



2022年4月1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

作者：姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱：yaoxinghang@jinxinqh.com



通胀再起波澜，金银迷途知返

内容提要

短期来看，俄乌局势出现缓和迹象，但双方谈判结果仍具有不确定性。欧洲地缘政治若出现实质性好转，俄乌冲突所带来的避险情绪冲击将逐步褪去，将对贵金属市场形成利空。我们判断二季度俄乌局势大概率降温，市场情绪会有较大改善。

中短期来看，俄乌战争带来的全球通胀中枢上移以及欧美央行货币政策加速收紧的趋势将继续存在。从通胀角度看，战争及制裁导致的供应中断短期内难以修复，大宗商品短缺状态将继续存在，能源、农产品、金属等产品的价格将继续处于相对高位，全球通胀短期难以实质好转，黄金白银将继续受益于抗通胀属性。

我们认为，二季度黄金白银价格预计将先扬后抑，价格中枢总体偏下，但存在阶段性反弹机会，逻辑在于：（1）美联储大概率加快紧缩节奏，全球主要央行货币政策将边际收紧，全球市场将由流动性泛滥向货币政策边际收敛转变，贵金属价格将缺乏宽松货币政策的支撑；（2）美元指数调整。美国经济基本面、美联储货币政策周期将强化美元的上行动能，但滞胀风险将拖累美元；（3）美债收益率仍具有上行空间。当前导致美债收益率上行的结构性问题仍旧存在，短期内难以会有实质性转变，美债收益率大概率延续上行，对贵金属价格的负面影响将继续存在，但影响可能边际弱化；（4）美国经济的边际改善、欧洲地缘政治风险的释放将对市场避险情绪起到抑制作用。

我们认为二季度 COMEX 黄金价格将在 1600-2100 美元/盎司区间震荡，COMEX 白银价格将在 21.5-28.5 美元/盎司区间。内盘沪金下方第一支撑 375 元/克，沪银第一支撑 4750 元/千克。未来随着宏观风险事件聚集，金银价格会有波动，避

请务必仔细阅读正文之后的声明

险和通胀背景下贵金属仍具有配置价值。而中美经济基本面及货币政策周期差异化背景下人民币汇率料将震荡偏弱，有利于内盘沪金沪银价格。可关注做空金银比价机会。

风险提示

主要国家货币紧缩政策超预期、美元指数超预期变化、地缘政治风险



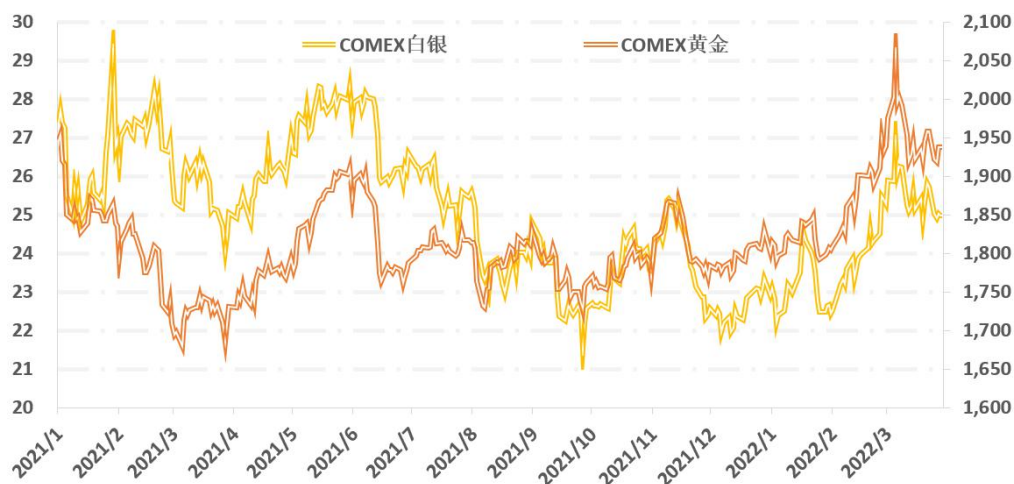
一、行情走势回顾

自年初以来，贵金属市场走出了一波先扬后抑的行情，俄乌局势、美元加息、全球通胀等因素共同主导贵金属市场。1月，贵金属市场波澜不惊，俄乌局势持续紧张，美联储政策声明预告加息将至，同时缩表也将紧随，地缘政治风险和货币紧缩前景引发美股美债应声下挫，贵金属价格回落；进入2月后，俄乌战争爆发，全球市场避险情绪急剧升温，全球股市深度调整，俄罗斯、美国、欧洲等市场主要股指均出现大幅下跌，俄罗斯卢布对美元汇率暴跌，恐慌指数VIX一度升至近40，全球市场进入避险交易模式，避险情绪涌入驱使基准政府债券、美元、瑞士法郎、日元和黄金价格等避险资产价格普遍上涨，黄金白银价格开始凌厉反弹；3月，俄乌冲突升级，全球大宗商品市场飙升至多年高点，欧洲市场天然气和煤炭价格创历史记录，原油价格大幅走高接近20年高点，金融市场波动率放大，避险情绪飙升。同时，西方国家开始对俄的金融制裁进一步升级，俄央行再度开启了购买黄金计划。在通胀预期攀升、避险需求叠加以及实物金需求扩张的叠加作用下，黄金价格重新站上2000美元/盎司，白银则重新回到25美元/盎司以上。随后美联储加息25个基点靴子落地，美联储政策立场日益强硬，美元指数上涨，美元回流带动美股出现大反弹。国际原油价格高位运行，美债收益率上行的同时出现倒挂，海外经济出现衰退风险，黄金白银价格重新下移。

内盘方面，一季度人民币汇率整体偏强，沪金沪银价格跟随外盘阶段性走强，但由于人民币升值因素的存在，国内沪金沪银价格整体弱于外盘。一季度上期所黄金期货主力合约AU2206累计上涨5.64%，白银期货主力合约AG2206累计上涨3.43%。

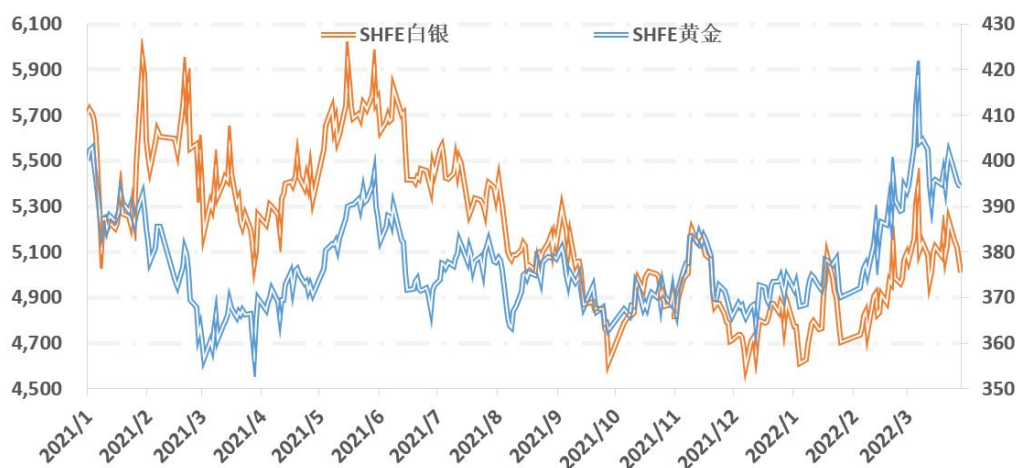


图表 1: COMEX 黄金白银价格走势



资料来源: wind, 优财研究院

图表 2: 沪金沪银价格走势



资料来源: wind, 优财研究院

金银比价自年初以来基本上在 75-80 点位区间内波动,但出现三波比较明显的走势:第一波是 1 月份中下旬黄金白银价格出现大幅下挫过程中,白银价格大幅下挫,带动金银比价明显回升并反弹至 80 点位;第二波是 2 月份开始避险情绪带动黄金白银价格上涨,但黄金价格涨幅更加明显,金银比价出现明显回升;第三波是 3 月份开始黄金白银价格冲高回落,金银比价陷入上下窄幅波动。



图表 3: 金银比价走势



资料来源: wind, 优财研究院

二、宏观分析

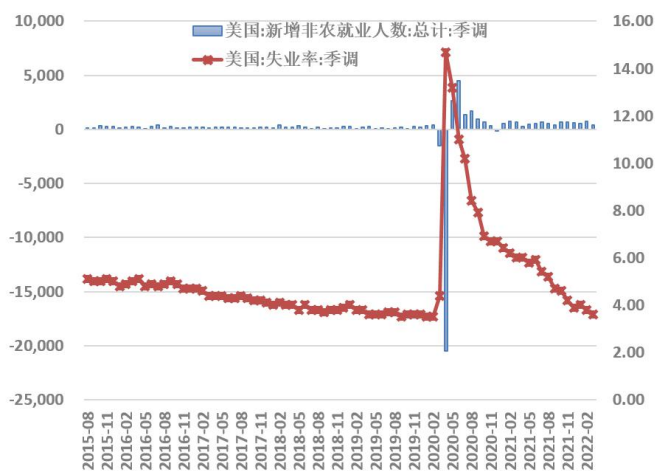
1、美国就业市场修复，通胀加速上行

一季度美国经济边际修复，企业景气高企，企业实际库存处于低位，新订单持续高景气，就业市场加快复苏，居民收入增加，但通胀大幅上行导致个人消费支出萎缩，利率上行拖累美国房地产市场。

(1) **美国实际失业率走低，薪资增速加快。**美国一季度美国非农就业人口月均新增 56 万人，其中 1 月份非农新增就业至 50.4 万人，2 月份非农新增就业人数 75 万人，3 月份非农新增就业人数 43.1 万人，休闲和酒店、专业和商业服务、零售贸易和制造业的就业继续显著增长；失业率降至 3.6%，创两年来新低，美国职位空缺数连续 7 个月超 1 千万，远超美国失业人数；3 月份薪资增速创 2007 年以来最高，薪资提升与就业修复进入良性循环，薪资加速增长将推升通胀水平，而劳动力参与率有所回升。



