



贵金属

姓名：龙奥明

宝城期货投资咨询部

从业资格证号：F3035632

投资咨询证号：Z0014648

电话：0571-87006873

邮箱：longaoming@bcqhgs.com

报告日期：2024年1月30日

作者声明

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，期货投资咨询资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

短期降息预期下修，有利于长线布局

摘要

12月以来金价呈现高回落态势，纽约金由2000美元一线起涨，一度逼近2100美元，随后再度回落至2000美元。本轮金价上行的动力来自于降息预期的升温，而下行的驱动也恰恰来自于降息预期的降温。12月议息会议以及通胀数据向好导致市场一度押注美联储将在3月开始降息，并且在2024年总计降息150个基点。对应的同步指标来看，美元指数在12月底逼近100关口，二年期美债收益率在12月一度下降超50个基点。强预期与弱现实在12月底开始切换。

市场先前过分交易降息预期，导致目前降息预期向下修正，美元指数及美债收益率持续反弹，金价承压下行。短期降息预期向下修正有利于中长线做多的投资者建仓，技术上关注纽约金2000一线关口。消息上关注1月底的美联储议息会议和2月初的非农就业数据，前者是从主观上决定了近期降息预期的走势，后者是从客观上决定了近期降息预期的走势。

中长期角度来看，我们判断2024年金价为前高后低或冲高后高位震荡的走势。上半年降息预期炒作叠加美国经济下行将使美元及美债收益率承压下行进而推升金价，而下半年美国经济预期或将在降息背景下回暖，届时美元指数及美债收益率下行放缓，不利于金价上行。

(仅供参考，不构成任何投资建议)

正文目录

1 价格走势	4
1.1 行情回顾	4
1.2 行情预判	4
1.3 重要点位分析	4
2 通胀预期向好，加息周期尾声	6
2.1 通胀超预期改善	6
2.2 就业不及预期	9
2.3 美强欧弱经济格局明显	10
3 美元及美债收益率大幅下挫	错误!未定义书签。
4 结论	15

图表目录

图 1 纽约金连续走势	5
图 2 美国 CPI 同比	6
图 3 美国 CPI 环比	6
图 4 CPI 分项	7
图 5 房价与住房 CPI 的关系	8
图 6 CPI 公布当日涨跌幅	错误!未定义书签。
图 7 掉期市场加息概率 (北京时间 11 月 14 日 23:00)	9
图 8 美国非农就业新增人数 (万人)	10
图 9 美国就业率及失业率	10
图 10 美国非农就业薪资增速	10
图 11 欧美制造业 PMI 对比	11
图 12 欧美 Markit PMI 初值	11
图 13 十年美债实际收益率与黄金走势	12
图 14 美元指数与黄金走势	12
图 15 美股与黄金走势	13
图 16 VIX 与黄金走势	13
图 17 十年期与二年期美债利差	13
图 18 金银比价与白银走势	14
图 19 CFTC 周度持仓报告	14
图 20 黄金 ETF 持仓(吨)	14

1 价格走势

1.1 行情回顾

12 月以来金价呈现高回落态势，纽约金由 2000 美元一线起涨，一度逼近 2100 美元，随后再度回落至 2000 美元。本轮金价上行的动力来自于降息预期的升温，而下行的驱动也恰恰来自于降息预期的降温。12 月议息会议以及通胀数据向好导致市场一度押注美联储将在 3 月开始降息，并且在 2024 年总计降息 150 个基点。对应的同步指标来看，美元指数在 12 月底逼近 100 关口，二年期美债收益率在 12 月一度下降超 50 个基点。强预期与弱现实在 12 月底开始切换。

1.2 行情预判

中长期角度来看，我们判断 2024 年金价为前高后低或冲高后高位震荡的走势。上半年降息预期炒作叠加美国经济下行将使美元及美债收益率承压下行进而推升金价，而下半年美国经济预期或将在降息背景下回暖，届时美元指数及美债收益率下行放缓，不利于金价上行。

1.3 重要点位分析

在基本面未有明显变化的情况下，可参考重要的支撑压力位进行进出场操作。

从长期的角度来看，纽约金仍处在近 3 年以来的震荡区间——1700-2100 美元/盎司。顶部为 2020 年和 2022 年的高点，2020 年是疫情初期的避险和货币宽松推动，2022 年是俄乌冲突推动；底部为 2021 年和 2022 年的低点，2021 年是疫情避险被消化，经济开始复苏，打压金价，2022 年是美国通胀高企，美联储持续强硬加息，打压金价。

从短期的角度来看，巴以冲突给予的避险溢价使纽约金突破了中期的下跌趋势，紧接着美国经济走弱叠加通胀改善，市场开始炒作降息预期，美元指数高位持续回落，纽约金持续上行。1 月整体降息预期向下修正导致美元指数及美债收益率反弹，金价承压下行，盘面上纽约金在 11 月突破 2000 美元后再该关口有较强的支撑，处于 2000-2100 区间震荡。

图 1 纽约金连续走势



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

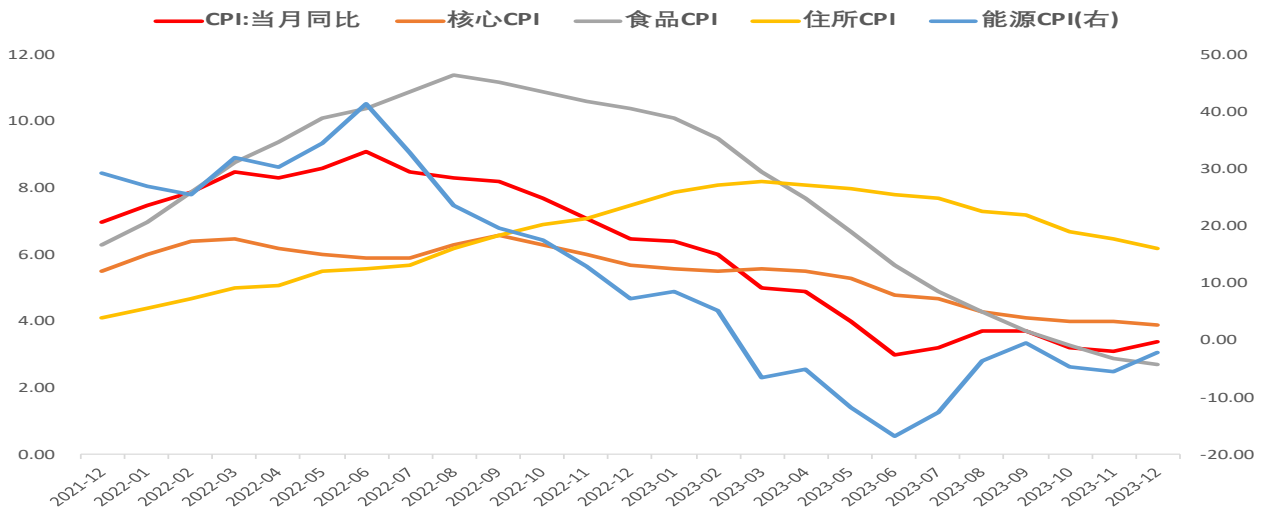
2 通胀小幅反弹，降息预期降温

2.1 通胀小幅反弹

1月11日美国劳工部公布12月通胀数据。通胀小幅反弹，CPI环比录得-0.1%，预期0%，前值-0.2%；同比录得3.4%，预期3.2%，前值3.1%；核心CPI环比录得0.3%，预期0.3%，前值0.3%；同比录得3.9%，预期3.8%，前值4.0%。

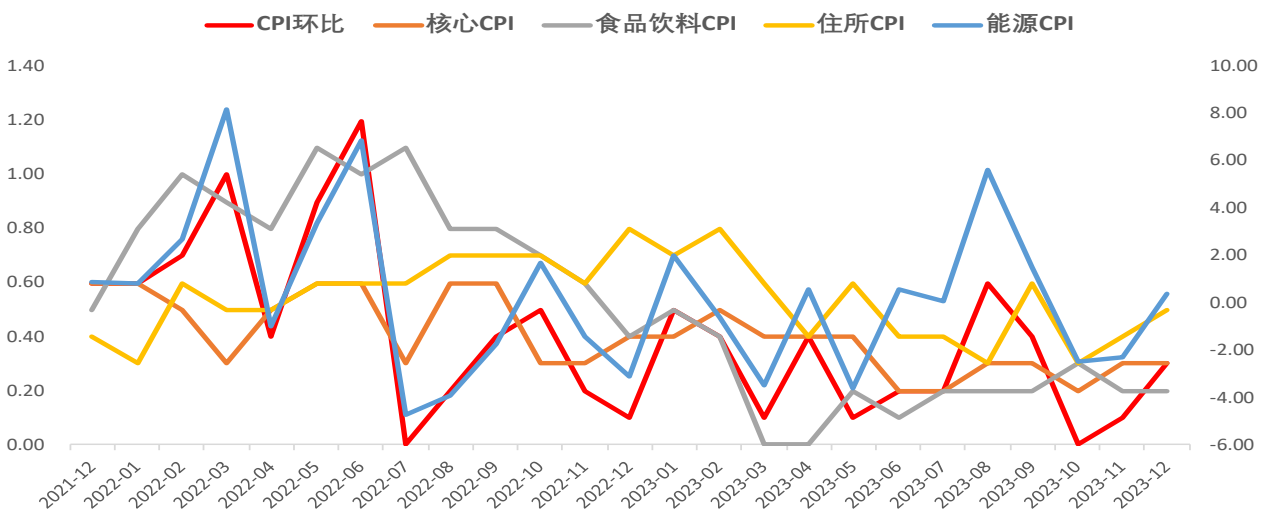
美国劳工部的数据报告指出，住房通胀对CPI涨幅的贡献仍超过一半，能源价格上涨，电力和汽油价格均上涨。

图2 美国CPI同比



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图3 美国CPI环比



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 4 CPI 分项

	Seasonally adjusted changes from preceding month							Un-adjusted 12-mos. ended Dec. 2023
	Jun. 2023	Jul. 2023	Aug. 2023	Sep. 2023	Oct. 2023	Nov. 2023	Dec. 2023	
All items.....	0.2	0.2	0.6	0.4	0.0	0.1	0.3	3.4
Food.....	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	2.7
Food at home.....	0.0	0.3	0.2	0.1	0.3	0.1	0.1	1.3
Food away from home ¹	0.4	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	5.2
Energy.....	0.6	0.1	5.6	1.5	-2.5	-2.3	0.4	-2.0
Energy commodities.....	0.8	0.3	10.5	2.3	-4.9	-5.8	-0.1	-2.9
Gasoline (all types).....	1.0	0.2	10.6	2.1	-5.0	-6.0	0.2	-1.9
Fuel oil ¹	-0.4	3.0	9.1	8.5	-0.8	-2.7	-5.5	-14.7
Energy services.....	0.4	-0.1	0.2	0.6	0.5	1.7	0.9	-1.1
Electricity.....	0.9	-0.7	0.2	1.3	0.3	1.4	1.3	3.3
Utility (piped) gas service.....	-1.7	2.0	0.1	-1.9	1.2	2.8	-0.4	-13.8
All items less food and energy.....	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	3.9
Commodities less food and energy.....	-0.1	-0.3	-0.1	-0.4	-0.1	-0.3	0.0	0.2
New vehicles.....	0.0	-0.1	0.3	0.3	-0.1	-0.1	0.3	1.0
Used cars and trucks.....	-0.5	-1.3	-1.2	-2.5	-0.8	1.6	0.5	-1.3
Apparel.....	0.3	0.0	0.2	-0.8	0.1	-1.3	0.1	1.0
Medical care commodities ¹	0.2	0.5	0.6	-0.3	0.4	0.5	-0.1	4.7
Services less energy services.....	0.3	0.4	0.4	0.6	0.3	0.5	0.4	5.3
Shelter.....	0.4	0.4	0.3	0.6	0.3	0.4	0.5	6.2
Transportation services.....	0.1	0.3	2.0	0.7	0.8	1.1	0.1	9.7
Medical care services.....	0.0	-0.4	0.1	0.3	0.3	0.6	0.7	-0.5

数据来源：美国劳工部、宝城期货金融研究所

食品分项

12月食品分项环比上涨0.2%，其中家用食品分项环比上涨0.1%，外出食品分项环比上涨0.3%。由于去年同期高基数，食品CPI同比自2022年9月以来持续下滑，已改善至2.7%。

能源分项

12月能源分项环比上涨0.4%，11月环比下跌2.3%。能源商品环比下跌0.1%，其中汽油环比上涨0.2%，燃料油环比下跌5.55%；能源服务环比上涨0.9%，其中电费环比上涨1.3%，管道燃气费环比下跌0.4%。

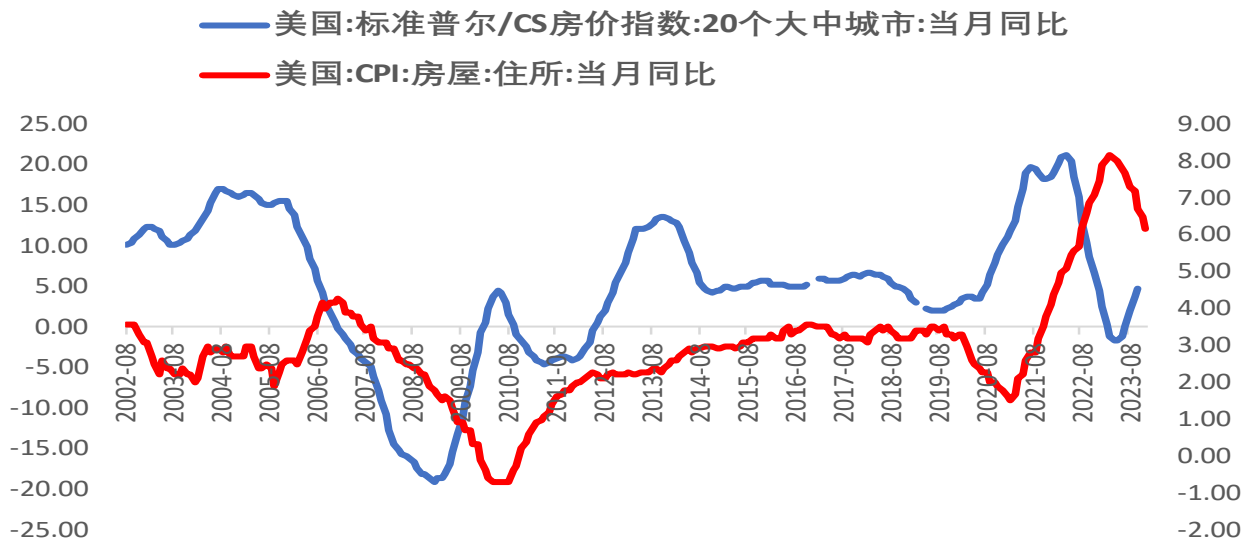
核心CPI

12月核心CPI环比增长0.3%，同比增长3.9%。预期环比增长0.3%，同比增长3.8%，改善幅度不及市场预期。住房分项主导着核心CPI环比走势，住房分项环比上涨0.5%，前值0.4%，环比连续两月呈现上行。整体住房分项

环比在 2023 年明显改善，同比也由顶点 8.2% 下降至 6.2%。住房分项是核心 CPI 上涨的主要因素，除此之外，交通运输服务环比上涨 0.1%，医疗服务环比上涨 0.7%。

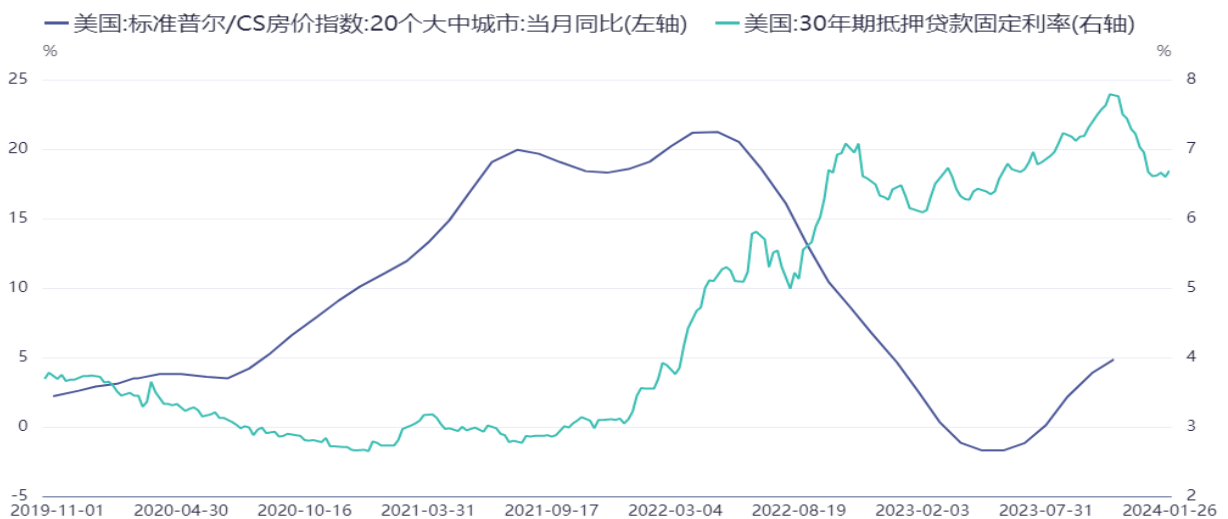
值得关注的仍是住房方面，从历史角度，住房 CPI 涉及的房租价格往往粘性较强，滞后于房价 1 至 2 年。据目前的数据来看，美国 8 月 20 个城市房价同比上涨 2.15%，自 2022 年 4 月的顶点回落已有 20 个月。随着美国加息缩表，美国 30 年抵押贷款利率一度已飙升至 7% 以上。我们认为在高利率的打压下四季度住房分项将持续改善，进而带动通胀改善。

图 5 房价与住房 CPI 的关系



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 6 房价与住房 CPI 的关系



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

市场反应

通胀数据公布后，现货黄金短线下挫 12 美元，美元指数短线上涨超 40 点，十年期美债收益率短线也呈现跳涨。然而当日收盘时整体盘面呈现反向修正，基本收复消息公布时的波动。随后几个交易日降息预期不降反升，3 月降息概率一度高达 80%。

图 7 掉期市场加息概率（左为 1 月 7 日，右为 1 月 14 日）

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	93.8%	2024/1/31					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	94.8%	
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	62.3%	33.8%	2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	76.9%	19.0%	
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	48.9%	40.3%	7.7%	2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	11.5%	71.0%	17.0%	0.0%	
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	47.2%	40.6%	9.0%	0.3%	2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.0%	30.8%	53.5%	11.5%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	40.4%	41.6%	13.8%	1.6%	0.0%	2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.0%	32.5%	50.4%	10.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	2.2%	35.9%	41.5%	17.1%	3.1%	0.2%	0.0%	2024/9/18	0.0%	0.0%	0.4%	5.9%	32.0%	50.0%	11.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	1.4%	23.7%	39.4%	26.0%	8.2%	1.3%	0.1%	0.0%	2024/11/7	0.0%	0.3%	3.9%	22.5%	43.5%	25.4%	4.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	1.1%	19.3%	36.3%	28.6%	11.7%	2.6%	0.3%	0.0%	0.0%	2024/12/18	0.2%	3.2%	18.8%	39.3%	29.0%	8.5%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

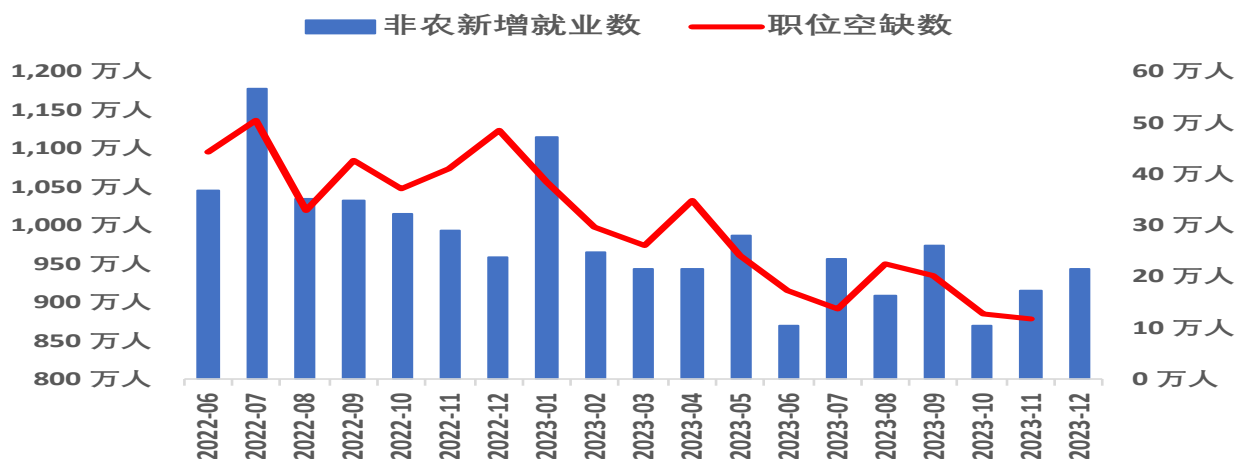
数据来源：CME Group、宝城期货金融研究所

2.2 就业不及预期

美国 11 月 JOLTS 职位空缺 879.0 万人，为 2021 年 3 月以来新低，市场预期 882.1 万人，10 月数据由 873.3 万人上修至 885 万人。

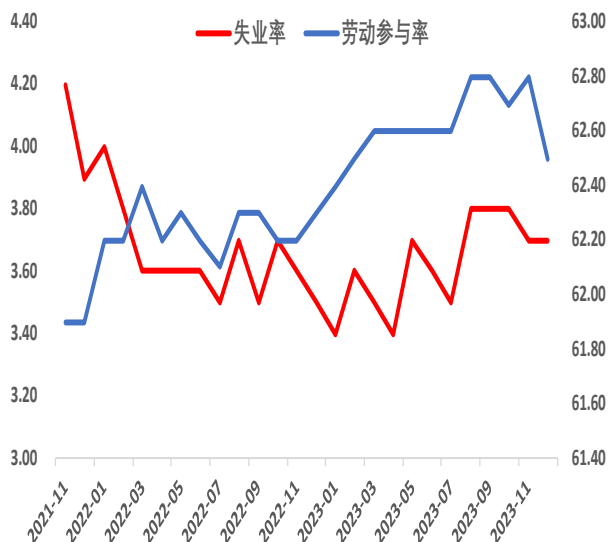
美国劳工统计局公布数据显示，美国 12 月非农新增就业 21.6 万人，预期 17.5 万人，11 月数据由 19.9 万下修至 17.3 万，10 月数据由 15 万下修至 10.5 万；12 月失业率 3.7%，预期 3.8%，前值 3.7%；12 月平均时薪同比增长 4.1%，预期 3.9%，前值 4.0%。

图 8 美国非农就业新增人数 (万人)



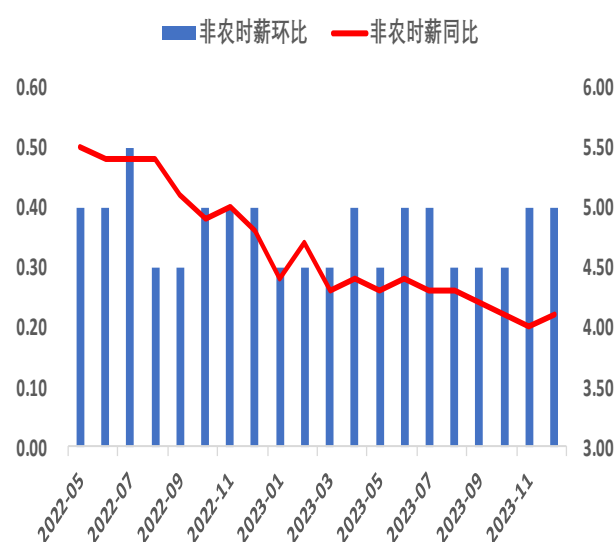
数据来源: iFinD、宝城期货金融研究所

图 9 美国就业率及失业率



数据来源: iFinD、宝城期货金融研究所

图 10 美国非农就业薪资增速

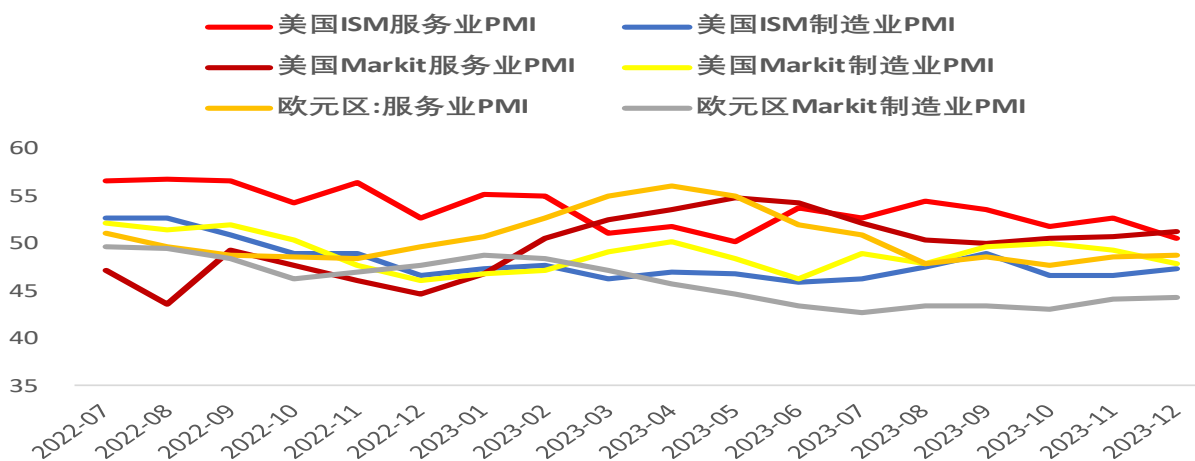


数据来源: iFinD、宝城期货金融研究所

2.3 美强欧弱经济格局明显

美国 12 月 ISM 制造业 PMI 录得 47.4%，预期 47.1%，前值 46.7%；美国 12 月 ISM 非制造业指数 50.6%，预期 52.6%，前值 52.7%。美国 12 月 Markit 制造业 PMI 为 47.9%，预期 48.2%，前值 49.4%；Markit 服务业 PMI 为 51.4%，预期 51.3%，前值为 50.8%。欧元区 12 月 Markit 制造业 PMI 为 44.4%，预期 44.2%，前值 44.2%；Markit 服务业 PMI 为 48.8%，预期 48.1%，前值 48.7%。

图 11 欧美制造业 PMI 对比

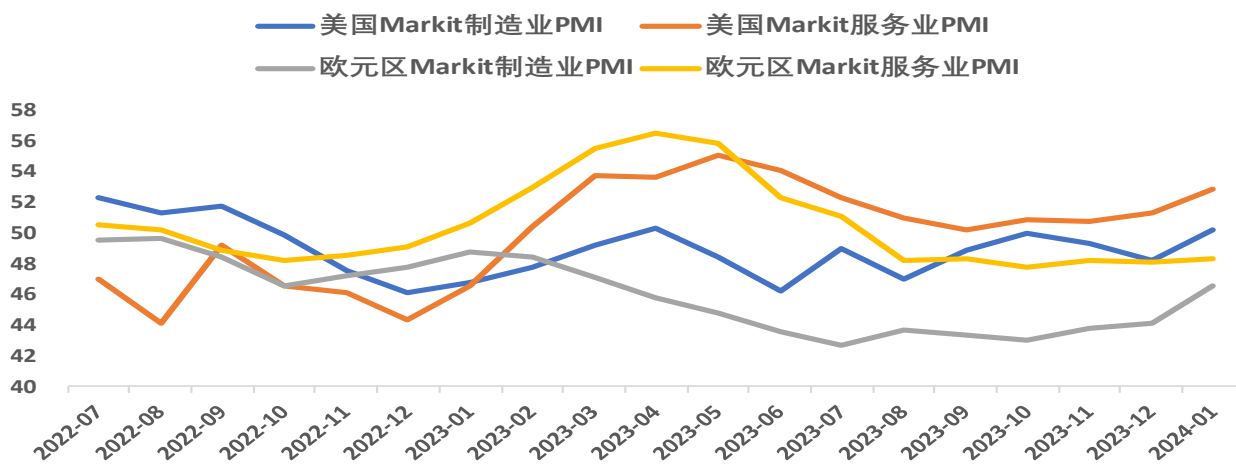


数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

1月欧元区Markit服务业PMI初值录得48.4%，预期49.0%，前值48.8%；制造业PMI初值录得46.6%，预期44.8%，前值44.4%。1月美国Markit服务业PMI初值录得52.9%，预期51.0%，前值51.4%；制造业PMI初值录得50.3%，预期47.9%，前值47.9%。

1月下旬欧美 PMI 初值陆续公布，欧美制造业和服务业初值均呈现反弹，数值上依旧呈现美强欧弱格局。

图 12 欧美 Markit PMI 初值



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

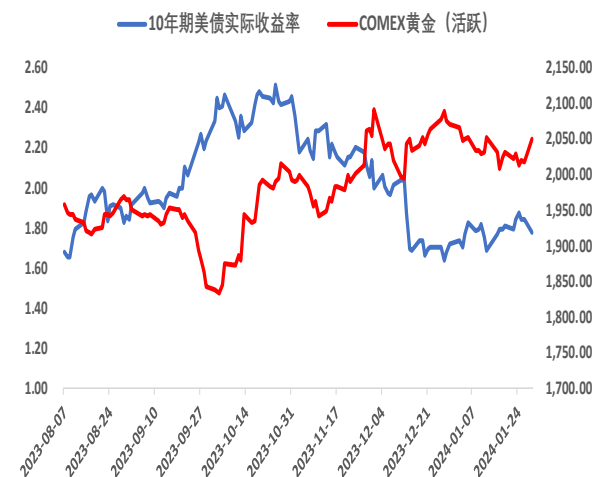
3 降息预期下修，金价高位回落

近一个月来，金价呈现冲高回落态势，纽约金由 2000 美元一线起涨，一度逼近 2100 美元，随后再度回落至 2000 美元。本轮金价上行的动力来自于降息预期的升温，而下行的驱动也恰恰来自于降息预期的降温。12 月议息会议以及通胀数据向好导致市场一度押注美联储将在 3 月开始降息，并且在 2024 年总计降息 150 个基点。对应的同步指标来看，美元指数在 12 月底逼近 100 关口，二年期美债收益率在 12 月一度下降超 50 个基点。强预期与弱现实在 12 月底开始切换。

1 月初美国 PMI 和非农就业数据的超预期回暖，叠加中旬美国通胀数据小幅反弹，这都预示着美国经济软着陆的可能性上升，于此对应的是美国 10 年期和 2 年期美债收益率倒挂幅度大幅收窄。在此背景下，美联储能有更高的政策灵活性，可能维持当前高利率水平更长时间以压制通胀。1 月中旬美联储理事沃勒承认今年有望降息，但认为不应急于行动，该鹰派发言很大程度上给降息预期泼了一盆冷水，并且推升了美元指数及美债收益率。

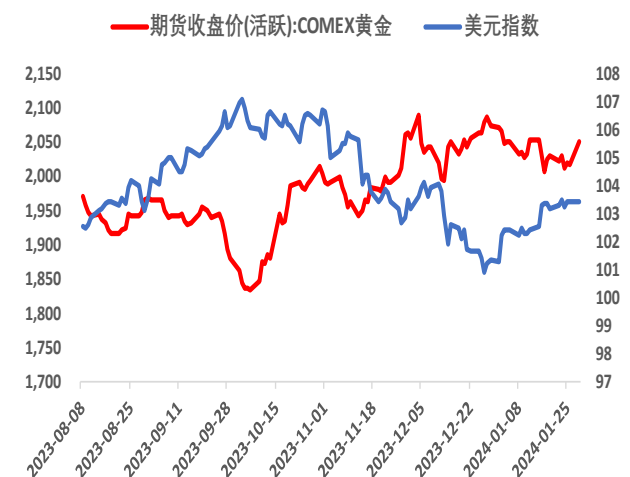
虽然期间有红海地缘政治给予贵金属利好支撑，但并未改变其运行趋势。根据 CME FedWatch Tool 数据显示，12 月下旬市场押注 3 月降息的概率一度接近 80%，而近期已下降至 50% 以下，全年降息幅度由此前的 150 个基点下降至 125 个基点。

图 13 十年美债实际收益率与黄金走势



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

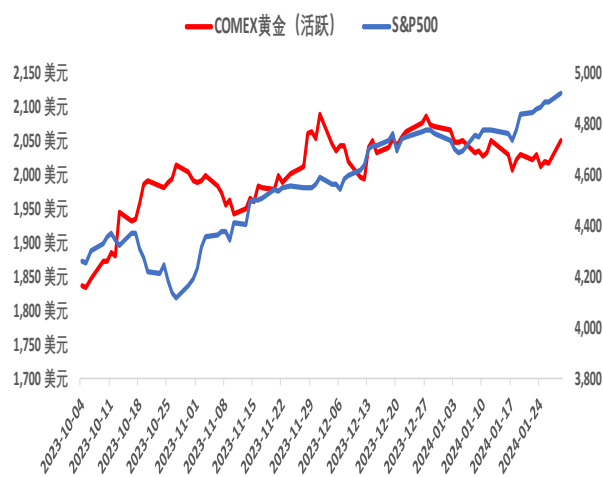
图 14 美元指数与黄金走势



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

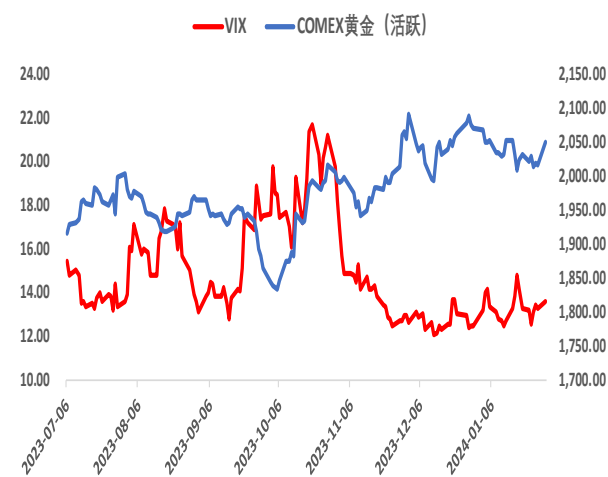
1 月以来美国经济数据向好，市场风险偏好较高，股票市场稳中向好，不利于贵金属。

图 15 美股与黄金走势



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 16 VIX 与黄金走势

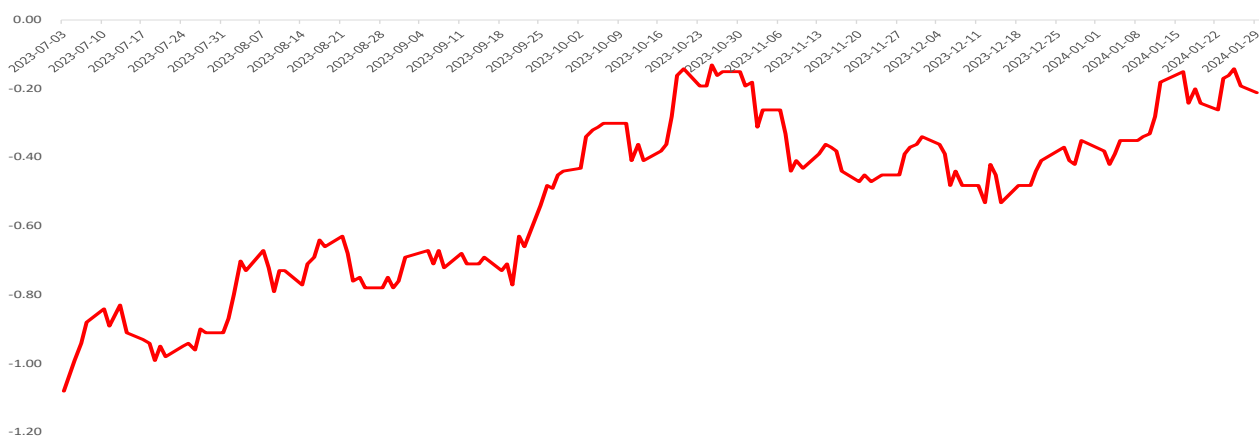


数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

截至 1 月 26 日，10 年期美债收益率收于 4.15%，2 年期美债收益率收于 4.34%，两者差值为-0.19 bps，上周为-0.26 bps。11 月以来美国四季度经济数据有所走弱，市场对美国衰退的预期上升，利差倒挂再度加剧，而 12 月降息预期的上升导致近端利率下降较快，有利于利差倒挂的改善。

一般来讲，近端的美债收益率取决于基准利率，而长端的货币政策更偏向于长期经济。利率倒挂在一定程度上说明了市场对于美国长期经济的看衰，利好黄金，将给予黄金支撑，而利差倒挂收窄将利空金价。

图 17 十年期与二年期美债利差

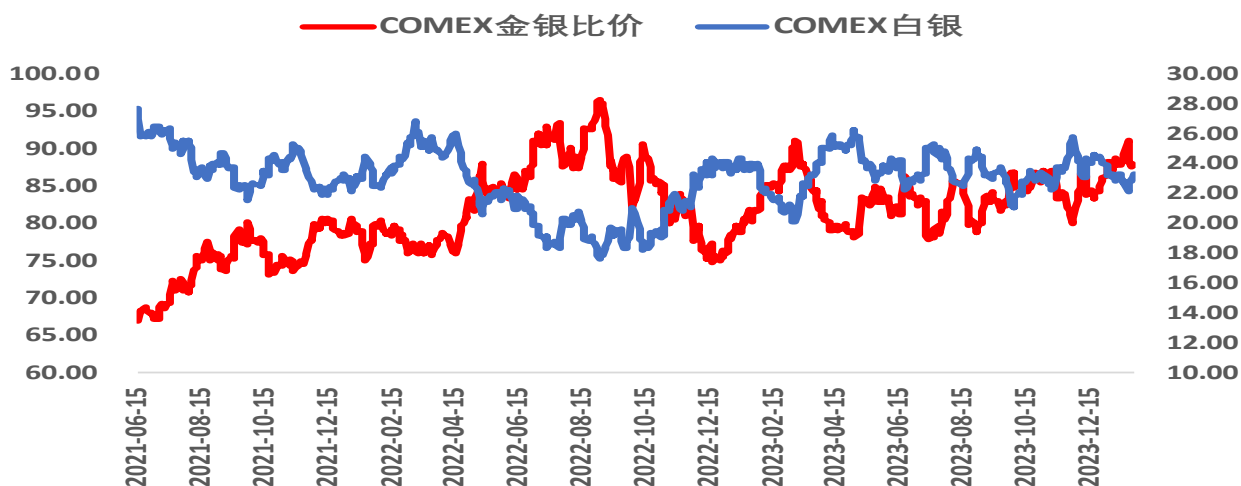


数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

从金银比价的角度来看，海外市场已上升至 90，接近 2023 年一季度高点，而内盘金银比价仍在 80 一线振荡上行。2023 年一季度金银比价的上升是贵金属

集体下跌时白银跌幅较大完成的，而本次金银比价的上升是贵金属内部明显分化，金强银弱导致的。我们认为10月以来地缘政治不断是推升金银比价的主要因素。在避险利好消化后，可关注外盘金银比价的回落。内盘金银比价相对较低主要是由于白银内外差价较大，这反映了白银工业上供不应求以及内强外弱的格局。可待金融属性主导白银价格时，即贵金属右侧行情来临时，关注白银内外差价或内外金银比价收敛。

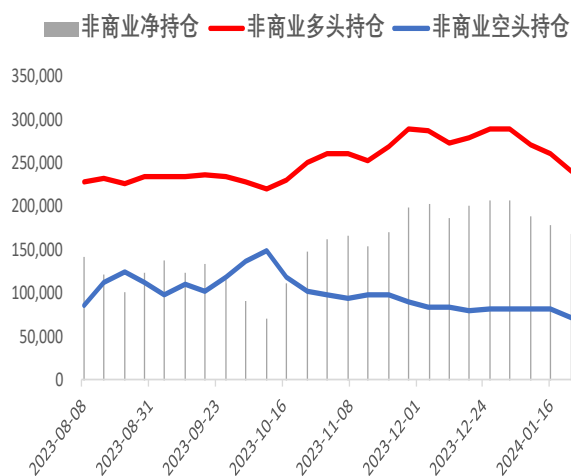
图 18 金银比价与白银走势



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

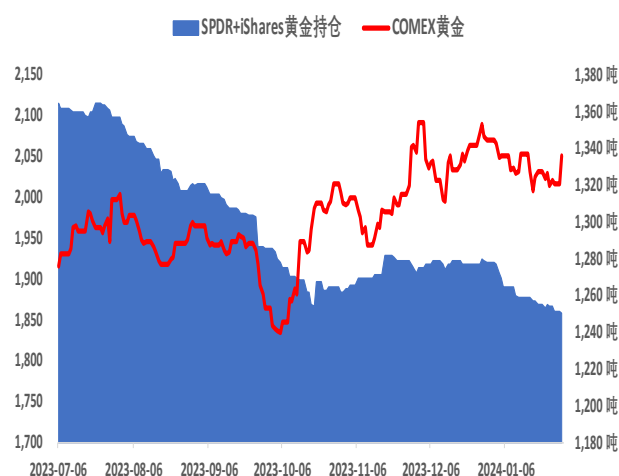
12月下旬以来，非商业多头持仓和黄金ETF持续下降。需要注意的是，贵金属ETF持仓一般属于顺势而为，即持有量的走势往往同步或滞后于价格走势，属于价格走势的滞后指标，可用于验证贵金属价格走势，但不能用于指导价格走势。此外黄金ETF持仓与金价相关性较强，而白银ETF持仓与银价相关性较弱。

图 19 CFTC 周度持仓报告



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 20 黄金ETF持仓(吨)



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

4 结论

12 月以来金价呈现高回落态势，纽约金由 2000 美元一线起涨，一度逼近 2100 美元，随后再度回落至 2000 美元。本轮金价上行的动力来自于降息预期的升温，而下行的驱动也恰恰来自于降息预期的降温。12 月议息会议以及通胀数据向好导致市场一度押注美联储将在 3 月开始降息，并且在 2024 年总计降息 150 个基点。对应的同步指标来看，美元指数在 12 月底逼近 100 关口，二年期美债收益率在 12 月一度下降超 50 个基点。强预期与弱现实在 12 月底开始切换。

市场先前过分交易降息预期，导致目前降息预期向下修正，美元指数及美债收益率持续反弹，金价承压下行。短期降息预期向下修正有利于中长线做多的投资者建仓，技术上关注纽约金 2000 一线关口。消息上关注 1 月底的美联储议息会议和 2 月初的非农就业数据，前者是从主观上决定了近期降息预期的走势，后者是从客观上决定了近期降息预期的走势。

中长期角度来看，我们判断 2024 年金价为前高后低或冲高后高位震荡的走势。上半年降息预期炒作叠加美国经济下行将使美元及美债收益率承压下行进而推升金价，而下半年美国经济预期或将在降息背景下回暖，届时美元指数及美债收益率下行放缓，不利于金价上行。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

获取每日期货策略推送

服务国家
知行合一

走向世界
专业敬业



诚信至上
严谨管理

合规经营
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信·期货咨询尽在

免责声明

除非另有说明，宝城期货有限责任公司（以下简称“宝城期货”）拥有本报告的版权。未经宝城期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告的全部或部分内容。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议。宝城期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是宝城期货在最初发表本报告日期当日的判断，宝城期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但宝城期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。宝城期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

宝城期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

宝城期货版权所有并保留一切权利。