



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

贵金属：美联储激进加息主导市场 铜：因加息下滑，但前景良好

——2022年四季度贵金属&铜报告核心观点

研究咨询部 周智诚

2022年9月26日

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

贵金属四季度核心观点

- 2022年第三季度，为控制持续高涨且顽固的通胀，美联储开启激进加息模式，世界多个央行跟随美联储一起激进加息；美联储的激进加息大幅推高了美元指数并令金银承压；俄乌冲突持续7个月但仍无结果，美国调整地缘斗争对象，围堵中国成为政治正确，台海成为下一个地缘风险爆发点；金价银价在3季度宽幅震荡，整体下滑；在激进加息进程结束之前预计仍将维持偏空震荡；
- 在美联储陡峭的加息曲线下，美国各经济指标除就业类指标外，都出现减速甚至衰退的症状；美联储主席鲍威尔明言为了遏制通胀可以承受经济痛苦；金银在加息接近结束之前仍将维持下滑和震荡筑底态势，但美元自身信用已经被大幅削弱，全球去美元化加速；人民币国际化加速；世界各国央行减持美债、增持黄金成为普遍现象；加息的尾声阶段将是黄金开启中长期战略涨势的开始、也是极为难得的黄金资产配置窗口。

金银在2022年第三季度震荡下跌 (1)



- 2022年3季度（红色虚线框内），国际市场金价在7月初触及最高1814美元/盎司，7月21日触及阶段低点1680美元/盎司，8月10日触及1807美元/盎司的阶段高点，9月23日抵达阶段低点1640美元/盎司；金价3季度最大向上振幅为7.55%，最大向下振幅为9.59%；
- 2022年3季度（红色虚线框内），国内黄金期货主力合约在7月1日触及最高394.36元/克，7月21日触及最低369.82元/克，8月10日触及阶段高点393.24元/克；期货金价在3季度最大向上振幅为6.33%，最大向下振幅为6.22%。

俄乌冲突：各方都已疲劳，但无结果



➤2月24日俄乌冲突爆发以来，持续时间已超7个月；

➤乌克兰虽在8月发起大反攻，但战场形势依然胶着，俄罗斯依然控制着乌克兰东部南部大量领土；

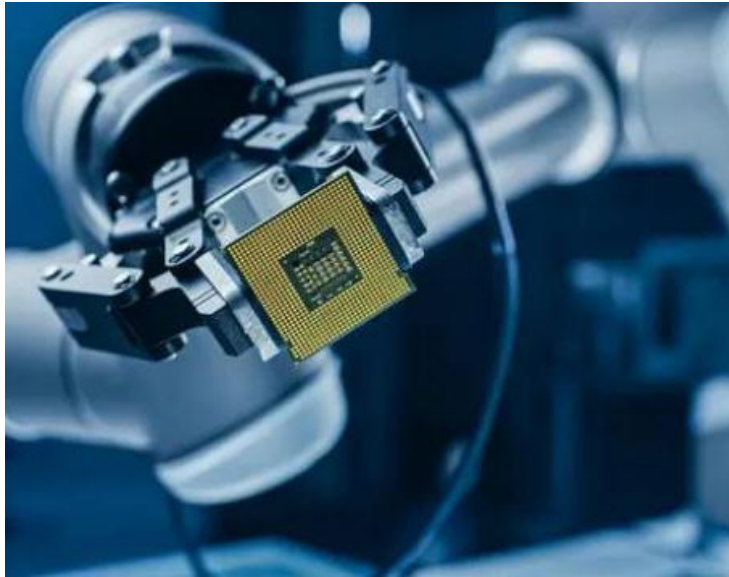
➤西方国家公众对援助乌克兰已经感到疲劳和厌烦；欧洲因俄乌冲突导致石油、天然气、电力、煤炭价格暴涨，已经在为“如何过冬”而焦虑；

➤据俄罗斯卫星通讯社9月20日报道，自行宣布独立的顿涅茨克共和国和卢甘斯克共和国以及乌境内的赫尔松与扎波罗热地区，即将于9月23日到27日举行“入俄公投”，以上地区公民将就“是否赞成从乌克兰退出，并作为一个独立国家并入俄罗斯联邦”进行“全民公决”。

➤报道指出，四地民众对于加入俄罗斯联邦的支持率分别为：卢甘斯克地区80%，顿涅茨克地区72%，扎波罗热地区65%，赫尔松地区83%。如果四地成为俄罗斯的一部分，这些地区的“志愿军”将成为俄罗斯武装力量的正式军人。

➤美国有线电视新闻网（CNN）22日称，普京宣布支持乌克兰四地的“公投”，几乎与宣布部分军事动员同步。美国昆西研究所欧亚项目主任列文表示，普京借此发出的信息，是“让美国和欧洲认识到，必须与俄罗斯认真谈判达成妥协解决方案以结束战争，否则，俄罗斯将采取激进的升级措施，不仅会迫使西方国家升级行动，还将在未来很长一段时期内断送任何和平的可能性”。结论：避险情绪依然在市场蔓延，只是推升金价的效果不明显。

美国围堵中国步步升级



➤2022年8月9日，美国总统拜登最终将《2022年芯片和科学法案》签署为法律，该法案向在美国的芯片制造企业提供巨额补贴的同时，要求这些企业必须同意“不在中国发展精密芯片的制造”；《日本经济新闻》将这一法案的出炉称作美国“对华科技军备竞赛”的升温。

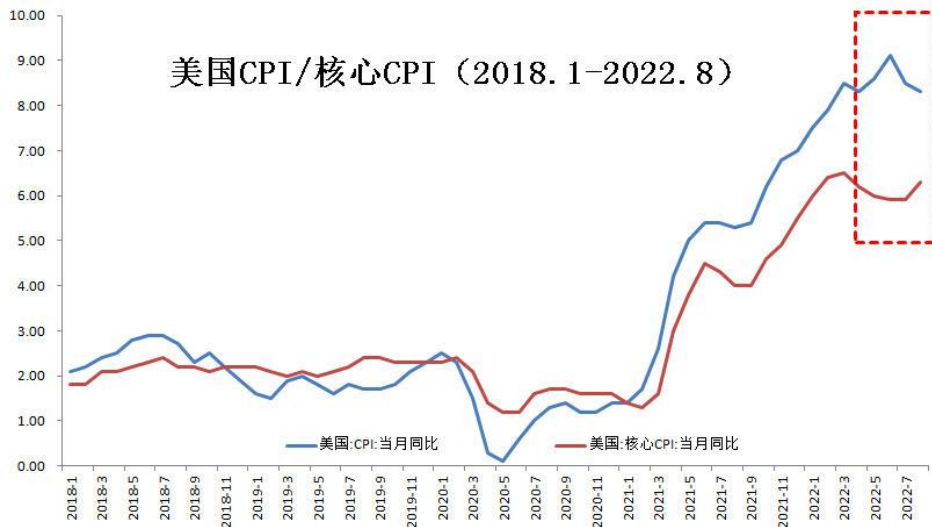
➤《纽约时报》评论称，一向反对政府高度干预商业的共和党，此刻支持民主党法案，除了扶持美国本土芯片产业之外，“也是为了围堵中国的芯片产业”。

➤该法案长达1000多页，最关键内容就是划拨527亿美元用于芯片的国内制造，390亿美元用于激励计划，110亿美元用于研发以及劳动力发展计划；政府还将为美国国内的芯片工厂提供25%的投资税收优惠，估计成本240亿美元；还有大约2000亿美元用于科研。

