



2023年5月8日

加息将止降息尚远

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。在当前美国经济衰退风险加大，美联储即将结束加息甚至可能开启降息的大背景下，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。
- 目前海外银行业风险扩散至系统性风险的可能性较低，而美国通胀的韧性决定了维持高利率的时间将比市场预期的更长。市场对于美联储货币政策转向预期过于激进，接下来大概率会出现修正。我们认为，当前国际金价突破历史高点的可能性很低，短期金银价格回调的风险加大。波动性高弹性更大的银价，在回调中下跌幅度也会更大。
- 预计未来一个月国际金价的主要波动区间将在1900-2080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：海外银行业风险扩散超预期

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、美国经济衰退风险加大，美联储加息大概率已结束.....	5
2、距离降息尚远，预期差会有所修正.....	5
3、欧元区加息放缓，仍将延续货币紧缩.....	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.....	10
4、贵金属库存变化.....	11
5、金银 ETF 持仓分析.....	12
6、CFTC 持仓变化.....	13
四、行情展望及操作策略：.....	14

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	8
图表 10 主要经济体 CPI 变化	8
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	9
图表 14 沪期金银比价变化	9
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	12
图表 25 上海期货交易所白银库存变化	12
图表 26 贵金属 ETF 持仓变化	12
图表 27 黄金 ETF 持仓变化	13
图表 28 白银 ETF 持仓变化	13
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	14
图表 31 CFTC 白银净多头持仓变化	14

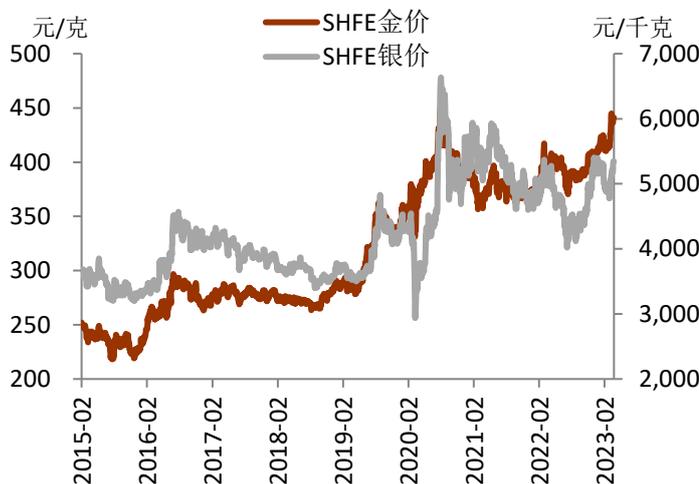
一、贵金属行情回顾

进入 2023 年 4 月，贵金属价格高位震荡，表现坚挺。4 月初，美国经济数据明显走弱，经济衰退担忧增加，提振金银价格进一步走高。接着公布的美国 3 月 CPI、PPI 数据都超预期回落，就业增速放缓，市场对美联储加息进程已接近尾声的预期强化，甚至预期美联储将在下半年提前开启降息，美元指数再度下挫，提振金银价格继续冲高，国际金价最高触及 2063 美元/盎司，距离历史最高点仅一步之遥，波动性更大的银价表现更加强劲。随着美联储官员发表鹰派言论，金银价格涨势暂缓，进入高位震荡格局。

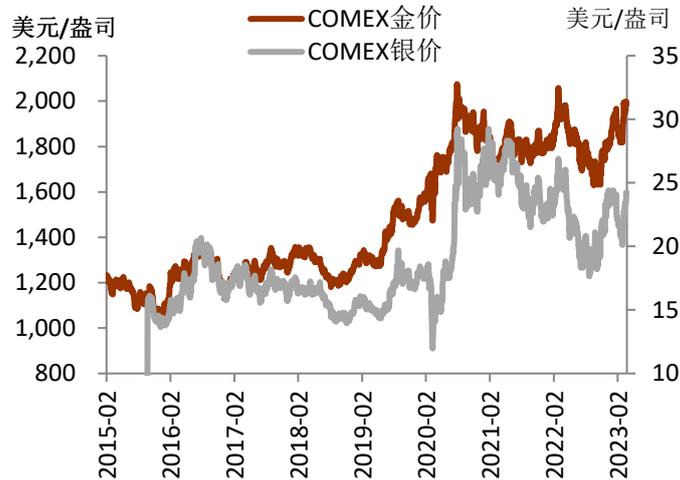
进入 5 月，美国银行业风险再度发酵，避险情绪支撑贵金属价格再度走强，国际金价逼近历史高点。

人民币兑美元汇率在 4 月窄幅波动，在 4 月 25 日出现较大幅度的贬值，接着又恢复窄幅波动的状态。4 月国内金银价格的月度涨幅都强于外盘。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

