



2022 年 3 月 28 日

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

贵金属回顾及展望

通胀预期叠加避险升温，金银价格企稳反弹

内容提要

上周（3 月 21 日-3 月 25 日），俄乌局势陷入僵局，欧盟考虑暂停对俄原油进口以及沙特石油设施遇袭引发原油价格大幅走高，美联储官员继续表现鹰派。本周风险资产和避险资产双双反弹，恐慌指数 VIX 指数继续回落，全球主要经济体股市多数反弹，美股连续第二周上扬，欧洲三大股指涨跌互现，大宗商品则普遍走强，主要国家债券收益率上升，美国 10 年期国债收益率上升至 2.48%。美元指数微涨，金银价格企稳反弹。

从盘面来看，近期全球通胀风险、美联储激进加息预期和俄乌局势共同扰动贵金属市场。一方面，国际原油价格持续走高全球通胀集体上升，美联储官员持续发表鹰派言论，美元指数走高；另一方面，北约组织强化对俄罗斯的军事施压力度，西方国家对俄罗斯的金融制裁进一步升级，市场避险情绪升温，俄罗斯央行再度开启黄金购买计划，避险需求叠加实物需求扩张带动贵金属价格走高。

综合来看，国际能源价格波动对核心通胀有持久影响，原油价格再度反弹后全球滞胀风险上升，而美元开启加息周期后上半年将成为美联储收紧货币政策的主要时间窗口，特别是 5 月份美联储有可能激进加息并且采取缩表，全球央行超预期收紧货币政策趋势将限制贵金属价格反弹。技术形态上看，金银价格重心有所上移但仍未完全摆脱均线系统的束缚，短线前期高点附近料将遇到较强阻力。操作上建议短多长空思路。沪金 AU2206 参考区间 380-430，沪银 AG2206 参考区间 4850-5450。

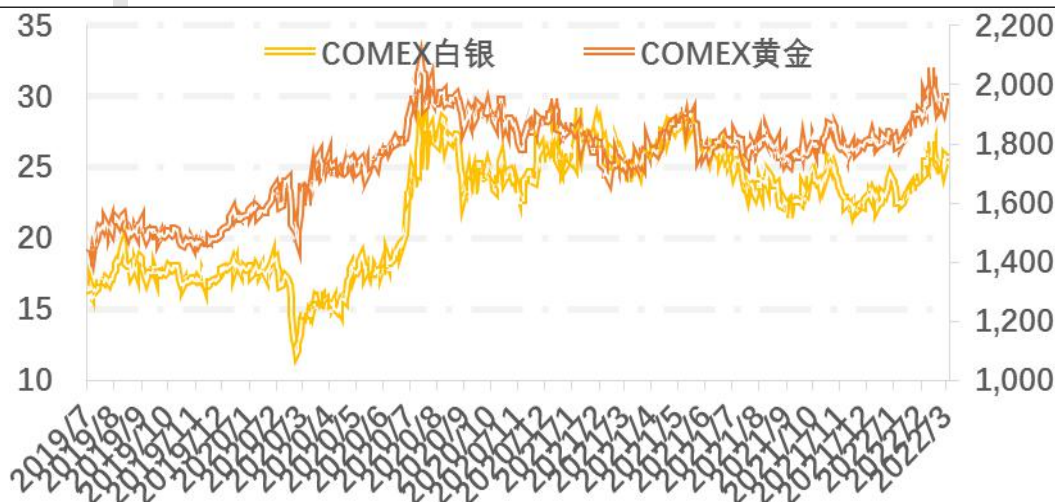
图表目录

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 : 恐慌指数 VIX 走势.....	4
图表 4 : 美国抵押贷款利率.....	5
图表 5 : 欧元区 PMI 走势.....	6
图表 6 : 德国综合和制造业 PMI.....	6
图表 7 : 欧元区 CPI 同比及环比变化.....	6
图表 8 : 德国 CPI 同比及环比变化.....	6
图表 9 : SPDR 黄金 ETF (吨)	7
图表 10 : iShares 白银 ETF (吨)	7
图表 11 : CFTC 黄金持仓 (手)	7
图表 12 : CFTC 白银持仓 (手)	7