图表 4：美国非农就业及失业率



资料来源：Wind，优财研究院

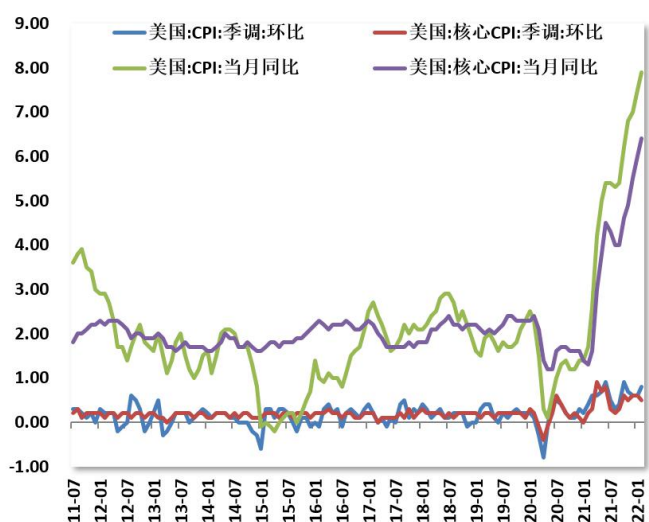
图表 5：美国劳动参与率



资料来源：Wind，优财研究院

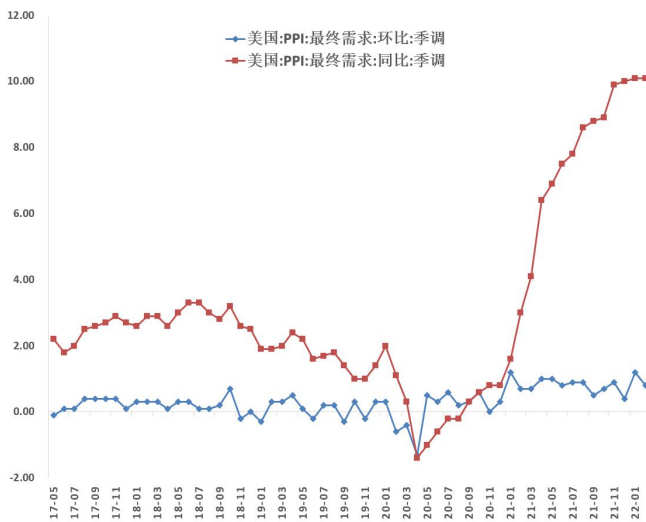
(2) 通胀预期仍在美联储目标附近。2月CPI同比上涨7.9%创近四十年新高，PCE物价指数同比上涨6.4%，创1982年以来最高水平，而核心PCE物价指数同比上涨5.4%，创1983年以来最高水平。美国通货膨胀主要驱动力来源于两方面，一是劳动力成本上升；二是高居不下的大宗商品价格。美国薪资加速增长，而大宗商品价格继续处于高位，两者均无明显的压力放缓征兆。伴随着大宗商品的迅猛上涨，市场通胀预期高企，美国国债10年期盈亏平衡通胀率升破3%。

图表 6：美国 CPI 同比和环比走势



资料来源：Wind，优财研究院

图表 7：美国 PPI 同比及环比走势



资料来源：Wind，优财研究院



(3) **个人消费支出随着通胀而出现萎缩。**美国 2 月个人支出月率仅录得 0.2%，远低于预期的 0.5%，表明随着通货膨胀走高，消费支出而萎缩，油价高涨，居民生活成本上升，消费者对商品的需求逐步转弱。

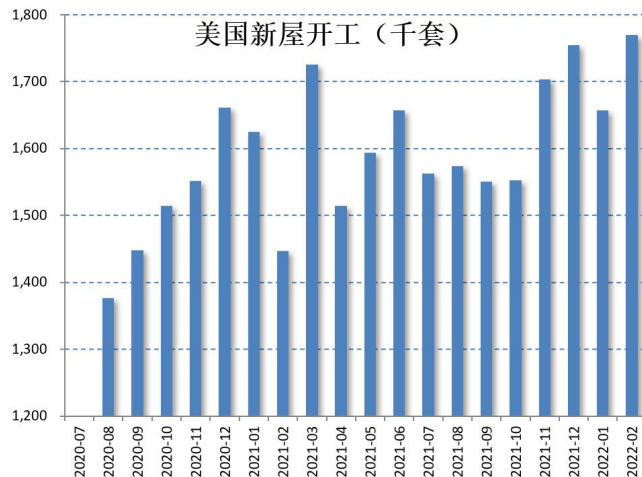
(4) **美国房地产市场供需仍然偏紧。**美国二手房处于创纪录低库存，一季度二手房销量呈现前高后低，库存短缺制约销售。美国成屋销售较达到年化 650 万套。当前美国待售房屋库存量下滑至历史最低水平，而新屋占房屋市场比重较低，供给增加预计仍将缓慢，供不需偏紧局面将持续；另一方面，美国 30 年期抵押贷款利率飙升，自 2019 年以来首次超过 4%，达到 2018 年末以来最高水平。目前美国房价处于偏高水平，美联储紧缩的货币政策将提升房贷利率，后续房贷利率飙升中长期将抑制购房需求增长，将导致美国楼市出现降温迹象。

图表 8：美国抵押贷款利率



资料来源：Wind，优财研究院

图表 9：美国新屋开工



资料来源：Wind，优财研究院

美债收益率在通胀超预期上行以及美联储偏鹰的双重作用下，出现两大变化：一是美债收益率整体偏向上行；二是美债收益率曲线不断走平并出现倒挂。美联储主席鲍威尔作出准备加息 50 个基点的鹰派表态，同时美欧加大制衡俄罗斯力度，美债遭到市场集中抛售，10 年期美债收益率加速上扬并创近 3 年来新高，20 年期国债收益率上升至 2.74%，美国 30 年期国债收益率上升至 2.6%。美国 2 年期国债收益率自 2019 年以来首次超过 10 年期收益率，同时 10 年期与 5 年期、10 年期与 3 年期美债收益率持续倒挂，强化了市场对美联储加息可能导致经济衰退的观点，加速了投资者抛售债券，而欧债也同样遭到了市场连续性的抛售。



美国属于消费型国家，其进口金额大于出口金额，美国通胀高升很大程度是因为输入型通胀，美国进口价格指数环比 2020 年 3 月以来绝大部分月份均为正值，显示美国输入商品价格持续攀升，对通胀起到持续推升的作用。IMF 预计，由于供应链问题，2022 年全球通胀将上升 1.5%。后续来看，大宗商品价格高企下全球通胀压力上升，后美元开启加息后未来将多次加息并采取缩表，美债收益率将攀升。

图表 10：美债收益率上行



资料来源：Wind，优财研究院

图表 11：美债收益率曲线倒挂



资料来源：Wind，优财研究院

2、全球央行货币政策日益强硬

今年以来，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，全球主要央行进入货币政策紧缩周期。

(1) **美联储加快紧缩节奏。**美联储自去年 12 月。今年以来美国劳动力市场与通胀的双重强劲使得美联储进一步紧缩。3 月份美联储开启加息进程，同时美联储官员态度明显偏鹰派。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。点阵图显示今年内还有六次加息，明年加息 3-4 次。结合目前美国经济表现和美联储官员表态来看，美联储将继续延续紧缩。基于美国基本面边际回落以及美国通胀即将见顶的判断，我们认为美联储紧缩压力主要集中于 2022 年上半年，下半年美联储紧缩压力料将减缓。

(2) **欧洲央行逐步转鹰。**俄乌冲突导致欧元区通胀上行风险整体加大，欧洲央行货币政策边际转鹰。欧洲央行于 2022 年 3 月底停止“紧急抗疫购债计划”（PEPP）项下的净资产购买，并将“在加息不久前结束资产购买”的表述改为“任何利率调整都会在结



束 APP 资产净购买后的某个时点发生”。欧洲央行多次表示若通胀率继续攀升，市场预期欧洲央行将提前为货币政策转向做准备。欧洲货币市场预计，欧央行将在年底前加息 25 个基点。

(3) **英国央行连续加息。**英国通胀日益高企，2 月份 CPI 创 30 年来的新高。英国央行已经连续三次加息至 0.75%，并计划启动缩表，停止对到期债券进行再投资。不过相比美联储而言，英国央行采取了更对温和的语调。英国央行警告通胀率会在今年第二季度达到 8%，市场普遍预计英国央行 5 月将再度加息。

(4) **加拿大央行进入紧缩周期。**加拿大通货膨胀的年增长率达 5.7%，创 30 年新高，其中汽油价格上涨 32.3%，住房成本上涨 6.6%，创 1983 年以来的最大涨幅。而加拿大经济连续第九个月增长，由此加拿大央行加息压力加大。3 月份加拿大央行加息 25 个基点，为两年来首次上调基准利率，随后借贷成本开始上升。加拿大央行副行长暗示有望加息。市场预期 4 月份起加拿大央行将连续加息，未来 12 个月加拿大央行将会加息 7 次，而且还会进行缩表。

(4) **日本央行政策基调相对鸽派。**日本央行维持政策利率在-0.1%不变；同时央行还计划继续无限制地购买日本政府债券，以将 10 年期日本国债收益率维持在 0%左右，同时将继续购买每年价值高达 12 万亿日元的股票。日本央行重申，如有必要，将毫不犹豫地采取更多宽松措施；将继续实施 QQE 和收益率曲线控制，继续扩大货币基础，直到观察到的除食品以外的 CPI 的同比增长率超过 2%，并以稳定的方式保持在目标之上。

(6) **俄罗斯央行大幅加息。**2 月初俄罗斯央行大幅升息 100 个基点至 9.5%，同时不排除进一步加息的可能。而为了应对卢布贬值，2 月 28 日俄罗斯央行将基准利率提升 1050 个基点至 20%。

(7) 今年以来，通胀压力蔓延至全球各国，缩减、加息以及提高通胀预期成为各国央行的一致行动，巴西、墨西哥、波兰、捷克、智利等国家央行均不同程度提高基准利率。后续各国央行将继续货币政策正常化进程，边际收紧货币政策将趋势化。

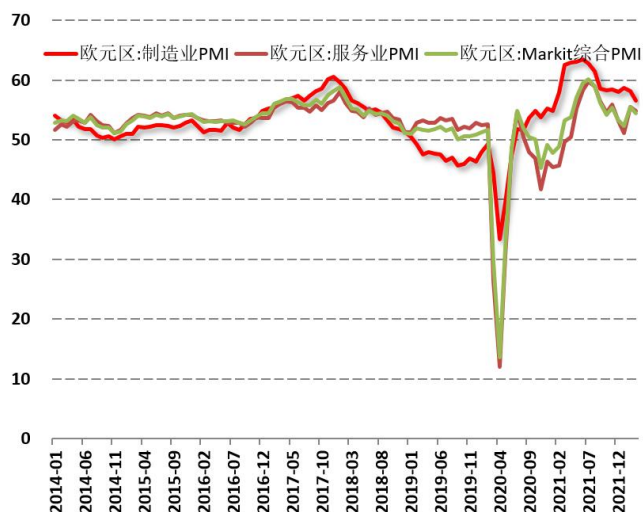
3、俄乌冲突冲击欧元区经济

年初以来，随着俄乌冲突的延续，大宗商品强劲上涨，小麦玉米等大宗商品延续涨势，原油和天然气价格持续走高，欧元区面临增长停滞、信心下挫和通胀飙升的困境。



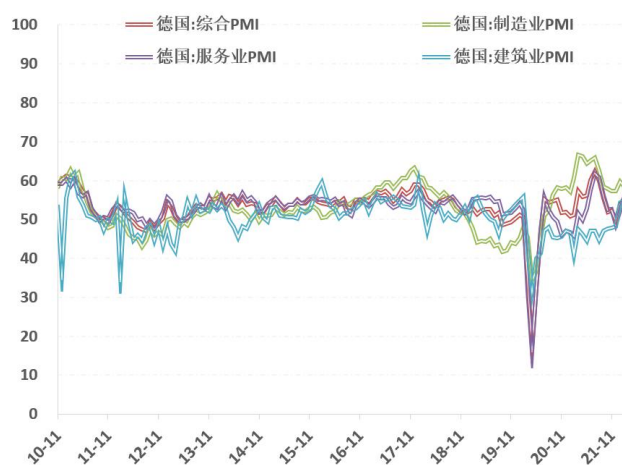
欧元区制造业复苏放缓。受疫情冲击以及俄乌冲突升级导致生产成本飙升的影响，欧元区主要经济体制造业 PMI 整体不及预期，不过服务业回暖速度加快。英国、法国和西班牙等国制造业 PMI 有不同程度下降。（1）欧元区综合采购经理指数 (PMI) 初值跌至 54.5，投入及产出价格均创新高，其中产出价格分项指数由 62.3 升至 65.7。3 月商业活动好于预期，旅游业、娱乐业等需求出现反弹，但制造业和服务业 PMI 指数出现一定程度下滑，欧元区 3 月制造业 PMI 终值为 56.5，环比下跌 1.7，为近 14 个月低点。服务业 PMI 则由 55.5 跌至 54.8，但仍高于市场预期，不过随着疫情相关限制得到放宽，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，英国政府取消新冠的限制刺激服务业加速增长；（4）法国 3 月份制造业 PMI 为 54.7，创五个月低；（5）西班牙制造业 PMI 降至 54.2，创 13 个月新低。

图表 12：欧元区制造业和服务业 PMI



资料来源：Wind，优财研究院

图表 13：德国综合 PMI



资料来源：Wind，优财研究院

地缘政治紧张局势拖累消费者信心下降。欧元区 3 月消费者信心下降，经济景气指数降至 108.5，投资信心指数跌至 -7.0，零售业和工业信心也明显走低，不过服务业信心略有改善。欧元区消费者信心指数跌至 -18.8，德国消费者信心指数降至 -12.7，同时法国、意大利和西班牙的信心指数急剧降低。

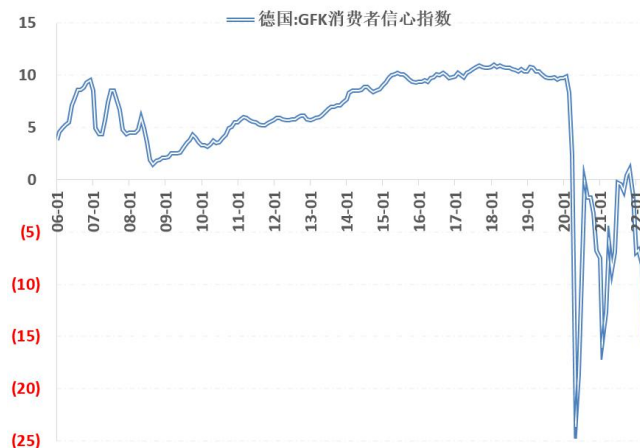


图表 14：欧元区投资信心指数下滑



资料来源：Wind，优财研究院

图表 15：德国消费者信心指数下降



资料来源：Wind，优财研究院

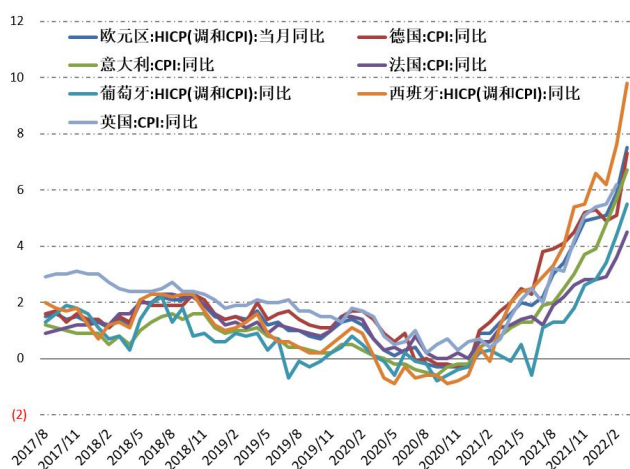
能源价格上涨推动欧元区通胀持续走高。受乌克兰危机和疫情的影响，欧洲供应链问题恶化，进一步助推了已经飙升的能源价格，成本大幅上涨。地缘政治因素将进一步加剧欧洲地区物价上升的风险，加剧欧洲央行加息压力，能源供应趋紧欧元区滞胀风险上升。能源成本飙升拉动欧元区 19 个成员国物价整体上涨，德国、法国、意大利和西班牙物价涨幅均达到数十年来高位。（1）欧元区 3 月 CPI 同比升 7.5%，创下历史最高，核心 CPI 同比上涨 3.0%。分项目来看，欧元区能源价格同比增速达 44.7%，环比上涨 12.5%，而能源占调和 CPI 权重为 10.9%，带动调和 CPI 同比上涨 4.9%。其次是食品、酒精和烟草，同比增速达 5.0%。非能源工业品同比上涨 3.4%，服务同比上涨 2.7%。与美国不同的是，欧元区并未出现物价-工资螺旋上涨迹象，其通胀主要由供应链冲击造成；（2）英国 2 月份通胀率飙升至 6.2%，核心通货膨胀率上升至 5.2%，均创 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%。食品价格的全面上涨成为英国通胀的主要原因，通胀加剧使得英国实际工资出现 7 年来最大降幅。3 月，英国零售价格年度通胀率为 2.1%，创下 2011 年 9 月以来的新高；（3）德国 3 月 CPI 同比大涨 7.3%，创 40 年新高，能源价格同比大涨 40%。2 月份德国生产者价格指数 (PPI) 同比增长 25.9%，再创纪录新高，主要受能源价格上涨的推动。德国高度依赖俄罗斯的能源，其一半以上的天然气、一半的煤炭和大约三分之一的石油从俄罗斯进口。受俄乌冲突冲击，德国通胀上升的动能较为强劲。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%；（4）意大利



通胀率升至三十年最高水平。意大利 3 月通胀率同比增长 6.7%，连续九个月上涨，创 1991 年以来最高水平，核心通货膨胀增至 2.0%；（5）法国通胀率创 1997 年以来最高；（6）西班牙通货膨胀率达 9.8%，是 1985 年 5 月以来新高。

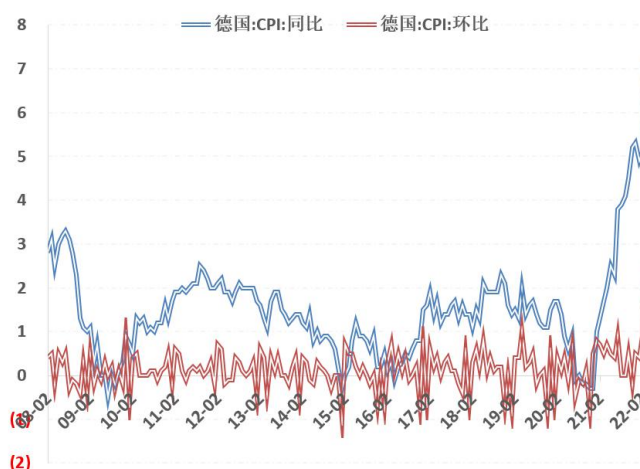
后续来看，如果俄乌冲突持续，欧元区能源供应将继续趋紧，俄罗斯普京签署天然气卢布结算法令，如果欧洲国家不以卢布支付，俄罗斯可能切断天然气供应，对欧元区未来能源供应稳定形成风险。

图表 16：欧元区通胀整体上行



资料来源：Wind，优财研究院

图表 17：德国通胀率同比和环比增加



资料来源：Wind，优财研究院

三、基本面分析

1. 实物需求

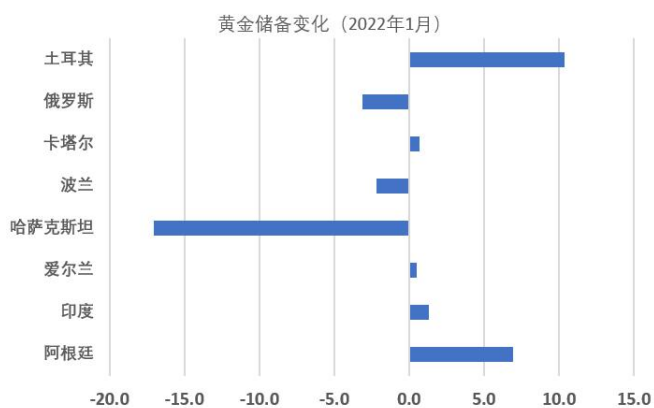
一季度主要国家的黄金实物需求表现出一定分化：一方面，随着重要节日临近，中国黄金消费在春节黄金周期间表现较好。今年 1-2 月，瑞士向中国大陆和香港出口 119.9 吨黄金，同比去年同期 3.1 吨有明显增加；另一方面，随着美元升值，主要国家货币兑美元贬值，使得这些国家货币计价的黄金价格上升，限制了黄金的消费。2021 年印度进口 1050 万吨黄金，创十年来的最高进口量。一季度是印度结婚的高峰期。但今年以来，由于印度卢比的汇率不断走低，印度的黄金购买成本上升，许多家庭选择将婚礼推迟，高企的金价损害了印度婚礼旺季期间的黄金首饰需求。

央行方面，2021 年各国央行总计增储 463 吨黄金，比 2020 年增加 82%，全球央行



黄金储备提升至近 30 年来的最高水平。今年以来全球央行总体上增持黄金储备，但增持幅度不大，其中土耳其、阿根廷央行黄金储备有明显增加，而俄罗斯、哈萨克斯坦、波兰央行黄金储备减少。俄乌战争爆发后，美国冻结俄国黄金储备，同时限制各国购买俄罗斯黄金。截至 3 月份，俄罗斯央行外汇和黄金储备比 2 月的高点水平减少了 388 亿美元。俄罗斯央行宣布将从 2022 年 3 月 28 日起以固定价格从信贷机构购买黄金。

