



2023年2月27日

美国PCE超预期反弹，

金银继续承压

核心观点及策略

- 上周美国的通胀数据和消费零售数据都超预期反弹，再度强化美联储加息预期，美元指数和美债收益率继续反弹，压制贵金属价格走势。美国1月核心PCE物价指数同比上涨4.7%，其中消费者支出创2021年以来最大增幅数据超预期上行，经济活动强劲和通胀降温进展慢，可能迫使美联储的加息时间比预期更久。
- 贵金属价格的主导逻辑依然是美联储的货币政策走向。在今年美国经济陷入衰退的概率增加，以及美联储加息放缓的大背景下，贵金属价格的大趋势是看涨的。美联储不断重申加息终点和加息时间都会比市场预期的更高更久的情况下，在去年年底和今年年初，市场抢跑美联储加息放缓的交易。但美国强劲就业市场和降幅不及预期的通胀数据，都支持美联储进一步紧缩货币。再加上多位美联储官员持续发布鹰派言论，紧缩预期再度强化，美元指数强劲反弹，贵金属价格承压回调。我们认为短期紧缩预期可能会持续，但金银价格经过了较大幅度的回调，继续下行的动能减弱，当前已不宜追空。关注国际金价在1800美元整数关口的支撑。
- 策略建议：金银暂时观望
- 风险因素：日本央行加息预期升温

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、上周交易数据

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	413.14	2.88	0.70	115265	178255	元/克
沪金 T+D	413.79	1.93	0.47	15338	149342	元/克
COMEX 黄金	1818.00	-33.30	-1.80			美元/盎司
SHFE 白银	4944	65	1.33	522479	634627	元/千克
沪银 T+D	4912	-4	-0.08	660066	3764788	元/千克
COMEX 白银	20.87	-0.85	-3.91			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、市场分析及展望

上周美国的通胀数据和消费零售数据都超预期反弹，再度强化美联储加息预期，美元指数和美债收益率继续反弹，压制贵金属价格走势。最新公布的美联储最看重的通胀指标——美国 1 月核心 PCE 物价指数同比上涨 4.7%，其中消费者支出创 2021 年以来最大增幅数据超预期上行，经济活动强劲和通胀降温进展慢，可能迫使美联储的加息时间比预期更久。

近期公布的美联储 2 月会议纪要：几乎所有官员都看到了放缓加息步伐的好处；在上次会议上，几乎所有美联储官员都支持加息 25 个基点；美联储认为上行通胀风险是影响前景的关键因素；“少数”官员支持或可能支持加息 50 个基点；在通胀持续回落至 2% 之前，需要采取限制性政策，控制通胀需要时间；经济前景面临下行风险。

鹰王圣路易斯联储主席布拉德支持“尽快加息至 5.375% 的峰值”。市场预期美联储将 3 月、5 月和 6 月各加息 25 个基点的概率接近 100%。在超预期上行的美国 1 月 PCE 物价数据公布后，市场对美联储 3 月加息 50bp 的预期大涨。

欧洲央行行长拉加德表示，打算在 3 月份加息 50 个基点，3 月份加息后的情况将取决于数据；目前没有看到欧元区的工资-物价螺旋上升。欧央行加息预期也在升温。掉期市场预计，欧央行今年将大幅提高利率，今年再加 125 个基点至纪录高点，利率峰值将在 9 月份达到 3.75% 左右，与 2001 年的峰值水平相当。

贵金属价格的主导逻辑依然是美联储的货币政策走向。在今年美国经济陷入衰退的概率增加，以及美联储加息放缓的大背景下，贵金属价格的大趋势是看涨的。美联储不断重申加息终点和加息时间都会比市场预期的更高更久的情况下，在去年年底和今年年初，市场抢跑美联储加息放缓的交易。但美国强劲的就业市场和降幅不及预期的通胀数据，都支持美联储进一步紧缩货币。再加上多位美联储官员持续发布鹰派言论，紧缩预期再度强化，美元指数强劲反弹，贵金属价格承压回调。我们认为短期紧缩预期可能会持续，但金银价格经过了较

