



2022年10月12日 星期三

衰退预期增强、地缘政治冲突升级

金银易涨难跌

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

- 随着加息的深入，主要经济体的经济数据都显著走弱，经济衰退风险进一步抬升，全球央行开始重视激进加息带来的金融风险。虽然年底之前，美联储货币紧缩的方向不会改变，但当前市场对于以美联储后续持续激进加息的预期有所缓和。市场的交易逻辑有望从“紧缩预期”切换至“衰退预期”。前期承压的贵金属价格可能会迎来反弹。另外，俄乌局势再度恶化，地缘政治因素也将支撑贵金属价格。
- 预计四季度金银价格将震荡上行，国际金价的主要波动区间将在1650-1830美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在18-23美元/盎司之间。
- 风险因素：美联储鹰派程度持续超预期

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、美国就业市场仍保持韧性，经济增长动能持续减弱.....	5
2、美国通胀粘性较强，实际利率上行空间有限.....	6
3、通胀持续飙升，经济衰退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.....	9
1、金银比价变化.....	9
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.....	13
6、CFTC 持仓变化.....	13
四、行情展望及操作策略：.....	14

图表目录

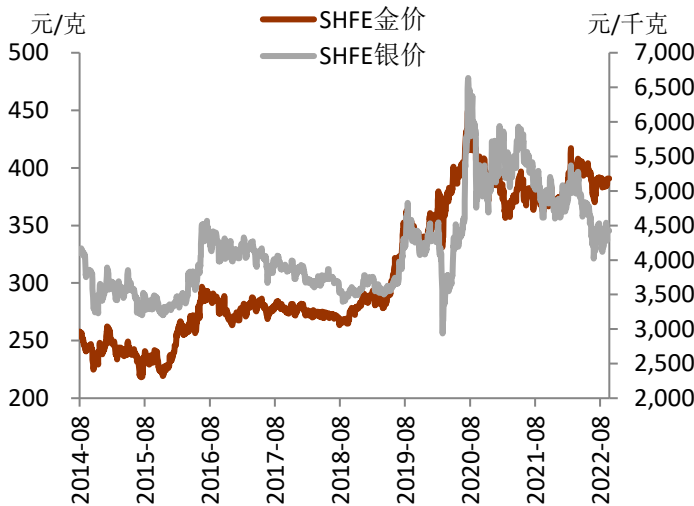
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	5
图表 4 金价与美债利率走势变化	5
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化	7
图表 6 美欧经济意外指数变化	7
图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	8
图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化	8
图表 9 美国就业情况变化	8
图表 10 主要经济体 CPI 变化	8
图表 11 美国通胀预期变化	8
图表 12 美元指数与美元非商业性净头寸变化	8
图表 13 COMEX 金银比价变化	9
图表 14 沪期金银比价变化	9
图表 15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

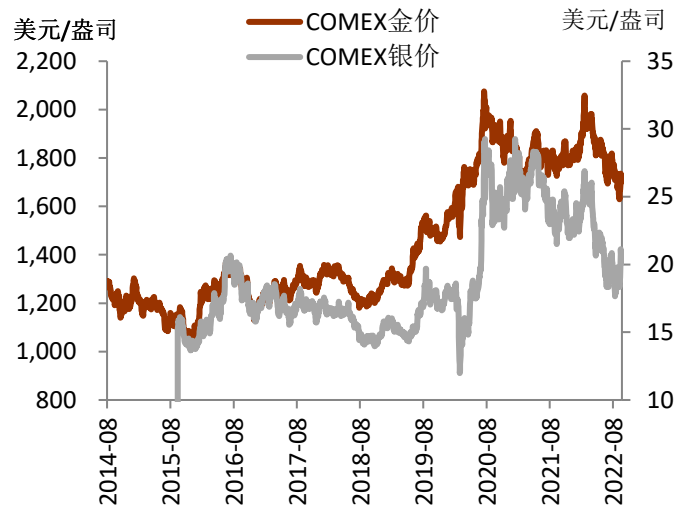
三季度贵金属价格呈震荡下行走势。美联储7月议息会议继续加息75BP，并释放鸽派信号，市场预期美联储最鹰派的时刻或已过去，美元指数和美债收益率回调，贵金属价格受到提振。8月中旬开始，美联储官员又持续发表鹰派言论，美联储激进加息的预期再度抬升，美元指数和美债收益率持续走强，压制贵金属价格下行。9月贵金属价格延续了8月下半个月以来的下跌走势。主要因为美联储官员继续发表无惧经济下滑坚决抗击通胀的言论，鹰派程度超市场预期，美元指数和美债收益率持续走强再创新高，贵金属价格承压回落。9月底，COMEX期金主力合约跌破1700美元/盎司的整数关口继续下探至最低1622美元/盎司；银价则提前见底，COMEX期银主力合约在9月初触及17.4美元/盎司的低点后，就止跌反弹，虽然走势大幅震荡，但银价重心整体上移。9月底，随着激进加息带来的金融风险开始暴露，英日央行出手救市缓和了市场担忧，美元指数冲高回落，叠加俄乌局势恶化，贵金属价格一度强劲反弹。

人民币兑美元汇率8月中旬开始加速贬值。9月26、27日，央行密集进行政策干预以维稳汇率，9月28日，离岸人民币兑美元汇率冲高至7.27后回落，近期呈现双向波动。整体而言，9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

