



2023年2月6日

非农数据远超预期，金价高位回落

核心观点及策略

- 上周全球三大央行均继续放缓加息，市场对美联储，以及欧元区央行和英国央行的议息会议解读都非常鸽派。但上周五公布的美国2023年1月季调后非农就业大幅增加51.7万人，远超预期；失业率下降至3.4%，劳动参与率回升，小时工资增速继续回落。非农发布后，紧缩交易再度加入博弈，股债双杀、美元走强，金银价格大幅下挫。
- 贵金属价格的主导逻辑依然是美联储的货币政策走向。远超预期的美国1月非农就业数据，扭转了市场之前对美联储将暂停加息甚至转向降息的预期，持续紧缩预期再度抬升，美元指数强劲反弹，贵金属价格承压回调。鉴于之前市场对于美联储放缓加息预期已经充分定价，紧缩预期的边际抬升使得市场猛烈承压。我们认为，目前市场的交易逻辑将转向紧缩预期的抬升，金银价格已进入阶段性调整。
- 策略建议：金银逢高沽空
- 风险因素：美联储官员讲话鸽派超预期

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

一、上周市场综述

春节后第一周，贵金属价格冲高回落。COMEX 期金主力合约在美联储偏鸽派的议息会议提振下，盘中最高触及 1975 美元/盎司，创下近 10 个月新高。之后欧元区央行和英国央行都放缓加息，欧元回调提振美元指数，且上周五公布的 1 月非农就业数据远超预期，美元指数继续反弹，压制国际金价大幅下挫，单日下跌超 50 美元。银价跌幅大于金价，COMEX 金银比价上涨至 84 一线。

表 1 上周主要市场贵金属交易数据

合约	收盘价	涨跌	涨跌幅/%	总成交量/手	总持仓量/手	价格单位
SHFE 黄金	419.34	-4.16	-0.98	170202	178255	元/克
沪金 T+D	419.01	0.50	0.12	18530	127704	元/克
COMEX 黄金	1877.70	-49.90	-2.59			美元/盎司
SHFE 白银	5197	-114	-2.15	522479	634627	元/千克
沪银 T+D	5170	29	0.56	1021684	3196580	元/千克
COMEX 白银	22.40	-1.33	-5.61			美元/盎司

注：(1) 成交量、持仓量：手（上期所按照双边计算，COMEX/LME 按照单边计算；LME 为前一日官方数据）；

(2) 涨跌= 周五收盘价-上周五收盘价；

(3) 涨跌幅=（周五收盘价-上周五收盘价）/ 上周五收盘价*100%；

资料来源：iFinD、铜冠金源期货

二、市场分析展望

上周全球三大央行均继续放缓加息，且美国 1 月非农意外大增，失业率也继续走低，市场交易逻辑突然转向美联储年内不会降息的预期，加剧了贵金属卖压，金银价格大幅回调。

数据方面：美国 1 月非农就业人口大增 51.70 万，预期仅增加 18.50 万，前期增幅从 26 万下修至 22.3 万；美国 1 月失业率录得 3.40%，前值和预期值分别为 3.50%和 3.60%；美国 1 月平均时薪年率 4.40%，预期值和前值分别为 4.30%和 4.60%。“小非农”ADP 就业人数增加 10.6 万，远不及预期的 17.8 万人，为近一年来最差表现，前值 23.5 万人。美国上周初请失业金人数为 18.3 万人，创 2022 年 4 月 23 日当周以来新低，预期 20 万人，前值 18.6 万人。美国 1 月挑战者企业裁员人数为 10.2943 万人，前值 4.3651 万人。

美国 1 月 ISM 制造业 PMI 降至 47.4，为连续第三个月萎缩，且萎缩幅度扩大，五连跌，创 2020 年 5 月以来最低；但美国 1 月 ISM 服务业指数创 2020 年中以来最大单月升幅，其中新订单指数飙升，商业活动指数增强。最新数据表明，消费需求回升，美国经济似乎并不会很快陷入放缓。美国 2022 年第四季度劳工成本指数环比上升 1%，已连续三个季度升幅走低，预期升 1.1%，前值升 1.2%。

2022 年欧元区 GDP 同比增长 3.5%，欧盟增长 3.6%。其中第四季度欧元区经济环比增长 0.1%，同比增长 1.9%，创 2021 年第一季度以来新低；欧盟经济环比零增长，同比增长 1.8%。德国 2022 年第四季度末季调 GDP 初值同比升 0.5%，预期升 0.8%，三季度终值为升

1.2%；季调后 GDP 初值环比降 0.2%，预期持平，三季度终值为升 0.4%。欧元区 2022 年 12 月失业率为 6.6%，预期 6.5%，前值自 6.5%修正至 6.6%。欧元区 1 月制造业 PMI 终值录得 48.8，与预期和前值一致。德国 1 月制造业 PMI 终值 47.3，预期及初值均为 47。法国 1 月制造业 PMI 终值 50.5，预期及初值均为 50.8。欧元区 1 月工业景气指数为 1.3，创 2022 年 7 月以来新高，预期-0.6，前值-1.5；1 月服务业景气指数为 10.7，预期 7.9，前值 6.3；1 月消费者信心指数终值为-20.9，与预期及前值一致。欧元区 1 月调和 CPI 初值同比升 8.5%，预期升 9%；环比下降 0.4%，预期升 0.1%；核心 CPI 初值同比升 7%，环比下降 0.4%。

IMF 一年来首次上调全球增速预期，预计 2023 年全球 GDP 增速达 2.9%，较去年 10 月预测高出 0.2 个百分点，但低于 3.8%的历史(2000 年至 2019 年)平均值。还将中国 2023 年的 GDP 增长预期上调至 5.2%，认为中国疫情防控措施调整将促进全球经济增长。IMF 指出，央行上调利率以对抗通货膨胀以及俄乌冲突持续，对经济活动造成压力。该机构预计全球通胀将从 2022 年的 8.8%下降到 2023 年的 6.6%以及 2024 年的 4.3%，但仍高于疫情前(2017 年至 2019 年)约 3.5%的水平。

美联储在 2 月初的新年首次议息会议上如期继续放慢加息至 25 基点，鲍威尔首次承认通胀有所缓和，并表示考虑再加息约两次后暂停。认为今年降息不合适，未探索暂停加息后重新开始加息的可能性，金融状况收紧需时间。

2 月 3 日，欧洲央行如期加息 50 基点，承诺 3 月再加 50 基点后评估后续路径；拉加德表示，抗通胀并未大功告成，3 月加息后利率也仍未到限制性水平。英国央行连续第十次加息，将利率提高 50 基点，删除必要时将采取“有力”回应措辞，被认为暗示可能很快暂停加息；此后行长给暂停加息泼冷水：抗通胀还没完，通胀预期面临迄今最大风险。市场对欧元区央行和英国央行的议息会议解读都非常鸽派。

贵金属价格的主导逻辑依然是美联储的货币政策走向。远超预期的美国 1 月非农就业数据，扭转了市场之前对美联储将暂停加息甚至转向降息的预期，加息预期再度抬升，美元指数强劲反弹，贵金属价格承压回调。鉴于之前市场对于美联储放缓加息预期已经充分定价，预期的边际变化使得市场猛烈承压。我们认为，目前市场的交易逻辑将转向对于加息的抬升，金银价格已进入阶段性调整。

本周重点关注：美国截至 2 月 4 日当周初请失业金人数，欧元区 2 月 Sentix 投资者信心指数，英国第四季度 GDP 数据等。事件方面，包括鲍威尔在内的多位美联储官员将集中发表讲话，十余家央行公布最新利率决议，美国总统拜登发表国情咨文。

操作建议：金银逢高沽空

风险因素：美联储官员讲话鸽派超预期

表 2 贵金属 ETF 持仓变化

单位（吨）	2023/2/3	2023/1/27	2023/1/3	2022/2/3	较上周	较上月	较去年

					增减	增减	增减
ETF 黄金总持仓	920.24	918.50	916.77	1011.60	1.74	3.47	-91.36
ishare 白银持仓	14820.72	14935.69	14493.67	16771.39	-114.97	327.05	-1950.67

