



2022年9月5日 星期一

美联储货币紧缩预期边际放缓

金银将低位反弹

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

要点

- 虽然当前欧美都面临“数据弱、政策紧”的困境，但是欧美央行依然坚定以对抗高通胀为当前的首要任务。市场情绪随着美国经济数据的变化，及美联储官员的表态，在“衰退预期”与“紧缩预期”之间切换。最新公布的美国8月非农就业报告显示失业率上涨，使得市场对美国继续鹰派加息的预期有所减弱。虽然目前美联储不会改变货币紧缩的方向，但短期市场对于美国流动性收紧的恐慌情绪会有所缓和，预计金银价格有望低位反弹。
- 预计未来一个月国际金价的主要波动区间将在1700-1830美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在17.5-19.5美元/盎司之间。
- 风险因素：美国经济数据好于预期，美联储鹰派程度超预期

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、美国经济增长动能持续减弱，就业市场仍保持韧性	5
2、美国通胀数据现见顶迹象，实际利率可能高位回落	5
3、经济下行风险难阻欧洲央行加息步伐	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

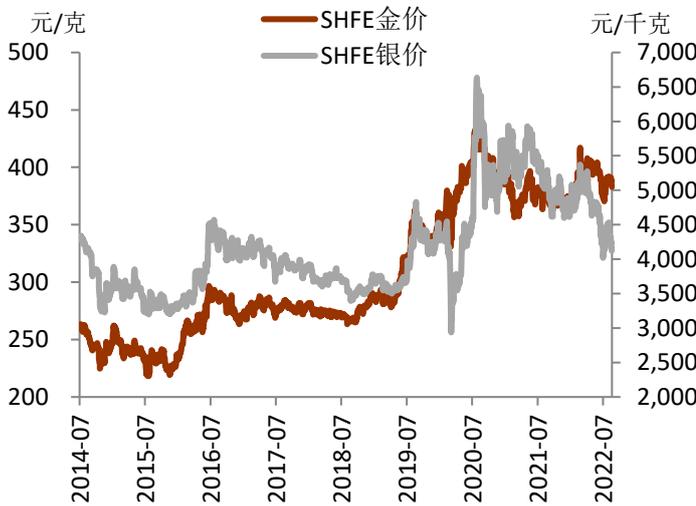
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	4
图表 4 金价与美债利率走势变化	4
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化	7
图表 6 美欧经济意外指数变化	7
图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	7
图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化	7
图表 9 美国就业情况变化	8
图表 10 主要经济体 CPI 变化	8
图表 11 美国通胀预期变化	8
图表 12 美元指数与美元非商业性净头寸变化	8
图表 13 COMEX 金银比价变化	9
图表 14 沪期金银比价变化	9
图表 15 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

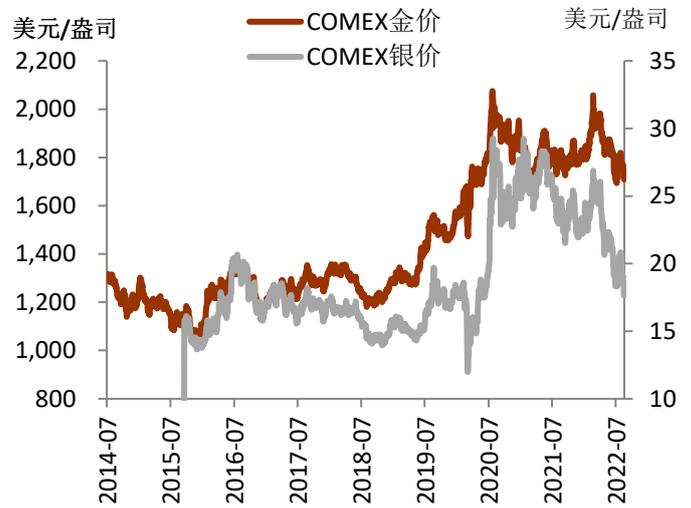
2022年8月，贵金属价格走势先扬后抑。8月上旬，市场继续消化美国经济走弱下美联储将放缓加息节奏的预期，贵金属价格延续反弹。8月中起，美联储官员又纷纷发表鹰派言论，市场对于美联储激进加息的预期再度抬升，美元指数和美债收益率持续走强，压制贵金属价格承压下行。COMEX期金主力合约再度下探1700美元/盎司的整数关口，COMEX期银主力合约则跌破上月18美元/盎司的低点。金价走势明显比银价抗跌。

人民币兑美元汇率8月15日央行宣布下调MLF利率10个基点当天开始大幅贬值。美中利差扩大，叠加美元指数持续走强，加剧了人民币兑美元汇率贬值的趋势。8月国内金银价格走势都强于外盘。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

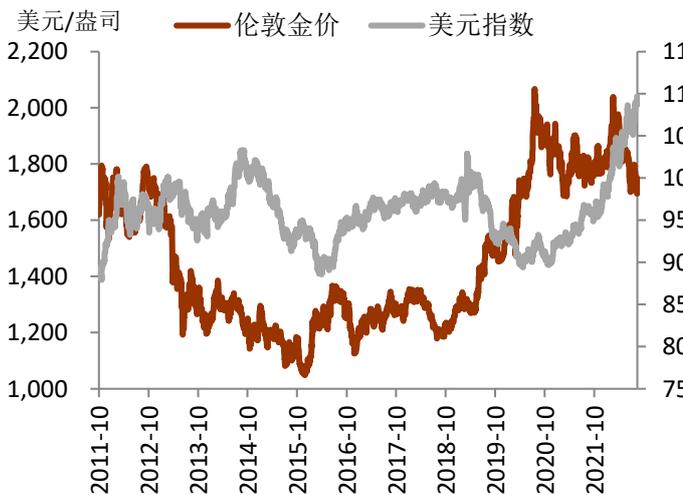


图表2 近5年COMEX金银价格走势

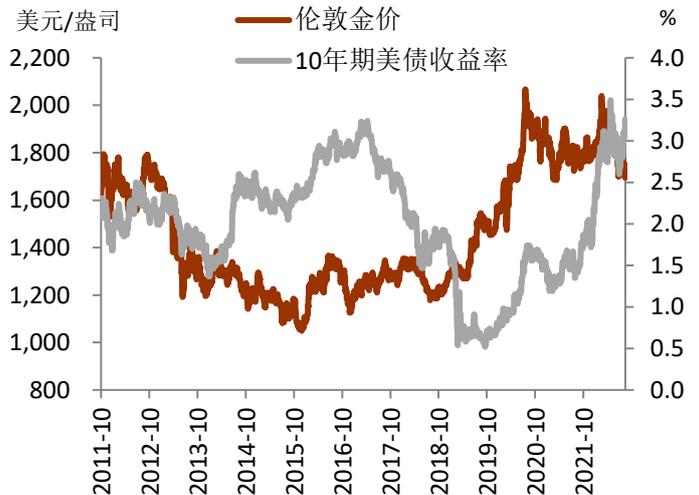


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

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

二、贵金属价格影响因素分析

虽然美欧经济数据都出现边际走弱，但面临高通胀的压力，美欧央行均表达了“通胀不退、加息不止”的坚定态度。市场对货币紧缩的预期再度抬升，贵金属继续承压下行。

1、美国经济增长动能持续减弱，就业市场仍保持韧性

美国第二季度实际 GDP 修正值折合年率萎缩 0.6%，好于市场预期的萎缩 0.8%以及初值萎缩 0.9%。虽然美国 GDP 已连续两个季度下降，符合技术衰退的标准定义，但就业、消费等更广泛的经济活动指标表现尚可，显示当前美国经济并未进入实质性衰退，而是经济增长缓慢。但美国经济增长动能在持续减弱。美国 8 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 51.3，服务业 PMI 初值录得 44.1，综合 PMI 初值录得 45，连续第二个月萎缩，为 2020 年 5 月以来最低。其中，服务业、综合 PMI 连续第二个月陷入收缩区间，经济恶化显著。8 月份的 PMI 数据表明，受加息及强劲通胀压力影响，需求已受到一定的抑制，经济面临的风险在增加。

就业市场方面，美国 8 月新增非农就业 31.5 万人，高于预期值 30 万人，但大幅低于前值 52.8 万人和去年同期值 51.7 万人，且为今年以来最低；失业率 3.7%，高于前值和预期值 3.5%，为 7 个月以来首次上升；劳动参与率 62.4%，高于前值 62.1%和预期值 62.2%，为疫情以来最高。平均时薪方面，同比 5.2%，与前值持平，略低于预期 5.3%；环比 0.3%，低于前值 0.5%和预期 0.4%，但略高于疫情前均值 0.2%。8 月美国新增非农超预期，但显著低于前值和季节性水平、并创年内最低，失业率 7 个月以来首次上升，但劳动参与率创疫情以来最高。总体看，虽然 8 月失业率上升就业数据不及预期，但整体来看，当前美国劳动力市场供需关系依然紧张，短期内美国就业韧性仍会处于偏强的状态。

再度上升的失业率令市场对于美联储快速加息的担忧有所降温，但预期 9 月加息 75BP 仍是主流。目前就业市场整体仍然较为紧张，短时间内大幅降温的可能性不高。尽管当前美国经济增速有所回落，但就业仍强，消费仍有韧性，美联储当前的核心矛盾仍是高通胀。

2、美国通胀数据现见顶迹象，实际利率可能高位回落

7 月美国的通胀数据超预期回落。美国 7 月 CPI 同比增长 8.5%，较 6 月收窄 0.6 个百分点，CPI 环比持平，创 2020 年 5 月以来新低。美国 7 月的核心通胀数据环比上涨 0.3%，比 6 月份的数据下降 0.4%，7 月的核心通胀数据同比上涨 5.9%，与 6 月数据持平。能源价格的下跌是美国 7 月通胀数据回落的主要原因。7 月汽油价格同比下降了 7.7%，是自 2020 年 4 月以来的最大跌幅，抵消了食品和住房价格的增长。美国 7 月 PCE 和核心 PCE 物价指数增幅均放缓，通胀见顶的预期进一步巩固。不过，在通胀率仍处于 40 年来历史高位，且 8 月的非农就业报告显示工资依然在上涨，数据暂时回落并不会改变美联储持续激进加息的

路径。

抑制高通胀是当前美联储货币政策的首要目标。在备受关注的杰克逊霍尔央行年会上，鲍威尔发表了鹰派讲话：表示美联储当前的首要任务是将通胀降至 2% 目标，将强有力运用工具来使供需达到更好的平衡，进而降低通胀。并表示 9 月加息幅度取决于整体数据，不急于降息，警告加息令经济痛苦。在 8 月通胀数据公布之前，美联储的货币政策操作仍存在一定不确定性。

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，今年 10 年期美债收益率的高点 3.49% 是出现在 5 月份，即在美联储大幅加息 75 个基点，且宣布缩表加速提量之后。可以说，美联储货币政策最鹰派的时候已经过了。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。预计接下来边际减弱的货币紧缩难以支撑美国的名义利率再创新高。从通胀预期端来看，全球地缘政治风险加大的背景下，欧洲能源危机持久化，能源价格可能会维持高位震荡，而劳动力工资的持续上涨，将使得美国高通胀预期韧性较强。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、经济下行风险难阻欧洲央行加息步伐

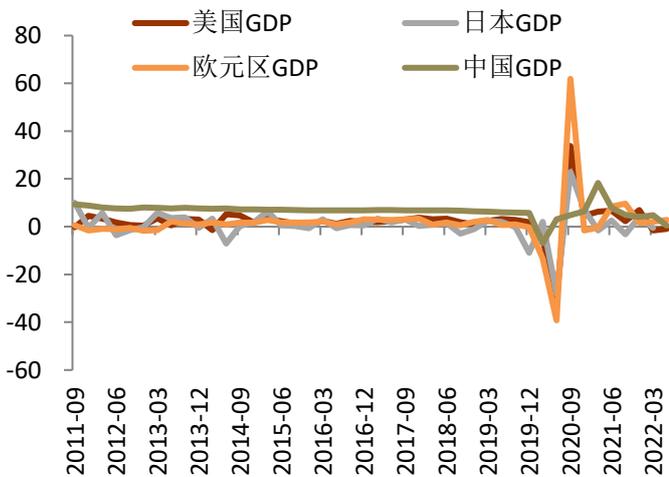
欧元区第二季度 GDP 修正值同比升 3.9%，环比升 0.6%，均较初值下修 0.1 个百分点。欧元区第二季度季调后就业人数环比升 0.3%，同比升 2.4%，略低于预期。在能源危机影响下欧元区经济下行风险加剧，德法两大经济体均陷入萎缩。欧元区 8 月制造业 PMI 初值录得 49.7，创 26 个月新低；服务业 PMI 初值录得 50.2，创 17 个月新低；综合 PMI 初值录得 49.2，创 18 个月新低。“欧洲经济火车头”德国 8 月综合 PMI 初值录得 47.6，创 26 个月新低；服务业 PMI 初值录得 48.2，创 18 个月新低；制造业 PMI 初值录得 49.8，创 2 个月新高。法国 8 月份综合 PMI 初值录得 49.8，低于 7 月份的 51.7；服务业 PMI 初值录得 48.2，创 16 个月新低；制造业 PMI 初值录得 49，创 18 个月低点。

高通胀依然是当前欧元区经济面临的最主要风险。欧元区 7 月份 HICP 同比上升 8.9%，续创历史新高，高于预期的 8.7% 以及前值 8.6%；HICP 环比上升 0.1%，高于预期的负 0.1%，低于前值 0.8%。剔除波动较大的食品和能源价格，欧元区 7 月份核心 HICP 同比上升 4%，高于预期的 3.9% 以及前值 3.7%。7 月份，欧元区能源价格同比上涨 39.7%，是推升当月通胀的主因。分国别来看，欧盟主要经济体德国 7 月通胀率为 8.5%，法国为 6.8%，意大利为 8.4%，西班牙为 10.8%。由于能源危机持续，即使以德国为代表的欧元区成员国动用财政补贴打压能源消费和服务价格，但这些行政手段或难以从根本上遏制通胀。预计未来几个月

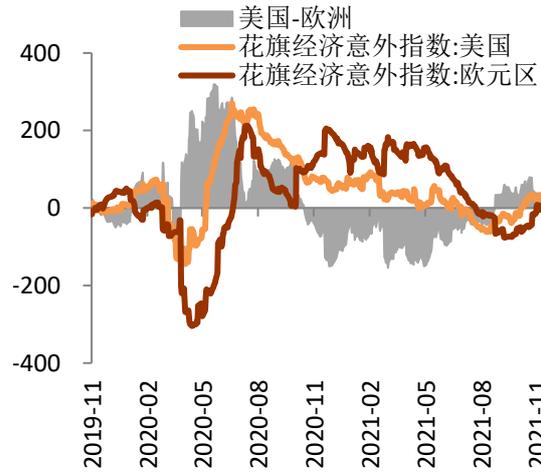
欧元区 HICP 同比或仍将上涨，年内或难明显回落。

欧洲央行公布 7 月份政策会议纪要显示，持续的高通胀提高了长期通胀预期无法控制的风险，中期通胀风险也有所增加，成员们一致认为，在货币政策正常化的道路上采取进一步措施是适当的。7 月会议决定加息 50 个基点，应被视为将收紧政策前置。当前市场普遍预期欧洲央行将在 9 月 10 日的议息会议上加息 75 个基点。欧元区的经济状况和通胀情况都差于美国，加息对经济的抑制会更加明显，冬季能源危机可能恶化，加剧欧元区经济衰退风险。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

