



2023年12月25日

降息预期或难兑现，金银调整风险加大

核心观点及策略

- 上周贵金属价格震荡上行。虽然美联储官员持续发表鹰派言论打压降息预期，但上周公布的美国一系列经济数据持续走弱，特别是美国通胀数据不及预期，增强了市场对美联储明年提前大幅降息的押注，金银价格继续反弹。
- 美国11月通胀超预期降温，核心PCE同比增长3.2%，为2021年4月以来最低。降温的通胀继续强化美联储明年降息前景，3月份降息预期几乎已被完全定价。WIRP显示，截至上周五，交易员对于美联储明年3月份降息的可能性高达90%。
- 虽然美国超预期下降的通胀数据使得市场加大对美联储明年提前降息的押注，但从美国经济的强韧性，以及美联储官员的讲话来看，明年3月即开启降息的预期难以兑现。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。金银价格反弹至上周五开始走弱，预计短期贵金属价格会呈震荡回调走势。
- 操作建议：金银逢高沽空
- 风险因素：美国经济数据持续不及预期

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	479.54	4.08	0.86	167366	178255	元/克
沪金 T+D	478.30	4.41	0.93	7576	158652	元/克
COMEX 黄金	2064.50	30.70	1.51			美元/盎司
SHFE 白银	6090	79	1.31	522479	634627	元/千克
沪银 T+D	6081	91	1.52	427850	5313000	元/千克
COMEX 白银	24.47	0.30	1.24			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

上周贵金属价格震荡上行。虽然美联储官员持续发表鹰派言论打压降息预期，但上周公布的美国一系列经济数据持续走弱，特别是美国通胀数据不及预期，增强了市场对美联储明年提前大幅降息的押注，金银价格继续反弹。

美国 11 月通胀超预期降温，核心 PCE 同比增长 3.2%，为 2021 年 4 月以来最低。降温的通胀继续强化美联储明年降息前景，3 月份降息预期几乎已被完全定价。WIRP 显示，截至上周五，交易员对于美联储明年 3 月份降息的可能性高达 90%。

多位美联储官员纷纷发表“鹰派”言论，试图给市场对明年激进降息的预期灭火。明年 FOMC 票委鹰派的克利夫兰联储主席、芝加哥联储主席、明年 FOMC 票委鸽派的美国旧金山联储主席戴利均表示，市场“提前”了明年降息的时间，乐观预期了降息的次数。考虑到今年通胀有所缓解，政策制定者在 2024 年开始考虑降息是合适的，但是，现在猜测降息何时会发生还为时过早。

上周日本央行维持 YCC 与负利率政策不变，但改变了对消费支出评估措辞，称核心通胀率可能逐步上升。日本央行行长植田和男正在给出线索，通胀即将达到目标，暗示货币政策即将发生变化，但他同时拒绝详细说明日本央行转向的细节。日本央行的负利率可能接近尾声。

虽然美国超预期下降的通胀数据使得市场加大对美联储明年提前降息的押注，但从美国经济的强韧性，以及美联储官员的讲话来看，明年 3 月即开启降息的预期难以兑现。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。金银价格反弹至上周五开始走弱，预计短期贵金属价格会呈震荡回调走势。

本周重点关注：圣诞假期叠加元旦将至，海外数据公布较少，主要关注美国上周初请失业金人数等。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：美国经济数据持续不及预期

三、重要数据信息

1、美国三季度 GDP 增长超预期下修，增长势头正在减弱。美国商务部公布的美国三季度实际 GDP 年化季环比终值超预期下修至 4.9%，低于预期的 5.2%，此前发布的修正值为 5.2%。

2、美国第三季度实际个人消费支出季率终值录得 3.1%，低于预期的 3.6%。美国第三季度核心 PCE 物价指数年化季率终值录得 2%，低于预期的 2.30%。

3、尽管 5.2%的经济增速似乎仅是“昙花一现”，但通胀走低、劳动力市场稳健，上周美国初请失业金人数仅小幅增加 20.5 万人，目前美国经济还具有仍韧劲。

4、美国 11 月核心 PCE 物价指数同比上升 3.2%，为 2021 年 4 月以来最小升幅，预期 3.3%，前值自 3.5%修正至 3.4%；环比升 0.1%，预期 0.2%，前值自 0.2%修正至 0.1%。美国 11 月个人支出环比上升 0.2%，预期 0.3%，前值自 0.2%修正至 0.1%。

5、上周美国首次申请失业金人数增长低于预期，保持在历史低点附近，这表明劳动力市场仍然具有弹性。数据显示，截至 12 月 16 日当周，首次申请失业金人数增加 2000 人，至 20.5 万人。

6、美国 11 月新屋销售总数年化 59 万户，销售创一年新低，预期 68.5 万户，前值由 67.9 万户修正至 67.2 万户。房价同比跌 6%，库存继续增加。

7、美国 11 月新屋开工总数年化 156 万户，创 5 月以来新高，预期 136 万户，前值自 137.2 万户修正至 135.9 万户；营建许可总数 146 万户，预期 146.5 万户，前值自 148.7 万户修正至 149.8 万户。美国 11 月成屋销售年化户数意外环比不降反增 0.8%，脱离 10 月所创的 2010 年来低谷。

8、美国 11 月耐用品订单环比上升 5.4%，创去年 12 月以来最大升幅，预期升 2.2%，前值自降 5.4%修正至降 5.1%。

9、美国 12 月谘商会消费者信心指数连升两月，超预期升至五个月高位 110.7，较 11 月修正值升 9.7，创 2021 年初以来最大环比升幅。增添美国经济软着陆的预期。

10、美国 12 月密歇根大学消费者信心指数终值为 69.7，预期 69.4，前值 69.4。

11、美国 12 月一年期通胀率预期为 3.1%，预期 3.1%，前值 3.1%。

12、欧元区 11 月 CPI 终值同比上升 2.4%，与预期及初值一致，10 月终值升 2.9%；环比下降 0.6%，预期降 0.5%，初值降 0.5%，10 月终值升 0.1%；核心 CPI 终值同比上升 4.2%，预期及初值均为升 4.2%，10 月终值升 5%；环比下降 0.5%，预期降 0.4%，初值降 0.4%，10 月终值升 0.2%。

13、据世界黄金协会称，今年 10 月，各国央行继续大举购买黄金，全球官方黄金储备

量一个月里净增加 42 吨。10 月黄金购买量比 9 月修订后的净购买量（72 吨）低 41%，但仍比今年 1 月至 9 月的平均水平（34 吨）高 23%。土耳其央行就大举购买黄金，购买量为 19 吨，该国官方黄金储备（央行储备加上财政部储备）增至 498 吨。

四、相关数据图表

表 2 贵金属 ETF 持仓变化

单位（吨）	2023/12/22	2023/12/15	2023/11/22	2022/12/22	较上周 增减	较上月 增减	较去年 增减
ETF 黄金总持仓	878.25	879.69	882.28	913.01	-1.44	-4.03	-34.76
ishare 白银持仓	13674.30	13705.62	13722.27	14541.10	-31.32	-47.97	-866.80

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
2023-12-19	280972	79633	201339	13106
2023-12-12	273536	85303	188233	-15311
2023-12-05	288840	85296	203544	3460
2023-11-28	289845	89761	200084	
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
2023-12-19	52631	22880	29751	1293
2023-12-12	55684	27226	28458	-7845
2023-12-05	63241	26938	36303	2023
2023-11-28	62880	28600	34280	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图 1 SHFE 金银价格走势

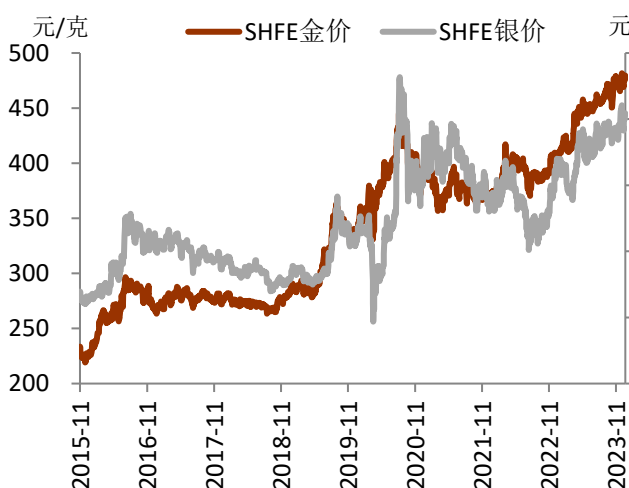
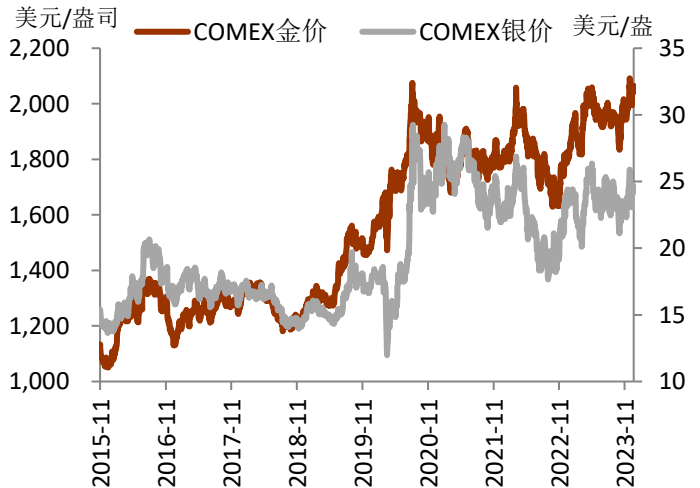


图 2 COMEX 金银价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图3 COMEX 黄金库存变化

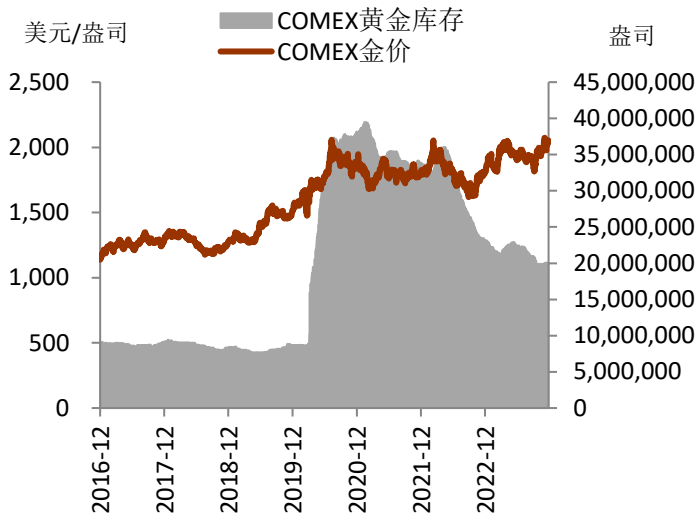
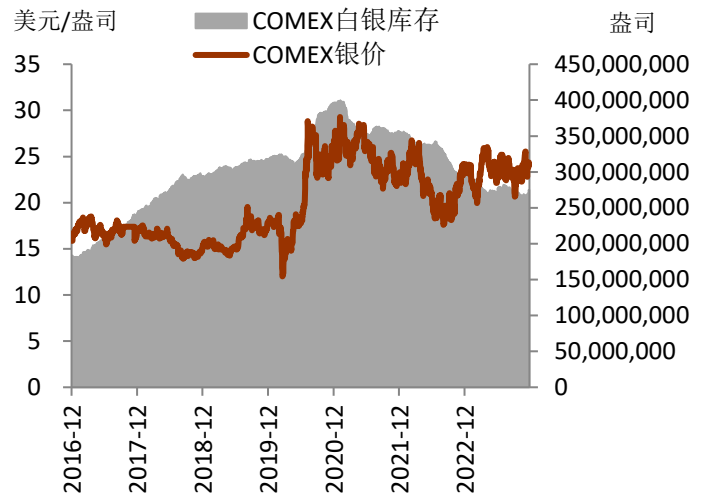


图4 COMEX 白银库存变化



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

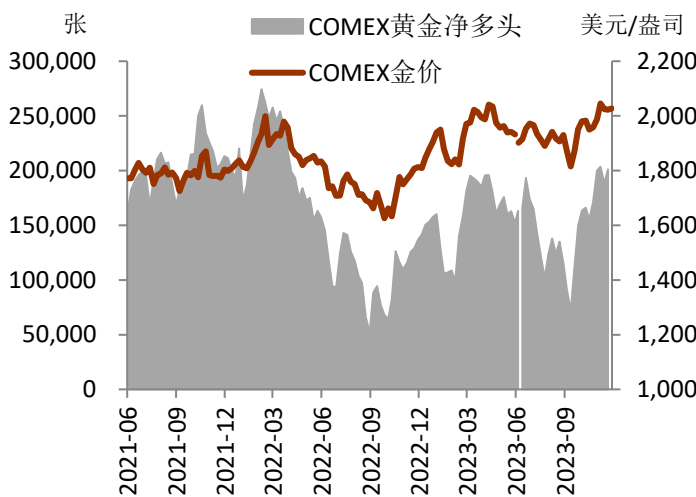
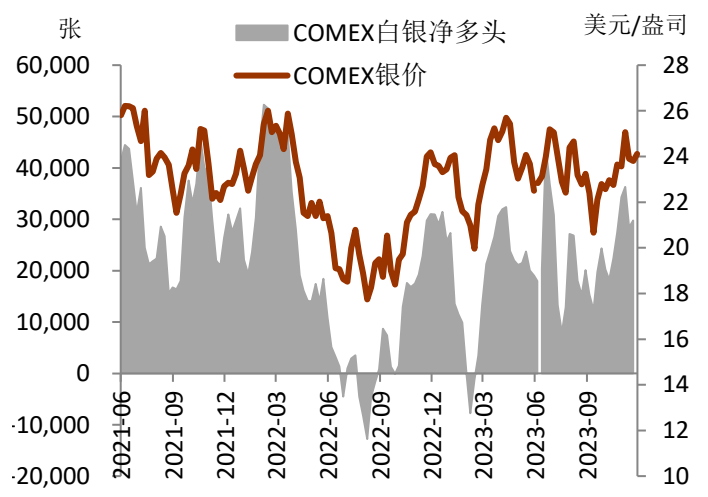


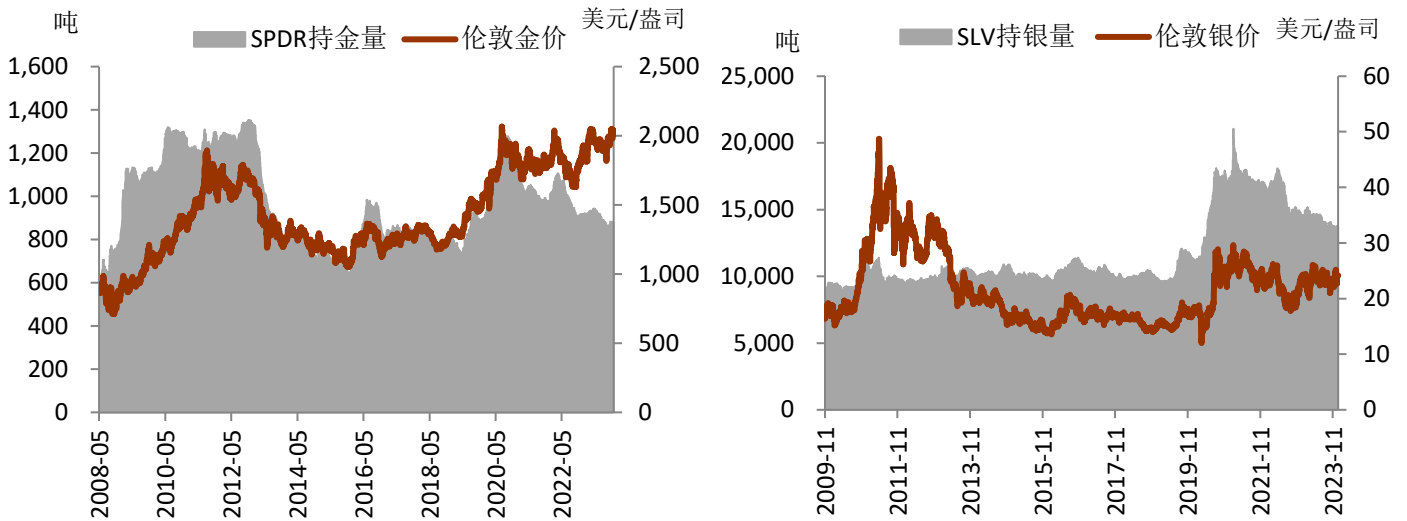
图6 COMEX 白银非商业性净多头变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图7 SPDR 黄金持有量变化

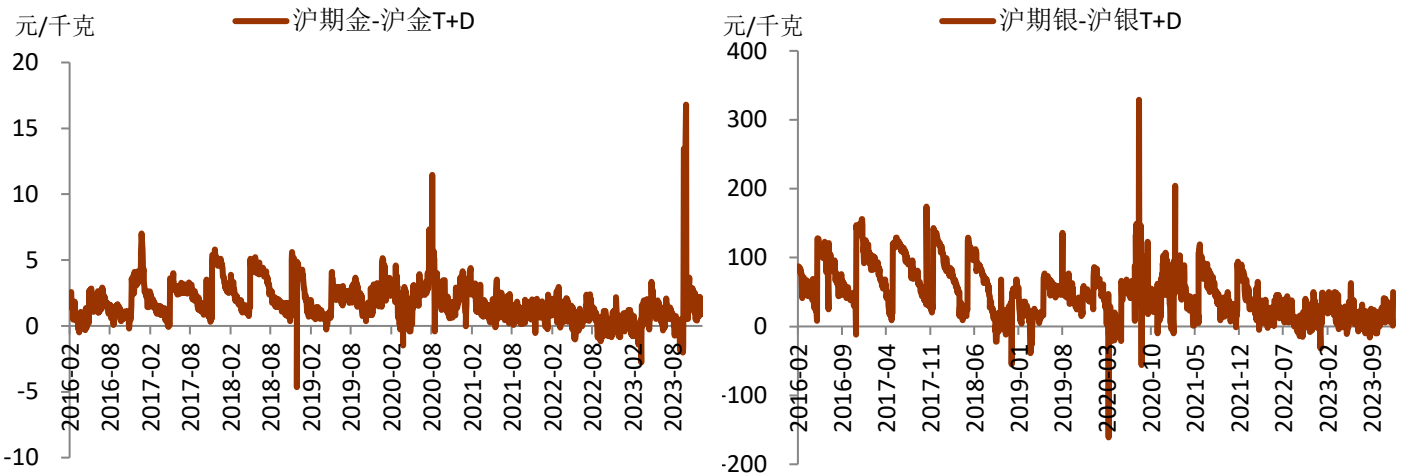
图8 SLV 白银持有量变化



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

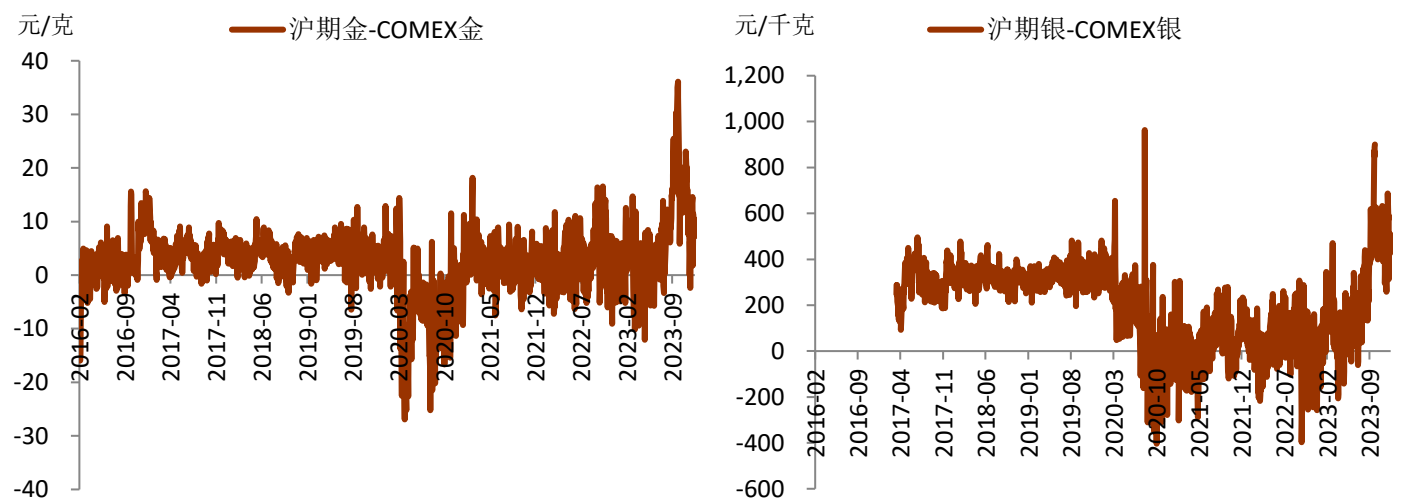
图 10 沪期银与沪银 T+D 价差变化



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

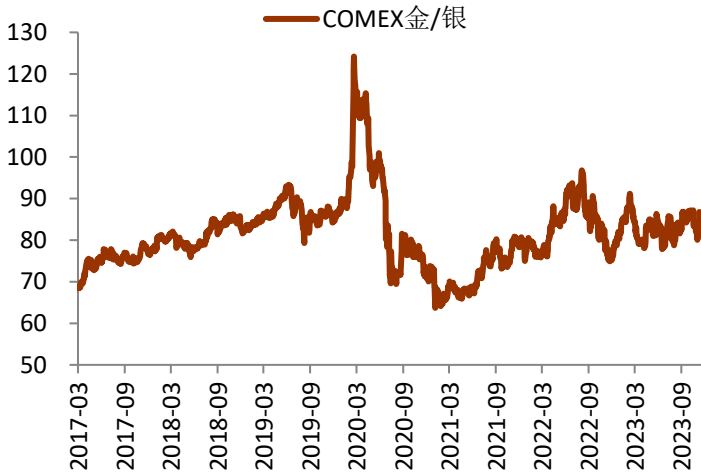
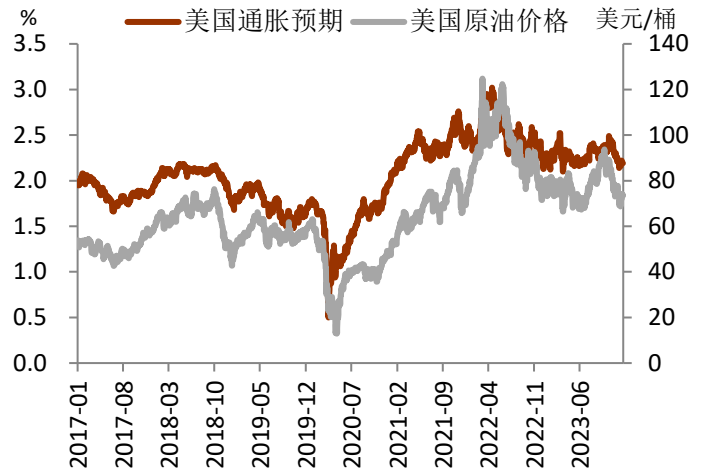


图 14 美国通胀预期变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 15 金价与美元走势

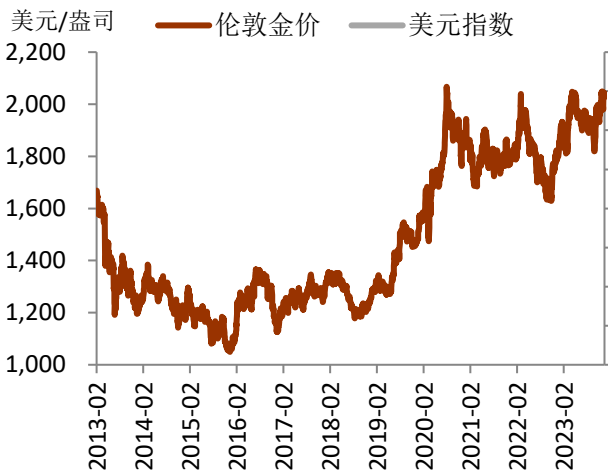
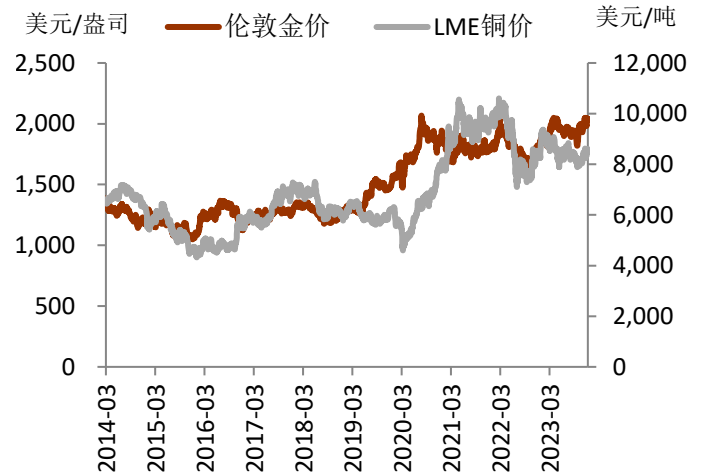


图 16 金价与铜价格走势



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

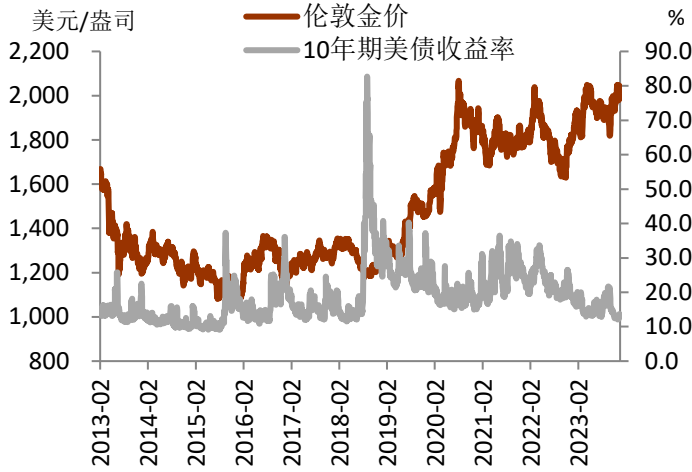
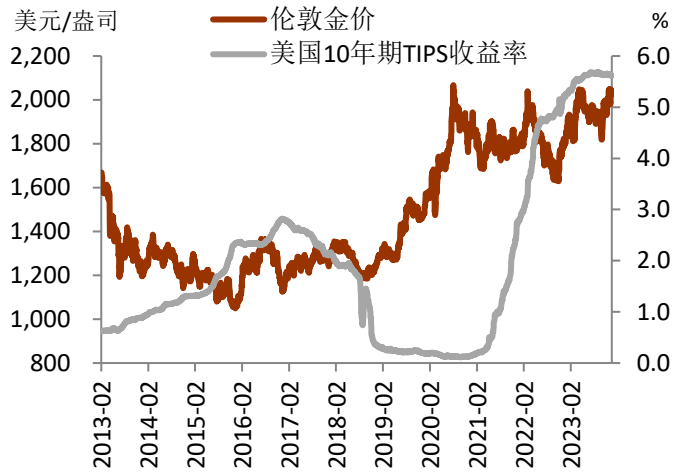


图 20 金价与美国实际利率走势



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图 21 美联储资产负债表规模

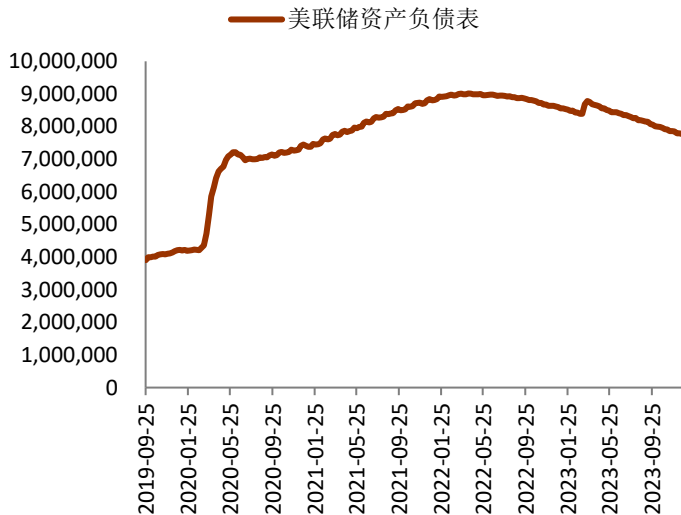
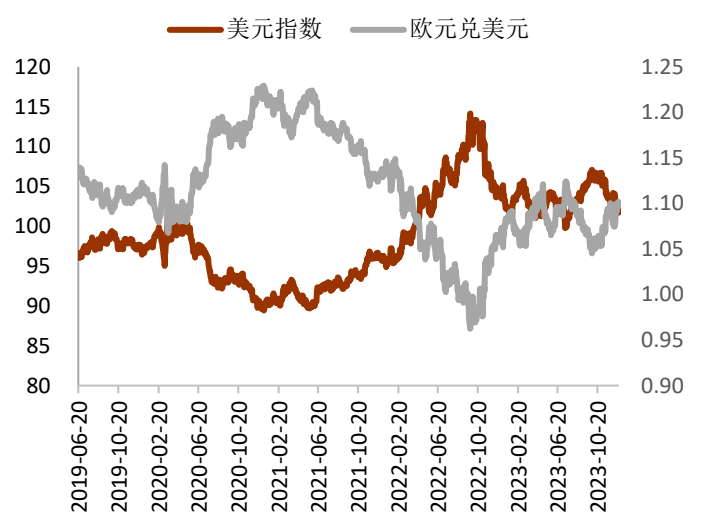


图 22 美元指数与欧元兑美元走势



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。