

2022年12月13日 星期二



衰退预期增强+高利率持续

金银走势或先扬后抑

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

- 随着加息的不断推进，2023年美国和欧元区的经济衰退压力均在加大，市场的主导交易逻辑会由今年的“紧缩预期”转向明年的“衰退预期”。美联储加息放缓预期在持续增强，甚至有明年可能转向预期。在此背景下，预计美元指数和美债收益率都会继续回落，将提振贵金属价格走势。另外，逆全球化和去美元化趋势强化，也将为黄金需求提供支撑。但美联储为有效抑制通胀，维持高利率的时间会长于市场预期，这将限制金价的上涨空间。预计金价明年将呈先扬后抑的走势，再创新高的概率较低。由于新能源领域的需求激增打开了白银的想象空间，波动性更强的银价将会有更亮眼的表现。
- 预计2023年国际金价的主要波动区间将在1700-2100美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在21-30美元/盎司之间。
- 策略建议：金银逢低做多，或做空金银比价
- 风险因素：美国经济状况好于预期，美联储货币紧缩持续时间超预期

目录

一、贵金属行情回顾.....	5
二、贵金属价格影响因素分析.....	7
1、美国经济增长动能持续减弱，明年软着陆的可能性较低.....	7
2、通胀粘性强，美国实际利率可能继续回落.....	8
3、美联储货币政策已边际转向，明年降息概率不大.....	8
4、欧元区通胀有所缓和，欧央行维持鹰派.....	9
5、俄乌冲突持续已久，地缘政治因素影响弱化.....	10
三、贵金属的供需基本面分析.....	13
（一）黄金.....	13
1、矿产金恢复回收金减少，全球黄金的供应量小幅反弹.....	13
2、黄金需求恢复到疫情前的水平.....	14
3、金饰消费需求复苏，实物投资增长强劲.....	15
4、央行大幅购金.....	17
（二）白银.....	18
1、白银的供应.....	19
2、白银的需求.....	19
3、光伏产业用银分析.....	20
4、新能源产业用银分析.....	23
四、市场结构及资金流向分析.....	23
1、金银比价变化.....	23
2、铜金比价变化.....	24
3、内外价差及期现价差变化.....	25
4、贵金属库存变化.....	26
5、金银 ETF 持仓分析.....	28
6、CFTC 持仓变化.....	29
五、行情展望及操作策略：.....	30

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 金价与美债实际收益率走势变化	6
图表 7 美国通胀预期变化	6
图表 8 主要经济体 GDP 增速变化	11
图表 9 美欧经济意外指数变化	11
图表 10 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	11
图表 11 欧元区制造业 PMI 增速变化	11
图表 12 美国就业情况变化	11
图表 13 主要经济体 CPI 变化	11
图表 14 美国通胀预期与原油价格变化	12
图表 15 美元指数与美国 GDP 全球占比	12
图表 16 美元指数与美元非商业性净头寸变化	12
图表 17 美元指数与美国 GDP 全球占比	12
图表 19 全球黄金供应量变化(单位: 吨)	13
图表 20 黄金的需求结构	15
图表 21 全球黄金的需求变化	15
图表 22 2016-2020 年全球黄金需求量 (单位: 吨)	15
图表 23 主要经济体黄金需求变化	16
图表 24 2022 年金条金币购买情况 (单位: 吨)	16
图表 25 中国黄金需求备变化	16
图表 26 印度黄金需求备变化	16
图表 27 中国金银珠宝零售额变化	17
图表 28 中国印度金饰消费大幅反弹	17
图表 29 各国黄金储备数量及排名	18
图表 30 全球主要央行储备变化	18
图表 31 中国和俄罗斯央行持续增持黄金	18
图表 32 白银的供应结构	20
图表 33 白银的需求结构	20
图表 34 全球白银供需平衡表 (单位: 百万盎司)	20
图表 35 2020 年主流类型光伏电池的耗银量 (单位: mg/片)	21
图表 36 全球光伏装机量预测	21
图表 37 中国光伏装机量预测	21
图表 41 主流类型汽车的耗银量 (单位: 盎司)	23
图表 42 COMEX 金银比价变化	24
图表 43 沪期金银比价变化	24
图表 44 铜金比价变化	25
图表 45 金价与铜价走势对比	25
图表 46 沪期金与 COMEX 金价差变化	26

图表 47 沪期银与 COMEX 银价差变化	26
图表 48 沪期金与沪金 T+D 价差变化	26
图表 49 沪期银与沪银 T+D 价差变化	26
图表 50 COMEX 贵金属库存变化	27
图表 51 COMEX 黄金库存变化	27
图表 52 COMEX 白银库存变化	27
图表 53 上海黄金交易所白银库存变化	27
图表 54 上海期货交易所白银库存变化	27
图表 55 贵金属 ETF 持仓变化	28
图表 56 黄金 ETF 持仓变化	28
图表 57 白银 ETF 持仓变化	28
图表 58 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化	29
图表 59 CFTC 黄金净多头持仓变化	29
图表 60 CFTC 白银净多头持仓变化	29

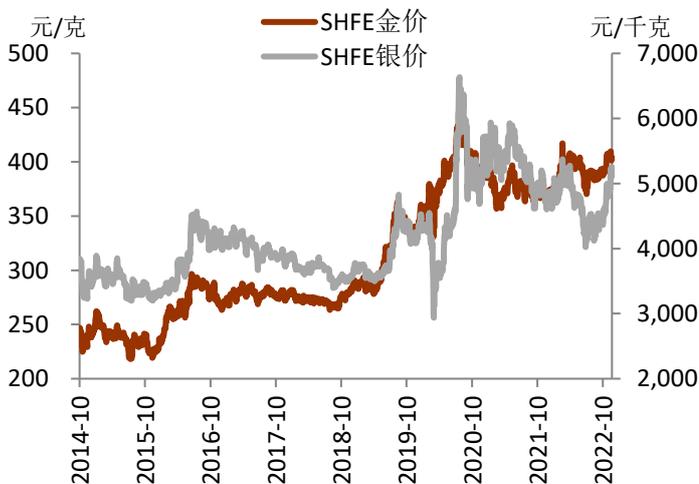
一、贵金属行情回顾

2022年，贵金属价格呈N型走势。年初至今，贵金属价格走势可以分为三个阶段：第一个阶段为年初至3月初，主要是受俄乌冲突的影响，地缘政治风险骤升，避险需求助推金价大幅上涨，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。第二的阶段为3月初至11月初。随着美国CPI数据创四十年新高，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开启了回调走势。之后，随着通胀形势的持续恶化，美联储鹰派加息力度超市场预期，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。COMEX期金主力合约在11月3日最低下挫至1618美元/盎司，创近两年半新低。第三个阶段为11月初至今，美联储在11月初的议息会议上释放将放缓加息的信号，随后公布的美国通胀数据也显示见顶回落的迹象，且经济景气度明显下滑，市场对于明年美国经济陷入衰退的担忧加剧，强化了美联储放缓加息的预期，美元指数和美债收益率均大幅下挫，金价止跌反弹。目前国际金价已上涨至1800美元/盎司一线，回到跟今年年初相近的水平。

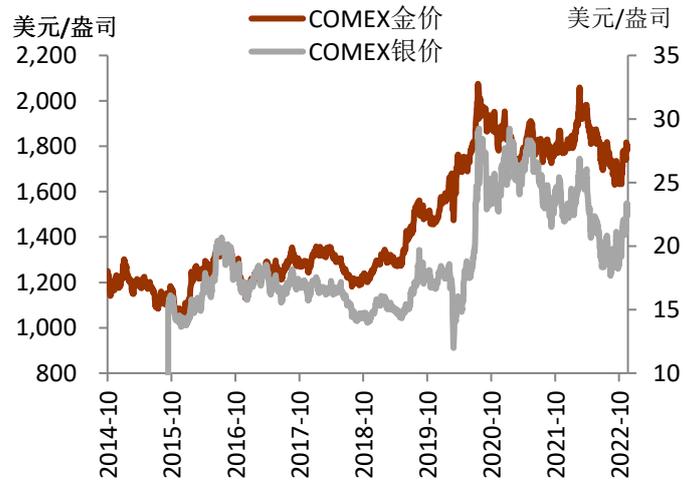
银价的整体走势跟随金价，其弹性高波动大的特性使得银价在下跌的过程中跌势更猛，在上涨的过程过涨幅更大。今年COMEX期银主力合约从30.3美元/盎司的高点持续下挫至17.4美元/盎司，跌幅近半。但银价在今年9月初就见底，提前开启了反弹之路。究其原因：一方面银价在这轮跌势中严重超跌，绝对价格已处于低位；另一方面，光伏产业的高速增长对银浆的需求增加，打开了银价的想象空间。国际银价已从9月初的低位大幅反弹35%至当前的24美元/盎司，已高于今年年初的水平。

人民币兑美元的汇率在今年先贬后升，整体呈现大幅贬值，这使得国内金银走势都强于外盘，对汇率最为敏感的金价尤甚。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

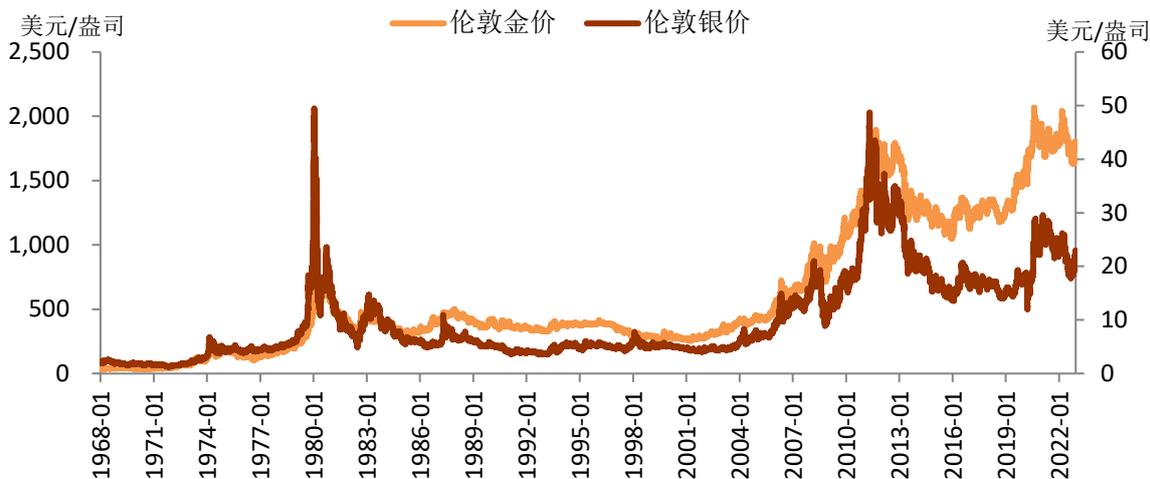


图表2 近5年COMEX金银价格走势



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表3 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

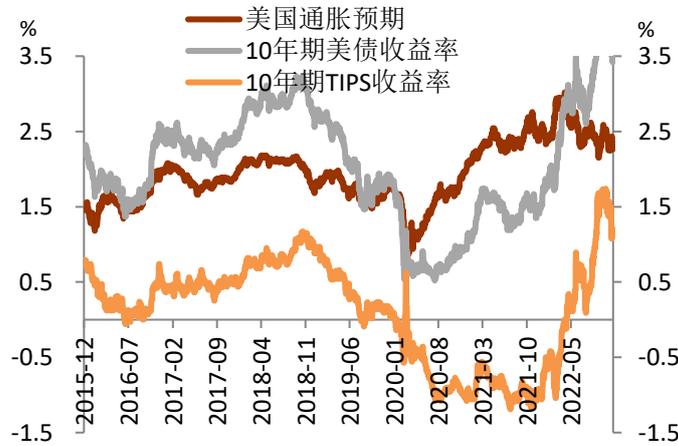


数据来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表6 金价与美债实际收益率走势变化



图表7 美国通胀预期变化



数据来源: 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”的局面，市场对明年美欧经济陷入衰退的担忧加剧。美联储释放将放缓加息节奏的信号，美元指数和美债收益率均大幅下挫，提振贵金属价格大幅反弹。

1、美国经济增长动能持续减弱，明年软着陆的可能性较低

2022 年一、二季度美国 GDP 环比折年率分别录得-1.6%、-0.6%，陷入“技术性衰退”，一度引发市场对美国经济衰退的担忧。三季度美国 GDP 环比折年率为 2.9%，经济陷入衰退视乎被证伪，但 GDP 增长结构并不健康。三季度美国 GDP 的回升，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。

今年美联储持续激进加息对经济的影响在逐渐显现，一些高频数据指向美国经济明显走弱。时隔两年，美国制造业再次跌回荣枯线以下，11 月美国 ISM 制造业 PMI 录得 49，创 2020 年 5 月以来新低。分项来看，尽管新出口订单指数有所回升，但仍连续 4 个月处于荣枯线以下；新订单、就业、进口等项下滑明显，成为重要拖累项。与此同时，美国 11 月 Markit 制造业 PMI 终值也从上月 50.2 降至 47.7，落入萎缩区间，创 2020 年 7 月以来新低。从数据来看，美联储加息对经济的拖累愈发明显，消费和需求有所回落，经济衰退预期不断加强，或将对美联储后期加息路径造成扰动。

美国的就业数据虽显示韧性，但也在放缓。美国 11 月非农就业人口新增 26.3 万人，远超预期的 20 万人。11 月失业率则维持在 3.7%，明显低于 4.3-4.5%左右的“自然失业率”水平。非农就业超预期上行，主要是休闲酒店、教育医疗和其他服务业贡献所致。美国 11 月劳动参与率 62.1%，较前值回落；美国 11 月私人非农平均时薪环比增长 0.55%，至 32.82 美元，增速创近 10 个月新高。当前美国非农就业总数较 2015-2019 年的趋势增长水平仍有 400 万的缺口。新增非农较快增长的核心原因是劳动力供给不足，而非需求过快增长。非农就业数据反映了劳动市场供需依然不平衡，工资-物价螺旋上涨对通胀的压力持续存在。后续来看，随着美联储加息效应的不断体现，经济增速的进一步放缓，相应的职位空缺将会减少，美国就业数据也将会逐渐放缓，近期已经可以看到美国大型科技企业招聘放缓甚至裁员计划屡屡推出。

美国 11 月中期选举的结果是美国民主与共和两党分别控制参众两院，这也意味着美国国内政治分裂和斗争将会更加激烈。拜登政府的加税计划将面临更大阻力，明年财政预算支出或面临收缩，财政的逆周期调节作用下降，或加大明年美国经济衰退的风险。

另外，作为美国经济的前瞻指标，美国的 10 与 2 年期国债收益率在今年 7 月就开始持

续倒挂，且倒挂幅度不断加深并创四十年最严重的程度。从历次每次曲线倒挂后美国经济走势看，在 10 年期和 2 年期利率倒挂后的一年到一年半左右的时间，美国经济会开始转弱甚至陷入衰退期，从倒挂到衰退平均 14 个月。

整体来看，今年美联储持续激进加息对经济的影响逐渐显现，美国总需求将日趋降温，2023 年美国实现软着陆难度较大。

2、通胀粘性强，美国实际利率可能继续回落

美国通胀或已阶段性见顶，但通胀粘性依然很强。美国 10 月 CPI 同比 7.7%，预期 7.9%，前值 8.2%，已连续第四个月回落。10 月核心 CPI 同比 6.3%，预期 6.5%，前值 6.6%，是五个月以来首次回落。美国 10 月 CPI 与核心 CPI 均超预期回落，尤其是核心 CPI 脱离本轮高点强化了市场对美联储放缓加息的预期。CPI 分项中，能源服务、医疗服务、交通运输等服务价格环比增速大幅回落，是 10 月核心 CPI 回落的主因。除住房租金外，其余大部分分项对 10 月 CPI 同比的拉动均有所下降。美国 10 月 PPI 涨幅同比放缓至 8%，10 月核心 PPI 同比放缓 6.7%，均低于预期和前值，数据再次表明，美国通胀正在放缓，但仍有隐患。

随着美联储的加息和原油等大宗商品的价格下降，能源和粮食价格逐步回落，核心商品通胀亦逐渐下降。但是核心服务对于通胀的支撑作用却在不断加强，劳动力薪资成为影响通胀走势的重要因素。由于当前美国劳动力市场供需还相对紧张，工资增速仍然较高，因此工资上涨对预计还将会对整体通胀起到一定的支撑作用，整体核心服务通胀的下滑速度预计将会偏慢。

随着美联储紧缩政策的边际转向，美债名义利率已经从近 20 年的历史高位回落，但住房租金和工资持续增长的粘性需要警惕，所以通胀预期并未明显回落。预计 2023 年，随着美国经济衰退压力加大，市场对于美联储降息预期强化，美国名义利率会持续下滑，而通胀预期可能维持高位，会导致美国实际利率继续回落。

3、美联储货币政策已边际转向，明年降息概率不大

为抑制高通胀，今年美联储采取了有史以来最激进的加息行动，从 3 月开启加息，连续 6 次累计加息 375BP，且在经济预测中不断提高政策利率终点。虽然美联储官员对于后续加息的态度仍有分歧，美联储在 11 月议息会上基本确认了将在 12 月开始放缓加息。11 月会议纪要提到了加息对经济的“滞后影响”，同时也提示，本轮终端利率可能更高、且高利率可能保持较长时间。美联储当前紧缩的货币政策已明确边际转向，但依然初加息周期之中。

目前美联储依然以抑制通胀为首要目标。美联储要通过加息来控制通胀，其中重要的一点是要保证其实际政策利率为正，这样才能使居民减少通过信贷来进行消费或者投资，最终达到抑制需求、控制通胀的目标。而当前美国的实际政策利率依然为负，所以美联储还

需要继续加息来抬升实际政策利率，以抑制高通胀。此外，美国家庭的通胀预期虽然有所回落，但依然很高。纽约联储最新公布的调查显示，11月美国家庭预计未来12个月的通胀率为5.2%，这大幅低于前一个月的5.9%，创下2021年8月以来的最低水平。1年期的通胀预期依然在5%以上，结合通胀的可能走势以及民众的通胀预期，美联储如果想要政策利率持续发挥作用，需要将终点利率上升至5%以上，才能够确保其实际政策利率为正。另外，货币政策需要一定的时间才能发挥作用。虽然2023年美国通胀会逐渐降低，但通胀的不确定因素和支撑力量依然存在，美国通胀水平恢复至2%左右的目标区间还需要很长的时间，而过早的降息可能会刺激通胀水平及通胀预期再度上升。所以，即使在明年下半年美国经济形势明显恶化甚至衰退，美联储大概率不会在2023年降息。

由于美国通胀数据已开始回落，美联储激进加息的紧迫性降低。预计美联储可能会在12月FOMC会议上加息50BP，在2023年1月和3月份各加息25BP，使利率终点达到5%-5.25%的水平，之后停止加息，然后在2023年维持在该水平以静观其变。

4、欧元区通胀有所缓和，欧央行维持鹰派

俄乌冲突爆发后，严重依赖俄罗斯能源的欧洲国家物价飙升，通货膨胀加剧。10月份，欧元区HICP达到创纪录的10.6%。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。欧元区央行在四个月的时间里累计加息200个基点，利率升至十多年来的最高水平，也创下有史以来最激进的货币紧缩。

欧元区11月HICP同比上升10%，低于市场预期10.4%，相比前值10.6%有所回落。剔除能源、食品的欧元区核心HICP同比初值上升5%，与前值和市场预期持平，随着能源项价格增速有所回落，整体通胀水平也未创新高。根据预测，欧元区11月通胀率将小幅降至10.4%。欧元区今年的通胀率为8.5%，明年为6.0%，2024年为2.3%，可能最终在2025年达到欧洲央行2%的目标。

欧洲是重要的能源进口国家，能源项导致的高通胀不仅会促使央行加快紧缩，也会导致欧洲企业生产成本上升，贸易逆差扩大，削弱欧洲经济的增长动能。自2022年年中以来，欧元区制造业PMI持续下行，并较长时间处于50%荣枯线以下，消费者信心指数也处于较低位置。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。欧元区经济已经初步显现衰退迹象。

欧洲央行暗示对经济增长的担忧也日益加剧，市场预计，欧洲央行将与美联储保持一致，将放缓加息幅度。欧洲央行行长拉加德11月底在货币政策听证会上表示，欧元区通胀尚未见顶，其风险甚至高于目前的预期，欧洲央行并未准备好放慢脚步。拉加德表示，“我们必须停止刺激需求”，欧洲央行处于“高度宽松的区域”，暗示其将进一步收紧政策。能源批发价格上涨仍将对消费价格产生一定的“传导效应”。虽然天然气价格已自峰值下跌约

40%，但这反映出欧洲近期天气温和，减少了能源消耗并有利于填充储气罐，但明年情况可能会变得更糟。

整体来看，欧元区的经济状态和货币环境都差于美国。若当前能源冲击无法得到有效解决，欧元区经济将会呈现出高通胀与低增长相伴随的局面，短期内很可能陷入明显的滞胀之中。

5、俄乌冲突持续已久，地缘政治因素影响弱化

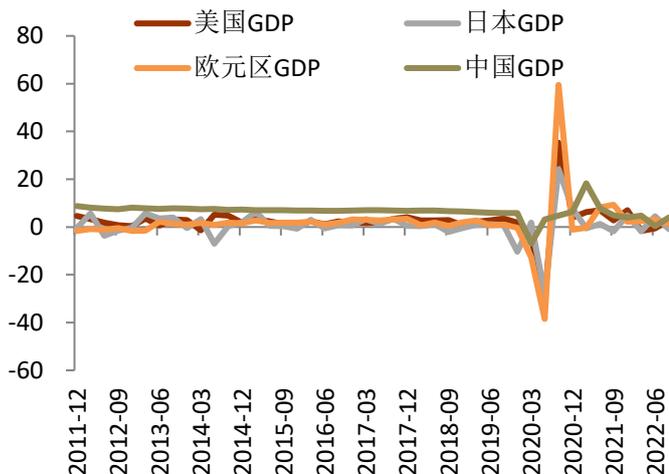
俄乌冲突持续已进入第十个月，战争的爆发刺激金价在今年 3 月冲击历史高位，并导致上半年国际原油价格高企。当前乌东部地区局势恶化，俄罗斯对抗北约东扩，俄乌局势依然剑拔弩张。