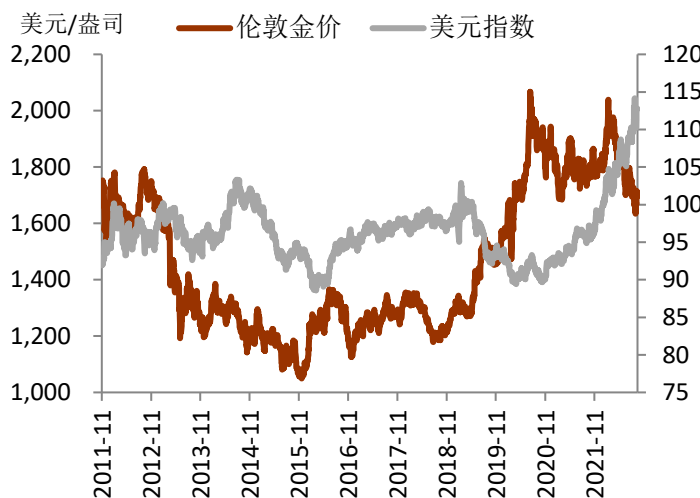


图表2 近5年 COMEX 金银价格走势

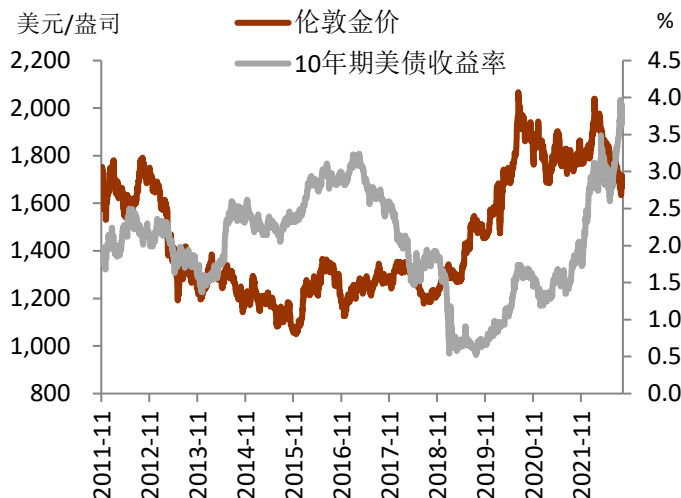


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

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

虽然美国和欧元区都面临“数据弱、政策紧”的困境，但美欧央行均以抗击高通胀为首要目标，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持续强化，贵金属继续承压下行。

1、美国就业市场仍保持韧性，经济增长动能持续减弱

美国商务部数据显示，美国二季度实际 GDP 年化季环比终值-0.6%，较修正初值没有变化，符合市场预期，较未修正初值-0.9%有所回升。消费者支出的上修部分被出口的下修所抵消。由于通胀持续高企和美联储激进加息，美国 GDP 已连续两个季度下降，显示美国经济增长动能在持续减弱，衰退的到来难以避免。

美国就业市场依然保持韧性。最新公布的美国 9 月新增非农就业 26.3 万人，高于预期的 25 万人，9 月失业率下降 0.2%至 3.5%，好于预期的 3.7%。劳动力参与率下降至 62.3%，9 月平均每小时薪资月率增长 0.3%，年率增长 5%。美国新增非农就业指标连续六个月超预期，失业率和劳动参与率指标双双下降，薪资环比反弹，美国就业市场韧性仍在，强化美联储持续大幅加息预期。另外，美国 8 月份职位空缺数降至 1010 万，为 2021 年 6 月以来的低点，降幅超过预期，低于 7 月的职位空缺数 1120 万，这表明美联储紧缩周期下，美国劳动力需求尽管仍然强劲，但在边际放缓。

美国制造业需求迅速减弱，新订单指数回落到荣枯线以下。美国 9 月 ISM 制造业 PMI 降至 50.9，明显低于市场普遍预期的 52.4，创 2020 年 5 月份以来新低。各分项中，新订单指数环比下降 4.2 个百分点至 47.1，降至新冠疫情爆发初期的水平，并跌入收缩区间，显示出美国制造业需求迅速减弱。成本压力持续缓和，制造业物价支付指数为下降至 51.7。制造

业企业产出小幅增加，但库存继续积压。制造业就业疲软，就业指数下降至 48.7。美国制造业仍面临较大压力。美国 9 月 ISM 非制造业 PMI 为 56.7，高于市场普遍预期的 56.0，但略低于前值 56.9。整体来看，美国经济增长动能在持续减弱。

2、美国通胀粘性较强，实际利率上行空间有限

美国通胀形势依然严峻。美国 8 月同比增长 8.3%，同比涨幅仍维持在历史高位。8 月 CPI 环比增长 0.1%，超市场普遍预期，高于 7 月时的环比持平。剔除波动较大的食品和能源价格后，当月核心 CPI 环比上涨 0.6%，涨幅较 7 月扩大 0.3 个百分点；同比上涨 6.3%，涨幅较 7 月明显扩大。最新公布的美国 8 月 PCE 同比上涨 6.2%，美国 8 月核心 PCE 同比上涨 4.9%，创 4 月来最大升幅，高于预期的 4.7%；环比则上升 0.6%，仍接近历史高位。美国 8 月核心 PCE 环比增长 0.6%，环比涨幅仅次于 6 月的 0.8%，是年初以来的“第二高位”，通胀难言见顶。房屋租金价格涨幅扩大，机动车、交通出行等环比涨幅均回升，通胀体现出较强的粘性，巩固美联储的“鹰派基调”。

