

2022年2月9日 星期三



## 美欧货币政策预期出现边际变化

### 金银价格受到提振

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

#### 要点

- 好于预期的美国1月就业数据支持美联储3月开启加息，但美联储并没有释放更为激进的政策信号，而是转向“鹰中偏鸽”。但欧央行超预期释放鹰派信号，不再否认2022年加息的可能性。欧央行与美联储货币政策的边际变化，使得欧元走强美元指数走弱。预计市场将继续消化这种预期差的变化，金银价格短期可能延续上涨。但在缺乏强驱动因素背景下，贵金属价格上行的空间依然有限，难以突破去年下半年以来的区间震荡格局。
- 预计2022年2月国际金价的主要波动区间将在1780-1880美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在22-25美元/盎司之间。
- 风险因素：美欧央行货币政策实际变化与预期差

## 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、美国经济数据表现亮眼，美联储 3 月加息预期不变.....	5
2、欧元区通胀再创新高，欧央行超预期转鹰.....	5
三、市场结构及资金流向分析.....	7
1、金银比价变化.....	7
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.....	9
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：.....	12

## 图表目录

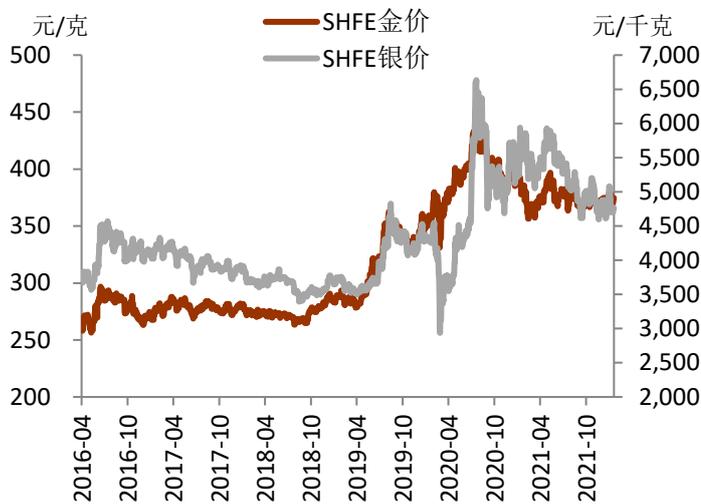
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势 .....	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势 .....	4
图表 3 金价与美元指数走势变化 .....	4
图表 4 金价与美债利率走势变化 .....	4
图表 5 美国通胀预期变化 .....	6
图表 6 美元指数与美元非商业性净头寸变化 .....	6
图表 7 主要经济体 GDP 增速变化 .....	6
图表 8 美欧经济意外指数变化 .....	6
图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化 .....	7
图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化 .....	7
图表 11 美国就业情况变化 .....	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 .....	8
图表 16 金价与铜价走势对比 .....	8
图表 17 沪期金与 COMEX 金价差变化 .....	9
图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化 .....	9
图表 19 COMEX 贵金属库存变化 .....	10
图表 20 COMEX 黄金库存变化 .....	10
图表 21 COMEX 白银库存变化 .....	10
图表 22 上海黄金交易所白银库存变化 .....	10
图表 23 上海期货交易所白银库存变化 .....	10
图表 24 贵金属 ETF 持仓变化 .....	11
图表 25 黄金 ETF 持仓变化 .....	11
图表 26 白银 ETF 持仓变化 .....	11
图表 27 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化 .....	12
图表 28 CFTC 黄金净多头持仓变化 .....	12
图表 29 CFTC 白银净多头持仓变化 .....	12

## 一、贵金属行情回顾

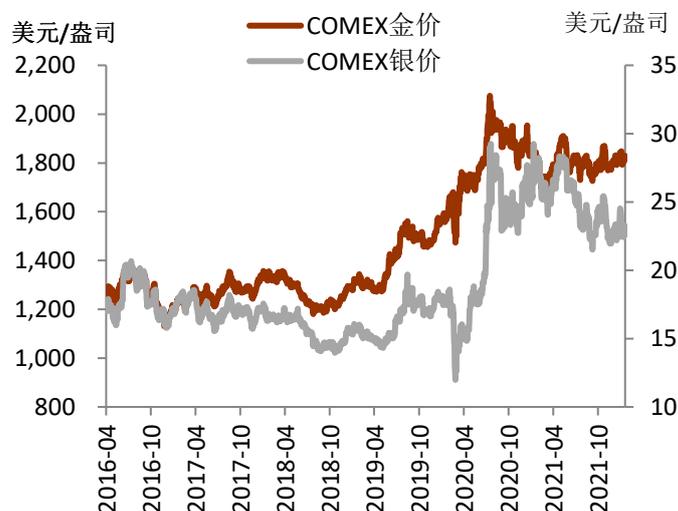
进入 2022 年，虽然美联储官员不断释放将尽快加息的鹰派信号，但新冠变异毒株导致病例再度激增引发的经济复苏不确定性增强，市场的避险需求抬升，贵金属价格呈震荡上行走势。美联储主席鲍威尔在 1 月 25-26 号的议息会议结束之后的言论鹰派程度超预期，国际金价快速下挫至 1800 美元/盎司下方。波动性更大的银价在 1 月上中旬的上涨走势强于金价，也先于金价转弱回调。整体而言，金银价格在 2022 年 1 月都先扬后抑呈震荡走势。

国内金银价格跟随外盘波动，但受到人民币兑美元汇率的影响。人民币兑美元汇率面临的升值压力从去年底延续至今年初。今年 1 月份，人民币兑美元汇率先升值后贬值，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

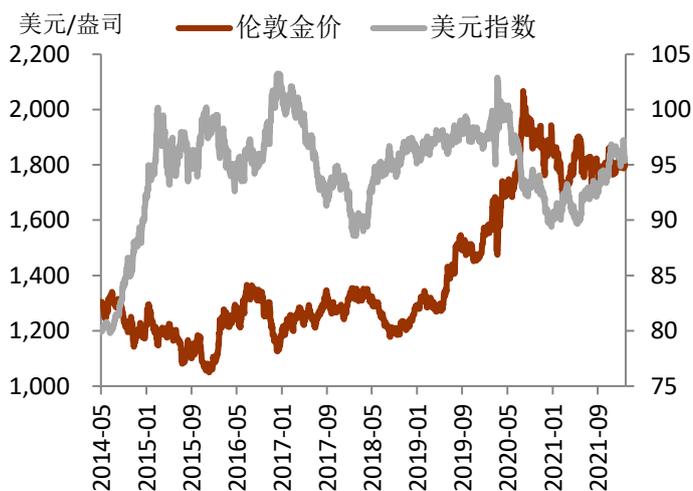


图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势

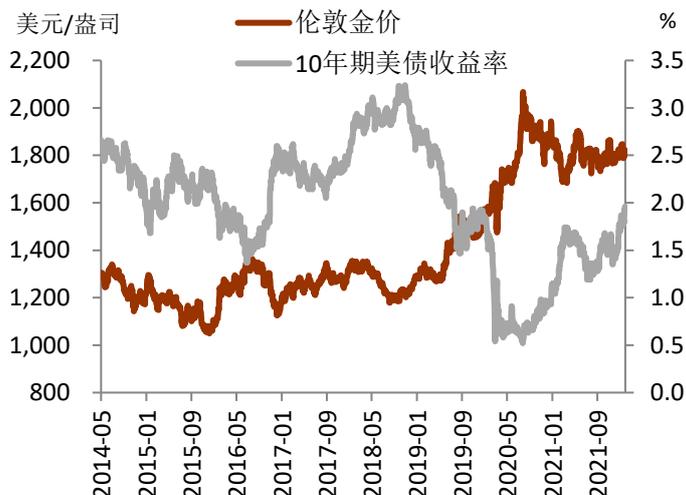


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

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

好于预期的美国 1 月就业数据支撑美联储 3 月开启加息，但美联储并没有释放更为激进的政策信号，而是转向“鹰中偏鸽”。但欧洲央行超预期释放鹰派信号，表示对通胀数据感到担忧，并不再否认 2022 年加息的可能性。欧央行与美联储对货币政策的边际变化，使得欧元走强美元指数走弱。

### 1、美国经济数据表现亮眼，美联储 3 月加息预期不变

美国 2021 年 4 季度 GDP 环比折年率初值 6.9%，远超预期的 5.5%和前值 2.3%。从分项来看，强劲的经济数据主要受到消费和库存变化分项的拉动，而净出口和政府支出分项轻微拖累了美国去年 4 季度 GDP 增速。

在美国冬季 Omicron 蔓延疫情严峻背景下，市场普遍预期美国 1 月的非农就业数据可能弱于预期。但实际公布的数据显示劳动力市场复苏仍然强劲。美国 1 月季调后非农就业人口增加 46.7 万人，为 2021 年 10 月以来最大增幅，远高于预期的增 15 万人，前值由增 19.9 万人上修至增 51 万人，11 月非农由增 24.9 万人上修至增 64.7 万人；美国 1 月失业率 4%，预期 3.9%，前值 3.9%；美国 1 月就业参与率 62.2%，预期 61.9%；美国 1 月平均时薪年率大涨 5.70%，也远高于预期值 5.20%和前值 4.70%。虽失业率略低于市场预期，但 1 月美国的劳动参与率进一步修复，以及工资的快速增长，都显示后续就业市场有望持续修复的动力。叠加前两月的非农新增均大幅上修，这些均支撑美联储 3 月开启加息的指引。

但美联储并未强化之前的鹰派立场。近期多位美联储官员均表述了加息以抗通胀的态度，但在加息幅度的表态上并没有释放市场预期的更为激进的政策信号。美联储主席鲍威尔表示，为遏制四十年来最强的通胀，美联储已做好了 3 月加息的准备，但并没有就此后的政策路径给出具体指引，只表示刺激措施的撤出应该遵循循序渐进原则，以便对接下来公布的经济数据保持灵活应对。在市场对美联储货币政策的鹰派预期到达极致之后，为避免加息对美国的经济造成不必要的扰乱，以及安抚市场情绪，近期美联储官员的言论又转向“鹰中偏鸽”。市场迅速对美联储政策走向的预期差做出调整，美元指数回调，美债收益率上行，贵金属价格走强。考虑到通胀仍高企，及美国联邦基金利率期货显示 3 月加息 25 个 BP 的概率在 85%以上，我们预计美联储仍将于 3 月退出 QE，并有望在三月开启加息。

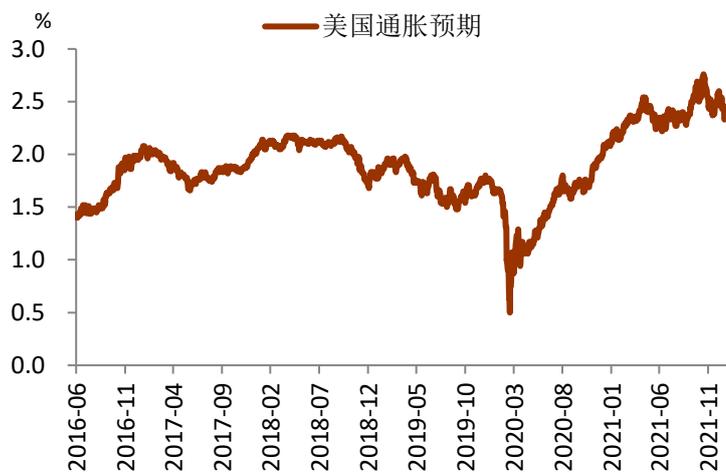
### 2、欧元区通胀再创新高，欧央行超预期转鹰

2 月 3 日，欧洲央行发布货币政策决议，维持三大基准利率不变，即边际贷款利率仍为 0.25%，主要再融资利率仍为 0%，存款便利利率仍为-0.5%。并重申 2022 年放缓资产购买的承诺，今年第二季度将以每个月 400 亿欧元的速度实施资产购买计划，第三季度以每个月 300 亿欧元的速度买债；从 10 月起每个月买债 200 亿欧元。第一季度的抗疫紧急购债

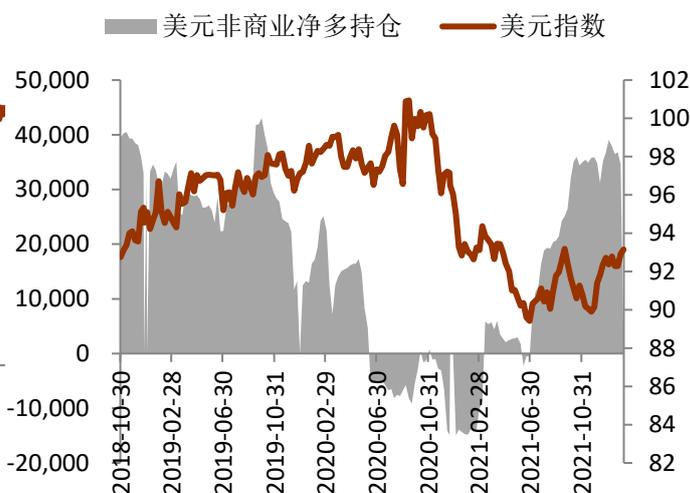
PEPP 购买速度将低于之前几个季度，该项目的净购新债将于 3 月如期结束。总体来看，欧央行维持三大利率不变及议购债规模表述与 12 月欧央行议息会议基本一致。但欧元区央行行长拉加德在新闻发布会超预期释放鹰派信号，表示对通胀数据感到担忧，并不再否认 2022 年加息的可能性。叠加 2022 年 1 月欧元区 CPI 同比上升 5.1%，再创历史新高，市场对于年内欧央行加息的预期上升。

2 月 3 日，英国央行将基准利率上调 25 个基点至 0.50%，这是英国继去年 12 月会议以来的连续加息。并计划全面结束购买公司债券，开启被动缩表和出售公司债计划。欧央行和英国央行都超预期转鹰以来，欧元兑美元汇率止跌大幅上涨，这也压制了美元指数的走势。

