



2023年3月3日

紧缩交易或接近尾声

金银有望触底反弹

核心观点及策略

- 贵金属价格的主导逻辑是美联储的货币政策走向。在今年美国经济衰退的概率增加，以及美联储加息放缓的大背景下，贵金属价格的大趋势是看涨的。美国1月的通胀数据超预期反弹，使之前抢跑加息放缓的投资者扭转交易逻辑，转向紧缩交易，贵金属价格大幅回调。从近期市场的表现来看，虽然好于预期的经济数据继续支持美联储保持加息力度，但美元指数不再继续走强，显示当前紧缩预期对市场的影响在边际放缓，紧缩交易可能接近尾声。我们预计，在2月已经深度调整的金银价格，接下来有望触底反弹。
- 预计未来一个月国际金价的主要波动区间将在1800-1950美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在20-24美元/盎司之间。
- 策略建议：金银逢低做多，或做空金银比价
- 风险因素：美国2月非农就业数据走弱，美国通胀数据超预期回落

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68556855

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68556855

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68556855

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

目录

一、贵金属行情回顾.....	4
二、贵金属价格影响因素分析.....	4
1、美国通胀再度反弹，加息预期强化	5
2、紧缩交易或已接近尾声	5
3、通胀韧性大、经济加速回暖，欧元区将继续大幅加息	6
三、市场结构及资金流向分析.....	8
1、金银比价变化.....	8
2、铜金比价变化.....	9
3、期现及跨期价差变化.....	9
4、贵金属库存变化.....	10
5、金银 ETF 持仓分析.....	12
四、行情展望及操作策略：	12

图表目录

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	4
图表 4 金价与美债利率走势变化	4
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化	7
图表 6 美欧经济意外指数变化	7
图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	7
图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化	7
图表 9 美国就业情况变化	7
图表 10 主要经济体 CPI 变化	7
图表 11 美国通胀预期变化	8
图表 12 美元指数与美元非商业性净头寸变化	8
图表 13 COMEX 金银比价变化	8
图表 14 沪期金银比价变化	8
图表 15 铜金比价变化	9
图表 16 金价与铜价走势对比	9
图表 17 沪期金与 COMEX 金价差变化	10
图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化	10
图表 19 沪期金与沪金 T+D 价差变化	10
图表 20 沪期银与沪银 T+D 价差变化	10
图表 21 COMEX 贵金属库存变化	11
图表 22 COMEX 黄金库存变化	11
图表 23 COMEX 白银库存变化	11
图表 24 上海黄金交易所白银库存变化	11
图表 25 上海期货交易所白银库存变化	11
图表 26 贵金属 ETF 持仓变化	12
图表 27 黄金 ETF 持仓变化	12
图表 28 白银 ETF 持仓变化	12

一、贵金属行情回顾

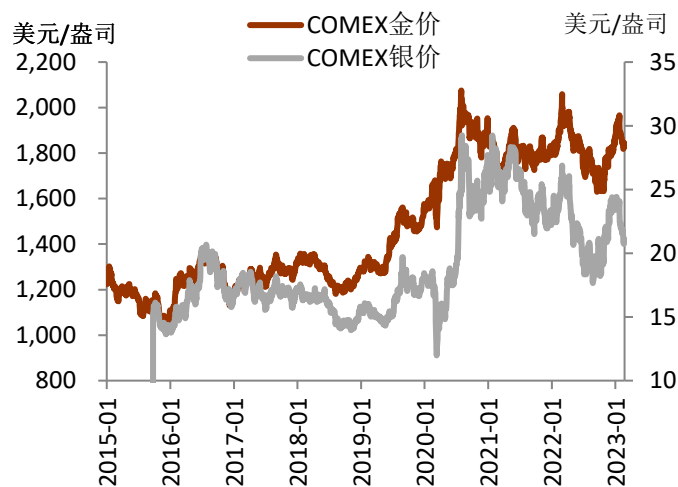
2023 年 2 月，贵金属价格大幅下挫。美国的 1 月通胀数据和消费零售数据都超预期反弹，强化美联储加息预期，美元指数和美债收益率纷纷反弹，压制贵金属价格走势。2 月份，COMEX 黄金期货主力合约跌 5.73%，国际金价创近一年半最大月度跌幅；弹性更大的银价跌幅更大，COMEX 白银期货主力合约跌 11.79%。

人民币兑美元汇率在 2 月出现贬值，2 月国内金银价格走势都明显强于外盘。沪期金主力合约 2 月跌幅仅为 1.63%，沪期银主力合约 2 月跌幅为 5.98%。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

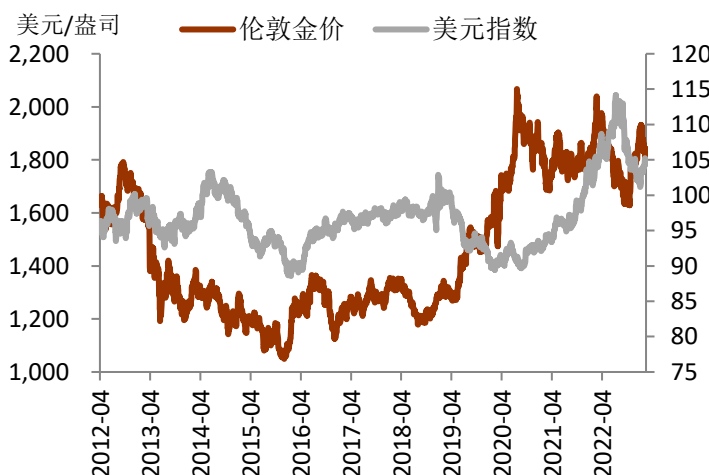


图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势

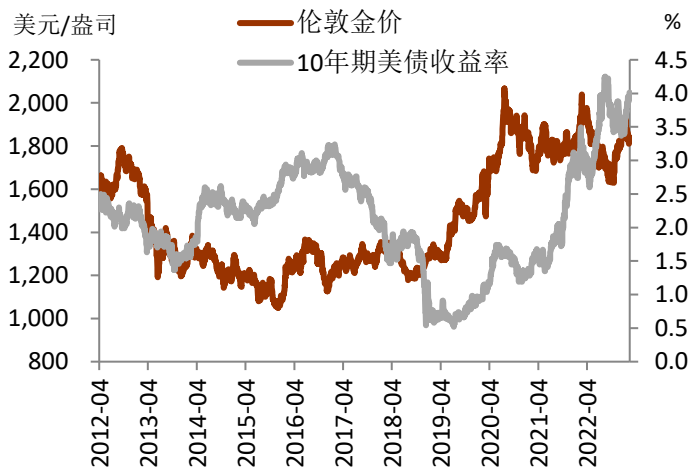


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 3 金价与美元指数走势变化



图表 4 金价与美债利率走势变化



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

二、贵金属价格影响因素分析

进入 2 月，好于预期的美国经济数据，叠加通胀数据超预期反弹，美国通胀压力再度
敬请参阅最后一页免责声明

加码，强化美联储加息预期，紧缩交易主导市场，金银走势承压回调。

1、美国通胀再度反弹，加息预期强化

在美联储持续大幅加息抑制下，美国的高通胀在 2022 年下半年出现明显回落。1 月的通胀数据显示美国的通胀反弹压力增加，再度强化美联储加息预期。美国 1 月 PCE 价格指数同比涨幅达到 5.4%，同时也较去年 12 月的 5.3%有所扩大，仍远高于美联储设定的 2%长期通胀目标；1 月美国 PCE 价格指数环比上涨 0.6%，涨幅超过前值和市场预期，且为 2022 年 6 月以来最高水平；剔除食品和能源价格之后的核心 PCE 价格指数环比上涨 0.6%，同比增长 4.7%，均超过市场普遍预期的 0.5%和 4.4%。PCE 数据超预期反弹，表明当前美国通胀压力仍未完全消散。另外，美国 1 月 CPI 同比增长 6.4%，连续 7 个月回落，但降幅不及预期，环比增 0.5%为三个月最大幅度。商品通胀已经回落，服务通胀仍在发酵，大多数分项价格压力反弹。美国 1 月 PPI 数据同样表明，当前美国通胀压力并未明显缓解。虽然美国劳工部上周刚刚调整 CPI 分项权重，其中住房项权重上调，交通、食品项权重下调，此次调整会导致短期内通胀数据上升。但通胀数据再度反弹使市场对于通胀压力的悲观预期继续发酵、加息预期亦再度升温，美联储或需进一步“制造”衰退，令需求更快降温，以增加通胀回落的确定性。

另外，美国的零售消费数据明显好转。今年 1 月美国零售销售额同比增长 6.4%，环比增长 3%，逆转了此前连续两个月下滑态势，增幅远高于市场预期的 1.9%。美国的零售数据强于预期，增加通胀反弹的压力，也使得紧缩预期持续强化。

美联储 2 月会议纪要显示，联邦公开市场委员会的几乎全体票委都支持放缓加息，相比衰退更担心通胀反弹。虽然最近有票委表示，对 3 月加息 50 个基点“持开放态度”。但从目前的情况看，美联储大概率会在 3 月和 5 月将各加息 25 个基点，今年大概率不会降息。

2、紧缩交易或已接近尾声

虽然美联储不断重申加息终点和加息时间都会比市场预期的更高更久，但在去年年底和今年年初，市场抢跑美联储加息放缓的交易。但美国强劲就业市场以及通胀压力的反弹，使得交易者在 2 月初终于回到现实，调整之前的乐观预期，转向紧缩交易主导市场。

2 月初开始，美元指数和美债收益率也扭转跌势持续走高。近日，10 年期美债收益率再度超过 4%，已接近 2022 年 11 月的高点，2 年期美债收益率已达到 4.89%，连创 2007 年来新高，且 2 年期美债收益率涨幅强于 10 年期美债收益率，说明市场对短期加息的预期在不断走高。与此同时，2-10 年期美债收益率持续倒挂，且倒挂加剧，说明市场对于美国经济衰退的预期也在不断增加。

通胀数据的反弹，叠加美联储官员持续发布鹰派加息言论，使得市场对美联储持续加息的预期在不断强化，紧缩交易持续发酵，投资者不断上调今年利率峰值预期。根据 WIRP，

联邦基金期货最新的交易数据显示，投资者预期联储有可能将加息的终点延长至 9 月，触顶于 5.45%，当前市场预期的终端利率已明显高于美联储 5%-5.25% 的目标利率。我们认为，市场对于紧缩交易已经反应过度，可持续性不强。

贵金属价格的主导逻辑是美联储的货币政策走向。在今年美国经济衰退的概率增加，以及美联储加息放缓的大背景下，贵金属价格的大趋势是看涨的。从近期市场的表现来看，虽然美联储官员继续释放鹰派加息信号，美元指数不再继续走强，显示当前紧缩预期对市场的影响在边际放缓，预计紧缩交易可能接近尾声，接下来金银价格有望触底反弹。

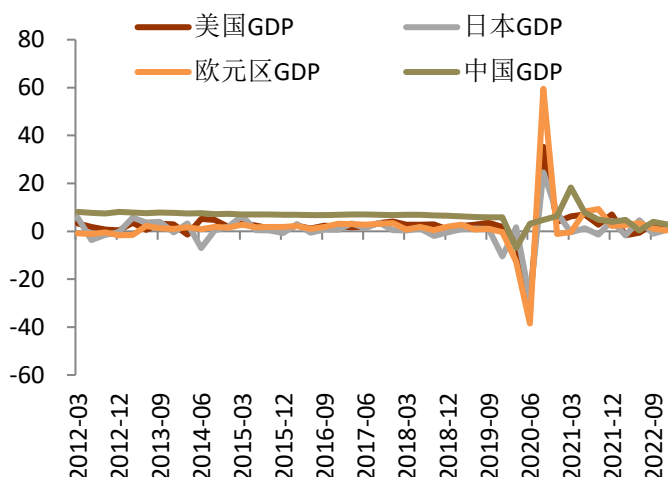
3、通胀韧性大、经济加速回暖，欧元区将继续大幅加息

在财政补贴、能源价格回落和基数效应的推动下，欧元区通胀已经步入下降通道，但前期增加的生产成本仍在向终端商品蔓延，短期内的通胀压力依然强劲。数据显示，1 月份欧元区 HICP 为 8.6%，环比降低 0.6 个百分点，较 2022 年 10 月高点下行 2.0%，贡献主要来自于能源价格的大幅下行。同时，1 月份欧元区核心 HICP 保持在 5.3%，非能源工业制品的通货膨胀率上升到 6.7%，服务通货膨胀率维持 4.4%，供应链压力和疫情防控的延迟效应，仍在推高部分商品和服务价格。最新公布的欧元区 2 月 HICP 同比初值为上升 8.5%，高于预期 8.2%；核心 HICP 同比初值为升 5.6%，HICP 环比初值 0.8%，均高于预期。虽然欧元区通胀已经开始回落，但下降幅度不及预期，服务通胀存在较强支撑，薪资压力在继续加强，短期内的通胀压力依然强劲。预计欧元区 2023 年 HICP 都将维持在高位。

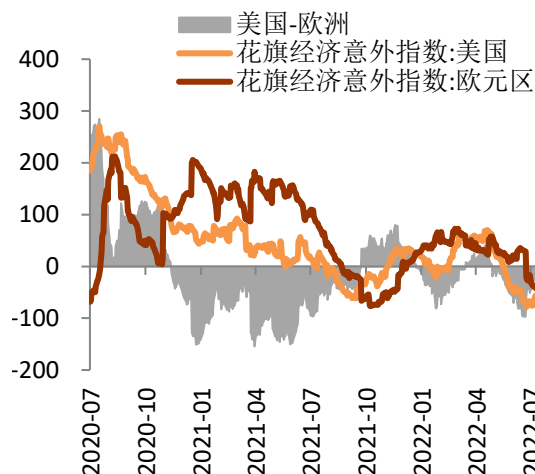
欧元区经济景气度在持续回升。欧元区 2 月制造业 PMI 初值 48.5，预期 49.3；服务业 PMI 初值 53，预期 51；综合 PMI 初值 52.3，预期 50.6。2 月 PMI 反弹至逾半年高位，服务业增速为去年 6 月以来最高。德国 2 月制造业 PMI 初值 46.5，预期 48；服务业 PMI 初值 51.3，预期 51。欧元区 2 月 ZEW 经济景气指数为 29.7，创去年 2 月来高位，前值 16.7。德国 2 月 ZEW 经济景气指数为 28.1，创去年 2 月来高位，预期 22，前值 16.9。

欧元区经济增长加速和通胀压力持续上升，或促使欧元区央行在未来几个月倾向于进一步收紧货币政策。欧洲央行官员均发布鹰派言论支持大幅加息。欧洲央行行长拉加德表示，欧洲央行需在 3 月加息 50 个基点；必须采取一切必要措施来抑制通货膨胀，未来可能会继续加息，加息到何种水平取决于数据。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

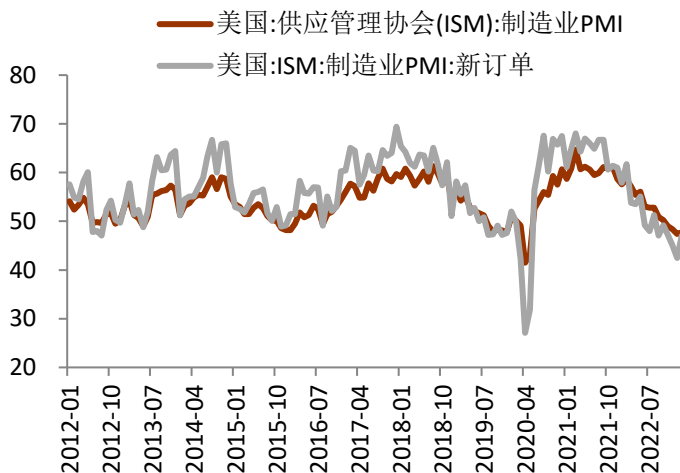


图表 6 美欧经济意外指数变化

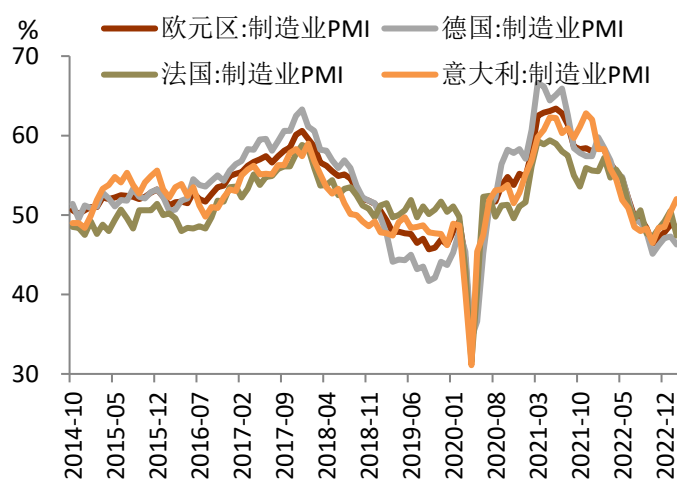


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

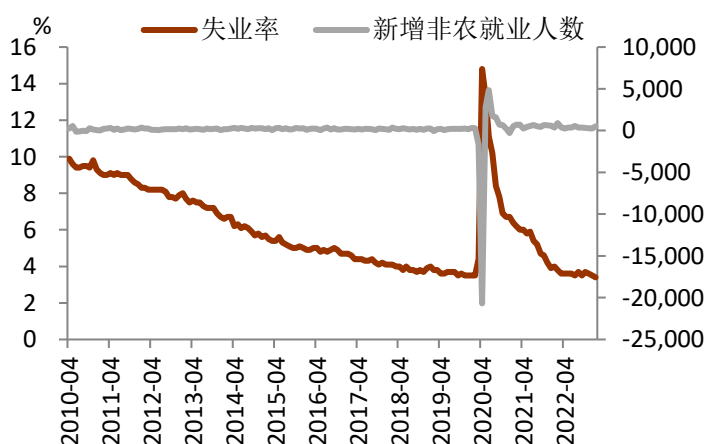


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

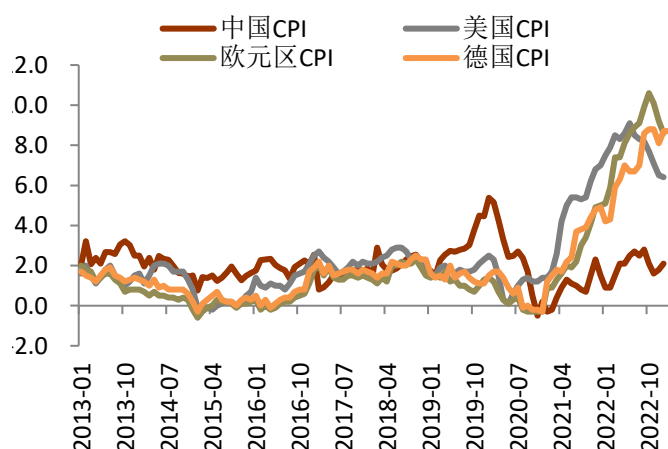


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 美国就业情况变化



图表 10 主要经济体 CPI 变化

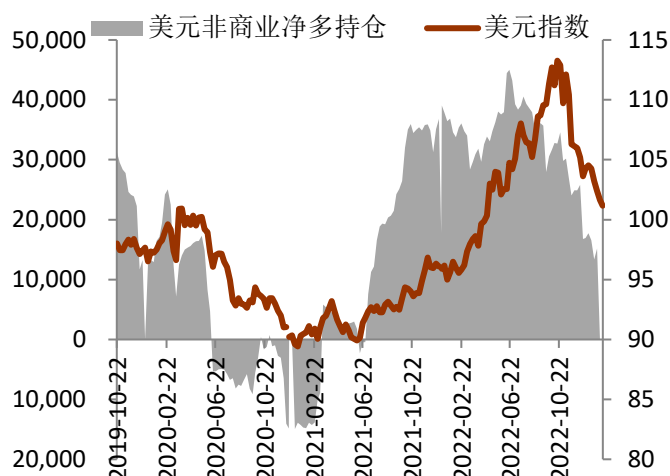


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 美国通胀预期变化



图表 12 美元指数与美元非商业性净头寸变化



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

三、市场结构及资金流向分析

1、金银比价变化

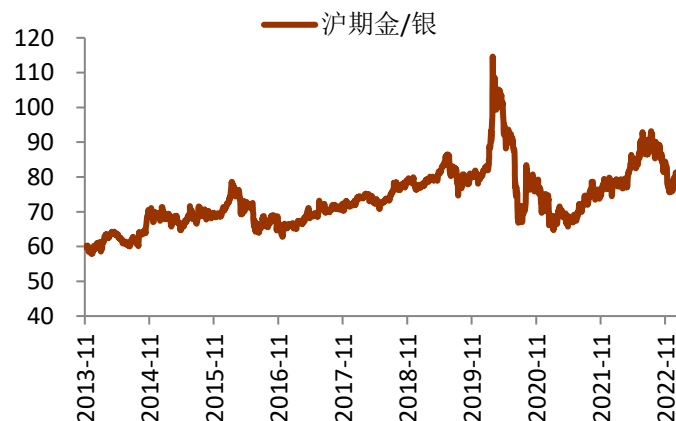
进入 2023 年 2 月，美联储加息预期强化，美元指数和美债收益率纷纷上涨，压制金银价格回调。1 月已呈现上涨乏力而高位震荡的银价在 2 月跌幅远超金价，COMEX 金银比价从 1 月底的 81 上涨至 2 月底的 87 一线。2 月金银价格的下跌，再次验证了金银走势的分化，可能预示着贵金属的阶段走势可能出行扭转的规律。

2 月人民币兑美元汇率在大幅贬值，国内金银价格走势明显强于外盘，而国内银价受汇率影响较小，沪金银比价从 81 上涨至 85 一线。预计接下来贵金属价格有望止跌反弹，弹性更大银价走势会强于金价，金银比价可能再度回落。

图表 13 COMEX 金银比价变化



图表 14 沪期金银比价变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

2、铜金比价变化

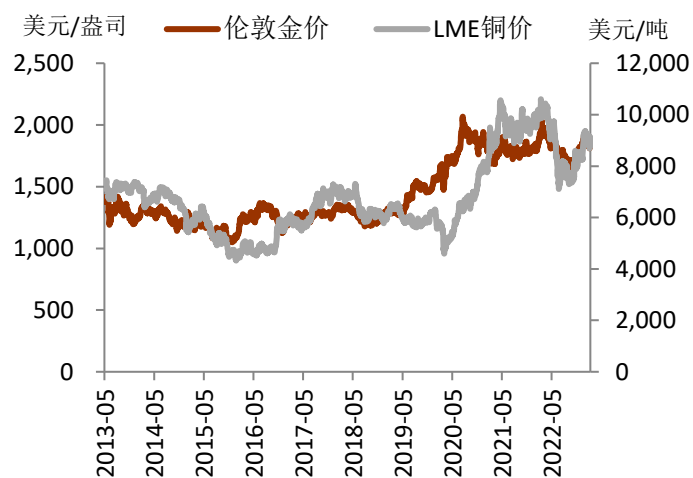
铜的需求弹性显著强于黄金，铜金比价的变化可以代表市场上投资者的风险偏好。而进入 2023 年后，市场对今年中国经济复苏的乐观预期强化，投资者的风险偏好整体抬升，持续存在支撑铜价高位震荡，而金价因美元指数走强而承压下行，铜金比价从 4.6 上涨至 4.9 一线。

预计，今年上半年中国经济复苏的逻辑依然会主导市场。铜价表现依然会强于金价，后期铜金比价大概率会继续上涨。

图表 15 铜金比价变化



图表 16 金价与铜价走势对比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

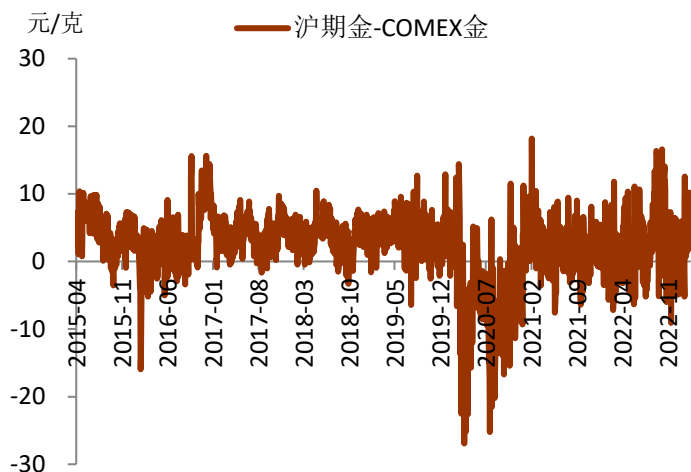
3、期现及跨期价差变化

金银内外盘价差受人民币兑美元汇率波动的影响较为明显。中美利差倒挂在 2022 年 11 月开始缩窄，人民币兑美元汇率也开始扭转跌势开启升值，之后沪期金与 COMEX 期金之间的价差确实出现收敛，甚至出现负价差的现象。

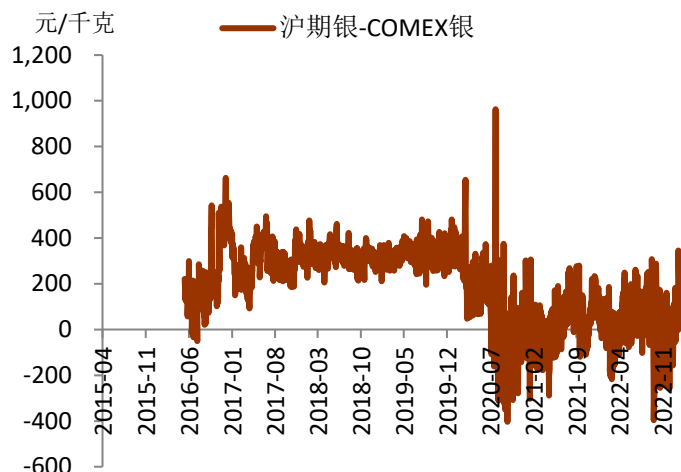
由于之前累积的结汇需求在春节前已经释放，节后国内经济复苏刚刚开启不及预期强劲，叠加美元指数的反弹，2 月人民币兑美元汇率呈现明显贬值，沪期金与 COMEX 期金之间的价差再度走阔。沪期银与 COMEX 期银之间的价差在 2 月也明显走阔。

当前美联储加息已接近尾声，而中国经济复苏的预期非常乐观，中美利差倒挂可能会持续收窄，2023 年人民币兑美元汇率整体趋势看升值。预计后期内外盘黄银价差会再度收敛。

图表 17 沪期金与 COMEX 金价差变化

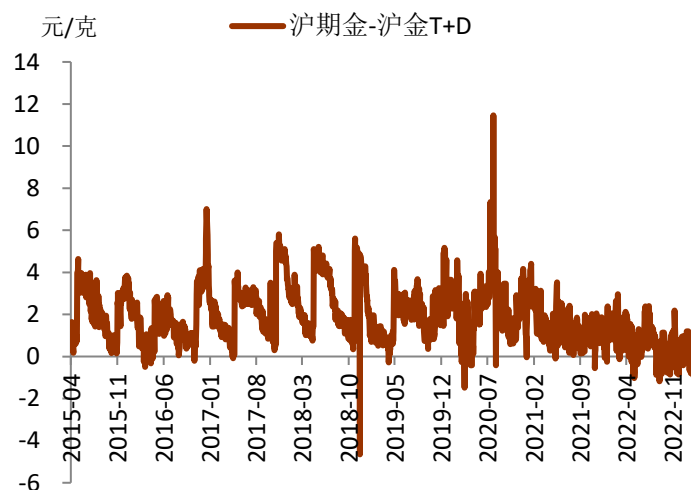


图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化

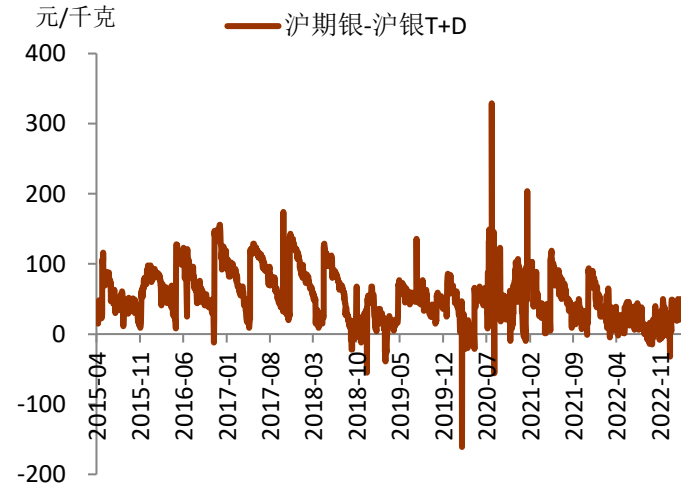


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 19 沪期金与沪金 T+D 价差变化



图表 20 沪期银与沪银 T+D 价差变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、贵金属库存变化

COMEX 黄金白银期货库存均从 2021 年 2 月份的历史高点明显回落，进入 2023 年，金银库存持续下降的趋势。截至 2023 年 3 月 1 日，COMEX 黄金期货的库存有 2165 万盎司，合计约 673 吨，比上个月的库存减少 2.96%，比去年同期减少 33.6%。COMEX 白银库存已下降至 2.87 亿盎司下，合计约 8934 吨，比上个月同期的库存小幅减少 1.89%，比去年同期减少 17.1%。

近几个月，上海黄金交易所的白银库存变化不大，上海期货交易所的白银库存从去年 9 月中旬回升至今年 2 月又开始下降。当前国内两大交易所的白银库存共计 4146 吨，比上月

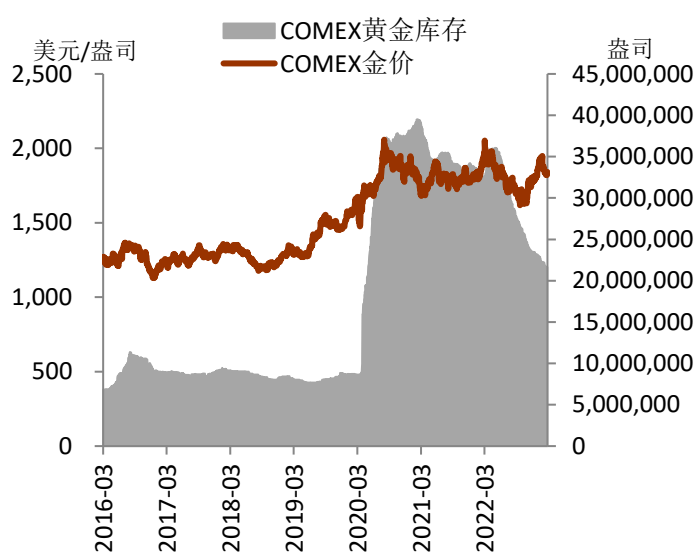
初的 4373 吨减少了 227 吨。

图表 21 COMEX 贵金属库存变化

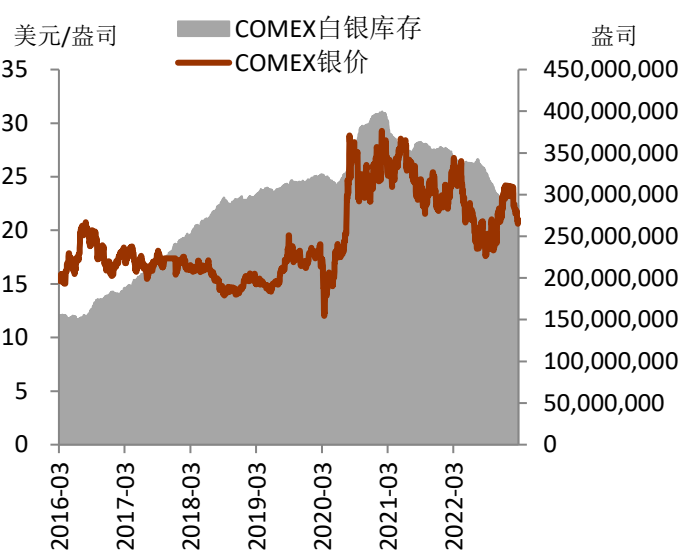
	2023/3/1	2023/2/1	2022/3/1	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	21651866	22313251	32605132	-661386	-2.96%	-10953267	-33.59%
白银(千盎司)	287233292	292767005	346473842	-5533713	-1.89%	-59240550	-17.10%

资料来源: iFinD, Bloomberg、铜冠金源期货

图表 22 COMEX 黄金库存变化

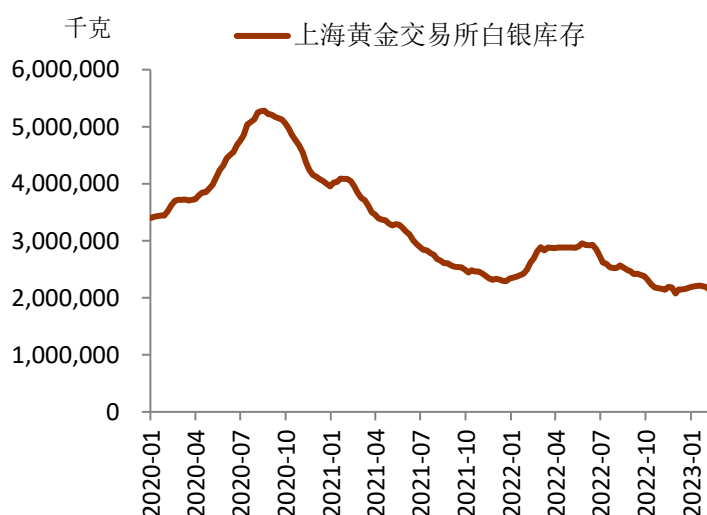


图表 23 COMEX 白银库存变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 24 上海黄金交易所白银库存变化



图表 25 上海期货交易所白银库存变化



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

5、金银 ETF 持仓分析

贵金属 ETF 的持仓变化在一定程度上代表了市场上长期投资资金的动向。从历史上看，贵金属 ETF 的持仓变化往往都滞后于贵金属价格的波动。

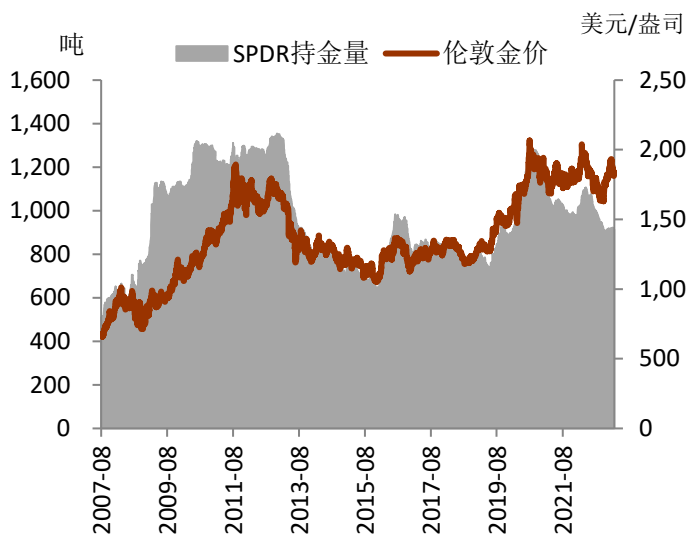
今年 2 月黄金白银价格持续下跌，黄金白银 ETF 的持仓量也都处于下降的趋势。截至 2023 年 3 月 1 日，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持金量为 912 吨，比上个月小幅减少 4.37 吨；全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 14858 吨，比上个月减少了 34.8 吨。跟去年同期相比，黄金白银 ETF 的持仓都有明显下降。

图表 26 贵金属 ETF 持仓变化

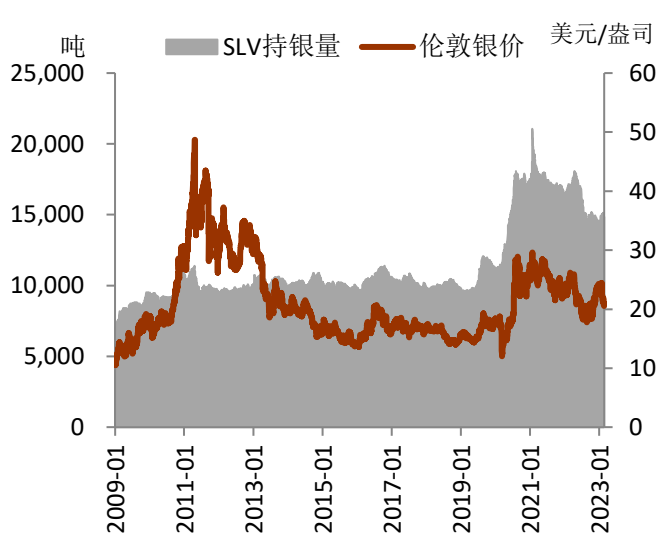
单位：吨	2023/3/1	2023/2/22	2023/2/1	2022/3/1	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	912.69	919.06	917.06	1050.22	-6.37	-4.37	-137.53
ishares 白银 持仓	14857.97	15149.65	14892.78	16977.97	-291.68	-34.81	-2120.00

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 27 黄金 ETF 持仓变化



图表 28 白银 ETF 持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

四、行情展望及操作策略：

贵金属价格的主导逻辑是美联储的货币政策走向。在今年美国经济衰退的概率增加，以及美联储加息放缓的大背景下，贵金属价格的大趋势是看涨的。美国 1 月的通胀数据超预期反弹，使之前抢跑加息放缓的投资者扭转交易逻辑，转向紧缩交易，贵金属价格大幅回调。从近期市场的表现来看，虽然好于预期的经济数据继续支持美联储保持加息力度，但美

元指数不再继续走强，显示当前紧缩预期对市场的影响在边际放缓，紧缩交易可能接近尾声。我们预计，在 2 月已经深度调整的金银价格，接下来有望触底反弹。

预计未来一个月国际金价的主要波动区间将在 1800-1950 美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在 20-24 美元/盎司之间。

策略建议：金银逢低做多，或做空金银比价

风险因素：美国 2 月非农就业数据走弱，美国通胀数据超预期回落

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。