



2023年3月6日

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

王志萍

从业资格编号 F3071895

投资咨询编号 Z0015287

wangzhiping@jinxinqh.com



美国经济韧性犹存，金银价格修正

——贵金属价格回顾及展望

内容提要

宏观上，短期美国经济呈现较强韧性，就业上，美国就业市场处于偏强格局；通胀上，能源、食品、核心服务价格是美国通胀的主要支撑力量，美国核心通胀回归 2% 的政策目标将是一个较长期的过程，美联储货币政策仍然是易紧难松，后续市场对加息终点预期大概率升温，预计上半年美联储将保持小幅加息节奏，3 月份和 5 月份美联储仍有继续加息 25 个基点可能，同时不排除有可能加息 50 个基点，年内美联储终端政策利率有可能会落在 5%-5.25%。

微观上，宏观因素导致机构持仓出现下降，但库存下降对贵金属价格形成强支撑，而白银价格受制于其工业属性。黄金白银库存下降，中短期来看黄金白银供需结构对金银价格构成支撑。

综合来看，欧美经济数据强化加息预期，美元指数及美债收益率抬升短期对贵金属价格构成施压作用，不过美元指数及美债收益率走势已反应美联储加息预期，后续美元指数上行动力将有所减弱，预计贵金属价格将技术性修正，中期贵金属仍然趋于上涨，建议中线上逢低多配黄金，白银建议谨慎操作。外盘 COMEX 黄金价格关注 2000 美元压力，下方第一支撑 1800 美元；COMEX 白银关注 25.0 美元压力，下方第一支撑 20.2 美元。内盘沪金 AU2304 参考区间 408-430，沪银 AG2306 参考区间 4750-5380。建议继续关注做多金银比价机会。

风险提示

全球“再通胀”超预期、美债及美元指数调整、全球地缘政治风险、机构持仓大幅变化

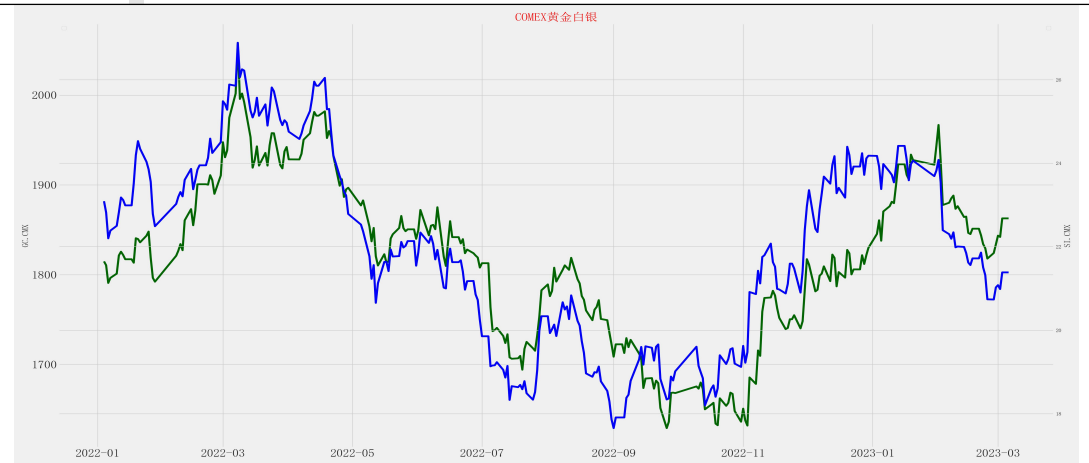
图表目录

图表 1: COMEX 黄金白银价格走势.....	3
图表 2: 沪金沪银价格走势.....	3
图表 3: 人民币兑美元汇率.....	4
图表 8: 美国 CPI 同比及环比增速.....	6
图表 9: 美国 PPI 各分项同比增速.....	6
图表 10: 美国 CPI 各分项同比增速.....	6
图表 11: 美国 CPI 各分项环比增速.....	6
图表 12: 美国 PPI 同比及环比变化.....	6
图表 13: 美国 PPI 商品和服务同比.....	6
图表 10: 美国 GDP 增速.....	7
图表 11: 美国 ISM 制造业 PMI.....	7
图表 12: 美国初请失业金人数.....	7
图表 13: 美国续请失业金人数.....	7
图表 14: 美国房价指数.....	8
图表 15: 美国消费者信心指数.....	8
图表 14: 欧元区各国 CPI 同比变化.....	8
图表 15: 欧洲天然气价格.....	8
图表 20: 欧洲国家 GDP 增速.....	9
图表 21: 欧元区制造业 PMI.....	9
图表 22: 欧元区服务业 PMI.....	9
图表 23: 德国商业景气指数.....	9
图表 27: 中国黄金储备.....	10
图表 28: 土耳其通胀.....	10
图表 29: 美国金币销量.....	10
图表 30: 美国银币销量.....	10
图表 33: COMEX 黄金库存.....	11
图表 34: COMEX 白银库存.....	11
图表 35: 上期所黄金库存.....	11
图表 36: 上期所白银库存.....	11
图表 37: SPDR 黄金 ETF (吨).....	11
图表 38: iShares 白银 ETF (吨).....	11
图表 39: CFTC 黄金持仓 (手).....	12
图表 40: CFTC 白银持仓 (手).....	12

一、金银价格行情回顾

2月，全球地缘政治和海外流动性持续冲击市场，全球市场风险偏好继续下降。土耳其地震引发金融市场振荡，土耳其股市触发熔断机制，土耳其货币里拉兑美元汇率一度创历史新低。美国经济数据继续走强，美联储持续加息的预期强化，中国强劲经济数据以及欧洲通胀压力强化了全球债市看跌情绪，全球债市的抛售压力增大，欧洲和美国各期限国债收益率继续攀升，日本10年期国债收益率突破了日本央行设置的收益率曲线控制政策（YCC）上限，美债收益率继续上行给股市带来压力，全球股市多数呈现震荡回落态势，美股、港股均出现下跌，欧洲主要股市低迷，日本股市先跌后涨，港股连续四周下跌。大宗商品方面，土耳其强震引发土耳其港口运输和能源管道受影响，IEA提高全球石油需求预测，而美国原油库存创2021年5月份以来新高，但俄罗斯计划于3月份将其西部港口的石油出口量削减25%，国际油价剧烈波动，欧洲天然气价格创一年半新低，而美元走强导致工业金属价格承压，贵金属价格继续回落。2月份，美元指数累计上涨2.82%，COMEX黄金价格累计下跌5.66%，COMEX白银价格累计下跌11.75%，金银比价逐步回升至88点位附近。

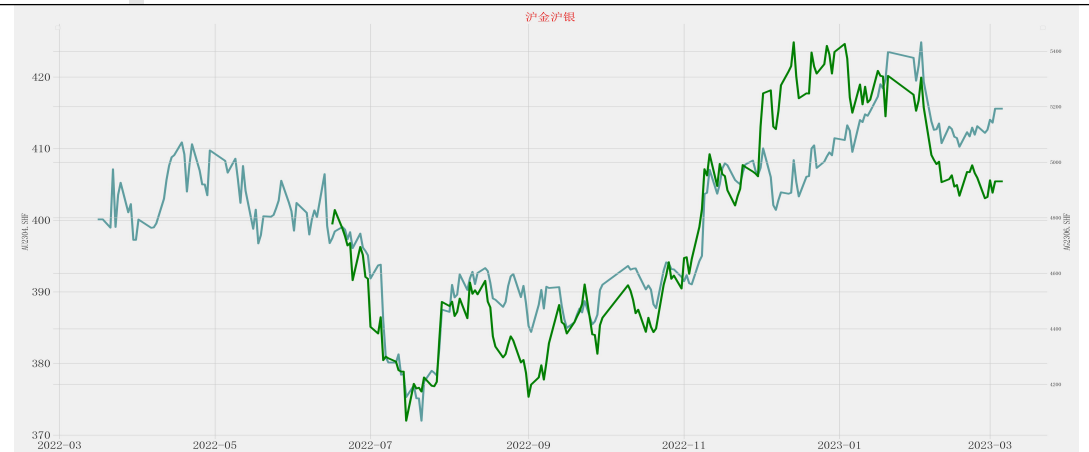
图表 1：COMEX 黄金白银价格走势



数据来源：Wind、优财研究院

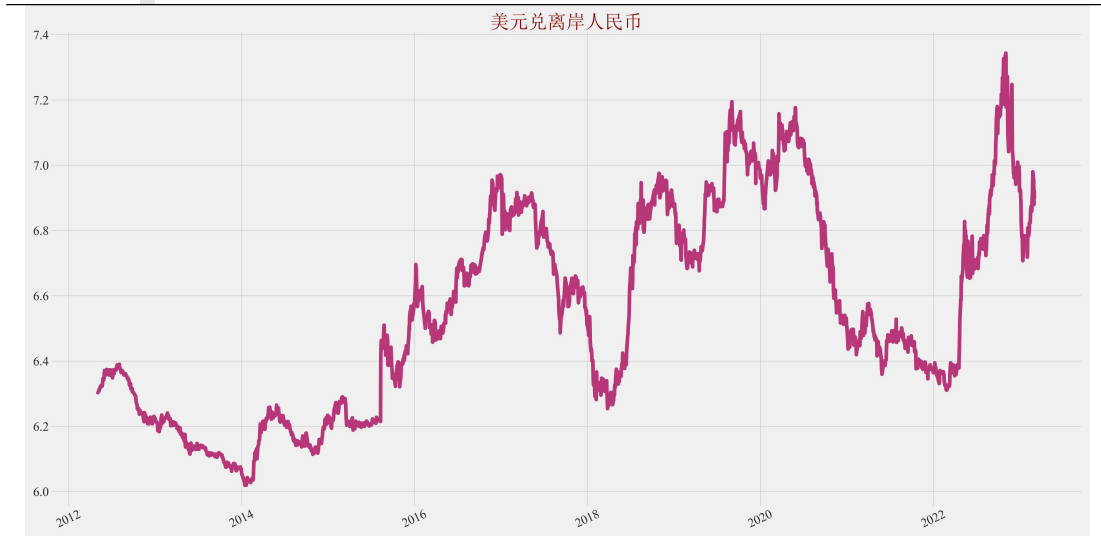
内盘方面，在美元走强的影响下，2月份人民币汇率表现趋弱，美元兑人民币上行至6.90-6.95附近，而沪金沪银价格相对外盘抗跌。1月份沪金主力合约累计下跌1.63%，而沪银主力合约累计下跌5.98%。

图表 2：沪金沪银价格走势



数据来源：Wind、优财研究院

图表 3：人民币兑美元汇率



数据来源：Wind、优财研究院

二、宏观分析

2月以来，全球制造业采购经理指数继续回升，全球经济下行态势有所缓解，美国经济数据偏强而美联储官员态度偏鹰，美元强势反弹，非美货币震荡回落，美国国债收益率上行，10年期美债收益率突破4%，2年和10年期美债收益率均创去年11月以来新高。

1. 美国经济突显韧性

美国通胀继续放缓，但仍高于预期。1月份美国CPI同比增速回落至6.4%，为连续第七个月下降，创2021年10月以来最小增幅，较2022年年内高点下降了2.7个百分点；核心CPI同比上升5.6%，增速继续回落。分项目来看，1月份美国能源价格同比上涨8.7%，其中汽油价格同比上涨1.5%，天然气价格同比上涨26.7%，电力价格同比上涨11.9%；食品价格同比上涨10.1%，较12月份略有回落，其中谷物价格同比上涨15.6%，肉类、家禽、鱼类和蛋类价格同比上涨8.1%；交通服务价格同比上涨3.8%，机票价格同比上涨25.6%；住房价格同比增速扩大至7.9%，租金价格同比增速继续上涨；新车价格同比上涨5.8%，而二手车价格同比下降11.6%；服装价格同比上涨3.1%，医疗保健价格同比上涨3.4%，娱乐同比上涨4.8%，教育与通信同比上涨1.0%，其他商品与服务价格上涨6.2%，而信息技术、硬件和服务同比下降4.1%，个人计算机及其周边设备同比下降6.2%。

环比来看，1月份CPI环比上升0.5%，创2022年6月以来最大增幅，核心CPI环比上涨0.4%。分项来看，美国商品通胀放缓，服装和新车价格成为核心商品的主要贡献项，而二手车和卡车成为主要拖累项，医疗保健和航空票价同样下降，但能源和食品价格上涨，住房通胀提速，租金依旧坚挺，服务业通胀飙升至30多年的最高水平。受国际油价影响，1月份美国能源价格环比上涨2%，其中汽油价格环比上涨2.4%，燃料油价格环比下降1.2%，而天然气和电力价格环比分别上涨6.7%和0.5%；食品价格环比上涨0.5%，家庭食品价格环比上涨0.4%，其中肉类、家禽、鱼、鸡蛋、谷物和烘焙产品的价格涨幅加速，特别是美国各地爆发禽流感导致鸡蛋价格飙升，而水果和蔬菜的价格涨幅有所下降，乳制品价格则保持不变；1月份交通服务价格环比上涨0.9%，但机票价格环比下降2.1%；服装价格

环比上涨 0.8%；新车价格上涨 0.2%，二手车价格下跌 1.9%；而占 CPI 总指数的三分之一左右的住房价格环比上涨 0.7%，租金价格环比上涨 0.7%；娱乐环比上涨 0.5%，医疗保健价格环比下降 0.4%，主要受医疗保险的拖累；教育与通信环比上涨 0.4%，信息技术、硬件和服务环比上涨 0.5%，其他商品与服务价格上涨 0.6%。

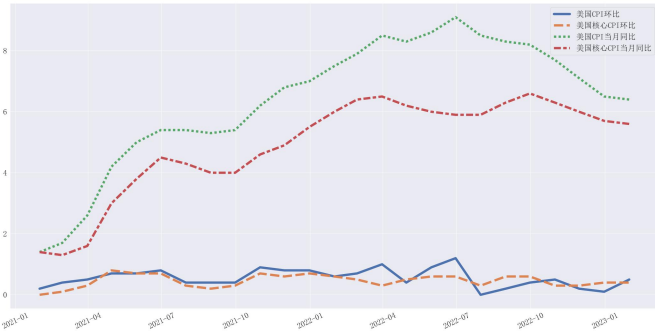
从 PPI 指标来看，美国 PPI 增速超预期。1 月份美国 PPI 同比增长 6.0%，PPI 反弹幅度超预期；核心 PPI 同比上升 5.4%，增速继续回落。从环比增速上看，1 月份 PPI 环比上升 0.7%，创去年 6 月以来最大增幅，核心 PPI 环比上涨 0.5%。美国 PPI 走高主要来自于最终需求商品价格上升，建筑商品、而最终需求服务价格整体持平。商品方面，1 月份美国商品 PPI 同比上涨 7.6%，为连续七个月放缓，环比上涨 1.2%，创去年 7 月份以来的最大涨幅。分项目来看，1 月份的大部分涨幅主要是由于能源价格上涨，能源成本上涨提振美国 PPI 走高。1 月份美国能源商品 PPI 同比上涨 10.3%，较 12 月份上涨 8.7% 的幅度扩大，而环比则上涨 5%，逆转了前两个月的下跌趋势；食品 PPI 同比上涨 11.5%，但环比下降 1.0%，为连续两个月下降；减去食品和能源的最终需求商品价格同比上涨 5.6%，环比上涨 0.6%。能源、金属、木材等生产资料价格上涨推动 PPI 上升，1 月份美国能源市场中，天然气、汽油、燃料油价格均明显走高，不过化工原料价格出现下降，而食品中水果和瓜类价格上涨，但鱼类及蔬菜价格大幅下跌助推食品价格环比下跌；商品方面，1 月份美国商品 PPI 同比上涨 7.6%，为连续七个月放缓，环比上涨 1.2%，创去年 7 月份以来的最大涨幅。分项目来看，1 月份的大部分涨幅主要是由于能源价格上涨，能源成本上涨提振美国 PPI 走高。1 月份美国能源商品 PPI 同比上涨 10.3%，较 12 月份上涨 8.7% 的幅度扩大，而环比则上涨 5%，逆转了前两个月的下跌趋势；食品 PPI 同比上涨 11.5%，但环比下降 1.0%，为连续两个月下降；减去食品和能源的最终需求商品价格同比上涨 5.6%，环比上涨 0.6%。能源、金属、木材等生产资料价格上涨推动 PPI 上升，1 月份美国能源市场中，天然气、汽油、燃料油价格均明显走高，不过化工原料价格出现下降，而食品中水果和瓜类价格上涨，但鱼类及蔬菜价格大幅下跌助推食品价格环比下跌。

从 PCE 指标来看，美国核心 PCE 环比大幅上行。美国 1 月 PCE 物价指数同比上涨 5.4%，而 PCE 环比上涨 0.6%，均超预期；核心 PCE 物价指数同比上涨 4.7%，较 12 月回升，核心 PCE 环比上涨 0.6%，创去年 6 月份以来新高。美国能源和核心商品价格上涨带动美国核心 PCE 环比回升，1 月份美国，核心商品环比上涨 0.5%，能源价格环比上涨 2%，而食品价格同比上涨 9.6%，环比上涨 0.4%，耐用品价格环比上涨 0.3%；核心服务价格环比上涨 0.6%，其中，租金 PCE 环比涨幅仍处于高位，而受出行持续火热的影响，交通服务价格环比上涨 1.1%，娱乐和餐饮价格均环比上涨 0.7%。

综合来看，美国总体通胀率趋于下行，但下行速度边际放缓，能源、食品、核心服务价格是主要支撑力量，美国 CPI 和核心 CPI 的环比上升一定程度上受季节性因素的影响，美国的能源、交通运输和食品饮料价格上涨仍然快于核心 CPI，而医疗、个人计算机及其周边设备价格上涨幅度要落后于核心 CPI。

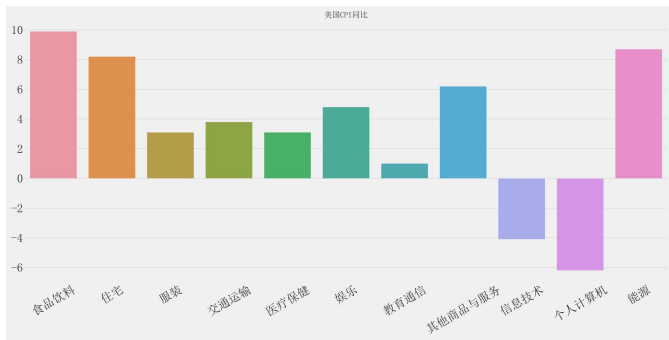
从驱动因素上看，美国国内外需求的回升增加了供应链的压力，美国能源价格重新上升，而食品价格维持较高水平，住房价格成为除食品和能源外推动美国物价上涨的主要因素。从 1 月份美国通胀数据来看，美国消费端和生产端通胀仍处于高位，美国能源和食品价格仍支撑美国通胀维持高位，在能源和食品价格等“高弹性”涨价因素影响下，整体通胀压力仍然存在。

图表 4: 美国 CPI 同比及环比增速



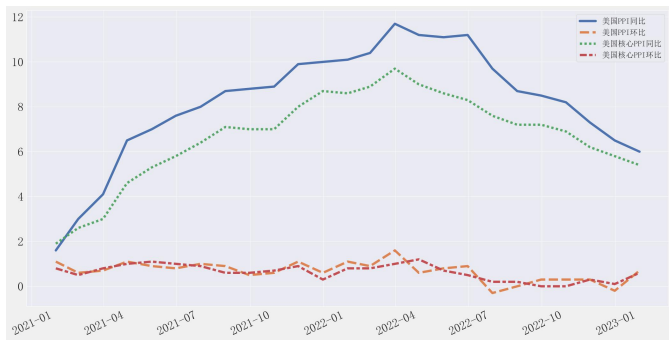
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 6: 美国 CPI 各分项同比增速



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 8: 美国 PPI 同比及环比变化



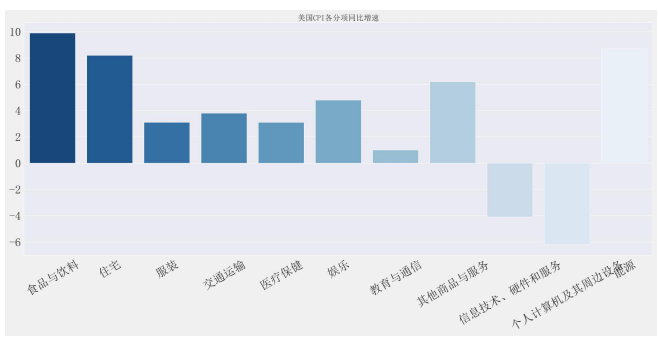
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 5: 美国 PPI 各分项同比增速



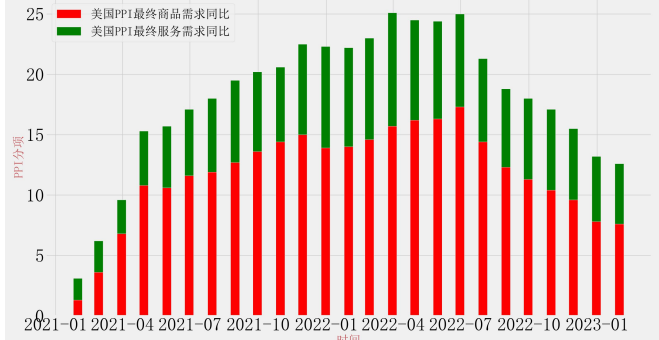
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 7: 美国 CPI 各分项环比增速



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 9: 美国 PPI 商品和服务同比



资料来源: Wind, 优财研究院

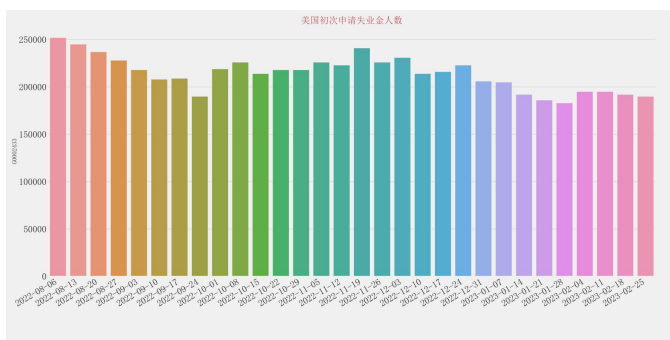
美国经济指标突显韧性。（1）**美国四季度 GDP 下修，而 PCE 被上修。**美国第四季度实际 GDP 年化季率从 2.90%下修至 2.7%，四季度核心 PCE 上修至 4.3%。美国 1 月份个人消费支出（PCE）价格指数同比增长 5.4%，环比增长 0.6%，其中，能源价格环比上涨 2%，食品价格上涨 0.4%，而核心 PCE 价格指数同比增长 4.7%，环比增长 0.6%，主要受能源价格上行以及核心商品增速回升的影响。1 月份美国个人收入和支出均呈现加速态势，收入环比增长 0.6%，而支出环比增长 1.8%创 2021 年 3 月以来最大增幅。（2）**美国就业市场的劳动力供应仍然紧张。**年初以来，美国初请失业金人数一直低于 20 万人，初请数据超预期下降显示美国就业市场依然强劲。截至 2 月 24 日当周，美国初请失业金人数为 19 万人，而截至 2 月 18 日当周续请失业金人数为 165.5 万人。（3）**美国零售销售数据显宗美国消费需求仍**

然强劲。1月份美国零售销售环比增长3%于市场预期创一年以来新高，同比增长6.4%，而核心零售销售环比增长2.3%。在普通商店销售额3.2%的增速下，百货商店销售环比增速达17.5%，为环比增速最快的分项，主要原因还是该部门过去两个月的销售不振。1月份美国餐饮酒吧、机动车&零部件销售商、家具和家装商店、电器商店的销售额环比增速高于均值，特别是零售数据中比重较高的汽车及零部件销售额分别环比增长达5.9%，但食品饮料商店销售额仅增长0.1%；服装及服饰配件商店销售额环比增长2.5%，环比增速较12月份加快；尽管1月份美国汽油价格上涨2.4%，但加油站销售额环比持平。（4）**美国制造业和服务业PMI数据走强。**美国2月Markit制造业PMI创4个月新高，服务业PMI重回荣枯线上方，创2022年6月以来新高，综合PMI则创8个月新高。而ISM美国制造业PMI上升至47.7，为六个月来首次改善，但仍于收缩状态。从构成美国PMI的分项看，新订单指数、新出口订单指数和进口分项指数均有所回升，物价支付指数大幅高于预期，生产指数则继续回落，就业指数降至49.1，制造业就业人数有所下降；（5）**美国利率上升冲击房地产，美国房价连续六月下跌，但新屋销售意外反弹。**美国1月份新屋销售环比增长7.2%至67万户，已经连续4个月增长，但同比下滑19.4%。美国20城房价连续第五个月环比下跌，同比涨幅创2020年9月来最小，而美国购房贷款申请降至28年低点。美国按揭贷款利率的快速飙涨，导致美国房地产市场大幅降温，30年期固定利率抵押贷款利率上升至6.62%，创去年11月以来最高。不过美国1月份新屋销售环比增长7.2%至67万户，为连续4个月增长，但同比下滑19.4%。对美联储转向的预期导致金融条件放松，美元指数和长债利率回落，居民购房意愿反弹，新屋销售连续3个月回升。（6）**美国消费者信心指数上升。**美国2月密歇根大学消费者信心指数初值录得66.4，为2022年1月以来新高。

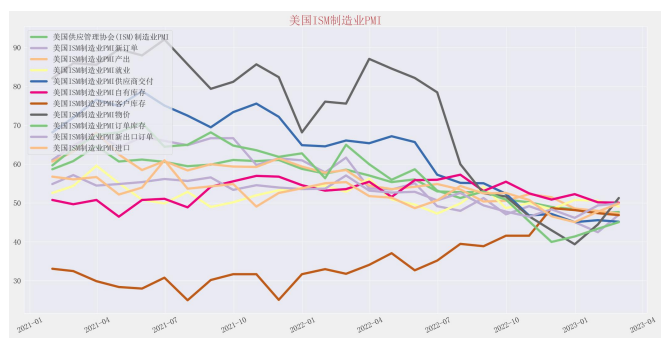
图表 10：美国 GDP 增速



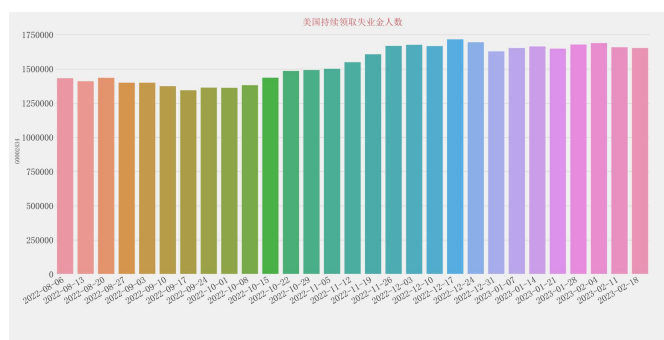
资料来源：Wind，优财研究院
图表 12：美国初请失业金人数



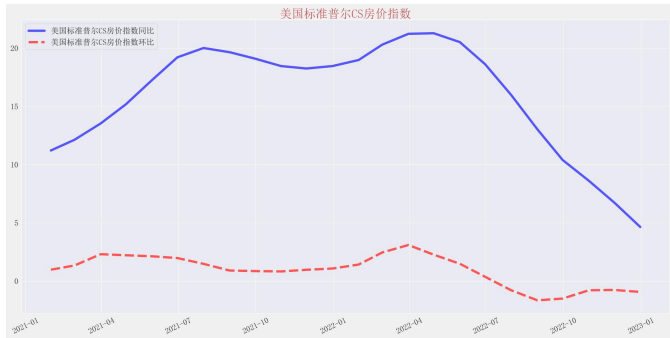
图表 11：美国 ISM 制造业 PMI



资料来源：Wind，优财研究院
图表 13：美国续请失业金人数

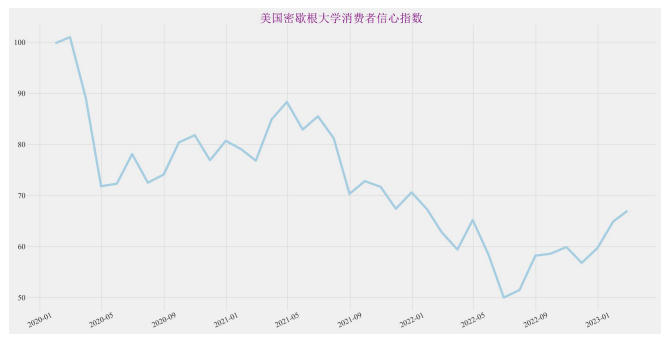


资料来源: Wind, 优财研究院
图表 14: 美国房价指数



资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院
图表 15: 美国消费者信心指数



资料来源: Wind, 优财研究院

2. 欧元区通胀上行

欧元区通胀上行，欧洲央行加息预期升温。（1）欧元区通胀上升，德国、法国和西班牙通胀超预期上行。欧元区 2 月通胀率同比上升 8.5%，略低于前值，环比上升 0.8%，高于预期，剔除能源、食品和烟酒价格的核心通胀率为 5.6%，仍位于历史最高水平。欧洲央行行长拉加德表示打算在 3 月加息 50 个基点，投资者预计欧洲央行 3 月加息 50 个基点，同时将在 11 月前将其关键存款利率上调至 3.85%；（2）德国通胀再次反弹。2 月份德国 CPI 同比上升至 9.3%，其中能源价格同比上涨 19.1%，家庭能源和汽车燃料价格同比上涨 19.1%，而食品价格上涨 21.8%。而环比上涨 1%，环比上涨 0.8%，均高于预期；（3）意大利核心 CPI 超预期。2 月份意大利 CPI 同比上涨 9.2%，低于前值，但高于预期，环比上涨 0.3% 高于预期。意大利央行预计 2022 年意大利平均通胀率将达 8.5%；（4）法国通胀创新高。法国 2 月 CPI 同比上涨 6.2%，创历史新高，环比上涨 6.2%。随着法国运输价格上涨，法国食品和服务成本上涨，2 月份法国食品价格上涨 14.5%，而服务业价格上涨 2.9%；（5）西班牙通胀继续上行。西班牙 2 月 CPI 初值超预期同比上涨 6.1%，通胀同比增速连续 2 个月上行。

2 月份以来，随着天气逐渐回温，欧洲能源价格下降，欧洲天然气库存下降速度放缓，天然气价格下跌近 20%，欧洲天然气基准价格的 TTF 天然气期货主力合约价格跌破至每兆瓦时 50 欧元，欧盟计划将其削减天然气用量的措施延长至明年冬季。而欧洲电力价格下降，德国电价下降为每兆瓦时 147 欧元，法国电价下降为每兆瓦时 167 欧元。

图表 16: 欧元区各国 CPI 同比变化



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 17: 欧洲天然气价格

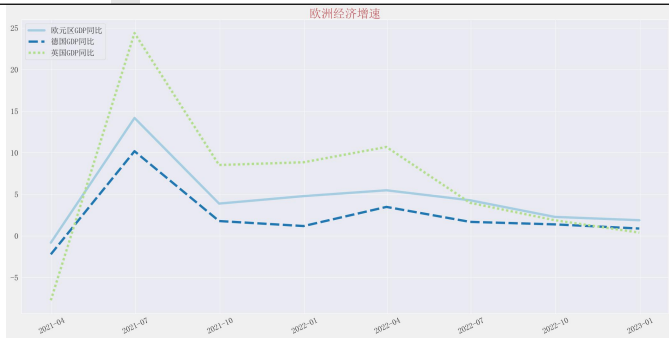


资料来源: Wind, 优财研究院

欧元区经济增速不及预期，但景气指数上升。（1）欧元区四季度 GDP 创 2021 年以来新低。欧元区第四季度 GDP 年率初值录得 1.9%，创 2021 年第一季度以来新低。欧盟委员会

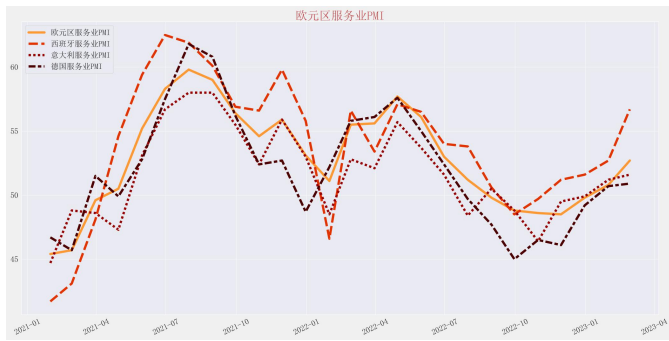
将 2023 年欧元区经济增长预测从之前的 0.3% 上调至 0.9%；（2）**欧元区制造业景气度不佳，英国、德国制造业 PMI 均有不同程度下降。**欧元区 2 月综合 PMI 初值升至 52.3，好于市场预期及前值，并创下 9 个月来最高水平，服务业 PMI 为 53.0，商业活动增速超预期，但制造业 PMI 连续 8 个月处于荣枯线水下以下；英国 2 月综合 PMI 终值升至 53.1，自去年 7 月份以来首次回到 50 荣枯线上方，制造业 PMI 终值 49.3，而服务业 PMI 为 53.5。英国利率期货定价英国央行 3 月有 96% 的可能性会加息 25 个基点；德国 2 月综合 PMI 终值为 50.7，制造业 PMI 降至 46.3，服务业 PMI 不及预期。（3）**德国商业景气指数上升。**德国 2 月 IFO 商业景气指数上升至 91.1，其中制造业、服务业、贸易和建筑业指标均环比上升，特别是服务业指标连续五个月环比上升，而制造业指标上升至 2022 年 5 月以来新高。

图表 18：欧洲国家 GDP 增速



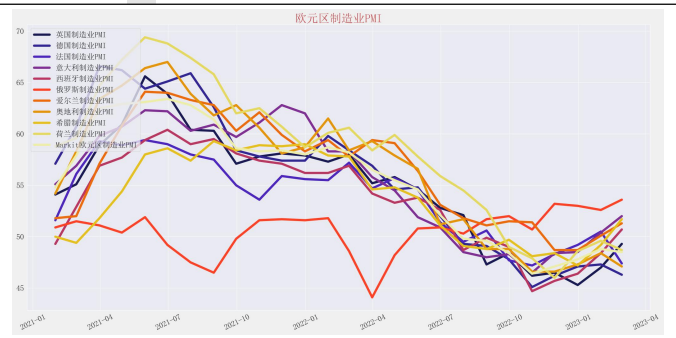
资料来源：Wind，优财研究院

图表 20：欧元区服务业 PMI



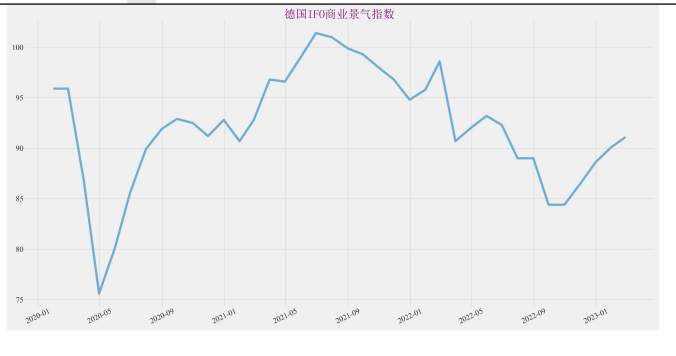
资料来源：Wind，优财研究院

图表 19：欧元区制造业 PMI



资料来源：Wind，优财研究院

图表 21：德国商业景气指数



资料来源：Wind，优财研究院

三、基本面分析

1. 实物需求

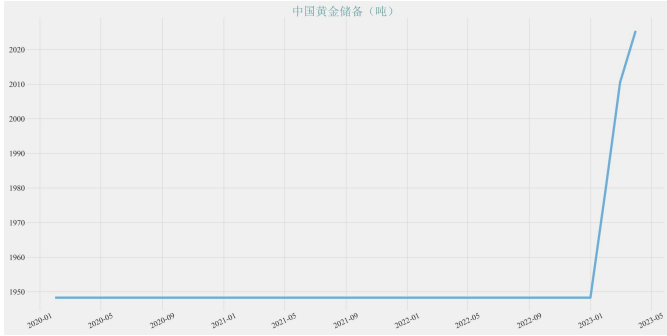
中国方面，2022 年中国黄金进口 1343 吨，同比大涨 64%，创 2018 年以来最高水平。2022 年 11 月，央行增持黄金 103 万盎司至 6367 万盎司，为 2019 年 10 月以来首次增持，而同期中国持有的美国国债规模降至 8700 亿美元；随后 12 月，中国人民银行增持黄金 97 万盎司至 6464 万盎司，为连续第二个月增持黄金，中国央行黄金储备总量首次超过 2000 吨。不过 2023 年 1 月份上海黄金交易所的黄金提取总量为 140 吨，较去年同期下降 25%，主要受春节假期影响。

印度方面，目前黄金、白银和铂金的关税已上调至 10%，而印度联邦预算今年将提高黄

金、白银和铂金的进口关税。1 月份印度黄金进口量同比暴跌 76%，主要是由于印度国内黄金价格上涨和进口关税提高导致需求下降。

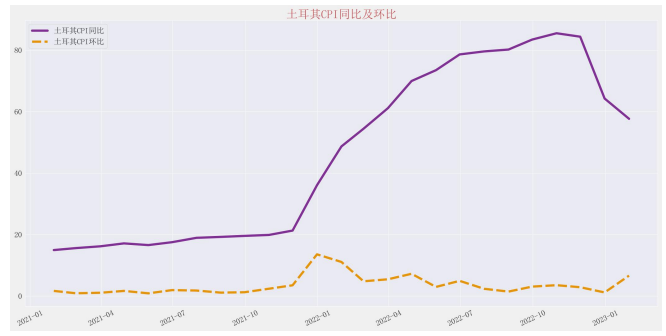
土耳其 1 月份从瑞士进口的黄金升至至少 2012 年以来的新高，主要是由于土耳其通胀飙升刺激了对贵金属的需求。2023 年 1 月，土耳其消费者价格指数（CPI）较去年同期上涨 57.68%。

图表 22：中国黄金储备



资料来源：Wind，优财研究院

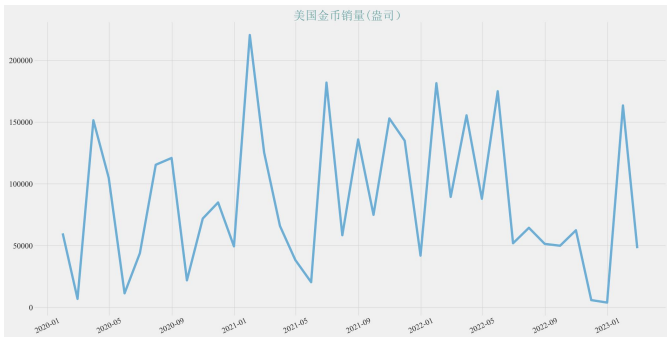
图表 23：土耳其通胀



资料来源：Wind，优财研究院

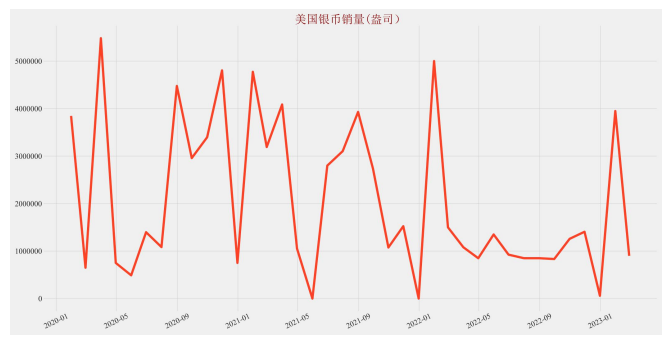
美国方面，随着美国圣诞假期结束以及强势美元打压贵金属价格，市场对金币和银币的消费和投资需求受到抑制，美国金币和银币销量开始逐步下滑。2023 年 2 月份，美国金币和银币销量同比和环比均出现大幅下降，2 月份共销售 4.8 万盎司美国鹰金币以及 90 万盎司银币。

图表 24：美国金币销量



资料来源：Wind，优财研究院

图表 25：美国银币销量



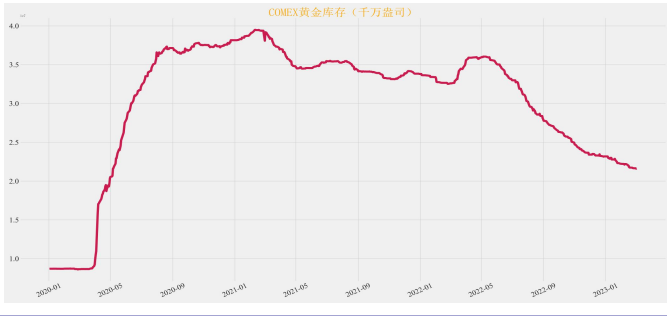
资料来源：Wind，优财研究院

2. 库存变化

2023 年年初以来，COMEX 黄金和白银库存延续了去年以来的下降趋势，其中 COMEX 黄金库存累计减少 153 万盎司至 2330 万盎司，下降幅度达 6.6%；而 COMEX 白银库存数量减少了 1175 万盎司，下降幅度达 4%。2 月份 COMEX 黄金库存减少 582,519 盎司，而 COMEX 白银库存减少 4,835,350 盎司。

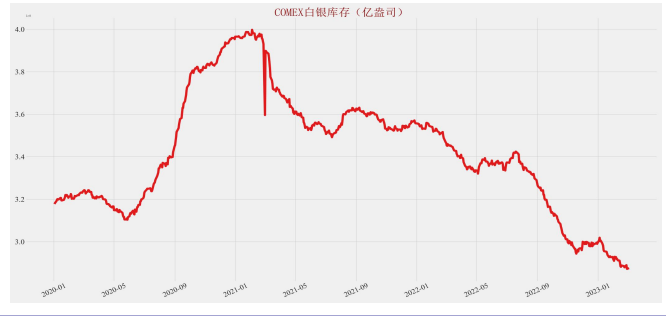
国内黄金白银库存相比国外而言下降幅度不大。年初以来，上期所黄金库存累计减少 549 千克至 2790 千克，下降幅度 16.4%，白银库存累计减少 137 吨至 2,015 吨，下降幅度达 6.3%。2 月份，上期所黄金库存减少 522 千克，而白银库存减少 180 吨，扭转了去年 10 月份以来的增加趋势。相比黄金而言，白银低库存则受到商品属性的支撑，工业需求上升背景下，全球供应缺口扩大，白银库存持续回落，预计白银价格将相对偏强。

图表 26: COMEX 黄金库存



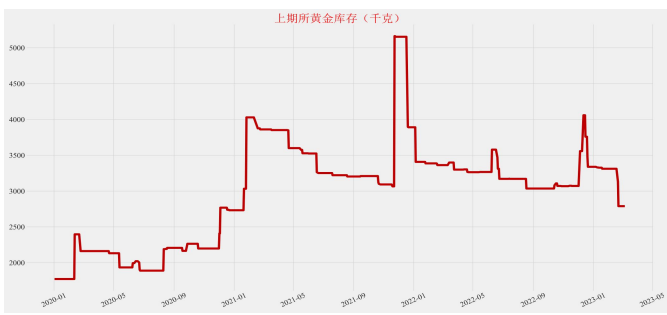
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 27: COMEX 白银库存



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 28: 上期所黄金库存



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 29: 上期所白银库存



资料来源: Wind, 优财研究院

3. 投资需求

年初以来, 机构对黄金和白银 ETF 持仓表现出一定分化, 黄金 ETF 持仓量小幅减仓, 而白银 ETF 持仓量明显增加。SPDR 黄金 ETF 持仓量累计减少 2.34 吨至 917.61 吨, iShares 白银 ETF 持仓量则增加 347 吨至 14,887 吨。SPDR 黄金 ETF 减仓主要在 2 月份, 其减仓 1.75 吨, 而 iShares 白银 ETF 增仓主要集中在 1 月份, 而 2 月份仅增仓 34 吨。

CFTC 持仓上, 由于金融公司 ION Trading UK 遭到攻击, CFTC 持仓报告断更近一个月。截至 2 月 7 日当周, COMEX 黄金投机者将净多头头寸减少 31466 手至 128815 手, 而白银投机者净多头头寸减少 13785 手至 13531 手。

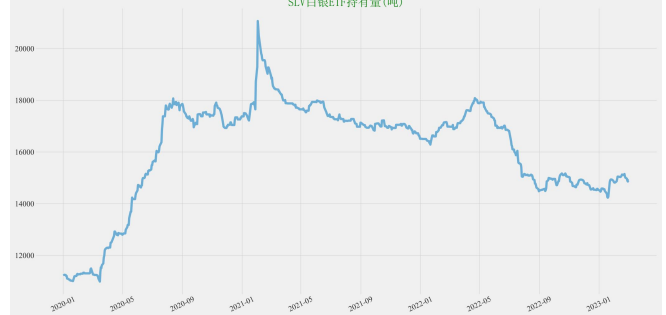
从 ETF 持仓变化来看, 2 月份 ETF 持仓变化和黄金价格表现相对一致, 而与白银价格走势出现明显的矛盾, 不过总体上仍可以看出机构对黄金白银信心均有所下降。

图表 30: SPDR 黄金 ETF (吨)



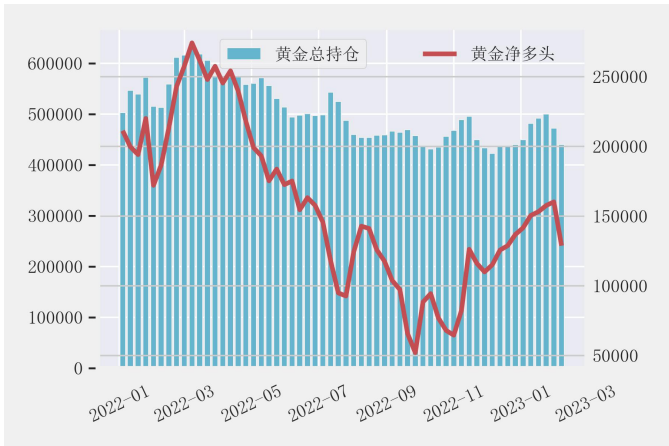
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 31: iShares 白银 ETF (吨)



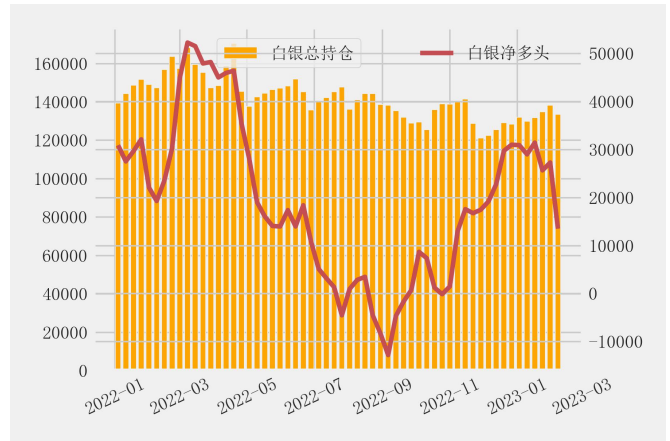
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 32: CFTC 黄金持仓 (手)



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 33: CFTC 白银持仓 (手)



资料来源: Wind, 优财研究院

四、行情展望

宏观上, 短期美国经济呈现较强韧性; 就业上, 美国就业市场处于偏强格局; 通胀上, 能源、食品、核心服务价格是支撑美国通胀的主要力量, 美国核心通胀回归 2% 的政策目标将是一个较长期的过程, 美联储货币政策仍然是易紧难松, 后续市场对加息终点预期大概率升温, 预计上半年美联储将保持小幅加息节奏, 3 月份和 5 月份美联储仍有继续加息 25 个基点可能, 同时不排除有可能加息 50 个基点, 年内美联储终端政策利率有可能会落在 5%-5.25%。

从通胀角度来看, 美国核心通胀主要分为核心商品通胀、住宅服务通胀、除住宅服务外的其他核心服务通胀三项。分项目来看, 核心商品通胀主要由汽车、医疗保健和服装等组成, 其中最大影响来自于汽车。美国新车价格继续上涨, 但上涨幅度放缓, 而二手车价格下跌, 但下降幅度同样放缓。另外服装价格和医疗保健商品价格有明显回升, 这两者对核心商品通胀重新回升仍有推动作用。未来随着供应链的正常化, 全球汽车产量预计增加, 在利率上升和新车、卡车的供应改善的情况下, 二手车价格预计将进一步下降, 同时美国利率不断上升将抑制对商品的需求, 美国核心商品通胀存在下行空间。

核心服务通胀主要由住房、医疗保健服务和交通运输组成, 其中最大影响来自于住房。美国疫情后美国房价的上涨主要由需求驱动, 由于美国住房需求存在滞后效应, 1 月份美国房价同比创 1982 年以来最大涨幅, 同时美国房租上涨, 住房租金增加了美国通胀的粘性。未来随着美国房贷利率上升, 住宅通胀有可能随之下降, 有助于推动美国核心通胀率下降, 但在购房门槛抬升、工资增长以及低失业率背景下, 房租通胀将缓慢调整。

其他核心服务通胀则与薪资增速息息相关。作为消费为主导的美国经济, 居民整体薪资水平在很大程度上影响居民消费的能力, 而消费支出又和就业市场高度关联, 进而从根本上影响美国经济的复苏。美国劳动力市场供给存在缺口的格局下, 职位空缺数大幅增加导致供需错配, 带动工资大幅上涨, 1 月份平均时薪环比上涨 0.3%, 同比增长 4.4%。美国低失业率以及企业利润率维持高位背景下, 薪资增速下行不会太快, 工资主导的非住房核心服务价格导致通胀压力难以实质性缓解, 核心通货膨胀率将保持在远高于目标水平之上。

微观上，宏观因素导致机构持仓出现下降，但库存下降对贵金属价格形成强支撑，而白银价格受制于其工业属性。黄金白银库存下降，中短期来看黄金白银供需结构对金银价格构成支撑。

技术形态上，外盘黄金白银价格触底后回归布林带中轨，均线系统重新排列，MACD 指标由绿柱转为绿柱，而国内沪金价格突破前期震荡区间并站上均线系统，但上主受前期高点阻力，而沪银价格暂时未能突破震荡区间，上方受 40 日均线阻力。

综合来看，欧美经济数据强化加息预期，美元指数及美债收益率抬升短期对贵金属价格构成施压作用，不过美元指数及美债收益率走势已反应美联储加息预期，后续美元指数上行动力将有所减弱，预计贵金属价格将技术性修正，中期贵金属仍然趋于上涨，建议中线上逢低多配黄金，白银建议谨慎操作。外盘 COMEX 黄金价格关注 2000 美元压力，下方第一支撑 1800 美元；COMEX 白银关注 25.0 美元压力，下方第一支撑 20.2 美元。内盘沪金 AU2304 参考区间 408-430，沪银 AG2306 参考区间 4750-5380。建议继续关注做多金银比价机会。

五、风险提示

全球“再通胀”超预期、美债及美元指数调整、全球地缘政治风险、机构持仓大幅变化

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他任何方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>