

## 二季度贵金属或承压，年内做多黄金、金银比

2022年5月5日 星期四

兴证期货·研发中心

### 内容提要

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

联系人

林玲

电话：0591-38117682

邮箱：

linling@xzfutures.com

当前美国就业市场向好，整体产能利用率恢复疫情前水平，经济修复强劲，较好的经济运行为二季度美联储鹰派加息提供操作环境，该阶段贵金属整体承压。但零售、地产、制造业等经济前瞻数据均显示未来美国经济存在见顶可能，经济增速放缓甚至衰退预期发酵。核心通胀控制初见成效，CPI 上升幅度或将趋缓，未来通胀或将见顶，货币政策存在放松可能。

鉴于俄乌冲突长期性和全球通胀持续发酵，避险和抗通胀属性仍有效支撑贵金属特别是黄金的价格，年内黄金行情仍维持看多，二季度美联储鹰派加息对金价形成短期压制，或将提供较好的入场时机；金银比价方面，相较于黄金价格的稳定性，白银的工业属性与对经济周期的敏感性，使得经济出现衰退时期往往白银的下跌幅度要大于黄金，且白银在避险和抗通胀方面的价值弱于黄金，因此，年内持续看多金银比价，同样，二季度在美联储鹰派加息的操作下，金融属性更强的黄金或跌幅大于白银，金银比价在二季度有小幅回落预期，为做多金银比价提供较好入场时机。后市重点关注美国经济数据，通胀水平的变化，美联储加息节奏以及俄乌冲突进程。

## 报告目录

1. 美联储加息：二季度较为强势，未来将考虑通胀水平 .....	3
2. 美国经济前瞻：同步指标短期具有韧性，但存在见顶可能 .....	5
3. 策略建议：二季度贵金属承压，年内做多黄金、金银比 .....	7

## 图表目录

图表 1：加息可能导致实际利率上升 .....	3
图表 2：就业市场仍然存在缺口 .....	3
图表 3：失业率恢复至疫情前水平 .....	6
图表 4：产能利用率恢复至疫情前水平 .....	4
图表 5：通胀水平 .....	4
图表 6：个人储蓄占比 .....	4
图表 7：CPI 同比 .....	4
图表 8：能源价格成为 CPI 主要拉动因素 .....	4
图表 9：零售数据回落 .....	5
图表 10：消费预期下降 .....	5
图表 11：零售部分同比分项 .....	6
图表 12：成屋销售下降 .....	6
图表 13：贷款利率上升 .....	6
图表 14：制造业 PMI 出现下行趋势 .....	6
图表 15：原材料、产成品库存持续为负 .....	6
图表 16：中小企业乐观指数下降 .....	7
图表 17：投资信心指数下降 .....	7
图表 18：黄金交易情况 .....	8
图表 19：白银交易情况 .....	8
图表 20：黄金基金持仓情况 .....	8
图表 21：白银基金持仓情况 .....	8
图表 22：外盘金银比 .....	8
图表 21：国内金银比 .....	8

## 1. 美联储加息：二季度较为强势，未来将考虑通胀水平

美联储加息将对实际利率产生一定影响，提升贵金属的持有成本，进而对贵金属价格存在抑制作用。当前的通胀水平与经济修复情况将成为美联储加息节奏与程度主要影响因素。

美国经济当前仍然处于过热向滞涨过渡阶段，市场虽然存在未来衰退预期，但整体韧性较强，为美联储二季度强势加息提供了操作环境。就业方面，3月失业率降至3.6%，接近疫情前水平，其中服务业就业人数增长较大，劳动力市场恢复强劲。目前劳动力市场仍然存在缺口，而储蓄率的持续下降可能推动更多人重返就业市场。制造业方面，3月制造业产能为78.7，与疫情前水平持平。同时，疫情后美国金融市场表现较好，虽然加息对美股存在一定扰动，但整体仍然维持相对高位。实体与金融市场的强劲表现有利于美联储更为鹰派的货币政策实施。

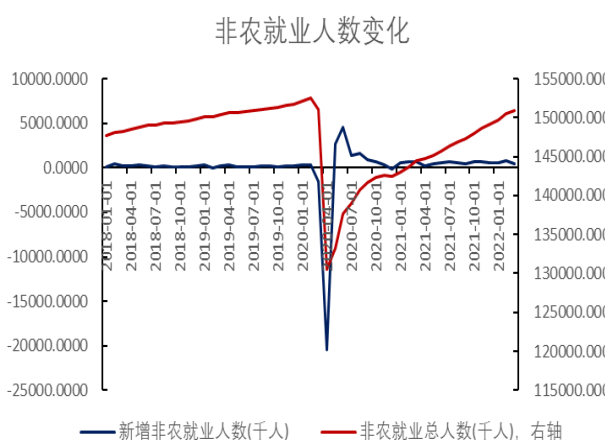
通胀方面，3月美国盈亏平衡通胀率为3.05%，CPI指数同比增长8.5%，创40年历史新高，美联储不得不动加息以抑制高企的通胀数据。一季度数据显示，本轮高通胀主要受能源价格持续拉动，并且食品CPI指标逐渐上升，未来美国通胀水平将维持高位。但是核心CPI环比增幅有所下降，同时原油价格近期逐渐回落，能源价格对CPI贡献率有所下降。随着报复性消费的结束与储蓄率的降低，耐用品、非耐用品消费呈现下降趋势，这将在一定程度上缓解通胀压力，二季度通胀存在增速放缓、见顶可能。

目前，美联储加息节奏前紧后松，二季度高企的通胀水平与相对良好的经济环境将推动美联储采取程度更深的加息操作，金价在整个二季度内承压严重。若通胀见顶甚至出现拐点，美国货币政策将出现一定放松可能，或将迎来黄金价格利好。

图表 1：加息可能导致实际利率上升



图表 2：就业市场仍然存在缺口



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 3: 失业率恢复至疫情前水平



图表 4: 产能利用率恢复至疫情前水平



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 5: 通胀水平



图表 6: 个人储蓄占比

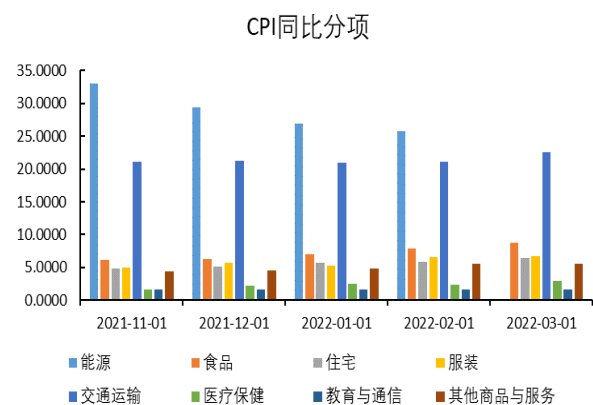


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 7: CPI 同比



图表 8: 能源价格成为 CPI 主要上升因素



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2. 美国经济前瞻：同步指标短期具有韧性，但存在见顶可能

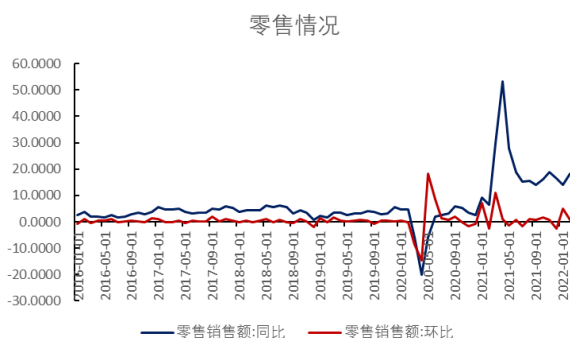
美国零售消费数据回落，前瞻指标下滑，消费存在见顶可能。3月美国零售销售额同比仅增长6.9%，创2021年3月以来最低增速，环比增长0.5%，较前值下降约0.3%，市场需求下降。零售分项上看，除食品与油品消费同比仍然保持较高增长外，其余品类增速放缓甚至负增长，耐用品普遍出现增速为负情况，这可能与地产销售放缓存在一定联系。个人储蓄比重下降连续21个月下降，目前已经回落至疫情前水平，消费存在见顶可能，前瞻指数下行对此也具有一定支撑。自2021年4月起，消费者信心指数逐渐下降，结合储蓄率下行情况可知，美国消费潜在动力趋弱，未来零售数据可能相对低迷，消费对经济拉动作用有限。

房地产销售下降，美国经济复苏存在压力。2月新屋与成屋销售环比持续下降，住房需求趋弱，并且房价指数与30年期抵押贷款利率需持续上升将进一步抑制住房需求，这对未来商品需求与美国经济复苏均产生一定影响。当前新开工数量较为可观，二季度建筑类等商品需求相对旺盛，商品需求仍然存在一定支撑，但是住房需求下降将导致未来地产行业整体偏弱，进而影响整体消费水平，地产制造商预期同样呈现下行趋势，预期地产对经济拉动有所下降。

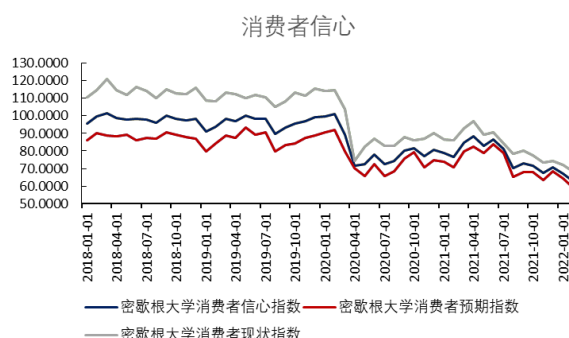
制造业新订单PMI下降，修复速度放缓。一季度中，制造业产能、工作时间均恢复至疫情前水平，制造业产能整体向好。虽然整体PMI位于荣枯线上，但制造业新订单PMI、供应商PMI、除国防外耐用品订单环比持续下降，原材料、产成品库存指数为负，表明制造业原材料缺乏、未来市场需求下降均将阻碍制造业整体恢复，进而拖累经济修复。

总体而言，美国零售、房地产、制造业三方面均呈短期数据相对良好、整体预期较弱情况，同时美国实际GDP与潜在GDP存在缺口，美国经济尚未完全修复，宏观杠杆率与居民杠杆率高企，美国货币政策收紧条件并不稳固。二季度加息金价虽然承压严重，但市场经济衰退与货币政策放松预期对金价也将形成支撑。

图表 9：零售数据回落

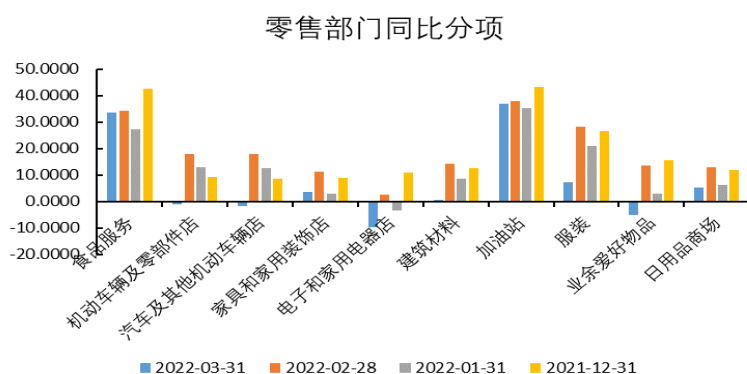


图表 10：消费预期下降



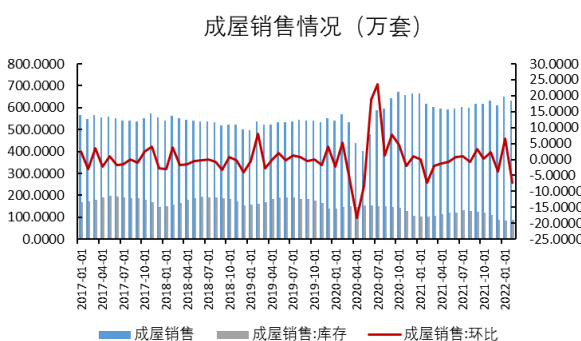
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 11：零售部门同比分项



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 12：成屋销售下降

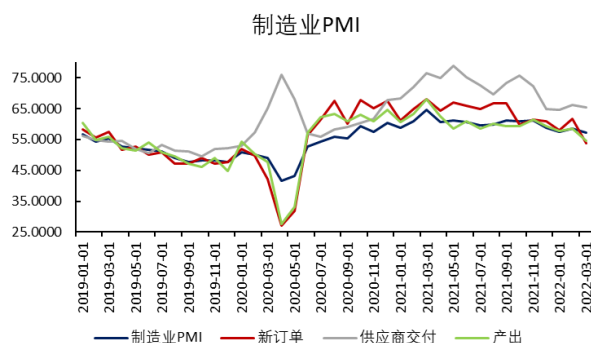


图表 13：贷款利率上升

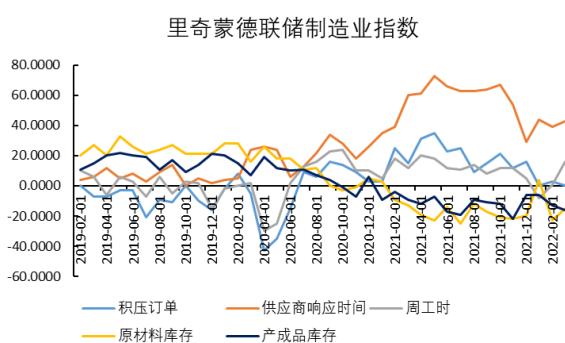


数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 14: 制造业 PMI 出现下行趋势



图表 15: 原材料、产成品库存持续为负

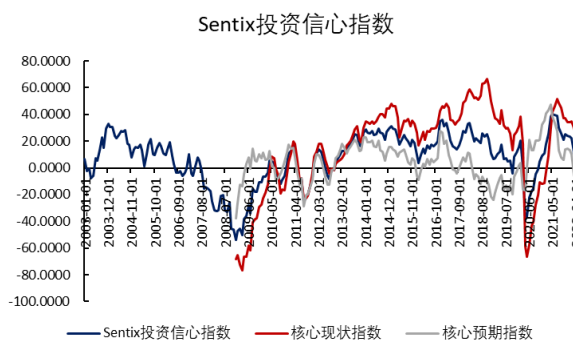


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 16: 中小企业乐观指数下降



图表 17: 投资信心指数下降



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.策略建议:二季度贵金属承压, 年内做多黄金、金银比

目前美联储加息节奏对贵金属价格形成短期扰动。美国国内需求下降, 核心 CPI 环比增长和缓, 通胀控制初见成效, 原油价格回落至 100 美元附近, 原油抛储也将缓解能源紧张问题, 通胀二季度存在见顶可能, 前紧后松的加息节奏也预示二季度将迎来年内程度最大的加息, 对贵金属价格形成压力。但中长线看, 年内贵金属整体依旧保持强势: 一方面, 俄乌冲突覆盖全年可能性较大, 地缘政治导致的避险情绪将为贵金属提供底部支撑, 同时, 俄乌冲突导致的全球性通胀仍在发酵, 贵金属的抗通胀属性仍彰显价值; 另一方面, 下半年预计美国通胀环比放缓, 前瞻数据显示美国经济存在见顶可能, 预计下半年加息力度和缓将缓解对贵金属的压制。

策略方面, 鉴于俄乌冲突长期性和全球通胀持续发酵, 避险和抗通胀属性仍有效支撑贵金属特别是黄金的价格, 年内黄金行情仍维持看多, 二季度美联储鹰派加息对金价形成短期压制, 或将提供较好的入场时机; 金银比价方面, 相较于黄金价格的稳定性, 白银的工业属性与对经济周期的敏感性, 使得经济出现衰退时期往往白银的下跌幅度要大于黄金, 且白银在避险

和抗通胀方面的价值弱于黄金，因此，年内持续看多金银比价，同样，二季度在美联储鹰派加息的操作下，金融属性更强的黄金或跌幅大于白银，金银比价在二季度有小幅回落预期，为做多金银比价提供较好入场时机。后市重点关注美国经济数据，通胀水平的变化，美联储加息节奏以及俄乌冲突进程。

图表 18: 黄金交易情况

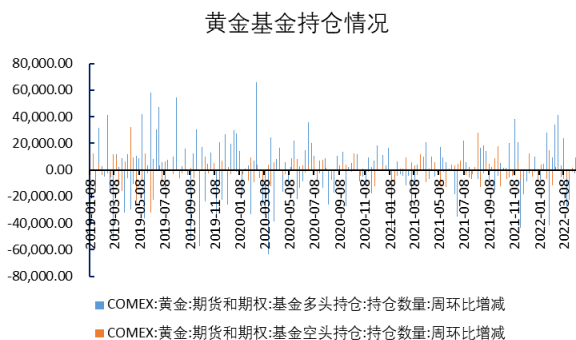


图表 19: 白银交易情况

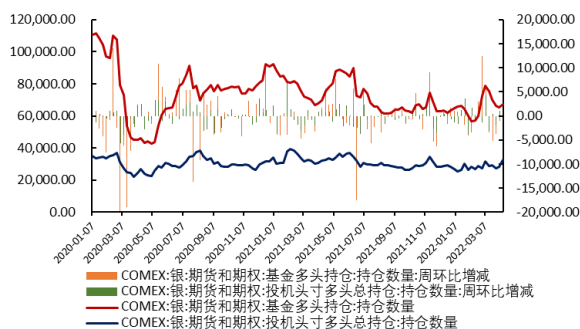


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 20: 黄金基金持仓情况



图表 21: 白银基金持仓情况

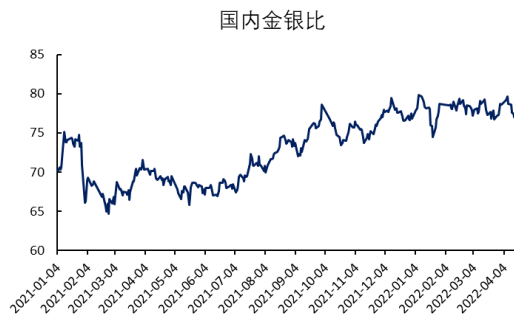


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 22: 外盘金银比



图表 23: 国内金银比



数据来源: Wind, 兴证期货研发部



### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人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接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。