



东海期货  
DONGHAI FUTURES

# 降息预期升温，贵金属或重回涨势

贵金属周报

东海期货研究所有色策略组

2024-06-17

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	美联储6月FOMC会议宣布继续将联邦基金利率目标区间维持在5.25%-5.5%之间，点阵图显示年内降息预测次数调降至1次。美国5月CPI同比+3.3%，低于预期和前值3.4%，CPI环比0%，低于预期0.1%，前值0.3%，鲍威尔会后发言表示通胀有所缓和，但信心还没达到降息程度。
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	即便中短期会受到美联储利率端的影响出现大幅波动，但长趋势而言，去美元化逻辑还有待验证，且在政治地缘环境动荡的当下，黄金大幅下跌的长期驱动较弱。维持逢回调买入。

# 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。
风险因素	美联储降息预期的不断延后；不着陆的预期加强；全球流动性风险加剧

# 周度重要信息汇总

1. 美联储如期将利率政策按兵不动，从去年7月以来连续第七次会议将联邦基金利率区间维持在5.25%至5.50%的二十多年高位。但更新的点阵图暗示，美联储官员大幅下调了对今年降息次数的预期，从上次点阵图显示的三次降至一次，并未如最近数据激发的市场预期那样降息两次。美联储主席鲍威尔在记者会上表示，通胀已经实质性地放缓，但仍然太高，今年迄今的通胀数据还不足以给美联储降息的信心。利率决议公布后，美元和美债收益率跌幅收窄，美股、黄金涨幅收窄。
2. 美国5月CPI同比增长3.3%，低于预期和前值3.4%，为近两年来的最低水平；5月CPI环比持平，为2022年7月以来最低水平。5月核心CPI同比增长3.4%，低于预期3.5%及前值3.6%，为三年多以来的最低水平；核心CPI环比增长0.2%，预期为持平于0.3%。
3. 美联储点阵图显示，在19位官员中，有4位官员认为今年将不降息，此前为2人；有7人认为今年将降息1次，此前为2人；有8人认为今年将降息2次，此前为5人；没有人认为今年将降息3次，此前为9人；没有人认为今年将降息4次，此前为1人。此外，FOMC中位数预计，2025年将降息4次，此前预期为降息3次。
4. 美联储预计2024年核心PCE通胀为2.8%，3月料为2.6%；预计2025年核心PCE通胀为2.3%，3月料为2.2%；预计2026年核心PCE通胀为2.0%，3月料为2.0%。

## 三大央行利率决议来袭

未来一周，英国、瑞士和挪威的央行会议将成为市场焦点。在全球降息步伐放缓的背景下，这些会议有望提供更多证据。英国央行在保守党大选前降息的预期似乎正在减弱，市场目前预计8月降息的可能性约为40%，而9月则为70%。与此同时，瑞士央行在3月通胀稳定后，周四降息的可能性为50%。挪威央行则可能发布新的经济预测，并不急于降息。

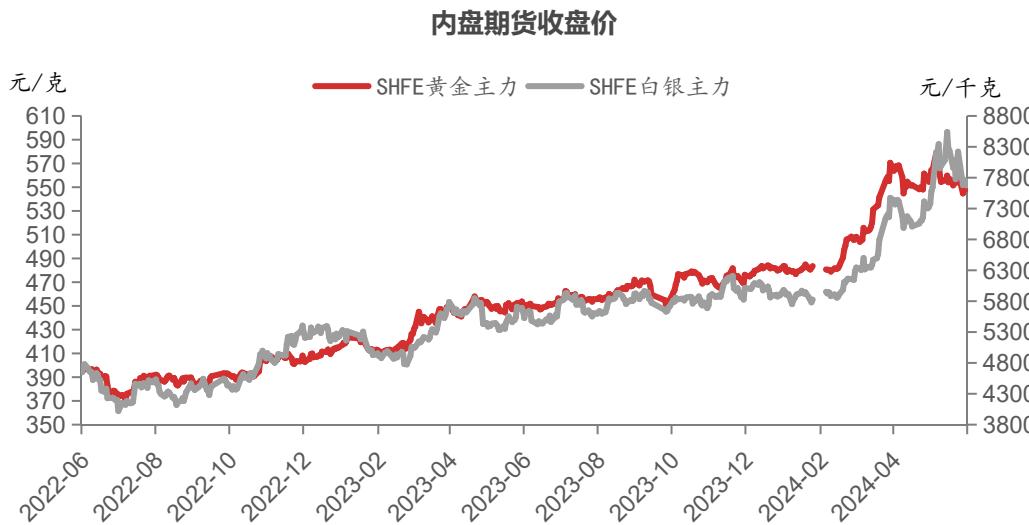
## 美国零售销售数据下周公布 预期增长0.3%

美国经济的强劲程度及美联储降息的时机是投资者关注的另一个焦点。6月18日的月度零售销售数据预计将增长0.3%，而4月份则意外持平。消费者支出成为衡量利率上升对经济影响的重要指标。尽管5月份美国就业岗位的创造远超预期，但消费者价格的持平显示出复杂多变的经济信号。

