



## 联储政策鹰派程度弱于预期 贵金属利空出尽触底反弹

### ——美联储 5 月议息会议解读与贵金属走势逻辑分析

方正中期期货研究院 史家亮 王骏

美联储 5 月议息会议加息 50BP 并于 6 月开启缩表周期，联储决定从 6 月 1 日开始以每月 475 亿美元的步伐缩表，三个月内逐步提高缩表上限至每月 950 亿美元。鲍威尔表示，未来两次会议各加息 50BP 是可能的，加息 75BP 不是联储积极考虑的。美联储 5 月加息决议属于鹰派范畴，然而鹰派程度弱于市场预期，或者说比市场预期更加温和，使得市场出现买预期卖事实现象。

基于美国通胀和就业表现及预期，美联储 6 月加息 50BP 确定性强，7 月加息 50BP 预期增加，关注焦点为 7 月加息幅度的预期；2022 年加息 225BP 可能性比较大；6 月开始缩表，9 月达到缩表上限。

对于贵金属而言，美联储货币政策转向利空出尽影响显现，维持逢低做多建议。地缘政治短期难以出现实质性缓解，美联储政策收紧出现利空出尽影响，流动性依然泛滥，高通胀尚未出现实质性转变，贵金属短期消化美联储最新鹰派进展后维持震荡走强行情。

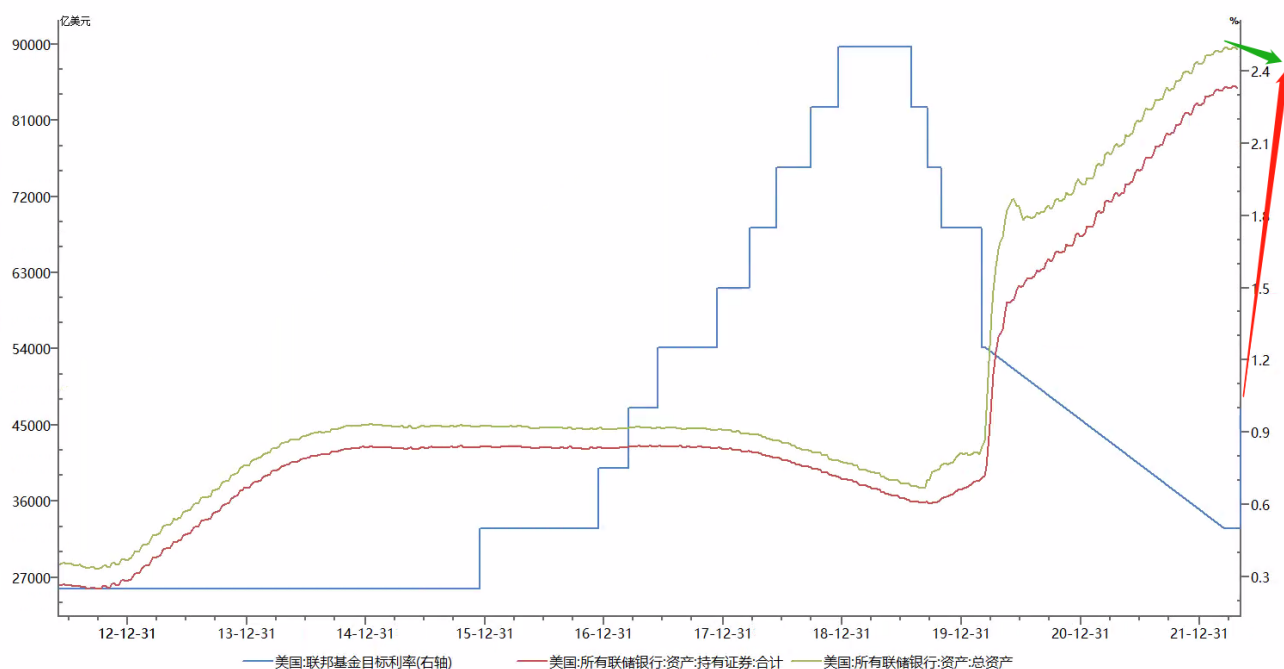
## 目 录

一、	美联储加速加息 并开启缩表周期.....	3
二、	鲍威尔讲话排除单次加息 75BP 可能 .....	5
三、	5 月议息会议总结、评论与展望 .....	6
四、	美联储加息周期与贵金属走势关联性分析.....	7
五、	美联储缩表预期下黄金走势分析.....	8
六、	政策收紧利空出尽 贵金属再度走强.....	9

## 一、美联储加速加息 并开启缩表周期

北京时间 5 月 5 日凌晨 2 点，美联储公布 5 月议息会议声明，本次议息会议没有点阵图和经济预测。整体来看，加息 50BP 并于 6 月开启缩表周期，美联储委员们一致同意此次的利率决定。美联储将政策利率联邦基金利率的目标区间从 0.25%-0.50% 上调至 0.75%-1.00%；这是美联储自 2000 年 5 月后首次单次会议加息达到 50BP，也是 2006 年 6 月后首次连续两次会议加息。美联储决定从 6 月 1 日开始以每月 475 亿美元的步伐缩表，资产负债表削减上限为 300 亿美元的国债和 175 亿美元的抵押贷款支持证券（MBS）；三个月内逐步提高缩表上限至每月 950 亿美元（美国国债为 600 亿美元，MBS 为 350 亿美元）；美联储允许所持美国国债和抵押贷款支持证券到期后不进行再投资。

通胀和经济前景方面，FOMC 声明称通货膨胀率居高不下，反映出流行病导致的供需失衡、能源价格上涨以及更广泛的价格压力。美联储认为，第一季度经济活动下滑。就业形势强劲，失业率大幅下降。俄乌冲突给乌克兰造成了巨大的人员和经济困难。俄乌冲突对美国的影响高度不确定，但短期内俄乌冲突和相关事件可能对通胀造成额外的上行压力，并令经济活动承压。



