



2023年12月4日

市场继续抢跑降息预期，金价创历史新高

核心观点及策略

- 上周贵金属价格继续上攻，国际金价突破历史高点，主要因美国经济数据走弱，市场对于美联储提前开启降息的预期强化，提振贵金属价格走势。上周五美联储主席鲍威尔打压降息预期的努力适得其反，在多头的强劲攻势之下，国际金价继续大涨，最高触及2095美元/盎司，创历史新高。
- 美联储官员纷纷发言打压降息预期。美联储主席鲍威尔也给降息预期泼冷水，称美联储决策者将谨慎行事，因为紧缩不足和紧缩过度的风险正变得更加均衡。虽然政策利率目标处于不错的限制性区间，但现在就判断何时可能降息为时尚早。如果情况变得适宜，会进一步收紧政策。
- 近期投资者押注美联储将提前降息的预期主导市场，贵金属价格表现强势。我们维持美联储维持高利率的时间将比市场预期的更长的观点。但从市场的表现来看，当前多头占上风，短期关注国际金价在2100美元/盎司整数关口的争夺，如果此次成功攻破，进一步上涨的空间有望到达2300美元/盎司附近。
- 操作建议：金银暂时观望
- 风险因素：美国11月非农就业数据超预期

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

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	475.78	9.88	2.12	204166	178255	元/克
沪金 T+D	474.66	3.48	0.74	7318	155160	元/克
COMEX 黄金	2091.70	88.00	4.39			美元/盎司
SHFE 白银	6178	306	5.21	522479	634627	元/千克
沪银 T+D	6168	66	1.08	563524	5267516	元/千克
COMEX 白银	25.90	1.52	6.21			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

上周贵金属价格继续上攻，国际金价突破历史高点，主要因美国经济数据走弱，市场对于美联储提前开启降息的预期强化，提振贵金属价格走势。上周五美联储主席鲍威尔打压降息预期的努力适得其反，在多头的强劲攻势之下，国际金价继续大涨，最高触及 2095 美元/盎司，创历史新高。

美联储褐皮书表示：美国经济活动总体放缓，消费者对价格更敏感，非必需品和耐用品支出下滑；消费者信贷仍健康，但拖欠率略有上升；劳动力需求放缓、市场仍紧张，工资上涨温和；价格上涨基本放缓，温和涨价料将持续到明年。未来 6 至 12 个月的经济前景预期在报告期内有所减弱。

虽然美国数据持续走弱进一步强化市场降息预期，但美联储官员言论在打压降息预期。美联储“三把手”纽约联储主席威廉姆斯表示，美联储处于、或接近利率峰值，预计货币政策将在相当一段时期内维持在具有限制性的状态。鸽派的旧金山联储主席戴利表示，现在根本“没有考虑”降息的可能性。芝加哥联储主席古尔斯比表示，仍然认为美国通胀处于朝着 2% 目标回落的正轨之上。如果通胀进展停止不前，美联储将不惜一切地采取行动。

美联储主席鲍威尔也给降息预期泼冷水，称美联储决策者将谨慎行事，因为紧缩不足和紧缩过度的风险正变得更加均衡。虽然政策利率目标处于不错的限制性区间，但现在就判断何时可能降息为时尚早。如果情况变得适宜，会进一步收紧政策。

欧洲央行行长拉加德表示：总体通胀可能在未来几个月再次上升；可能很快重估规模 1.7 万亿欧元的紧急抗疫购债计划(PEPP)，并重新考虑到期债券再投资问题。

近期美国经济数据持续走弱，投资者押注美联储将提前降息的预期主导市场，贵金属价格走势持续受到提振。我们维持美联储维持高利率的时间将比市场预期的更长的观点。但从市场的表现来看，当前多头占上风，短期关注国际金价在 2100 美元/盎司整数关口的争夺，如果此次成功攻破，进一步上涨的空间有望到达 2300 美元/盎司附近。

本周重点关注：美国 11 月 ISM 服务业 PMI 数据、11 月 JOLTS 职位空缺数、ADP 私营部门就业情况、以及最重磅的 11 月非农就业数据，可能影响美联储后续货币政策方向。事件方面，多国将公布利率决议，美联储官员将进入静默期。

操作建议：金银暂时观望

风险因素：美国 11 月非农就业数据超预期

三、重要数据信息

1、美国三季度 GDP 年化季环比超预期上修至 5.2%，为近两年来最大增幅，高于初值 4.9%和市场预期的 5%。核心 PCE 物价指数则下修至 2.3%，预期为 2.4%；PCE 物价指数下修至 2.3%，预期为 2.4%。

2、美国通胀持续降温，最新公布的美国消费者支出在 10 月份温和增长，而物价同比涨幅为逾两年半最小，这些需求降温的迹象增强了人们对美联储加息行动已经结束的预期。10 月消费者支出增长 0.2%，符合经济学家的预期。美国 10 月核心 PCE 物价指数同比增速放缓至 3.5%，创 2021 年 4 月以来最低水平，符合市场预期，前值为 3.7%。个人收入同比增 4.5%，为 2022 年 12 月以来最低水平；支出同比增 5.3%，创 2021 年 2 月以来最低。

3、美国 11 月 Markit 制造业 PMI 终值维持在初值 49.4 的水平，创 8 月份以来终值新低，分析师预期会上修至 49.5。产出分项指数终值降至 50.5，创 8 月份以来终值新低，但维持连续三个月扩张的趋势。供应商发货时间分项指数终值降至 1 月份以来终值新低。

4、美国 11 月 ISM 制造业指数 46.7，连续 13 个月萎缩，创最近 20 年来最长萎缩周期，预期为回升至 47.6。新订单指数为 45.5，已连续 15 个月收缩，为 1981-1982 年以来最长纪录。

5、美国上周初请失业金人数升至 21.8 万人；至 11 月 18 日当周续请失业金人数升至 192.7 万人，创约两年来最高水平，表明美国劳动力市场正在降温。

6、美国 10 月新屋销售环比跌 5.6%，跌幅超预期，房价同比暴跌超 17%，创 2021 年 8 月以来最低，同比大跌 17.6%，反映了建筑商为吸引购房者而降价优惠。尽管如此，目前新屋售价的平均值为 48.7 万美元，仍远高于新冠疫情前的水平。

7、美国 10 月营建支出环比升 0.6%，预期升 0.4%，前值由升 0.4%修正至升 0.2%。

8、欧元区 11 月制造业 PMI 终值为 44.2，为 6 个月以来高位，预期 43.8，初值 43.8，前值 43.1。

9、11 月欧元区经济景气指数从 10 月份修正后的 93.5 升至 93.8，略高于分析师预期，连续第二个月小幅上升，服务业、零售业和消费者信心的小幅回升超过了制造商信心的下降。

10、欧元区 11 月消费者物价调和指数(HICP)初值较上年同期上升 2.4%，涨幅小于 10

月的 2.9%，并远低于分析师预期的 2.7%。欧元区本月通胀率的降幅远超预期，挑战欧洲央行关于物价涨势依然顽固的说法，并可能助长对春季降息的押注，市场无视欧央行的明确指引。

11、经合组织（OECD）发布最新经济展望报告，预计 2023 年全球 GDP 将增长 2.9%，2024 年小幅下滑到 2.7%，并在 2025 年随着主要央行降息等因素回升至 3%。经合组织预计美国将于 2024 年下半年开始降息，欧元区则要到 2025 年春季。预计美国今年 GDP 增速约为 2.4%，明年将下滑至 1.5%；欧元区今明两年增速分别为 0.6%和 0.9%。

12、我国 11 月制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 产出指数分别为 49.4%、50.2% 和 50.4%，比 10 月下降 0.1、0.4 和 0.3 个百分点。供需延续双弱，外需回落内需低迷，服务业年内首次收缩，财政发力支撑建筑业扩张。制造业企业中反映市场需求不足的企业占比超六成，市场需求不足仍是当前制造业恢复发展面临的首要困难。

13、10 月全国规模以上工业企业利润同比增长 2.7%，连续 3 个月实现正增长。1-10 月份，全国规模以上工业企业利润同比下降 7.8%，降幅较 1-9 月份收窄 1.2 个百分点。10 月库销比、产成品周转天数仍处于同期高位，目前主动补库尚未开启。

四、相关数据图表

表 2 贵金属 ETF 持仓变化

单位（吨）	2023/12/1	2023/11/24	2023/11/1	2022/12/1	较上周 增减	较上月 增减	较去年 增减
ETF 黄金总持仓	878.82	882.28	861.51	905.49	-3.46	17.31	-26.67
ishare 白银持仓	13480.11	13690.93	13705.17	14793.01	-210.82	-225.06	-1312.90

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
2023-11-28	289845	89761	200084	28379
2023-11-21	269701	97996	171705	16329
2023-11-14	254352	98976	155376	-10840
2023-11-07	261653	95437	166216	
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
2023-11-28	62880	28600	34280	6828
2023-11-21	53372	25920	27452	5054
2023-11-14	50291	27893	22398	4145
2023-11-07	47196	28943	18253	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图1 SHFE 金银价格走势

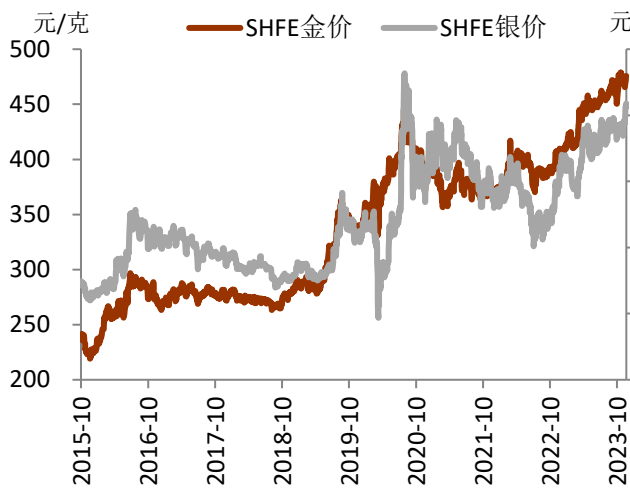
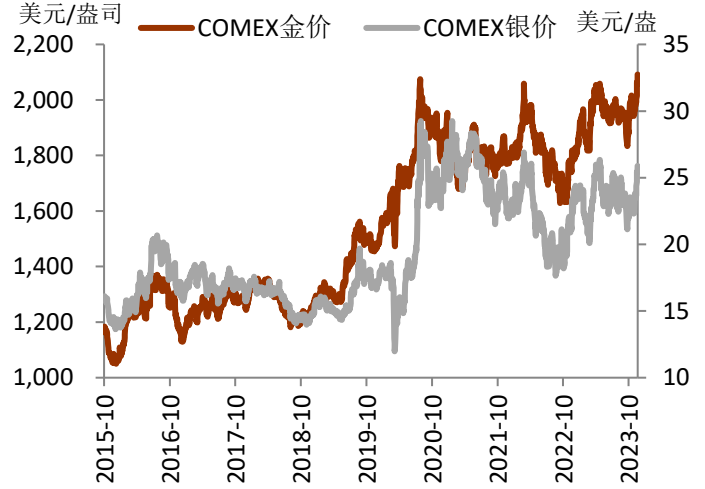


图2 COMEX 金银价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图3 COMEX 黄金库存变化

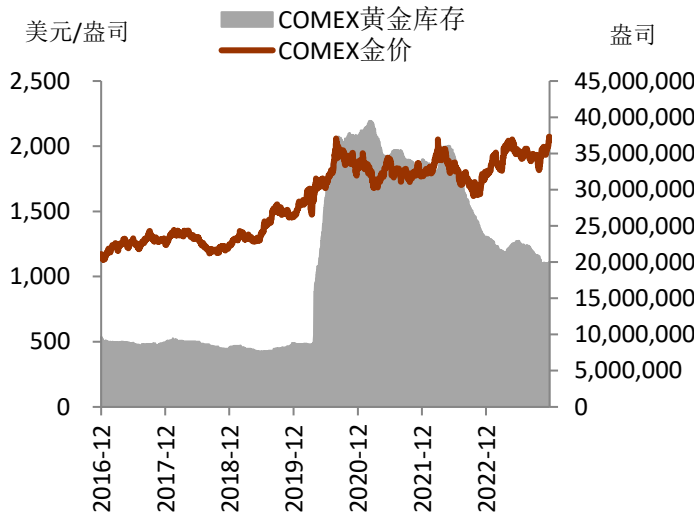
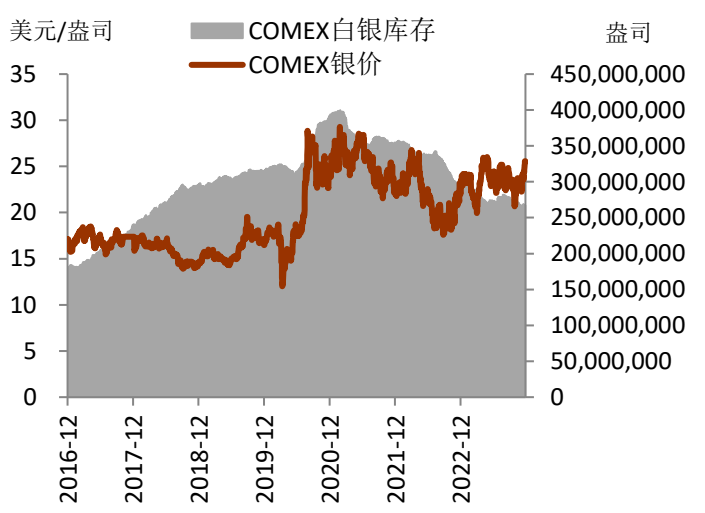


图4 COMEX 白银库存变化



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

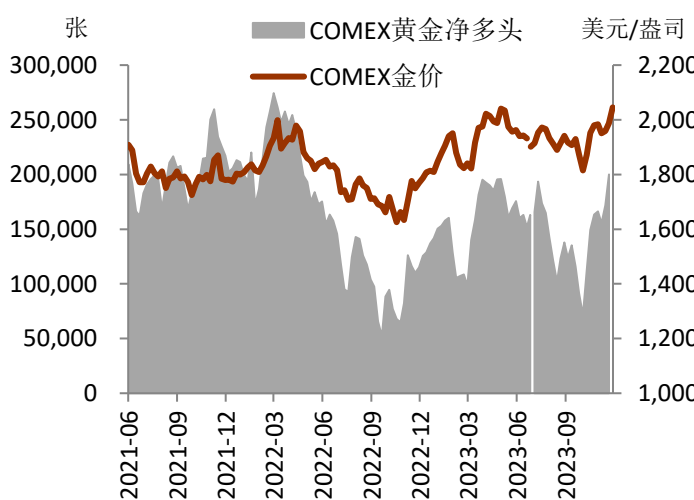
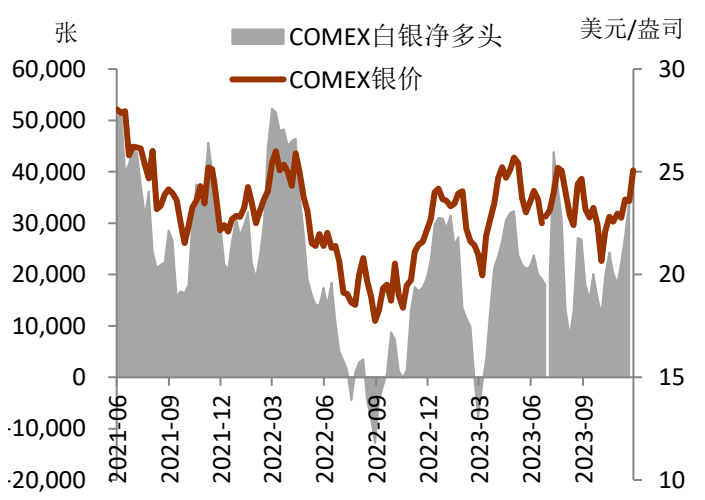


图6 COMEX 白银非商业性净多头变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 7 SPDR 黄金持有量变化

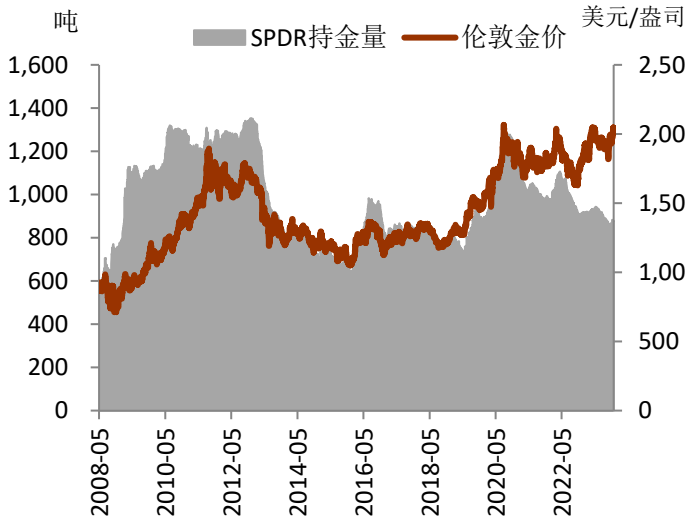
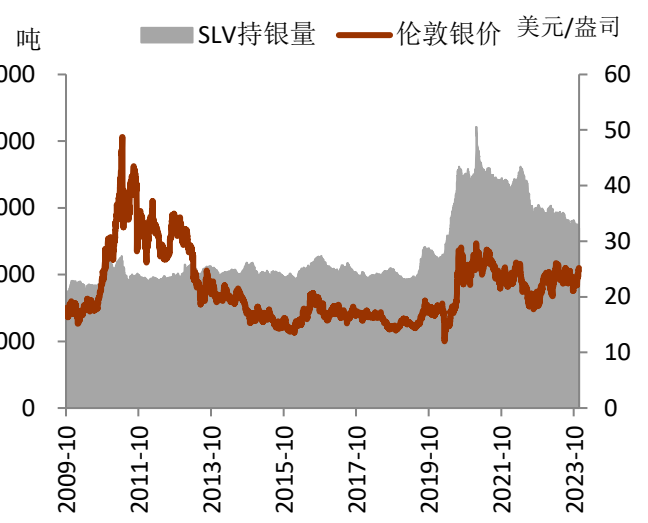


图 8 SLV 白银持有量变化



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

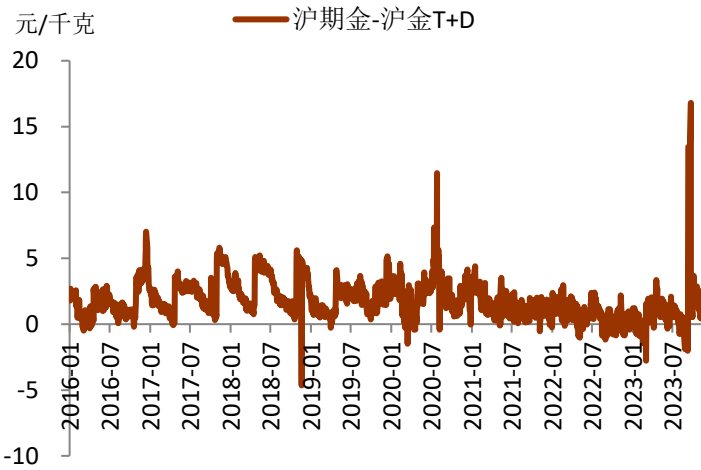
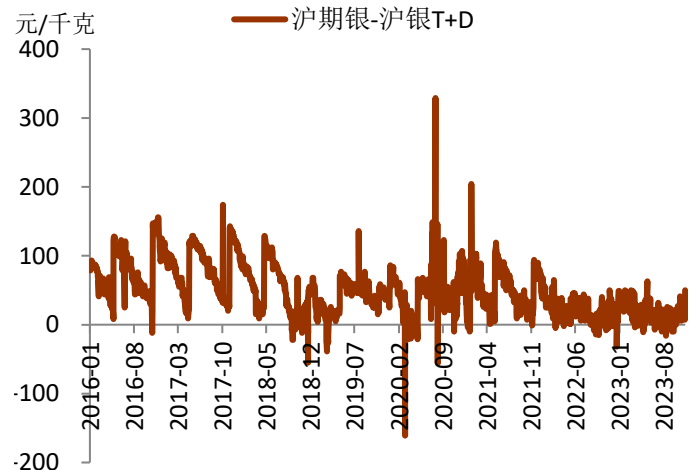


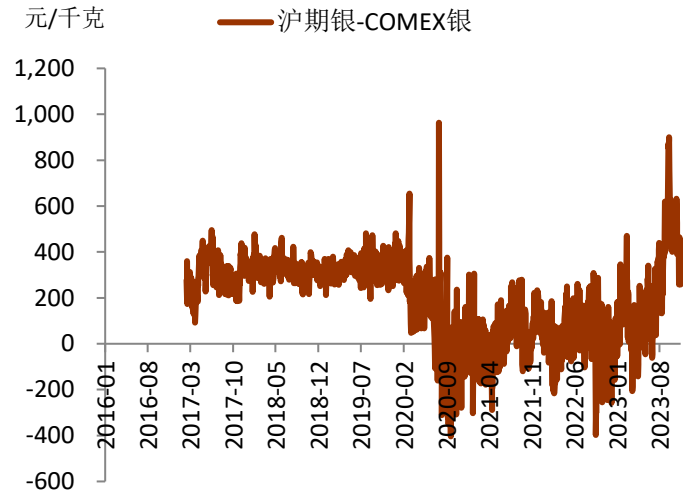
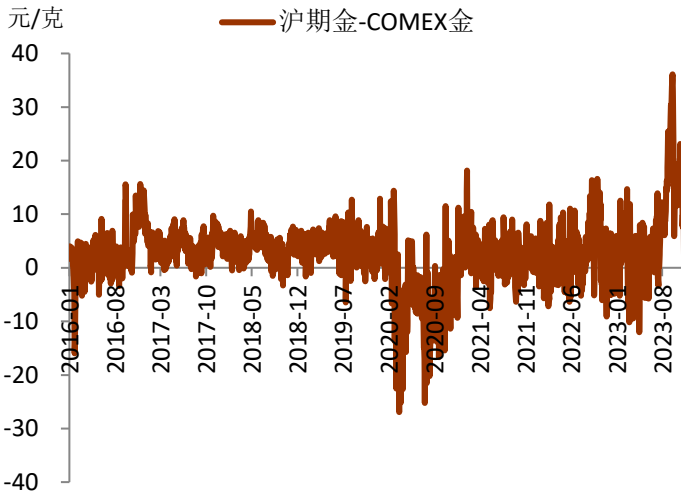
图 10 沪期银与沪银 T+D 价差变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 11 黄金内外盘价格变化

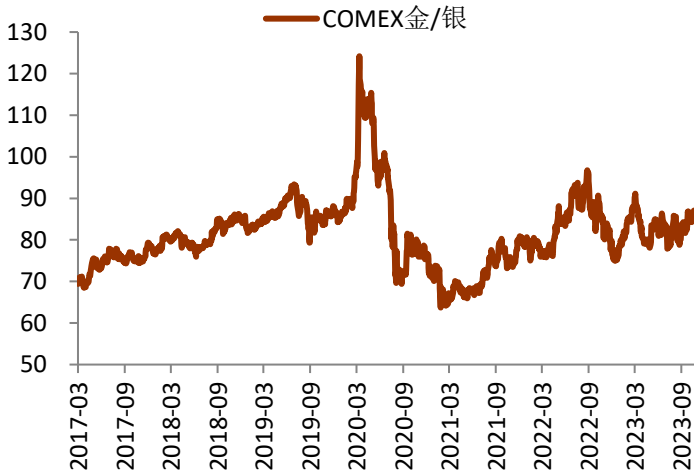
图 12 白银内外盘价格变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 13 COMEX 金银比价

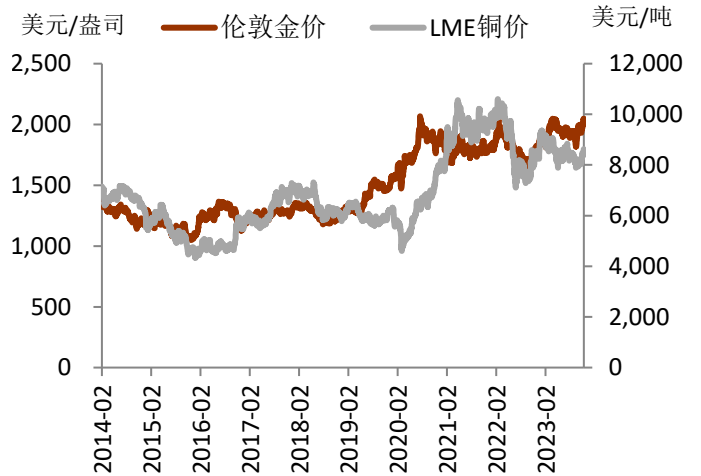
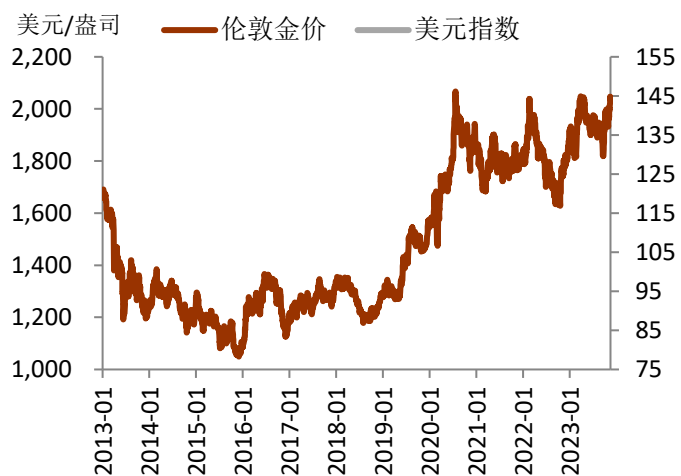
图 14 美国通胀预期变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 15 金价与美元走势

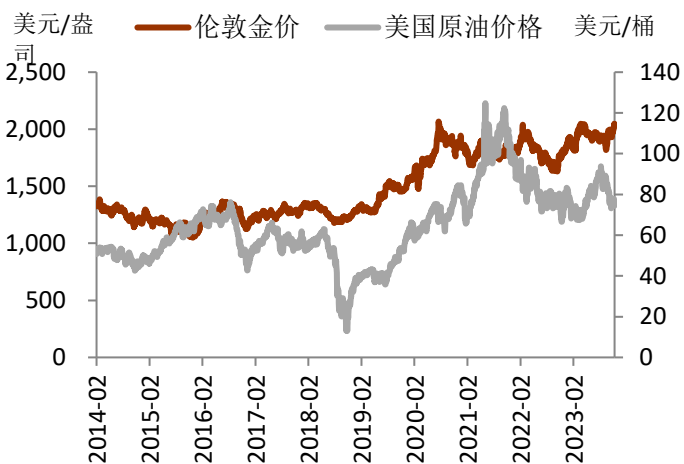
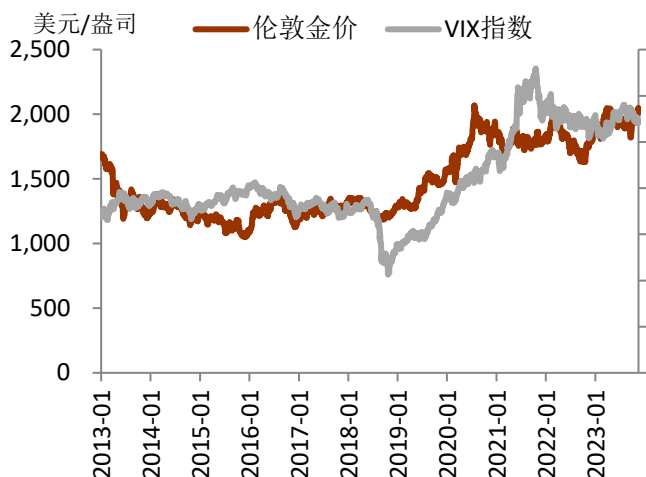
图 16 金价与铜价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 17 金价与 VIX 指数走势

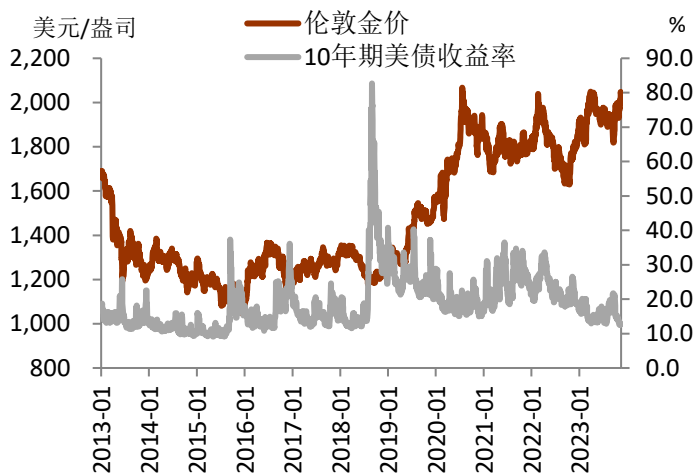
图 18 金价与原油价格走势



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

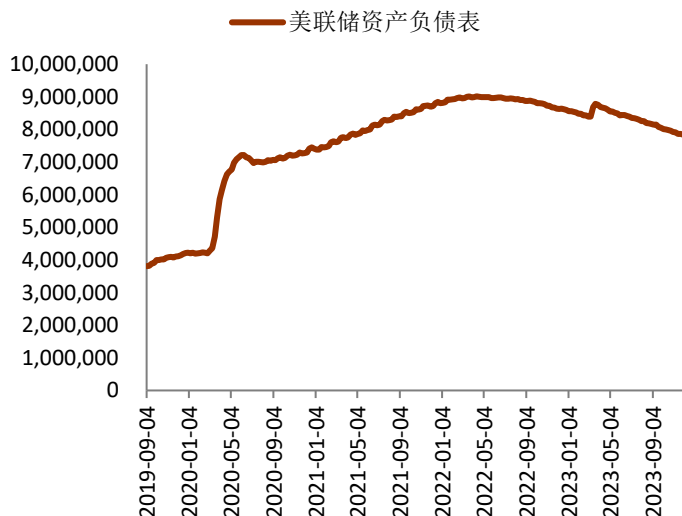
图 20 金价与美国实际利率走势



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图 21 美联储资产负债表规模

图 22 美元指数与欧元兑美元走势



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。