



2023年2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



## 美国通胀偏弱而就业偏强，金银价格高位波动 ——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“通胀偏弱+就业偏强”格局，美国能源和核心商品通胀持续回落，劳动力成本涨幅放缓，美国通胀持续放缓，但美国就业市场强劲，美联储加息仍存在变数。随着美国利率不断上升抑制对商品的需求，美国制造业经济活动加速收缩，同时美国房价连续五个月环比下跌，美国经济衰退压力增强。后续美联储政策将在抗通胀、稳增长、防风险三个目标之间寻求平衡。随着通胀预期回落，美联储加息预期放缓，美元指数中长期来看仍处于下行趋势，贵金属配置价值在提升。不过中国经济逐步复苏以及美元指数高位回落将助推人民币汇率反弹，将限制国内沪金涨幅。

微观上，机构持仓、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，而全球地缘政治紧张推升避险情绪以及欧美货币政策转向的背景下，机构对黄金白银的投资需求增加，中短期来看黄金白银供需结构对金银价格构成支撑。

总体来看，美国经济数据将继续引发市场对于美联储长期政策预期的修正。短期美国经济数据仍支持美联储继续加息，但通胀放缓背景下美联储加息幅度有继续放缓可能，美元紧缩力度大概率将边际转弱，美元指数筑仍处于下行通道，同时避险需求和实物需求继续支撑贵金属价格，金银价格在波动中仍有上行空间，预计金银价格将在震荡中延续重心逐步上移格局。外盘 COMEX 黄金价格关注 2000 美元压力，下方第一支撑 1820 美元；COMEX 白银关注 25.0 美元压力，下方第一支撑 21.8 美元。内盘沪金 AU2304 参考区间 408-435，沪银 AG2306 参考区间 4720-5680。建议关注流动性转向和基本面驱动下做多金银比价机会。

### 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

## 一、金银价格行情回顾

1月，全球地缘政治持续紧张，俄乌冲突持续，巴以冲突升级，欧盟对俄出口柴油限价，美国联邦债务达到上限，美国众议院议长选举落幕。世界银行大幅下调今年全球经济增长预期，美联储放缓加息带动美元走软，美元指数下逼101关口，非美货币普遍走高，欧元/美元一度突破1.10大关。美联储放缓加息政策的预期推动美债收益率下跌，十年期美债收益率下挫，美国3个月期和10年期国债收益率倒挂，而日本10年期国债收益率突破新上限。大宗商品方面，美元指数下行背景下大宗商品普涨，美国乐观经济数据和中国需求恢复提振国际原油价格；天然气增产、供应充裕和暖冬天气打压天然气价格，欧洲基准的TTF荷兰天然气期货1月份累计下跌24%，并徘徊在一年半以来低位；美国天然气1月份累计下跌40%且连续两个月大幅下跌。美国通胀数据降温、美联储放缓加息的背景下，1月贵金属价格呈现震荡分化，美元指数下行推动黄金价格持续走强，而白银价格受制于其工业属性。1月份，美元指数累计下跌1.32%，COMEX黄金价格累计上涨6.21%，COMEX白银价格累计下跌1.47%，金银比价逐步回升至81点位上方。

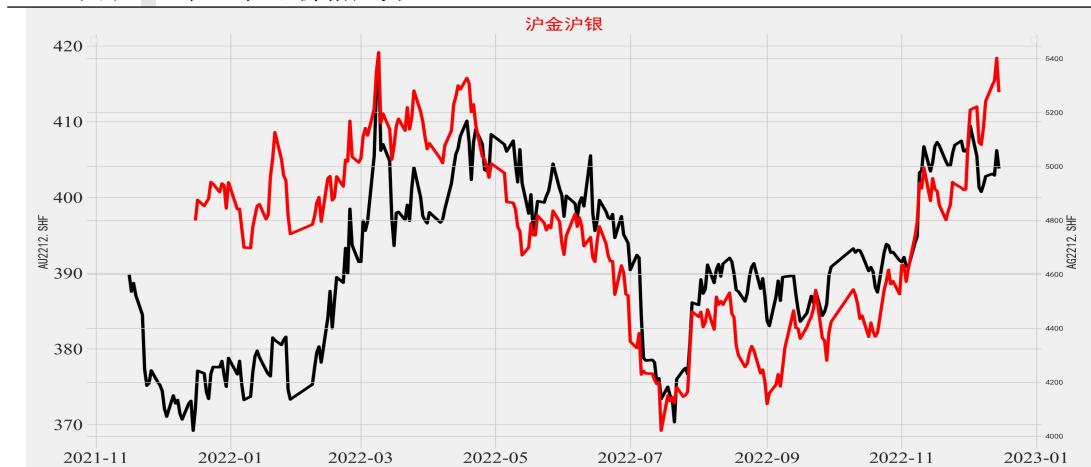
图表1：COMEX黄金白银价格走势



数据来源：Wind、优财研究院

内盘方面，国内经济逐步企稳，外部压力趋缓、内部因素改善背景下，人民币汇率持续走高，在岸、离岸人民币兑美元均升破6.7，而沪金沪银价格跟随外盘而分化，特别是受人民币汇率升值影响，沪金沪银整体表现均弱于外盘。1月份沪金累计上涨2.46%，而沪银累计下跌3.07%。

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



## 二、宏观分析

1月以来，全球制造业采购经理指数低位回升，全球经济下行态势有所缓解，欧美通胀集体放缓，美国就业市场超预期走强，房地产。

贵金属价格整体围绕市场对美元加息放缓博弈交易而波动。一方面，美联储官员表态出现分歧，美联储官员接连释放鹰派言论，带动美元及美债收益率反弹，但美联储会议纪要以及鲍威尔发表鸽派讲话，美元和美债收益率下跌，贵金属价格涨幅明显；另一方面，美国经济也表现出分化，表现在就业和零售销售表现强劲，但通胀数据明显回落，制造业PMI下滑，美国经济表现仍支持美联储继续加息，但加息幅度有可能放缓。

### 1. 美国就业和通胀

**美国非农就业大超预期。**美国1月新增非农就业51.7万人，大幅超市场预期；失业率下降至50年低点；劳动参与率意外上升至62.4%；平均时薪环比上涨0.3%，同比增长4.4%。

从结构上看，1月份美国各行业新增就业普遍增加，在美国金融、科技和房地产行业裁员背景下，美国整体劳动力市场仍然强劲，新增就业大超预期，显示美国劳动力需求仍然较强。1月份私人部门新增44.3万人，商品生产部门新增4.6万人，服务生产部门新增39.7万人。休闲和酒店业、医疗保健等服务行业就业岗位增幅明显，其中休闲和酒店业增加12.8万人，教育和保健服务业新增10.5万人，医疗保健增加5.8万人。政府部门新增就业人数7.4万人，增幅创7月以来最大值；零售业就业人数增加3万人，建筑业增加2.5万人，运输和仓储业增加2.3万人，制造业就业人数继续呈上升趋势。

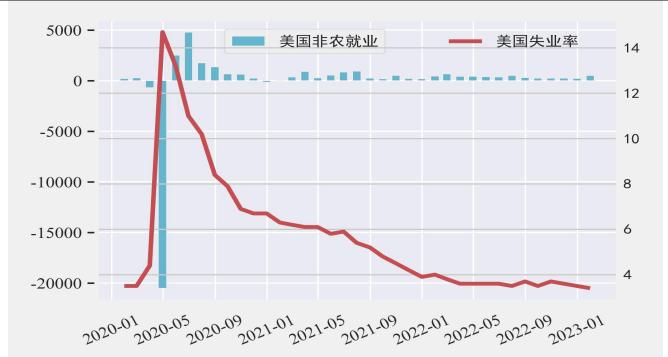
薪资方面，美国薪资增长略超预期，1月份平均时薪环比上涨0.3%，同比增长4.4%。职位空缺数大幅增加导致供需错配，带动工资大幅上涨。12月美国职位空缺数为1101万

人，为五个月高点，远远超过美国失业人数，职位空缺-雇佣缺口扩大，美国工资-物价螺旋上涨的压力仍然较大。1月份商品生产部门薪资环比上升0.4%，同比上升4.2%，私人服务部门薪资环比上升0.3%，同比上升4.5%；制造业时薪环比上升0.3%，同比上升3.2%；建筑业时薪环比上升0.4%，同比上升5.5%；采矿业时薪环比上升0.5%，同比上升4.3%；私人服务生产部门中，信息业时薪环比上升0.1%，同比上升5.8%；金融业时薪环比上升0.2%，同比上升3.9%。

另一方面，美国失业率下降至50年来低点，劳动参与率随着就业机会的增加而增加。1月份美国失业率继续下降至3.4%，黑人失业率降至历史最低水平。1月份美国永久性失业人数和暂时性失业人数均减少，U-3失业率下降至3.4%，为新冠疫情以来最低水平，同时也低于4.3-4.5%左右的“自然失业率”水平，而包括兼职人数的U-6失业率下降至6.6%，显示在通胀高企冲击消费和投资的背景下，兼职数量大幅下滑。而劳动参与率意外上升，主要由统计数据修订导致，但整体仍维持在2022年62.1%-62.4%的波动区间。

总体来看，美国服务业就业主导了美国非农就业增加的趋势，劳动参与率回升，美国非农就业报告带动美联储加息预期重新升温。美国服务业就业人数的大幅上升伴随着工资的显著上升，美国劳动力市场需求并未出现显著降温，薪资的回落速度可能较慢，对美国通胀降温构成一定的掣肘。

**图表4：美国新增非农就业及失业率**



资料来源：Wind，优财研究院

**图表6：美国U6失业率**



资料来源：Wind，优财研究院

**图表5：美国劳动参与率**



资料来源：Wind，优财研究院

**图表7：美国永久性和临时性失业人数**



资料来源：Wind，优财研究院

**美国通胀继续放缓，通胀预期回落。**12月份美国CPI同比增速回落至6.5%，为连续第六个月下降，创2021年10月以来最小增幅，较2022年内高点下降了2.6个百分点；核心CPI同比上涨5.7%，创2021年12月以来最小增幅。需求回落叠加能源品供给缓解导致了美国12月CPI持续回落，但服务通胀维持高位。2022年上半年，美国能源价格同比基本在25%的增速，但是进入四季度后美国能源价格明显回落，而食品价格仍维持较高水平。12月份美国能源价格同比增长7.3%，其中汽油价格同比下降1.5%，12月份美国汽油价格均值由11月的4.39美元/加仑下行至3.92美元/加仑；12月份食品价格同比增长10.4%，交通服务价格同比增长3.9%，而住宅价格同比增速扩大至7.5%，租金价格环比增速继续上涨，新车价格同比上涨5.9%，二手车价格则同比下降8.8%。

环比来看，美国CPI环比开始转负，12月CPI环比下降0.1%，为2020年5月以来首次录得负值，核心CPI环比上涨0.3%。分项来看，汽油价格的急剧下降带动12月CPI环比下降，能源和核心商品通胀继续回落，但住房通胀提速。受国际油价影响，美国能源价格环比下降4.5%，其中汽油价格环比下降9.4%；食品价格环比上涨0.3%，而交通服务价格环比下降2.5%，服装价格环比上涨0.5%，二手车价格环比下跌2.5%，而占CPI总指数的三分之一左右的住宅价格大幅上涨0.8%。

**从PPI指标来看，美国PPI增速延续放缓。**美国12月PPI同比上升6.2%，较预期和前值回落，环比下降0.5%，为8月以来首次出现环比下降；核心PPI同比增长5.5%，环比增长0.1%。终端商品价格暴跌导致美国PPI数据回落，能源和食品价格下降成为美国PPI回落的主要推动力，服务成本涨幅也出现回落。

**从PCE指标来看，美国核心PCE。**美国12月PCE物价指数同比上涨5.0%，为连续六个月放缓，同时创2021年10月以来最小涨幅，而PCE环比上涨0.1%，符合预期；核心PCE物价指数同比上涨4.4%，较11月继续回落，同时创2021年10月以来新低，核心PCE环比上升0.3%，美国服务消费价格上涨带动美国核心PCE环比回升。12月份，圣诞节对服务消费的需求带动交通服务、餐饮酒店等服务业环比增速明显上升，租金PCE环比涨幅出现边际回升，但食品价格环比涨幅有所放缓，机动车价格环比持续为负，二手车价格连续六个月环比回落，能源价格环比下跌导致总体PCE环比增速低于核心PCE环比增速。

**图表8：美国CPI同比及环比增速**

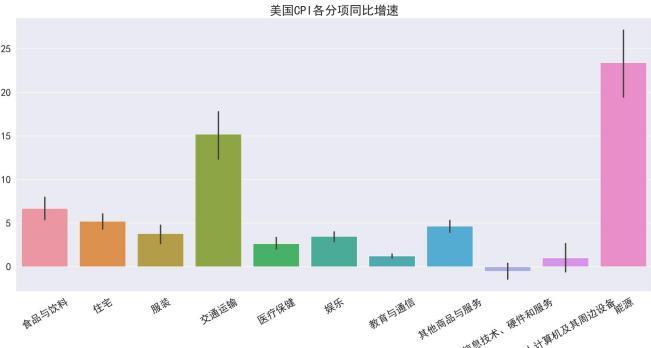


资料来源：Wind，优财研究院

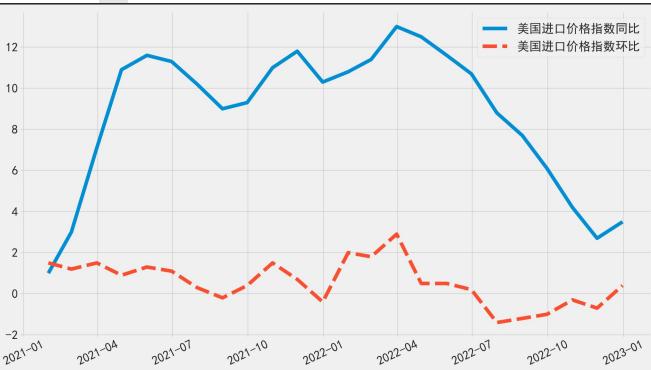
**图表9：美国PPI各分项同比增速**



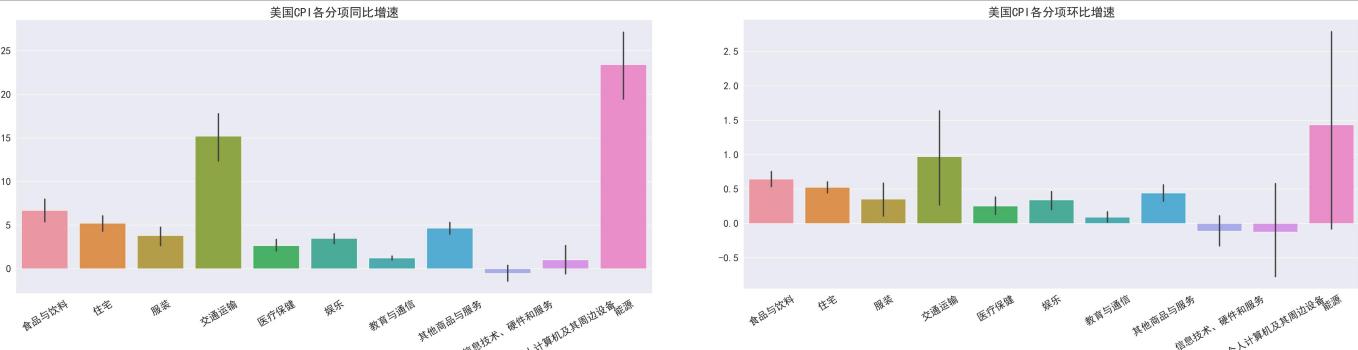
资料来源：Wind，优财研究院

**图表 10: 美国 CPI 各分项同比增速**


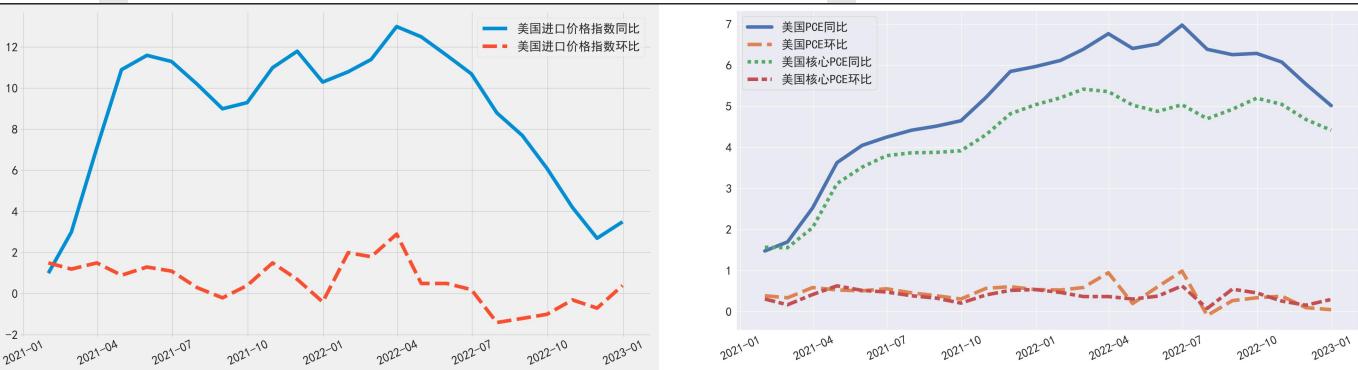
资料来源: Wind, 优财研究院

**图表 12: 美国进口价格指数指数**


资料来源: Wind, 优财研究院

**图表 11: 美国 CPI 各分项环比增速**


资料来源: Wind, 优财研究院

**图表 13: 美国 PCE 物价指数**


资料来源: Wind, 优财研究院

## 2. 欧元区通胀

**欧元区通胀集体放缓。** (1) **欧元区通胀整体放缓。** 欧元区 1 月调和消费者物价指数 (HICP) 同比上涨 8.5%，较 2022 年 12 月的 9.2% 下降了 0.7 个百分点，为连续三个月放缓。CPI 环比下降 0.4%，核心 CPI 同比上涨 5.2%。能源价格下降成为欧元区 CPI 放缓的主要驱动因素，1 月份欧元区能源成本下降至 17.2%，但食品成本有所抬升。 (2) **英国通胀进入下降通道。** 2022 年 12 月英国 CPI 同比上涨 10.5%，涨幅连续第二个月缩小，燃油价格下降带动英国通胀下降，但食品价格仍然大幅上涨。 (3) **德国通胀缓解。** 2022 年 12 月，德国 CPI 同比下降至 8.6%，环比下降 0.8%，能源价格同比涨幅回落至 24.4%，食品价格同比涨幅则回落至 20.7%，但服务价格增速仍然呈现上升趋势，而 PPI 同比依然处于 21.6% 的高位； (4) **意大利通胀率维持高位。** 1 月份意大利 CPI 同比上涨 10.9%，低于预期，环比上涨 0.2% 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%； (5) **法国通胀上扬。** 法国 1 月 CPI 同比上升 7.0%，高于前一个月 6.7% 的同比涨幅。随着法国政府结束燃料补贴并提高天然气价格上限，法国食品和能源价格加速上涨； (6) **西班牙通胀继续放缓。** 西班牙 1 月 CPI 初值超预期同比增长 5.8%，六个月来首次同比加快增长。

1 月份以来，欧洲能源价格下降，天然气价格和电力价格均下降。欧洲天然气基准价格的 TTF 天然气期货主力合约价格下降至每兆瓦时 55 欧元，而德国电价下降为每兆瓦时 150 欧元，法国电价下降为每兆瓦时 194 欧元。

**图表 14: 欧元区各国 CPI 同比变化**


资料来源: Wind, 优财研究院

**图表 15: 欧洲天然气价格**


资料来源: Wind, 优财研究院

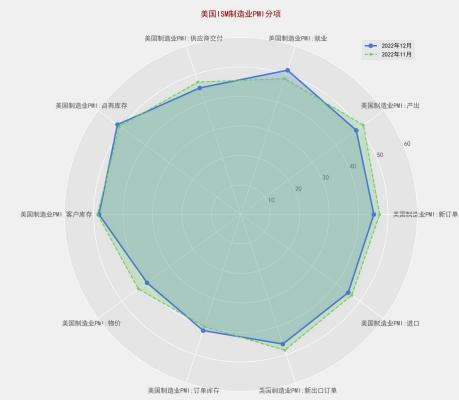
### 3. 欧美经济面临衰退风险

随着各国央行大幅加息，全球经济面临衰退风险。世界银行大幅下调今年全球经济增长预期，将 2023 年全球经济增长预期从去年 6 月份的增长 3.0% 下调至增长 1.7%，这是近 30 年来第三低的增速，并警告称三年内第二次衰退或至；韩国四季度经济萎缩，环比降 0.4%，为两年多来首次；日本政府 11 个月来首次下调整整体经济前景。

**美国经济经济指标继续下行。**（1）**美国经济增速放缓。**美国四季度 GDP 放缓至 2.9%，但高于预期，为 2022 年连续第二个季度环比正增长。分项来看，四季度美国实际个人消费支出年化季环比增长 2.1%，商品消费和服务消费分别为 GDP 贡献 0.26 和 1.16 个百分点。私人库存和净出口成为四季度美国 GDP 的主要贡献项，净出口对四季度 GDP 增速的贡献达 0.6%，但主要是由于进口商品增速显著走弱，大宗商品价格下跌以及美国内需求疲弱使得美国进口下降，同时需求放缓下的库存被动积压导致私人部门库存增加。同时高利率背景下，住宅投资回落较为明显。（2）**美国制造业指数下滑。**1 月份美国制造业 PMI 由 12 月的 48.4 降至 47.4，为连续第三个月下降，PMI 指数为 2020 年 5 月以来的最低水平。从构成美国 PMI 的分项看，需求减弱是 PMI 下降的主因制造业分项呈现分化，仅有就业和自有库存两项略高于 50。新订单和生产指数均进一步滑落至萎缩区域：订单库存反弹但仍偏低，自有库存和客户库存分项加速回落美国库存周期下行的压力较大；供应商交货指数微升至 45.6，供应链缓解以及需求放缓导致工厂交货速度加快；就业指数降至 50.6，制造业就业人数温和增长；美国能源和核心商品制造业采购价格指数反弹至 44.5，通胀持续回落，劳动力成本涨幅放缓，美国通胀压力有所缓解。综合来看，美国 1 月制造业 PMI 降幅超预期，美国制造业经济活动加速收缩。美国利率上升将继续抑制对商品的需求，工厂活动料将进一步减弱，美国经济衰退压力增强。（3）**美国零售销售环下降，但消费者信心回升。**美国 12 月零售销售环比下降 1.1%，为 2021 年 12 月以来最大降幅，核心零售销售环比下降 0.7%。通胀高企以及借贷成本上升导致美国消费者支出减少，汽油价格稳步下降导致加油站的销售额下降。不过美国消费者信心在 1 月份的改善程度超预期，美国 1 月密歇根大学消费者信心指数创 2022 年 4 月来新高；（4）**美国住房市场持续降温。**美国 2022 年二手房销售下降 17.8%，创 2008 年以来最大跌幅。美国 12 月成屋销售总数年化 402 万户，创 2010 年 11 月以来新低，美国 20 城房价连续第五个月环比下跌，同比涨幅为 2020 年 9 月来最小。（4）12 月耐用品订单月率录得 5.6%，为 2020 年 7 月以来最大增幅。

**图表 16: 美国 ISM 制造业 PMI 指数**


资料来源: Wind, 优财研究院

**图表 17: 美国 ISM 制造业 PMI 分项**


资料来源: Wind, 优财研究院

**图表 18: 美国零售销售环比**


资料来源: Wind, 优财研究院

**图表 19: 美国 30 年抵押贷款利率**


资料来源: Wind, 优财研究院

**欧元区经济增速下滑，制造业指数超预期。**（1）**欧元区经济增速下滑。**欧元区第四季度 GDP 年率初值 1.9%，创 2021 年第一季度以来新低，而环比增长 0.1%。分国家来看，德国 2022 年全年 GDP 增速达 1.9%，略高于预期，但德国四季度 GDP 意外陷入萎缩，环比下降 0.2%，能源成本飙升抑制需求，德国政府预计今年德国经济增长 0.2%；法国经济在 2022 年第四季度仅微幅增长 0.1%，国内需求不佳拖累了经济增长，家庭消费下降呈持续下降态势，外贸则为 GDP 增长的贡献为 0.5 个百分点；而英国在去年第三季度经济萎缩 0.3% 后，10 月和 11 月数据有所回升，不过英国央行预计 2023 年英国经济将萎缩 0.5%，一季度英国 GDP 将萎缩 0.1%。（2）**欧洲 PMI 数据超预期，德国和法国数据好转。**欧元区 1 月制造业 PMI 终值 48.8，创 2022 年 8 月以来新高，服务业 PMI 初值为 50.7，欧元区 1 月综合 PMI 初值为 50.2，均好于预期。法国 1 月制造业 PMI 初值创 7 个月以来新高，但综合 PMI 产出指数连续三个月下降；德国 1 月制造业 PMI 初值 47.3，不及预期，新订单明显疲软；英国 1 月制造业 PMI 为 47.6，创 2022 年 9 月以来新高，而 1 月服务业 PMI 为 48，不及预期。

（3）**欧元区投资者信心指数回升。**欧元区 1 月 Sentix 投资者信心指数为 -17.5，创 2022 年 6 月以来的最高水平，为连续第三个月回升，但仍处于负值区间；（4）**德国工业产出下降，商业景气指数走高。**德国 12 月工业产出环比下降 0.3%，主要受建筑业产出下降的影响，同时能源业产出环比下降 0.7%，不过德国工业新订单环比增长 2.8%，为连续第二个月环比增长，同时德国 1 月 IFO 商业景气指数录得 90.2，为 2022 年 6 月以来新高。（5）**法国工业产出反弹，制造业信心指数上升。**法国 12 月工业产出同比上升 1.4%，环比上升

1.1%，均好于预期。法国1月INSEE商业信心指数继续保持稳定，制造业信心指数上升至103；（6）**英国房价指数下降**。2022年11月英国GDP环比上涨0.1%，服务业继续成为推动英国经济增长的主要力量，但制造业出现下跌。不过12月份英国的服务业、制造业和建筑业均处于收缩状态，制造业PMI跌至43.5，创31个月新低，服务业PMI继续下跌，建筑业PMI降至48.8。而由于抵押贷款成本大幅上升，英国1月Nationwide房价指数环比下跌0.6%，创2020年6月以来最低。

图表20：主要国家GDP增速



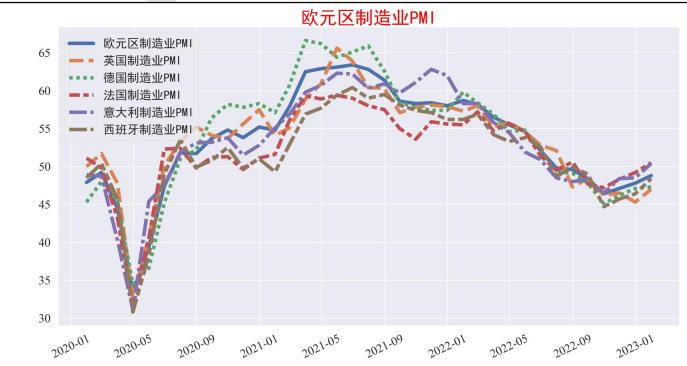
资料来源：Wind, 优财研究院

图表22：欧元区投资者信心指数



资料来源：Wind, 优财研究院

图表21：欧元区制造业PMI



资料来源：Wind, 优财研究院

图表23：英国房价指数

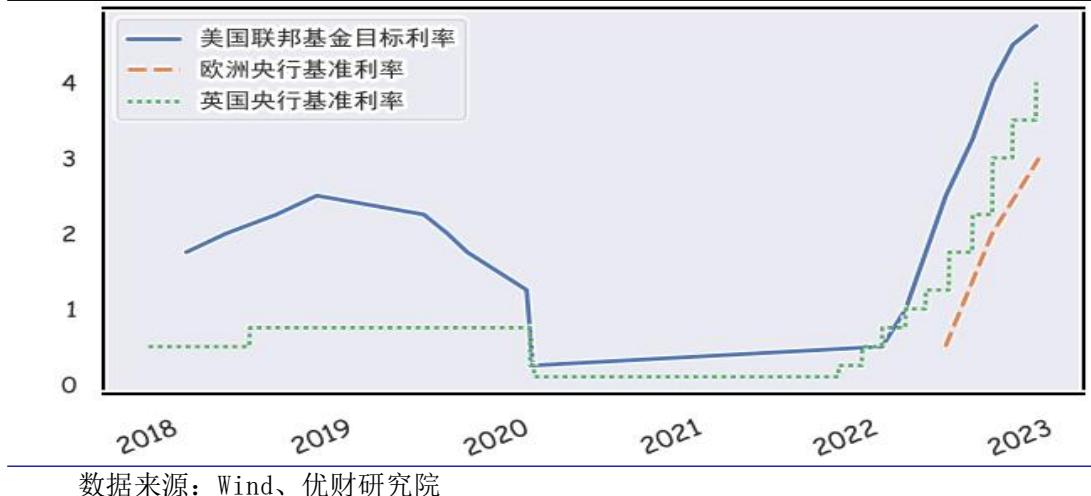


资料来源：Wind, 优财研究院

#### 4. 欧美央行加息落地

1月份以来，全球央行加息预期仍然是“跌宕起伏”，但随着欧美主要国家通胀降温，主要国家加息幅度相对温和，美联储、加拿大央行、韩国央行等均选择加息25个基点，而欧洲央行和英国央行仍再度加息50个基点。（1）美联储放缓加息至25个基点，同时暗示要继续加息。本轮加息周期美联储已8次加息，累计加息450个基点。市场预期美联储3月加息25个基点的概率为80%，终端利率在6月达到4.89%，到年底降息幅度约为50个基点。（2）欧洲央行在2月2日将欧元区三大关键利率全部上调50个基点，将主要再融资利率、边际贷款利率和存款利率分别上调至3.0%、3.25%及2.5%，这也是欧洲央行连续第五次大幅加息。欧洲央行在2022年7月份进行了自2011年以来首次加息，此后连续两次大幅加息75个基点，随后12月份加息幅度缩窄至50个基点。欧洲央行打算在3月份的下一次货币政策会议上再加息50个基点，然后将评估货币政策的后续路径。（3）英国央行再度加息50个基点，将利率上调至4.00%，为2008年10月以来最高水平，为英国央行自2021年12月以来连续第10次加息。（4）加拿大央行加息25个基点，基准利率达15年来

的最高水平，但同时加拿大央行明确表态将暂停加息。加拿大 12 月 CPI 环比下降 0.6%，为 2020 年 4 月以来最大降幅。（5）日本央行维持-0.1% 的鸽派利率决议不变，同时未进一步调整收益率曲线控制政策。

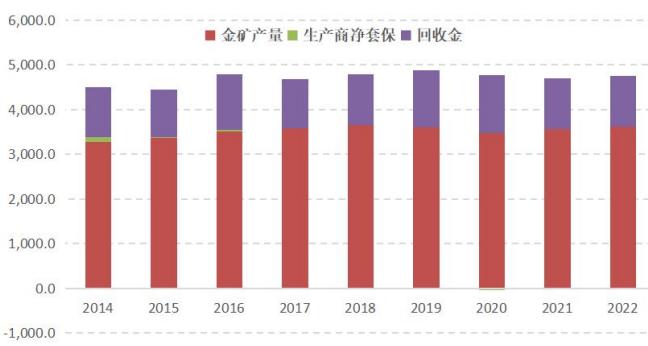
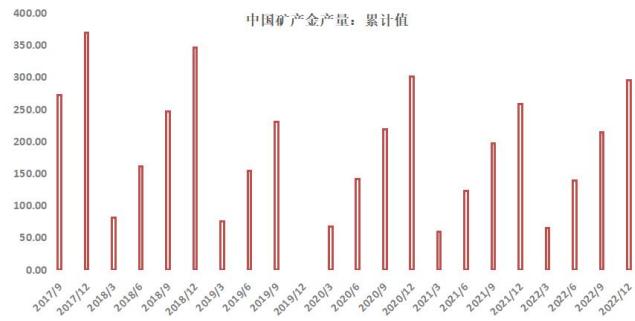
**图表 24：欧美央行利率**


### 三、基本面分析

#### 1. 黄金供给

供给上，根据世界黄金协会数据，2022 年全球总供应量同比增长 2% 至 4755 吨，金矿产量增加至 3612 吨，创下 4 年来新高，主要是由于疫情管控的放松、中国金矿产出的恢复以及全球多个矿区开采出更高品位的金矿石，而回收金供应量仅少量增加。

中国方面，2022 年中国国内原料黄金产量 372.048 吨，与 2021 年同期相比增产 43.065 吨，同比增长 13.09%。其中，黄金矿产金 295.423 吨，有色副产金 76.625 吨，进口原料产金 125.784 吨，同比增长 9.78%。中国黄金产量增长主要是由于黄金矿产大省产金量同比增长幅度较大，带动全国黄金产量的大幅上涨。2022 年，大型黄金企业(集团)境内矿山矿产金产量 148.066 吨，占全国的比重为 50.12%，比 2021 年同期增长 8.60 个百分点，而境外矿山实现矿产金产量 51.048 吨，同比增长 32.14%。

**图表 25：全球黄金供给变化**

**图表 26：中国矿产金产量**


资料来源：Wind，优财研究院

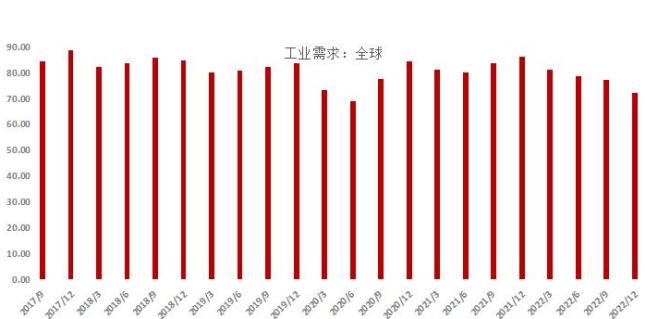
资料来源：Wind，优财研究院

## 2. 实物需求

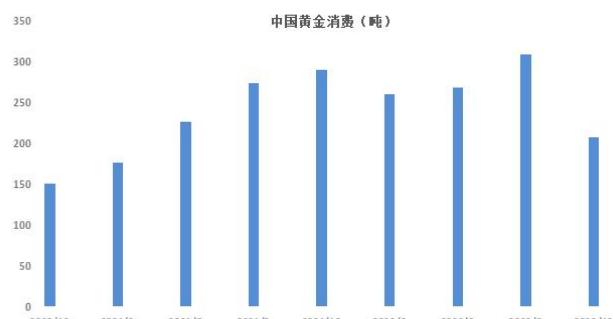
2022年黄金需求升至十年高点。2022年全球黄金总需求同比增长18%至4,741吨，是自2011年以来最高的年度总需求量。金饰需求稍显疲软，主要受疫情影响以及金价的反弹。德国需求持续走强推动欧洲的金条与金币投资总量超过300吨，中东地区也金条与金币年度需求同比增长42%。全球央行在2022年度购金需求较上年上涨152%，创下55年来的新高。

中国方面，2022年国内黄金消费市场在波动中恢复，但疫情等因素导致金饰需求走弱，国内金价持续处于高位以及汇率波动导致实物黄金投资需求整体下滑。2022年中国黄金消费量1001.74吨，与2021年同期相比下降10.636%。其中，黄金首饰654.32吨，同比下降8.01%；金条和金币需求共计218吨，相比2021年减少了24%，其中四季度中国金饰需求总计127吨，同比减少28%，是2009年以来最低的四季度需求；工业及其他用金88.48吨，同比下降8.55%。

图表 27：全球黄金工业需求



图表 28：中国黄金消费

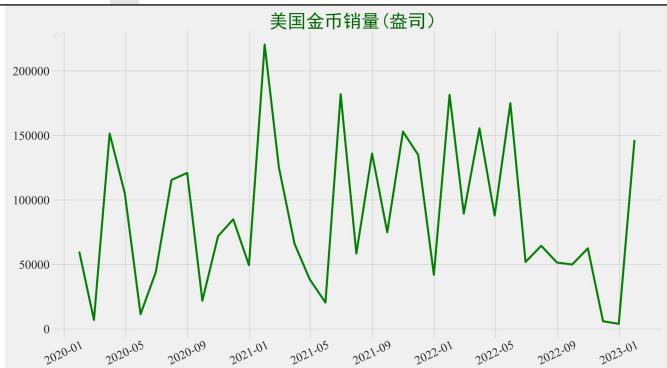


资料来源：Wind, 优财研究院

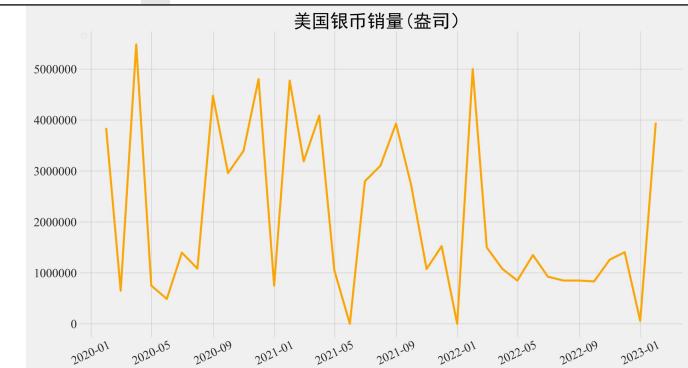
资料来源：Wind, 优财研究院

美国方面，2022年美国铸币局共销售98万盎司美国鹰金币以及1596万盎司银币。受假期因素影响，2022年年初阶段，美国金币和银币销售强劲增长，但其它季节美国金币和银币销量出现明显下滑。2022年美国金币和银币销量明显下滑，较2021年同期分别下降21.8%和43.5%。美国金币和银币销量下滑，一方面是由于强势美元打压贵金属价格，抑制了市场对金币和银币的消费和投资需求；另一方面是由于近年来比特币等代币的兴起，分流了部分投资需求。2023年1月份，受假期因素的影响，美国金币和银币销量环比有大幅增长，1月份共销售14.6万盎司美国鹰金币以及395万盎司银币。

图表 29：美国金币销量



图表 30：美国银币销量



资料来源：Wind, 优财研究院

资料来源：Wind, 优财研究院

白银方面，全球白银下游端以光伏产业和新能源行业为主。光伏上，近年来全球光伏新增装机量快速提升，光伏对白银的需求推动了全球白银实物格局转为供不应求。2022年以来中国光伏行业继续回暖，根据国家能源局数据，前三季度中国光伏新增装机量52.6GW，而全年新增装机量有望突破100GW。同时俄乌冲突导致欧洲对更大的能源独立性的需求增加，德国光伏装机大增。新能源方面，汽车领域的银消耗量已成为目前全球工业银需求量最大的应用。2022年全球电动汽车的销量首次实现了约10%的市场份额。初步研究显示，2022年全球纯电动汽车销量总计约780万辆，较上年增长68%，欧盟电动汽车销量创纪录以来新高。预计汽车电气化、5G建设和绿色技术设施等将带动白银的工业需求回暖。在全球电动化的大趋势下，印尼或将于2月初公布电动汽车补贴政策，预计2023年全球新能源汽车销量将保持快速增长态势。

**图表 31：中国光伏装机容量**


资料来源：Wind, 优财研究院

**图表 32：中国新能源汽车销量**


资料来源：Wind, 优财研究院

### 3. 库存变化

2022年，COMEX 黄金库存累计减少1051万盎司至2330万盎司，下降幅度达31%；而COMEX 白银库存数量减少了3.7亿盎司，下降幅度达25%，特别是三季度以来，COMEX 白银库存下降了超3932万盎司。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。2023年1月份以来，COMEX 黄金白银库存均继续减少。1月份COMEX 黄金库存减少958,206盎司，而COMEX 白银库存减少7,434,155盎司。

国内黄金白银库存相比国外而言下降幅度不大。2022年，上期所黄金库存累计减少552千克至3,339千克，下降幅度14%，上期所黄金库存下降主要集中在年初，三季度后上期所黄金库存变化不大，不过12月有小幅增加；而白银库存累计减少208.7吨至2,151吨，不过进入2022年10月份后，上期所白银库存有所上升，显示出一定的累库现象，暗示现货需求有所回落。2023年1月份，上期所黄金库存减少27千克，而白银库存增加33.3吨。

图表 33: COMEX 黄金库存



图表 35: 上期所黄金库存



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 34: COMEX 白银库存



图表 36: 上期所白银库存



资料来源: Wind, 优财研究院

#### 4. 投资需求

2022 年, 美联储持续大幅加息推升美元指数至 20 年来新高, 从而抑制了贵金属价格, 黄金和白银 ETF 持仓量均出现明显流出。根据世界黄金协会数据, 黄金 ETF 在 2022 年流出了 30 亿美元, 相当于持有量减少了 110 吨, 同比下降 3%。2022 年中国市场上的黄金 ETF 总持仓共计减少 24 吨, 创下有记录以来最大年度流出量。截止 2022 年底, 国内黄金 ETF 总持有量为 51.4 吨。2022 年, 全球最大的白银 ETF 安硕白银指数基金 (iShares Silver Trust, SLV), 其白银持有量累计减少 27.18 公吨至 14,558.06 吨。

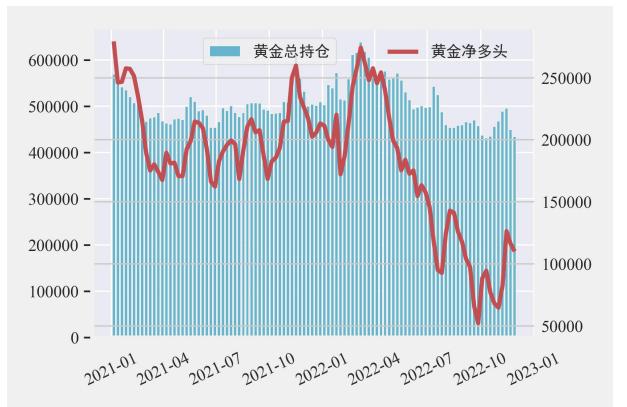
2023 年 1 月份以来, 机构对黄金和白银 ETF 持仓表现出一定分化, 黄金 ETF 持仓量基本持平, 而白银 ETF 持仓量明显增加。1 月份, SPDR 黄金 ETF 持仓量小幅减少 0.59 吨至 917.05 吨, iShares 白银 ETF 持仓量则增加 313.06 吨至 14,852.73 吨。

CFTC 持仓上, 1 月份 CFTC 黄金和白银净多头同样均出现分化, CFTC 黄金净多头增加, 而白银净多头减少。1 月份 CFTC 黄金投机多头持仓增加 23786 手至 253311 手, 空头持仓增加 2993 手至 95638 手, 黄金投机性净多头增加 20793 手至 157673 手; 白银投机多头持仓减少 275 手至 55595 手, 空头持仓增加 5068 手至 29911 手, 白银投机性净多头减少 5343 手至 25684 手。

从 CFTC 黄金白银净多头持仓以及 ETF 持仓变化来看, 1 月份黄金白银价格表现和 CFTC 持仓变化相对一致, 而 ETF 持仓变化则与黄金白银价格走势出现明显的矛盾。不过 1 月份以来 CFTC 黄金和白银总持仓均增加, 说明机构对黄金白银的兴趣增强。

**图表 37: SPDR 黄金 ETF (吨)**


资料来源: Wind, 优财研究院

**图表 39: CFTC 黄金持仓 (手)**


资料来源: Wind, 优财研究院

**图表 38: iShares 白银 ETF (吨)**


资料来源: Wind, 优财研究院

**图表 40: 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“通胀偏弱+就业偏强”格局，美国能源和核心商品通胀持续回落，劳动力成本涨幅放缓，美国通胀持续放缓，但美国就业市场强劲，美联储加息仍存在变数。随着美国利率不断上升抑制对商品的需求，美国制造业经济活动加速收缩，工厂活动料将进一步减弱，同时美国房价连续五个月环比下跌，美国经济衰退压力增强。后续后续美联储政策将在抗通胀、稳增长、防风险三个目标之间寻求平衡。随着通胀预期回落，美联储加息预期放缓，美元指数中长期来看仍处于下行趋势，贵金属配置价值在提升。不过中国经济逐步复苏以及美元指数高位回落将助推人民币汇率反弹，将限制国内沪金涨幅。

微观上，机构持仓、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，而全球地缘政治紧张推升避险情绪以及欧美货币政策转向的背景下，机构对黄金白银的投资需求增加，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，外盘黄金白银价格未能突破布林带上轨，均线系统重新排列，KDJ 指标向下发散，MACD 指标均呈现绿柱，而国内沪金价格受汇率影响波动加大，短期仍处于高位震荡区间，沪金下方受 60 日均线支撑，而沪银价格短期偏弱。

总体来看，美国经济数据将继续引发市场对于美联储长期政策预期的修正。短期美国经济数据仍支持美联储继续加息，但通胀放缓背景下美联储加息幅度有继续放缓可能，美元紧缩力度大概率将边际转弱，美元指数筑仍处于下行通道，同时避险需求和实物需求继续支撑贵金属价格，金银价格在波动中仍有上行空间，预计金银价格将在震荡中延续重心逐步上移格局。外盘 COMEX 黄金价格关注 2000 美元压力，下方第一支撑 1820 美元；COMEX 白银关注 25.0 美元压力，下方第一支撑 21.8 美元。内盘沪金 AU2304 参考区间 408-435，沪银 AG2306 参考区间 4720-5680。建议关注流动性转向和基本面驱动下做多金银比价机会。

## 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。本报告清晰准确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获得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資目标、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/>