俄乌冲突前，俄罗斯对欧盟、英美和 OECD 亚洲国家（日韩）的原油和油品出口量合计约 500 万桶/日，扣除欧盟管道原油进口豁免后，大约是 430 万桶/日，这是俄罗斯出口需要重新调整市场的量。2021 年全球原油和油品出口量约为 6700 万桶/日，也就是说，调整量大约占全球出口量的 6.5%。俄乌冲突对全球原油贸易格局确实带来了“调整”，但也没有达到“重构”或“重塑”的程度，并没有明显改变全球原油贸易区域平衡的大框架。当下国际油价走势明显呈现出需求预期定价的逻辑，尽管需求端也确实可能是明年油价变动的主要线索，但市场似乎对供给冲击的定价尚不充分。考虑到冲突仍没有结束，产油国组织有可能减产，极端情况下甚至可能出现价格反复，从而推动通胀水平再度上行。明年国际油价可能呈震荡走势。

对于金价来说，从历史规律来看，历次开战前或战争初期，因投资避险情绪骤升，金价普遍走高。具体的幅度和持续时间取决于当时对于战争的预期。但在历次战争冲突阶段，尤其是局势相对明朗之后，金价会走弱。以阿富汗战争、科索沃战争、海湾战争三次最为明显，此次俄乌战争也是如此。所以，战争爆发的初期，确实会因避险需求骤升会在短期内推高金价，影响其阶段性走势，但这种脉冲式的影响不会从根本上改变金价的趋势。

虽然俄乌冲突对市场的冲击已经在边际弱化，受其影响最大原油价格和黄金价格早已冲高回落，但此次冲突对国际地缘政治、全球贸易格局的深层次的影响仍在持续蔓延，还需对非经济性因素而可能出现的短期供给和贸易扰动保持一定警惕。

图表 8 主要经济体 GDP 增速变化

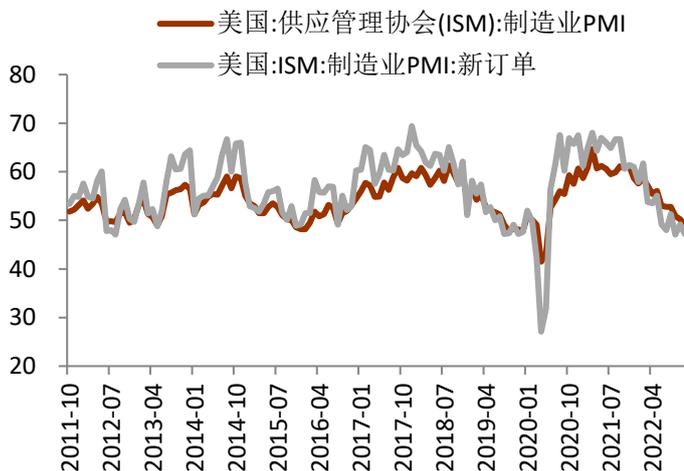


图表 9 美欧经济意外指数变化

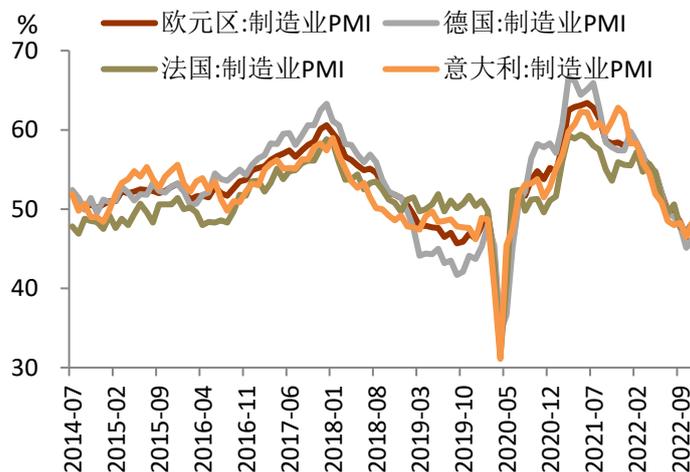


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 10 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

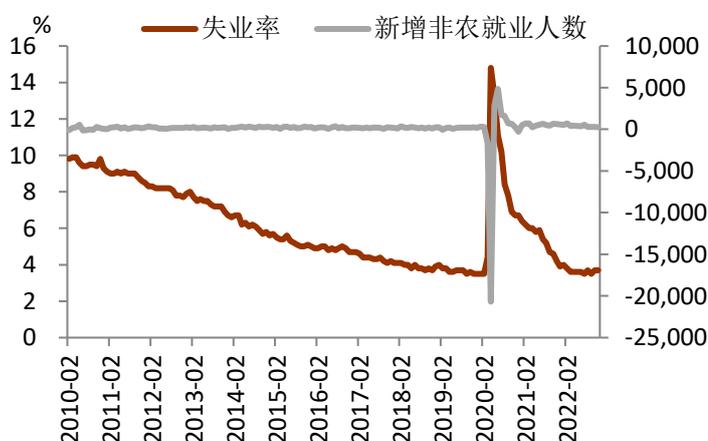


图表 11 欧元区制造业 PMI 增速变化

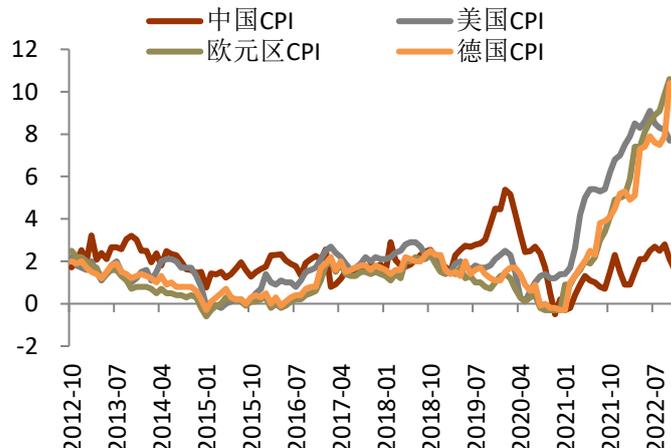


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 12 美国就业情况变化



图表 13 主要经济体 CPI 变化

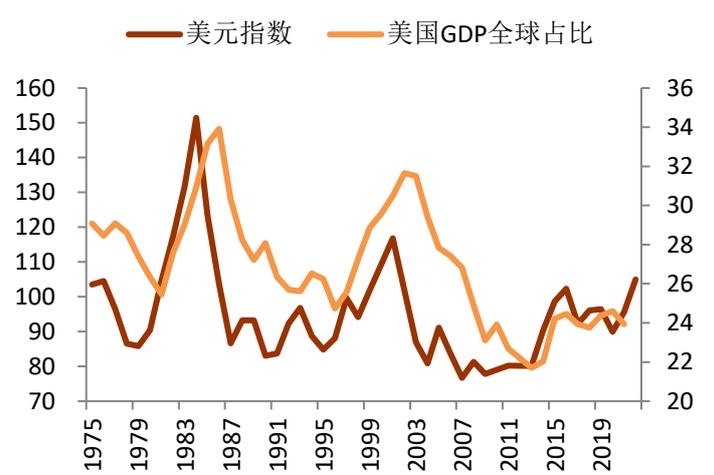


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 14 美国通胀预期与原油价格变化



图表 15 美元指数与美国 GDP 全球占比

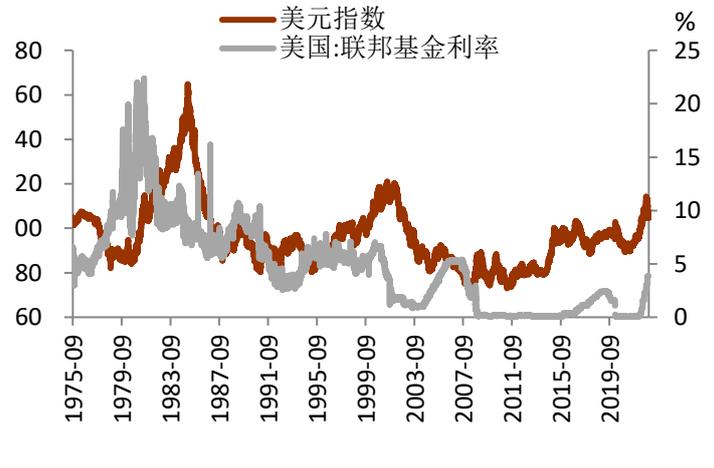


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 16 美元指数与美元非商业性净头寸变化

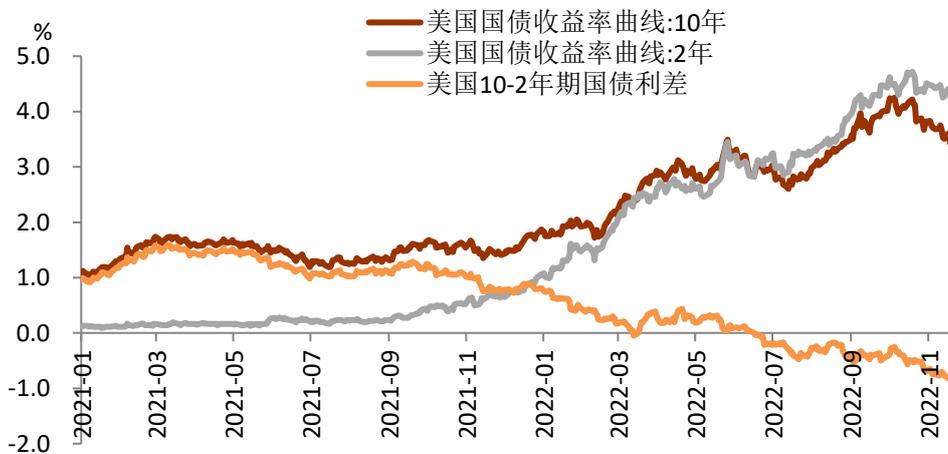


图表 17 美元指数与美国 GDP 全球占比



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 18 美国 10-2 年期国债收益率持续倒挂



资料来源: Bloomberg, iFinD, 铜冠金源期货

三、贵金属的供需基本面分析

(一) 黄金

1、矿产金恢复回收金减少，全球黄金的供应量小幅反弹

黄金是一种特殊的商品，其商品属性、货币属性、金属属性并存。每年全球新增的黄金供应 4600 多吨，其中约 3/4 是矿产金，1/4 为再生金。一直以来，黄金的供给量相对稳定，但近几年受疫情的影响，全球黄金的供应量有所下降。

根据世界黄金协会的统计，2021 年黄金总供应量为 4666.12 吨，较 2020 年持续回落。其中矿产供应量增长 2%至 3560.7 吨，回收黄金供应量大降 11%至 1149.9 吨。从分项来看，黄金矿产供应依然为核心，尽管疫情对黄金矿产的影响已经大幅下降，但矿产总量较疫情前的 2019 年仍略有走低，2021 年全球矿产金供应量为 3560.7 吨，占黄金总供应量的比值为 76.4%，矿产金供应无论是绝对量还是相对量较 2020 年均有所增加，但较疫情前的 2019 年仍略有走低。2021 年再生金供应量为 1150 吨，占黄金总供应量的比值为 24.6%，其绝对量还是相对量较 2020 年均有所减少，较疫情前的 2019 年水平也低近 10%。这主要是受到金价回落影响，选择将实物黄金出售的消费者减少。

随着经济继续复苏和矿商增产，黄金供应量 2022 年出现小幅反弹。据世界黄金协会最新发布的《黄金需求趋势报告》显示，2022 年三季度全球黄金总供应量同比小幅增长 1%，达到 1215 吨。从分项来看，矿产金产量连续第六个季度增长，三季度同比增长 2%至 949.4 吨；但受金价回落拖累，三季度全球回收金总供应量为 275.8 吨，同比下降 6%。黄金回收量减少的拖累了总供应。2022 年前三季度，全球黄金总供应量 3553 吨，矿产金产量为 2686 吨，再生金产量为 868 吨。

据中国黄金协会最新统计数据显示，2022 年前三季度，国内原料黄金产量为 269.987 吨，与 2021 年同期相比增产 33.235 吨，同比上升 14.04%，其中，黄金矿产金完成 214.109 吨，有色副产金完成 55.878 吨。另外，2022 年前三季度进口原料产金 86.362 吨，同比增长 9.70%，若加上这部分进口原料产金，全国共生产黄金 356.349 吨，同比增长 12.95%。

图表 19 全球黄金供应量变化(单位：吨)

供应量	2016	2017	2018	2019	2020	2021	年同比变化%
金矿产量	3459.06	3491.76	3554.19	3531.82	3474.7	3560.66	2.47
生产商净套保	37.63	-25.52	-12.48	6.18	-45.9	-44.46	-
回收金	1249.10	1128.06	1147.11	1281.90	1297.38	1149.92	-11.01
总供应量	4745.80	4594.30	4688.82	4819.90	4721.1	4666.12	-1.16

数据来源：World Gold Council，铜冠金源期货

2、黄金需求恢复到疫情前的水平

黄金的需求分实物需求和投资需求两大类。实物需求较为稳定，占总需求的近一半。投资的需求端，主要有官方储备与个人投资两大主体。官方储备层面，新兴市场国家央行有持续增持黄金的意愿。而个人投资层面，黄金的投资需求主要与通胀、汇率及全球市场动荡程度有关。近两年伴随着金价的大幅波动，黄金的实物消费和投资需求也波动剧烈且最频繁。

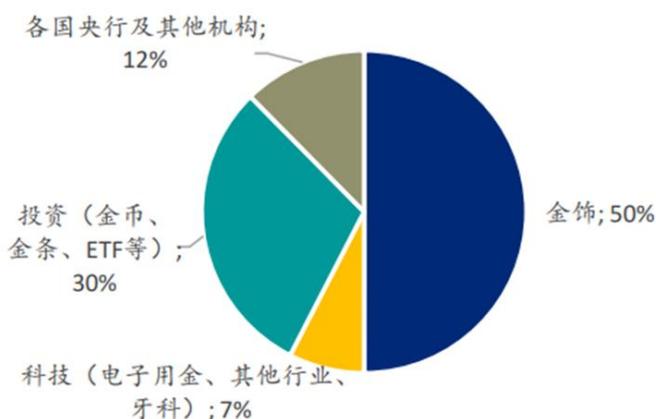
根据世界黄金协会公布的数据，2021 年全球黄金需求总量达到 4021（不含场外交易）吨，相比 2020 年受疫情冲击的 3803 吨总需求已有明显恢复，其中，珠宝首饰需求的增量为核心，投资需求则出现大幅回落，降低了黄金总需求的涨幅；近几年的黄金需求量仍维持整体下降趋势。

从黄金需求具体分项来看，珠宝首饰项在黄金需求中占比最大的分项，2021 年黄金珠宝首饰需求上涨为 2221 吨，占 2021 年黄金总需求的比例为 55%，环比上涨 67%；投资需求项短暂增加后再度回落，2021 年黄金投资需求下降为 1007 吨，占 2021 年黄金总需求的比例下降为 25%，环比下降 43%。投资需求中，金条、硬币投资、官方硬币以及奖牌/仿币项相对稳定，ETF 及类似产品项从 2020 年的增加 874 吨到 2021 年的减少 173.26 吨，大幅下降 25%，成为投资需求项环比大幅回落的核心拖累。另外，工业用金需求回升至 330.17 吨，占 2021 年黄金总需求的比例上升为 8.2%。

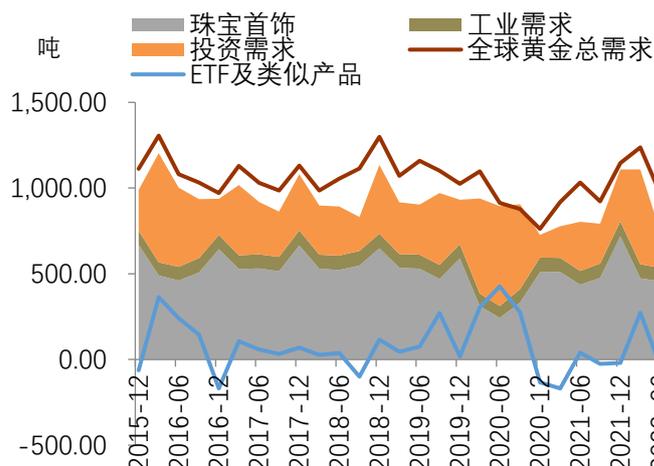
根据世界黄金协会最新发布的《全球黄金需求趋势报告》，今年第三季度全球黄金需求同比大增 28%至 1181 吨。与 2021 同期相比，今年初至今的黄金需求增长 18%，恢复至疫情前水平。增长的份额主要来自金币金条需求的增长，以及各国央行购金的巨幅增长。第三季度，全球央行购金量创下纪录，达到近 400 吨；全球黄金 ETF（交易所交易基金）大幅流出 227 吨，致使黄金投资规模同比减少 47%；全球金条和金币需求同比增长 36%，达到 351 吨，但不足以抵消黄金 ETF 的大量流出；受全球经济下滑导致消费类电子产品需求下降，科技用金需求同比减少 8%。第三季度全球金饰消费需求达到 523 吨，同比增长 10%；今年年初至今的金饰需求较为坚挺，同比增长 2%，达 1454 吨。今年第三季度，尽管 ETF 投资需求收缩显著，但售黄金投资和央行购金有力地提升了黄金的整体需求，后期这两项仍将继续保持强势增长。

2021 年我国黄金总产量达 443.56 吨，10 年间的年均增长率达 2.35%，占全球的 9.55%。2022 年前三季度，全国黄金消费量 778.09 吨，与 2021 年同期相比下降 4.36%。其中：黄金首饰 522.15 吨，同比下降 1.31%；金条及金币 191.73 吨，同比下降 10.46%；工业及其他用金 64.21 吨，同比下降 8.79%。前三季度，受国内疫情多点散发影响，黄金消费市场在波动中恢复，黄金首饰消费量整体呈小幅下降趋势，但头部品牌市场份额进一步提升。虽然国内零售黄金投资需求整体下滑，但部分大型黄金零售商和商业银行金条及金币销量继续保持增长态势。

图表 20 黄金的需求结构



图表 21 全球黄金的需求变化



数据来源: The Silver Institute, 铜冠金源期货

图表 22 2016-2020 年全球黄金需求量 (单位: 吨)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	同比变化%
首饰加工	2103.88	2241.01	2248.46	2123.16	1400.75	2221.00	67.00
工业需求	323.00	332.58	334.79	325.96	302.19	330.00	9.00
净投资需求	1614.14	1315.42	1160.37	1264.90	1274.90	1773.60	39.00
央行净买入	394.86	378.56	656.58	668.49	255.00	463.00	82.00
总需求	4435.87	4267.58	4400.21	4382.51	3658.80	4021.00	10.00

数据来源: World Gold Council, 铜冠金源期货

3、金饰消费需求复苏, 实物投资增长强劲

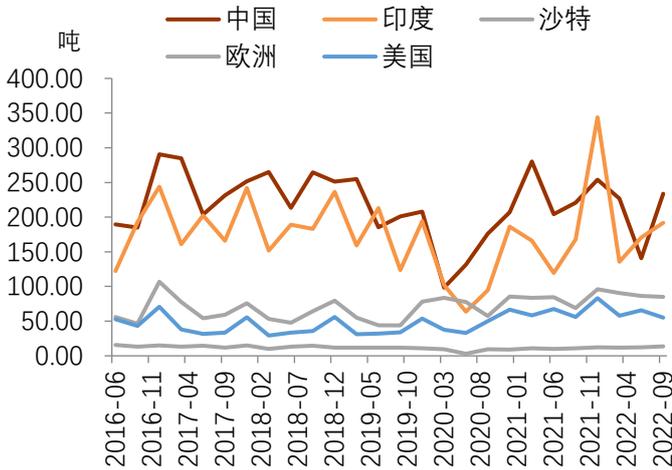
全球黄金的实物需求以珠宝首饰为主。2020 年, 在疫情冲击和金价高企的影响下, 金饰需求遭受毁灭性打击, 去年才开始恢复, 珠宝首饰需求依然是最大的需求项。2021 年全球金饰消费量同比增长 52% 至 2124 吨, 主要受到印度和中国这两大黄金饰品消费国的需求在 2020 年被压抑后大幅释放的影响。此外, 2021 年全年金饰生产量同比增长 67% 至 2221 吨, 是 2018 年以来最高水平。

虽然今年全球经济衰退预期不断升温, 但金饰消费仍旧强劲, 2022 年三季度全球金饰需求总量为 523 吨, 同比增长 10%, 且年初至今的全球金饰消费需求总量累计达 1455 吨, 同比增长 2%。从 2012 年开始, 中国就超过印度, 成为全球最大金饰消费国。今年第三季度, 中国金饰需求达 163 吨, 环比增长 58%, 同比增长约 5%。而印度今年第三季度的金饰需求达到 146 吨, 同比增长 17%, 环比增长 4%。

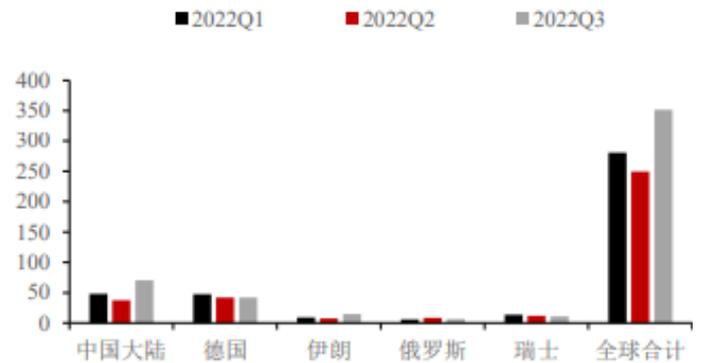
另外, 金条金币市场呈现出了显著的回暖。今年第三季度, 全球金条和金币需求同比增长 36%, 达到 351 吨。中国的金条金币销售总量达 70 吨, 环比大幅上升 87%, 同比增长 8%, 为 2018 年以来的最高水平。

金饰消费需求增加，和金条金币实物零售投资需求的增长，都源于消费者和投资者对于黄金保值属性的认可。在经济走弱和通胀的高企环境下，越来越多的人意识到，在投资组合中增加黄金的配置，将有效降低资产组合整体风险和抗通胀能力。实物零售投资需求的增加也在一定程度上抵消黄金ETF的大量流出。

图表 23 主要经济体黄金需求变化

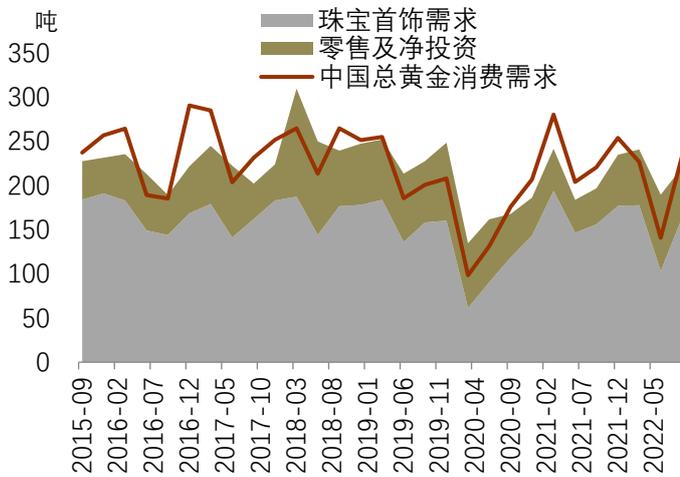


图表 24 2022 年金条金币购买情况 (单位: 吨)

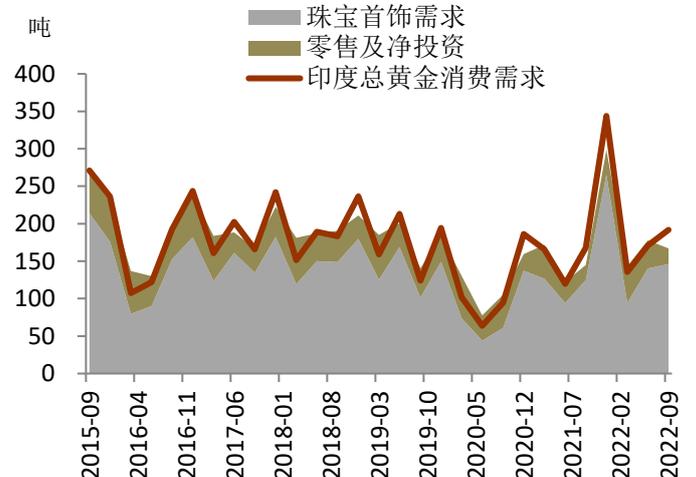


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 25 中国黄金需求备变化

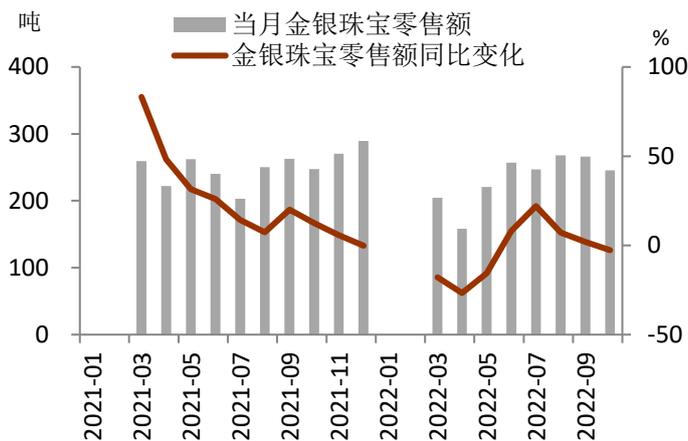


图表 26 印度黄金需求备变化



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 27 中国金银珠宝零售额变化



图表 28 中国印度金饰消费大幅反弹

	2021 年 第 3 季度	2022 年 第 3 季度	同比变化
金饰	430.8	523.1	10%
中国	162.2	170.5	5%
印度	125.1	146.2	17%

数据来源: Wind, 铜冠金源期货

4、央行大幅购金

从 2010 年开始, 全球央行就成为黄金的净买入方。2021 年是各国央行连续 12 年净增持黄金储备, 这期间总计买入了 5692 吨黄金。在 2020 年因金价走高而减少增持之后, 全球央行在 2021 年重新成为黄金市场的大买家, 总计增持 463 吨黄金, 同比大增 82%。泰国央行是这一年最大的黄金买家, 总计增持 90 吨黄金。不仅新兴市场国家央行纷纷买入黄金, 一些发达国家央行也同样选择增持黄金储备。发达国家中, 2021 年, 新加坡和爱尔兰都分别增持了 26 吨和 3 吨黄金储备。

今年全球央行继续大手笔购金。根据世界黄金协会最新数据, 2022 年前三季度全球中央银行一共购买了 673 吨黄金, 这是全球央行连续第十三年净增持黄金。今年前 9 个月各国央行购买的黄金量就已经超过了有数据记录以来任何一年的购买量。其中, 土耳其央行和乌兹别克斯坦央行购金最多, 分别购入 31 吨和 26 吨黄金。今年前三季度, 全球分别净购买黄金 87.7 吨, 186 吨, 399.3 吨 (同比增长 341%, 且创记录新高), 使得全球央行 2022 年前三季度累计净购金达 885 吨, 已远超疫情前的年度购金平均水平。目前全球各国央行黄金总储备量接近 35600 吨, 是 30 年以来最高水平。

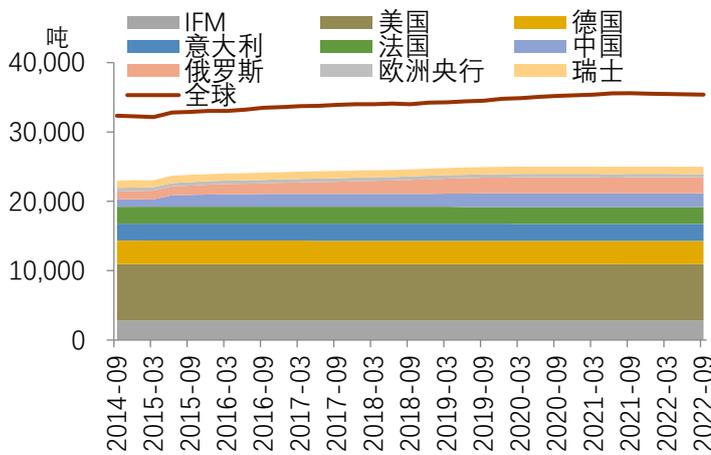
今年俄乌冲突发生后, 欧美冻结了俄罗斯央行在海外的外汇储备。当这种极端风险成为事实, 各国央行不得不考虑加速其储备资产的多元化, 而黄金作为最传统的储备资产, 因此受到更多央行的关注。逆全球化和去美元化背景, 也为黄金需求提供支撑。目前全球经济面临滞胀风险, 各国债务水平上升, 地缘政治和经济的不稳定性增强, 黄金储备的战略地位凸显。从各国黄金储备数量及排名来看, 美国以 8000 多吨的黄金储备遥遥领先, 德国位居第二但差距很大。新兴市场国家的黄金储备在其外汇总储备中的占比一般都比较低。中国央行曾从 2018 年 12 月起连续 10 个月增持黄金, 之后一直都目保持在 1948.3 吨的黄金储备, 排全球第七。我国的黄金储备在外汇储备种的占比依然非常低, 有很大增长空间。

图表 29 各国黄金储备数量及排名

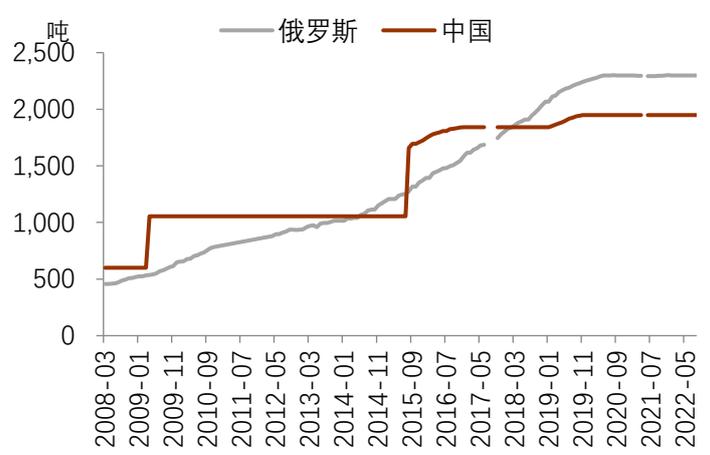
排名	国家和地区	黄金储备 (吨)	占外汇储备比例
1	美国	8133.5	68%
2	德国	3355.1	65%
3	国际货币基金组织	2814	-
4	意大利	2451.8	62%
5	法国	2436.3	57%
6	俄罗斯	2298.5	20%
7	中国	1948.3	3%
8	瑞士	1040	6%
9	日本	846	4%
10	印度	785.3	8%
11	荷兰	612.5	55%
12	欧洲央行	504.8	32%
13	土耳其	488.9	29%

数据来源：World Gold Council，铜冠金源期货（截止于 2022 年 9 月）

图表 30 全球主要央行储备变化



图表 31 中国和俄罗斯央行持续增持黄金



数据来源：Wind，铜冠金源期货

（二）白银

虽然白银与黄金同样具有商品属性、货币属性和金融属性，但白银的商品属性要强于黄金，银价更容易受到商品属性的冲击。货币属性和金融属性决定了银价的方向，而商品属性则决定了银价的波动幅度。

从历史走势和经验分析来看，银价的走势跟随金价，黄金价格走势决定白银的价格趋势，白银的供需和库存影响价格弹性。

1、白银的供应

白银供应主要来自矿产白银，其次是再生白银。矿产白银中大部分为伴生矿形式存在，主要与铅锌矿，铜矿、黄金矿伴生，其中来自铅锌矿的比例最高，达 30%左右。

根据世界白银协会的数据，2020 年全球白银产量受疫情影响大幅下滑至 976.2 百万盎司，较 2019 年减少了 42.50 百万盎司，同比减少 4.17%。预计 2021 年全球白银产量将恢复增长，2021 年全球白银产量将达到 1056.3 百万盎司，较 2020 年增加 80.1 百万盎司，同比增长 8.21%。从产量细分情况来看，2021 年劳工关系缓和以及疫苗接种率不断提高，疫情对于矿山影响降低，叠加铜、铅、锌等大宗商品价格持续上涨，矿山厂商生产积极性提高，全球矿产银产量增长 5%至 2.3 万吨，矿山银产量占比 81%，再生银及其他占比 19%。

2022 年预计伴随泛美银业等主要矿山复产，叠加铜、铅锌等金属价格高位运行，铅锌矿、铜金矿产量增加将带动作为副产品的白银产量有所增加，预计 2022 年全球白银产量将继续上升。

中国是全球最大的铅锌生产国，国内矿产白银主要来自铅锌矿的副产白银。2021 年中国白银产量达 2.46 万吨，相较于 10 年前产量接近翻倍，年均增长率达 7.82%。2021 年中国矿产银产量占全球比重达 13.38%。2022 年上半年，中国白银产量为 12659.8 吨，同比增长 17%。

2、白银的需求

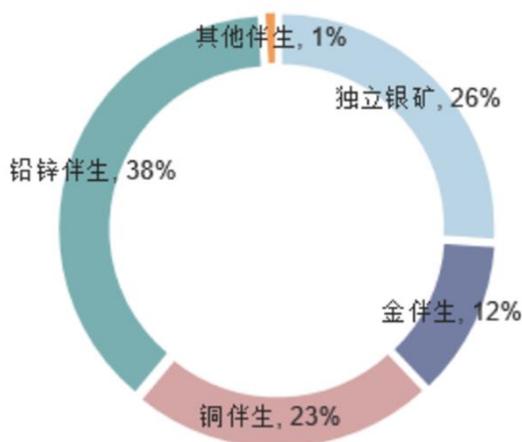
从世界白银协会的最新数据来看，受疫情影响，2020 年全球白银需求量大幅下滑至 896.1 百万盎司，同比减少 9.98%。2021 年全球白银需求量恢复增长，预计 2021 年全球白银需求量将达到 1033 百万盎司，较 2020 年增加了 136.9 百万盎司，同比增长 15.28%，且高于近十年的平均需求量。工业需求、投资需求和珠宝领域需求占据白银需求的主导力量。其中，工业需求虽然依然受到疫情的冲击，但保持稳步增加态势，而投资需求和珠宝领域需求则因白银价格走高而持续增加。

从供需结构变化来看，与过去 5 年白银供需平衡状况相比，白银过剩量逐年呈现下降趋势，整体方向上供需在边际趋紧。

白银需求端的关注重点在投资需求和工业需求，工业需求的亮点则在光伏产业和新能源汽车领域，预计两个领域对白银的需求将会持续增加。

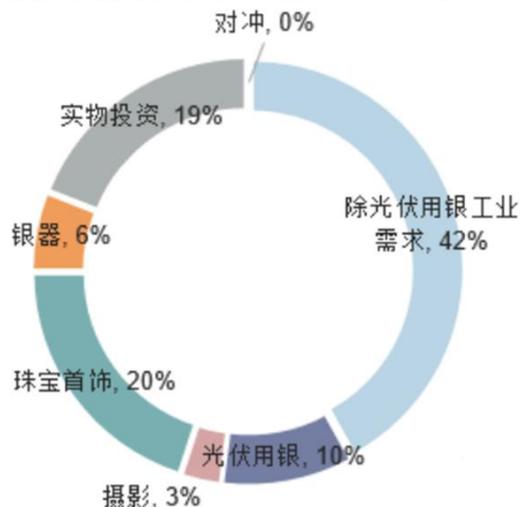
图表 32 白银的供应结构

2021年全球矿山银产量供给分布情况



图表 33 白银的需求结构

全球白银细分应用领域占比（单位：%）



数据来源：The Silver Institute，铜冠金源期货

图表 34 全球白银供需平衡表（单位：百万盎司）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	同比变化
总供给	1065	1031.7	1017.3	1018.7	976.2	1056.3	8%
总需求	997.3	66	989.8	995.4	896.1	1033	15%
盈余/缺口	67.8	65.7	27.6	23.3	80.1	23.3	-71%

资料来源：The Silver Institute，铜冠金源期货

3、光伏产业用银分析

白银的工业需求的增量主要来源是光伏行业。随着全球对于新能源的重视程度日趋增长，光伏用银在白银的工业用银量的占比在逐年提升。虽然随着工艺改善和技术进步单位用银量将降低，但在全球推进碳中和和清洁能源发展的大环境下，光伏装机增量快速增加，太阳能电池板的银浆用量提高，依然是光伏用银需求上升的主要驱动力。

白银是光伏电池的重要原料。光伏产业链始于原硅材料，加工为硅片后可制成光伏电池，光伏电池加工组成光伏组件，光伏组件构建起光伏系统。白银在光伏产业链中，主要被用于硅片到光伏电池一环中，丝网印刷的部分。高纯度银粉在与玻璃粉和其他添加剂混合后制成光伏银浆后用于电池正反两面。电池正面运用丝网印刷技术镀银起到导电作用，反面镀含银浆料则有利于减少材料氧化。

根据《中国光伏产业发展路线图》的数据显示，2020年，P型电池耗银量约107.3mg/片，N型电池中TOPCon耗银量约164.1mg/片，HJT电池耗银量约223.3mg/片。2020年BSF电池市场占比8.8%，PERC电池市场占比86.4%，N型电池占比3.5%。其中N型电池效率

性能占优、生产工艺较为简化，是目前市场普遍看好的未来光伏电池的发展方向，预计未来 N 型电池比例有望提升。在此背景下，未来 N 型电池比重将呈现增加的趋势，将利好白银整体需求的增长。

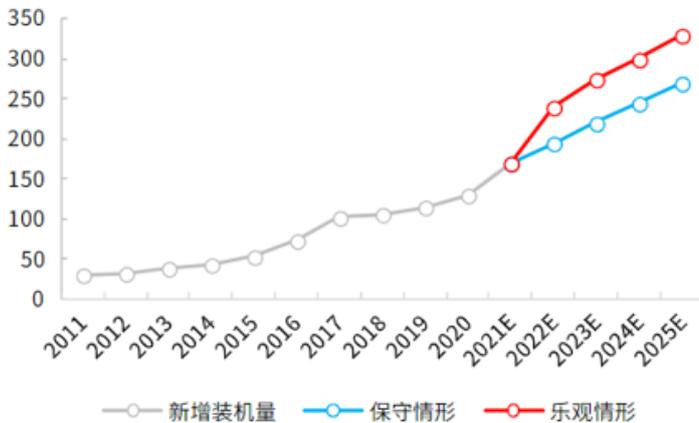
根据中国光伏行业协会（CPIA）数据，预计“十四五”期间，全球每年新增光伏装机约 210-260GW。CPIA 预测，2021 年全球光伏装机 150-170GW，2022 年全球光伏装机 180-225GW。预计到 2025 年，年光伏用银量在乐观情形下将增加 80 百万盎司；中性情形下将增加 60 百万盎司；悲观情形下将增加 40 百万盎司。虽然随着工艺改善和技术进步，单位用银量未来将降低。但在全球推进碳中和和清洁能源发展的大环境下，光伏装机增量将成为光伏用银需求上升的主要驱动力。

图表 35 2020 年主流类型光伏电池的耗银量（单位：mg/片）

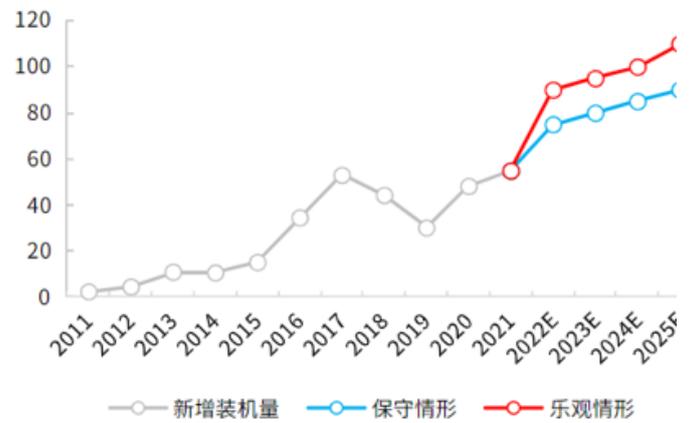
主流类型光伏电池	耗银量
P 型电池	107.3
N 型电池	164.1
HJT 电池	233.3

资料来源：中国光伏行业协会、网站整理

图表 36 全球光伏装机量预测



图表 37 中国光伏装机量预测



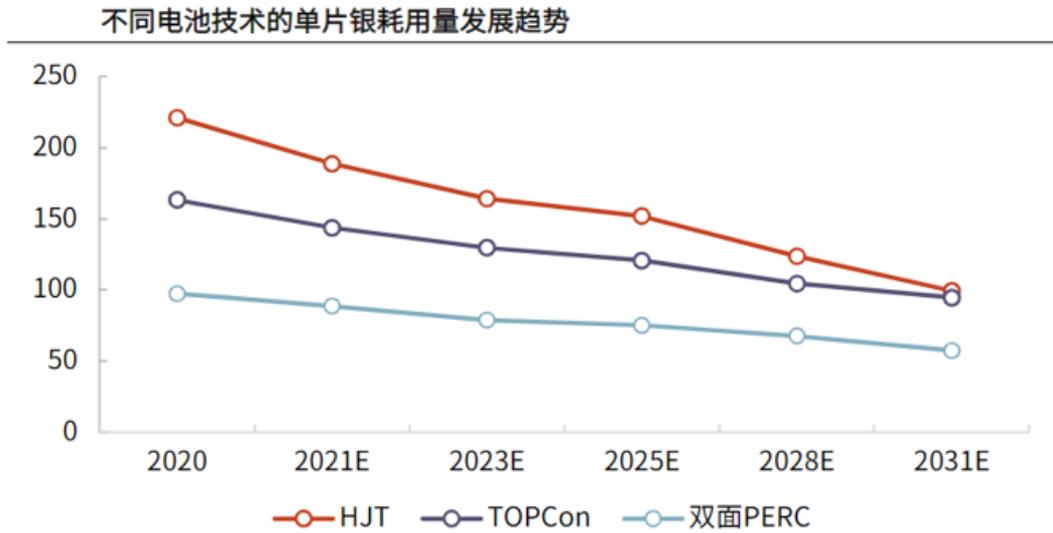
数据来源：CPIA、铜冠金源期货

图表 38 不同技术电池的光电转化率预测

不同电池技术转换效率发展					
	2020	2021E	2022E	2023E	2025E
PERC	22.8%	23.1%	23.3%	23.5%	23.7%
TOPCon	23.5%	24.0%	24.3%	24.6%	24.9%
HJT	23.8%	24.2%	24.6%	25.0%	25.3%

资料来源：Bloomberg、CPIA、铜冠金源期货

图表 39 电池的银耗用量持续下降（单位：mg/片）



资料来源：Bloomberg、CPIA、铜冠金源期货

图表 40 全球银浆需求预测

全球银浆需求测算		2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球电池片产量							
全球新增光伏装机规模	GW	130	170	240	270	300	330
电池片产量, 其中	GW	156	204	288	324	360	396
PERC 产量	GW	135	187	240	238	250	243
TOPCon 产量	GW	3	4	25	49	61	78
HJT 产量	GW	2	2	13	25	36	61
其他产量	GW	16	11	10	12	13	14
单瓦银耗							
PERC	mg/W	15.59	14.01	12.96	12.24	11.90	11.57
TOPCon	mg/W	25.34	21.82	20.35	19.21	18.38	17.67
HJT	mg/W	33.86	28.43	25.85	23.94	22.82	21.90
其他	mg/W	15.59	14.01	12.96	12.24	11.90	11.57
全球银浆需求							
PERC	吨	2102	2618	3106	2916	2978	2812
TOPCon	吨	79	89	514	935	1125	1384
HJT	吨	79	54	340	593	821	1335
其他	吨	246	156	129	152	150	158
低温银浆需求	吨	79	54	340	593	821	1335
占总需求比例		3.2%	1.9%	8.3%	12.9%	16.2%	23.5%
高温银浆需求	吨	2426	2863	3749	4003	4253	4354
银浆总需求	吨	2506	2917	4090	4596	5074	5689

资料来源：Bloomberg、CPIA、铜冠金源期货

4、新能源产业用银分析

除了光伏电池领域，白银在新能源汽车领域的需求也有望实现可观增长。新能源汽车，尤其是纯电动汽车，在许多部件的应用中都需要白银，包括镀银导线、触点等。这有赖于白银具有良好的导电性能、抗氧化性和抗腐蚀性。

根据世界白银协会的统计，传统内燃机汽车每辆约需 0.5-0.9 盎司的银，混合动力车每辆约需 0.6-1.1 盎司，而纯电动汽车每辆的用银量则约为 0.8-1.6 盎司。世界白银协会报告预计 2021 年汽车用银需求将达到 61 百万盎司，并将于 2025 年升至 90 百万盎司，接近光伏用银的需求。

当前各个国家都在积极推动新能源汽车的发展。根据我国颁布的《新能源汽车产业发展规划(2021-2035)》，提出到 2025 年新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20% 左右的目标。在此背景下，汽车行业对于白银的需求将会进一步提升。

