



贵金属月报

 齐盛期货
QISHENG FUTURES

5 月 May.

目录

摘要	3
一、行情回顾	3
二、中期逻辑仍偏压制	4
（一）经济端衰退逻辑不足	4
（二）未来两个月货币端维持鹰派节奏	5
（三）就业端过热支持货币政策收紧	6
三、未来货币端鹰派节奏边际放缓驱动来自经济端衰退及通胀端回落	7
（一）经济端存在继续走弱风险	7
1.消费前瞻走弱	7
2.制造业面临供需双向抑制	8
3.房地产未来承压	9
（二）通胀增速放缓	10
1.短期通胀或偏高位运行	10
2.未来通胀回落或促使美联储鹰派货币政策边际放缓	11
（三）地缘政治是未来不确定性因素	11
三、总结	12
免责声明	12

中期逻辑仍偏压制，多头耐心等待时机

摘要

贵金属中期（一级）逻辑在经济形势及货币政策。**经济端**，美国 1 季度 GDP 负增长，占经济比重最高的个人消费支出（约占 70%）表现相对韧性，但消费、制造业及房地产等前瞻及高频指标已经走弱，未来经济有进一步走弱的风险。**货币端**，目前抗通胀是拜登及鲍威尔的首要政治任务，本月通胀指标虽然有所回落，但受俄乌局势以及新冠疫情反复的影响，能源、食品及供应链等方面价格支撑较强，通胀或维持偏高位运行，也就是美联储近期货币政策路径或继续维持此前鹰派不变。那么在经济端衰退逻辑不足以及货币端鹰派预期的背景下，中期逻辑的压制依然存在。

未来中期转强的驱动来自经济端衰退以及通胀回落倒逼货币端节奏放缓，由于 6、7 月连续加息 50BP 为大概率事件，6 月 1 日启动缩表也为“基本操作”，故货币端紧缩节奏边际放缓或发生在 9 月议息会议。所以多头仍要耐心等待时机。

风险点：1.地缘政治突发事件；2.美联储货币政策路径改变；3.卫生事件爆发。

一、行情回顾

本月贵金属的主要驱动逻辑来自美联储货币政策收紧以及美国经济衰退预期，呈震荡下行走势。上半月，受到美联储 5 月议息会议的影响，货币政策紧缩利空情绪释放，贵金属整体震荡下行；下半月，标普、摩根大通等机构下调美国经济增速，以及美国一季度实际 GDP 修正值走弱，衰退预期升温，贵金属止跌企稳。



我们认为当下运行逻辑对贵金属依然形成压制。**第一，经济端衰退逻辑不足。**一方面，虽然美国一季度实际 GDP 以及其修正值负增长，但是占经济比重最大的个人消费支出仍稳定增长，具备一定韧性；另一方面，一般定义经济衰退为连续两个季度 GDP 走弱，也就是说如果二季度美国实际 GDP 再次为负，那么经济或发生衰退。**第二，近期货币端紧缩节奏未变。**美联储博斯蒂克表示，若通胀有效控制，9 月或暂停加息，结合当下美国经济疲软，造成市

场对未来加息边际放缓预期猜测；但由于美联储在 6、7 两月连续加息 50BP 为大概率事件以及 6 月 1 日启动缩表“板上钉钉”，由于几个“靴子”仍未落地，利空情绪仍偏压制。

