



2023年4月4日

避险情绪缓和

金银调整风险加大

核心观点及策略

- 贵金属价格的主导逻辑依然是美联储的货币政策走向。在今年美国经济陷入衰退的概率增加，以及美联储放缓乃至停止加息的大背景下，贵金属价格的大趋势是看涨的。全球去美元化趋势强化和央行增持黄金储备，都将长期支持金价走势。我们持续看好贵金属的中长期多头配置价值。目前欧美银行业对市场的风险尚可控，而抗通胀进程还远未结束，市场对于美联储货币政策转向预期已定价过度，接下来大概率会出现修正。已在3月强劲上涨中充分定价的贵金属价格，短期回调的风险在加大。
- 预计未来一个月国际金价的主要波动区间将在1900-2050美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在23-26美元/盎司之间。
- 策略建议：金银不建议追高，可等待调整后逢低买入；或做多金银比价
- 风险因素：海外银行业风险超预期发酵

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.....	5
1、银行业风险暴露提振避险需求，目前风险可控	5
2、美联储加息已接近尾声，高利率将维持	5
3、降息预期或已充分计价，后期会有所修正	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
6、CFTC 持仓变化.....	12
四、行情展望及操作策略：	13

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
图表 29 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化	13
图表 30 CFTC 黄金净多头持仓变化	13
图表 31 CFTC 白银净多头持仓变化	13

一、贵金属行情回顾

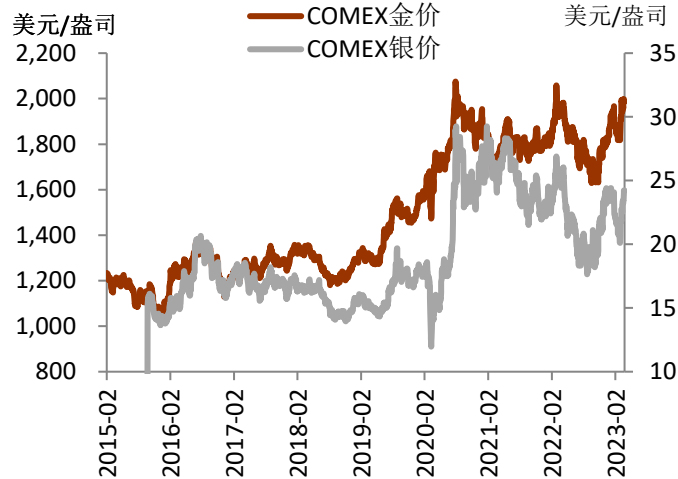
进入 2023 年 3 月，贵金属价格先抑后扬，表现强劲。3 月初，美联储主席鲍威尔在国会听证会上再度发表鹰派言论，金银价格再度下挫。3 月 9 日，美国硅谷银行曝出流动性危机，引发客户恐慌及挤兑，并蔓延至其他小银行。市场避险情绪骤然抬升，金银价格止跌大幅上涨。美联储和美国财政部及时注入流动性，并对客户提款刚性兑付，以缓解市场担忧。但瑞信银行再度暴雷，金融市场的恐慌加剧，金银价格继续走强。在监管层主导下，瑞士银行收购瑞信，美国第一公民银行也达成收购硅谷银行的协议。欧美银行业危机缓和，金价涨势放缓。但于此同时，经济衰退担忧加剧，也对贵金属价格形成支撑，波动性更大的银价继续走高。

人民币兑美元汇率在 3 月剧烈波动，整体呈升值之势。3 月国内金银价格走势都弱于外盘。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

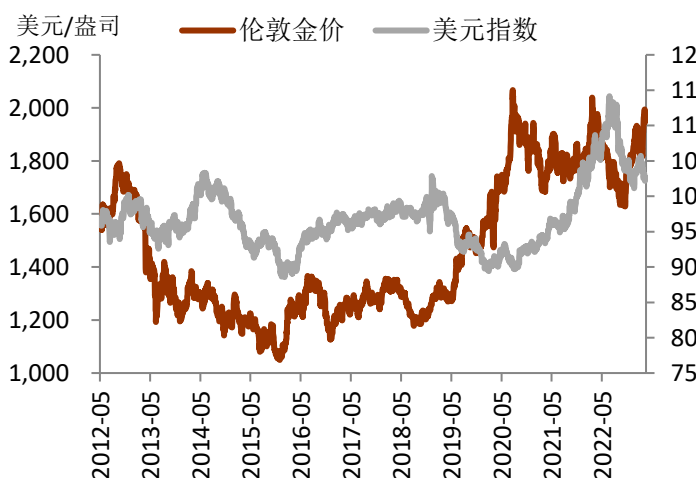


图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势

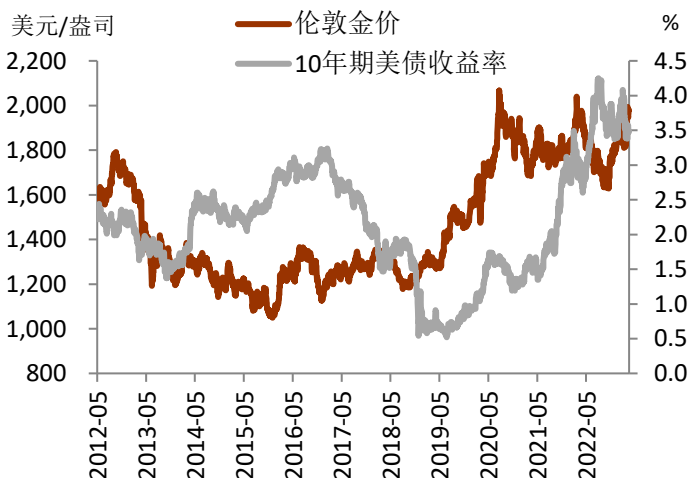


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

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

敬请参阅最后一页免责声明

二、贵金属价格影响因素分析

3月，欧美银行业风险事件引发的避险情绪主导市场，叠加美国和欧元区经济数据走弱，市场对美联储停止加息，甚至提前转向的预抬升，金银走势强劲上攻。

1、银行业风险暴露提振避险需求，目前风险可控

3月初，美国科技金融领域的重要标杆硅谷银行突然陷入流动性危机，市场担忧危机外溢形成系统性风险。在美联储、美国财政部和监管部门的强力处置下，硅谷银行被接管，其储户存款得到全额保障，以缓解市场恐慌情绪、维护储户对银行业和金融体系的信心。紧接着，作为全球系统性重要银行之一的瑞信又暴雷，瑞士监管机构也迅速采取行动，力促瑞银收购瑞信。近期第一公民银行也达成收购硅谷银行的协议，市场担忧情绪缓和。

瑞信和硅谷银行的破产其实是两个独立的事件。瑞信破产的本质原因是战略转型的失败，表现为经营业绩的下滑和声誉受损。硅谷银行暴雷主要是由于利率上行造成债券减值以及客户挤兑带来的流动性危机。两者的共同之处是：全球大幅加息背景下的高融资成本和恐慌情绪的传染加剧了流动性冲击。

与2008年金融危机中问题资产多为次级贷款不同，当下欧美银行底层资产则相对健康、资本充足率有显著提升、金融市场环境相对稳定。本轮银行风波中，监管部门都迅速采取了救助行动，现有处置方案使其外溢效应有限。目前欧美银行系统性风险或相对可控。

但硅谷银行暴雷引发系统性风险的担忧，市场对美联储将停止加息，甚至提前降息的预期抬升，一方面，美元指数和美债收益率持续下降，另一方面，避险需求大增，均利好贵金属，助推金银价格在3月大幅上涨。

2、美联储加息已接近尾声，高利率将维持

虽然海外银行业的流动性风险尚未完全解除，但美联储3月议息会议如期加息25个基点，决议声明暗示可能很快结束加息行动，鲍威尔发布会期间重申通胀仍太高、强调还要继续加息，会后发言整体偏鹰派。欧洲央行也无惧银行业危机，继续大幅加息。欧元区央行在3月加息50个基点，但未对5月加息提供指引；欧洲央行行长拉加德表示金融市场稳定与物价稳定同等重要，若出现流动性危机，将随时准备设计新工具提供流动性支持。另外，瑞士央行加息50个基点，英国央行加息25个基点。目前来看，欧美银行业危机风险可控，尤其是在核心通胀保持坚挺的情况下，抑制高通胀仍是美欧央行最重要的政策目标。

尽管美联储在提高通胀的容忍度，货币政策的转向也必然会到来，但目前来看，仍需时日。近期因欧佩克+意外宣布大幅减产，原油价格飙升，再次点燃市场对长期通胀的担忧，也给美联储实现控制通胀的难度加大。尚未结束的“抗通胀”进程或仍是货币政策的核心任务，除非银行业流动性风险超预期发酵，在经济衰退和就业趋弱的压力进一步显现，从而为

联储打开被动降息窗口之前，美国的政策利率或仍维持在高位、长端实际利率的趋势性下行拐点仍需等待。我们认为，在美国核心 CPI 同比增速降至 3% 之前，除非金融风险超预期发酵，美联储今年开启降息的可能性相对偏低。

虽然本次美国政策利率路径是历次加息周期中最陡峭的一次，美国商业银行的流动性压力也有所加大，但仍处于历史水平较低的位置。当前美联储加息已接近尾声，预计利率 5 月加息 25 个基点，利率见顶，今年大概率不会降息。中期来看，欧元区央行在金融风险可控的前提下会继续加息，将导致美元指数承压延续下行趋势。

3、降息预期或已充分计价，后期会有所修正

金融市场对于货币政策及利率的预期，一直随着基本面数据和事件的变化而不断调整。在海外流动性收紧边际放缓，且突发风险事件之际，市场预期存在一定的“抢跑”倾向。

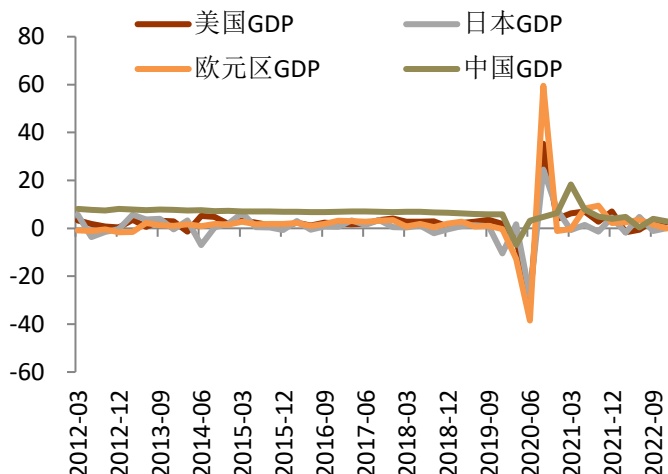
美联储 3 月议息会议后公布的货币政策报告中的点阵图显示，2023、2024 年底利率预期中值分别为 5.1%，4.3%。这也就意味着，今年 5 月将再加息 25 个基点，以达到政策利率处于 5%-5.25% 的目标，今年不会降息，到 2024 年底将降息 75 个基点。

但联邦基金利率期货交易数据显示，在欧美银行业流动性风险事件发生后，年内降息预期迅速走阔，与 3 月 FOMC 会议的点阵图指引大幅背离。截至 4 月 3 日，市场已在以超过 40% 的概率定价美联储将于今年 7 月首次降息。另外，从 3 月 9 日至今，反映短期货币政策预期的 2 年期美债收益率已从 5% 的历史高位快速回落至 4% 下方，也显示市场在抢跑货币政策转向交易。

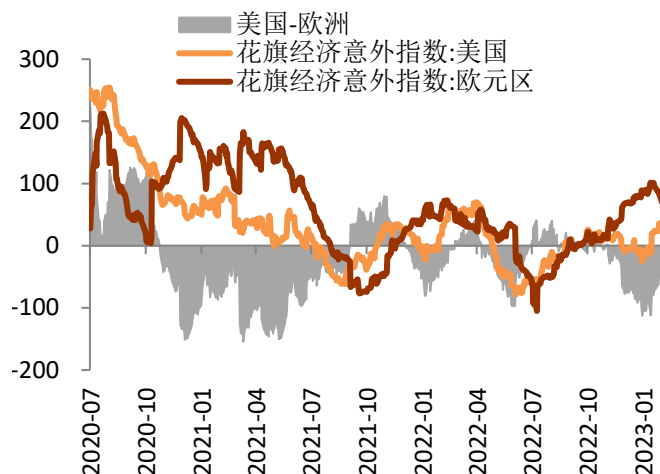
这种市场抢跑货币政策变化预期的状况屡次出现，但在市场预期显著偏离政策目标之后，往往都会向政策目标回归修正。我们认为，当前市场对于降息的预期或过于乐观，黄金价格中已充分计入的利率下行预期，市场对于降息预期的定价本身也存在修正与调整的空间，可能会给金价带来短期下行风险。

随着市场担忧缓和情绪边际修复，近期海外风险资产价格有所回升，金银短期调整的风险也在加大。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

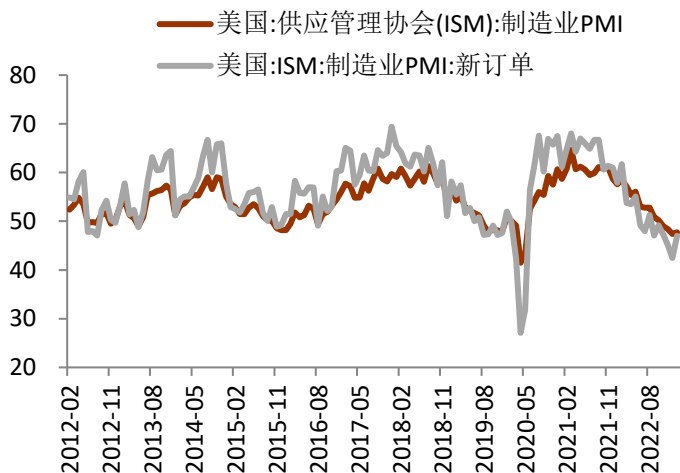


图表 6 美欧经济意外指数变化

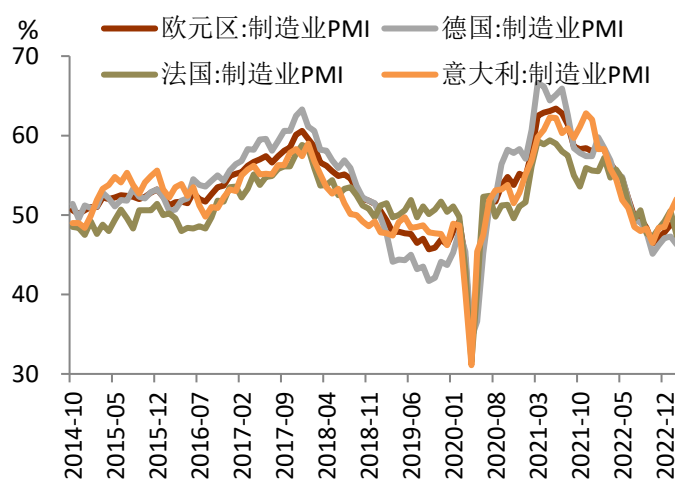


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

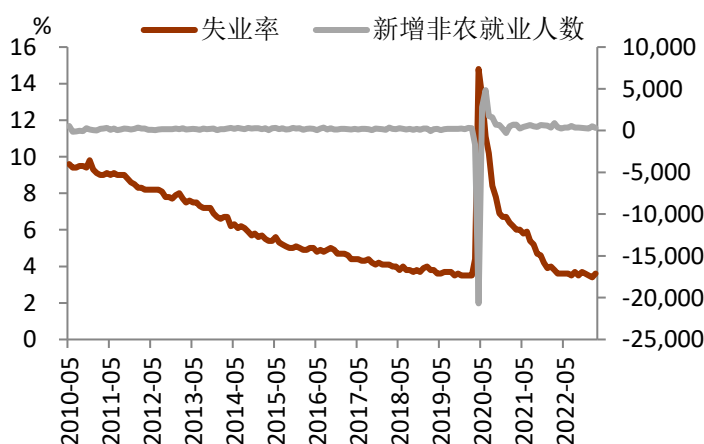


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

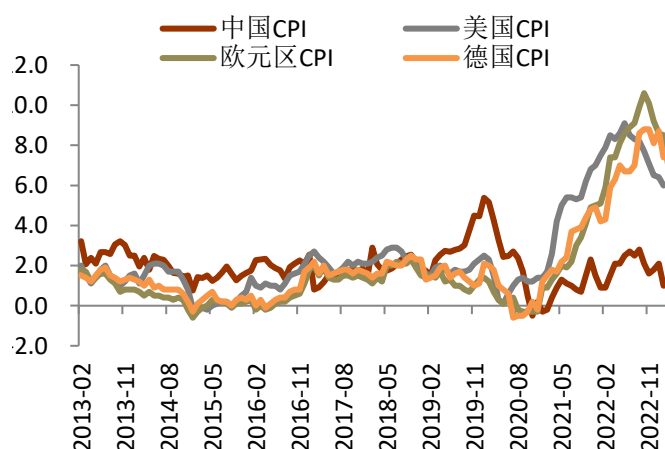


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 美国就业情况变化



图表 10 主要经济体 CPI 变化

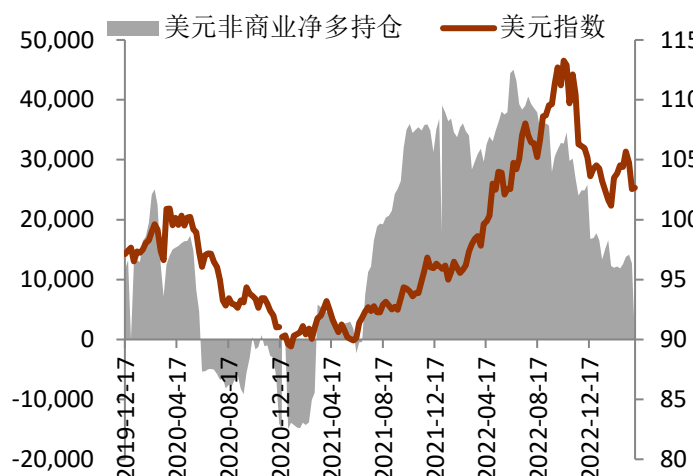


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

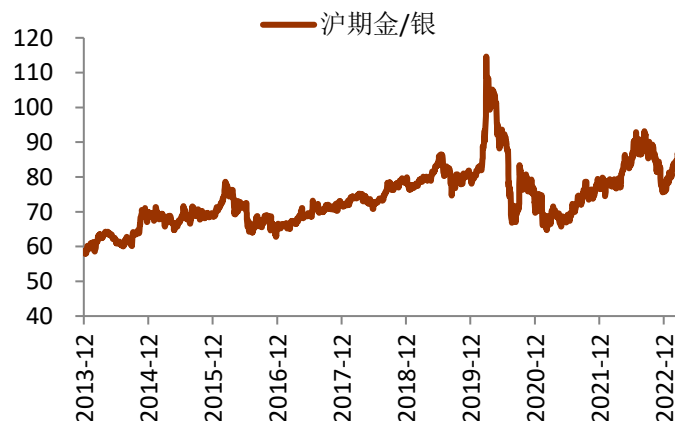
3月9日，美国硅谷银行突发暴雷事件，刺激投资者避险需求飙升，金银价格大幅上涨。前期深度调整的银价在3月涨幅远超金价，COMEX金银比价从3月8日91大幅下降至3月底的82一线。3月人民币兑美元汇率大幅贬值，国内金银价格走势明显弱于外盘，而国内银价受汇率影响较小，沪金银比价从86回调至82.5一线。

近期金价已上涨乏力，呈高位震荡的状态，而银价继续强势上攻，金银走势再度分化，可能预示着贵金属的阶段性的走势可能出行扭转。而在下跌趋势中，弹性更大的银价往往跌幅大于金价，短期金银比价有望止跌反弹。

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

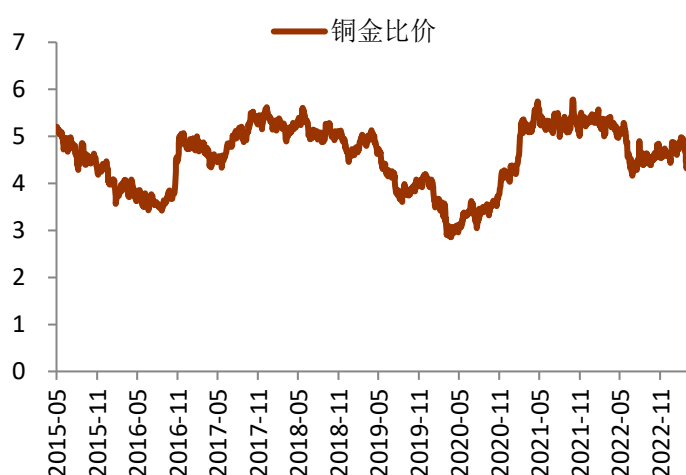
敬请参阅最后一页免责声明

2、铜金比价变化

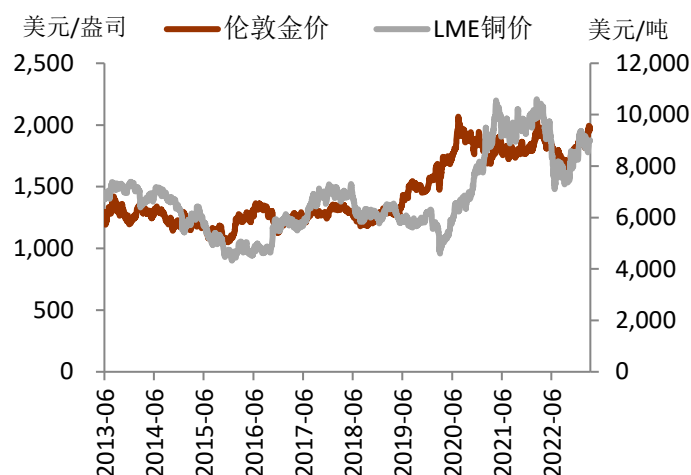
铜的需求弹性显著强于黄金，铜金比价的变化可以代表市场上投资者的风险偏好。3月欧美银行暴雷使得投资者风险偏好显著降低，铜价先抑后扬剧烈震荡，而金价强劲上涨，铜金比价从4.8下降至4.3一线，而后又反弹至4.5附近。

金价的这波大幅上涨已经对黄金的避险属性做出了充分定价，当前银行业风险缓和，并未进一步扩散。预计短期黄金的避险属性会减弱，金价出现调整的概率较大。而铜的低库存且持续去库将给与铜价支撑，短期铜价表现依然会强于金价，铜金比价可能会继续上涨。

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

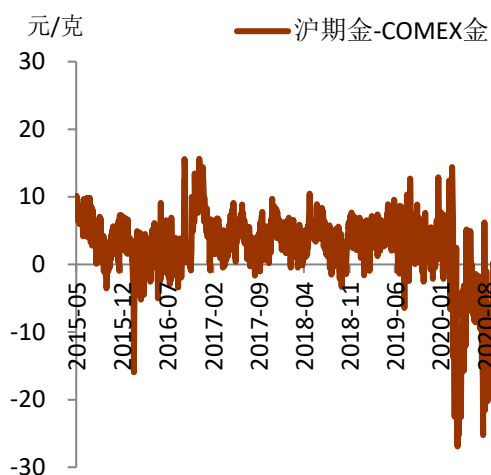
3、期现及跨期价差变化

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期金之间的价差也出现收敛，甚至出现负价差的现象。

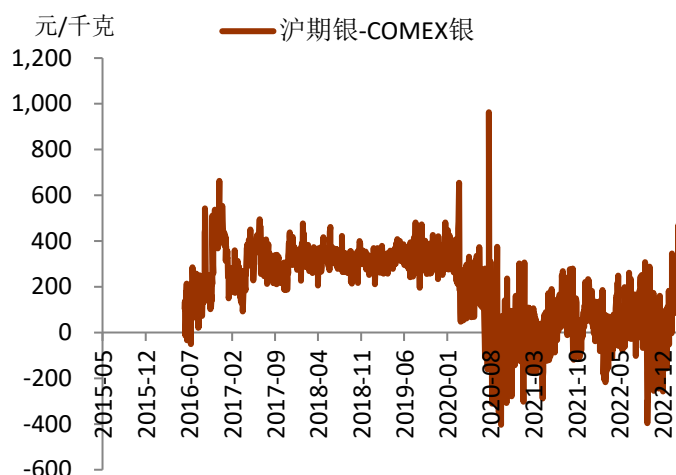
3月海外宏观风险加大，美元指数持续下行，人民币兑美元汇率再度升值，沪期金与COMEX期金之间的价差也再度收敛，还出现了负价差。沪期银与COMEX期银之间的价差在3月也明显走弱。

当前美联储加息已接近尾声，且美国经济衰退的风险加大，全球去美元化趋势强化，而中国疫后经济复苏的确定性强，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。预计后期内外盘金银价差会再度收敛。

图表 17 沪期金与 COMEX 金价差变化

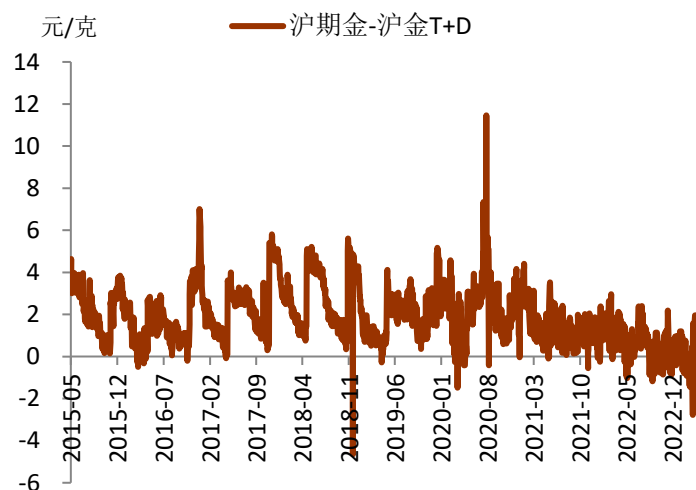


图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化

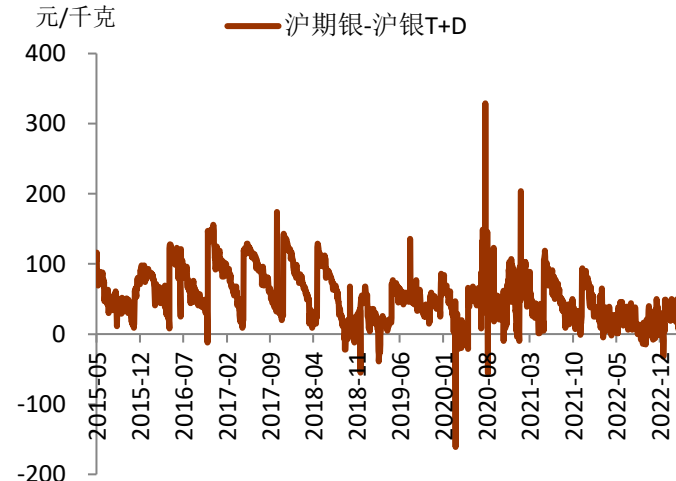


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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 4 月 2 日，COMEX 黄金期货的库存有 2129 万盎司，合计约 662 吨，比上个月的库存减少 1.44%，比去年同期减少 40%。COMEX 白银库存已下降至 2.78 亿盎司，合计约 8655 吨，比上个月同期的库存小幅减少 3.23%，比去年同比减少 18%。

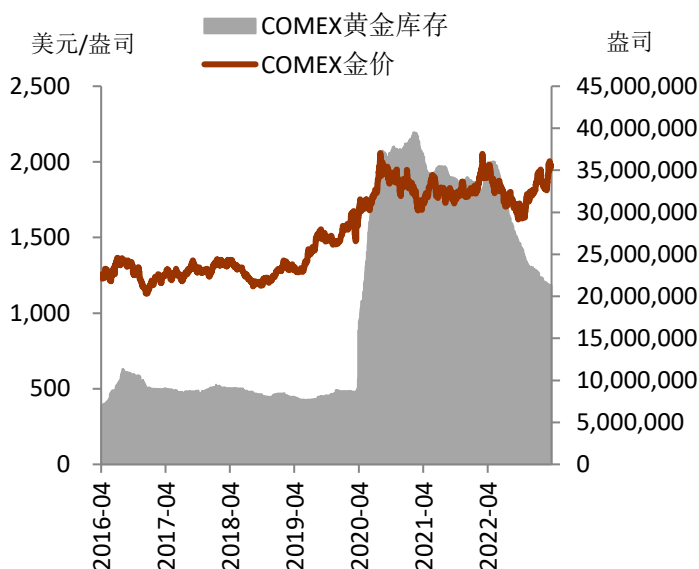
近几个月，上海黄金交易所的白银库存变化不大，上海期货交易所的白银库存从去年 9 月中旬回升至今年 2 月又呈持续下降趋势。当前国内两大交易所的白银库存共计 3996 吨，比上月初的 4146 吨减少了 150 吨。

图表 21 COMEX 贵金属库存变化

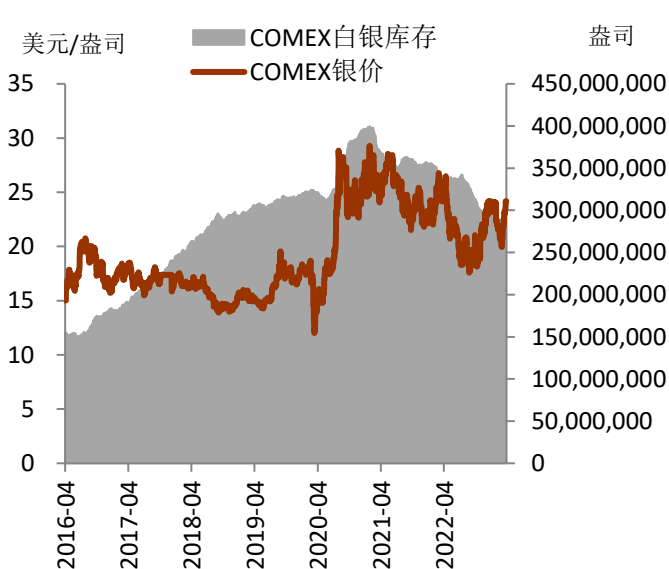
	2023/4/2	2023/3/2	2022/4/2	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	21291700	21602835	35576058	-311136	-1.44%	-14284359	-40.15%
白银(千盎司)	278264213	287547184	339649354	-9282971	-3.23%	-61385142	-18.07%

资料来源: iFinD, Bloomberg、铜冠金源期货

图表 22 COMEX 黄金库存变化

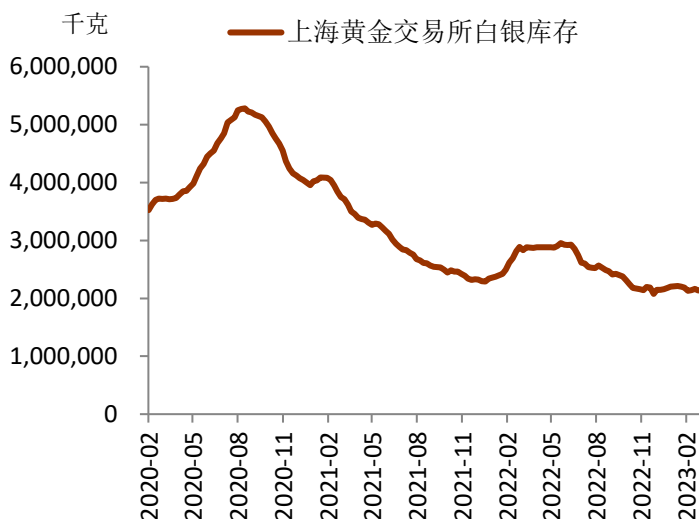


图表 23 COMEX 白银库存变化

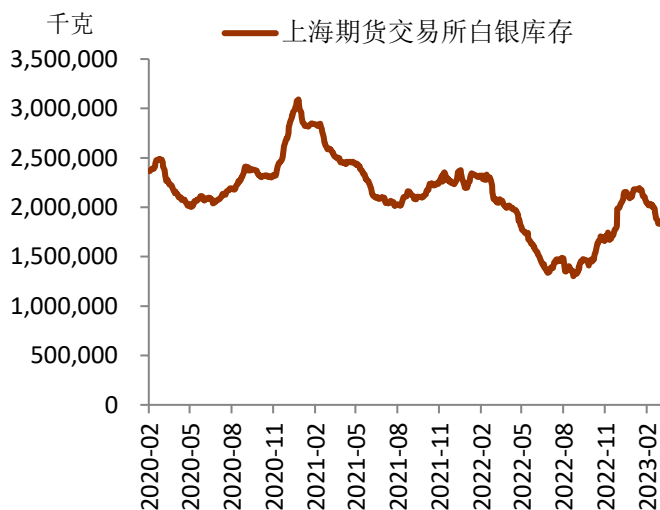


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。

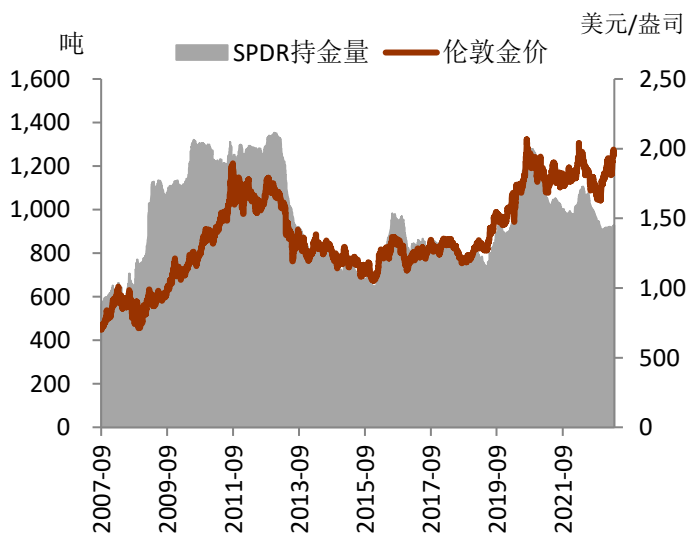
3 月 9 日硅谷银行暴雷后，3 月 10 日黄金白银价格即启动上涨行情，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持仓量从 3 月 13 日开始增加，全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量却持仓下降，直到 3 月下旬才又小幅增加。截至 2023 年 4 月 2 日，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持仓量为 928 吨，比上个月小幅增加 4 吨；全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 14310 吨，比上个月增加了 21.4 吨。跟去年同期相比，黄金白银 ETF 的持仓都有明显下降。

图表 26 贵金属 ETF 持仓变化

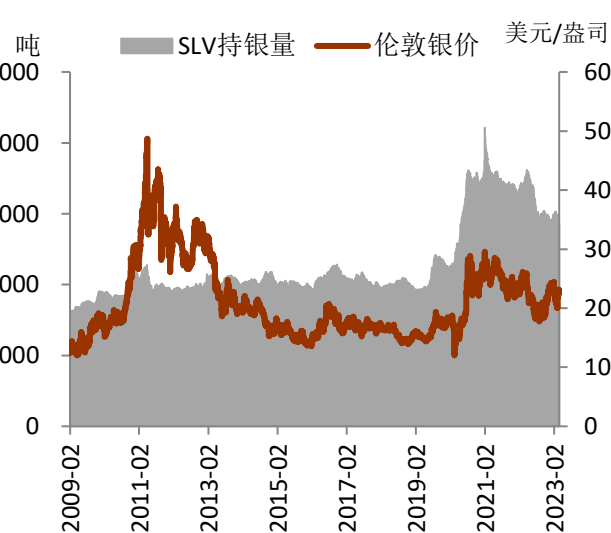
单位：吨	2023/4/2	2023/3/26	2023/3/3	2022/4/3	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	928.02	923.97	912.12	1091.73	4.05	15.90	-163.71
ishares 白银 持仓	14310.16	14288.73	15005.23	17258.10	21.43	-695.07	-2947.94

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

6、CFTC 持仓变化

CFTC 的非商业性净多头持仓的变化代表了市场上短期投机资金的动向，在一定程度上影响着大宗商品的短期价格走势。

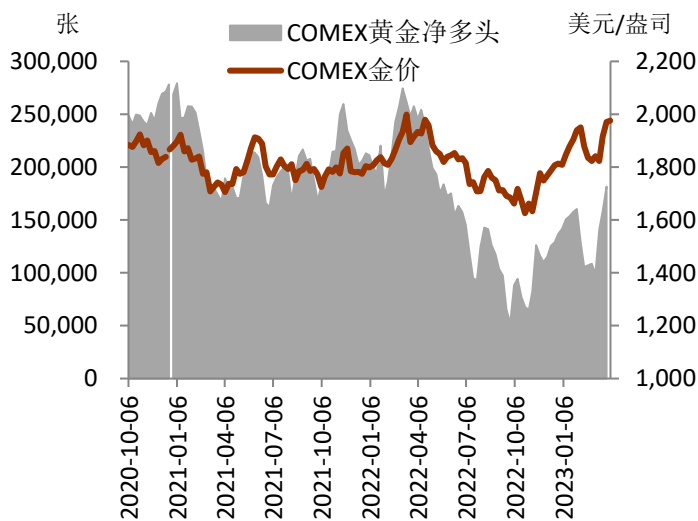
根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2023 年 3 月 28 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 181630 张；COMEX 白银期货持有非商业性净多单为 13361 张。近几周，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓迅速增加，白银期货的非商业性持仓也由净空转变为净多持仓。避险需求的爆发使得资金大幅增持黄金白银期货的多头持续，助推金银价格在 3 月大幅上涨。

图表 29 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

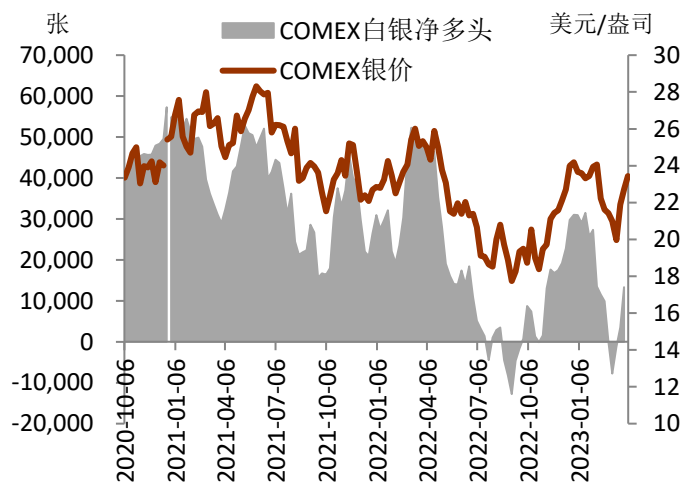
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2023-03-28	245135	63505	181630	23025
2023-03-21	237891	79286	158605	18274
2022-03-14	230823	90492	140331	41857
2023-03-07	215574	117100	98474	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2023-03-28	42254	28893	13361	9899
2023-03-21	41325	37863	3462	4681
2022-03-14	42227	43446	-1219	6563
2023-03-07	42903	50685	-7782	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 30 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 31 CFTC 白银净多头持仓变化



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依然是美联储的货币政策走向。在今年美国经济陷入衰退的概率增加，以及美联储放缓乃至停止加息的大背景下，贵金属价格的大趋势是看涨的。全球去美元化趋势强化和央行增持黄金储备，都将长期支持金价走势。我们持续看好贵金属的中

长期多头配置价值。目前欧美银行业对市场的风险尚可控，而抗通胀进程还远未结束，市场对于美联储货币政策转向预期已定价过度，接下来大概率会出现修正。已在 3 月强劲上涨中充分定价的贵金属价格，短期回调的风险在加大。

预计未来一个月国际金价的主要波动区间将在 1900-2050 美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在 23-26 美元/盎司之间。

策略建议：金银不建议追高，可等待调整后逢低买入。或做多金银比价

风险因素：海外银行业风险超预期发酵

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 A906 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。