



2024年11月7日

特朗普交易兑现

金银步入调整

核心观点及策略

- 目前美国大选结果落地，特朗普如期当选。因市场在10月提前抢跑“特朗普交易”，已对潜在利多因素充分定价，现在预期已兑现，之前过度定价的资产可能迎来反转，今年持续走强的金价可能由此进入阶段性调整。但长期来看，贵金属的牛市仍然稳固。
- 预计接下来一个月，国际金价的波动参考区间为2500-2800美元/盎司，国际银价的波动参考区间为28-33美元/盎司。
- 策略建议：金银阶段性逢高沽空
- 风险因素：美国经济意外走弱、地缘局势恶化

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

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

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、特朗普再度胜选对市场的影响.....	5
2、美国经济不弱但非农遇冷，预计 11 月将降息 25BP	6
3、欧元区经济回升通胀反弹，预计 12 月将小幅降息	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.....	10
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.....	13
6、CFTC 持仓变化.....	14
四、行情展望及操作策略.....	15

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 美国非农就业人数和失业率变化	8
图表 12 美国时薪增速	8
图表 13 主要经济体 CPI 变化	8
图表 14 美元 PCE 和核心 PCE 变化	8
图表 15 美国通胀预期变化	9
图表 16 美元指数与美元非商业性净头寸变化	9
图表 17 COMEX 金银比价变化	9
图表 18 沪期金银比价变化	9
图表 19 铜金比价变化	10
图表 20 金价与铜价走势对比	10
图表 21 沪期金与 COMEX 金价差变化	11
图表 22 沪期银与 COMEX 银价差变化	11
图表 23 沪期金与沪金 T+D 价差变化	11
图表 24 沪期银与沪银 T+D 价差变化	11
图表 25 COMEX 贵金属库存变化	12
图表 26 COMEX 黄金库存变化	12
图表 27 COMEX 白银库存变化	12
图表 28 上海黄金交易所白银库存变化	12
图表 29 上海期货交易所白银库存变化	12
图表 30 贵金属 ETF 持仓变化	13
图表 31 黄金 ETF 持仓变化	13
图表 32 白银 ETF 持仓变化	13
图表 33 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化	14
图表 34 CFTC 黄金净多头持仓变化	14
图表 35 CFTC 白银净多头持仓变化	14

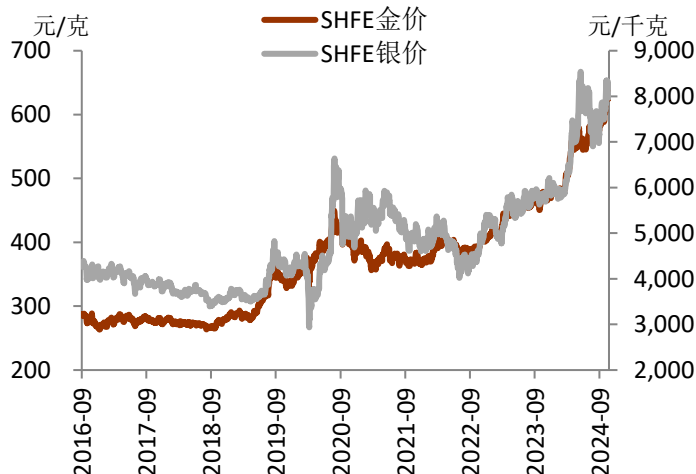
一、贵金属行情回顾

进入10月之后，贵金属市场的交易逻辑转向“特朗普交易”的重启。因美国大选临近，民调显示共和党候选人特朗普的支持率再度超过民主党候选人哈里斯，市场开启抢跑“特朗普交易”，金银价格继续屡创新高，国际金价在10月30日盘中一度冲高至2801.8美元/盎司，而国际银价在10月22日盘中最高达到35美元/盎司的高点之后，先于金价开始回调。

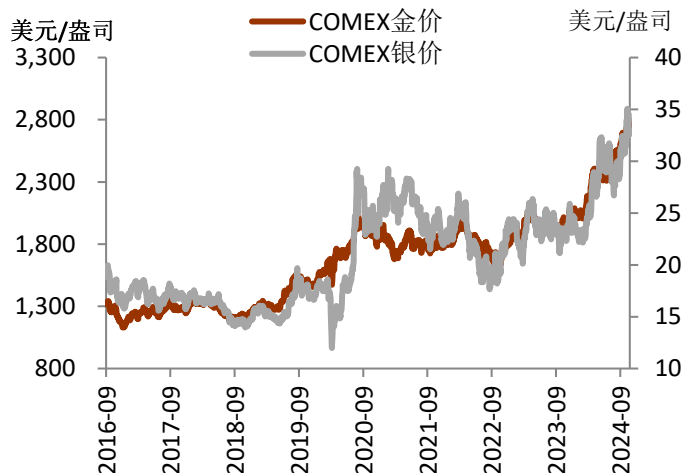
国内金价走势跟随外盘持续创历史新高，沪期金主力合约在一举站上600元/克之上，10月30日盘中达到639.48元/克。沪期银主力合约在10月也跟随外盘银价走强，但并未突破5月的高点，在10月23日最高触及8443元/千克之后，就跟随外盘银价调整。

进入11月初，新民调显示哈里斯支持率又反超特朗普，“特朗普交易”降温，再加之前进行的资金获利了解，金银价格开始回调。6日美国大选结果落地，特朗普再度胜选，金银价格大幅调整。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

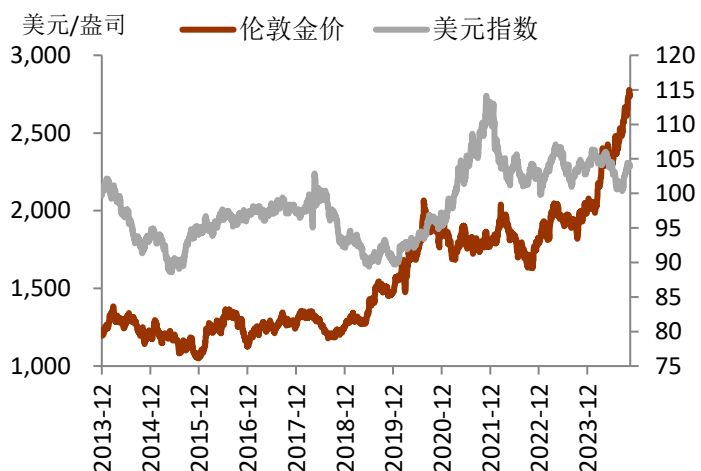


图表2 近5年COMEX金银价格走势

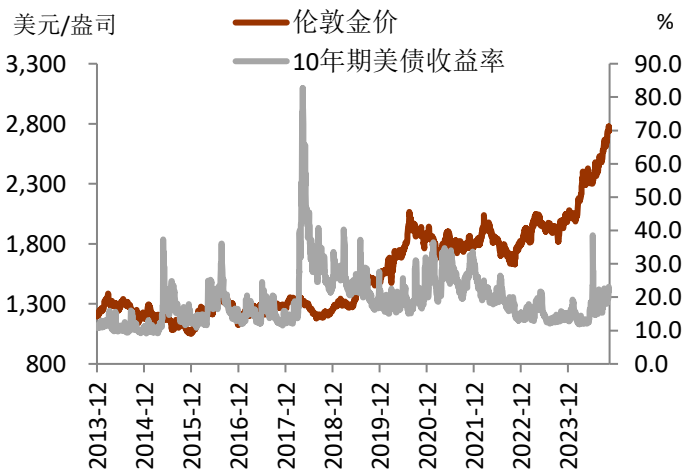


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

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

敬请参阅最后一页免责声明

二、贵金属价格影响因素分析

10月“特朗普交易”重启主导市场。虽然10月公布的美国经济数据虽有摇摆但整体好于预期，且美联储官员均发言对于后续降息偏谨慎，市场对于11月的降息幅度由之前的50BP很快调整至25BP，虽然美元指数和10年期美债收益率持续反弹，但在美国大选临近之际，对于大选结果的预期依然是市场交易的主要逻辑。

1、特朗普再度胜选对市场的影响

11月6日，最新特朗普在7个摇摆州中取得全面领先，成功锁定此次选举胜局。国会方面，共和党掌控参议院且很大概率掌控众议院，如此大幅的领先优势表明美国政治光谱已经右移，共和党政治影响力上升，美国社会从自由主义再次转向保守。明年特朗普上任后，预计政策推行阻力较小，如对外关税、对内减税、减少监管等会进一步加强。

反移民政策或被优先推出。上一任期和这一任期特朗普对待移民问题态度一致强硬，叠加目前美国境内存在大量非法移民，本轮可能会推行更严格的反移民政策，包括大规模驱逐行动、修复边境墙、针对非法移民追责等。反移民政策可能作为首发政策推出，移民流失势必对美国就业市场和通胀产生冲击。

贸易摩擦或重燃。特朗普施政纲领中对全球经济最大的不确定性来自于其关税政策的落地情况。对国内而言，最大的冲击可能是特朗普宣称的60%关税。若全面实施，根据LSE的测算，可能会使得美国、中国GDP分别减少0.64%、0.68%。如果实施这些进口关税，将使得美国低收入家庭的经济负担更加沉重，因为关税最终会转嫁给消费者，导致物价上涨。因此关税是手段而不是最终目的，关税的最终影响不确定性很大。

地缘局势或缓和。预计欧洲和中东紧张局势有所缓和，而东亚局势有所变化。一旦美国共和党总统候选人特朗普在大选中获胜，欧盟将被迫调整在俄乌冲突问题上的立场，因为欧洲“无法独自承受战争的负担”。在巴以和中东问题上，特朗普是坚定的以色列支持者。在本次大选期间，虽然呼吁加沙停火，但特朗普的态度并不像对俄乌冲突般积极，也没有放话称将叫停巴以冲突。

在特朗普的竞选纲领中，停止战争、进一步减税以及驱逐移民等政策占据了重要部分。特朗普会逐步兑现减税、行财政扩张、加大能源供给以降低通胀等竞选承诺。

按照正常程序，大选结果确认后特朗普将发表胜选演讲，11-12月将进入新总统过渡期。明年1月3日和1月20日将分别举行国会宣誓就职和新总统宣誓就职，届时特朗普就任职演说，1月下旬到2月可能推出的一系列行政命令，这也是观察特朗普施政方向的重要窗口。

如果特朗普上台其执政政策一一落地，美联储可能会出于对通胀和经济增长影响的考虑而暂停降息，美国的中性利率预期可能会上调。

2、美国经济不弱但非农遇冷，预计 11 月将降息 25BP

美国三季度实际 GDP 环比增长 2.8%，略低于预期但仍然强劲，商品消费和政府支出是主要驱动。三季度美国消费支出环比增长了 3.7%，增幅创下了 2023 年初以来的最大纪录。政府支出 GDP 环比折年率录得 5.0%，创 2023 年三季度以来最高。三季度 PCE 和核心 PCE 环比折年率分别录得 1.5% 和 2.2%，其中核心 PCE 环比略高于市场预期的 2.1%。

美国 9 月 PCE 同比上涨 2.1%，持平预期，为 2021 年初以来最低水平；9 月 PCE 环比上涨 0.2%，持平预期，略高于前值 0.1%。9 月份美国核心 PCE 物价指数同比涨幅达到 2.7%，略高于市场预期的 2.6% 水平，与 8 月份持平。9 月份核心 PCE 环比增长 0.3%，符合市场预期，但较 8 月份 0.2% 水平有所回升。9 月个人消费支出增长 0.4% 超预期，且前值从 0.1% 上修至 0.2%。整体来看，虽然 9 月 PCE 环比有所上涨，但通胀仍呈下降趋势，而 9 月消费者支出增幅超过预期，显示出当前美国经济仍然具有较强支撑。

受多方面因素影响，包括飓风的侵袭与航空制造业的罢工等，美国 10 月非农就业仅增加 1.2 万个，远低于预期的 11.3 万人，创 2020 年 12 月以来最低增幅。与此同时，失业率依然保持在 4.1% 的稳定水平，劳动参与率下降 0.1 个百分点至 62.6%，平均时薪同比上升 0.1 个百分点至 4.0%，这表明劳动力市场总体上仍然具有韧性。

目前来看，三季度数据虽有摇摆但依然支持美国经济“软着陆”。基准预期依然是美联储在 11 月份和 12 月份的 FOMC 会议上各降息 25 个基点。如果四季度的通胀和劳动数据持续超过预期，也不排除美联储在 12 月份不降息的可能。当前特朗普再度当选，预计明年美国的经济整体动能将逐步提升。在美国通胀中枢没有明显上行的基础假设下，美联储明年仍有 50 个基点至 75 个基点的降息空间。

3、欧元区经济回升通胀反弹，预计 12 月将小幅降息

欧元区第三季度经济增长超出预期。欧元区三季度实际 GDP 环比增长 0.4%，远超预期和前值 0.2%；同比增长 0.9%，也高于预期 0.8%，前值 0.6%。其中，欧洲经济火车头德国三季度 GDP 同比增 0.2%，环比增 0.2%，艰难走出收缩颓势，避免了连续两个季度环比负增长；第二大经济体法国三季度 GDP 同比增 1.3%，环比增 0.4%，奥运对经济拉动作用显著。西班牙保持强劲，但意大利持平。

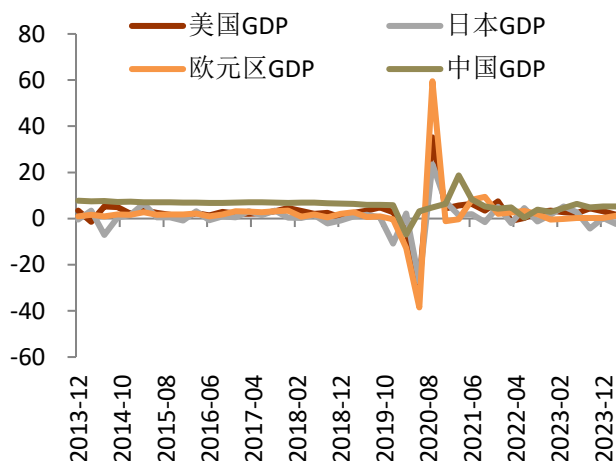
欧元区通胀反弹加速。欧元区 10 月调和 CPI 环比初值 0.3%，预期 0.2%，前值 -0.1%。欧元区 10 月调和 CPI 同比初值 2%，预期 1.9%，前值 1.8%。剔除能源食品涨价影响后，欧元区 10 月核心调和 CPI 同比初值 2.7%，预期 2.6%，前值 2.7%。10 月欧元区能源成本下降缩小，推动通胀上升；食品价格的上涨速度加快，推动核心通胀上升。

欧元区 10 月制造业 PMI 终值继续萎缩至 46，较初值 45.9 小幅上修 0.1 个百分点，高于前值 45.0，创 5 个月新高，出现企稳迹象。欧元区制造业继续受到德国和法国拖累，这

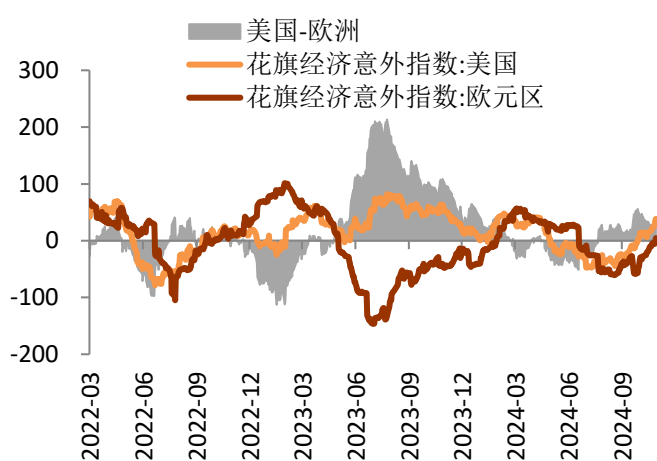
两个经济体的收缩仍然很严重。

欧央行在 10 月 17 日年内第三次下调利率，如期降息 25 基点，欧央行在声明中重申不预先承诺特定的利率路径，将遵循基于数据、逐次会议决策的办法。在数据显示欧元区经济回升通胀加速反弹之后，市场对欧洲央行的降息预期减弱，对于之前原本 12 月降息 50BP 的预期也回落至 25BP。

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

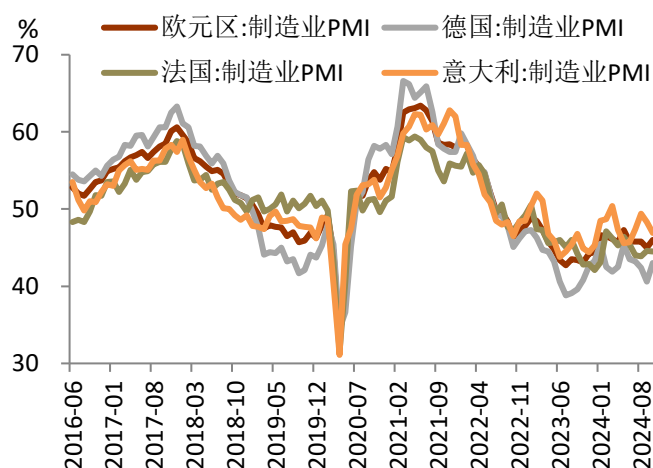


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

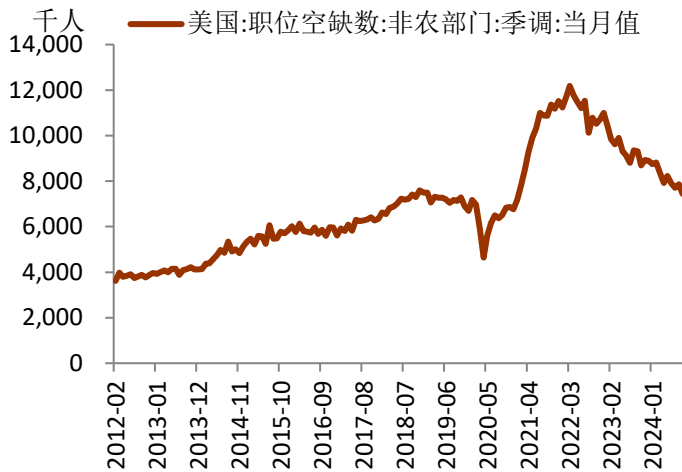


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

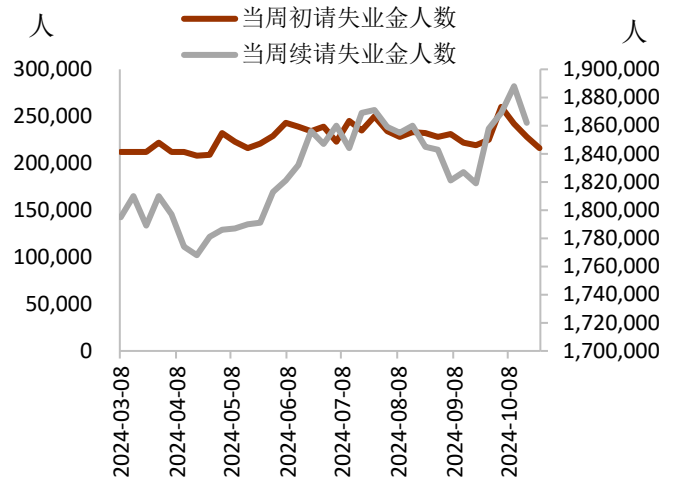


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 9 美国职位空缺数变化

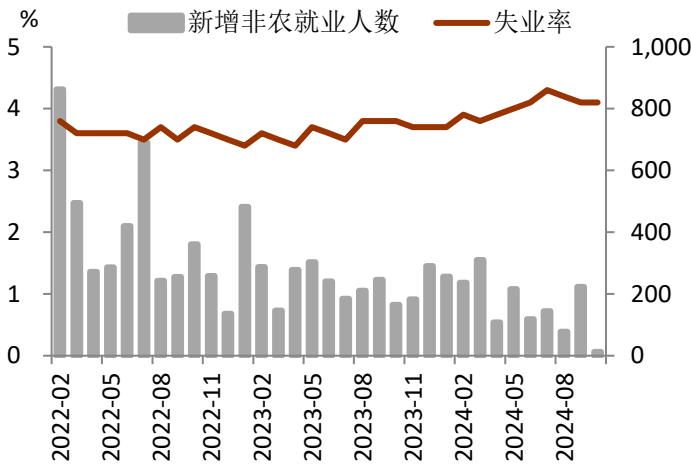


图表 10 美国周度初请和续请失业金人数



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 美国非农就业人数和失业率变化

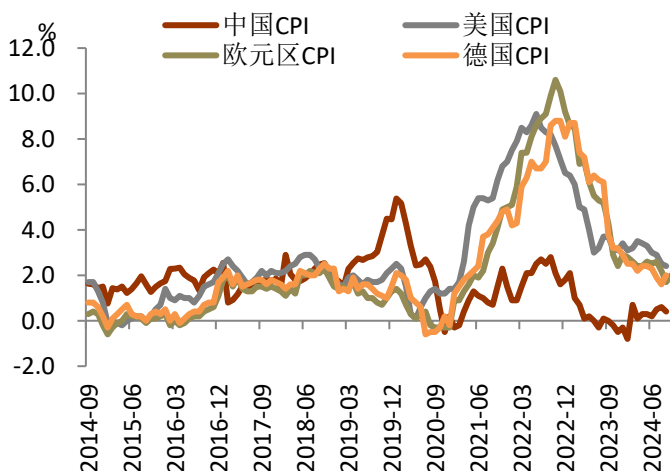


图表 12 美国时薪增速

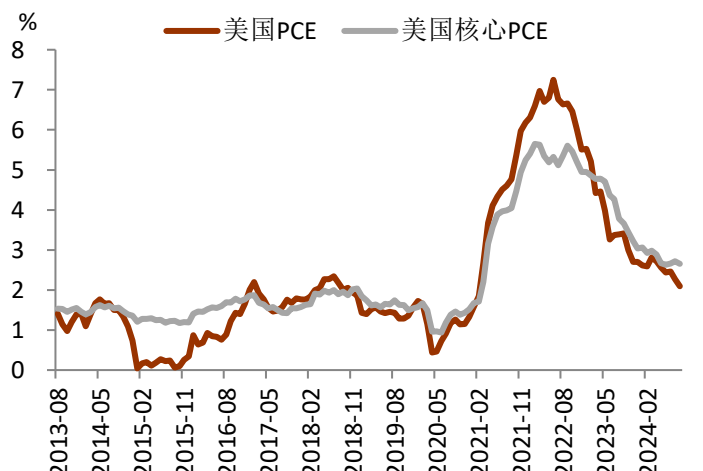


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 主要经济体 CPI 变化

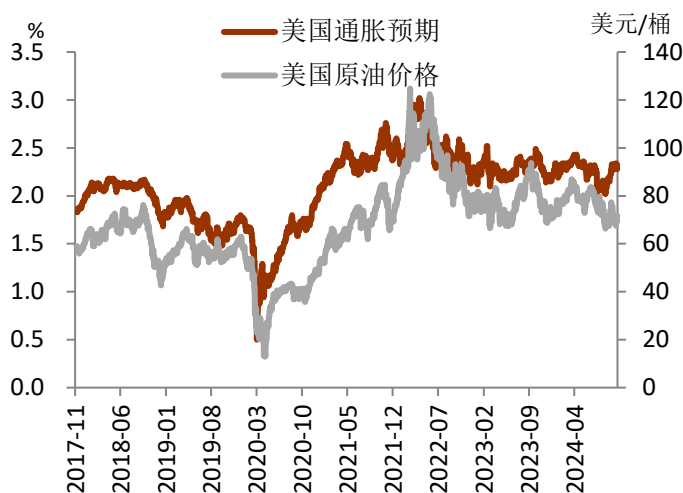


图表 14 美元 PCE 和核心 PCE 变化

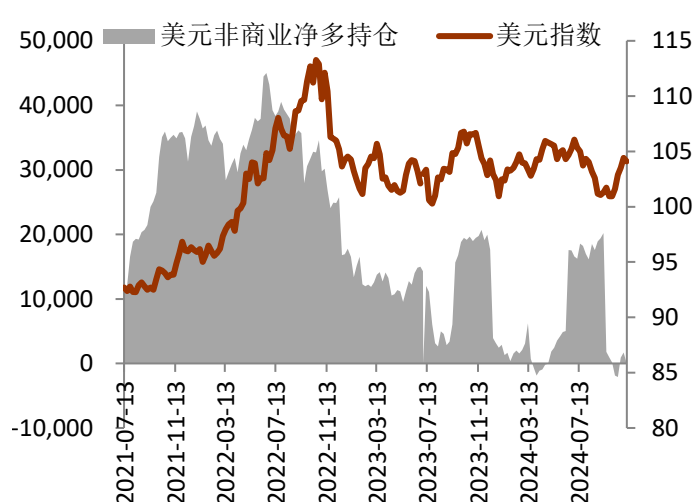


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 15 美国通胀预期变化



图表 16 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

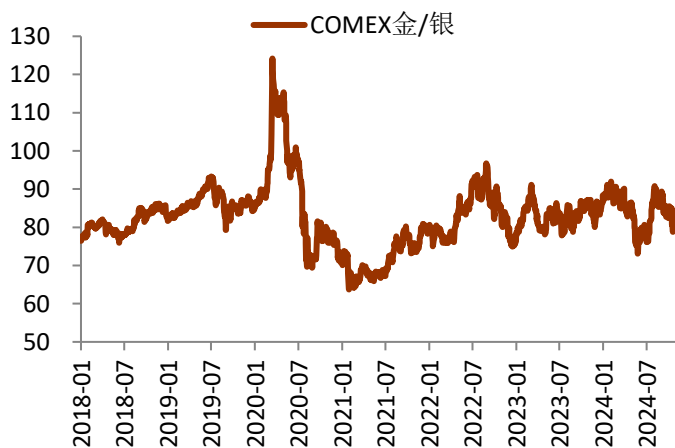
三、市场结构及资金流向分析

1、金银比价变化

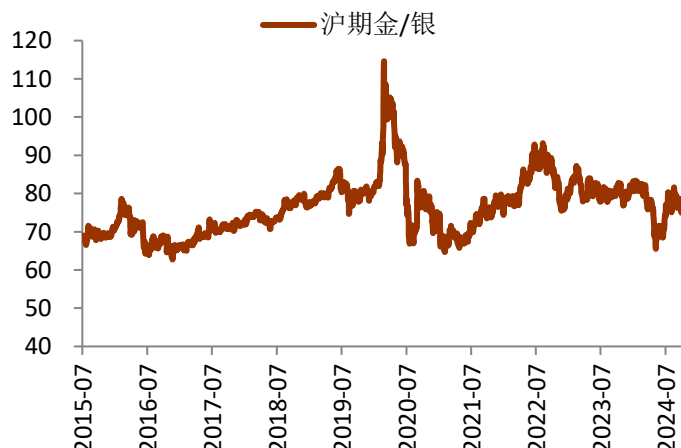
10 月金价持续再创新高，银价也跟随走高且强于金价，COMEX 金银比价持续走低至 78.8 一线。但在 10 月 22 日之后，银价受阻回调，金价依然维持强势运行，COMEX 金银比价又上涨至 85 一线。国内金银价格跟随外盘走势，沪金银比价也是先下跌至 75，再上涨至 80 一线。

目前美国大选落地，因之前市场已经抢跑定价了“特朗普”交易，预计短期金价持续上涨的动力不足，面临的回调风险较大，预计银价会比金价更弱，当前金银比价反弹的概率较大。

图表 17 COMEX 金银比价变化



图表 18 沪期金银比价变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

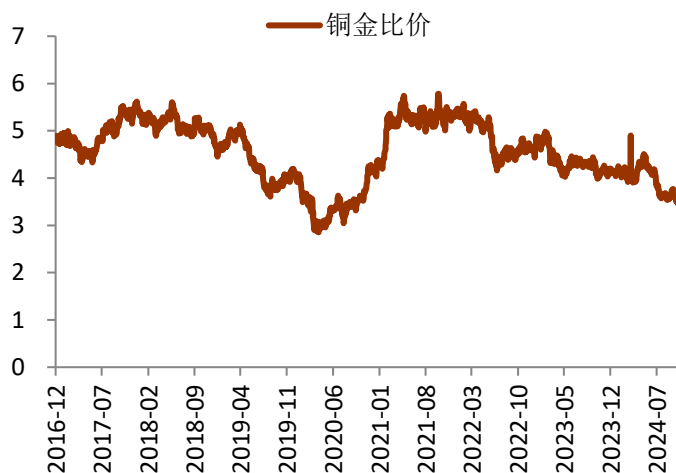
2、铜金比价变化

铜是工业金属的代表，同时也具有很强的金融属性。铜金比价的变化可以代表市场上投资者的风险偏好。近几年宏观基金对铜的参与加强，铜的金融属性强化，与贵金属的相关性显著增强，特别是工业属性更强的银价受铜价的影响较大。

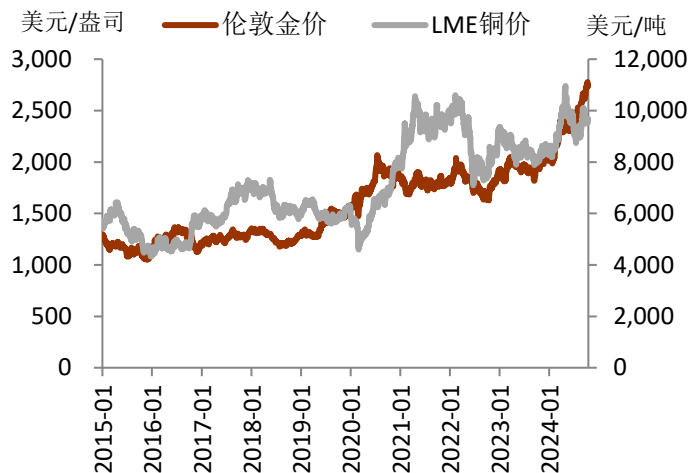
10 月金价持续走强，但铜价因消费旺季不旺而偏弱运行，铜金比价从月初的 3.8 持续走低至 3.4 一线。

目前特朗普胜选，在“红色浪潮”的背景下，铜价可能会出现类似 2016 年大选后的短期反弹，预计后市铜金比价反弹的概率较大。

图表 19 铜金比价变化



图表 20 金价与铜价走势对比



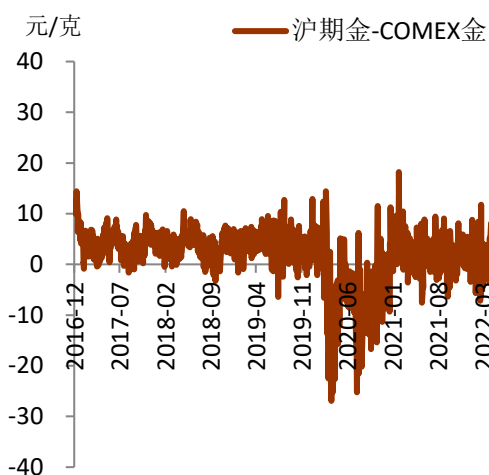
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、期现及跨期价差变化

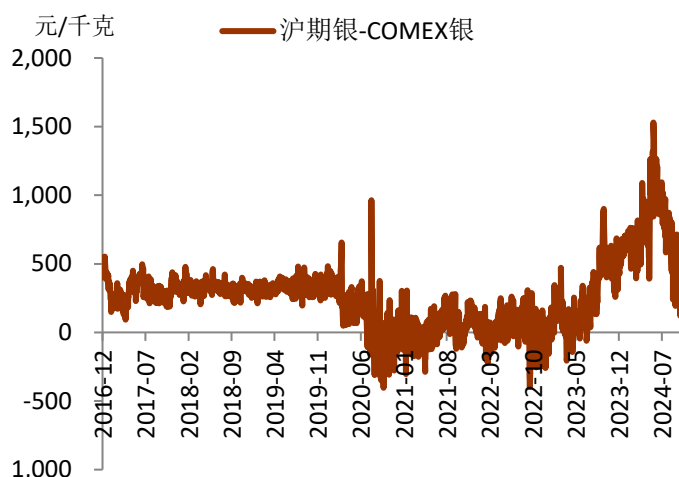
10 月美国经济数据持续好于预期，且市场对于美联储 11 月降息的幅度由 50BP 下调至 25BP，美元指数从 101.5 大幅反弹至 104.5 一线，人民币兑美元汇率贬值，国内金银价格走势均强于外盘，沪期金对外盘金价的贴水有所收窄，但依然处于负价差的状态。

短期来看，美元指数会继续反弹，人民币兑美元汇率可能维持贬值，金价的内外价差会继续收敛。

图表 21 沪期金与 COMEX 金价差变化

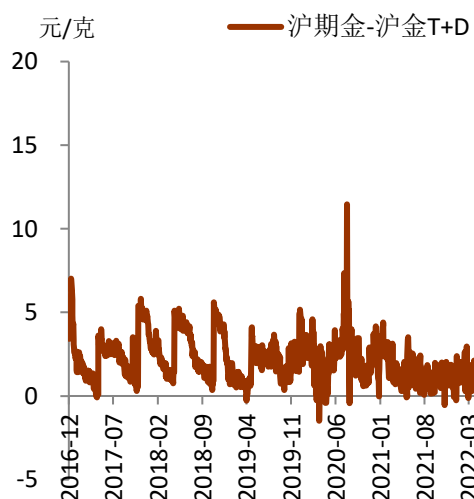


图表 22 沪期银与 COMEX 银价差变化

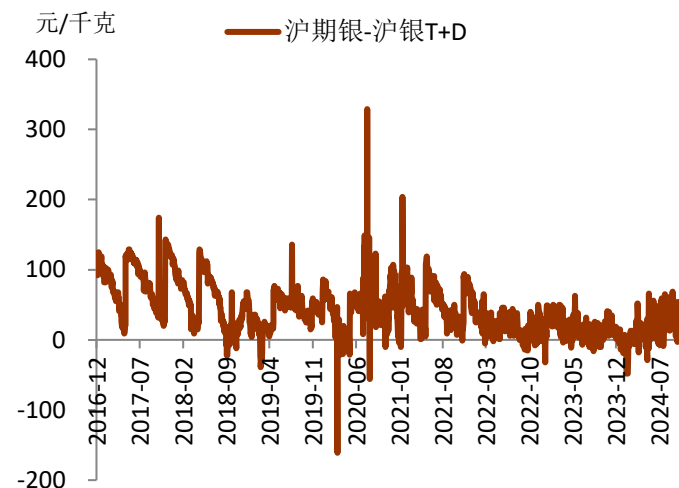


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 23 沪期金与沪金 T+D 价差变化



图表 24 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。2024 年上半年，COMEX 黄金的库存持续下降，而白银的库存则持续小幅增加。

进入下半年，白银期货的库存持续增加，黄金期货的库存则下降至 9 月之后转跌为升。截至 2024 年 11 月 5 日，COMEX 黄金期货的库存有 1713 万盎司，合计约 530 吨，环比小幅增加 0.5%，比去年同期大幅减少 13.9%；COMEX 白银库存增至 3.08 亿盎司，合计约 9596 吨，环比增加 0.63%，比去年同比增加 15.4%。

国内白银的库存在 10 月有明显增加，主要是上期所白银库存增加导致，上海黄金交易所白银库存持续下降。截至 2024 年 11 月 5 日，上期所白银库存为 1313 吨，比上月同期

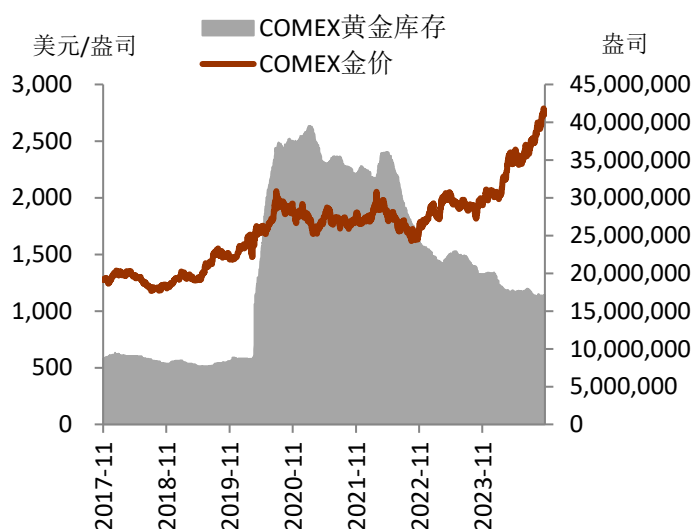
增加 188 吨，上海黄金交易所白银库存为 1428 吨，两大交易所共计 2742 吨，比 10 月初的 2539 吨增加约 200 吨。

图表 25 COMEX 贵金属库存变化

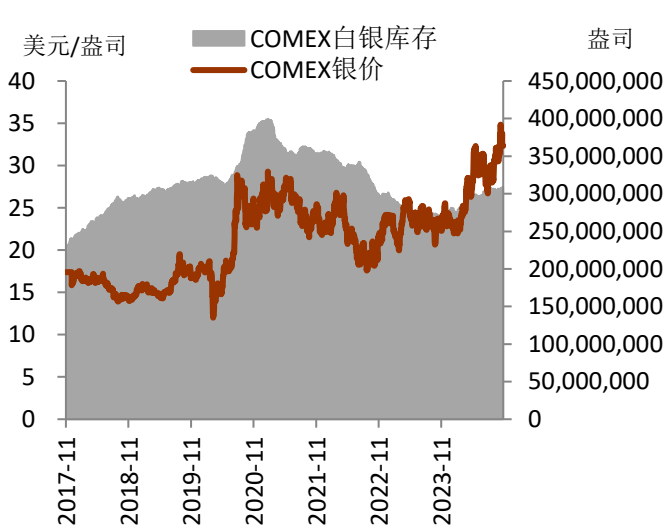
	2024/11/5	2024/10/4	2023/11/5	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	17133369	17048314	19897548	85055	0.50%	-2764179	-13.89%
白银(千盎司)	308516677	306593585	267288411	1923092	0.63%	41228266	15.42%

资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 26 COMEX 黄金库存变化

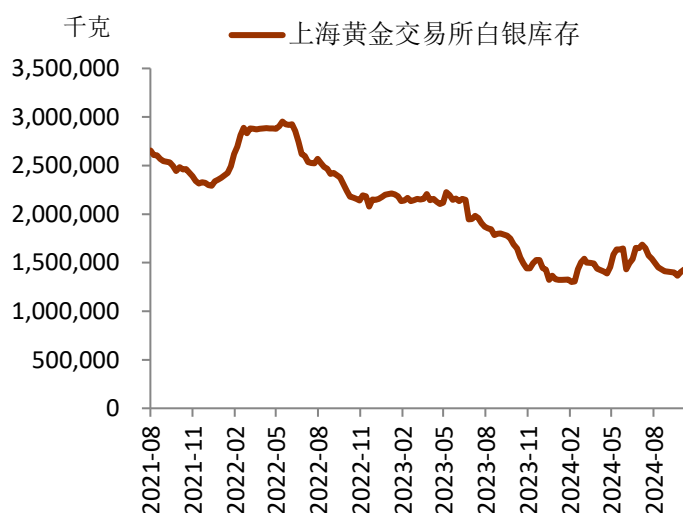


图表 27 COMEX 白银库存变化

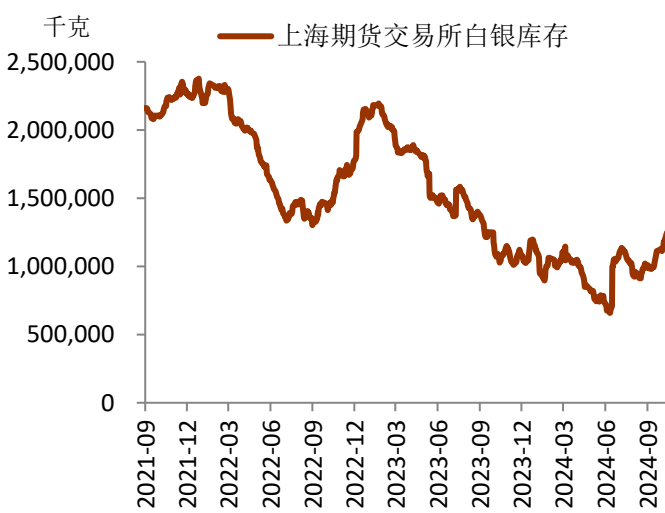


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 28 上海黄金交易所白银库存变化



图表 29 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

从以往的规律来看，贵金属 ETF 的持仓变化往往都跟随贵金属价格的起伏而波动。近两年，国际金银 ETF 的持仓变化与金银价格变化的相关性明显减弱，全球最大的黄金白银 ETF 的持仓在金银价格走强时却不增反降。究其原因，主要是欧美资金在流出黄金白银 ETF。细分来看，近两年欧美黄金 ETF 持仓持续下降，欧美央行也没有明显增持黄金，而亚洲黄金 ETF 的持仓在持续增加。

从全球范围来看，2024 年上半年资金依然在持续流出黄金白银 ETF，从 7 月份开始，资金又开始流入黄金白银 ETF。世界黄金协会发布的 2024 年第三季度《全球黄金需求趋势报告》显示，黄金投资需求方面，2024 年第三季度全球黄金 ETF 净流入 95 吨，结束了连续 9 个季度的净流出态势。今年前三季度中国市场黄金 ETF 总持仓和资产管理总规模分别同比增长 49%和 91%。今年第三季度全球黄金需求总量达 1313 吨，同比增长 5%，创下有该项统计以来第三季度需求新高。

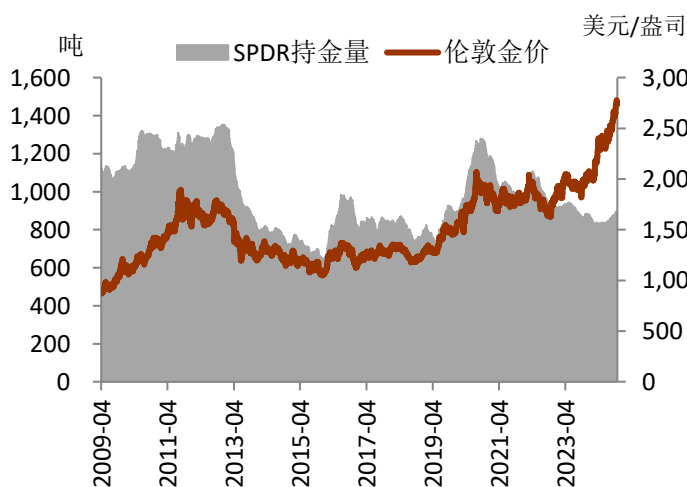
截至 2024 年 11 月 5 日，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持金量为 889 吨，比上个月同期增加了 12.37 吨，已连续 4 个月增加；白银 ETF-ishares 的持银量为 14915 吨，比上个月大幅增加了 407 吨，也连增 4 个月。主要因在以美联储为首的全球央行都开启降息周期的背景下，北美资金有开始流入贵金属。跟去年同期相比，黄金白银 ETF 的持仓都转跌为升。

图表 30 贵金属 ETF 持仓变化

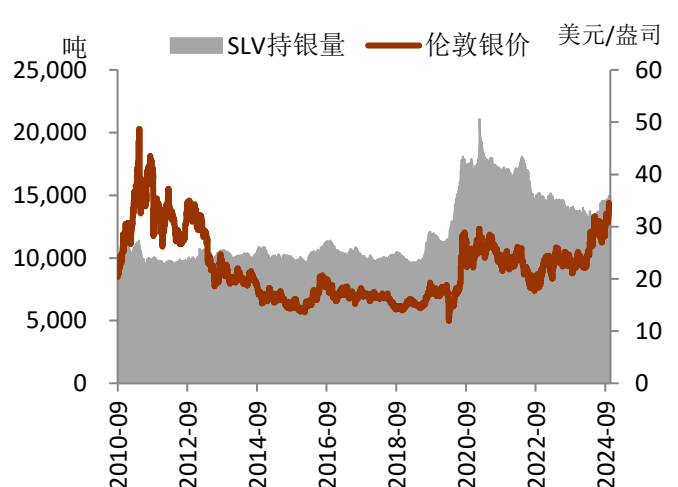
单位：吨	2024/11/5	2024/10/27	2024/10/5	2023/11/7	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	888.63	891.50	876.26	867.57	-2.87	12.37	21.06
ishares 白银 持仓	14915.16	14853.22	14508.57	13705.17	61.94	406.59	1209.99

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 31 黄金 ETF 持仓变化



图表 32 白银 ETF 持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

6、CFTC 持仓变化

COMEX 的非商业性资金的持仓代表了投机基金的动向。10 月金价高位屡创新高，银价冲高后回调波动较大，但整体重心也在上移，投机资金在黄金和白银上的持仓变化有些许差异。

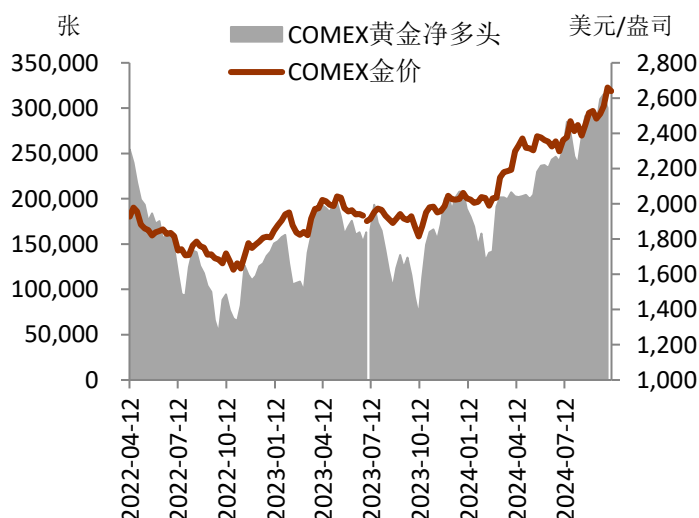
根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2024 年 10 月 29 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 278653 张；COMEX 白银期货持有非商业性净多持仓为 60431 张。COMEX 黄金白银期货的非商业性净多持仓在 10 月底都有下降，但黄金期货的非商业性多单下降更为显著，显示多头资金在月底有明显的获利了结。

图表 33 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

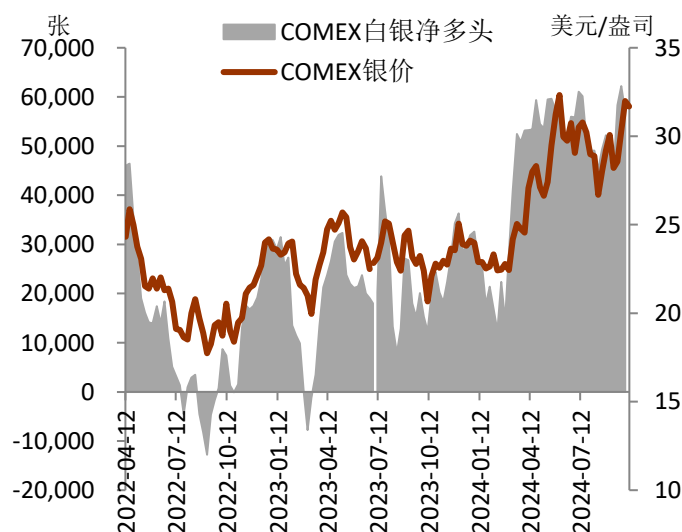
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2024-10-29	366636	87983	278653	-17551
2024-10-22	371813	75609	296204	9770
2024-10-15	357494	71060	286434	8254
2024-10-08	348891	70711	278180	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2024-10-29	79649	19218	60431	-5924
2024-10-22	82139	15784	66355	12323
2024-10-15	70024	15992	54032	-683
2024-10-08	72113	17398	54715	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 34 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 35 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

目前美国大选结果落地，特朗普如期当选。因市场在10月提前抢跑“特朗普交易”已对潜在利多因素充分定价，现在预期已兑现，之前过度定价的资产可能迎来反转，今年持续走强的金价可能由此进入阶段性调整。但长期来看，贵金属的牛市仍然稳固。

预计接下来一个月，国际金价的波动参考区间为2500-2800美元/盎司，国际银价的波动参考区间为28-33美元/盎司。

策略建议：金银阶段性逢高沽空

风险因素：美国经济意外走弱、地缘局势恶化

洞彻风云 共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

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 67 号 3 单元 17 层 4 号
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。