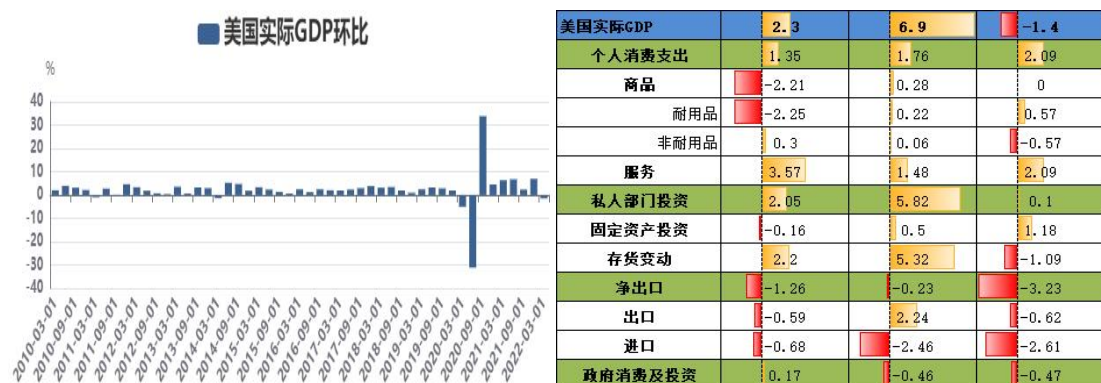
我们认为未来贵金属仍存在向上的逻辑，但要耐心等待时机。第一，货币政策边际放缓。美联储当前的首要任务是抗通胀，虽然 CPI、PCE 指标有所降温，但仍处于高位，令美联储 6、7 两月连续加息 50BP 为大概率事件，加上 6 月 1 日启动缩表，在几个靴子落地前，多头力度不足。若在 7 月靴子落地后，经济持续走弱或通胀明显回落，货币政策目标将由控制通胀转向稳定经济，那么此时货币政策节奏及力度或放缓，态度“由鹰转鸽”。第二，经济形势。4 月 1 日，美国 2S-10S 国债利率倒挂，利差为-6BP，预示经济衰退风险加大。一季度实际 GDP 负增长，消费、制造业、房地产等前瞻指标走弱，若二季度经济继续下滑那么经济衰退的逻辑或将发酵，一旦经济衰退将倒逼美联储放缓此前节奏较快的货币政策，使得此前的利空预期回吐，同时刺激贵金属避险需求；第三，地缘政治。目前地缘风险有向亚太地区转移的迹象，拜登本月访问日韩、韩国加入北约网络组织以及美国在东海军演等等加上俄乌局势仍未平息，种种迹象表明地缘风险仍然是不确定性事件。

贵金属未来转强驱动来自：经济衰退、通胀企稳、地缘政治。时间截点或在三季度，多头仍要耐心等待。

二、中期逻辑仍偏压制

（一）经济端衰退逻辑不足

美国 22 年 1 季度实际 GDP 修正值录得-1.5%（初值-1.4%，前值 6.9%），摩根大通和标普也下调美国 22 年经济增速到 2.4%（此前是 3.2%），市场部分情绪开始交易衰退预期。但是我们仔细分析，其实市场当前衰退信号并不强烈，或者说衰退逻辑并没有完全发酵。



首先，个人消费支出保持强劲。美国当前实际 GDP 总额已经恢复至疫情前水平，其中个人消费支出超出疫情前 5 个百分点，反映美国本土消费需求依然保持强劲，由于消费占 GDP 比例接近 70%，美国经济短期仍然具备一定支撑。

其次，进口商品增加凸显内需强劲。唯一明显下滑的是净出口，自疫情以来净出口负增长接近翻了一倍，净出口负增长主要由于进口激增导致，而进口主要以商品为主，从进口商品类别来看，以消费品、中间商品与资本品为主，主要用来消费及投资。所以由进口商品增加导致的净出口减小在侧面也反映出美国国内需求依然强劲。



第三，存货投资放缓带动私人投资走弱。造成本次 GDP 负增长的主要原因来自库存投资放缓，一般来讲美国库存周期在 3-4 年左右，补库、去库各占一半，目前消费增速回落至库存增速以下，也就意味着库存投资进入到被动补库阶段，未来一年左右的时间库存投资增速将放缓。另外，固定资产并未受到太大影响，保持相对稳定增速。由于存货投资占经济比重相对较小以及短期波动较大，所以短期对经济影响有限。

另外，一般把经济增速连续两个季度下滑定义为经济衰退，如果二季度实际 GDP 继续为负，意味经济或发生实质衰退，届时市场对于衰退的炒作情绪会升温。

（二）未来两个月货币端维持鹰派节奏

根据近期美联储官员表态以及 5 月议息会议所释放的信号来看，美联储大概率在 6 月和 7 月两次议息会议连续加息 50BP，根据 5 月 31 日“CME 美联储观察”显示，6 月加息 50BP 的概率为 97.7%，7 月加息 50BP 的概率为 92.7%。由于美联储当前首要任务为抗通胀，并且当前通胀水平并没有出现明显回落，因此在接下来的两次议息会议维持偏激进的加息节奏属于大概率事件。

同时，美联储将于 6 月 1 日启动缩表，6-8 月缩表 475 亿美元（其中 300 亿美元国债，175 亿美元 MBS），9 月之后缩表规模提高至 950 亿美元（600 亿美元国债，350 亿美元 MBS）。由于此轮缩表规模为上次两倍，力度空前，所以在缩表初期多头也不太敢发力。

美联储博斯蒂克在 5 月 24 日表示，有可能会在 9 月停止加息，但要根据通胀情况来定。也就是说在 6、7 两月放缓加息力度的可能性并不高，同时在连续加息 50BP 之后美联储会评估当时的经济状况及通胀水平，再来决定后续的紧缩路径。所以，在几个“靴子”落地前，

货币端利空情绪仍然存在。

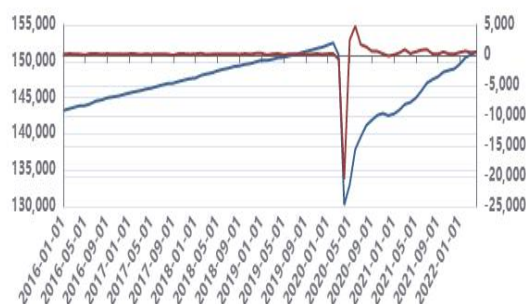
MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	125-150	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400
2022/6/15	97.7%	2.3%	0.0%	0.0%							
2022/7/27	0.0%	0.0%	92.7%	7.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
2022/9/21	0.0%	0.0%	0.0%	47.3%	49.1%	3.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/11/2	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	46.3%	49.0%	4.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	44.0%	48.9%	6.7%	0.3%	0.0%	0.0%

（三）就业端过热支持货币政策收紧

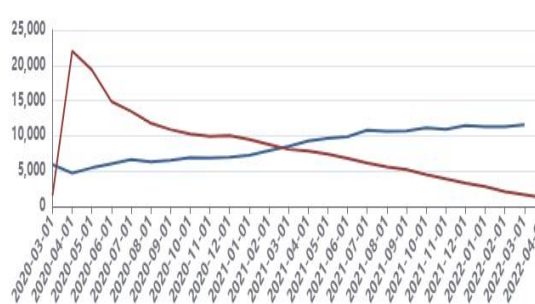
美联储货币政策目标之一是保就业。现在美国就业形势整体恢复强劲，4月新增非农就业42.8万，前值43.1万；失业率录得3.6%，前值3.6%，就业端支持货币政策收紧来对抗通胀。但是客观来讲，现在就业形势是处于过热阶段，非农就业总人数与疫情之前相比缺口已经缩小至119万，但是现在非农岗位需求比疫情前相比多了438.8万，也就是说现在对于劳动力的实际需求远远超过了经济体潜在劳动力需求。

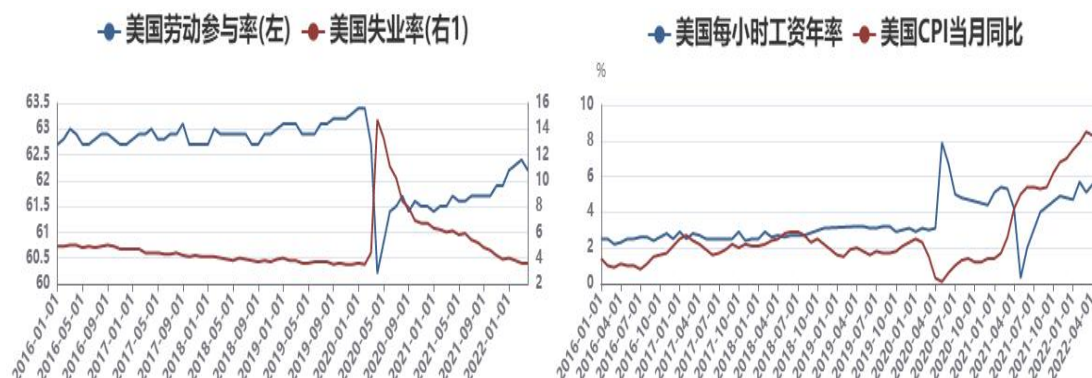
另外，美国疫情反复阻碍就业恢复，4月录得62.2%，前值62.4%，加剧劳动力供应矛盾，现在的就业形势已经接近于形成工资-通胀螺旋上升的局面。美联储公开表态认为当前的就业市场不平衡，所以为了控制就业过热，美联储必定保持偏鹰的货币政策来抑制劳动力需求，直到就业矛盾缓解，工资水平缓解。

◆美国非农就业总人数(左) ◆美国:新增非农就业人数:初值(右1)



◆美国非农职位空缺数量 ◆美国非农缺口





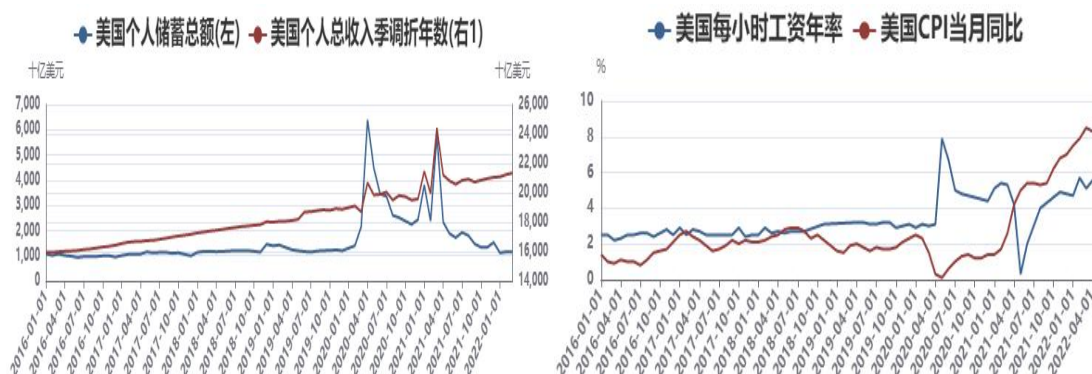
三、未来货币端鹰派节奏边际放缓驱动来自经济端衰退及通胀端回落

(一) 经济端存在继续走弱风险

1. 消费前瞻走弱

消费能力：储蓄回落，实际收入下降。疫情期间美国政府为了稳定经济，实施了两次财政刺激政策，两次规模分别是 1.9 万亿和 2.3 万亿，也就是向老百姓发钱来稳定内需，居民收入和储蓄出现了两次明显增长，这就是到目前为止美国消费需求保持强劲的主要原因。

截至目前美国个人储蓄水平已经回落至疫情前水平，也就是说未来消费能否继续增长，主要驱动将来自于收入。由于美国就业形势偏紧造成工资水平持续上涨，但是跟通胀相比仍然是杯水车薪，4 月美国每小时工资年率录得 5.5%，CPI 同比录得 8.3%，两者缺口已经扩大至 2.8%。现在通胀增速虽然有所放缓，但能源、食品以及房租等价格支撑较强，短期通胀水平或仍偏高位运行，也就是实际收入仍有进一步走弱的风险。

