



2022年7月5日 星期二

## 衰退预期渐涨

### 金银后市可期

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

#### 要点

- 在美联储持续鹰派加息的背景下，美元指数和美债实际收益率均大幅上涨，压制贵金属价格走势承压下行。进入下半年，我们认为目前市场对美联储积极加息的预期已经打满，当前预期的加息路径可能难以兑现。而美国经济陷入衰退的风险加大，多利因素在逐渐累积，贵金属价格有望从低位反弹。
- 在经济衰退预期下，工业属性更强的白银的价格走势将会弱于黄金。继续看多金银比价。
- 我们认为2022年第下半年贵金属价格将止跌反弹。预计下半年COMEX期金主力合约的主要波动区间在1750-2000美元/盎司之间。COMEX期银主力合约的主要波动区间在19-23美元/盎司之间。
- 投资策略建议：沪金银以逢低做多为主；可做多金银比价
- 风险因素：美联储紧缩力度超预期

## 目录

一、贵金属行情回顾 .....	5
二、宏观因素分析 .....	6
1、美国通胀可能持续高位.....	7
2、就业市场持续修复，需求前景减弱.....	8
3、美国经济衰退压力加大.....	9
4、美联储加息预期或已打满，7月后会放缓加息节奏.....	10
5、美国实际利率可能高位回落.....	12
6、欧元区通胀迭创新高，欧央行将开启加息.....	13
三、市场结构分析 .....	15
1、金银比价分析.....	15
2、铜金比价分析.....	16
3、期现及跨期价差分析.....	17
4、贵金属库存变化.....	18
5、金银ETF投资需求分析.....	19
6、CFTC持仓变化.....	20
四、行情展望及操作策略: .....	21

## 图表目录

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势.....	5
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势.....	5
图表 4 金价与美元指数走势变化.....	6
图表 5 金价与美国 10 年期国债收益率走势变化.....	6
图表 6 美国 CPI 与核心 CPI 变化.....	7
图表 7 美国 CPI 分项变化.....	7
图表 8 美国 PCE 与核心 PCE 变化.....	8
图表 9 美国消费者通胀预期.....	8
图表 10 美国就业情况变化.....	9
图表 11 主美国初请失业金和续请失业人数变化.....	9
图表 12 美国职位空缺数量变化.....	9
图表 13 美国劳动力参与率变化.....	9
图表 14 美国 GDP 环比增速变化.....	10
图表 15 美国 Mankt 制造业和服务业 PMI.....	10
图表 17 历次加息周期中金价和美元指数变化.....	11
图表 20 金价与美债实际收益率走势变化.....	13
图表 21 美国通胀预期变化.....	13
图表 22 欧元区主要国家 GDP 增速变化.....	14
图表 23 欧元区 PMI 持续下滑.....	14
图表 24 美欧制造业 PMI 增速变化.....	15
图表 25 欧元区各国制造业 PMI 增速变化.....	15
图表 26 美欧经济意外指数变化.....	15
图表 27 主要经济体 CPI 变化.....	15
图表 28 金银比价变化.....	16
图表 29 银比价的线性趋势.....	16
图表 30 COMEX 金银比价变化.....	16
图表 31 沪期金银比价变化.....	16

---

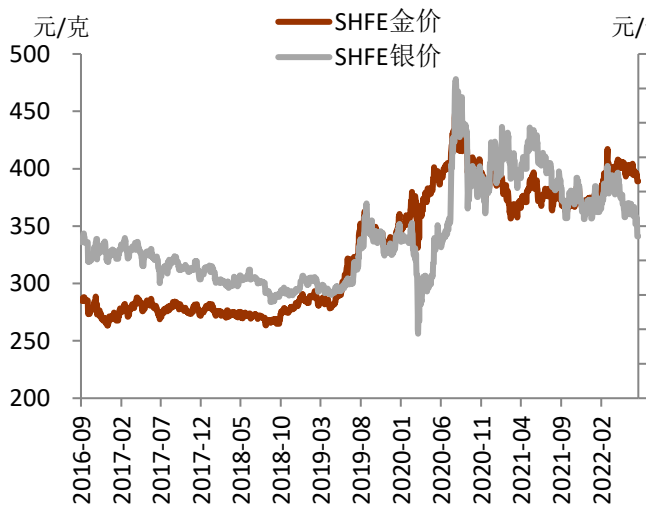
图表 32 铜金比价变化.....	17
图表 33 金价与铜价走势对比.....	17
图表 34 沪期金与 COMEX 金价差变化 .....	18
图表 35 沪期银与 COMEX 银价差变化 .....	18
图表 36 COMEX 贵金属库存变化 .....	18
图表 37 COMEX 黄金库存变化 .....	19
图表 38 COMEX 白银库存变化 .....	19
图表 39 上海黄金交易所白银库存变化.....	19
图表 40 上海期货交易所白银库存变化.....	19
图表 42 黄金 ETF 持仓变化.....	20
图表 43 白银 ETF 持仓变化.....	20
图表 44 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化.....	21
图表 45 CFTC 黄金净多头持仓变化.....	21
图表 46 CFTC 白银净多头持仓变化.....	21

## 一、贵金属行情回顾

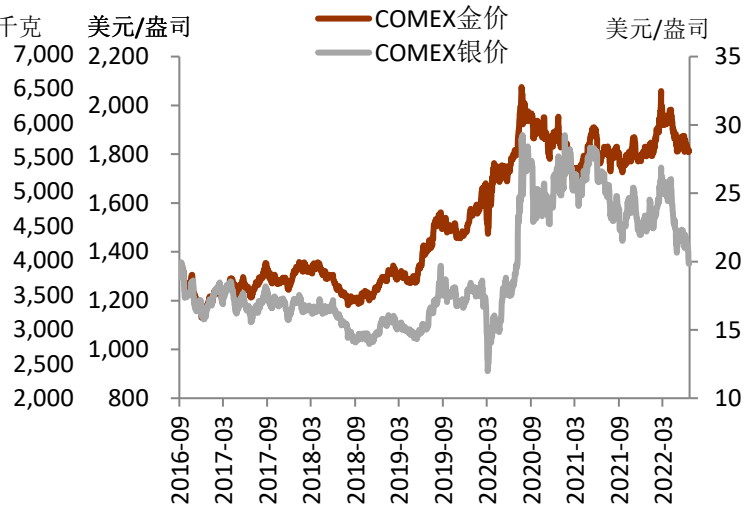
2022 年上半年，贵金属价格呈先扬后抑的走势。第一季度，地缘政治局势紧张升级俄乌战争的爆发助推贵金属价格快速上涨，COMEX 期金主力合约在 3 月 8 日冲高至 2079 美元/盎司的高点，距历史最高位仅一步之遥。3 月初，随着美国 CPI 再创四十年新高，市场对于美联储将在 3 月的议息会议上开启加息的预期增强，贵金属价格提前消化加息的利空扭头向下开启了回调走势。之后，随着通胀形势的不断恶化，美联储鹰派加息和缩表的力度均超市场预期，美元指数和美债收益率持续上涨，压制贵金属价格重心不断下移。第二季度，美国持续加息，叠加中国疫情再度恶化，大宗商品整体走势承压，工业属性更强的白银走势明显弱于黄金。截至 2022 年 6 月 30 日，上半年 COMEX 黄金期货下跌 1.13%，COMEX 白银期货跌 13.31%。

今年第一季度，人民币兑美元汇率在维持在 6.3-6.4 窄幅区间波动，在 4 月中旬开启了大幅贬值，最大贬值幅度超过 7%。直到 5 月中旬人民币贬值趋势才趋缓，之后在 6.5-6.8 之间双向波动。受人民币兑美元汇率大幅贬值影响，国内金银价格走势均强于外盘。今年上半年，沪期金主力合约上涨为 4.8%，沪期银主力合约下跌 5.46%。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

