



2024年4月7日

“二次通胀”预期升温

金价屡创新高

核心观点及策略

- 持续好于预期的美国经济数据使得降息预期一再推迟，但原油价格走强及美国强劲的就业市场引发市场对通胀反弹的担忧，贵金属的交易逻辑由之前的“宽松预期”转向“二次通胀”预期。叠加投资者的做多黄金的热情持续高涨，助推金价屡创新高。地缘局势持续紧张也提振贵金属的避险需求，金银走势依然是易涨难跌。
- 预计接下来一个月，金银价格仍将高位运行。国际金价的波动参考区间为2200-2500美元/盎司，国际银价的波动参考区间为26-30美元/盎司。
- 策略建议：逢低做多金银，关注银价补涨机会
- 风险因素：美国经济数据趋于走弱

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

王工建

☎ 021-68555105

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

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、美国经济持续好于预期，经济软着陆预期强化.....	5
2、美国 2 月通胀数据有分歧，“二次通胀”可能性增加.....	6
3、欧元区通胀持续放缓，欧央行 6 月首次降息概率较大.....	6
4、供需格局偏紧叠加地缘溢价，油价上涨增加通胀反弹风险.....	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.....	10
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.....	13
四、行情展望及操作策略：.....	14

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	5
图表 4 金价与美债利率走势变化	5
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 美国职位空缺数变化	8
图表 10 美国周度初请和续请失业金人数	8
图表 11 主要经济体 CPI 变化	8
图表 12 美元 PCE 和核心 PCE 变化	8
图表 13 美国通胀预期变化	9
图表 14 美元指数与美元非商业性净头寸变化	9
图表 15 COMEX 金银比价变化	9
图表 16 沪期金银比价变化	9
图表 17 铜金比价变化	10
图表 18 金价与铜价走势对比	10
图表 19 沪期金与 COMEX 金价差变化	11
图表 20 沪期银与 COMEX 银价差变化	11
图表 21 沪期金与沪金 T+D 价差变化	11
图表 22 沪期银与沪银 T+D 价差变化	11
图表 23 COMEX 贵金属库存变化	12
图表 24 COMEX 黄金库存变化	12
图表 25 COMEX 白银库存变化	12
图表 26 上海黄金交易所白银库存变化	12
图表 27 上海期货交易所白银库存变化	12
图表 28 贵金属 ETF 持仓变化	13
图表 29 黄金 ETF 持仓变化	13
图表 30 白银 ETF 持仓变化	13
图表 31 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化	14
图表 32 CFTC 黄金净多头持仓变化	14
图表 33 CFTC 白银净多头持仓变化	14

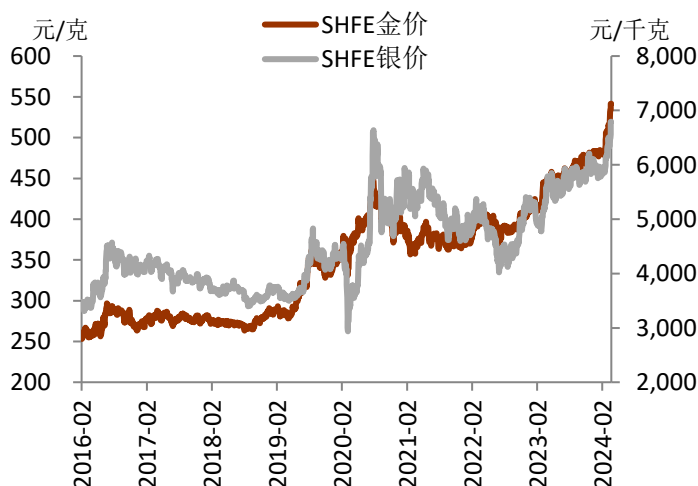
一、贵金属行情回顾

3月市场继续抢跑美联储降息预期，叠加地缘风险频发，国际金价走势强劲屡创新高，而银价走势不及金价。截至3月底，COMEX期金主力合约报收于2255美元/盎司，为历史最高收盘价，月度涨幅达9.84%。COMEX期银主力合约报收于25.1美元/盎司，月度涨幅为9.7%。

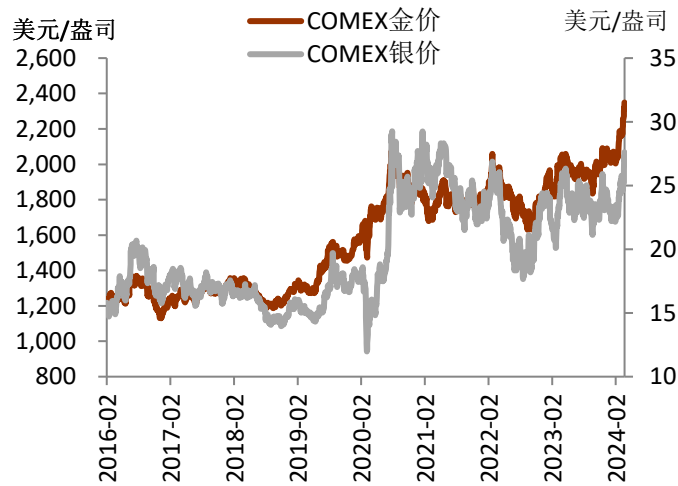
3月底，美元指数和美债收益率均持续反弹，但贵金属价格也同步走强，并屡创新高。随着原油价格持续走高，贵金属市场的交易逻辑转向对通胀反弹的担忧。4月初公布的好于预期的美国非农就业报告使得“二次通胀”预期强化，金价涨势并未受阻反而进一步强势上攻。

国内金价在3月屡创新高，极大地激发投资者的热情，再加上人民币兑美元汇率在3月22日因央行主动调整而单日出现较大幅度的贬值，并一度引发贬值预期，3月国内金银价格走势均强于外盘，沪期金和沪期银主力合约月度涨幅都超过10%，并在4月初持续强势运行。

图表1 近5年 SHFE 金银价格走势



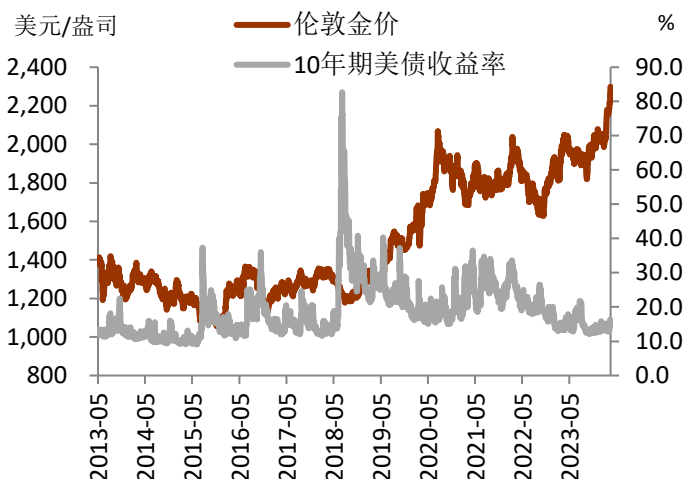
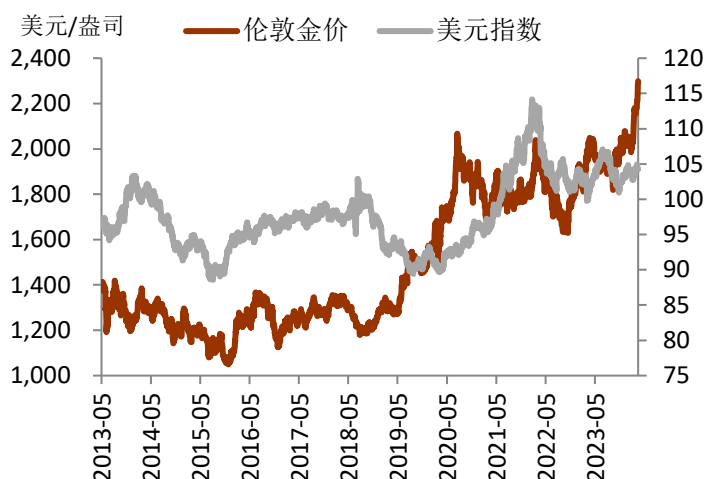
图表2 近5年 COMEX 金银价格走势



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

市场对宽松预期的交易逻辑因美联储在 3 月议息会议释放偏鸽信号而强化，叠加月末以原油价格走强及美国强劲的就业市场引发市场对“二次通胀”的担忧，助推金价屡创历史新高。

1、美国经济持续好于预期，经济软着陆预期强化

美国 2023 年四季度 GDP 年化季环比终值超预期上修至 3.4%，前值为 3.2%。GDP 数据超预期上修主要源于消费者和政府支出以及商业投资的向上修正，再次验证美国经济增长势头强劲。

美国 3 月份制造业活动意外扩张。美国 3 月 ISM 制造业 PMI 结束 16 个月连续收缩，上升 2.5 至 50.3，为自 2022 年 9 月以来首次，因生产大幅反弹，需求走强，同时投入成本攀升，物价、新订单、生产齐涨。美国 3 月 ISM 非制造业指数为 51.4，为连续 15 个月扩张，但由于新订单增速放缓、供应商交付加快以及就业萎缩，3 月份增长速度放缓。制造业活动转向扩张显示美国经济非常有韧性。

劳动力市场方面，继 1、2 月非农数据“爆表”后，3 月美国非农新增就业人数继续飙升。美国 3 月季调后非农就业人口增加 30.3 万人，大幅超过预期的 21.4 万人，并高于过去 12 个月平均每月增加的 23.1 万人，为 2023 年 5 月以来最大增幅。3 月失业率下降 0.1% 回落至 3.8%，好于一致预期和前值 3.9%；时薪增速环比 0.3%，与市场预期持平，高于前值的 0.2%，同比增速 4.1%，与预期持平，低于前值的 4.3%；劳动参与率上升 0.2% 至 62.7%，高于预期的 62.6%；周均工作时长小幅回升 0.1 小时至 34.4 小时。

3 月份非农就业人数增幅达到近一年来的最高水平，即使劳动参与率回升，但失业率仍然下行。虽然近期有关移民对美国劳动力供给修复的促进作用的讨论升温，但美国增长

敬请参阅最后一页免责声明

动能强是新增非农超预期的主要原因, 这表明美国强劲的劳动力市场正在推动经济增长, 经济软着陆的概率加大, 美联储在抗通胀问题上可以保持耐心。在超预期的非农数据公布后, 互换市场将完全定价美联储首次降息的日期推迟至 9 月, 今年降息次数减少至两次。

2、美国 2 月通胀数据有分歧, “二次通胀” 可能性增加

美国 2 月的 CPI 数据和 PCE 数据显示出分歧。美国 2 月核心 CPI 同比增 3.8%, 高于预期的 3.7%, 较前值 3.9% 进一步回落, 仍为 2021 年 5 月以来的最低水平。2 月核心 CPI 环比增 0.4%, 为八个月最大升幅, 高于预期的 0.3%, 与前值持平。商品通货紧缩仍在继续但已趋于平缓, 同比下滑 0.3%, 而服务业通胀仍居高不下, 同比大幅增长 5.2%。

美国 2 月核心 PCE 物价指数同比增长 2.8%, 为 2021 年 3 月以来最低, 于市场预期一致, 较 1 月上修 0.1% 至 2.9% 的增速放缓。2 月核心 PCE 环比增长放缓至 0.3%, 也符合预期, 1 月增速由 0.4% 上修至 0.5%。受汽油价格上涨推动, 2 月 PCE 物价指数同比增长较 1 月的 2.4% 加快至 2.5%, 为去年 9 月来首次增速回升, PCE 环比增长 0.3%, 增速均符合预期。鲍威尔认为 2 月 PCE “基本符合预期”, 重申美联储不急于降息, 希望看到更多 “向好” 的通胀数据, 仍预计通胀将继续在 “颠簸的道路” 下降。

持续好于预期的美国经济数据, 叠加非农就业连续三个月大超预期, 美国经济软着陆甚至不着陆的可能性增加, 通胀粘性也可能随之增强。当前美国 “二次通胀” 的概率加大, 一是 2024 开年以来, 美国住房市场延续复苏, 房价持续回暖。与此同时, 住房租金增速居高不下, “住房” 相关支出占美国 CPI 和 PCE 的比重分别为 36% 和 15% 左右, 也威胁美国通胀回落的前景; 二是美国居民部门收入仍在修复之中。3 月薪资增速环比增加 0.3%, 而且工作时长上行, 整体周薪收入增加。从总薪资收入的角度看, 美国居民部门正经历着收入的全面修复。尤其是 2 月美国 PCE 实际服务消费环比 0.6%, 创 2021 年 7 月以来最大增速, 凸显美国居民部门的消费能力强劲。

在当前强就业、高薪资、通胀面临反弹的背景下, 美联储缺乏对货币政策做实质性调整的动力和空间。近期美联储官员的表态也暗示延后降息的可能性。鲍威尔表示在对通胀更有信心前不预期降息; 卡什卡利更是表示如果通胀如果停滞不前, 美联储可能不降息; 鲍曼更是抛出仍愿意支持加息的观点。预计当前的降息预期还将面临持续下修。

3、欧元区通胀持续放缓, 欧央行 6 月首次降息概率较大

2024 年 3 月份, 欧洲制造业 PMI 为 48.4%, 较上月上升 0.4 个百分点, 连续 3 个月环比上升。一季度, 欧洲制造业保持恢复趋势, 但恢复力度仍显偏弱。从主要国家来看, 英国和意大利制造业有加快恢复迹象, 制造业 PMI 升至 50% 以上; 法国和德国恢复力度较弱, 制造业 PMI 较上月均有不同程度下降, 且在 50% 以下, 作为火车头的德国制造业 PMI 仍在 42% 以下的较低水平。德国经济复苏乏力仍是困扰欧洲经济恢复的主要因素。

欧元区 3 月通胀回落速度快于预期。数据显示，欧洲 3 月调和 CPI 同比上涨 2.4%，低于市场预期的 2.6%和前值 2.6%；剔除食品和能源的 3 月核心 CPI 从 3.1%放缓至 2.9%，不及预期的 3%，环比从前值 0.6%加速至 0.8%，表明价格压力持续。目前来看，欧洲制造业保持弱势恢复，而通胀在持续放缓，欧元区经济有边际好转。

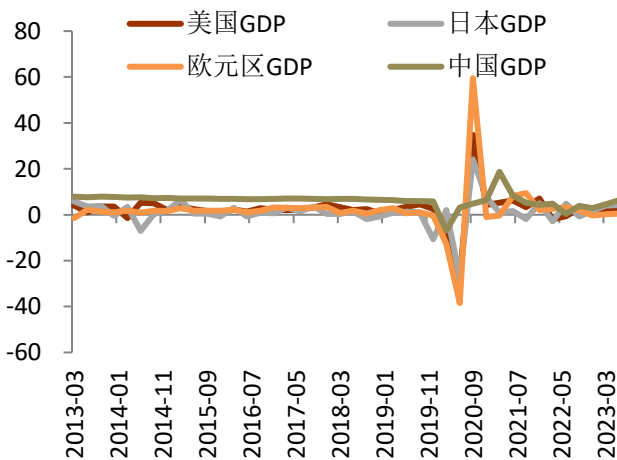
此前，欧洲央行行长拉加德曾表示，如果即将公布的通胀和工资数据符合其预测，欧洲央行将在 6 月份降低关键利率。当前通胀已连续数月逼近欧洲央行设定的 2%目标。持续回落的通胀数据增加了欧洲央行将加快降息节奏的概率。当前市场普遍预计，欧洲央行将于 6 月降息 25 个基点，今年将累计降息 75 个基点，出现第四次降息的可能性在 60%左右。

4、供需格局偏紧叠加地缘溢价，油价上涨增加通胀反弹风险

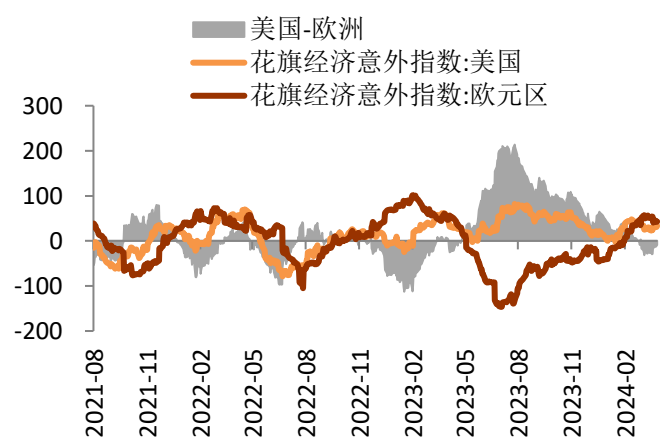
IEA 月报称，虽然原油需求增速变缓，但仍将 2024 年石油需求增长预期上调了 11 万桶/日到 130 万桶/日，并判断随着欧佩克+减产持续，2024 年石油供需将转为“轻微赤字”。尽管上调需求增长预估，但 IEA 的预测仍然比欧佩克保守得多。欧佩克在其月度报告中表示，预计 2024 年全球石油需求将“强劲”增长 220 万桶/日，2025 年将增长 180 万桶/日。

地缘冲突仍在频发。3 月 16 日，乌克兰的攻击无人机对俄罗斯萨马拉地区的三家俄罗斯石油公司炼油厂进行了攻击。这些工厂每年加工约 2500 万吨石油，几乎占俄罗斯联邦炼油总量的 10%。4 月 1 日，以色列空袭伊朗驻叙利亚使馆建筑，致 7 名伊朗军方人员死亡。4 月 5 日，乌媒称乌方袭击俄罗斯莫罗佐夫斯克机场，摧毁至少 6 架飞机。在当前地缘局势持续紧张的背景下，原油走势将持续反映地缘政治溢价，油价偏强运行仍将是主节奏。油价持续上涨可能传导至通胀，也增加了美国“二次通胀”的风险。另外，地缘风险频发也推升着黄金避险需求。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

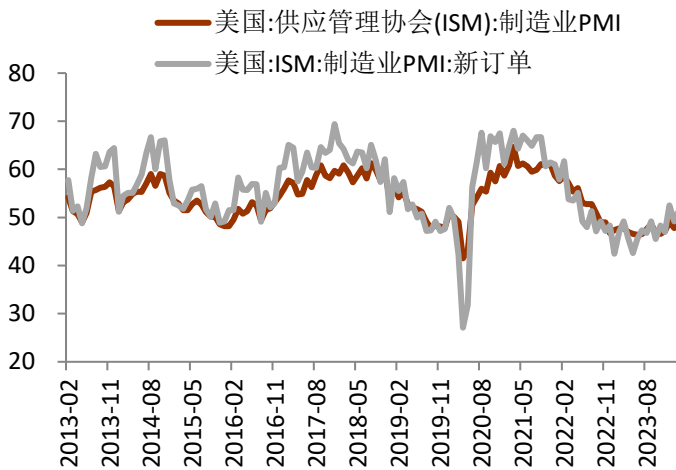


图表 6 美欧经济意外指数变化

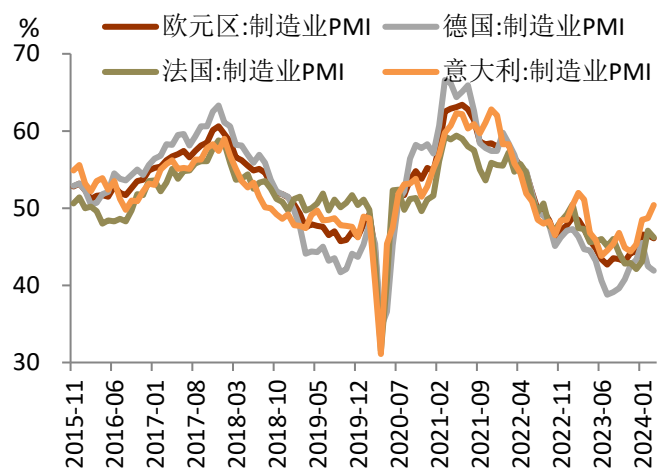


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

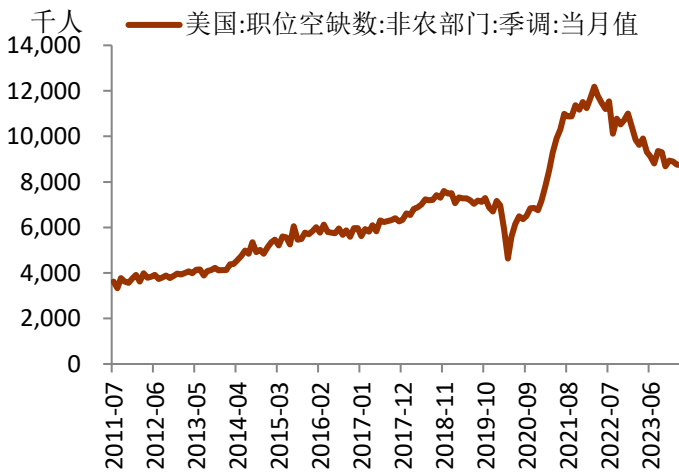


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

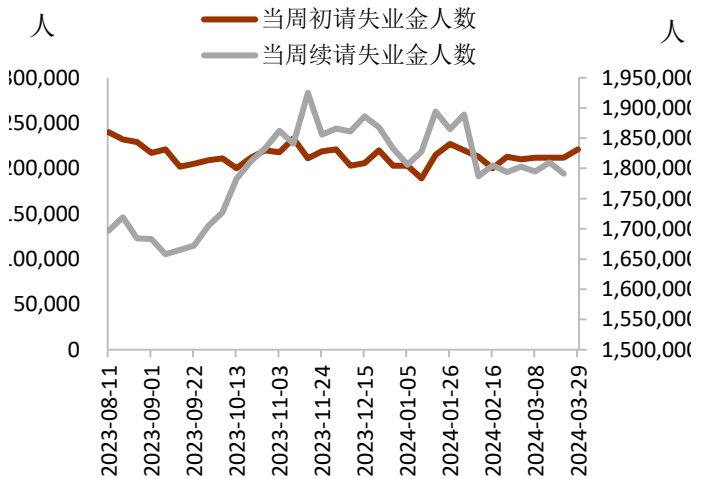


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 美国职位空缺数变化

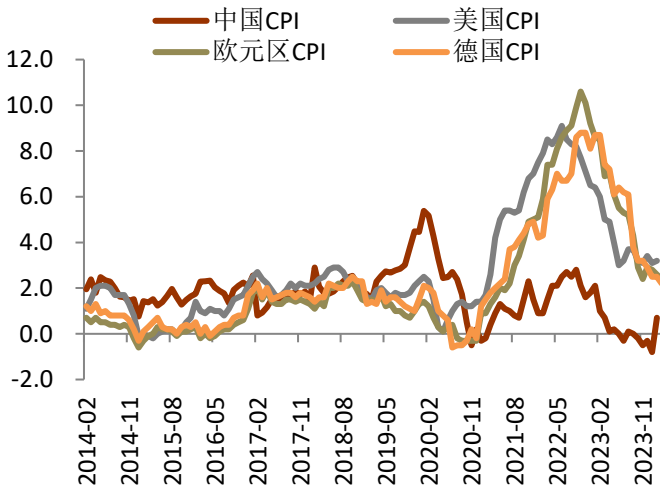


图表 10 美国周度初请和续请失业金人数

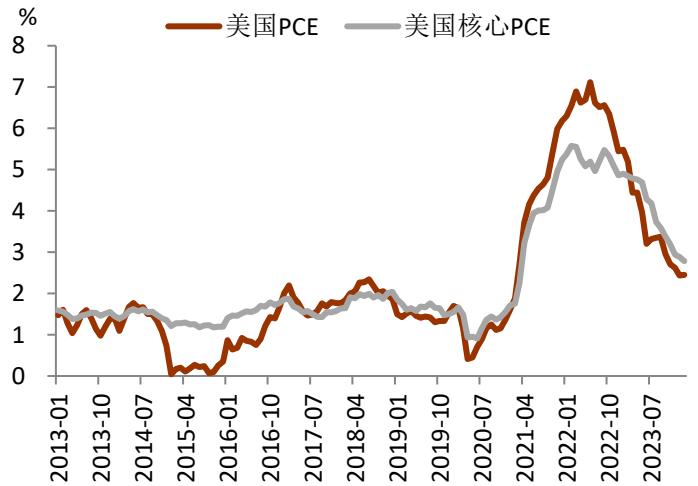


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 主要经济体 CPI 变化

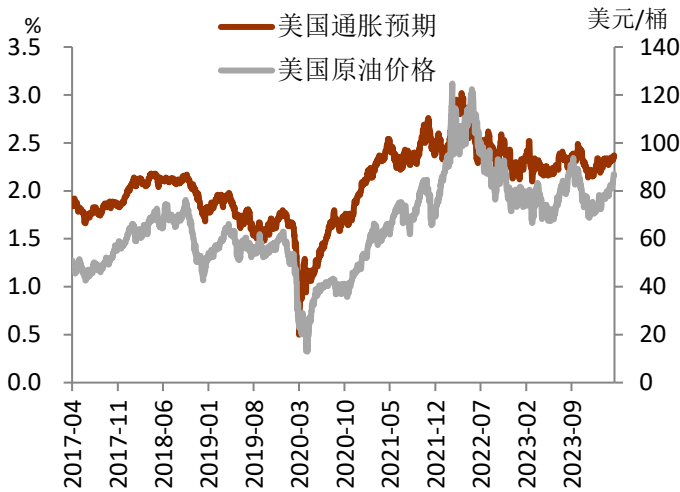


图表 12 美元 PCE 和核心 PCE 变化

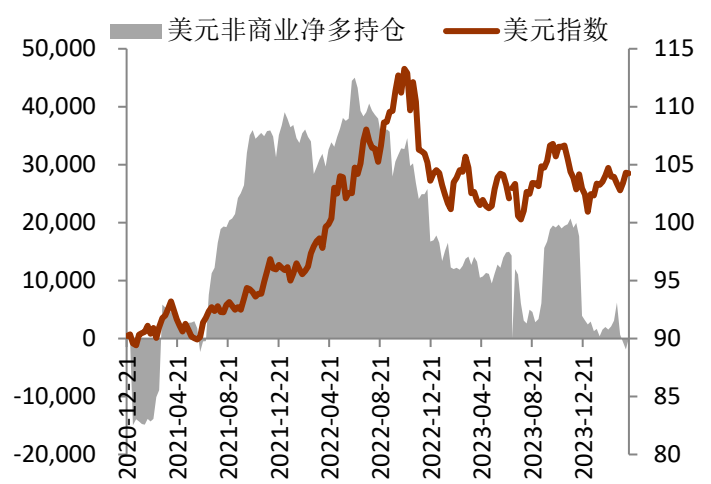


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 13 美国通胀预期变化



图表 14 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

三、市场结构及资金流向分析

1、金银比价变化

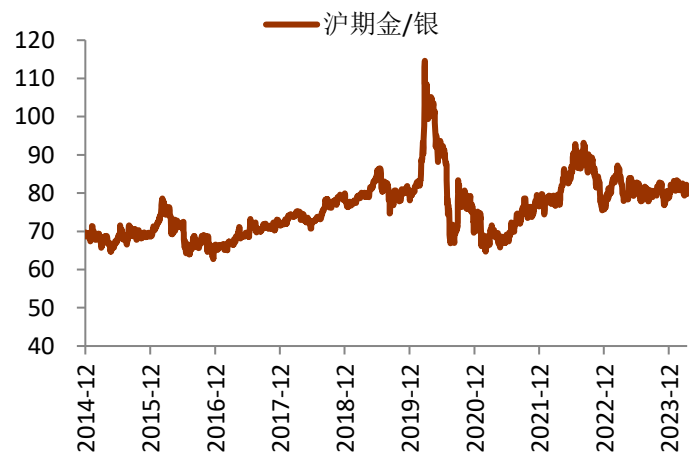
3月金价迭创新高，银价走势整体弱于金价，COMEX金银比价持续走高，在3月底最高重返90上方。人民币兑美元汇率在3月整体贬值，国内金银价格走势均强于外盘，沪金银比价在79-82之间高位运行。

当前金价再创历史新高，而银价涨幅相对滞后，接下来补涨的概率较大，预计金银比价后期回调的概率较大。

图表 15 COMEX 金银比价变化



图表 16 沪期金银比价变化



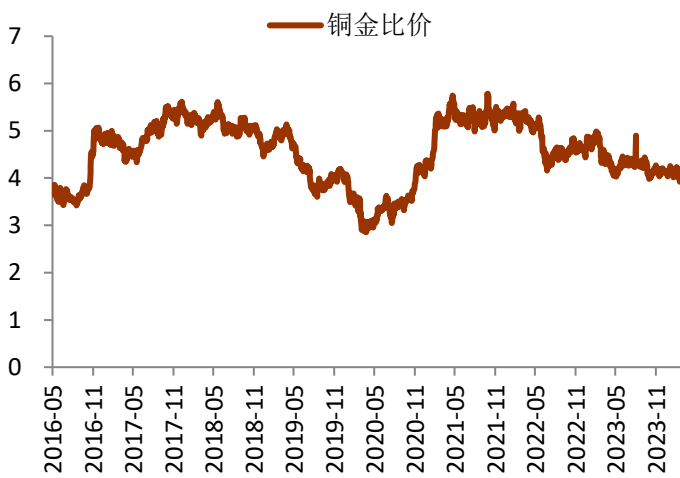
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、铜金比价变化

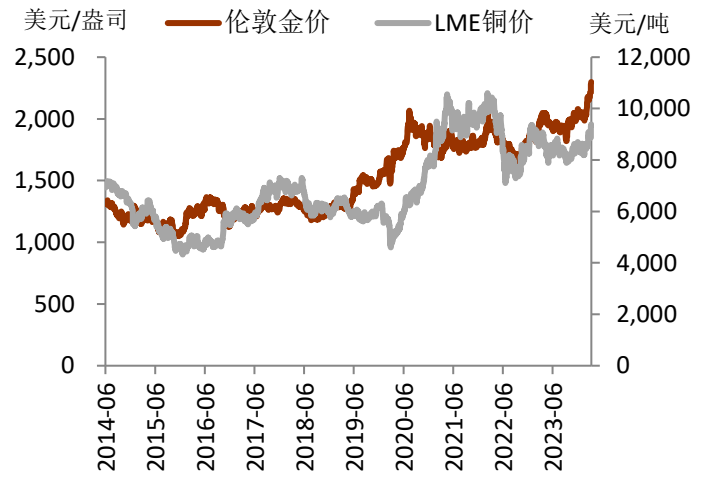
铜作为工业金属的代表，同时也具有很强的金融属性。铜金比价的变化可以代表市场上投资者的风险偏好。在 TC 断崖式下跌背景下，3 月 CSPT 申明将联合减产 5%至 10%，铜价受到提振，但由于市场抢跑降息预期和地缘风险的提振，金价也大幅上涨，且金价整体走势强于铜价。3 月铜金比价有所下降，在 3.9-4.2 之间波动。

目前来看，屡创新高的金价已经对诸多利多因素提前定价，铜矿供应偏紧正在向冶炼端传导，预计后市铜价易涨难跌，且铜价表现会强于金价，铜金比价上涨的概率较大。

图表 17 铜金比价变化



图表 18 金价与铜价走势对比



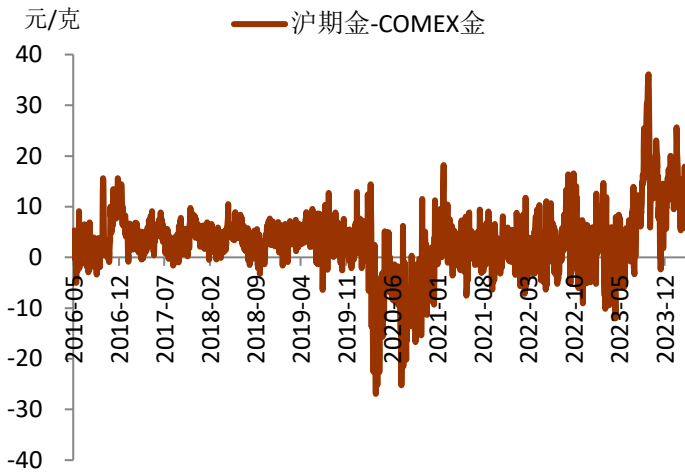
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、期现及跨期价差变化

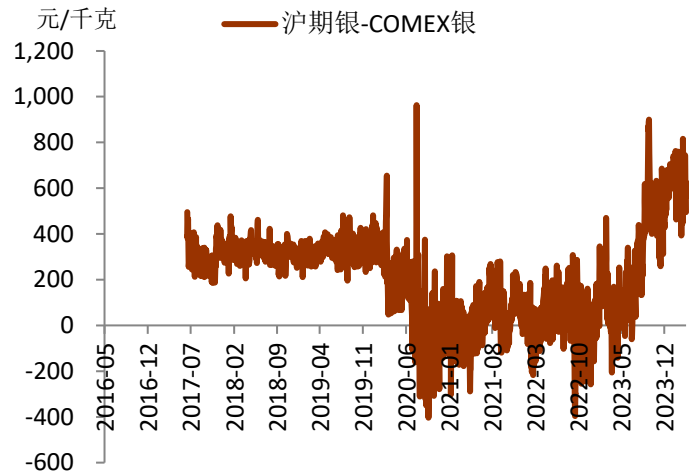
金银内外盘价差受人民币兑美元汇率波动，以及汇率变化预期的影响。2024 年 3 月 22 日，央行主动小幅调降人民币兑美元汇率至 7.20 上方之后，市场对于汇率贬值的预期强化，沪金银与 COMEX 金银价差短期都有明显走阔。

我们认为当前人民币汇率仍处于可控区间之内，预计 4 月波动区间会在 7.2-7.3 之间。目前国内经济数据延续恢复向好态势，人民币短期小幅贬值不会改变后市稳中有升的趋势，即使短期金银内外价差又出现走阔，但预计不会达到去年 9 月底的极值水平，金银内外价差会再度回归。

图表 19 沪期金与 COMEX 金价差变化

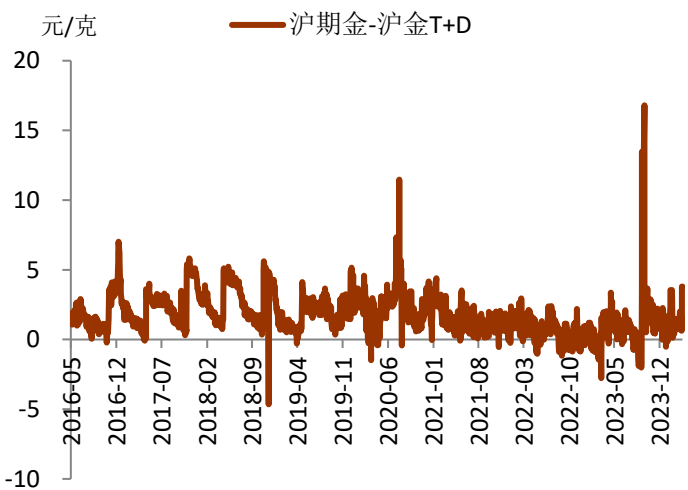


图表 20 沪期银与 COMEX 银价差变化

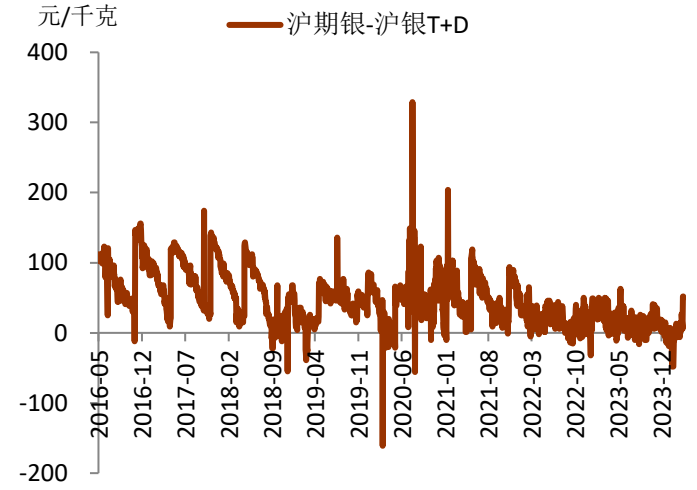


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 21 沪期金与沪金 T+D 价差变化



图表 22 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，2023 年金银库存整体呈持续下降的趋势。2023 年 10 月份至 12 月，COMEX 黄金期货的库存波动不大，而白银期货的库存小幅增加。进入 2024 年，黄金的库存持续下降，而白银的库存则持续小幅增加。截至 2024 年 4 月 5 日，COMEX 黄金期货的库存有 1778 万盎司，合计约 553 吨，环比下降 1.74%，比去年同期大幅减少 18.33%；COMEX 白银库存增至 2.89 亿盎司，合计约 9005 吨，环比增加 2.02%，比去年同比增加 5.21%。

进入 2024 年初，国内上海黄金期货交易所和上海期货交易所的白银库存延续 2023 年的持续下降趋势，在 1、2 月都持续小幅下降，但在 3 月两大交易所的白银库存都开始增加，金交所库存增加跟为显著。截至 2024 年 4 月 3 日，上期所白银库存有 1036 吨，上海

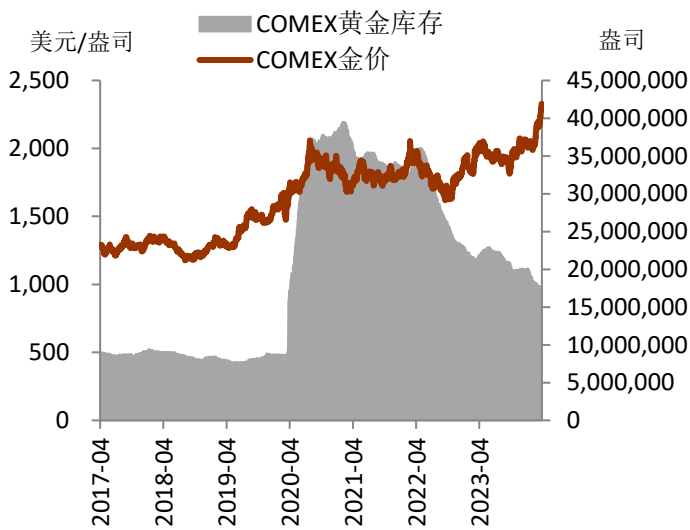
黄金交易所白银库存有 1541 吨，两大交易所共计 2577 吨，比 2024 年年 3 月初的 2342 吨增加 235 吨。

图表 23 COMEX 贵金属库存变化

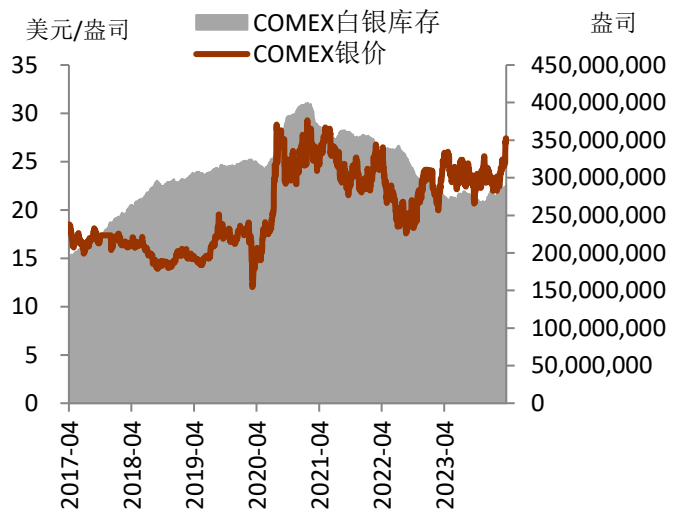
	2024/4/5	2024/3/5	2023/4/5	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	17778614	18093353	21769099	-314739	-1.74%	-3990485	-18.33%
白银(千盎司)	289514695	283780237	275170052	5734458	2.02%	14344643	5.21%

资料来源：iFinD，Bloomberg、铜冠金源期货

图表 24 COMEX 黄金库存变化

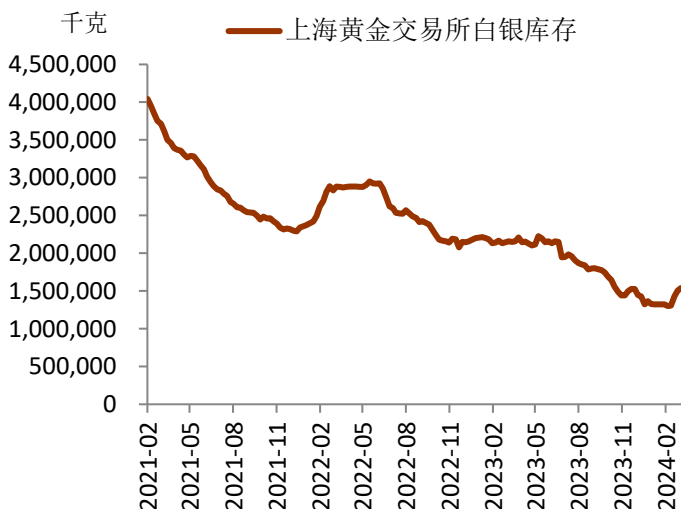


图表 25 COMEX 白银库存变化

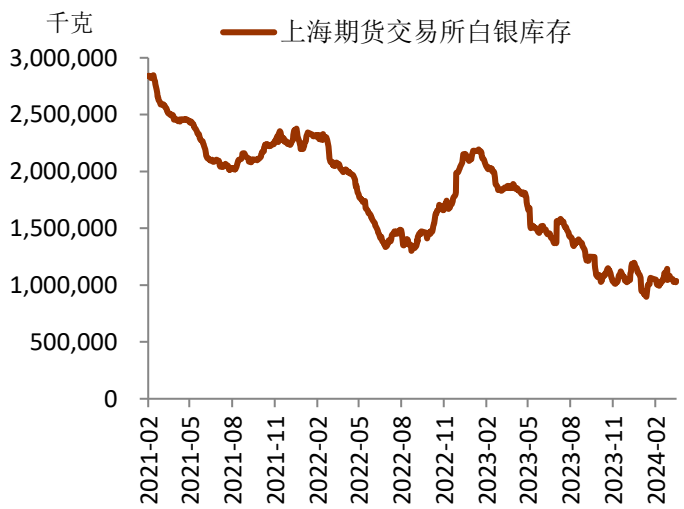


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 26 上海黄金交易所白银库存变化



图表 27 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。近两年金银 ETF 的持仓变化与金银价格变化的跟随性减弱，但整体趋势的正相关性依然存在。

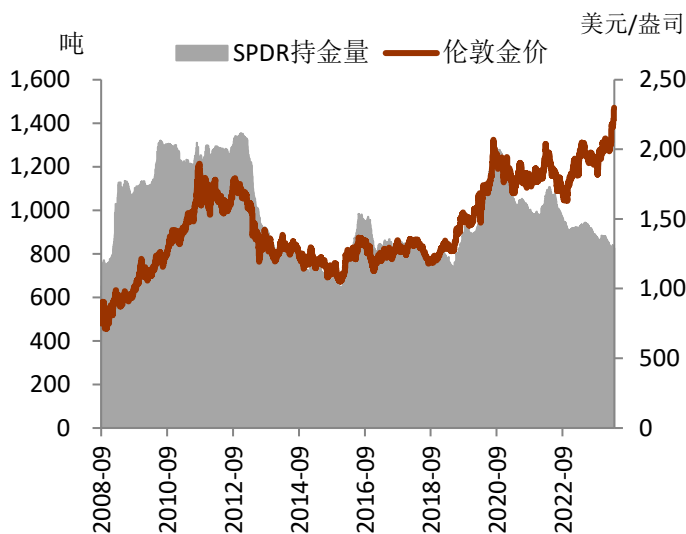
进入 2024 年，资金依然在持续流出黄金白银 ETF，直到 3 月，流入黄金白银 ETF 的自己资金才有小幅增加。截至 2024 年 4 月 5 日，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持仓量为 826 吨，比上个月同期增加了 9.8 吨；全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量为 13728 吨，比上个月同期增加了 649 吨。但跟去年同期相比，黄金白银 ETF 的持仓都有明显下降。

图表 28 贵金属 ETF 持仓变化

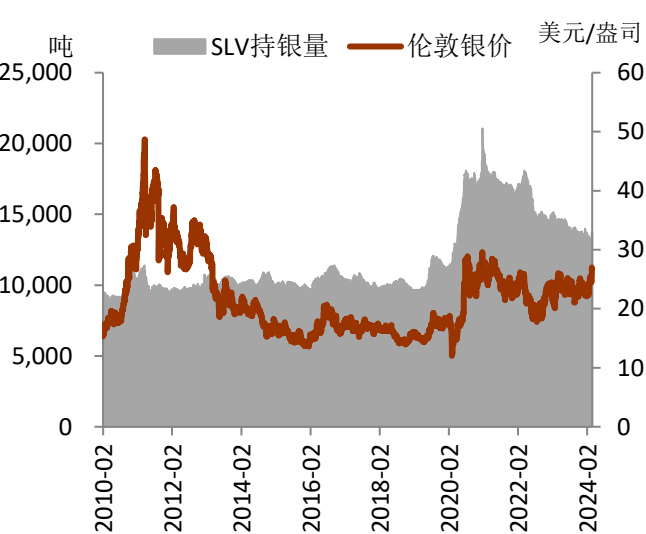
单位：吨	2024/4/5	2024/2/29	2024/3/5	2023/4/5	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	826.41	830.15	816.57	930.91	-3.74	9.84	-104.50
ishares 白银 持仓	13728.48	13190.55	13079.61	14574.65	537.93	648.87	-846.17

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 29 黄金 ETF 持仓变化



图表 30 白银 ETF 持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

6、CFTC 持仓变化

非商业性资金的持仓代表了投机基金的动向。根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2024 年 4 月 2 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 207250 张；COMEX 白银期货持有非商业性净多单为 53147 张。COMEX 黄金白银期货的非商业性净多持仓在 3 月都有增有

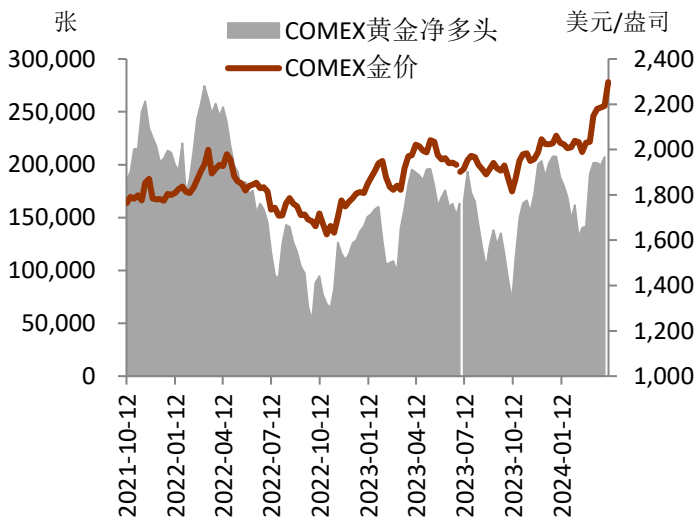
减，在 2024 年 3 月末至 4 月初，COMEX 黄金期货非商业性多头持续大幅增加，这与此时金价走势迭创新高相吻合，也验证了资金的直接推动作用。

图表 31 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

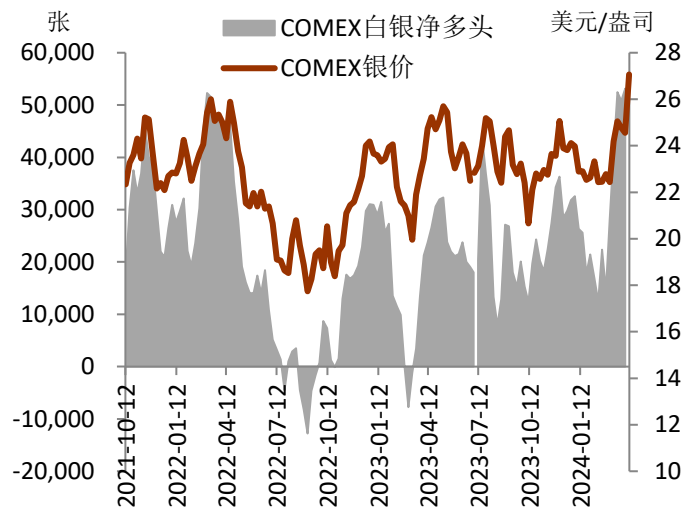
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2024-04-02	281399	74149	207250	7956
2024-03-26	265647	66353	199294	-2308
2024-03-19	278732	77130	201602	0
2024-03-12	283062	81460	201602	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2024-04-02	83565	30418	53147	2311
2024-03-26	80721	29885	50836	-1599
2024-03-19	77632	25197	52435	11457
2024-03-12	67094	26116	40978	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 32 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 33 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：

持续好于预期的美国经济数据使得降息预期一再推迟，但原油价格走强及美国强劲的就业市场引发市场对通胀反弹的担忧，贵金属的交易逻辑由之前的“宽松预期”转向“二次通胀”预期。叠加投资者的做多黄金的热情持续高涨，助推金价屡创新高。地缘局势持续紧张也提振贵金属的避险需求，金银走势依然是易涨难跌。

预计接下来一个月，金银价格仍将高位运行。国际金价的波动参考区间为 2200-2500 美元/盎司，国际银价的波动参考区间为 26-30 美元/盎司。

策略建议：逢低做多金银，关注银价补涨机会

风险因素：美国经济数据超预期走弱

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）
传真：021-68550055

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

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室
电话：025-57910813

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

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

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

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



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。