



五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2024-01-25

蒋文斌  
国债研究员  
从业资格号: F3048844  
交易咨询号: Z0017196  
☎ 0755-23375128  
✉ jiangwb@wkqh.cn

联系人: 钟俊轩  
贵金属研究员  
从业资格号: F03112694  
☎ 0755-23375141  
✉ zhongjunxuan@wkqh.cn

## 贵金属: 美联储货币政策预期变化, 多头思路

### 报告要点:

贵金属在去年十一月末迎来强势上涨的行情后, 后续总体价格表现偏弱。前期市场对于美联储降息的货币政策预期进行过度定价。随着偏强经济数据的发布以及美联储官员偏谨慎的表态, 这一宽松的货币政策预期在近期出现回落, 对贵金属价格形成利空因素。但美联储在今年步入实质性的降息周期是具有确定性的, 金银价格短期的回调是对于前期过度定价的修正, 在联储货币政策面临转向的时间点中, 对贵金属价格仍应当保持多头思路。

## 贵金属：美联储货币政策预期变化，多头思路

### 一、近期贵金属价格受到货币政策预期变化的影响有所走弱

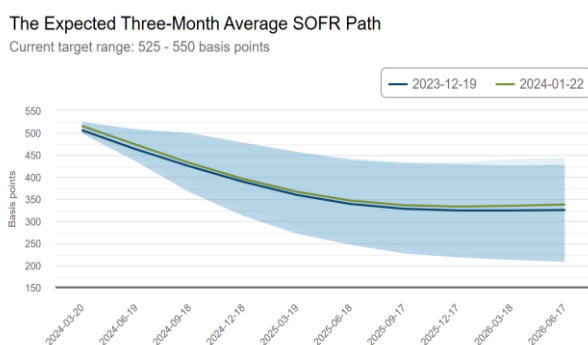
受到美联储宽松货币政策预期回落的影响，本月黄金白银价格呈现偏弱走势。截止至 1 月 19 日，COMEX 金价格下跌 0.46%，报 2031.8 美元/盎司；COMEX 银价格下跌 5.64%，报 22.75 美元/盎司。黄金价格表现强于白银，金银比价由 12 月 18 日的 85 上升至 1 月 19 日的 89。

当前贵金属价格运行的主逻辑是美联储的后续货币政策走向，前期市场过度交易美联储降息预期。据芝商所利率观测器数据显示，市场对于美联储三月议息会议降息 25 个基点的预期概率在 1 月 12 日达到高位的 76.9%。但随着近期美国劳动力市场数据以及零售销售数据的发布，宽松货币政策预期有所回调。对于三月份议息会议降息 25 个基点的概率在 1 月 19 日下降至 46.17%。

同时，美国 2 年期与 10 年期国债的利差倒挂在经历了 12 月份以来的收窄后，再次出现走扩趋向，短期限国债收益率相比于长期国债收益率更能体现出当前货币政策的预期，两年期十年期利差倒挂走扩，显示出短期限国债收益率上行幅度大于长期国债收益率，短期货币政策预期有偏紧的走向。

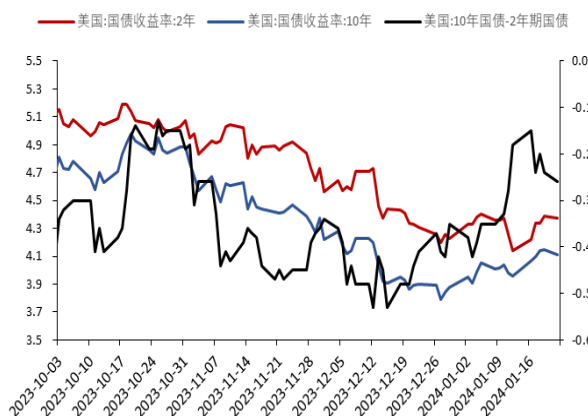
从通胀预期的角度来看，美联储 12 月议息会议表态偏鸽派后，通胀预期有所上行。在 1 月中旬后受到货币政策预期的影响也同样出现回落。

图 1：亚特兰大联储利率预期曲线



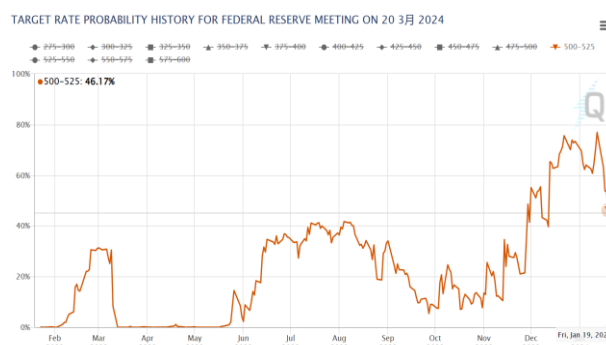
数据来源：亚特兰大联储、五矿期货研究中心

图 3：美国 2 年期及 10 年期国债收益率（%）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 2：市场预期联储三月份 FOMC 会议降息 25 基点的概率（%）



