

核心观点

上周多个美国经济数据走弱，助推黄金价格再创新高。上周五（2月21日），沪金主力期货价格较前周五下跌0.58%至684.44元/克，COMEX黄金主力期货价格上涨1.93%至2949.60美元/盎司；黄金T+D现货价格下降0.38%至683.22元/克，伦敦金现货价格上涨1.83%至2934.96美元/盎司。具体来看，上周二，特朗普表示计划对汽车征收“25%左右”的关税，并对半导体和药品进口征收类似比例的关税，提振黄金避险需求，带动金价大幅回升。随后公布的美国2月Markit服务业PMI、消费者信心指数、以及房地产成屋销售等多项经济数据均走弱，美元指数因此下行，进一步助推金价上涨。整体上看，上周金价高位运行，再创新高。

本周（2月24日当周）黄金价格仍将保持高位运行。这一方面源于特朗普加征关税的威胁将持续推升市场避险情绪，对黄金形成一定支撑；另一方面，本周将公布美国1月PCE通胀数据，考虑到1月零售销售和汽车销售数据表现不佳，预计当月核心PCE数据将有所放缓，这可能使市场降息预期边际抬升，进一步压制美元，推动金价维持高位。

 作者

东方金诚 研究发展部

分析师 瞿瑞

分析师 白雪

 时间

2024年2月25日



关注东方金诚公众号
获取更多研究报告

一、上周市场回顾

1.1 黄金现货期货价格走势

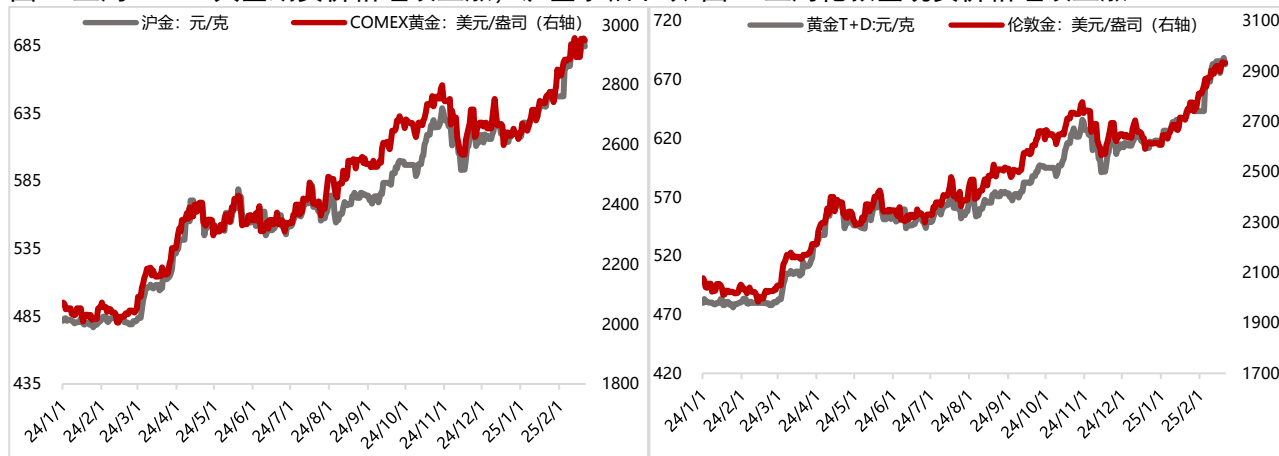
上周五（2月21日），沪金主力期货价格收于684.44元/克，较前周五（2月14日）下跌3.96元/克；COMEX黄金主力期货价格收于2949.60美元/盎司，较前周五上涨55.90美元/盎司。现货方面，黄金T+D现货价格收于683.22元/克，较前周五下跌2.58元/克；伦敦金现货价格收于2934.96美元/盎司，较前周五上涨52.87美元/盎司。

表1 上周黄金市场交易情况

	品种	收盘价	累计涨跌幅 (%)	成交量 (万)	持仓量 (万)	持仓变化	最高价	最低价
期货	沪金主力	684.44	-0.26	158	17.08	-20114	690.46	674.34
	COMEX黄金主力	2949.6	1.69	68.73	38.8	-5690	2973.4	2887.6
现货	黄金T+D	683.22	-0.34	21.15	18.28	1020	688.91	673.4
	伦敦金	2934.96	1.83				2954.94	2878.02

数据来源：Wind，东方金诚

图1 上周COMEX黄金期货价格继续上涨，沪金小幅下跌 图2 上周伦敦金现货价格继续上涨



数据来源：iFind，东方金诚

1.2 黄金基差

上周五，国际黄金基差（现货-期货）为 3.15 美元/盎司，较前周五显著下降 39.90 美元/盎司；上周五，上海黄金基差为-0.12 元/克，较前周五上涨 0.98 元/克。

图 3 上周国际黄金基差大幅回落（美元/盎司）

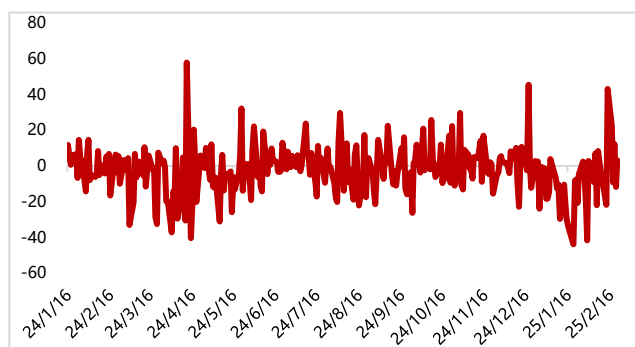
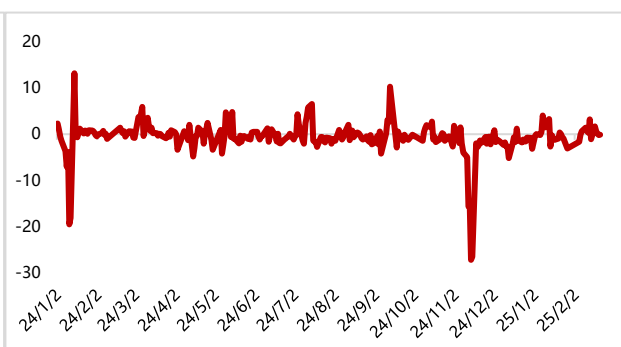


图 4 上周上海黄金基差小幅回升（元/克）



数据来源：iFind，东方金诚

1.3 黄金内外盘价差

上周五，黄金内外盘价差为-0.80 元/克，较前周五的 4.50 元/克大幅回落，主因上周美元走弱，外盘金价大幅上涨，而内盘金价则因人民币汇率压力有所缓和而下跌，导致内外盘价差大幅回落。上周原油价格涨幅小于黄金，金油比继续上涨；白银价格涨幅小于黄金，金银比有所回升；上周金铜比大幅回升，主因美元指数下行，叠加国内风险偏好改善，带动铜价偏强运行，但涨幅不及黄金。

图 5 上周黄金内外盘价差大幅上升（元/克）

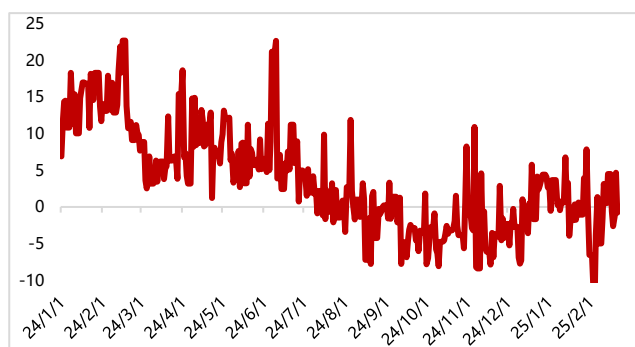


图 6 上周金银比波动回升（COMEX 黄金/COMEX 白银）

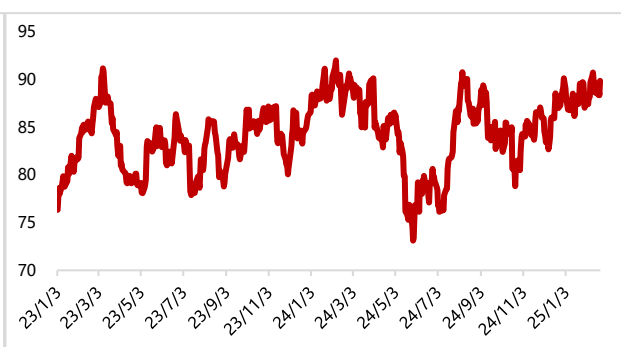


图 7 上周金油比继续上涨

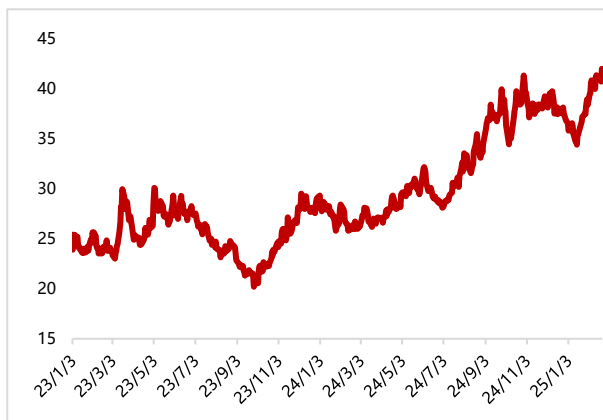
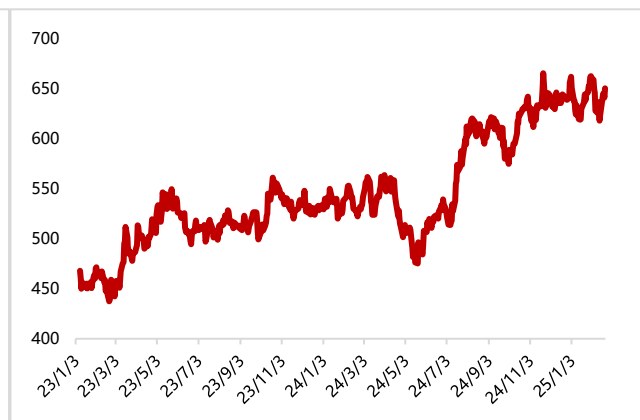


图 8 上周金铜比大幅上升



数据来源：iFind，东方金诚

1.4 持仓分析

现货持仓方面，上周黄金 ETF 持仓较前周大幅增加。截至上周五，全球最大 SPDR 黄金 ETF 基金持仓量为 904.38 吨，较前周五大幅增加 41.32 吨。上周国内黄金 T+D 累计成交量显著回升，全周累计成交量为 211476 千克，较前周下跌 8.46%。

期货持仓方面，截至 2 月 18 日（目前最新数据），黄金 CFTC 资管机构多头持仓量有所回落，而空头持仓量继续增加，导致多头净持仓量继续减少。库存方面，上周 COMEX 黄金期货库存继续大幅增加，而上期所黄金库存小幅减少 72 千克至 15072 千克。

图 9 上周全球黄金 ETF 持仓量大幅增加

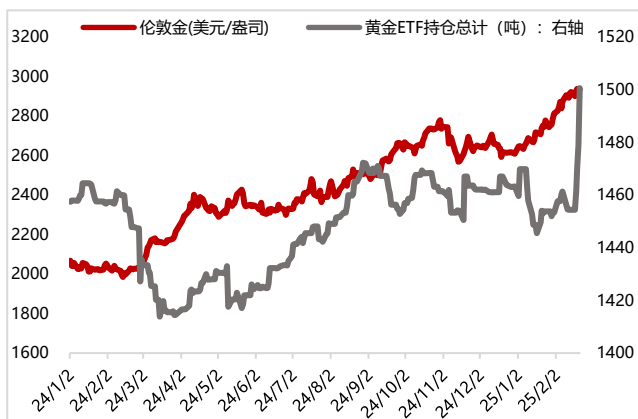


图 10 上周 SPDR 黄金 ETF 持仓量大幅回升

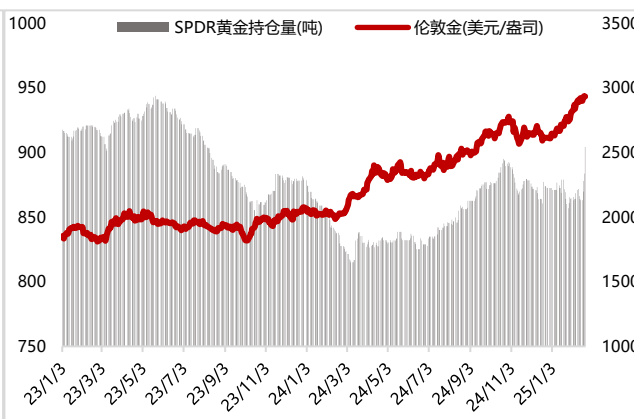


图 11 上周黄金 T+D 成交量显著回升（元/克）

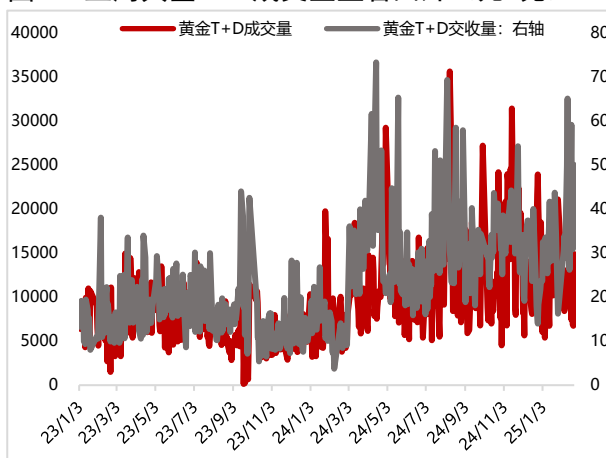


图 12 黄金 CFTC 多头净持仓量继续减少（张）

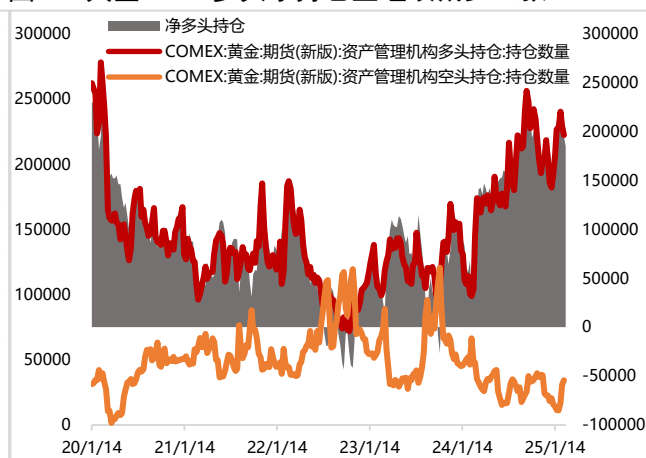


图 13 上周 COMEX 黄金期货库存继续大幅增加

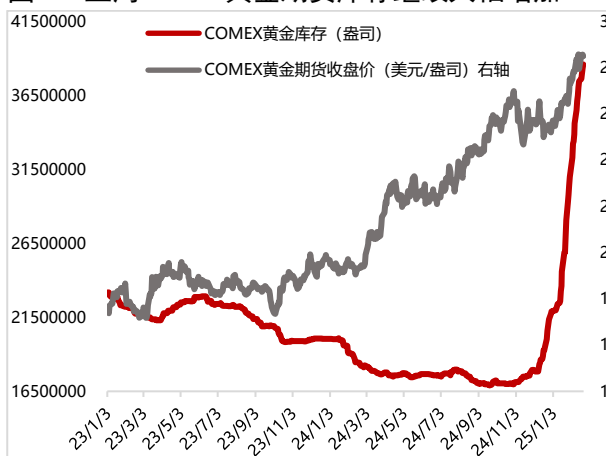
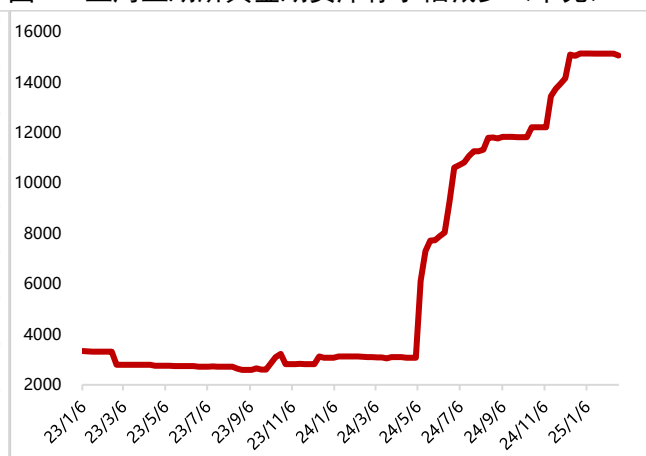


图 14 上周上期所黄金期货库存小幅减少（千克）



数据来源：iFind，东方金诚

二、宏观基本面

2.1 重要经济数据

日本 GDP 连续三个季度扩张，市场加息预期飙升。2 月 17 日，日本内阁府公布的最新数据显示，日本 2024 年第四季度 GDP 环比折年率为 2.8%，远高于市场普遍预期值 1.1%，也超过上一季度的修正值 1.7%。其中，私人消费增长 0.1%，高于预期值-0.3%；企业投资增长 0.5%，低于预期值 0.9%；净出口增长 0.7%，高于预期值 0.4%。尽管四季度经济整体表现良好，但报告中也显示了一些疲软迹象。一方面，净出口增长部分原因是进口下降，引发了市场对日本国

内需健康状况的担忧。另一方面，尽管私人消费超过预期，但增速较上季度明显放缓。此外，从年度数据来看，2024年私人消费总额低于十年前水平，反映出通胀对消费的持续压力。

澳洲联储四年来首次降息。2月18日，澳洲联储宣布降息25bp至4.1%，符合市场预期，为2020年11月以来首次降息。澳联储在声明中表示，该国的潜在通胀正在放缓，薪资压力缓解的程度略高于预期，未来将依旧坚定致力于让CPI重返目标。不过，该行还表示，生产率增长尚未加速，如果政策放宽太多，通胀回落可能会过早停滞，因此对进一步放松政策的前景保持谨慎。在经济和通胀前景展望方面，澳联储把2025年6月的核心通胀率预期从3.0%下调至2.7%，把截至2025年6月的GDP年率增速下调至2.0%。

美国2月服务业PMI意外萎缩，创两年多新低。2月21日，标普全球公布的数据显示，美国2月Markit服务业PMI初值49.7，创2023年1月份以来新低，低于预期值53和前值52.9。其中，就业分项指数初值降至49.3，创2024年11月以来新低。美国2月Markit制造业PMI初值51.6，创2024年6月以来新高，为连续第二个月录得扩张，高于预期值51.4和前值51.2。其中，产出分项指数初值上升至53.8，创2024年3月以来新高。美国2月Markit综合PMI初值50.4，为17个月以来的最低水平，低于预期值53.2和前值52.7。

图 15 美国前周初请失业金人数环比小幅回升(万人) 图 16 美国 1 月 CPI 同比继续上涨 (%)

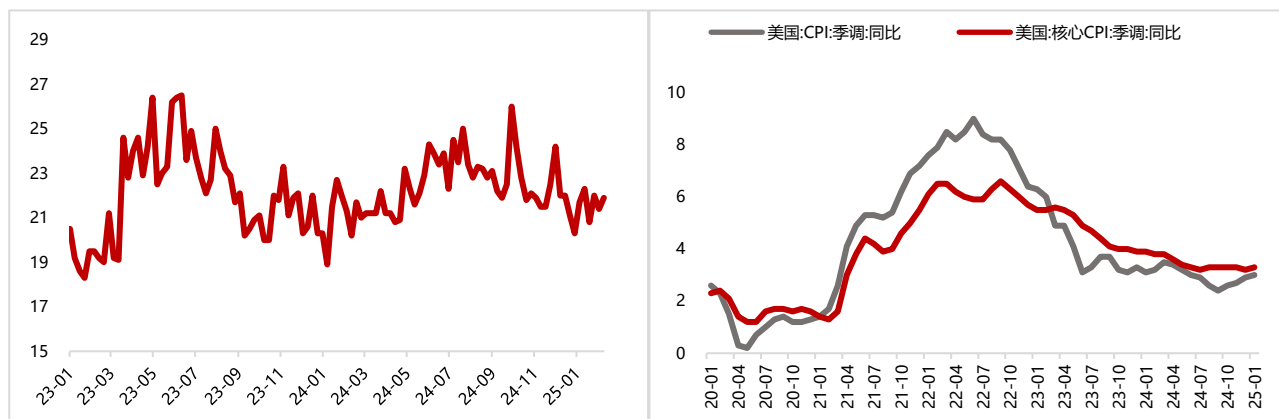


图 17 美国 1 月 PPI 同比上涨 (%)

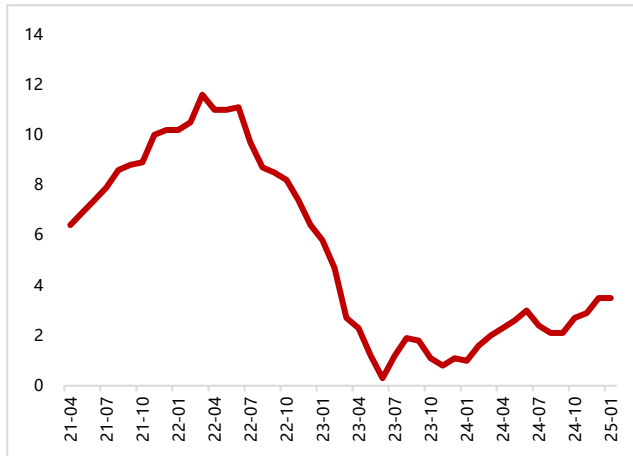


图 18 美国 1 月 ISM 服务业 PMI 回落

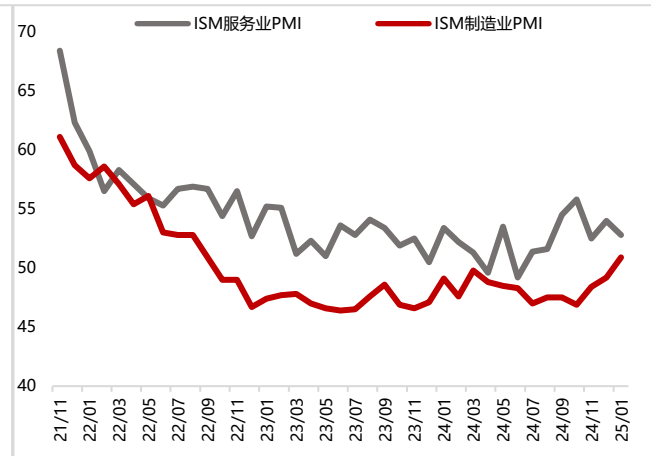


图 19 美国 1 月零售销售环比大幅下滑 (%)

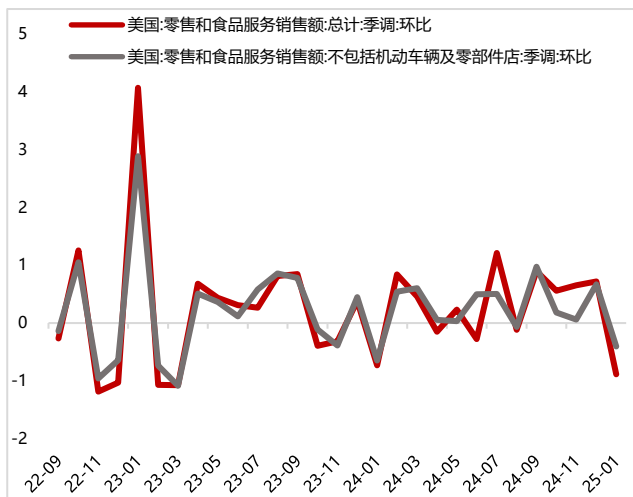


图 20 美国 1 月 ADP 新增就业人数回升 (万人)

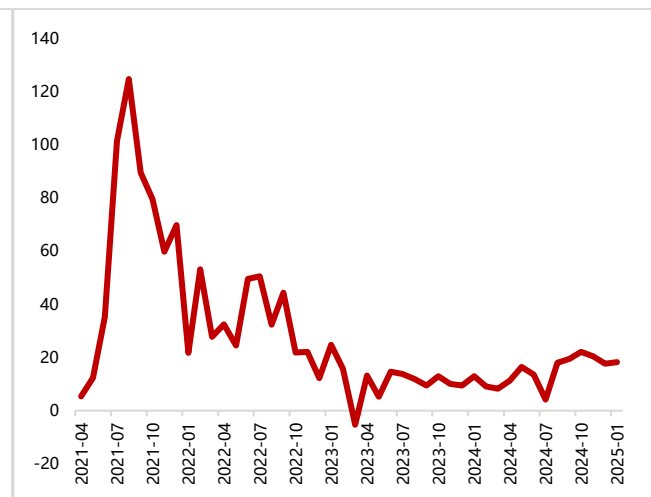


图 21 美国 2 月密歇根消费者信心大幅回落

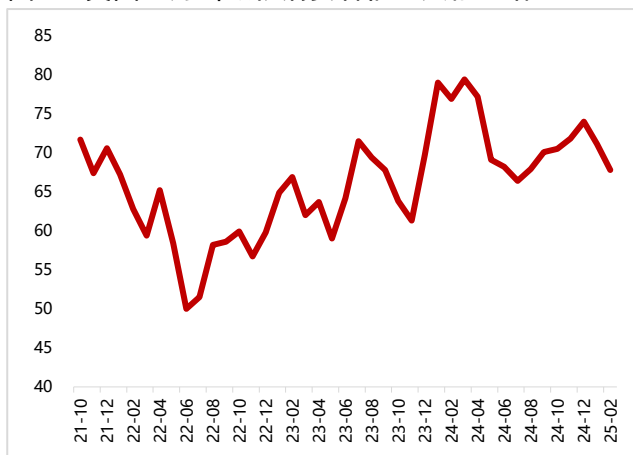


图 22 美国 1 月失业率继续下降 (%)

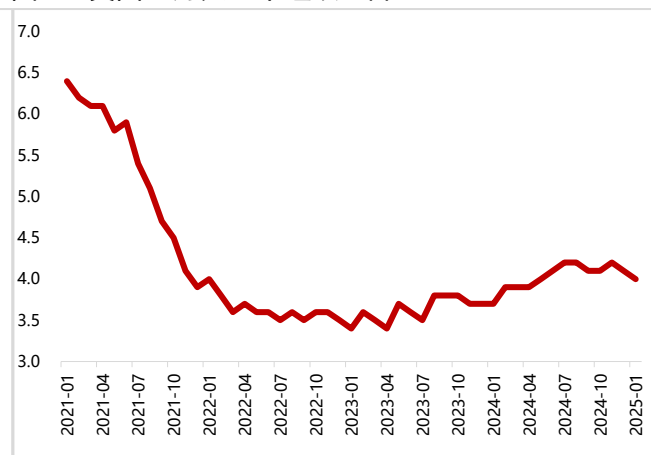


图 23 美国 1 月非农新增人数大幅回落（千人）

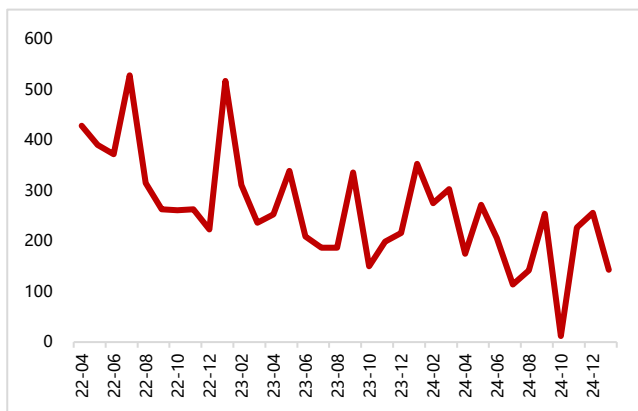
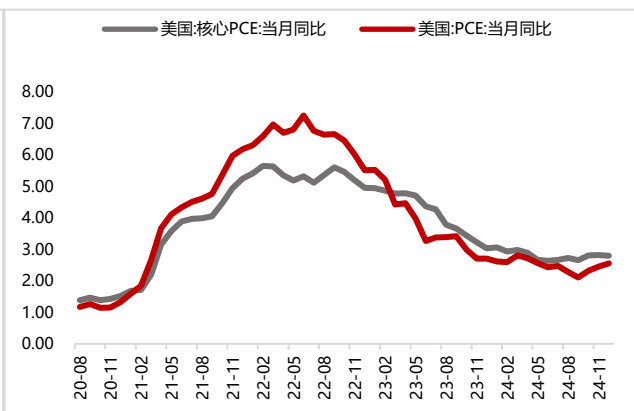


图 24 美国 12 月核心 PCE 同比持平 (%)



数据来源：iFind，东方金诚

2.2 美联储政策跟踪

2月20日，美联储公布1月会议纪要，进一步释放暂不降息信号。纪要显示，美联储官员一致认为，在进一步降息之前，需要看到通胀继续下降，但美国总统特朗普的关税等政策却给通胀目标带来了不确定性和上行风险。纪要指出，官员们普遍担心白宫的政策变化可能会使美国通胀保持在美联储的目标之上，从而对实现通胀目标造成不利的影响。对于降息前景，美联储官员们强调，未来的货币政策决定并非按照预先设定的路线进行，而是取决于经济的发展、经济前景和风险平衡。他们表示，在降息之前，需要看到通胀进一步下降的证据，以确保货币政策的适当性和有效性。

2月19日，美联储副主席杰斐逊表示，他认为目前的货币政策是“限制性”的。在去年降息100bp后，重返通胀目标的进程可能会有所颠簸。在经济强劲且劳动力市场稳固的情况下，美联储可以花时间评估即将到来的数据，以进一步调整政策。

2月20日，美联储理事库格勒表示，她认为美联储应将短期借贷成本维持在目前的4.25%-4.5%不变，以适度限制经济和仍然高企的通胀。“考虑到我们目前所面临的风险平衡，我认为在一段时间内维持联邦基金利率不变是合适的。”库格勒表示，就业下行的风险已经减小，而通胀上行的风险依然存在。

美国通胀距达到美联储 2% 的目标仍有距离，实现这一目标的道路依然崎岖。

同日，亚特兰大联储主席博斯蒂克表示，预计美联储将在 2025 年降息两次。不过，围绕这一预测的不确定性有所增加。博斯蒂克认为，美联储中性利率大约在 3%-3.5% 之间，目前（货币政策）处于适度限制状态。在到达所谓中性水平之前，美联储仍然有降息空间。尽管道路崎岖，但他对通胀将回归至美联储 2% 的目标感到有信心。

圣路易斯联储主席穆萨莱姆表示，在降息 100bp 后，目前的利率是“适度限制”的。至于降低利率，他希望能获得更多通胀朝着 2% 下降的信心。目前通胀进展停滞的风险大于就业市场大幅走弱的风险。如果政策或长期通胀预期上升导致通胀走高，那么维持“更具限制性的货币政策路径”可能是合适的。

2.3 美元指数走势

上周美元指数波动下行。上周美联储公布的 1 月货币政策会议纪要显示，多名官员担忧未来通胀上行风险，进一步释放暂不降息信号，带动美元指数有所回升。不过，周五公布的美国 2 月 Markit 服务业 PMI 意外落入萎缩区间，意味着美国经济增长或有所放缓，美元指数随之大幅下行。截至上周五，美元指数较前一周五继续下跌 0.14% 至 106.65。

图 25 上周美元指数波动下行



数据来源：iFind，东方金诚

2.4 美国 TIPS 收益率走势

上周美国 10 年期 TIPS 收益率先上后下，整体小幅下行。上周美联储公布的 1 月货币政策会议纪要进一步释放暂不降息信号，10 年期 TIPS 收益率有所上行。不过，周五公布的美国 2 月 Markit 服务业 PMI 意外疲软，意味着美国经济增长或有所放缓，10 年期 TIPS 收益率因此大幅下行。截至上周五，美国 10 年期 TIPS 收益率下行 4bp 至 2.00%。

图 26 上周美国 10 年期 TIPS 收益率先上后下，整体小幅下行



数据来源：iFind，东方金诚

2.5 国际重要事件跟踪

巴以双方再生变数，俄罗斯持续进攻乌克兰。上周六（2 月 22 日），哈马斯释放了停火协议第一阶段中的最后一批以色列人质，但以色列却突然对哈马斯发动攻击，这意味着第二阶段停火协议或难以生效。此外，以色列近期还对黎巴嫩提出“要保留以军在黎巴嫩南部的五处军事据点”，这样不合理的要求或使黎以冲突再起。中东地区之间的冲突充满变数，地缘政治风险仍在。俄乌方面，上周日（2 月 23 日），尽管俄罗斯和美国计划会面讨论改善两国关系的问题，但俄罗斯仍未停止对乌克兰的攻击。此外，当前俄乌之间的冲突，已经升级至美国、欧洲、俄罗斯以及乌克兰之间的矛盾和博弈，全球地缘政治仍错综复杂。

图 27 上周 VIX 指数明显上行

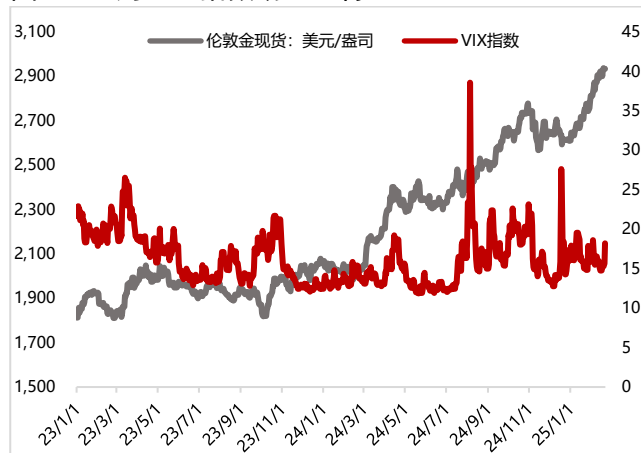
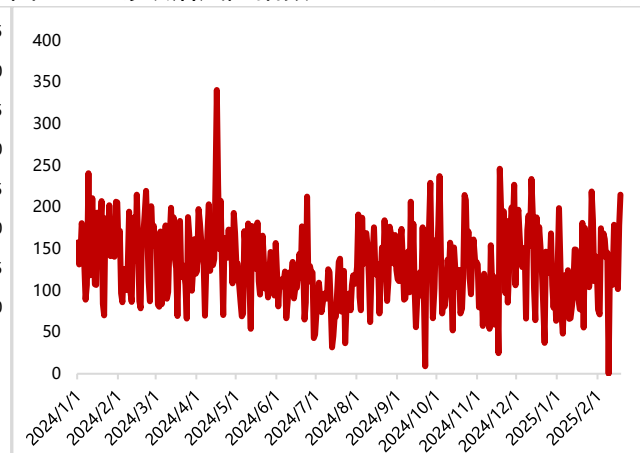


图 28 地缘政治风险指数（GPR）（1985:2019=100）



数据来源：iFind, <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>, 东方金诚

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

地址：北京市丰台区丽泽路 24 号院平安幸福中心 A 座 45-47 层

电话：86-10-62299800（总机）

传真：86-10-62299803

邮箱：DFJCPX@coamc.com.cn