

国信期货贵金属月报

金银

贵金属曲折向上趋势不改 5 月警惕短期调整风险

2022 年 4 月 24 日

● 主要结论

2022 年 4 月，贵金属整体震荡偏强，黄金在一季度向上突破近一年的震荡收敛区间后，高位震荡重心继续上移，白银相对偏弱，金银比价抬升。尽管俄乌局势有所缓和削弱贵金属的避险需求，然而美联储 3 月会议纪要正式出炉使后续加息和缩表政策路线趋于明朗货币政策紧缩预期的利空得到阶段性释放，叠加美国 3 月通胀同比数据续创新高且高于预期，黄金和白银一度逼近 2000 美元/盎司和 26.3 美元/盎司关口。但由于通胀中期筑顶迹象显现，通胀预期上方空间已有限，叠加实际利率 3 年来首次转正，金银遇阻回落，金银比价抬升。

展望后市，考虑到 2022 年复杂的外部环境不确定性高企，美元信用货币体系受损忧虑，及当前已被消化的激进的紧缩预期，都将对贵金属形成较强的长线支撑。然而就 5 月而言，单边利空因素较多建议多单谨慎入场，主要有 3 点。（1）美国当前经济的弱预期和强现实共存，经济增长后劲不足的预期或将在短期内面临证伪压力，这将利空贵金属。（2）通胀 CPI 见顶迹象有所显现，通胀预期上方空间受限，金银比或上行，金银整体也承压。（3）美联储的强紧缩立场仍未改变，尽管贵金属短期内已经消化了 5 月加息 50bp 和缩表预期，但美联储的货币政策立场整体仍易紧难松不排除进一步加强的可能。故 5 月建议黄金多单谨慎持有单边以观望为主，金银比以逢低做多为主，贵金属的下一波突破上行或需等待更多经济增长受阻和美联储紧缩立场边际转变信号的出现。

操作上建议：单边观望为主，金银比逢低试多。

分析师助理：周古玥
从业资格号：F3075597
电话：021-55007766-6636
邮箱：15527@guosen.com.cn

分析师：顾冯达
从业资格号：F0262502
投资咨询号：Z0002252
电话：021-55007766-6618
邮箱：15068@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、 期货市场行情回顾

2022 年 4 月，贵金属整体震荡偏强，黄金在一季度向上突破近一年的震荡收敛区间后高位震荡重心继续上移，白银相对偏弱，金银比价抬升。尽管俄乌局势有所缓和削弱贵金属的避险需求，然而美联储 3 月会议纪要正式出炉使后续加息和缩表政策路线趋于明朗货币政策紧缩预期的利空得到阶段性释放，叠加美国 3 月通胀同比数据续创新高且高于预期，黄金和白银一度逼近 2000 美元/盎司和 26.3 美元/盎司关口。但由于通胀中期筑顶迹象显现，通胀预期上方空间已有限，叠加实际利率 3 年来首次转正，金银遇阻回落，金银比价抬升。

2022 年 4 月，沪金震荡上涨。截止 4 月 22 日，沪金 2206 合约的月度最低点在 393.48 元，最高点在 409.40 元，目前价格在 407 元附近，月度涨幅约 3%。

图：沪金主力合约日 K 线



数据来源：文华财经 国信期货

2022 年 4 月，沪银宽幅震荡。截止 4 月 22 日，沪银 2206 合约的月度最低点在 4913 元，最高点在 5339 元，目前价格在 5100 元附近，月度涨幅约 1%。

图：沪银主力合约日 K 线



数据来源：文华财经 国信期货

二、 基本面分析

（一）CPI 同比见顶迹象显现，通胀预期上行空间有限

美国 3 月 CPI 同比进一步走高，能源和食品贡献显著，但筑顶迹象已有所显现。通胀情绪交易对贵金属向上的支持或出现一轮削弱，注意高位追涨风险。

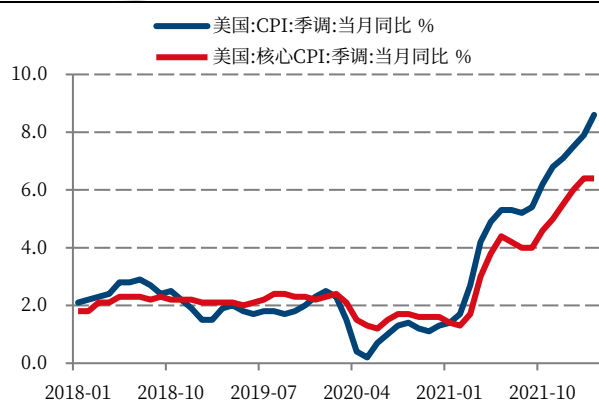
美国 3 月 CPI 同比升 8.5%，高于预期的 8.4%，为 1981 年 12 月以来最高；环比升 1.2% 与预期持平。3 月核心 CPI 同比升 6.5%，为 1982 年 8 月以来最高；环比升 0.3% 较前值回落且低于预期。

从分项上看，能源分项和交通运输环比涨幅最大分别为 11% 和 3.9%，食品分项环比居前升 1%。而从分项的环比贡献来看，能源项贡献比例近 70%，食品贡献比例 10%，核心商品和服务项降至 20%。核心 CPI 中，核心商品环比贡献转负，主因是二手车价格回落。但核心服务业价格仍持续升温。从当前美国通胀结构上看，核心服务价格坚挺但核心商品价格已降温，反映前期财政补贴和储蓄的支持已削弱，后续以耐用品为代表的商品通胀动力有所削弱。

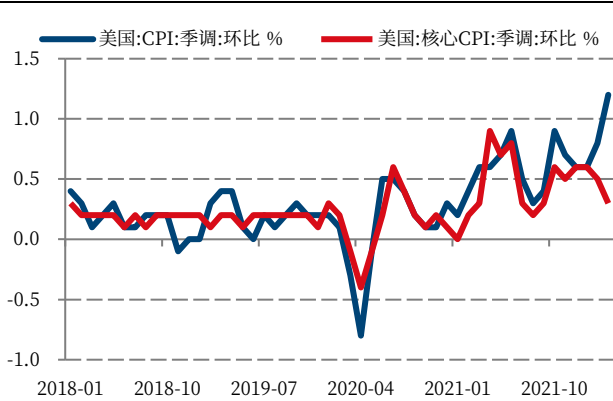
美国 3 月 CPI 创新高后，同比是否已见顶？我们认为已有筑顶迹象。一方面，从基数效应出发计算，核心 CPI 同比见顶确定性较强。而对 CPI 而言，若 CPI 环比涨幅维持在 0.8% 以下（也就是中性情况下），那么 3 月 CPI 同比可能已触达年内顶区间将在二三季度开始有所回落，若全球能源和食品价格在供应链扰动下涨势延续，则还有一定的概率进一步上行。另一方面，前期财政补贴和储蓄支持效应褪去，通胀动力有所削弱。

落在对贵金属影响上，主要两方面：货币政策方面，通胀只要持续高企且经济增长维持强势美联储现阶段紧缩的立场就难以改变，但当前贵金属在预期上已基本消化，等待 5 月会议临近时的预期再变化。通胀预期方面，随着通胀同比接近见顶，通胀预期升至 3% 附近上方空间已较为有限，金银比未来有望走高，现阶段多黄金或将优于多白银。

图：美国 3 月 CPI 同比升 8.5% 再创新高

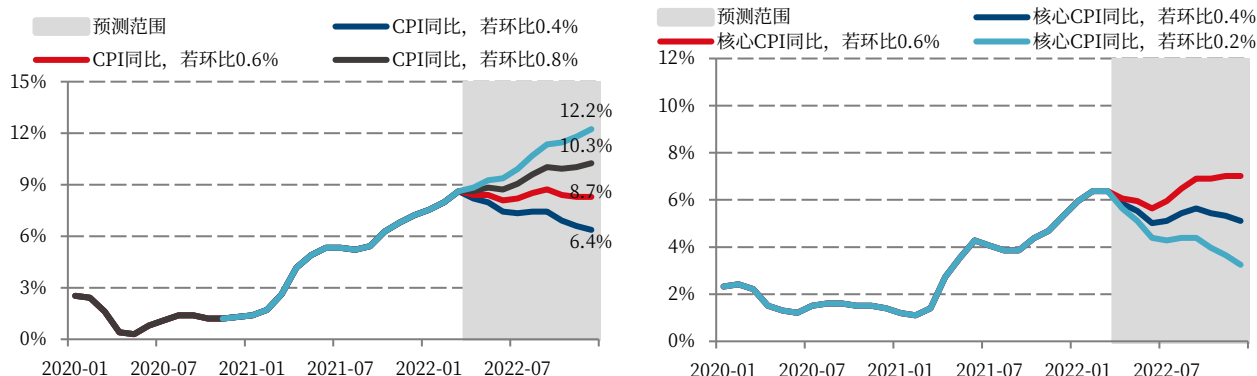


数据来源：WIND 国信期货



数据来源：WIND 国信期货

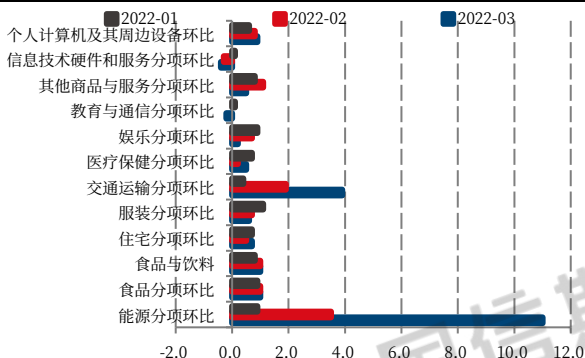
图：核心 CPI 同比基本见顶



数据来源：WIND 国信期货

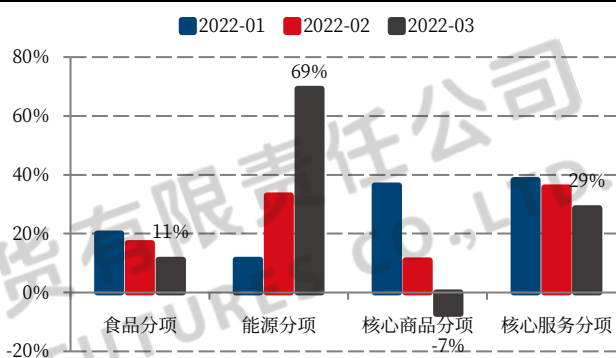
数据来源：WIND 国信期货

图：能源和交通运输分项环比涨幅居前



数据来源：WIND 国信期货

图：能源分项贡献比例提升，但核心商品项已转负



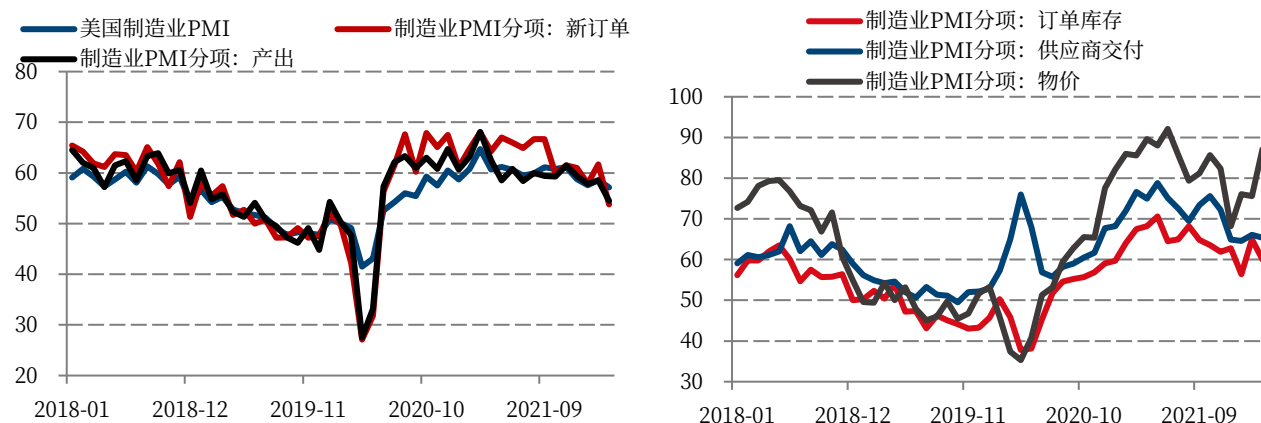
数据来源：WIND 国信期货

（二）经济扩张的强现实，衰退预期有证伪压力

4 月美国经济强现实仍在延续，PMI 维持在扩张区间，劳动力市场持续紧俏，尽管零售销售持续正增长，但消费者信心仍然较为低迷。前期因美债利率一度倒挂市场开始预期经济衰退对贵金属形成了一定的支撑，这一预期或将在 5 月面临证伪压力，这将不利于贵金属短期内进一步向上突破。但当美联储的加息和缩表实质性落地后，传导至需求大幅回落后，等待更多经济见顶现象显现后贵金属仍将进一步震荡上行。

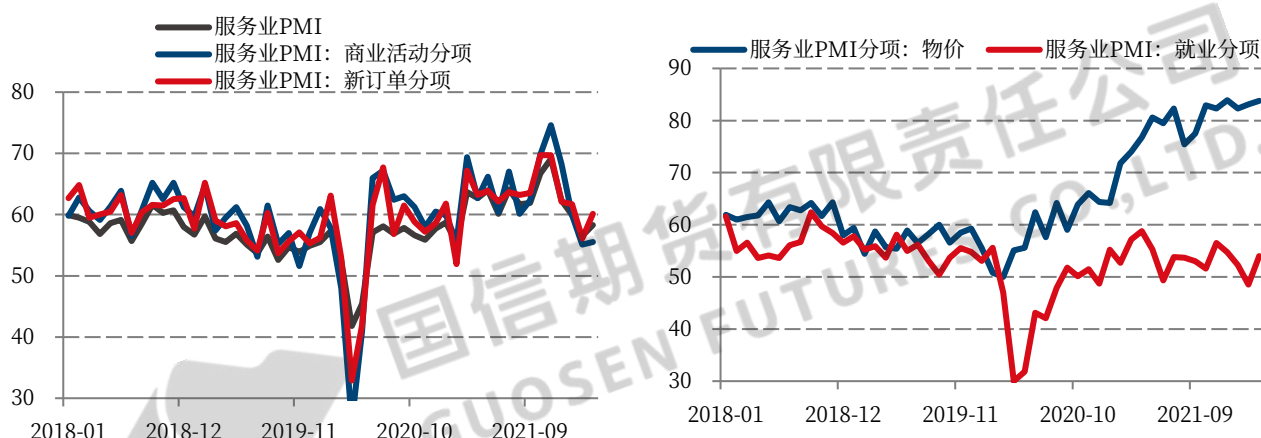
3 月 PMI 数据显示出美国服务业维持强势但制造业增长有所放缓，整体仍维持扩张状态。美国 3 月 ISM 制造业 PMI57.10，前值 58.6，不及预期的 59。其中制造业物价分项大幅抬升，而新订单和产出分项均大幅回落，反映出物价高企对制造业需求逐渐形成抑制，库存和供应商交付项的小幅回落显示供应链问题在制造业中依然存在但已有所缓解。在物价已升至对需求边际上形成抑制的情况下，或将逐渐对商品价格升势产生负面影响，通胀预期或倾向于回落。美国 3 月 ISM 服务业 PMI58.3，前值 56.5，略低于预期的 58.6，服务业 PMI 较上月显著反弹，新订单和商业活动分项均出现显著改善，就业分项升至荣枯线以上反映就业形势好转，价格分项进一步走高显示通胀形势仍然严峻。

图：制造业 PMI 回落，仍在反映供应链扰动问题



数据来源：WIND 国信期货

图：服务业 PMI 小幅反弹，就业形势好转，服务业物价仍然高企



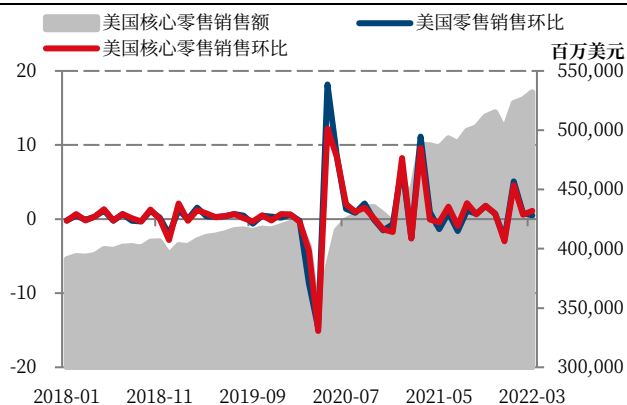
数据来源：WIND 国信期货

消费方面，美国 3 月密歇根大学消费者信心指数报 65.7，前值 59.40，好于预期的 59，为今年来首次出现反弹。消费者现状指数报 68.1，前值 67.2，好于预期的 67。消费者预期指数报 64.1，前值 54.3，好于预期的 53.6。本月的通胀预期调查显示与上月持平维持在高位，消费者预计 1 年内通胀率维持于 5.4%，未来 5 到 10 年通胀预期维持于 3%。通胀忧虑情绪的持续存在压制了消费信心。美国 3 月零售销售环比升 0.5%。未来居民消费仍有较强支撑，但物价上升也在持续反噬消费者信心。近半年来非农员工平均时薪同比增速持续维持在 4% 以上，且消费信贷显著回暖，未来居民收入上涨叠加信贷意愿回升将继续为消费提供支持，收入持续高增长对通胀影响的削弱或将视随着职位空缺数的回落、劳动力供需失衡局面的修复而渐缓。但若美国权益市场出现较大幅度的调整挫伤居民财产性收入的增加，及物价上涨对企业利润形成负反馈挫伤经济增长，也将对消费形成压力。

就业方面，美国 3 月劳动力市场表现仍然维持强劲。3 月非农就业人数增加 43.1 万人略不及预期，预期增 49 万人，前值上修至 75 万人。其中服务业增加 36.6 万人仍是劳动力市场修复主力军，尤其是休闲酒店业就业增加了 11.2 万人。3 月失业率 3.6% 进一步下降，前值为 3.8%。而劳动参与率升至 62.4%，前值为 62.3%。随着通胀居高不下，前期发放补贴效应衰减，市场就业意愿持续回暖，新增劳动力人口 41.8 万人较前值上行。3 月平均时薪同比增 5.6% 涨幅再度扩大，周薪同比升 4.6% 略有回落但也维持高位。在没看到时薪和周薪的涨势显著放缓的情况下，“工资-通胀螺旋”仍难言缓解，通胀预期尚不具备大幅回落的

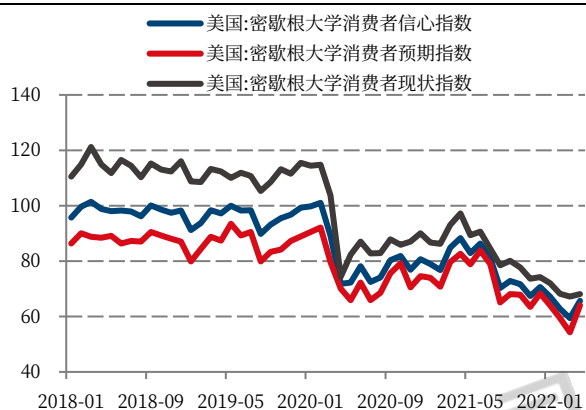
条件未来或高位震荡。另外失业人数与职位空缺数差的绝对值再度扩大，职位空缺数略降至 1126.6 万人，劳动力市场的供需缺口小幅扩大，最新的 2 月数据显示缺口为 578.7 万人，即空缺职位数比失业人数高出 578.7 万人，相比去年底有所改善。劳动力市场维持高度紧俏状态，强势的非农将支持美联储在加息和缩表方面未来加快步伐，5 月一次加息 50bps 和更快的缩表或将加强市场的紧缩预期。

图：零售销售环比增速 0.5% 维持低增速，受通胀抑制



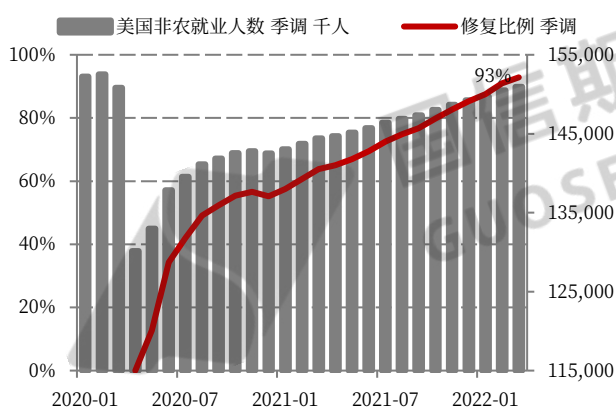
数据来源：WIND 国信期货

图：消费者信心小幅反弹但仍处低位

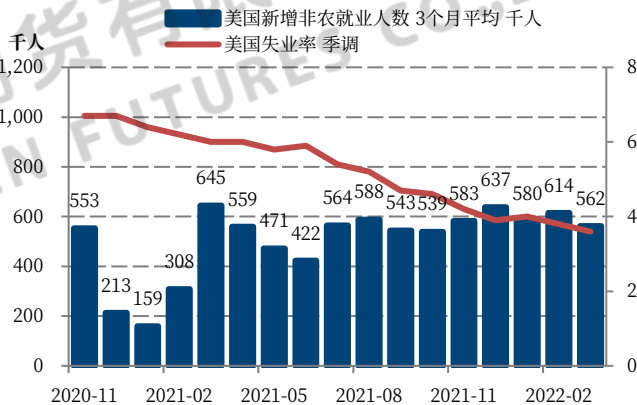


数据来源：WIND 国信期货

图：美国非农就业修复率升至 93%，月均增长维持在 50 万人以上

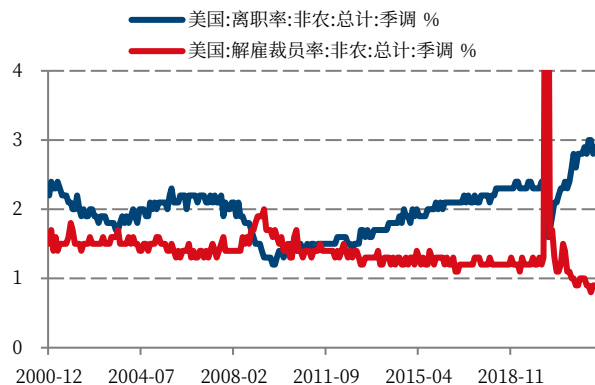


数据来源：WIND，国信期货



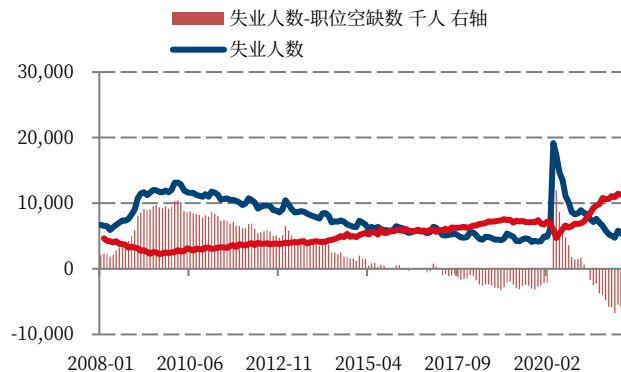
数据来源：WIND，国信期货

图：离职率高企反映劳动力供不应求



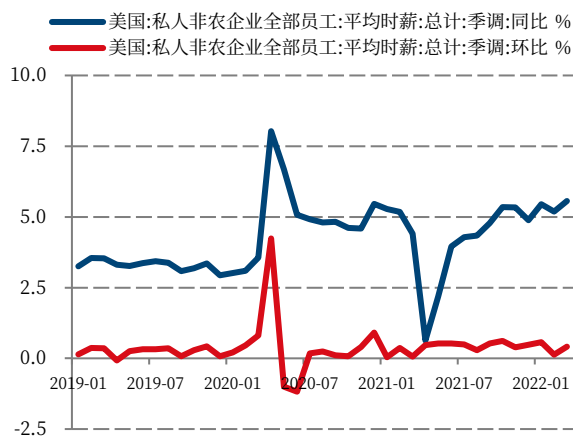
数据来源：WIND 国信期货

图：缺口有所收窄但职位空缺数仍远高于失业人数

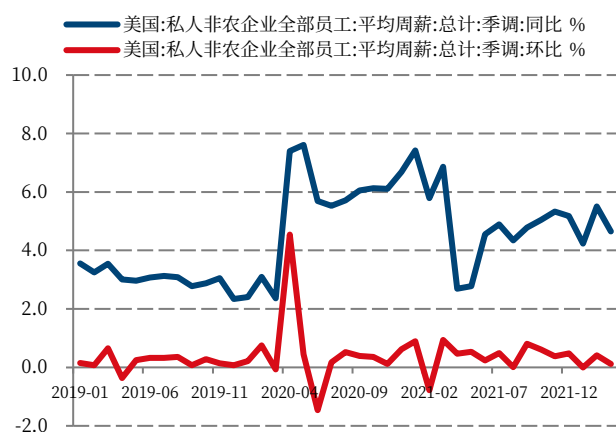


数据来源：WIND 国信期货

图：员工薪资高增速，通胀仍有支撑



数据来源：WIND 国信期货



数据来源：WIND 国信期货

（三）静待5月加息缩表双管齐下，边际紧缩顶点或已不远

美联储3月会议落地，加息开启，缩表在即，经济前景凸显滞胀风险。而4月上旬出炉的会议纪要要进一步明确，美联储年内将更多、更快、更强地加息，缩表最早将于5月开启，但由于前期美联储频繁发言已透露较多信息，整体符合预期。另外随着月底鲍威尔和多名美联储官员的发言鹰派立场进一步展现，市场加息预期再度加强，目前市场预期5月将加息50bp，6月将大概率再加息75bp，到年底政策利率将升至2.75%以上高于中性利率水平。对贵金属而言，随着5月利多有所削弱，而美联储紧缩政策转向点仍不明确，整体不确定性上升，或以震荡偏弱为主，但综合考虑美联储紧缩边际顶点或已不远。

美联储3月会议加息25bp，点阵图显示过半官员认为年内还会至少再加6次息，即再加息150bp。本次加息较为温和的主要原因也是在于俄乌局势下地缘政治因素的不确定性仍较高，通过仅加息25bp而不是50bp缓和可能带来的资产价格的进一步大幅波动。缩表方面，自美联储12月会议纪要上首次提及缩表，1月会议上公布缩表原则文件后，3月会议上缩表开启时间将大概率在5月已渐明朗。美联储在声明中表示预计在未来会议上开始减持国债、机构债和MBS，即启动缩表。鲍威尔讲话表示美联储在缩表计划上取得了进展，并在记者会上表示预计将在5月会议上开启缩表，本轮缩表会比上一轮（即2017年-2019年）更快、更早。另外经济预测凸显了经济面临的滞胀前景。美联储在3月会议上上调通胀预测，下调GDP预测，就业预测不变，并表示在俄乌局势及通胀居高不下的影响下，经济增长不确定性上升。经济增长方面，美联储下调了对2022年GDP增速的预测，与去年12月相比，自4%降至2.8%，对明后2年增速预测不变维持在2.2%和2%。通胀方面，美联储上调了对2022年通胀（PCE）的预测，与去年12月相比，PCE预测自2.6%大幅提升至4.3%，核心PCE预测自2.7%大幅提升至4.1%。对明后2年，PCE预测分别自2.3%和2.1%升至2.2%和2%，核心PCE预测分别自2.3%和2.1%升至2.6%和2.3%。就业方面，美联储对失业率的预测维持不变。

4月公布的会议纪要中，美联储再次表达了抗击通胀和通胀预期的决心，现已将货币政策立场转为中性，未来可能转向更紧。加息方面，本次纪要透露未来的美联储会议上可能单次或多次加息50bp。缩表方面，本次纪要透露，大部分官员表示最早将在5月会议开始缩表，每月缩减950亿美元，但后续缩表的速度变化仍待情况变化而定。

4月下旬，美联储官员密集发言，其中最具参考意义的是主席鲍威尔的发言，他的表态进一步给出了鹰派指引，表示支持加快紧缩，支持在5月会议上讨论加息50bp。另外美联储将通过紧缩的货币政策来缩

减商品和服务的需求，而不是诉诸于期待供给端问题修复，并将推动企业减少需求以缓解当前劳动力市场不可持续的过热状态，通胀当前表现令人失望预计将在今年逐渐回落。

从市场预期上看，4月，市场加息预期进一步上升。CME FED观察工具显示，5月会议市场预期加息50bp（即升至0.75-1%）概率升至近100%，6月再加息75bp（即升至1.5-1.75%）概率升至91%，到年底政策利率有97%概率升至2.75%以上，这已经大幅高出3月美联储经济预测中2%的预测中值水平。

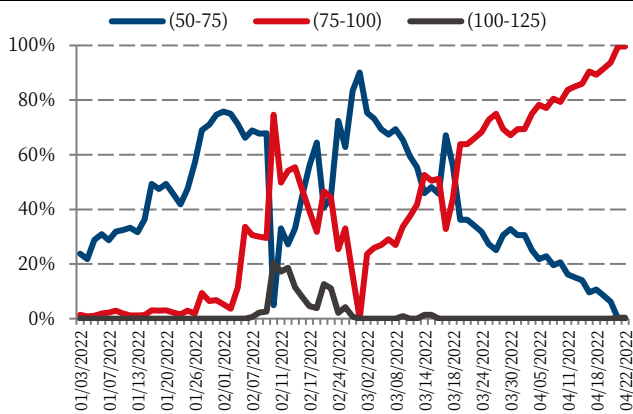
鲍威尔最新表态，鹰派的进一步展现，将支持实际利率和名义利率进一步上行。未来美联储货币政策易紧难松，在经济增长未显著出现问题，高通胀仍是主要困扰的情况下，这一紧缩立场还将持续，具体将表现在继续给出强烈的加息预期，并持续对通胀给予高权重关注。然而考虑到3月CPI通胀数据大概率已见顶，通胀将在二三季度得到阶段性缓解，美联储紧缩货币政策从边际上来看顶点或将在5月会议后显现，预计5月会议将大概率加息50bps并公布缩表计划。

对贵金属而言，5月利多有所削弱，不确定性上升，具体有三点：（1）缩表即将落地，前期作为观察经济衰退压力的重要风向标——美债长短端期限利差（10年-2年）有反弹动力，这将削弱市场对美国经济短期滞胀长期衰退的预期，贵金属的利多环境被削弱。（2）通胀见顶后通胀预期端的支撑有所减弱，但同时货币政策端的压制力量可能会有一定减轻。另外经济增长在下半年可能重回重点，美联储紧缩节奏也将由快转慢，那么政策的转向预期将成为贵金属在经历曲折调整后进一步上行的重要支撑。（3）复盘过去50年美联储加息阶段各类商品和资产的表现来看，我们发现加息阶段商品表现偏正面，权益资产估值偏负面，美债收益率曲线走平。而黄金在加息期间亦并未显著承压，白银相对黄金偏弱。



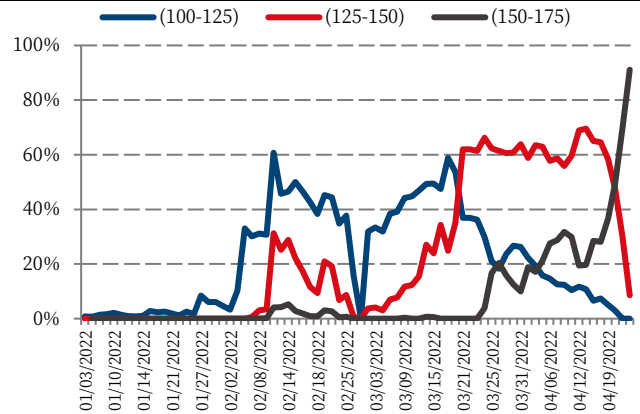
国信期货有限公司
GUOSEN FUTURES CO., LTD.

图：预期5月会议加息50bp 概率升至100%



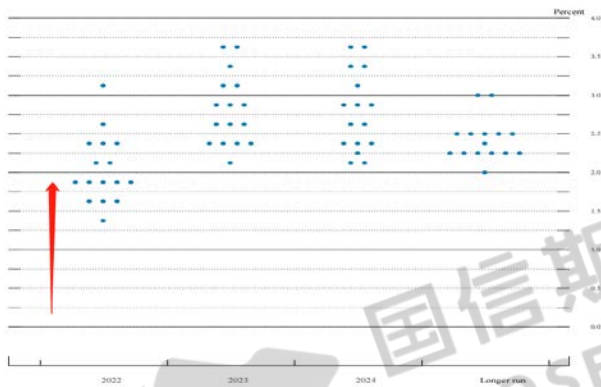
数据来源：CME 国信期货

图：预期6月会议加息75bp 概率升至91%



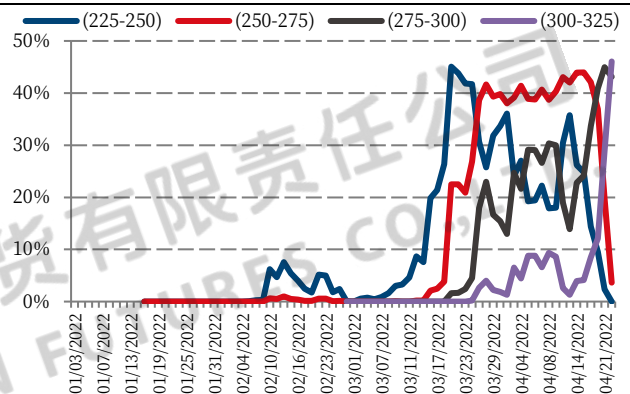
数据来源：CME 国信期货

图：美联储3月会议点阵图



数据来源：FED 国信期货

图：市场预期至年底，将加息至275-325bp 区间



数据来源：CME 国信期货

图：美联储上调通胀预测，下调GDP预测，就业预测不变

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	2.8	2.2	2.0	1.8	2.5-3.0	2.1-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0	2.1-3.3	2.0-2.9	1.5-2.5	1.6-2.2
December projection	4.0	2.2	2.0	1.8	3.6-4.5	2.0-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0	3.2-4.6	1.8-2.8	1.7-2.3	1.6-2.2
Unemployment rate	3.5	3.5	3.6	4.0	3.4-3.6	3.3-3.6	3.2-3.7	3.5-4.2	3.1-4.0	3.1-4.0	3.1-4.0	3.5-4.3
December projection	3.5	3.5	3.5	4.0	3.4-3.7	3.2-3.6	3.2-3.7	3.8-4.2	3.0-4.0	2.8-4.0	3.1-4.0	3.5-4.3
PCE inflation	4.3	2.7	2.3	2.0	4.1-4.7	2.3-3.0	2.1-2.4	2.0	3.7-5.5	2.2-3.5	2.0-3.0	2.0
December projection	2.6	2.3	2.1	2.0	2.2-3.0	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0-3.2	2.0-2.5	2.0-2.2	2.0
Core PCE inflation ⁴	4.1	2.6	2.3		3.9-4.4	2.4-3.0	2.1-2.4		3.6-4.5	2.1-3.5	2.0-3.0	
December projection	2.7	2.3	2.1		2.5-3.0	2.1-2.4	2.0-2.2		2.4-3.2	2.0-2.5	2.0-2.3	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	1.9	2.8	2.8	2.4	1.6-2.4	2.4-3.1	2.4-3.4	2.3-2.5	1.4-3.1	2.1-3.6	2.1-3.6	2.0-3.0
December projection	0.9	1.6	2.1	2.5	0.6-0.9	1.4-1.9	1.9-2.9	2.3-2.5	0.4-1.1	1.1-2.1	1.9-3.1	2.0-3.0

