



2023年5月15日

## 金银高位回调

### 调整还将继续

#### 核心观点及策略

- 上周贵金属价格高位回调。目前海内外宏观环境压力加大，美元指数从低位强劲反弹，以铜为代表的有色金属普遍下挫，工业属性更强的银价大幅下挫，银价跌幅远甚于金价，COMEX金银比价明显反弹至83.5一线。
- 近期公布的美国经济数据好坏兼半，随着6月1日的美国国债上限最后期限临近，但两党之间的债务谈判依然维持僵局，银行业动荡使得信贷收紧，再加上核心通胀维持高位，市场对于美国经济衰退的担忧加剧。
- 目前来看，美联储6月加息大概率停止加息，美联储加息将止但降息尚远。美国通胀的韧性决定了利率维持高位的时间将比市场预期的更长。在维持高位运行的美国4月核心CPI数据公布之后，市场对于美联储下半年将提前降息的预期开始修正。如我们所预期，贵金属的阶段性调整已经展开，预计调整还将继续，银价的下跌幅度依然会比金价更加猛烈。我们依然看好贵金属的中长期多头配置价值。
- 策略建议：金银空单持有，或做多金银比价
- 风险因素：鲍威尔讲话鸽派超预期

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	451.50	-6.42	-1.40	189274	178255	元/克
沪金 T+D	450.01	-0.82	-0.18	20348	153288	元/克
COMEX 黄金	2015.60	-9.30	-0.46			美元/盎司
SHFE 白银	5431	-415	-7.10	522479	634627	元/千克
沪银 T+D	5442	-280	-4.89	1640410	4670498	元/千克
COMEX 白银	24.13	-1.80	-6.94			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

上周贵金属价格高位回调。在维持高位运行的美国 4 月核心 CPI 数据公布之后，市场对于美联储下半年将提前降息的预期开始修正，贵金属价格出现回调。目前海内外宏观环境压力加大，美元指数从低位强劲反弹，以铜为代表的有色金属普遍下挫，工业属性更强的银价大幅下挫，银价跌幅远甚于金价，COMEX 金银比价明显反弹至 83.5 一线。

近期公布的美国经济数据好坏兼半，随着 6 月 1 日的美国国债上限最后期限临近，但两党之间的债务谈判依然维持僵局，银行业动荡使得信贷收紧，再加上核心通胀维持高位，市场对于美国经济衰退的担忧加剧。

美国债务谈判仍维持僵局，白宫会晤后共和党领袖称没新动向，民主党坚持不和减支捆绑。美国财长耶伦：必须有所妥协，国会必须提高债务上限；债务违约将对美国经济造成巨大打击；美国债务违约可能引发金融混乱；美国违约将影响美元作为储备货币的地位。

美联储金融稳定报告显示：银行系统压力持续可能造成经济显著下滑；衰退信号再现：联储调查发现一季度贷款标准收紧，需求减弱。延续了最近银行业压力出现之前的趋势。收紧大中型企业贷款条件的美国银行比例从 2022 年第四季度的 44.8% 上升至 46%。

近期多位欧美央行票委发言，美国官员重申今年不会降息，而欧洲官员预计 7 月后继续加息。

美联储威廉姆斯表示，美联储尚未表示停止加息，通胀太高了；美联储在货币政策上取得了“惊人的进展”；美联储需要根据数据制定货币政策；如果需要，美联储将再次加息；今年没有理由降息。

欧洲央行行长拉加德表示：2023 年不会是经济衰退的基准场景，欧洲央行必须对工资风险保持高度警惕，存在一些因素可能会对通胀前景产生重大上行风险。欧洲央行执委施纳贝尔表示：在可预见的未来，降息是极不可能的；需要付出更多努力，才能把通胀率降回 2% 的目标水平。缓慢的加息将允许欧洲央行去评估其每一步政策措施。

目前来看，美联储 6 月加息大概率停止加息，美联储加息将止但降息尚远。美国通胀的韧性决定了利率维持高位的时间将比市场预期的更长。在维持高位运行的美国 4 月核心 CPI 数据公布之后，市场对于美联储下半年将提前降息的预期开始修正。如我们所预期，贵金属的阶段性调整已经展开，预计调整还将继续，银价的下跌幅度依然会比金价更加猛烈。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 4 月零售销售，美国上周初请失业金人数，欧元区第一季度 GDP 数据，欧元区 4 月调和 CPI 数据，欧元区 5 月 ZEW 经济景气指数等。事件方面，关注美国债务谈判进展，及美联储主席鲍威尔的讲话。

操作建议：金银空单持有，或做多金银比价

风险因素：鲍威尔讲话鸽派超预期

### 三、重要数据信息

1、美国 4 月 CPI 同比增长 4.9%，连续第 10 次下降，为 2021 年 4 月以来新低，低于市场预期的 5%，前值为 5%。美国 4 月核心 CPI 同比增长 5.5%，符合市场预期，前值为 5.6%。环比看，美国 4 月 CPI 增长 0.4%，符合市场预期，前值为 0.1%。

2、美国 4 月 PPI 同比升 2.3%，创近两年半新低，环比增速上行为升 0.2%，预期为升 0.3%。核心 PPI 环比上涨 0.2%，同比上涨 3.2%。

3、美国上周初请失业金人数增加 2.2 万至 26.4 万人，高于预期值 24.5 万人。至 4 月 29 日当周续请失业金人数增加 1.2 万至 181.3 万人，预期为 182 万人。

4、美国 3 月批发销售环比下降 2.1%，创 2020 年 4 月以来最大降幅，预期及前值均为升 0.4%。

5、欧元区 5 月 Sentix 投资者信心指数-13.1，预期-8，前值-8.7。

6、德国 4 月 CPI 终值同比升 7.2%，预期升 7.2%，初值升 7.2%，3 月终值升 7.4%；环比升 0.4%，预期升 0.4%，初值升 0.4%，3 月终值升 0.8%。

7、欧洲央行月度调查显示，3 月欧元区消费者预计未来 12 个月和 36 个月的通胀分别为 5.0%和 2.9%，比上个月的预期分别提高 0.4 和 0.5 个百分点。

8、全球央行一季度黄金购买量达到 228 吨，创历史同期新高，新加坡金管局是一季度最大单一买家，购买了 69 吨黄金，为 2021 年 6 月以来首次。其次是中国央行黄金储备增加了 58 吨。

9、英国央行如期加息 25 个基点至 4.5%，利率水平创 2008 年 10 月以来最高，并称通胀持续性将需要进一步收紧货币政策。

10、德国央行行长内格尔表示，不排除欧洲央行将在夏季之后继续加息的可能性。

#### 四、相关数据图表

表 2 贵金属 ETF 持仓变化

单位（吨）	2023/5/12	2023/5/7	2023/4/12	2022/5/12	较上周 增减	较上月 增减	较去年 增减
ETF 黄金总持仓	937.54	931.77	930.61	1055.89	5.77	6.93	-118.35
ishare 白银持仓	14621.47	14484.35	14648.96	17685.22	137.12	-27.49	-3063.75

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
2023-05-09	266472	70658	195814	247
2023-05-02	262413	66846	195567	10303
2023-04-25	253186	67922	185264	-4629
2023-04-11	260061	70168	189893	
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
2023-05-09	69166	36806	32360	408
2023-05-02	68219	36267	31952	1349
2023-04-25	66145	35542	30603	4008
2023-04-11	62968	36373	26595	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图 1 SHFE 金银价格走势

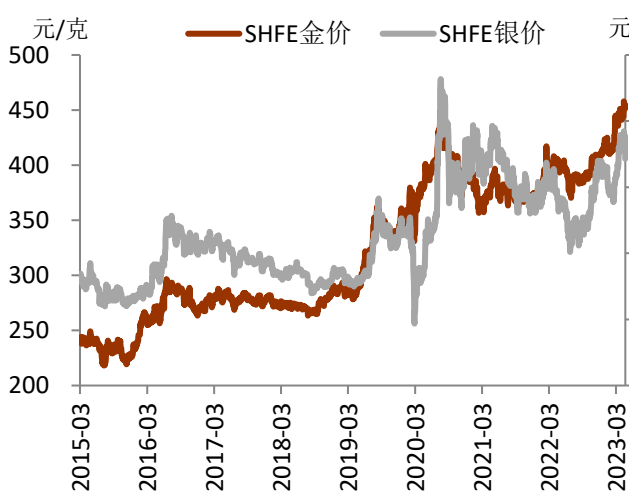
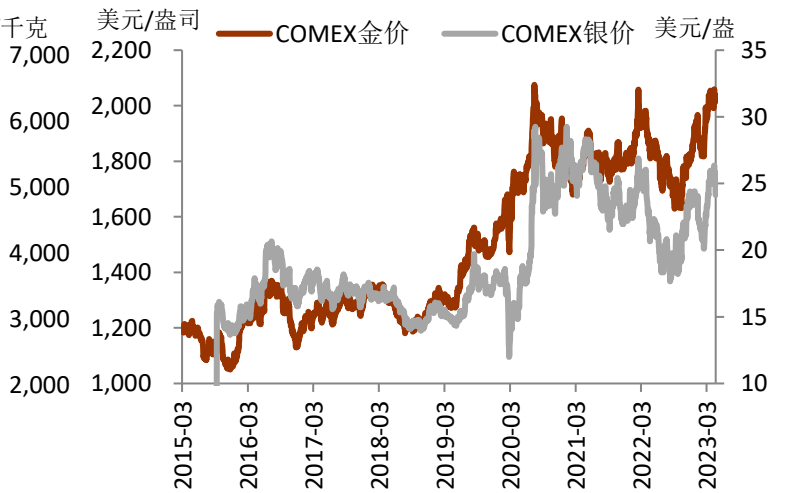


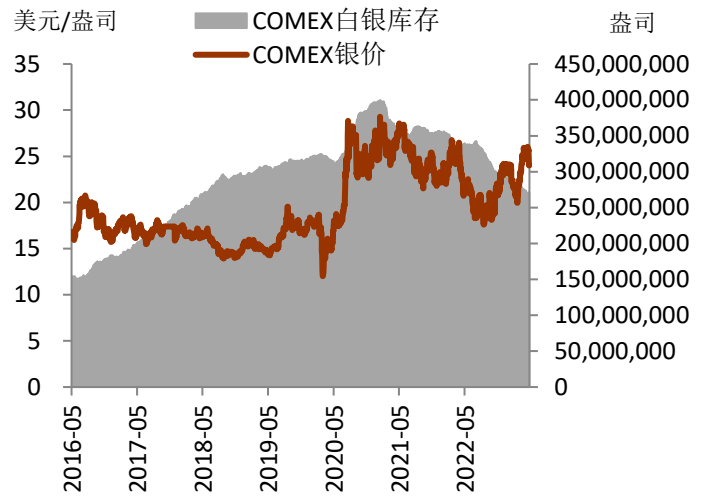
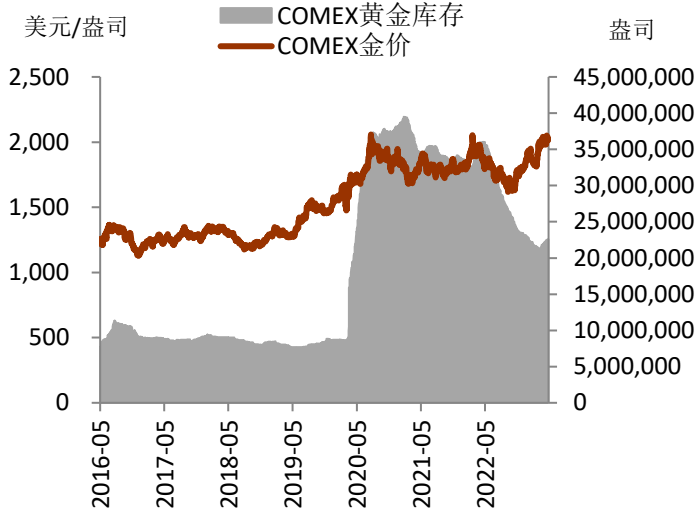
图 2 COMEX 金银价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 3 COMEX 黄金库存变化

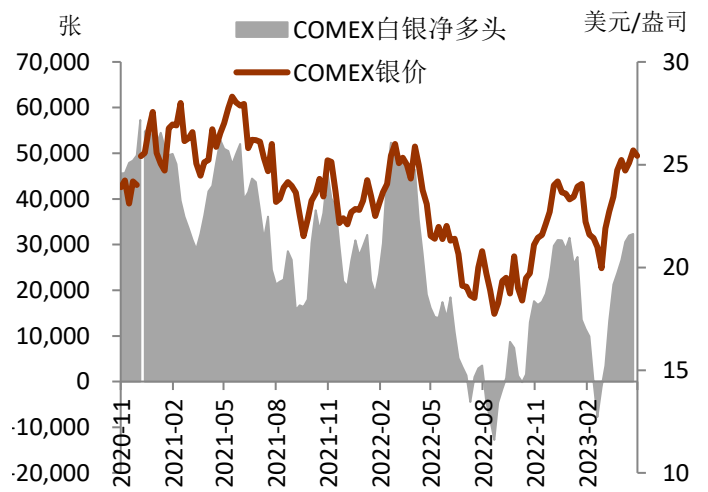
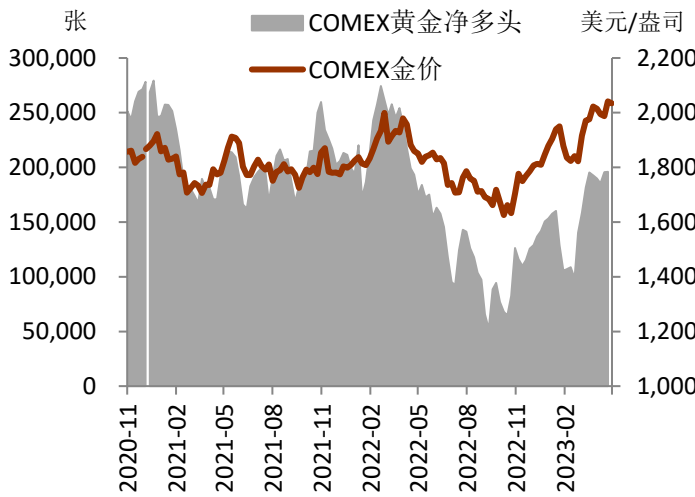
图 4 COMEX 白银库存变化



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

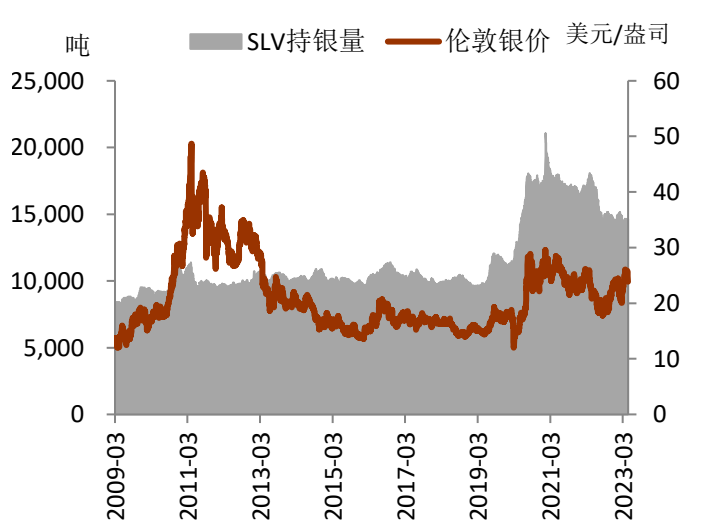
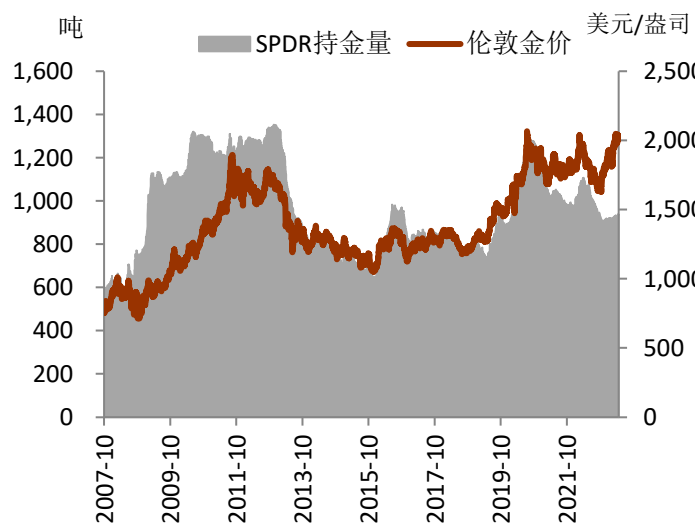
图6 COMEX 白银非商业性净多头变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

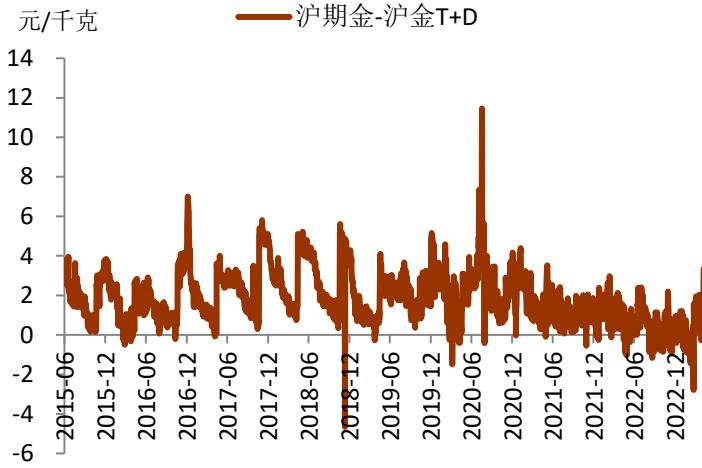
图7 SPDR 黄金持有量变化

图8 SLV 白银持有量变化



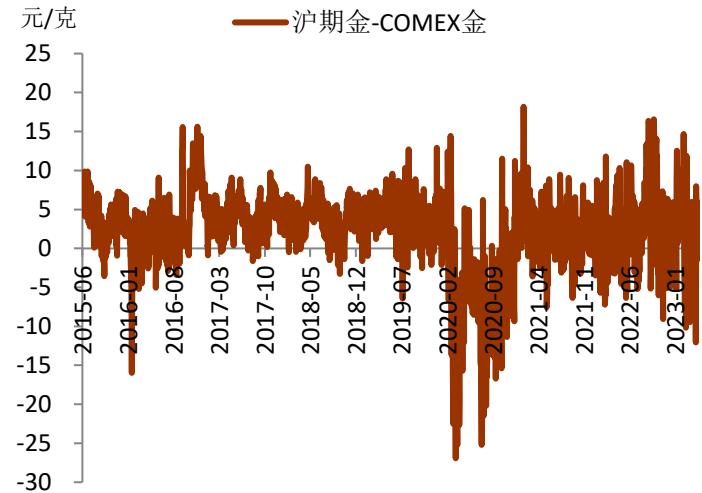
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图9 沪期金与沪金 T+D 价差变化



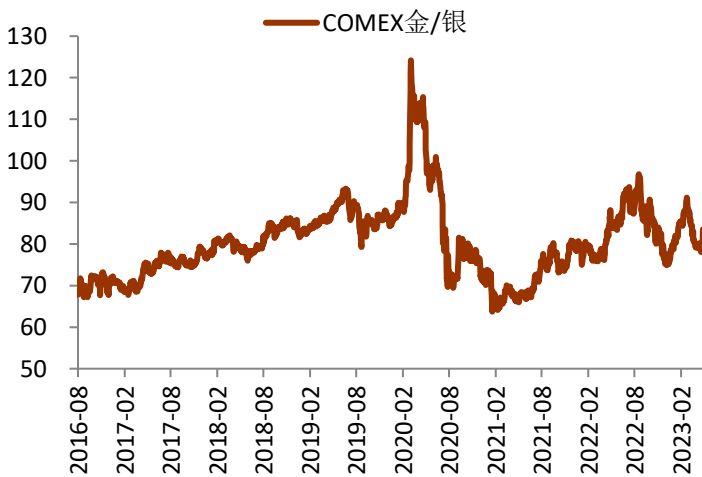
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图11 黄金内外盘价格变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图13 COMEX 金银比价



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图10 沪期银与沪银 T+D 价差变化

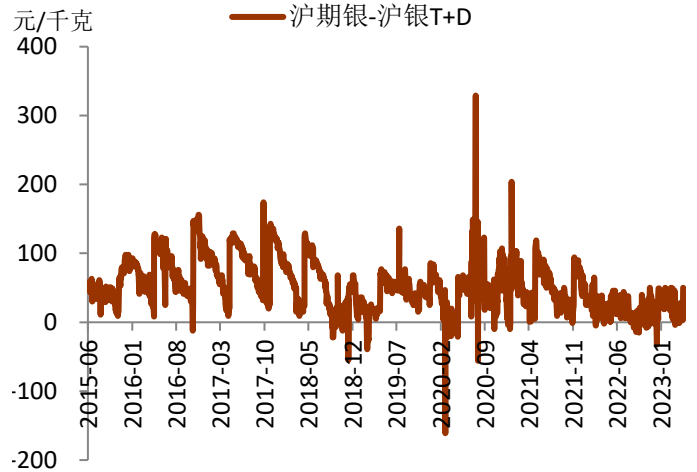


图12 白银内外盘价格变化

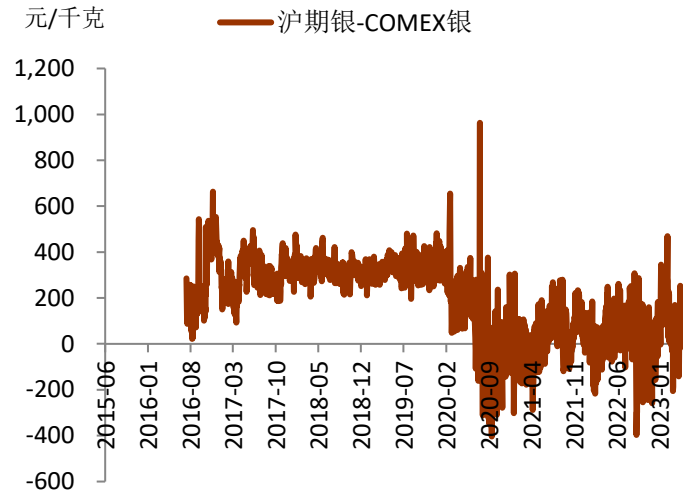


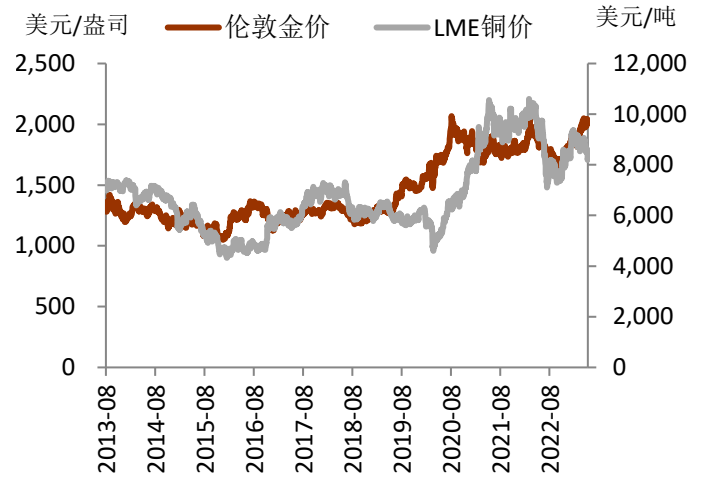
图14 美国通胀预期变化



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

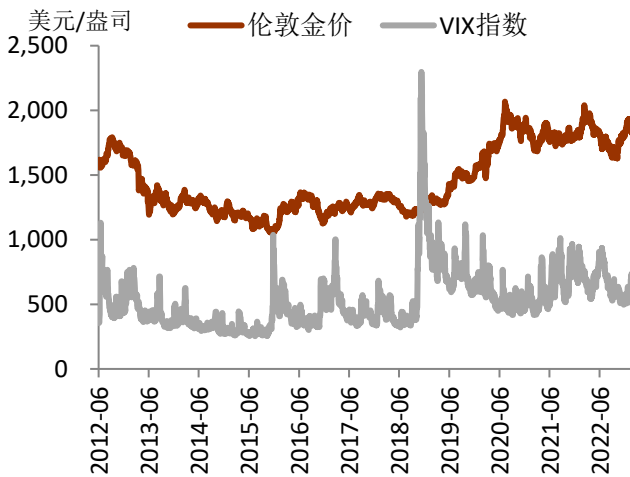


图 18 金价与原油价格走势

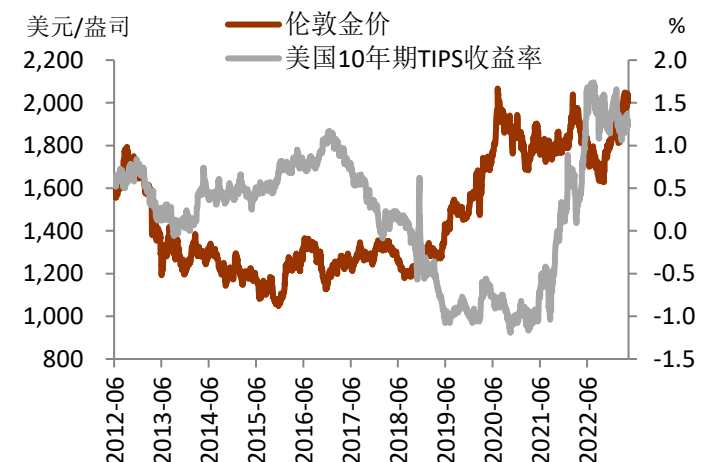


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

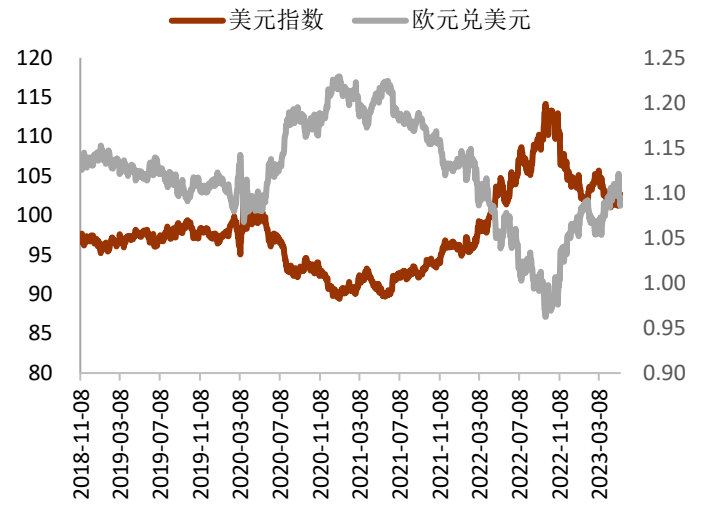
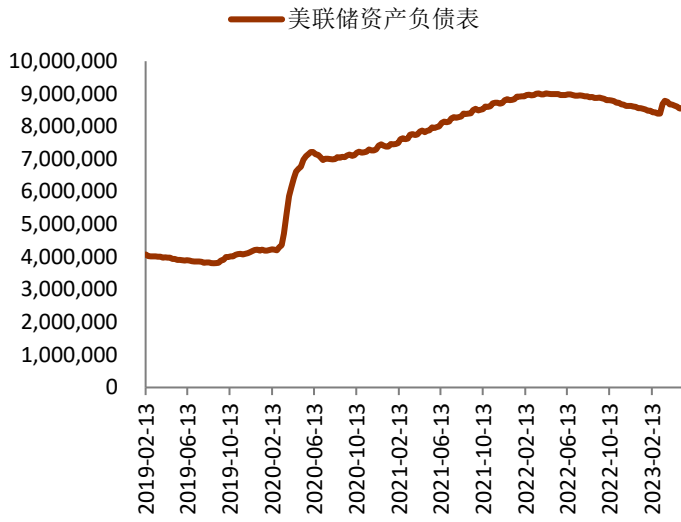


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图 21 美联储资产负债表规模

图 22 美元指数与欧元兑美元走势

敬请参阅最后一页免责声明



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 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。