



东海期货
DONGHAI FUTURES

PCE环比低于预期，金价维持区间震荡

贵金属周报

东海期货研究所有色策略组

2024-06-03

投资咨询业务资格：证监许可[2011]1771号

分析师：

贾利军
从业资格证号：F0256916
投资咨询证号：Z0000671
电话：021-68757181
邮箱：jialj@qh168.com.cn

联系人：

顾兆祥
从业资格证号：F3070142
电话：021-68758820
邮箱：guzx@qh168.com.cn

杜扬
从业资格证号：F03108550
电话：021-68758820
邮箱：duy@qh168.com.cn

黄金：观点总结&操作建议

利率	长短端美债收益率基本呈现震荡回落的情况，10年期美债收益率累计下降18个基点至4.51%，1年期美债收益率累计下降7个基点至5.18%。市场对于美联储继续加息的计价基本消失，但何时进入降息周期则仍存一定争议。
通胀	4月个人消费支出价格指数 (PCE) 同比上涨2.7%，剔除波动较大的食品与能源价格的核心PCE同比上涨2.8%，虽然这是2021年4月以来的最低水平，但两者均和前值持平，反映美国通胀依然顽固。不过目前市场也并未因此给出美联储进一步加息的定价，而在目前名义利率大概率见顶，而通胀又相对顽固的情况下，对于贵金属的定价仍然偏有利。
汇率	5月美国方面较其他非美地区经济偏强的情况并不如此前明显，美元走势仍震荡偏弱，但由于此前欧元区官员表达了相对较强的在6月采取降息措施的态度，因此这或许会使得美元在短时内出现偏强的态势
操作建议	黄金则可继续维持逢低买入套保操作，Au2408合约买入区间可在547.50元/克至548元/克。期权：卖出看跌 (Au2408-545元/克；Ag2408-7,650元/千克)

白银：观点总结&操作建议

宏观金融	影响偏多，美联储决议相对偏鸽降息预期有所提振，美债收益率和美元指数走强空间有限，避险属性叠加资金偏好对白银价格存在利好
白银供需	国内白银产量小幅回落但维持高位，高价支撑增产意愿，出口环比大增反映较强的出口意愿；国内珠宝消费同比增长下降续创1年新低，电子消费同比增长维持在两年多高位，光伏生产增幅仍呈现回落。
操作建议	银价短期或保持偏强震荡，保持逢回调买入思路。白银受到工业品近期出现较大回调的影响或暂陷震荡格局，6月间Ag2408合约运行区间或在7,700元/千克至8,500元/千克。
风险因素	美国货币政策变化，地缘风险发酵

周度重要信息汇总 & 下周关注

1. 美国一季度的GDP数据出现了下修至1.3%，这也是2023—季度以来的最低值，主要下修项目是经济主要支撑的消费项，商品消费负贡献加剧，服务消费的正贡献削弱，从而共同压制了消费项目的整体增长。
2. 周五的核心PCE同比保持，环比增速放缓，5月芝加哥PMI（衡量美国中西部企业景气的指标）录得35.4，是四年以来的最低值。
3. 地缘上，巴以冲突不断演化，俄乌战争加剧紧张，北约介入；中美关系也进入相对紧张，中国部战区发布“联合利剑—2024A”演习区域示意图，人民日报对“台独”发表严厉声明，这也再一次显现赖清德就任后台海局势出现一定紧张局面；更重要的是欧洲议会选举也将在下周举行，这与接下来的国际形势息息相关。全球地缘形势复杂性和风险性不断加强，进入了白热化阶段，这一定程度上会影响避险资产的走势。

