



2023年6月5日

加息预期仍在降息尚远

金银将延续调整

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。
- 美国通胀的韧性决定了利率将在更长的时间维持高位，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。虽然市场已经将美联储开启降息的时间预期从之前的7月推迟到了12月，但我们依然认为，美联储今年都不会降息，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：金银短期可逢高沽空，或卖出虚值看涨期权
- 风险因素：美联储货币政策超预期

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、美国经济数据保持韧性，6月可能暂停加息.....	5
2、美联储年内不会降息，预期差会继续修正.....	5
3、欧元核心通胀依然较高，仍将继续加息.....	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.....	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

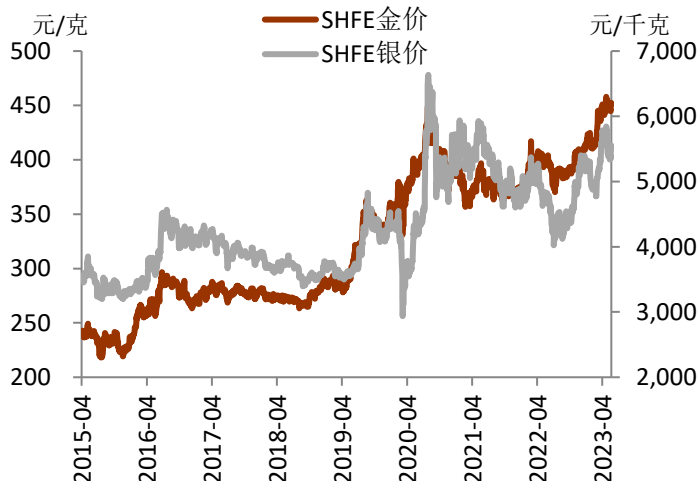
一、贵金属行情回顾

5 月份，贵金属价格高位回调。近期公布的美国经济数据依然保持韧性，市场对于美联储 6 月继续加息的预期强化，美元指数和美债收益率持续反弹，贵金属价格承压回调。因美国债务上限即将到期，但谈判一波三折，避险需求依然给予金价较强的支撑。但受国内经济复苏乏力，有色金属价格普遍下挫，工业属性更强的银价回调幅度更大。COMEX 黄金期货主力合约月度跌幅为 0.91%，COMEX 白银期货主力合约月度跌幅为 6.37%。

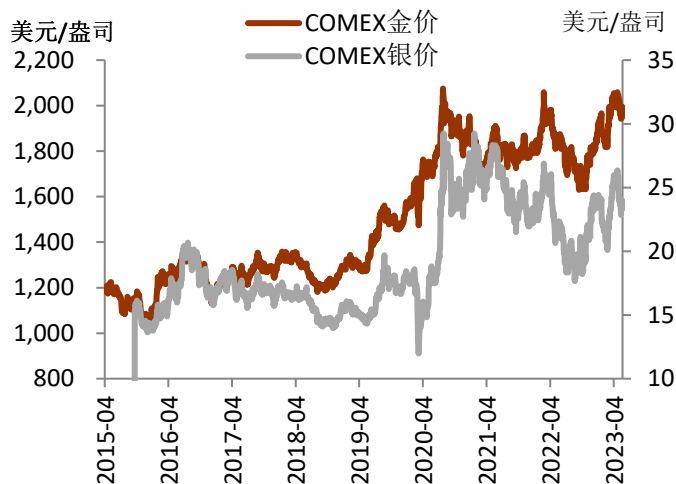
进入 6 月，美国债务上限问题已经达成一致，市场关注的焦点再度转向对美联储 6 月和 7 月加息预期的变化和摇摆之中。

人民币兑美元汇率在 5 月大幅贬值 2.9% 至 7.1，国内金银价格走势都明显强于外盘。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

