



2022 年 10 月 10 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



寒风料峭春未至，金银反弹仍可寻

——贵金属三季度回顾及四季度展望

内容提要

三季度以来，全球流动性紧缩预期强化，欧美央行集体收紧货币政策，全球央行加息潮此起彼伏。欧洲能源危机加剧，地缘政治变化剧烈，俄乌战争持续升级，能源价格高涨抬升全球通胀预期，而欧美经济数据劈叉程度再度加剧，美元指数狂飙不已，强势美元打压全球风险资产，贵金属价格一路下探。

我们认为，四季度黄金价格的核心影响因素是仍全球通胀走向、全球央行货币政策演化、地缘政治的影响，而实物需求对贵金属价格有支撑，投资需求则会加大贵金属价格波动，白银价格走势受黄金价格制约，但同时全球经济衰退、有色金属价格走势仍是其影响因素，白银价格波动将加大。

从汇率上看，美元强势的逻辑会有所松动，而人民币汇率将受制于美元指数趋势、疫情变化以及经济修复等因素。一方面，美联储高利率、紧货币来反通胀的政策将加大美国经济硬着陆风险加大，利率上升对美国就业市场和房地产市场的负面作用已有所显现，美债收益率曲线已经出现倒挂，因此美国通胀见顶后美联储紧缩步伐放缓将是大概率事件；另一方面，全球能源危机加剧，欧洲及其他央行紧缩速度将加快，欧美货币政策趋向收敛，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，非美货币贬值趋势料将有所修复，人民币汇率料将重新进入双向波动阶段。

综合来看，贵金属市场仍面临美元流动性超预期收紧压力，我们认为四季度贵金属价格将先抑后扬。短期美元指数将高位运行阶段，贵金属价格将继续寻底，不排除贵金属价格继续下探可能。我们认为四季度 COMEX 黄金价格底部 1600 美元，白银价格底部 17.0 美元。内盘方面，沪金参考区间 370-450，沪银参考区间 4000-5500。

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、机构持仓大幅变化

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: 各国 CPI 同比变化	5
图表 5: 美国汽油和柴油价格	5
图表 6: 美国 CPI 同比及环比增速	6
图表 7: 美国 PPI 同比及环比增速	6
图表 8: 美国进口价格指数	6
图表 9: 美国 PCE 物价指数	6
图表 10: 美国生产端和消费端增速	7
图表 11: 欧元区各国 CPI 同比变化	7
图表 12: 欧洲天然气价格	7
图表 13: 法国电力合同价格	8
图表 14: 德国电力合同价格	8
图表 15: 美国新增非农就业及失业率	9
图表 16: 美国劳动参与率	9
图表 17: 美国抵押贷款利率	9
图表 18: 美国国债收益率	9
图表 19: 美国 NAHB 房地产指数	9
图表 20: 美国投资者信心指数	9
图表 21: 全球主要国家制造业 PMI	10
图表 22: 欧元区经济景气指数	10
图表 23: 英国消费者信心指数	10
图表 24: 美国联邦基金目标利率	11
图表 25: 英国基准利率	11
图表 26: 全球黄金供给 (吨)	12
图表 27: 中国金矿产量 (吨)	12
图表 28: 印度黄金进口 (百万美元)	13
图表 29: 金交所黄金现货出库量	13
图表 30: 美国鹰金币销量 (盎司)	13
图表 31: 美国银币销量 (盎司)	13
图表 32: SPDR 黄金 ETF (吨)	14
图表 33: iShares 白银 ETF (吨)	14
图表 34: CFTC 黄金持仓 (手)	14
图表 35: CFTC 白银持仓 (手)	14

一、金银价格行情回顾

2022 年三季度以来，全球流动性紧缩预期强化，欧美央行集体收紧货币政策，全球央行加息潮此起彼伏。欧洲能源危机加剧，地缘政治变化剧烈，俄乌战争持续升级，能源价格高涨抬升全球通胀预期，而欧美经济数据劈叉程度再度加剧，货币大幅波动，美元指数狂飙不已，强势美元打压全球风险资产，贵金属价格一路下探。

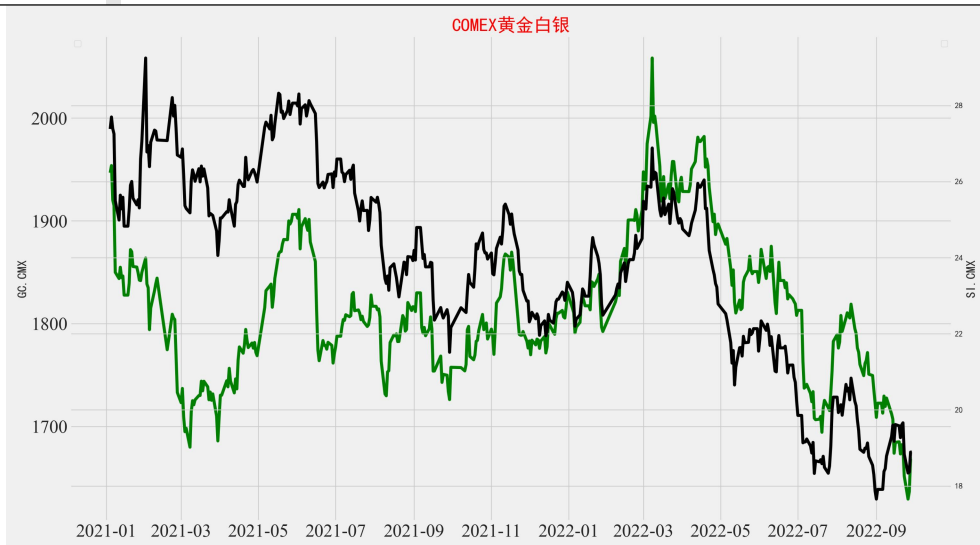
三季度以来，贵金属价格走势主要分为三个阶段：

第一阶段：7 月中上旬。全球经济衰退、美联储激进加息、猴痘疫情等因素推动避险买盘，欧洲能源危机、英国政局动荡、意大利政治不确定性、欧洲经济数据不佳拖累欧元、英镑等非美货币走弱，欧元跌破对美元平价，美国非农就业和通胀数据超预期带动美元指数和美债收益率走高，大宗商品全线暴跌，黄金白银价格大幅下挫，欧美经济数据走弱，全球经济衰退及美元收缩抑制工业金属走势，白银价格受累下行，COMEX 黄金价格触及 1678 美元/盎司新低，COMEX 白银价格逼近 18.0 美元/盎司；

第二阶段：7 月下旬至 8 月上旬。欧洲能源危机加剧，欧洲通胀压力上升，欧洲央行紧缩步伐加速，欧洲央行开启货币收缩周期带动欧元走强，全球其他央行加速紧缩，美国经济放缓以及通胀回落带动市场对于美联储强势加息的预期降温，市场风险偏好上升，全球股市普遍反弹，美元指数转为下行，俄乌地缘紧张局势持续，贵金属价格反弹，COMEX 黄金白银价格分别下滑至 1900 美元/盎司和 24.2 美元/盎司后逐步企稳回升；

