



2023 年 3 月 28 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



避险情绪升温，金银价格狂飙

——贵金属一季度回顾及二季度展望

内容提要

一季度以来，海外宏观风险频发，市场资产波动剧烈，欧美银行爆发流动性风险，美国硅谷银行崩盘，随后瑞士信贷在欧洲银行业引发的震荡，欧美金融市场流动性危机升温，市场担忧蔓延风险，避险情绪拉升，避险资产走强。全球流动性紧缩，欧美央行继续收紧货币政策，全球央行加息潮此起彼伏。欧美银行业危机加剧，而美国经济表现韧性，货币大幅波动，美元指数走势一波三折，贵金属价格先抑后扬。一季度贵金属价格表现呈现金强银弱格局，同时外盘黄金价格涨幅强于内盘。

预计二季度黄金白银价格将呈现先抑后扬表现。短期来看，避险情绪以及美元加息预期主导黄金白银价格走势，金银价格在高位有回落风险。外盘 COMEX 黄金价格上方面临 2000 美元第一压力，下方第一支撑 1880 美元；COMEX 白银继续关注 25.0 美元压力，下方第一支撑 21.8 美元。内盘沪金 AU2306 参考区间 420-450，沪银 AG2306 参考区间 4950-5480。中期来看，银行业危机连续发酵和美元局部流动性问题背景下，市场对美联储货币政策预期的博弈将加剧，预计二季度全球金融市场将迎来剧烈的波动期，策略上等待黄金价格调整到位后继续逢低多配。

风险提示

全球“通胀”超预期、美元指数调整、地缘政治风险

一、贵金属价格回顾

2023 年一季度以来，全球流动性紧缩，欧美央行继续收紧货币政策，全球央行加息潮此起彼伏。欧美银行业危机加剧，而美国经济表现韧性，货币大幅波动，美元指数走势一波三折，贵金属价格先抑后扬。一季度贵金属价格表现呈现金强银弱格局，同时外盘黄金价格涨幅强于内盘。

一季度以来，贵金属价格走势主要分为三个阶段：

第一阶段：1 月至 2 月初。全球地缘政治持续紧张，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。美国通胀数据降温、美联储放缓加息的背景下，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而表现偏弱，金银比价逐步回升至 81 点位上方；

第二阶段：2 月上旬至 3 月初。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，而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，美元走强导致工业金属价格承压，贵金属价格继续回落，金银比价逐步回升至 88 点位附近；

第三阶段：3 月上旬至 3 月底。鲍威尔鹰派讲话引发全球市场剧烈波动，欧美银行爆发流动性风险，市场担忧蔓延风险，避险情绪拉升，避险资产走强，衡量美股投资者恐慌程度的 CBOE 波动率指数（VIX）攀升，同时美联储鹰派加息预期有所降温，美元指数高位回落，黄金白银价格强势上涨，COMEX 黄金价格突破 2000 美元/盎司，COMEX 白银价格触及 23.6 美元/盎司。

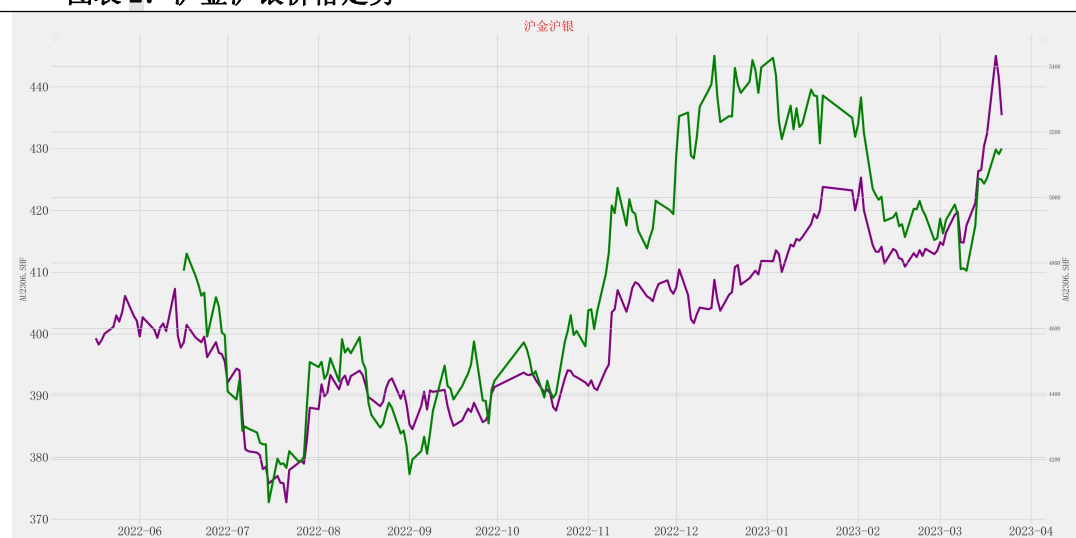
图表 1：COMEX 黄金白银价格走势



数据来源：wind、优财研究院

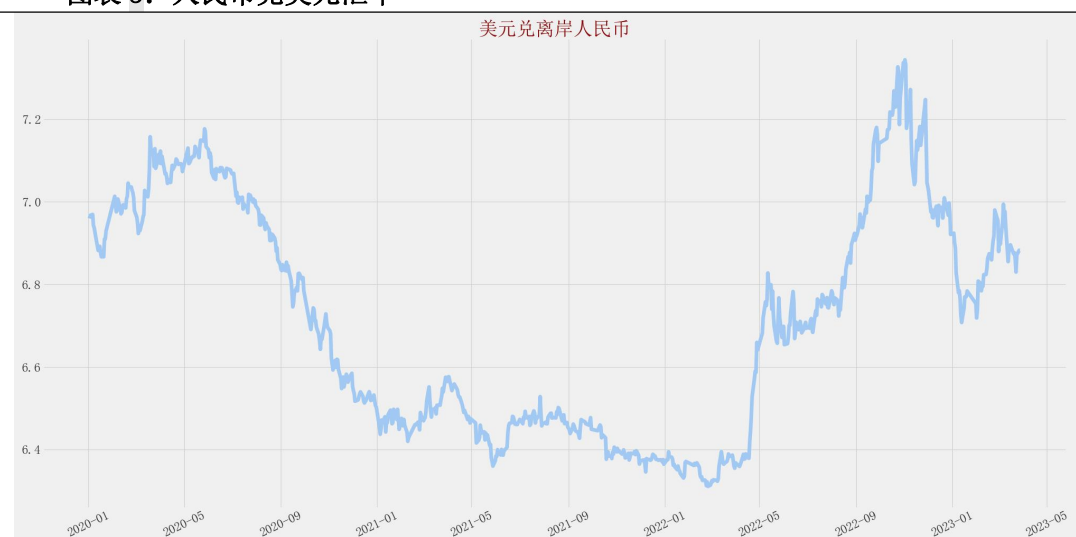
内盘方面，一季度美联储继续加息和美元指数走势较为波动的背景下，人民币汇率贬中有升，沪金沪银价格整体跟随外盘而分化，特别是受人民币汇率影响，沪金沪银整体表现均弱于外盘。1月份，国内经济逐步企稳，外部压力趋缓、内部因素改善背景下，人民币汇率持续走高，在岸、离岸人民币兑美元均升破6.7，而沪金沪银价格跟随外盘而分化，特别是受人民币汇率升值影响，沪金沪银整体表现均弱于外盘；进入2月份后，在美元走强的影响下，人民币汇率表现趋弱，美元兑人民币上行至6.90-6.95附近，在此阶段沪金沪银价格相对外盘抗跌；3月份，人民币兑美元跟随美元指数波动而出现小幅升值，沪金沪银价格跟随外盘上涨，但整体表现均弱于外盘。一季度沪金累计上涨6.39%，而沪银累计下跌3.78%。

