

内容摘要

下半年全球经济放缓已成定局，当下衰退定价叙事尚未展开，通胀预期持续下行情况下，通胀水平触顶回落概率不断增加。

持有成本

层面，预计实际利率将随着联储紧缩边际趋缓而前高后低；全球经济放缓背景下，美元或维持高位区间震荡。

随着价格逐渐回落，黄金配置需求和消费需求有望重回扩张。

核心观点

随着下半年持有成本等抑制因素逐渐转

弱，贵金属

走势有望前低

后高。鉴于二季末相较一季

末联储紧缩态度更为鹰派，加息

幅度更大，我们将二季报关于对纽期金底部的预测由1750调降至1673，极端情况下关注1567支撑力度。

策略层面，建议依托上述两支撑位逢低买入黄金为主，对应沪金主力合约区间为345-365元/克；策略执行上重点关注7月和9月FOMC会议召开前后两时间节点贵金属价格运行情况。

报告正文

1. 走势回顾

1.1 上半年贵金属走势回顾

上半年，金银走势严重分化，黄金小幅下跌而白银跌幅较大。在俄乌冲突引发的避险情绪

退潮后，对俄

能源制裁和供应短缺引发的

高通胀问题愈演愈烈，迫使美联储

一再加快紧缩节奏。在美联储渐进式推进紧缩政策落地过程中，通胀放缓幅度有限，令市场在经济“软着陆”和“硬着陆”之间左右摇摆。截至6月底，纽期金较一季度下跌6.91%，纽期银跌幅高达18.92%。同期人民币汇率以贬值为主，国内买

盘力量伴随价格回落逐渐增强，内盘金银价格跌幅小于外盘，二季度分别下跌0.42%和9.76%。

具体节奏上，一季度在地缘政治影响下避险情绪大幅走高，贵金属显著上行，黄金一度逼近2020年8月历史高点。随后避险情绪缓和，贵金属有所回落，俄乌局势僵持令贵金属维持高位区间震荡。二季度以来，美联储渐进式紧缩成为影响贵金属走势的主要因素。一方面，地缘僵局无解令通胀强现实延续，压制短端实际利率上行；另一方面，居高不下的通胀倒逼美联储不断对外释放加速紧缩预期，拉抬中长期实际利率水平。进入6月

，数量型与价格型紧缩工具并行对名义利率支撑明显，通胀预期开始大幅回落令贵金属特别是白银承压明显。

1.2 上半年贵金属与相关品种比价运行分析

黄金白银比价方面：上半年，金银比价总体呈现先抑后扬的走势。一季度，地缘危机爆发一度引发避险情绪炒作，金银比价短暂向上脉冲后回归；随后西方陆续公布对俄制裁措施后，食品能源价格飙涨推动通胀现实与预期同时走高，商品价格延续强势对商品属性更强的白银支撑明显，金银比价在上述时间段以低位震荡整理为主。进入二季度，美联储紧缩力度持续增大，尽管通胀强现实延续但通胀预期开始触顶回落，对金银比价突破上行形成明显助推，比值突破一季度整理区间后持续上行，再创2020年8月以来新高。预计下半年，联储紧缩收尾、经济放缓、通胀预期持续回归等多重影响因素阶段性共存无疑会增大金银比价的波动幅度，令其走势趋势性差于二季度，但总体向上趋势暂可延续。

黄金原油比价方面：上半年，金油比价趋势上表现为先抑后扬，大部分时间均延续此前的震荡下行调整格局，6月美联储FOMC会议之后开启反弹。展望下半年，随着联储继续推进货币紧缩进程，美国经济逐步趋缓也对原油需求形成拖累，此前受地缘危机支撑相对估值偏高的油价存在一定回落可能，对金油比价形成支撑。特别是如美国经济增速滑落至2.5%水平下方区间时，市场将全面启动对经济放缓定价，届时金油比或将一改疫情以来的两年颓势，开始显著走强。

2. 上半年影响因素分析及展望

2.1 定价经济放缓仍待确认 下半年通胀水平回落概率逐渐增大

上半年，通胀水平居高不下成为欧美国家在后疫情时期经济复苏进程中面临的主要问题。受俄乌冲突僵局延续引致的国际能源、食品价格重心上移等因素支撑，此前便已成为市场和政策焦点的通胀问题不仅未有缓解，反而开始在世界范围内蔓延，

从而变得更加棘手。为此，抗通胀保卫战在世界范围内相继打响，也同时宣告了疫情以来的宽松货币政策周期的终结。

地缘政治危机叠加货币紧缩周期开启，对全球经济负面影响渐次显现。我们看到，美国经济继一季度明显降速后，从二季度主要经济领先指标美国CEO经济展望指数及美国ECRI领先指标增长年率表现情况看，均预示着二季度乃至三季度经济将延续着一季度的回落态势。从上一轮紧缩周期经验看，在2015年12月第一次加息以及2018年12月最后一次加息前后，美国经济也先后出现了两轮较为明显的阶段性放缓。特别是当美国GDP