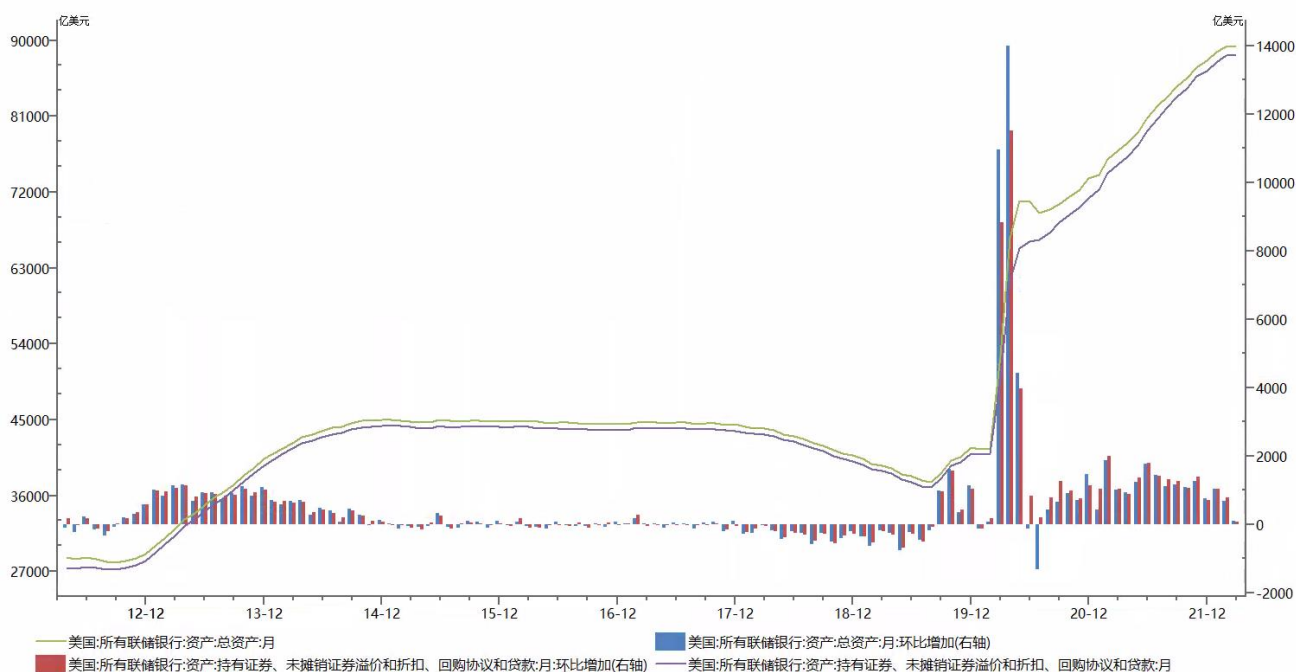
数据来源：WIND 方正中期期货

本次议息会议是美联储自 2000 年 5 月后首次单次会议加息达到 50BP，也是 2006 年 6 月后首次连续两次会议加息，并开启了新一轮的缩表周期，会议声明和上一次的会议声明有较大的变化，主要有以下几点变化。第一，本次议息会议决定将联邦基金利率的目标区间上调至 0.75% 至 1%，并预计继续加息是合适的；这不同于上次会议“决定将联邦基金利率的目标区间上调至 0.25% 至 0.5%”的决议。第二，缩表方面，本次声明强调“美联储准备在 6 月 1 日开始以每月 475 亿美元的步伐缩表。三个月内逐步提高缩表上限至每月 950 亿美元。（美国国债为 600 亿美元，MBS 为 350 亿美元），一旦缩表停止，储备余额可能会在一段时间内继续下降，直到委员会判断储备余额处于充足的水平”，明确了缩表路径，这不同于上次“预计在接下来的某一次会议上开始减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券”的表述。第三，通胀表述出现区别，新增“委员会高度关注通胀风险”；在短期内，入侵和相

关事件“正在给”给通胀造成额外的上行压力，由“可能会”调整为“正在给”。第四，经济方面，强调尽管第一季度整体经济活动小幅下降，但居民支出和企业固定投资保持强劲。第五，供应链方面，新增“中国与疫情相关的封控可能会加剧供应链断裂”。本次利率决议获得全票通过，不同于之前“James Bullard 反对，出现否决票”。

## 二、 鲍威尔讲话排除单次加息 75BP 可能

北京时间 5 月 5 日 2:30，美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。鲍威尔表示，FOMC 认为，未来两次货币政策会议各加息 50 个基点是可能的，并没有积极地考虑单次加息 75 个基点的可能性。如需加息至中性利率水平之上，美联储不会犹豫不决；FOMC 估计中性利率在 2%至 3%之间。通胀过高，尚未看到工资-价格螺旋式上升，必要时美联储可能毫不犹豫地将政策调整到紧缩水平。经济预期方面，没有任何迹象表明美国经济“接近或容易陷入经济衰退”，美国经济有可能“软着陆”。就业方面，未来失业率可能会进一步降低，薪资高位运行，服务业尤其如此。劳动力需求可以趋于缓和，同时避免失业率反弹。



数据来源：WIND 方正中期期货

### 三、5月议息会议总结、评论与展望

美联储5月议息会议加息50BP并于6月开启缩表周期，然鹰派程度弱于市场预期。美联储加息50BP，是美联储自2000年5月后首次单次会议加息达到50BP，也是2006年6月后首次连续两次会议加息；美联储决定从6月1日开始以每月475亿美元的步伐缩表；三个月内逐步提高缩表上限至每月950亿美元。鲍威尔表示，未来两次货币政策会议各加息50BP是可能的，排除单次加息75BP的可能，如需加息至中性利率水平之上，美联储不会犹豫不决。

美联储5月加息决议属于鹰派范畴，然而鹰派程度弱于市场预期，或者说比市场预期更加温和，使得市场出现买预期卖事实现象。鹰派不及预期的表现：第一，鲍威尔淡化升息75BP的前景，明确排除了在即将到来的会议上加息75BP的可能性；第二，委员们一致同意加息50BP，超级大鹰派布拉德没有投票支持更大幅度的加息，这亦打击了市场对联储更大幅

