



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

2022年贵金属半年报 ——地缘政治和美联储加息主导市场

研究咨询部 2022年06月20日

周智诚 F3082617/Z0016177

本公司具备期货投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明。

www.gtfutures.com.cn

下半年核心观点

- 2022年上半年，俄乌发生激烈的地缘政治冲突，严重扰乱了全球粮食、能源生产流通秩序，市场被迫做出应激反应；金价在2月到3月出现大涨，一度逼近历史高点；但美国和西方在疫情期间为了救市场采取了“大水漫灌”式的货币和财政刺激，导致高通胀问题难以遏制，被迫采取快速加息的方式平息事态；
- 黄金白银上半年在这两条主线的影响下大起大落，完美演绎避险投资渠道和升息环境下的无息投资品的特有表现，预计下半年加息将进一步主导市场情绪，但国际地缘政治问题不会平静，更加刺激的地缘政治斗争一直在酝酿；金价不排除“越加息、越反弹”的可能，美国经济再次进入衰退的危险将直接刺激金价震荡上行，在衰退信号已经多次显现的情况下，金价有能力抵抗美联储陡峭的加息曲线。



★金银在2022年上半年完美演绎大起大落

★地缘政治和“跌不动”的金银

★美联储连续加息进程和美国经济“滞涨”隐忧

★后疫情时期的央行购金和黄金ETF投资



金银在2022年上半年 完美演绎大起大

金银在2022年上半年完美演绎大起大落 (1)

SPT_GLD.Daily 1846.79 1875.86 1825.01 1871.83
High= 1855.15 Previous Day's Range= 15.24
Low= 1839.91 Current Day's Range= 50.85
Open= 1846.79

国际金价日线



黄金主力 (C)	
卖五	404.92
卖四	404.90
卖三	404.88
卖二	404.86
卖一	404.80
买一	404.76
买二	404.70
买三	404.68
买四	404.66
买五	404.64
最新	404.80
涨跌	6.76
幅度	1.70%
总手	120462
现手	2
涨停	429.88
持仓	76036
外盘	57594
北京	价格
02:29	404.68
:36	404.68
:37	404.70
:38	404.66
:39	404.66
:39	404.66
:41	404.70
:41	404.66

- 2022年上半年（红色虚线框内），国际市场金价在1月底触及最低1780美元/盎司，在3月8日触及2069美元/盎司的阶段高点，接着在5月16日返回阶段低点1786美元/盎司；金价上半年最大向上振幅为16.23%，最大向下振幅为13.67%；
- 2022年上半年（红色虚线框内），国内黄金期货主力合约在1月10日触及最低367.12元/克，3月9日触及最高420.74元/克，接着3月17号触及次低点388.50元/克；期货金价在一季度最大向上振幅为14.60%，最大向下振幅为7.66%。

金银在2022年上半年完美演绎大起大落 (2)



- 2022年上半年（红色虚线框内），国际市场银价在1月7日触及最低21.93美元/盎司，在3月8日触及最高26.90美元/盎司，接着在5月13日创新低20.45美元/盎司；2022年上半年银价向上最大振幅为22.27%，向下最大振幅为23.97%；
- 2022年上半年（红色虚线框内），国内白银期货主力合约在1月7日触及最低4596元/千克，在3月9日触及最高5424元/千克，接着在5月16日创新低4564元/千克；2022年上半年人民币期货银价向上最大振幅为18.01%，向下最大振幅为15.85%。

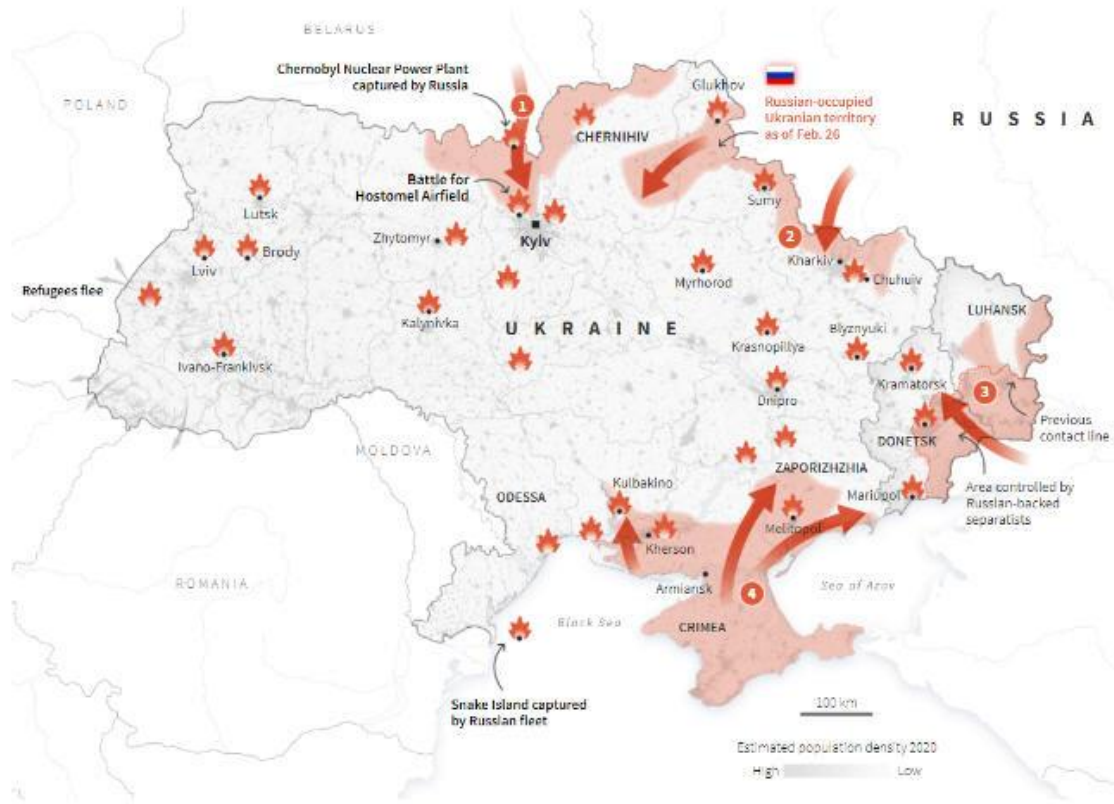


- 2022年上半年，金银大起大落有其深刻原因：一方面，以美国为代表的西方国家在疫情期间投入巨额资金救市，导致通胀问题异常严重，甚至已经形成了上世纪80年代初以来最糟糕的持续性高通胀；另一方面，俄乌地缘冲突贯穿2022年上半年2/3以上的时间，冲突本身和俄罗斯遭受西方的严厉制裁导致粮食、化肥、能源价格进一步高涨，令全球高通胀问题雪上加霜；金银作为传统的抗通胀避险投资渠道有能力发挥应有价值；
- 美联储已经把遏制高通胀问题摆在首要位置，不得不面对来自市场、公众和美国国会的严厉目光；美联储在3月加息25个基点后，在5月再次加息50个基点，但通胀未见筑顶迹象；黄金白银作为无息金融产品，央行加息构成严重利空局面，但避险需求又令黄金白银随时都有上涨可能，因此不难理解上半年美元标价金银的大起大落。



地缘政治和“跌不动”的金银

俄“特别军事行动”的三个阶段（1）



➤2月24日俄罗斯发起第一阶段行动，俄军企图通过闪电战的方式奇袭基辅，快速结束俄乌冲突。

➤当时俄军三路齐进，但各路的状态都不理想。乌军尽可能避免在平原等开阔地形与俄军硬碰硬，而是集中力量退守在大城市和军事防线，以地利的方式节节阻击。

➤国际金价一路上涨，开战两周（3月8日）涨至阶段高点2069美元/盎司附近。

俄“特别军事行动”的三个阶段（2）

俄乌战争

顿巴斯地区战况

这两天的形势是，俄罗斯继续炮击顿涅茨克和卢甘斯克，并取得了一些战术上的进展。乌克兰军队继续对哈尔科夫东北部进行有限的反击，并夺回了一些地区。

俄乌战争第66天局势图（2022年4月30日）



图片来源：网络 冠通研究

➤俄军第二阶段行动，清理乌东至乌东南固守的乌克兰集团军；

➤回过神的俄军开始重振旗鼓，在乌东采取稳扎稳打的方式推进，在地面火炮和空军的配合下进展神速。目前俄军已经控制相当数量的乌克兰城市，前几天泽连斯基也承认已经损失五分之一的领土。

