

【贵金属半年报20230630】曲折行进，韬晦待时

重要信息

公司名称：浙商期货有限公司

研究员：郑弘

投资咨询号：Z0015227

日期：2023/06/30

核心观点

2023-06-18

❖ **观点：** 黄金 等待做多机会，但下方空间也可能较大

❖ **逻辑：** 黄金尚未达到前期多单入场点位，但以下关键逻辑发生变化，前期做多策略暂时结束：

①6月美联储议息会议暂停加息，但表态偏鹰派。一方面点阵图显示年内利率终点或在5.6%，意味着未来还有至少一次加息；另一方面鲍威尔会后提到大多数委员认为继续加息会更适合。当前市场判断7月超过六成概率会加息，我们认为这个预期变化会使得美债实际利率出现反弹，短期不利于黄金价格，7月会议不确定性落地之前建议先观察。

②长期来看，美国5月通胀下行超出预期，住房韧性或逐步减弱，同时考虑到紧缩政策的滞后性，美联储年内进一步大幅加息必要性正在下降。同时点阵图显示2024年利率目标降至4.6%，意味着未来将有降息预期，将会对黄金形成长期利好，所以可以等待做多机会。

❖ **操作建议：** au2308  
多空判断：无  
开仓点位：0  
目标点位：0  
止损点位：0

❖ **风险提示：** ①美国通胀再度回升或者下降低于预期，美联储再次开启加息  
②美元发生流动性危机

核心观点

2023-06-18

❖ **观点：** 白银 等待做多机会，但下方空间也可能较大

❖ **逻辑：** ①由于以下逻辑变化，白银前期多单离场。

②6月美联储议息会议暂停加息，但表态偏鹰派。一方面点阵图显示年内利率终点或在5.6%，意味着未来还有至少一次加息；另一方面鲍威尔会后提到大多数委员认为继续加息会更适合。当前市场判断7月超过六成概率会加息，我们认为这个预期变化会使得美债实际利率出现反弹，短期不利于白银价格，7月会议不确定性落地之前建议先观察。

③长期来看，美国5月通胀下行超出预期，住房韧性或逐步减弱，同时考虑到紧缩政策的滞后性，美联储年内进一步大幅加息必要性正在下降。同时点阵图显示2024年利率目标降至4.6%，意味着未来将有降息预期，将会对白银形成长期利好，所以可以等待做多机会。

❖ **操作建议：** ag2308  
多空判断：无  
开仓点位：0  
目标点位：0  
止损点位：0

❖ **风险提示：** ①美国通胀再度回升或者下降低于预期，美联储再次开启加息  
②美元发生流动性危机

【撰写人】  
浙商期货有限公司  
郑弘 (Z0015227)  
【咨询电话】  
0571-87215357  
【免责声明】

本观点基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。观点中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就观点内容对最终操作建议做出任何担保。

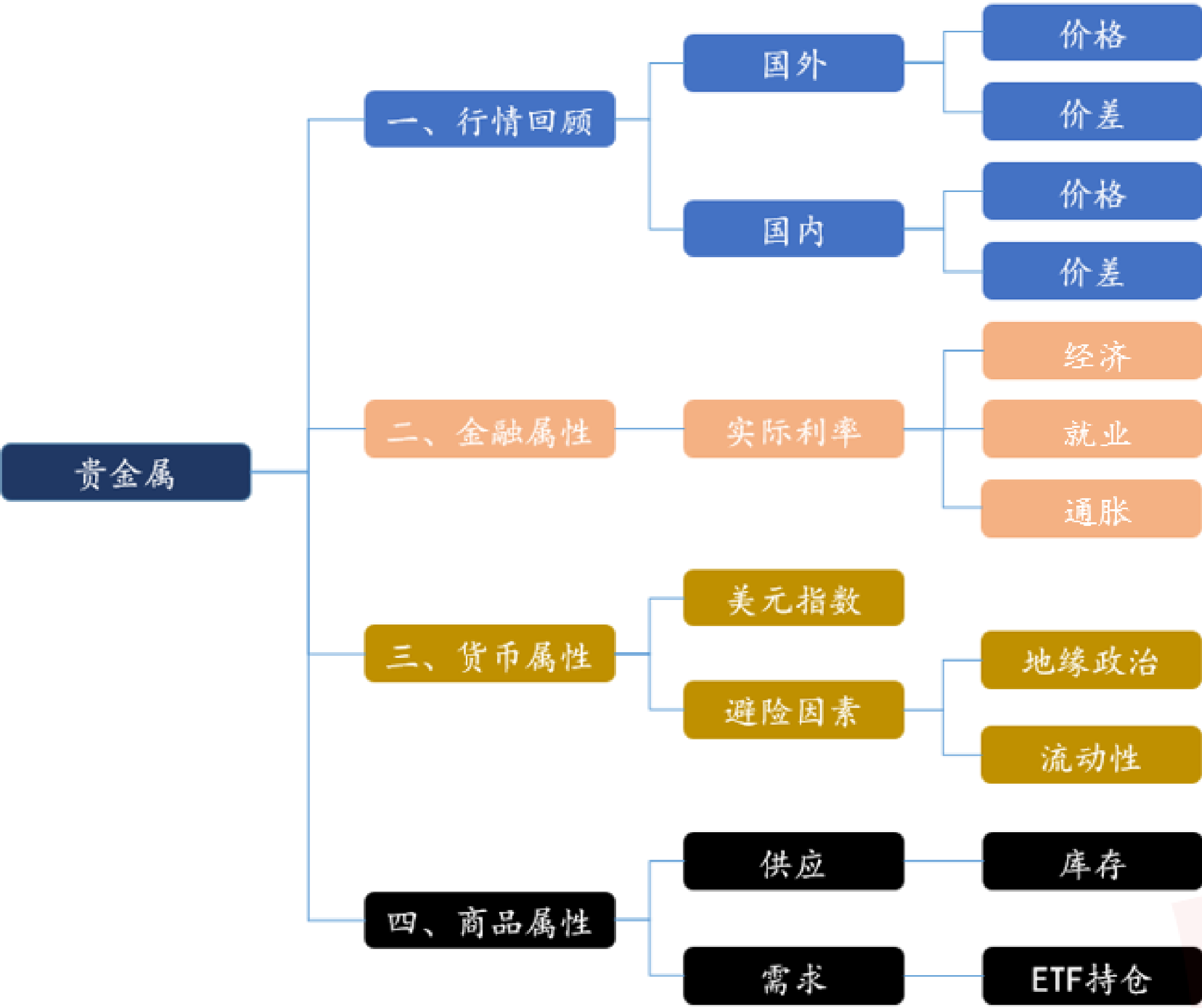
未经本公司允许，不得以任何方式传递、复印或派发此观点的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用，未经授权的转载本公司不承担任何责任。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“浙商期货有限公司”。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记，本公司保留一切权利。

【撰写人】  
浙商期货有限公司  
郑弘 (Z0015227)  
【咨询电话】  
0571-87215357  
【免责声明】

本观点基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。观点中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就观点内容对最终操作建议做出任何担保。

未经本公司允许，不得以任何方式传递、复印或派发此观点的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用，未经授权的转载本公司不承担任何责任。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“浙商期货有限公司”。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记，本公司保留一切权利。

目录

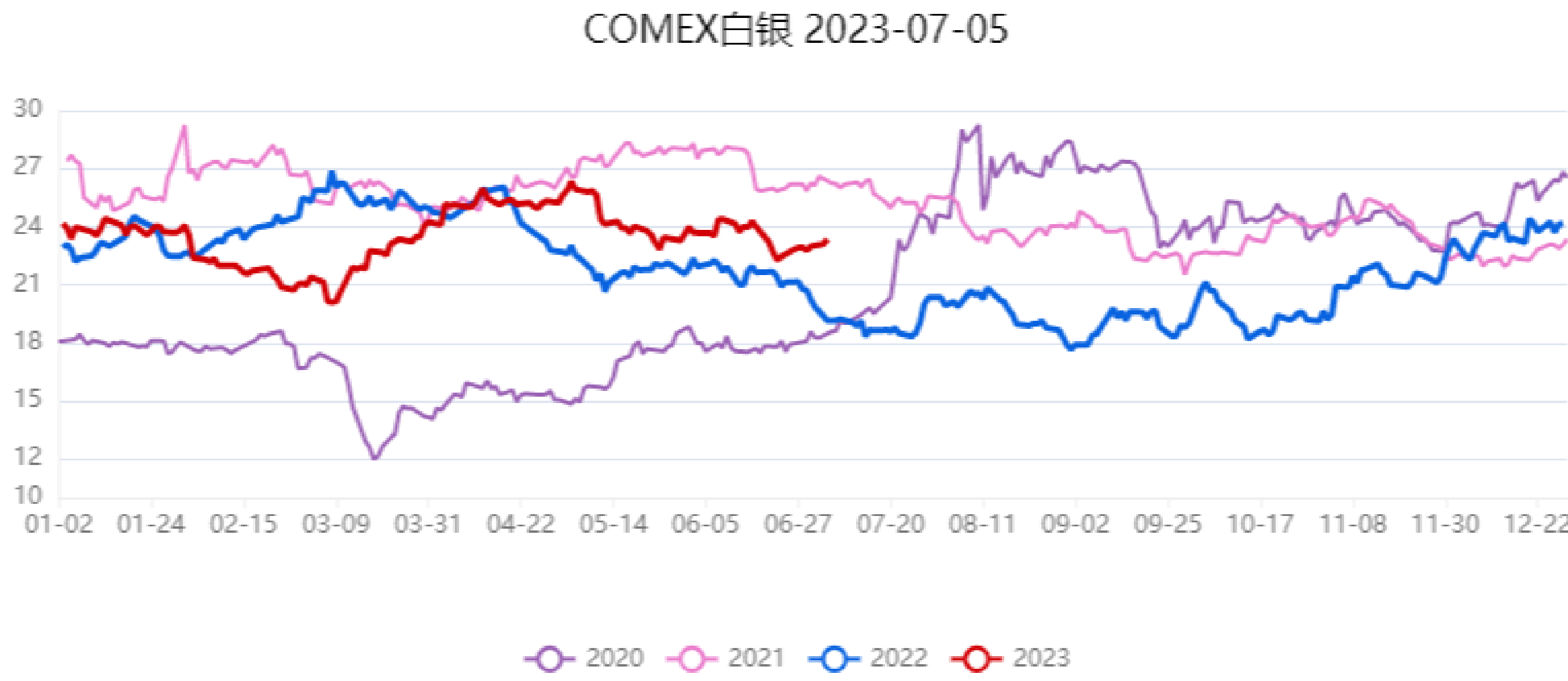
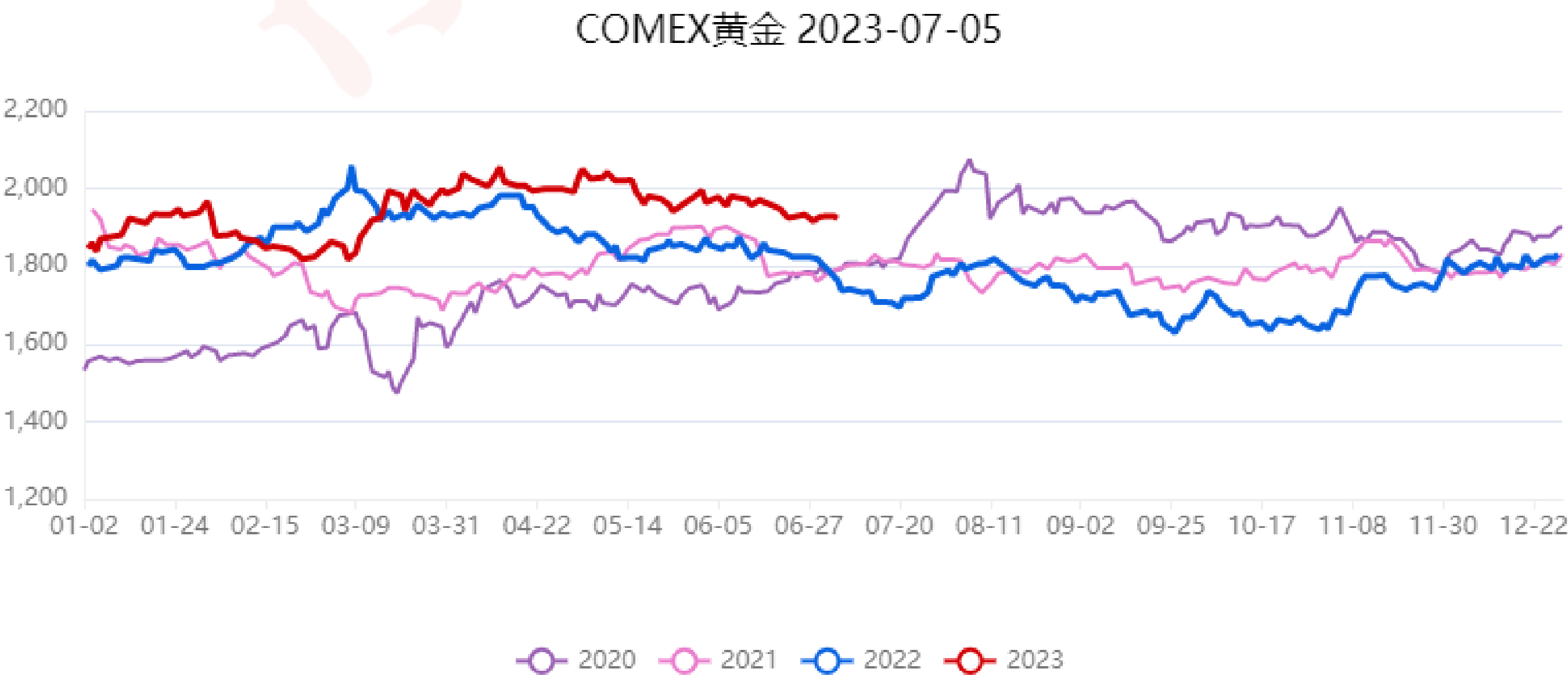


一、行情回顾

上半年贵金属价格整体呈现震荡上行走势，其中COMEX黄金大致在1800-2050美元/盎司之间波动，COMEX白银在20-26美元/盎司之间波动。同时由于人民币汇率持续贬值，国内贵金属价格得到支撑，其中沪金价格大致在410-450元/克之间波动，沪银价格在4700-5800元/千克之间波动。上半年贵金属波动的主要逻辑来自于两方面：

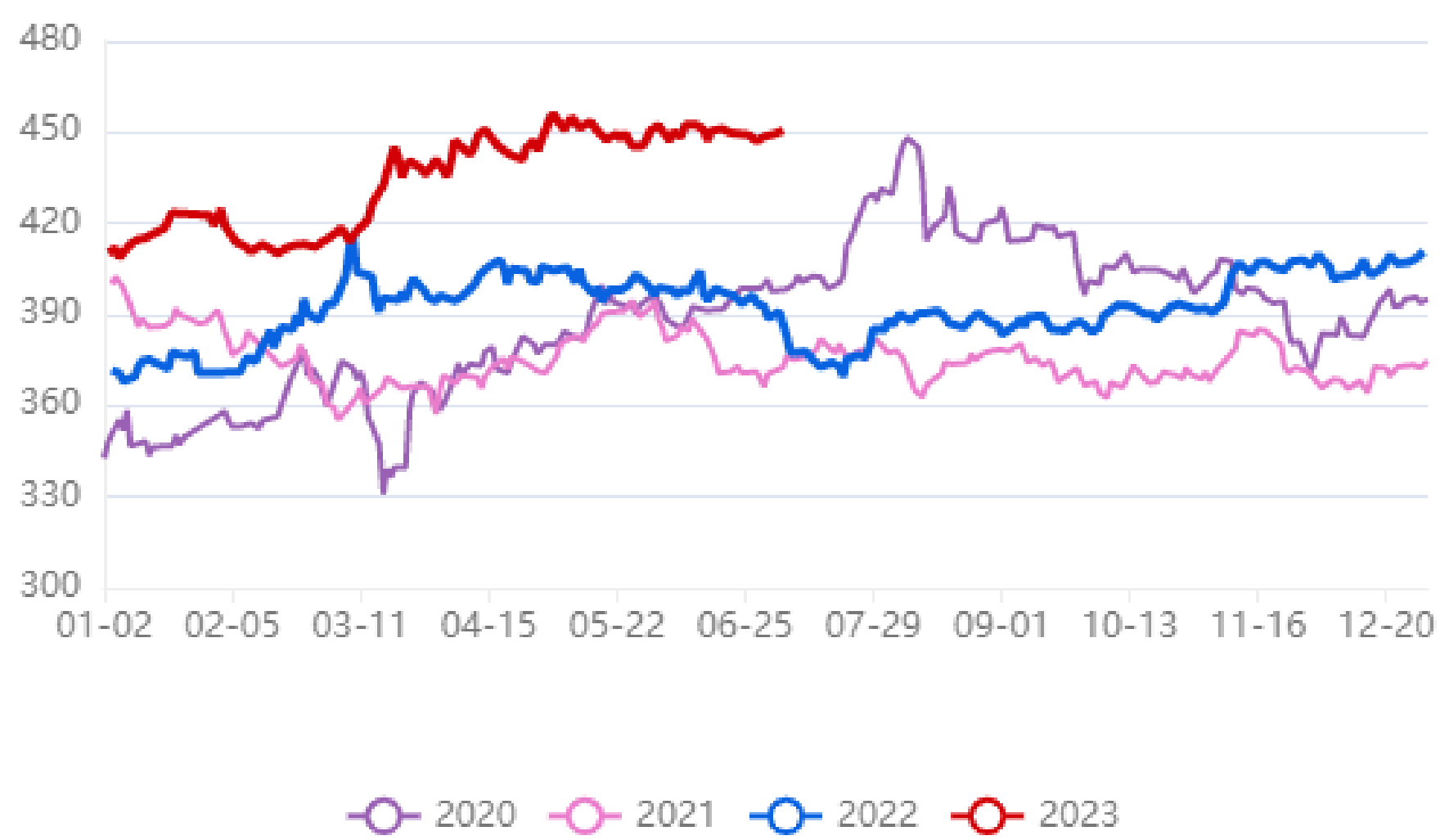
- ①美联储加息预期波动。自去年12月美联储加息幅度放缓之后，市场预期同步回暖，贵金属价格开始反弹。至4-5月市场对未来联储政策持续保持乐观，不仅认为年终之后结束加息，同时预期年末还有两次降息。但随着随着部分经济数据表现较好，以及美联储官员表态偏鹰，未来降息概率大幅下降，同时美债利率逐步回升。直到6月美联储会议中鲍威尔表态进一步偏鹰，不仅点阵图暗示将还有两次加息，会后讲话也提及多数官员同意要继续加息。这使得市场加息预期出现明显的转变，同时实际利率走高，贵金属价格走低。
- ②硅谷银行事件影响。3月份硅谷银行事件爆发，美国多家银行都受到不同程度影响，同时美联储不得不紧急出台政策托底。由于发生银行挤兑的风险事件，美股发生巨大波动，市场避险情绪高企。贵金属价格受此影响获得支撑从而走高。

国外



## 国内

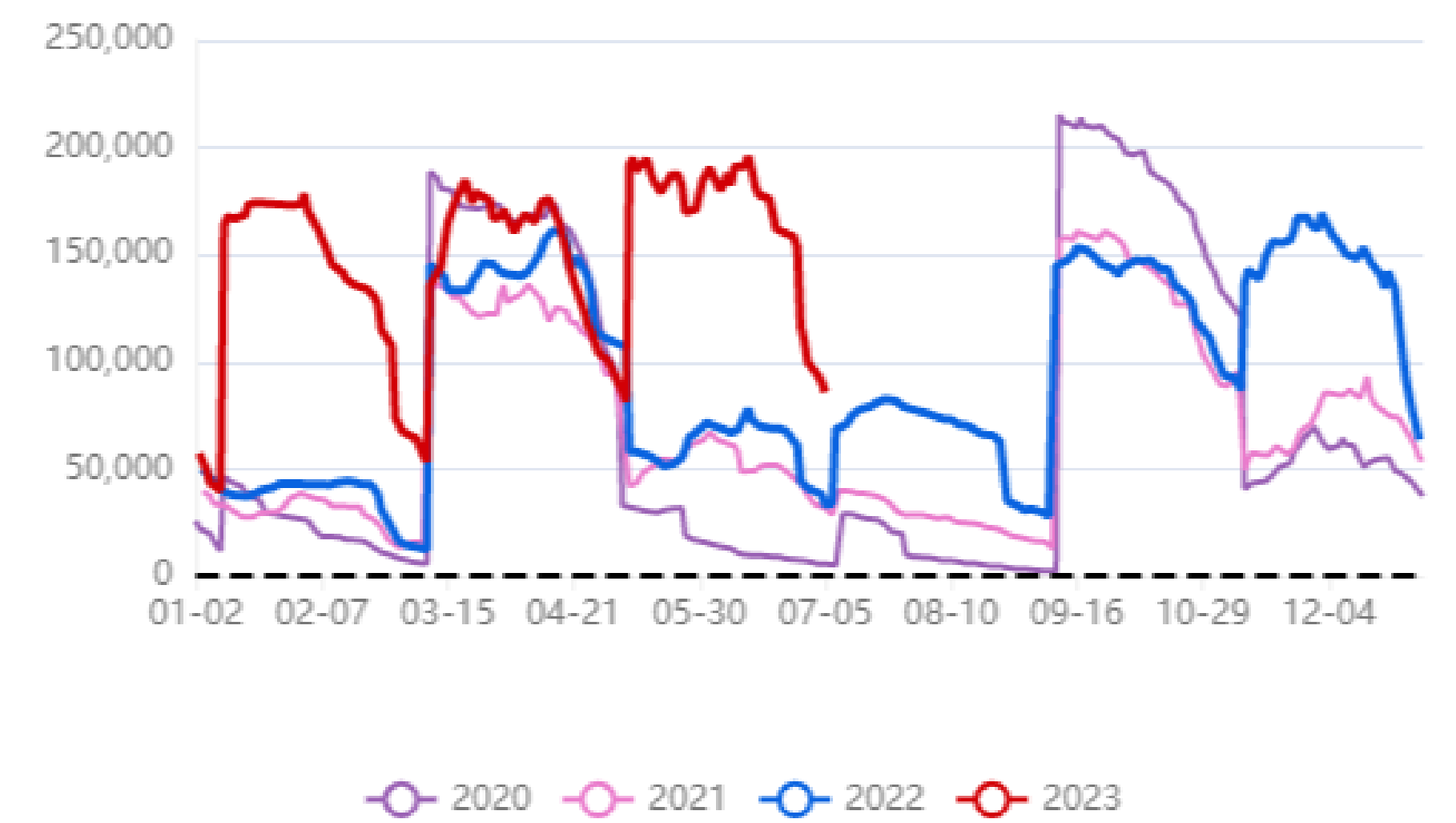
黄金主力合约\_收盘价 2023-07-05



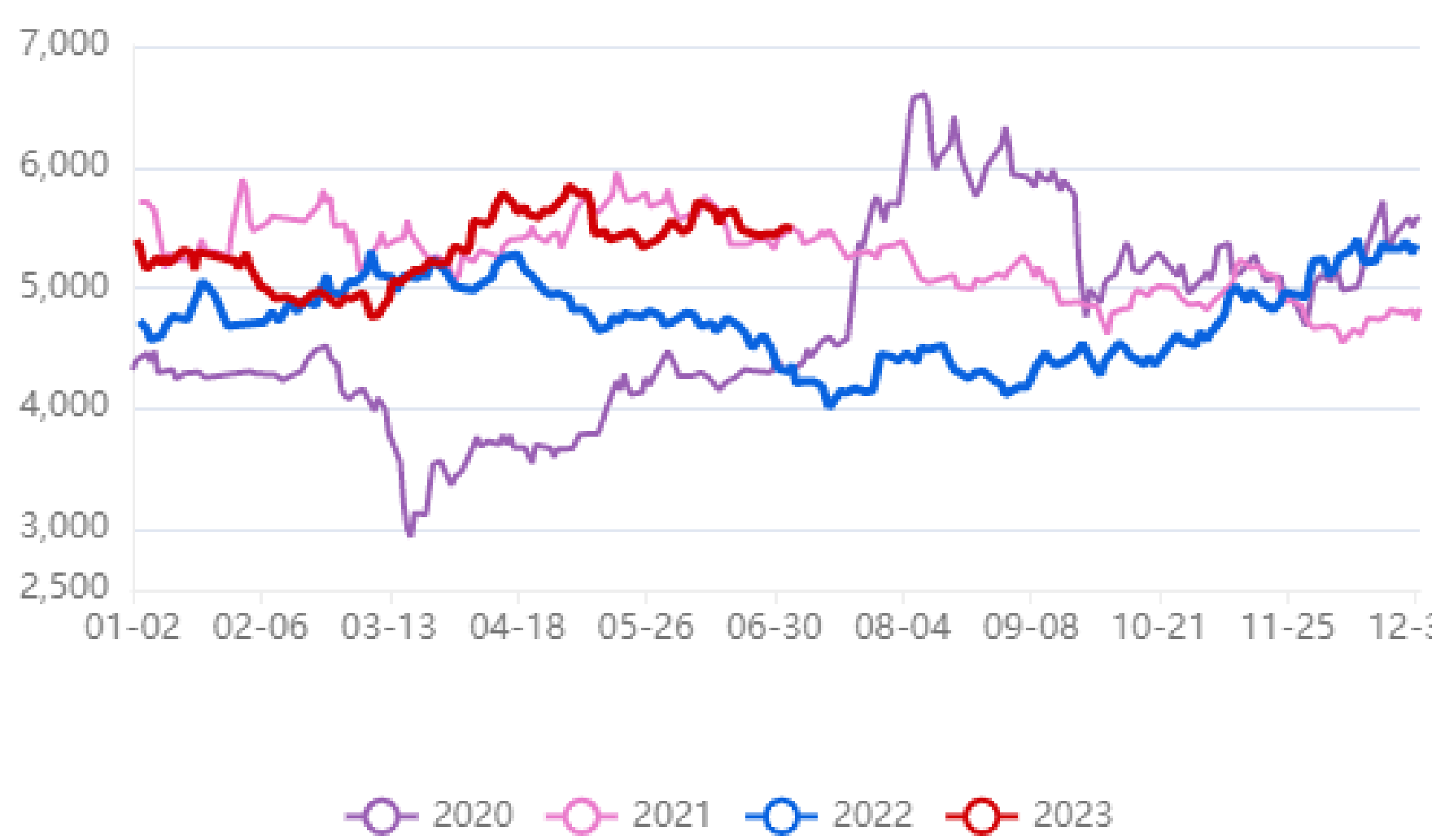
上海Au (T+D) 2023-07-05



黄金主力合约\_持仓量 2023-07-05



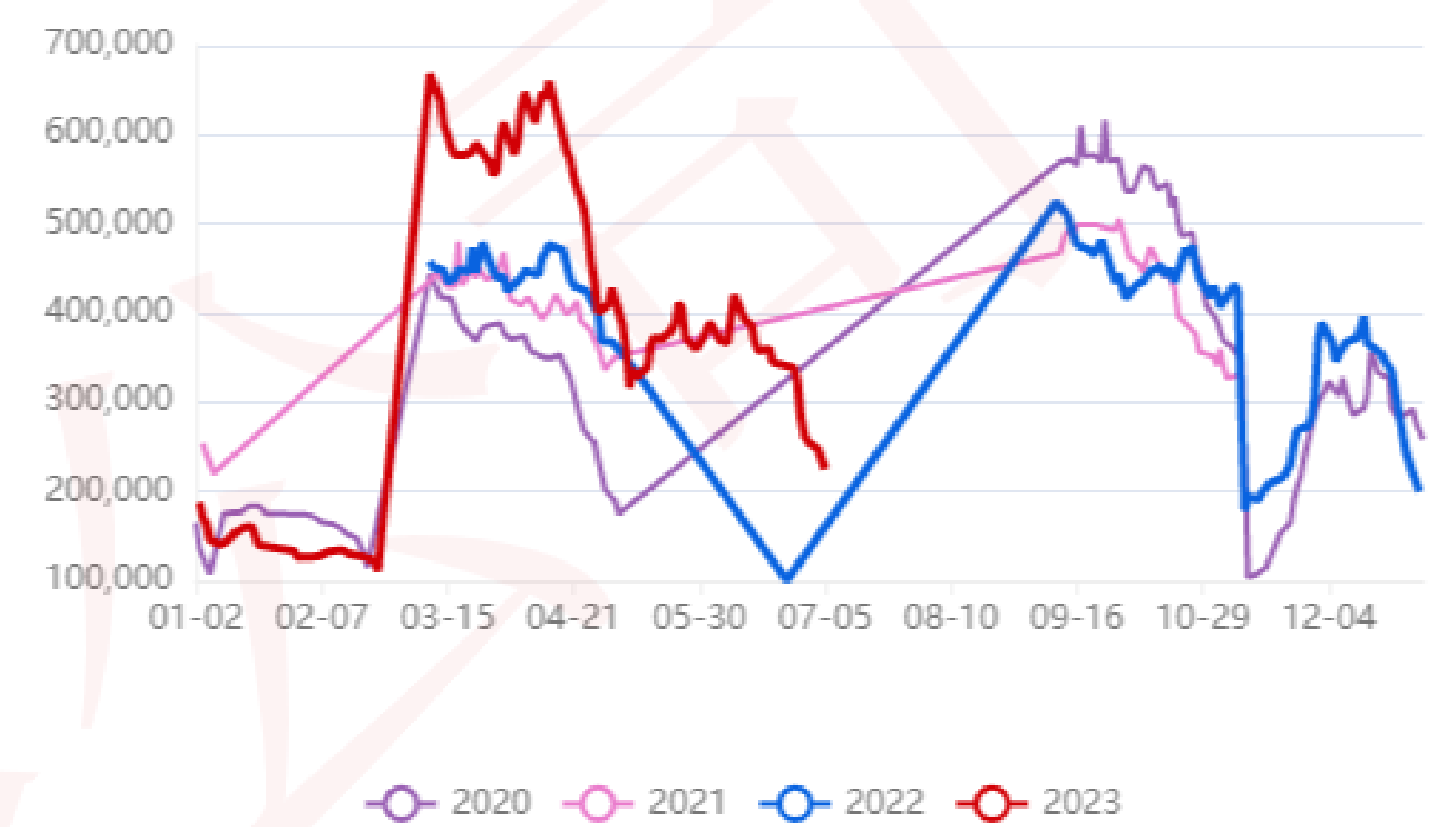
白银主力合约\_收盘价 2023-07-05



上海Ag (T+D) 2023-07-05



白银主力合约\_持仓量 2023-07-05



## 二、投资属性

### 美联储货币政策

①7月美联储加息预期达八成。6月会议中美联储态度偏鹰，其中点阵图显示2023年利率终点或在5.6%，鲍威尔在讲话中提及大多数联储官员都同意年内还需进一步加息才能压制通胀。当前联储观察工具预期为：7月加息至525-550区间概率为80.6%，9月加息至525-550区间的概率为67.1%。

②加息预期已经较为充分兑现。在上半年市场表现较为乐观，认为下半年还有两次降息预期，但是6月会议后市场预期发生明显反转，由降息预期转为继续加息的预期。直至目前7月加息预期已经超过八成，期间美股指数与美债利率均出现对应的调整。在市场充分反映预期之后，若下半年经济数据继续向好则对市场预期的影响将钝化，反之市场将对衰弱的数据更加敏感。

美国联邦基金利率 2023-06-30



	A	B	C	D	E	F	G	H
1		Fed Watch-加息概率						
2	会议日期	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600	
3	2023.07.26	0%	0%	19%	81%	0%	0%	
4	2023.09.02	0%	0%	15%	67%	18%	0%	
5	2023.11.01	0%	0%	13%	58%	26%	3%	
6	2023.12.13	0%	2%	21%	52%	22%	3%	
7	2024.01.31	1%	12%	37%	37%	12%	1%	
8								
9								
10								
11								
12								
13								

## 美联储货币政策

美国十年期实际利率 2023-07-05



美国国债收益率曲线 2023-07-05



美国通胀预期 2023-07-05



## 美国经济

①美国**经济数据**。景气指数方面，新公布的美国6月Markit制造业PMI初值录得46.3，再度低于荣枯线下，同时明显低于前值和预期,表明制造业景气度进一步下滑。

②**消费数据**方面，5月零售销售环比为0.3%，较上月略有走弱，但略好于预期，需求偏弱趋势持续。

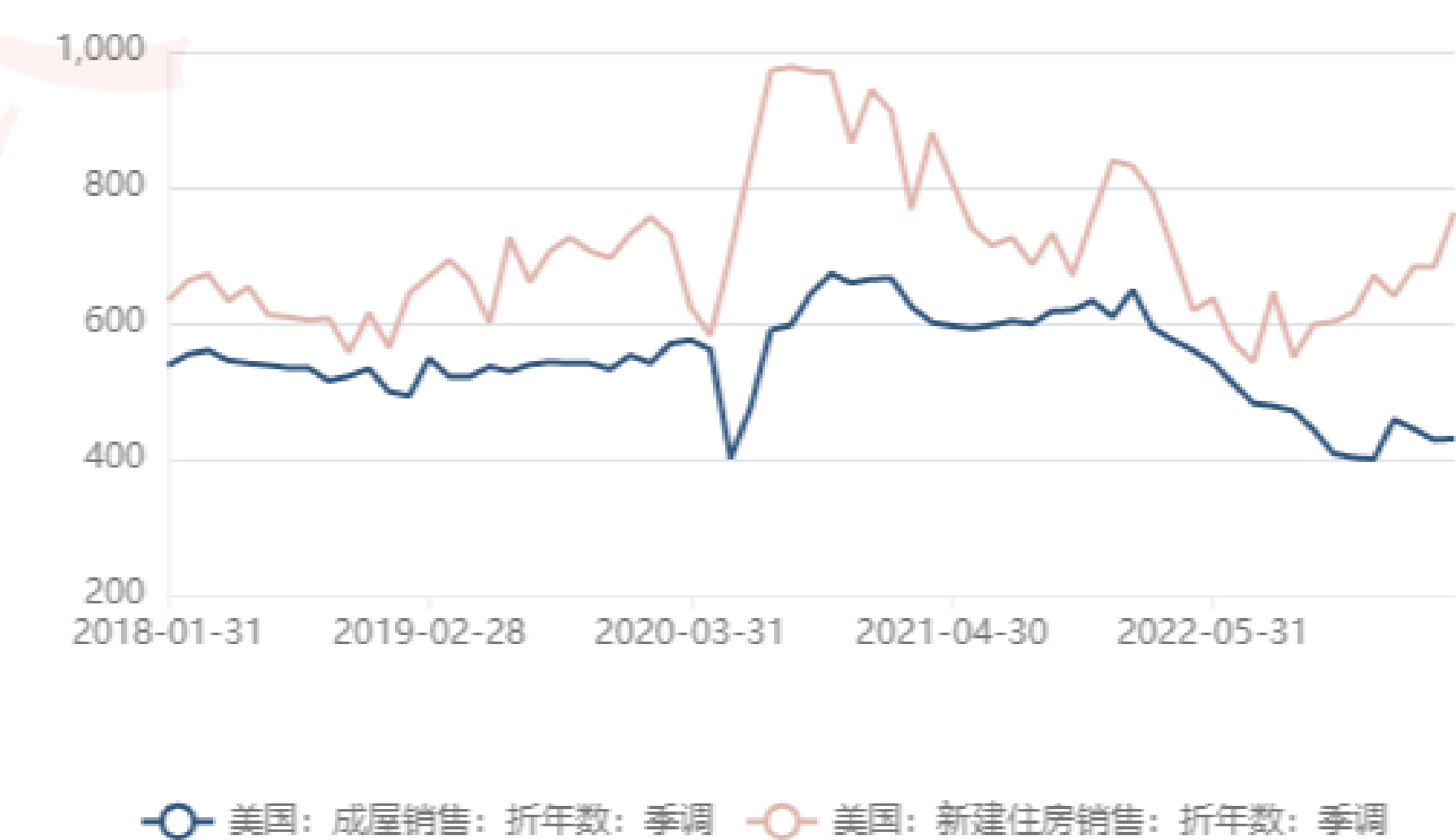
美国:密歇根大学消费者信心指数 2023-06-30



美国零售和食品服务销售额 2023-05-31



美国地产销售情况 2023-05-31



美国GDP不变价: 环比折年率季调 2023-03-31



美国ISM制造业PMI /非制造业PMI 2023-06-30



美国耐用品新增订单情况 2023-05-31



## 就业

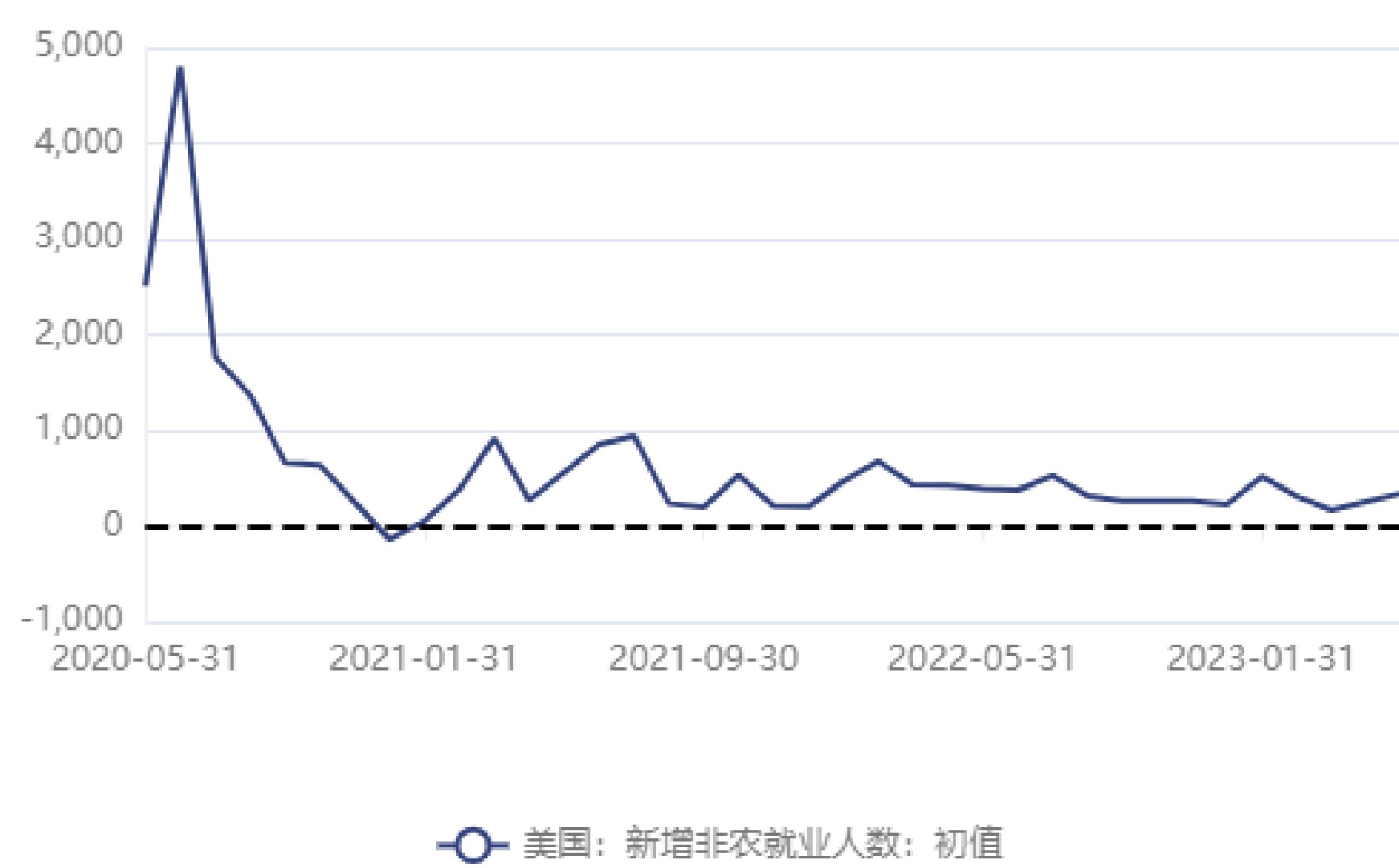
①美国**5月就业数据**。5月美国新增非农就业人数为33.9万人，大幅超出前值和预期。分项上看，私人服务类与政府就业新增均出现明显回升，私人生产类新增就业则略有回落。其中生产类中主要是建筑业保持增长，制造业与采矿业均较上月回落。私人服务类中专业和商业服务业与私人教育与医疗服务业（+9.7万）是新增就业最多的两项。交通与仓储业与酒店休闲业两项则是较上月相比出现明显改善。同时5月美国失业率录得3.7%，较上月上行0.3%，高于预期的3.5%，也是今年的新高。其中16-19岁青少年的失业率再度回升，劳动参与率相较上月持平。同时4月薪资增速录得4.3%，略低于预期和前值的4.4%，薪资增速略有下降但不明显。

②**未来预期**：5月就业数据仍然偏强，但薪资增速的降低同样也下调了通胀的压力。5月非农新增就业人数与失业率出现了同时上升的现象，可能与自雇佣人数显著下降有关，这也暗示本期非农就业可能略有失真。未来来看美国就业市场供需失衡的情况不会长期持续，职位空缺率以及失业率等边际上已经出现走弱迹象，认为下半年美国就业市场将逐步降温，失业率将渐进回升。



## 就业

美国新增非农就业人数超预期 2023-05-31



美国：失业率：季调 2023-05-31



美国：ADP就业人数：总数：季调 2023-05-31

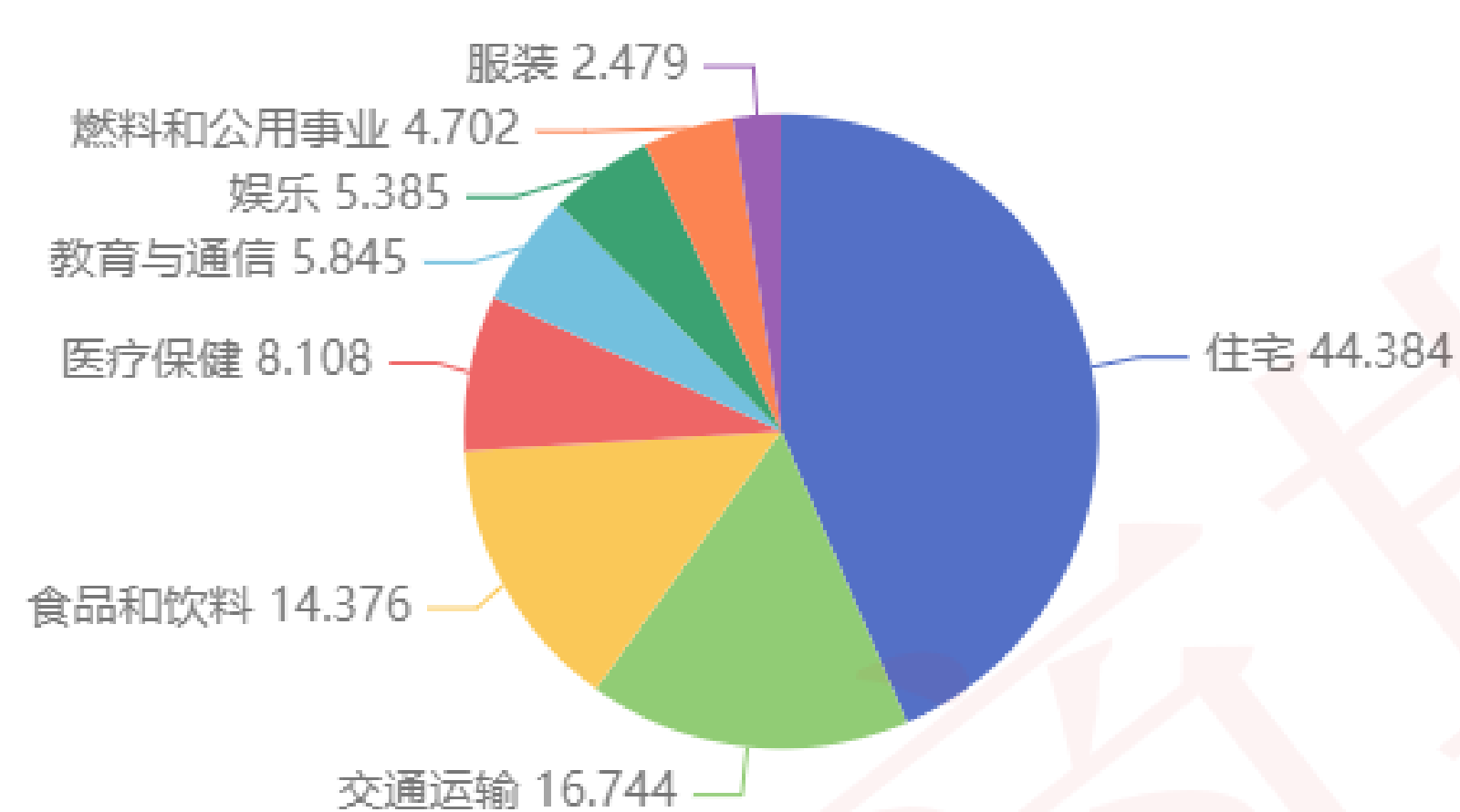


## 美国通胀

①美国5月通胀数据。美国5月CPI同比为4%，较上月回落0.9个百分点；核心CPI为5.3%，较上月回落0.2个百分点。从分项来看，本月食品与核心价格环比均出现回升，能源价格环比下行幅度较大：①食品价格环比小幅回升，其中饮料类与水果蔬菜环比增加较多，而肉蛋鱼类与奶制品环比持续下滑；②能源价格环比出现大幅下滑，其中汽油与燃油环比均大幅回落，带动能源价格同比降至低位；③核心价格仍然坚挺，新车、机票以及医疗服务以外的分项均环比回升，其中房租与车险等主要核心服务项目仍保持韧性。此外美国4月PCE同比4.4%，高于前值和预期。核心PCE同比录得4.7%，也高于前值与预期。

②未来展望：整体来看5月美国通胀基本符合市场预期。CPI指标完成十一连降，主要由于能源价格回落以及高基数效应带动。核心通胀中住房与交通同比仍处在高位，但美国地产方面数据显示美国房租同比已经边际出现回落迹象，预取下半年这一核心服务价格的主要支撑将逐渐缓慢走弱。判断年内美国通胀虽然难以直接降至2%目标水平，但在进一步加息以及房价支撑减弱的影响下应能在当前4%的基础上进一步下行。

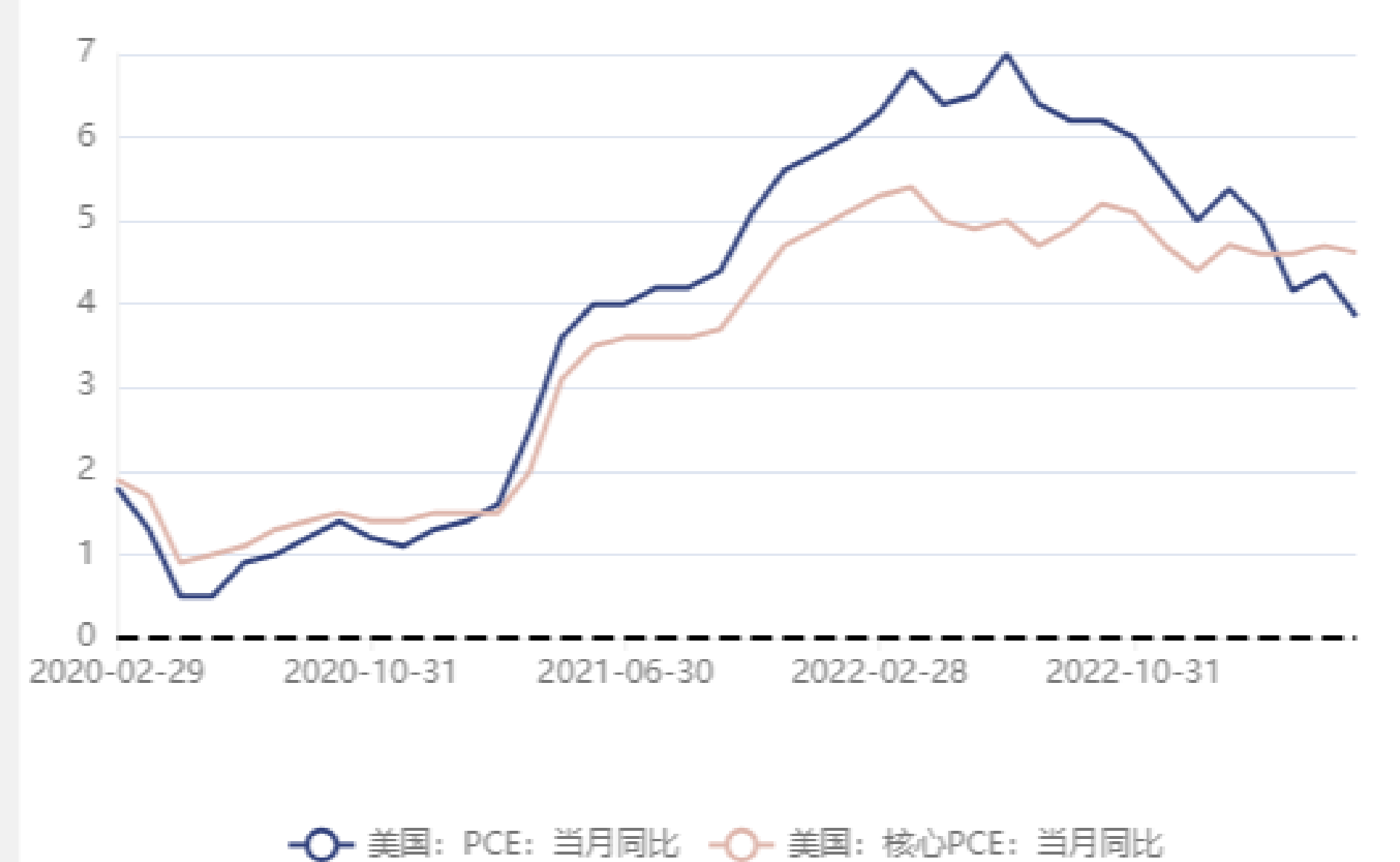
美国CPI权重 2021-12-31



美国CPI情况 2023-05-31



美国PCE当月同比 2023-05-31



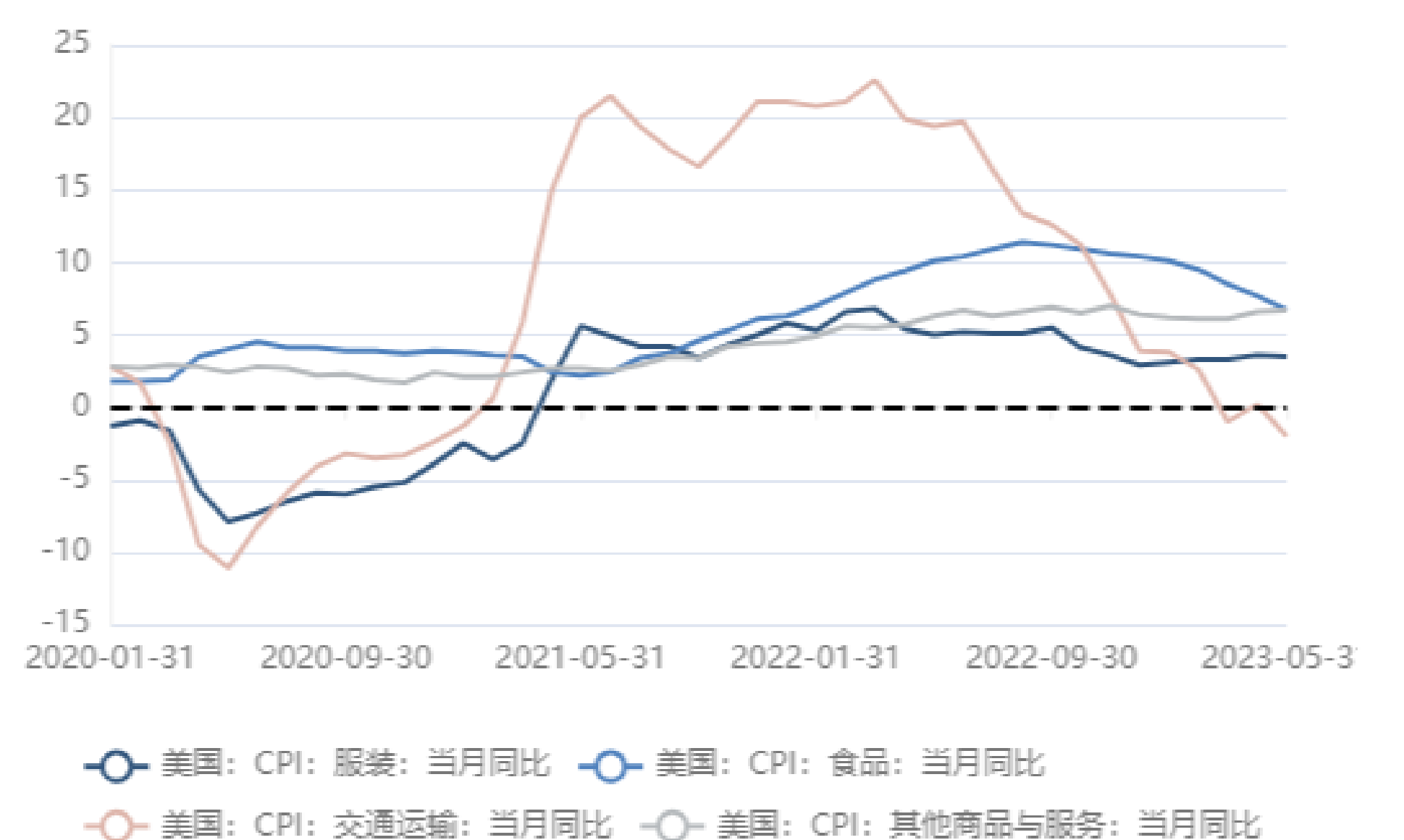
美国房屋价格一般领先于房租 2023-05-31



WTI结算价 2023-07-05



美国CPI其他分项 2023-05-31



### 三、货币属性

上半年美元指数在101-105附近呈现震荡走势，其中主要也是反应美联储加息预期不断变化造成的影响。其次值得注意的是本轮加息周期美联储紧缩货币力度超出以往，M2同比增速50年来首次将为负值，基础货币投放也降至水下。这对于黄金来说多头支撑将会减弱，金价反弹力度将会偏低。

#### 美元指数

美元指数 2023-07-05



欧元兑美元 2023-07-05



美元兑日元 2023-07-05



USDCNH:即期汇率 2023-07-05



CFETS人民币汇率指数 2023-06-30



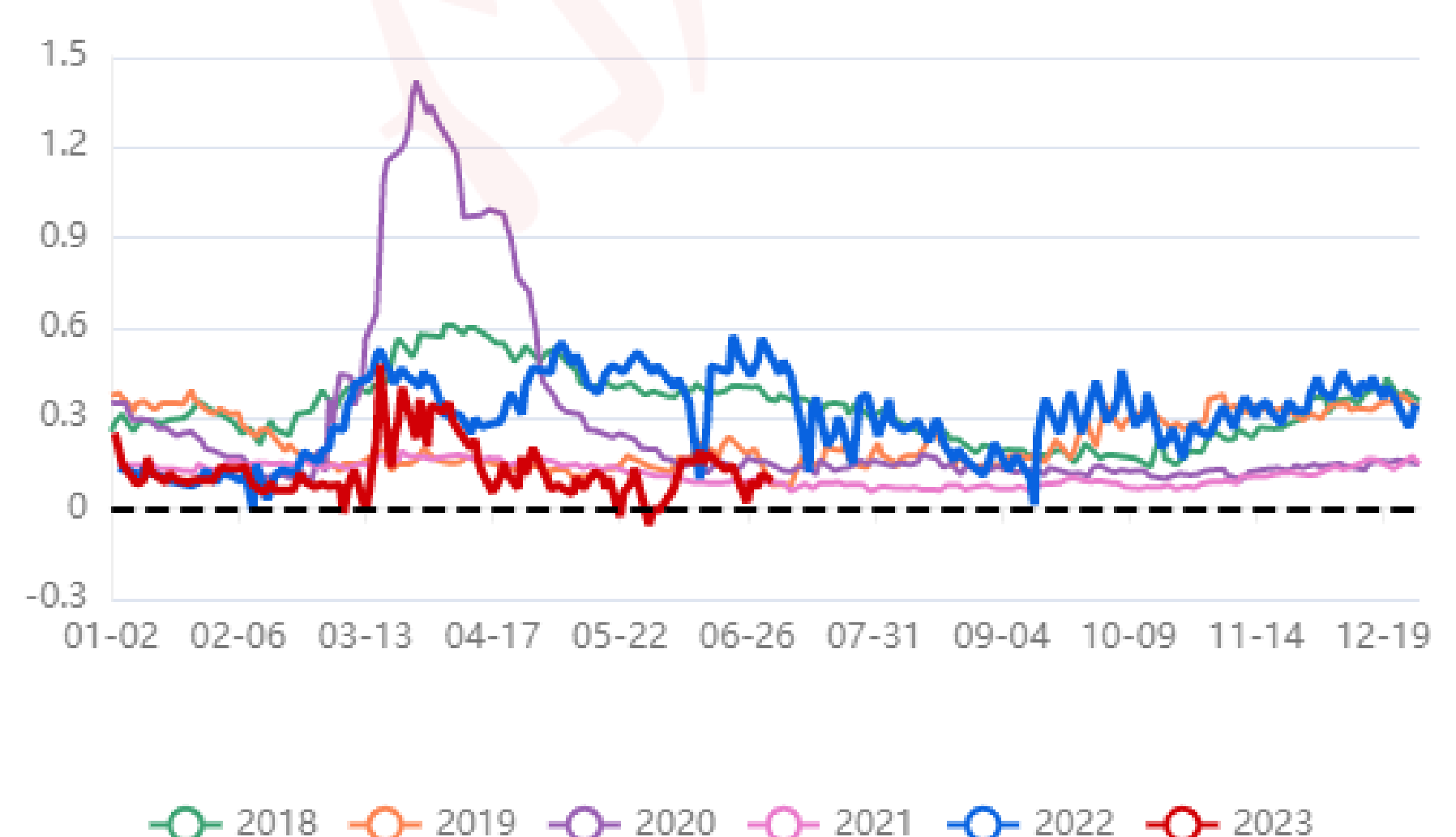
美元兑瑞郎 2023-07-04



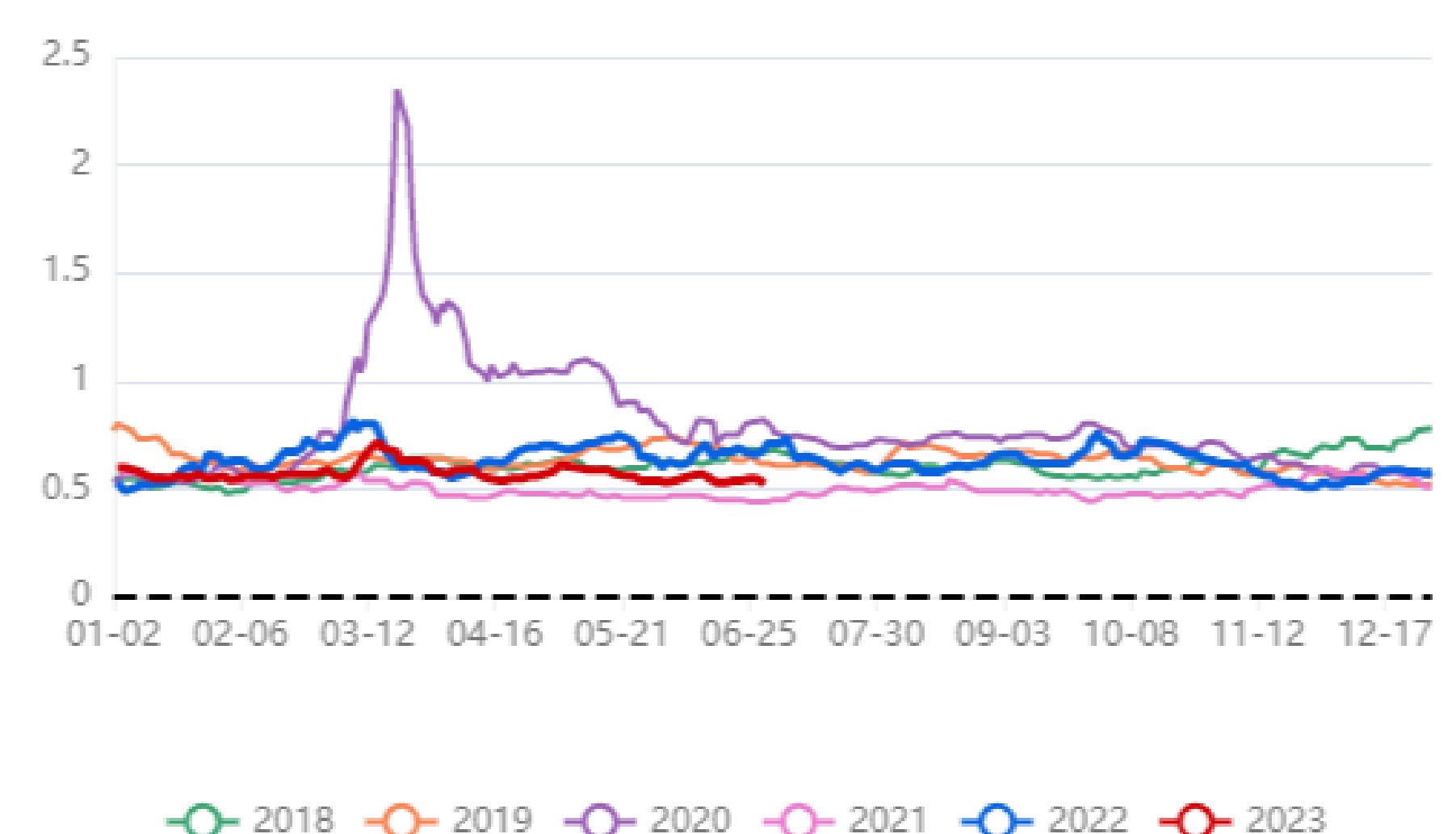
#### 避险因素

由于美联储仍然减持紧缩的货币政策，美国经济数据有望进一步走弱，目前也需要关注美国经济是否会出现硬着陆风险。

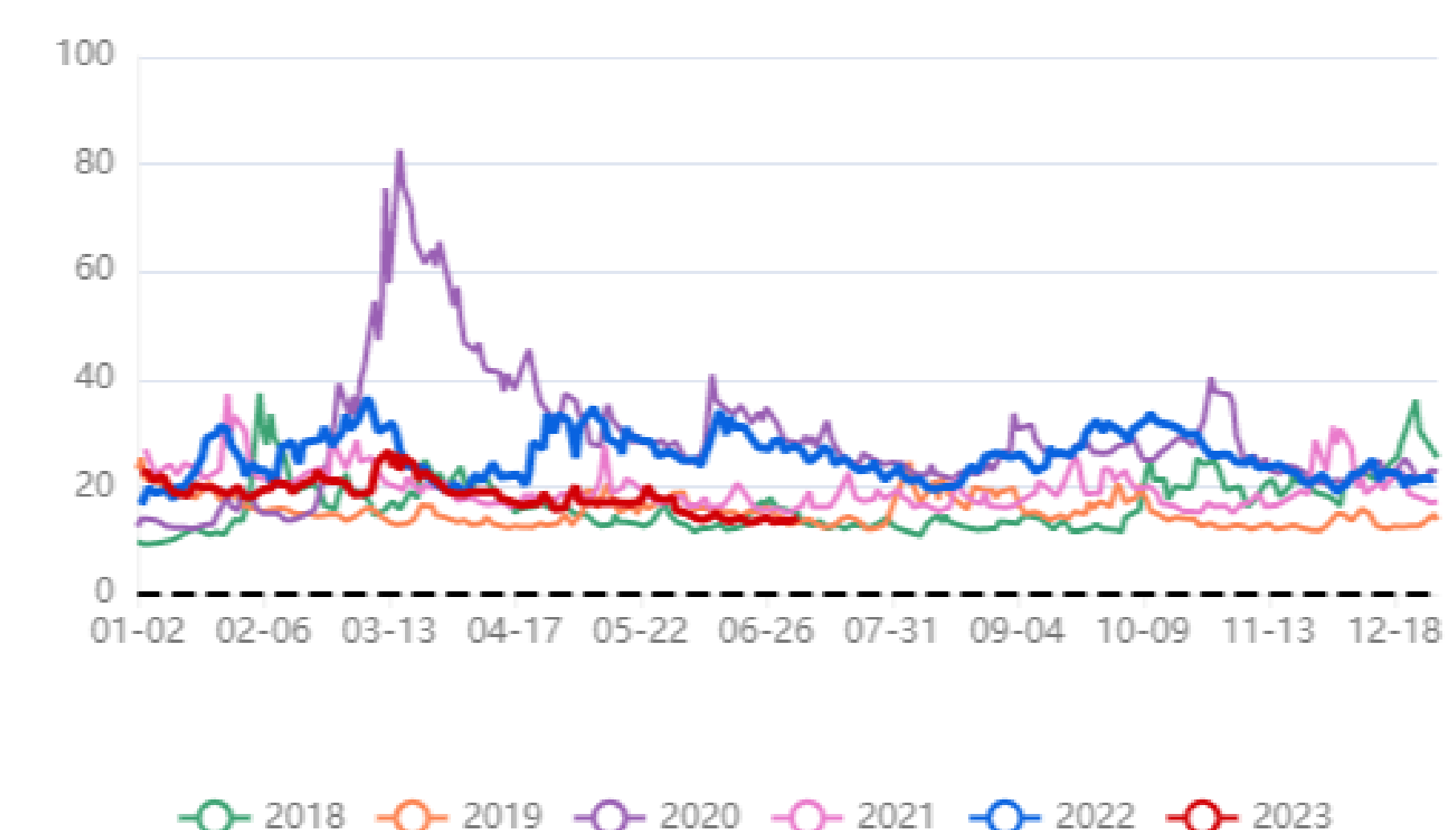
美债泰德利差 2023-07-03



美国AAA级企业债期权调整利差 2023-06-29



VIX波动率指数 2023-07-05



## 四、商品属性

贵金属供应端上半年基本保持平稳，未出现较大规模影响贵金属供需事件出现。其中中国、印度等国央行在今年逐渐增加黄金储备，可能会小幅影响市场预期。整体来看下半年贵金属供需方面变化或不会在很大程度上影响贵金属价格。

### 黄金

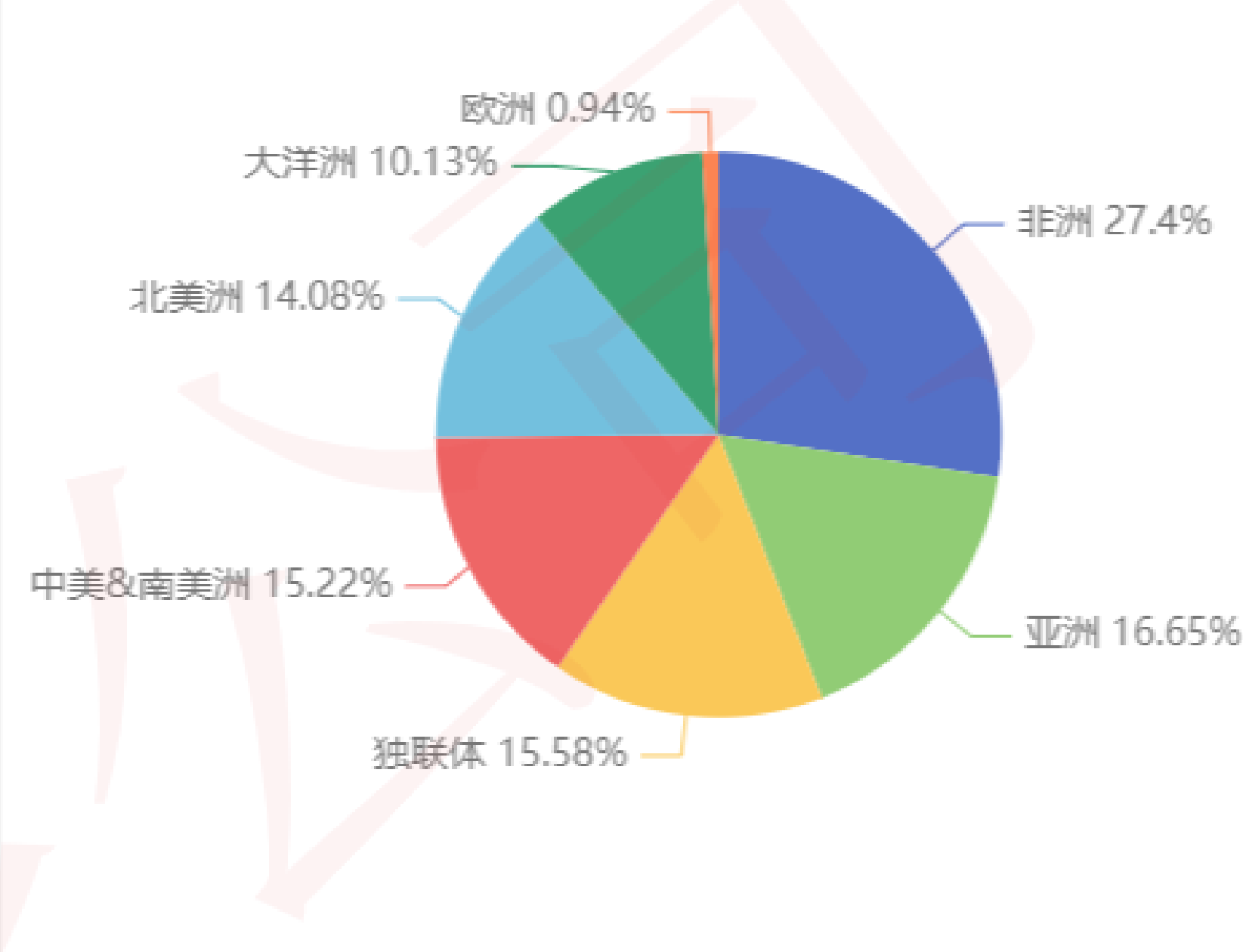
黄金价格和供需平衡 2023-07-05



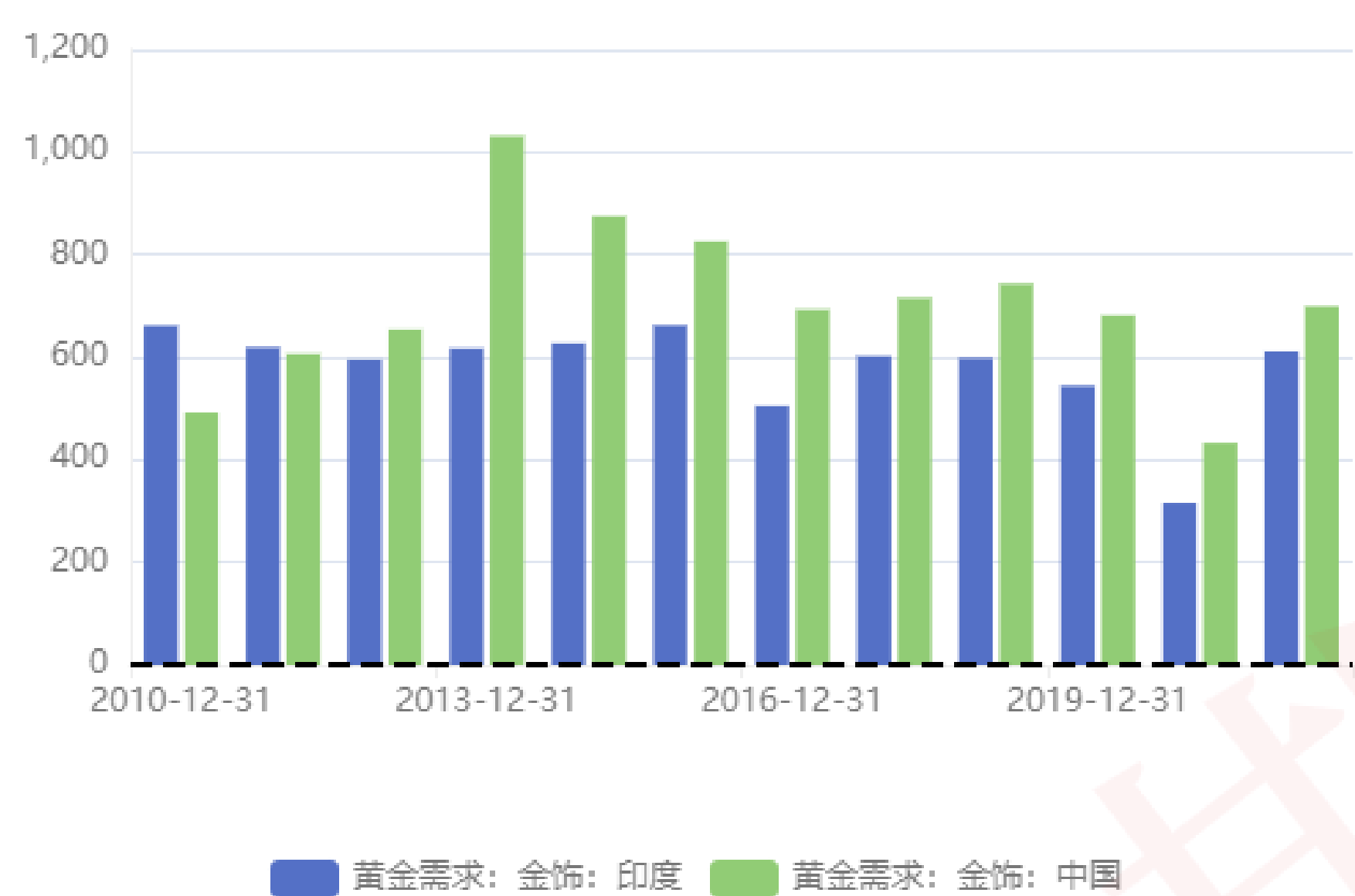
矿产金供应 2021-12-31



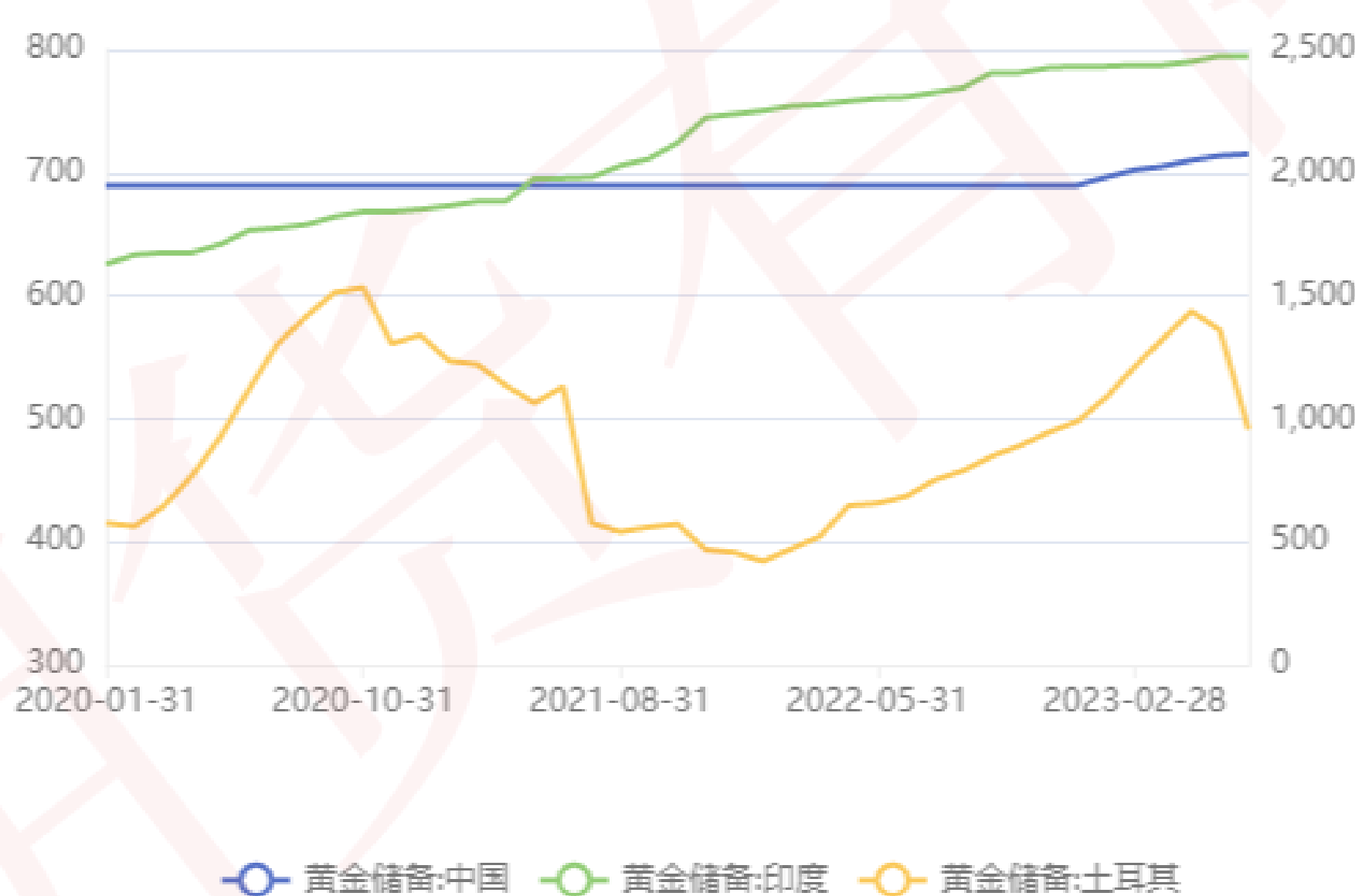
黄金供应 2021-12-31



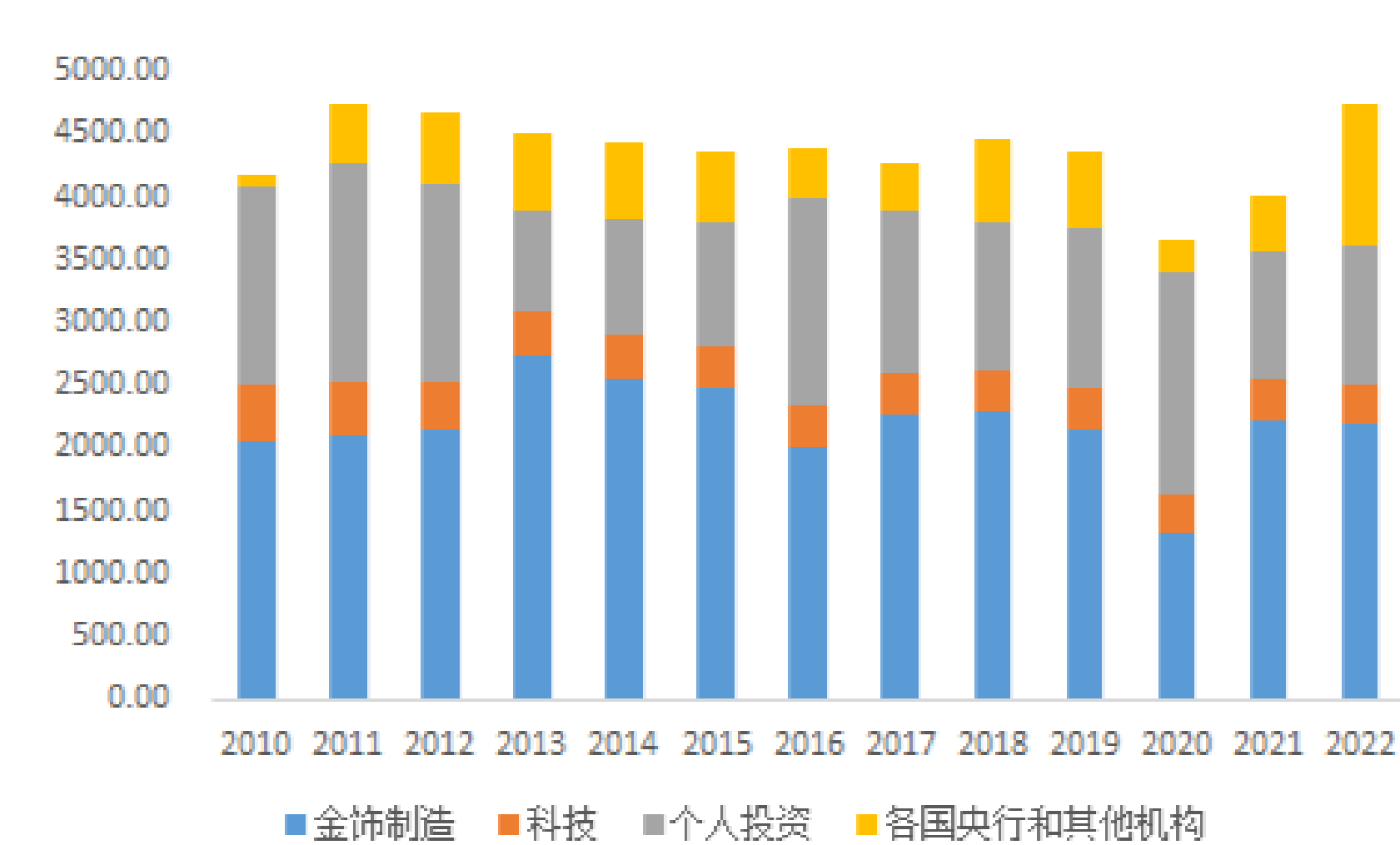
中印金饰需求 2021-12-31



黄金储备:中国 黄金储备:印度 黄金储备:土耳其 2023-06-30



黄金需求变化



库存:COMEX:黄金:合计 2023-07-05



上海黄金:持仓量:金Au(T+D) 2023-07-05



SPDR:黄金:持仓量(吨) 2023-07-05

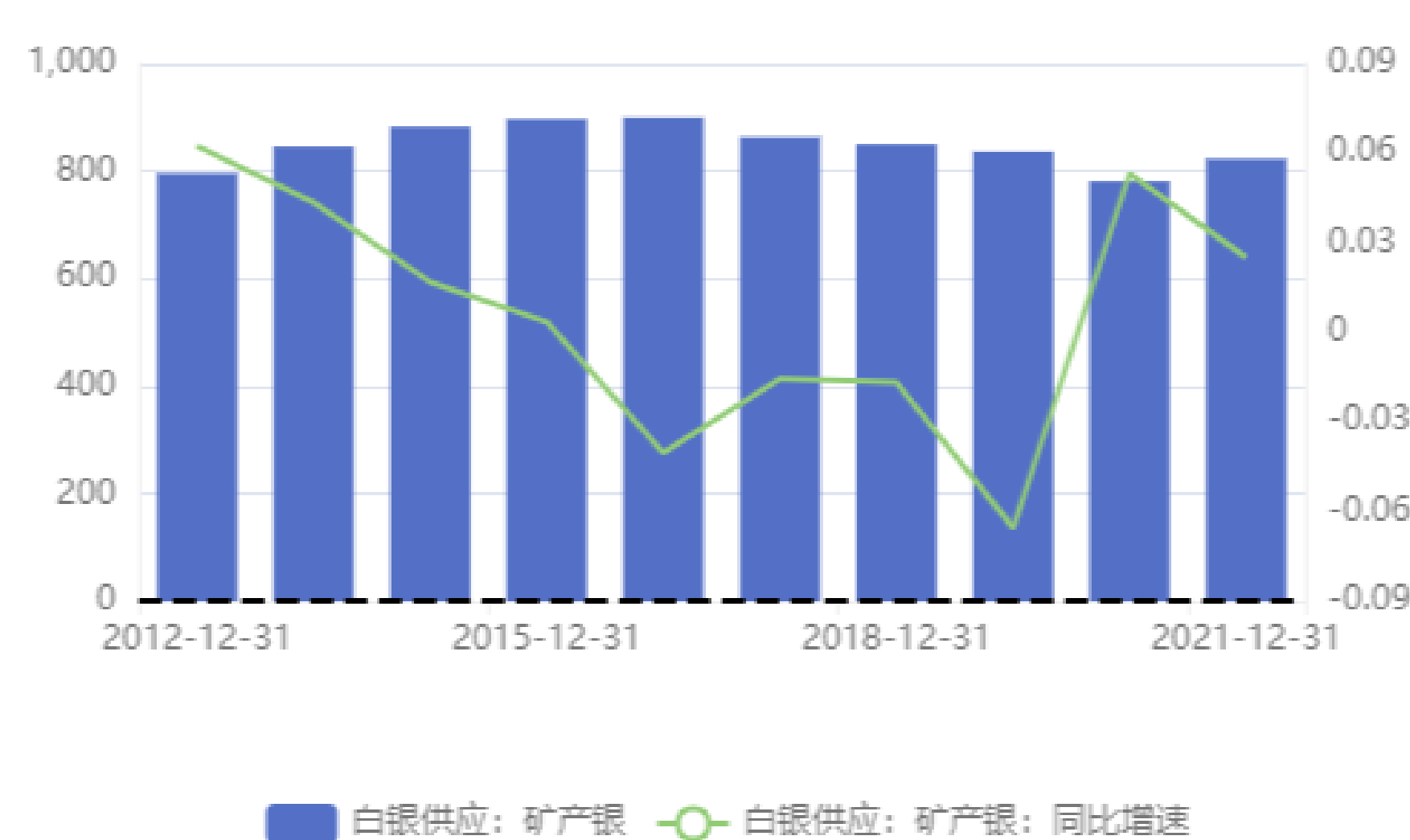


### 白银

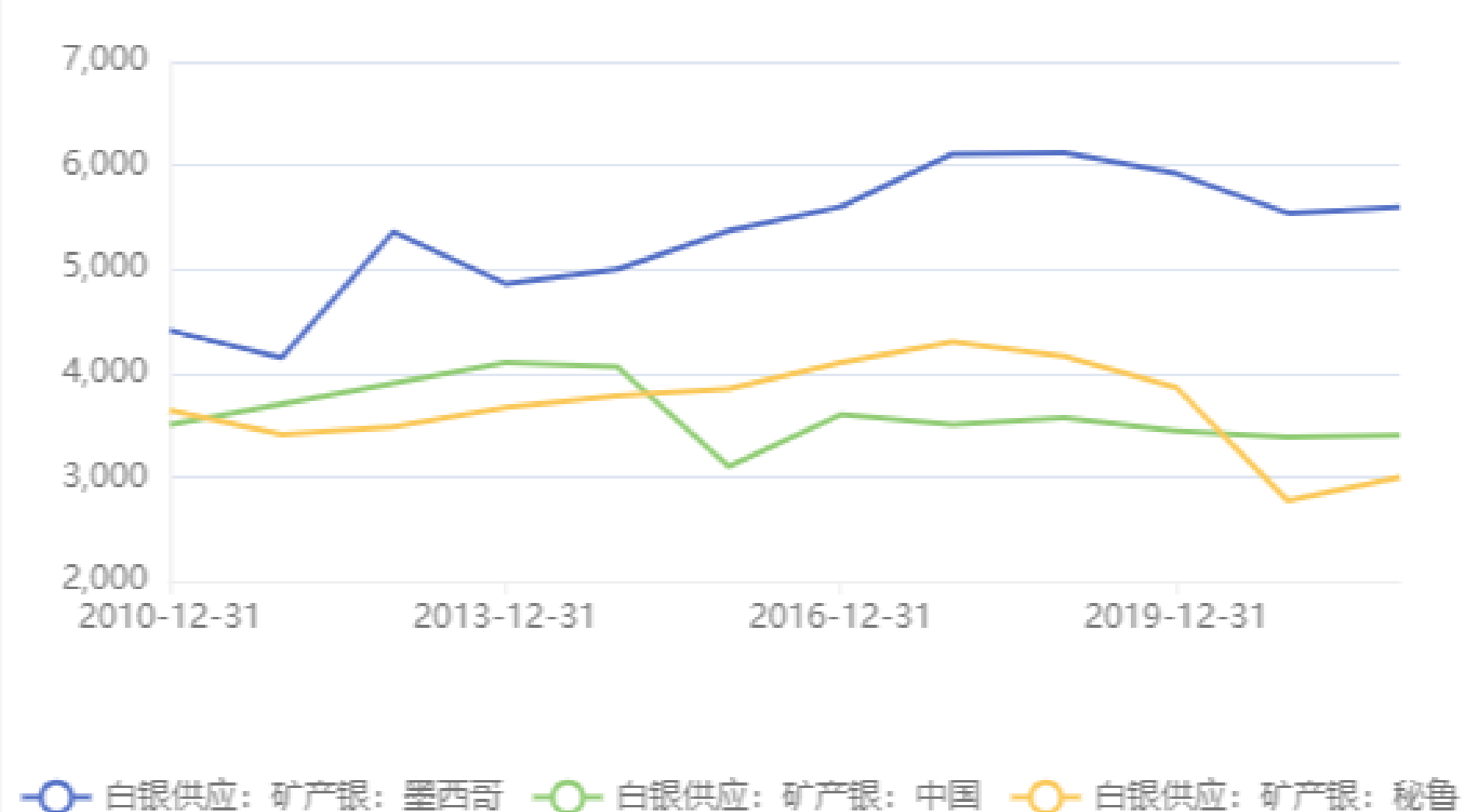
白银价格和供需平衡 2023-07-05



矿产银供应 2021-12-31

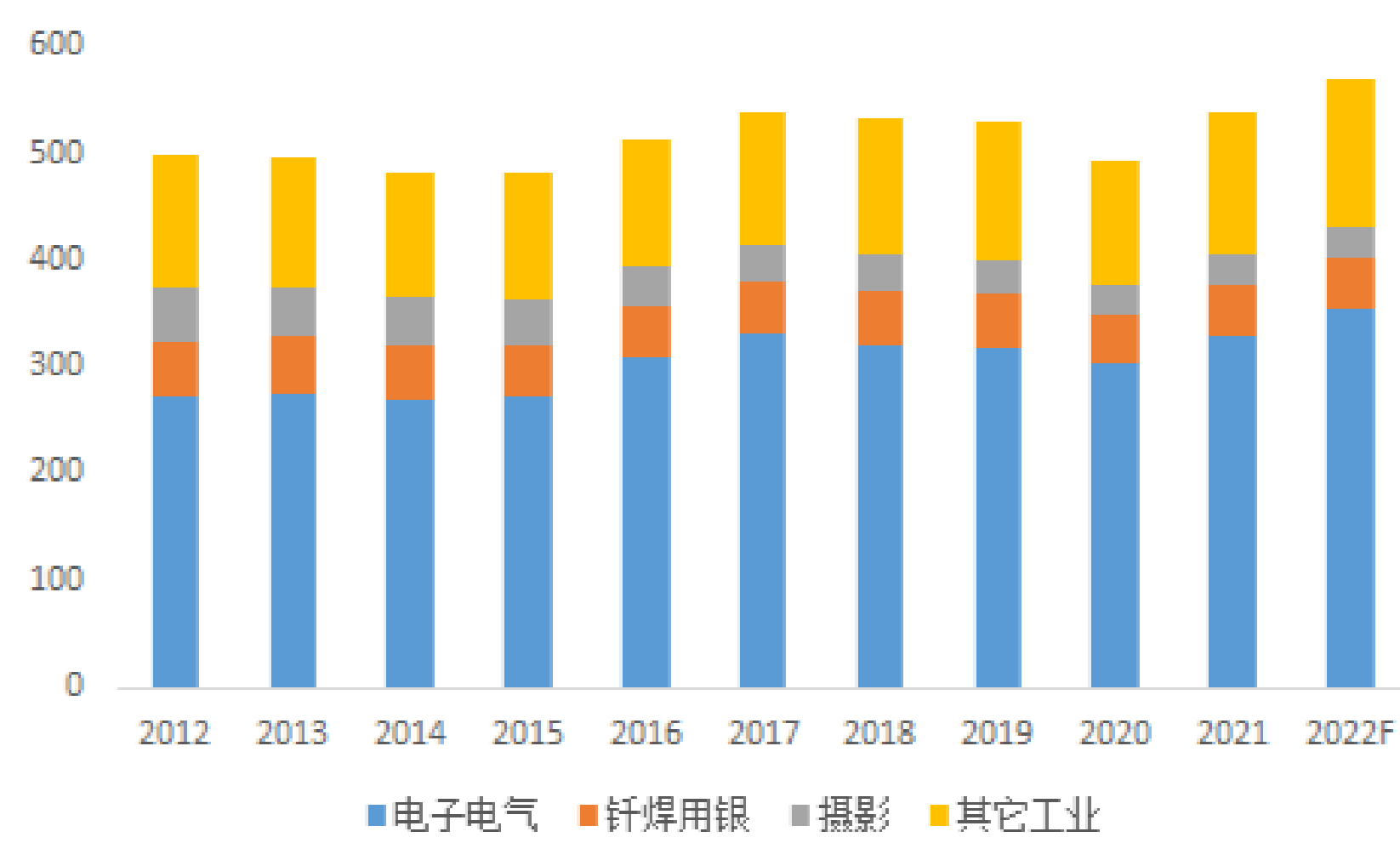


墨西哥、中国、秘鲁矿产银供应 2021-12-31



## 白银

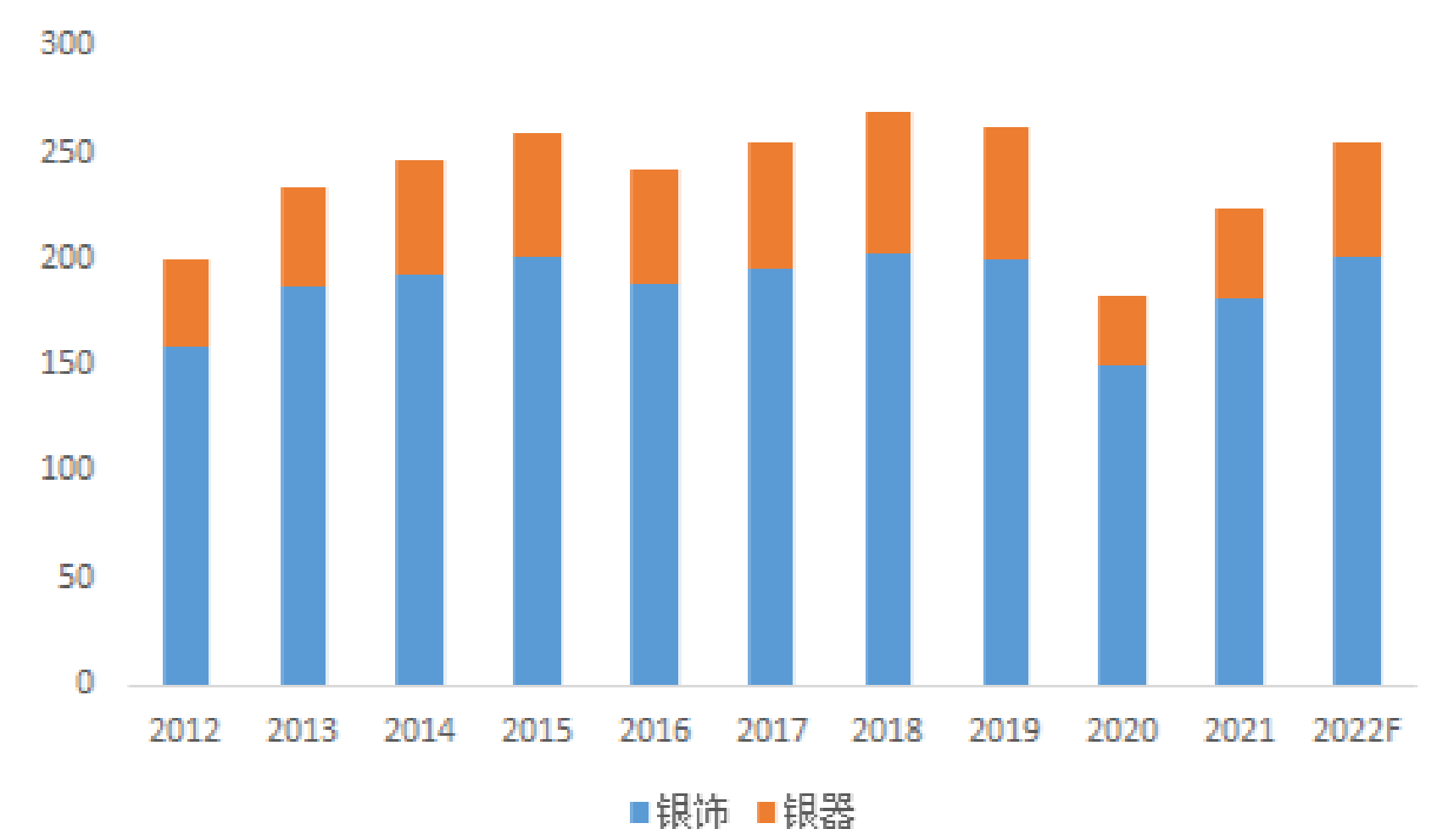
白银工业需求



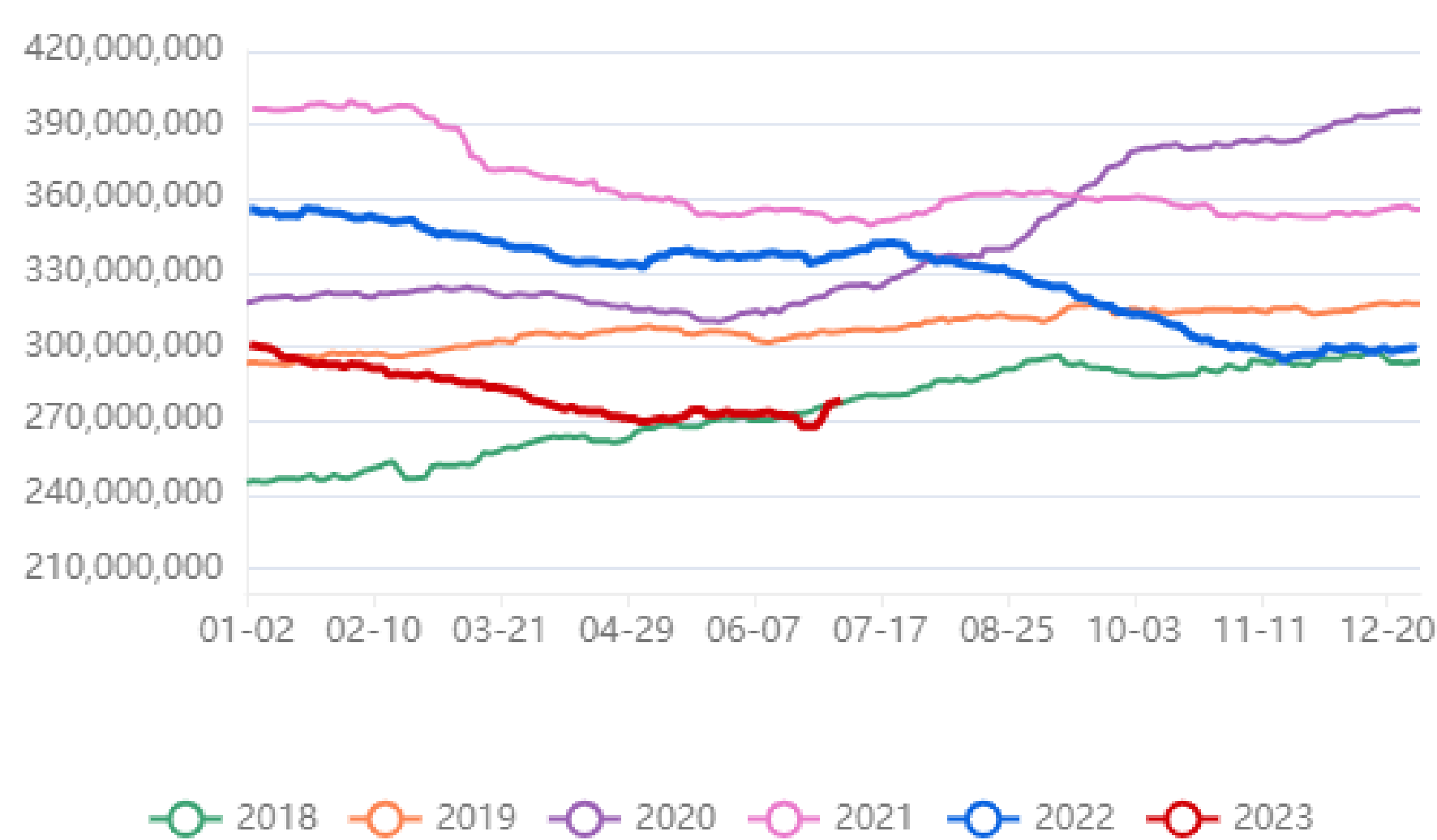
白银光伏需求 2021-12-31



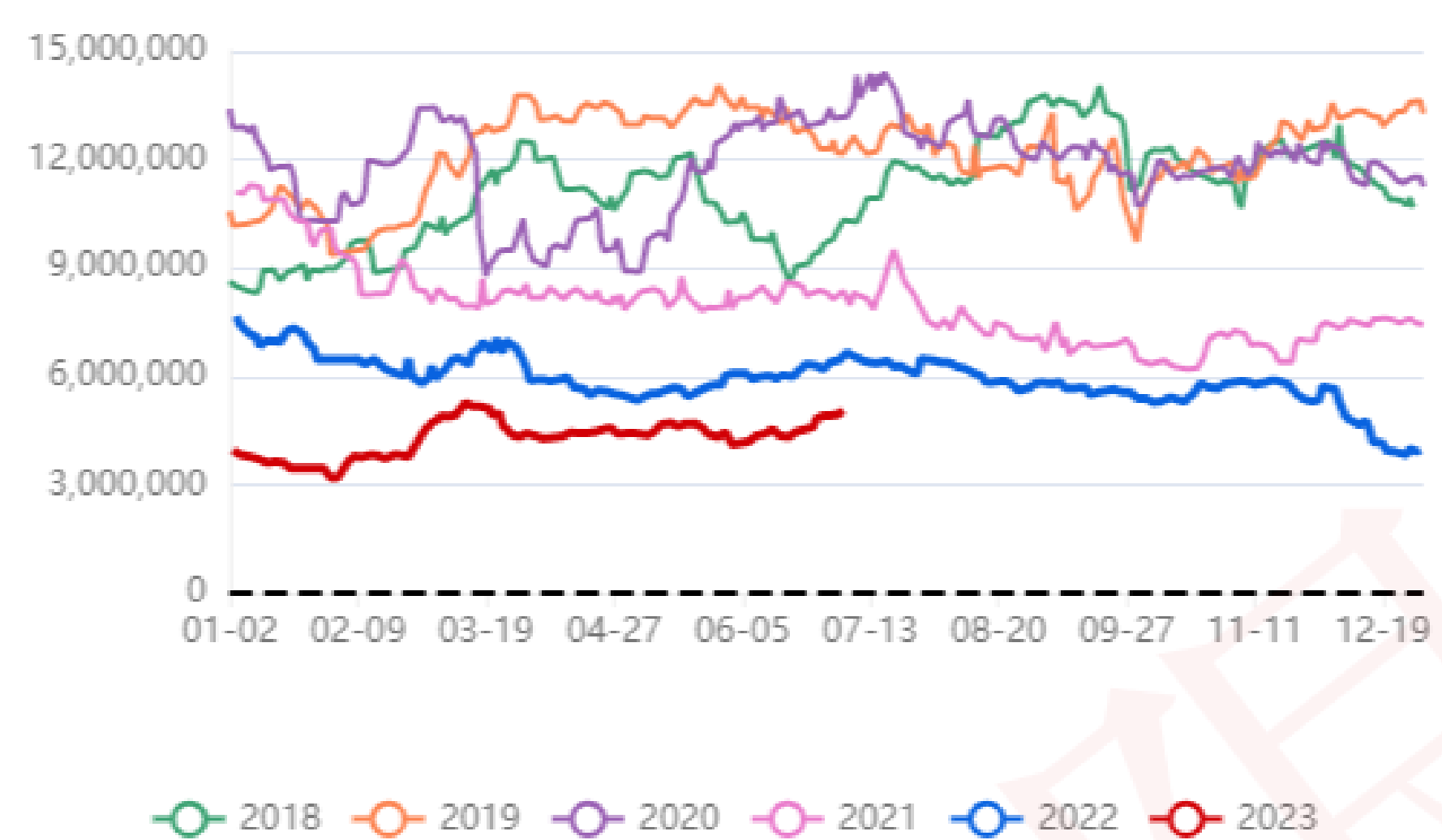
银饰银器需求



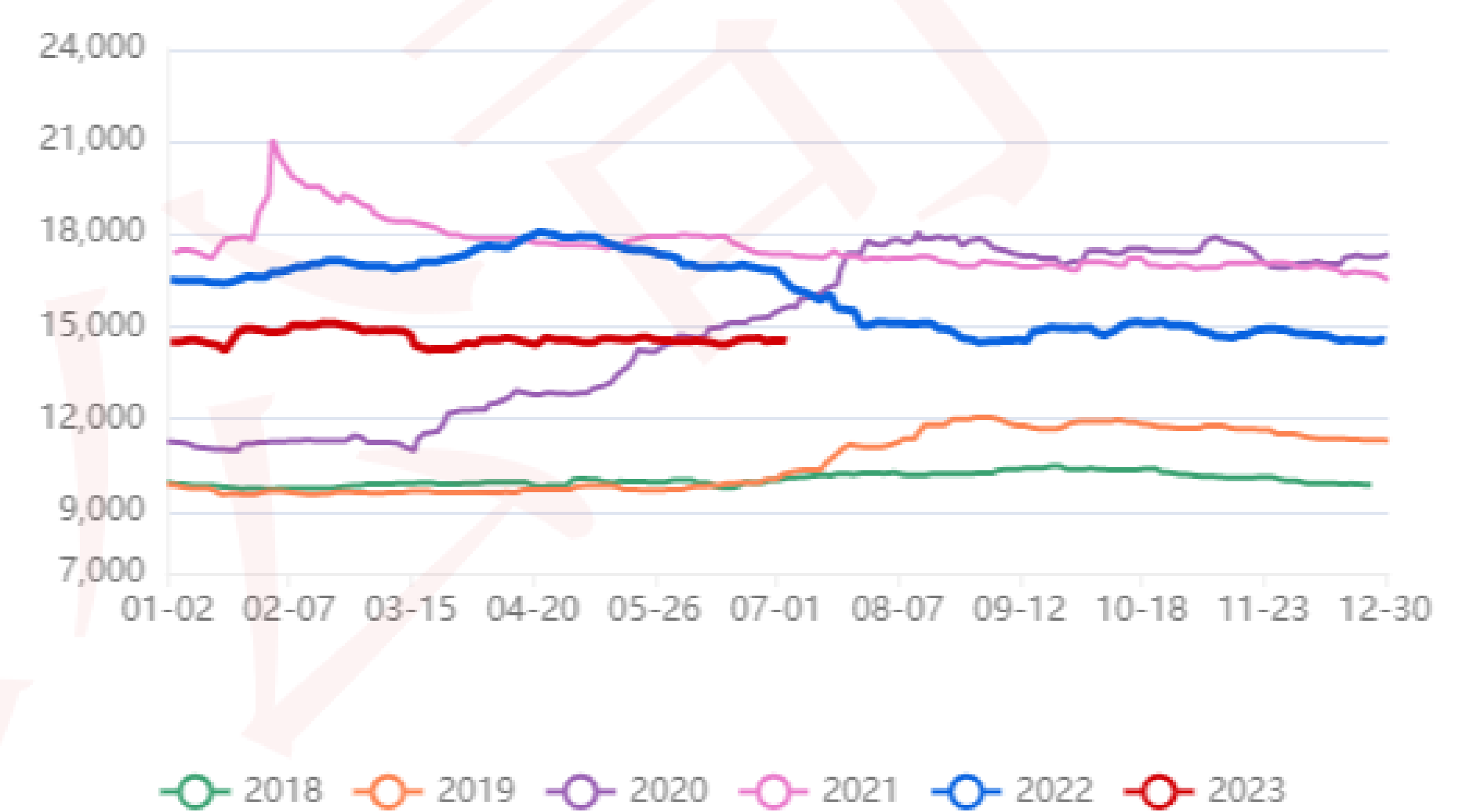
库存:COMEX:银:合计 2023-07-05



上海黄金:持仓量:银Ag(T+D) 2023-07-05



SLV:白银:净持仓量(吨) 2023-07-05



## 免责声明

本报告的版权归“浙商期货有限公司”所有，未经本公司允许，不得以任何方式传递、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用，未经授权的转载本公司不承担任何责任。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“浙商期货有限公司”。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记，本公司保留一切权利。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。