



2022年11月7日 星期一

美联储紧缩预期放缓

金价有望扭转跌势

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

- 目前美欧都面临“数据弱、通胀高”的现状，市场对货币紧缩的预期出现摇摆。美欧央行均以对抗高通胀为首要目标，都持续大幅加息，并继续传递鹰派信息。最新的数据显示美国10月失业率上升，且有两位联储主席的发言，均暗示美联储之后的加息节奏可能放缓。虽然当前的信号是否为紧缩预期拐点，还需要进一步验证，但美联储最鹰派的时刻大概率已经过去，金银价格有望从低位上涨，已经提前见底的银价表现会更加亮眼。
- 预计未来一个月国际金价的主要波动区间将在1620-1750美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在19-23美元/盎司之间。
- 风险因素：美国通胀数据继续上涨，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，10月失业率上涨加重经济担忧	5
2、美国9月核心通胀继续上涨，美联储加息峰值预期再度上移	5
3、欧元区通胀持续飙升，欧央行大幅加息并考虑缩表	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	7
图表 10 主要经济体 CPI 变化	7
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

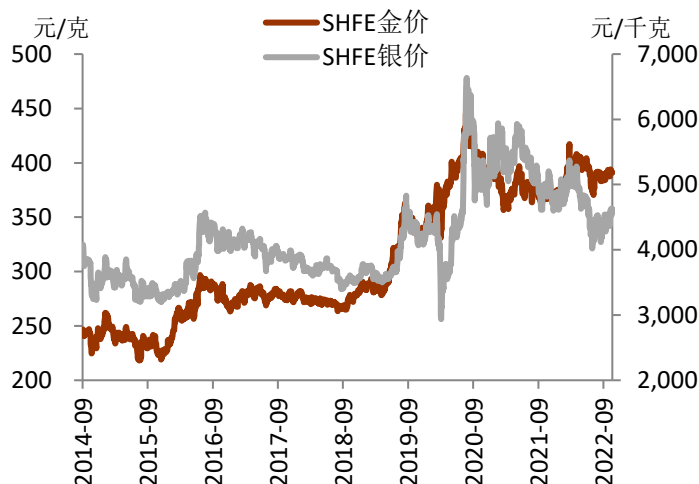
一、贵金属行情回顾

2022 年 10 月，贵金属价格延续震荡下行的走势。10 月初，因为美国通胀再超预期推动 12 月加息 75bp 预期快速走高，10 年美债收益率也一路冲高至 4.3% 高位，贵金属价格承压下行，COMEX 期金主力合约再度下探 1620 美元/盎司一线的前期低点。10 月末，一些美联储官员的鸽派表态和加拿大与澳大利亚加息幅度均弱于预期，都使得市场对于 12 月激进加息的期再度回落，10 年美债也再度回到 4% 附近，金价小幅反弹。10 月 COMEX 期金主力合约月度跌幅为 1.91%。

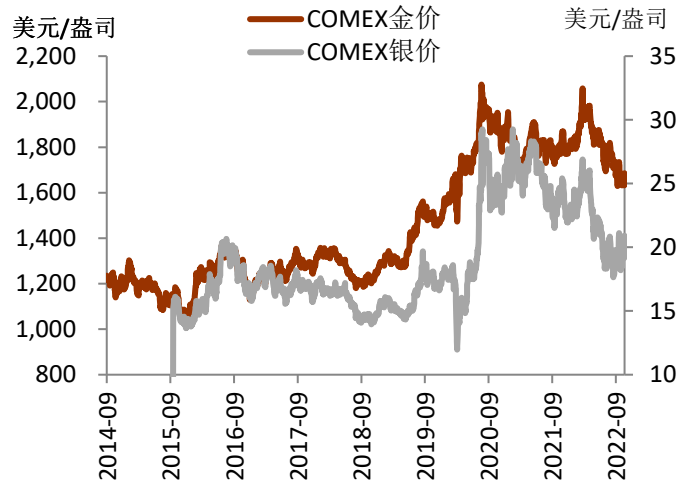
银价之前的走势弱于金价的情形近从 9 月开始发生逆转，9、10 月银价的走势明显强于金价。10 月银价走势先扬后抑，COMEX 期银主力合约在 10 月 3 日出现了单日涨幅近 10% 的极端行情，随后之后回落，但依然月度收涨 0.55%。

