

和合期货:黄金二季度报告

——欧美高通胀加剧，支持黄金高位运行



段晓强

从业资格证号：F3037792

投询资格证号：Z0014851

电话：0351-7342558

邮箱：duanxiaoqiang@hhqh.com.cn

摘要： 美联储可能在 5、6 月议息会议上单次加息 50bp，并在 5 月宣布缩表，以遏制居高不下的通胀。美联储的紧缩路线清晰，紧缩力度也显著强于欧元区、英国和日本。目前而言，相较于 3 月 FOMC 点阵图的区间，对于激进加息（剩余议息会议每次加息 50bp）市场仍有较大的定价空间，市场继续定价多次 50bp 加息将是第二季度大多数时间支撑强势美元的核心逻辑。

俄罗斯作为全球主要的能源及粮食出口国，与欧盟的贸易往来较为密切，欧洲能源及小麦价格飙升，欧元区短期通胀上行风险显著。尽管欧盟当下已提出更为激进的绿色化转型方案，旨在尽快摆脱对俄罗斯能源的依赖，同时欧元区通胀意外压力远超美国，有更大的滞胀风险。美联储可以更加专注于管控通胀，而欧央行面临更加艰难的增长和通胀平衡，这也是目前欧央行紧缩路线尚不明确、市场处于观望的重要原因。

大周期技术形态看黄金还处于高位运行中，COMEX 金从 20 年 8 月创历史新高后开始一年多回调震荡走势，周均线逐步粘合，2 月中旬突破大三角的形态，随后几周 COMEX 金连续上涨，3 月中旬开始回落，近期有止跌企稳迹象，中期看还处于多头形态中。

目录

一、俄乌冲突缓和，全球通胀持续.....	3
1、俄乌举行多轮会谈.....	3
2、战场冲突缓和，局部战线依然焦灼.....	3
3、欧美对俄加大制裁，继续拱火俄乌冲突.....	5
4、俄乌冲突粮食危机，可能引发更多地区动荡.....	7
5、奥密克戎亚变体毒株导致疫情有所反弹.....	9
二、黄金和地缘政治事件.....	10
三、美元指数维持高位震荡.....	13
四、后市行情研判.....	14

一、俄乌冲突缓和，全球通胀持续

1、俄乌举行多轮会谈

3月29日，俄乌代表团在土耳其伊斯坦布尔举行第五轮谈判。俄罗斯代表团团长梅津斯基在会谈结束后表示，乌克兰放弃加入任何军事联盟，他还说，乌克兰放弃在其领土上设立外国军事基地以及外国驻军，没有与俄罗斯以及安全保障国进行商议前不得举行军演。

乌克兰代表团发表声明说，希望包括土耳其、德国、加拿大、波兰、以色列在内的多个国家成为安全保障国，乌克兰与俄罗斯的协议将与安全保障国一起签署。如果乌克兰遭到俄罗斯的袭击，乌方希望得到安全保障国的支持。但是俄乌尚未就安全保障国事宜达成一致。乌方代表团表示，希望邀请安全保障国在未来两周内继续进行多边会谈，消除俄乌两国之间的分歧，并达成一项多边的、国际的协议。

俄乌谈判乌方代表团成员阿拉哈米亚在谈判后表示，其中一些国家已经初步同意这个提议，乌克兰提出了一个新的安全保障制度，即如果发生什么情况，则需要3天内进行磋商，之后由安全保障国向乌克兰提供援助。此外，俄罗斯代表团团长梅津斯基表示，乌克兰在提议中列出了可能的安全保障国的名单，并希望条约最终签署的决定由两国领导人在会面时做出。波多利亚克在土耳其伊斯坦布尔与俄罗斯代表团会谈后在简报会上说，“安全保障协议的实施将遵循以下程序：首先是全民公投，乌克兰所有公民将在公投中表达他们对协议以及协议运作方式的立场，之后乌克兰议会以及相关安全保障国议会将进行批准。

2、战场冲突缓和，局部战线依然焦灼

俄乌开战之后，俄军通过在北线的合围，让乌克兰北部的大军被困于城内，不能支援东部战线。而俄军又联合顿涅茨克、卢甘斯克民兵武装，再加上车臣的特种部队，在乌东地区快速进攻。卢甘斯克武装甚至几乎完整夺回了全州土地，向前推进了60多公里的距离。顿涅茨克武装也向前推进，控制了全州54%的土地，并且把主力部队用在对马里乌波尔8个旅乌军的围攻之中。当然，顿涅茨克收复土地没有卢甘斯克那么快，也因为乌克兰15万主力大军就在北顿涅茨克驻扎。

目前，已经控制了马里乌波尔超70%的市区面积，乌军抵抗最为顽强的亚速

营已经被歼灭，其余各残部也被分割包围在马里乌波尔市区的南北两端狭长地带中。马里乌波尔之战在俄乌之战中，是第一个较大规模的会战，俄联军参战兵力 4 万人，乌克兰守军 1.6 万人，达到现在，乌军在马里乌波尔阵亡了 8000 多人，占乌军目前阵亡总数的一半。

马里乌波尔局势图

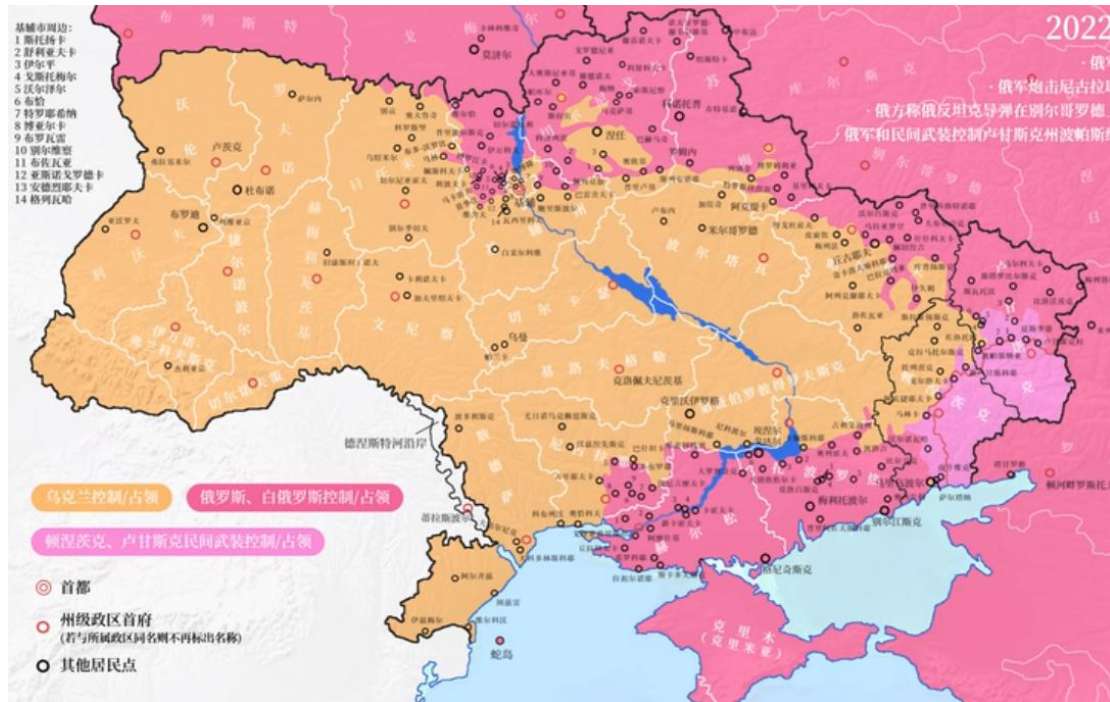


数据来源：网易新闻

马里乌波尔是乌克兰第 10 大城市，是亚速海重要的海军基地、贸易港口，作为沿海城市，马里乌波尔也是乌克兰新兴的工商业中心城市之一，此战的胜负将会对俄乌之战有深远影响，意味着乌军以大城市为后盾的防御，也将面临破产。而马里乌波尔 8 个旅乌军被歼灭，意味着乌东战局的重大变化，俄军将会抽出 4 万人兵力，投入到对乌东部乌军主力的作战中，而俄军在俄乌之战中也不过动用了 10 多万陆军，4 万人已经占到俄军总兵力的 40%。

3 月 25 日，俄罗斯国防部召开发布会，介绍俄乌之战的进展、形势，其中提到，俄军已经阵亡 1351 人、负伤 3825 人，乌军阵亡 1.4 万人、负伤 1.6 万人，俄军和顿涅茨克、卢甘斯克武装力量一起，控制了卢甘斯克州领土的 94%、顿涅茨克州领土的 54%，并且宣布俄军第一阶段的作战目标基本达成。

俄乌冲突全局图



数据来源：哔哩哔哩新闻