➤尽管俄乌前线战火焦灼，国际金价却开始一路下滑，因为美联储主导的加息开始深刻影响市场。

俄“特别军事行动”的三个阶段（3）



➤俄罗斯最近在第二阶段军事目标还没有完成的情况下，就已经早早公布了第三阶段军事行动的目标，包括控制尼古拉耶夫州、敖德萨州、哈尔科夫州；

➤按照俄罗斯这个远期规划目标，拿下哈尔科夫、尼古拉耶夫、敖德萨，那么等于乌克兰直接变成了一个内陆国了，乌克兰基本等于“终结”；

➤俄罗斯这种打通克里米亚陆上连接走廊的战略意图，已经十分明显了。

图片来源：网络 冠通研究

西方开始“劝降”、寻求脱身



➤俄乌冲突第107天（6月9日），先是基辛格表示俄乌应该重启谈判，并将乌克兰定义为“缓冲国”，而并非冲突前沿；

➤乌方称其为俄罗斯的帮凶。

图片来源：网络 冠通研究

➤西方舆论也开始集体劝降，美媒称乌克兰会将美国与北约拖入持久战，英媒也在提醒西方该及时止损；包括联合国粮农组织在内的许多国际机构，都认为俄乌冲突应该尽快停止，否则将引发更多危机。波兰已停止向乌供应免费燃油，保加利亚等国也取消了对难民的补贴；法国和德国一门心思想要劝降乌克兰，让其尽快和俄罗斯进行谈判，早点结束冲突恢复正常状态；

➤英国和美国则不停地火上浇油，希望借俄乌冲突，直接将俄罗斯打残或者重伤。

美国开始布局“印太” 框架围堵中国（1）



➤5月24日，美国纠集日本、印度、澳大利亚在东京举行所谓“四方安全对话”。东京会议发布的联合声明虽然没有提“中国”二字，但通篇暗含着对中国的毫无根据指责，处处针对中国的和平主张、发展诉求和合作倡议。

➤例如在安全方面，明显针对中国对东海、南海的主权声索和权益维护；在经济方面，四国均参加美国主导的“印太经济框架”，试图在经贸领域排斥、孤立中国。四国还宣称将在今后5年内向印太地区提供500亿美元以上的“援助与投资”，被外界普遍认为是针对“一带一路”倡议。

图片来源：网络 冠通研究

➤东京会议发布的联合声明宣称，“对包容、具有弹性及自由开放的印太地区坚定不移的承诺”，但是这个表里不一的小圈子无疑实现不了这一承诺。因为它正在挑动阵营对立，给地区和平与发展蒙上一层阴影。

美国开始布局“印太” 框架围堵中国（2）



图片来源：网络 冠通研究

➤5月23日，正在日本访问的美国总统拜登提出了一项新的对华遏制战略，就是携印太12个国家启动“印太经济框架”。这个最新的印太地区经济构想包括美国、印度、日本、韩国，东盟七国以及澳大利亚和新西兰，经济规模占到世界GDP的40%。

➤这个经济构想取名为“印太经济框架”，却故意将亚洲最大的经济体中国排除在外，不用说，这就是美国为遏制中国量身定制的。美国的贸易代表戴琪毫不讳言地表示：“印太经济框架”就是为了反制中国在该地区的影响力。

“香格里拉”对话会能看到什么？



图片来源：网络 冠通研究

➤6月10日至12日，第十九届香格里拉对话会举行，中美两国防长与会引发各方高度关注。作为新加坡国防部与英国伦敦国际战略研究所（IISS）定期主办的国际安全论坛，香格里拉对话会已成为观察亚太甚至全球安全新动向的“风向标”之一。

➤此次对话中，日本首相岸田文雄也参加了开幕式，岸田文雄认为，为了更好地对抗中国，日本有必要提升自己的武力，将会在未来的五年中，大幅度的提高军费预算。岸田文雄还开始指责中国“破坏局势”，要求中国接受南海仲裁案的结果。

➤国务委员兼国防部长魏凤和，与美国国防部长奥斯汀，在香格里拉对话场边举行了双边会。魏凤和在会晤中，重申中方在台湾问题上的坚定立场，指美方日前再次宣布对台军售，严重损害中国主权和安全利益。并措词严厉的警告，如果有人胆敢把台湾分裂出去，中国军队必将不惜一战，不惜代价、坚决粉碎任何“台独”分裂图谋，坚决维护国家主权和领土完整。

金价“跌不动”，重要原因是地缘紧张并未缓解！



➤2021年5月以后，金价和美元指数整体上同涨同跌；

➤俄乌冲突期间，金价和美元指数一起上涨；这种情况说明黄金正在充当避险投资渠道；

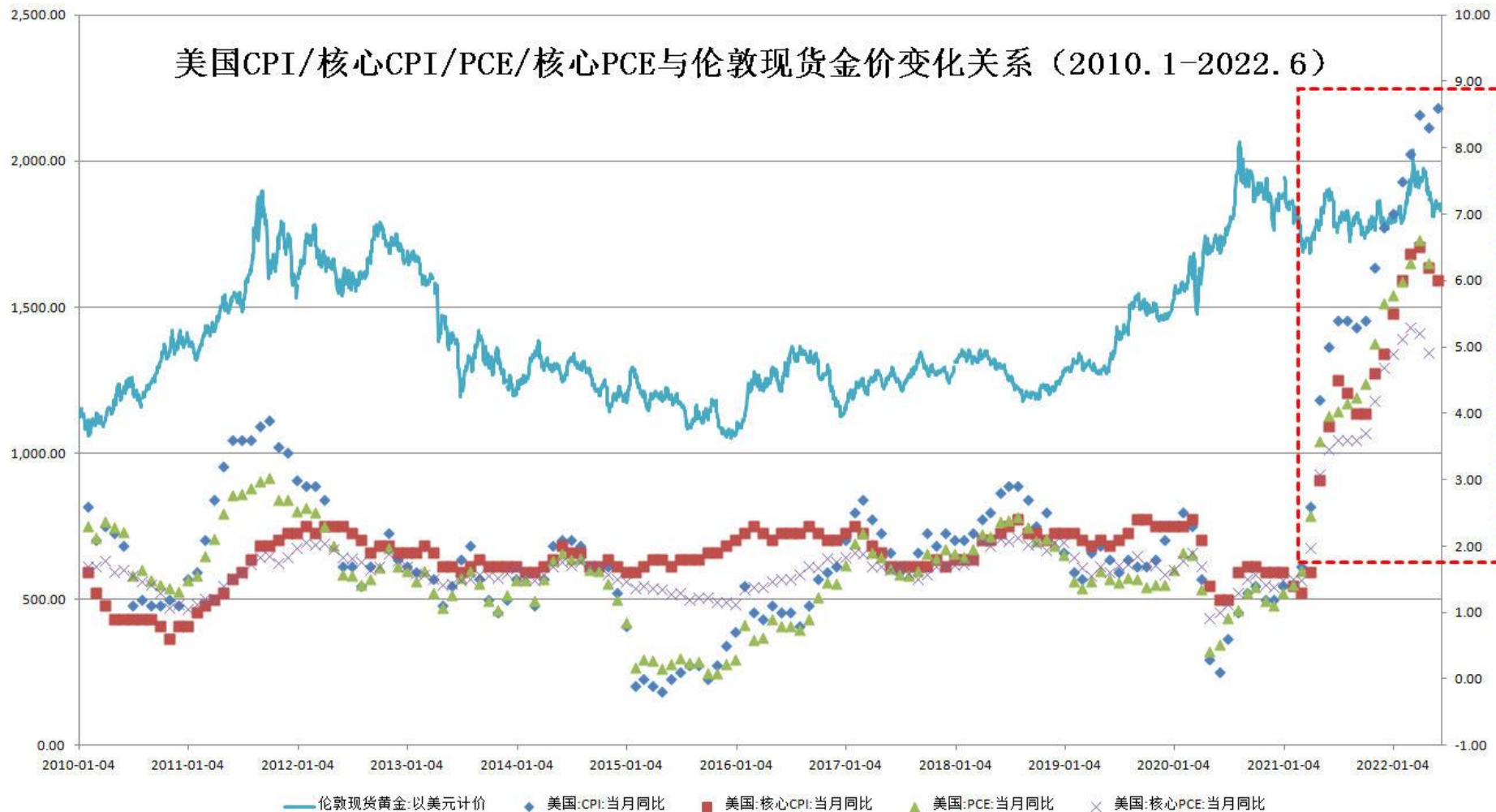
➤未来随着美国把地缘政治斗争对象逐步变为中国，地缘斗争形势可能更加危险和难以预料；

➤台海？南海？中印边境？朝鲜半岛？不安在升高.....