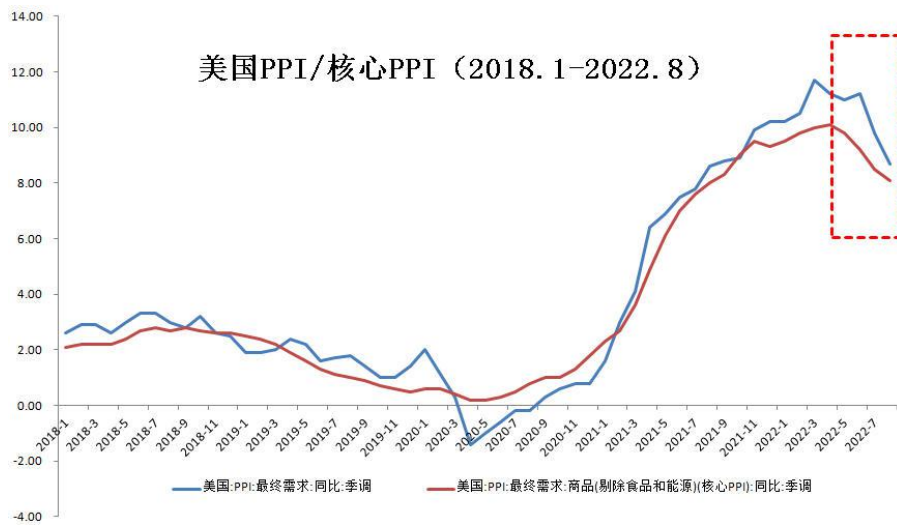
➤该法案还包括共和党人及对华鹰派所要求的“重要限制”，即申请联邦补贴的企业必须答应不在中国大陆发展精密芯片的制造；法案规定，禁止获得补贴的公司在中国大幅增产“先进制程”芯片（一般指28纳米以下的芯片），期限10年，违反禁令的公司，可能会被要求退还全部补贴；该法案的签署为美国提供了更多国际合作与谈判的筹码，美国可能将加速构建所谓“芯片四方联盟”，以产业补贴和市场准入为筹码拉拢韩国、日本和中国台湾地区，形成美国芯片产业的“后院”。

加息5次之后的美国通胀

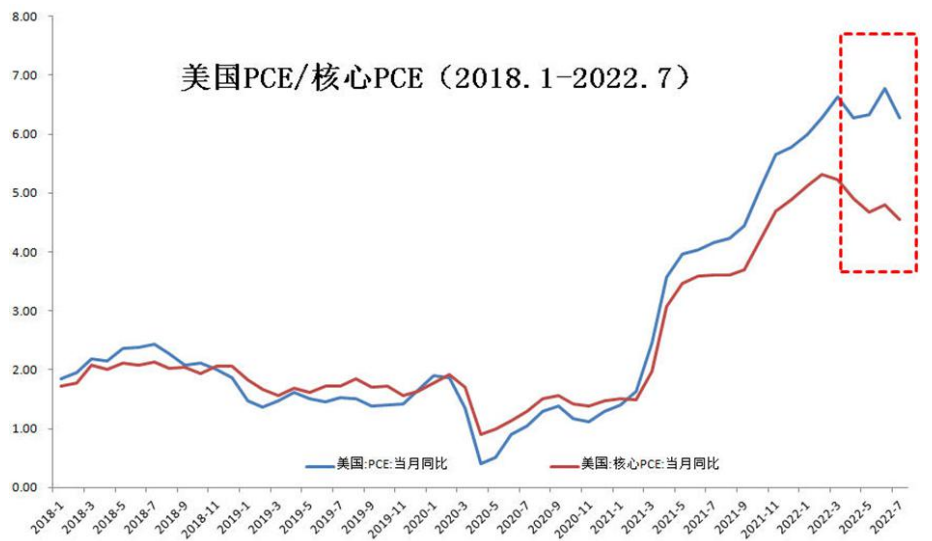
美国CPI/核心CPI (2018.1-2022.8)



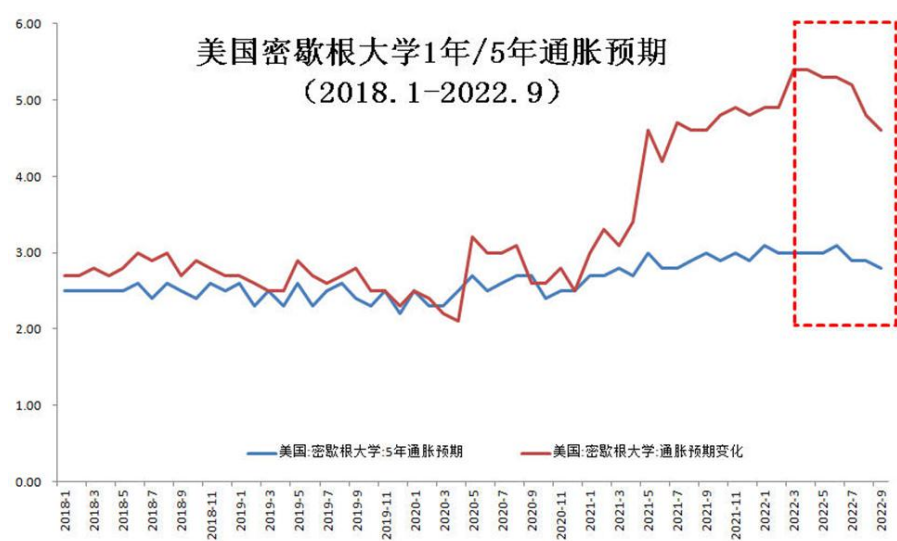
美国PPI/核心PPI (2018.1-2022.8)



美国PCE/核心PCE (2018.1-2022.7)

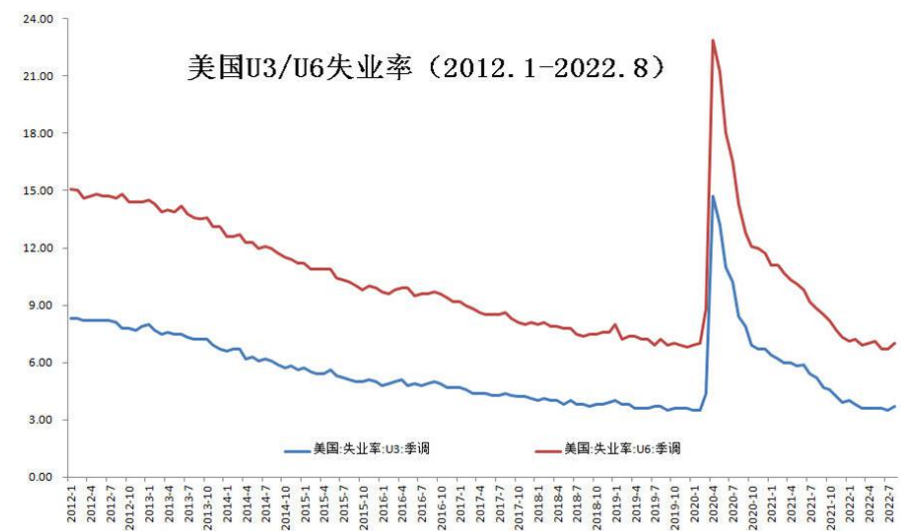
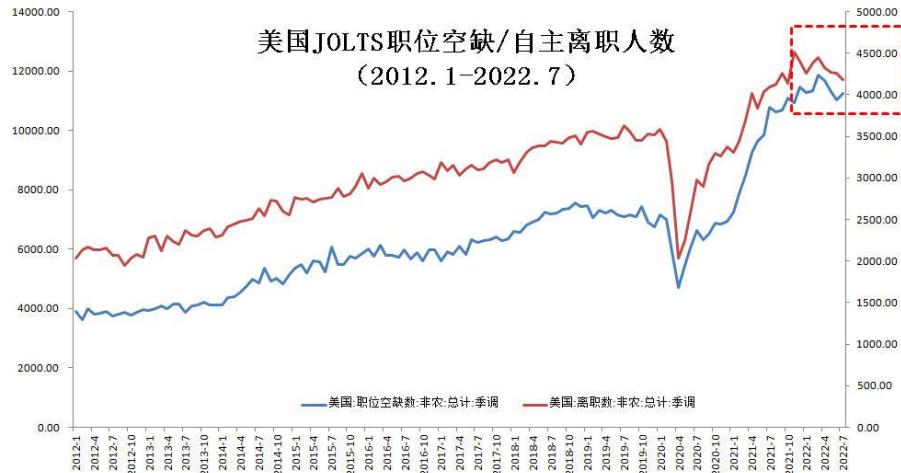
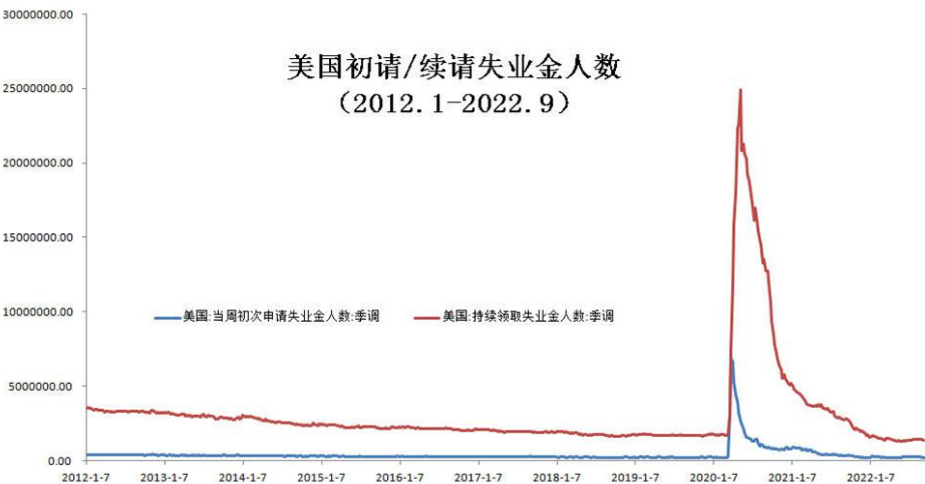