大幅度的回调，继续下行的动能减弱，当前已不宜追空。关注国际金价在 1800 美元整数关口的支撑。

本周重点关注：美国上周初请失业金人数，美国 1 月耐用品订单，美国 2 月芝加哥 PMI，欧元区 2 月 Markit 制造业 PMI 终值，欧元区 1 月失业率，欧元区 2 月经济景气指数等。事件方面，需关注日本央行行长提名的听证会，欧洲央行 2 月货币政策会议纪要。

操作建议：金银暂时观望

风险因素：日本央行加息预期升温

三、重要数据信息

1、美国 1 月 PCE 物价指数同比上涨 5.4%，预期 5%，前值 5%。剔除波动较大的食品和能源价格后，美联储更看重的通胀指标——核心 PCE 物价指数 1 月同比上涨 4.7%，预期 4.3%，前值 4.6%，其中消费者支出创 2021 年以来最大增幅。个人消费支出价格指数较上月上涨 0.6%，为去年 6 月份以来的最大涨幅。扣除食品和能源，核心物价指数也攀升 0.6%。经物价变动调整后的个人支出增长 1.1%，较去年年底有所反弹。

2、美国第四季度 GDP 修正后同比增长 2.7%，反映出消费者支出向下修正，此前预期将持平于 2.9%。第四季度核心 PCE 物价指数修正后环比升 4.3%，同比升 4.8%，均高于初值。

3、美国上周初请失业金人数意外降至 19.2 万，预期为增至 20 万人。至 2 月 11 日当周续请失业金人数降至 165.4 万人，预期 170 万人。

4、美国 1 月成屋销售总数年化 400 万户，创 2010 年 10 月以来新低，预期 410 万户，前值由 402 万户修正至 403 万户。

5、美国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值 47.8，创 4 个月新高，预期 47.1，前值 46.9；服务业 PMI 初值 50.5，创 8 个月新高，预期 47.5，前值 46.8；综合 PMI 初值 50.2，预期 47.1，前值 46.8。

6、欧元区 2 月制造业 PMI 初值 48.5，预期 49.3，1 月终值 48.8；服务业 PMI 初值 53，预期 51，1 月终值 50.8；综合 PMI 初值 52.3，预期 50.6，1 月终值 50.3。德国 2 月制造业 PMI 初值 46.5，预期 48，1 月终值 47.3；服务业 PMI 初值 51.3，预期 51，1 月终值 50.7。

7、欧元区 2 月 ZEW 经济景气指数为 29.7，创去年 2 月来高位，前值 16.7。德国 2 月 ZEW 经济景气指数为 28.1，创去年 2 月来高位，预期 22，前值 16.9。

8、欧元区 1 月份 CPI 终值同比上涨 8.6%，符合预期，高于初值 8.5%；环比下降 0.2%，与预期持平，初值为下降 0.4%。

9、德国 2 月 IFO 商业预期指数从上月的 86.4 升至 88.5，高于预期的 88.3，为连续第五

个月改善。2月 IFO 商业现况指数则小幅下滑至 93.9。

10、拜登在基辅与泽连斯基会面，宣布美国将提供 5 亿美元新援助。拜登称，美国将宣布再次向乌克兰运送一系列关键装备，包括火炮弹药、反装甲系统和空中监视雷达等，并将对与俄罗斯有关的实体和个人实施更多制裁。

四、相关数据图表

表 2 贵金属 ETF 持仓变化

单位（吨）	2023/2/25	2023/2/18	2023/1/26	2022/2/26	较上周 增减	较上月 增减	较去年 增减
ETF 黄金总持仓	917.32	919.92	919.37	1026.99	-2.60	-2.05	-109.67
ishare 白银持仓	15005.23	15128.20	14935.69	16984.14	-122.97	69.54	-1978.91

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

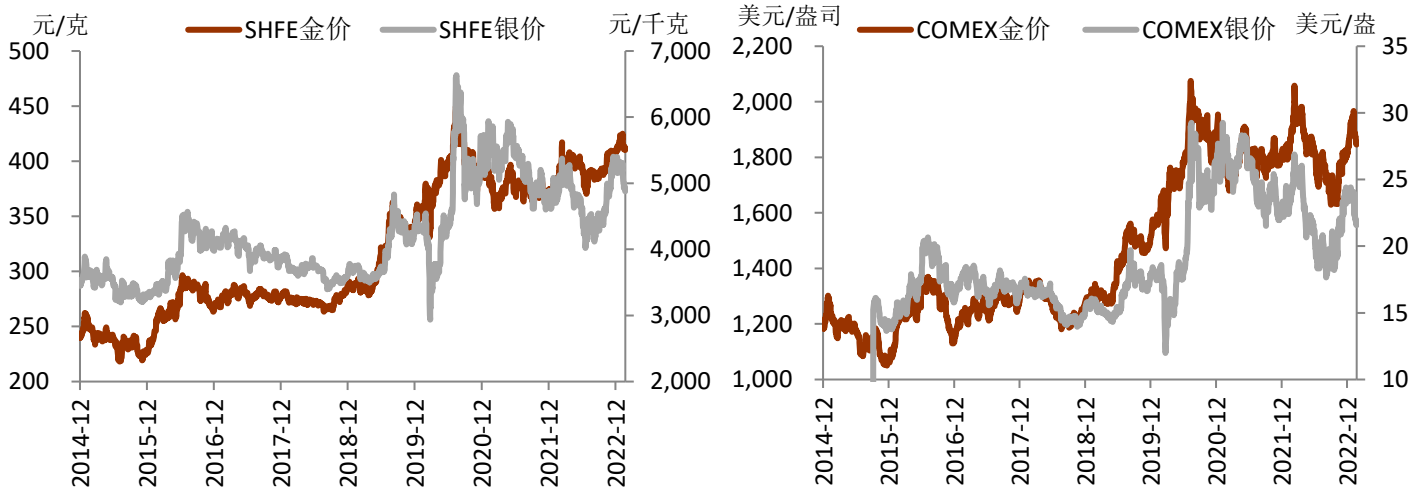
表 3 CFTC 非商业性持仓变化

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
2023-01-31	256417	96136	160281	2608
2023-01-24	253311	95638	157673	4433
2022-01-17	246874	93634	153240	2705
2023-01-10	243566	93031	150535	
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
2023-01-31	54867	27551	27316	1632
2023-01-24	55595	29911	25684	-5784
2022-01-17	57439	25971	31468	2455
2023-01-10	56770	27757	29013	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

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

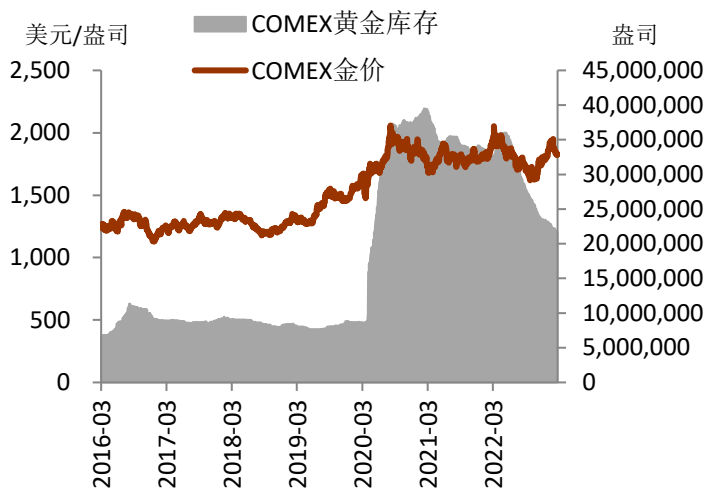
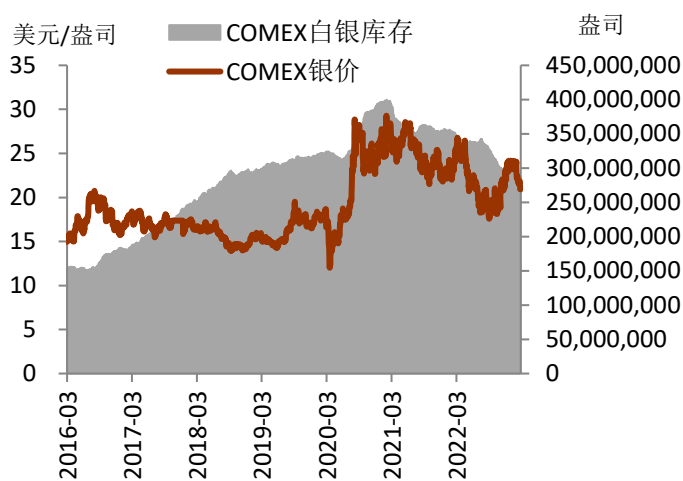


图4 COMEX 白银库存变化



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

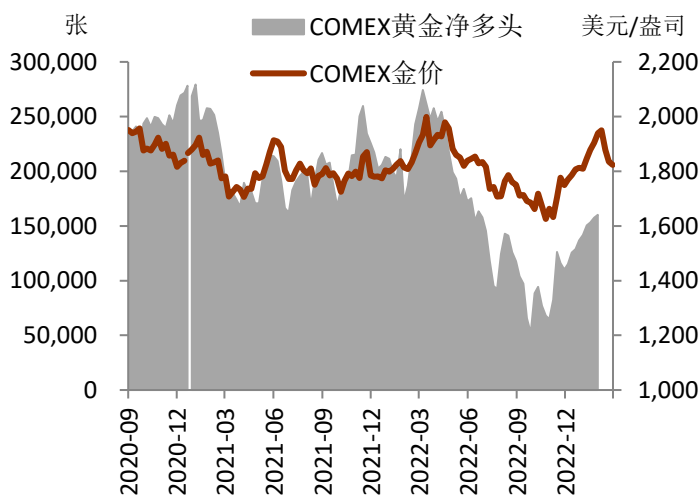
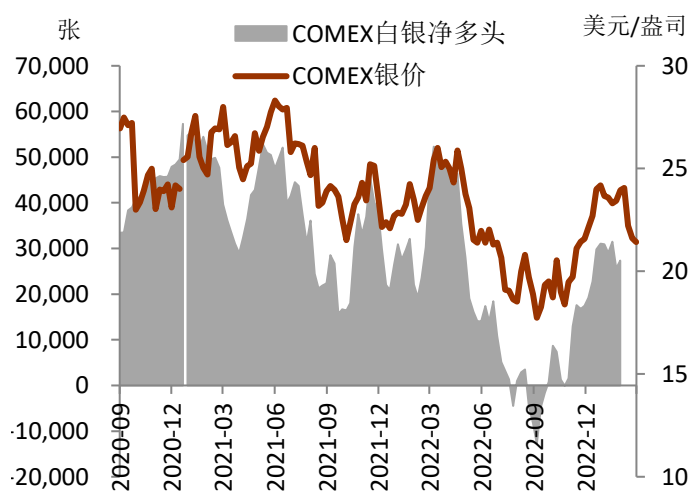


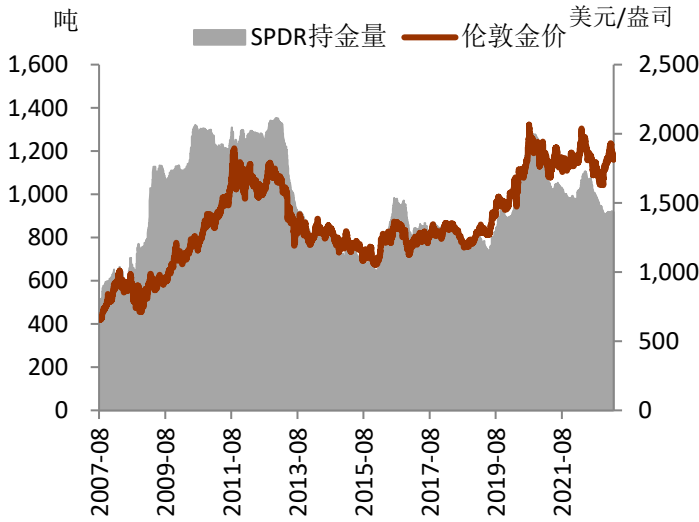
图6 COMEX 白银非商业性净多头变化



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

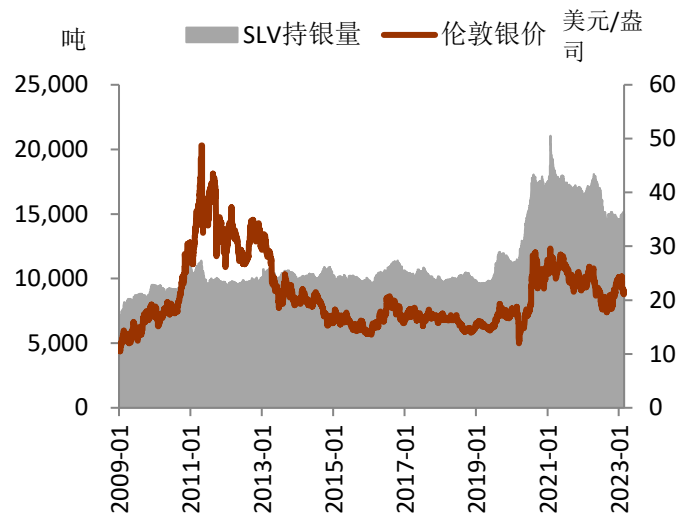
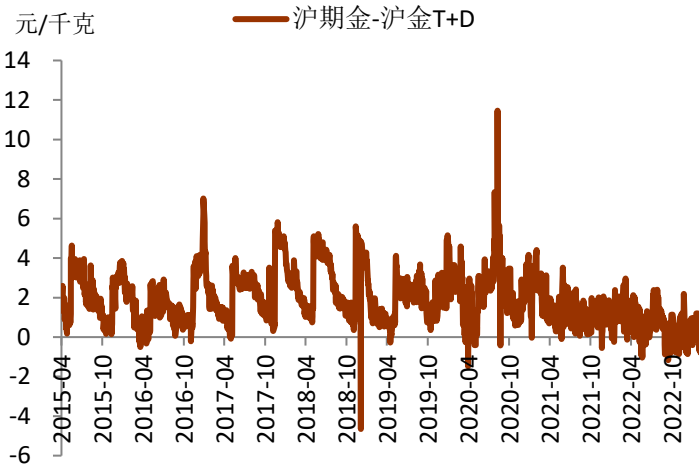


图10 沪期银与沪银 T+D 价差变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图11 黄金内外盘价格变化

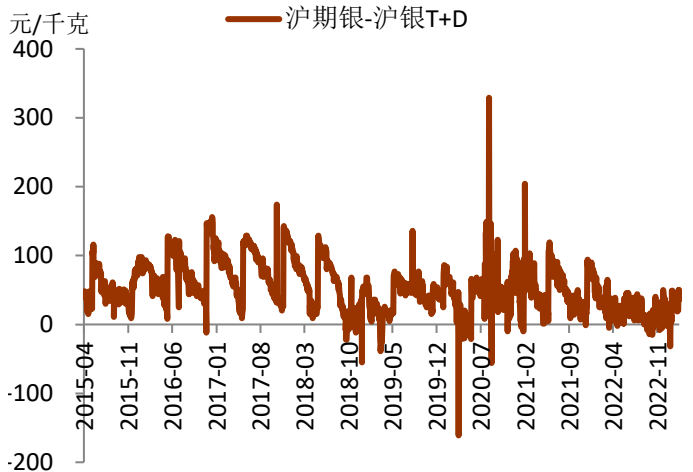
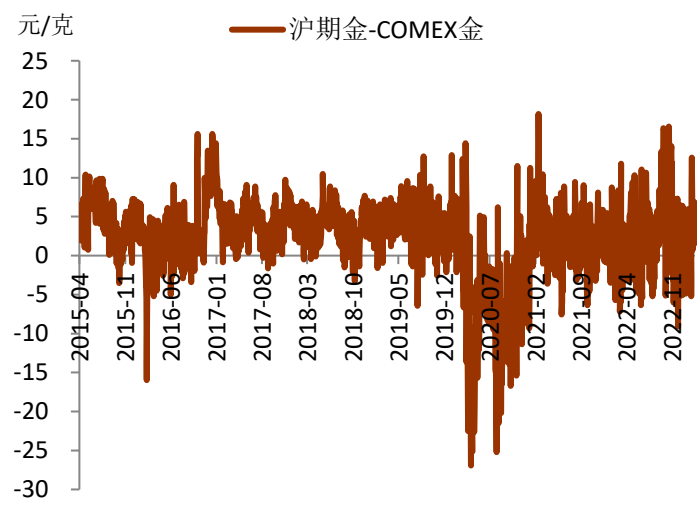


图12 白银内外盘价格变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

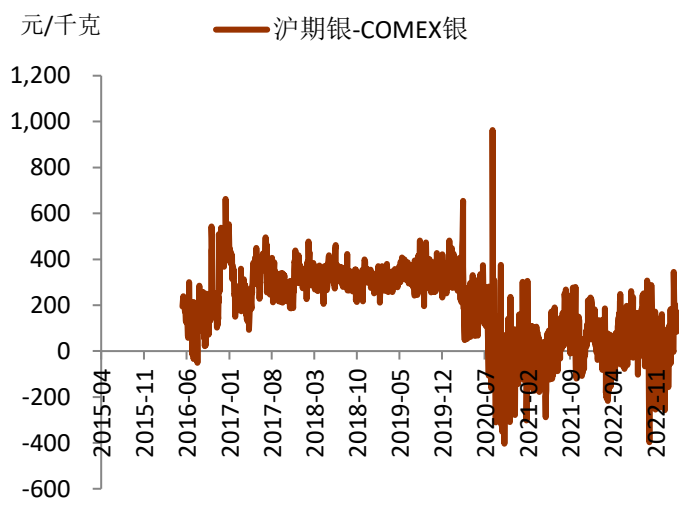


图 13 COMEX 金银比价

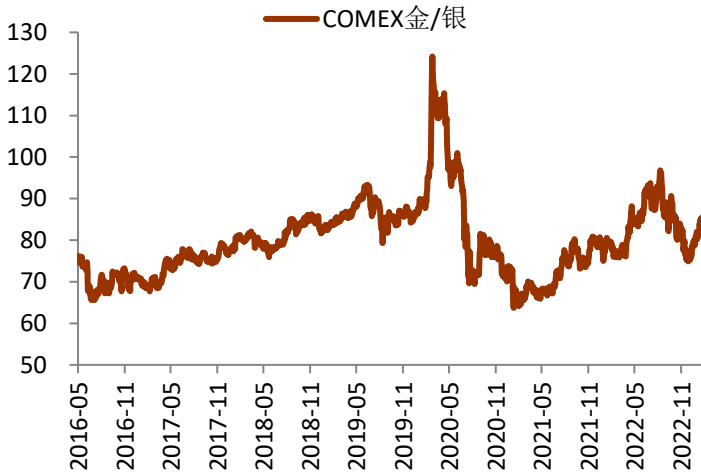


图 14 美国通胀预期变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 15 金价与美元走势

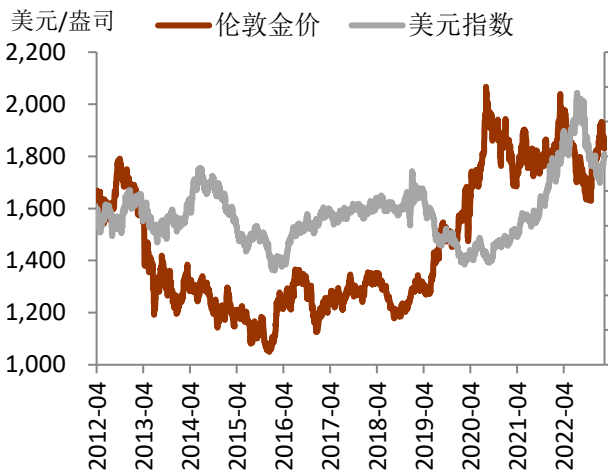
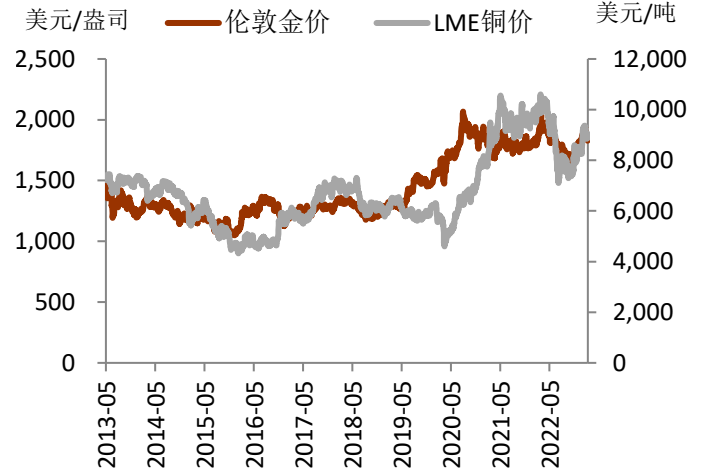


