

2022-3-31

贵金属 | 二季度策略

静待美联储前瞻指引，寻找进场机会

——贵金属 2022 年二季度策略

报告要点

◆ 总观点

美联储 3 月议息会议释放鹰派信号，显示年内将多次加息，最早于 5 月开始缩表。俄乌冲突持续加剧了美国通胀拐点出现时间的不确定性，美联储在 3 月议息会议上大幅下调 2022 年实际 GDP 增速，大幅上调 2022 年 PCE 同比增速，显示通胀压力难以缓解，美国经济有走弱迹象。当前美联储关注点仍在压制通胀方面，上半年大幅加息较为确定。随着二季度通胀拐点出现，多次加息的必要性下降，下半年加息幅度存在不确定性，后期美国经济在加息后衰退迹象的显现，也会对实际利率反弹形成压制。总体而言，贵金属价格下方空间有限，但如果俄乌冲突对欧元区经济前景的冲击扩大，欧元区经济复苏进程受阻，央行货币政策维持宽松状态，欧美货币政策继续大幅背离，美元指数有动力继续走强，会对贵金属价格形成阶段性压力。

◆ 操作建议

通胀居高不下，实际利率长期处于低位，加息后美国经济增速回落，衰退预期渐起，以上因素对黄金价格形成支撑，中长期配置窗口已开启。但俄乌冲突对欧元区经济复苏产生负面影响，当前欧美货币政策继续背离，贵金属面临调整压力。当前通胀压力已取代就业指标成为美联储核心关注，建议关注 4 月 7 日公布的美联储 3 月会议纪要，或对加息缩表进程给出鹰派指引。操作上建议黄金持逢低买入思路，参考美黄金运行区间 1880-2050 美元/盎司。白银国内外库存持续去库对价格构成支撑，操作上可参考通胀预期进行布局，在通胀预期回落时逢低买入，参考美白银运行区间 23-28 美元/盎司。

