



2024年2月4日

降息预期推迟+地缘紧张升级

金银将高位震荡

核心观点及策略

- 虽然远超预期的美国1月非农就业数据使得市场对美联储首次开启降息的时间推迟，但我们依然认为，当前市场对于美联储今年5月就开启降息的预期依然过于乐观，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。短期市场因重要数据冲击或波动加大，但在地缘政治紧张升级，以及美联储将步入降息周期的大方向确定的背景下，当前贵金属回调的空间有限，或通过高位震荡来完成调整，整体趋势依然易涨难跌。
- 预计接下来一个月，金银价格将呈震荡走势。国际金价的波动参考区间为2000-2100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：逢低做多白银，或做空金银比价
- 风险因素：美国经济数据不及预期，美联储官员讲话鸽派超预期

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

王工建

☎ 021-68555105

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

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、美国经济持续表现强劲，经济软着陆预期增强	5
2、通胀持续下降但黏性强，降息预期推迟	5
3、欧元区核心通胀放缓不及预期，欧央行维持偏鹰	6
4、中东紧张局势升级，避险需求给予金价支撑	7
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

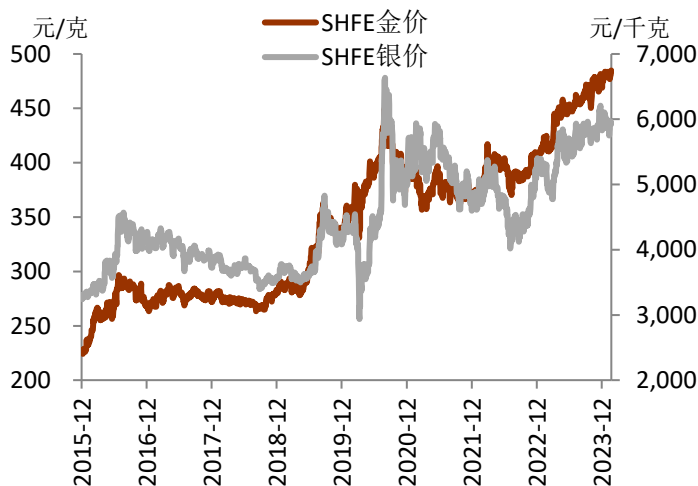
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	4
图表 4 金价与美债利率走势变化	4
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化	7
图表 6 美欧经济意外指数变化	7
图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	7
图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化	7
图表 9 美国职位空缺数变化	8
图表 10 美国周度初请和续请失业金人数	8
图表 11 主要经济体 CPI 变化	8
图表 12 美元 PCE 和核心 PCE 变化	8
图表 13 美国通胀预期变化	8
图表 14 美元指数与美元非商业性净头寸变化	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

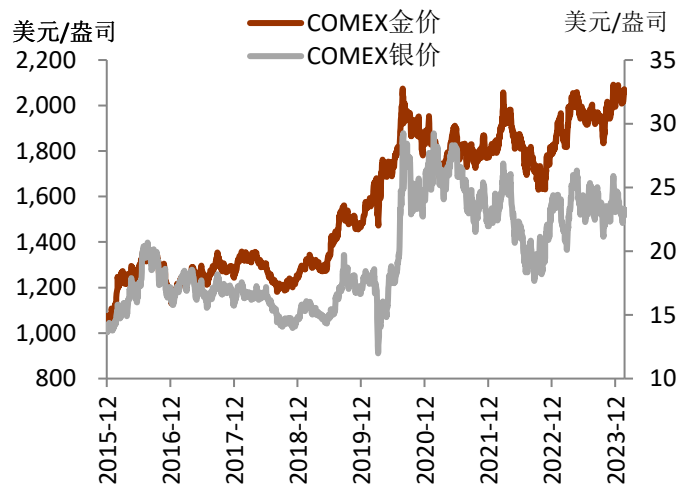
2024年1月，国际贵金属价格先抑后扬，国际金价表现抗跌性较强，月度基本收平，而国际银价则回调幅度较大，月度跌幅超过4%。进入2024年，美国经济表现依然好于预期，且通胀持续处于下行通道，市场对美国经济软着陆的预期增加，投资者对今年美联储首次降息的时间预期由之前的3月推迟至5月，美元指数和美债收益率反弹，压制贵金属价格走势。1月下旬，中东紧张局势升级，在美国和英国军队对也门胡塞武装进行第二轮联合打击，避险需求支撑金银价格反弹。

人民币兑美元汇率在1月整体贬值，国内金银价格走势均强于外盘。沪金维持在历史高位附近震荡，沪银则表现非常抗跌，月度涨跌基本持平。

图表1 近5年 SHFE 金银价格走势

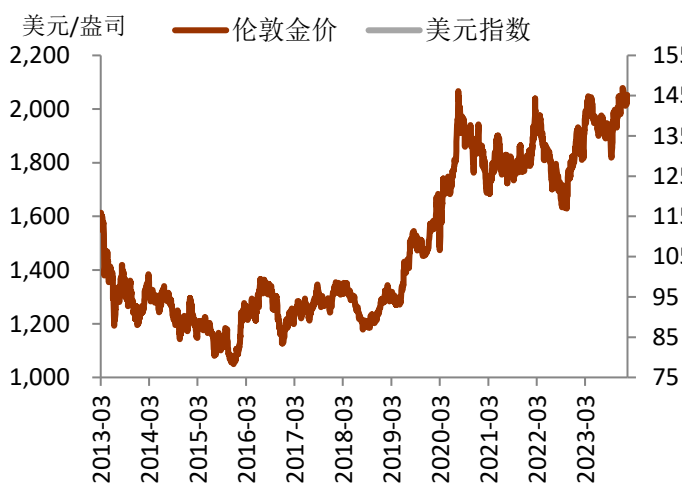


图表2 近5年 COMEX 金银价格走势

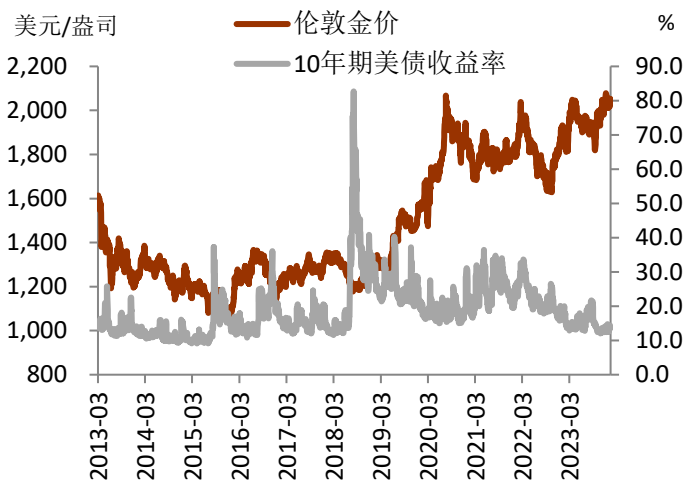


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

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

随着美国一系列好于预期的经济数据公布，特别是在近期远超预期的美国 1 月非农就业数据公布之后，市场不再押注美联储将在今年 3 月开启降息，降息预期的推迟使得金银走势承压。

1、美国经济持续表现强劲，经济软着陆预期增强

美国 2023 年第四季度实际 GDP 年化季率初值达 3.3%，虽然低于第三季度 4.9% 的增速，但远超预期的 2%。此外，美国经济 2023 年增长 2.5%，较 2022 年的 1.9% 有所提高。实际个人消费支出的增加和政府支出是拉动当季经济增长的主要因素。具体来看，去年第四季度，占美国经济总量约 70% 的个人消费支出增长 2.8%；反映企业投资状况的非住宅类固定资产投资增长 1.9%；政府消费支出和投资增长 3.3%。美国 1 月 ISM 制造业意外升至 49.1，创 15 个月新高，新订单大涨，就业低迷，库存指标降至 2022 年 10 月以来的最低水平，未来或补库存。

美国就业市场依然强劲。美国 1 月非农新增就业 35.3 万人，为 2023 年 1 月以来最大增幅，远超预期 18 万人，前值 21.6 万人。1 月失业率 3.7%，持平上月，低于预期 3.8%。劳动参与率 62.5%，与上月一致，但低于预期 62.6%。1 月平均时薪同比上涨加速至 4.5%，高于预期以及前值 4.1%；平均时薪环比增 0.6%，较预期 0.3% 翻番，前值 0.4%。2023 年 12 月就业人数大幅上修，12 月新增就业由 21.6 万人大幅上修至 33.3 万人；11 月新增就业下修后再上修。修正后，11、12 月新增就业合计增加 12.6 万人。冬季寒潮因素影响通常会放缓服务业部门的就业，而 1 月新增就业大超预期，可能一定程度受季节性招聘变化影响。

另外，美国 1 月 Markit 制造业 PMI 初值 50.3，创 2022 年 10 月份以来新高；美国 1 月 Markit 服务业 PMI 初值 52.9，创七个月新高。美国经济增长强劲持续超预期，且通胀大幅放缓，使得市场对今年美国经济软着陆的预期强化。

2、通胀持续下降但黏性强，降息预期推迟

美国通胀处于持续下降的通道之中。美国 12 月 PCE 物价指数同比为 2.6%，与预期和前值持平；环比为 0.2%，预期 0.2%，前值 -0.1%。核心 PCE 同比为 2.9%，低于预期 3.0%，前值 3.2%，创下 2021 年 3 月以来新低；环比 0.2%，预期 0.2%，前值 0.1%。能源项跌幅收窄，食品项小幅反弹。核心商品继续降温，核心服务小幅反弹，显示通胀粘性强。且 1 月原油价格低位反弹，能源价格上涨有可能传到至通胀，预计 2024 年美国的通胀下行速率将较为缓慢。

美联储在 1 月 30-31 日的议息会议上按兵不动，符合市场预期。此次议息声明删除了未来可能加息的措辞，显示出美联储政策立场已有所转变。不过，在何时降息和减缓缩表

的问题上，该声明却是只字未提，这也暗示了美联储短期内不会降息。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，在决定降息之前，美联储还需要看到更多证据来证明通胀在持续下降。暗示不会很快行动，给近期降息泼冷水。在鲍威尔讲话后，市场继续降低美联储将从3月份开始降息的押注，目前认为美联储可能在5月份开始降息。

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推迟，但从美国的消费依然强劲，叠加1月劳动力市场表现超预期，我们认为，美联储可能在今年上半年都不会降息。目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。

3、欧元区核心通胀放缓不及预期，欧央行维持偏鹰

欧元区去年第四季度GDP同比增长0.1%，高于市场预期的0%，由于第三季度下降了0.1%，新数据避免了欧元区经济陷入“技术型衰退”。但四季度整体经济增长陷入停滞，各国表现分化，德国勉强避免经济衰退，意大利和西班牙数据亮眼。欧盟2023年全年的GDP增速初值为0.5%。欧元区1月制造业PMI终值为46.6，符合预期，为九个月新高，但仍处于荣枯线之下，这已经是欧元区制造业PMI连续19个月处于收缩区间。1月服务业PMI从去年12月份的48.8降至48.4，低于预期的49，为近三个月来低点。综合PMI虽然小幅回升至47.9，但仍不及市场预期且连续8个月处于收缩区间。欧元区与美国的分歧正在扩大，部分原因是经通胀调整后的工资下降幅度更大、能源价格打击工业以及财政支持水平降低。当前地缘政治紧张局势加剧，欧元区商业活动和消费者信心受到影响，进一步增加了经济的不确定性。市场认为，欧元区疲软的经济前景可能促使欧洲央行更早采取降息措施。

欧元区通胀率如期下降，但核心通胀率降幅不及预期。欧元区1月份HICP初值同比上升2.8%，较2023年12月的2.9%放缓了0.1个百分点，环比下降0.4%，均与市场预期一致；如果不计入去年11月的2.4%，通胀率整体保持连月走低的势头。剔除能源、食品和烟酒的核心HICP初值同比3.3%，较去年12月的3.4%放缓了0.1个百分点，但低于市场预期的下降至3.2%。欧元区核心通胀率降幅不及预期，会使欧洲央行继续对降息持审慎态度。

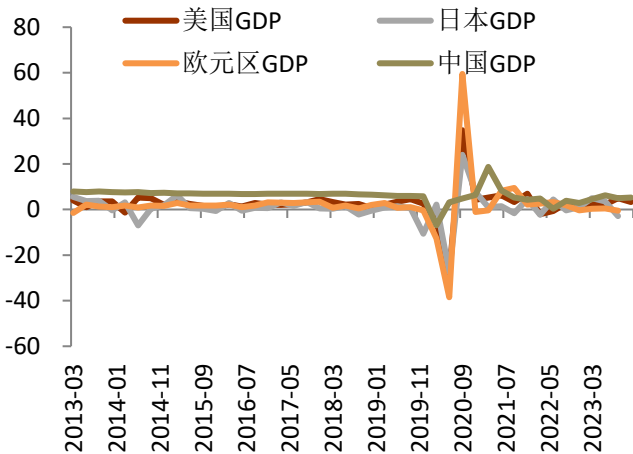
欧洲央行1月议息会议维持三大利率不变，符合市场预期；并将在2024年逐步退出资产购置计划，在2024年下半年逐步缩减“抗疫紧急购债计划”组合规模。欧洲央行行长拉加德表示，现在谈论降息为时过早，关键利率将在足够长的时间内保持不变，以实现2%的中期通胀目标。欧洲央行管委卡扎克斯表示，今年很可能会下调利率，在降息前需要更多劳动力市场信息。欧央行官员表态依然偏鹰，在打压提前降息预期。目前来看，欧元区经济疲软但通胀反弹的风险更大，让欧央行的两难困境加剧。

4、中东紧张局势升级，避险需求给予金价支撑

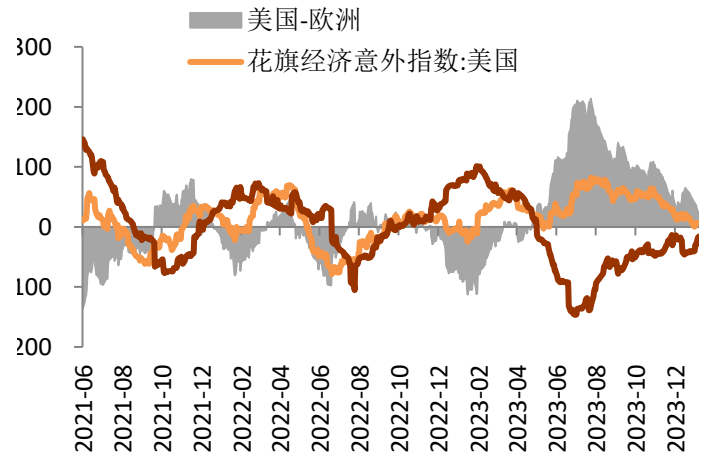
今年1月12日以来，美国和英国连续对胡塞武装目标发动空袭，造成多人死伤。约旦东北部靠近叙利亚边境的美军基地1月28日遇袭，3名美军士兵死亡、超过40人受伤。这是自去年10月本轮巴以冲突爆发以来，美军首次报告有士兵在中东地区遇袭身亡，也是多年来美军在中东地区遭遇的最大伤亡。这加剧了中东紧张局势，近期美国和英国军队对胡塞武装在也门的据点发动了新一轮打击，也是迄今为止规模最大的一次。中东局势的恶化，使得近期原油市场的交易逻辑转移到对供应端的担忧，1月底油价重心有明显抬升。虽然近日有所回调，但当前中东局势依然紧张，油价偏强运行仍将是主节奏。原油价格可能持续反弹，并传导至通胀。另外，地缘政治紧张也提振了避险需求，对贵金属价格产生一定的支撑。

1月底约旦东北部的美军基地遭到无人机袭击，造成3名美军士兵死亡，至少34人受伤，也是自去年10月加沙战争爆发以来，美国在中东地区首次出现军人伤亡事件。

图表5 主要经济体 GDP 增速变化

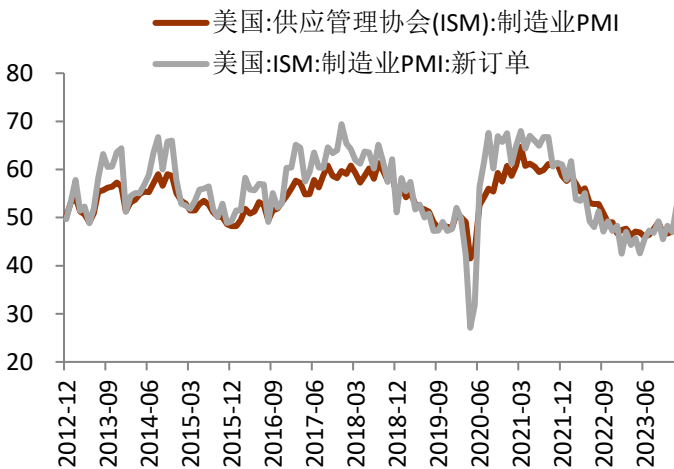


图表6 美欧经济意外指数变化

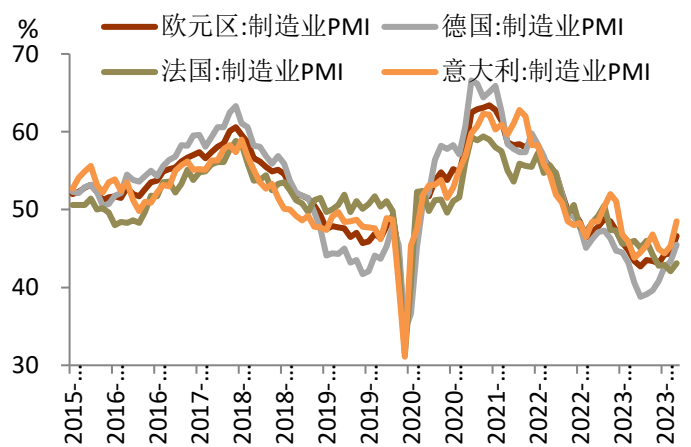


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化



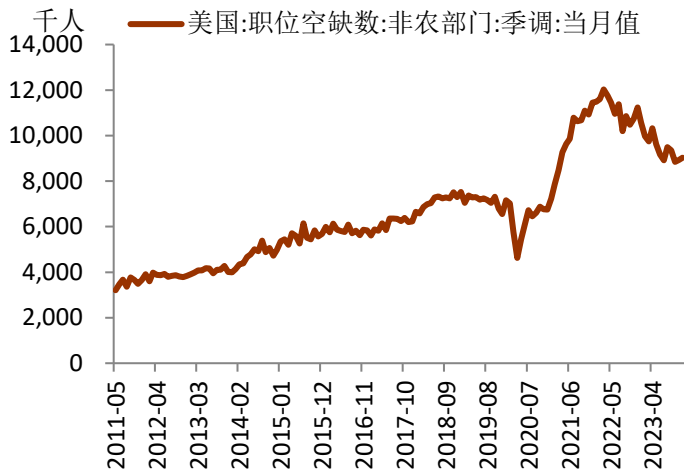
图表8 欧元区制造业 PMI 增速变化



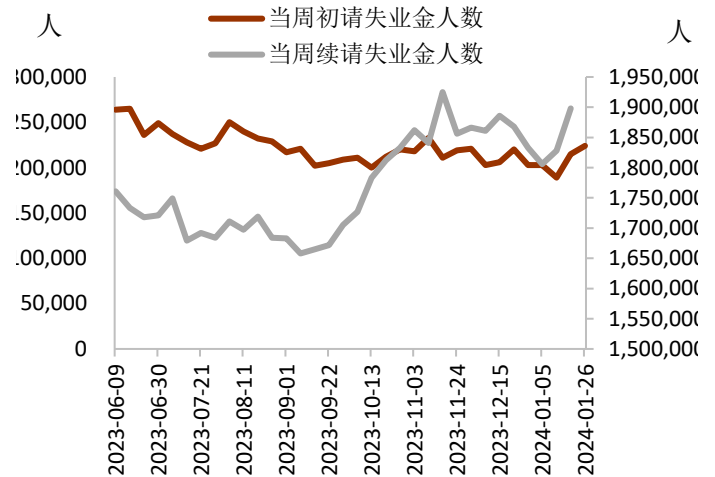
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图表 9 美国职位空缺数变化

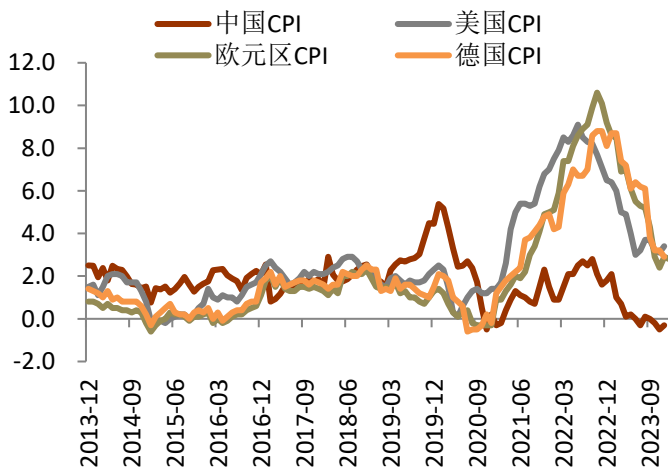


图表 10 美国周度初请和续请失业金人数

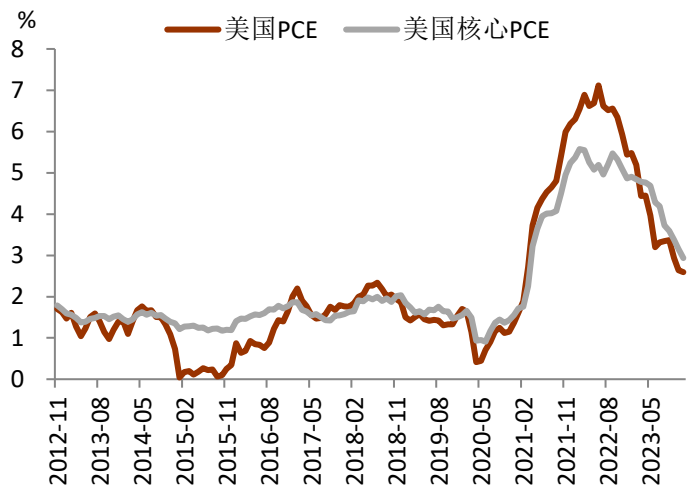


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 主要经济体 CPI 变化

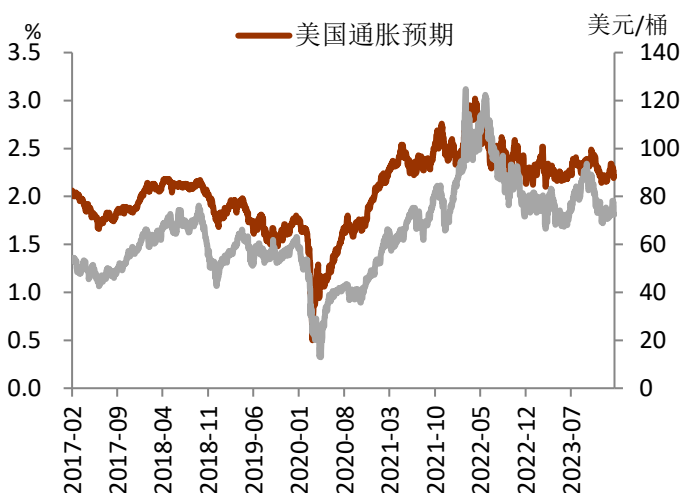


图表 12 美元 PCE 和核心 PCE 变化



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

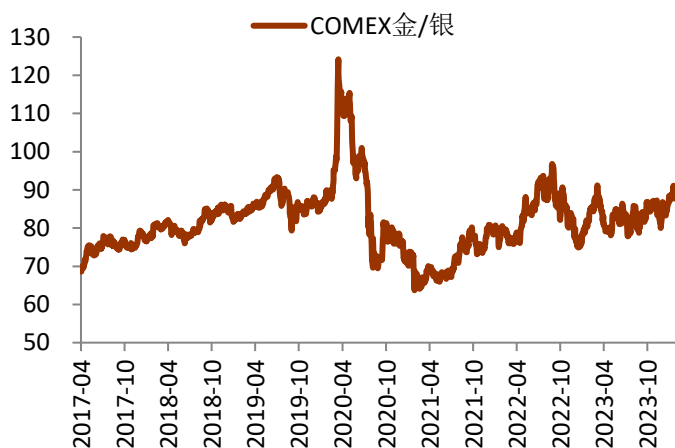
三、市场结构及资金流向分析

1、金银比价变化

1月金银价格先抑后扬，COMEX金银比价先冲高至92一线，而后回落至87。沪金银比价跟随COMEX金银比价，但由于人民币兑美元汇率在1月贬值，国内金银价格均略强于外盘，特别是银价在回调过程中表现抗跌，沪金银比价反弹幅度不及外盘。

预计后市金银价格依然易涨难跌，金银比价后期回调的概率较大。

图表 15 COMEX 金银比价变化



图表 16 沪期金银比价变化



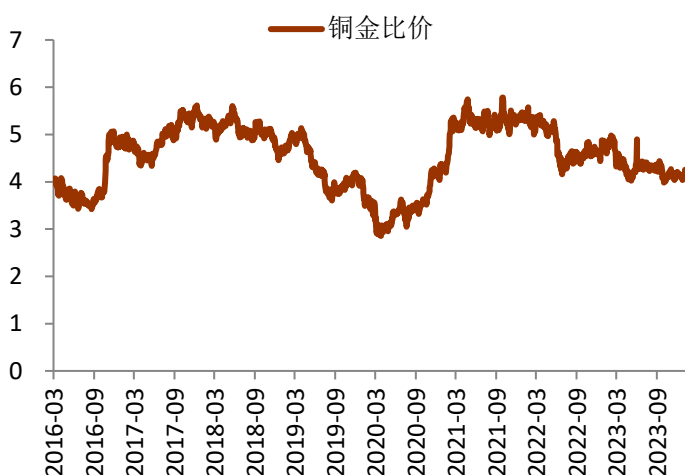
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、铜金比价变化

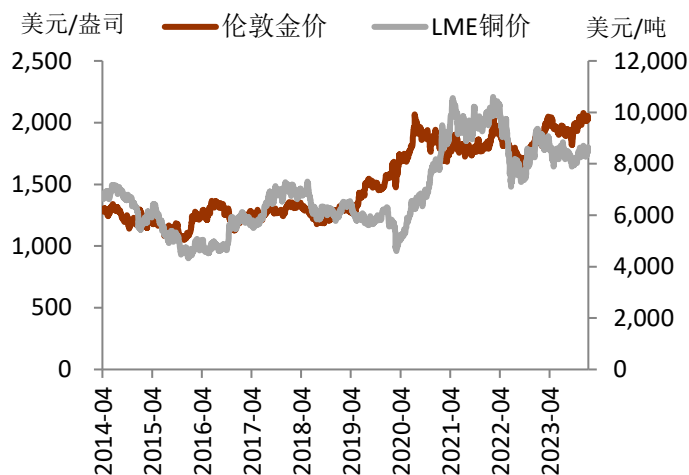
铜的需求弹性显著强于黄金，铜金比价的变化可以代表市场上投资者的风险偏好。2024年1月，铜价依然在高位震荡，走势也是先抑后扬，铜金比价波动较小，在4.04-4.25之间窄幅波动。

美国经济持续好于预期，市场对今年美国经济软着陆的预期强化，国内政策在1月意外降准，政策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



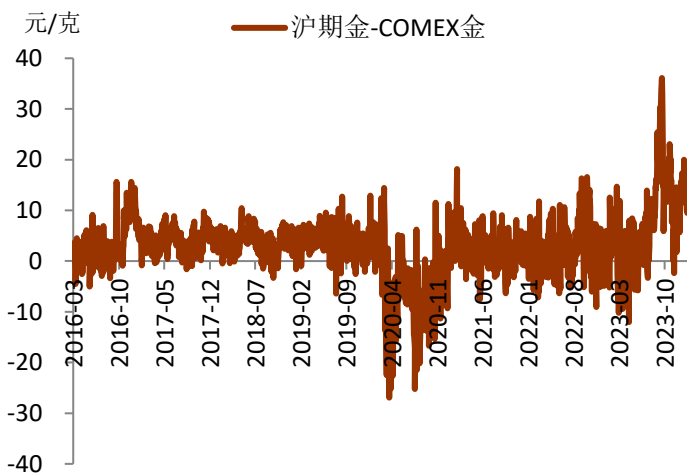
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、期现及跨期价差变化

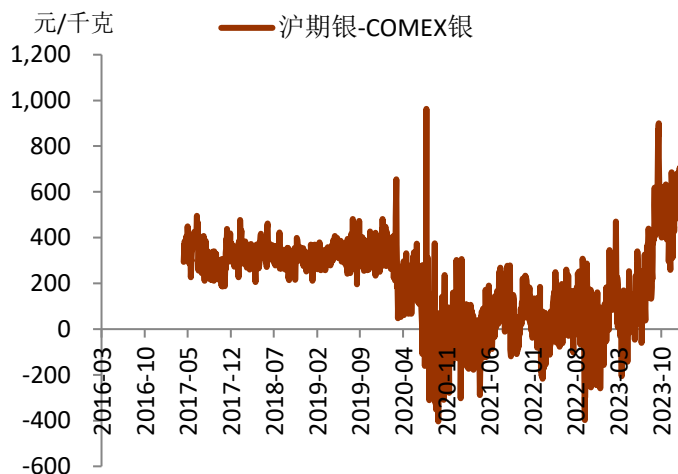
金银内外盘价差受人民币兑美元汇率波动，以及汇率变化预期的影响较为明显。

进入 2024 年 1 月，人民币兑美元汇率整体贬值，沪金银与 COMEX 金银价差又有走阔。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，但预计不会达到去年 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

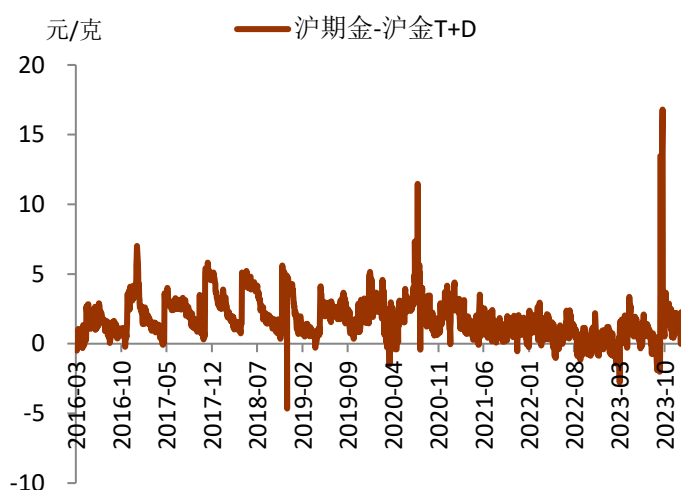


图表 20 沪期银与 COMEX 银价差变化

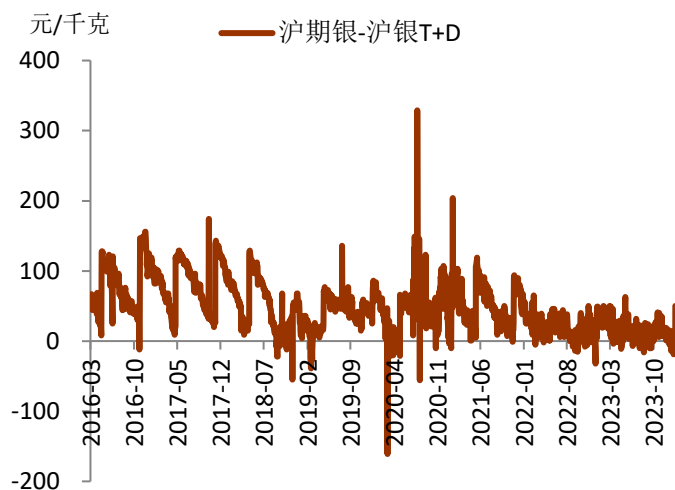


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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。2023 年 10 月份至 12 月，COMEX 黄金期货的库存波动不大，而白银期货的库存则小幅增加。进入 2024 年 1 月，金银库存都有下降。截至 2024 年 2 月 3 日，COMEX 黄金期货的库存有 1907 万盎司，合计约 593 吨，环比下降 4.81%，比去年同期大幅减少 14.16%；COMEX 白银库存降至 2.75 亿盎司，合计约 8551 吨，环比减少 1.79%，比去年同比减少 6.14%。

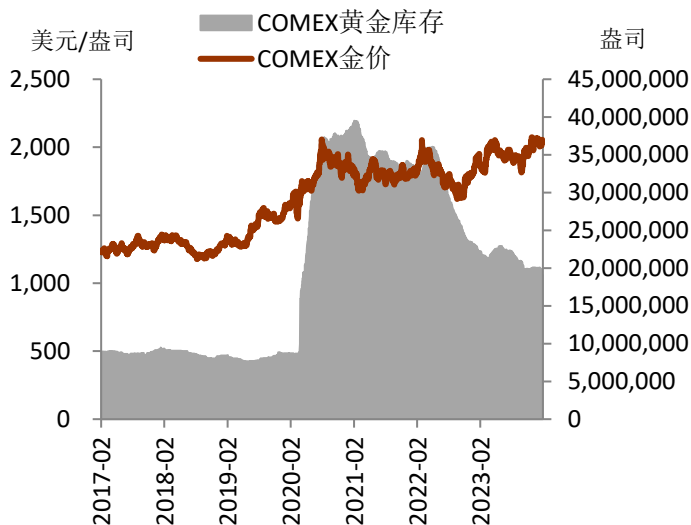
2023 年，国内上海黄金期货交易所和上海期货交易所的白银库存整体都呈持续下降趋势。进入 2024 年，上海期货交易所的白银库存有所增加，上海黄金期货交易所的白银库存持续下降。截至 2024 年 2 月 2 日，上期所白银库存有 1001 吨，上海黄金交易所白银库存有 1329 吨，两大交易所共计 2367 吨，比 2023 年底的 2712 吨减少 245 吨。

图表 23 COMEX 贵金属库存变化

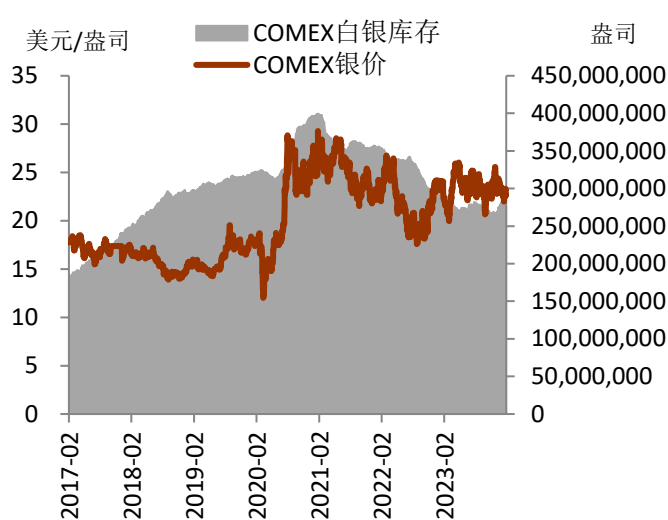
	2024/2/2	2024/1/2	2023/2/2	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	19071973	20035710	22217233	-963737	-4.81%	-3145260	-14.16%
白银(千盎司)	274936594	279959146	292926881	-5022552	-1.79%	-17990287	-6.14%

资料来源：iFinD，Bloomberg、铜冠金源期货

图表 24 COMEX 黄金库存变化

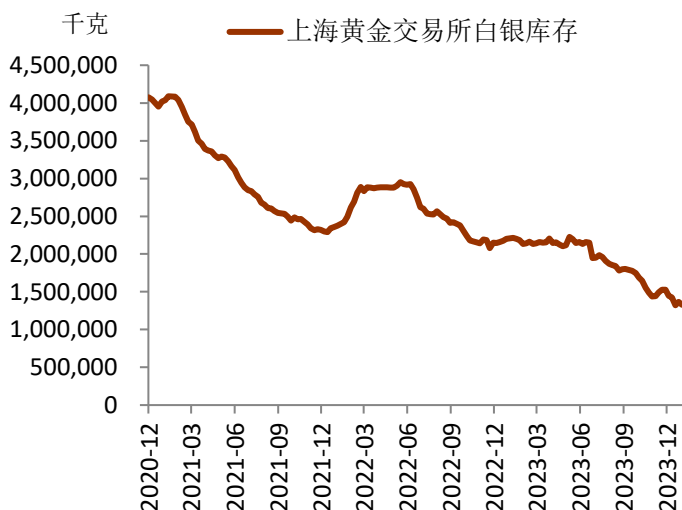


图表 25 COMEX 白银库存变化

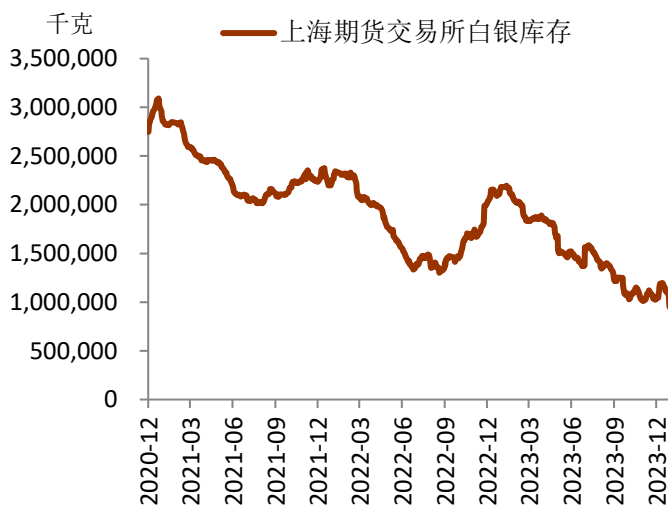


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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。

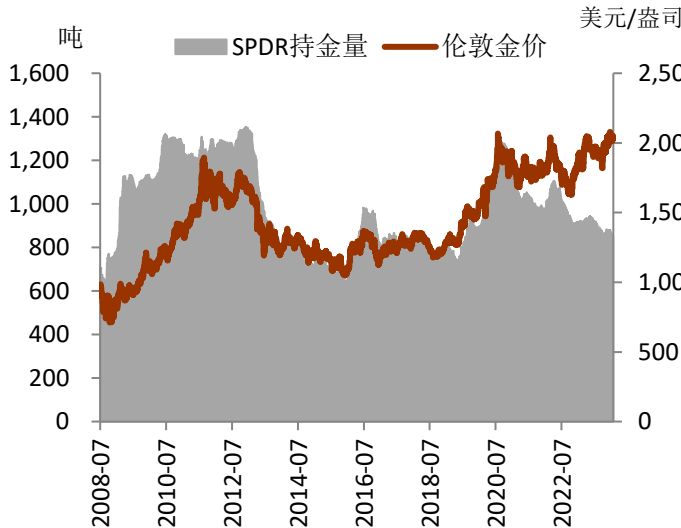
2023年金银价格高位震荡，但资金在持续流出黄金ETF白银。2024年1月，资金依然在持续流出。截至2024年2月3日，全球最大的黄金ETF-SPDR的持金量为852吨，比上个月同期减少了22吨；全球最大的白银ETF-ishares的白银持有量为13534吨，比上个月同期增加了26吨。跟去年同期相比，黄金白银ETF的持仓都有明显下降。

图表 28 贵金属 ETF 持仓变化

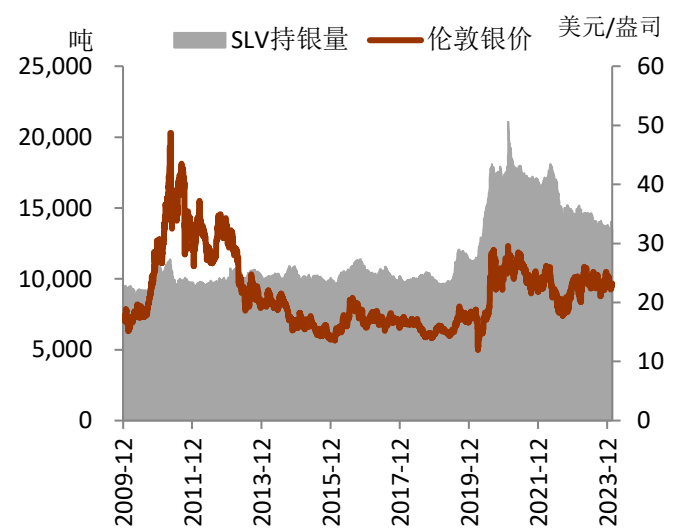
单位：吨	2024/2/2	2024/1/26	2024/1/2	2023/2/2	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	851.73	856.05	874.21	920.24	-4.32	-22.48	-68.51
ishares 白银 持仓	13534.52	13827.85	13560.26	14820.72	-293.33	-25.74	-1286.20

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 2024 年 1 月 30 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 147791 张；COMEX 白银期货持有非商业性净多单为 21426 张。COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓在 1 月在持续减少，特别是在 2024 年 1 月最后一个周，COMEX 黄金期货非商业性净多单大幅减少，但白银的非商业性净多单则明显增加，这与此时银价走势明显强于金价相吻合，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

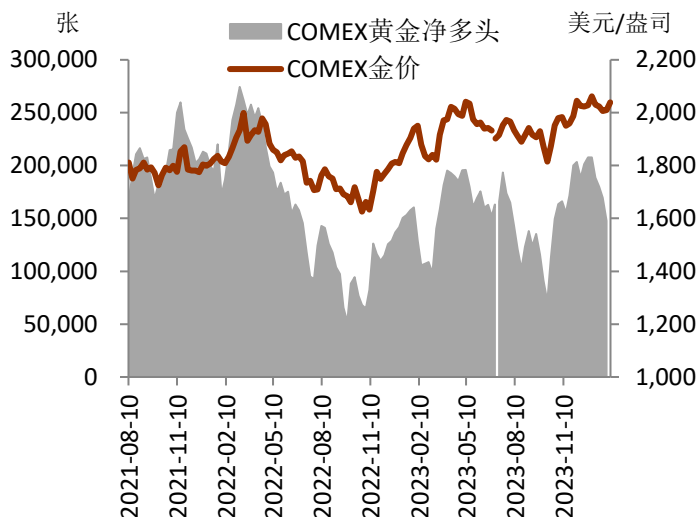
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2024-01-30	219222	71431	147791	-21683
2024-01-23	241100	71626	169474	-10419
2024-01-16	262360	82467	179893	-8721
2024-01-09	271665	83051	188614	

敬请参阅最后一页免责声明

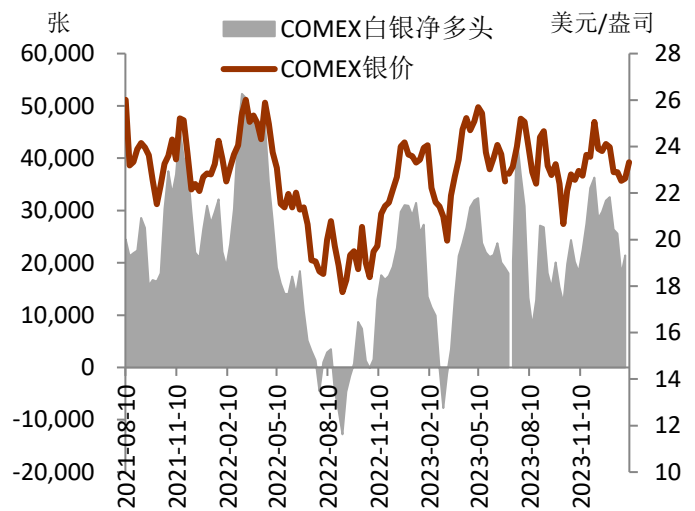
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2024-01-30	52778	31352	21426	3689
2024-01-23	53121	35384	17737	-7856
2024-01-16	54001	28408	25593	-769
2024-01-09	52886	26524	26362	

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：

虽然远超预期的美国 1 月非农就业数据使得市场对美联储首次开启降息的时间推迟，但我们依然认为，当前市场对于美联储今年 5 月就开启降息的预期依然过于乐观，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。短期市场因重要数据冲击或波动加大，但在地缘政治紧张升级，以及美联储将步入降息周期的大方向确定的背景下，当前贵金属回调的空间有限，或通过高位震荡来完成调整，整体趋势依然易涨难跌。

预计接下来一个月，金银价格将呈震荡走势。国际金价的波动参考区间为 2000-2100 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：逢低做多白银，或做空金银比价

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。