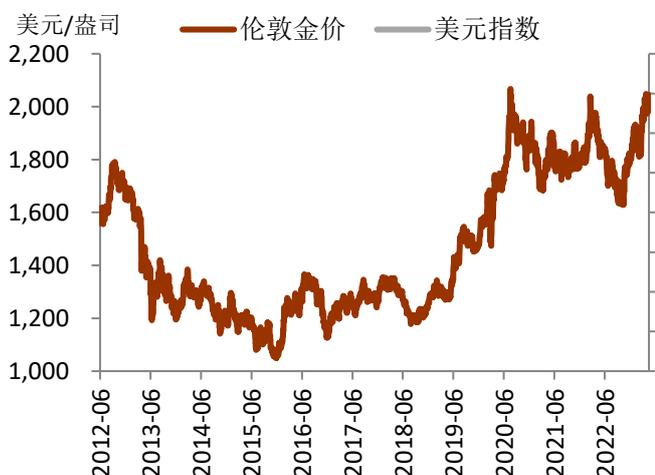


图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势

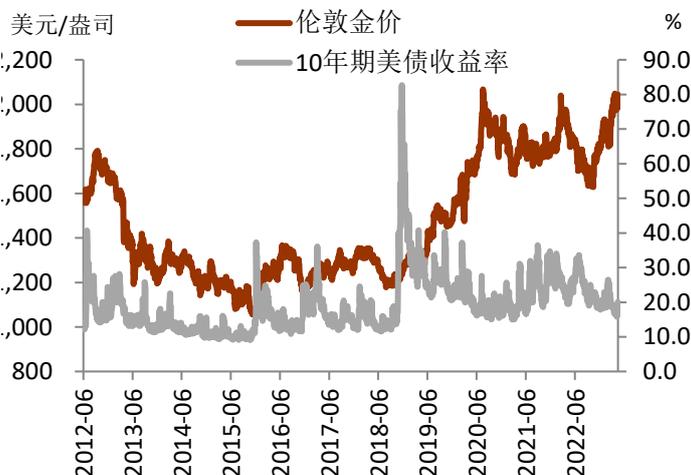


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

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

4月美国经济数据明显走弱衰退预期强化，市场对美联储将在下半年提前降息的预期抬升。于此同时，随着美联储官员发言鹰派言论，投资者对短期持续加息的预期强化。市场的交易逻辑在衰退预期和加息预期之间快速切换。另外，央行加大黄金储备，以及海外银行业风险再度发酵，也给予贵金属价格支撑。

1、美国经济衰退风险加大，美联储加息大概率已结束

美国2023年一季度实际GDP环比折年率初值为1.1%，较2022年第四季度的2.6%放慢了1.5%，远低于市场此前预期的2%。分项数据中，美国第一季度实际个人消费支出初值年化环比上升3.7%，强于去年四季度的1%，但仍不及市场预期的4%。一季度美国经济不及预期，反映在美联储的快速加息下，经济增长的动能正在逐渐减弱，虽然消费显示出一定的韧性，但可持续性或不足，库存下降带动美国经济增速下降。此外，美国第一季度核心PCE物价指数年率为4.9%，高于市场预期。美国3月核心PCE物价指数同比上升4.6%，也高于预期的4.5%，前值为4.6%。当前美国核心PCE同比增速离2%目标区间还要较大的差距，美国通胀水平的韧性或超出预期，经济可能面临“滞胀”风险。

最新公布的美国非农就业报告显示，4月非农就业新增25.3万，远超预期的18万，失业率3.4%，预期3.6%，薪资年率4.4%，预期4.2%。美国雇主在4月份增加了招聘，同时提高了工人的工资，表明美国劳动力市场的韧性很强。高通胀+强就业，强化美联储短期持续加息预期。

美联储在5月2-3日的议息会议上宣布加息25个基点，上调联邦基金目标利率至5.00%-5.25%区间，并表示维持减持600亿美元/月美债和350亿美元/月MBS的缩表节奏不变。在会后声明中删除“进一步加息适宜”的措辞，暗示将暂停加息。此次议息会议决议符合市场预期。鲍威尔在记者会上称，通胀依然偏高不支持降息，市场对此解读略偏鹰派。

如果美国5月就业数据极其强劲、通胀数据大幅反弹、银行业风险完全消退、经济景气度大幅回升，那么6月美联储有加息25BP的可能。但我们认为可能性较低。一方面，目前政策利率与美联储一直强调的政策目标5.00%-5.25%区间相符。另一方面，当前美国银行业危机尚未完全结束，金融系统的收缩会对消费形成一定的负面影响，经济增长的下行压力可能将会进一步加大，经济“软着陆”的概率有所下降。美联储大概率会先观望目前货币紧缩的效果。

2、距离降息尚远，预期差会有所修正

金融市场对于货币政策及利率的预期，一直随着经济数据和事件的变化而不断调整。在海外经济衰退风险加大，流动性收紧边际放缓，且银行业风险暴露之际，市场预期存在一

定的“抢跑”倾向。

在美联储议息会议前夕，市场几乎一致预期 5 月是此轮最后一次加息，6 月会暂停加息，而 9 月降息的概率已经高达 75%。因鲍威尔会后发言偏鹰派，议息会议后，市场对于 6 月继续加息的预期有所抬升，7 月维持利率不变，对于 9 月降息概率依然在 70% 以上。

我们认为目前市场对于 9 月就将开启降息的预期过于激进。首先，美国的通胀韧性较强，要实现抗通胀目标还任重道远，而过早降息，必然会增加通胀反弹风险。此次，美联储在 5 月初的议息会议后的声明多次重申，将把本轮加息周期以来数次紧缩以及传导机制的滞后性纳入考量，以确定“未来额外的政策紧缩程度”。由此来看，美联储将会有较长的“观察期”，来充分评估此轮货币紧缩的效果。再次，以史为鉴，美联储从结束加息到开始启降息，间隔时间最短的一次发生在 1995 年，时隔 5 个月，因此，美联储不大可能在今年 3 季度就开启降息。

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，预计美国的政策利率或仍都将维持在高位。我们认为，美联储大概率会在今年四季度释放降息预期，今年年底之前都不大可能降息。因此，美国的政策利率将在较长时间内维持高位，长端实际利率的趋势性下行拐点仍需等待。

3、欧元区加息放缓，仍将延续货币紧缩

在能源危机后遗症、高通胀、银行业危机的三重压力下，欧元区经济增长非常疲弱。欧元区一季度 GDP 环比勉强增长 0.1%，但不及预期的 0.2%，德国环比持平处于衰退边缘。欧元区一季度 GDP 经季节性因素调整的同比初值为 1.3%，为连续第四个季度下滑，低于预期 1.4% 和前值 1.8%，创下 2021 年一季度以来的最低纪录。欧元区经济景气度在继续放缓。欧元区 4 月制造业 PMI 终值降至 45.8 连续十月低于荣枯线；服务业 PMI 终值 56.0，预期 56.6，初值 56.6；综合 PMI 终值 54.1，预期 54.4，初值 54.4。4 月欧元区 PMI 均出现明显收缩。

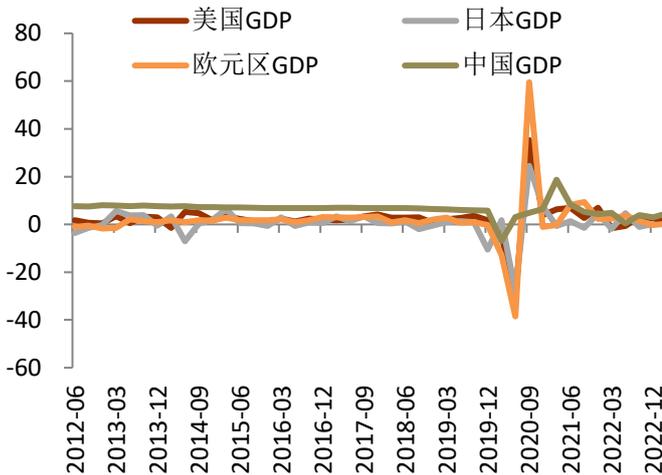
尽管近几个月欧元区通胀率随着能源价格下降有所回落，但仍远高于欧洲央行的通胀目标。欧元区 3 月 CPI 终值同比增长 6.90%，预期 6.90%，前值 6.90%；3 月 CPI 环比增长 0.9%，预期 1.1%，前值 0.90%。欧元区 3 月核心 CPI 终值同比增长 7.50%，预期 7.50%，前值 7.50%。核心通胀率仍在继续攀升，加剧了欧洲央行对物价压力持续的担忧。

虽然 3 月份美国和欧洲多家银行接连“爆雷”并加剧市场动荡，引发了市场对欧洲央行是否会被迫放慢或停止加息的预期。对于欧央行来说，控制高通胀依然是目前最紧要的问题。

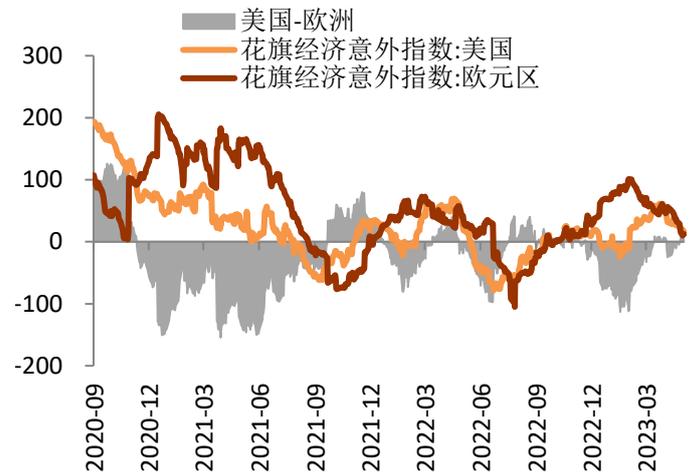
欧元区央行在 5 月 4 日如期加息放缓至 25 个基点，利率水平达 2008 年 10 月以来最高。欧洲央行重申将根据经济数据并基于通胀前景调整利率政策，并预计将于 7 月停止资产购买计划再投资。拉加德表示“高利率将长期持续”；称通胀前景仍存在重大上行风险，

暗示将进一步加息。欧央行开始放缓加息，市场的利率峰值预期略有下降。对欧洲欧元区央行来说，如何平衡经济不陷入衰退与抑制通胀是一个两难困境。预计在接下来几个月内，欧央行仍将继续加息延续货币紧缩政策。欧央行的货币政策相比美联储更加鹰派，这将使得美元指数继续弱势运行。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

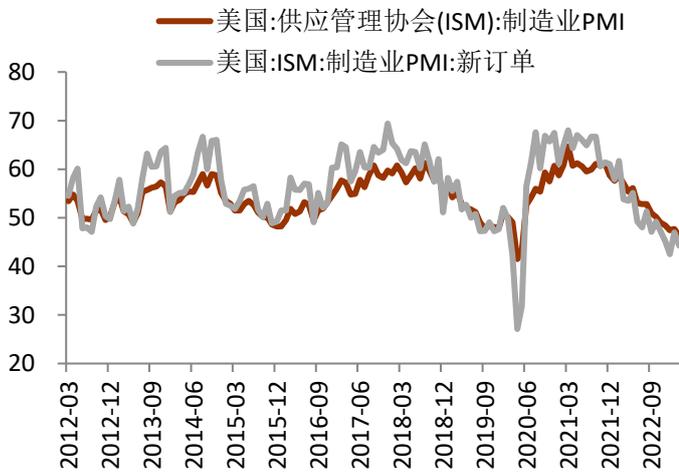


图表 6 美欧经济意外指数变化

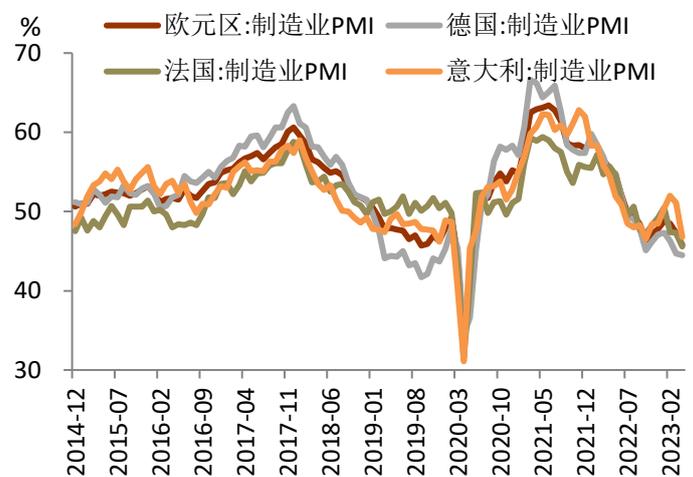


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

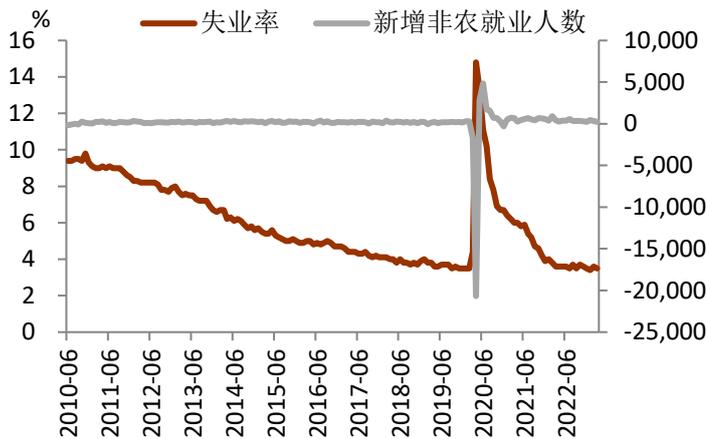


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

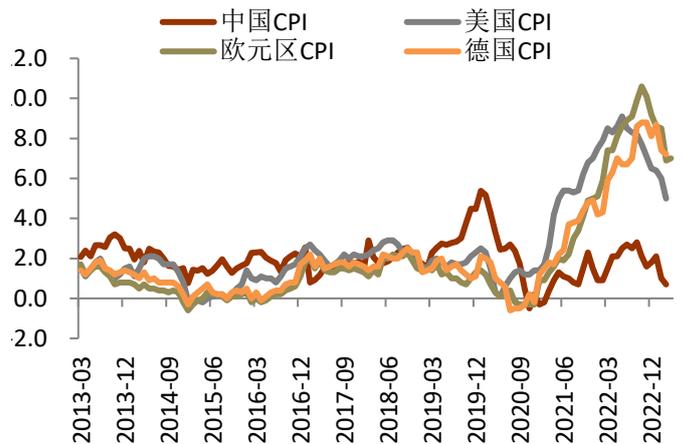


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 9 美国就业情况变化



图表 10 主要经济体 CPI 变化

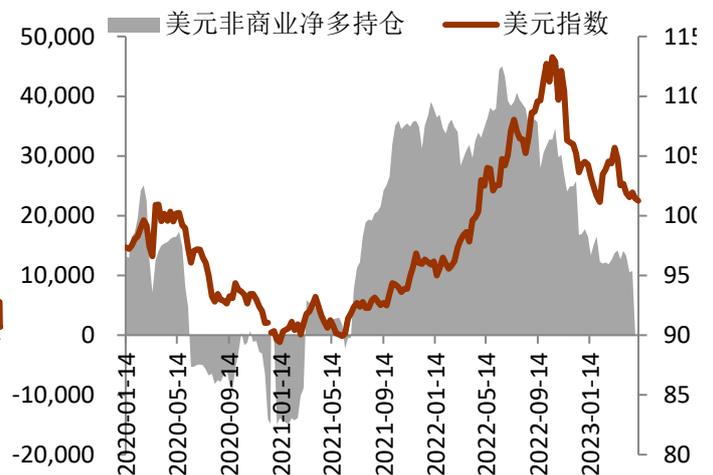


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

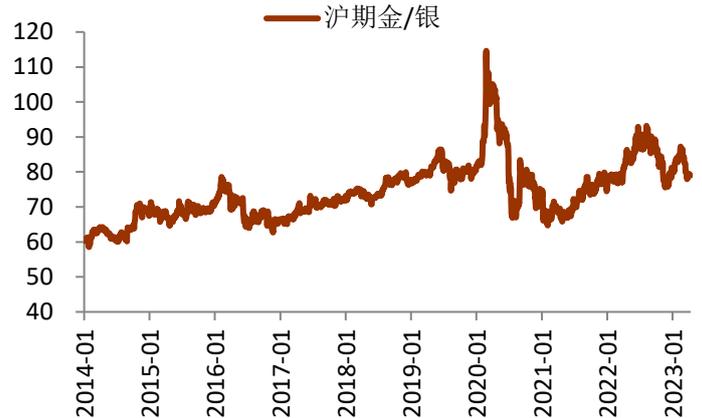
4月金银价格高位震荡，价格重心仍上移，银价涨幅依然大于金价，金银比价再度下移。COMEX 金银比价从4月3日83下降至5月初的78一线。4月人民币兑美元汇率略有升值，沪金银比价也从4月初的82下行至79一线。

当前金价已逼近历史高点，短期贵金属面临阶段性调整的概率较大。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



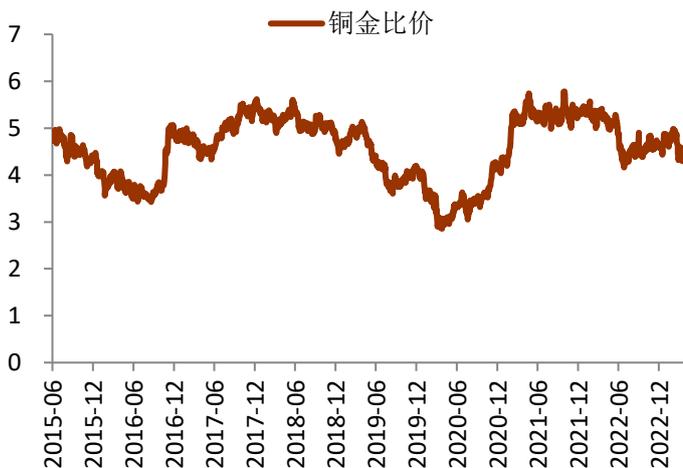
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、铜金比价变化

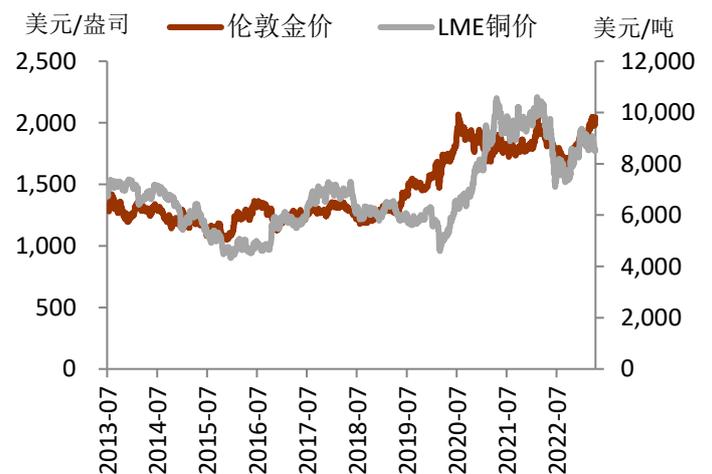
铜的需求弹性显著强于黄金，铜金比价的变化可以代表市场上投资者的风险偏好。外海经济衰退风险加大，4月铜价持续下挫，而金价维持强势，铜金比价从4月初的4.5下降至4.2一线。

金价在3月和5月初的上涨都是由银行业风险发酵引发的避险需求所推动。我们认为，当前金价已经对避险属性做出了充分定价。目前来看，美国银行业风险扩散至系统性风险的可能性较低。预计在投资者的避险情绪得到释放后，短期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

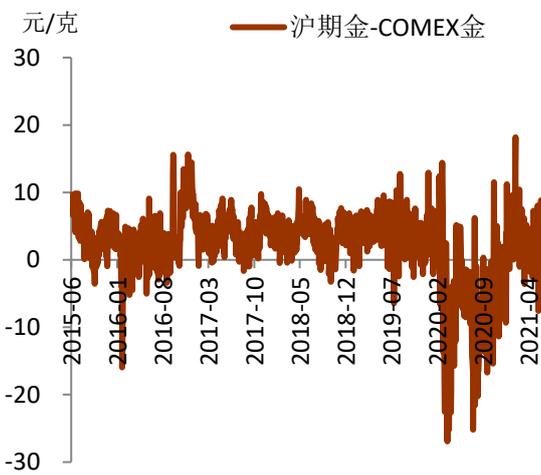
3、期现及跨期价差变化

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。

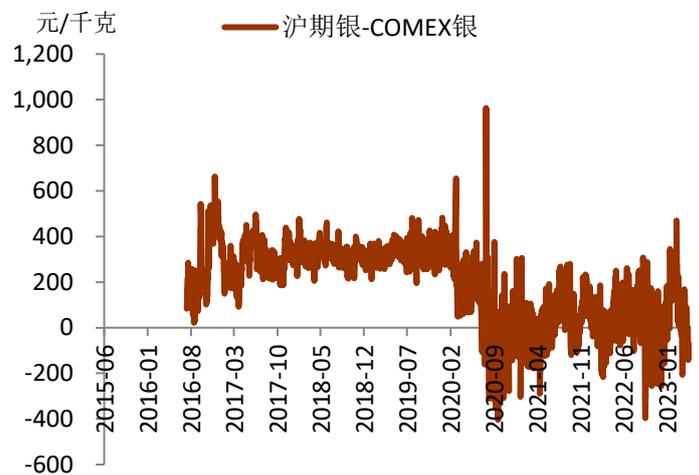
4 月海外经济滞涨风险加大，美元指数弱势震荡，人民币兑美元汇率有小幅贬值，但贬值空间非常有限，沪期金与 COMEX 期金之间的价差在短暂缩小至负价差之后再度走阔。沪期银与 COMEX 期银之间的价差在 4 月有明显走弱。

当前美联储此轮加息周期大概率已经结束，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

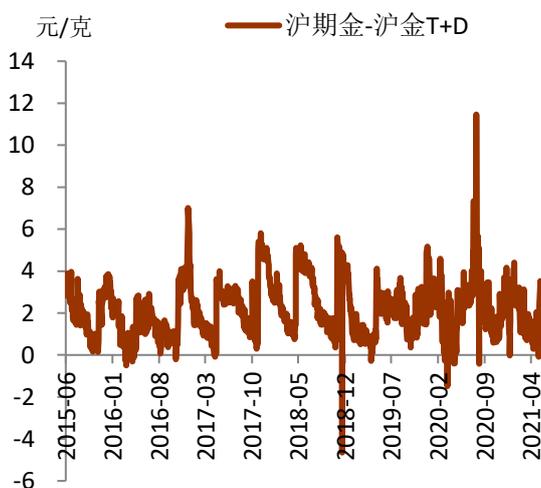


图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化

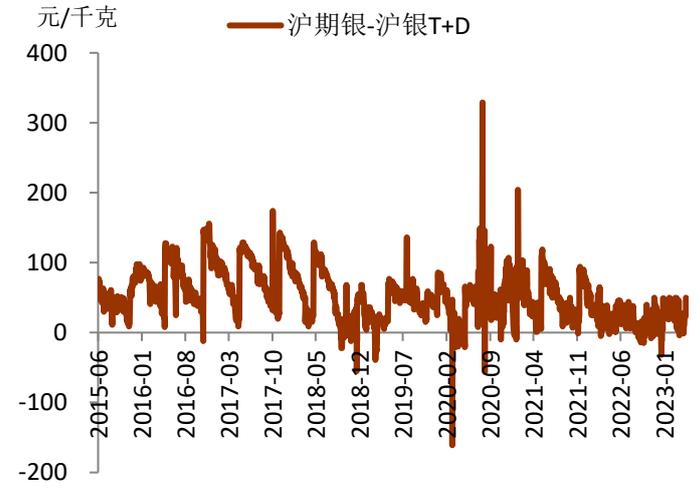


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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。进入 4 月初，COMEX 黄金期货的库存止跌回升，而白银期货的库存则继续下降。截至 2023 年 5 月 5 日，COMEX 黄金期货的库存有 2251 万盎司，合计约 700 吨，比上个月的库存增加 3.4%，比去年同期减少 37.55%；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减少 3.62%，比去年同比减少 18%。

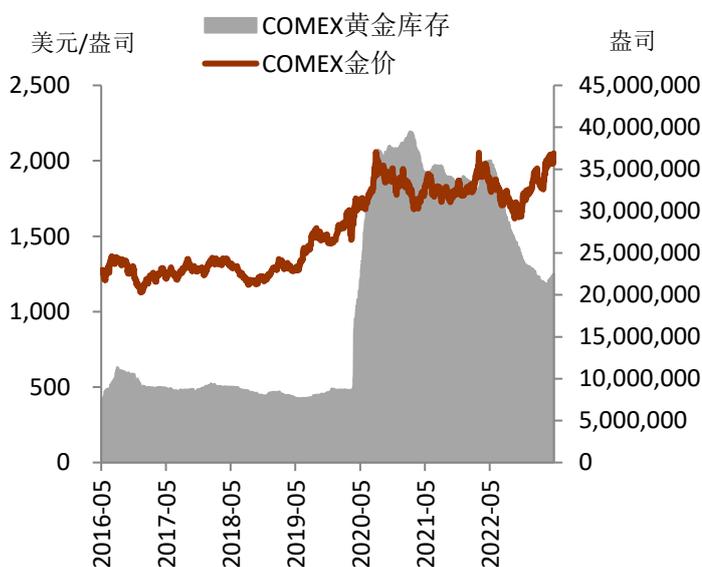
近几个月，上海黄金交易所的白银库存变化不大，上海期货交易所的白银库存从去年 9 月中旬回升至今年 2 月又呈持续下降趋势。当前国内两大交易所的白银库存共计 3947 吨，比上月初的 3996 吨减少了 49 吨。

图表 21 COMEX 贵金属库存变化

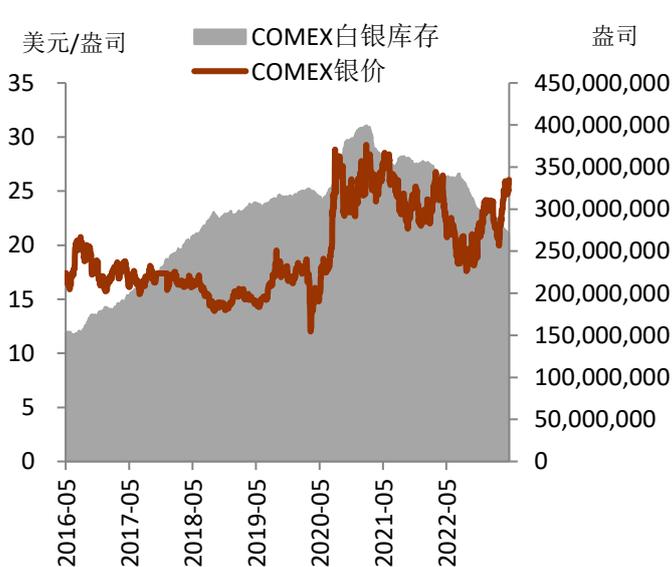
	2023/5/5	2023/4/5	2022/5/5	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	22509204	21769099	36044273	740105	3.40%	-13535069	-37.55%
白银(千盎司)	269484488	276742308	335218651	-7257819	-2.62%	-65734163	-19.61%

资料来源：iFinD，Bloomberg、铜冠金源期货

图表 22 COMEX 黄金库存变化

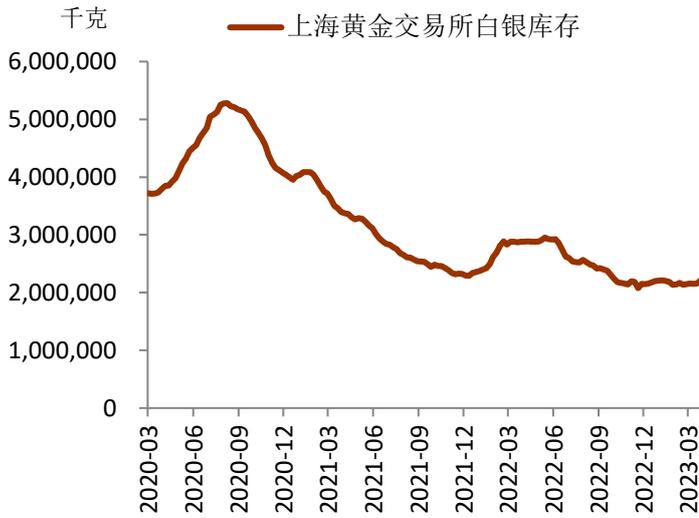


图表 23 COMEX 白银库存变化



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 的持金量从 3 月 13 日开始增加，4 月金价维持强势运行，黄金 ETF 持仓继续小幅增加，截至 2023 年 5 月 5 日，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持金量为 931.77 吨，比上个月小幅增加 0.86 吨；

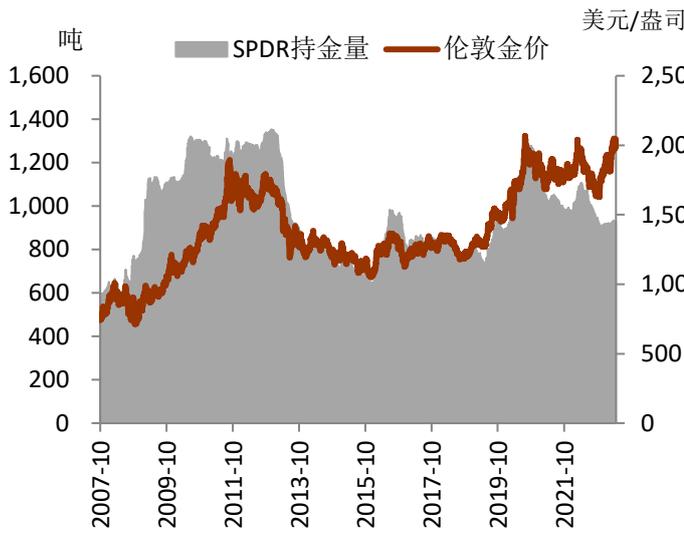
全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量却持续下降趋势，其持银量仅在 3 月下旬和 4 月上半月出现小幅增加，之后再度下降。截至 2023 年 5 月 5 日，全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 14484 吨，比上个月减少了 90 吨。跟去年同期相比，黄金白银 ETF 的持仓都有明显下降。

图表 26 贵金属 ETF 持仓变化

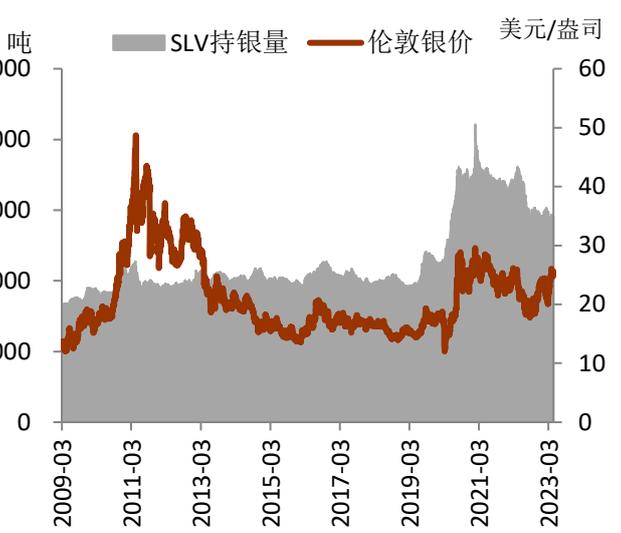
单位：吨	2023/5/5	2023/4/28	2023/4/5	2022/5/5	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	931.77	926.28	930.91	1082.00	5.49	0.86	-150.23
ishares 白银 持仓	14484.35	14564.65	14574.65	17914.90	-80.30	-90.30	-3430.55

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。

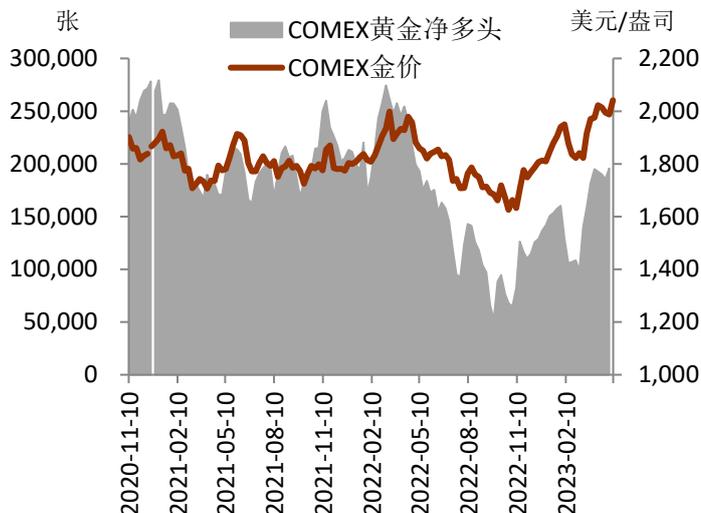
根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2023 年 5 月 2 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 195567 张；COMEX 白银期货持有非商业性净多单为 31952 张。COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓在 4 月持续下降后进入 5 月初才有明显增加，白银期货的非商业性净多持仓在近一个月都在小幅增加。整体而言，4 月黄金期货的非商业性净多持仓在下降，而白银期货的非商业性净多持续在持续小幅增加，也解释了银价在 4 月的表现强于金价的原因。

图表 29 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

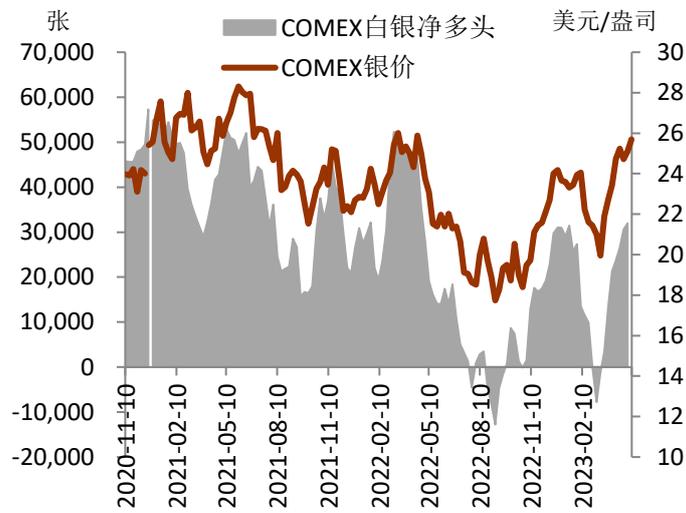
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2023-05-02	262413	66846	195567	10303
2023-04-25	253186	67922	185264	-4629
2023-04-11	260061	70168	189893	-2852
2023-03-28	260165	67420	192745	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2023-05-02	68219	36267	31952	1349
2023-04-25	66145	35542	30603	4008
2023-04-11	62968	36373	26595	2877
2023-03-28	55583	31865	23718	

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。在当前美国经济衰退风险加大，美联储结束加息甚至可能开启降息的大背景下，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。

目前海外银行业风险扩散至系统性风险的可能性较低，而美国通胀的韧性决定了维持高利率的时间将比市场预期的更长。市场对于美联储货币政策转向预期过于激进，接下来大概率会出现修正。我们认为，当前国际金价突破历史高点的可能性很低，短期金银价格回调的风险加大。波动性高弹性更大的银价，在回调中下跌幅度也会更大。

预计未来一个月国际金价的主要波动区间将在 1900-2080 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。比价方面，可做多金银比价

风险因素：海外银行业风险扩散超预期

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。