



2023年9月25日

## 加息预期仍存，金银上行空间受限

### 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，压制国际金价走弱。前期跌幅更大的国际银价表现坚挺，在上周逆势上涨。在人民币兑美元汇率在上周小幅贬值，受黄金进口受限、人民币汇率贬值预期、以及国内白银库存持续下降等因素的影响，贵金属受到国内投资者持续追捧。
- 美联储在上周的9月议息会议上，如期按兵不动，将基准利率维持在5.25%至5.50%的二十二年来高位。政策声明重申通胀保持高企，并改称就业增长放缓，经济活动稳健增长。点阵图显示，多数决策者预计今年内还有一次加息。
- 在美联储会议落地之后，因美国经济的韧性，市场对美联储年内再次加息的预期依然存在，并将首次降息预期再度推迟至明年9月，贵金属的上行空间受到限制。但由于美国的核心通胀在持续下降，黄金价格也得到一定的支撑。我们维持国际金银仍处于阶段性调整之中的观点。目前美国利率峰值不确定仍存，再加上近期贵金属价格表现依然外弱内强，操作上难度较大，以观望为宜。
- 策略建议：暂时观望
- 风险因素：美国PCE数据超预期

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  | 470.48  | 0.76  | 0.16  | 204284 | 178255  | 元/克   |
| 沪金 T+D   | 471.31  | 0.58  | 0.12  | 19886  | 168442  | 元/克   |
| COMEX 黄金 | 1944.90 | -0.70 | -0.04 |        |         | 美元/盎司 |
| SHFE 白银  | 5963    | 41    | 0.69  | 522479 | 634627  | 元/千克  |
| 沪银 T+D   | 5949    | 87    | 1.48  | 719004 | 5973146 | 元/千克  |
| COMEX 白银 | 23.82   | 0.52  | 2.21  |        |         | 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，压制国际金价走弱。前期跌幅更大的国际银价表现坚挺，在上周逆势上涨。在人民币兑美元汇率在上周小幅贬值，受黄金进口受限、人民币汇率贬值预期、以及国内白银库存持续下降等因素的影响，贵金属受到国内投资者持续追捧。

美联储在上周的 9 月议息会议上，如期按兵不动，将基准利率维持在 5.25%至 5.50%的二十二年来高位。政策声明重申通胀保持高企，并改称就业增长放缓，经济活动稳健增长。点阵图显示，多数决策者预计今年内还有一次加息，预计明年可能至少降息一次。此外，经济展望显示，美联储官员大幅上调今年的 GDP 增速预期。利率决议公布后，美元指数、美国 10 年期国债收益率大幅回升，黄金、美股震荡走低。美联储主席鲍威尔表示，如果合适，准备进一步提高利率，将会逐次会议做出决策。美联储在今年最后两次会议上做出的决策将取决于全部数据的综合情况；从未打算就任何降息的时间发出信号，在适当的时候会有降息的时机。

圣路易斯联储前主席布拉德表示，美联储可能需要进一步提高利率并将其维持在较高水平，以防范通胀再次加速的风险。

欧洲央行管委卡兹米尔：希望 9 月加息是最后一次，但不能排除进一步加息的可能性。消息人士表示，欧洲央行政策制定者希望尽快开始讨论如何解决围绕银行数万亿欧元的过剩流动性问题，提高准备金率可能是第一步。欧洲央行管委内格尔表示，现在说利率是否已经达到峰值还为时过早。

在美联储会议落地之后，因美国经济的韧性，市场对美联储年内再次加息的预期依然存在，并将首次降息预期再度推迟至明年 9 月，贵金属的上行空间受到限制。但由于美国的核心通胀在持续下降，黄金价格也得到一定的支撑。我们维持国际金银仍处于阶段性调整之中的观点。目前美国利率峰值不确定仍存，再加上近期贵金属价格表现依然外弱内强，操作上

难度较大，以观望为宜。

本周重点关注：美国 8 月 PCE 物价指数、欧元区和日本 8 月 CPI 通胀数据，中国 9 月 PMI 数据等。事件方面，需关注美联储官员，以及欧洲央行行长拉加德的讲话，日本央行发 7 月货币政策会议纪要。

操作建议：暂时观望

风险因素：美国 PCE 数据超预期

### 三、重要数据信息

1、美国至 9 月 16 日当周初请失业金人数减少 2 万至 20.1 万，低于预期值 22.5 万，为今年 1 月以来的最低水平。9 月 9 日当周续请失业金人数降至 166 万人，为今年初以来最低水平。

2、美国 8 月新屋开工年化总数降至 128.3 万，不及市场预期的 144 万，为 2020 年 6 月以来的最低水平。8 月营建许可年化总数初值增至 154.3 万，好于市场预期的 144.3 万，为近一年来最高水平。

3、美国 8 月谘商会领先指标环比降 0.4%，预期降 0.5%，前值由降 0.4%修正至降 0.3%。全美地产经纪商协会（NAR）数据显示，美国 8 月二手房折合年率销量下降 0.7%至 404 万套，降至今年年初以来最低水平。待售住宅数量小幅下降至 110 万套，为 1999 年有数据以来同期最低。

4、欧元区 8 月 CPI 终值为 5.2%，低于初值 5.3%，显示欧元区上月通胀率实际上有所缓和。8 月核心通胀确认为 5.3%。

5、欧元区 7 月季调后经常帐顺差 208.99 亿欧元，前值顺差 358.4 亿欧元；未季调经常帐顺差 268.5 亿欧元，前值顺差 367.7 亿欧元。

6、9、经合组织（OECD）指出，因美国经济强于预期，将 2023 年全球 GDP 预测从 2.7%上调至 3.0%，德国预计将成为今年唯一陷入衰退的主要经济体。但利率持续位于高位将使得 2024 年经济增长乏力，将 2024 年全球 GDP 预测较此前的 2.9%下调至 2.7%。强调“央行必须维持高利率以抑制通胀”。

7、美国财政部长耶伦表示，没有迹象表明美国经济即将陷入衰退，现在判断美国汽车行业罢工可能产生的影响为时尚早。劳动力市场有所趋弱，但仍处于“健康”状态，工业产值在增长，“通胀在下降”。

8、上周四英国央行意外维持基准利率在 5.25%不变，从 2021 年底开始的连续 14 次加息之旅终于暂时停下脚步。瑞士央行意外维持利率在 1.75%不变，此前市场预期加息 25 个基点。其他众多欧元区央行昨日均加息 25 个基点。

9、美国财政部公布，7 月中国连续第四个月减持美债，而日本连续两月增持，海外美债

总持仓创一年多新高，海外投资资金连续两月净流入美国。中国持有的美国国债看似减少，实则转向收益率更高的机构债。中国官方数据显示7月中国外储连增两月，黄金储备连增九个月。

#### 四、相关数据图表

表 2 贵金属 ETF 持仓变化

| 单位（吨）       | 2023/9/24 | 2023/9/17 | 2023/8/24 | 2022/9/24 | 较上周<br>增减 | 较上月<br>增减 | 较去年<br>增减 |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| ETF 黄金总持仓   | 877.39    | 880.27    | 884.04    | 947.23    | -2.88     | -6.65     | -69.84    |
| ishare 白银持仓 | 13980.77  | 13726.96  | 13836.74  | 14966.81  | 253.81    | 144.03    | -986.04   |

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

表 3 CFTC 非商业性持仓变化

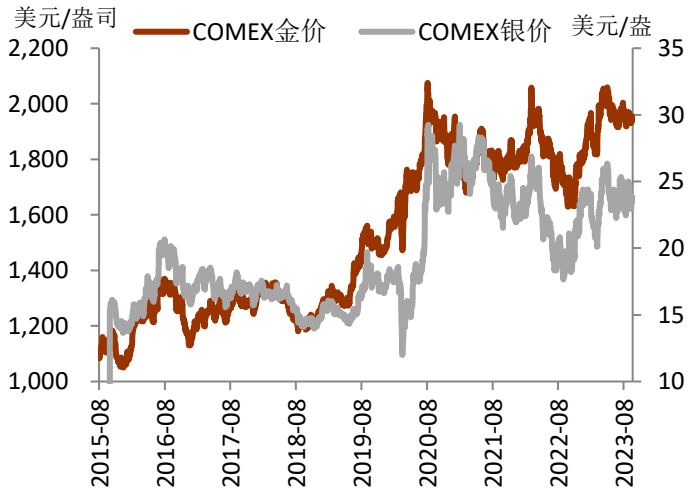
| 黄金期货       | 非商业性多头 | 非商业性空头 | 非商业性净多头 | 比上周变化  |
|------------|--------|--------|---------|--------|
| 2023-09-19 | 237716 | 102553 | 135163  | 11299  |
| 2023-09-12 | 235704 | 111840 | 123864  | -14142 |
| 2023-09-05 | 235802 | 97796  | 138006  | 14734  |
| 2023-08-29 | 236054 | 112782 | 123272  |        |
| 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  |
| 2023-09-19 | 50699  | 35468  | 15231   | -2802  |
| 2023-09-12 | 52963  | 34930  | 18033   | -8771  |
| 2023-09-05 | 57558  | 30754  | 26804   | -329   |
| 2023-08-29 | 61744  | 34611  | 27133   |        |

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

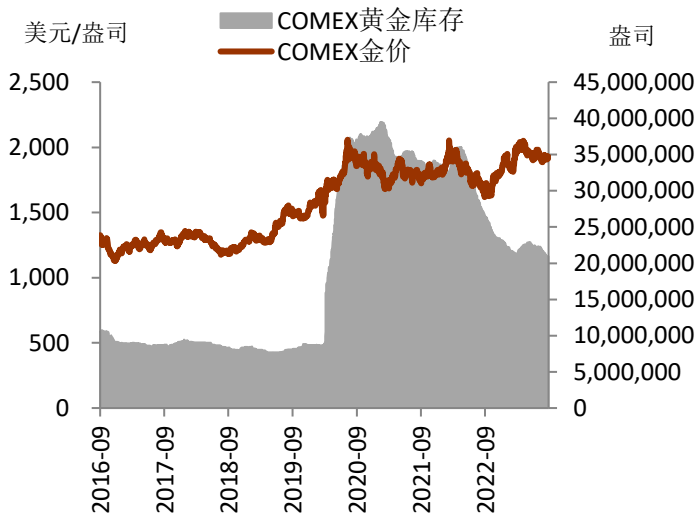
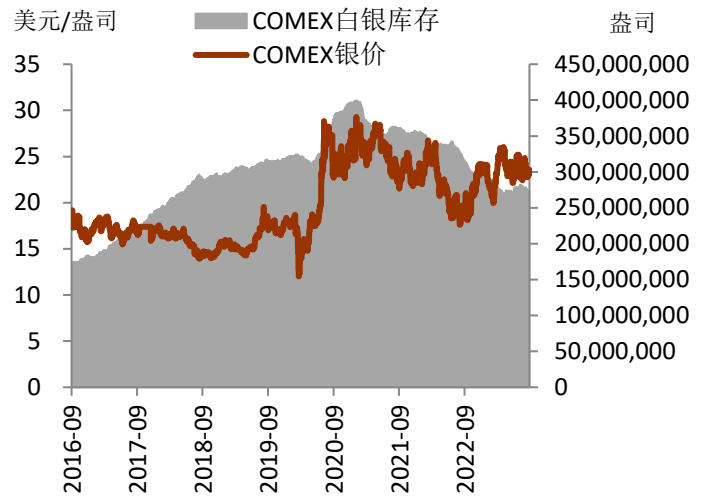


图4 COMEX 白银库存变化



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

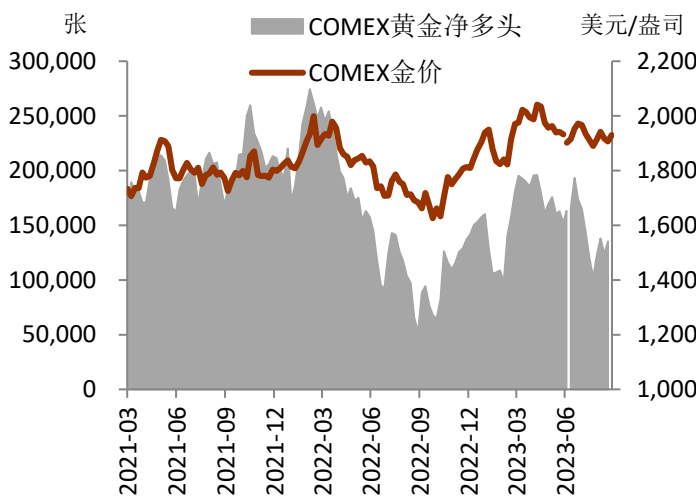
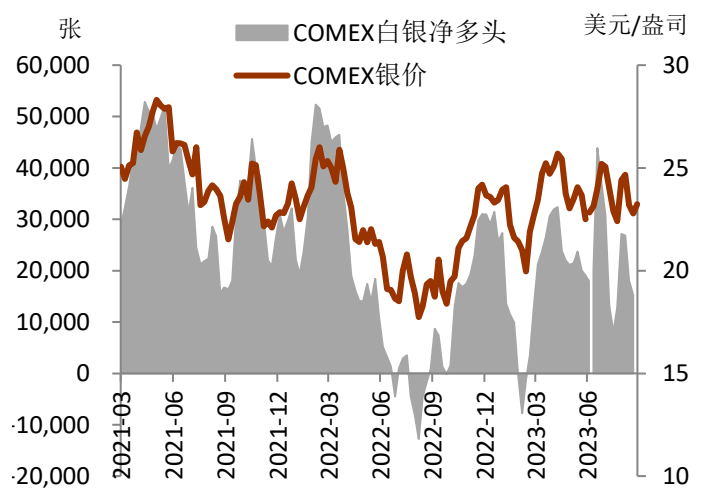


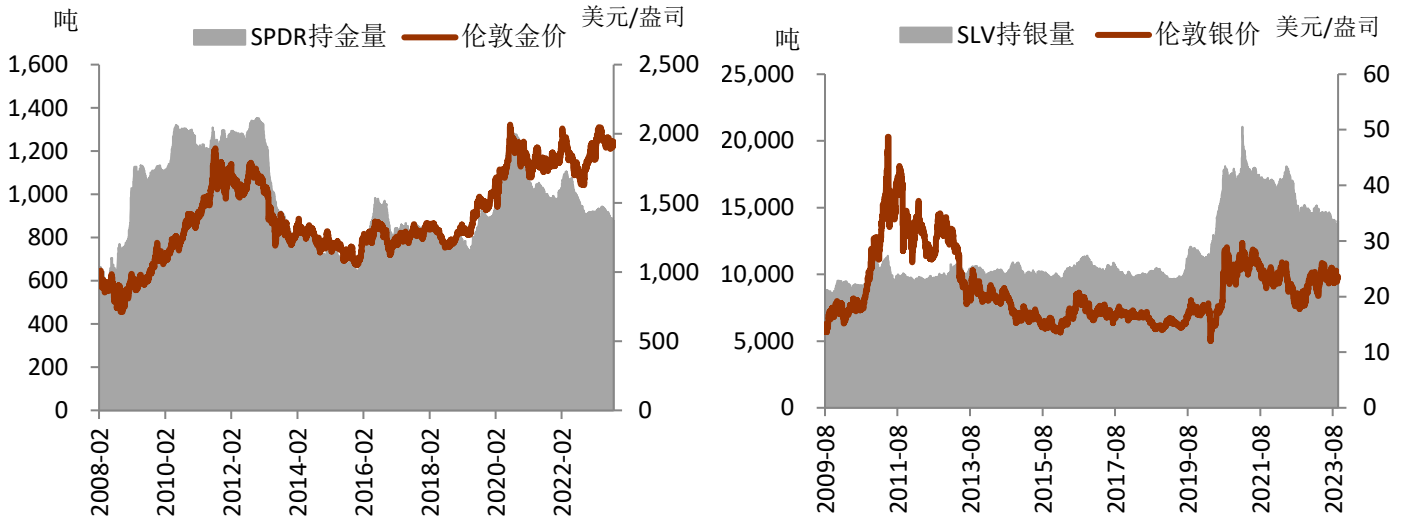
图6 COMEX 白银非商业性净多头变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图7 SPDR 黄金持有量变化

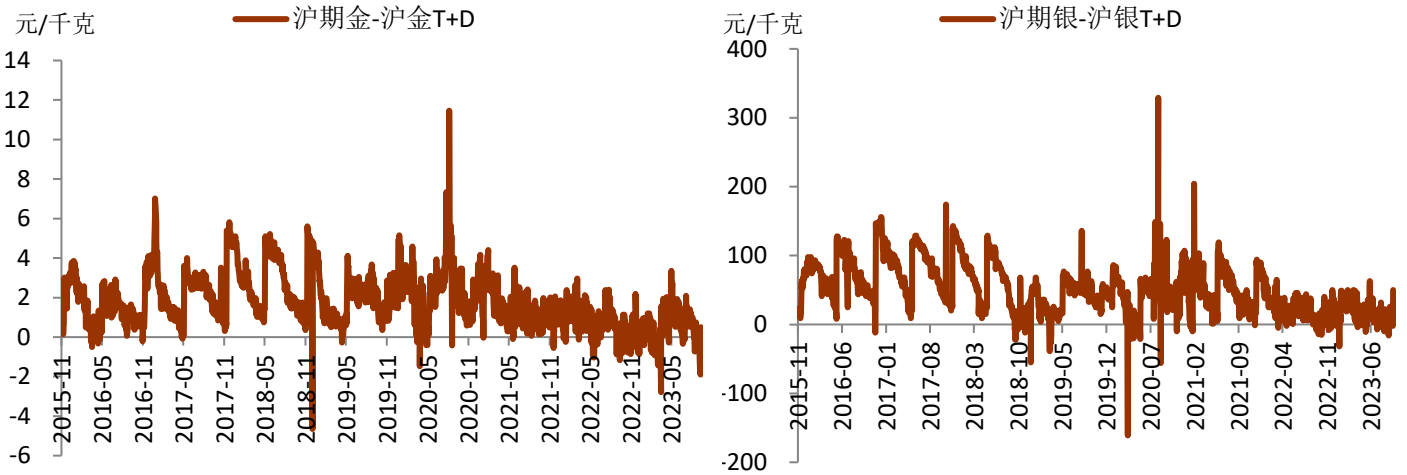
图8 SLV 白银持有量变化



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

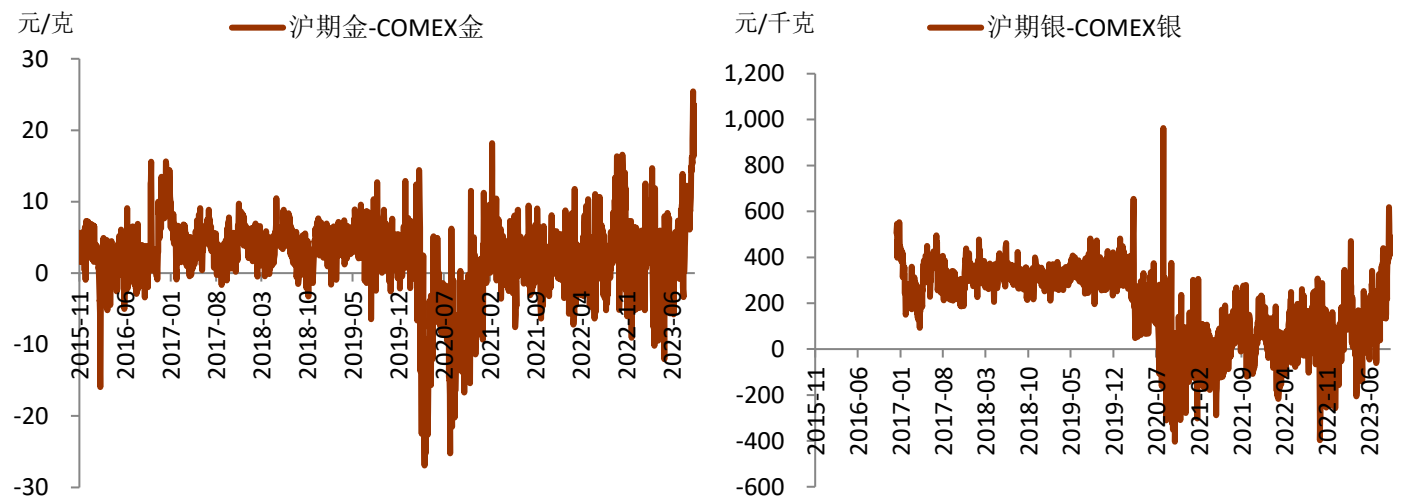
图10 沪期银与沪银 T+D 价差变化



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

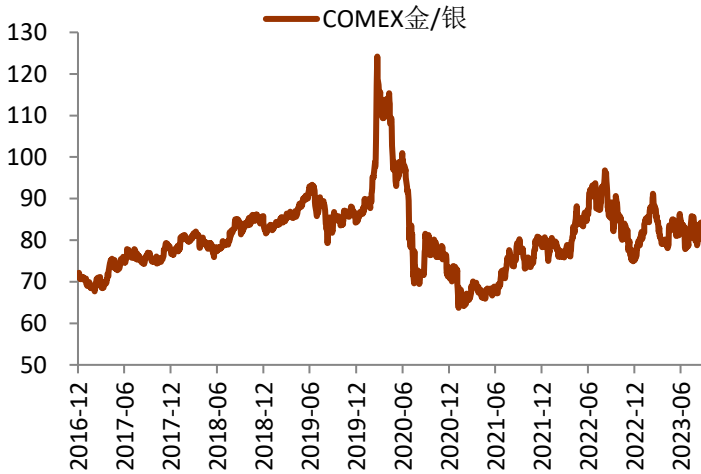


图 14 美国通胀预期变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 15 金价与美元走势

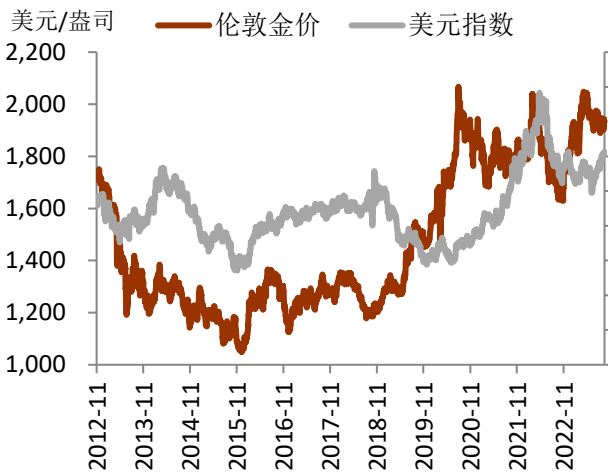
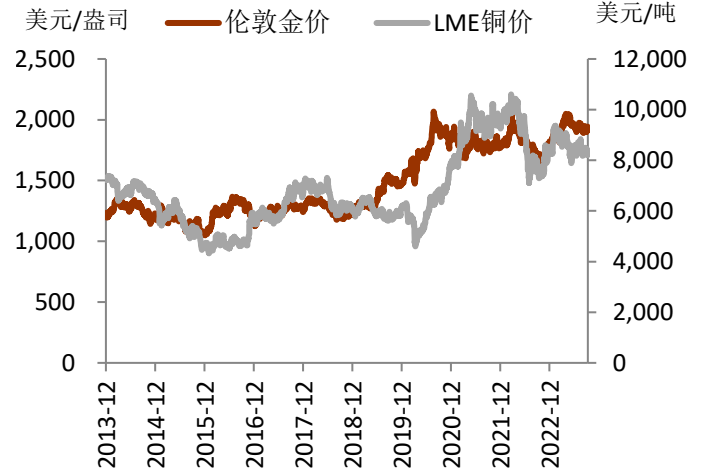


图 16 金价与铜价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 17 金价与 VIX 指数走势

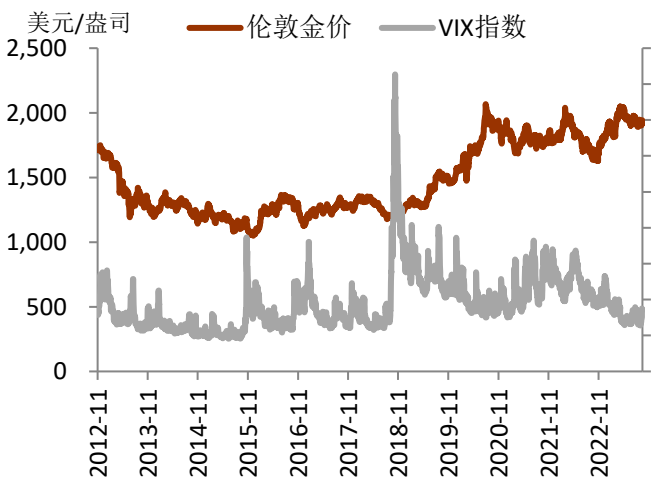
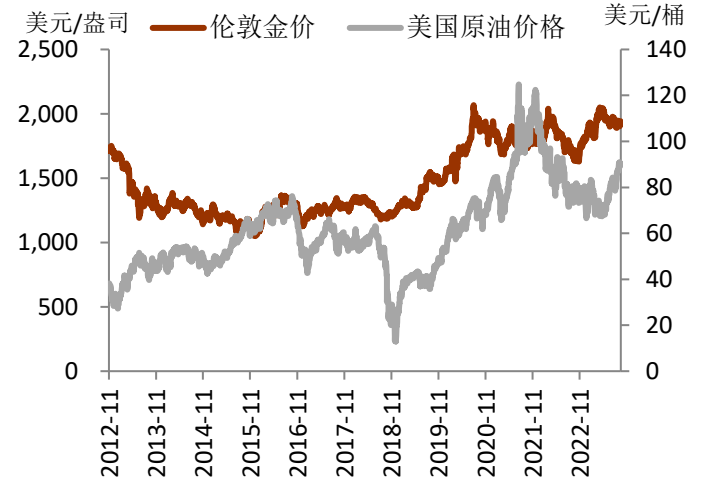


图 18 金价与原油价格走势

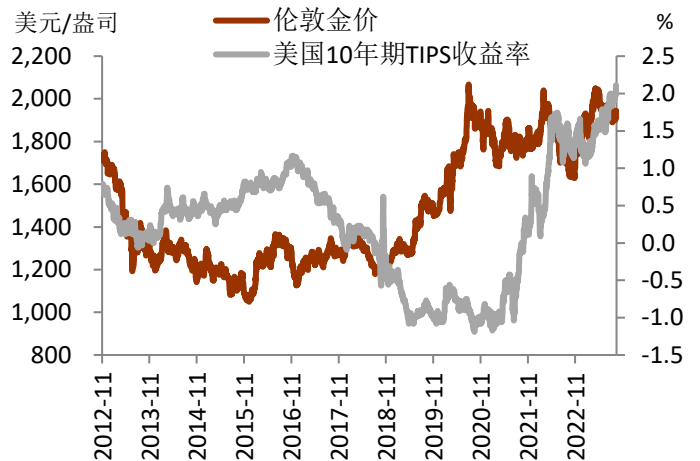


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

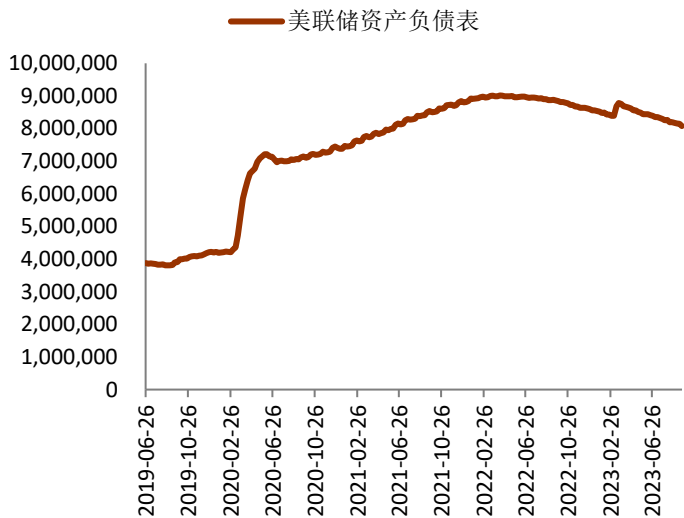
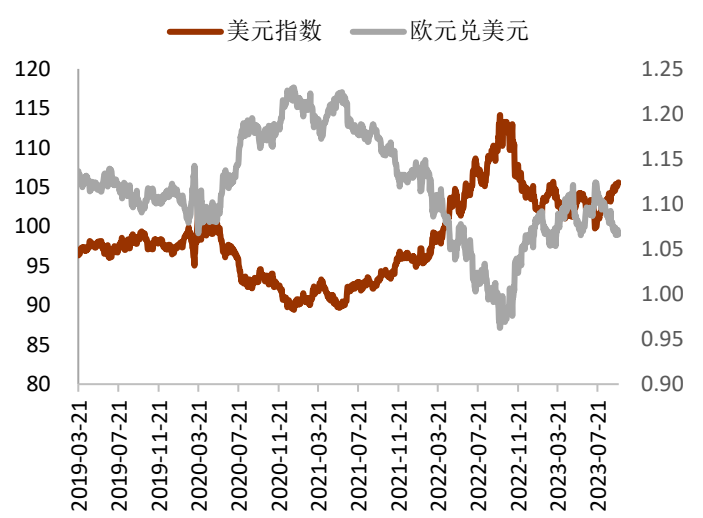


图 22 美元指数与欧元兑美元走势



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。