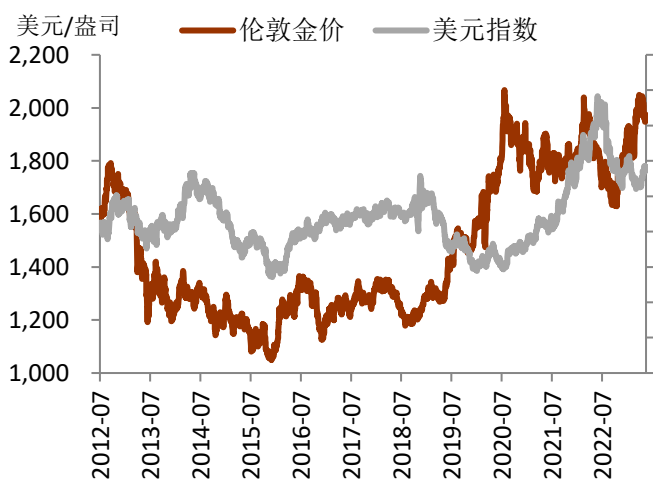


图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势

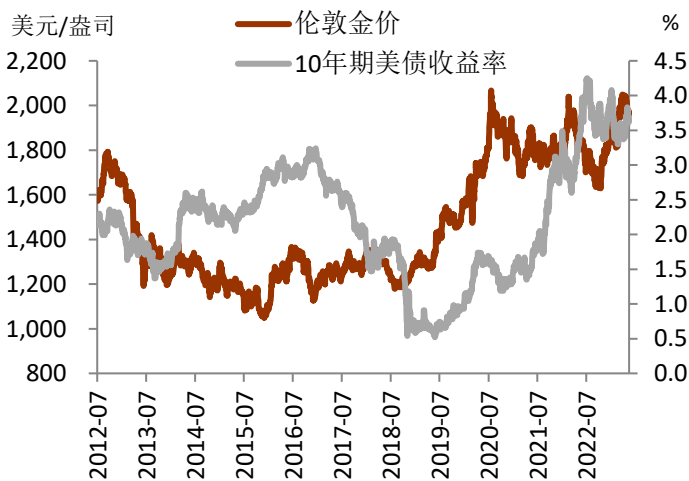


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

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

二、贵金属价格影响因素分析

5月公布的美国经济数据显示经济韧性较强，市场对美联储继续加息的预期升温，美元指数和美债收益率持续反弹，使得贵金属价格承压。另外，美债债务上限谈判出现波折，央行加大黄金储备，也给予黄金价格一定的支撑。

1、美国经济数据保持韧性，6月可能暂停加息

美国第一季度实际GDP环比增速上修至1.3%，较初值上调0.2个百分点。虽然明显低于前值2.6%，但并不算弱，尤其和年初的主流预期相比，美国一季度经济是好于预期的。考虑到消费的韧性较强，预计二季度美国GDP数据仍不会差。

美国5月Markit综合PMI初值54.5，创13个月新高，其中Markit服务业PMI初值55.1也创13个月新高，制造业PMI初值48.5，重回50荣枯线下方，逊于预期且创三个月新低。目前，美国通胀压力轮到了服务业，在需求复苏和产能不足无法应对订单流入的情况下不得不提高价格。美国4月PCE物价指数同比上涨4.4%，环比增长0.4%，均高于预期和前值，环比增速创2023年1月以来新高；个人支出和收入数据均超预期走强。

美国5月新增非农就业人数33.9万，远超预期的19.5万；新增私人非农就业人数28.3万，高于预期16.8万；5月失业率3.7%，预期3.5%；劳动参与率62.6%，预期62.6%。5月工资增长放缓，环比增0.3%，符合预期，同比增4.3%，低于预期值4.4%。美国5月新增非农就业超预期强劲的同时，失业率出现上升。非农就业的结构为服务就业保持强势，商品生产低位徘徊，与PMI数据中制造弱、服务强的格局一致。尽管就业短期较强，但家庭调查反映的紧张程度弱于非农数据，显示劳动市场继续缓慢回落。劳动参与率没有继续下行以及劳动人口的继续增长利于缓解劳动供给紧张。非农时薪增速缓和，对核心通胀压力没有进一步增加。

美国5月非农就业数据表现总量超预期、结构有所降温，并没强到消除联储内部分歧的程度，预计6月暂停加息观察仍是稳妥选择。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。当前市场对6月暂停加息，7月再度加息的预期强烈。

2、美联储年内不会降息，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，会使得美联储在下半年提前进入新一轮的降息周期。特别是在银行业风险开始暴露之后，市场预期存在明显的“抢跑”倾向。

5月新增就业远超预期，失业率意外上行，工资增长放缓，市场押注6月利率维持不

变，7月加息预期上升，与美联储会议挂钩的掉期合约完全消化了到7月会议加息25个基点的预期。

美联储5月的会议纪要显示，官员们一致认为通胀过高且下降速度慢于预期，但对6月是否暂停加息存在意见分歧，强调行动取决于数据，且不太可能降息。

对于美联储今年的降息预期，当前市场已经推迟至预计12月开启降息。我们依然维持美联储今年不会开启降息的观点。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。若美联储7月再度加息，则不大可能在今年年底之前就开启降息。