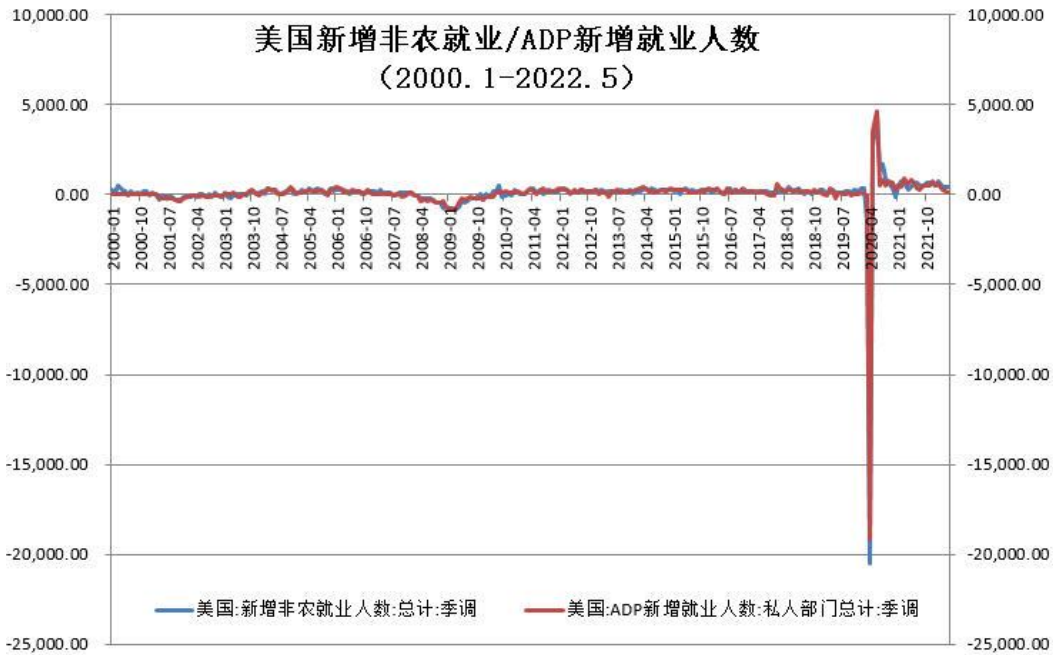
美联储连续加息进程和美国经济 滞胀衰退的隐忧

高通胀下的金价



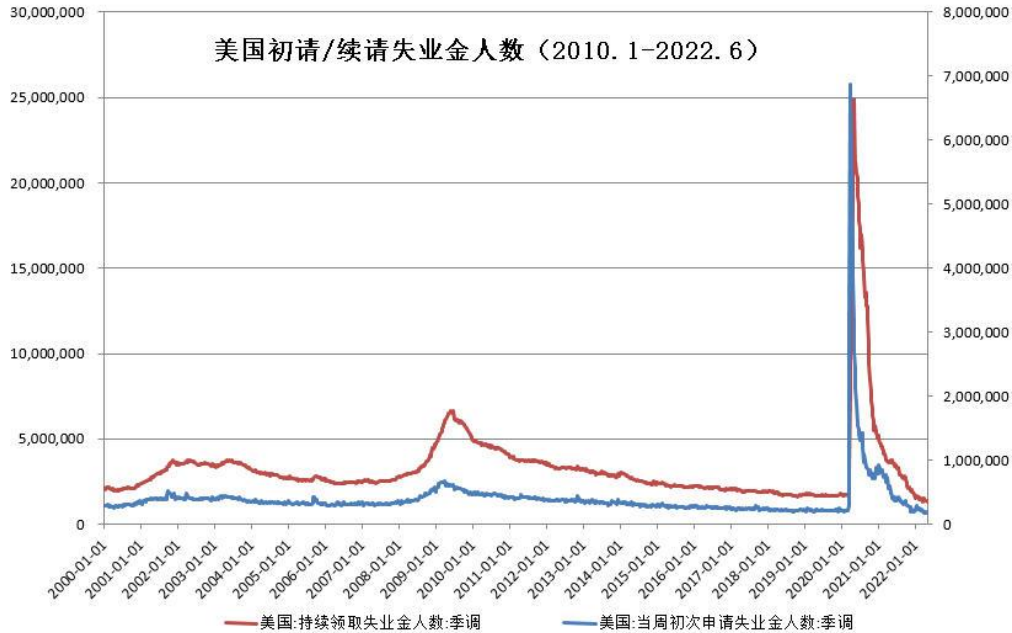
- 2021年3月以后，也就是拜登政府开始执行1.9万亿美元新冠救济计划以后，美国CPI/核心CPI、美联储更加重视的PCE/核心PCE物价指数等通胀指标迅速上涨；
- 通胀不仅大幅走高，而且完全不符合美联储高级官员口中的“暂时性”特征，呈现持续、顽固的高通胀，美国和整个世界因物价高涨而民怨沸腾。
- 持续的高通胀威胁白宫主人的中期选举，因此必须强力遏制通胀。

高通胀下的经济：就业（1）



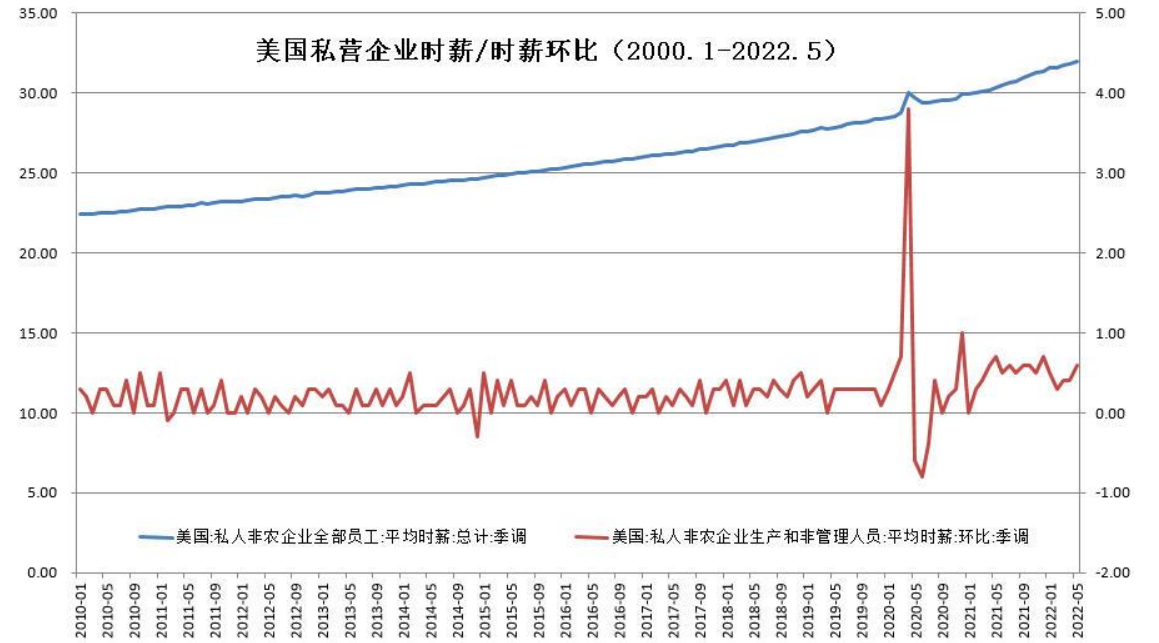
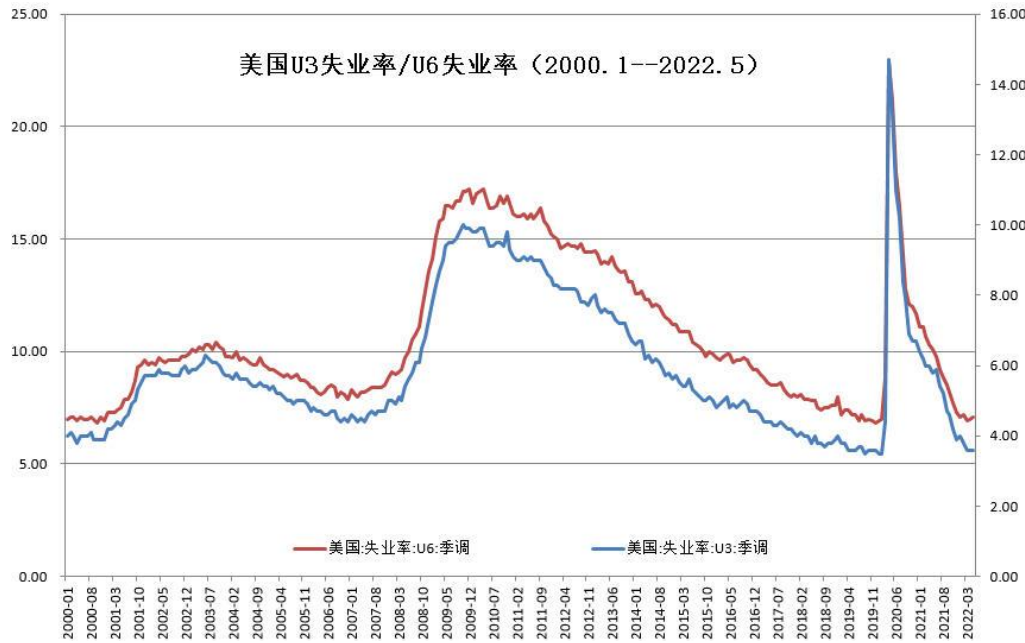
- 美国4月非农就业人口增加42.8万人，预期38万人，增幅创2021年9月以来最小；美国5月非农就业新增39万，预期32万人，并创2021年4月以来的13个月最小增幅；整体看，目前美国每月新增非农就业情况恢复至疫情前，且有能力继续保持；
- 美国3月份的职位空缺达到了创纪录的1155万；辞职人数为454万也创新高，表明劳动力市场仍然处于历史性的紧张状态，职位空缺和可用工人之间的差距达到560万也创纪录；3月JOLTS报告进一步加剧通胀情况，预计推动美联储大幅加息的步伐；4月份职位空缺数量从3月调整后的1190万下降至1140万，4月职位空缺数量依旧比失业人数多出约540万；4月份有442.4万美国人离职，比3月份降低了2.5万；但辞职率（自愿离职占总就业的比例）依旧维持在2.9%的相对高位，也就是说人们依旧有谈判筹码以寻求更好的工作和薪酬。

