

## 短期多头情绪衰减，中长期风险因子支撑贵金属

兴证期货.研究咨询部  
金融研究团队

2024年7月1日 星期一

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

周立朝

从业资格编号：F03088989

投资咨询编号：Z0018135

联系人：周立朝

电话：0591-38117689

邮箱：zhoulc@xzfutures.com

### ● 内容摘要

- 6月份黄金价格高位震荡，白银价格震荡回落，金银比数值从75附近上升至79附近，金银比回升，前期白银多头投机情绪衰减回落，成交量下降，金银价格趋于震荡休整。
- 6月份美元指数震荡反弹，更多由于欧洲、日本货币贬值倒推美元指数上涨。实质上发达国家相对黄金的贬值趋势长期存在。对于贵金属价格的长期驱动力在于欧美日为主的纸币体系相对于贵金属长期处于贬值趋势，特别是疫情之后，发达国家的宽松政策导致全球流动性泛滥，致使发达国家纸币购买力下降，从近些年的发达国家货币增量来看，与金价长期呈正比关系。庞大的存量货币将继续构成贵金属价格的支撑因子。
- 6月份美债收益率、实际利率震荡小幅下降，为贵金属价格提供一定支撑。结合美国经济就业数据坚挺的现实来看，降息预期不顺畅。从菲利普斯曲线关于通胀与失业率组合来看，当美国历史通胀率在2%至2.5%之间，失业率在5%至6%之间，属于常态组合数据。但是，当前4%的失业率与3.3%的通胀水平表明，美联储可以继续牺牲就业以打压通胀。这成为降息预期不断后移的重要原因。后市关于降息的预期与不降息的现实之间的博弈将反复上演，即降息预期并不顺畅，这也将导致未来处于历史高位的金价走势将反复受到降息预期变化的干扰，大概率走出高位震荡的走势。
- PMI数据显示出较强的韧性，从2023年初低位开始，有重心震荡上移的趋势。美联储在未出现显著经济数据下降的情况下，不会采取降息政策。
- COMEX黄金与白银的净多头持仓重心上移，但接近高位，多头投机情绪进一步释放空间有限，短期或将产生多头情绪面回拨的行情；另一方面，SPDR黄金ETF与SLV白银ETF的持仓量重心下移，由于该黄金

白银 ETF 的投资者以资产配置类为主,更多跟踪美国实际利率水平定价,因此,自本轮美联储加息以来,美国实际利率走高,从实际利率定价维度来看,会倾向于逐步建仓黄金、白银 ETF 的持仓。因此,期货持仓头寸与 ETF 持仓之间分化并不矛盾。此外,中国 5 月黄金储备环比持平,中止了连续 18 个月增持黄金储备的趋势。

- 避险情绪是今年以来贵金属行情的重要驱动力,美国债务规模持续走高达到临界值,由此引发市场对于美国债务信用风险的担忧,从历史经验来看,后市美国或将重启上调债务上限的决策,对于贵金属是潜在的利好。此外,全球经济政策不确定性指数近期快速回落,但不改重心上移的趋势,叠加全球多地政治风险的隐患,构成贵金属的潜在利多。
- 综合来看,全球货币与债务信用风险以及地缘政治风险构成贵金属的利多支撑。美国通胀与经济韧性,实际利率高位,降息预期后移扰动贵金属价格走势。前一轮金银价格大涨之后,多头情绪溢价回落,成交量下降,支撑与阻力并存,预计贵金属价格高位宽幅震荡。

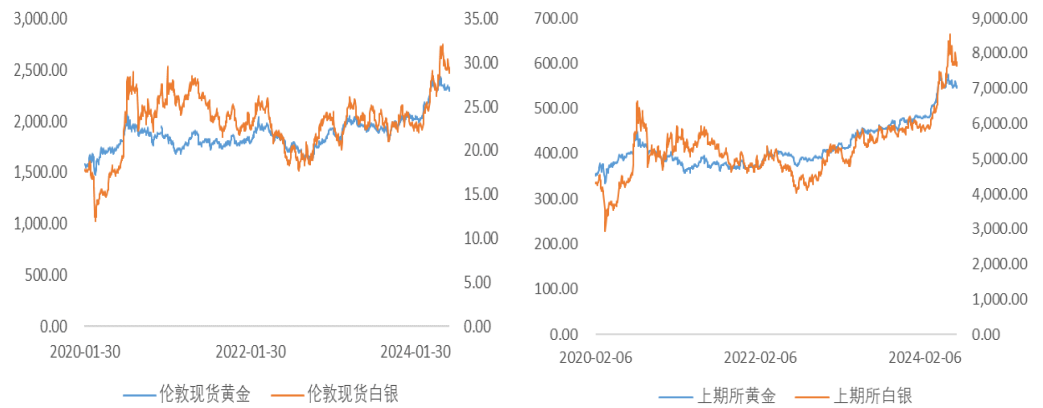
**风险因子: 风险情绪缓和、美联储超预期收紧信号**

## 一、贵金属与货币、利率

### 1. 贵金属价格回顾、金银比

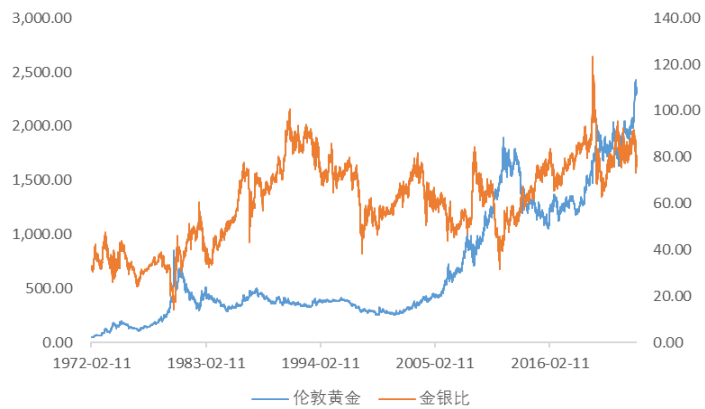
6 月份黄金价格高位震荡，白银价格震荡回落，伦敦金银月度涨跌幅分别为 -0.03%、-4.36%；上期所金银月度涨跌幅分别为 -1.06%、-5.72%。金银比数值从 75 以上回升至 79 附近，此前白银涨幅较大，随着多头投机情绪回落，白银价格回踩幅度大于黄金，金银比回升，成交量下降，整体呈现高位震荡形态。

**图 1：国际金银价格（美元/盎司）**      **图 2：国内黄金（元/克）、白银（元/千克）**



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

**图 3：金银比**



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

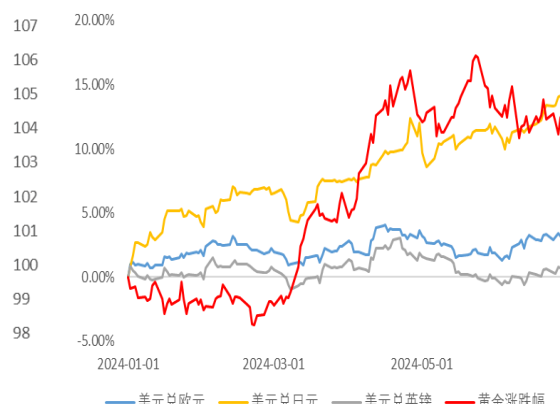
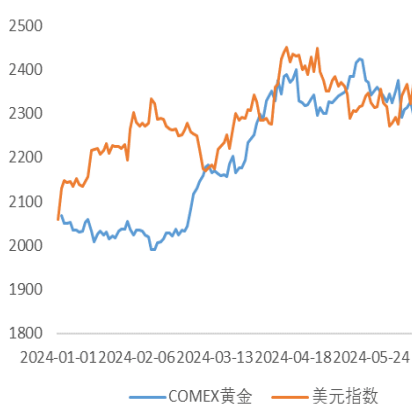
### 2. 贵金属与货币

现有以美元为中心的发达国家货币体系受到冲击，美元指数对贵金属价格的影响弱化。部分时间段美元指数甚至与黄金出现同涨跌的情况。此前 3 月至 4 月期间，贵金属价格加速上涨，但同一时期的美元指数也处于上涨趋势。通常黄金价格与美元指数成反向关系。其它因素对于金价的驱动覆盖了美元的影响。从主

要国际货币的对比关系来看，今年以来美元指数上升，很在程度在于欧元、英镑、日元等货币兑美元的贬值，从而推高了美元指数本身，反映出在全球纸币贬值的背景下，美元对于其它货币仍然具有比较优势。对于贵金属价格的长期驱动力之一在于欧美日为主的纸币体系相对于贵金属的购买力处于贬值趋势，特别是疫情之后，发达国家的宽松政策导致全球流动性泛滥，致使发达国家纸币购买了下降，美国 M2 从疫情前的 15 万亿美元猛增到近期的 21 万亿左右，体量大幅增长。从近些年的发达国家货币增量来看，与金价长期呈正比关系。庞大的存量货币将继续构成贵金属价格的支撑因子。

图 4：金价与美元指数

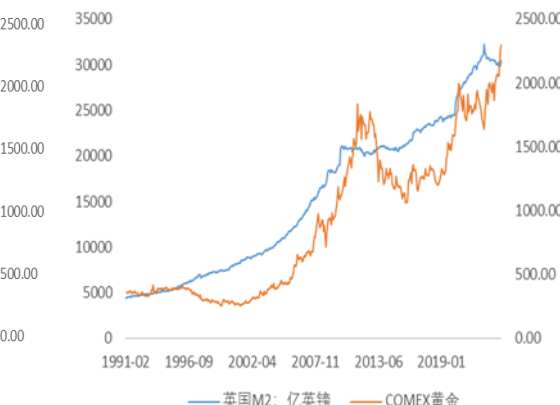
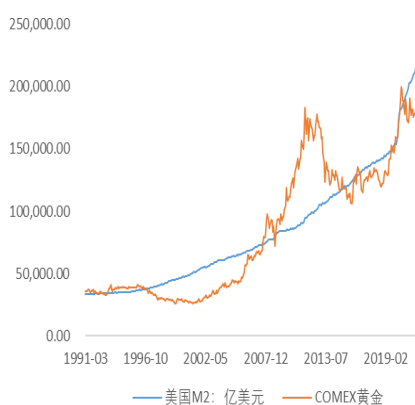
图 5：美元汇率变化 (2024-1-1 基期)



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 6：金价与美国存量 M2

图 7：金价与英国存量 M2

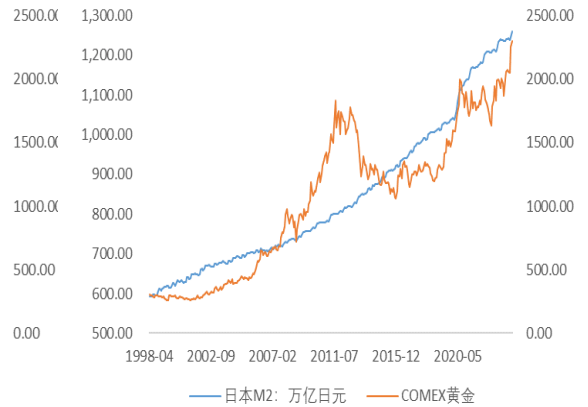


数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 8：金价与欧元区存量 M2



图 9：金价与日本存量 M2

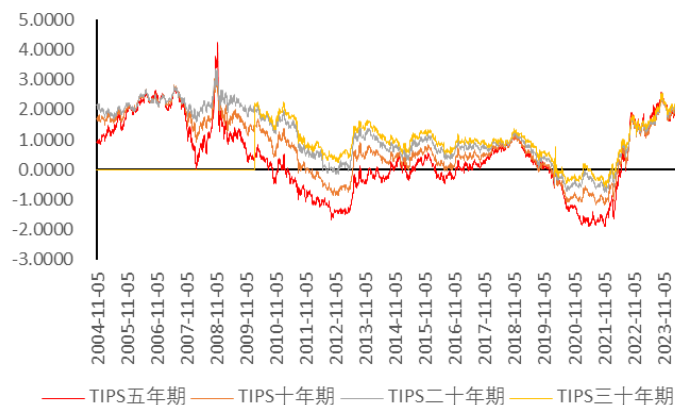


数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

### 3. 贵金属与利率

在贵金属价格常规定价框架中，除了货币之外，实际利率也是很重要的影响因素，与美元指数相似，受美国高利率的影响，美债收益率与通胀指数国债收益率均处于近二十多年的高位，在今年三四月份，也出现了贵金属价格与实际利率共同走高的情况，这里并非是利率传导失效，而是发达国家信用风险与地缘政治风险对于贵金属价格的驱动掩盖了利率的传导效果。受五六月份美国通胀下滑以及通胀预期回落的影响，美债收益率与美国实际利率水平震荡回落，截止 6 月底，十年期实际利率为 2.08%，十年期美债收益率为 4.36%。但从美联储通胀黏性风险来看，美债收益率与实际利率下行路劲不顺畅，后市美联储降息预期的钟摆效应或将造成金价偏震荡走势。

图 10：通胀指数国债收益率（TIPS）



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 11: 金价与美债收益率 (%)

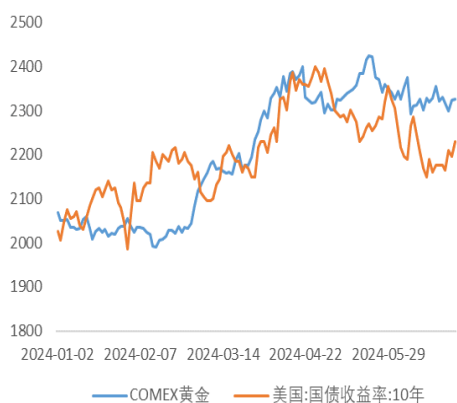
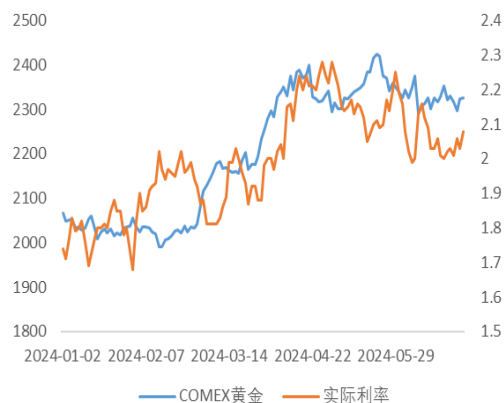


图 12: 金价与美实际利率 (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

## 二、宏观数据

### 1. 通胀与就业

宏观数据中, 通胀与就业水平直接影响着美联储的货币政策立场。5 月非农就业人数为 27.2 万人, 预估为增加 18 万人, 前值为增加 17.5 万人。失业率为 4%, 预期 3.9%, 前值 3.9%; 职位空缺数 805.9 万个, 环比上个月 (835.5 万) 下降。此外, 美国 5 月未季调 CPI 同比升 3.3%, 预期升 3.4%, 前值升 3.4%; 季调后 CPI 环比持平, 预期升 0.1%, 前值升 0.3%; 未季调核心 CPI 同比升 3.4%, 预期升 3.5%, 前值升 3.6%; 季调后核心 CPI 环比升 0.2%, 预期升 0.3%, 前值升 0.3%; 实际收入环比升 0.4%, 前值降 0.4%。通胀数据较上个月放缓。但我们认为, 后市降息路劲的演变并不顺畅, 从菲利普斯曲线关于通胀与失业率组合来看, 当美国历史通胀率在 2%至 2.5%之间, 失业率在 5%至 6%之间, 属于常态组合数据。但是, 当前 4%的失业率与 3.3%的通胀水平表明, 美联储可以继续牺牲就业以打压通胀, 这成为降息预期不断后移的重要原因。因此, 后市关于降息的预期与不降息的现实之间的博弈将反复上演, 即降息预期并不顺畅, 这也将导致未来处于历史高位的金价走势将反复受到降息预期变化的干扰, 大概率走出高位震荡的走势。

图 13: 美国通胀与失业率组合

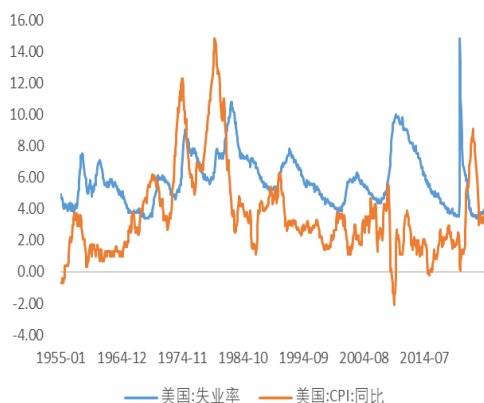


图 14: 美国申请失业金人数



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 15: 美国新增非农

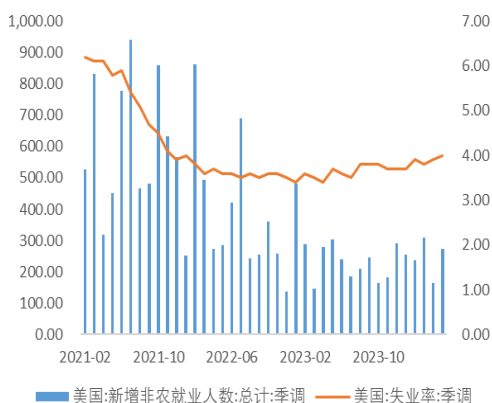
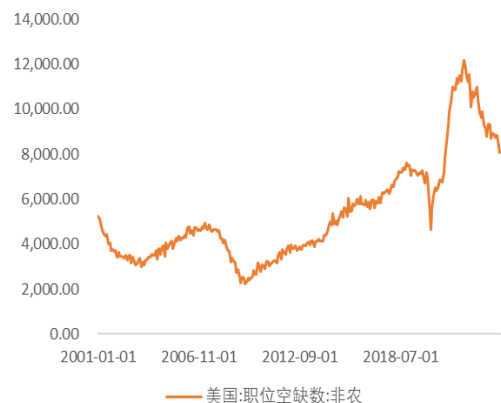


