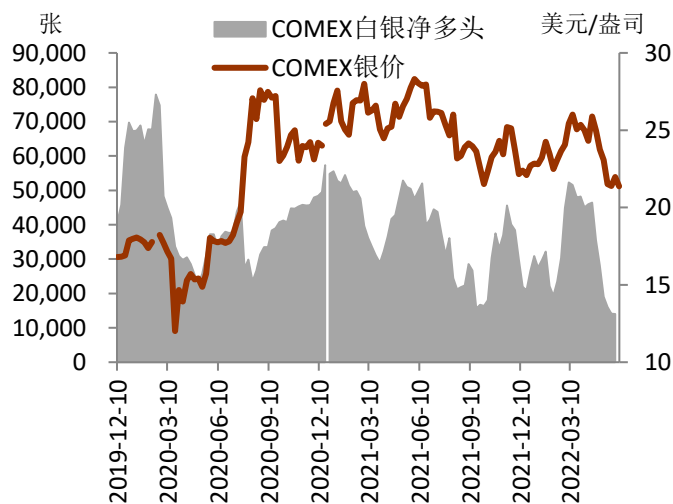
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2022-05-31	269459	96870	172589	-11224
2022-05-24	282202	98389	183813	8453
2022-05-17	283011	107651	175360	-17955
2022-05-10	288947	95632	193315	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2022-05-31	55545	41548	13997	-106
2022-05-24	58748	44645	14103	-2011
2022-05-17	59857	43743	16114	-2968
2022-05-10	59829	40747	19082	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 30 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 31 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：

近期公布的美国经济数据好坏不一，美联储官员对后续加息的态度出现分化，而欧洲央行持续释放最早将在 7 月开启加息的信号。美联储已由之前的极端鹰派转向趋稳，欧央行转向趋鹰，美欧央行对货币政策走向的表态正在发生边际变化。当前市场将围绕美国经

济数据和货币政策是否发展变化开展博弈和预期修正。预计贵金属价格在震荡调整之后将重启涨势。

预计未来一个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 21-24 美元/盎司之间。

风险因素：美国经济数据好于预期，美联储货币政策持续鹰派

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。