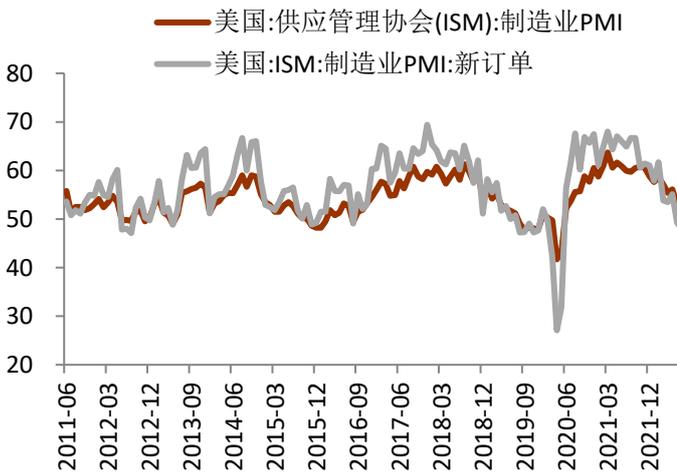


图表 6 美欧经济意外指数变化

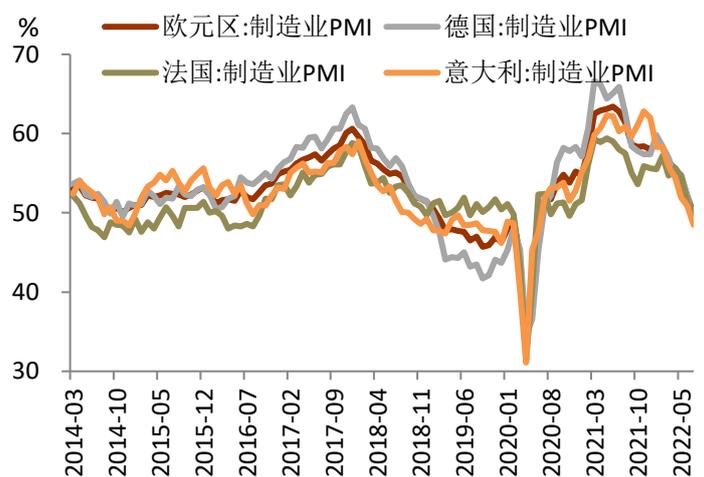


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

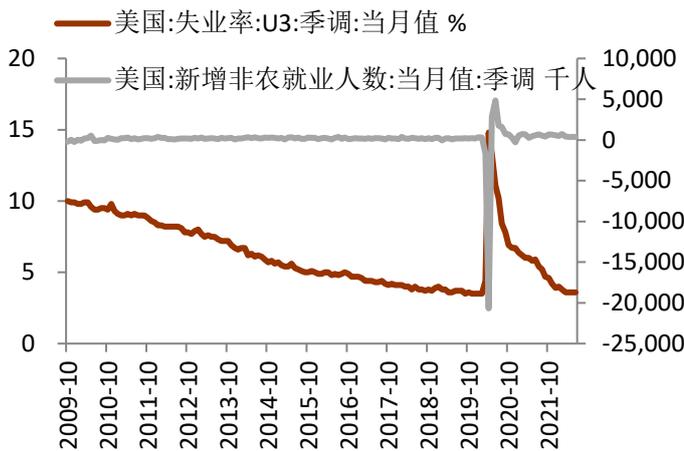


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

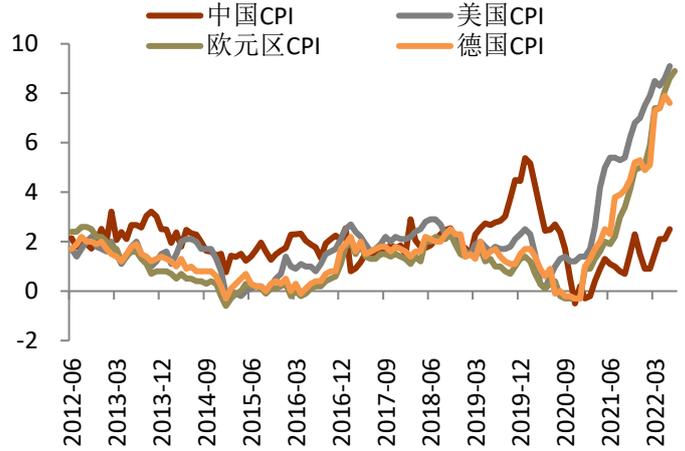


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 9 美国就业情况变化

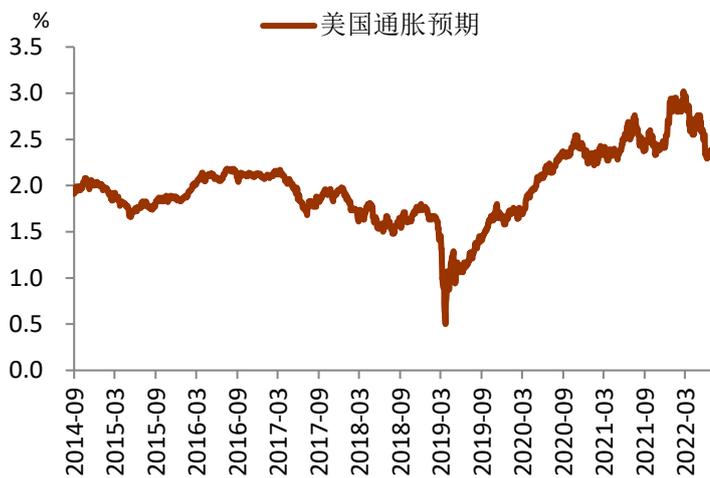


图表 10 主要经济体 CPI 变化

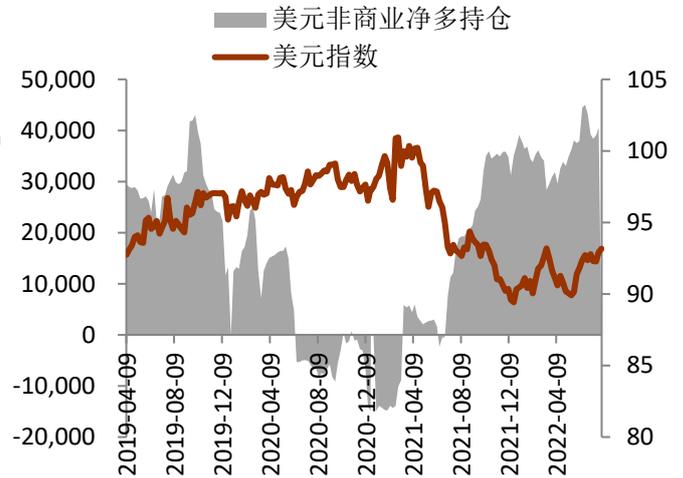


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

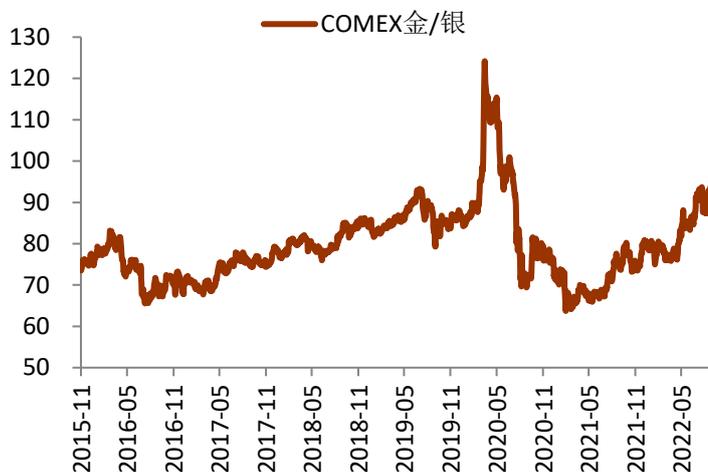
贵金属价格在今年 3 月 9 日开始见顶回调, 因金价走势较银价明显抗跌, 金银比价不断上移。COMEX 金银比价从 3 月的低点 76 持续上涨至 7 月的高点 93 一线, 在短暂回调之后, 金银比价在 8 月份继续走高, 并再创前高至 96 一线。

于以往不同的是, 在 8 月这波金银价格下跌的趋势中, 国内银价走势远比外盘银价抗跌, 沪金银比价仅上涨至 93 一线, 当前并未超过上月的高点。究其原因, 一方面, 国内银价在经过前期的大幅下跌之后, 当前持续下跌的动力不强, 另一方面, 国内光伏产业爆发式发展对银浆的需求增加也提振了国内白银的需求。

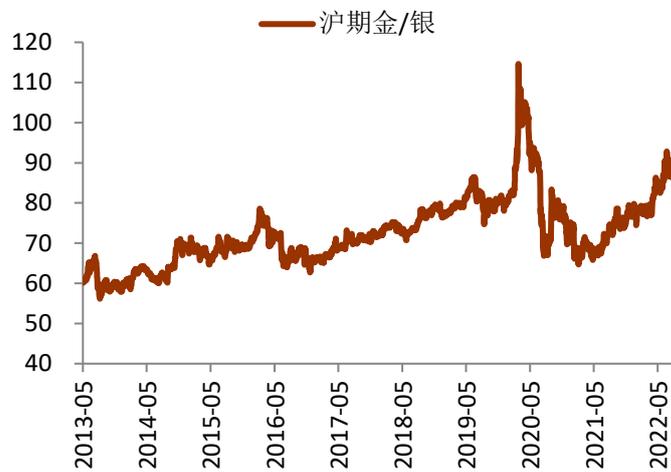
敬请参阅最后一页免责声明

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。虽然 8 月国内银价较外盘抗跌，但金价整体走势明显强于银价，所以金银比价的重心依然在上移。预计接下来金价走势会强于银价，金银比价会继续上涨。

图表 13 COMEX 金银比价变化



图表 14 沪期金银比价变化



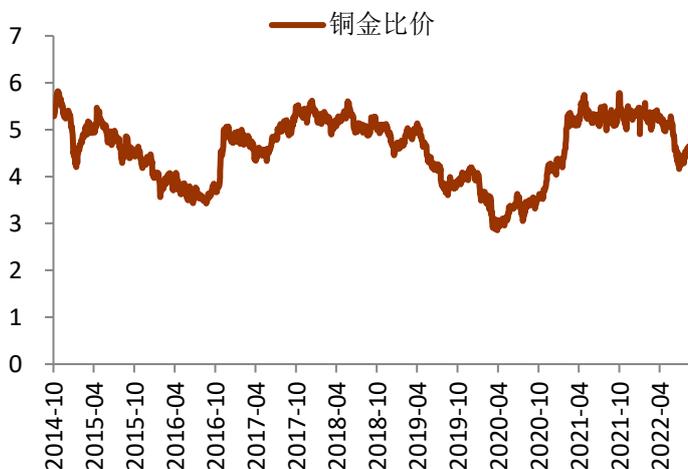
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、铜金比价变化

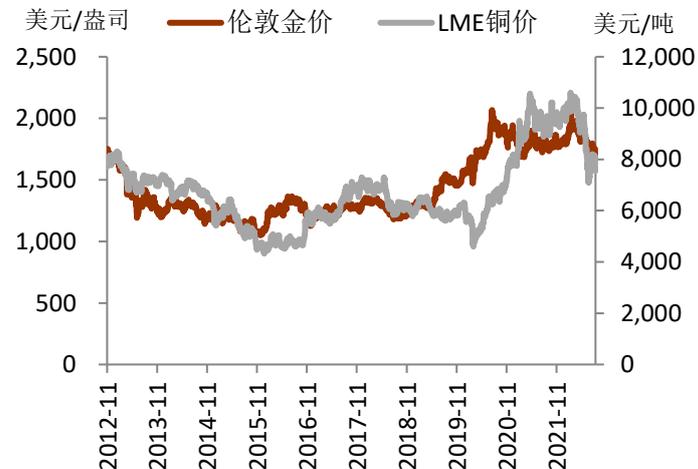
铜的需求弹性显著强于黄金，铜金比价的变化可以代表市场上投资者的风险偏好。而投资者的风险偏好，随着美联储持续激进加息预期的强弱变化而频繁切换和摇摆。8 月金价走势先于铜价下跌，铜价走势整体强于金价，铜金比价从 4.3 上涨至 4.6。目前小幅回调至 4.4 一线。

考虑到下半年国内外经济复苏前景并不乐观，铜价的走势可能会承压，后期铜金比价大概率会回落。

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

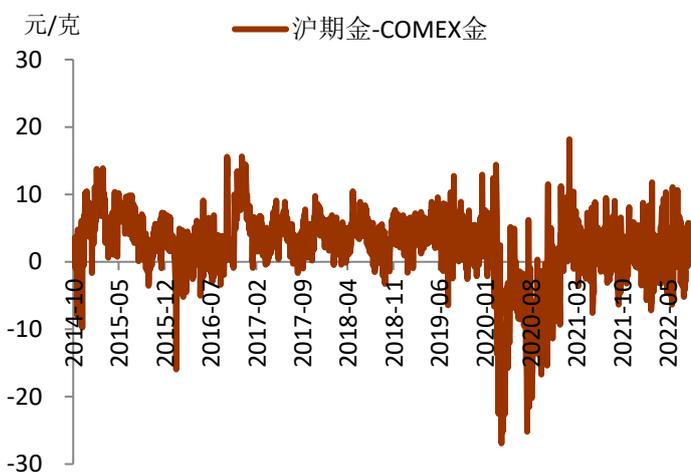
敬请参阅最后一页免责声明

3、期现及跨期价差变化

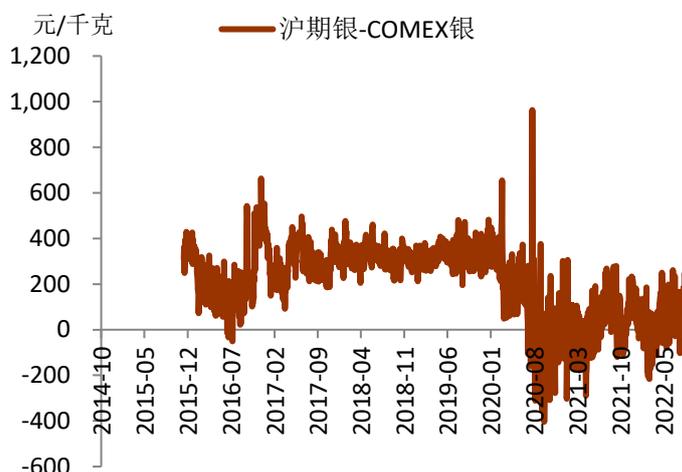
从历史规律来看，金银内外盘价差受人民币兑美元汇率的影响较为明显。8月15日，自央行宣布下调MLF利率10个基点后，人民币兑美元汇率就开启新一轮贬值，目前贬值幅度已达2.7%。但近期沪期金与COMEX金银之间的价差并未明显扩大，显示汇率对国内贵金属价格的影响有所弱化，特别是国内银价的独立性较强。在当前中美利差持续倒挂，且倒挂会加剧的情况下，后期人民币汇率贬值压力依然不小，不排除后期内外盘金银价差扩大的可能性。

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。在7月上期所金银期货的主力合约均移仓换月至2212合约后，8月黄金的期现价差明显缩小。但今年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

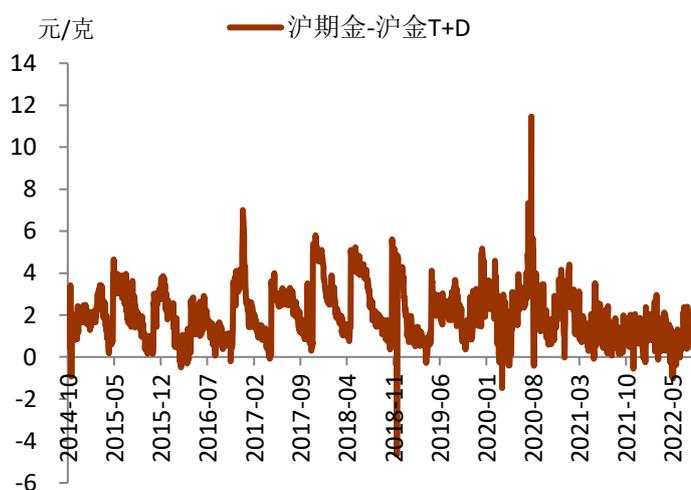


图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化

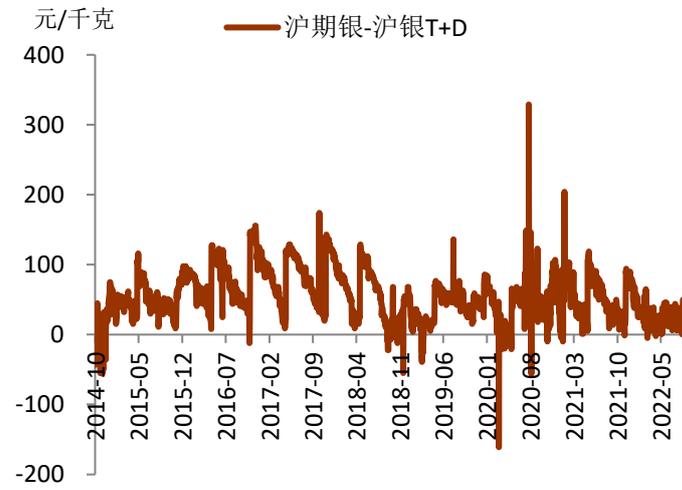


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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 9 月 1 日，COMEX 黄金期货的库存有 2777 万盎司，合计约 864 吨，比上个月的库存减少 8.17%，比去年同期减少 18.68%。COMEX 白银库存有约 3.26 亿盎司，合计约 10160 吨，比上个月同期的库存小幅减少 3%，比去年同比减少 9.94%。

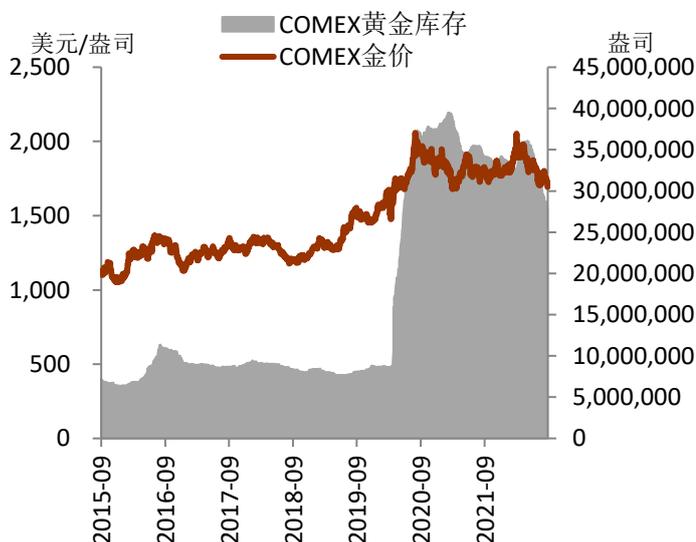
国内两大交易所的白银库存从今年 3 月开始持续下降，主要是上海期货交易所的白银库存下降较快。8 月国内两大交易所的白银库存有增有减，变化不大。当前国内两大交易所的白银库存共计 3935 吨，比上月小幅下降了 56 吨。

图表 21 COMEX 贵金属库存变化

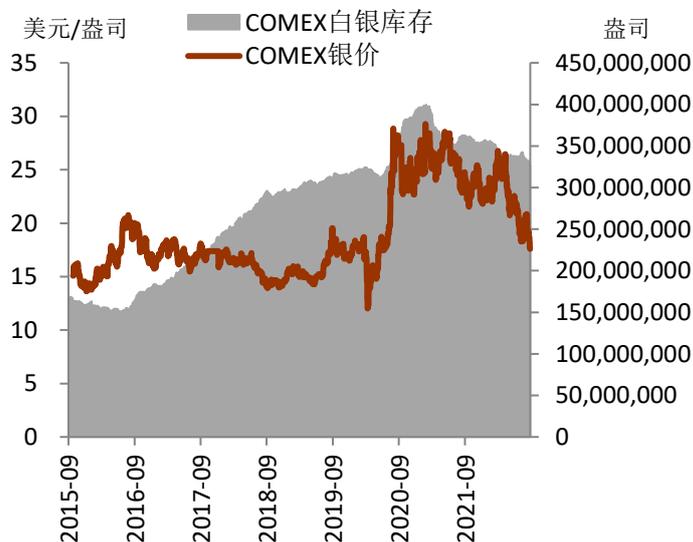
	2022/9/1	2022/8/1	2021/9/1	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	27771187	30242260	34152535	-2471073	-8.17%	-6381348	-18.68%
白银(千盎司)	326647796	336773760	362706289	-10125965	-3.01%	-36058493	-9.94%

资料来源：iFinD，Bloomberg、铜冠金源期货

图表 22 COMEX 黄金库存变化

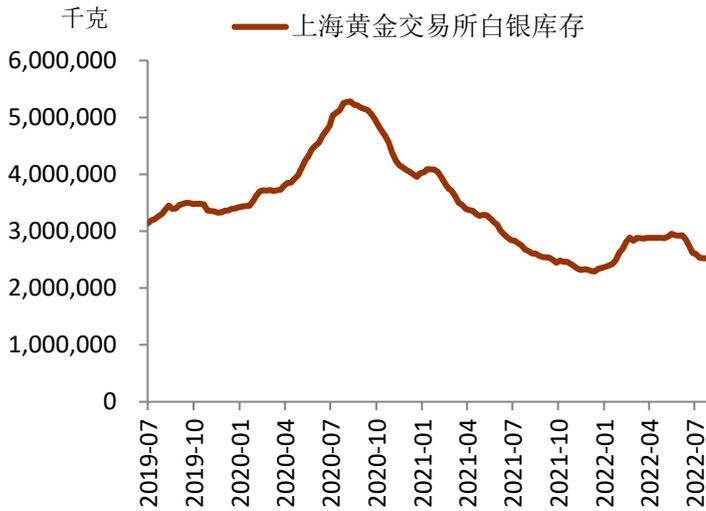


图表 23 COMEX 白银库存变化



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。

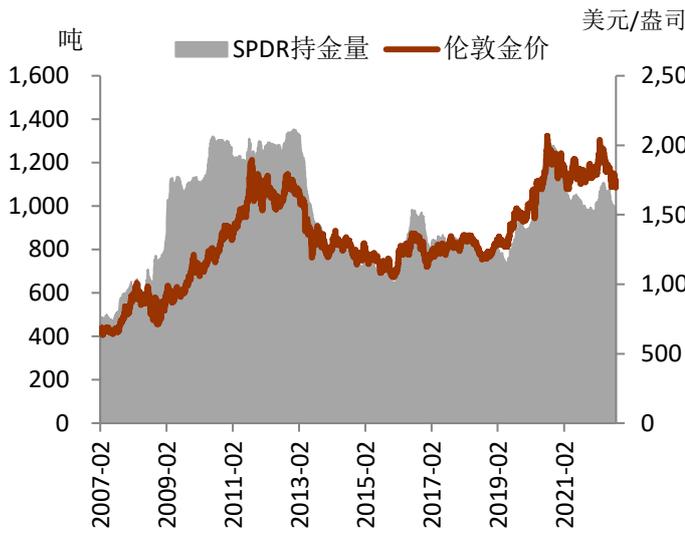
2022 年第一季度，金银价格延续上涨趋势，黄金白银 ETF 的持仓量也都出现明显的增加。金银价格从 3 月 9 日开始见顶回调，资金直到 4 月中下旬才开始流出持续黄金白银 ETF。近几个月资金依然在持续流出黄金白银 ETF。截至 2022 年 9 月 1 日，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持金量以下降至 1000 吨以下，为 973 吨，比上个月减少 30 吨。目前全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 14530 吨，比上个月减少了 606 吨。

