国元期货 Guoyuan Futures Co . Ltd .

贵金属期货年报

国元期货研究咨询部 2022 年 12 月 26 日

曲终作罢 时有终始

【策略观点】

本轮加息周期已被贵金属充分内化，不论 2023 年货币政策是否转向，本轮货币政策对贵金属价格的压力已经接近释放完毕。俄乌问题虽然已经淡化，国际地缘政治风险仍是扰动贵金属价格的难以避免的重要因素。

基本面来看，黄金和白银的需求均在 2023 年预期乐观，尤其白银，将明显得益于光伏行业的迅猛发展。

综上，我们认为贵金属价格将在 2023 年震荡走强，其中，白银价格的表现将有望强于黄金。

投资咨询业务资格：
京证监许可【2012】76 号

范芮
电话：010-84555195

邮 箱
fanrui@guoyuanqh.com

期货从业资格号
F3055660

投资咨询资格号
Z0014442

【目 录】

一、行情回顾 1
二、避险属性冷却 贵金属等待货币政策拐点 3
2.1 加息周期利空已尽 关注欧美货币政策转向 3
2.2 地缘政治风险仍在 但避险情绪冷却 5
三、基金减持贵金属明显 5
3.1 基金观点一致 贵金属遭到减持 5
四、金银需求乐观 增长仍有空间 6
4.1 基金持仓预期乐观 黄金需求有望增长 6
4.2 光伏需求乐观 白银仍将供不应求 7
五、后市展望 8

一、行情回顾

2022 年贵金属走势呈先扬后抑特征，黄金和白银的同步性表现较好。从具体走势来看，主要分为三个阶段：一季度受俄乌战争以及能源忧虑影响，市场避险情绪浓郁，并对贵金属价格产生较好的支持作用，黄金和白银价格均在 3 月攀升至年内最高水平；后美国通胀情况不断恶化，美联储持续加息并不断加强鹰派言论风向令美元持续强势，对贵金属市场行程持续压制，并迫使贵金属价格回吐全部年初涨幅后继续下行至 10 月末，此阶段黄金下行较白银更加流畅；年末美联储言论风向纷繁不定，但美元高位滞涨明显，贵金属挽回部分损失。国内贵金属价格表现与外盘贵金属价格明显出现分化，主要体现在年末国内贵金属价格上行程度明显强于海外。

图表 1　沪金走势



数据来源：文华财经，国元期货

图表 2　COMEX 金走势



数据来源：文华财经，国元期货

图表 3 沪银走势



数据来源：文华财经，国元期货

图表 4 COMEX 银走势



数据来源：文华财经，国元期货

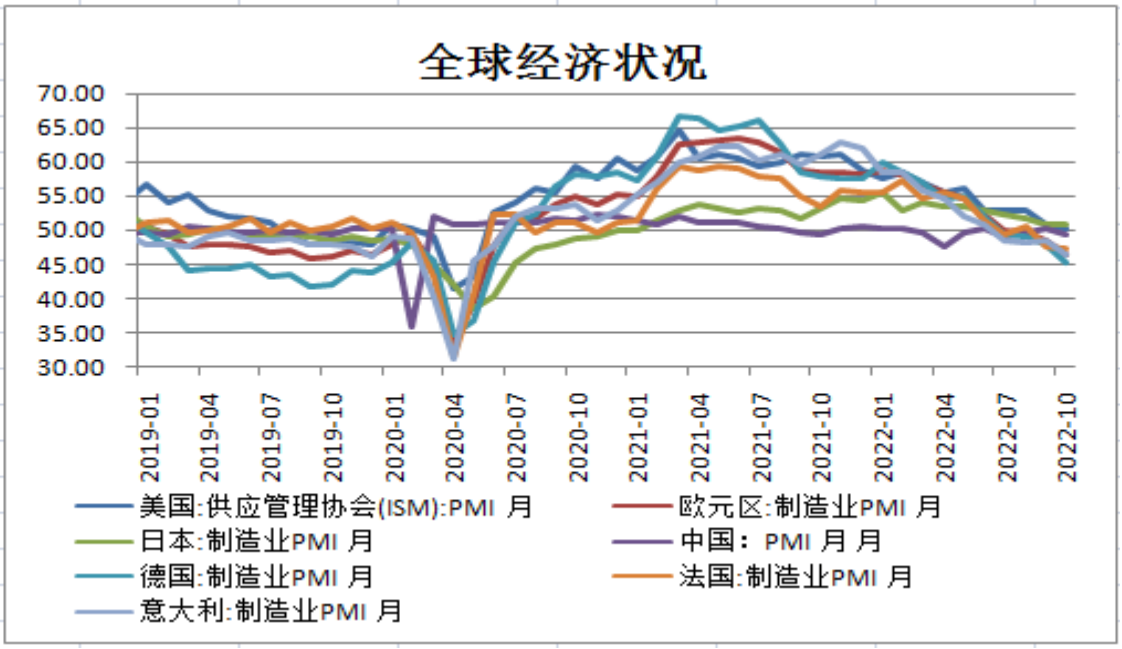
二、避险属性冷却 贵金属等待货币政策拐点

全球货币政策依然是 2022 年宏观市场绝对的主题，市场在充分消化美联储领衔的本轮加息周期后，关注点开始转向本轮加息周期的结束信号，并在年末重燃对全球经济前景的担忧情绪。

2.1 加息周期利空已尽 关注欧美货币政策转向

新冠肺炎疫情后，全球大放水带来的经济增长在 2022 年明显降温，从经济领先指数 PMI 来看，美国制造业 PMI 回落至荣枯线边缘，欧元区和中国的制造业 PMI 自 7 月起回落至荣枯线以下，经济增速开始放缓。而与之相伴随的，是全球通胀压力的不断深化：美国 CPI 继续延续去年的上涨势头，并在 2022 年 6 月最高达到 9.1%，美国核心 CPI 更是在年末仍有反复；欧洲的通胀压力更是明显大于美国，在 2022 年整年均持续攀高，年末更是攀升到 10%以上的高水平。伴随通胀问题的不断恶化，市场对以美联储为代表的欧美央行货币政策持续给予高度关注。

