

策略报告

非农数据表现靓丽，支撑美联储不降息假设

2023 年 05 月 07 日

贵金属周度报告 20230501—20230505

上期所黄金主力合约走势图



上期所白银主力合约走势图



资料来源：文华财经,招商期货

相关报告

研究员：徐世伟

021-61659372

xushiwei@cmschina.com.cn

F0307617

Z0001836

本期投资策略：

投资标的	当期持仓	上期持仓	变化
黄金、白银	做多	寻机做多	寻机做多
金银套利	做多	做多	做多

- 全球交易所白银库存齐跌，COMEX 白银库存减少 46 吨至 8381 吨，国内上期所库存减少 24 吨至 1801 吨。金交所截至 4 月 28 日，库存与上周相比减少 63 至 2144 吨，两交易所合计库存减少至 3980 吨。
- 贵金属 ETF 持仓中，黄金 ETF 库存增加 1 吨至 1582 吨，白银库存减少 81 吨至 23791 吨。
- CFTC 黄金与白银机构净多持仓小幅增加
- 消息面，美联储如期加息 25bp，未来加息可能告一段落，但依旧否定降息可能，美国 5 月公布的 4 月非农数据好于预期，新增就业 23 万人。
- 操作建议：贵金属：靓丽非农数据扭转了此前中小银行面临破产风险的悲观情绪，上周贵金属价格冲高回落，国际金价一度逼近 20 年创造的 2074 美元/盎司的历史高位，但是美国 4 月一共新增了 23 万个非农岗位，进一步印证了此前美联储议息会议上美联储对于经济的判断，即美国经济依旧强劲，此次加息与过去不同，经济大概率面临轻微衰退，或者说软着陆。而此前市场的判断是美联储将在随后的议息会议上降息，因此贵金属周五出现了较大的调整，但是全周依旧收涨，以伦敦金计价的国际金价全周上涨 1.35%至 2016.68 美元/盎司，而以伦敦银计价的国际银价全周上涨 2.45%至 25.669 美元/盎司。金银比回落至 78.5。我们认为，造成美国中小银行当前挤兑风险的因素并没有转变，高利率情况下资金搬家以及商业地产危机依旧将持续发酵，此外 6 月美国政府资金将用尽，国债存在违约风险，多重因素下，对于贵金属依旧存在支撑，当前贵金属、是易涨难跌，操作上建议做多。
- 风险提示：银行风险事件迅速缓解，通胀进一步抬升。

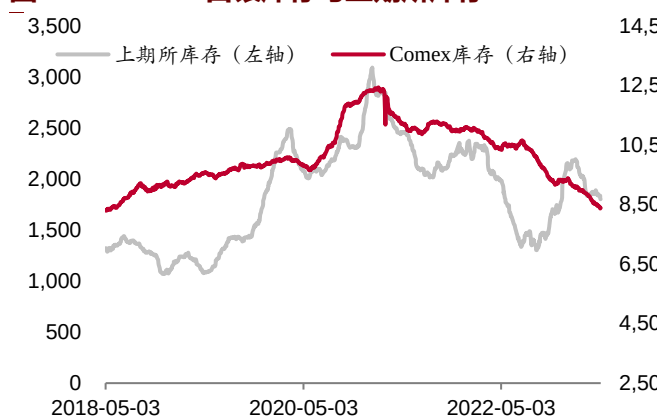
一、贵金属近期行情回顾

图 1：贵金属期货现货价格变化

日期	华通定盘价	Au 主力	Ag 主力	白银 T+D	伦敦金	伦敦银	金银比
2023/5/5	5832	457.92	5846	5831	2049.61	26.029	78.74
2023/5/1	#N/A	444.04	5619	5596	1981.94	24.967	79.38
变化	#N/A	13.88	227	235	67.670	1.062	-0.64

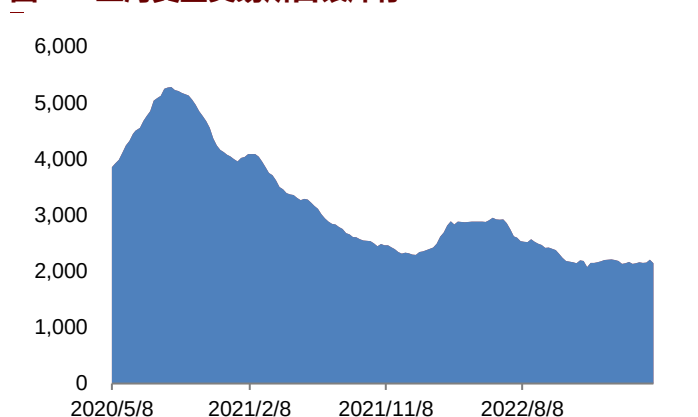
资料来源：公开资料，招商期货

图 2：COMEX 白银库存与上期所库存



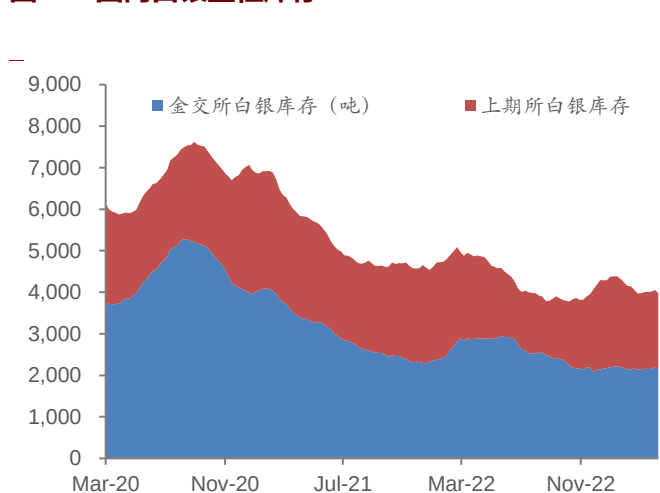
资料来源：公开资料，招商期货

图 3：上海黄金交易所白银库存



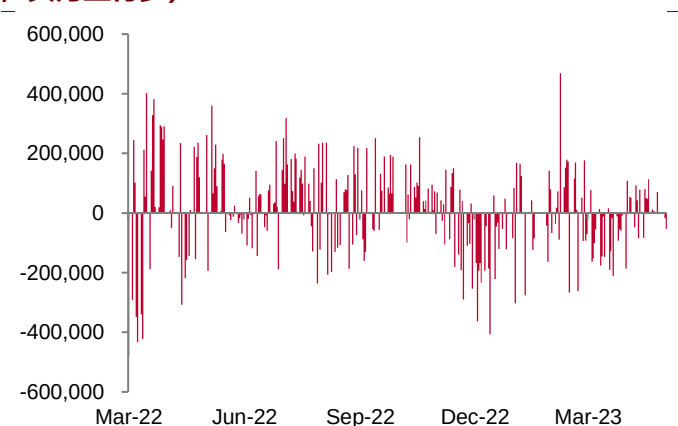
资料来源：公开资料，招商期货

图 4：国内白银显性库存



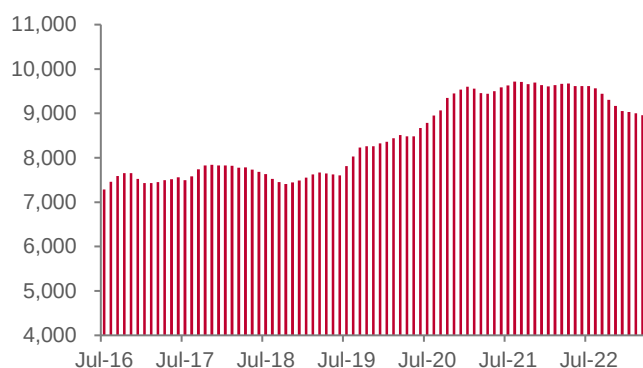
资料来源：上期所、金交所、招商期货

5：金交所 Ag (TD) 递延费方向与交收量 (正为多付, 负为空付多)



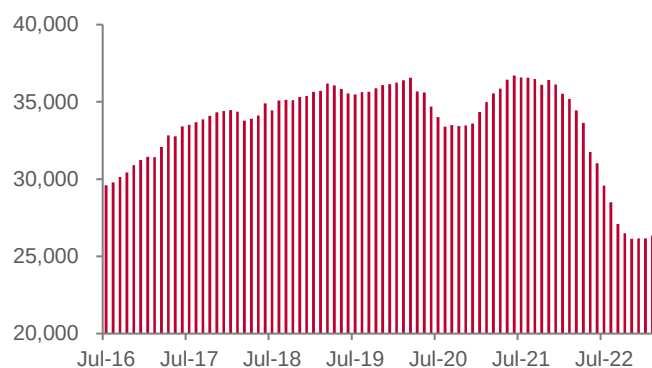
资料来源：上期所,招商期货

图 6：伦敦黄金库存(吨)



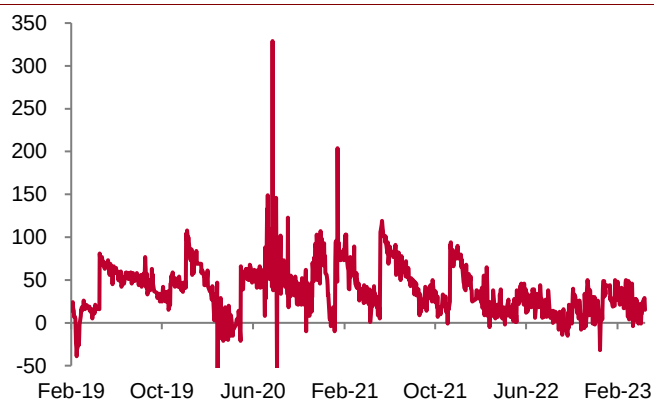
资料来源：公开信息整理，招商期货

图 7：伦敦白银库存 (吨)



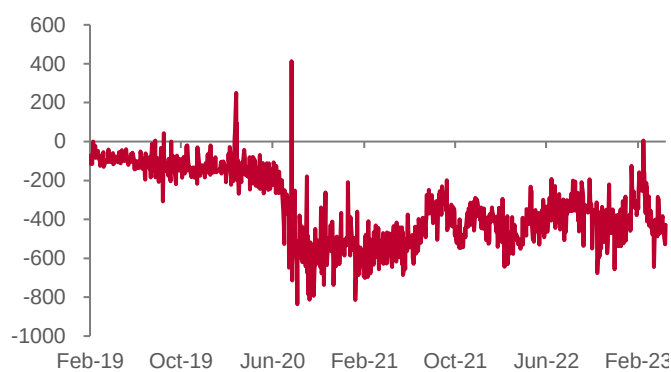
资料来源：公开信息整理，招商期货

图 8：白银 TD 与上期所白银主力价差



资料来源：公开资料，招商期货

图 9：进口走私利润



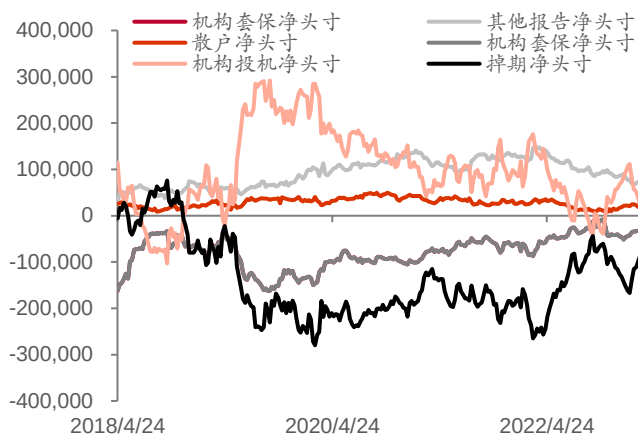
资料来源：公开资料，招商期货

图 10：金银比



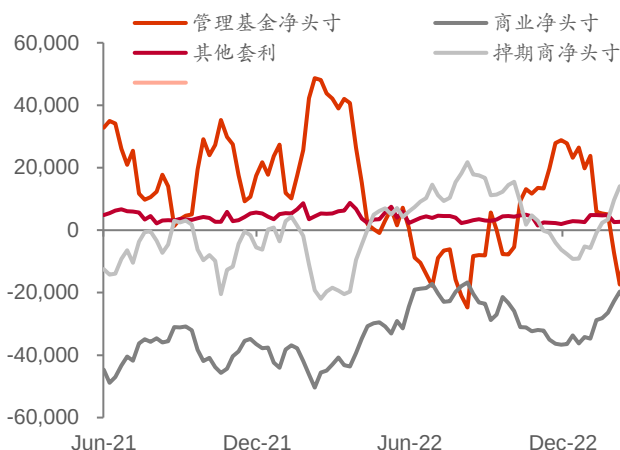
资料来源：公开资料，招商期货

图 11: CFTC 黄金机构持仓



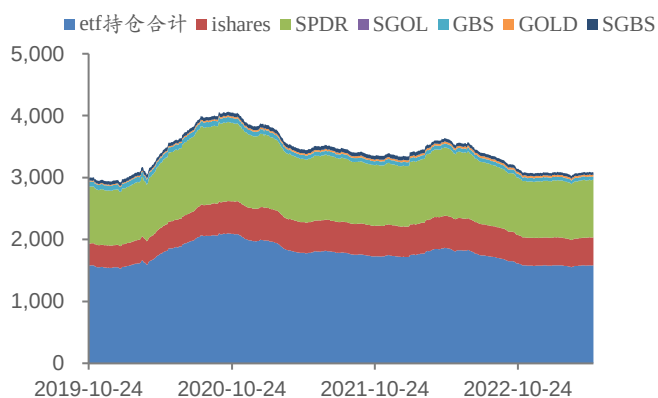
资料来源：公开资料，招商期货

图 12: CFTC 白银基金持仓



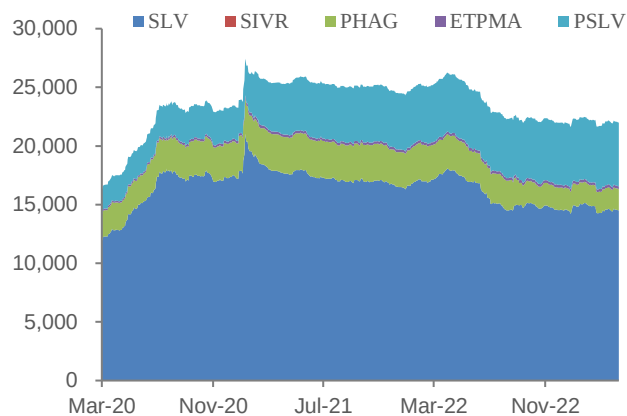
资料来源：公开资料，招商期货

图 13: 黄金 ETF 基金持仓



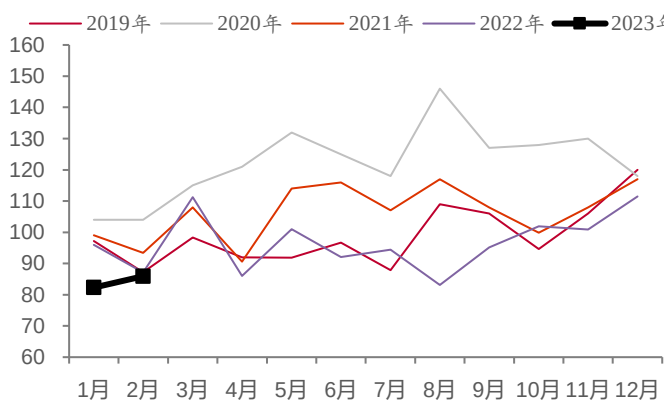
资料来源：公开资料，招商期货

图 14: 白银 ETF 基金持仓



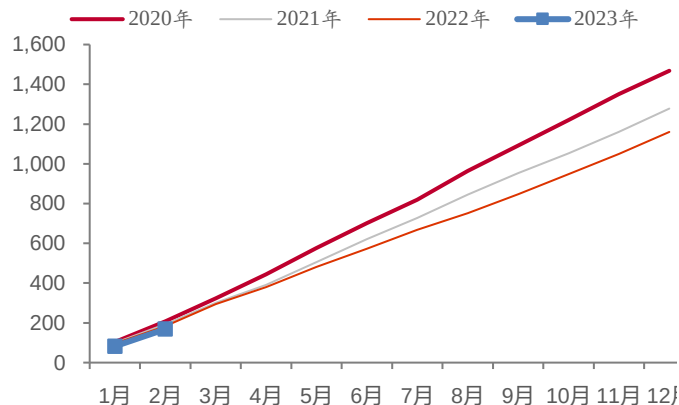
资料来源：公开资料，招商期货

图 15: 智利白银月度产量 (吨)



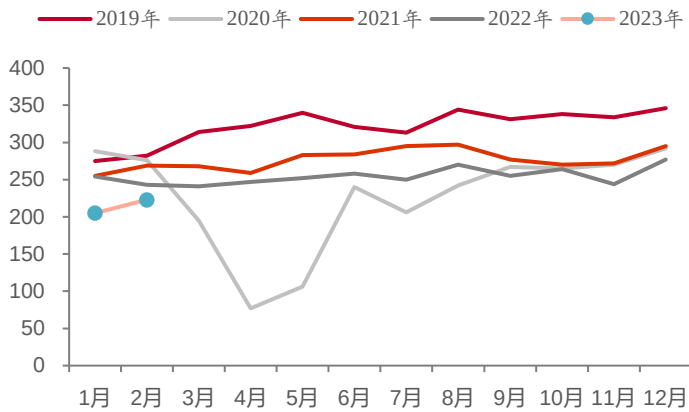
资料来源：公开信息整理，招商期货

图 16: 智利白银月度产量累计值 (吨)



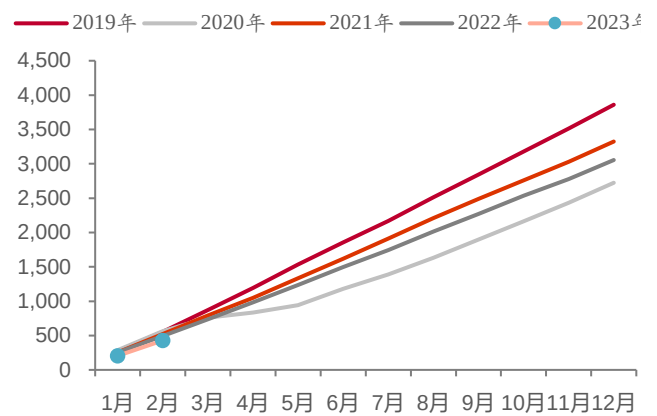
资料来源：公开信息整理，招商期货

图 17: 秘鲁白银月度产量 (吨)



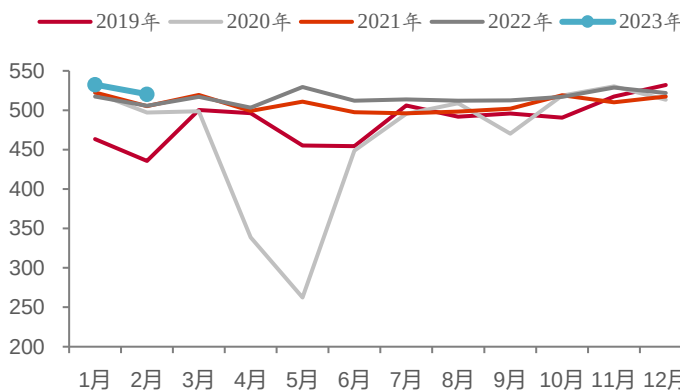
资料来源: 公开信息整理, 招商期货

图 18: 秘鲁白银月度产量累计值 (吨)



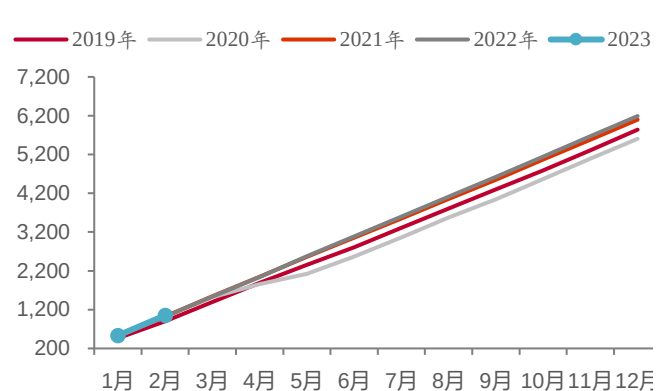
资料来源: 公开信息整理, 招商期货

图 19: 墨西哥白银月度产量 (吨)



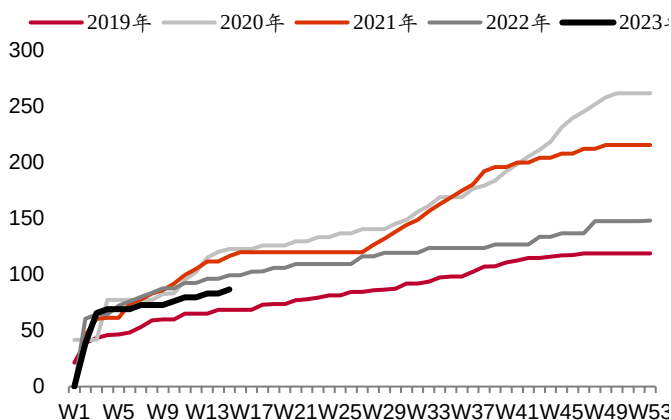
资料来源: 公开信息整理, 招商期货

图 20: 墨西哥白银产量累计值 (吨)



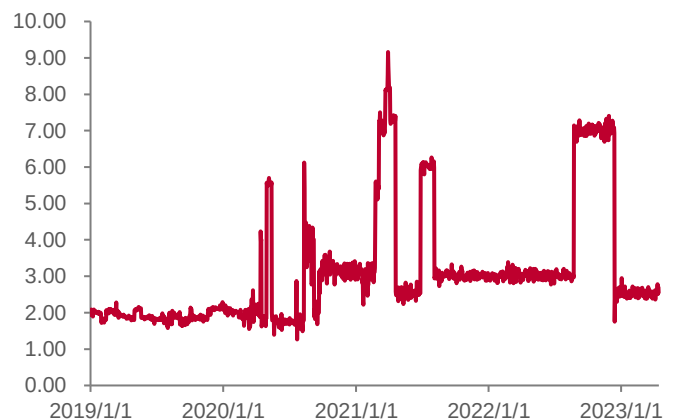
资料来源: 公开信息整理, 招商期货

图 21: 美国造币局累计银币销售 (吨)



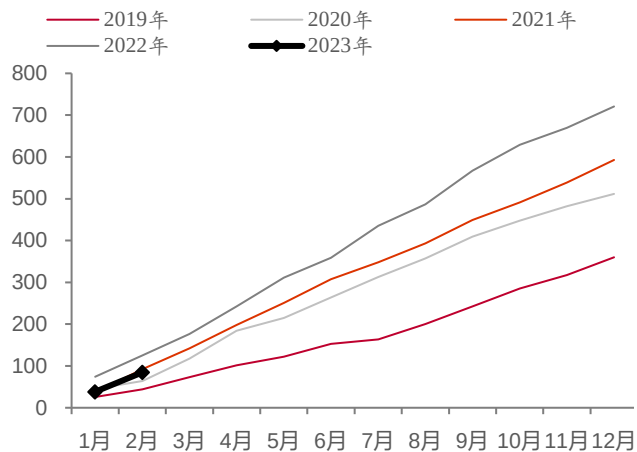
资料来源: 公开资料, 招商期货

图 22: 美国银币现货升水



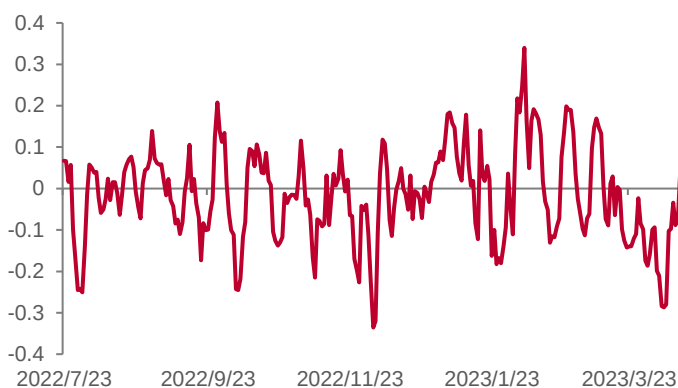
资料来源: 公开资料, 招商期货

图 23: 澳大利亚银币累计销售 (吨)



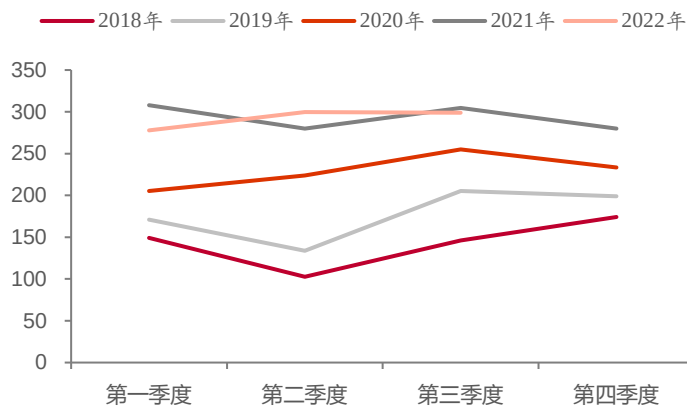
资料来源: 公开资料, 招商期货

图 24: 澳大利亚银币现货升水



资料来源: 公开资料, 招商期货

图 25: 加拿大银币销售 (吨)



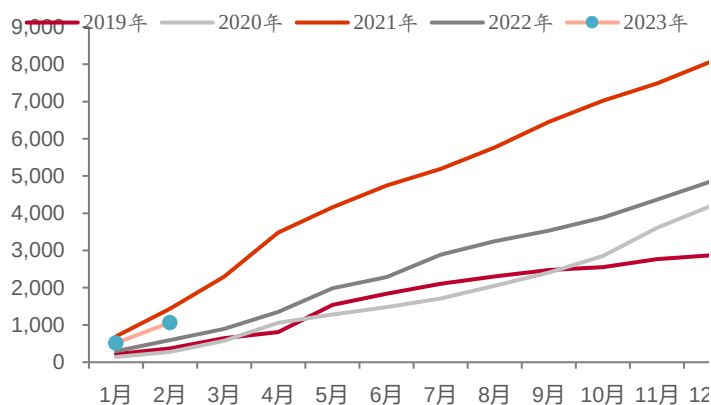
资料来源: 公开资料, 招商期货

图 26: 印度白银进口盈亏



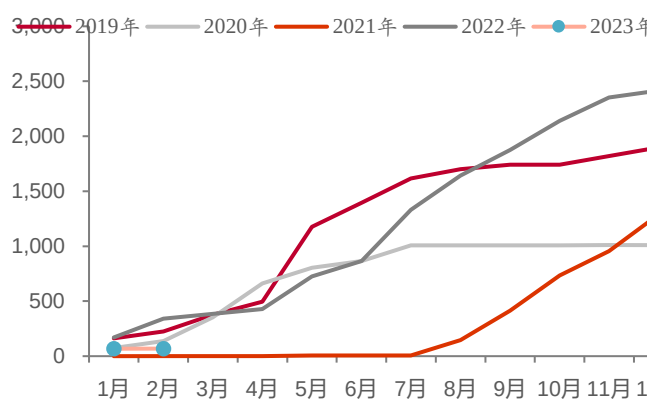
资料来源: 公开资料, 招商期货

图 27: 香港银锭出口累计



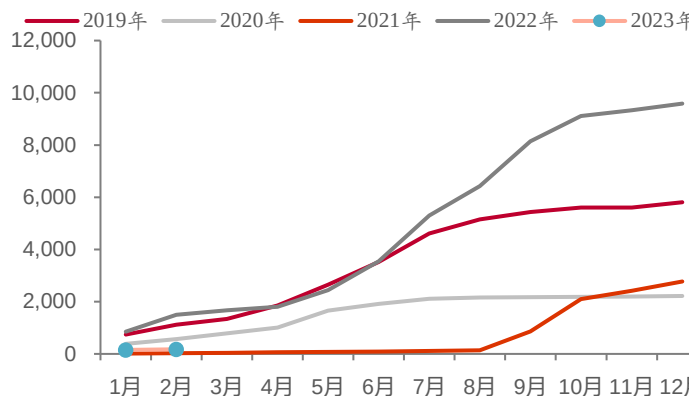
资料来源: 海关, 招商期货

图 28: 香港银锭出口至印度累计



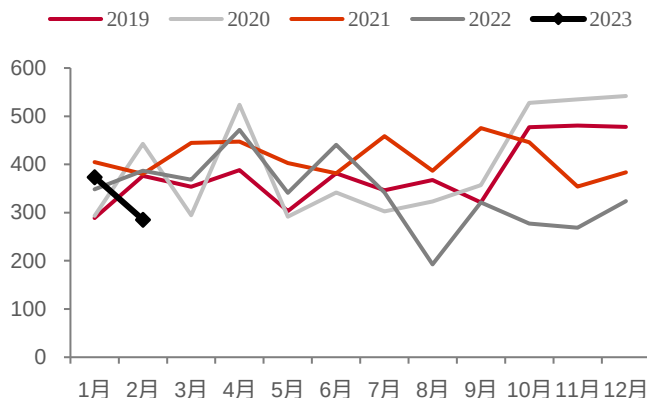
资料来源: 海关, 招商期货

图 29：印度白银月度进口累积值



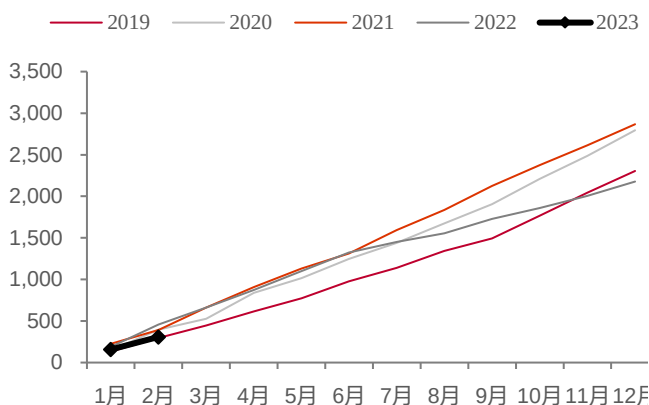
资料来源：海关，招商期货

图 30：日本银粉出口至中国月度图



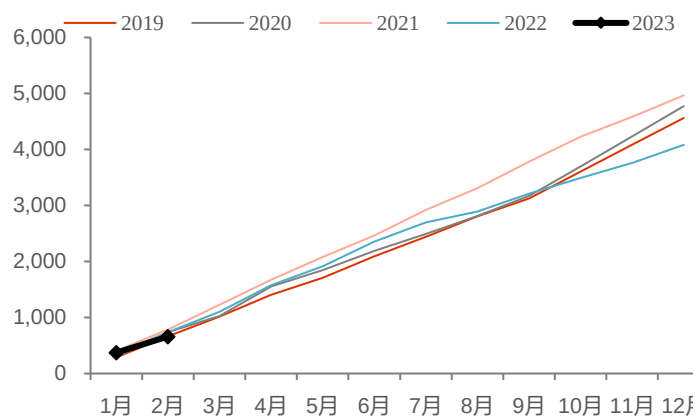
资料来源：海关，招商期货

图 31：日本银粉出口至中国累积图



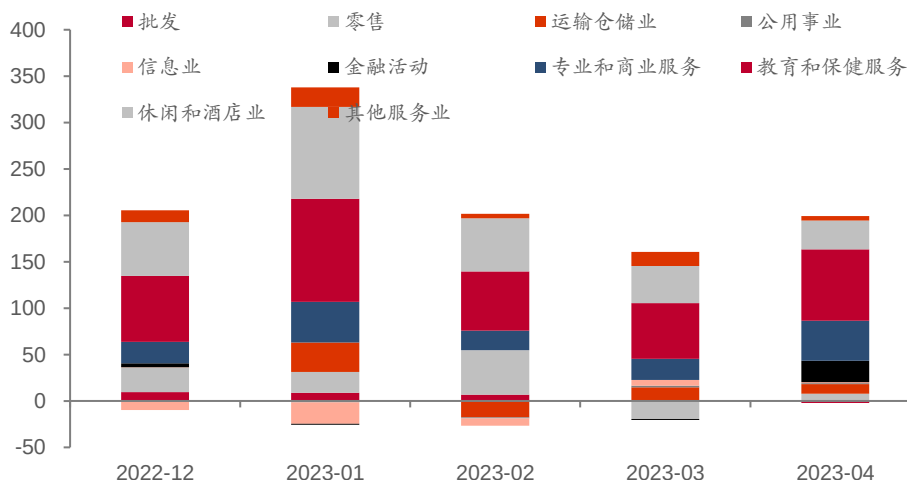
资料来源：海关，招商期货

图 32：日本银粉出口至全球



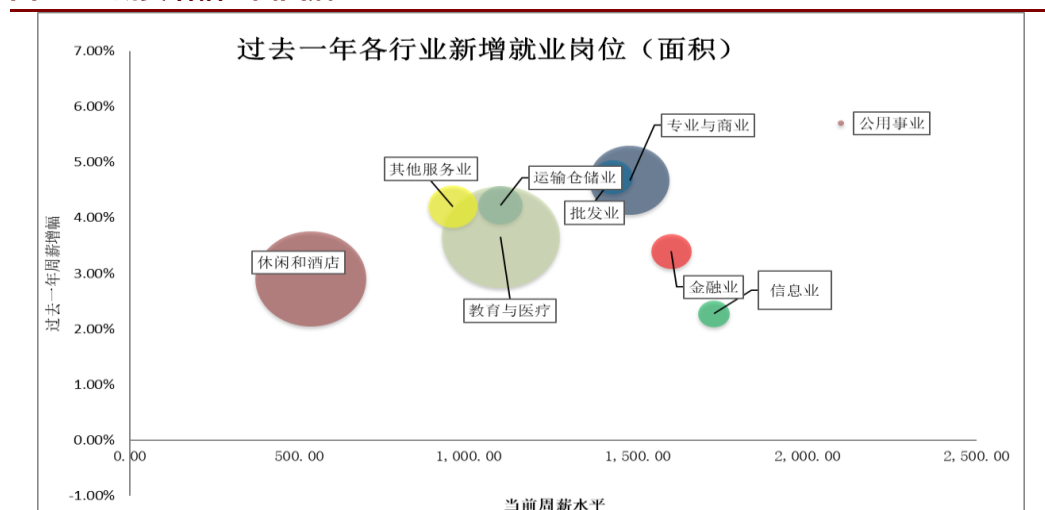
资料来源：海关，招商期货

图 33：美国 5 月非农就业新增 23 万人



资料来源：美国劳动统计局，招商期货

图 34：薪资增幅全面回落



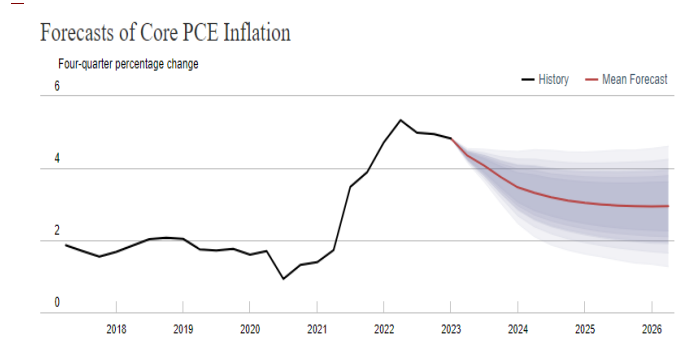
资料来源：美国经济分析局，招商期货

图 35：供应链压力指数缓解



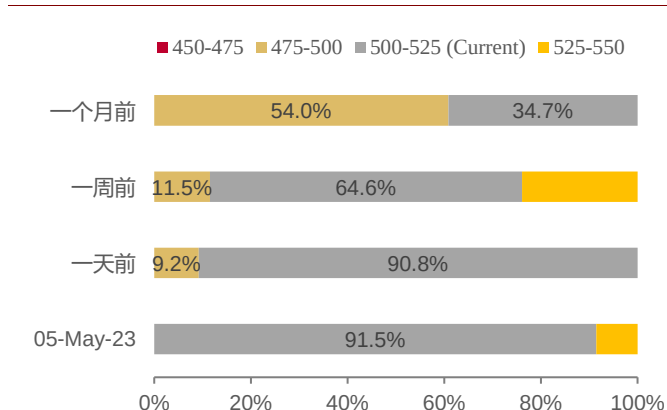
资料来源：FED，招商期货

图 36：DSGE 模型预测核心通胀值



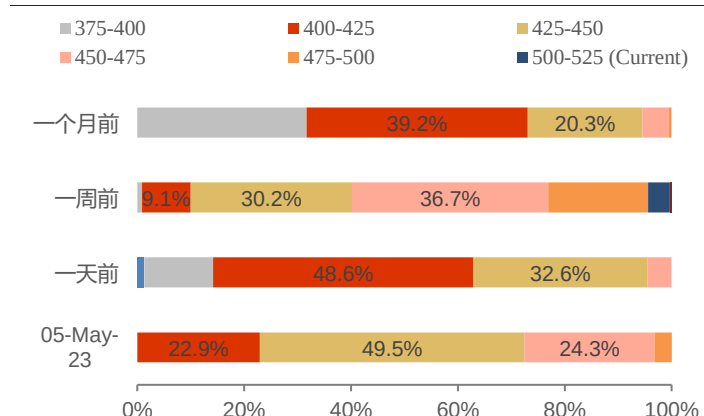
资料来源：FED，招商期货

图 37：6 月维持 5%利率不变



资料来源：CME，招商期货

图 38：12 月降息 75bp 概况较大



资料来源：CME，招商期货

上周美联储 5 月议息会议如期加息 25bp，但是美联储在公开声明中，暗示后续将放缓收紧步伐，鲍威尔也在记者问答中谈到将根据每次议息会议之前的经济状况确定货币政策。

策。在议息会议之前，美国又一家银行第一共和银行被政府接管，令市场对于中小银行流动性危机再次升温，贵金属大幅走高，国际金价一度逼近历史高点。不过周五非农数据公布，新增就业 23 万人，好于预期，也印证了美联储对于经济的判断，数据公布后，贵金属价格大幅跳水，国际金价盘中一度下跌超过 2%，截至周五收盘，以伦敦金计价的国际金价全周上涨 1.35% 至 2016.68 美元/盎司，而以伦敦银计价的国际银价全周上涨 2.45% 至 25.669 美元/盎司。金银比回落至 78.5 左右。

从白银全球显性库存水平看，全球两大交易所白银库存全线下滑，COMEX 白银库存减少 46 吨至 8381 吨，国内上期所库存减少 24 吨至 1802 吨。金交所截至 4 月 28 日，库存与上周相比减少 64 吨至 2144 吨，两交易所合计库存增加至 3980 吨。

一般来说根据期货价格的不同，两个交易所的库存会互相流动。但是由于金交所库存数据公布延迟，且频率较低，我们较难实时了解具体的库存流向。

伦敦 LBMA 定期公布伦敦的白银库存，从最新的数据看，2023 年 2 月白银库存达到 26164 吨，相比上个月增加 32 吨，印度消费趋弱，伦敦白银库存去化结束，而黄金库存延续惯性，减少了 21 吨至 9031 吨。

从上海黄金交易所递延费方向看，上周一反常态 5 个交易日均为多付空，全周交收量 373 吨。

从历史看，递延费无历史规律，在目前供应充足的情况下，往往呈现多付空的现象，只有当市场期现套利出现丰厚利润时，才会出现空付多的可能，而这也往往是银行资金主导的行为。不过最近连续出现多付空现象，银行由于贵金属业务受限，逐步退出金交所市场。

内外价差方面，近期汇率贬值，内外价差缩小，走私出口套利窗口关闭。

截至 05 月 02 日黄金机构净多持仓从之前的 133174 手增加 14642 手至本周的 147816 手，增幅 11%。白银机构净持仓从之前的 24072 手增加 1542 手至 25614 手，增幅 4%。

从贵金属 ETF 持仓看，白银 ETF 相比上周减少 81 吨至 23791 吨，黄金 ETF 相比上周持仓相比增加 1 吨至 1582 吨。

二、非农数据靓丽，支撑美联储不降息假设

贵金属：靓丽非农数据扭转了此前中小银行面临破产风险的悲观情绪，上周贵金属价格冲高回落，国际金价一度逼近 20 年创造的 2074 美元/盎司的历史高位，但是美国 4 月

一共新增了 23 万个非农岗位，进一步印证了此前美联储议息会议上美联储对于经济的判断，即美国经济依旧强劲，此次加息与过去不同，经济大概率面临轻微衰退，或者说软着陆。而此前市场的判断是美联储将在随后的议息会议上降息，因此贵金属周五出现了较大的调整，但是全周依旧收涨，以伦敦金计价的国际金价全周上涨 1.35% 至 2016.68 美元/盎司，而以伦敦银计价的国际银价全周上涨 2.45% 至 25.669 美元/盎司。金银比回落至 78.5。我们认为，造成美国中小银行当前挤兑风险的因素并没有转变，高利率情况下资金搬家以及商业地产危机依旧将持续发酵，此外 6 月美国政府资金将用尽，国债存在违约风险，多重因素下，对于贵金属依旧存在支撑，当前贵金属、是易涨难跌，操作上建议做多。风险提示：银行风险事件迅速缓解，通胀进一步抬升。

简介

徐世伟：招商期货贵金属研究主管，金融风险管理师（FRM），上期所（贵金属期权）优秀讲师，有10年以上期货及衍生品研究经历，获第十五届最佳期权分析师称号，连续三届获中金所研究征文大赛奖项，曾长期借调交易所参与期权产品设计。目前专注于贵金属与衍生品研究，持续跟踪贵金属宏观与基本面情况。期货从业资格（证书编号：F0307617）及投资咨询资格（证书编号：Z0001836）。

重要声明

本报告由招商期货有限公司（以下简称“本公司”）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【2011】1291号）。《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为C3及C3以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对他人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。