



2023年8月3日

美国经济韧性强

金银将震荡偏弱运行

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。在当前美联储即将结束加息，甚至明年可能开启降息的大背景下，贵金属价格的大趋势是看涨的。我们持续看好贵金属的中长期多头配置价值。
- 当前美国经济好于预期，以及通胀的韧性决定了利率将在更长的时间维持高位，美联储加息将止降息尚远。我们认为，在美国通胀得到控制，经济衰退和就业趋弱的压力进一步显现，从而为美联储打开被动降息窗口之前，美国的政策利率都将维持在高位，长端实际利率的趋势性下行拐点仍需等待。我们认为，当前市场对于美联储在明年3月就开启降息的预期过于乐观，预计这个预期差还将继续修正。
- 预计接下来一个月，金银价格将呈震荡偏弱走势。国际金价的波动参考区间1900-2000美元/盎司，国际银价的波动参考区间为22-25美元/盎司。
- 策略建议：金银可逢高沽空，或卖出虚值看涨期权
- 风险因素：美国经济数据超预期走弱

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ 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、美国经济增长意外加速，经济软着陆预期加强	5
2、美联储降息尚远，预期差会继续修正	5
3、欧元区核心通胀依然高企，或将继续加息	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.....	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

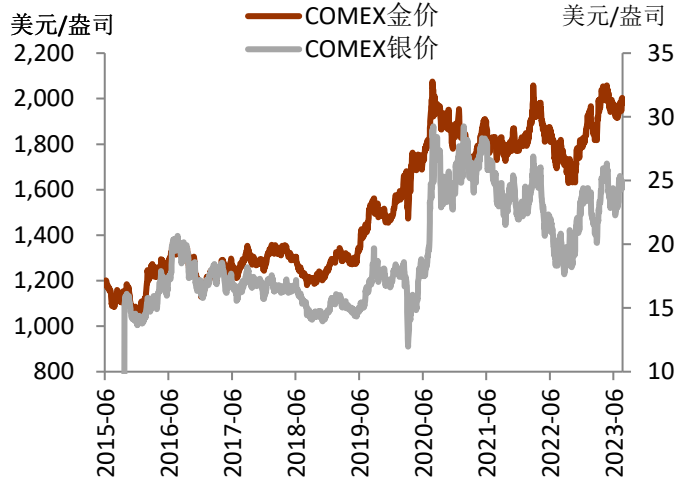
7月贵金属价格上攻之后高位震荡，整体价格重心上移。7月12日，美国公布的6月CPI、PPI数据都超预期回落，市场预期7月将是美联储此轮加息周期中最后一次加息，市场风险偏好抬升，有色金属价格普涨带动银价强劲反弹。7月20日，上周公布的美国首申失业金人数仅22.8万人低于预期，市场对美国7月后继续加息预期抬升，美元指数和美债收益率反弹，贵金属价格承压回吐部分涨幅。截至7月底，COMEX黄金期货主力合约报收于2003.7美元/盎司，月度涨幅为3.85%；COMEX白银期货主力合约报收于24.895美元/盎司，月度涨幅为8.15%。

人民币兑美元汇率在7月趋势扭转开启升值，月度升值幅度达1.5%。国内金银价格走势都明显弱于外盘。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

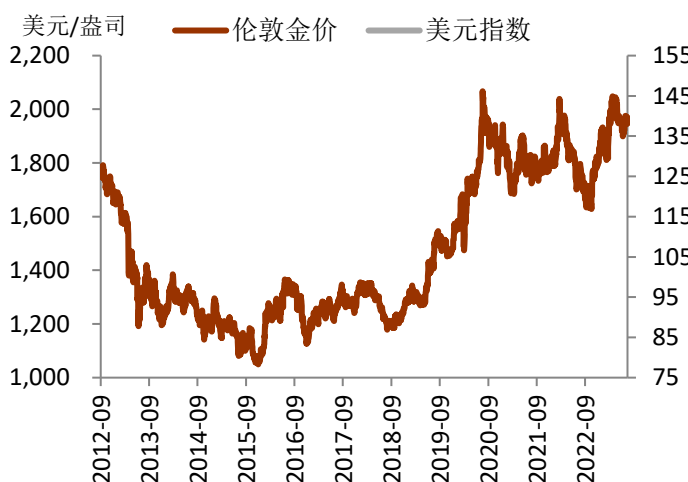


图表2 近5年COMEX金银价格走势

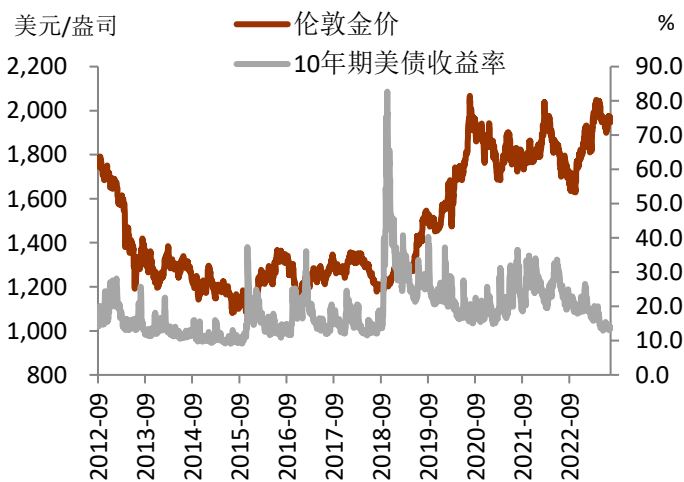


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

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

7月公布的美国经济数据均好于预期，美元指数和美债收益率持续反弹，压制贵金属价格走势。虽然7月下旬美联储、欧洲央行均如期加息25BP，并对未来加息持开放态度，但市场依然预期7月为美联储最后一次加息。

1、美国经济增长意外加速，经济软着陆预期加强

美国二季度GDP增长意外加速，美国第二季度实际GDP年化季环比初值为2.4%，超过预期值1.8%，高于前值为2.0%，经济增长意外加速。GDP分项的表现情况各异，投资、消费均有亮眼表现。私人投资带动二季度实际GDP环比增速提高，环比增长达到5.7%，远高于GDP环比水平。受益于CPI指数同比涨幅持续回落和劳动市场的强劲，美国第二季度个人消费环比依然保持增长，环比增长幅度为1.6%。但是，二季度进口环比增速由正转负，二季度环比增长为-7.8%，体现海外需求萎靡。

美国制造业已持续陷入困境。美国7月ISM制造业指数46.4，连续九个月萎缩，是自2009年以来的最长萎缩周期。就业分项指数为三年新低，但新订单分项指数有所上扬。消费者在商品上的支出仍然有限，转向服务领域消费，海外需求疲软也形成拖累。整体来说，美国制造业前景近期依然黯淡。

美国通胀持续降温。美国6月PCE物价指数同比增幅为3%，前值为3.8%；6月核心PCE物价指数同比增幅从5月的4.6%降至4.1%，略低于预期4.2%，2021年9月以来最小增幅。从美国PCE指数分项来看，服务同比涨幅持续小幅回落，带动美国核心通胀降温，由前值5.3%下降至6月的4.9%；耐用品与非耐用品的物价指数同比涨幅均由正转负，分别为-0.4%和-0.8%。通胀降温趋势持续。

美国6月JOLTS职位空缺958.2万人，创2021年4月以来新低，略不及预期的960万人，5月前值从982.4万人下修至962万人。与去年同期相比，6月份的职位空缺数减少了近140万个，即12.6%。美国6月JOLTS职位空缺创两年多新低，表明劳动力市场状况有所疲软。但服务业的火热再次点燃了美国就业市场，美国7月ADP就业人数大超预期增加32.4万人，预期为19万人，近预期的两倍，其中服务业就业岗位增加30.3万个。远超预期的ADP数据，引发市场对7月非农就业数据也会大幅上行预期。整体来看，持续好于预期的美国经济数据，使得市场对美国经济软着陆预期强化。

2、美联储降息尚远，预期差会继续修正

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。年初以来，市场对于美国降息一直有所期待，逻辑是随着大幅加息的进行，在通胀得到控制的同时，美国经济衰退的风险会愈发显现，会使得美联储提前进入新一轮的降息周期。

但今年以来，美国经济数据表现持续好于预期，美国二季度 GDP 甚至意外加速增长，显示美国经济剧烈预期中的衰退还很遥远。而通胀的韧性较强，再加上 7 月原油价格大幅反弹，美国通胀预期反弹的概率较大。虽然美联储此轮加息周期已近尾声，但距离下一轮降息周期的开启尚远。美联储需要更多时间来对信贷收缩、就业和通胀的变化和未来前景进行谨慎评估，以进一步确定目前货币政策立场是否足够紧缩。

在 7 月 FOMC 会议上，美联储如期加息 25 个基点。鲍威尔称，美国的通胀已经在一定程度上得到缓解，不过将通胀回落到 2% 的过程还有很长的路要走。劳动力市场依然非常紧张。美联储工作人员不再预测美国经济会陷入衰退。他强调，当前政策已有限制性，利率水平应维持在限制性水平相当长时间，未来的利率会在逐次会议上做出决定，今年不会降息，多位官员支持明年多次降息。对于 9 月的会议，需要看到更多数据后再做出决定，如果数据有支撑，9 月可能再加息。利率调整和缩表是独立的，美联储可能在缩表的同时降息。

整体来看，鲍威尔对后续货币政策路径表态偏鹰派，后续是否加息持开放态度，取决于数据的表现。近期，美联储“大鸽派”芝加哥联储主席古尔斯比驳斥降息观点，称结束加息需看到更多通胀缓解的证据，任何降息都将在遥远的未来。

但利率掉期交易市场依然预期此次为美联储最后一次加息，首次降息时间在明年 3 月。市场预期依然存在明显的“抢跑”倾向。

预计在通胀得到控制，经济衰退和就业趋弱的压力进一步显现，从而为美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。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。鉴于美国通胀的韧性，以及经济表现好于预期，我们认为，美联储开启降息的时间不会早于明年下半年。而市场对于美联储降息的预期差还会继续修正。

3、欧元区核心通胀依然高企，或将继续加息

受能源成本下降拉动，欧元区通胀也持续回落。6 月 HICP 终值同比涨幅为 5.5%，前值为 6.1%，这是自俄乌冲突爆发前以来的最低水平。欧元区 HICP 自 2022 年 10 月份达到 10.6% 的峰值以来，整体通胀率几乎减半，央行官员们也已将重点转移到狭义通胀指标。欧元区 6 月扣除食品、能源和烟酒的核心 HICP 同比上修至 5.5%，初值为 5.4%，前值为 5.3%。欧元区核心通胀依然顽固，为持续加息的欧洲央行鹰派人士提供支持。目前来看，欧洲央行在 9 月是否加息悬而未决之际，潜在的通胀走势将是欧央行关注的核心。

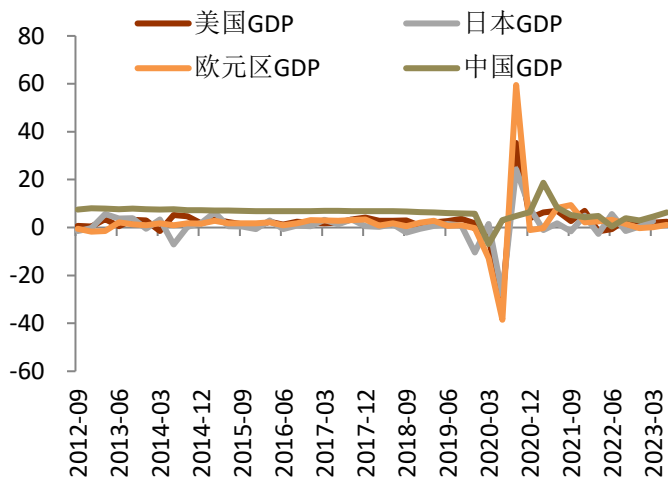
欧元区 7 月的制造业、服务业和综合 PMI 全线不及预期。欧元区 7 月制造业 PMI 初值为 42.7，远低于预期的 43.5，6 月终值 43.4，6 月初值 43.6；服务业 PMI 初值为 51.1，预期 51.5，6 月终值 52，初值 52.4；综合 PMI 初值为 48.9，预期 49.6，6 月终值 49.9，6 月初值 50.3。欧元区最大经济体德国 PMI 数据逊于预期，闪现衰退警告信号。德国 7 月制造业 PMI 初值录得 38.8，续刷 2020 年 7 月以来新低。7 月德国 Markit 服务业 PMI 初值降至 52，为

连续第二个月放缓。

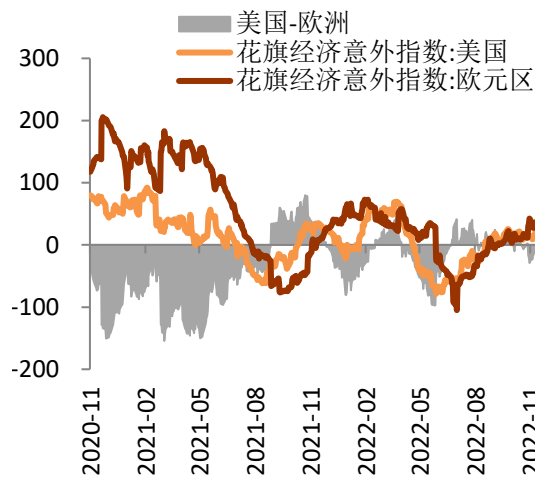
欧洲央行在 7 月 27 日的议息会议上，将三大主要利率均上调 25 个基点，为连续第九次加息，符合市场预期，利率达到 2008 年 9 月以来最高水平。欧洲央行表示，总体上，基础通胀仍然较高，通胀预期仍将在太长时间内居高不下，利率决策将继续基于对通胀前景的评估，关键利率将设定在足够严格的水平上；未来的决定将确保在必要的时间内，利率将被设定在足够限制性的水平，以实现通胀及时回归到 2% 的中期目标；将最低准备金的报酬设定为零。

对于欧央行来说，控制高通胀依然是目前最紧要的问题。相对于美联储，欧元区央行继续加息的可能性更大。预计欧元区的利率可能会在 9 月份触及峰值，货币政策仍将取决于经济数据的表现。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

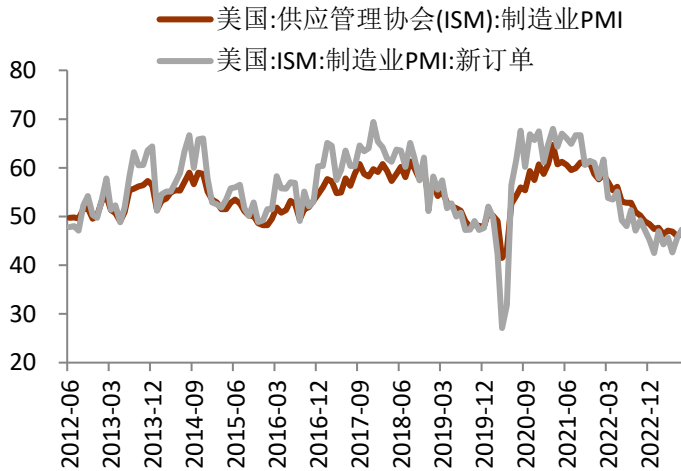


图表 6 美欧经济意外指数变化

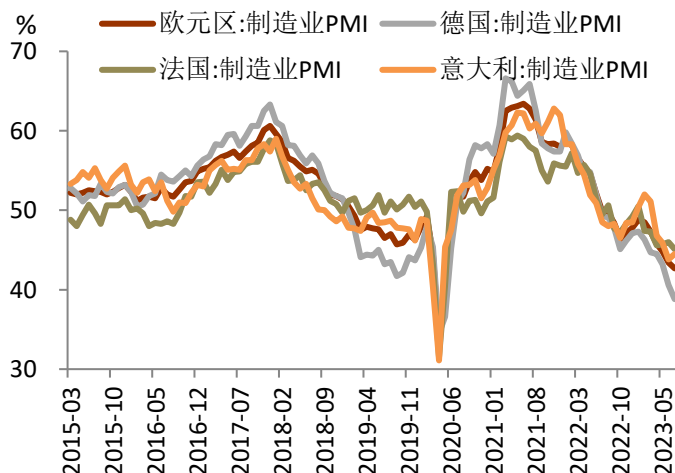


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

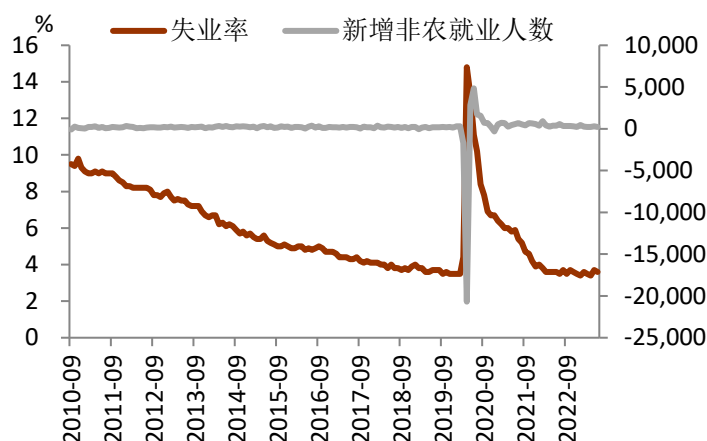


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

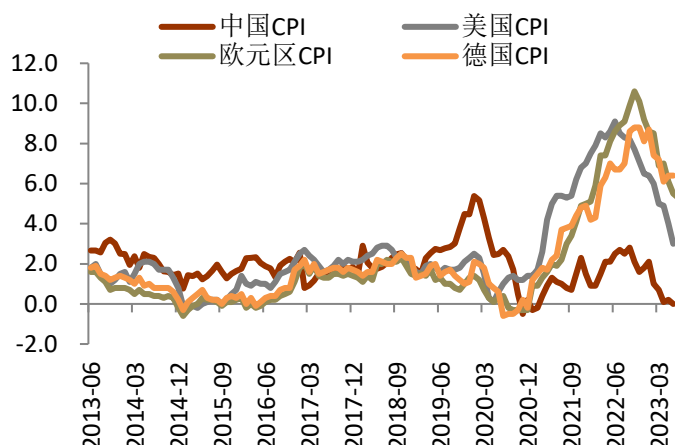


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 9 美国就业情况变化

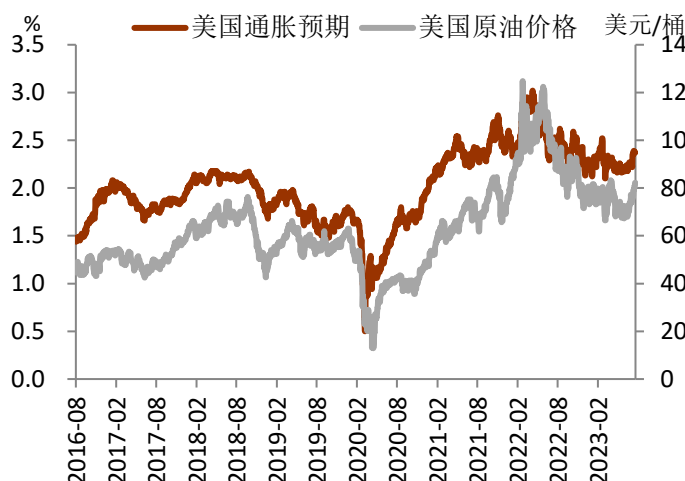


图表 10 主要经济体 CPI 变化



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

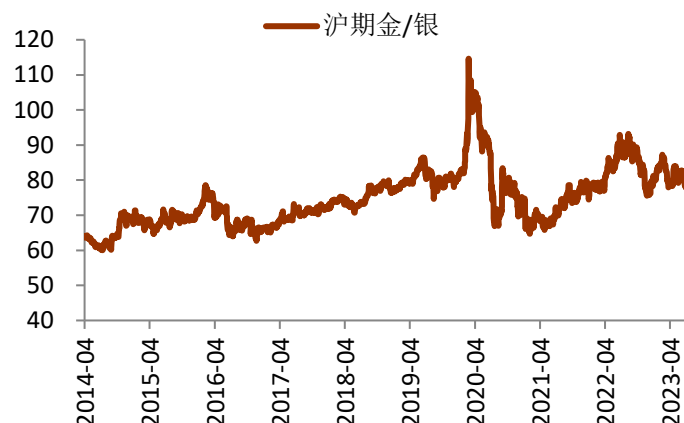
7月金银价格先扬后抑，COMEX金银比价则先从84回调至78，再反弹至81附近。7月人民币兑美元汇率明显升值，国内金价走势明显弱于外盘，沪金银比价从7月初的82回调至78，再小幅反弹至79。

当前美国经济好于预期，且美国通胀的韧性强，这决定了美联储会将高利率维持更长的时间，距离美联储降息还很遥远。金银价格继续上攻的动力不足，预计可能会程震荡偏弱的走势，而金银比价可能还有一定的上涨空间。

图表 13 COMEX 金银比价变化



图表 14 沪期金银比价变化



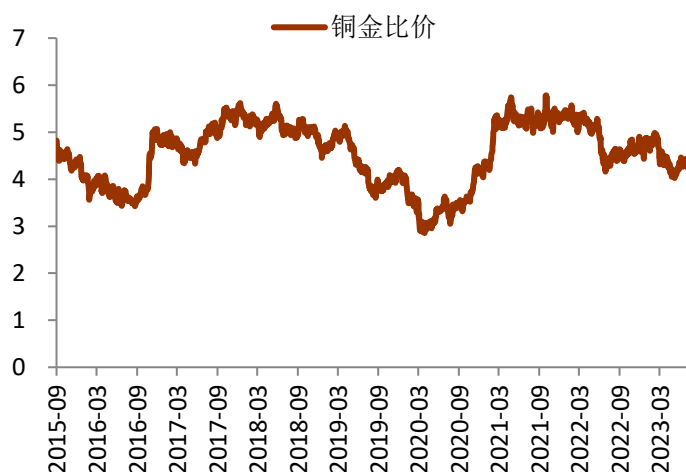
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、铜金比价变化

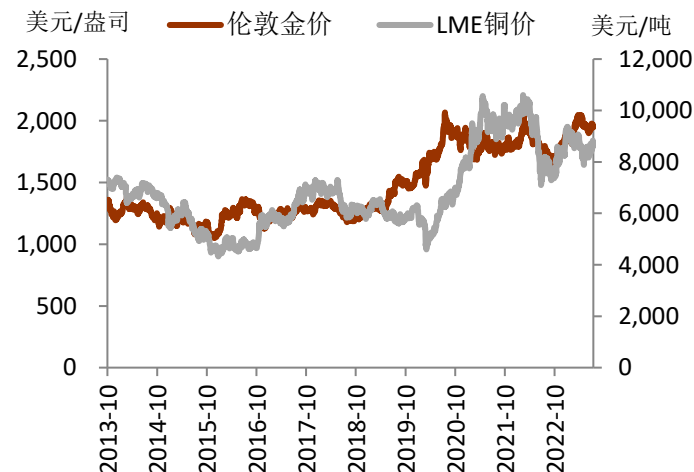
铜的需求弹性显著强于黄金，铜金比价的变化可以代表市场上投资者的风险偏好。7月铜价走势震荡上行，特别是在7月24政治局会议后，一些利好政策相继落地，市场预期好转，铜价继续上攻。而金价在7月也重心上移，铜金比价在4.26-4.4之间窄幅波动。

我们认为，当前中国经济修复的预期较强，铜价重心有望进一步抬升。预计后市铜价表现会强于金价，铜金比价可能会上涨。

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

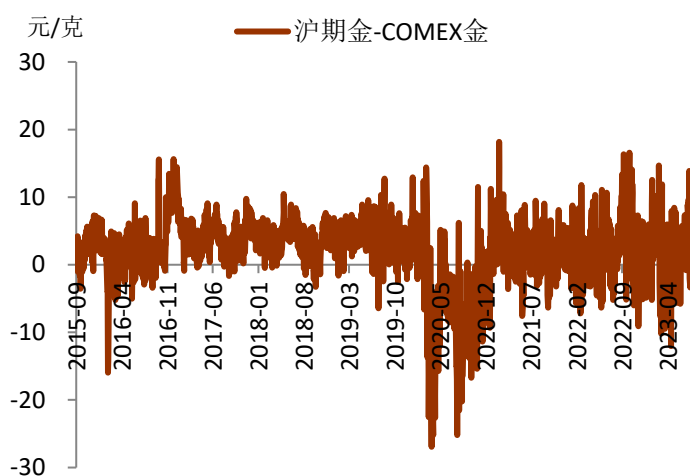
3、期现及跨期价差变化

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。

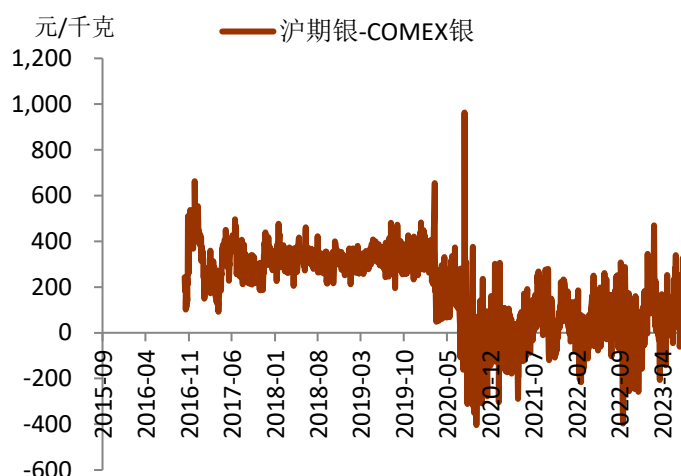
今年上半年，美国经济好于预期，中国经济的强预期未兑现，人民币兑美元汇率持续大幅贬值。进入 7 月，人民币兑美元汇率扭转跌势开启升值，沪期金与 COMEX 期金之间的价差也再度收敛。汇率对国内银价的影响弱化。

我们认为，此轮人民币汇率贬值的拐点已确认。在汇率预期管理、经济预期好转、市场信心改善、美元指数偏弱震荡的多重利好下，短期内人民币汇率有望偏强运行，后续升值的幅度或仍取决于经济修复的程度和持续性。预计下半年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

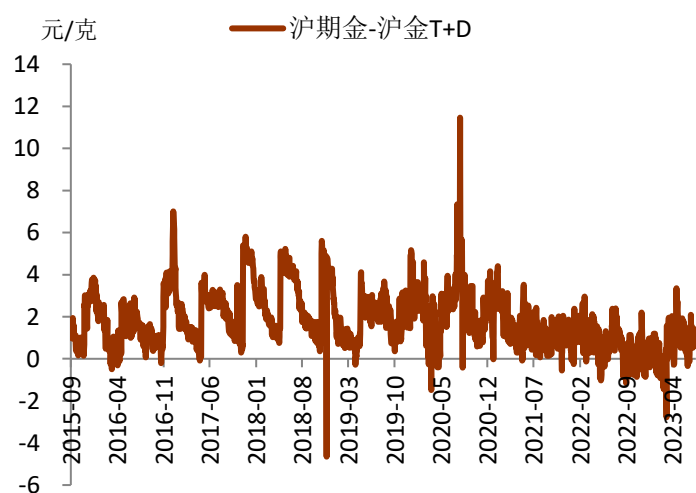


图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化

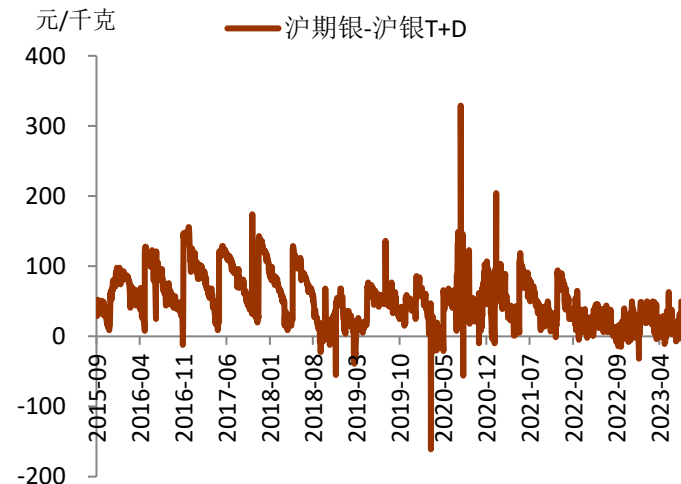


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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。从 4 月份开始，COMEX 黄金期货的库存出现止跌回升，而白银期货的库存则继续下降，直到 5 月才开始小幅回升。6 月至 7 月，COMEX 黄金期货的库存小幅下降，而白银的库存则增加。

截至 2023 年 8 月 1 日，COMEX 黄金期货的库存有 2221 万盎司，合计约 690 吨，环比减少 0.587%，比去年同期大幅减少 26.56%；COMEX 白银库存再度回升至 2.82 亿盎司，合计约 8762 吨，环比增加 1.87%，比去年同比减少 16.35%。

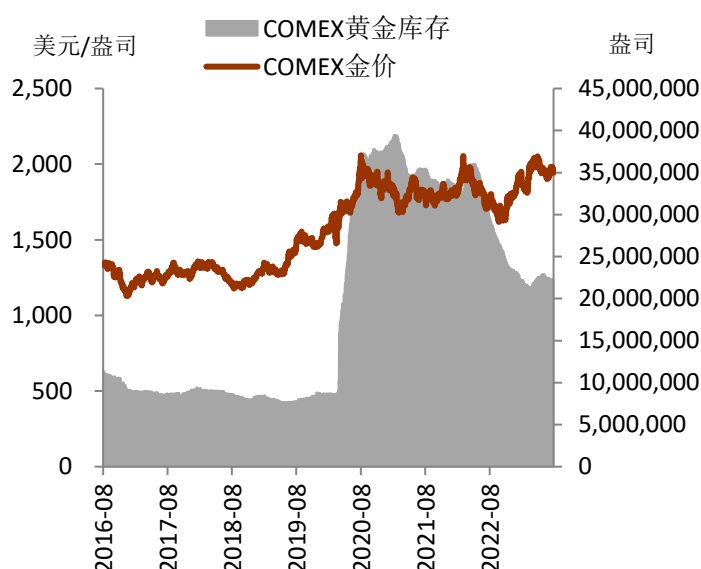
近几个月，上海黄金交易所的白银库存变化不大。进入 7 月，上海期货交易所的白银库存增加，而上海黄金交易所的白银库存下降，当前国内两大交易所的白银库存共计 3505 吨，比上月初的 3614 吨减少了 109 吨。

图表 21 COMEX 贵金属库存变化

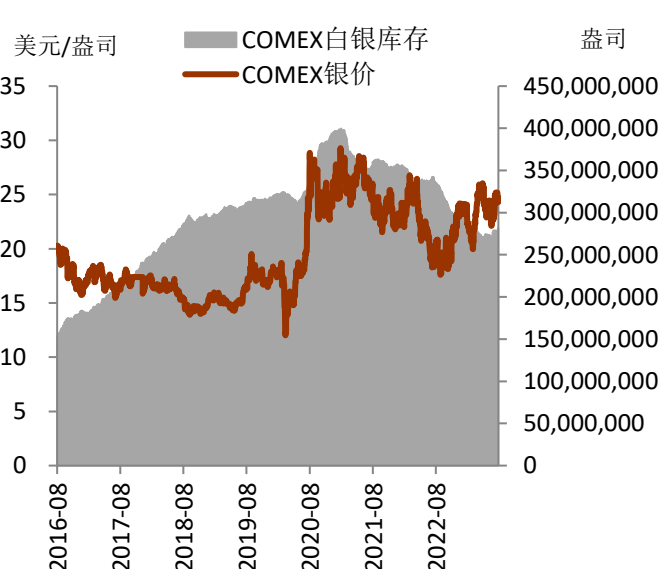
	2023/8/1	2023/7/1	2022/8/1	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
黄金(盎司)	22209591	22404532	30242260	-194941	-0.87%	-8032669	-26.56%
白银(千盎司)	281695584	276512740	336773760	5182844	1.87%	-55078176	-16.35%

资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 22 COMEX 黄金库存变化

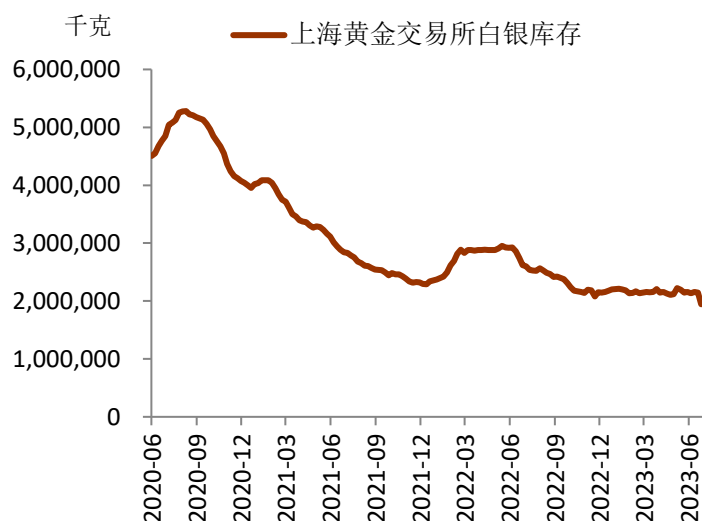


图表 23 COMEX 白银库存变化

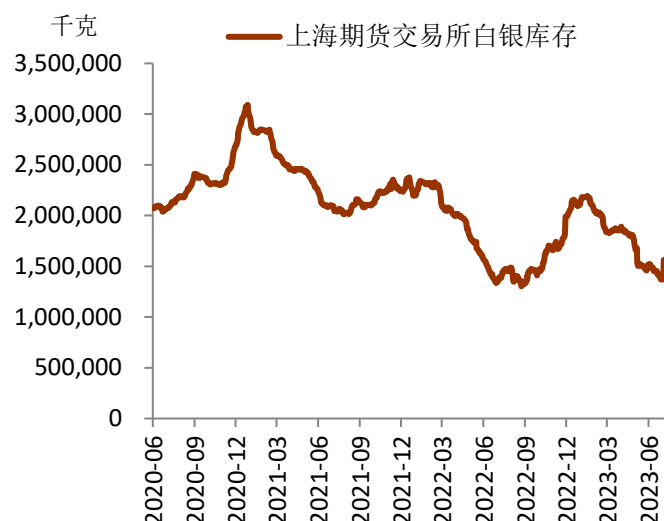


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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。

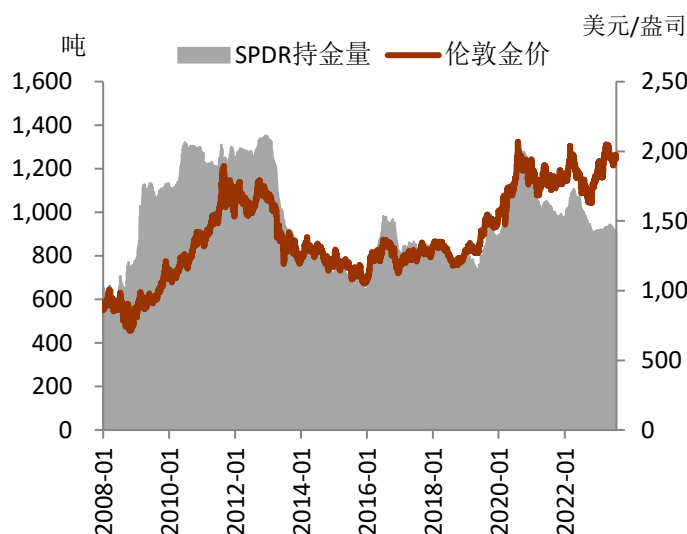
当前 ETF 的持仓变化与金银价格变化的跟随性减弱，7 月金银价格均上涨，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持金量依然比上个月减少了 12.7 吨，当前为 909 吨。在银价大幅上涨的同时，7 月全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量比上个月减少了 518 吨，当前有 14042 吨。跟去年同期相比，黄金白银 ETF 的持仓都有明显下降。

图表 26 贵金属 ETF 持仓变化

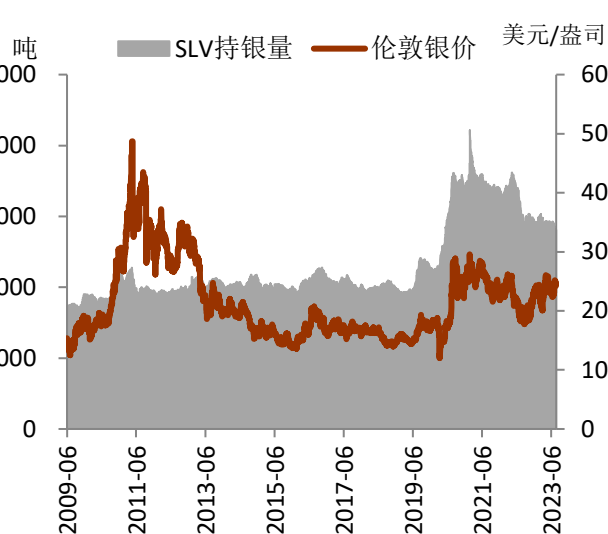
单位：吨	2023/8/1	2023/7/25	2023/7/1	2022/8/1	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	909.18	919.00	921.90	1002.97	-9.82	-12.72	-93.79
ishares 白银 持仓	14042.33	14073.72	14560.82	15136.03	-31.39	-518.49	-1093.70

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。

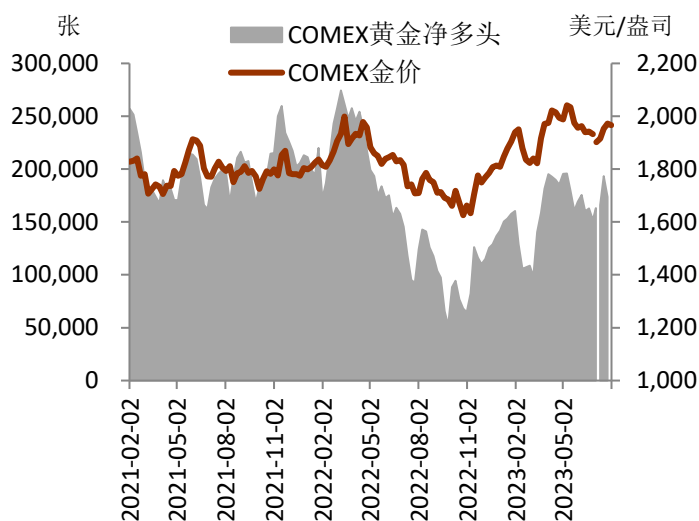
根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2023 年 7 月 28 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 173639 张；COMEX 白银期货持有非商业性净多单为 36925 张。COMEX 黄金白银期货的非商业性净多持仓在 7 月先增后减，持仓变化与金银价格走势趋同。

图表 29 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

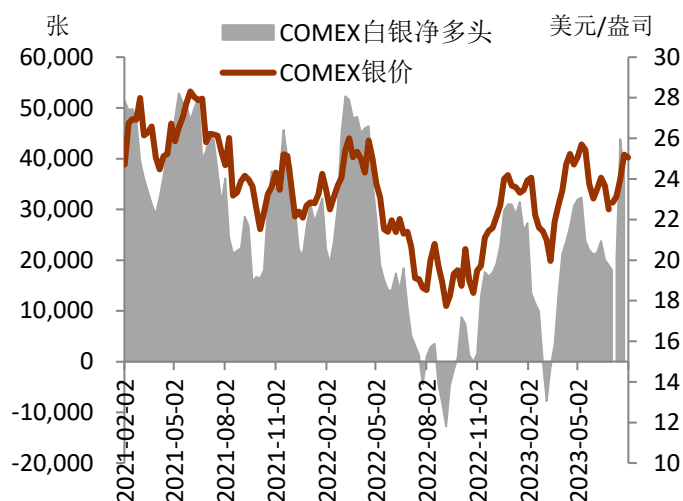
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2023-07-25	248229	74590	173639	-19709
2023-07-18	263740	70392	193348	27594
2023-07-11	240546	74792	165754	165754
2023-07-03	235081	71984	163097	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2023-07-25	72786	35861	36925	-6937
2023-07-18	76420	32558	43862	23570
2023-07-11	51305	31013	20292	20292
2023-07-03	46433	28443	17990	

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。在当前美联储即将结束加息，甚至明年可能开启降息的大背景下，贵金属价格的大趋势是看涨的。我们持续看好贵金属的中长期多头配置价值。

当前美国经济好于预期，以及通胀的韧性决定了利率将在更长的时间维持高位，美联储加息将止降息尚远。我们认为，在美国通胀得到控制，经济衰退和就业趋弱的压力进一步显现，从而为美联储打开被动降息窗口之前，美国的政策利率都将维持在高位，长端实际利率的趋势性下行拐点仍需等待。我们认为，当前市场对于美联储在明年 3 月就开启降息的预期过于乐观，预计这个预期差还将继续修正。

预计接下来一个月，金银价格将呈震荡偏弱走势。国际金价的波动参考区间为 1900-2000 美元/盎司，国际银价的波动参考区间为 22-25 美元/盎司。

策略建议：金银可逢高沽空，或卖出虚值看涨期权

风险因素：美国经济数据超预期走弱

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。