一、贵金属价格回顾

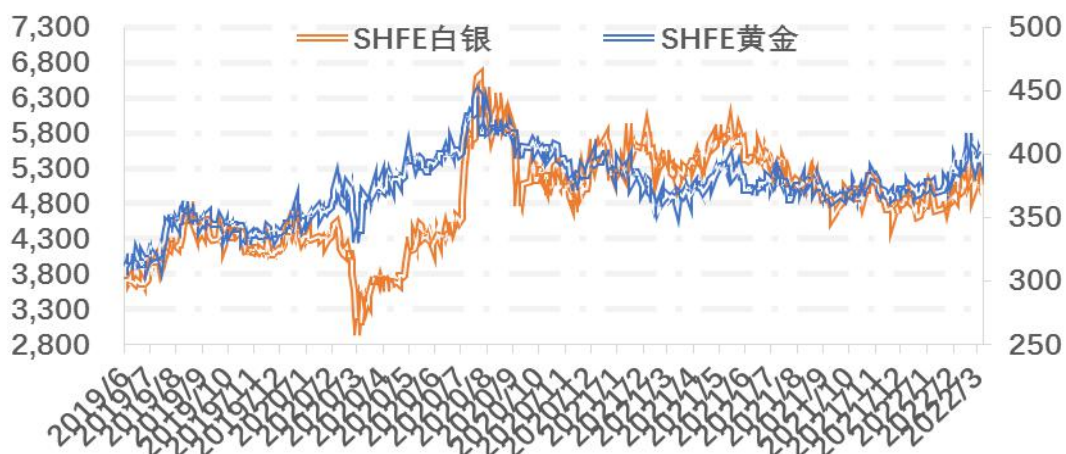
上周(3月21日-3月25日),俄乌局势陷入僵局,欧盟考虑暂停对俄原油进口以及沙特石油设施遇袭引发原油价格大幅走高,美联储官员继续表现鹰派。本周风险资产和避险资产双双反弹,恐慌指数 VIX 指数继续回落,全球主要经济体股市多数反弹,美股连续第二周上扬,欧洲三大股指涨跌互现,大宗商品则普遍走强,主要国家债券收益率上升,美国 10 年期国债收益率上升至 2.48%。美元指数微涨,金银价格企稳反弹。上周初,COMEX 黄金价格基本维持在 1940-1920 美元/盎司区间震荡,COMEX 白银价格维持在 24.8-25.5 美元/盎司,但随着避险情绪提振,COMEX 黄金刷新近期高位至 1966 美元/盎司,COMEX 白银突破 26.0 美元/盎司。上周 COMEX 黄金价格累计上涨 1.47%,COMEX 白银价格上涨 2.54%。内盘方面,上期所黄金期货主力合约沪金 2206 上周累计上涨 1.15%,白银期货主力合约沪银 2206 上涨 2.01%。

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

图表 3：恐慌指数 VIX 走势


数据来源：WIND、优财研究院

二、全球宏观金融分析

上周国际市场风云变幻，乌克兰局势陷入拉锯，北约领导人在峰会上批准大幅增加在东欧的部队，美国和欧盟宣布了天然气供应协议，美联储主席鲍威尔强调通胀风险，欧盟考虑禁运俄罗斯原油推高能源价格，人民币小幅贬值。

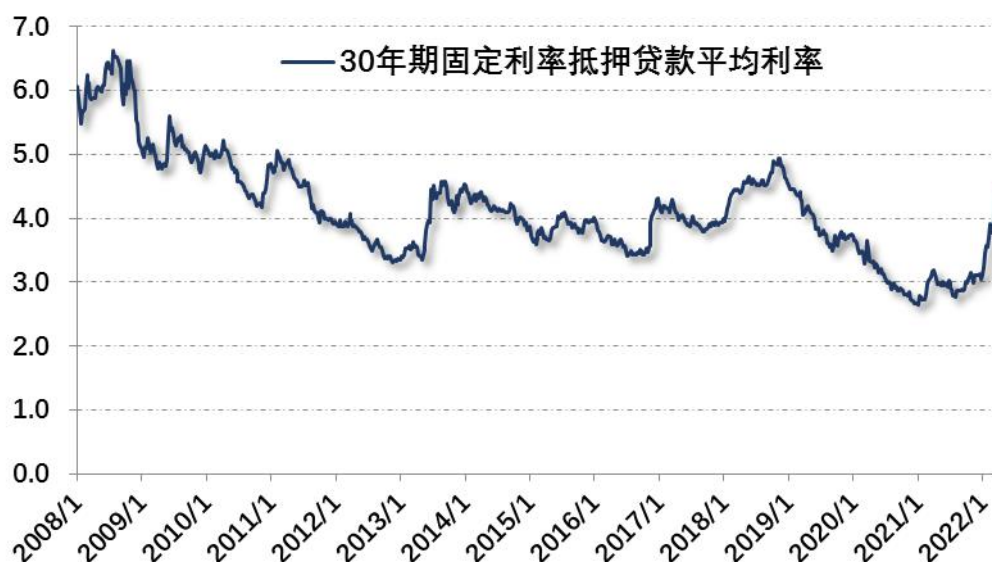
1. 美联储激进加息预期进一步强化

3月份以来，随着地缘政治因素加剧原油及其它大宗商品价格的飙升，全球通胀预期升温，包括美联储在内的主要央行政策立场日益强硬。本月中旬美联储开启加息周期后，美联储官员不断释放激进加息信号，美元指数小幅上涨：(1) 美联储主席鲍威尔暗示可能加快加息步伐。美联储主席鲍威尔表示必要时可能在5月份加息50基点。鲍威尔说，如果有必要，美联储愿意将联邦基金利率提高到所谓的“中性利率”以上；(2) 圣路易斯联储行长 Bullard 表示美联储要让通胀率回到2%的目标还有“很长的路要走”，并再次呼吁加快升息；(3) 旧金山联储行长 Mary Daly 表示，高通胀需要利率“升至中性”，其认为5月份可能需要加息50个基点；(4) 纽约联储行长称加息步伐应该由经济数据来决定，必要时可以一次加息50基点；(5) 克利夫兰联储行长 Loretta Mester 表示，到2022年底将联邦基金利率升至2.5%左右、然后在明年继续进一步加息是“合适的”。

美联储释放年内可能加速升息的信号后，金融市场对美联储未来更积极的货币紧缩政策做出反应，利率跟随10年期美国国债收益率走高。由于美国通胀进一步抬升以及美联储近期的偏鹰表态，美国按揭抵押利率随着上升。美国的抵押贷款利率本周内两次大幅飙升并接近5%。截至3月24日，美国30年期住房抵押贷款利率达到4.42%，达到近三年以来新高。美国住房抵押贷款利率快速上升拖累了美国成屋销量。受房价高企和利率上升影响，美国2月份新建住宅销量连续第二个月下滑，后期若国际原油价格维持高位，通胀超预期

期而美联储加速收紧，房贷利率上行将进一步影响房地产市场，美国房贷利率上行后美国房屋销售下降趋势预计仍将持续。

图表 4：美国抵押贷款利率

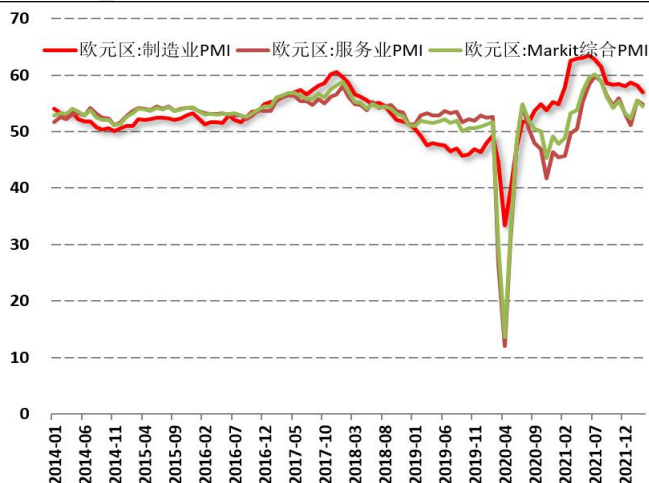


数据来源：WIND、优财研究院

2. 欧美制造业修复，但通胀上升

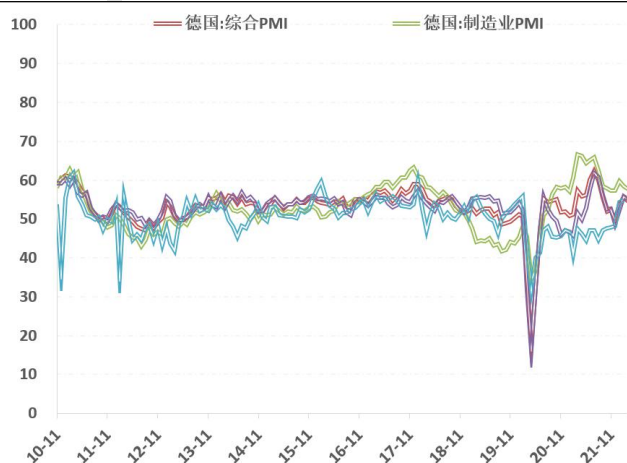
近期欧美国家纷纷放松新冠疫情的防控措施，欧美主要经济体制造业 PMI 好于预期，服务业回暖速度加快。(1) 欧元区综合采购经理指数(PMI)初值跌至 54.5，投入及产出价格均创新高，其中产出价格分项指数由 62.3 升至 65.7。3 月商业活动好于预期，旅游业、娱乐业等需求出现反弹，但 PMI 指数出现一定程度下滑，3 月制造业 PMI 初值由 58.2 跌至 57。服务业 PMI 则由 55.5 跌至 54.8，但仍高于市场预期，不过随着疫情相关限制得到放宽，服务业就业指数由 53.6 升至 54.8；(2) 德国 3 月综合 PMI 环比下降，服务业 PMI 从上月终值 55.8 降至 55.0。受疫情影响，德国制造业增速有所放缓，制造业 PMI 从上月终值 58.4 降至 57.6，为 3 个月来低点，拖累了欧洲制造业的增长。同时德国 IFO 指数疲软；(3) 英国制造业和服务业的增长态势出现分化，3 月制造业 PMI 录得 55.5 不及预期，但 3 月服务业 PMI 表现出色。

图表 5：欧元区 PMI 走势



资料来源：Wind，优财研究院

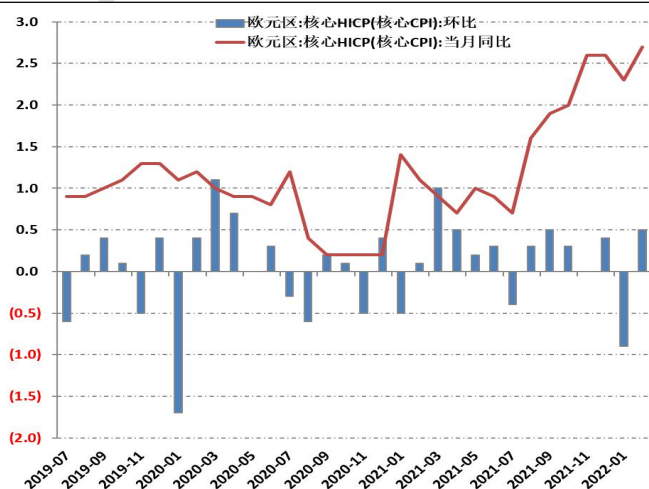
图表 6：德国综合和制造业 PMI



资料来源：Wind，优财研究院

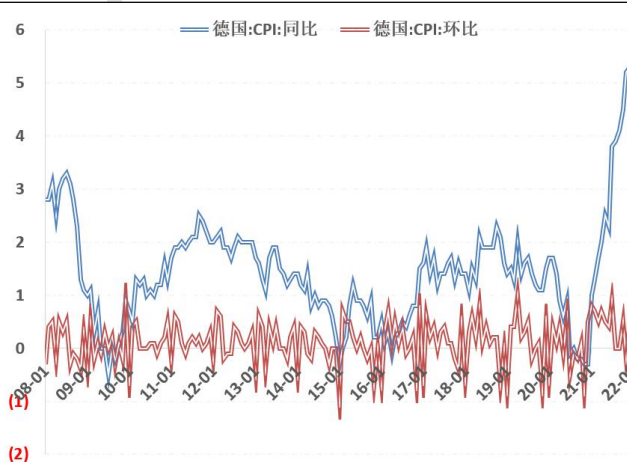
欧元区通胀上升。（1）受乌克兰危机和疫情的影响，欧洲供应链问题恶化，成本大幅上涨。欧盟 2 月份整体通胀率达到 6.2%，欧元区通胀率升至 5.9%，均创下历史最高。欧洲中央银行行长克里斯蒂娜·拉加德 17 日警告，随着俄罗斯与乌克兰冲突推高能源和粮食价格，欧元区通货膨胀率今年可能超过 7%。由于欧洲地区严重依赖俄罗斯能源进口，地缘政治因素将进一步加剧欧洲地区物价上升的风险，加剧欧洲央行加息压力；（2）英国 2 月份通胀率飙升至 6.2%，创 30 年新高，商品和服务价格大范围上涨，食品、服装、家具和家用设备的价格出现较大涨幅，核心消费者价格指数(CPI)同比上升 5.2%，较 1 月份的 4.4% 涨幅有所扩大。通胀加剧使得英国实际工资出现 7 年来最大降幅；（3）德国 2 月通胀率达 5.1%，能源价格同比上涨 22.5%。2 月份生产者价格指数（PPI）同比增长 25.9%，再创纪录新高。德国联邦银行央行专家预计 2022 年德国通货膨胀率或将升至 5%。

图表 7：欧元区 CPI 同比及环比变化



资料来源：Wind，优财研究院

图表 8：德国 CPI 同比及环比变化

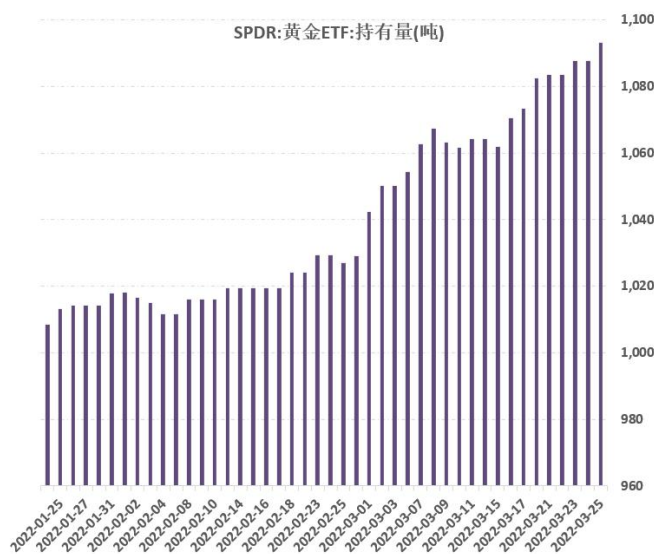


资料来源：Wind，优财研究院

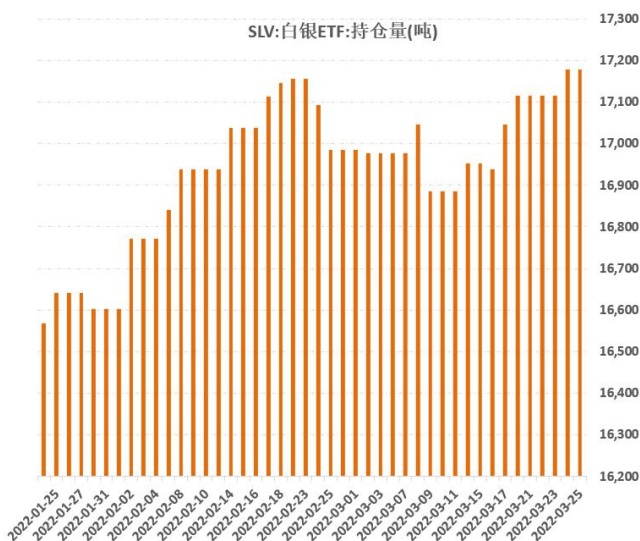
三、需求分析

从投资需求来看，上周黄金和白银 ETF 持仓均呈现增仓，但 CFTC 净头多出现减少。全球最大的黄金基金 SPDR 黄金 ETF 上周持仓量增加 10.74 吨至 1093.18 吨，SLV 白银 ETF 持仓量增加 63.21 吨至 17,179 吨。从 CFTC 持仓来看，截止 3 月 22 日当周，CFTC 黄金投机多头持仓减少 18071 手至 328660 手，空头持仓减少 4315 手至 80628 手，黄金投机性净多头减少 13756 手至 248032 手；白银投机多头持仓减少 4765 手至 69279 手，空头持仓减少 1158 手至 21332 手，白银投机性净多头减少 3607 手至 47947 手。

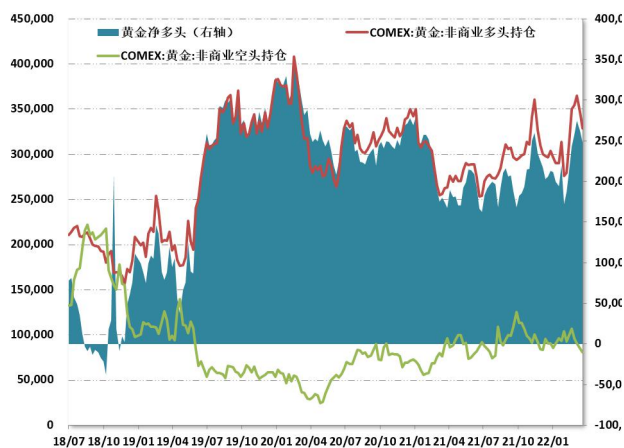
图表 9：SPDR 黄金 ETF (吨)



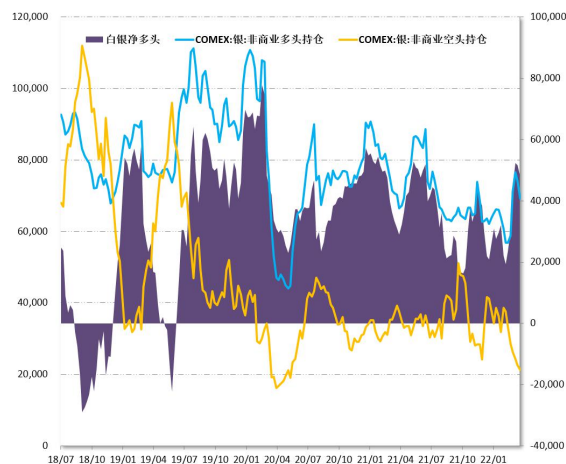
图表 10：iShares 白银 ETF (吨)



图表 11：CFTC 黄金持仓 (手)



图表 12：CFTC 白银持仓 (手)



资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

三、贵金属展望

从盘面来看，近期全球通胀风险、美联储激进加息预期和俄乌局势共同扰动贵金属市场。一方面，国际原油价格持续走高全球通胀集体上升，美联储官员持续发表鹰派言论，美元指数走高；另一方面，北约组织强化对俄罗斯的军事施压力度，西方国家对俄罗斯的金融制裁进一步升级，市场避险情绪升温，俄罗斯央行再度开启黄金购买计划，避险需求叠加实物需求扩张带动贵金属价格走高。

综合来看，国际能源价格波动对核心通胀有持久影响，原油价格再度反弹后全球滞胀风险上升，而美元开启加息周期后上半年将成为美联储收紧货币政策的主要时间窗口，特别是5月份美联储有可能激进加息并且采取缩表，全球央行超预期收紧货币政策趋势将限制贵金属价格反弹。技术形态上看，金银价格重心有所上移但仍未完全摆脱均线系统的束缚，短线前期高点附近料将遇到较强阻力。操作上建议短多长空思路。沪金 AU2206 参考区间 380-430，沪银 AG2206 参考区间 4850-5450。

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。本报告清晰准确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/>