



2022年3月7日

贵金属回顾及展望

非农强化加息预期，避险推动金银上扬

内容提要

上周（2月28日-3月4日），全球风险资产整体走弱，而避险资产走强。全球股市依然受到俄乌地缘局势的影响。欧洲股市表现最差，美国三大股指收跌。欧美对俄罗斯制裁升级加码，市场担忧俄罗斯供应中断，大宗商品价格疯涨，原油价格持续走高，金银价格继续上扬。

短期来看，俄乌战争仍处于胶着阶段，欧洲地缘政治风险继续支撑市场避险需求，避险资产短期内继续受益。近期美元指数和贵金属双双上涨，显示出避险资金同时流入美元资产和贵金属市场，避险效应导致美元指数和黄金白银的负相关性呈现弱化，而人民币汇率升值在一定程度上抑制了国内沪金和沪银价格的涨幅。

中期来看，我们认为俄乌战争及相应制裁将对全球通胀产生持续影响。当前正处于美联储启动加息的时间窗口，预计3月份美联储议息会议将加息25基点，加息幅度相对温和，但俄乌战争及制裁措施长期化将会导致主要大宗商品供应受到冲击，将推动通胀进一步攀升，后续首轮加息后若通胀形势恶化，美联储有可能采取激进加息，有可能引发金融市场大幅动荡。

综合来看，短期市场避险效应仍然存在，预计黄金白银价格将继续强势，我们认为沪金 AU2206 参考区间 390-420，沪银 AG2206 参考区间 4900-5500。本周宏观重点关注俄乌局势、欧盟首脑会议、美国2月份CPI数据，预计本周金融市场将继续波动。

Experts of financial

derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

姚兴航

从业资格编号 F3073320

投资咨询编号 Z0015370

yaoxinghang@jinxinqh.com

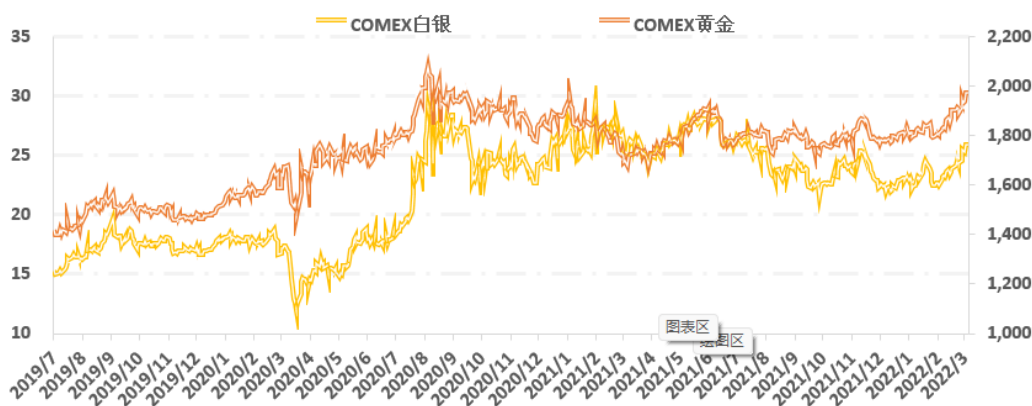
图表目录

图表 1: COMEX 黄金白银价格走势	3
图表 2: 沪金沪银价格走势	3
图表 3: 美国新增非农就业人数及失业率	5
图表 4: 美国劳动参与率	5
图表 5: 国际原油价格创新高	5
图表 6: 美国通胀处于上行阶段	5
图表 7: SPDR 黄金 ETF (吨)	6
图表 8: iShares 白银 ETF (吨)	6
图表 9: CFTC 黄金持仓 (手)	6
图表 10: CFTC 白银持仓 (手)	6

一、贵金属价格回顾

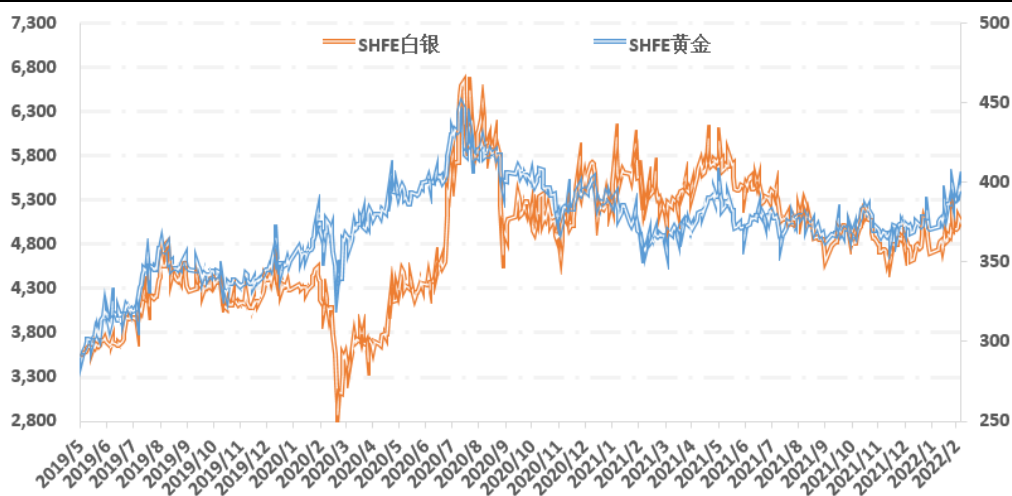
上周（2月28日-3月4日），全球风险资产整体走弱，而避险资产走强。全球股市依然受到俄乌地缘局势的影响。欧洲股市表现最差，美国三大股指收跌。欧美对俄罗斯制裁升级加码，市场担忧俄罗斯供应中断，大宗商品价格疯涨，原油价格持续走高，金银价格继续上扬。上周 COMEX 黄金上涨 4.49%，COMEX 白银上涨 6.48%。内盘方面，上期所黄金期货主力合约沪金 2206 下跌 0.02%，白银期货主力合约沪银 2206 下跌 0.18%。

图表 1：COMEX 黄金白银价格走势



数据来源：WIND、优财研究院

图表 2：沪金沪银价格走势



数据来源：WIND、优财研究院

二、全球宏观金融分析

上周俄乌冲突持续，双方谈判破裂，同时欧美针对俄罗斯的制裁持续加码，全球市场情绪不佳，原油价格走高，美元指数震荡上行。美国非农数据超预期，美元加息预期进一步强化。

1. 俄乌战争持续，

欧洲地缘政治风险继续发酵，俄乌战争仍处于僵持阶段，目前仍无缓和迹象。上周俄罗斯推进对乌克兰的入侵，俄罗斯军队增加了对乌克兰部分城市的炮击行动，俄罗斯军队炮击欧洲最大的扎波罗热核电厂并占领了这座核电厂。有迹象表明俄罗斯军队可能会发动大规模进攻以占领乌克兰首都基辅。

俄乌临时停火协议破裂。乌克兰领导人拒绝解除武装并放弃与西方结盟的要求。乌克兰谈判代表称在与俄罗斯的和谈中，乌国不愿在领土完整上做出妥协，但乌国对讨论未来的“非北约模式”抱持开放态度。普京表示结束战争的前提必须是基辅同意他的要求，这降低了双方谈判成功的可能性。俄乌双方将于7日举行第三轮谈判。本周欧盟领导人将在法国召开会议讨论乌克兰局势。

针对俄罗斯的制裁仍在持续。拜登政府还在研究通过 WTO 惩罚俄罗斯的选项，欧盟成员国也支持终止俄罗斯在 WTO 的最惠国待遇。近期欧美制裁行动主要集中在金融和科技领域，不包括抑制俄罗斯石油和天然气出口。不过美国国务卿布林肯称正在与欧洲国家讨论禁运俄罗斯石油。后续若俄罗斯制裁升级并波及俄罗斯石油和天然气出口，将推动原油价格和天然气价格持续走高。

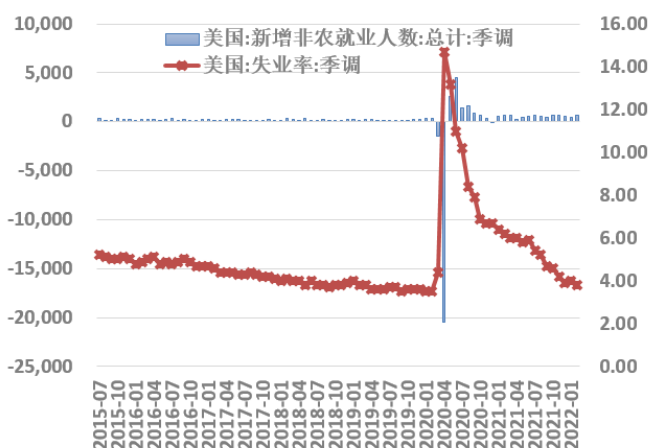
2. 美国非农报告强劲，但薪资增速放缓

上周五美国公布的2月非农就业加速增长，但薪资增速明显放缓。美国2月新增非农就业67.8万，创去年7月以来最大增幅，失业率小幅下降至3.8%，劳动力参与率小幅升至62.3%，2月平均每小时薪资环比持平，同比上涨5.1%，均较1月份涨幅放缓。

从此次非农就业数据来看，各主要分项指标均超出预期。结构上看，建筑业支撑私人部门商品生产新增就业人数增长，休闲和酒店等行业支撑美国私人部门服务生产新增就业增长。休闲和酒店业、运输仓储业、教育与健康服务业和金融服务业新增就业人数增长成为支撑美国私人部门服务生产新增就业人数增长的主要动力。薪资方面，由于低工资行业人员的大量涌入以及兼职工作人员激增，导致2月美国平均时薪数据持平，低工资行业占据了招聘增长的大部分。

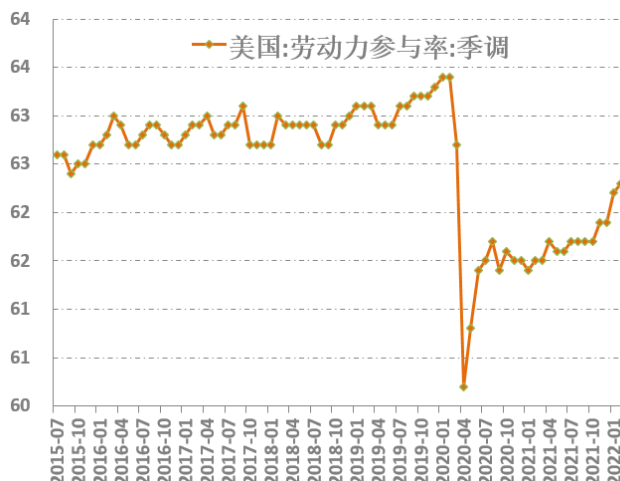
尽管此次非农报告显示美国薪资增速放缓，缓解了通胀压力，但在油价短期内易上难下的背景下，美国通胀或阶段性维持高位。今年年初以来，俄乌战争及西方国家对俄制裁推动全球大宗商品市场飙升，天然气、煤炭和原油价格再度大涨，全球通胀压力上升。自俄乌冲突以来，国际原油价格已连续上涨，ICE布油期货价格逼近120美元/桶关口，同时欧洲基准天然气价格涨超50%。当前全球主要国家通胀持续处于高位，主要来自能源和交通运输项拉动。俄乌战争长期化将会导致主要大宗商品供应受到冲击，通胀预期再次上行，通胀压力将持续高企。当前美国CPI数据再度创出近40年以来新高，而美联储货币政策正处于加速正常化的关键阶段。

图表 3: 美国新增非农就业人数及失业率



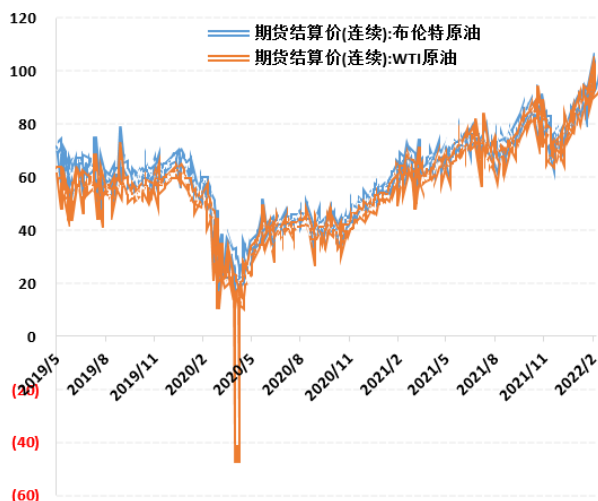
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 4: 美国劳动参与率



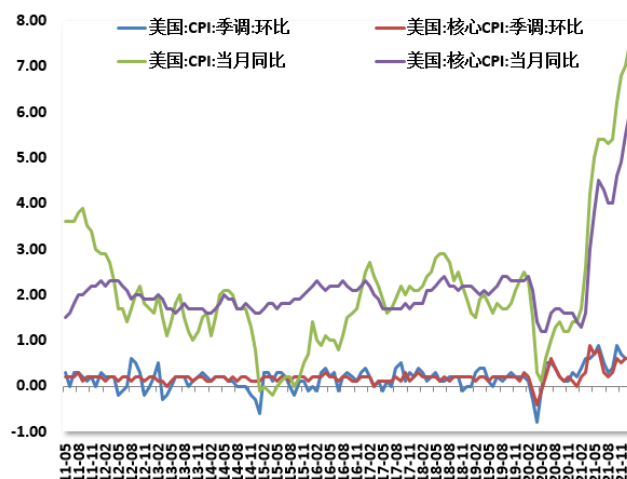
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 5: 国际原油价格创新高



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 6: 美国通胀处于上行阶段



资料来源: Wind, 优财研究院

三、需求分析

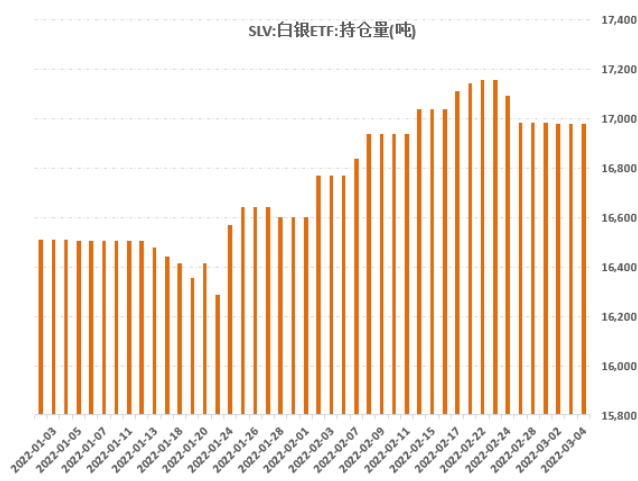
从投资需求来看，近期俄乌冲突导致全球风险资产承压，市场避险需求的增强带动避险资产走强。近期机构对黄金白银持仓总体呈现增仓。全球最大的黄金基金 SPDR 黄金ETF 上周持仓量增加 27 吨至 1054.28 吨，SLV 白银 ETF 持仓量小幅减少 6.17 吨至 16978 吨。从 CFTC 持仓来看，截止 3 月 1 日当周，CFTC 黄金投机性净多头增加 14474 手至 257622 手，创最近 19 个月新高；白银投机性净多头增加 14646 手至 44948 手，创逾八个月新高，表明投资者看多黄金白银的意愿继续升温。

图表 7: SPDR 黄金 ETF (吨)



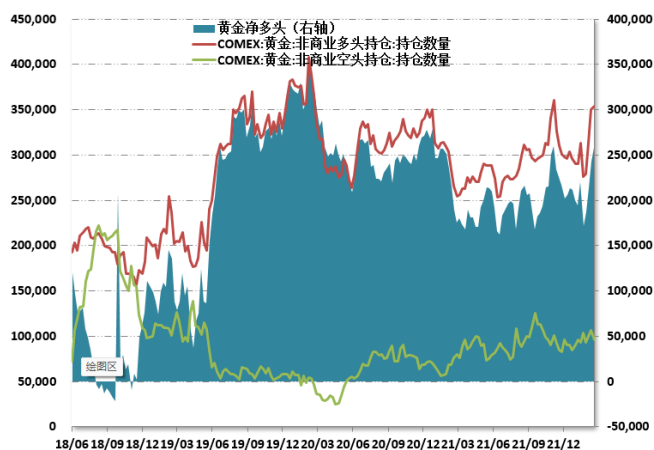
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 8: iShares 白银 ETF (吨)



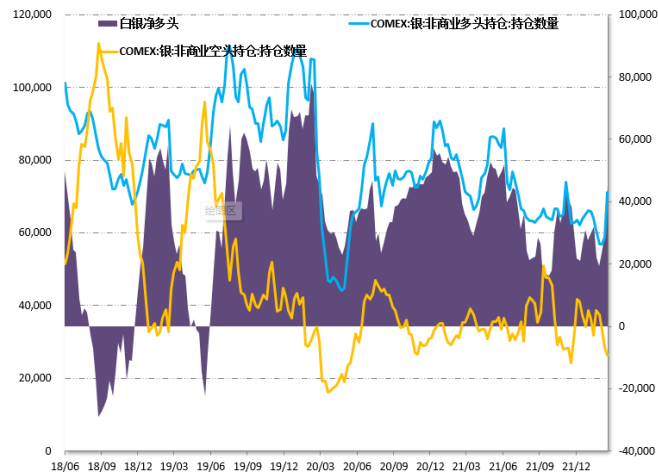
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 9: CFTC 黄金持仓 (手)



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 10: CFTC 白银持仓 (手)



资料来源: Wind, 优财研究院

三、贵金属展望

短期来看，俄乌战争仍处于胶着阶段，欧洲地缘政治风险继续支撑市场避险需求，避险资产短期内继续受益。近期美元指数和贵金属双双上涨，显示出避险资金同时流入美元资产和贵金属市场，避险效应导致美元指数和黄金白银的负相关性呈现弱化，而人民币汇率升值在一定程度上抑制了国内沪金和沪银价格的涨幅。

中期来看，我们认为俄乌战争及相应制裁将对全球通胀产生持续影响。当前正处于美联储启动加息的时间窗口，预计 3 月份美联储议息会议将加息 25 基点，加息幅度相对温和，但俄乌战争及制裁措施长期化将会导致主要大宗商品供应受到冲击，将推动通胀进一步攀升，后续首轮加息后若通胀形势恶化，美联储有可能采取激进加息，有可能引发金融市场大幅动荡。

综合来看，短期市场避险效应仍然存在，预计黄金白银价格将继续强势，我们认为沪金 AU2206 参考区间 390-420，沪银 AG2206 参考区间 4900-5500。本周宏观重点关注俄乌局势、欧盟首脑会议、美国 2 月份 CPI 数据，预计本周金融市场将继续波动。

四、风险提示

全球“再通胀”超预期、美元指数调整、地缘政治风险

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他任何方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>