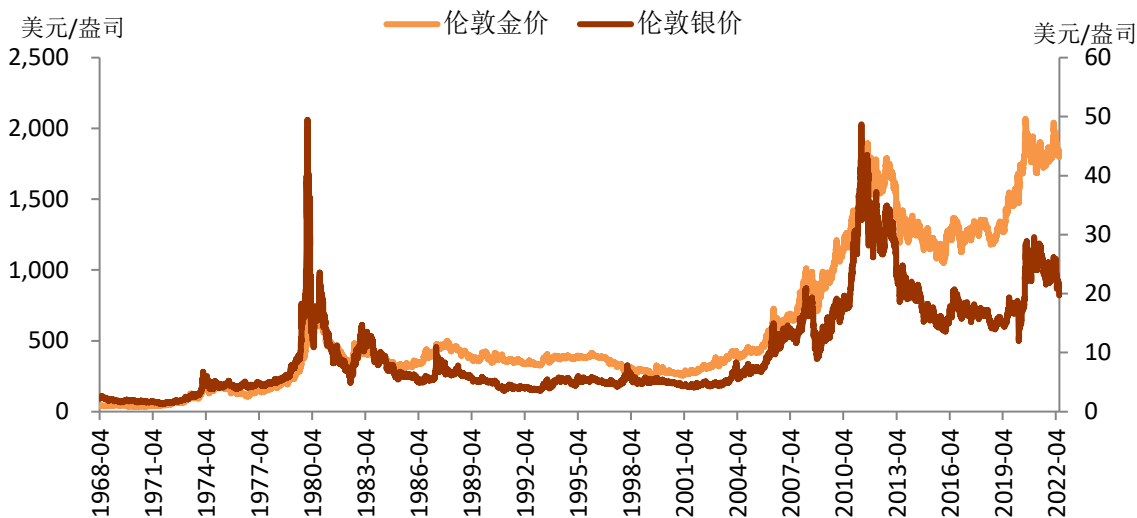


图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势



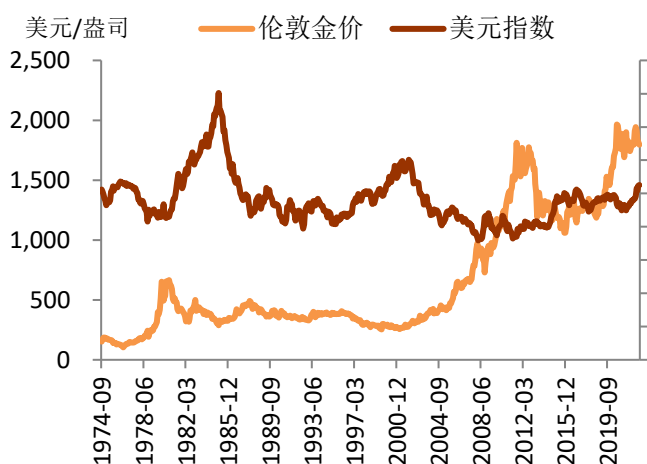
数据来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 3 1968 年以来贵金属价格走势



资料来源：Bloomberg，iFinD，铜冠金源期货

图表 4 金价与美元指数走势变化



图表 5 金价与美国 10 年期国债收益率走势变化



数据来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

## 二、宏观因素分析

贵金属的金融属性远强于商品属性，因此，宏观因素是影响贵金属价格波动的核心因素。美联储在今年 3 月开始持续鹰派加息的背景下，美元指数和美债实际收益率均大幅上涨，压制贵金属价格走势承压下行。

进入下半年，我们认为目前市场对美联储积极加息的预期已经打满，当前的加息路径可能难以兑现，美国经济陷入衰退的风险加大，贵金属价格有望从低位反弹。

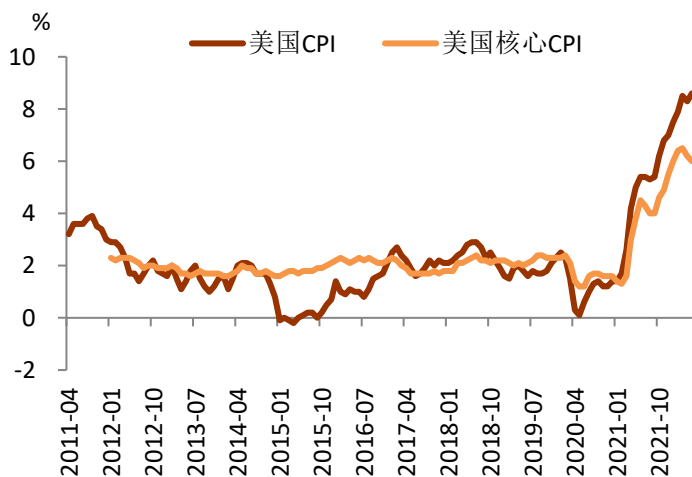
## 1、美国通胀可能持续高位

美国的通胀数据去年已突破正常波动区间，今年持续爆表。5月美国CPI同比增速升至8.6%，超出市场预期的8.3%，为1981年以来最高值。不过，核心CPI同比增速继续下滑至6.0%，与今年1月水平接近。从环比来看，5月美国CPI环比增长1.0%，为疫情以来的次低值，仅略低于今年3月的1.2%。分项来看，由于5月以来国际油价再度反弹，CPI中的能源、交通运输分项环比均由跌转涨，同时，食品、服装等商品价格上涨速度加快。在前期房价上涨的推动下，5月美国CPI中住宅分项环比涨幅亦在扩大。

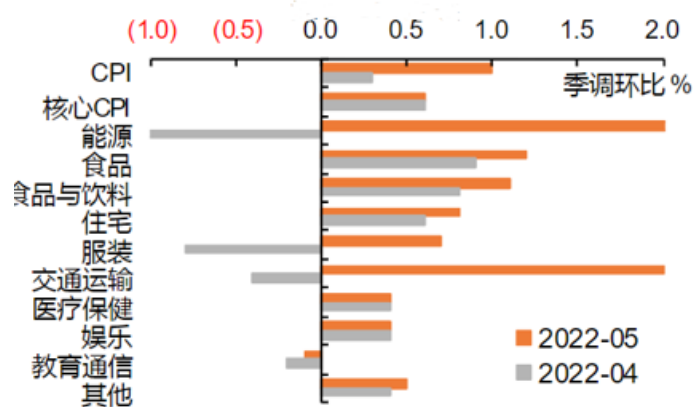
最新公布的美国5月PCE物价指数同比6.3%，预期6.4%，前值6.3%。剔除能源和食品之后的核心PCE物价指数同比上升4.7%，预期上升4.8%，前值上升4.9%，是去年11月以来的最小涨幅；环比上升0.3%，预期上升0.4%，前值上升0.3%。主要是因为来自于耐用品通胀同比贡献的下滑，消费降温所致。美国5月份个人消费支出环比增长0.2%，预估为0.4%。俄乌冲突旷日持久下，油价、食品价格上涨，使得整体通胀和核心通胀走势分化。

持续高企的通胀是美联储大幅加息的主要原因。而能源和交通运输分项的飙升是通胀的最主要的推动原素。虽然美欧对的俄原油的制裁力度远不及市场之前的预期，但供应链干扰的风险将持续存在，预计国际原油价格将维持在高位震荡，仍然会高于以往的正常区间。下半年即使美国的通胀数据有所回落，也会依然处于较高的水平。

图表6 美国CPI与核心CPI变化

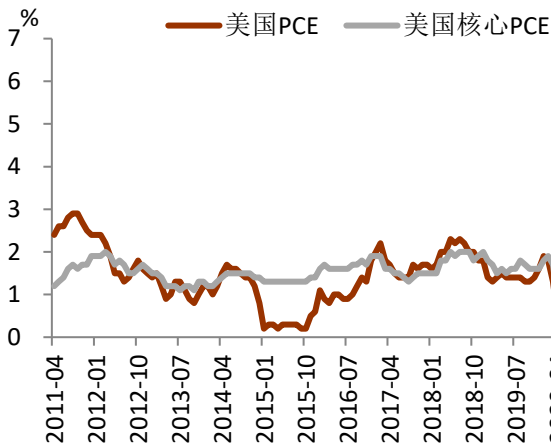


图表7 美国CPI分项变化

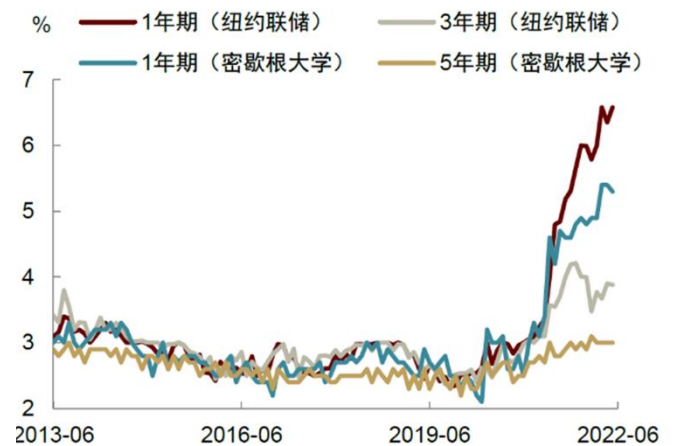


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 8 美国 PCE 与核心 PCE 变化



图表 9 美国消费者通胀预期



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 2、就业市场持续修复，需求前景减弱

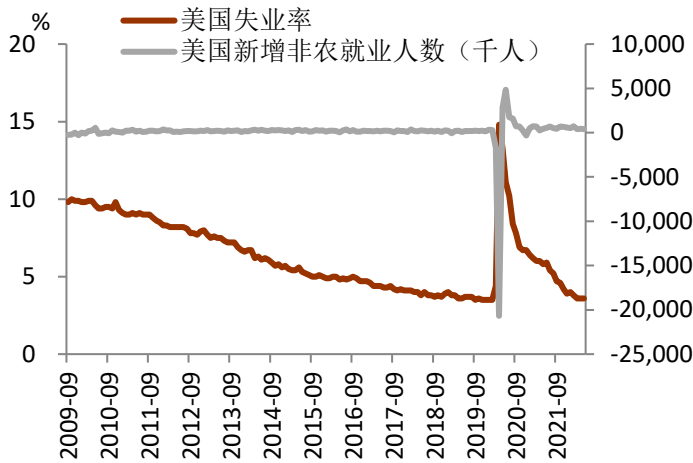
美国的劳动力市场处于持续修复之中。5月美国新增非农就业人口增加39万，高于预期的增加32.50万，但低于前值，并创下2021年4月以来的最小增幅。美国5月失业率持平前值3.60%，持平于4月，高于预期的3.5%；美国5月劳动力参与率持平于预期的62.3%，小幅高于前值的62.2%；5月平均时薪年率符合预期5.20%，低于前值5.50%。截至2021年5月，美国就业人数较2020年2月疫情前的历史峰值减少80万人左右。分行业看，零售业就业人数意外减少6.1万人，对新增非农形成较大拖累。

另外，美国劳工部发布的JOLTS报告显示，美国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。但4月职位空缺率由7.3%下降至7.0%。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。虽然劳动力市场跟疫情前相比还有较大的差距，但整体来看，劳动力市场依旧处于强劲修复之中。

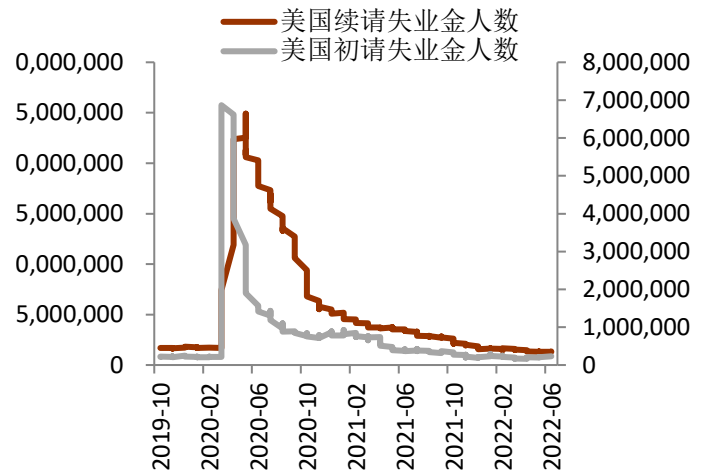
需要注意的是，过去四周，美国的初请失业金人数一直徘徊在23万人左右，为自今年年初以来的高位，当时美国初请失业金人数因新冠病例激增而达到了巅峰。随着利率上升以及经济前景的恶化，预计劳动力需求将进一步减弱。



图表 10 美国就业情况变化

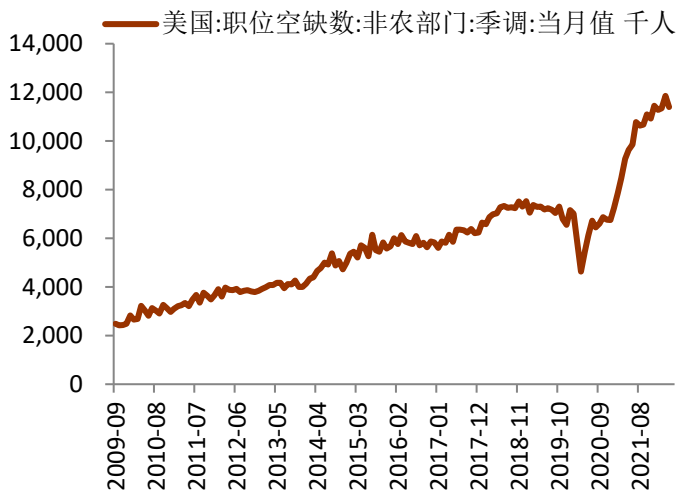


图表 11 主美国初请失业金和续请失业人数变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 12 美国职位空缺数量变化



图表 13 美国劳动力参与率变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

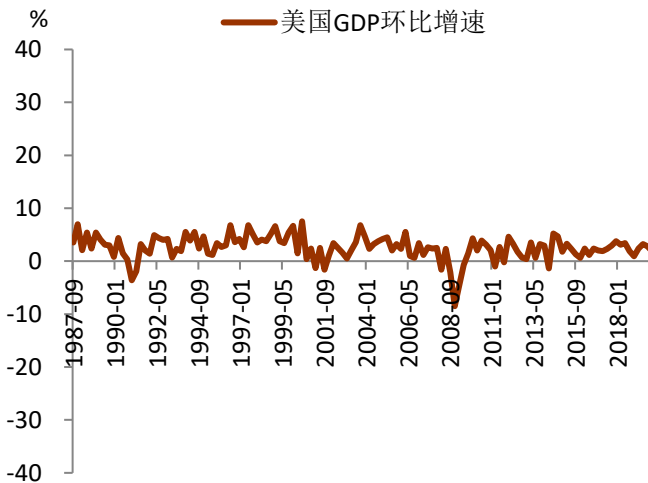
### 3、美国经济衰退压力加大

美国一季度 GDP 再遭下调，消费支出大幅下滑拖累 GDP。美国一季度实际 GDP 年化季率下降 1.6%，较此前的修正值-1.5%和初值-1.4%进一步下调。而 2021 年第四季度为正增长 6.9%。具体来看，占美国经济比重超过 2/3 的个人消费支出增长了 1.8%，较前值大幅下调了 1.3%。耐用商品消费支出增长了 5.9%，较前值下调了 0.9%，这反映了汽车和娱乐用品的消费支出减少。反映企业投资状况的非住宅类固定资产投资按年率计算增长 10%，较前值上调 0.8%。同时，美国私人库存投资拖累当季经济 0.35%，较前值有所改善。净出口拖累当季经济 3.23 个百分点，与前值持平。今年第一季度 GDP 为负值并再度下调，有年初奥密克戎变种病例激增带来的负面影响，而美联储积极收紧货币政策对美国的需求和经济前景来说

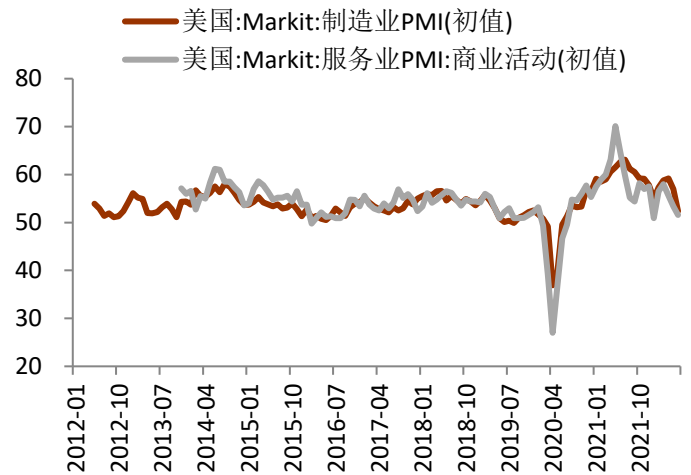
是一个潜在的危险信号。

美国制造业增长明显放缓，持续高企的通胀，以及供应链中断问题明显抑制了消费者的消费能力，商品和服务的新订单的需求出现大幅下跌。6月美国 Markit 制造业 PMI 初值为 52.4，前值为 57，远低于市场预期，创 2020 年 8 月以来最低值。6 月美国 Markit 服务业 PMI 初值为 51.6，前值为 53.4，低于市场预期，为 2022 年 1 月以来最低水平。服务业 PMI 降低的主要原因是新订单数量大幅下降，其中新出口订单降幅较大，创 2020 年 12 月以来新高。通胀高企，居民需求边际放缓迹象渐显，联邦基准利率快速抬升，地缘政治不确定性等因素降低了消费者和企业对美经济持续高速增长的信心。下半年，美国经济衰退的压力将持续加大。

图表 14 美国 GDP 环比增速变化



图表 15 美国 Markit 制造业和服务业 PMI



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

#### 4、美联储加息预期或已打满，7 月后会放缓加息节奏

虽然美国的部分经济预期和信心指数出现走弱迹象，但美国的经济数据依旧保持韧性。美国劳动力市场持续复苏，5 月耐用品订单环比增速较 4 月回升，同时 5 月成屋签约销售指数也有上扬。正是因为经济数据保持韧性，支持美联储态度坚决，把严控通胀作为当前的核心政策目标。美联储在 3 月开启加息，且加息幅度持续加大，使得市场对于美联储加息路径的预期不断抬升。当前市场普遍预期，美联储大概率会在 7 月议息会议加息 75bp，9、11、12 月加息的幅度大概率为 50bp、25bp 和 25bp。

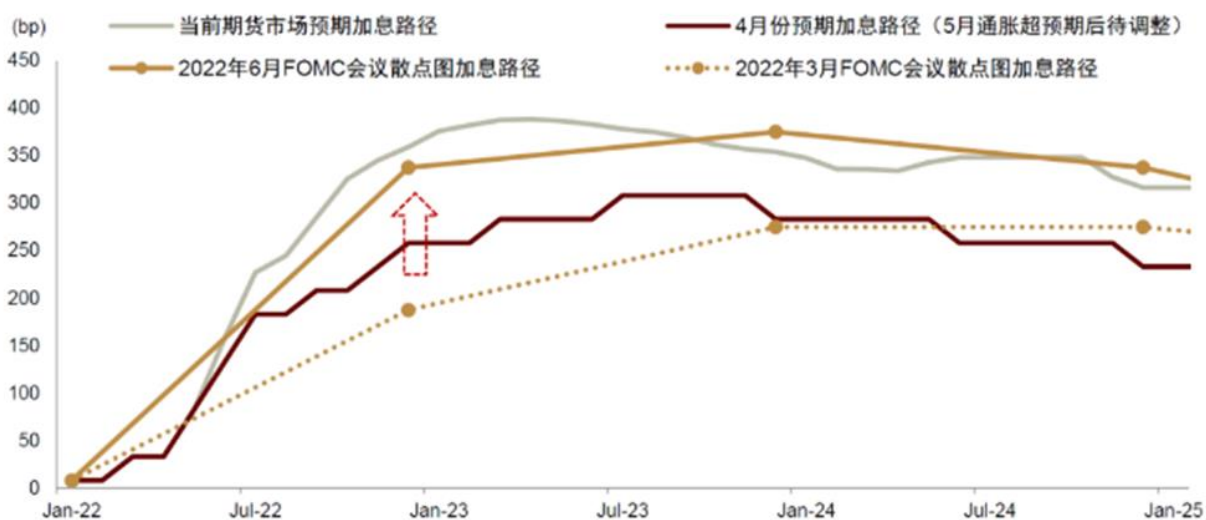
但短期的经济数据向好不能掩盖经济的潜在风险。随着美国经济数据边际走弱，当前市场对美国经济衰退的预期在抬升。特别是今年 11 月份美国将进行中期选举，美债长短期收益率面临倒挂，经济前景的不确定性加大，货币政策方面也会面临调整，当前市场预期的美联储加息路径可能难以兑现，甚至可能在今年年底提前结束加息。

除加息之外，美联储在今年 6 月就启动缩表，并 3 个月后上限翻倍。与上一轮缩表(2017-

2019)相比，此次缩表明显提速增量。由于美联储资产负债表在疫情后翻倍，所以此次缩表力度更大。根据美联储公布的缩表计划：开始就每月缩表 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。本次缩表的初始力度已经与上一次缩表的上限（500 亿美元）相当。按此进度，美联储将在 2022 年缩减近 5000 亿美元的规模。从影响上来说，缩表作为数量工具，会直接减少市场的流动性，对资产价格的扰动不可忽视。

我们预计此轮美联储加息和缩表的节奏会先快后慢。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。

图表 16 市场对美联储加息路径预期变化

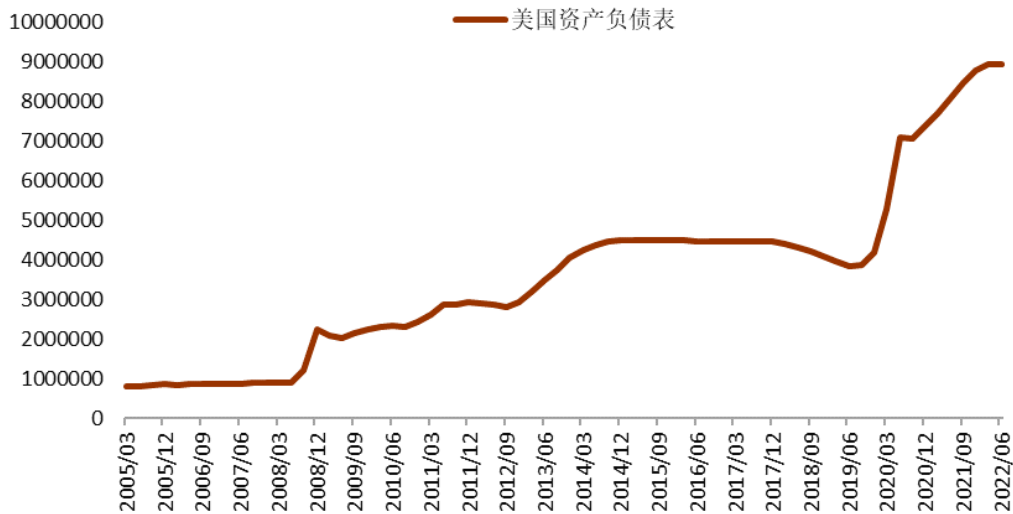


资料来源：Bloomberg, iFinD, 铜冠金源期货

图表 17 历次加息周期中金价和美元指数变化

加息周期	开始时间	结束时间	美元指数走势	美元涨跌幅	金价走势	金价涨跌幅
1	1988/3/30	1989/2/1	上涨	15.20%	下跌	-18.00%
2	1994/2/4	1995/7/5	下跌	-9.10%	震荡	-3.20%
3	1999/6/30	2000/5/16	上涨（先跌后涨）	8.20%	震荡	5.70%
4	2004/6/30	2006/6/29	震荡（整体走弱）	-3.20%	上涨	48.90%
5	2015/12/17	2018/12/19	震荡（先跌后涨）	2.07%	上涨	18.73%

图表 18 美联储资产负债表规模变化



资料来源: Bloomberg, iFinD, 铜冠金源期货

## 5、美国实际利率可能高位回落

我们按照以美国实际利率为框架来分析贵金属价格的走势。美债实际利率等于美债名义利率与通货膨胀预期之间的差值。

即: 美国的实际利率=美国的名义利率-通货膨胀预期

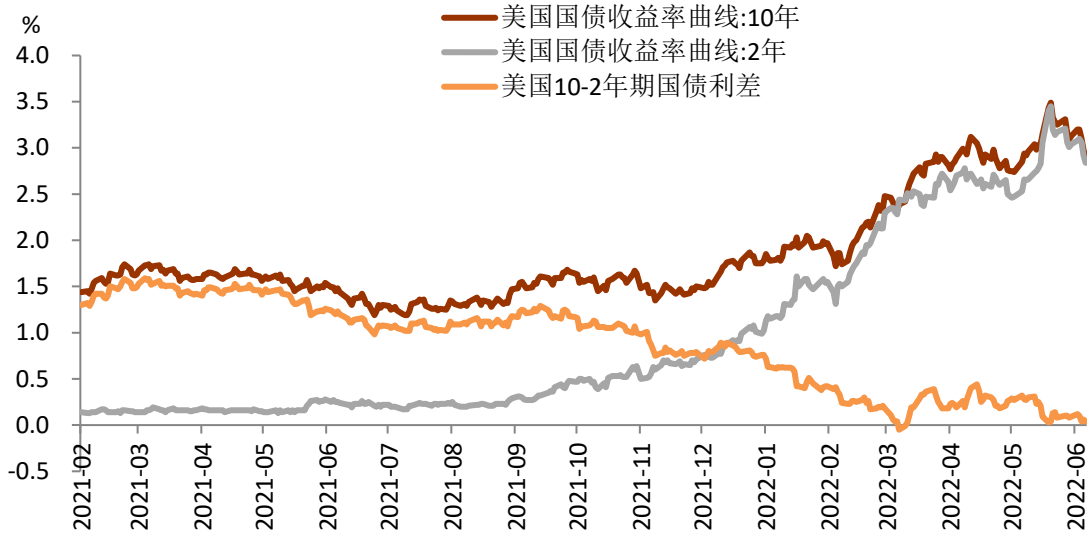
金价与美国 10 年期 TIPS 收益率呈强负相关。今年 3 月开始, 美联储就不断释放将持续鹰派加息的信号, 并连续大幅加息, 美国 10 年期 TIPS 收益率持续快速上行, 压制了贵金属价格不断走低。

我们从名义利率和通胀预期两端来预判美债实际利率的变化。影响国美名义利率, 即 10 年期美债收益率的因素比较复杂, 包括: 美国经济、疫情波动、货币政策变化以及机构配置行为等。此外, 以往的经验表明, 在美国中期选举和大选前的 3 个月 10 年期美债收益率中枢大概率会下移。今年 11 月初的美国中期选举具有极大不确定性, 可能进入第三季度市场就将开始为此定价, 下半年 10 年期美债收益率中有望高位回落。再往后看, 随着加息缩表的推进、美国中期选举临近、经济下行压力显现, 10 年期美债收益率可能进入下行周期。另外, 在美国经济衰退风险增加的情况下, 机构投资者大概率将增加美债配置, 也会使得 10 年期美债收益率下降。

通胀预期主要受到能源价格的影响, 往往领先于通胀数据。美欧对俄罗斯原油的制裁推升整体通胀水平创 40 年新高, 而实际通胀水平的不断上升又会推高通胀预期。供应链干扰的风险将持续存在将使得国际原油价格维持高位震荡, 通胀预期也会维持在高位。

所以, 从美国名义利率与通货膨胀预期两端来看, 预计美国实际收益率在下半年会从高位回落, 将会对贵金属价格形成支撑。

图表 19 美国 10-2 年期国债利差面临倒挂

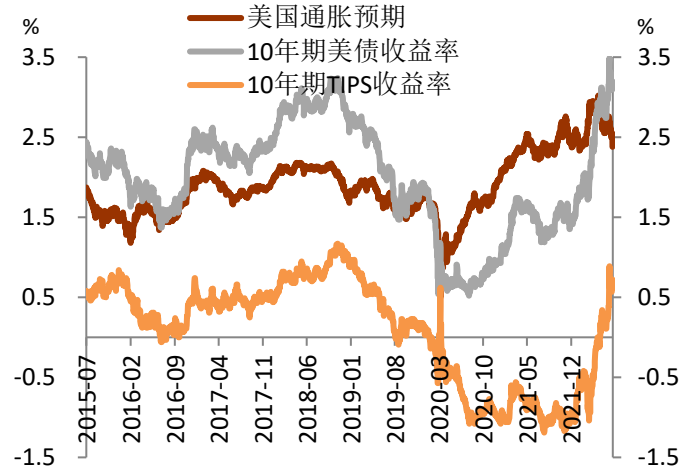


资料来源：Bloomberg，iFinD，铜冠金源期货

图表 20 金价与美债实际收益率走势变化



图表 21 美国通胀预期变化



数据来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

## 6、欧元区通胀迭创新高，欧央行将开启加息

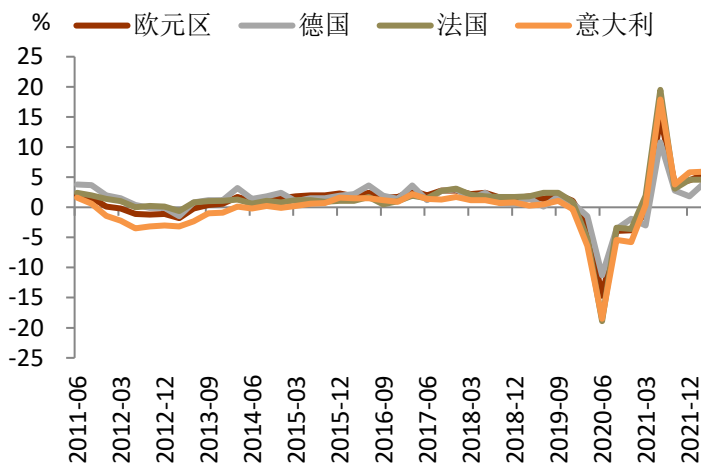
尽管受到俄乌冲突以及供应链干扰等因素的负面影响，欧元区一季度 GDP 终值依然有所上调。欧元区一季度季调后 GDP 同比增长 5.4%，环比增长 0.6%。数据较 5 月中旬发布的欧元区一季度 GDP 同比增长 5.1%，环比增长 0.3% 的预估值有了明显上调。分国家来看，一季度欧元区经济体增长势头出现分化，爱尔兰、葡萄牙、波兰等国增长较快，而德国、法国、意大利、西班牙等大型经济体增速较慢。

6 月欧元区经济景气程度出现明显下滑。欧元区综合 PMI 指数环比下降 2.9 至 51.9，为去年 3 月以来最低值，制造业、服务业 PMI 均表现不佳。欧元区 6 月制造业 PMI 初值为

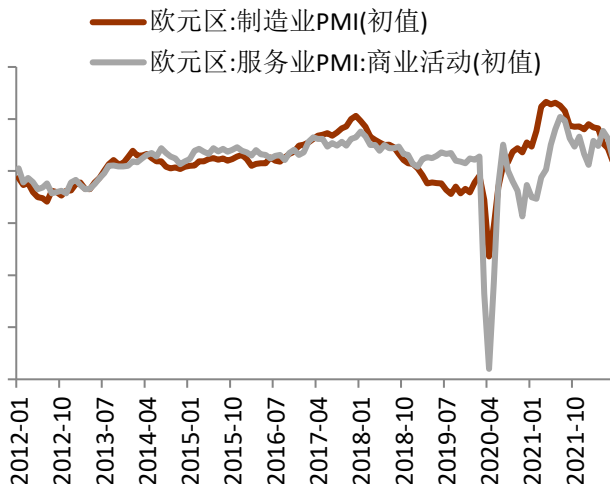
52, 前值为 54.4, 为 2020 年 9 月以来最低。6 月欧元区制造业 PMI 产出景气度较上月回落, 初值为 49.3, 跌落至荣枯线之下。欧元区商品新订单指数已经连续两个月下跌, 制造业产出指数为近两年内首次出现收缩。欧元区 6 月服务业 PMI 初值为 52.8, 前值为 56.1, 为今年 2 月以来最低。欧元区服务业增速急剧放缓, PMI 数据显示服务业反弹趋势大幅降温。一方面是因为俄乌战争以及持续的供应链问题推升了原材料和能源价格。欧元区高通胀问题抑制居民的消费能力; 另一方面是由于疫情解封之后短暂的居民“报复性消费”的趋势逐渐开始减弱。各国细分数据显示, 欧元区经济全面放缓, 德国制造业 PMI 从 54.8 降至 52.0, 法国制造业 PMI 从 54.6 降至 51.0。

欧元区面临着更加严峻的通胀问题。欧元区调和 CPI 在 5 月同比上升 8.1% 后, 6 月继续同比上升 8.6%, 续创历史最高水平, 并高于预期的 8.5%; 调和 CPI 环比上升 0.8%, 与 5 月持平, 高于预期的 0.7%。其中, 能源价格涨幅达 41.9%, 前值为 39.1%; 食品、烟酒价格同比涨 8.9%, 前值为 7.5%。由于俄乌冲突带来欧洲能源价格大涨, 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, 欧洲央行从 5 月开始已转向鹰派, 为开启加息造势。欧央行行长拉加德近期重申加息计划: 接下来的几个月将以 25 个基点的幅度加息, 如果通胀进一步加剧, 9 月份会以更大幅度加息。在英美已经步入货币正常化步伐的背景下, 欧央行将在 7 月份开启加息, 这将是欧央行 11 年以来的首次加息。目前欧元区的经济形势和通胀形势和都差于美国, 这将限制欧元区央行的加息空间。

图表 22 欧元区主要国家 GDP 增速变化

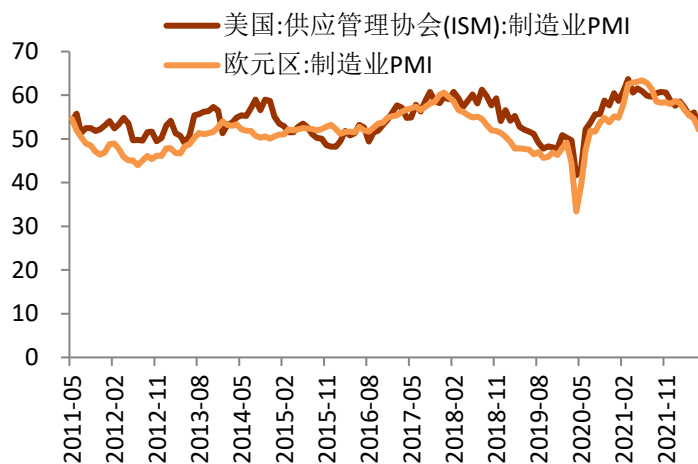


图表 23 欧元区 PMI 持续下滑

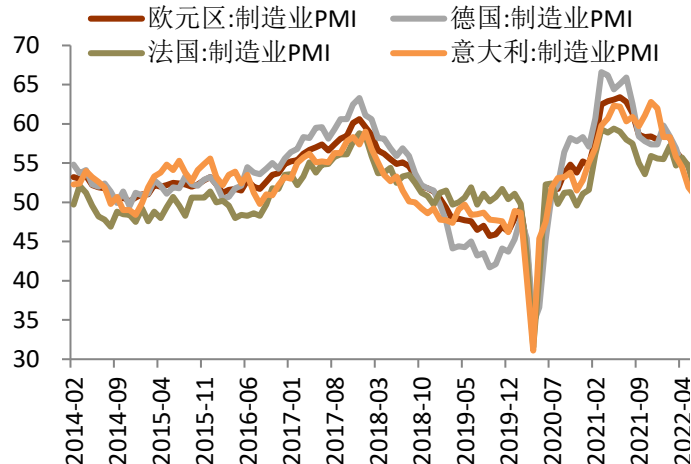


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 24 美欧制造业 PMI 增速变化

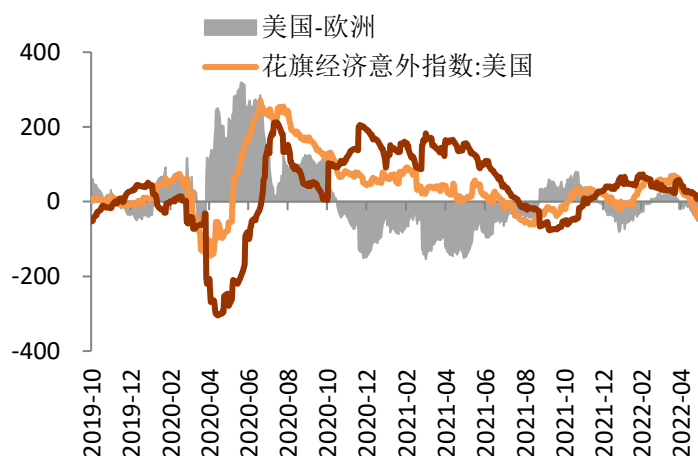


图表 25 欧元区各国制造业 PMI 增速变化

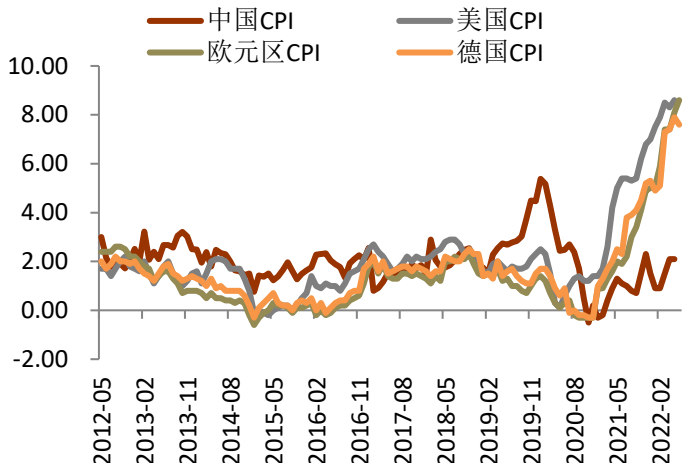


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 26 美欧经济意外指数变化



图表 27 主要经济体 CPI 变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

### 三、市场结构分析

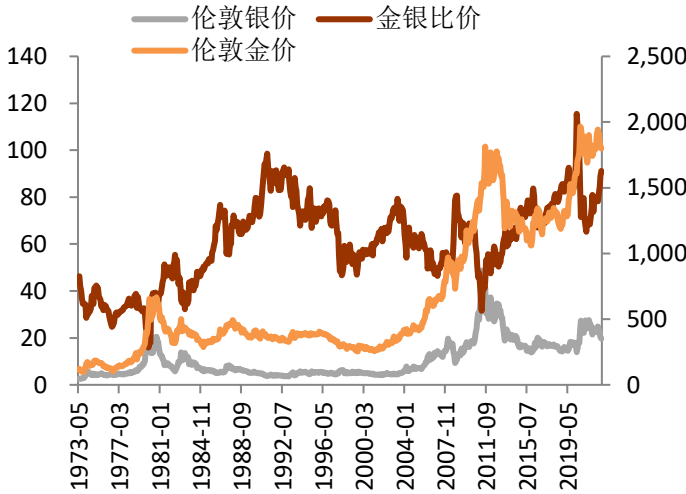
#### 1、金银比价分析

自从 1971 年尼克松宣布美元与黄金脱钩以来,金银价格开始剧烈波动,金银比价的波动区间非常大。长期来看,金银比价的重心一直在上移,并不存在明显的均值回归的规律。金银比价的阶段性波动主要由逻辑驱动。

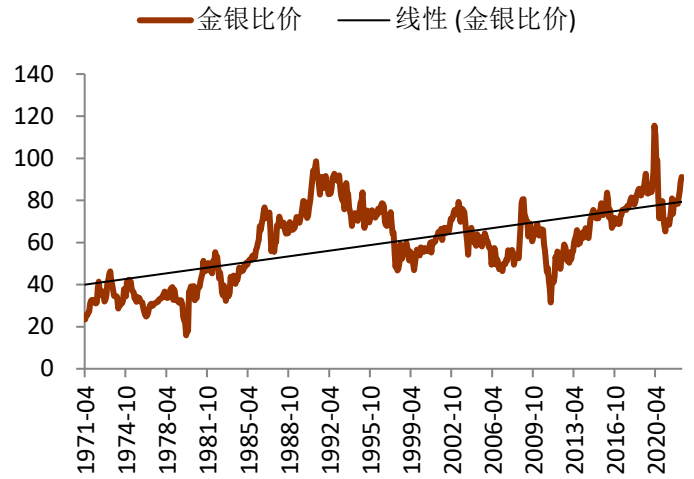
2020 年金银比价的波动率明显加大,在 2020 年 3 月中旬达到 124 的历史高点,而后银价的补涨导致金银比价快速回落至 67 一线。2021 年金银比价的波动率变小,因金价走势整体强于银价,金银比价的重心整体上移。

今年第一季度，金银比价的波动继续收敛，在 75-80 之间窄幅波动。在今年第二季，因金价走势较银价明显抗跌，金银比价不断上移。COMEX 金银比已从 3 月底的 77 一线持续上涨至目前 91 一线。由于第二季度银价跌幅已大，预计金银持续上涨的动力有限。

图表 28 金银比价变化

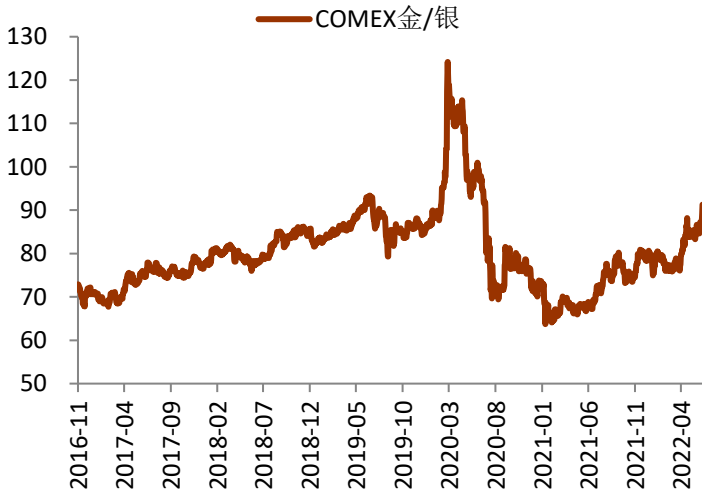


图表 29 银比价的线性趋势



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 30 COMEX 金银比价变化



图表 31 沪期金银比价变化



数据来源：IFinD，铜冠金源期货

## 2、铜金比价分析

铜作为最主要的基本金属，其价格走势代表了基本金属的整体变化趋势，铜的需求弹性显著强于黄金，铜金比价可以代表投资者的风险偏好，包含市场对经济基本面的预期。



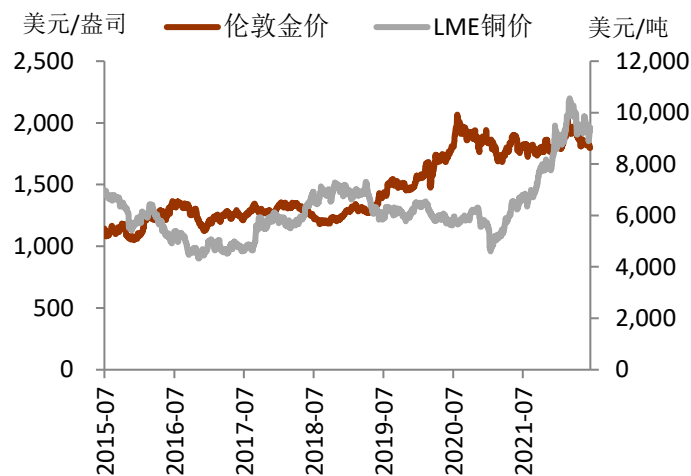
从历史上看，铜金比价的波动区间很大，LME 铜价/伦敦金价的波动在 3-12.2 之间。2021 年上半年在铜价创历史新高时，铜金比价从 4 一线上移至最高 5.7，下半年的波动较小。

今年一季度俄乌地缘政治紧张升级使得投资者的风险偏好下降，铜金比价小幅下降，第二季度美联储持续加息，铜价和金价纷纷走弱，铜金比价在 4.7-5.3 之间窄幅波动。当前市场对经济衰退的预期抬升，预计下半年美国经济数据会持续边际走弱，铜金比价的重心会下移。

图表 32 铜金比价变化



图表 33 金价与铜价走势对比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

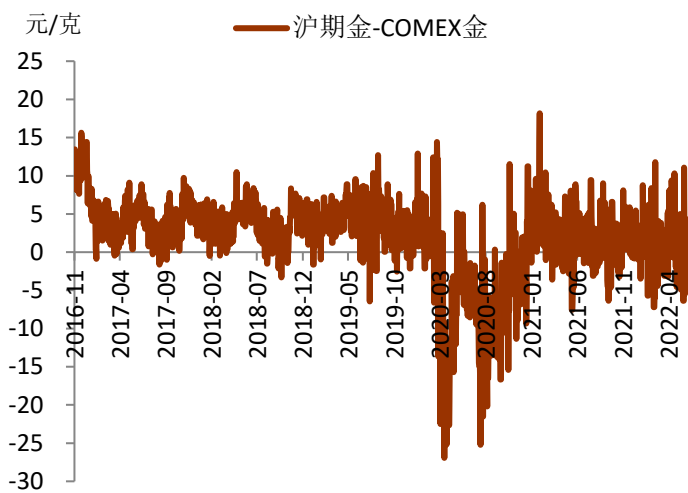
### 3、期现及跨期价差分析

2022 年上半年，我国和海外的经济周期和货币政策出现错位。在美联储持续加息其他国家纷纷跟随的情况下，我国为将经济从疫情的严重冲击中恢复，推出大量政策和货币宽松政策，中美十年期国债利差出现倒挂。人民币兑美元汇率在 4 月出现持续大幅贬值，贬值趋势持续到 5 月中旬才暂缓。

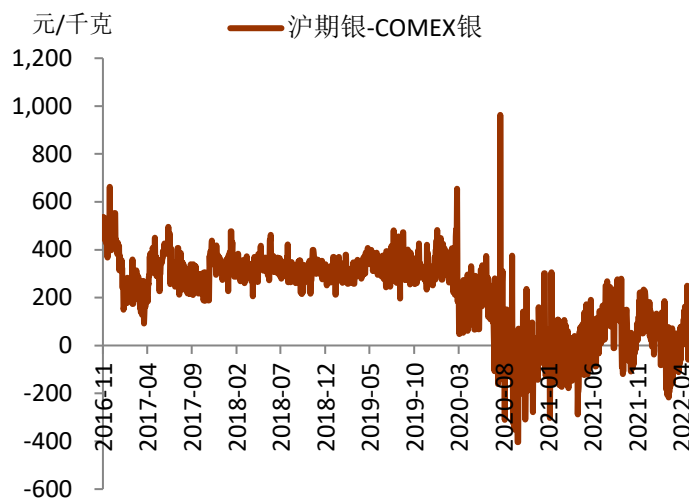
金银内外盘价差受人民币兑美元汇率的影响明显。在人民币大幅贬值期间，沪期金与 COMEX 金银之间的价差从负价差快速转正并扩大。

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，今年人民币贬值压力依然不小。金银内外盘价差可能会再度走阔。

图表 34 沪期金与 COMEX 金价差变化



图表 35 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

CME 在 2020 年 3 月底改进交易机制扩大可交割品种之后，COMEX 黄金期货的库存从前期一直不足 1000 万盎司的水平，在 4 个月内迅速增加至 7 月份的 3600 万盎司以上（合计约增加 870 吨）。增加的库存中大部分都是新纳入交割品种的 400 盎司的金条。之后 COMEX 黄金库存仍呈缓慢增加的趋势，并在 2021 年 2 月份达到历史高点 3950 万盎司（约 1270 吨），之后库存开始持续下降。COMEX 白银期货的库存在 2020 年 6 月之后开始明显增加，在 2021 年 2 月份达到历史最高位，接近 40000 万盎司。

COMEX 黄金白银期货库存均从 2021 年 2 月份的历史高点回落。今年上半年依然持续下降的趋势。截至 2022 年 7 月 1 日，COMEX 黄金期货的库存有 3299 万盎司，合计约 1026 吨，比上个月的库存减少 5.82%，比去年同期减少 6.93%。目前 COMEX 白银库存有约 3.37 亿盎司，合计约 10492 吨，比上个月的库存小幅增加 0.30%，比去年同期减少 3.81%。

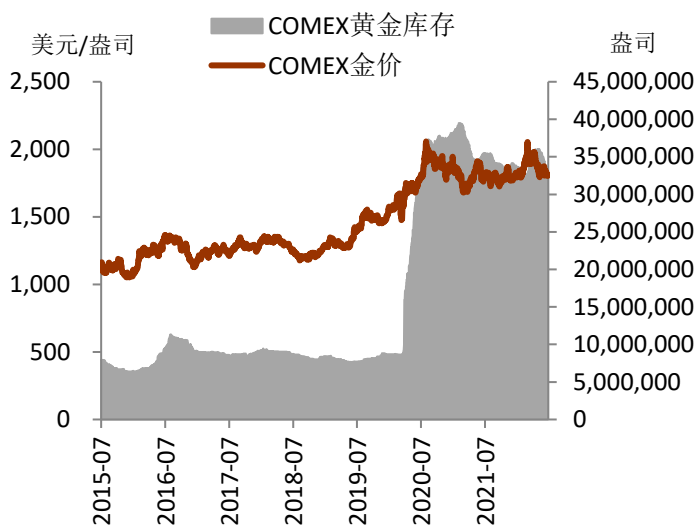
今年 3 月开始，国内交易所的白银库存开始下降。主要是上海期货交易所的白银库存出现明显下降，上海黄金交易所的白银库存基本维持不变。目前，国内两大交易所的白银库存共计 4366 吨，比上月下降了约 170 吨。

图表 36 COMEX 贵金属库存变化

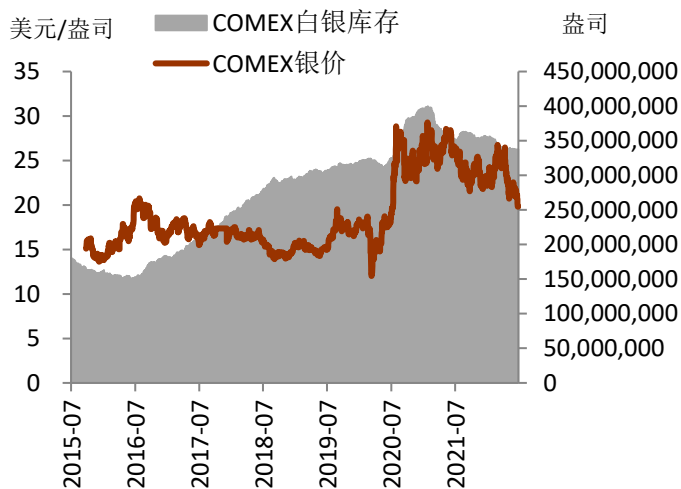
	2022/7/1	2022/6/1	2021/7/1	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	32989551	35027984	35447775	-2038433	-5.82%	-2458224	-6.93%
白银(千盎司)	337321487	336312002	350695185	1009485	0.30%	-13373697	-3.81%

数据来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 37 COMEX 黄金库存变化

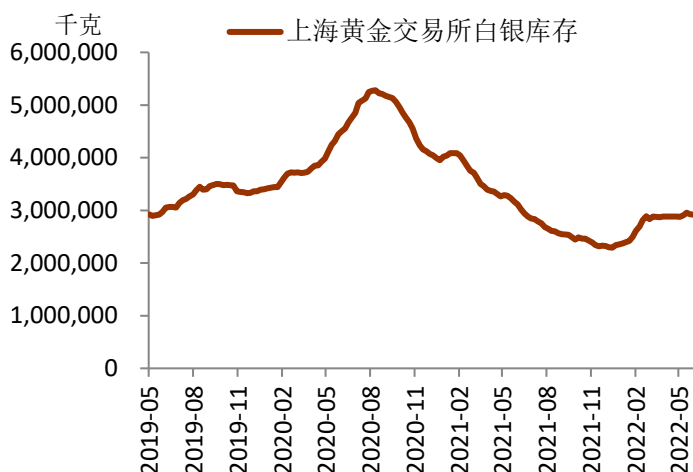


图表 38 COMEX 白银库存变化

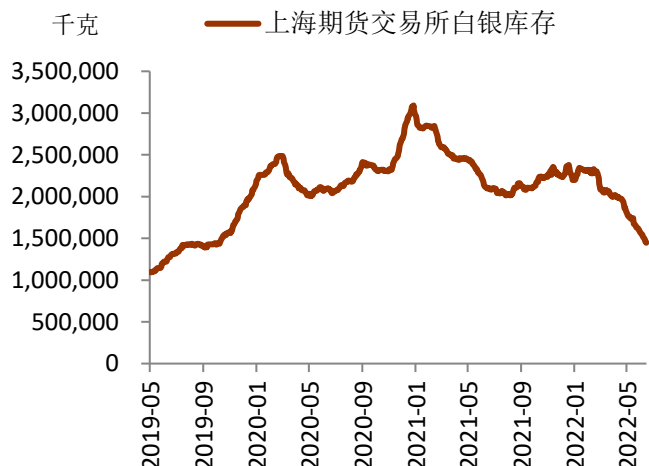


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 39 上海黄金交易所白银库存变化



图表 40 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 投资需求分析

贵金属 ETF 的持仓变化代表了市场上长期投资资金的动向。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。

2022 年第一季度，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。国际金银价格从 3 月 9 日开始见顶回调，资金直到 4 月中下旬才开始流出持续黄金白

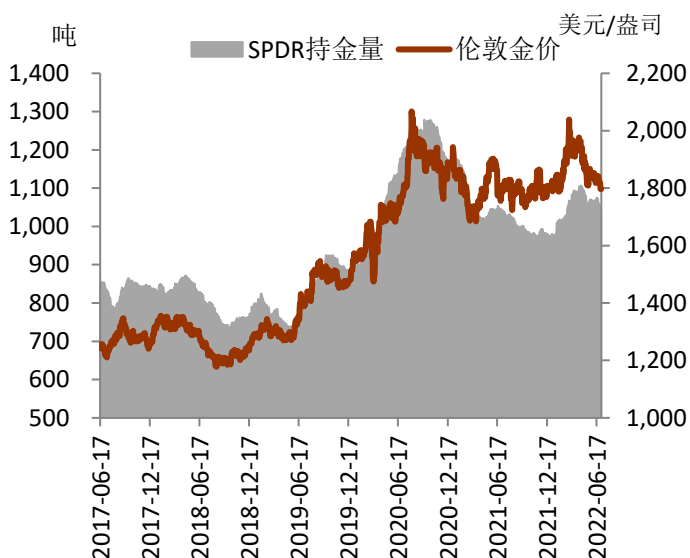
银 ETF。截至 2022 年 7 月 1 日，黄金 ETF-SPDR 的持金量为 1042 吨，比上个月减少 25 吨，但比去年同期减少 8 吨。目前全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 16818 吨，比上个月减少了 480 吨，比去年同期减少 907 吨。

图表 41 贵金属 ETF 持仓变化

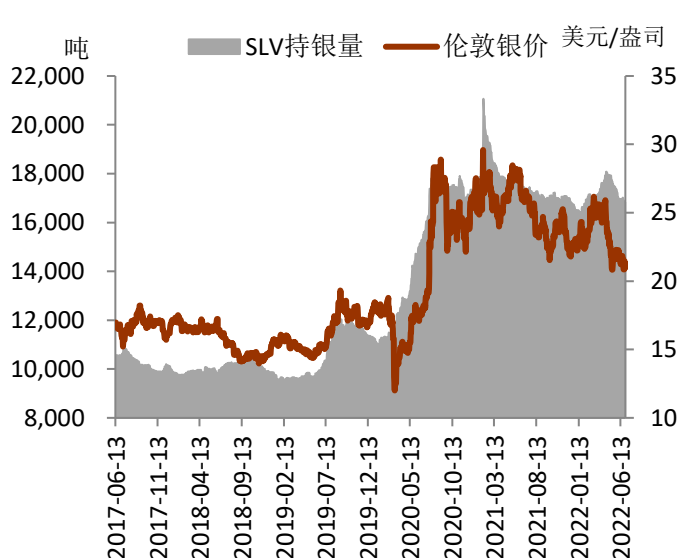
单位 (吨)	2021/7/2	2022/6/2	2022/7/1	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	3124.13	3270.18	3236.02	-34	-1.04%	112	3.58%
SPDR 黄金持仓	1049.56	1067.20	1041.90	-25	-2.37%	-8	-0.73%
ETF 白银总持仓	28634.60	27299.00	26429.74	-869	-3.18%	-2205	-7.70%
ishares 白银持仓	17724.50	17297.68	16817.94	-480	-2.77%	-907	-5.11%

数据来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 42 黄金 ETF 持仓变化



图表 43 白银 ETF 持仓变化



数据来源: 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。

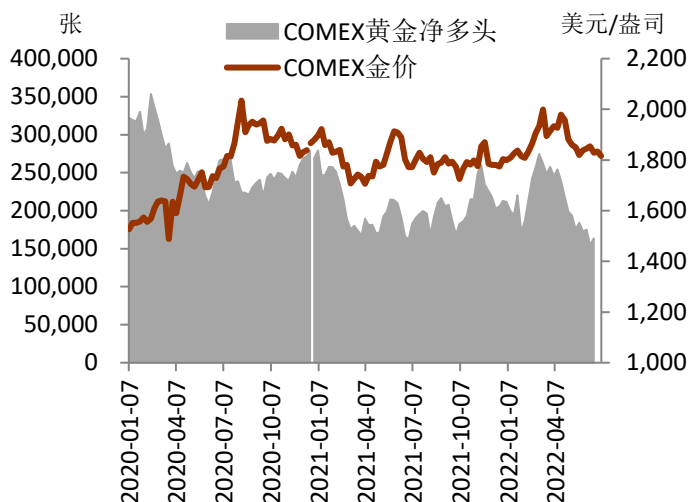
根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2022 年 6 月 28 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 157693 张；而 COMEX 白银期货的非商业性净多单持仓量为 10891 张。近几个月，COMEX 黄金和白银期货的非商业性净多单在持续下降，白银的非商业性净多单下降更多，这也直接导致了二季度银价的跌幅更大。近期黄金和白银期货的非商业性净多单的下落速度放缓有一定止跌的迹象，显示当前投机资金对黄金白银持续看跌意愿不强，可关注后期资金是否流入。

图表 44 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

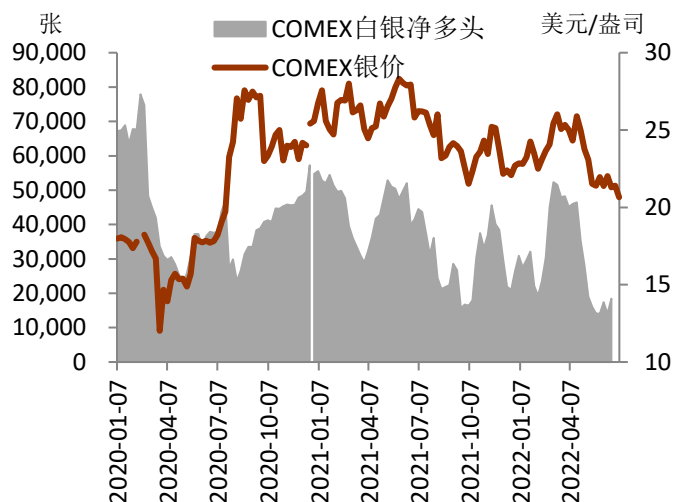
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2022-06-28	268712	111019	157693	-5594
2022-06-21	268119	104832	163287	8689
2022-06-14	266596	111998	154598	-20670
2022-06-07	270356	95088	175268	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2022-06-28	52932	42041	10891	-7528
2022-06-21	54451	36032	18419	4414
2022-06-14	57216	43211	14005	-3399
2022-06-07	54899	37495	17404	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 45 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 46 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：

在美联储持续鹰派加息的背景下，美元指数和美债实际收益率均大幅上涨，压制贵金属价格走势承压下行。进入下半年，我们认为目前市场对美联储积极加息的预期已经打满，当前预期的加息路径可能难以兑现。而美国经济陷入衰退的风险加大，多利因素在逐渐累积，贵金属价格有望从低位反弹。

在经济衰退预期下，工业属性更强的白银的价格走势将会弱于黄金。继续看多金银比价。

我们认为 2022 年第下半年贵金属价格将止跌反弹。预计下半年 COMEX 期金主力合约的主要波动区间在 1750-2000 美元/盎司之间。COMEX 期银主力合约的主要波动区间在 19-23 美元/盎司之间。

投资策略建议：沪金银以逢低做多为主，可做多金银比价

风险因素：美联储紧缩力度超预期

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

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。