



2023年4月17日

## 预期差有望修正

### 金银面临阶段性调整

#### 核心观点及策略

- 上周贵金属价格继续冲高。美国通胀数据持续走弱，经济衰退担忧增加，美元指数持续下挫，提振金银价格进一步走高，国际金价站冲高至2063美元/盎司，距离历史高点仅一步之遥，波动性更大的银价表现更加强劲。
- 近期公布的美国3月CPI、PPI数据都超预期回落，但3月核心CPI同比升幅由2月份的5.5%加速至5.6%，表明美国核心通胀依旧顽固。当前市场普遍预期美联储将在5月初的议息会议上再度加息25个基点，至此加息结束，并加大对美联储年底前降息的押注。
- 美国通胀数据又现降温信号、就业放缓，再度强化了市场对美联储加息接近尾声的预期，甚至在下半年就开启降息的预期，金银价格持续走强。但随着油价的反弹，美国消费者对于短期通胀的预期再度抬升，通胀的韧性决定了利率将在更长的时间维持高位。我们认为当市场对于美联储下半年开启降息的预期过于乐观，这个预期差接下来将会得到修正。当前贵金属的多头交易以及非常拥挤，短期可能出现阶段性调整。我们依然看好贵金属的中长期多头配置价值。
- 策略建议：金银阶段性逢高沽空
- 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	451.00	3.68	0.82	176001	178255	元/克
沪金 T+D	439.25	3.90	0.90	33964	166438	元/克
COMEX 黄金	2017.60	-6.10	-0.30			美元/盎司
SHFE 白银	5786	187	3.34	522479	634627	元/千克
沪银 T+D	5298	136	2.63	840928	4446522	元/千克
COMEX 白银	25.47	0.34	1.33			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

上周贵金属价格继续冲高。美国通胀数据持续走弱，经济衰退担忧增加，市场对美联储加息进程已接近尾声的预期强化，美元指数持续下挫，提振金银价格进一步走高，国际金价站冲高至 2063 美元/盎司，距离历史高点仅一步之遥，波动性更大的银价表现更加强劲。

近期公布的美国 3 月 CPI、PPI 数据都超预期回落，但 3 月核心 CPI 同比升幅由 2 月份的 5.5% 加速至 5.6%，表明美国核心通胀依旧顽固，投资者对美联储 5 月加息的预期抬升。当前市场普遍预期美联储将在 5 月初的议息会议上再度加息 25 个基点，至此加息结束，并加大对美联储年底前降息的押注。

美联储 3 月会议纪要显示，与会人员就硅谷银行关闭以及 3 月初金融市场的动荡可能带来的影响进行了讨论。纪要指出，美国银行业危机产生的后果可能会使美国经济在今年晚些时候陷入衰退。多位政策制定者曾考虑暂停加息，但最终同意收紧政策。

美联储威廉姆斯表示：预计今年经济增长将低于 1%；通胀前景存在很多不确定性；预计今年的通胀率将在 3.75% 左右；预计到 2025 年实现 2% 的通胀目标；失业率稳定是一个引人注目的发展趋势；预计失业率将逐渐上升至 4%-4.5%；美联储加息并不是引发最近银行问题压力的推手；重要的是美联储能够采取措施降低通胀；尚未看到信贷紧缩的明显迹象。美联储理事沃勒表示，他倾向于进一步收紧货币政策来降低持续高企的通胀，但如果信贷收缩超出预期，会在必要时调整该立场。

欧洲央行管委瓦斯列和温施均认为，5 月份可能加息 50 个基点或 25 个基点。

美国通胀数据又现降温信号、就业放缓，再度强化了市场对美联储加息接近尾声的预期，甚至在下半年就开启降息的预期，金银价格持续走强。但随着油价的反弹，美国消费者对于短期通胀的预期再度抬升，通胀的韧性决定了利率将在更长的时间维持高位。我们认为当市场对于美联储下半年开启降息的预期过于乐观，这个预期差接下来将会得到修正。当前贵

金属的多头交易以及非常拥挤，短期可能出现阶段性调整。我们依然看好贵金属的中长期多头配置价值。

本周重点关注：美国截至 4 月 15 日当周初请失业金人数，欧元区 4 月 ZEW 经济景气指数，日本 3 月 CPI 数据等。事件方面，关注纽美联储官员的讲话。

操作建议：金银阶段性逢高沽空

风险因素：美联储官员讲话鸽派超预期

### 三、重要数据信息

1、美国 3 月 CPI 同比上升 5%，低于预期的 5.2%，创 2021 年 5 月以来最低，为连续第 9 个月升幅放缓；环比升幅为 0.1%，也低于预期 0.2%。不过，3 月核心 CPI 同比升幅由 2 月份的 5.5% 加速至 5.6%，表明美国核心通胀依旧顽固，美联储 5 月份或被迫再次加息。3 月核心 CPI 环比上升 0.4%，符合预期，前值为 0.5%。

2、美国 3 月 PPI 同比升 2.7%，低于预期的 3%，连续第九个月放缓，创逾两年来最小涨幅，前值上修为 4.9%。PPI 环比意外下降 0.5%，预期为持平。

3、美国上周初请失业金人数为 23.9 万人，为三周来首次上升，预期 23.2 万人，前值 22.8 万人。至 4 月 1 日当周续请失业金人数 181 万人，预期 181.4 万人，前值 182.3 万人。

4、纽约联储公布的 3 月调查显示，受访者对一年后通胀的预期增加了 0.5 个百分点，达到 4.75% 的年度涨幅，这是自去年 10 月以来，短期通胀前景的首次上升。

5、欧元区 2 月工业产出环比升 1.5%，预期升 1%，前值升 0.7% 修正为升 1%；同比升 2%，预期升 1.5%，前值升 0.9%。欧洲央行管委内格尔表示，核心通胀仍处于很高水平，有必要进一步收紧货币政策。

6、欧元区 4 月 Sentix 投资者信心指数-8.7，预期-9.9，前值-11.1。欧元区 2 月零售销售环比降 0.8%，预期降 0.8%，前值升 0.3% 修正为升 0.8%；同比降 3%，预期降 3.5%，前值降 2.3% 修正为降 1.8%。

7、世界银行行长表示，预计 2023 年全球经济增速将放缓至 2%，预计 2023 年美国 GDP 将增长 1.2%。

8、IMF 下调全球经济增长预期，今年预期从 2.9% 降至 2.8%，警告银行业危机令世界经济增长面临下行风险，警告存在高度不确定性和风险。

### 四、相关数据图表

表 2 贵金属 ETF 持仓变化

单位（吨）	2023/4/14	2023/4/7	2023/3/14	2022/4/14	较上周	较上月	较去年

					增减	增减	增减
ETF 黄金总持仓	927.72	930.91	914.72	1099.49	-3.19	13.00	-171.77
ishare 白银持仓	14611.81	14574.65	14393.07	17718.92	37.16	218.74	-3107.11

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

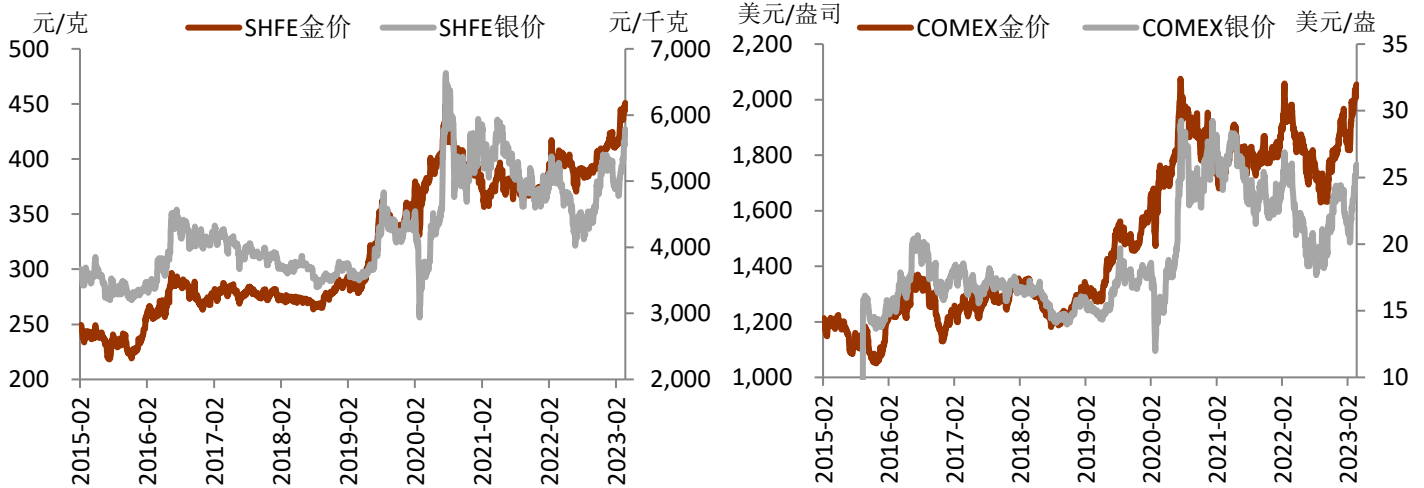
表 3 CFTC 非商业性持仓变化

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
2023-04-11	260165	67420	192745	-2471
2023-04-04	266164	70948	195216	13586
2023-03-28	245135	63505	181630	23025
2023-03-21	237891	79286	158605	
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
2023-04-11	55583	31865	23718	2435
2023-04-04	50327	29044	21283	7922
2023-03-28	42254	28893	13361	9899
2023-03-21	41325	37863	3462	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图 1 SHFE 金银价格走势

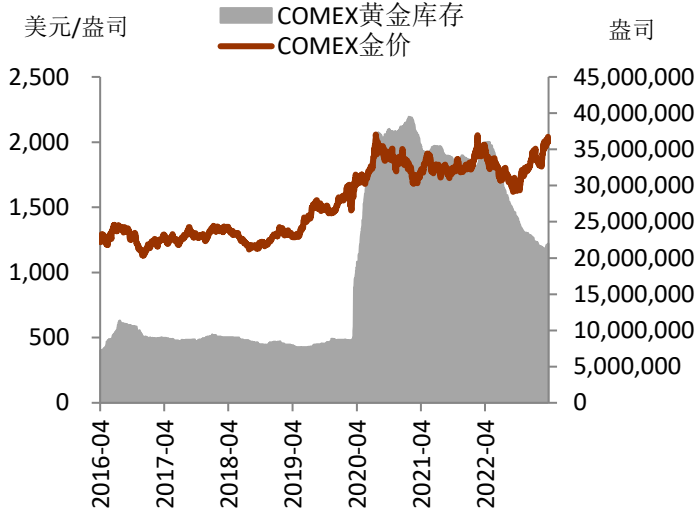
图 2 COMEX 金银价格走势



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

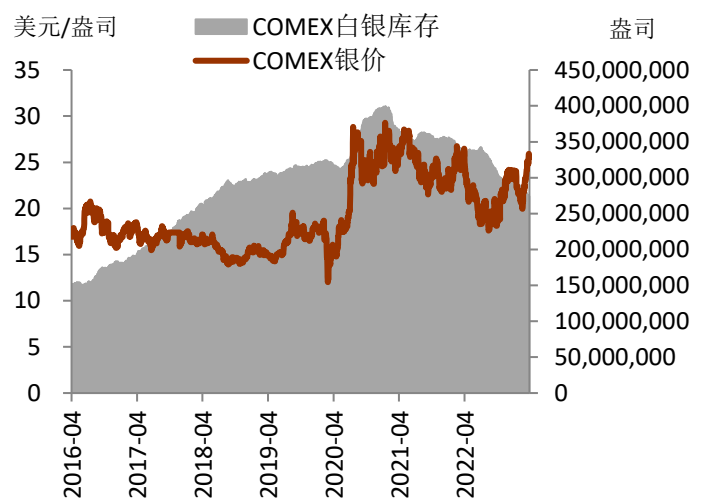
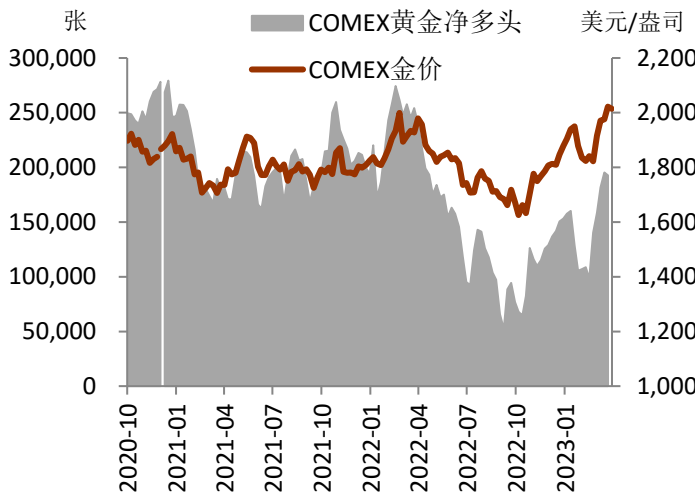


图6 COMEX 白银非商业性净多头变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图7 SPDR 黄金持有量变化

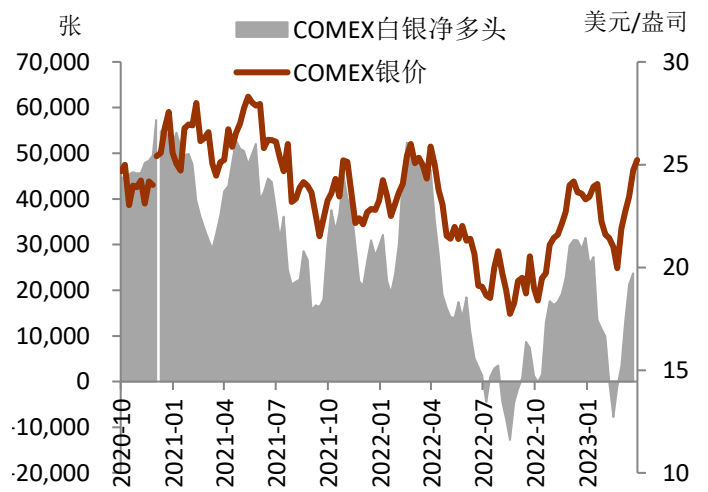
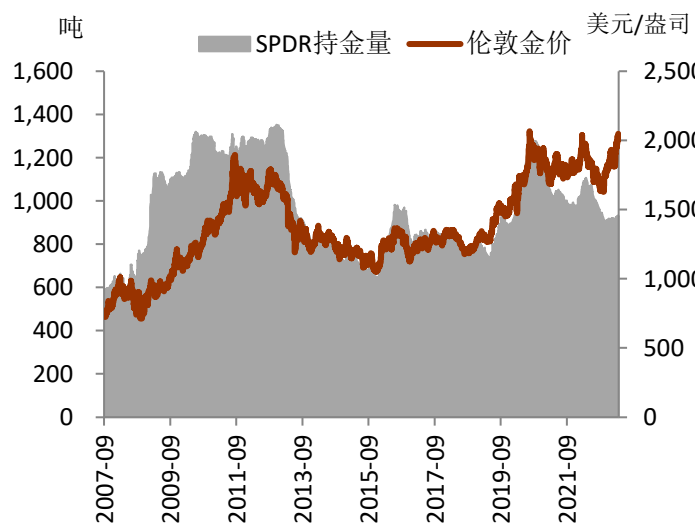


图8 SLV 白银持有量变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

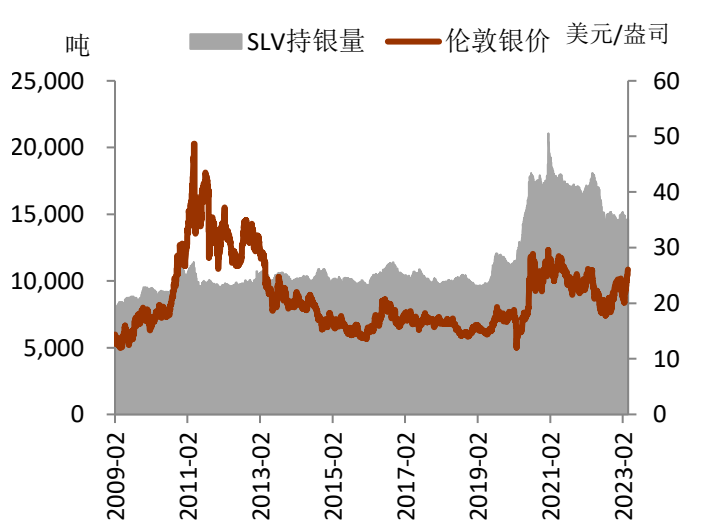


图9 沪期金与沪金 T+D 价差变化

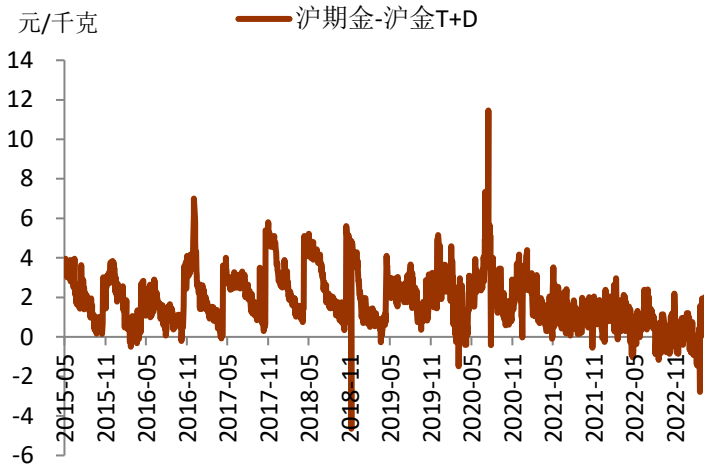
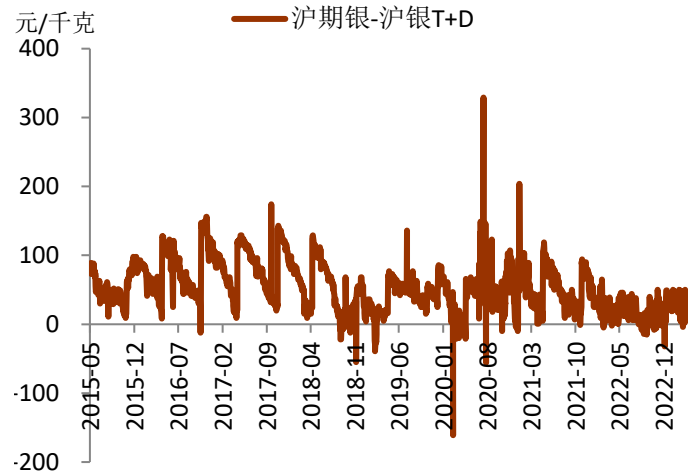


图10 沪期银与沪银 T+D 价差变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图11 黄金内外盘价格变化

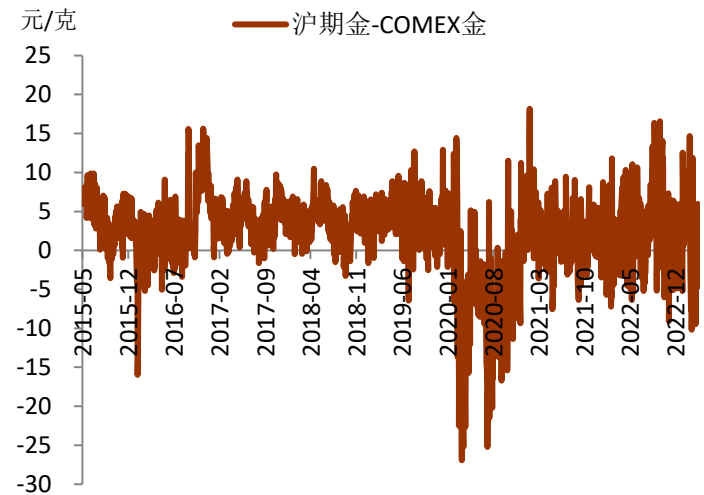
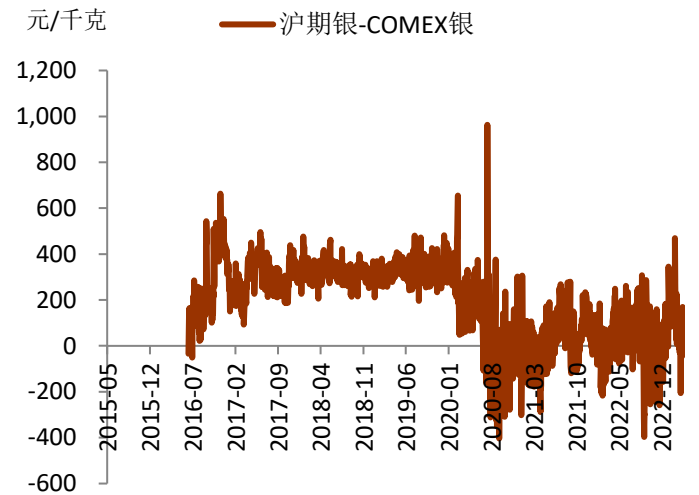


图12 白银内外盘价格变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图13 COMEX 金银比价

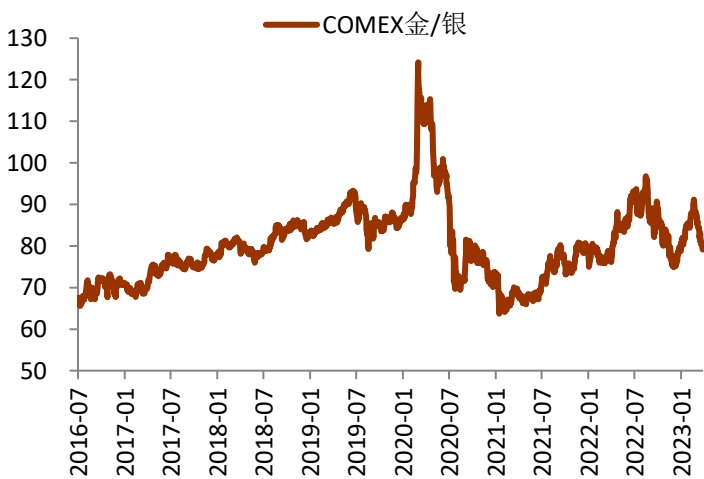


图14 美国通胀预期变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 15 金价与美元走势

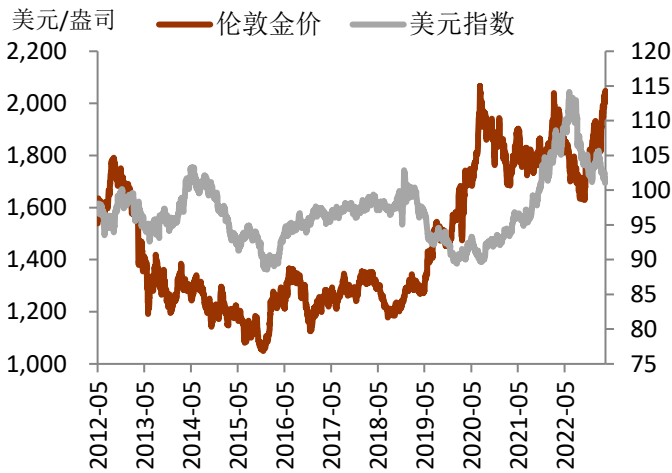
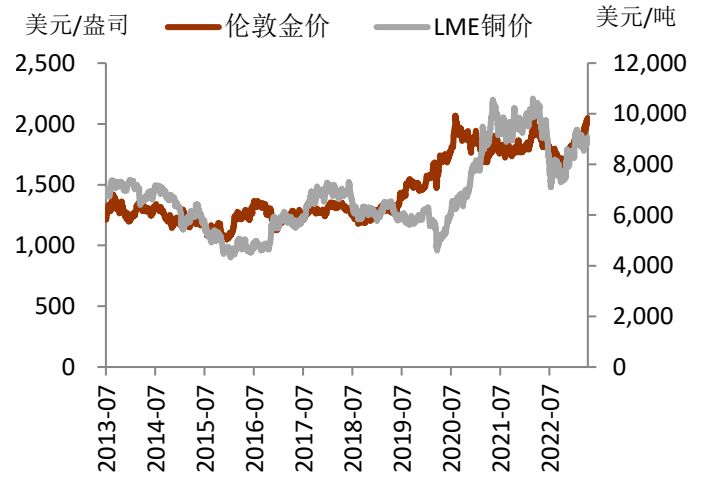


图 16 金价与铜价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 17 金价与 VIX 指数走势

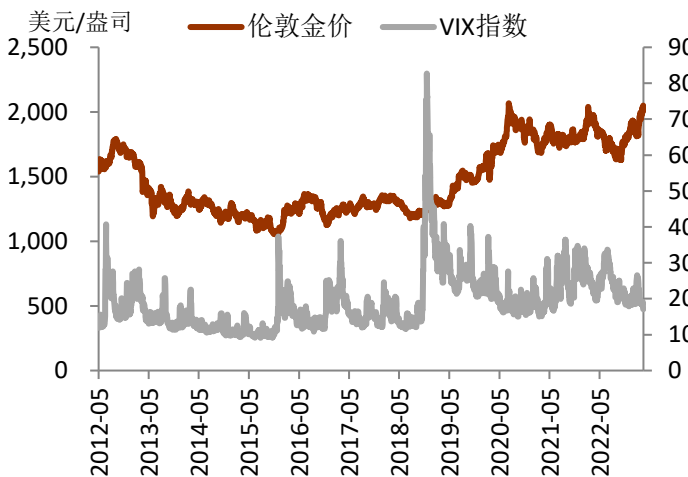


图 18 金价与原油价格走势



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

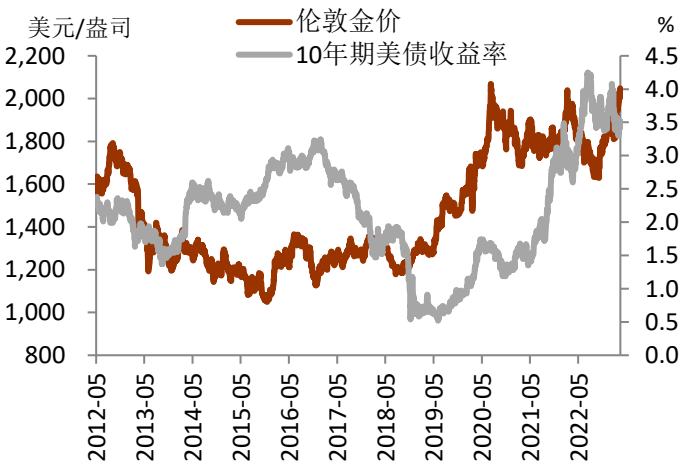
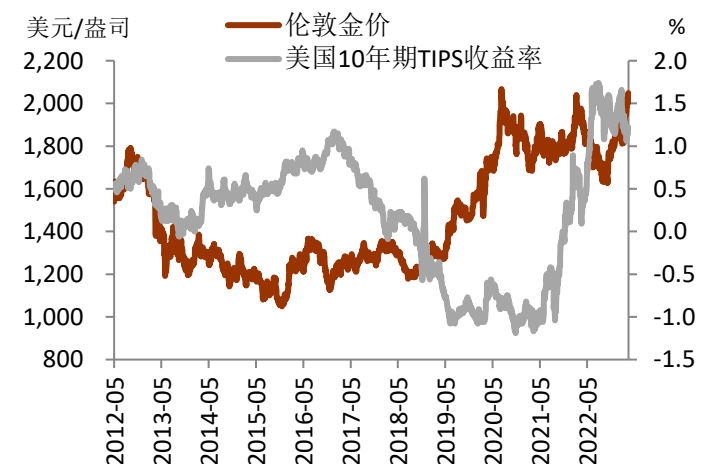
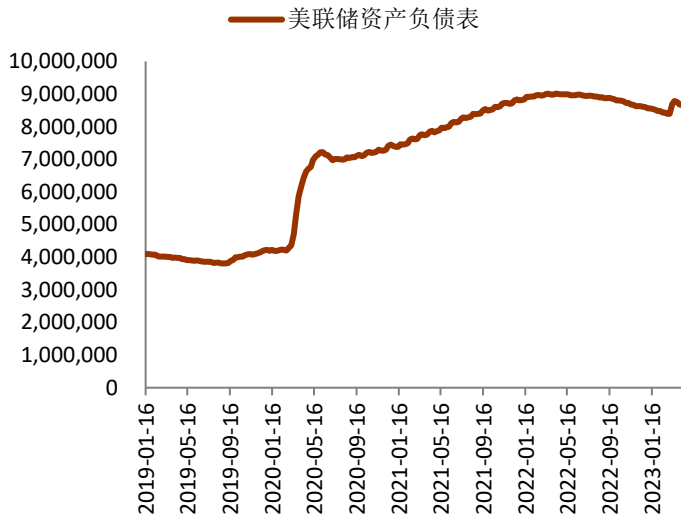


图 20 金价与美国实际利率走势



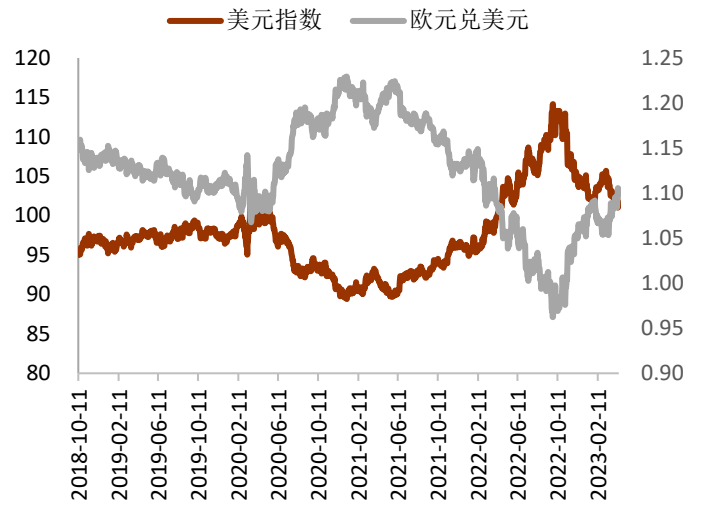
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 21 美联储资产负债表规模



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 22 美元指数与欧元兑美元走势



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 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。