



2023年9月4日

## 美国数据走弱但降息尚远

### 金银将维持偏弱震荡

#### 核心观点及策略

- 贵金属价格的主导逻辑依然是美联储的货币政策走向。在当前美联储即将结束加息，甚至明年可能开启降息的大背景下，贵金属价格的大趋势是看涨的。我们持续看好贵金属的长期多头配置价值。
- 当前美国经济好于预期，以及通胀的韧性决定了利率将在更长的时间维持高位，美联储加息将止降息尚远。虽然市场对于美联储开启降息的时间预期一再推迟，但可能依然过于乐观。我们认为，在美国通胀得到控制，经济衰退和就业趋弱的压力进一步显现，从而为美联储打开被动降息窗口之前，美国的政策利率都将维持在高位，长端实际利率的趋势性下行拐点仍需等待。
- 预计接下来一个月，金银价格将呈震荡偏弱走势。国际金价的波动参考区间为1900-1980美元/盎司，国际银价的波动参考区间为22-25美元/盎司。
- 策略建议：金银波段操作，当前可逢高沽空
- 风险因素：美国经济数据超预期走弱

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

## 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、美国就业市场降温信号渐强，9月暂停加息预期升温.....	5
2、美联储降息尚远，预期差会继续修正.....	6
3、8月通胀未继续放缓，欧央行两难困境加剧.....	6
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.....	9
3、期现及跨期价差变化.....	10
4、贵金属库存变化.....	11
5、金银ETF持仓分析.....	12
6、CFTC持仓变化.....	13
四、行情展望及操作策略：.....	14

## 图表目录

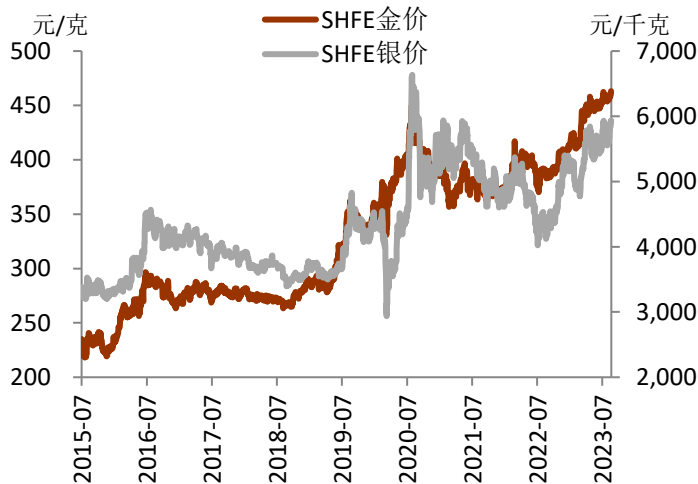
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势 .....	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势 .....	4
图表 3 金价与美元指数走势变化 .....	4
图表 4 金价与美债利率走势变化 .....	4
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化 .....	7
图表 6 美欧经济意外指数变化 .....	7
图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化 .....	8
图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化 .....	8
图表 9 美国就业情况变化 .....	8
图表 10 主要经济体 CPI 变化 .....	8
图表 11 美国通胀预期变化 .....	8
图表 12 美元指数与美元非商业性净头寸变化 .....	8
图表 13 COMEX 金银比价变化 .....	9
图表 14 沪期金银比价变化 .....	9
图表 15 铜金比价变化 .....	10
图表 16 金价与铜价走势对比 .....	10
图表 17 沪期金与 COMEX 金价差变化 .....	10
图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化 .....	10
图表 19 沪期金与沪金 T+D 价差变化 .....	11
图表 20 沪期银与沪银 T+D 价差变化 .....	11
图表 21 COMEX 贵金属库存变化 .....	11
图表 22 COMEX 黄金库存变化 .....	12
图表 23 COMEX 白银库存变化 .....	12
图表 24 上海黄金交易所白银库存变化 .....	12
图表 25 上海期货交易所白银库存变化 .....	12
图表 26 贵金属 ETF 持仓变化 .....	13
图表 27 黄金 ETF 持仓变化 .....	13
图表 28 白银 ETF 持仓变化 .....	13
图表 29 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化 .....	13
图表 30 CFTC 黄金净多头持仓变化 .....	14
图表 31 CFTC 白银净多头持仓变化 .....	14

## 一、贵金属行情回顾

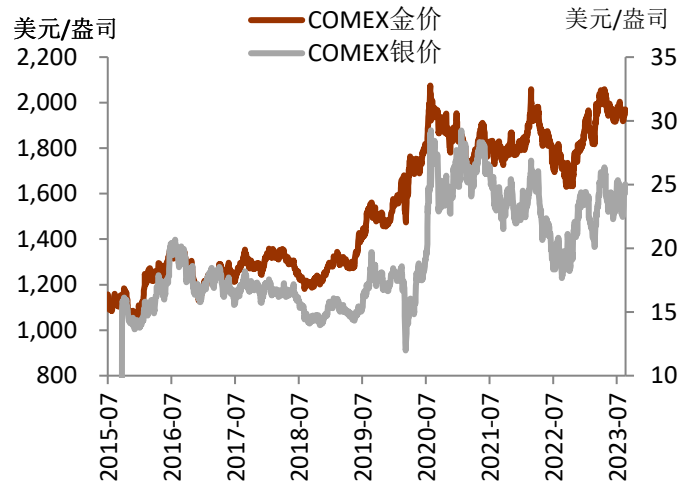
8月贵金属价格走势先抑后扬，整体呈震荡偏弱走势。8月上中旬，因美国经济数据持续表现良好，市场对于美联储继续紧缩的预期强化，美元指数和美债收益率持续反弹，贵金属走势承压。8月下旬公布的美国经济数据走弱，金银价格在回调至前期低点附近止跌反弹。截至8月31日，COMEX黄金主力合约报收于1966.6美元/盎司，8月累计跌幅为2.12%，COMEX白银期货主力合约报收于24.82美元/盎司，8月累计跌幅为0.61%。

人民币兑美元汇率在8月再度贬值。在央行维稳汇率干预下，下半月贬值趋缓，但离岸人民币兑美元汇率在8月贬值幅度依然达1.8%。受汇率波动影响，国内金银价格走势在8月上半月明晰强于外盘，呈窄幅波动走势，下半月则涨势不及外盘。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

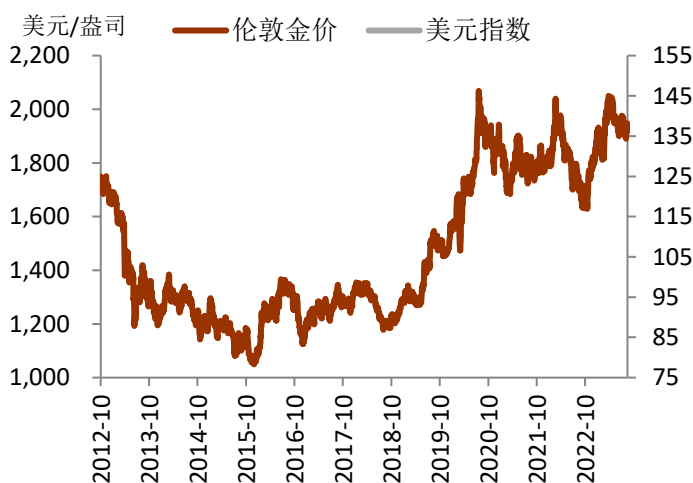


图表2 近5年COMEX金银价格走势

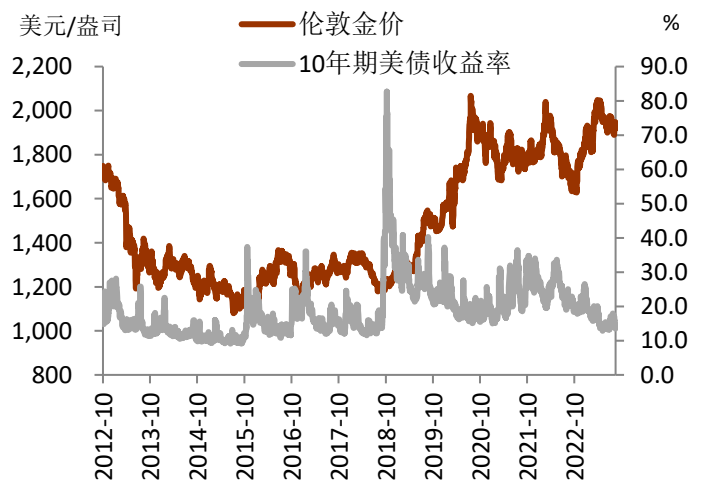


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

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

美国 8 月公布的经济数据明显走弱，特别是就业市场降温信号渐强，美联储官员言论分歧加大，市场对美联储停止加息预期升温，美债收益率高位回调，提振贵金属价格再度反弹。

### 1、美国就业市场降温信号渐强，9 月暂停加息预期升温

美国二季度实际 GDP 季环比从初值的 2.4% 下修为 2.1%，仍高于一季度的 2%。结构上，受益于美国通胀的持续回落和劳动市场韧性，美国二季度个人消费环比增长由 1.6% 上修至 1.7%；但高利率环境导致私人投资下修，美国二季度私人投资环比增长由 5.7% 下修至 3.3%；美国二季度出口、进口和政府支出环比增速分别由 -10.8%、-7.8% 和 2.6% 调整至 -10.6%、-7% 和 3.3%。剔除食品和能源价格后的二季度核心 PCE 物价指数年化季环比修正值为 3.7%，较初值下修 0.1%，不及预期的 3.8%，为近两年的最低增速。美国 7 月 PCE 物价指数同比反弹至 3.3%，核心 PCE 物价指数同比涨 4.2%，均符合预期，服务业通胀处高位，实际个人消费支出环比增 0.6% 创年内最高增幅。这些都显示美国的通胀反弹压力依然较大。

美国就业市场降温信号渐强。美国 7 月份 JOLTS 职位空缺跌至 882.7 万，创两年多新低，预期 946.5 万人，前值 958.2 万人修正为 916.5 万人。其中，自主离职数、招聘数均下降。8 月 ADP 就业增加 17.7 万人不及预期，创五个月来最小增幅，服务业就业增长放缓，8 月服务业就业岗位增加 15.4 万个，而 7 月为 30.3 万个。8 月就业人员的薪资同比增长放缓至 5.9%，为 2021 年 10 月以来最慢增速。最新公布的美国 8 月新增非农温和上升至 18.7 万人，但 6、7 月数据合计大幅下修了 11 万人；失业率意外上升至 3.8%，突破前 17 个月波动区间；劳动参与率上升至 62.8%，为自 2020 年 2 月以来最高；平均时薪环比增长 0.24%，为 2022 年 3 月以来最低。就业数据纷纷走弱，说明美国劳动力市场在变得更加平衡。

8 月 Markit 服务业和制造业 PMI 均下降。美国 8 月服务业 PMI 降至 51.0，创今年 2 月以来新低；制造业 PMI 从 7 月份的 49.0 降至 47.0，连续第四个月收缩；综合 PMI 从此前的 52.0 骤降至 50.4，创 2022 年 11 月以来最大环比跌幅。虽然数据连续第七个月维持在荣枯线上方，但显示出经济已经接近停滞。美国 8 月商业活动几乎停滞，美国第三季度经济增长的力度有待观察第二季度服务业主导的增长加速已经消退，同时工厂产出进一步下降。

美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上发表讲话，承认降通胀有进展，但指出通胀“还太高”，说如果适合，美联储准备进一步加息，并有意保持有限制性的利率，直到有信心通胀在朝着联储目标大幅下行为止。鲍威尔最后做总结时表示，美联储未来会议将根据总体数据、以及不断变化的前景和风险评估进展。美联储主席鲍威尔的讲话并未释放完全一致的信号，暗示可能还要加息、不排除下次加息可能性被视为鹰派信号，但他对加息行动持谨慎态度又带来了偏鸽派的部分对冲效果，再加上近期美国就业市场走弱，市场普遍预期美联储 9 月不会加息。

## 2、美联储降息尚远，预期差会继续修正

金融市场对于货币政策及利率的预期，一直随着经济数据和事件的变化而不断调整。年初以来，市场对于美国降息一直有所期待，逻辑是随着大幅加息的进行，在通胀得到控制的同时，美国经济衰退的风险会愈发显现，会使得美联储提前进入新一轮的降息周期。

但今年以来，美国经济数据表现持续好于预期，美国二季度 GDP 甚至意外加速增长，显示美国经济剧烈预期中的衰退还很遥远。而通胀的韧性较强，再加上 7 月开始，原油价格大幅反弹，美国通胀预期也跟随反弹。虽然美联储此轮加息周期已近尾声，但距离下一轮降息周期的开启尚远。美联储需要更多时间来对信贷收缩、就业和通胀的变化和未来前景进行谨慎评估，以进一步确定目前货币政策立场是否足够紧缩。

美联储 7 月会议纪要显示，通胀风险可能要求进一步收紧政策；两名美联储官员倾向于在 7 月份保持利率稳定不加息；多数美联储官员则认为通胀存在“重大”上行风险，并不再预计今年会出现经济衰退。会议纪要整体鹰派程度超预期。虽鲍威尔对后续货币政策路径表态偏鹰派，但市场依然预期 7 月为美联储最后一次加息。

近期，美联储官员对于货币政策的分歧加大。美联储“大鸽派”芝加哥联储主席古尔斯比驳斥降息观点，称结束加息需看到更多通胀缓解的证据，任何降息都将在遥远的未来。美联储明年票委巴尔金强调美国经济“重新加速”风险，古尔斯比、哈克和柯林斯等倾向于支持停止加息。在 9 月非农数据公布后，市场对于美联储 9 月或 11 月继续加息的预期有所回落，远期利率预期保持相对稳定，对于首次降息时间在推迟至明年 6 月。

预计在通胀得到控制，经济衰退和就业趋弱的压力进一步显现，从而为美联储打开被动降息窗口之前，预计美国的政策利率或仍都将维持在高位。因此，美国的政策利率将在较长时间内维持高位，长端实际利率的趋势性下行拐点仍需等待。鉴于美国通胀的韧性，以及经济表现好于预期，即使美联储 9 月份暂停加息，美国通胀的韧性决定了高利率将维持更长的时间，距离美联储降息还很遥远。我们认为，美联储开启降息的时间不会早于明年下半年。而市场对于美联储降息的预期差还会继续修正。

## 3、8 月通胀未继续放缓，欧央行两难困境加剧

欧元区 8 月服务业 PMI 超预期下滑，经济下行压力加剧。欧元区 8 月制造业 PMI 初值为 43.7，前值 42.7，高于市场预期的 42.6，并创 3 个月新高；8 月服务业 PMI 跌破 50 降至 48.3，前值 50.9，远低于市场预期的 50.5；8 月综合 PMI 为 47，远低于市场预期的 48.5，创下 33 个月新低。其中，法国 8 月制造业 PMI 初值 46.4，为 5 个月高点；德国 8 月制造业 PMI 初值 39.1，为 39 个月低位。

因食品价格继续上涨且能源价格放缓，欧元区 8 月通胀未能继续放缓。欧元区 8 月调和 CPI 同比增加 5.3%，与 7 月份的终值一致，高于预期的 5.1%，结束了该数据连续三个月

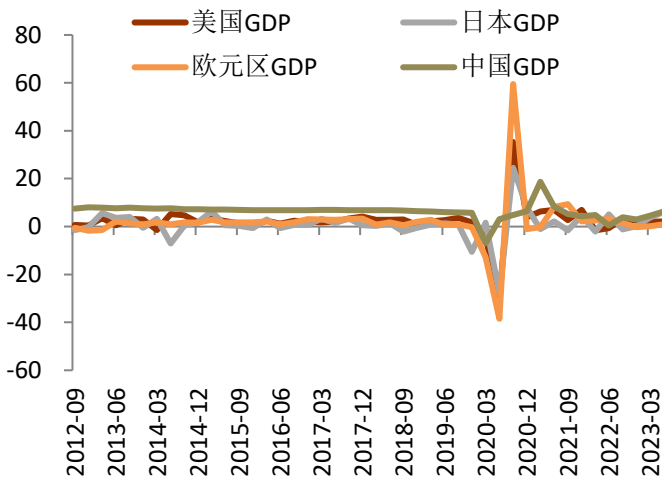


下降的势头。核心调和CPI从7月的5.5%降至8月的5.3%。数据还显示，8月欧元区食品和烟酒价格同比上涨9.8%，服务价格上涨5.5%，非能源类工业产品价格上涨4.8%，分别低于7月的10.8%、5.6%和5.0%；能源价格同比下降3.3%，降幅不及上月的6.1。欧元区经济疲软但通胀顽固，让欧央行的两难困境加剧。

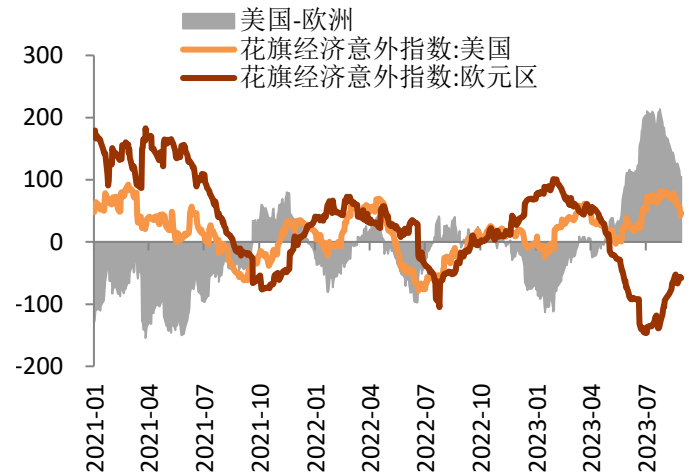
欧央行7月会议纪要显示：7月会议中，全员支持加息25个基点，承认经济前景恶化，9月是否暂停视经济数据而定。大多数委员认为，鉴于不确定因素的存在，欧央行需要依据接下来的数据步步为营，不必提前决定加息与否，并将会以“开放的心态”参加9月14日的会议。7月份是欧央行近期第一次没有明确给出下个月的行动计划。

低迷的经济增长，令欧央行内部暂停加息的呼声日益高涨。欧洲央行执委施纳贝尔早些时候表达了对经济放缓的担忧，但通胀也同样是其担忧的因素。但欧洲央行管委霍尔茨曼表示，利率还没有达到最高水平，可能还会再加息一两次；应该考虑在2024年之前结束紧急抗疫购债计划再投资。相对于美联储，欧元区央行9月继续加息的可能性更大。

图表5 主要经济体GDP增速变化

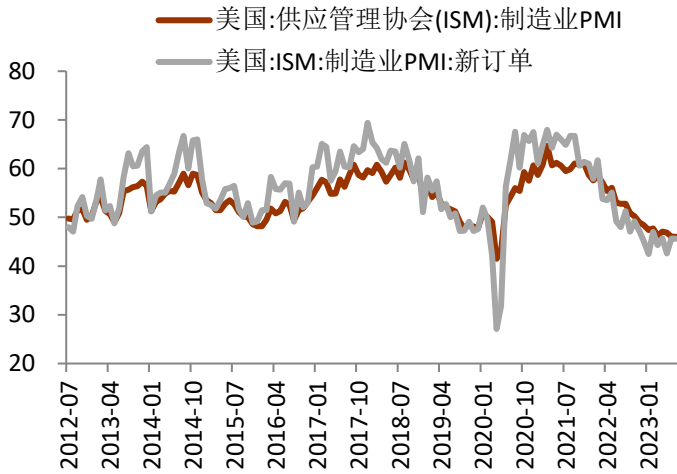


图表6 美欧经济意外指数变化

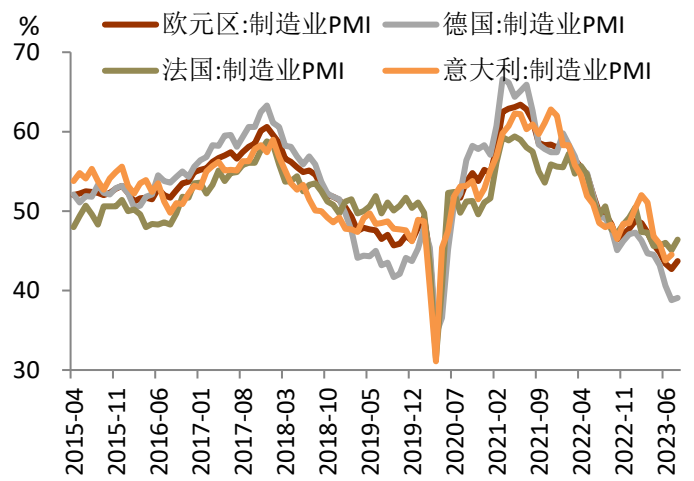


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

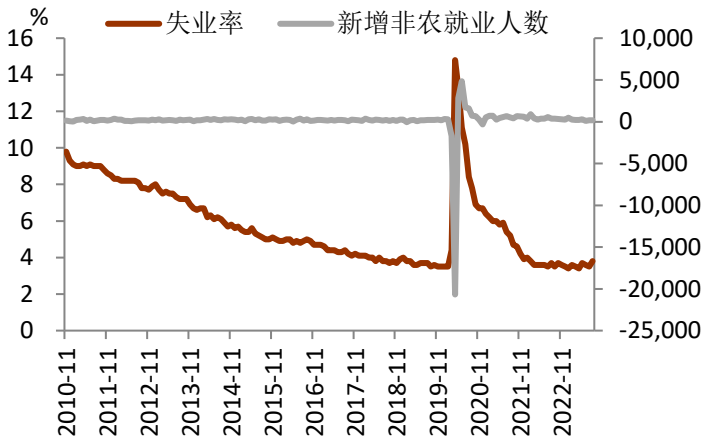


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

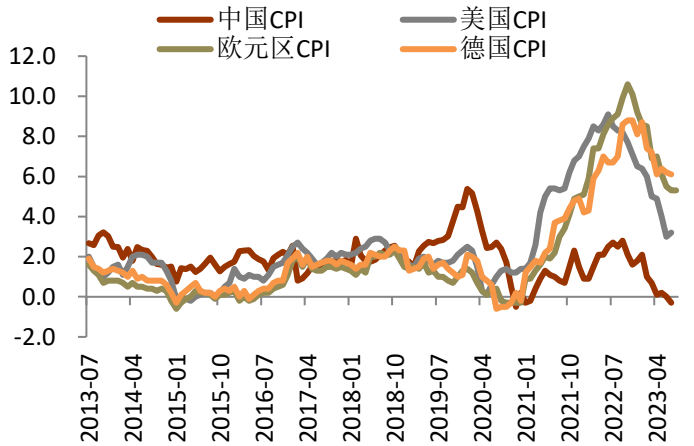


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 美国就业情况变化

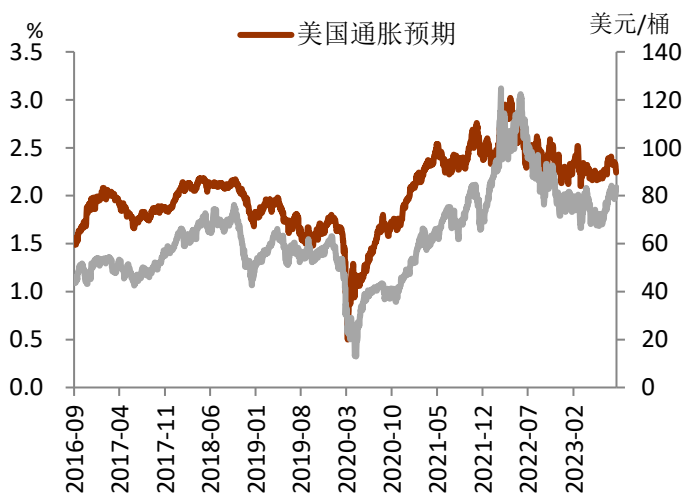


图表 10 主要经济体 CPI 变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 美国通胀预期变化



图表 12 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

敬请参阅最后一页免责声明



### 三、市场结构及资金流向分析

#### 1、金银比价变化

8月金银价格先抑后扬，COMEX金银比价则先从80上涨至86，再回调至79附近。8月人民币兑美元汇率先贬后升，沪金银比价反弹幅度不及COMEX金银比价，回调幅度则更大。

美国经济和通胀的韧性较强，这决定了美联储会将高利率维持更长的时间，距离美联储降息还很遥远。金银价格上攻的动力不足，预计可能会程震荡偏弱的走势，后市金银比价上涨的概率更大。

图表 13 COMEX 金银比价变化



图表 14 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

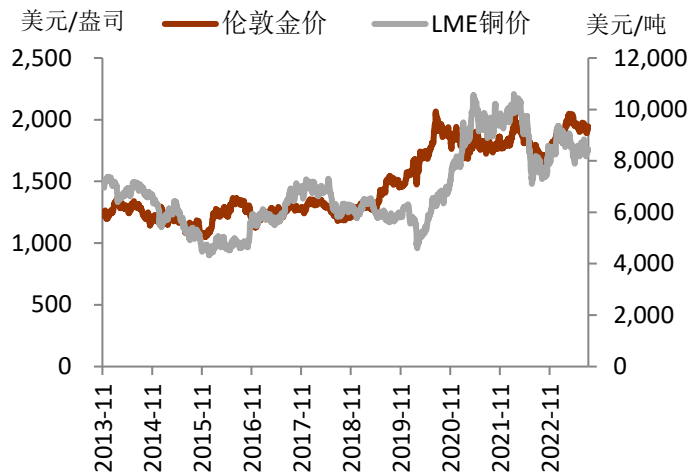
铜的需求弹性显著强于黄金，铜金比价的变化可以代表市场上投资者的风险偏好。8月铜价走势先抑后扬，与金价走势相仿。铜金比价波动很小，仅在4.23-4.4之间窄幅波动。

我们认为，当前国内政策持续发力，积极因素正在累积，中国经济修复的预期在强化，铜价重心有望进一步抬升。预计后市铜价表现会强于金价，铜金比价可能会上涨。

图表 15 铜金比价变化



图表 16 金价与铜价走势对比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

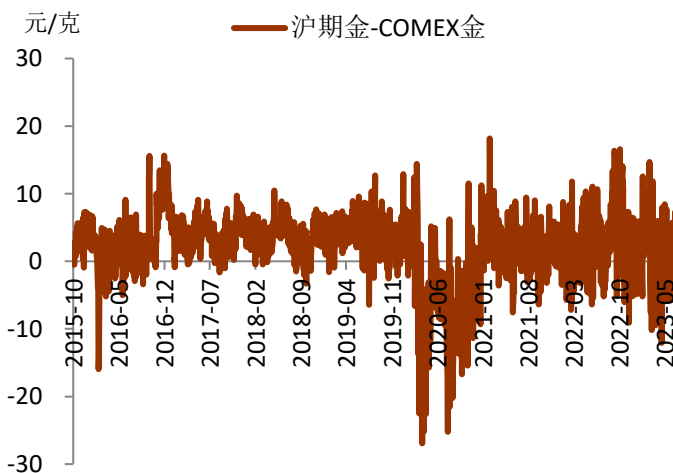
### 3、期现及跨期价差变化

金银内外盘价差受人民币兑美元汇率波动的影响较为明显。中美利差倒挂在 2022 年 11 月开始缩窄，人民币兑美元汇率也开始扭转跌势开启升值，之后沪期金与 COMEX 期金之间的价差也出现收敛，甚至出现负价差的现象。

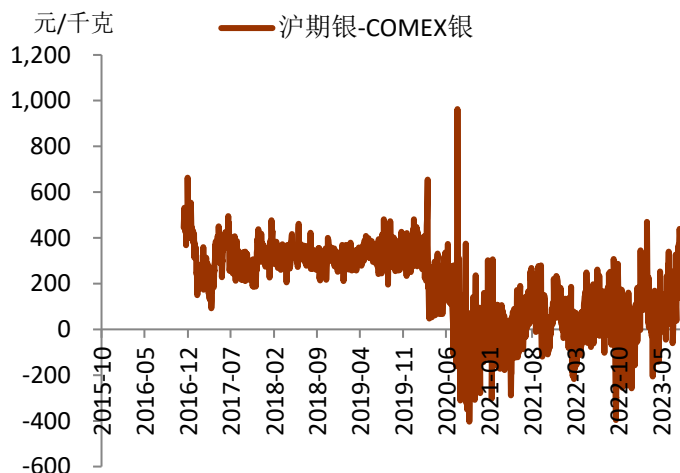
今年上半年，美国经济好于预期，中国经济的强预期未兑现，人民币兑美元汇率持续大幅贬值。进入 7 月，人民币兑美元汇率单边贬值趋势暂缓，8 月汇率波动较大先贬后升，沪期金与 COMEX 期金之间的价差跟随汇率波动先扩大再收敛。汇率对国内银价的影响弱化。

我们认为，在央行加强汇率稳定管理、国内经济预期转暖、美元指数接下来可能偏弱运行的多影响下，短期内人民币汇率有望升值，后续升值可能出现小幅升值。升值的幅度或仍取决于经济修复的程度和持续性。预计后面几个月内外盘金银价差会再度收敛。

图表 17 沪期金与 COMEX 金价差变化



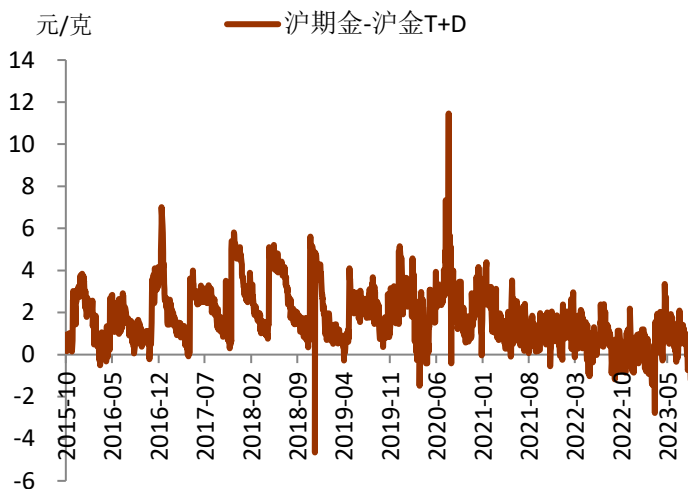
图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化



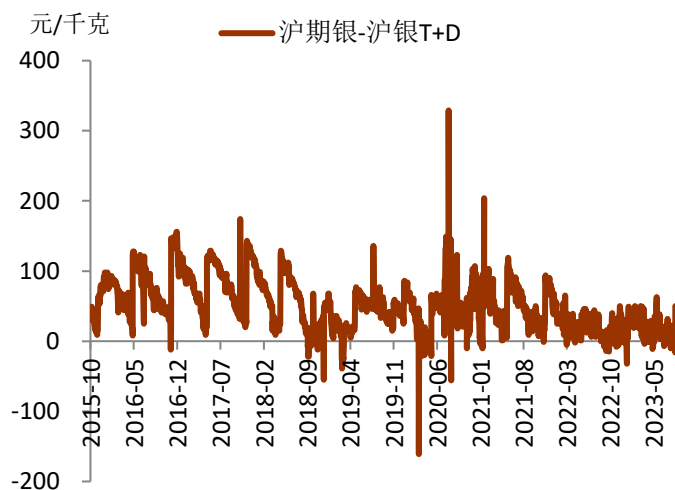
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图表 19 沪期金与沪金 T+D 价差变化



图表 20 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，进入 2023 年，金银库存持续下降的趋势。从 4 月份开始，COMEX 黄金期货的库存出现止跌回升，而白银期货的库存则继续下降，直到 5 月才开始小幅回升。6 月至 7 月，COMEX 黄金期货的库存小幅下降，而白银的库存则增加，进入 8 月，COMEX 黄金白银期货的库存都在下降。

截至 2023 年 8 月 31 日，COMEX 黄金期货的库存有 2139 万盎司，合计约 665 吨，环比减少 3.69%，比去年同期大幅减少 23.5%；COMEX 白银库存再度回升至 2.78 亿盎司，合计约 8638 吨，环比减少 1.41%，比去年同比减少 15.27%。

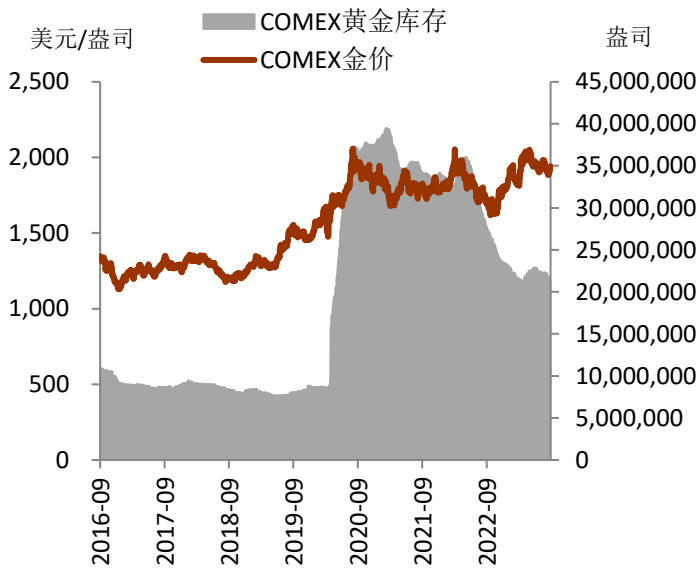
今年以来，上海期货交易所的白银库存持续下降，上海黄金交易所的白银库存变化不大。进入 7、8 月之后，上海期货交易所和上海黄金交易所的白银库存都减少，当前国内两大交易所的白银库存共计 3296 吨，比上月底 3505 吨减少了 209 吨。

图表 21 COMEX 贵金属库存变化

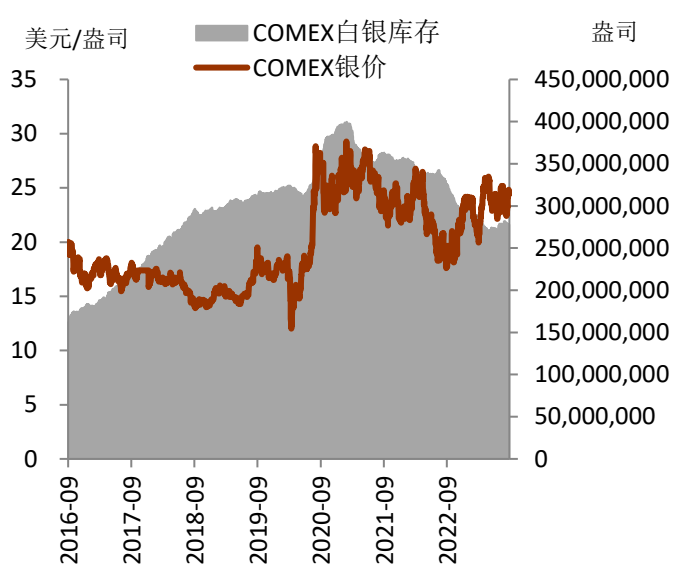
	2023/8/31	2023/7/31	2022/8/31	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	21389738	22209687	27960659	-819949	-3.69%	-6570921	-23.50%
白银(千盎司)	277734014	281695584	327803111	-3961570	-1.41%	-50069097	-15.27%

资料来源：iFinD，Bloomberg、铜冠金源期货

图表 22 COMEX 黄金库存变化

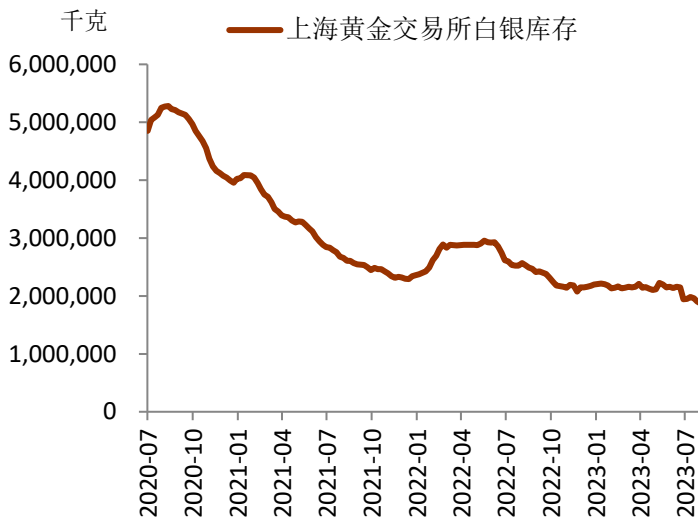


图表 23 COMEX 白银库存变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 24 上海黄金交易所白银库存变化



图表 25 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。

当前 ETF 的持仓变化与金银价格变化的跟随性减弱。8 月金银价格先抑后扬，但资金在持续流出黄金白银 ETF。截至 8 月 31 日，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持金量为 890 吨，比上个月减少了 19 吨；全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量为 13643 吨，比上个

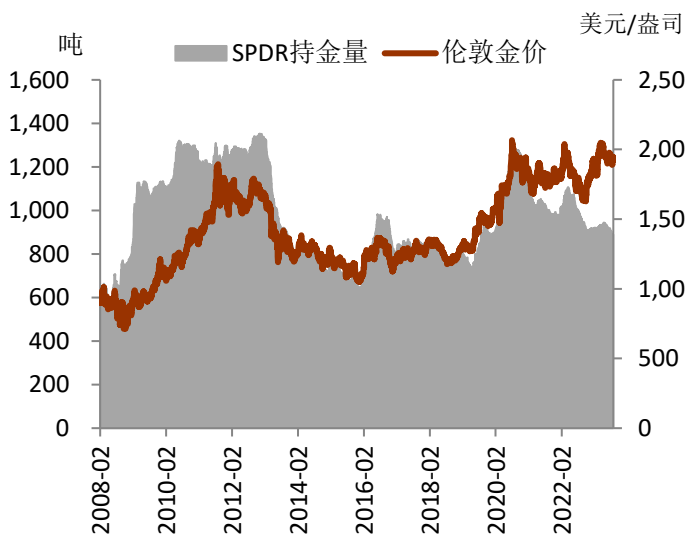
月减少了 400 吨。跟去年同期相比，黄金白银 ETF 的持仓都有明显下降。投资资金的持续流出，显示资金并不看好后期金银价格走势。

图表 26 贵金属 ETF 持仓变化

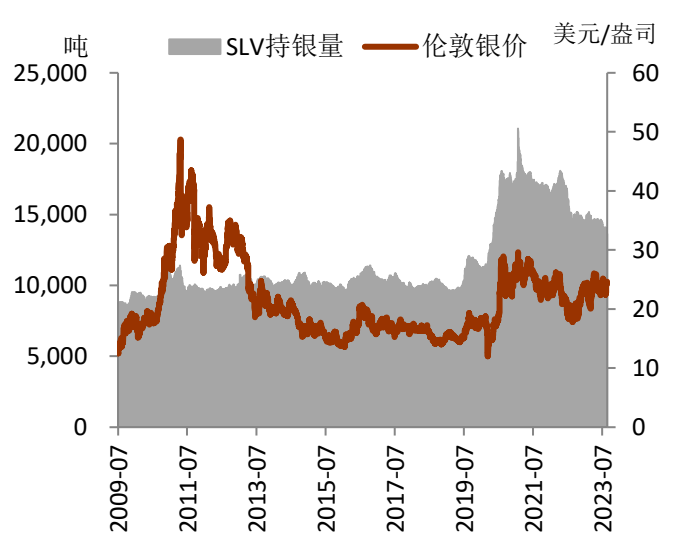
单位：吨	2023/8/31	2023/8/24	2023/7/31	2022/8/31	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	890.10	884.04	909.18	973.37	6.06	-19.08	-83.27
ishares 白银 持仓	13642.77	13876.67	14042.33	14529.68	-233.90	-399.56	-886.91

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 27 黄金 ETF 持仓变化



图表 28 白银 ETF 持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 6、CFTC 持仓变化

CFTC 的非商业性净多头持仓的变化代表了市场上短期投机资金的动向，在一定程度上影响着大宗商品的短期价格走势。

根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2023 年 8 月 29 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 123272 张；COMEX 白银期货持有非商业性净多单为 27133 张。COMEX 黄金白银期货的非商业性净多持仓在 8 月先减后增，特别是白银期货的净多头在下半个月明显增加，持仓变化与白银期货价格的强势反弹相符。

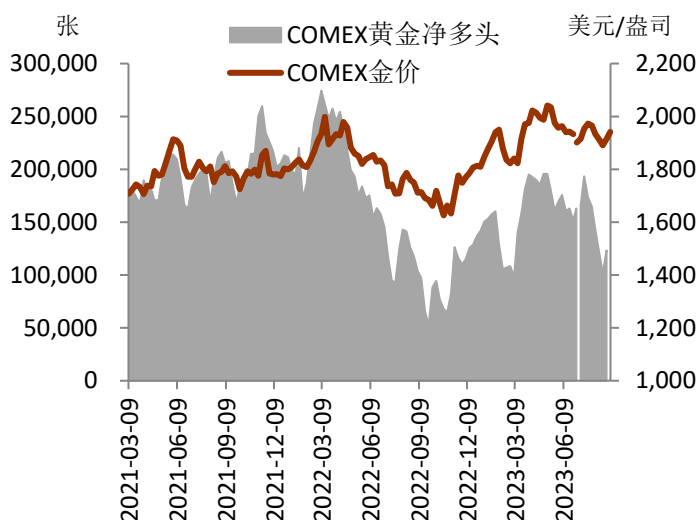
图表 29 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

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
2023-08-29	236054	112782	123272	21326
2023-08-22	226340	124394	101946	-19190

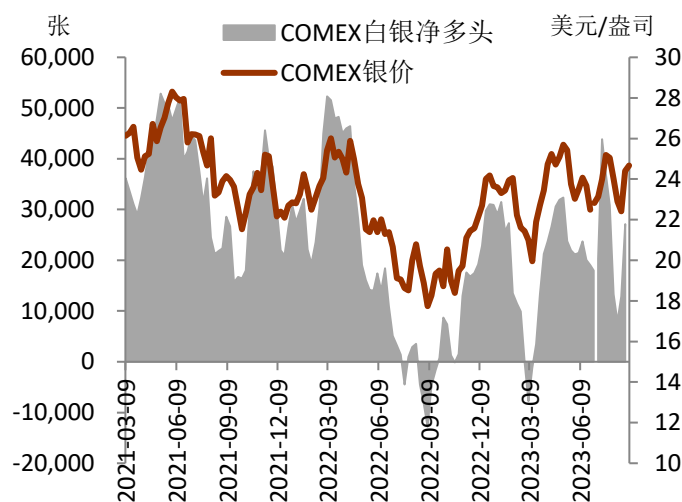
2023-08-15	233078	111942	121136	-21849
2023-08-08	228846	85861	142985	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2023-08-29	61744	34611	27133	14256
2023-08-22	52967	40090	12877	5016
2023-08-15	50692	42831	7861	-5463
2023-08-08	53781	40457	13324	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 30 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 31 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：

贵金属价格的主导逻辑依然是美联储的货币政策走向。在当前美联储即将结束加息，甚至明年可能开启降息的大背景下，贵金属价格的大趋势是看涨的。我们持续看好贵金属的长期多头配置价值。

当前美国经济好于预期，以及通胀的韧性决定了利率将在更长的时间维持高位，美联储加息将止降息尚远。虽然市场对于美联储开启降息的时间预期一再推迟，但可能依然过于乐观。我们认为，在美国通胀得到控制，经济衰退和就业趋弱的压力进一步显现，从而为美联储打开被动降息窗口之前，美国的政策利率都将维持在高位，长端实际利率的趋势性下行拐点仍需等待。

预计接下来一个月，金银价格将呈震荡偏弱走势。国际金价的波动参考区间为 1900-1980 美元/盎司，国际银价的波动参考区间为 22-25 美元/盎司。

策略建议：金银波段操作，当前可逢高沽空

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）

### 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。