



2024年1月4日

降息预期过于乐观

金银还将延续调整

核心观点及策略

- 虽然近期市场对于降息预期有所减弱，但当前市场对于美联储明年3月就开启降息的预期依然过于乐观，我们预计这个预期差还将调整和修正，金银的阶段性调整可能还尚未结束。目前地缘政治风险加剧，将给与金价一定支撑，预计金价会比银价更为抗跌。
- 中长期来看，贵金属价格的主导逻辑依然是美联储的货币政策走向。当前美国经济下行压力将加大，美联储明年将进入降息周期，预计美债收益率将持续下降，去美元化和避险需求将支撑黄金需求，我们继续看好贵金属的长期多头配置价值。
- 预计接下来一个月，金银价格将呈震荡偏弱走势。国际金价的波动参考区间为1950-2050美元/盎司，国际银价的波动参考区间为22-24美元/盎司。
- 策略建议：逢高沽空白银，或做多金银比价
- 风险因素：美国经济数据不及预期

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

目录

一、贵金属行情回顾.....	4
二、贵金属价格影响因素分析.....	5
1、美国经济增长动能减弱，就业市场持续降温	5
2、美国通胀超预期回落，市场再度抢跑降息预期	5
3、欧元区经济维持疲弱，欧央行维持偏鹰	6
4、地缘政治风险加剧，避险需求给予金价支撑	6
三、市场结构及资金流向分析.....	9
1、金银比价变化.....	9
2、铜金比价变化.....	9
3、期现及跨期价差变化.....	10
4、贵金属库存变化.....	11
5、金银 ETF 持仓分析	12
6、CFTC 持仓变化.....	13
四、行情展望及操作策略：	14

图表目录

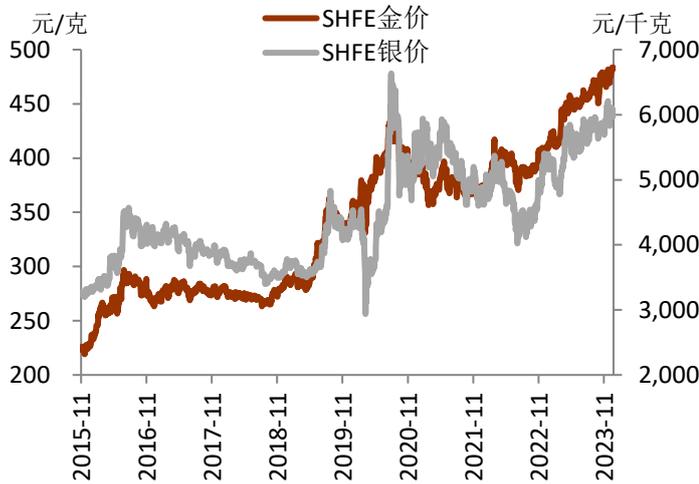
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	4
图表 4 金价与美债利率走势变化	4
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化	7
图表 6 美欧经济意外指数变化	7
图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	7
图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化	7
图表 9 美国职位空缺数变化	8
图表 10 美国周度初请和续请失业金人数	8
图表 11 主要经济体 CPI 变化	8
图表 12 美元 PCE 和核心 PCE 变化	8
图表 13 美国通胀预期变化	8
图表 14 美元指数与美元非商业性净头寸变化	8
图表 15 COMEX 金银比价变化	9
图表 16 沪期金银比价变化	9
图表 17 铜金比价变化	10
图表 18 金价与铜价走势对比	10
图表 19 沪期金与 COMEX 金价差变化	10
图表 20 沪期银与 COMEX 银价差变化	10
图表 21 沪期金与沪金 T+D 价差变化	11
图表 22 沪期银与沪银 T+D 价差变化	11
图表 23 COMEX 贵金属库存变化	11
图表 24 COMEX 黄金库存变化	12
图表 25 COMEX 白银库存变化	12
图表 26 上海黄金交易所白银库存变化	12
图表 27 上海期货交易所白银库存变化	12
图表 28 贵金属 ETF 持仓变化	13
图表 29 黄金 ETF 持仓变化	13
图表 30 白银 ETF 持仓变化	13
图表 31 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化	13
图表 32 CFTC 黄金净多头持仓变化	14
图表 33 CFTC 白银净多头持仓变化	14

一、贵金属行情回顾

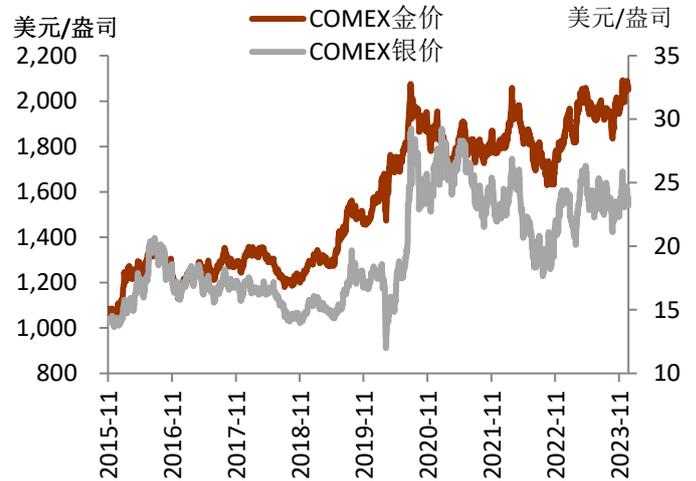
2023年12月，国际贵金属价格呈N型走势。因美国经济数据走弱，市场在12月初再度抢跑降息预期。12月4日COMEX黄金主力合约盘中创下2152美元/盎司的历史新高后快速回落。之后美联储官员纷纷发言打压降息预期，各大投行也发出警告市场对美联储降息预测过头，好于预期的美国11月非农报告打压了明年美国将迅速降息的观点，金银价格大幅回调。但在美联储主席鲍威尔12月的议息会议上意外释放转鸽信号，市场再度重启降息交易逻辑，叠加红海危机爆发，贵金属价格再度走强，且避险情绪支撑下金价走势强于银价。12月末，海外市场处于节假日期间，市场处于数据真空期，市场对于降息预期略有弱化，贵金属高位震荡有所走弱。

人民币兑美元汇率在11月大幅升值之后，12月在7.1-7.2之间窄幅震荡。国内金银价格12月走势整体略强于外盘。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

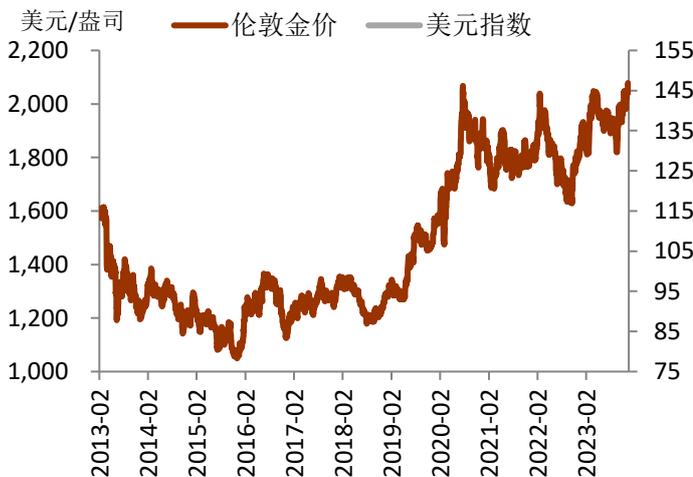


图表2 近5年COMEX金银价格走势

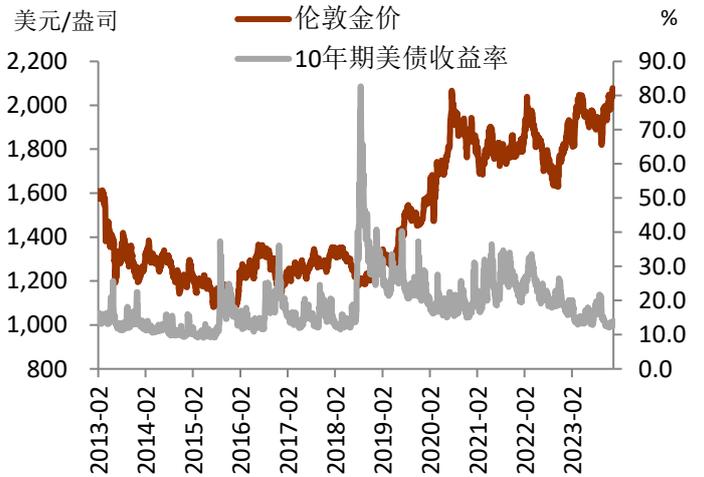


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表3 金价与美元指数走势变化



图表4 金价与美债利率走势变化



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

二、贵金属价格影响因素分析

2023 年 12 月，贵金属依然随着市场对美联储降息预期的摇摆而波动。美国经济数据走弱下，市场再度抢跑降息预期，国际金价再创历史新高，但随着美联储官员持续打压降息预期，金银价格承压回调。

1、美国经济增长动能减弱，就业市场持续降温

美国 2023 年三季度实际 GDP 环比折年率下修至 4.9%，预期和初值为 5.2%，仍创 2021 年四季度以来新高。结构上，个人消费环比折年率再度下修至 3.1%，初值为 3.6%；显示美联储持续紧缩的货币环境对总需求的抑制效果正在逐渐显现。对高利率较为敏感的制造业持续萎缩。美国 12 月 ISM 制造业 PMI 指数 47.4，虽较 11 月有所改善，但连续第 14 个月萎缩，疲软订单拖累明显，表明制造业的低迷态势仍在持续，远未复苏。结构上，衡量未来需求的 12 月新订单指数仅为 47.1，预期 49.1，较上月回落 1.2 个点，表明收缩速度在加快。新订单指数已连续 16 个月收缩，需求在持续回落。

美国就业市场也在降温。美国 12 月 JOLTS 职位空缺 879 万人，创下 2021 年 3 月以来新低，不及预期的 882.1 万人，10 月前值从 873.3 万人上修至 885 万人。自主离职率创三年多新低，招聘人数也在下降，显示出劳动力市场继续处于降温态势。近期美国最新初请失业金人数也意外回升。根据美国劳工部公布的最新数据，截至 12 月 22 日当周，美国初请失业金人数为 21.8 万人，预期为 21 万人，前值为 20.6 万人；截至 12 月 15 日当周，美国续请失业金人数为 187.5 万人，符合预期，前值为 186.1 万人，仍处于 2023 年 4 月以来的高位。可见美国就业市场持续放缓。

2、美国通胀超预期回落，市场再度抢跑降息预期

美国通胀处于持续下降的通道之中。美国 11 月 PCE 物价指数同比意外回落至 2.6%，预期为 2.8%，前值为 2.9%，创 2021 年 2 月以来新低；核心 PCE 同比回落至 3.2%，为 2021 年 4 月以来最小升幅，预期 3.3%，前值自 3.5%修正至 3.4%；环比升 0.1%，预期 0.2%，前值自 0.2%修正至 0.1%。结构上，服务价格环比上涨 0.2%，增速较 2023 年 1-10 月的平均水平（0.3%）有所回落；商品价格环比下跌 0.7%，跌幅较 10 月有所扩大。美国服务型通胀依然有上行风险，显示通胀粘性强。且能源价格在大幅下挫后又反弹风险，有可能传到至通胀，预计 2024 年美国的通胀下行速率将较为缓慢。

持续降温的通胀强化市场对美联储明年提前开启降息的乐观预期。美联储在 12 月 FOMC 如期暂停加息，鲍威尔在会后的新闻发布会上表示，核心通胀取得进展，虽然联储官员并未排除进一步加息的可能性，但这已不是联储讨论的基本情境了，并坦言联储官员开始就降息进行讨论。利率点阵图指引 2024 年降息 75bp，2024、2025 年利率中枢均下移。

鲍威尔意外转鸽，市场再度抢跑，3 月份降息预期几乎已被完全定价。但最新公布的美联储 12 月议息会议纪要表明，通胀风险下降，2024 年适合降息，但利率路径不确定，未来仍可能加息，并初步磋商退出 QT 细节。这打压了市场极度乐观的降息预期。

美国 11 月个人消费支出环比上升 0.2%，预期 0.3%，前值自 0.2%修正至 0.1%。美国 11 月零售销售环比升 0.3%，预期降 0.1%；核心零售销售环比升 0.2%，预期降 0.1%。尽管超额储蓄率下降，信用卡债务增加，借贷消费利率高，美国消费者支出依然是经济增长的稳定器。

预计在通胀得到有效控制，经济衰退和就业趋弱的压力进一步显现，从而为美联储打开被动降息窗口之前，美国的政策利率都将维持在高位。虽然近期降息预期有所回落，但 WIRP 显示，截至 2024 年 1 月 4 日，交易员对于美联储明年 3 月份降息的可能性依然高达 68%。而我们认为，鉴于美国经济和通胀的韧性，美联储首次降息的时间可能在明年 9 月。当前市场对于美联储明年降息的预期依然过于乐观，这个预期差还将调整和修正的观点。

3、欧元区经济维持疲弱，欧央行维持偏鹰

欧元区经济持续萎缩。欧元区 12 月制造业 PMI 终值为 44.4，较 11 月的 44.2 略微提升，但仍然位于荣枯线下方。这已经是欧元区制造业 PMI 连续第 18 个月处于收缩区间。作为欧洲经济的两大支柱，德国和法国 12 月 PMI 同样低迷。法国 12 月制造业 PMI 终值为 42.1，仅较前值提升 0.1，创下 43 个月新低；德国为 43.3，较前值 43.1 提升 0.2，虽然读数仍然处于低位，但已经是近 8 个月新高。在欧元区制造业持续低迷的情况下，制造业 PMI 与 11 月份相比几乎没有改善，欧元区三季度经济萎缩 0.1%，而第四季度经济同样没有好转，连续两个季度的 GDP 萎缩，意味着欧元区即将陷入技术性衰退。

欧元区 12 月 HICP 同比降至 9.2%，前值 10.1%，其中，能源同比增幅 25.7%，相比 11 月的 34.9% 已走低了 9 个百分点，是通胀走低的主要贡献。虽然整体通胀压力正在缓解，但核心通胀在服务涨价的支撑下仍在上涨。欧元区 12 月核心 HICP 同比 6.9%，前值 6.6%，其中服务价格同比增幅 4.4%，前值 4.2%。往后看，欧元区通胀形势仍具不确定性，现在乐观还为时过早。一方面，能源供给的核心矛盾仍未解决；另一方面，薪资涨幅高企带来服务价格未见下降。

12 月 14 日，欧央行暂停加息并提前结束 PEPP 再投资，行长拉加德表示本次议息会议没有讨论降息，未来的降息决策仍然取决于数据，表态偏鹰。欧洲央行管委维勒鲁瓦也表示：虽然经济增长放缓，但重申没有出现衰退；2024 年可能会考虑降息问题，但现在不是时候。欧元区经济疲软但通胀反弹的风险更大，让欧央行的两难困境加剧。

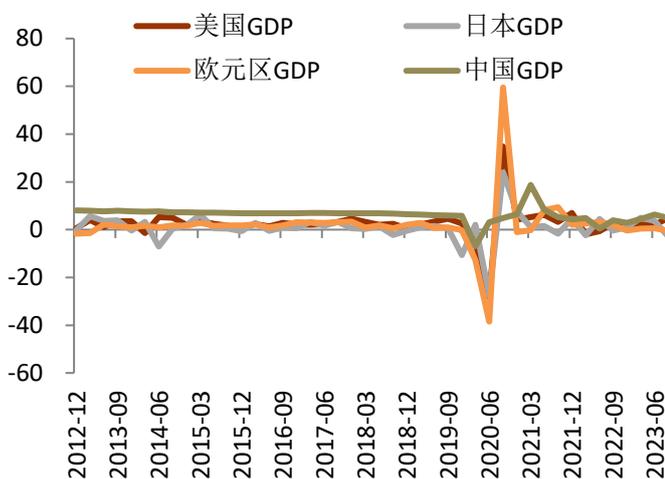
4、地缘政治风险加剧，避险需求给予金价支撑

近期中东紧张局势升级。12 月底，以军空袭黎巴嫩首都，导致 Hamas 政治局副主席萨

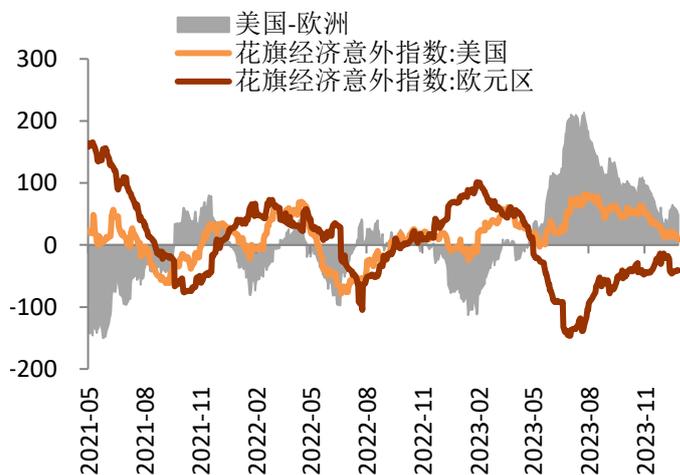
利赫·阿鲁里身亡。以色列还加强了对加沙地带的轰炸。1月3日，伊朗克尔曼市发生连环爆炸事件。市场担心伊朗会反击，有可能封锁霍尔木兹海峡。伊朗支持的也门胡塞组织还在继续袭击红海船只，已迫使多家国际航运企业宣布暂停这一航线，转而绕行非洲南端。伊朗军舰进入红海，英美对胡塞组织发出“最后通牒”。

目前以色列和 Hamas 之间的冲突恶化，中东地区是石油主产国，如果冲突持续加剧，阿拉伯国家可能削减石油产量、石油禁运措施，可能对油市带来更大干扰。OPEC+本月已开始新一轮减产，并计划于2月初恢复定期的联合部长级监督委员会会议，原油供应端有超预期收紧的风险。另外，由于当地抗议者阻挠了生产，利比亚最大油田沙拉拉停产等因素影响，原油价格可能反弹，并传到至通胀。地缘政治冲突加剧，也提振了避险需求，将对贵金属价格产生一定的支撑。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

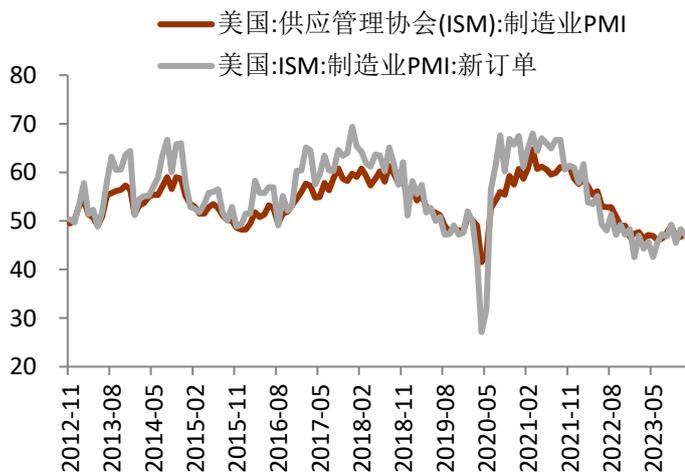


图表 6 美欧经济意外指数变化

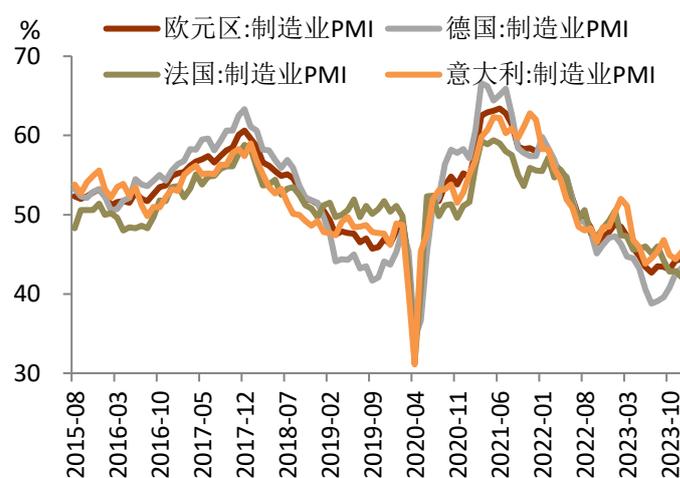


资料来源：iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化



图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

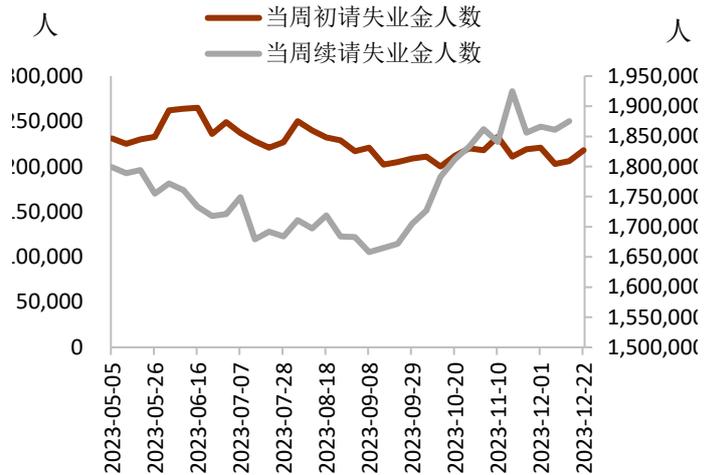


资料来源：iFinD, 铜冠金源期货

图表9 美国职位空缺数变化

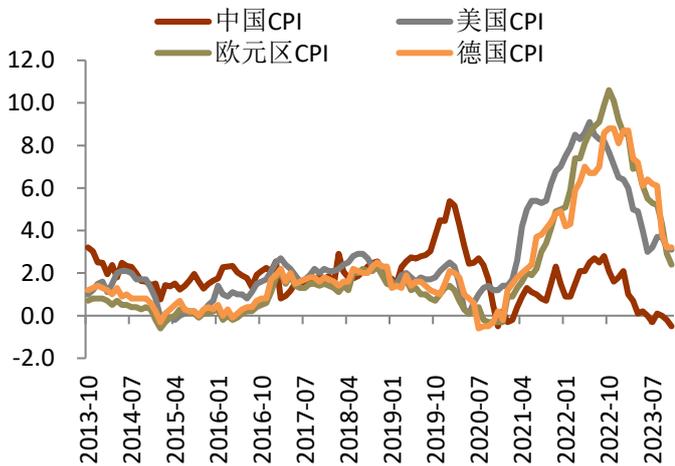


图表10 美国周度初请和续请失业金人数



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表11 主要经济体CPI变化



图表12 美元PCE和核心PCE变化



资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表13 美国通胀预期变化



图表14 美元指数与美元非商业性净头寸变化



资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

三、市场结构及资金流向分析

1、金银比价变化

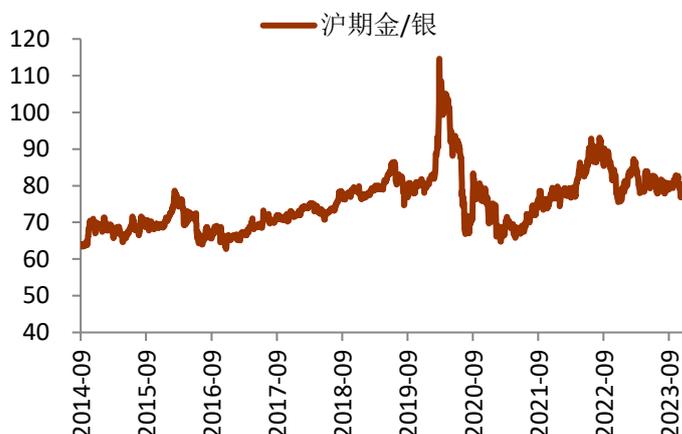
近期，COMEX 金银价格冲高回调，波动性大的银价跌幅更大，COMEX 金银比价大幅反弹，从 82 反弹至 88.6 附近，预计短期回调还将继续，COMEX 金银比价可能进一步冲高。

沪金银比价近期也反弹，因人民币兑美元汇率近期略有贬值，国内金银价格跌幅都不及外盘，特别是国内金价较为抗跌，沪金银比价反弹不及外盘，从 78.6 反弹至 82 一线，沪金银比价有进一步冲高的可能。

图表 15 COMEX 金银比价变化



图表 16 沪期金银比价变化



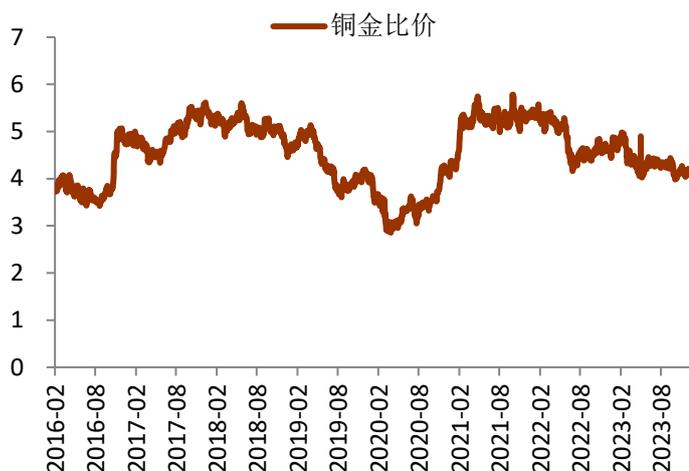
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、铜金比价变化

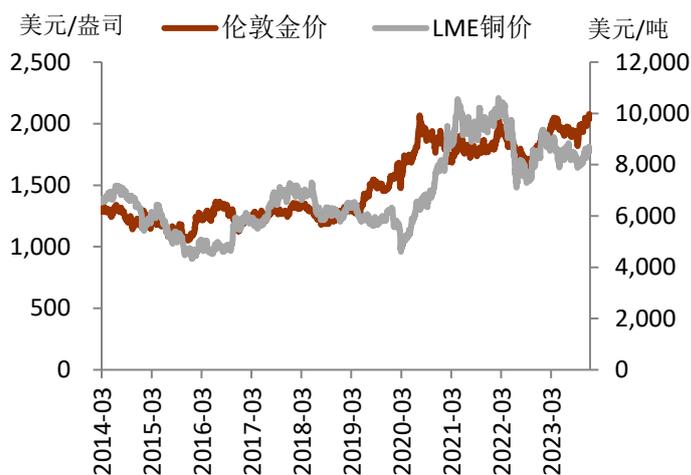
铜的需求弹性显著强于黄金，铜金比价的变化可以代表市场上投资者的风险偏好。12 月铜价走势震荡上行，铜金比价波动很小，仅在 4.04-4.2 之间窄幅波动。

最新公布的国内数据显示经济依然在筑底之中，虽然当前市场信心依然不足，但不管是特别国债的发行，还是专项债的扩大，以及 PSL 提前出台，都显示政府托底经济的意愿强烈，预计 2024 年还会有稳增长政策在持续落地，中国经济的修复会更加平稳。经济修复的过程会曲折复杂，但国内经济向好的大方向是确定的。且铜矿供应端的干扰，预计后市铜价易涨难跌，且铜价表现会强于金价，铜金比价可能会上涨。

图表 17 铜金比价变化



图表 18 金价与铜价走势对比



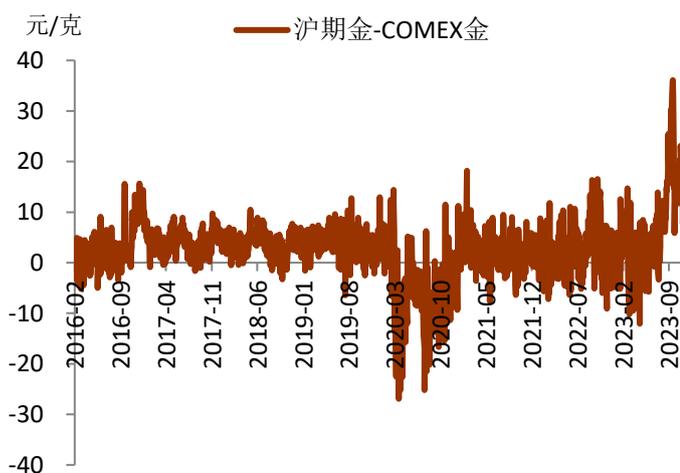
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、期现及跨期价差变化

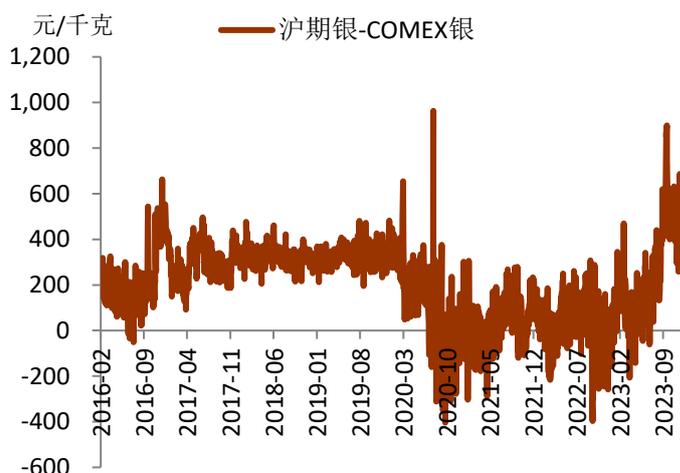
金银内外盘价差受人民币兑美元汇率波动，以及汇率变化预期的影响较为明显。

2023 年 11 月人民币兑美元汇率大幅升值，沪金银与 COMEX 金银价差快速收敛，进入 12 月份人民币兑美元汇率升值趋缓，汇率在 7.1-7.2 之间窄幅波动。近期还出现小幅贬值的迹象，沪金银与 COMEX 金银价差又开始走阔。我们认为虽然短期人民币汇率可能会继续小幅贬值，后市人民币升值的大趋势不会变，具体升值的幅度或仍取决于经济修复的程度和持续性。所以，即使短期金银内外价差又出现走阔，但预计不会达到 9 月底的极值水平。后续随着人民币继续升值，金银内外价差会再度回归。

图表 19 沪期金与 COMEX 金价差变化



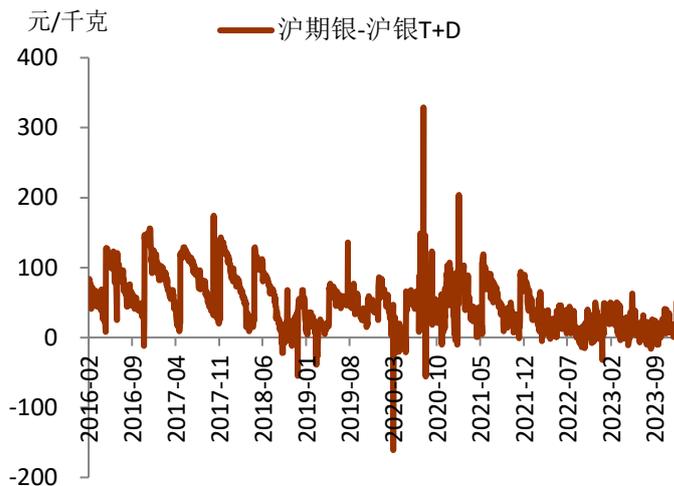
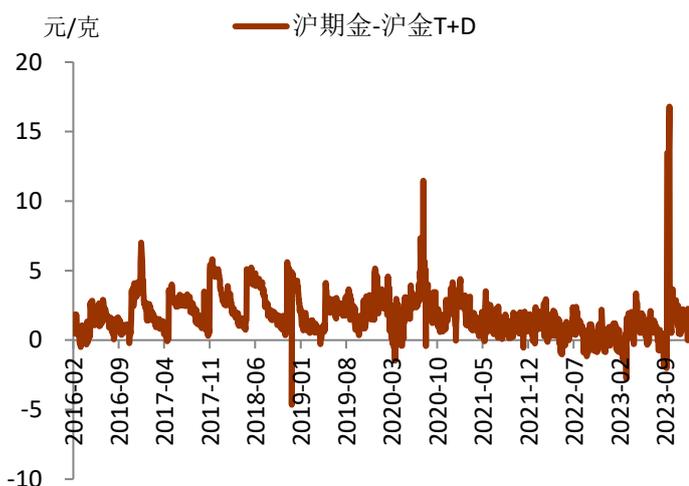
图表 20 沪期银与 COMEX 银价差变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 21 沪期金与沪金 T+D 价差变化

图表 22 沪期银与沪银 T+D 价差变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、贵金属库存变化

COMEX 黄金白银期货库存均从 2021 年 2 月份的历史高点明显回落，2023 年金银库存整体呈持续下降的趋势。10 月份至今，COMEX 黄金期货的库存基本持平波动不大，而白银期货的库存则有小幅增加。

截至 2024 年 1 月 3 日，COMEX 黄金期货的库存有 2004 万盎司，合计约 623.3 吨，环比略增 0.21%，比去年同期大幅减少 13.5%；COMEX 白银库存降至 2.78 亿盎司，合计约 8661 吨，环比增加 4.26%，比去年同比减少 6.87%。

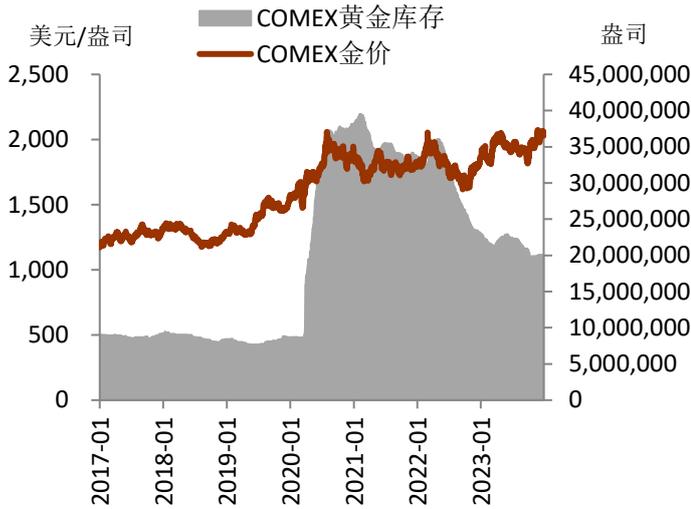
2023 年上半年，上海期货交易所的白银库存持续下降，上海黄金交易所的白银库存变化不大。进入下半年，上海期货交易所和上海黄金交易所的白银库存都在减少，但上海期货交易所白银库存在 12 月下旬有所增加。截至 2024 年 1 月 3 日，国内两大交易所的白银库存共计 2712 吨，比 11 月底 2508 吨减少了 203 吨。

图表 23 COMEX 贵金属库存变化

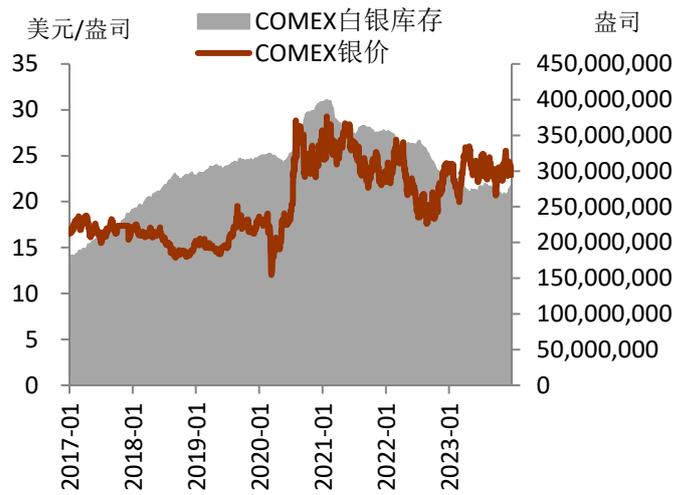
	2024/1/3	2023/12/2	2023/1/2	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	20040436	19997494	23179859	42942	0.21%	-3139423	-13.54%
白银(千盎司)	278453448	267080266	298992457	11373182	4.26%	-20539009	-6.87%

资料来源：iFinD，Bloomberg、铜冠金源期货

图表 24 COMEX 黄金库存变化



图表 25 COMEX 白银库存变化

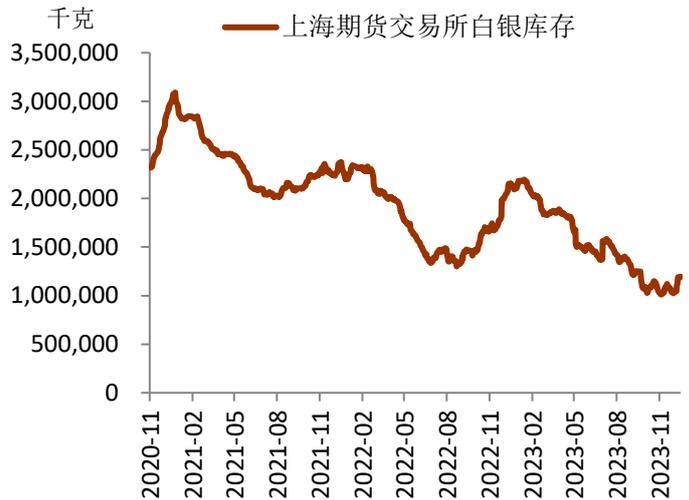


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 26 上海黄金交易所白银库存变化



图表 27 上海期货交易所白银库存变化



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

5、金银 ETF 持仓分析

贵金属 ETF 的持仓变化在一定程度上代表了市场上长期投资资金的动向。从历史上看，贵金属 ETF 的持仓变化往往都滞后于贵金属价格的波动。近两年金银 ETF 的持仓变化与金银价格变化的跟随性减弱，但整体趋势的正相关性依然存在。

2023 年金银价格高位震荡，但资金在持续流出黄金 ETF 白银。截至 2024 年 1 月 3 日，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持金量为 874 吨，比上个月同期减少了 7 吨；全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量为 13532 吨，比上个月同期增加了 61 吨。跟去年同期相比，黄金白银 ETF 的持仓都有明显下降。从周度数据来看，由于近期金银价格出现回调，投资资金都在流出黄金白银 ETF。

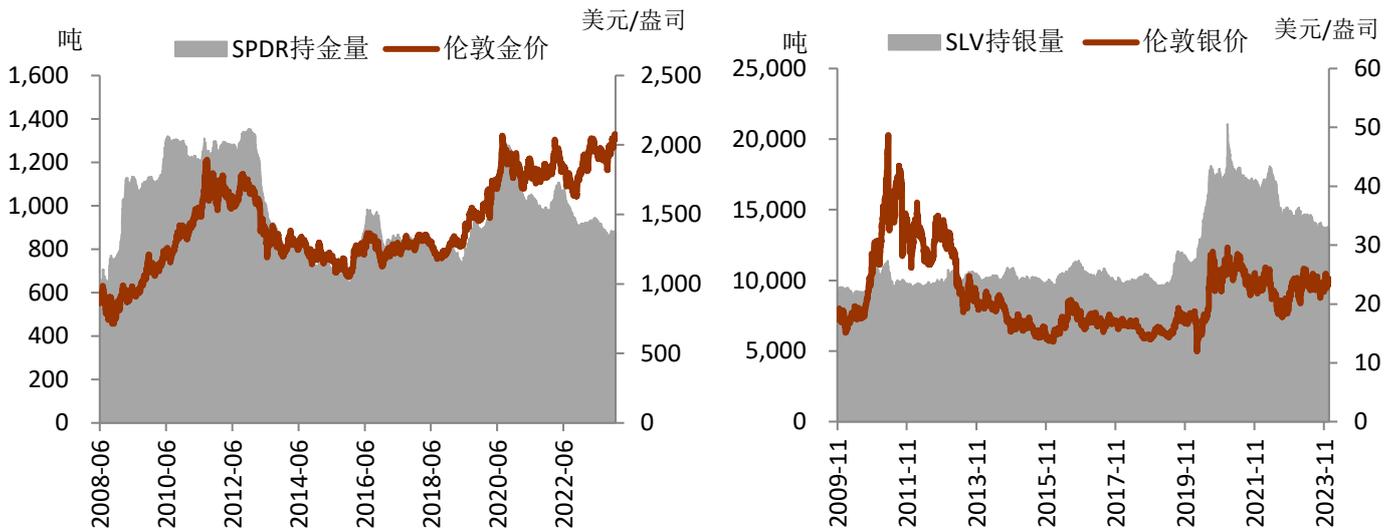
图表 28 贵金属 ETF 持仓变化

单位：吨	2024/1/3	2023/12/27	2023/12/3	2023/1/3	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	874.21	881.71	881.12	916.77	-7.50	-6.91	-42.56
ishares 白银 持仓	13531.78	13631.58	13470.63	14465.06	-99.80	61.15	-933.28

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 29 黄金 ETF 持仓变化

图表 30 白银 ETF 持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

6、CFTC 持仓变化

CFTC 的非商业性净多头持仓的变化代表了市场上短期投机资金的动向，在一定程度上影响着大宗商品的短期价格走势。

根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2023 年 12 月 26 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 207718 张；COMEX 白银期货持有非商业性净多单为 2112 张。COMEX 黄金白银期货的非商业性净多持仓在 12 月下半个月持续增加，特别是 COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓增加明显，与金价走势强于银价吻合，也验证了资金的直接推动作用。

图表 31 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

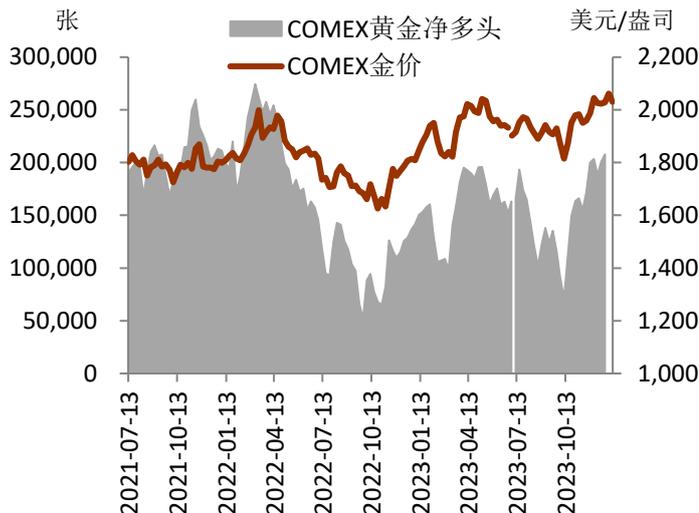
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2023-12-26	289843	82125	207718	6379
2023-12-19	280972	79633	201339	13106
2023-12-12	273536	85303	188233	-15311
2023-12-05	288840	85296	203544	

敬请参阅最后一页免责声明

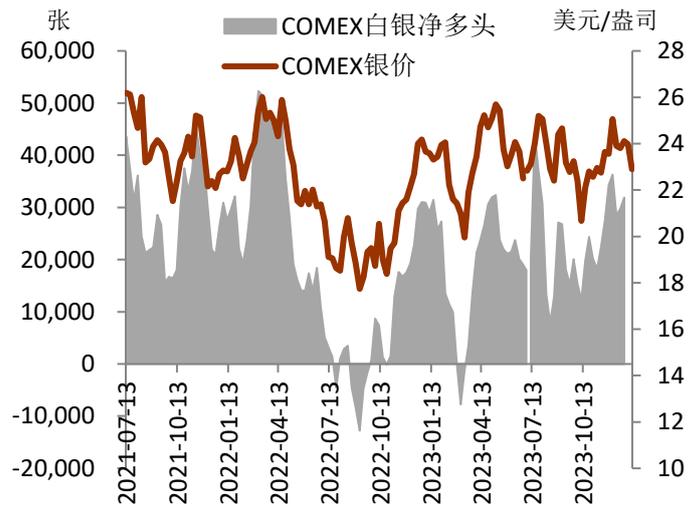
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2023-12-26	54559	22696	31863	2112
2023-12-19	52631	22880	29751	1293
2023-12-12	55684	27226	28458	-7845
2023-12-05	63241	26938	36303	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 32 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 33 CFTC 白银净多头持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

四、行情展望及操作策略：

虽然近期市场对于降息预期有所减弱，但当前市场对于美联储明年 3 月就开启降息的预期依然过于乐观，我们预计这个预期差还将调整和修正，金银的阶段性调整可能还尚未结束。目前地缘政治风险加剧，将给与金价一定支撑，预计金价会比银价更为抗跌。

中长期来看，贵金属价格的主导逻辑依然是美联储的货币政策走向。当前美国经济下行压力将加大，美联储明年将进入降息周期，预计美债收益率将持续下降，去美元化和避险需求将支撑黄金需求，我们继续看好贵金属的长期多头配置价值。

预计接下来一个月，金银价格将呈震荡偏弱走势。国际金价的波动参考区间为 1950-2050 美元/盎司，国际银价的波动参考区间为 22-24 美元/盎司。

策略建议：逢高沽空白银，或做多金银比价

风险因素：美国经济数据不及预期

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室
电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。