公司资质

长江期货股份有限公司投资咨询业务资格：鄂证监期货字[2014]1 号

研究员

 **李旒**

✧ 从业证号：F3085657

✧ 投资咨询编号：Z0017083

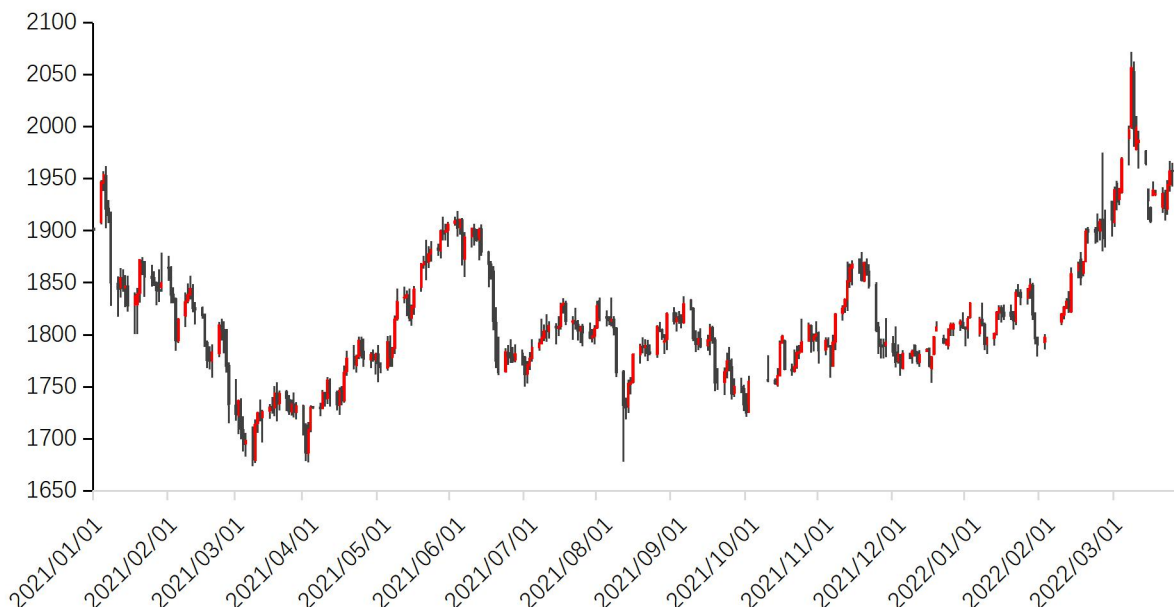
✉: lini@cjfc.com.cn

风险提示： 1. 美联储货币政策超预期；2. 疫情发展超预期；3. 欧央行货币政策不及预期。

一、2022 年 1 季度黄金行情回顾：冲高回落

（一）一季度黄金价格走势回顾

图 1:2022 年 1 季度黄金价格走势



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

2022 年一季度，俄罗斯乌克兰地缘政治紧张局势的升级加剧市场避险情绪的升温，且市场对供应端短缺的担忧加剧，能源价格创下新高，通胀同比居高不下。投资者加大了对避险资产黄金的配置，黄金价格走高，白银价格伴随着通胀预期的抬升延续反弹态势。避险情绪驱动了美黄金价格脉冲式上涨，随着俄乌冲突转向谈判和经济制裁，市场避险情绪有所降温，美黄金冲高回落。截至 3 月 28 日，美黄金收盘价为 1958 美元/盎司，较年初上涨 6.94%，美白银收盘价为 25 美元/盎司，较年初上涨 7.06%。

（二）海外宏观综述

2022 年 3 月 16 日美联储议息会议召开，宣布首次加息 25bp，符合市场预期。会议上显示年内剩余的六次会议上可能每次都会提高利率，委员会预计于之后的某次会议上开始缩表（最早 5 月），公布的点阵图显示年内还将加息 6 次（全年加息 175bp），但未给出具体的货币政策路径。

图 2: 2022 年 3 月美联储议息会议要点

决议	主要内容摘要
政策声明	上调联邦基金利率 25bp 至 0.25-0.50% 目标区间。同时上调了其他多个政策利率，将存款准备金利率由 0.15% 上调至 0.40%，将隔夜回购利率由 0.25% 上调至 0.50%，将隔夜逆回购利率由 0.05% 上调至 0.30%，将一级信贷利率由 0.25% 上调至 0.50%。
加息讨论	鲍威尔称，按照本次委员会的预计，未来每一次会议都可能有一次（25bp），点阵图显示年内还将加

	息 6 次（全年加息 175bp），相对 12 月议息会议点阵图加息次数增加了 1 倍。
缩表讨论	委员会预计于之后的某次会议上开始缩表，缩表的最早时间为 5 月
经济展望	将 2022 年实际 GDP 增速由 4.0% 大幅下调至 2.8% (-1.2%)，将 2022 年 PCE 同比增速由 2.6% 大幅上调至 4.3% (+1.7%)，将核心 PCE 通胀同比增速由 2.7% 大幅上调至 4.1% (+1.4%)，将 2023 年 PCE 同比增速由 2.3% 小幅上调至 2.7% (+0.4%)。
声明调整	删除了有关新冠疫情影响的表述，进一步强调通胀压力，认为俄乌地缘冲突带来额外的通胀压力，特别提到“能源价格”的影响，且认为目前的价格压力“更广泛”，面对通胀超调的经济情况，美联储可以选择不同于 2000 年以来每次仅加息 25bp 的节奏，目前不能排除美联储一次加息 50bp 的可能性。

数据来源：FED 长江期货有色产业服务中心

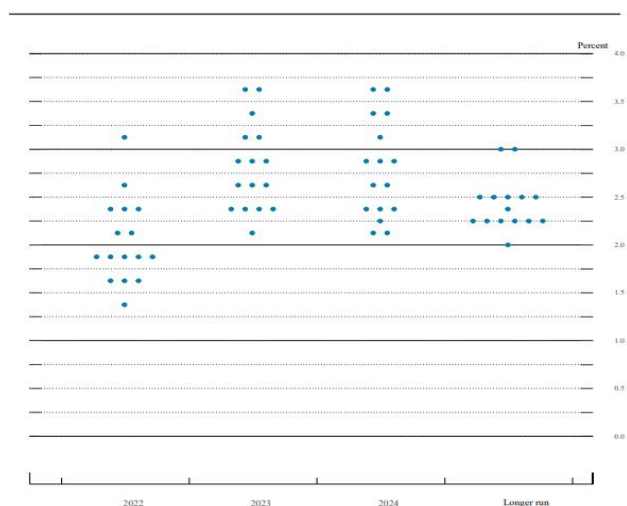
图 3：两次议息会议的经济展望对比

	(%)	2022	2023	2024
实际 GDP 增速	3 月预测	2.8	2.2	2.0
	12 月预测	4.0	2.2	2.0
PCE 通胀	3 月预测	4.3	2.7	2.3
	12 月预测	2.6	2.3	2.1
核心 PCE 通胀	3 月预测	4.1	2.6	2.3
	12 月预测	2.7	2.3	2.1

数据来源：FED 长江期货有色产业服务中心

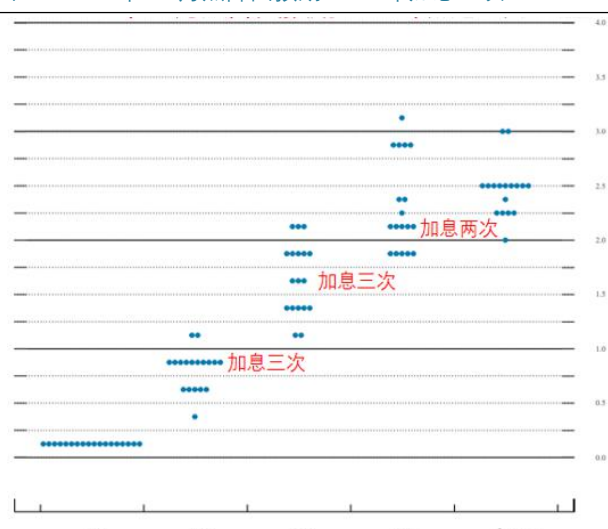
点阵图显示年内加息次数较 2021 年 12 月大幅增加，年内还需加息 6 次，最保守的票委投票给年内加息 5 次，最鹰派的票委投票给年内加息 11 次。

图 4：2022 年 3 月点阵图预期年内加息 7 次



数据来源：FED 长江期货有色产业服务中心

图 5：2021 年 12 月点阵图预期 2022 年加息 3 次



数据来源：FED 长江期货有色产业服务中心

此次会议宣布加息 25bp，点阵图显示全年加息 175bp，与联邦基金利率期货市场预期一致。利率期货市场预计 2022 年上半年加息 104bp、全年加息 184bp（截至 3 月 16 日）。根据通胀形势预测，上半年美联储或加息 100bp（即 5 月或 6 月的一次会议上加息 50bp），但下半年加息进程需视届时的经济和通胀情况而定。

图 6：联邦基金利率期货隐含的加息预期与点阵图较为一致



数据来源：CME 长江期货有色产业服务中心

复盘次贷危机后美联储开启加息缩表周期的情况，上次正式开启taper时间为 2013 年 12 月 18 日，结束购债时间为 2014 年 10 月 29 日，首次加息时间为 2015 年 12 月 16 日，启动缩表时间为 2017 年 10 月 1 日，加息周期为 2015 年底至 2018 年底，加息次数为 9 次，分别是 2015 年加息 1 次，2016 年加息 1 次，2017 年加息 3 次，2018 年加息 4 次。

图 7：前次美联储加息缩表操作回顾

年度	日期	操作
2013	2013-5-22	释放缩减购债（taper）信号
	2013-6-19	宣布 taper 实施时间表
	2013-12-18	正式开启 taper
2014	2014-10-29	结束资产购买（QE）
2015	2015-12-16	首次加息，幅度为 25bp
2016	2016-12-15	再次加息 25bp
2017	2017-3-16	加息 25bp
	2017-6-14	加息 25bp，提出“定量式缩表”方案
	2017-10-1	正式启动缩表
	2017-12-14	加息 25bp
2018	2018-3-22	加息 25bp
	2018-6-13	加息 25bp
	2018-9-27	加息 25bp
	2018-10-1	改变缩表规模

2018

2018-12-19

加息 25bp

数据来源: FED 长江期货有色产业服务中心

长短期美债收益率走势方面, 两年期美债收益率与美联储政策利率相关性更强, 常跟随政策利率同步上行, 十年期美债收益率则受经济增长、通胀预期的影响更大, 并未跟随政策利率走势, 而是在缩表操作推出后显著抬升。

回顾之前长短期美债利率倒挂后的 1-3 年内美国经济均发生了衰退, 后续美联储开启降息周期以对冲衰退风险。

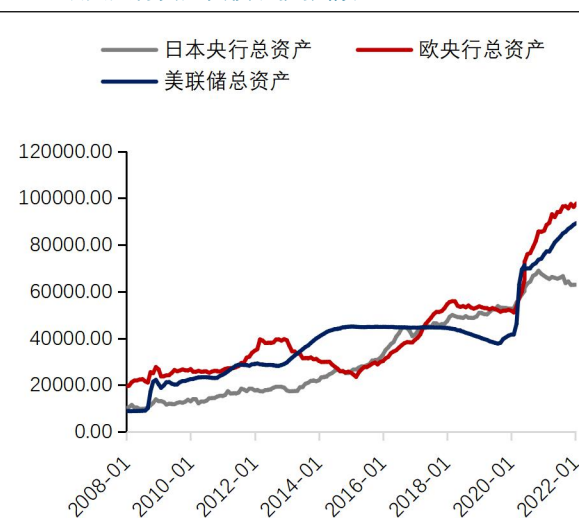
图 8: 长短期美债利率倒挂或指示经济衰退

历次 10Y-2Y 倒挂时间	经济衰退时间	间隔月数
1978-8	1980-2	19
1980-9	1981-8	12
1988-12	1990-8	21
1998-5	2001-4	36
2005-12	2008-1	26
2019-8	2020-2	7

数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

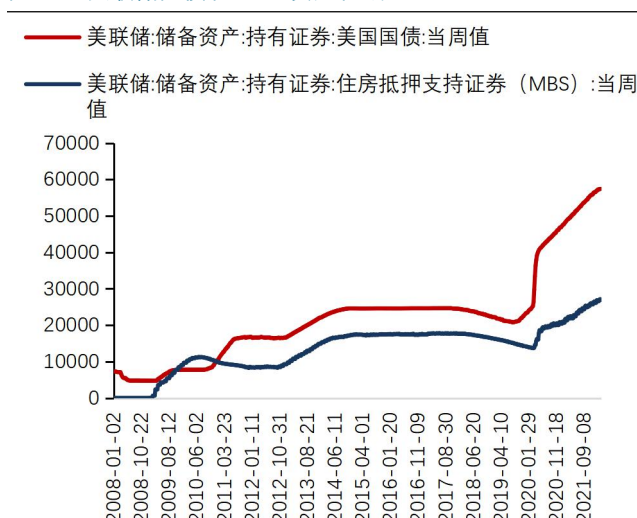
本次美国经济复苏由宽货币宽财政拉动, 资产负债表规模达到 8.96 万亿美元, 相对疫情前扩大了 113%, 其中美债规模增加了 3.3 万亿, 中长期美债规模增加了 3.2 万亿, 即中长期国债占据了美债的主要规模, 次贷危机中扩表形成的美债规模远低于当前水平, 此次缩表对长端美债收益率的拉动作用会更显著。通过缩表来拉动长期美债收益率, 提高长短期美债利差, 可使美联储推进正常的加息节奏。

图 9: 欧美央行资产负债表扩张情况



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

图 10: 美联储国债和 MBS 资产构成



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

美联储在 3 月议息会议上提到最早将在五月启动缩表，原因在于利差收窄后阻碍了加息进程的正常推进，加息过程可能被迫中断，而缩表带来的长期美债供给压力增加可拉动十年期美债收益率上行，阻止长短期期限利差进一步收缩。

图 11: 长短期美债利差在收窄



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

图 12: 美国十年期通胀预期继续抬升



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

俄乌冲突加剧了通胀的不确定性。俄罗斯是世界重要的原油和天然气出口国，原油约占世界供应量的 12%，天然气产量占全球产量的 16.6%，天然气产量位列世界第二。2020 年俄罗斯原油出口量为全球第二，仅次于阿联酋。当前，天然气占欧盟能源进口量的 39.5%，接近一半的运输管道需经过乌克兰。俄乌冲突升级后，原油价格已升至 7 年来高位。美国通胀受能源价格影响较大，能源分项同比决定了其通胀的方向，而原油价格同比领先 CPI 能源分项同比 1-2 月时间。如果原油价格维持在 100 美元/桶以上，无法快速回落，美国 2-3 月 CPI 同比将进一步上升，通胀拐点时间可能要延迟到 5 月前后。

图 13: 美国 CPI 同比屡创新高

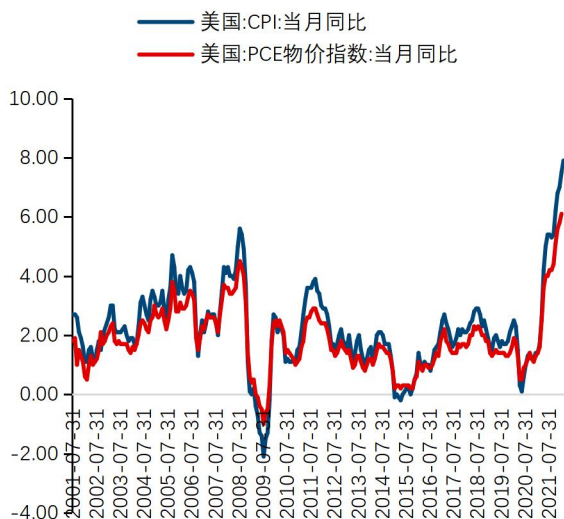
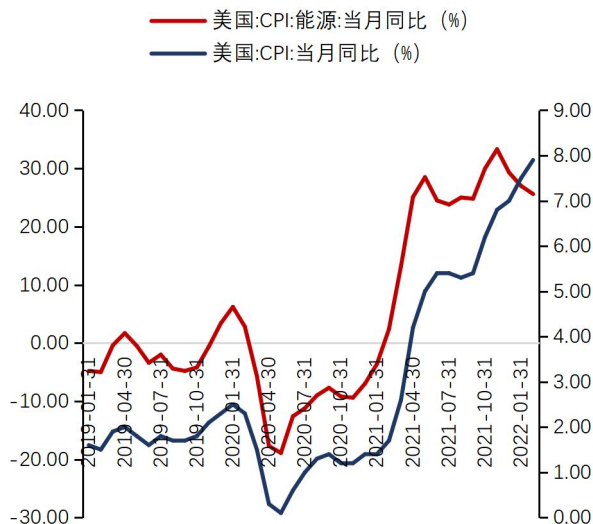


图 14: 美国通胀拐点受能源分项影响将延后



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

二、具体影响因素分析

实际利率和美元指数走势仍旧是黄金价格走势的重要影响因素, 与黄金价格呈现显著的负相关性。当前实际利率仍处于负区间, 对黄金价格下方构成支撑。但近期美国经济延续强劲带来实际利率的反弹和美元指数走强, 对黄金价格形成利空压力。

图 15: 美国实际利率与 comex 黄金价格走势



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

图 16: 美元指数与 comex 黄金价格走势



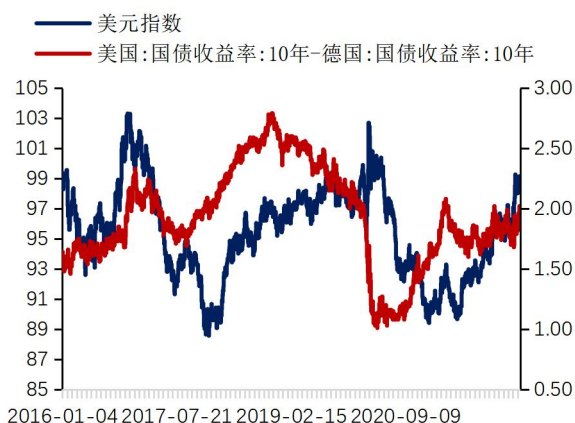
数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

美元指数长期走势与美欧利差、美欧货币政策边际变化有关, 短期与欧美经济强弱对比有关。美联储 3 月议息会议正式加息 25bp, 并强调年内多次加息并于 5 月最早启动缩表, 对比欧央行尚未确定年内加息时间, 美联储货币政策显得更为鹰派。

2022 年 2 月欧央行主席拉加德收回 2022 年基本没有可能加息的表述, 欧央行在 3 月议息会议决议维持政策利率不变, 但会加速资产购买计划 (APP) 的缩减速度, 在 4 月净资产购买 400 亿欧元的基础上, 于 5 月和 6 月减少净购买至 300 亿欧元和 200 亿欧元, 如果中期通胀前景符合预期, 可能在三季度结束 APP 的净购买, 欧央行的货币政策转向明显超出市场预期。在议息会议上, 欧央行下调了欧元区的增长预期, 同时大幅上调了通胀预期, 相较于 2021 年四季度, 欧央行分别下调了欧元区 2022-2024 年的经济增速 0.5、0.1 与 0 个百分点, 分别上调了欧元区 2022-2024 年的 HICP 通胀 1.9、0.3 与 0.1 个百分点。中期通胀前景快速抬升是欧央行加速货币政策转向的主要原因。

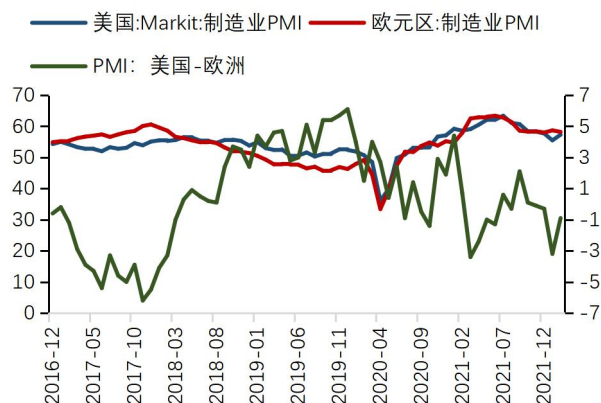
由于欧元区的经济前景很大程度上受俄乌局势和后续经济制裁的影响。如果乌克兰局势缓和, 对欧元区经济的冲击力度较小, 欧元区经济延续复苏状态, 欧央行货币政策将逐步转向紧缩, 美元指数后期偏弱震荡的可能性较大。如果俄乌冲突对欧元区经济前景的冲击扩大, 欧元区经济复苏进程受阻, 欧央行货币政策将继续维持宽松状态, 加息进程被延后, 年内美元指数有动力大幅走强, 对贵金属价格形成阶段性压力。

图 17：近期美德利差走阔驱动美元指数上行



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

图 18：美国与欧元区制造业 PMI 指数对比



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

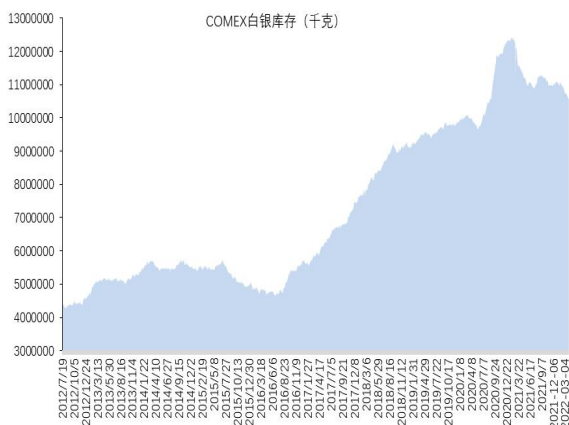
当前美国十年期通胀预期已抬升至 2.95% 高位，显示通胀压力在短期内难以缓解。近期名义利率即十年期美债利率的反弹主要由实际利率上行驱动，主要原因在于俄乌危机持续背景下欧元区经济受到一定程度的影响，美国经济复苏态势更强，加之美联储大幅加息预期升温，美元指数同期走强。实际利率反弹和美元指数走强共同导致了贵金属的回调。但随着二季度通胀拐点出现，多次加息的必要性下降，后期美国经济在加息后衰退迹象的显现，也会对实际利率反弹形成压制，贵金属价格下方空间有限。

三、白银基本面情况

白银兼具金融与商品双重属性，白银和黄金同属贵金属，两者具有很强的相关性。金银比价是指同一时期内黄金价格与白银价格的比值，金银比价主要用来考察黄金白银价格相对强弱。白银的上涨通常是追涨黄金的结果，商品属性则是金银比修复的核心推动力，因此金银比修复常出现在经济复苏初期，白银价格往往跟随十年期通胀预期的连续抬升而达到高位。复盘近三轮金银比修复行情，每一轮金银比的向下修复都伴随着经济的企稳回升，即美国制造业 PMI 指数触底回升。金银比的历史价格平均区间为 40-80，均值为 60。

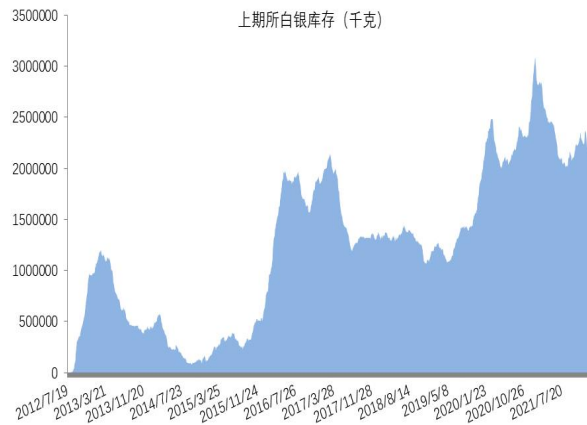
受光伏、电子电气用银等工业需求拉动，白银国内外库存均处于去库状态。截至 3 月 29 日，comex 白银库存为 10,556,439 千克，一季度去库 507,186 千克，上期所白银库存为 2,068,495 千克，一季度去库 291,161 千克。白银国内外库存持续去库对白银价格形成支撑，在通胀预期加速上行阶段，白银价格表现往往较黄金更为强劲。

图 19: comex 白银库存去库情况



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

图 20: 上期所白银库存去库情况



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

四、观点总结及策略建议

美联储 3 月议息会议释放鹰派信号, 显示年内将多次加息, 最早于 5 月开始缩表。俄乌冲突持续加剧了美国通胀拐点出现时间的不确定性, 美联储在 3 月议息会议上大幅下调 2022 年实际 GDP 增速, 大幅上调 2022 年 PCE 同比增速, 显示通胀压力难以缓解, 美国经济有走弱迹象。当前美联储关注点仍在压制通胀方面, 上半年大幅加息较为确定, 需要关注 4 月 7 日公布的美联储 3 月会议纪要给出的加息路径指引。随着二季度通胀拐点出现, 多次加息的必要性下降, 下半年加息幅度存在不确定性, 后期美国经济在加息后衰退迹象的显现, 也会对实际利率反弹形成压制。总体而言, 贵金属价格下方空间有限, 但如果俄乌冲突对欧元区经济前景的冲击扩大, 欧元区经济复苏进程受阻, 欧央行货币政策继续维持宽松状态, 欧美货币政策继续大幅背离, 美元指数有动力继续走强, 对贵金属价格形成阶段性压力。

长江期货业务受理机构

上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区浦电路 370 号 15 层 01A 号
Tel: 021-61683728

上海北京西路营业部

上海市静安区北京西路 1399 号 3 楼 A2 室
Tel: 021-62893583

北京建国门营业部

北京市东城区建国门北大街 8 号华润大厦六层 605B 单元
Tel: 010-84682186

北京海淀区营业部

北京市海淀区中关村南大街 1 号北京友谊宾馆 20810 室
Tel: 010-63980248

广州分公司

广州市天河区林和西路 9 号 3004 房
Tel: 020-38856849

成都营业部

成都市锦江区东大街芷泉段 6 号时代一号 2609
Tel: 028-86679150

长沙营业部

长沙市天心区劳动西路 386 号湖南佳程酒店 1602、1603
Tel: 0731-85302657

福州营业部

福州市台江区鳌峰街道曙光路宇洋中央金座 15 层 07 室
Tel: 0591-87840361

延长营业部

陕西省延安市延长县翠屏大厦一楼沿街 2F003-02 号
Tel: 027-85861133

中原分公司

郑州市未来路 69 号未来大厦 A1911 室
Tel: 0371-65665722

客户服务中心

Tel: 027-85861133

027-95579

太原营业部

太原市小店区长风街华德中心广场 1 幢 D 座 3 层 312 室
Tel: 0351-8721092

武汉分公司

湖北武汉市江汉区亚洲广场 A 栋 3 层 A 室
Tel: 027-85860140

江岸营业部

武汉市沿江大道 159 号时代广场 1 栋 15 层 5 室、6 室
Tel: 027-82798910

硚口营业部

武汉市硚口区汉口宝丰路 1 号湖北商务大楼 2813-16 室
Tel: 027-83310019

武昌营业部

湖北省武汉市武昌区洪山路 81 号洪山礼堂一层
Tel: 027-85499321

黄石营业部

黄石市杭州西路 176 号磁湖汇众创空间 Z804
Tel: 0714-6351518

杭州营业部

浙江省杭州市江干区尊宝大厦银尊 805、806 室
Tel: 0571-86009560

上海张杨路营业部

中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1168 号 B 座 704B 室
Tel: 021-58351516

深圳分公司

深圳市福田区车公庙深南大道南侧杭钢富春商务大厦 1311-13
Tel: 0755-82835766

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连期货大厦 33 层 3306 号房间
Tel: 0411-84806347

研究咨询部 Tel: 027-65261365

研究员介绍

李旒，长江期货贵金属产业研究员，专注于海外宏观、贵金属基本面研究，深刻理解海外经济运行和政策动向，擅长从宏观经济角度把握行情走势，寻找趋势性及对冲套利交易机会，多次为大型生产企业设计套保方案，对行情节奏有较准确的把握。

风险提示

本报告仅供参考之用，不构成卖出或买入期货、期权合约或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应当充分了解报告内容的局限性，结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及员工对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

免责声明

长江期货股份有限公司拥有期货投资咨询资格。长江期货系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告所载明日期的判断，本公司可随时修改，毋需提前通知，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司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，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的交易机会不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、引用或再次分发他人，或投入商业使用。如征得本公司同意引用、刊发，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长江期货股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。