



2024年2月26日

## 降息推迟预期强化，金价表现坚挺

### 核心观点及策略

- 春节后，国际贵金属价格走势分化，金价震荡偏强，而银价出现一定幅度的回调。虽然在好于预期的通胀数据和美联储偏鹰派的态度使得降息预期推迟，但当前中东局势恶化，在地缘政治冲击加剧，以及美联储将步入降息周期的大方向确定的，全球央行在持续增加黄金储备的背景下，金价依然表现坚挺。而银价因市场继续消化美联储将推迟降息的预期，走势偏弱。
- 根据WIRP的最新的交易数据显示，当前市场已不再交易3月降息的预期，对于首次降息的时点推迟至6月，预计降息概率为60%。
- 虽然近期市场对于美联储将推迟降息的预期强化，但金价表现非常抗跌，银价回调空间也比较有限。我们维持金银短期走势可能随着美国经济数据和降息预期的变化而波动，后市趋势易涨难跌的观点。
- 操作建议：金银逢低做多
- 风险因素：美国经济数据远超预期

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

## 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  | 478.96  | -4.58 | -0.95 | 142763 | 178255  | 元/克   |
| 沪金 T+D   | 478.19  | -1.70 | -0.35 | 10584  | 156050  | 元/克   |
| COMEX 黄金 | 2045.80 | 20.40 | 1.01  |        |         | 美元/盎司 |
| SHFE 白银  | 5882    | 57    | 0.98  | 522479 | 634627  | 元/千克  |
| 沪银 T+D   | 5880    | -56   | -0.94 | 690646 | 5051990 | 元/千克  |
| COMEX 白银 | 22.98   | -0.50 | -2.13 |        |         | 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

春节后，国际贵金属价格走势分化，金价震荡偏强，而银价出现一定幅度的回调。虽然在好于预期的通胀数据和美联储偏鹰派的态度使得降息预期推迟，但当前中东局势恶化，在地缘政治冲击加剧，以及美联储将步入降息周期的大方向确定的，全球央行在持续增加黄金储备的背景下，金价依然表现坚挺。而银价因市场继续消化美联储将推迟降息的预期，走势偏弱。

美联储 1 月会议纪要显示，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。“新美联储通讯社”称，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。

美联储高官们近期又给近期降息泼冷水。美联储二把手副主席杰弗逊预计“今年晚些时候”降息，对通胀前景“谨慎乐观”。他说，过度宽松可能导致恢复价格稳定的进程停滞或逆转；做降息决策时，他将观察整体数据，不是经济增长等单一指标。费城联储主席哈克认为，过快降息可能会抵消降低通胀的进展。

欧洲央行 1 月会议纪要显示：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。

根据 WIRP 的最新的交易数据显示，当前市场已不再交易 3 月降息的预期，对于首次降息的时点推迟至 6 月，预计降息概率为 60%。

虽然近期市场对于美联储将推迟降息的预期强化，但金价表现非常抗跌，银价回调空间也比较有限。我们维持金银短期走势可能随着美国经济数据和降息预期的变化而波动，后市趋势易涨难跌的观点。

本周重点关注：美国 1 月 PCE 和四季度 GDP 修正值，欧元区 2 月调和 CPI 初值，以及中、美、欧 2 月 PMI 数据。事件方面，关注美联储官员讲话。

操作建议：金银逢低做多

风险因素：美国经济数据远超预期

### 三、重要数据信息

1、美国 2 月 Markit 制造业 PMI 意外创 17 个月新高，服务业创三个月新低。受益于订单增长强劲，美国 2 月制造业的扩张速度快于服务业，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——也即人们支付的费用，再次加速。

2、美国 1 月成屋销售创近一年最大升幅，房价创历史同期新高，全款买房激增。美国 1 月成屋销售总数年化 400 万户，预期 397 万户，12 月为 378 万户。1 月成屋销售环比上涨 3.1%。1 月售出房屋的中位价为 37.91 万美元，同比上涨 5.1%，创下 1 月同期的历史最高。1 月全款买房占总销售的 32%，为近十年最高。

3、欧元区 1 月 CPI 环比下滑，服务业通胀居高不下。1 月欧元区 CPI 从 12 月的 2.9% 降至 2.8%，符合市场预期，与初值一致；环比来看，欧元区 1 月 CPI 下降 0.4%。此前货币市场减少对欧洲央行未来降息的预期，预计 2024 年降息幅度为 99 个基点。

4、欧元区 PMI 数据喜忧参半，德国 2 月制造业萎缩程度意外加深，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。

### 四、相关数据图表

表 2 贵金属 ETF 持仓变化

| 单位（吨）       | 2024/2/23 | 2024/2/16 | 2024/1/23 | 2023/2/23 | 较上周<br>增减 | 较上月<br>增减 | 较去年<br>增减 |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| ETF 黄金总持仓   | 827.81    | 837.89    | 858.93    | 917.32    | -10.08    | -31.12    | -89.51    |
| ishare 白银持仓 | 13331.07  | 13530.27  | 13893.33  | 15005.23  | -199.20   | -562.26   | -1674.16  |

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

表 3 CFTC 非商业性持仓变化

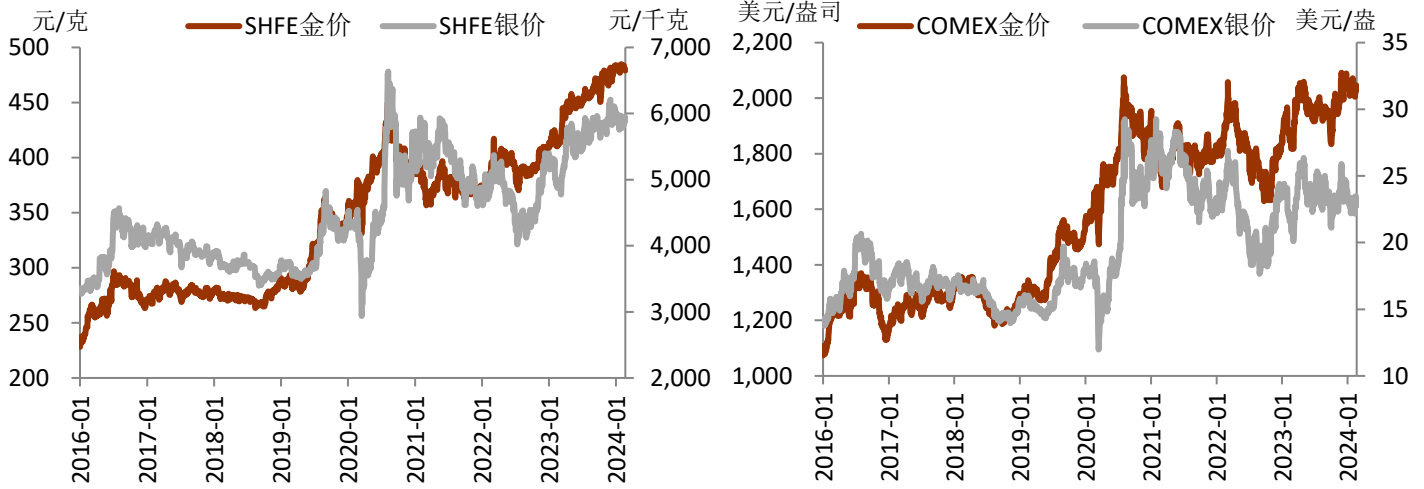
| 黄金期货       | 非商业性多头 | 非商业性空头 | 非商业性净多头 | 比上周变化  |
|------------|--------|--------|---------|--------|
| 2024-02-20 | 211034 | 70772  | 140262  | 9094   |
| 2024-02-13 | 217505 | 86337  | 131168  | -30570 |
| 2024-02-06 | 228623 | 66885  | 161738  | 13947  |

|            |        |        |         |       |
|------------|--------|--------|---------|-------|
| 2024-01-30 | 219222 | 71431  | 147791  |       |
| 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 |
| 2024-02-20 | 57582  | 35205  | 22377   | 9952  |
| 2024-02-13 | 56785  | 44360  | 12425   | -4455 |
| 2024-02-06 | 55335  | 38455  | 16880   | -4546 |
| 2024-01-30 | 52778  | 31352  | 21426   |       |

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图1 SHFE 金银价格走势

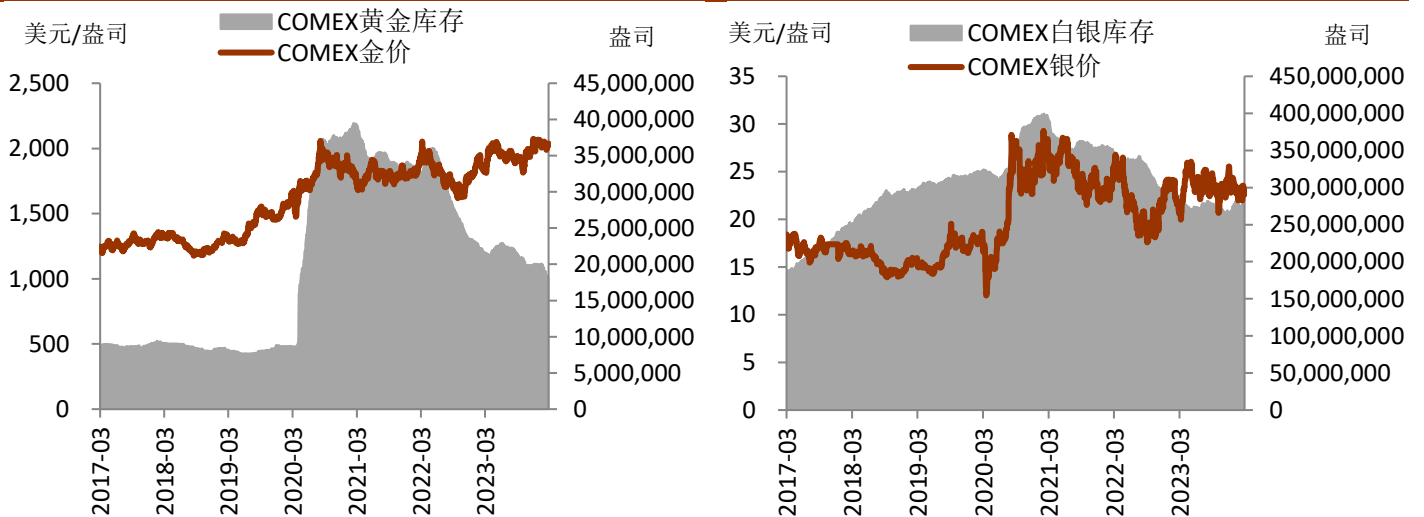
图2 COMEX 金银价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图3 COMEX 黄金库存变化

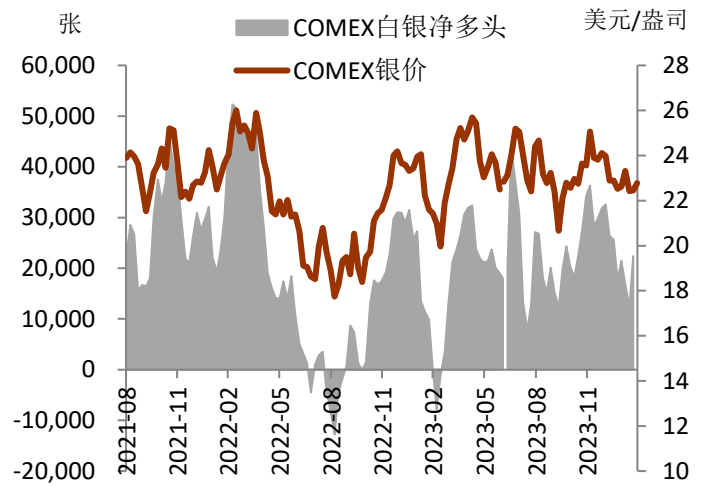
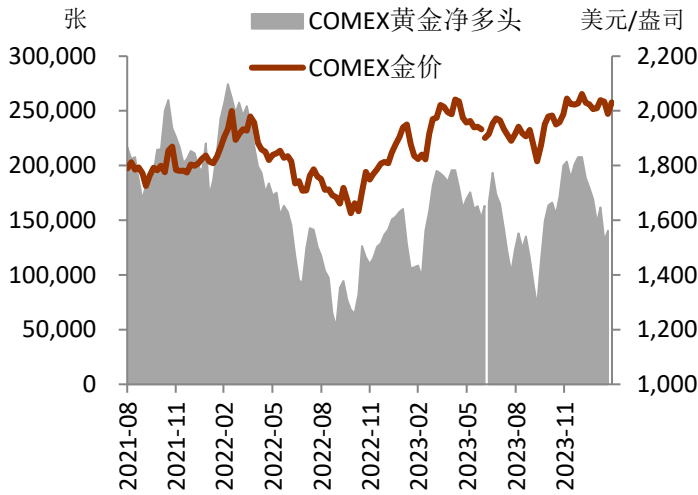
图4 COMEX 白银库存变化



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

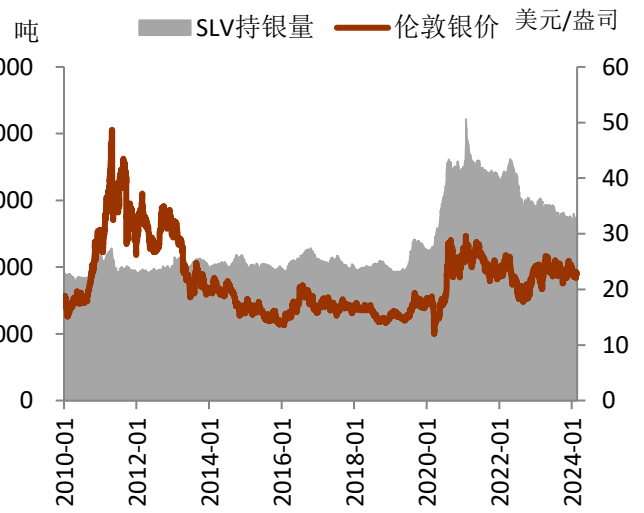
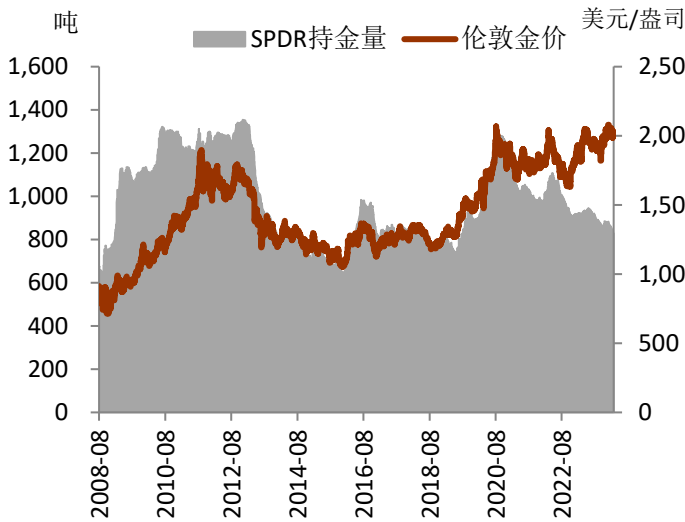
图6 COMEX 白银非商业性净多头变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图7 SPDR 黄金持有量变化

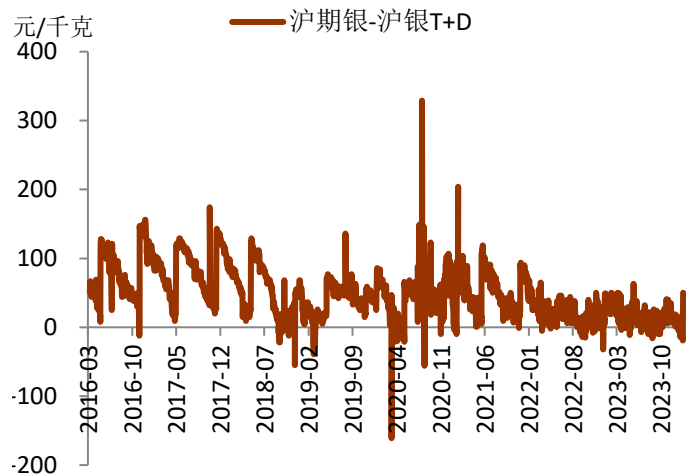
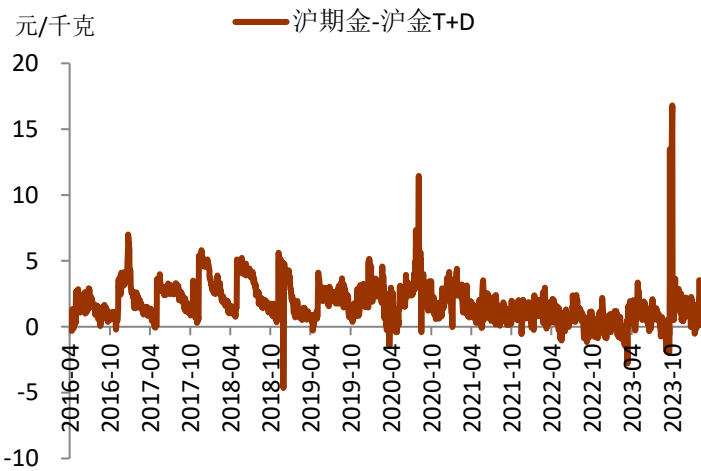
图8 SLV 白银持有量变化



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

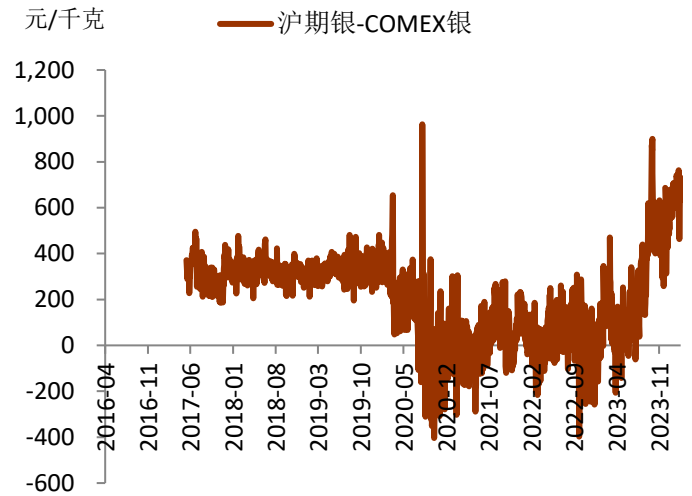
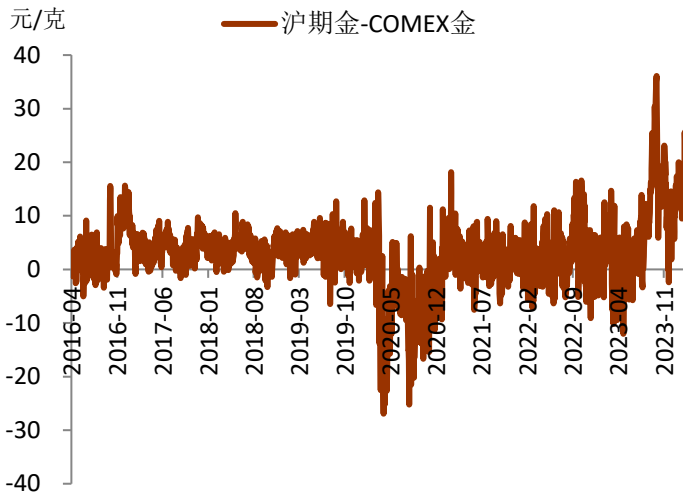
图10 沪期银与沪银 T+D 价差变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 11 黄金内外盘价格变化

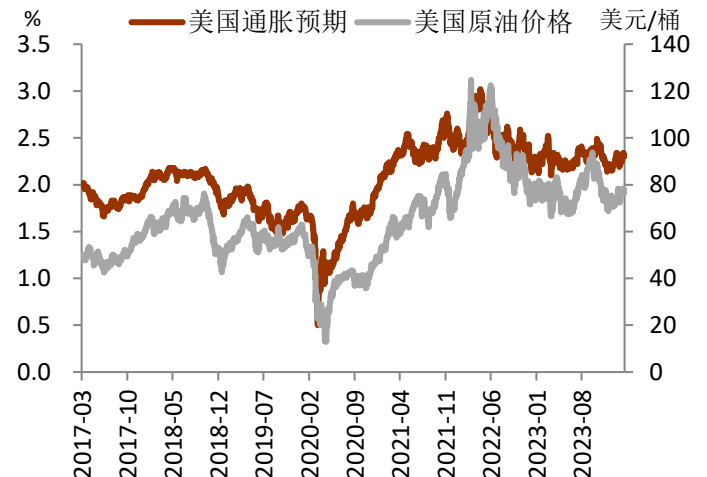
图 12 白银内外盘价格变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图 13 COMEX 金银比价

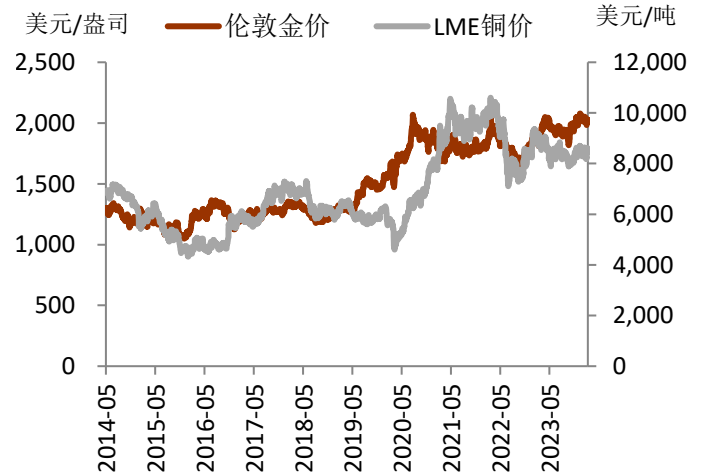
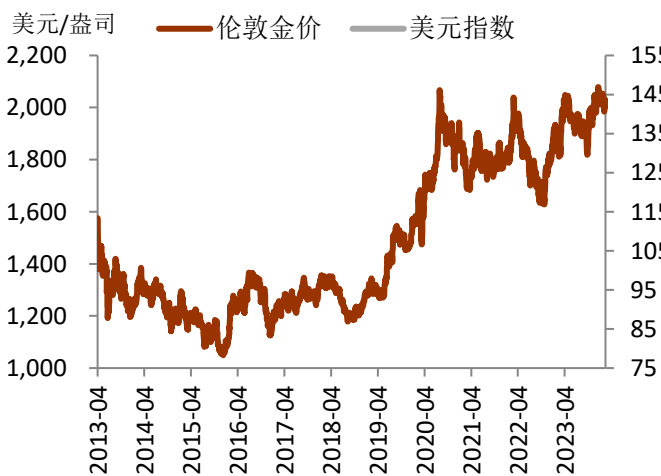
图 14 美国通胀预期变化



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

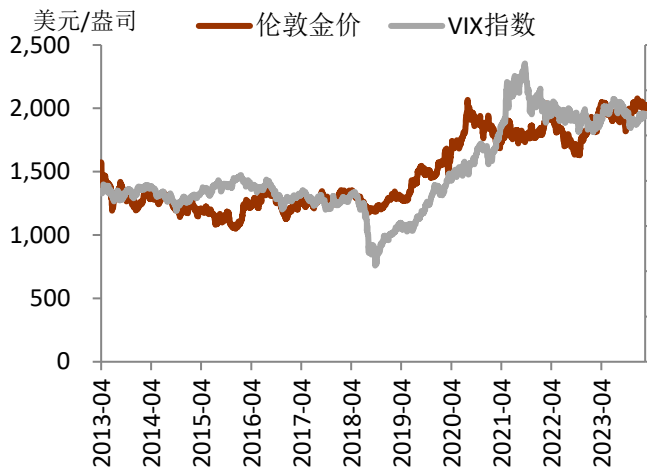
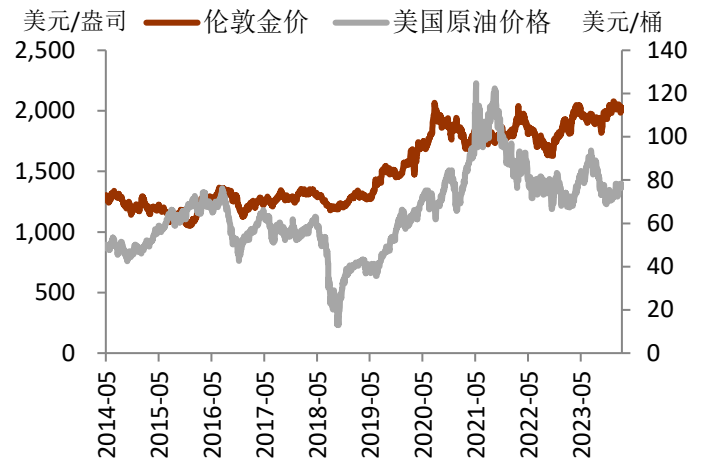


图 18 金价与原油价格走势



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

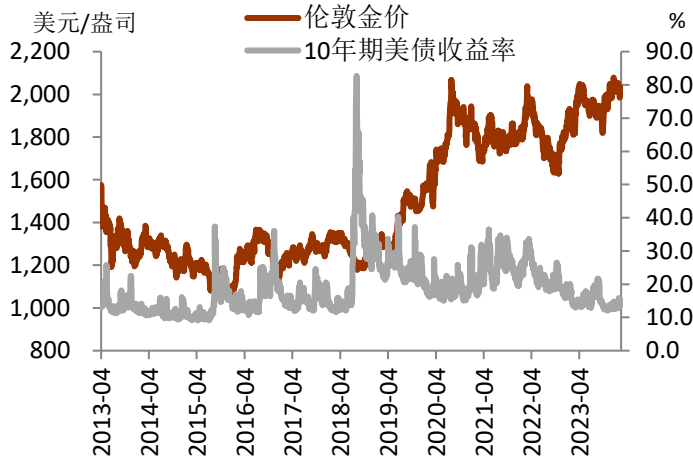
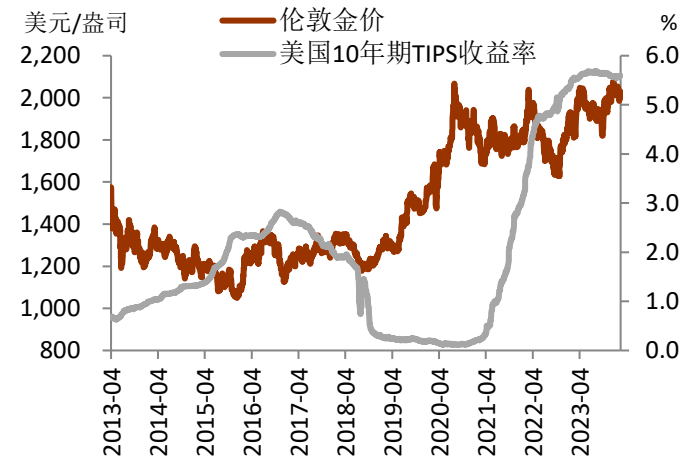


图 20 金价与美国实际利率走势



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图 21 美联储资产负债表规模

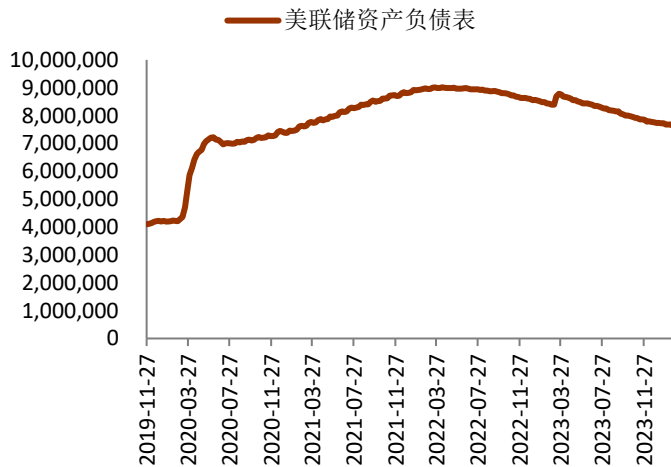
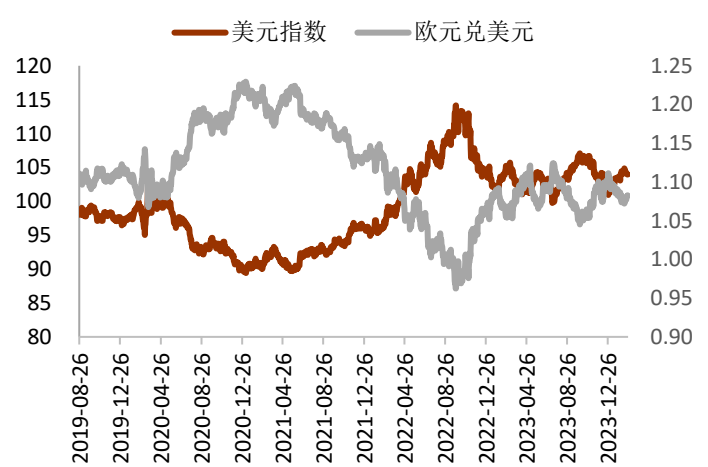


图 22 美元指数与欧元兑美元走势



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

洞彻风云 共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

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。