随着加息的深入，尽管美国经济数据出现边际走弱迹象，但就业市场韧性较强，通胀再现反弹，抑制高通胀是当前美联储货币政策的首要目标。目前美联储已经将关键利率提高到了 3.00 到 3.25%，市场普遍预计美联储将在 11 月初的议息会议上再度加息 75BP。在 9 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，10 年期美债收益率 7 月以来持续大幅攀升，在 9 月底最高达 3.97%。美联储梅斯特近期表示，持续和不可接受的高通胀仍然是美国经济面临的巨大挑战，需要进一步实施货币紧缩政策，目标是将基准利率提高到 4.6%。以往的经验表明，在美国中期选举和大选前，10 年期美债收益率中枢大概率会下移。在兼顾资产表现的前提下，不排除中期选举前后美联储表态或转向温和。11 月将是观察美联储是否转向的关键窗口期。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粘性较强。预计接下来美国实际收益率上行空间有限，并大概率会在明年下行，将对贵金属价格形成支撑。

3、通胀持续飙升，经济衰退风险难阻欧洲央行加息步伐

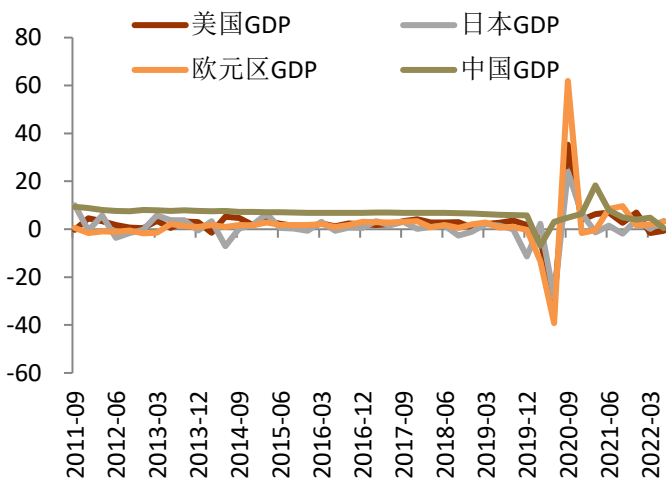
高通胀依然是当前欧元区经济面临的最主要风险。2022 年 9 月欧元区调和 CPI 同比飙升了 10%，这是自从第二次世界大战以来首次升到两位数。能源价格同比上涨 40.8%，是

推高通胀的主要原因。核心调和 CPI 同比上涨 4.8%，也再创新高。9 月德国 CPI 上涨了 10.9%，为自从 1951 年以来德国 CPI 首次升到两位数。高企能源成本，令欧元区通胀拐点难现。

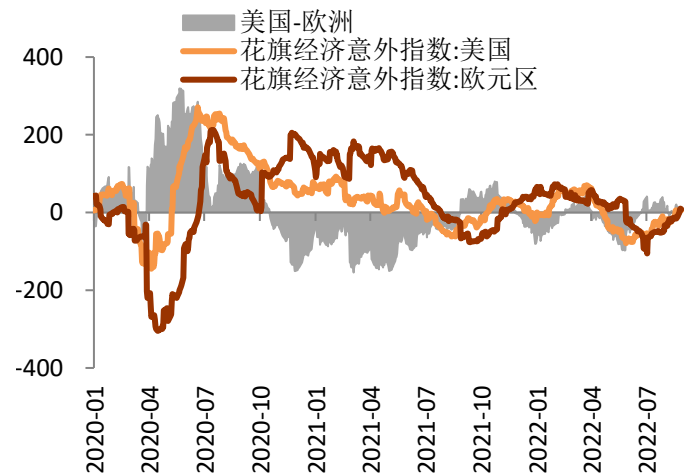
欧元区的经济景气度持续下滑。欧元区 9 月综合 PMI 终值为 48.1，预期 48.2，前值 48.2，降至 20 个月低点。欧元区 9 月 Markit 制造业 PMI 终值为 48.4，预期 48.5，前值 48.5。9 月欧元区制造业活动进一步下滑，因生活成本上升削减需求，同时能源危机限制生产。欧元区 9 月服务业 PMI 48.8，预期 48.9，前值 48.9，创 20 个月以来新低。欧元区的经济活动进一步萎缩，且通胀形势在持续恶化，这使得欧洲央行在试图抑制通胀的同时，面临着越来越大的经济硬着陆风险。

欧洲央行发布了 9 月货币政策会议纪要显示，尽管部分央行官员提议与 7 月加息幅度保持一致，支持加息 50BP，但多数官员支持更大幅度加息，最终 25 位决策者都同意了加息 75BP。显示出政策制定者们对欧元区持续的高通胀的强烈担忧，因此认为即便以经济增长停滞为代价，也要采取激进的货币紧缩政策。目前，欧央行多位管委也支持其在 10 月 27 日的议息会议上继续大幅加息。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