图表 5 美国通胀预期变化

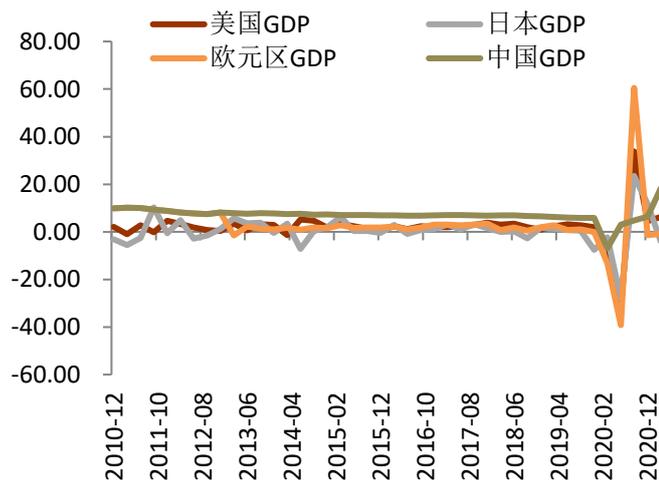


图表 6 美元指数与美元非商业性净头寸变化

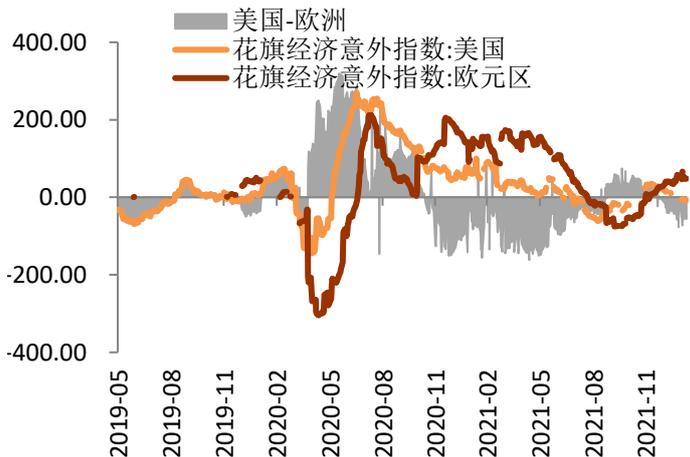


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 主要经济体 GDP 增速变化

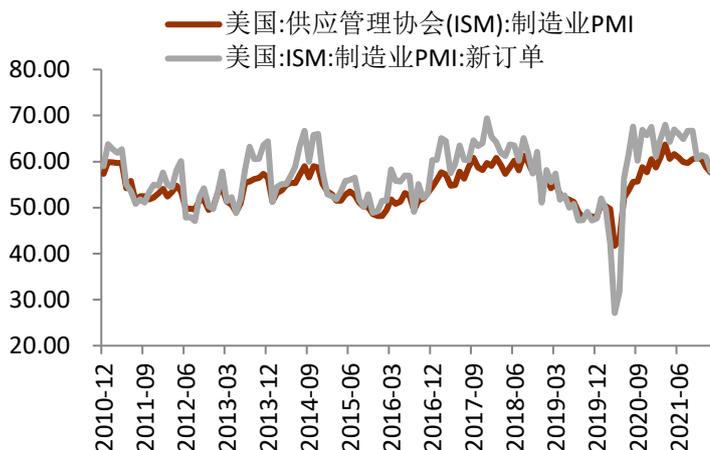


图表 8 美欧经济意外指数变化

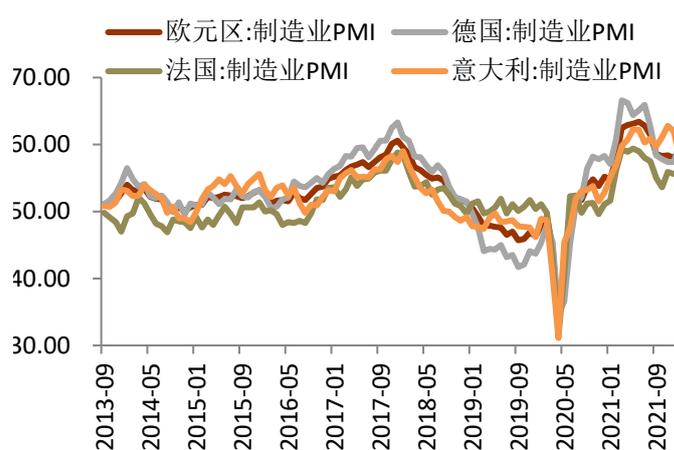


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

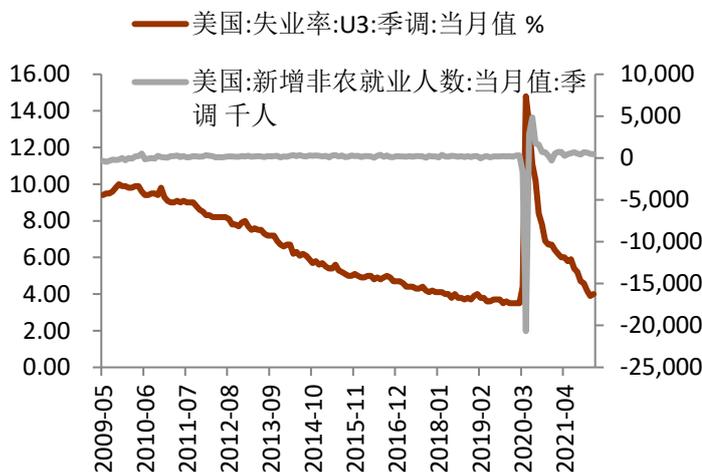


图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化

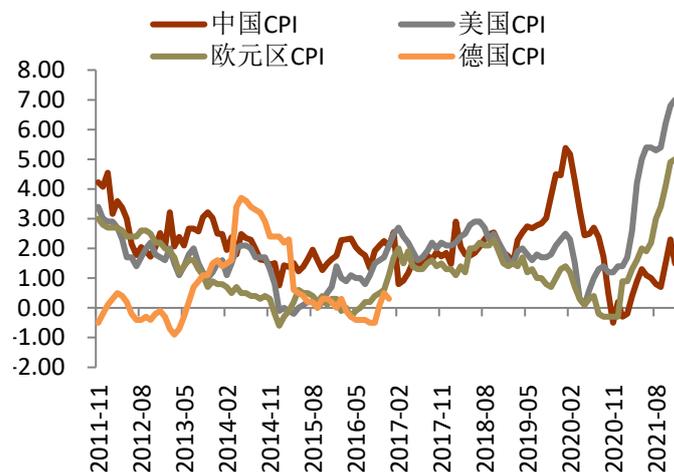


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 美国就业情况变化



图表 12 主要经济体 CPI 变化



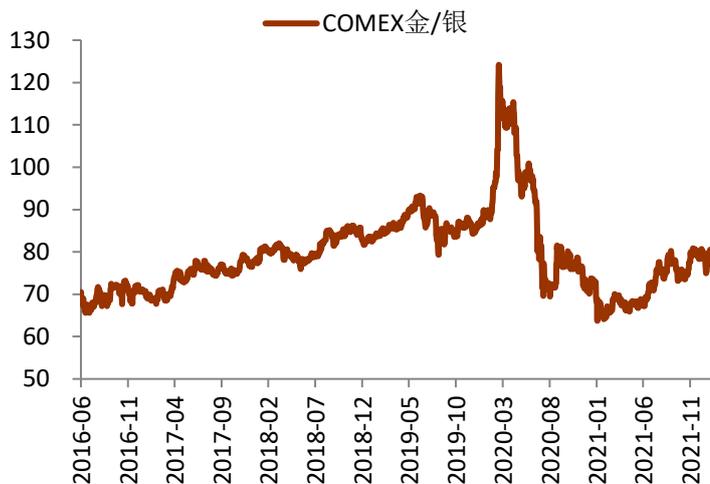
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

### 三、市场结构及资金流向分析

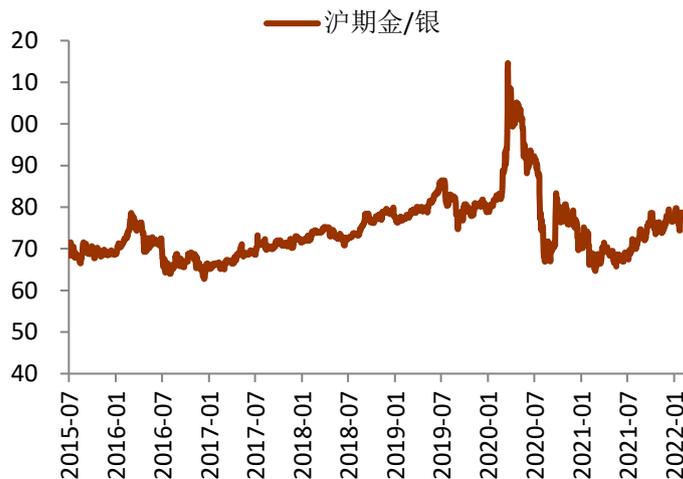
#### 1、金银比价变化

金银比价的变化更多是受到白银价格波动的影响。白银自身的品种特性决定了银价的波动性大，且白银价格还受到其他有色金属的走势的影响。波动性更大的银价在今年 1 月上中旬的上涨波段中走势强于黄金，在 1 月下旬下跌波段中略弱于金价，COMEX 金银比价先跌后涨，在 75-80 之间波动。在高通胀持续的背景下，后市黄金的价格走势可能会强于白银，金银比价上涨的概率更大。

图表 13 COMEX 金银比价变化



图表 14 沪期金银比价变化

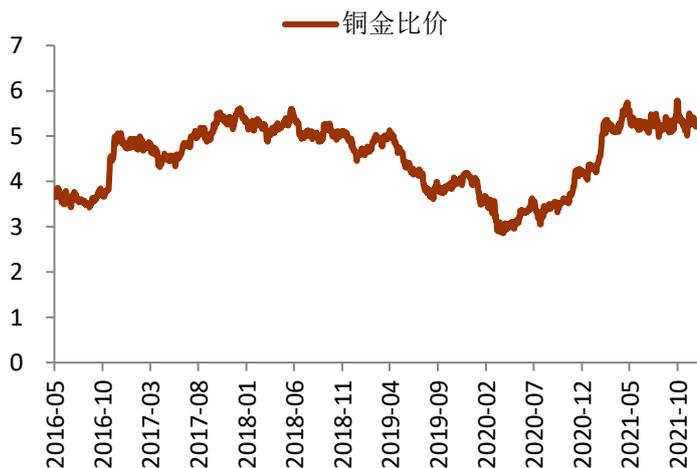


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

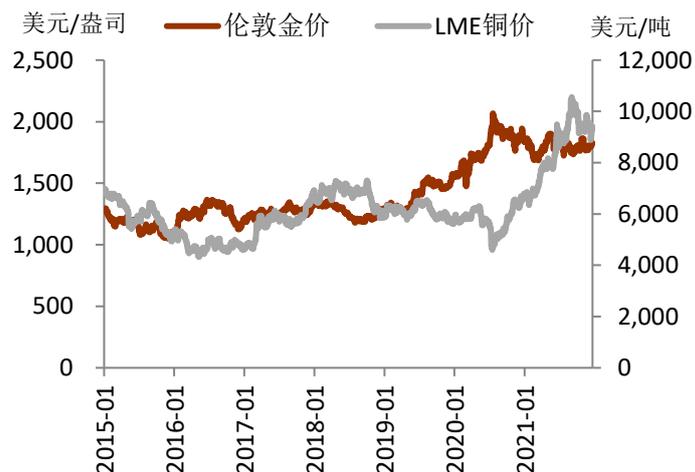
## 2、铜金比价变化

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，铜价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，铜金比价波动收窄。今年 1 月份铜金比一直在 5-5.5 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



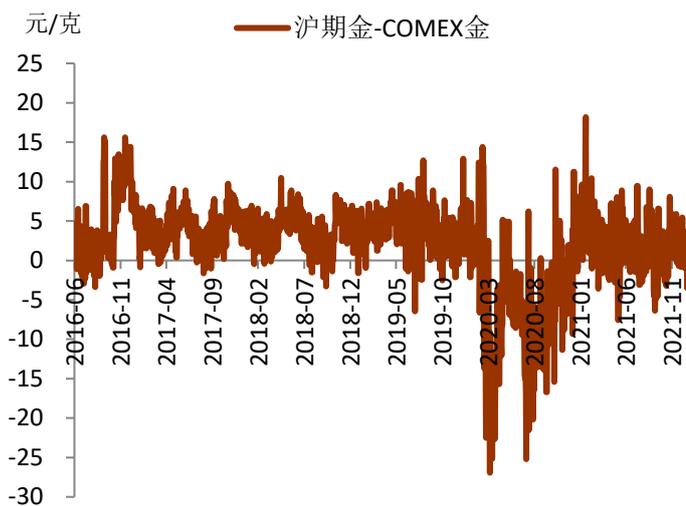
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

### 3、期现及跨期价差变化

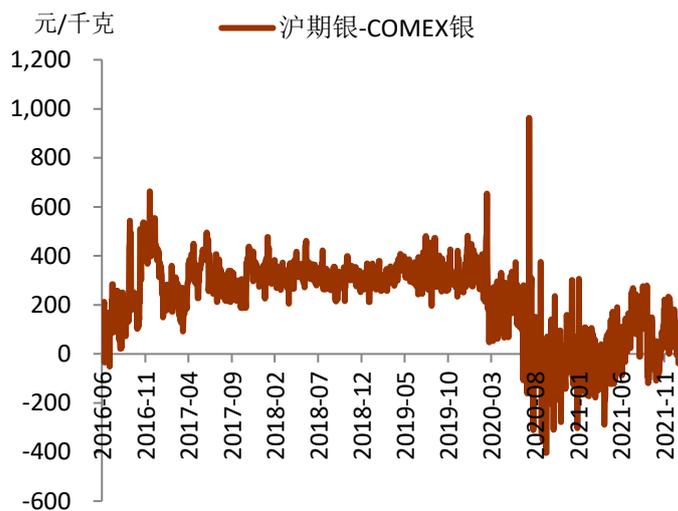
金银内外盘价差主要受到人民币兑美元汇率的影响。受春节前季节性因素，今年 1 月人民币汇率一度持续走强，但在春节前夕，人民币兑美元汇率单日又出现较大幅度的贬值。1 月人民币兑美元汇率先升值后贬值，国内金银价格走势整体仍弱于外盘，内外盘价差进一步收敛。

过去两年人民币汇率走势整体偏强，特别去年人民币顶着美元指数上行的压力逆势升值。但从去年年内央行两次上调外汇存款准备金率的操作上来看，央行并不希望人民币汇率呈现持续单边走强的态势。另外，在美加快收紧其货币政策的情况下，人民币汇率的适度贬值有助于抵消掉部分海外货币紧缩的压力，能够维护国内货币流动性环境的相对稳定甚至略偏宽松。预计短期人民币兑美元汇率依然维持区间震荡。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，但依然持续下降的趋势。截至 2022 年 2 月 8 日，COMEX 黄金期货的库存有 3274 万盎司，合计约 1018 吨，比上个月的库存减少 2.69%，比去年同期减少 16.87%。

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 2 月 8 日，COMEX 白银库存有约 3.532 亿盎司，合计约 10986 吨，比上个月的库存小幅减少 0.31%，比去年同期减少 11.27%。

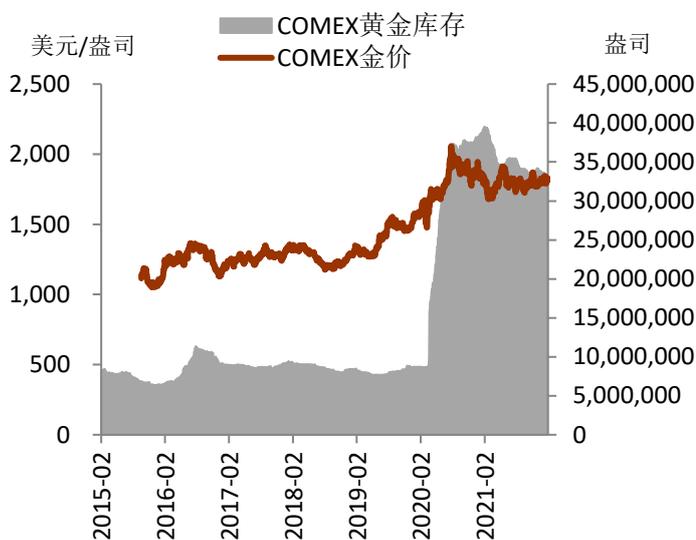
近几个月，国内两大交易所的白银库存略有增加，主要是上海期货交易所的库存在增加，从2021年8月份的2020吨的增加至目前的2374吨，上海黄金交易所的白银库存在1月也出现止跌迹象，目前有2316吨。当前国内两大交易所的白银库存为4690吨。

