



2022年1月7日 星期五

疫情反弹VS加息预期

金银将维持震荡

联系人 李婷
电子邮箱 li.t@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

要点

- 当前市场在美联储今年将提前加息的预期,与新冠变异毒株导致病例再度激增引发的经济复苏不确定性增强的担忧之间权衡,贵金属价格上下的空间都受到限制。
- 预计2022年1月贵金属价格将呈区间震荡走势。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21-23美元/盎司之间。
- 风险因素:疫情控制不及预期,美国经济复苏不及预期

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、通胀压力持续升温，美联储将加速收紧货币政策.....	5
2、欧元区经济扩张放缓，通胀水平创历史新高.....	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.....	8
3、期现及跨期价差变化.....	9
4、贵金属库存变化.....	10
5、金银 ETF 持仓分析.....	11
6、CFTC 持仓变化.....	12
四、行情展望及操作策略：.....	13

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 金价与 VIX 指数的变化	6
图表 6 美元指数与美元指数净头寸变化	6
图表 7 主要经济体 GDP 增速变化	7
图表 8 美欧经济意外指数变化	7
图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	7
图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化	7
图表 11 美国就业情况变化	7
图表 12 主要经济体 CPI 变化	7
图表 13 COMEX 金银比价变化	8
图表 14 沪期金银比价变化	8
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 COMEX 贵金属库存变化	10
图表 20 COMEX 黄金库存变化	11
图表 21 COMEX 白银库存变化	11
图表 22 上海黄金交易所白银库存变化	11
图表 23 上海期货交易所白银库存变化	11
图表 24 贵金属 ETF 持仓变化	12
图表 25 黄金 ETF 持仓变化	12
图表 26 白银 ETF 持仓变化	12
图表 27 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化	13
图表 28 CFTC 黄金净多头持仓变化	13
图表 29 CFTC 白银净多头持仓变化	13

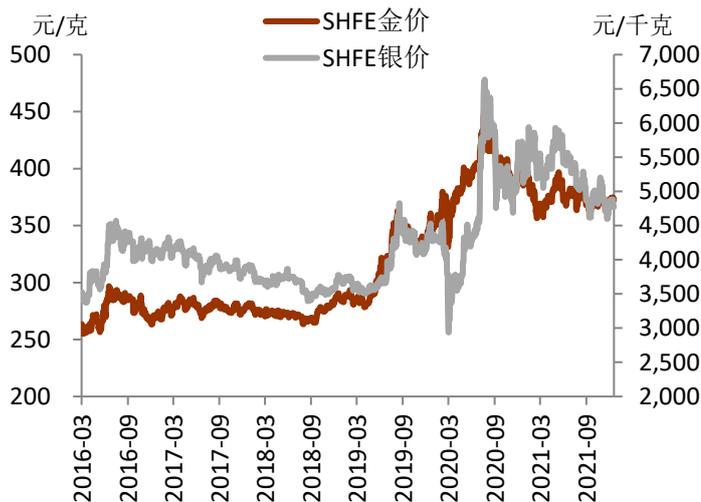
一、贵金属行情回顾

美联储在 2021 年 11 月初的议息会议上正式宣布开启 Taper，贵金属价格因为靴子落地而一度走强。由于美国通胀数据继续飙升，美联储官员不断释放将会加速减债及提前加息的信号，贵金属价格再度承压回调。年底南非出现新冠变异新毒株 Omicron 快速传播，多个国家的每日新增新冠病例攀升至历史新高，市场的避险情绪抬升，对黄金价格走势产生一定的支撑。但美联储加速转鹰的预期支撑美债收益率持续上涨，压制金价近期回落至 1800 美元/盎司下方。工业属性更强的白银价格走势明显弱于黄金。

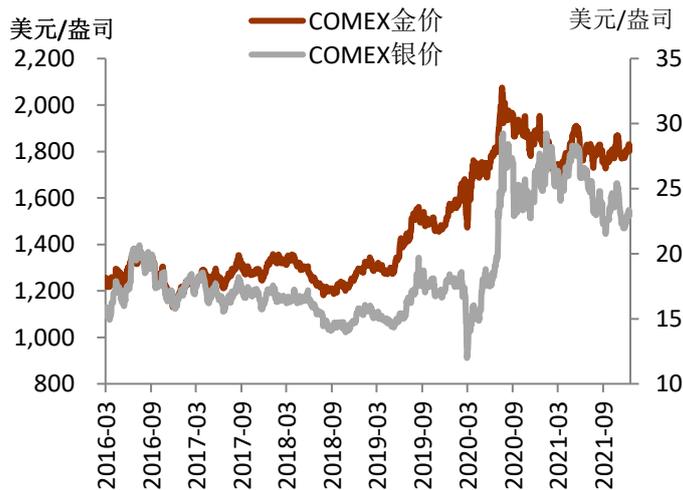
当前市场依然在美联储今年将加快缩表和加息的预期，与新冠变异毒株导致病例再度激增引发的经济复苏不确定性增强的担忧之间权衡，贵金属价格难以走出趋势性行情。

2021 年年底，人民币兑美元汇率面临一定的升值压力，央行及时宣布上调金融机构外汇存款准备金率维稳，人民币兑美元汇率依然维持窄幅区间震荡，但 12 月国内金银价格走势整体均弱于外盘。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

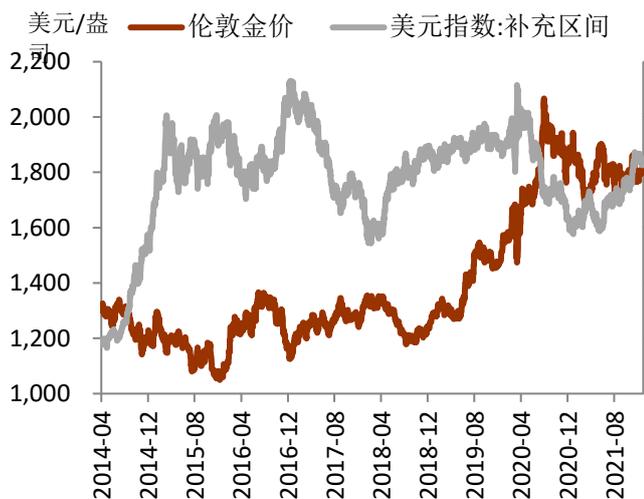


图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势

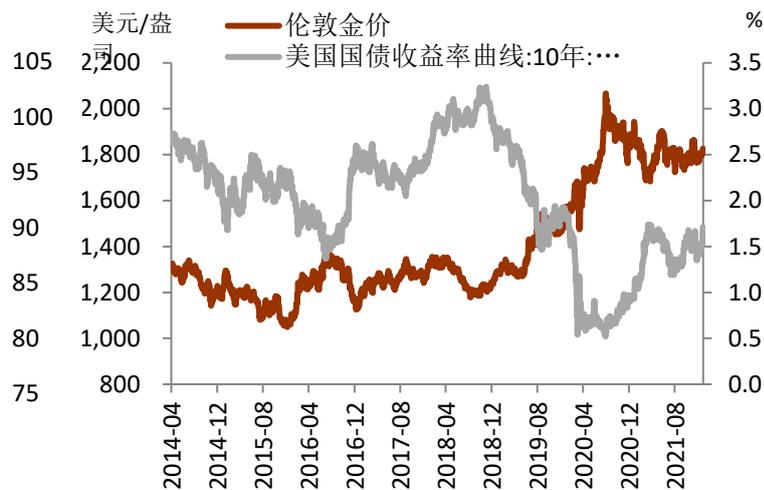


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

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

最近两个月疫情又明显反弹,多个国家的新增病例创下2021年初以来疫情新高。欧美服务业承压,但通胀压力依然较高。美联储加速转向鹰派,而欧央行则持续疫情期间的宽松货币政策。美元指数高位震荡,美债收益率持续上涨,压制了贵金属价格的走势。

1、通胀压力持续升温,美联储将加速收紧货币政策

因供应瓶颈短期仍难改善,叠加需求的修复,推高了多种商品的价格,美国的通胀正以近40年来最快的速度上涨,已经拖累消费者的支出。数据显示:美国11月PPI同比增长9.6%,创2010年开始统计该数据以来的最大年增幅。11月核心PPI增长0.7%,同比增幅达到创纪录的7.7%。11月份PPI涨幅超预期,这预示着通胀有可能在更长时间里在高位持续。美国11月PCE物价指数同比上涨5.7%,创1982年以来的最高;美国11月核心PCE物价指数同比升4.7%,创1989年以来新高,且高于市场预期的4.5%。与此同时,美国11月零售销售额环比仅增0.3%,远不及市场预期的增长0.8%。美国消费者支出11月环比仅增长0.6%,增幅较上月的1.4%大幅回落。近期市场对通胀飙升的广度和持续时间的担忧加剧,且实际通胀的上行会带动通胀预期上行,并拖累居民的消费。

为抑制通胀持续上行及稳定通胀预期,美联储在12月的会议上宣布将加快缩减债券购买规模,将每月资产购买规模由此前的每月减少150亿美元扩大为减少300亿美元。最新公布的美联储12月会议纪要显示,与会者加速转鹰,一改往日“暂时性”通胀观点,上调2022通胀预期,对加速Taper达成一致。由于供应链修复较慢、劳动力供需失衡、房屋价格持续上行等原因,当前美国通胀可能会持续更长时间。

目前市场普遍预计美联储在2022年将加息三次,并有可能在今年3月就开始加息。具

体加息时间点需关注就业数据和鲍威尔于市场的沟通情况。美联储货币正常化节奏、加息的进程依然受到疫情不确定性的影响。供应链瓶颈缓解仍依赖供给能力的恢复以及疫情的走向，预计能源价格上涨问题 2022 年一季度能相对改善。总体上，疫情期间的货币宽松政策将逐步退出，经济增长复苏企稳，通胀水平趋于改善，美联储货币政策进入新阶段。