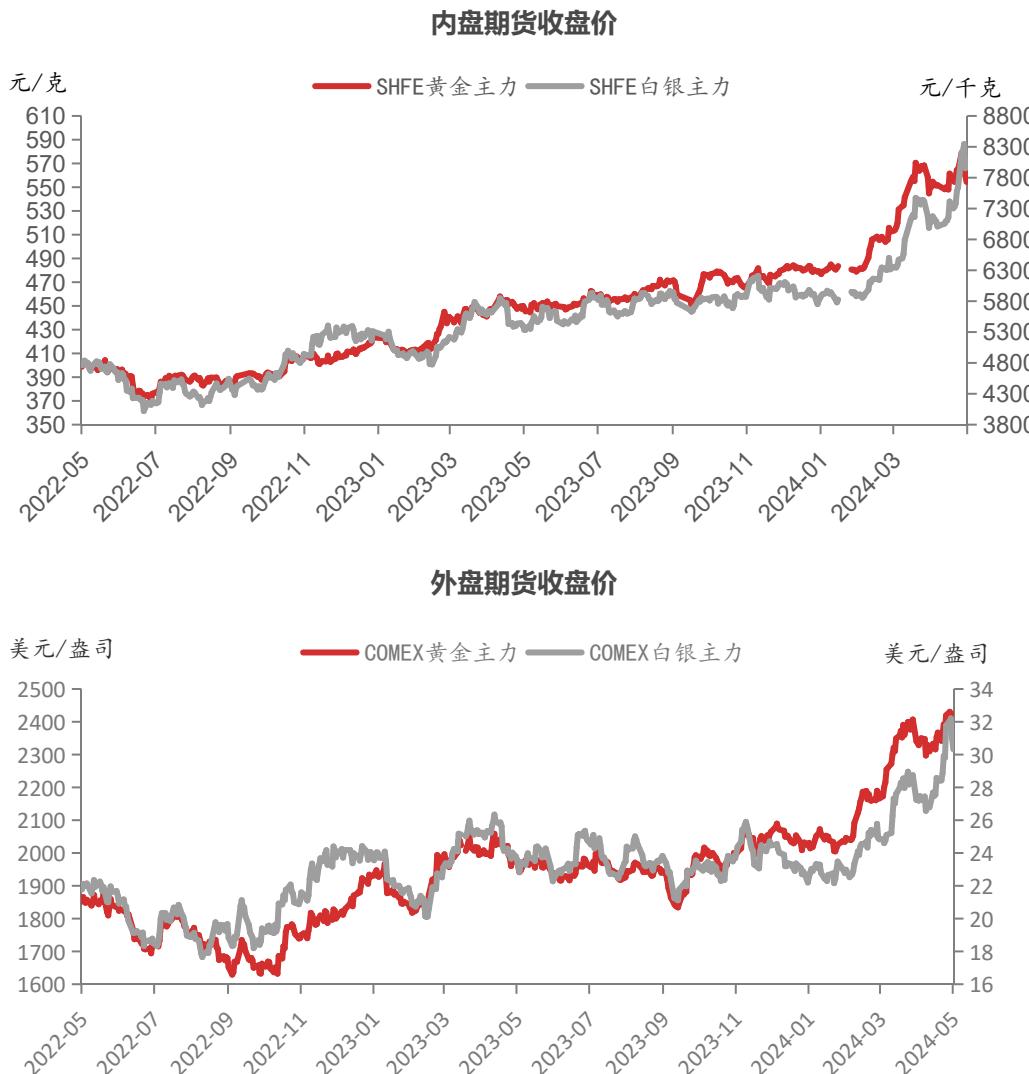
下周重点关注

- 美国非农和ISM PMI指数数据
- 美联储和欧央行的议息会议

近期白银暴涨动因分析

- 1、市场炒作宏观消息面：**上周公布的美国消费者价格指数（CPI）符合预期但低于前值，令投资者对美联储货币政策可能再次宽松的预期有所回升。尽管消费者物价指数重新走低，美国的生产者价格指数（PPI）却继续攀升，暗示未来美国通胀前景仍将出现反复。长趋势来看，在前期加息状态下，贵金属价格整体趋势依旧保持向上态势。
- 2、金银比修复：**把白银的货币属性放大之后，历史统计数据显示，目前的金银比在中值上方，金银比向历史中值回归。因此在黄金价格再度突破新高时，看多贵金属的投资客转向做多竞品白银，期待金银比的修复。
- 3、铜效应：**白银作为铜矿的伴生产物，在产量上与铜有一定相关性。近期美铜逼空消息面，对铜价产生的利好逐步外溢到相关产品。
- 4、实物需求想象空间大：**白银需求将温和增长的预期比较强劲，白银的实物需求包括工业领域用途的汽车电气化需求、可再生能源基础设施的发展需求及珠宝和银器需求，在光伏和新能源汽车未来趋势上来看，白银需求有想象空间。但是供给方面，智利、墨西哥和俄罗斯等主要来源的矿山产量将增加，预计将支撑2024年的供应增长。
- 5、避险情绪推动：**目前地缘政治处于相对动荡期，伊朗总统座机硬着陆，中东方向不稳定因素加强。乱世黄金，贵金属给各国央行的情绪价值拉满，一方面基于美元信用的回落，另一方面也是处于硬通货多样化的内在需求。这也侧面拉动了流动性较好的国际大宗商品价格。

行情回顾



1

5月，贵金属整体在历史高位震荡，白银的表现相对于黄金更加亮眼。

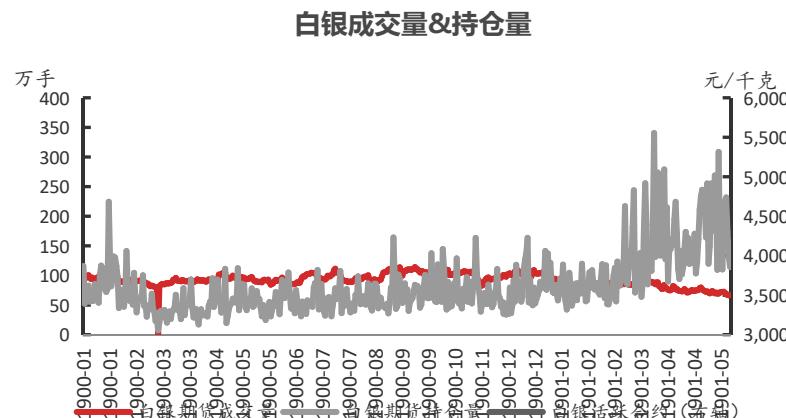
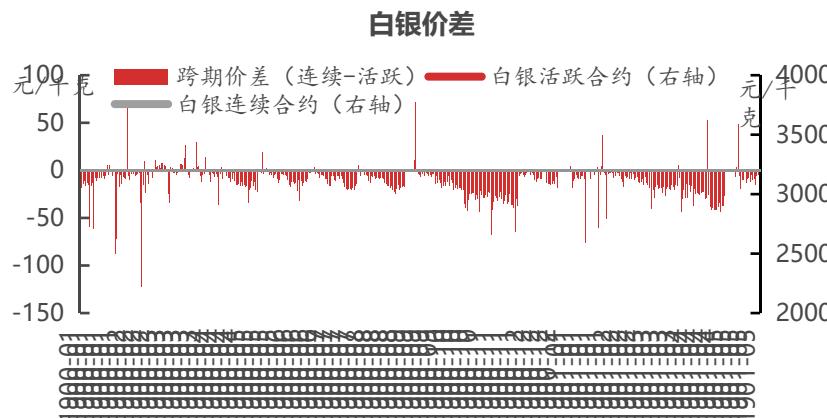
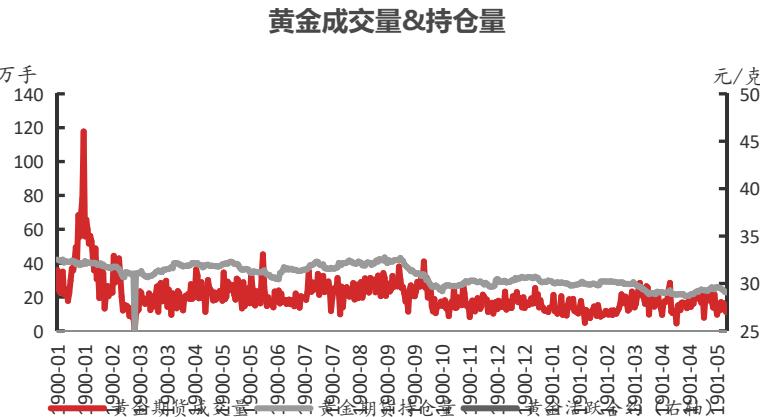
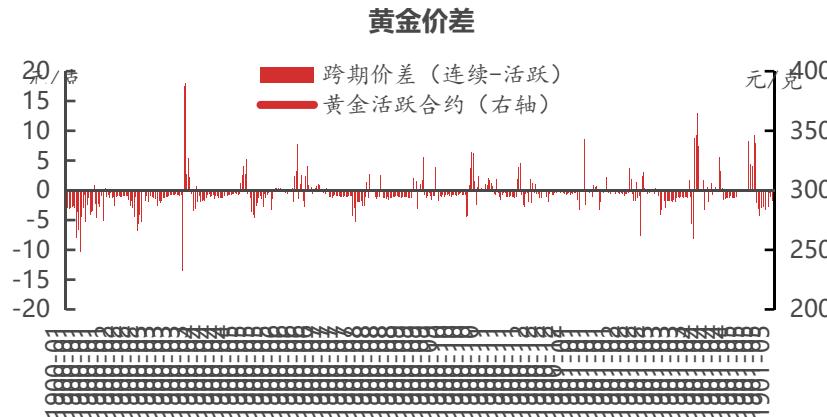
2

受外盘行情驱动，沪金在高位震荡，沪银则迭创历史新高。沪金由542元/克开启，月中触及582.44元，距离4月的历史高点仅一步之遥，当前回落至555元附近，月涨幅1.06%。沪银由6928元/千克开启，迭创2012年合约上市以来的新高，月中将高点刷新至8733元/千克附近，当前回落到8400元关口，月涨幅高达19.77%。

3

伦敦金接续4月行情，由2278美元/盎司启动，再度将历史高点刷新至2449.93美元/盎司，当前回落至2330关口附近，月涨幅1.9%；伦敦银则由26美元/盎司启动，在月中突破30强阻力位，一度触及2012年底以来的阶段性新高32.49美元/盎司，当前温和盘整至31.8附近，月涨幅高达20.69%。

价差&期货成交持仓量



ETF持仓量



1

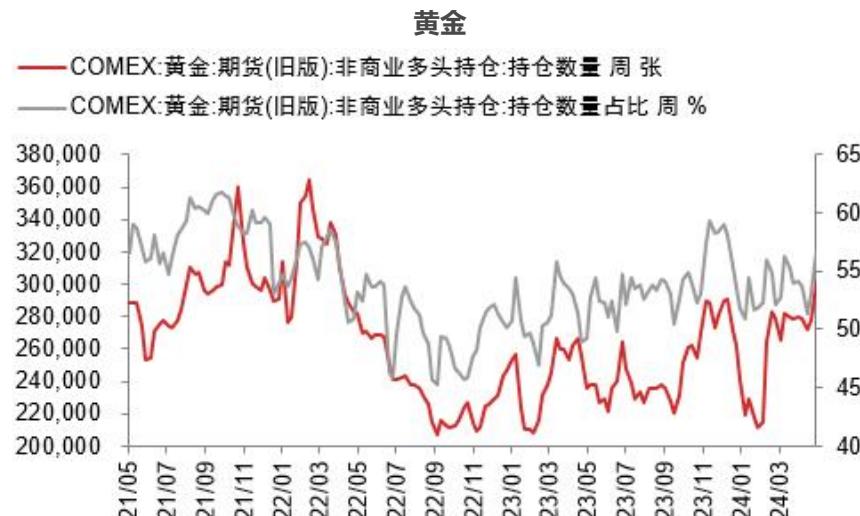
5月，SPDR黄金持仓和4月基本持平，净增加0.02吨至832.21吨，黄金投机性净多头持仓从4月末的20.4万张合约增加至5月21日的23万张合约，整体指向4月期间黄金市场情绪偏多。

2

5月，SLV白银持仓净减少300吨至12983.54吨，5月21日公布的白银投机性净多头持仓增加0.5万张至5.96万张，表明白银实物投资和盘面情绪出现一定背离，往后看，预计随着外盘白银上破关键阻力位，其投资吸引力有望增加。

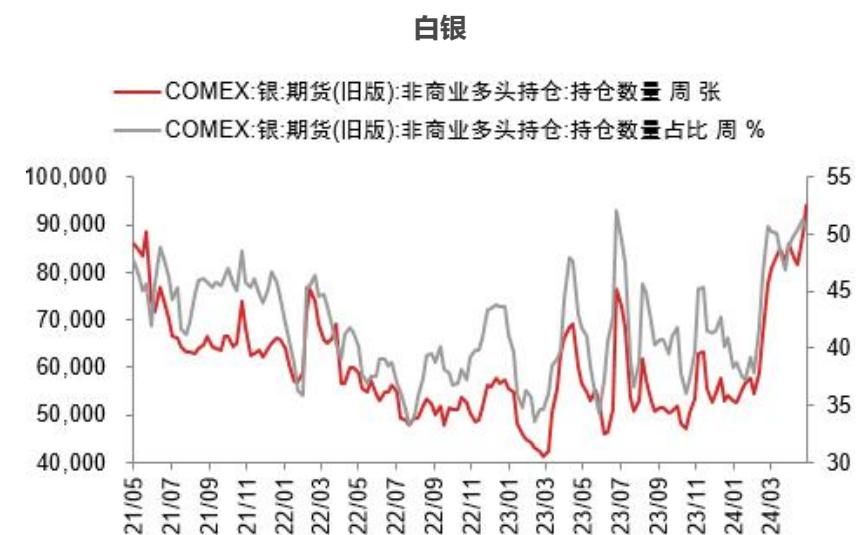
3

COMEX非商业多头持仓



1

COMEX黄金非商业多头持仓占比56.7%，环比增加3.6个百分点



2

COMEX白银持仓多头持仓占比50.4%，环比减少0.9个百分点

3

美国CPI



美国4月CPI整体和市场预期相符，并出现小幅降温，令市场对于美国“二次通胀”的担忧有所缓和：美国4月未季调CPI同比录得3.4%，低于前月的3.5%，符合市场预期；环比CPI上升0.3%，低于前值和预期的0.4%；4月核心CPI同比录得3.6%，低于前值3.8%，和预期一致，为2021年4月以来的最低水平；4月核心CPI环比如期回落至0.3%，为去年12月以来新低。

4月的美国CPI数据将美联储再次加息的可能性降低，但远不足以触发降息，并且，结合近期的PMI数据和就业市场表现推测，5月CPI大幅降低的可能性偏小，对于美国经济降温、通胀进一步接近2%的目标仍需耐心等待。

美国4月个人消费支出价格指数（PCE）同比上涨2.7%，剔除波动较大的食品与能源价格的核心PCE同比上涨2.8%，虽然这是2021年4月以来的最低水平，但两者均和前值持平，反映美国通胀依然顽固，同时核心PCE同比仍为2.75%，同样高于长期目标2%。

美元指数



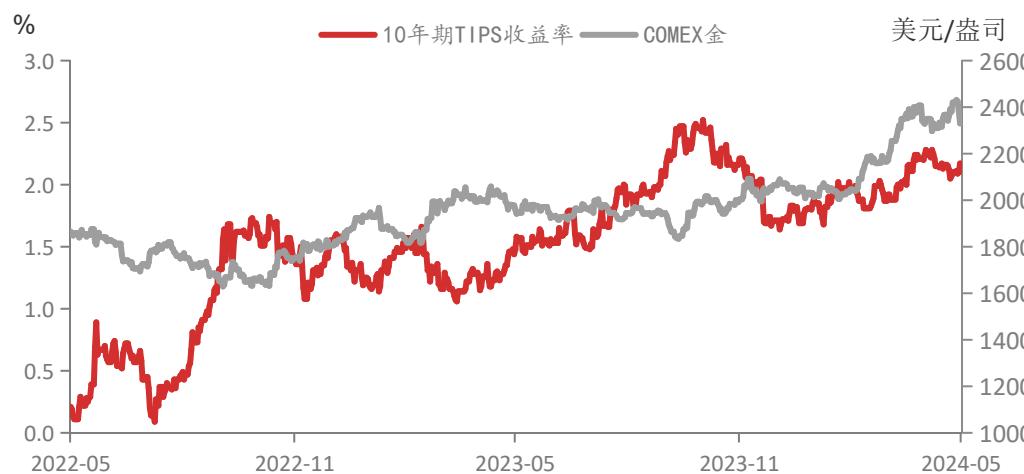
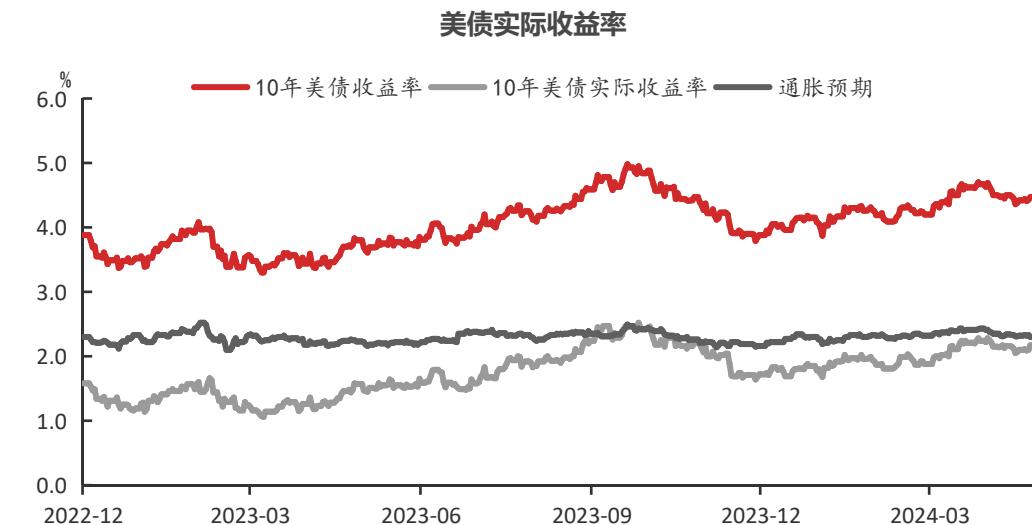
- 1 贵金属走强主要受红海局势影响，地缘政治持续紧张推动贵金属上行。
- 2 欧线指数周四开始加速上涨，与此同时原油价格也出现反弹。此外美元指数周四有所走弱一定程度上也支撑了贵金属反弹。

美债

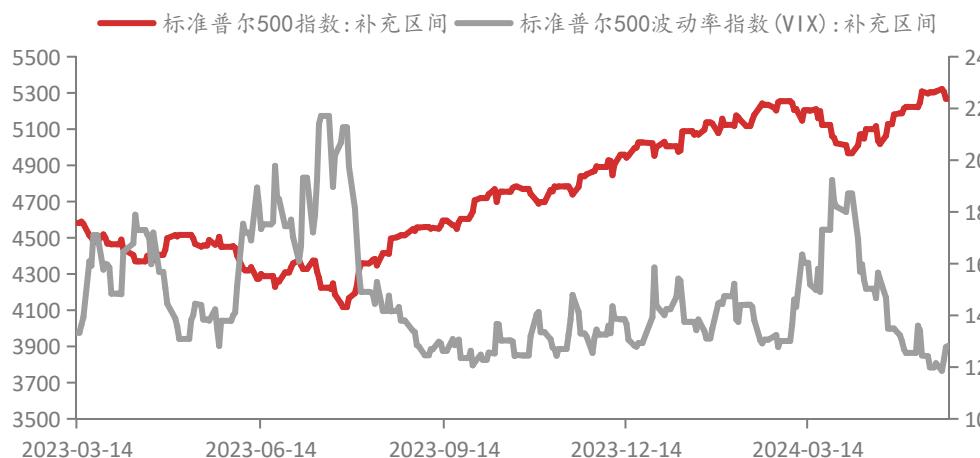
长短端美债收益率基本呈现震荡回落的情况，10年期美债收益率累计下降18个基点至4.51%，1年期美债收益率累计下降7个基点至5.18%。

10年期美债收益率收于4.45%，2年期美债收益率收于4.80%，两者差值为-0.35

利率倒挂在一定程度上说明了市场对于美国长期经济的看衰，利好黄金，将给予黄金支撑，而利差倒挂收窄将利空金价。



标普指数



1

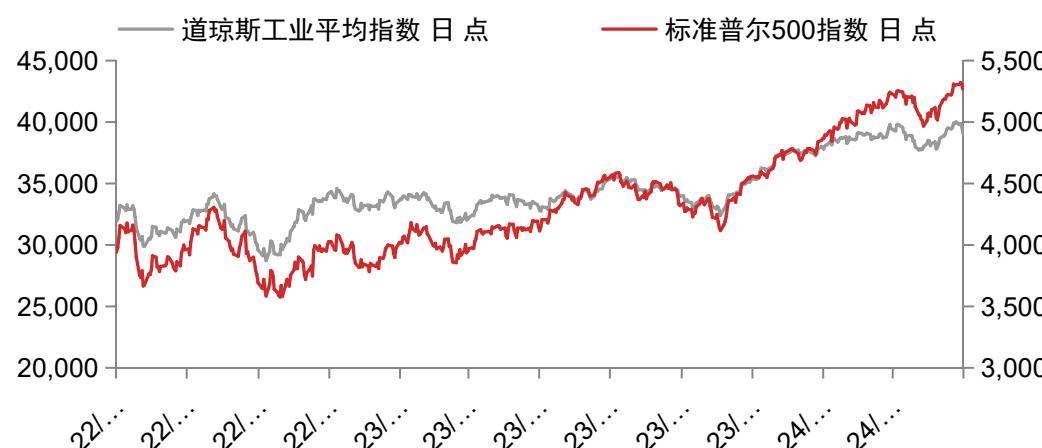
美股在4月中旬触及新高后出现回调，但进入5月市场情绪有所好转，美股也重拾升势。

2

造成这种波动的一个重要原因就是市场对美国通胀数据和美联储政策前景的预期摇摆。

3

因此，可以预见的是，如果通胀再度超预期，可能会再次打压风险情绪，考验美股的支撑力度；若通胀出现降温迹象，则可能提振市场信心，支持美股延续反弹。



金银比价走势



1

由于与黄金相比，白银的工业属性相对偏强，故此在工业品表现相对较强的情况下，金银比价通常会呈现走低态势。但由于近期市场避险需求对于黄金的价格提振更为明显，因此近期金银比价或将有继续扩大的态势，随着矿端供应的持续匮乏以及光伏板块对于白银需求的提振，未来白银供需矛盾或将愈发显著，而这也会使得金银比价出现逐步回落的态势。

2

5月以来金银的上涨中白银显得明显更加强势，从金银比价的角度来看，其价比已经重新触及近年来的底部区间。

白银：库存



1

5月间，上期所黄金库存上涨4,635千克至7,731千克，白银库存下降67,469千克至788,853千克。Comex黄金库存上涨23,232.40盎司至17,673,522.19盎司，白银库存上涨2,979,389.92盎司至297,588,566.86盎司。

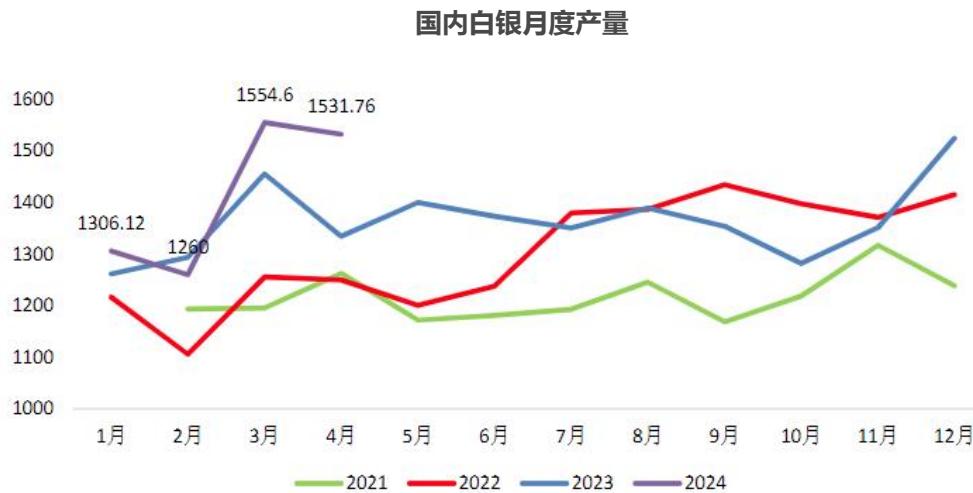
2

近期金银比与通胀预期同向关系趋于走弱，但因铜价走强拉动银价上升。尽管当前铜价炒作来自于供给端因素，但在后续降息预期，海外需求触底预期下，无论供给还是需求都给了铜与白银更多的多头机会。

3

自2022年8月白银库存大幅度回落后，金银比与通胀预期关系由负转正。但随着前期白银ETF明显回落，黄金在短期依靠连续降息进一步抬升的预期渐缓，金银比与通胀预期再度出现背离。

白银：供应



1

4月国内1#白银产量较3月小幅回落至1531.76吨保持在近几年高位，环比降1.4%，同比则增长14.8%，当前银价偏强震荡的情况下白银供应趋于扩大未来可能影响上涨空间。受

2

国内珠宝消费累计同比增幅较前值下降至4.5%续创1年新低，金银价格上涨对人们实物消费的意愿的影响更加；电子消费工业增加值同比增幅小幅回落至13%仍维持在两年多高位，有望对白银工业需求带来支撑

3

白银国内需求——国内珠宝消费同比增长下降续创1年新低，电子消费同比增长维持在两年多高位

(吨)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2022YoY	2023YoY	2024F YoY
矿产银	27433	27894	27987	26861	26457	26040	24366	25785	26024	25831	25614	1%	-1%	-1%
回收银	4989	4572	4532	4578	4625	4610	5110	5403	5502	5555	5564	2%	1%	0%
净套保	333	-	-	-	-	432	264	-	-	-	-	-	-	-
官方售银	37	34	34	31	37	31	37	47	53	50	47	13%	-6%	-6%
总供给	32789	32565	32550	31471	31119	31113	29779	31237	31583	31436	31222	1%	-0.5%	-1%
工业需求	13714	14217	15225	16373	16304	16283	15853	17458	18298	20354	22111	5%	11%	9%
电子电器	8392	8469	9608	10566	10295	10180	10015	10924	11549	13844	15104	6%	20%	9%
光伏	1505	1854	2538	3089	2706	2330	2575	2765	3673	6019	7216	33%	64%	20%
焊料合金	1658	1589	1527	1583	1617	1630	1477	1571	1530	1561	1611	-3%	2%	3%
其他	3664	4159	4090	4224	4392	4473	4361	4964	5219	4945	5396	5%	-5%	9%
摄影	1275	1188	1079	1008	977	955	837	862	855	840	812	-1%	-2%	-3%
银首饰	6019	6298	5882	6103	6320	6270	4694	5661	7294	6317	6572	29%	-13%	4%
银器	1664	1813	1664	1848	2087	1907	970	1266	2286	1717	1829	81%	-25%	7%
净投资	8802	9620	6622	4846	5160	5829	6473	8843	10485	7561	6594	19%	-28%	-13%
净套保	-	-	373	34	230	-	-	109	557	379	-	-	-	-
总需求	31474	33138	30848	30211	31079	31240	28827	34201	39778	37169	37918	16%	-7%	2%
供需平衡	1316	-572	1701	1260	40	-128	952	-2964	-8196	-5732	-6697	-	-	-

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

感谢聆听

公司地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

邮政编码：200127

公司网址：www.qh168.com.cn



微博：东海期货-创新发现价值



微信公众号：东海期货研究 (dhqhyj)



021-68757181



Jialj@qh168.com.cn