图表 19 COMEX 贵金属库存变化

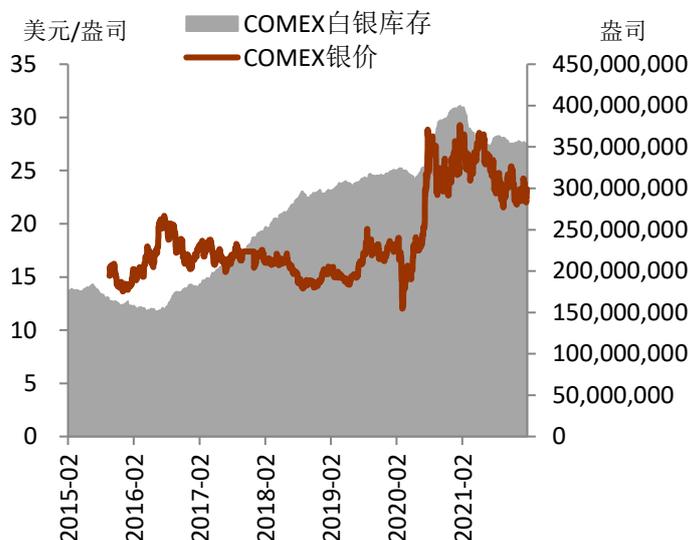
	2022/1/6	2021/12/5	2021/1/5	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	33650817	33858489	38155169	-207672	-0.61%	-4504351	-11.81%
白银(千盎司)	355412996	354601233	396532895	811763	0.23%	-41119898	-10.37%

资料来源: iFinD, Bloomberg、铜冠金源期货

图表 20 COMEX 黄金库存变化

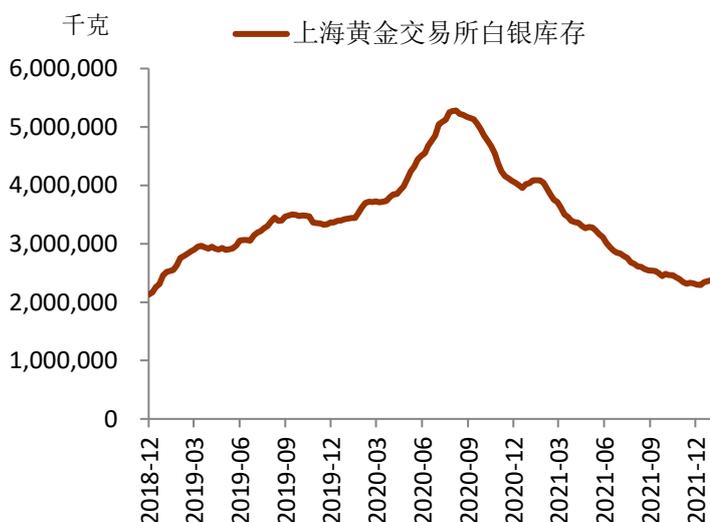


图表 21 COMEX 白银库存变化

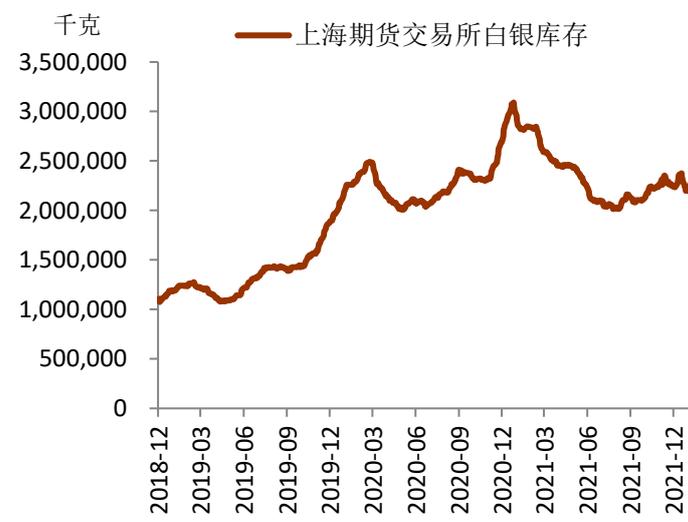


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

敬请参阅最后一页免责声明

## 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。但从历史上看，贵金属 ETF 的持仓变化往往都滞后于贵金属价格的波动。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。在 2021 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。之后银价持续明显的回调，资金也持续流出白银 ETF。

2021 年金价高位震荡，但黄金 ETF 的持仓量相对于 2020 年 10 月的高点仍在持续下降。步入 2022 年，黄金 ETF 的持仓量出现明显的增加，全球最大的黄金 SPDR 的持仓量增加至 1000 吨以上。截至 2022 年 2 月 8 日，SPDR 的持仓量为 1016 吨，比上个月增加 38 吨，但比去年同期减少 132 吨。

于此相似，全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量在今年 1 月份也转降为升。目前全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 16938 吨，比上个月增加了 434 吨，比去年同期减少 2870 吨。