从现在的局面来看，乌军还没有被彻底打垮，依然在有组织、大规模地进行抵抗，俄军速战的思路无法实现，很可能转入第二阶段的大规模会战中。俄军 3 月 25 日宣布第一阶段作战目标基本达成，那么第二阶段就可能分成几个重要部分：第一是要围攻乌东部 10 万乌军主力，彻底夺回北顿涅茨克，实现卢甘斯克、顿涅茨克的土地完整；第二是拿下尼古拉耶夫，兵锋直指敖德萨，最好能完成对敖德萨的攻取。至于是否要开启北线对基辅、哈尔科夫、苏梅三大城市的进攻，则要看东部、南部的进展来决定，毕竟对基辅、哈尔科夫这种几百万人的大城市，还是慎攻为好。

俄罗斯最终要实现的是乌克兰的中立、去军事化、去纳粹化，最好还能亲俄，要实现这些，并不一定要完整夺取乌克兰全境，只需要完成对乌军主力的围歼，拿下几个关键城市，也就足以迫使乌克兰接受和谈条件，那么要实现这一点，俄军恐怕还需要最少 1 个月的时间，来完成第二阶段的战役。

3、欧美对俄加大制裁，继续拱火俄乌冲突

在 3 月 24 日比利时首都布鲁塞尔当天举行了 3 场峰会，分别是北约峰会、G7 峰会和欧盟峰会，而这三场峰会的主要核心议题就是俄乌冲突。相对于偏向政治和经济领域的 G7 和欧盟峰会，注重军事领域的北约峰会则更吸引外界的关

注。北约军事集团在峰会结束之后发布了一份联合声明，直接引发了外界的高度关注，在这份声明内容中，北约达成了“三点共识”：

第一，继续保持对乌克兰的军事援助。这也就意味着反坦克导弹和便携式防空导弹会陆续运往乌克兰，同时其他军事物资北约也将会通过波兰与乌克兰之间的运输渠道转交给乌克兰政府，保证对乌克兰的军事援助不会中断，支持乌克兰政府军继续抵抗俄罗斯军队的进攻，让俄乌冲突变成一场持久战，消耗俄罗斯的经济实力和军事力量；

第二，加强北约在东欧地区的军事部署。按照美国和其他北约成员国达成的协议，未来一段时间内，北约将会在波罗的海三国、东欧地区以及巴尔干半岛加强军事力量部署，一共组建的 8 个战斗群，重兵力将超过 2 万人。一方面这些作战部队是为了应对俄军随时有可能发动的军事打击，另一方面增强美国和北约对东欧国家的控制，让他们牢牢成为“老牌西方国家”对抗俄罗斯的前线阵地；

