



# 贵金属周报

**宏观环境持续支持美联储降息 资金情绪  
等因素驱动银铂钯价格大幅上涨**

叶倩宁 Z0016628

联系方式: yeqianning@gf.com.cn



广发期货APP



微信公众号

品种	主要观点	本周策略	上周策略
黄金	<p><b>【后市展望】</b>当前数据显示美国经济运行和就业市场持续结构性分化但总体上衰退风险不大，美联储未来在衡量就业的通胀目标问题上仍有分歧态度趋于谨慎，但市场对货政宽松预期在“影子主席”言论叠加美联储独立性受到威胁影响下可能升温，资金情绪的影响还有贸易和地缘风险的担忧资金提前配置使金价中长期上涨空间可观。短期市场或消化美国就业市场重新回到低供应+低增长的新平衡市场风险偏好改善，年末市场流动性转弱，外围宏观地缘事件加剧波动。目前金价维持高位震荡波动率下降突破前高动能暂受到抑制，后续关注美国经济和美联储官员表态，卖出虚值看跌期权赚取时间价值。</p> <p><b>【宏观经济面】</b>目前数据反映美国经济在K型分化背景下就业和通胀放缓以实现“再平衡”，预期2026年，劳动力供给或因移民政策收紧继续收缩，特朗普政府目标继续遣返非法移民百万人，随着供需缺口逐步弥合，就业市场大概率维持“低增长平衡”，而个别部门的不确定性将上升。通胀方面，从调查数据来看目前服务价格黏性依旧、核心商品价格仍可能受到关税影响而短期上行至4%左右，但若其他部门如居民财务状况恶化的则可能可能拖累经济陷入滞胀困境，CPI同比将回到2%附近。总量上2026年美国内需有望改善和库存周期见底将对美国非科技出口产生积极效应，AI带来资本开支维持高位仍将从库存和私人投资等部门拉动经济保持在2%左右的增速。</p> <p><b>【美联储货币政策】</b>美联储12月如期宣布降息25个基点并启动RMP短债购买，决议总体偏鸽派，在美国劳动力市场持续趋弱叠加通胀放缓情况下，部分官员发声偏鸽派，市场预期1月的概率超过70%，年内则保持3次降息预期。</p> <p><b>【资金面】</b>金银价格走强但ETF持仓略有回落，伦敦白银同业拆借和租赁利率略有上升，部分空头为对冲涨价但的亏损做多现货</p>	目前金价维持高位震荡波动率下降突破前高动能暂受到抑制，后续关注美国经济和美联储官员表态，卖出虚值看跌期权赚取时间价值	金价在历史前高位仍有阻力，短期关注美国经济数据及美联储官员表态对市场情绪扰动，单边以回调后再买入思路为主

品种	主要观点	本周策略	上周策略
白银	<p><b>【后市展望】</b>白银方面，美国宏观经济基本面和货币政策预期对从金融属性角度对价格形成利好，多头资金通过ETF大量增持驱动和有所色板块提振下继续强化上行趋势，短期看随着COMEX白银临近最后交易日实物交割需求不断减少对行情的驱动减弱叠加国内库存回升可能缓和多头情绪。白银大幅上涨过程需关注未平仓合约数量和仓单库存的变化谨防投机多头高位止盈风险，但高波动率下继续赋予价格上行动力，策略上建议回调轻仓买入提高交易安全垫。</p> <p><b>【金银比】</b>影响偏强，近期白银持续大幅走强使金银比回落至10年新低，在自身供需逻辑影响下白银仍有上行动力使比价进一步走低。</p> <p><b>【白银供需】</b>影响中性，11月我国未锻造白银出口量在国家宣布收紧出口后较10月快速下降，银粉进口量略有增加，当前光伏白银对进口银粉需求保持平稳。11月国内珠宝零售额累计同比增幅再度回落，国内黄金税收新政对人们的消费需求的抑制或开始显现；10月电子信息行业工业增加值累计同比增幅回落，或与国庆+中秋长假影响有关，在关税影响减缓后出口偏强使电子消费整体维持高增；11月光伏太阳能电池当月产量在高基数背景下负增收窄表明市场需求好于预期；年末在美联储降息和AI、新能源车需求潜力下白银工业需求凸显韧性，世界白银协会下调对2025年白银总需求的预测但预期2026年需求保持乐观。</p>	白银大幅上涨过程需关注未平仓合约数量和仓单库存的变化谨防投机多头高位止盈风险，但高波动率下继续赋予价格上行动力，策略上建议回调轻仓买入提高交易安全垫	白银大幅上涨或进入超买区间，谨防投机多头高位止盈放大波动，多单在60美元下方买入安全边际更高

品种	主要观点	本周策略	上周策略
铂钯	<p><b>【后市展望】</b>铂钯在宏观和供需基本面上偏强且价格相对黄金仍有低估的情况下资金推动价值重塑，预期中长期有望持续震荡上行。短期看，国内市场看由于广期所铂钯期货处于上市初期持仓流动性整体有待提升国内相对外盘呈现溢价，同时合约保证金成本偏低容易受到投机资金流入的扰动使波动放大，随着监管加强风控措施铂钯短期仍有回调，操作上建议回调买入，钯金补涨动力更强。</p> <p><b>【铂钯比】</b>相较铂金较大的工业缺口，钯金供需相对平衡，同时铂金受到投资者的关注和交投更加活跃远高于钯金，因此短期铂钯比或持续震荡上行，但钯金可能存在阶段补涨。</p> <p><b>【铂钯供需】</b>影响偏多，铂金市场处于连续第三年的结构性短缺状态，目前WPIC预计2025全年将保持在74万盎司左右的赤字较2024年（97万盎司）有所收窄，但仍占年需求量超过十分之一。</p>	随着监管加强风控措施铂钯短期仍有回调，操作上建议回调买入，钯金补涨动力更强	铂钯短期仍受到金银价格扰动，中长期或将持续震荡上行，建议保持低多思路



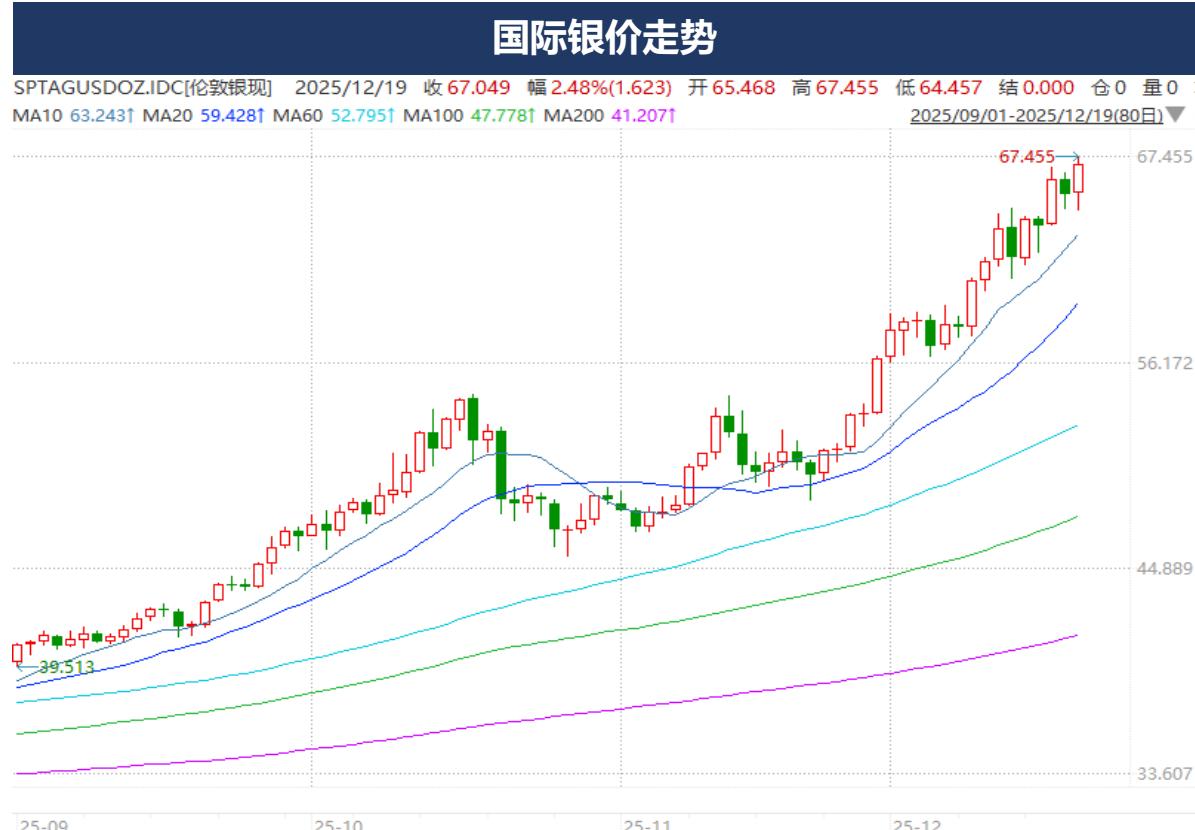
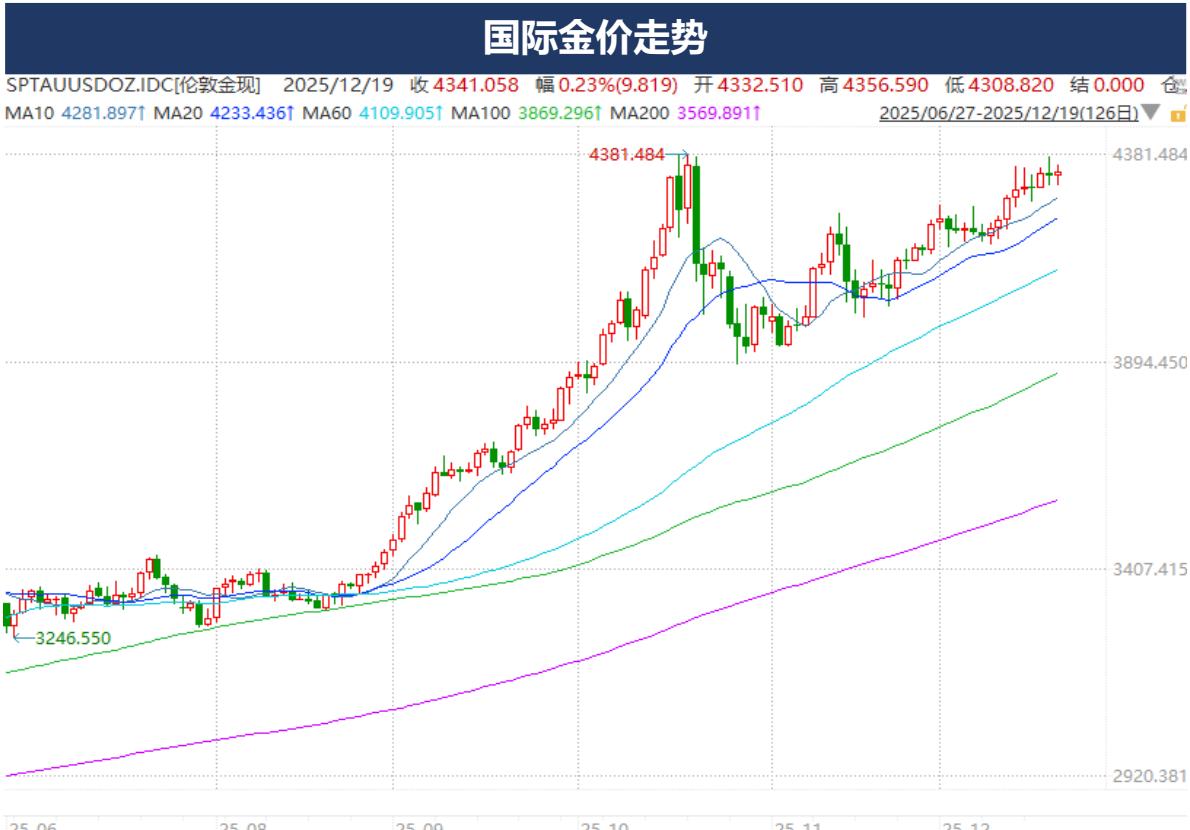
# 目录

- 01 本周行情回顾
- 02 贵金属资金面与持仓分析
- 03 贵金属产业链数据
- 04 宏观基本面分析

1

## 本周行情回顾

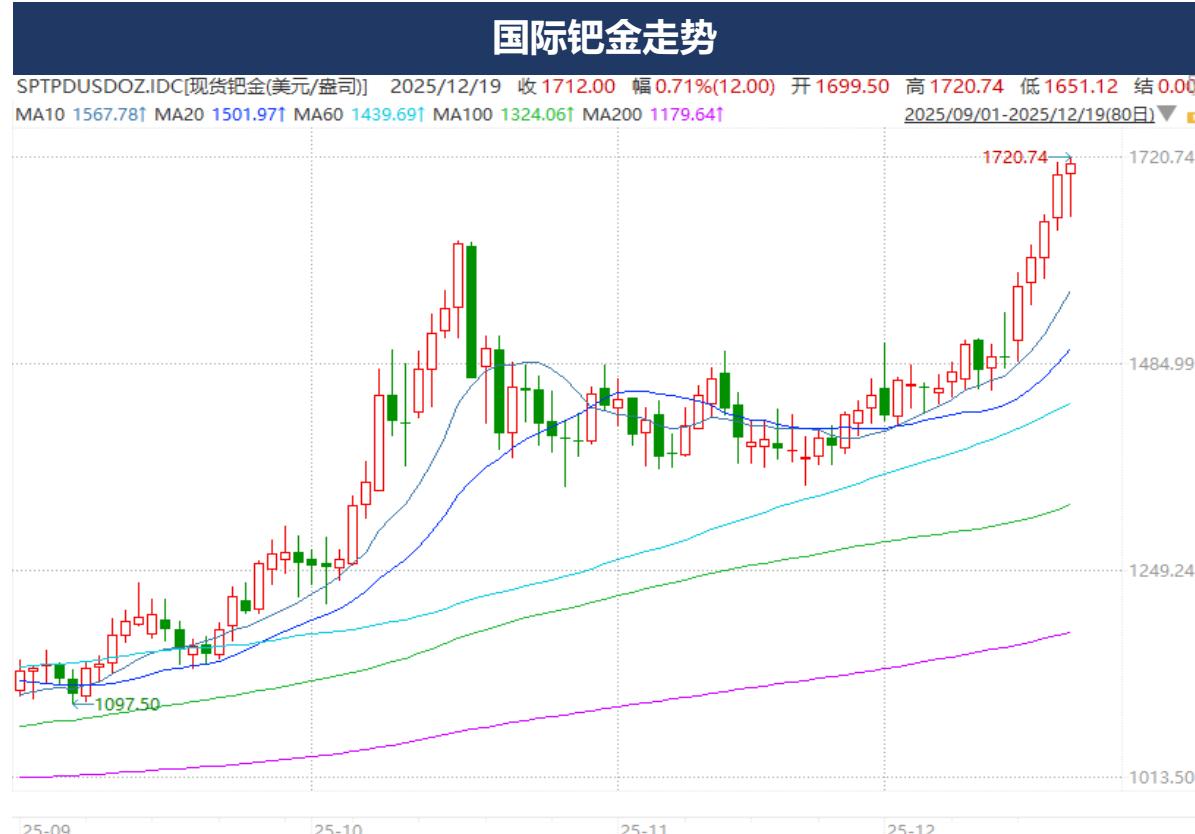
金银市场当周交易表现								
合约标的	收盘价	累计涨跌幅 (%)	最高价	最低价	成交量	成交变化	持仓量	持仓变化
COMEX黄金主力	4368.70	0.90	4409.50	4297.40	1003459	816	351092	18243
沪金2602	979.90	0.95	988.80	963.50	1579549	294699	189662	-14212
伦敦金	4341.06	0.97	4375.17	4271.13	-	-	-	-
上金所黄金TD	975.82	1.47	981.50	959.36	288466	95816	224234	224234
COMEX白银主力	67.395	8.55	67.680	61.605	556225	-56791	115045	-3263
沪银2602	15376	3.25	15666	14237	9031635	513943	337467	-77310
伦敦银	67.049	8.28	67.455	61.455	-	-	-	-
上金所白银TD	15385	3.64	15641	14239	5111148	1047776	3519090	-256852



- 本周，美国公布就业和通胀数据均呈现放缓迹象提振美联储宽松预期，贵金属均得到提振走强，特别是全球白银ETF等投资持仓不断增加锁定实物库存，随着纽约COMEX白银期货市场在交割月产生大量实物交割需求难以被满足，因此部分空头为避免违约而被迫高位平仓离场在年末市场流动性趋弱背景下进一步放大白银价格的上涨动能，银价不断创出历史新高。国际金价持续在4300美元上方多次冲高但未能突破前高，周五收盘报4341.06美元/盎司，当周累计上涨0.97%；国际银价在60美元上方买盘力量依然强劲，短期跌幅基本能快速收复并再次冲高，周五收盘报67.049美元/盎司，当周累计涨8.28%，周K线实现“四连阳”。

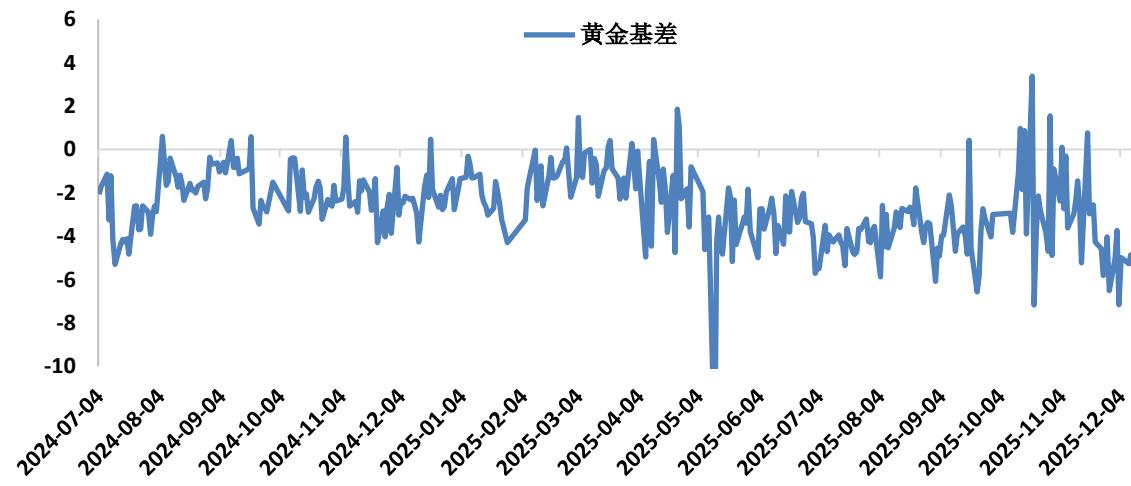
### 铂钯市场当周交易表现

合约标的	收盘价	累计涨跌幅 (%)	最高价	最低价	成交量	成交变化	持仓量	持仓变化
NYMEX铂金主力	2016.00	14.27	2024.50	1740.40	240945	61897	38196	-18589
PT2606	533.55	18.03	549.90	455.80	526384	476443	33474	22304
现货铂金	1957.70	12.36	1987.00	1725.08	-	-	-	-
上金所铂金9995	511.65	14.84	515.80	466.85	-	-	-	-
NYMEX钯金主力	1795.50	16.03	1796.00	1527.00	25461	-4217	21847	1536
PD2606	480.20	23.30	487	390	315171	288848	14011	10548
现货钯金	1712.00	14.87	1720.74	1485.83	-	-	-	-

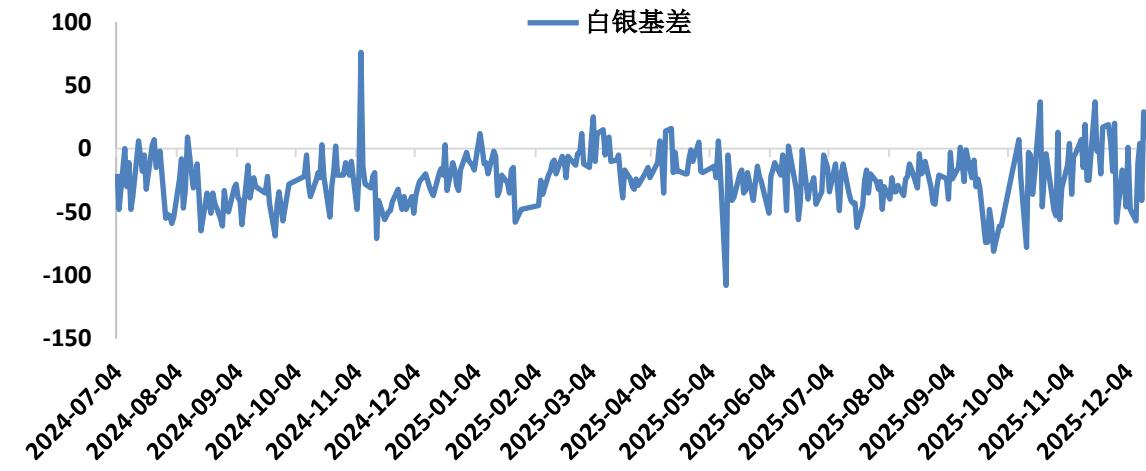


- 本周，美联储在货币政策宽松预期持续升温叠加汽车等工业需求稳定增长等基本面因素驱动铂钯价格走强，大量资金流向广期所铂钯期货使主力合约屡次出现涨停，此后交易所周四宣布限制涨幅日内开仓数量后上涨动力略有缓和，但外盘价格在金融属性等相关利好下周五进一步拉升。PT2606周五收于533.55元/克累计大幅涨18.03%，PD2606收于480.20元/克大幅达到23.3%。国际铂金现货价格创2008年以来的新高，周五收盘价为1957.7美元/盎司，当周累计涨12.36%；钯金表现略强铂金周五收盘价为1712美元/盎司，周涨幅为14.87%。

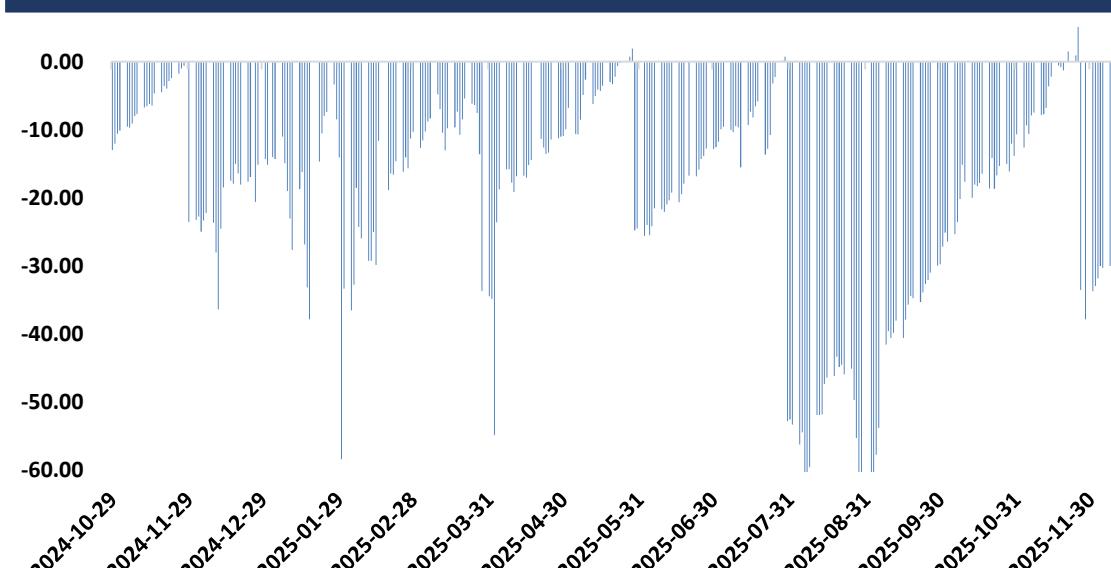
### 黄金t+d和沪金主力价差



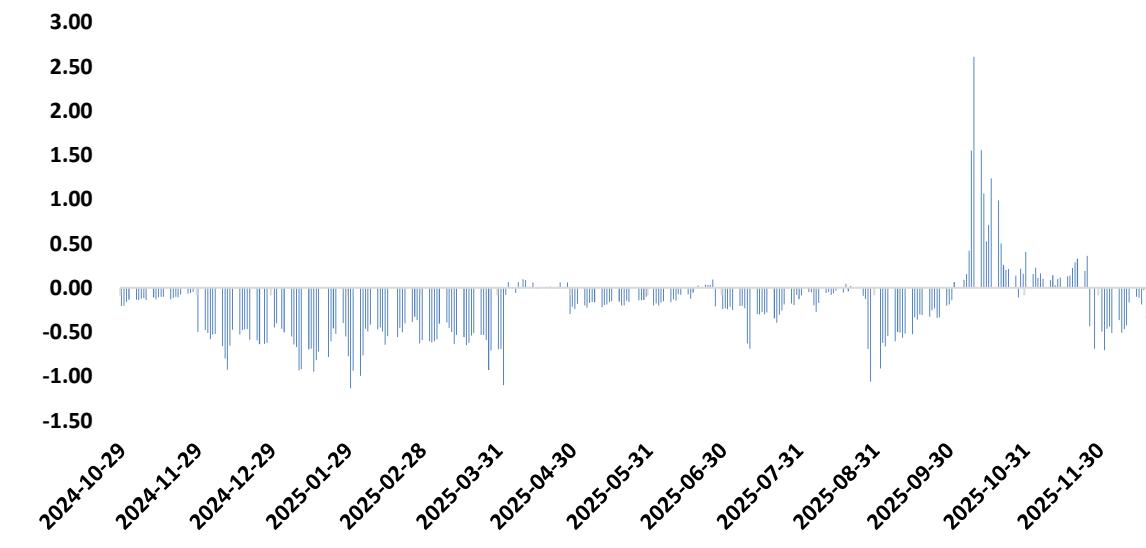
### 白银t+d与沪银主力价差



### 伦敦金-COMEX金价差



### 伦敦银-COMEX银价差



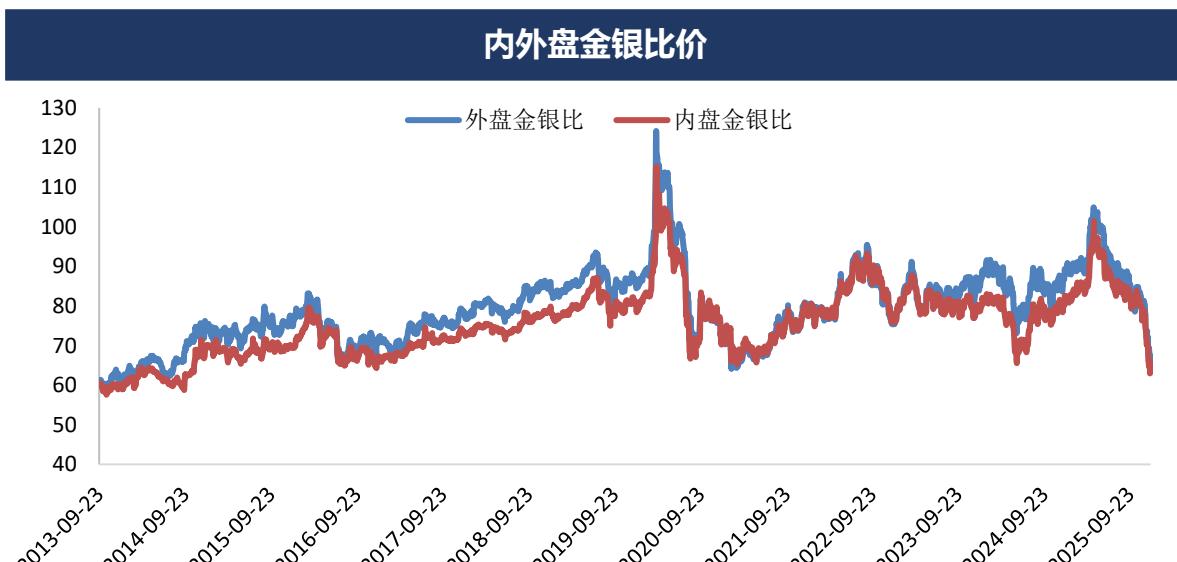
### 黄金内外盘价差



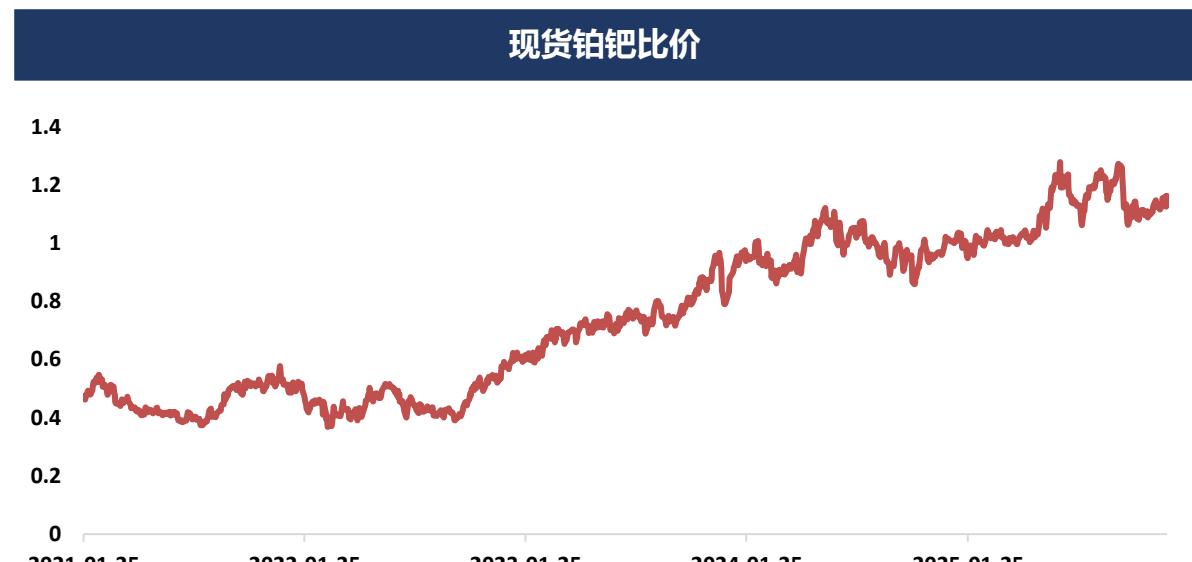
### 白银内外盘价差



### 内外盘金银比价



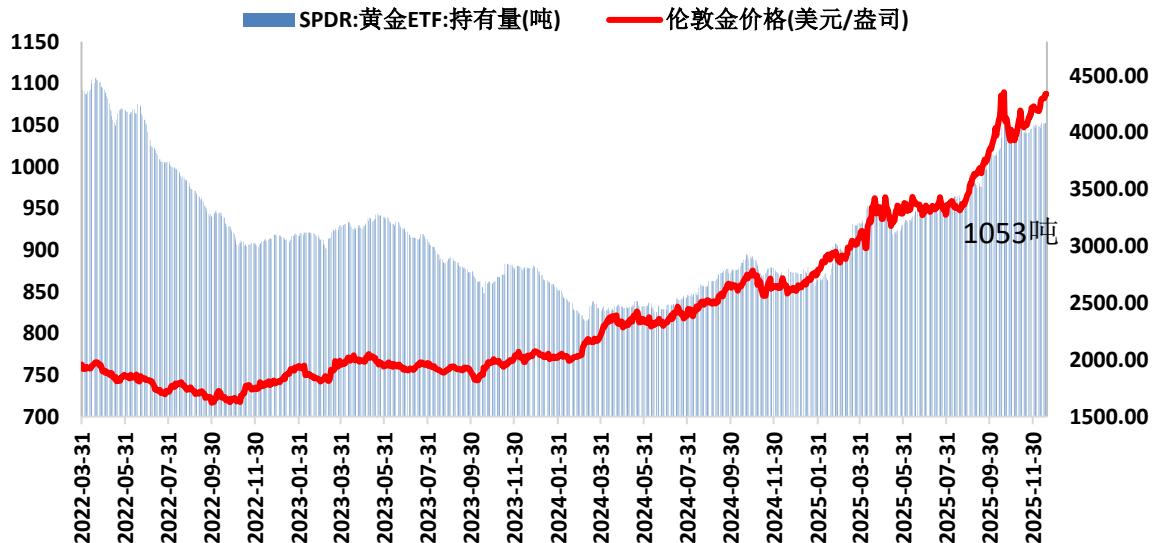
### 现货铂钯比价



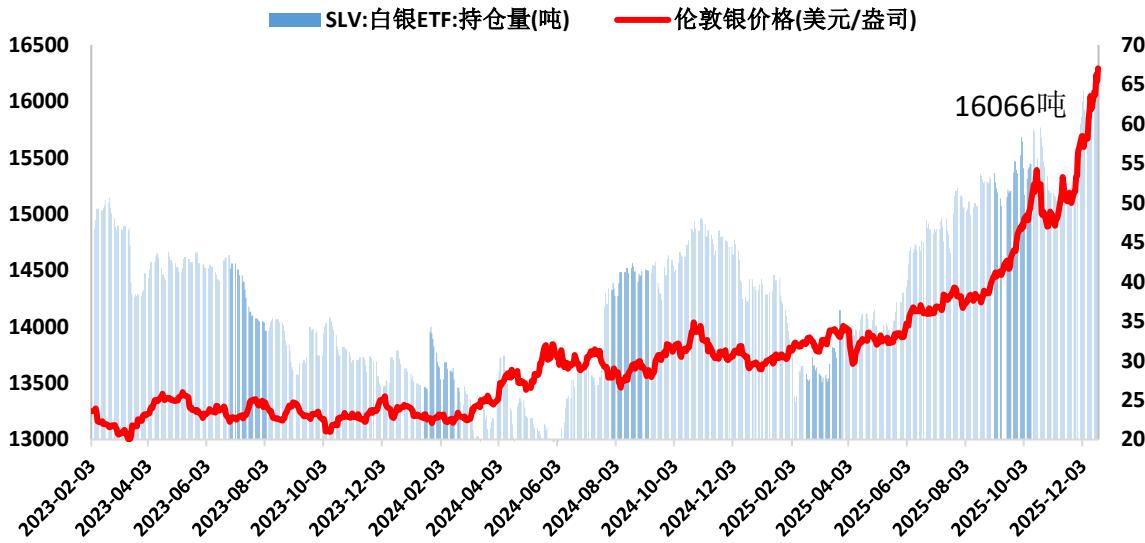
2

## 资金面与持仓分析

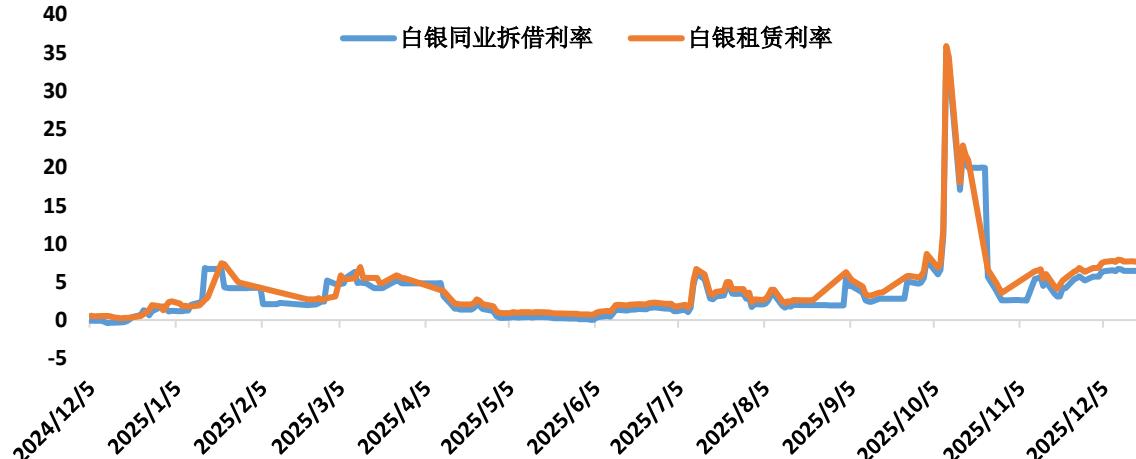
全球最大SPRD黄金ETF基金持仓量变化 (金价: 右轴)



全球最大SLV白银ETF基金持仓量变化 (银价: 右轴)

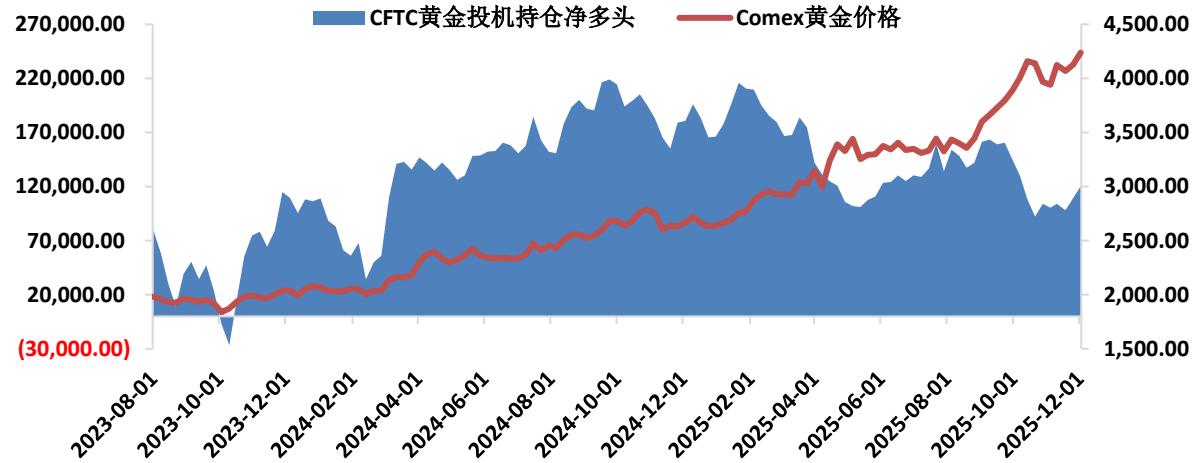


伦敦白银同业拆借和租赁利率 (%)