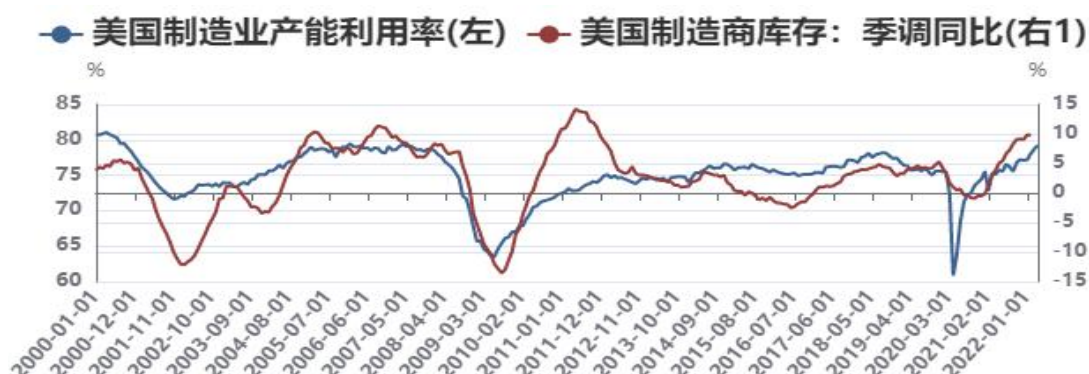


消费信心：消费态度偏悲观。4 月消费者信心指数继续走弱，录得 58.4，前值 65.2，消费者预期录得 55.2，前值 62.5。整体来看，消费者对于未来消费态度仍处于偏悲观，未出现明显好转。



2.制造业面临供需双向抑制

制造业当下表现相对韧性，产能利用率保持在高位，4月录得79.21%，前值78.7%。产能利用率变化周期基本与库存周期一致，并且领先库存周期两个月左右，刚才分析到制造业库存周期目前进入到被动补库阶段，因此产能利用率未来有见顶需求。



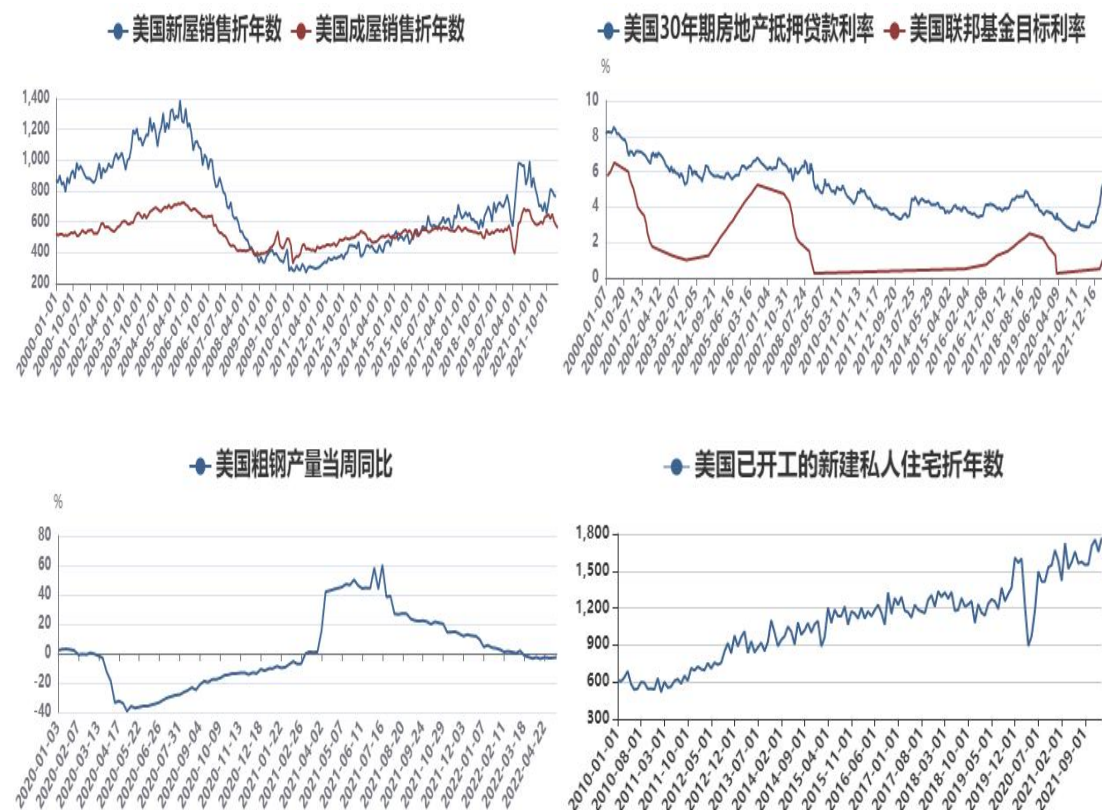
但是制造业未来面临供需双向抑制。目前美国本土订单以及订单出口下滑明显，下游消费端的疲软会传导至上游制造业端，另外俄乌局势以及全球疫情反复也削弱海外订单需求，北约及欧盟对俄能源制裁相当于伤敌一千自损八百，另外欧洲持续向乌克兰提供经济和军事支援也加剧了欧洲地区经济衰退风险。因此，制造业订单需求增量未来下滑的概率很大。另外，供应端也存在一定压力，供应商交付时间以及原材料采购成本现在仍处于高位，俄乌局势和疫情反复会阻碍供应链恢复。



3. 房地产未来承压

房地产下游销售疲软，4月美股新屋销售录得591万套，前值763万套，成屋销售561万套，前值577万套。截至到5月26日当周，美国30年期房地产抵押贷款利率录得5.1%，预计美联储在6、7两月分别加息50BP，6月份启动缩表；另外，美联储官员博斯蒂克和梅斯特表示，未来可以采取主动抛售MBS的方式来缩表。所以在美联储加息的背景下，房地产抵押贷款利率未来存在较大的上行空间。在高通胀以及购房成本走高的背景下，房地产需求必然会受到抑制。

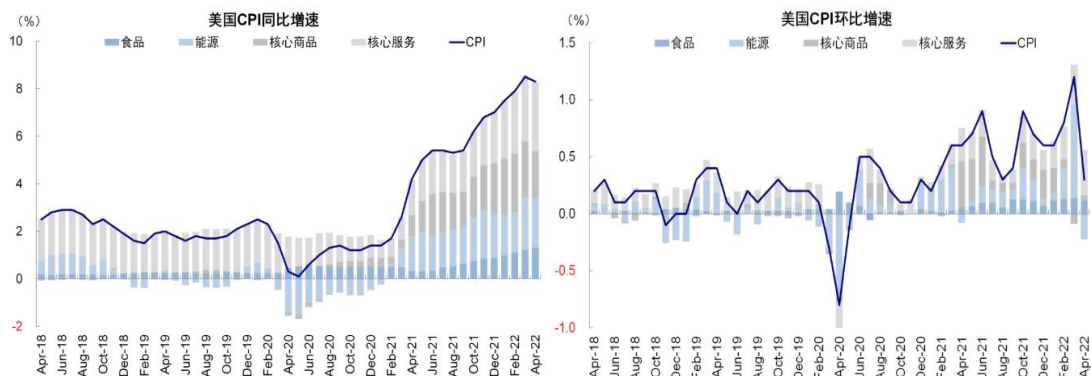
另外，粗钢产量增速已经走弱，也预示房地产上游开工会进一步放缓。



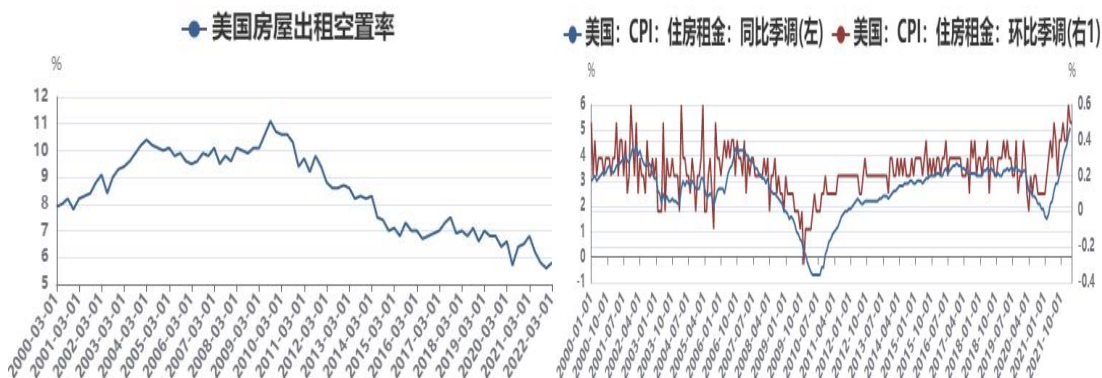
（二）通胀增速放缓

1. 短期通胀或偏高位运行

美国 4 月 CPI 同比增速有所放缓，录得 8.3%，前值 8.5%，环比录得 0.3%，前值 1.2%。从贡献率来看，通胀来源主要集中在能源、核心商品以及核心服务板块，也就是说通胀范围变得广泛，控制通胀的难度在加大。



细分到商品就是房租、汽油及二手车。房租支撑偏强。美国房屋供应自 08 年次贷危机以来一直处于不足的状态，造成租房空置率下滑，尤其是从去年开始的高房价以及较高的贷款利率挤出了一部分购房需求，这部分消费者转向租房，造成租房价格涨幅明显，目前美联储处在紧缩周期，未来有可能通过抛售 MBS 的方式来缩表，会继续基础部分购房需求转向租房，房租价格在未来一段时间还会有支撑。



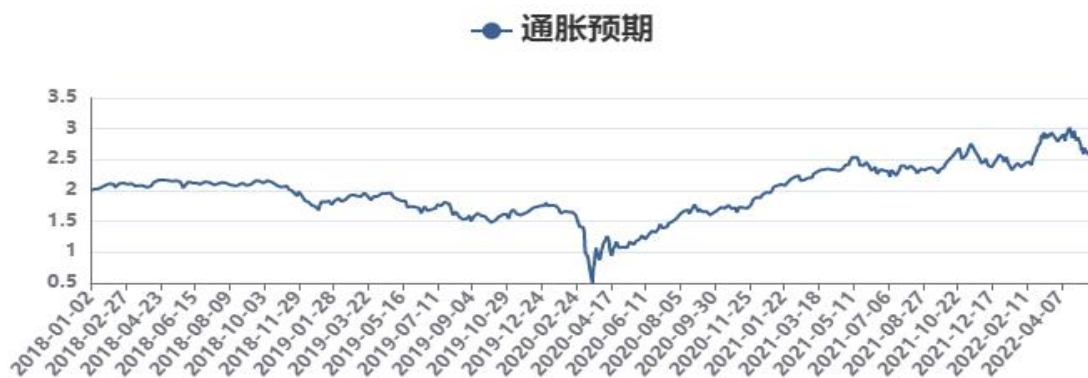
第二是能源价格，目前能源价格受到俄乌局势影响依然有一定支撑，虽然能源禁令没有完全实施，但是美国提议对俄罗斯能源加征关税依然影响了能源供给，所以能源价格短期回落的概率也不大，很有可能继续偏高位运行。另外，疫情反复以及俄乌局势阻碍了就业以及供应链恢复的节奏，工资水平偏高以及商品短缺大概率会延续。

所以整体来看，通胀在短期内进一步回落的可能性并不大，很有可能会维持高位。那么美联储货币政策会继续保持鹰派，对贵金属形成压制。

2.未来通胀回落或促使美联储鹰派货币政策边际放缓

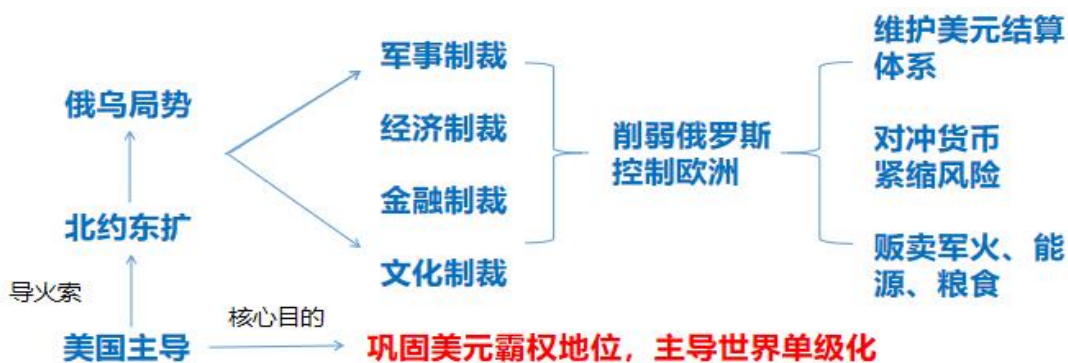
拜登政府今年 11 月将面临中期选举，目前拜登支持率创新低，根据 5 月 23 日的民调显示，57%的注册选民表示不赞成拜登的工作表现，通胀高企是造成支持率下滑的主要原因。近日白宫及美联储表示，抗通胀是当前的主要工作任务，同时从耶伦近日的发言可以看出，美国不惜以牺牲经济为代价来对抗通胀。由此可以看出美国当前通胀的压力非常大。

截至 5 月 27 日，10 年期通胀预期为 2.63%，较 4 月最高 3.02%已经有所回落。美联储通胀目标为 2%左右，即使 CPI 不能迅速回落至 2%，只要能出现明显回落（例如 6%以下），那么美联储抗通胀的压力就会减轻。如果在 7 月议息会议落地后，通胀水平有所回落，那么美联储就有可能在 9 月的议息会议上放缓加息节奏。



（三）地缘政治是未来不确定性因素

我们此前分析过，美国为此次俄乌局势的始作俑者，美国核心目的是巩固美元霸权地位，巩固美国单级化的世界格局，俄乌局势是美国的政治目的和战略需要。从目前形势来看，俄乌双方谈判基本停滞，但北约向乌克兰的军事支援未曾停滞，在俄罗斯控制马里乌波尔制后，现在冲突主要集中在顿巴斯地区。美国近期表示不准备向乌克兰提供远程武器，虽然短期停火的可能性较低，但冲突升级的概率也不高，资金避险情绪明显降温。



但近日地缘局势有向亚太地区转移的风险，本月拜登访问日韩，韩国加入北约网络组织，美国启动“印太经济框架”以及在东海举行军演，种种迹象表明美国“醉翁之意不在酒”。因此地缘政治仍是未来不确定性因素，不排除再次爆发的可能性。

三、总结

综上所述，在经济端衰退逻辑不足以及货币端在 6、7 两月维持偏鹰派的预期下，中期逻辑仍然形成一定压制。由于经济前瞻指标走弱，衰退风险进一步加大，以及通胀增速边际放缓，未来转强驱动来自经济端衰退及通胀回落倒逼美联储货币政策路径边际放缓。时间截点或在 7 月利率决议落地之后，要关注三季度经济指标及通胀变化，在此之前仍然震荡偏弱。白银商品属性相比黄金偏强，在衰退预期背景下，工业品需求疲软以及通胀预期回落，白银相比黄金偏弱，金银比有走阔驱动。

风险点关注：1. 俄乌达成停火协议；2. 美联储货币政策路径改变；3. 全球卫生事件爆发。

免责声明

本报告内容形成采用的基础数据信息均来源于公开资料，我公司对这类信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和报告中得出结论及给出的建议不会发生任何变更。我们已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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关，本公司不承担投资者作出此类投资决策而产生任何风险，亦不对投资者作出此类投资决策做任何形式的担保。本报告版权为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告全部或部分内容的翻版、复制发布，如引用、刊发，须注明出处为招金期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的侵权行为与我公司无关，我公司对侵权行为给公司造成的名誉、经济损失保留追诉权利。