第三阶段：8 月下旬至 9 月底。中美关系紧张、贸易争端扰动、俄乌地缘政治等扰动全球市场，俄乌紧张局势升级，欧洲能源忧虑加剧，而美联储持续加息冲击全球市场，主流央行跟进美联储加息，日本央行 1998 年以来首次干预汇市，韩国抛售美元以抑制韩元下跌，英国宣布大幅减税计划并增加举债规模引发巨震，经济衰退忧虑和英国局势不稳施压欧元和英镑，美元指数逼近 115 创 20 年新高，非美货币集体贬值，全球通胀提振美国国债收益率上行并倒挂，黄金白银价格重新转为下行并继续下探，白银价格波动剧烈，COMEX 白银价格触及 17.4 美元/盎司后有所反弹，整体波动加剧。

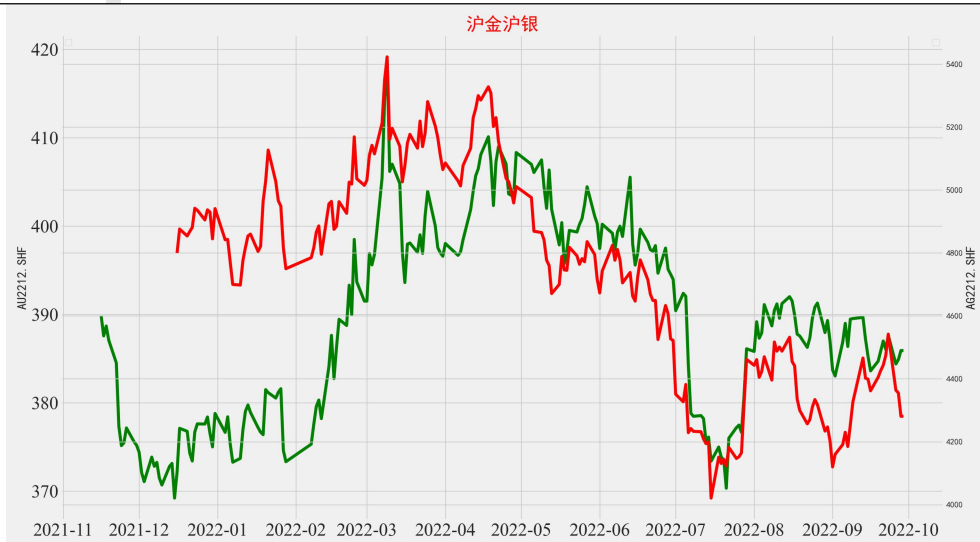
图表 1：COMEX 黄金白银价格走势



数据来源：Wind、优财研究院

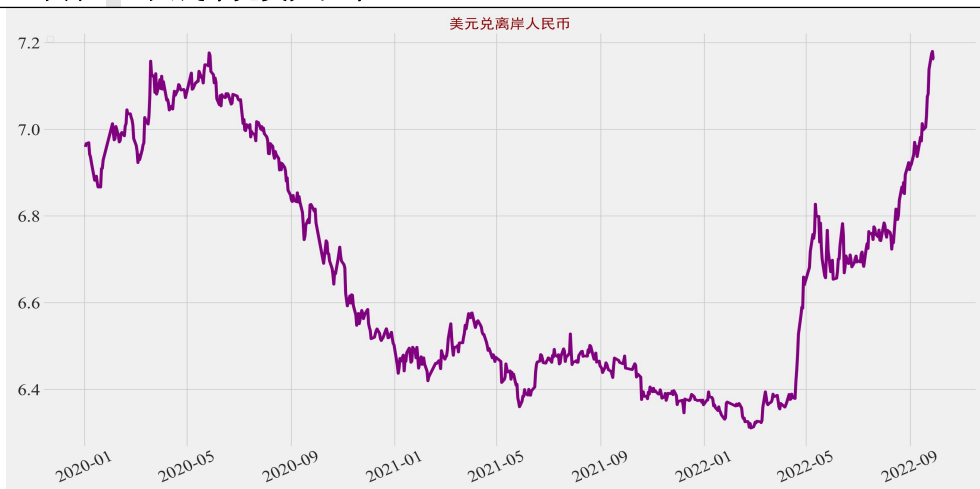
内盘方面，三季度美联储激进加息和美元指数强势攀升背景下，人民币汇率大幅贬值，叠加中国经济数据不佳，疫情扰动、地产投资趋弱、缺水限电等不利因素冲击国内经济，人民币兑美元跌至 14 年以来的新低点，沪金沪银价格则受益于人民币贬值而相对抗跌，三季度沪金累计下跌 0.80%，而沪银累计下跌 2.17%。

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

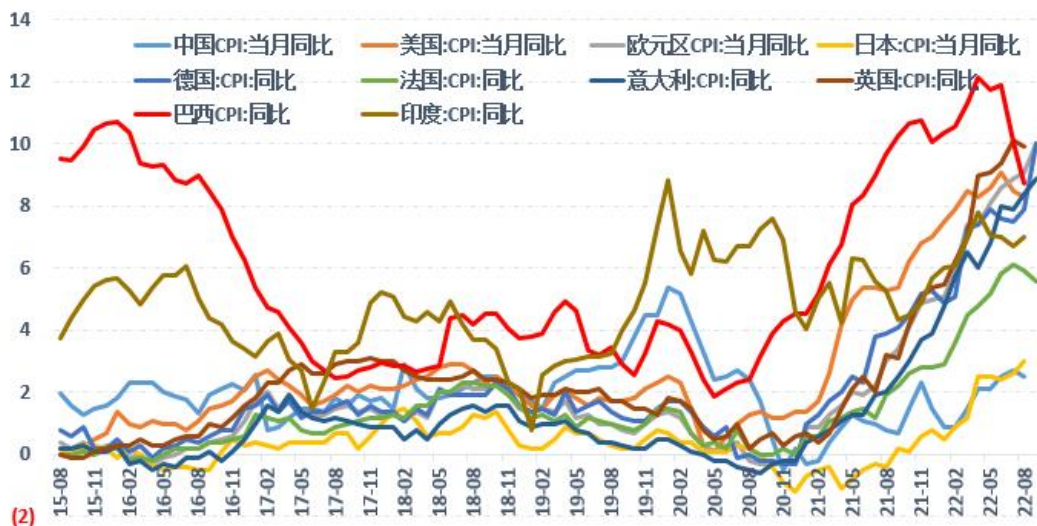
二、宏观分析

三季度以来，海外市场资产波动剧烈，美国 GDP 及就业市场有所好转，美国通胀回落，但核心 CPI 维持高位，利率上升继续冲击美国经济；欧洲经济增长低于预期，能源成本压力加剧，高通胀、利率上升和俄乌冲突导致能源等商品和服务成本飙升，主要国家经济衰退风险上行，全球制造业 PMI 指数下降，需求疲软、电力短缺和新一波疫情爆发导致中国制造业指数走弱。

1. 欧美通胀回落中分化

三季度以来，主要经济体的通胀延续上行，欧美经济数据继续劈叉，通胀呈现出一定的分化，表现在美国通胀整体回落，而欧元区通胀持续上行。

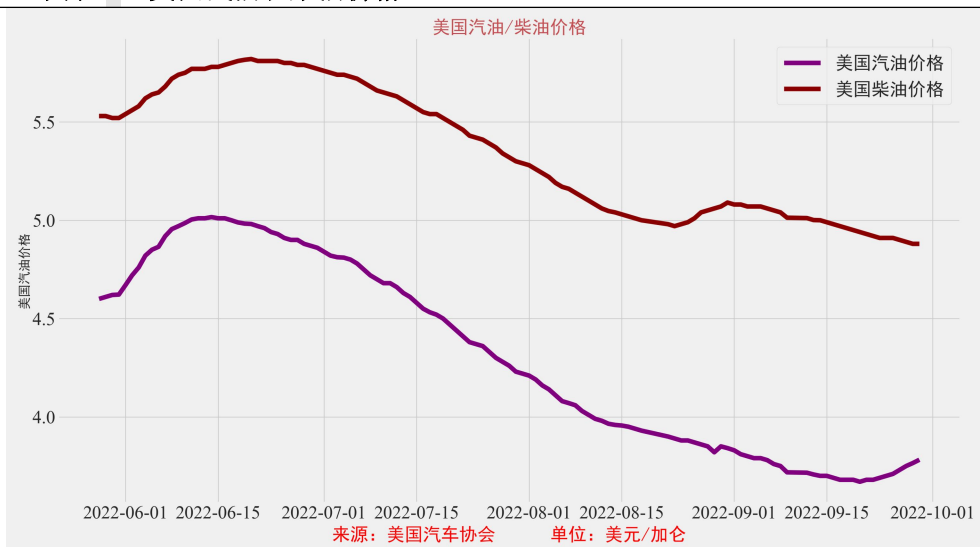
图表 4：各国 CPI 同比变化



数据来源：Wind、优财研究院

美国通胀整体回落，但核心通胀维持高位。美国 CPI 同比增速在 6 月份突破 9.1% 的 40 年新高后，自 7 月份开始整体通胀率开始逐步走低，但核心 CPI 则继续维持在高位。从结构上看，石油、燃料油、天然气等能源价格的下跌是美国 CPI 增速见顶回落的主要原因，食品和服务分项仍对 CPI 构成支撑，同时住房成本继续抬升，房租价格依然坚挺，服务业价格继续攀升，核心通胀维持在高位。三季度以来，美国能源价格同比和环比增速有明显回落，特别是美国汽油和柴油价格稳中有落。7 月中旬以来，美国国内汽油和柴油价格出现明显下降，但 9 月份美国飓风“艾达”导致美国海湾地区油气生产恢复缓慢，美国原油库存下降超预期，全球石油供需缺口超过预期，国际油价反弹，美国汽油价格略有回升，而柴油价格由跌转涨。

图表 5：美国汽油和柴油价格



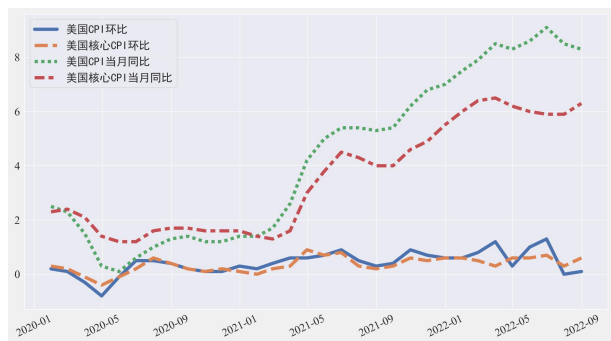
数据来源：Wind、优财研究院

从 PPI 指标来看，美国汽油等能源价格回落缓解了上游通胀压力。三季度美国 PPI 同比增速逐步回落，环比出现下降，但核心 PPI 仍高于预期。美国 PPI 下滑主要来自于能源价格的下降，7 月份以来，美国柴油、电力、住宅、天然气等价格指数均有所下降，其中汽油价格明显下降，但运输和仓储价格上涨，而最终需求服务业价格上涨。

从 PCE 指标来看，7 月份能源价格环比下降推动美国 PCE 和核心 PCE 双双走低，商品价格环比下降，但服装以及航空旅行、酒店和汽车旅馆住宿等服务的价格环比上升，食品价格延续上涨。但美国劳动力成本继续上行导致 8 月份出现反弹，核心 PCE 同比增速超预期，而个人消费支出开始放缓。美国 8 月 PCE 物价指数同比增长 6.2%，环比增长 0.3%，而核心 PCE 物价指数同比增长 4.9%，环比增长 0.6%。

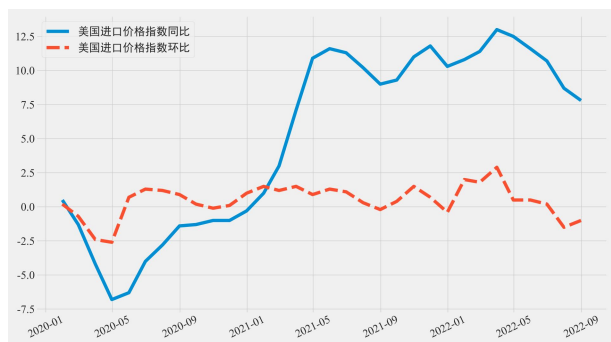
从通胀指标来看，美国通胀由商品向服务驱动，能源价格对美国通胀的推动有所弱化，同时美国平均时薪同比连续六个月下降，进一步降低了美国“通胀-工资螺旋形上升”的概率。美国商品支出下降，但服务支出仍在增加，短期对核心通胀形成支撑。

图表 6：美国 CPI 同比及环比增速



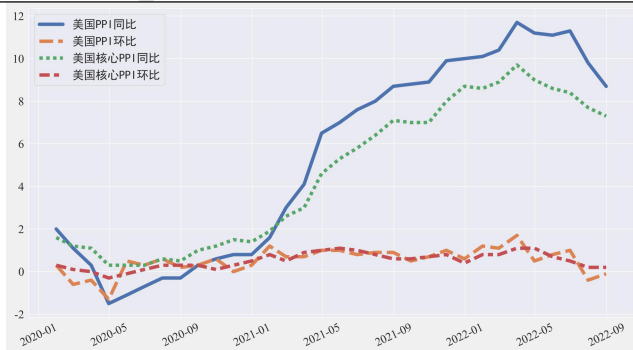
资料来源：Wind，优财研究院

图表 8：美国进口价格指数



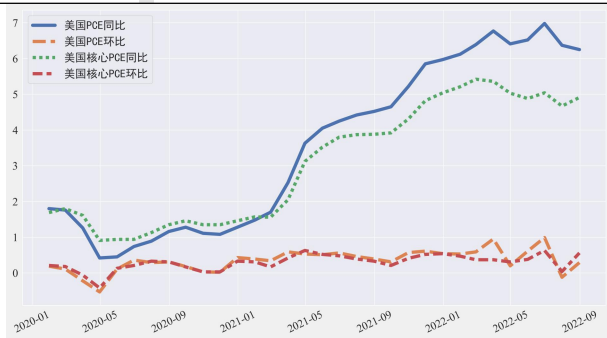
资料来源：Wind，优财研究院

图表 7：美国 PPI 同比及环比增速



资料来源：Wind，优财研究院

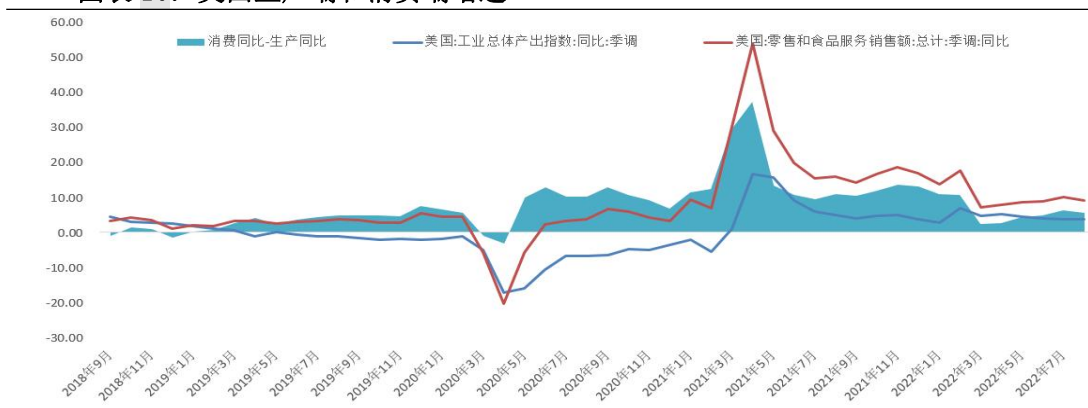
图表 9：美国 PCE 物价指数



资料来源：Wind，优财研究院

美国消费端通胀持续高升的另一个重要原因在于美国消费持续强于生产。今年以来，高通胀和紧货币开始侵蚀美国经济的内生增长动力，美国消费增速逐步减弱，而工业生产在二季度有明显恢复，但进入三季度后重新走弱，而美国消费仍强于生产，使供给依旧紧张。年初美国消费增速与生产增速之差逐步缩窄，但 5 月份开始重新走阔，说明美国通胀仍具有持久性。

图表 10: 美国生产端和消费端增速



数据来源: Wind、优财研究院

欧洲能源危机加剧，欧元区通胀爆表。三季度以来，全球气候异常、俄乌地缘政治冲突加剧、欧洲对俄部分石油禁运，制裁俄油轮制裁、俄罗斯断气、北溪管道泄露等因素导致欧洲能源危机持续，欧洲天然气、电力价格创新高，但随着欧洲国家天然气储量上升、欧盟干预电价以及德国重启燃煤发电，欧洲天然气和电力价格在8月底触及新高后逐步回落。欧元区通胀整体上涨，能源价格暴涨导致欧元区19个成员国物价迭创新高，但主要国家通胀呈现出一定的分化，德国通胀继续高企，而英国、法国和西班牙物价有所回落。

(1) **欧元区通胀爆表。**随着国际原油价格的回落，欧元区能源价格同比增速有所回落，但食品、烟酒、非能源工业产品以及服务价格等加速上涨，欧元区通胀由能源领域开始逐步向其他领域蔓延，推动了欧元区通胀上行。欧元区CPI同比首次飙升至10%，创历史最高水平，其中能源和食品价格上涨明显，成为欧元区通胀同比上升的主要推动因素，剔除了食品和能源成本的核心通胀进一步攀升至4.8%。而欧元区PPI同比上升43.3%，高于市场预期，环比增速继续上行至5%，创今年三月以来最高；(2) **德国通胀率70多年来首次超过10%。**受能源价格飙升的影响，德国8月CPI同比增速跃升至10.9%，其中能源价格同比暴涨40%以上，而PPI同比上升45.8%，环比增长7.9%。德国8月整体能源价格环比上涨20.4%，同比涨幅达139%，主要受天然气、电力价格上涨影响；(3) **英国通胀冲高回落。**英国7月份CPI同比增幅10.1%创1982年2月以来新高，但由于汽车燃料价格下跌部分抵消了食品价格上涨，英国8月CPI同比涨幅回落至9.9%。(4) **法国通胀放缓。**法国7月份通胀率创纪录后，法国采取限制能源价格的措施，能源和服务业价格增速放缓，但食品价格加速上涨。法国9月CPI环比下降0.5%，同比则上涨5.6%。(5) **西班牙通胀回落。**西班牙7月和8月CPI分别同比增长10.7%和10.6%，而9月份CPI同比回落至9.0%。

图表 11: 欧元区各国CPI同比变化



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 12: 欧洲天然气价格



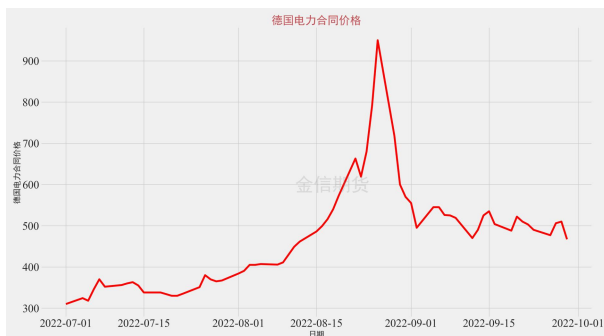
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 13：法国电力合同价格



资料来源：Wind，优财研究院

图表 14：德国电力合同价格



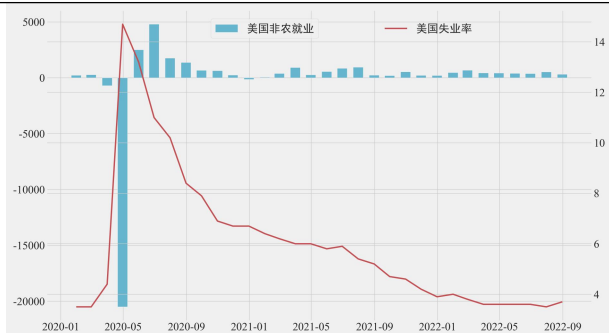
资料来源：Wind，优财研究院

2. 全球经济放缓

三季度以来，欧美国家经济再度出现放缓迹象，美国就业市场超预期但边际转弱，通胀整体下行但核心通胀维持高位，美联储继续激进加息，美国利率水平上升导致美国房地产市场降温；能源价格飙升推动欧元区通胀水平持续走高，欧洲央行转向鹰派立场，欧元区利率水平持续抬升，欧元区重债国偿债成本增加，主权债务风险上升

美国经济。（1）美国就业市场超预期但边际转弱。三季度以来美国市场整体维持强劲，但呈现边际转弱迹象。疫情变化、需求复苏、通胀压力、利率水平仍是制约美国就业市场复苏的主要因素。美国新增非农就业指标连续六个月超预期，7-9 月美国新增非农就业人数分别为 52.8 万、31.5 万和 26.3 万，相比二季度平均值有所回落，但仍超市场预期。失业率自今年下半年以来呈现窄幅波动，9 月失业率回归至历史较低水平，各行业失业人数普遍减少，特别是专业和商业服务业、教育和医疗服务业的失业人数大幅减少，但长期失业人数仍维持高位。劳动参与率下降至 62.3%，但 25-54 岁参与率反弹，美国劳动力市场供需关系依然紧张，而薪资上美国平均时薪同比连续六个月下降；**（2）美国制造业和服务业 PMI 表现出分化。**美国 ISM 制造业 PMI 跌至两年多以来低点，制造业订单和就业指数继续收缩。而美国 9 月 Markit 服务业 PMI 和制造业 PMI 初值均高于预期，分别为 3 个月和 2 个月来新高，其中新订单环比抬升，而购进价格回落明显，价格压力有所缓解，但综合 PMI 仍陷于收缩；**（3）抵押贷款利率上升冲击美国房地产市场。**三季度以来，随着美联储快速加息，抵押贷款利率大幅上升，叠加建筑材料价格处于高位，美国房地产市场降温。美国 20 年期国债收益率上升至 4.15%，30 年期国债收益率上升至 3.87%，而美国 30 年期抵押贷款利率触及 7%，抵押贷款利率上行导致美国居民购宅需求萎缩，而需求回落和库存增加导致新宅开工减少，美国房屋按揭贷款申请暴跌，美国 NAHB 房产市场指数连续九个月下降。美国 8 月成屋销售总数 480 万户，环比下降 0.4%，为 2020 年 5 月以来新低。**（4）美国消费者信心指数上升，但企业信心下降。**由于通胀和利率上升，美国大型企业 CEO 的信心降至两年来新低。随着油价下跌以及就业市场强劲，美国消费者信心指数连续两个月攀升。

图表 15: 美国新增非农就业及失业率



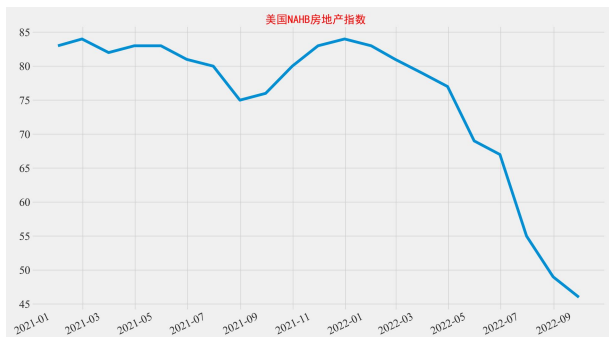
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 17: 美国抵押贷款利率



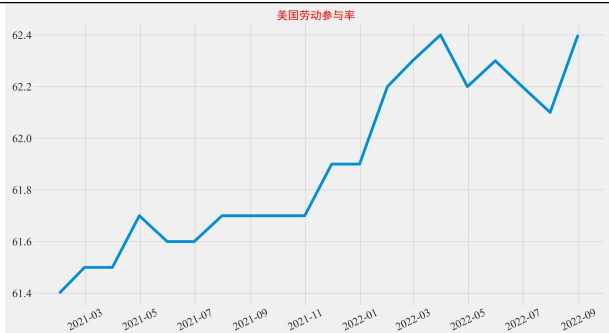
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 19: 美国 NAHB 房地产指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 16: 美国劳动参与率



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 18: 美国国债收益率



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 20: 美国投资者信心指数

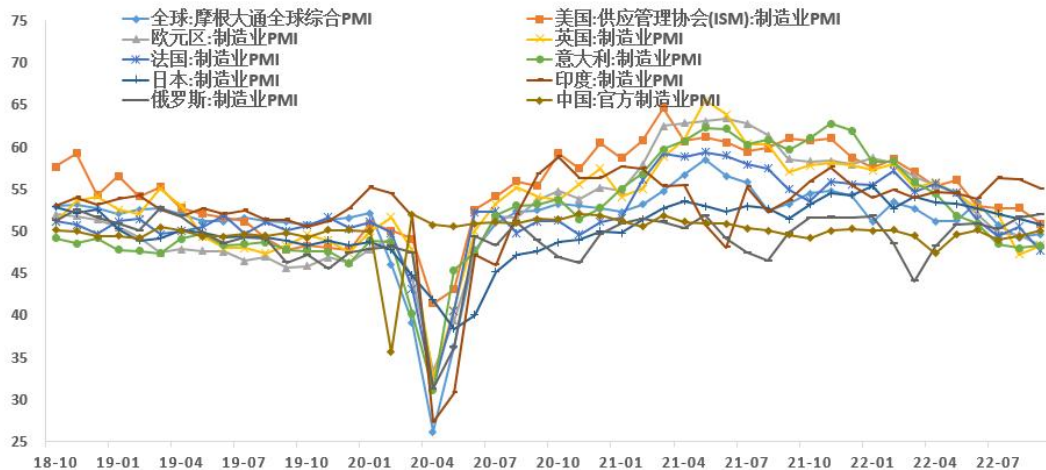


资料来源: Wind, 优财研究院

欧元区经济。(1) **欧元区经济增速不及预期。**欧元区二季度 GDP 同比增长 3.9%，环比增长 0.6%，均略低于预期。欧洲能源危机持续，德国二季度 GDP 同比增速仅为 1.5%；(2) **欧元区贸易逆差持续扩大。**能源、基本金属等大宗商品进口价格的飙升、欧元汇率大幅贬值等因素导致欧元区进口商品价格大幅攀升，贸易条件持续恶化，国际收支平衡压力上升。欧元区 7 月季调后经常帐为-198.59 亿欧元，创有纪录以来最大贸易逆差，而德国出现 30 年来首次贸易逆差。欧洲央行预计，2022 年全年经常帐赤字占欧元区 GDP 的 0.3%。(3) **欧元区制造业 PMI 表现不佳。**欧元区 9 月综合 PMI 降至 20 个月低点的 48.1，制造业 PMI 终值创 2020 年 6 月以来新低，服务业 PMI 终值则创 20 个月新低，服务业企业预期指数降至 53.6，创 2020 年 5 月以来新低。欧元区和德国 9 月制造业 PMI 均创 27 个月来新低，法国 9 月制造业 PMI 初值 47.8 不及预期。英国 9 月综合 PMI 降至 48.4，服务业 PMI 为

49.2，跌破荣枯线，创 2021 年 1 月以来新低。（4）欧元区景气指数和消费者信心下降。经济景气度下滑、通胀居高不下、能源开支增加导致欧元区消费者对经济增长前景的预期下降，欧元区消费者信心滑落至历史低位附近。欧元区消费者信心指数下降。欧元区 8 月 ZEW 经济景气指数-54.9，创 2011 年 11 月以来新低。德国 8 月 ZEW 经济景气指数-55.3，刷新 2008 年 10 月以来新低，德国 IFO 商业景气指数下降至 88.5。而 8 月份欧元区投资者信心指数-25.2，较前值小幅回升，但仍低于市场预期。英国 9 月份消费者信心指数下降至负 49。

图表 21：全球主要国家制造业 PMI



数据来源：Wind、优财研究院

图表 22：欧元区经济景气指数



资料来源：Wind，优财研究院

图表 23：英国消费者信心指数



资料来源：Wind，优财研究院

3. 全球央行货币政策继续收紧

三季度以来，全球通胀飙升背景下，海外流动性继续紧缩，英国央行、瑞士央行、香港金管局跟随美联储加息步伐，日本央行则维持宽松，发达国家央行加权政策利率升至 2008 年以来的最高水平。但由于全球经济下行压力逐渐显现，主要国家央行加息节奏有所放缓。

（1）**美联储加速收紧货币政策。**三季度以来，美联储保持激进加息节奏，7 月份美联储加息 75 基点，9 月份美联储再次加息 75 基点，并预计在 2022 年至少还会加息 75 个基点。今年以来，美联储已连续三次大幅加息 75 个基点，今年已加息 5 次合计 300 个基点，

为 80 年代以来的最快加息速度。

(2) **欧洲央行结束负利率转向加息。**欧洲央行已结束资产购买，并退出负利率，同时开启加息进程。7 月份欧洲央行加息 50 个基点，终结了欧元区持续 8 年之久的“负利率”时代。随后 9 月 8 日欧洲央行宣布将三大主要利率均上调 75 个基点，这是欧洲央行基准利率有史以来最大幅度上调，同时欧洲央行推出“过渡保护机制”的购债计划，以此缓解高负债率国家在欧洲央行加息后的还债压力，而欧洲央行紧急抗疫购债计划（PEPP）的再投资将至少持续至 2024 年末。

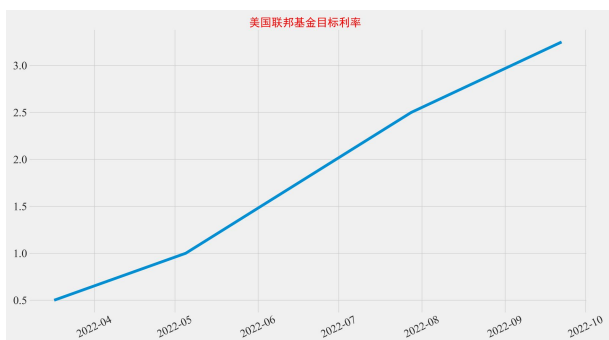
(3) **发达国家跟随加息。**三季度以来，英国、瑞士、加拿大等央行跟随美联储大幅加息。9 月份英国央行加息 50 个基点，将基准利率从 1.75% 上调至 2.25%，并宣布从 10 月 3 日开始抛售国债，未来 12 个月内将国债持有量减少 800 亿英镑，自去年 12 月以来，英国央行已连续七次加息；瑞士央行结束持续 8 年的负利率政策，瑞典央行、挪威央行、香港金管局等跟随美联储加息；

(4) **新兴国家央行加息。**三季度以来，新兴国家通胀高涨，同时美联储转向激进加息对新兴市场产生溢出效应，新兴市场国家被迫加息，由此导致了新兴国家普遍出现外汇短缺、本币贬值、财政赤字增加、经济下滑等连锁反应。今年以来，至少有 90 个国家上调基准利率。韩国央行今年以来已 4 次加息，7 月份韩国央行宣布其有史以来第一次 50 基点的加息，随后 8 月再次加息 0.25 个百分点。韩元兑美元持续贬值，韩国央行动用外汇储备干预市场，韩国的外汇储备在 9 月份出现了近 14 年来的最大降幅，韩国连续 8 个月出现贸易逆差。9 月份印度加息 50 基点，今年 5 月至今，印度央行加息 4 次，累计加息 190 个基点。秘鲁央行自去年 8 月份以来连续 12 次加息，以色列今年以来五次加息，越南、菲律宾等央行也都大幅上调主要政策利率。

(5) **日本央行政策基调维持宽松。**日本将基准利率维持在历史低点-0.1%。日本持续贸易逆差、日本央行宽松态度以及美债收益率攀升导致日元持续贬值。

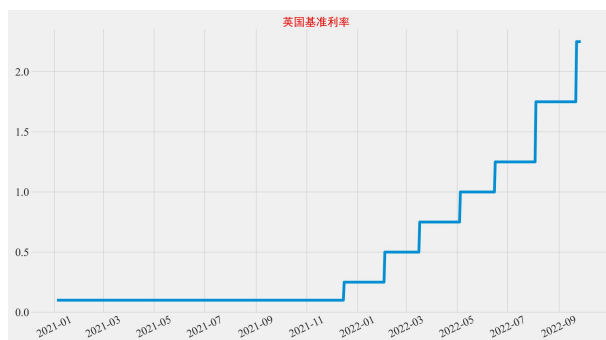
全球央行集体加息背景下，美元指数表现相对强势，其原因在于：一是美联储货币政策收紧路径相比其它国家更为陡峭，而其它主要经济体央行加息力度不一。今年以来，美联储加息和缩表并驾齐驱，同时在加息次数和幅度上更为激进，美联储和其它国家货币政策分歧持续扩大导致非美货币汇率走低；二是欧元区能源危机和经济衰退忧虑继续施压欧元，英国局势不稳施压英镑，日本央行维持大规模货币宽松，亚洲货币贬值潮加剧，欧洲和美国经济表现出一定的劈叉，欧洲能源危机加剧导致欧元等非美货币走弱；三是全球经济放缓担忧引发市场对美元资产的避险需求。

图表 24：美国联邦基金目标利率



资料来源：Wind，优财研究院

图表 25：英国基准利率



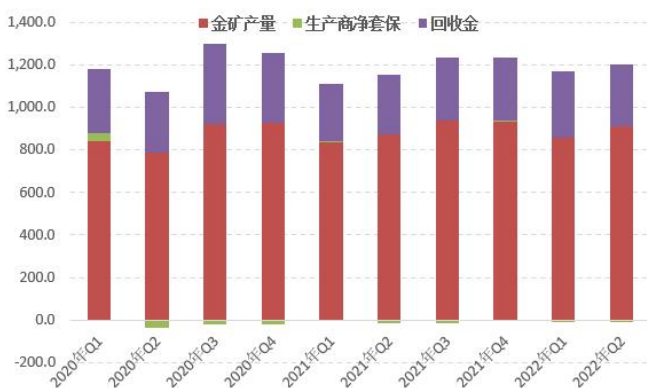
资料来源：Wind，优财研究院

三、基本面分析

1. 黄金供给

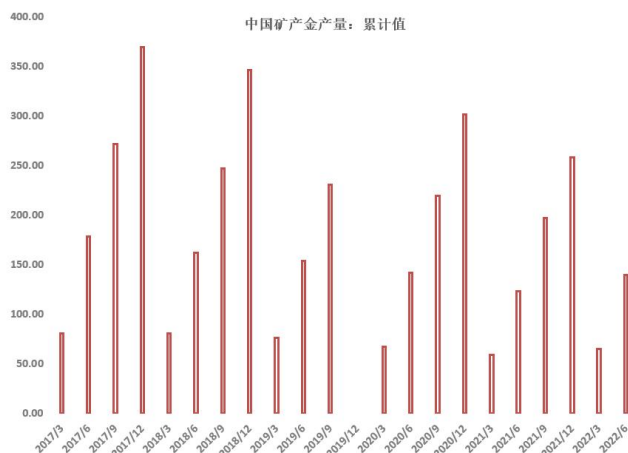
供给上，2022 年上半年全球金矿产量同比增长 3%至 1764 吨，主要是由于疫情管控的放松、中国金矿产出的恢复以及全球多个矿区开采出更高品位的金矿石。根据中国黄金协会数据，2022 年上半年，国内原料黄金产量为 174.687 吨，相比去年同期增产 21.9 吨，同比增长 14.36%。同时，上半年进口原料产金 24.034 吨，同比增长 0.18%。上半年全球回收金供应量跃升至 592 吨，同比增长 8%。

图表 26：全球黄金供给（吨）



资料来源：Wind，优财研究院

图表 27：中国金矿产量（吨）



资料来源：Wind，优财研究院

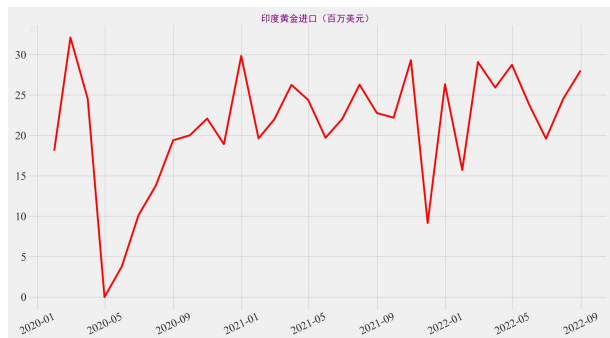
白银方面，近十年来全球白银基本上处于供过于求状态，库存处于偏高位置。2021 年全球矿产白银产量同比增长 5.3%，达到 25587 吨，而白银回收供应量年增 7%至 1.73 亿盎司，创 8 年以来的新高。世界白银协会预计 2022 年全球白银缺口进一步扩大至 7150 万盎司，2022 年全球白银供应量将年增 3%，主要受到一些新矿推进量产，以及既有矿场预期产量增长的带动。

2. 实物需求

印度方面，由于农村需求疲软、婚礼旺季接近尾声以及黄金进口关税上调，导致印度零售需求不温不火。根据印度商务部发布数据，4-7 月黄金进口量同比增长 6.4%至 130 亿美元，进口成本激增叠加本币贬值导致印度 7 贸易逆差扩大至 300 亿美元，7 月份印度黄金进口大幅下降 43.6%至 24 亿美元，但白银进口量创纪录跃升至 1754 吨的历史高位。8 月份新兴市场与发展中国家货币贬值明显，印度卢比累计贬值 0.55%，印度当地金价下跌提振需求，印度国内黄金溢价上升。印度 9 月份的黄金进口量较上年同期下降 30%。

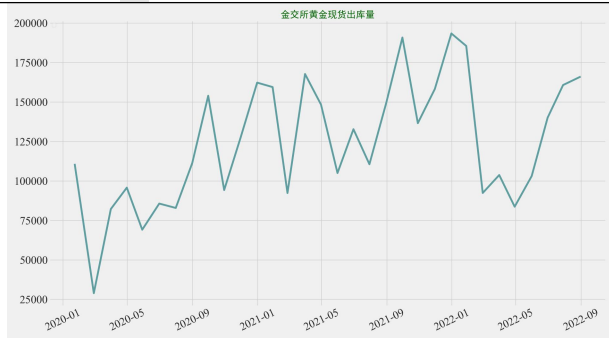
中国方面，三季度以来境内外黄金溢价延续升势，上海-伦敦金平均价差扩大。7 月份中国黄金进口量激增，达 178 吨。8 月开始，由于制造商在黄金需求进入季节性旺季前囤货，上海黄金交易所黄金出库量持续增加，但疫情反弹对国内的黄金消费造成压力。

图表 28：印度黄金进口（百万美元）



资料来源：Wind，优财研究院

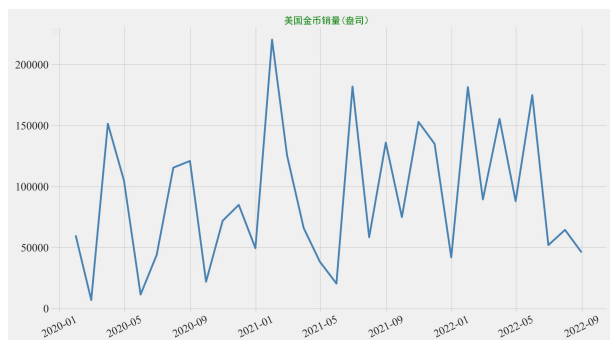
图表 29：金交所黄金现货出库量



资料来源：Wind，优财研究院

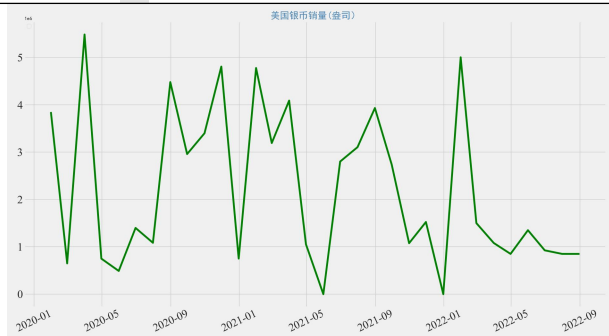
美国方面，年初受假期因素影响，美国金币和银币销售强劲增长，但进入 2 月后美国金币和银币销量出现大幅波动，特别是进入 6 月份后金币和银币销量暴跌，这主要和美国消费淡季有关。进入三季度后，美国金币和银币销售有一定回升，但未能恢复至年初水平。1-9 月美国金币和银币累计销售 90.7 万和 1324 万盎司，相比去年同期分别变化下降 1.63%和-48.44%。

图表 30：美国鹰金币销量（盎司）



资料来源：Wind，优财研究院

图表 31：美国银币销量（盎司）



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，全球光伏装机量的继续增长，而中国光伏行业继续回暖，光伏用银需求将回升。世界白银协会预估 2022 年全球白银需求将年增 5%，主要受到工业需求可望再创新高的带动，银饰与银器的需求也可望持续恢复。中国光伏行业协会（CPIA）预计 2022 年至 2025 年，我国光伏年均新增装机量将达到 8500 万千瓦至 10125 万千瓦；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，2022 年 1-8 月，我国新能源汽车产销分别为 397 万辆和 386 万辆，同比分别增长 1.2 倍和 1.1 倍，特别是国内新能源汽车产销量、汽车出口量同比继续创历史新高，而新能源汽车免征车辆购置税延续实施。中汽协预计 2022 年新能源汽车产销将突破 500 万辆。预计在政策加持以及下游需求旺盛带动下，新能源汽车产能将继续扩张。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。

3. 投资需求

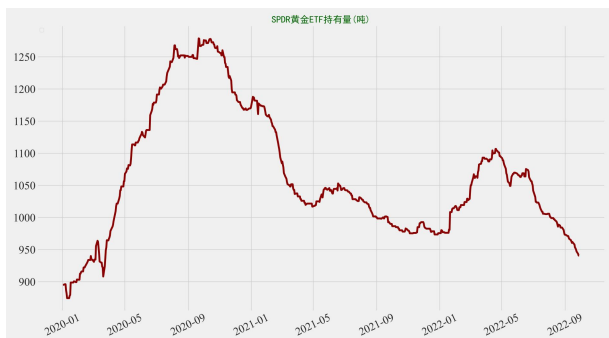
从投资需求来看，美元走强造成全球黄金 ETF 连续五个月流出。美元指数创二十年新高，欧元打破对美元的平价，美联储鹰派言论、美元走高和利率抬升对黄金构成压力，黄金价格不断承压。根据世界黄金协会数据，7 月份全球黄金 ETF 流出 81 吨，但中国黄金 ETF 流入 9 吨；8 月份全球黄金 ETF 流出 51 吨，其中北美基金减持 40 吨，而欧洲基金小幅流出 4.7 吨，亚洲黄金 ETF 流量则持续波动。9 月份全球黄金 ETF 进一步流出，全球黄金 ETF 减持 95 吨。

三季度机构对黄金和白银 ETF 持仓均出现比较明显的减仓，SPDR 黄金 ETF 持仓累计减少 109 吨至 9413 吨，SLV 白银 ETF 持仓量累计减少 1860 吨至 14958 吨，白银 ETF 的增仓幅度达 11%，高于黄金 ETF 10% 的减仓幅度。

CFTC 持仓上，三季度 CFTC 黄金和白银净多头均出现减少，主要是由于非商业多头大幅减仓，而空头出现增仓。三季度 CFTC 黄金净多头累计减少 105612 手至 52081 手，白银净多头累计减少 10133 手至 758 手。

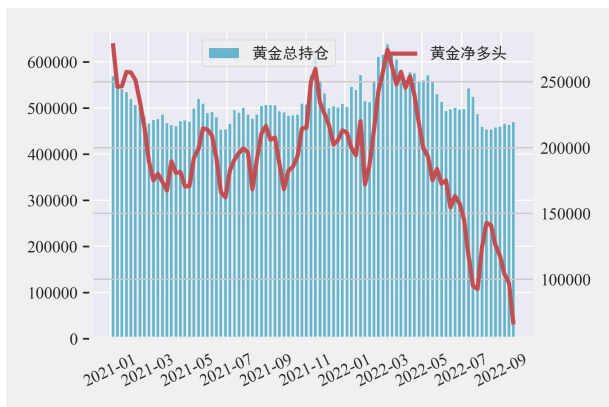
从 CFTC 黄金白银净多头持仓以及 ETF 持仓变化来看，黄金白银价格波动与 CFTC 净多头持仓数量变动相对一致，但市场风险偏好可能改变黄金白银 ETF 的持仓变化。三季度以来 CFTC 黄金和白银总持仓均减少，说明机构对黄金白银的兴趣降低。

图表 32: SPDR 黄金 ETF (吨)



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 34: CFTC 黄金持仓 (手)



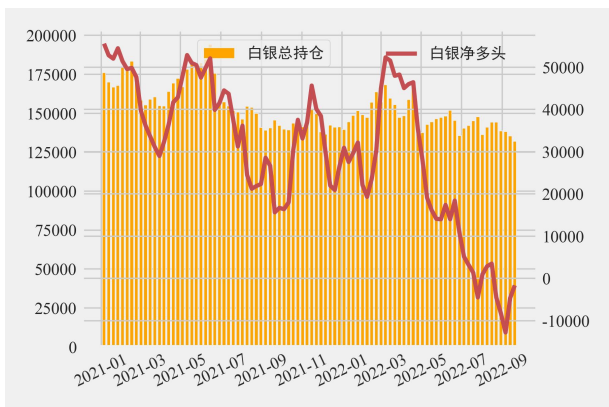
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 33: iShares 白银 ETF (吨)



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 35: CFTC 白银持仓 (手)



资料来源: Wind, 优财研究院

四、行情展望

1. 宏观展望

我们认为，四季度全球通胀压力将继续存在，货币政策将延续紧缩节奏，全球经济将面临衰退风险，俄乌冲突、美国中期选举和美联储加息节奏将继续扰动全球市场。

海外核心通胀将维持韧性。（1）金属等大宗商品价格因全球衰退担忧而回落，但从能源价格看，OPEC+减产、美国原油库存下降背景下，四季度国际油价走势相对乐观；（2）美国通胀风险尚未解除。美国商品成本向趋于下降，但服务成本仍上升，食品通胀由商品转向服务驱动，美国通胀整体预计逐步回落，但美国通胀仍存在粘性风险，工资增速、房租价格、交通出行等环比涨幅回升将对核心通胀形成支撑；（3）欧洲能源危机预期将强化。欧盟国家能源主要依赖进口，供给不足的结构性问题短期难以解决，“北溪”管道供给仍存在扰动，叠加冬季来临欧盟国家对能源需求增加，预计四季度能源短缺局面将加剧能源和商品价格波动，欧元区通胀将继续处于高位。

美国经济面临过度紧缩压力。（1）美联储激进加息增加美国经济硬着陆的风险。美国通胀实质性见顶之前，美联储大概率将延续紧缩方向，美国利率中枢大幅上移和长短端收益率曲线倒挂的深化，美国经济陷入衰退的风险上升。（2）美联储紧缩周期下，美国金融条件持续收紧，无风险利率上行，“供给冲击”和“需求收缩”下美国经济下行压力增大，美国劳动力市场有所降温，高通胀环境对美国投资和消费的冲击将影响美国就业市场，而利率不断抬升背景下美国房地产市场将继续受到冲击。

美联储货币政策难言转向，但存在退坡风险。（1）美国通胀风险尚未解除，四季度美联储整体上将延续紧缩方向。美国长期核心通胀明显回落之前，美联储超预期加息仍将是其遏制通胀的主要方式。11月份美联储仍有加息75基点的概率，但12月美联储加息幅度具有不确定性。美联储点阵图显示2022年利率中位数为4.4%；（2）美联储货币政策的拐点仍主要看美国通胀和就业市场表现。美元过快加息对美国房地产、就业市场等的冲击已有显现，后续一旦美国劳动力市场明显降温或通胀水平明显下降，美联储货币政策将边际转向，美债收益率和美元指数有回落风险。四季度将是观察美联储货币政策是否会退坡的重要时间窗口，美国通胀下行将是美联储货币政策边际转松的重要条件。

1.2 地缘政治风险

（1）**美国中期选举。**11月美国参众两院将举行中期选举。美国中期选举对全球市场的主要影响主要体现在：一是美国中期选举前美国疫情、就业和通胀情况将对拜登政府及美联储带来压力。中期选举前就业能否继续改善以及通胀能否缓解，将对中期选举形成影响；二是美国中期选举结果将直接关系到民主党和共和党对国会两院的控制权，特别是民主党能否维持在两院的席位优势对于拜登后续能够更加方便地实施和推进各项政策有着至关重要的作用。

（2）**俄乌冲突。**预计四季度俄乌局势预计将继续紧张，特别是俄罗斯发布部分动员令以及乌克兰四地“入俄公投”使得俄乌局势具有更大的不确定性，但俄乌冲突对大宗商品的影响有可能继续减弱。

1.3 需求层面

需求层面，预计四季度贵金属实物需求和投资需求将出现分化。一方面，印度10月份将进入杜塞拉节、排灯节和Dhanteras节，而年底美国和中国也将迎来圣诞和元旦等假

期，实物需求将延续旺季状态，对贵金属价格有支撑。但新兴国家经济放缓以及货币贬值将抑制黄金消费；另一方面，投资需求受贵金属价格表现、美元指数等因素的约束。四季度黄金白银的投资需求将有可能趋缓，原因在于：一是随着国际大宗商品价格走低，欧美通胀预期下降；二是强势美元以及美债收益率背景下，机构对黄金白银的配置需求将弱化。

2. 行情展望

我们认为，四季度黄金价格的核心影响因素是仍全球通胀走向、全球央行货币政策演化、地缘政治的影响，而实物需求对贵金属价格有支撑，投资需求则会加大贵金属价格波动，白银价格走势受黄金价格制约，但同时全球经济衰退、有色金属价格走势仍是其影响因素，白银价格波动将加大。

从汇率上看，美元强势的逻辑会有所松动，而人民币汇率将受制于美元指数趋势、疫情变化以及经济修复等因素。一方面，美联储高利率、紧货币来反通胀的政策将加大美国经济硬着陆风险加大，利率上升对美国就业市场和房地产市场的负面作用已有所显现，美债收益率曲线已经出现倒挂，因此美国通胀见顶后美联储紧缩步伐放缓将是大概率事件；另一方面，全球能源危机加剧，欧洲及其他央行紧缩速度将加快，欧美货币政策趋向收敛，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，非美货币贬值趋势料将有所修复，人民币汇率料将重新进入双向波动阶段。

综合来看，贵金属市场仍面临美元流动性超预期收紧压力，我们认为四季度贵金属价格将先抑后扬。短期美元指数将高位运行阶段，贵金属价格将继续寻底，不排除贵金属价格继续下探可能。11月份关注美联储货币政策会议及美国中期选举结果对大类资产价格的影响，预计贵金属价格波动将加大。我们认为四季度 COMEX 黄金价格底部 1600 美元，白银价格底部 17.0 美元。内盘方面，沪金参考区间 370-450，沪银参考区间 4000-5500。

五、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、机构持仓大幅变化

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/>