



铜冠金源期货

铜冠金源

TONGGUAN JINYUAN FUTURES

贵金属：衰退预期渐涨，金银后市可期

美联储激进加息提振美国实际利率上升，压制金价表现



美债实际利率是持有黄金的机会成本，从历史来看，金价与美债利率利率有很强的负相关性。在强烈的加息预期下，美债实际利率从去年年底就开始持续上涨，从-1%快速上涨至1.7%，已上行至历史高位，激进加息提振美国实际利率上升，压制金价表现。

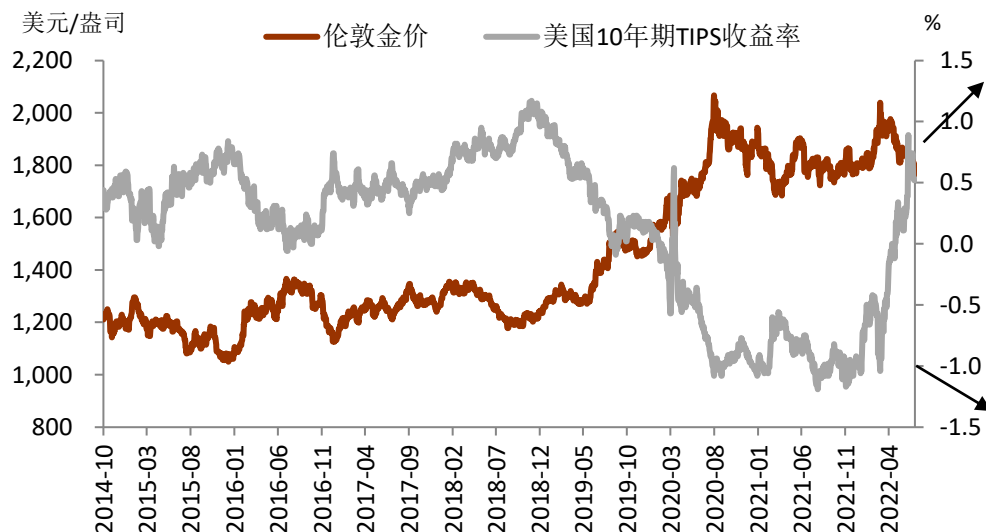
实际利率走低将支撑金价上涨



铜冠金源期货

铜冠金源

TONGGUAN JINYUAN FUTURES

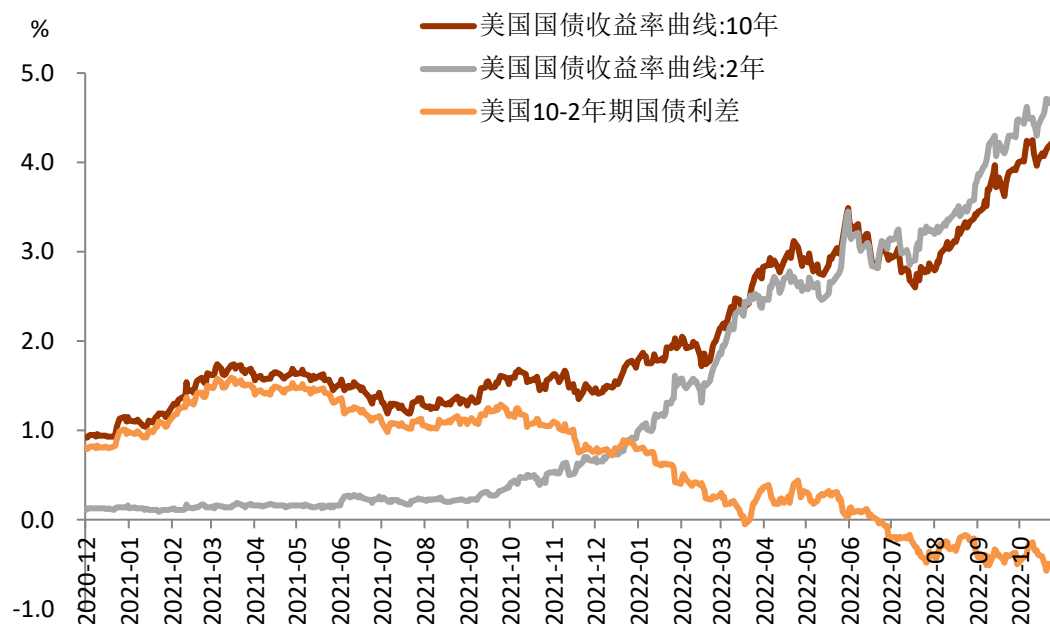


当前美国经济周期正由滞胀向衰退阶段过渡，美联储紧缩货币政策缓和，实际利率的下行压力正在积累。

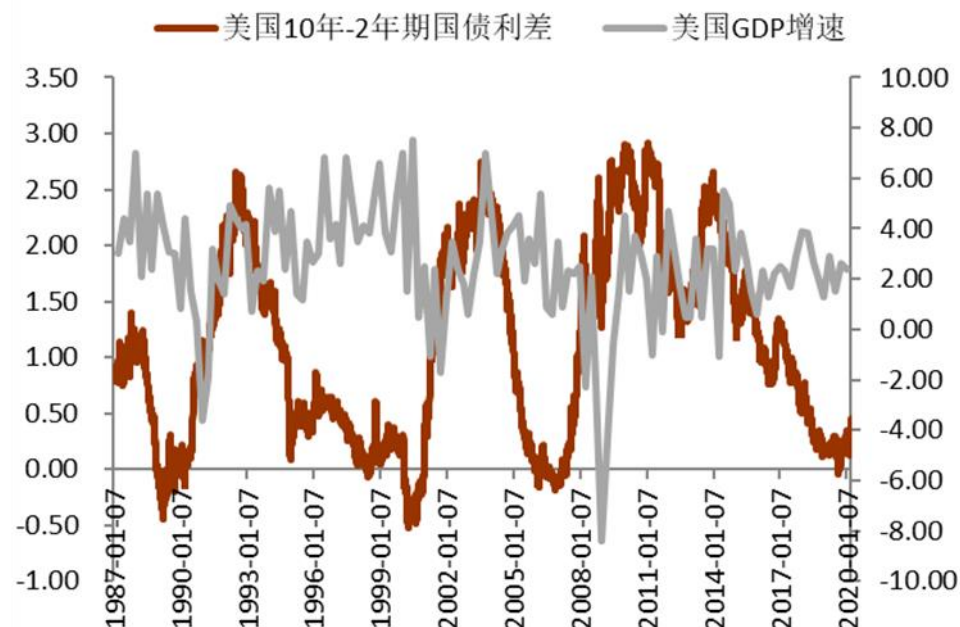
美国的实际利率=美国的名义利率-通货膨胀预期
美国的名义利率 可能向下
通货膨胀预期 维持高位
美国的实际利率 大概率向下
实际利率走低将支撑黄金价格上涨

美债长短期利率持续倒挂， 经济衰退预期加强

美国10-2年期国债利差接近倒挂



长短期利差倒挂比经济衰退提前一年左右



美联储持续激进加息将会抑制需求，从而也加大美国经济衰退的风险
从以往的历史来看，长短期利差倒挂比经济衰退提前一年左右
美债长短期收益率从今年7月开始就持续倒挂，市场对于明年美国经济陷入衰退的预期在持续强化

美国经济陷入衰退的概率大



过去50年，美联储进行9次加息周期，其中有7次以经济衰退收场，即经济“硬着陆”；美联储仅实现两次经济“软着陆”。

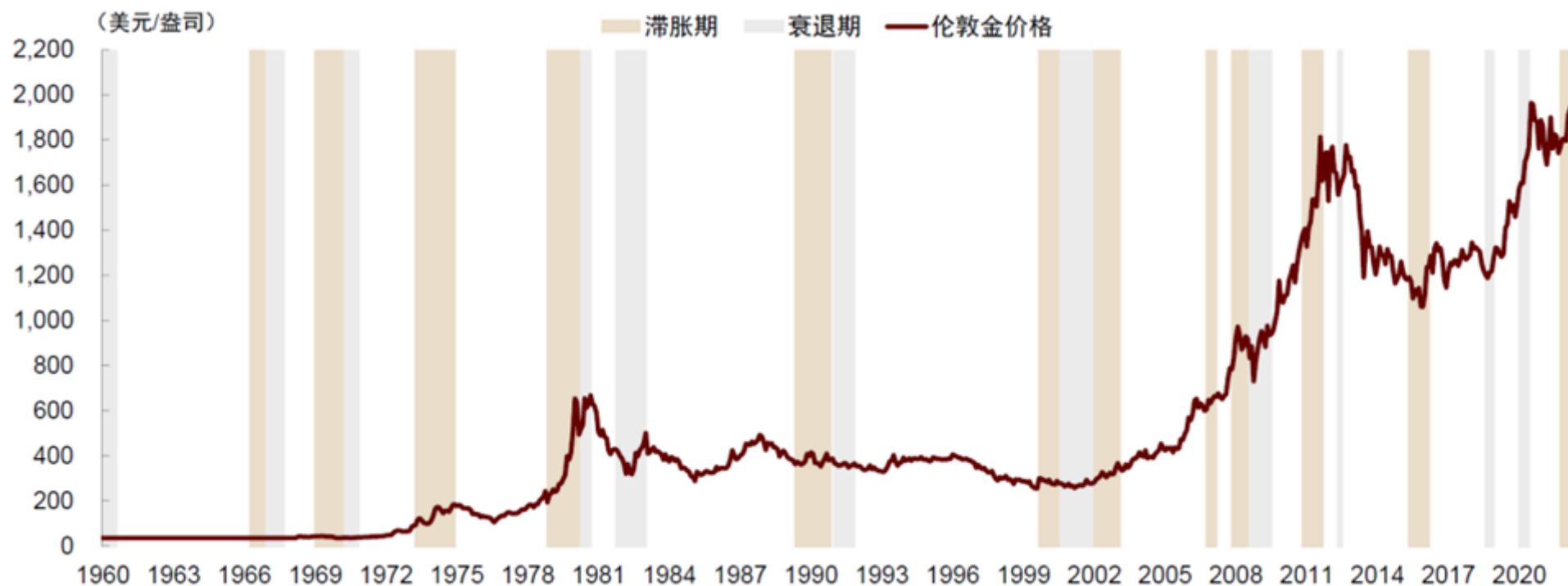
两次“软着陆”的共同背景是加息周期中商品价格没有大涨，通胀维持在较低水平，本次加息并不具备“软着陆”的宏观条件。

当前市场对于美国经济陷入衰退的预期在不断上涨

的模型推演结果表明，美国在未来12个月内发生经济衰退的概率为100%，也就是衰退已经不可避免。彭博社上次预测时，这一概率还是65%。

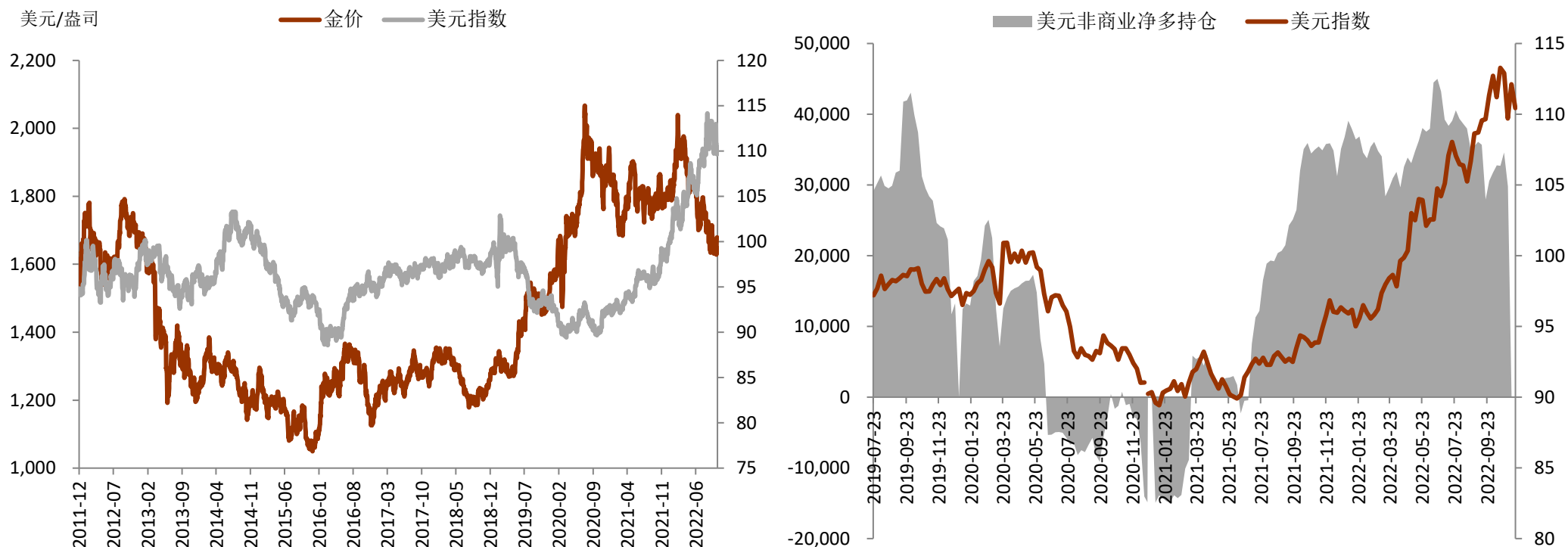
《华尔街日报》的调查则显示，美国在未来一年内遭遇经济衰退的概率为63%。

1970年以来黄金价格在滞胀和衰退期间走势



上世纪70年代，以来全球大类资产在“滞胀”和“衰退”时期走势，黄金在这两种情景下均可取得较好的收益。

美元指数强势运行，也压制金价表现



金价在很大程度上也受到美元指数的影响，今年美元指数强势运行，也压制金价表现
今年9月份美元指数最高到达114，超20年的最高水平，主要原因如下：

- 1、美国是主要央行中加息最激进的
- 2、美国的经济基本面是海外主要经济体中表现最好的

但根据我们的跟踪观察，CFTC的美元指数期货的非商业性净多单在今年6月就开始持续下降，根据以往的经验，这个指标一般会比美元指数提前半年左右见顶，那么预计美元指数目前已经处于顶部区间

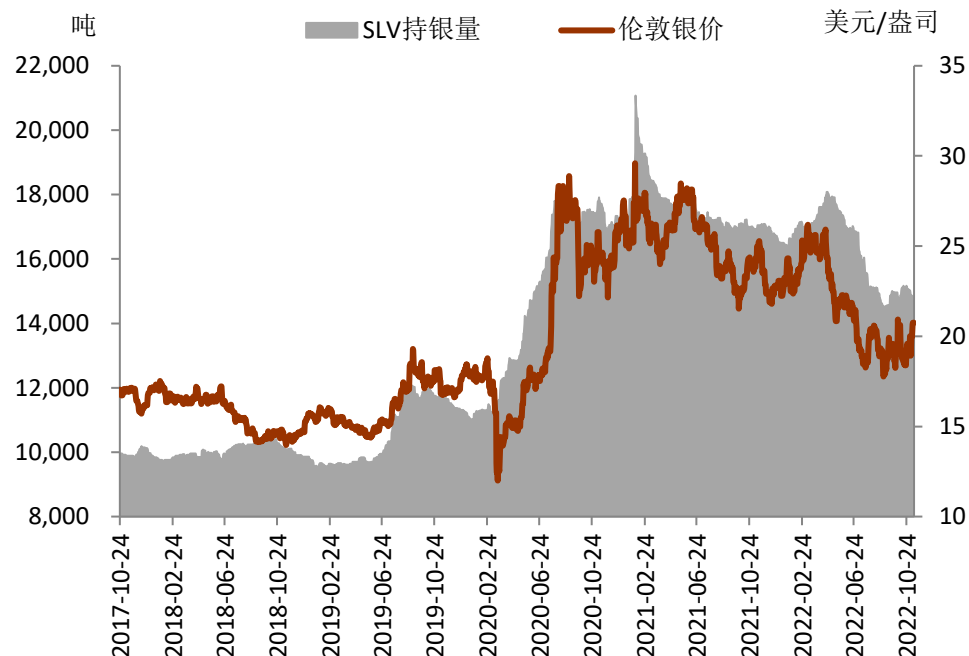
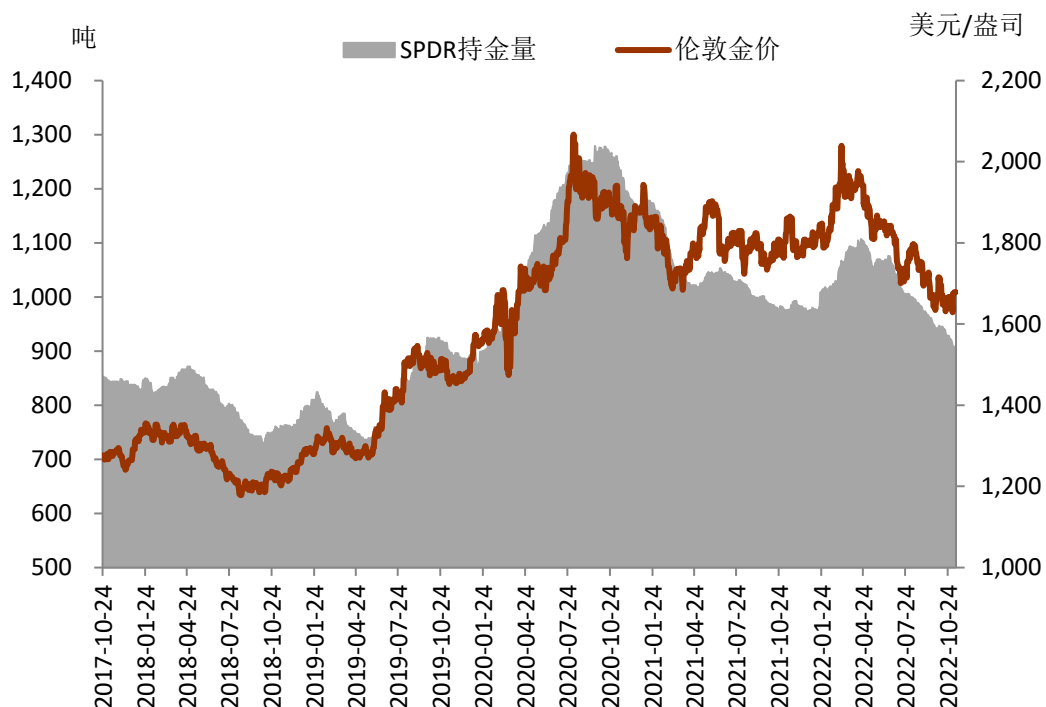
金银的投资资金变化



铜冠金源期货

铜冠金源

TONGGUAN JINYUAN FUTURES

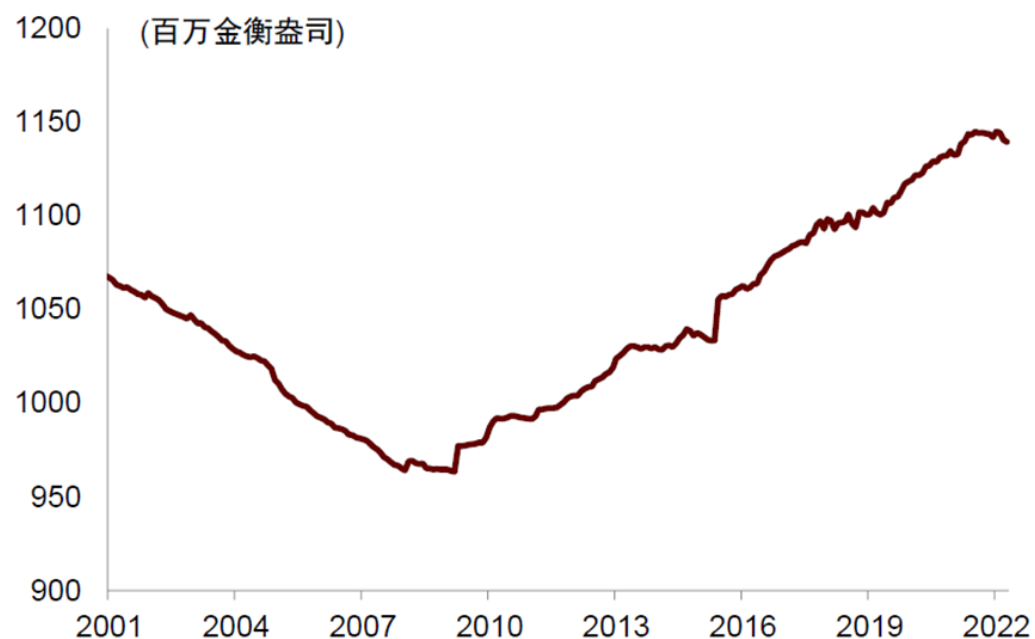


单位(吨)	2022/11/9	2022/11/2	2022/10/10	2021/11/10	较上周增减	较上月增减	较去年增减
SPDR黄金持仓	908.38	915.07	944.31	975.41	-6.69	-35.93	-67.03
iShare白银持仓	14695.66	15012.12	14873.57	16929.63	-316.46	-177.91	-2233.97

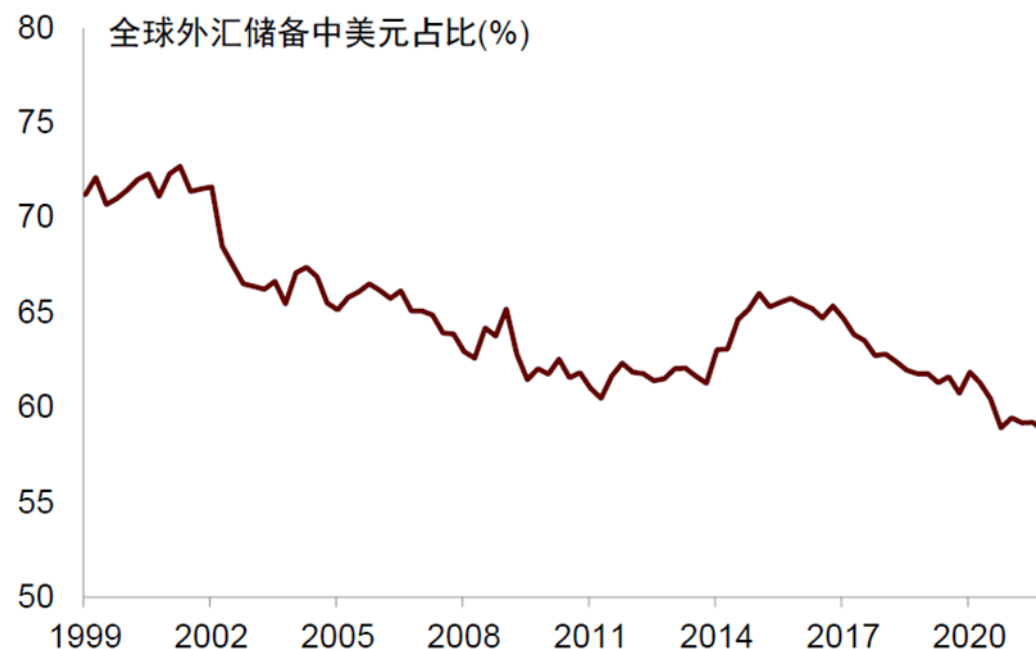
从近两个月黄金白银ETF的持仓变化来看，全球最大的黄金ETF-SPDR的持金量已持续下降，全球最大的白银ETF-iShares的持银量已从9月初的14512吨的阶段低点增加。这说明了白银比黄金更加受到资金的青睐。这也在一定程度上解释了近两个月银价走势强于金价的原因。

全球央行增持黄金减持美元

2008年以来全球央行黄金储备持续上升

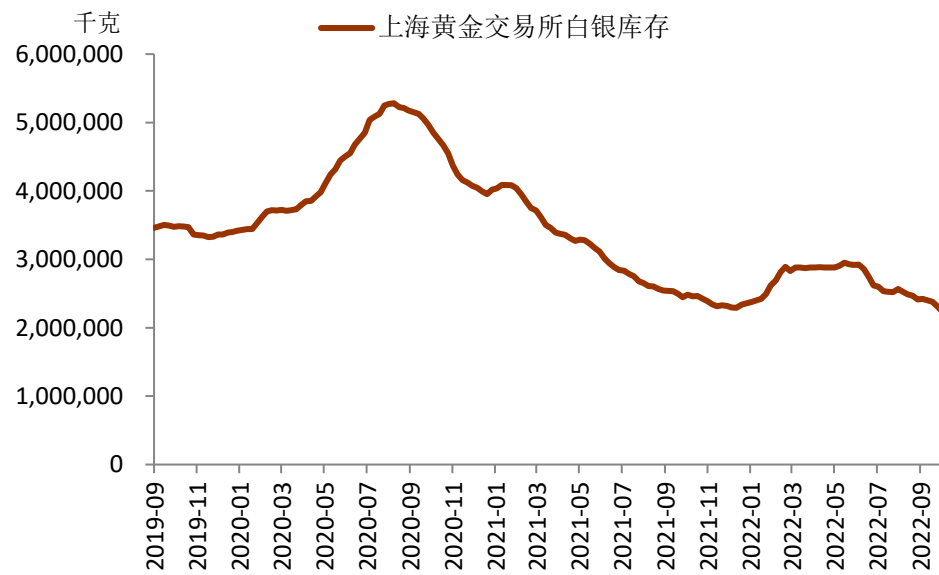
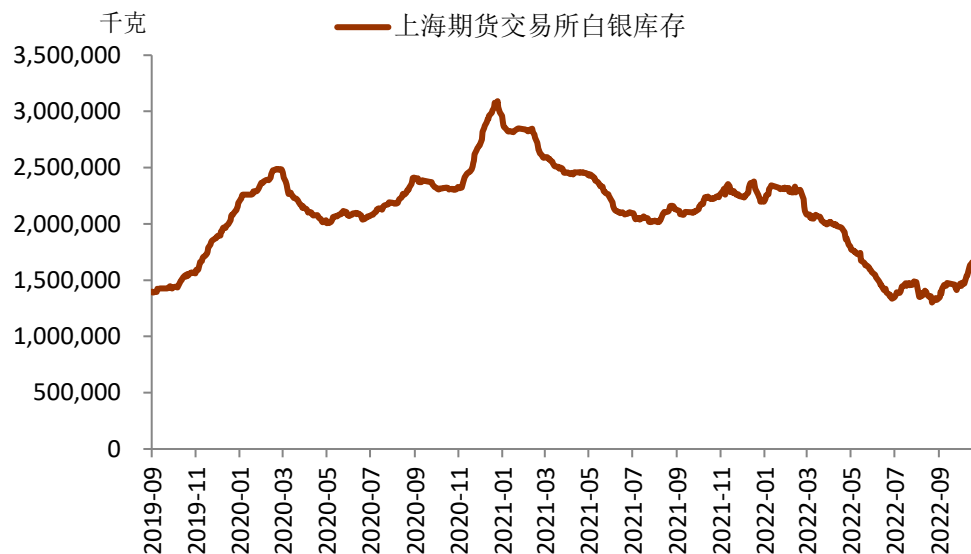
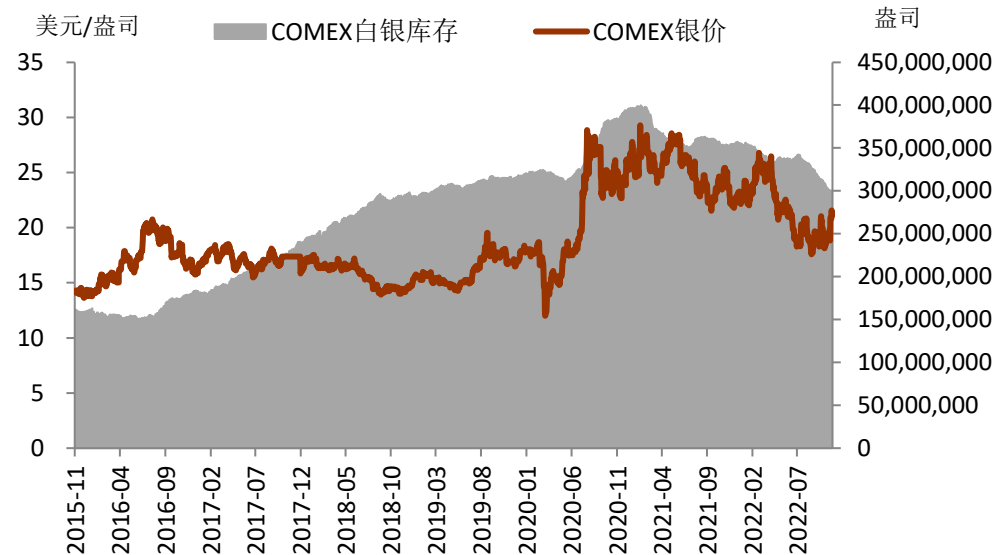
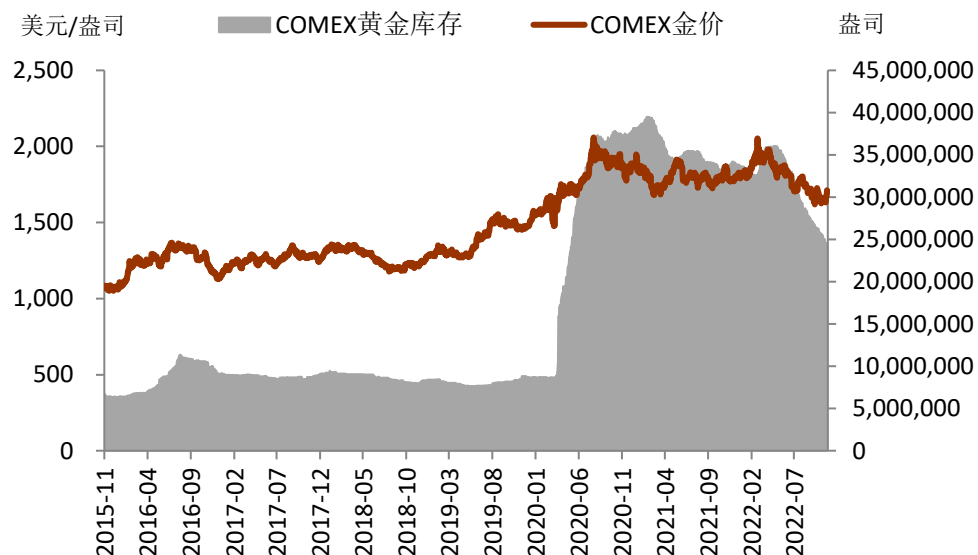


全球外汇储备中美元占比近年来有所下降



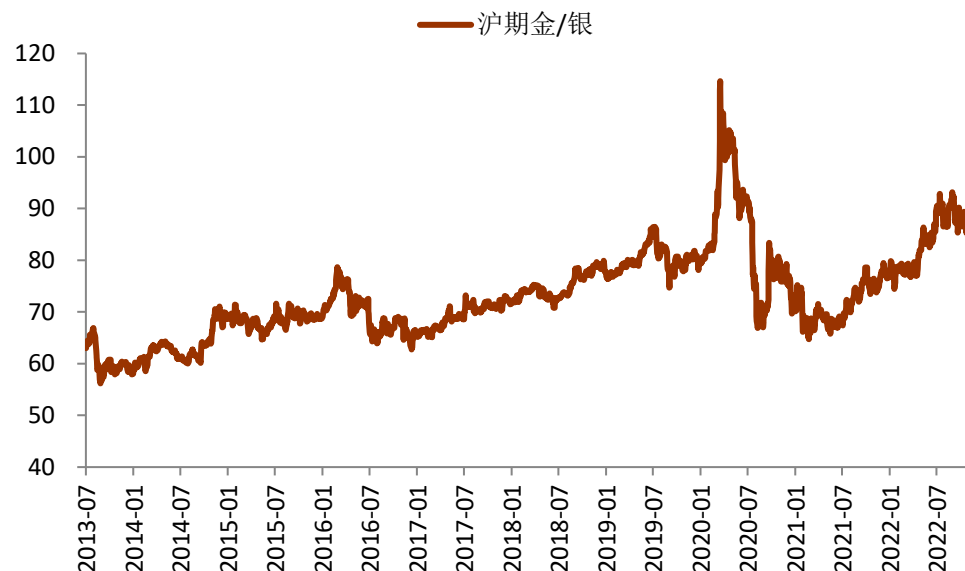
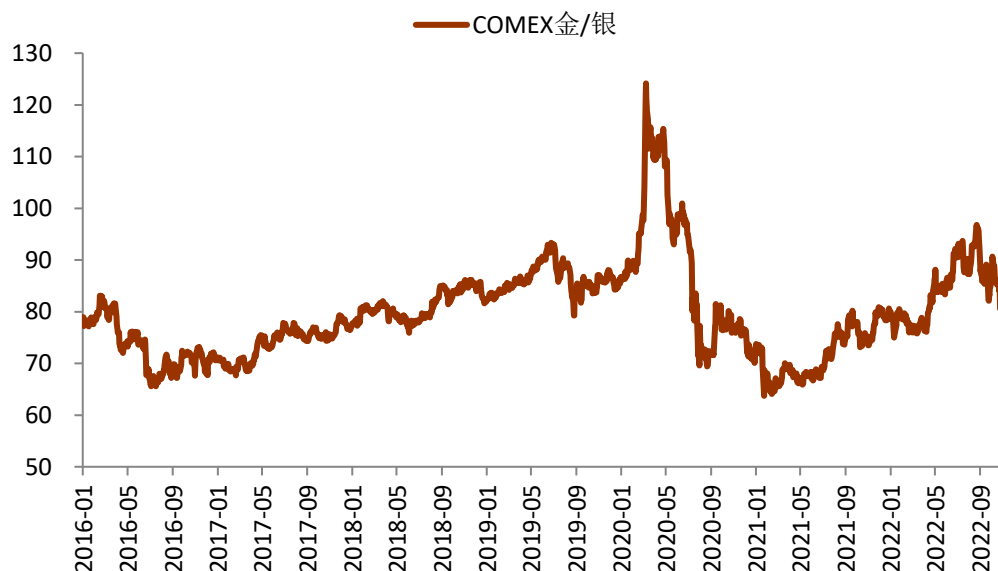
逆全球化和去美元化，也为黄金需求提供支撑

金银的库存



全球黄金白银的库存从2021年2月就开始持续下降，而而且白银的库存下降更快。同样，国内的白银库存有在下降。这从一个侧面说明了白银供应过剩的格局正在边际改善

金银比价



在今年9月之前，金价都比银价抗跌，金银比价在不断上移。COMEX金银比价从3月的低点76震荡上行至9月初的96.8的高点。近两个月银价走势明显强于金价，9、10月份出现金价月度下跌，而银价月度上涨的情形。COMEX金银比价也大幅回落到80一线。

近两个月金银价格走势大相径庭的原因，一方面，国内银价在经过前期的大幅下跌之后，绝对价格处于低位；另一方面，国内光伏产业爆发式发展对银浆的需求增加，打开了银价的想象空间。

国内金银比价跟随COMEX波动，因人民币兑美元汇率贬值导致国内金价较外盘抗跌，沪金银比价跌幅小于外盘

国际银价在9月初先于金价见底，后期银价走强可能继续强于金价，金银比价会继续下行但人民币贬值的预期可能持续释放，内盘金价走势会继续强于外盘，会抵消比价的部分波动

2023年价格展望



铜冠金源期货

铜冠金源

TONGGUAN JINYUAN FUTURES

- 今年贵金属市场的主导逻辑是“紧缩预期”
- 2023年，美欧经济衰退压力加大，美联储加息节奏会放缓甚至转向，
- 主导逻辑有望转向“衰退预期”，黄金价格有望从低位反弹

- 黄金
- 预计金价主要波动区间（1650-2100美元/盎司）

- 白银
- 银价本身弹性大波动高，再加白银的绝对价格处于低位（历史高点50美元，近两年高点30美元，目前21美元）
- 供需基本面边际好转（光伏银浆需求大幅增加，年均增速超过10%；白银库存近两年都在持续降低）
- 投资资金已经开始流入（9月初开始白银ETF持仓量持续增加）
- 预计银价主要波动区间（19-25美元/盎司）