

类别

宏观贵金属周报

日期

2023年12月22日



建信期货
CCB Futures

宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)

020-38909340

hezhuoqiao@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)

021-60635739

huangwenxin@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)

021-60635731

dongbin@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F3054198

研究员：王天乐(期权量化)

021-60635568

wangtianle@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F03107564



中日央行利率政策按兵不动

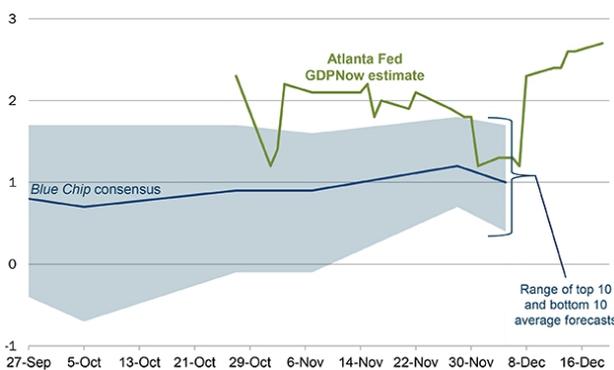
一、宏观环境评述

1.1 经济：美国经济活动有所回暖

11月份至12月上旬，美国公布的PMI、就业、销售以及通胀等系列经济数据弱于市场预期，亚特兰大联储的GDPNow模型不断调低美国四季度经济增长预期，实际GDP环比年率从2.3%下调至1.2%；而12月8日以来，由于美国11月非农就业、零售销售以及房地产等数据好于市场预期，亚特兰大联储的GDPNow模型又将美国四季度经济增长预期上调至2.7%。

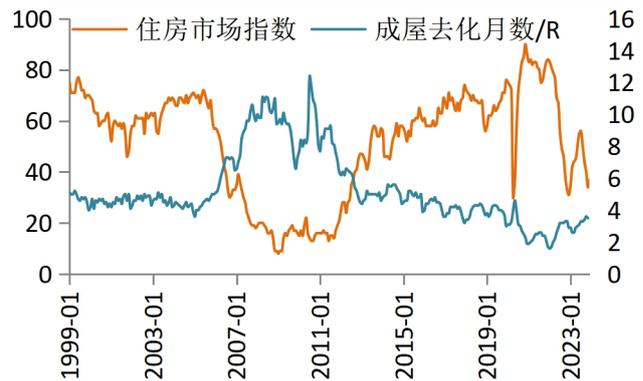
美国11月份NAHB住房市场指数环比回升3个点至37，预示本轮从2023年8月份开始的房地产市场疲软在抵押贷款利率回落等因素支撑下有触底回升迹象。由于美联储货币政策预期管理出现转折以及11月份美国短期经济数据表现不佳，美国10年期国债利率大幅下降超过1个百分点，15年期和30年期抵押贷款利率也从10月底以来分别下降了65和84BP。新屋开工方面，虽然11月营建许可年化环比减少3.8万套或2.54%至146万套，但11月新屋开工年化环比增加19.1万套或14.8%至156万套，并达到2023年6月份以来的高点，显示新房库存的极度缺乏仍在支撑新建住房需求和建筑活动。全美不动产协会公布，11月成屋销售环比增长0.8%，经季节性因素调整后年率为382万户，结束了连续五个月下降的趋势。

图1：2023Q4美国GDP预测



数据来源：亚特兰大联储，建信期货研究发展部

图2：美国房地产市场

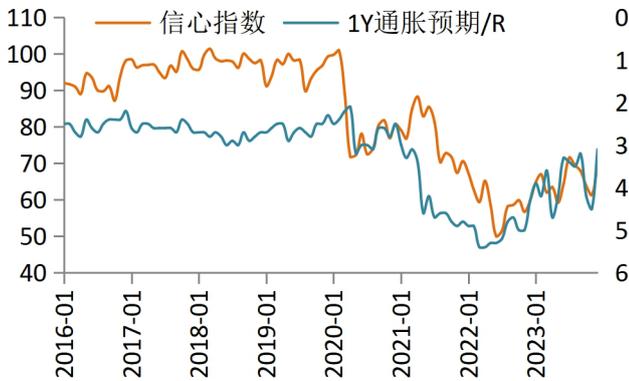


数据来源：Wind，建信期货研究发展部

密歇根大学消费者调查报告显示，12月美国通胀预期显著下降，1年期和5年期通胀预期分别下降至2.8%和3.1%，均是2021年以来的较低水平；得益于通胀预期下降，12月份消费者信心指数初值环比上升8.1个百分点至69.4%，为2022年以来的较高水平。截至12月16日当周美国初请失业金人数环比上升0.2万至