# 前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



美国6月FOMC会议维持目标利率区间不变，点阵图预测年内降息次数调降至1次。美国5月CPI数据显示通胀放缓，但鲍威尔表示信心还未达到降息程度。议息会议整体偏鹰，周内金银价格承压下行。

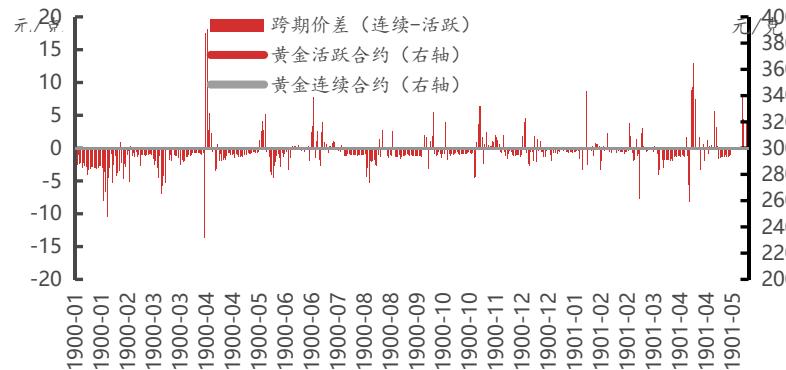


美国消费者信心超预期下降，消费或逐步走弱，叠加5月PPI数据降温，市场预期降息或于9月开启。同时美国债台高筑，利息成本负担加大。随着美经济下行风险累积，降息渐近，利好金银价格。

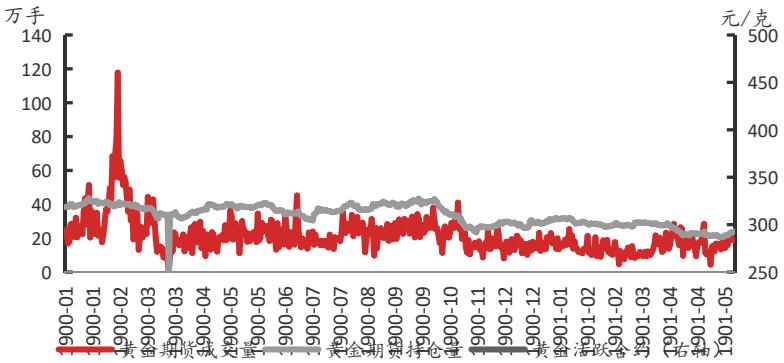
# 价差&期货成交持仓量

COMEX黄金非商业净多头持仓量较上周减少0.34万张，SPDR黄金ETF持仓量较上周减少33.29万盎司。

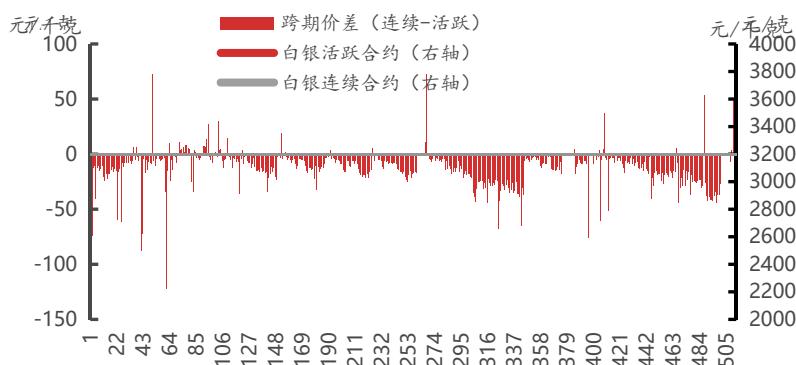
黄金价差



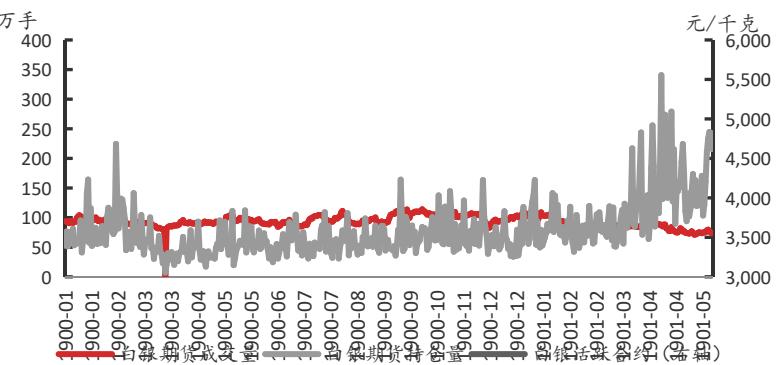
黄金成交量&持仓量



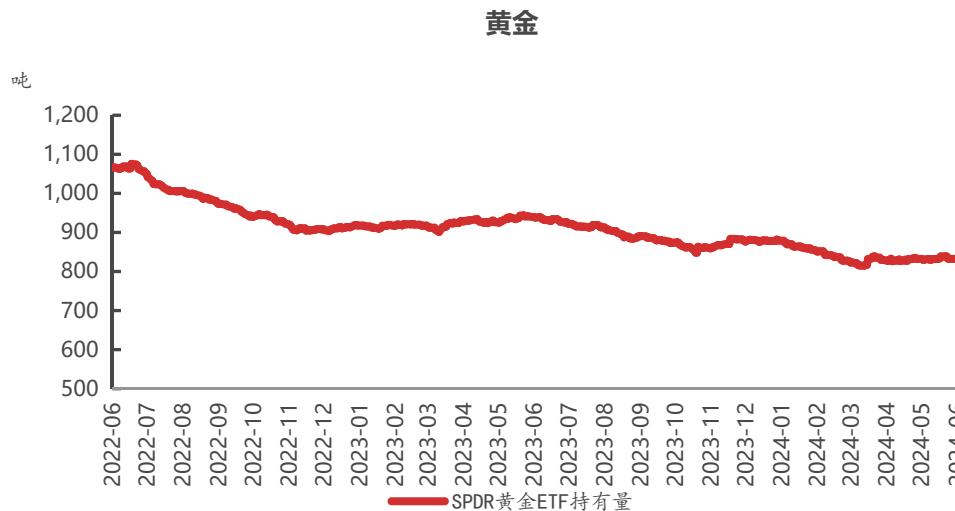
白银价差



白银成交量&持仓量



# ETF持仓量

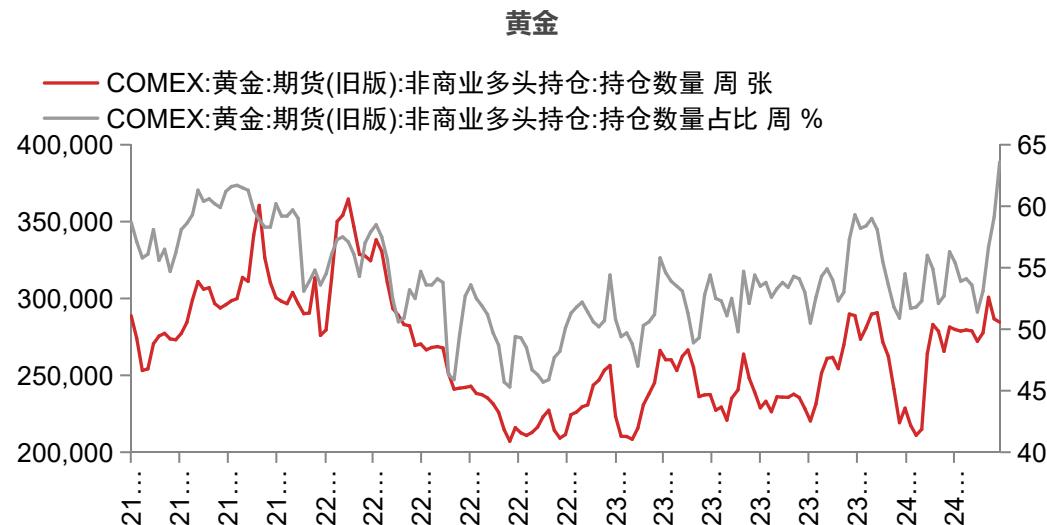


COMEX黄金非商业净多头持仓量较上周减少0.34万张，SPDR黄金ETF持仓量较上周减少33.29万盎司。

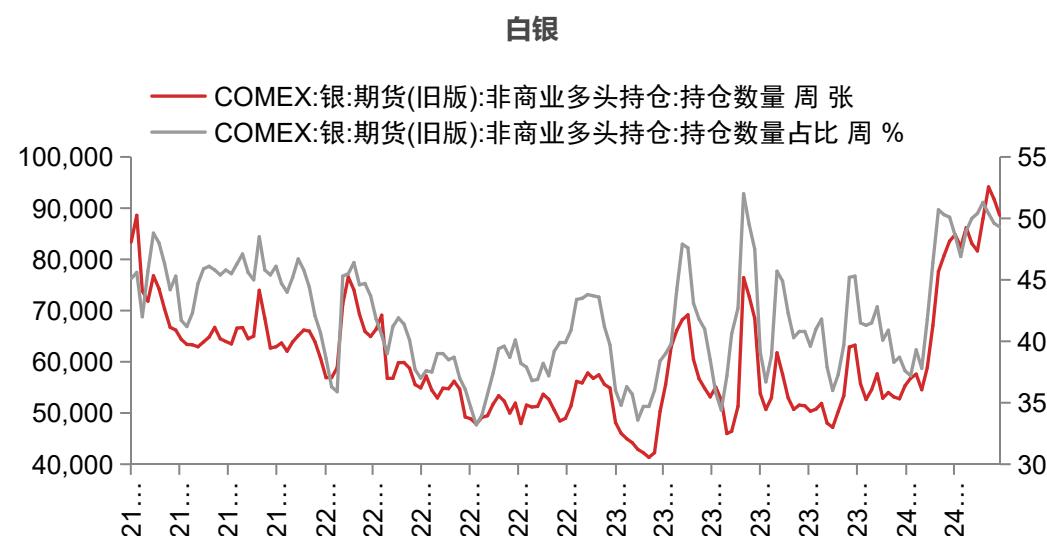


COMEX白银非商业净多头持仓量较上周减少0.47万张，SLV白银ETF持仓量较上周增加936.35万盎司。

# COMEX非商业多头持仓



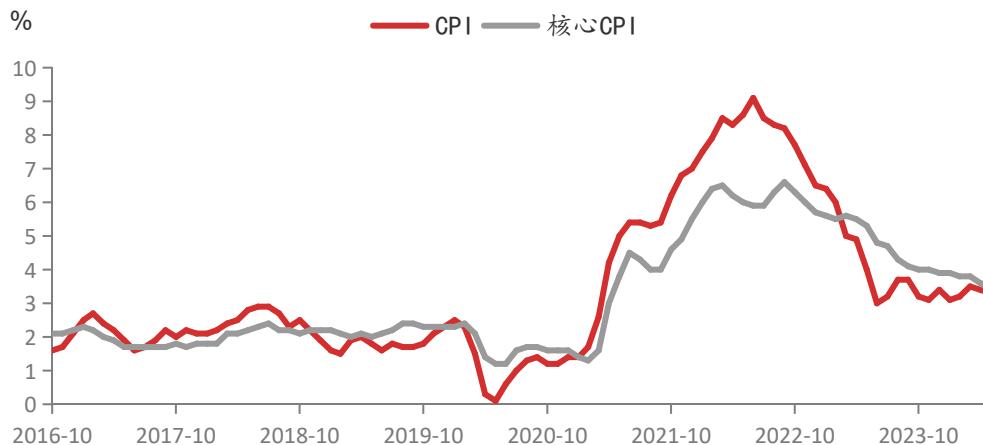
COMEX黄金非商业净多头持仓量较上周减少0.34万张，SPDR黄金ETF持仓量较上周减少33.29万盎司。



COMEX白银非商业净多头持仓量较上周减少0.47万张，SLV白银ETF持仓量较上周增加936.35万盎司。

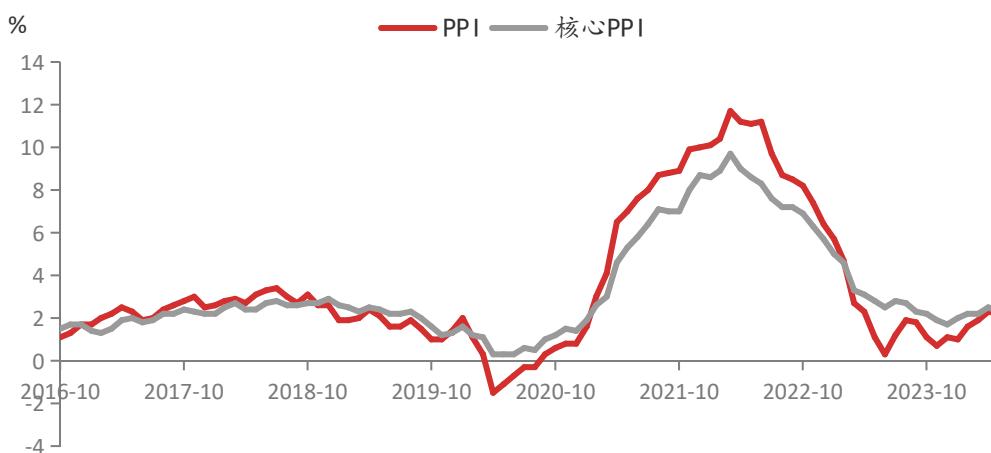
# 美国CPI&PPI

美国CPI当月同比 (单位: %)



美国5月CPI同比增长3.3%，低于预期和前值3.4%，为近两年来的最低水平；5月CPI环比持平，为2022年7月以来最低水平。5月核心CPI同比增长3.4%，低于预期3.5%及前值3.6%，为三年多以来的最低水平；核心CPI环比增长0.2%，预期为持平于0.3%。

美国PPI当月同比 (单位: %)



5月PPI月率录得-0.2%，为2023年10月以来最大降幅。PPI的下降可能是通胀压力正在缓和的一个迹象，这为美联储未来的货币政策调整提供了更多的灵活性

# 美元指数



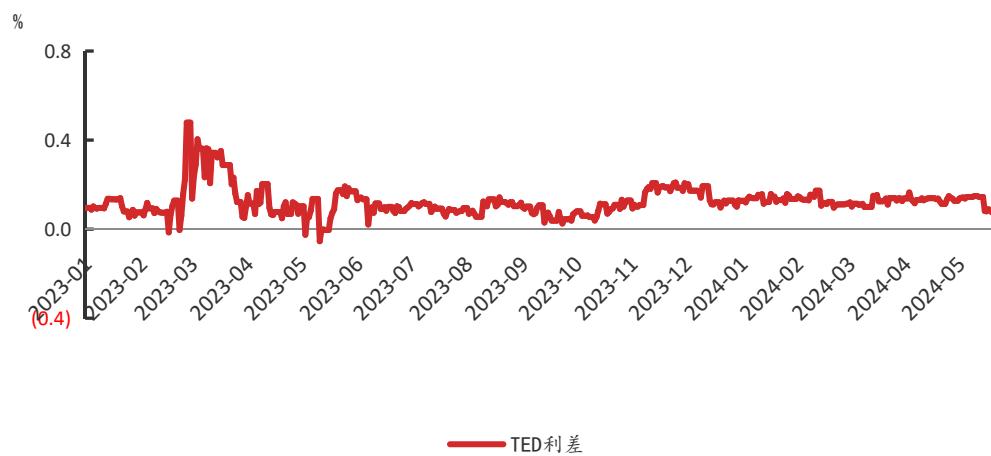
- 1 贵金属走强主要受红海局势影响，地缘政治持续紧张推动贵金属上行。
- 2 欧线指数周四开始加速上涨，与此同时原油价格也出现反弹。此外美元指数周四有所走弱一定程度上也支撑了贵金属反弹。

# 美债

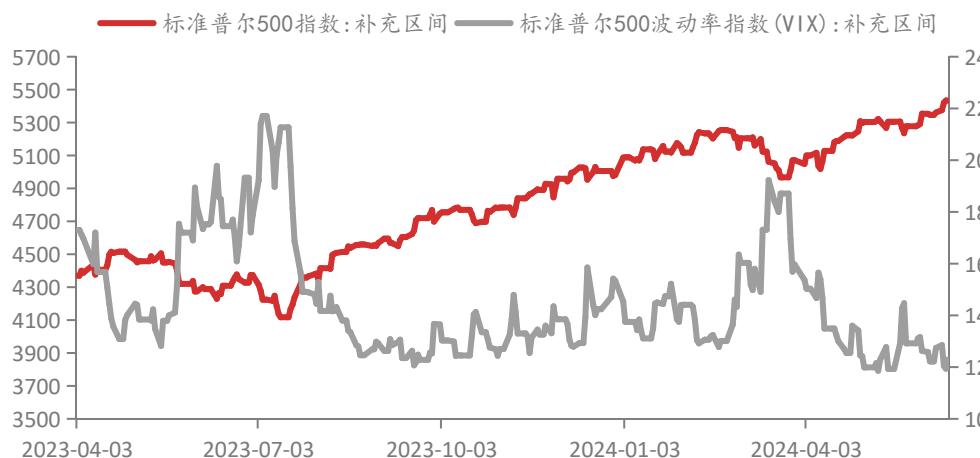
长短端美债收益率基本呈现震荡回落的情况，10年期美债收益率累计下降18个基点至4.51%，1年期美债收益率累计下降7个基点至5.18%。

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

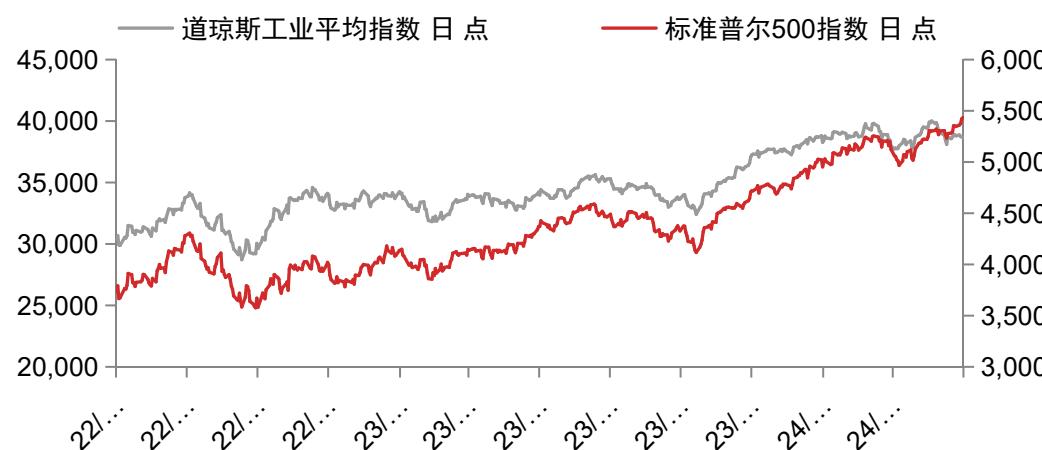
美股在4月中旬触及新高后出现回调，但进入5月市场情绪有所好转，美股也重拾升势。

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

SHFE银库存为699吨，较上周减少35.04吨，金交所银库存为1,636吨，COMEX银库存较上周增加23.72吨至9,219吨。

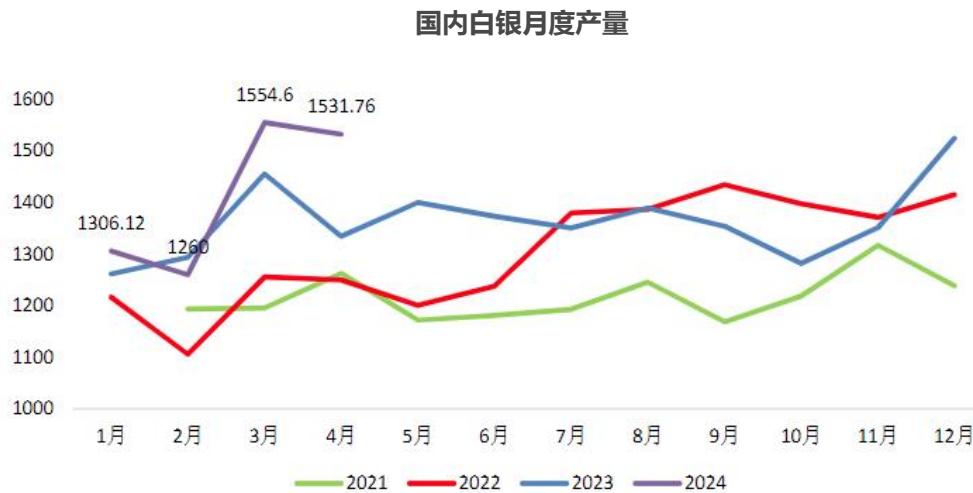
2

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

5月份，我国制造业PMI为49.50%，环比减少0.90%，随着经济逐步企稳回升，光伏、电子等领域景气度提升，将拉动白银的工业需求。

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](http://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