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，美联储今年都不可能降息。

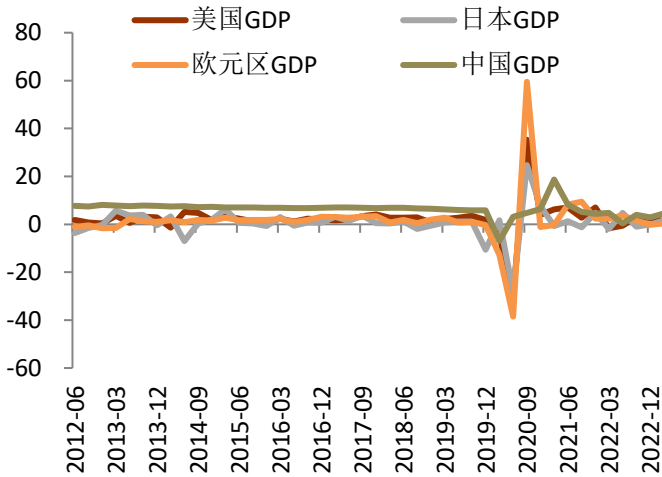
3、欧元核心通胀依然较高，仍将继续加息

受能源成本下降拉动，5月份欧元区通胀明显回落。欧元区5月HICP从4月份的7%降至6.1%，低于市场预期的6.3%，创下2022年2月以来的最低水平。不包括能源和食品在内的核心HICP降幅也高于预期，从4月的5.6%降至5.3%，但仍处于高位，距2%通胀目标仍有较大距离。尽管欧元区通胀在持续下行，但核心通胀的回落速度较慢，欧洲央行强调，顽固的核心通胀“令人担忧”。

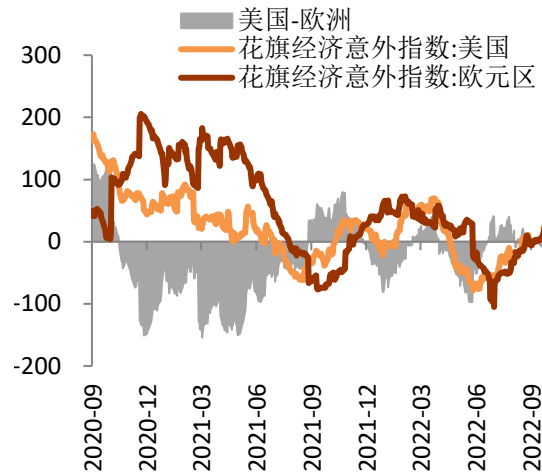
欧元区5月制造业PMI为44.6，不及预期的46，创36个月新低，前值为45.8。服务业PMI初值为55.9，高于预期值55.5，但低于前值56.2。综合PMI初值为53.3，创三个月新低。4月欧元区失业率持续下行至6.5%，为历史最低水平，劳动力市场仍强劲；5月欧元区19国经济景气指数有所回落。欧元区经济在持续走弱。

欧洲央行公布的5月货币政策会议纪要，释放了更多未来货币政策的线索。欧洲央行表示，欧元区总体通胀已明显下降，但核心通胀“令人担忧”，将是未来加息幅度的关键。因此，欧洲央行认为，现在还不具备“宣布胜利”或对通胀前景感到满意的条件。欧洲央行官员们一致认为，需要进一步紧缩，以便使通货膨胀在中期回到2%的目标。对于欧央行来说，控制高通胀依然是目前最紧要的问题。预计欧洲央行可能在未来三次会议上加息或暂停加息，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。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

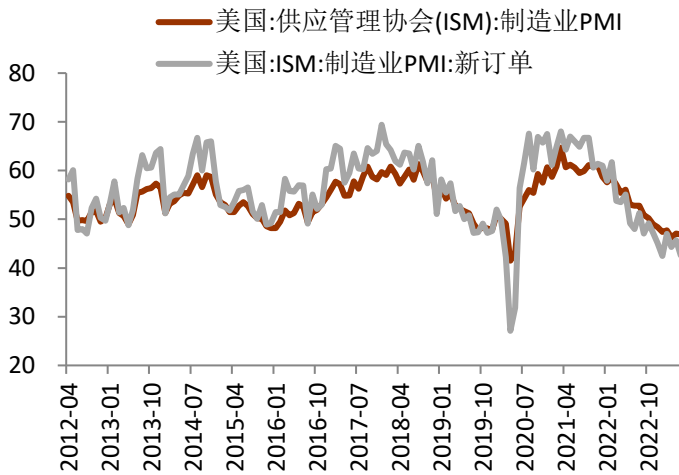


图表 6 美欧经济意外指数变化

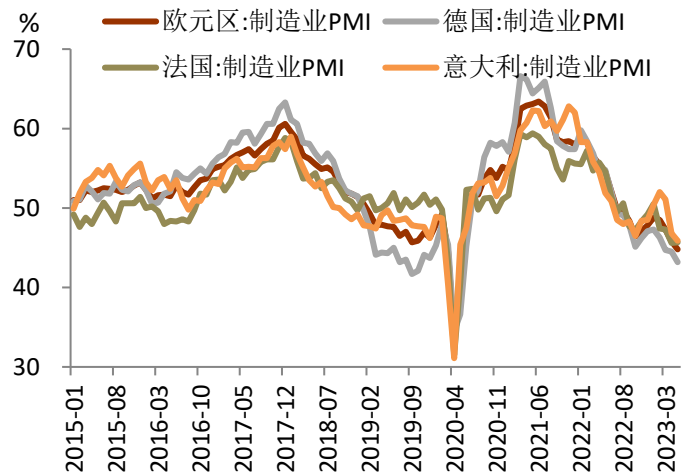


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

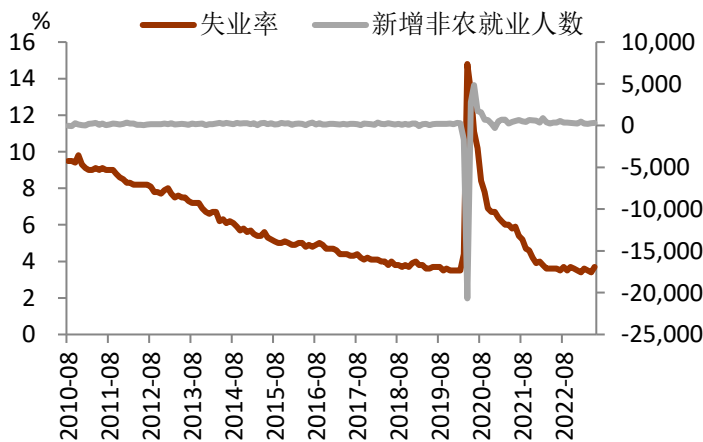


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

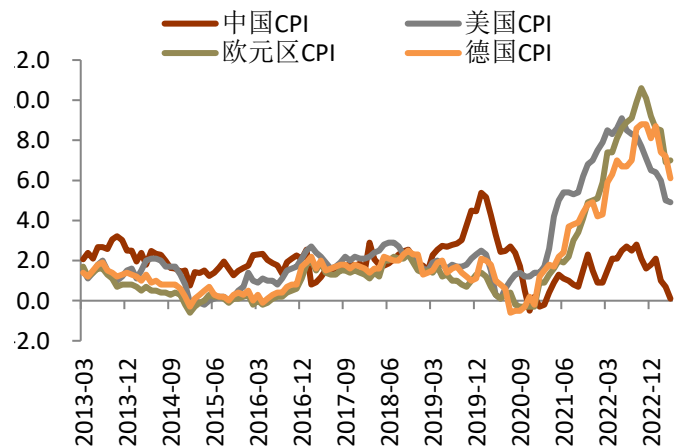


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 美国就业情况变化



图表 10 主要经济体 CPI 变化

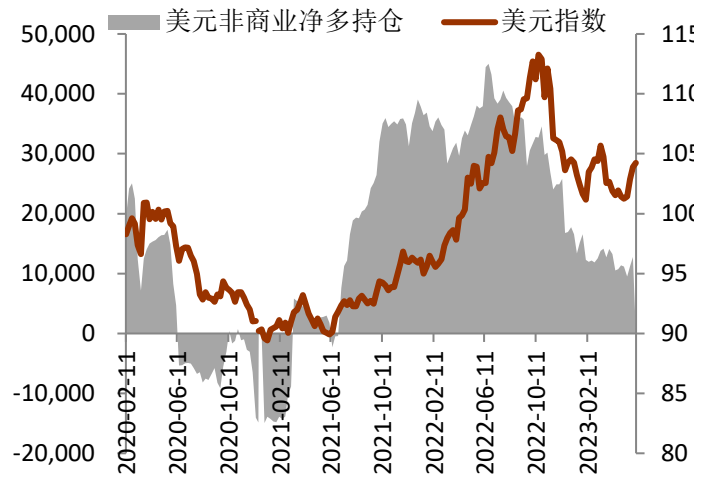


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

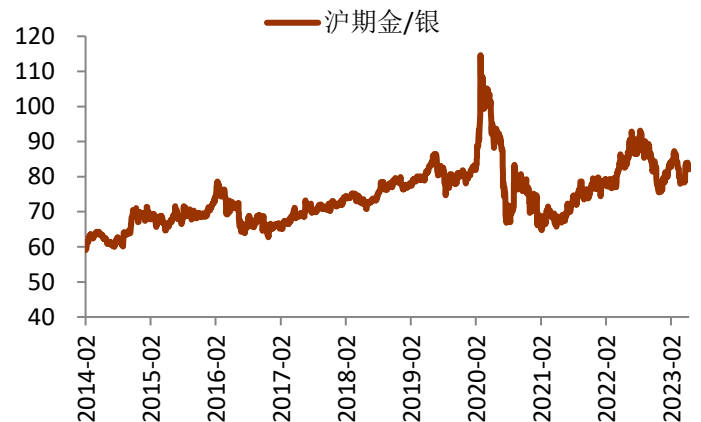
5月金银价格纷纷回调，银价跌幅更大，金银比价出现明显上涨。COMEX 金银比价从5月初的78上涨至5月30日最高达到85。5月人民币兑美元汇率明显贬值，沪金银比价从5月初的79下行上涨至84一线。