第三，北约成员国加大军费开支。在前任特朗普政府时期，美国就一直抱怨北约成员国既不出工，也不出力，北约全部的防务压力都由美国来承担。现在，因为受到俄乌冲突的影响，欧洲国家感到了严重的防务安全压力，所以将军费开支全部提升至本国 GDP 的 2%。除了扩大本国军事部队以外，北约成员国还将加大对欧洲和美国防务公司的武器装备采购，最终美国军工复合体又可以趁机大赚一笔。

与此同时，俄罗斯大国支柱的战略核力量也再次向外界展示。根据俄罗斯媒体报道，俄罗斯火箭军部队装备的白杨-M 洲际弹道导弹发射车日前开始进行机动部署，俄罗斯海军的战略核潜艇也从北方舰队位于摩尔曼斯克的基地码头消失，进入深海开始进行战略巡航。而俄罗斯为数不多的战略轰炸机也同样在西部和南部军区集结完毕，虽然图-160M 和图-95MS 轰炸机的数量较少，但是对北约的威慑力一点也不比洲际弹道导弹和战略核潜艇要小多少。

3 月 29 日，俄罗斯总统新闻秘书佩斯科夫表示，如果欧洲的不友好国家拒绝以卢布从俄罗斯购买天然气，则俄方将采取断气的应对方式。七国集团（G7）国家拒绝用卢布买天然气”，德国副总理兼经济和气候保护部长哈贝克 28 日与 G7 成员国能源部长举行线上会议后做出这一表态，英国《金融时报》29 日称，G7 的表态提出这样一种可能性：如果双方无法就支付货币达成一致，对欧洲的

天然气供应可能被切断。目前仍不清楚莫斯科方面将如何在支付货币方面做出改变。俄罗斯卫星通讯社援引克里姆林宫的消息报道称，俄总统普京已指示政府、俄央行和俄罗斯天然气工业股份公司，在 3 月 31 日前针对欧盟和其他对俄制裁国家落实将供应天然气的支付货币改为卢布的措施。

欧洲最大能源企业之一、德国意昂集团的首席执行官伯恩鲍姆 28 日对德国电视一台表示，要摆脱对俄罗斯天然气的依赖，德国将需要 3 年时间来寻觅替代供应源。他还表示，没有俄罗斯天然气供应，德国经济将蒙受巨大损失，应该用任何可能的方法来避免。向欧洲销售的天然气中，仍有大约 30%是通过乌克兰输送的，这些管道的天然气以每年 400 亿立方米的速度输送给包括德国、奥地利、意大利在内的欧洲客户。



数据来源：网易新闻

4、俄乌冲突粮食危机，可能引发更多地区动荡

俄罗斯与乌克兰都是全球重要的粮食出口国。全世界三大黑土区之一，就在乌克兰，还是最大的那一块，加上广袤的平原和适宜的气候，所以有“欧洲粮仓”名号。俄罗斯则有广袤的土地，农业技术也较为发达，不仅能满足自己国家

的需求，还能大量出口，是谷物和豆类的重要出口国。俄乌两国出口的玉米占全世界出口量的 20%，大麦占 25%，小麦占 30%。出口的食用油则占了全球出口总量的 10%，其中葵花子油占比高达 80%。

随着冲突继续，乌克兰各大港口被封锁，严重影响粮食出口，大量的土地也被荒废，大批从事耕种的普通百姓沦为难民而流离失所。马上 4 月是乌克兰的播种季，就算现在停战，立刻实施乌克兰难民回迁，战后恢复，播种准备等措施，时间上也来不及了。处于战争状态的俄罗斯，这时候也不会加大出口量，毕竟粮食在这种情况下属于战略物资，同时俄罗斯已经禁止出口化肥，其他国家想增产也不是那么容易，更别说替代俄乌的出口份额了。所以，未来全球粮食价格大涨已成定局。

根据联合国粮食及农业组织（FAO）最近发布的一份报告估计，由于战争，粮食和饲料价格已经出现大规模上涨，上涨的幅度，成本已经开始接近于 2007 和 2008 年的全球粮食危机。更有甚者认为，这就是 2007~2008 粮食危机的重演。来自美国的数据显示，2 月份美国的食物价格已经比去年同期上涨了 8.6%，是 40 年来最大的涨幅。

以史为鉴，目前全球粮食危机历史四要素基本出现，粮食危机值得全球警惕。

第一、天灾影响粮食供给端严重收缩。此次美国预测旱灾最严重的中西部区域是畜牧业以及小麦重点种植区，因此美国小麦产量或受到巨大影响。数据显示，近年来美国小麦产量占世界的比重约为 9-10%，消费量占 6%，是全球重要的小麦生产区以及出口区。此外，东南亚地区饱受拉尼娜气候影响，非洲干旱情况严重，均对全球粮食生产产生扰动；

第二、原油价格大涨。一方面推升食品运输成本以及化肥成本，另一方面高油价促使部分粮食被用作生物燃料从而减少粮食供给。

第三、多国禁止粮食出口。截至目前，出于对粮食安全的担忧以及相互制裁措施等原因，乌克兰、俄罗斯、埃及、阿根廷、阿尔及利亚等国均已开始限制粮食出口，这与历史上的情形高度一致。

第四、泛滥的流动性。虽然美联储已启动加息，但全球资本市场仍然流动性泛滥，导致实力雄厚的国际基金炒家囤积粮食，惜售待涨。

综上所述，历史上全球粮食危机爆发的四要素均已齐全，叠加欧洲的两大粮

仓俄乌冲突未止，这或许已经站在一场危机的开端。

5、奥密克戎亚变体毒株导致疫情有所反弹

美国疾控中心（CDC）表示，通过对新冠病毒感染病例样本的基因测序发现，在截至 3 月 26 日的一周内所有新增感染病例中，奥密克戎亚变体 BA.2 占近 55% 的比例，成为美国占主导地位的变体。据英国卫生安全局的最新数据，BA.2 的传播速度比早前的奥密克戎 BA.1 快 75% 左右。2 月初，数据显示美国 BA.2 的感染比例只有 1%，但随后其传播力每两周便会翻倍。

截至北京时间 2022 年 3 月 31 日 6 时 30 分左右，全球累计确诊新冠肺炎病例 486629240 例，累计死亡病例 6160606 例。全球单日新增确诊病例 1799464 例，新增死亡病例 5347 例。



数据来源：wind

根据 Worldometer 实时统计数据，截至北京时间 2022 年 3 月 31 日 6 时 30 分左右，美国累计确诊新冠肺炎病例 81709708 例，累计死亡病例 1005742 例；与前一日 6 时 30 分左右数据相比，美国新增确诊病例 37716 例，新增死亡病例 1011 例。据美国约翰斯·霍普金斯大学的统计数据，30 日美国累计新冠确诊病例已超 8000 万例，死亡超 97.8 万人。有迹象表明，美国东北部部分地区的感染病例正在再次上升，根据 CDC 的数据，该地区的 BA.2 感染病例最多，包括纽约和新泽西在内的地区的 BA.2 感染病例超过 70%。上周，美国传染病专家福奇曾预测，BA.2 引发的感染病例在未来将超过奥密克戎变异毒株 BA.1。

美国每日新增确诊人数（万人）



数据来源：wind

韩国中央防疫对策本部 3 月 30 日通报，截至当天 0 时，韩国较前一天 0 时新增感染新冠病毒确诊病例 424641 例，累计确诊 12774956 例。单日确诊病例较前一天增加 77087 例，再次超过 40 万例。韩国政府认为，当前疫情正呈现触顶后缓慢下降的趋势。

韩国每日新增确诊人数



数据来源：wind

二、黄金和地缘政治事件

历史表明，在商品在通胀初期阶段，黄金的变化往往滞后于大宗商品，但最终黄金的表现会超过商品，当前在俄乌冲突影响通胀攀升和供应链问题等情况下，黄金或将在 2022 年扮演“赶超者”的角色，数据表明，在与重大地区冲突危机相关的尾部事件中，黄金往往能够有积极反应，尽管价格会出现剧烈波动，但在事件发生后的几个月内往往仍会维持高位。

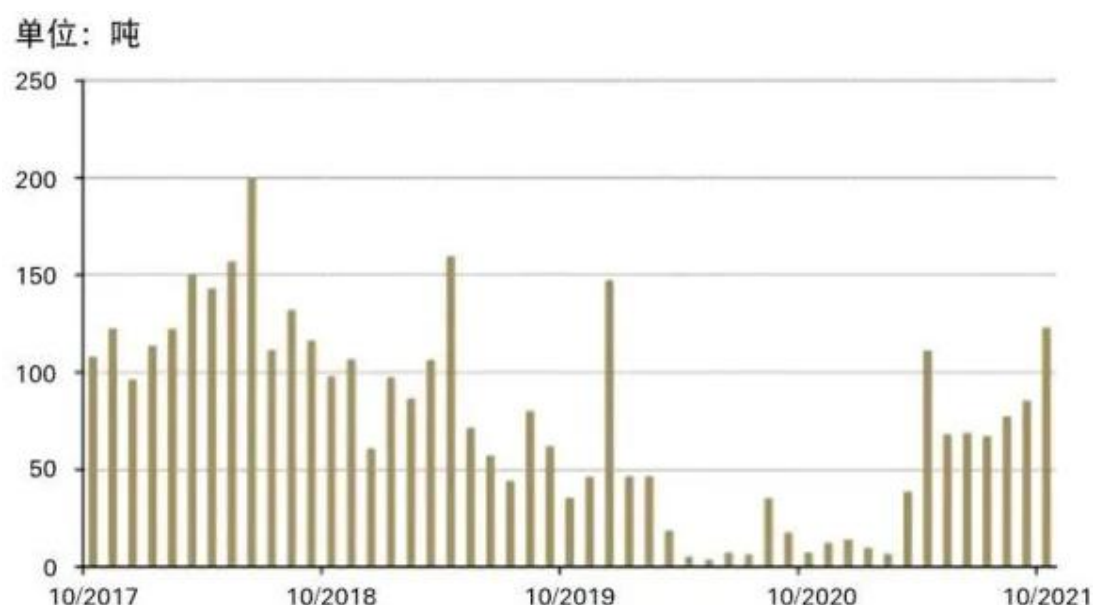
国际资金正在从美国资产市场中慢慢转移出来，以置换黄金等非美元资产，

以对冲敞口风险，这在俄乌冲突持续的市场环境下变得更加明确，通胀引发担忧，全球投资者已连续三周狂买实物黄金，这表明黄金作为避风港在危机时期发挥着重大的作用。

有贵金属交易商表示，自俄乌冲突以来，他们接到了大量订单，销售额是正常水平的 312%，近三成的客户想要购买黄金，而不是持有现金，俄乌危机一个月后，黄金和白银的销量增长了 265%，这几天的黄金购买需求仍一直在增加。

让市场意外的是，世界黄金协会的报告数据还显示，至 3 月的 14 个月内，亚洲黄金 ETF 总流入量的 60%以上来自中国市场，中国的黄金 ETF 总持仓超过 80 吨，为该数据有记录以来的最高。另外，最近 12 个月以来，中国也大幅增加了黄金进口量，海关数据显示，2021 年中国共进口了 818 吨黄金，比 2020 年多出 120 多吨。

我国黄金进口量



数据来源：世界黄金协会

援引瑞士和迪拜的海关公布的报告显示，至 3 月 18 日的 14 个月内，对中国市场的黄金出口量激增至 2018 年以来的最高水平，其中最近的一批次约有 198 吨黄金已经在 2 月份至 3 月间从欧美运抵中国。以上这些市场统计数据表明，自 2021 年以来，至少有 1016 吨黄金已经分批运抵中国。

世界黄金协会和 IMF 最新公布的报告也在显示这个趋势，全球央行正在寻求外储资产多样化和减少对美元资产的依赖，将黄金作为多元化和安全的手段，黄

金净购买量有望在 2022 年达到可观的总量，1 月底全球官方黄金储备 35536.8 吨，达到近 30 年来的最高水平。

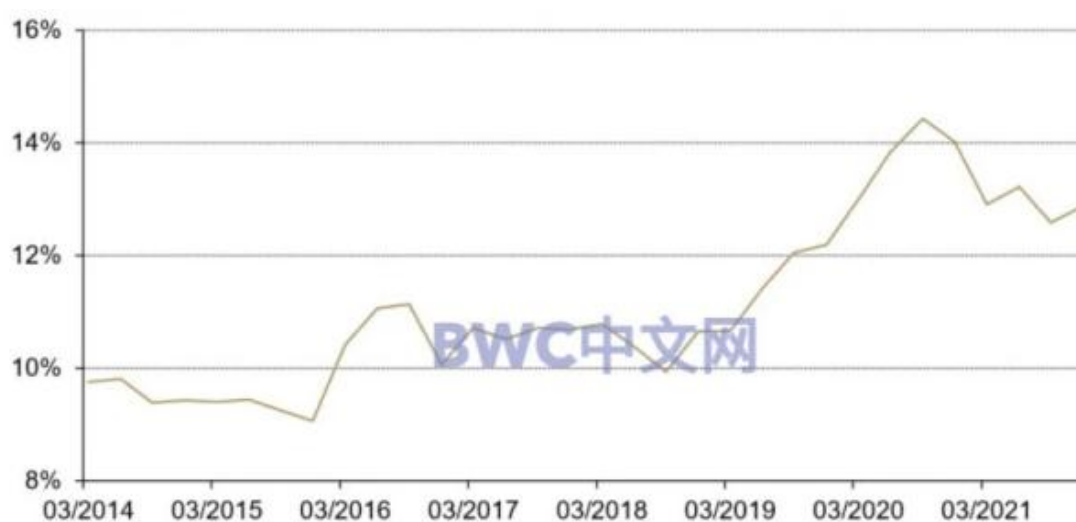
全球官方黄金储备



数据来源：BWC 中文网

包括印度、土耳其等国的黄金储备在今年前二个月也开始大幅增加。由于全球经济局势和市场的不确定性，包括全球央行在内的投资者减少或放缓购买美债以置换黄金等战略性资产的趋势预计将持续下去。

黄金储备占比外汇储备



数据来源：BWC 中文网

华尔街普遍认为 2 年期美债收益率有突破 3%的可能，根据 MSCI 风险管理团

队在 3 月 26 日更新的压力测试模型计算，如果美国通胀在接下去二个月内超过 10%且经济出现衰退，那么，美债的投资回报率可能会下降 13%至 5%左右。一些经济学家的最新观点分析认为，虽然，美联储已经开始加息，但仍无法使得美债实际收益率转化成为正数据值。这也使得包括日本、中国、英国、澳大利亚、俄罗斯、土耳其、德国等在内的美债基石级别的全球央行投资者很有可能会在 2022 年继续大幅度抛售美债，如果随着俄乌冲突持续对美国通胀风险增加压力，可能会将会清零美债。

世界黄金协会在 3 月 25 日发表的报告解释就是，未来债券回报会越来越差。如果债券越来越频繁且持续地重现与股票的正相关关系，甚至可能会失去其风险分散和对冲能力。债券的低收益可能会限制其对避险事件的应对能力，投资者也可能会将黄金和现金视为一种可行的对冲选择，最新的数据正在反馈这个趋势。

三、美元指数维持高位震荡

摩根大上调了对美联储加息速度的预测，预计美联储将在接下来的两次会议上将加息 0.5 个百分点，高于此前的 0.25 个百分点。该行首席分析师 Michael Feroli 表示，很明显，美联储官员渴望加息 50 个基点，因此把原来 5 和 6 月各加息 25 个基点的预期改为各加息 50 个基点，恢复 7 月加息 25 个基点的预期，这将使联邦基金利率在明年达到 2.875%，之后将在一段时间内保持平稳。调整预期是因为美联储主席鲍威尔在上周讲话，把加息 50 个基点的选项摆在了台面上，且其他官员表示赞同。或许是因为市场对 FOMC 会议结果反应冷淡，让他们有机会发出加快紧缩步伐的信号。

不同的经济增长和货币政策紧缩前景将使欧元兑美元面临压力，预计 2022 年欧元兑美元将跌向 1.05，彭博调查得出的第四季度预测中值为 1.14 美元；当前即期汇率接近 1.11 美元水平。即使在乌克兰的战争没有升级，事实是欧元区经济前景已经受到了很大的损害，只要战争继续，欧元兑美元的风险就是偏向下行，预计美联储的终端利率将远高于欧洲央行。

据最新 CME“美联储观察”：美联储到 5 月份加息 25 个基点的概率为 30.1%，加息 50 个基点的概率为 69.9%，加息 75 个基点的概率为 0%；到 6 月份加息 25 个基点或加息 50 个基点的概率为 0%，加息 75 个基点的概率为 22.5%，加息 100

个基点的概率为 60%，加息 125 个基点的概率为 17.5%。

美元指数走势



数据来源：文华财经 和合期货

四、后市行情研判

美联储可能在 5、6 月议息会议上单次加息 50bp，并在 5 月宣布缩表，以遏制居高不下的通胀。美联储的紧缩路线清晰，紧缩力度也显著强于欧元区、英国和日本。目前而言，相较于 3 月 FOMC 点阵图的区间，对于激进加息（剩余议息会议每次加息 50bp）市场仍有较大的定价空间，市场继续定价多次 50bp 加息将是第二季度大多数时间支撑强势美元的核心逻辑。

俄罗斯作为全球主要的能源及粮食出口国，与欧盟的贸易往来较为密切，欧洲能源及小麦价格飙升，欧元区短期通胀上行风险显著。尽管欧盟当下已提出更为激进的绿色化转型方案，旨在尽快摆脱对俄罗斯能源的依赖，同时欧元区通胀意外压力远超美国，有更大的滞胀风险。美联储可以更加专注于管控通胀，而欧央行面临更加艰难的增长和通胀平衡，这也是目前欧央行紧缩路线尚不明确、市场处于观望的重要原因。

大周期技术形态看黄金还处于高位运行中，COMEX 金从 20 年 8 月创历史新高后开始一年多回调震荡走势，周均线逐步粘合，2 月中旬突破大三角的形态，随后几周 COMEX 金连续上涨，3 月中旬开始回落，近期有止跌企稳迹象，中期看

还处于多头形态中。

COMEX 黄金周线图



数据来源：文华财经 和合期货

风险揭示：您应当客观评估自身财务状况、交易经验，确定自身的风险偏好、风险承受能力和服务需求，自行决定是否采纳期货公司提供的报告中所给出的建议。您应当充分了解期货市场变化的不确定性和投资风险，任何有关期货行情的预测都可能与实际情况有差异，若您据此入市操作，您需要自行承担由此带来的风险和损失。

免责声明：本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表作者对价格涨跌或市场走势的确定性判断，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

和合期货投询部

联系电话：0351-7342558

公司网址：<http://www.hhqh.com.cn>

和合期货有限公司经营范围包括：商品期货经纪业务、金融期货经纪业务、期货投资咨询业务、公开募集证券投资基金销售业务。