美国密歇根大学1年/5年通胀预期 (2018.1-2022.9)



- 8月26日美国商务部公布的美国7月PCE物价指数同比增长6.3%，市场预期6.4%，前值6.8%，同比增速仍处于近40年以来的历史高位；最受美联储重视的PCE通胀水平依然在4%以上，是美联储长期坚持的2%稳定物价水平的两倍多，绝对不可接受！
- 9月16日公布的美国9月密歇根大学消费者信心指数初值59.5，创4月来最高；备受市场关注的9月份1年通胀预期终值4.6%，为2021年9月以来最低，符合预期；5年通胀预期初值2.8%，为2021年7月以来最低，预期2.9%；
- 结论：美联储在3月、5月、6月、7月的四次加息似乎只是降下了通胀预期，而没有降下真正的通胀，美联储除了继续加息别无选择。

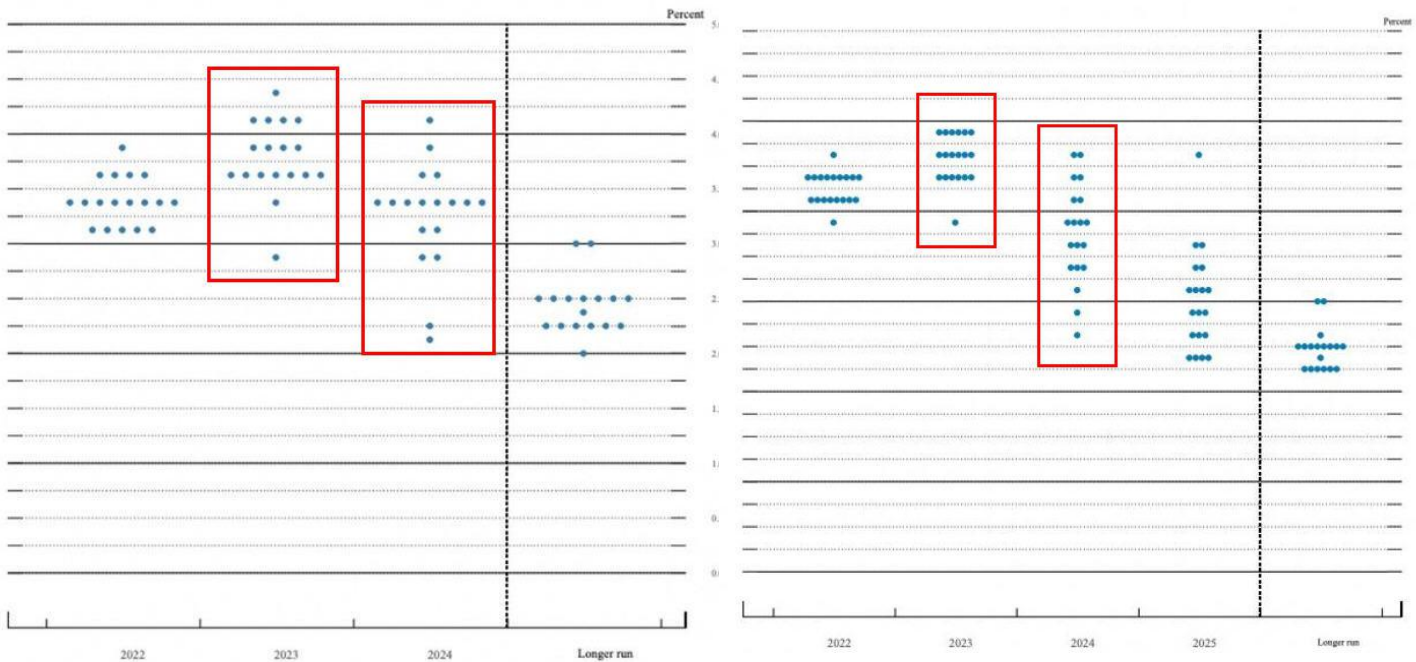
激进加息的底气：高就业



➤ 7月失业率3.5%，失业率创2020年2月以来新低；8月非农失业率录得3.7%，时隔7个月首次上升；整体看目前美国的非农失业率（U3）完全恢复至疫情前水平，即便不包括临时就业和非正规就业的U6失业率最近几个月也一直维持在7%附近，完全恢复至疫情前；

➤ 从年初以来，每周的初请/续请失业金数据一直表现良好；截止9月17日当周美国初请失业金人数为21.3万人，预期为21.8万人；截至9月10日当周续请失业金人数为137.9万，前值为140.3万；初请失业金人数从近四个月的低点小幅上升，但对工人的需求仍然健康；由于雇主试图填补数百万个空缺职位，同时保留他们已有的工人，因此申请失业救济人数普遍下降。

美联储9月点阵图和6月有很大不同



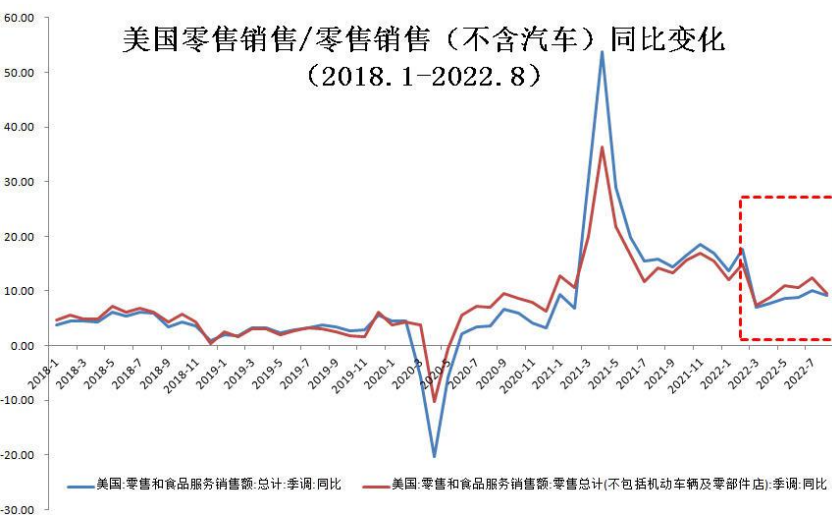
- 6月会议后点阵图（左侧）和9月会议后点阵图（右侧），最大的区别就是对本轮加息的峰值有变化，同时9月点阵图认为2024年几乎肯定要降息；
- 美联储9月会议，除一人外其他所有18名联储官员都预计到今年底，政策利率联邦基金利率将升至4.0%以上，其中9人预计在4.25%到4.5%，一人甚至预计届时利率将超过4.5%；而6月全体预计将升至3.0%以上，无一人预计会超过4.0%；
- 以4.25到4.5%的多数人预计利率区间估算，到今年年底，美联储还得在本周加息后再合计加息125个基点，而今年按计划只剩下两次货币政策会议；这就暗示了，临近国会中期选举前11月召开的下次美联储会议上，可能还会决定加息75个基点；

数据来源：华尔街日报 冠通研究

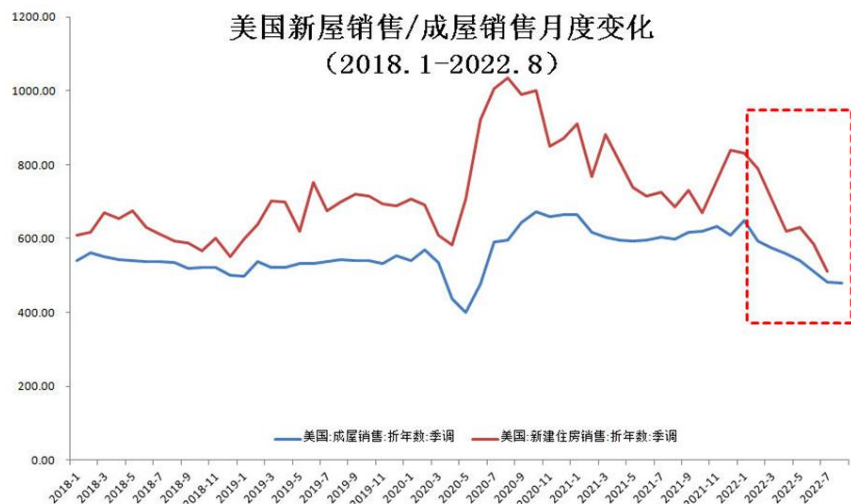
- 本次共有18名官员预计明年政策利率超过4.25%，其中12人预计超过4.5%，只有一人预计低于4.0%，暗示明年可能不会降息；而6月只有5人预计利率超过4.0%、其中仅一人预计高于4.25%；
- 本次共有13名官员预计，后年（2024年）政策利率低于4.0%，其中7人预计在3.5%到4.0%之间，4人预计在3.0%到3.5%之间，两人预计低于3.0%，共有6人、占总人数超过31%的官员预计届时利率还超过4.0%；6月有4人预计后年利率低于3.0%，13人预计高于3.0%；9月点阵图新增的2025年利率预期显示，本次18名官员预计到2025年政策利率低于3.75%，其中10人预计低于3.0%，只有1人预计届时利率还超过4.5%。（这预示着2024，2025年都会降息！）

技术衰退正在成为现实

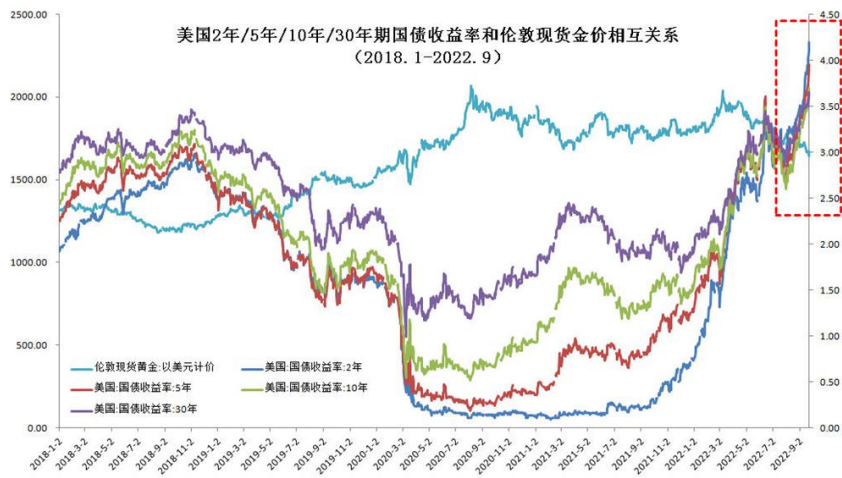
美国零售销售/零售销售（不含汽车）同比变化
(2018.1-2022.8)



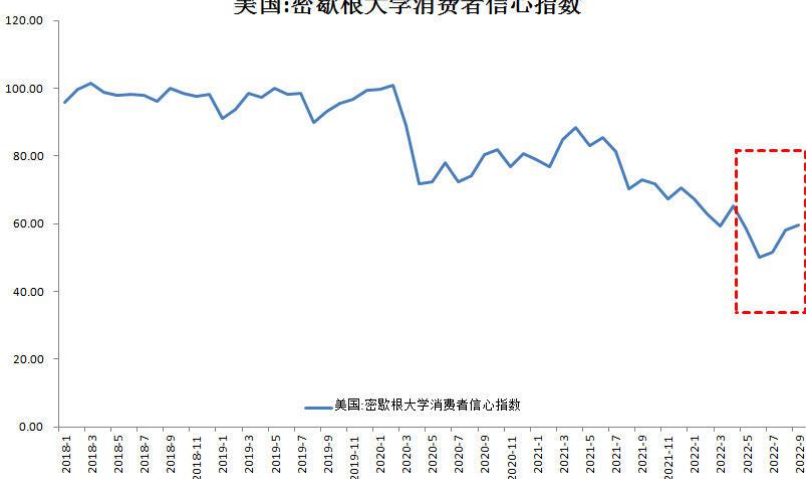
美国新屋销售/成屋销售月度变化
(2018.1-2022.8)



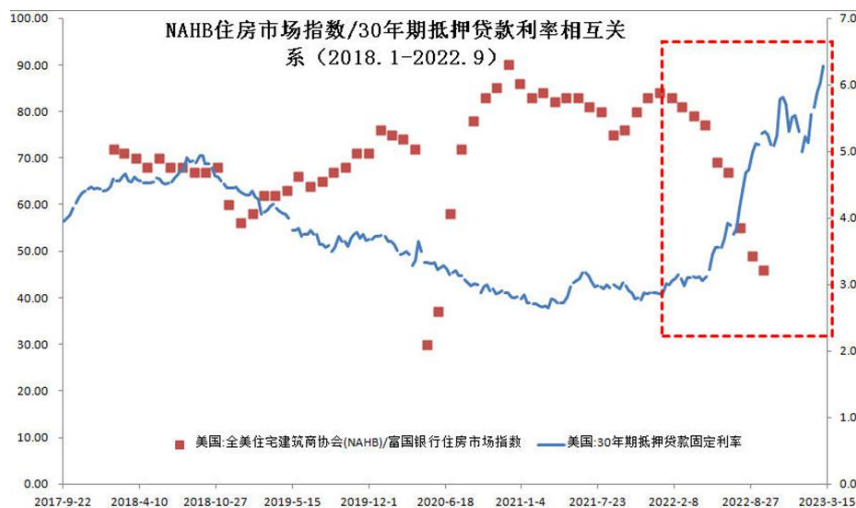
美国2年/5年/10年/30年期国债收益率和伦敦现货金价相互关系
(2018.1-2022.9)



美国:密歇根大学消费者信心指数



NAHB住房市场指数/30年期抵押贷款利率相互关系
(2018.1-2022.9)



美国2年/10年国债收益率利差 (2018.1-2022.9)



WGC：7月全球黄金白银ETF流出



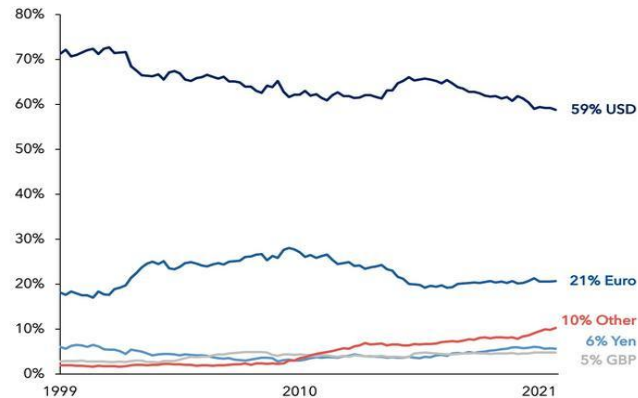
➤ 2022年7月，全球黄金ETF流出81吨（约合45亿美元），连续第三个月出现净流出，也是自2021年3月以来的最大月度流出量；8月资金继续流出白银ETPs，9月初全球白银ETPs的总持仓量已降至2020年7月份以来最低水平，较2021年2月2日创出的历史峰值低15%；

➤ 中国经济增长放缓；欧洲能源危机、美国加息等因素导致市场担忧全球经济增长前景，打压投资者做多工业金属的信心。

全球去美元化持续加速：拥抱黄金

Currency composition

Nontraditional currencies have played a larger role in global foreign exchange reserves in recent years.
(currency composition of global foreign exchange reserves, percent)

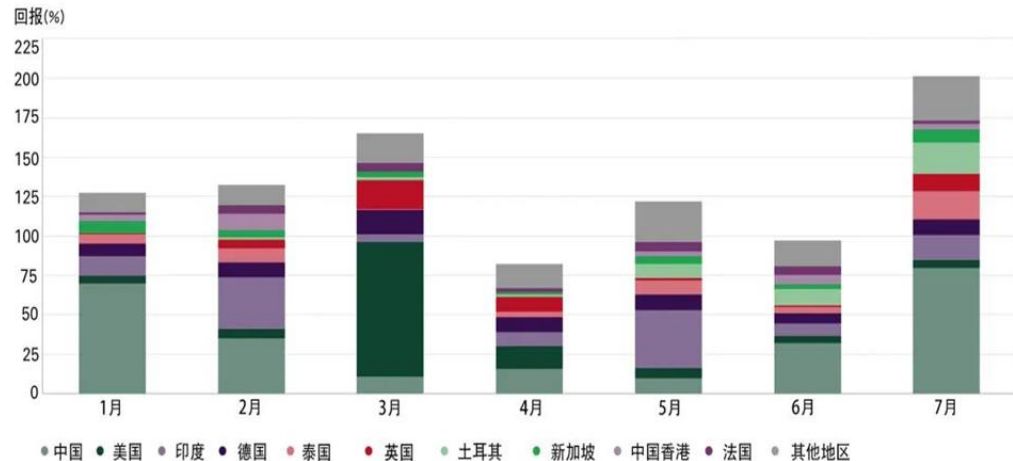


Sources: IMF Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER).
Note: The "other" category contains the Australian dollar, the Canadian dollar, the Chinese renminbi, the Swiss franc and other currencies not separately identified in the COFER survey. China became a COFER reporter between 2015 and 2018.