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

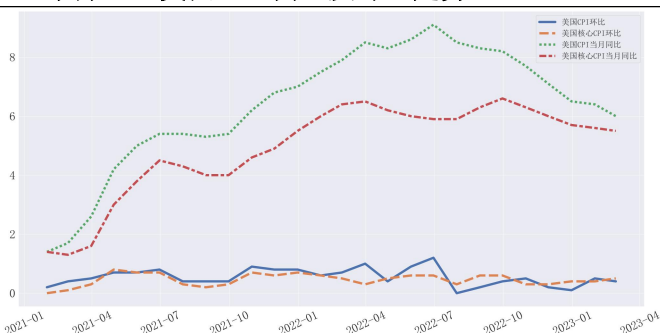
二、全球宏观金融分析

一季度以来，海外宏观风险频发，市场资产波动剧烈，欧美银行爆发流动性风险，美国硅谷银行崩盘，随后瑞士信贷在欧洲银行业引发的震荡，欧美金融市场流动性危机升温，市场担忧蔓延风险，避险情绪拉升，避险资产走强。全球制造业 PMI 指数呈现趋稳回升，美国就业市场走强，美国通胀继续回落，但核心 CPI 维持高位，美联储主席鲍威尔强势放鹰引发全球市场剧烈波动，美联储和欧洲央行引领全球央行继续加息。欧洲经济放缓，而随着天气逐渐回温，欧洲能源价格下降，但欧洲通胀处于高位，德国、法国和西班牙通胀超预期上行，同时英国、德国制造业 PMI 均有不同程度下降。

1. 美国通胀存在韧性

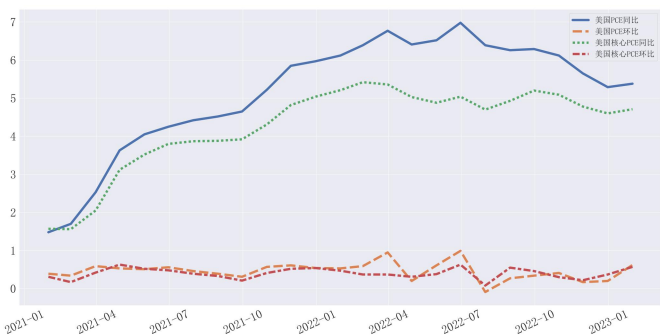
美国通胀降温，但核心通胀仍显韧性。（1）美国总体通胀率趋于下行，但下行速度边际放缓。美国 CPI 同比连续第八个月下滑，创 2021 年 9 月以来新低；环比上升 0.4%；核心 CPI 同比创 2021 年 12 月以来最小涨幅，环比则连续 5 个月回升。从结构上看，能源、食品、核心服务价格是主要支撑力量，美国的能源、交通运输和食品饮料价格上涨仍然快于核心 CPI，而医疗、个人计算机及其周边设备价格上涨幅度要落后于核心 CPI。从美国通胀数据来看，一季度以来，美国 CPI 和核心 CPI 的环比上升一定程度上受季节性因素的影响，同时美国能源和食品价格仍支撑美国通胀维持高位，在能源和食品价格等“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 同比及环比走势



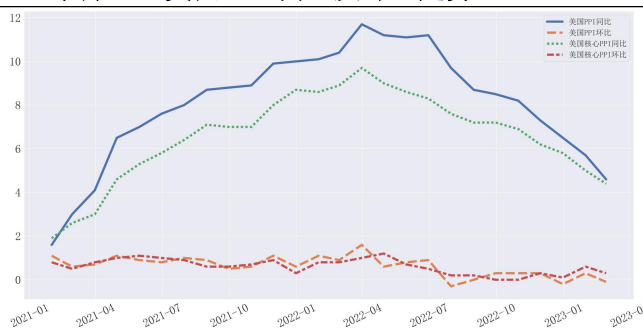
资料来源：Wind，优财研究院

图表 6：美国 PCE 各分项同比增速



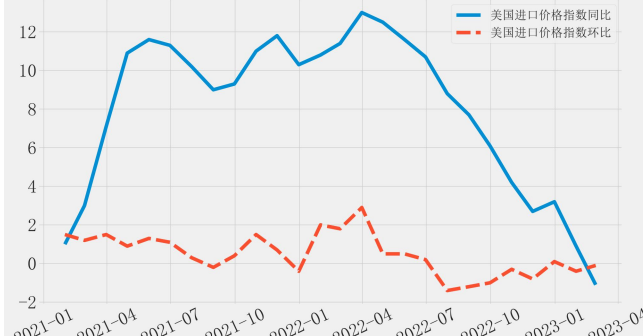
资料来源：Wind，优财研究院

图表 5：美国 PPI 同比及环比走势



资料来源：Wind，优财研究院

图表 7：美国进口物价指数

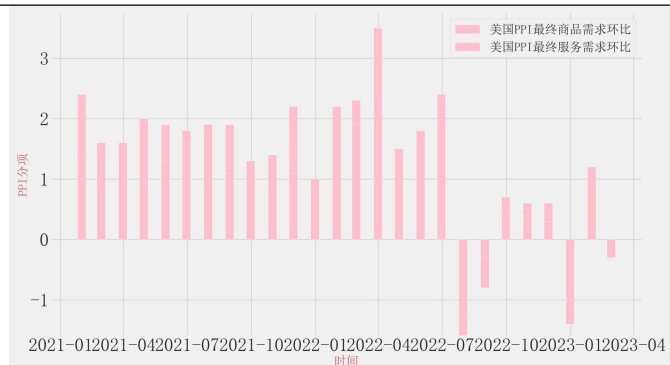


资料来源：Wind，优财研究院

（2）美国 PPI 放缓超预期。一季度美国 PPI 同比增速逐步回落，环比出现下降，同比增幅放缓至 4.6%，但核心 PPI 环比持平。美国 PPI 下滑主要来自于商品成本价格的下降，1

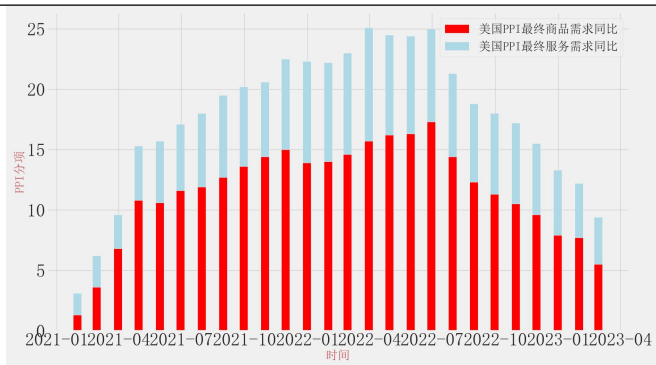
月份以来，美国商品成本压力有所缓解，食品和能源分项出现降温。美国国内外需求的回升增加了供应链的压力，PPI 虽然同比继续下降，但环比上升并且超预期，并且商品 PPI 上涨快于服务 PPI，美国生产端通胀仍处于高位。

图表 8：美国 PPI 商品和服务分项环比增速



资料来源：Wind，优财研究院

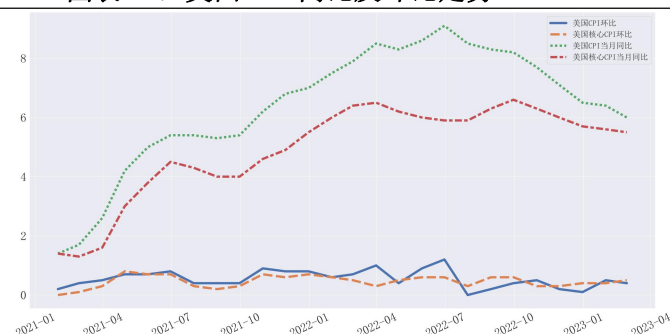
图表 9：美国 PPI 商品和服务分项同比增速



资料来源：Wind，优财研究院

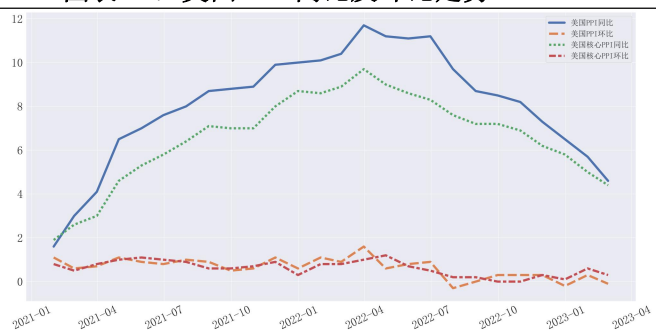
(3) 美国能源和核心商品价格上涨带动美国核心 PCE 环比回升。美国 1 月份个人消费支出 (PCE) 价格指数同比增长 5.4%，环比增长 0.6%，其中，能源价格环比上涨 2%，食品价格上涨 0.4%，而核心 PCE 价格指数同比增长 4.7%，环比增长 0.6%，主要受能源价格上行以及核心商品增速回升的影响，同时租金 PCE 环比涨幅仍处于高位，而受出行持续火热的影响，交通服务价格环比上涨 1.1%，娱乐和餐饮价格均环比上涨 0.7%。。

图表 10：美国 CPI 同比及环比走势



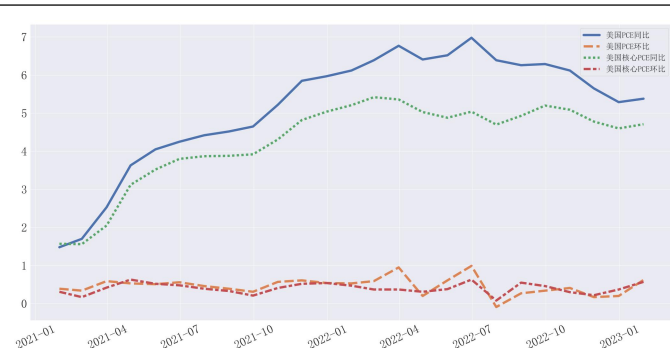
资料来源：Wind，优财研究院

图表 11：美国 PPI 同比及环比走势



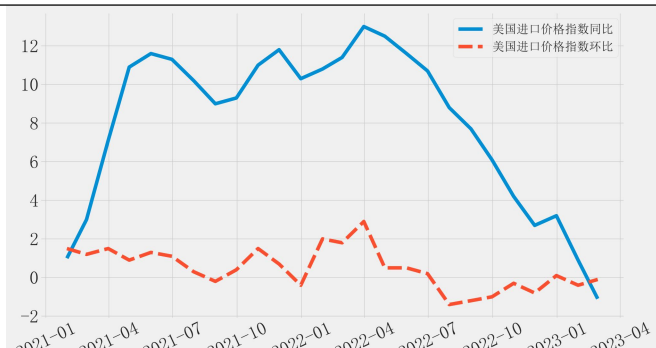
资料来源：Wind，优财研究院

图表 12：美国 PCE 各分项同比增速



资料来源：Wind，优财研究院

图表 13：美国进口物价指数



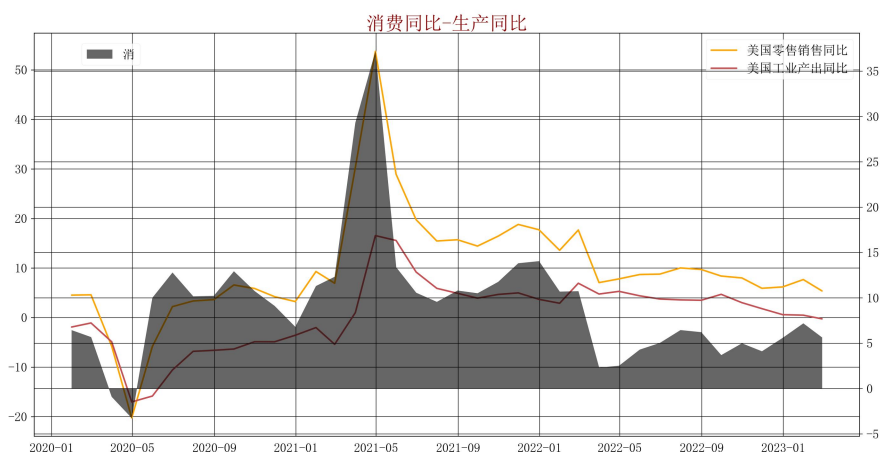
资料来源：Wind，优财研究院

美国消费持续强于生产导致美国通胀的持久性。美国高通胀和紧货币开始侵蚀美国经济的内生增长动力，2022 年下半年以来，美国消费增速逐步减弱，而工业生产明显恢复，

美国费增速与生产增速之差逐步缩窄。但是 2022 年 11 月开始，美国消费强于生产，美国消费增速与生产增速之差重新走阔，说明美国通胀仍具有持久性。

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 14: 美国消费-生产同比



数据来源: wind、优财研究院

美国经济数据喜忧参半，服务业继续推动了美国非农就业增加。（1）美国非农就业连续 11 个月超预期。年初以来，在包括亚马逊、迪士尼以及通用汽车等大量公司裁员背景下，美国整体劳动力市场仍然强劲，服务业继续推动了美国非农就业增加，休闲和酒店业、零售业、政府和医疗保健引领就业增长。美国消费复苏，美国零售销售数据显示美国消费需求仍然强劲，而流感季带动了医疗卫生与社会救助需求，美国劳动力需求仍然较强。失业率有所反弹，2 月失业率小幅回升至 3.6%，为去年 10 月以来首次回升，但仍在历史低位，劳动参与率随着就业机会的增加而增加，而薪资增长环比增速回落至近一年新低。从职位空缺数指标来看，美国职位空缺数已连续 20 个月超 1 千万，美国劳动力市场供需缺口仍较大，职位空缺数环比扩大，这成为非农就业数据强于预期的主要原因。（2）美国利率上升冲击房地产，美国房价连续六月下跌，但美国新屋开工和建筑许可双双反弹。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，2 月份美国新屋销售环比上升 1.1%，成屋销售反弹幅度超预期，房屋开工率环比增长 9.8%，同时建筑许可激增 13.8%，均好于预期。（3）美国制造业 PMI 仍处于收缩区间。

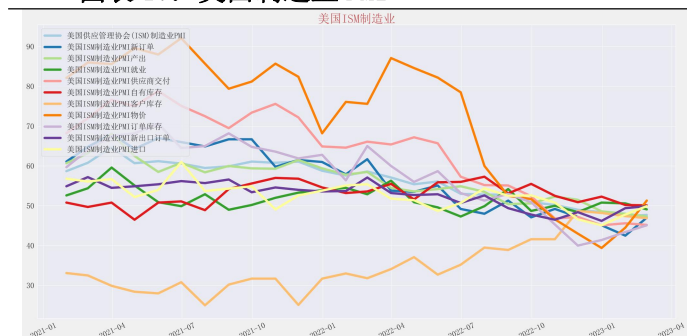
美国制造业增加值占 GDP 比重不大，但很有代表性。美国 ISM 和 Markit 制造业指数自 2022 年初以来逐步回落，目前已连续四个月低于荣枯线，这和美国生产指数增速从 2021 年一季度开始下滑、2022 年加速回落的趋势相符合，意味着美国经济周期存在向下调整风险。从构成美国 PMI 的分项看，新订单指数、新出口订单指数和进口分项指数均有所回升，物价支付指数大幅高于预期，生产指数则继续回落，就业指数下降，制造业就业人数有所下降。而美国 2 月 Markit 制造业 PMI 创 4 个月新高，但仍处于收缩状态，服务业 PMI 则重回荣枯线上方，创 2022 年 6 月以来新高，综合 PMI 指数则创 8 个月新高。（4）**美国零售销售前高后低**。1 月份，美国消费需求强劲带动美国零售销售环比增长 3% 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%，其中普通商店销售额达到 3.2% 的增速，百货商店销售环比增速达 17.5%，为环比增速最快的分项；进入 2 月份后，持续通胀导致消费者需求降温，美国零售销售环比下降 0.4%，低于预期，而同比增速下滑至 5.4%，创 2021 年以来最低增速，核心零售销售环比持平，高于市场预期，其中餐饮行业、杂货店零售领跌，加油站零售环比下降。

图表 15：美国新增非农及失业率



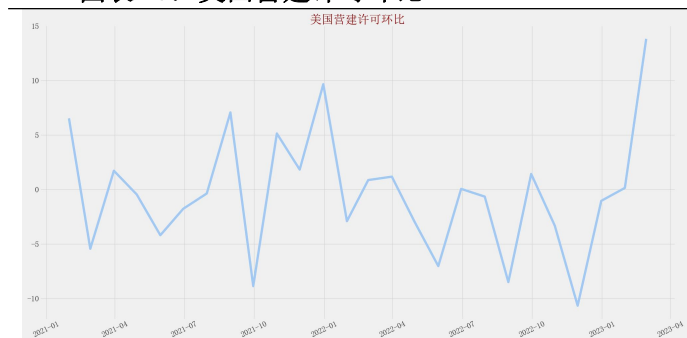
资料来源：Wind，优财研究院

图表 17：美国制造业 PMI



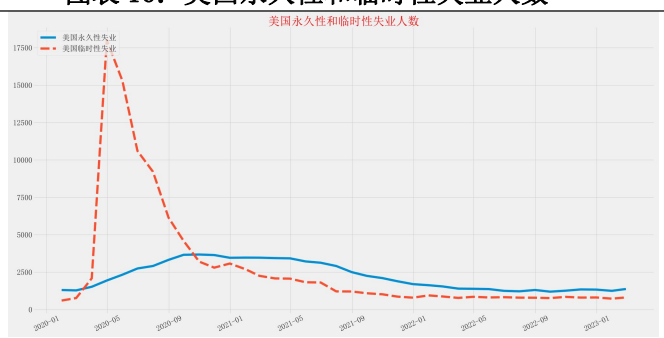
资料来源：Wind，优财研究院

图表 19：美国营建许可环比



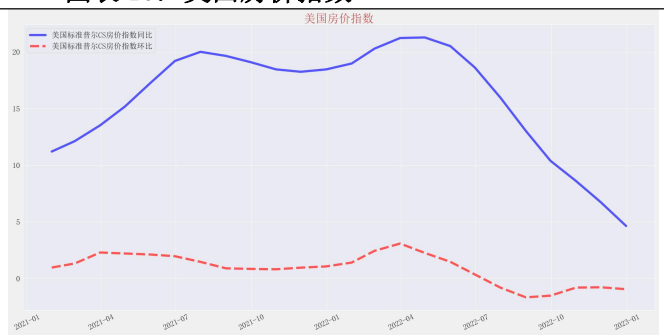
资料来源：Wind，优财研究院

图表 16：美国永久性和临时性失业人数



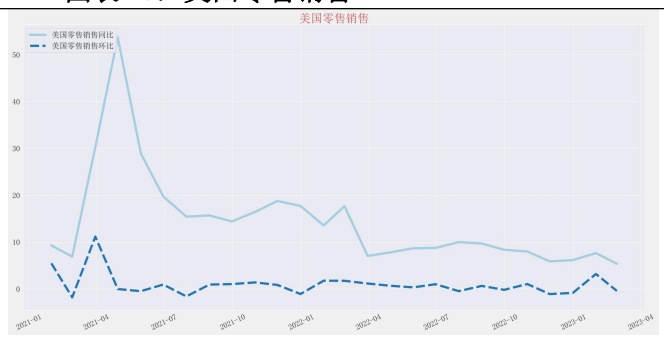
资料来源：Wind，优财研究院

图表 18：美国房价指数



资料来源：Wind，优财研究院

图表 20：美国零售销售



资料来源：Wind，优财研究院

3. 全球央行货币政策继续收紧

一季度以来，海外流动性继续紧缩，美联储、欧洲央行、英国央行、瑞士央行等主要央行继续加息，美联储保持加息节奏并两度加息，欧央行两度加息 50 基点，英国央行、瑞士央行、香港金管局跟随美联储加息步伐，日本央行则维持宽松，中国央行下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。不过随着欧美主要国家通胀降温，主要国家加息幅度相对温和。

(1) 美联储保持加息节奏，但扩表超预期。一季度以来，美国经济表现韧性，美联储两度加息。3 月份美联储继续加息 25 个基点，但美联储释放鸽派信号，市场预期美联储未来货币政策继续强势收紧的可能性大大降低。美联储政策声明中淡化了其抑制通胀的激进做法，并表达了对近期银行业危机的谨慎态度，并暗示加息即将结束。本轮加息周期以来，美联储已 9 次加息，累计加息 475 个基点，美国联邦基金利率目标区间升至 4.75%-5%。本轮美联储加息周期使得美债名义利率曲线出现倒挂结构，短端实际利率抬升幅度高于中长端，最终导致不同期限的实际利率中枢均有所上移，对贵金属形成压制。美国银行业发生流动性危机后，美联储联合 5 家发达国家央行宣布提高美元互换操作频率以增强流动性，美联储向市场紧急注入流动性近 3000 亿美元，美联储资产负债表重新扩张并且扩张力度超市场预期，同时美联储还专门设立了一个新的流动性工具银行定期融资计划，向符合条件的存款机构提供长达一年的贷款。而美国财政部提供 250 亿美元紧急贷款支持。

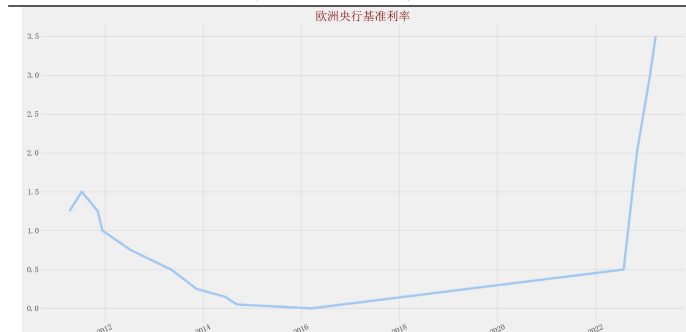
(2) 欧洲央行加息。欧洲央行在 3 月货币政策会议上加息 50BP，三大主要利率均上调 50 个基点，欧洲央行表示通胀将在长时间内维持在过高水平，将 2023 年欧元区通胀预期由 6.3% 下调至 5.3%，GDP 增长预期从 0.5% 上调至 1%。**(3) 英国和瑞士央行加息。**英国央行加息 25 个基点，为连续第 11 次加息，利率水平达 2008 年 10 月以来最高。英国通胀攀升，英国 2 月份 CPI 同比上升至 10.4%，核心通胀同比上涨 6.2%。英国能源价格有所回落，但服务业通胀和工资增长对居高不下，同时酒吧和餐馆的酒类价格上涨，英国通胀增速抬头；瑞士央行宣布加息 50 个基点至 1.5%，利率创 2008 年 10 月以来最高水平。去年 6 月，瑞士央行进行了 2007 年以来的首次加息，随后基准利率在 9 月转负为正。2022 年以来，瑞士四次加息 50 个基点，瑞士央行表示不排除为了确保中期价格稳定而进一步加息。瑞士 2 月 CPI 同比增速上行至 3.4%，高于瑞士央行 0%-2% 的通胀目标。根据瑞士国家银行的最新预测，瑞士 2023 年平均年通胀率为 2.6%。**(4) 新兴国家跟进加息。**一季度以来，印尼、印度、泰国、南非、墨西哥等新兴国家跟随美国加息，但新兴国家被迫紧缩的货币政策与透支发力的财政政策导致新兴市场国家债务负担加重，债务危机风险上升。

图表 21：全球央行加息



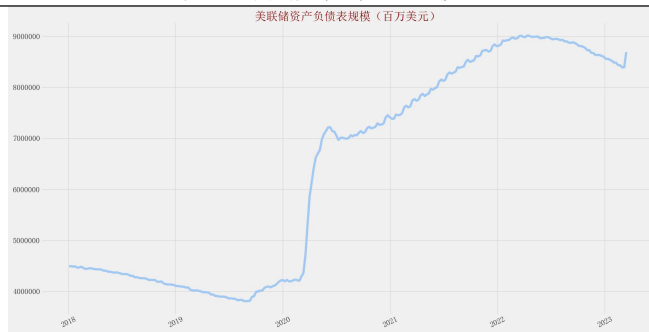
数据来源：wind、优财研究院

图表 22：欧洲央行基准利率



资料来源：Wind，优财研究院

图表 23：美联储资产负债表规模



资料来源：Wind，优财研究院

4. 欧美银行业危机

3 月份以来，欧美银行业接连爆发风险，硅谷银行破产和瑞信爆雷引发流动性风险，美国 2/10 年期国债收益率曲线陡峭程度达到今年以来的最高水平。不过欧美出手拯救银行业危机后银行风险担忧放缓，美国财政部长耶伦再次保证防范进一步的银行危机。瑞士信贷后。瑞士信贷得到瑞士当局救助，瑞士央行宣布提供资金援助，随后瑞银瑞银宣布收购瑞信，但随后欧元区银行股又起波澜，市场对欧洲银行稳定性的担忧加剧，但德国决反对效仿美国建立区域范围的存款担保计，德意志银行股价下挫，信用违约掉期(CDS)保险成本飙升。

从原因上看，此次欧美银行业危机的根源在于：一是美联储紧缩以及利率飙升大幅抬

高商业银行负债成本，同时银行购买的债券价格下跌，对金融类债券资产价格带来较大的负面冲击；二是本轮由美国地区银行引发的危机传导至欧洲系统性重要银行瑞信集团和德意志银行。本轮欧美银行业危机突显了欧美经济衰退信号，引发市场风险偏好的快速回落，海外股市大幅调整。不过欧美银行业危机事件爆发后，美联储、瑞士央行迅速干预，为相关银行注入流动性，防止风险扩散。后续来看，欧美央行货币政策短期难见宽松，紧缩货币政策将进一步暴露前期积累的风险，同时美国破产银行资产规模占经上升将拖累银行信贷投放，企业部门获得融资的难度将增加，将对美国实体经济带来进一步冲击。

图表 24：欧美银行业危机



数据来源：wind、优财研究院

三、基本面分析

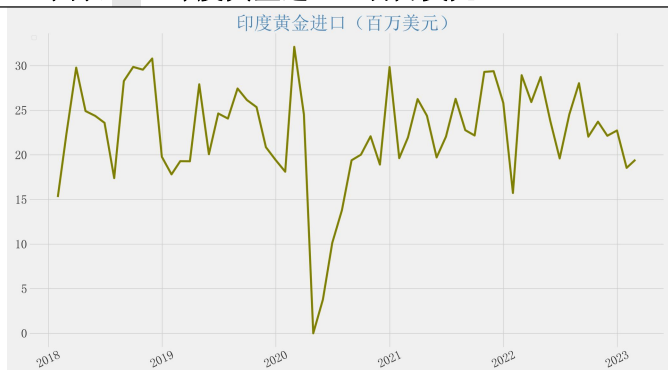
1. 实物需求

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%。2023 年一季度以来，中国黄金需求继续反弹，持续活跃的上游实物黄金需求驱动了境内外金价溢价持续反弹，上海黄金交易所的黄金出库量持续增长，上海-伦敦金平均价差扩大。2 月份，中国市场从瑞士进口黄金环比增长 75%，达 93 吨，创去年 12 月以来的最高水平。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；2 月份上海黄金交易所提取的黄金总量为 169 吨，同比增长 76 吨；2 月份，上海黄金交易所的黄金出库总量为 169 吨，较上月增加 30 吨，按去年增加 76 吨，创近十年来最强劲增长，世界黄金协会估计 3 月份中国黄金交易量将保持强劲。

印度方面，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。由于避险需求和卢比走软，印度国内黄金价格攀升至纪录高位。2 月份印度黄金、白银和铂金的关税上调，而印度联邦预算今年将提高黄金、白银和铂金的进口关税。紧缩货币政策与高通胀导致印度国内需求放缓，印度政府限制黄金等非必需品进口，1 月份印度黄金进口下降 70.7%至 6.97 亿美元，贸易逆差创一年来最低水平。

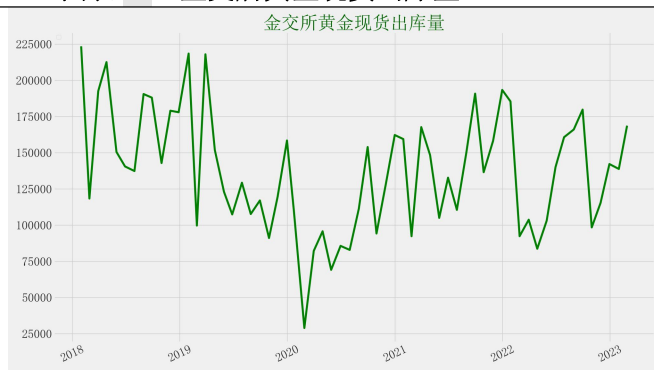
土耳其方面，土耳其通胀飙升刺激了对贵金属的需求，但同时土耳其的贸易逆差扩大。继 2022 年土耳其黄金进口量劲升至 379 吨后，1 月份土耳其进口量达 83 吨，其中从瑞士进口的黄金升至 2012 年以来的新高。土耳其黄金进口量飙升引发监管干预，土耳其财政部 2 月 15 日采取干预措施，暂停“现金兑货”结算方式下的黄金进口，随后 3 月初土耳其央行每天从其黄金储备中出售 1-1.5 吨。2023 年 1 月，土耳其消费者价格指数（CPI）同比上涨 57.68%，2 月同比则上涨 55.18%。

图表 25：印度黄金进口（百万美元）



资料来源：Wind，优财研究院

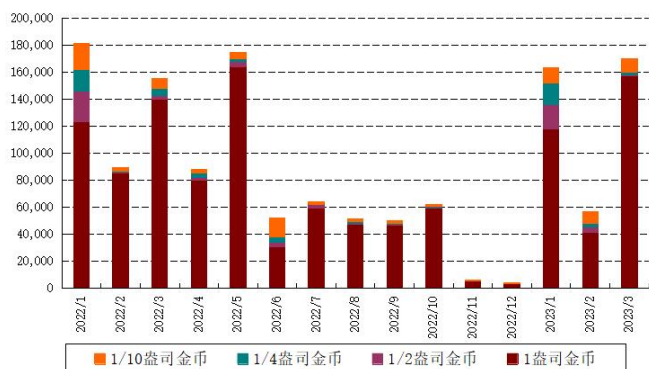
图表 26：金交所黄金现货出库量



资料来源：Wind，优财研究院

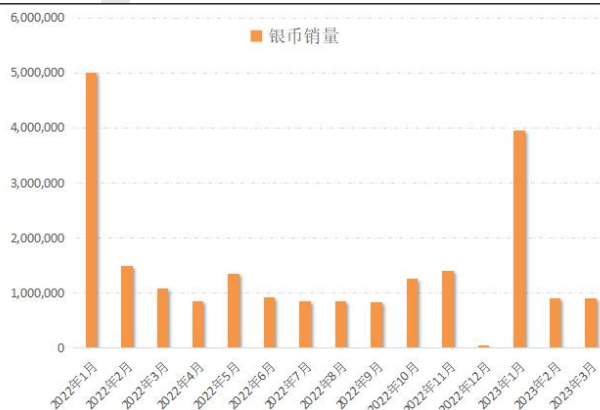
美国方面，2023 年 1 月份，受假期因素的影响，美国金币和银币销量环比有大幅增长，1 月份共销售 14.6 万盎司美国鹰金币以及 395 万盎司银币；进入 2 月份后，随着美国圣诞假期结束以及强势美元打压贵金属价格，市场对金币和银币的消费和投资需求受到抑制，美国金币和银币销量开始逐步下滑。2023 年 2 月份，美国金币和银币销量同比和环比均出现大幅下降，2 月份共销售 5.7 万盎司美国鹰金币以及 90 万盎司银币。环比分别下降 65%和 77.2%；3 月份美国金币和银币销量共销售 17.85 万盎司美国鹰金币以及 90 万盎司银币，环比分别增长 213.2%和 0%。结合历年的数据来看，由于缺乏假期效应，二季度美国的金币和银币销量一般会比较平淡。

图表 27：美国金币销量



资料来源：Wind，优财研究院

图表 28：美国银币销量



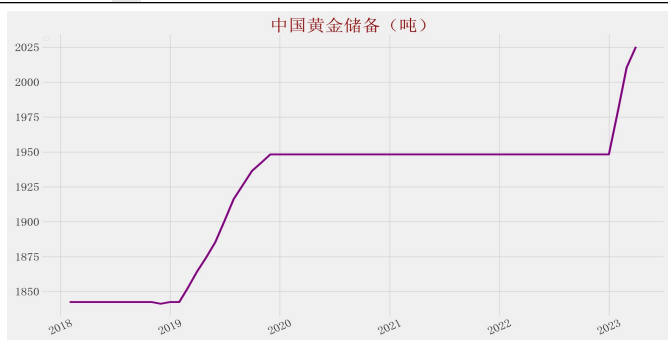
资料来源：Wind，优财研究院

2. 央行购金

一季度以来，各国央行继续大力购金，全球央行增持黄金为黄金价格提供支撑。世界黄金协会数据显示 1 月全球央行净买入黄金 77 吨，较去年 12 月环比大涨 192%。中国央行则连续四个月购金，2022 年 11 月，央行增持黄金 32 吨，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 30 吨，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。今年以来，中国央行继续购买黄金 40 吨，央行连续四个月购金累计超过 100 吨。截至 2 月底，中国的黄金储备总额为 2050 吨，占中国官方储备总额的 3.7%。

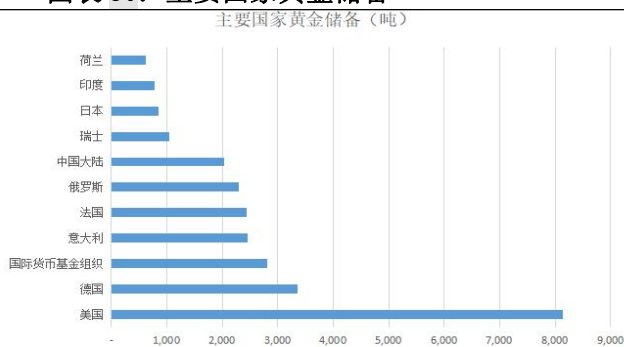
后续来看，在地缘政治紧张以及美国金融市场的不稳定性削弱了美元的信用等级的背景下，全球央行将加速清算美债置换黄金的趋势，全球央行将继续增持黄金以减少美债敞口。

图表 29：中国央行黄金储备变化（吨）



资料来源：Wind，优财研究院

图表 30：主要国家黄金储备



资料来源：Wind，优财研究院

3. 投资需求

从投资需求来看，一季度机构对黄金和白银 ETF 持仓出现比较明显的分化，对黄金增仓而对白银减仓。美联储持续加息导致全球黄金在年初继续流出，但是 3 月份欧美银行业危机推升避险情绪的背景下，机构对黄金有明显增仓，而对白银继续减仓。根据世界黄金协会数据，1 月全球黄金 ETF 流出 16 亿美元，2 月则流出 17 亿美元，美国通胀压力不断加剧以及欧洲央行不断大幅加息背景下，北美和欧洲分别流出 10 吨和 25 吨。前两个月，全球黄金 ETF 共流出约合 34 亿美元。年初以来，SPDR 黄金 ETF 持仓累计增加 6 吨至 924 吨，增仓主要集中在 3 月份；而 SLV 白银 ETF 持仓量累计减少 267 吨至 14,273 吨，减仓幅度达 2%。

CFTC 持仓上，一季度 CFTC 黄金净多头增加，而白银净多头出现减少。一季度 CFTC 黄金投机多头持仓累计增加 8,366 手至 23,789 手，空头持仓减少 13,359 手至 79,286 手，黄金投机性净多头增加 21,725 手至 158,605 手；CFTC 白银投机多头持仓减少 14,545 手至 41,325 手，空头持仓增加 13,020 手至 37,863 手，白银投机性净多头减少 27,565 手至 3,462 手。

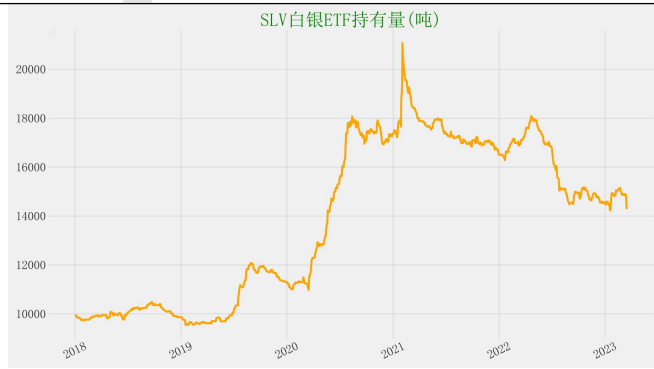
从 CFTC 黄金白银净多头持仓以及 ETF 持仓变化来看，黄金白银价格变化与机构持仓量变动相对一致，市场风险偏好影响机构对黄金白银的持仓变化。一季度以来，CFTC 黄金总持仓增加，而白银总持仓减少，说明机构对黄金的兴趣提升，而对白银的兴趣下降。

图表 31: SPDR 黄金 ETF (吨)



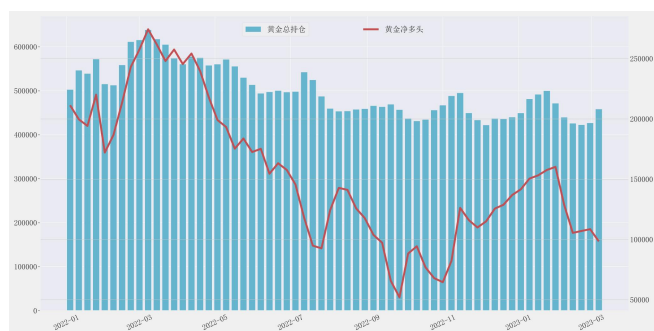
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 32: iShares 白银 ETF (吨)



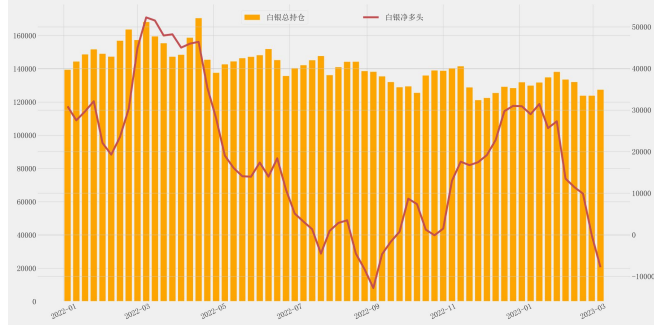
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 33: CFTC 黄金持仓



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 34: CFTC 白银持仓



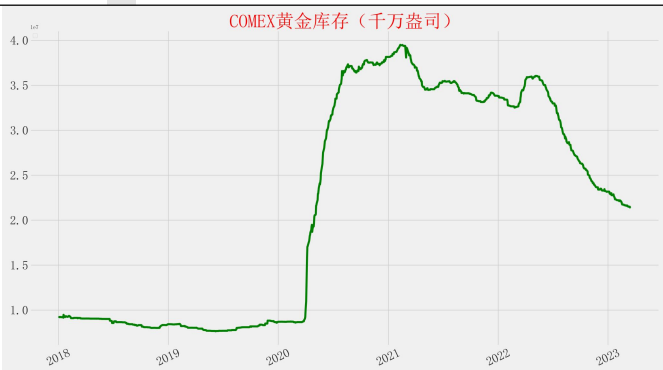
资料来源: Wind, 优财研究院

4. 库存变化

2023 年一季度以来，COMEX 黄金和白银库存均呈现下降趋势，但下降幅度逐月收敛。COMEX 黄金库存累计减少 189 万盎司至 2129 万盎司，下降幅度达 8%；而 COMEX 白银库存数量减少了 1694 万盎司，下降幅度达 5.7%。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。

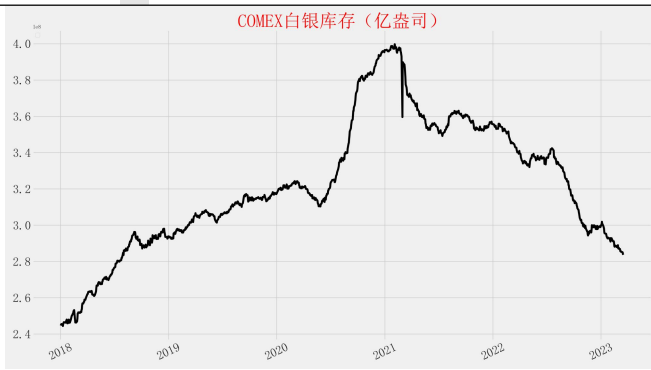
国内黄金白银库存相比国外而言下降幅度较大。一季度，上期所黄金库存累计减少 549 千克至 2790 千克，下降幅度 16.4%，上期所黄金库存下降主要集中在 2 月份，3 月整体出现微降；而白银库存累计减少 305.5 吨至 1,845 吨，下降幅度 14.2%，其中 1 月份库存出现增加，但 2 月份和 3 月份上期所白银库存连续下降，暗示现货需求有所回升。

图表 35: COMEX 黄金库存



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 36: COMEX 白银库存



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 37: 上期所黄金库存



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 38: 上期所白银库存



资料来源: Wind, 优财研究院

四、贵金属展望

1. 宏观展望

我们认为，二季度全球通胀压力将继续存在，外围市场不确定因素主要围绕美联储加息以及银行问题展开。美联储货币政策将延续紧缩节奏，全球仍面临系统性的流动性风险，美国经济数据以及欧美银行业危机将加大市场对美联储加息路径预期的博弈。

1.1 美联储加息进入尾声阶段

二季度贵金属价格预计整体围绕市场对美元加息放缓博弈交易而波动，美联储政策转变预期对美元指数形成压力，美国金融条件转松趋势成型的前提下，美国中长期美债收益率将突破下行，国际资本可能再次流向非美元资产。美联储加息进入尾声的主要原因在于：一是美国经济基本面走弱和通胀下行对美联储继续加息构成制约。美国通胀总体继续回落，核心通胀仍显韧性，美联储短期仍有一定加息空间，但美联储与资本市场都在调低利率的终值，海外市场将转入对加息放缓交易的定价，这一局面在二季度有望延续；二是3月份美联储政策声明中淡化了其抑制通胀的激进做法，并表达了对近期银行业危机的谨慎态度，同时删除了“持续加息将是合适”的措辞，美联储释放鸽派信号，后续美联储未来货币政策继续强势收紧的可能性大大降低；三是金融稳定问题提升了美联储货币政策的不确定性，市场对美联储宽松的预期明显升温。美国银行业危机冲击下，后续美联储加息幅度预计相对温和，三季度有可能转向降息。

1.2 地缘政治风险

(1) 俄乌冲突。叙利亚问题、伊朗核谈判、土耳其和海湾国家与西方之间的关系仍是全球地缘政治的主要风险点，短期内俄乌冲突走向和平谈判的难度依旧较大，地缘政治博弈将继续，不过随着沙特、伊朗恢复外交关系以及国际上对俄乌缓和局势的诉求有所加大的背景下，预计二季度俄乌局势预计将有所缓和，俄乌冲突对全球金融市场的影响有可能继续减弱。

(2) 欧美银行业危机。预计二季度。欧美银行业危机短期有所缓和，但系统性风险短期内恐难消除。

2. 微观展望

需求层面，二季度黄金实物需求将进入传统淡季，印度市场表现将成为关键，但投资需求预计将出现分化。一方面，印度4月份将迎来佛陀满月节，同时印度将迎来婚礼季节，但是卢比贬值以及关税上调将继续抑制印度国内黄金消费；另一方面，贵金属投资需求受避险情绪、美元指数等因素的约束。此轮欧美银行业危机催生的避险需求存在一定的透支，预计二季度黄金白银的投资需求将有可能趋缓，同时美联储将继续加息以及原美债收益率回升背景下，机构对黄金白银的配置需求将弱化。在避险情绪以及全球经济下行压力的双重作用下，机构对黄金和白银的投资需求可能出现阶段性分化。

3. 技术分析

技术形态上，外盘黄金白银价格触及布林带上轨后逐步向中轨靠拢，MACD 指标红柱有所缩窄，外盘 COMEX 黄金均线系统呈现发散排列，上方面临 2000 美元整数关口压力，而 COMEX 白银均线系统重新排列，短期仍未突破年初 23.5-24.6 美元的密集区域压力区间；国内沪金短线回归至 10 日均线附近，短期多头结构受到一定破坏，沪银整体波动较大，关注 5460 阻力。

4. 总结及行情展望

总体来看，我们认为二季度贵金属价格的核心影响因素是仍全球通胀、全球央行货币政策演化、地缘政治的影响。宏观上，此次欧美银行业危机诱发的避险情绪有一定透支，后续焦点将转向美元加息问题。短期美国经济呈现较强韧性，美联储暂时难以停止加息，但欧美银行业危机背景下后续美元紧缩力度有可能将边际转弱，5 月和 6 月份美联储议息会议均有继续加息可能，但加息幅度料仍落在 25 基点，同时二季度美联储有可能仅加息一次；微观上，黄金白银库存下降、全球央行购金等供需结构对金银价格构成支撑对贵金属价格形成强支撑，投资需求将会加大贵金属价格波动，预计二季度全球宏观风险事件将加大机构对黄金的投资需求。

综上，预计二季度黄金白银价格将呈现先抑后扬表现。短期来看，避险情绪以及美元加息预期主导黄金白银价格走势，金银价格在高位有回落风险。外盘 COMEX 黄金价格上方面临 2000 美元第一压力，下方第一支撑 1880 美元；COMEX 白银继续关注 25.0 美元压力，下方第一支撑 21.8 美元。内盘沪金 AU2306 参考区间 420-450，沪银 AG2306 参考区间 4950-5480。中期来看，银行业危机连续发酵和美元局部流动性问题背景下，市场对美联储货币政策预期的博弈将加剧，预计二季度全球金融市场将迎来剧烈的波动期，策略上等待黄金价格调整到位后继续逢低多配。

五、风险提示

全球“通胀”超预期、美元指数调整、地缘政治风险

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/>