

ITG 国贸期货

大宗
商品

研究报告

国贸期货研究院出品

宏观金融

研究
中心

2024. 2. 26-3. 3

资讯周报



一、【宏观】国内大幅降息，美联储对降息谨慎

观点：宏观层面多空因素交织，大宗商品短期或难见到趋势性行情

逻辑：春节后大宗商品价格指数震荡运行，一方面，国内房地产表现低于预期，美欧央行对降息前景偏谨慎，压制大宗商品市场的乐观情绪；另一方面，由于国内煤炭减产预期、美国制裁俄罗斯实体企业等供应端的扰动增多，支撑部分商品的表现。

展望后市：宏观层面多空因素交织，大宗商品短期或难见到趋势性行情。国内方面，尽管货币政策密集操作（去年末下调存款利率、年初降准降低结构性工具利率、下调 LPR 报价等）、房地产增量政策持续推出，然而，作为支柱产业的房地产仍未有效企稳，春节期间销售大幅下滑，弱现实的担忧持续存在。未来重点关注基建、三大工程提速后的增量需求。海外方面，美国经济的强韧性，尤其是近期制造业的回暖，将在一定程度上支撑商品需求，然而降息时点仍存在较大的不确定性，金融环境短期内将维持偏紧的状态，美元指数和美债利率的阶段性反弹将打击市场的风险偏好。地缘政治和供应端的扰动，俄乌冲突、巴以局势悬而未决，仍将对供应端带来扰动，同时需警惕国内部分行业过剩产能化解、两会期间安检升级等影响。

二、【股指】政策呵护下，股指强势反弹

观点：低位布局 IF、IH 多单。

逻辑：国内 5 年期 LPR 超预期下调 25bp，购房贷款成本继续下降，助力居民信贷扩张与经济恢复。同时，近期证监会召开系列座谈会，对从严把 IPO 准入关、加强上市公司全过程监管、坚决出清不合格上市公司等方面进行深入讨论，以维护二级市场投资者的核心利益、提振市场信心。近期监管层已加强对杠杆类量化产品的监测与规制，并限制做空行为。从估值水平上，股指已行至历史低位，中央资金也在陆续配置沪深 300、上证 50ETF 等核心资产，短期内股指有望延续偏强走势。政策呵护下，股指底部不断巩固，期指中 IF、IH 具有较强韧性。策略上低位布局 IF、IH 多单。

三、【国债】LPR 超预期降息 25BP，债期偏强运行

观点：本轮债期调整幅度有限，短期来看，中短端空间大于长端期限。

逻辑：中长期来看，当下经济仍面临一些堵点。第一是微观主体活力不强，融资需求不佳。社会融资活动疲软，中小微企业和商户生产经营活动面临较大挑战。赚钱效应不佳、企业现金流承压、周转困难导致经营不善甚至倒闭，企业主动融资扩产意愿不强，外资出现流出。第二是就业环境不佳，居民收入预期恶化，储蓄意愿提升，消费意愿下滑。伴随着实体经济下滑，就业市场惨淡，大环境的改变和信心的扭转不是一朝一夕可完成的。三是地产压力仍存，弱预期高库存和低周转导致地产资金回流偏慢，保交楼进展偏慢且政策空间较为有限。宽财政是 2024 年债市最大的扰动，但考虑到政策基调和实际支出之间的差异，宽财政对于经济的影响需要理性看待。乐观的情况是中央杠杆空间超出市场预期，可能带动经济复苏回暖的预期和市场的阶段性定价交易，但我们认为其实际政策效果对经济的拉动可能不及预期乐观，存在下修的可能。叠加稳健货币政策的保驾护航，宽松的货币政策难以实际退出，降准降息或是通过 MLF 和 OMO 加大流动性投放仍可期。地产出清、地方政府化债和结构性改革仍是贯穿 2024 年的主旋律，在土地财政和债务驱动逐步淡出的新常态阶段，“资产荒”有望延续，机构的配置压力仍较大。相较于其他大类资产，利率债仍是安全性较高的选择。

四、【贵金属】金银走势分化，短期上行空间料有限

观点：短期进一步上行空间料有限，预计大概率以区间震荡为主。长期：贵金属价格仍有上涨空间，建议继续多配为主。

逻辑：对于贵金属市场而言，在美国就业、通胀等数据均超预期且制造业 PMI 持续反弹的背景下，美国经济软着陆概率增加，市场对美联储首次启动降息的时点后移至 6 月甚至是下半年，因此我们预计贵金属价格短期上行空

间料相对有限，预计仍大概率以区间震荡为主。本周建议关注美国 1 月 PCE 数据、四季度 GDP 修正值和 ISM 制造业 PMI 等数据。但中长期来看，市场已经逐步修复与美联储的预期差，贵金属价格下方支撑强劲。其次，持续的高利率水平对经济滞后的负面影响不可忽视，服务业开始放缓就是一个迹象，因此年中附近美联储仍有较大概率启动降息，届时贵金属价格上涨空间或进一步打开。此外，全球地缘局部冲突不确定性仍较高，美国大选或增加全球市场不确定性，避险需求料始终存在，各国央行料维持净购金需求，亦会增加黄金的配置价值。综上，我们建议金银长期以多配为主。

目录

【宏观】国内大幅降息，美联储对降息谨慎-----	4
【股指】政策呵护下，股指强势反弹-----	15
【国债】LPR 超预期降息 25BP，债期偏强运行-----	19
【贵金属】金银走势分化，短期上行空间料有限-----	25

国内大幅降息，美联储对降息谨慎

观点

展望后市：宏观层面多空因素交织，大宗商品短期或难见到趋势性行情。国内方面，尽管各类政策持续加码，但房地产行业仍未出现趋势性好转，弱现实的担忧持续存在，未来重点关注基建、三大工程提速后增量需求的释放。海外方面，美国经济的强韧性，尤其是近期制造业的回暖，将在一定程度上支撑商品需求，然而降息时点仍存在较大的不确定性，金融环境短期内将维持偏紧的状态，美元指数和美债利率的阶段性反弹将打击市场的风险偏好。地缘政治和供应端的扰动，俄乌冲突、巴以局势悬而未决，仍将对供应端带来扰动，同时需警惕国内部分行业过剩产能化解、两会期间安检升级等影响。

核心逻辑

(1) 春节后大宗商品价格指数震荡运行，一方面，国内房地产表现低于预期，美欧央行对降息前景偏谨慎，压制大宗商品市场的乐观情绪；另一方面，由于国内煤炭减产预期等供应端的扰动增多，支撑部分商品。

(2) MLF 小幅超额平价续作，5 年期 LPR 利率大幅下调。2 月份 LPR 非对称降息可能的考虑，一是进一步支持房地产行业，当前房地产依旧困难重重，5 年期 LPR 下调有助于进一步缓解房企融资问题，并直接利好购房者；二是降低长期实际利率，提高制造业企业资本开支意愿；三是配合广义财政扩张，两会后基建、“三大工程”有望提速，降低资金成本是政策协同的必要之举。展望未来，一方面，货币政策年内或有进一步调整的空间，在内需不足的基本面没有得到根本扭转的前提下，年内稳增长政策发力离不开货币政策的支持；另一方面，随着本轮降息落地，货币政策滞后效应之下央行和市场均需时间观察确认宽松对于经济和需求的刺激效果，而且 1 月 PMI 环比回升、金融数据好于预期，显示经济出现好转迹象，因此，短期内进一步调降利率的需求并不迫切。

(3) 美联储对降息保持谨慎，美欧经济数据喜忧参半。1) 美联储 1 月 FOMC 会议纪要确认了加息周期的结束，但美联储官员对于通胀持续回落仍缺乏足够的信心，对于降息普遍保持谨慎的态度。我们认为基于 1 月公布的通胀、就业和零售等数据，并考虑居民资产负债表情况及财政情况，维持 7 月份开始降息的预测。2) 美国 2 月制造业 PMI 数据回升、服务业 PMI 回落，其中制造业连续几个月出现改进，凸显生产商们正在摆脱长期以来的低迷态势。欧元区 2 月 PMI 数据喜忧参半，可能意味着欧洲经济的恢复仍将是一波三折的，然而通胀强韧性又限制了欧央行过快降息的决策。

宏观 · 周度报告

2024 年 02 月 26 日 星期一

国贸期货 · 研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

一、宏观和政策跟踪

1.1 国内大幅降息

1、MLF 小幅超额平价续作，5 年期 LPR 利率大幅下调

2月18日，央行进行5000亿元一年期MLF操作，利率2.5%，此前利率为2.5%，当日有4990亿元1年期MLF到期，净投放10亿元。2月20日，一年期贷款市场报价利率（LPR）维持3.45%不变，五年期贷款市场报价利率（LPR）从4.20%下调至3.95%。

解读如下：

（1）MLF 利率维持不变。中国央行在2月份选择不调整政策利率，维持MLF利率不变，而是连续第15个月超额续作（净投放的额度有所减少），可能的考虑是2月5日央行宣布降准0.5个百分点，释放长期资金约1万亿元，流动性已得到充分释放，市场利率近期表现平稳。

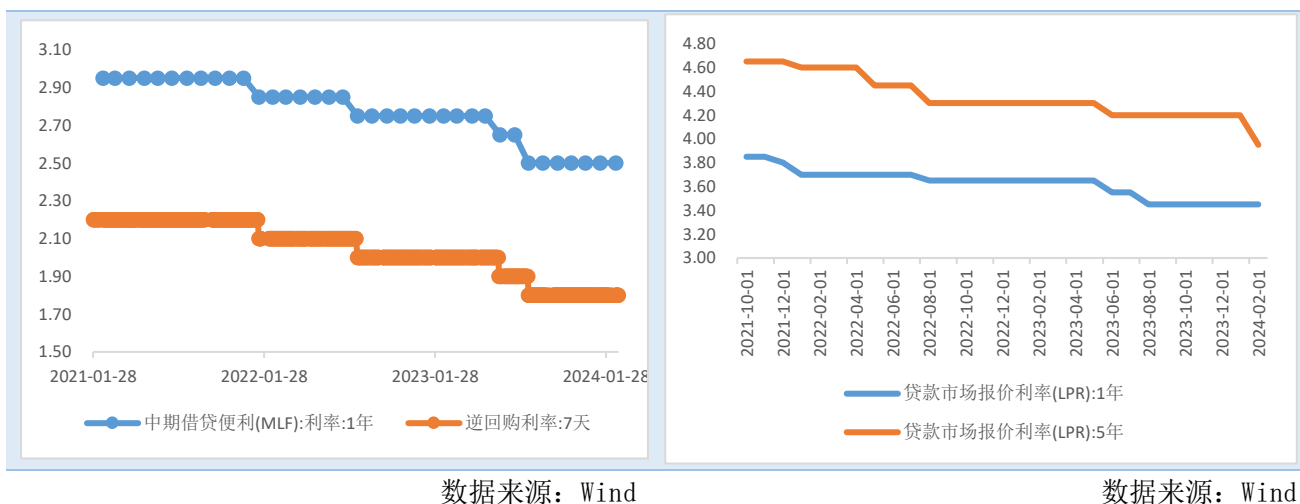
（2）LPR 利率非对称下调。2月份LPR利率非对称下调，是LPR连续5个月保持不变后再次下调，也是自2022年5月以来再一次的非对称降息。一方面，2月LPR利率下调基本符合预期，早在2月5日央行主管媒体《金融时报》发布文章《贷款利率仍有下行空间》，表示中国人民银行已通过多种方式降低银行资金成本，考虑到存款利率调整只影响新发生存款，随着政策效果持续体现，LPR报价行资金成本降低。可能相应下调自身报价，并推动LPR下行。另一方面，自2019年8月LPR改革以来，五年期以上LPR最大降幅是15BP。因此，2月五年期LPR下调25BP，创历史最大的降息幅度，大超市场预期。

此次降息可能的考虑，一是进一步支持房地产行业，虽然从去年底一系列的房地产刺激政策出台，但未出现趋势性好转，2024年春节期间房地产成交仍平淡，另外城市房地产融资协调机制加速推进，商业银行积极对接房地产项目，5年期LPR下调有助于进一步缓解房企融资问题，并直接利好购房者，购房成本将进一步下降；二是，降低长期实际利率，提高制造业企业资本开支意愿，由于国内物价水平偏低，导致实际利率水平处于偏高区间，LPR下调可以压降名义利率来降低实际利率；三是，配合广义财政扩张，两会后基建、“三大工程”有望提速，降低资金成本是政策协同的必要之举。此外，现阶段地方土地出让金仍在下降趋势中，本次降息也有助于减轻政府偿债压力。

往后看，一方面，货币政策年内或有进一步调整的空间，央行行长潘功胜在1月表示，人民银行在货币政策工具的使用中，将强化跨周期和逆周期调节，为经济增长和物价稳定营造良好的货币金融环境。在内需不足的基本面没有得到根本扭转的前提下，年内稳增长政策发力离不开货币政策的支持。另一方面，短期内再次宽松，进一步调降政策利率的可能性有所下降，随着本轮降息落地，货币政策滞后效应之下央行和市场均需时间观察确认宽松对于经济和需求的刺激效果。1月PMI环比回升、金融数据好于预期，显示经济出现好转迹象，进一步调降利率的需求并不迫切。

图表 1：MLF 利率维持不变

图表 2：LPR 利率非对称下调



数据来源: Wind

数据来源: Wind

2、中小银行跟随下调存款挂牌利率，后续仍有下降的空间

2月22日，据媒体报道称，近日吉林、广西等地多家中小银行宣布调整人民币存款挂牌利率。其中，包括桂林银行、柳州银行、榆树农商行、桦甸农商行、灵川深通村镇银行等。下调存款利率中，包括活期存款、定期存款、大额存单等多种存款产品，涉及各种期限。

(1) 从存款利率下调的幅度上看，降幅在10至60个基点之间，也有银行大额存单利率下调了70个基点。2022年9月以来，银行经历了4轮存款挂牌利率的下调，最近一次为2023年12月四大国有行和部分股份制行分别下调3/6个月、1/2/3/5年期定期存款挂牌利率至1.15%、1.35%、1.45%、1.65%、1.95%、2.0%。此次中小银行存款挂牌利率的下调是对于2023年12月大行调降的延续。

(2) 央行在2023年第四季度货币政策执行报告中指出，发挥存款利率市场化调整机制作用，促进社会综合融资成本稳中有降。2月18日，5年期LPR大幅下调25个百分点，1年期LPR保持不变。为稳增长考虑，促进社会综合融资成本稳中有降仍具有必要性，而且银行的净息差已在低位，因此银行将继续在资金端压降成本，2024年存款利率有望继续下调。

1.2 国内政策跟踪

(1) 中央全面深化改革委员会举行第四次会议

2月19日，习近平主持召开中央全面深化改革委员会第四次会议，审议通过了《关于改革土地管理制度增强对优势地区高质量发展保障能力的意见》、《关于促进经济社会发展全面绿色转型的意见》、《关于进一步提升基层应急管理能力的意见》、《关于加快形成支持全面创新的基础制度的意见》、《中央全面深化改革委员会2023年工作总结报告》、《中央全面深化改革委员会2024年工作要点》。

会议强调，要建立健全同宏观政策、区域发展更加高效衔接的土地管理制度，提高土地要素配置精准性和利用效率，推动形成主体功能约束有效、国土开发协调有序的空间发展格局，增强土地要素对优势地区高质量发展保障

能力。要进一步提升基层应急管理能力推动应急管理工作力量下沉、保障下倾、关口前移，有效防范化解重大安全风险，及时有力有效处置各类灾害事故，筑牢安全底板，守牢安全底线；要抓住推动绿色转型的关键环节推进全面节约，加快消费转型，强化绿色科技创新和先进绿色技术推广应用；加快形成支持全面创新的基础制度，是深化科技体制机制改革、推动实现高水平科技自立自强的重要举措。且加强系统集成,对新出台的举措、新制定的制度开展政策取向一致性评估,确保同向发力、形成合力。

(2) 214个城市已建立房地产融资协调机制

2月20日，住房和城乡建设部召开城市房地产融资协调机制工作视频调度会议并作出工作部署。会议指出，截至2月20日，全国29个省份214个城市已建立房地产融资协调机制，分批提出可以给予融资支持的房地产项目“白名单”并推送给商业银行，共涉及5349个项目；已有57个城市162个项目已获得银行融资共294.3亿元，较春节假期前增加113亿元。

会议强调，各地要高度重视城市房地产融资协调机制有关工作，精准提出房地产项目“白名单”，推动协调机制持续取得实效。会议要求，各地在开展工作时形成“两个闭环”。一是要形成“推送—反馈”的工作闭环。城市房地产融资协调机制根据条件筛选项目并推送给商业银行，各商业银行按照规程审查后放贷，对不予放贷的项目向金融监管部，由城市政府及时协调解决，形成“白名单”项目从推送到反馈门报送“无法贷款的原因”的工作闭环。二是要形成“发放—使用—偿还”的管理闭环，确保资金全部用于项目开发建设，严防资金被挪用于购地、偿还债务或其他投资。

(3) 民营经济促进法起草工作启动

2月21日消息，司法部、国家发展改革委、全国人大常委会法工委共同召开立法工作座谈会，民营经济促进法起草工作已经启动，立法进程将加快推进。全国工商联课题组的立法草案建议稿分为总则、平等准入、创业创新、权益保护、促进发展、法律责任、附则等7章49条。2月12日，国家发改委透露，将会同有关方面采取更多务实举措，不断优化民营经济发展环境，切实解决民营企业发展困难，提振民营企业发展信心。

国家发展改革委副秘书长、国民经济综合司司长袁达日前介绍，要加快推进民营经济促进法立法进程。同时，要狠抓促进民营经济发展各项政策落实落地。完善面向民营企业的信息发布机制，加大项目推介力度，鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设。要健全完善多层次的与民营企业常态化沟通交流机制，畅通政企沟通交流渠道坚持从个案和整体上及时掌握制约民营经济发展的问题，力争解决一类问题、受益一批企业、助力一个行业。民营经济促进法立法工作要总结实践经验，巩固改革成果，回应企业关切，补齐短板弱项。聚焦依法保护民营企业产权和企业家权益、公平参与市场竞争、平等使用生产要素、公平执法公正司法、中小企业账款拖欠治理等民营企业核心关切，建立和完善相关制度，以法治思维和法治方式保持政策制定和执行的一致性稳定性，激发各类经营主体的内生动力和创新活力，促进加快发展新质生产力，切实从法律制度上把对国企民企平等对待的要求用硬实措施落下来。

1.3 海外：美联储对降息保持谨慎，美欧经济数据喜忧参半

1、美联储会议纪要公布，对未来降息保持谨慎

当地时间2月21日，美联储公布1月FOMC议息会议纪要。美联储1月末的议息会议继续保持高利率不变，会后决议声明删除了暗示未来进一步加息的措辞，敞开降息大门，但暗示不会很快行动。会议纪要对当时的决策情况做了更加清晰的描述，具体来看：

(1) 在利率前景方面，在1月会议中，**美联储官员总体认可政策利率已经见顶，但具体降息时点还有待观察。**多数官员（most）更担心降息太快的风险，只有少数（couple）官员担忧保持高利率太长而打击经济的风险，一般来说，“a couple”意味着两个，即19位与会者中，仅有两人担忧高利率环境下经济可能面临的衰退风险。与会联储官员“普遍指出，在对通胀持续向2%迈进更有信心之前，降低联邦基金利率的目标范围并不合适”；大多数官员强调不确定高利率持续多久、强调以评估数据判断降通胀进展的重要性。

(2) 在通胀方面，与会者认可通胀回落，并且强调6个月年化PCE增速已经回落至2%目标水平附近，但美联储官员希望看到更多通胀回落的证据，并一定程度上对通胀回落过程出现反复表示担忧。一方面，多名（many）与会者认为除住宅外的服务价格可能会缓慢回落；一些（various）与会者认为新租约价格增速回落会逐步转导致房租通胀。但另一方面，与会者提到经济韧性可能比预期更强（momentum in aggregate demand may be stronger than currently assessed），而且金融条件放松可能掣肘通胀回落的过程。

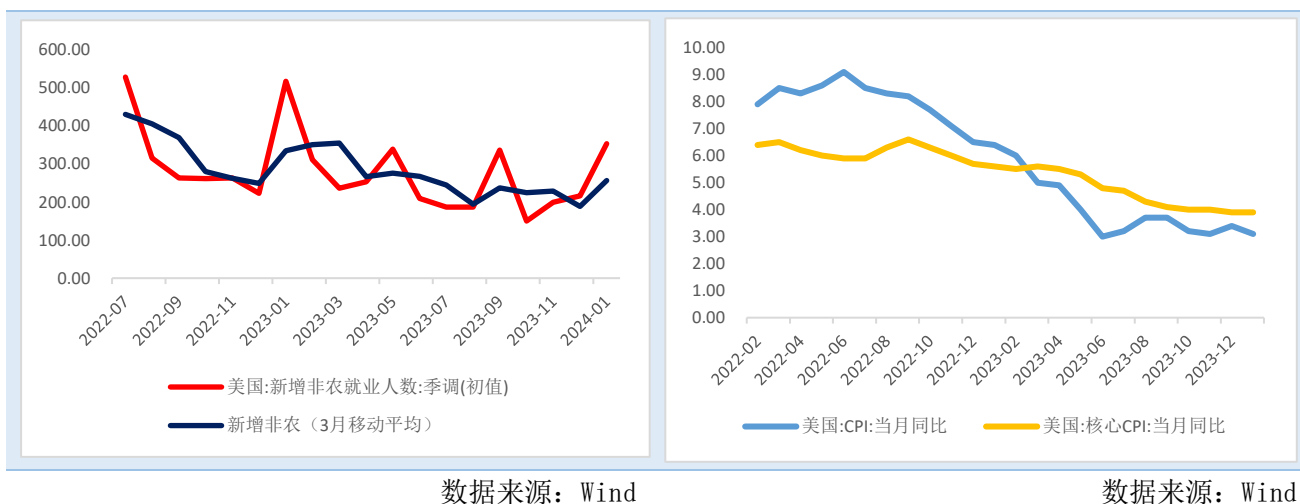
(3) 在缩减资产负债表（缩表）方面，纪要写道，与会联储官员指出，正在持续的缩表过程是FOMC实现宏观经济目标方法的重要组成部分，缩表迄今进展顺利。鉴于市场参与者对美联储隔夜逆回购（ON RRP）工具的使用量不断减少，多名（many）与会官员认为，适合在FOMC下次会议上开始深入讨论资产负债表问题，以此对放慢缩表的最终决定做出指导。一些（some）与会者表示，考虑到不确定哪种水平属于准备金的充裕水平，放慢缩表可能有助于平稳过渡到充裕的准备金水平，或者可以将缩表持续得更久。此外，一些（a few）与会者指出，即使FOMC开始降息后，缩表也可能会持续一段时间。

(4) 对于金融环境，在讨论经济前景的不确定性时，多名（several）与会者提到，金融环境的限制性已经或可能变得不适合的风险，这种限制性不够的风险可能会不必要地强化总需求，并导致通胀进展停滞。

综合来看，美联储1月FOMC会议纪要确认了加息周期的结束，但美联储官员对于通胀持续回落仍缺乏足够的信心，对于降息普遍保持谨慎的态度。我们认为基于1月公布的通胀、就业和零售等数据，数据层面的韧性仍较强，但也存在短期季节扰动因素，考虑居民资产负债表情况及财政情况，维持7月份开始降息的预测。

图表3：美国新增非农就业情况

图表4：美国通胀存在较强的韧性



数据来源: Wind

数据来源: Wind

2、美国 2 月制造业 PMI 回升、服务业 PMI 回落

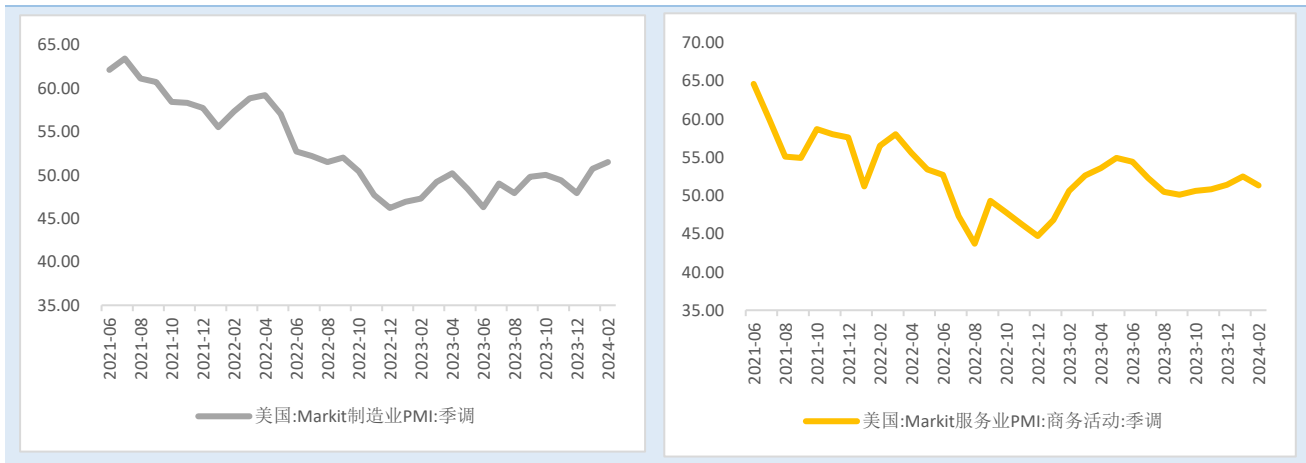
当地时间 2 月 22 日, 根据标普全球(S&P Global)的最新数据, 美国 2 月 Markit 制造业 PMI 较 1 月进一步改善, 继续位于荣枯线上方, 创下 2022 年 9 月以来的最快增长, 主要受益于订单增长强劲。不过, 服务业 PMI 有所回落且不及预期。

从具体分项来看, 1) 美国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值为 51.5%, 创 17 个月新高, 预期 50.7%, 1 月前值 50.7%。其中, 订单指标攀升至 2022 年 5 月以来的最高水平, 工厂产量指标创下 10 个月来的最大。未来工厂产出指标略有回落, 但仍徘徊在 2022 年 4 月以来的最高水平。另一个亮点是, 出口需求增长强劲。2) 美国 2 月 Markit 服务业 PMI 初值为 51.3%, 创三个月新低, 预期 52.3%, 1 月前值 52.5%。服务业 PMI 的单月降幅为去年 8 月以来最大。3) 就业情况方面, 服务业和制造业在 2 月的就业增长与 1 月相比变化不大, 服务提供商出于成本考虑对招聘表现出了一定的谨慎; 通胀方面, 2 月虽然成本通胀降温, 创下 2020 年 10 月以来的最小增幅, 产出通胀再次加速。调查显示的商品和服务销售价格指标继续保持在与美联储实现 2% 通胀目标一致的水平, 并且成本增长进一步降至 2020 年 10 月以来的最低水平, 暗示价格压力在未来几个月仍将保持在较低水平。

综合来看, 美国 2 月制造业的扩张速度快于服务业, 这是 2023 年 1 月以来首次, 制造业连续几个月出现改进, 凸显生产商们正在摆脱长期以来的低迷态势。PMI 数据公布后, 美国国债收益率普遍回落, 10 年期美债收益率跌至 4.30% 下方。

图表 5: 美国 Markit 制造业 PMI

图表 6: 美国 Markit 服务业 PMI



数据来源: Wind

数据来源: Wind

3、欧元区 PMI 数据喜忧参半，议息会议纪要打击降息预期

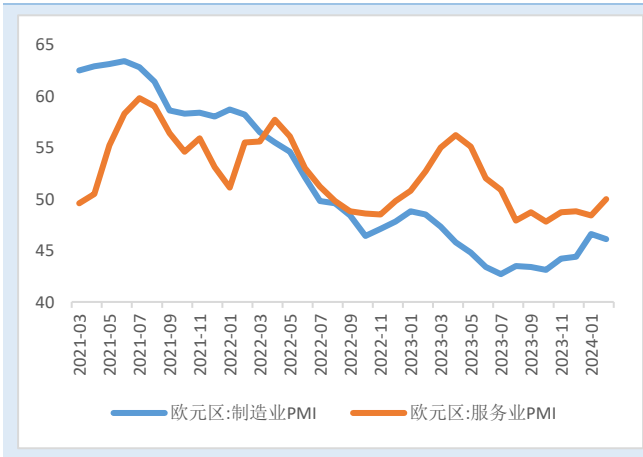
当地时间 2 月 22 日，S&P Global 与汉堡商业银行公布的报告显示，欧元区 2 月综合 PMI 由 47.9% 升至 48.9%，略高于预期值 48.5%，为连续第 9 个月处于荣枯线下，服务业从 48.5% 跃升至 50%，远超预期值 48.8%，结束持续 6 个月的萎缩，而制造业 PMI 从 1 月的 46.6% 滑落至 46.1%，低于预期值 47%。同日，欧央行发布 1 月货币政策会议纪要，纪要显示欧央行管委会普遍认为现在讨论降息为时过早，而过早降息的风险被视为是更大的危险。会议纪要公布后，交易员下调欧央行的降息幅度至 100 个基点以下。

从欧元区 2 月的 PMI 数据来看，服务业表现好于制造业。分国别来看，德国和法国的数据分化较大。德国 2 月制造业萎缩意外加深，但服务业活动则有所改善，制造业 PMI 初值从 45.5% 降至 42.3%，服务业 PMI 初值则由 1 月份 47.7% 升至 48.2%；法国 2 月的制造业和服务业景气度则超过市场预期，制造业 PMI 数据由前值 45.4% 回升至 46.8%，创 11 个月新高，服务业 PMI 从上月的 45.4% 升至 48.0%，创 8 个月新高

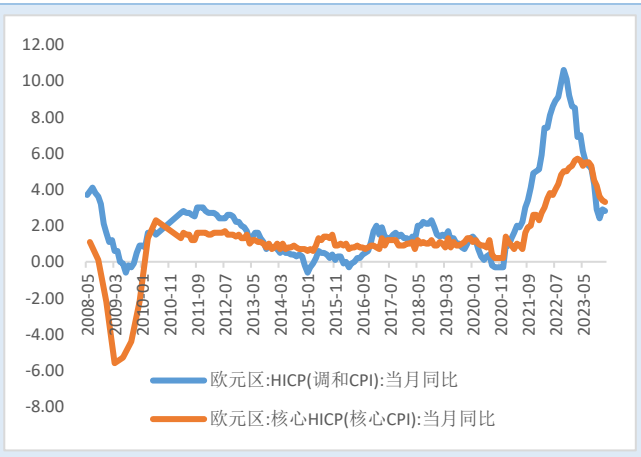
综合来看，欧元区 2 月 PMI 数据不及预期，可能意味着欧洲经济的恢复仍将是一波三折的，然而通胀强韧性又限制了欧央行过快降息的决策，1 月欧洲央行会议纪要显示，2024 年通胀预测可能会下调，放松金融市场可能为时过早，可能会阻碍或延迟通胀及时回归目标。因此，根据当前的数据情况，我们仍预计欧洲央行在下半年降息的概率较大。

图表 7: 欧元区 PMI 数据喜忧参半

图表 8: 欧元区通胀走势



数据来源: Wind



数据来源: Wind

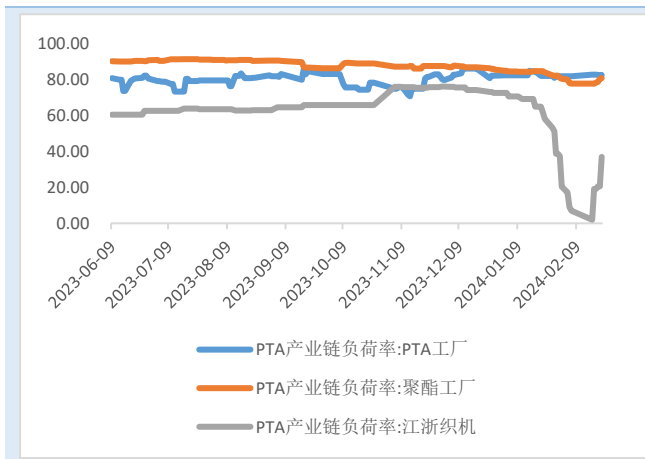
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产逐步回升

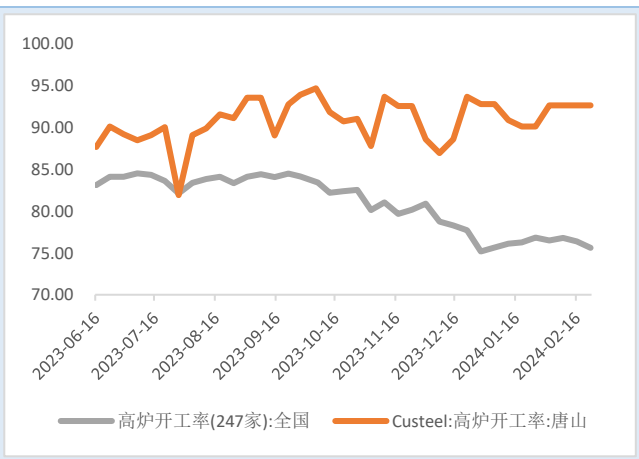
化工：生产负荷回升，产品价格涨跌互现。需求方面，春节后聚酯产业链产品价格涨跌互现，截至2月23日，涤纶POY价格小幅上涨、PTA价格小幅下跌、聚酯切片价格小幅上涨。生产端，春节后，本周PTA产业链负荷率逐步回升，其中，PTA开工率回升至82.5%，聚酯工厂负荷率回升至80.8%，江浙织机负荷率回升至36.95%。

钢铁：生产小幅回落，需求逐步回暖。全国高炉开工率小幅回落0.74个百分点至75.61%；春节后需求表现略不及预期，钢厂累库较多，检修有所增加，开工率小幅回落。本周钢联数据显示，钢材产量小幅回落，表需小幅回升，各个环节库存持续累积。

图表 8：PTA 产业链负荷



图表 9：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

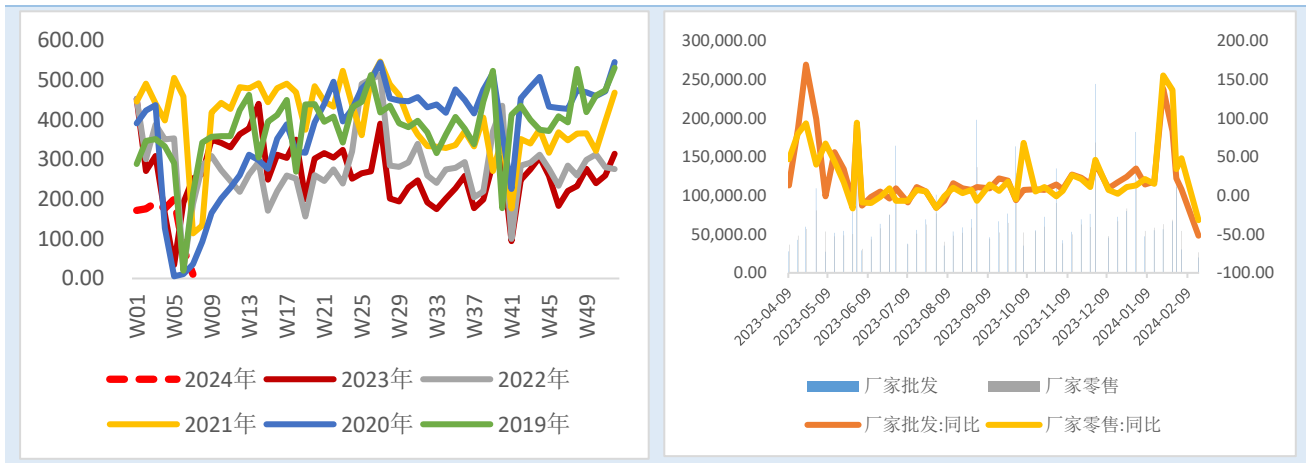
2.2 房地产销售同比大幅回落，乘用车零售同比增长

房地产销售周环比上升。截至2月22日，本周30个大中城市商品房成交面积周环比上升2863.41%，按均值计，月同比下降72.07%，其中，一、二、三线城市1月同比分别增长-75.49%、-71.12%、-71.13%；1月，100个大中城市成交土地占地面积同比下降55.76%。

乘用车零售同比增长。据乘联会发布的数据显示，2月第一周全国乘用车市场日均零售5.4万辆，同比去年2月同期增长48%，环比上月同期增长1%。2月第二至三周(5-17日)全国乘用车市场日均零售2.6万辆，同比去年2月同期下降32%，环比上月同期下降55%。

图表 10：30 大中城市地产销售：周

图表 11：当周日均销量：乘用车



数据来源: Wind

三、 物价跟踪

(1) 本周食品价格多数下跌。本周（截至 2 月 23 日）蔬菜均价环比下跌 6.64%，猪肉均价环比下跌 6.58%。

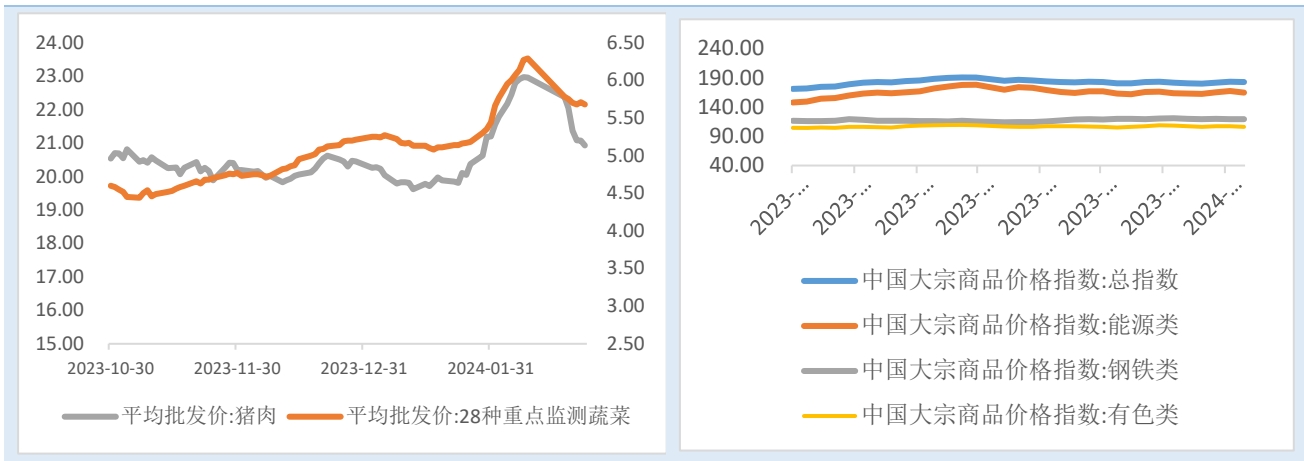
2024 年 2 月 8 日统计局公布最新通胀数据，2024 年 1 月 CPI 同比-0.8%，前值-0.3%，环比 0.3%，前值 0.1%；PPI 同比-2.5%，前值-2.7%，环比-0.2%，前值-0.3%

(2) 1 月 CPI 同比降幅扩大。主因是气候条件总体有利，蔬果供应得到充分保障，食品项同比降幅显著扩大；核心 CPI 同比为 0.4% (0.6%)，增幅收窄，一方面是春节错位影响下服务 CPI 同比增幅收窄至 0.5%，另一方面也和耐用消费品有关。展望未来，今年春运规模有望创历史新高，或将显著提振 2 月相关行业 CPI 同比读数（如服务项），但考虑到目前地产需求仍有下行压力，后续或将逐步回归温和的修复斜率。

(3) PPI 同比降幅继续收窄。1 月 PPI 降幅收窄主要依靠上游能源行业基数回落，不过，各项政策向中下游需求传导仍需要时间。展望未来，据国家发改委，有关部门已下达 2023 年增发国债第三批项目清单，共涉及项目 2800 多个，安排国债资金近 2000 亿元，意味着 2023 年 1 万亿元增发国债项目全部下达完毕，有助于提振节后基建相关行业通胀读数。

图表 12: 食品价格多数下跌

图表 13: 中国大宗商品价格指数



数据来源: Wind

政策呵护下，股指强势反弹

观点

国内 5 年期 LPR 超预期下调 25bp，购房贷款成本继续下降，助力居民信贷扩张与经济恢复。同时，近期证监会召开系列座谈会，对从严把 IPO 准入关、加强上市公司全过程监管、坚决出清不合格上市公司等方面进行深入讨论，以维护二级市场投资者的核心利益、提振市场信心。近期监管层已加强对杠杆类量化产品的监测与规制，并限制做空行为。从估值水平上，股指已行至历史低位，中央资金也在陆续配置沪深 300、上证 50ETF 等核心资产，短期内股指有望延续偏强走势。政策呵护下，股指底部不断巩固，期指中 IF、IH 具有较强韧性。策略上低位布局 IF、IH 多单。

2024 年 2 月 26 日 星期一

宏观金融研究中心
宏观金融·周度报告

郑雨婷

从业资格号：F3074875

投资咨询号：Z0017779

核心逻辑

上周股指整体反弹。沪深 300 上涨 3.7%至 3490、上证 50 上涨 3.44%至 2233、中证 500 上涨 0.92%至 5198，中证 1000 上涨 4.66%至 5226。北向资金上周合计净买入 112 亿元，中美利差小幅扩大至-186bp，美元兑离岸人民币汇率小幅升至 7.1949。板块均上涨，上周传媒（13.4%）、计算机（11.6%）、通信（11.1%）、社会服务（8.3%）、轻工制造（7.8%）领涨。

中国 2 月 LPR 利率不对称下调，一年期 LPR 保持不变，5 年期 LPR 下调 25bp，为 2019 年 LPR 改革以来下调的最大幅度。LPR 的非对称下调显示当前房地产市场表现不佳，急需贷款政策的进一步支持，同时，银行息差存在一定压力，一年期利率保持定力。

23 日证监会召开年后首场新闻发布会，会议具体包括加大违法行为打击力度、严厉打击操纵市场和内部交易、加大执法力度和丰富惩戒手段、提升执法透明度并做到执法“零容忍”、持续加强 IPO 全链条把关几个方面，释放出维护市场秩序、保护投资者合法权益的严监管信号。

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序

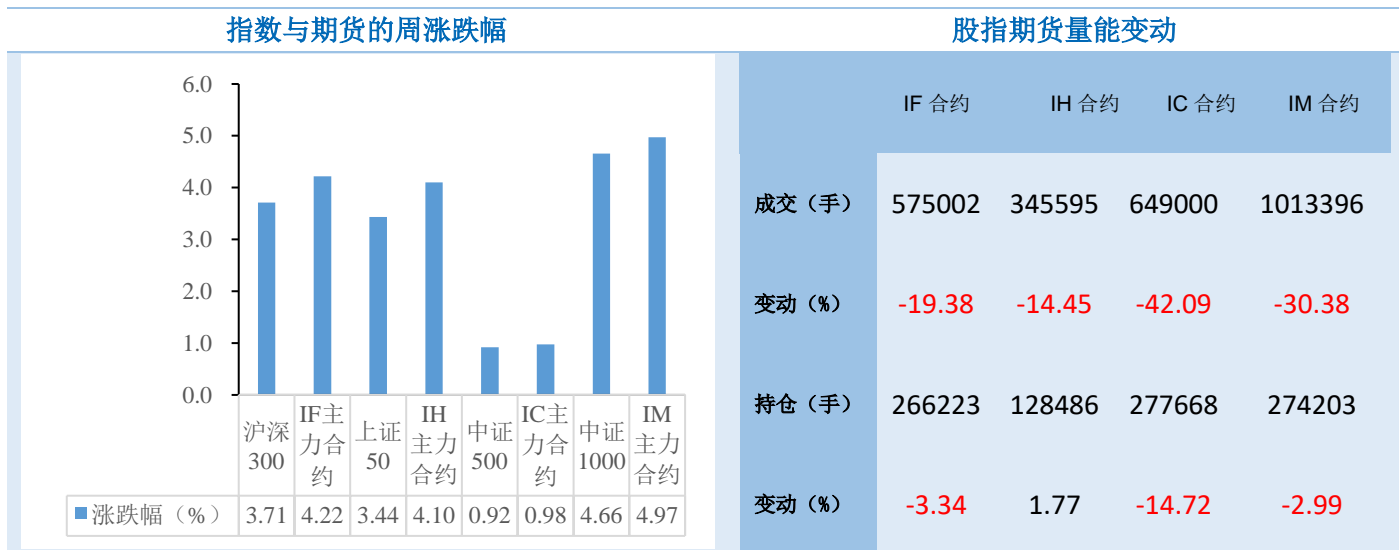


期市有风险，入市需谨慎

一、市场概述

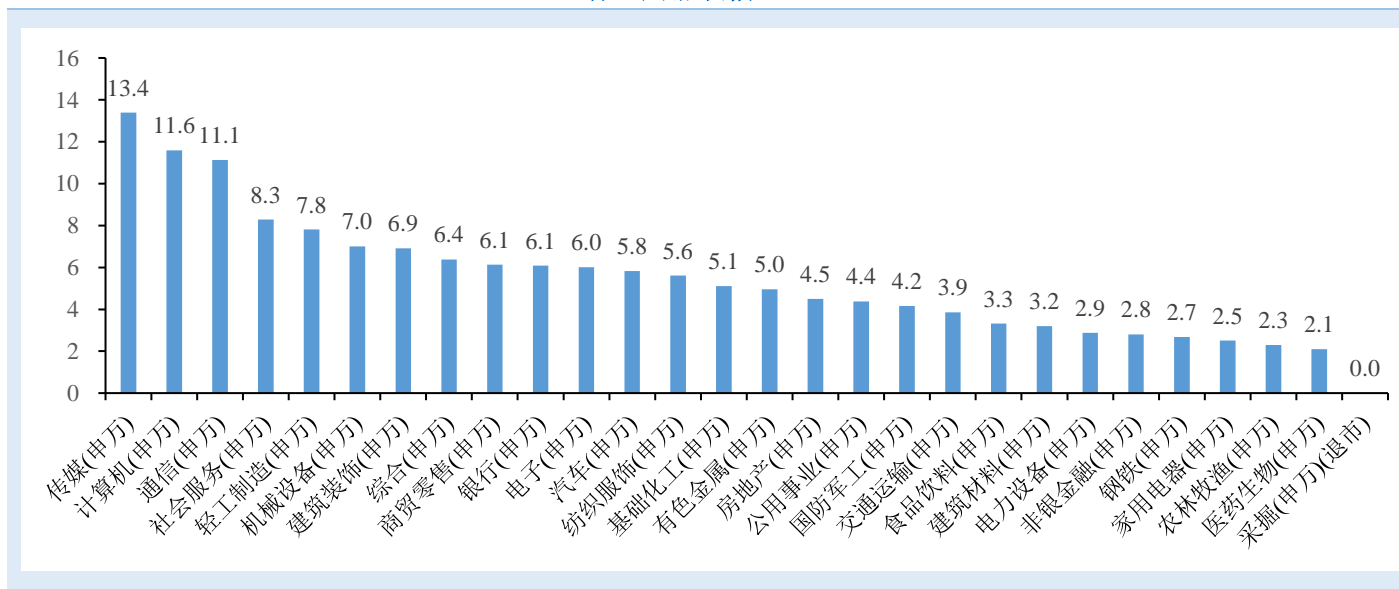
1.1 行情回顾

上周股指整体反弹。沪深 300 上涨 3.7%至 3490、上证 50 上涨 3.44%至 2233、中证 500 上涨 0.92%至 5198，中证 1000 上涨 4.66%至 5226。北向资金上周合计净买入 112 亿元，中美利差小幅扩大至-186bp，美元兑离岸人民币汇率小幅升至 7.1949。板块均上涨，上周传媒（13.4%）、计算机（11.6%）、通信（11.1%）、社会服务（8.3%）、轻工制造（7.8%）领涨。



数据来源：国贸期货研究院&Wind

行业周涨跌幅 (%)



数据来源：国贸期货研究院&Wind

1.2 价差走势

1) 截至周五，各期货合约的基差及年化升贴水率如下表所示。

股指期货升贴水情况（截至 2023 年 2 月 23 日）

中证 1000 期货合约				
合约名称	IM2403	IM2404	IM2406	IM2409
合约升贴水	8.7	41.7	123.5	211.1
年化升贴水率	2.9%	5.2%	7.2%	7.0%
中证 500 期货合约				
合约名称	IC2403	IC2404	IC2406	IC2409
合约升贴水	11.7	30.1	90.7	154.7
年化升贴水率	3.9%	3.8%	5.4%	5.2%
沪深 300 期货合约				
合约名称	IF2403	IF2404	IF2406	IF2409
合约升贴水	2.7	6.9	19.5	53.7
年化升贴水率	1.4%	1.3%	1.7%	2.7%
上证 50 期货合约				
合约名称	IH2403	IH2404	IH2406	IH2409
合约升贴水	0.8	0.2	14.4	42.6
年化升贴水率	0.6%	0.1%	1.8%	3.0%

数据来源：国贸期货研究院&Wind

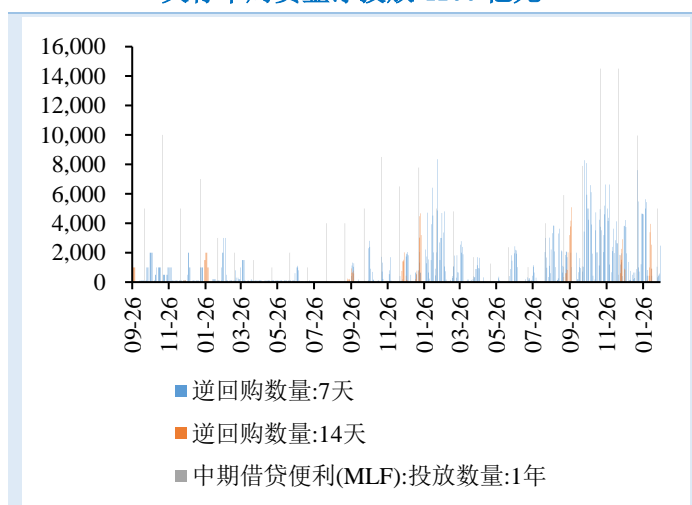
2) 跨品种价差方面。本周中证 1000 与中证 500 价差大幅下跌至-27.96，可考虑介入多 IM 空 IC 策略。

二、 资金面与流动性

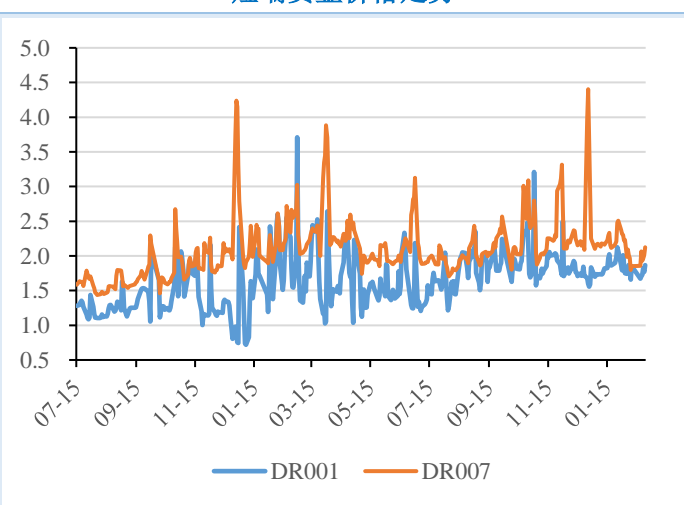
上周，中国央行进行 4270 亿元逆回购操作，因本周有 11820 亿元逆回购到期，上周实现净回笼 7550 亿元。资金面方面，央行公开市场连续五日净回笼，叠加税期在途，银行间市场资金面总体呈现均衡，存款类机构隔夜质押回购加权利率小幅下行。中国 2 月 LPR 利率不对称下调，一年期 LPR 保持不变，5 年期 LPR 下调 25bp，为 2019 年 LPR 改革以来下调的最大幅度。LPR 的非对称下调显示当前房地产市场表现不佳，急需贷款政策的进一步支持，同时，银行息差存在一定压力，一年期利率保持定力。

下周（2 月 26 日至 3 月 1 日）央行公开市场将有 5320 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 1370 亿元、410 亿元、490 亿元、580 亿元、2470 亿元。此外，周三（2 月 28 日）还有 50 亿元央票互换到期。

央行本周资金净投放 4100 亿元

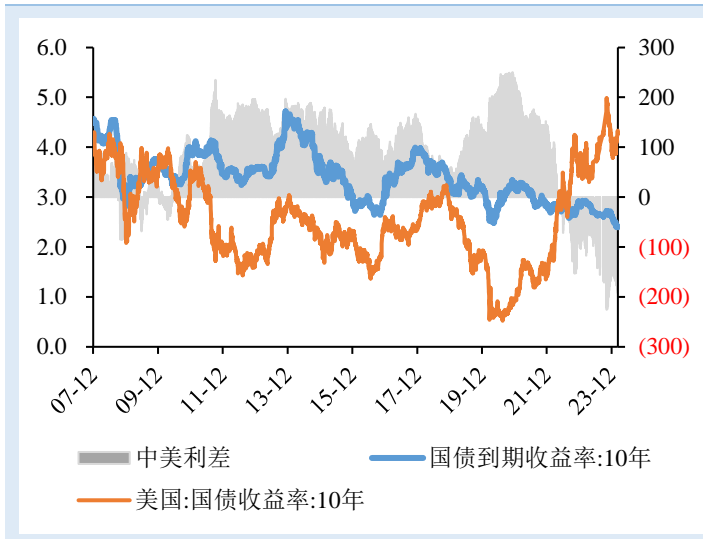


短端资金价格走势

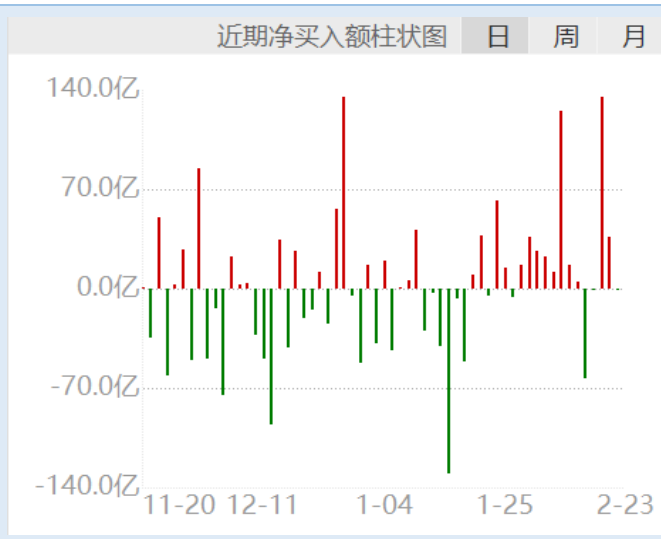


数据来源：国贸期货研究院&Wind

中美利差走扩至-186bp



北向资金本周净买入 112 亿元



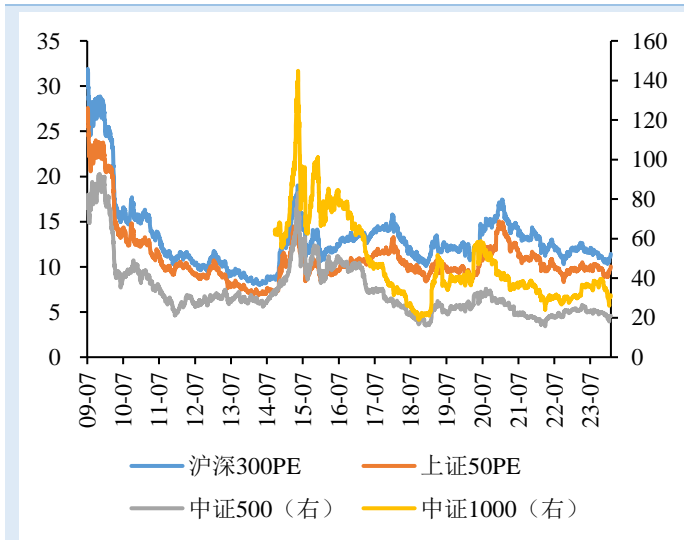
数据来源：国贸期货研究院&Wind

三、 股指分析

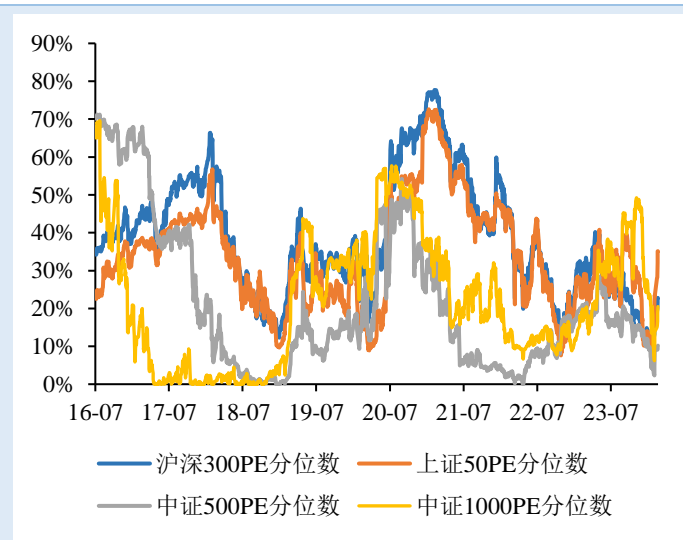
3.1 指数估值水平跟踪

截至 2 月 23 日，沪深 300、上证 50、中证 500、中证 1000 的滚动市盈率分别为 11.4 倍、10.1 倍、21.1 倍、31.4 倍，处于上市以来的 22.8%（05 年 4 月至今）、35.1%（04 年 1 月至今）、10.2%（07 年 1 月至今）、20.5%（14 年 10 月至今）的分位水平。

四大指数 PE（倍）



指数 PE 的历史分位走势



数据来源：国贸期货研究院&Wind

LPR 超预期降息 25BP，债期偏强运行

观点

本轮债期调整幅度有限，短期来看，中短端空间大于长端期限。

核心逻辑

春节后第一周国债期货偏强运行，多头趋势相对疯狂，除了超长端延续强势外，短期限债期亦出现走强。一方面是年后资金面偏宽松运行，银行、非银隔夜七天利率均回落至 2% 上下，资金价格中枢下移，另一方面，LPR5 年期以上超预期降息 25BP，但市场对于货币政策的“后手”期待降低，市场走出利空出尽的走势。此外，本周股债常出现同涨同跌，交易逻辑再度劈叉。

2 月 20 日，2 月 1 年期贷款市场报价利率（LPR）报 3.45%，上月为 3.45%；5 年期以上 LPR 报 3.95%，上月为 4.2%。2 月 LPR 报价：1 年期 LPR 按兵不动，“降息”预期落空；5 年期及以上 LPR 下调 25bp，大幅超出市场预期。年初 2 月 5 号，央行超预期降准 0.5 个百分点，银行间流动性较为宽裕，带动资金成本稳中有降，考虑到银行让利实体，引导社融融资成本下调，市场预期 LPR 小幅降息。1 年期 LPR 降息落空，表明在银行净息差的约束下，银行“主动”让利意愿和能力有限。5 年期以上 LPR 大幅调降，将刺激中长期贷款的需求，尤其是房地产贷款，有利于信贷扩张，为经济企稳助力。5 年期以上 LPR 调降或是结合春节假期地产消费和当下宏观经济堵点情况的综合考量。对债期市场而言，LPR 的非对称降息是偏利空的，但债券收益率先下后上，中枢小幅下移，对利空相对脱敏，资产荒下的配置力量影响更大。

宏观金融

2024 年 2 月 26 日 星期一

宏观金融中心
国债·周度报告

樊梦真

投资咨询号：Z0014706

从业资格号：F3035483

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

一、行情解析

春节后第一周国债期货偏强运行，多头趋势相对疯狂，除了超长端延续强势外，短期限债期亦出现走强。一方面是年后资金面偏宽松运行，银行、非银隔夜七天利率均回落至 2% 上下，资金价格中枢下移，另一方面，LPR5 年期以上超预期降息 25BP，但市场对于货币政策的“后手”期待降低，市场走出利空出尽的走势。此外，本周股债常出现同涨同跌，交易逻辑再度劈叉。

2 月 20 日，2 月 1 年期贷款市场报价利率（LPR）报 3.45%，上月为 3.45%；5 年期以上 LPR 报 3.95%，上月为 4.2%。2 月 LPR 报价：1 年期 LPR 按兵不动，“降息”预期落空；5 年期及以上 LPR 下调 25bp，大幅超出市场预期。年初 2 月 5 号，央行超预期降准 0.5 个百分点，银行间流动性较为宽裕，带动资金成本稳中有降，考虑到银行让利实体，引导社融融资成本下调，市场预期 LPR 小幅降息。1 年期 LPR 降息落空，表明在银行净息差的约束下，银行“主动”让利意愿和能力有限。5 年期以上 LPR 大幅调降，将刺激中长期贷款的需求，尤其是房地产贷款，有利于信贷扩张，为经济企稳助力。5 年期以上 LPR 调降或是结合春节假期地产消费和当下宏观经济堵点情况的综合考量。对债期市场而言，LPR 的非对称降息是偏利空的，但债券收益率先下后上，中枢小幅下移，对利空相对脱敏，资产荒下的配置力量影响更大。

二、展望

中长期来看，当下经济仍面临一些堵点。第一是微观主体活力不强，融资需求不佳。社会融资活动疲软，中小微企业和商户生产经营活动面临较大挑战。赚钱效应不佳、企业现金流承压、周转困难导致经营不善甚至倒闭，企业主动融资扩产意愿不强，外资出现流出。第二是就业环境不佳，居民收入预期恶化，储蓄意愿提升，消费意愿下滑。伴随着实体经济下滑，就业市场惨淡，大环境的改变和信心的扭转不是一朝一夕可完成的。三是地产压力仍存，弱预期高库存和低周转导致地产资金回流偏慢，保交楼进展偏慢且政策空间较为有限。宽财政是 2024 年债市最大的扰动，但考虑到政策基调和实际支出之间的差异，宽财政对于经济的影响需要理性看待。乐观的情况是中央杠杆空间超出市场预期，可能带动经济复苏回暖的预期和市场的阶段性定价交易，但我们认为其实际政策效果对经济的拉动可能不及预期乐观，存在下修的可能。叠加稳健货币政策的保驾护航，宽松的货币政策难以实际退出，降准降息或是通过 MLF 和 OMO 加大流动性投放仍可期。地产出清、地方政府化债和结构性改革仍是贯穿 2024 年的主旋律，在土地财政和债务驱动逐步淡出的新常态阶段，“资产荒”有望延续，机构的配置压力仍较大。相较于其他大类资产，利率债仍是安全性较高的选择。

