

2022/6 月报

## 华安期货

投资咨询业务资格

证监许可[2011]1776

贵金属研究组

曹晓军 首席分析师

从业/投资咨询证号：

F3008012/Z0010934

刘广远 分析师

从业证号：F03088857

电话：0551-62839752

Email: tzzx@haqh.com

网址：www.haqh.com

华安期货温馨提示：

“期”待诚信

“货”真价实

## 美国衰退初显端倪 黄金逢低宜增配

——2022年6月贵金属市场展望

2022年5月30日

### 要点提示：

1. 黄金驱动因子中，地缘冲突带来对俄的金融制裁削弱美元信用，黄金信用对冲的属性得以凸显；
2. 俄乌冲突仍在持续，美国开始构建“印太经济战略”；
3. 近期美国经济基本面数据羸弱，美国衰退初显端倪，基于衰退逻辑看多黄金。

### 市场展望与投资策略：

综合分析，我们认为贵金属从信用对冲、地缘局势动态和美国经济的基本面等视角来看，黄金将在短期调整后将继续向上。地缘动荡局势冲击了美元的信用霸权，损伤供应链，通胀高企侵蚀市场盈利预期；而加息导致美债短端利率的上升幅度大于长端，曲线走势平坦，叠加基本面数据羸弱的表现引发市场质疑美元指数是否能够持续走强，并怀疑美联储能否能巧妙处理好“通胀、紧缩、增长”的不可能三角，在这些担忧下，引发市场的衰退交易。

我们认为，美国衰退初显端倪，后续需要继续跟踪衰竭的动力，检验基于衰退做多黄金的逻辑。若后期经济指标确实见顶回落，实际利率在加息后回落，黄金基于衰退定价，驱动上行动能。在这种背景下我们认为最好的交易思路即多金空铜，即做多金铜比。

投资策略：

- 1、做多金铜比
- 2、逢低分批布局多单

## 目录

一、行情回顾.....	1
二、黄金价格影响因素分析.....	1
2.1 信用对冲视角看黄金：黄金的根本属性 .....	2
2.1.1 如何理解黄金信用对冲的属性？ .....	2
2.1.2 去美元化进程加速，美元信用体系备受冲击.....	2
2.2 地缘动态看黄金：黄金避险属性提升.....	3
2.3 经济基本面看黄金：经济数据羸弱，美国衰退端倪初显 .....	5
2.3.1 美国 5 月经济增速放缓.....	5
2.3.2 通胀高企不下，刺激“滞涨”焦虑.....	6
三、市场展望与投资策略.....	7
免责声明.....	8