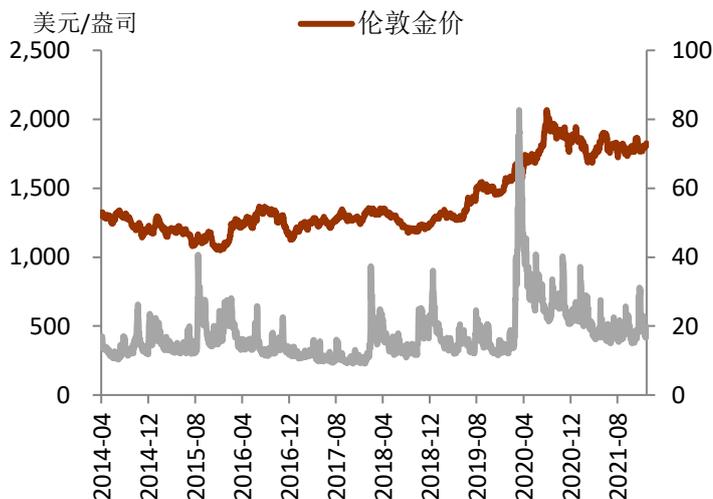
2、欧元区经济扩张放缓，通胀水平创历史新高

欧元区经济持续修复，但扩张的速度有所放缓。欧元区 12 月 Markit 制造业 PMI 终值为 58，与初值、预期一致，低于前值 58.4，仍远高于 50 的荣枯分界线。其中，德国 12 月 Markit 制造业 PMI 终值为 57.4，低于预期和前值 57.9。法国 12 月 Markit 制造业 PMI 终值为 55.6，高于预期和前值 54.9。但欧元区 12 月服务业 PMI 终值录得 53.1，不及预期和前值的 53.3。这表明欧元区制造业活动依旧在 2021 年底保持弹性，但服务业受景气度明显下降。变种毒株袭来，欧元区多国采取限制性措施，加剧了运输服务部门供应链效率低的问题；防疫限制措施加剧劳动力短缺问题，使得原本不断复苏的欧元区经济短期受困。

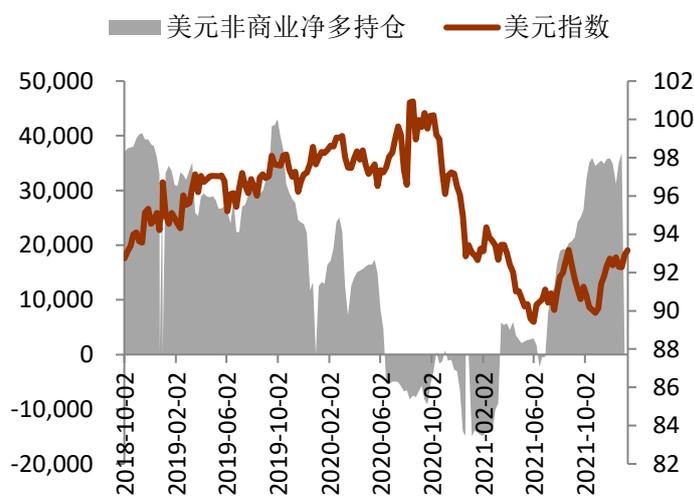
欧元区 11 月 CPI 同比增 4.9%，通胀水平创历史新高。欧洲央行在 12 月的会议上维持基准利率不变，持续疫情期间的宽松货币政策，若奥密克戎病毒导致经济恶化，则考虑进一步刺激经济。但近期多位欧央行管理委员会成员对欧央行“通胀短期内可能暂时性超过预期目标”，“2023 年和 2024 年通胀率放缓至 1.8%”的预测表示怀疑。认为欧洲央行应在 2022 年逐步开始退出负利率和非常规货币政策，2023 年初可能会开始加息。

12 月英国央行意外宣布加息 15 个基点，将基准利率由 0.1% 提升至 0.25%。这是英国央行时隔逾三年第一次上调利率，资产购买规模则维持不变。看到“更持久通胀”的迹象是英国央行此次加息的主要原因，预计英国通胀率可能在明年 4 月份达到 6% 左右的峰值，奥密克戎毒株将拖累今年 12 月和明年一季度英国 GDP 增速。

图表 5 金价与 VIX 指数的变化

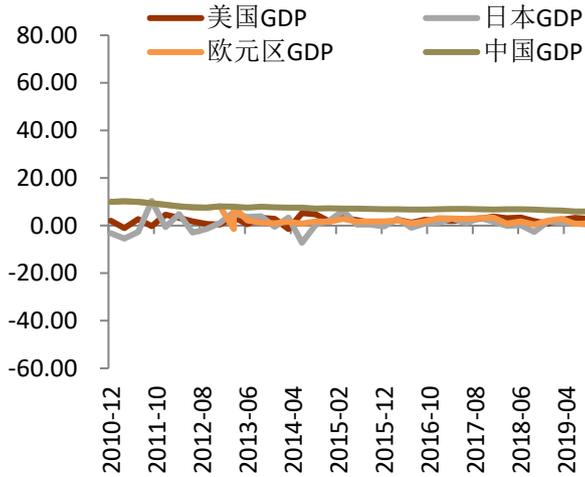


图表 6 美元指数与美元指数净持仓变化

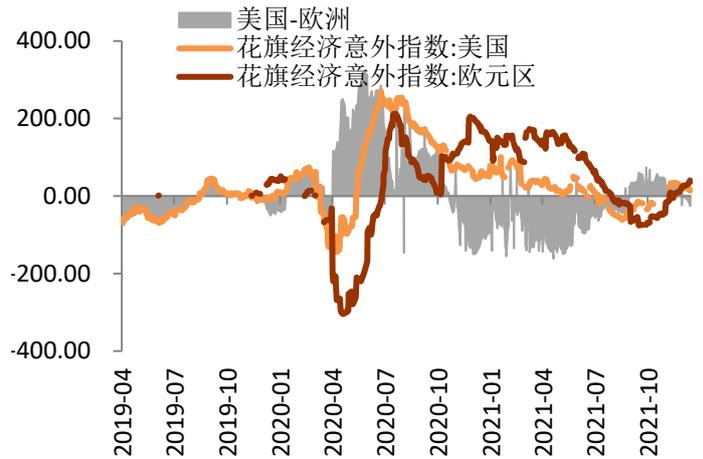


资料来源：iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 7 主要经济体 GDP 增速变化

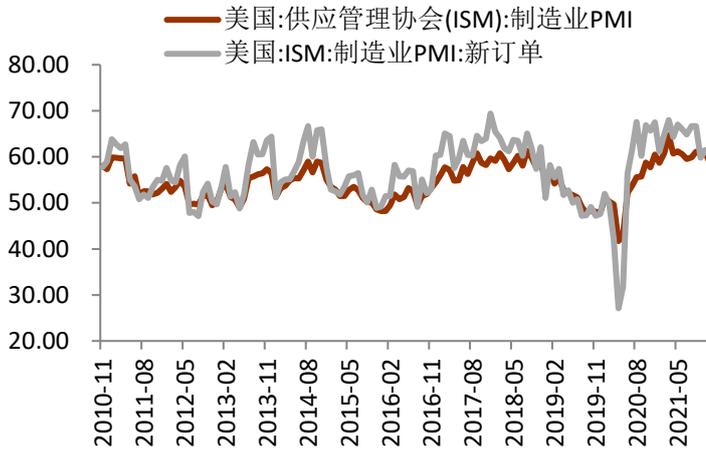


图表 8 美欧经济意外指数变化

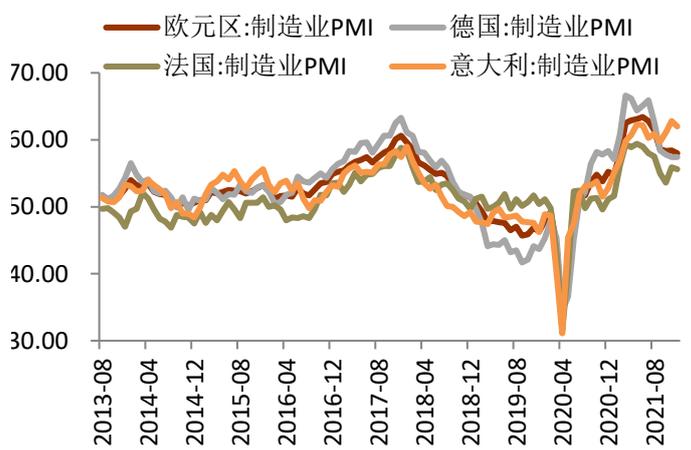


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

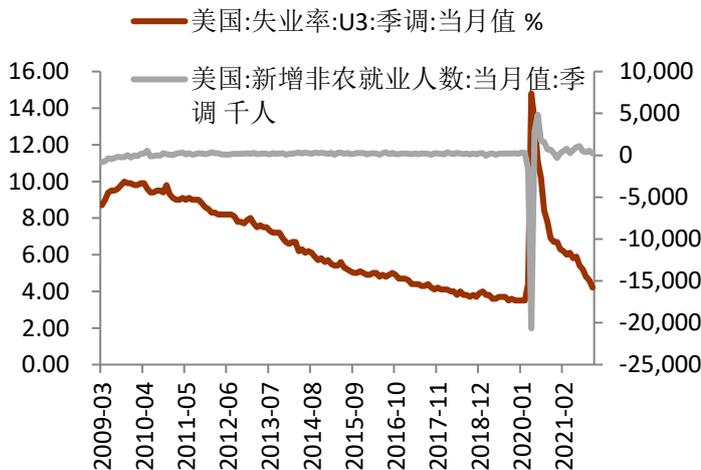


图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化

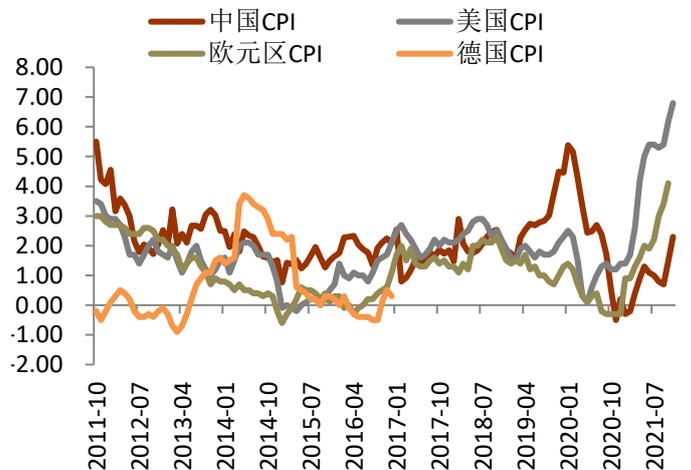


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 美国就业情况变化



图表 12 主要经济体 CPI 变化



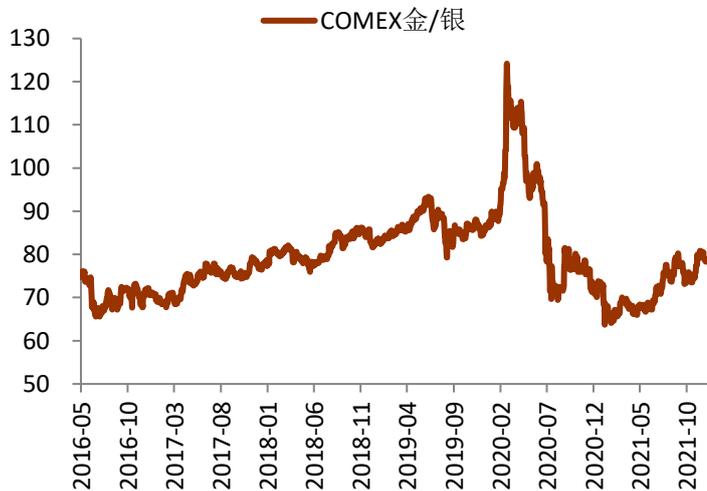
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

三、市场结构及资金流向分析

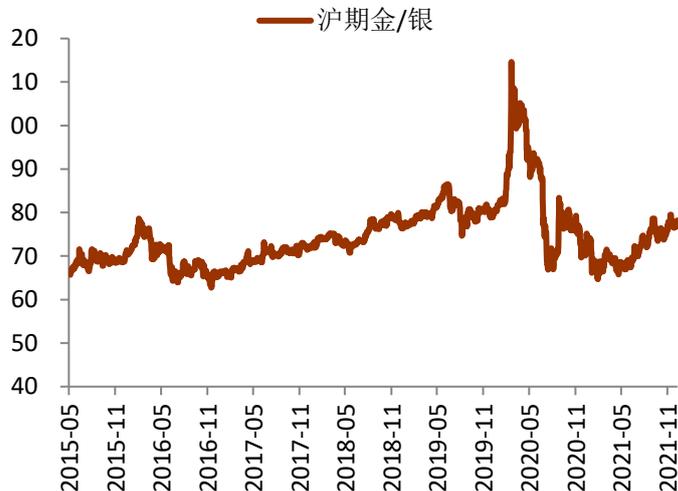
1、金银比价变化

2021年12月白银价格走势略弱于金价，COMEX金银比价先涨后跌，在78-80之间窄幅波动。金银比价的变化更多地受到白银价格波动的影响，而白银价格受到有色金属的走势影响较大。当前全球经济复苏可持续依然脆弱，工业属性的白银走势可能会继续弱于黄金，金银比或将持续上涨。

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

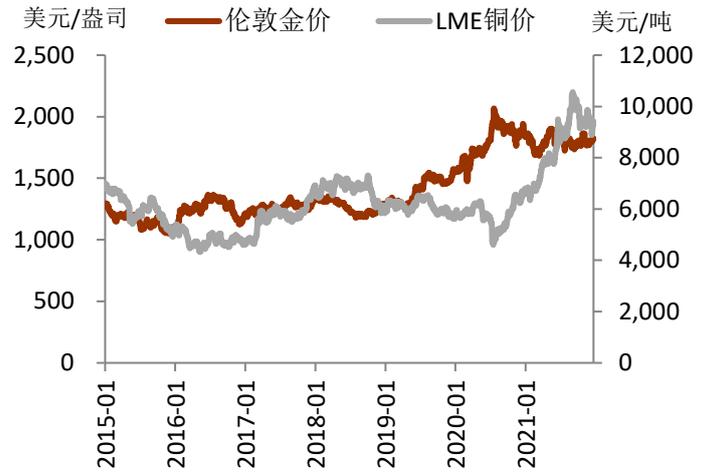
2、铜金比价变化

铜金比价主要由铜价所主导。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，包含市场对经济基本面的预期。去年上半年铜价表现耀眼，伦铜在2021年5月10日冲高至10747.5美元/吨的历史高位，铜金比价也一直持续走高至5.7一线。之后铜价回调呈现高位震荡走势，铜金比价一直在5-5.7之间窄幅震荡。当前经济复苏依然脆弱，预计后市铜价重心会有所下移，铜金比价可能会持续回落。