高通胀下的经济：就业（2）



- 目前美国劳工部每周公布的初请/续请失业金数据完全恢复至疫情前，最新数据显示美国6月4日当周初请失业救济人数22.9万人，市场预期21万人；4周移动均值为21.50万人，比前一周增加8000人；截至5月28日当周，续请失业救济人数为130.6万人，前值130.9万人；续请失业金人数四周均值降至132万人，为1970年1月10日以来最低水平；
- 美国5月劳动力参与率62.3%，小幅高于前值62.2%；美国目前的劳动参与率水平仍低于疫情前的普遍水平，显示有部分劳动者在疫情期间收到了政府发放的大量救济金之后，以提前退休等方式永久的退出了劳动力市场；劳动参与率的低下甚至“塌陷”不利于美联储抗击通胀的努力，很有可能助推“薪资—物价”螺旋通胀。

高通胀下的经济：就业（3）



- 美国4月失业率录得3.6%，市场预期3.5%；整体数据与2020年2月疫情前水平基本持平；5月失业率为3.6%，市场预期3.5%；5月U6失业率小幅上升至7.1%，失业超过27周的长期失业率下降，均代表积极找工作的人更多且劳动力市场健康；
- 美国4月平均每小时工资环比增长0.3%，市场预期0.4%，创2021年3月以来新低；美国5月平均每小时工资环比增0.3%，预期增0.4%；同比增5.2%，符合预期，但弱于4月前值的5.5%；时薪增幅放缓甚至被华尔街解读为支持美联储在9月将加息步伐重新放缓至单次25个基点的积极信号。

2022年上半年的美联储褐皮书 (1-2)

The BEIGE BOOK



- 2022年1月12日美联储发布了俗称“褐皮书”的地区经济调查报告，结果显示在2021年的最后几周，整个美国的经济活动以温和的速度增长，但部分地区的企业对未来几个月的增长预期有所回落。供应链问题和劳动力短缺问题持续存在，仍然限制经济增速；
- 10个联储银行在报告中表示受到奥密克戎影响，对未来经济增长的乐观情绪在部分地区有降温现象；（对经济增长的）乐观情绪仍然很高，但有所减弱，因为对未来6个月经济持续增长表示积极预期的企业比例缩小了；
- 2022年3月2日公布的美联储褐皮书称，据多个地方联储调查地区报告，新冠病例增长暂时干扰了当地的商业活动。相比前次褐皮书调查报告的去年末时段，消费者支出更为疲软。所有调查地区都发现，供应链问题和低库存在继续遏制经济增长。
- 褐皮书显示，今年1月中旬到2月中旬美国国内经济活动呈现温和到微弱的扩张态势，新冠疫情、用工荒、供应瓶颈仍在干扰经济，没有迹象显示爆棚的通胀增速在放缓。

2022年上半年的美联储褐皮书 (3-4)

The BEIGE BOOK

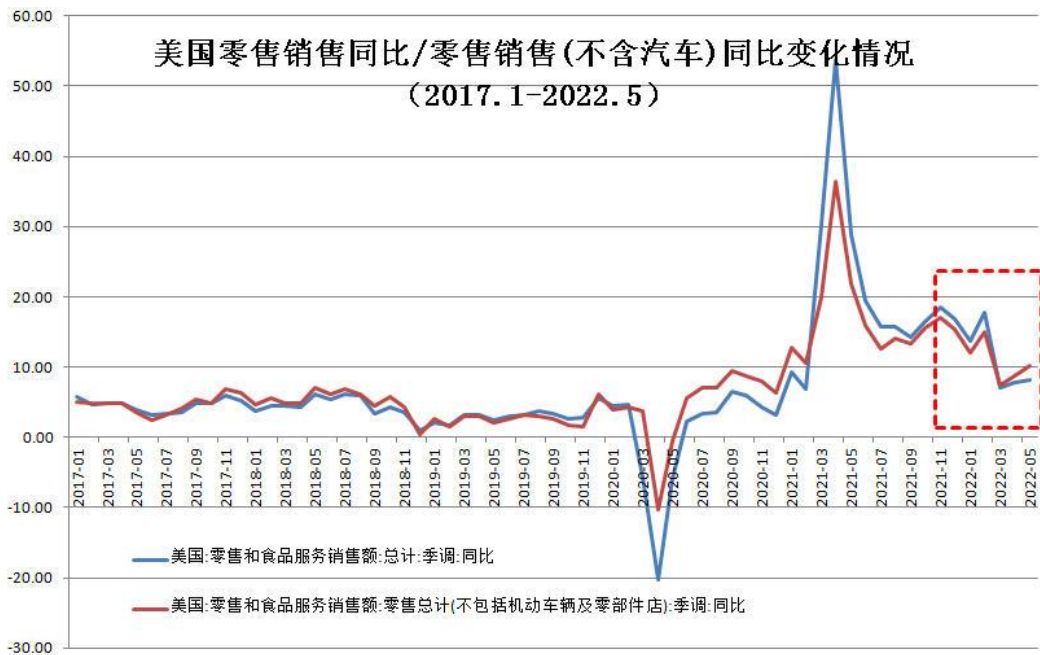


- 2022年4月20日，美联储发布了俗称“褐皮书”的地区经济调查报告，结果显示，自2月中旬以来，**美国经济平均温和地扩张**，一些地区报告了适度的就业增长；
- 报告显示，**在俄乌冲突和欧美对俄制裁之下，原材料、运输和劳动力成本急剧上升。多个地区报告能源、金属和农产品价格飙升**，此外，亚洲国家的新冠疫情封锁政策也进一步加剧了供应链中断。.....**大多数地区的企业预计通货膨胀压力将在未来几个月内持续。**
- 2022年6月1日美联储公布褐皮书，基于截至5月23日的地方联储调查结果，**由于家庭和企业适应利率走高、俄乌冲突和新冠疫情的持续干扰，在美国部分地区、占调查地区三分之一的地区，经济扩张和价格上涨可能在减慢速度；**
- **劳动力短缺、供应链中断被认为是经济增长面临的最大挑战**，利率上升、通胀高企、俄乌局势、新冠疫情等也被视为影响经济的关键因素。
- 报告称，大多数辖区的联络人提到了价格的强劲上涨，尤其是投入品价格，但也有辖区注意到价格的上涨速度开始放缓。此次报告期间，美联储所有辖区中，**有8个辖区的联络人表示对未来经济的增长预期有所降低，有3个辖区的联络人特别表达了对经济衰退的担忧。**



- 美联储在2022年上半年连续加息的底气，主要来自疫情期间大量刺激资金投放以后，高涨的经济状况、特别是**非常高涨的就业恢复情况**，目前美国国内失业人口/职位空缺状况是历史最好的，因此即便加息，经济市场也有能力承受，甚至有可能达到美联储希望看到的“软着陆”。
- 即便是高涨的就业状况，也存有很多隐忧，例如6月2日公布的美国5月ADP就业人数仅增加12.8万人，预期增加30万人；飙升的通胀正在给小企业带来严重伤害，**过去四个月，小型企业减少了27.8万个工作岗位**。只是这样的隐忧，现阶段还没有让非农就业数据大幅下滑和失业率明显走高，但高通胀带来的损害是真实的。
- 6月1日发布的美联储褐皮书更是明确指出，“**美联储所有辖区中，有8个辖区的联络人表示对未来经济的增长预期有所降低，有3个辖区的联络人特别表达了对经济衰退的担忧。**”

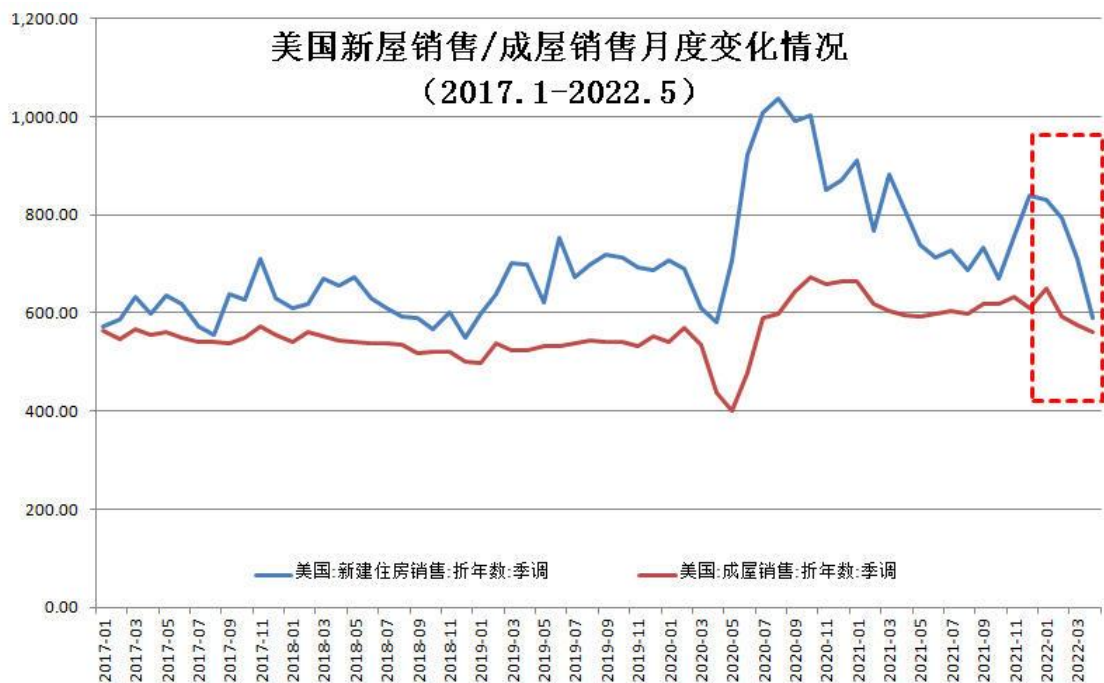
高通胀下的经济：零售依靠透支



➤美国商务部数据显示,美国3月零售销售同比仅增长6.9%,创2021年2月以来最低水平。美联储数据显示,为了跟上物价上涨的步伐,美国消费者开始大量使用信用卡。纽约联储报告显示,美国人在3月开立了创纪录的5.37亿个信用卡账户。美国5月零售销售环比意外下降0.3%,创2021年12月以来新低,且为5个月来首次出现下降,因受汽车购买量和其它高价商品大幅下降的影响,这表明美国消费者对商品的需求正在放缓。

➤美国密歇根大学消费信心指数,从2021年底的80上方一路下滑,6月10日公布的美国6月密歇根大学消费者信心指数初值50.2,创历史新低,预期58.2;数据凸显美国公众在把政府发放的新冠救济资金花完了以后,消费信心一路下滑。

高通胀下的经济：开裂的房地产泡沫



➤据美国全国房地产经纪人协会（NAR）数据，美国4月成屋销售总数环比下降2.4%，连续第三个月下降，至年化561万户，创2020年6月以来新低；4月成屋销售同比下降4.1%；5月份季调后年化成屋销售为580万套，成屋销售数据创下2020年6月以来的最差表现，同时也是连续第四个月出现下降；美国商务部5月24日公布的数据显示，4月新屋销售连续四个月下降，环比大跌16.6%，年化59.1万套，市场预期75万套，创下2020年4月以来的最低值，跌幅为近9年来最大；同比降幅为26.9%。

➤美国楼市开始降温，木材期货价格跌至去年9月以来的最低水平。目前芝加哥木材期货跌至572美元/干板尺，今年以来已累计跌去50%；美国抵押贷款融资巨头房地美公司表示，在截至6月16日的一周，美国30年期固定利率抵押贷款平均利率升至5.78%，远高于年初时3.11%的水平，达到2008年11月以来的最高水平。

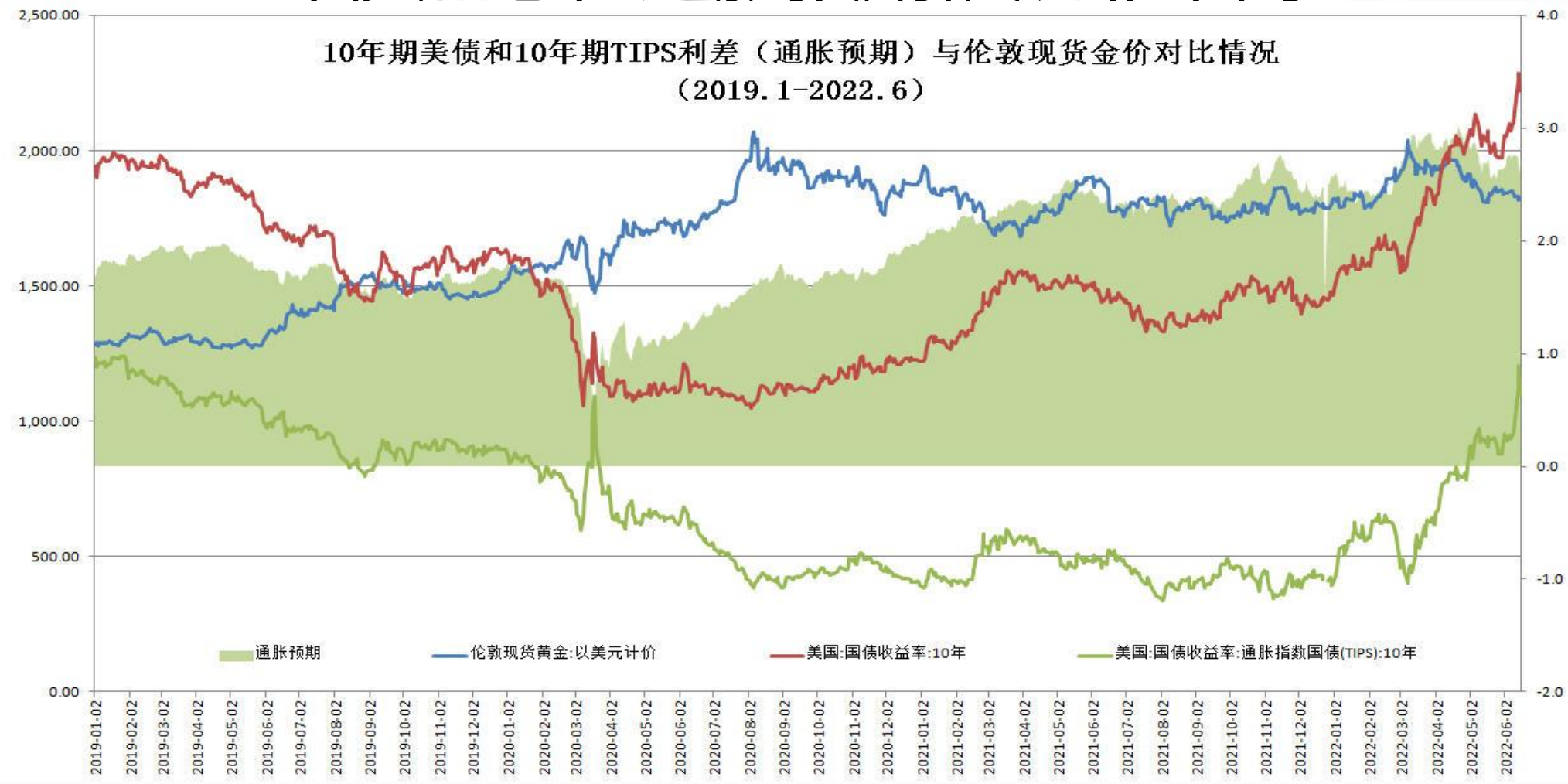
高通胀下的经济：进口塌陷、库存过剩



零售巨头	库存/销售	2022第一季度同比去年
Walmart	库存	32.01%
	销售	3.97%
Amazon	库存	46.70%
	销售	7.58%
Home Depot	库存	31.91%
	销售	3.75%
Costco	库存	26.10%
	销售	16.31%
Walgreens	库存	4.75%
	销售	14.70%
Target	库存	43.12%
	销售	3.98%
Lowe's	库存	10.10%
	销售	-3.12%
Best Buy	库存	9.39%
	销售	-8.00%
Dollar General	库存	19.38%
	销售	4.18%
TJX Companies	库存	36.66%
	销售	13.09%

- 尽管今年前5个月美国的货物进口水平强劲，但进口需求不仅在减弱，而且在急剧下降；国际航运研究及咨询机构Drewry追踪的从中国到美国西海岸的集装箱现货价格环比下跌41%至9630美元；自5月24日以来运往美国的集装箱进口量下降了超过36%，对于美国国内货运市场来说这是一个令人不安的迹象；
- 沃尔玛美国业务主管John Furner表示，上季度库存增长32%中，约有五分之一来自于商品堆积如山的速度超过了公司的预期。另一部分增长来自去年供应链中断导致更多缺货项目后所需的货物补充。而销售仅增长3.97%。John Furner补充道，“在我们将库存控制在我们想要的水平之前，可能还要再过几个季度。”他表示，管理库存是这项工作的一部分，因为该公司在4月末结束的第三个财政季度在存储成本上花费了更多。

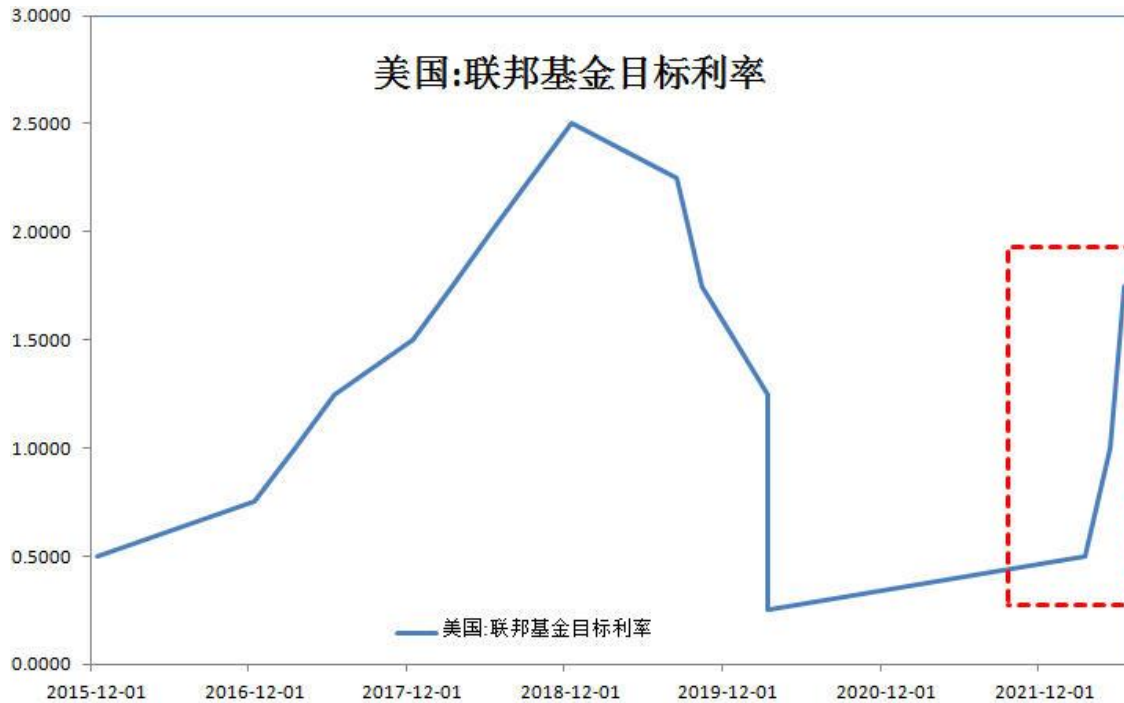
即便加息，通胀预期依然非常高



各路大佬对经济恶化 “未卜先知”

- 6月2日特斯拉CEO马斯克在给所有员工的电子邮件中表示，对经济有种“超级坏的感觉”，并突然做出裁掉特斯拉10%的员工以及暂停全球招聘的决定；
- 6月1日“宇宙行行长”、摩根大通首席执行官杰米·戴蒙在金融会议发出“经济风暴”警告：“经济风暴”就在我们眼前，没人知道是一场小风暴还是“桑迪”级别的超级飓风，我们最好做好准备；高盛的二号人物John Waldron同样发出悲观预测，警告称由于全球经济受到的一系列冲击，未来将步入一段艰难时期。
- 6月7日，美联储亚特兰大联储银行的GDPNow预测模型显示，美国二季度的年化增长率仅为0.9%，离负增长仅一步之遥；这项指标表明，经济在第一季度收缩1.5%之后，在进入许多人认为的经济衰退之前，已经没有什么退路了。
- 6月7日世界银行在最新的《全球经济展望》报告中，预计今年全球经济增速将从2021年的5.7%降至2.9%；发达经济体增速将从2021年的5.1%大幅放缓至2.6%，然后在2023年进一步放缓至2.2%；新兴市场和发展中经济体的增速将从2021年的6.6%降至2022年的3.4%；
- 6月8日经合组织将2022年全球经济增长预期从之前的4.5%下调至3%，同时预计2023年全球经济增长将进一步放缓至2.8%；并将其对38个成员国的通胀预期提高一倍，至近9%的水平。

高通胀下的经济：坚定升息



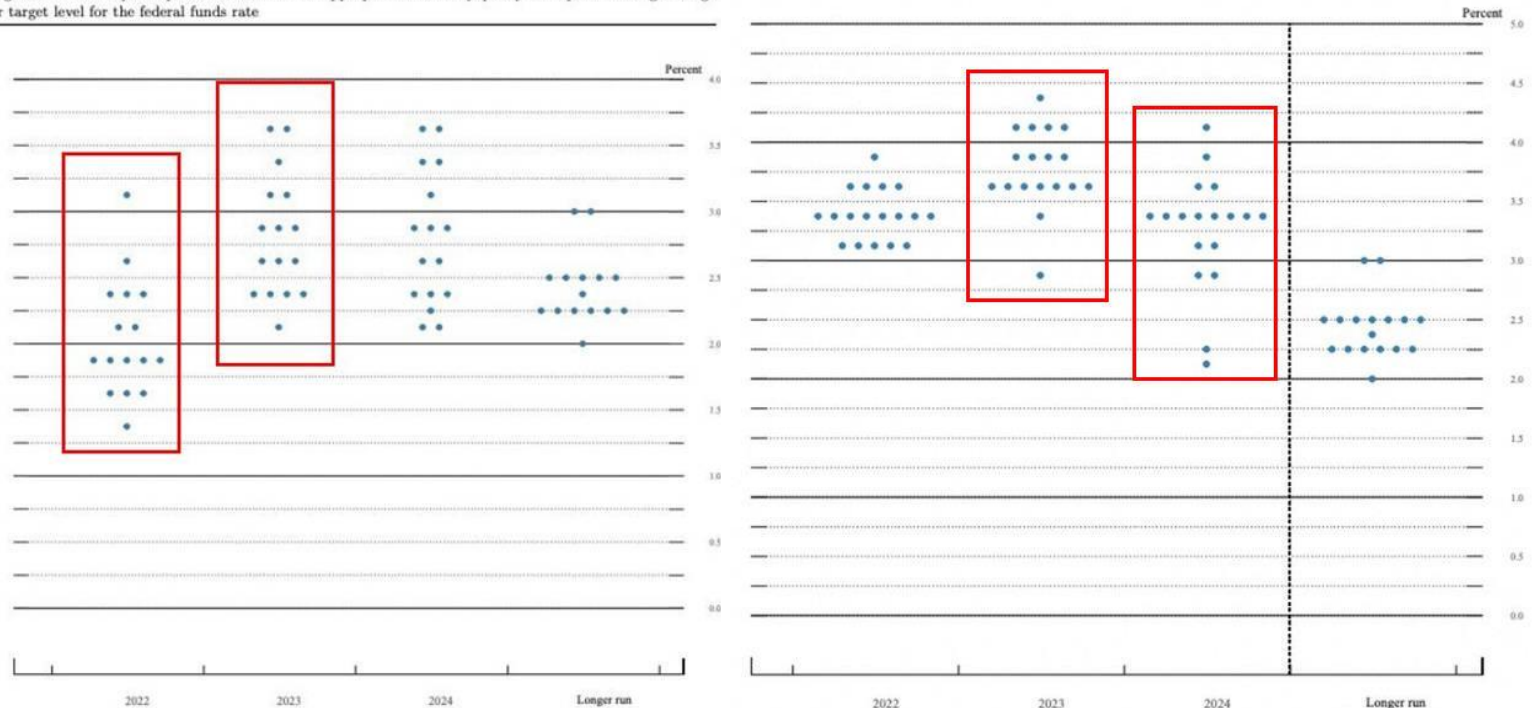
➤3月16日，美联储决定开启加息进程，首次加息25个基点，并公布经济了新一轮的经济预测。3月点阵图各位参会者的分歧明显加大，有三分之一以上的参会者认为今年需要加息7次以上，这也从侧面反映了目前的通胀形势不容乐观。

➤5月5日，美联储议息会议如期加快加息步伐并宣布缩表计划，本次加息幅度为50BP；鲍威尔在议息会议后的发言中也表示“如果后续经济形势发展与预期一致，那么接下来的两次FOMC会议上将连续加息50个基点”。

➤5月议息会议上，美联储决定6月1日开始减少其持有的美国国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券，并发布《减少美联储资产负债表规模的计划》；具体缩减计划为，2022年6-8月每月减持总上限为300亿美元美国国债和175亿美元机构债务和机构MBS；3个月后，即9月份开始每月国债和机构债务及MBS上限分别增加至600亿美元和350亿美元。美联储缩减计划总体符合市场预期，但与上一轮相比，力度与节奏明显更强、更快，遏制高通胀的决心不可谓不大。

美联储6月会议坚定加息75基点！

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据来源：华尔街日报 冠通研究

- 6月15日周三，美联储会后宣布将政策利率联邦基金利率的目标区间从0.75%至1.00%升至1.50%至1.75%，这是1994年来联储首度一次加息75个基点。
- 3月会议后点阵图（左侧）和6月会议后点阵图（右侧），最大的区别就是部分委员认为2024年有降息的可能；美联储6月点阵图显示，2022、2023、2024年底联邦基金利率预期中值分别升至3.4%，3.8%，3.4%，预计在2024年开始降息。
- 6月会议上，美联储货币政策委员会的投票委员几乎全体同意加息75个基点；本次会议强烈承诺将让通胀率回落至2%。
- 本次会议预计2022年年底的联邦基金利率为3.4%，3月份料为1.9%；预计2023年年底的联邦基金利率为3.8%，3月份料为2.8%；预计2022年PCE通胀率为5.2%，3月份料为4.3%；预计2023年PCE通胀率为2.6%，3月份料为2.7%。

鲍威尔：预计不会成为常态



➤6月15日美联储议息会议后，美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。鲍威尔称，通胀形势令美联储6月加息75个基点，预计这不会成为常态；

➤鲍威尔称，5月议息会议以来，通胀意外上升，未来几个月将寻找通胀下降的有力证据。美联储下次利率决议将在单次加息50个基点和加息75个基点之间“二选一”。鲍威尔称，美联储坚定地致力于让通胀回落。

➤鲍威尔说，美联储有我们需要的工具来恢复价格稳定，美联储必须降低通货膨胀来帮助实现更多新增就业。他认为，目前的情况很明显，劳动力市场极度紧张，通货膨胀太高。鲍威尔说，数据显示，短期通胀居高不下，但中期内大幅下降，通胀预期仍然存在，通胀预期是本次加息75个基点的重要因素。美联储“将坚定不移地”把通胀预期锚定在2%。

➤鲍威尔说，美联储高度关注高通胀风险，并坚决致力于降低通胀，美联储的政策一直在适应，并将继续这样做。鲍威尔同时强调，通胀可能进一步出现意外，美联储政策将保持灵活性。

黄金和美债收益率



➤随着美联储加息，各期限美债收益率连续上涨，但金价并未发生大跌；

➤其中2年期美债和10年期美债收益率多次出现倒挂，这美国经济出现衰退的征兆；

➤黄金再次显示出避险投资的价值。

黄金和股市大跌



➤当美联储激进加息引发股市大跌、VIX指数快速升高的时候，金价明显在发挥避险投资渠道的作用；

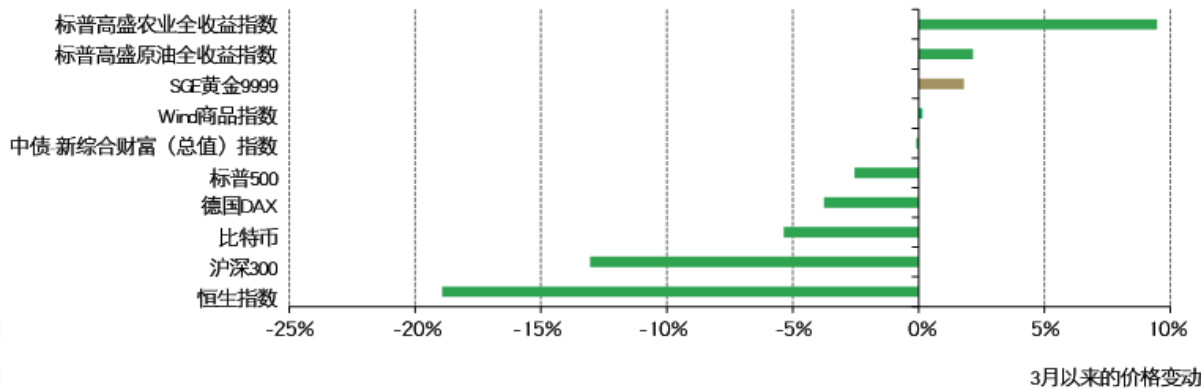
➤股市大跌几乎无一幸免的时候，金价有起有落；股市下跌的最厉害的时候，金价经常一柱擎天。



后疫情时期的 央行购金和黄金白银ETF投资

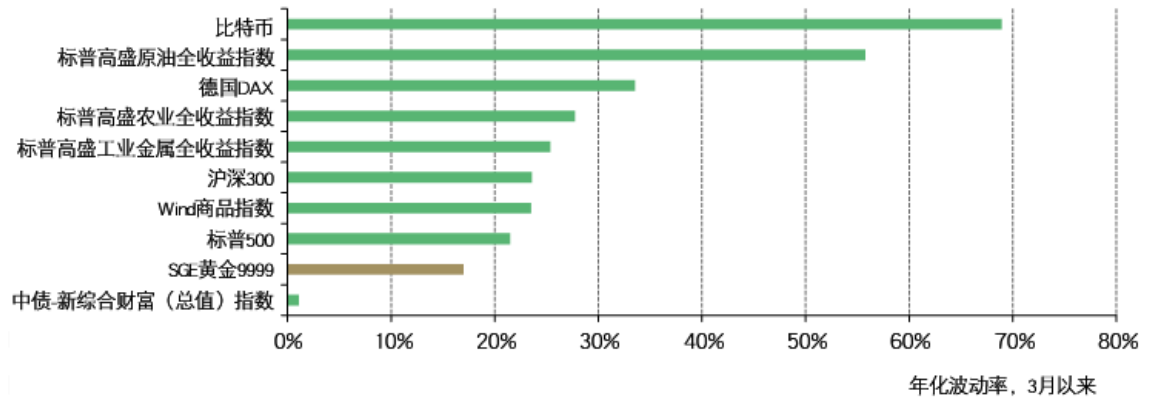
黄金的收益和波动性表现出人意料

2022年3月以来各资产的表现



资料: WIND, 上海黄金交易所, 中债估值中心, 中证指数公司, WGC

2022年3月以来各类资产的年化波动率



资料: WIND, 上海黄金交易所, 中债估值中心, 中证指数公司, WGC

➤在俄乌冲突供应链脉冲式扰动的影响下, 受影响最大的品种包含原油, 有色金属, 天然气以及部分农产品。与其他资产相比, 黄金今年以来的收益率是除标普/农业/原油以外最高的。

➤黄金在此次地缘政治危机中再一次发挥了其避险属性。由商品暴涨引发的持续高通胀担忧也是关键因素之一。与其他资产相比, 黄金今年以来的波动率是除债券以外最低的。

3月以后黄金ETF强势流入

SPDR黄金基金持仓量和伦敦现货金价关系
(2017.1-2022.6)



数据来源: Wind 冠通研究

➤2022年3月, 全球黄金ETF净流入187.3吨(约合118亿美元, 资产管理规模增加5.3%), 总资产规模仅略低于2020年8月2,403亿美元的记录。流入整体以北美和欧洲黄金ETF基金主导。

➤随着3月的投资需求大增, 第一季度的黄金ETF流入量也达到268吨(约合170亿美元), 是自2020年第三季度以来的最高, 全球股市也经历了自2020年第一季度以来最糟糕的季度表现。

➤2022年3月, 全球所有地区均实现黄金ETF流入; 北美: 流入100.6吨(约合63亿美元, 5.5%); 欧洲: 流入82.7吨(约合52亿美元, 5.3%); 亚洲: 流入2.6吨(约合1.66亿美元, 2.2%); 其他地区: 增加1.4吨(约合8,900万美元, 2.4%)。

白银ETF和银价紧密连接



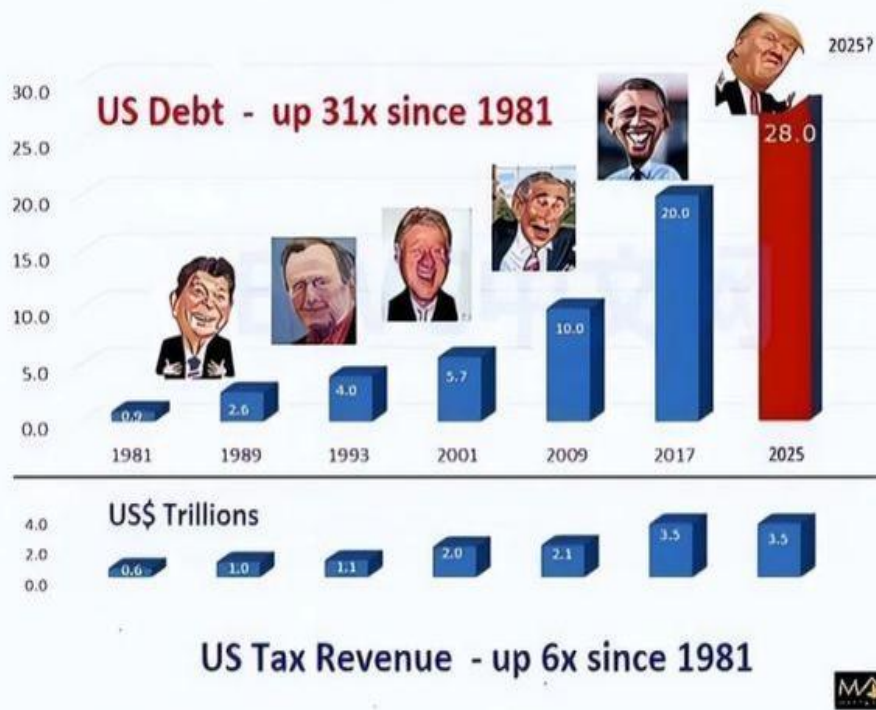
数据来源: Wind 冠通研究

➤与黄金ETF一样, 白银ETF的持仓与银价紧密相关, 由于银价过于无序波动, 白银ETF增减仓的幅度小于银价波动的幅度;

➤白银和黄金一起充当了避险投资渠道, 银价在2020年大涨以后, 白银ETF成为保护投资实际价值的最佳避风港之一。

美国早已债台高筑！

USA - Chronic Deficits & Debt



➤今天的美国经济早已陷入债务深渊。1958年时，美国当时的债务为2800亿美元，然而截至2022年6月11日，美国公共债务已正式达到30.5万亿美元，过去60几年间，美国债务水平已达到之前的108倍之多；

➤自上世纪80年代以来，平均每8年，美国债务水平就要翻一番。照此趋势，在2030年时，美国债务可能就要达到约60万亿美元。这一数字或将超过美国GDP的近250%。

➤预计2023年美联储将需要在滞胀的情况下降息。届时美联储或将面临重启美元印钞机，再次进行QE。美国债务货币化的现象将更加严重。这也就是美国债务经济模式的恶性循环。

中国和日本果断逃离美债 (1)



➤美国财政部5月16日公布的国际资本流动报告 (TIC) 显示, 中国, 日本, 卢森堡, 瑞士, 巴西, 新加坡, 韩国, 挪威, 沙特, 荷兰, 以色列, 澳大利亚, 菲律宾, 科威特, 瑞典, 阿联酋, 意大利, 越南, 波兰至少19国大幅抛售了美国国债。

➤特别是美债最大的海外持有者日本3月抛售了前所未有的739亿美元的美国国债, 美国国内有分析认为, 日本正在以迅雷不及掩耳之势抛售美债, 而当日本, 以色列, 澳大利亚这几个传统的美国经济盟友国家开始大幅做空美债的时候, 美债陷入困境似乎不可避免。

中国和日本果断逃离美债 (2)

MAJOR FOREIGN HOLDERS OF TREASURY SECURITIES
 (in billions of dollars)
 HOLDINGS 1/ AT END OF PERIOD

Jun Country 2021	May 2021	Apr 2021	Apr 2022	Mar 2022	Feb 2022	Jan 2022	Dec 2021	Nov 2021	Oct 2021	Sep 2021	Aug 2021	Jul 2021
-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
Japan			1218.5	1232.4	1306.3	1303.1	1304.0	1328.6	1320.4	1299.6	1319.7	1310.2
1279.7	1266.2	1276.8										
China, Mainland			1003.4	1039.6	1054.8	1060.1	1068.7	1080.8	1065.4	1047.5	1047.0	1068.3
1061.8	1078.4	1096.1										
United Kingdom			612.7	634.9	625.2	608.8	647.4	621.9	580.2	566.4	568.9	541.6
533.6	467.6	431.7										
Ireland			309.6	315.9	314.8	308.3	334.3	330.0	324.1	309.6	326.4	319.8
322.7	304.9	307.0										
Luxembourg			294.0	300.8	314.0	310.8	325.6	333.3	314.3	312.0	294.2	291.7
302.1	287.6	290.4										
Cayman Islands			291.5	292.9	274.9	271.1	261.9	262.1	271.9	266.8	263.5	263.8
260.1	229.4	226.4										
Switzerland			271.6	274.1	281.7	299.0	288.0	292.1	289.9	294.4	292.6	296.2
302.0	264.8	260.9										
Belgium			255.7	264.6	258.4	243.0	271.7	224.9	225.8	220.9	227.7	220.5
228.5	236.4	234.8										
France			243.8	247.0	239.6	233.9	224.9	228.2	239.7	242.0	238.1	235.9
226.7	108.8	107.2										
Brazil			233.3	237.2	241.2	239.7	244.5	248.8	247.7	249.0	248.9	248.5
249.1	251.8	255.3										

➤美国财政部6月15日公布最新国际资本流动报告 (TIC)，4月份海外持有的美国国债总额降至7.46万亿美元，其中官方机构持有共计3.95万亿美元。

➤相较3月，美债前十大海外持有国4月持仓量均无一例外减少持仓量，其中持仓第一的日本和持仓第二的中国减少持债量总计超过600亿美元；

➤4月日本所持美国国债减少149亿美元，至1.2万亿美元；4月中国所持美债减少462亿美元，至1.0万亿美元；4月持仓量第三的英国也将其持有量降至6127亿美元。

中国正在将美债置换成黄金！

- 按照世界黄金协会在2022年6月8日公布的一项针对57家全球央行的黄金需求调查报告显示，全球央行越来越预期美元将继续失去作为全球主要储备货币的地位；
- 值得一提的是，据国家外汇管理局6月7日最新公布的数据显示，**中国央行5月黄金储备6264万盎司（约1948.32吨），该数据已经有20多个月没有变化，另据中国海关最新公布的数据，今年第一季度，中国共进口黄金229吨，黄金需求仍保持强劲趋势，远高于2021年和2020年的同期水平，让市场感到意外。**
- 数据显示，2021年中国的黄金进口量就已经比2020年的601吨增长了36%至818吨，**这也意味着2020年1月至今年4月，有1648吨黄金已经分批运抵中国。**

央行黄金需求

一季度全球央行官方黄金储备增加84吨。



➤全球一季度央行官方黄金储备增加84吨，净购金量环比增长一倍有余。中国央行通过抛售美债，买进了多少黄金，没人知道；

➤但.....或许比其他所有国家央行购入黄金的总和都要多！

分析师介绍:

周智诚，日本东京国际大学经济学硕士。2010年进入贵金属现货行业，2013年获中国黄金协会注册高级黄金投资分析师资格。2017年进入期货行业，多次在主流媒体发表贵金属观点及研究，多次为知名黄金珠宝企业制定黄金套保计划，高校特约讲师，曾任《中国黄金报》特约评论员及北京黄金经济研究中心特约黄金投资分析师。

期货从业资格证书编号：F3082617

期货投资咨询资格编号：Z0016177

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲6号万通中心D座20层（北京总部）

公司电话：010-85356596

E-mail: zhouzhicheng@gtfutures.com.cn



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

本报告发布机构

--冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货投资咨询业务资格）

免责声明：

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

致
谢