



2023年9月18日

## 内外价差将缩小，关注美联储会议

### 核心观点及策略

- 上周贵金属价格延续外弱内强走势。因美元指数和美债收益率维持强势，压制国际贵金属价格走弱。虽然近期人民币兑美元汇率扭转贬值态势，但在央行收紧黄金进口配额传闻下，国内金价持续在走强，并不断创出历史新高。
- 受油价上涨提振，美国8月通胀再度加速。美国8月CPI同比再度反弹；核心CPI尽管同比下行，但环比表现小幅超出市场预期，继续体现出较强的韧性。由于油价抬升已被市场充分预期，投资者对于加息预期的变化不大，联邦基金期货利率隐含的加息预期仍为9月不加息，11月份加息的可能性将至40%以下，预计明年二季度开始降息。
- 鉴于美国经济和通胀的韧性很强，美联储维持高利率的时间将会比市场预期的更长，我们依然认为当前贵金属的阶段调整尚未结束。近期金银价格走势外弱内强，内外盘价差持续走阔创历史新高。上周五国内金银价格冲高回调，外盘金银出现一定反弹，内外盘价差有回归的迹象，预计本周内外盘价差可能会继续缩小。因黄金存在进口限制问题，不确定因素依然存在，而白银内外价差回归的可能性更大。
- 策略建议：白银跨市正套，或逢高沽空国内白银期货
- 风险因素：美联储议息会议释放偏鸽派信息

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

## 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  | 469.72  | 2.88 | 0.62  | 210228 | 178255  | 元/克   |
| 沪金 T+D   | 469.22  | 0.74 | 0.16  | 44002  | 154582  | 元/克   |
| COMEX 黄金 | 1945.60 | 3.00 | 0.15  |        |         | 美元/盎司 |
| SHFE 白银  | 5922    | 145  | 2.51  | 522479 | 634627  | 元/千克  |
| 沪银 T+D   | 5904    | 112  | 1.93  | 920854 | 6348542 | 元/千克  |
| COMEX 白银 | 23.31   | 0.11 | 0.47  |        |         | 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

上周贵金属价格延续外弱内强走势。因美元指数和美债收益率维持强势，压制国际贵金属价格走弱。虽然上周人民币兑美元汇率扭转贬值态势而升值，但在央行收紧黄金进口配额传闻下，国内金价持续在走强，并不断创出历史新高，沪期金主力 2312 合约在上周五达到 480 元/克的高位后冲高回落。弹性大的沪期银价走势跟随沪期金，也在上周五冲高至 6030 元/千克的回调。

受油价上涨提振，美国 8 月通胀再度加速。上周公布的美国 8 月 CPI 同环比再度反弹，不过整体基本符合市场预期；核心 CPI 尽管同比下行，但环比表现小幅超出市场预期，继续体现出较强的韧性。由于油价抬升已被市场充分预期，数据公布后资产价格反应不大。

有“新美联储通讯社”之称的华尔街日报撰文表示，8 月 CPI 同比加快增长源于汽油涨价，但剔除能源的核心通胀可能足以让美联储 9 月保持利率不变，11 月或 12 月是否加息主要取决于未来几个月公布的通胀是否上升。美联储对于加息的立场正在发生“重要转变”，可能会在 9 月暂停加息，且将更加仔细审视未来的加息路径。

投资者对于加息预期的变化不大，联邦基金期货利率隐含的加息预期仍为 9 月不加息，11 月份加息的可能性将至 40% 以下，预计明年二季度开始降息。

上周欧洲央行将三大利率均上调 25 个基点，主要再融资利率达 4.5%，创 2001 年 7 月以来新高；存款机制利率达 4%，创历史新高；边际贷款利率达 4.75%。拉加德称“利率并非已达到峰值”，未来将确保在必要的时间内，利率将被设定在足够限制的水平上。但市场仍预期欧央行将至此结束加息，欧元对美元汇率创半年新低。

鉴于美国经济和通胀的韧性很强，美联储维持高利率的时间将会比市场预期的更长，我们依然认为当前贵金属的阶段调整尚未结束。近期金银价格走势外弱内强，内外盘价差持续走阔创历史新高。上周五国内金银价格冲高回调，外盘金银出现一定反弹，内外盘价差有回归的迹象，预计本周内外盘价差可能会继续缩小。因黄金存在进口限制问题，不确定因素

较大，而白银内外价差回归的可能性更大，可进行白银跨市正套，或逢高沽空国内白银期货。

本周重点关注：美国截至 9 月 16 日当周初请失业金人数，欧元区、日本 8 月 CPI 数据。事件方面，“超级央行周”来袭，美联储、英国央行、瑞士央行、日本央行都将公布议息决议。

操作建议：白银跨市正套，或逢高沽空国内白银期货

风险因素：美联储议息会议释放偏鸽派信息

### 三、重要数据信息

1、美国劳工统计局公布的数据显示，美国 8 月 CPI 同比涨幅从 7 月的 3.2% 反弹至 3.7%，为连续第二个月同比增速反弹，超过预期的 3.6%。8 月 CPI 环比增速也由 7 月的 0.2% 加快至 0.6%，符合预期，为 14 个月来最大的环比涨幅。其中，汽油价格环比上涨 10.5%，成了重要推手。核心 CPI 环比涨幅较上月的 0.2% 小幅至 0.3%，超预期的 0.2%。核心 CPI 同比增速继续放缓，但环比涨幅 6 个月来首次加速，增速高于预期，凸显了物价压力。

2、美国 8 月 PPI 同比增长 1.6%，超市场预期，环比上升 0.7%，创近一年以来最大涨幅。剔除波动较大的食品和能源，8 月核心 PPI 同比增长 2.2% 符合预期，低于前值 2.4%。核心 PPI 环比增长 0.2%，符合预期，低于前值 0.3%。美国 8 月 PPI 环比月率录得 0.7%，创下一年多来最大涨幅，高于预期的 0.4%，前值为 0.3%，汽油价格飙升 20% 是上升的主要原因。

3、美国 8 月零售销售月率录得 0.6%，超过预期的 0.2%，前值从 0.70% 下修至 0.5%。

4、美国至 9 月 9 日当周初请失业金人数录得 22 万人，继续低于预期的 22.5 万人，前值 21.6 万人。初请失业金人数四周均值减少 5000 人，至 22.45 万，为 2 月下旬以来的最低水平。截至 9 月 2 日当周续请失业金人数为 168.8 万，比前一周增加了约 4,000 人。

5、美国 9 月密歇根大学消费者信心指数有所回落，且不及预期。美国 9 月密歇根大学消费者信心指数初值 67.7，不及预期的 69，8 月前值为 69.5。其中，现况指数初值 69.8，预期为 74.8，8 月前值为 75.7；预期指数初值 66.3，预期为 65，8 月前值为 65.5。市场备受关注的通胀预期方面，长短期通胀预期均大幅走低，其中 1 年通胀预期初值 3.1%，创 2021 年前期以来新低，预期 3.5%，8 月前值为 3.5%；5 年通胀预期初值 2.7%，预期 3%，8 月前值为 3%。

6、欧盟委员会最新数据显示，欧元区 2023 年 GDP 增长预期从此前的 1.1% 下调至 0.8%，2024 年的增长预期也从 1.7% 下调至 1.3%，主要原因是欧洲最大经济体德国的增长预期大幅下滑。预计 2023 年德国经济将萎缩 0.4%，为欧盟主要经济体中唯一一个出现衰退的国家；预计 2023 年欧元区通胀率为 5.6%，2024 年为 2.9%。“欧洲发动机”濒临熄火，欧元区饱受

“滞胀之苦”。

7、欧元区 9 月 ZEW 经济景气指数-8.9，前值-5.5；ZEW 经济现况指数-42.6，前值-42。德国 9 月 ZEW 经济景气指数-11.4，预期-15，前值-12.3；ZEW 经济现况指数-79.4，预期-75，前值-71.3。

8、OPEC 预计四季度全球原油供应短缺超 300 万桶/日，为十多年来最大缺口，原油价格大涨推升通胀预期。美国 2022 年经通胀调整的家庭收入同比下降 2.3%，凸显出美国家庭生活成本上升带来的影响。

9、2023 年 9 月 11 日，全国外汇市场自律机制专题会议在北京召开，坚决防范汇率超调风险，人民币兑美元汇率扭转跌势大幅升值。

#### 四、相关数据图表

表 2 贵金属 ETF 持仓变化

| 单位（吨）       | 2023/9/15 | 2023/9/8 | 2023/8/15 | 2022/9/15 | 较上周<br>增减 | 较上月<br>增减 | 较去年<br>增减 |
|-------------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| ETF 黄金总持仓   | 880.27    | 886.64   | 887.50    | 960.85    | -6.37     | -7.23     | -80.58    |
| ishare 白银持仓 | 13726.96  | 13677.06 | 14067.80  | 14859.34  | 49.90     | -340.84   | -1132.38  |

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

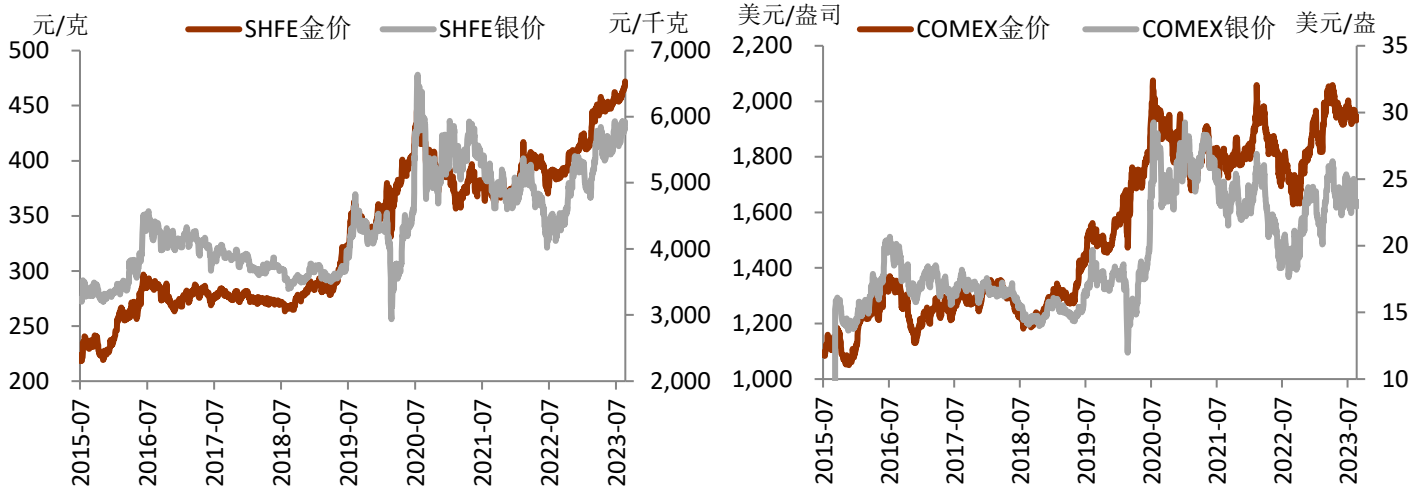
表 3 CFTC 非商业性持仓变化

| 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  |
|------------|--------|--------|---------|--------|
| 2023-09-12 | 235704 | 111840 | 123864  | -14142 |
| 2023-09-05 | 235802 | 97796  | 138006  | 14734  |
| 2023-08-29 | 236054 | 112782 | 123272  | 21326  |
| 2023-08-22 | 226340 | 124394 | 101946  |        |
| 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  |
| 2023-09-12 | 52963  | 34930  | 18033   | -8771  |
| 2023-09-05 | 57558  | 30754  | 26804   | -329   |
| 2023-08-29 | 61744  | 34611  | 27133   | 14256  |
| 2023-08-22 | 52967  | 40090  | 12877   |        |

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图 1 SHFE 金银价格走势

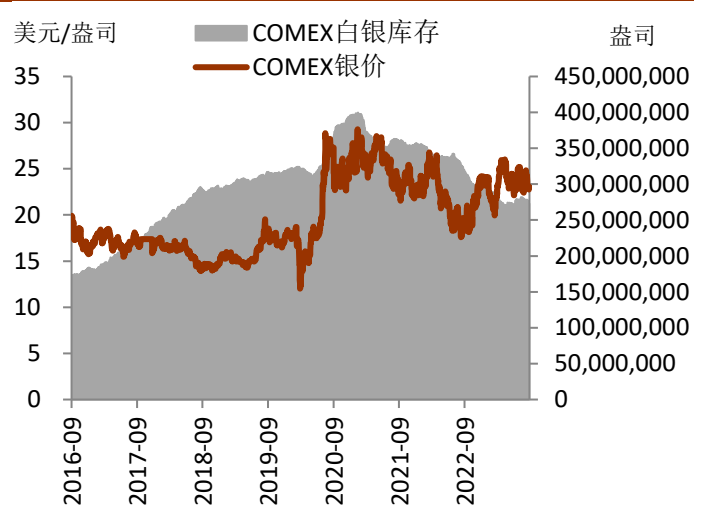
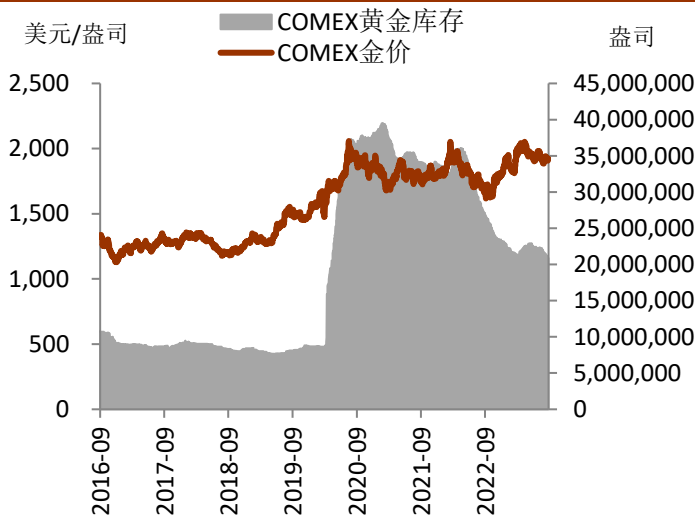
图 2 COMEX 金银价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图3 COMEX 黄金库存变化

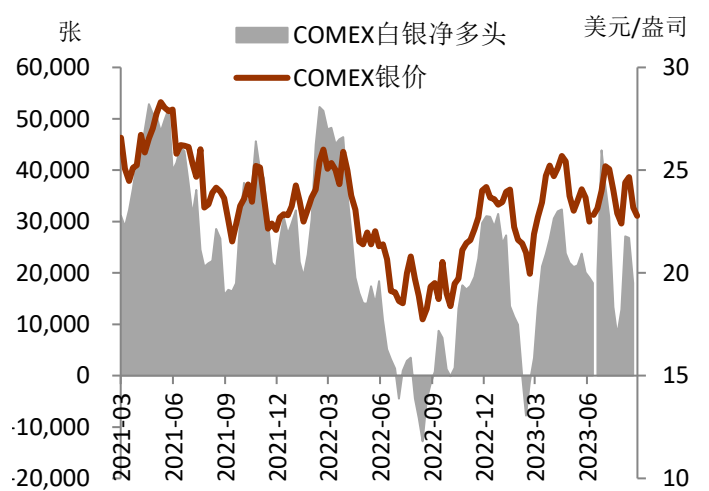
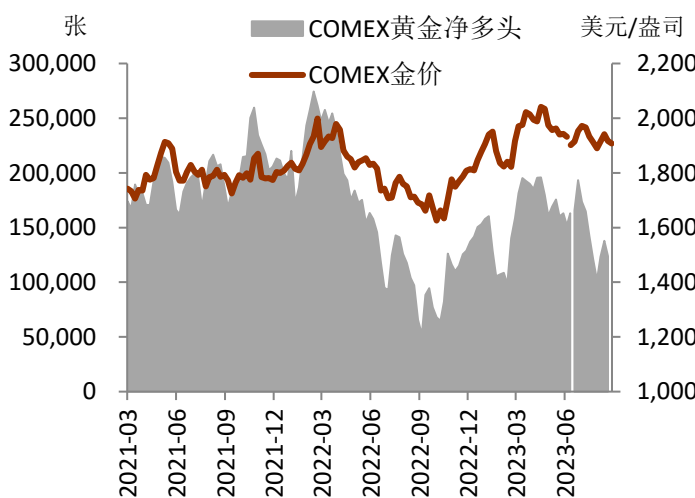
图4 COMEX 白银库存变化



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

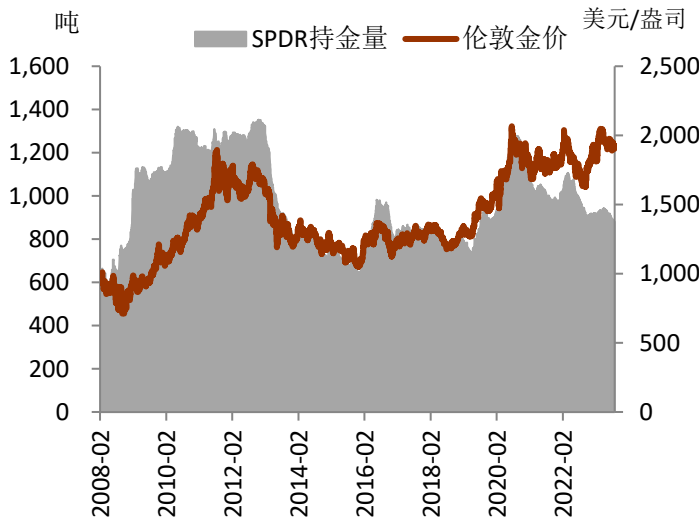
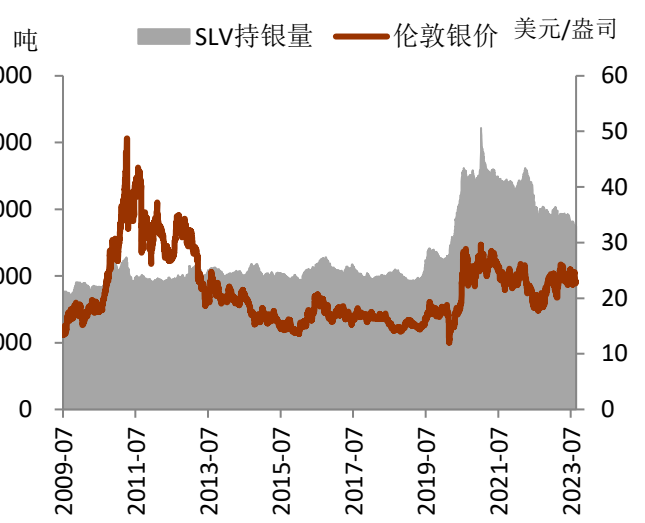


图8 SLV 白银持有量变化



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

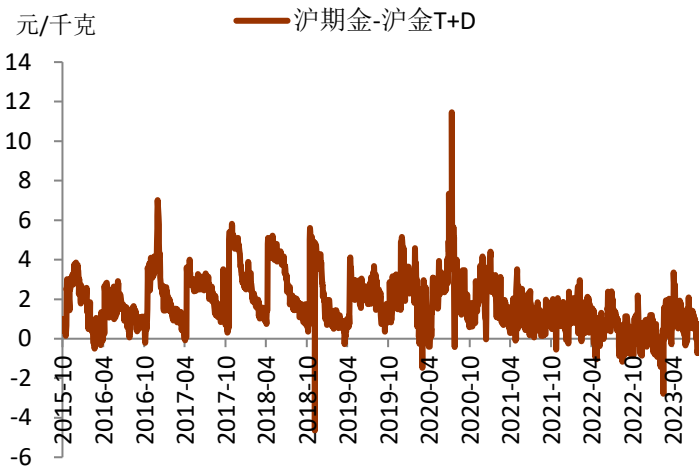
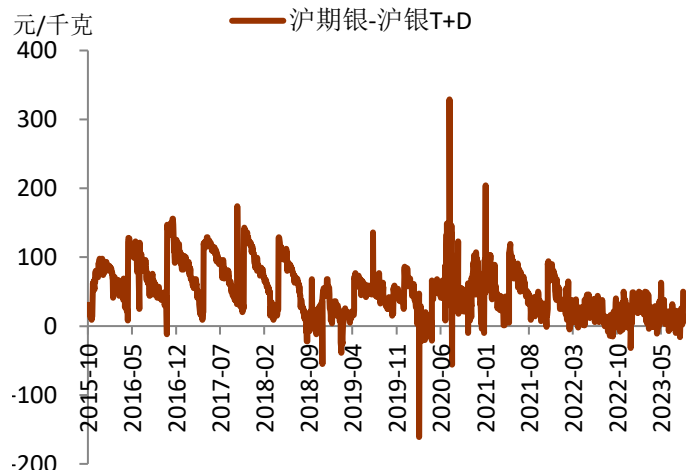


图10 沪期银与沪银 T+D 价差变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图11 黄金内外盘价格变化

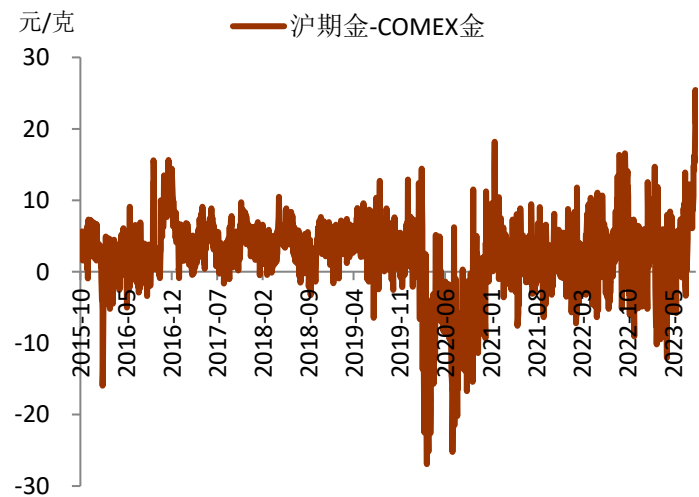
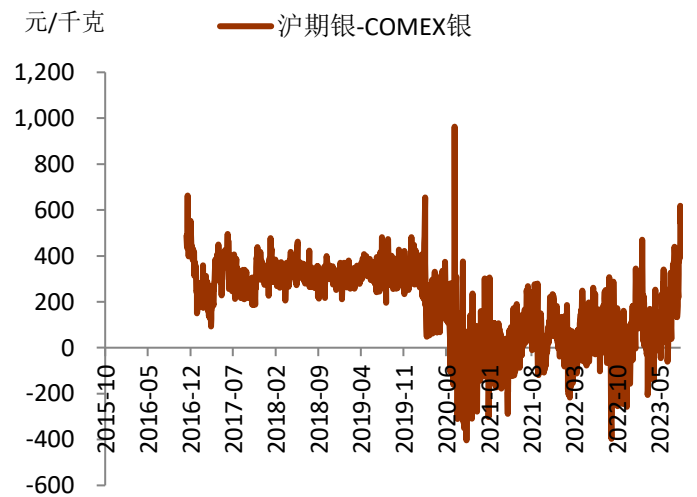


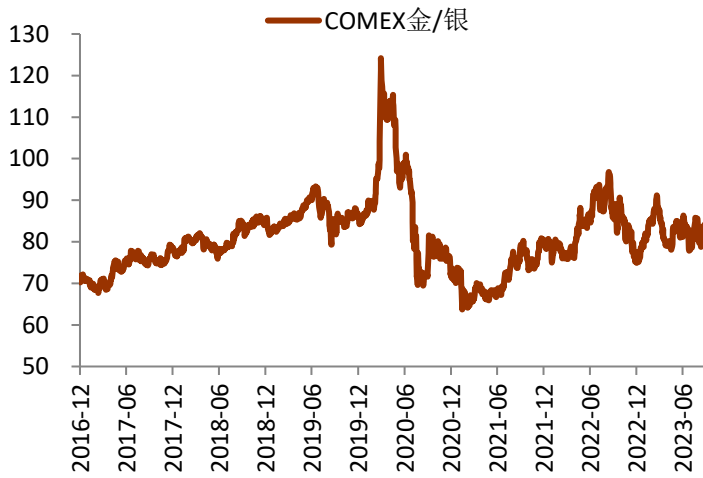
图12 白银内外盘价格变化





资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 13 COMEX 金银比价

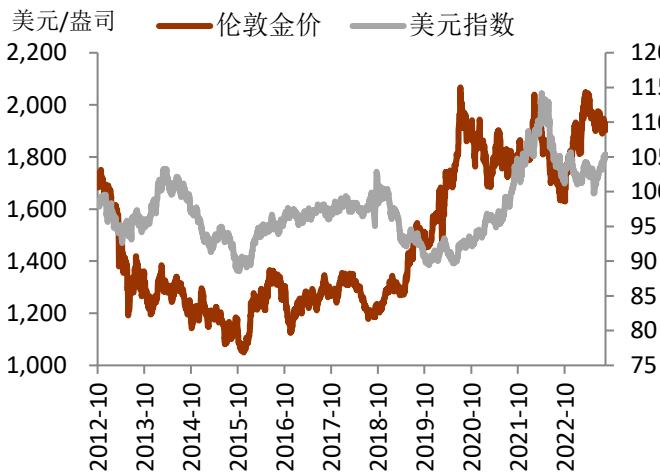


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 14 美国通胀预期变化



图 15 金价与美元走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 16 金价与铜价格走势

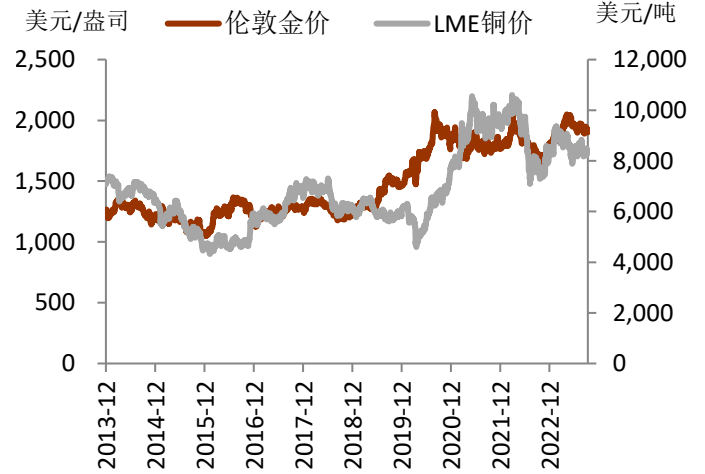


图 17 金价与 VIX 指数走势

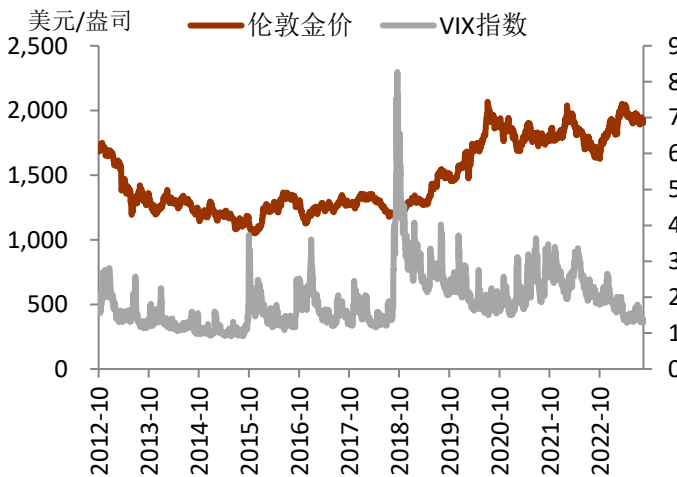
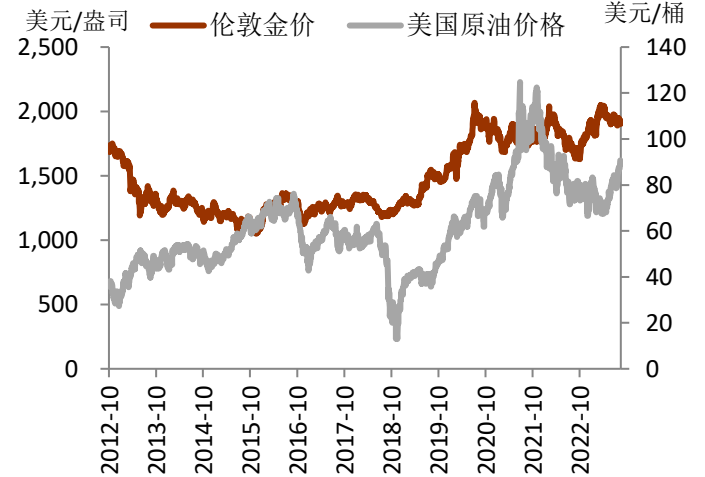


图 18 金价与原油价格走势



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

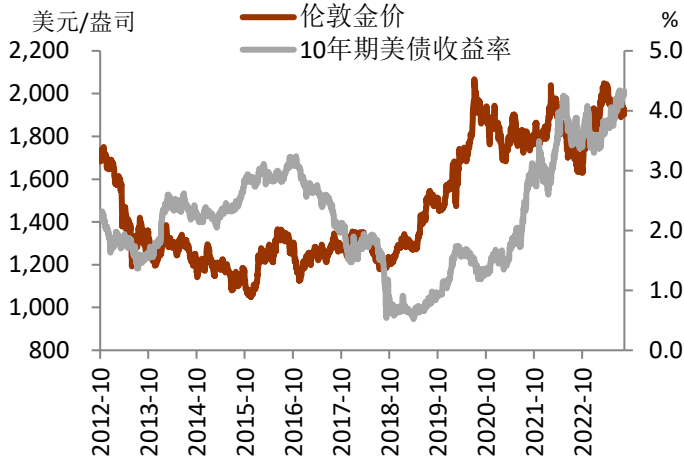
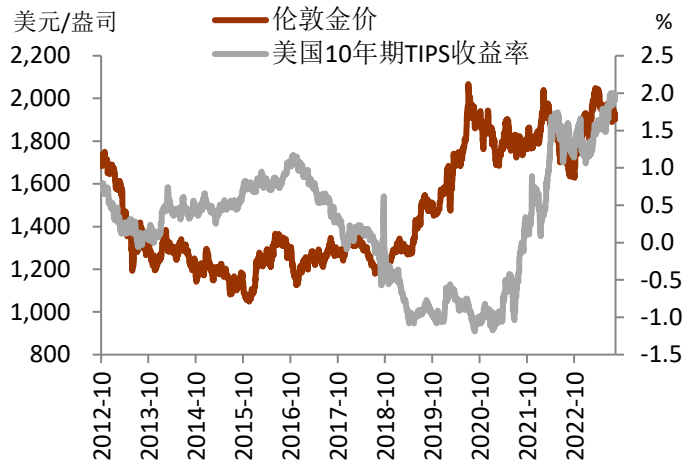


图 20 金价与美国实际利率走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 21 美联储资产负债表规模

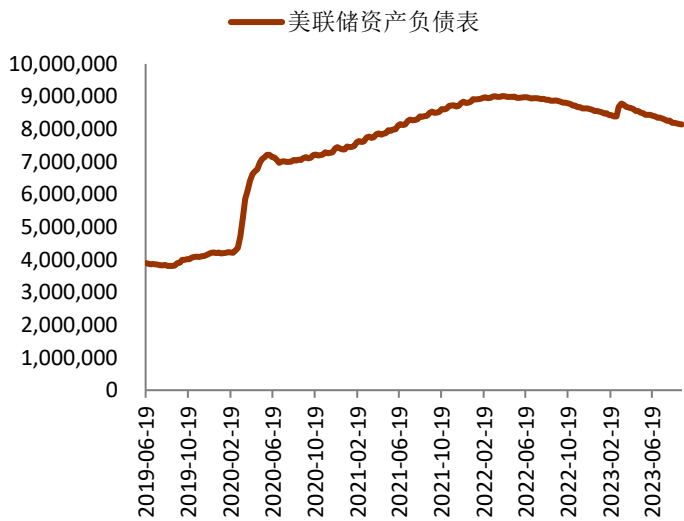
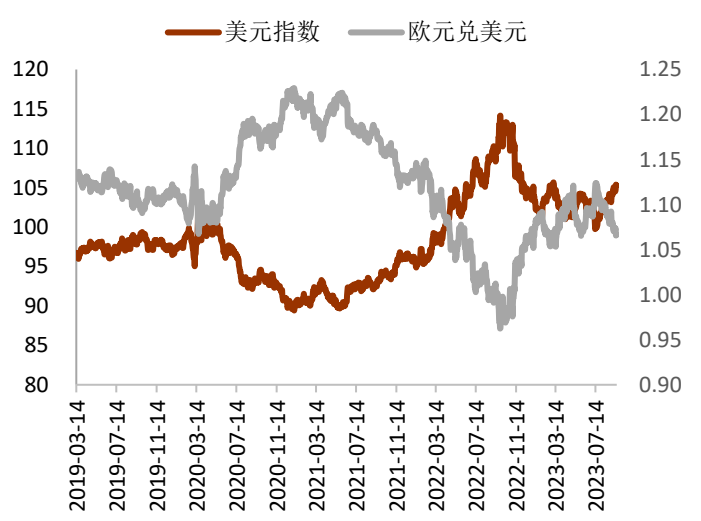


图 22 美元指数与欧元兑美元走势



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。