

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

# 【中信期货贵金属】能源价格缓和是贵金属向上的必要条件——周报20220605

大宗商品策略研究团队

研究员

姜秀铭

从业资格号 F3062206

投询资格号 Z0016472

jiangxiuming@citicsf.com

郑非凡

从业资格号：F03088415

投资咨询号：Z0016667

zhengfeifan@citicsf.com



中信期货有限公司

CITIC Futures Company Limited

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

品种	周观点	中线展望
贵金属	<p><b>市场逻辑：</b>未来货币政策预期差带来行情或源自两点：（1）美国经济见顶；（2）通胀提前进入拐点。<b>当前经济前瞻指标回落，但能源价格由于地缘冲突反弹，这使得贵金属上周面对压力。我们维持观点，通胀预期回落和经济见顶提供部分多单空间，但综三季度动力需关注原油价格以及下月通胀数据，如向好则在三季度贵金属或有良好表现。</b></p> <p><b>指标数据变化：</b>见后页表格总结</p> <p><b>操作策略：</b>部分持有多单头寸，如原油价格和经济同步指标继续回落则继续加仓，如下月CPI明显回落，则三季度贵金属或有良好表现。</p> <p><b>风险提示：</b>1.美国货币政策变化 2.地缘风险发酵</p>	震荡

# 贵金属一周市场情况：能源价格上涨，使贵金属承压

黄金	单位	最新一周	上一周	周度环比变化量	周度环比变化率
沪金	元/克	398.98	400.36	-1.38	-0.34%
comex黄金	美元/盎司	1872.20	1848.40	23.80	1.29%
沪金基差	元/克	-1.03	0.26	-1.29	-496.15%
内外价差	元/克	-1.91	-0.09	-1.82	1952.05%
COMEX黄金库存	吨	1126.17	1142.01	-15.84	-1.39%
SPDR ETF持有量	吨	1066.04	1069.81	-3.77	-0.35%
CFTC黄金投机净多仓	张	172589.00	183813.00	-11224.00	-6.11%
美债收益率-10年	%	2.92	2.75	0.17	6.18%
美元指数	点	96.07	95.12	0.95	1.00%
美国抗通胀债券利率-10年	%	0.26	0.13	0.13	100.00%
美国10年期盈亏平衡利率	%	2.66	2.62	0.04	1.53%
金银比	点	2.92	2.75	0.17	6.18%
标普500指数	点	4697.96	4682.85	15.11	0.32%
VIX波动率指数	%	17.91	16.29	1.62	9.94%
美元指数	点	96.07	95.12	0.95	1.00%
美国10年期实际利率	%	-1.11	-1.16	0.05	-4.23%
白银	单位	最新一周	上一期	周度环比变化量	周度环比变化率
沪银	元/千克	4743.00	4745.00	-2.00	-0.04%
comex白银	美元/盎司	22.35	22.02	0.32	1.48%
基差	元/克	-33.00	-28.00	-5.00	17.86%
内外价差	元/克	-41.70	1.40	-43.10	-3079.89%
COMEX白银库存	吨	10812.67	10794.43	18.24	0.17%
SPDR ETF持有量	吨	17219.71	17357.96	-138.25	-0.80%
CFTC白银投机净多仓	张	13997.00	14103.00	-106.00	-0.75%
上期所白银库存	公斤	2270944.00	2239361.00	31583.00	1.41%
COMEX白银库存	公斤	10993764.06	10974728.61	19035.45	0.17%
iShare白银持有量	吨	17051.96	17051.96	0.00	0.00%
CFTC白银投机净多仓	张	35870.00	27469.00	8401.00	30.58%
金银比价	点	74.94	73.65	1.29	1.75%

- **美联储公布5月货币纪要，验证前期观点。**纪要中说明，需考虑经济产生风险，此时货币政策将灵活。9月份有暂停加息的可能。亚特兰大联储主席波斯蒂奇本周一曾表示，当价格压力降温后，今年九月暂停加息是合理的。**尽管短期内通胀压力使美联储政策压制贵金属，但风险溢价下仍建议维持多头思路，但注意时机问题。**
- 我们认为，在当前经济韧性下，如果通胀持续异常，不排除美联储进一步收缩货币的可能。但如果再欧佩克、委内瑞拉、伊朗原油释放，美国本土原油产量上升，通胀出现拐点，那么货币政策或将边际放松。**未来货币政策预期差来自两点：（1）美国经济见顶；（2）通胀提前进入拐点。我们近期追踪数据，美国经济已经呈现见顶预期，原油价格回落，虽然通胀预期尚未彻底回落，但预计将进入我们的预期范围。而今年地缘风险、美联储加息下本国的金融杠杆风险、发展中国家的金融风险都将为我们的多头思路带来安全边际。**