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

表 3 CFTC 非商业性持仓变化

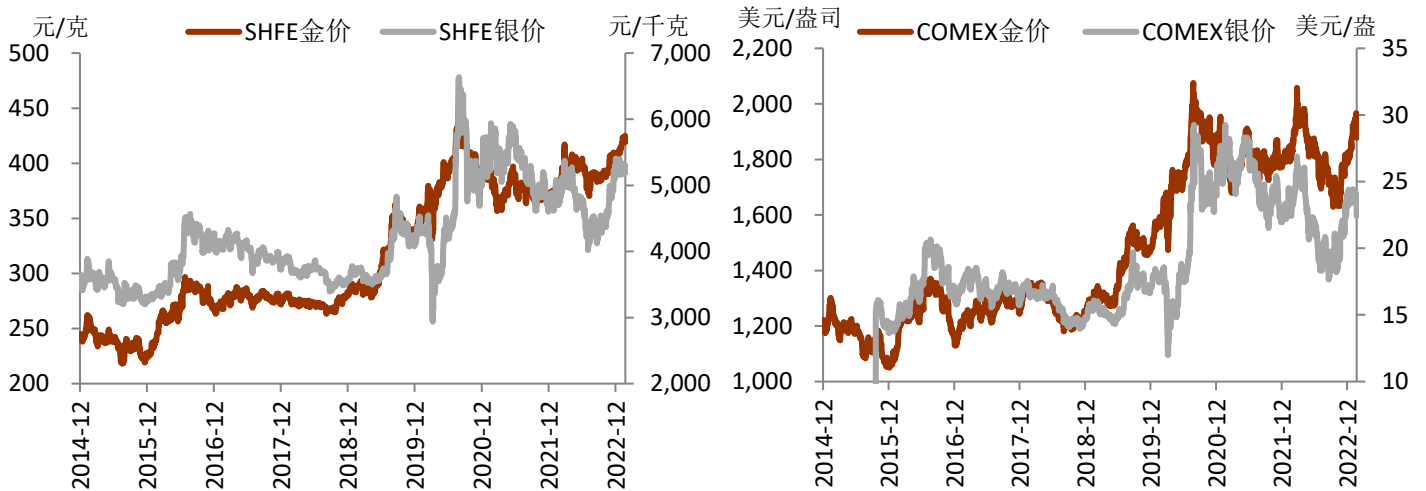
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2023-01-24	253311	95638	157673	4433
2023-01-17	246874	93634	153240	2705
2022-01-10	243566	93031	150535	8869
2023-01-03	230801	89135	141666	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2023-01-24	55595	29911	25684	-5784
2023-01-17	57439	25971	31468	2455
2022-01-10	56770	27757	29013	-1921
2023-01-03	57801	26867	30934	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

三、相关数据图表

图 1 SHFE 金银价格走势

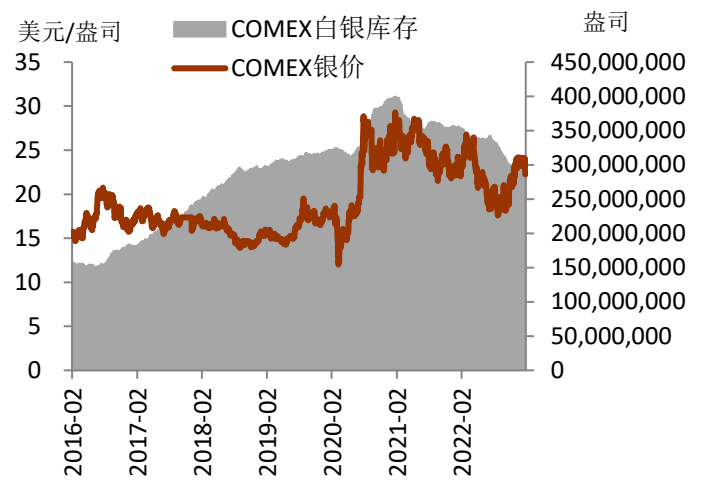
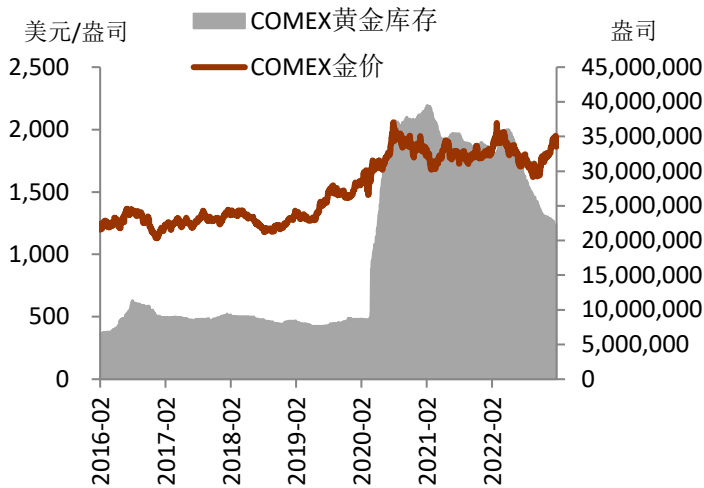
图 2 COMEX 金银价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 3 COMEX 黄金库存变化

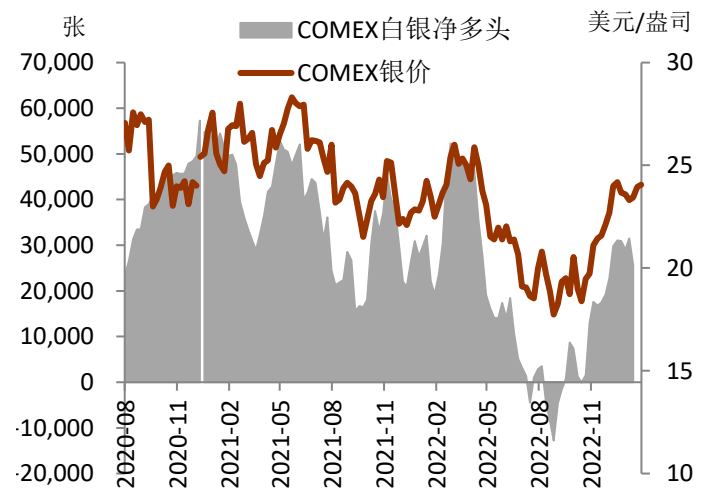
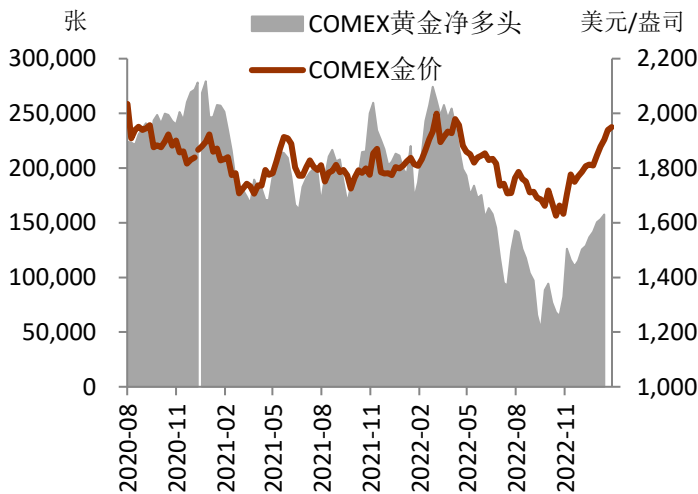
图 4 COMEX 白银库存变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图5 COMEX黄金非商业性净多头变化

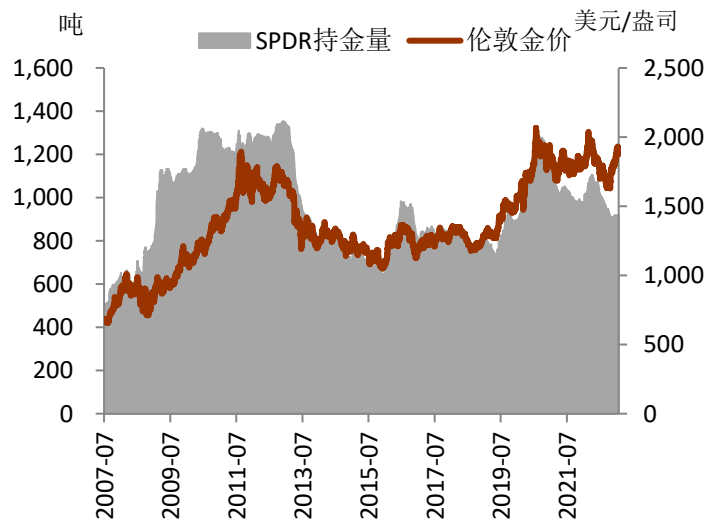
图6 COMEX白银非商业性净多头变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图7 SPDR黄金持有量变化

图8 SLV白银持有量变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图9 沪期金与沪金 T+D 价差变化

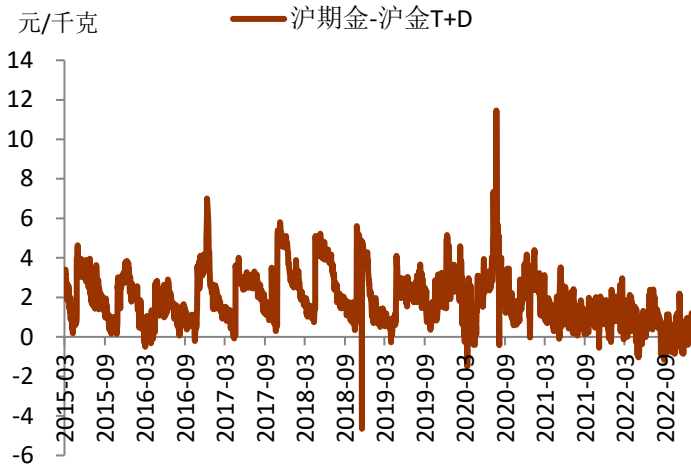
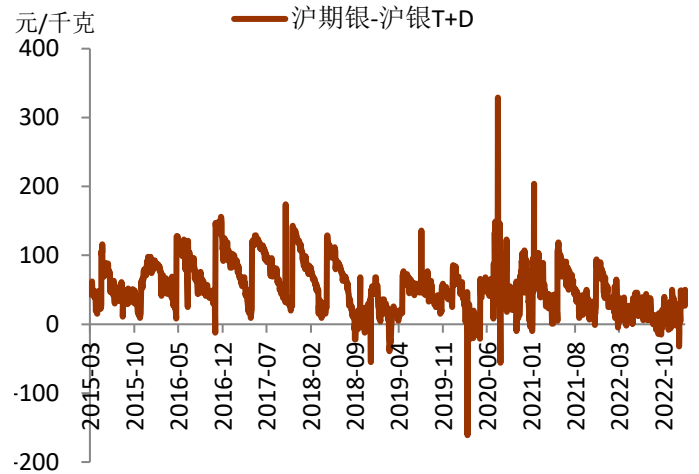


图10 沪期银与沪银 T+D 价差变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图11 黄金内外盘价格变化

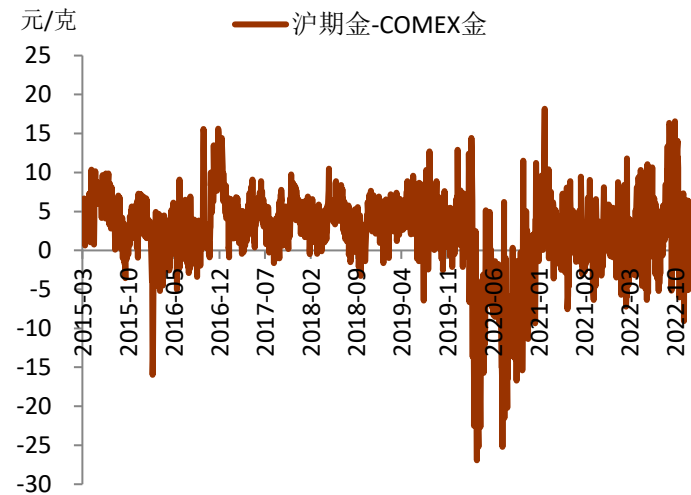
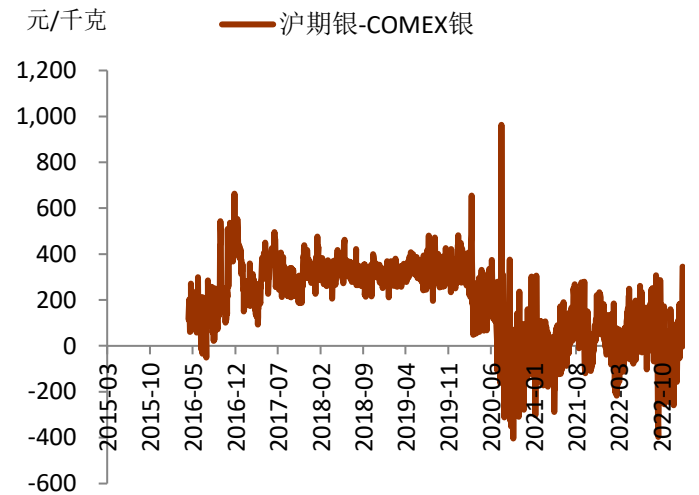


图12 白银内外盘价格变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图13 COMEX 金银比价

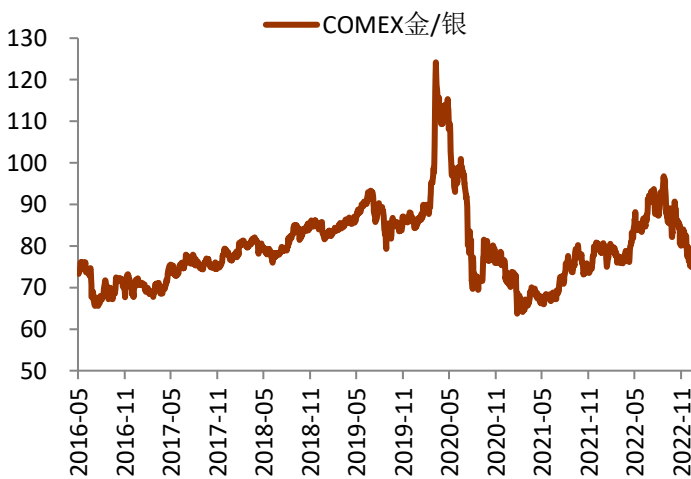


图14 美国通胀预期变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图 15 金价与美元走势

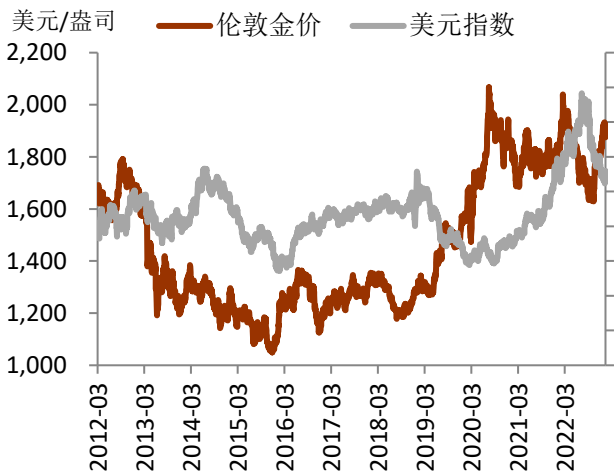
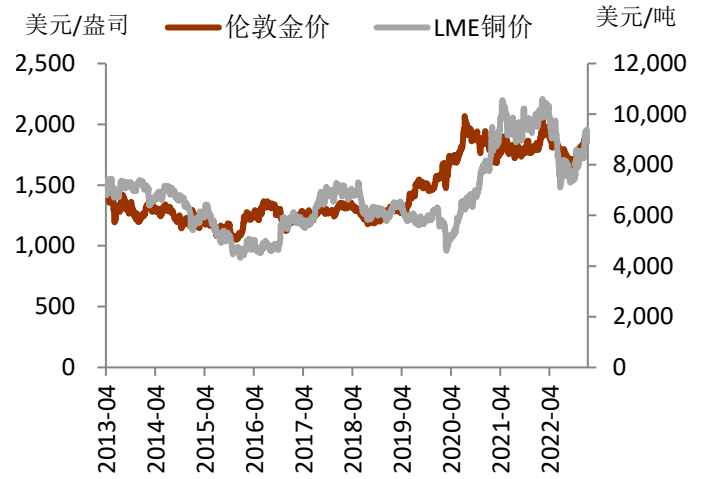


图 16 金价与铜价格走势



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图 17 金价与 VIX 指数走势

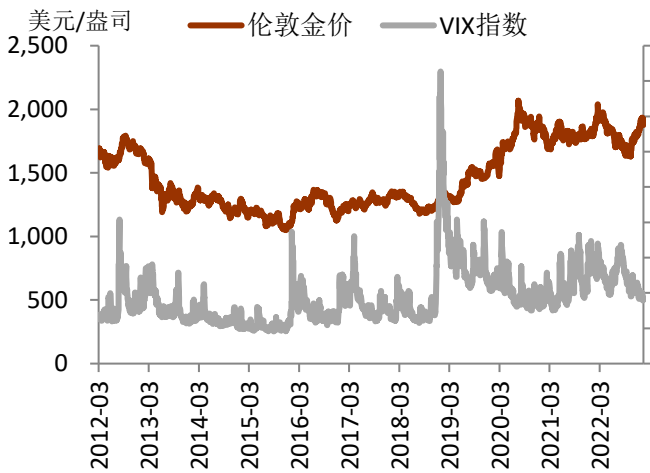
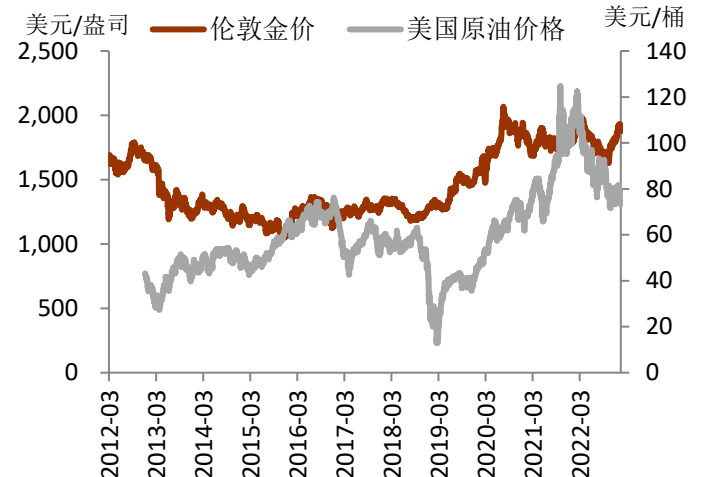


图 18 金价与原油价格走势

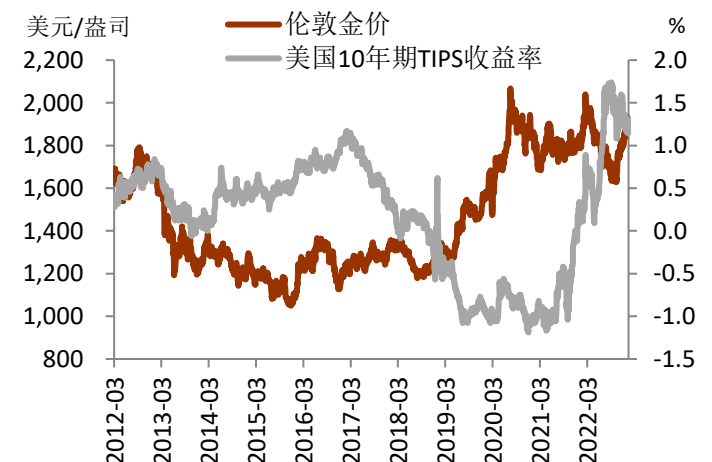


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图 19 金价与美国 10 年期国债收益率走势



图 20 金价与美国实际利率走势



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTUREQA

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 A2506 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。