



2024年5月8日

## 金银处于调整之中

### 但下方空间有限

#### 核心观点及策略

- 当前贵金属市场随着美联储降息预期的变化而波动。但目前市场对于美联储将在9月开启降息的预期依然过于乐观，后市还会继续修正。我们认为贵金属仍处于阶段性调整之中，预计调整还将延续。但地缘政治紧张频现，将为贵金属价格提供一定的支撑，这将限制金银价格的下跌空间。
- 预计接下来一个月，国际金价的波动参考区间为2200-2400美元/盎司，国际银价的波动参考区间为26-29美元/盎司。
- 策略建议：逢低做多金银
- 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、美国经济边际走弱，降息预期再度强化.....	5
2、通胀反弹风险仍在，降息预期过于乐观.....	5
3、欧元区经济好于预期，支持 6 月开启降息.....	6
4、地缘风险的脉冲依然存在，但边际效用减弱.....	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.....	11
4、贵金属库存变化.....	11
5、金银 ETF 持仓分析.....	13
6、CFTC 持仓变化.....	14
四、行情展望及操作策略：.....	15

## 图表目录

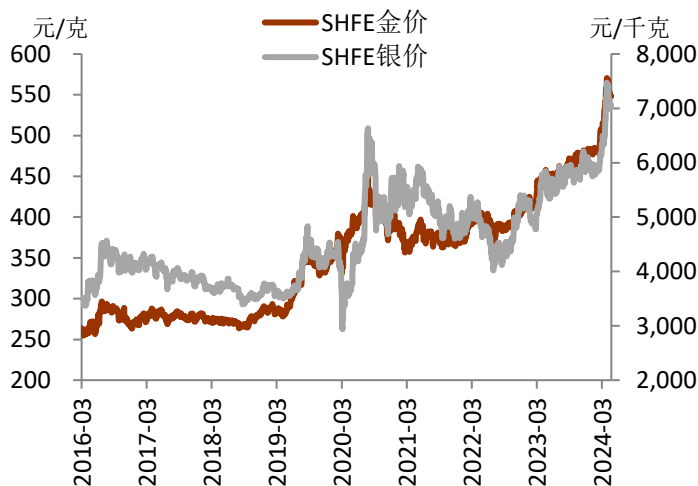
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势 .....	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势 .....	4
图表 3 金价与美元指数走势变化 .....	4
图表 4 金价与美债利率走势变化 .....	4
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化 .....	7
图表 6 美欧经济意外指数变化 .....	7
图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化 .....	8
图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化 .....	8
图表 9 美国职位空缺数变化 .....	8
图表 10 美国周度初请和续请失业金人数 .....	8
图表 11 美国非农就业人数和失业率变化 .....	8
图表 12 美国时薪增速 .....	8
图表 13 主要经济体 CPI 变化 .....	9
图表 14 美元 PCE 和核心 PCE 变化 .....	9
图表 15 美国通胀预期变化 .....	9
图表 16 美元指数与美元非商业性净头寸变化 .....	9
图表 17 COMEX 金银比价变化 .....	10
图表 18 沪期金银比价变化 .....	10
图表 19 铜金比价变化 .....	10
图表 20 金价与铜价走势对比 .....	10
图表 21 沪期金与 COMEX 金价差变化 .....	11
图表 22 沪期银与 COMEX 银价差变化 .....	11
图表 23 沪期金与沪金 T+D 价差变化 .....	11
图表 24 沪期银与沪银 T+D 价差变化 .....	11
图表 25 COMEX 贵金属库存变化 .....	12
图表 26 COMEX 黄金库存变化 .....	12
图表 27 COMEX 白银库存变化 .....	12
图表 28 上海黄金交易所白银库存变化 .....	13
图表 29 上海期货交易所白银库存变化 .....	13
图表 30 贵金属 ETF 持仓变化 .....	13
图表 31 黄金 ETF 持仓变化 .....	14
图表 32 白银 ETF 持仓变化 .....	14
图表 33 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化 .....	14
图表 34 CFTC 黄金净多头持仓变化 .....	15
图表 35 CFTC 白银净多头持仓变化 .....	15

## 一、贵金属行情回顾

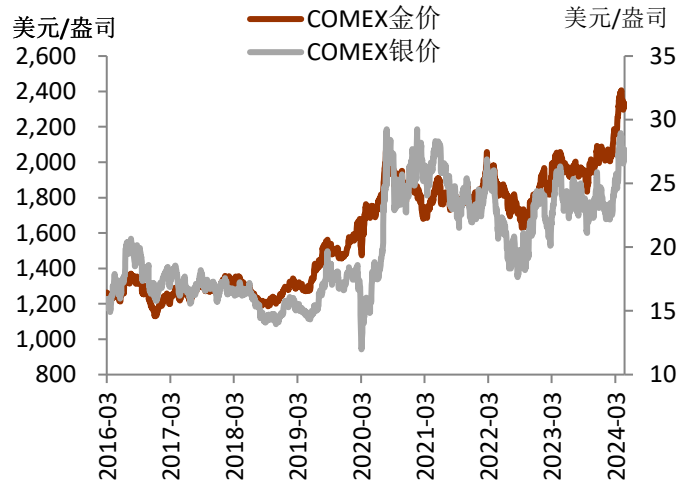
贵金属价格在4月初延续强势运行，在市场高昂的情绪带动下屡创历史新高，并4月12日达到高潮，COMEX期金主力合约在当日盘中最高触及2448.8美元/盎司的高点，而后回调当日全部涨幅而收跌，COMEX期银主力合约在当日盘中最高触及29.9美元/盎司的高点，止步于30美元的关口。而后因伊以局势恶化，金银价格依然受到支撑而高位震荡，在地缘局势扩大的风险解除之后，贵金属价格出现较大幅度的回落，波动性更大的银价回调幅度也更大。

国内金银价格也在4月上半月屡创新高，特别是银价表现更为强劲，沪期银主力合约一度攀升至7790元/千克的高位。因存在人民币贬值预期，国内金银价格在接下来的回调中均表现比外盘抗跌。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

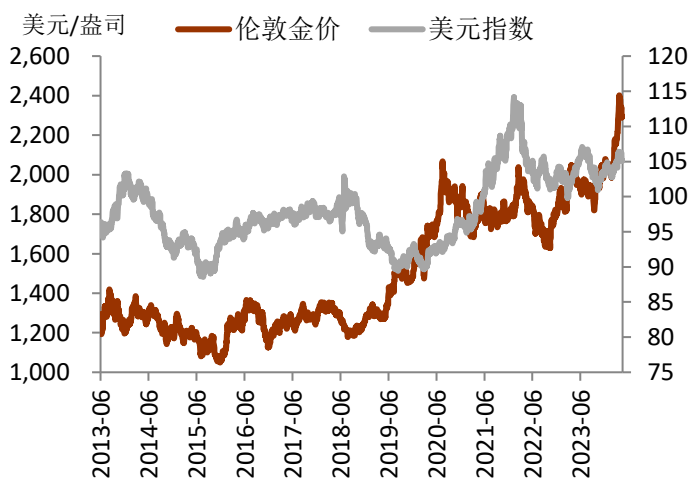


图表2 近5年COMEX金银价格走势

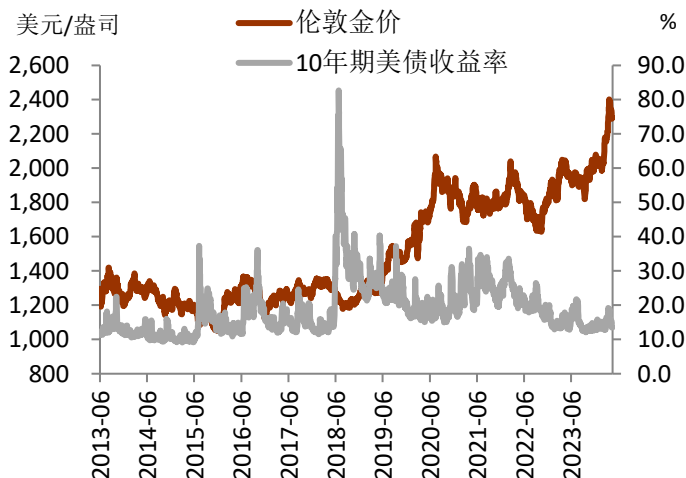


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

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

随着国际金价屡创新高，贵金属价格在 4 月上旬的上涨已计入较多的投机和避险溢价。在美联储官员讲话打压降息预期，以及中东风险缓和之下，金银高位回调。但 5 月初非农数据爆冷强化降息预期，金银价格止跌反弹。

### 1、美国经济边际走弱，降息预期再度强化

美国第一季度实际 GDP 年化季环比初值增长 1.6%，远不及市场预期的 2.5%，较去年四季度的 3.4% 大幅放缓。经济增速的意外大幅不及预期，主要反映出消费增速出现放缓和净出口开始转为增长的拖累项。

美国 3 月核心耐用品订单环比仅小幅增长 0.2%。美国 3 月份商业设备订单小幅增长，表明企业对需求前景持谨慎态度并抑制投资。分类别来看，非国防飞机订单环比飙升超过 30%，计算机相关订单环比大跌 3.9%，创 2020 年中以来最大跌幅。

受累于需求疲软，美国 4 月 PMI 初值全线不及预期，制造业仅 49.9，为 2023 年 12 月以来的最低水平。服务业和综合 PMI 也均不及预期和 3 月前值。美国 4 月服务业 PMI 初值为 50.9，低于预期值 52 和 3 月的 51.7，创下五个月新低。美国 4 月综合 PMI 初值降至 50.9，仍处于扩张区间，但低于预期值 52 和 3 月的 52.1，触及四个月以来的最低水平。对于市场高度关注的通胀问题，继 3 月份价格上涨加快后，4 月份的数据证实了这一趋势，通胀压力明显。

劳动力市场方面，继今年一季度连续 3 个月非农数据“爆表”后，4 月非农就业远不及预期。美国 4 月非农就业人口增加 17.5 万人，显著不及预期，为六个月以来的最小增幅，失业率意外上升到 3.9%，大致处于 2022 年 1 月以来的最高，薪资同比增幅放缓，低于预期和前值，有利于通胀降温。超预期大幅走弱的人口增幅美国非农数据公布后，市场对美联储首次降息的预期时间从 11 月提前至 9 月，降息次数从年内降息 1 次调整至年内降息 2 次。

### 2、通胀反弹风险仍在，降息预期过于乐观

美国一季度 PCE 年化季环比初值增长 2.5%，较前值 3.3% 大幅放缓，同样不及预期的 3%；不含食品和能源的核心 PCE 价格指数年化季环比增长 3.7%，超出预期的 3.4%，几乎是前值 2% 的两倍，为一年来首次出现季度增长，凸显核心通胀依然顽固。

美国 3 月 CPI 高于市场预期。美国 3 月 CPI 同比上涨 3.5%，创 2023 年 9 月以来新高，预期 3.4%，前值 3.2%；3 月 CPI 环比上涨 0.4%，预期 0.3%，前值 0.4%。剔除波动较大的食品和能源价格后，美国 3 月核心 CPI 同比上涨 3.8%，预期 3.7%，前值 3.8%；环比上涨 0.4%，预期 0.3%，前值 0.4%。美国 3 月 CPI 再超预期、体现出较普遍的价格压力，能源

价格、房租项、机动车保险和服务价格均现上行。核心通胀反映出房租项压力、服务价格粘性和机动车保险价格升温。

美国3月PCE温和上涨。美国3月PCE物价指数同比2.7%，预期2.6%，前值2.5%。PCE指数月率也较2月份上涨0.3%。通胀调整后的实际个人消费支出月率上升了0.5%，高于预期，支出同比增速创一年新高。美国3月核心PCE物价同比增至2.8%，略超预期；环比增速0.3%，符合预期，持平前值。相对温和的PCE数据公布后，市场对押注美联储9月降息的概率上升至65%。

美联储5月初的FOMC维持利率不变，鲍威尔的讲话强调耐心等待通胀回归2%，再加息的可能性不大，暂无降息时间表，同时联储宣布6月开始放缓缩表。此次会议表态整体偏鸽，美联储列出了两个可能触发降息的条件——劳动力市场降温或通胀回落，但并未给出近期可能加息的对应情形。

虽然最近美国经济有边际走弱迹象，但美联储不会仅根据一个月的数据就调整政策。近期又开始抢跑降息预期，我们认为市场对降息的预期过于乐观。当前美国经济的韧性依然较强，通胀反弹的风险依然较大，美联储对货币政策做实质性调整的动力和空间都不大。预计美联储可能仅在今年年末降息一次的概率较大。

### 3、欧元区经济好于预期，支持6月开启降息

欧元区一季度GDP复苏好于预期。今年一季度欧元区环比增长0.3%，高于市场预期值0.1%，前值从0%下修至-0.1%；同比0.4%，高于预期值0.2%和前值0.1%。其中德国经济显著好转，一季度GDP环比0.2%，远高于前值-0.5%。

欧元区4月经济表现也意外好于预期。得益于服务业强劲、德国恢复增长，4月欧元区整体PMI终值从3月份的50.3反弹至51.7，高出初值的51.4，为连续第二个月站到荣枯线上方，增速为11个月最高。欧元区4月服务业PMI终值从3月的51.5上升至53.3，为连续第三个月站到荣枯线上方，创下了11个月来的最高增速。强劲的需求是4月份服务业产出加快增长的主要原因，新业务量连续第二个月上升，并以自去年5月以来最快的速度增长。欧元区4月制造业PMI终值为45.7，较上月降低0.4，连续第22个月萎缩。

欧元区通胀符合预期。欧元区4月调和CPI同比2.4%，持平预期和前值，核心调和CPI同比2.7%，略高于预期2.6%，低于前值2.9%，服务项降温较明显，同比3.7%，前值4.0%。

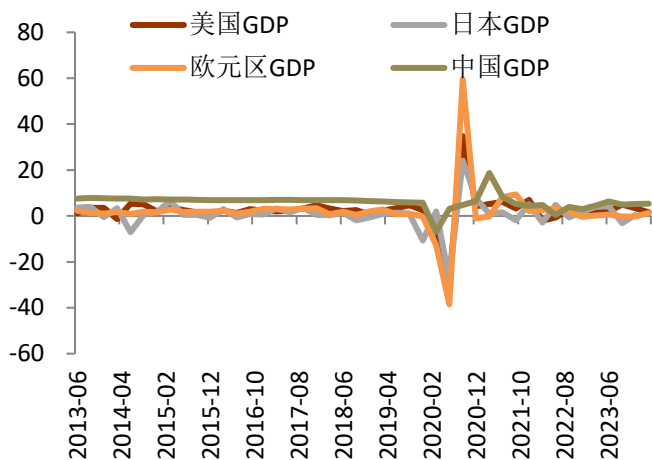
符合预期的4月通胀数据支持欧元区在6月开启降息。欧元区多数委员认同6月开始降息，但也指出首次降息后应保持谨慎，后续或采取非连续降息的方式，具体仍将取决于数据。

#### 4、地缘风险的脉冲依然存在，但边际效用减弱

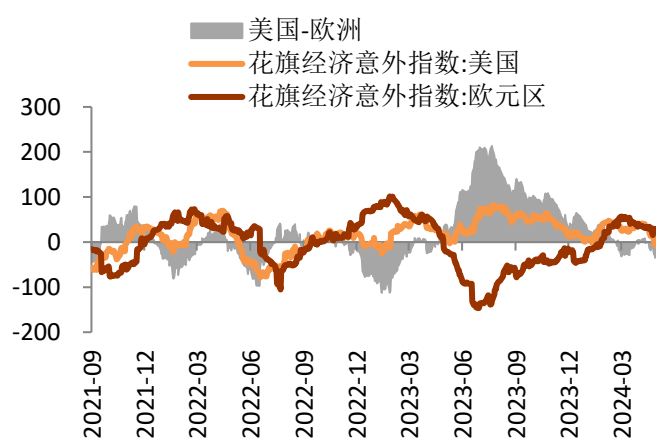
4月14日，伊朗伊斯兰革命卫队突然对以色列目标发动大规模导弹和无人机袭击。接着，以色列对伊朗多地发起军事打击，作为对伊朗空袭“有限度”的报复。尽管此轮伊朗先发起的攻击导致了局部的损害，但并未给以色列带来无法承受的重创。拜登明确表示，美国不会支持以色列的反击行动。这场冲突以色列总理宣布将不再进行反击而缓和。5月7日，加沙地带南部城市拉法多个地区遭到以色列国防军的猛烈空袭，造成数十人死亡。加沙地带武装人员与以军在拉法东部地区展开激战。中东各国在数十年的对抗中积累了众多分歧仍可能因任何突发事件而再次引发冲突。

5月1日，乌克兰无人机袭击了俄罗斯国有企业俄罗斯石油股份公司在莫斯科东南部梁赞地区的一座大型炼油厂，而该炼油厂的原油加工能力刚刚从此前的一次袭击中恢复。但在当前逆全球化的背景下，地缘政治风险依然会此起彼伏长期存在，但对市场的影响往往是脉冲式的，且边际效用会持续减弱。在近期中东局势紧张的情形下，原油价格不但没有上涨反而回落，一方面显示地缘风险对市场的刺激减弱，另一方面，也显示通胀反弹的交易逻辑可能并不顺畅。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

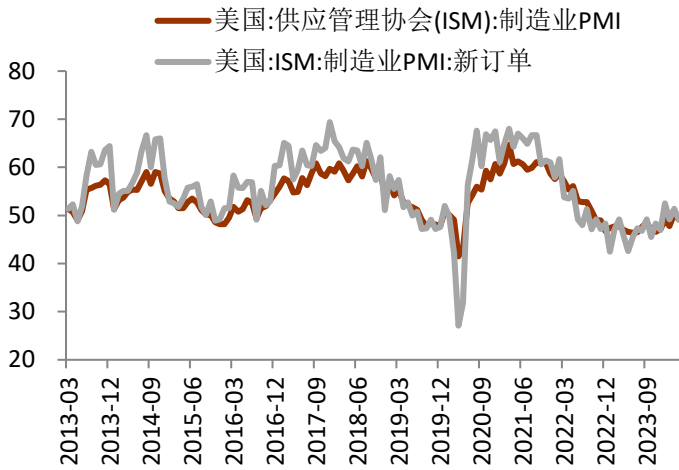


图表 6 美欧经济意外指数变化

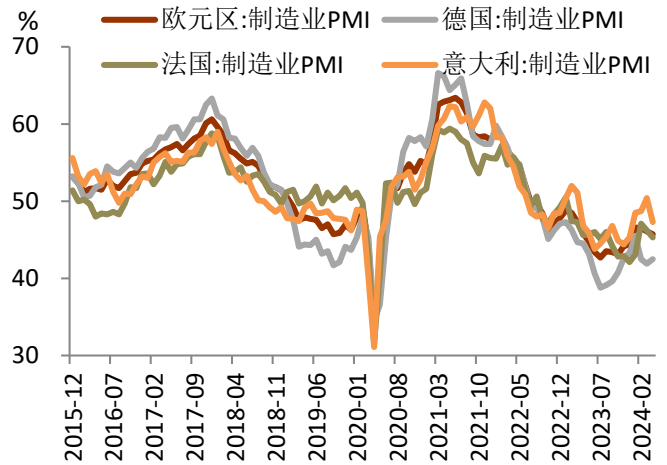


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

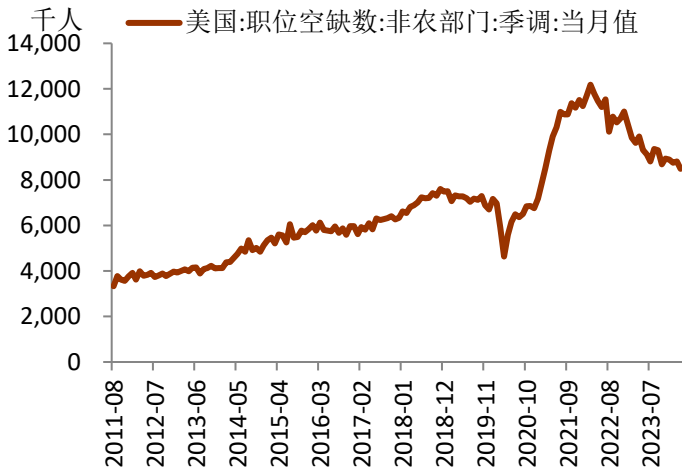


图表8 欧元区制造业 PMI 增速变化

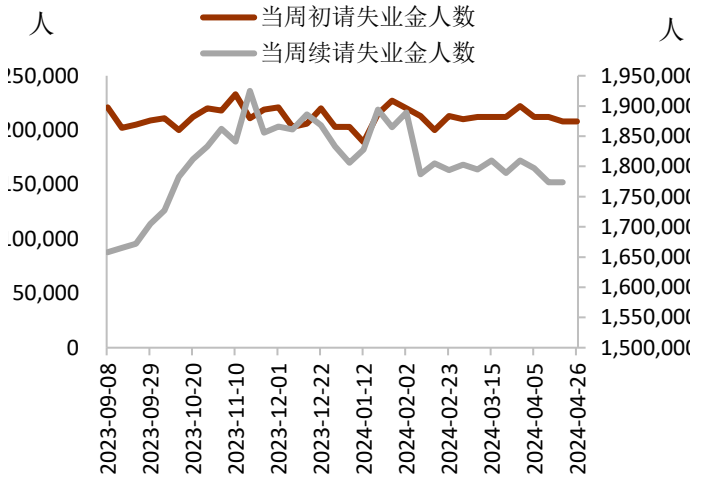


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 美国职位空缺数变化

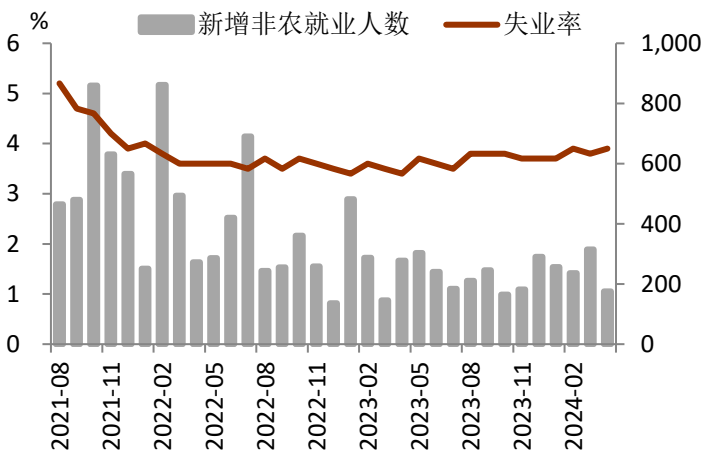


图表10 美国周度初请和续请失业金人数



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表11 美国非农就业人数和失业率变化



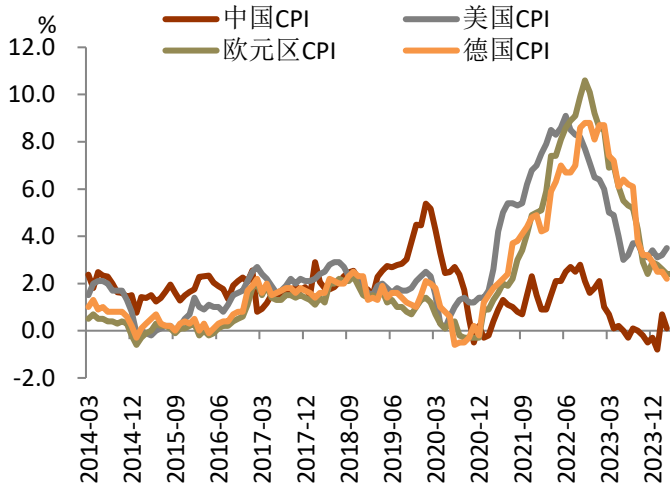
图表12 美国时薪增速



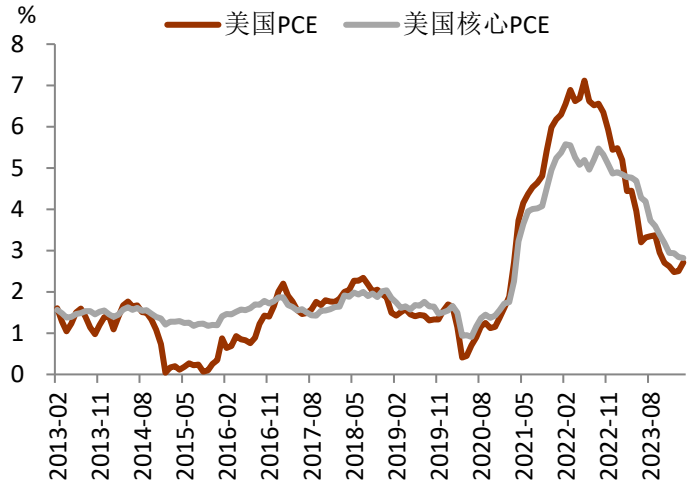
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货



图表 13 主要经济体 CPI 变化

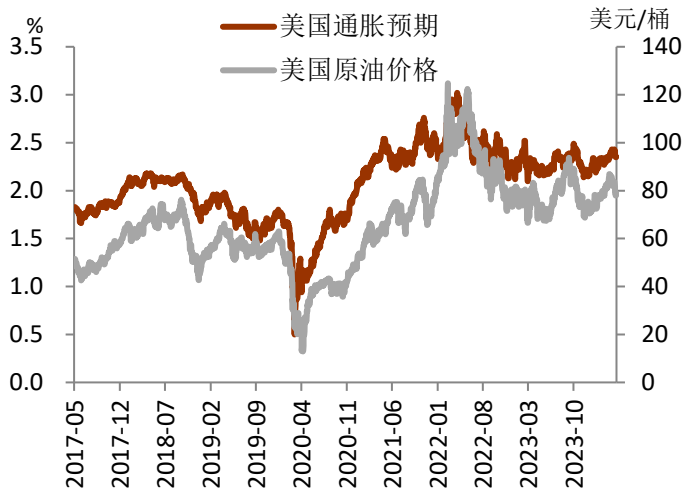


图表 14 美元 PCE 和核心 PCE 变化



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 15 美国通胀预期变化



图表 16 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

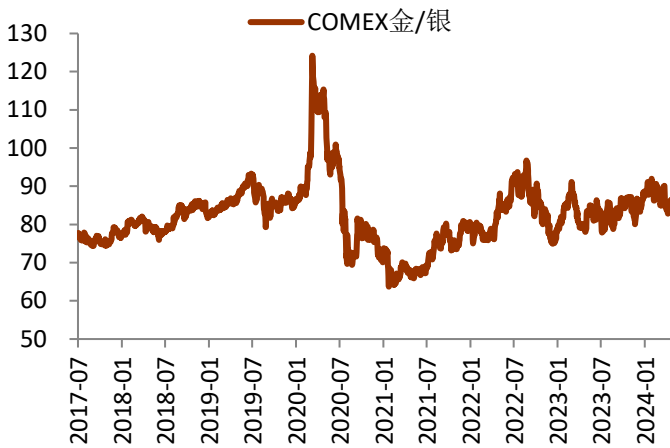
### 三、市场结构及资金流向分析

#### 1、金银比价变化

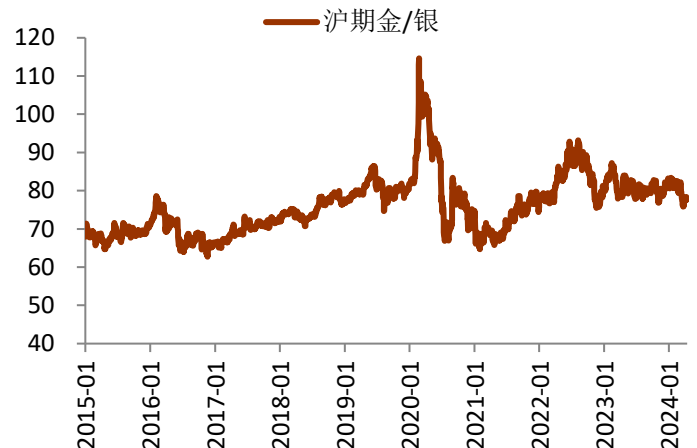
随着金价不断创出历史新高，之前滞涨的银价在4月初出现快速补涨，金银比价大幅回落。COMEX金银比价从90快速回落至82一线。沪金银比价也从82回落至75。之后金银价格回调，金价比银价抗跌，金银比价又出现一定的反弹。

预计当前金银的阶段调整还在进行中，金银比还会继续反弹。

图表 17 COMEX 金银比价变化



图表 18 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

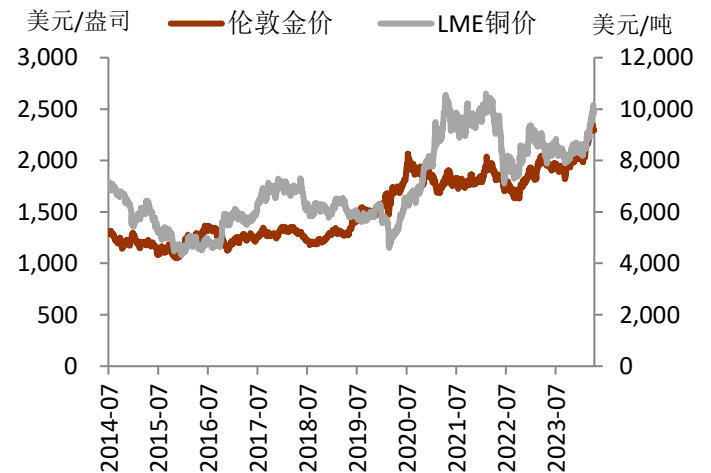
铜是工业金属的代表，同时也具有很强的金融属性。铜金比价的变化可以代表市场上投资者的风险偏好。铜价在美国经济软着陆、“再通胀预期”和矿端扰动，以及投机资金的推动下持续走高，伦铜站上 10000 美元/吨的历史高点，沪铜也冲至 80000 元/吨上方，并维持再高位震荡。铜金比价从 4 月初的 3.9 上行至 4.35。

国内的下流的铜消费因高铜价而受到明显压制，近期冶炼厂出口计划将导致国内供应量有所减少，目前铜价运行仍有支撑，但若第一量子 Cobre 铜矿分歧解决有新进展，预计铜价将会出现回调。铜金比价持续上涨的概率不大。

图表 19 铜金比价变化



图表 20 金价与铜价走势对比



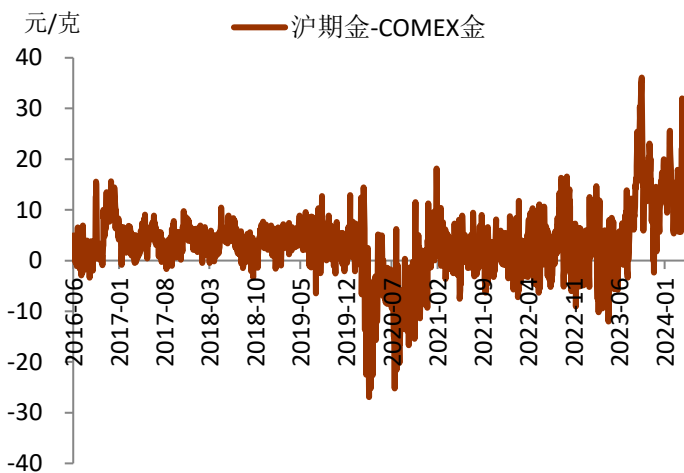
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

### 3、期现及跨期价差变化

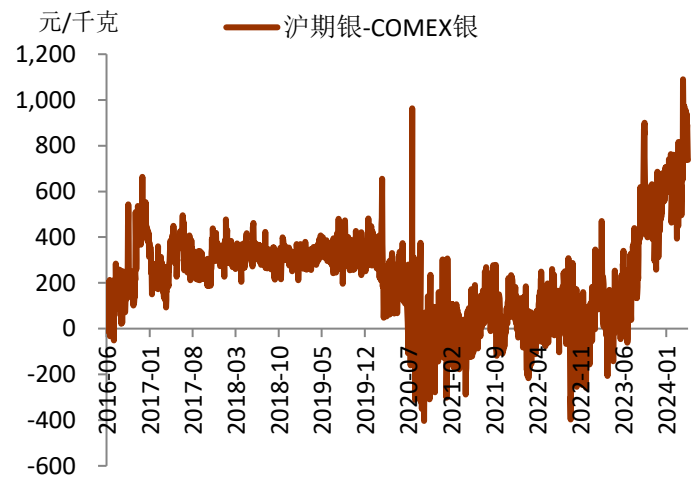
持续创历史新高的金价引发国内投资者热情高涨，叠加人民币汇率贬值预期，沪金银与 COMEX 金银价差在 4 月有明显走阔，价差甚至一度超过去年 9 月底的历史高点。

进入 5 月的第一个交易日，人民币兑美元汇率出现较大幅度的升值。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。随着人民币升值的预期强化，预计金银内外价差会从高位回归。

图表 21 沪期金与 COMEX 金价差变化

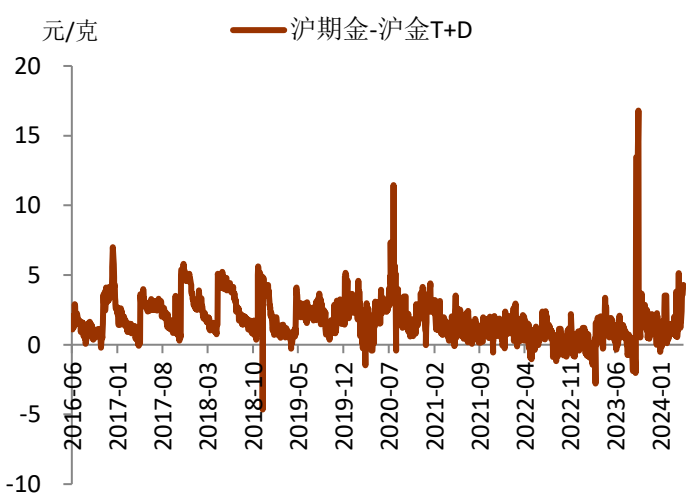


图表 22 沪期银与 COMEX 银价差变化

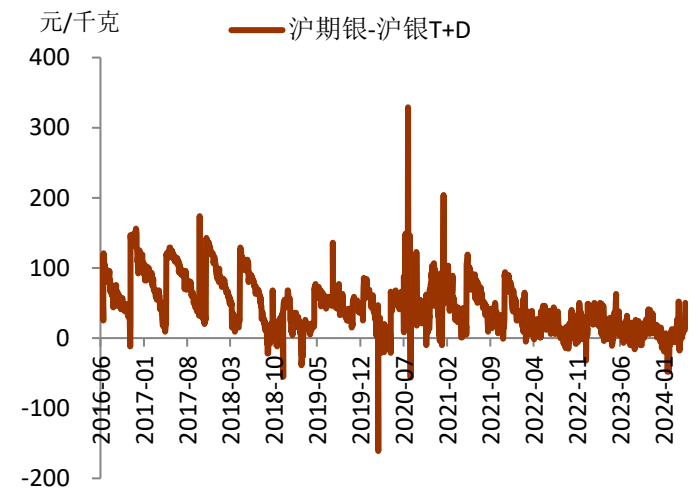


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 23 沪期金与沪金 T+D 价差变化



图表 24 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。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 5 月 6 日，COMEX 黄金期货的库存有 1771 万盎司，合计约 551 吨，环比下降 0.36%，比去年同期大幅减少 21%；COMEX 白银库存增至 2.95 亿盎司，合计约 9195 吨，环比增加 2.12%，比去年同比增加 9.71%。

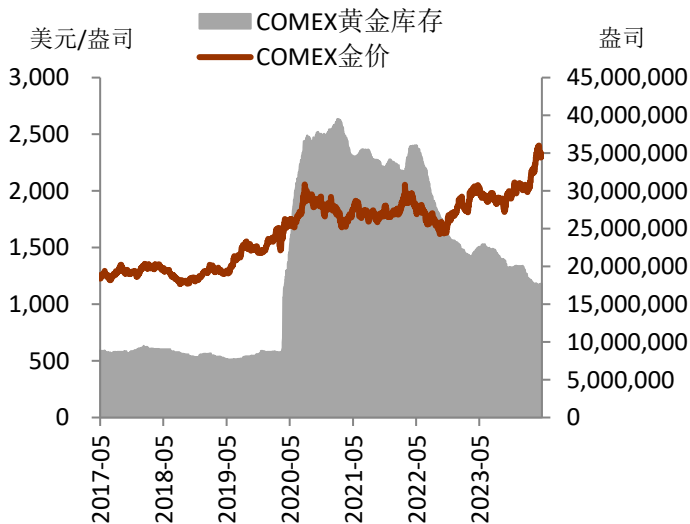
进入 2024 年，国内上海黄金期货交易所和上海期货交易所的白银库存在 1、2 月都延续 2023 年的持续下降趋势，但在 3 月两大交易所的白银库存都有增加，4 月两大交易所白银库存均下降，上期所下降更为显著。截至 2024 年 5 月 6 日，上期所白银库存有 836 吨，上海黄金交易所白银库存有 1437 吨，两大交易所共计 2273 吨，比 3 月初的 2577 吨下降 304 吨。

图表 25 COMEX 贵金属库存变化

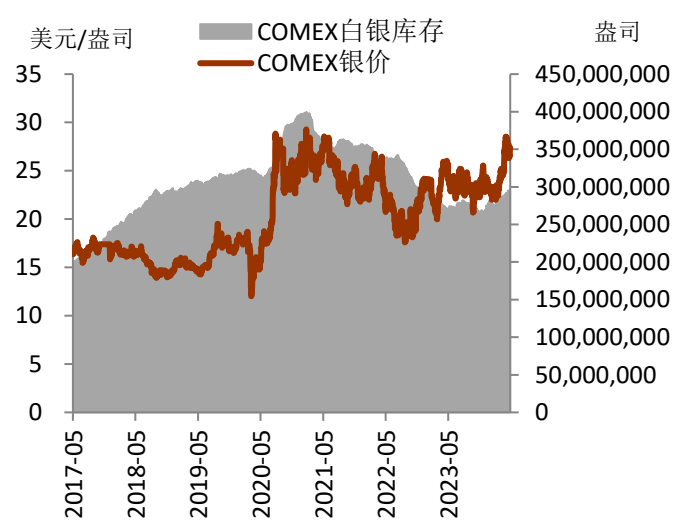
	2024/5/6	2024/4/6	2023/5/6	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	17714392	17778614	22509204	-64222	-0.36%	-4794812	-21.30%
白银(千盎司)	295644697	289514695	269484488	6130002	2.12%	26160209	9.71%

资料来源：iFinD，Bloomberg、铜冠金源期货

图表 26 COMEX 黄金库存变化

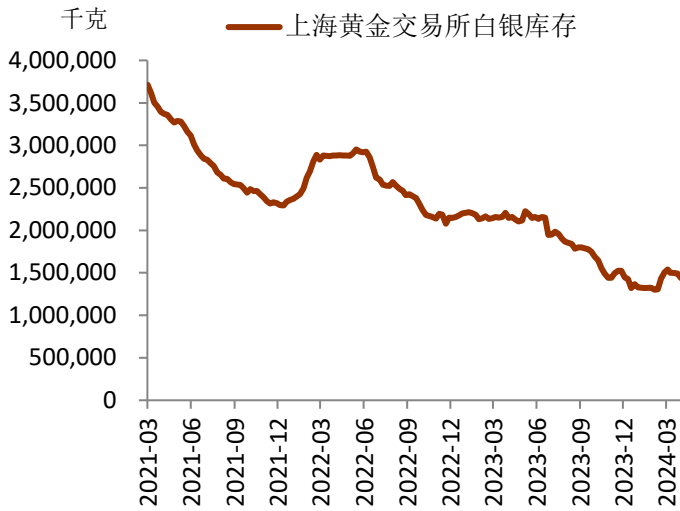


图表 27 COMEX 白银库存变化

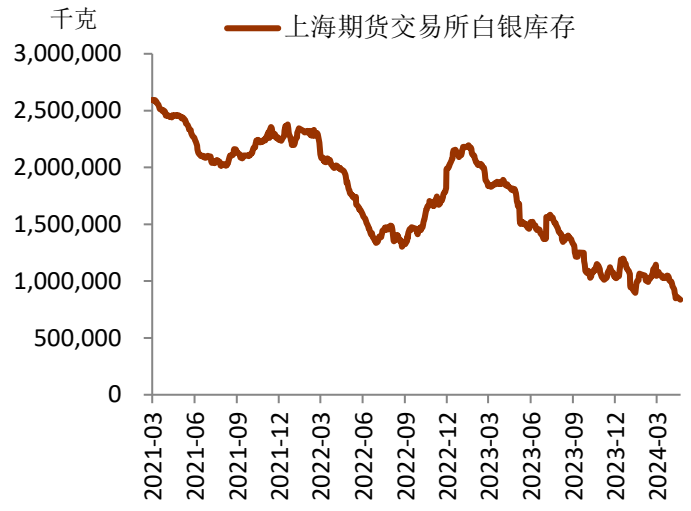


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 28 上海黄金交易所白银库存变化



图表 29 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明显减弱。

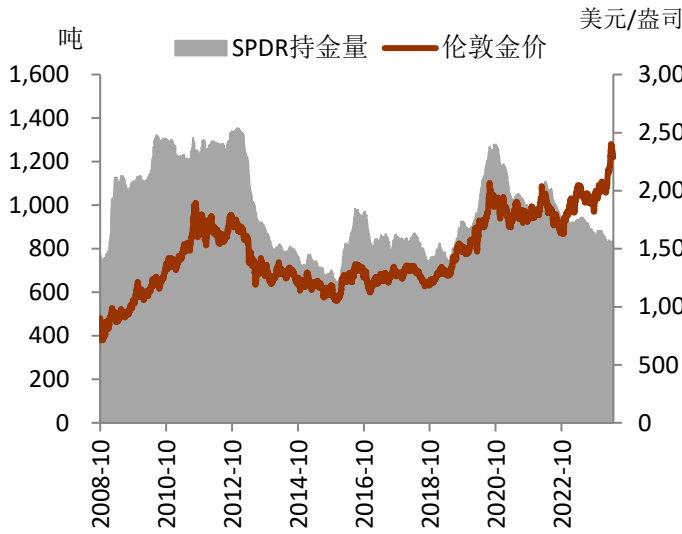
进入 2024 年，资金依然在持续流出黄金白银 ETF，直到 3 月，流入黄金白银 ETF 的资金才出现小幅增加，4 月上半月金价持续走强屡创新高，但黄金 ETF 的持仓在下半月金价出现回调时才开始小幅增仓，而白银 ETF 的持仓则在上半月跟随银价走强而增加，在银价回调时快速减仓。截至 2024 年 5 月 6 日，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持金量为 832 吨，比上个月同期增加了 5.78 吨；全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持银量为 13190 吨，比上个月同期减少了 539 吨。跟去年同期相比，黄金白银 ETF 的持仓都有明显下降。

图表 30 贵金属 ETF 持仓变化

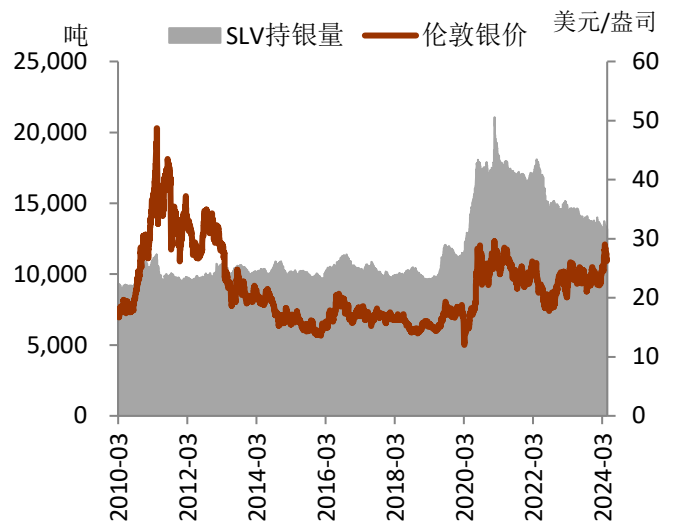
单位：吨	2024/5/6	2024/4/29	2024/4/6	2023/5/8	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	832.19	832.19	826.41	937.55	0.00	5.78	-105.36
ishares 白银 持仓	13189.61	13348.82	13728.48	14484.35	-159.21	-538.87	-1294.74

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 31 黄金 ETF 持仓变化



图表 32 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。4 月金银价格冲高回落波动较大，投机资金的持仓变化较为明显，且资金在黄金和白银上的持仓变化有明显的分化。

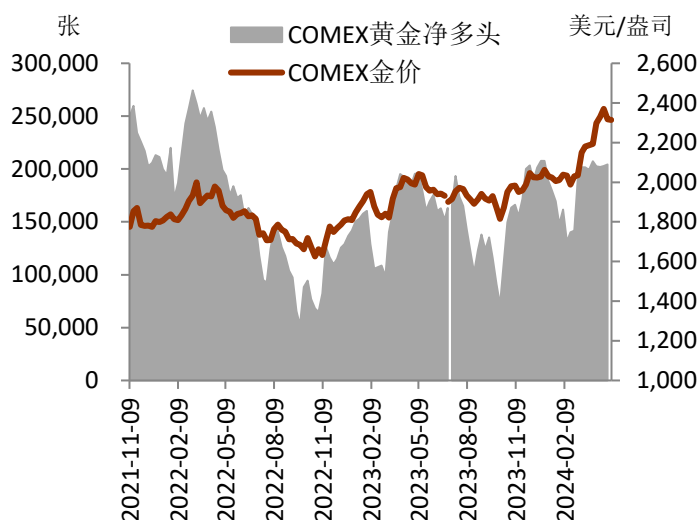
根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2024 年 4 月 30 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 204210 张；COMEX 白银期货持有非商业性净多单为 54494 张。COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓在 4 月先减后增，而 COMEX 白银期货的非商业性净多持仓在 4 月先增后减，显示投机资金对金银后市的分歧较大。

图表 33 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

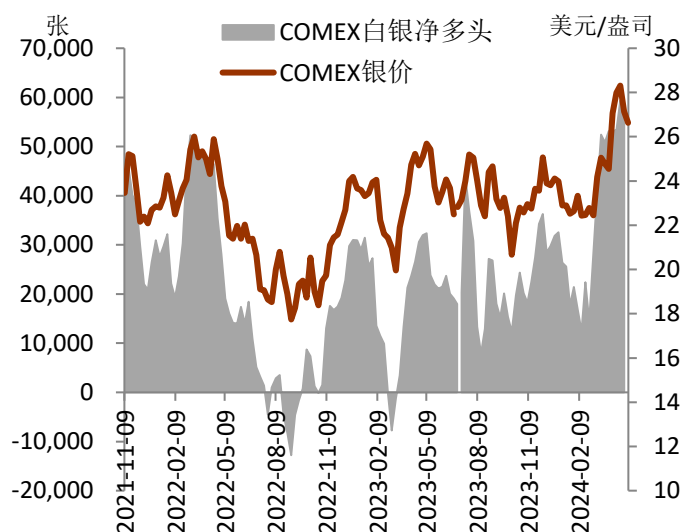
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2024-04-30	278850	74640	204210	1319
2024-04-23	279535	76644	202891	968
2024-04-16	278777	76854	201923	-496
2024-04-09	279799	77380	202419	-4831
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2024-04-30	83094	28600	54494	-4846
2024-04-23	86178	26838	59340	5981
2024-04-16	82415	29056	53359	147
2024-04-09	84826	31614	53212	65

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 34 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 35 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：

当前贵金属市场随着美联储降息预期的变化而波动。但目前市场对于美联储将在 9 月开启降息的预期依然过于乐观，后市还会继续修正。我们认为贵金属仍处于阶段性调整之中，预计调整还将延续。但地缘政治紧张频现，将为贵金属价格提供一定的支撑，这将限制金银价格的下跌空间。

预计接下来一个月，国际金价的波动参考区间为 2200-2400 美元/盎司，国际银价的波动参考区间为 26-29 美元/盎司。

策略建议：逢低做多金银

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。