数据来源：FED 国信期货

图：美联储会议货币政策变化梳理

时间	2021-2022年美联储货币政策重要节点
2021年3月18日	3月美联储会议：按兵不动 (1) Taper若实施将提前很久与市场沟通 (2) 点阵图上2023年加息预期渐浓 (3) 上调通胀和GDP经济增长预测，下调失业率预测。
2021年6月16日	6月美联储会议：加息预期，通胀隐忧初现 (1) Taper有待观望：鲍威尔表示仍需要更多数据证明取得实质性进展后才能进行 (2) 点阵图加强加息预期：透露未来加息将速度更快、程度更大 (3) 通胀观点的调整：大幅上调对2021年的通胀预测，鲍威尔承认“暂时性通胀”持续的时间上比预期更长
2021年7月29日	7月美联储会议：首次正式讨论Taper (1) 首次在声明中官宣开始讨论Taper，Taper预计将在年内开始；(2) 提及货币政策在解决当前就业问题上能力有限
2021年8月27日	8月Jackson Hole全球央行年会：Taper暗示不足，低于预期 (1) 没有进一步强化和给出更多Taper的暗示预期，重申若经济发展如预期，今年开始Taper可能是合适的。(2) 弱化了加息与Taper间的关系，表示未来Taper的时点和速度将与给出加息信号无关，美联储加息将有不同且更严格的监测标准。
2021年9月23日	9月美联储会议，货币政策交易关注重点转换：从taper转向加息，从就业转向通胀。 (1) Taper预期强化，不确定性落地：美联储在声明中表示通胀和就业目标取得进展，若进展继续将开始taper，taper的过程可能会在明年中完成。(2) 加息预期强化：加息预期增强，18位官员中9位认为明年将首次加息较6月时增加2位已经过半，2023年9位官员认为将加息至1%以上。(3) 通胀暂时性重估：美联储上调对今明两年通胀的预测；鲍威尔表示通胀影响比预期更长更强
2021年11月4日	11月美联储会议：Taper落地 美联储利率决议宣布将从11月起启动taper购债缩减，每月购买的资产减少150亿美元。
2021年12月15日	12月美联储会议：Taper加速，加息预期前移，考虑缩表 (1) 美联储利率决议宣布taper加速，每月减少购买资产自150亿提高至300亿，预计将于明年三月中旬完成taper结束资产购买。(2) 过半官员支持2022年加息三次，2023年再加息三次。(3) 美联储会议纪要显示，可能在首次加息后的某个时点就开始缩表。
2022年1月26日	1月美联储会议：加息预期再强化，缩表时间未明朗 (1) 资产购买预计3月初结束，将很快达到美联储加息条件 (2) 发表缩表指引文件，显示将在加息后开始考虑大幅缩减资产负债表 (3) 加息路径未明朗，鲍威尔发布会发言表示仍未决定加息路径，但相比2015年时的加息环境目前经济更强，可能在3月会议上加息
2022年3月16日	3月美联储会议：加息25bps落地，缩表在即等待更多细节 (1) 美联储资产购买结束，正式开启加息周期，仅加息25bps (2) 点阵图显示年内还要加6次息，后续或激进加息的预期空间由鲍威尔讲话打开 (3) 美联储已就缩表计划取得进展，预计5月开始

数据来源：FED 国信期货整理

图：过去 50 年历轮美联储加息周期商品及大类资产表现

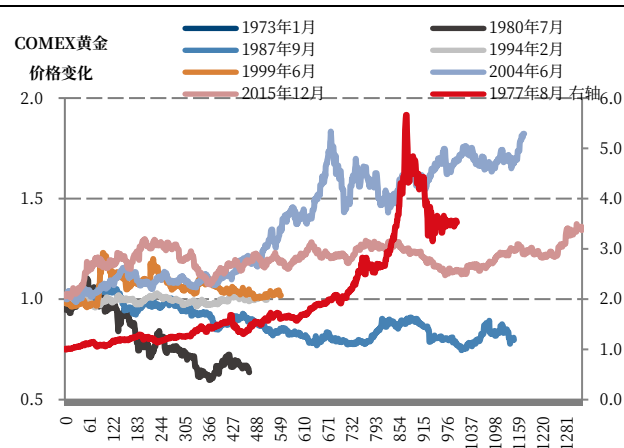
加息开始时间	加息结束时间	加息后首次降息时间	加息阶段时长年	加息开始利率 %	加息结束利率 %	加息幅度 bp	平均加息速度 bp/年	加息原因	加息结束原因
2015-12	2018-12	2019-07	3.58	0.25	2.50	225.0	62.8	背景为美国经济复苏平稳，出于预防性，避免超低利率环境长期持续	止于通胀持续低迷
2004-06	2006-06	2007-09	3.25	1.00	5.25	425.0	130.8	背景为房地产出现泡沫，经济复苏后通胀抬头	止于次贷危机
1999-06	2000-05	2001-02	1.58	4.75	6.50	175.0	110.5	背景为美联储前期降息后互联网投资热潮，经济过热	止于互联网泡沫破裂后经济陷入衰退
1994-02	1995-01	1995-07	1.42	3.00	6.00	300.0	211.8	背景为克林顿经济计划后经济增长强劲和通胀压力	止于1995年经济出现放缓
1987-09	1990-07	1990-10	3.08	5.50	7.00	150.0	48.6	背景为通胀再度上扬，油价翻番	止于经济陷入衰退，通胀压力缓解
1980-09	1981-05	1981-11	1.17	10.00	14.00	400.0	342.9	背景为第二次石油危机下的高通胀延续	止于经济陷入衰退
1977-08	1980-02	1980-05	2.75	5.25	13.00	775.0	281.8	背景为第一次石油危机后的经济复苏+通胀上升，M1增速超过美联储制定的6.5%政策上限	止于经济陷入衰退
1973-01	1974-04	1974-12	1.92	4.50	8.00	350.0	182.6	背景为粮食涨价+第一次石油危机爆发	止于经济陷入衰退

备注1：表中利率为政策利率，考虑到美联储政策框架变化在1990年后以美联储联邦基金利率为准，在1990年前以美联储贴现利率为准。
 备注2：加息阶段定义为美联储首次提升政策利率至美联储首次降低政策利率的前一天。
 备注3：平均加息速度=加息幅度/加息阶段年数

历次加息阶段主要商品涨跌幅	2015-12 2019-07	2004-06 2007-09	1999-06 2001-02	1994-02 1995-07	1987-09 1990-10	1980-09 1981-11	1977-08 1980-05	1973-01 1974-12
加息幅度 bp	200.0	400.0	150.0	275.0	100.0	300.0	725.0	300.0
加息阶段时长 年	3.6	3.3	1.6	1.4	3.1	1.2	2.8	1.9
加息速度 bp/年	66.7	208.7	180.0	300.0	70.6	514.3	300.0	240.0
黄金	31%	82%	0%	1%	-17%	-39%	254%	182%
白银	12%	119%	-9%	-2%	-42%	-57%	184%	117%
铜	28%	185%	24%	65%	51%	-20%	76%	15%
铝	20%	43%	22%	46%	11%	-35%	50%	59%
锌	60%	182%	2%	6%	79%	10%	33%	99%
镍	56%	118%	26%	48%	71%	-23%	13%	21%
原油	68%	116%	66%	17%	89%	9%	193%	395%

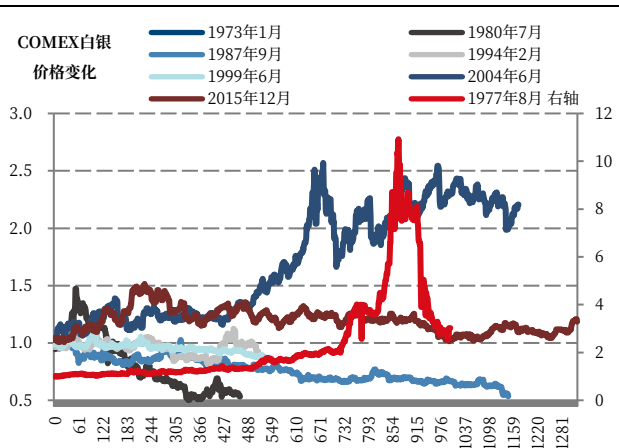
数据来源：WIND 国信期货

图：黄金在加息期间并未显著承压



数据来源：WIND 国信期货

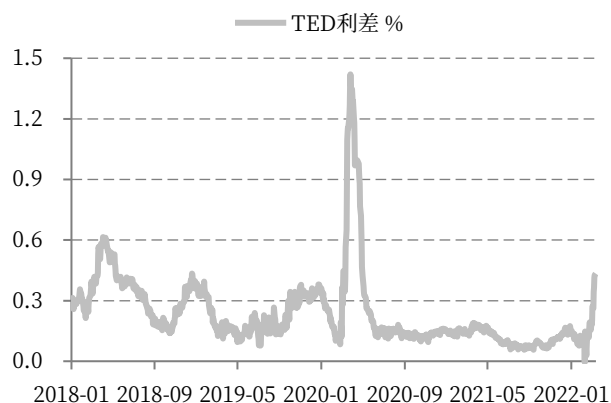
图：白银相对黄金偏弱



数据来源：WIND 国信期货

另外建议关注美联储加息后续对两方面的影响，一是流动性收缩情况，二是需求情况。流动性方面，由于俄乌冲突下各类资产波动加剧，叠加俄罗斯制裁影响引发市场流动性忧虑，反映银行短期流动性水平的 TED 利差已大幅升高显示出流动性趋紧，建议关注 TED 利差等流动性指标情况，在俄乌局势缓解后能否有所回落缓解市场对流动性紧张的忧虑。需求方面，建议关注 PMI 新订单指数及美国库存情况。美国制造业 PMI 及新订单指数高位回落但仍远高于荣枯线水平，反映需求仍然旺盛。美国当前零售商、批发商和制造商库存均已出现大幅回升，推升需求。但随着补库进程推进，需求或将逐步回落，商品价格也将随之承压，若商品价格普遍回调，贵金属也难以独善其身。