20.5 万，四周移动均值较 12 月初下降 0.9 万；截至 12 月 9 日当周美国续请失业金人数环比回落 0.1 万至 186.5 万；总体上看虽然近期失业人数有所增加但仍维持在疫情前的较低水平区间。

图3：美国消费者信心与通胀预期



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：美国周度失业数据



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

其他方面，美国三季度实际 GDP 环比年率终值为 4.9%，较第一次修正值 5.2% 下调了 0.3 个百分点，个人消费、私人投资以及政府支出对 GDP 贡献率均达到 2022 年以来的较高水平。世界大型企业研究会 12 月美国消费者信心指数升至 110.7，为 7 月以来最高，民众对当前和未来商业状况以及劳动力市场愈发乐观，这可能有助于在明年初支撑经济。

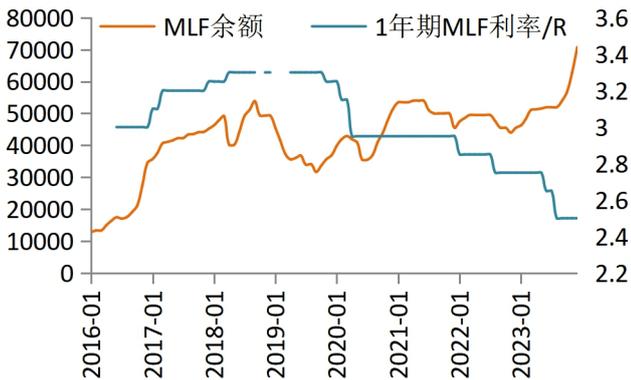
1.2 政策：中日央行利率政策按兵不动

12 月份中国央行利率政策维持不变，央行倾向于以较高的价格提供充足的流动性供应，这样做的主要目的是缓解人民币汇率贬值压力，遏制长期和短期跨境资金同时流出的不利局面，避免国内房地产估值水平过度下滑；但高利率会抑制私人部门投资意愿并施压股债估值水平，12 月份以来 1 年期国债利率维持在 2021 年以来的高水平区间，中国股市持续偏弱调整。12 月 15 日中国央行开展 500 亿元 7 天期公开市场逆回购操作和 14500 亿元 1 年期中期借贷便利 MLF 操作，中标利率与上期持平，MLF 余额上升到 70750 亿元；12 月 20 日最新贷款市场报价利率出炉，1 年期和 5 年期以上 LPR 均连续 4 个月维持不变。12 月 22 日中国多家主要银行宣布下调存款挂牌利率，涉及通知存款、零存整取、整存零取、存本取息等存款品种，利率降幅在 10bp、20bp 和 25bp 不等。

12 月 19 日日本央行召开议息会议，继续维持政策利率和收益率控制政策不变。日本央行行长植田和男在新闻发布会上表示，通胀趋势加速接近价格目标的可能性正在逐渐加大，日本工资有上涨的迹象，但仍然需要仔细审查是否会出现

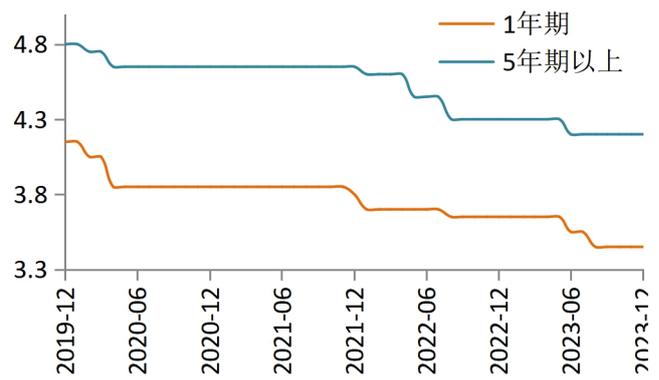
积极的工资通胀周期；日本经济处于复苏的早期阶段，经济和物价的不确定性依然高，如有必要将毫不犹豫地采取额外的宽松措施；目前很难确定退出负利率政策的计划，对于退出负利率政策时采取的具体政策顺序也没有详细的计划。相对于市场关于日本央行将逐渐边际收紧货币政策的主流预期，日本央行议息会议声明及行长表态偏鸽派，日元兑美元汇率一度从 142 跌至 145 附近，日本 10 年期国债利率也回落 3BP 至 0.66%。

图5：中期借贷便利MLF



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：贷款市场报价利率LPR



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

美联储 12 月议息会议及美联储主席鲍威尔表态意外鸽派之后，市场对 2024 年美联储降息预期愈加乐观，目前市场主流预期美联储将从 2024 年 3 月份开始降息，且年内降息幅度达到 150BP，这远大于美联储利率点阵图透露出来的降息空间 (75BP)。上周开始美联储官员表态大多意在管理市场的乐观预期，但仍认可 2024 年政策利率最有可能的变动方向是降息，因此对市场影响有限，美国 10 年期国债利率下探至 3.85%。

纽约联储总裁威廉姆斯称美联储仍在关注其货币政策是否走在正确的道路上，能否继续推动通胀回到 2% 的目标，现在考虑降息问题还为时过早；亚特兰大联储总裁博斯蒂克表示，鉴于美国经济的强劲势头，以及需要确保通胀回到美联储 2% 的目标，目前并无降息的迫切性，如果通胀如预期般下降则 2024 年下半年可以降息两次；芝加哥联储总裁古尔斯比表示，美联储并未预先承诺将很快、迅速地降息，市场对即将降息的预期快速升温，这不符合美联储的运作方式；克利夫兰联储总裁梅斯特表示，关于何时降息的问题，金融市场已经比央行超前了一点。

芝加哥联储总裁古尔斯比表示，随着在推动通胀向美联储 2% 的目标回归方面取得进展，美联储可能很快就需要将其工作重点从打击物价上涨转移到防止失业率上升；旧金山联储储备银行总裁戴利表示，由于今年通胀情况有所改善，美联

储开始展望 2024 年降息是合适的；里奇蒙联储总裁巴尔金对通胀回落表示欢迎，但拒绝说他支持降息，只是暗示如果经济表现符合预期，他对降息持开放态度；费城联邦储备银行总裁哈克表示，他仍反对美联储进一步加息，同时暗示对降低短期借贷成本持开放态度，但认为降息并非迫在眉睫。

其他方面，也门胡塞武装组织攻击红海地区船只，扰乱全球贸易，船商陆续宣布避开红海；全球物流业高管警告说，将船只改道其他航线可能会扰乱全球供应链，导致港口堵塞、船只、集装箱和设备短缺等连锁问题。美国商务部将启动一项针对美国半导体供应链和国防工业基地的调查，重点关注美国关键产业供应链里中国制造的芯片的使用和采购情况。欧盟将开始对从中国进口的生物柴油展开反倾销调查，欧盟产业界称中国的生物柴油进口打击了地区内的生产。安哥拉宣布将退出 OPEC，这是对沙特领导的产油国集团的一个打击。