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

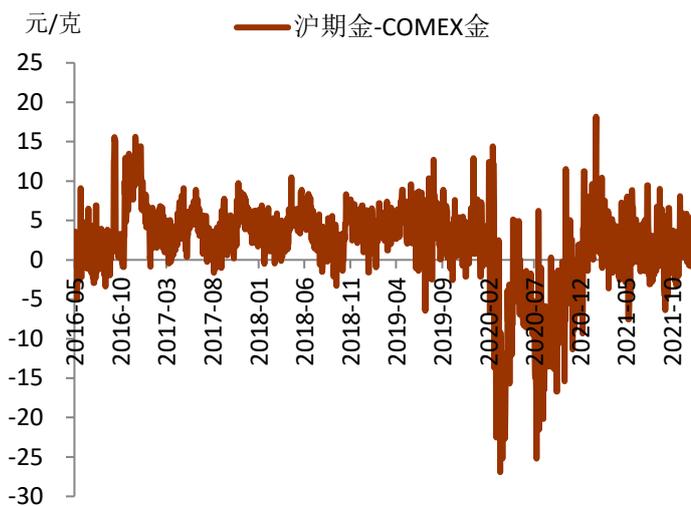
3、期现及跨期价差变化

年底国内金银价格走势整体均弱于外盘，内外盘价差收敛。金银内外盘价差主要受到人民币兑美元汇率的影响。

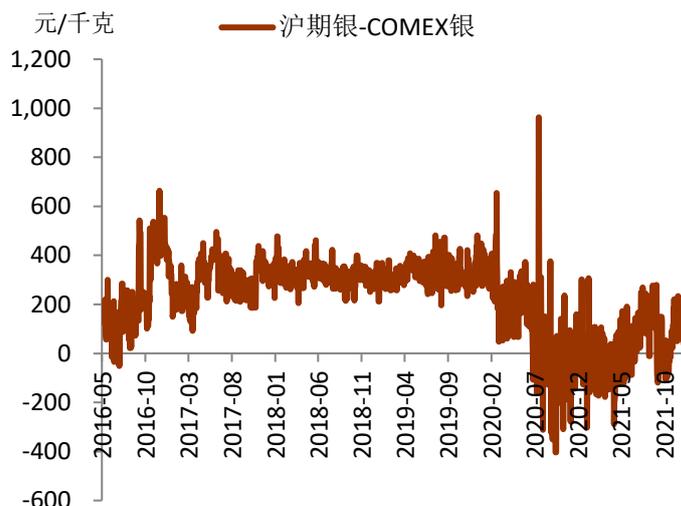
2021年，人民币汇率兑美元汇率有贬有升，双向波动，全年小幅升值2.3%。临近年末之时，海外疫情余波又起，叠加市场对人民币结汇需求旺盛，人民币兑美元汇率有一定升值的压力。2021年12月9日央行宣布，为加强金融机构外汇流动性管理，自2021年12月15日起，上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，即外汇存款准备金率由现行的7%提高到9%。这是央行今年6月15日金融机构外汇存款准备金率由5%提高到7%之后，第二次提升外汇存款准备金率。在政策宣布后，离岸人民币汇率应声回跌，人民币兑美元跌破6.38关口。央行提升外汇存款准备金的意图，意在减缓人民币升值的压力和节奏，年底人民币兑美元汇率整体维持窄幅震荡。

近期官媒突然预警人民币贬值风险。1月5日中国人民银行主办的《金融时报》官微发表评论称，企业要应对好“四差变化”带来的人民币贬值风险。这四差变化分别是：美国加息对中美利差缩小，美国经济增速加快促进美元汇率走强，疫情缓解致使中国出口回归常态对外贸易差缩小，以及美股出现风险引发资金外流的风险。多家投行均预计2022年人民币兑美元汇率会贬值至6.5-6.6之间。

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

4、贵金属库存变化

COMEX 黄金白银期货库存的高点均在 2021 年 2 月份明显回落，但近几个月黄金白银的库存波动不大。截至 2022 年 1 月 6 日，COMEX 黄金期货的库存有 3365 万盎司，合计约 1046 吨，比上个月的库存减少 0.61%，比去年同期减少 11.81%。

COMEX 白银期货的库存也从 2021 年 2 月份约 4 亿盎司（约 12340 吨）的历史最高位下降。截至 2022 年 1 月 6 日，COMEX 白银库存有约 3.554 亿盎司，合计约 11055 吨，比上个月的库存小幅增加 0.23%，比去年同期减少 10.37%。

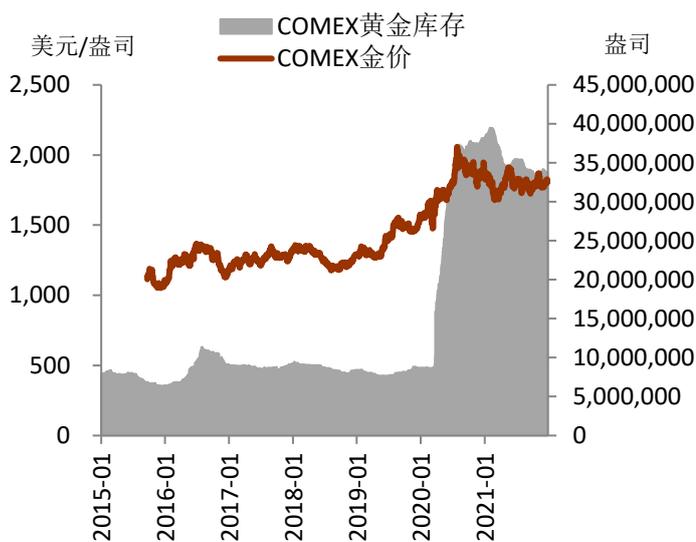
2021 年最后几个月，国内两大交易所的白银库存略有增加，主要是上海期货交易所的库存增加，从 2021 年 8 月份的 2020 吨的增加至目前的 2341 吨，上海黄金交易所的白银库存持续下降至 2321 吨。目前国内两大交易所的白银库存为 4662 吨。