目前白银光伏需求和新能源的需求增量对于白银供需平衡的改善，在绝对量上显得较为有限，未来随着新能源经济蓬勃发展，白银具有在上涨趋势中动力增强的潜力。

图表 41 主流类型汽车的耗银量（单位：盎司）

汽车类型	用银量
传统内燃机汽车	0.5-0.9
混合动力车	0.6-1.1
纯电动汽车	0.8-1.6

资料来源：北极星网站整理

四、市场结构及资金流向分析

1、金银比价变化

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，金银比价并不存在明显的均值回归的规律，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，之后银价补涨导致金银比价快速回落，并在 2021 年 2 月最低达 65 的低点，而后金银比价再度开始上行趋势。

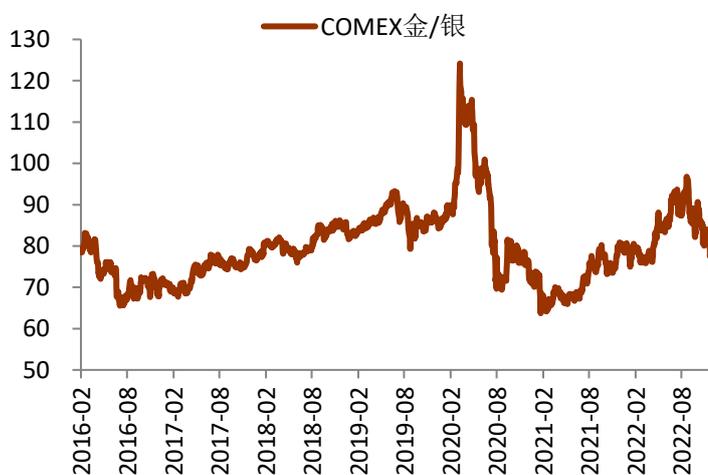
贵金属价格在今年 3 月 9 日开始见顶回调，因地缘政治的风险依在，金价走势较银价明显抗跌，金银比价不断上移。COMEX 金银比价从今年 3 月的低点 76 持续上涨至 9 月初 96 高点。银价在 9 月初先于金价见底，金银比价开启下行之势。

从以往的历史看，金银价格一般会同涨同跌，但今年 9、10 月金银走势却大相径庭，银价先于金价两个月见底反弹，甚至出现 9% 的单日涨幅，涨势惊人。银价出现单日暴涨的现象并不罕见，究其原因，一方面是银价在之前的大幅杀跌中，做空的动能已经消耗殆尽，另一方面，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。

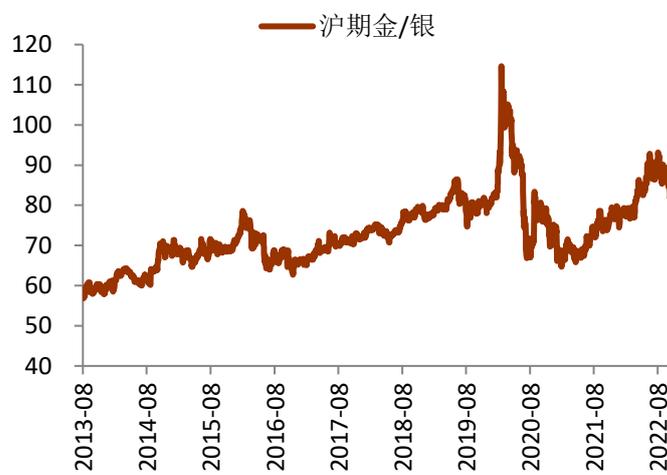
11 月初金价也见底重启涨势，银价的涨势依然强于金价，COMEX 金银比价持续下跌至 76 一线。预计接下来银价走势依然会强于银价，金银比价还会继续下跌。

而国内金银比价变化跟随外盘，还受到人民币兑美元汇率的影响。明年人民币兑美元升值的预期可能持续释放，内盘金价走势会继续弱外盘，国内金银比价可能跌势更猛。

图表 42 COMEX 金银比价变化



图表 43 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

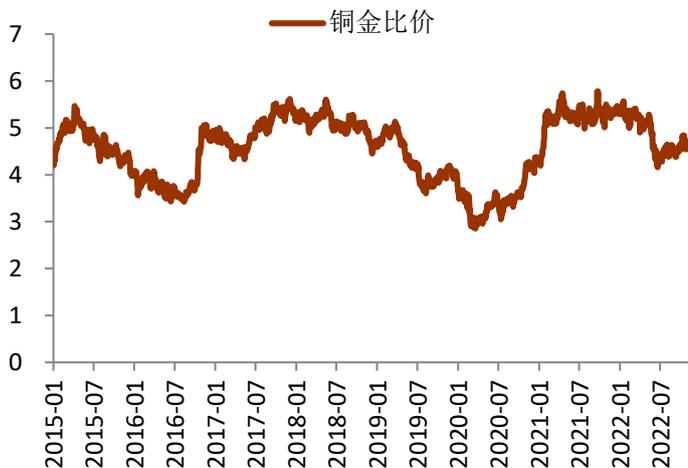
铜作为最主要的基本金属，其价格走势代表了基本金属的整体变化趋势。铜的需求弹性显著强于黄金，铜金比价可以代表投资者的风险偏好，也包含了市场对经济基本面的预期。

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。

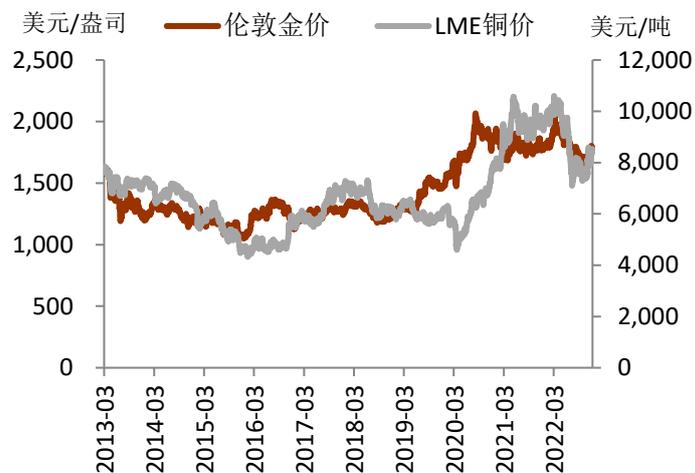
今年因俄乌地缘政治紧张升级使得投资者的风险偏好下降，铜金比价也小幅下降至 4.9。之后投资者的风险偏好，随着美联储持续激进加息预期的变化而切换和摇摆。随着美联储持续激进加息，并不断释放超预期的鹰派信号，铜金比价也持续下挫，7 月中跌至的 4.2 的低点。之后铜金走势分化，铜价因低库存而反弹，金价继续承压，铜金比价反弹至 4.8 一线，而后窄幅波动。

明年经济基本面或将面临海外衰退国内复苏的情景，投资者的风险偏好可能并不会会有明显抬升，预计铜金比价可能会窄幅波动。

图表 44 铜金比价变化



图表 45 金价与铜价走势对比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

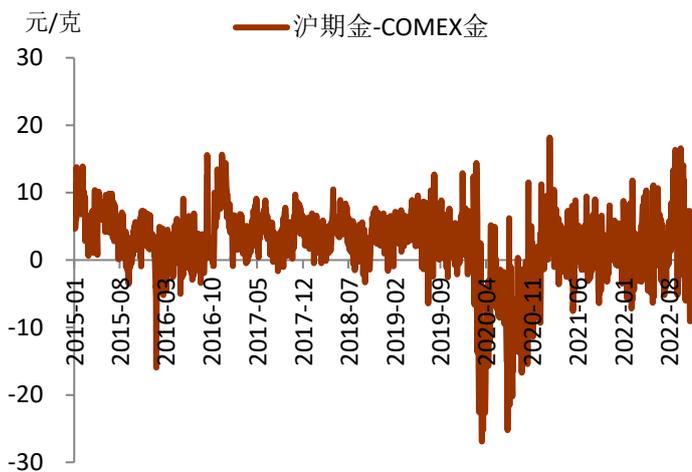
3、内外价差及期现价差变化

从以往的规律来看，金银内外盘价差变化受人民币兑美元汇率的影响较为明显。今年我国和海外的经济周期和货币政策出现错位，以美联储为海外央行持续激进加息，而我国为减轻疫情对经济的拖累，推出货币宽松政策，中美十年期国债利差出现倒挂，且倒挂持续加剧。今年以来，人民币对美元汇率的两轮贬值均由中美周期分化所主导。人民币兑美元汇率从3月持续大幅贬值至10月下旬，期间离岸人民币兑美元汇率的贬值幅度高达17%。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一度走阔。而国内银价的独立性增强，在人民币贬值期间，内外盘白银价差未见明显的扩大，且波动区间较前期有所收敛。

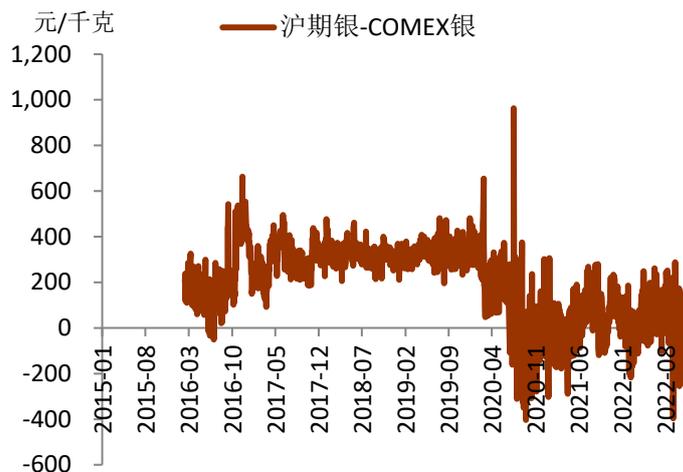
美国10月通胀的回落超出市场的预期，再加上国内推进疫情防控优化，以及金融政策加码支持房地产领域复苏，推动中美利差收敛和人民币对美元汇率的修复。10月下旬人民币的兑美元汇率贬值趋势扭转并开启升值，沪期金银与COMEX金银之间的价差又快速回落，并转为负价差。预计明年人民币兑美元汇率将会升值，金价的内外盘价差会收敛。

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。在近期黄金期货主力合约从2212合约换月至2302合约之前，黄金期货与现货的价差快速收敛，还出现期现倒挂的价差结构。因人民币升值预期依然存在，当前沪金主力2302合约与胡金T+D的升水并不明显。而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 46 沪期金与 COMEX 金价差变化

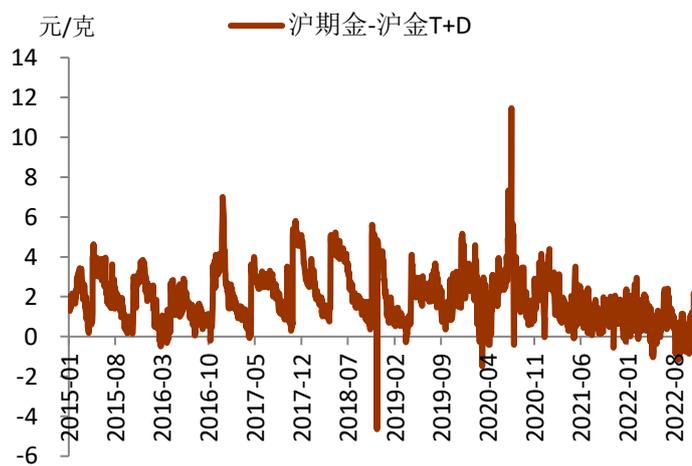


图表 47 沪期银与 COMEX 银价差变化

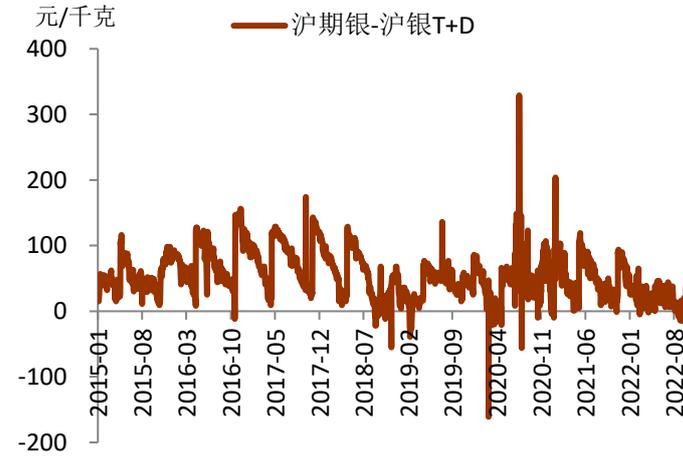


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 48 沪期金与沪金 T+D 价差变化



图表 49 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

在 CME 于 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 月份的历史高点明显回落，整体持续下降的趋势。截至 2022 年 12 月 9 日，COMEX 黄金期货的库存有 2349 万盎司，合计约 730 吨，比上个月的库存减少 3.29%，比去年同期减少 31.28%。COMEX 白银库存已下降至 3 亿盎司

司以下，合计约 9330 吨，比上个月同期的库存小幅增加 0.07%，比去年同比减少 15.42%。

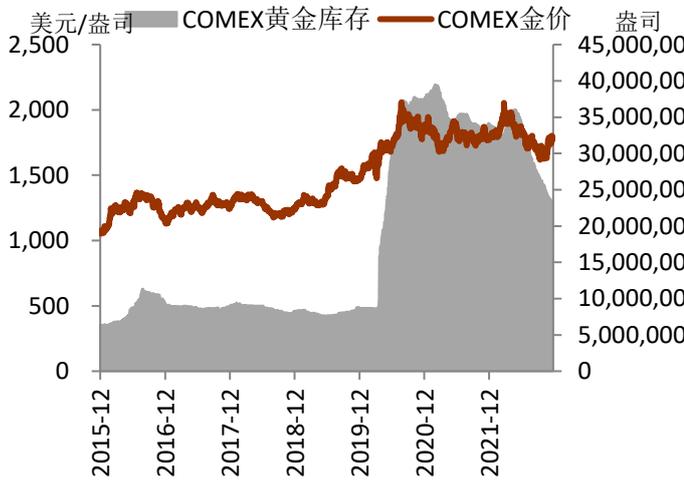
国内两大交易所的白银库存也从今年 3 月开始持续下降，主要是上海期货交易所的白银库存下降较快。9 月中开始，上海期货交易所的白银库存又开始回升，而上海黄金交易所的库存持续下降。近期，上海黄金交易所的白银库存也略有回升，当前国内两大交易所的白银库存共计 3970 吨。白银的整体库存依然持续下降趋势。

图表 50 COMEX 贵金属库存变化

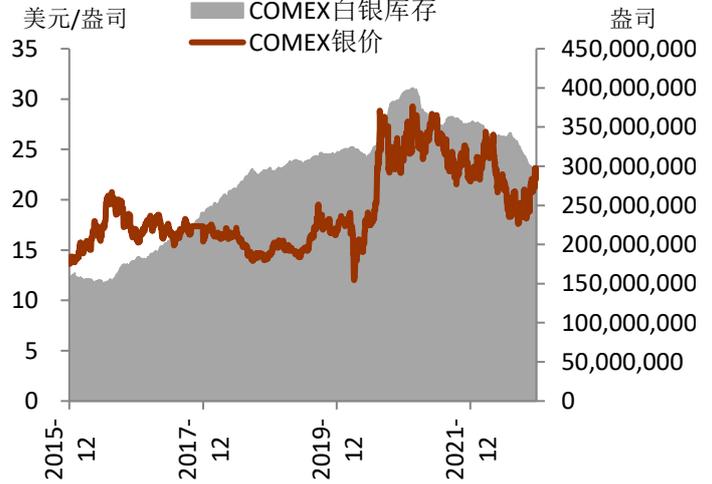
	2022/12/9	2022/11/9	2021/12/9	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	23491443	24290811	34181890	-799369	-3.29%	-10690448	-31.28%
白银(千盎司)	299951989	299754380	354620066	197609	0.07%	-54668077	-15.42%

资料来源：iFinD，Bloomberg、铜冠金源期货

图表 51 COMEX 黄金库存变化



图表 52 COMEX 白银库存变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 53 上海黄金交易所白银库存变化



图表 54 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。从历史规律来看，贵金属 ETF 的持仓变化往往都滞后于贵金属价格的波动。

2022 年一季度，受俄乌战争的影响，在避险需求的推动下，黄金 ETFs 及类似产品需求同比上涨 258%至 268.8 吨，这自 2020 年第三季度以来最强劲的季度流入水平，超过 2021 年 174 吨的年度净流出量。但自二季度以来，全球加息背景下，金价下跌，全球黄金 ETF 二季度净流出 39 吨，三季度净流出 227 吨，同比下降 1167%。

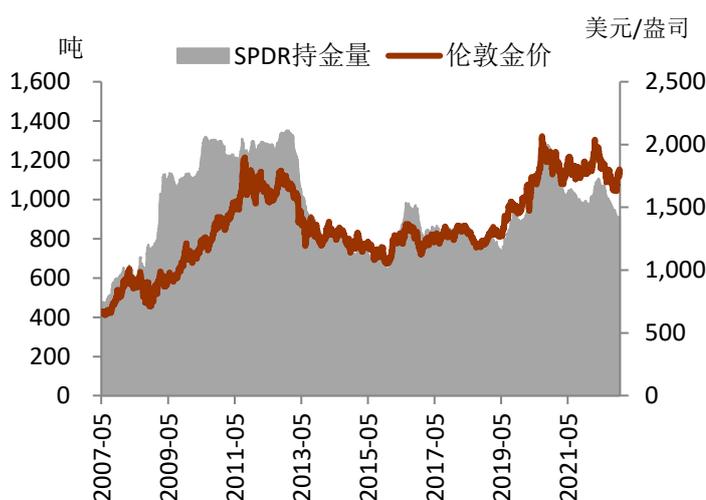
从全球最大的黄金 ETF-SPDR 和全球最大的白银 ETF-ishares 的持仓的变化来看，白银 ETF-ishares 的持银量在 9 月开始止跌，资金已开始流入白银；而黄金 ETF-SPDR 的持金量在 11 月也开始止跌，均于金银价格见底的时间相符。整体而言，在金银价格止跌回升后，资金都开始持续流入黄金白银 ETF。截至 2022 年 12 月 9 日，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持金量位 910 吨，于上月基本相同，比 11 月 904 吨的低点略有增加；全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 14730 吨，比上个月增加了 51 吨，比 9 月初 14512 吨的低位增加了 218 吨。

图表 55 贵金属 ETF 持仓变化

单位：吨	2022/12/9	2022/12/2	2022/11/9	2021/12/9	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	910.41	905.49	911.57	982.64	4.92	-1.16	-72.23
ishares 白银 持仓	14730.03	14793.01	14678.47	16971.17	-62.98	51.56	-2241.14

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 56 黄金 ETF 持仓变化



图表 57 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。

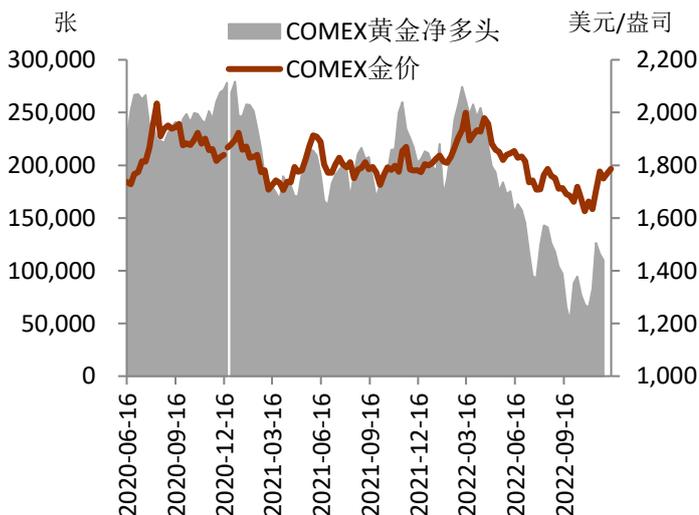
根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2022 年 12 月 6 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 115125 张；COMEX 白银期货持有非商业性净多单为 19208 张。近期，黄金白银期货的非商业性净多持仓都有增加。白银的增仓更为显著，这也对应了银价的涨幅比金价更大。

图表 58 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

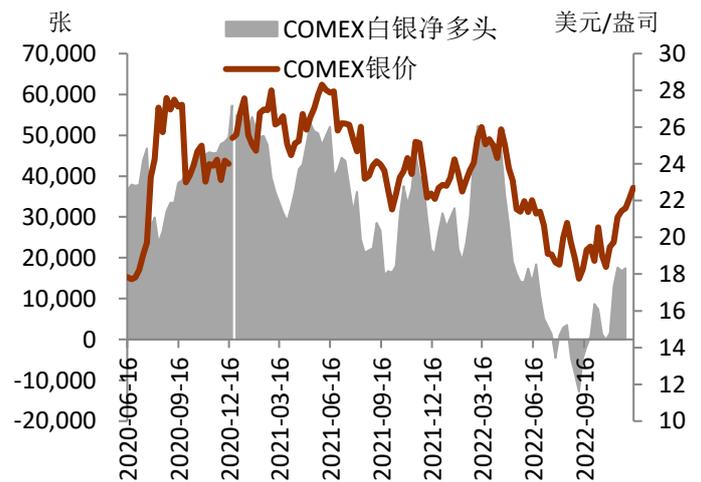
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2022-12-06	211472	96347	115125	5122
2022-11-29	209161	99158	110003	-6110
2022-11-22	214284	98171	116113	-10156
2022-11-15	227282	101013	126269	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2022-12-06	48954	29746	19208	1725
2022-11-29	48441	30958	17483	717
2022-11-22	50540	33774	16766	-841
2022-11-15	52692	35085	17607	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 59 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 60 CFTC 白银净多头持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

五、行情展望及操作策略：

随着加息的不断推进，2023 年美国 and 欧元区的经济衰退压力均在加大，市场的主导交易逻辑会由今年的“紧缩预期”转向明年的“衰退预期”。美联储加息放缓预期在持续增强，甚至有明年可能转向预期。在此背景下，预计美元指数和美债收益率都会继续回落，将提振贵金属价格走势。另外，逆全球化和去美元化趋势强化，也将为黄金需求提供支撑。但美联储为有效抑制通胀，维持高利率的时间会长于市场预期，这将限制金价的上涨空间。预计金价明年将呈先扬后抑的走势，再创新高的概率较低。由于新能源领域的需求激增打开了白银的想象空间，波动性更强的银价将会有更亮眼的表现。

预计 2023 年国际金价的主要波动区间将在 1700-2100 美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在 21-30 美元/盎司之间。

策略建议：金银逢低做多，或做空金银比价

风险因素：美国经济状况好于预期，美联储货币紧缩持续时间超预期

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。