人民币兑美元汇率 10 月持续大幅贬值，10 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

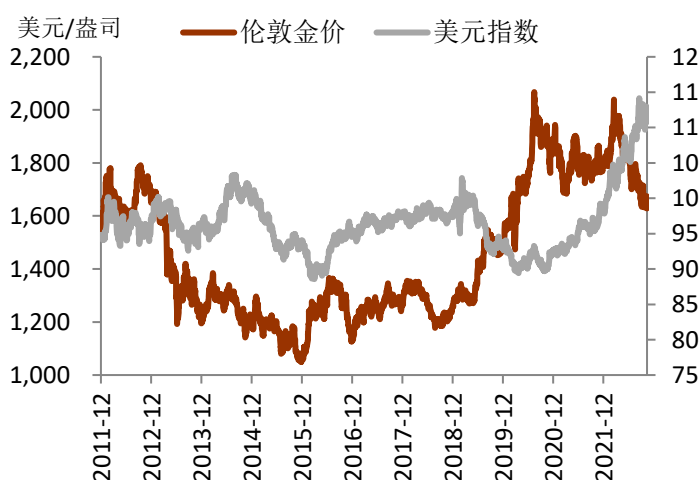


图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势

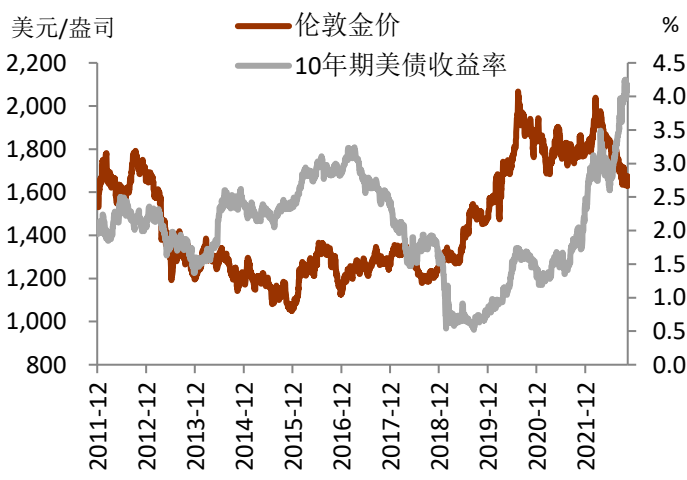


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

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

敬请参阅最后一页免责声明

二、贵金属价格影响因素分析

目前美欧都面临“数据弱、通胀高”的现状，市场对货币紧缩的预期出现摇摆。但美欧央行均以对抗高通胀为首要目标，都持续大幅加息，并继续传递鹰派态度，货币紧缩预期再度抬升，美债收益率继续上行，美元指数则高位震荡，金价承压继续下行，银价则表现相对强劲。

1、美国经济增长动能持续减弱，10月失业率上涨加重经济担忧

2022年三季度美国GDP环比折年率录得2.6%，为年内首次正增长，高于预期的2.4%，较第一季度的-1.6%和第二季度的-0.6%明显回升。但GDP增长结构并不健康。三季度美国GDP回升主要源于净出口及政府支出的拉动增强，服务消费的拉动明显走弱，商品消费、私人投资分项的拉动更是连续两个季度为负，表明驱动美国经济长期增长的力量正在回落。随着美联储加息的影响逐渐显现，一些高频数据指向美国经济明显走弱，预计美国总需求将日趋降温，四季度美国GDP大概率环比回落。

美国经济活动的景气度进一步下降。美国10月Markit制造业PMI终值50.4，创2020年6月份以来终值新低。美国10月Markit服务业PMI终值为47.8，预期和初值为46.6。美国10月ISM制造业PMI降至50.2，创2020年5月以来新低，预期为50。美国10月ISM非制造业指数由前值56.7降至54.4，创2020年5月以来新低，其中新订单降温，商业活动指数降至五个月低点，出口骤降并陷入萎缩。低迷的制造业与非制造业PMI数据，均表明美国整体经济继续降温。

最新公布的美国10月非农就业报告好坏参半。10月新增非农就业人数26.1万人，大幅高于预期的增加19.5万人；疫情前就业人数缺口于7月补齐后持续缓慢修复，但10月新增就业人数较9月新增的31.5万人有所放缓。失业率意外上升，劳动参与率延续下降。10月失业率上升0.2个百分点至3.7%，回升至高于疫情前的水平；整体来看就业意愿恢复进度不明显，劳动参与率连续两个月下行，10月劳动参与率为62.2%，低于预期值和前值的62.3%。10月新增非农高于预期，但失业率超预期上升，分化的新增就业与失业率数据未能给美联储鹰派立场的转向提供明确的支持，市场对未来经济的担忧加重。

2、美国9月核心通胀继续上涨，美联储加息峰值预期再度上移

美国9月CPI同比上涨8.2%，虽较前值8.3%继续回落但高于市场预期的8.1%；9月核心CPI同比上涨6.6%，再度高于前值及预期的6.3%。美国9月PCE同比增速为6.2%，与8月相持平，而核心PCE同比回升0.3%至5.2%。整体来看，美国通胀仍处历史高位，且通胀粘性强。住房租金上涨是核心通胀回升的关键，且租金价格涨幅依然较大以及其滞后性，美国核心通胀或难降温。另外，10月美国密歇根大学消费者1年通胀预期由9月的4.7%上

升至 5.1%，5 年通胀预期由 9 月的 2.7% 上升至 2.9%。通胀预期的抬升或进一步增加控制通胀的难度。在核心通胀没有明显回落迹象的背景下，美联储或难放缓加息。

美联储在 11 月 3 日结束的 FOMC 会议上继续加息 75bp，符合预期。美联储本次加息 75BP 早已计价，市场更关注对后续加息路径的展望。鲍威尔表示，不排除 12 月讨论放慢加息，但称利率峰值将高于预期、且不宜过早考虑暂停加息。此次的信号偏鹰派，整体传递了加息终点更高、持续时间更久、未来或讨论放慢加息三重信息；市场需要先让位于更高的利率才能考虑后续的退坡。当前美国经济仍有一定的韧性，美联储的目标依然是解决高通胀问题。预计美联储可能在 12 月的议息会议上加息 50BP，2023 年加息预期也快速升温，加息持续的时间会比市场预期的更久。