图表 19 COMEX 贵金属库存变化

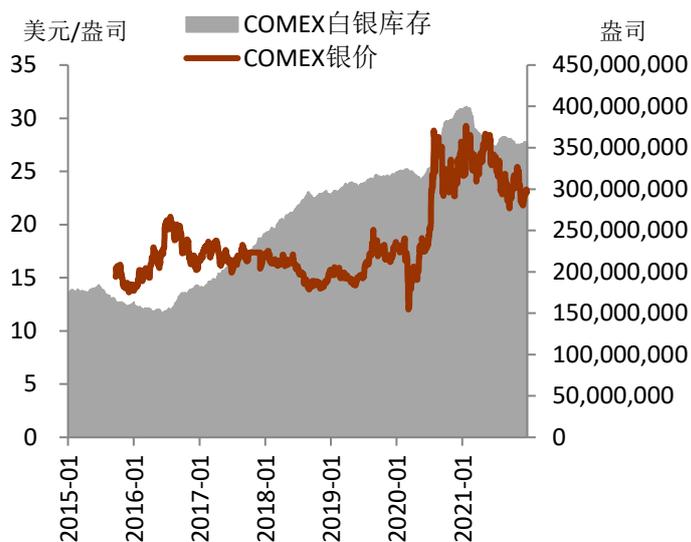
	2022/1/6	2021/12/5	2021/1/5	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	33650817	33858489	38155169	-207672	-0.61%	-4504351	-11.81%
白银(千盎司)	355412996	354601233	396532895	811763	0.23%	-41119898	-10.37%

资料来源：iFinD，Bloomberg、铜冠金源期货

图表 20 COMEX 黄金库存变化

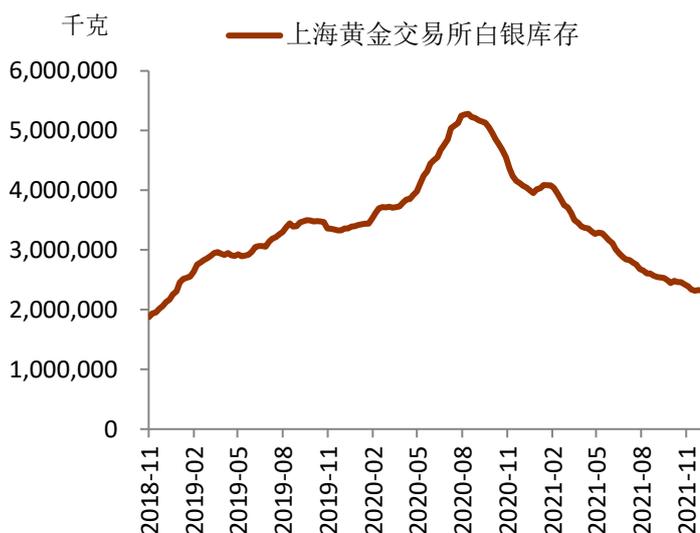


图表 21 COMEX 白银库存变化

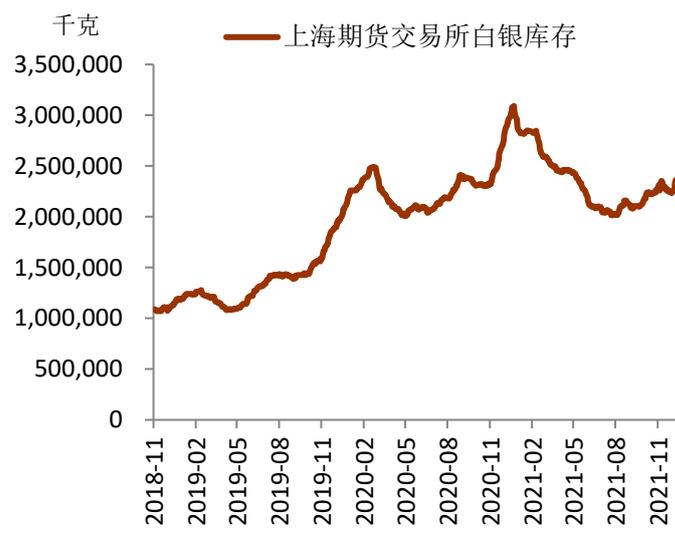


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 22 上海黄金交易所白银库存变化



图表 23 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的持仓变化代表了市场上长期投资资金的动向，往往都滞后于贵金属价格的波动。

黄金价格在2020年8月初达到历史高位后持续回调，但全球最大的黄金ETF - SPDR Gold Trust 持仓量的继续增加，直到2020年10月才开始下降。2021年金价高位震荡，但黄

金 ETF 的持仓整体仍在持续下降。截至 2022 年 1 月 6 日，全球最大的黄金 SPDR 的持仓量下降至 978 吨，比上个月小幅减少 2.65 吨，比去年同期减少 206.79 吨。

资金对白银 ETF 的投资热情一直持续到 2021 年 2 月份。在去年 2 月初美国散户逼仓白银推升国际银价至 30 美元/盎司的历史高位时，全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量短期骤升至 2.1 万吨的历史高位。之后银价回调，资金又快速流出白银 ETF，之后几个月持续缓慢下降。目前全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 16504 吨，比上个月减少了 406.85 吨，比去年同期减少 991.79 吨。