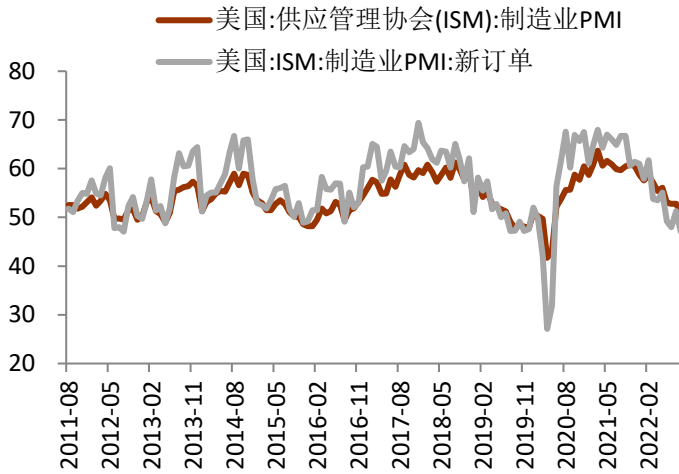


图表 6 美欧经济意外指数变化

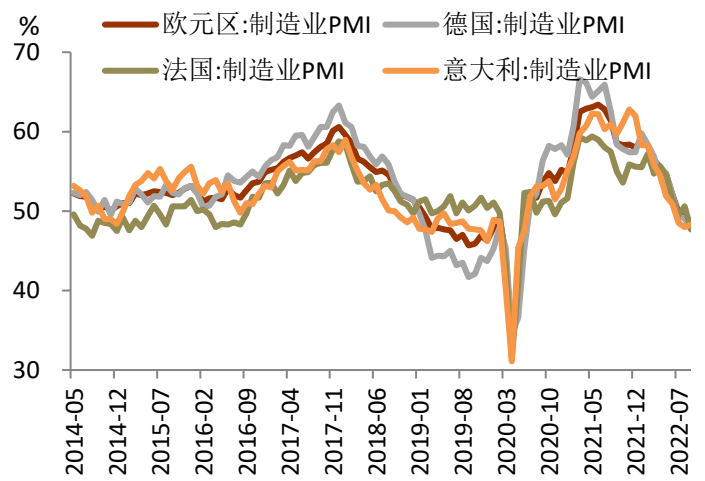


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

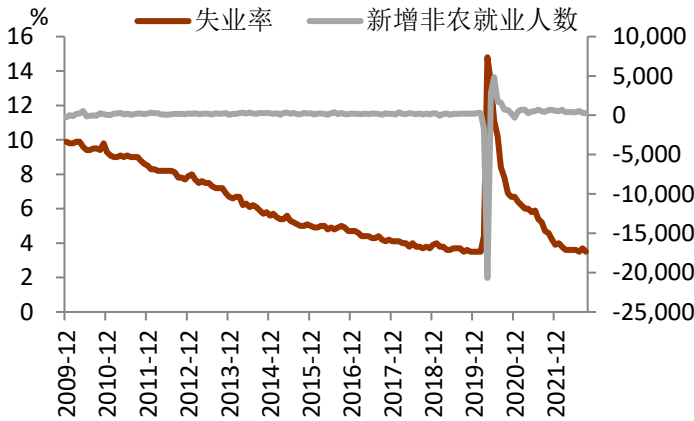


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

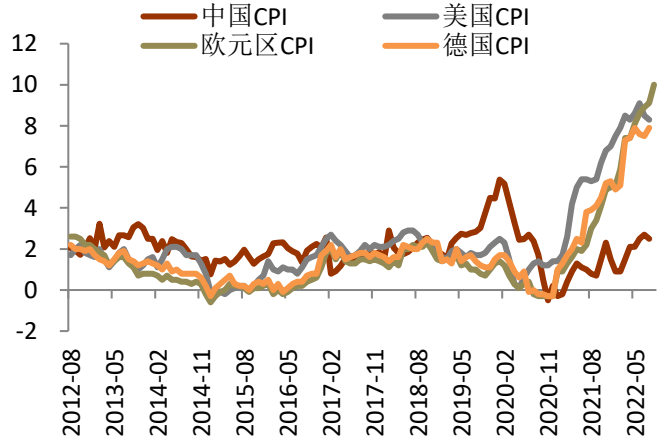


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 美国就业情况变化

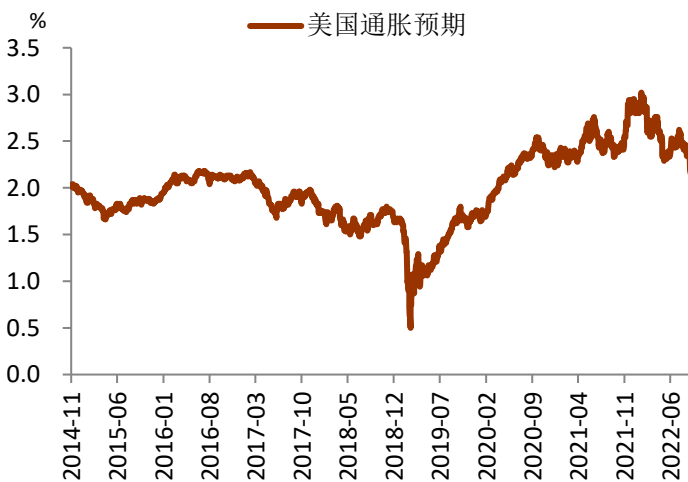


图表 10 主要经济体 CPI 变化



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

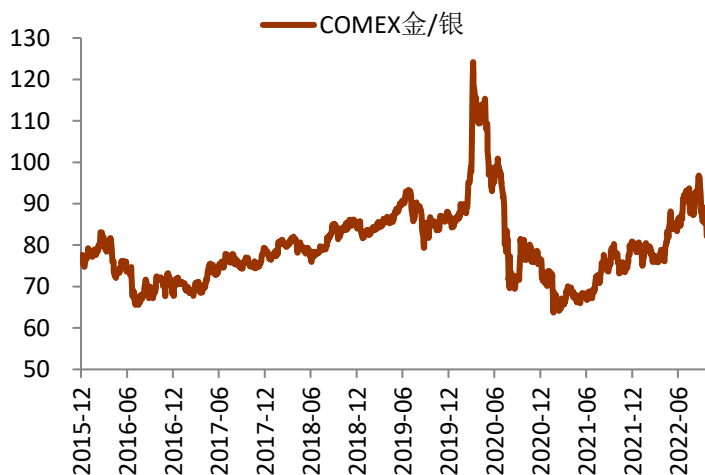
1、金银比价变化

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 后下跌。

从以往的历史看，金银价格一般会同涨同跌，但 9 月金银走势大相径庭，银价先于金价见底反弹，金银比价持续走低。10 月 3 日，国际银价一度出现 9% 的单日涨幅，COMEX 金银比价也跌至 82 的低点。银价出现单日暴涨的原因，一方面是前期银价走势弱于金价，在之前的大幅杀跌中，做空的动能已经消耗殆尽，另外，银价本身就具备弹性高波动大的特性，在上涨的过程中表现格外耀眼。