## 长短利差不断下行，预示经济衰退预期



## 通胀预期持续回落，实际利率同样因经济见顶回落

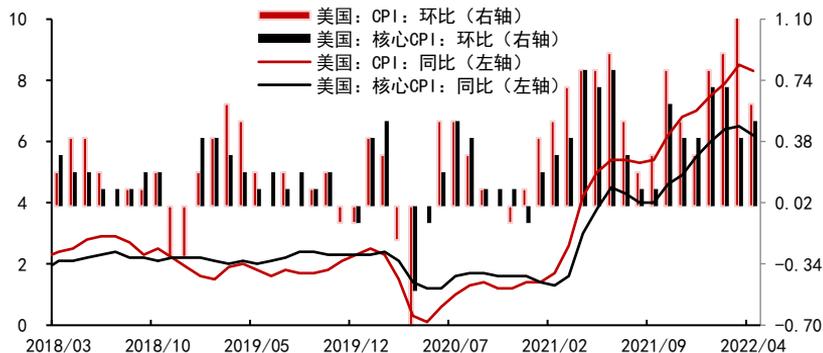


- 美联储公布5月货币纪要，文末说明，需考虑经济产生风险，此时货币政策将灵活。9月份有暂停加息的可能。亚特兰大联储主席波斯蒂奇本周一曾表示，当价格压力降温后，今年九月暂停加息是合理的。
- 4月通胀数据结构问题使短期通胀成为主要矛盾。尽管4月CPI出现拐点，但核心CPI环比相比3月缓和出现大幅上涨（0.6%,3月0.3%），涨幅一倍，使得紧缩预期重新加强。上周鲍威尔表态，**通胀当前成为最主要调控对象，考虑连续两次加息50bp，未考虑75bp，对于经济，表示“实现软着陆难度很大”，因为主要问题来自于供给端，并非需求端。**

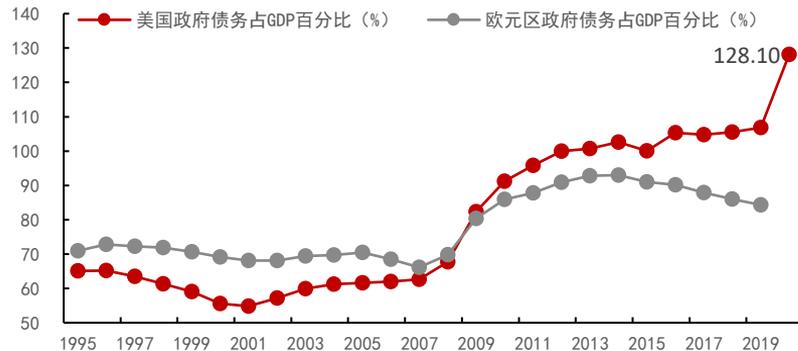
## 美国长短利率倒挂，显示经济衰退预期，限制货币政策



## 核心CPI从降返升，导致预期大幅变化



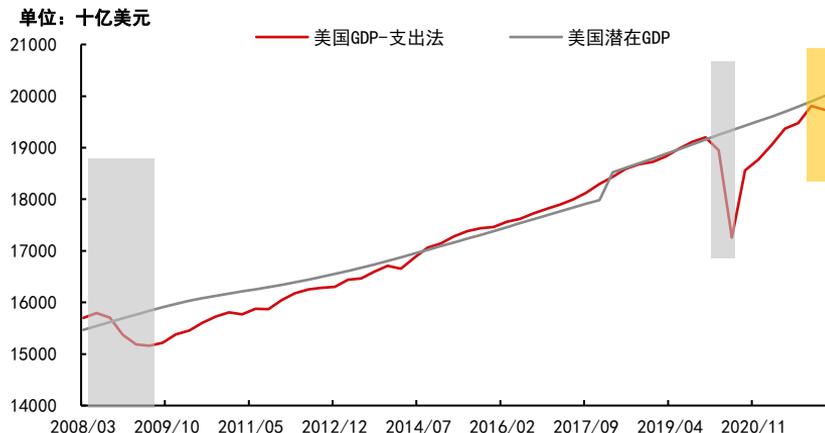
## 长期约束：美国政府债务占GDP比值过高



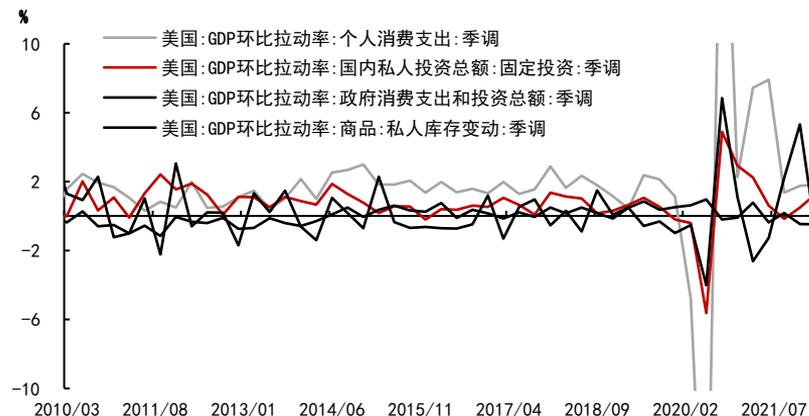
# 美国一季度GDP下修，经济端支撑贵金属

- 2022年一季度美国实际GDP从-1.4%下修至-1.5%（前值6.9%），经济预期进一步回落，这是2020年2季度以来唯一负增长的季度。其中外贸平衡恶化使增长减少了3.2%（前值-0.46%），四季度异常出彩的补库需求也拉低了0.8%的增长（前值5.32%），消费拉动并未大幅回落，录得1.27%（前值1.76%），体现了仅有的韧性。值得关注的是，美国私人投资本次拉动1.27%（前值0.17%）。我们后续将关注私人投资拉动的来源问题。
- 2022年2月23日，白宫发布一份拜登政府落实基建投资的事实清单，公布总额约1000亿美元的各类基建项目，涵盖交通、气候、能源、环境、高速宽带等。3月1日，拜登在国会发表首次国情咨文演讲时强调，将开始修复总长超过6.5万英里的公路和1500座年久失修的桥梁，约占全美“状况不佳”公路总长的38%和“存在结构性缺陷”桥梁的3%。

## 美国一季度GDP数据不及预期



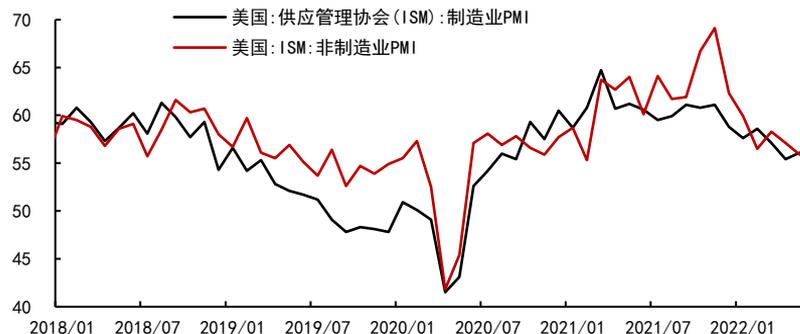
## 关注固定资产投资对美国经济的拉动 & 消费回落



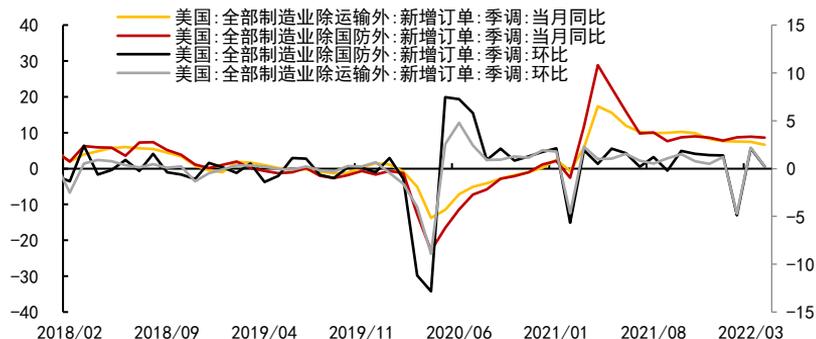
# 美国经济：5月ISM PMI公布，显示供应端缓和及经济压力

- 本周公布ISM 5月PMI，制造业出现反弹，非制造业出现回落，经济下行压力不减。制造业PMI录得55.90（前值55.40），非制造业录得55.90（前值57.10），考虑到非制造业包含地产、金融服务等，对美国经济贡献更高（80%），因此对美国经济下行预期不变。
- 制造业PMI构成中，主要依靠制造业订单、生产和供应商交付拉动。然而观察4月制造业订单可以发现，去除军工和运输后的新的订单同比和环比仍然维持下滑，但供应商交付和物价显示供应端的通胀压力出现回落。
- 贵金属视角看，经济压力和通胀缓和，显示对多头逻辑支撑。

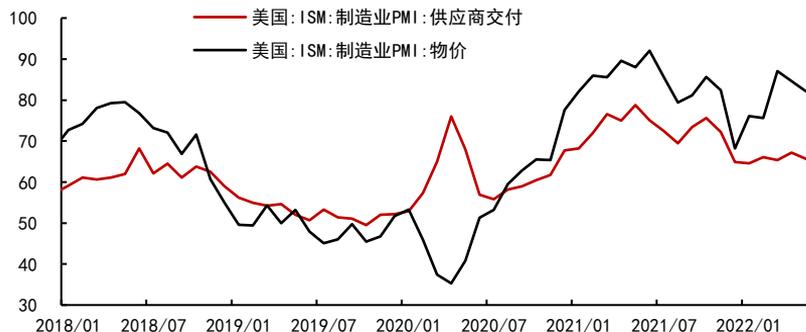
## 美国非5月制造业PMI反弹，但非制造业下滑



## 拆分美国制造业新增订单，去除运输和军工后显示回落



## PMI物价和供应商交付回落，显示供应端压力缓解

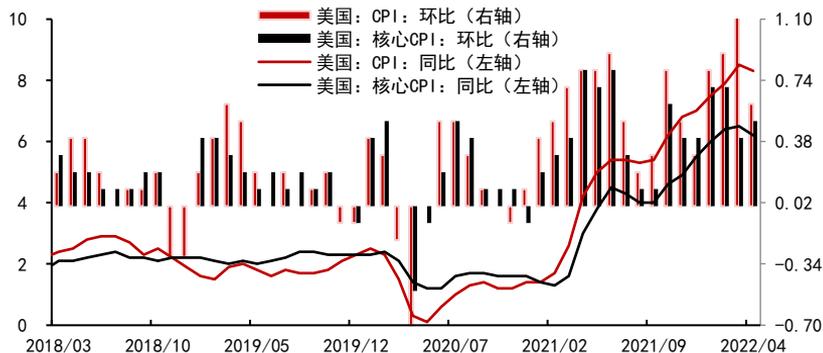


- 近期拜登与鲍威尔会晤，讨论通胀问题问题。提出三点内容：（1）美联储负有控制通胀的主要责任。（2）其次，我们需要采取一切可行措施，使美国家庭在这个经济不确定的时刻更能负担得起商品和服务，并随着时间的推移提高我们经济的生产能力。（3）需要继续减少联邦赤字，这将有助于缓解价格压力。4月通胀数据结构问题使短期通胀成为主要矛盾。尽管4月CPI出现拐点，但核心CPI环比相比3月缓和出现大幅上涨（0.6%,3月0.3%），涨幅一倍，使得紧缩预期重新加强。上周鲍威尔表态，**通胀当前成为最主要调控对象，考虑连续两次加息50bp，未考虑75bp，对于经济，表示“实现软着陆难度很大”，因为主要问题来自于供给端，并非需求端。**

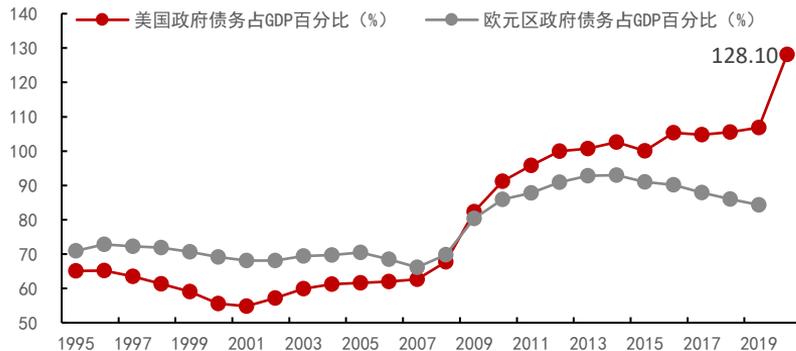
## 美国长短利率倒挂，显示经济衰退预期，限制货币政策



## 核心CPI从降返升，导致预期大幅变化



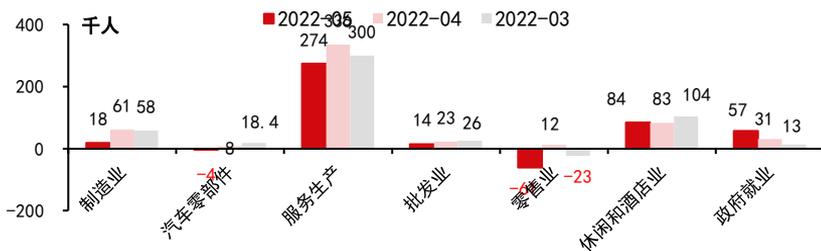
## 长期约束：美国政府债务占GDP比值过高



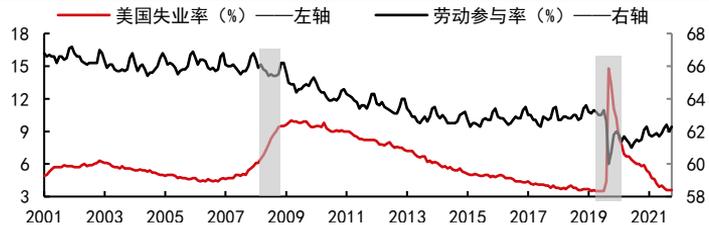
# 美国5月就业分析：不好不坏，工资-通胀螺旋并未出现

- **数据不好不坏，未出现新信息。**5月美国非农季调后新增非农就业人口 39万人（前值 42.8修正为43.6万人，但3月数据下修）；失业率 3.6%（前值 3.6%，预期3.5%）。劳动参与率小幅反弹，5月录得62.3%（前值 62.2%）。
- **时薪环比上升幅度不变，平均每周工时不变，显示通胀压力未恶化，关注服务业与酒店业空缺变化。**生产端时薪环比上涨0.11%，出现反弹。而5月平均工时环比录得34.6小时（前值34.6）不变。上个月平均时薪增长了0.3%。其中信息行业薪酬增长0.7%。休闲和酒店行业收入增长0.5%，而专业商业服务收入增长0.3%(年同比增长6.6%)，对真实通胀有明显拉动作用的是实体经济相关的休闲和酒店收入，4月份空缺有向好倾向，观察5月数据是否空缺上升。

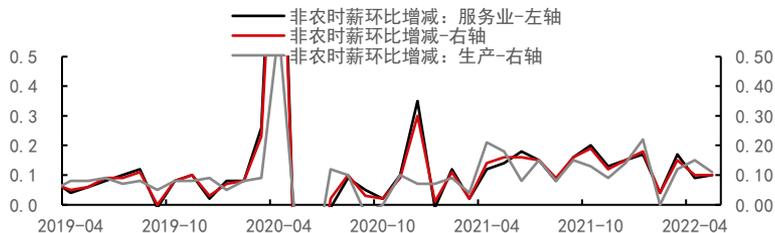
## 5月新增非农数据：休闲和生产服务继续边际回落



## 5月劳动参与率回升



## 5月非农时薪环比与上月持平，并未恶化



## 4月美国职位空缺率小幅回落



# 美国通胀：4月通胀PCE指标较好，与通胀预期回落对应

- 昨晚公布美国4月CPI数据，环比上涨0.3%，同比增长8.3%，低于3月份创下下的8.5%，也略低于1982年1月创下的8.4%的历史最高水平，显示拐点。  
**但核心CPI上个月上涨了0.6%，是3月份涨幅的两倍，上涨幅度三个月来最高，使得本次拐点数据不及预期。**
- **PCE指标整体好于预期，与通胀预期回落对应。**美国4月核心PCE物价指数同比录得4.9%（前值5.2%）；环比上升0.3%（前值升0.3%）。4月PCE物价指数同比录得6.3%（前值6.6%），环比上升0.2%（前值升0.9%）。

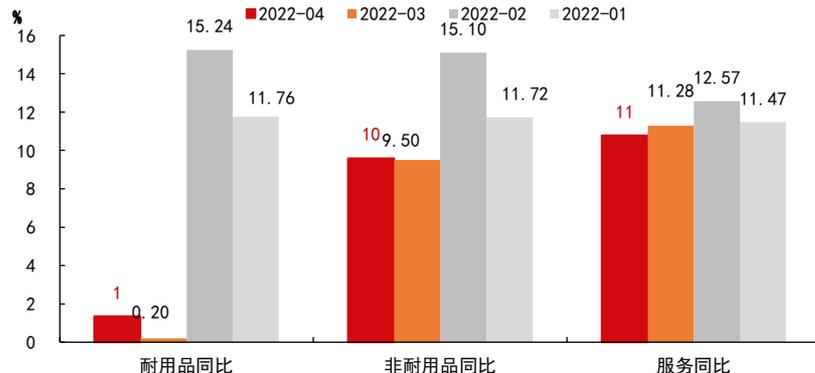
## 通胀预期：降至2.56%，但或和美联储减持相关



## PCE指标出现拐点



## 4月耐用品同比反弹，整体显示好转



# 消费周期：5月消费者信心指数下降，对贵金属支撑

- 美国4月个人实际可支配收入同比录得-0.27%（前值-20.14%），环比0.02%，自去年11月以来首次转正。消费支出折年数同比9.22%（前值9.33%），**相比一季度出现好转。**
- **美国4月零售和食品服务销售月率涨势趋缓。**美国3月零售和食品服务销售月率同比录得8.70%（前值7.32%），环比0.9%（前值1.41%），继续显示韧性。其中机动车及其零部件（2.17%，前值-1.56%），汽车及其他机动车辆（2.19%，前值-1.69%）。家具及装饰（0.65%，前值-0.06%），电子和家用电器（1.05%，前值2.67%）。
- **消费前瞻性指标呈下降趋势。**消费者信心5月录得56.2（前值58.4），继续下降。
- **美国居民储蓄率回归到2019年前低位。2022年三月为6.2%，2019年12月为7.3%。**

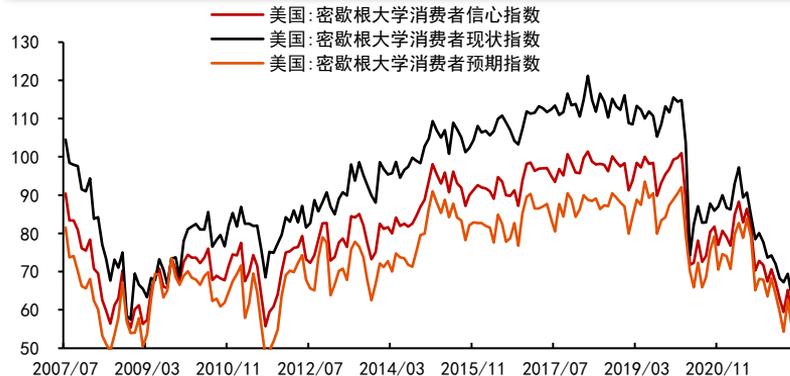
## 美国4月居民储蓄率继续下滑



## 美国个人可支配收入4月份略好转，下降-0.27%



## 5月消费者信心指数继续下降



# 美国地产周期：4月新屋销售大幅下滑，领先消费

- **美国新屋销售大幅下降，利空美国经济。**4月美国新屋销售季调环比录得-16.64（前值-10.48%），预期将抑制美国房屋开工，利空美国经济。
- **美国4月成屋销售同比继续下降，带动消费同比下滑。**美国4月成屋销售同比录得-35%（前值-27%），环比-2.70%（前值-6.73%）。通常其领先房地产价格和房屋新开工，同时领先美国消费需求（4月同比2.33%，前值6.75%）。**美国房贷利率持续上升，粗钢产量同比下降，预期房地产对美国消费拉动趋降，将抑制通胀。**

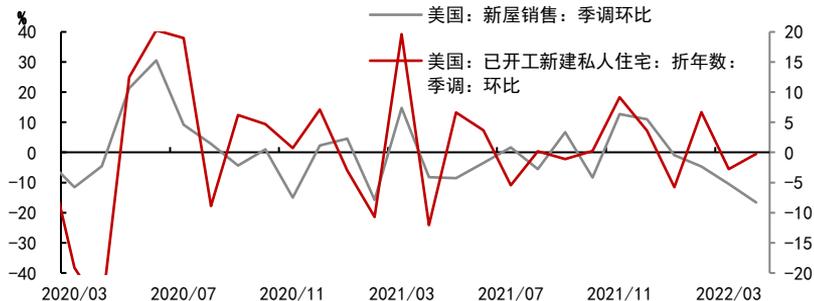
## 美国成屋销售领先消费支出，3月成屋销售回落



## 新建住房销售、待售背离，显示见顶预期



## 美国4月新屋开工环比增加为负值，新屋销售大幅下降



## 高频指标：房贷利率大幅上升，粗钢产量同比跌入负值



# 制造业和库存周期：4月耐用品订单维持韧性

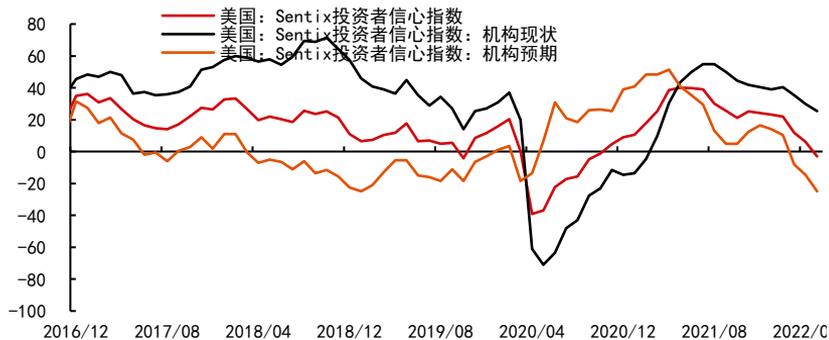
■ **美国4耐用品订单维持韧性。** 同比7.14%（前值5.89%），季调环比0.44%（前值0.63%）。

■ **但从前瞻性指标看，未来需求见顶预期在加强，投资者信心指数跌入负值。** 5月Sentix投资者信心指数继续大幅下滑，录得-2.9（前值6.1），**跌入负值，为2020年11月以来最低点。** 4月费城联储制造业指数17.80（前值25.80）。费城联储调查6个月后的商业活动预期，对未来活动的预期指数跌至8.2（前值22.7），为2008年12月经济衰退以来的最低水平。4月份的下降是由预期疲软的新订单、交货时间和就业导致的。预期支付价格从3月份接近纪录的水平略有下降。**体现未来美国经济见顶预期不断加强。**

## 美国4月耐用品订单维持韧性



## 5月Sentix投资者信心指数下滑



## 4月费城联储制造业指数继续下滑



■ **未来货币政策预期差带来行情或源自两点：**（1）美国经济见顶；（2）通胀提前进入拐点。当前经济前瞻指标回落，原油价格见顶，两条路径均在进行。尽管4月通胀同步指标出现结构问题，仍需观察，**通胀预期指标已经回落至最低2.55%，满足我们试仓目标，同时当前经济压力使我们继续部分加仓。建议继续关注原油并等待下月通胀数据，如回落则可继续加仓，三季度贵金属或有良好表现。**

■ **总结&展望：**加息情况下，全球面临金融风险，美国经济自身也受到影响，因此预计未来空间和持续性存疑，5月议息会议结论验证我们观点。当前建议部分持有多单头寸，如原油价格下降或下月CPI回落，则在三季度贵金属或有良好表现。

## 黄金ETF持仓下行



## 黄金价格与抗通胀债券继续背离



## 白银ETF持仓下行



## 通胀预期震荡，金银比暂无动力



# 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下的。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。



中信期货  
CITIC Futures

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）

北座13层1301-1305室、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

---

致謝