因美联储主席的讲话使得美国加息峰值预期上移，短期美债利率将会做出调整，会有一定上移，以与加息预期峰值变化相匹配。但鲍威尔表示可能放慢加息，预计今年年底、明年年初市场紧缩预计会边际放缓，美债利率继续上涨空间不大，可能在 12 月议息会议之后出现回调，有望会对贵金属价格形成支撑。

当前美元流动性压力和美国金融体系压力正在上升，且 11 月 8 日的美国中期选举临近，美联储需要在“抗通胀”和“稳金融”之间寻求平衡。最近，波士顿联储主席和里士满联储主席均表示，美联储是时候准备“更加审慎地”采取利率行动，使市场对于美联储将放缓激进加息节奏的预期强化。短期关注其他美联储官员的发言，和美国 10 月通胀数据的表现，以观察当前出现的紧缩预期拐点能否得到进一步验证。

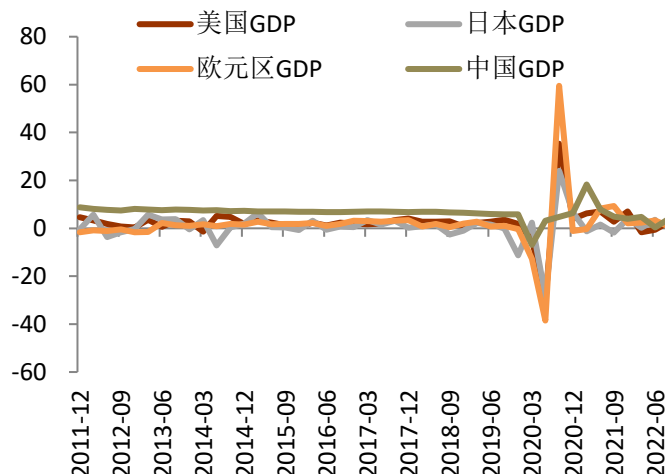
3、欧元区通胀持续飙升，欧央行大幅加息并考虑缩表

欧元区三季度 GDP 初值同比增长 2.1%，较二季度 4.1% 的增幅“腰斩”。欧元区三季度 GDP 环比仅增 0.2%，远低于二季度增速 0.8%，已接近负增长。另外，欧元区 10 月 PMI 终值下修至 46.4，连续四个月低于荣枯线，创 29 个月新低；德国 10 月制造业 PMI 终值较初值 45.7 下修至 45.1，低于市场预期的 45.7；法国 10 月制造业 PMI 终值较初值 47.4 下修至 47.2，同样不及市场预期的 47.4。欧元区经济已经初步显现衰退迹象。

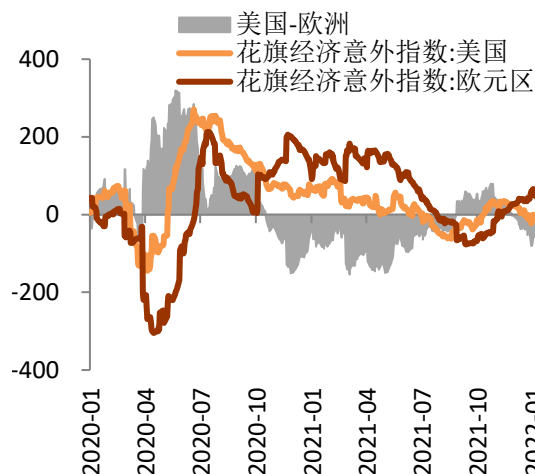
欧元区 10 月调和 CPI 初值同比上升 10.7%，续创历史新高，高于预期的 10.2% 及 9 月终值 9.9%。10 月核心调和 CPI 同比初值 5%，前值 4.8%，同样再创新高。能源价格仍是推动通胀走高的主因。10 月，欧元区能源价格同比上涨 41.9%，此外，食品和烟酒价格上涨 13.1%，非能源类工业产品价格上涨 6.0%，服务价格上涨 4.4%。能源通胀向更多工业品和消费品传导：高电价逐步限制工业生产，供给约束推动工业品涨价，从而带动中下游消费品价格上涨，因此 10 月非能源工业品、食品、烟酒 CPI 同比均较前值大幅上升。

通胀继续恶化倒逼欧央行忽视经济正在加快下滑，在 10 月继续激进加息 75BP，并表示 12 月决定缩表关键原则。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，欧元区陷入经济衰退的风险更大。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