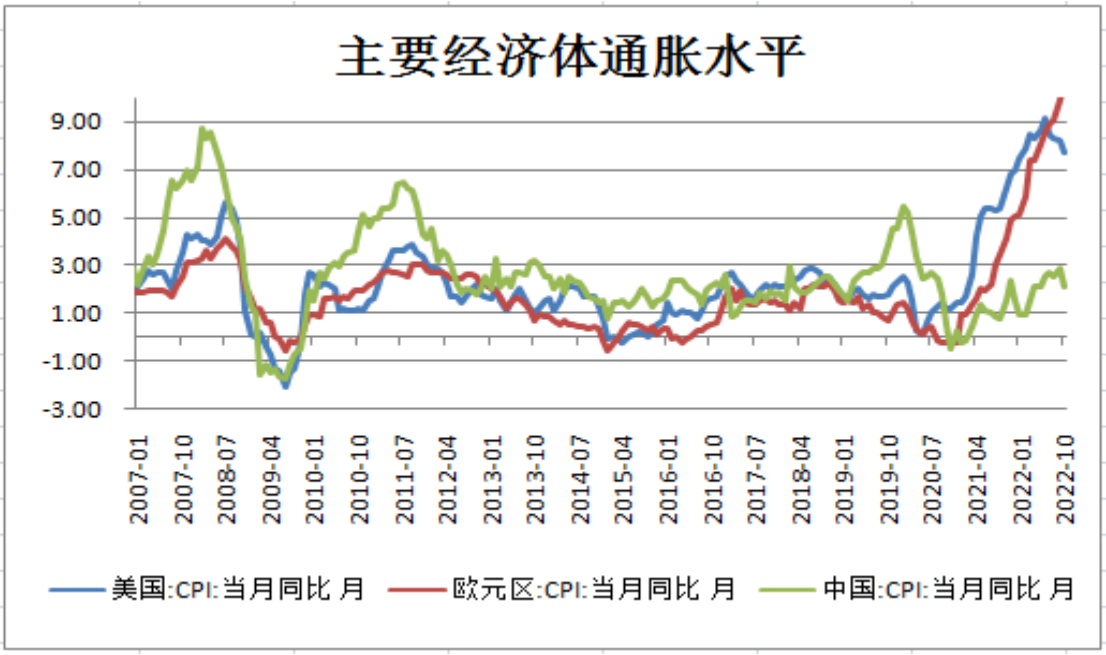
图表 5 全球主要经济体制造业 PMI



数据来源：公开新闻整理，国元期货

2022 年美联储有多次加息行动，其中，3 月加息 25BP，5 月加息 50BP，6 月、7 月、9 月和 11 月均大幅加息 75BP，市场预期 12 月的议息会议美联储仍然会有加息行动。伴随美联储加息力度的不断加强，美元指数自年初的不到 96.5 点一路扶摇直上，前三个季度美元指数走出了流畅的上行趋势，并在 9 月末最高触及 114.78 点，为 2002 年以来最高水平。

图表 6　全球主要经济体通胀水平



数据来源：公开新闻整理，国元期货

目前，美联储言论风向依然摇摆不定，欧洲央行仍致力于遏制高通胀，而美元见顶的迹象却已经体现得较为明显，由此，个人认为，若美联储货币政策在 2023 年未见转向，美联储

及欧洲央行货币政策对贵金属价格所带来的压力将会是渐进减弱的过程。若货币政策转向言论抛出，则对贵金属将会产生明显的价格抬升作用。由此，不论 2023 年货币政策如何，宏观市场对贵金属价格的压力都将明显减弱，甚至开始利多兑现。

2.2 地缘政治风险仍在 但避险情绪冷却

地缘政治因素曾在 2022 年一季度不断升温。2 月中下旬俄乌战争爆发，随着俄乌边境战火不断升级，以美国为首的西方国家宣布多项对俄罗斯的制裁行动，俄乌双方也曾进行多轮谈判，但均无疾而终。

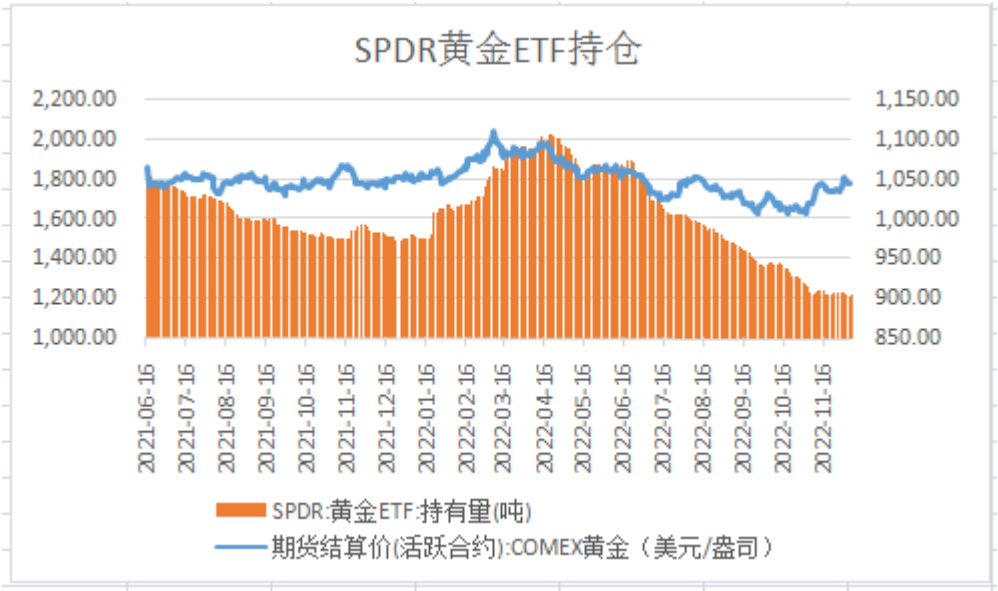
2023 年地缘政治风险依然存在，且仍然具有诸多不可预测性，但目前市场对俄乌问题的反馈已经趋于平淡，若无其他非预期时间，避险情绪对贵金属的作用将继续冷却。

三、基金减持贵金属明显

3.1 基金观点一致 贵金属遭到减持

从 ETF 基金的黄金持仓数据来看，2022 年 SPDR 持仓量先扬后抑：自 1 月初至 4 月中旬，SPDR 持仓量快速增长至 1100 吨以上，较年初上涨 13%以上，4 月间的黄金持仓更是达到数年来同期最高水平。4 月下旬起，市场避险情绪明显降温，SPDR 持仓缓慢下降，年末虽然美元滞涨令黄金价格颇有获益，但基金持仓并未明显增加。截止 2022 年末，SPDR 持仓量回落至 900 吨附近，已经低于 2022 年开年水平，不过该持仓水平较往年同期依然偏高。

图表 7 SPDR 基金持仓

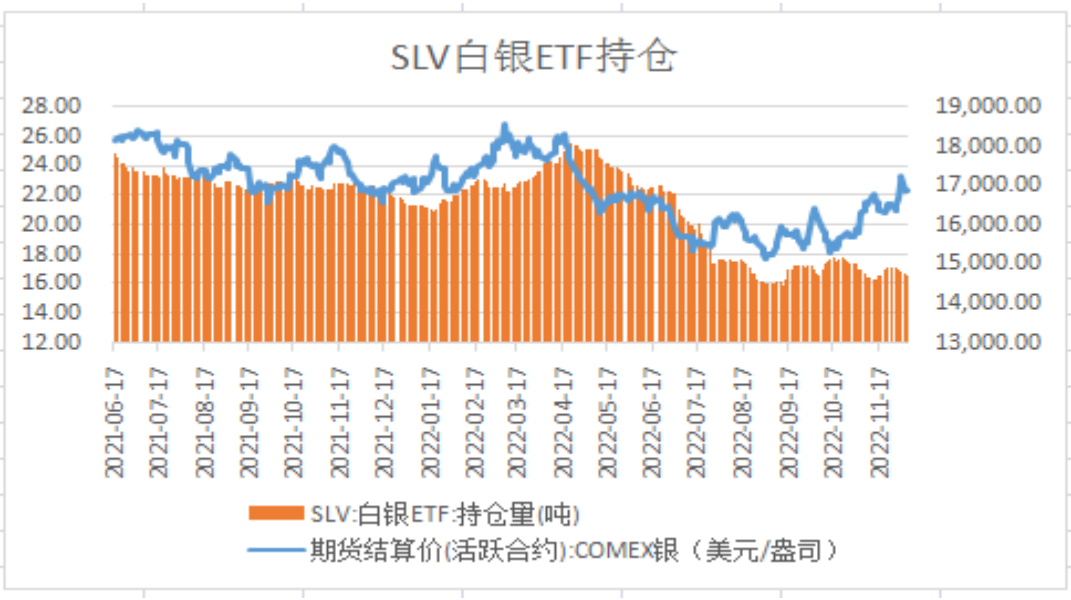


数据来源：spdrgoldshares.com，COMEX，国元期货

ETF 基金的白银持仓数据来看，2022 年 SLV 白银持仓数量同样呈现先扬后抑特征。1 月初至 4 月中，SLV 白银持仓量从 16510.91 吨上升至最高 18085.11 吨，持仓数量上涨 9.53%有

余，避险属性在此阶段体现不及黄金明显。4 月下旬，白银的基金持仓与黄金同步下降，最低降至 14480.95 吨，降幅为 19.92%以上，此轮 SLV 基金持仓降幅明显强于黄金。年末基金的白银持仓有所反复，但波动不大，基本维持在 15000 吨附近，与前两年同期水平比较偏低。