图表 18：主要央行黄金储备变化（吨）



资料来源：Wind，优财研究院

图表 19：印度黄金进口（百万美元）



资料来源：Wind，优财研究院

白银需求方面，全球白银下游端以光伏产业和新能源行业为主。光伏上，根据中国光伏行业协会（CPIA）数据显示，2021 年全球光伏装机 150~170GW，预计 2022 年全球光伏装机 180~225GW。新能源上，世界白银协会报告预计 2021 年汽车用银需求将达到 6100 万盎司，并将于 2025 年升至 9000 万盎司，接近光伏用银的需求。根据中国汽车工业协会数据，2021 年我国新能源汽车产量为 354.5 万辆。但是受原材料涨价、芯片短缺等问题影响，今年新能源车产能及订单表现会受到一定冲击，新能源对白银需求拉动有可能弱化。

2. 投资需求

从投资需求来看，一季度以来，机构对黄金和白银 ETF 持仓均出现比较明显的增仓，特别是黄金 ETF 增仓幅度达 12%，高于白银 ETF 5%的增仓幅度。一季度 SPDR 黄金 ETF 持仓累计增加 115.78 吨至 1091.44 吨，SLV 白银 ETF 持仓量累计增加 865 吨至 17376 吨。根据世界黄金协会数据显示，1 月全球黄金 ETF 在北美基金的主导下净流入 46.3 吨，2 月份全球通胀及俄乌危机导致的地缘政治风险带动全球黄金 ETF 净流入 35.3 吨。其中，

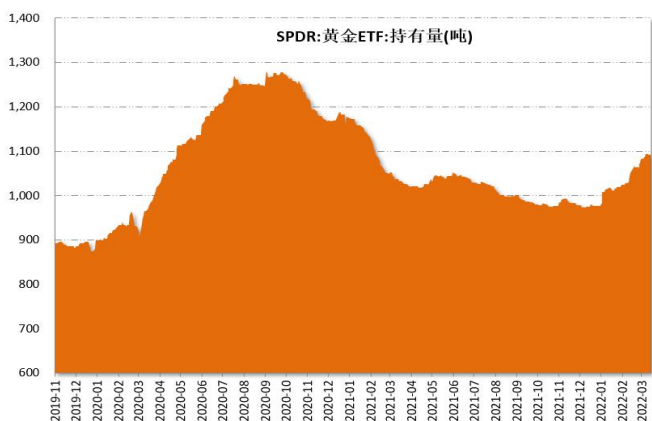


北美黄金 ETF 流入 21.3 吨，并且流入趋势一直延续至 3 月，但亚洲黄金 ETF 流出 7.4 吨，流出主要由中国黄金 ETF 主导，同时印度黄金市场的获利抛售导致额外的黄金 ETF 流出。

从 CFTC 持仓报告来看，一季度以来，CFTC 黄金和白银总持仓均增加，但黄金总持仓增加幅度高于白银，说明机构对黄金的兴趣相比白银更高。CFTC 黄金和白银净多头均出现增加，主要是由于多头持仓增加而空头持仓减少。

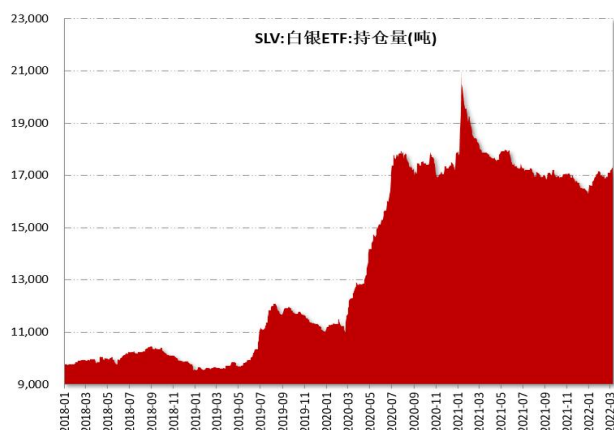
我们认为，年初以来机构对黄金白银持仓的态度变化主要受到以下几方面因素的影响：一是全球通胀强化了黄金白银的抗通胀属性；二是地缘政治事件推升市场避险需求，避险资产整体走强；三是美元及美债收益率上行拖累了机构增仓的动力。

图表 20: SPDR 黄金 ETF (吨)



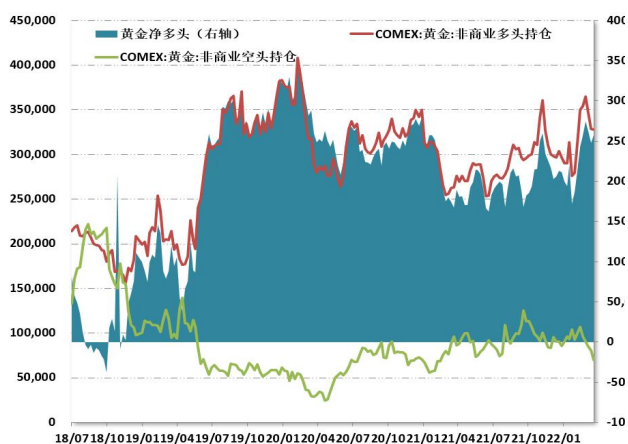
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 21: iShares 白银 ETF (吨)



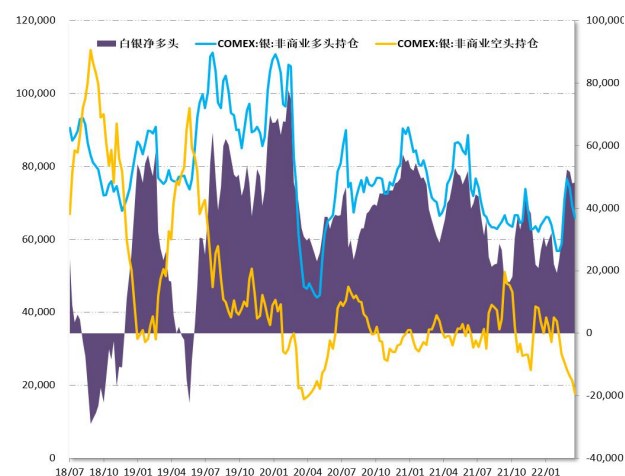
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 22: CFTC 黄金持仓 (手)



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 23: CFTC 白银持仓 (手)



资料来源: Wind, 优财研究院



四、 行情展望

短期来看，俄乌局势出现缓和迹象，但双方谈判结果仍具有不确定性。欧洲地缘政治若出现实质性好转，俄乌冲突所带来的避险情绪冲击将逐步褪去，将对贵金属市场形成利空。我们判断二季度俄乌局势大概率降温，市场情绪会有较大改善，原因在于：一是俄罗斯经济实力难以支撑长久战争的消耗；二是西方国家难以形成统一战线；三是俄乌战争长期化将冲击欧美国家经济并导致通胀持续高企。需求方面，二季度贵金属市场实物需求进入相对淡季，对贵金属价格影响有限，而投资需求上，地缘政治的风险释放将导致避险需求弱化，同时若美元及美债收益率继续走强，预计机构对黄金白银难有增仓动力。

中短期来看，俄乌战争带来的全球通胀中枢上移以及欧美央行货币政策加速收紧的趋势将继续存在。从通胀角度看，战争及制裁导致的供应中断短期内难以修复，大宗商品短缺状态将继续存在，能源、农产品、金属等产品的价格将继续处于相对高位，全球通胀短期难以实质好转，黄金白银将继续受益于抗通胀属性。以原油为代表的能源价格维持高位，叠加劳动力成本的螺旋上升，导致全球高通胀的持续时间可能比预期要长。原油价格仍是主导全球通胀的主导因素，当前原油供需依然不平衡，原油后市的扰动因素主要在于供给端，后续若原油价格见顶，黄金白银价格将出现补跌。原油供给端的扰动因素主要集中在两方面：一是**西方国家的原油储备释放**。美国总统拜登推出了该国有史以来规模最大的紧急石油储备释放计划。从5月开始，美国将在六个月内从战略石油储备（SPR）中每日释放100万桶原油，美国的盟友和合作伙伴可能会再释出3000万到5000万桶石油；二是**产油国增加石油供应**。俄罗斯和沙特两国准备逐步增加石油供应，俄罗斯计划将乌拉尔原油的出口规模提高至三年来最高水平。与此同时，由于欧佩克+继续提高配额，沙特原油产量将在未来几个月持续增加。因此，二季度海外通胀预期可能上行有限，贵金属价格整体将面临实际利率上行的压力。

美联储加息和缩表仍是影响贵金属市场的重要约束。美联储紧缩路径将延续“TAPER-加息-缩表”的路径。美国经济延续修复以及高通胀环境导致美联储货币正常化步伐难以放缓，美联储将通过进一步收紧货币政策打压通胀预期，进一步加息乃至缩表的节奏有



可能加快。美联储开启加息周期后，5月份将是美联储进一步加息以及采取缩表的重要时间窗口。后续美联储货币政策紧缩进程将抬升美债收益率，最终将导致美元实际利率持续回升，抑制贵金属反弹。美联储政策正常化加快对贵金属市场的扰动作用值得关注。当前贵金属市场对美联储加息预期的消化相对充分，但对于激进加息以及缩表影响的消化仍然不充分。后续美联储货币政策正常化将使得贵金属市场承压。

我们认为，二季度黄金白银价格预计将先扬后抑，价格中枢总体偏下，但存在阶段性反弹机会，逻辑在于：（1）美联储大概率加快紧缩节奏，全球主要央行货币政策将边际收紧，全球市场将由流动性泛滥向货币政策边际收敛转变，贵金属价格将缺乏宽松货币政策的支撑；（2）美元指数调整。美国经济基本面、美联储货币政策周期将强化美元的上行动能，但滞胀风险将拖累美元；（3）美债收益率仍具有上行空间。当前导致美债收益率上行的结构性问题仍旧存在，短期内难以会有实质性转变，美债收益率大概率延续上行，对贵金属价格的负面影响将继续存在，但影响可能边际弱化；（4）美国经济的边际改善、欧洲地缘政治风险的释放将对市场避险情绪起到抑制作用。

综上，我们认为二季度 COMEX 黄金价格将在 1600-2100 美元/盎司区间震荡，COMEX 白银价格将在 21.5-28.5 美元/盎司区间。内盘沪金下方第一支撑 375 元/克，沪银第一支撑 4750 元/千克。未来随着宏观风险事件聚集，金银价格会有波动，避险和通胀背景下贵金属仍具有配置价值。而中美经济基本面及货币政策周期差异化背景下人民币汇率料将震荡偏弱，有利于内盘沪金沪银价格。可关注做空金银比价机会，逻辑在于：一是全球经济复苏以及地缘政治风险释放，市场风险偏好抬升，美元指数有上行动力，而黄金价格对美债收益率以及美元指数更为敏感；二是白银工业属性较强，其继续受益于全球经济修复以及绿色能源转型，银价将相比金价抗跌；三是金银比价目前处于自去年以来的 75%分位水平，处于中等偏高水平，金银比价可能会向下均值回归。

五、风险提示

主要国家货币紧缩政策超预期、美元指数超预期变化、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/>