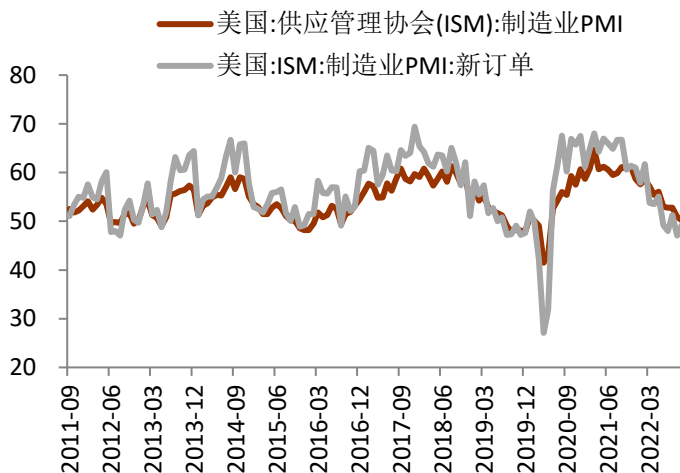


图表 6 美欧经济意外指数变化

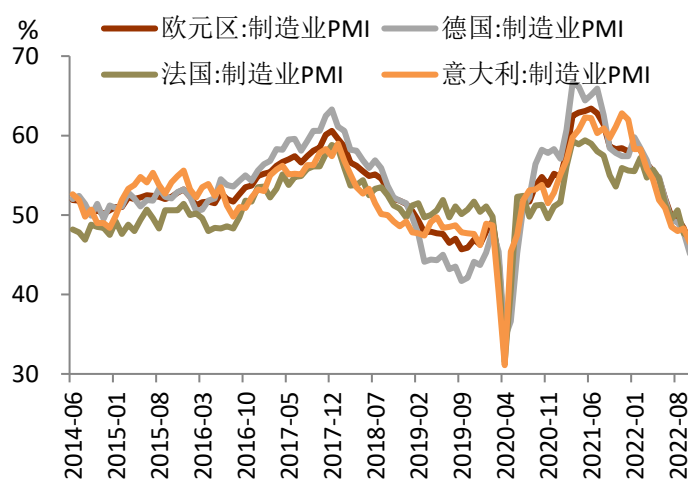


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

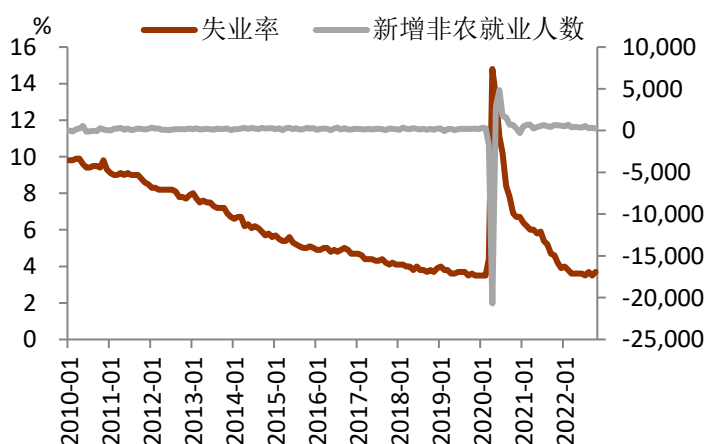


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

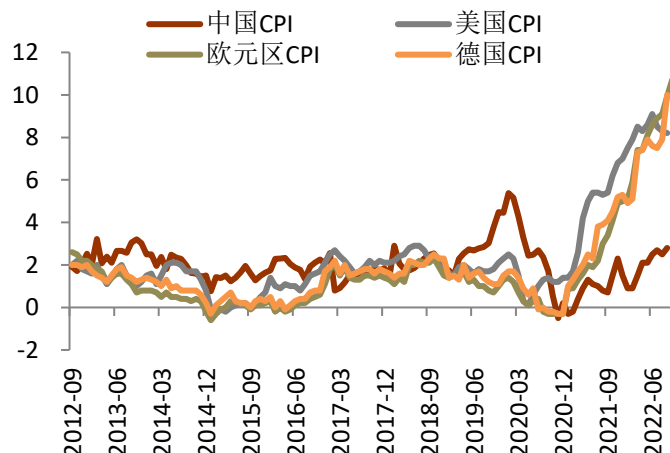


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 美国就业情况变化

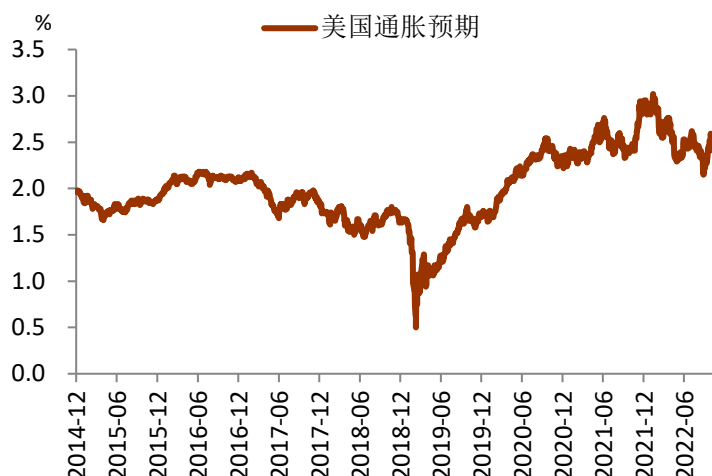


图表 10 主要经济体 CPI 变化



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

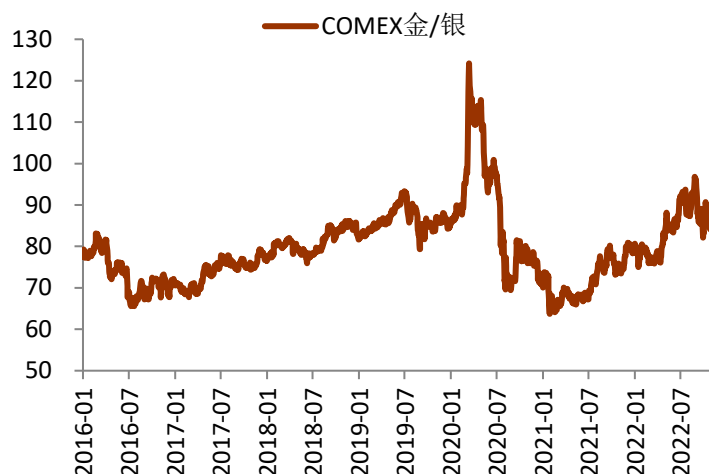
贵金属价格在今年 3 月 9 日开始见顶回调，因金价走势较银价明显抗跌，金银比价不断上移。COMEX 金银比价从 3 月的低点 76 震荡上行至 9 月初的 96.8 的高点。近两个月银价走势明显强于金价，9、10 月份出现金价月度下跌，而银价月度上涨的情形。COMEX 金银比价也大幅回落到 80 一线。

近两个月金银价格走势大相径庭的原因，一方面，国内银价在经过前期的大幅下跌之后，绝对价格处于低位；另一方面，国内光伏产业爆发式发展对银浆的需求增加，打开了银价的想象空间。

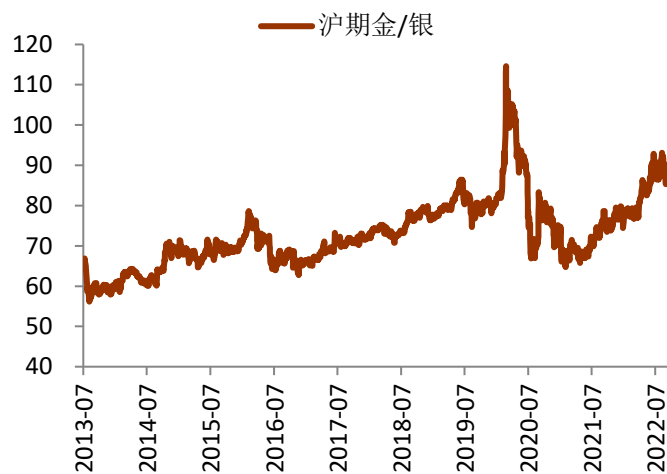
沪金银比价跟随 COMEX 波动，因人民币兑美元汇率贬值导致国内金价较外盘抗跌，沪金银比价波动幅度小于外盘。沪金银比价从 9 月初 93 回落到 84。

综合分析，我们认为本轮银价已在 9 月初提前见底了，后期银价走强可能继续强于金价，但人民币贬值的预期可能持续释放，内盘金价走势会继续强于外盘，会抵消比价的部分波动。

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

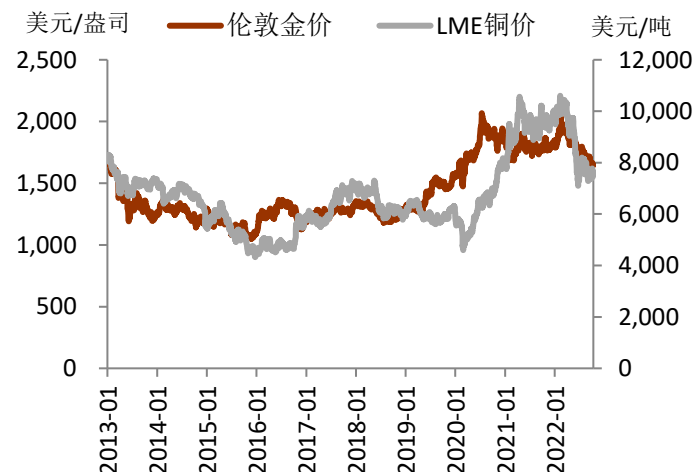
铜的需求弹性显著强于黄金，铜金比价的变化可以代表市场上投资者的风险偏好。而投资者的风险偏好，随着美联储持续激进加息预期的强弱变化而频繁切换和摇摆。10 月金价重心继续下移，而铜价维持震荡，铜价走势强于金价，铜金比价从 4.4 上涨至 4.6。

铜价面临着宏观面的压制和基本面的支撑而持续震荡。冬季铜需求会季节性转弱，短期铜价的走势可能会承压，而金价下行空间有限，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



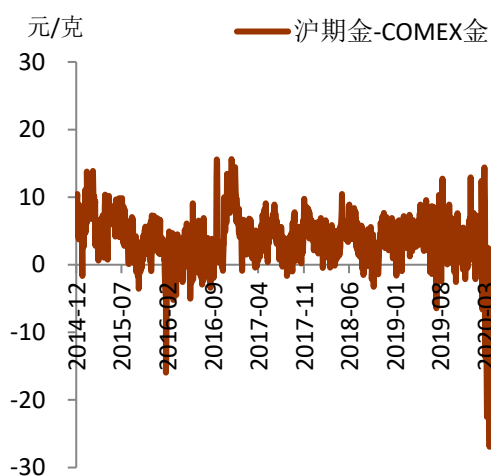
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、期现及跨期价差变化