数据来源：CME 利率观测器、五矿期货研究中心

图 4：美国 10 年期国债利率与通胀预期（%）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

二、 美国经济数据分析

居民消费对美国总体经济增长具有较大的贡献比例，因此，零售销售数据往往对联储货币政策预期以及贵金属价格具有重要影响。

美国零售销售数据超预期，显示占美国经济比重较大的居民消费仍具一定韧性，美国 12 月零售销售环比值为 0.6%，超过预期的 0.4%和前值的 0.3%。美国 12 月核心零售销售环比值为 0.8%，超过预期的 0.2%和前值的 0.7%。从同比值来看，美国 12 月零售销售同比值达到 5.59%，10 月份以来逐月走强。

图 5：美国零售销售分项同比及环比值（%）

月份/单位:亿美元	金额总计			月度环比变化(%)			同比变化(%)		
	2023-12	2023-11	2023-10	2023-12	2023-11	2023-10	2023-12	2023-11	2023-10
零售和食品服务销售额:总计	7098.90	7059.81	7035.28	0.55	0.35	-0.25	5.59	3.97	2.20
零售和食品服务销售额:零售总计	6153.31	6114.54	6105.61	0.63	0.15	-0.34	4.78	2.95	1.32
核心零售: 零售总计(不包括机动车辆及零部件店)	4788.24	4764.48	4766.21	0.50	-0.04	-0.16	3.30	2.03	0.80
家具和家用装饰店	107.83	108.97	106.42	-1.05	-2.40	-2.16	-4.68	-5.36	-11.98
电子和家用电器店	76.79	77.02	78.44	-0.30	-0.81	-0.58	10.73	10.00	1.00
建筑材料、园林设备及物料店	416.65	414.95	415.54	0.41	-0.14	0.13	-2.30	-2.36	-5.24
食品和饮料店	831.24	829.24	827.44	0.24	0.22	0.15	1.26	0.65	0.73
保健和个人护理店	368.02	373.10	373.89	-1.36	-0.21	1.35	10.67	9.43	10.33
汽油	531.69	538.61	557.83	-1.28	-3.45	-1.70	-6.63	-10.13	-8.68
服装及服装配饰店	266.11	262.17	259.58	1.50	1.00	-0.14	4.33	1.40	-0.23
运动商品、业余爱好物品、书及音乐商店	86.91	86.61	85.44	0.35	0.67	0.05	0.94	1.29	-2.30
日用品商场	740.32	730.63	731.84	1.33	-0.17	-0.03	3.30	1.04	1.42
杂货店零售业	157.72	156.57	157.03	0.73	-0.29	0.88	6.91	6.62	4.33
无店铺零售业	1204.96	1186.61	1172.76	1.55	1.18	-0.30	9.73	9.72	6.58
食品服务和饮吧	945.59	945.27	929.67	0.03	1.66	0.32	11.14	11.05	8.39
机动车辆及零部件店	1365.07	1350.06	1339.40	1.11	0.80	-0.98	10.33	6.34	3.24

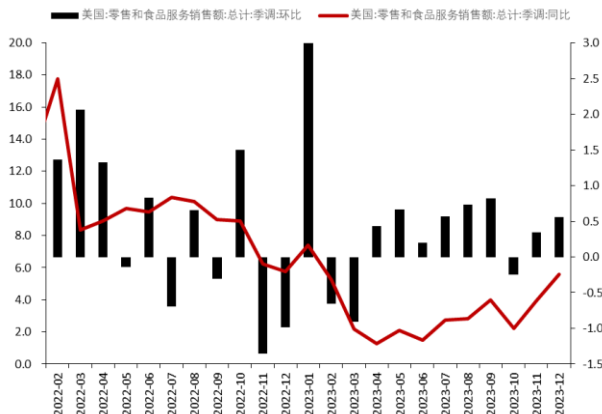
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

劳动力市场方面，1 月 5 日公布的美国就业数据超预期，美国 12 月非农就业人口变动数为 21.6 万人，高于预期的 17.5 万人和前值的 17.3 万人。但 11 月新增非农就业人数出现下修，由 19.9 万人修正至 17.6 万人。美国 12 月失业率为 3.7%，低于预期的 3.8%。

从分项来看，服务业仍是新增就业人数的最大贡献项，受到圣诞假期的影响，休旅和住宿行业新增就业人数为 4 万人，显著高于 11 月的水平。零售业新增就业环比也同样受节假日的影响出现较大幅度增长。商品生产就业方面，制造业新增就业人数由于前期汽车工人罢工影响的消退，在十一月表现强劲，十二月制造业就业仍延续增长态势，但增长幅度小于十一月份，新增就业人数为 6000 人。近期美国房地产市场数据偏强，建筑业新增就业表现较好，新增就业人数为 1.7 万人，是 12 月商品生产新增就业人数的最大贡献项。

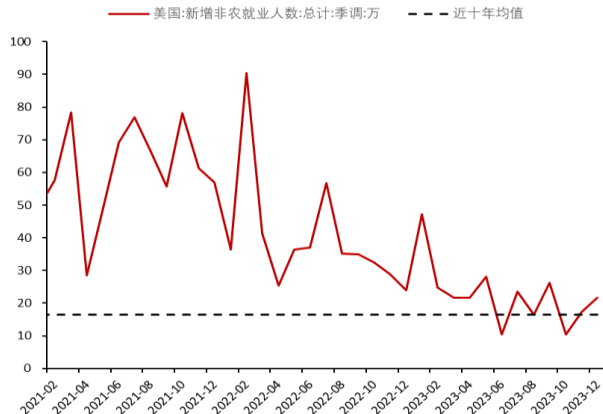
美国 12 月新增非农就业人数有所回弹，但观察 2023 年以来的趋势，2023 年下半年以来总体的新增就业情况弱于 2023 年上半年。美国劳动力市场在加息周期后仍具备较强韧性，主要原因在于，新冠疫情发生后，美国控制疫情不力，受到长新冠以及美国对财政对居民端转移支付的影响。2020 年美国劳动力人口数下降幅度达 394.7 万人。随着美国财政对居民端转移支付的退坡，这部分人口重回劳动力市场，助推美国劳动力市场的火热。但随着劳动力回归的结束，高息环境下火热的就业市场是不具备持续性的。

图 6：美国零售和视频服务销售额同比及环比（%）



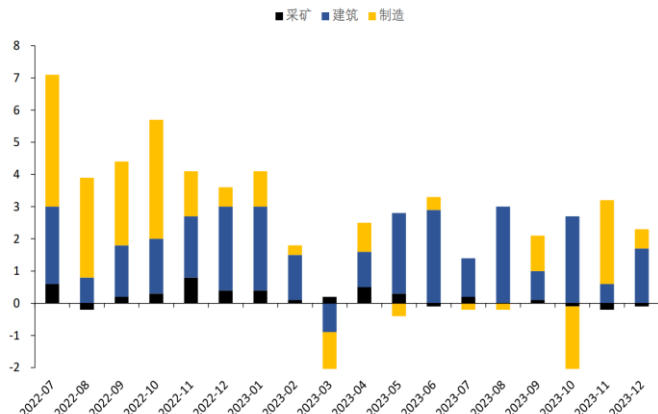
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 7：美国新增非农就业人数及近十年均值（万人）



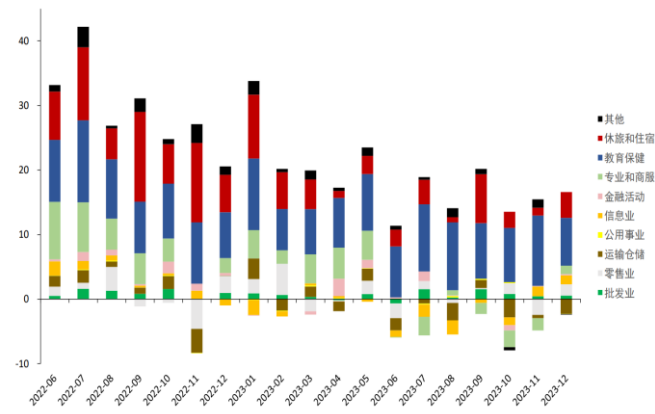
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 8：美国商品生产新增非农就业人数（万人）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 9：美国服务业新增非农就业人数（万人）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

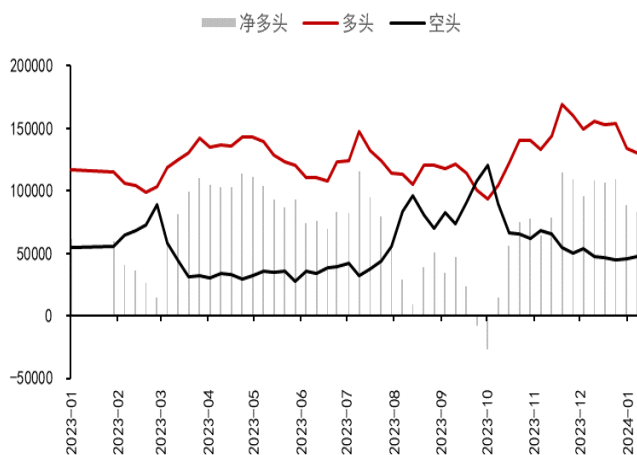
### 三、 贵金属行情展望

从CFTC发布的最新持仓数据来看，金银的管理基金净多头持仓均出现一定幅度的回落，COMEX金管理基金净多头持仓由2023年12月19日的10.83万手下降至今年1月16日的8.32万手，当前净多持仓量仍处于近一年来偏中上的位置。COMEX银管理基金持仓同样出现下降，净多持仓由12月26日的1.68万手下降至1月16日的6223手。

SLV白银ETF持仓在本周出现较大边际变化，其持仓量先前由12月26日的13631吨下降至1月19日的13452吨。1月19日至1月22日，其出现较大幅度流入，持仓量增加503吨至13955吨，超过一个月前的水平。ETF的持仓显示对于国际白银价格，即使在货币政策利空因素的影响下，多头氛围相对较为坚挺。

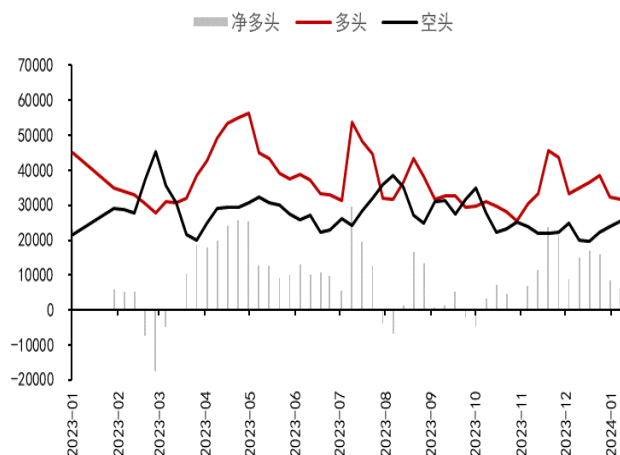
从中期来看，美联储在今年进入降息周期是具备确定性的，对贵金属应当保持中长期的多头思路，但近期宽松货币政策预期有所回落，金银价格短期预计仍将承压，策略上建议待其回调企稳后，结合后续美国经济数据寻找做多机会。需要重点关注北京时间2月1日凌晨美联储议息会议中联储官员的具体表态。

图 10：COMEX 黄金管理基金多空持仓（张）



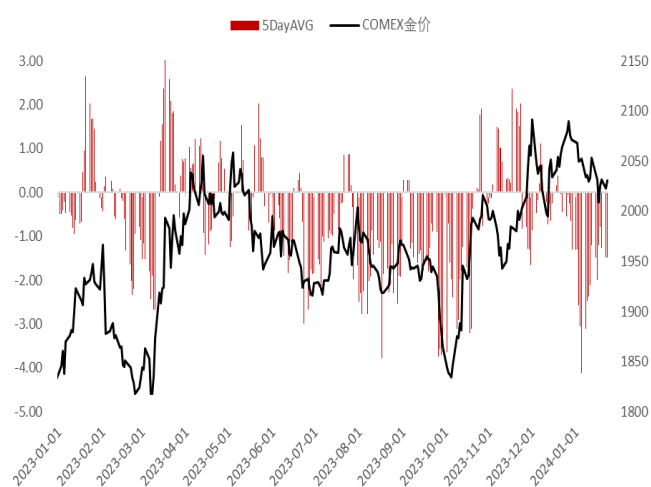
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 11：COMEX 白银管理基金多空持仓



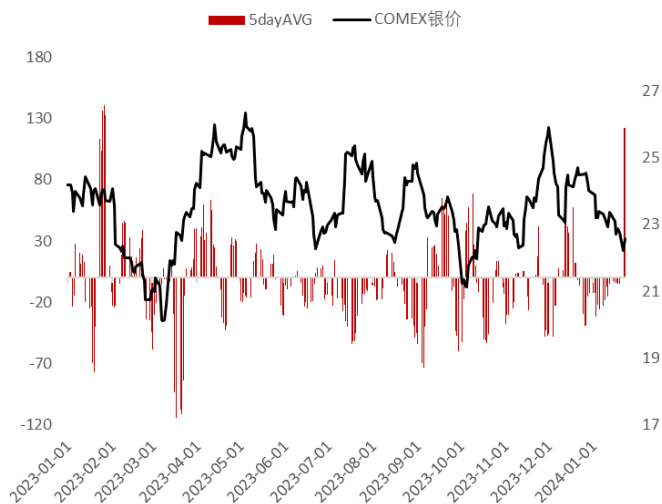
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 12：主要黄金 ETF 净流入/流出五日均值及 COMEX 金价



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 13：主要白银 ETF 净流入/流出五日均值及 COMEX 银价



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

## 免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

**版权声明：**本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

## 公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn