

2024年11月25日



俄乌局势升级

金价强势反弹

核心观点及策略

- 随着俄乌冲突的升级，避险需求抬升抵消了美元走强和美国12月降息预期减弱的影响。上周黄金期货连续第五个交易日上涨，COMEX期银主力合约再度站上2700美元大关，并创下近两年来的最大单周涨幅。而COMEX银价受美元指数走强对有色金属价格压制的影响，涨势不及黄金。
- 最新公布的全球主要经济体的商业活动数据PMI显示出美国和欧元区经济显著分化，美国经济延续强势增长势头，而欧元区和英国则表现出衰退迹象。上周五美元指数持续走强最高触及108，再创近两年新高。
- 上周部分美联储决策者表示担心通胀下降进程可能已停滞，主张谨慎行事，而其他人则强调需要继续降息。市场对美联储12月降息的预期持续减弱。
- 当前俄乌冲突正在出现针锋相对的升级，地缘政治紧张局势加剧，避险需求助推黄金从11月初开启的回调行情中强势反弹。因目前地缘局势有进一步恶化的可能，短期贵金属价格有望持续反弹。对于此轮金价的上涨，我们依然维持以反弹看待的观点。密切关注地缘局势变化。
- 操作建议：暂时观望
- 风险因素：美国通胀数据超预期，俄乌局势骤变

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

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

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	619.94	26.84	4.53	180353	178255	元/克
沪金 T+D	623.59	31.69	5.35	35696	200388	元/克
COMEX 黄金	2672.20	101.60	3.95			美元/盎司
SHFE 白银	7840	336	4.48	522479	634627	元/千克
沪银 T+D	7762	212	2.81	592046	4726046	元/千克
COMEX 白银	30.87	0.34	1.10			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 & 展望

随着俄乌冲突的升级，避险需求抬升抵消了美元走强和美国 12 月降息预期减弱的影响。上周黄金期货连续第五个交易日上涨，COMEX 期银主力合约再度站上 2700 美元大关，并创下近两年来的最大单周涨幅。而 COMEX 银价受美元指数走强对有色金属价格压制的影响，涨势不及黄金。

最新公布的全球主要经济体的商业活动数据 PMI 显示出美国和欧元区经济显著分化，美国经济延续强势增长势头，而欧元区和英国则表现出衰退迹象。上周五美元指数持续走强最高触及 108，再创近两年新高，近期 10 年期美债收益率近期在 104 附近震荡。

美联储的鲍曼表示，美联储应在货币政策上采取谨慎态度；美联储可能比政策制定者目前认为的更接近中性政策；通货膨胀仍然令人担忧；同意支持 11 月美联储降息，因为这与她逐步降低利率的偏好相一致。美联储议芝加哥分行行长奥斯坦·古尔斯比则认为，利率将“大幅下降”，并表示有信心通胀正在向央行的 2% 目标水平靠拢。

上周部分美联储决策者表示担心通胀下降进程可能已停滞，主张谨慎行事，而其他人士则强调需要继续降息。市场对美联储 12 月降息的预期持续减弱。美联储观察工具显示，市场对美联储 12 月降息的预期已经减弱，目前可能性为 53%，远低于一周前的 82.5%。

乌克兰使用西方远程武器打击俄罗斯境内目标之后，上周四俄罗斯向乌克兰发射了新研制的中程高超音速弹道导弹，向乌克兰的西方支持者发出警告，并称俄军摧毁乌军多种装备，前线局势紧张加剧。

日本政府举行临时内阁会议，批准规模达 21.9 万亿日元的经济刺激计划，内容包括对低收入家庭进行补助，刺激半导体、人工智能领域投资、重启电费燃气费补助等。据日本内阁府估计，这些措施将提振 GDP 增速 1.2 个百分点。日本央行行长植田和男表示，央行将在下个月的利率审查之前仔细审查各种数据，并将“认真”考虑日元汇率波动对经济和物价

展望的影响。

欧洲央行行长拉加德表示，欧洲央行需要更加关注金融稳定和欧洲经济长期增长。她呼吁推动储蓄资金流向关键领域的创新投资，以促进欧盟企业创新发展和确保全球竞争力。欧洲央行副行长金多斯表示，明年通胀将回落至目标水平；经济前景面临的风险上升，并且偏向于下行。欧洲央行管委斯图纳拉斯认为，欧洲央行几乎肯定会在 12 月降息 25 个基点。他强调，关税可能会对欧洲造成不利影响，在中期可能会引发经济衰退。

当前俄乌冲突正在出现针锋相对的升级，地缘政治紧张局势加剧，避险需求助推黄金从 11 月初开启的回调行情中强势反弹。因目前地缘局势有进一步恶化的可能，短期贵金属价格有望持续反弹。对于此轮金价的上涨，我们依然维持以反弹看待的观点。密切关注地缘局势变化。

本周重点关注：美国三季度 GDP、PCE 修正数据，美国 10 月 PCE 数据，欧元区 11 月调和 CPI 初值等。事件方面，关注美联储 11 月货币政策会议纪要，以及俄乌冲突的发展变化。

操作建议：暂时观望

风险因素：美国通胀数据超预期，俄乌局势骤变

三、重要数据信息

1、美国上周初请失业金人数下降 6000 人至 21.3 万人，降至 4 月以来的最低水平，市场预期为增至 22 万人。这表明 11 月美国的就业增长可能会出现反弹，可能会直接决定美联储在 12 月是否再次降息。

2、美国 10 月新屋开工年化总数 131.1 万户，预期 133 万户，前值从 135.4 万户修正为 135.3 万户。10 月营建许可年化总数初值 141.6 万户，预期 143 万户，9 月终值 142.5 万户。

3、美国 11 月标普全球制造业 PMI 初值 48.8，为 4 个月新高，符合预期，前值 48.5；服务业 PMI 初值 57，为 32 个月新高，预期 55.2，前值 55；综合 PMI 初值 55.3，为 31 个月新高，预期 54.3，前值 54.1。

4、美国 11 月密歇根大学消费者信心指数终值 71.8，预期 73.7，初值 73，10 月终值 70.5。一年期通胀率预期终值 2.6%，预期 2.7%，初值 2.6%，10 月终值 2.7%。

5、欧元区 10 月 CPI 终值同比升 2%，符合市场预期，回归欧洲央行目标水平，为该行 12 月降息铺平道路。希腊央行行此前表示，欧央行 12 月降息 25 个基点已成定局。

6、欧元区 11 月制造业 PMI 初值 45.2，预期 46，10 月终值 46；服务业 PMI 初值 49.2，预期 51.6，10 月终值 51.6；综合 PMI 初值 48.1，创十个月新低，预期 50，10 月终值 50。

7、德国 11 月制造业 PMI 初值 43.2，预期 43，10 月终值 43；服务业 PMI 初值 49.4，

预期 51.6，10 月终值 51.6；综合 PMI 初值 47.3，预期 48.6，10 月终值 48.6。

8、英国 10 月 CPI 同比上涨 2.3%，较前值 1.7%显著上升，高于市场预期的 2.2%。10 月核心 CPI 从 9 月份的 3.2%升至 3.3%，服务 CPI 从 4.9%升至 5%。通胀超预期上升打压交易员对英国央行未来几个月降息的押注。

四、相关数据图表

表 2 贵金属 ETF 持仓变化

单位（吨）	2024/11/22	2024/11/15	2024/10/22	2023/11/22	较上周 增减	较上月 增减	较去年 增减
ETF 黄金总持仓	877.97	869.93	893.80	882.28	8.04	-15.83	-4.31
ishare 白银持仓	14800.31	14675.56	14936.88	13690.93	124.75	-136.57	1109.38

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

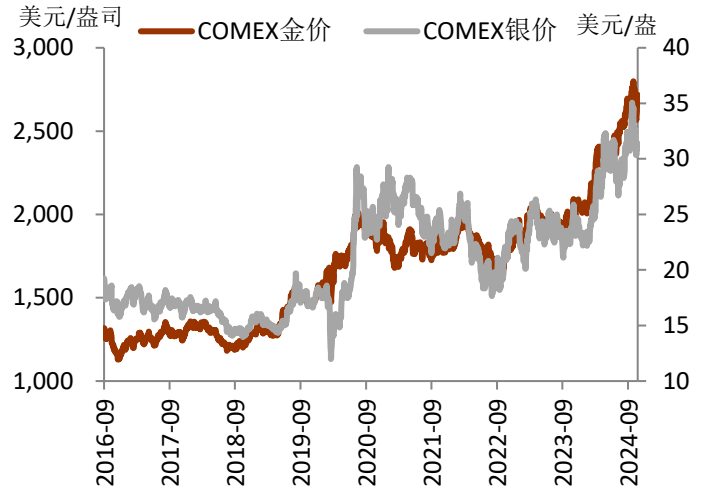
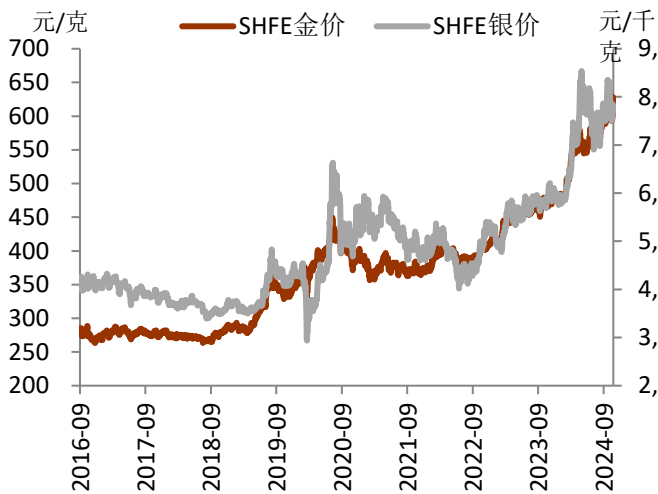
表 3 CFTC 非商业性持仓变化

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
2024-11-17	309354	74987	234367	-2084
2024-11-12	316225	79774	236451	-18878
2024-11-05	336816	81487	255329	-23324
2024-10-29	366636	87983	278653	
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
2024-11-17	65939	19616	46323	-1319
2024-11-12	68951	21309	47642	-5704
2024-11-05	73980	20634	53346	-7085
2024-10-29	79649	19218	60431	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图 1 SHFE 金银价格走势

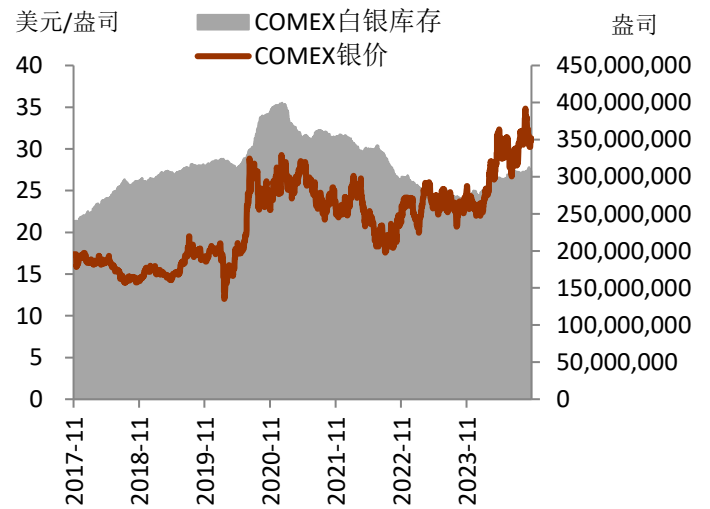
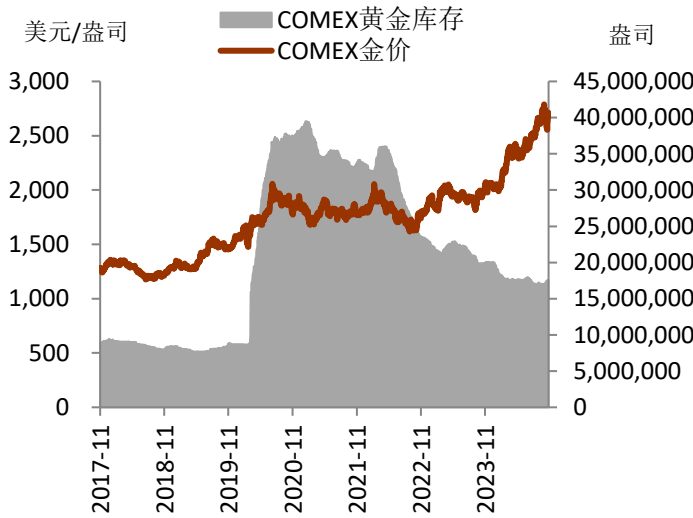
图 2 COMEX 金银价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图3 COMEX 黄金库存变化

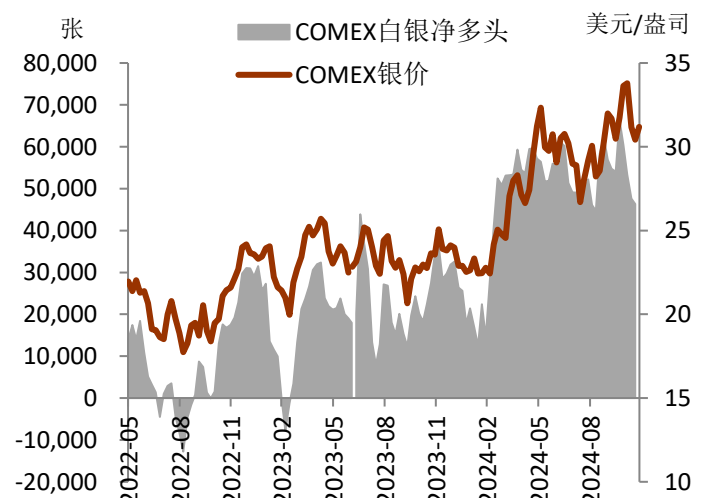
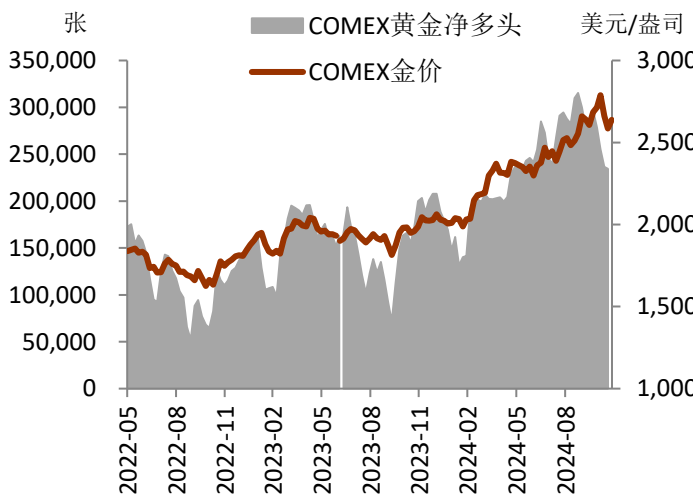
图4 COMEX 白银库存变化



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

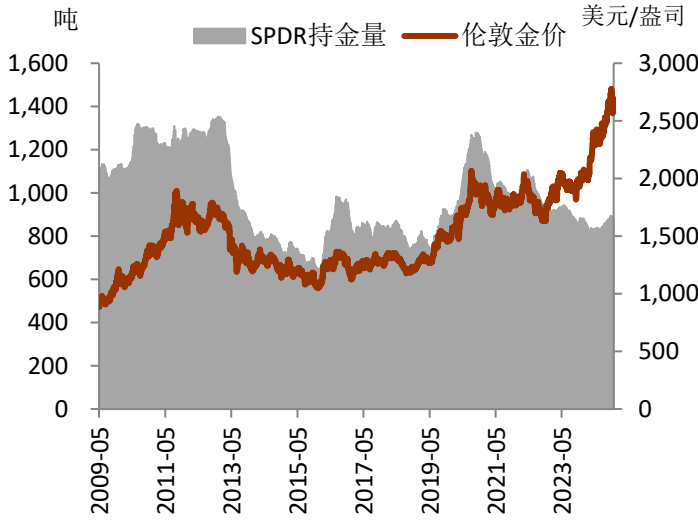
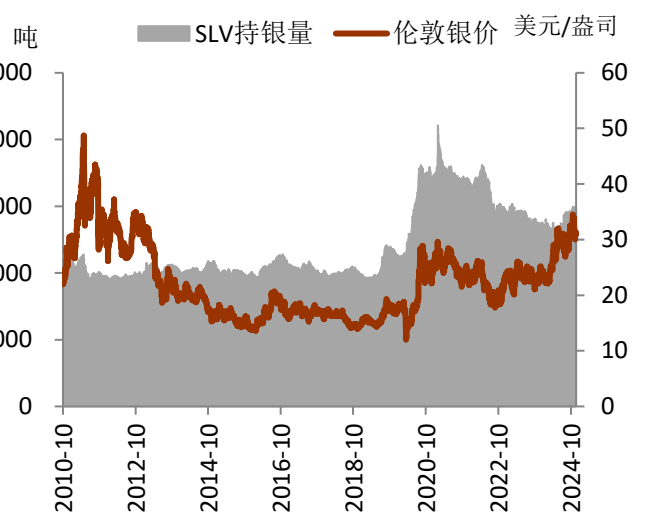


图8 SLV 白银持有量变化



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

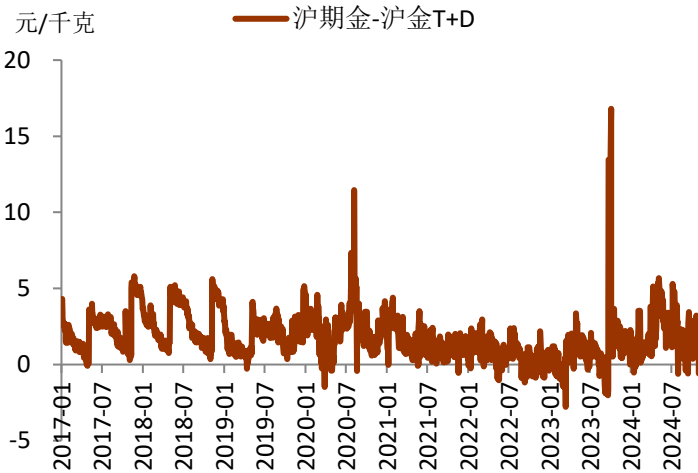
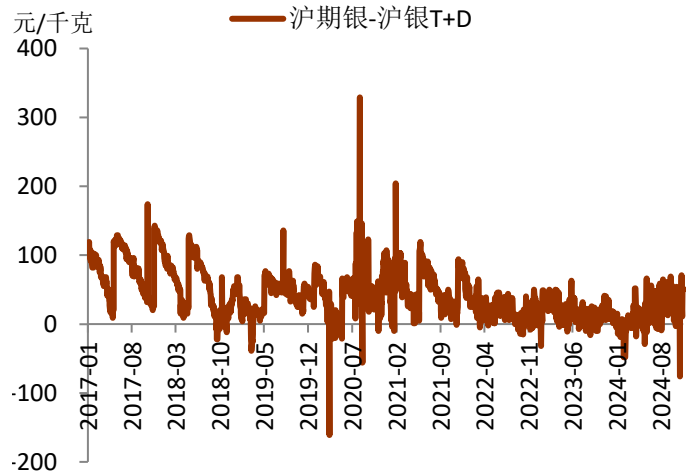


图10 沪期银与沪银 T+D 价差变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图11 黄金内外盘价格变化

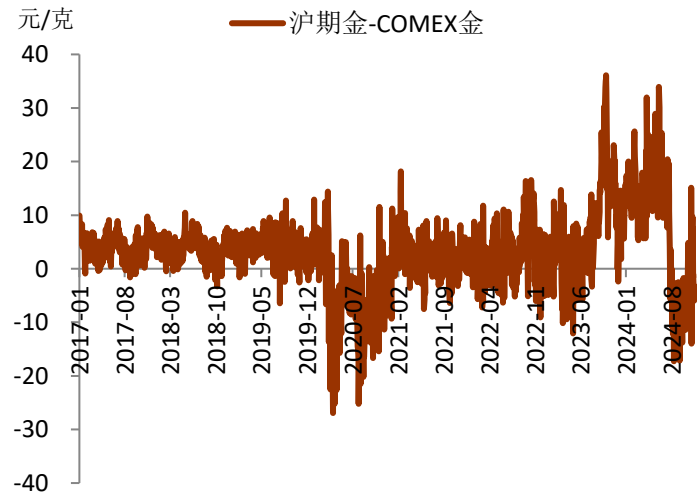
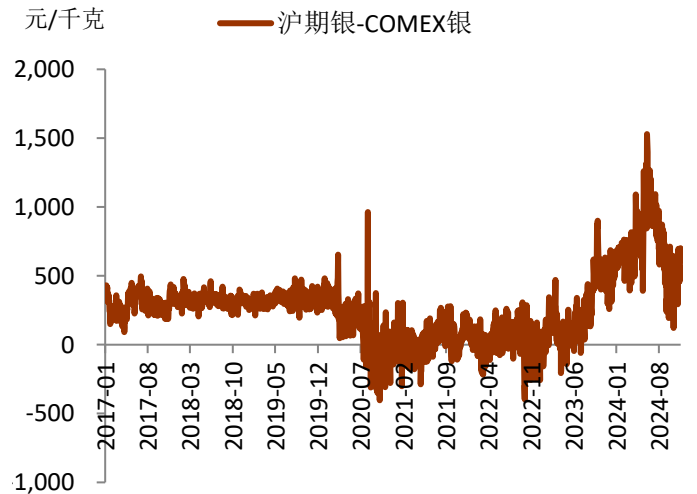
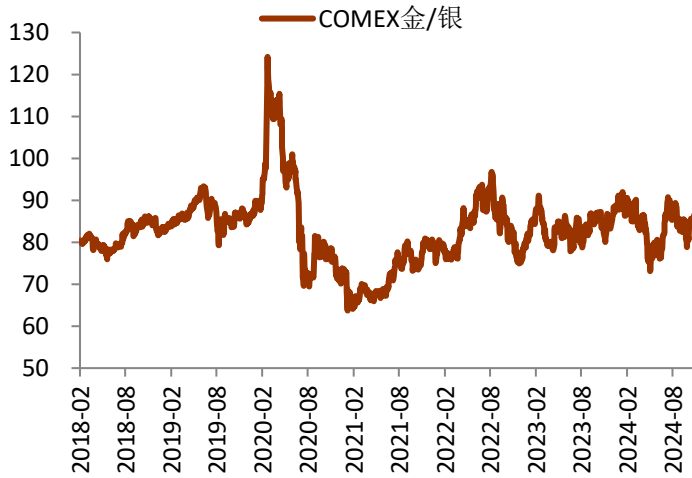


图12 白银内外盘价格变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 13 COMEX 金银比价

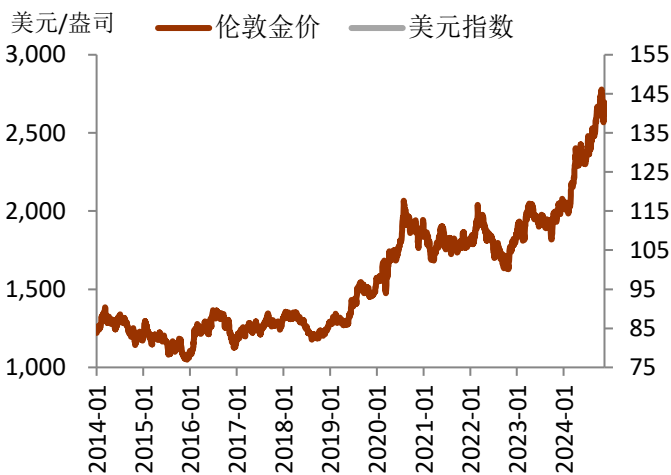


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

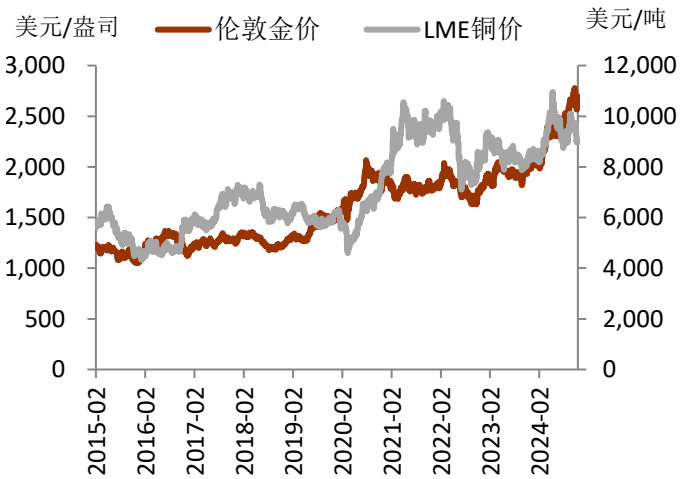
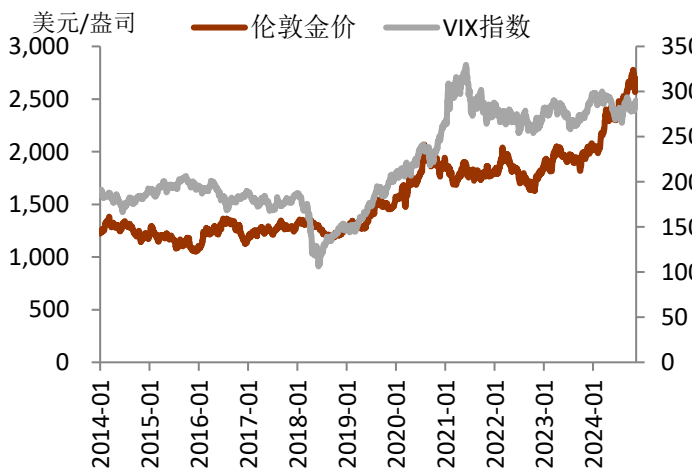
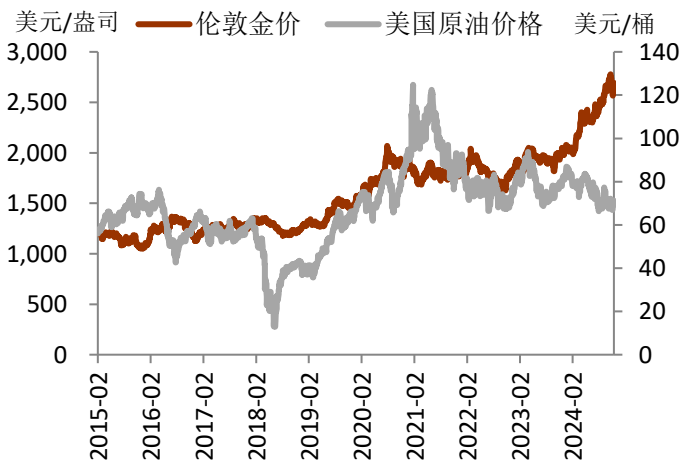


图 17 金价与 VIX 指数走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 18 金价与原油价格走势



敬请参阅最后一页免责声明

图 19 金价与美国 10 年期国债收益率走势

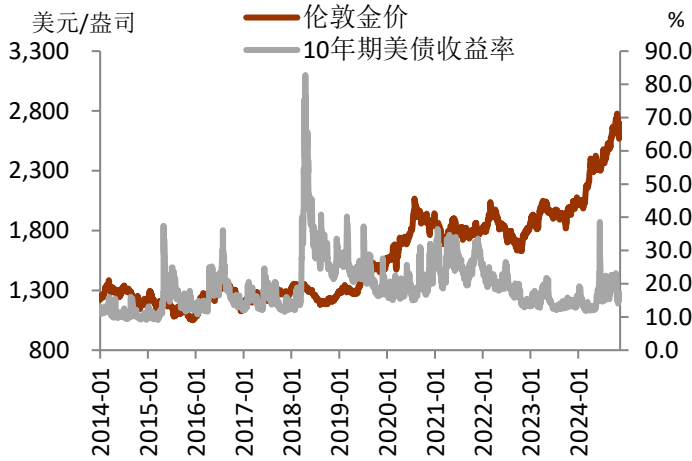
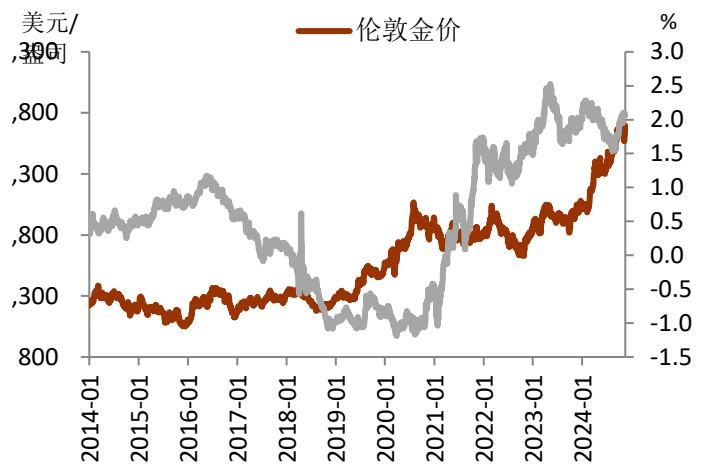


图 20 金价与美国实际利率走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 21 美联储资产负债表规模

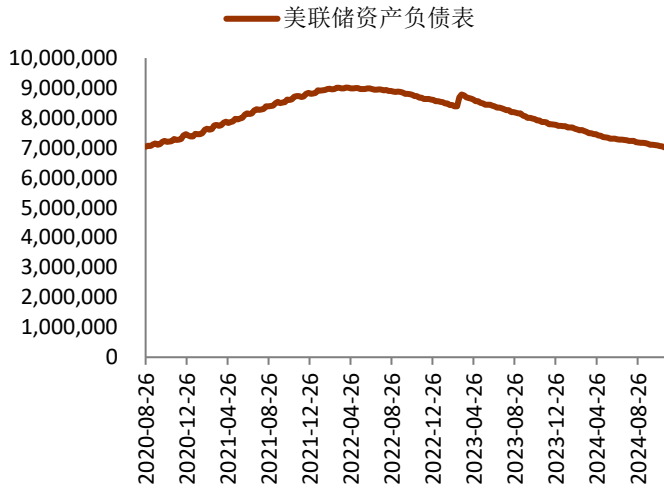
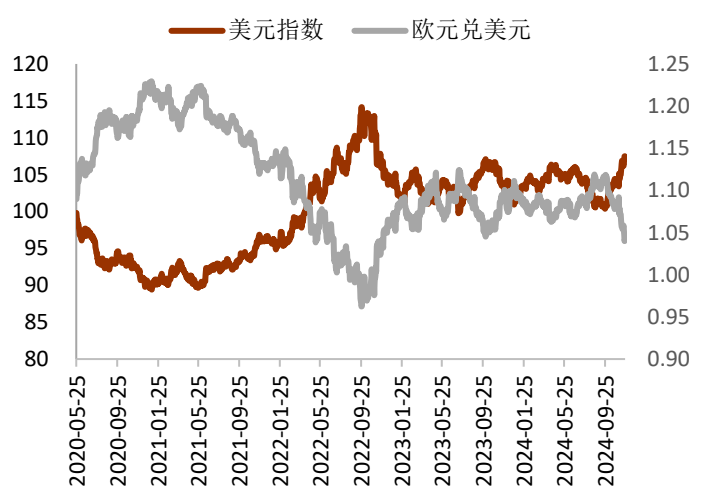


图 22 美元指数与欧元兑美元走势



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 67 号 3 单元 17 层 4 号
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。