

贵金属周报

美国通胀数据呈现分化影响美联储降息
预期 贵金属现跌后涨

叶倩宁 Z0016628

联系方式：yeqianning@gf.com.cn



广发期货APP



微信公众号

品种	主要观点	本周策略
<p style="text-align: center;">黄金</p>	<p>【后市展望】 美国经济就业持续温和放缓，短期通胀受薪资和房地产提振或较预期有韧性，美联储基于数据谨慎决策将较为滞后，近期美债收益率和美元指数止跌企稳将限制贵金属上涨空间，但数据分化不改投资者加大对降息押注，未来需持续关注美国其他数据对美联储货币政策预期影响，谨防逻辑转向带来的风险，国际金价短期在2022-2045美元附近寻求企稳，国内金价总体在478-485元区间波动，保持区间操作思路。</p> <p>【宏观经济面】 美国2023年末经济数据总体数据反映出消费和生产的分化，CPI通胀超预期暗示住房和能源价格对居民支出的扰动，但PPI的走弱并可能陷入通缩或产生对补库周期的预期差。后期在债务压力下宽财政+紧货币的政策对美国经济的支撑不可持续，彭博社最新调查结果显示经济学家预测2024年美国GDP同比增长增幅将由2023年的2.3%降至1%，潜在增速为2%，总体上经济实现软着陆的概率正在上升但通胀可能低于预期。</p> <p>【美联储货币政策】 美联储会议纪要显示其官员对于降息态度较谨慎，并透露在通胀风险下降的情况下2024年适合降息但认为3月加息为时尚早，同时不排除有再次加息的可能。目前美联储内部对降息前景存在分歧，但从明年FOMC票委的态度来看，鸽派的支持人数相对占多数。美国有更多地区经济活动正在下滑，随着2024“大选年”到来，美联储需要引导美国经济“软着陆”，降息时点可能早于2024年中，市场目前仍预期首次降息在3月且之后每次会议都将有降息。</p> <p>【技术面】 国际金价在历史高位附近有多根均线收敛形成阻力，下方阶段支撑在2020-2045美元，MACD绿柱扩散暂缓多头维持观望。</p> <p>【资金面】 目前黄金ETF从市值看总体上与2023年初水平相近，散户和长期资金仍未入场，未来若美股等风险资产走弱投资者或选择增持黄金。</p>	<p>国际金价在2045美元附近寻求企稳，国内金价在478-485元区间波动，保持区间操作思路</p>

品种	主要观点	本周策略
<p style="text-align: center; font-weight: bold;">白银</p>	<p>【后市展望】 白银方面，国内光伏和消费电子等工业需求较有韧性，但海外工业需求因经济疲软承压库存有所回升，叠加通胀预期持续走低工业品价格偏弱使银价表现不如黄金，国际银价短期将在24.5美元下方震荡，回调时可刺激下游采购并支撑价格，国内银价在5800-6000元附近波动，下游企业逢低买入套保。</p> <p>【宏观金融属性】 影响偏多，美联储意外释放鸽派信号市场对降息时点预期提前，美债收益率和美元指数持续下行支撑贵金属价格走强。</p> <p>【金银比】 影响偏空，白银的工业属性受到原油和有色商品价格影响较为反复，金银比维持偏强震荡。</p> <p>【白银供需】 影响中性，白银产量触底回升，受到矿山品位下降影响，预期2023年全球白银供应下降，但前期银价上涨刺激了回收银的供应对总体供应有所支撑。11月我国银粉进口量为268.42吨，同比增长106.5%，环比则减少6%，未锻造白银出口量348.4325.2吨同比减少23.7%，环比增加7.1%；银粉进口量尽管环比回落但维持在近年高位，光伏企业生产保持高增。11月珠宝消费和光伏产量同比增幅均较10月回落，但总体上对白银价格影响较小。</p> <p>【技术面】 影响中性，国际白银多根均线收敛并形成新的波动平台，在回调过程中支撑在22.5美元前低位，MACD绿柱进一步扩散。</p>	<p>国内银价在在5800-6000元附近波动，下游企业逢低买入套保。</p>



目录

- 01 本周行情回顾
- 02 贵金属资金面与持仓分析
- 03 宏观基本面分析
- 04 白银产业基本面分析

1



本周行情回顾

国际金价走势



国际银价走势

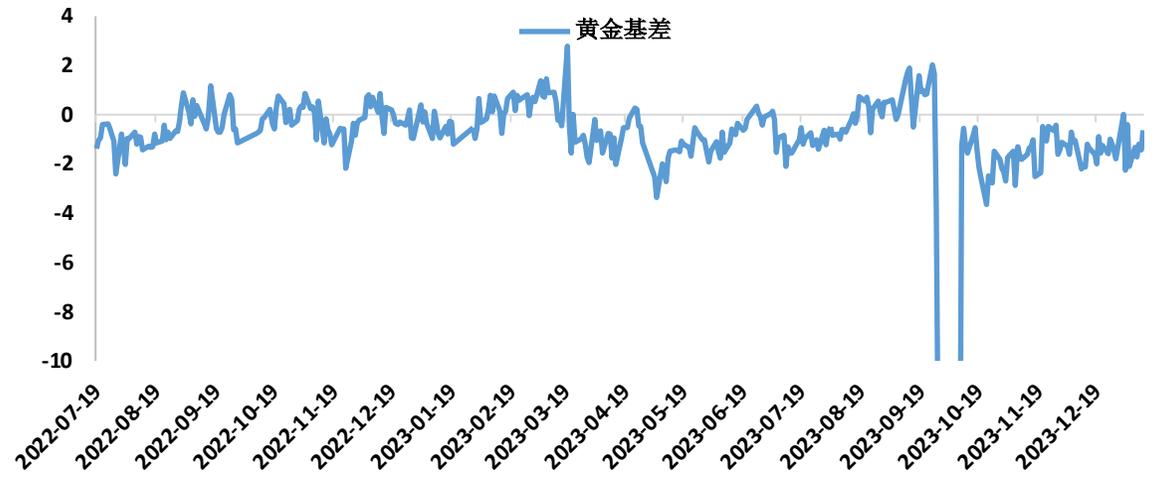


- 本周，本周市场关注美国通胀数据的公布对美联储货币政策预期的影响，总体数据反映出消费和生产的分化，CPI通胀超预期暗示住房和能源价格对居民支出的扰动，但PPI的走弱并可能陷入通缩或产生对补库周期的预期差，使投资者再次加大对降息押注，美债收益率呈现先涨后跌的情况，贵金属周五在PPI公布后大幅反弹并收复前期跌幅。国际金价周初开始震荡下行最低跌至2013美元，周五大幅拉升近1%，收盘报2048.719美元/盎司，当周累计微涨0.16%，国内金价与外盘走势同步；国际银价受其他工业品影响表现相对弱于黄金，收盘报23.175美元/盎司，当周累计微跌0.03%。

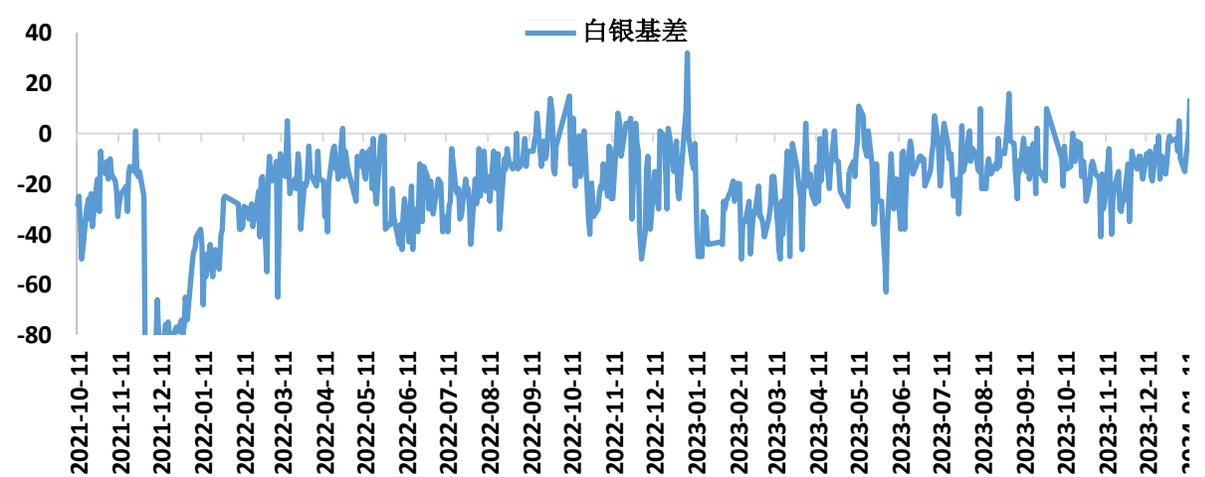
贵金属市场当周交易表现

合约标的	收盘价	累计涨跌幅 (%)	最高价	最低价	成交量	持仓量	持仓变化
COMEX黄金主力	2053.60	0.05	2056.10	2017.30	848184	279839	-79457
沪金2404	480.78	-0.33	484.52	477.68	773475	171505	7281
伦敦金	2048.68	0.16	2062.27	2012.90	-	-	-
上金所黄金TD	480.14	-0.21	482.99	476.84	86440	170578	13556
COMEX白银主力	23.360	-0.11	23.565	22.630	206324	103351	-4249
沪银2404	5895	0.02	5951	5829	1508604	221189	-50483
伦敦银	23.175	-0.03	23.528	22.460	-	-	-
上金所白银TD	5909	0.49	5944	5827	2666028	4688230	-246610

黄金t+d和沪金主力价差



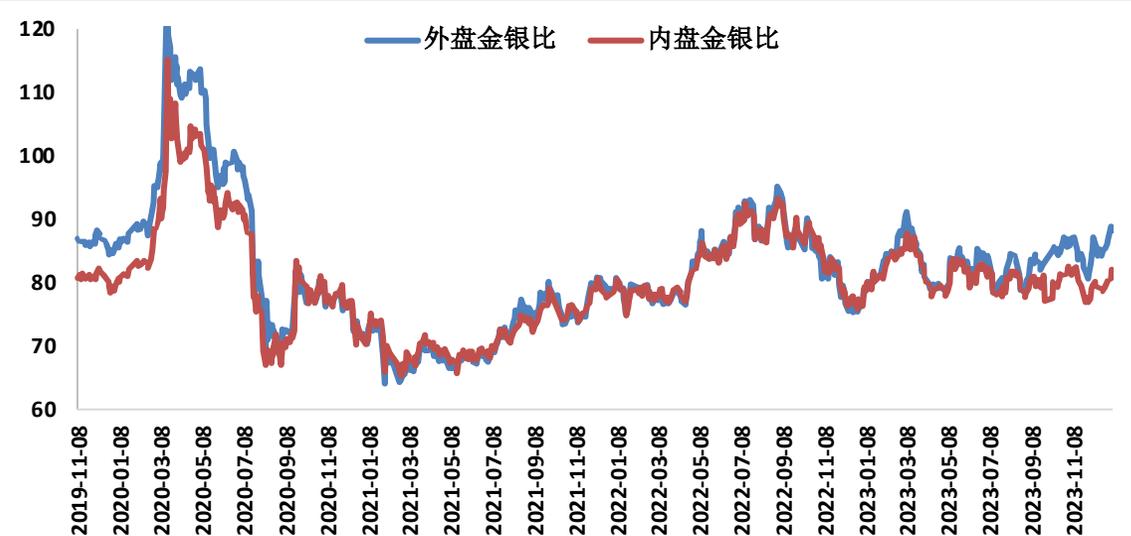
白银t+d与沪银主力价差



黄金内外盘价差



内外盘金银比价

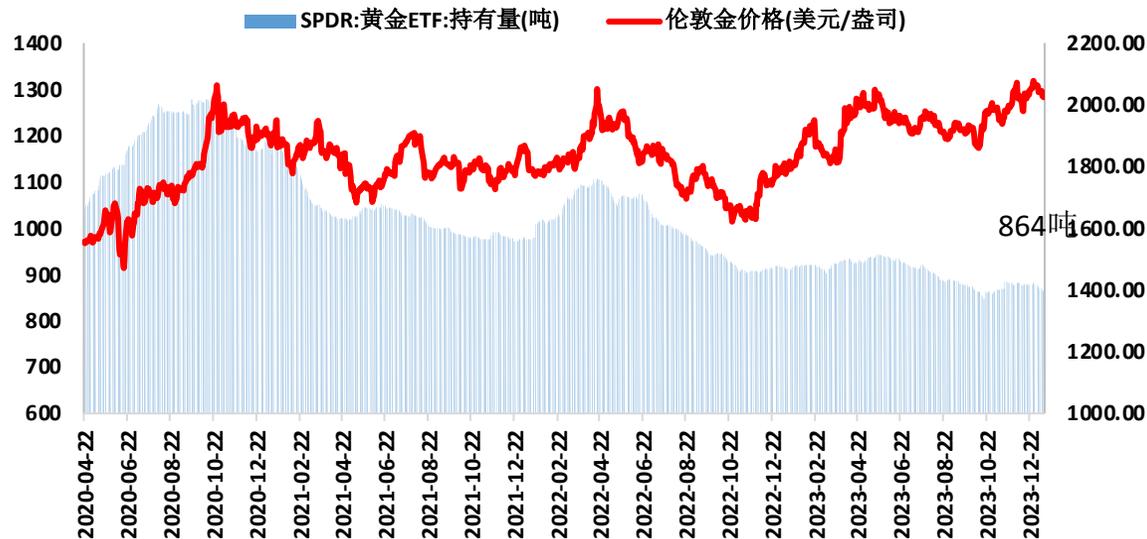


2

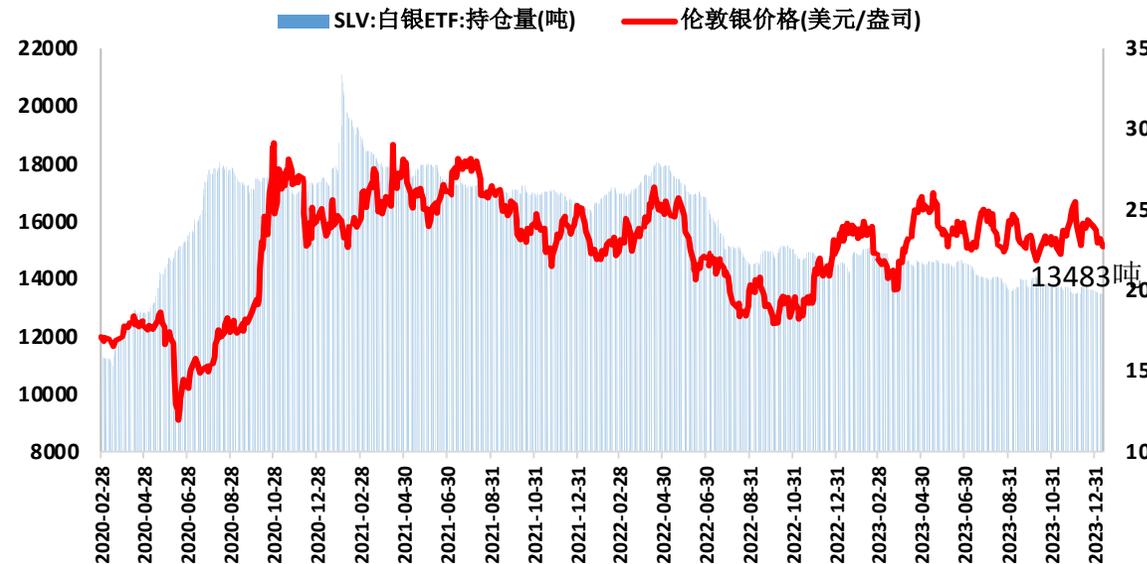


资金面与持仓分析

全球最大SPDR黄金ETF基金持仓量变化（金价：右轴）

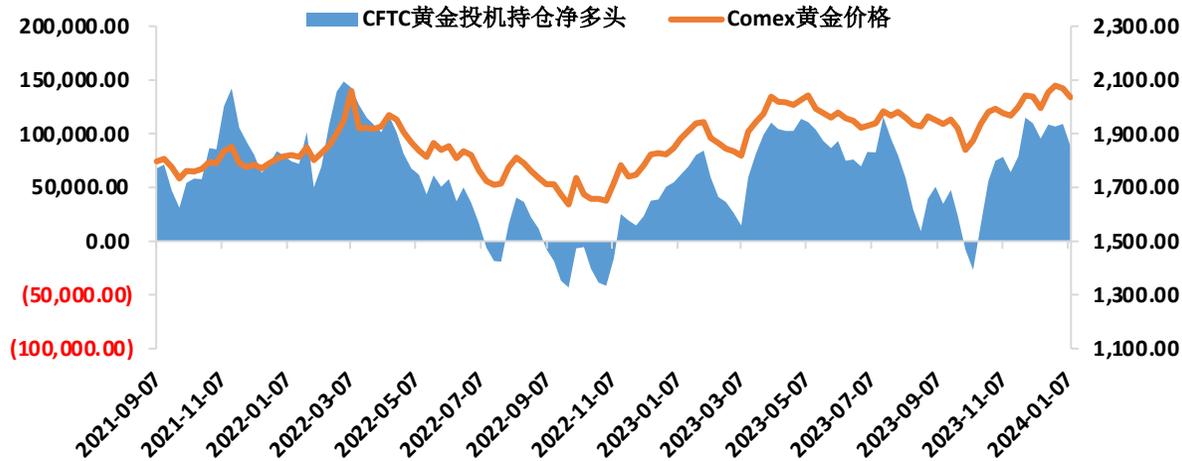


全球最大SLV白银ETF基金持仓量变化（银价：右轴）

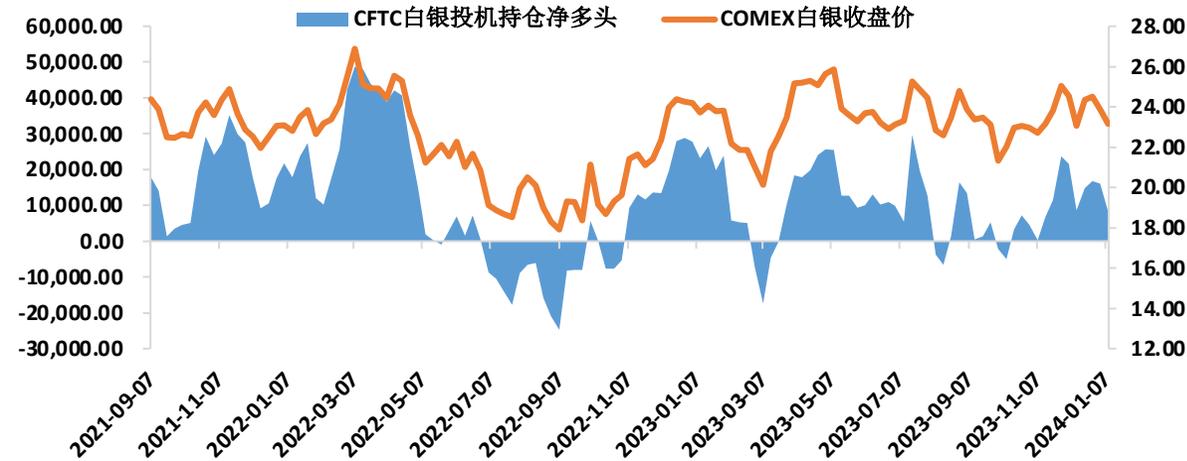


- 截至1月12日，全球最大SPDR黄金ETF基金持仓量约为862.8吨，较上周减少5.8吨；全球最大SLV白银ETF基金持仓量约为13483吨，持仓较上周大幅减少27吨。近期金银价格维持高位震荡但其ETF持仓仍持续走低维持近4年低位，但黄金ETF从市值看总体上与2023年初水平相近，散户和长期资金仍未入场，未来若美股等风险资产走弱投资者或选择增持黄金。

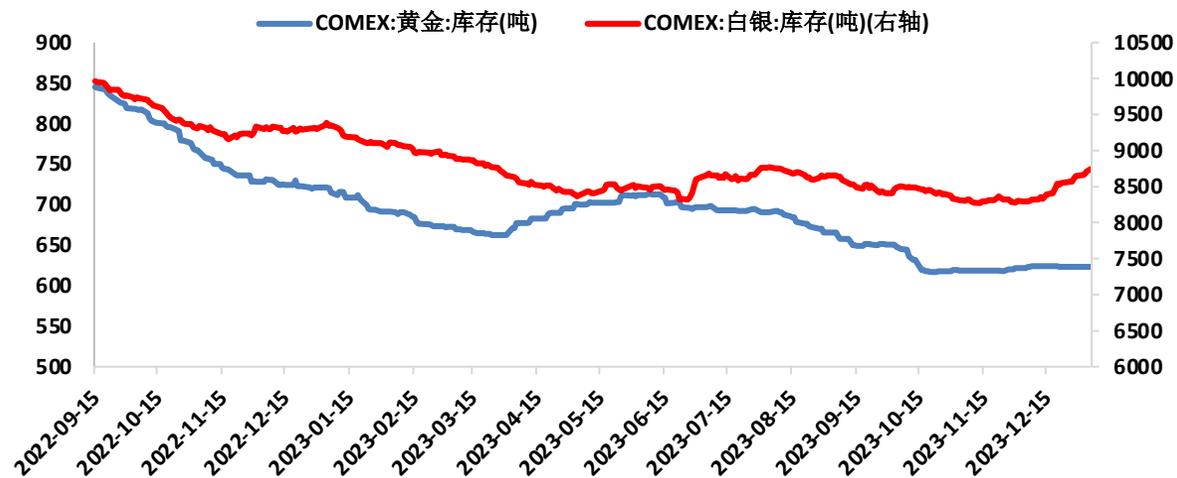
CFTC黄金期货投机持仓净多头变化



CFTC白银期货投机持仓净多头变化

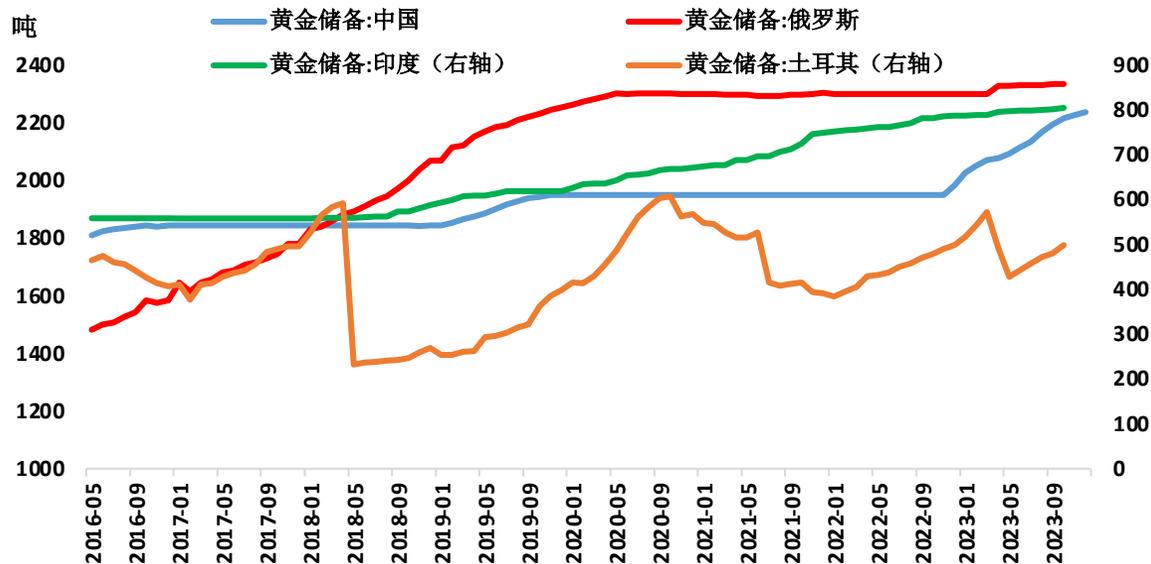


COMEX黄金与白银期货库存

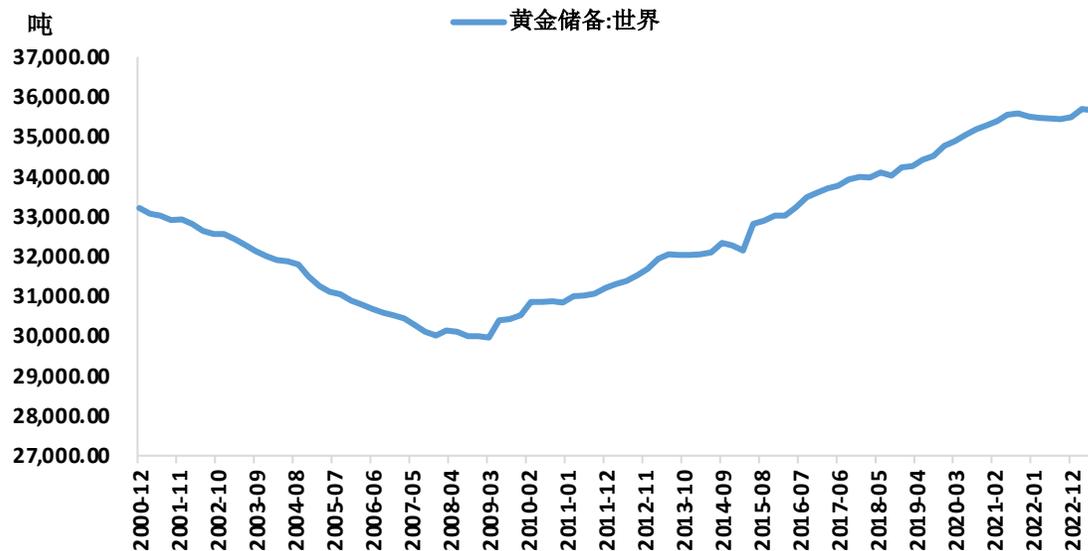


- 截至1月9日，CFTC黄金期货管理基金投机持仓净多头为88459手，持仓较上周下降20690手，多头增仓空头减仓；白银期货投机持仓净多头为8348手，环比减少7709手，多头减仓较空头更多。近期美国部分通胀数据维持韧性美联储表态谨慎使市场对降息时点预期有所修正，黄金价格维持高位，多头大幅离场，从方向上未来需要更多线索提供驱动否则持仓变动反复将增加价格波动。
- 本周COMEX黄金库存水平有小幅回落，白银库存持续1个多月回升创5个月新高。

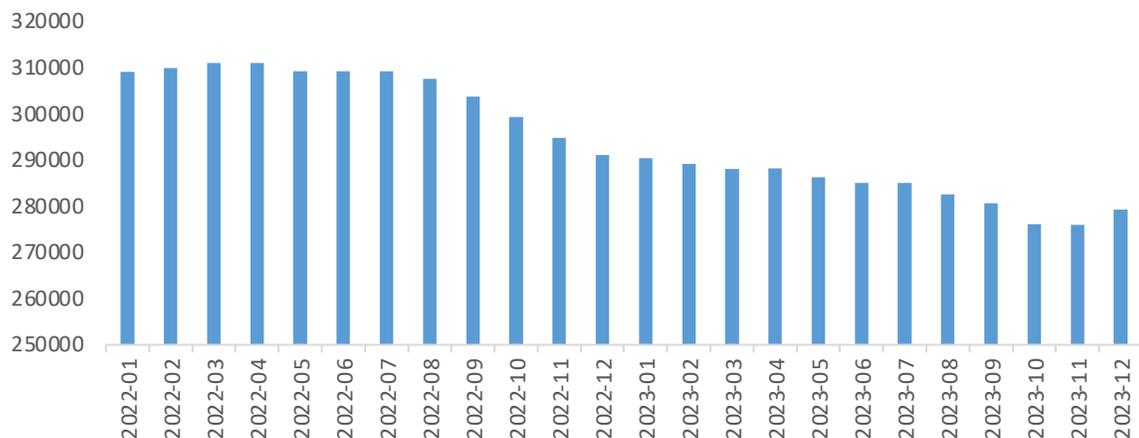
新兴国家官方黄金储备（吨）



全球央行黄金储备（吨）



LMBA伦敦金库存（千盎司）



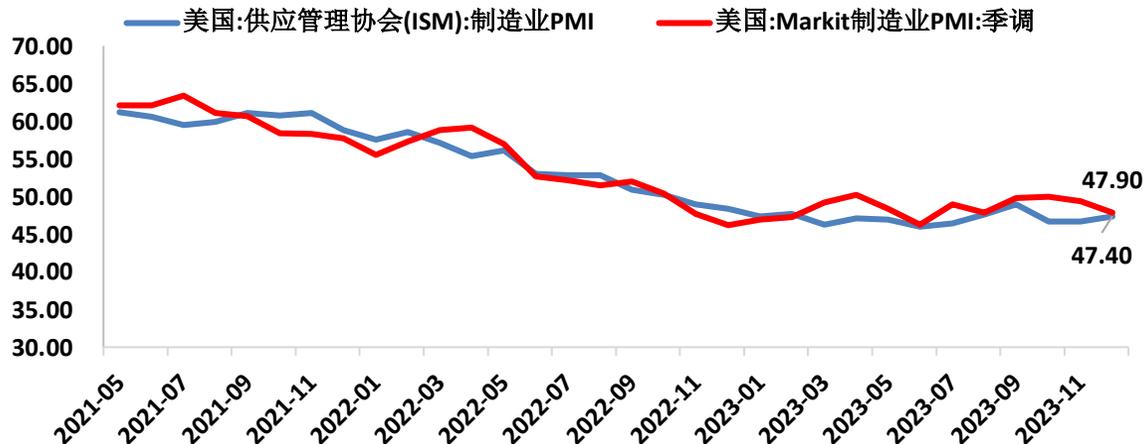
- 各国央行大规模持续购入黄金是推动金价上涨的重要因素之一。据世界黄金协会统计，截至2023年9月全球央行黄金储备总量约为35827吨，较上一季度增加161吨，续创数十年新高，三季度全球央行购金需求依然强劲。
- 1月7日，12月中国外管局公布黄金储备增加9吨达到2235吨连续14个月增持；土耳其、印度等国央行在三季度均有增持黄金储备；
- 2023年12月LMBA伦敦黄金库存小幅反弹至2.793亿盎司（约8697吨），当月增加月330万盎司。

3

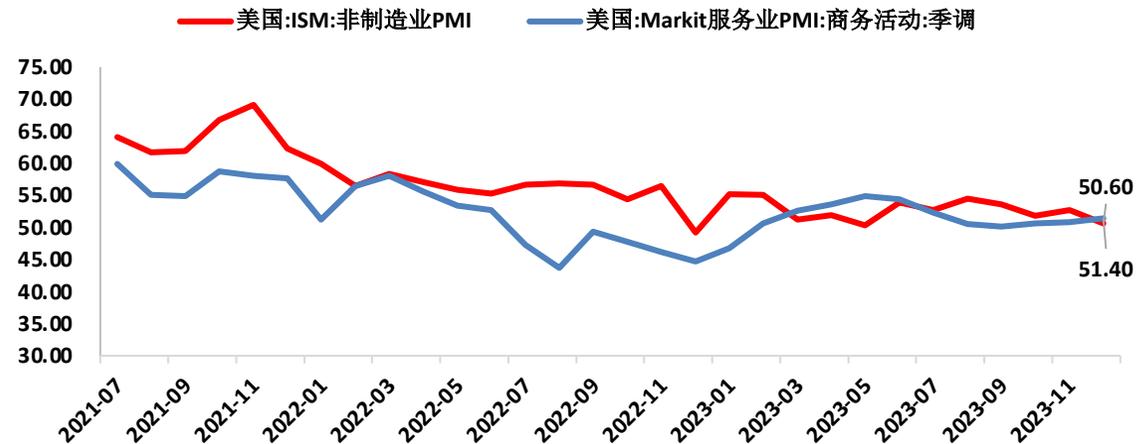


宏观基本面分析

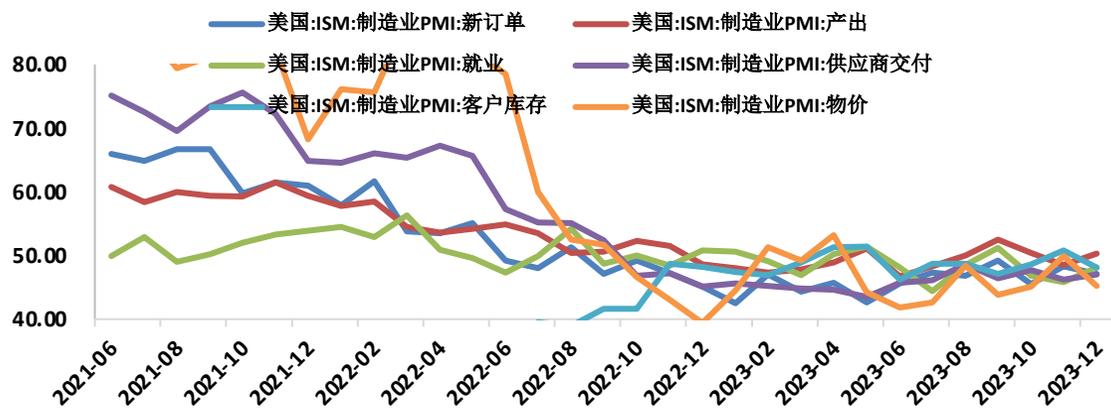
制造业PMI指数



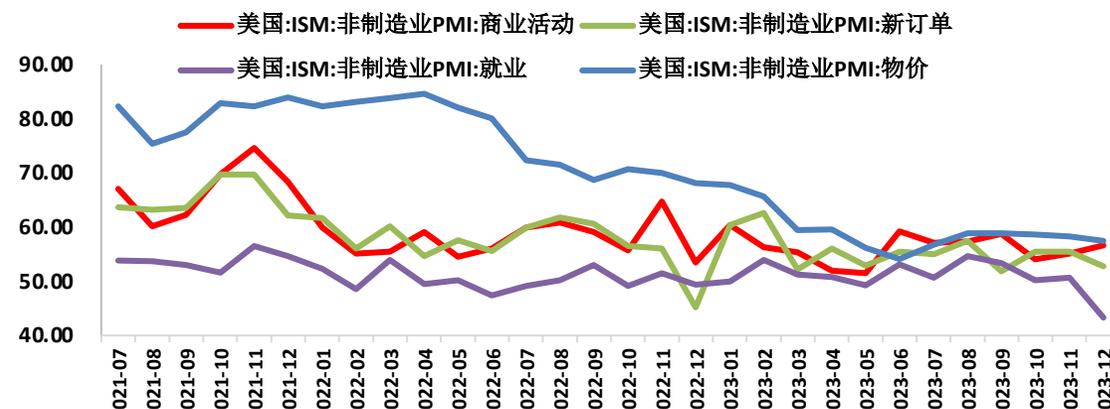
非制造业PMI指数



ISM制造业PMI分项指标

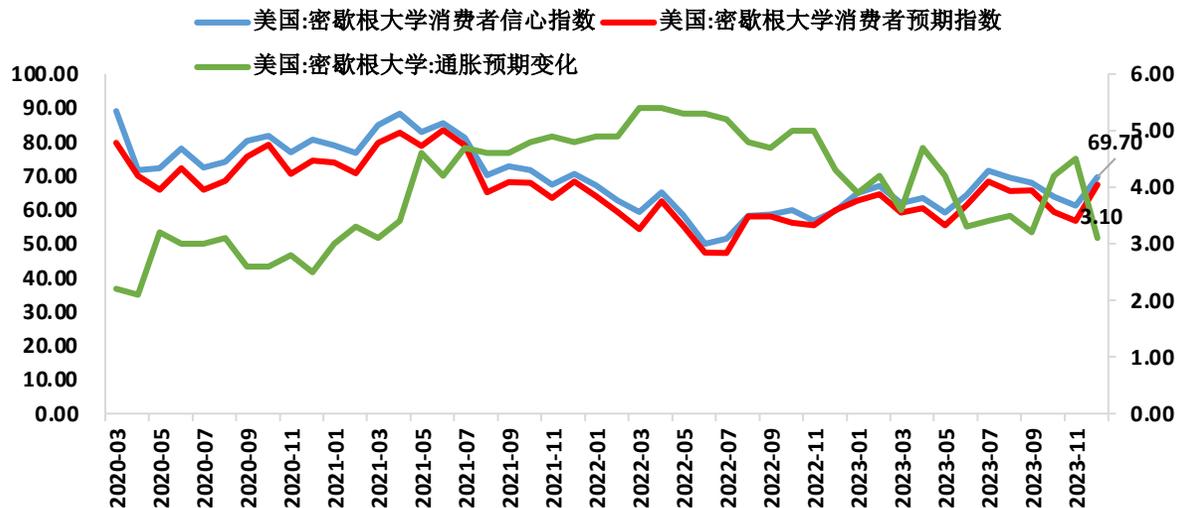


ISM非制造业PMI分项指标

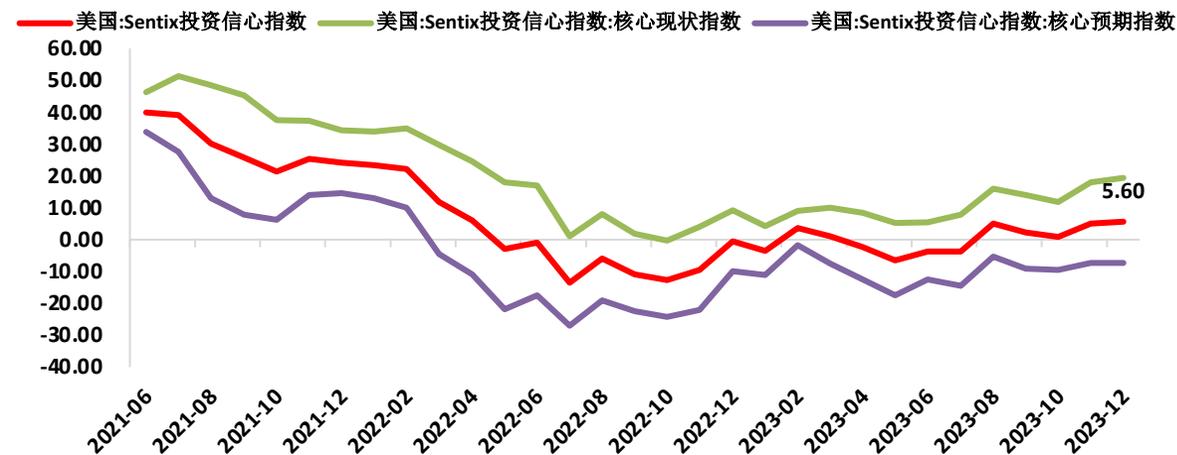


- 12月美国ISM制造业PMI较11月小幅反弹至47.4并好于预期的47.1，尽管订单需求疲软，但生产和就业回升，在库偏低的情况下，暗示未来可能开启的补库周期；服务业PMI意外回落至50.6，11月为52.7，其中就业分项大幅走低暗示商业活动持续疲软，消费或进一步降温。

美国密歇根消费者信心指数

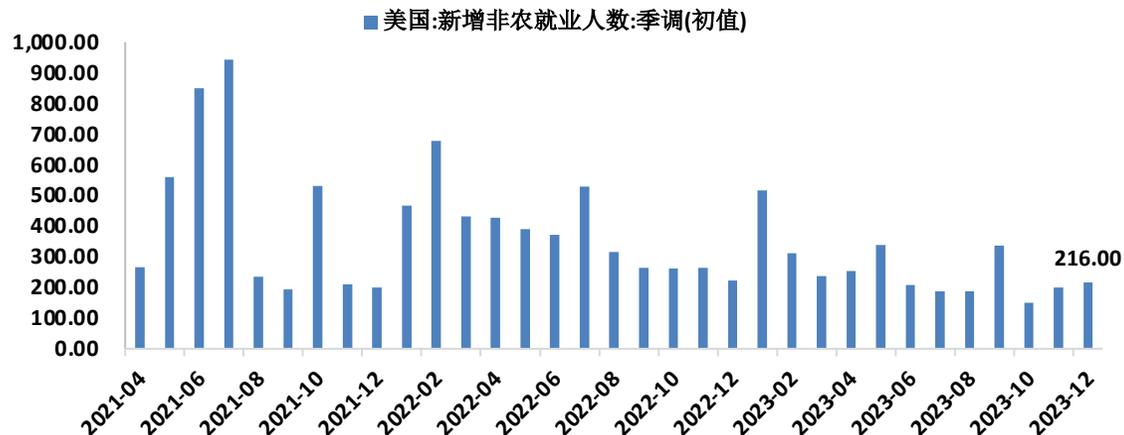


美国Sentix投资者信心指数

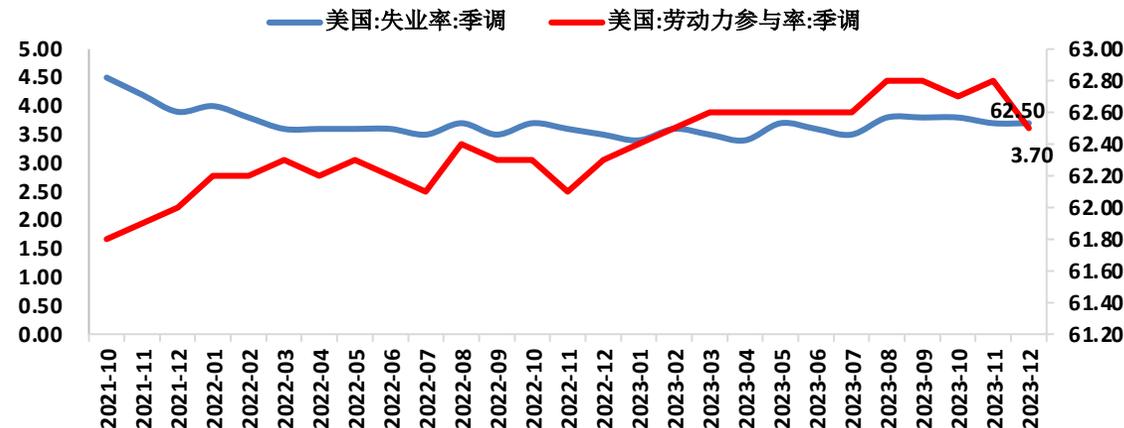


- 12月美国密歇根消费者信心指数终值较初值大幅上升至69.4创近4个月新高，通胀预期则大幅回落至3.1%创两年半的新低且不及预期，年末由于欧美重要节日到来刺激消费需求，但近期能源价格回落使通胀预期走弱；
- 12月美国Sentix投资信心指数继续回升至5.6，美联储停止加息美债收益率回落或使投资信心持续改善。

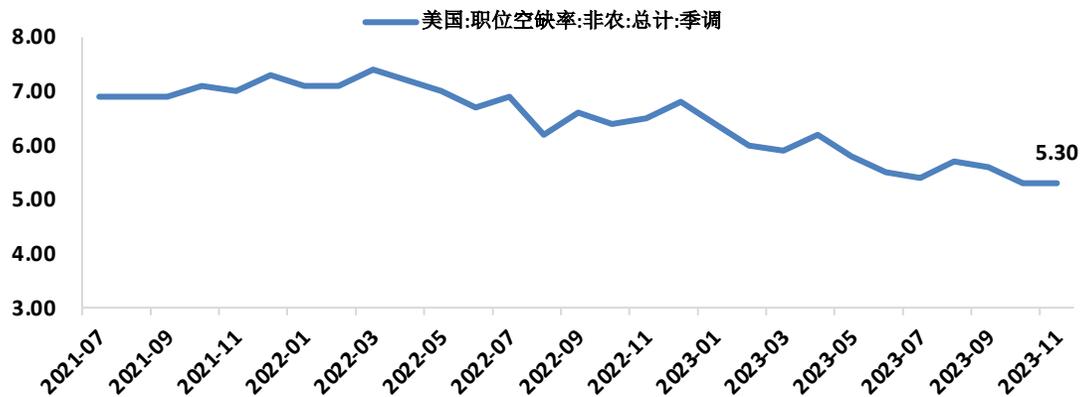
美国新增非农就业人数（千人；政府部门：右轴）



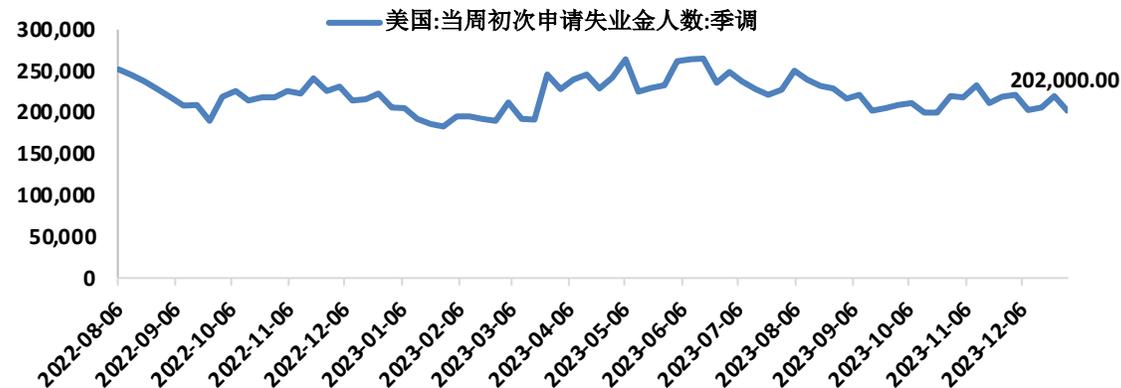
美国失业率与劳动参与率（%；劳动参与率：右轴）



美国职位空缺率（%）

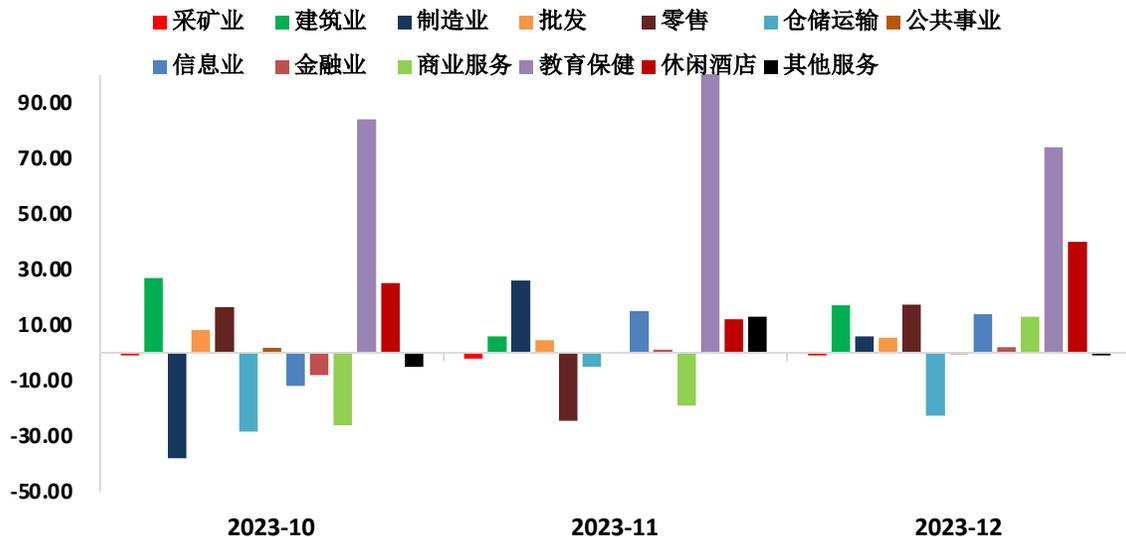


美国当周初请失业金人数（人次）

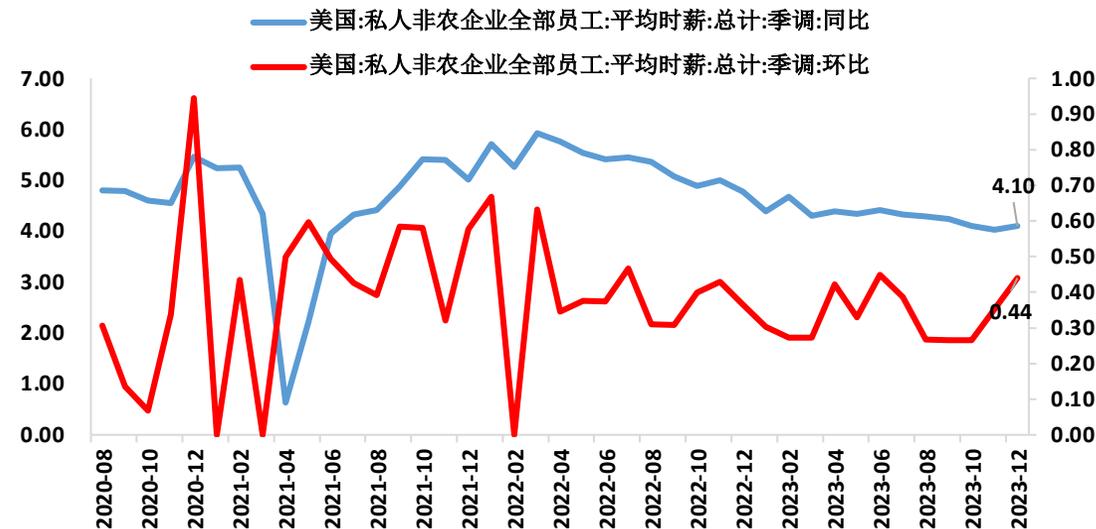


- 美国12月新增非农就业人口为21.6万人均高于预期和前值的17.5万和17.3万（下修），失业率维持在3.7%高于预期的3.8%，劳动参与率降至62.5%创去年2月以来新低使失业率好于预期，但11月职位空缺人数进一步回落创2021年初以来最低水平，离职率下降反映就业市场仍在降温。

美国非农新增就业人数结构（千人）

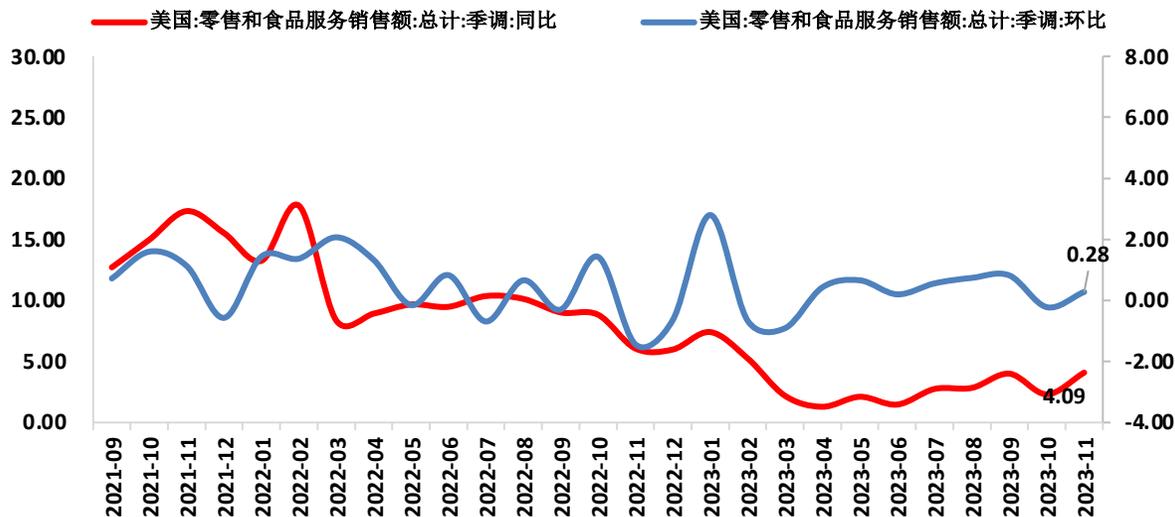


美国非农企业员工平均时薪同比与环比变化（%；薪资环比：右轴）

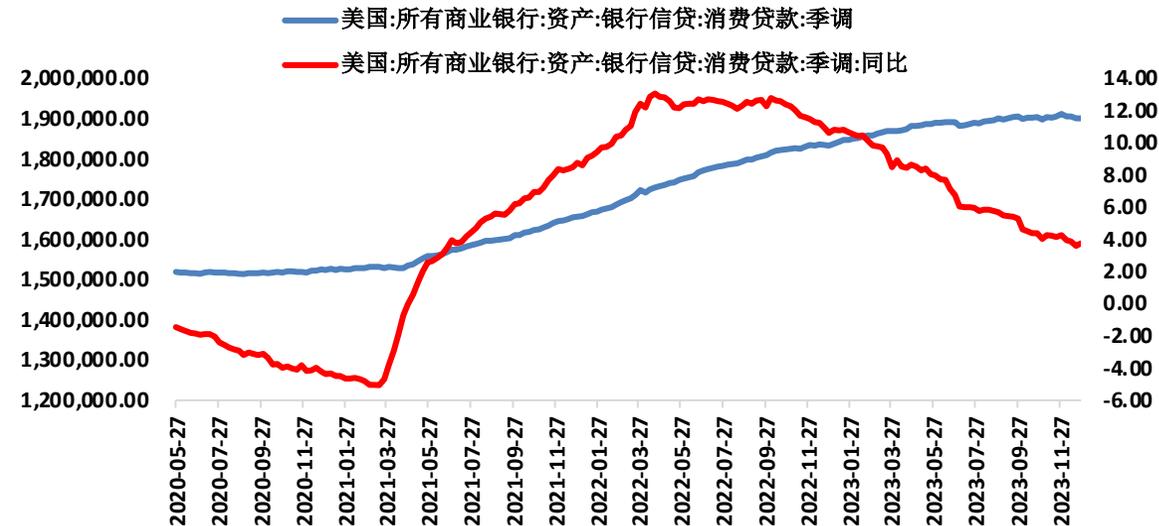


- 从结构上看，12月教育保健行业仍是主要新增岗位来源但增幅较前两月有所减少，休闲旅游行业当月亦有大量新增就业，然而仓储运输行业出现了明显的岗位减少；
- 非农数据薪资增速同比出现小幅反弹至4.1%高于预期的3.9%，环比增幅为0.4%高于预期的0.3%，当前薪资增长仍有韧性反映就业市场暂未恶化，但预期未来在经济就业逐步放缓的趋势中将持续走弱。

美国零售和食品服务销售变化（%；环比：右轴）

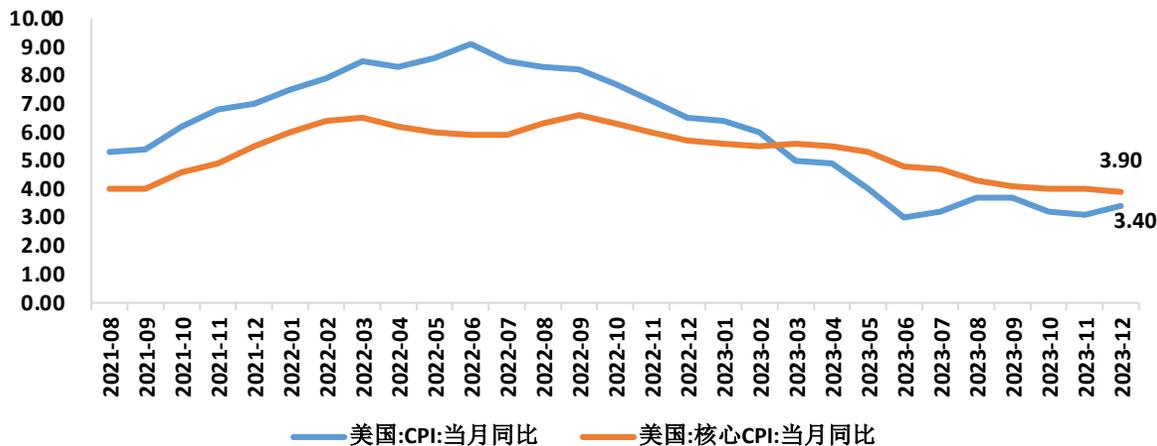


美国个人商品与服务消费支出环比（%；消费支出：右轴）

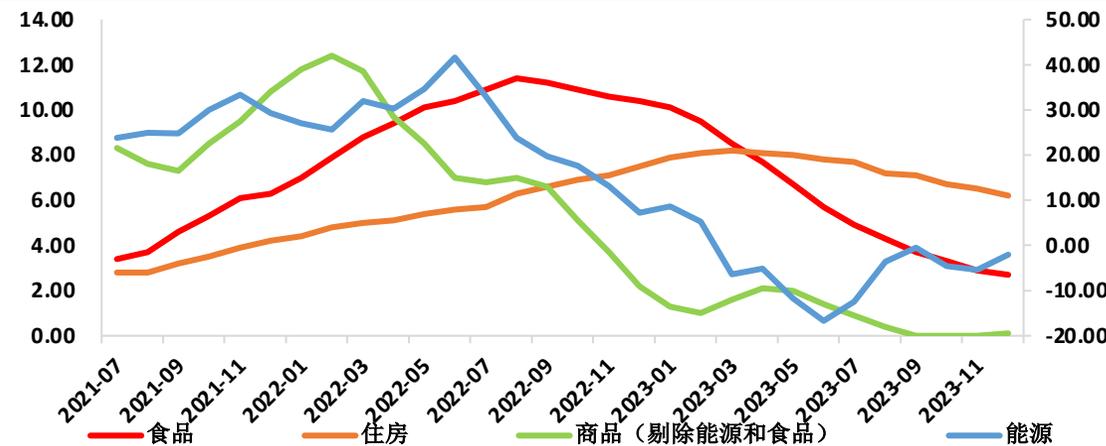


- 美国11月消费数据环比由负转正增长0.3%好于预期的-0.1%，同比回升至4.1%，年末欧美重要节日带动非耐用品和餐饮消费增长，然而耐用品消费仍然低迷环比负增0.2%，
- 整体上美国居民消费支出情况仍受到薪资增长和超额储蓄的支撑呈现出一定的弹性，但在预期降低的情况下，按揭利率高企使美国房地产需求基本冻结，未来对消费的驱动将进一步减弱。

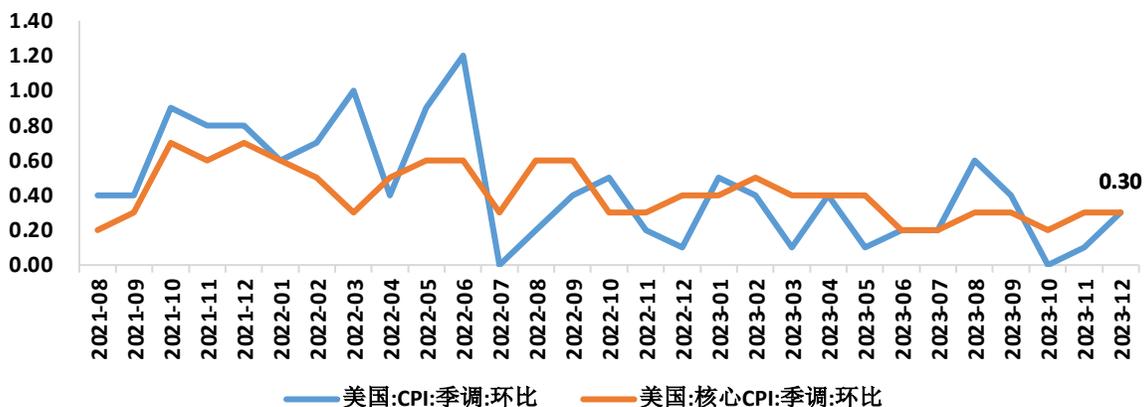
美国CPI与核心CPI同比 (%)



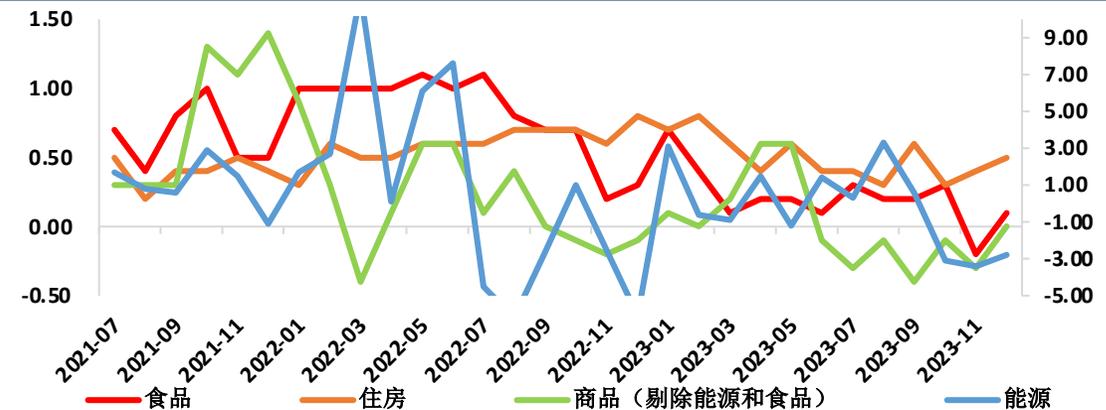
美国CPI分项同比 (%) ; 能源 : 右轴



美国CPI与核心CPI环比 (%)

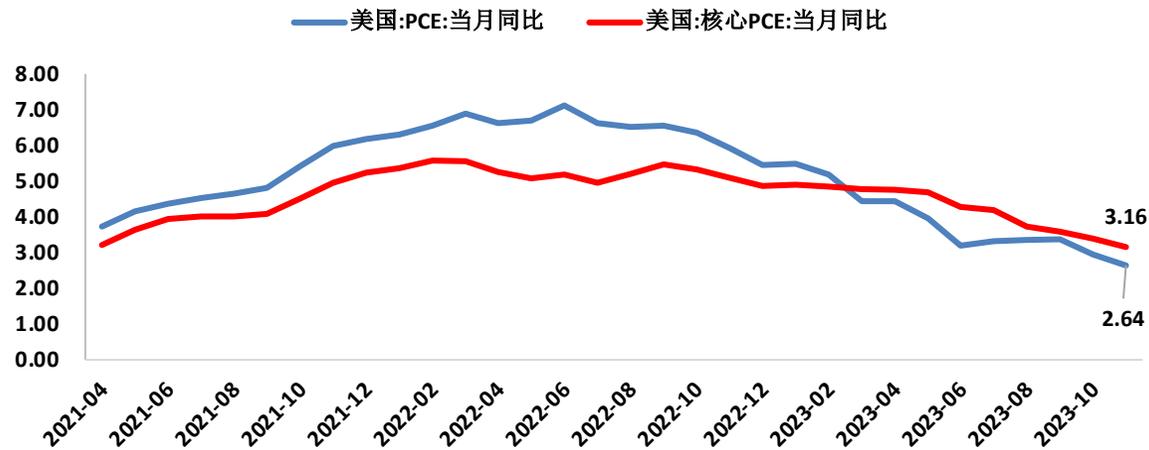


美国CPI分项环比 (%) ; 能源 : 右轴

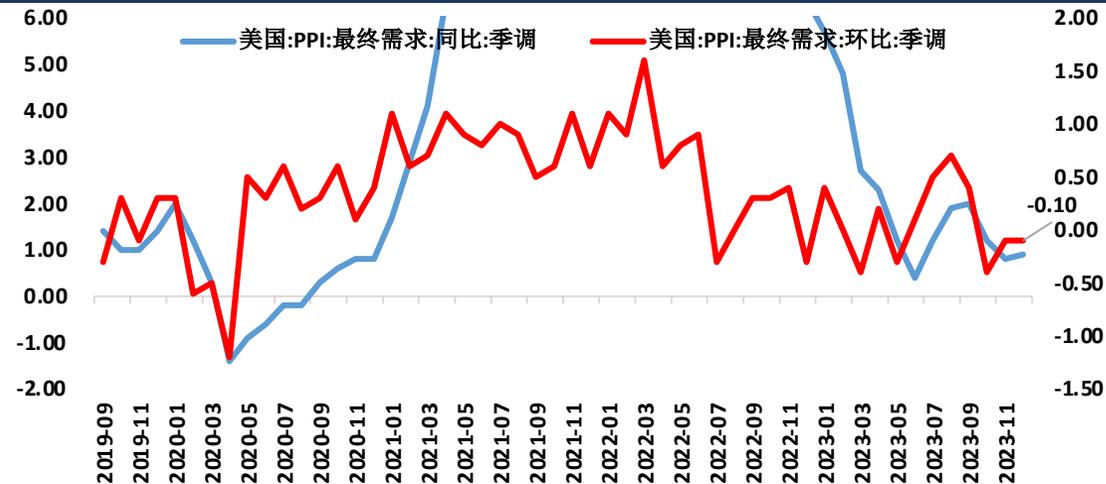


- 美国12月CPI同比反弹至3.4%，高于预期的3.2%，环比超预期增长0.3%，核心CPI同比增幅降至3.9%强于预期，为2021年5月以来新低。能源上涨为数据略高于预期的原因，另外住房环比上升为主要贡献，但房价和市场租金同比继续放缓，核心服务项的通胀压力正在逐渐减轻。

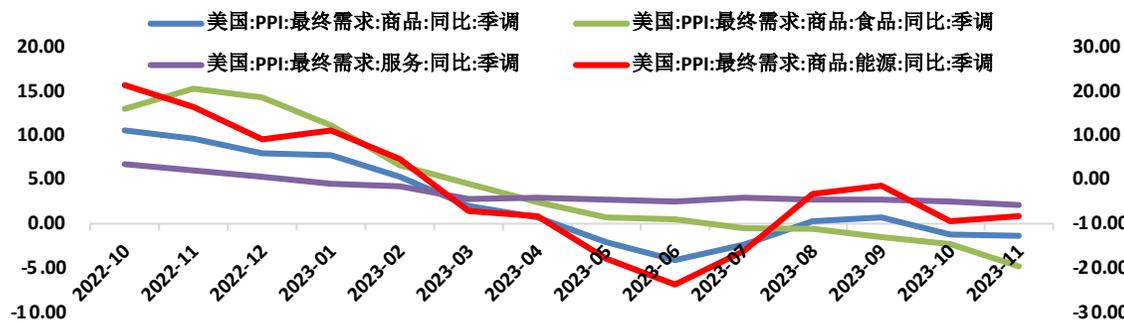
美国PCE与核心PCE同比 (%)



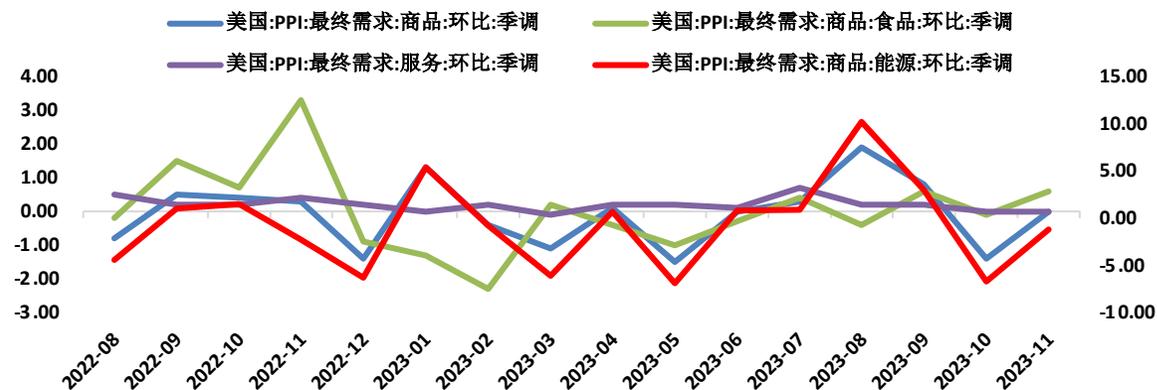
美国PPI同比与环比 (%) ; 环比: 右轴



美国PPI分项同比 (%) ; 能源: 右轴

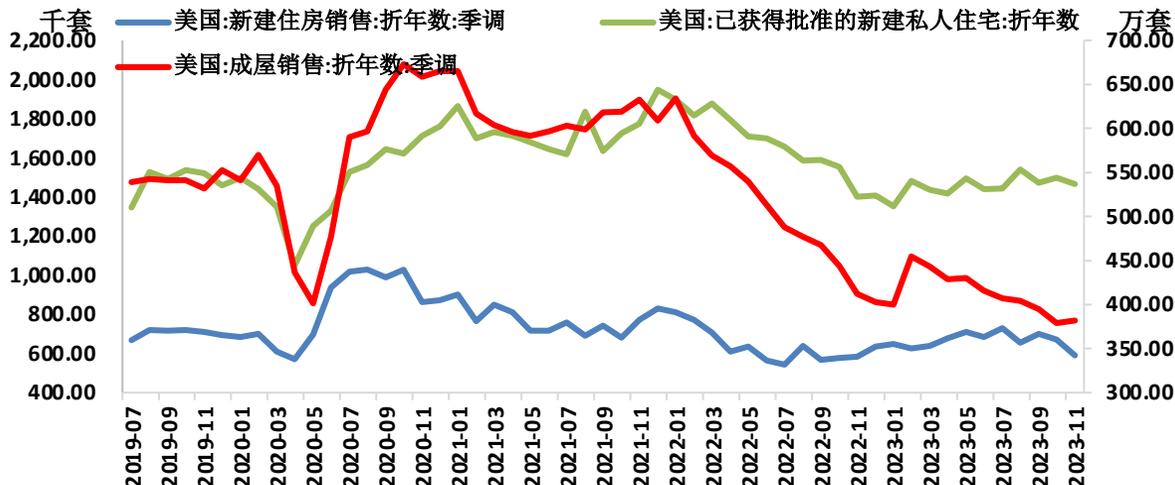


美国PPI分项环比 (%) ; 能源: 右轴

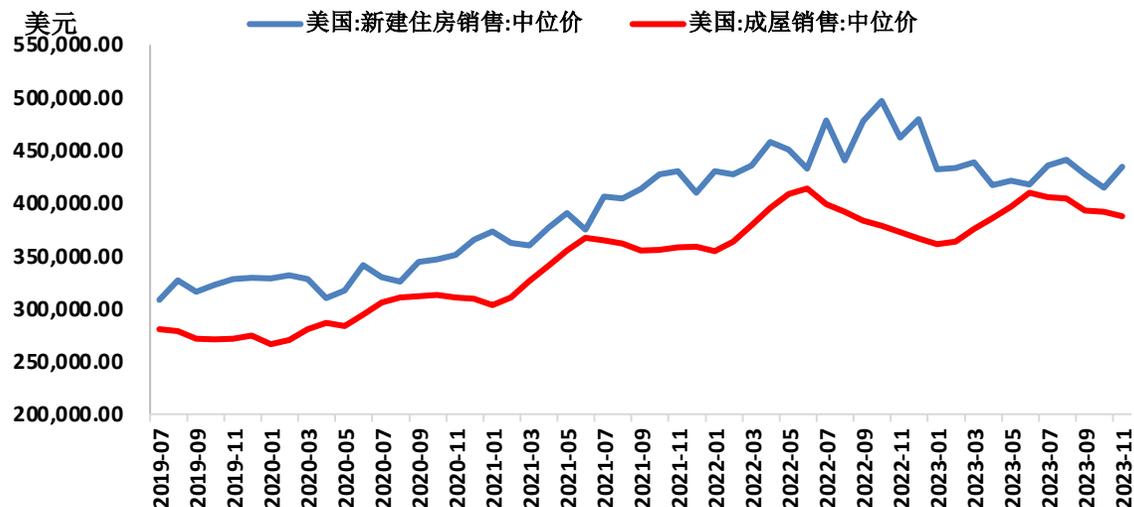


- 11月核心PCE价格环比增0.1%低于预期的0.2%，同比增幅如期回落至3.2%亦不及预期，数据创2021年4月以来新低，通胀放缓或较预测更快；
- 美国12月环比下跌0.1%不及预期为连续第三个月出现下滑，同比上涨1%；核心PPI同比1.8%，较前值2%放缓，环比持平低于预期，前值为

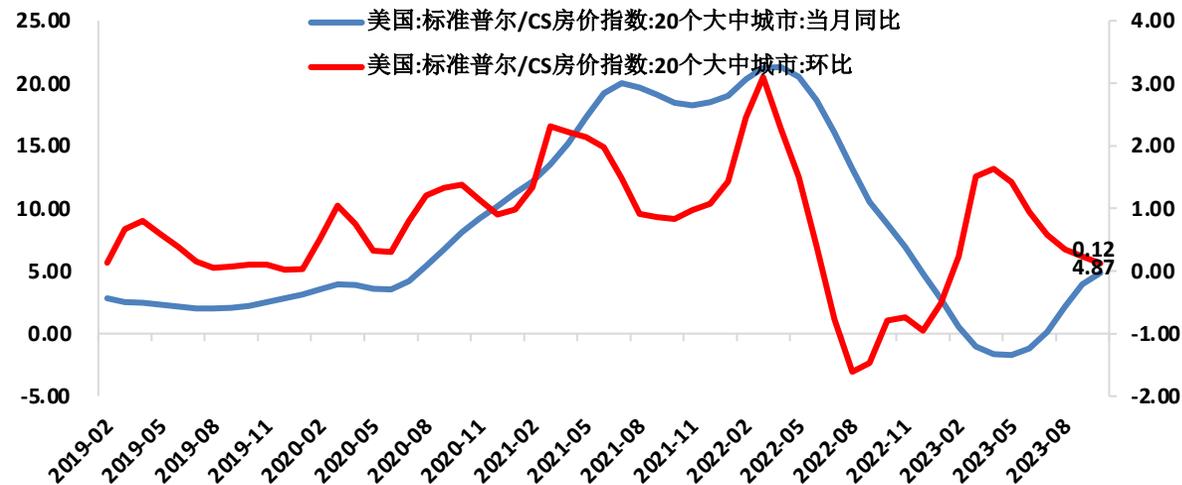
美国房地产销售和投资数据（右轴：成屋销售）



美国新建住房与成屋销售价格中位数（美元）

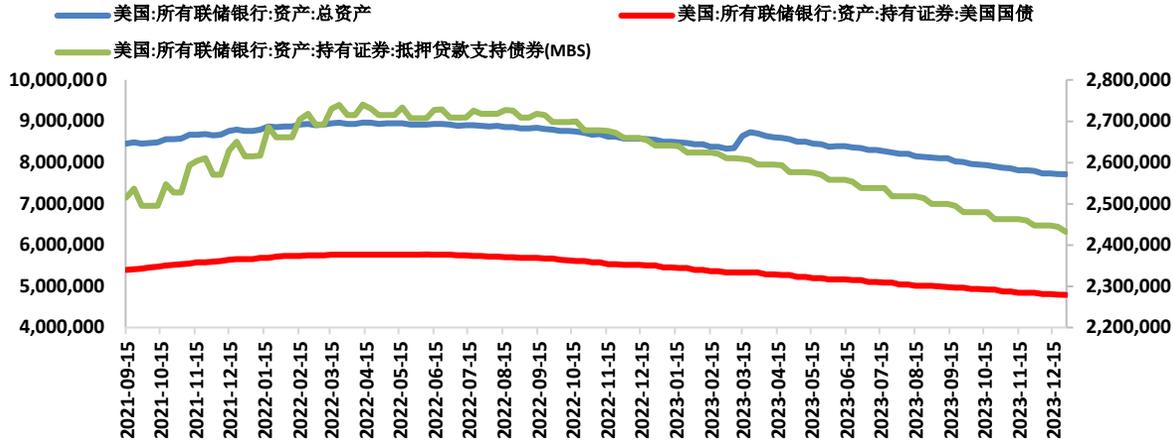


美国20个大中城市房价增速（%；环比：右轴）

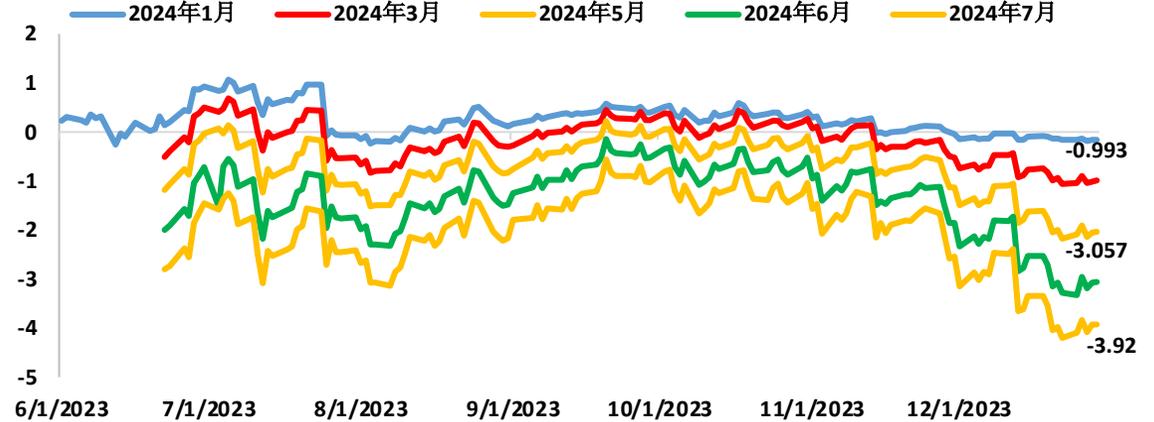


- 11月美国成屋销售年化结束5个月的连降而小幅回至382万套仍维持在2010年以来低位，房价同步环比进一步回落0.1%，高利率和高房价将持续抑制需求，11月新房开工有所回落，销售则降至5.9万套，房价中位数呈现回升；近期美国30年房贷利率持续回落脱离高位有所回落至7%以下，预期房地产需求将持续减弱；
- 美国10月S&P/CS20座大城市房价指数同比增长升至4.9%，数据符合预期，前值3.9%，环比增幅降至0.1%，在10月30年期固定抵押贷款利率升至历史高位之际，房价仍较坚挺，后期或在需求转弱的情况下持续走低。

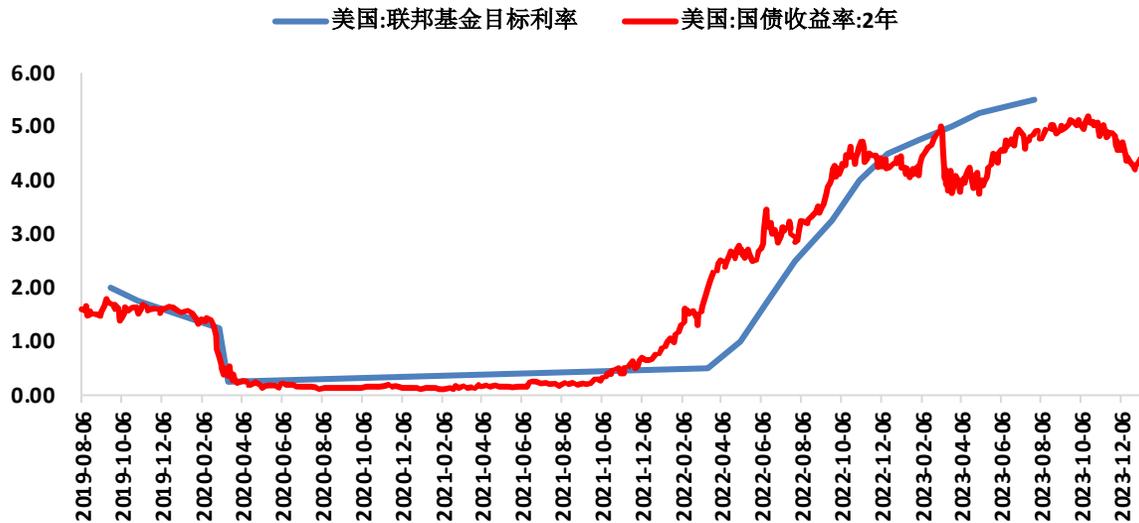
美联储资产负债表规模 (百万美元; 右轴: MBS)



美联储加息降息概率预测 (次; 每次25bp)

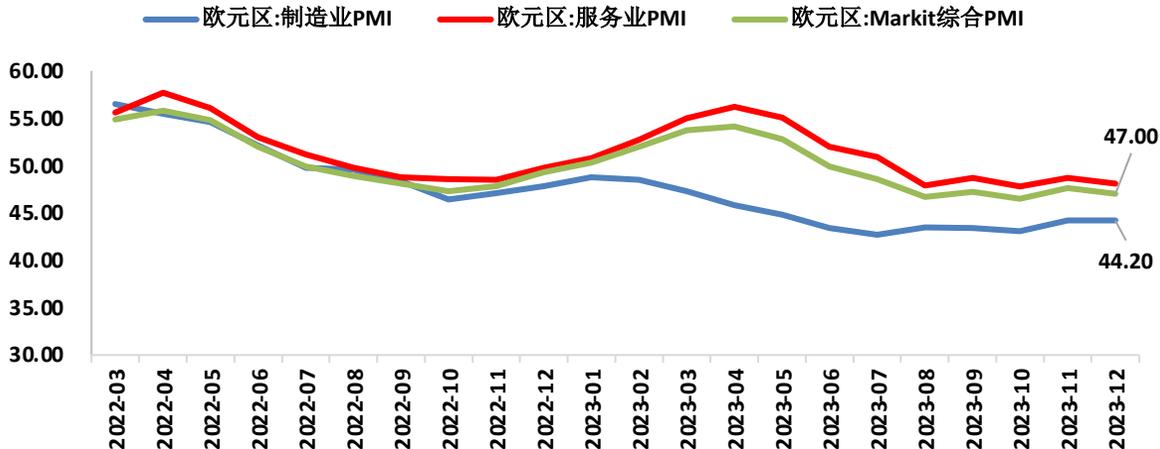


美国联邦基金目标利率与2年期美债收益率 (%)

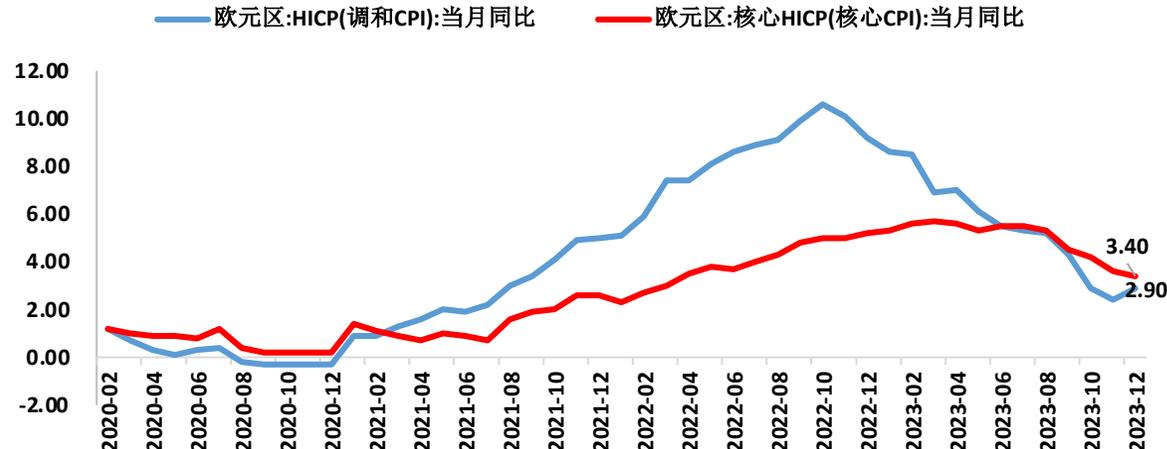


- 美联储12月利率决议如期停止加息，在利率的指引方面声明中表示高企通胀已有所缓和，点阵图预测则暗示了美联储转鸽明年将降息至少降息三次，经济预测方面对明年通胀和利率水平亦有下调。会议纪要显示其官员对于降息态度较谨慎，并透露在通胀风险下降的情况下2024年适合降息但路径存在不确定性，认为3月加息为时尚早，同时不排除有再次加息的可能。目前美联储内部对降息前景存在分歧，但从明年FOMC票委的态度来看，鸽派的支持人数相对占多数。
- 美国有更多地区经济活动正在下滑，随着2024“大选年”到来，美联储需要引导美国经济“软着陆”，降息时点可能早于2024年中，市场目前仍预期首次降息在3月且之后每次会议都将有降息。

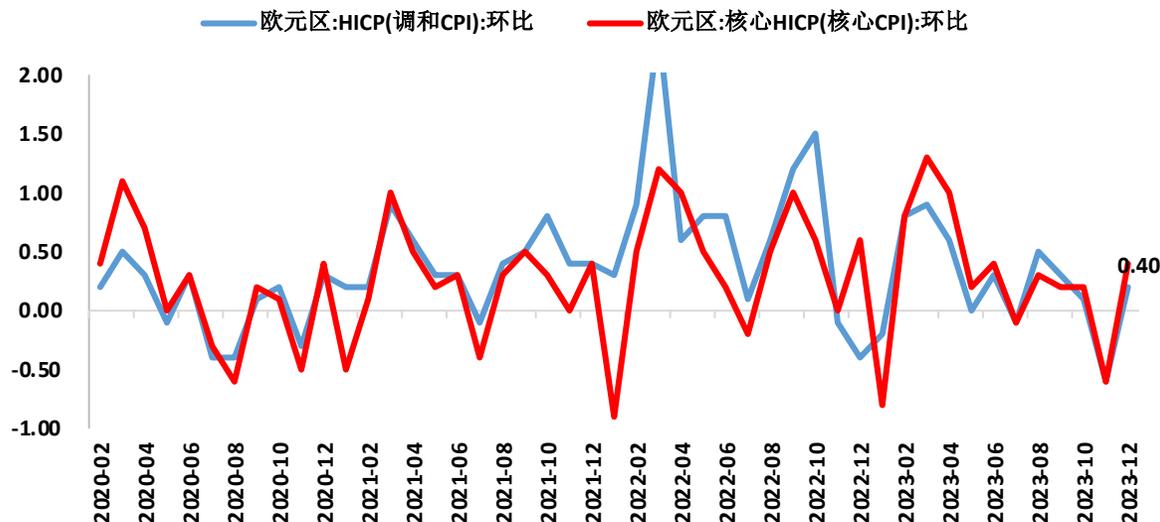
欧元区制造业与非制造业PMI



欧元区CPI与核心CPI同比 (%)

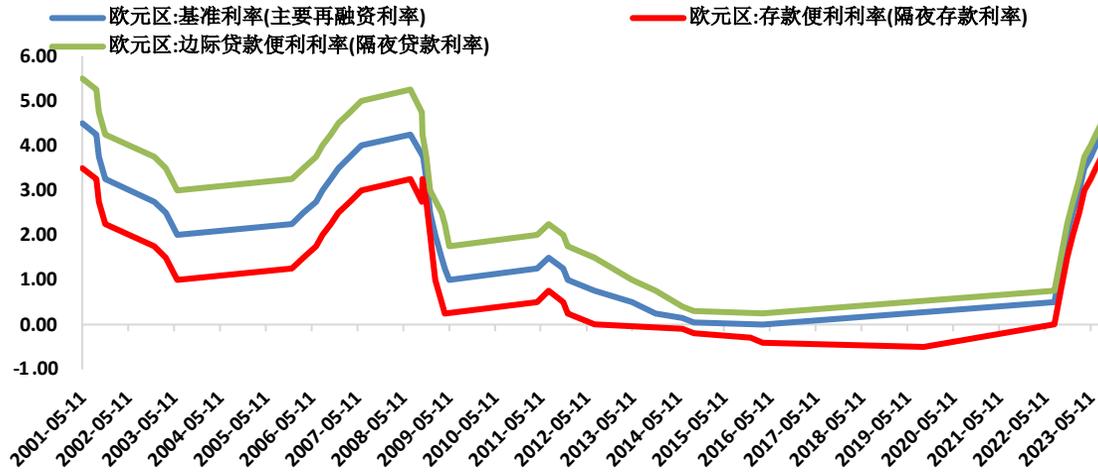


欧元区CPI与核心CPI环比 (%)

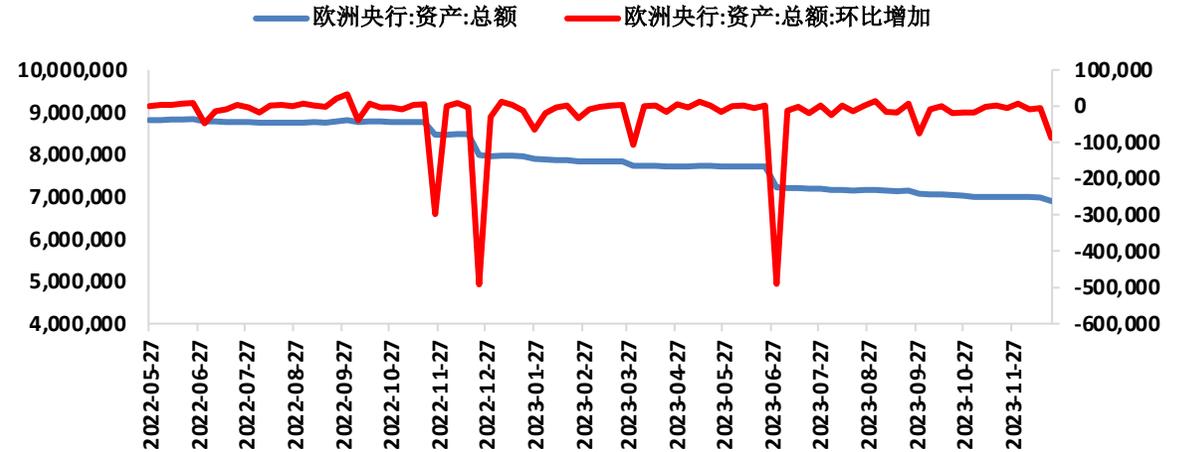


- 欧元区12月制造业PMI初值与上月持平于44.2低于预期的44.6，连续11个月处于萎缩区间，服务业和综合PMI小幅降至48.1和47均不及预期，数据反映欧元区私营部门的商业扩张步伐在年底趋于恶化，经济没有显示出任何明显的复苏迹象；
- 12月CPI从11月份的2.4%跃升至2.9%，略低于预期的3.0%，为去年4月以来首次通胀回升，其中食品、酒类和烟草对价格的拉动作用最大，核心通胀降至3.4%符合预期为连续第五个月下降；
- 欧元区第三季度经济增长弱于预期，20个欧元区国家的GDP环比下降0.1%，欧洲央行官员对经济前景存在分歧，但经济学家们预计欧元区经济第四季度将环比下滑0.1%，连续两个季度环比下滑即陷入“技术性经济衰退”。

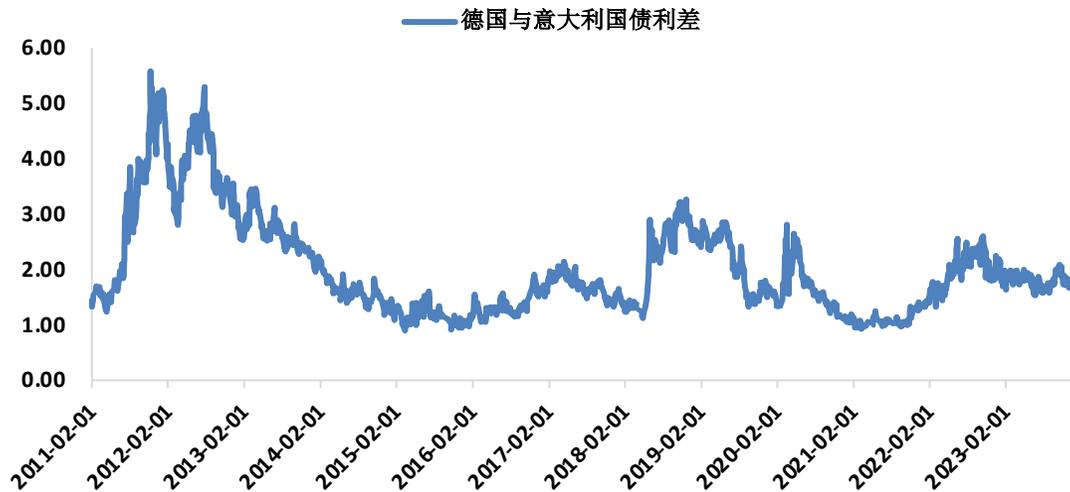
欧洲央行利率变化 (%)



欧央行资产负债表规模以及环比变化 (百万欧元; 环比变化数: 右轴)

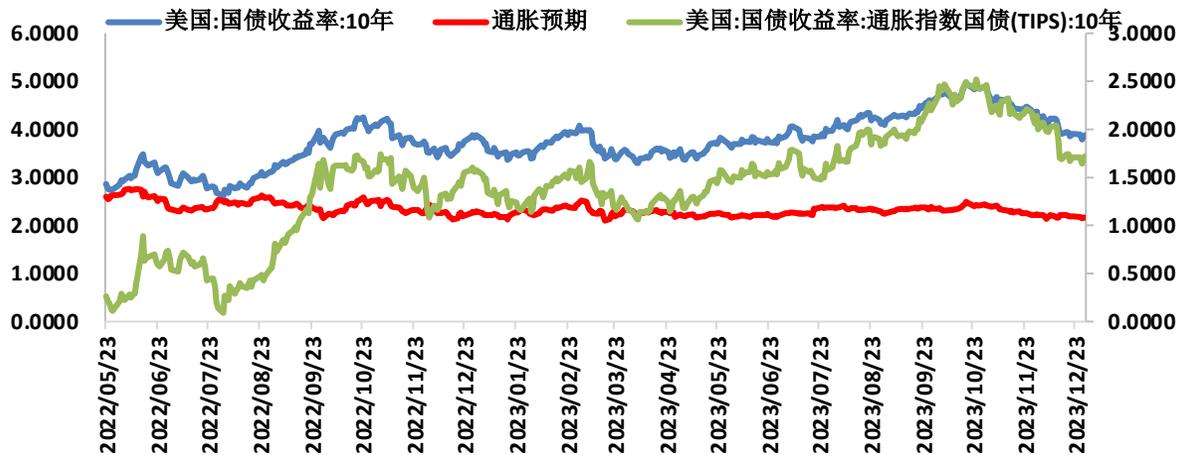


德国与意大利国债利差 (%)

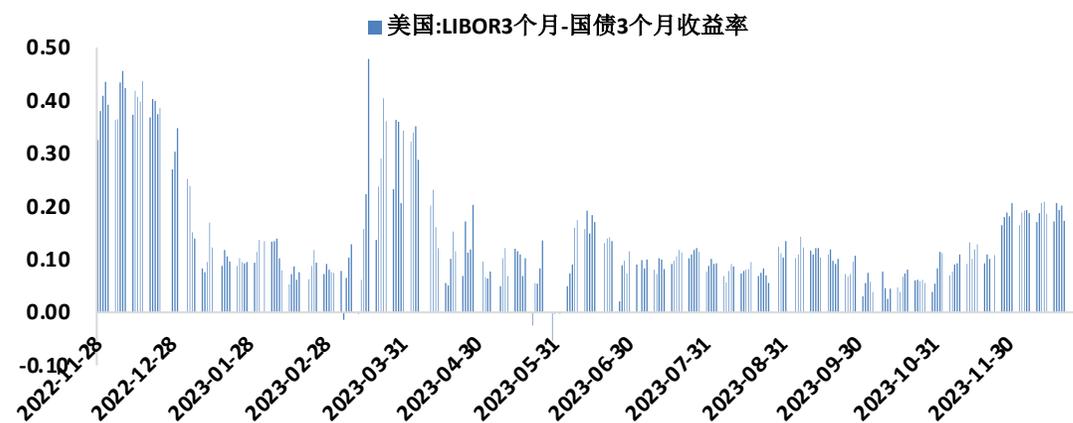


- 欧洲央行对降息保持谨慎，央行行长拉加德最新讲话表示欧元区并未陷入严重衰退，现在对通胀绝对不能放松警惕；另外有鹰派官员则表示称经济有望实现软着陆现在考虑降息还为时过早，欧元区通胀率可能在两年后达到欧洲央行2%的目标。欧洲央行部分官员对经济前景存在分歧，首席经济学家连恩在欧洲央行在最新采访中表示，欧洲央行将在6月前获得关键数据，以决定潜在降息周期的第一步行动。
- 目前欧元区利率期货市场定价欧洲央行2024年五次降息25个基点，经济学家大部分预测通胀下降将促使欧洲央行2024年年中开始降息。

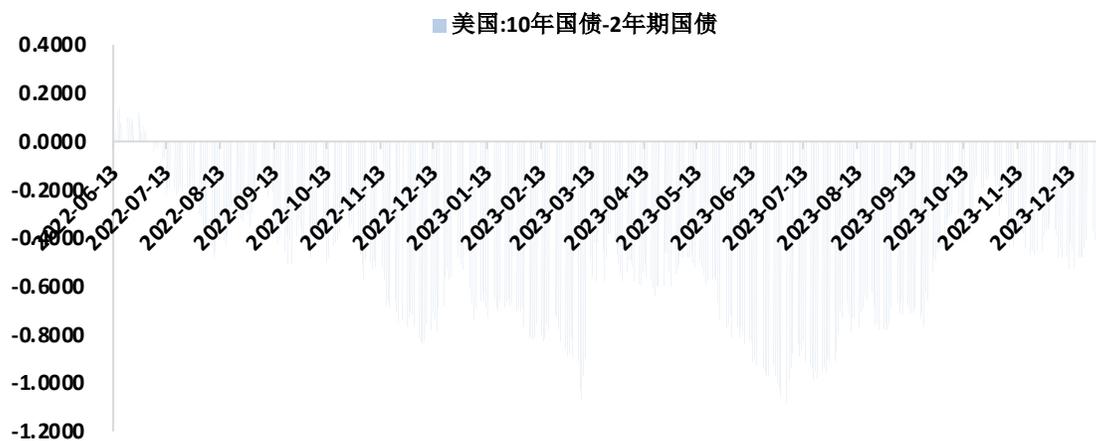
10年期美债收益率与美国通胀预期（%；右轴：TIPS收益率）



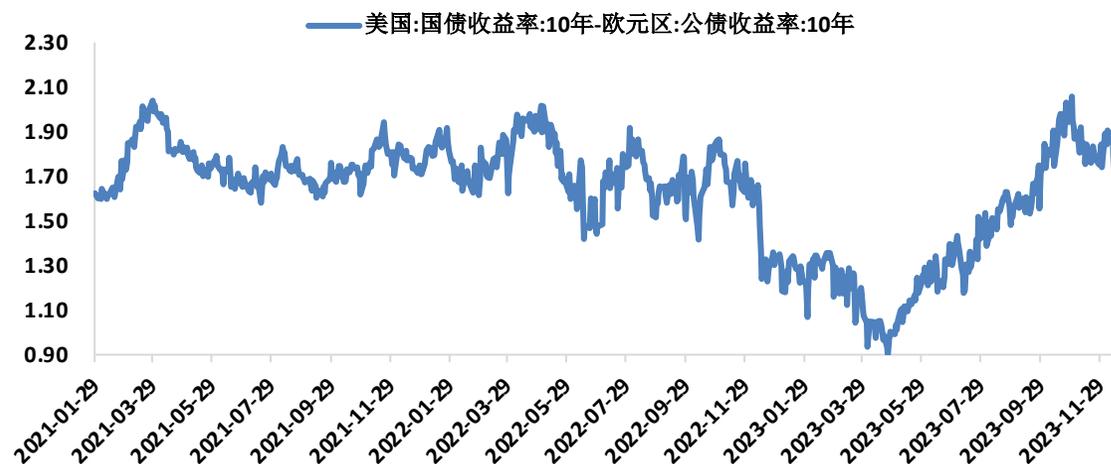
美元短期流动性（%）



美国长短利差（%）



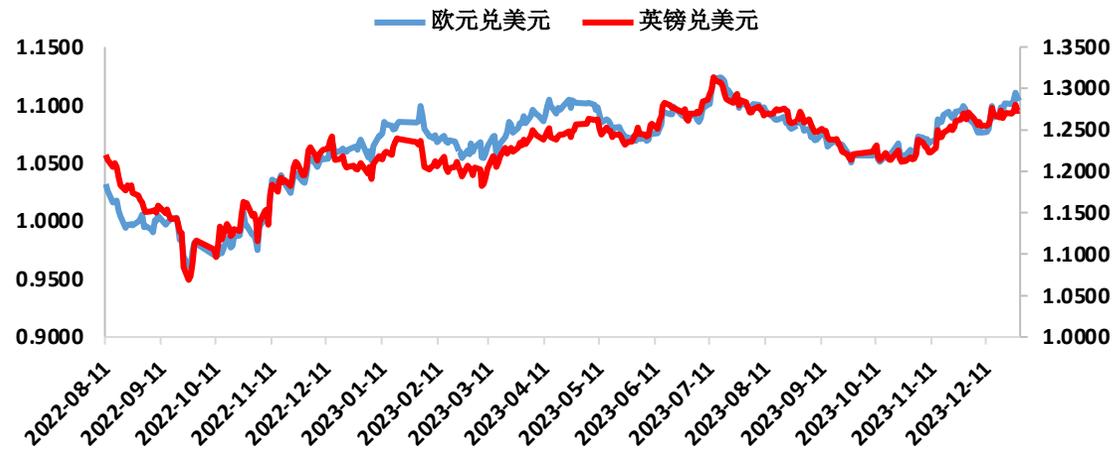
欧美利差（%）



美元指数走势



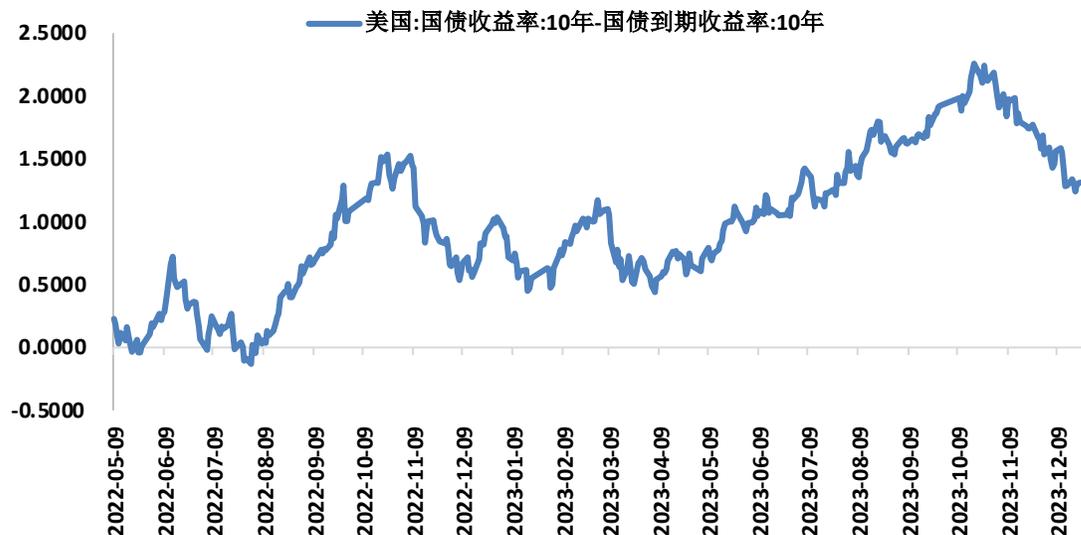
欧元兑美元，美元兑英镑汇率（美元兑英镑：右轴）



美元兑日元，美元兑人民币汇率（美元兑人民币：右轴）



中美利差

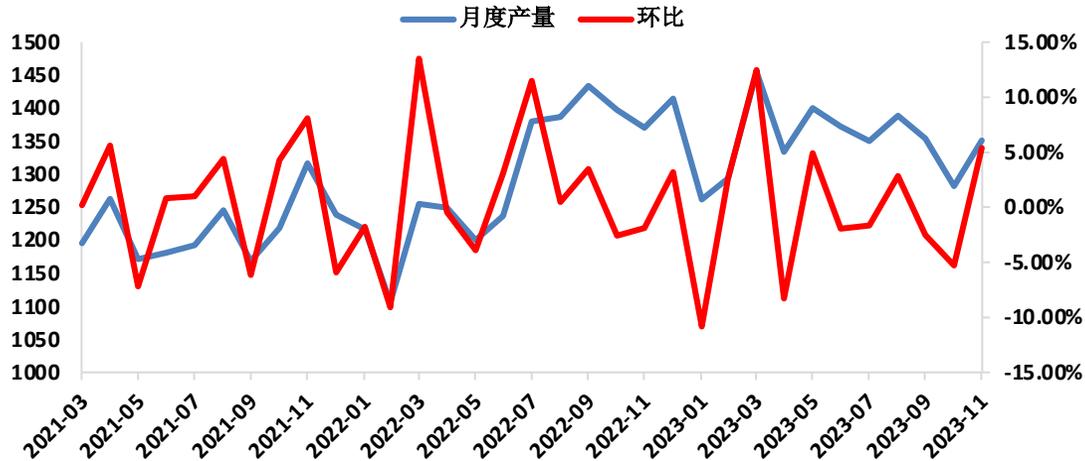


4

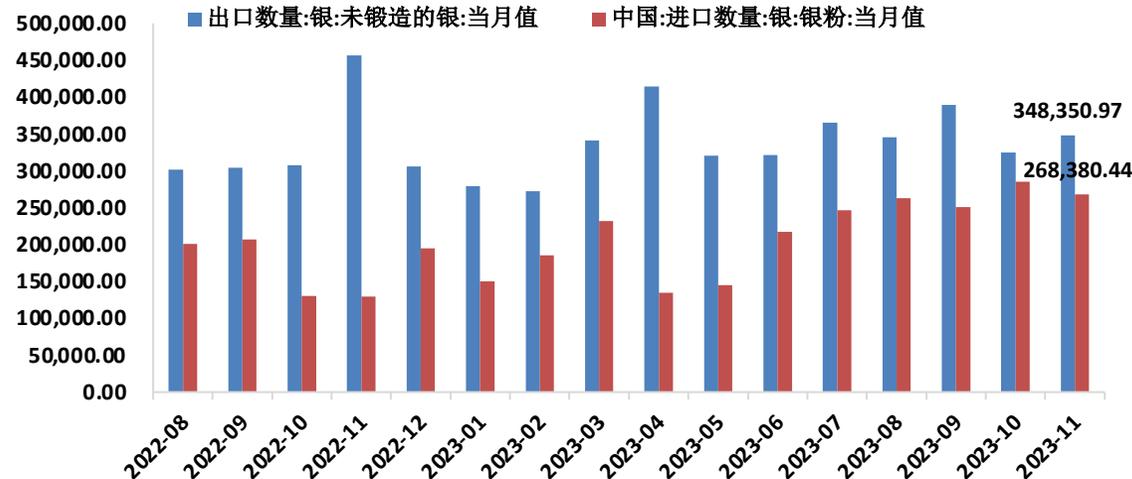


白银产业基本面分析

国内白银月度产量（吨；%；右轴：环比）

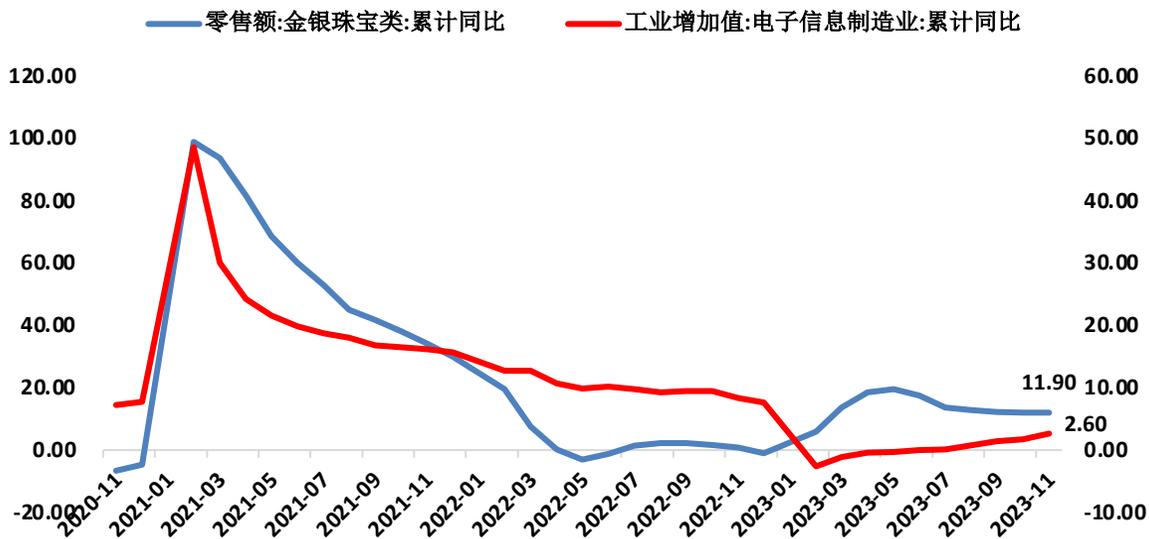


白银制品进出口量（吨）

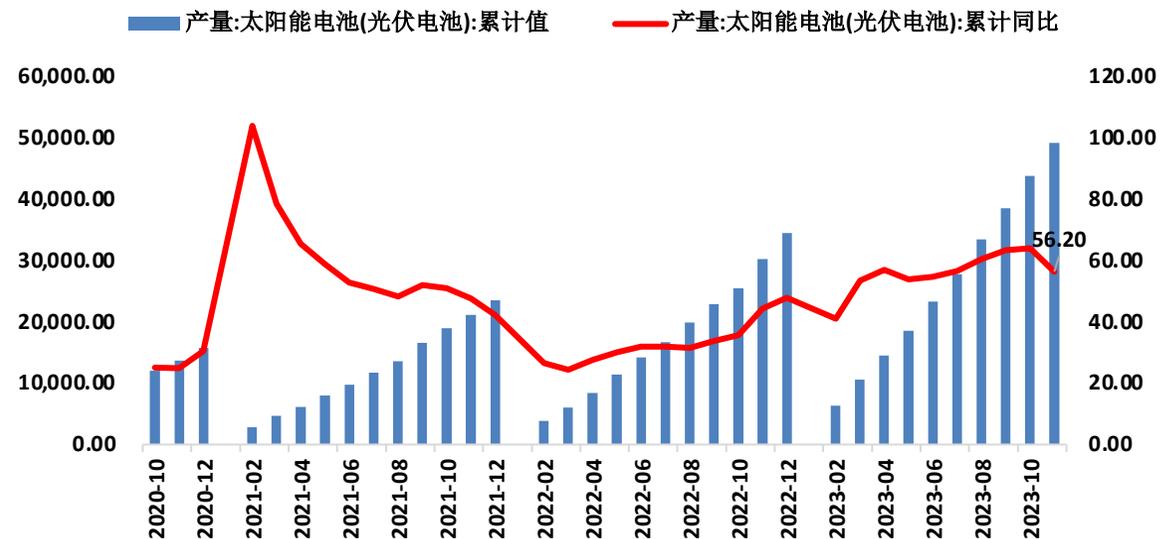


- 11月国内1#白银产量回落至1350.8吨环比增长5.4%，同比降1.4%，白银产量触底回升，受到矿山品位下降影响，预期2023年全球白银供应下降，但前期银价上涨刺激了回收银的供应对总体供应有所支撑。11月我国银粉进口量为268.42吨，同比增长106.5%，环比则减少6%，未锻造白银出口量348.4325.2吨同比减少23.7%，环比增加7.1%；银粉进口量尽管环比回落但维持在近年高位，光伏企业生产保持高增，N型光伏电池片的银浆需求强劲。

金银珠宝零售与电子信息制造业工业增加值累计同比 (%)



光伏电池产量 (千万瓦; %; 累计同比: 右轴)



- 11月国内珠宝消费累计同比增长11.9%连续6个月回落但总体平稳，十一假期由于贵金属波动大国内珠宝消费并未出现大幅提升，然而在年末消费旺季期间，珠宝行业活动和婚庆活动增加将对消费仍有支撑；11月电子制造业生产同比持续回升至增长2.6%，消费电子需求延续温和改善态势；11月光伏太阳能电池产量同比增幅较10月回落至56.2%，政策利好和出口韧性的持续支撑使光伏生产持续高位运行。今年白银以光伏为首的工业需求旺盛将对价格形成较强支撑。

报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流，不构成任何投资建议

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1292号

叶倩宁：咨询编号Z0016628

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！



感谢
Thanks