图表 8　SLV 基金持仓



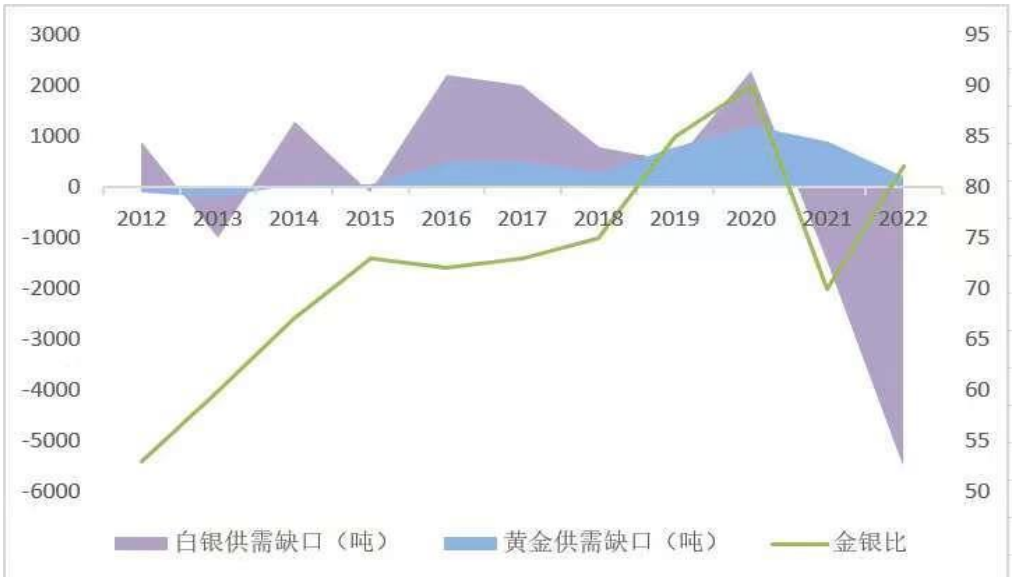
数据来源：iShares Silver Trust，COMEX，国元期货

四、金银需求乐观 增长仍有空间

4.1 基金持仓预期乐观 黄金需求有望增长

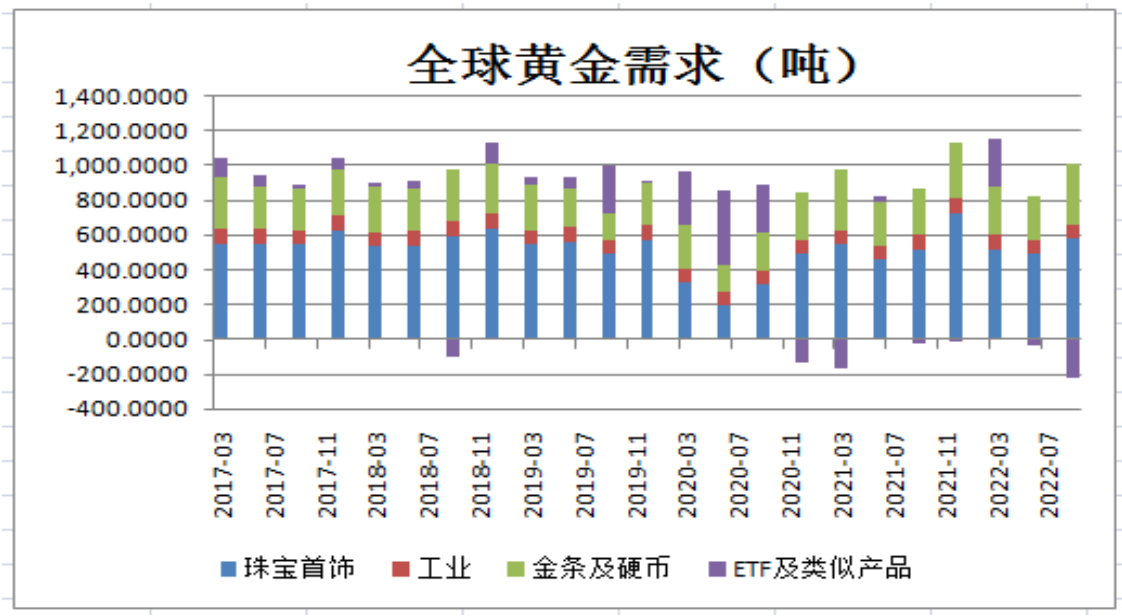
2022 年全球黄金需求处于近几年高水平，分析来看，主要与年初的投资需求有关，此外，金条及金币需求在 2022 年也保持在较高水平。

图表 9　全球贵金属供需平衡



数据来源：World Gold Council，Silver Institute，国元期货

图表 10　全球黄金需求结构



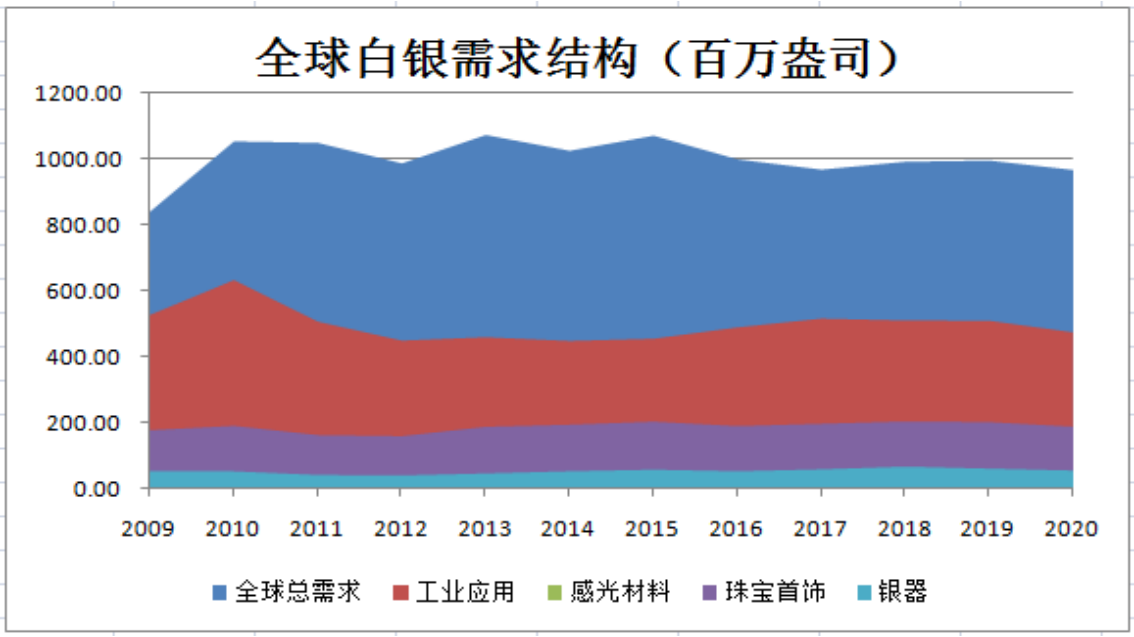
数据来源：世界黄金协会，国元期货

对于 2023 年的全球黄金需求，我们有理由推测，珠宝需求将在 2023 年继续向正常水平回升，但黄金的工业需求恐难言乐观。金条和官方硬币需求在全球通胀压力放缓后，需求的增长潜力将主要取决于地缘政治的稳定性。

4.2 光伏需求乐观 白银仍将供不应求

据世界白银协会数据，全球白银总需求在 2015 年触及峰值，后震荡回落，其中，感光材料需求持续下降，珠宝首饰和银器需求相对保持平稳。

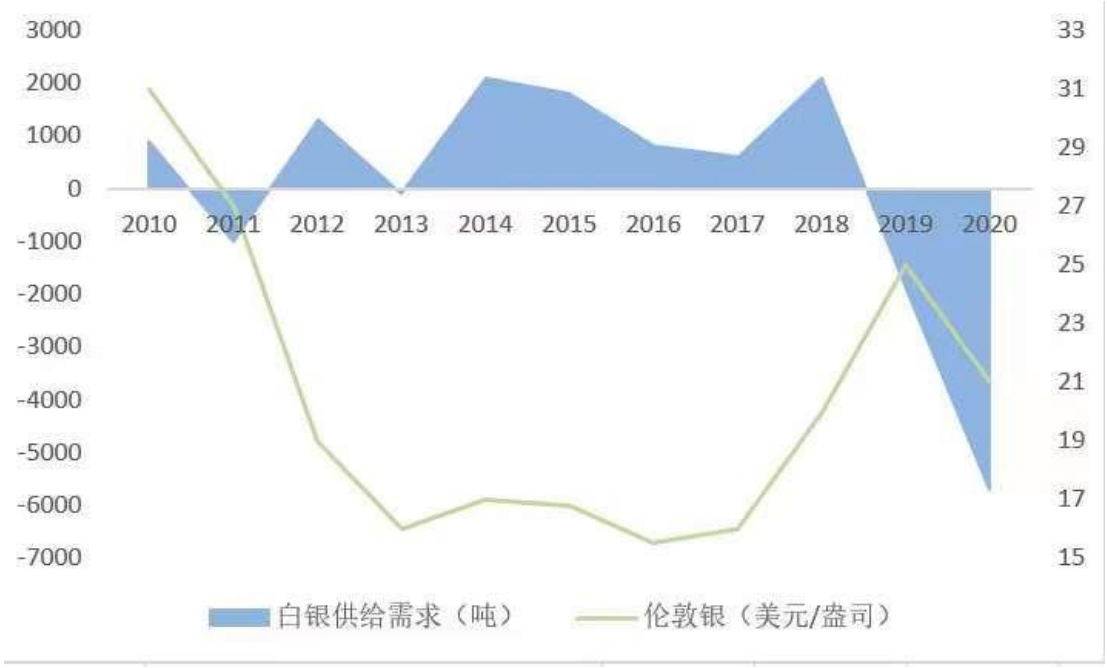
图表 11　全球白银需求结构



数据来源：Wind，国元期货

目前白银的工业需求中，光伏行业占比正不断扩大， Metal Focus 认为，未来几年太阳能电池板和汽车制造商等行业的需求强劲，白银仍将处于供不应求的状态，但 2023 年的供需缺口或较 2022 年收窄。

图表 12　全球白银供需平衡



数据来源： Silver Institute，国元期货

五、后市展望

本轮加息周期已被贵金属充分内化，不论 2023 年货币政策是否转向，本轮货币政策对贵金属价格的压力已经接近释放完毕。俄乌问题虽然已经淡化，国际地缘政治风险仍是扰动贵金属价格的难以避免的重要因素。

基本面来看，黄金和白银的需求均在 2023 年预期乐观，尤其白银，将明显得益于光伏行业的迅猛发展。

综上，我们认为贵金属价格将在 2023 年震荡走强，其中，白银价格的表现将有望强于黄金。

免责声明

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货有限公司。未经国元期货许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、链接、修改、翻译本报告的全部或部分内容。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。违反前述要求侵犯国元期货著作权等知识产权的，国元期货将保留追究其相关法律责任的权利。

本报告基于国元期货及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但国元期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何明确或隐含的保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，本报告及该报告仅反映研究人员的不同设想、见解及分析方法，为免生疑，本报告所载的观点并不代表国元期货立场。

本报告所载全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资、法律、会计或税务的操作建议，国元期货不对因使用本报告而做出的操作建议做出任何担保，不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，且国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户，请交易者务必独立进行投资决策。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部
地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901，9 层 906、908B
电话：010-84555000
合肥分公司
地址：安徽省合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座 6 楼 601-607
电话：0551-62895515
福建分公司
地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）
电话：0592-5312922
大连分公司
地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。
电话：0411-84807840
西安分公司
地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室
电话：029-88604088
上海分公司
地址：中国(上海)自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层(实际楼层 13 层)04 室
电话：021-50872756
合肥营业部
地址：安徽省合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层
电话：0551-68115888
郑州营业部
地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室
电话：0371-53386809
青岛营业部
地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号 1103 户
电话：0532-66728681
深圳营业部
地址:广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 号楼 10B
电话：0755-82891269
杭州营业部
地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室
电话：0571-87686300
通辽营业部
地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层西侧
电话：0475-6380818
广州分公司
地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A 单元
电话：020-89816681