图表 24 贵金属 ETF 持仓变化

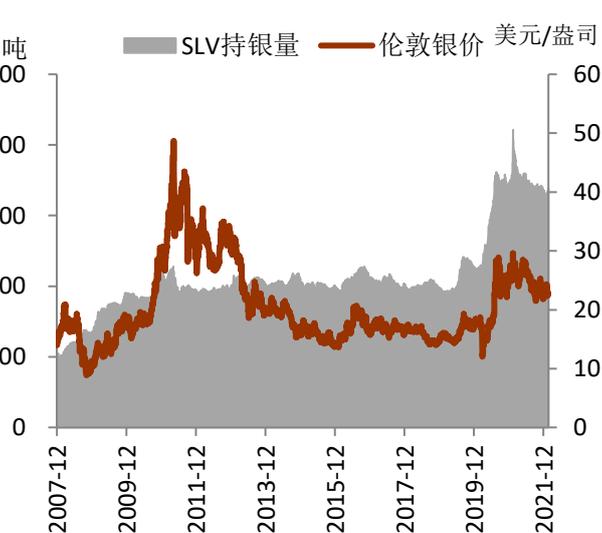
单位：吨	2022/2/9	2022/2/2	2022/1/9	2021/2/9	较上周增减	较上月增减	较去年增减
SPDR 黄金持仓	1015.96	1016.59	977.08	1148.34	-0.63	38.88	-132.38
ishares 白银持仓	16938.13	16771.39	16503.90	19808.07	166.74	434.23	-2869.94

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

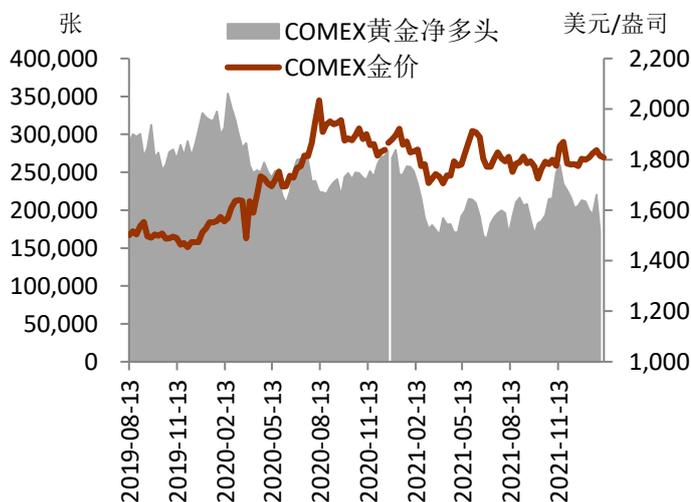
CFTC 的非商业性净多头持仓的变化代表了市场上短期投机资金的动向，在一定程度上影响着大宗商品价格的短期走势。根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2022 年 2 月 1 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 172142 张，而 COMEX 白银期货的非商业性净多单持仓量为 22118 张，短期都减仓较为明显，长期看也仍处于持续下降的趋势之中。

图表 27 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

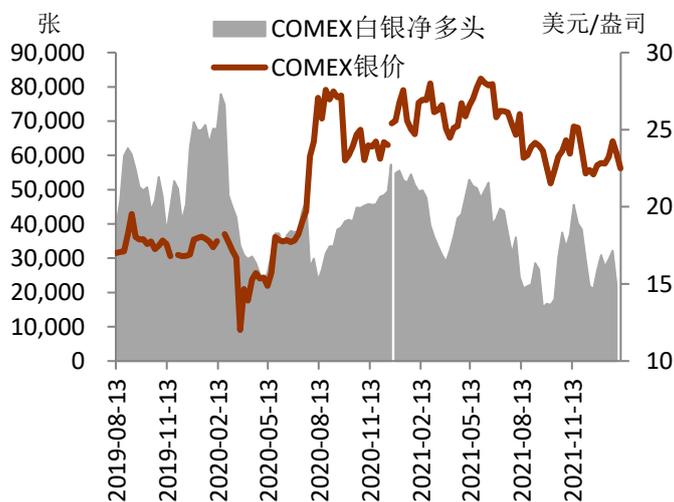
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2022-02-01	275994	103852	172142	-48009
2022-01-25	313415	93264	220151	25944
2022-01-18	290528	96321	194207	-5530
2022-01-11	290102	90365	199737	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2022-02-01	60723	38605	22118	-10023
2022-01-25	63923	31782	32141	2441
2022-01-18	65985	36285	29700	2152
2022-01-11	66193	38645	27548	

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：

好于预期的美国 1 月就业数据支持美联储 3 月开启加息，但美联储并没有释放更为激进的政策信号，而是转向“鹰中偏鸽”。但欧元区央行超预期释放鹰派信号，表示对通胀数

据感到担忧，并不再否认 2022 年加息的可能性。欧央行与美联储货币政策的边际变化，使得欧元走强美元指数走弱。预计市场将继续消化这种预期差的变化，金银价格短期可能延续上涨。但在缺乏强驱动因素背景下，贵金属价格上行的空间依然有限，难以突破去年下半年以来的区间震荡格局。

预计 2022 年 2 月国际金价的主要波动区间将在 1780-1880 美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在 22-25 美元/盎司之间。

风险因素：美欧央行货币政策实际变化与预期差

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。