风险点在政策力度超预期。

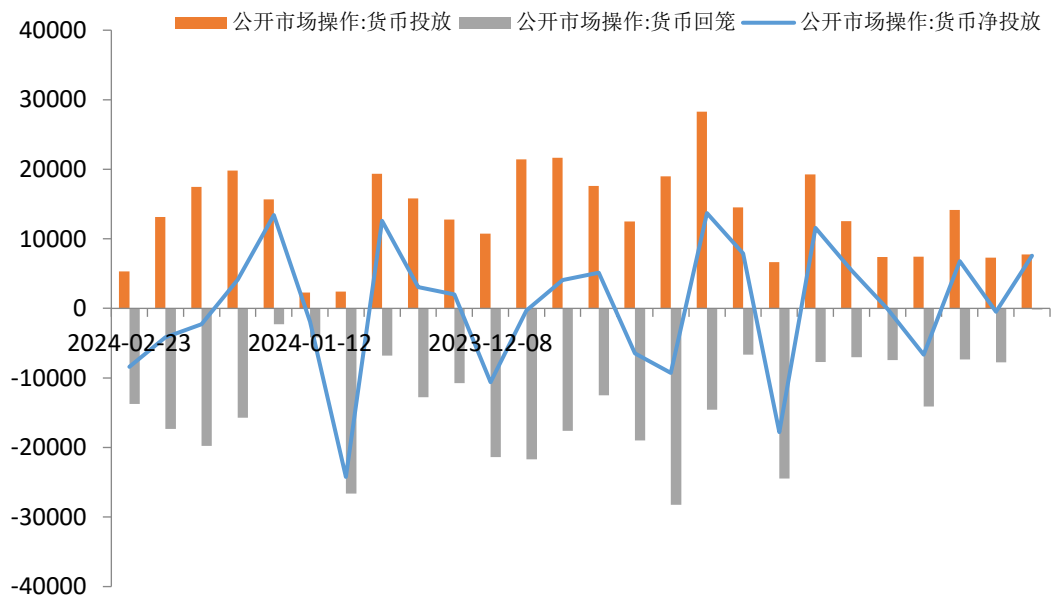
三、重要数据一览

十年期国债期货主力走势



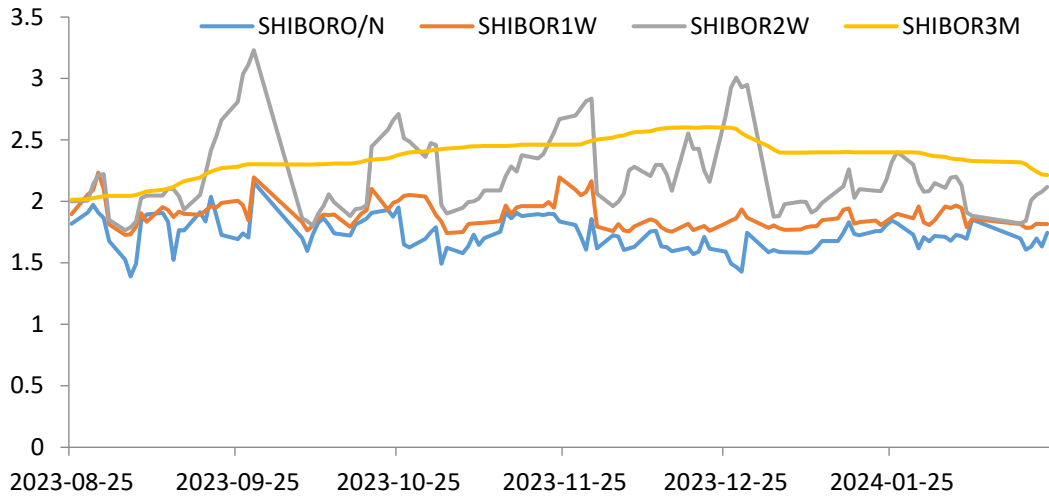
数据来源: wind

公开市场操作



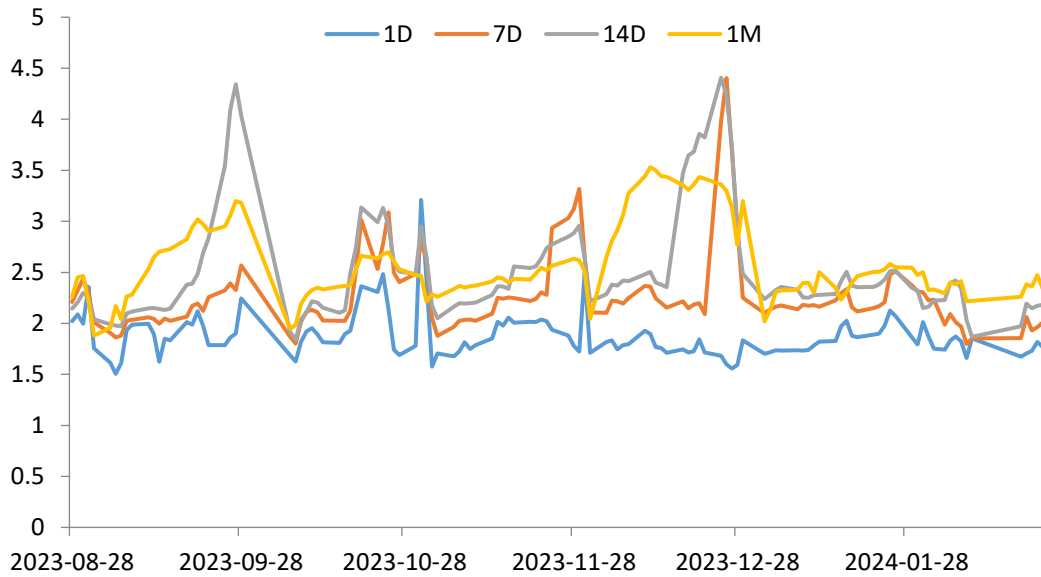
数据来源: wind

SHIBOR 利率



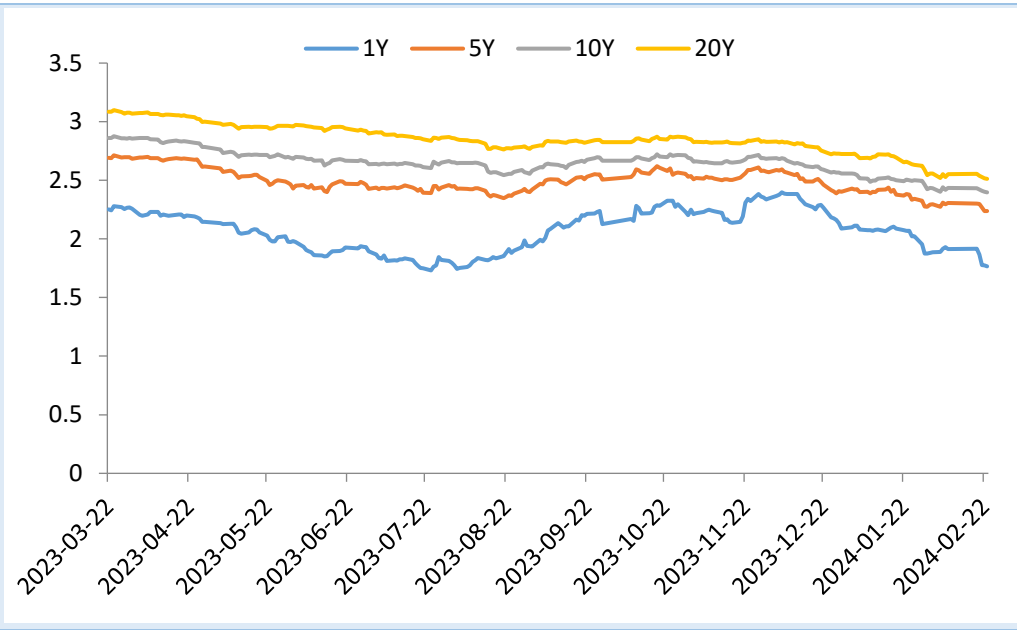
数据来源: wind

银行间质押回购利率



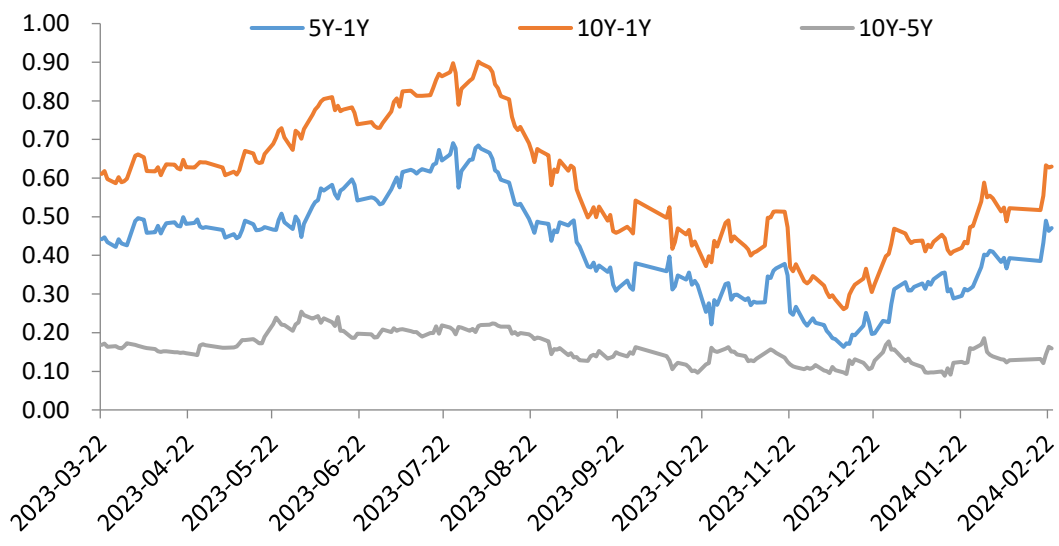
数据来源: wind

现券收益率走势



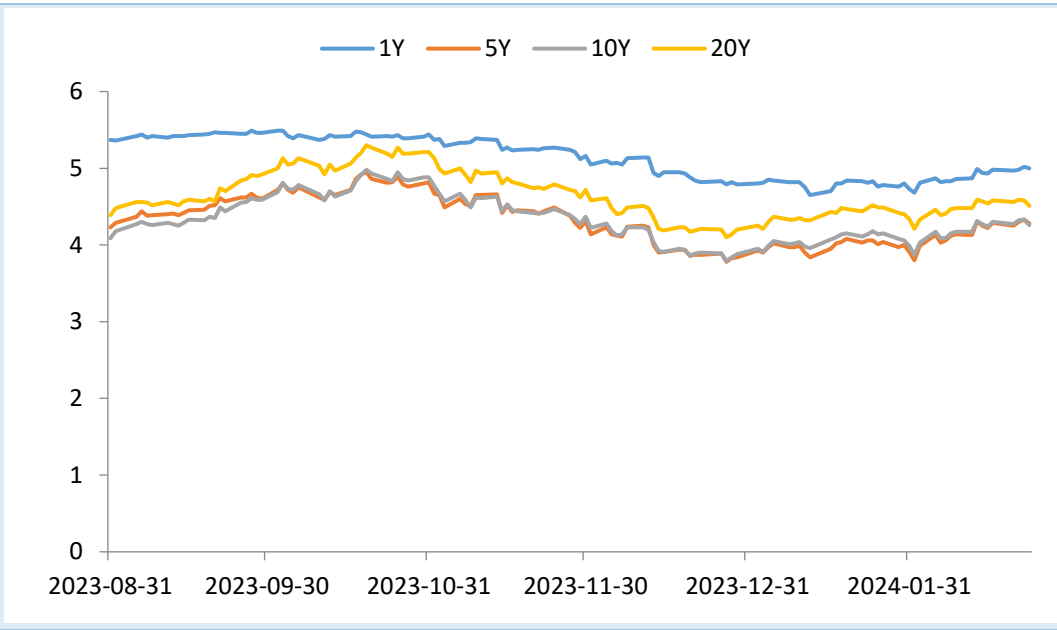
数据来源: wind

国内现券期限利差



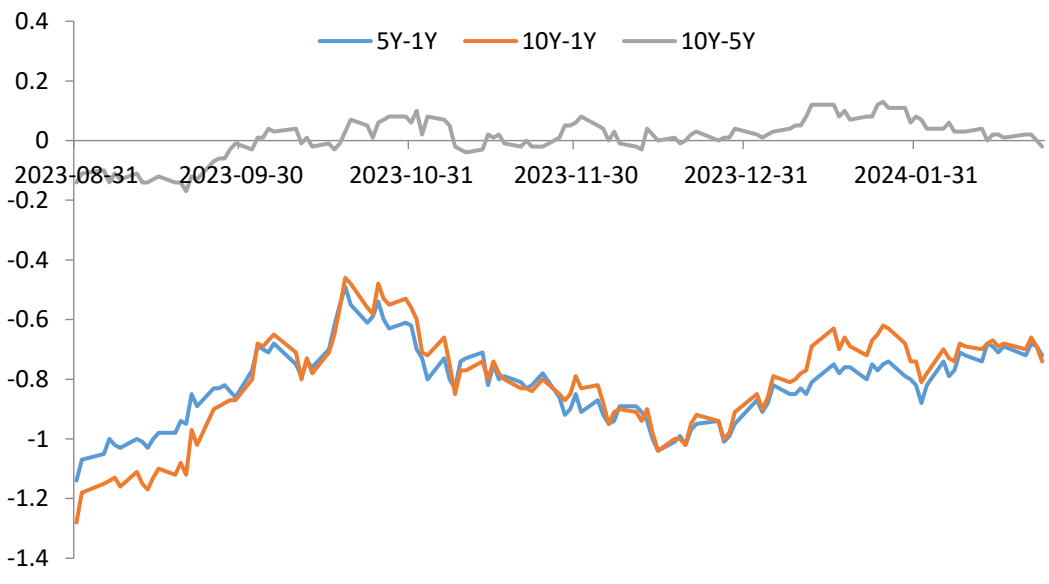
数据来源: wind

美债收益率走势



数据来源: wind

美债期限利差



数据来源: wind

金银走势分化，短期上行空间料有限

观点

短期：进一步上行空间料有限，短期预计大概率以区间震荡为主，建议关注美国 PCE、四季度 GDP 修正值等数据。**长期：**贵金属价格仍有上涨空间，建议继续多配为主。

核心逻辑

(1) 上周 (2.19-2.23) 回顾： 上周，中东地缘局势仍旧胶着、美元指数走弱、美债收益率先扬后抑，均支撑金价偏强运行，周线整体收涨；但美国周度申请、续请失业金人数双双创 1 个月新低凸显就业市场坚挺、2 月制造业 PMI 意外反弹创 17 个月新高，韧性的经济数据叠加美联储会议纪要/官员持续给近期降息预期泼冷水，均进一步支持美联储降息预期后移至下半年，因此黄金价格整体上行空间相对受限。白银方面，COMEX 期货库存再度反弹，银价节后持续下行，表现弱于黄金。国内方面，虽然 5 年期 LPR 超预期降息一度令沪金表现更为坚挺，但随着市场风险偏好的改善和人民币汇率近期的反弹，沪金、沪银走势均偏弱，黄金白银内外价差先扬后抑，沪银则因春节假期外盘大幅上涨而补涨，因此周线仍旧收涨。

(2) 本周 (2.26-3.1) 展望： 对于贵金属市场而言，在美国就业、通胀等数据均超预期且制造业 PMI 持续反弹的背景下，美国经济软着陆概率增加，市场对美联储首次启动降息的时点后移至 6 月甚至是下半年，因此我们预计贵金属价格短期上行空间料相对有限，预计仍大概率以区间震荡为主。本周建议关注美国 1 月 PCE 数据、四季度 GDP 修正值和 ISM 制造业 PMI 等数据。

(3) 中长期来看： 市场已经逐步修复与美联储的预期差，贵金属价格下方支撑强劲。其次，持续的高利率水平对经济滞后的负面影响不可忽视，服务业开始放缓就是一个迹象，因此年中附近美联储仍有较大概率启动降息，届时贵金属价格上涨空间或进一步打开。此外，全球地缘局部冲突不确定性仍较高，美国大选或增加全球市场不确定性，避险需求料始终存在，各国央行料维持净购金需求，亦会增加黄金的配置价值。综上，我们建议金银长期以多配为主。

风险点： 美联储维持高利率水平更久、美国经济韧性较强等。个人意见，仅供参考。

贵金属 · 周度报告

2024 年 2 月 26 日 星期一

国贸期货 · 研究院
宏观金融研究中心

白素娜

投资咨询号：Z0013700

从业资格号：F3023916

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



一、行情回顾

上周(2.19-2.23)，中东地缘局势仍旧胶着、美元指数走弱、美债收益率先扬后抑，均支撑金价偏强运行，周线整体收涨；但美国周度申请、续请失业金人数双双创1个月新低凸显就业市场坚挺、2月制造业PMI意外反弹创17个月新高，韧性的经济数据叠加美联储会议纪要/官员持续给近期降息预期泼冷水，均进一步支持美联储降息预期后移至下半年，因此黄金价格整体上行空间相对受限。白银方面，COMEX期货库存再度反弹，银价节后持续下行，表现弱于黄金。国内方面，虽然5年期LPR超预期降息一度令沪金表现更为坚挺，但随着市场风险偏好的改善和人民币汇率近期的反弹，沪金、沪银走势均偏弱，黄金白银内外价差先扬后抑，沪银则因春节假期外盘大幅上涨而补涨，因此周线仍旧收涨。

外盘：伦敦现货黄金周涨1.1%至2035.215美元/盎司，高位触及2041.53美元/盎司，创2月7日以来新高，低位触及2010.5美元/盎司；伦敦现货白银周跌1.97%至22.938美元/盎司，高位触及23.448美元/盎司，低位触及22.54美元/盎司，创2月15日新低。

内盘：沪金主力合约周跌0.92%至478.96元/克，高位触及482.08元/克，创2024年1月29日以来新低，低位触及478.52元/克；沪银主力合约周涨1.36%至5882元/千克，高位触及5992元/千克，低位触及5870元/千克。

图表1：伦敦现货黄金价格走势



图表2：伦敦现货白银价格走势



图表3：沪金主力价格走势

图表4：沪银主力价格走势



数据来源: wind

二、影响因素分析

(1) 美联储纪要及官员持续给近期降息泼冷水，但下半年仍大概率开启降息

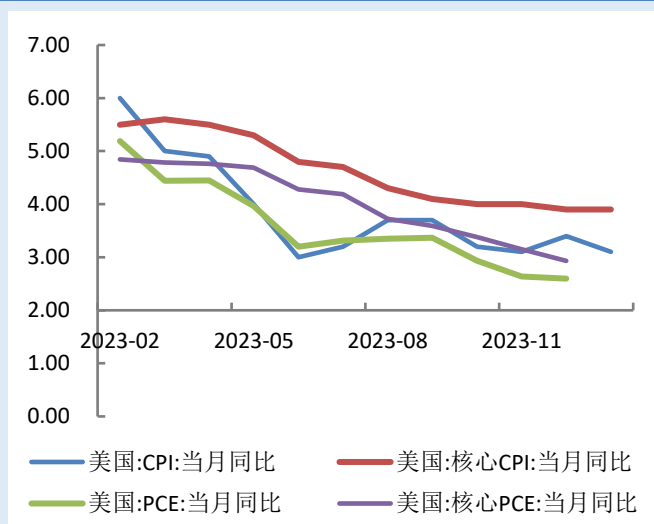
美联储会议纪要暗示维持高利率水平，讨论了放缓缩表步伐：多数美联储官员指出了降息过快的风险，美联储将围绕资产负债表进行讨论，以决定缩表进度。部分官员认为遏制通胀的进度存在停滞的风险。美联储官员认为需求水平可能高于此前预估。美联储官员判断利率很可能已处于峰值。几位美联储官员提及了金融环境趋于宽松带来的风险。部分官员称减缓缩表步伐可能帮助政策平稳过渡。

美联储官员们持续给近期降息泼冷水：美联储副主席 Jefferson：到今年晚些时候再降息可能是合适的。担心在通胀有改善的状况下，美联储政策会过度宽松。希望美联储在采取行动时充分考虑到政策效应的滞后性。需要经济领域中有“大量数据”来支持降息。美国费城联储主席哈克：最大的风险将会是过早降息，美联储可能已经接近可以降息的节点，但断言将何时行动还为时过早，想看到商品及服务领域通胀全方位缓解的状况。当前关注焦点是就业市场，这将决定美联储何时降息，不会排除美联储在 5 月份降息的可能性。美联储应该在年内开始放缓缩表进度。美联储理事库克：需要在开始降息前对通胀状况树立起更多信心。美联储理事沃勒：预计今年将进行降息，但并无迫切性，晚几个月降息应该不会有太大影响。1 月 CPI 数据可能是对通胀的冲击或者警告，寻求至少再获得几个月的通胀数据。美联储理事 Bowman：眼下显然还没到降息的时间。美国纽约联储主席威廉姆斯（FOMC 永久投票权）：降息很可能在今年晚些时候到来。进一步加息不是我的基线设想。如果通胀放缓进展停滞，就需要对前景重新评估。预计消费支出增速今年将放缓。

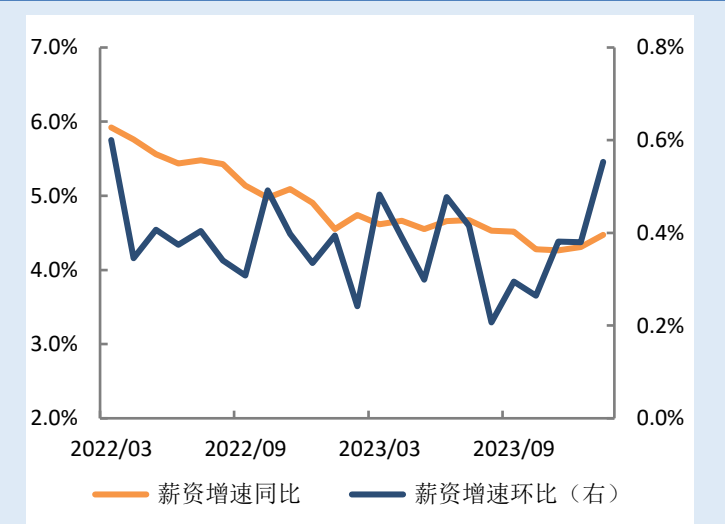
美债收益率情况跟踪：截至 2 月 23 日，美国 2 年国债收益率报收 4.67%，周涨 3bp；美国 10 年期国债收益率报收 4.26%，周跌 4bp；美国 10 年期实际收益率报收 1.96%，周跌 1bp。此外，2Y-10Y 年期美债收益率自 2022 年 7 月 6 日以来开始倒挂，本周倒挂幅度为 41bp，持续时间已超 20 个月；美联储最关注的 3M-10Y 期的美债收益率也从 2022 年 10 月 18 日开始持续倒挂，本周倒挂幅度为 120bp，持续时间超过 17 个月。（注：自 1968 年以来，除 2000 年外，历次美债收益率倒挂后，美国经济均逐渐下行甚至陷入衰退，GDP 负增长出现的时间相比利率倒挂起始时间平均滞后 1.5 年。）

对于贵金属市场而言，在美国 1 月非农、CPI 等数据均超预期，且制造业 PMI 持续反弹的背景下，市场对美联储首次启动降息的时点后移至 6 月甚至是下半年，贵金属价格短期上行空间料相对有限，预计仍大概率以区间震荡为主。但中长期角度来看，市场已经逐步修复与美联储的预期差，未来美联储高利率水平对经济的滞后影响不可忽视，服务业开始放缓就是一个迹象，加上大选年增加美国经济的不确定性，因此我们认为美联储年中前后启动降息的概率仍较大，贵金属价格仍将长期受益。

图表5：美国1月核心CPI回落放缓

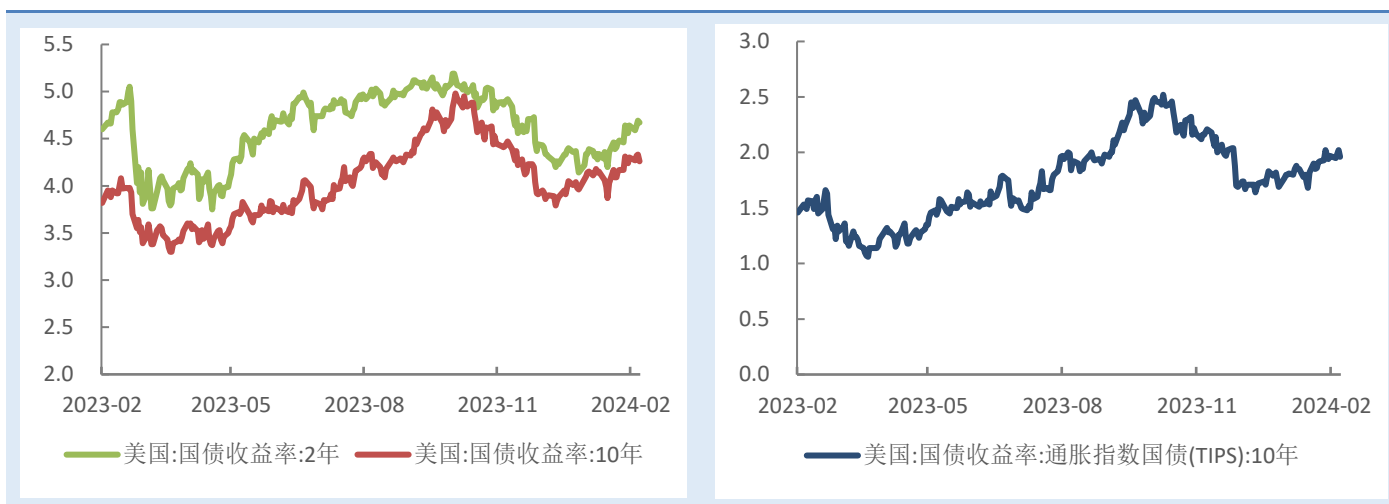


图表6：美国1月薪资增速大幅上涨，凸显服务通胀压力



图表7：美债收益率周度走强

图表8：美国实际利率近期反弹



数据来源：WIND

(2) 美元指数走弱，但经济数据表现韧性，短期跌速或放缓

上周(2.19-2.23)，美元指数整体偏弱运行，但随后由于美国申请失业金人数创一个月最低水平和2月制造业PMI意外反弹至17个月新高，加上欧元区2月PMI喜忧参半，德国制造业萎缩程度意外加深，均对美元指数构成支撑，令其跌势放缓，终美元指数周线收跌0.29%至103.9738，整体对贵金属价格构成支撑。展望后市，基于美国经济软着陆概率仍在和美联储首次降息预期逐步修正至6月，我们认为美元指数短期或维持震荡，难以大幅走弱。但长期，随着美联储即将启动降息周期和美国经济下行风险逐步凸显，美元指数长期料难有可为。

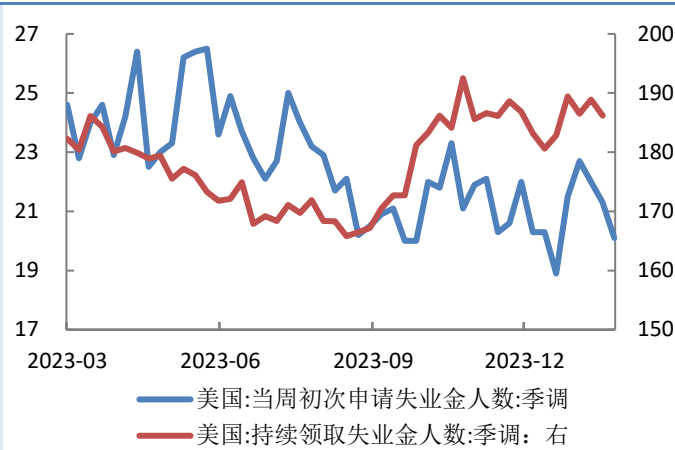
美国经济数据方面，就业仍居坚挺，2月制造业PMI意外反弹创17个月新高，服务业PMI创三个月新低，成屋销售创1年最大升幅：美国2月17日当周首次申请失业救济人数20.1万人，2月10日当周续请失业救济人数186.2万人，均创一个月最低水平，凸显美国就业市场仍具有较强韧性。美国2月Markit制造业PMI初值51.5，高于预期和前值，反弹至2022年9月以来新高；美国2月Markit服务业PMI初值51.3，低于预期和前值，降至3个月以来低位。美国1月成屋销售总数环比增长3.1%至400万户，好于预期，增幅创1年新高，房价创历史同期新高。

欧央行1月纪要表示讨论降息为时过早，欧元区2月PMI喜忧参半，德国制造业萎缩程度意外加深：欧元区2月制造业PMI初值46.1，预期47，前值46.6。欧元区2月服务业PMI初值50，反弹至7个月高位，预期48.8，前值48.4。德国2月制造业PMI初值42.3，为4个月新低，不及预期和前值；2月服务业PMI初值48.2，高于预期。法国2月制造业PMI初值46.8，预期43.5，前值43.1。法国2月服务业PMI初值48，预期45.6，前值45.4。英国2月制造业PMI初值47.1，差于预期；2月服务业PMI初值54.3，高于预期。据消息人士：德国内阁批准经济报告，将2024年GDP增长预测从之前的1.3%修正为0.2%。

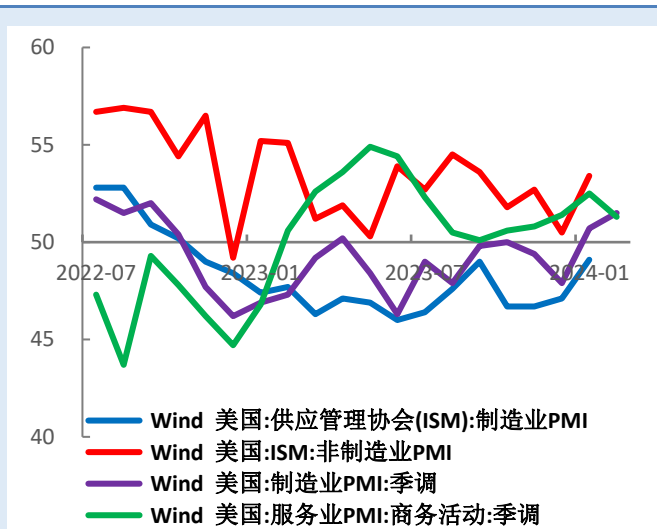
图表9：美元指数偏强运行，压制贵金属



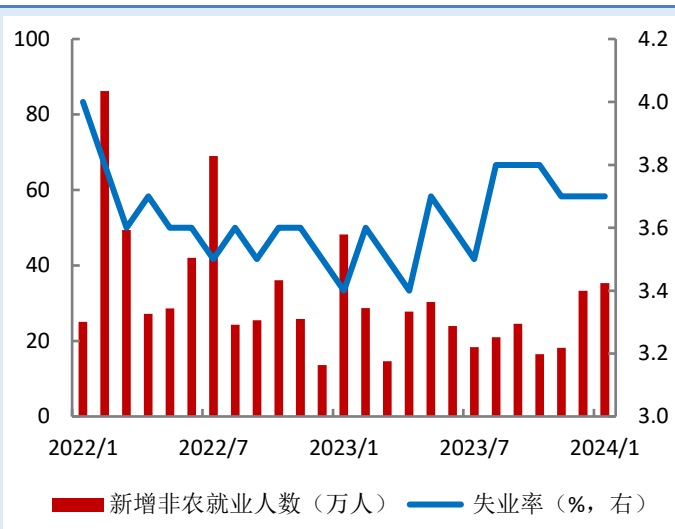
图表10：初请、续请数据反弹，就业市场下行趋势或难改



图表11：美国2月制造业PMI反弹，服务业PMI回落



图表12：美国1月非农好于预期，失业率维持3.7%



数据来源：wind

(3) 中东地缘冲突仍旧胶着，避险需求仍会继续支撑贵金属

中东地缘冲突局势仍旧胶着：联合国安理会就阿尔及利亚提出的关于加沙局势新的决议草案当地时间2月20日进行表决，并遭到常任理事国美国一票否决。红海局势方面，美英再度多次空袭也门胡塞武装，胡塞武装亦持续对红海海域周边的美英商船发动袭击，并对红海和阿拉伯海上的多艘美国军舰、无人侦察机等发起袭击，还通过多架无人机袭击了以色列南部城市埃拉特。英国海事贸易行动办公室(UKMT0)：有报告称一艘船只遭到两枚导弹袭击，导致该船在也门亚丁东南70海里处发生火灾；联军部队正对此做出回应。

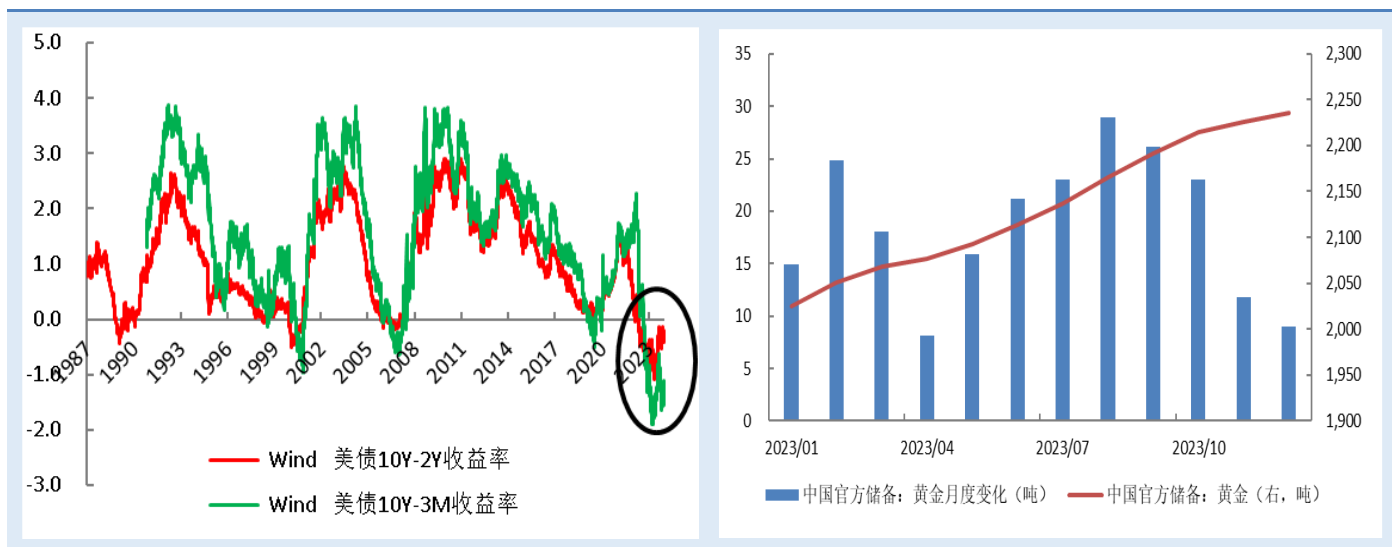
全球大部分央行仍继续维持净购金，或可继续为金价提供支撑。据世界黄金协会，全球央行前三季度净购金高达800吨，创记录新高；且中国人民银行自2022年11月以来，截至2023年11月，已连续13个

月增持黄金，央行数据显示，中国 12 月末黄金储备报 7187 万盎司（约 2235.41 吨），环比增加 29 万盎司（约 9.02 吨），为连续第 14 个月增持黄金储备。此外，据瑞士在最新的贸易报告中表示，207 吨黄金从欧洲最大的精炼中心出口到中国和印度，创 8 年新高。其中，印度的发货量增长了 73%，达到 14 吨，中国的发货量增加了一倍多，达到 77.8 吨，香港的发货量增加了近 7 倍，达到 44.6 吨。

整体而言，全球地缘政治、经济格局不确定性均仍较高，市场避险需求料始终存在，叠加全球去美元化需求提升，各国央行仍再不断增持黄金储备，都将长期支撑黄金的配置价值。

图表13：美债长短端利差维持倒挂

图表14：中国人行连续14个月净购金



数据来源：wind和世界黄金协会

三、持仓情况及库存分析

ETF 持仓情况：截至 2 月 23 日，黄金 ETF-SPDR 持仓水平较上周减少 10.08 吨至 827.81 吨，创 2019 年 8 月以来低位；白银 ETF-SLV 持仓水平较上周减少 199.19 吨至 13331 吨，降至 2020 年 5 月以来新低。

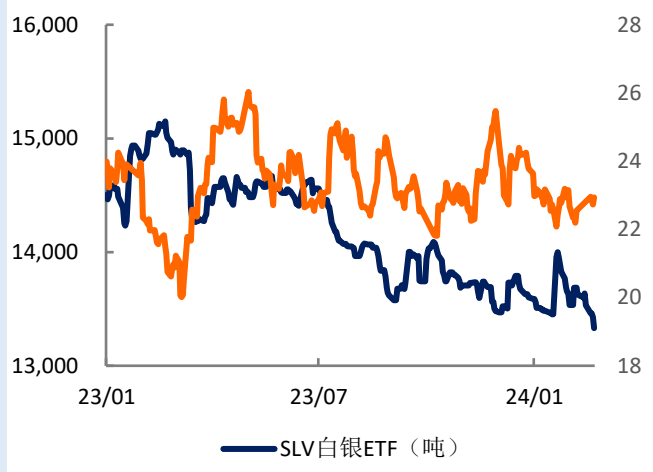
CFTC 持仓情况：截至 2 月 20 日当周，黄金多头较上周减少 6471 张至 211034 张，空头较上周减少 15565 张至 70772 张，故 COMEX 黄金非商业净多头头寸持仓较上周增加 9094 张至 140262 张，反弹至 2 周高位。COMEX 非商业白银多头较上周增加 797 张至 57582 张，空头较上周减少 9155 张至 35205 张，故 COMEX 白银非商业净多头头寸持仓较上周增加 9952 张至 22377 张，升至 5 周高位。

库存数据：截至 2 月 23 日，SHFE 黄金库存较上周下降 0.77%至 3.1 吨，为 1 月 5 日当周以来新低；SHFE 白银期货库存较上周下降 5.71%至 1001 吨；COMEX 期货黄金较上周减少 1.2%至 567 吨，为 2020 年 4 月底以来新低；COMEX 白银期货库存较上周增加 1%至 8738 吨，为 6 周高位。

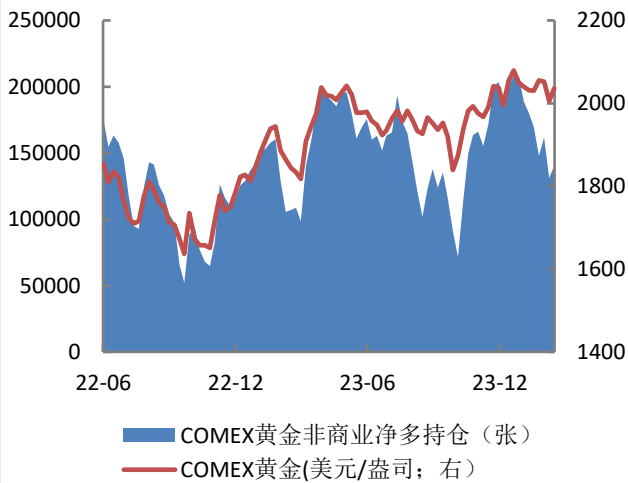
图表15: SPDR黄金ETF持仓



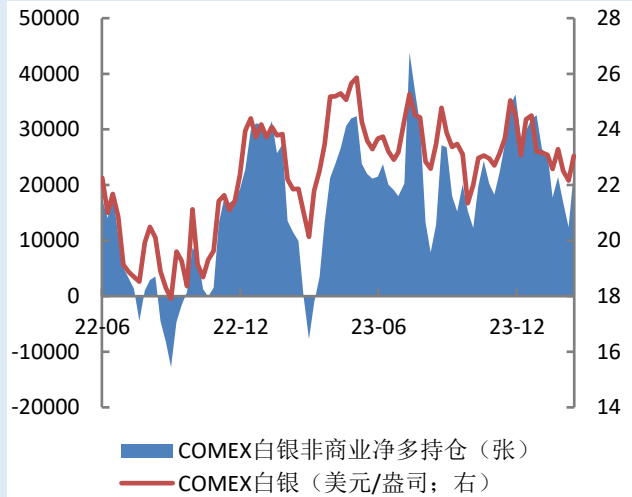
图表16: SLV白银ETF持仓



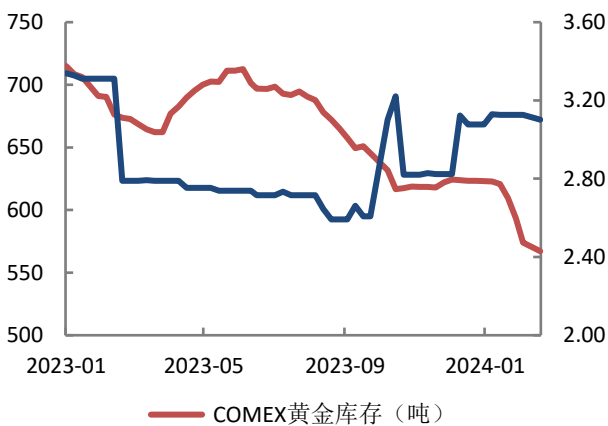
图表17: COMEX黄金非商业净多持仓数据



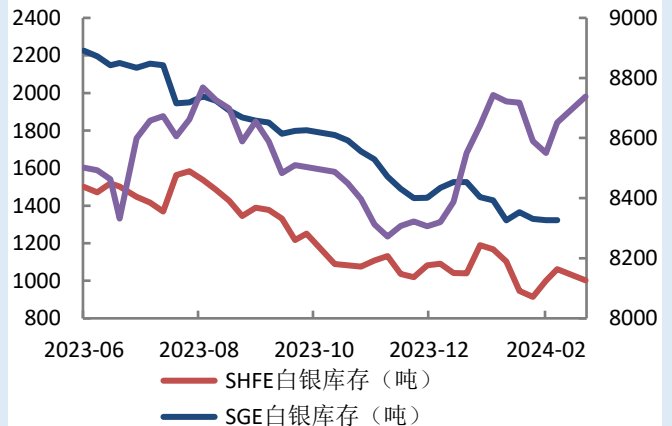
图表18: COMEX白银非商业净多持仓数据



图表19: 黄金期货库存数据



图表20: 白银期货、现货库存数据



数据来源: wind

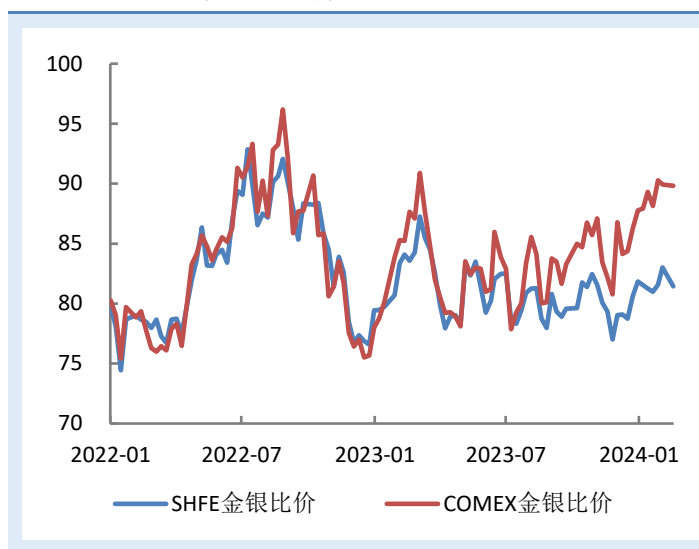
四、金银比价、价差等相关数据

金银比价（活跃合约收盘价）：截至2月23日，内盘（SHFE）金银比价为81.43，周跌1.58；外盘（COMEX）金银比价为89.81，周跌0.12。

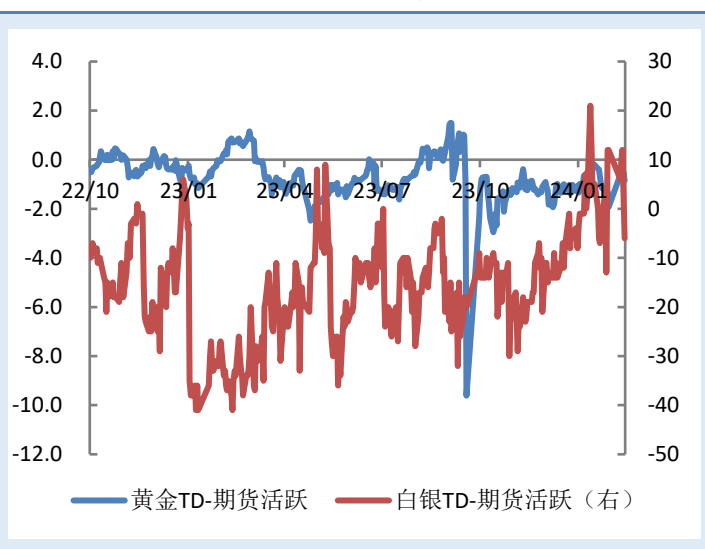
金银内外盘15点价差（TD-伦敦）：截至2月23日15点收盘，黄金内外盘价差由节前的9.55元/克扩大至9.91元/克；白银内外盘价差由节前的-91元/克扩大至-48元/千克。

上金所TD与SHFE主力价差（价格均取15点整的价格）：截至2月23日，AU（T+D）-AU2404价差为-0.86元/克；AG（T+D）-AG2406价差-6元/千克。

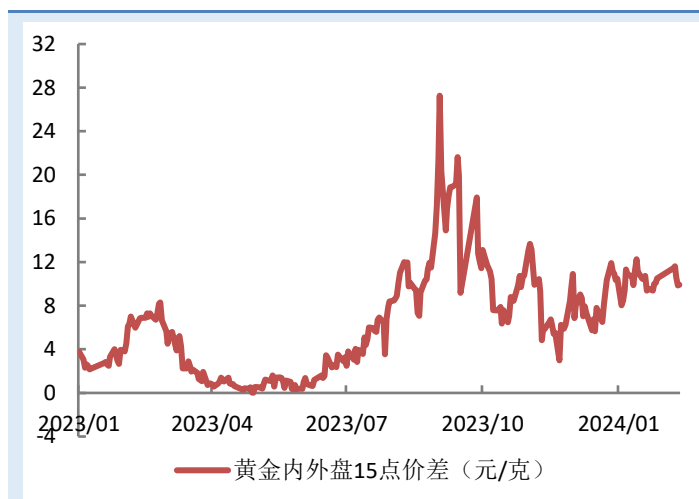
图表21：期货金银比价



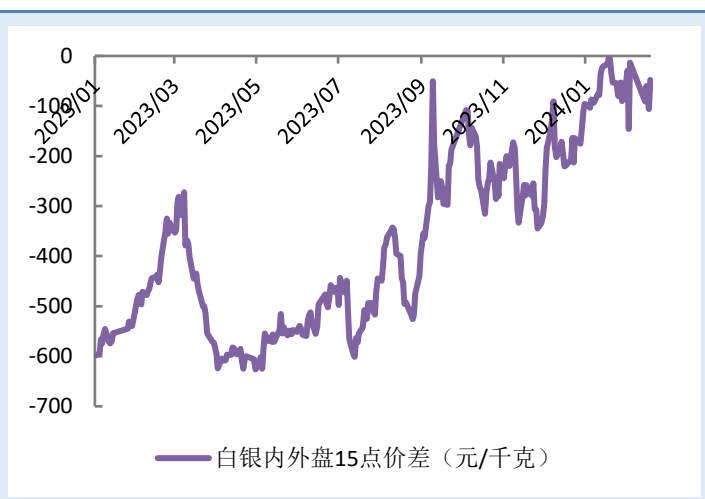
图表22：15点基差：TD-SHFE主力



图表23：黄金内外盘价差(TD-伦敦金)



图表24：白银内外盘价差（TD-伦敦银）



数据来源：wind

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