



2024年3月4日

降息预期已大幅调整

金银走势易涨难跌

核心观点及策略

- 贵金属价格最重要的影响因素依然是市场对美国货币政策的预期变化。当前市场已经将首次降息时间由3月快速推迟到了6月，降息幅度也从最高时的175BP大幅下降至75BP。短期市场或已基本完成对美联储降息预期的重新定价。在美联储今年将步入降息周期的大方向确定的背景下，市场依然会继续倾向抢跑“宽松交易”逻辑。地缘局势持续紧张也提振贵金属的避险需求，金银走势依然是易涨难跌。
- 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2000-2150美元/盎司，国际银价的波动参考区间为22.5-24美元/盎司。
- 策略建议：逢低做多金银
- 风险因素：美国经济数据持续超预期

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 2 月制造业 PMI 数据分化，经济走弱迹象显现	5
2、美国通胀数据超预期，降息预期快速推迟	5
3、欧元区经济下滑趋势有所缓解，欧央行维持偏鹰	6
4、巴以冲突持续及 OPEC+延长减产，油价上涨增加通胀反弹风险	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.....	10
3、期现及跨期价差变化.....	11
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

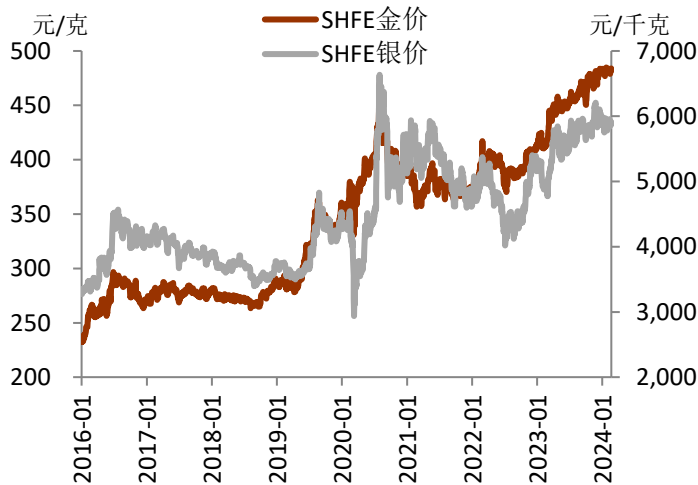
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	4
图表 4 金价与美债利率走势变化	4
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化	8
图表 6 美欧经济意外指数变化	8
图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	8
图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化	8
图表 9 美国职位空缺数变化	8
图表 10 美国周度初请和续请失业金人数	8
图表 11 主要经济体 CPI 变化	9
图表 12 美元 PCE 和核心 PCE 变化	9
图表 13 美国通胀预期变化	9
图表 14 美元指数与美元非商业性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

一、贵金属行情回顾

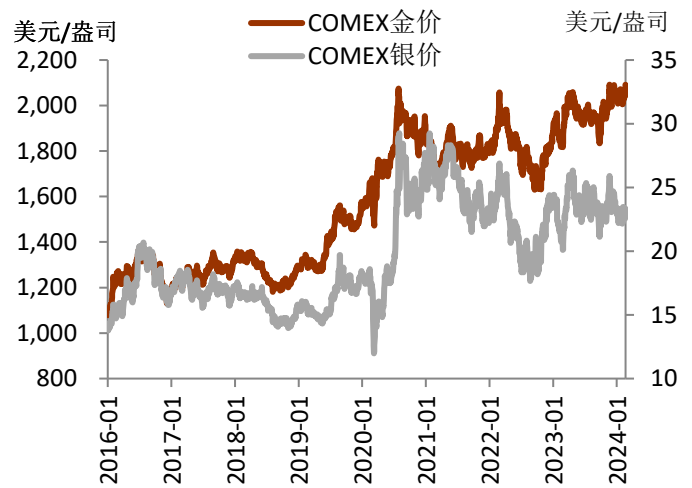
2024年2月，国际贵金属价格依然处于震荡格局之中。国际金价走势先抑后扬，在2000美元/盎司上方窄幅震荡，国际银价运行节奏更为波折，整体在22-23.5美元/盎司之间运行，金银的波动区间都在收窄。从2月初，因美联储会议维持偏鹰，且1月非农就业数据大超预期，市场对美联储降息的预期减弱，金银走势承压，一直持续到月中涨幅均超出预期的美国1月份CPI和PPI落地后，随着红海紧张局势升级，地缘政治风险支撑金价止跌，银价走势依然偏弱震荡。

2月国内有春假长假，人民币兑美元汇率也处于窄幅震荡之中，略有贬值。沪金维持在历史高位附近震荡，沪银则在5800-6000元/克之间波动。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

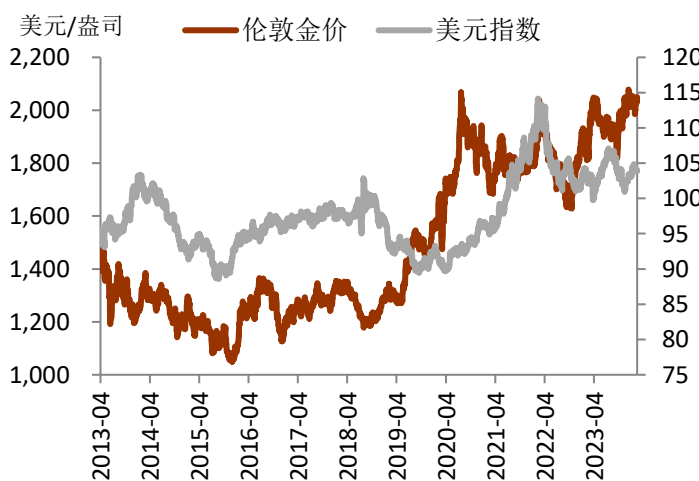


图表2 近5年COMEX金银价格走势

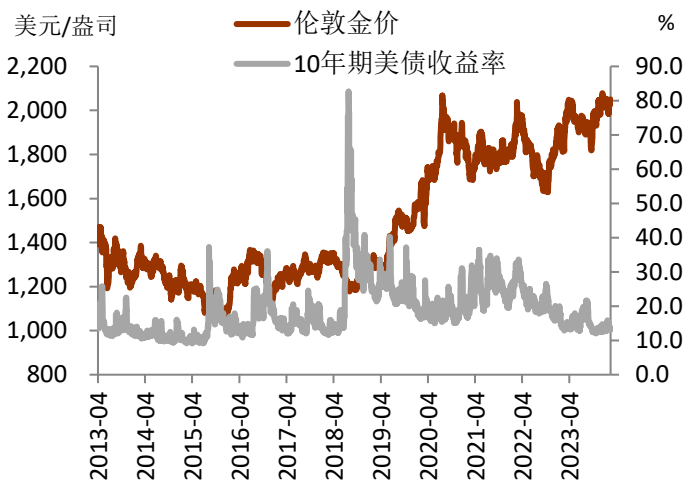


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

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

随着美国一系列经济数据公布，特别是在近期远超预期的1月非农就业数据和1月CPI、PPI数据公布之后，市场对降息预期由之前的3月快速调整至6月，降息预期受到打压使得金银走势承压。

1、美国2月制造业PMI数据分化，经济走弱迹象显现

美国2023年四季度实际GDP年化小幅下修0.1个百分点至3.2%，低于预期。最新数据主要反映了对私人库存投资等指标的下修，部分抵消了个人消费支出和非住宅类固定资产投资的增长。但3.2%的经济增速显示美国经济依然保持增势。

美国2月Markit制造业PMI初值51.5，意外创17个月新高，服务业PMI初值51.3，创三个月新低。美国2月制造业的扩张主要受益于订单增长强劲，且增速度快于服务业，这是2023年1月以来首次，制造业连续几个月出现改进，凸显生产商们正在摆脱长期以来的低迷态势。2月虽然成本通胀降温，创2020年10月以来的最小增幅，但产出通胀则再次加速。2月Markit综合PMI初值51.4，不及预期51.8和前值52。

最新公布的美国2月ISM制造业指数从1月的49.1意外降至47.8，未如预期回升至49.5，连续16个月低于荣枯分水岭50、处于收缩区间，为2002年来最长收缩期。新订单、就业均萎缩。2月ISM制造业PMI与之前公布的Markit制造业PMI分化明显，显示美国经济已现走弱迹象，经济维持强劲的持续性存疑。

美上周初请失业金人数上升，劳动力市场添降温迹象。美国劳工部最新公布的数据显示，截至2月24日当周，美国首次申请失业救济人数环比增加1.3万至21.5万。上周波动较小的首次申请失业救济人数四周移动平均值下降3000至21.25万。同时，截至2月17日当周，美国全国申请失业救济人数为190.5万，环比增加4.5万。虽然美国首次申请失业救济人数徘徊在相对低位，但环比有所增加，显示紧张的就业市场有一定程度的放缓。密切关注将公布的美国2月非农就业报告，将提供美国劳动力市场更多的信息。

2、美国通胀数据超预期，降息预期快速推迟

美国1月份CPI与核心CPI双双超预期，沉重打击了之前市场过于乐观的降息预期。尽管1月3.9%的核心CPI通胀与上个月持平，但0.4%的季调环比增速还是创下了2023年5月份以来最高。占CPI比重约三分之一的居住成本环比上涨0.6%，涨幅较前一个月扩大0.1个百分点。尤其是居住成本居高不下，为通胀持续走低增添压力，也给美联储下一步货币政策走向增加不确定性。美国核心通胀率加速增长，特别是服务业通胀展现了较强的粘性，增加了通胀回归2%目标的难度。美国1月PPI同比增长0.9%，放缓程度不及预期，环比增速超预期加快至0.3%，为五个月来最快的增长速度。数据公布后，市场基本放弃了

3 月份降息的预期。

最近公布美国 1 月 PCE 数据未超预期增长，缓和了投资者对美联储将高利率保持更久，甚至可能再加息的担忧。美国 1 月 PCE 物价指数同比增长 2.4%，和市场预期一致，较 12 月的增速 2.6%略有放缓，PCE 环比增长 0.3%，也符合市场预期，较 12 月增速 0.2%略有加快。剔除食物和能源的 1 月核心 PCE 同比增长 2.8%，符合市场预期，较 12 月增速 2.9%略为放缓，核心 PCE 环比增速为 12 月的两倍，但符合预期。1 月核心 PCE 环比反弹至 0.4%，创近一年来最大增幅。

从美联储公布的 1 月会议纪要来看，基本维持 2 月以来的政策基调，谨慎对待降息。多数美联储官员认为，政策利率可能处于峰值，在更有信心通胀会达标前，不适合降息；大多数官员强调不确定高利率持续多久、强调以评估数据判断降通胀进展的重要性，两名官员指出长期紧缩带来经济下行风险。显示大多数联储官员担心的是过早降息和价格压力根深蒂固，而不是高利率保持过久。近期美联储多名官员发声，整体维持偏鹰派，强调降息步伐将由数据引导，此轮降息路径或有别于之前的周期。

从降息预期来看，现在市场已经将首次降息时间由 3 月快速推迟到了 6 月，降息幅度也从最高时的 175BP 大幅下降至 75BP。短期来看，市场基本完成对美联储降息预期的重新定价。当前环境下，美联储今年将开启降息的方向是确定的，只是在降息时点和降息幅度上仍有较大不确定性。近期美国经济数据疲软和美联储理事讲话令市场的货币宽松预期再度升温。如果接下来美国的就业和通胀数据有所降温，美联储 3 月会议是比较关键的观察窗口，其最新经济预测有可能进一步明确降息路径，“宽松交易”逻辑可能会持续发酵。

3、欧元区经济下滑趋势有所缓解，欧央行维持偏鹰

欧元区 2 月 PMI 数据喜忧参半。欧元区 2 月制造业 PMI 从 1 月的 46.6 滑落至 46.1，逊于预期值 47，显示欧元区制造业的低迷在本月进一步加深，自 2022 年 7 月以来，欧元区制造业 PMI 一直低于 50；其中，德国制造业 PMI 初值 42.3，低于预期 46.1 和前值 45.5，法国制造业 PMI 初值 46.8，远超预期和前值 43.1。欧元区 2 月服务业则 PMI 从 48.5 跃升至 50，远超预期值 48.8，结束持续 6 个月的萎缩；综合 PMI 由 47.9 升至 48.9，略高于预期值 48.5，为连续第 9 个月处于荣枯线下。欧元区各国 PMI 数据表现分化，区域第一大经济体德国 2 月制造业萎缩程度意外加深，第二大经济体法国经济稳步复苏。德国 2 月服务业活动则有所改善。法国制造业与服务业皆出现远超预期的复苏。受益于服务业超强表现，欧元区整体商业活动下滑趋势有所缓解。

欧元区 2 月核心 CPI 同比初值录得 3.1%，虽高于预期，但为连续第七个月下降，表明价格压力仍在降温。欧洲央行 1 月会议纪要显示，官员们认为讨论降息为时过早，2024 年通胀预测可能会下调。过早降息比过度紧缩更加危险，如果经济活动比预期更强劲、工资增长加速或出现新的通胀压力，欧洲央行可能需要重新收紧政策。欧洲央行行长拉加德表

示，欧洲央行尚未实现通胀目标，必须持续地实现 2%这一通胀目标。欧洲央行管委斯图纳拉斯则称，任何货币政策调整必须逐步进行，预计 6 月将进行首次降息。目前来看，欧元区经济虽然疲软，但欧央行更加担心通胀反弹的风险。

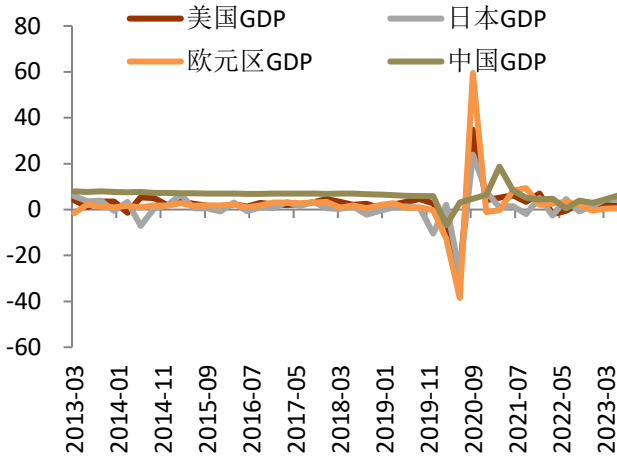
4、巴以冲突持续及 OPEC+延长减产，油价上涨增加通胀反弹风险

2 月以来，新一轮巴以停火谈判有所进展，随着哈马斯和以色列立场有所软化，市场一度预期巴以双方有望在短期内达成协议实现停火。但 2 月 29 日，加沙城救援物资领取点遭以军袭击，造成至少 112 名平民死亡，这成为近一段时间以来加沙平民死伤最为惨重的一起事件。这个事件将让停火谈判复杂化，但同时凸显以色列和哈马斯之间达成协议的紧迫性，需密切关注冲突的演绎。虽然巴以冲突以及红海危机暂时并未对全球石油供需产生实质性影响。但在当前地缘局势紧张并未有效缓解的背景下，原油走势仍将持续反映地缘政治溢价。

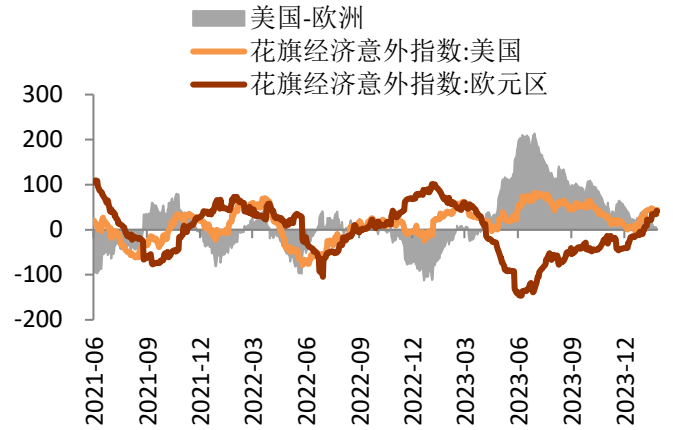
3 月 3 日，根据沙特阿拉伯、俄罗斯等 OPEC+成员国共同发表的最新声明，OPEC+将其石油供应削减政策延长至今年第二季度末，以避免全球石油供应过剩并继续以减产来支撑原油基准价格。OPEC+将名义减产总量约为每日 220 万桶的限制持续到今年 6 月底，沙特阿拉伯占据所承诺减产规模的一半——沙特自 2023 年 7 月开始实施的日均 100 万桶的自愿减产措施将延长至今年 6 月底。俄罗斯副总理亚历山大表示，俄罗斯将在 6 月底前将原油生产和出口供应削减 47.1 万桶/日，并承诺将通过更多地关注减产规模而不是出口来强化俄罗斯的能源出口国角色，预计后续减产规模逐渐加大。OPEC 关键产油国伊拉克和阿联酋也将分别把自愿减产 22 万桶/日和 16.3 万桶/日的措施延长至第二季度末。

OPEC+减产协议将延长，将抵消全球燃料消费的季节性的停滞和欧佩克+一些石油出口竞争对手，尤其是美国页岩油开采商产量飙升带来的影响。另外，成品油继续向好抬升了市场预期，需求端有所改善，油价表现抗跌说明市场情绪较为乐观，偏强运行仍将是主节奏。油价的反弹可能传到至通胀，今年欧美通胀的回落节奏可能并不顺畅。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

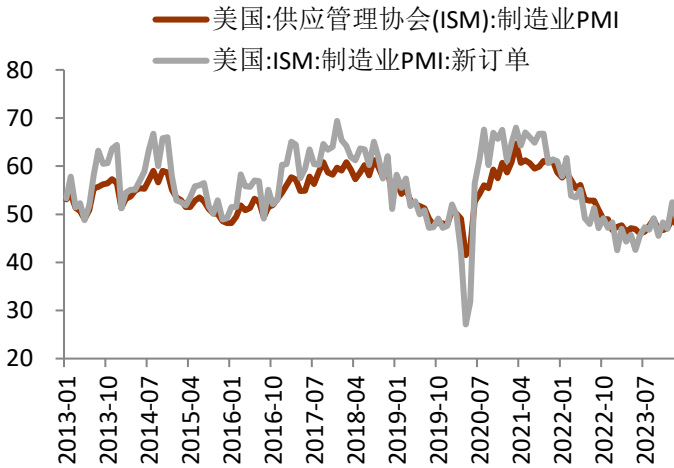


图表 6 美欧经济意外指数变化

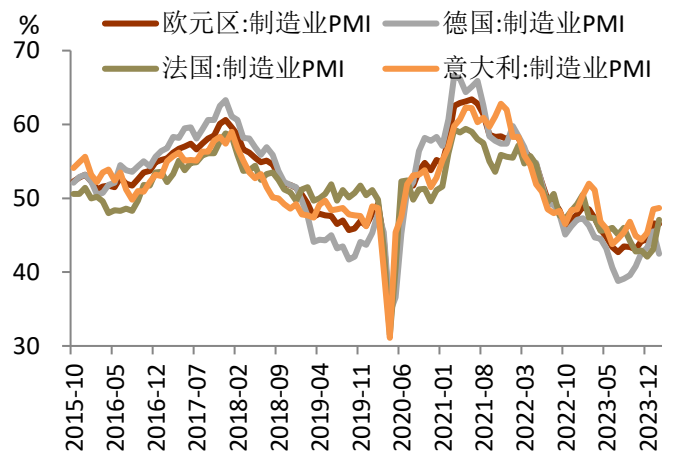


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

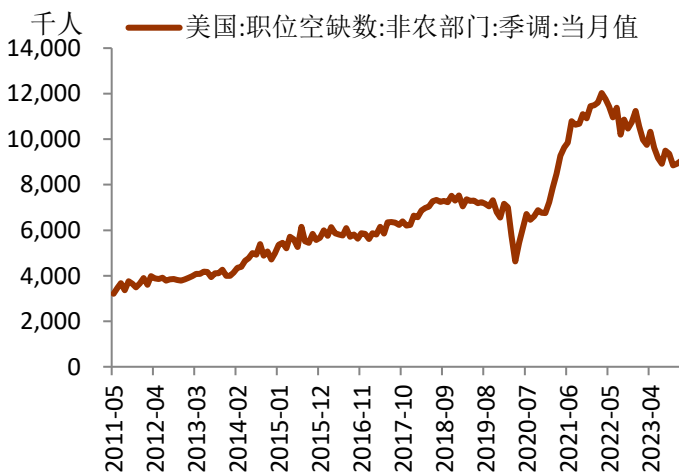


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

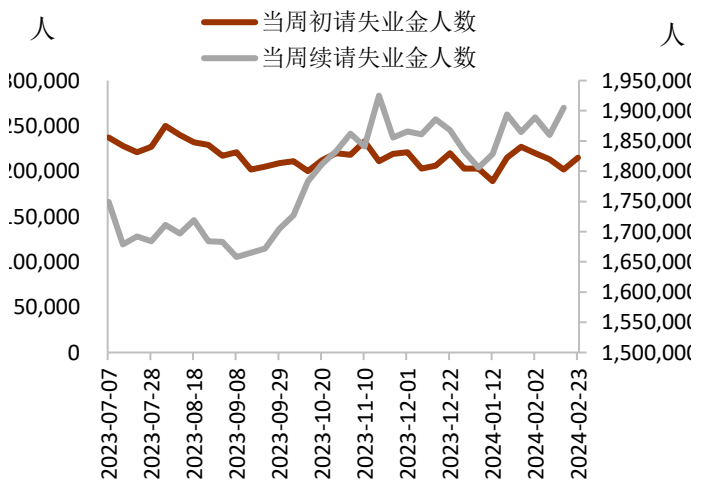


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 美国职位空缺数变化

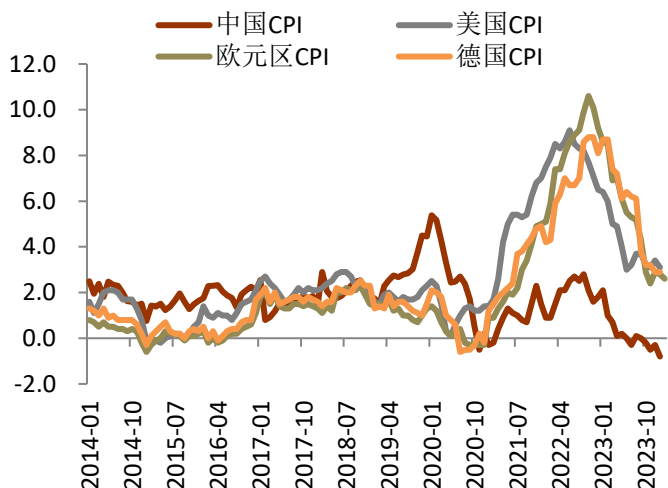


图表 10 美国周度初请和续请失业金人数

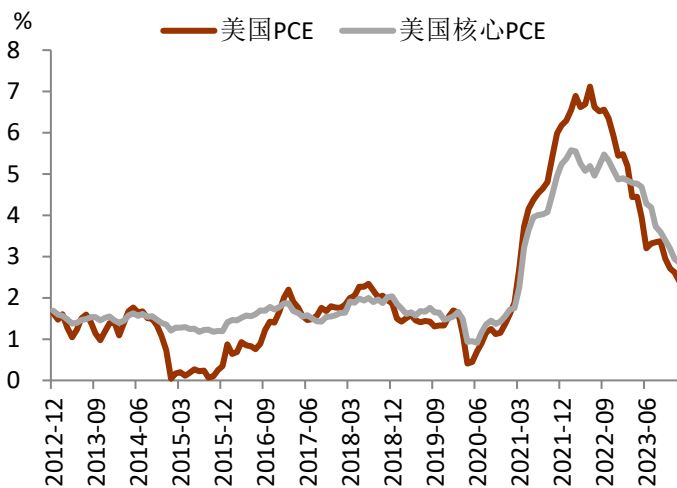


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 主要经济体 CPI 变化

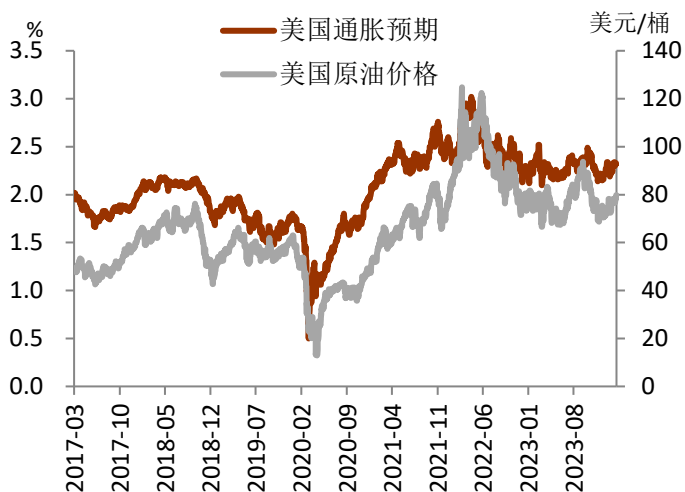


图表 12 美元 PCE 和核心 PCE 变化

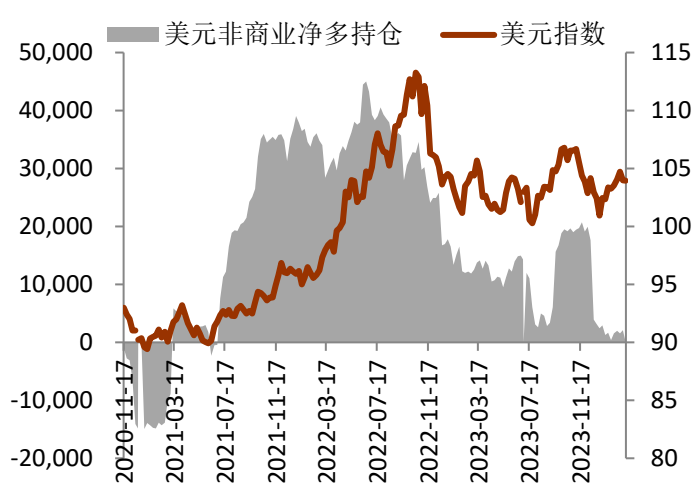


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

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

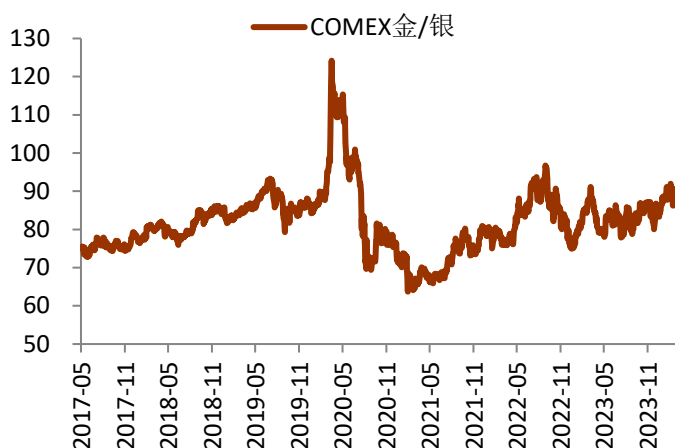
三、市场结构及资金流向分析

1、金银比价变化

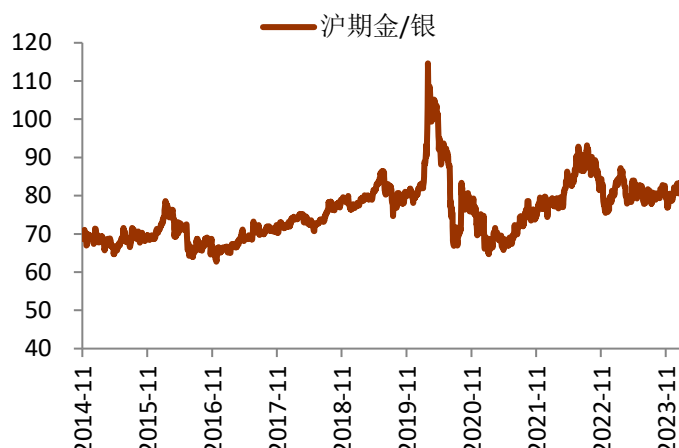
2月金银价格先抑后扬，COMEX金银比价先冲高至92一线，而后回落至86。国内春节假期交易日较少，且人民币兑美元汇率在2月略有贬值，国内金银价格均略强于外盘，特别是国内金价表现坚挺，沪金银比价整体也是先抑后扬，在81-83之间窄幅波动。

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



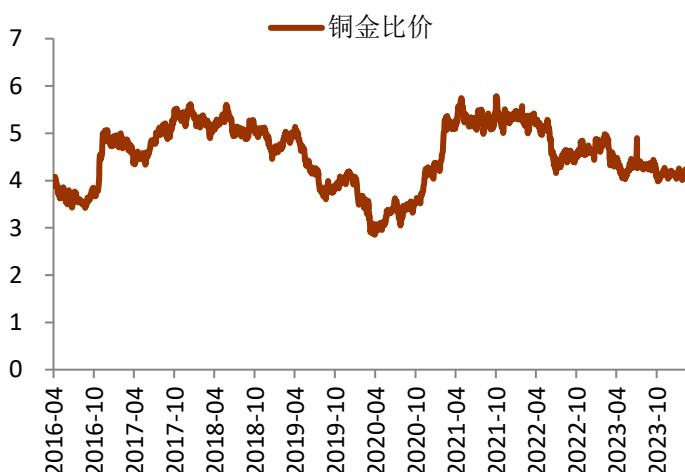
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、铜金比价变化

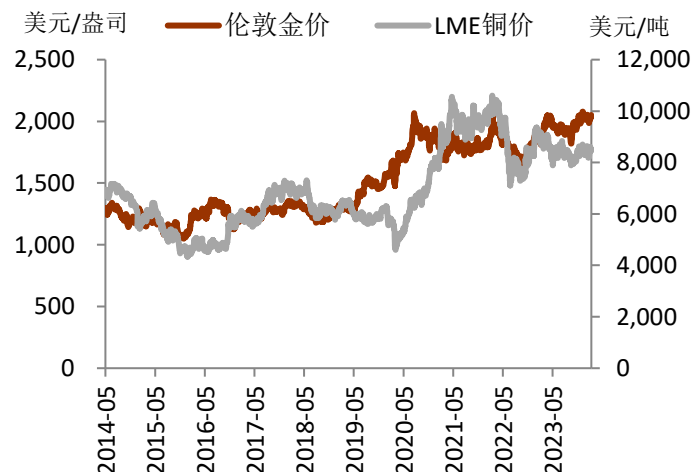
铜的需求弹性显著强于黄金，铜金比价的变化可以代表市场上投资者的风险偏好。2024 年 2 月，LME 铜价依然处于区间震荡格局，走势与 COMEX 金价相仿，也是先抑后扬，铜金比价波动较小，在 4.0-4.23 之间窄幅波动。

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，国内政策托底经济的预期强化，预计两会后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

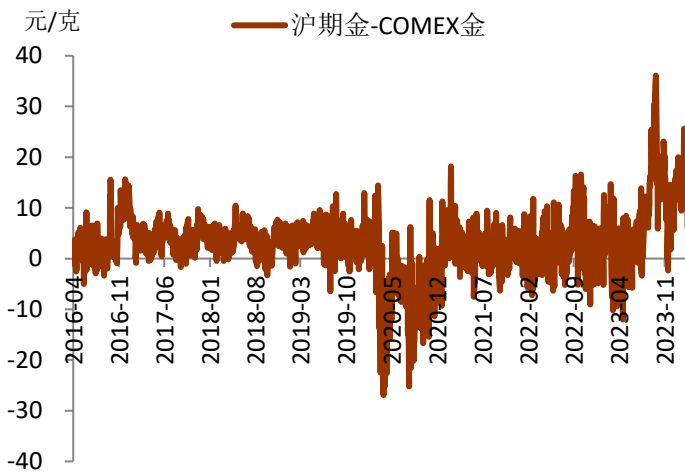


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

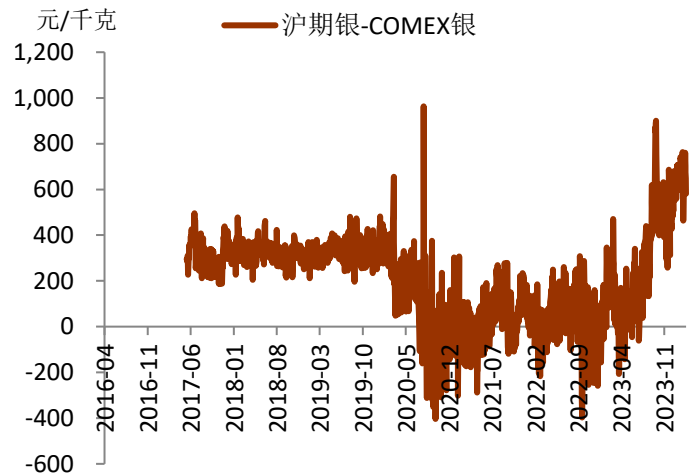
3、期现及跨期价差变化

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。2024年2月，人民币兑美元汇率整体略有贬值，沪金银与COMEX金银价差又有走阔。我们认为人民币汇率短期小幅贬值不会改变后市稳中有升的趋势，具体升值的幅度或仍取决于经济修复的程度和持续性。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，金银内外价差会再度回归。

图表 19 沪期金与 COMEX 金价差变化

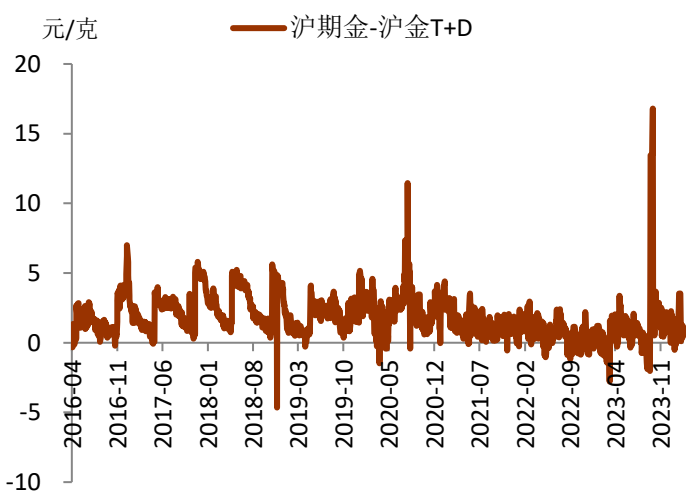


图表 20 沪期银与 COMEX 银价差变化

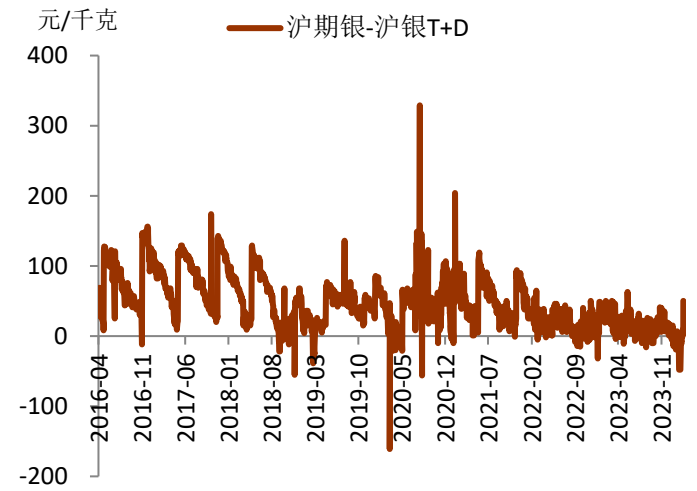


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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，2 月黄金库存有明显下降，而白银库存则持续增加。截至 2024 年 3 月 1 日，COMEX 黄金期货的库存有 1822 万盎司，合计约 567 吨，环比下降 6.96%，比去年同期大幅减少 15.63%；COMEX 白银库存增至 2.82 亿盎司，合计约 8775 吨，环比增加 2.6%，比去年同比减少 1.88%。

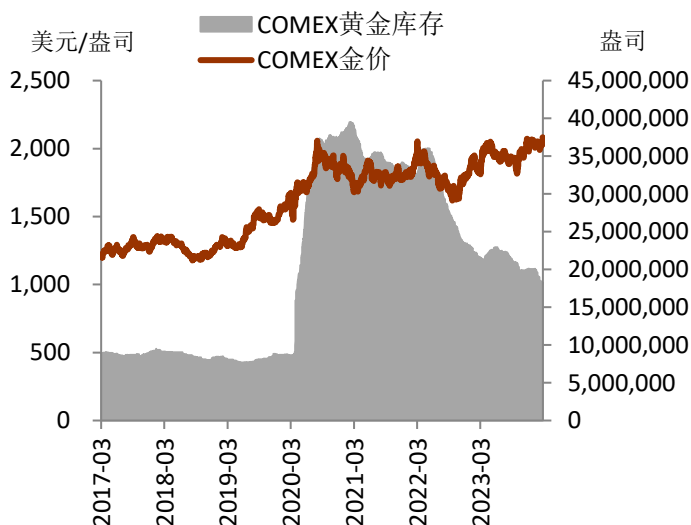
2023 年，国内上海黄金期货交易所和上海期货交易所的白银库存整体都呈持续下降趋势。进入 2024 年，上海期货交易所的白银库存有所增加，上海黄金期货交易所的白银库存持续下降。截至 2024 年 3 月 1 日，上期所白银库存有 1020 吨，上海黄金交易所白银库存有 1325 吨，两大交易所共计 2342 吨，比 2024 年年 2 月初 2367 吨小幅减少 25 吨。

图表 23 COMEX 贵金属库存变化

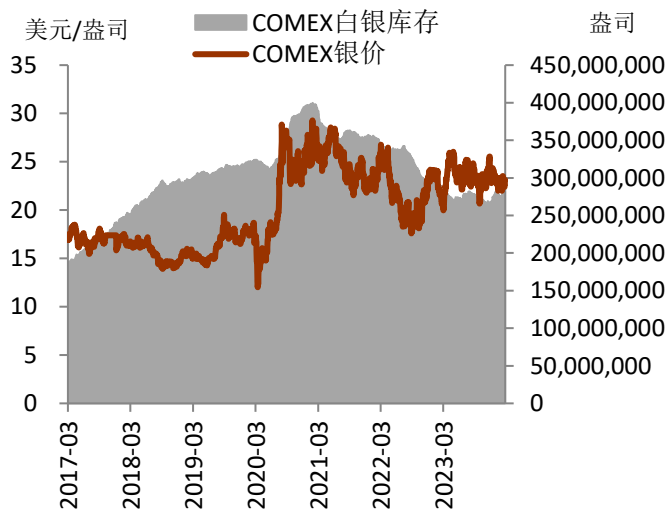
	2024/3/1	2024/1/30	2023/3/1	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	18225516	19588272	21602835	-1362756	-6.96%	-3377320	-15.63%
白银(千盎司)	282130307	274984094	287547184	7146213	2.60%	-5416877	-1.88%

资料来源：iFinD，Bloomberg、铜冠金源期货

图表 24 COMEX 黄金库存变化

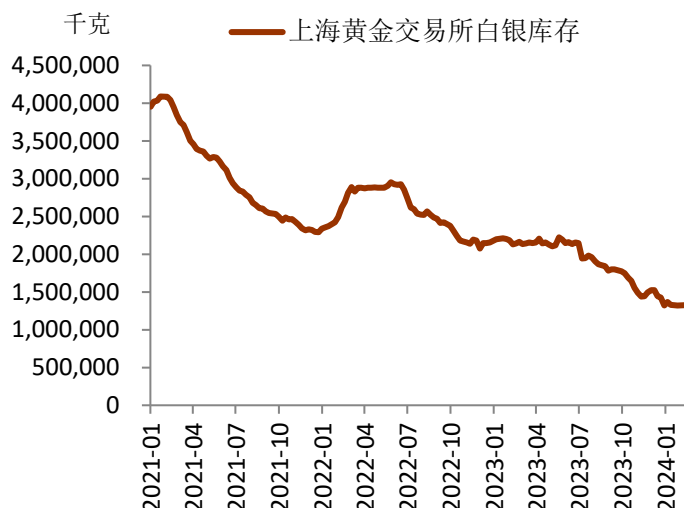


图表 25 COMEX 白银库存变化

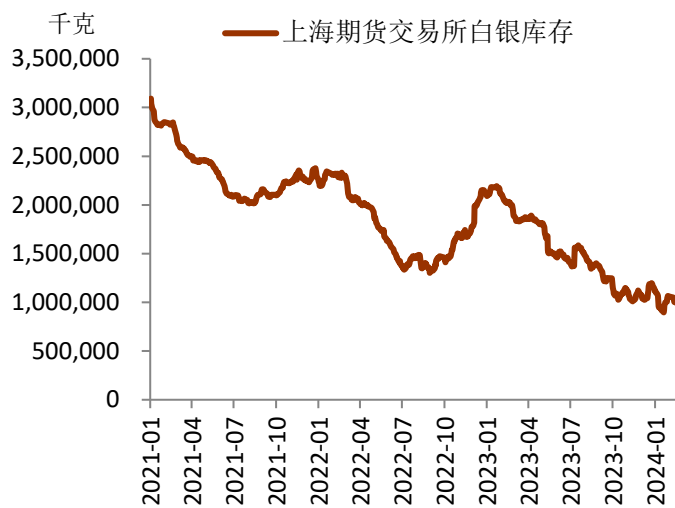


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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。

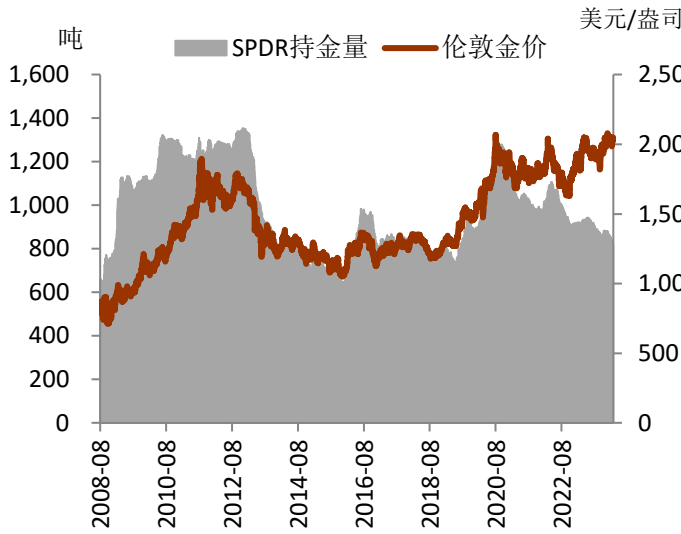
2023 年金银价格高位震荡, 但资金在持续流出黄金 ETF 白银。进入 2024 年, 资金依然在持续流出。截至 2024 年 3 月 1 日, 全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持仓量为 824 吨, 比上个月同期减少了 27 吨; 全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量为 13405 吨, 比上个月同期减少了 248 吨。跟去年同期相比, 黄金白银 ETF 的持仓都有明显下降。

图表 28 贵金属 ETF 持仓变化

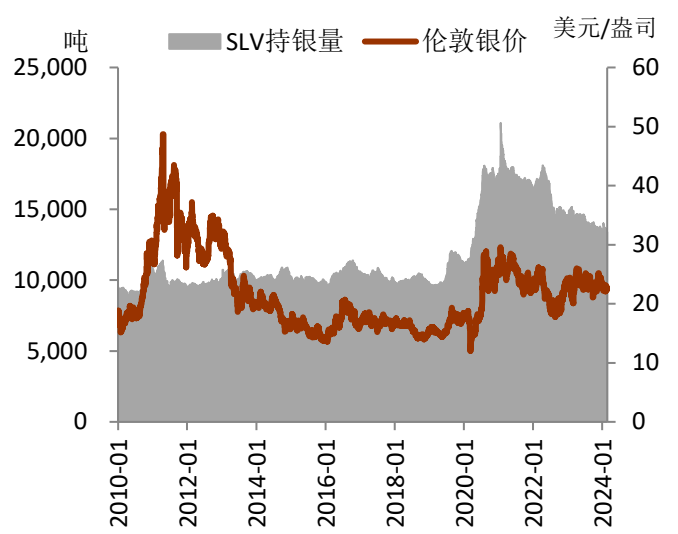
单位: 吨	2024/3/1	2024/2/23	2024/2/1	2023/3/1	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	823.77	827.81	851.15	912.12	-4.04	-27.38	-88.35
ishares 白银 持仓	13405.05	13331.07	13652.79	14900.53	73.98	-247.74	-1495.48

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

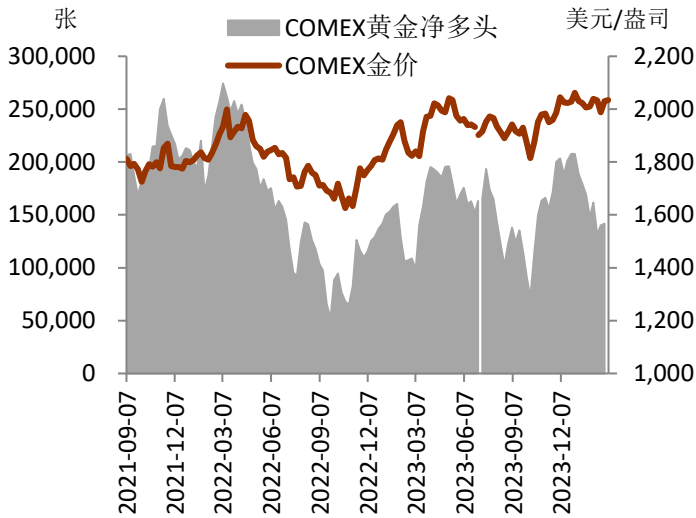
根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2024 年 2 月 27 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 141636 张；COMEX 白银期货持有非商业性净多单为 14499 张。COMEX 黄金白银期货的非商业性净多持仓在 2 月都有增有减，在 2024 年 2 月最后一个周，COMEX 黄金期货非商业性净多单增加，但白银的非商业性净多单则明显减少，这与此时金价走势明显强于银价相吻合，也验证了资金的直接推动作用。

图表 31 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

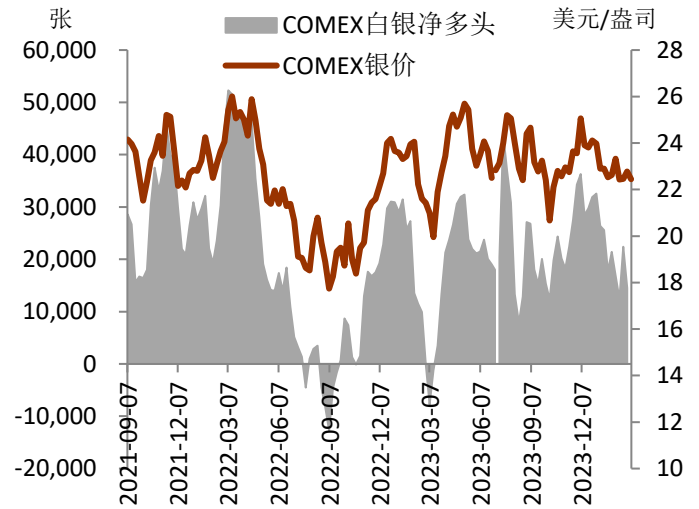
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2024-02-27	214948	73312	141636	1374
2024-02-20	211034	70772	140262	9094
2024-02-13	217505	86337	131168	-30570
2024-02-06	228623	66885	161738	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2024-02-27	54546	40047	14499	-7878
2024-02-20	57582	35205	22377	9952
2024-02-13	56785	44360	12425	-4455
2024-02-06	55335	38455	16880	

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：

贵金属价格最重要的影响因素依然是市场对美国货币政策的预期变化。当前市场已经将首次降息时间由 3 月推迟到了 6 月，降息幅度也从最高时的 175BP 也降到了 75BP。短期市场或已基本完成对美联储降息预期的重新定价。在美联储今年将步入降息周期的大方向确定的背景下，市场依然会继续倾向抢跑“宽松交易”逻辑。地缘局势持续紧张也提振贵金属的避险需求，金银走势依然是易涨难跌。

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 2000-2150 美元/盎司，国际银价的波动参考区间为 22.5-24 美元/盎司。

策略建议：逢低做多金银

风险因素：美国经济数据持续超预期

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。