



2023年10月8日

## 风险因素或已定价

## 金银将企稳回升

### 核心观点及策略

- 虽然美国经济和通胀的韧性决定了利率将在更长的时间维持高位，但近期贵金属价格的大幅下挫或已对当前美联储维持偏鹰派的货币政策进行了定价。近期地缘政治风险加剧，也会提振贵金属价格走势。我们认为，短期金银价格或已充分调整，接下来金银价格将企稳回升。
- 近期美元指数冲高回落，叠加国内经济明显修复，预计此轮人民币兑美元汇率贬值已处于尾声，节后金银内外价差将收敛。
- 中长期来看，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长期多头配置价值。
- 预计接下来一个月，金银价格将呈震荡上行走势。国际金价的波动参考区间为1830-1980美元/盎司，国际银价的波动参考区间为21-24美元/盎司。
- 策略建议：金银当前可逢低做多，或做空金银比价
- 风险因素：美国经济数据超预期

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、美国经济增长动能减弱，9月非农强劲不改劳动力市场放缓趋势.....	5
2、美国通胀超预期回升，美联储维持鹰派.....	5
3、欧元区经济维持疲弱，欧央行或停止加息.....	6
4、地缘政治风险加剧，巴以冲突再度升级.....	7
三、市场结构及资金流向分析.....	9
1、金银比价变化.....	9
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.....	13
6、CFTC持仓变化.....	14
四、行情展望及操作策略：.....	15

## 图表目录

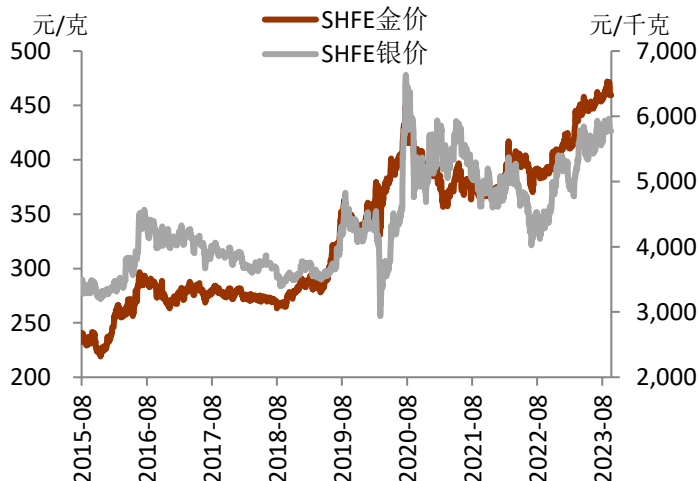
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势 .....	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势 .....	4
图表 3 金价与美元指数走势变化 .....	4
图表 4 金价与美债利率走势变化 .....	4
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化 .....	7
图表 6 美欧经济意外指数变化 .....	7
图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化 .....	8
图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化 .....	8
图表 9 美国就业情况变化 .....	8
图表 10 主要经济体 CPI 变化 .....	8
图表 11 美国通胀预期变化 .....	8
图表 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 .....	10
图表 16 金价与铜价走势对比 .....	10
图表 17 沪期金与 COMEX 金价差变化 .....	11
图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化 .....	11
图表 19 沪期金与沪金 T+D 价差变化 .....	11
图表 20 沪期银与沪银 T+D 价差变化 .....	11
图表 21 COMEX 贵金属库存变化 .....	12
图表 22 COMEX 黄金库存变化 .....	12
图表 23 COMEX 白银库存变化 .....	12
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 .....	13
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 .....	14
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

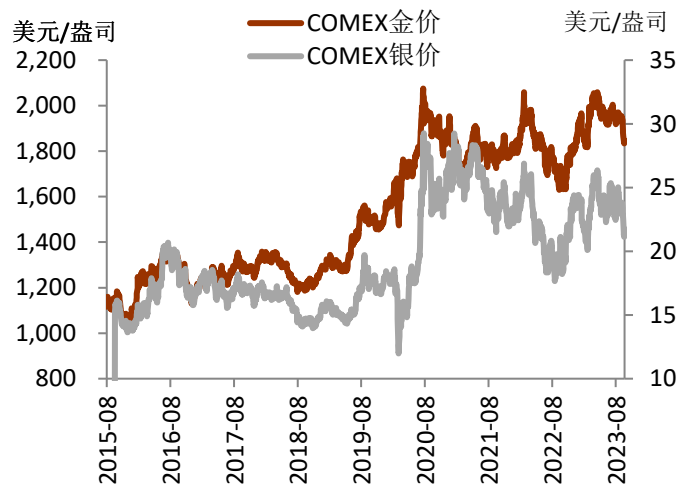
9月美联储持续紧缩预期主导市场，贵金属价格承压震荡下行。特别是在9月底10月初，随着美元指数持续走强，以及10年期美债收益率持续再创新高，前期表现抗跌的黄金价格加速下跌，国际金价最低触及1825.3美元/盎司，逼近今年3月的低点。截至10月6日，COMEX黄金主力合约报收于1847美元/盎司，COMEX白银期货主力合约报收于21.76美元/盎司。

人民币兑美元汇率在9月高位震荡，虽然央行再度出手稳定汇率，但贬值预期依然强烈，国内金银与外盘的价差继续走阔。特别是国内金价表现与外盘明显劈叉，外盘内强明显，且价差不断刷新历史新高。直到9月底，内外价差才略有收敛的迹象。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

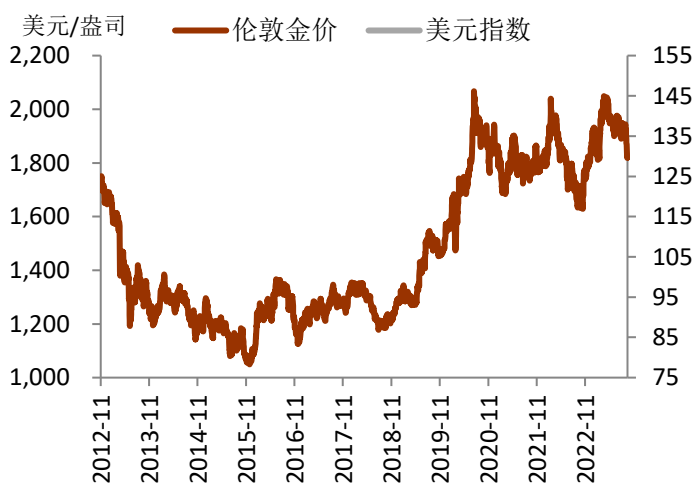


图表2 近5年COMEX金银价格走势

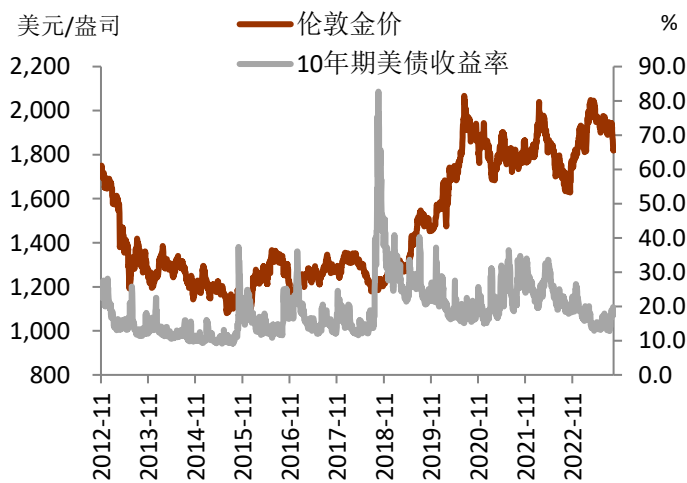


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

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

9月美国增长边际放缓，但仍有较强韧性，欧元区增长动能维持疲弱。美联储与欧元区央行对未来货币政策的态度出现分化，9月美联储如预期未加息，但维持鹰派立场，释放可能继续加息的信号；欧央行加息但暗示或利率已抵达终点。美元指数维持强势运行，美债收益率持续创新高。

### 1、美国经济增长动能减弱，9月非农强劲不改劳动力市场放缓趋势

进入9月以来，美国经济增长边际放缓。美国8月零售销售月率录得0.6%，超过预期的0.2%，前值从0.70%下修至0.5%。8月零售销售额增长主要受油价大涨拉动，加油站销售额环比大幅增长5.2%。剔除加油站销售额，8月零售销售额仅增长0.2%。房地产有所走弱，8月新屋开工和销售环比分别录得-11.3%和-8.7%，均低于市场预期。当前高利率、信贷收紧对美国消费的挤压已开始显现，个人消费支出增长将放缓，美国经济的压力再加大。

美国9月非农数据大超预期，新增非农就业33.6万人，高于预期的17.0万人，前值由增18.7万人上修至增22.7万人；失业率3.8%，高于预期的3.7%，前值3.8%；平均时薪环比+0.2%，低于预期的+0.3%，前值+0.2%。美国9月新增非农超预期上行，休闲酒店业、运输仓储、专业和商业服务是主要贡献项。9月劳动参与率维持年内高位，退休者减少，再进入者增加，指向劳动力就业意愿增加，同时失业率并未随超预期的新增就业数据下行，9月时薪同比增速较8月超预期回落，均释放就业市场有序放缓的积极信号。此外，考虑到美国罢工潮持续蔓延，预计后续美国就业市场将逐步进入降温通道。

### 2、美国通胀超预期回升，美联储维持鹰派

油价大幅上涨推高8月美国通胀回升。美国8月CPI同比涨幅从7月的3.2%反弹至3.7%，为连续第二个月同比增速反弹，超过预期的3.6%。8月CPI环比增速也由7月的0.2%加快至0.6%，符合预期，为14个月来最大的环比涨幅。其中，汽油价格环比上涨10.5%，成了重要推手。核心CPI环比涨幅较上月的0.2%小幅至0.3%，超预期的0.2%。核心CPI同比增速继续放缓，但环比涨幅6个月来首次加速，增速高于预期，凸显了物价压力。结构上，8月能源指数环比大幅上涨5.6%，驱动CPI反弹；8月运输指数环比涨幅扩大至2%，医疗服务指数环比涨幅反弹至0.2%，且住房指数环比涨幅仍具粘性，是核心CPI压力仍居高不下的重要因素。目前来看，需警惕油价上涨对核心通胀的传导，预计美国年内的通胀下行速率仍将较为缓慢。

美联储9月会议如期未加息，但11月再加息一次的概率依然较大。会议后多位美联储官员发声，“鹰派”代表鲍曼表示仍需进一步加息，多位官员认为高利率环境需要更长时间维持。美联储9月议息会议声明，维持联邦基金利率为5.25-5.5%目标区间，符合7月会议

后的市场主流预期，且声明中没有删除“额外政策巩固”的措辞。美联储大幅上调 2023 年经济增长预期，由 1%至 2.1%；上调 2024 年经济增长预期，由 1.1%至 1.5%，可见美联储对“软着陆”更有信心，进一步弱化了 2024 和 2025 年的衰退预期，继而认为美联储可以维持高利率更长时间。美联储主席鲍威尔表示，如果合适，准备进一步提高利率，将会逐次会议做出决策。美联储在今年最后两次会议上做出的决策将取决于全部数据的综合情况；从未打算就任何降息的时间发出信号，在适当的时候会有降息的时机。鲍威尔讲话维持鹰派，其不止一次谈及“中性利率”可能更高，这可能为年内下一次加息做铺垫。经济预测数据也暗示高利率维持更长时间。

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都将维持在高位。鉴于美国通胀的韧性，以及经济表现好于预期，即便美联储 9 月份暂停加息，美国通胀的韧性决定了高利率将维持更长的时间，并存在再次加息的可能性。而市场对于美联储货币政策的预期差还在继续修正。从联邦掉期利率的交易来看，目前市场对于首次降息的时间已推迟至明年 9 月。

### 3、欧元区经济维持疲弱，欧央行或停止加息

欧元区经济增长动能维持疲弱。9 月欧元区综合 PMI 维持在 47.1 的低位，制造业 PMI 下行至 43.4；服务业 PMI 维持在 48.4 的低位，连续两个月低于荣枯线。

欧元区通胀处于下降通道之中。欧元区 8 月 HICP 同比涨幅下修至 5.2%，预期和初值为 5.3%；剔除能源和未加工食品，欧元区 8 月核心 HICP 同比涨幅 6.2%，持平于预期和初值，连续五个月放缓。

欧元区央行在 9 月 14 日的议息会议上，超预期加息 25BP，加息后欧元区的利率水平已经达到 1999 年欧元问世以来的最高点。但会后声明却显示，欧洲央行很可能已经完成了本轮加息周期，根据目前的评估，当前的政策利率已经达到了可以让通胀回归目标的水平。此外，欧洲央行预测，欧元区今年底 HICP 将达 5.6%，而 2025 年有望回落到 2.2%，接近欧洲央行 2%的控制目标；欧元区今年 GDP 将小幅下修至 0.7%，略低于欧盟委员会 11 日预测的 0.8%的增幅。

欧盟委员会最新数据显示，欧元区 2023 年 GDP 增长预期从此前的 1.1%下调至 0.8%，2024 年的增长预期也从 1.7%下调至 1.3%，主要原因是欧洲最大经济体德国的增长预期大幅下滑。预计 2023 年德国经济将萎缩 0.4%，为欧盟主要经济体中唯一一个出现衰退的国家；预计 2023 年欧元区通胀率为 5.6%，2024 年为 2.9%。

欧元区经济疲软但通胀顽固，让欧央行的两难困境加剧。美国经济韧性仍强于欧元区。市场更倾向于美联储可能再加息一次，欧央行将至此结束加息，欧元对美元汇率持续下挫创近十个月新低。

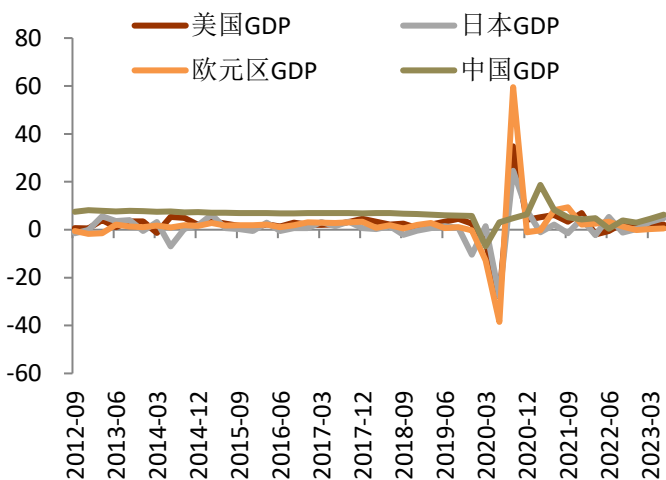
#### 4、地缘政治风险加剧，巴以冲突再度升级

10月3日，因与民主党妥协避免政府关门，美国众议院议长麦卡锡被罢免，任期仅269天，成为美国历史上任期最短的众议院议长。麦卡锡被罢免虽然对2024财年预算谈判没有实质性影响，但这一戏剧性变化凸显共和党内部分歧，随着2024年总统大选的日益临近，两党之间的对抗和分歧或更加剧烈，两党合作的难度可能进一步加大。

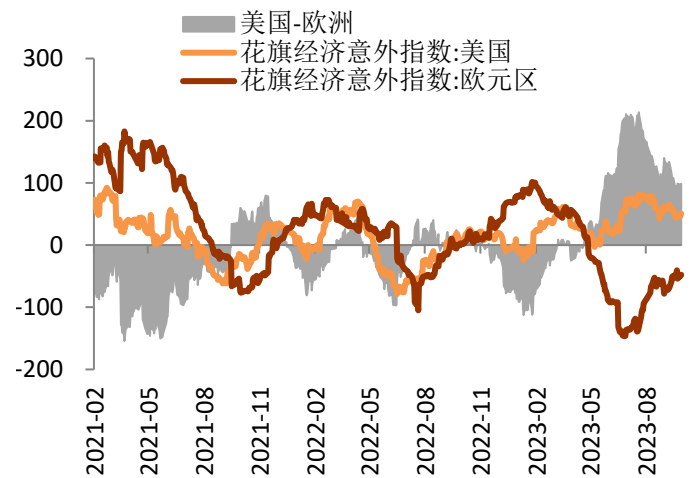
10月30日通过的短期融资法案只能支持政府运作到11月17日，在此之前两党需要通过2024财年预算或再次通过短期融资法案。麦卡锡被罢免导致预算谈判变得更加复杂。短期看，预算谈判变得更加复杂，不排除11月17日前美国再次面临政府关门的危险，但即使发生，持续时间可能低于1个月，对增长影响或有限。但中长期看，麦卡锡被罢免进一步激化市场近期对美国财政可持续性的担忧，推高了美国国债的风险溢价，加剧长期国债利率上行的压力。

10月7日，巴勒斯坦伊斯兰组织哈马斯从南部袭击以色列，新一轮巴以冲突已致逾600人死亡。中东局势骤然紧张。中东地区是石油主产国，如果冲突加剧，阿拉伯国家可能削减石油产量、石油禁运措施，推升油价。而受避险情绪推动，黄金价格也会支撑。

图表5 主要经济体 GDP 增速变化

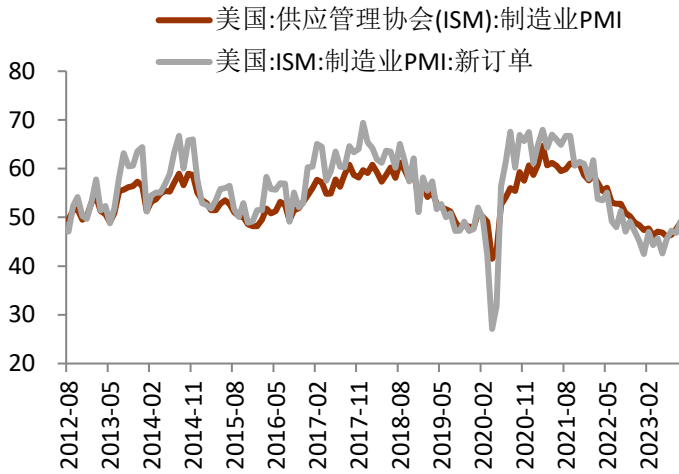


图表6 美欧经济意外指数变化

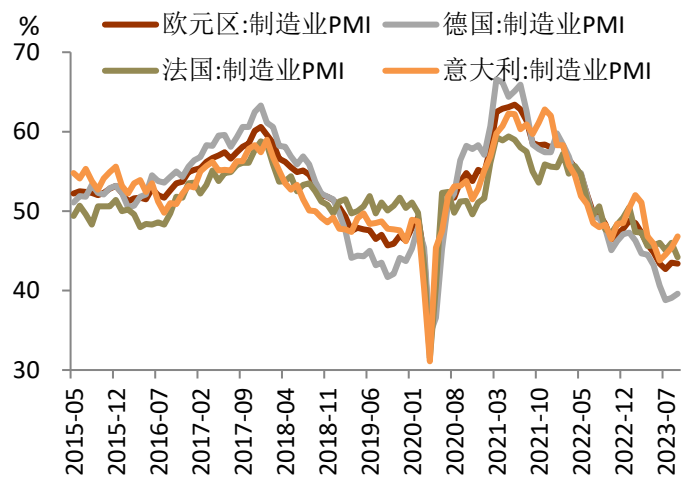


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

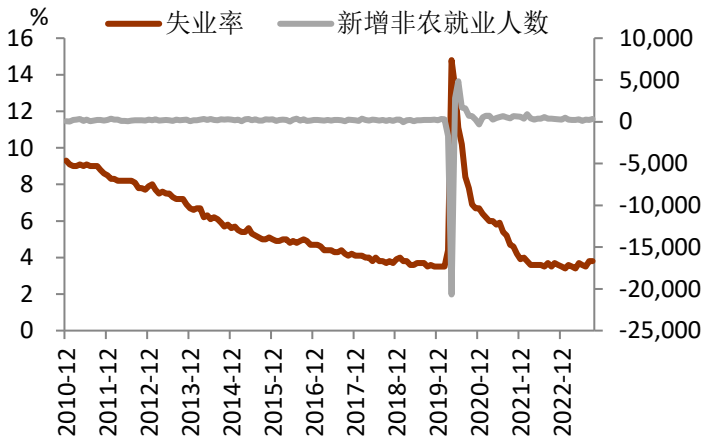


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

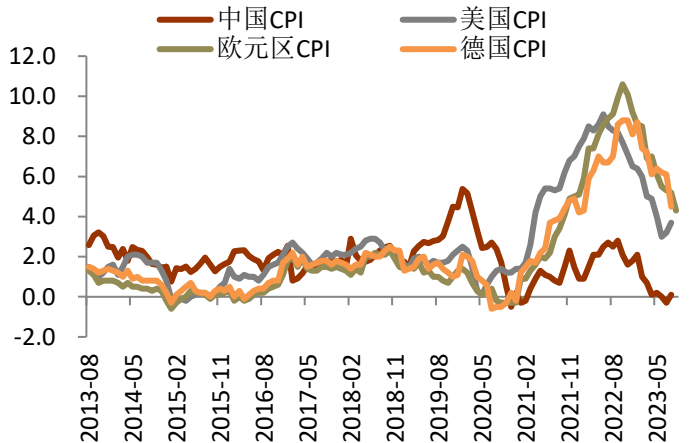


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 美国就业情况变化

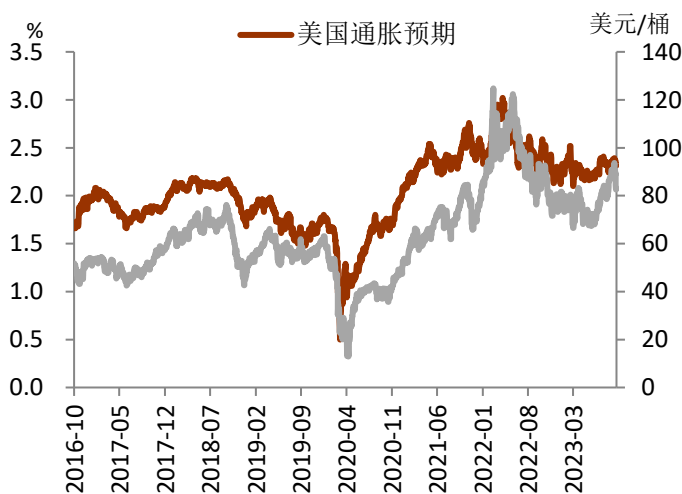


图表 10 主要经济体 CPI 变化

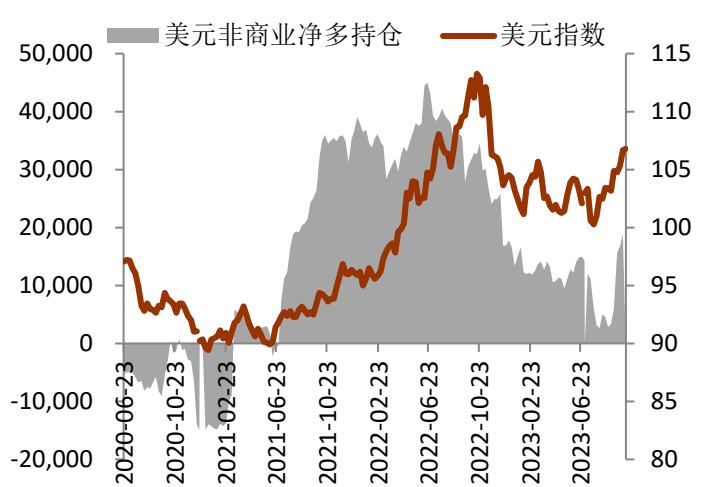


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

敬请参阅最后一页免责声明



### 三、市场结构及资金流向分析

#### 1、金银比价变化

9月国际金银价格整体走势震荡下行，弹性更大的银价的月度跌幅依然大于金价，COMEX金银比价先从80上涨至84，再回调至81附近。受人民币贬值预期、以及央行收紧黄金进口配额影响，国内金价维持强势运行，金银外弱内强的格局持续。金银价格整体高位震荡，沪金银比价从9月初的78小幅上涨至81一线。在9月底国内节前最后一个交易日，国内金价出现异常波动，金价明显回调时，沪金银比价也走低至79附近。

考虑到长假期间国际金价大幅下挫，且近期美元指数出现高位回调的迹象，汇率对国内贵金属价格的支撑会减弱，预计节后国内金银价格大概率会以短期大幅下挫的走势来完成与跟随同步波动。鉴于国际金银价格以跌至今年年内低点附近，我们认为金银下跌的动能和空间已经基本到位，后市止跌企稳的概率更大。弹性更大的银价，后市会有更好的表现，金银比价可能会回落。

图表 13 COMEX 金银比价变化



图表 14 沪期金银比价变化



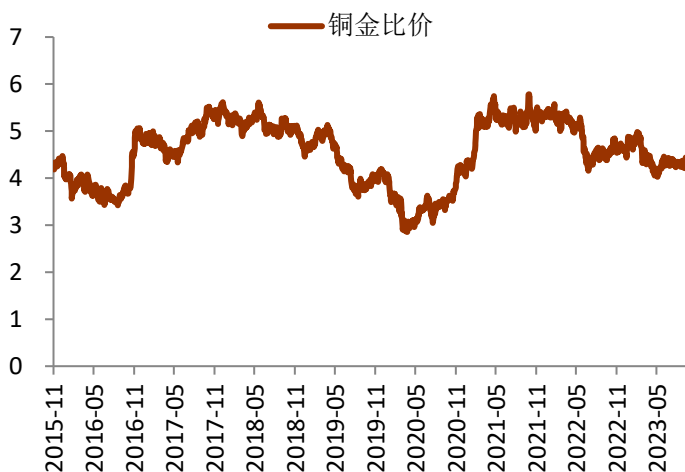
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

#### 2、铜金比价变化

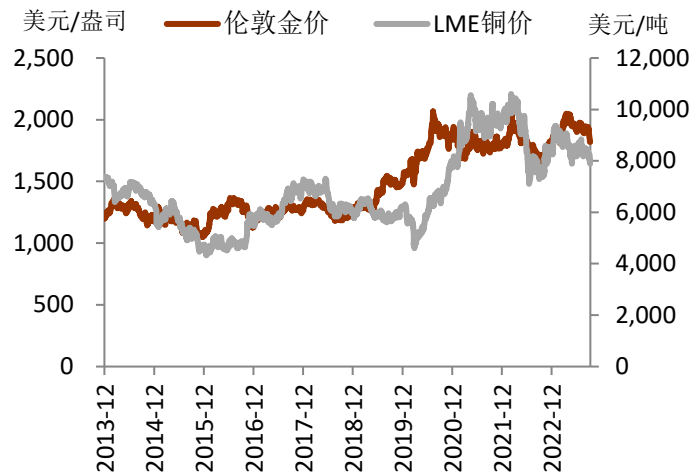
铜的需求弹性显著强于黄金，铜金比价的变化可以代表市场上投资者的风险偏好。9月铜价走势震荡下行，与金价走势相仿，铜金比价波动很小，仅在4.2-4.4之间窄幅波动。

从最新公布的国内经济数据企稳回升来看，国内经济已处于修复的通道之中。虽然当前市场信心依然不足，且经济修复的过程会曲折复杂，但国内经济向好的大方向是确定的。预计后市铜价会企稳回升，且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

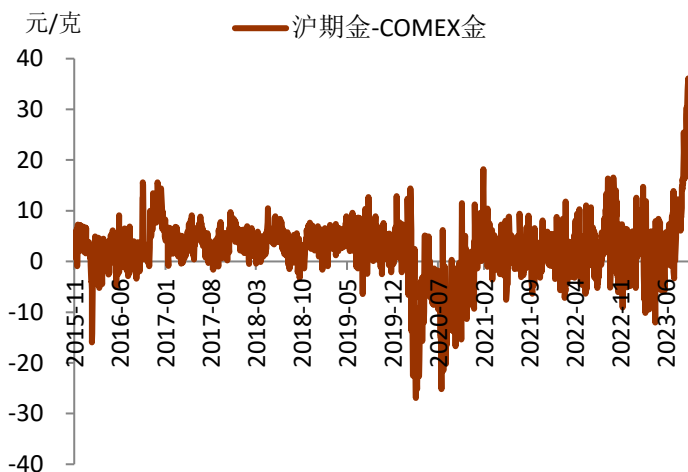
金银内外盘价差受人民币兑美元汇率波动，以及汇率变化预期的影响较为明显。

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。进下半年，央行加强汇率维稳管理，虽然人民币兑美元汇率单边贬值趋势趋缓，但国内经济弱现实压制下，9月初人民币兑美元汇率明显贬值至逼近去年10月高点7.37，在央行加强干预下，汇率再度企稳。但市场对人民币贬值预期依然强烈，于此相应的是金银价格走势外弱内强，且内外价差持续走阔，不断创出历史新高。沪期金与COMEX期金主力合约的价差一度达到30元/克，沪期银与COMEX期银主力合约的价差一度达到619元/千克的极端水平。

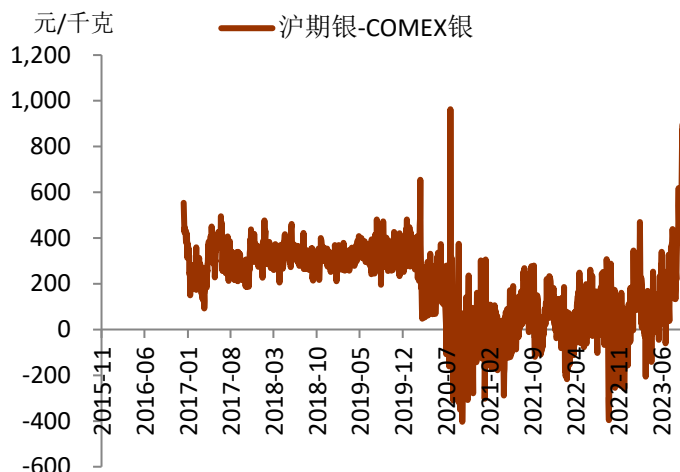
近期美元指数出现冲高回落迹象，且结合国内经济数据企稳回升，我们认为，人民币兑美元的贬值已处于尾声，后续人民币可能出现升值。升值的幅度或仍取决于经济修复的程度和持续性。

因国庆长假期间外盘贵金属价格大幅下挫，特别是国际金价出现了罕见的九连跌的现象，预计节后国内金价会以短期大幅下挫的走势来完成与外盘的同步波动。国内金银价格的高升水也会大幅收敛。

图表 17 沪期金与 COMEX 金价差变化

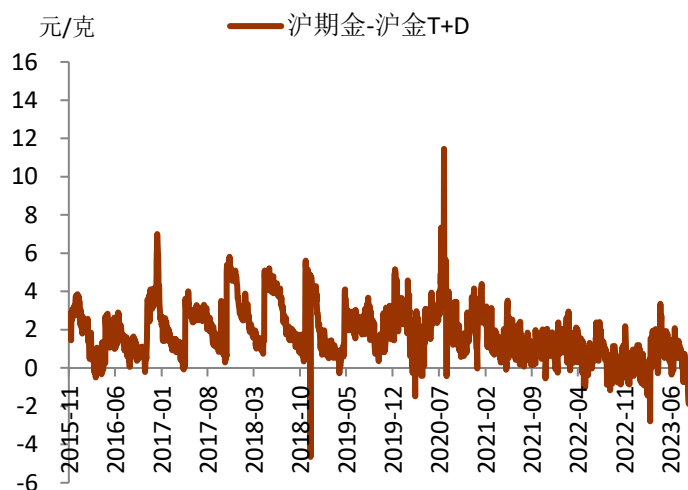


图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化

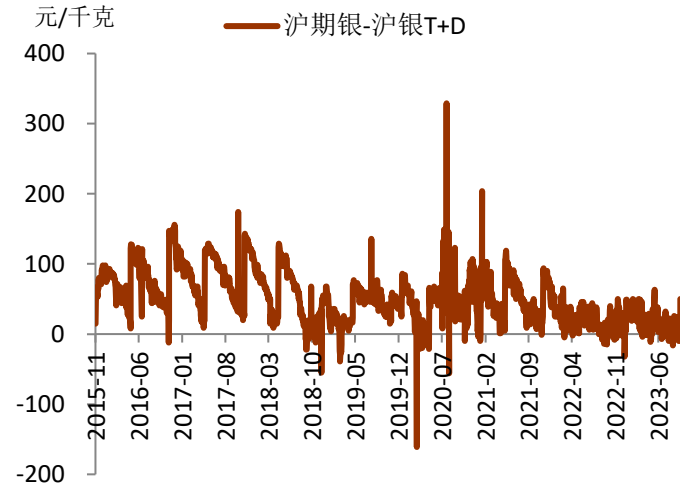


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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，在 8 到 9 月，COMEX 黄金白银期货的库存都在下降。

截至 2023 年 10 月 6 日，COMEX 黄金期货的库存有 2075 万盎司，合计约 645.5 吨，环比减少 3%，比去年同期大幅减少 21%；COMEX 白银库存降至 2.74 亿盎司，合计约 8508 吨，环比减少 1.7%，比去年同比减少 12.5%。

今年上半年，上海期货交易所的白银库存持续下降，上海黄金交易所的白银库存变化

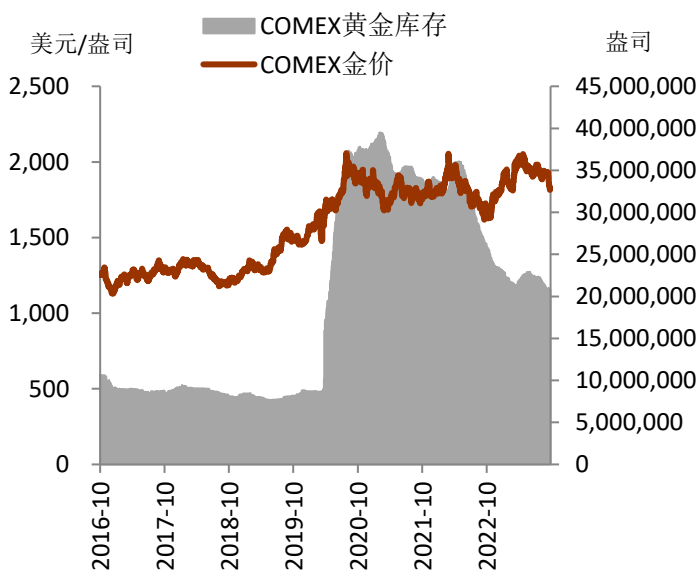
不大。进入 7 月之后，上海期货交易所和上海黄金交易所的白银库存都减少，当前国内两大交易所的白银库存共计 3034 吨，比 8 月底 3296 吨减少了 262 吨。

图表 21 COMEX 贵金属库存变化

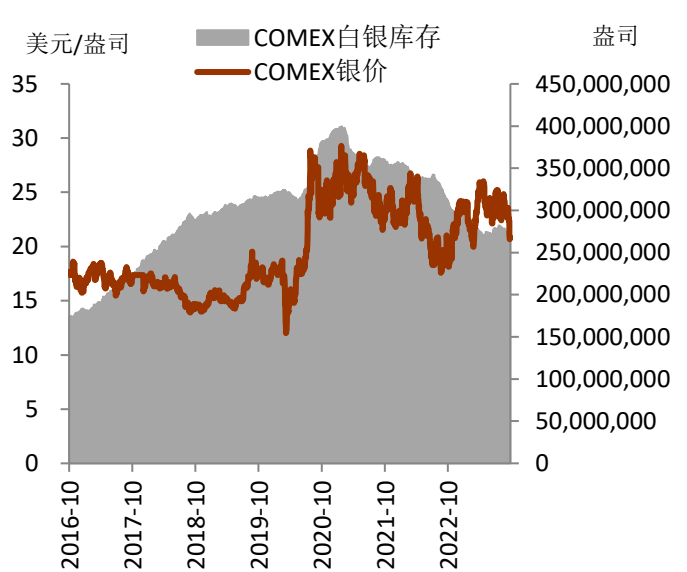
	2023/10/6	2023/9/6	2022/10/6	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	20749855	21388420	26255834	-638565	-2.99%	-5505979	-20.97%
白银(千盎司)	273555136	278377218	312735556	-4822082	-1.73%	-39180420	-12.53%

资料来源: iFinD, Bloomberg、铜冠金源期货

图表 22 COMEX 黄金库存变化

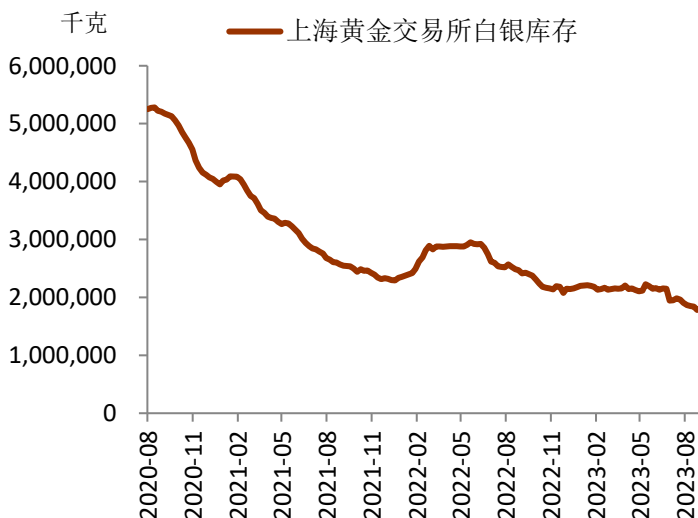


图表 23 COMEX 白银库存变化



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。虽然当前 ETF 的持仓变化与金银价格变化的跟随性有所减弱，但整体趋势的正相关性依然存在。

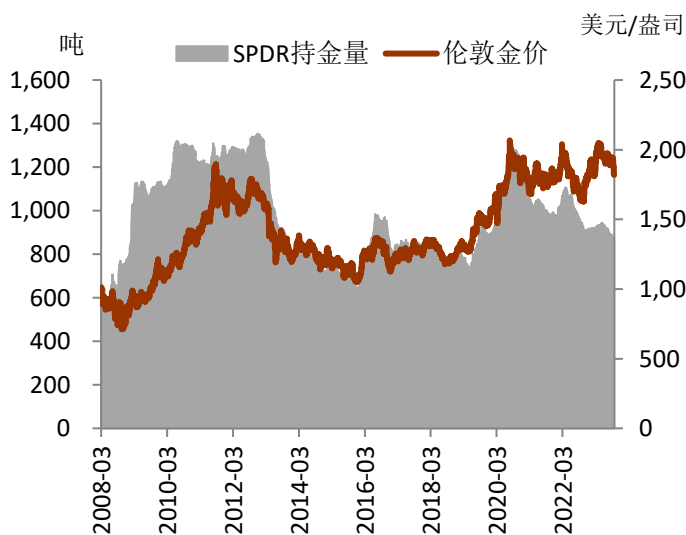
9 月至 10 月初，金银价格重心下移，资金也在持续流出黄金 ETF 白银。截至 10 月 6 日，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持仓量为 866 吨，比上个月同期减少了 21 吨；全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量为 14032 吨，比上个月同期增加了 454 吨，增加的黄金 ETF 主要来自于 10 月初的几个交易，ishares 的白银持有量增加了近 300 吨。跟去年同期相比，黄金白银 ETF 的持仓都有明显下降。近期投资资金的在大幅流入白银 ETF，显示资金更看好后期银价的走势。

图表 26 贵金属 ETF 持仓变化

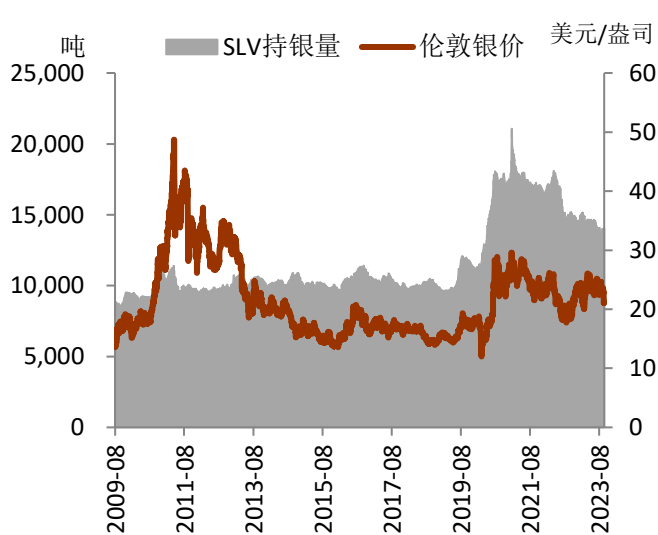
单位：吨	2023/10/6	2023/9/29	2023/9/6	2022/10/6	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	865.85	873.64	886.64	944.31	-7.79	-20.79	-78.46
ishares 白银 持仓	14031.64	13744.11	13577.23	14716.00	287.53	454.41	-684.36

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。

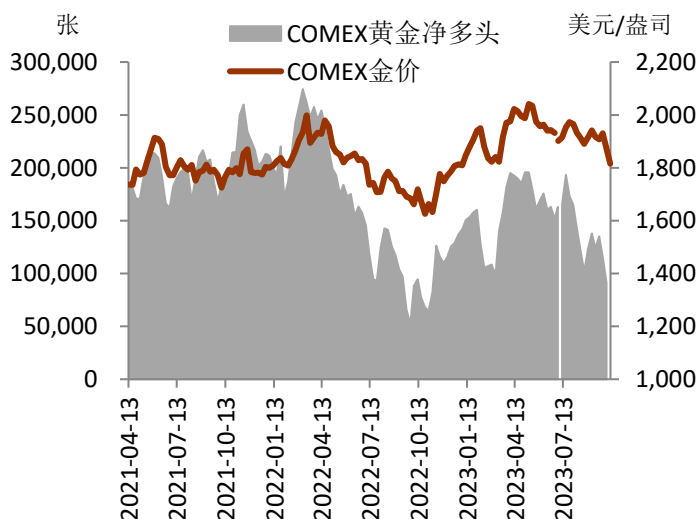
根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2023 年 10 月 3 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 91226 张；COMEX 白银期货持有非商业性净多单为 15344 张。COMEX 黄金白银期货的非商业性净多持仓持续下降趋势，特别是 COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓在 9 月下旬大幅下降，与 9 月底金价的持续下挫相吻合，也验证了资金的直接推动作用。

图表 29 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

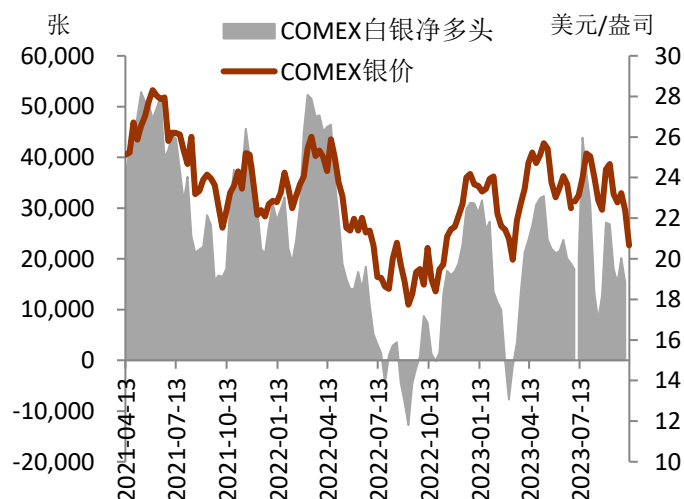
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2023-10-03	228406	137180	91226	-24589
2023-09-26	235560	119745	115815	-19348
2023-09-19	237716	102553	135163	11299
2023-09-12	235704	111840	123864	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2023-10-03	51405	36061	15344	-4761
2023-09-26	51539	31434	20105	4874
2023-09-19	50699	35468	15231	-2802
2023-09-12	52963	34930	18033	

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：

虽然美国经济和通胀的韧性决定了利率将在更长的时间维持高位，但近期贵金属价格的大幅下挫或已对当前美联储维持偏鹰派的货币政策进行了定价。近期地缘政治风险加剧，也会提振贵金属价格走势。我们认为，短期金银价格或已充分调整，接下来金银价格将企稳回升。

近期美元指数冲高回落，叠加国内经济明显修复，预计此轮人民币兑美元汇率贬值已处于尾声，节后金银内外价差将收敛。

中长期来看，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长期多头配置价值。

预计接下来一个月，金银价格将呈震荡上行走势。国际金价的波动参考区间为 1830-1980 美元/盎司，国际银价的波动参考区间为 21-24 美元/盎司。

策略建议：金银当前可逢低做多，或做空金银比价

风险因素：美国经济数据超预期

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。