当前美国经济韧性较强，市场对于6月加息的预期抬升，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



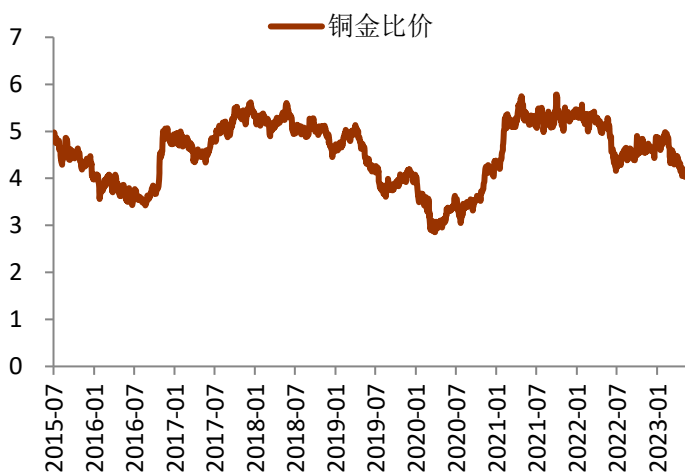
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、铜金比价变化

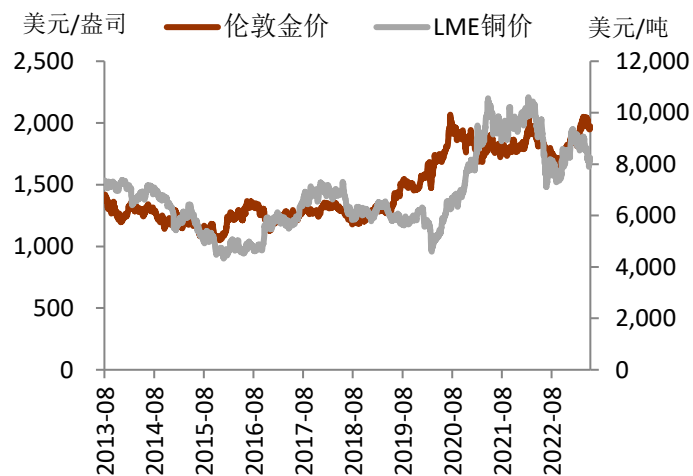
铜的需求弹性显著强于黄金，铜金比价的变化可以代表市场上投资者的风险偏好。5月国内公布的经济数据明显走弱，铜价持续下挫，铜金比价从5月初的4.2继续下降至4一线。5月下旬铜价止跌反弹，铜金比价业反弹至4.2一线。

我们认为，铜价5月的大幅下挫已经较为充分地对中国经济的弱现实进行了定价，铜价继续下挫的概率较低。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

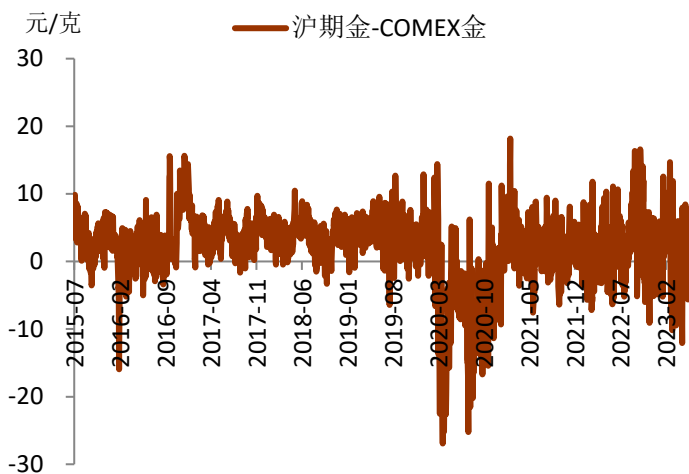
3、期现及跨期价差变化

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。

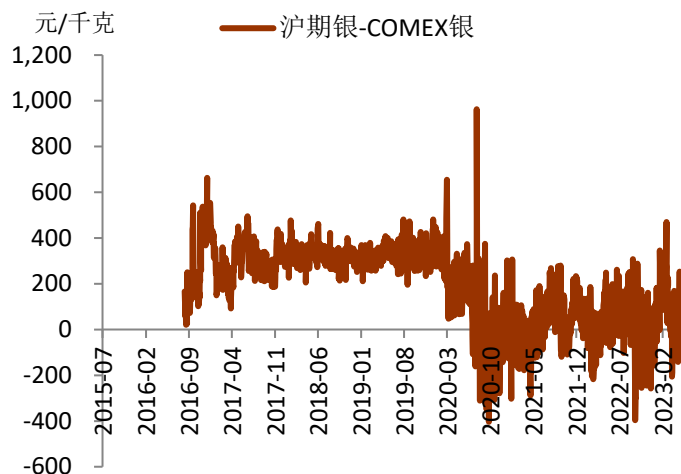
5月公布的中国经济数据弱于预期，而美国经济数据韧性较强。美元指数低位反弹，人民币兑美元汇率大幅贬值。沪期金银与COMEX金银之间的价差在5月有所走阔。国内黄金白银期货和现货之前的价差也出现较为明显的走阔。

当前美联储此轮加息周期大概率已经结束，且下半年预计美国经济衰退的风险加大，全球去美元化趋势强化，而中国经济复苏的方向是确定的，中美利差倒挂可能会持续收窄，预计人民币兑美元继续贬值的空间不大，上方的压力位可能在7.25附近。2023年人民币兑美元汇率整体趋势依然看升值。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

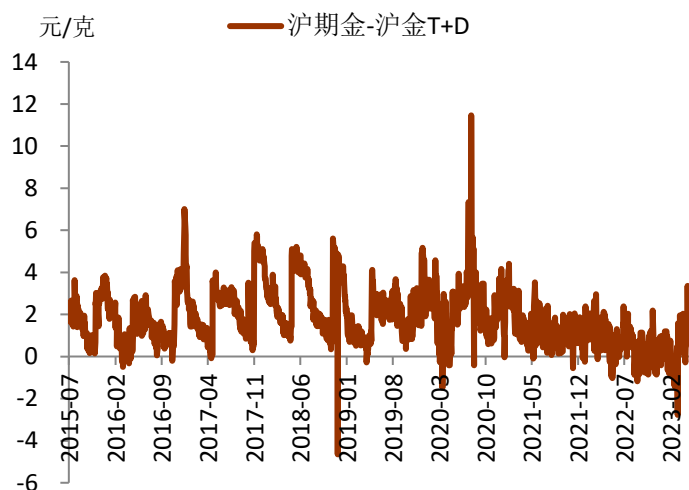


图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化

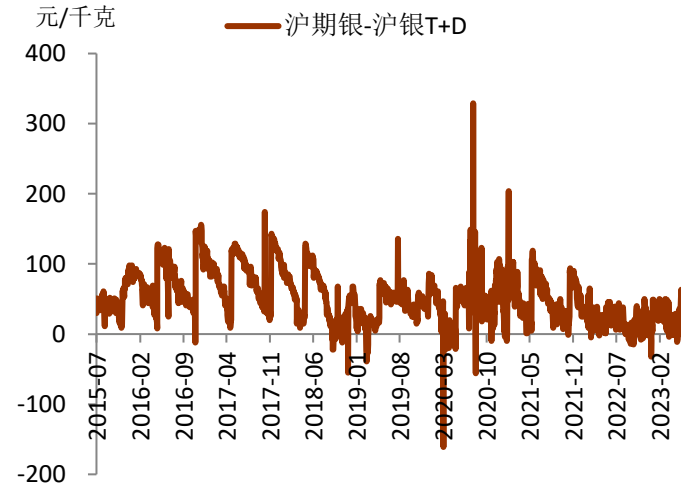


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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。截至 2023 年 6 月 4 日，COMEX 黄金期货的库存有 2287 万盎司，合计约 711 吨，比上个月的库存增加 11 吨，增长 1.57%，但比去年同期大幅减少 34.7%；COMEX 白银库存已下降至 2.73 亿盎司，合计约 8503 吨，8655 吨，比上个月同期的库存减少 150 吨，降幅为 1.37%，比去年同比减少 18.79%。

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今年 2 月就呈持续下降趋势，5 月降幅加大，白银库存减少了 310 吨。当前国内两大交易所的白银

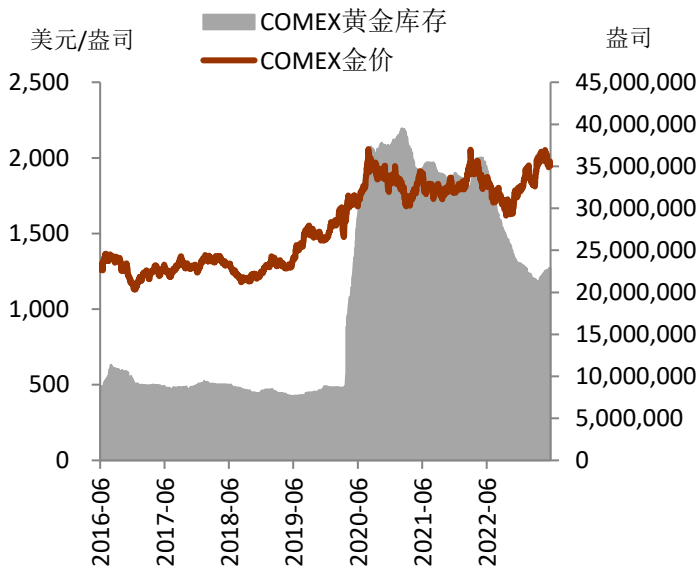
库存共计 3616 吨，比上月初的 3947 吨减少了 331 吨。

图表 21 COMEX 贵金属库存变化

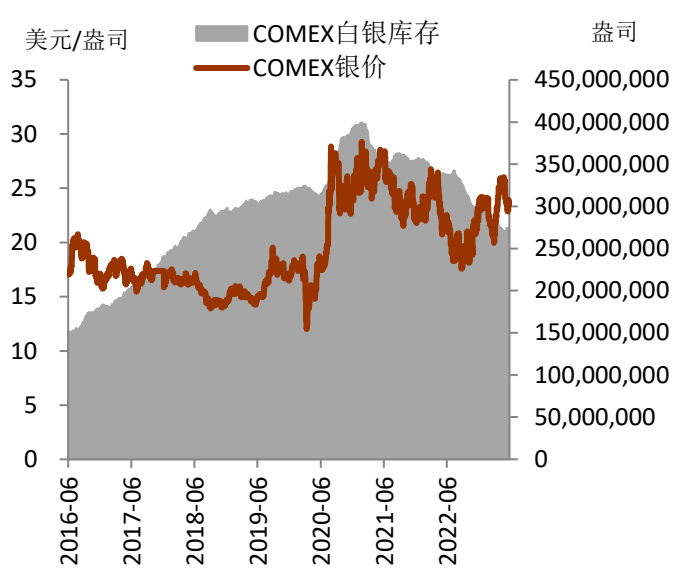
	2023/6/4	2023/5/3	2022/6/3	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	22872831	22519466	35027533	353365	1.57%	-12154702	-34.70%
白银(千盎司)	273370215	269687253	336605938	3682962	1.37%	-63235723	-18.79%

资料来源: iFinD, Bloomberg、铜冠金源期货

图表 22 COMEX 黄金库存变化

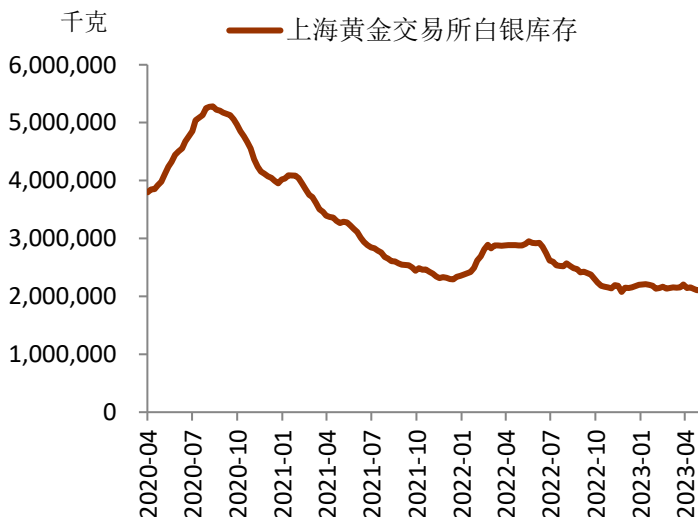


图表 23 COMEX 白银库存变化



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。

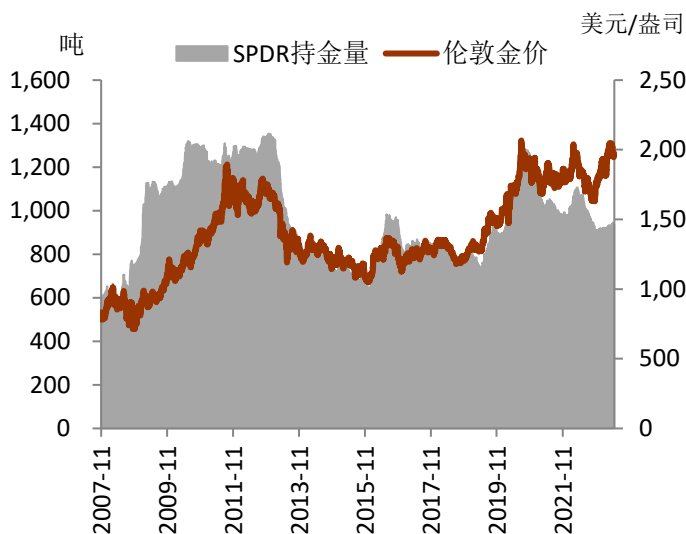
5 月金价有所回调，但调整的幅度非常有限，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持金量依然比上个月增加了 8 吨，当前为 938 吨。而银价调整剧烈，全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量比上个月减少了 2 吨，当前有 14519 吨。跟去年同期相比，黄金白银 ETF 的持仓都有明显下降。

