



2022年6月7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

王志萍

从业资格编号 F3071895

投资咨询编号 Z0015287

wangzhiping@jinxinqh.com



美元指数高处不胜寒，贵金属“雨过天晴”

内容提要

五月以来，全球宏观环境和资产走势出现明显变化。海外市场持续波动，猴痘疫情发酵，地缘政治升温，印度禁止小麦出口加剧全球粮食危机，美联储继续加息并宣布缩表，美元指数高位回落，市场风险情绪改善，欧美权益资产触底走强，贵金属价格先抑后扬。

综合来看，美国就业市场进入平稳周期后，美联储将控制通胀作为近期的核心目标。当前制约美国通胀继续上行的主要因素是以原油为代表的能源价格回落、工资增速放缓等，但是美国通胀向食品等扩散，美国核心通胀继续处于高位盘桓阶段，但环比和同比或已接近见顶。美国通胀实质性回落前，美联储将继续强化鹰派加息。中期来看，美国非农就业稳定、劳动参与率抬升、薪资增幅放缓等趋势若能延续，美联储将放缓加息步伐，美联储货币政策将边际转鸽。预计6月份美联储议息会议大概率加息50基点，贵金属市场将继续承压，而下半年美联储加息节奏将前紧后松，7月份美联储加息幅度有较大不确定性，但9月开始美联储有可能加息25个基点。

美元加息周期下美元指数预计将倾向于上行，但欧美货币政策收敛，欧洲及全球主流央行紧缩预期升温以及美国经济趋弱将限制美元指数走势，预计美元指数高位运行的同时有下行风险。当前美元指数走势已反映出美元加息预期、美国经济基本面等因素，后续若美国经济衰退预期强化，美元指数下行有利于贵金属价格表现。而人民币汇率受益于疫情改善+经济修复逻辑，人民币短期有重新升值预期，内盘沪金沪银价格反弹力度将弱于外盘。

综合来看，俄乌局势进入僵持阶段，市场避险需求的来源将转向全球经济衰退、权益市场波动等不确定性因素，美国通胀仍未见顶之前美联储将延续鹰派预期，美元指数将高位运行，预计短期金银价格震荡偏弱，操作上建议逢高短空。沪金 AU2208 参考区间 385-415，沪银 AG2208 参考区间 4450-5400。

风险提示

全球“再通胀”超预期、美债及美元指数调整、全球地缘政治风险

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 | 4 |
| 图表 3: 人民币兑美元汇率 | 4 |
| 图表 4: 美国 GDP 增速 | 5 |
| 图表 5: 美国抵押贷款利率 | 5 |
| 图表 6: 美国非农就业及失业率 | 7 |
| 图表 7: 美国劳动参与率 | 7 |
| 图表 8: 美国 CPI 同比及环比增速 | 7 |
| 图表 9: 美国 PCE 物价指数 | 7 |
| 图表 10: 欧元区 GDP 同比增速 | 8 |
| 图表 11: 欧元区各国 CPI 同比变化 | 8 |
| 图表 12: SPDR 黄金 ETF (吨) | 9 |
| 图表 13: iShares 白银 ETF (吨) | 9 |
| 图表 14: CFTC 黄金持仓 (手) | 9 |
| 图表 15: CFTC 白银持仓 (手) | 9 |

一、贵金属价格回顾

五月以来，全球宏观环境和资产走势出现明显变化。海外市场持续波动，猴痘疫情发酵，地缘政治升温，印度禁止小麦出口加剧全球粮食危机，美联储继续加息并宣布缩表，美元指数高位回落，市场风险情绪改善，欧美权益资产触底走强，贵金属价格先抑后扬。纵观5月份黄金白银价格走势，其大致可分为两个阶段：

第一阶段：5月初开始，美元指数和美债收益率上扬对贵金属形成持续打压，金银价格惯性下跌并且重心逐步下移。美国通胀数据冲击全球市场，美联储进一步加息的预期强化，风险资产普遍下跌。美联储超常规紧缩靴子落地，全球金融环境趋紧，全球市场风险偏好下降，美债收益率重新上行，美元指数走高并触及近20年新高105.01，非美货币贬值，黄金白银价格承压下行；

第二阶段：5月中下旬开始，贵金属价格触底反弹并企稳回升。俄乌战争、美日印澳四方安全对话、中国经济前景、全球资产集体下挫以及全球经济衰退风险带动市场避险需求，全球交易模式由通胀转向避险。同时美国经济衰退预期、9月份美联储可能转而降息，欧洲央行紧缩货币政策、欧美利差缩窄等因素带动美元指数高位下挫，通胀预期和美债收益率阶段性触顶，贵金属价格顺势上扬。

5月份，COMEX黄金价格累计下跌3%，COMEX白银价格下跌5.44%，白银价格表现继续弱于黄金，金银比价继续抬升。内盘方面，人民币兑美元汇率由弱转强，离岸人民币兑美元汇率跌破6.8关口后人民币汇率贬值幅度逐步收窄，上期所黄金期货主力合约沪金2208累计下跌1.86%，白银期货主力合约沪银2208下跌5.67%。

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：人民币兑美元汇率



数据来源：Wind、优财研究院

二、全球宏观金融分析

五月份以来，全球市场主要受经济稳增长、疫情反复、美联储加息和国际地缘政治冲突等因素的综合影响，需求端出现走弱迹象，能源大宗价格涨势趋缓，美国通胀强化美联储加息预期，美联储官员继续强化鹰派观点，美股市场动荡，美元加息预期持续扰动市场，美元指数冲高回落，

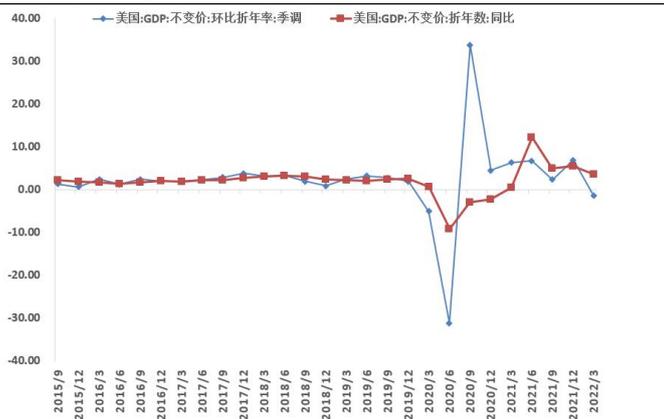
1. 欧美经济数据趋弱

美国疫情反弹，美联储遏制通胀的决心引发美国经济硬着陆的担忧，美国经济增长预期回落，经济动能预期趋弱。（1）美国一季度 GDP 增速下修至折年率环比萎缩 1.5%，下修原因主要是由于库存和家庭投资疲软。不过美国国会预算办公室上调对美国经济增长的预期，预计美国 2022 年 GDP 将增长 3.1%，2023 年和 2024 年将分别增长 2.2%和 1.5%；（2）美国消费者信心继续走低。5 月份密歇根大学消费者信心指数终值降至 58.4，耐用品购买指标降至历史最低水平；（3）美国消费者支出增幅超预期。美国 4 月份经通胀因素调整后

的消费者支出创下三个月最大增幅，主要原因是家庭增加对商品和服务的购买，同时通胀升幅放缓；（4）美国房地产数据降温。房价高涨及抵押贷款利率激升导致新屋销售连续4个月下降，成屋销售连续第六个月下降，美国30年期贷款平均利率自4月中旬以来均在5%水平以上；（5）美国5月制造业、服务业和综合PMI显著滑落。美国制造业PMI初值由59.2降至57.5创三个月新低，里士满联储制造业PMI暴跌，服务业PMI初值创四个月新低。高通胀、供应短缺及消费者需求疲软持续对美国的经济造成影响。

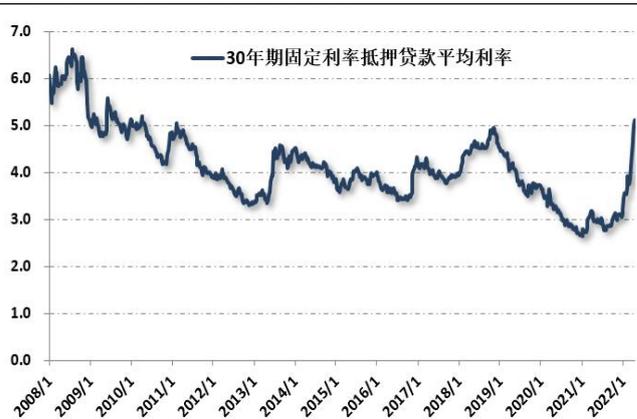
欧元区通货膨胀抑制了家庭消费支出，PMI指数出现下滑，欧盟许多成员国开始大幅放松疫情限制措施。（1）欧元区一季度GDP环比增长0.3%。欧洲各国经济增长：德国一季度GDP环比增长0.2%，结束了之前两个季度下滑，家庭和政府支出基本保持在上一季度水平，但出口有所下降；法国一季度GDP同比增长4.5%，环比下降0.2%；投资和出口增长带动意大利经济避免萎缩，一季度意大利GDP同比增长0.1%；（2）受能源和食品价格大幅上涨影响，4月欧元区通胀率同比增速7.5%。欧元区物价压力未见缓和，同时在俄乌冲突的背景下，欧盟加大对俄罗斯的制裁力度，进一步加大了欧元区的通胀压力，同时也加大了欧洲央行应对通胀问题的压力；（3）制造业和服务业上，欧元区5月制造业和服务业采购经理人指数PMI初值双双回落。5月份欧元区综合PMI初值由55.8回落至54.9，服务业PMI结束了连续三个月回升的态势，制造业PMI初值创2020年11月以来新低。英国5月Markit综合PMI初值意外跌至51.8，大幅低于前值，其中服务业PMI初值降至51.8，制造业PMI初值为54.6，均低于前值。

图表 4：美国 GDP 增速



资料来源：Wind，优财研究院

图表 5：美国抵押贷款利率



资料来源：Wind，优财研究院

2. 美国就业和通胀呈现“稳中偏强”格局

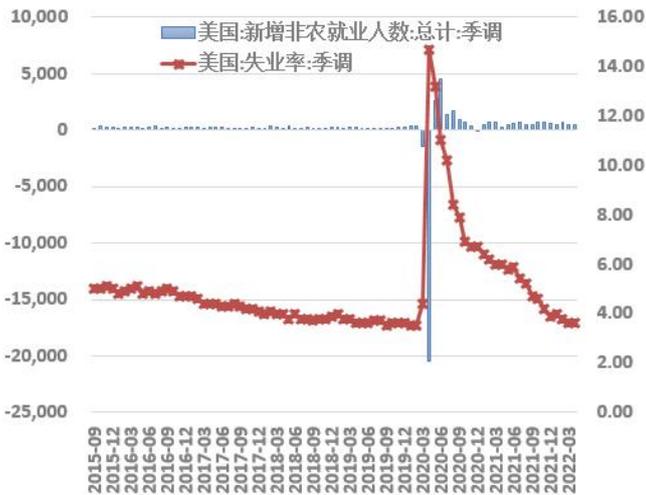
美国就业市场整体维持强劲，美国劳动力市场供需缺口仍较大，同时美国通胀压力高企，美联储加速收紧货币政策趋势强化。

美国就业市场继续维持强劲表现。 非农就业人数、失业率等指标进入相对稳定状态，劳动参与率小幅上行，薪资上涨趋势有所放缓，但就业市场整体维持强势。（1）**5月份新增非农就业人数温和增长。** 5月美国新增非农就业人口39万人，好于市场预期。结构上看，制造业和零售业就业人数增长放缓，而服务业复苏加快，休闲酒店业、教育和保健等服务业就业人数维持高增。年初以来美国新增非农就业人数呈现前高后低，近三个月新增非农就业人数基本稳定在40万人左右。5月份美国疫情反弹对美国就业市场产生一定冲击，对制造业和零售业的影响较大，但服务业加快复苏，带动美国就业市场维持强劲；（2）**失业率持稳在3.6%。** 美国失业率自2020年4月以来逐步下降，美国失业率自去年12月份以来

持续处于 4%水平以下，目前美国失业率接近三十年以来的低位，并且接近疫情前水平。美国失业率连续 3 个月维持于 3.6%低位，U6 失业率小幅上升至 7.1%，失业超过 27 周的长期失业率由出现下降；（3）**劳动参与率小幅上行**。5 月份美国劳动参与率小幅上行 0.1 个百分点至 62.3%，表明就业或积极寻找工作的人口比例有所下降。2021 年下半年开始，美国各州陆续停止发放补充失业金后，美国劳动参与率开始逐步回升，但仍低于疫情前水平，今年年初以来美国劳动参与率基本在 62.2%-62.4%之间窄幅波动；（4）**薪资环比增幅放缓**。5 月平均每小时薪资月率增长 0.3%，平均时薪较 4 月有所回落，年率增长 5.2%。不过美国劳动力市场供需缺口仍较大，4 月份的职位空缺数有所改善但仍然高位，劳动力市场的供需缺口导致工资增幅居高不下。

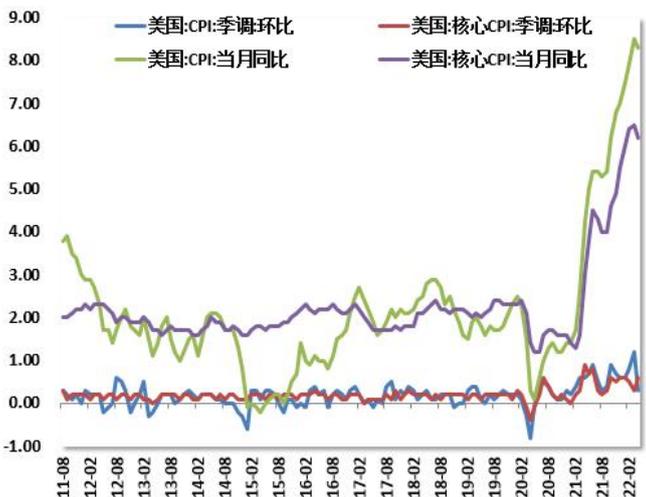
从通胀指标来看，美国通胀阶段性回落，核心通胀依旧保持强势。（1）4 月份美国通胀同比增速为 8.3%，核心 CPI 同比增长 6.2%，均低于前值但高于市场预期值，而核心 CPI 环比增长 0.6%，较前值 0.3%的增幅有所扩大。美国通胀继续保持在相对高位。从重点细分项来看，美国通胀上行主要由能源价格和食品价格所驱动，其中能源价格成为推动美国 CPI 走高的最大项目，而商品和服务需求强劲以及供应限制带动食品价格大幅上涨。美国 CPI 同比已经连续六个月超过 6%。年初以来，美国能源价格同比基本在 25%的增速，特别是进入 3、4 月份美国能源和食品价格同比均有明显提升，4 月份家庭食品价格同比上涨 10.8%，创 1980 年 11 月以来最大同比涨幅，而肉类、家禽、鱼类和蛋类价格同比上涨达 14.3%；交通运输同比增速尽管有所回落，但仍维持在 20%左右的增速，特别是机票价格继续大幅上涨，4 月份同比上涨 18.6%，创 1963 年以来的最大单月涨幅；住宅同比增速稳步增加，娱乐逐步回落，而教育与通信、信息技术则出现明显下降。从环比增速上看，受国际油价回落影响，能源价格涨幅明显缩小，4 月份由前值的环比上涨 11.4%回落至-2.7%，为 2021 年 5 月以来首次环比为负，汽油价格环比下跌 6.1%，而天然气和电力价格环比分别上涨 3.1%和 0.7%；食品价格保持相对稳定，年初以来基本上保持 0.9%-1%的环比增速，4 月份食品价格环比上涨 0.9%，相较 3 月份 1%的环比增速略有回落；交通服务价格环比上升 3.1%；服装价格环比增速下降并且转负；信息技术、硬件和服务环比下降，住宅略有回落。综合来看，美国 CPI 篮子中，住宅、交通运输权重较大，并且价格涨幅较大，是 CPI 的主要拉动项。美国的能源、房价、交通运输和食品饮料价格上涨快于核心 CPI。相比之下，医疗、教育和信息技术价格上涨幅度要落后于核心 CPI。从美国 5 月份非农报告来看，美国薪资上涨趋势有所放缓，同时美国取消对中国大陆进口商品征收的部分关税以及美元大幅升值将压低进口商品成本，将减缓美国通货膨胀压力，但能源价格和食品价格走势仍是美国通胀能否见顶的不确定性因素；（2）从 PPI 指标来看，4 月份美国 PPI 同比猛增 11.2%，创逾 12 年来最大升幅，美国上游通胀压力持续存在。4 月 PPI 同比升 11%超预期，核心 PPI 同比升 8.8%。美国核心 PPI 中的产生品与核心商品 CPI 中的主要商品关系密切。美国 PPI 走高主要来自于最终需求商品价格上升，建筑商品、机动车、柴油、鸡蛋等价格指数继续走高，而最终需求服务价格整体持平，但卡车运费呈现明显上涨；（3）PCE 指标是美联储常用的衡量通货膨胀的指标。美国 4 月 PCE 物价指数同比上涨 6.3%，核心 PCE 物价指数同比上涨 4.9%创今年以来最低，环比上升 0.3%，核心通胀同比小幅回落。从重点细分项来看，汽油和其他能源价格下跌推动美国 4 月通胀放缓，汽车、电子等耐用品价格环比上涨，而非耐用品价格环比下跌，食品价格延续上涨但较之前两个月略有回落，住房环比出现抬升，房租并未随着美国房地产的降温而下降。近期美国原油和成品油库存大幅下降，夏季驾驶高峰季节到来导致需求增强，预计美国汽油价格将维持高位，劳工价格、租金以及旺盛的服务业等“黏性通胀”因素支撑核心 PCE 高位运行。

图表 6：美国非农就业及失业率



资料来源：Wind，优财研究院

图表 8：美国 CPI 同比及环比增速



资料来源：Wind，优财研究院

图表 7：美国劳动参与率



资料来源：Wind，优财研究院

图表 9：美国 PCE 物价指数



资料来源：Wind，优财研究院

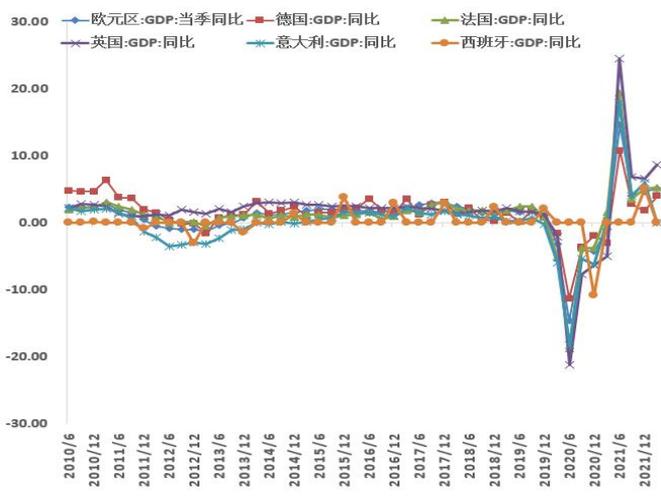
3. 欧美货币政策趋紧

欧美央行强化紧缩预期，欧美货币政策走势趋于收敛。（1）美联储议息会议将基准利率上调 50 个基点至 0.75%-1.00% 区间，为 2000 年 5 月以来最大幅度加息。美联储维持鹰派论调，会议纪要强调有必要迅速加息，加息幅度可能超过市场预期。美联储将于 6 月 1 日开始以每月 475 亿美元的步伐缩表，即每个月缩减 300 亿美元的美国国债和 175 亿美元的抵押贷款支持证券（MBS），并在三个月内逐步提高缩表上限至每月 950 亿美元，即每个月缩减 600 亿美元美国国债和 350 亿美元抵押贷款支持证券；（2）欧洲央行行长拉加德近期对加息态度有所转变，其称欧洲央行可能在今年第三季初结束购债刺激计划。欧元区 5 月 CPI 同比上升 8.1%，创历史最高水平，其中能源价格上涨 39.2%，能源价格加速上涨成为欧元区 5 月通胀同比上升的主要推动因素，而食品、酒类和烟草价格同比上涨 7.5%。剔除了食品和能源成本的核心通胀仍高于欧洲央行 2% 的目标。欧元区通胀走高，欧洲央行内部开始出现 7 月加息 50bp 的声音；（3）英国央行将基准利率从 0.75% 上调至 1%。英国 4 月 CPI 同比升 9%，创 1980 年代末以来的最高值，环比升 2.5% 创 1991 年 4 月以来新高，能源价格

飙升成为驱动英国通胀飙升的最主要因素。生活成本飙升导致消费者削减支出，英国通胀超预期导致英国央行加息预期有所走高；（4）加拿大央行将基准利率上调 50 个基点至 1.50%，加拿大 4 月份失业率降至历史新低，但 CPI 超预期上涨，同比上升 6.8%，主要由食品和住房价格推动；（5）日本央行行长黑田东彦表示将继续实施宽松的货币政策。日本一季度 GDP 实际增长率为-1.0%，同时核心 CPI 超过 2%创十年新高，日本经济出现滞胀态势，日元汇率创二十年新低。日本 4 月 CPI 同比上涨 2.5%，而核心 CPI 上涨 2.1%，高于日本央行 2%的目标，日本通胀主要由成本推动，全球能源价格飙升推高了日本进口成本，4 月份日本企业的石油和钢铁等原材料和大宗商品采购成本同比上涨 10%，创 1981 年以来的最大涨幅。由于日本通胀率超过现金收入的增幅，日本实际工资 3 个月来首次出现下降，日本 3 月的实际工资其实下降了 0.2%，预计二季度日本实际工资将继续下降；（6）韩国央行将基准利率上调 25 个基点至 1.75%。韩国 5 月 CPI 同比上涨 5.4%，创近 14 年来新高。

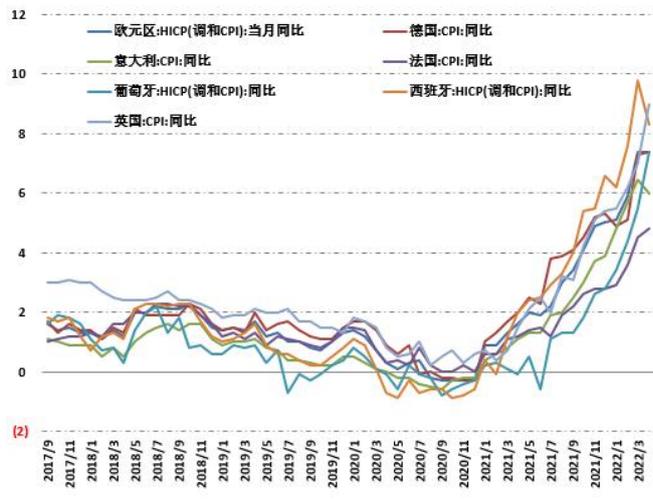
后续来看，年内美联储延续继续加息和缩表的紧缩方向，但紧缩力度和节奏将是影响全球金融市场的波动。美国上游通胀压力持续存在，同时商品和服务需求强劲以及供应限制仍是推动美国通胀的主要因素，而俄乌战争影响仍在持续，后续若美国通胀继续保持高位或进一步走高，美联储有可能会考虑加息 50 或 75 个基点，将对全球金融市场带来冲击。随着美联储进入加息周期以及欧元区通胀持续高位，欧洲央行将在 6 月份结束资产购买，而最早有可能 7 月加息，欧美央行货币政策将趋同。

图表 10：欧元区 GDP 同比增速



资料来源：Wind，优财研究院

图表 11：欧元区各国 CPI 同比变化



资料来源：Wind，优财研究院

三、需求分析

1. 实物需求

实物需求方面，印度 5 月份进口黄金 101 吨，同比增加 677%，达到 1 年来新高，印度节日和婚礼旺季以及金价的回调等因素推动了印度珠宝零售购买量。美国铸币局 5 月份共销售 14.7 万盎司美国鹰金币，销售额增长了 67%，创 2010 年以来 5 月份的最佳表现。

白银方面，近几年白银基本上处于供过于求状态，库存处于偏高位置。需求上，今年以来中国光伏行业继续回暖，同时美国将豁免东南亚四国光伏组件 24 个月的进口关税，光

伏行业对白银的消费量料将回升。白银研究所预计今年光伏对白银的需求将增加 12%，达到 3950 吨。后续来看，白银需求主要看全球工业景气周期以及通胀周期。

2. 投资需求

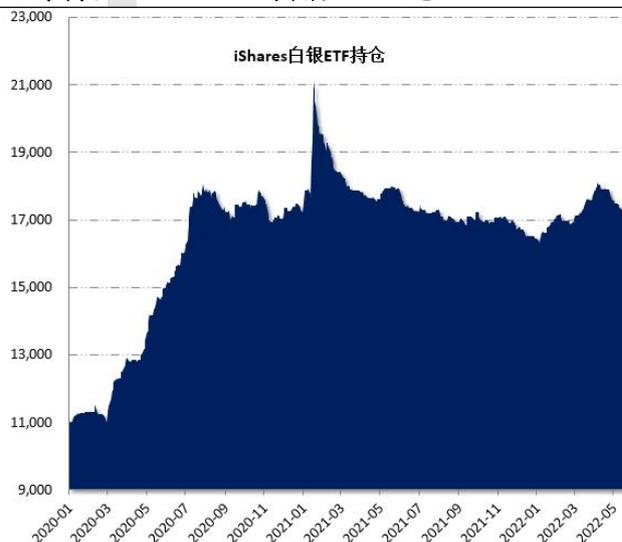
从投资需求来看，进入 5 月份后随着俄乌局势未进一步恶化以及美股重新转涨，机构对黄金白银的配置需求下降，5 月份以来机构对黄金和白银持仓均呈现减仓。全球最大的黄金基金 SPDR 黄金 ETF 全月累计减少 26 吨至 1068 吨，iShares 白银 ETF 持仓量则减少 592 吨至 17298 吨。另一方面，CFTC 黄金和白银净多头均出现明显减仓。5 月份以来，CFTC 黄金投机多头持仓减少 41052 手至 269459 手，空头持仓增加 4383 手至 96870 手，黄金投机性净多头减少 45435 手至 172589 手；白银投机多头持仓减少 1237 手至 55545 手，空头持仓增加 20172 手至 41548 手，白银投机性净多头减少 21409 手至 13997 手。

图表 12: SPDR 黄金 ETF (吨)



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 13: iShares 白银 ETF (吨)



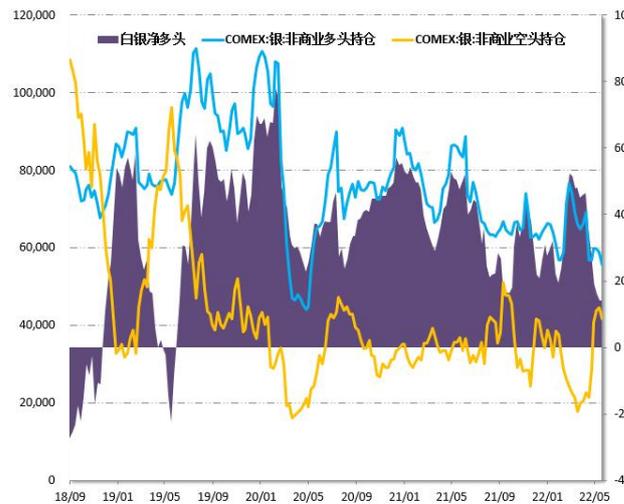
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 14: CFTC 黄金持仓 (手)



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 15: CFTC 白银持仓 (手)



资料来源: Wind, 优财研究院

三、贵金属展望

综合来看，美国就业市场进入平稳周期后，美联储将控制通胀作为近期的核心目标。当前制约美国通胀继续上行的主要因素是以原油为代表的能源价格回落、工资增速放缓等，但是美国通胀向食品等扩散，美国核心通胀继续处于高位盘桓阶段，但环比和同比或已接近见顶。美国通胀实质性回落前，美联储将继续强化鹰派加息。中期来看，美国非农就业稳定、劳动参与率抬升、薪资增幅放缓等趋势若能延续，美联储将放缓加息步伐，美联储货币政策将边际转鸽。预计6月份美联储议息会议大概率加息50基点，贵金属市场将继续承压，而下半年美联储加息节奏将前紧后松，7月份美联储加息幅度有较大不确定性，但9月开始美联储有可能加息25个基点。

美元指数仍是未来牵制贵金属价格的重要考量因素。美元加息周期下美元指数预计将倾向于上行，但欧美货币政策收敛，欧洲及全球主流央行紧缩预期升温以及美国经济趋弱将限制美元指数走势，预计美元指数高位运行的同时有下行风险。当前美元指数走势已反映出美元加息预期、美国经济基本面等因素，后续若美国经济衰退预期强化，美元指数下行有利于贵金属价格表现。而人民币汇率受益于疫情改善+经济修复逻辑，人民币短期有重新升值预期，内盘沪金沪银价格反弹力度将弱于外盘。

综合来看，俄乌局势进入僵持阶段，市场避险需求的来源将转向全球经济衰退、权益市场波动等不确定性因素，美国通胀仍未见顶之前美联储将延续鹰派预期，美元指数将高位运行，预计短期金银价格震荡偏弱，操作上建议逢高短空。沪金 AU2208 参考区间 385-415，沪银 AG2208 参考区间 4450-5400。

四、风险提示

全球“再通胀”超预期、美债及美元指数调整、全球地缘政治风险

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/>