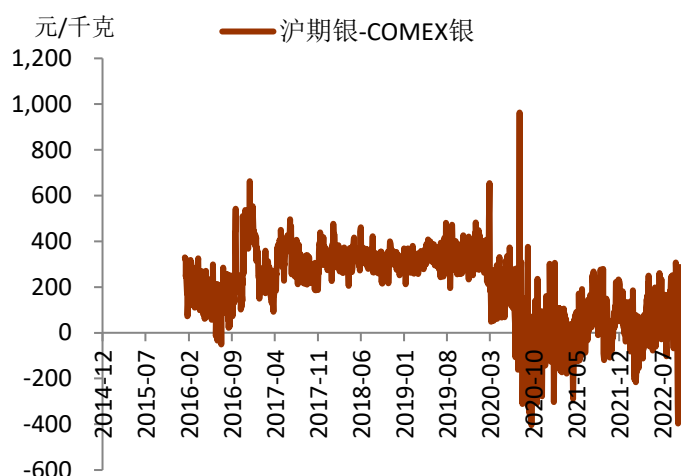
从以往的规律来看，金银内外盘价差受人民币兑美元汇率的影响较为明显。10月人民币兑美元汇率持续贬值，沪期金与COMEX期金之间的确实有价差扩大的迹象，但国内银价的独立性较强，内外盘价差未见明显扩大。在当前中美利差持续倒挂，且倒挂会加剧的情况下，预计后期人民币汇率贬值压力会持续释放，后期内外盘金银价差有进一步扩大的可能性。

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。目前黄金期货主力2212合约已临近交割月，黄金期货与现货的价差快速收敛，近期还出现期现倒挂的价差结构。而白银的期货价差并未出现收敛，近期反而有所扩大。白银期货的主力移仓换月对期现价差的影响也越来越弱化。

图表 17 沪期金与 COMEX 金价差变化

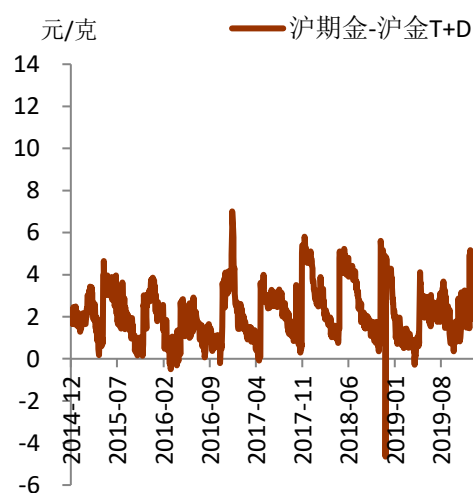


图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化

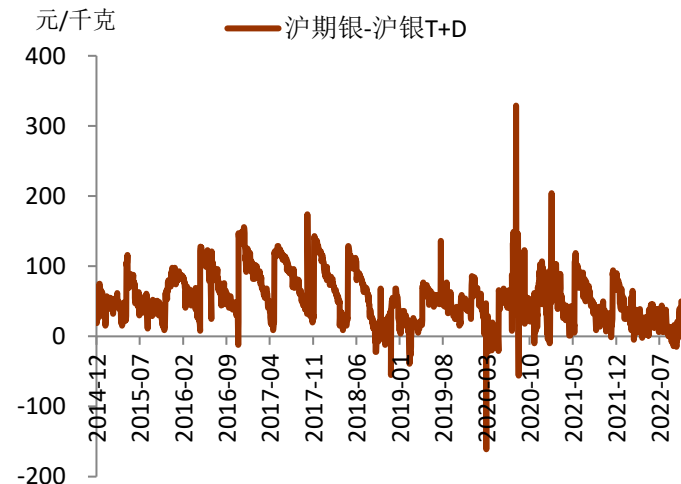


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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 月金银价格冲高回落之后，COMEX 黄金期货的库存也都持续下降。截至 2022 年 11 月 2 日，COMEX 黄金期货的库存有 2468 万盎司，合计约 768 吨，比上个月的库存减少 6.31%，比去年同期减少 25.75%。COMEX 白银库存已下降至 3 亿盎司以下，合计约 9313 吨，比上个月同期的库存小幅减少 4.64%，比去年同比减少 15%。

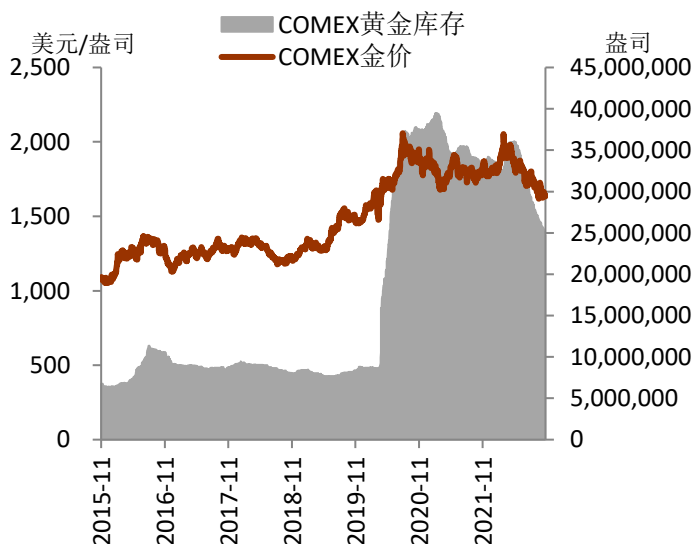
国内两大交易所的白银库存也从今年 3 月开始持续下降，主要是上海期货交易所的白银库存下降较快。9 月中开始，上海期货交易所的白银库存又开始回升，而上海黄金交易所的库存持续下降。当前国内两大交易所的白银库存共计 3890 吨，比上月小幅下降了 45 吨。

图表 21 COMEX 贵金属库存变化

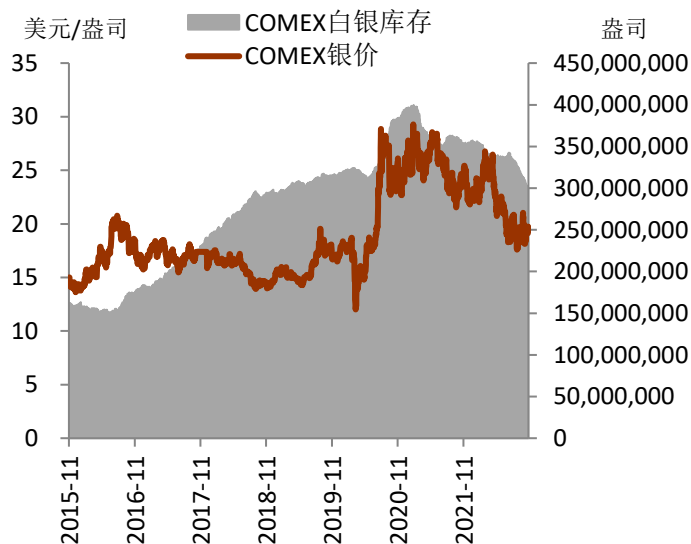
	2022/11/2	2022/10/2	2021/11/2	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	24678211	26340451	33236321	-1662239	-6.31%	-8558109	-25.75%
白银(千盎司)	299439101	314012351	352429576	-14573250	-4.64%	-52990475	-15.04%

资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 22 COMEX 黄金库存变化

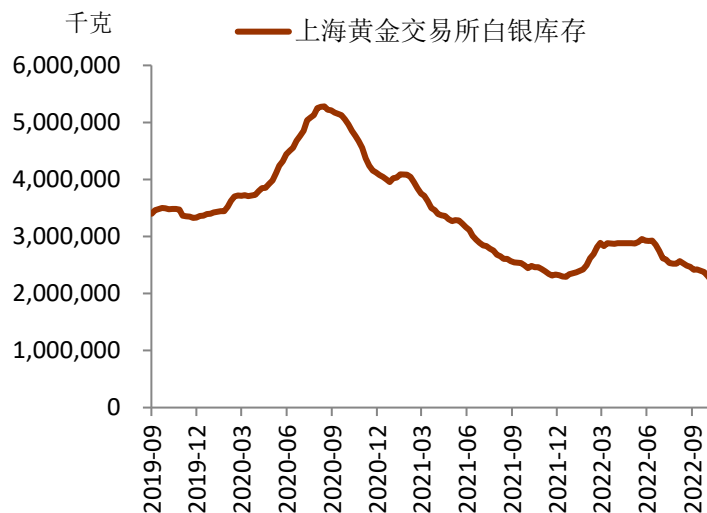


图表 23 COMEX 白银库存变化

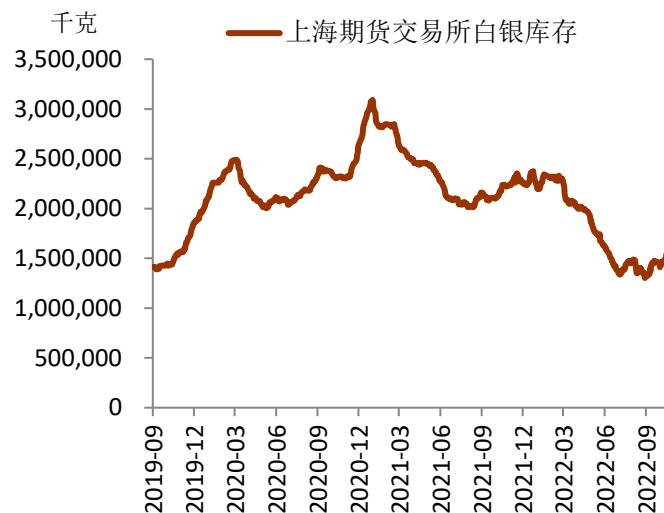


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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。

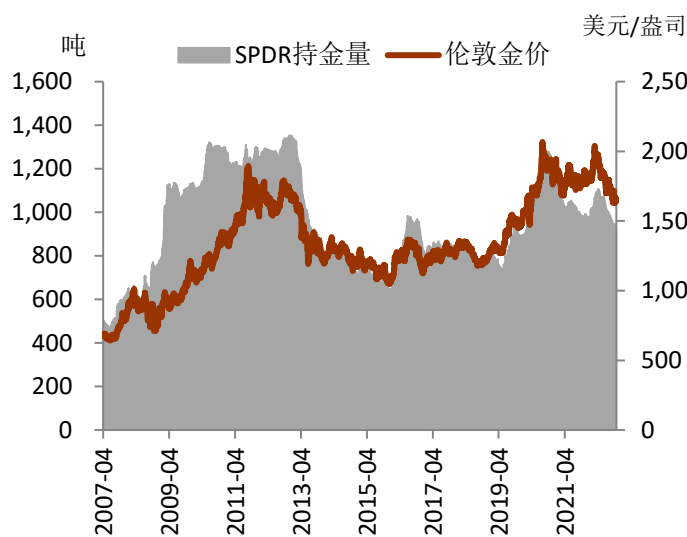
2022 年第一季度，金银价格延续上涨趋势，黄金白银 ETF 的持仓量也都出现明显的增加。金银价格从 3 月 9 日开始见顶回调，资金直到 4 月中下旬才开始流出持续黄金白银 ETF。近两个月，资金依然在持续流出黄金 ETF，但却开始流入白银 ETF。截至 2022 年 11 月 2 日，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持金量以下降至 919 吨，比上个月减少 24 吨；全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 15012 吨，比上个月增加了 54 吨，比 9 月初 14512 吨的低位增加了 500 吨。

图表 26 贵金属 ETF 持仓变化

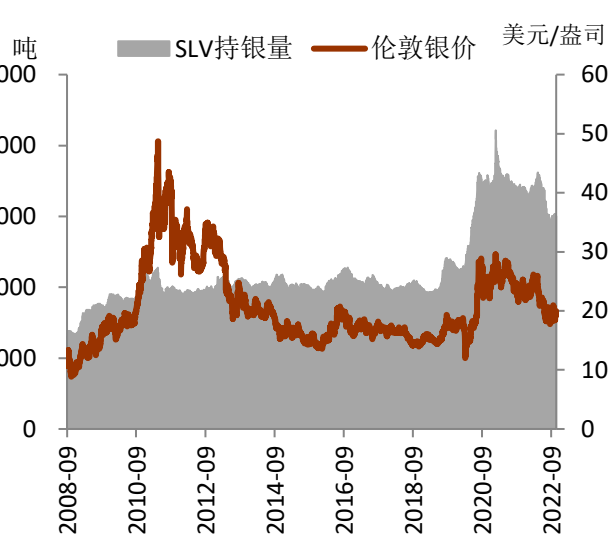
单位：吨	2022/11/2	2022/10/26	2022/10/2	2021/11/2	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	919.12	928.39	942.89	978.07	-9.27	-23.77	-58.95
ishares 白银 持仓	15012.12	15056.93	14958.21	16873.50	-44.81	53.91	-1861.38

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。

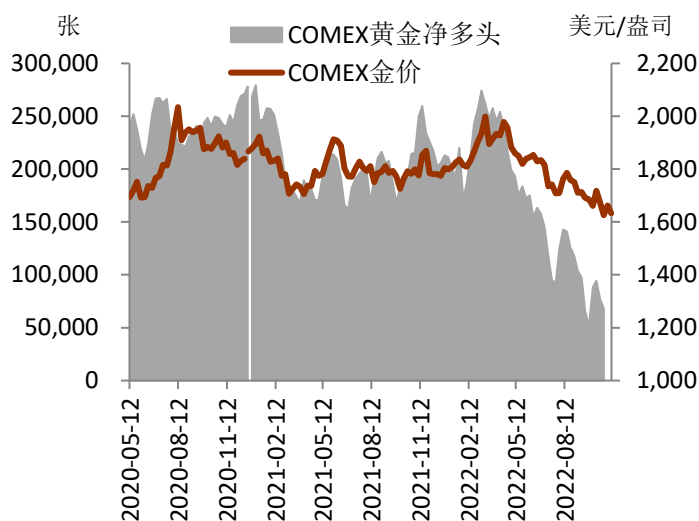
根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2022 年 11 月 1 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 64623 张；COMEX 白银期货持有非商业性净多单为 1524 张。近一个月，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓在持续下降，白银期货的非商业性净多单虽然数量少，但 10 月底空头有明显减仓动作，白银的做多动能更强。

图表 29 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

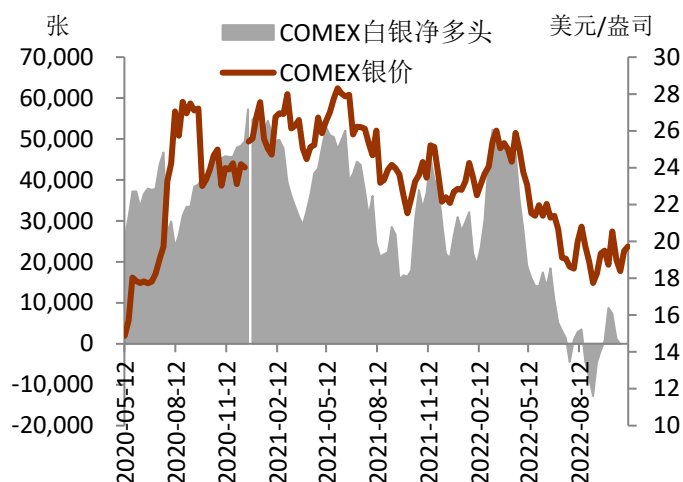
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2022-11-01	216341	151718	64623	-3409
2022-10-25	212853	144821	68032	-8924
2022-10-18	210890	133934	76956	-17464
2022-10-11	212561	118141	94420	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2022-11-01	51286	49762	1524	1625
2022-10-25	51163	51264	-101	-1368
2022-10-18	51541	50274	1267	-6122
2022-10-11	47939	40550	7389	

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：

目前美欧都面临“数据弱、通胀高”的现状，市场对货币紧缩的预期出现摇摆。美欧央行均以对抗高通胀为首要目标，都持续大幅加息，并继续传递鹰派信息。最新的数据显示美国 10 月失业率上升，且有两位联储主席的发言，均暗示美联储之后的加息节奏可能放缓。虽然当前的信号是否为紧缩预期拐点，还需要进一步验证，但美联储最鹰派的时刻大概率已经过去，金银价格有望扭转跌势低位上涨，已经提前见底的银价表现会更加亮眼。

预计未来一个月国际金价的主要波动区间将在 1620-1750 美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在 19-23 美元/盎司之间。

风险因素：美国通胀数据继续上涨，美联储鹰派程度超预期

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。