同比增速滑落至2.5%水平以下时，金融市场对经济放缓的定价全面触发，彼时实际利率下行支撑贵金属出现较为明显的止跌回升迹象。截至目前已公布最新的5月（对应美联储已累计完成75基点加息后）消费、投资等月度高频分项数据变化情况看，相对一季度回落幅度总体有限。因此，7月末即将公布的美国二季度GDP数据能否滑落至阈值以下，进而触发市场启动对经济放缓定价，将成为市场关注的焦点。

另一方面，在美联储正式进入加息周期后，加息幅度逐渐增大显示出当前通胀形势依然相对严峻。考虑到本轮全球通胀

高企源于扩张性财政政策及宽松的货币政策

刺激，且年内受地缘危机推波助澜影响，能源及食品价格高企的情况仍待解决，短期名义通胀数据强现实格局依然延续，回归联储中长期目标仍需时间。目前较好的迹象是，此前过热的就业市场开始呈现出一定的修复迹象，持续走高的薪资增速已连续两月出现回落，加之从利率市场对通胀预期的定价情况看，在不考虑地缘冲突升级等小概率事件发生的情况下，预计通胀水平难以在高位继续向上拓展空间，下半年美国通胀数据高位震荡进而出现回落的概率正在逐步增大。

2.2 渐进紧缩高潮将至 实际利率走势或前高后低

上半年，名义利率和实际利率同时显著上行，具体走势主要可以划分为四个阶段：

第一阶段（年初至2月中旬），利率市场主要就美联储紧缩预期进行定价，名义利率与实际利率温和走强，通胀预期出现小幅回落。

第二阶段（2月中旬至3月上旬），利率市场主要就地缘冲突及其可能引发的经济滞胀进行定价，名义利率和实际利率同时回落且后者回落速率更快。

第三阶段（

3月上旬至6月中旬），

受美联储渐进式推进鹰派加息步伐，加息预期

逐渐强化，利率市场重回对美联储紧缩定价逻辑，名义利率与实际利率联袂大幅走

强，通胀预期高位运行。

第四阶段（6月中旬至6月下旬），美联储加息75基点落地后，后续加息预期基本稳定，市场对联储抑制通胀实现软着陆信心增强，名义利率高位震荡叠加通胀预期大幅走低推动实际利率偏强运行。

此外，在上半年的最后一周，利率市场一度出现了类似于定价美国经济放缓的组合，即名义利率回落速率明显快于通胀预期，实际利率转而下行。但我们认为，上述走势暂时无法延续进而形成趋势，主要原因在于目前美国经济大幅放缓推动定价全面启动的证据有所不足，一方面是源于尚需确认美经济增速回落的幅度，另一方面，特别是从名义利率与基准利率

利差层面来看，在7月末FOMC会议75基点加息落地前夕，名义利率或维持在3%一线震荡，向下空间较为有限，因而在上述时点内即出现定价美国经济放缓的概率不大。

最新的CME美联储观察工具以及6月FOMC公布的点阵图关于年内剩余四次加息幅度预测趋于一致。除去7月加息75基点、9月加息50基点外，年内剩余两次会议分别加息25基点成为市场主流预测。如参照上述幅度加息，则年末基准利率将升至3.5-3.75%水平，远超中性利率水平。参考美债利率先于货币政策转向掉头的历史规律，我们认为下半年10年期美债利率或大概率触及本轮紧缩周期的顶部区域，而上述顶部区域或略超年末基准利率上限3.75%水平。

因而，从实际利率层面来看，下半年名义利率相对上半年高点上行空间有限，特别是在7、9月两次FOMC会议加息落地后，最为鹰派的紧缩阶段大概率结束，随着进入四季度加息周期渐近尾声，市场存对美经济放缓定价可能性无法排除，实际利率运行趋势或前高后低。在此背景下，贵金属价格则有望扭转当前的颓势。

2.3 紧缩节奏放缓经济下行避险下半年美元或维持高位震荡

上半年，美元指数

持续走强，一举突破了上轮紧缩周期的高点后继续向上拓展空间，6月中旬一度达到105.79，刷新近20年以来高位。总体而言，上半年的强势美元主要受到美联储渐进式鹰派紧缩预期、地缘政治危机引发的避险情绪等多重因素支撑。特别是在美元指数权重中占比较高的欧元，由于欧元区受到地缘危机影响最深，能源掣肘经济发展最严重，因而经济前景相对美国持续偏弱，欧美经济的差异情况决定了本轮美元牛市的下方支撑异常坚实。

展望下半年，上述影响因素有望发生以下变化：美联储紧缩政策方面，从当前的美联储观察工具显示的加息节奏看，预计下半年联储紧缩节奏和幅度将较上半年显著

放缓，叠加主要非美经济体欧元区开启紧缩进程，美、欧货币政策差异化阶段性收窄，将对美元升势形成压制。另一方面，在各国陆续掀起的货币紧缩浪潮下，全球经济将逐步放缓。上一轮美联储紧缩周期中，在美国经济伴随全球经济于2015年6月及2018年9月掀起两轮为期一年的下行进程中，美元并未因其自身经济下行而回落，反而在全球经济共振走弱之际彰显出避险资产的属性，维持相对强势。因此，从上述两方面因素综合考虑，我们认为下半年美元指数影响因素多空并存，尽管或难续上半年升幅，但总体回落空间亦将有限，维持高位区间震荡的概率较大。特别是一旦进入对经济放缓定价，其与贵金属的负相关性将明显减弱。

而从中长期来看，俄乌地缘危机下以美国为首的西方采取的制裁模式，将进一步推动金融、经济、贸易等领域逆全球化风潮兴起，各国将进一步削减美元相关资产配置规模，黄金的稳定器和硬通货功能将支撑配置需求持续增加，有望对价格形成中长期支撑。

2.4 投机热度出现冷却 金强银弱分化延续

上半年，纽期金、银投机净多持仓

水平前高后低，一季度一度创2021年1月中旬以来新高，对应同期价格走势一致，二者总体维持正向相关。截止6月28日，CFTC

黄金投机净多持仓为15.77万张，处于历史中位水平；CFTC白银投机净多持仓1.09万张，处于历史低位水平，为2019年6月以来最低水平。从投机净多持仓绝对水平看，上半年黄金中短期投机资金做多热情相对有限，平均持仓水平均较2021年上半年小幅上涨。其中，一季度俄乌冲突引发市场避险情绪及滞胀预期，一度令净多持仓水平激增至27万手之上。随后在避险情绪缓和货币政策收紧双重压力下，净多持仓水平快速回落，投机多头资金持续撤离。尽管2022年上半年白银净多持仓变化趋势与黄金一致，但其平均持仓水平显著低于2021年上半年，也呼应其价格重心持续下移的走势。

上半年，纽期金、银总持仓与CFTC投机净多持仓变化趋势基本一致。与2021年同期相比，纽期金持仓略有增加，而白银持仓出现明显减少，表明黄金更受中短期投机资金青睐。二季度伊始，纽期金、银总持仓延续一季度的回落态势。截止6月末，纽期金全部合约总持仓49.58万张，较一季末减少13%。同期，纽期银全部合约总持仓量13.99万张，较一季末下滑5%。总体来看，在俄乌冲突引发的避险情绪消散后，总持仓延续震荡回落，显示出基本面偏空背景下，中短期投机资金选择撤离贵金属，价格因而持续承压。

2.5 价格高企抑制黄金需求 关注下半年配置资金回流节奏

2022年4月，世界黄金协会

公布了今年第一季度黄金需求趋势报告，显示一季度黄金需求同比去年增长34%，至1234吨，为2018年第四季度以来最高水平。分项指标来看，金饰需求为474吨，同比减少7%，主要受印度和中国金饰购买需求走弱影响。投资需求方面，在地

黄金ETF

的季度流入量创202

0年第三季度以来最高水平，金条和金币

等实物投资

需求在偏高的价格抑制下同比减少20%，但是俄罗斯对实物黄金投资的购买量大幅攀升至6.5吨，同比增长411%，创下新

高。央行购金方面，各国央行增加黄金储备量

83.8吨。供给方面，一季

度全球黄金总体供应上升4%，矿产金、回收金和生产商对冲

的黄金供应量均出现攀升。展望下半年，在主要发达经济体一致收紧货币政策背景下，高通胀问题有望得到遏制，金价重心下移有助于黄金消费需求回暖。在美联储连续大幅加息后，下半年宏观面能否转向定价经济放缓将成为市场关注的焦点。预计届时黄金投资需求，特别是虚拟投资需求将一改二季度持续走弱的颓势，再度迎来阶段性回暖。

根据世界白银协会最新预测数据，2022年，全球白银将延续2021年供不应求的局面。在今年全球经济体陆续进入货币紧缩周期背景下，虚拟投资需求扩张速度同比去年有所放缓。与黄金相反，白银总需求层面的增加主要由实物（银器、珠宝）需求面贡献，虚拟投资需求环比减少，但仍呈现正向贡献。供应层面，整体呈现扩张，一季度白银跟随黄金价格走高，刺激再生银产量环比抬升4.3%。预计2022年白银延续供需双强走势，供需缺口持续扩张对银价形成支撑。

上半年，全球黄金ETF投资需求冲高回落

，整体小幅上涨。继一季度黄金ETF—SPDR基金大幅流入后，二季度以来，ETF持仓呈现持续流出态势，但幅度有限，暂难撼动上半年的净流入趋势。以SPDR为例

，一季度黄金ETF—SPDR基金累计净流入115.78吨，二季度累计净流出41.42吨。

白银ETF二季度同样以流出为主，但流出幅度不及黄金。安硕白银ETF二季度累计流出达557.94吨，其中，自5月中旬以来开始连续八周流出，显示中长期配置资金对银价前景看淡。总的来说，二季度以来，在美联储“量价齐紧”的货币政策正常化背景下，贵金属ETF基金持仓流出规模相对有限，显示出配置资金在通胀强现实压力以及经济前景未明情况下仍有所保留。展望下半年，伴随美联储加息周期渐近尾声，贵金属利空因素将逐步释放，配置资金再度大举入场可期。而从历史经验看，黄金配置资金开始回流与价格探底

回升重合度较高，可作为判断金价底部的补充印证。

3. 总结、行情展望及风险提示

3.1 观点归纳

综上所述，我们对上半年贵金属行情走势影响因素作以下总结：

宏观面，在地缘危机延续叠加欧美主要经济体陆续开启紧缩周期，下半年全球经济放缓已成定局。站在当前时点，衰退定价叙事尚未展开。参考上轮紧缩周期，只有当美国GDP同比增速滑落至2.5%水平下方时，方全面触发对经济放缓定价。而5月消费、投资数据表现尚可，需重点关注7月末即将公布的二季度数据情况。另一方面，大踏步推进货币紧缩后，美国此前过热的就业市场开始趋于平衡，薪资—通胀螺旋预期降温，考虑到通胀预期已较年内高位大幅回落，下半年通胀触顶回落概率正在逐步提升。

利率层面，上半年名义利率和实际利率同时大幅上行，组合主要围绕联储紧缩预期进行定价。尽管6月下旬名义利率开始带动实际利率下行形成“类衰退”定价，但预计持续性有限。在年内剩余四次会议加息路径相对确定背景下，年末基准利率将升至远超中性利率水平。参考美债利率先于货币政策转向拐头的历史规律，我们认为下半年10年期美债利率或大概率触及本轮紧缩周期的顶部，因而从实际利率层面来看，随着进入四季度加息周期渐近尾声，加之市场对美经济放缓定价可能性无法排除，实际利率运行趋势或前高后低。在此背景下，贵金属价格则有望结束为期两年的熊市。

美元汇率层面，上半年，美元指数持续走强，刷新近20年以来高位。主要受到美联储渐进式鹰派紧缩预期、地缘政治危机引发的避险情绪等多重因素支撑。展望下半年，随着美国紧缩降速，叠加主要非美经济体欧元区开启紧缩进程，美、欧货币政策差异化阶段性收窄，将抑制美元升势。此外，全球经济放缓将从市场风险偏好层面为美元提供支撑。一旦进入对经济放缓定价，美元与贵金属的负相关性将明显减弱。中长期来看，俄乌地缘危机将再平衡各国政府的资产配置偏好，美元相关资产中长期吸引力进一步降低，提振黄金配置需求持续增加。

资金面和供需面，上半年中短期投机资金和中长期配置资金流向同为先流入后流出，与价格前高后低运行趋势一致。预计下半年随着美联储紧缩力度逐渐趋缓，价格回落至相对低位后，配置资金有望再度流入，叠加价格弹性释放的增量实物需求，黄金总需求有望再度实现扩张。

3.2 行情展望

综合以上分析，我们认为，随着下半年持有成本走高等抑制因素逐渐转弱，贵金属价格有望前低后高。鉴于二季末相较一季末联储紧缩态度更为鹰派，加息幅度更大，贵金属总体面临的压力也相应增大。因此，我们下调二季报关于对纽期金底部的预测，重点关注纽期金1673支撑情况，极端情况下如1673亦告失守，需关注1567支撑力度，这也是新冠疫情爆发前市场自发形成的阶段性高点。策略层面，建议依托上述两位置逢低买入黄金为主，对应沪金主力合约区间大致为345-365元/克；时点层面，鉴于7月和9月FOMC会议加息75基点以及缩表额度翻倍先后落地，这也就意味着本轮量价同紧进程中紧缩力度最强的措施落地，因此在策略执行上需重点关注上述两个时间节点前后贵金属价格的运行情况。

风险提示：

全球新冠疫情、猴痘疫情变异超预期

地缘政治、军事博弈超预期

美联储、欧央行货币政策超预期

美国中期选举超预期

本文源自一德菁英汇