

大局已定，节奏为先

——2023 年二季度贵金属季报

张 晨

期货从业资格号：

F0284349

投资咨询从业证书号：

Z0010567

辅助研究员

张怡婷

期货从业资格号：

F03088168

报告制作时间：

2023 年 4 月 14 日

审核人：寇宁

一德期货投资咨询业务资格：证监许可【2012】38 号

■ 内容摘要

一季度，伴随美联储货币政策预期反复，贵金属走势一波三折。欧美银行业风险事件爆发后趋于明朗。在风险事件推动下，不仅金银总体回调空间有限，且多头行情提前启动，亦透支了部分上涨空间。展望二季度，随着美联储本轮加息周期行将终结，能否为本已亢奋的行情火上浇油，详见报告分解。

■ 核心观点

- 基于部分联储官员预测，四季度美国经济出现浅衰退概率增大。就业市场明显降温方能推动联储货币政策转向。从当前掌握的信息看，5 月停止加息后观望 3-6 个月仍为联储的优先选择。
- 加息临近尾声利率端压制减弱。从上一轮紧缩周期经验看，联储开始提及降息后，贵金属方迎来主升行情。考虑到目前市场降息定价充分，警惕预期回摆引发的获利回吐。汇率层面，美元世界货币体系中心地位渐趋弱化，中观维度欧美货币政策差异不再增大及降息预期计价充分对美元支撑犹存。
- 二季度贵金属总体交易延续多头思路，预计纽期金、银波动区间为 1900-2100 美元、23-27.5 美元，节奏上延续冲高-回落-上涨一波三折概率偏大。策略层面，持筹者逢高兑现为主，与空仓者一同等待低位回补机会。

目 录

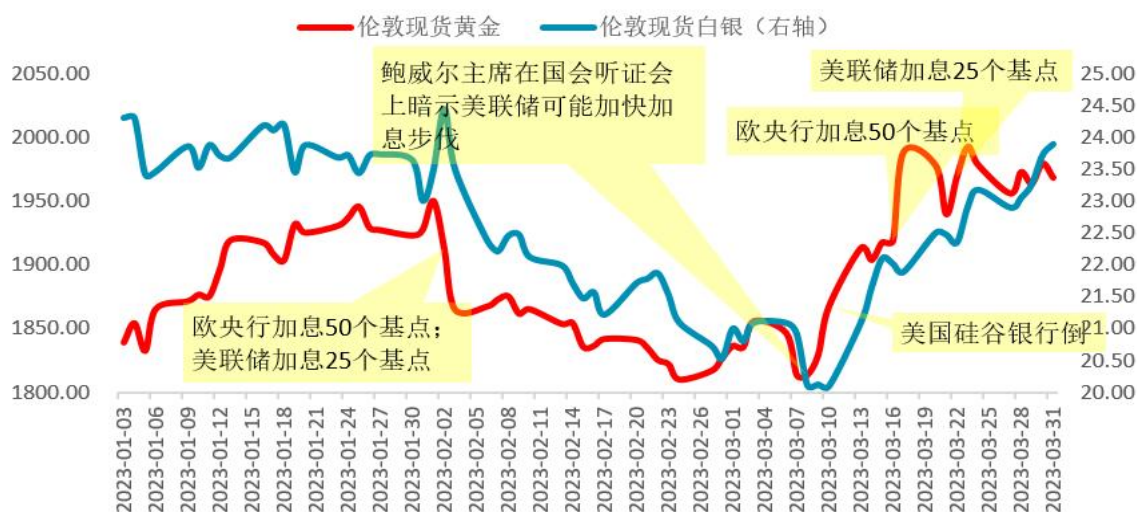
1.行情回顾：	1
1.1 一季度贵金属走势回顾	1
1.2 一季度贵金属与相关品种比价运行分析	2
2. 贵金属一季度影响因素分析及展望：	3
2.1 一季度经济乐观预期难持久，风险事件“破窗效应”犹存	3
2.2 加息周期渐近尾声，利率下行或现节奏幅度差异	4
2.3 货币政策差异施压美元，“去美元化”戏份加重	6
2.4 投机多头进场迹象初现，白银增仓潜力更大	7
2.5 央行购金激增改变黄金需求格局，配置资金有望加速入场	9
3. 总结、展望及风险提示：	11
3.1 观点归纳	11
3.2 行情展望	12
免责声明	14

1.行情回顾:

1.1 一季度贵金属走势回顾

一季度，贵金属呈现金强银弱走势格局，纽期金一季度上涨 8.57%，一度站上 2000 美元整数关口，为去年俄乌战争以来最高；纽期银探底回升，仅反弹 0.23%。其中，加息预期反复成为今年前两个月金银价格走势胶着的主要原因，但以 3 月美国硅谷银行挤兑破产事件爆发为开端，欧美银行业风险开始浮上水面，市场避险情绪显著升温，带动加息预期回落和降息预期前移，3 月纽期金单月上涨 6.4%，纽期银大涨 15.3%。一季度，人民币汇率先贬后升，整体贬值令内盘金银价格较外盘偏弱，沪金主力合约上涨 7.23%，沪银主力合约回落 0.35%。

图 1.1：2023 年一季度伦敦金、银走势与重要影响事件回顾

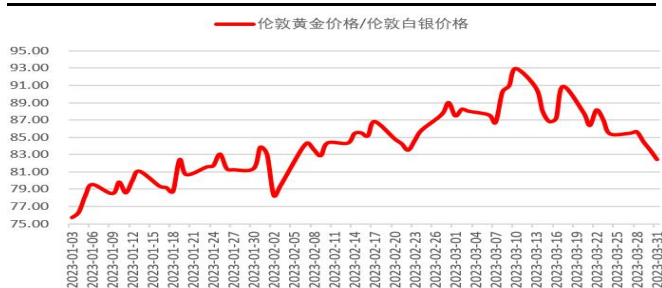


数据来源：Wind，一德宏观战略部

具体节奏上，1 月，美联储释放进一步调降加息幅度预期，欧央行延续鹰派紧缩令美欧货币政策差异增大，市场乐观预期较联储更为乐观，三个层面同时支撑黄金延续去年 12 月上行趋势，重新站上 1900 美元；相较于黄金的强势，白银 1 月以高位震荡为主，维持横盘走势。伴随 2 月初美联储 FOMC 会议货币政策落地，美联储持续紧缩态度纠偏市场乐观预期，市场暂止年内美联储降息预期，美欧货币政策差异化逐渐收敛，上述三个方面对贵金属支撑减弱，2 月黄金回吐 1 月全部涨幅，受此影响白银调整幅度更甚。3 月，尽管鲍威尔主席在国会听证会发表鹰派发言，但美国硅谷银行倒

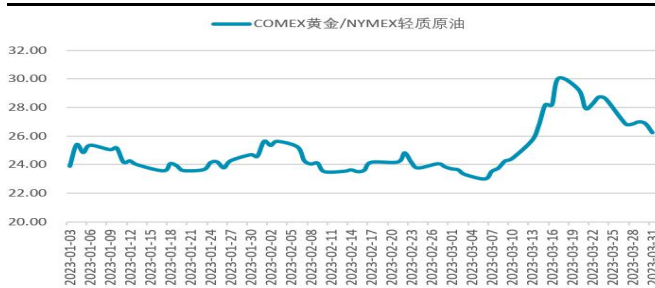
闭引起的一系列银行业风险事件，避险情绪升温后，市场再度激进押注年内联储开启降息，推动金银同时走强。

图 1.2：金银比价



资料来源：Wind，一德宏观战略部

图 1.3：金油比价



资料来源：Wind，一德宏观战略部

1.2 一季度贵金属与相关品种比价运行分析

黄金白银比价方面：一季度以来，金银比价维持震荡上行，3月受欧美银行业风险事件影响，市场重燃更为乐观的货币政策预期，白银开始出现补涨。宏观层面，1月白银维持高位横盘震荡，美联储紧缩预期降温对其影响较弱，在黄金上行支撑下，金银比呈现震荡上行。2月联储紧缩预期纠正，利空因素压制贵金属占据主导，白银受商品属性影响开始高位回落，整体弱于黄金，支撑金银比延续1月上行走势。3月在避险情绪及宽松货币政策乐观预期交替影响下，黄金再创新高，白银补涨令金银比价开启回调。预计二季度，在5月极有可能完成最后一次加息背景下，短期通胀预期趋于回落对金银比价仍有支撑，特别是在美联储确认中止加息但未明确考虑降息前，衰退逻辑也将令金银比价韧性犹存。

黄金原油比价方面：在3月欧美银行业风险事件爆发前，金油比价主要维持低位震荡，风险事件后受避险情绪升温影响，避险资产走强令金油比大幅上行，创2021年2月中旬以来新高。避险情绪减弱后市场风险偏好上升支撑原油价格，加之供需层面边际变化，3月下旬以来原油价格探底回升开启反弹，令金油比价回吐部分涨幅。展望二季度，OPEC+集体宣布减产叠加俄罗斯减产原油计划延续至年底，均对原油价格形成支撑，原油价格重心有望继续上移。在加息中止前，黄金亦将维持强势震荡格局，金油比价较难走出明显的趋势性行情。

2. 贵金属一季度影响因素分析及展望：

2.1 一季度经济乐观预期难持久，风险事件“破窗效应”犹存

一季度，美国 CEO 经济展望指数自 2021 年末以来首度反弹，预示美国一季度 GDP 数据或将表现亮眼。但伴随 3 月欧美银行业风险事件爆发，美国经济和政策不确定再次增加。3 月 FOMC 会议上，联储再度调降年内经济增速预测，叠加部分高频数据走弱，市场对后续经济前景愈发悲观。特别是银行业风险事件短期虽有缓解，但“破窗效应”难以彻底根除，信贷收缩加剧也将对实体经济购成明显拖累，预计二季度美国经济面临的下行风险将进一步增加。

此前，维持美国经济相对稳健的核心关键在于就业市场持续强劲，企业用工需求旺盛，支撑经济韧性的同时也令通胀回归之路曲折。银行业风险事件爆发后，美联储 3 月 FOMC 会上提及的信贷收缩引发市场广泛关注，而其向实体经济传导将令企业经营扩张受限随之招聘意愿降低，通过给就业市场降温，从而为之后的薪资增速向着常态化水平回落以及通胀水平回归提供助力。近期，伴随着就业市场过热态势趋于缓解，市场乐观情绪持续升温。但薪资增速虽有回落但仍高于常态化水平，核心服务通胀持续坚挺使得核心 CPI 下行速率缓慢；加之近期公布的美国制造业、服务业 PMI 均已连续数月收缩，特别是前者已近半年位于荣枯线下方，二季度及之后的时间里经济陷入滞胀进而演变为衰退的可能性不低。

未来一段时间，需要密切关注就业市场特别是非农就业及失业率情况，一旦其开始转弱，则美国经济深度放缓乃至衰退可期。而在就业市场明显趋弱前，美联储货币政策转向概率不大，预计维持限制性利率水平 3-6 个月时间进而评估通胀和经济前景或为其优先选择。

图 2.1: CEO 展望指数与 GDP 不变价同比 (右轴) (%)



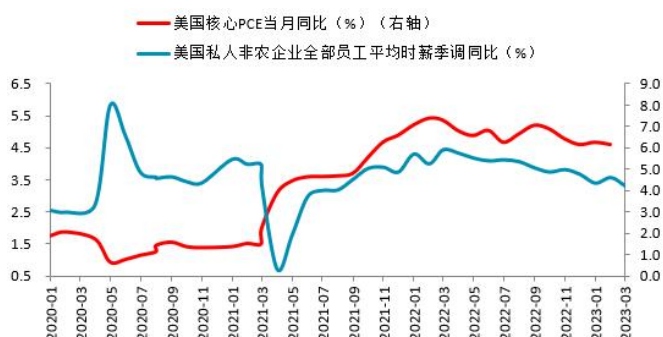
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.2: 新增非农就业人数 (千人) 与失业率 (右轴)



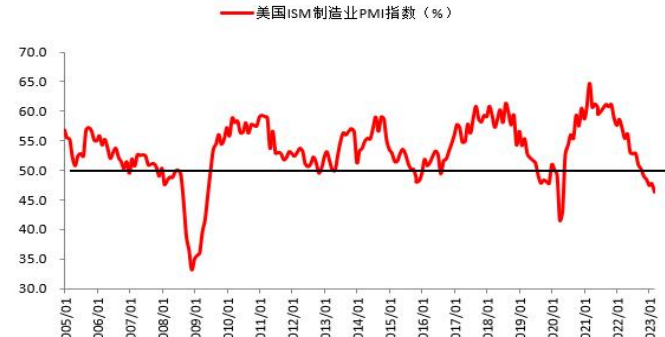
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.3: 美国薪资增速与核心 PCE 年率 (%) (右轴)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.4: 美国 ISM 制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.5: 实际利率与 10 年期美债收益率 (%) (右轴)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.6: 10 年期盈亏平衡通胀率 (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

2.2 加息周期渐近尾声，利率下行或现节奏幅度差异

一季度，10 年期美债收益率（名义利率）和 10 年期美债实际收益率（实际利率）呈现震荡下行走势，可以划分为三个阶段：第一阶段从年初至 2 月初，市场与联储定价出现分歧，前者持续押注加息已近尾声并年内启动降息，名义利率回落拖累实际利

率下行，通胀预期维持区间震荡。第二阶段从2月初至3月初，利率市场乐观预期得到纠偏，年内降息预期暂止，重新回到对美联储持续紧缩的定价逻辑。在这一阶段中，名义利率和实际利率以相对温和的势头上行，通胀预期小幅反弹。第三阶段为3月初以来，硅谷银行风险事件爆发后，金融压力恶化引发市场对经济衰退乃至联储货币政策转向的炒作，名义利率和实际利率同时回吐2月涨幅。

回顾上一轮加息周期，美联储将基准利率从0.25%稳步提升至2.5%水平，期间10年期与3月期美债利差并未出现倒挂，以收盘价统计的名义利率持续位于基准利率终值上方。至2019年3月联储官员开始认可年内不加息的观点，随后美国经济下行趋势明朗，10年期与3月期美债利差开始出现倒挂，名义利率随即跌破基准利率终值水平并开启下行走势。对应本轮加息周期，名义利率开始跌破基准利率水平时点则相应提前至去年11月上旬，即美联储最后一次75基点激进加息落地后。一方面，这源于紧缩步伐边际减缓对名义利率提振减弱；另一方面，通胀数据下行趋势逐渐明了，对名义利率支撑转弱；更为重要的是10年期与3月期美债利差于稍早的时点开始倒挂，至今已维持近半年，平均倒挂水平接近1%，从这一点来看，即便5月加息后终值利率升至5.25%一线，则对于名义利率而言，风险事件叠加经济放缓共同施加的压力体现在倒挂水平上也令其难以重返去年高点4.25%一线，唯一的上修动力或仅在于市场修正当前过于乐观的降息预期时出现。实际利率层面，由于经济下行过程中通胀预期同时承压，但回落幅度受到油价、相关数据影响，因而可能造成与名义利率下行节奏上的差异，但预计年内实际利率重心下移态势不改。

受3月银行业风险事件影响，美联储未来政策决策将在稳定金融环境（暂停加息甚至降息）或者继续抗击通胀（持续加息）两者之间抉择，而从最新公布3月FOMC会议纪要来看，鉴于银行业风险事件影响，5月再度加息后进而终结本轮加息周期几成定局。回顾上一轮紧缩周期末端，将联储预期变化与黄金价格走势结合来看，大体可以分为黄金见底、联储鹰派预期打压、联储态度边际转鸽（以修改利率声明措辞和点阵图不再预期更高的终值利率为代表）、认可停止加息、开始提及降息五个阶段，对应黄金价格总体呈现震荡上行，而在开始提及降息后随之迎来加速主升阶段。而对应本轮加息周期，从3月FOMC会议情况看，目前总体处于上述第三、四阶段过渡期内，在5月FOMC会议结束后或正式进入“认可停止加息”的第四阶段。但我们预计二季度

直接进入第五阶段——开启降息讨论难度偏大，因而对应属于黄金价格的高光时刻尚未来到。特别是考虑到目前市场降息定价充分，需警惕预期回摆引发的获利回吐。

图 2.7：2018-2019 年联储货币政策转向过渡期阶段划分



数据来源：互联网信息整理，一德宏观战略部

2.3 货币政策差异施压美元，“去美元化”戏份加重

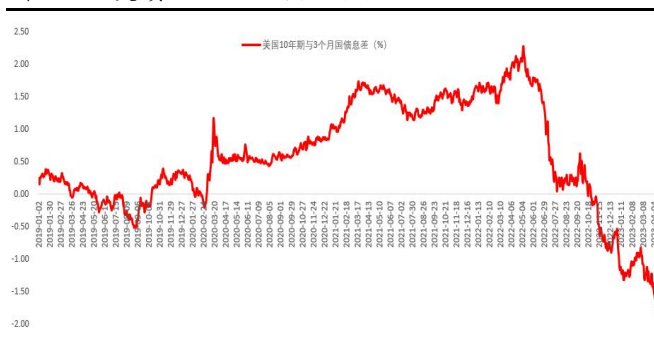
一季度，伴随美联储加息预期的反复，美元指数呈现跌、涨、跌三段式走势，与黄金价格反向对应。具体来看，2023 年年初，在美联储缩减加息幅度情况下，欧央行持续鹰派紧缩令欧美货币政策差异逐渐增大，美元指数创去年 4 月中旬以来新低。而后伴随联储纠偏市场乐观预期，官员鹰派预期管理登场，市场炒作年内累计加息预期一度升至 75 个基点，美元指数收复部分失地。3 月在欧美银行业风险事件持续发酵下，美联储投鼠忌器延续小幅加息方式，并对外释放加息周期将于 5 月结束信号，而在此之前召开的欧央行议息会议维持 50 基点加息幅度，二者货币政策差异再度加大，美元指数开启新一轮跌势。

展望二季度，在联储加息接近尾声且非美央行（主要为欧、日央行）加息周期延续或启动以及银行业风险事件引发美元流动性危机概率偏低情况下，美元上方面临的压力显而易见。但考虑到当前市场对联储年内降息计价过于充分，一旦 5 月联储中止加息后保持观望，但核心通胀粘性仍然使得迅速转向宽松暂不可期，甚至不排除出现鹰派措辞管理市场预期，欧美央行货币政策差异化也难以进一步扩大，那么对应美元

下行空间也较为有限，特别是 100 整数关口上下技术支撑较强，短期跌破后依托此位置反复概率偏大。

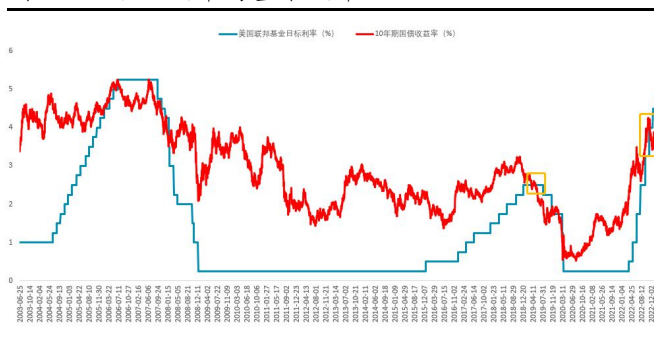
从更宏观的维度看，俄乌冲突拉开了全球“去美元化”的序幕，作为以军事霸权、金融霸权、货币霸权凌驾于全球其他国家之上的美国，其封锁制裁胁迫的方式无一不以牺牲美国自身（美元）信用为代价，因而激起了世界上越来越多国家的关切和担忧。因而，我们也看到作为美元对立面的黄金越来越得到认同，尽管均价处于历史高位，但各国央行通过增持黄金多元化外汇储备的步伐并未停歇。从这一点来看，美元世界货币体系中心地位不断削弱将不断成就黄金对冲美元资产信用的功能，也对金价构成中长期利好。

图 2.8：美债 10Y-3M 利差 (%)



资料来源：Wind，一德宏观战略部

图 2.9：名义利率与基准利率 (%)



资料来源：Wind，一德宏观战略部

2.4 投机多头进场迹象初现，白银增仓潜力更大

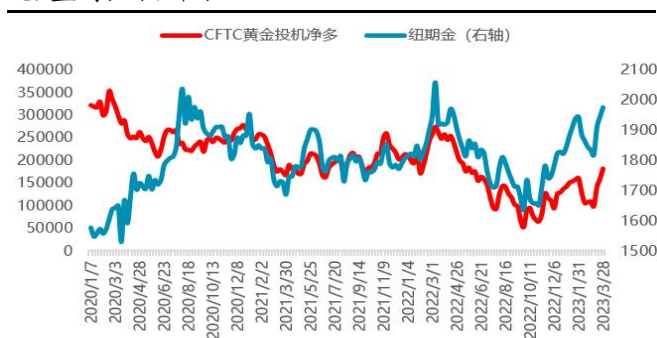
一季度，纽期金投机净多持仓震荡反弹，与价格走势遥相呼应；纽期银投机净多持仓相对黄金偏弱运行，2 月回调期间投机净多持仓再度转负。截止 3 月 28 日，CFTC 黄金净多投机持仓 18.2 万张，CFTC 白银投机净多持仓 1.3 万张，前者处于历史中位水平，后者则处于历史低位区间。

一季度，纽期金总持仓与 CFTC 投机净多持仓变化趋势基本一致；纽期银总持仓与 CFTC 投机净多持仓趋势相反。与 2022 年同期相比，纽期金银均出现大幅减仓，尤其是黄金受投机多头大量离场影响，总持仓回落至 45 万张，为历史较低水平。纽期金全部合约总持仓一季度维持在 42-50 万张区间内，分阶段对应为：1 月下旬，黄金投机多空同增推动总持仓上涨至 50.71 万张；2 月下旬，黄金多空同时减仓令其总持仓回

落至一季度最低水平 42.25 万张。3 月，美国风险事件的发酵促使纽期金投机多头大量进场推升黄金总持仓反弹，但据 1 月下旬高点仍下滑 3.4%。与黄金总持仓不同，白银总持仓主要呈现先升后降两段式走势。2 月初以白银投机空头增仓拉动总持仓升至一季度高点 14.15 万张后，总持仓开启下行走势。截止 3 月 31 日，纽期银总持仓 12.14 万张，相比一季度峰值回落 14.2%。

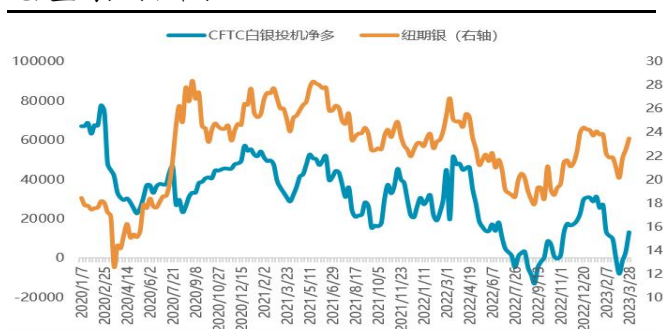
而从黄金 CFTC 投机多头持仓绝对水平看，当前投机资金水位具备发动牛市行情的基础：去年四季度以来黄金投机多头持续位于 20 至 25 万张一线波动，基本和 2018 年加息尾声对应的 15 至 20 万张类似（本轮加息周期尾声黄金均价远高于 2018 年同期），而近期向上突破痕迹明显，距离历史上高位 35 万张上方仍有较大空间。此外，白银由于相对偏低的持仓水平也将会为多头带来更多想象空间。

图 2.10: CFTC 黄金投机净多持仓（张）与纽期金（美元/盎司）（右轴）



数据来源：Wind，一德宏观战略部

图 2.11: CFTC 白银投机净多持仓（张）与纽期银（美元/盎司）（右轴）



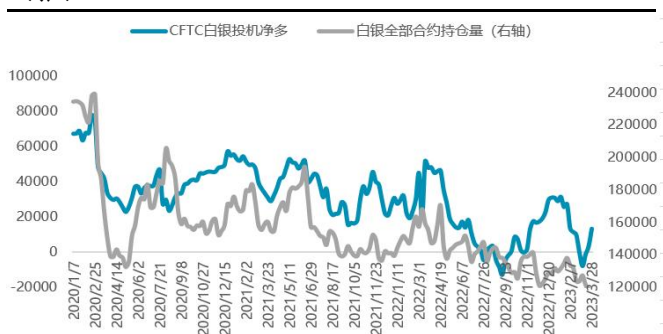
数据来源：Wind，一德宏观战略部

图 2.12: 纽期金总持仓（右轴）与 CFTC 投机净多持仓（张）



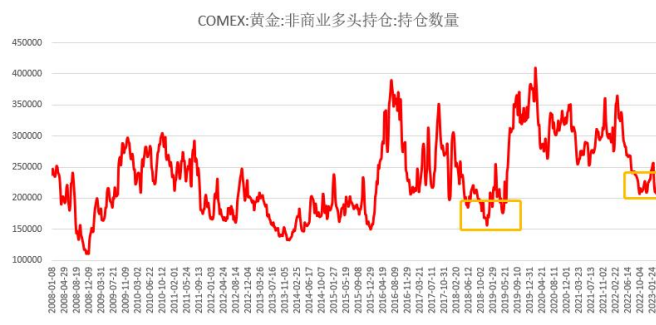
数据来源：Wind，CME，一德宏观战略部

图 2.13: 纽期银总持仓（右轴）与 CFTC 投机净多持仓（张）



数据来源：Wind，CME，一德宏观战略部

图 2.14: 纽期金投机多头持仓（张）



数据来源: Wind, 一德宏观战略部

2.5 央行购金激增改变黄金需求格局，配置资金有望加速入场

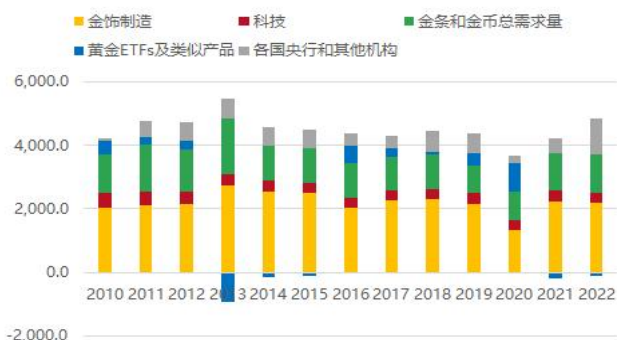
一季度，世界黄金协会公布了 2022 年第四季度及全年的黄金需求趋势报告，在各国央行大力购金、个人投资者强势买入以及黄金 ETF 流出放缓的共同作用下，年度黄金需求升至 4741 吨，为近 11 年以来新高。分项指标来看，受四季度金价飙升影响，金饰需求表现疲软，小幅下降 3%至 2086 吨。投资需求方面，实物投资以官方金币和奖章等增长为主，分别同比增长 13%和 8%；金条和金币需求小幅增长 2%至 1217 吨；虚拟投资中黄金 ETF 持仓量同比降幅收窄（2022 年减少 110 吨，2021 年减少了 189 吨）。央行购金方面，2022 年四季度全球央行购金量达 417 吨，连续两个季度处于高位，全年购金量累计达到 1136 吨，创历史新高。供给方面，黄金总供应量终结两年下跌，2022 年增加 2%至 4755 吨，其中，金矿产量 3612 吨，为四年以来新高。

今年一季度以来，黄金 ETF 投资需求小幅扩张。其中，黄金 ETF-SPDR 基金累计净流入 10.38 吨。在 3 月欧美银行业风险爆发前，黄金 ETF 持仓尚维持流出态势，直至风险事件推升避险情绪，ETF 持仓开始逐渐增加。一季度白银 ETF 受商品属性影响，与黄金节奏相反。在硅谷银行危机爆发后，安硕白银 ETF 持仓创疫情以来最大单周流出幅度。而近期随着白银开始补涨黄金，配置资金也呈现净流入状态。展望二季度，随着美国经济持续下行叠加美联储加息周期渐近尾声，对贵金属利空压制减弱，二季度金银配置资金有望持续入场。而一旦形成配置资金与投资资金共振流入，则贵金属上行空间也将进一步打开。

最后，对于市场中比较关注的海外交易所贵金属库存去化问题，我们主要聚焦商品属性更强的白银来展开论述。首先，从库存运行趋势上，无论是观测 Comex 白银库

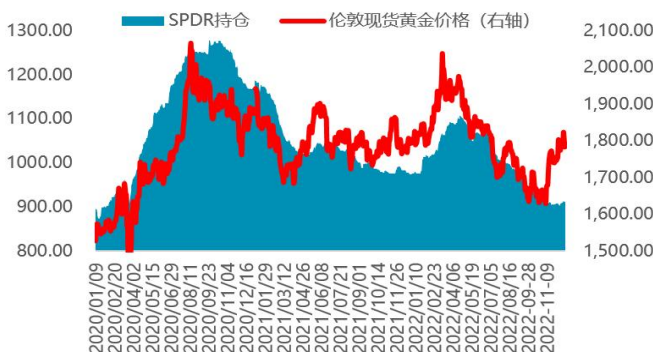
存抑或是 LBMA 库存, 始于 2021 年上半年的去库行为自去年下半年以来开始加速演进。以 Comex 白银库存为例, 目前仅余 8500 吨, 较 2021 年 2 月的峰值 12400 吨下降幅度超 30%。回顾近 20 年间的其余两次去库阶段, 分别对应库存降幅为 2007 至 2011 年的 30% 以及 2014 至 2016 年 18%。在此阶段, 纽期银价震荡攀升, 逐步回归两轮库存去化起始阶段高位。因而, 对于本轮白银反弹的最终目标, 如库存下滑趋势延续, 则对应 2021 年 2 月高位 30 美元上方目标位可有所期待。

图 2.15: 全球黄金季度需求 (吨)



数据来源: 世界黄金协会, 一德宏观战略部

图 2.17: SPDR ETF 持仓量 (吨) 与现货金价 (右轴)



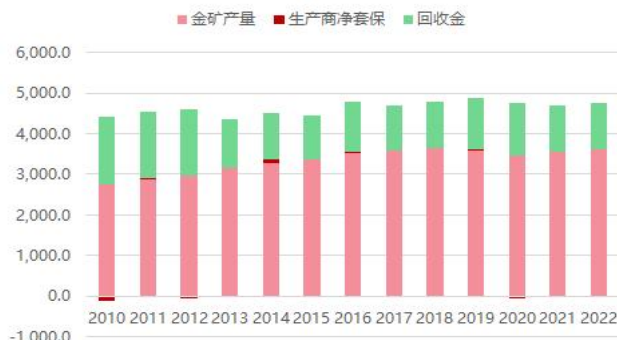
数据来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.19: Comex 白银库存与银价 (右轴)



数据来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.16: 全球黄金季度供应 (吨)



数据来源: 世界黄金协会, 一德宏观战略部

图 2.18: 安硕 ETF 持仓量 (吨) 与现货银价 (右轴)



数据来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.20: LBMA 白银月度库存 (吨)



数据来源: Wind, 一德宏观战略部

3. 总结、展望及风险提示：

3.1 观点归纳

综上所述，我们对 2023 年一季度贵金属行情走势影响因素及二季度展望作以下总结：

宏观面，基于部分联储官员预测，银行业风险事件后，四季度出现浅衰退概率增大。当前就业市场强势关乎通胀粘性和经济韧性，前者一旦出现明显降温，经济深度放缓乃至衰退可期，联储货币政策转向也就顺理成章。但从目前掌握的信息来看，5 月停止加息后观望 3-6 个月时间仍为联储最优选择。

利率层面，货币政策预期胶着反复主导一季度利率市场。加息临近尾声，利率压制减弱，但由于通胀预期下行步调受其他因素左右，实际利率与名义利率回落节奏或存差异。从上一轮加息周期的规律来看，联储认可停止加息后，金价强势震荡整理；开始提及降息后，方迎来主升行情。考虑到目前市场降息定价充分，应警惕预期回摆引发的获利回吐。

美元汇率层面，联储加息预期摇摆、欧美货币政策差异及风险事件主导一季度美元运行。宏观维度层面，央行天量购金实为各国应对“去美元化”未雨绸缪的铁证。美元世界货币体系中心地位不断削弱成就黄金中长期利好。回归中观维度，我们认为二季度也需注意欧美央行货币政策差异化难以进一步增大、市场对联储年内降息预期计价过于充分等支撑因素仍然存在，预计 100 上下美元将获得较强支撑，当前位置不宜过分看空。

资金流方面，一季度的反弹配置资金总体反应有限，基本为投机资金主导，且内部结构显示为投机空头减持推动为主。但从持仓绝对水平来看，无论是投机资金多头还是配置资金，均处于历史较低水平，资金水位具备发动牛市行情的基础。特别对于白银而言，其持仓水平更低，也会为多头带来较大的想象空间。

3.2 行情展望

年初至今，贵金属走势一波三折，但在欧美银行业危机爆发后趋于明朗。在风险事件推动下，不仅回调空间有限，且多头行情提前启动，亦透支了部分上涨空间。因此对于二季度贵金属总体策略而言，延续多头交易思路之外，还需踏准交易节奏。我们预计二季度纽期金波动区间为 1900-2100 美元，纽期银波动区间为 23-27.5 美元，延续一季度上涨-回落-上涨一波三折走势节奏概率偏大。交易策略层面，配置交易者参考纽期金历史高点 2089 附近可逢高兑现，等待回补机会；投机交易可待纽期金回调至 1900 一线后关注企稳入场机会。

图 3.1：纽期金月线即使新高进入段离开段背离明显



资料来源：博易大师，一德宏观战略部

图 3.2：预计周线五笔结构，第四笔回落为绝佳机会



资料来源：博易大师，一德宏观战略部

风险提示：欧美银行业风险事件超预期

地缘政治博弈超预期

美联储、欧、日央行货币政策超预期

免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn