

2023年12月18日



降息预期过于乐观，金银还将调整

核心观点及策略

- 贵金属价格在上周三大幅冲高之后并未能延续强势。虽然美股11月CPI和核心CPI的环比增速均出现加速，但美联储主席鲍威尔在12月议息会议释放转鸽信号，贵金属价格强势上涨。但紧跟其后欧元区和英国央行依然维持偏鹰派，且上周五美联储官员表示并没有真的讨论降息，贵金属价格回调。
- 美联储12月议息会议继续按兵不动，符合预期；承认通胀放缓，显示鸽派大转向，预计明年三次降息；鲍威尔表示，利率或已接近峰值，不排除再加息，已开始讨论降息，核心通胀取得进展。美联储“三把手”纽约联储主席威廉姆斯表示，我们现在并没有真的在讨论降息。
- 虽然此次美联储议息会释放的鸽派程度超预期，再度触发贵金属多头发起攻势，但欧英央行依然维持鹰派，且美联储官员言论打压降息预期，多头难以为继。当前市场对美联储降息的预期依然在摇摆之中。我们维持当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的观点，金银阶段性调整可能还尚未结束。
- 操作建议：金银逢高沽空
- 风险因素：美联储官员讲话偏鸽

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	475.46	0.26	0.05	172647	178255	元/克
沪金 T+D	474.10	6.27	1.34	9438	164340	元/克
COMEX 黄金	2033.80	13.00	0.64			美元/盎司
SHFE 白银	6011	-1	-0.02	522479	634627	元/千克
沪银 T+D	5992	133	2.27	307758	5407998	元/千克
COMEX 白银	24.17	0.88	3.78			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

贵金属价格在上周三大幅冲高之后并未能延续强势。虽然美股 11 月 CPI 和核心 CPI 的环比增速均出现加速，但美联储主席鲍威尔在 12 月议息会议释放转鸽信号，贵金属价格强势上涨。但紧跟其后欧元区和英国央行依然维持偏鹰派，且上周五美联储官员表示并没有真的讨论降息，贵金属价格回调。

美国 11 月 CPI 同比增速小幅放缓，同比上涨 3.1%，较 10 月的 3.2% 放缓，符合预期；但核心 CPI 同比增速 4% 持平 10 月，并未进一步下降美国 11 月核心 PPI 超预期放缓至 2%，创近三年新低；PPI 同比增 0.9%，为 6 月以来最低。

备受市场关注的美联储 12 月议息会议，美联储继续按兵不动，符合预期；承认通胀放缓，显示鸽派大转向，预计明年三次降息；鲍威尔表示，利率或已接近峰值，不排除再加息，已开始讨论降息，核心通胀取得进展。美联储“三把手”纽约联储主席威廉姆斯表示，我们现在并没有真的在讨论降息。

美国财政部长、前美联储主席耶伦表示，目前通胀下降意味着，在美联储保持名义利率不变的情况下，经通胀调整后的实际利率正在上升。这似乎意味着美联储未来降息有合理的理由。

WIRP 显示，截至上周五，交易员对于美联储开启降息的时点再度提前至明年 3 月份，预计降息的可能性为 66.8%。

欧元区央行也在 12 月议息会议上按兵不动，符合市场预期。称必要时将保持限制性政策，大幅下调明年通胀预测，行长拉加德称根本没有讨论降息问题。英国央行也按兵不动，称抗通胀仍有一段路要走。欧英央行继续维持鹰派的态度，与美联储反差鲜明，欧元和英镑均大涨。

虽然此次美联储议息会释放的鸽派程度超预期，再度触发贵金属多头发起攻势，但欧英央行依然维持鹰派，且美联储官员言论打压降息预期，多头难以为继。当前市场对美联储降

息的预期依然在摇摆之中。我们维持当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的观点，金银阶段性调整可能还尚未结束。

本周重点关注：美国 11 月个人消费支出、美国三季度实际 GDP 年化季环比终值、11 月核心 PCE 物价指数等经济数据。事件方面，关注美联储官员讲话，以及日本央行将于周二举行的政策会议是否会发出转向信号。

操作建议：金银逢高沽空

风险因素：美联储官员讲话偏鸽

三、重要数据信息

1、11 月 CPI 同比增速小幅放缓，同比上涨 3.1%，较 10 月的 3.2% 放缓，符合预期；但核心 CPI 同比增速 4% 持平 10 月、未进一步下降，更值得注意的是，11 月 CPI 和核心 CPI 的环比增速均出现加速，这意味着通胀下降之路崎岖。

2、美国 11 月 PPI 同比上升 0.9%，创 6 月以来新低，预期升 1%，前值自升 1.3% 修正至升 1.2%；环比持平，预期升 0.1%，前值自降 0.5% 修正至降 0.4%；核心 PPI 同比升 2%，预期升 2.2%，前值自升 2.4% 修正至升 2.3%；环比持平，预期升 0.2%，前值持平。能源价格下跌再次成为 PPI 放缓的主因。

3、美联储上调美国 2023 年 GDP 增长预期至 2.6%，9 月料增 2.1%；下调美国 2024 年 GDP 增长预期至 1.4%，9 月料增 1.5%；维持美国 2025 年 GDP 增长预期在 1.8%，9 月料增 1.8%；上调美国 2026 年 GDP 增速预期至 1.9%，9 月料增 1.8%；维持长期美国 GDP 增速预期为 1.8%。

4、美联储下调 2023 年 PCE 通胀预期至 2.8%，9 月份料为 3.3%；下调 2024 年 PCE 通胀预期 2.4%，9 月份料为 2.5%；下调 2025 年 PCE 通胀预期至 2.1%，9 月份料为 2.2%；仍预计 2026 年 PCE 通胀为 2.0%，9 月份料为 2.0%；维持更长周期的 PCE 通胀预期在 2.0% 不变。

5、美国 11 月零售销售环比升 0.3%，预期降 0.1%，前值自降 0.1% 修正至降 0.2%；核心零售销售环比升 0.2%，预期降 0.1%，前值自升 0.1% 修正至持平。

6、最新公布的美国上周初请失业金人数为 20.2 万人，预期 22 万人，前值自 22 万人修正至 22.1 万人；12 月 2 日当周续请失业金人数 187.6 万人，预期 188.7 万人，前值自 186.1 万人修正至 185.6 万人。

7、欧洲央行将主要再融资利率、存款机制利率、边际贷款利率分别维持在 4.5%、4% 及 4.75% 不变，符合市场预期。欧洲央行拟于 2024 年底停止紧急抗疫购债计划下再投资。欧洲央行预计，2023 年 GDP 增速为 0.6%，通胀率为 5.4%；2024 年 GDP 增速为 0.8%，通胀率

为 2.7%。

四、相关数据图表

表 2 贵金属 ETF 持仓变化

单位（吨）	2023/12/15	2023/12/8	2023/11/15	2022/12/15	较上周 增减	较上月 增减	较去年 增减
ETF 黄金总持仓	879.69	880.55	870.45	910.41	-0.86	9.24	-30.72
ishare 白银持仓	13705.62	13521.91	13652.46	14548.26	183.71	53.16	-842.64

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

表 3 CFTC 非商业性持仓变化

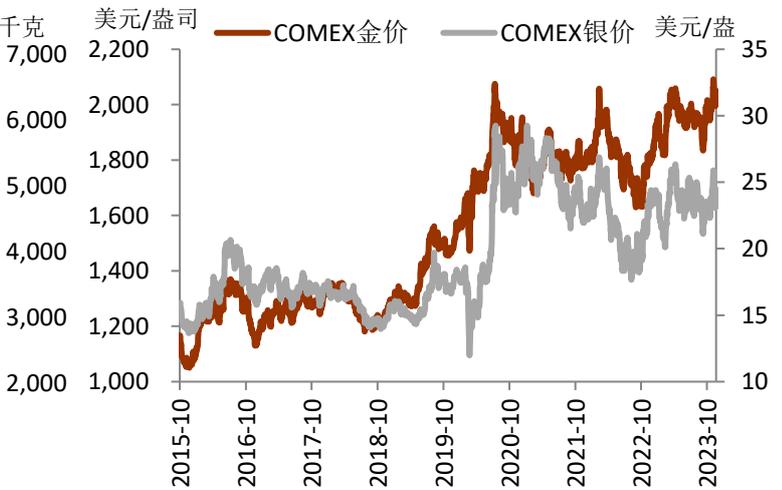
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2023-12-12	273536	85303	188233	-15311
2023-12-05	288840	85296	203544	3460
2023-11-28	289845	89761	200084	28379
2023-11-21	269701	97996	171705	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2023-12-12	55684	27226	28458	-7845
2023-12-05	63241	26938	36303	2023
2023-11-28	62880	28600	34280	6828
2023-11-21	53372	25920	27452	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图 1 SHFE 金银价格走势



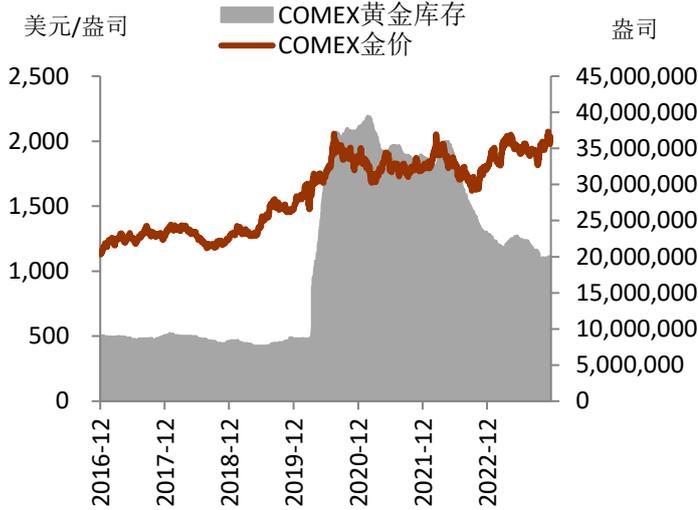
图 2 COMEX 金银价格走势



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

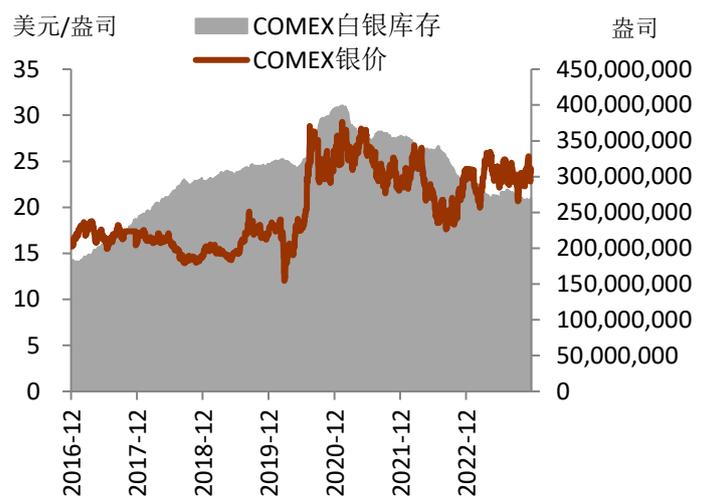
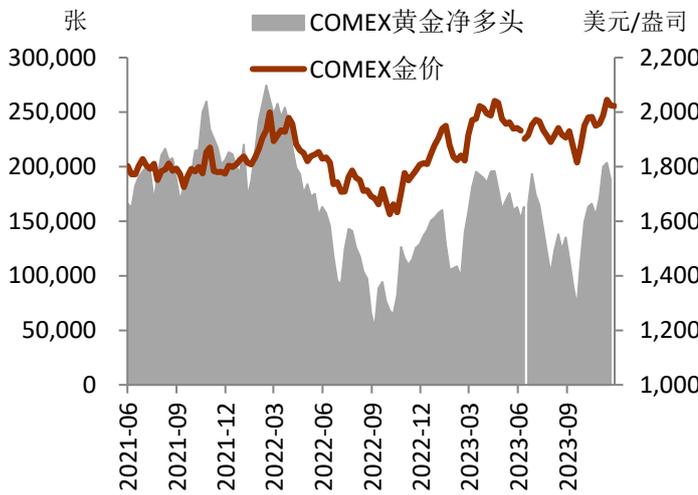


图6 COMEX 白银非商业性净多头变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图7 SPDR 黄金持有量变化

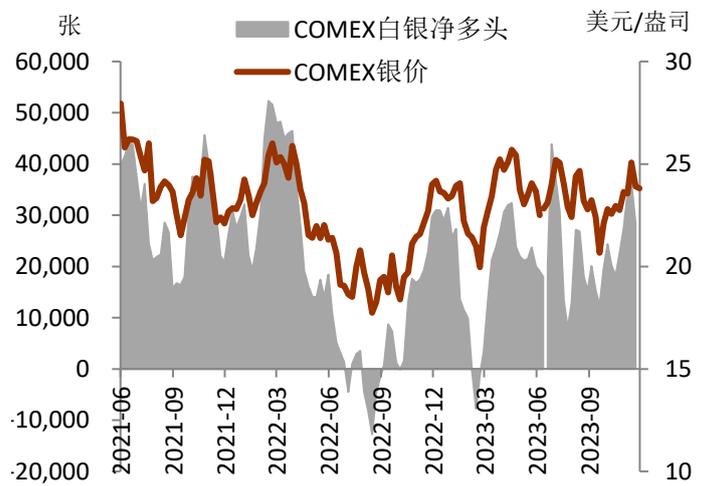
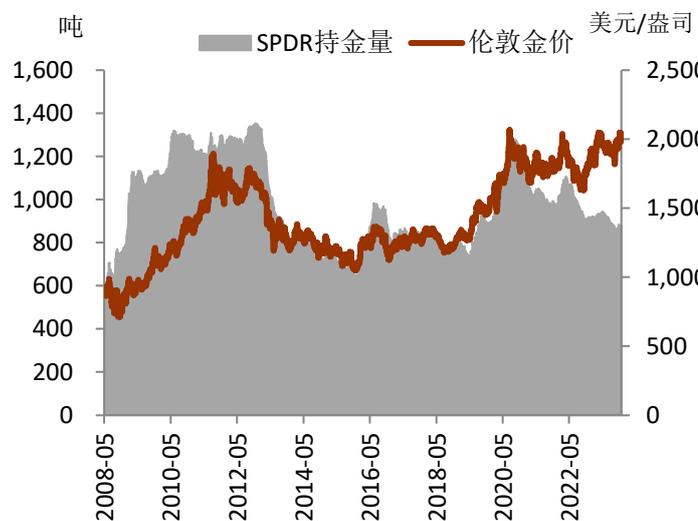


图8 SLV 白银持有量变化



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

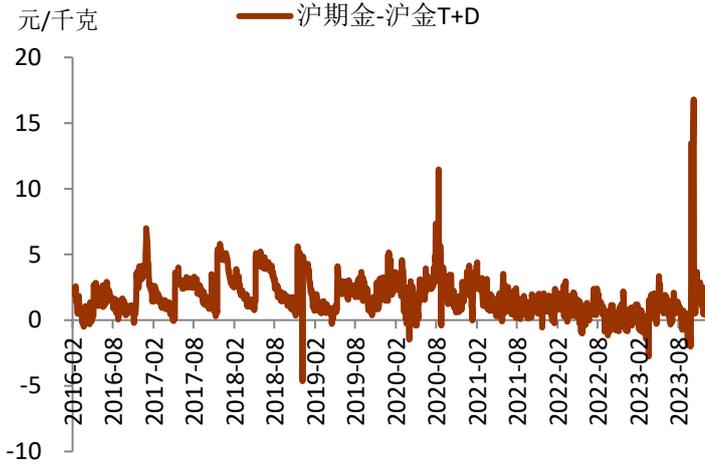
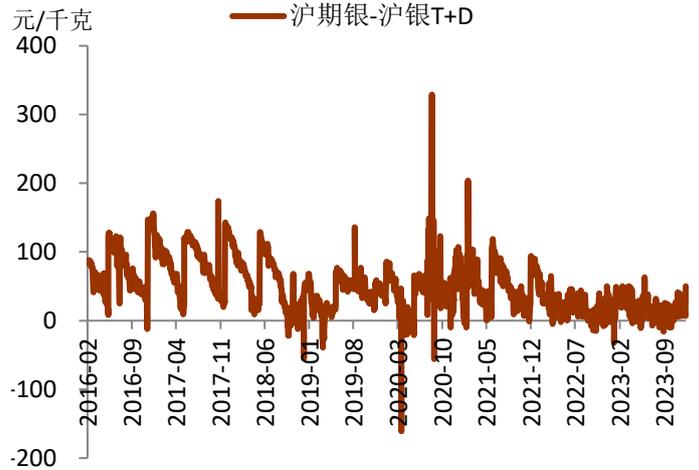


图10 沪期银与沪银 T+D 价差变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图11 黄金内外盘价格变化

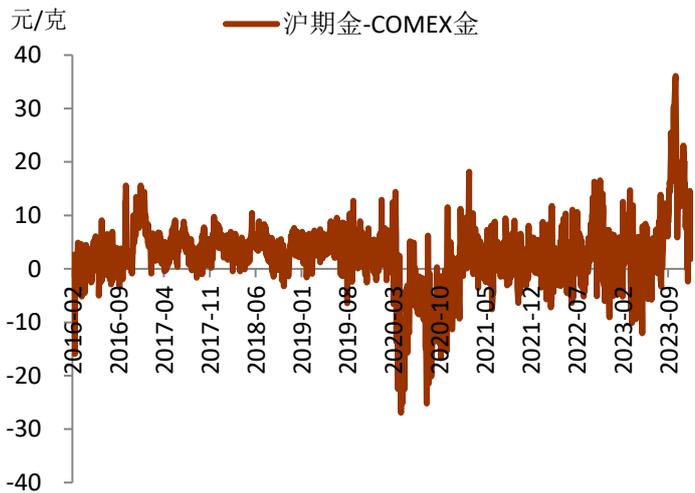
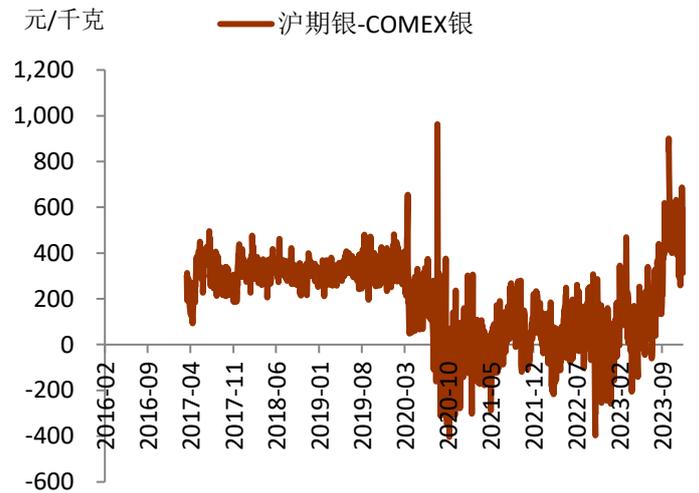


图12 白银内外盘价格变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图13 COMEX 金银比价

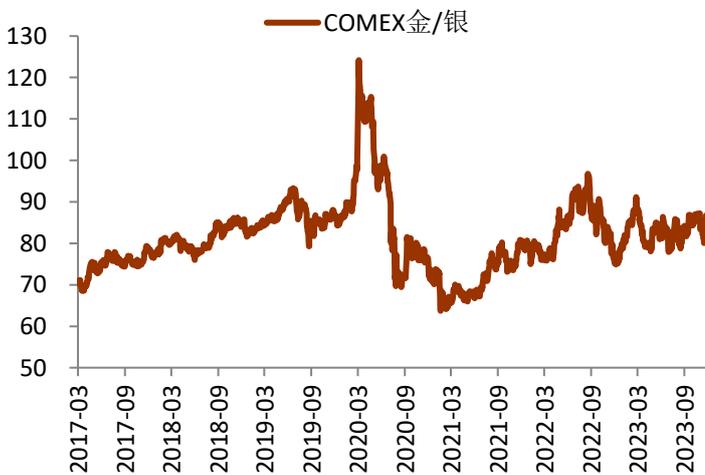
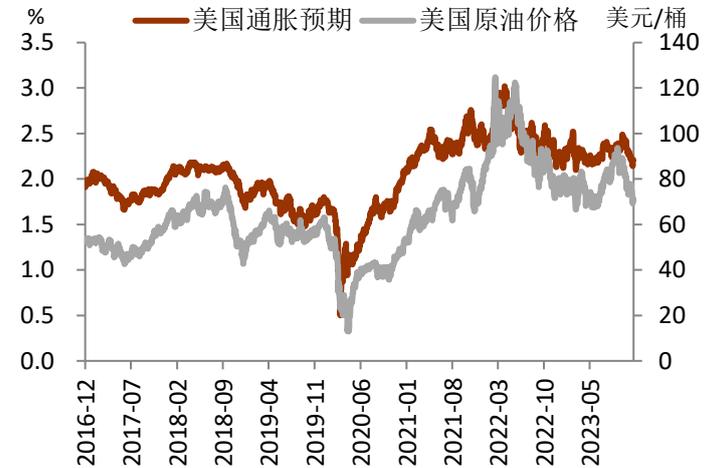


图14 美国通胀预期变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图 15 金价与美元走势

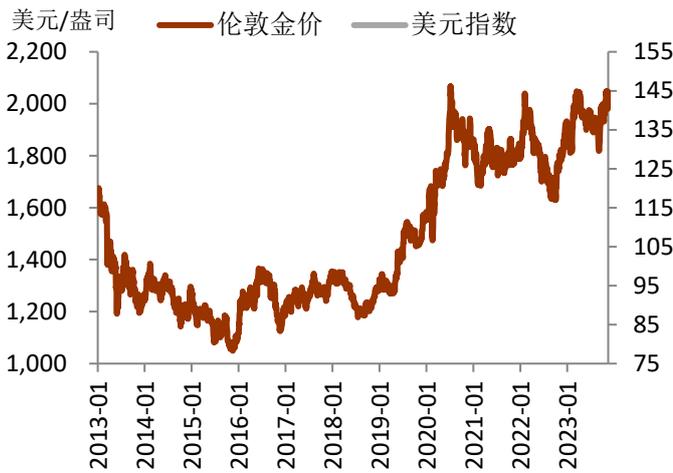
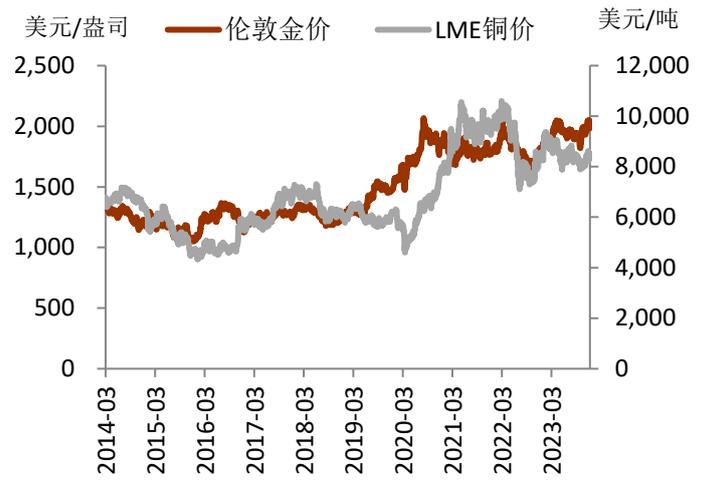


图 16 金价与铜价格走势

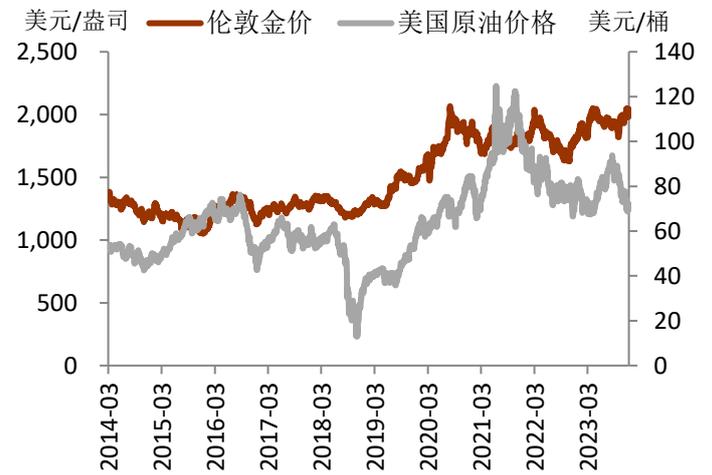


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

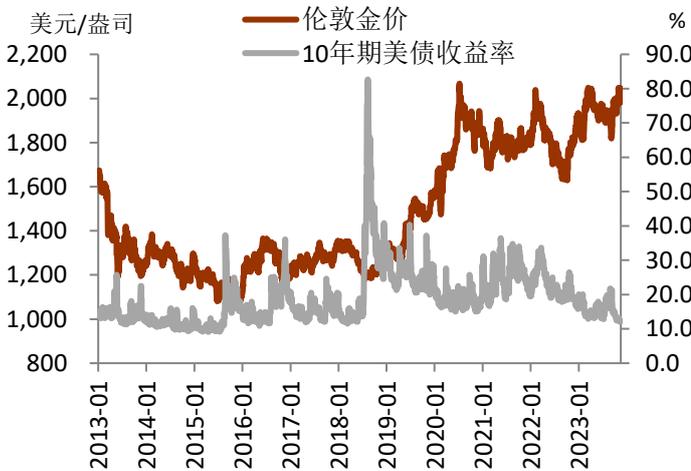
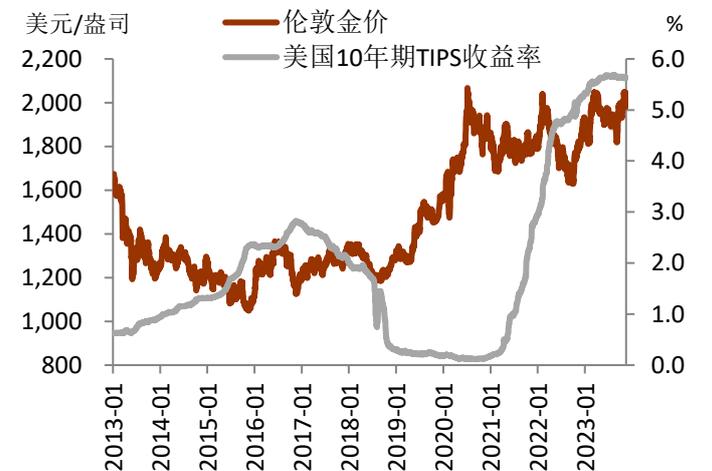


图 20 金价与美国实际利率走势



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图 21 美联储资产负债表规模

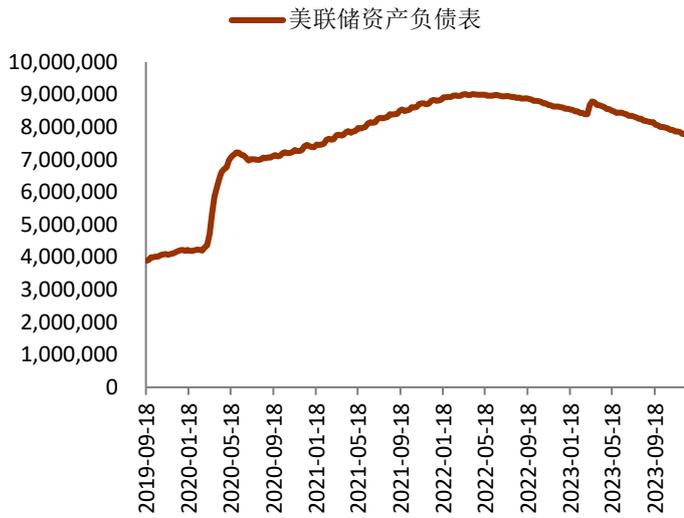
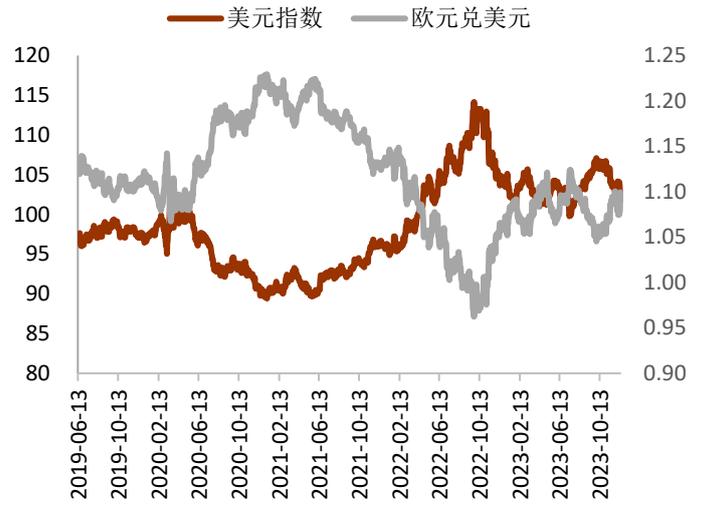


图 22 美元指数与欧元兑美元走势



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。