近期贵金属价格回调，银价回调幅度更大，金银比价又上涨至 85.5 一线。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

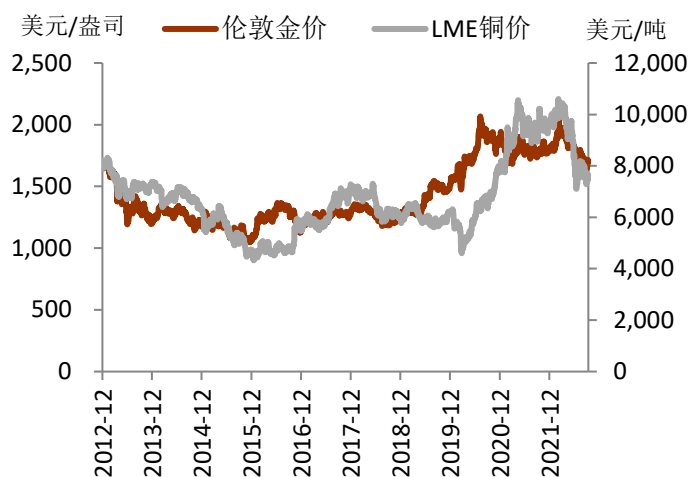
铜的需求弹性显著强于黄金，铜金比价的变化可以代表市场上投资者的风险偏好。而投资者的风险偏好，随着美联储持续激进加息预期的强弱变化而频繁切换和摇摆。

9 月铜价和金价重心均下移，铜价走势略强于金价，铜金比价在 4.4-4.6 之间波动。考虑到当前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

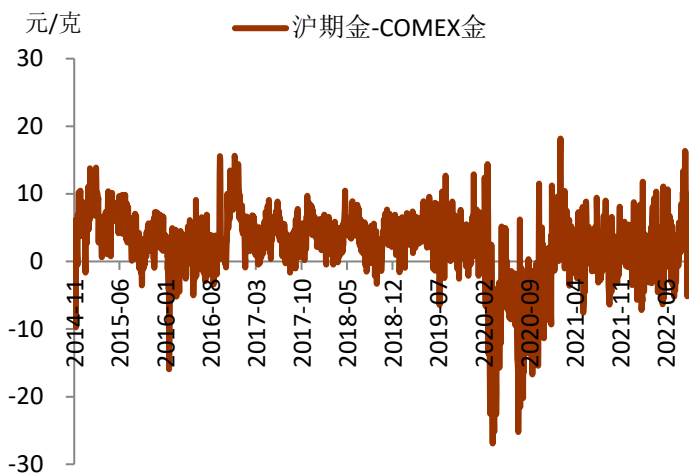
3、期现及跨期价差变化

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，并在9月中贬值加速，9月27日，央行再度进行政策干预维护汇率稳定，9月28日，离岸人民币兑美元汇率冲高至7.27后回落，之后双向波动。至此，人民币单边贬值暂告一段落。此轮贬值，离岸人民币兑美元的汇率贬值幅度高达近8%。

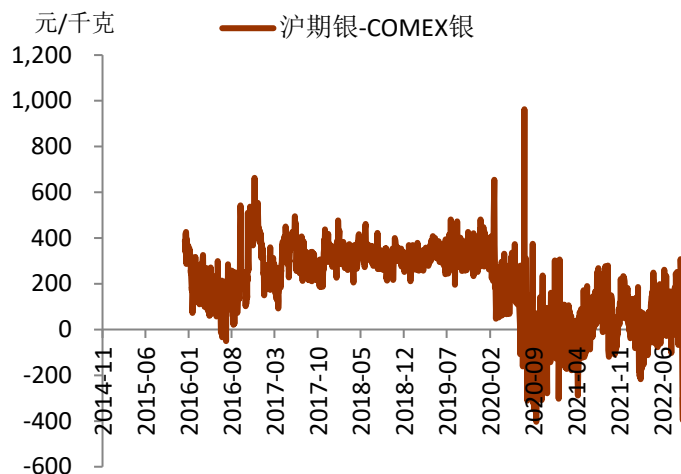
在9月人民币兑美元汇率快速贬值期间，沪期金与COMEX期银之间的价差确实明显走阔，沪期银与COMEX期银之间的价差也有所扩大，并在单边贬值暂停后快速回归。在当前中美利差持续倒挂，且倒挂会加剧的情况下，后期人民币汇率贬值压力依然不小，不排除后期内外盘金银价差扩大的可能性。

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、9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

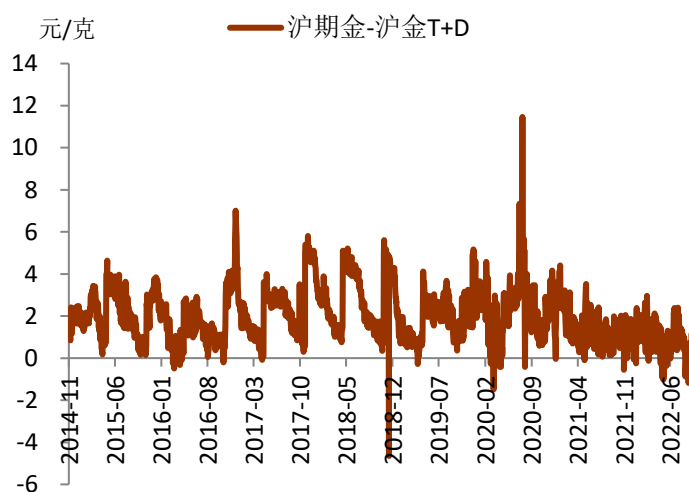


图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化

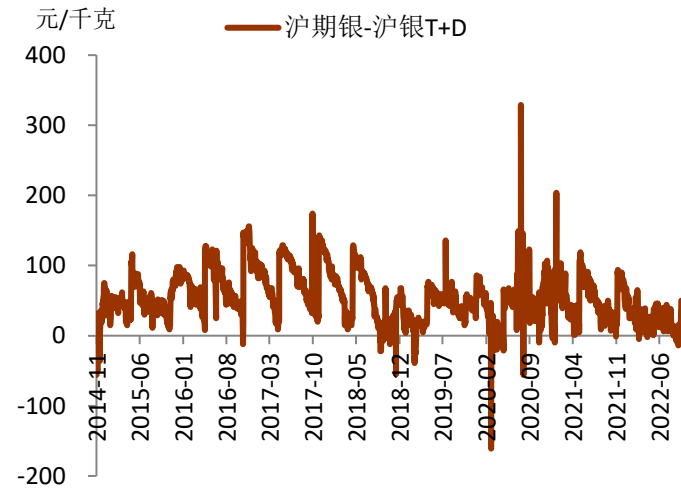


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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 10 月 9 日，COMEX 黄金期货的库存有 2628 万盎司，合计约 817 吨，比上个月的库存减少 4.53%，比去年同期减少 22.54%。COMEX 白银库存有约 3.13 亿盎司，合计约 9724 吨，比上个月同期的库存小幅减少 3.59%，比去年同比减少 13.14%。

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。9 月，上海期货交易所的白银库存止跌回升，上海黄金交易所的库存继续下

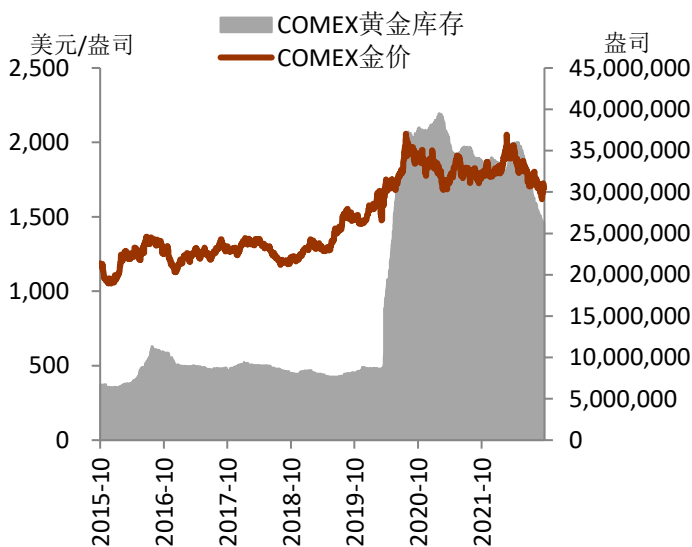
降，整体而言，国内两大交易所的白银库存变化不大。当前国内两大交易所的白银库存共计 3874 吨，比上月小幅下降了 61 吨。

图表 21 COMEX 贵金属库存变化

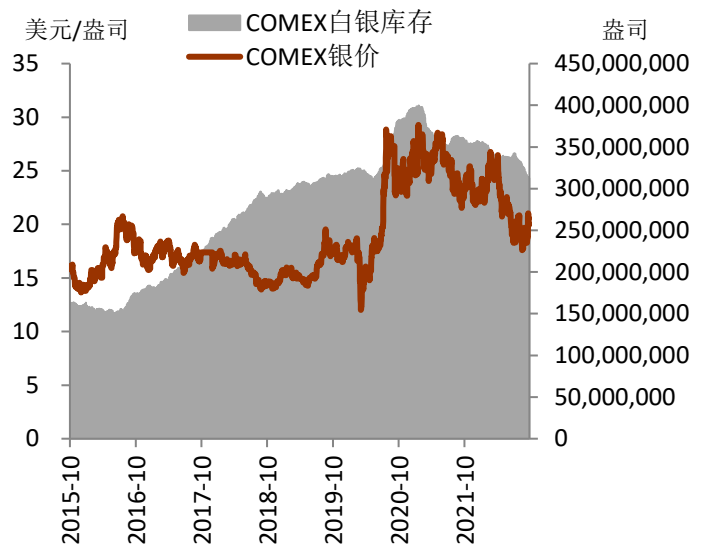
	2022/10/9	2022/9/8	2021/10/9	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	26281877	27529478	33928144	-1247602	-4.53%	-7646267	-22.54%
白银(千盎司)	312623895	324268673	359909686	-11644778	-3.59%	-47285791	-13.14%

资料来源: iFinD, Bloomberg、铜冠金源期货

图表 22 COMEX 黄金库存变化

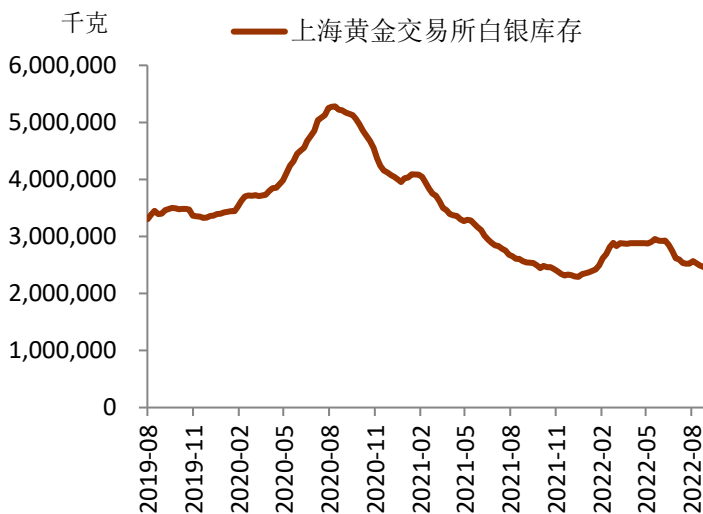


图表 23 COMEX 白银库存变化

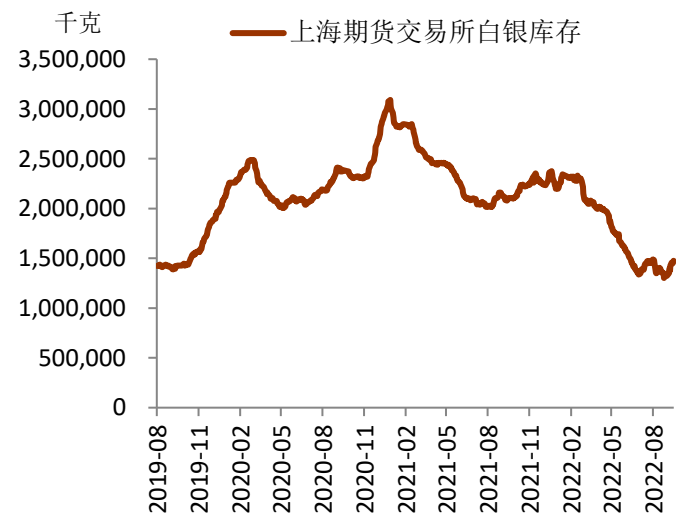


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。

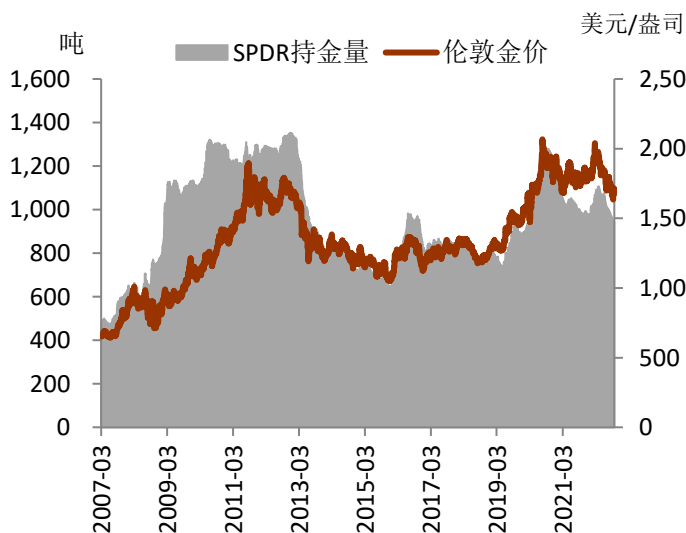
2022 年第一季度，金银价格延续上涨趋势，黄金白银 ETF 的持仓量也都出现明显的增加。金银价格从 3 月 9 日开始见顶回调，资金直到 4 月中下旬才开始流出持续黄金白银 ETF。近几个月资金依然在持续流出黄金白银 ETF。截至 2022 年 10 月 9 日，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持金量以下降至 944 吨，比上个月减少 22 吨。目前全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 14716 吨，比上个月增加了 156 吨。

图表 26 贵金属 ETF 持仓变化

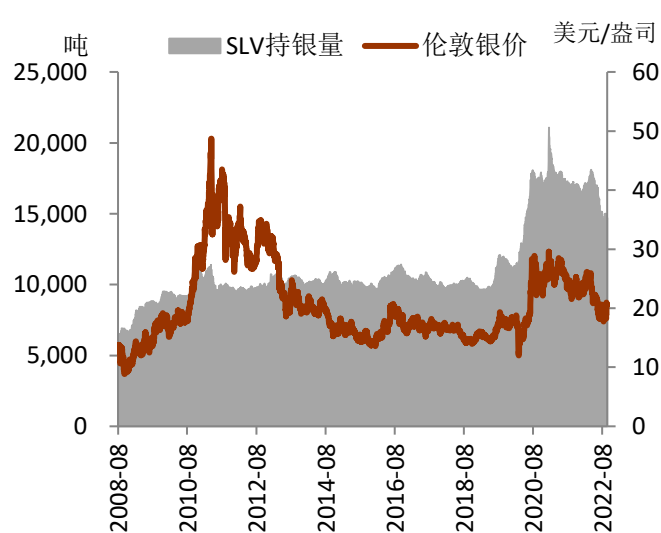
单位：吨	2022/10/9	2022/10/2	2022/9/9	2021/10/9	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	944.31	942.89	966.64	985.05	1.42	-22.33	-40.74
ishares 白银 持仓	14716.00	14958.21	14559.86	17073.42	-242.21	156.14	-2357.42

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。

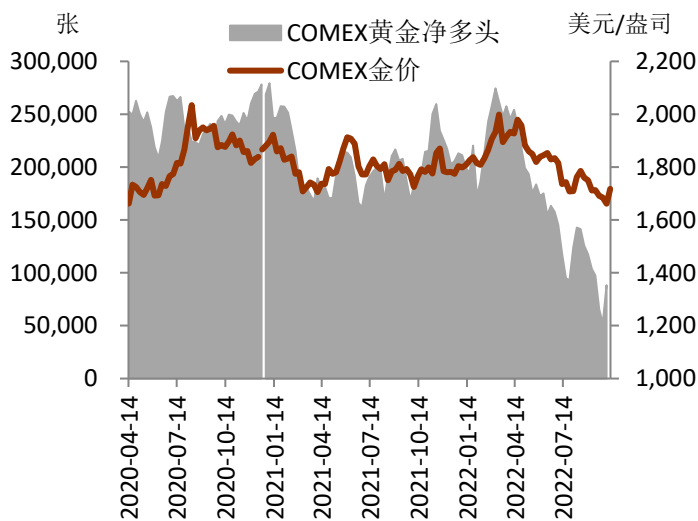
根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2022 年 10 月 4 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 36304 张，在持续两个月下降后最近一周开始止跌回升；COMEX 白银期货为持有非商业性净多单 8708 张，在持续五周净空持仓转在 9 月底转为净多持仓，并且在最近一周大幅空头持仓大幅减少，净多持仓明显增加。这也助推了 10 月初银价的大幅反弹。

图表 29 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

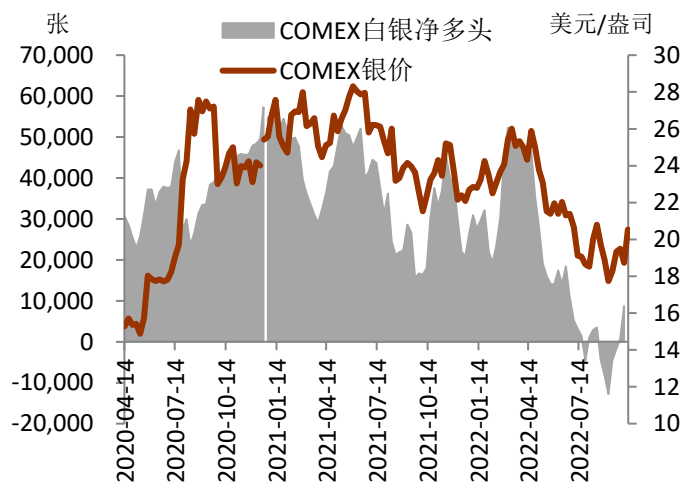
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2022-10-04	215964	127579	88385	36304
2022-09-27	207154	155073	52081	-13641
2022-09-20	214557	148835	65722	-31622
2022-09-13	225932	128588	97344	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2022-10-04	51926	43218	8708	7950
2022-09-27	49984	49226	758	2398
2022-09-20	52323	53963	-1640	3000
2022-09-13	53373	58013	-4640	

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：

随着加息的深入，主要经济体的经济数据都显著走弱，经济衰退风险进一步抬升，全球央行开始重视激进加息带来的金融风险。虽然年底之前，美联储货币紧缩的方向不会改变，但当前市场对于以美联储后续持续激进加息的预期有所缓和。市场的交易逻辑有望从“紧缩预期”切换至“衰退预期”。前期承压的贵金属价格可能会迎来反弹。另外，俄乌局势再

度恶化，地缘政治因素也将支撑贵金属价格。

预计四季度金银价格将震荡上行，国际金价的主要波动区间将在 1650-1830 美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在 18-23 美元/盎司之间。

风险因素：美联储鹰派程度持续超预期

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。