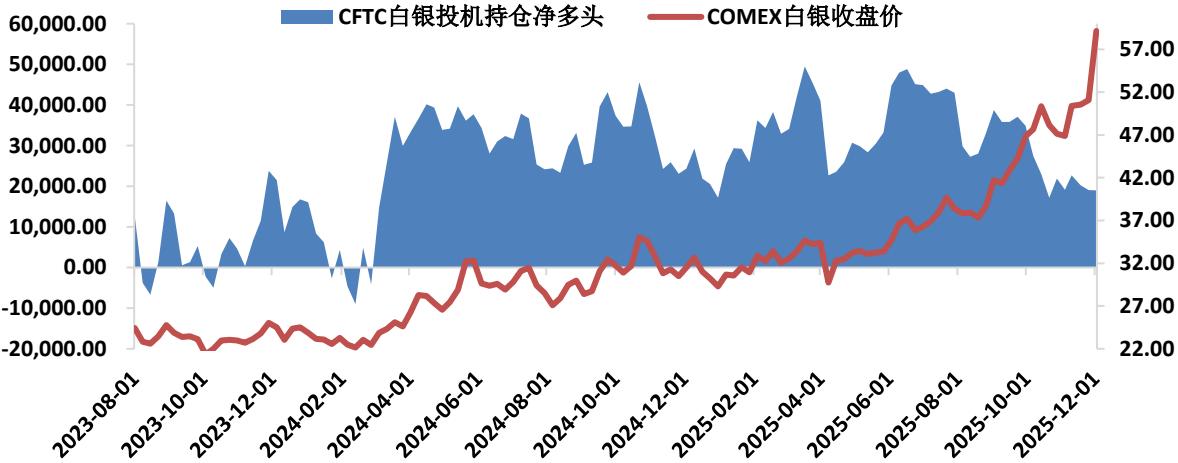


- 截至12月19日，全球最大SPRD黄金ETF基金持仓量约为1052.5吨，本周持仓减少0.6吨，金价有所走强ETF持续相对平稳；全球最大SLV白银ETF基金持仓量约为16066，较上周有所回落37吨，在银价持续创新高情况下ETF持仓有所回落。
- 近期伦敦白银同业拆借和租赁利率出现上行迹象但空间暂时有限，或有部分机构空头为对冲涨价但的亏损而在伦敦市场做多现货。

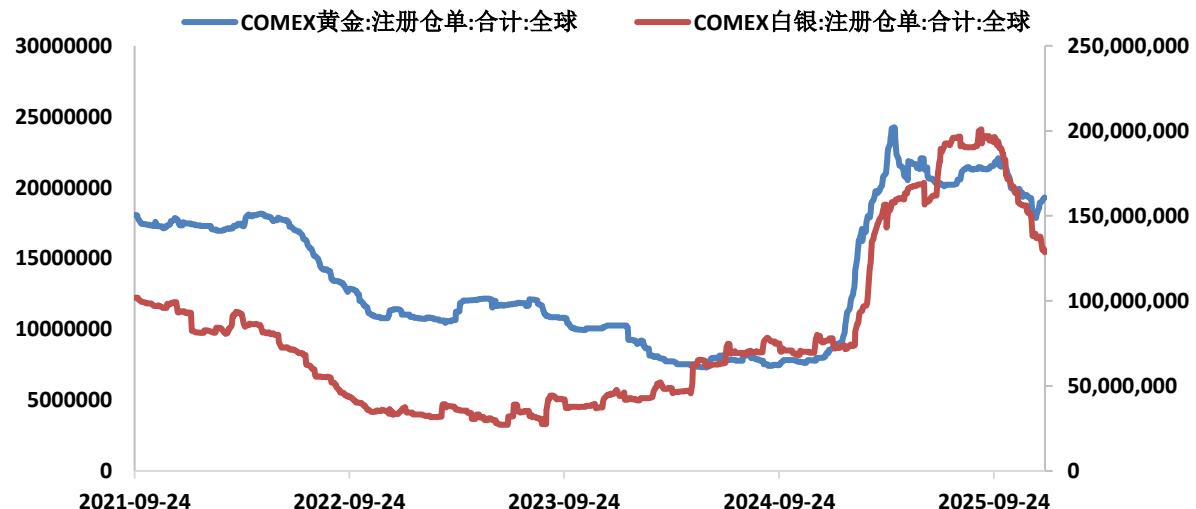
### CFTC黄金期货投机持仓净多头变化



### CFTC白银期货投机持仓净多头变化

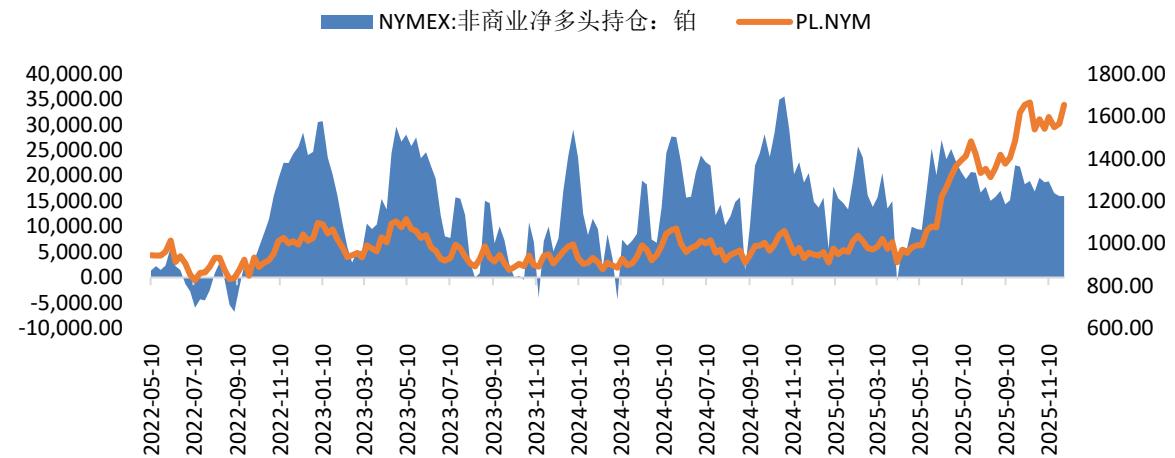


### COMEX黄金与白银期货仓单库存

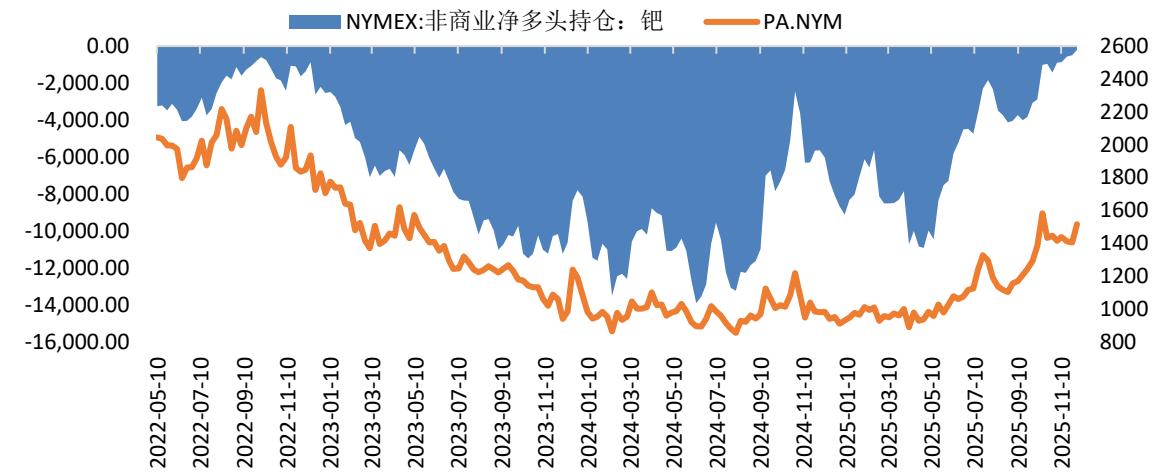


- 12月9日当周，CFTC黄金期货投机持仓净多头为123548手，环比前一周增加3224手，投机多空头均有增仓；白银期货投机持仓净多头为25775手，环比大增6801手，多头增仓而空头减仓，银价的大幅飙升吸引更多投资者参与白银市场。
- 本周COMEX黄金注册仓单持续回升24万盎司，但白银仓单大幅减少124万盎司，交割需求强劲使库存降幅扩大。

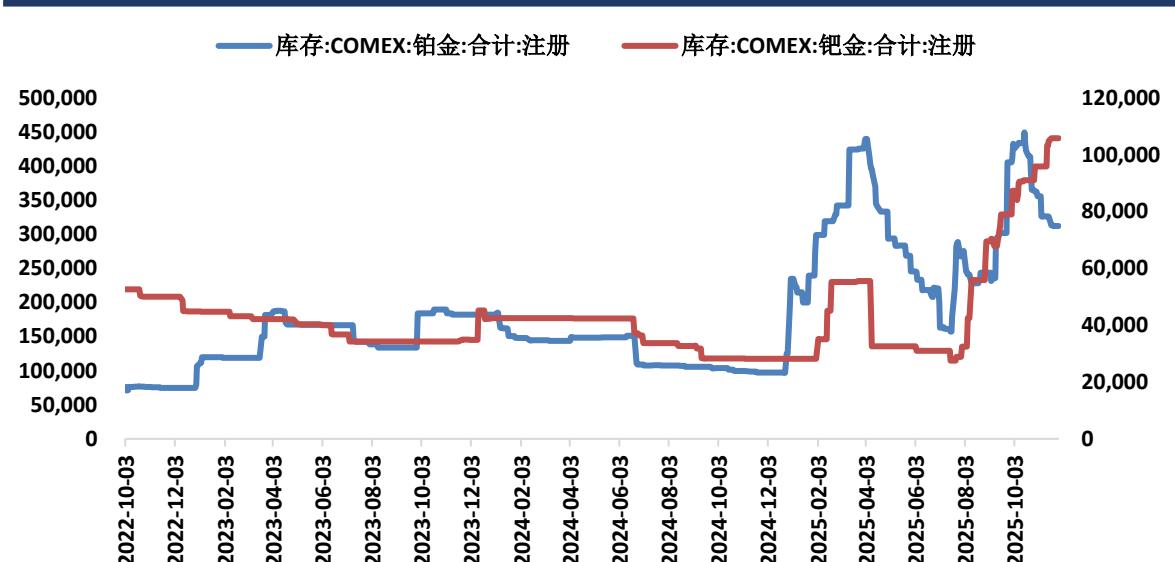
CFTC铂金期货投机持仓净多头变化



CFTC钯金期货投机持仓净多头变化



NYMEX铂钯期货仓单库存

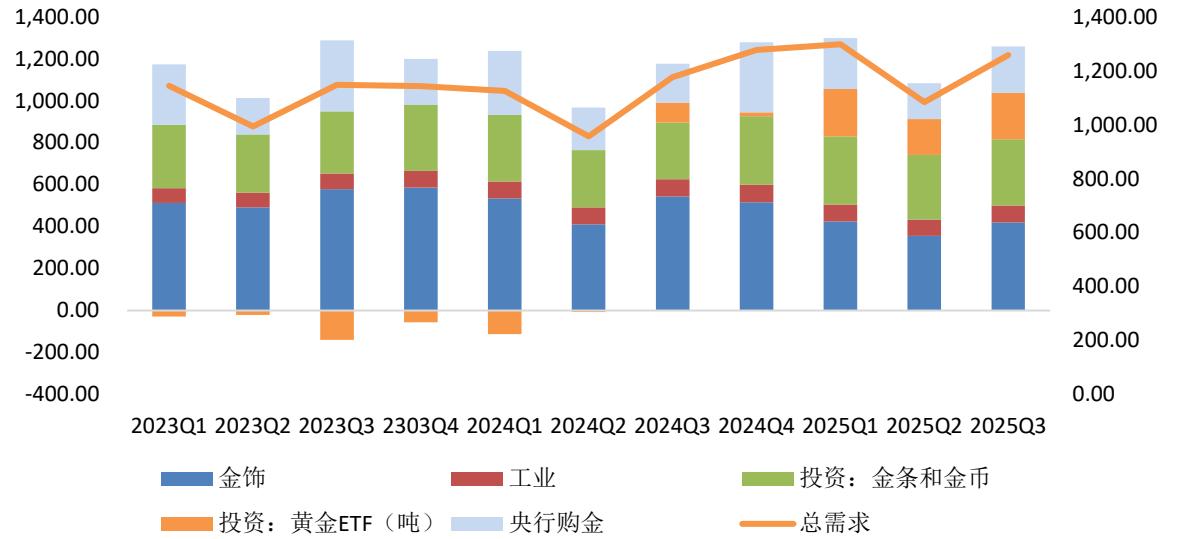


- 12月9日当周，CFTC铂金期货投机持仓净多头为19890手，环比前一周增加3910手；钯金期货投机持仓净多头为-18手，持仓有望转正反映多头强势。12月中旬铂钯启动一轮强劲的上涨，投机多头持仓有所增加。

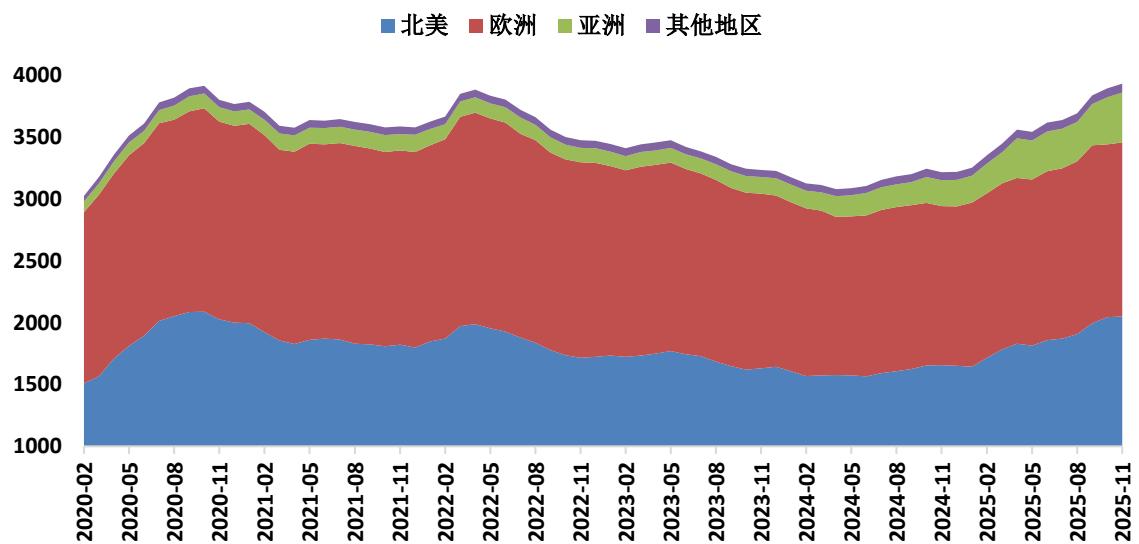
3

## 贵金属产业链数据

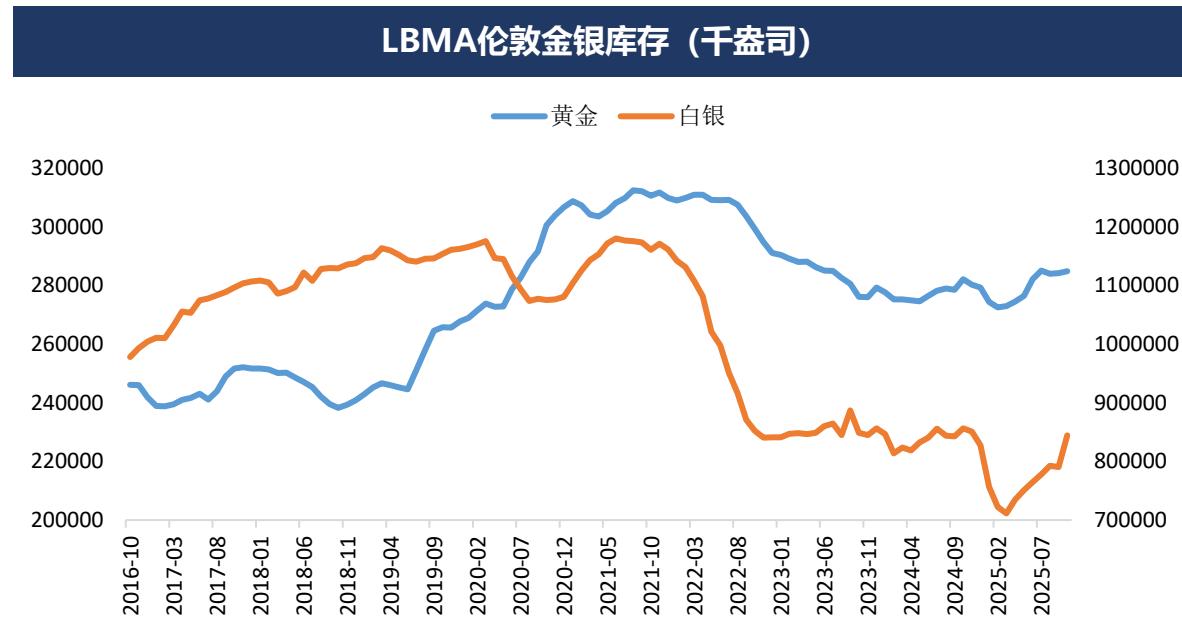
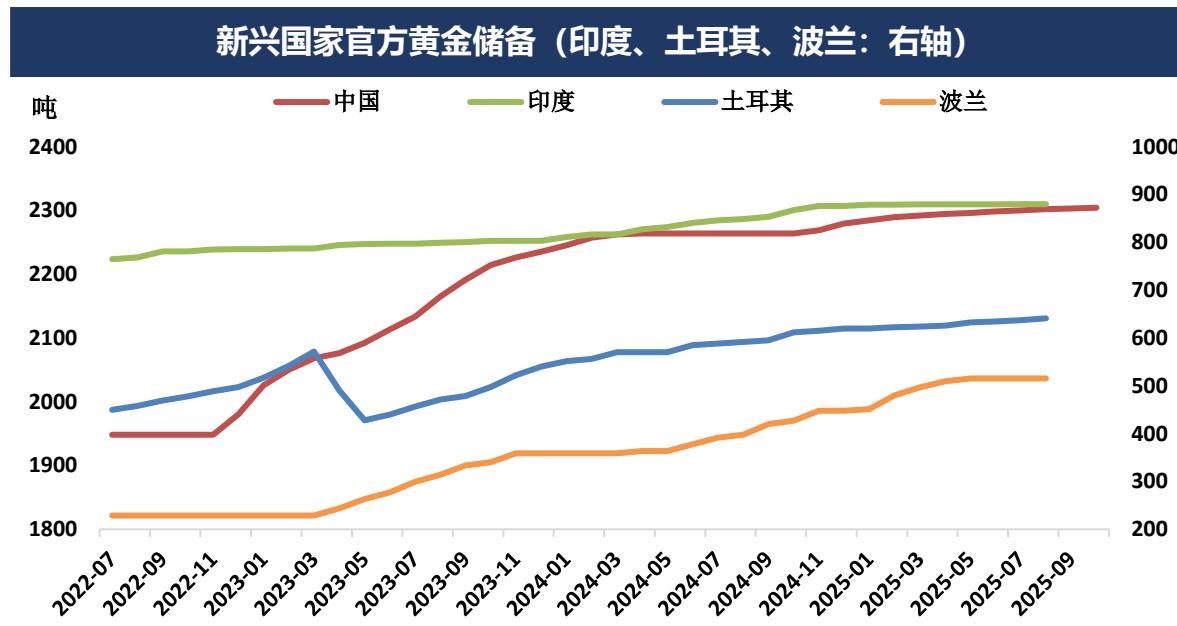
全球黄金季度需求变化 (吨)



全球黄金ETF按地区持仓量情况 (吨)



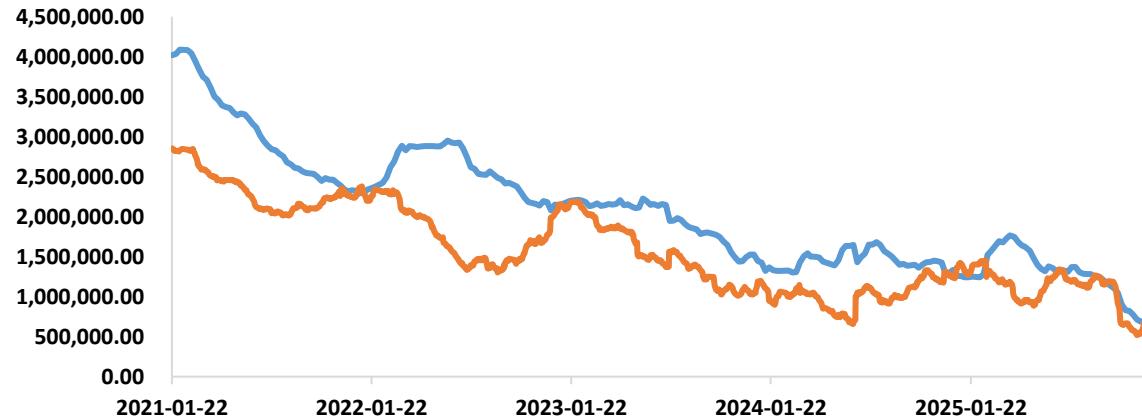
- 据世界黄金协会统计，2025年三季度全球黄金总需求为1258吨，环比二季度回升16%，同比去年增长7%，黄金在4-8月盘整后在9月再度迎来价格突破，当季各个领域的需求均有增加，特别使ETF和央行购金需求环比二季度显著上升，首饰亦脱离2020年以来新低而回升；
- 11月在金价转入震荡区间情况下，全球黄金ETF持仓仍维持净流入但幅度不及10月，共增持32.2吨连续6个月增加，其中亚洲净流入规模超越欧美地区，机构增持黄金惯性持续。



- 以新兴国家为首的央行大规模持续购入黄金是近年推动金价上涨的重要因素之一，其中中国、印度、土耳其和波兰央行购金规模较大，使金价获得支撑；中国外管局公布11月末黄金储备约2305.4吨，较10月末环比增加约0.93吨，为连续13个月增持，央行购金节奏保持稳健；
- 2025年11月LBMA伦敦黄金库存小幅增加至约8905吨，环比增加48吨，为连续3个月回升，金价快速上涨后回调使实物投资等需求有所放缓；白银库存大幅增加933吨至27184吨，此前由于伦敦现货供应紧张带来价格飙升后LBMA快速将纽约和上海等市场白银回流但大量为ETF持仓等被锁定的库存。

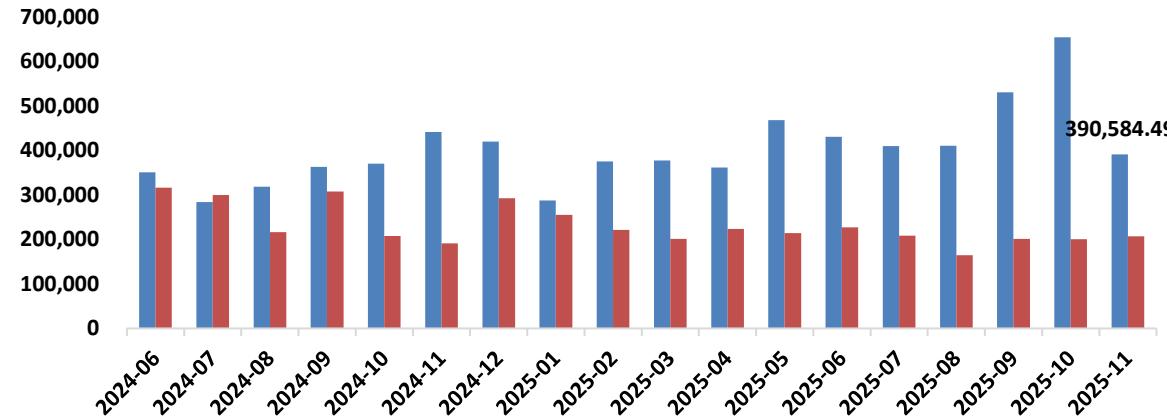
### 国内白银显性库存（公斤）

——上海金交所白银库存 —— 库存期货:白银



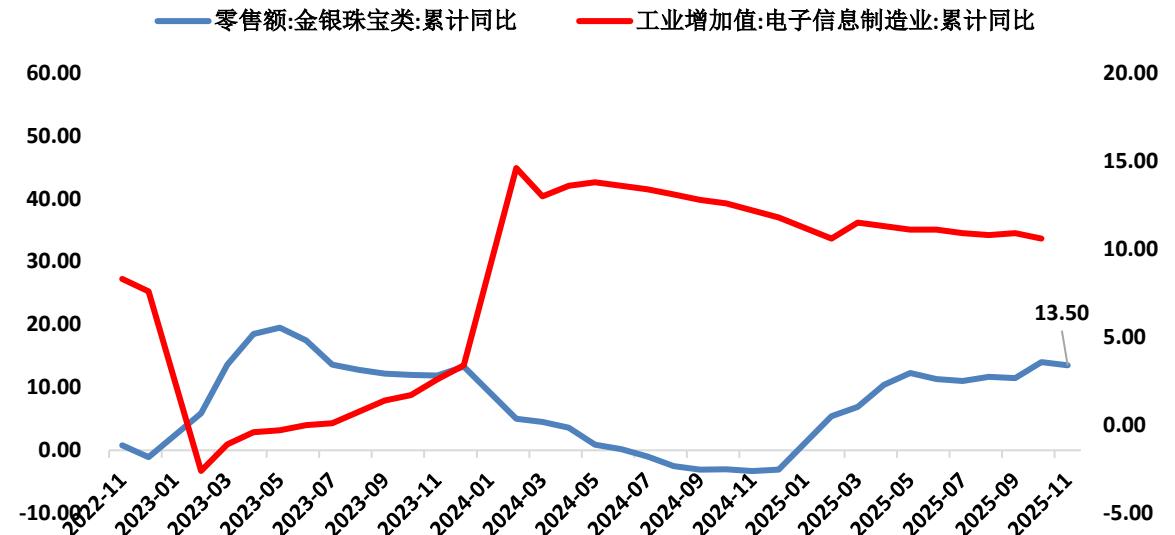
### 白银制品进出口量（千克）

■ 出口数量:银:未锻造的银:当月值 ■ 中国:进口数量:银:银粉:当月值

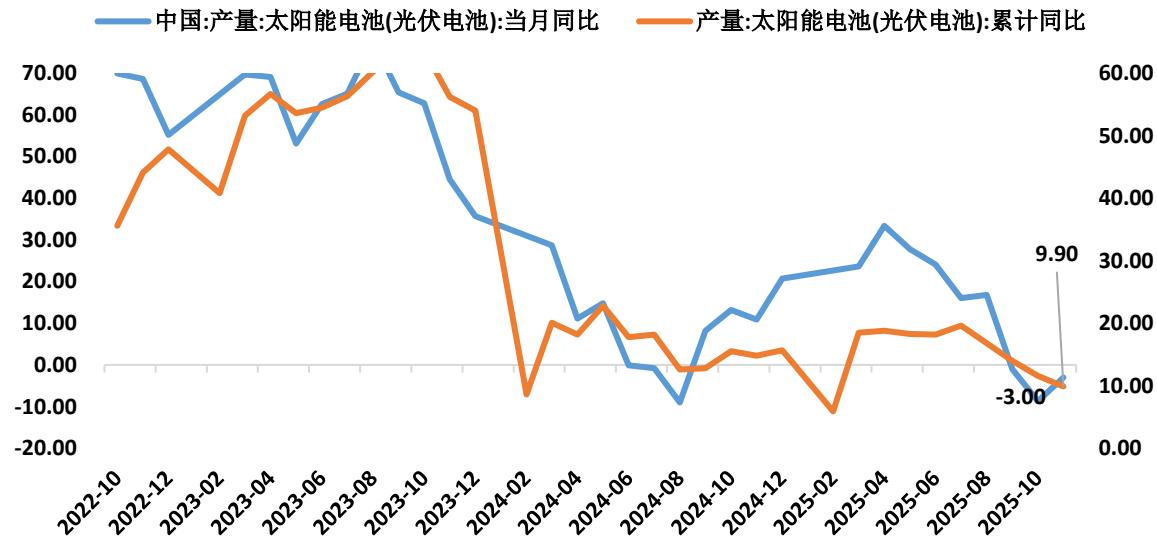


- 本周国内两大交易所白银库存均有回升，近期随着白银出口收紧部分冶炼商逢高将白银现货在盘面抛售使库存有所回升；
- 11月我国未锻造白银出口量在国家宣布收紧出口后较10月快速下降至390吨，环比减少40%，同比则降11%；银粉进口量为206吨较10月略有增加，当前光伏白银对进口银粉需求保持平稳。

金银珠宝零售与电子信息制造业工业增加值累计同比（%；右轴：消费电子）

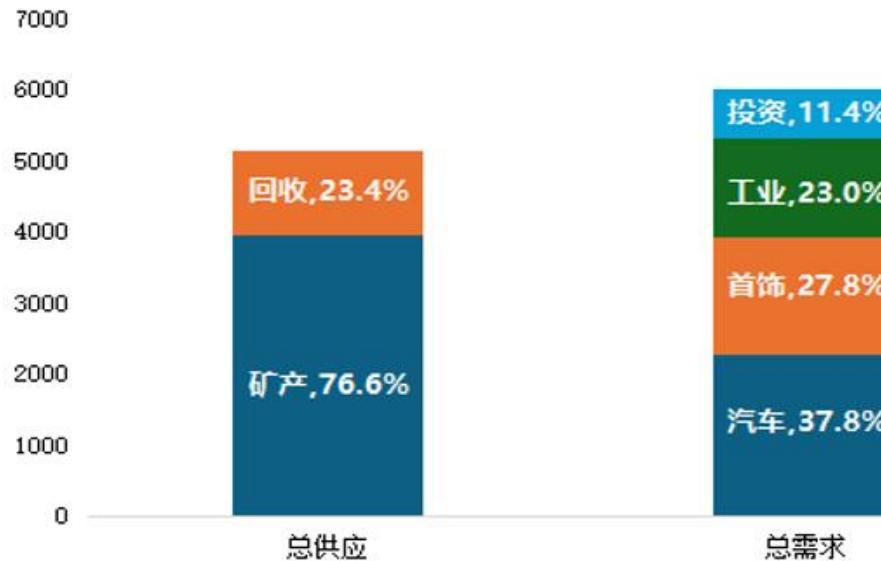


光伏电池产量变化（%；累计同比：右轴）

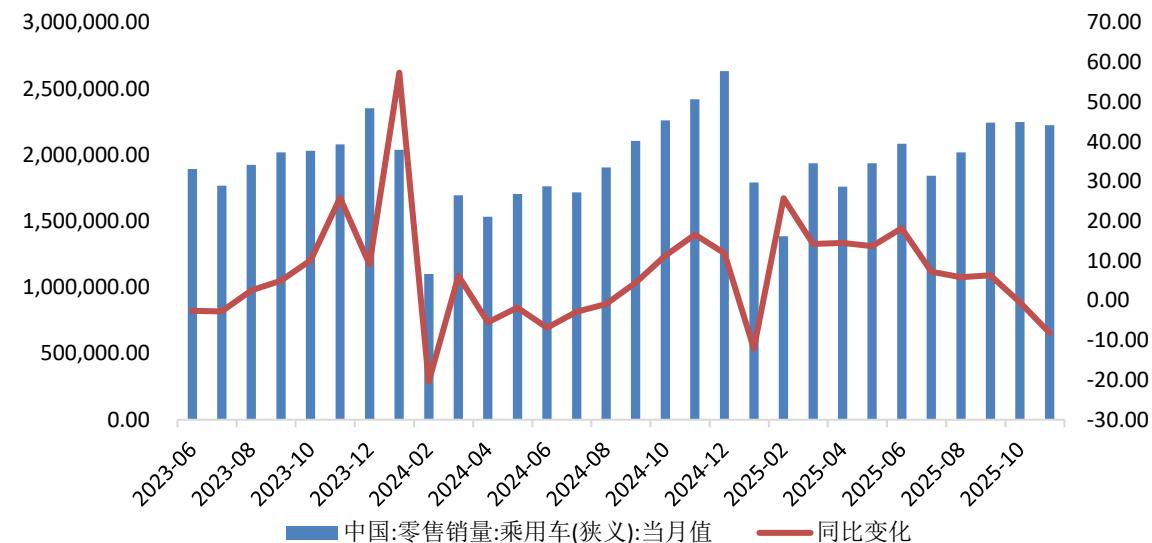


- 11月国内珠宝零售额累计同比增幅再度回落至13.5%，国内黄金税收新政对人们的消费需求的抑制或开始显现；10月电子信息行业工业增加值累计同比增幅回落至10.6%，或与国庆+中秋长假影响有关，在关税影响减缓后出口偏强使电子消费整体维持高增；11月光伏太阳能电池当月产量在高基数背景下负增收窄至3%表明市场需求好于预期；年末在美联储降息和AI、新能源车需求潜力下白银工业需求凸显韧性，世界白银协会下调对2025年白银总需求的预测但预期2026年需求保持乐观。

2025年前三季度全球铂金供需结构情况 (千盎司)

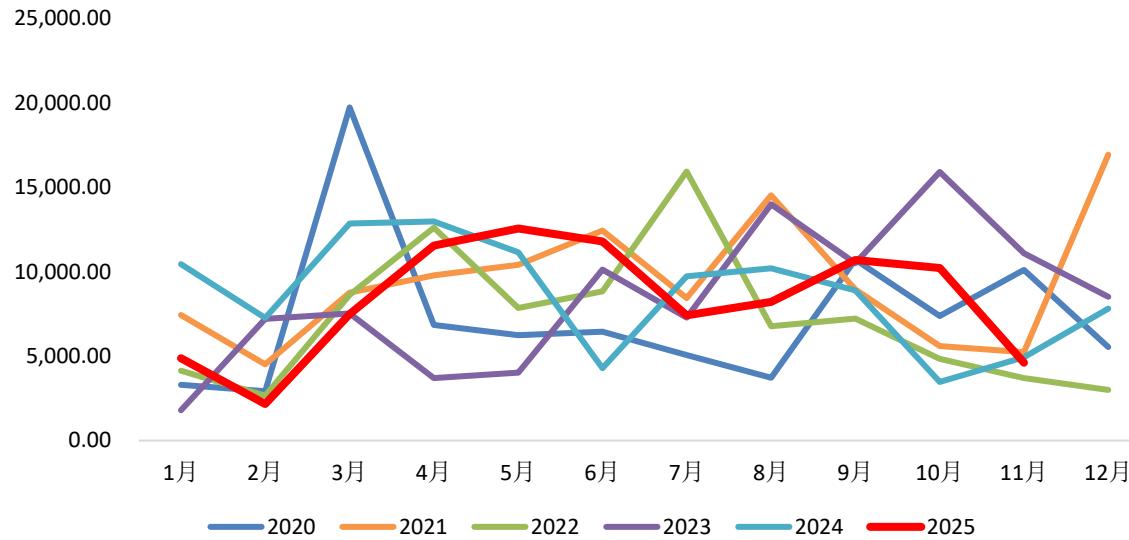


国内乘用车市场销售数据 (%；同比：右轴)

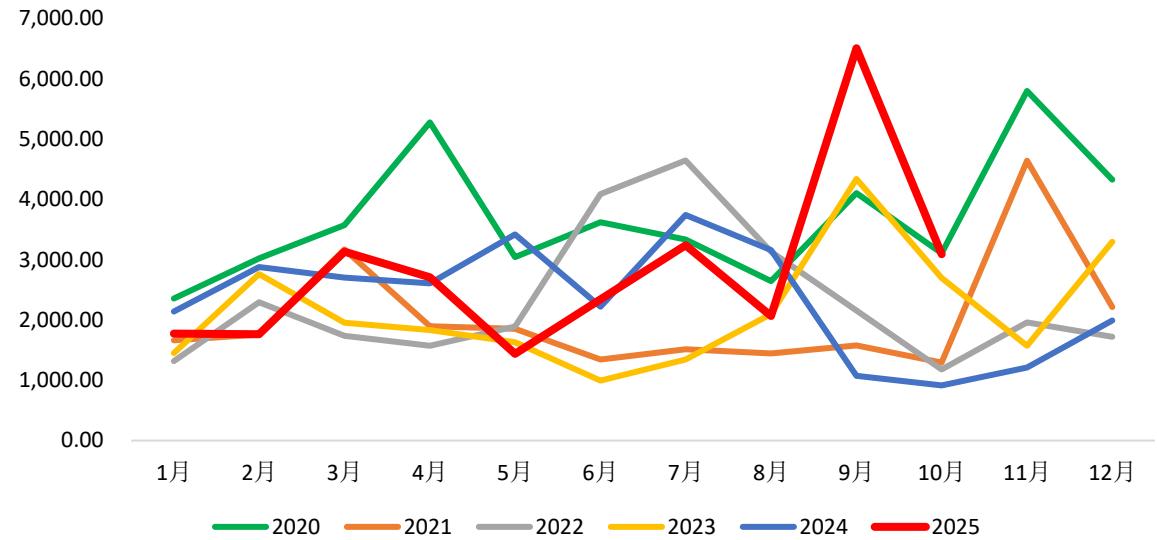


- 根据WPIC数据，2025年前三季度累计供应量为517万盎司，需求为601万盎司，录得约84万盎司（26吨）的缺口。今年铂金供应较2024年同期下滑4.4%，需求则较2024年同期略降0.7%。铂金市场处于连续第三年的结构性短缺状态，目前WPIC预计2025全年将保持在74万盎司左右的赤字较2024年（97万盎司）有所收窄，但仍占年需求量超过十分之一。
- 11月全国乘用车市场零售222.5万辆，同比下降8.1%，环比下降1%，其中燃油车国内零售同比下降22%；纯电动市场零售同比增9.2%。

铂金进口量季节性变化 (千克)



钯金进口量季节性变化 (千克)

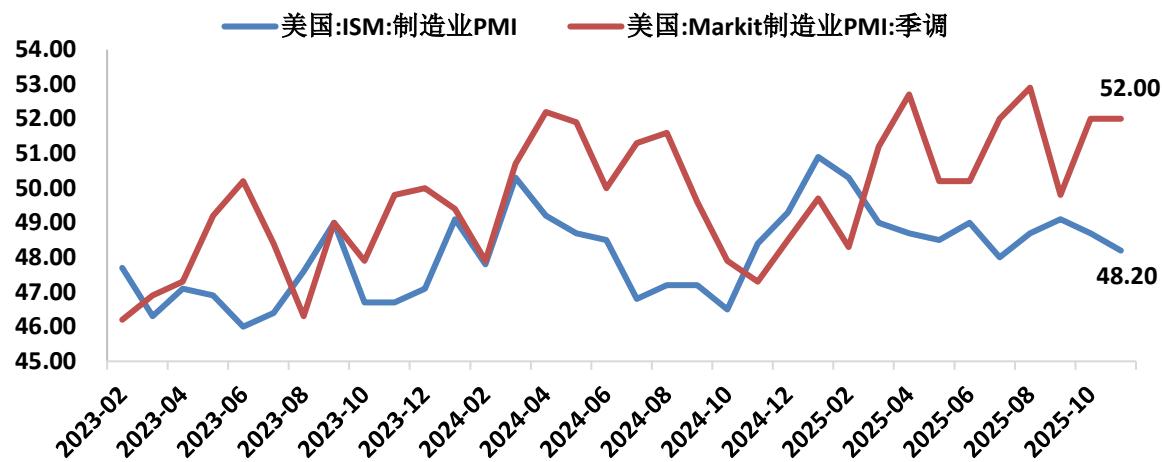


- 11月国内进口铂金10.23吨，同比回落6.4%，环比大幅下降55%，整体低于季节性，在铂金取消增值税即征即退后进口量迅速萎缩；国内进口钯金3.14吨，同比上涨159.5%，环比略增1.6%在9月进口大增后稳定在相对偏高水平。

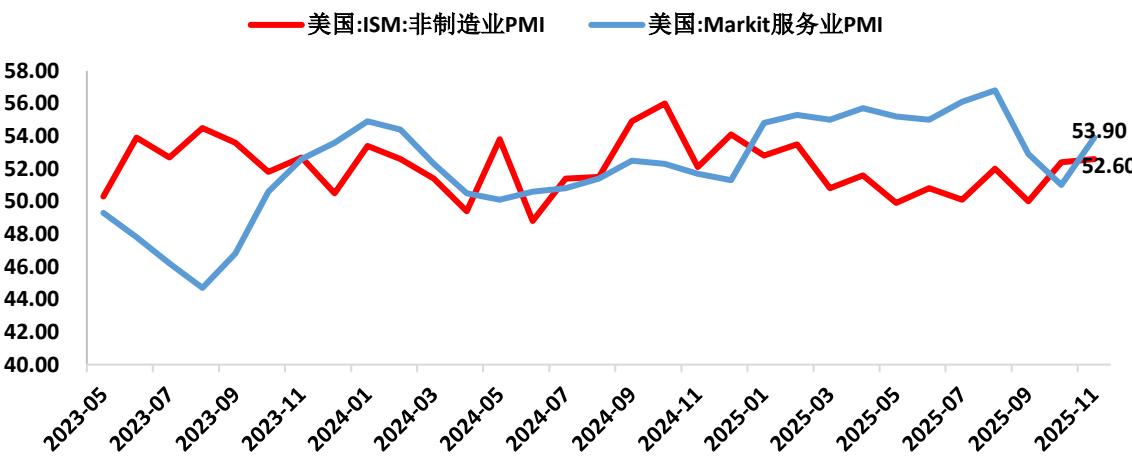
4

## 宏观基本面分析

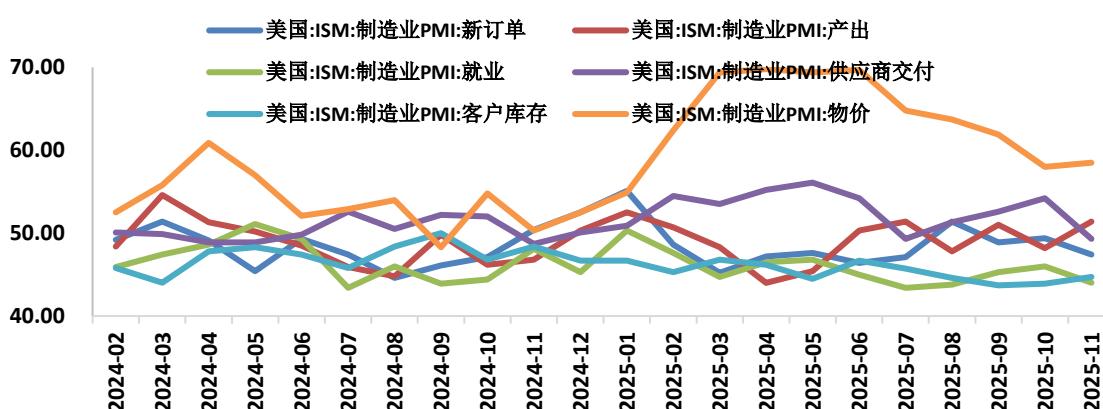
### 制造业PMI指数



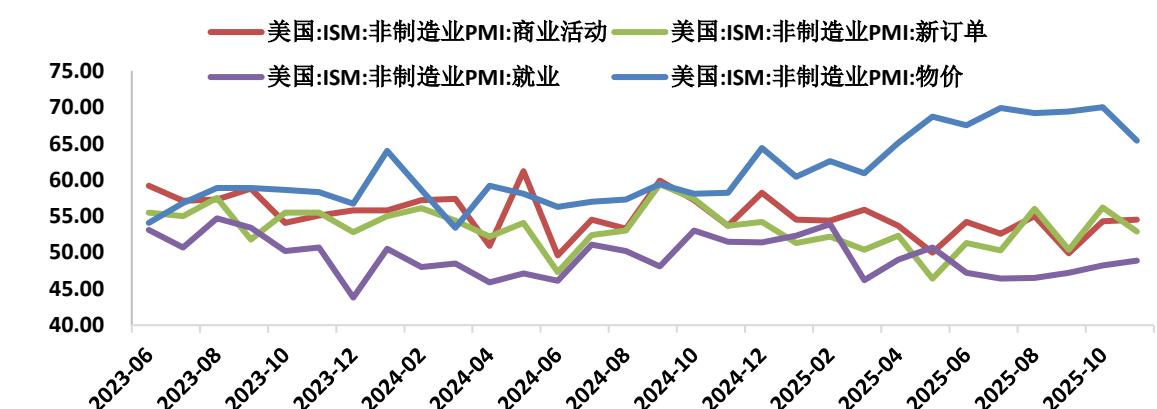
### 非制造业PMI指数



### ISM制造业PMI分项指标

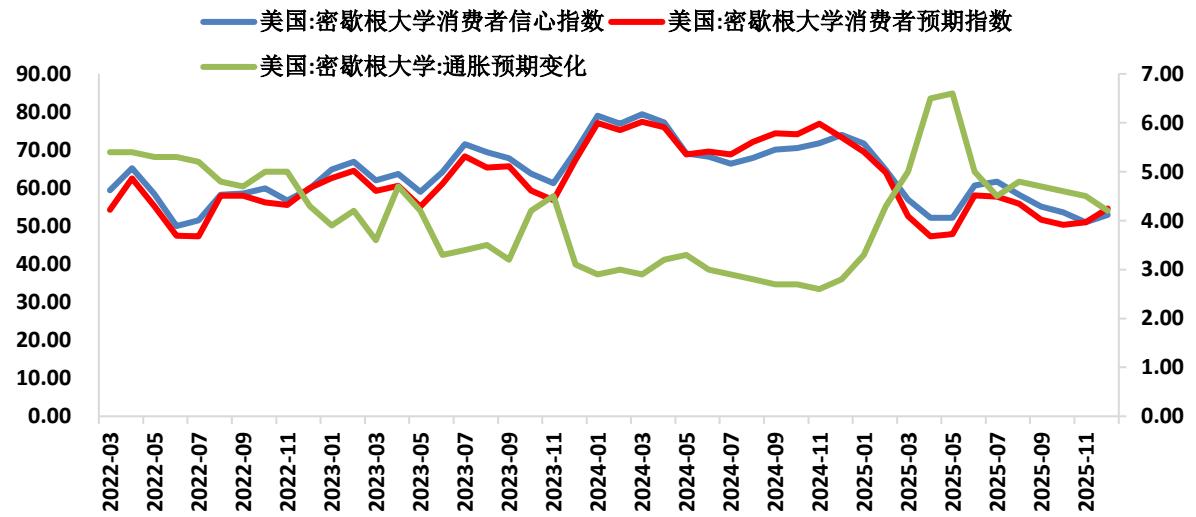


### ISM非制造业PMI分项指标

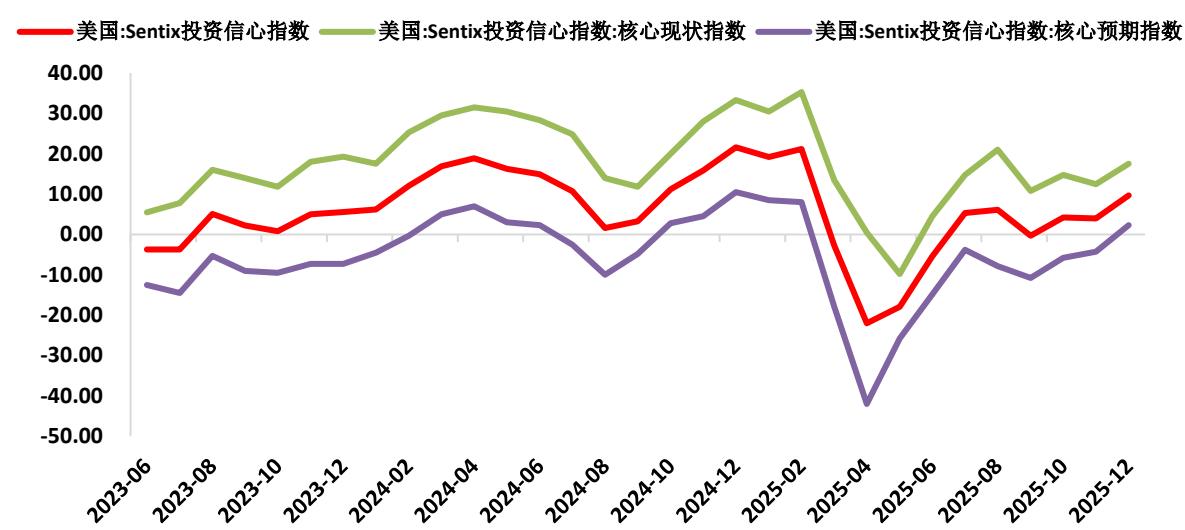


- 美国11月ISM制造业PMI为48.2，不及预期49，前值为48.7，制造业持续收缩，工厂活动萎缩幅度创四个月最大。新订单指数回落反映客户需求依然乏力，就业指数进一步走低而物价支付指数超预期反弹；ISM服务业PMI指数升至52.6，创九个月来新高，好于预期的52。整体服务业指数受到供应商交付时间延长以及商业活动进一步改善的支撑，就业指数升日至六个月高点表明就业下降速度放缓。

### 美国密歇根消费者信心指数

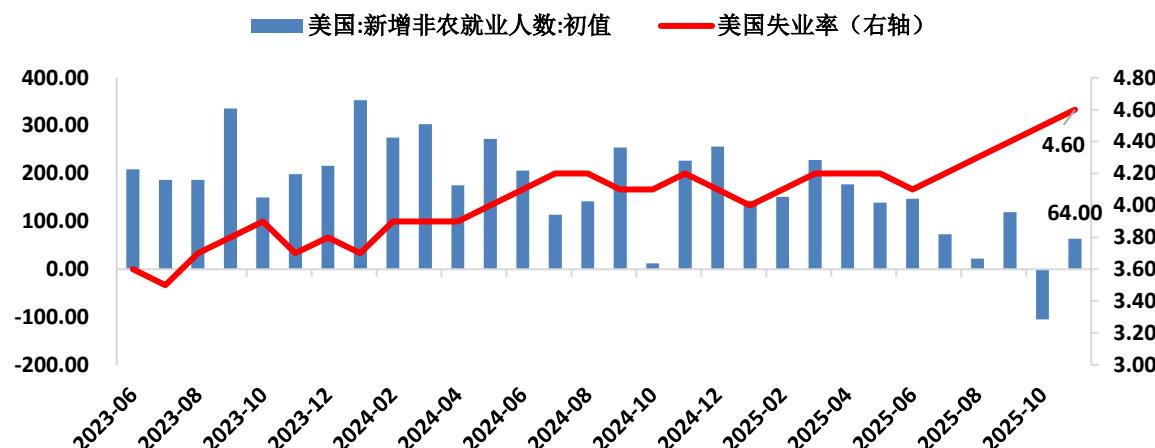


### 美国Sentix投资者信心指数

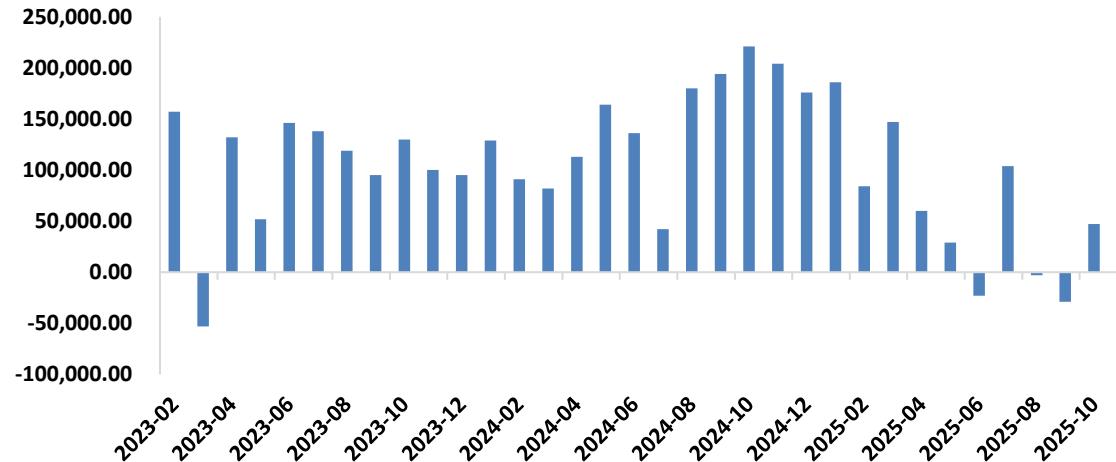


- 12月美国密歇根大学消费者信心指数初值为53.3，自2022年6月以来的最低水平反弹，好于预期52和前值51；消费者对未来一年的通胀预期初值超预期回落至4.2%，预期和前值均为4.5%，随着美国就业市场放缓消费者对通胀前景预期走弱，但随着美联储降息调查显示人们对消费的信心仍存；
- 12月美国Sentix投资信心指数略大幅回升至9.7，前值为4，在美国关税和财税政策趋于明朗情况下企业投资信心保持稳定，AI行业投资整体有一定支撑。

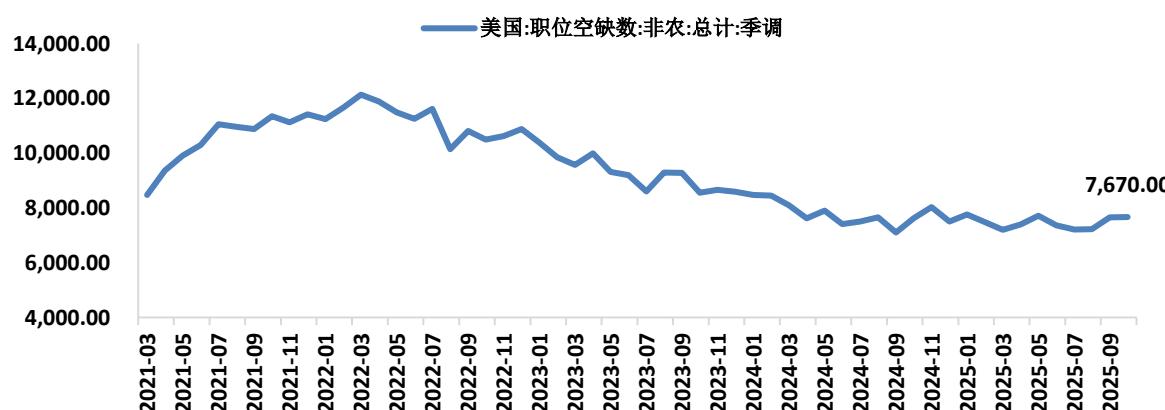
美国新增非农就业人数与失业率 (千人；%；失业率：右轴)



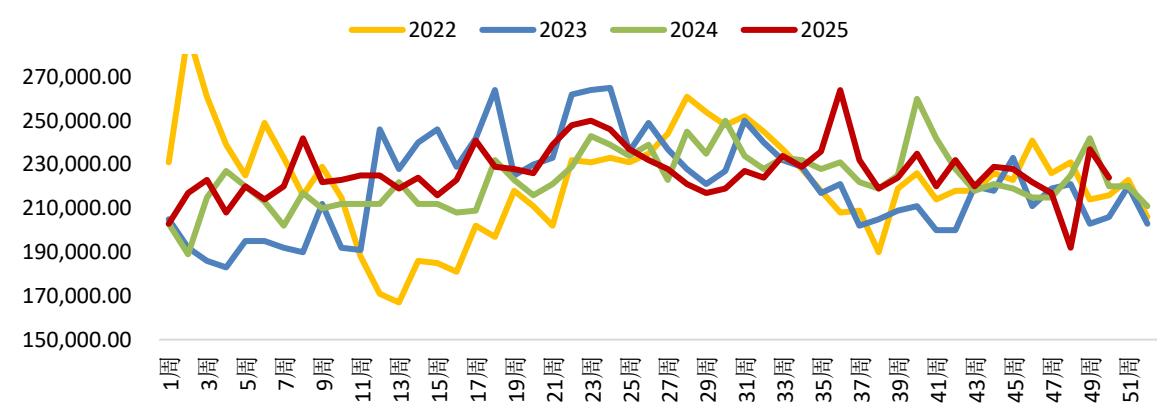
美国ADP非农新增就业人数



美国职位空缺数 (千人)



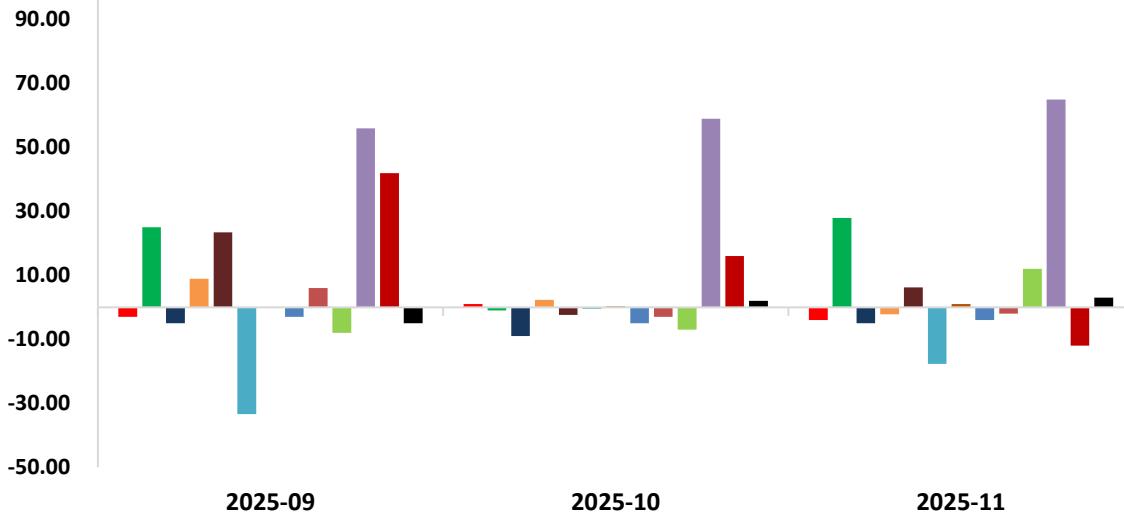
美国当周初清失业金人数季节性变化 (人次)



- 美国11月非农就业人数增加6.4万人略好于预期的5万人，10月数据因美国政府“停摆”而减少了10.5万人，预期减少2.5万人，8月和9月新增就业人数再次下修，合计减少3.3万人。11月失业率意外升至4.6%，高于9月的4.4%，为2021年以来最高水平，10月失业率因政府关门而缺失，当前劳动力市场持续呈现下行压力，低就业和高劳动力参与率使失业率不断上升。

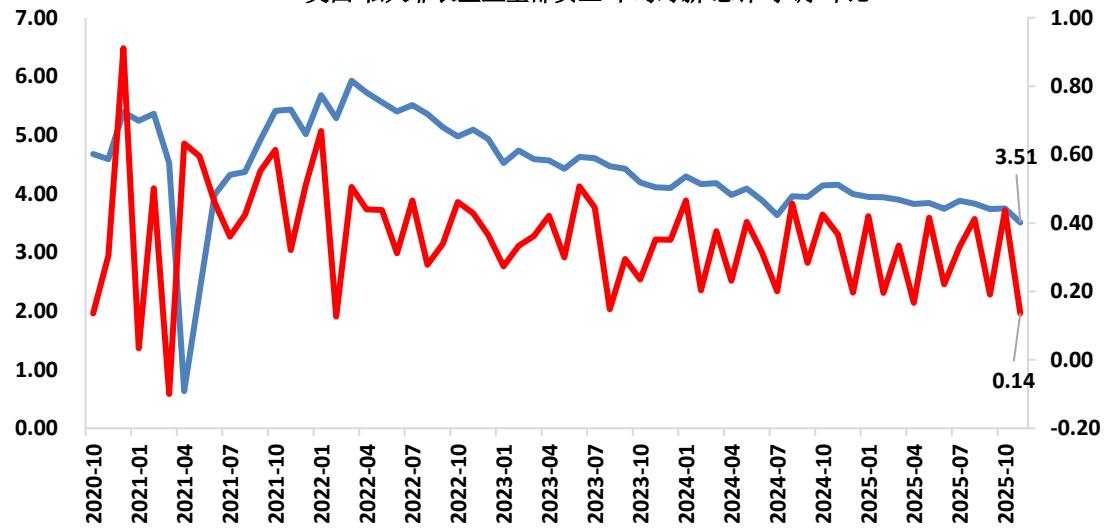
美国非农新增就业人数结构 (千人)

■ 采矿业 ■ 建筑业 ■ 制造业 ■ 批发 ■ 零售 ■ 仓储运输 ■ 公共事业  
 ■ 信息业 ■ 金融业 ■ 商业服务 ■ 教育保健 ■ 休闲酒店 ■ 其他服务



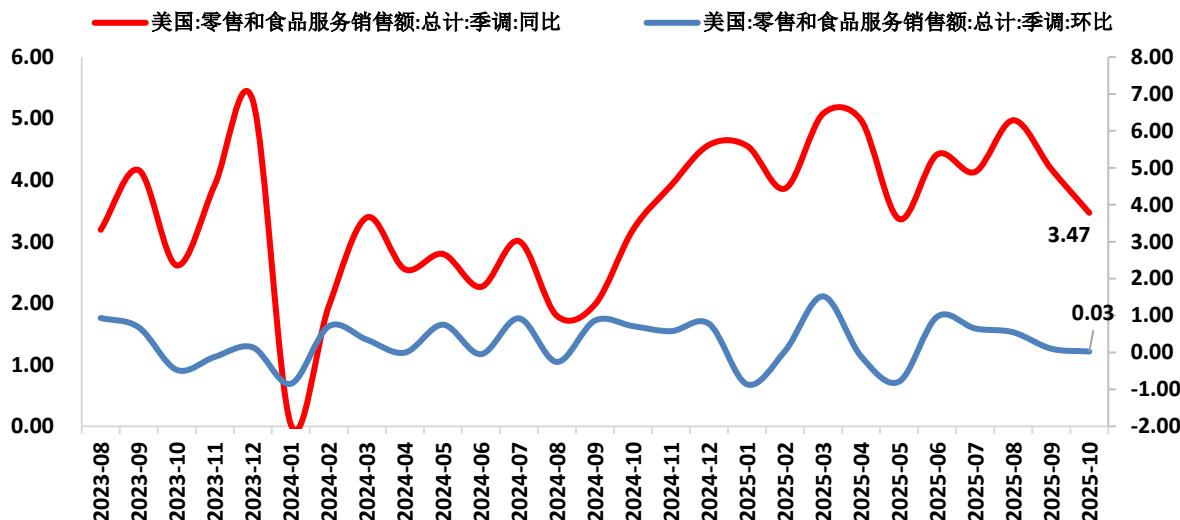
美国非农企业员工平均时薪同比与环比变化 (%； 薪资环比：右轴)

— 美国·私人非农企业全部员工·平均时薪·总计·季调·同比  
 — 美国·私人非农企业全部员工·平均时薪·总计·环比

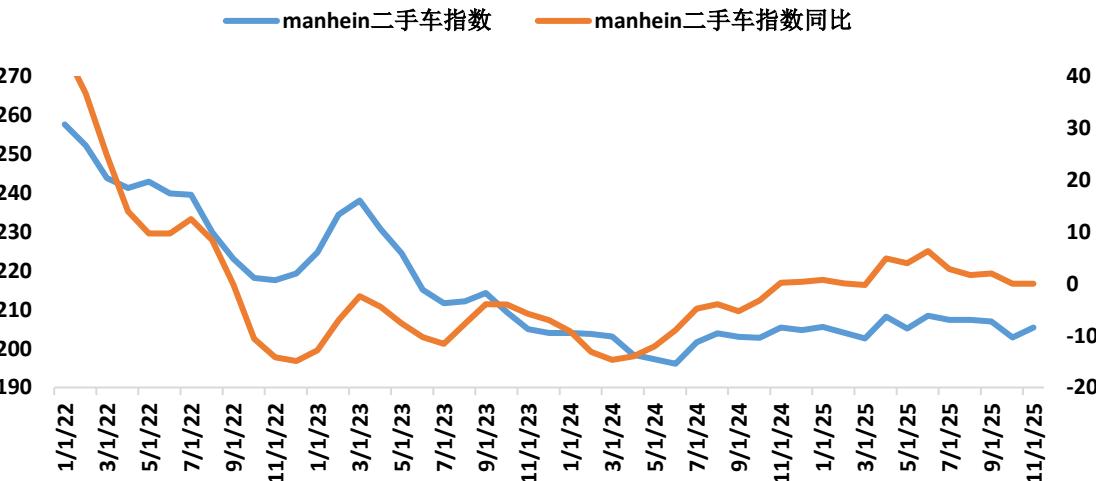


- 从结构上看，11月医疗保健和建筑行业为非农招聘主力，联邦政府就业人数在10和11月都有负增拖累整体就业情况，仓储和休闲酒店行业就业人口流出较多。
- 11月非农平均时薪同比增长放缓至3.5%不及预期的3.6%，为2021年5月以来最低增速，环比增长0.1%低于预期的0.3%，薪资增速持续放缓但整体仍高于通胀水平。

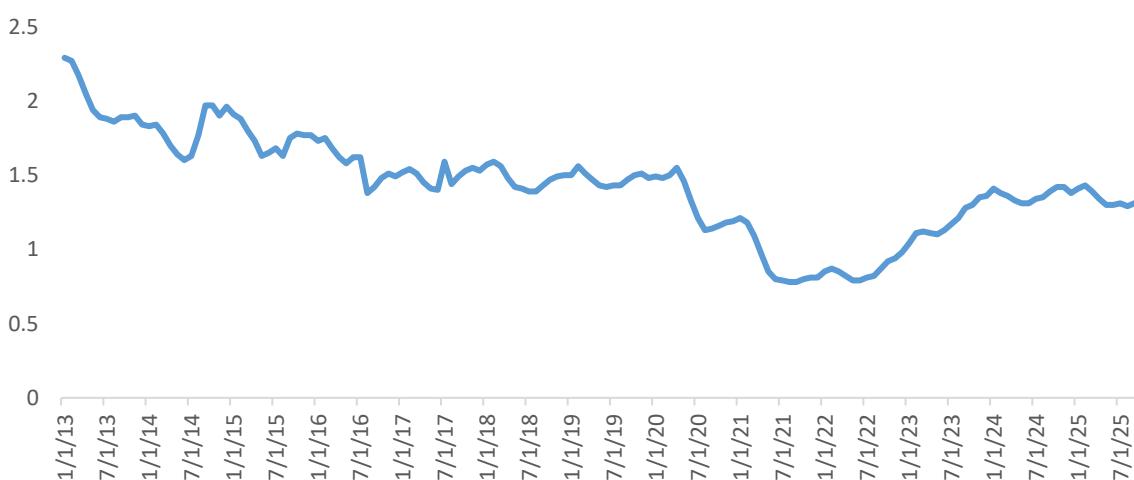
美国零售和食品服务销售变化 (%; 环比: 右轴)



美国Manheim二手车价格指数 (%; 同比: 右轴)

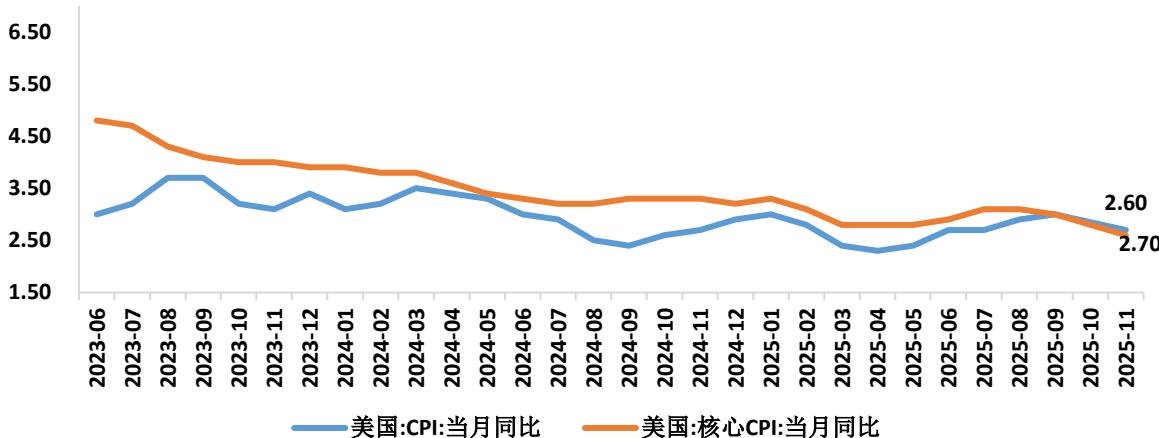


美国信用卡拖欠率

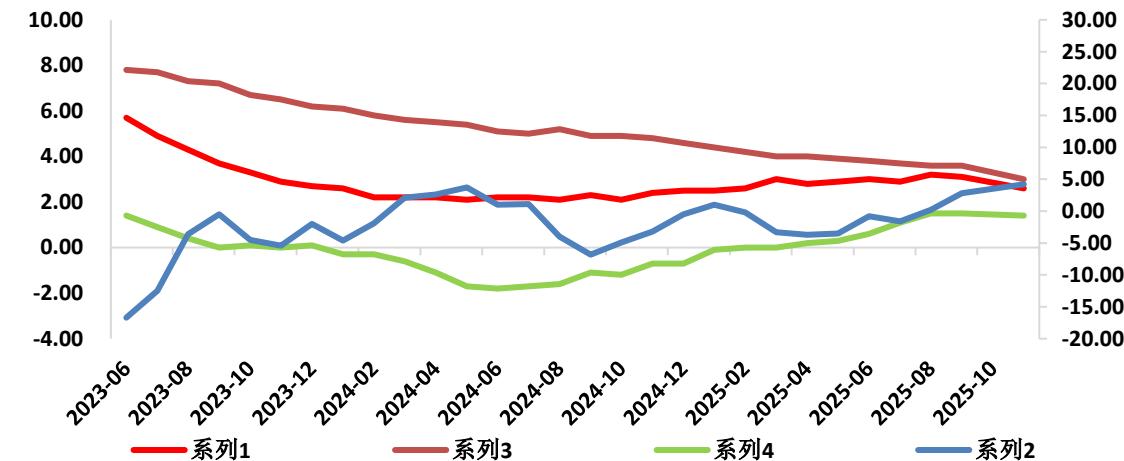


- 美国10月零售销售环比持平，不及预期的0.1%和前值0.2%，除汽车经销商和加油站外零售销售环比增长0.5%，好于预期的0.4%。13个零售类别中有8个录得增长，百货商店和在线零售商表现强劲，假日购物季早期消费存在韧性，汽车及零部件经销商销售额和加油站销售额均有下降。
- 私人机构调查数据显示11月二手车价格止跌回升，年末节假日消费或形成提振，但信用卡拖欠率呈现反弹迹象，就业市场疲软或影响居民财务状况。

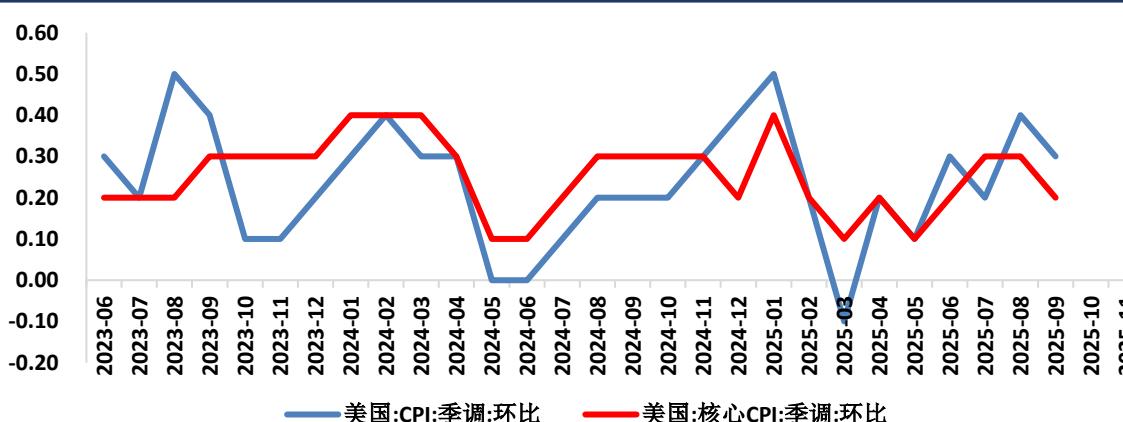
美国CPI与核心CPI同比 (%)



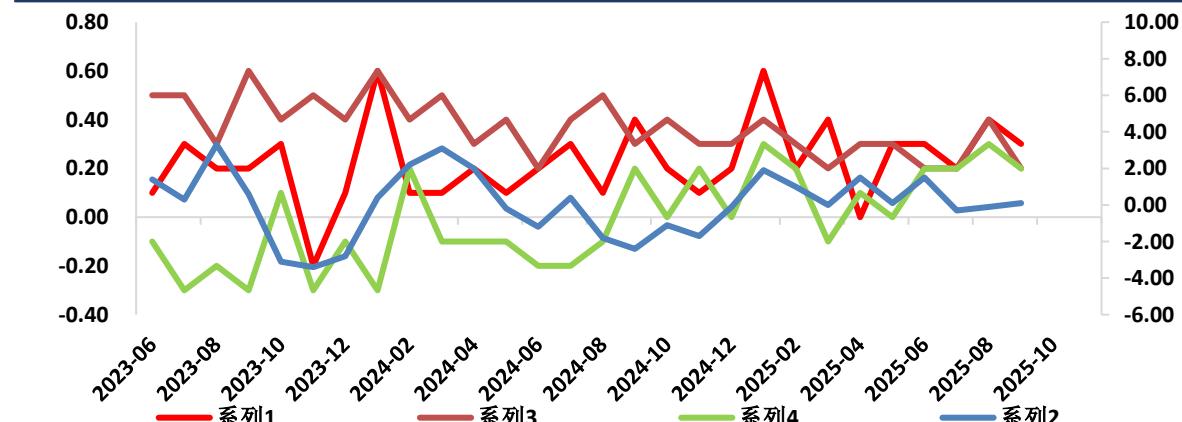
美国CPI分项同比 (%; 能源: 右轴)



美国CPI与核心CPI环比 (%)

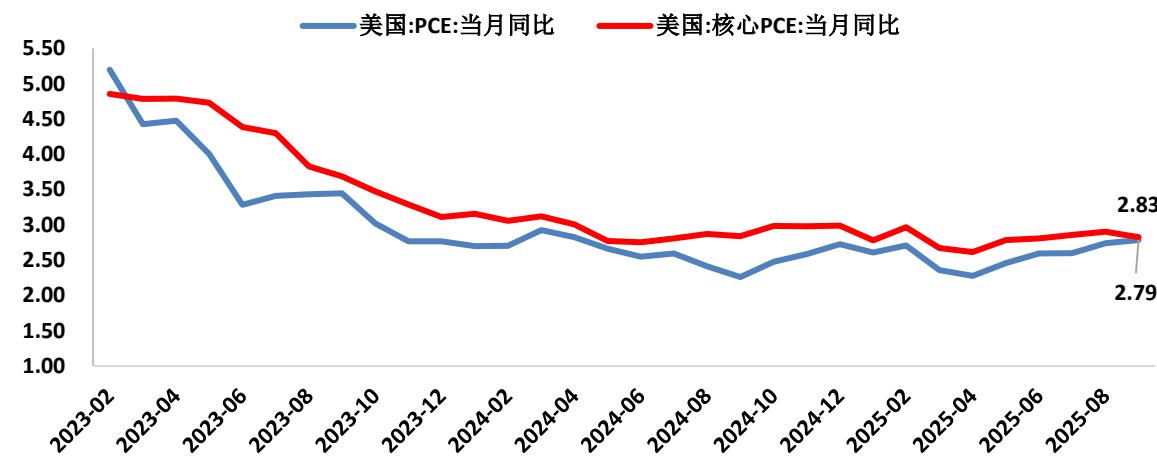


美国CPI分项环比 (%; 能源: 右轴)

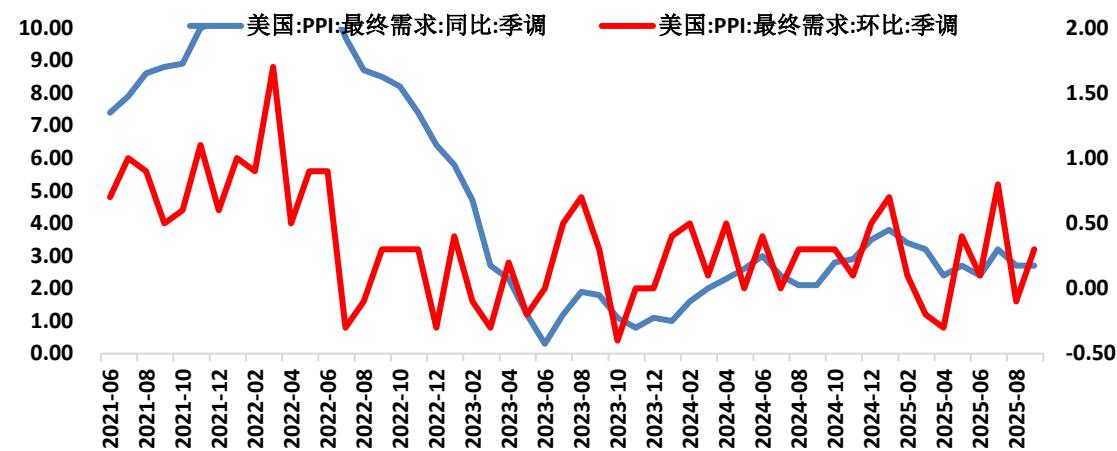


- 美国11月CPI同比2.7%，低于市场预期的3.1%；核心CPI同比2.6%亦不及市场预期的3%，为2021年3月以来新低。美国10到11月CPI累计涨0.204%，核心CPI两个月累计涨0.159%，10月份的CPI报告因政府停摆而取消。官方分析核心通胀放缓主要受到酒店住宿、娱乐和服装成本下降的抑制，但家用家具和个人护理用品价格有所上涨，目前更多迹象表明美国通胀降温，但因政府停摆可能存在缺失。

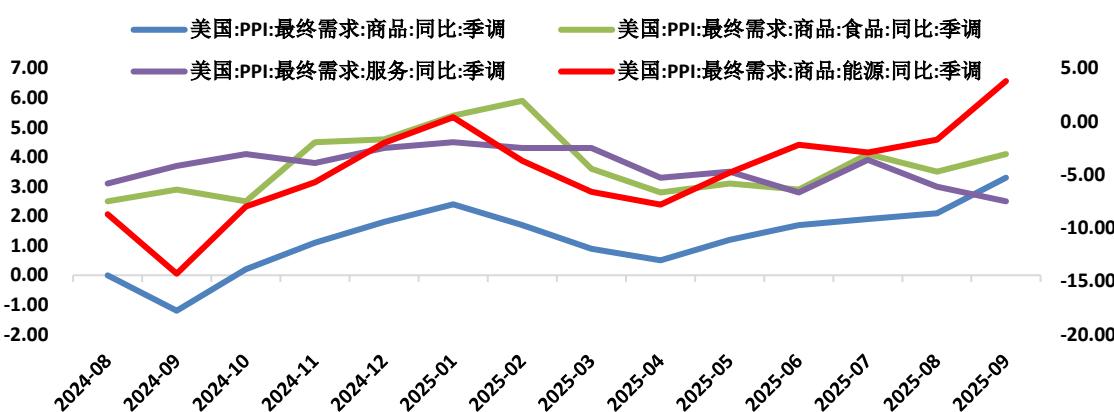
美国PCE与核心PCE同比 (%)



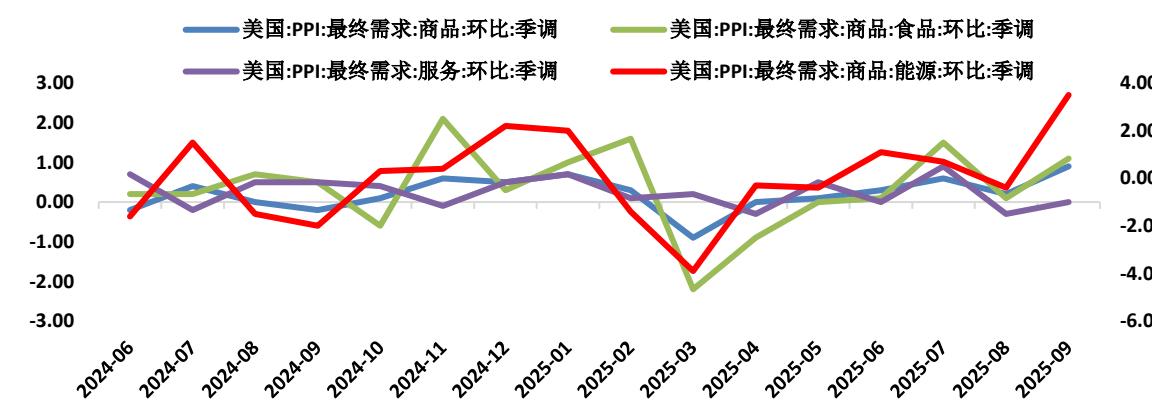
美国PPI同比与环比 (%; 环比: 右轴)



美国PPI分项同比 (%; 能源: 右轴)

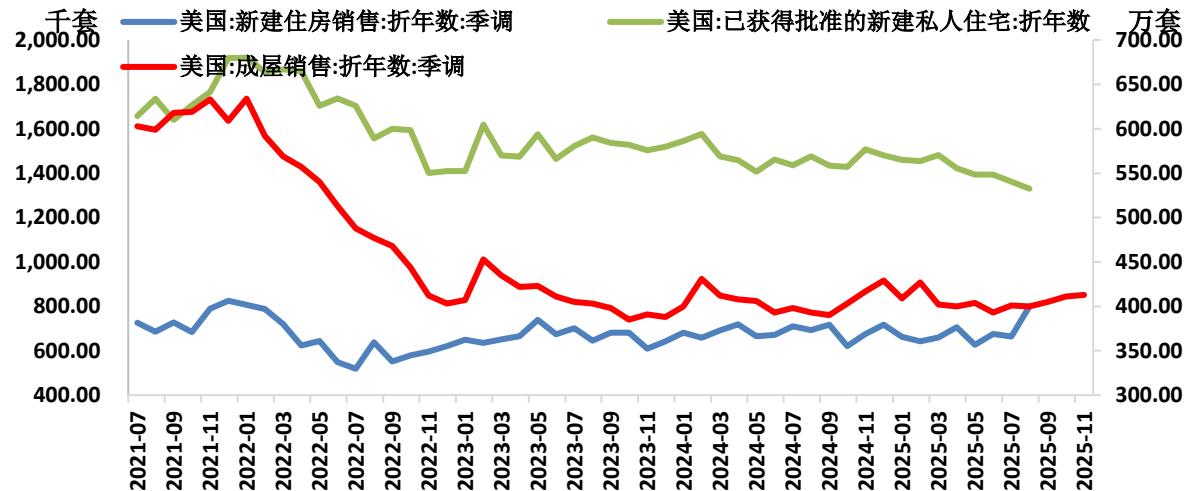


美国PPI分项环比 (%; 能源: 右轴)

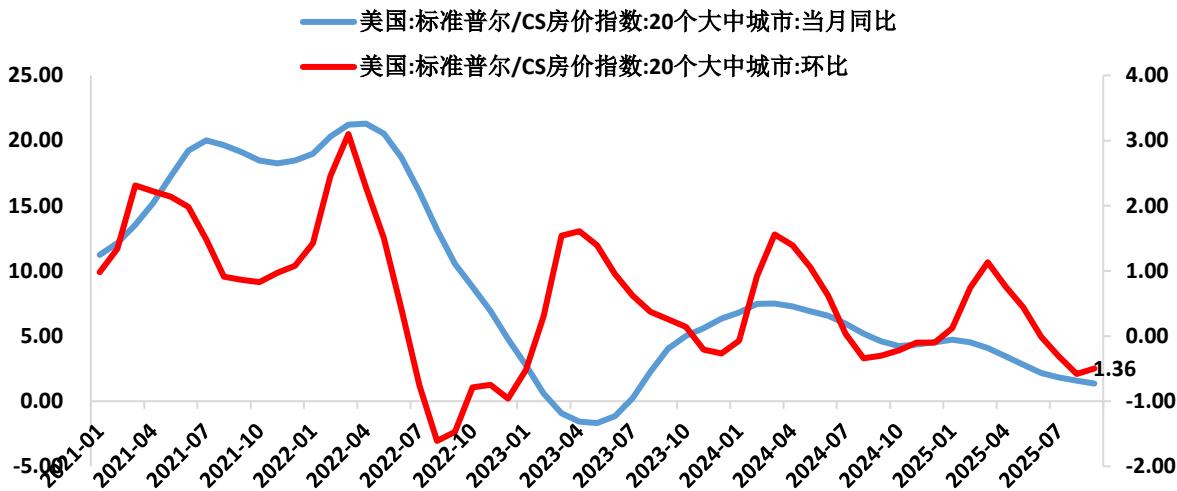


- 美国9月核心PCE同比意外回落至2.8%创3个月新低，低于预期的2.9%，环比增长0.2%，消费者支出没有太多变化；
- 美国9月PPI同比涨2.7%，预期涨2.6%，前值涨2.7%。环比上涨0.3%符合预期，此前8月下降0.1%。剔除食品和能源的核心PPI环比涨0.1%，前值下跌0.1%。批发商品价格环比上涨0.9%，其中60%的涨幅归因于汽油成本上升，为PPI通胀上行的主要驱动，服务成本方面则持平不同部门之间价格分化。

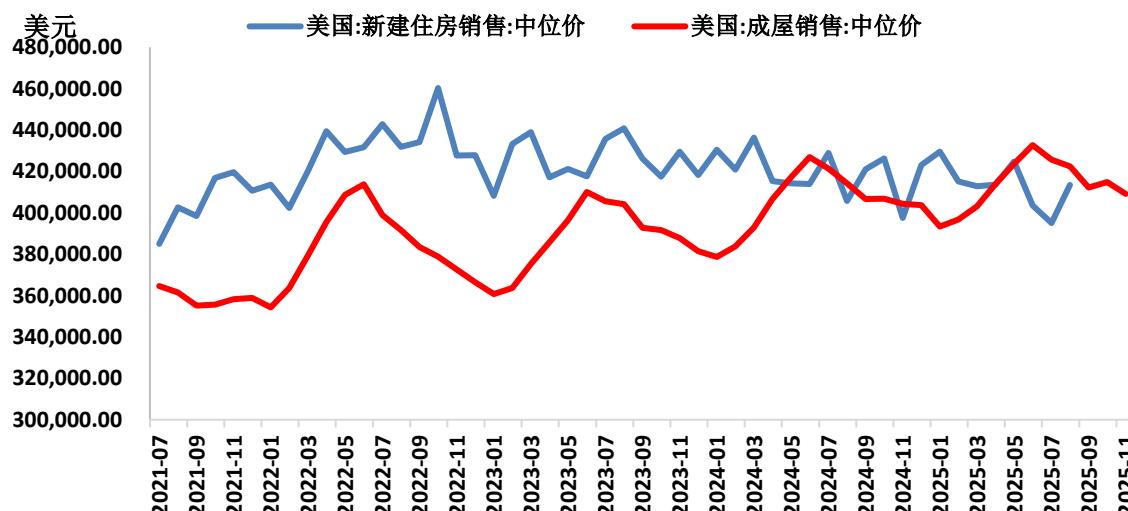
美国房地产销售和投资数据 (右轴: 成屋销售)



美国20个大中城市房价增速 (%)；环比：右轴)

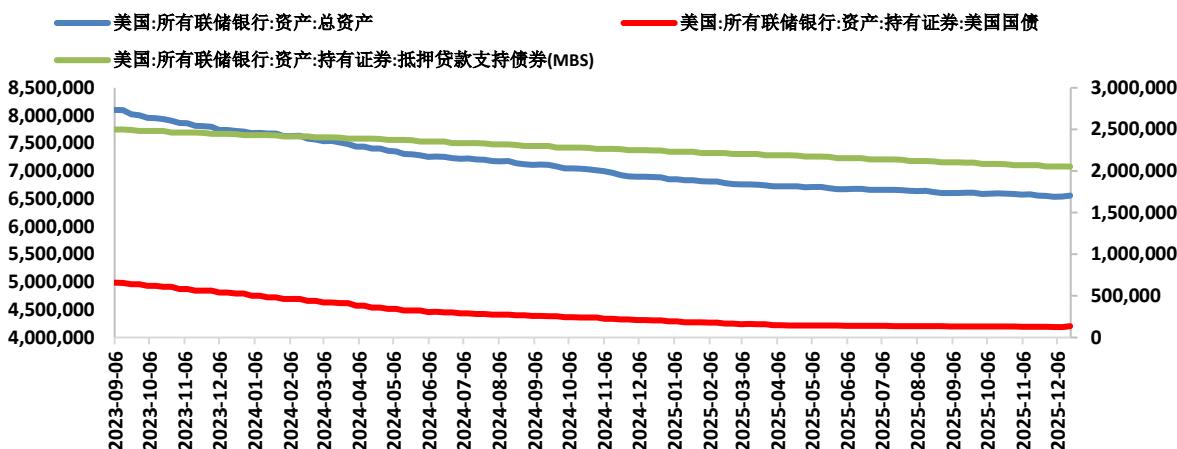


美国新建住房与成屋销售价格中位数 (美元)



- 美国11月成屋销售总数年化413万户，再次回升，但低于预期415万户，前值上修至411万户，环比上涨0.5%。房屋售价中位数同比上涨1.2%至40.92万美元，但环比再次回落创今年3月以来新低；数据反映随着美联储降息使按揭成本减少对房地产销售形成提振。
- 今年9月S&P/CS20座大城市房价指数同比增速持续回落至1.4%，预期1.4%，前值1.6%，环比负增0.5%为连续4个月保持负增，今年以来美国经济持续放缓加上美联储利率高企拖累房价回落至2年多新低且弱势加剧。

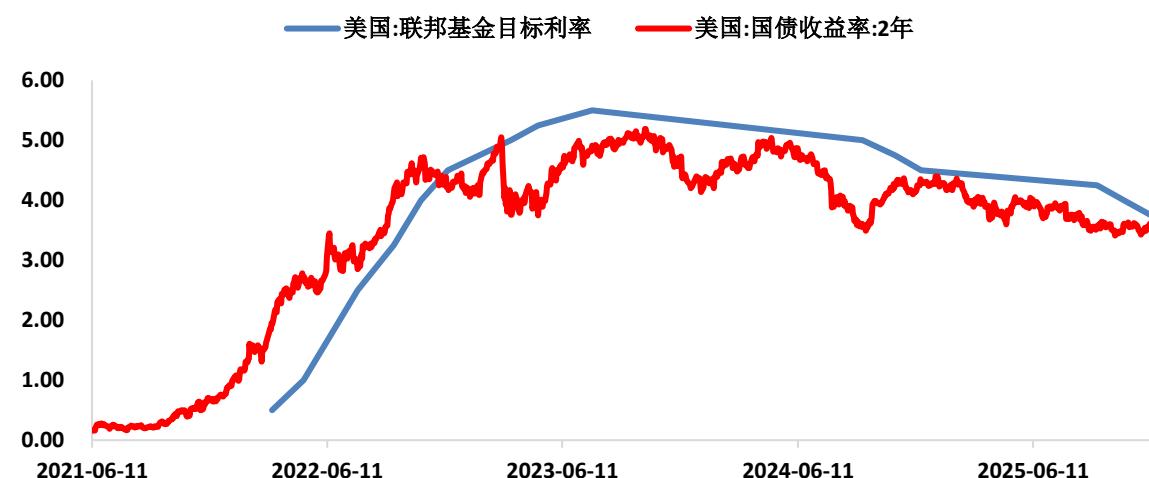
### 美联储资产负债表规模（百万美元；右轴：MBS）



### FedWatch美联储降息概率预测

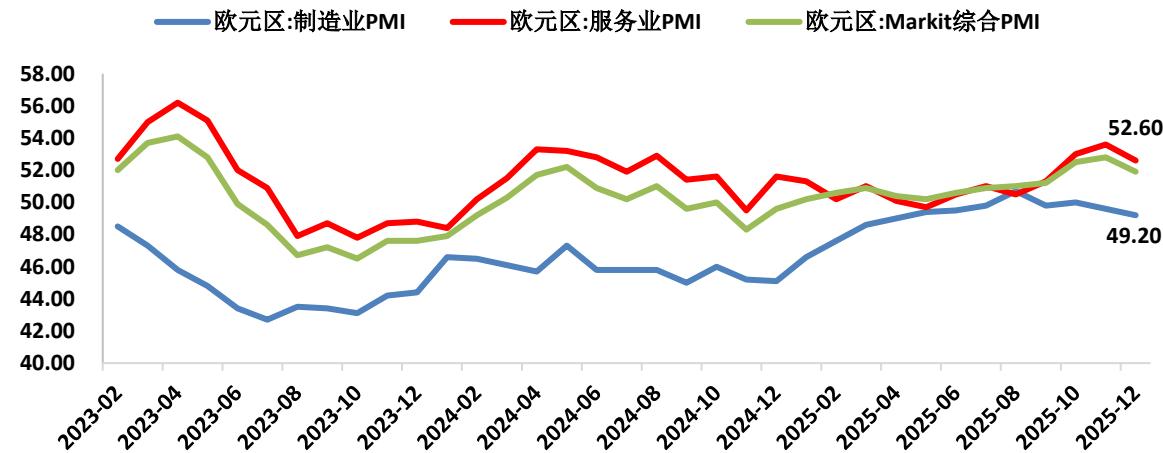
MEETING DATE	125-150	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375
2026/1/28					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.1%	77.9%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.6%	46.2%	44.2%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	18.7%	45.7%	33.3%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	10.8%	32.7%	39.2%	16.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	4.2%	17.6%	34.7%	32.0%	11.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.7%	8.8%	23.5%	33.8%	24.8%	7.2%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	2.9%	11.3%	25.2%	32.3%	21.9%	6.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.1%	0.8%	4.2%	13.5%	26.4%	30.6%	19.3%	5.1%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.1%	0.8%	4.2%	13.5%	26.4%	30.6%	19.3%	5.1%

### 美国联邦基金目标利率与2年期美债收益率 (%)

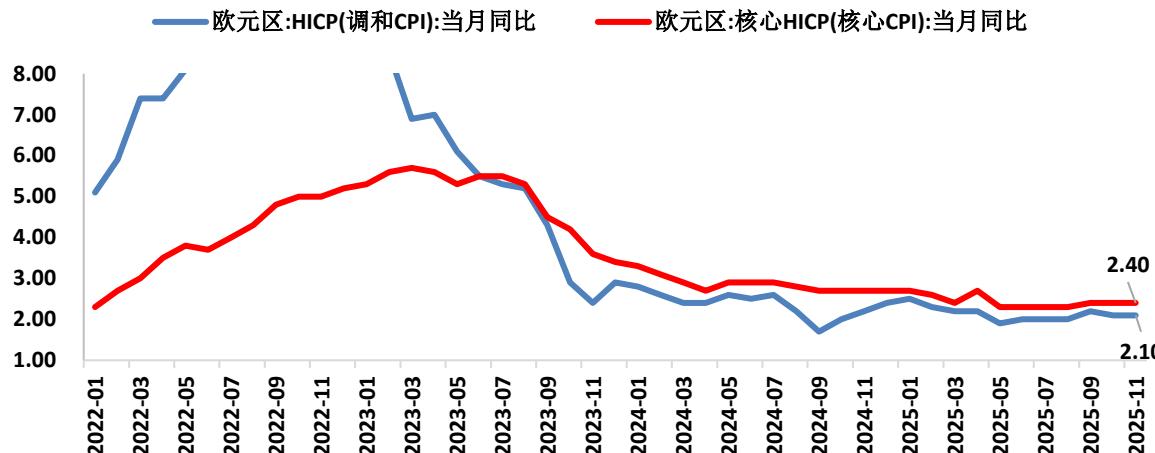


- 美联储周四凌晨如期宣布降息25个基点，将决议以9票支持、3票反对的比例通过，2019年以来首次出现三名官员投反对票，其内部分歧加大。决议同时宣布当月启动400亿美元的短期国债购买用于准备金管理，在关键时间保障市场流动性。从最新点阵图看，多数官员预计明后年各降息一次。经济预期方面，美联储上调了2026年GDP增速预测但下调了通胀和失业率的预期。主席鲍威尔在发布会上表示，就业市场逐步降温但慢于预期，商品通胀可能会在2026年一季度见顶，在否认加息的可能性同时表示未来将更加耐心等待观察经济接下来的演变。
- 美联储决议偏鸽派，市场预期在美国劳动力市场持续趋弱叠加通胀放缓情况下，部分官员发声偏鸽派，1月的概率超过70%，年内则保持3次降息预期。

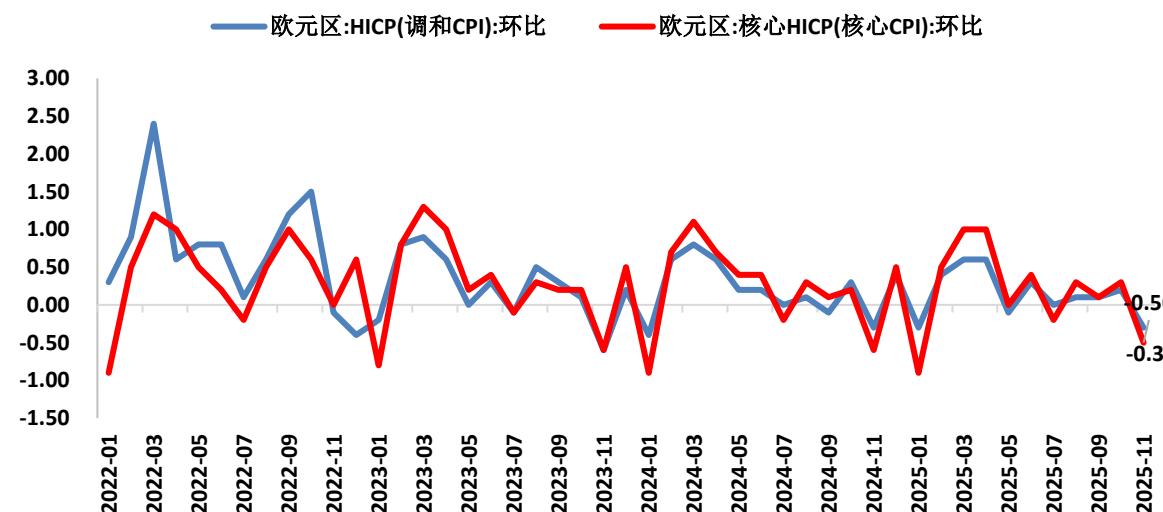
### 欧元区制造业与非制造业PMI



### 欧元区CPI与核心CPI同比 (%)

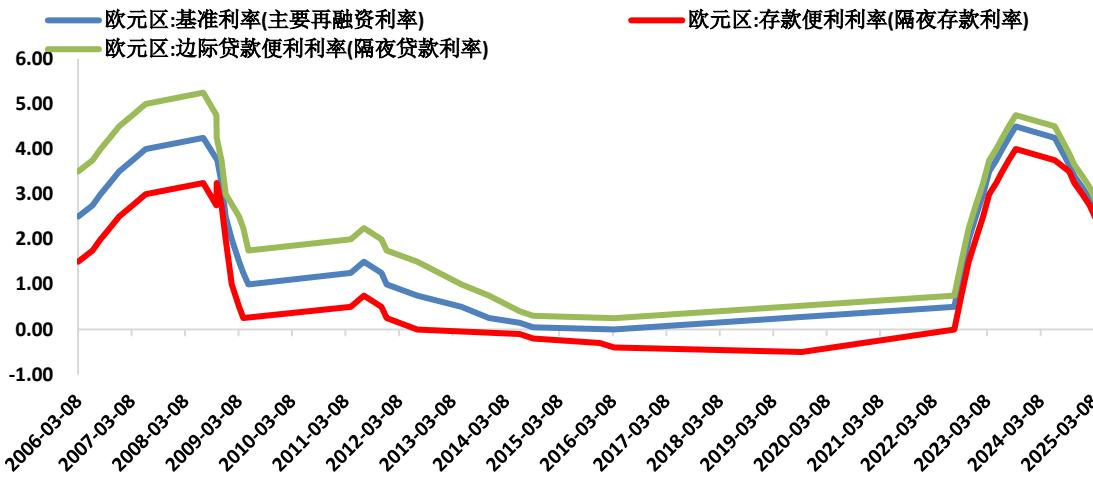


### 欧元区CPI与核心CPI环比 (%)

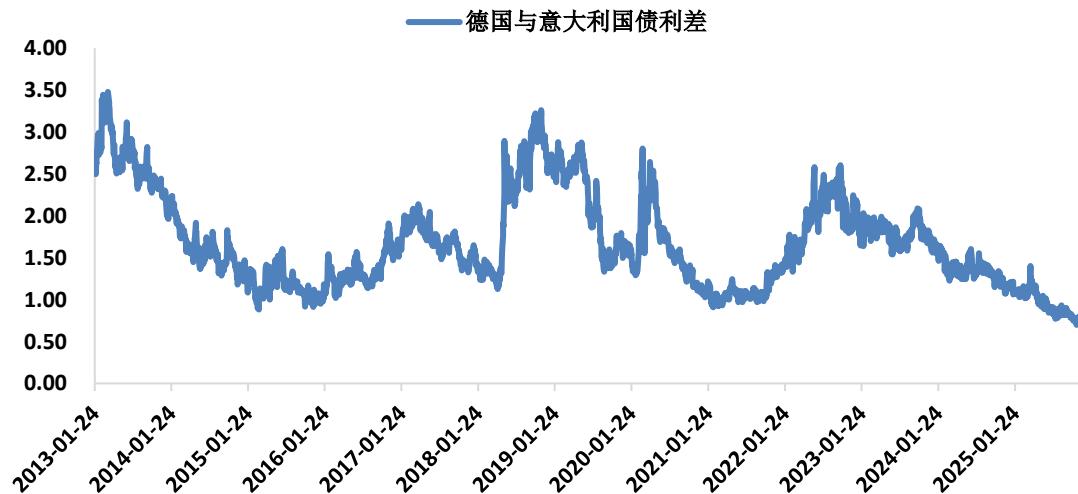


- 欧元区12月制造业PMI初值降至49.2，创八个月低点，预期49.9；服务业PMI初值降至52.6，低于前值53.6，预期53.3；综合PMI初值降至51.9，创三个月新低，前值52.8；德国和法国表现分化，订单需求下滑拖累整体景气度，特别是德国的疲软；
- 欧元区11月CPI同比初值从上月的2.1%加速至2.2%，高于预期的2.1%，能源价格持续下跌；核心CPI维持在2.4%不变，服务价格的持续快速增长支撑整体通胀反弹，而耐用品价格增长则相对温和；
- 欧元区三季度GDP环比增长0.2%，超过预期的0.1%，也好于二季度的0.1%，同比增速从1.5%放缓至1.3%，成员国之间的表现分化加剧，其中法国增速创近三年最高，德国经济则陷入停滞。经济增长韧性支撑欧洲央行继续暂停降息，但官员担忧成员国之间的财政纪律等方面差异可能给经济带来的风险。

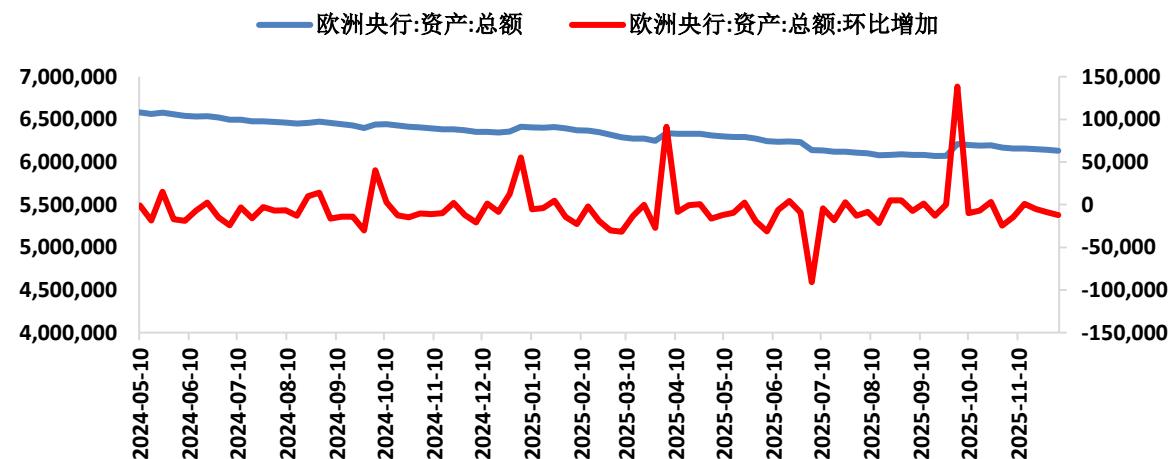
欧洲央行利率变化 (%)



德国与意大利国债利差 (%)

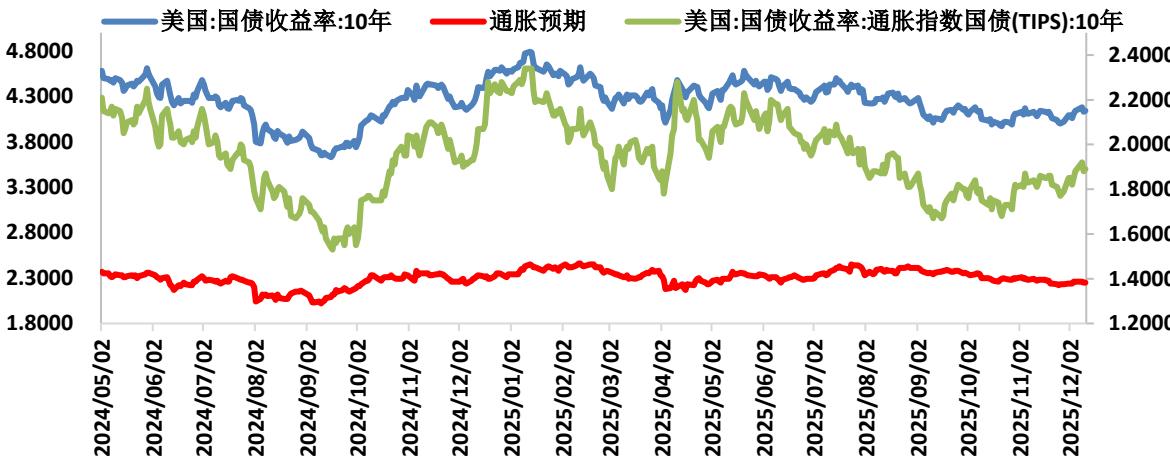


欧央行资产负债表规模以及环比变化 (百万欧元; 环比变化数: 右轴)

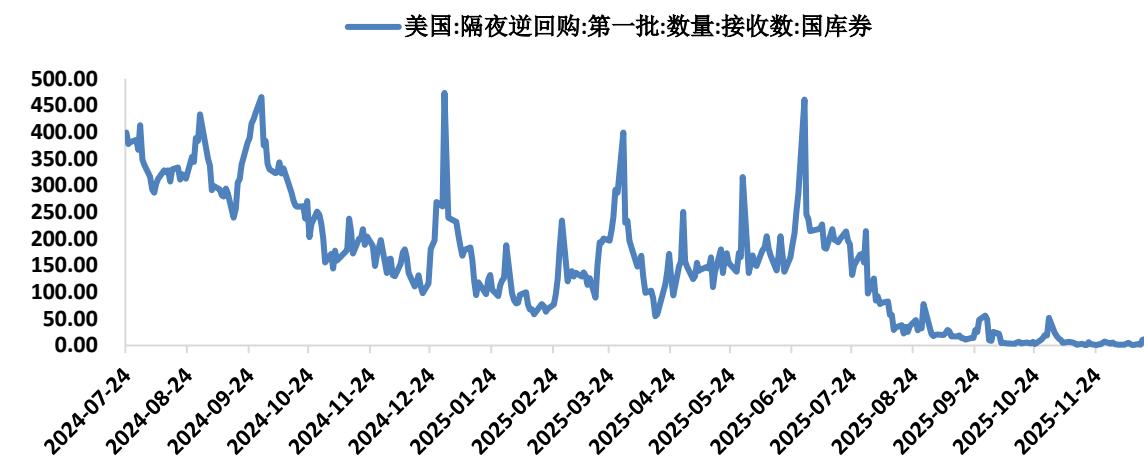


- 本周欧洲央行连续第四次维持利率不变，存款利率维持在2%，并重申通胀将在中期回归2%目标。受经济韧性增强影响，央行未释放明确宽松指引，与英美降息形成分歧。行长拉加德表示央行利率政策处于“有利位置”“并不意味着我们是静止不变的”，将继续坚持逐次会议、依据数据作决策。目前有官员预计，本轮降息周期很可能已经结束，市场开始削减降息押注，转而定价最早2026年加息的可能性。

### 10年期美债收益率与美国通胀预期（%；右轴：TIPS收益率）



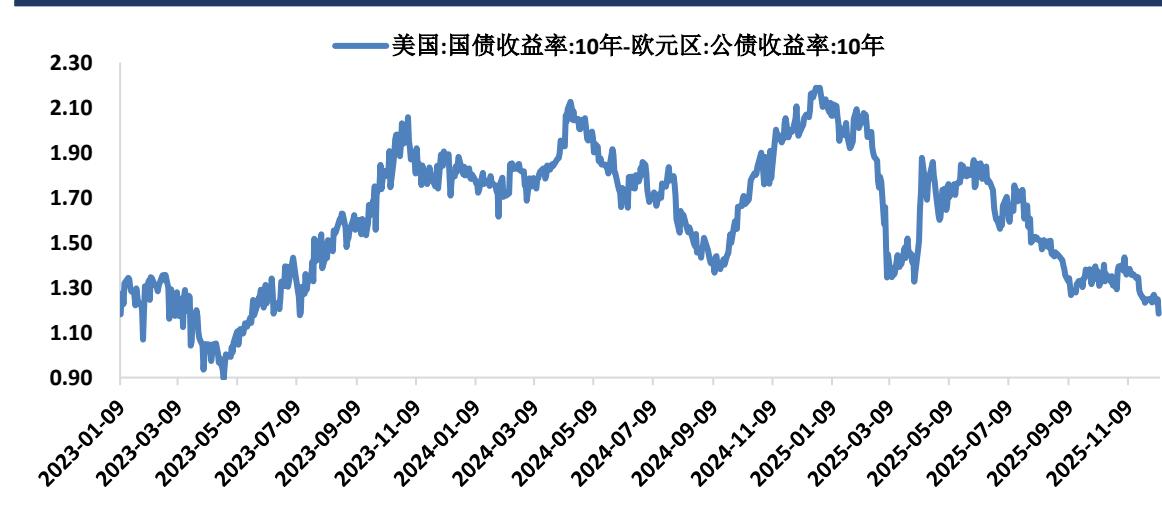
### 美联储隔夜逆回购协议（RRP）使用规模（十亿美元）



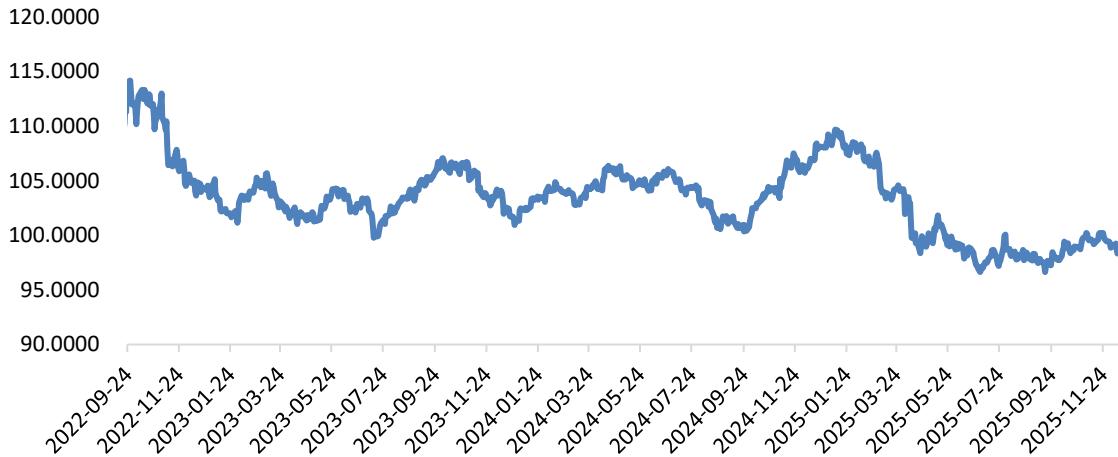
### 美国长短利差（%）



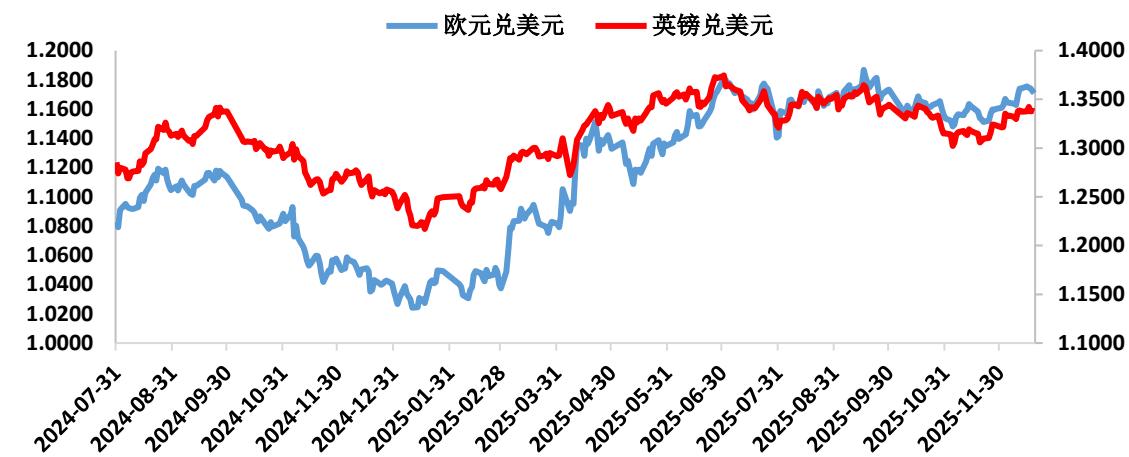
### 欧美利差（%）



### 美元指数走势



### 欧元兑美元, 美元兑英镑汇率 (美元兑英镑: 右轴)



### 美元兑日元, 美元兑人民币汇率 (美元兑人民币: 右轴)



### 中美利差



# 免责声明



报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流，不构成任何投资建议

数据来源：Wind、文华财经、世界黄金协会、LBMA、彭博、CME、广发期货研究所

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1292号

叶倩宁：咨询编号Z0016628

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！



感谢  
Thanks