图表 24 贵金属 ETF 持仓变化

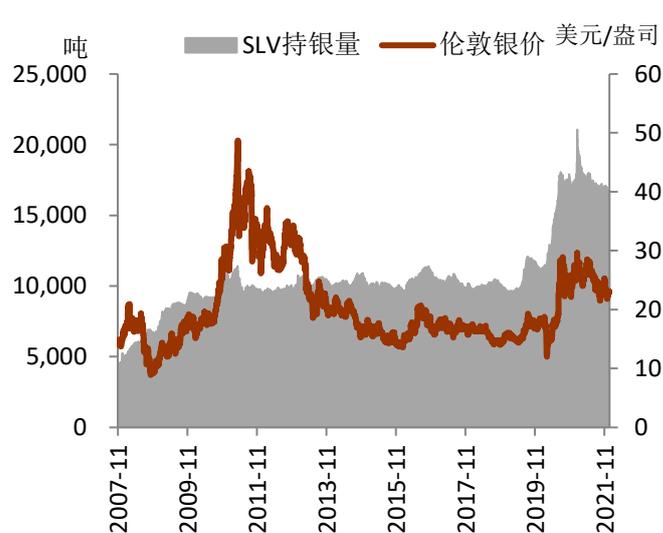
单位：吨	2022/1/6	2021/12/30	2021/12/6	2021/1/6	较上周增减	较上月增减	较去年增减
SPDR 黄金持仓	979.99	975.66	982.64	1186.78	4.33	-2.65	-206.79
ishares 白银持仓	16503.90	16579.94	16910.75	17495.69	-76.04	-406.85	-991.79

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 25 黄金 ETF 持仓变化



图表 26 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价格的短期走势。根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2021 年 12 月 28 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 213156 张，已持续增加两周；而 COMEX 白银期货的非商业性净多单持仓量为 26458 张，虽然短期有所增加，但仍处于持续下降的趋势之中。

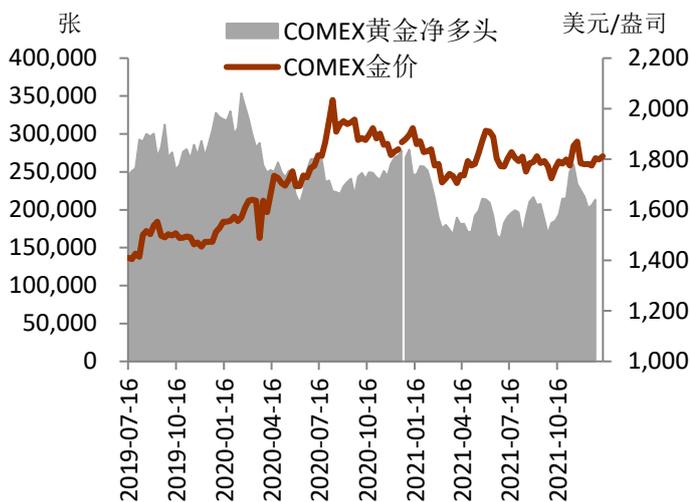
敬请参阅最后一页免责声明

图表 27 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

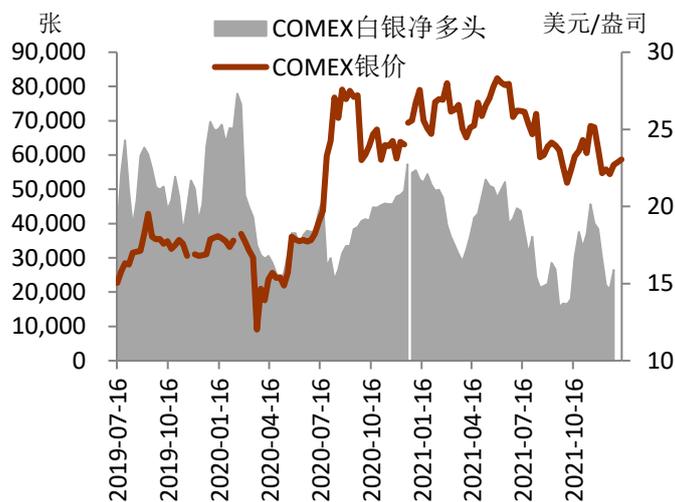
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2021-12-28	303879	90723	213156	7345
2021-12-21	296628	90817	205811	3410
2021-12-14	298142	95741	202401	-14784
2021-12-07	300518	83333	217185	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2021-12-28	63873	37415	26458	5532
2021-12-21	62070	41144	20926	-1058
2021-12-14	63669	41685	21984	-7849
2021-12-07	62930	33097	29833	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 28 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 29 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：

当前市场在美联储今年将提前加息的预期，与新冠变异毒株导致病例再度激增引发的经济复苏不确定性增强的担忧之间权衡，贵金属价格上下的空间都受到限制。

预计 2022 年 1 月贵金属价格将呈区间震荡走势。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 21-23 美元/盎司之间。

风险因素：疫情控制不及预期，美国经济复苏不及预期

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。