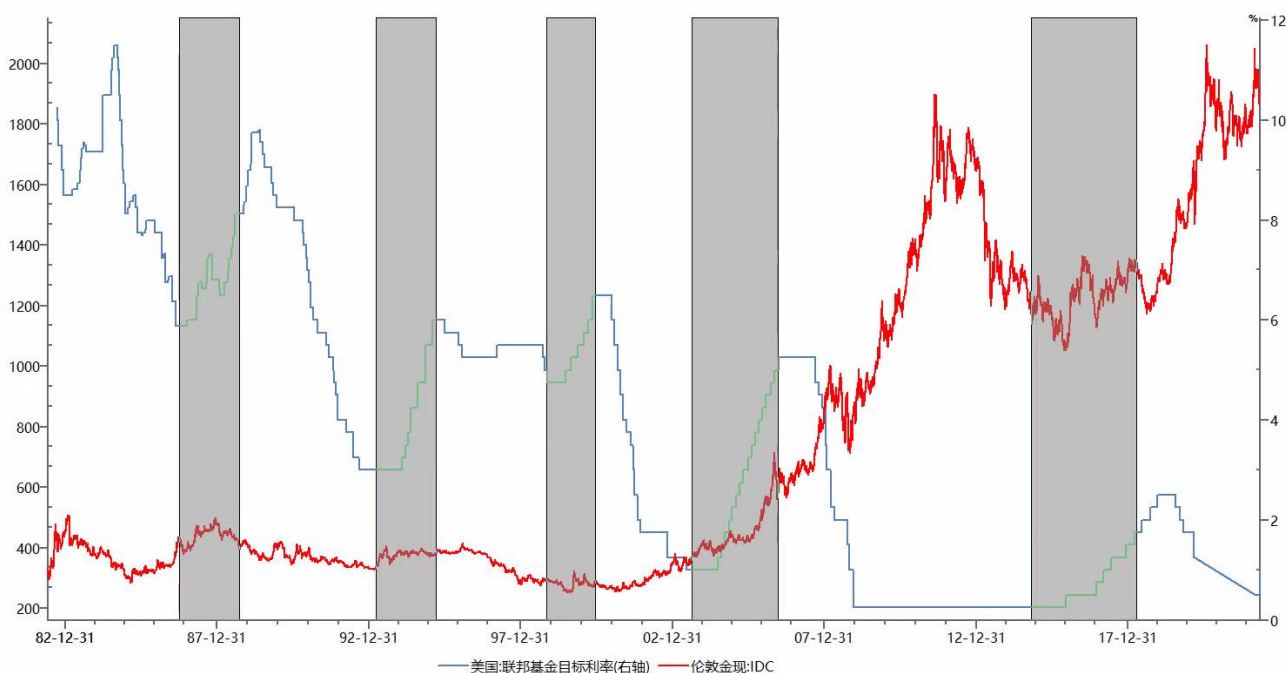
度加息的预期；第三，美联储宣布的缩表规模被市场认为不及预期，原先市场认为联储会在 8 月份达到 600 亿美元的国债缩减上限，以便让财政部在再融资月份进行部分再投资。第四，强势失业率风险，随着劳动力市场紧俏，失业率或上升。

美联储鹰派程度弱于市场预期对市场产生买预期卖事实影响，美元指数高位回落，跌 0.94%至 102.5，盘中刷新近一周低点至 102.45；美债收益率高位回落，现货黄金一度涨逾 1%至 1889.54 美元/盎司；而风险偏好有所增强，标普 500 指数大涨 3%，VIX 恐慌指数大幅回落。

基于美国通胀和就业表现及预期，美联储 6 月加息 50BP 确定性强，7 月加息 50BP 预期增加，关注焦点为 7 月加息幅度的预期；2022 年加息 225BP 可能性比较大；6 月开始缩表，9 月达到缩表上限。

#### 四、 美联储加息周期与贵金属走势关联性分析

对于贵金属而言，地缘政治局势对金价的影响将是短期的，一旦地缘政治局势明朗或开始和谈或出现实质性进展，贵金属的运行逻辑将会回归以美联储货币政策调整为核心的宏观因素。从美联储近 40 年加息周期和白银走势来看，无论是 1988-1989 年加息周期、1994-1995 年加息周期、1999-2000 年加息周期，还是 2004-2006 年加息周期和 2015-2018 年加息周期，黄金价格均表现出先跌后涨的趋势。美联储货币政策转向预期加强之际，如缩减购债和加息预期升温之际，黄金维持弱势，当货币政策调整被市场消化或者落地之际，黄金往往走出利空出尽反弹的行情。2021 年，美联储货币政策调整预期不断加强，黄金亦震荡走弱；随着美联储货币政策转向被市场所计价，黄金开始走强，这一趋势将会持续。



数据来源：WIND 方正中期期货

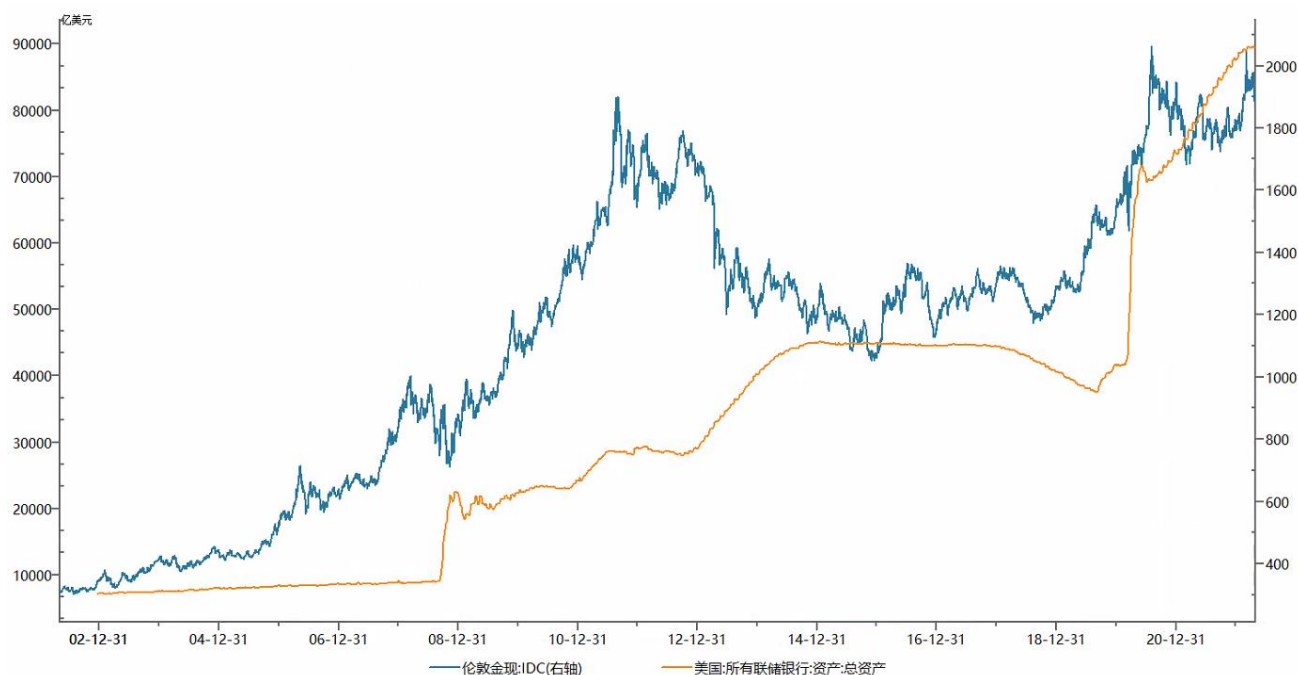
## 五、 美联储缩表预期下黄金走势分析

回顾美联储上一轮缩表周期，开始时间为 2017 年 10 月，当时美联储提前三个月于 2017 年 6 月宣布具体缩表路径，并且是循序渐进的缩表路径，持续时间至 2019 年 9 月。最初每月减持 60 亿美元国债和 40 亿美元 MBS，之后每个季度多减持国债和 MBS 分别为 60 亿美元和 40 亿美元。即缩表一年之后达到最快紧缩速度，约为每月减持 500 亿美元资产（300 亿美元国债和 200 亿美元 MBS）。具体的缩表方式方面，上一次缩表过程中，具体操作是以停止到期再投资的方式为主。

上一轮缩表周期亦伴随着美联储加息周期，黄金呈现先弱后强态势，整体维持强势。2017 年 6 月，美联储宣布具体缩表路径后，黄金呈现弱势，从 1250 美元/盎司附近跌至 1200 美元/盎司；随着美联储缩表信号被市场消化，利空影响出尽，黄金触底反弹，从 1200 美元/盎司持续涨至 1350 美元/盎司附近，涨幅大于前期跌幅。随后，美联储缩表周期启动，黄金

先小幅回落，跌至 1240 美元/盎司附近，然后再度走强至 1365 美元/盎司附近。至本轮缩表周期尾端，黄金涨至 1550 美元/盎司附近。上一轮缩表周期，伴随美国税改、英国脱欧、欧洲经济复苏、政府的“美国优先”政策触发国际关系大调整等大事件，这也会直接影响黄金的走势。

另外 2008 年末 2009 年初的一轮短期缩债周期，黄金亦表现强势。从历次缩表周期和黄金走势来看，黄金整体维持震荡走强的趋势，当收紧预期加强之际，黄金短期偏弱，但是中期维持强势行情。本轮缩表周期亦会有此效果，并且当前面临地缘政治紧张局势和通胀居高不下等其他因素影响，黄金的表现将会强于以往缩表周期黄金的表现。我们继续维持黄金强势行情观点，不建议做空黄金，更多的把握黄金逢低做多机会。



数据来源：WIND 方正中期期货

## 六、政策收紧利空出尽 贵金属再度走强

地缘政治局势进展和美联储货币政策调整的新信号将继续主导贵金属行情。局势向好和超鹰派转向均利空贵金属，反之则形成利多影响。地缘政治短期难以出现实质性缓解，美联储政策收紧亦容易出现利空出尽影响，流动性依然泛滥，高通胀尚未出现实质性转变，贵金属短期消化美联储最新鹰派进展后维持震荡走强行情。当前依然不建议趋势做空贵金属，仍以逢低做多为主。

前期美联储加速收紧货币政策预期（美元指数和美债收益率走强）使得贵金属承压，黄金跌破 1900-1918 美元/盎司区间后，一度跌至 1850 美元/盎司附近；联储政策收紧影响利空出尽，若地缘局势和通胀无实质性向好，黄金仍有较大上涨空间，上方继续关注 2000 美元/盎司关口和 2070 美元/盎司的前高位置；沪金下方支撑位为 390 元/克附近，上方继续关注 420 元/克关口。

白银因为经济弱势而破位下跌，表现弱于黄金，伦敦银现一度触及 22 美元/盎司关口后，随后走强，上方继续关注 27 美元/盎司的前高位置（5420 元/千克），下方强支撑位依然为 22 美元/盎司区间（4650 元/千克）。若美联储再度释放更加鹰派信号，贵金属仍有再度走弱的短期可能；然而贵金属因政策调整预期和恐慌回落则是买入时机，继续建议逢低做多为主。



数据来源：WIND 方正中期期货

SPTAUUSD0Z.IDC[伦敦金现] 2022/05/05 收 1900.55 幅 1.03%(19.45) 开 1882.30 高 1900.92 低 1881.10 结 0.00 仓 0 量 0 增 0 振 1.05%  
MA5 1881.62 MA10 1892.19 MA20 1927.49 MA60 1928.92 MA120 1866.59 MA200 1835.63 MA250 1834.42

2020/06/15-2022/05/05(493日) ▼



数据来源: WIND 方正中期期货

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
<b>总部业务平台</b>		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881273
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881224
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
<b>分支机构信息</b>		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦1606室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦2307室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花样年喜年中心18层1807室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路53号楷林商务中心C座2304、2305、2306	0731-84118337
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦B座12层8-9号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市崂山区香港东路195号上实中心T6号楼10层1002室	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1105、1106室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号1703	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦5幢1010室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路999号中央商业广场(王府井A座11楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
<b>风险管理子公司</b>		
上海际丰投资管理有限 责任公司	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦24楼	021-20778922

**重要事项:**

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。