



冠通期货  
Guantong Futures

研究咨询部

# 冠通期货-2024年2月贵金属月度报告

制作日期：2024年1月29日

冠通期货研究咨询部

分析师：周智诚

执业证书号：F3082617 /Z0016177

联系电话：010-85356555

冠通期货

## 贵金属

品种	交易逻辑	多空观点	操作建议
黄金	<p>美联储12月会议及会议纪要明确开始讨论降息问题，同时继续贯彻“谨慎”的行动方针；目前市场预期美联储2月会议维持目前利率的概率接近100%，3月开始降息的概率基本维持在50%；持续的高息状态导致经济衰退担忧加剧，地缘政治形势依然紧张，刺激金价持续反弹上涨；短线看，金价快速上涨之后进入震荡调整，但仍可考虑逢低布局多单；</p>	<p>中长线看多 短线震荡</p>	<p>长线多单适量持有； 空4月多6月合约反套； 短线空单逢低止盈</p>
白银	<p>银价下跌和反弹力度均略大于黄金，银价目前处于震荡反弹阶段；随着工业生产逐步恢复繁荣，工业用银将助力银价将继续上涨；银价可继续逢低布局多单；</p>	<p>中长线看多 短线震荡</p>	<p>长线多单适量持有 空4月多6月合约反套； 短线空单逢低止盈</p>

## 核心观点

观点：

- 美联储在12月份再次暂停加息，同时金价在12月初再次创下历史高点；市场普遍预期美联储距离降息越来越近；在高息下美国国内实体经济持续受压，政府、企业和居民个人都债台高筑且受高息影响还款压力巨大；在外部，地缘政治紧张从未真正缓解，俄乌冲突和巴以冲突看不到解决希望，黄金再次成为避险资金的主要去向；目前市场预期美联储最早3月、最晚5月启动降息；金价在地缘政治十分紧张复杂、美国经济软着陆前景不明和美联储距离降息越来越近的背景下延续震荡上涨。

投资策略：

- 沪金2404/沪银2406经过纠正日线、4小时线顶背离后再次进入震荡，美联储政策转向的预期和地缘政治持续紧张将刺激金银继续上涨；中长期看涨的策略将在相当一段时间内持续；中短期看，可以考虑卖4月合约买6月合约的反套操作。

冠通期货研究咨询部

# 金银在2024年1月震荡下行

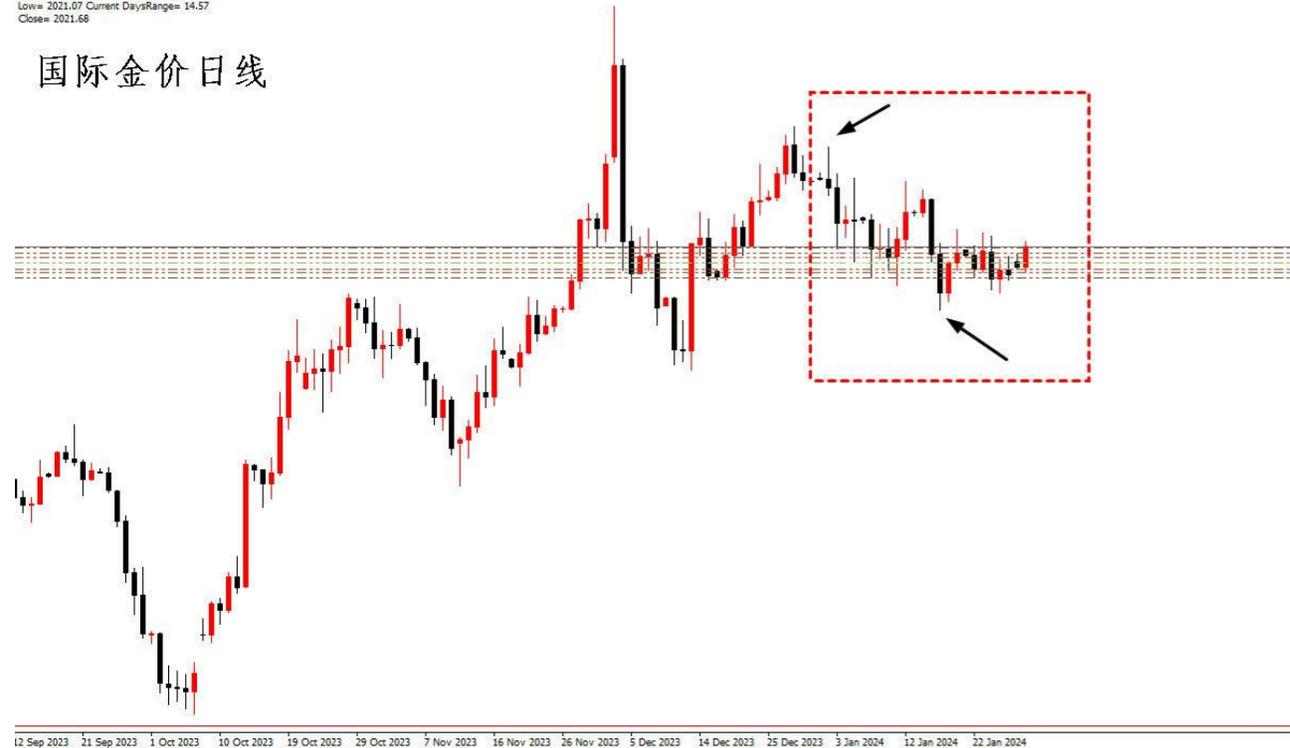
冠通期货研究咨询部



# 黄金在2024年1月经历整体小幅下跌

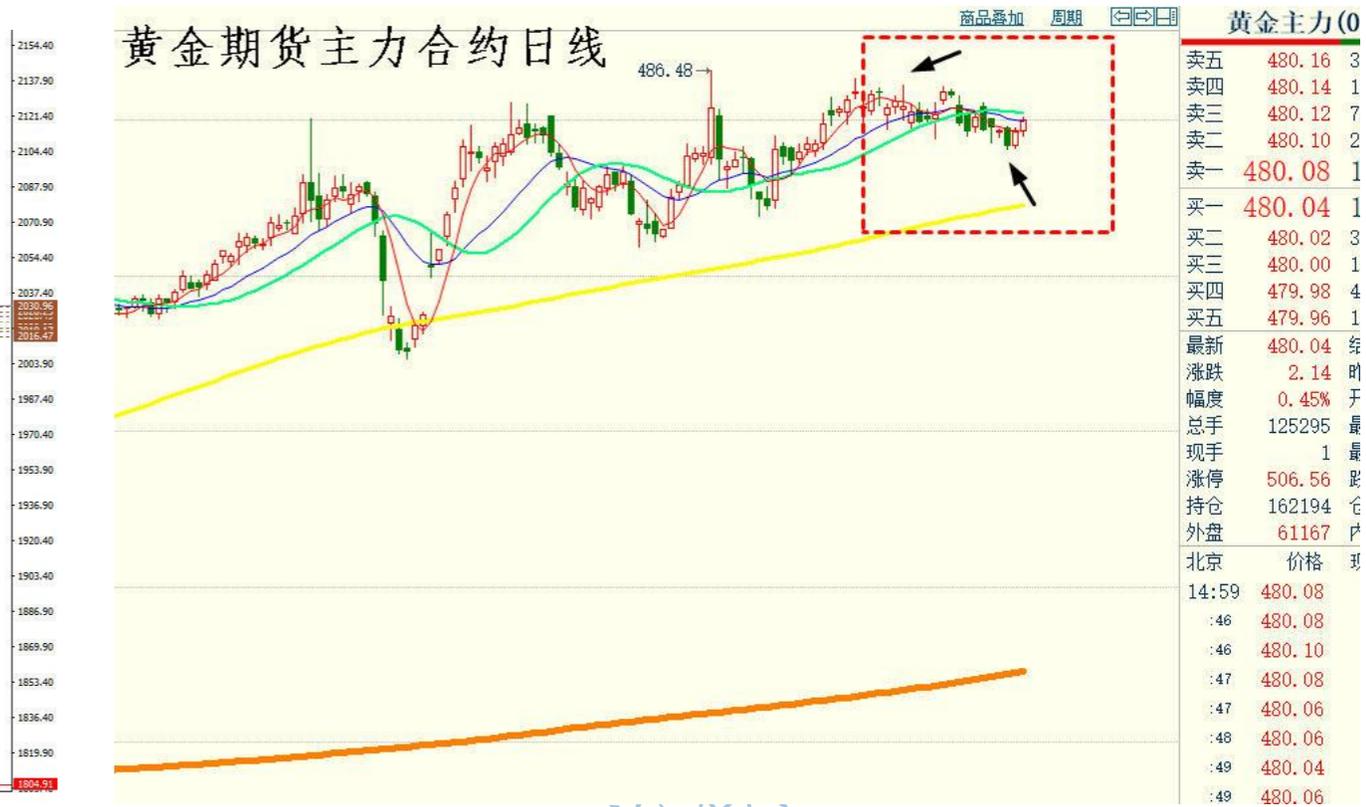
SPT\_GLD, Daily 2021.70 2033.74 2019.17 2031.27  
High= 2028.39 Previous DaysRange= 7.32  
Low= 2021.07 Current DaysRange= 14.57  
Close= 2021.68

### 国际金价日线



- 2024年1月（红色虚线框内），国际市场金价在1月2日从阶段性高点2078.80美元/盎司开始下滑，1月17日触及阶段低点2001.70美元/盎司，之后逐步反弹，目前仍在温和反弹进行中；金价在1月份最大向下振幅为3.70%；

### 黄金期货主力合约日线

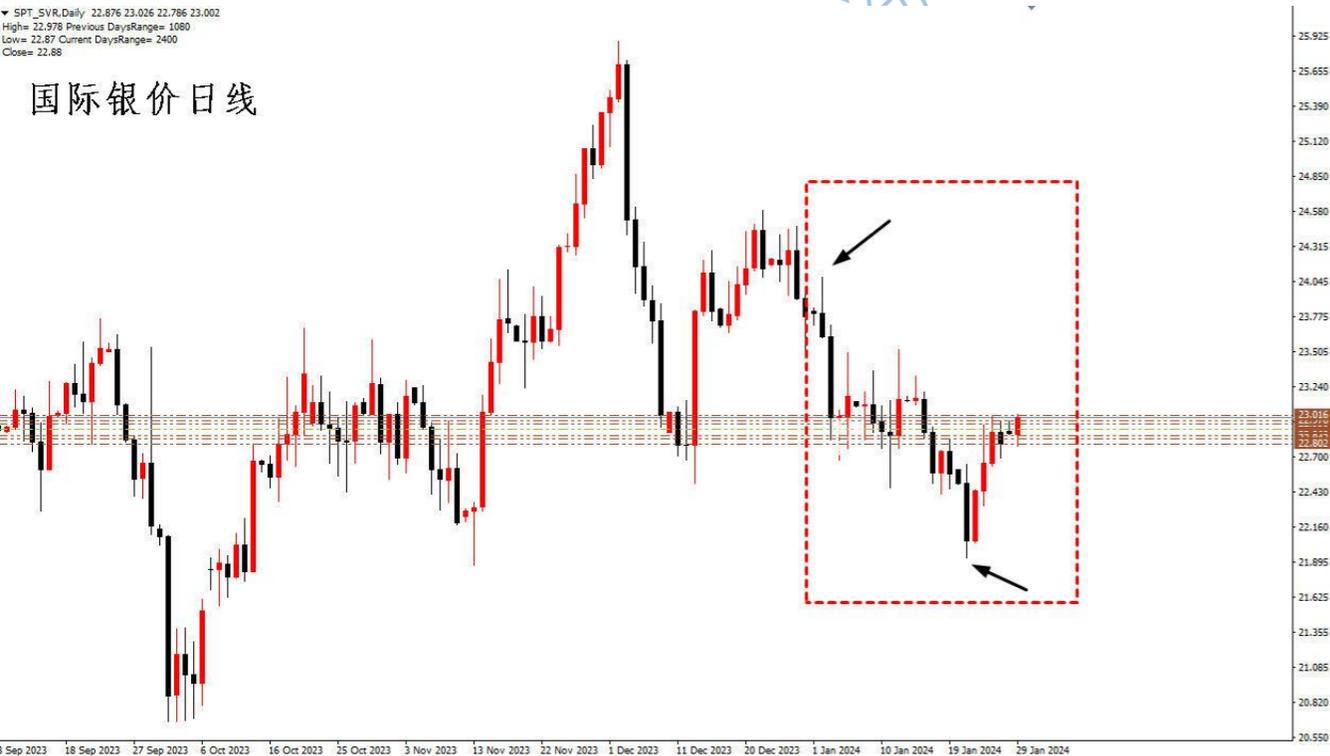


- 2024年1月（红色虚线框内），国内黄金期货主力合约在1月8日触及阶段高点484.52元/克，1月25日触及阶段最低476.32元/克，之后出现温和小幅反弹；期货金价在1月份整体最大向下振幅为1.69%；

# 白银在2024年1月同样经历小幅震荡下滑

SPT\_SVR, Daily 22.876 23.026 22.786 23.002  
High= 22.978 Previous DaysRange= 1080  
Low= 22.87 Current DaysRange= 2400  
Close= 22.88

国际银价日线



- 2024年1月（红色虚线框内），国际市场银价在1月2日触及阶段小高点24.08美元/盎司，在1月22日触及阶段最低21.92美元/盎司，之后银价反弹走高，目前仍在延续温和震荡反弹；1月银价最大向下振幅为8.97%；

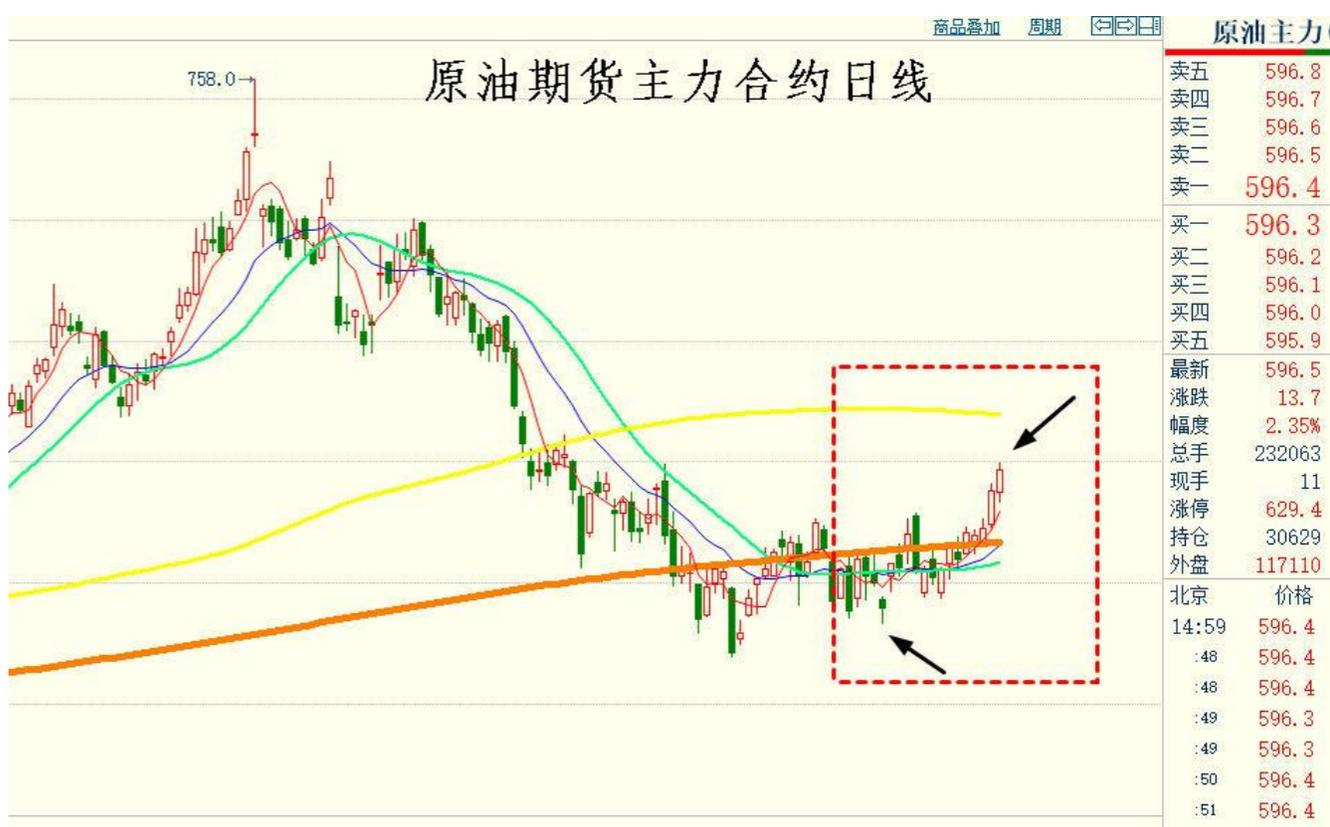
白银期货主力合约日线



白银主力(0	
卖五	5935 1
卖四	5934 3
卖三	5933 7
卖二	5932 1
卖一	5931 1
买一	5930 8
买二	5929 1
买三	5928 1
买四	5927 3
买五	5926 1
最新	5930 续
涨跌	30 昨
幅度	0.51% 于
总手	334406 最
现手	9 最
涨停	6313 限
持仓	470626 仓
外盘	168886 内
北京	价格 现
14:59	5931
:48	5930
:49	5930
:49	5931
:50	5930
:50	5930
:51	5931
..	.....

- 2024年1月（红色虚线框内），国内白银期货主力合约在1月2日触及阶段小高点6045元/千克，在1月23日触及阶段低点5743元/千克，之后期货银价小幅震荡反弹；目前银价仍在延续震荡反弹；1月份人民币期货银价向下最大振幅为4.99%。

# 原油在2024年1月整体上涨，与金价彻底失去正相关关系



- 2024年1月（红色虚线框内）美原油价格整体震荡上升；WTI原油1月2日触及阶段低点70.06美元/桶，之后一路震荡反弹并在1月29日触及阶段高点79.29美元/桶，整个1月国际油价因产油国减产和红海海运因地缘局势高度紧张受阻而上涨；11月油价向上最大振幅为13.17%；1月份原油价格与金价几乎完全失去正相关关系。

- 1月份国内期货原油震荡反弹态势与外盘原油高度相似；在2024年1月（红色虚线框内），国内期货原油主力合约1月9日触及阶段小低点533.5元/桶，之后一路震荡反弹并在1月29日触及阶段高点599.5元/桶；人民币期货原油在1月份最大向上振幅为12.37%。

- 进入2024年1月之后，金银都经历了明显的震荡下滑过程和小幅反弹，油价持续震荡反弹；整体上看，金银在美联储达到利率峰值后的调整接近结束；俄乌冲突、中东地缘形势恶化已经令市场产生疲劳，但市场对美联储政策转向充满期待，美联储的降息预期仍是金银上涨的主要动力；
- 尽管目前的核心PCE物价指数依然在2.9%，核心CPI依然在3.9%，美联储内部继续控制通胀之声不绝于耳，但市场预期美联储1月继续不加息的可能性接近100%，对2024年首次降息的预期在3月，尽管3月降息概率从最乐观的90%以上降至目前的50%附近，但即便3月不降息，5月降息已经接近确定；市场已经在交易美联储降息及降息预期；
- 内外盘振幅对比可看出，1月份金银内盘跌幅均小于外盘；油价内盘涨幅也小于外盘；这与人民币对美元汇率在1月份稳定贬值有关，汇率贬值令人民币跌幅均缩小；人民币汇率1月1日收盘7.0999；截止1月29日收盘为7.1787。

冠通期货研究咨询部

# 地缘政治紧张在2024年1月有升级迹象

冠通期货研究咨询部

# 俄乌冲突接近2年，巴以冲突持续约4个月……



- 据俄新社援引俄罗斯国防部的消息报道，当地时间1月24日约11时，一架伊尔-76运输机在俄罗斯别尔哥罗德州坠毁。报道称，机上有65名被俘的乌克兰军人，以及6名机组人员和3名护送人员。乌克兰战俘问题协调指挥部当地时间26日召开会议，讨论24日一架伊尔-76运输机在别尔哥罗德州坠毁的相关情况。参加会议的乌克兰国防部情报总局局长布达诺夫表示，关于该坠毁飞机目前乌方没有掌握可靠及全面的信息。
- 由美国牵头的“乌克兰问题联络小组”（UDCG）日前以视频形式召开了最新一次会议，五角大楼负责国际安全事务的最高级别官员西莱斯特·沃兰德在会后承认，由于五角大楼已经用完了国会划拨的用于补充美国援乌武器的全部资金，且新的资金尚未获批，12月起美国政府就无法向乌克兰提供急需的军事援助了。沃兰德称，前线乌军所需的弹药和其他武器即将耗尽，而援助的放缓也开始影响乌军的计划和行动。
- 据加沙地带卫生部门1月24日发布的最新数据，在过去的24小时内，以色列军队的袭击造成加沙地带210人死亡，386人受伤。自新一轮巴以冲突爆发以来，加沙地带已有25700人死亡，63740人受伤。也门胡赛武装在红海袭击美西方和以色列商船，是典型的加沙冲突外溢。
- 初步结论：美国借俄乌冲突削弱俄罗斯的政治策略不会改变；巴以冲突中以色列强占巴勒斯坦土地的历史根源问题无法解决；冲突还将周期性爆发。

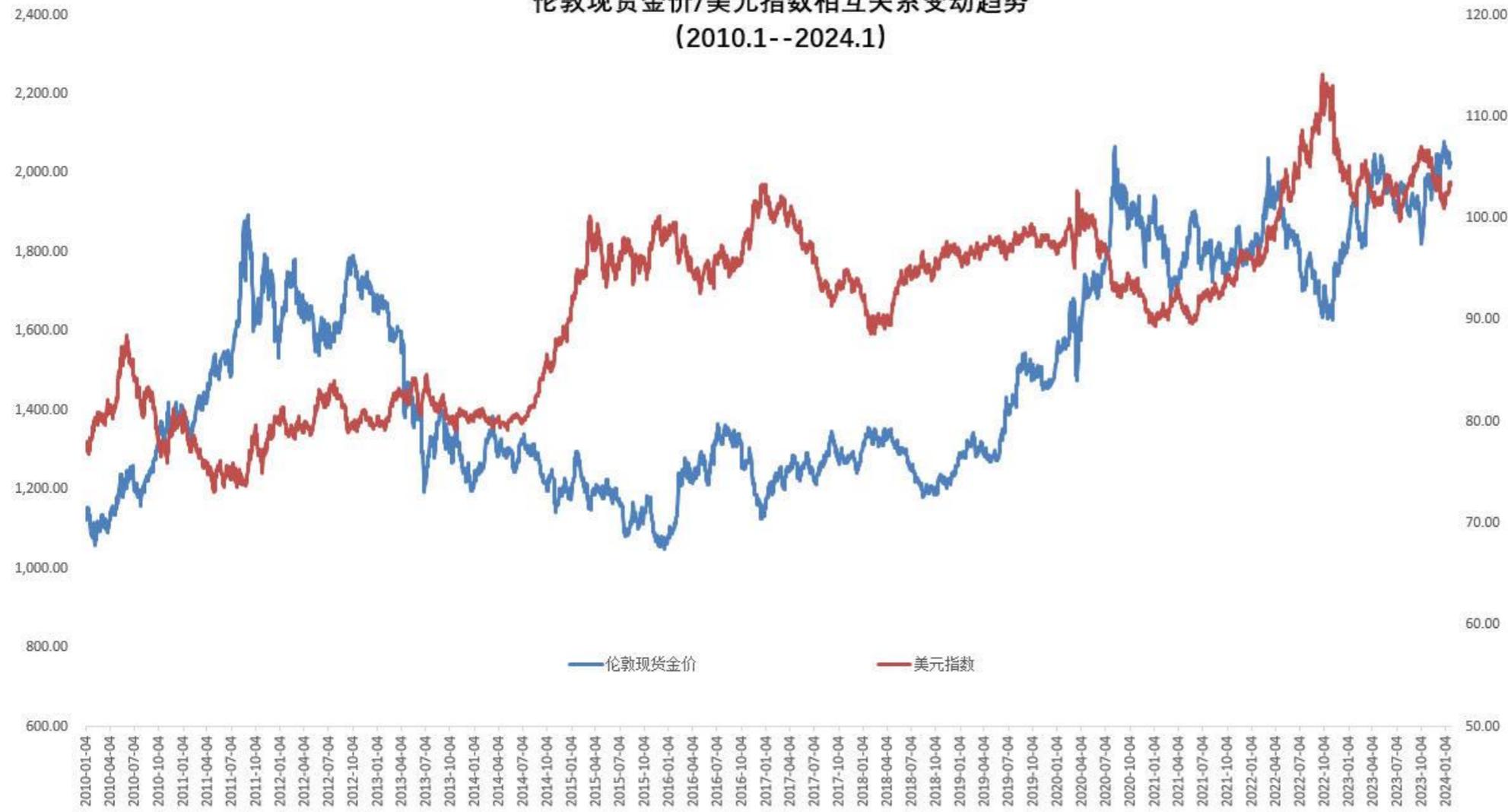
# 大选年火药味渐浓：前总统特朗普赢得两场党内初选



- 当地时间1月16日，在艾奥瓦州举行的2024年美国总统选举共和党首场党内初选投票已完成，前总统特朗普获得约51%的支持率，以约30个百分点的优势击败第二名，得到艾奥瓦州对其获得共和党总统候选人提名的支持。美国新罕布什尔州当地时间1月23日举行了2024年总统选举共和党初选。据美联社报道，新罕布什尔州已统计完成约91%的选票，特朗普以54.9%的得票率位居首位，美国前常驻联合国代表黑利以43.2%的得票率位列第二，已经退出竞选的佛罗里达州州长德桑蒂斯以0.7%的得票率位列第三。这是特朗普在共和党初选中取得的第二场胜利。
- 据美媒统计，在艾奥瓦州和新罕布什尔州初选中都获得胜利的竞选人最终都成功获得该党总统候选人提名。因此，特朗普的“二连胜”意味着在今年大选中将很可能再次出现特朗普与拜登的对决。
- 初步结论：2024年大选仍然是2020年的两人，二者积怨甚深；两人国内政策很可能引发进一步政治和族群撕裂；两人的中东、俄乌、涉华政策可能引发进一步地缘政治紧张，避险资金进一步流入黄金是可以预期的。

# ◆ 金价与美指在2023年12月-2024年1月继续维持不完美的负相关关系

伦敦现货金价/美元指数相互关系变动趋势  
(2010.1--2024.1)



- 目前美联储加息确定结束，降息仅有2024年3月和5月之别；地缘政治方面美俄、美中、巴以关系依然紧张；
- 美国经济数据好坏不一，但避险资金依然流入黄金；黄金在美指下滑或高位震荡的情况下依然反弹，负关关系不甚完美；
- 同时黄金和美指同涨同跌的情况也在增多，集中体现在美国处于利率峰值并维持高息的阶段，也是下一次危机的酝酿阶段。

• 截止1月26日，金价和美元指数在1月份基本维持了负相关关系，美指小幅下滑，金价明显震荡反弹。

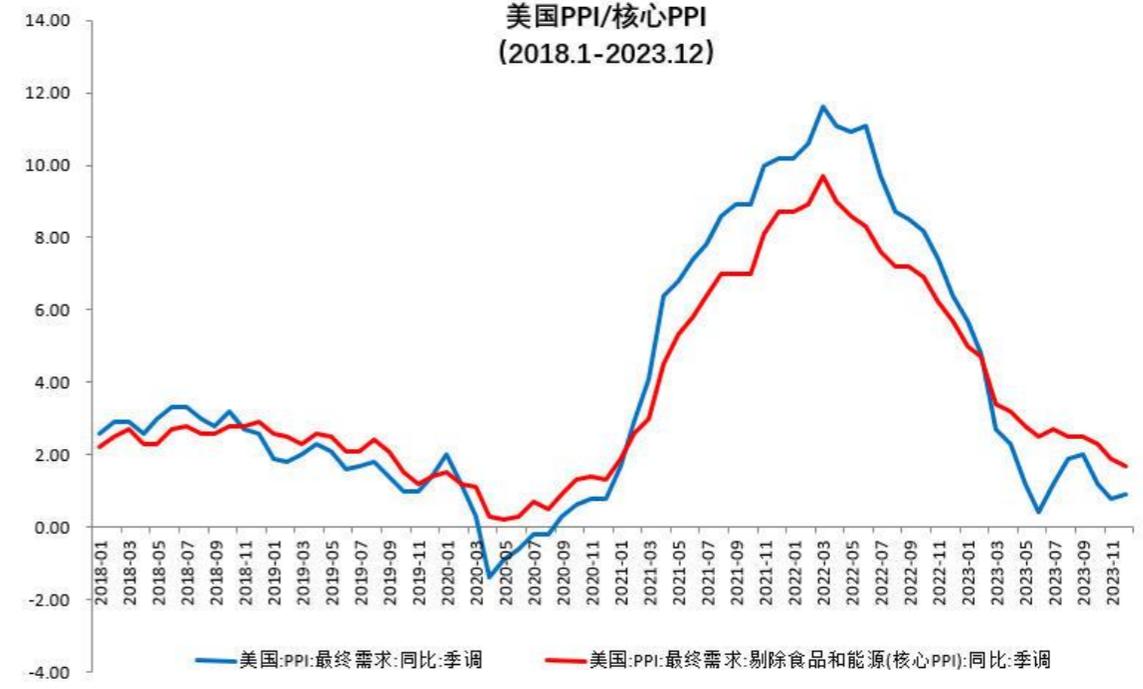
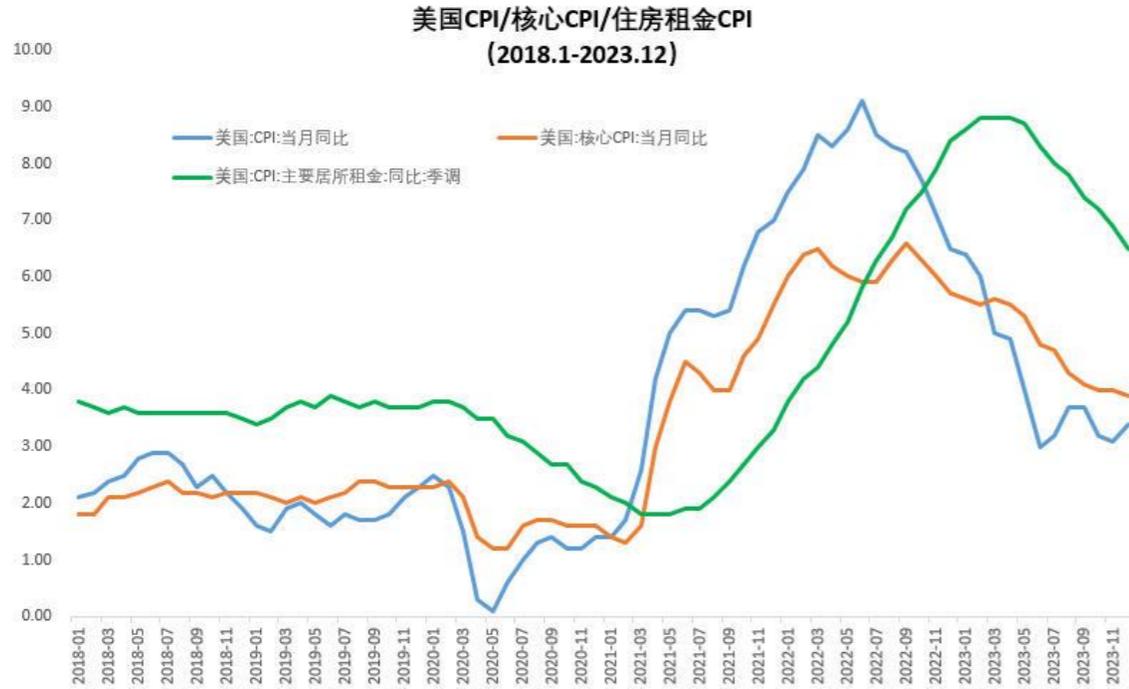


冠通期货研究咨询部

# 市场预期美联储1月底继续不加息

冠通期货研究咨询部

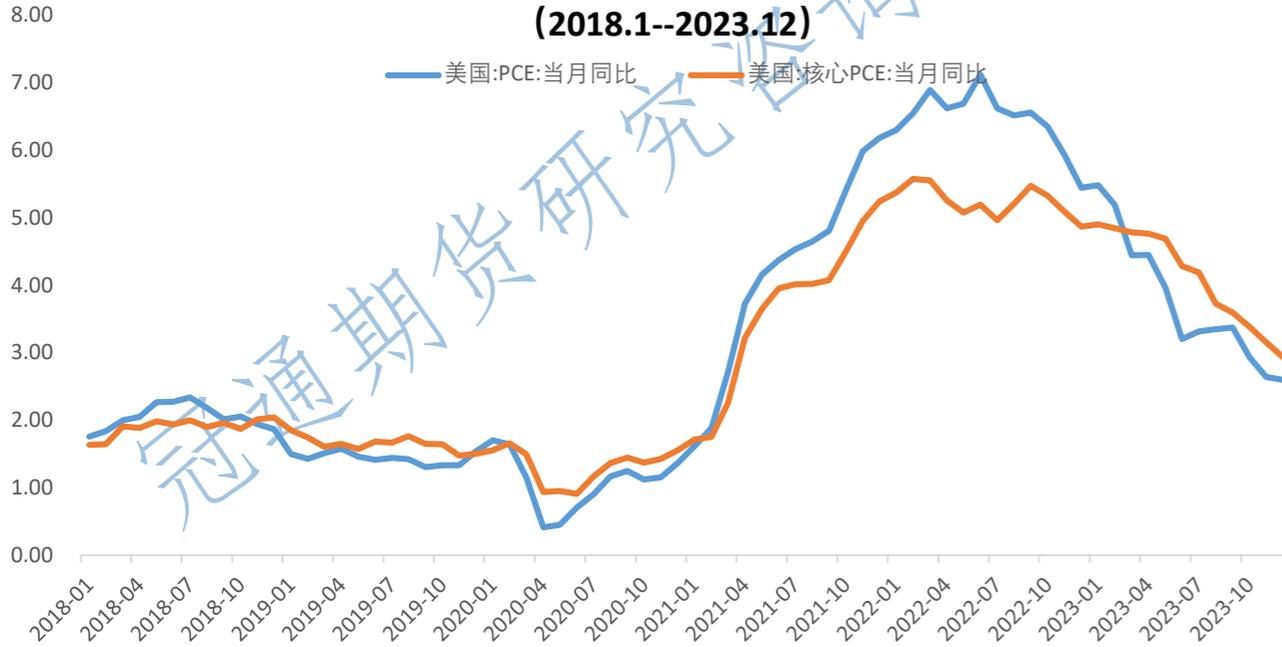
# 12月CPI超预期反弹；12月PPI超预期回落



- 1月11日美国劳工统计局数据显示，美国12月CPI同比上涨3.4%，较11月的3.1%有所反弹，预期上涨3.2%，为三个月来的最高涨幅；美联储更为关注的剔除食品和能源成本的核心通胀，同比增速为3.9%，预期3.8%，较11月前值4%有所回落，为2021年5月以来首次跌破4%；超级核心CPI（即剔除住房的核心服务通胀）同比为3.87%，其中每个分项通胀都有所上涨；12月住房通胀同比增长6.2%，贡献了CPI三分之二以上的增幅；
- 1月12日公布的美国12月PPI同比增长1%，预期增长1.3%，前值增长0.9%；剔除波动较大的食品和能源，12月核心PPI同比增长1.8%，预期增长2%，前值增长2%，为2020年底以来的最小涨幅；用于反映生产过程中的早期价格——中间需求PPI仍低于零，但开始加速走高；美国PPI数据公布后，互换市场消化了2024年美联储更多降息；

# PCE通胀顺利回落，通胀预期明显回落

美国PCE/核心PCE物价指数  
(2018.1--2023.12)

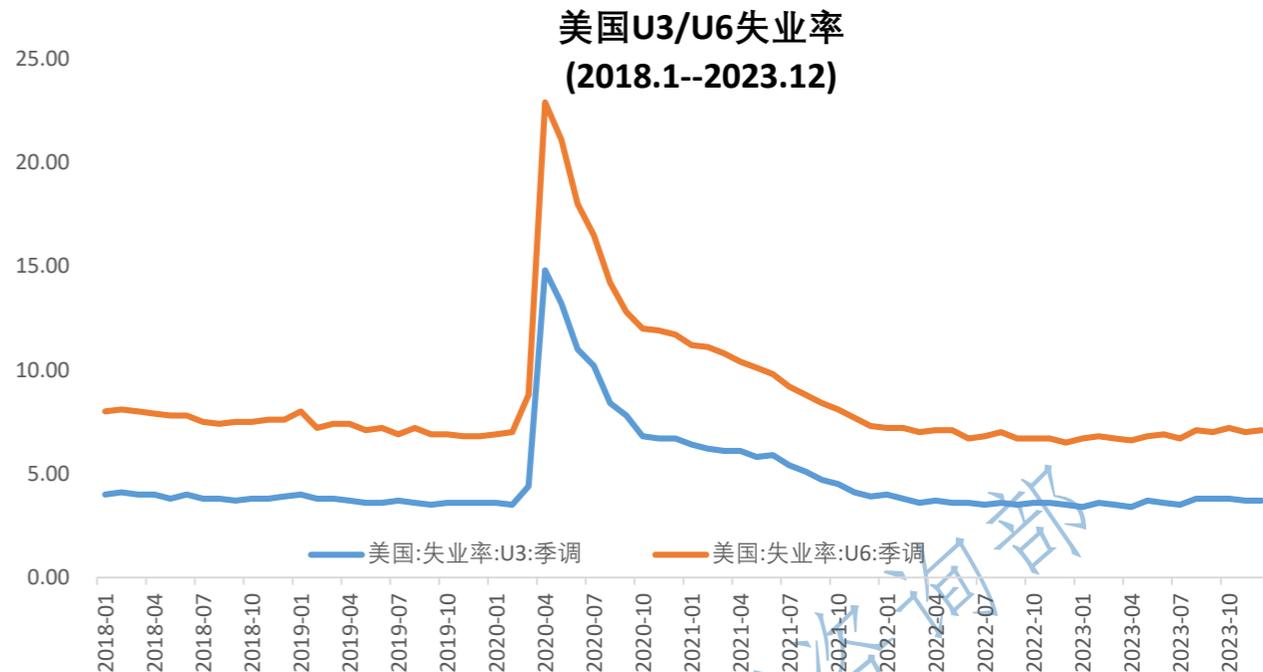


美国密歇根大学1年/5年通胀预期  
(2018.1--2024.1)



- 1月26日美国经济分析局公布的数据显示，美国12月PCE物价指数同比增长2.6%，符合预期；美联储最钟爱的通胀指标12月核心PCE物价指数同比增长2.9%，预期3%，前值3.2%；同比增速创2021年3月以来新低；数据显示尽管去年假日季节消费者支出强劲，美国重要通胀指标仍持续降温，达到近三年新低。12月PCE通胀数据公布后，芝商所Fedwatch工具显示，期货市场预计3月美联储启动25个基点降息的可能性为48%。
- 1月19日公布的美国1月密歇根大学消费者信心指数初值78.8，预期70.1；市场备受关注的通胀预期方面，美国1月密歇根大学1年通胀预期初值2.9%，预期3.1%；5年通胀预期初值2.8%，创四个月新低，预期3%；密歇根调查显示，人们的乐观情绪普遍回升，不同年龄、收入和政治倾向的人群都有所改善。超过一半的受调查家庭预计他们的收入增长速度至少与通胀一样快，这是自2021年中期以来的最高比例。

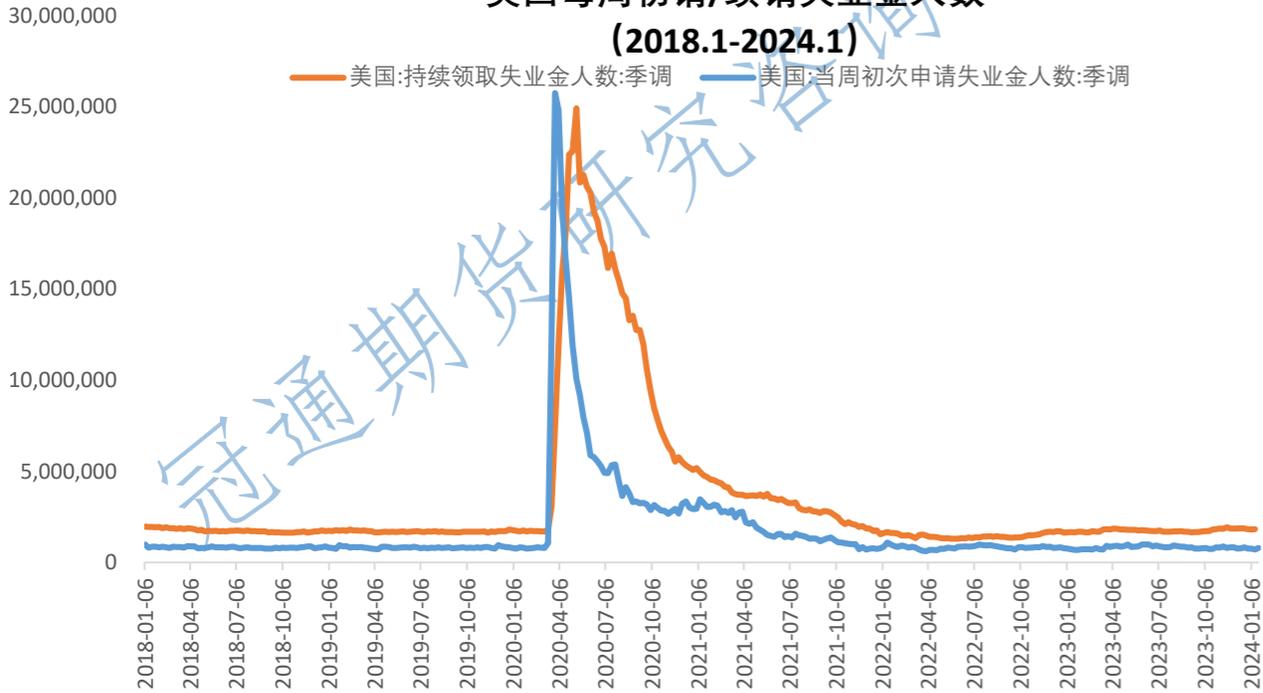
# 就业市场出现明显降温迹象 (1)



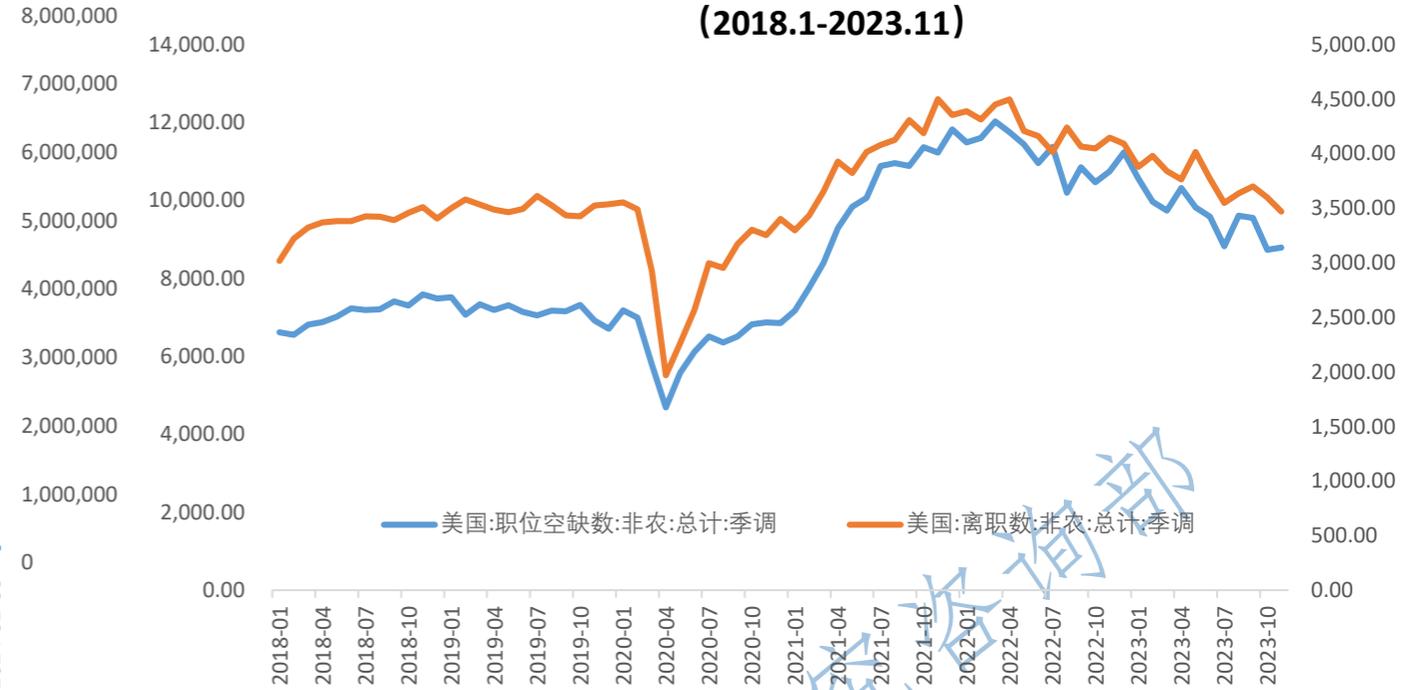
- 1月5日美国劳工统计局数据显示，美国12月非农就业人口增加21.6万人，预期增加17.1万人；10月份新增非农就业从15万人下调至10.5万人，11月新增非农就业人数从19.9万人下调至17.3万人。这意味着过去11份就业报告中有10份被大幅下调；美国12月失业率为3.7%，预期3.8%，与11月前值相同，连续23个月低于4%；本次报告另一些显示劳动力市场降温的信号包括：失业的美国人找到新工作的时间要更长；全职工作的人数降幅为2020年4月以来最大；临时工就业人数下降至2021年5月以来的最低水平，这通常被视为经济衰退的先兆。
- 1月4日美国ADP就业报告显示，美国12月ADP就业人数增加16.4万人，预期12.5万人，修正后的前值为10.1万人；12月薪资增长放缓，增速连续第15个月下降，降至2021年9月以来的最弱增长水平。

## 就业市场出现明显降温迹象（2）

美国每周初请/续请失业金人数  
(2018.1-2024.1)



美国JOLTS职位空缺数/自主离职人数  
(2018.1-2023.11)



- 1月3日美国劳工统计局报告显示，美国11月JOLTS职位空缺879万人，为2021年3月以来新低，预期882.1万人，10月前值从873.3万人上修至885万人；11月每个失业工人对应1.4个职位空缺，该比例在过去一年呈现持续下降态势；11月自主离职的人数减少15.7万，达到约347万，自主离职率创2020年9月以来新低；美国11月JOLTS职位空缺数据显示出劳动力市场继续处于降温态势。
- 1月25日公布的美国至1月20日当周初请失业金人数为21.4万人，为2023年12月23日当周以来新高，预期20万；美国至1月13日当周续请失业金人数183.3万人，预期182.8万人；美国至1月20日当周初请失业金人数四周均值为20.225万人，前值为20.325万人。目前美国的每周续请失业金人数比2022年夏天的低点约131万人上升了大约40%，凸显劳动力市场正在降温。

## 美联储12月议息会议：整体鸽派转向！

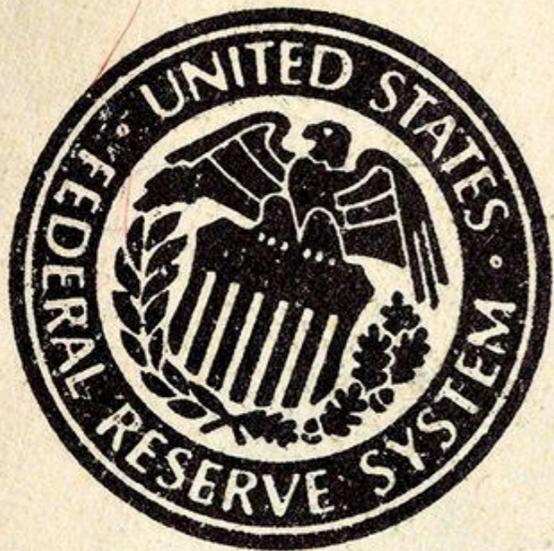


- 12月12日，美联储在货币政策委员会FOMC会后宣布，联邦基金利率的目标区间仍为5.25%到5.50%，继续将这一政策利率保持在二十二年来高位；9月，11月和12月美联储连续三次会议未加息，本次的利率决策得到FOMC投票委员全票支持；
- 此前市场普遍预计本月美联储依然不会加息，并且对最早明年3月联储开始降息的预期明显升温。12月会议后芝商所美联储利率观察工具也显示，期货市场预计明年3月联储至少降息25个基点的概率接近46%，一个月前的预期概率只有约12%。
- 点阵图显示，本次提供利率预测的19名联储官员中，共有16人预计明年利率会降至5.0%以下，其中五人预计利率在4.75%到5.0%，以每次降息25个基点估算，相当于明年两次降息；六人预计在4.50%到4.85%，相当于三次降息；
- 四人预计利率在4.25%到4.50%，相当于四次降息；有一人甚至预计利率低于4.0%。以此计算，19人之中共有11人、占比近53%的联储官员预计，明年至少降息三次，共五人、占比26%的官员预计至少降息四次。
- 相比11月会议声明，本次会后决议声明的主要变化是对经济和通胀的评价。上次声明称：“最近的指标显示，三季度经济活动以强劲的步伐扩张。”本次则称：“最近的指标显示，经济活动相比三季度的强劲步伐已放缓。”和5月以来的历次会后声明一样，本次声明依然认为通胀“高企”，但本次对通胀的表述新增了放缓的评价，称“过去一年通胀已放缓，但仍然高企”。
- “为判断可能适合让通胀随着时间推移回到2%的任何（any）额外政策紧缩程度，委员会将考虑到，货币政策的累积紧缩、货币政策影响经济活动和通胀的滞后性，以及经济和金融形势变化。”有评论认为，增加any一词软化了进一步加息的立场。
- 初步结论：本轮加息已经确定到达利率峰值，事实上所有的美联储委员对2024和2025年的利率预期都是下滑的，美联储整体鸽派转向。

## 美联储主席鲍威尔在12月会议后的发言：鸽派大转弯！



- 美联储12月会议后美联储主席鲍威尔在新闻发布会上说，尽管美联储不排除适当时候进一步加息的可能性，但相信利率可能已经达到或接近峰值；虽然鲍威尔仍然措辞谨慎，拒绝宣告抗击通胀胜利，但联储会议已经开始讨论降息时间点的问题，明年底联邦基金利率的预测中值为4.6%，多位官员预计明年将降息三次；
- 鲍威尔表示，美联储的货币政策已经很好地进入限制性区域，FOMC正谨慎地推进货币政策，坚定不移地侧重于双重职责（实现充分就业和维持物价稳定）；最近数月，美国通胀数据下滑，这样的迹象受人欢迎；同时通胀放缓，没有发生失业率飙升，这是一个好消息；鲍威尔也表示，虽然通胀放缓，但仍然太高，名义薪资增速似乎正在放缓，FOMC预计，就业市场将继续放松。
- 鲍威尔透露，在本次会议中，美联储讨论了降息的时间点问题，但重点仍然是，FOMC应当加息至多高的水平。他说，目前虽然打击通胀有所进展，但宣布胜利仍然为时尚早，现在只是通胀回落的同时没有发生严重的失业，“我们清楚地知道，我们可能（在加息问题上/“更长时期内维持更高利率”问题上）持续太久。我们非常侧重于不至于发生这样的失误。”
- 他说：通往2%通胀目标的持续进展并不具有确定性。我们将根据需要调整政策，而不是按预设路线进行调整，将逐次会议作出决策。美联储不考虑政治因素，也不考虑（美国大选）等一系列政治事件；鲍威尔表示，目前美国GDP增速仍有2.5%，“美国经济现在陷入衰退”的想法几乎没有依据。鲍威尔说，联储打击通胀的任务有两个方面，一个是弱化需求，二是将竖直的供给曲线正常化。他表示，目前许多方面的供给侧已经接近疫情前的水平，暗示即便2024年经济继续增长，也会降息，意味着经济“软着陆”成为可能。
- 初步结论：鲍威尔12月初还表示有可能继续加息遏制通胀，但到了12月议息会议结束就表示正在考虑降息问题，很有可能是受到了来自白宫的压力，因为现任总统需要较宽松的金融货币政策支撑经济增长和维持政府债务的成本可控。



- 1月4日公布的美联储12月会议纪要显示，美联储决策者对遏制住高通胀显得更有信心，认为通胀上行的风险下降，预计未来一年可能适合降息，不过利率路径还很不确定，仍给未来加息敞开大门，还有多名决策者认为可能高利率会保持更久；
- 在各自提交的预期中，“几乎所有”（almost all）与会联储决策者都暗示，他们的基线预测表明，到2024年底，适合降低政策利率联邦基金利率的目标范围，这反映出他们的通胀前景改善预测；
- 纪要写道，与会者也指出，他们的利率路径预测“不确定性异常高”（unusually elevated），有可能经济形势变化会需要未来进一步加息。多名（several）与会者表示，环境可能需要将高利率保持的时间比他们目前预计的久。
- 在风险管理方面，纪要写道，与会者认为，“通胀上行风险已减少”，但指出，通胀仍远高于美联储的长期目标2%，并且，依然存在价格稳定进展停滞的风险。纪要暗示，联储决策者越来越担心过度紧缩对经济的负面影响；多名（A number of）与会者强调，限制性货币政策立场需维持多久有不确定性，并指出，过度限制性立场可能给经济带来下行风险。一些人（A few）表示，（FOMC）委员会未来一段时间内可能要在控制通胀和实现充分就业这两大任务目标之间做权衡（tradeoff）。
- 许多（Many）与会者认为，金融环境的宽松程度超出适当范围可能让美联储更难以达到通胀目标；与会者认为应该在做决策前先讨论指导放慢缩表速度的技术因素，以便提前通知公众缩表有变；多名（several）与会者认为可能适合逐步结束缩表过程，“缩表计划暗示，在准备金余额一定程度上高于被判定为充足的水平时”，将先放慢缩表速度，然后停止缩表。市场预计美联储接近退出量化紧缩（QT）；有“新美联储通讯社”之称的资深记者Nick Timiraos称，本次会议纪要暗示加息结束，但没有提供降息的时间表。
- 初步结论：12月会议纪要的确展现出美联储逐步转向降息的姿态，但仅凭12月会议纪要很难撑起市场对2024年降息150个基点的热切期待；同时也没有明确说明开始降息的时间，美联储内部对降息问题也有分歧，尚未形成真正的统一意见。

## 美联储2024年首份褐皮书

# The Beige Book

Summary of Commentary on Current Economic Conditions  
By Federal Reserve District

- 1月17日，美联储公布2024年首份褐皮书。自上次褐皮书发布以来，大多数地区的经济活动几乎没有变化或是没有变化。消费者支出强劲，但劳动力市场有所转冷。许多公司表示，消费者的价格敏感度在增加。
- 大多数地区联储报告称，过去几周的经济活动几乎没有变化或是没有变化。另外有四个地区报告了经济活动有变化，其中三个地区报告了温和增长，一个地区报告了温和下降。
- 在大多数地区，企业对未来越来越感到乐观。总体而言，大多数地区表示，其企业对未来增长的预期是积极的，已经有所改善，或是两者兼而有之。各行业的众多联系人都将利率下降的前景视为乐观的根源。
- 在假日期间，美国大多数地区的消费者表现达到预期，包括纽约在内的三个地区消费者表现甚至超出了预期，为经济提供了一定的季节性缓解。人们在服装、玩具和体育用品上的消费强劲。季节性需求增加了里士满地区的电子商务活动和费城地区的信用卡消费。几个地区联储指出，信用卡使用量的激增促进了休闲旅游，有旅游领域的联系人表示纽约市很繁华。
- 另一方面，几乎所有地区联储的联系人都报告说，制造业活动有所减少，此外，高利率继续限制汽车销售和房地产交易。几乎所有地区都提到了一个或多个劳动力市场降温的迹象。然而，7个地区联储辖区、也即超过一半的地区表示，整体就业水平几乎没有或根本没有变化。另外有2个地区联储辖区的劳动力市场仍偏紧张。许多地区的企业预计，未来一年的工资增长将进一步下降。
- 褐皮书在美联储FOMC政策会议前两周发布。本次褐皮书由费城联储编制而成，汇总了1月8日及之前收集的信息。市场预计美联储在1月30日至31日的会议上，将连续第四次维持其基准利率不变。鉴于通胀下降速度快于预期，他们还可能讨论何时开始降息。
- 初步结论：表面上看褐皮书主要总结2023年12月的经济情况，但已经可以看到经济在2024年将继续放缓甚至恶化的苗头，高息对经济的限制作用正在越来越明显。

## 2024年一季度美联储政策展望

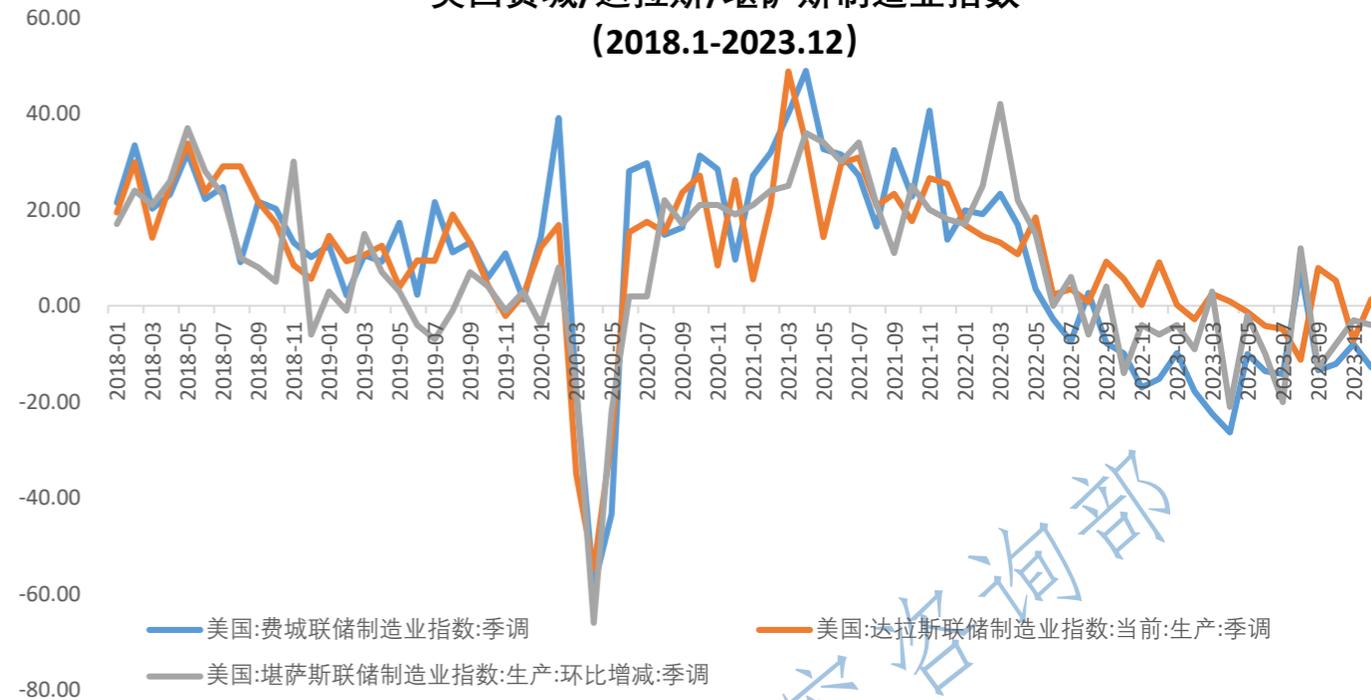
- 美国当下的核心CPI、核心PCE通胀依然在2%-4%区间，美联储内部认为应该停止加息、静观通胀继续回落的观点存在，也有观点认为应考虑降息以防经济衰退；美联储主席鲍威尔多次发言强调后续政策“应该谨慎”，实际上坐实了1月份也将维持现有利率水平不变；
- 目前市场预期美联储1月不加息的概率接近100%，预期2024年3月约有50%的机率开始降息。整体看，美国已经达到利率峰值，2023年7月加息肯定就是本轮加息最后一次；
- 美国政府债台高筑，继续发债时需求疲弱，财政开支只能依靠两党在国会达成临时协议维持；美国能在利率峰值水平能维持多长时间非常令人怀疑，一旦在利率峰值引发实体经济衰退、失业率明显上升或导致政府、企业（银行）、个人的债务违约事件频发，那么美联储将比预想的更快进入降息；
- 初步结论：预计美联储将在1月31日的议息会议上宣布结束紧缩政策；同时美联储很可能在2024年一季度结束（3月）或二季度（5月或6月）开始降息；在降息开始后，缩表也将放慢速度，不排除现有缩表计划在2024年年底前彻底停止。

# 实体经济—制造业受到高息抑制，持续低迷（1）

美国零售销售/核心零售销售同比变化  
(2018.1--2023.12)



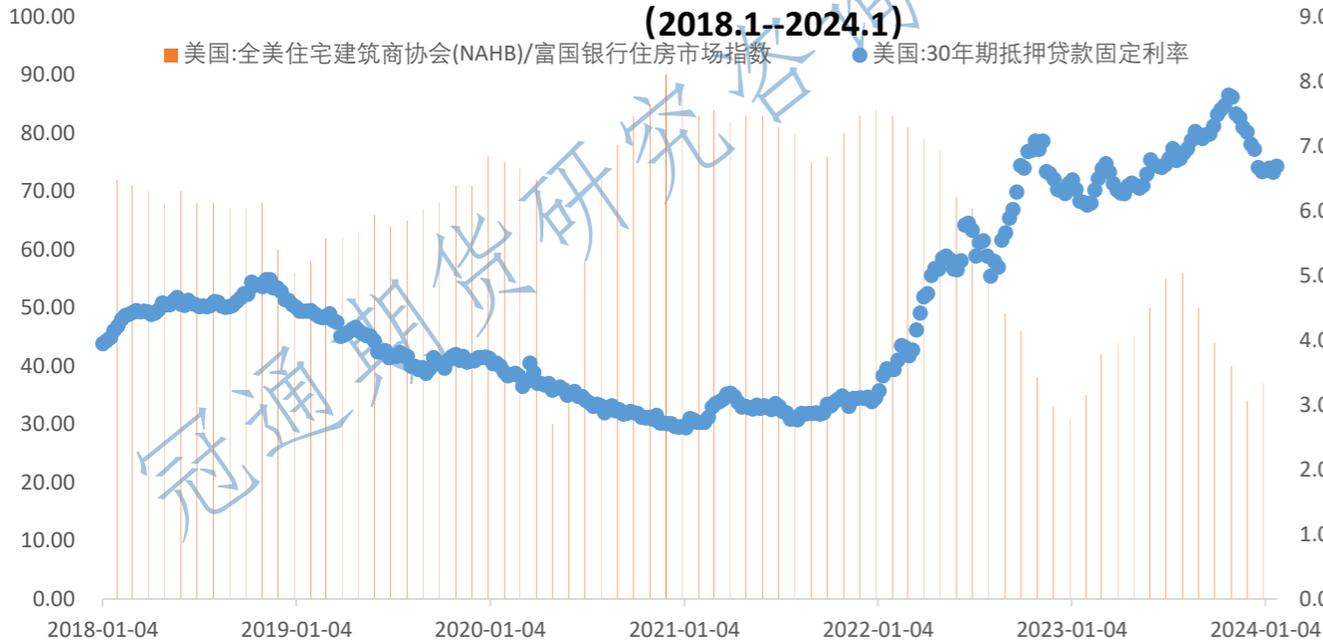
美国费城/达拉斯/堪萨斯制造业指数  
(2018.1-2023.12)



- 1月17日美国人口普查局公布12月零售销售数据显示，美国12月份零售销售额环比增长0.6%，市场预期增长0.4%，数据创三个月最大增幅；除汽车外核心零售销售环比增加0.4%，预期0.2%；分类别来看，服装、百货、电商领涨，汽油销售连续第三个月下滑；美国12月份零售增长表明消费者支出仍具韧性，或将继续支撑美国经济；也有分析认为，随着消费者面临持续的通胀、借贷成本上升和储蓄减少，这一势头将在2024年减弱。
- 1月3日ISM公布的数据显示，美国12月ISM制造业PMI指数47.4，预期47.1，11月前值为46.7；数据较11月有所改善，但连续第14个月萎缩，疲软订单拖累明显，表明制造业的低迷态势仍在持续，远未复苏；衡量未来需求的新订单指数仅为47.1，预期49.1，表明收缩速度在加快，新订单指数已连续16个月收缩，这是自1981-1982年以来最长的连续收缩；1月18日公布的美国1月费城联储制造业指数-10.6，预期-6.7，前值-10.5；2023年12月26日公布的美国12月达拉斯联储商业活动指数为-9.3，前值为-19.9；12月达拉斯联储新订单指数为-10.9，前值为-20.5；12月达拉斯联储制造业就业指数为-1.6，前值为5；这是12月达拉斯联储数据中唯一呈现下降的指数，这表明美国的就业市场正在走软。

# 实体经济—房地产尚未从高息的影响中恢复正常（2）

NAHB住房市场指数/30年期抵押贷款固定利率变化  
(2018.1-2024.1)

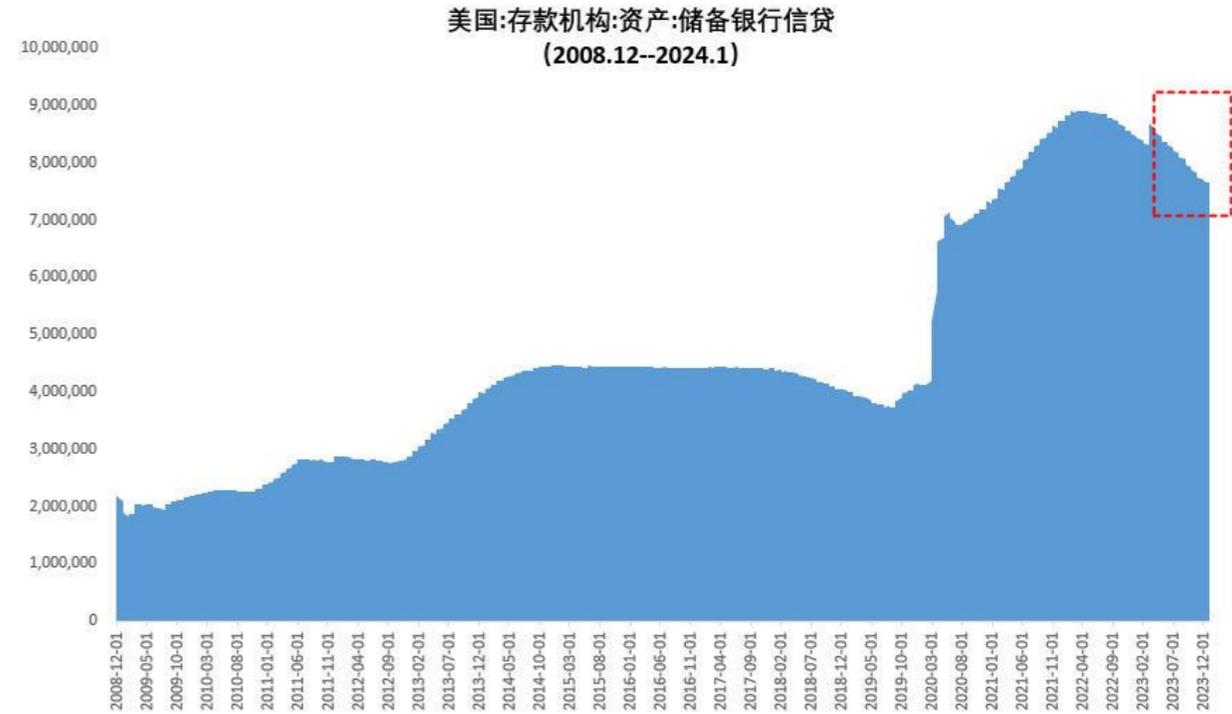


美国新屋销售（万套）（右轴）/成屋销售（右轴）/新屋开工/营建许可（千套）  
(2018.1-2023.12)



- 全美住宅建筑商协会 (NAHB) 调查数据显示，房屋市场指数 (HMI) 从11月近一年低位的34，微升至12月的37，市场预期36；数据反映房屋建筑商信心五个月来首次上升，得益於抵押贷款利率下降以及近期经济数据表明住房条件将在2024年有所改善。1月19日据美国全国房地产经纪人协会 (NAR) 的数据，2023年全年成屋销售总数409万套，创1995年以来新低；美国12月成屋销售总数年化378万户，预期383万户；
- 1月18日美国政府发布的数据显示，12月份新屋开工数下降4.3%，预期下降9.3%；折合年率为146万套，预期142.6万套；预示未来建筑活动的建筑许可升至150万套，预期148万套；建筑许可增加表明，随着抵押贷款利率下降提振住房需求，新屋开工数量依然处于上行趋势。由于大多数房主仍不愿搬家，买家发现新房市场有更多库存，这帮助提振了建筑商本月的信心，创近一年来最大增幅。

# 利率达到峰值；美联储资产负债表将继续下降但速度放缓



- 根据美联储FOMC 12月12-13日的会议纪要，美联储官员认为利率可能处于本轮货币政策紧缩周期的峰值，不过该行的实际行动将取决于美国经济在未来几个月的发展情况。几位成员指出，情况可能会发展到需要将联邦基金利率的目标区间保持在当前的5.25%-5.50%更长时间，甚至比他们目前预期的还要长。
- 关注降息时点的同时，市场上对于美联储放缓缩表“呼声渐起”。达拉斯联储主席洛根日前表示，尽管金融体系中流动性仍然充足，但鉴于隔夜逆回购快速下降，“现在开始讨论美联储决定放缓缩表的指标参数是合适的”。放缓缩表似乎成为2024年首次议息会议的最大看点之一。摩根大通策略师在近日一份报告中表示，金融体系的流动性收缩将成为美联储是否提前停止缩表一个重要理由，预计美联储将在1月下旬的会议上提出一个时间表大纲，通过2月中旬公布的会议纪要传达，并在4月正式开始放缓缩表。

# 通胀和通胀预期都在下滑，但仍未达到美联储“理想目标”



## IMF/世界银行/拜登政府对美国 and 全球经济的看法

- 1月9日世界银行在最新《全球经济展望》报告中表示，全球经济面临30年来最糟糕的五年增长；目前比2008年全球金融危机、上世纪90年代末的亚洲金融危机和2000年初的互联网泡沫时期，还要疲弱；
- 世界银行预计2024年全球经济增长将连续第三年放缓，从2023年的2.6%降至2024年的2.4%，预计到2025年经济增长有望小幅回升至2.7%；以此计算五年的经济增速比2010年代低约0.75个百分点；此前2021年和2022年的经济增长分别为6.2%和3.0%。
- 世界银行表示，地缘政治紧张局势加剧将带来新的近期挑战，导致大多数经济体在今年和明年的增长速度将比过去十年期间更慢。俄乌冲突和中东地区冲突升级可能会对能源价格产生重大影响，进而影响通胀和经济增长。
- 1月23日，国际货币基金组织（IMF）发出警告，指出美国商业地产市场正面临严重风险，目前正处于过去半个世纪以来最严重的下跌阶段。据IMF经济学家在文章中的分析，此次跌幅远超以往加息周期的影响。自2022年3月美联储启动加息以来，美国商业地产价格已下跌超过11%，完全抹去了过去两年的涨幅。IMF强调，金融监管机构必须保持高度警惕。随着拖欠率和违约率的上升，贷款可能受到限制，进而引发恶性循环：融资条件收紧、商业地产价格进一步下跌、金融中介机构受损，最终对经济其他领域产生负面溢出效应。
- 前有多位美联储官员接连释放出“降息”信号，后有美国总统拜登的首席经济顾问、国家经济委员会主任莱尔·布雷纳德表示，虽然最近美国通胀数据放缓，但美国政府在降通胀方面的“工作尚未完成”：公司投入生产的成本正不断下降，但政府需要确保公司可以将价格下降这一趋势传递给消费者，这样消费者才能真正体会到物价下降的好处。美媒认为，目前拜登的支持率下滑严重，而美国人最担忧的议题依然是经济，在如此的压力下，能否解决通胀也成为了拜登政府的关键。
- 初步结论：美国经济存在严重的内在问题，未来随着全球经济放缓有可能爆发更严重的问题；美国目前处于上一轮危机的恢复阶段，同时也是下一轮严重危机的酝酿阶段。

黄金ETF流出，央行持续增加黄金储备，  
全球去美元化持续进行

# WGC: 黄金ETF持仓在2024年1月明显流出

SPDR黄金ETF持仓量 (吨) / 伦敦现货金价  
(2018.1--2024.1)



- 最大的黄金ETF——SPDR在2024年1月出现明显的持仓流初，1月2日SPDR基金持仓黄金878.54吨，至1月26日，持仓量下降为856.05吨，持仓下降约2.55%。
- 目前美国处于利率峰值，黄金持有成本处于最高阶段，大型投资者在这个阶段对股票、债券更感兴趣，临时避开黄金ETF。

## WGC: 白银ETF持仓在2024年1月出现小幅净流入

SLV白银ETF持仓(吨)/伦敦现货银价  
(2018.1--2024.1)

SLV:白银ETF:持仓量(吨)      伦敦现货白银:以美元计价



- 最大的白银ETF——SLV在2024年1月持仓小幅流入，1月2日持仓：13588.87吨；截止1月26日持仓：13827.85吨；1月持仓累计上升1.75%；
- 1月份银价整体震荡回落，白银ETF没有下滑，反而出现同步小幅增持，这显示随着白银的工业属性进一步增强，投资者看好银价未来会随着经济复苏而上涨，工业用银需求上升将支撑银价。

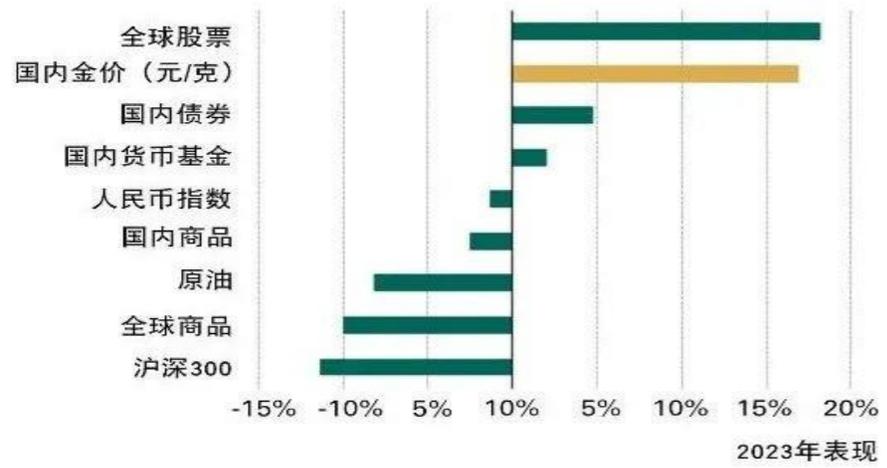
# WGC: 2023年亚洲和中国黄金ETF实现流入; 人民币黄金收益领先

## WGC: 亚洲和中国黄金ETF在2023年实现流入



- 2023全年的黄金ETF流出达到约150亿美元，连续第三年呈流出状态；流出主要来自欧洲地区和北美地区基金，亚洲则是2023年度全球唯一一个实现流入的地区；
- 亚洲地区基金12月流入约合2.08亿美元，连续第九个月实现流入，由中国（+1.4亿美元）和日本（+6,400万美元）主导。经济和地缘政治的不确定性，以及刷新历史新高的本地金价，均提升了黄金在亚洲地区市场的吸引力。

## WGC: 2023年人民币金价跑赢所有大类资产



- 2023年全年黄金表现良好。在地缘政治风险、央行大规模购金以及主要央行降息预期增强的支撑下，以美元计价的金价回报率达到了14%；而以人民币计价的上海午盘基准金价（SHAUPM）于2023年上涨了17%，在主要人民币资产中表现最佳；
- 上海期货交易所的黄金期货主力合约，2023年全年向上振幅达18.7%；人民币金价相对于美元金价走强，主要原因在于人民币的走软。这两种金价都在2023年12月28日创下了最高单日收盘价记录。

# WGC: 2023年12月中国央行连续第十四个月增持黄金储备

2023年12月中国央行再次宣布增加黄金储备



- 据国家外汇管理局披露，中国2023年12月末黄金储备为7187万盎司，11月末为7158万盎司，为连续第14个月增持黄金储备。截至2023年末，我国央行黄金储备相较2022年末增加了723万盎司，2023年末的黄金储备量以及年增持量均创下2016年以来新高；在过去的14个月里，中国官方黄金储备累计增加了287吨。
- 世界黄金协会（WGC）表示，全球央行的大幅购金支撑了黄金超出市场预期的强劲表现。WGC数据显示，2023年前三季度，全球央行购金需求达到创纪录的800吨，同比增长14%。2023年，WGC估计全球央行超预期的购金量对黄金表现的贡献达到10%左右，且各国央行有可能在2024年延续购金趋势。即使2024年没有达到前两年的高点，但预计任何处于趋势线上方的购金量（即购金量超过450吨—500吨）都将提供额外的动力。

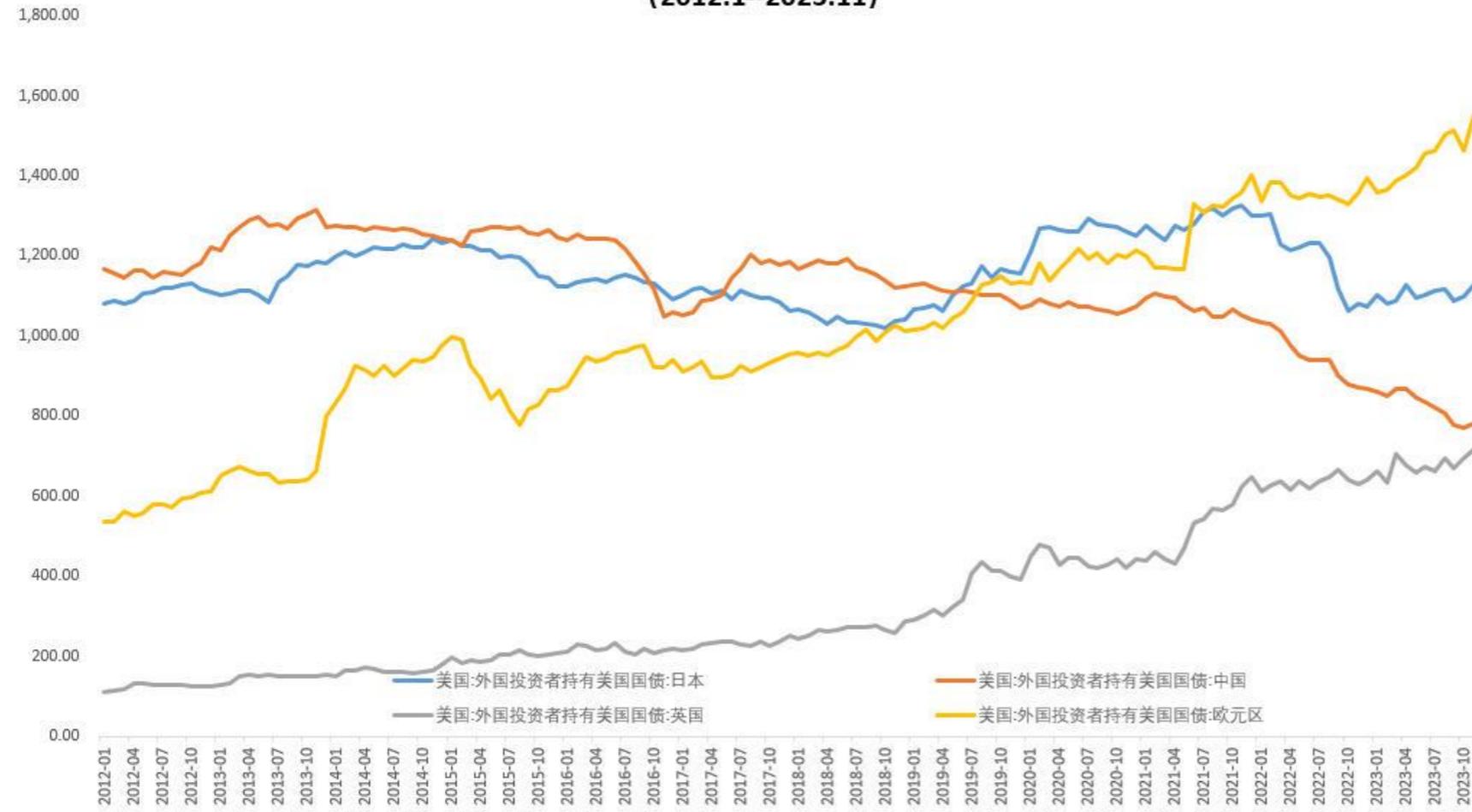
## 2023年境内外黄金溢价跃升至新高



- 2023年期间，上海-伦敦金溢价急剧上升，年均溢价达到29美元/盎司，溢价率1.5%，创下历史新高。按照月均值计算，2023年9月溢价达到75美元/盎司（溢价率3.9%），为历史最高点。2023年9月14日，境内外金价溢价升至121美元/盎司，溢价率6.4%，创下日最高纪录；
- 上海-伦敦金价差的主要驱动因素为均值回归和国内净供应；WGC认为2022年末之后，在黄金多方面需求改善、总供应量相对稳定的情况下，国内黄金净供应量收紧是导致2023年溢价飙升的主要因素。

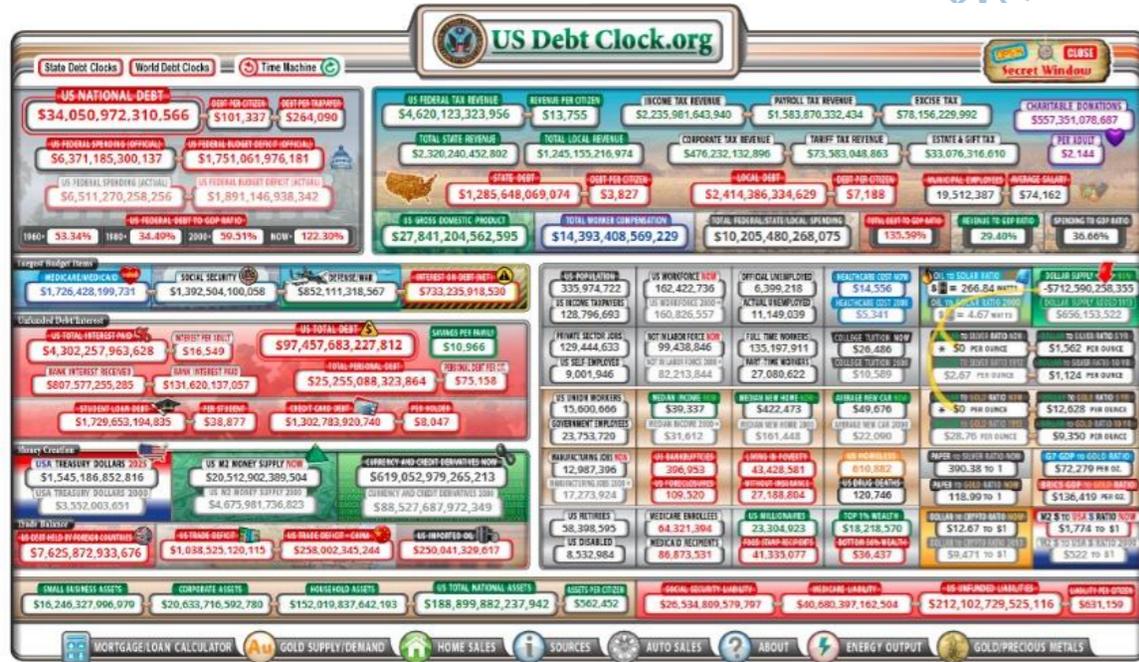
# 全球去美元化——11月主要美债持有方“战术”增持美债

外国投资者持有美债日本/中国/英国/欧元区 (10亿美元)  
(2012.1--2023.11)



- 1月19日美国财政部公布的国际资本流动报告 (TIC) 显示, 2023年11月, 海外投资者 (以下简称“外资”) 持有美债总规模环比显著增加2434亿美元至78084亿美元。
- 数据显示, 中国所持美债规模暂停此前的“七连降”, 2023年11月的持仓量回升124亿美元至7820亿美元, 不过仍连续20个月低于1万亿美元。
- 据新华财经统计, 截至11月末中国所持美债规模在2023年累计缩减851亿美元; 中国持有美债规模的历史最高点为2013年11月, 当时达到了13167亿美元, 相较于彼时的峰值, 中国已经累计减持约5347亿美元美债, 这反映了我国目前在优化外汇储备结构和分散资产风险方面的努力。
- 初步结论: 美债投资者押注美联储距离降息越来越近, 目前买入国债, 等美联储降息导致债券价格反弹后卖出, 这是典型的投机交易国债的做法。

# 全球去美元化——美国债台高筑、不可自拔



- 从美债存量角度来看，过去数十年，债台高筑已成为伴随美国经济的常态。美国政府在经济衰退时期，习惯于通过不断推高财政赤字和宽松银根，延缓危机到来。
- 美国国会预算办公室预测，美国债务规模占其GDP的比例到2052年将高达185%。据美国债务钟实时数据显示，截至当地时间1月20日9时20分，美国债务规模已经达到34.05万亿美元；
- 美国2023年第四季度GDP增加了3290亿美元，2023年全年GDP至27.939万亿美元；在同一时期，美国预算赤字增加了50%以上，达到5100亿美元；在同一时期，美国公共债务增加了8340亿美元，较GDP增幅高出了154%；这意味着，需要1.55美元的预算赤字、超过2.50美元的债务才能换来1美元的经济增长。

- 美国国内有分析指出，去年美国债务增长了2.581万亿美元，这意味着GDP每增长1美元就会新增1.69美元的债务，也意味着每新增一个工作岗位，就会使未来几代美国人损失957100.48美元。（平均每个纳税人背负的债务）
- 预测如果按照目前的速度发展下去，2024年的赤字将高于2万亿美元。FRED数据显示，联邦利息支出总额正呈指数级增长，有史以来首次超过1万亿美元。规模庞大的债务引发担忧，美国财长耶伦表示：34万亿美元的债务是一个“可怕的数字”，但美国同时也拥有庞大的经济。实际偿债成本仍然“相当可控”，我们必须采取措施确保赤字可控。
- 初步结论：美国实际上已经到了不降息就有可能因无法偿还现有国债利息的地步，到了那一步，美国国债“借新债、还旧债”的游戏可能就玩不下去了，美国最坏的可能是“内爆”风险在加剧，美元自身价值正在无可避免的中长期走低。

## 全球去美元化——人民币国际地位因美联储高息阶段获得提升



- 全球掀起去美元化浪潮，而根据美国大西洋理事会的观点，美联储在推动去美元化趋势方面“负有一定的责任”。据美国商业内幕网站报道，美智库大西洋理事会发布报告指出，美联储加息导致美元借贷成本走高，促使新兴市场企业寻求美元的替代品，主要是人民币。目前以人民币进行短期借款比美元短期借款更加便宜，这要归因于美联储大幅加息，将2022年接近零的利率提高到2023年5.25%-5.5%的水平。
- 报告称，美元作为储备资产，在1970年曾占全球储备的近80%，到2020年时已下降至59%。美国大西洋理事会还称，使用人民币的全球支付结算占比则从2023年初的1.91%，上升到年11月的4.61%。对中国来说更重要的是，目前其约一半的双边跨境贸易和投资交易都以人民币结算，这降低了其对美国金融制裁的脆弱性。研究人员认为，可以预期，人民币在国际贸易中的使用将越来越多。
- 印度《第一邮报》2024年1月16日刊发评论文章《美元将死？美元作用如何受限》；文章指出，美元的国际储备货币地位是一种“过高的特权”，这一特权将在变乱交织的全球局势下受到挑战。文章称，西方世界以外的一些国家已经在探索减少美元的使用。例如俄罗斯目前约四分之一的国际贸易结算使用人民币，同中国的双边贸易几乎全部通过中俄本国货币结算；2023年3月，中国完成了首单以人民币结算的阿联酋天然气采购交易；中国还与沙特签署了双边本币互换协议。
- 肯尼亚《星报》2024年1月16日发文称，英国萨里大学副教授亚历山德罗斯·曼迪拉罗斯（Alexandros Mandilaras）对全球“去美元化”浪潮原因进行深刻分析后指出，由于美国通过加大债券发行力度等方式维系政府支出，导致美国当前债务累积至新高度，债务违约风险大增也是世界范围内“去美元化”趋势的重要原因。文章认为，中国及金砖国家实力的快速提升将使美国在全球贸易竞争中处于落后地位。中国作为全球货物贸易第一大国，对于世界“去美元化”进程具有重要意义，“可以肯定的是，未来美元作用将更为有限。”
- 初步结论：美联储的升息令美国政府的债务负担更加沉重，美元自身信誉下降；人民币成为美元最合格的替代品，获得一部分新兴经济体的青睐，全球去美元化进程已经不可逆转。

## 免责声明

本报告发布机构

——冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货交易咨询业务资格）

### 免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

冠通研究咨询部

**THANK YOU**

冠通期货