图表 26 贵金属 ETF 持仓变化

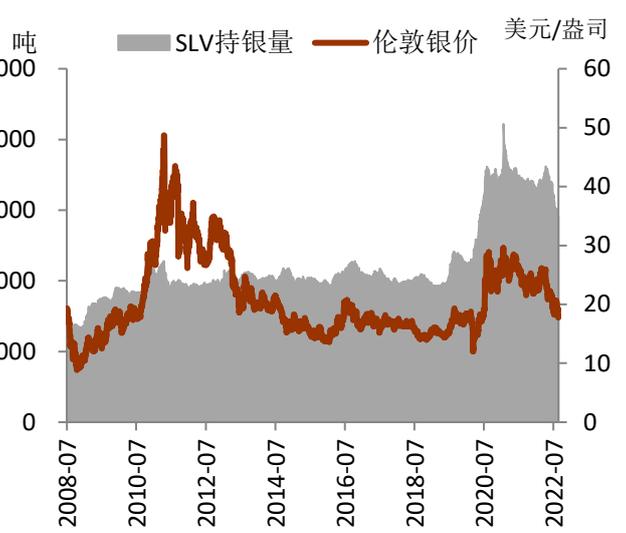
单位：吨	2022/9/1	2022/8/25	2022/8/1	2021/9/1	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	973.37	984.38	1002.97	998.52	-11.01	-29.60	-25.15
ishares 白银 持仓	14529.68	14622.85	15136.03	17103.92	-93.17	-606.35	-2574.24

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。

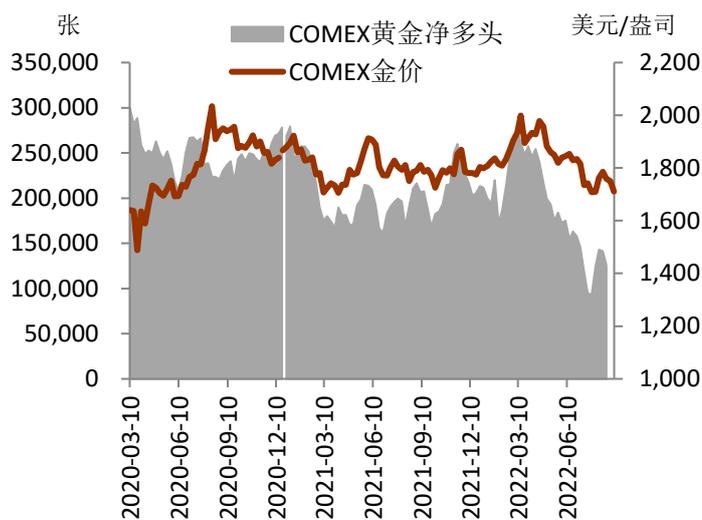
根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2022 年 8 月 30 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 117734 张；COMEX 白银期货为持有非商业性净空单 8271 张，净空持仓再度增加。近一个月，COMEX 黄金和白银期货的非商业性净多持仓都在持续下降。

图表 29 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

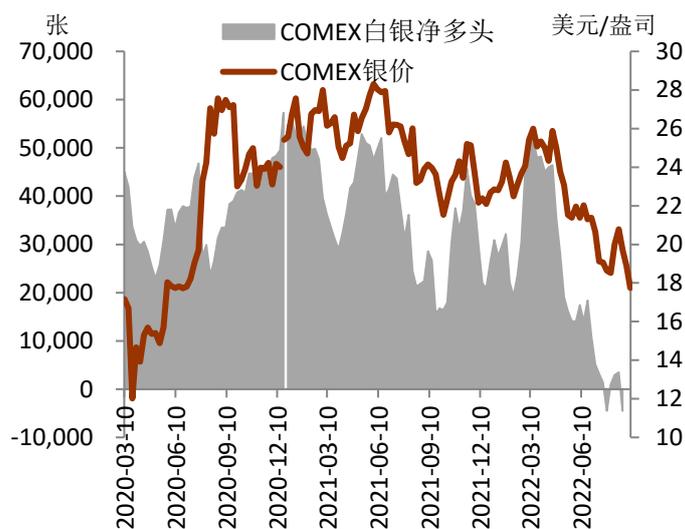
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2022-08-30	235314	117580	117734	-8113
2022-08-23	237427	111580	125847	-15317
2022-08-16	238196	97032	141164	-1687
2022-08-09	242906	100055	142851	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2022-08-30	49468	57739	-8271	-3771
2022-08-23	49151	53651	-4500	-8008
2022-08-16	47851	44343	3508	629
2022-08-09	48864	45985	2879	

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：

虽然当前欧美都面临“数据弱、政策紧”的困境，但是欧美央行依然坚定以对抗高通胀为当前的首要任务。市场情绪随着美国经济数据的变化，及美联储官员的表态，在“衰退预期”与“紧缩预期”之间切换。最新公布的美国 8 月非农就业报告显示失业率上涨，使得市场对美国继续鹰派加息的预期有所减弱。虽然目前美联储不会改变货币紧缩的方向，但短期市场对于美国流动性收紧的恐慌情绪会有所缓和，预计金银价格有望低位反弹。

预计未来一个月国际金价的主要波动区间将在 1700-1830 美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在 17.5-19.5 美元/盎司之间。

风险因素：美国经济数据好于预期，美联储鹰派程度超预期

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。