## 图表目录

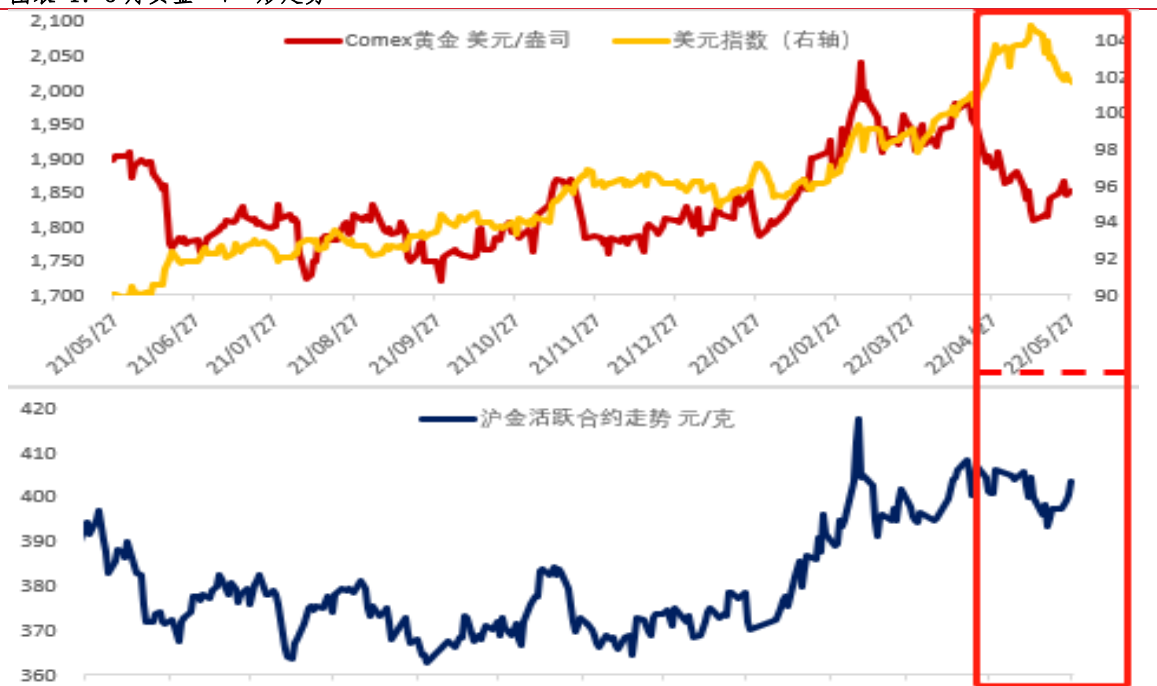
图表 1：5 月黄金“V”形走势 .....	1
图表 2：俄乌冲突后市场 VIX 指数波动区间变大.....	3
图表 3：贵金属 ETF 持仓量变化.....	3
图表 4：上海黄金 TD 持仓量与上交所黄金库存量.....	3
图表 5：IPEF 成员国分布 .....	4
图表 6：IPEF 框架的主要内容 .....	4
图表 7：5 月纽约联储制造业指数意外收缩 .....	5
图表 8：美国通胀指标仍然高企不下.....	6
图表 9：布伦特原油和大宗商品价格指数.....	6
图表 10：美元指数触顶回落.....	6
图表 11：金铜比、金油比下滑至多年低位.....	7

## 一、行情回顾

2022年5月份内外盘黄金走势出现较为显著的分化。5月上半月，COMEX黄金和沪金同跌，但是幅度不同，截止5月16日COMEX黄金从1895美元/盎司跌至1785美元/盎司，跌幅达5.8%；同期，沪金从405元/克回撤到最低393元/克，跌幅2.9%，而沪金相较于外盘黄金的表现更为坚韧，主要系人民币期间贬值对黄金带来一定的支撑。

但是在下半月，市场开始出现一个较为细微的转变，原来市场一直在担心美联储的紧缩太快太猛烈，会对市场造成较大冲击；而当前随着市场对6、7月份美联储货币政策的定价较为充分，市场上开始出现一些声音开始质疑美元指数是否能够持续走强，并怀疑美联储能否巧妙处理好“通胀、紧缩、增长”的不可能三角。在这一转变下，美元指数从5月12日高点104.75开始回调至101.41附近，内外盘黄金也从基本从月中同步开始反弹走势。

图表 1: 5月黄金“V”形走势



数据来源：华安期货投资咨询部；IFIND

## 二、黄金价格影响因素分析

年初至今，新冠疫情持续蔓延，俄乌地缘冲突、美联储开始加息、中美货币政策显著分化等多重因素叠加，令金融市场处在一个更加复杂多变的政治、经济环境之中。因此在分析黄金价格时，会面临地缘政治引发的避险情绪、通胀引发的“滞涨”担忧、金融制裁引发“去美元化”等诸多利多因素与美联储加息等利

空因素交织的状况，这使得后市黄金价格似乎愈发难以判断。

当前如何理解黄金的驱动逻辑，本文尝试从以下几点进行分析和探讨：

## 2.1 信用对冲视角看黄金：黄金的根本属性

### 2.1.1 如何理解黄金信用对冲的属性？

1971年布雷顿森林体系解体，1976年牙买加协议的签订，确定浮动汇率制与美元与黄金脱钩，之后美元通过挂钩石油贸易结算的方式，美元霸权得到进一步强化，在世界货币体系中居于主导地位。

在黄金去货币化40多年以后的今天，黄金的货币属性并没有完全在货币领域消失，相反在当前金融市场动荡、国际政治局势波谲云诡，黄金正在重新受到市场的关注和重视。尤其是的背景下，仅仅通过对市场变量的分析显然不足以分析解释黄金长期趋势价格上的根本变化，这就需要我们重新对黄金的根本属性——信用对冲进行理解。

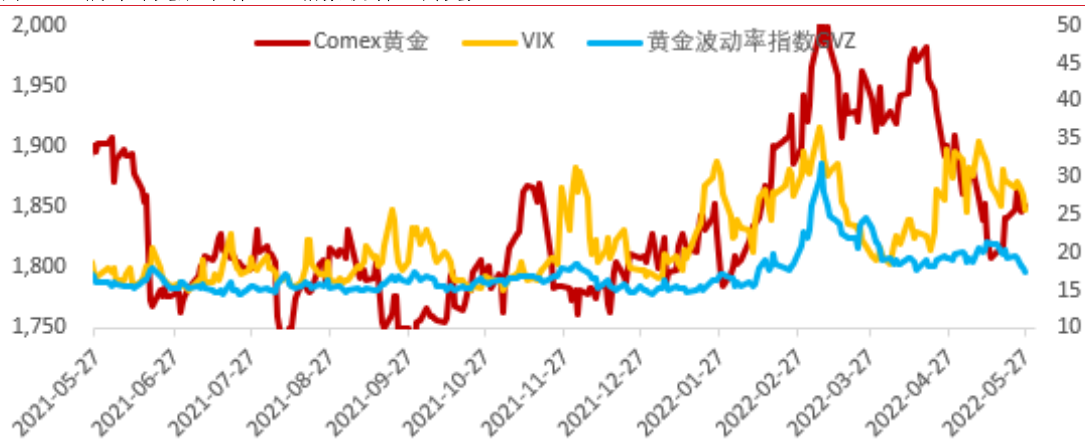
信用对冲作为黄金的根本属性，即金价的长期波动与实体信用和货币信用反相关。其中实体信用反映了货币主权国家的经济增长的相对强弱，货币信用反映了全球信用货币制度下货币体系的稳固性。具体而言，也就是美国实体经济增长格局和美元体系的稳固性是驱动黄金价格长期走势的根本因素。这背后的逻辑在于，在经济基本面具备坚实基础的复苏和繁荣期，由强劲的经济潜在增速所产生的高额的机会成本以及利息损失将大大削弱黄金资产的持有收益，并且美国实体经济的繁荣将支撑美元体系的平稳运行，这也将成为金价在复苏和繁荣阶段的抑制因素；而在衰退期，随着实体经济动力的消退，黄金的相对收益逐渐显现，风险资产价格的动荡既是造成经济衰退的重要冲击来源，也是刺激金价抬升的重要推动力量，最终在全球实体信用和货币信用恶化的驱动下，黄金价值也将迎来回归之旅。

### 2.1.2 去美元化进程加速，美元信用体系备受冲击

首先，俄乌冲突是一个典型的黑天鹅事件，对金融市场产生“0到1”效应式的冲击，加剧金融市场波动。当前地缘局势已经出现缓和迹象，金价也跟随VIX指数冲高回落，但俄乌冲突被认为是冷战以来最为严重的一次地缘政治危机，破坏了冷战后的世界秩序，对美元的霸权地位造成沉重一击。

俄乌战争之后，欧美等西方国家启动对俄经济制裁措施。特别是将部分俄罗斯银行剔除SWIFT系统；冻结俄罗斯的外汇资产，特别是俄罗斯的主要银行的外汇资产。这无疑破坏美元和美债的安全性，可能会进一步加速非美盟友国家的去美元化，这都将削弱美元在国际货币体系中的信用。