IMF



瑞士7月黄金出口较6月翻番



- 美国洛克菲勒研究所主席Ruchir Sharma分析认为，“后美元世界即将到来”，并指出了美元地位正处于急剧下跌的边缘。
- IMF在8月份发布的最新报告也显示美元在全球央行国际储备中的份额在2022第二季度意外降至26年以来最低值至58.88%，值得一提的是，2000年时该比例还高达73%，到2014年时降至66%，如果按照这个趋势，很快会看到这个数字接近50%；据SWIFT在8月公布的报告数据显示，虽然，美元在7月份的全球使用量仍稳居榜首，但份额也从2020年时的43.5%跌至41.16%。
- 根据世界黄金协会最新数据，7月央行净购金共计37吨。根据中国海关总署的统计，中国8月份黄金进口额103亿5800万美元，是上年同月的2.3倍。为2017年开始这项统计以来的最高。在中国的储备资产中，黄金持有量从2019年9月底到今年8月底一直保持在约1950吨。有可能是国有银行等继续持有黄金，以外汇储备以外的形式增加安全资产。



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

2022年铜四季报 ——因加息下滑，但前景良好

铜四季度核心观点

- 由于美联储持续半年的激进加息，美指高涨，对大宗商品普遍产生了压力；同时美联储和其他多个欧洲亚洲主要央行一起加息，导致全球经济增长预期放缓，市场对经济减速甚至经济衰退的担忧与日俱增，这对铜的需求前景产生了不良影响；在矿业端，尽管南美产铜大国国内政治纷扰不断，但西方大型矿业企业仍在持续投资铜矿产能，因为看好未来能源绿色转型对铜的需求；
- 2022年3季度铜价整体震荡下滑，但目前接近年底，美联储的激进加息正在走向结束，美国自身和其他地区的经济衰退一旦到来，加息进程必定结束；目前铜在需求不足和加息的背景下震荡下滑，但能源的绿色转型始终在进行中，新能源汽车快速渗透，电网投资依然规模巨大，一旦经济刺激政策充分到位，铜需求将迎来强劲的增长，铜价也将结束震荡下滑。

铜在三季度整体震荡下滑

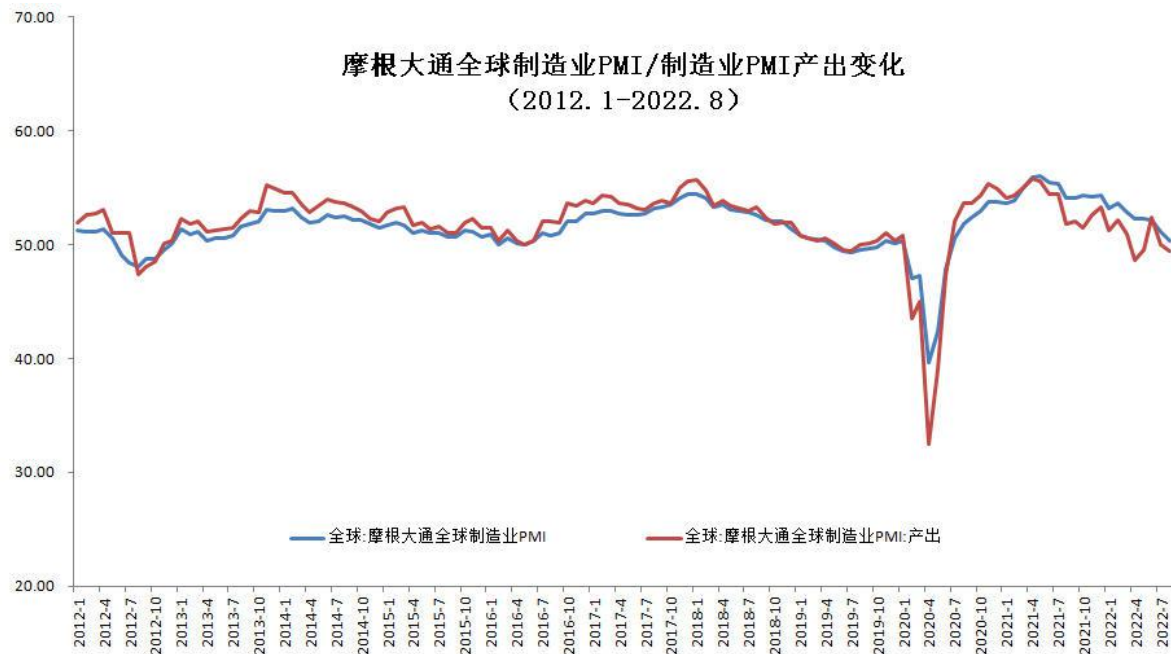
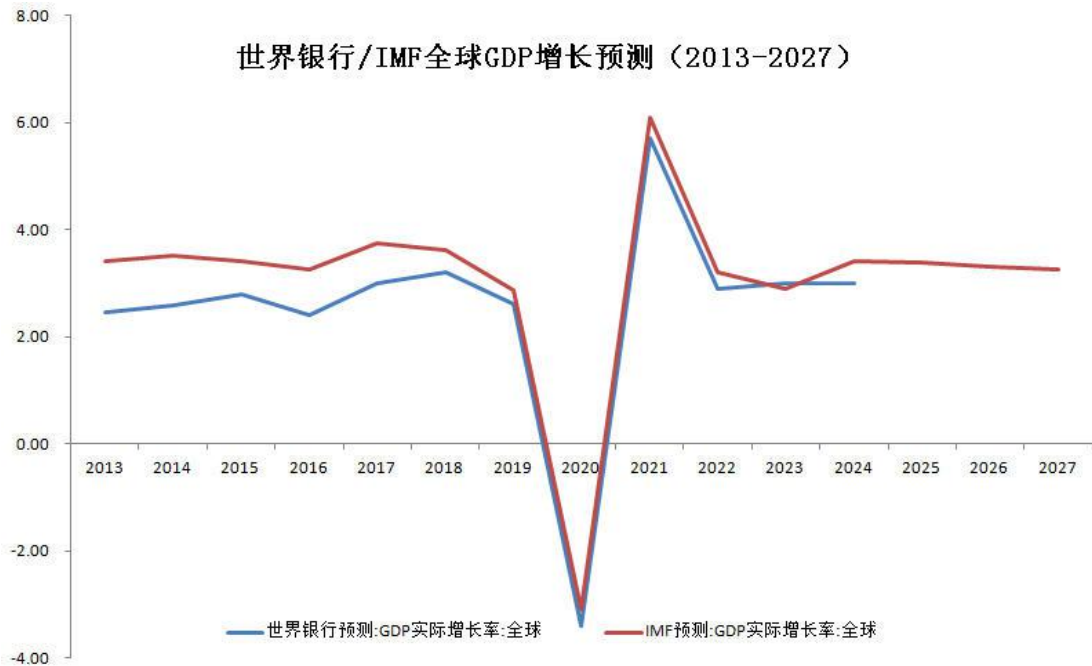


➤2022年3季度（红色虚线框内）铜价快速延续2季度的下滑，伦敦铜期货从7月1日小高点8256美元/吨，一路下滑至7月15日6955美元/吨的阶段低点，随后开启反弹，至8月26日触及阶段高点8318美元/吨；整体呈现大震荡格局；

➤伦敦铜价格3季度最大向上振幅为19.59%；最大的向下振幅为15.75%。

➤欧美主力央行连续激进加息、全球经济存在放缓甚至衰退的不良预期，导致代表性的工业金属——铜，在3季度整体震荡下滑。

三季度全球宏观环境：增长乏力、通胀高企

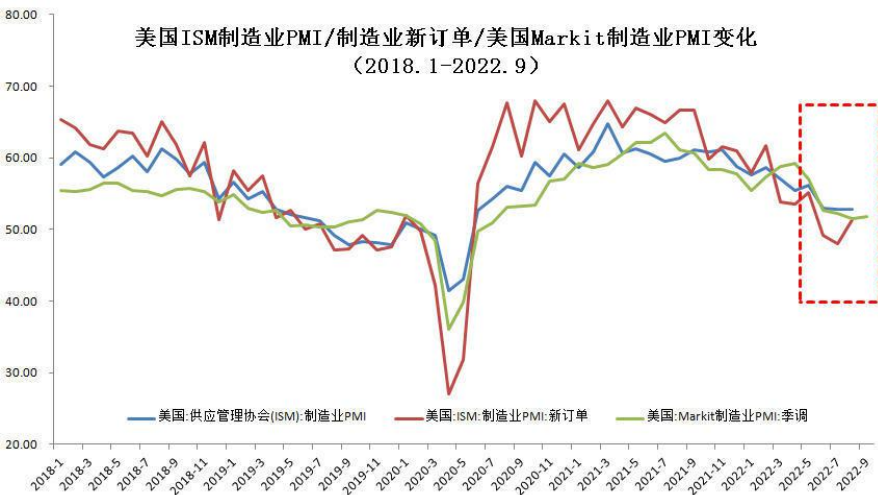


➤7月26日，IMF发布《全球经济展望报告》更新版本，预计全球经济增速由去年的6.1%放缓至今年的3.2%；预计2023年全球经济增速为2.9%，对于全球经济前景，IMF称其下行风险占据极大主导地位，主要风险点：新冠疫情再度暴发、中国房地产部门危机、全球融资环境收紧、地缘政治风险；6月7日世界银行《全球经济展望》指出，在全球经济遭受新冠大流行重创的背景下，俄乌冲突又使形势雪上加霜，全球经济放缓，可能正在进入一个漫长的增长乏力、通胀高企时期。世界银行预计全球增长将从2021年的5.7%下降到2022年的2.9%，远低于今年1月预期的4.1%。

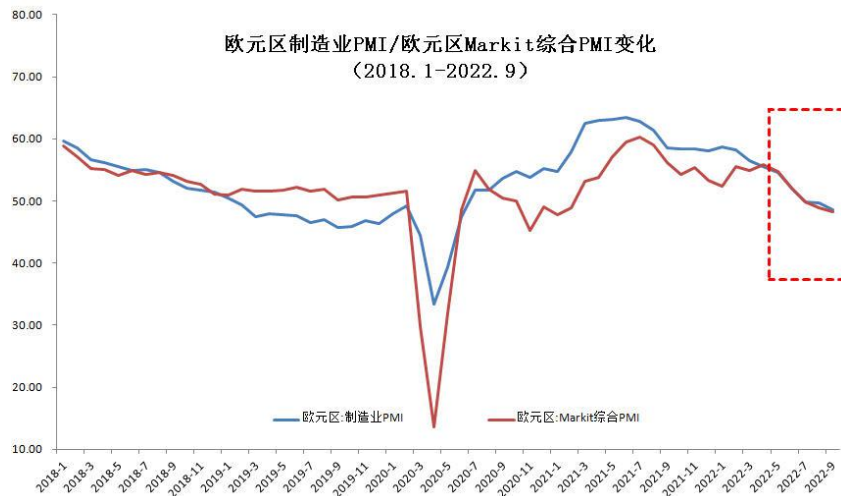
➤2022年8月摩根大通全球制造业PMI降至50.3，产出指数连续三个月下降至荣枯线下方，新订单指数连续两个月在50下方运行，而投入和产出价格也继续回落，就业指数持平。根据全球主要经济体公布的8月制造业PMI数据显示，中国、欧洲英德意、韩国、澳大利亚以及墨西哥均跌破荣枯线，欧洲收缩明显，中国受疫情以及高温影响经济恢复不及预期。

三季度欧美/中国采购经理人(PMI)走势

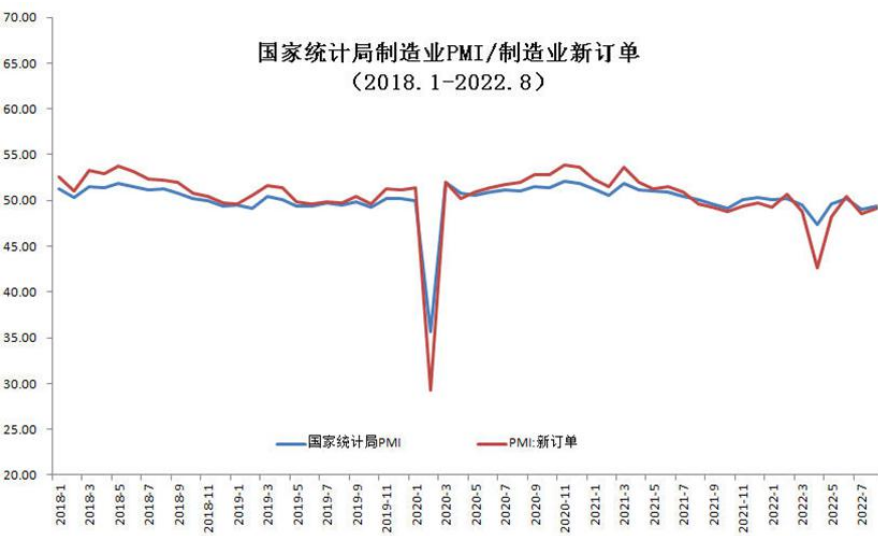
美国ISM制造业PMI/制造业新订单/美国Markit制造业PMI变化
(2018.1-2022.9)



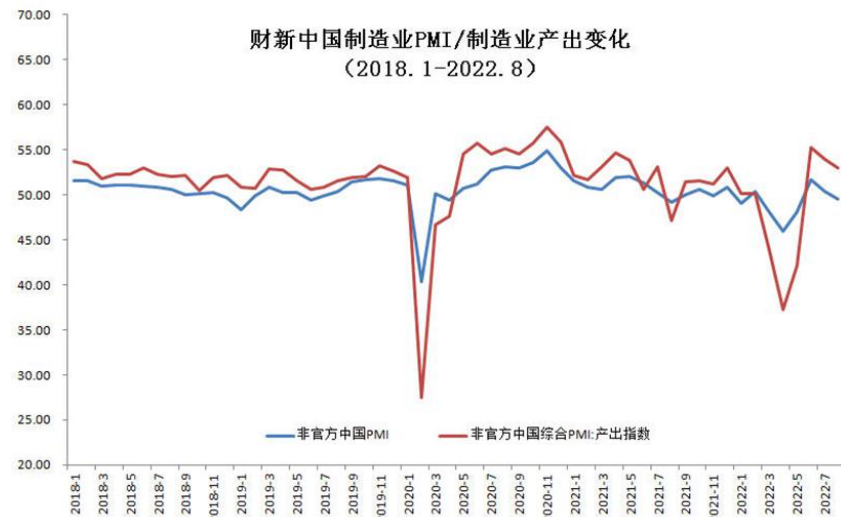
欧元区制造业PMI/欧元区Markit综合PMI变化
(2018.1-2022.9)



国家统计局制造业PMI/制造业新订单
(2018.1-2022.8)



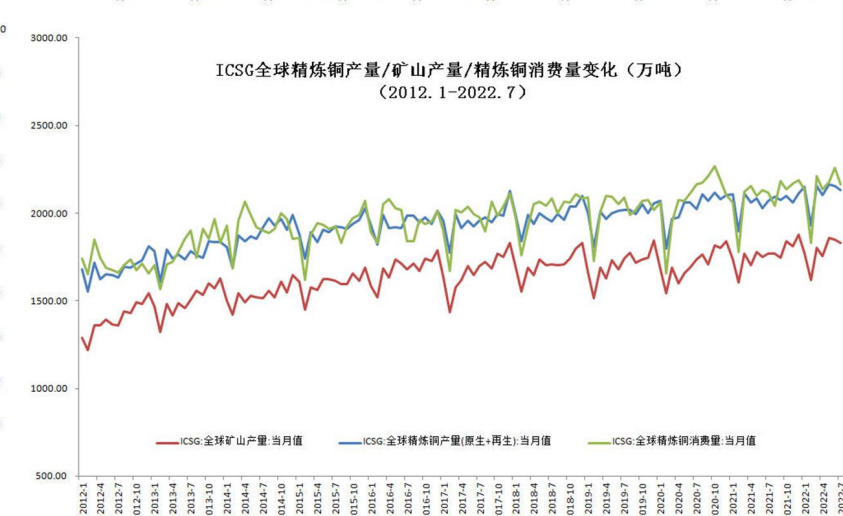
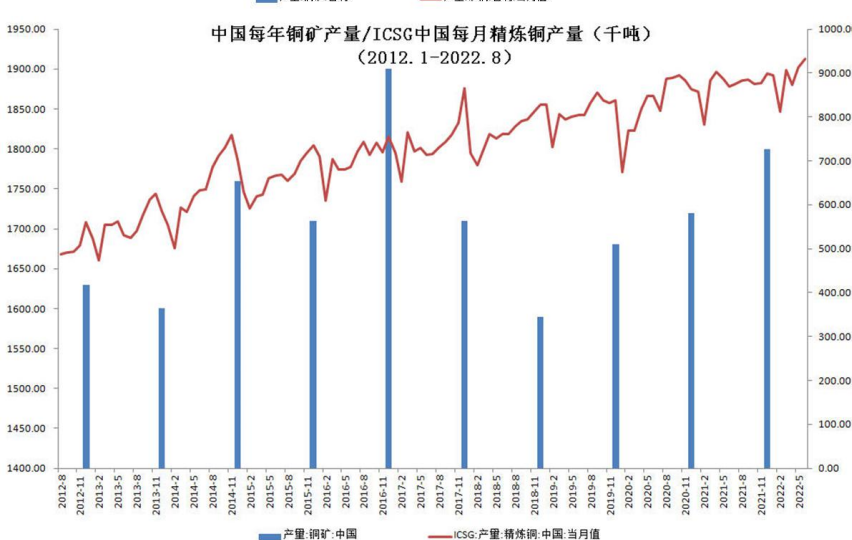
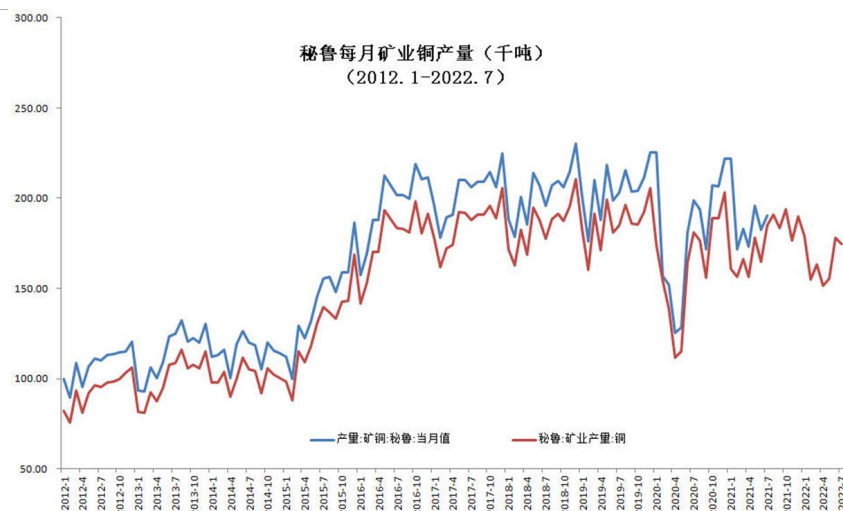
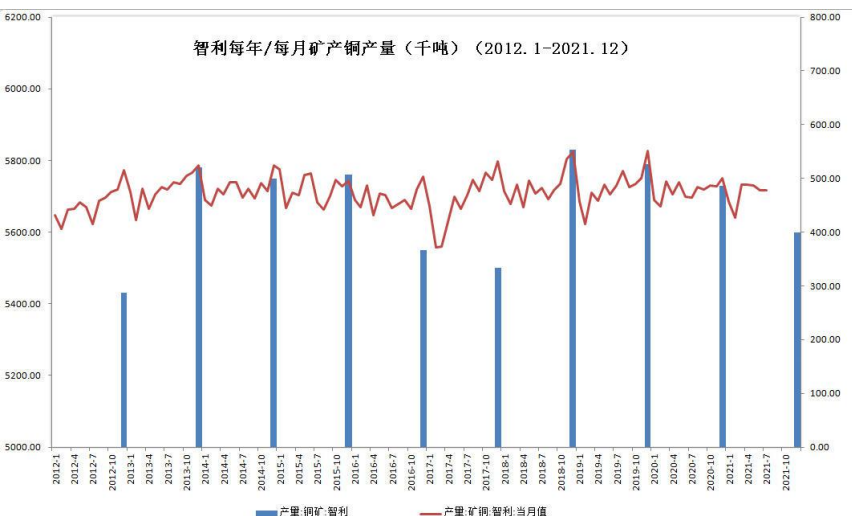
财新中国制造业PMI/制造业产出变化
(2018.1-2022.8)



➤ 7月份中国制造业采购经理指数 (PMI) 为49%，比上月下降1.2个百分点，位于临界点以下。国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河说，“7月份，受传统生产淡季、市场需求释放不足、高耗能行业景气度走低等因素影响，制造业PMI降至49%。” 8月份，制造业采购经理指数 (PMI) 为49.4%，低于临界点，比上月上升0.4个百分点。

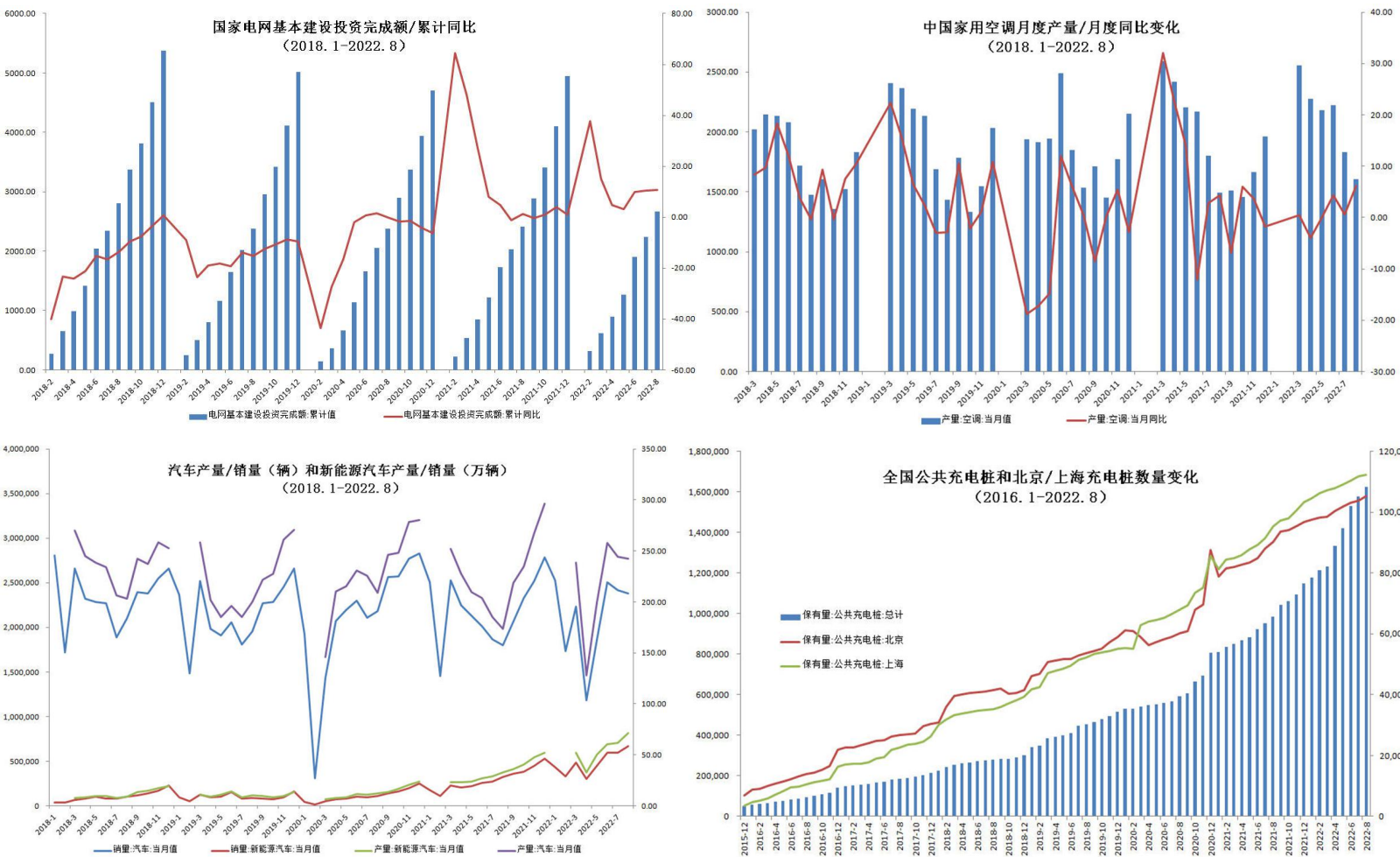
➤ 8月1日公布的7月财新中国制造业PMI录得50.4，低于6月1.3个百分点，仍位于扩张区间，显示制造业景气状况继续改善，但修复速度放缓；8月财新中国制造业PMI为49.5，较7月回落0.9个百分点，降至荣枯线以下，显示制造业在经历了两个月的扩张后重现收缩；

智利/秘鲁/中国/全球矿业铜生产



- 智利作为全球最大的铜生产国，6月份智利铜产量为45.3万吨，同比下滑5.0%。1-6月智利铜产量262.6万吨，同比下降6.1%。智利下半年产量有望较上半年提升。7月份智利铜产量为430,028吨，比上年同期降低8.6%。
- 秘鲁作为世界第二大铜生产国，上半年铜精矿产量实现了同比增长，6月份秘鲁铜产量较去年同期增长8.6%至19.8万吨。1-6月秘鲁铜矿总产量达到109.7万吨，同比增长1.4%；
- 1-7月中国累计电解铜产量为584.58万吨，同比增加2.4%。其中中国7月精炼铜产量为84万吨，不及预期的86万吨，实现同比增加1.1%，环比下滑2%。主要因来自于个别冶炼厂的额外技术改造以及粗铜市场货源紧张；
- ICSG称，2022年6月全球精炼铜产量216.5万吨，同比增长6.8%，消费量为223万吨，同比增长4.74%。2022年1-6月产量为1268.7万吨，累计同比增长3.22%；

铜需求：电网/汽车/充电桩/空调



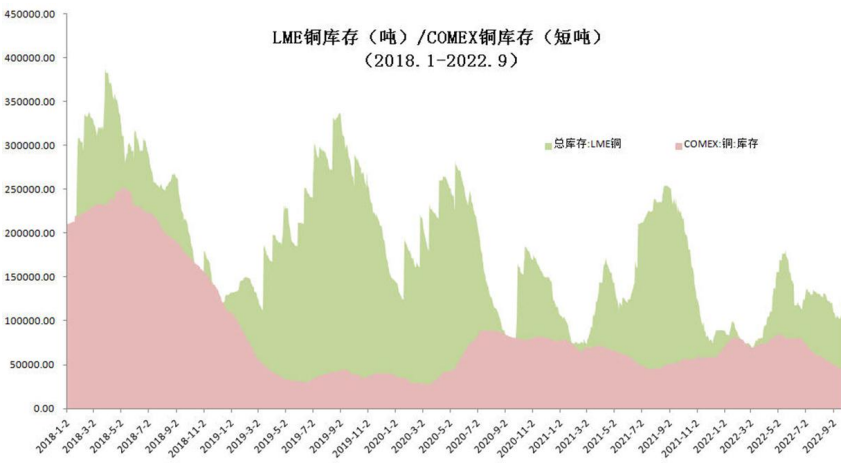
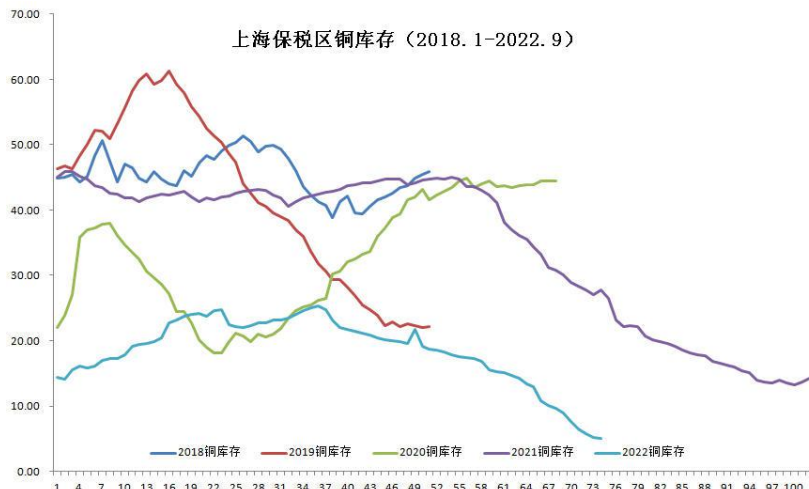
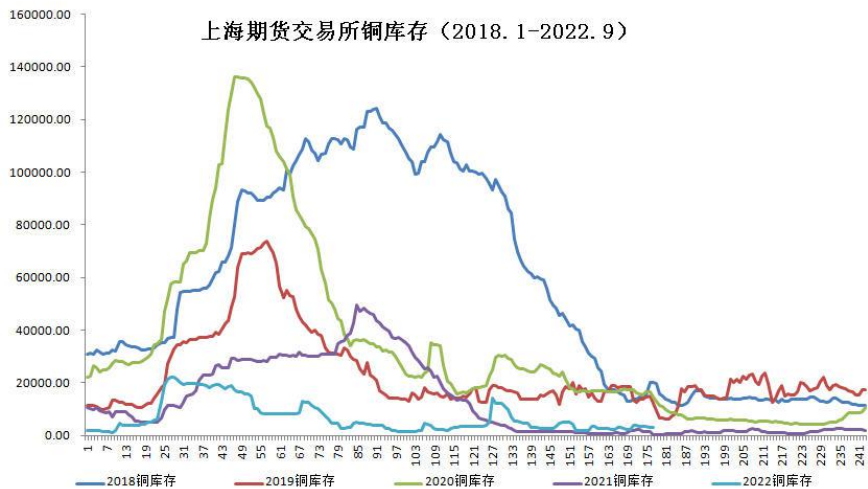
➤目前我国电网投资已从高速增长转入高质量发展阶段。2022年电网工程计划投资额达到5012亿元，较2021年同比增长8.84%，再创历史新高。

➤1-7月汽车产量同比增0.8%至1457.1万辆，其中新能源车同比增120%至312.83万辆，新能源车继续爆发，由于新能源车耗铜量远高于传统车，目前市场上调全年新能源车销量至570万辆，传统车在政策托底下也有望企稳，预计下半年车市耗铜量将同环比均增加。

➤充电联盟数据显示，8月，我国公共充电桩增加了4.8万台，同比增长64.8%，今年1-8月，充电基础设施增量为169.8万台，公共充电桩增量同比上涨232.9%。私人充电桩增量持续上升，同比上升540.5%。

➤1-7月累计家用空调销量9821.7万台，同比下滑2.8%，内销5308万台，同比下滑2.6%；外销4513.6万台，同比下滑3.1%。结合零售、库存及排产情况，预计8月内销补货需求较明显，内销表现有望好于7月。

全球各主要交易所铜库存均偏低



➤8月26日上期所库存周环比增长3693吨至34898万吨，比去年同期低47492吨。国内的极低库存状况在近期稍有改善，主要由于进口铜集中流入国内，且下游加工企业畏高放缓采购节奏；

➤从社会库存总数来看，社会库存总数自3月逐渐走低，并一直处于历史同期低位，对现货升水有支撑作用。即使在3-5月国内受疫情影响较大的时期，需求未断崖式下滑。8月26日，SMM社会库存增加0.7万吨至6.83万吨，同比低6.62万吨。8月26日国内保税区铜库存环比前一周减少1.89万吨至17.51万吨，库存连续第九周下滑，但降幅有所收窄。

➤截止8月26日，LME库存周度下降3300吨至120525吨，比去年同期低约133725吨。截止8月26日，COMEX库存周度下降1984短吨至52664短吨，比去年同期高2103短吨。三大交易所总库存203199吨，同比低179307吨，和往年同期相比，库存仍偏低。截止8月31日，LME/COMEX/SHFE 三大交易所铜库存分别为11.85万吨、4.63万吨和3.49万吨，合计19.97万吨，和上个月比增加了1.39万吨，和去年同期相比减少了9.94万吨。中国保税区库存9.6万吨，较上个月减少了6万吨，国内显性库存（SHFE+保税区）为13.32万吨，较上个月下降6.2万吨。

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