



2023年7月3日

## 衰退预期推迟兑现

### 金银还将延续调整

#### 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。在今年上半年，美国经济好于市场预期，且通胀的韧性较强，这决定了美联储的政策利率终点更高，维持高利率的时间更长。目前美联储的紧缩周期接近尾声但可能尚未结束，距离降息还很遥远。美国经济“衰退预期”，以及由此而引发的美联储“降息预期”将推迟兑现。我们认为，今年下半年金银价格可能仍处于阶段性调整之中。
- 但从更长的周期来看，持续激进加息下，美国经济衰退压力已在加大，明年大概率进入降息周期，美国实际利率将持续下降，去美元化和避险需求将支撑黄金需求，金价将再次历史新高。中长期来看，黄金的资产配置价值凸显。
- 我们认为2023年下半年贵金属价格可能呈震荡偏弱走势。预计下半年COMEX期金主力合约的主要波动区间在1850-1980美元/盎司之间。COMEX期银主力合约的主要波动区间在21-24.5美元/盎司之间。
- 投资策略建议：金银以区间震荡操作
- 风险因素：美国经济快速走弱

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 .....                 | 5  |
| 二、宏观因素分析 .....                  | 6  |
| 1、美国经济好于预期，但增长动能减弱 .....        | 7  |
| 2、通胀粘性强，美国实际利率可能持续回落 .....      | 9  |
| 3、美联储加息将止，降息尚远 .....            | 10 |
| 4、英国央行超预期大幅加息，强化美联储再度加息预期 ..... | 11 |
| 5、欧元区通胀高经济弱，欧央行将持续加息 .....      | 12 |
| 三、市场结构分析 .....                  | 13 |
| 1、金银比价分析 .....                  | 13 |
| 2、铜金比价分析 .....                  | 15 |
| 3、期现及跨期价差分析 .....               | 16 |
| 4、贵金属库存变化 .....                 | 17 |
| 5、金银 ETF 投资需求分析 .....           | 18 |
| 6、央行黄金储备大幅增加 .....              | 19 |
| 7、CFTC 持仓变化 .....               | 20 |
| 四、行情展望及操作策略: .....              | 21 |

## 图表目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势.....    | 5  |
| 图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势.....   | 5  |
| 图表 3 1968 年以来贵金属价格走势.....      | 6  |
| 图表 4 金价与美元指数走势变化.....          | 6  |
| 图表 5 金价与美国 10 年期国债收益率走势变化..... | 6  |
| 图表 6 美国 GDP 增速变化.....          | 8  |
| 图表 7 美国 GDP 全球占比与美元指数变化.....   | 8  |
| 图表 8 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化.....  | 8  |
| 图表 9 欧元区制造业 PMI 增速变化.....      | 8  |
| 图表 10 美国就业情况变化.....            | 8  |
| 图表 11 美国初请失业金和续请失业金人数变化.....   | 8  |
| 图表 12 美国 10-2 年期国债收益率持续倒挂..... | 9  |
| 图表 13 美国 CPI 与核心 CPI 变化.....   | 10 |
| 图表 14 美元指数与美国联邦基金利率变化.....     | 10 |
| 图表 15 美联储 6 月利率点阵图.....        | 11 |
| 图表 16 英国核心通胀超预期回升.....         | 12 |
| 图表 17 海外央行利率变化.....            | 12 |
| 图表 18 欧元区主要国家 GDP 增速变化.....    | 13 |
| 图表 19 欧元区 PMI 持续下滑.....        | 13 |
| 图表 20 欧元区 HICP 变化.....         | 13 |
| 图表 21 欧元区各国制造业 PMI 增速变化.....   | 13 |
| 图表 22 金银比价变化.....              | 14 |
| 图表 23 银比价的线性趋势.....            | 14 |
| 图表 24 COMEX 金银比价变化.....        | 15 |
| 图表 25 沪期金银比价变化.....            | 15 |
| 图表 26 铜金比价变化.....              | 16 |
| 图表 27 金价与铜价走势对比.....           | 16 |

---

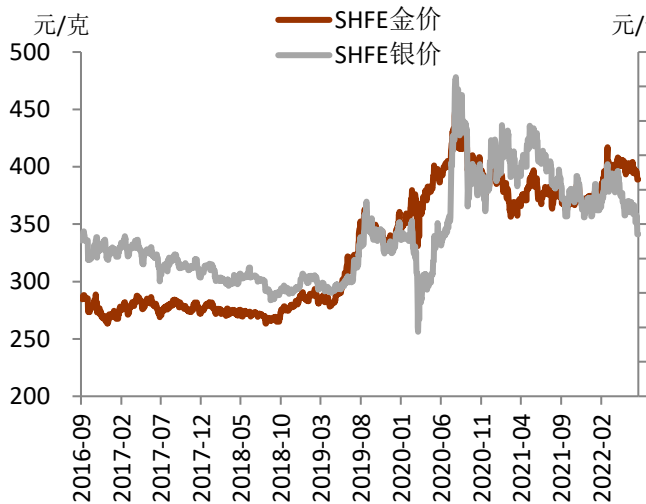
|                              |    |
|------------------------------|----|
| 图表 28 沪期金与 COMEX 金价差变化 ..... | 17 |
| 图表 29 沪期银与 COMEX 银价差变化 ..... | 17 |
| 图表 30 COMEX 贵金属库存变化 .....    | 17 |
| 图表 31 COMEX 黄金库存变化 .....     | 18 |
| 图表 32 COMEX 白银库存变化 .....     | 18 |
| 图表 33 上海黄金交易所白银库存变化.....     | 18 |
| 图表 34 上海期货交易所白银库存变化.....     | 18 |
| 图表 35 贵金属 ETF 持仓变化.....      | 19 |
| 图表 36 黄金 ETF 持仓变化.....       | 19 |
| 图表 37 白银 ETF 持仓变化.....       | 19 |
| 图表 38 各国黄金储备数量及排名 .....      | 20 |
| 图表 39 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化..... | 21 |
| 图表 40 CFTC 黄金净多头持仓变化.....    | 21 |
| 图表 41 CFTC 白银净多头持仓变化.....    | 21 |

## 一、贵金属行情回顾

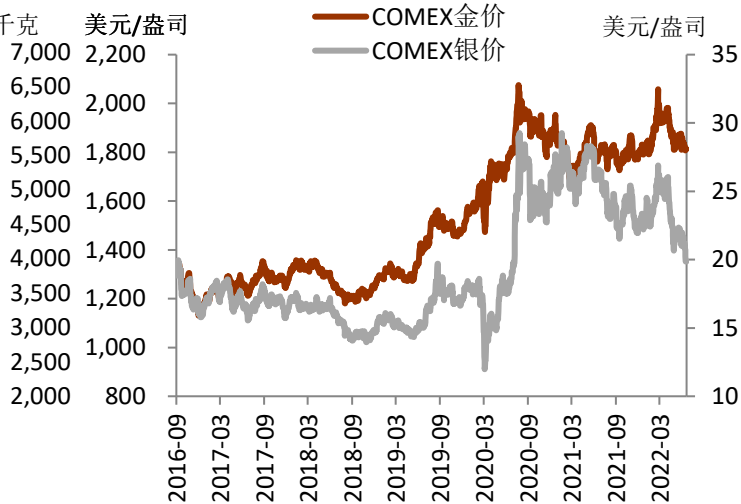
2023 年上半年，贵金属价格走势两度冲高回落，整体呈震荡上行的走势。美联储货币政策预期的不断变化，是导致贵金属价格大幅波动的主要原因。在今年年初，市场对于今年美国经济衰退的预期强烈，并认为美联储会在今年开始降息，市场参与者抢跑降息预期，金银价格开启上涨行情，COMEX 期金主力合约上攻至 1967 美元/盎司。在 2 月初的议息会议上，美联储放缓加息至 25BP 落地，但释放鹰派信号，投资者对于美联储降息的预期推迟，美元指数和美债收益率反弹，金银价格回调。3 月初，美国科技金融领域的重要标杆硅谷银行突然陷入流动性危机，紧接着，作为全球系统性重要银行之一的瑞信又暴雷，市场担忧银行业危机外溢形成系统性风险，避险需求的推动，以及市场对于美联储提前开启降息的预期重启，金银价格强势拉涨，COMEX 期金主力合约最高触及 2085 美元/盎司，直逼历史最高点。美联储虽然在 5 月暂停加息，但依然维持鹰派，对后续加息持开放态度，投资者对年内降息的乐观预计再度调整，金银价格承压回落。白银由于本身弹性大，在上涨和回调的过程，其波动性均明显高于黄金，整体走势弱于黄金。截至 2023 年 6 月 30 日，上半年 COMEX 黄金期货涨幅为 5.34%，COMEX 白银期货则下跌 5.08%。