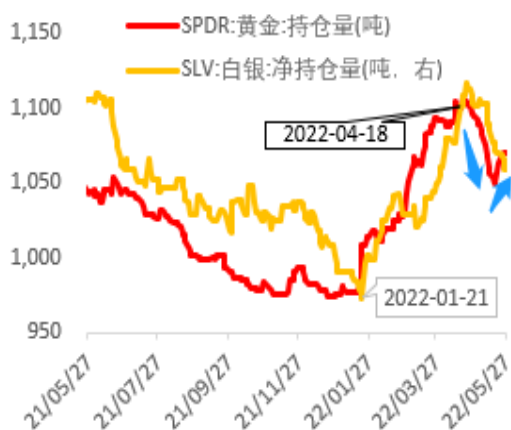
图表 2: 俄乌冲突后市场 VIX 指数波动区间变大



数据来源: 华安期货投资咨询部; IFIND

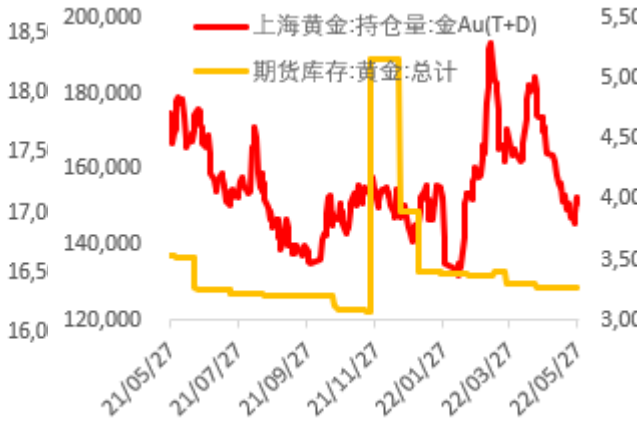
具体表现为,一方面放弃采用美元结算,推进双边货币结算。这种格局已经打开,为应对西方制裁,俄罗斯宣布“不友好国家”与俄罗斯的天然气交易将以卢布结算、且英国已经批准 5 月底前使用卢布结算俄罗斯天然气,中俄天然气交易可能用人民币结算,沙特开始考虑用人民币结算与中国的石油交易。另一方面,重新配置国家外汇资产,抛弃美元美债转向黄金等多元化的货币资产,其中 SPDR 黄金的持仓量在 2022 年俄乌冲突后以来就不断增加至 4 月中旬,后面持仓量的变化同步于金价波动而变化,截止当前持仓在 1069.81 吨,高于年初大概 70 吨左右。

图表 3: 贵金属 ETF 持仓量变化



数据来源: 华安期货投资咨询部; IFIND

图表 4: 上海黄金 TD 持仓量与上交所黄金库存量



基于以上分析,我们认为“去美元化”的进程只是刚刚开启,远不是终点,美元信用的削弱使得黄金的配置价值凸显。

## 2.2 地缘动态看黄金: 黄金避险属性提升

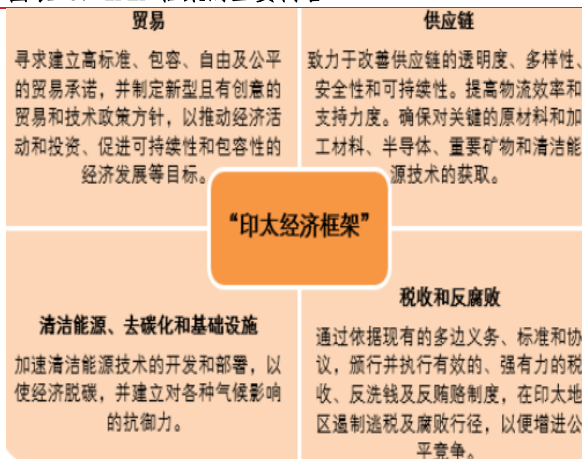
**1. 美国加紧布局“印太经济框架”。**当前俄乌冲突并未平息,在俄罗斯的手脚被欧洲等国牵制时,美国拜登启动亚太执行。拜登在访问日本期间启动印太经

济框架（IPEF），这是美国在亚太地区重新扩展影响力的又一次新的尝试。“印太经济框架”，IPEF 国家包括美国、澳大利亚、文莱、印度、印度尼西亚、日本、韩国、马来西亚、新西兰、菲律宾、新加坡、泰国和越南等 13 个国家。美国白宫对外称这 13 个初始成员国，占到世界 GDP 的 40%。根据白宫官方声明，“印太经济框架”旨在“提高经济体的韧性、可持续性、包容性、经济增长、公平性和竞争力，并希望通过这一框架为印太地区的合作、稳定、繁荣、发展与和平作出贡献”。具体来看，该框架主要包含贸易、供应链、清洁能源基础设施、税收和反腐败四项支柱内容。

图表 5：IPEF 成员国分布



图表 6：IPEF 框架的主要内容



数据来源：华安期货投资咨询部；观察者网

2. 在美国总统拜登结束亚洲之行后，朝鲜连发三枚导弹，引发美国制裁。当地时间 5 月 25 日，据韩国联合参谋本部消息，朝鲜向半岛东部海域发射了三枚弹道导弹，据日本广播协会（NHK）报道，有不明飞行物落在了日本专属经济水域（EEZ）外。因此美国就朝鲜发射导弹宣布制裁。5 月 27 日美国财政部发表声明称，对朝鲜一名个人、一家贸易公司以及两家俄罗斯银行进行制裁。美国财政部表示，制裁的目标是朝鲜大规模杀伤性武器和弹道导弹计划的支持者，以及有意向朝鲜政府提供大量金融服务的外国金融机构。

整体来看地缘方面的局势，俄乌冲突持续焦灼，但整体局势朝向有利于俄罗斯的局面进行，但还会持续。美媒称西方大规模制裁后，俄罗斯能源销量不降反升，俄罗斯财政部预计 4 月能源销售收入将达 96 亿美元。彭博社 4 月 1 日曾发文，预计俄罗斯 2022 年以来的能源出口收入已达 3210 亿美元，这一数字超过了俄罗斯上年能源出口收入的 1/3。

长期来看，我们认为俄乌冲突可能从根本上改变全球经济和地缘政治秩序，是当前世界经济矛盾的一个集中体现。俄乌冲突不仅引发短期政治、经济和社会动荡，对国际社会而言，更加剧了世界范围碰撞与对立，不确定性提升，避险情绪升温，将为贵金属带来配置机会。

## 2.3 经济基本面看黄金：经济数据羸弱，美国衰退端倪初显

### 2.3.1 美国 5 月经济增速放缓

从生产端来看，美国多项制造业指数均出现显著的下滑，一个接一个不及预期的经济数据，令加息背景下，市场对美国经济活动放缓的担忧情绪进一步加剧。具体来看，美国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值 57.5，创三个月新低，预期 57.7，前值 59.2；美国 5 月 Markit 服务业 PMI 初值 53.5，创四个月新低，预期 55.2，前值 55.6；美国 5 月 Markit 综合 PMI 初值 53.8，创四个月新低，预期 55.7，前值 56。除此之外，纽约、费城、芝加哥、里奇蒙德等多地制造业指数均大幅不及预期。受工厂报告订单和发货量减少影响，5 月纽约联储制造业指数意外收缩，从一个月前的 24.6 下降至-11.6，创 2020 年 5 月以来新低，大幅不及市场预期的 17，且低于零的数据表明经济萎缩。从成分项来看，新订单指数从 25.1 降至-8.8，发货指数-15.4。

