

贵金属走势分析

报告撰写人：郑弘 CFA

投资咨询号：Z0015227

部 门：浙商期货研究中心

日 期：2022年12月09日

目录

CONTENTS

一 行情回顾

二 金融属性

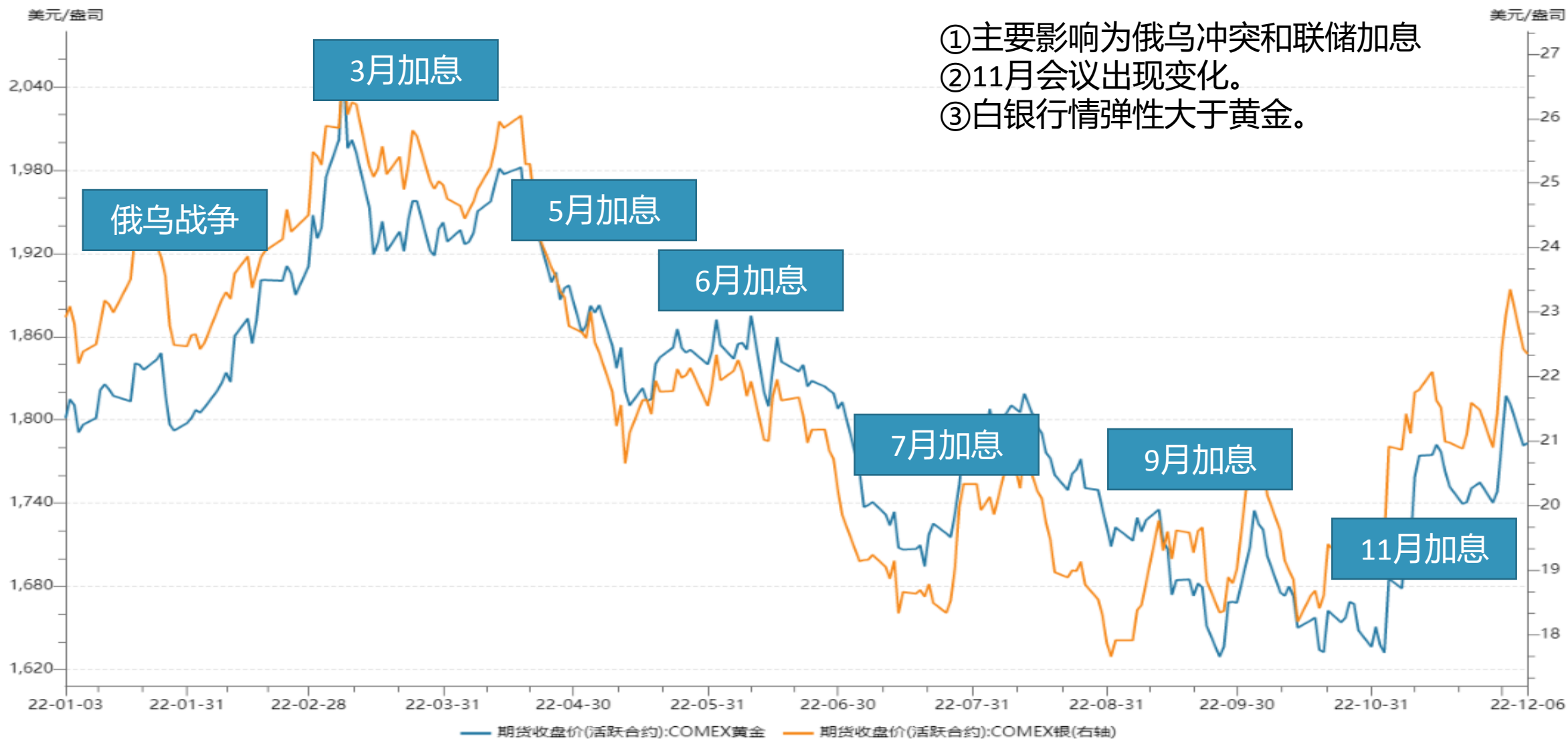
三 风险偏好

三 商品属性



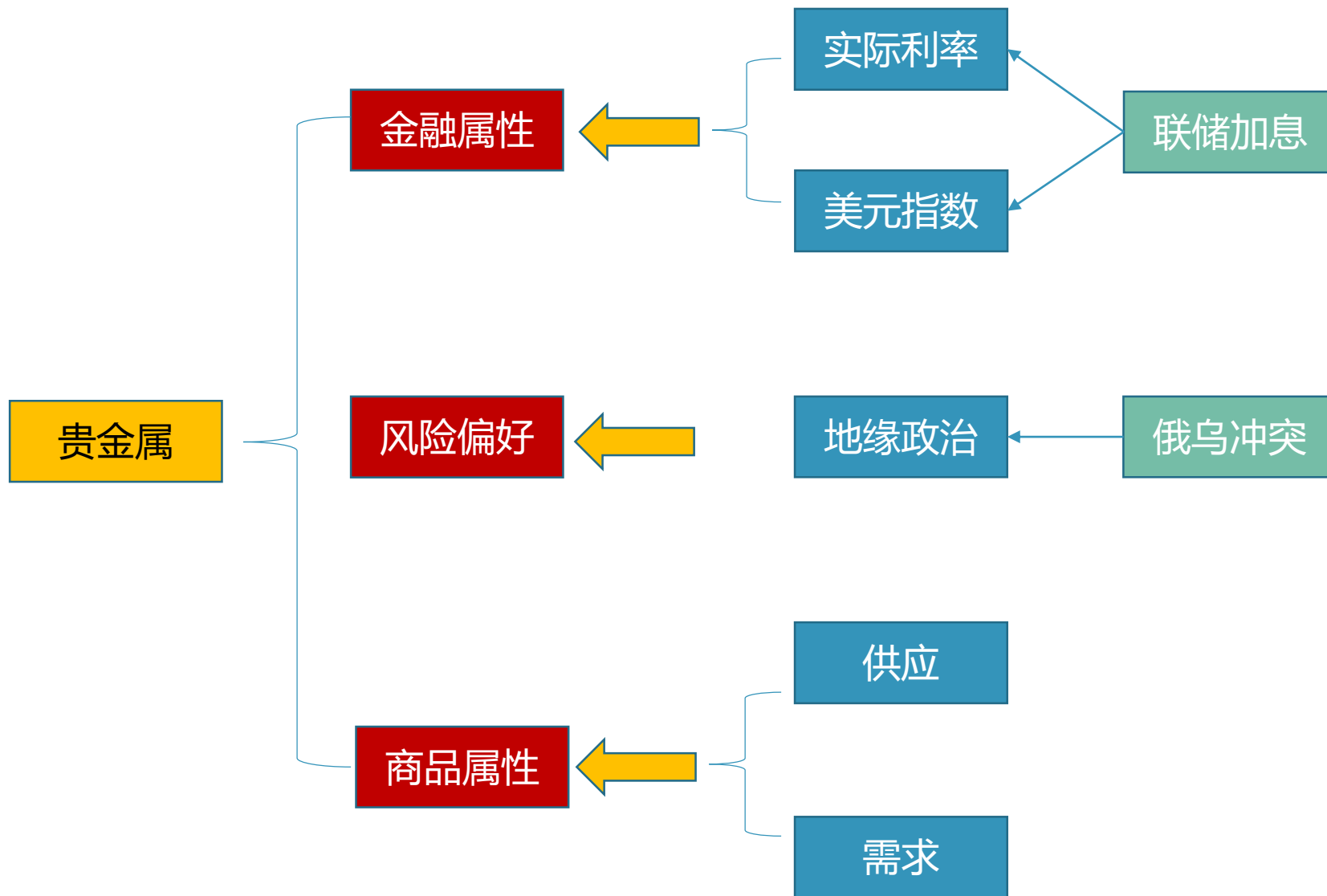
1

回顾分析



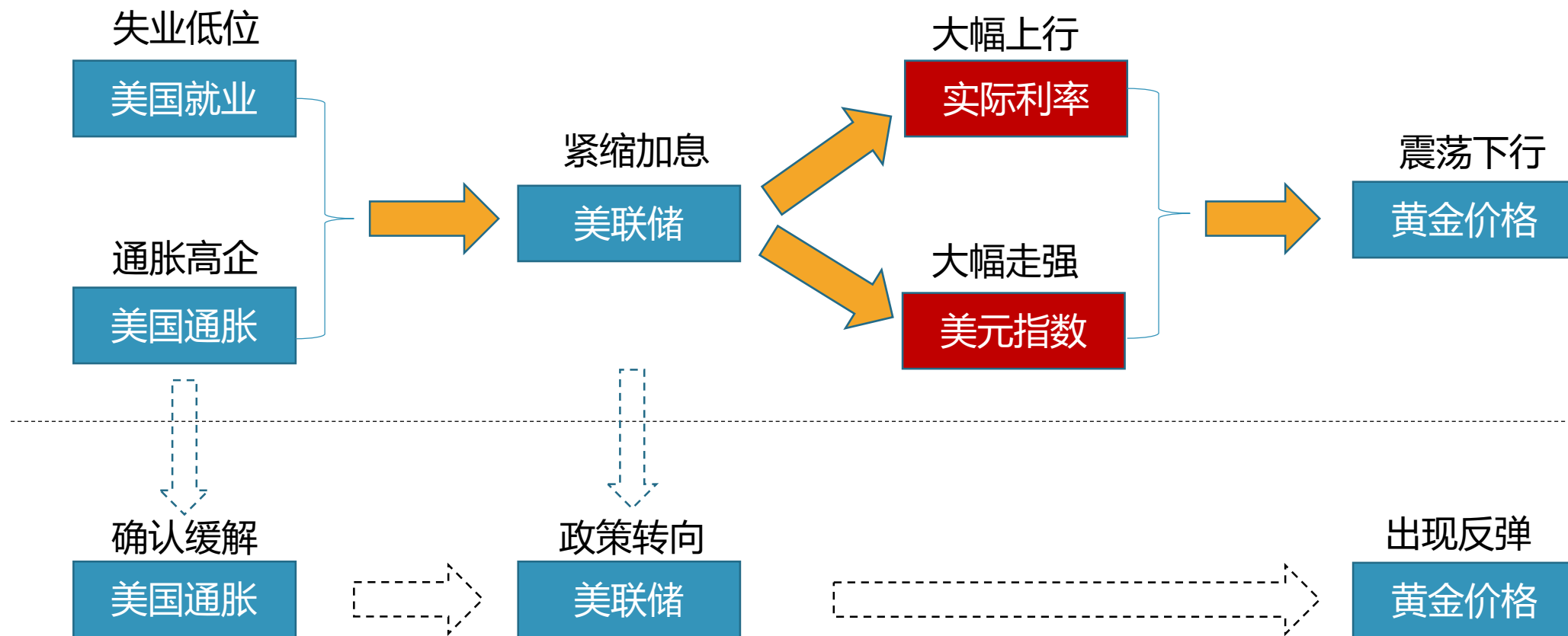
数据来源: Wind

贵金属逻辑框架



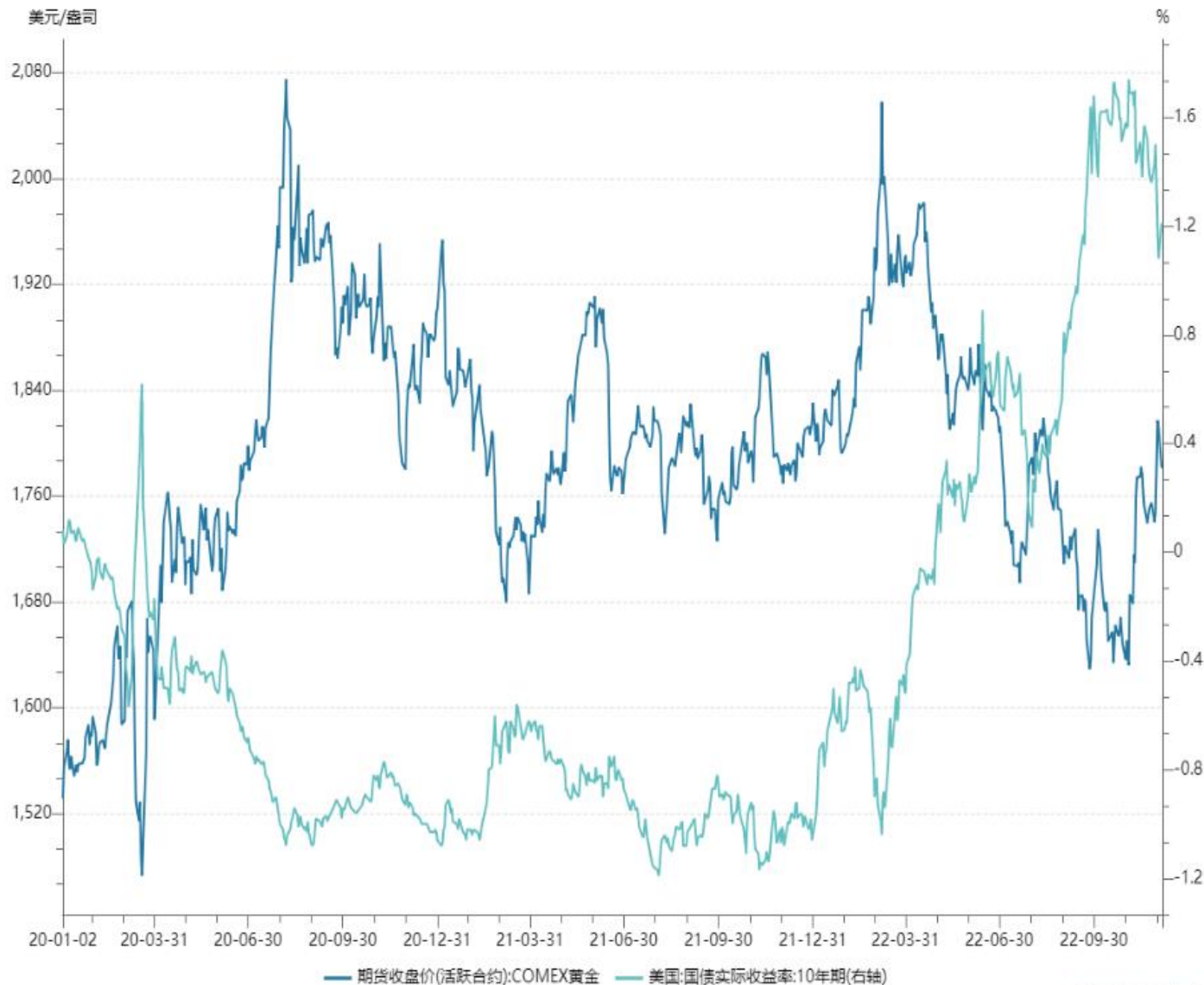
2

金融属性



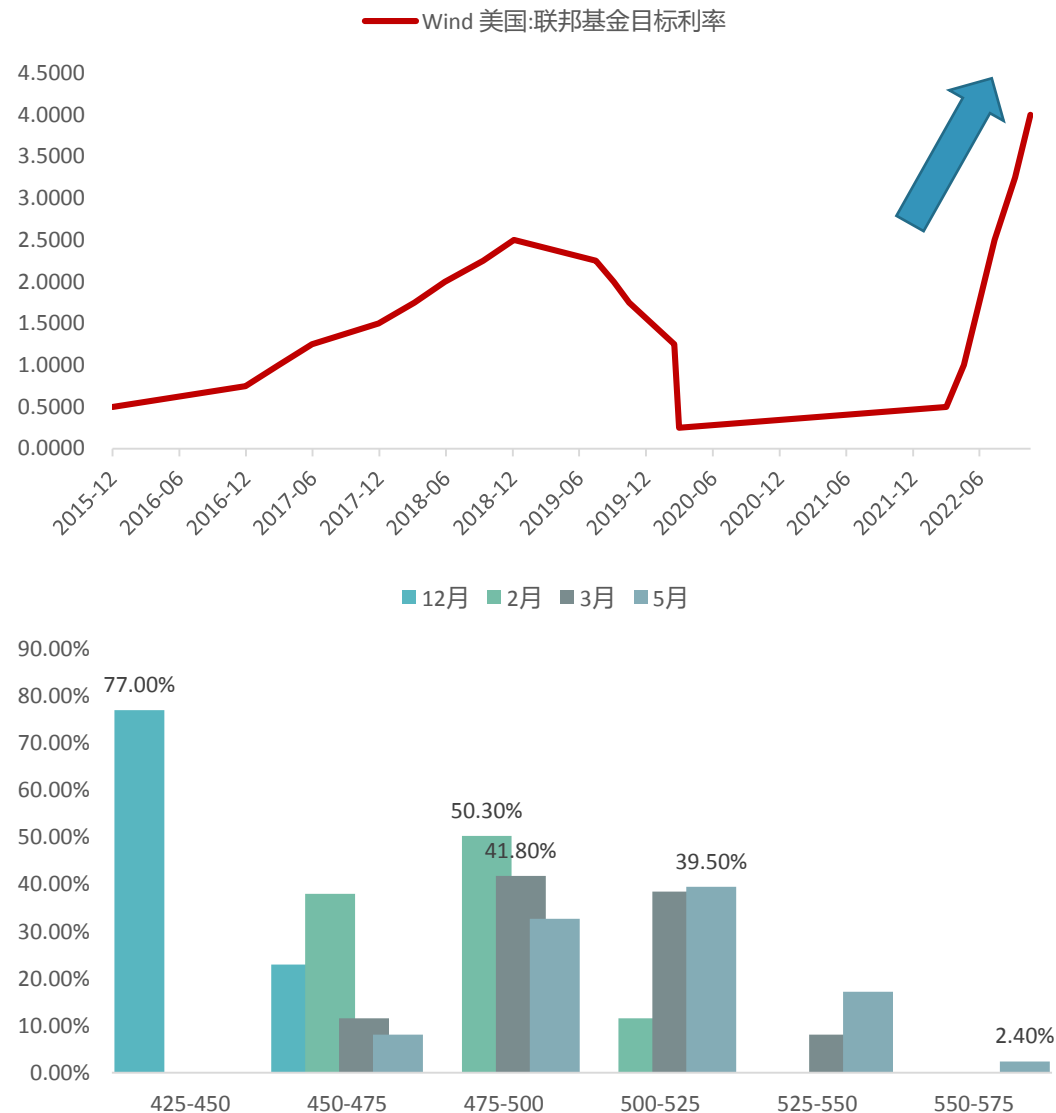


- 实际利率与贵金属价格负相关
 - 实际利率为持有成本
 - 2003年至今与黄金相关系数-0.88
- 实际利率=名义利率-通胀预期
 - 名义利率, 随着加息预期而上行, 高点到4.25%, 目前3.51%
 - 受美国经济以及美联储政策影响



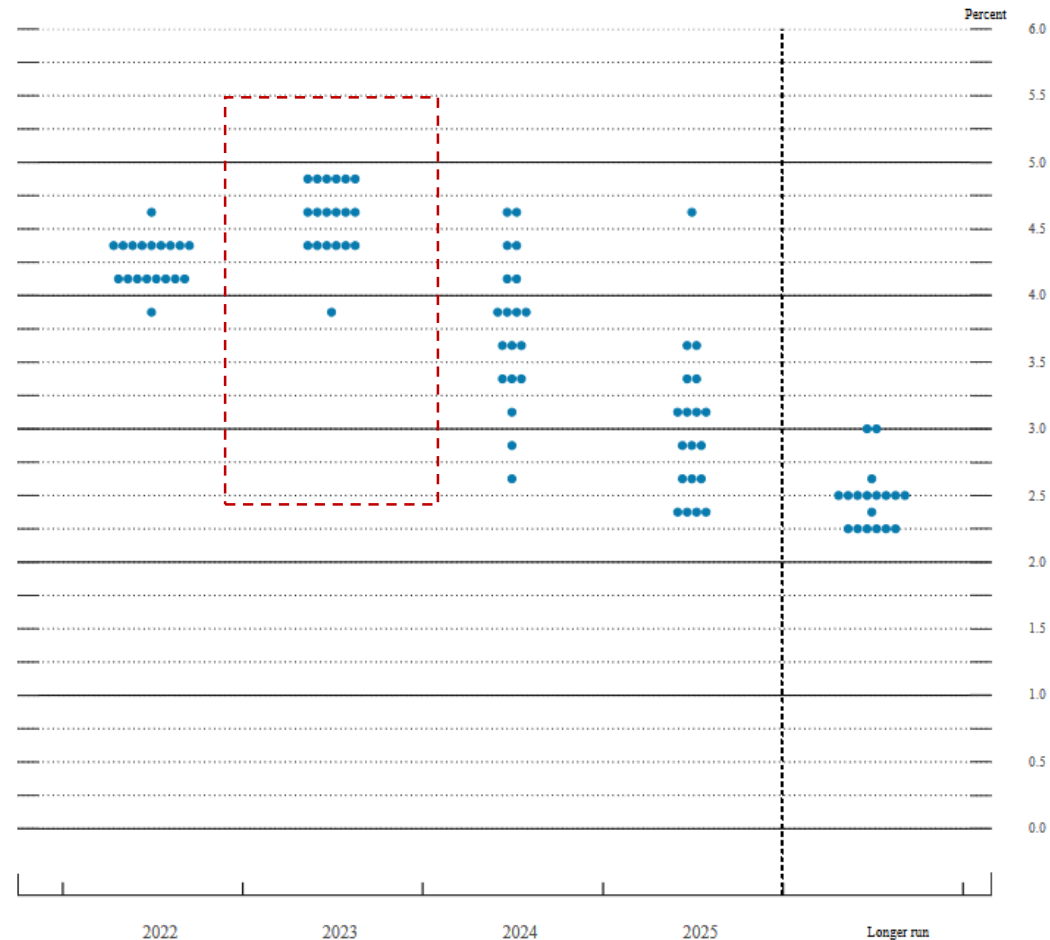
数据来源: Wind

- 紧缩政策下，加息+缩表节奏较快
 - 年内3、5、6、7、9、11月连续六次加息共计375个基点。未来12月以及明年还将继续加息。
 - CME联储观察工具显示未来四次会议加息预期为50, 50, 0, 25bp。本轮加息最高预期至500-525水平。
 - 9月缩表幅度提升至每月600亿+350亿



- 今年预期上升
 - 9月点阵图显示425-475，12月点阵图或更高
 - 当前预期已到500-525，美联储加息预期持续上升。
- 未来预期降息
 - 2023年年末可能开始降息。

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



近期联储官员表态

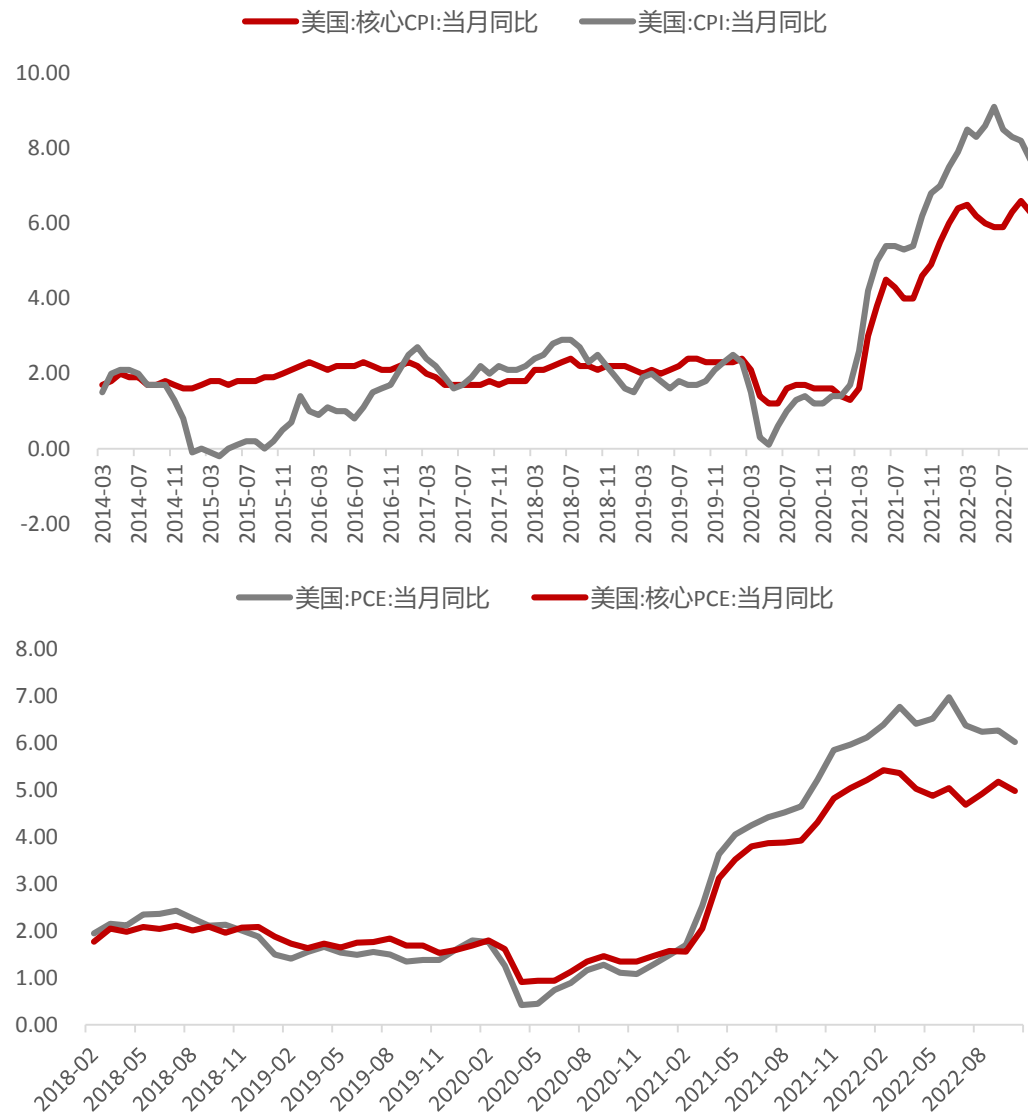
职位	名字	票委	日期	态度
主席	鲍威尔	是	12月1日	美联储在“一段时间内”将需要采取限制性政策；最快12月就会放缓加息步伐；利率峰值可能“略高于”9月份的预期
副主席	布雷纳德	是	11月15日	美联储目前的确很关注核心通胀率数据。恰当的做法是尽快放缓加息步伐。紧缩政策的实施需要时间，因此把加息步伐调整到更谨慎的速度是有意义的。迅速收紧政策会导致经济出现溢出效应。
副主席	巴尔	是	11月16日	目前通货膨胀太高了，将看到经济大幅放缓。美联储致力于物价稳定。将会看到失业率有所上升，但不确定失业率会上升到什么程度。美联储依赖数据行动，而就业一直是我们关注的指标之一。
理事	鲍曼	是	10月13日	如果我们没有看到通胀下降的迹象，联邦基准利率的大幅上调应该继续。“她还补充称，如果通胀开始下降，那么“较慢的加息速度将是适当的”。
理事	库克	是	12月1日	美联储在未来加息时应谨慎地采取“小幅度”加息；美联储加息的幅度取决于经济的反应；美联储已经采取了强有力的措施来控制通货膨胀；利率敏感的经济领域受到美联储加息的影响；通胀仍然过高，美联储的主要关注点仍是降低价格压力；看到通胀数据改善的早期迹象。
理事	杰弗森	是	10月4日	降低高通胀是美联储的首要任务，为此可能需要一段时间内经济增长疲软。货币政策需要时间充分发挥影响，而以我在FOMC的短暂经历看，美联储已经为解决通胀上升问题大刀阔斧地行动，我们致力于采取进一步的必要步骤。
理事	沃勒	是	11月17日	我们看到了一些抑制需求的进展，但还不够；加息50个基点仍将是紧缩政策的体现；最近的数据让我对12月加息50个基点的想法更为放心；我们还有段路要走，明年还需要提高利率。
纽约	威廉姆斯	是	12月2日	美联储还需要继续加息；美联储加息的落脚点取决于经济；联邦基金利率需要远远高于通胀水平。
圣路易斯	布拉德	是	11月30日	美联储将需要将利率提高至5%-7%区间底部；美联储将继续加息到2023年；市场低估了风险，美联储可能更加激进；最好尽快达到目标的政策利率；
波士顿	科林斯	是	11月19日	重申需要进一步加息来遏制通胀，她对利率峰值的预期不受近期经济报告的影响。
堪萨斯	乔治	是	11月16日	美联储面临的“真正挑战”是避免过早停止加息，否则这之后将需要恢复加息，在不出现经济衰退的情况下降低通胀可能是不可行的
克利夫兰	梅斯特	是	11月23日	恢复物价稳定是美联储的首要任务，将使用所有工具来实现这一目标；劳动力需求仍旧超过供给；在多数行业，工资增长仍落后于通胀的上升
芝加哥	埃文斯	否	11月10日	即使未来几个月的通胀增速继续超出预期，考虑到美联储已经将利率升到这么高的水平，现在也是时候开始放慢加息速度了。
费城	哈克	否	11月16日	只要我们持续且有意义地推动通胀回落，我认为我们可以在必要时暂停加息。从政策角度来说，与其冒险过度紧缩，还不如在适当的时候暂停加息。”
明尼阿波	卡什卡里	否	11月11日	政策制定者正努力实现美国经济软着陆，但不会在遏制高通胀方面退缩。12月加息50个基点或75个基点均在考虑之列，但不排除其他选项。
达拉斯	洛肯	否	11月10日	美联储将可能很快放缓加息，但这并不意味着美联储将实施宽松的货币政策。她表示，当天公布的10月消费者价格指数（CPI）数据“令人欣慰”，但通胀率仍远高于美联储设定的2%长期通胀目标。美联储距离抵御通胀仍有很长的路要走。
纽约副	穆奇洛	否		未表态
里士满	巴尔金	否	12月3日	美国经济可能将进入劳动力供应长期受限的时期，这可能会继续给通胀带来上行压力，企业必须花更多钱来吸引和留住劳动力。
亚特兰大	博斯蒂克	否	11月16日	预计将需要更多的加息。衰退不是必然的，美联储将尽可能避免衰退。美联储的政策行动有可能引发衰退，但这比高通胀根深蒂固要好。
旧金山	戴利	否	11月22日	如果通胀没有降温，美联储可以加息至5%以上；不能排除在12月的会议上采取任何措施的可能性；在某些时刻，美联储减缓加息步伐是合适之举；认为通胀已经见顶并正在降温还为时尚早；没有看到工资物价螺旋上升的迹象；通胀一半是供应问题导致，一半是需求导致的。





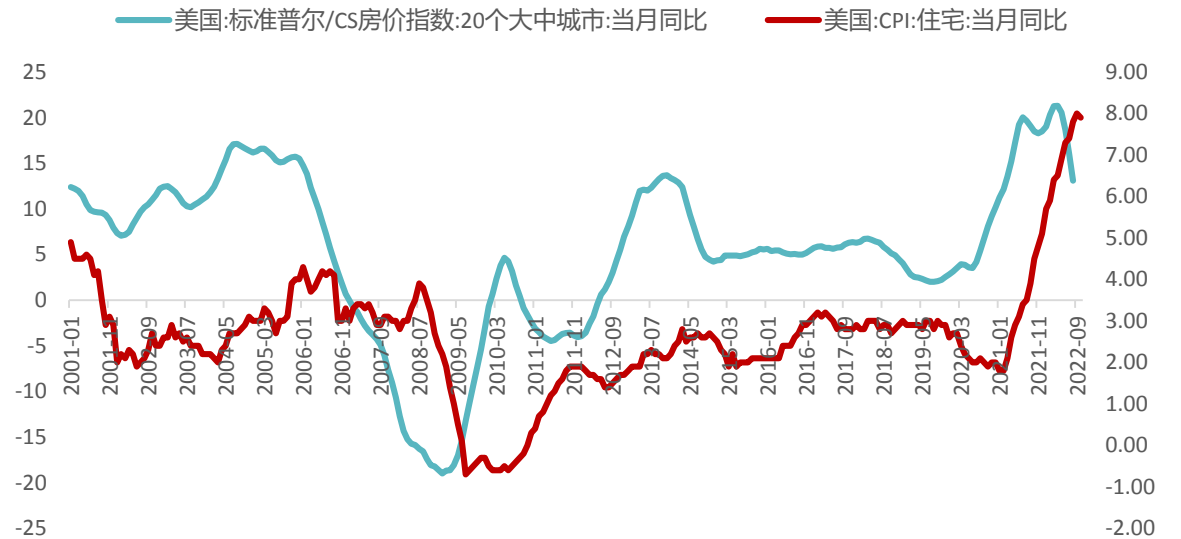
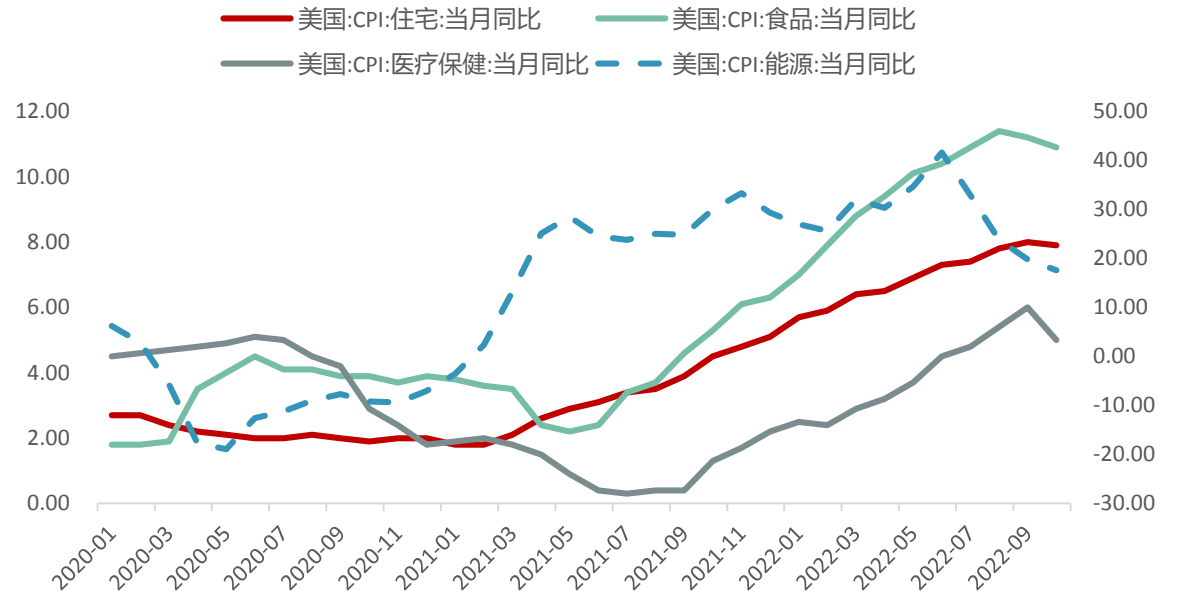
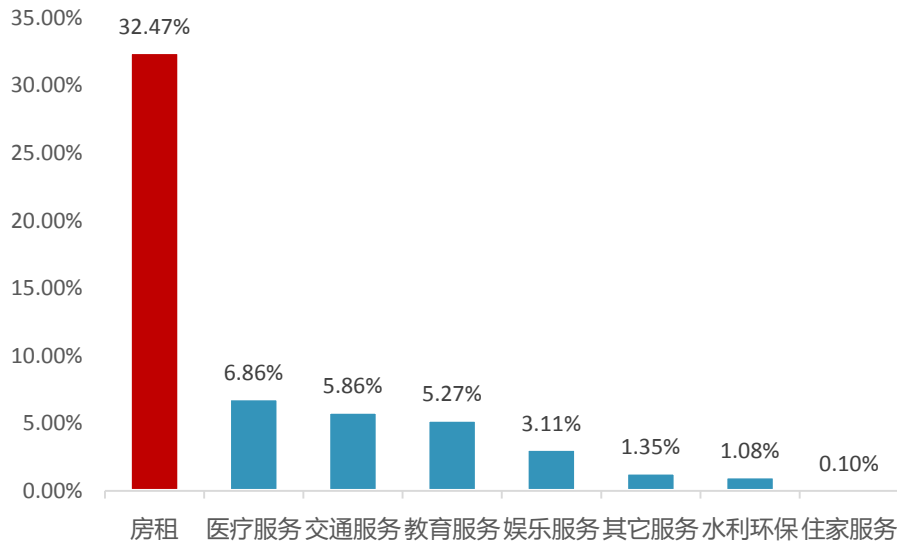
• 通胀或见顶回落

- 10月CPI为7.7%，较9月下行0.5个百分点
- ①自6月9.1%见顶以来连续第三个月下滑。
- ②核心CPI下滑幅度超出预期
- 10月PCE为6.02%，较9月下行0.25%。核心PCE为4.98%，较9月下行0.2%。



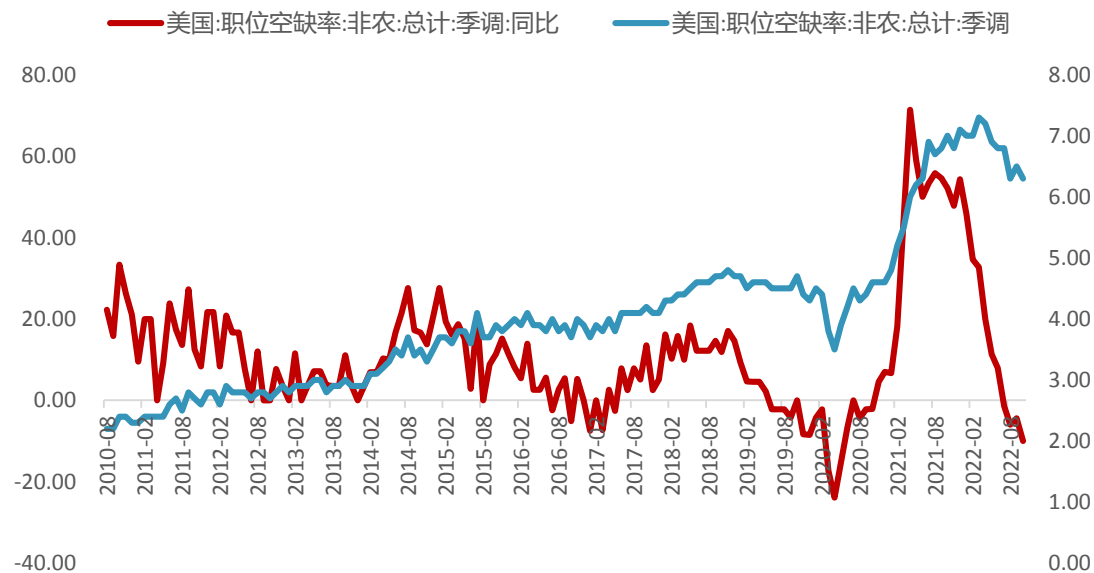
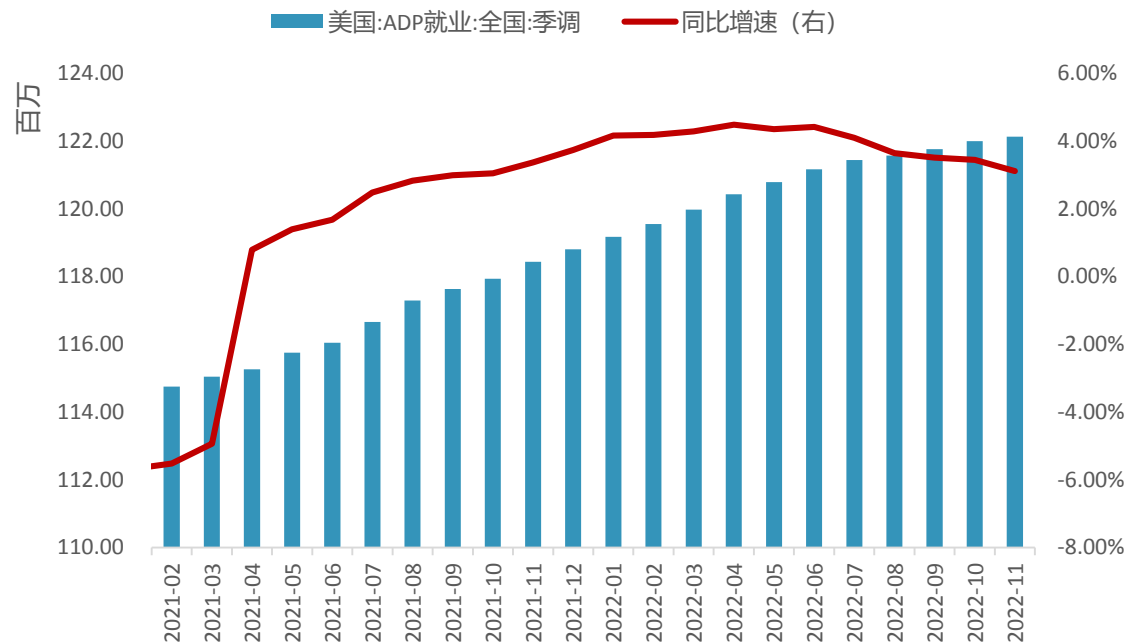
通胀不应过于乐观

- ①通胀水平仍在高位
- ②核心服务房租同比坚挺
- ③薪资增速维持高位



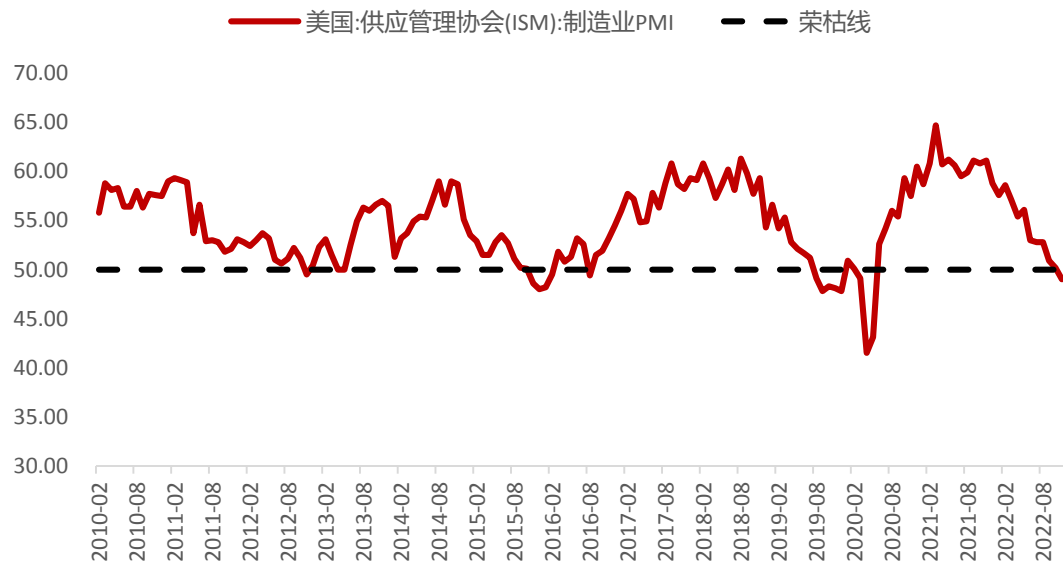
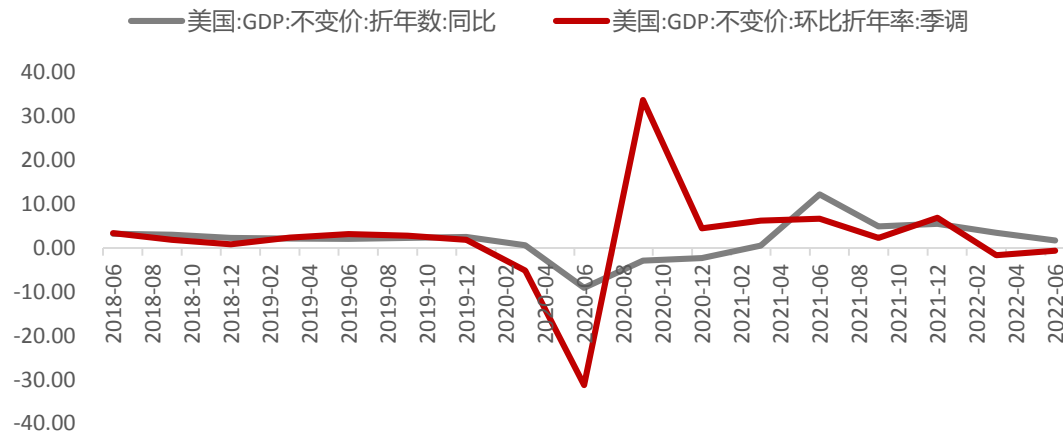
• 就业情况仍强，边际走弱

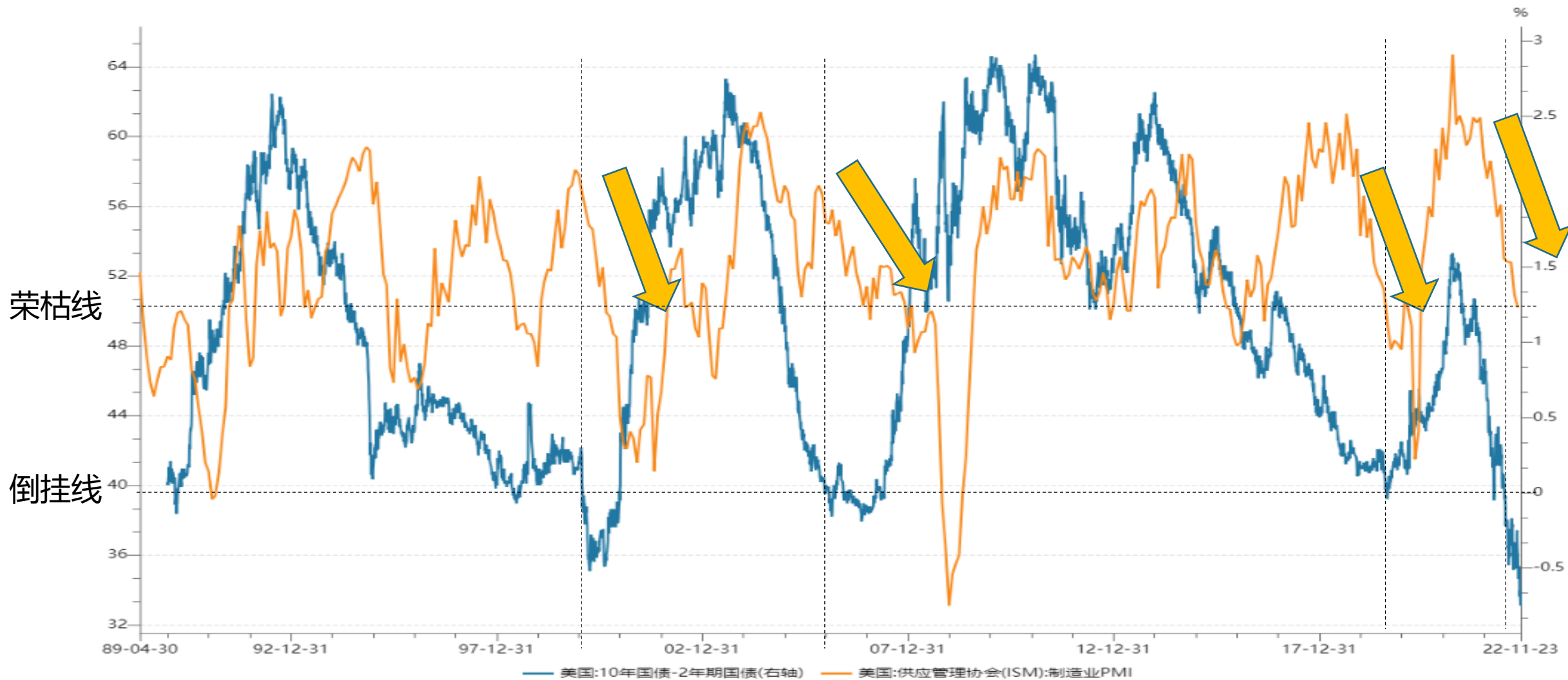
- 11月非农新增就业人数26.3万人，超预期出现回升
- 失业率为3.7%持平上月，近几个月均在（3.5%-3.7%）之间
- 11月ADP就业122万人，微增，同比增速3.12%，已是连续第五个月下滑
- 10月职位空缺率6.3%，小幅下滑0.2%，其同比已降至-10%



• 美国经济稳步下行

- GDP环比增速连续两个季度为负，同比持续下滑
- 11月ISM制造业PMI为49，首次跌下荣枯线，表明已经进入收缩区间。但非制造业PMI为56.5，大幅超出市场要求







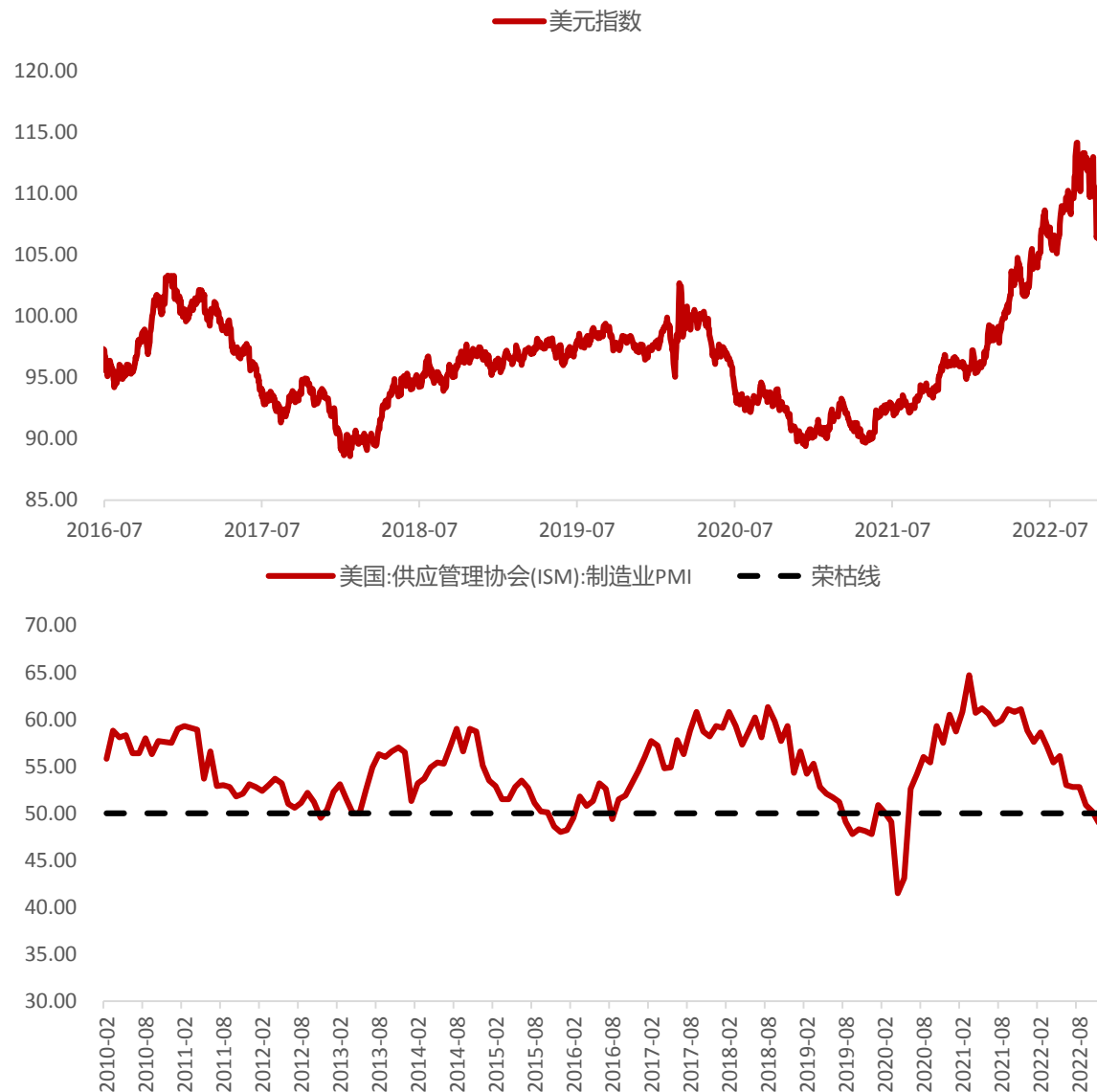
- 贵金属价格与美元指数负相关
 - 金银以美元计价
 - 2003年至今黄金相关系数0.14, 2020年至今-0.38
 - 2003年至今白银相关系数-0.31, 2020年至今-0.65



数据来源: Wind

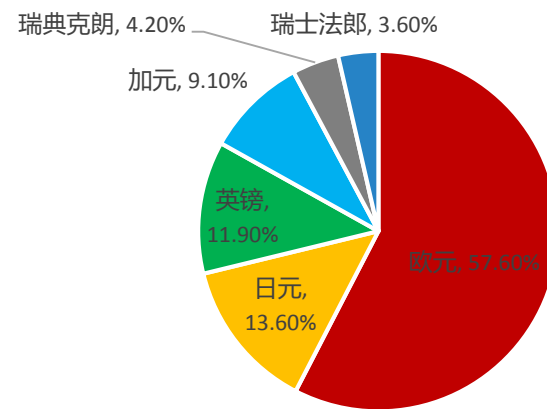


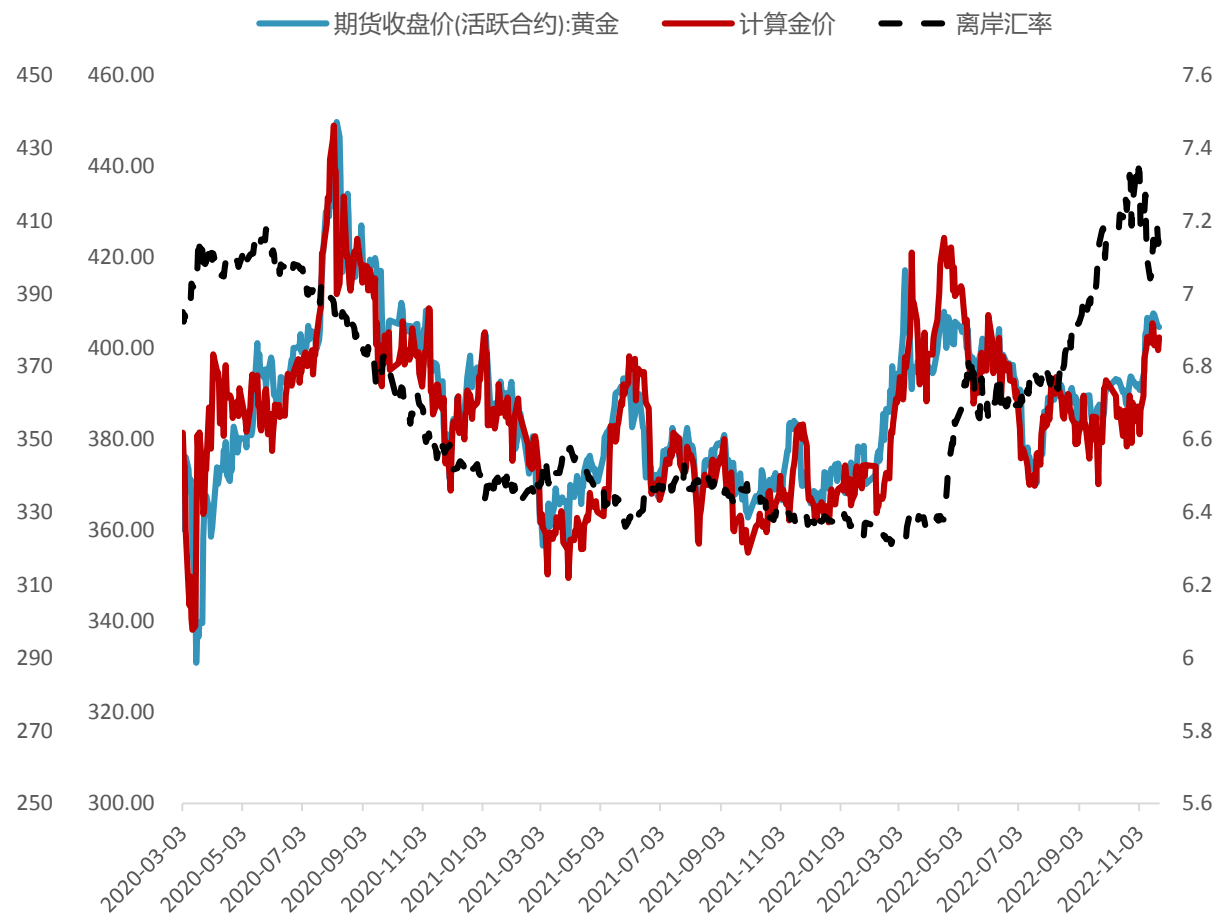
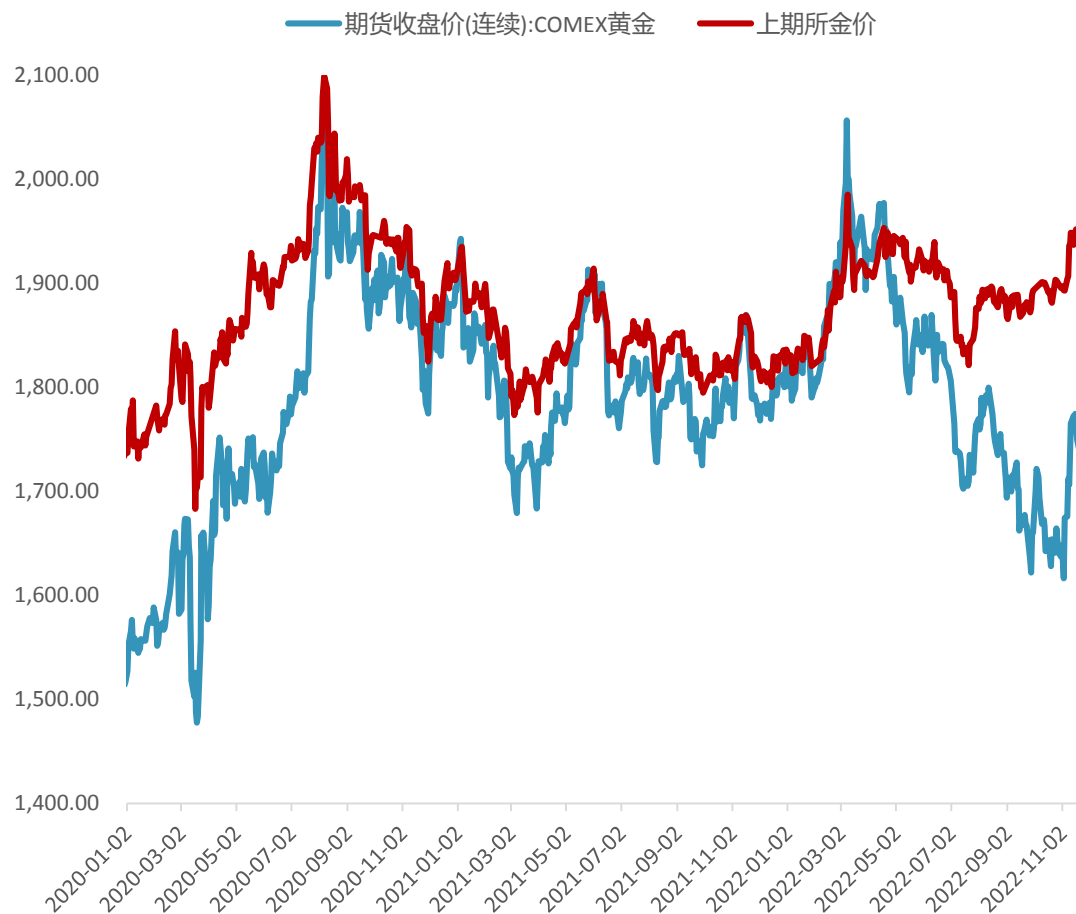
- 美国经济衰退预期拖累美元
 - 经济上制造业PMI跌下荣枯线
 - 政治上美国参众分立
- 加息预期有所放缓
 - 虽然美联储仍在加息，但11月后预期显著放缓，美元支撑减弱



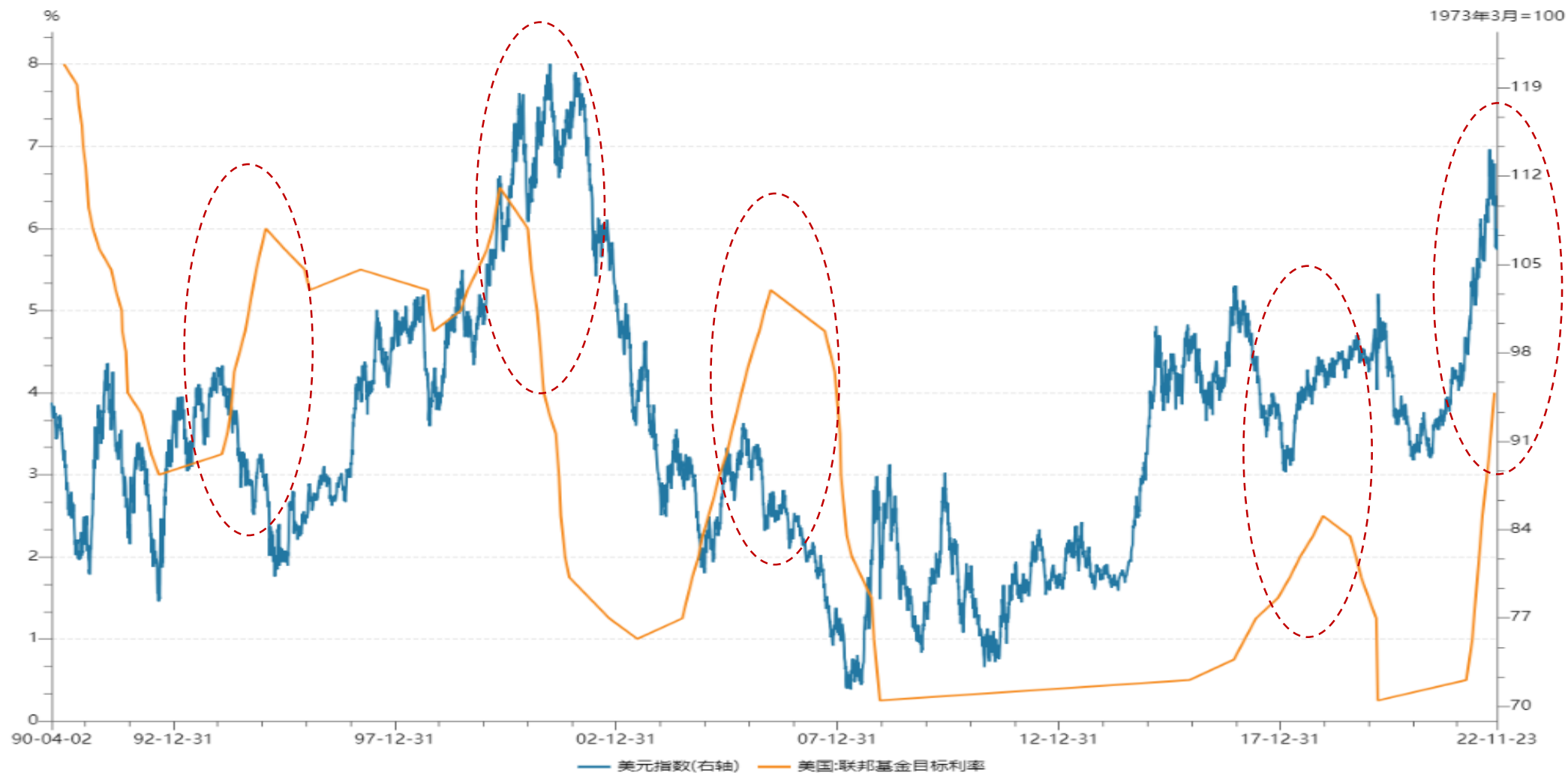
• 相对汇率变化

- 欧元占比美元指数57.6%
- 11月欧洲PMI好于预期，美国低于预期
- 欧元区加息节奏或快于美国





- 国内金价与国外金价大致走势一致，但在汇率波动较大的时期会有分歧。
- 由于美元强势，人民币离岸汇率明显贬值，使得国内金价较国外金价更加坚挺。
- 换算金价=国外金价*离岸汇率/单位换算

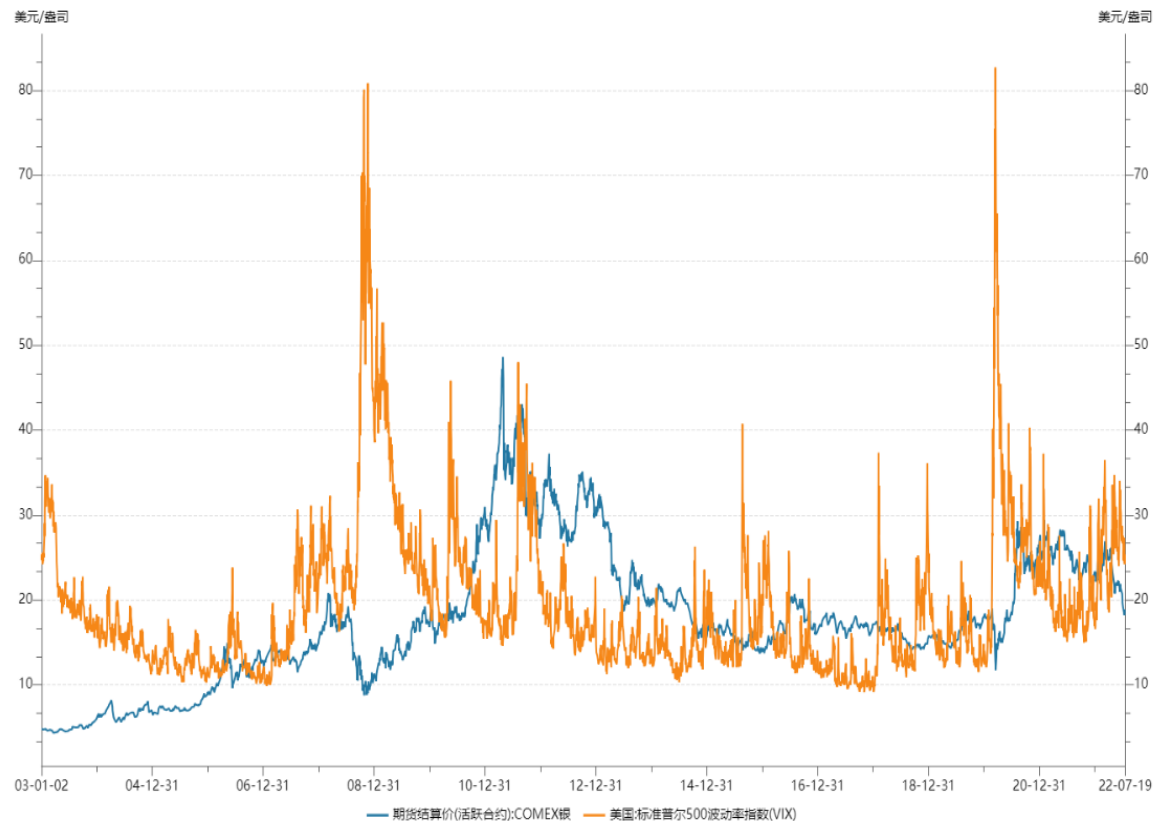


数据来源: Wind

3

风险偏好

- 贵金属具有避险属性
 - 地缘政治事件会有短期利多
 - 俄乌冲突影响逐步消散
 - 避险事件有时失效
 - 次贷危机时期，避险上升金价下跌
 - 新冠疫情冲击，金价也出现下跌



数据来源: Wind

4

商品属性

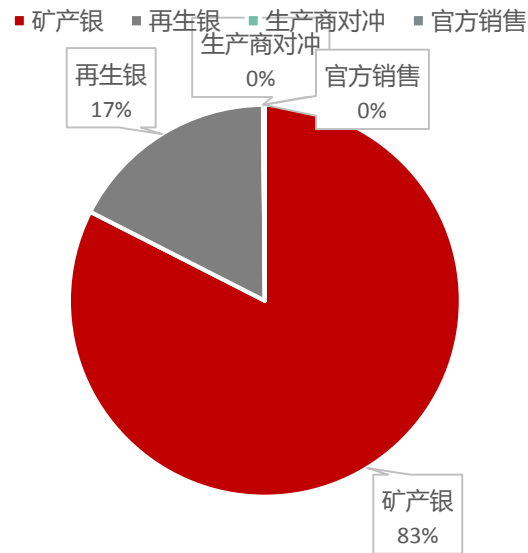
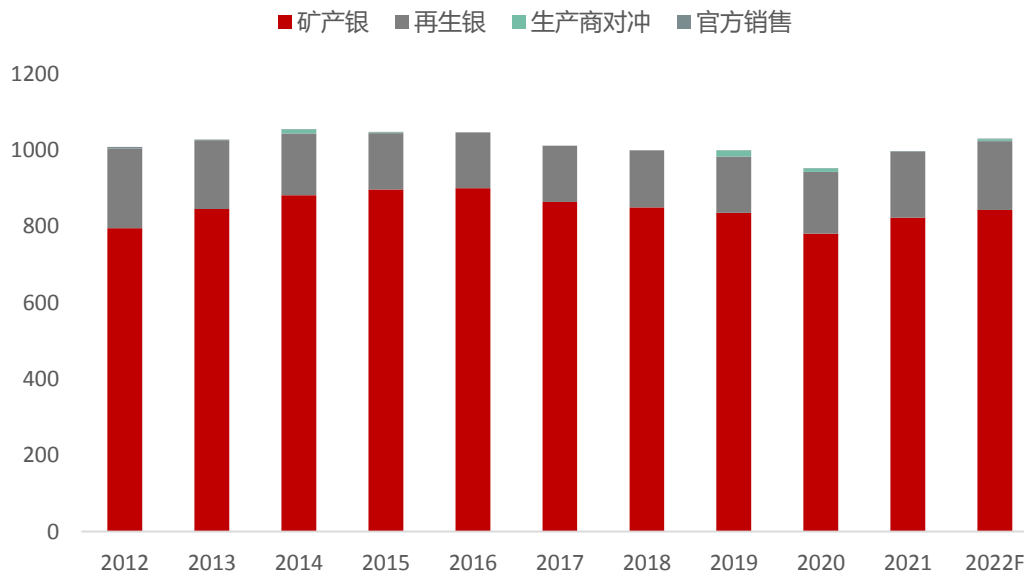


白银供应组成

- 矿产银为主，占比在八成左右（近五年81%-85%）
- 再生银为辅，占比略不到两成
- 生产商对冲和官方销售不到1%

白银供应增速

- 5年平均复合增长率仅0.4%
- 2022年预期白银年供应量在1030.2百万盎司，约合3.2万吨



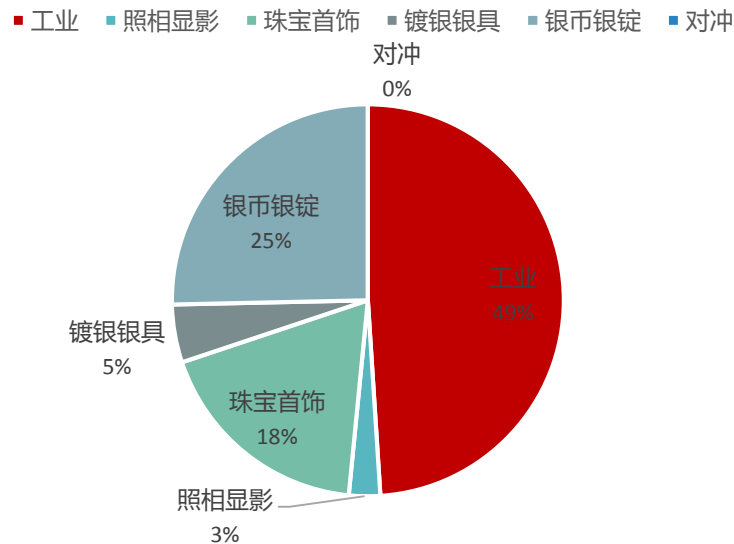
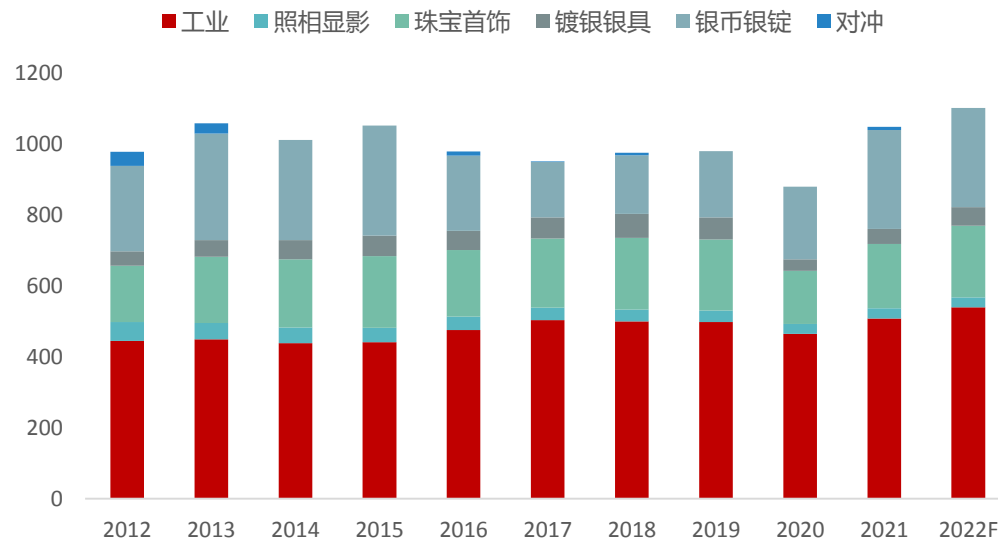


• 白银需求组成

- 工业需求为主，占比在五成左右（近五年48%-52%）
- 银币银锭和珠宝首饰其次，占比分别在25%与18%。最后镀银器具，照相显影和生产商对冲较低。

• 白银需求增速

- 5年平均复合增长率增速仅3%
- 2022年预期白银年供应量在1101.7百万盎司，约合3.4万吨



白银供需缺口

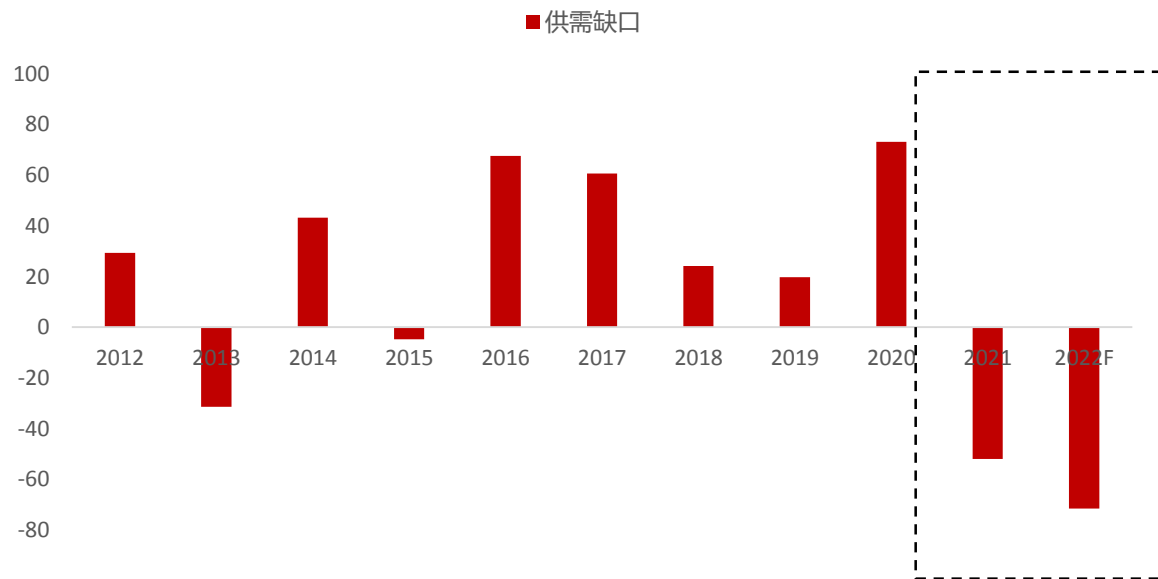
- 2021年以来白银供需关系转变为供小于求，今年缺口大约2200吨
- 主要为需求增速加快，三年复合增长率银币银锭14.3%，光伏需求8.8%
- 但白银库存较高，ETF+COMEX库存近2.4万吨

光伏增速较快

- 2022年光伏需求大致为3950吨，占比全部白银需求的11.5%
- 2022年同比增速11.7%

	白银需求	白银供应	供需缺口
2012	978.7	1008	29.3
2013	1058.7	1027.3	-31.4
2014	1012.1	1055.3	43.2
2015	1052.3	1047.5	-4.8
2016	979.4	1047	67.6
2017	951.3	1011.9	60.6
2018	975.8	1000	24.2
2019	980	999.8	19.8
2020	879.9	953	73.1
2021	1049.1	997.1	-52
2022F	1101.7	1030.2	-71.5

银币银锭	14.3%
光伏	8.8%
电子电器	3.7%
工业	2.7%
其它工业	1.5%
珠宝首饰	0.2%
钎焊合金	-0.7%
照相显影	-4.6%
镀银银具	-5.3%





本报告版权归“浙商期货”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。

www.cnzsqh.com

THANK YOU