图表 26 贵金属 ETF 持仓变化

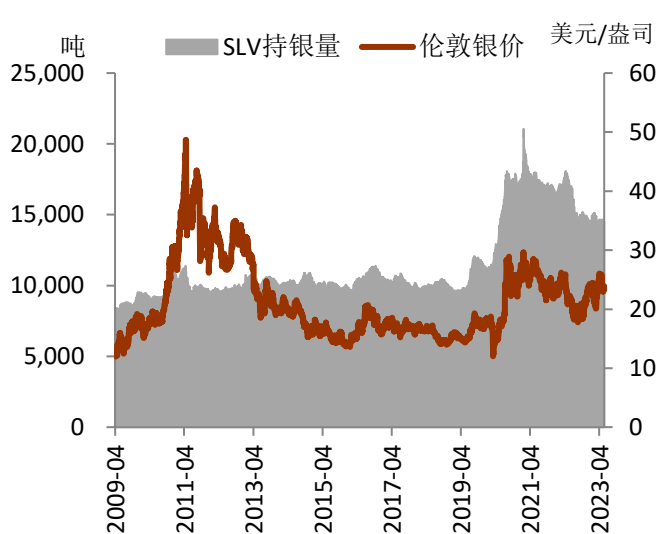
单位：吨	2023/6/3	2023/5/27	2023/5/4	2022/6/4	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	938.11	941.29	930.04	1066.04	-3.18	8.07	-127.93
ishares 白银 持仓	14519.41	14565.78	14521.49	17018.80	-46.37	-2.08	-2499.39

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 30 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 169316 张；COMEX 白银期货持有非商业性净多单为 21124 张。COMEX 黄金

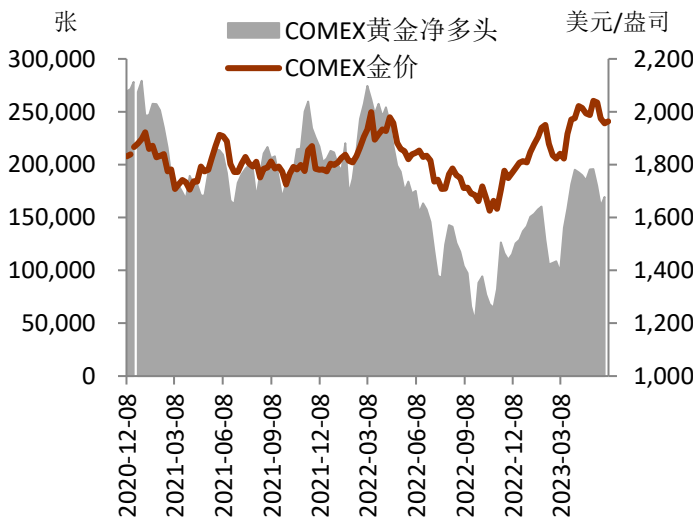
期货的非商业性净多持仓在 5 月持续下降，直到月底，黄金期货的非商业性持仓才有小幅增加。整体而言，5 月白银期货的非商业性净多持仓在降幅明显大于黄金期货的非商业性净多持仓的降幅，这也解释了银价在 5 月的表现明显弱于金价是直接原因。

图表 29 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

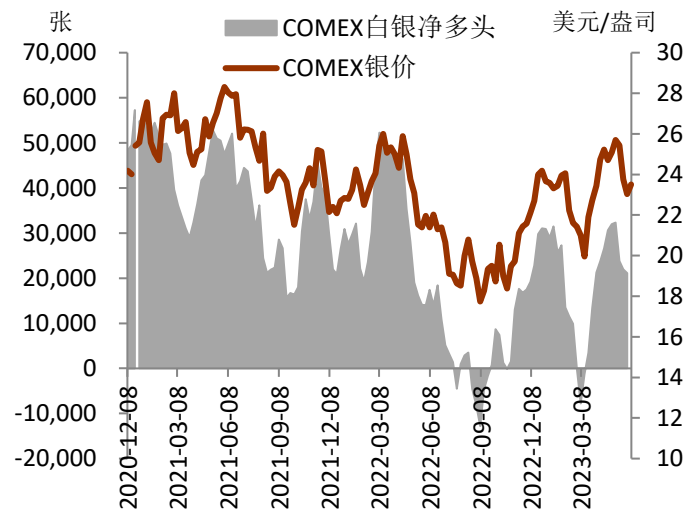
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2023-05-30	237306	67990	169316	8584
2023-05-23	236149	75417	160732	-19082
2023-05-16	255250	75436	179814	-16000
2023-05-09	266472	70658	195814	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2023-05-30	54837	33713	21124	-834
2023-05-23	56686	34728	21958	-1857
2023-05-16	60440	36625	23815	-8545
2023-05-09	69166	36806	32360	

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。

美国通胀的韧性决定了利率将在更长的时间维持高位，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。虽然市场已经将美联储开启降息的时间预期从之前的7月推迟到了12月，但我们认为，但我们依然认为，美联储今年都不会降息，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：金银短期可逢高沽空，或卖出虚值看涨期权

风险因素：美联储货币政策超预期

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。