图 16 金价与铜价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 17 金价与 VIX 指数走势

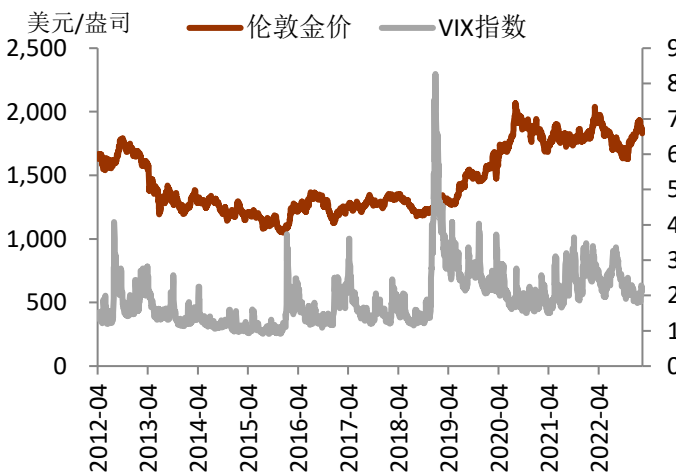
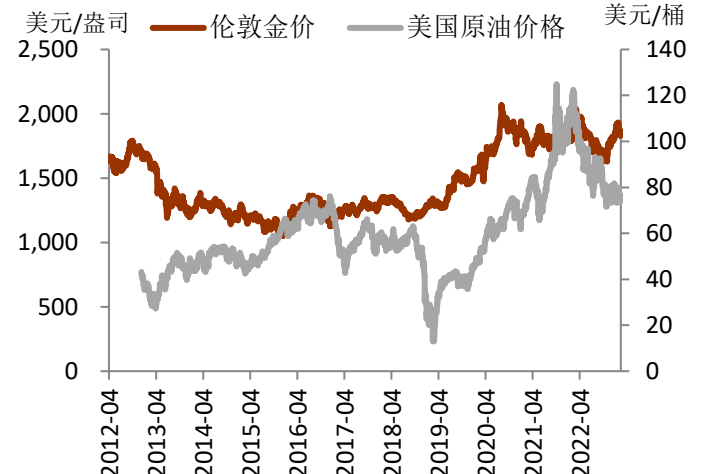


图 18 金价与原油价格走势

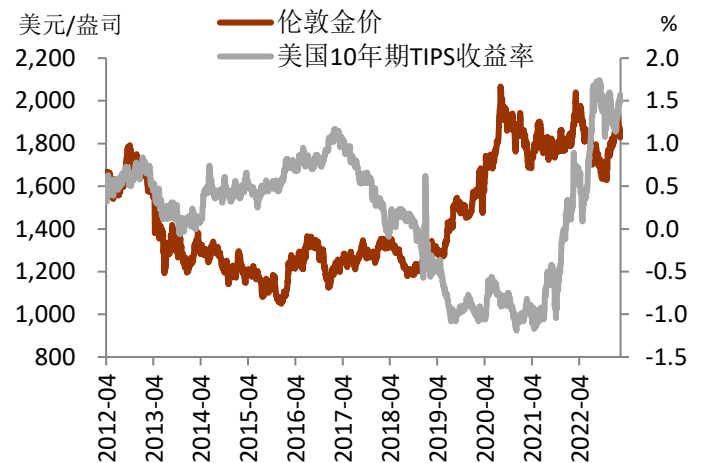


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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。