



2023年2月6日

美元指数低位反弹

金银进入阶段性调整

核心观点及策略

- 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。而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贵金属价格猛烈回调。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。
- 预计未来一个月国际金价的主要波动区间将在1780-1950美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在20-24美元/盎司之间。
- 策略建议：金银阶段性逢高沽空
- 风险因素：美国通胀数据超预期回落，美联储鹰派程度不及预期

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

目录

一、贵金属行情回顾.....	4
二、贵金属价格影响因素分析.....	4
1、美国通胀如预期回落，美联储加息已接近尾声	5
2、1 月非农就业数据远超预期，美国今年大概率不会降息	5
3、欧元区通胀仍具韧性，PMI 数据超预期回升	6
三、市场结构及资金流向分析.....	8
1、金银比价变化.....	8
2、铜金比价变化.....	9
3、期现及跨期价差变化.....	9
4、贵金属库存变化.....	10
5、金银 ETF 持仓分析.....	12
6、CFTC 持仓变化.....	12
四、行情展望及操作策略：	13

图表目录

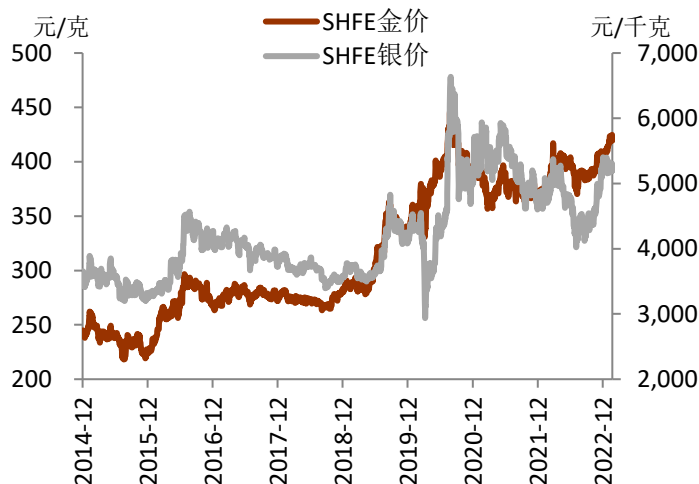
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	4
图表 4 金价与美债利率走势变化	4
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化	7
图表 6 美欧经济意外指数变化	7
图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	7
图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化	7
图表 9 美国就业情况变化	7
图表 10 主要经济体 CPI 变化	7
图表 11 美国通胀预期变化	8
图表 12 美元指数与美元非商业性净头寸变化	8
图表 13 COMEX 金银比价变化	8
图表 14 沪期金银比价变化	8
图表 15 铜金比价变化	9
图表 16 金价与铜价走势对比	9
图表 17 沪期金与 COMEX 金价差变化	10
图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化	10
图表 19 沪期金与沪金 T+D 价差变化	10
图表 20 沪期银与沪银 T+D 价差变化	10
图表 21 COMEX 贵金属库存变化	11
图表 22 COMEX 黄金库存变化	11
图表 23 COMEX 白银库存变化	11
图表 24 上海黄金交易所白银库存变化	11
图表 25 上海期货交易所白银库存变化	11
图表 26 贵金属 ETF 持仓变化	12
图表 27 黄金 ETF 持仓变化	12
图表 28 白银 ETF 持仓变化	12
图表 29 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化	13
图表 30 CFTC 黄金净多头持仓变化	13
图表 31 CFTC 白银净多头持仓变化	13

一、贵金属行情回顾

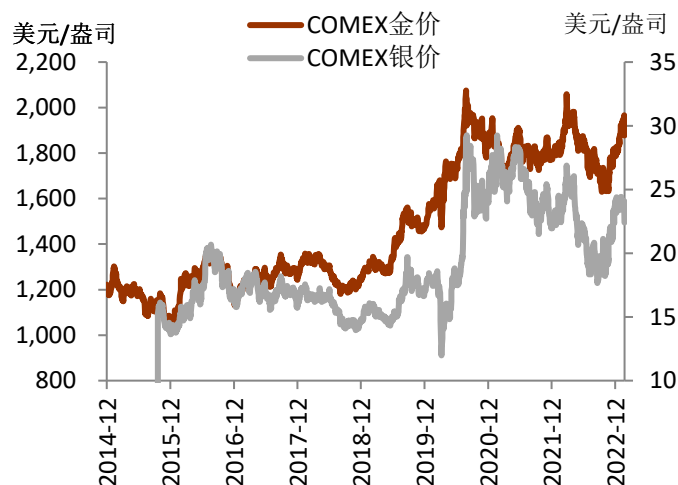
2023 年 1 月，国际金价继续强势上攻，而银价则维持高位震荡。美联储加息放缓预期下持续强化，美元指数不断创新低，提振了金价走势。俄乌局势再度恶化和全球央行大幅增加黄金储备的消息，也给予金价支持。前期大幅上涨的银价则在高位震荡。截至 2023 年 1 月 31 日，COMEX 期金主力合约月度涨幅为 6.21%，COMEX 期银主力合约月度跌幅为 1.47%，金银价格走势持续分化。

人民币兑美元汇率在 1 月持续大幅升值，1 月国内金银价格走势都弱于外盘。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

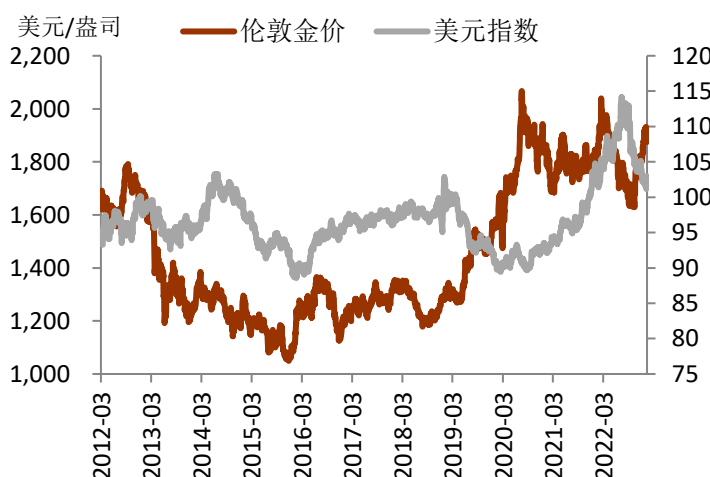


图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势

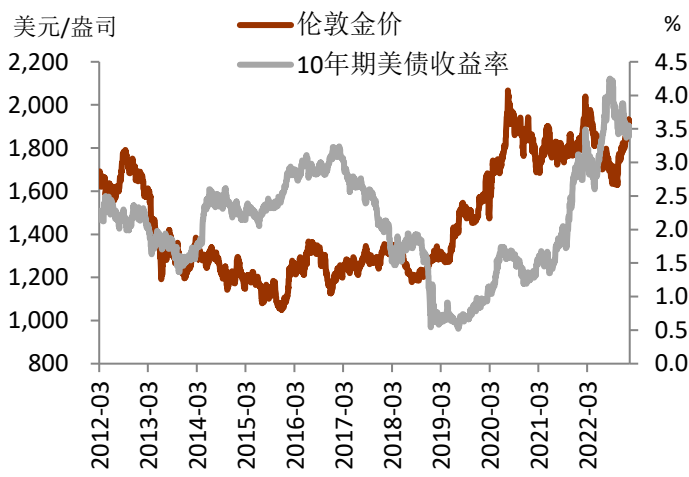


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

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

进入 2 月，美国 1 月非农就业数据远超预期，市场对于紧缩货币的预期再度抬升，美
敬请参阅最后一页免责声明

元指数低位反弹，金银走势承压回调。

1、美国通胀如预期回落，美联储加息已接近尾声

在美联储持续大幅加息抑制下，美国的高通胀在 2022 年下半年出现明显回落。数据显示，美国 12 月个人消费支出 (PCE) 价格指数同比增长 5%，已持续六个月回落，美国 12 月核心 PCE 物价指数同比录得 4.4%，均为 2021 年底以来的最慢增速。12 月核心 PCE 环比增速-0.1%，为 2020 年疫情以来首个环比负增长。2022 年 12 月美国消费者价格指数 (CPI) 同比涨幅回落至 6.5%，为连续第 6 个月下降。剔除波动较大的食品和能源价格后，核心 CPI 环比上涨 0.3%，涨幅较上月扩大 0.1 个百分点，同比涨幅为 5.7%，涨幅有所收窄。数据进一步证实了美国的通胀处于下降通道之中。这也支持美联储进一步放缓加息步伐。

美联储在 2 月初的议息会议上如市场预期继续放慢加息至 25 基点。至此，美联储本轮加息已累计加息 450 基点。鲍威尔在会后发言上，首次承认通胀有所缓和，并表示考虑再加息约两次后暂停，虽然也表现今年降息不合适，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，但整体偏鸽派。

继美联储之后，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。英国央行也连续第十次加息，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。市场对美联储、欧元区央行和英国央行的议息会议解读都非常鸽派，可能存在预期差。

整体来看，美联储加息或已接近尾声，全球流动性收紧的压力在缓解。但结束加息不代表货币政策很快转向宽松，利率还将在高位停留更久。

2、1 月非农就业数据远超预期，美国今年大概率不会降息

美国 2022 第四季度 GDP 初值为 2.9%，好于预期的 2.6%，与三季度 3.2% 的增幅相比有所放缓，连续两个季度正增长。但考虑到美联储所采取的紧缩措施，美国经济依然以健康的速度扩张。2022 年全年，美国实际 GDP 增长 2.1%，较 2021 年的增速下滑 3.8 个百分点。高于预期的经济数据主要受到私人库存变动和进口回落分项的拉动，两项合计拉动 GDP 环比增速 2.9% 中的近 2.2 个百分点。而固定资产投资成为美国 2022 年四季度 GDP 增速的拖累项。GDP 最大的组成部分个人消费，增速为 2.1%，低于预期，前值为 2.3%。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，提升了美国经济“软着陆”的预期。

美国 1 月非农就业数据远超预期。2023 年 1 月美国新增非农就业 51.7 万人，大幅高于预期值 18.9 万人。失业率回落至 3.4%，创 1969 年以来新低；劳动参与率延续回升趋势至

62.4%；小时工资同比回落近 0.4 个百分点，环比回落 0.1 个百分点；2022 年 12 月职位空缺-雇佣缺口扩大。远超预期的非农数据一方面体现出强劲的劳动力市场对美国经济“软着陆”形成支撑，另一方面也加大了联储排除通胀粘性风险的难度。本次数据发布后，紧缩交易再度切入市场，美元整数强劲反弹。CME FedWatch 显示，当前一半市场仍押注 5 月停止加息，而另一半则认为 5 月将再加 25bp。

近期公布的美国第四季度 GDP、1 月 PMI、1 月非农就业数据等都好于预期，显示美国经济虽降温但仍有韧性，也强化了市场对美国经济“软着陆”的预期。我们认为，当前不宜高估“软着陆”的概率，因为“软着陆”环境也孕育通胀反弹风险。鉴于美国经济的韧性，以及通胀的粘性较大，预计今年美联储大概率不会降息。

3、欧元区通胀仍具韧性，PMI 数据超预期回升

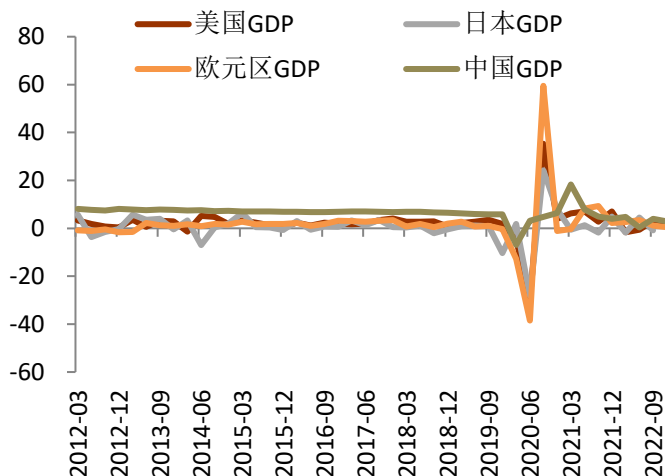
2022 年欧元区 GDP 同比增长 3.5%，欧盟增长 3.6%。其中第四季度欧元区经济环比增长 0.1%，同比增长 1.9%，创 2021 年第一季度以来新低；欧盟经济环比零增长，同比增长 1.8%。德国 2022 年第四季度未季调 GDP 初值同比升 0.5%，预期升 0.8%，三季度终值为升 1.2%；季调后 GDP 初值环比降 0.2%，预期持平，三季度终值为升 0.4%。

欧元区 12 月调和 CPI 终值同比增长 9.2%，与预期持平，较上月 10.1%继续下滑，同比增幅创 4 个月新低。剔除波动较大的能源、食品、酒类和烟草价格的核心通胀，创下疫后新高 5.2%，为欧洲央行继续加息提供支撑。

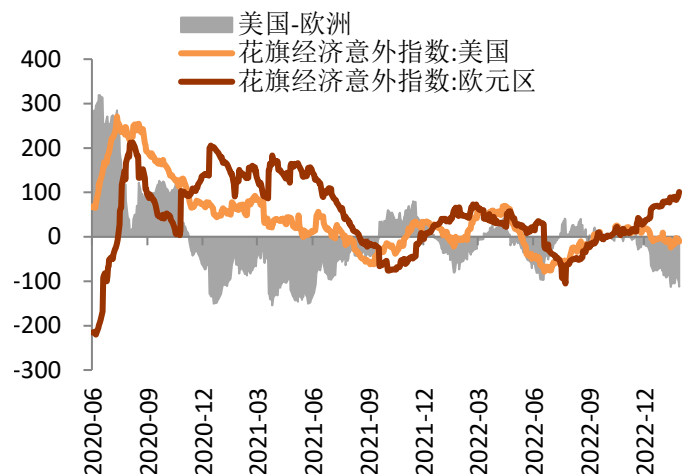
欧元区 PMI 数据超预期回升。欧元区 1 月 Markit 综合 PMI 指数初值超预期上升至 50.2，为 2022 年 6 月以来首次进入扩张区间；制造业 PMI 初值 48.8，高于预期值 48.5，虽仍处于荣枯线下，但连续回升 4 个月也显示出欧元区制造业活动萎缩程度正在放缓；服务业 PMI 初值超预期升至 50.7，为 2022 年 8 月以来首次升破荣枯线。

欧元区 PMI 回升，加上天然气价格回落、“能源危机”暂缓，近期市场对欧洲经济的预期较为乐观。欧洲能源供给压力只是暂缓、并未消失，2023 年欧元区经济走向并不明朗。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

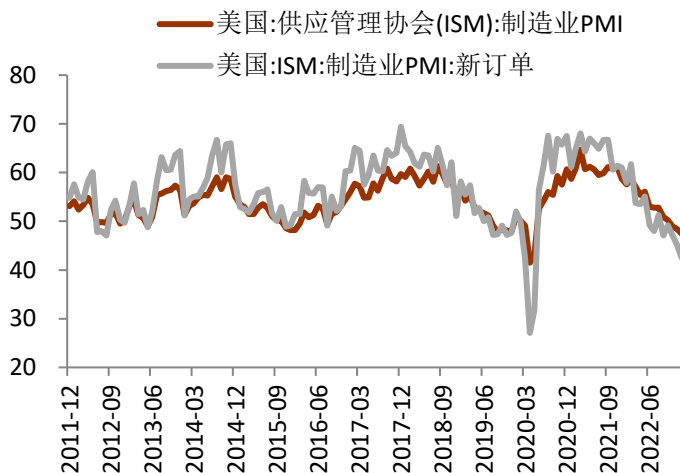


图表 6 美欧经济意外指数变化

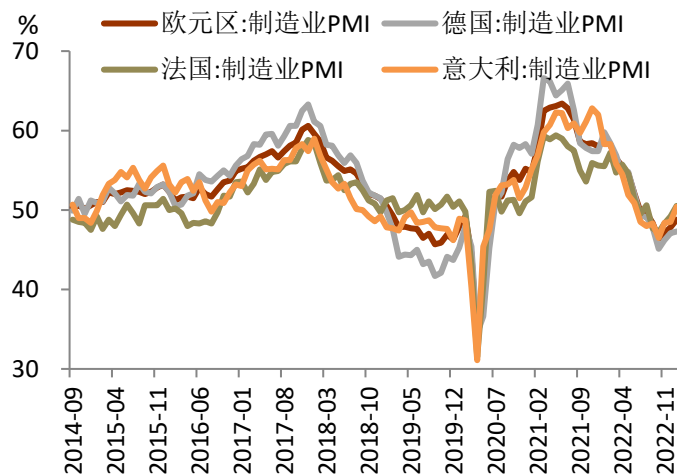


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

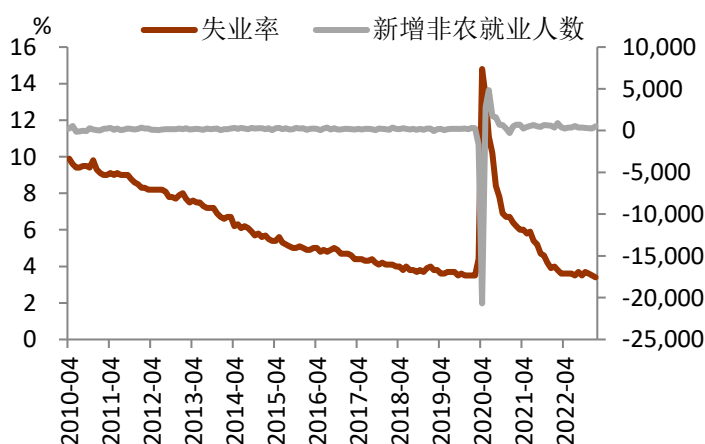


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

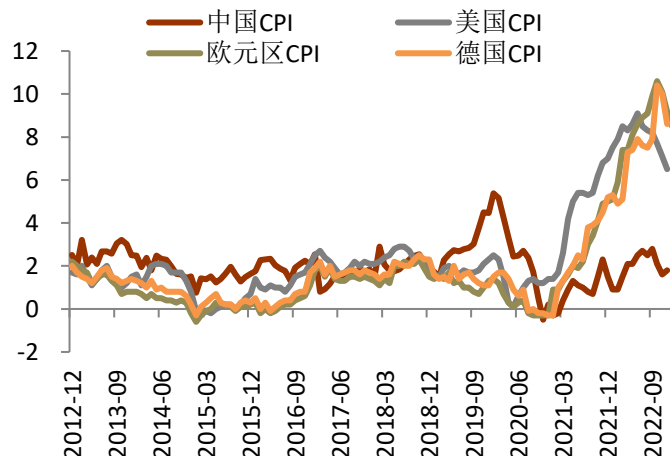


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 美国就业情况变化



图表 10 主要经济体 CPI 变化

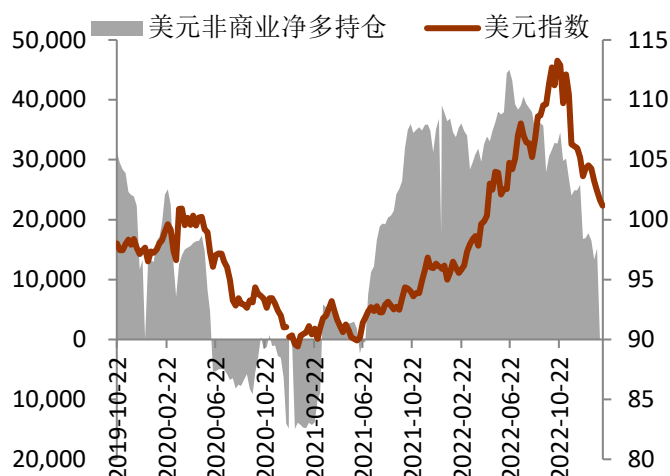


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 美国通胀预期变化



图表 12 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

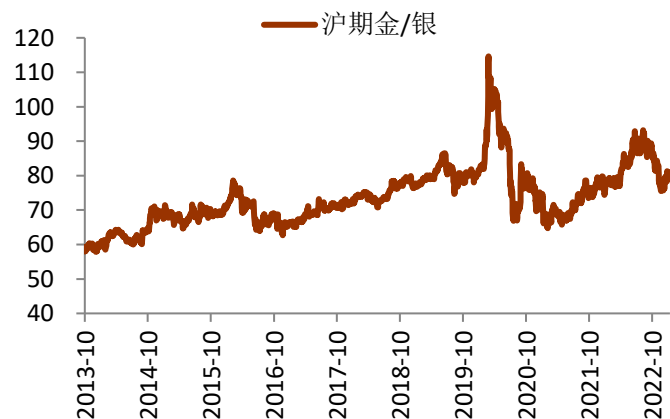
进入 2023 年，金价持续强势运行，而银价维持窄幅震荡走势，COMEX 金银比价从 2022 年底的 76 上涨至目前 83 一线。美元指数回调，以及俄乌局势再度恶化，都给与金价支持。而前期涨幅更大的银价上涨动能减弱，而出行金强银弱的局面。从历史规律来看，金银走势的分化，也预示着贵金属的阶段性走势可能出行扭转。2 月初贵金属价格出现大幅回调，也验证了这一规律。

因人民币兑美元汇率在 1 月大幅升值，国内金价走势明显弱于外盘，而国内银价受汇率影响较小，沪金银比价从 77 上涨中 80 一线，也弱于外盘。

图表 13 COMEX 金银比价变化



图表 14 沪期金银比价变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

2、铜金比价变化

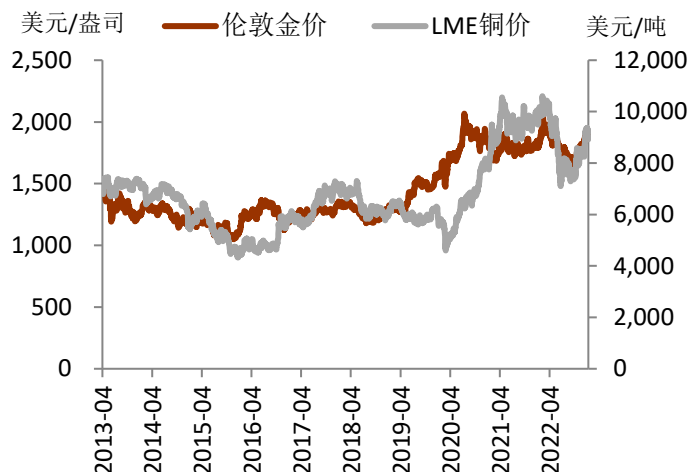
铜的需求弹性显著强于黄金，铜金比价的变化可以代表市场上投资者的风险偏好。而在 2023 年元旦后，市场主要的交易逻辑是美联储加息放缓和中国经济复苏的逻辑，投资者的风险偏好整体抬升，铜价走势强于金价，铜金比价从 4.5 上涨至 4.8 一线。

预计今年上半年，中国经济复苏的逻辑依然会主导市场。铜价表现依然会强于金价，后期铜金比价大概率会继续上涨。

图表 15 铜金比价变化



图表 16 金价与铜价走势对比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

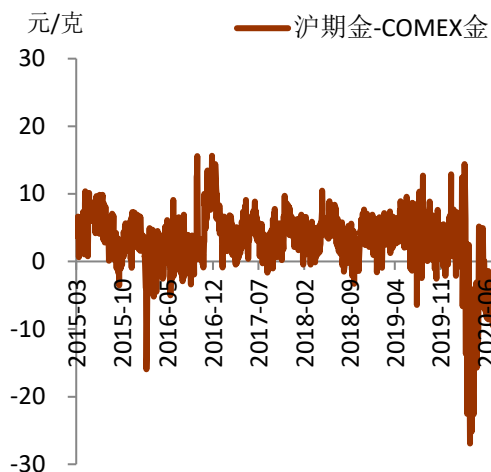
3、期现及跨期价差变化

金银内外盘价差受人民币兑美元汇率的影响较为明显。中美利差持续倒挂在 2022 年 11 月开始缩窄，人民币兑美元汇率也开始扭转跌势开启升值，之后沪期金与 COMEX 期金之间的价差确实出现收敛，甚至出现负价差的现象。在春节前，人民币兑美元升值趋势暂缓，近期沪期金与 COMEX 期金之间的价差再度走阔。国内银价的独立性较强，汇率变化对内外盘价差的影响不明显。

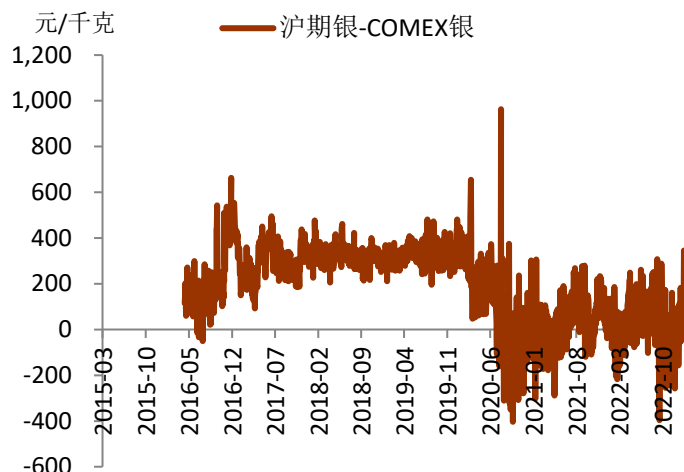
当前美联储加息已接近尾声，中国经济复苏的预期非常乐观，中美利差可能会持续收窄，2023 年人民币兑美元汇率整体趋势看升值。预计后期内外盘黄金价差会再度收敛。

之前国内黄金的期现价差除了受到汇率变化预期的影响，还受到主力合约移仓换月的影响。目前黄金期货主力合约已变成双月合约，移仓换月对期现价差的影响减弱。而白银的主力合约依然集中在 06 和 12 月合约，白银期货的主力移仓换月对期现价差的影响也越来越弱化。

图表 17 沪期金与 COMEX 金价差变化

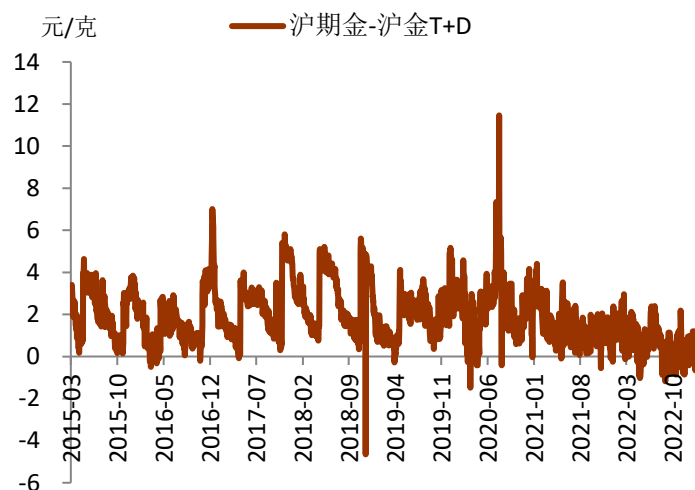


图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化

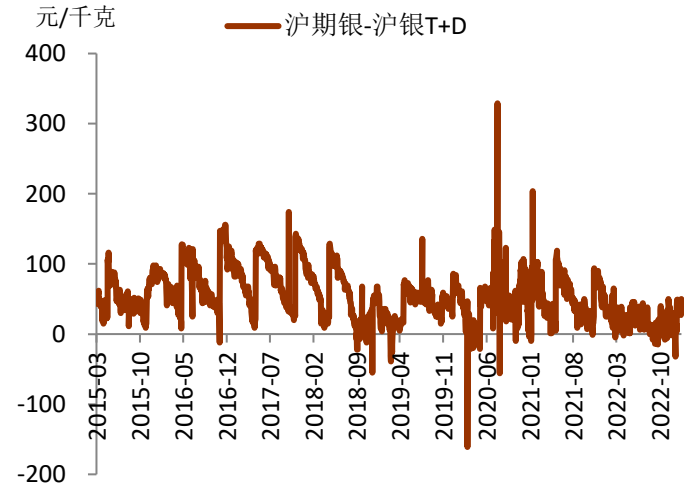


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 19 沪期金与沪金 T+D 价差变化



图表 20 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，进入 2023 年，金银库存持续下降的趋势。截至 2023 年 2 月 3 日，COMEX 黄金期货的库存有 2222 万盎司，合计约 691 吨，比上个月的库存减少 4.12%，比去年同期减少 32.16%。COMEX 白银库存已下降至 3 亿盎司以下，合计约 9111 吨，比上个月同期的库存小幅减少 2.45%，比去年同比减少 16.84%。

国内交易所的白银库存从 2022 年四季度开始止跌回升。上海黄金交易所的白银库存变化不大，上海期货交易所的白银库存从去年 9 月中旬就开始回升。当前国内两大交易所的

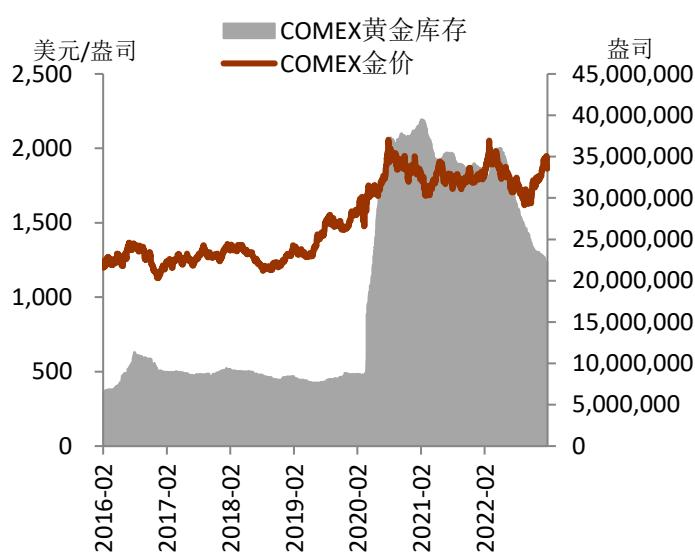
白银库存共计 4373 吨，比上月底的 4298 吨增加了 76 吨。

图表 21 COMEX 贵金属库存变化

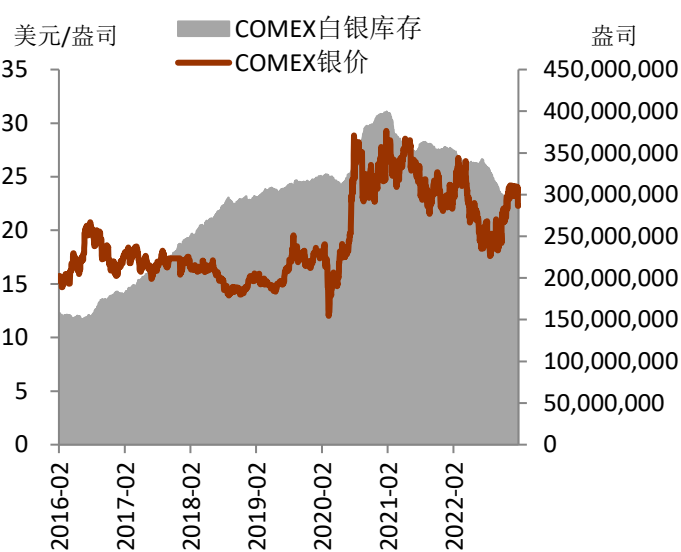
	2023/23	2023/1/3	2022/2/3	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	22217233	23171711	32751575	-954478	-4.12%	-10534342	-32.16%
白银(千盎司)	292926881	300281929	352225078	-7355048	-2.45%	-59298196	-16.84%

资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 22 COMEX 黄金库存变化

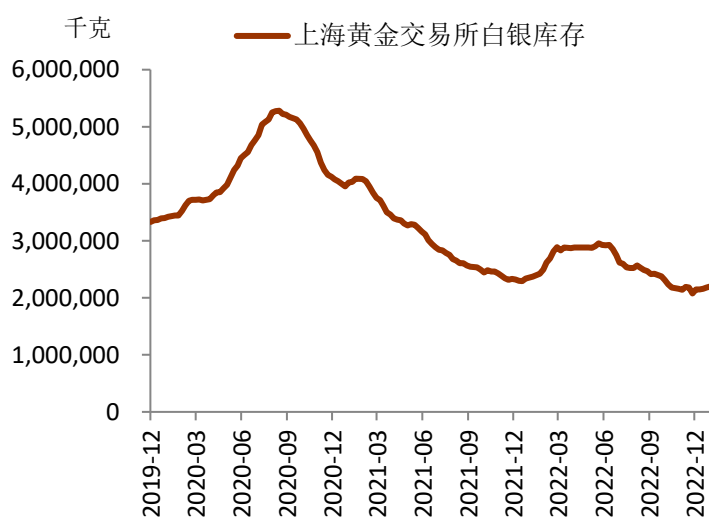


图表 23 COMEX 白银库存变化

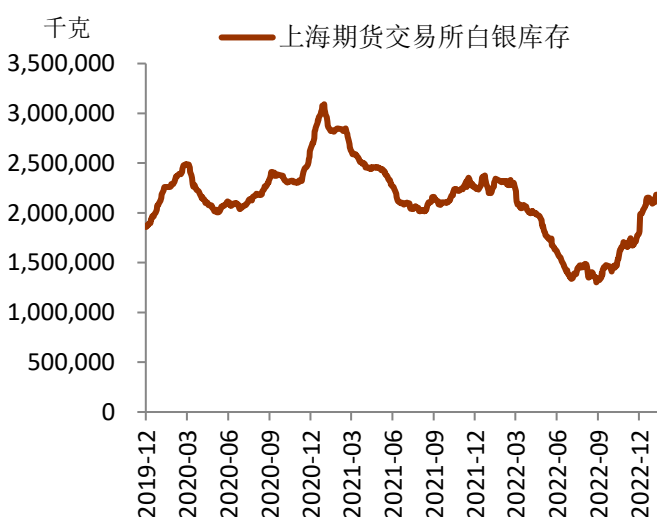


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 24 上海黄金交易所白银库存变化



图表 25 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。

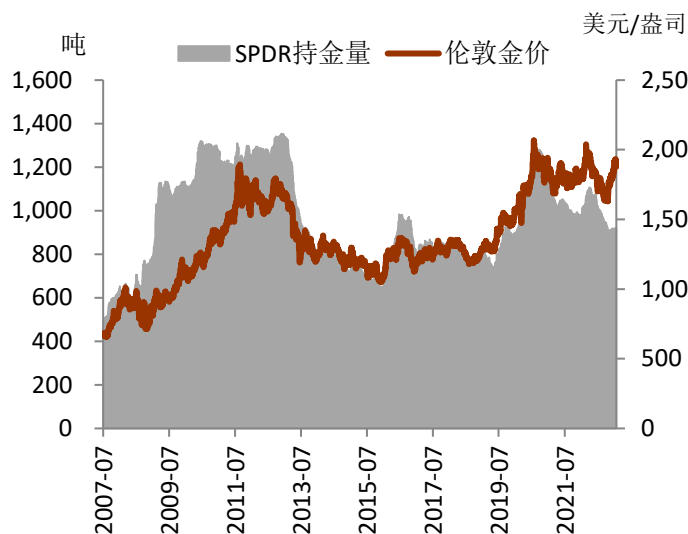
黄金白银 ETF 的持仓量之前都处于延续下降的趋势，在 2023 年 1 月中旬，资金开始小幅流入黄金白银 ETF。截至 2022 年 2 月 3 日，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持金量为 920 吨，比上个月小幅增加 3.47 吨；全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 14821 吨，比上个月增加了 327 吨，但跟去年同期相比，都有明显下降。

图表 26 贵金属 ETF 持仓变化

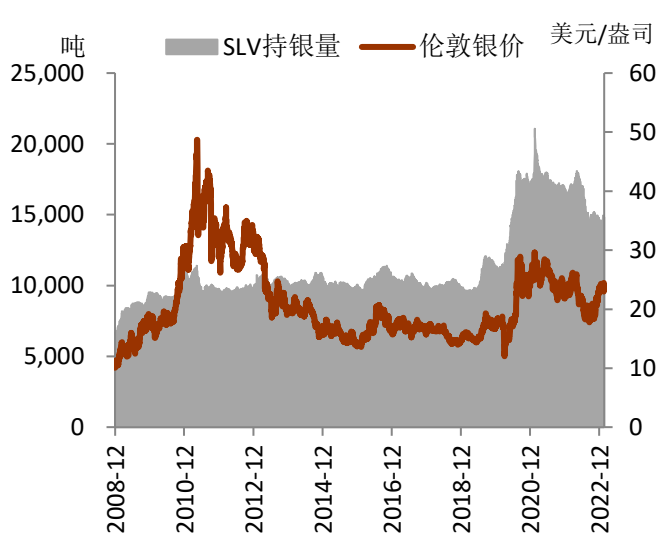
单位：吨	2023/2/3	2023/1/27	2023/1/3	2022/2/3	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	920.24	918.50	916.77	1011.60	1.74	3.47	-91.36
ishares 白银 持仓	14820.72	14935.69	14493.67	16771.39	-114.97	327.05	-1950.67

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 27 黄金 ETF 持仓变化



图表 28 白银 ETF 持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

6、CFTC 持仓变化

CFTC 的非商业性净多头持仓的变化代表了市场上短期投机资金的动向，在一定程度上影响着大宗商品的短期价格走势。

根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2023 年 1 月 24 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 157673 张；COMEX 白银期货持有非商业性净多单为 25684 张。近一个月，

敬请参阅最后一页免责声明

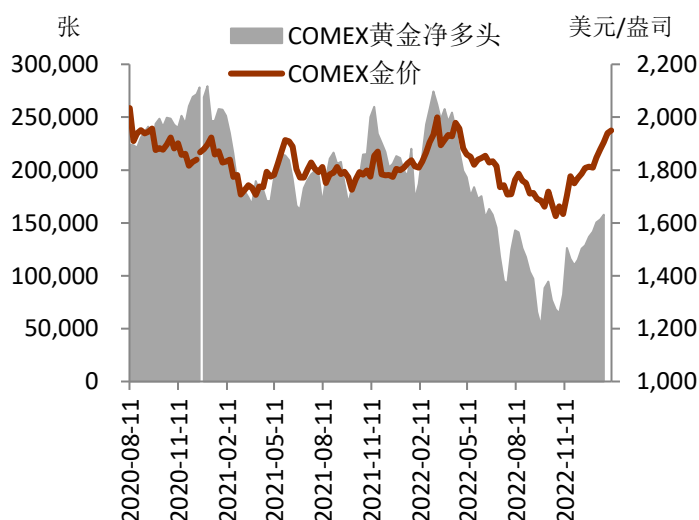
COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓在持续增加,白银期货的非商业性净多单有增有降,整体处于下降的状态,这也解释了今年 1 月,金价表现强于银价的直接原因。

图表 29 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

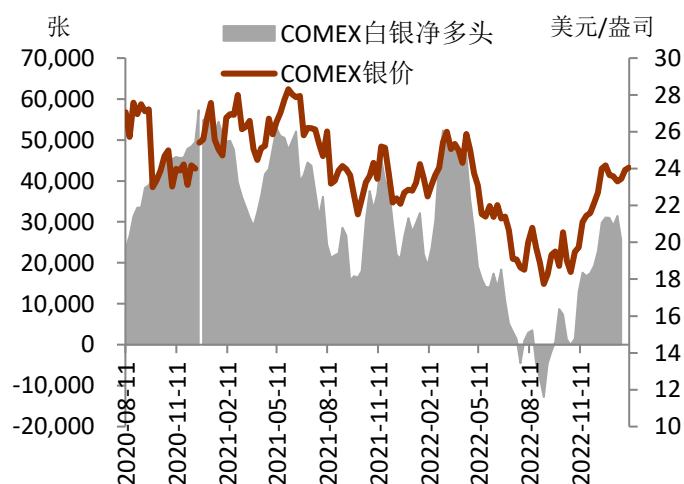
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2023-01-24	253311	95638	157673	4433
2023-01-17	246874	93634	153240	2705
2022-01-10	243566	93031	150535	8869
2023-01-03	230801	89135	141666	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2023-01-24	55595	29911	25684	-5784
2023-01-17	57439	25971	31468	2455
2022-01-10	56770	27757	29013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

资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 30 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 31 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:

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。而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贵金属价格猛烈回调。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。

预计未来一个月国际金价的主要波动区间将在 1780-1950 美元/盎司之间,国际银价的主要波动区间将在 20-24 美元/盎司之间。

风险因素：美国通胀数据超预期回落，美联储鹰派程度不及预期

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

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。