图表 7：5 月纽约联储制造业指数意外收缩



数据来源：华安期货投资咨询部，金十数据

从需求端来看，美国整体经济需求开始出现放缓趋势。美联储加息、成本高企导致企业利润的下降，这些均强化美股的下跌趋势，而美股下跌使得居民的账面财富缩水、购买力下降，抑制消费需求。具体表现就是美国以沃尔玛和塔吉特为代表的消费型企业利润远不及预期，沃尔玛报告其最新一季净利润同比下滑近 25%，美国大型百货零售商塔吉特则在财报中称，由于成本上升，企业最新一季净利润同比下降超过 50%。

从成本端来看，原油、铜等上游原材料价格仍然处于高位，拖累企业盈利增长，美国整体经济需求开始出现放缓趋势。地缘战争对全球供应链冲击破坏，通过影响供给端对大宗商品形成了价格冲击，从而驱动以原油为首的大宗商品价格上涨，提升企业成本端的压力。而成本端价格的上涨又无法顺畅向下游及消费者转嫁，二者共同挤压企业利润。目前现在很多机构，包括高盛、花旗在内的多家金融机构都下调了 2022 年美国 GDP 的增速，市场已经开始为未来经济走弱定

价。

## 2.3.2 通胀高企不下，刺激“滞涨”焦虑

俄乌冲突对全球供应链冲击破坏，对大宗商品形成了价格冲击，从而驱动通胀中枢不断抬升，黄金跟随通胀定价，近一年来黄金价格与铜价高度拟合，但在波动方面却略滞后于铜。受俄乌冲突影响，能源市场持续动荡，食品价格飙升，欧元区 5 月 CPI 初值同比上涨 8.1%，再创新高；能源价格同比上涨 39.2%，而需求端和生产端走弱，再次刺激市场“滞涨”的焦虑

图表 8：美国通胀指标仍然高企不下



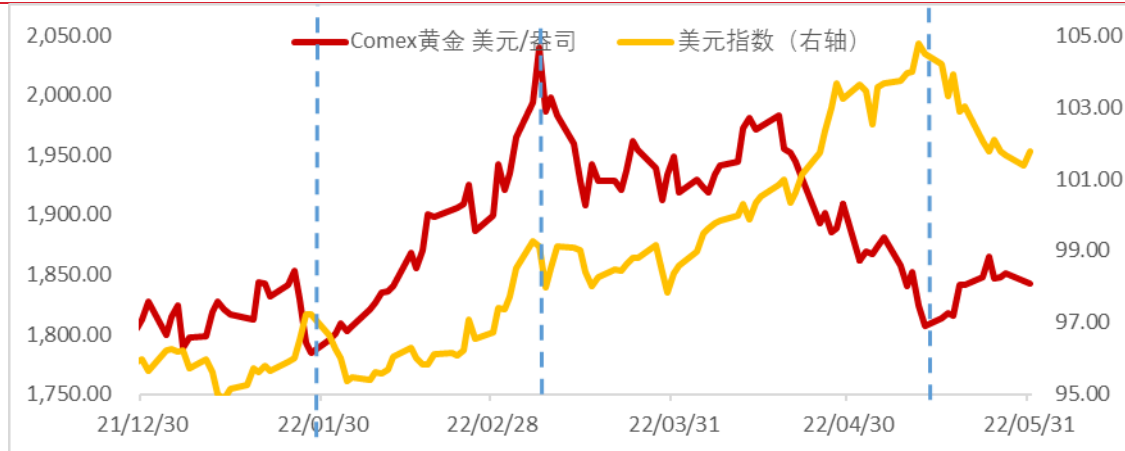
图表 9：布伦特原油和大宗商品价格指数



数据来源：华安期货投资咨询部；IFIND

近段时间市场开始出现一些转变，原来市场一直在担心美联储的紧缩太快太猛烈，会对市场造成较大冲击；而当前基本面数据羸弱的表现引发市场质疑美元指数是否能够持续走强，并怀疑美联储能否能巧妙处理好“通胀、紧缩、增长”的不可能三角，在这些担忧下，引发市场的衰退交易，美元指数开始回调，金价开始反弹，金价出现了强劲的修正性反弹。

图表 10：美元指数触顶回落



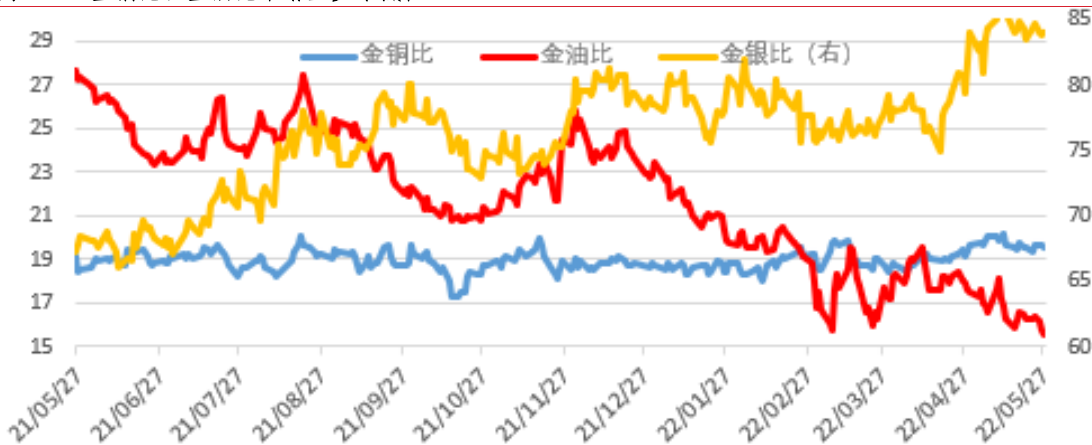
数据来源：华安期货投资咨询部，IFIND

货币政策方面，美联储会议纪要显示，接下来的两次加息，每次加息 50Bp 是合适的，但部分人员开始担心缩表会影响美债市场的流动性，目前市场对 6、



7 月份美联储的定价较为充分，但通胀仍在原油、铜等价格的支撑下处于高位，而目前金铜比、金油比已经回落至近年低位。纵观之前美国经济由高点开始渐入衰退的时候，金铜比和金油比大概都在这个位置，目前处于通胀摸顶回落的过程，也就是通胀交易的末期，随之而来的即是经济动能的衰退，在这种背景下我们认为最好的交易思路即多金空铜，即做多金铜比。

图表 11：金铜比、金油比下滑至多年低位



数据来源：华安期货投资咨询部，IFIND

## 三、市场展望与投资策略

综合以上的分析，我们认为当前黄金的配置价值已经凸显，进一步上行的动力主要来自：

我们认为贵金属从信用对冲、地缘局势动态和美国经济的基本面等视角来看，黄金将在短期调整后将继续向上。地缘动荡局势冲击了美元的信用霸权，损伤供应链，通胀高企侵蚀市场盈利预期；而加息导致美债短端利率的上升幅度大于长端，曲线走势平坦，叠加基本面数据羸弱的表现引发市场质疑美元指数是否能够持续走强，并怀疑美联储能否能巧妙处理好“通胀、紧缩、增长”的不可能三角，在这些担忧下，引发市场的衰退交易。

我们认为，美国衰退初显端倪，后续需要继续跟踪衰竭的动力，检验基于衰退做多黄金的逻辑。若后期经济指标确实见顶回落，实际利率在加息后回落，黄金基于衰退定价，驱动上行动能。在这种背景下我们认为最好的交易思路即多金空铜，即做多金铜比。

**投资策略：**1、做多金铜比

2、逢低分批布局多单

作者简介：

贵金属研究组 曹晓军 首席分析师  
从业/投资咨询证号：F3008012/Z0010934  
刘广远 分析师 从业证号：F03088857

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。