今年上半年，由于美国经济韧性较强，而中国经济强复苏未兑现，人民币兑美元汇率大幅贬值，离岸人民币兑美元汇率贬值幅度高达 8.5%，国内金银价格走势明显强于外盘。今年上半年，沪期金主力合约上涨 9.58%，沪期银主力合约上涨 2.44%。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

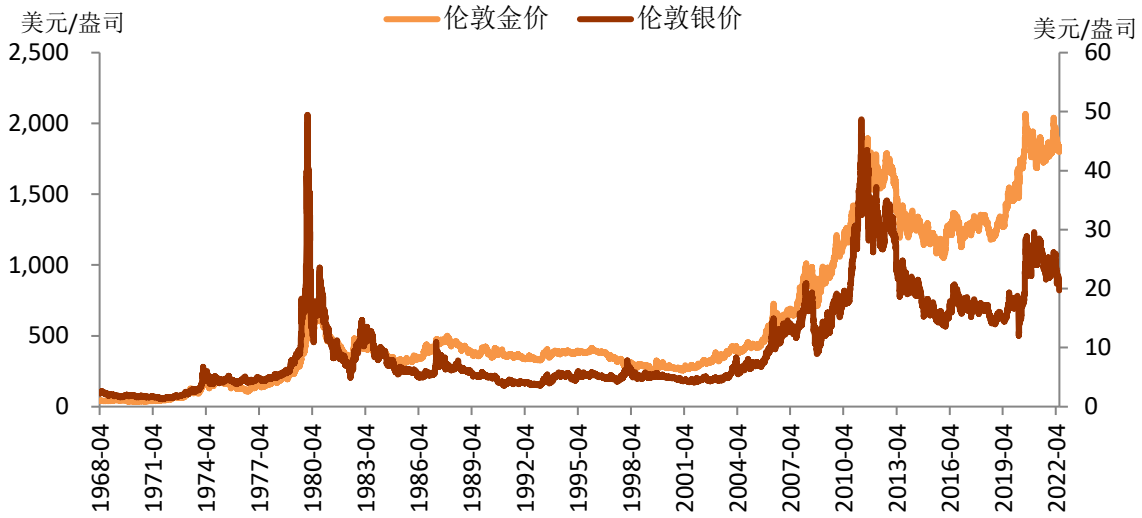


图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势



数据来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表3 1968年以来贵金属价格走势

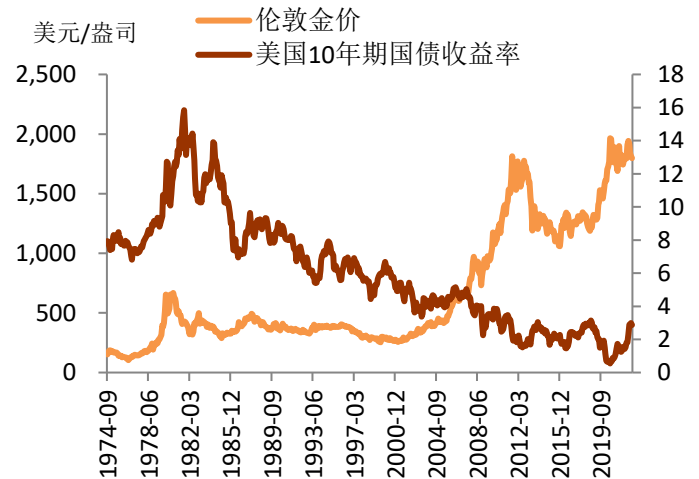


资料来源：Bloomberg，iFinD，铜冠金源期货

图表4 金价与美元指数走势变化



图表5 金价与美国10年期国债收益率走势变化



数据来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

## 二、宏观因素分析

贵金属的金融属性远强于商品属性，因此，宏观经济以及美联储货币政策节奏预期依然是影响贵金属价格波动的核心因素。

在美国经济韧性较强，美联储维持鹰派态度的背景下，我们认为下半年市场预期的降息路径可能难以兑现，贵金属再度上涨的节奏会推迟，阶段性调整的时间和幅度会加大。

## 1、美国经济好于预期，但增长动能减弱

美国一季度 GDP 环比折年率终值较初值大幅上修至 2%，超过预期的 1.4%和初值 1.3%。经济表现超预期，之前对美国可能陷入衰退的预期被证伪。近期从消费到就业数据都表现良好，都再给这一转变注入“强心剂”。尤其是占美国三分之二的居民消费支出进一步上修，一方面，这更印证了需求并未疲软，另一方面，强劲的消费需求也在支撑着物价水平，让通胀粘性更强。

美国制造业已陷入持续萎缩之中。美国 6 月 Markit 制造业 PMI 为 46.3，前值为 48.4，预期值为 48.5；6 月 Markit 服务业 PMI 为 54.1，前值为 54.9，预期值为 54.0；6 月 Markit 综合 PMI 为 53，前值为 54.3，预期值为 53.5。美国 6 月 Markit PMI 继续下滑，已经是连续第 3 个月下滑了。其中，制造业 PMI 处于收缩区间，较上个月下降幅度较大，服务业 PMI 仍然处于扩张区间，略好于预期值，但还是有一定的下降。当前，美国制造业面临着一系列的挑战，包括更高的借贷成本、更严格的信贷条件、商品需求的减少以及物价仍然高企。消费者的花费更集中在服务业上，而企业则致力于让库存与销售更一致，同时也限制资本支出。美国经济中制造业率先滑入收缩区间，反映出当前美国经济已经露出了萎缩的端倪。

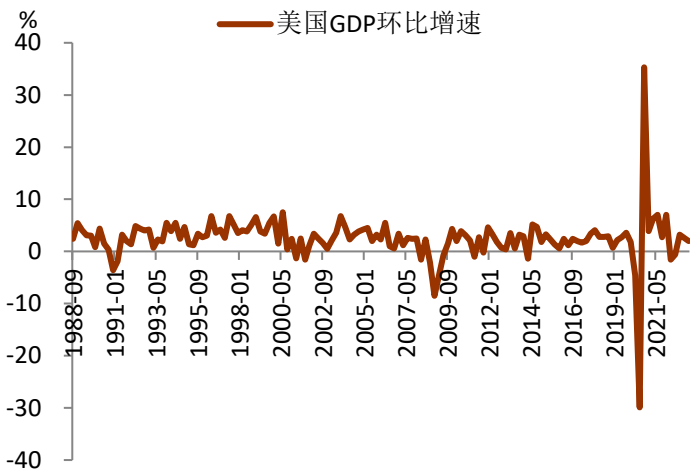
美国 5 月非农就业数据表现总量超预期，但也有结构性问题。美国 5 月新增非农就业人数 33.9 万，远超预期的 19.5 万；新增私人非农就业人数 28.3 万，高于预期 16.8 万；5 月失业率 3.7%，高于预期 3.5%；劳动参与率 62.6%，与预期持平。5 月工资增长放缓，环比增 0.3%，符合预期，同比增 4.3%，低于预期值 4.4%。美国 5 月新增非农就业超预期强劲的同时，失业率出现上升。非农就业的结构为服务就业保持强势，商品生产低位徘徊，与 PMI 数据中制造弱、服务强的格局一致。劳动参与率没有继续下行以及劳动人口的继续增长利于缓解劳动供给紧张。非农时薪增速缓和，对核心通胀压力没有进一步增加。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。

进入 6 月，美国的初请失业金人数跳涨，已经连续三周超过 26 万人，创 2021 年 10 月以来的新高，劳动力市场出现明显走弱的迹象。往后看，随着加息效应的不断体现，美国经济增速会进一步放缓，相应的职位空缺将会减少，今年上半年已有美国大型科技企业招聘放缓甚至裁员的计划屡屡推出，就业数据也将会逐渐走弱。

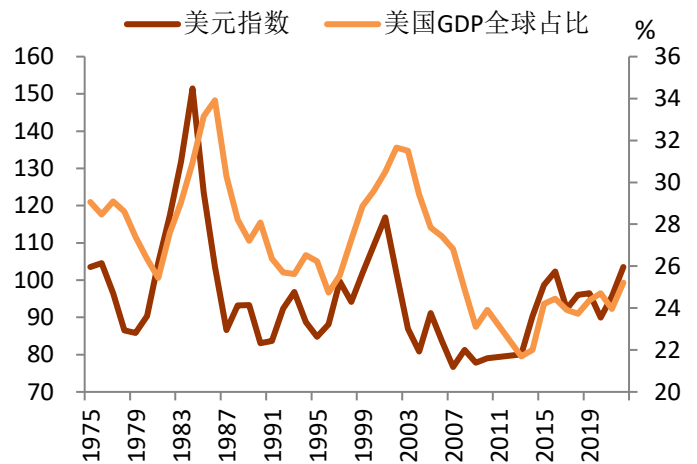
另外，作为美国经济的前瞻指标，美国的 10 与 2 年期国债收益率在 2022 年 7 月就开始持续倒挂，且倒挂幅度不断加深并创四十年最严重的程度。从历次每次曲线倒挂后美国经济走势看，在 10 年期和 2 年期利率倒挂后的一年到一年半左右的时间，美国经济会开始转弱甚至陷入衰退期，从倒挂到衰退平均 14 个月。

整体来看，美联储激进加息对经济的影响在逐渐显现，美国总需求将日趋降温，2023 年美国由于消费的支持虽显韧性，但已经在边际转弱，预计明年经济实现软着陆难度较大。

图表 6 美国 GDP 增速变化

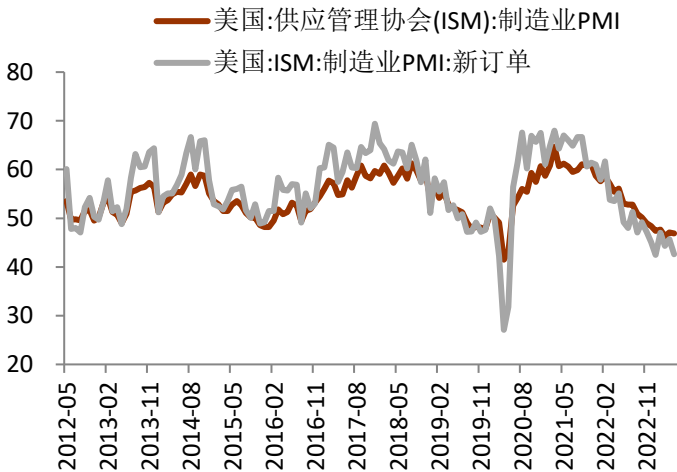


图表 7 美国 GDP 全球占比与美元指数变化

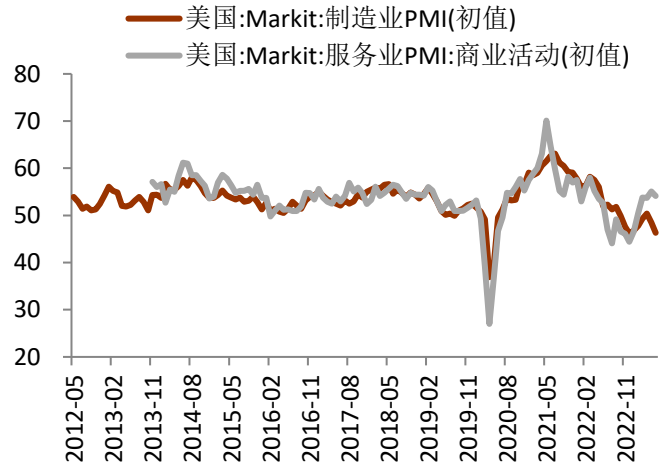


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 8 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

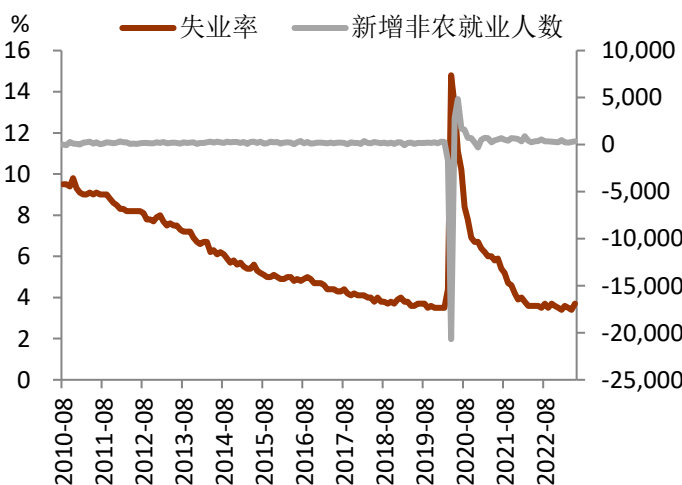


图表 9 欧元区制造业 PMI 增速变化

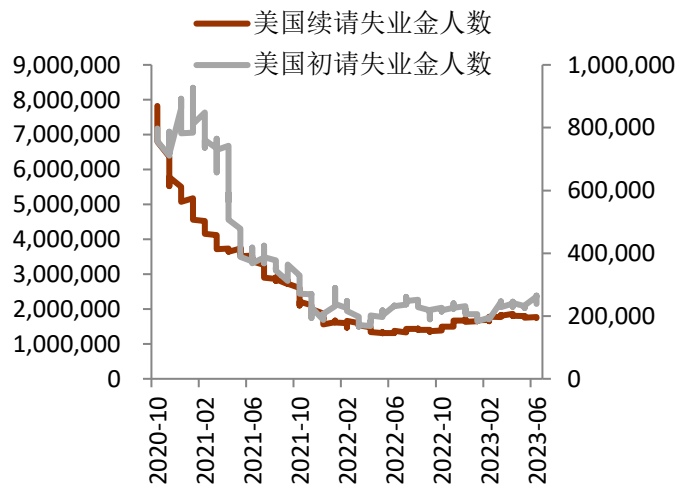


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 10 美国就业情况变化



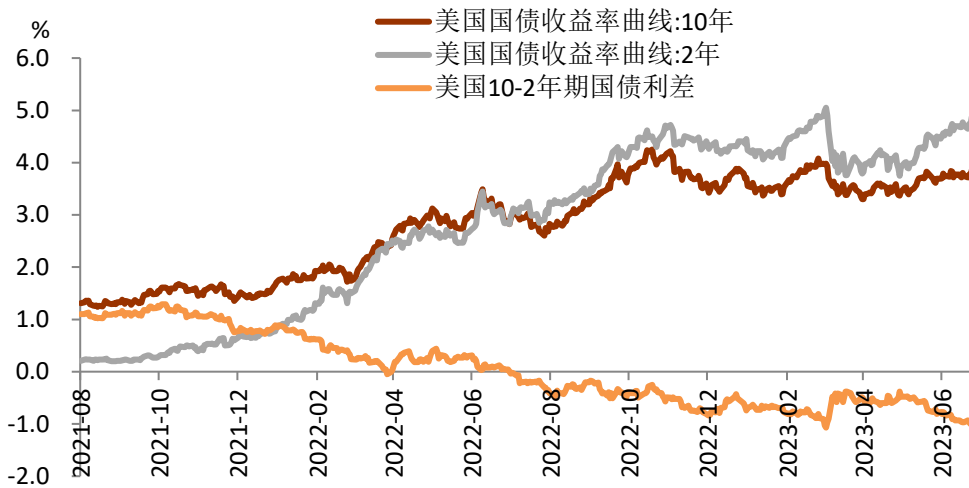
图表 11 美国初请失业金和续请失业金人数变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货



图表 12 美国 10-2 年期国债收益率持续倒挂



资料来源: Bloomberg, iFinD, 铜冠金源期货

## 2、美国通胀处于下行通道，但核心通胀粘性强

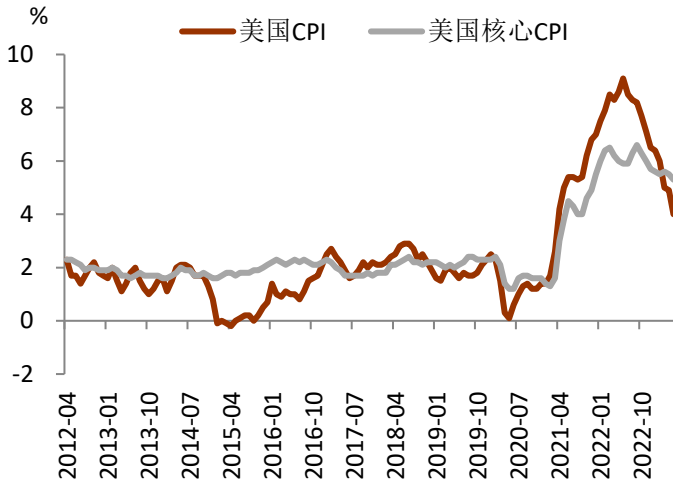
美国通胀已见顶回落，但核心通胀粘性依然很强。美国 5 月 CPI 同比增长 4%，略低于市场预期的 4.1%，前值为 4.9%，这是美国 CPI 同比涨幅自 2022 年 6 月创出 40 年来峰值 9.1%后连续 11 个月下降，增幅创 2021 年 3 月以来最低水平，美国 5 月核心 CPI 同比增长 5.3%，略高于市场预期的 5.2%，前值为 5.5%。美国 5 月物价上涨的主要推动因素来自二手车价格和住房价格的上涨。美国二手车价格已连续第二个月环比上涨 4.4%。住房价格 5 月环比上涨 0.4%，同比上涨 8.0%。能源价格的下跌则部分抵消了美国 5 月的通胀压力。当月，美国能源价格环比下降 3.6%，其中汽油价格环比下降 5.6%，创造了今年以来的最大环比降幅。剔除波动较大的食品和能源价格后，美国 5 月核心 CPI 同比涨幅为 5.3%，环比涨幅则连续第三个月保持在 0.4%。

尽管美国 5 月 CPI 数据超预期回落，但核心 CPI 依然处于高位，但显示高通胀仍有隐患。特别是核心服务对于通胀的支撑作用却在不断加强，劳动力薪资成为影响通胀走势的重要因素。由于当前美国劳动力市场供需还相对紧张，工资增速仍然较高，因此工资上涨对预计还将会对整体通胀起到一定的支撑作用，整体核心服务通胀的下滑速度预计将会偏慢。

美国 5 月 PCE 物价指数同比上涨 3.8%，符合预期，为自 2021 年 4 月以来首次回落至 4%以下，前值 4.4%。美国 5 月核心 PCE 物价指数月率录得 0.3%，符合预期 0.30%，略低于前值 0.40%。美国 5 月不含住房的核心服务 PCE 物价指数环比上涨 0.23%，为去年 7 月以来的最小涨幅，同比上涨 4.53%，仍很大程度上停留在高位。

由于住房租金和工资持续增长的粘性需要警惕，所以通胀预期并未明显回落。控制通胀依然是当前美联储最首要的政策目标。

图表 13 美国 CPI 与核心 CPI 变化



图表 14 美元指数与美国联邦基金利率变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

### 3、美联储加息将止，降息尚远

为抑制高通胀，美联储采取了有史以来最激进的加息行动，从 2022 年 3 月开启加息，已连续 10 次累计加息 500BP，且在经济预测中不断提高政策利率终点。

美联储在 6 月议息会议上如期宣布暂停加息，但释放了鹰派信号。6 月暂停加息是美联储在当前经济状况下的稳妥选择。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。

美联储主席鲍威尔在 6 月议息会议的发布会上表示，几乎所有与会者都认为，进一步加息是适宜的。加息可能是有道理的，但步伐要更适度。7 月会议将根据情况决定是否加息。今年降息不合适，没有政策制定者预计今年会降息。美联储依然坚决致力于 2% 的通胀目标。上次会议以来的数据超出了预期，大多数决策者预计经济的温和增长将继续。鲍威尔仍然认为存在实现软着陆的途径，强劲的劳动力市场逐渐降温可能有助于经济实现软着陆。点阵图和经济展望中暗示，年内还有两次加息，且各加息 25 个基点。在美联储会议之后，利率掉期不再押注美联储将在 2023 年降息。

美联储主席鲍威尔在国会众议院作证时再度强调，6 月只是“暂缓”加息，通胀压力仍然很高，未来可能会有更多的加息。利率决议将根据经济数据逐次做出，并不存在预设的路线。加息幅度已不再那么重要，按更加温和的幅度继续加息可能是合理的。

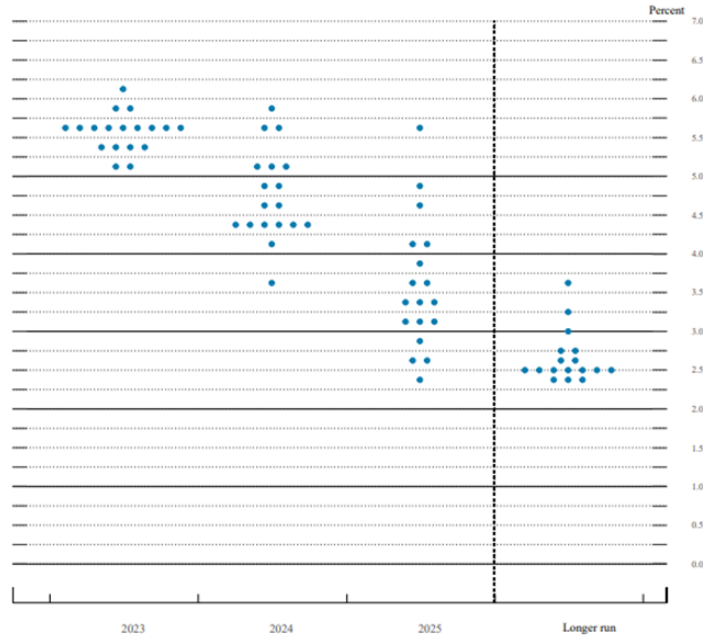
虽然美联储官员对于后续加息的态度仍有分歧，但通胀的不确定因素和支撑力量依然存在，美国通胀水平恢复至 2% 左右的目标区间还需要很长的时间，而过早的降息可能会刺激通胀水平及通胀预期再度上升。在通胀得到控制，经济衰退和就业趋弱的压力进一步显现，从而为美联储打开被动降息窗口之前，预计美国的政策利率或仍将维持在高位，甚至

有可能进一步加息。

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。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。

图表 15 美联储 6 月利率点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：Fed，铜冠金源期货

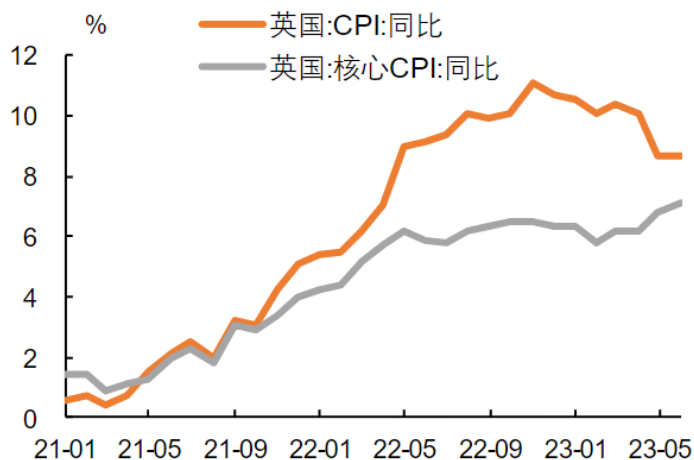
#### 4、英国央行超预期大幅加息，强化美联储再度加息预期

英国 5 月通胀超预期走高。英国国家统计局的数据显示，英国 5 月 CPI 同比上涨 8.7%，与上个月持平，高于预期值 8.4%；5 月核心 CPI（剔除波动较大的能源、食品、酒精和烟草价格）同比上涨 7.1%，高于 4 月份的 6.8%，是 1992 年 3 月以来的最高水平。

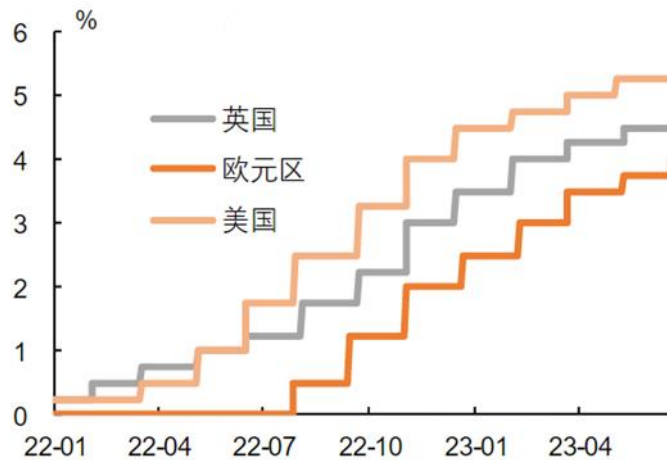
6 月 22 日，英国央行会议宣布将政策利率提高 50BP 至 5%，为 2008 年 4 月以来最高水平，这是英央行连续第 13 次加息，且加息幅度超过市场预期。

英国央行表示，英国物价和工资发展形势的第二轮影响可能需要更长时间才能消退，在劳动力市场紧张和需求持续有韧性的背景下，通胀的过程将更加持久，为了让通胀回落到目标 2%，将作出必要的收紧货币决定实现这一目标。由于在此轮美欧央行加息大潮流中，英国央行是领先开始行动的，美联储紧随其后，所以此次英国央行的超预期大幅加息，鲍威尔在国会听证会以及欧央行 Sintra 论坛上也表示年内有必要再加息两次，叠加欧央行、英国央行和挪威央行的鹰派行动和指引，市场对美联储加息预期进一步回升。

图表 16 英国核心通胀超预期回升



图表 17 海外央行利率变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

## 5、欧元区通胀高经济弱，欧央行将持续加息

今年一季度欧元区 GDP 终值环比下降 0.1%，连续两个季度 GDP 出现环比萎缩，欧元区经济陷入“技术性衰退”。欧元区一季度 GDP 调整后同比为 1%，连续第四个季度下滑，低于预期 1.2%和前值 1.8%，考虑到能源价格下降对欧元区经济的正面影响，预计二季度有可能恢复增长。

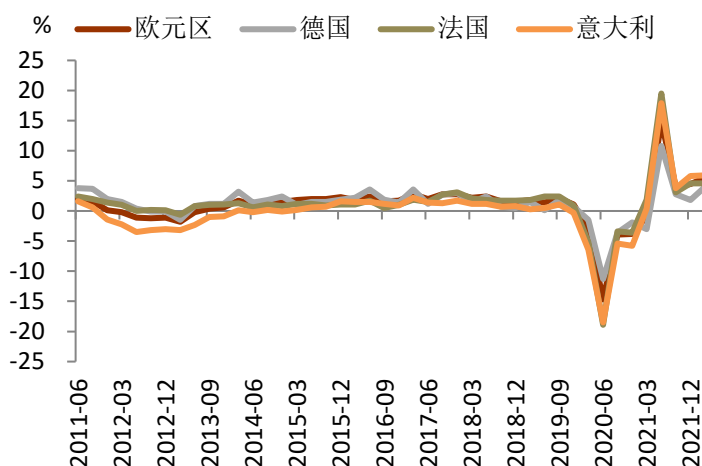
6 月欧元区经济景气程度继续下滑。欧元区 6 月综合 PMI 和服务业 PMI 初值创 5 个月新低，制造业 PMI 创 37 个月新低。6 月欧元区综合 PMI 录得 50.3，创 5 个月新低，该指数由 5 月的 52.8 进一步下跌，明显低于 52.5 的市场预期水平，仅略微高于增长与收缩的 50 分界线。欧元区 6 月服务业 PMI 录得 52.4，较 5 月 55.1 水平继续下滑，创 5 个月新低。制造业 PMI 初值进一步萎缩至 43.6，仍处于荣枯线以下，较 5 月 44.8 进一步下滑，创 37 个月新低。

欧元区的通胀虽然处于下降通道，但核心通胀依然处于高位。欧元区 6 月 HICP 同比增长 5.5%，预期为 5.6%，远低于上月的 6.1%。6 月欧元区核心 HICP 同比增长 5.4%，预期为 5.5%，前值为 5.3%。从欧元区通胀的主要组成部分来看，食品、烟酒预计 6 月同比增长最高（11.7%，5 月为 12.5%），其次是非能源工业品（5.5%，5 月为 5.8%）和服务业（5.4%，5 月为 5.0%），能源通胀同比继续下降（-5.6%，5 月为 -1.8%）。因能源成本下滑，使欧元区 6 月 HICP 继续超预期放缓，但核心通胀依旧顽固，距离中期回到 2%的目标仍有较远距离。再加上服务业通胀反弹，所以名义通胀的回落并不会影响到欧央行加息。

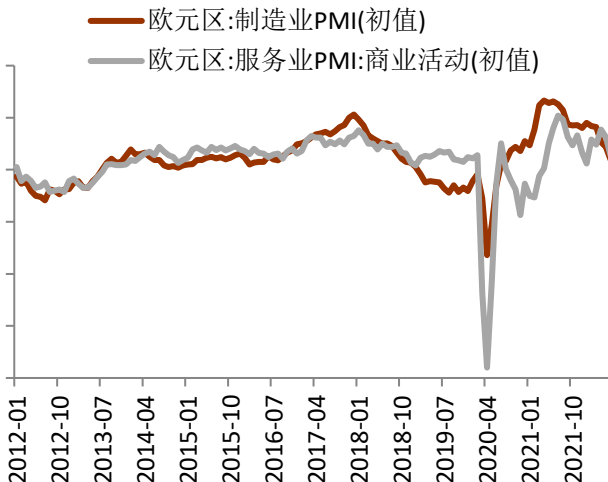
欧元区央行明确表示还将继续加息行动。在上周的欧洲央行中央银行论坛上，欧洲央行行长拉加德再次重申鹰派立场。表示如果基准情景保持不变，很可能在 7 月加息；目前

不考虑暂停加息，不考虑改变通胀目标。

图表 18 欧元区主要国家 GDP 增速变化

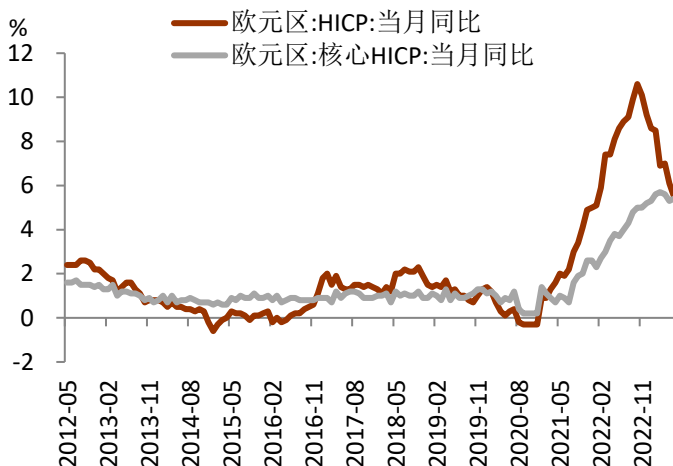


图表 19 欧元区 PMI 持续下滑

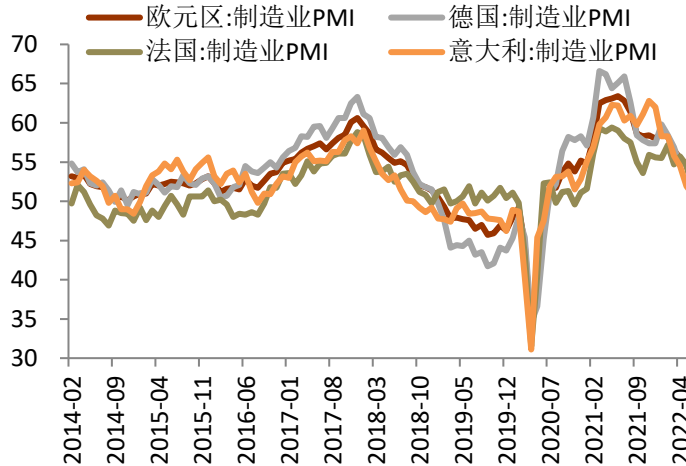


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 20 欧元区 HICP 变化



图表 21 欧元区各国制造业 PMI 增速变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

### 三、市场结构分析

#### 1、金银比价分析

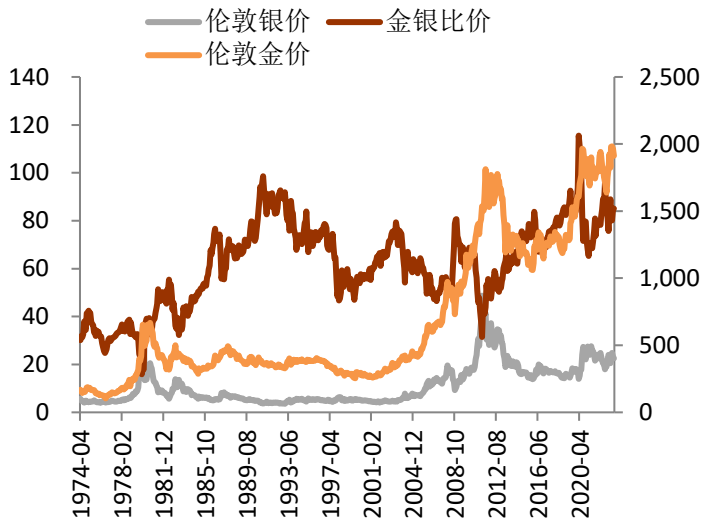
自从 1971 年尼克松宣布美元与黄金脱钩以来，金银价格开始剧烈波动，金银比价的波动区间非常大。长期来看，金银比价的重心一直在上移，并不存在明显的均值回归的规律。金银比价的阶段性波动主要由逻辑驱动。

2020 年金银比价的波动率明显加大，在 2020 年 3 月中旬达到 124 的历史高点，而后银价的补涨导致金银比价快速回落至 67 一线。2021 年金银比价的波动率变小，因金价走势整体强于银价，金银比价的重心整体上移。2022 年金银比价再度冲高后回落。

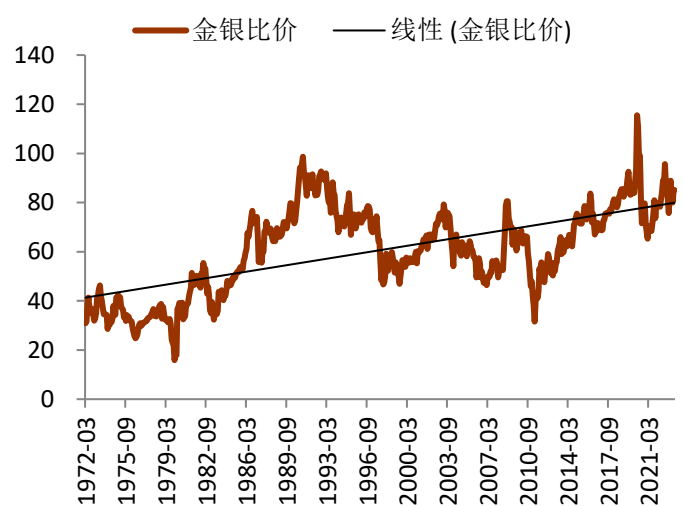
今年年初，在贵金属价格调整的过程中，COMEX 金银比价再度上涨，在 3 月初最高至 91 附近，随后贵金属价格低位反弹，COMEX 金银比价持续回调至 5 月至 78 一线，之后金银价格高位回调，COMEX 金价比价再度反弹。整体来看，金银比价有“在贵金属价格上涨趋势中，金银比价下降；在贵金属价格下降趋势中，金银比价上涨”的规律。我们预计贵金属还处于阶段性调整的过程之中，所以，下半年金银比价大概率还是会继续高走。

沪金银比价的走势变化与 COMEX 金银比价趋同，今年上半年人民币兑美元汇率大幅贬值，国内金价走势明显强于外盘，在金银比价回调的过程中，沪金银比价调整幅度明显小于 COMEX 金银比价。

图表 22 金银比价变化

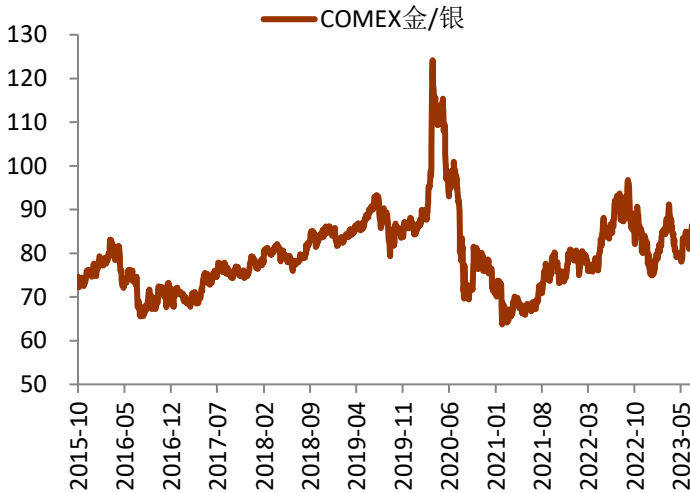


图表 23 银比价的线性趋势



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 24 COMEX 金银比价变化



图表 25 沪期金银比价变化



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

## 2、铜金比价分析

铜作为最主要的基本金属，其价格走势代表了基本金属的整体变化趋势。铜的需求弹性显著强于黄金，铜金比价可以代表投资者的风险偏好，也包含了市场对经济基本面的预期。

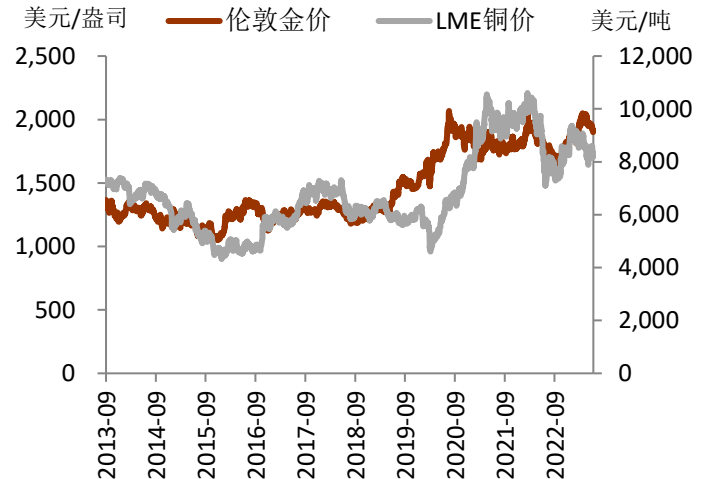
从历史上看，铜金比价的波动区间很大，LME 铜价/伦敦金价的波动在 3-12.2 之间。2021 年上半年在铜价创历史新高时，铜金比价从 4 一线上移至最高 5.7，之后铜金比价震荡下行，整体呈下降趋势。

今年年初，市场对中国经济复苏预期强烈，铜价在 1 月快速拉涨，铜金比价上涨。春节后，中国经济复苏预期未兑现，铜价重心不断下移。铜金比价也持续下降至 4 的低点。由于美国经济数据好于预期，铜价在 5 月底开启反弹，铜金比价也有所上涨，整体波动不大。当前国内市场处于政策观望期，政府着重促进经济高质量增长，不大会回到以前大规模刺激的老路，这将限制铜价反弹空间。预计铜金比价上行空间不大。

图表 26 铜金比价变化



图表 27 金价与铜价走势对比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

### 3、期现及跨期价差分析

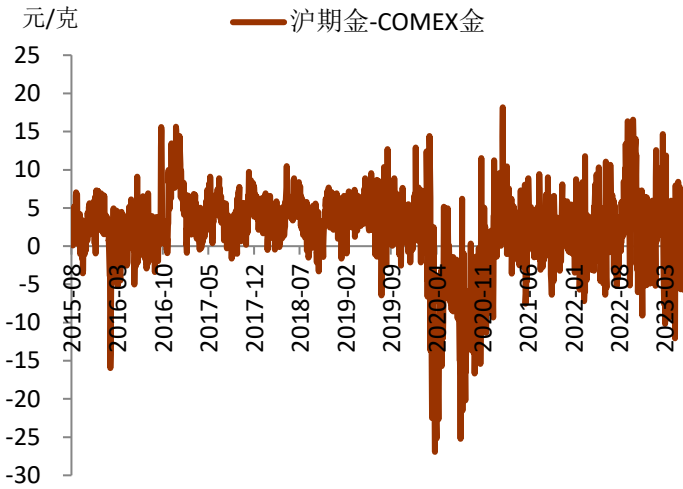
在 2023 年上半年，美国经济好于预期，叠加国内经济复苏不及预期，人民币兑美元汇率大幅贬值，离岸人民币兑美元汇率贬值幅度高达 8.5%，国内金银价格走势明显强于外盘。

金银内外盘价差受人民币兑美元汇率的影响明显。在人民币大幅贬值期间，沪期金与 COMEX 金银之间的价差快速扩大，沪期金与 COMEX 期金之间的价差几次达到 10 元/克以上。在人民币贬值期间，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，由于有套利资金的存在，期限价差的偏离并不显著。

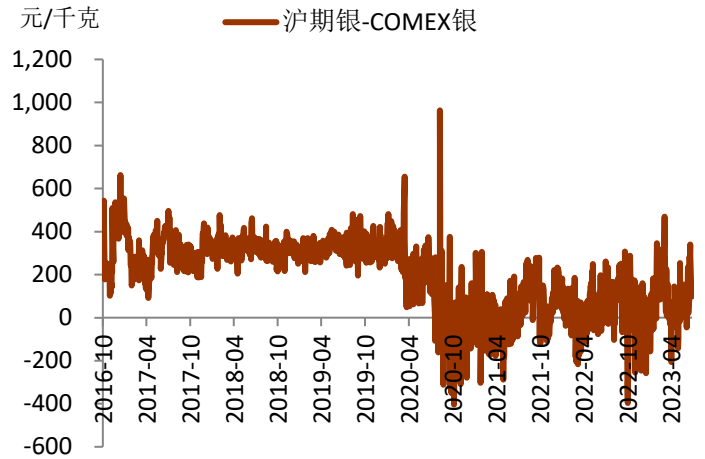
当前美联储此轮加息周期已接近尾声，预计明年美国经济衰退的风险加大，全球去美元化趋势强化，而中国经济复苏的方向是确定的，中美利差倒挂可能会持续收窄，预计人民币兑美元继续贬值的空间不大，上方的压力位可能在 7.3 附近。预计下半年内外盘金银价差会再度收敛。



图表 28 沪期金与 COMEX 金价差变化



图表 29 沪期银与 COMEX 银价差变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

#### 4、贵金属库存变化

CME 在 2020 年 3 月底改进交易机制扩大可交割品种之后，COMEX 黄金期货的库存从前期一直不足 1000 万盎司的水平，在 4 个月内迅速增加至 7 月份的 3600 万盎司以上（合计约增加 870 吨）。增加的库存中大部分都是新纳入交割品种的 400 盎司的金条。之后 COMEX 黄金库存仍呈缓慢增加的趋势，并在 2021 年 2 月份达到历史高点 3950 万盎司（约 1270 吨），之后库存开始持续下降。COMEX 白银期货的库存在 2020 年 6 月之后开始明显增加，在 2021 年 2 月份达到历史最高位，接近 40000 万盎司。

COMEX 黄金白银期货的库存均从 2021 年 2 月份的历史高点持续回落。进入 2023 年，第一季度金银库存均延续下降的趋势。第二季度，COMEX 黄金期货库存出现止跌回升，而白银期货的库存则继续小幅下降。

截至 2023 年 6 月 30 日，COMEX 黄金期货的库存有 2240 万盎司，合计约 696 吨，比上个月的库存减少 1.89%，比去年同期减少 32.09%。目前 COMEX 白银库存有约 2.76 亿盎司，合计约 8600 吨，比上个月的库存小幅增加 1.38%，比去年同期减少 18.03%。

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，6 月继续延续下降的趋势。当前上海黄金交易所的白银库存有 2159 吨，上海期货交易所的白银库存 1448 吨，国内两大交易所的白银库存共计 3607 吨，比年初的 4298 吨大幅减少了 691 吨。

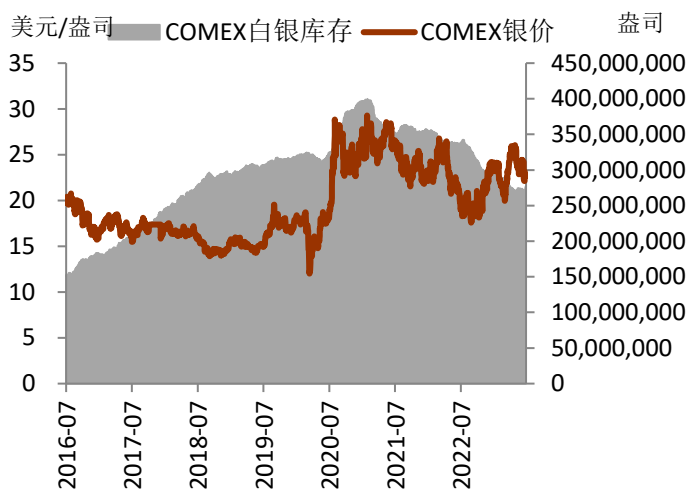
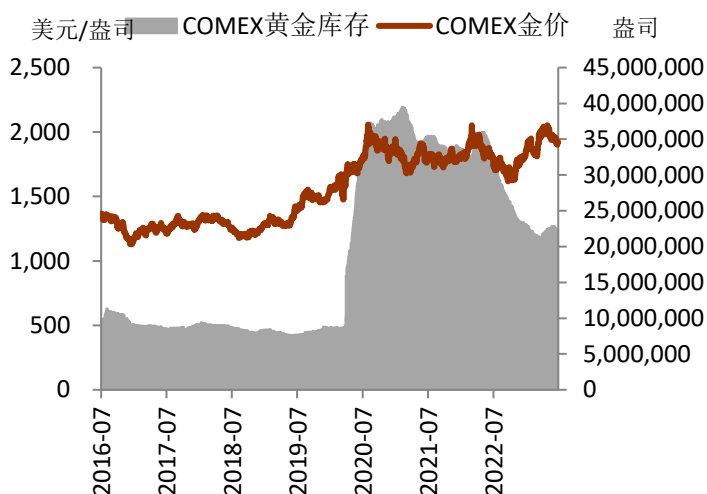
图表 30 COMEX 贵金属库存变化

|         | 2023/6/30 | 2023/5/30 | 2022/6/30 | 较上月<br>增减 | 变化率    | 较去年增<br>减 | 变化率     |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------|-----------|---------|
| 黄金(盎司)  | 22404532  | 22836578  | 32989551  | -432046   | -1.89% | -10585019 | -32.09% |
| 白银(千盎司) | 276512740 | 272737377 | 337321487 | 3775363   | 1.38%  | -60808748 | -18.03% |

数据来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 31 COMEX 黄金库存变化

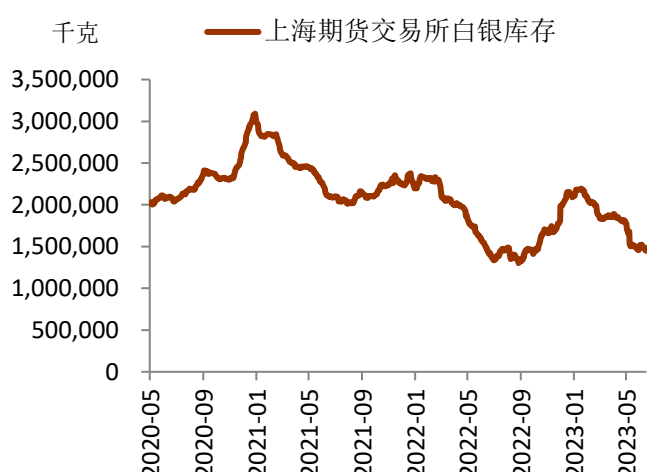
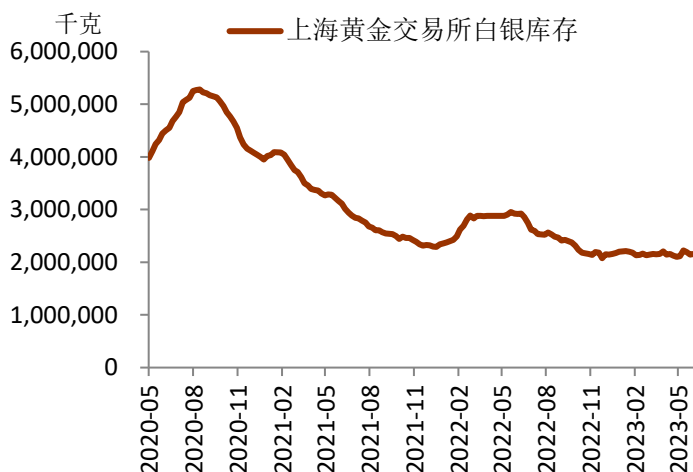
图表 32 COMEX 白银库存变化



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 33 上海黄金交易所白银库存变化

图表 34 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 投资需求分析

贵金属 ETF 的持仓变化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。黄金价格在 2020 年 8 月初达到历史高位后持续回调，但全球最大的黄金 ETF - SPDR Gold Trust 持仓量的继续增加，直到 2020 年 10 月才开始下降。在 2021 年 2 月初美国散户逼仓白银推升国际银价至 30 美元/盎司的高位时，全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量短期骤升至 2.1 万吨的历史高位。之后银价持续明显的回调，资金也持续流出白银 ETF。

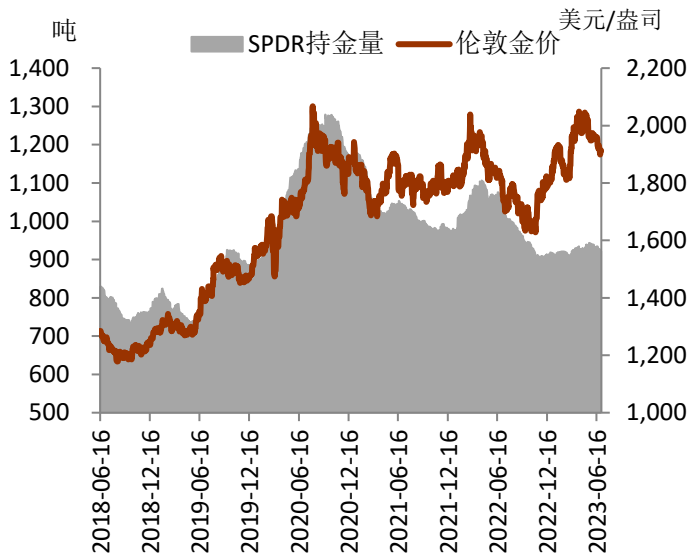
金银价格在今年 3 月开始再度上攻，但在此轮上涨中，黄金白银 ETF 的持仓并没有出现明显的增加。截至 2023 年 6 月 30 日，全球最大黄金 ETF-SPDR 的持金量为 925 吨，比去年同期减少 139 吨，同比降幅为 13%。距离 2012 年 12 月的高点 1353 吨的高点有很大的差距。目前全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量为 14561 吨，比全年同期减少了 2372 吨，降幅为 14%。这显示，此轮金银价格大涨的推动因素并不是投资需求。究其原因，当前进入逆全球化阶段，以及地缘政治风险加大背景下，加密货币分流了部分贵金属 ETF 的投资资金。

图表 35 贵金属 ETF 持仓变化

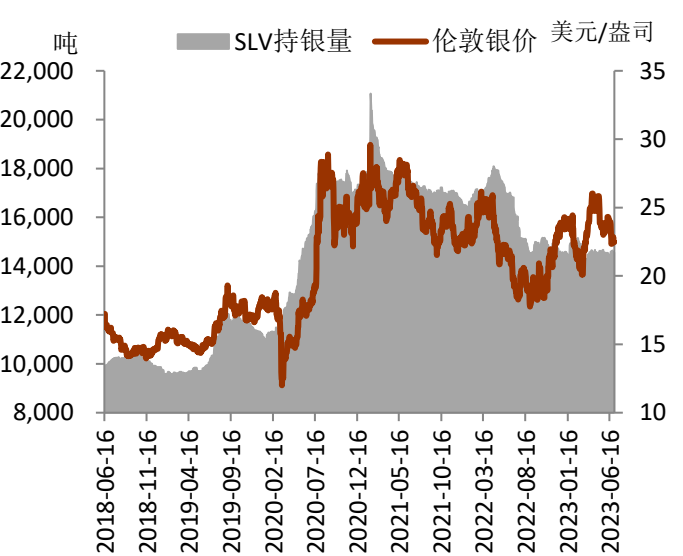
| 单位（吨）        | 2023/6/30 | 2023/5/30 | 2022/6/30 | 较上月增减 | 变化率    | 较去年增减 | 变化率     |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-------|--------|-------|---------|
| ETF 黄金总持仓    | 2880.66   | 2928.48   | 3225.76   | -48   | -1.63% | -345  | -10.70% |
| SPDR 黄金持仓    | 924.50    | 939.56    | 1063.94   | -15   | -1.60% | -139  | -13.11% |
| ETF 白银总持仓    | 23216.48  | 23257.90  | 26429.74  | -41   | -0.18% | -3213 | -12.16% |
| ishares 白银持仓 | 14560.81  | 14554.35  | 16932.70  | 6     | 0.04%  | -2372 | -14.01% |

数据来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 36 黄金 ETF 持仓变化



图表 37 白银 ETF 持仓变化



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

## 6、央行黄金储备大幅增加

黄金储备对于国家的经济安全和国际贸易有重要的保障作用，是国家经济平稳发展有重要的支撑。

从 2010 年开始，全球央行就成为黄金的净买入方。在 2020 年因金价走高而减少增持之后，全球央行在 2021 年重新成为黄金市场的大买家，总计增持 463 吨黄金，同比大增

82%。2022 年全球央行净增加了 1136 吨黄金，同比大幅增长 152.31%，创下历史新高。央行购金量占到了黄金总需求的 24%。目前全球各国央行黄金总储备量接近 35600 吨，是 30 年以来最高水平。

俄乌冲突发生以后，欧美冻结了俄罗斯央行在海外的外汇储备，各国央行加速其储备资产的多元化进程，黄金作为没有政治风险的资产受到央行的青睐，央行成为此轮金价上涨中最重要的推动力量。

逆全球化和去美元化背景，也为黄金需求提供支撑。目前全球经济面临滞胀风险，各国债务水平上升，地缘政治和经济的不稳定性增强，黄金储备的战略地位凸显。从各国黄金储备数量及排名来看，美国以 8000 多吨的黄金储备遥远领先，德国位居第二但差距很大。新兴市场国家的黄金储备在其外汇总储备中的占比一般都比较低。中国央行在今年一季度黄金储备增加了 58 吨。中国央行已连续 7 个月增持黄金储备。截至 2023 年 5 月底，我国黄金储备为 2092.33 吨，排全球第七。黄金储备在我国外汇储备种的占比依然非常低，有很大增长空间。

**图表 38 各国黄金储备数量及排名**

| 排名 | 国家和地区    | 黄金储备 (吨) | 占外汇储备比例 |
|----|----------|----------|---------|
| 1  | 美国       | 8133.5   | 68.8%   |
| 2  | 德国       | 3354.9   | 68.2%   |
| 3  | 国际货币基金组织 | 2814     | -       |
| 4  | 意大利      | 2451.8   | 65.4%   |
| 5  | 法国       | 2436.8   | 67.0%   |
| 6  | 俄罗斯      | 2326.5   | 24.9%   |
| 7  | 中国       | 2076.5   | 3.9%    |
| 8  | 瑞士       | 1040     | 7.4%    |
| 9  | 日本       | 846      | 4.3%    |
| 10 | 印度       | 794.4    | 8.5%    |
| 11 | 荷兰       | 612.5    | 57.7%   |
| 12 | 欧洲央行     | 506.5    | 35.5%   |
| 13 | 土耳其      | 491.2    | 31.4%   |

数据来源：World Gold Council，铜冠金源期货（截止于 2023 年 3 月）

## 7、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价格的短期走势。

在今年 3 月初开启的金银价格上涨过程中，黄金白银期货的非商业性净多单都快速增加，白银期货的非商业性净多单增加更加猛烈，这也直接解释了银价在此轮上涨中的涨幅

敬请参阅最后一页免责声明

远大于黄金。同样，5月初金银价格高位回落，黄金白银期货的非商业性净多单都减少，白银期货的非商业性净多单也减少更加迅速，这也直接导致在贵金属价格回调的过程中，银价的跌幅远甚于金价。

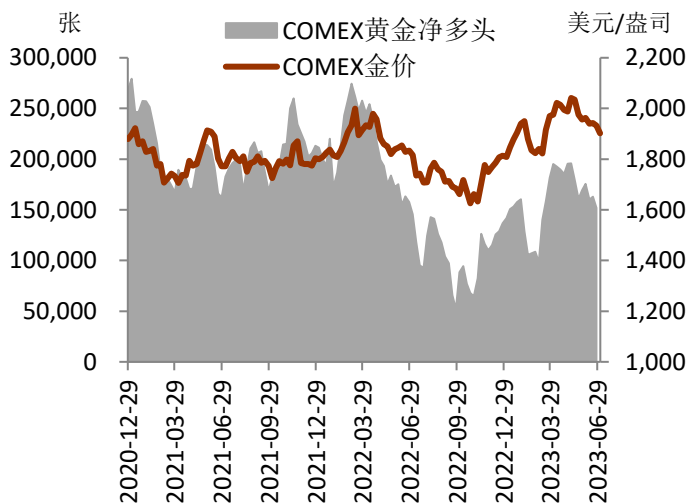
根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2023 年 6 月 27 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 151910 张；而 COMEX 白银期货的非商业性净多单持仓量为 19052 张。近期黄金白银期货的非商业性净多单还在继续下降，说明投机资金依然在流出，并看好接下来金银价格的走势。

图表 39 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

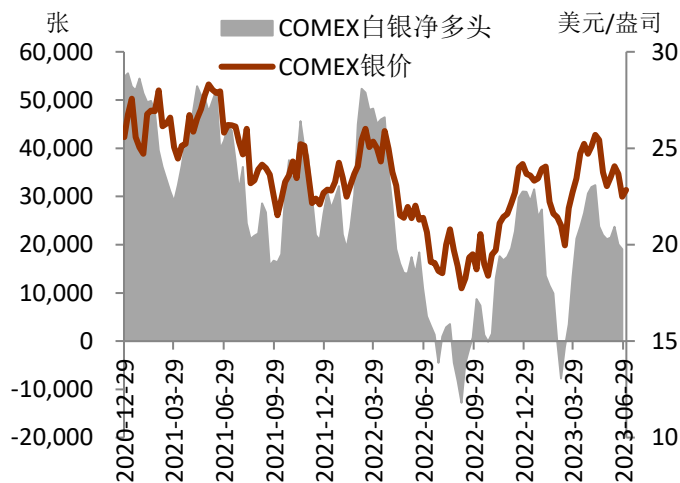
| 黄金期货       | 非商业性多头 | 非商业性空头 | 非商业性净多头 | 比上周变化  |
|------------|--------|--------|---------|--------|
| 2023-06-27 | 220881 | 68971  | 151910  | -11065 |
| 2023-06-20 | 229308 | 66333  | 162975  | 2766   |
| 2023-06-13 | 227317 | 67108  | 160209  | -15432 |
| 2023-06-06 | 237467 | 61826  | 175641  |        |
| 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  |
| 2023-06-27 | 45983  | 26931  | 19052   | -1006  |
| 2023-06-20 | 52547  | 32489  | 20058   | -3678  |
| 2023-06-13 | 55054  | 31318  | 23736   | 2261   |
| 2023-06-06 | 53149  | 31674  | 21475   |        |

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 40 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 41 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。在今年上半年，美国经济好于市场预期，且通胀的韧性较强，这决定了美联储的政策利率终点更高，维持高利率的时间更长。目前美联储的紧缩周期接近尾声但可能尚未结束，距离降息还很遥远。美国经济“衰退预期”，以及由此而引发的美联储“降息预期”将推迟兑现。我们认为，今年下半年金银价

格可能仍处于阶段性调整之中。

但从更长的周期来看，持续激进加息下，美国经济衰退压力已在加大，明年大概率进入降息周期，美国实际利率将持续下降，去美元化和避险需求将支撑黄金需求，金价将再次历史新高。中长期来看，黄金的资产配置价值凸显。

我们认为 2023 年下半年贵金属价格可能呈震荡偏弱走势。预计下半年 COMEX 期金主力合约的主要波动区间在 1850-1980 美元/盎司之间。COMEX 期银主力合约的主要波动区间在 21-24.5 美元/盎司之间。

投资策略建议：金银以区间震荡操作，当前可做阶段性多金银比价

风险因素：美国经济快速走弱

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。