

2024年10月8日

降息周期开启，金融属性持续利好金价

——贵金属10月月度策略报告

期货分析师：

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

投资要点：

宏观：近期美国经济数据总体呈现增长放缓，就业和通胀数据不断下行但未出现大面积恶化，经济在“补库+降息”背景下将持续温和放缓，消费和通胀等仍较顽固，降息开始后经济或产生积极影响，延续“软着陆”的路径。

利率：9月间，10年期美债收益率累计下降10个基点至3.81%，1年期美债收益率累计下降40个基点至3.98%。此前长时间的长短端利率倒挂得到修正。除美国外主要经济体央行也正在经历货币政策逐步偏宽的过程，这对于贵金属的定价仍然十分有利。在市场已充分计价整个降息周期情况下，利率端波动重心有望继续下移。

美元汇率：美联储后续降息节奏较难边际加快，即便经济出现硬着陆情形，避险属性也将对美元形成明显支撑。此前美联储相较欧央行偏向鸽派的局面可能面临明显改善，这有助于止住美元指数继续下行。

供需面：投机资金、配置资金共同推动金银上涨。全球央行购金需求依然强劲，为黄金市场提供支撑。

结论：目前宏观层面美国经济温和下行，在美联储预防性降息的情形下降息落地后美国经济“软着陆”从而抑制美联储进一步行动的意愿，贵金属的利多情绪未完全释放。在央行和金融机构购金需求保持强劲的情况下，叠加国内刺激政策利好金融资产和相关消费，短期黄金将保持偏强震荡。后市建议仍保持回调买入思路。白银方面，在国内刺激政策带动经济基本面复苏情况下未来能源和有色等工业品价格走势将影响银价叠加，金融属性提振跟随黄金上涨。

操作建议：回调做多

风险因素：美国降息预期

正文目录

1. 贵金属行情回顾	4
2. 影响贵金属价格因素	4
2.1. 美国通胀预期	5
2.2. 美元指数	6
2.3. 美国劳动力市场	7
2.4. 地缘政治风险	7
3. 贵金属供需分析	8
3.1. 黄金供需	8
3.2. 白银供需	9
4. 结论与建议	10

图表目录

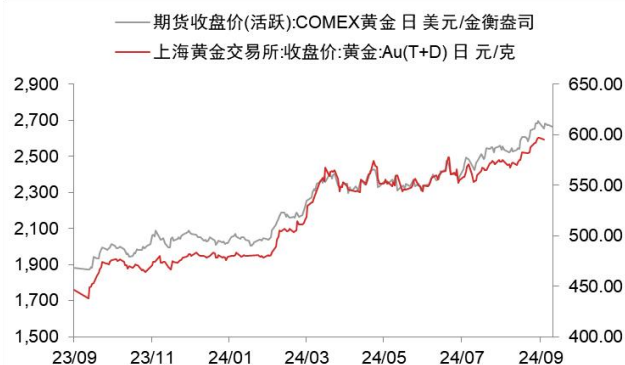
图 1 黄金走势	4
图 2 白银走势	4
图 3 金银比价	4
图 4 美国 CPI	6
图 5 美国 PCE	6
图 6 美国 PPI	6
图 7 美国 PMI	6
图 8 美元指数	7
图 9 美国新增非农就业人数	7
图 10 美国失业率	7
图 11 SPDR:黄金:持仓量	9
图 12 SLV:白银:净持仓量	9
图 13 COMEX 黄金非商业多头持仓	9
图 14 COMEX 银非商业多头持仓	9

1. 贵金属行情回顾

2024 年 9 月份贵金属市场表现强劲，尤其是黄金和白银价格创下新高。2024 年 9 月金价表现强劲，创下 5 年来同期最大涨幅。根据上海黄金交易所的数据显示，AU99.99 现货黄金价格在前 9 个月涨幅达 24%，9 月 30 日收盘价为每克 595.25 元，而金店足金饰品报价甚至高达每克 760 元以上。这一表现不仅反映了黄金市场的强劲势头，也显示了金价在短期内的大幅上涨。此外，伦敦现货黄金价格在 9 月 20 日突破每盎司 2600 美元，10 月 1 日收于每盎司 2663.22 美元，今年以来涨幅达 29%。这些数据表明，2024 年 9 月金价表现突出，创下新高，这主要归功于美联储降息和地缘局势紧张等多重因素的影响。

白银市场在 2024 年 9 月也表现出色，现货白银价格在 9.26 日时段最高触及 32.7 美元/盎司。白银价格受到工业需求恢复的影响，科技发展和新能源行业对白银需求增加。随着利率下降和地缘政治紧张局势的加剧，黄金和白银的价格将持续上涨。白银市场在未来几年将面临短缺，这将进一步支撑银价上涨，吸引投资者兴趣。

图 1 黄金走势



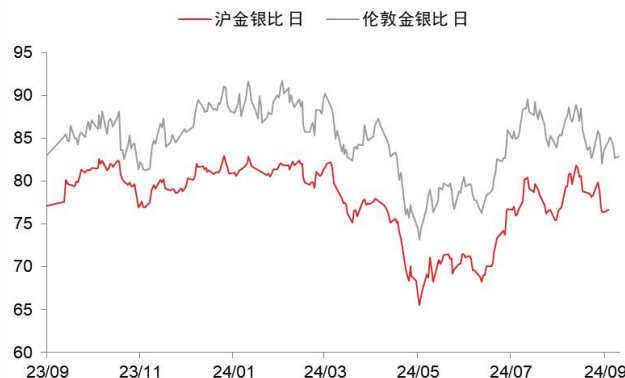
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 2 白银走势



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 3 金银比价



资料来源：iFinD，东海期货研究所

2. 影响贵金属价格因素

2.1. 美国通胀预期

8月美国通胀预期指数显示核心通胀压力略有缓解。8月美国通胀预期主要体现在通胀数据的降温上，2024年8月，美国CPI同比增2.5%，与市场预期持平，前值为2.9%。核心CPI同比增3.2%，与市场预期及前值持平；季调后CPI环比增0.2%，与市场预期及前值持平；季调后核心CPI环比增0.3%，预期与前值均为0.2%。数据整体符合市场预期，显示出通胀整体有所缓解，能源价格的降温为主要影响因素。根据最新的数据，8月美国核心消费者支出物价指数（PCE）同比增速预计为2.7%，较上月加快0.1个百分点。这一数据显示尽管存在其他因素的影响，核心通胀仍然保持一定的增长。此外，8月整体PCE物价指数同比增长2.3%，环比增长0.2%，为2021年以来新低。这些数据表明，尽管有降息和通胀压力的缓解，核心通胀仍显示出一定的增长势头。

美联储政策预期对通胀预期产生影响。在美联储降息后，市场预期11月和12月可能仅降息25个基点，但若劳动力市场意外恶化，可能再次降息50个基点。这一政策预期对通胀预期产生了显著影响，显示出美联储在保持经济好转的同时，仍需密切关注通胀目标。此外，美联储内部对通胀预期存在分歧，部分成员认为通胀存在上行风险，这可能让美联储在年内剩下的两次会议上保持谨慎的政策选项。

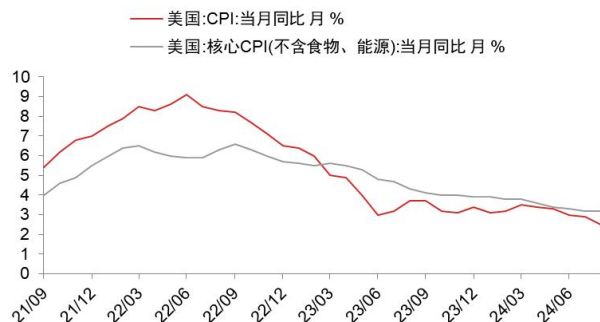
8月核心PPI同比为2.4%，表明生产端价格压力相对稳定。8月核心PPI同比增长2.4%，预期和前值均为2.4%。这一数据表明，尽管存在外部经济和政治因素的影响，生产端的成本压力相对稳定。这为美联储在制定未来货币政策时提供了重要的参考依据。

能源价格的下跌是影响通胀预期的重要因素。8月食品环比增长0.1%，较上月回落0.1个百分点；能源环比下降0.8%，较上月回落0.8个百分点。原油价格进一步下跌叠加高基数是主要原因，短期能源通胀反弹的可能性不大。能源价格的下跌对通胀预期产生了积极影响，显示出通胀压力有所缓解。

消费者支出和收入的变化对通胀预期产生影响。8月个人收入月率预计加快至0.4%，支出月率将从0.5%回落至0.3%。这一数据表明尽管有降息和通胀压力的缓解，消费者支出可能仍面临一定的压力。此外，7月份支出增长连续第六个月超过收入，储蓄率降至2.9%，这是自2008年以来储蓄率第二次降至3.0%以下。这表明消费者对未来通胀预期的不确定性可能影响其消费行为，从而对通胀预期产生影响。

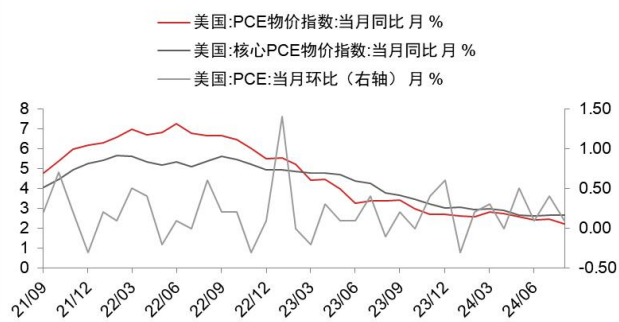
总体来看，8月美国通胀预期指数显示核心通胀压力略有缓解，但美联储政策预期和生产端价格压力仍需密切关注。能源价格的下跌和消费者支出变化也对通胀预期产生了显著影响。这些因素共同作用于贵金属市场，对黄金、白银等贵金属的价格走势产生重要影响。

图 4 美国 CPI



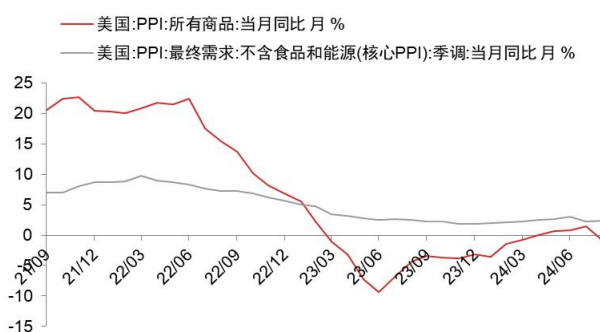
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 5 美国 PCE



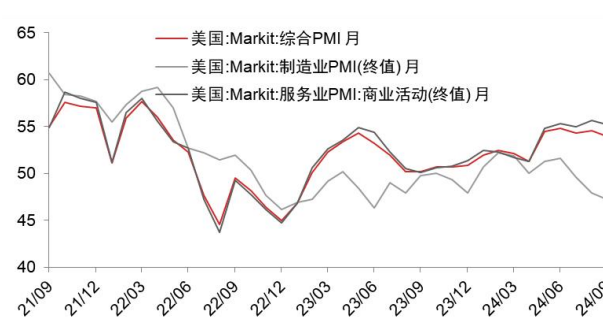
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 6 美国 PPI



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 7 美国 PMI



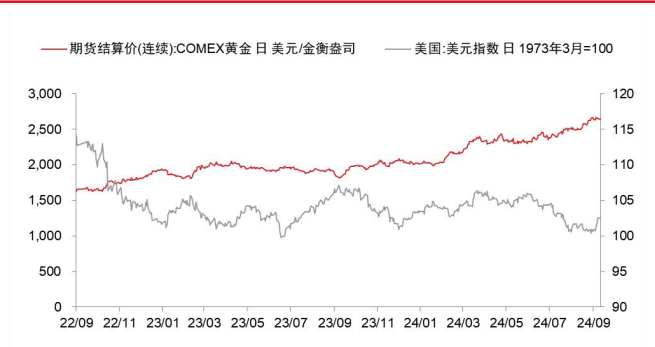
资料来源：iFinD，东海期货研究所

2. 2. 美元指数

美元指数的波动直接影响贵金属市场，尤其是在美联储宣布首次降息的情况下。2024 年 9 月 19 日，美元指数下跌 40 点，现货黄金价格随之上涨近 20 美元。这种变化反映出美元疲软使得以美元计价的黄金对于其他货币持币者显得更加便宜，从而刺激了国际市场上的黄金需求，推动了黄金价格上涨。

美元指数的影响因素主要包括货币政策、经济数据以及劳动力市场状况。2024 年 9 月，美元指数受到美联储货币政策、美国经济数据、劳动力市场状况以及欧洲经济表现的影响。美联储官员的讲话透露出内部对于未来利率走势的分歧。一方面，美联储票委鲍曼倾向于按照审慎的步伐放松货币政策，避免重新助推消费需求。另一方面，美联储票委沃勒认为通胀下降速度快，支持降息 50 个基点。同时，美国 9 月制造业 PMI 初值降至 47，服务业 PMI 初值为 55.4，综合 PMI 初值为 54.4，均创 2024 年 7 月份以来新低，显示商业活动扩张速度略有放缓。此外，美联储主席鲍威尔表示，劳动力市场接近充分就业，尽管就业增长放缓值得关注。这些因素综合作用，可能会促使美元指数进一步承压。

图 8 美元指数

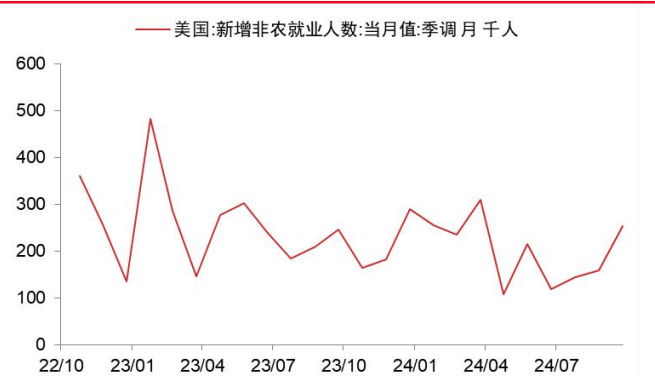


资料来源：iFinD，东海期货研究所

2. 3. 美国劳动力市场

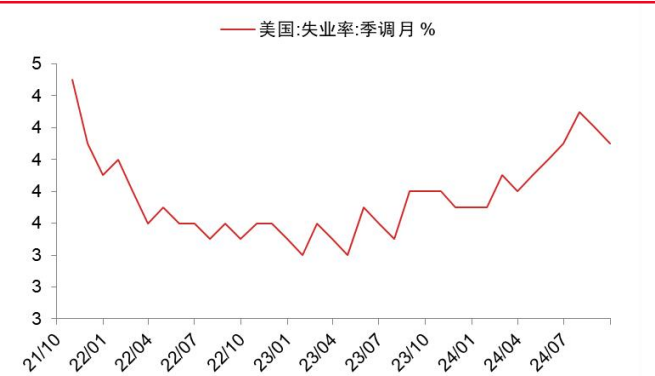
美国非农就业数据显示出经济强劲表现。在 2024 年 10 月，美国公布了其最新的非农就业数据，显示出强劲的表现。具体数据显示，新增就业人数为 25.4 万人，远超市场预期的 14 万人；失业率下降至 4.1%，创下 2024 年 6 月以来的新低；平均时薪环比增长 0.4%，同比上升 4%，分别高于市场预期的 0.3%和 3.8%。这一数据发布后，对市场产生了显著影响，包括美股三大股指集体收涨，纳斯达克中国金龙指数收盘涨幅超过 3%，美元指数直线拉升，人民币对美元汇率承压，黄金期货出现短线跳水，伦敦金现一度跌近 0.9%。强劲的非农数据还使得市场对美联储未来降息幅度的预期发生了显著变化，11 月降息 25 个基点的概率大幅上升至 95.1%，而降息 50 个基点的概率则降至 2.5%。

图 9 美国新增非农就业人数



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 10 美国失业率



资料来源：iFinD，东海期货研究所

2. 4. 地缘政治风险

地缘政治事件对贵金属市场产生了显著影响。2024 年 9 月，全球地缘政治局势紧张，政治两极分化、武装冲突频发，这些因素导致地缘政治风险持续上升。地缘政治风险指数每上升 100 点，金价就会上涨 2.5%。这种不确定性为黄金市场提供了持续的支撑，使得黄金

作为避险资产的需求增加。2024 年 9 月，中东地区局势紧张，以色列对黎巴嫩南部发动空袭，引发市场对地缘政治风险的担忧，进一步推高了黄金价格。

2024 年 9 月，中东地区冲突升级的担忧和中东地区冲突升级的担忧以及美联储降息预期支撑了黄金价格的偏强运行。伦敦黄金在 2650 美元/盎司上方运行。以色列对黎巴嫩的猛烈空袭和俄罗斯总统普京的核威胁言论，可能引发全球市场的避险情绪，进而推高贵金属价格。

3. 贵金属供需分析

3.1. 黄金供需

2024 年上半年国内黄金矿产金产量表现稳定，部分大型矿山表现尤为突出。根据最新数据，2024 年上半年，国内原料黄金产量为 179.634 吨，同比增长 0.58%。其中，黄金矿产金完成 141.496 吨，占总产量的比重为 79.3%，同比增产 1.036 吨。大型黄金矿山如山东三山岛金矿、甘肃早子沟金矿、内蒙古毕力赫金矿、黑龙江多宝山金铜矿等产量均有显著增长。山东恒邦冶炼股份有限公司的复杂金精矿多元素综合回收项目也大幅提升了冶炼金产量。然而，黄金价格虽然表现较好，但国内黄金产量未如期增长，主要原因是老矿山易开采资源减少，新建矿山面临深井建设难题，且安全环保政策要求提高导致部分矿山减产、关停或整改。进口黄金冶炼原料对国内含金精矿供应起到了补充作用，冶炼企业加大采购力度，提高了产能利用率。

黄金矿产金产量增长受多种因素制约。尽管大型黄金矿山产量有所增长，但整体黄金产量增长面临老矿山易开采资源减少、新建矿山深井建设难题和安全环保政策要求提高等挑战。老矿山易开采资源逐渐减少，新建矿山面临深井建设难题，导致部分黄金矿山企业减产、关停整改或无法延续生产。此外，安全环保政策要求不断提高，进一步限制了黄金矿山的生产能力。进口黄金冶炼原料虽然对国内含金精矿供应起到了补充作用，但整体黄金产量增长仍然受到限制。

2024 年 9 月黄金需求表现相对疲软。在 2024 年 9 月，全球黄金 ETF 的需求显示出一些疲软迹象。具体来看，黄金 ETF 的持仓量在 2024 年 10 月 02 日为 922326.07 金衡盎司，累计持仓量为 244827208.56 金衡盎司。同比数据表明，2024 年 10 月 02 日的持仓量较去年同期下降了 0.94%，而环比则持平。从 2023 年 05 月 27 日的 932763.07 金衡盎司下降至 2024 年 10 月 02 日的 922326.07 金衡盎司，累计下降了 10437.00 金衡盎司，降幅为 1.12%。

全球央行购金需求依然强劲，为黄金市场提供支撑。全球央行一直是推动黄金市场的重要力量。虽然部分央行的购金需求有所下降，但整体上，全球央行预计仍将保持较高的购金水平。特别是在亚洲市场，如印度和中国，黄金 ETF 的管理资产规模都有所增长，表明亚

洲市场对黄金的需求依然强劲。这种央行购金需求为黄金市场提供了稳定的支撑，尤其是在地缘政治风险和全球经济不确定性增加的背景下。

3.2. 白银供需

2024 年白银供给预计将继续下降，供需缺口将进一步扩大。2024 年全球白银供给预计将从 2023 年的 3.14 万吨小幅收缩至 3.12 万吨，主要由于矿产银产量的下降和回收银供应的增长相对缓和。在需求端，2024 年全球白银需求预计将增加 2%，其中工业用银需求增加 9%，主要增量贡献于光伏需求，增长 20%。然而，首饰和银器需求预计增长 4% 和 7%，实物投资需求则将萎缩 13%。供需关系的边际变化，加上全球宏观经济因素的动荡，预计将导致白银价格进一步上涨。

2024 年白银需求主要集中在电子行业和太阳能光伏领域。根据最新数据，白银在电子行业中的需求呈现出显著增长趋势。全球制造业中，白银在摄影、工业应用以及银器等方面的需求量也有所增加。总体来看，白银在电子行业和太阳能光伏领域的需求增长预计将推动全球白银需求的持续增长。尽管存在一些不利因素，如电网容量受限、土地利用问题和光伏面板回收挑战，但预计这些因素不会对光伏行业白银需求保持历史高位造成太大影响。未来几年，白银市场将面临更多的机遇和挑战，但白银在电子和太阳能光伏领域的应用预计将继续推动其需求增长。

图 11 SPDR:黄金:持仓量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 12 SLV:白银:净持仓量

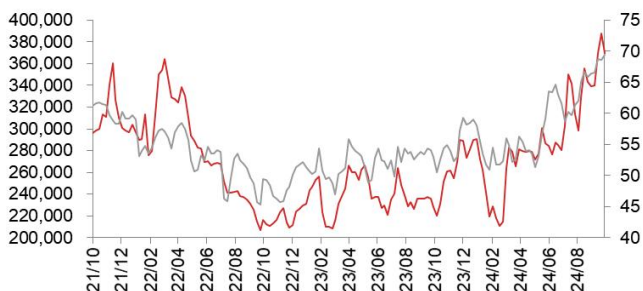


资料来源：iFinD，东海期货研究所

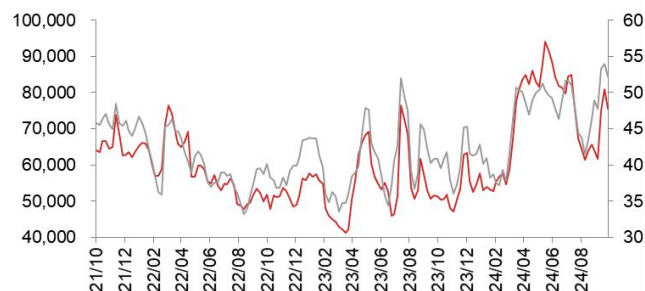
图 13 COMEX 黄金非商业多头持仓

图 14 COMEX 银非商业多头持仓

COMEX:黄金:期货(旧版):非商业多头持仓:持仓数量 周 张



资料来源：iFind，东海期货研究所

COMEX:银:期货(旧版):非商业多头持仓:持仓数量 周 张
COMEX:银:期货(旧版):非商业多头持仓:持仓数量占比 周 %

资料来源：iFind，东海期货研究所

4. 结论与建议

目前宏观层面美国经济温和下行，在美联储预防性降息的情形下降息落地后美国经济“软着陆”从而抑制美联储进一步行动的意愿，贵金属的利多情绪未完全释放。在央行和金融机构购金需求保持强劲的情况下，叠加国内刺激政策利好金融资产和相关消费，短期黄金将保持偏强震荡，国内金价在人民币升值的预期下涨幅受限。后市建议仍保持回调买入思路。白银方面，在国内刺激政策带动经济基本面复苏情况下未来能源和有色等工业品价格走势将影响银价叠加，金融属性提振跟随黄金上涨。

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资目标、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。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn