

2023年11月27日

金价外强内弱，上涨持续性存疑



核心观点及策略

- 上周贵金属价格走势外强内弱。随着美国经济数据走弱，市场对于美联储结束加息周期的预期强化，美元指数和美债收益率回落，支撑国际贵金属价格走势。由于人民币兑美元汇率上周大幅升值，国内金价继续走弱；上周五国际银价强劲上涨，带动国内银价走强而周度收涨。
- 上周五公布的美国11月Markit制造业PMI初值49.4，意外重回萎缩区间，服务业活动略有扩张至50.8，创四个月新高。但服务业和工厂削减招聘人数，为2020年以来首次。美国劳动力市场持续走弱，以及裁员增加都强化市场对2024年经济衰退的担忧。投资者对美联储结束加息的预期强化，数据公布后，美元指数走弱，美股走强，金银大涨。
- 近期美国经济数据持续走弱，强化市场对美联储结束加息，并将可能提前开启降息的预期，贵金属价格走势受到提振。但美欧央行都暗示将在长时间内保持高利率，预计美联储维持高利率的时间将比市场预期的更长，我们维持金银价格处于阶段性调整之中的观点。当前来看，人民币兑美元汇率已进入升值周期，金银内外价差已回归至正常波动区间，预计短期国内金银价格走势将继续弱于外盘。
- 操作建议：金银逢高沽空
- 风险因素：美联储议官员讲话鹰派不及预期

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

一、上周交易数据

表 1 上周主要市场贵金属交易数据

合约	收盘价	涨跌	涨跌幅/%	总成交量/手	总持仓量/手	价格单位
SHFE 黄金	467.44	-6.00	-1.27	198939	178255	元/克
沪金 T+D	465.43	-1.07	-0.23	10480	157938	元/克
COMEX 黄金	2023.70	40.20	2.03			美元/盎司
SHFE 白银	5995	83	1.40	522479	634627	元/千克
沪银 T+D	5845	0	0.00	197566	5371842	元/千克
COMEX 白银	24.73	0.96	4.02			美元/盎司

注：(1) 成交量、持仓量：手（上期所按照双边计算，COMEX/LME 按照单边计算；LME 为前一日官方数据）；

(2) 涨跌= 周五收盘价-上周五收盘价；

(3) 涨跌幅=（周五收盘价-上周五收盘价）/ 上周五收盘价*100%；

资料来源：iFinD、铜冠金源期货

二、市场分析及展望

上周贵金属价格走势外强内弱，国际金价再度上攻，由于人民币兑美元汇率上周大幅升值，国内金价继续走弱；国际银价在上周五强劲上涨，带动国内银价走强而周度收涨。随着美国经济数据走弱，市场对于美联储结束加息周期的预期强化，美元指数和美债收益率回落，支撑国际贵金属价格走势。

周贵金属价格走势外强内弱。随着美国经济数据走弱，市场对于美联储结束加息周期的预期强化，美元指数和美债收益率回落，支撑国际贵金属价格走势。由于人民币兑美元汇率上周大幅升值，国内金价继续走弱；上周五国际银价强劲上涨，带动国内银价走强而周度收涨。由于美国感恩节假期，上周美联储官员发言较少。

上周五公布的美国 11 月 Markit 制造业 PMI 初值 49.4，意外重回萎缩区间，服务业活动略有扩张至 50.8，创四个月新高。然而，服务业和工厂削减招聘人数，为 2020 年以来首次。美国劳动力市场持续走弱，以及裁员增加，都强化市场对 2024 年经济衰退的担忧。投资者对美联储结束加息的预期强化，数据公布后，美元指数走弱，美股走强。

欧元区上周四公布的其 11 月 PMI 数据显示，欧元区 11 月 PMI 初值回暖，但仍连续六个月低于荣枯线，其中制造业和服务业的均有所改善，新订单的降幅较为温和，但是由于需求下降，工厂减少了原材料的采购，大部分生产活动来自挤压订单，积压订单指数已连续第 18 个月低于 50。

欧洲央行 10 月货币政策会议纪要显示，委员们认为经济前景比 9 月更加不确定，不排除再次加息可能性。欧洲央行行长拉加德表示，会将未来的决定与即将公布的数据相联系，这意味着如果看到通胀的风险上升，将会再次采取行动。预计未来几个月总体通胀率将再次略微上升。现在不是宣布抗击通胀取得胜利的时候。欧洲央行管委温施表示，个人基本预测是不需要再加息，但可以等到明年春天再做决定。欧洲央行管委温施表示，如果投资者对降息的押注破坏了欧洲央行的政策立场，该行可能不得不再次加息。欧洲央行管委埃尔南德斯

德科斯称，目前的利率水平维持时间足够长，应足以实现中期通胀目现在开始谈论降息绝对为时过早。

英国央行行长贝利表示，必须关注通胀持续存在的进一步迹象，这可能需要再次加息；货币政策委员会最新的预测表明，货币政策可能需要相当长一段时间保持紧缩。

近期美国经济数据持续走弱，强化市场对美联储结束加息，并将可能提前开启降息的预期，贵金属价格走势持续受到提振。但美欧央行都暗示将在长时间内保持高利率，预计美联储维持高利率的时间将比市场预期的更长，我们维持金银价格处于阶段性调整之中的观点。当前来看，人民币兑美元汇率已进入升值周期，金银内外价差已回归至正常波动区间，预计短期国内金银价格走势将继续弱于外盘。

本周重点关注：美国第三季度 GDP 修正值、美国 10 月核心 PCE、美国 11 月 ISM 制造业 PMI，以及欧元区 10 月调和 CPI 数据等。事件方面，继续关注美联储官员讲话。

操作建议：金银逢高沽空

风险因素：美联储官员讲话鹰派不及预期

三、重要数据信息

1、美国 11 月 Markit 制造业 PMI 初值 49.4，为 3 个月新低，预期 49.8，前值 50。美国 11 月 Markit 服务业 PMI 初值 50.8，为 4 个月新高，预期 50.4，前值 50.6。美国 11 月 Markit 综合 PMI 初值 50.7，预期 50.4，前值 50.7。其中，就业分项指数初值降至 49.7，创 2020 年 6 月份以来新低、并逆转之前的扩张态势；新订单分项指数初值创今年 7 月份以来新高。

2、欧元区 11 月 Markit 制造业 PMI 初值较前值 43.1 回升至 43.7，稍好于市场预期。但自 2022 年 7 月以来，制造业活动每月都在萎缩。服务业 PMI 初值有所回升，从前值 47.8 升至 48.2，但仍收缩区间。欧元区 11 月 PMI 有所回暖，但仍连续六个月低于荣枯线，衰退风险加大，欧央行料明年年中降息。

3、德国 11 月制造业 PMI 初值 42.3，预期 41.2，前值 40.8；服务业 PMI 初值 48.7，预期 48.5，前值 48.2；综合 PMI 初值 47.1，预期 46.5，前值 45.9。

4、法国 11 月制造业 PMI 初值 42.6，预期 43.1，前值 42.8；服务业 PMI 初值 45.3，预期 45.6，前值 45.2；综合 PMI 初值 44.5，预期 45，前值 44.6。

5、英国 11 月制造业 PMI 初值为 46.7，创 6 个月新高，预期 45，前值 44.8；服务业 PMI 初值为 50.5，创 4 个月新高，预期 49.5，前值 49.5；综合 PMI 初值为 50.1，创 4 个月新高，预期 48.7，前值 48.7。

6、美国上周首次申请失业救济人数超预期回落，创五个月最大降幅，持续申请人数两个月来首度下降。美国至 11 月 18 日当周初请失业金人数为 20.9 万，为 10 月 14 日当周以

来新低，预期 22.6 万，前值为 23.1 万。至 11 月 11 日当周续请失业金人数为 184 万，预期 187.5 万，前值为 186.5 万。

7、美国消费者长期通胀预期创 2011 年来新高，短期通胀预期创七个月新高。美国密歇根大学公布调查显示，11 月美国消费者对未来一年的通胀预期终值为 4.5%，高于持平初值的预期 4.4%；消费者对未来五到十年的长期通胀预期终值持平初值，仍为 3.2%，高于预期的 3.1%。消费者担心未来几个月和几年通胀疲软的趋势可能逆转。

8、密歇根大学调查还显示，11 月消费者信心终值超预期回升，从初值 60.4%升至 61.3，略高于预期的 61.0，不过仍处于六个月低位，因为消费者对短期和长期经济前景的看法较 10 月恶化。

9、美国 10 月耐用品订单环比跌 5.4%，远逊预期。

10、美国 10 月成屋销售总数年化 379 万户，连续第五个月下降，创 2010 年 8 月以来的最低水平，预期 390 万户，前值 396 万户。美国 10 月芝加哥联储全国活动指数为-0.49，预期 0，前值从 0.02 修正为-0.02。

四、相关数据图表

表 2 贵金属 ETF 持仓变化

单位（吨）	2023/11/25	2023/11/18	2023/10/26	2022/11/26	较上周 增减	较上月 增减	较去年 增减
ETF 黄金总持仓	882.28	883.43	861.80	908.96	-1.15	20.48	-26.68
ishare 白银持仓	13690.93	13595.47	13802.18	14933.32	95.46	-111.25	-1242.39

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

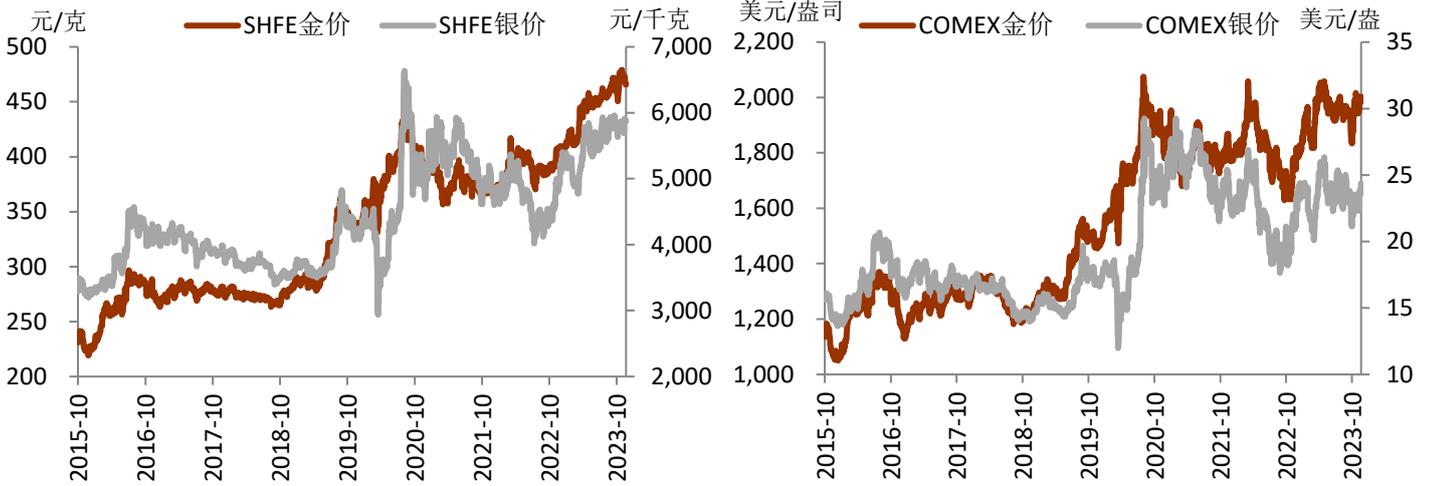
表 3 CFTC 非商业性持仓变化

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
2023-11-14	254352	98976	155376	-10840
2023-11-07	261653	95437	166216	2791
2023-10-31	261053	97628	163425	14040
2023-10-24	251469	102084	149385	
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
2023-11-14	50291	27893	22398	4145
2023-11-07	47196	28943	18253	-1958
2023-10-31	48025	27814	20211	-4121
2023-10-24	51860	27528	24332	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图 1 SHFE 金银价格走势

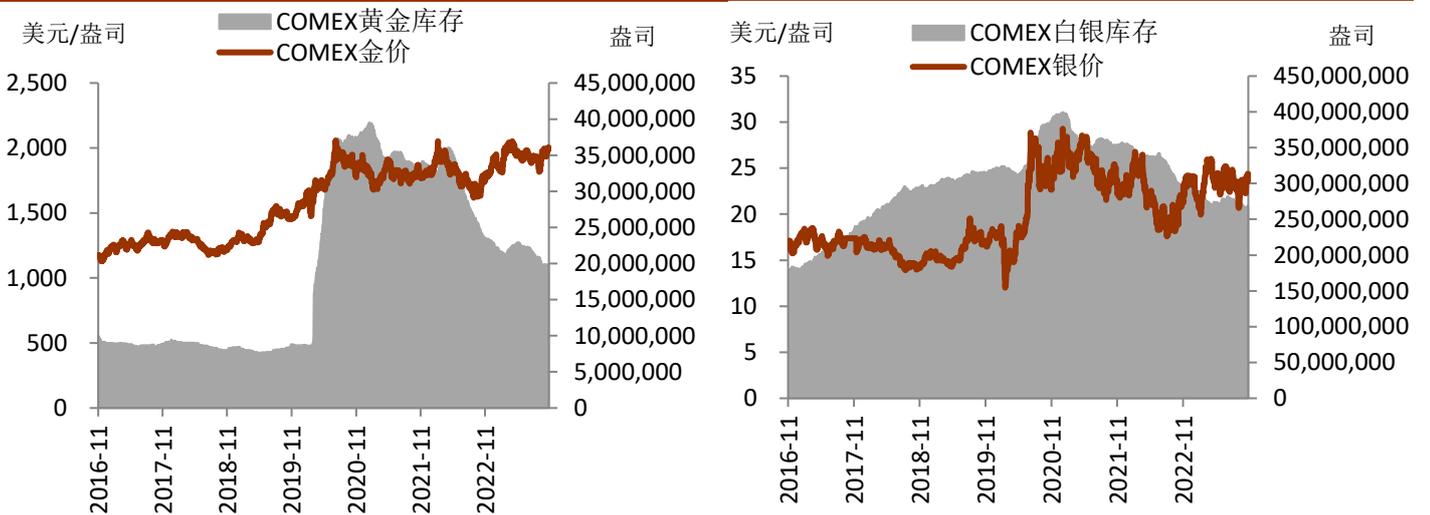
图 2 COMEX 金银价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图3 COMEX 黄金库存变化

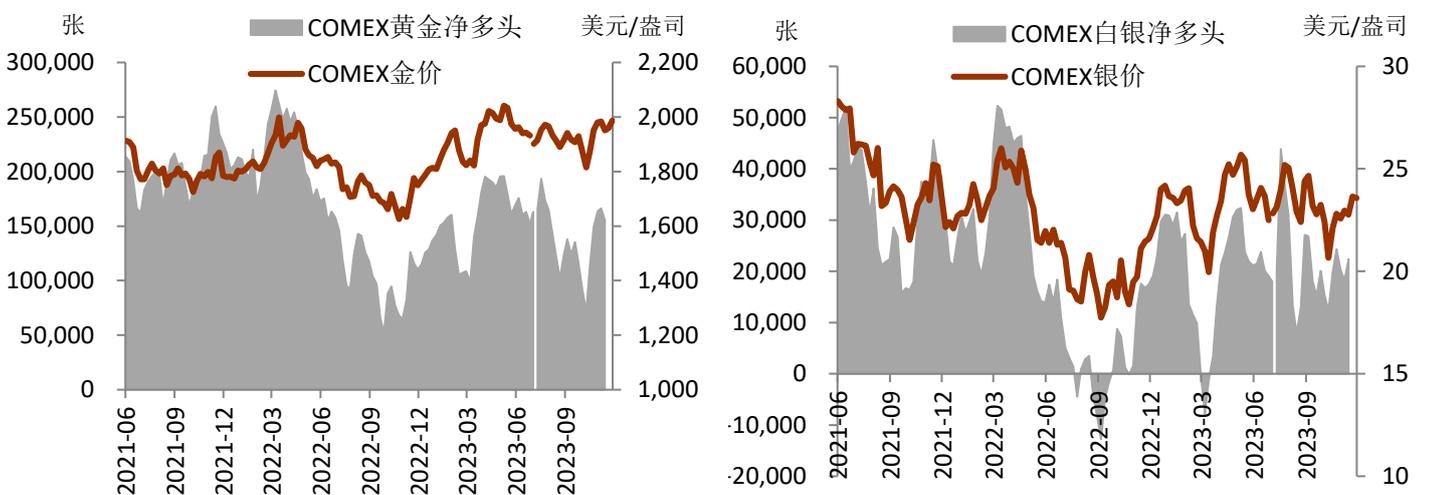
图4 COMEX 白银库存变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图5 COMEX 黄金非商业性净多头变化

图6 COMEX 白银非商业性净多头变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图7 SPDR 黄金持有量变化

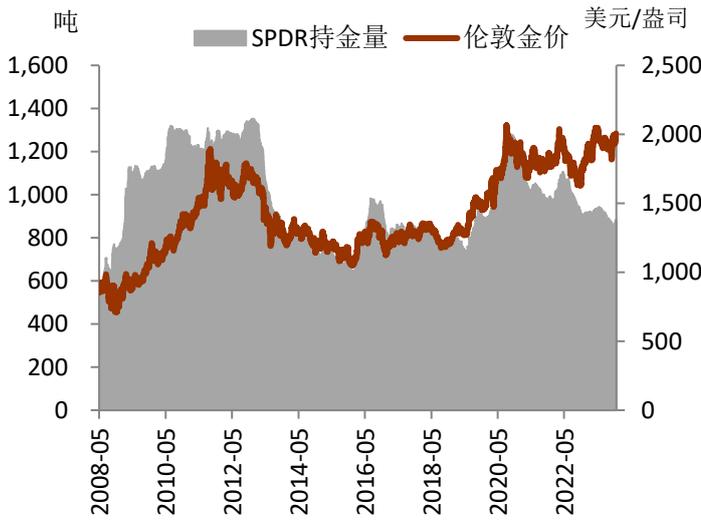
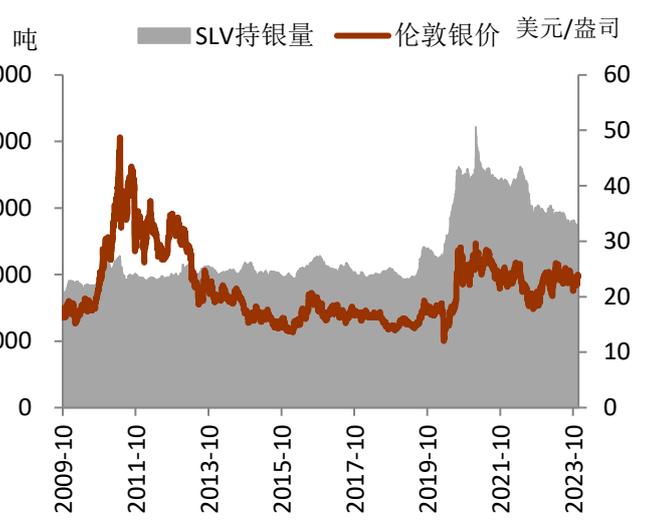


图8 SLV 白银持有量变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图9 沪期金与沪金 T+D 价差变化

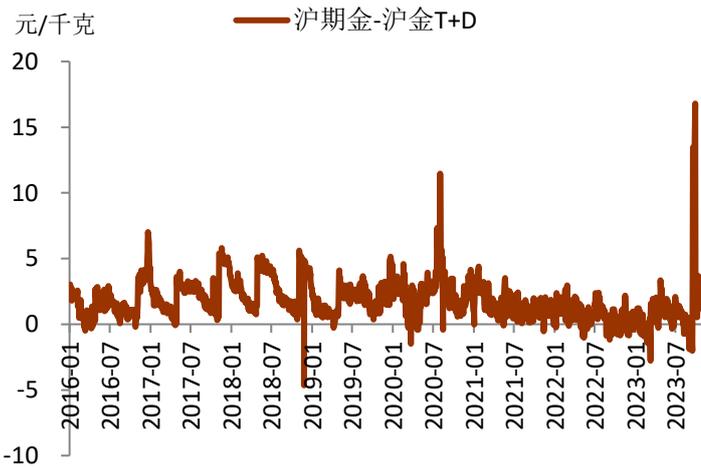
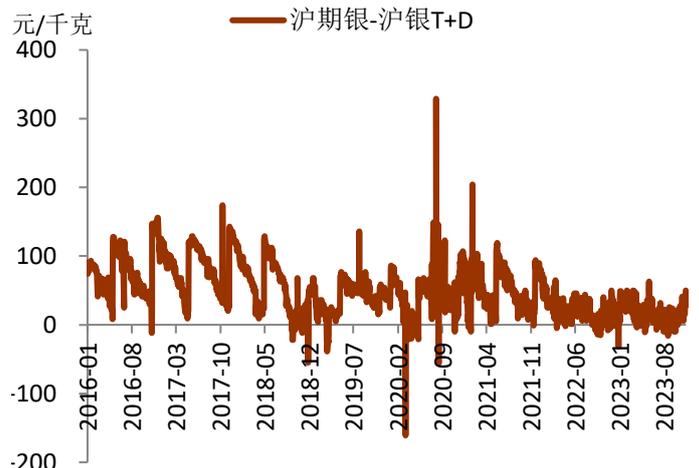


图10 沪期银与沪银 T+D 价差变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图11 黄金内外盘价格变化

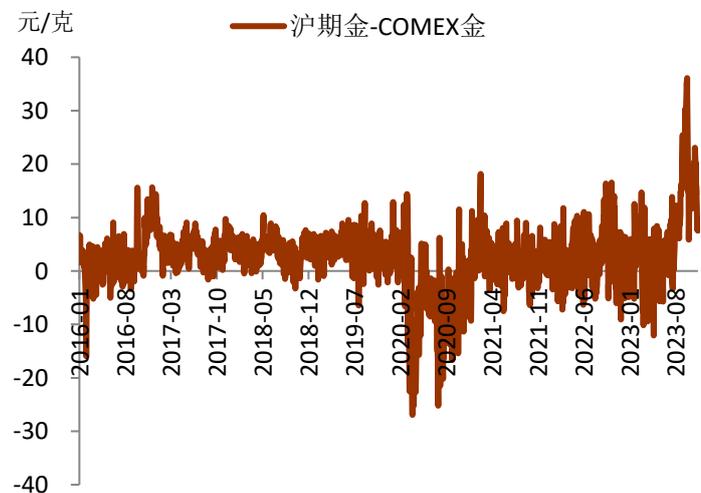
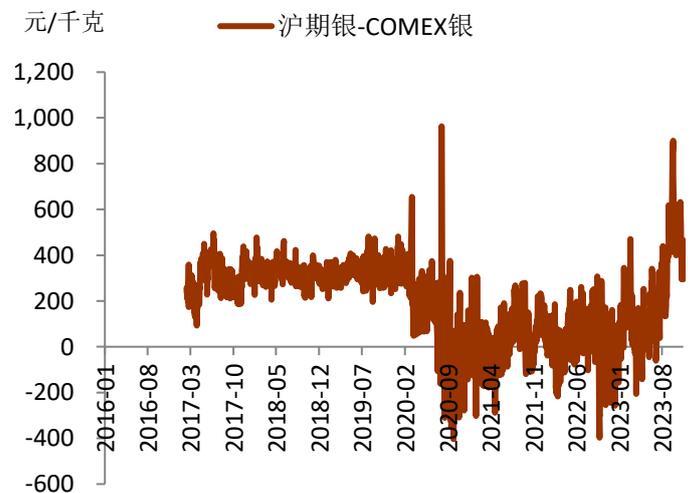
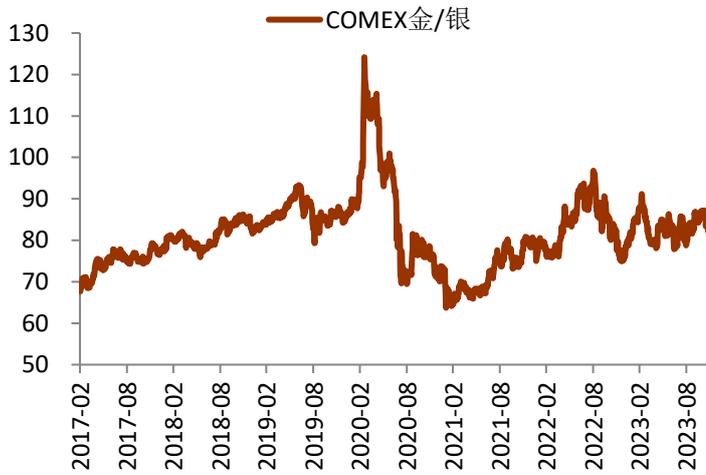


图12 白银内外盘价格变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 13 COMEX 金银比价

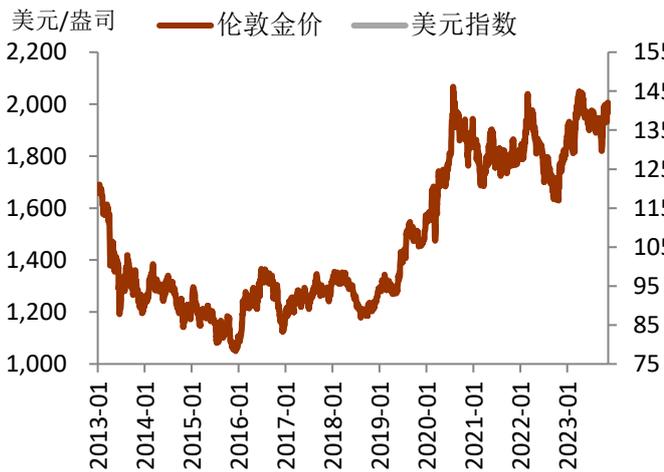


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 14 美国通胀预期变化



图 15 金价与美元走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 16 金价与铜价格走势

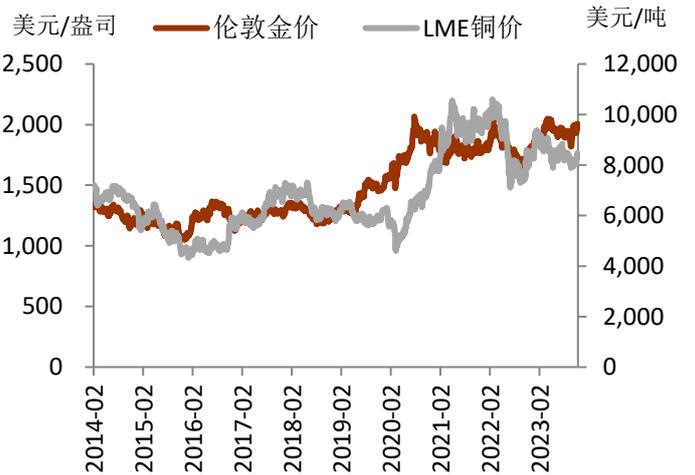


图 17 金价与 VIX 指数走势

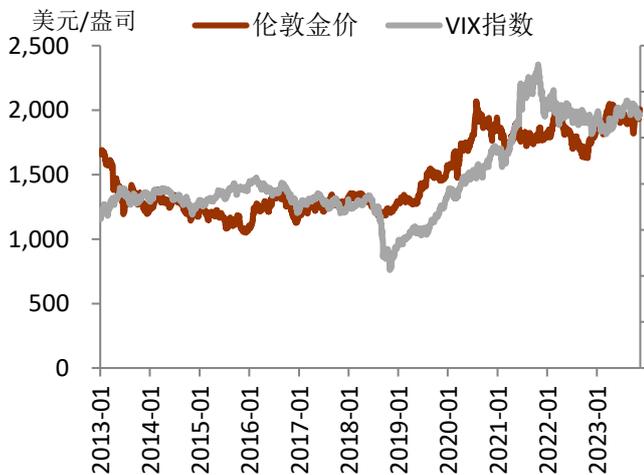
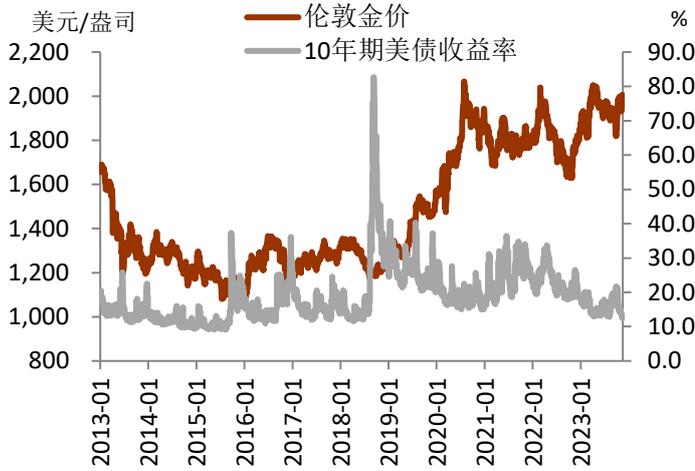


图 18 金价与原油价格走势



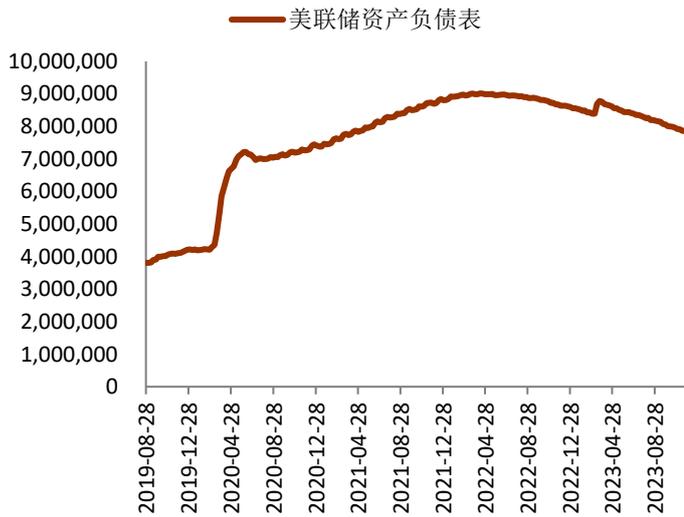
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 19 金价与美国 10 年期国债收益率走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 21 美联储资产负债表规模

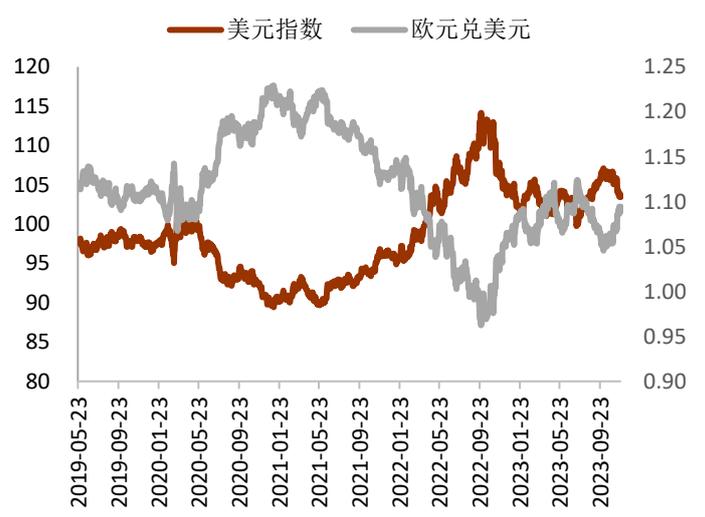


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 20 金价与美国实际利率走势



图 22 美元指数与欧元兑美元走势



洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTUREQA

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）

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

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

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



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

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

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。