



2023年4月10日

## 衰退预期强化

## 金银受到支撑

### 核心观点及策略

- 上周贵金属价格继续冲高。美国经济数据走弱，市场对经济衰退担忧增加，提振金银价格进一步走高，国际金价站上2030美元/盎司的上方，波动性更大的银价表现更加强劲。
- 上周五公布的美国3月非农就业报告显示，尽管3月非农新增就业低于预期，但失业率出现下滑，劳动参与率提升，使市场认为美国劳动力市场仍然坚韧，对美联储5月继续加息的预期上升。美债收益率全线抬升，CME利率期货显示美联储在5月份的下次FOMC会议上再次加息25基点的可能性约为75%。
- 贵金属价格的主导逻辑依然是美联储的货币政策走向。在今年美国经济陷入衰退的概率增加，以及美联储加息放缓的大背景下，贵金属价格的大趋势是看涨的。且全球去美元化加速和央行增持黄金储备，都将长期支持金价走势。我们持续看好贵金属的中长期多头配置价值。近期经济衰退预期强化也支撑了金银价格走势。短期市场交易逻辑转变较快，我们认为目前金银不建议追高，可等待调整后逢低买入。
- 策略建议：金银暂时观望
- 风险因素：美国CPI数据超预期反弹

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

## 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	447.32	6.12	1.39	168655	178255	元/克
沪金 T+D	445.77	6.12	1.39	12412	154832	元/克
COMEX 黄金	2023.70	36.70	1.85			美元/盎司
SHFE 白银	5599	387	7.43	522479	634627	元/千克
沪银 T+D	5575	277	5.23	504134	4284062	元/千克
COMEX 白银	25.13	1.66	7.07			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

上周贵金属价格继续冲高。美国经济数据走弱，市场对经济衰退担忧增加，提振金银价格进一步走高，国际金价站上 2030 美元/盎司的上方，波动性更大的银价表现更加强劲。

近期公布的美国 ISM 的 3 月非制造业采购经理人指数超预期下降至近三年来的最低水平，美国 2 月底的职位空缺近两年来首次降至 1000 万以下，美国 3 月私营部门新增就业岗位远低于预期，经济数据纷纷走弱使得衰退交易主导市场。

上周五公布的美国 3 月非农就业报告显示，尽管 3 月非农新增就业低于预期，但失业率出现下滑，劳动参与率提升，使市场认为美国劳动力市场仍然坚韧，对美联储 5 月继续加息的预期上升。美债收益率全线抬升，CME 利率期货显示美联储在 5 月份的下次 FOMC 会议上再次加息 25 基点的可能性约为 75%。

另外，OPEC+宣布联合减产，原油价格大幅飙升，油价重心的抬升增加了美联储达到抗通胀目标的难度。美联储的货币政策处于两难境地。市场关注点转向本周将公布的美国 CPI 数据。

贵金属价格的主导逻辑依然是美联储的货币政策走向。在今年美国经济陷入衰退的概率增加，以及美联储加息放缓的大背景下，贵金属价格的大趋势是看涨的。且全球去美元化加速和央行增持黄金储备，都将长期支持金价走势。我们持续看好贵金属的中长期多头配置价值。近期经济衰退预期强化也支撑了金银价格走势。短期市场交易逻辑转变较快，我们认为目前金银不建议追高，可等待调整后逢低买入。

本周重点关注：美国 3 月 CPI 数据和 3 月零售销售数据。事件方面，关注美联储 3 月货币政策会议纪要，多位美联储官员将发表讲话，以及欧央行官员的讲话。

操作建议：金银暂时观望

风险因素：美国 CPI 数据超预期反弹

### 三、重要数据信息

1、美国 3 月新增非农就业人口 23.60 万，低于预期的 23.90 万，前值上修至 32.6 万；美国 3 月失业率重新走低，录得 3.50%，低于预期值和前值 0.1 个百分点。美国劳工部发布的 3 月非农就业数据低于预期和前值，但失业率同时走低，不支持美联储尽快暂停加息。

2、据美国劳工部数据，美国 2 月份职位空缺降至 990 万，为 2021 年 5 月以来最低水平，低于预期的 1050 万，前值下修至 1060 万。

3、美国 3 月 ADP 就业人数增 14.5 万人，预期增 20 万人，前值由增 24.2 万人修正为增 26.1 万人。

4、美国上周初请失业金人数为 22.8 万人，高于预期的 20 万人，前值自 19.8 万人修正至 24.6 万人。至 3 月 25 日当周续请失业金人数升至 182.3 万人，预期为 169.9 万人。

5、美国 3 月挑战者企业裁员人数 89703 人，环比增 15.34%，同比增 319.4%。今年第一季度累计裁员 270416 人，同比增加 396%，为 2020 年以来裁员总数最多的第一季度。

6、美国 3 月 ISM 制造业 PMI 为 46.3，创 2020 年 5 月以来新低，预期 47.5，前值 47.7。美国 3 月 ISM 制造业指数超预期下降，为连续五个月萎缩，创 2009 年以来不计新冠疫情期间内新低。美国 3 月 ISM 非制造业指数 51.2，大幅不及预期的 54.6，2 月前值为 55.1。美国 3 月 ISM 非制造业指数意外显著下降至三个月新低，其中新订单扩张速度大幅疲软，新出口订单创纪录暴跌，价格指数显著回落。虽然服务业 PMI 仍处扩张区，但企业和消费者变得更加谨慎。

7、美国 3 月 Markit 制造业 PMI 终值为 49.2，预期 49.3，初值 49.3，2 月终值 47.3。美国 3 月 Markit 服务业 PMI 终值 52.6，预期 53.8，前值 53.8。

8、欧元区 3 月制造业 PMI 终值 47.3，预期 47.1，初值 47.1，2 月终值 48.5。德国 3 月制造业 PMI 终值为 44.7，预期 44.4，初值 44.4，2 月终值 46.3。法国 3 月制造业 PMI 终值为 47.3，预期 47.7，初值 47.7，2 月终值 47.4。

9、欧元区 2 月 PPI 环比降 0.5%，预期降 0.3%，前值降 2.8%；同比升 13.2%，预期升 13.3%，前值升 15%修正为升 15.1%。

10、IMF 总裁格奥尔基耶警告称，受利率上升、通胀持续高企以及地缘政治紧张局势等影响，全球经济正进入缓慢增长期，今年增速预计将低于 3%，未来 5 年则将保持在 3%左右。这将是自 1990 年以来最低的五年期预测，显著低于过去二十年 3.8%的平均水平。

11、新西兰联储意外加息 50 个基点，政策利率达到 5.25%水平，市场预期为加息 25 个基点。自 2021 年 10 月以来，已累计加息 500 个基点。

12、3 月末，我国黄金储备达 6650 万盎司，较上个月增加 58 万盎司。继去年 11 月以来，中国央行连续 5 个月增持黄金，累计增持 386 万盎司黄金。如按区间均价计算，对应增持金额近 500 亿元人民币。

#### 四、相关数据图表

表 2 贵金属 ETF 持仓变化

单位（吨）	2023/4/7	2023/3/31	2023/3/7	2022/4/7	较上周 增减	较上月 增减	较去年 增减
ETF 黄金总持仓	930.91	928.02	903.15	1090.49	2.89	27.76	-159.58
ishare 白银持仓	14574.65	14475.95	14894.81	17615.52	98.70	-320.16	-3040.87

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
2023-04-04	266164	70948	195216	13586
2023-03-28	245135	63505	181630	23025
2023-03-21	237891	79286	158605	18274
2023-03-14	230823	90492	140331	
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
2023-04-04	50327	29044	21283	7922
2023-03-28	42254	28893	13361	9899
2023-03-21	41325	37863	3462	4681
2023-03-14	42227	43446	-1219	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图 1 SHFE 金银价格走势

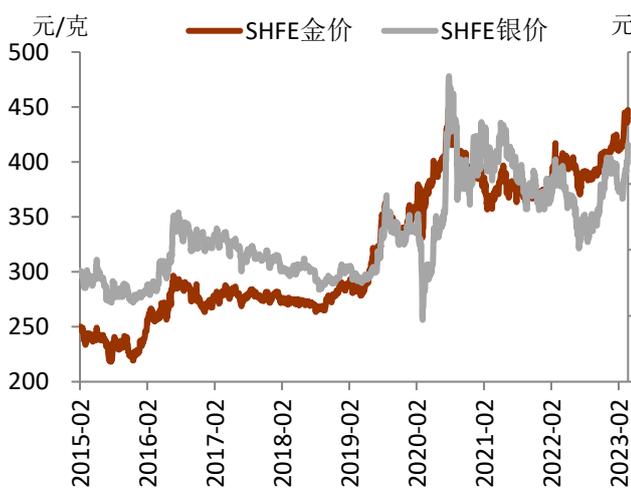
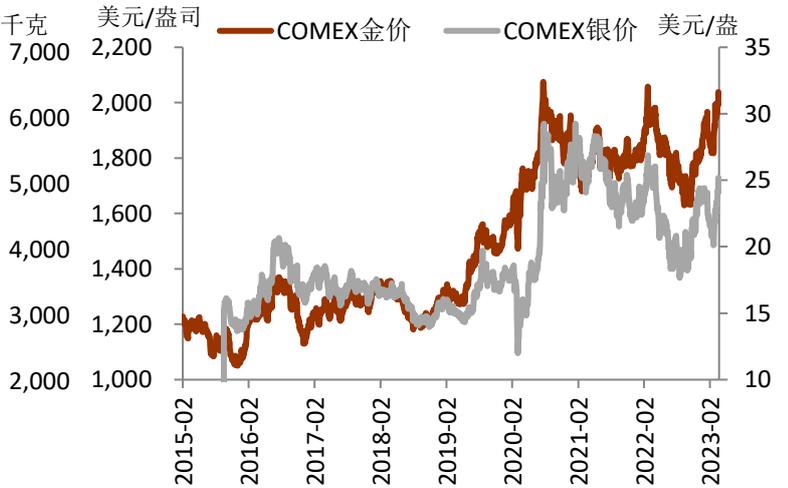


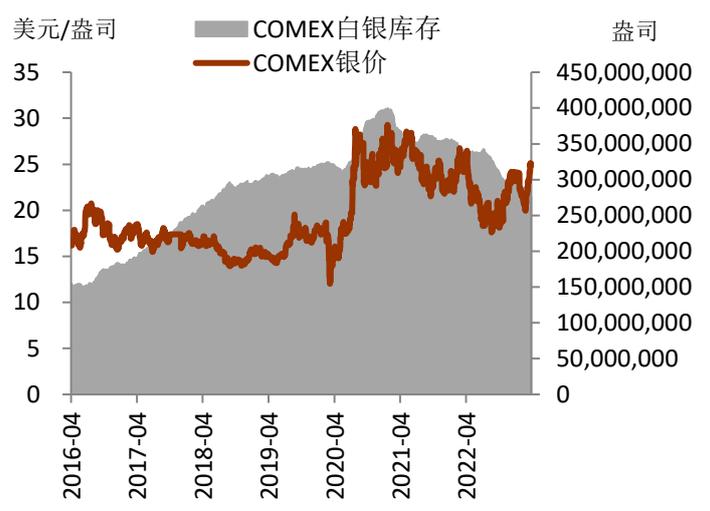
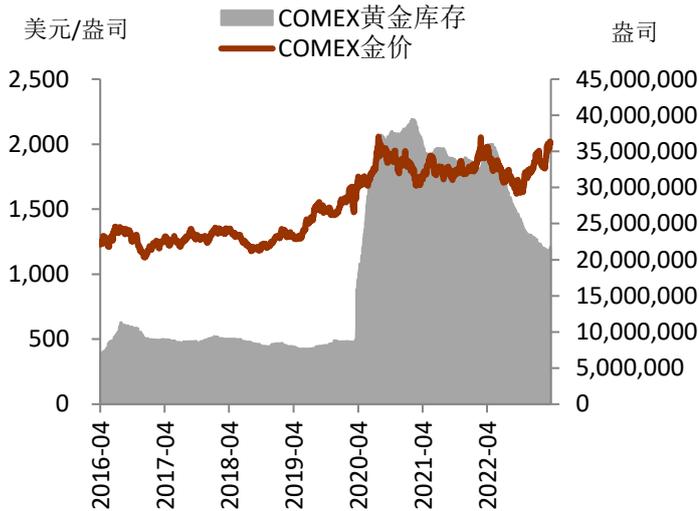
图 2 COMEX 金银价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 3 COMEX 黄金库存变化

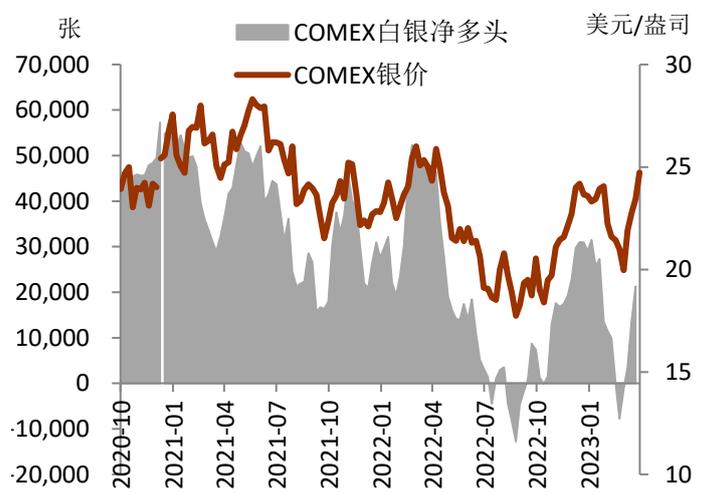
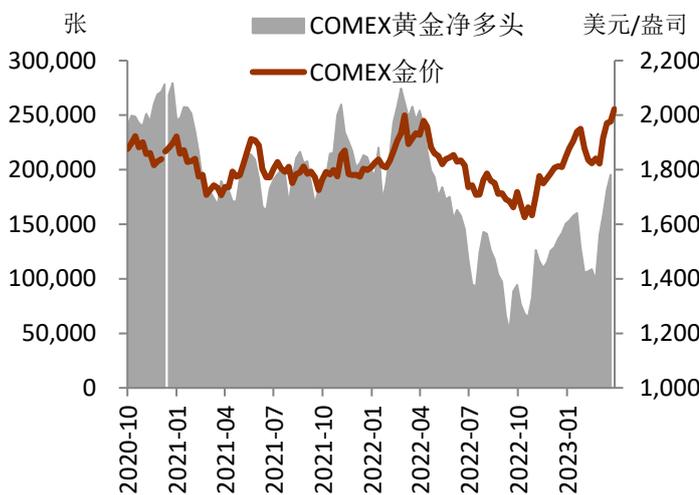
图 4 COMEX 白银库存变化



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

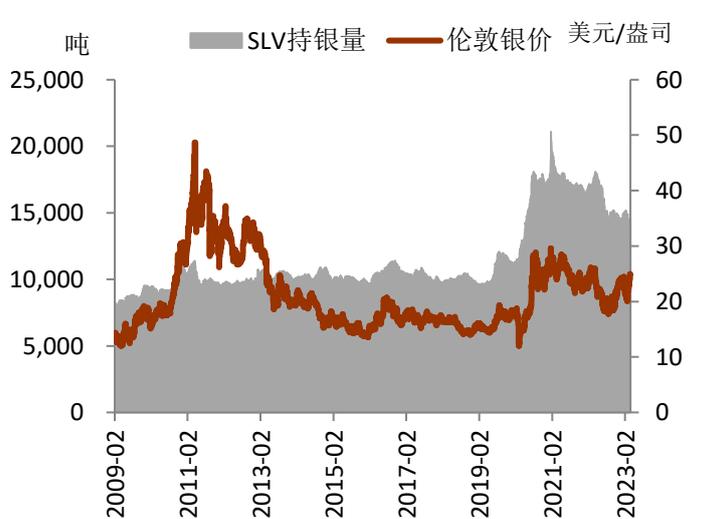
图6 COMEX 白银非商业性净多头变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

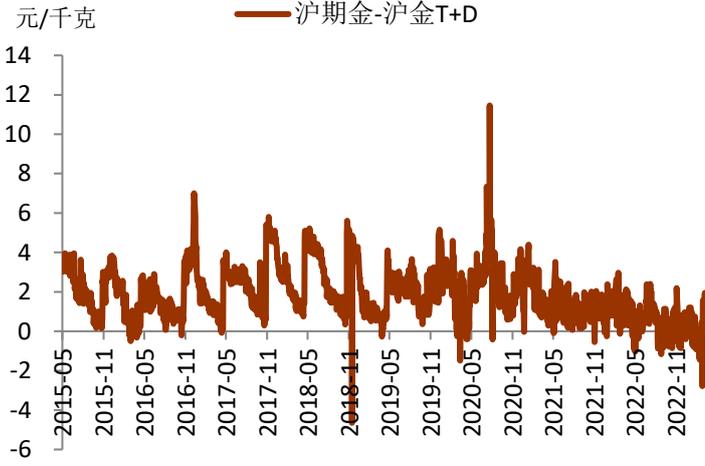
图7 SPDR 黄金持有量变化

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



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图10 沪期银与沪银 T+D 价差变化

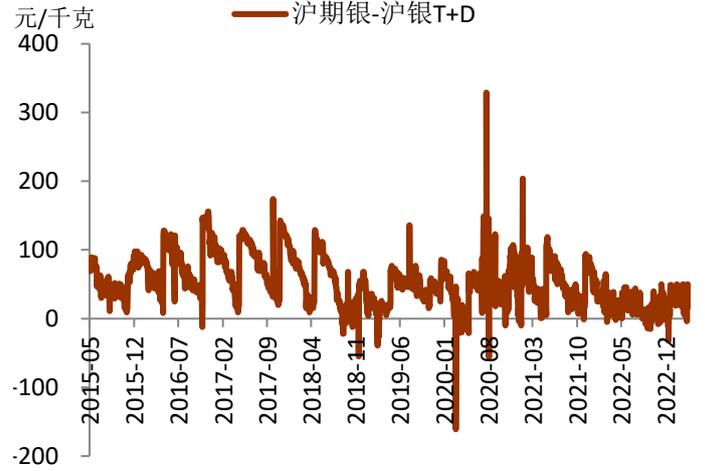
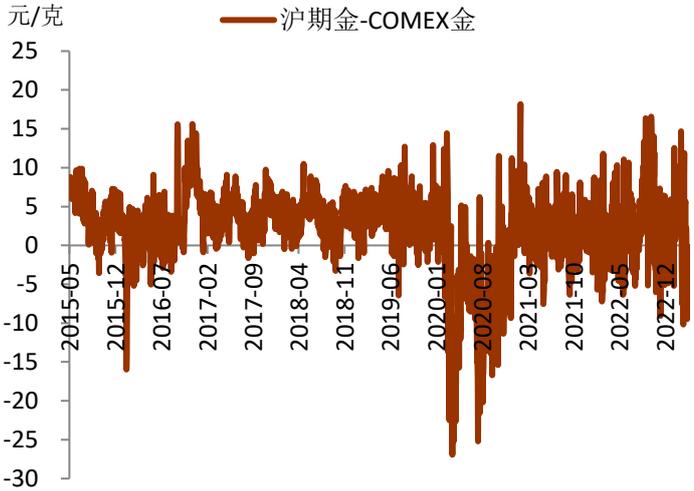


图11 黄金内外盘价格变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图12 白银内外盘价格变化

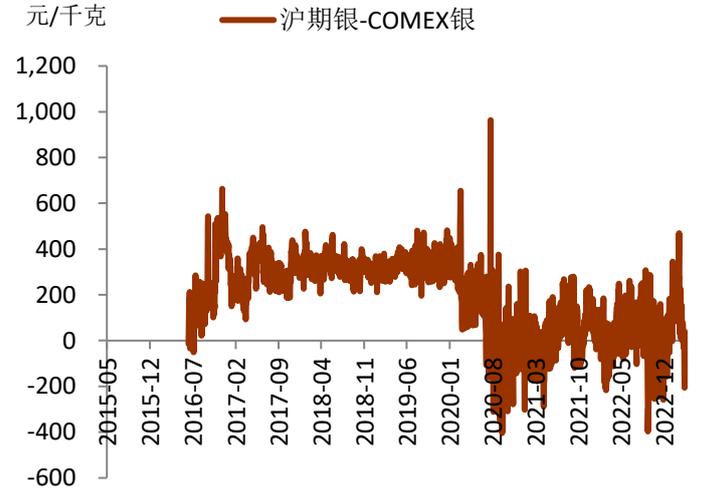


图13 COMEX 金银比价



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图14 美国通胀预期变化

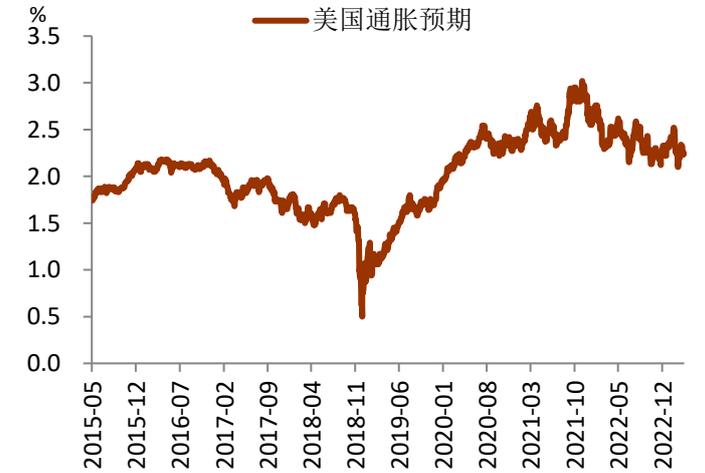


图 15 金价与美元走势

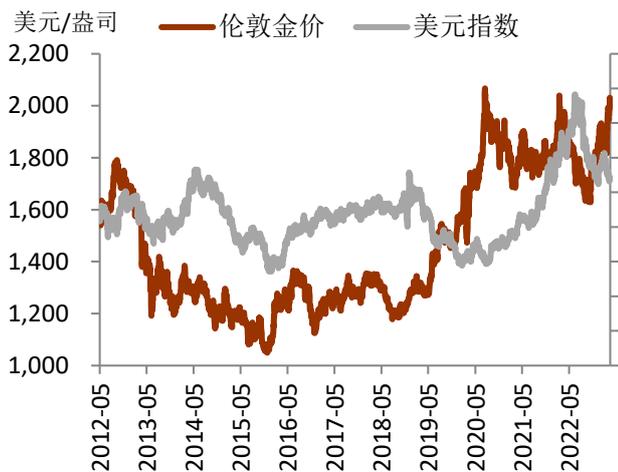
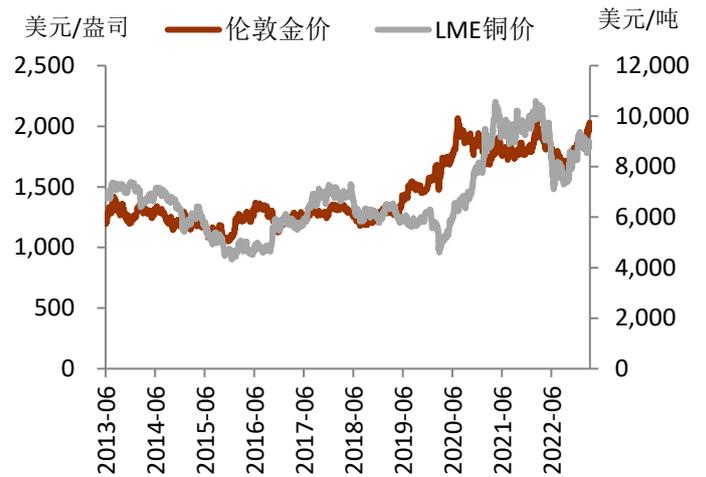


图 16 金价与铜价格走势



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图 17 金价与 VIX 指数走势

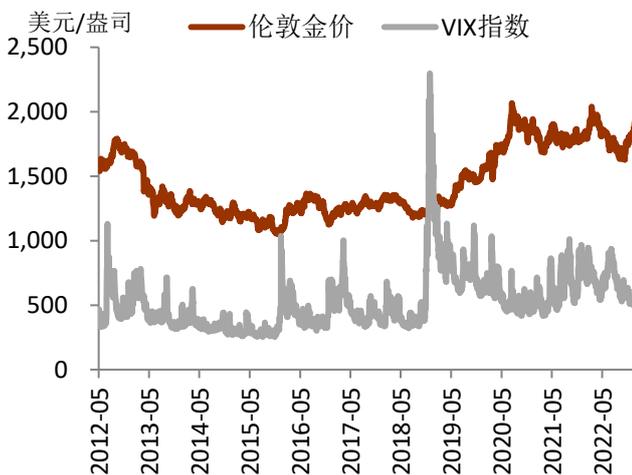
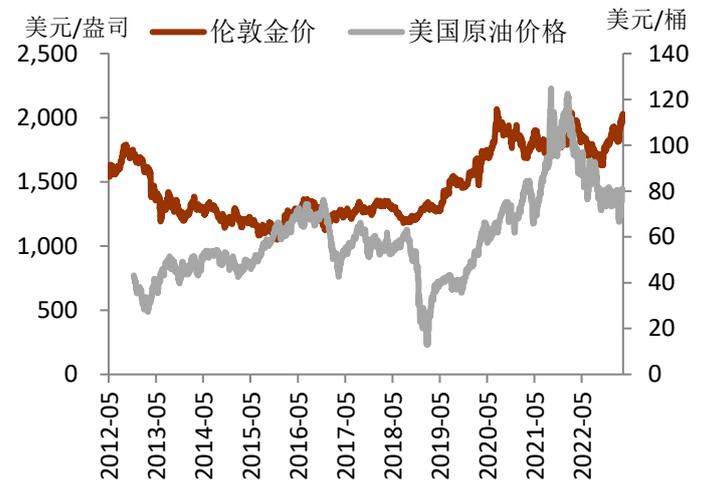


图 18 金价与原油价格走势

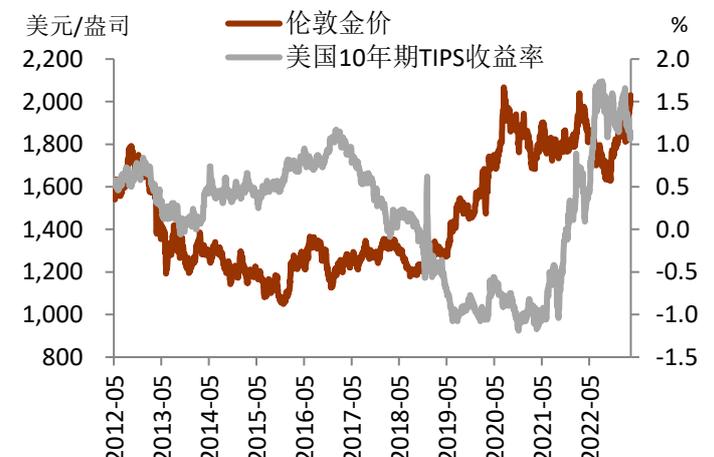


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

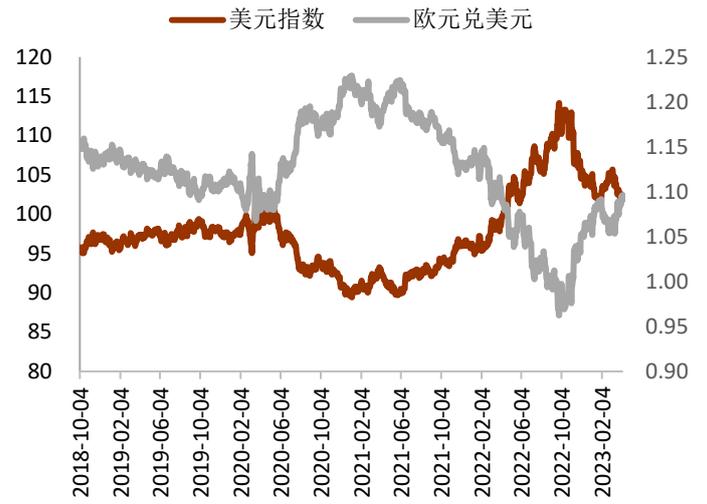
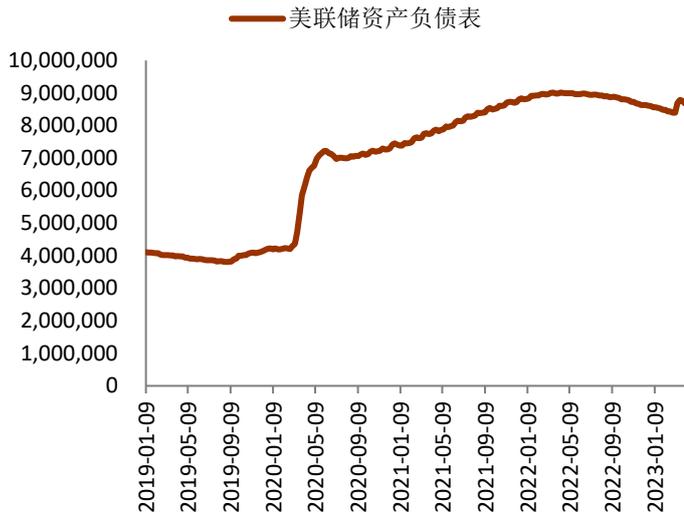


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

敬请参阅最后一页免责声明



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。