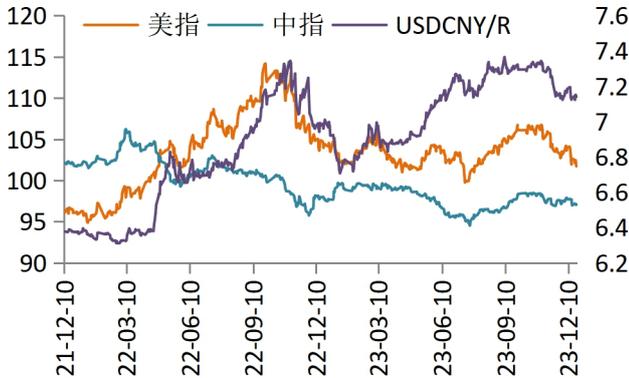
二、贵金属市场分析

2.1 美元汇率与美债利率

2023 年美元指数先在欧洲央行快马加鞭在货币紧缩上赶上美联储以及 3 月份美国银行业危机的影响下延续 2022 年 10 月份以来的调整趋势并于 7 月份跌破 100 关口，后在美国经济展现强劲韧性以及美联储货币政策路径预期上移的支撑下回升至 107，再由于美联储预期管理的转折、短期疲软经济数据以及美联储全线下调政策利率路径预期而回调到 102.5；上周美国房地产与消费信心等经济数据好转，但美联储降息预期仍打压美元指数从 102.6 下滑至 101.8 附近。展望 2024 年，我们判断美国对欧元区的相对经济韧性利多美元，但美联储货币政策立场偏鸽压低美债利率削弱美元汇率的利差因素支撑，美欧相继进入加库存周期削弱美元的海外避险需求，日本央行边际收紧货币政策减少美元的跨境套息需求，美国总统大选形势或增加美元的国内政治风险。总体而言我们预计 2024 年美元指数偏弱调整但调整幅度受到限制，核心波动区间为 97-106；上行风险来自于美国经济通胀展现韧性，利差因素支撑重新增强；下行风险来自于海外经济复苏削弱美元的避险需求，美联储温和降息削弱利差因素支撑。2024 年中国经济增长动能在欧美相继进入加库存阶段和中国刺激性经济政策的支持将有温和回升，房地产市场债务违约风险也将逐渐得到处置，但人口老龄化对中国中期经济增长的抑制将持续存在，中外巨大利差和地缘政治风险影响下跨境资金抽离中国的意愿继续存在；我们预计 2024 年人民币汇率指数继续低位偏弱运行但人民币兑美元汇率维持低

位盘整态势，核心波动区间为 6.9-7.4，观察中国货币政策和财政政策的刺激力度以及房地产市场是否逐步稳定下来。

图7：美元与人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图8：美债收益率曲线



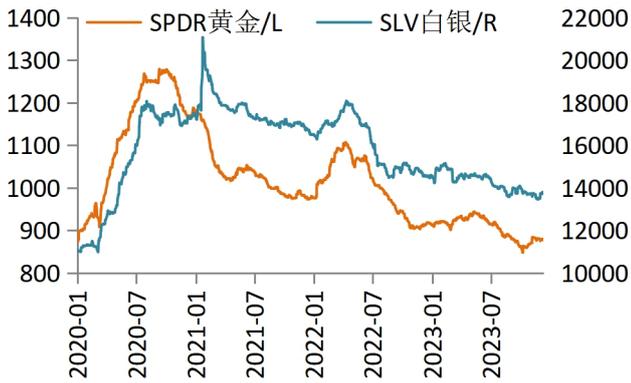
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2023年美国国债短端利率因美联储渐进加息而持续上行，长端利率跟随经济通胀表现、美联储货币政策预期以及美国财政部发债节奏先回落后上行再调整，美国10年期国债利率先从3.83%回落到3.3%，然后上行到5.04%再回落到3.89%；上周美国房地产与消费信心等经济数据好转，但美联储降息预期仍打压美债10年期利率从3.91%下滑至3.89%附近，关注周五夜盘期间公布的美国11月份个人消费支出数据与PCE物价数据。2024年美国制造业加库存将部分对冲服务业的周期性疲软，美国经济增长动能小幅放缓但仍高于潜在增长潜力，就业市场正常化但仍存结构性紧俏现象，通胀压力继续回落难度加大且不排除阶段性上行可能性，经济动能放缓以及海外风险上升背景下美联储提高通胀容忍度实施预防性温和降息，我们判断2024年美债利率偏弱调整但调整幅度相对有限，美债10年期利率核心波动区间为3.6-4.6%。

2.2 市场投资情绪

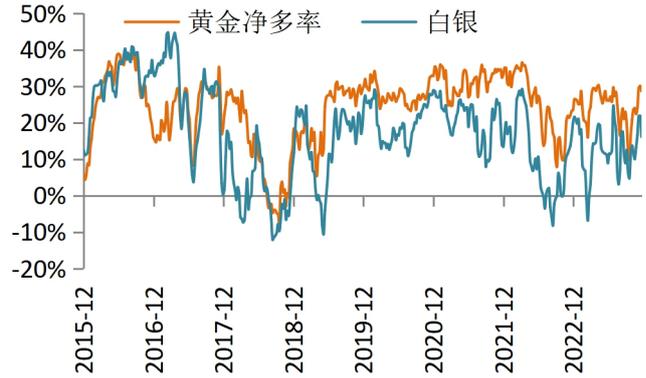
2022年11月份以来贵金属价格显著反弹，伦敦黄金两次短暂突破2020年8月初创下的2075美元/盎司记录，并在2023年末美联储货币政策立场转折后逐步积累彻底突破动能，但现货投资者对贵金属的兴趣依然偏弱，2023年至今SPDR黄金ETF与SLV白银ETF持仓量分别同比减少4.4%和5.2%，基本上处于在2020年初水平。在高美元利率环境下没有利息收入的贵金属的投资性价比不高，这与出于地缘政治风险而持续增加黄金储备的环球央行行为有显著差别。注意到11月份以来SPDR黄金ETF与SLV白银ETF持仓量分别增加3.5%和1.8%，关注这是否意味着黄金实物投资意愿的升温。

图9：贵金属ETF持仓量



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：贵金属CFTC基金净多率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

在CFTC持仓方面，12月12日当周非商业机构分别减持黄金期货期权多单26047张和空单4236张，减持白银期货期权多单9957张并增持空单797张，结果是黄金和白银基金净多率分别下降至28.6%和16.1%。因CFTC公布的持仓数据距离周报写作时间有10天，对行情指导意义不大。

2.3 贵金属回顾展望

2023年贵金属主要受到美国经济通胀状况、美联储政策预期以及美元汇率美债利率的影响，10月份中东巴以冲突对贵金属的影响幅度不大且持续时间也不长。2023年1月份贵金属延续自2022年11月份以来的反弹趋势，逻辑是美国通胀压力开始缓和以及美国经济增长动能放缓将使得美联储很快逆转货币政策基调；随后美国公布的经济数据显示美国经济通胀韧性犹存，欧美金融市场盛行的非通胀交易减退，伦敦黄金回撤到1800美元/盎司。3月份美国爆发因硅谷银行破产为标志的银行业危机，市场认为因美联储紧缩货币政策导致的美国经济衰退即将到来并预期美联储将立即开始大幅度降息，避险资金涌入推动伦敦黄金持续上行；但随后经济数据再次显示美国经济通胀具备强劲韧性，美联储虽然放缓加息步伐但持续上调美国经济增长预期，美联储政策利率路径预期上移以及美元汇率美债利率强势上行，使得伦敦黄金持续调整并在10月初再次回到1810美元/盎司附近。10月9日巴勒斯坦伊斯兰武装组织哈马斯袭击以色列、中东巴以冲突恶化推动贵金属迅速反弹，随后美联储货币政策预期管理因美债长端利率飙升而出现转折，美国公布的系列经济数据短期偏弱，美联储政策利率路径预期再次下降，美元汇率美债利率走弱推动伦敦黄金持续反弹，并于12月4日亚盘开盘时段创下2147美元/盎司的历史新高。12月份至今伦敦黄金基本上在1970-2050美元/盎司之间运行，多头获利平仓施加黄金调整压力，美国短期经济数据也有所好转，但美联储货币政策立场转变以及降息预期的增强从根本上支撑黄金价格。

图11：伦敦金银走势



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图12：上海金银走势



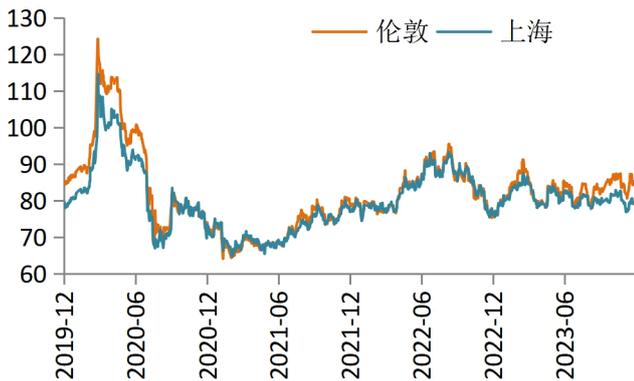
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

从中长期看，伦敦黄金 2023 年继续处于 2015 年底以来的长期上涨周期，以及 2020 年下半年以来的 1600-2100 美元/盎司宽幅震荡中周期。我们预计 2024 年美国制造业加库存将部分对冲服务业的周期性疲软，美国经济增长动能小幅放缓但仍高于潜在增长潜力，就业市场正常化但仍存结构性紧俏现象，通胀压力继续回落难度加大且不排除阶段性上行可能性，经济动能放缓以及海外风险上升背景下美联储提高通胀容忍度实施预防性温和降息，美元汇率与美债利率均偏弱调整但调整幅度受到限制。在这种情况下我们预计 2024 年伦敦金银将延续 2023 年的偏强运行态势，但难以出现 2019 年 6 月至 2020 年 8 月那样的显著上涨行情，“反弹-调整-反弹”的整体节奏类似于 2023 年；预计 2024 年伦敦黄金核心波动区间为 1850-2180 美元/盎司，年度均价或从 2023 年的 1936 美元/盎司继续上升到 2000 美元/盎司。在贵金属整体偏强运行且美欧相继进入制造业加库存的情况下，我们预计 2024 年伦敦白银走势将强于黄金，伦敦白银核心波动区间为 23-29 美元/盎司，金银比值有望进一步回落到 75-80 区间之内。预计 2024 年中国经济增长动能在美欧相继开启加库存周期以及国内经济刺激措施的支持下温和复苏，中美利差过大以及全球政经格局变迁仍将推动人民币汇率指数小幅贬值但贬值幅度将小于 2023 年，人民币兑美元汇率大体上仍跟随美元指数反向变动。在这种情况下我们判断 2024 年人民币金价将延续慢牛上行趋势但上行斜率将有所放缓，人民币金价核心波动区间为 450-530 元/克，人民币银价核心波动区间为 5500-7200 元/千克。

2.4 贵金属相关图表

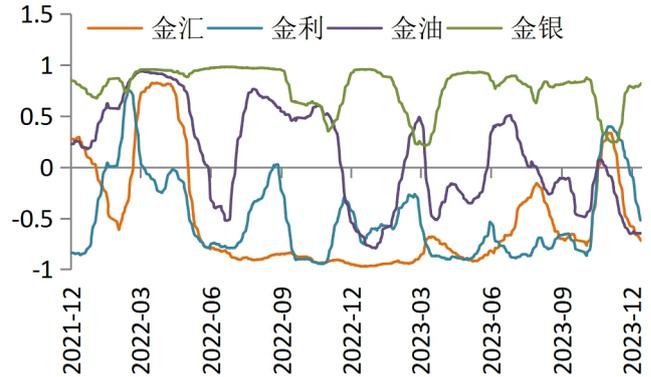
伦敦和上海金银比值分别为 83.8 和 87.7，继续处于 4 月份以来的震荡区间之内。黄金与美元汇率、美债利率的相关性快速回到深度负相关区域，因巴以冲突恶化带来的情绪刺激迅速消散，黄金市场重新回归经济；黄金与原油的正相关性显著减弱，与白银的正相关性回到极高水平，近期原油价格调整以及通胀预期下降推动美联储降息预期回升同时利多金银。

图13：沪伦金银比值



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图14：伦敦黄金与其他资产相关性



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图15：伦敦黄金与美元指数



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图16：伦敦黄金与美债实际利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

三、下周重点数据/事件

表1：下周重点数据/事件

2023年12月26日

| 时间 | 国家/地区 | 指标名称 | 重要度 | 前值 |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------------|------------------------|-----|-------|
| 22:30 |  美国 | 11月芝加哥联储全国活动指数 | ★★ | -0.49 |
| 22:55 |  美国 | 12月23日上周红皮书商业零售销售年率(%) | ★★ | 3.60 |

2023年12月27日

| | | | | |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------|----|-----------|
| 09:30 |  中国 | 11月工业企业利润:累计同比(%) | ★★ | -7.80 |
| 23:00 |  美国 | 12月里奇蒙德联储制造业指数:季调 | ★★ | -5.00 |
| 23:30 |  美国 | 12月22日EIA库存周报:成品汽油(千桶) | ★★ | 16,546.00 |
| |  美国 | 12月22日EIA库存周报:商业原油增量(千桶) | ★★ | 2,909.00 |

2023年12月28日

| | | | | |
|-------|----------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------|-----|--------------|
| 21:30 |  美国 | 12月23日当周初次申请失业金人数:季调(人) | ★★★ | 205,000.00 |
| |  美国 | 12月16日持续领取失业金人数:季调(人) | ★★ | 1,865,000.00 |
| 23:00 |  美国 | 11月成屋签约销售指数(2001年=100) | ★★ | 71.40 |

2023年12月29日

| | | | | |
|-------|----------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------|----|-----------|
| 17:00 |  中国 | 11月服务贸易差额:当月值(亿美元) | ★★ | -193.71 |
| |  中国 | 第三季度对外金融负债(亿美元) | ★★ | 65,913.00 |
| |  中国 | 第三季度对外金融资产(亿美元) | ★★ | 93,670.00 |
| |  中国 | 第三季度国际投资净头寸(亿美元) | ★★ | 27,758.00 |
| |  中国 | 第三季度经常账户差额:当季值:正式数(亿美元) | ★★ | 647.00 |

2023年12月31日

| | | | | |
|-------|----------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|------|-------|
| 09:30 |  中国 | 12月官方制造业PMI | ★★★★ | 49.40 |
| |  中国 | 12月官方非制造业PMI:商务活动 | ★★ | 50.20 |
| |  中国 | 12月官方综合PMI:产出指数 | ★★ | 50.40 |

数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

【建信期货研投中心】

宏观金融研究团队 021-60635739 有色金属研究团队 021-60635734 黑色金属研究团队 021-60635736
 石油化工研究团队 021-60635738 农业产品研究团队 021-60635732 量化策略研究团队 021-60635726

免责声明:

本报告由建信期货有限责任公司(以下简称本公司)研究发展部撰写。

本研究报告仅供报告阅读者参考。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告版权归建信期货所有。未经建信期货书面授权,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在授权范围内使用,并注明出处为“建信期货研究发展部”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)5楼
 电话:021-60635548 邮编:200120

深圳分公司

地址:深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心B3211
 电话:0755-83382269 邮编:518038

山东分公司

地址:济南市历下区龙奥北路168号综合营业楼1833-1837室
 电话:0531-81752761 邮编:250014

广东分公司

地址:广州市天河区天河北路233号中信广场3316室
 电话:020-38909805 邮编:510620

北京营业部

地址:北京市宣武门西大街28号大成广场7门501室
 电话:010-83120360 邮编:100031

福清营业部

地址:福清市音西街福清万达广场A1号楼21层2105、2106室
 电话:0591-86006777/86005193 邮编:350300

郑州营业部

地址:郑州市未来大道69号未来大厦2008A
 电话:0371-65613455 邮编:450008

宁波营业部

地址:浙江省宁波市鄞州区宝华街255号0874、0876室
 电话:0574-83062932 邮编:315000

总部专业机构投资者事业部

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)6楼
 电话:021-60636327 邮编:200120

西北分公司

地址:西安市高新区高新路42号金融大厦建行1801室
 电话:029-88455275 邮编:710075

浙江分公司

地址:杭州市上城区五星路188号荣安大厦602-1室
 电话:0571-87777081 邮编:310000

上海浦电路营业部

地址:上海市浦电路438号1306室(电梯16层F单元)
 电话:021-62528592 邮编:200122

上海杨树浦路营业部

地址:上海市虹口杨树浦路248号瑞丰国际大厦811室
 电话:021-63097527 邮编:200082

泉州营业部

地址:泉州市丰泽区丰泽街608号建行大厦14层CB座
 电话:0595-24669988 邮编:362000

厦门营业部

地址:厦门市思明区鹭江道98号建行大厦2908
 电话:0592-3248888 邮编:361000

成都营业部

地址:成都市青羊区提督街88号28层2807号、2808号
 电话:028-86199726 邮编:610020

【建信期货联系方式】

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)5楼
 邮编:200120 全国客服电话:400-90-95533 转5
 邮箱:khh@ccb.ccbfutures.com 网址:http://www.ccbfutures.com