

2022年8月4日 星期四



美联储加息预期减弱

金银重启上涨

联系人 李婷
电子邮箱 li.t@jyqh.com.cn
从业资格号 F0297587
投资咨询号 Z0011509

要点

- 最新公布的数据显示美国经济增长动能明显减弱。美联储7月议息会议显露鸽派信号，预期接下来美联储收紧流动性的节奏会有所放缓，美债收益率下行的压力加大。而欧洲央行时隔11个月重启加息尽显鹰派，欧元受到提振压制美元指数也高位回调，美元指数回调提振贵金属价格低位止跌重启上涨。预计接下来美元指数和美债收益率有望持续走低，金银价格会延续上涨趋势。
- 预计未来一个月国际金价的主要波动区间将在1750-1850美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在19-22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“技术性衰退”已来，“实质性衰退”渐近..... | 5 |
| 2、美联储收紧货币节奏将放缓，实际利率可能高位回落..... | 5 |
| 3、欧元区通胀依然上行，欧央时隔 11 年首次开启加息..... | 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..... | 9 |
| 3、期现及跨期价差变化..... | 10 |
| 4、贵金属库存变化..... | 11 |
| 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：..... | 14 |

图表目录

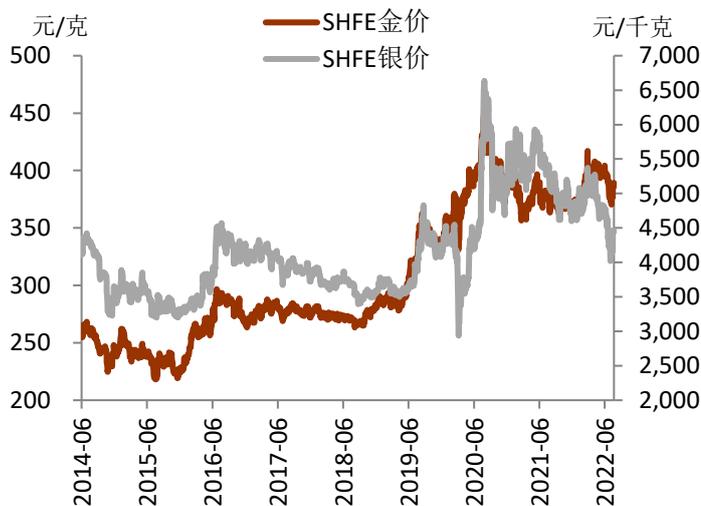
| | |
|--------------------------------|----|
| 图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势 | 4 |
| 图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势 | 4 |
| 图表 3 金价与美元指数走势变化 | 4 |
| 图表 4 金价与美债利率走势变化 | 4 |
| 图表 5 主要经济体 GDP 增速变化 | 7 |
| 图表 6 美欧经济意外指数变化 | 7 |
| 图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化 | 7 |
| 图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化 | 7 |
| 图表 9 美国就业情况变化 | 8 |
| 图表 10 主要经济体 CPI 变化 | 8 |
| 图表 11 美国通胀预期变化 | 8 |
| 图表 12 美元指数与美元非商业性净头寸变化 | 8 |
| 图表 13 COMEX 金银比价变化 | 9 |
| 图表 14 沪期金银比价变化 | 9 |
| 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 | 12 |
| 图表 25 上海期货交易所白银库存变化 | 12 |
| 图表 26 贵金属 ETF 持仓变化 | 12 |
| 图表 27 黄金 ETF 持仓变化 | 13 |
| 图表 28 白银 ETF 持仓变化 | 13 |
| 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 | 14 |
| 图表 31 CFTC 白银净多头持仓变化 | 14 |

一、贵金属行情回顾

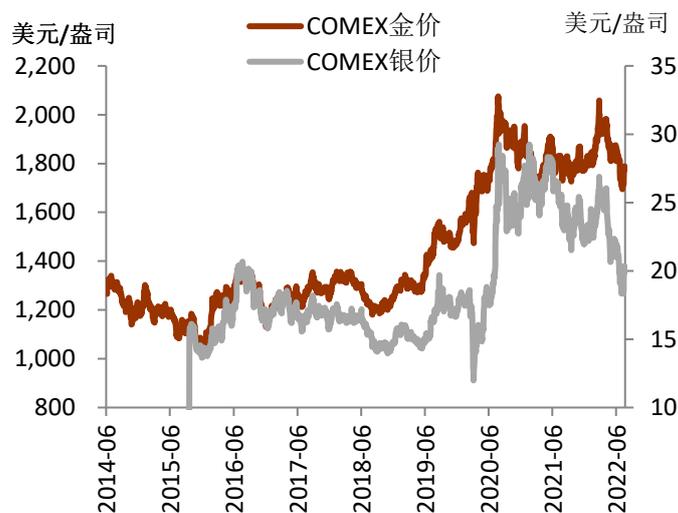
2022年7月，贵金属价格走势先抑后扬。7月上中旬，贵金属价格依然延续之前的下跌趋势，美联储依然维持鹰派，美元指数强势运行压制贵金属价格走势，受经济衰退预期影响，工业属性更强的白银跌幅更大。7月21日，欧元区央行时隔11年重启加息，且加息幅度大于市场预期，美元指数高位回调，贵金属价格从低位反弹，弹性更大的银价，在上涨的过程中表现也明显强于金价。近期维持震荡走势。

人民币兑美元汇率在7月略有贬值，但国内金银价格整体走势依然弱于外盘。7月中旬美元指数高位回调，国内经济仍处于复苏之中，预计人民币兑美元汇率贬值不会持续。

图表1 近5年 SHFE 金银价格走势

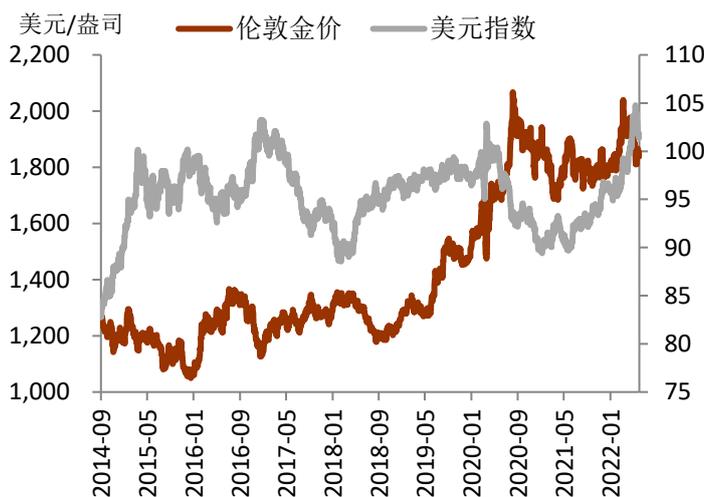


图表2 近5年 COMEX 金银价格走势

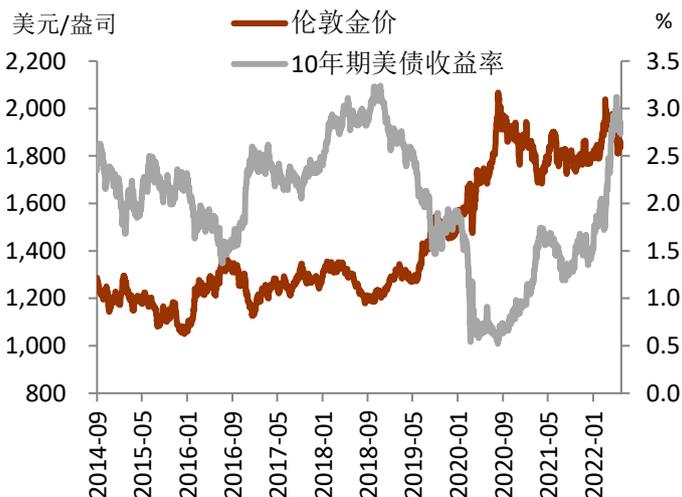


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

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

7月美联储和欧元区央行均召开议息会议。欧央行在7月会议上时隔11年首次开启加息，且加息50BP，幅度高于市场预期。美联储7月议息会议继续加息75BP，并释放鸽派信号，美联储最鹰派的时刻或已过去。整体来看，当前欧美都面临“数据弱、政策紧”的困境。

1、美国经济“技术性衰退”已来，“实质性衰退”渐近

美国第二季度GDP年化环比萎缩0.9%，较一季度的-1.6%有所收窄，但连续两个季度GDP增速为负仍然超市场预期。美国GDP出现连续第二个季度环比负增长，“技术性衰退”已经到来。美国第二季度GDP主要受企业和政府投资以及住宅投资下降拖累，而当季占美国经济总量约70%的个人消费支出也仅增长0.7%，其中商品消费下降1.4%，服务消费增长1.8%。

美国经济增长动能明显减弱。美国7月Markit制造业、服务业、综合PMI均创两年多新低。美国7月Markit制造业PMI初值录得52.3，虽然好于预期的52，但低于6月数值的52.7，创下2020年7月以来最低。7月Markit服务业PMI从6月的52.7跌至47.0，远低于预期的52.7，创下2020年5月以来最低。7月Markit综合PMI初值录得47.5，创下26个月新低。服务业和综合PMI均低于50的荣枯分界线，陷入收缩区间，显示经济情况恶化显著。

就业市场方面，美国劳工部周四公布的数据显示，美国初请失业金人数徘徊于年内高位。截至7月23日当周，美国初次申请失业救济金人数25.6万人，略高于预期的25万人，前值为26.1万人，但依然维持在近8个月高位附近，显示劳动力市场的复苏继续放缓。截至7月16日当周，续请失业救济金人数135.9万人，低于预期的138.6万人，前值为138.4万人。近四周初次申请失业金人数均值升至24.925万人，处在2021年11月以来的最高水平，这一数据表明美国就业市场正在降温。

虽然GDP增速为负并不是定义衰退的唯一指标，还需考虑实际个人收入、非农就业、实际个人消费支出、批发零售和工业生产等数据。但美国经济连续第二个季度萎缩，增加了美国经济陷入全面衰退的可能性。目前美联储的大幅加息已经阻碍了企业投资和住房需求，高通胀削弱了消费者支出，且劳动力市场复苏出现放缓迹象，美国“实质性衰退”渐近。

2、美联储收紧货币节奏将放缓，实际利率可能高位回落

美国6月CPI同比上升9.1%，环比上升1.3%；超出市场预期，再创1981年以来新高。核心CPI同比上升5.9%，环比上升0.7%，较上月有所回落，但超市场预期。能源项、住宅项、食品项仍是美国6月CPI上涨的主要拉动分项。7月通胀数据中几乎所有分项环比增速

都为再次为正，说明当前美国通胀的“传染性”变得更强，美国居民的通胀预期可能再度上升。美国 6 月 PPI 同比上升 11.3%，超出市场预期的 10.7%。6 月核心 PPI 同比升 8.2%，预期 8.1%。美国通胀或将在三季度仍处于磨顶过程，后期整体通胀走势或取决于能源价格。

抑制高通胀是当前美联储货币政策的首要目标，美联储在 7 月议息会上继续将基准利率上调 75BP 至 2.25%至 2.50%区间，符合市场预期，6-7 月累计加息达到 150 BP，幅度为 1980 年代初以来最大。并将按计划在 9 月份开始加速缩表，将缩表规模翻倍至 905 亿美元/月（国债 600 亿美元+抵押贷款支持证券 350 亿美元）。美联储主席鲍威尔称，另一次大幅加息取决于数据：某个时间点放慢加息节奏可能是适宜的；必要时将毫不迟疑地采取更大幅度的行动，加息的速度取决于未来的数据。整体而言，美联储 7 月议息会议且显露鸽派信号，市场预期美联储后期收紧货币的节奏会有所放缓，美债收益率上行的压力会减弱。

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

美国的实际利率可以看作是持有黄金的机会成本。名义利率即美国 10 年期国债收益率，实际利率即美国 10 年期 TIPS 收益率。金价与美国 10 年期 TIPS 收益率呈强负相关。

从名义利率端来看，美联储货币政策最鹰派的时候已经过了，接下来边际减弱的货币紧缩难以支撑美国的名义利率继续走高。且以往的经验表明，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。从通胀预期端来看，全球地缘政治风险加大的背景下，能源价格可能会维持高位震荡，美国的通胀预期韧性较强。所以，预计接下来美国实际收益率会下行，将对贵金属价格形成支撑。

3、欧元区通胀依然上行，欧央时隔 11 年首次开启加息

欧元区二季度 GDP 环比增长 0.7%，同比增长 14.3%，均高于预期。疫情限制措施的放松，和大量财政支持政策，再次刺激了欧元区的经济增长。成员国表现分化，欧盟第一大经济体德国二季度 GDP 环比零增长，法国、西班牙和意大利的 GDP 分别环比增长 0.5%、1.1% 和 1.0%。欧元区经济在第二季度超预期增长，俄罗斯限制欧洲天然气供应的影响尚未全面显现，金融开始环境紧缩，三季度欧元区可能会急剧放缓。欧元区 7 月经济景气程度继续下滑，综合及制造业 PMI 跌破 50 荣枯线。

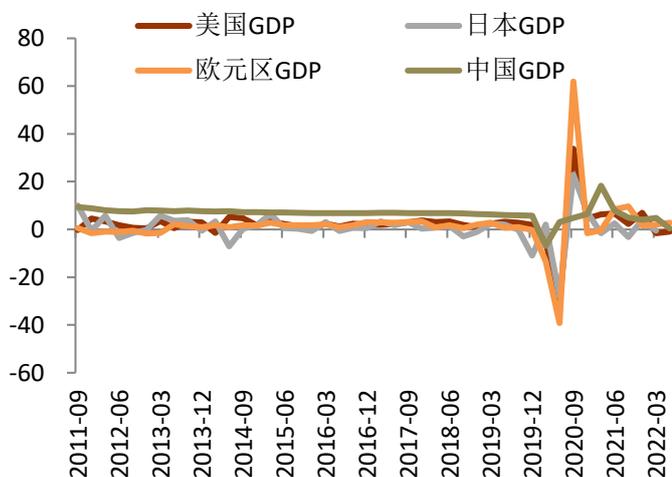
欧元区经济景气度持续下滑。欧元区 PMI 初值数据显示：综合 PMI 由 6 月的 52.0 降至 7 月的 49.4，为 2021 年 3 月以来最低值；制造业 PMI 由 6 月的 52.1 降至 7 月的 49.6，为 2020 年 6 月以来首次跌破荣枯线；服务业 PMI 亦由 6 月的 53.0 跌至 7 月的 50.6。分国家来看，在俄乌冲突的影响下，近几个月来欧元区天然气供应受到限制，德、法等欧元区主要经济体的制造业 PMI 均降至收缩区间，德国 7 月制造业 PMI 降至 49.2。

欧元区 7 月 HICP 初值同比 8.9%，高于预期的 8.6%。当月去除食品和能源等因素的核心通胀涨幅为 4.0%，比上月上升 0.3 个百分点，高于市场预期中值的 3.8%。能源价格仍然

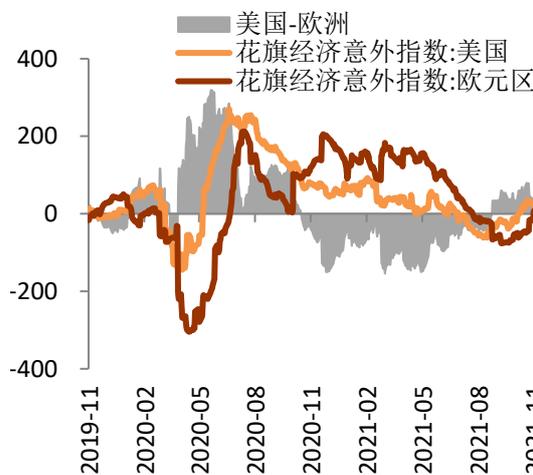
是推动通胀加速上行的主要因素，HICP 能源分项在 6 月份同比增长 42.0%之后，7 月份涨幅为 39.7%。为应对高企的欧洲通胀压力，欧央行在 7 月 21 日的议息会议加息 50BP，并表示在通胀得到有效控制之前，欧央行还会持续加息。欧元区通胀是典型的供给冲击型通胀，这种通胀对经济伤害较需求拉动型通胀更大。考虑到高通胀和加息对经济的抑制，未来欧元区经济将进一步走弱，进入衰退可能难以避免，欧央行的紧缩显得更加窘迫。

根据 IMF 发布最新《世界经济展望报告》，年内连续第三次下调全球经济增速预期，预计今明两年全球经济将分别增长 3.2%和 2.9%，较 4 月份预期分别下调 0.4 和 0.7 个百分点。其中，美国今明两年经济增速被下调 1.4 和 1.3 个百分点至 2.3%和 1%，欧元区被下调 0.2 和 1.1 个百分点至 2.6%和 1.2%。IMF 还再次调高通胀预期，并重申高通胀预计将持续更久。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

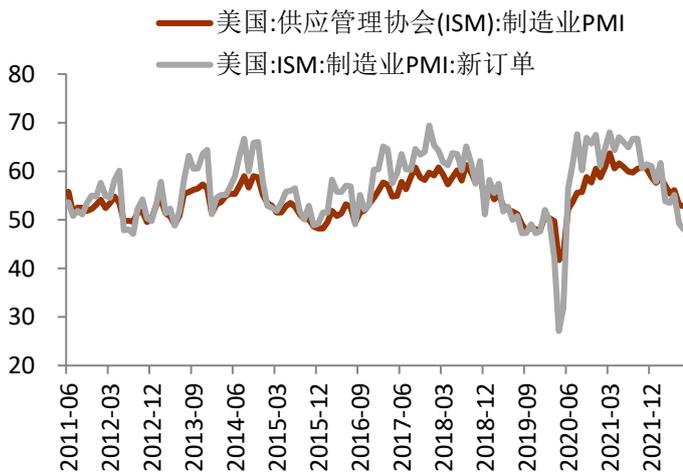


图表 6 美欧经济意外指数变化

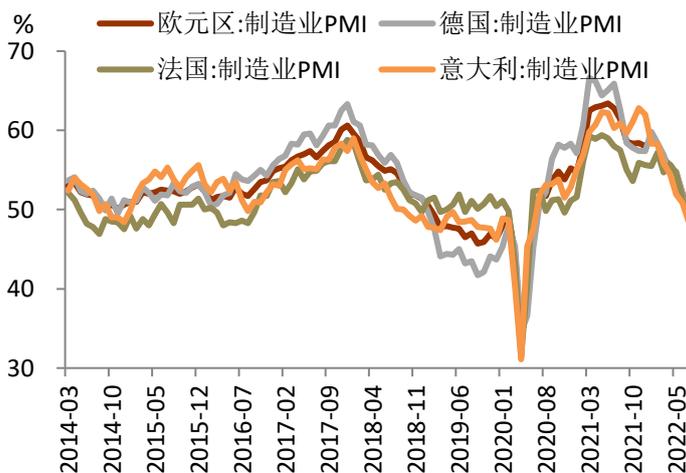


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

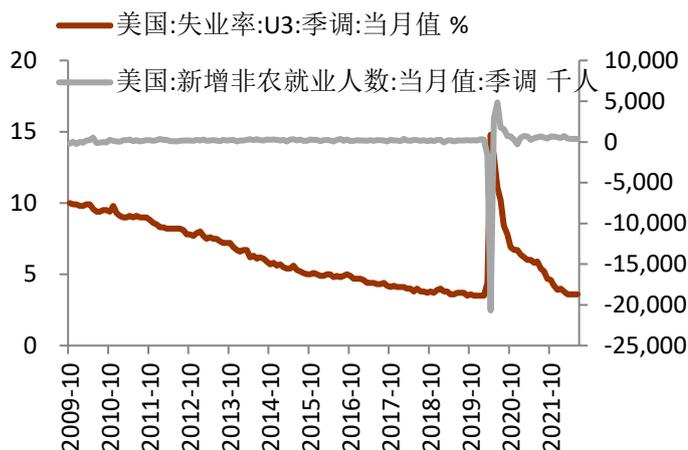


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

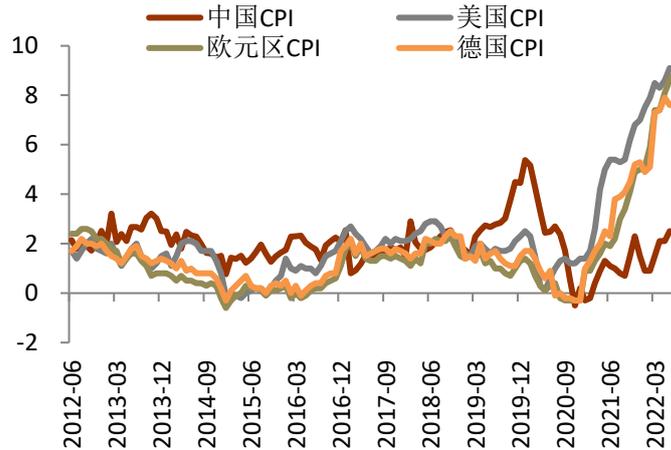


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 9 美国就业情况变化

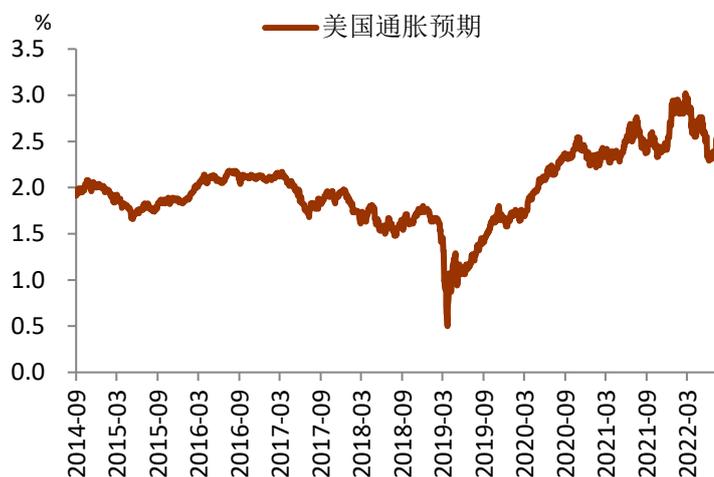


图表 10 主要经济体 CPI 变化

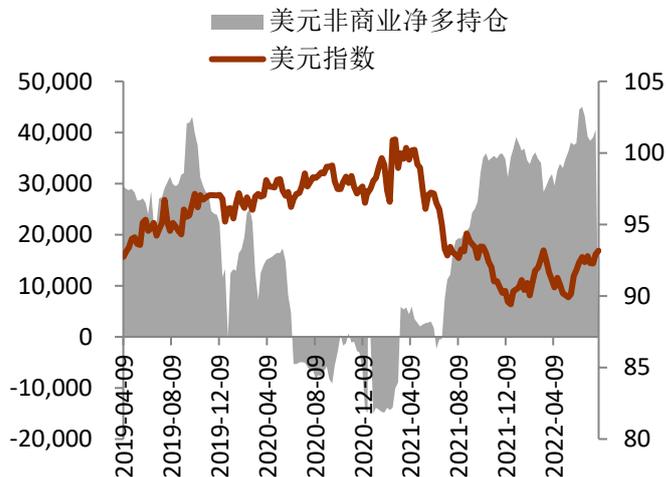


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

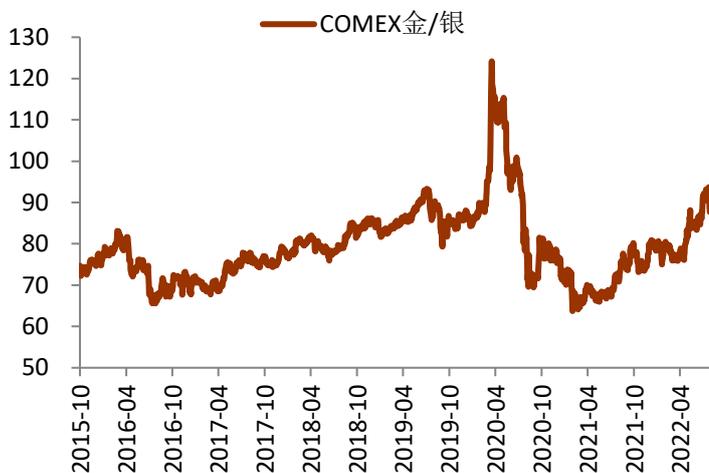
贵金属价格从今年 3 月 9 日开始见顶回调, 因金价走势较银价明显抗跌, 金银比价不断上移。COMEX 金银比价从 3 月的低点 76 持续上涨至 7 月的高点 93 一线。在 7 月 27 日美联储 7 月议息会议落地之后, 金银价格强劲反弹, 前期跌幅更大的白银反弹强劲, 金银比价扭头向下快速回落, 目前运行至 88 一线。

整体来看, 金银价格同涨同跌, 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, 更多受到经济景气度和其他有色金属整体走势的影响。当前市场情绪改善推动有色金属价格普遍反弹, 下半年国内复产复工的推进, 需求端会出现边际修复, 有望

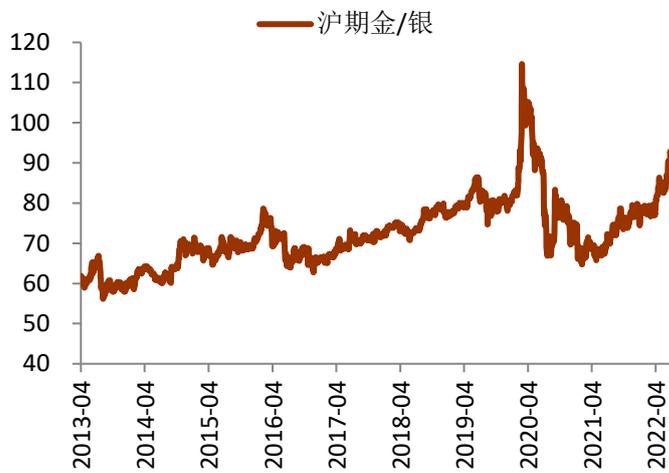
敬请参阅最后一页免责声明

对有色金属的整体价格走势形成一定的支撑。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

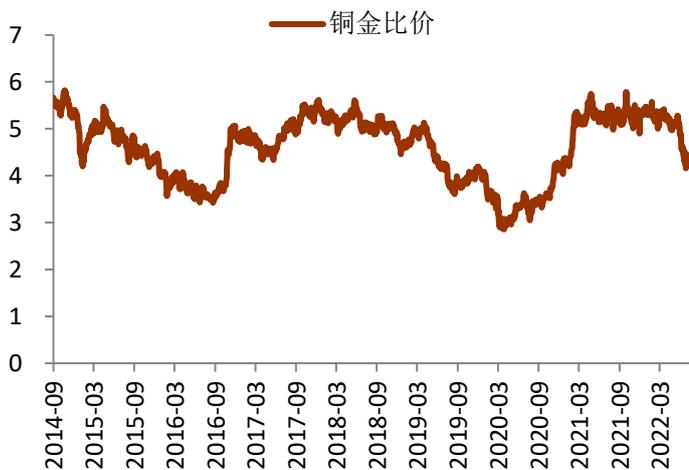


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

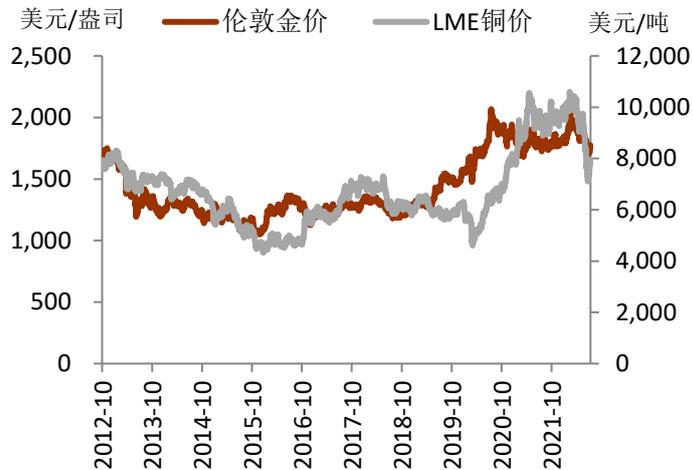
2、铜金比价变化

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。6月中旬至7月中旬，“衰退交易”逻辑主导市场，铜金比价也5上方大幅回调至最低4.16。美联储在7月会议释放鸽派信号后，市场情绪明显改善，近期铜金比价小幅反弹至4.4一线，短期有望持续反弹。考虑到下半年国内外经济复苏前景并不乐观，铜价的上涨空间可能受限，后期铜金比价的上涨空间也会有限。

图表 15 铜金比价变化



图表 16 金价与铜价走势对比



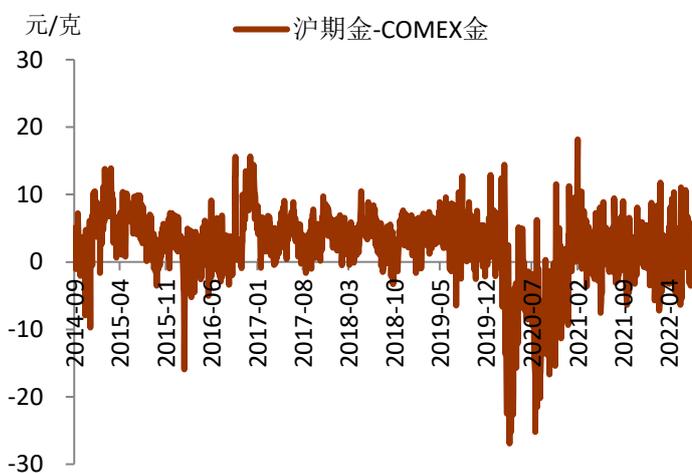
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、期现及跨期价差变化

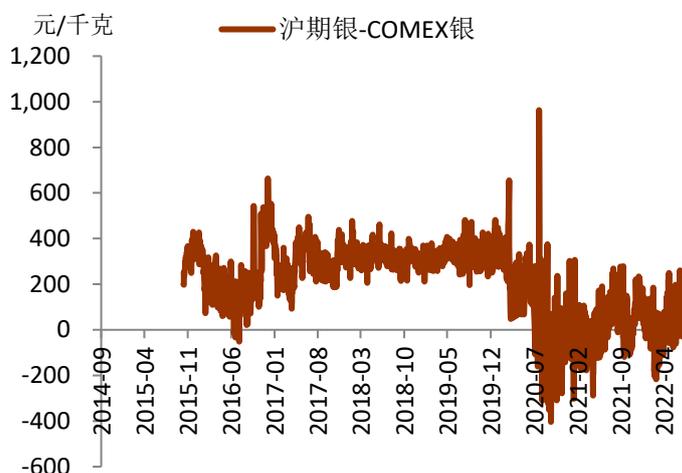
金银内外盘价差受人民币兑美元汇率的影响明显。7月人民币兑美元汇率仅略有贬值，但沪期金与COMEX金银之间的价差并未明显扩大。在当前中美利差持续倒挂，且倒挂会加剧的情况下，人民币汇率贬值压力依然不小，后期内外盘金银价差扩大的可能性较大。

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。7月上期所金银期货的主力合约均移仓换月至2212合约，金融属性强的黄金期货呈天然的Contango结构，使得在期货主力合约换月之际，黄金的期现价差会有所扩大。今年3月份以来，白银期货的主力移仓换月对期现价差的影响越来越弱化。

图表 17 沪期金与 COMEX 金价差变化

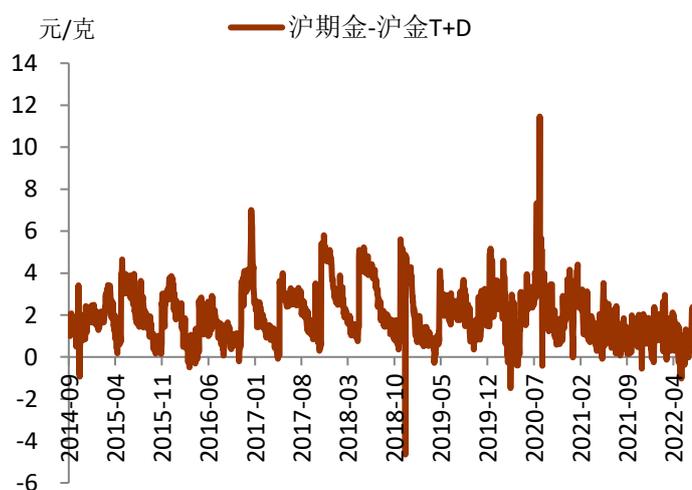


图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化

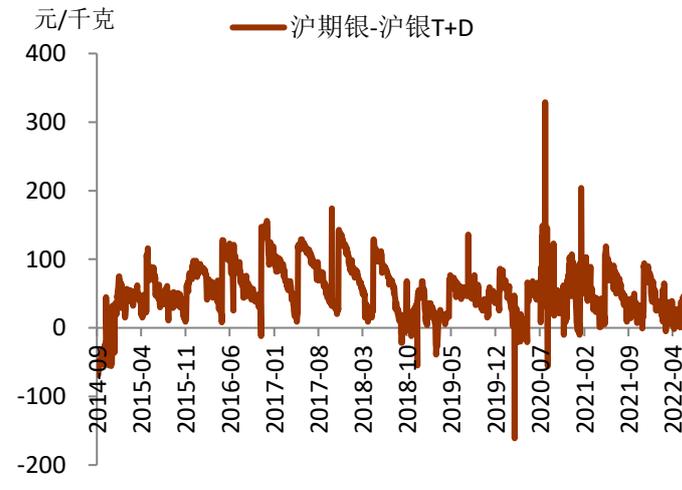


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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。今年 3 月以来，COMEX 黄金期货的库存下降较为明显，白银期货的库存波动不大。截至 2022 年 8 月 3 日，COMEX 黄金期货的库存有 3005 万盎司，合计约 935 吨，比上个月的库存减少 8.9%，比去年同期减少 15%。目前 COMEX 白银库存有约 3.36 亿盎司，合计约 10437 吨，比上个月同期的库存小幅减少 0.53%，比去年同比减少 5.7%。

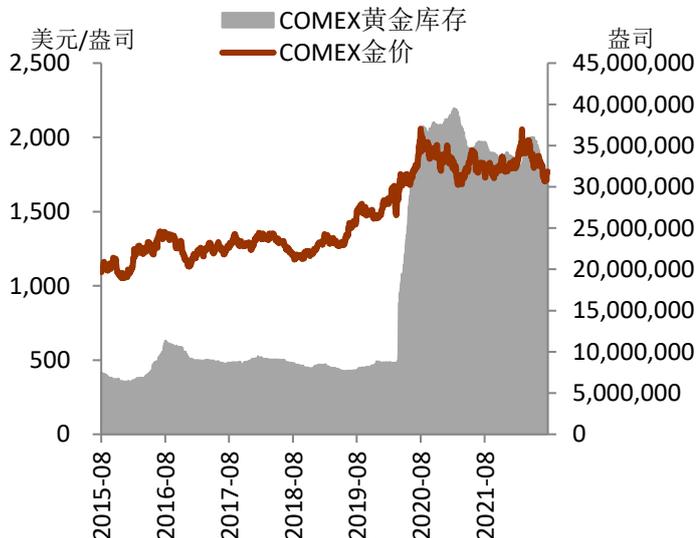
国内两大交易所的白银库存从今年 3 月开始持续下降，主要是上海期货交易所的白银库存下降较快，而上海黄金交易所的白银库存基本维持不变。从 7 月中旬开始，上海黄金交易所的白银库存止跌，上海期货交易所白银库存出现下降。当前国内两大交易所的白银库存共计 4091 吨，比上月下降了 275 吨，比 3 月份的阶段性高点下降 1092 吨。

图表 21 COMEX 贵金属库存变化

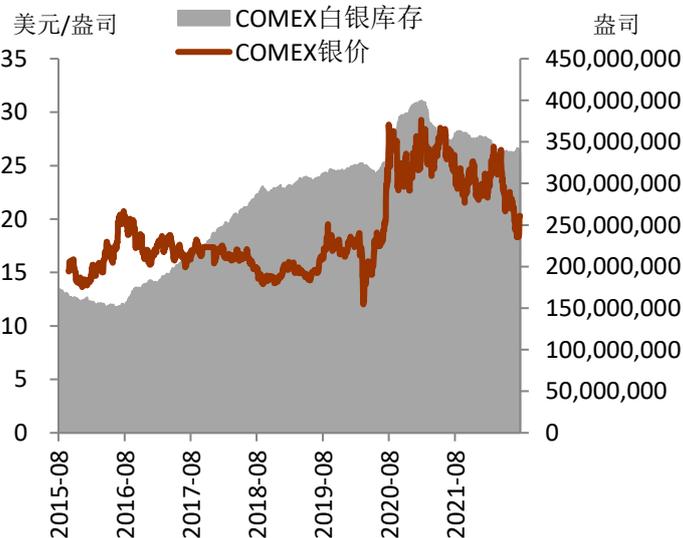
| | 2022/8/3 | 2022/7/2 | 2021/8/2 | 较上月增 减 | 变化率 | 较去年增 减 | 变化率 |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------|-----------|---------|
| 黄金(盎司) | 30049842 | 32989551 | 35353731 | -2939709 | -8.91% | -5303889 | -15.00% |
| 白银(千盎司) | 335549215 | 337321487 | 355822815 | -1772273 | -0.53% | -20273601 | -5.70% |

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。

2022 年第一季度，金银价格延续上涨趋势，黄金白银 ETF 的持仓量也都出现明显的增加。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。7 月 21 日金银价格阶段性见底，近期资金依然在持续流出黄金白银 ETF。截至 2022 年 8 月 3 日，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持金量为 1003 吨，比上个月减少 39 吨。目前全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 15134 吨，比上个月减少了 1682 吨。

图表 26 贵金属 ETF 持仓变化

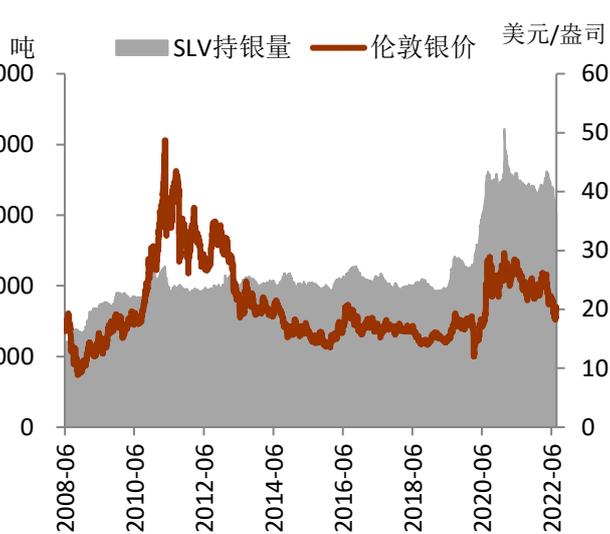
| 单位：吨 | 2022/8/3 | 2022/7/27 | 2022/7/3 | 2021/8/3 | 较上周增 减 | 较上月增 减 | 较去年增 减 |
|------------------|----------|-----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| SPDR 黄金 持仓 | 1002.97 | 1005.29 | 1041.90 | 1027.97 | -2.32 | -38.93 | -25.00 |
| ishares 白银 持仓 | 15136.03 | 15057.77 | 16817.94 | 17202.02 | 78.26 | -1681.91 | -2065.99 |

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的短期价格走势。

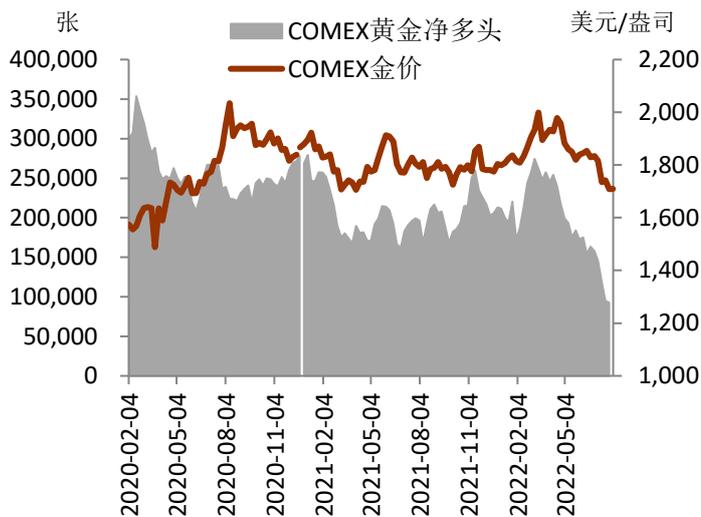
根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2022 年 7 月 26 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 92690 张，COMEX 白银期货已转为持有非商业性净空单 4500 张，为近 3 年来首次出现净空持仓。近一个多月，COMEX 黄金和白银期货的非商业性净多持仓都在持续下降，白银的非商业性持仓下降更加明显，这也助推了前期银价的大幅下挫。

图表 29 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

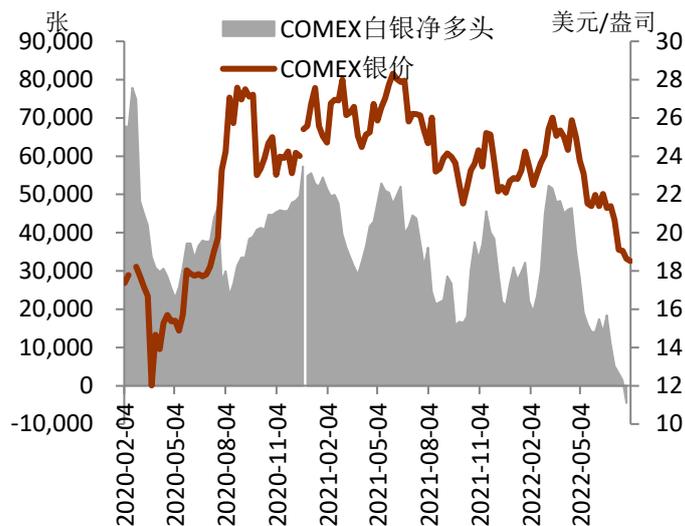
| 黄金期货 | 非商业性多头 | 非商业性空头 | 非商业性净多头 | 比上周变化 |
|------------|--------|--------|---------|--------|
| 2022-07-26 | 241661 | 148971 | 92690 | -2265 |
| 2022-07-19 | 241004 | 146049 | 94955 | -23166 |
| 2022-07-12 | 251126 | 133005 | 118121 | -27539 |
| 2022-07-05 | 267806 | 122146 | 145660 | |
| 白银期货 | 非商业性多头 | 非商业性空头 | 非商业性净多头 | 比上周变化 |
| 2022-07-26 | 54671 | 59171 | -4500 | -5860 |
| 2022-07-19 | 56187 | 54827 | 1360 | -1844 |
| 2022-07-12 | 54744 | 51540 | 3204 | -1935 |
| 2022-07-05 | 54841 | 49702 | 5139 | |

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：

最新公布的数据显示美国经济增长动能明显减弱。美联储7月议息会议显露鸽派信号，预期接下来美联储收紧流动性的节奏会有所放缓，美债收益率下行的压力加大。而欧洲央行时隔11年重启加息尽显鹰派，欧元受到提振压制美元指数也高位回调，美元指数回调提振贵金属价格低位止跌重启上涨。预计接下来美元指数和美债收益率有望持续走低，金银价格会延续上涨趋势。

预计未来一个月国际金价的主要波动区间将在1750-1850美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在19-22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。