图：TED 利差走高，反映市场流动性有所收紧



数据来源：WIND 国信期货

图：金融条件指数小幅走高，流动性已先于加息出现收紧

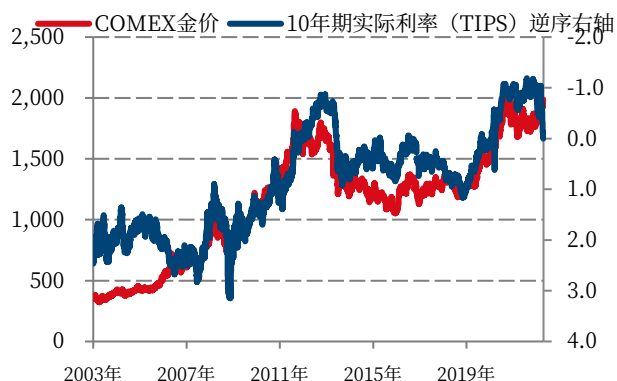


数据来源：FRED 国信期货

（四）实际利率上扬，通胀预期或见顶，美元指数再度大幅上行

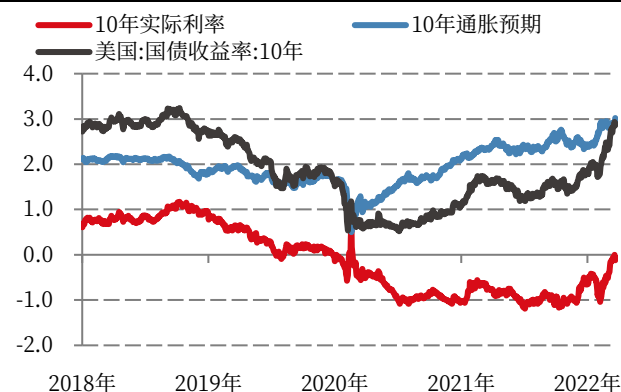
黄金价格与美国长端实际利率呈现负相关关系，实际利率是名义利率与通胀预期的差。4 月名义利率大幅上行至 2.9% 高位创 2018 年底来新高，通胀预期和实际利率均大幅上行，通胀预期冲破 3% 关口而实际利率也一度实现了 2 年来的首度转正。截止 4 月 21 日，美国 10 年期实际利率升至 -0.12%，较 3 月底上升 62bp。10 年期通胀预期 3.02%，较 3 月底上升 18bp。10 年期美债名义利率升至 2.90%，较 3 月底大幅上行 96bps。美元指数方面，3 月美元指数自 98 大幅上升至 100.6 附近。在美联储仍保持激进加息态度，俄乌局势尽管缓和但仍然严峻，及欧元区滞胀压力下，美元指数持续大幅上行，创 2020 年 4 月来新高。

图：美国实际利率与金价



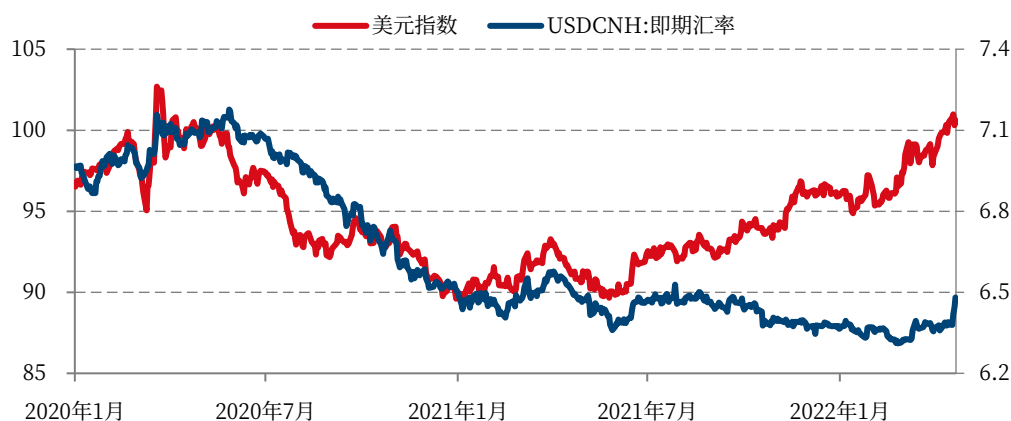
数据来源：WIND 国信期货

图：美国实际利率和通胀预期



数据来源：WIND 国信期货

图：美元指数四月持续上行，突破 100 关口



数据来源：WIND 国信期货

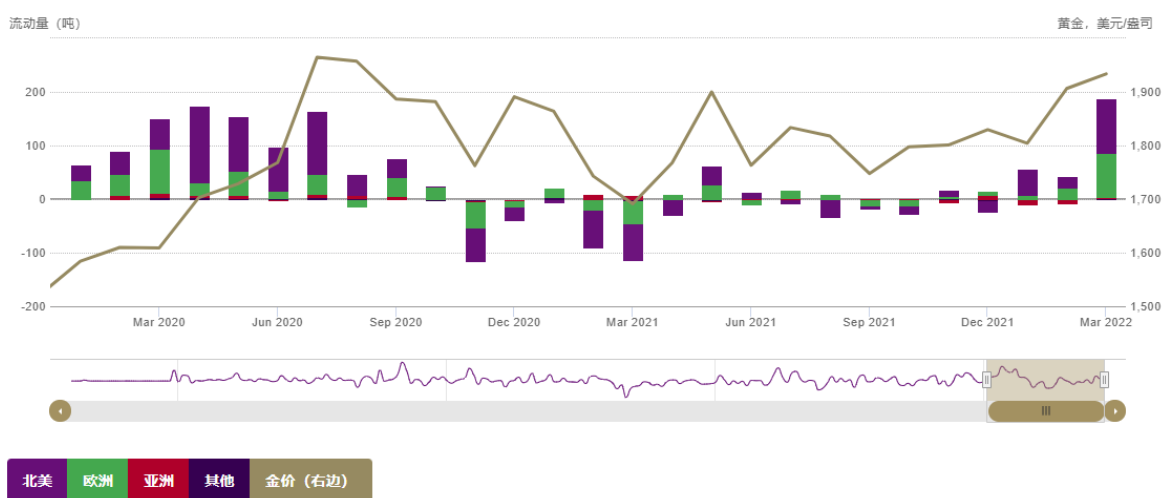
三、 持仓、库存和季节性分析

(一) ETF 持仓

2022 年 3 月，全球黄金 ETF 总持仓上升 187.3 吨(约合 118 亿美元，资产管理规模增加 5.3%)至 3,835.9 吨，3 月全球黄金 ETF 实现了自 2016 年 2 月以来最强势的月度流入。北美、欧洲、亚洲其他地区基金均录得净流入。随着 3 月的投资需求大增，第一季度的黄金 ETF 流入量达到 268 吨（约合 170 亿美元），为自 2020 年第三季度以来最高。

2022 年 3 月，北美黄金 ETF 流入 100.6 吨（约合 63 亿美元，+5.5%），欧洲黄金 ETF 实现净流入 82.7 吨（约合 52 亿美元，+5.3%），欧洲受俄乌冲突影响较大，通胀超预期，黄金配置价值凸显。亚洲基金净流入 2.6 吨（约合 1.66 亿美元），中国基金主导了本月和本季度的亚洲黄金 ETF 流动。

图：全球黄金 ETF 流入或流出情况（单位：吨）

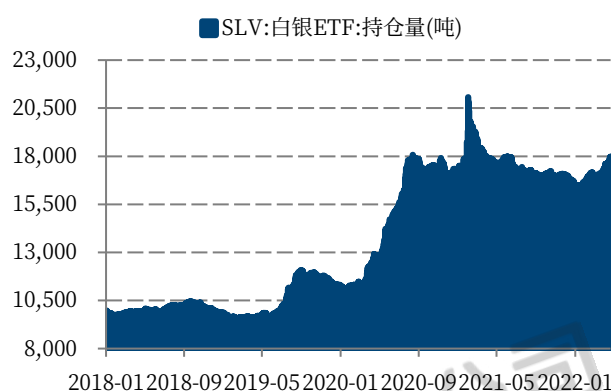
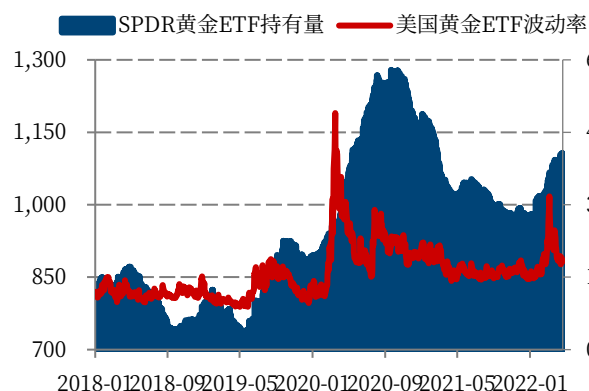


数据来源：WGC 国信期货

根据 WIND 统计的数据, 截止 2022 年 4 月 21 日, 全球最大黄金 ETF SPDR Gold Shares 的黄金持仓量为 1104.13 吨, 较 2022 年 3 月末增加 12.69 吨, 增幅约 1.2%。全球最大白银 ETF iShares Silver Trust 的白银持有量为 17,975.98 吨, 较 2022 年 3 月末增加 600.1 吨, 升幅约 3.5%。金、银 ETF 的流动通常代表投资者对未来市场的观点, 以及其持有金、银的意愿, 是衡量投资者情绪的重要指标之一, 黄金白银市场看涨情绪 4 月均持续回暖。

图: SPDR Gold Shares 黄金持仓情况 (单位: 吨)

图: iShares Silver Trust 白银持仓情况 (单位: 吨)



数据来源: WIND 国信期货

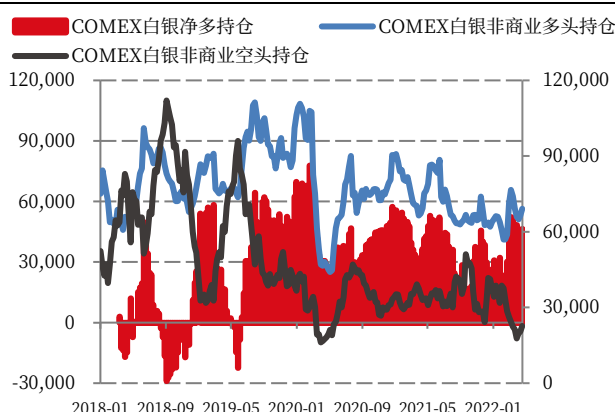
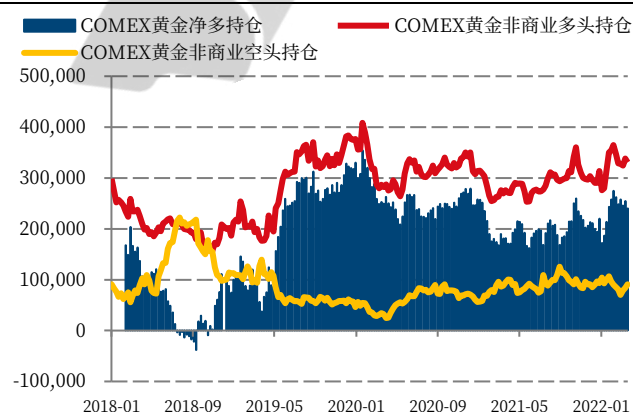
数据来源: WIND 国信期货

(二) CTFC 持仓

美国商品期货交易委员会公布的周度报告显示: 截止 2022 年 4 月 19 日当周, CFTC 的期货黄金非商业性净多持仓为 239,757 张, 较 2022 年 3 月末减少 17,839 张, 市场黄金看多意愿 3 月回落; CFTC 的期货白银非商业性净多持仓为 46,429 张, 较 2021 年 3 月末减少 1,811 张, 市场白银看多意愿 4 月回落。

图: COMEX 黄金非商业净多持仓 (单位: 张)

图: COMEX 白银非商业净多持仓 (单位: 张)



数据来源: WIND 国信期货

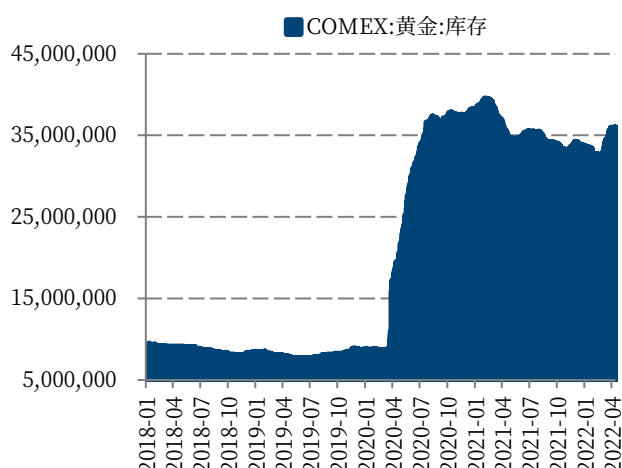
数据来源: WIND 国信期货

(三) 库存分析

截止 2022 年 4 月 24 日, COMEX 黄金库存为 35,976,423.65 盎司, 较 2022 年 3 月末增加 777,365.20 盎司, 黄金库存上升。COMEX 白银库存为 334,079,596.01 盎司, 较 2022 年 3 月末减少 6,890,211.09 盎司, 白银库存下降。上期所黄金库存为 3,264 千克, 较 2022 年 3 月末减少 36 千克, 黄金库存下降。上期所白

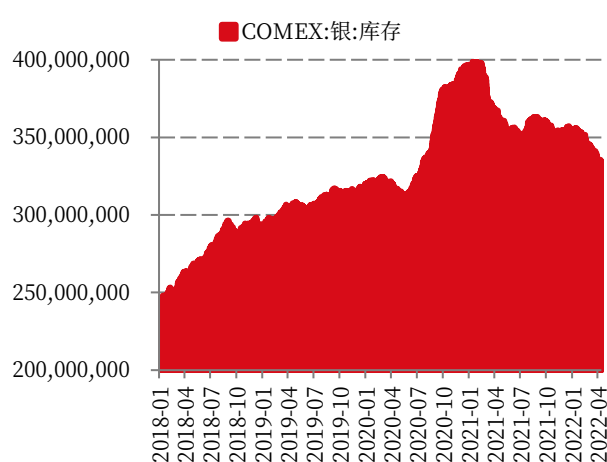
银库存为 2,005,210 千克,较 2022 年 3 月末减少 74,344 千克,白银库存下降。

图: COMEX 黄金库存 (单位: 盎司)



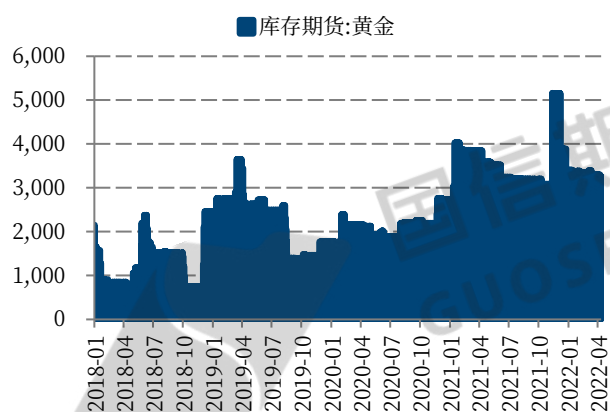
数据来源: WIND 国信期货

图: COMEX 白银库存 (单位: 盎司)



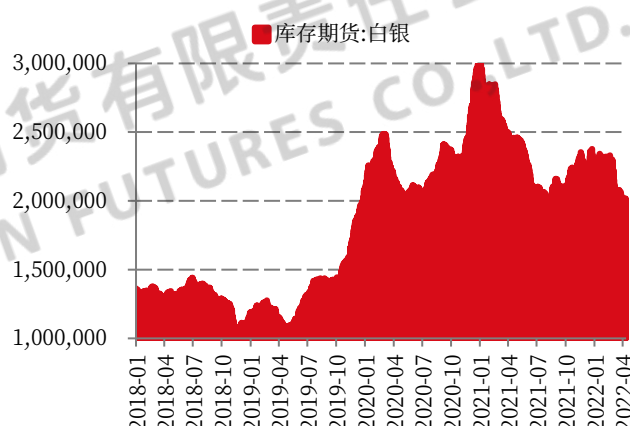
数据来源: WIND 国信期货

图: SHFE 黄金库存 (单位: 千克)



数据来源: WIND 国信期货

图: SHFE 白银库存 (单位: 千克)



数据来源: WIND 国信期货

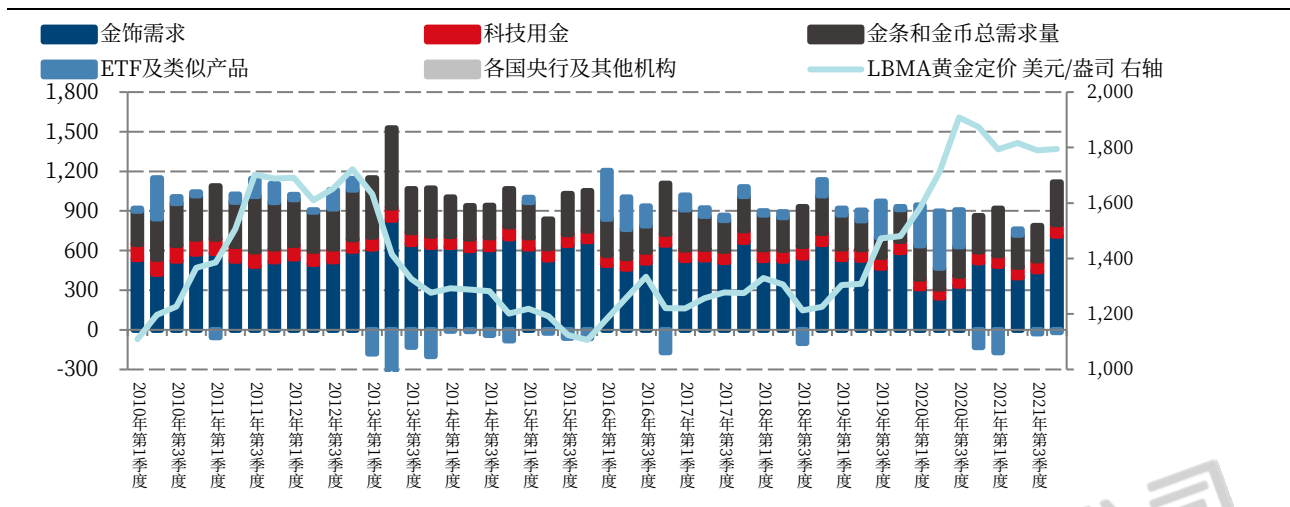
(四) 需求分析

2021 年第四季度,全球黄金需求合计 1146.8 吨,环比上升 24.1%,同比上升 49.3%,主要来自黄金金饰、金条和金币需求的大幅上升。分项来看,金条和金币需求升至 317.8 吨,同比增加 18%。金饰需求升至 713.0 吨,需求同比上升 47%,是 2013 年第二季度以来的最高水平,主要受全球经济持续复苏的提振。黄金 ETF 投资净流出 17.6 吨。央行购金方面,四季度全球官方黄金储备增加 47.7 吨,增速相比近几个季度进一步放缓。科技用金三季度需求升至 85.9 吨,同比增长 2%增速有所放缓,但也凸显了该行业在 2020 年第四季度的显著复苏。

2021 年全年,全球黄金需求同比上升 10%,升至近两年多以来的最高水平。央行购金同比上升 82%,全球央行黄金储备提升至近 30 年来的最高水平。金饰需求量增长 67%,基本与 2019 年水平持平。2021 年全球黄金 ETF 持仓量下降了 173 吨,与 2020 年创纪录的 874 吨净流入形成了鲜明对比。供给方面,全球

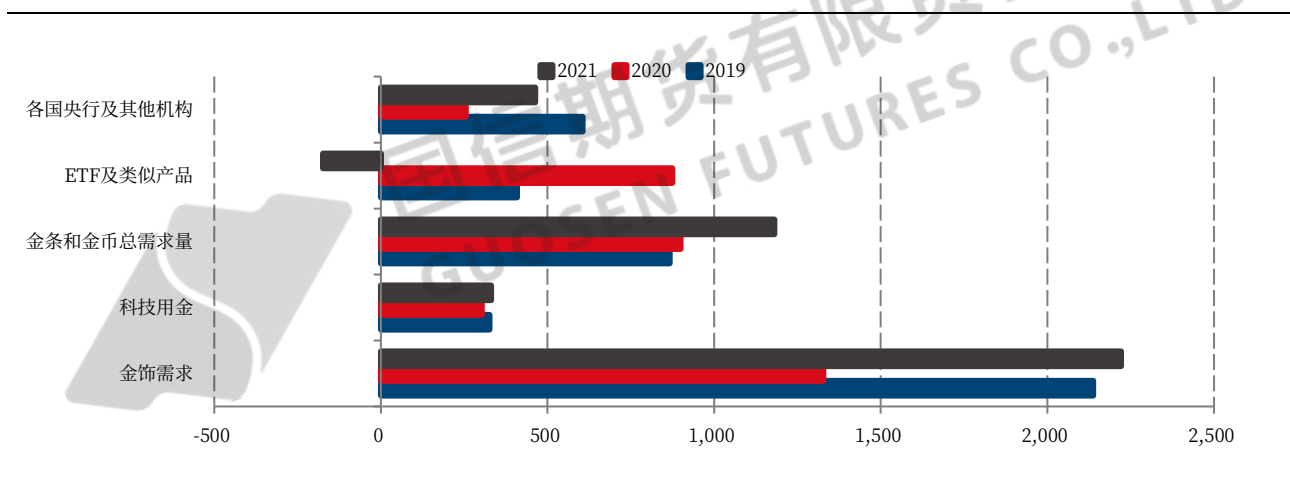
黄金总供应略降 1%至 4,666 吨，为 2017 年以来的最低水平。虽然金矿产量在这一年里出现了 2%的回升，但回收金供应同比 11%的显著下滑抵消了前述增长。

图：2021 年四季度黄金需求上扬（单位：吨）



数据来源：WGC 国信期货

图：2021 年黄金金饰和金条金币需求回暖，ETF 成拖累项（单位：吨）



数据来源：WGC 国信期货

表：黄金供需平衡表

黄金的供应和需求(吨)	2018	2019	2020	2021
供应量				
金矿产量	3,652.5	3,598.5	3,474.7	3,560.7
生产商净套保	-12.4	6.2	-45.9	-44.5
回收金	1,132.2	1,273.2	1,292.3	1,149.9
总供应量	4,772.3	4,877.9	4,721.1	4,666.1
需求量				
金饰制造	2,284.6	2,137.7	1,327.4	2,220.9
金饰消费	2,248.5	2,123.2	2,123.2	1,401.1
金饰库存	36.2	14.5	-795.8	819.8
科技	334.8	326.0	302.8	330.2
电子用金	268.4	262.3	262.3	249.3
其他行业	51.2	49.8	49.8	41.6
牙科	15.3	13.9	13.9	11.9
投资	1,173.3	1,274.9	1,274.9	1,773.6
金条和金币总需求量	1,090.3	866.7	899.6	1,180.4
金条	775.4	579.2	579.2	537.7
官方金币	241.9	220.7	220.7	292.9
奖章/仿制金币	73.0	66.8	66.8	69.1
黄金ETFs及类似产品	83.0	408.2	874.0	-173.3
各国央行和其他机构	656.2	605.4	255.0	463.1
黄金需求(制造基础)	4,449.0	4,344.0	3,658.8	4,021.3
顺差/逆差	323.3	534.0	1,062.3	644.8
总需求	4,772.3	4,877.9	4,721.1	4,666.1
LBMA黄金价格(美元/盎司)	1268.49	1392.6	1769.59	1798.61

数据来源: WGC 国信期货

(五) 季节性分析

从季节性行情来看, 5月沪金沪银季节性震荡偏弱。

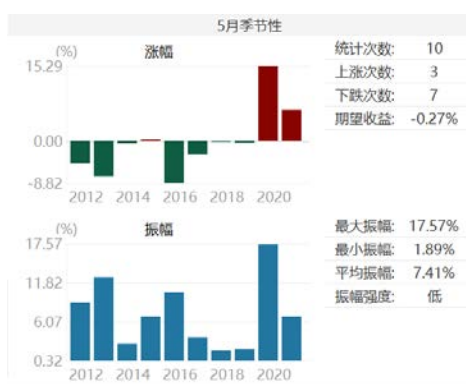
过去十年间, 5月沪金共计下跌7次, 上涨3次, 平均季度跌幅0.7%。其中季度跌幅最大的三年是2012年下跌5%, 2013年下跌4.3%, 2016年下跌3.6%。一般黄金在12月、1月和2月会有季节性上涨, 主要受到亚洲黄金在新年期间采买需求的提振, 在3月、9月和11月有季节性下跌。

过去十年间, 5月沪银共计下跌7次, 上涨3次, 平均季度跌幅0.3%。其中季度跌幅最大的三年是2016年下跌8.8%, 2013年下跌7.2%, 2012年下跌4.6%。一般白银在12月会有季节性上涨, 在3月、9月和11月有季节性下跌。

图: 5月季节性统计(沪金12月合约)



图: 5月季节性统计(沪银12月合约)



数据来源: WIND 国信期货

数据来源: WIND 国信期货

四、后市展望及操作建议

展望后市，2022 年复杂的外部环境不确定性高企，美元信用货币体系受损忧虑，及当前已被消化的激进的紧缩预期，都将对黄金形成较强的长线支撑。然而就 5 月而言，单边利空因素较多建议多单谨慎入场，主要有 3 点。（1）美国当前经济的弱预期和强现实共存，经济增长后劲不足的预期或将在短期内面临证伪压力，这将利空贵金属。（2）通胀 CPI 见顶迹象有所显现，通胀预期上方空间受限，金银比或上行，金银整体也承压。（3）美联储的强紧缩立场仍未改变，尽管贵金属短期内已经消化了 5 月加息 50bp 和缩表的预期，但美联储的货币政策立场整体仍易紧难松不排除进一步加强的可能。故 5 月建议黄金多单谨慎持有单边以观望为主，金银比以逢低做多为主，贵金属的下一波突破上行或需等待更多经济增长受阻和美联储紧缩立场边际转变信号的出现。

操作上建议：单边观望为主，金银比逢低试多。



国信期货有限责任公司
GUOSEN FUTURES CO., LTD.

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。