图 16: 美国非农职位空缺数

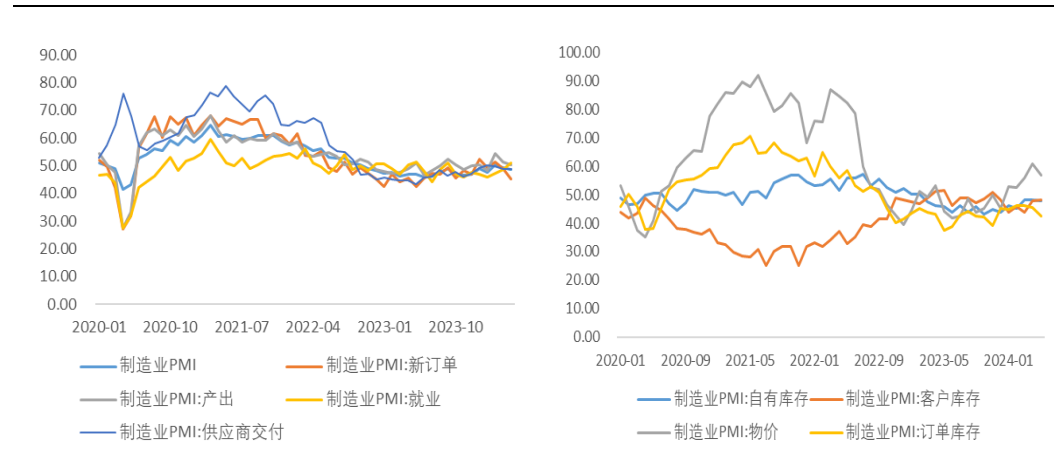


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

## 2.经济景气度

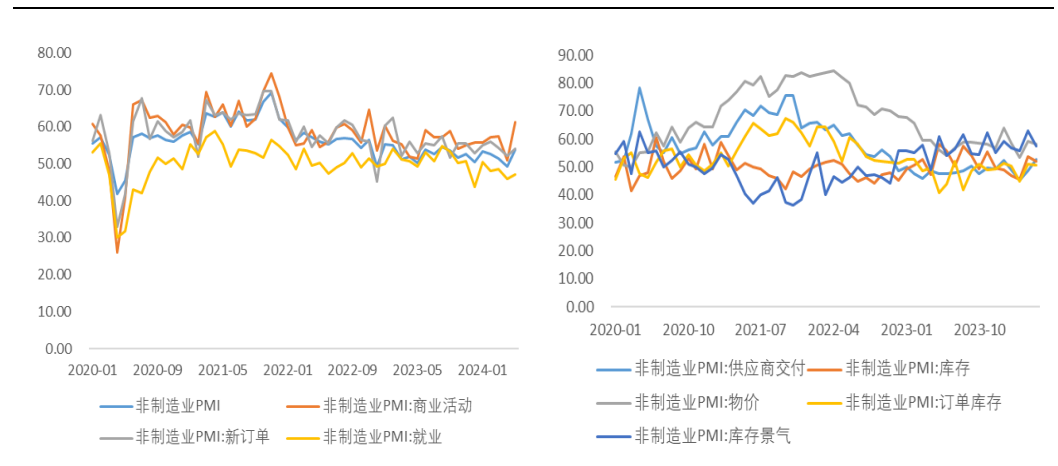
5月美国ISM制造业PMI为48.7, 环比下降, 但ISM非制造业PMI为53.8, 环比大幅增加, 且高于荣枯线之上。从整体趋势来看, 目前尚无明确迹象表明PMI会出现危机式大跌行情, 反而从曲线走势来看, PMI数据显示出较强的韧性, 从2023年初低位开始, 有重心震荡上移的趋势。美联储在未出现显著经济数据下降的情况下, 不会进入降息周期。

图 17: 美 ISM 制造业 PMI



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 18: 美 ISM 非制造业 PMI



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

### 3.工资与消费

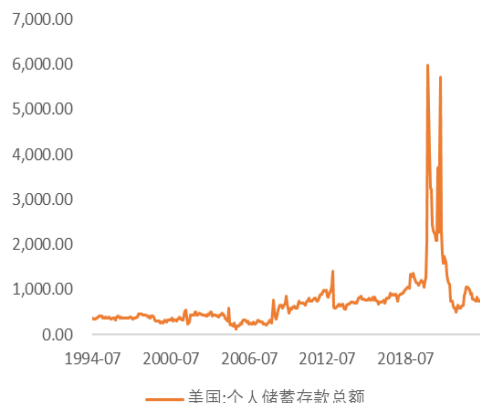
美国工资消费方面，私企平均时薪持续创新高，截止到 4 月，私企平均时薪为 29.99 美元/小时，平均每小时工资同比升 4.17%，预期升 3.9%，前值自升 3.9% 修正至升 4%；环比升 0.4%，预期升 0.3%，前值升 0.2%。工资水平绝对值再创新高，按目前趋势与美国经济韧性状况，即将公布的 6 月平均时薪大概率再创新高；5 月个人存款储蓄总额 8060 亿美元，连续两个月增加，维持在历史较合理的水平。工资水平可以从正负两面解读，薪水创新高的同时，增速持续下降。消费信心指数环比小幅下跌，消费预期指数环比上个月小幅回升，通胀预期回落至 3%，工资与消费数据趋势向上，具备继续支撑美国通胀黏性与经济韧性的基础，需要注意的是，通胀预期 3% 需要后市美国实际落地的通胀回落予以佐证。



图 19: 美国私企时薪



图 20: 美国个人储蓄总额 (十亿美元)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 21: 密歇根消费指数

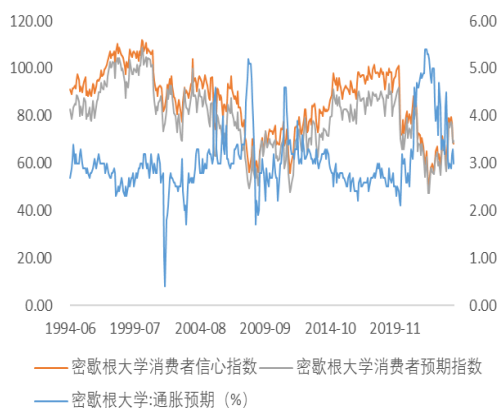
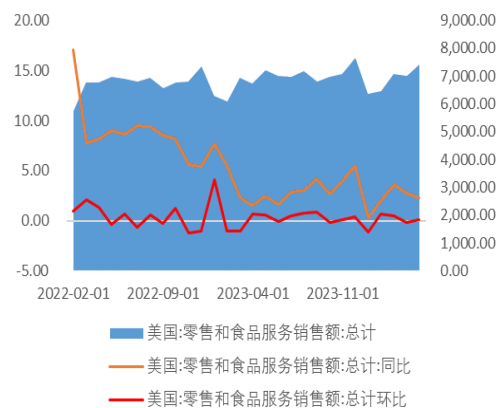


图 22: 美零售和食品服务销售



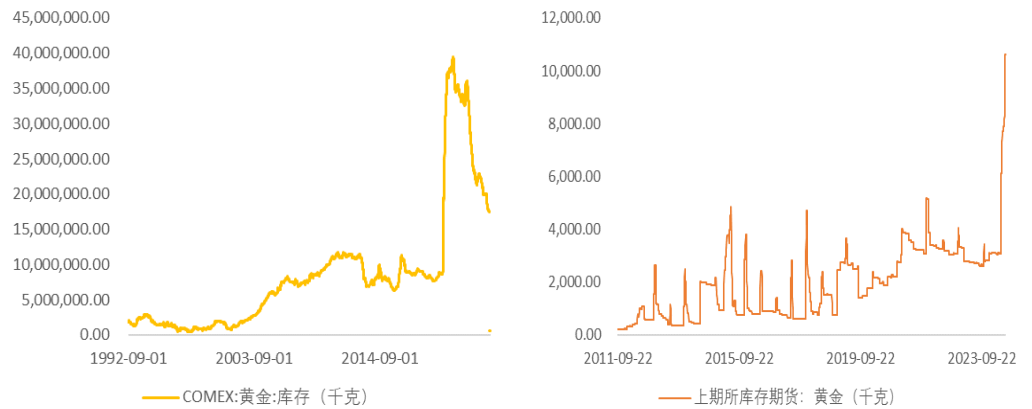
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

### 三、贵金属库存、持仓与储备

#### 1. 贵金属库存

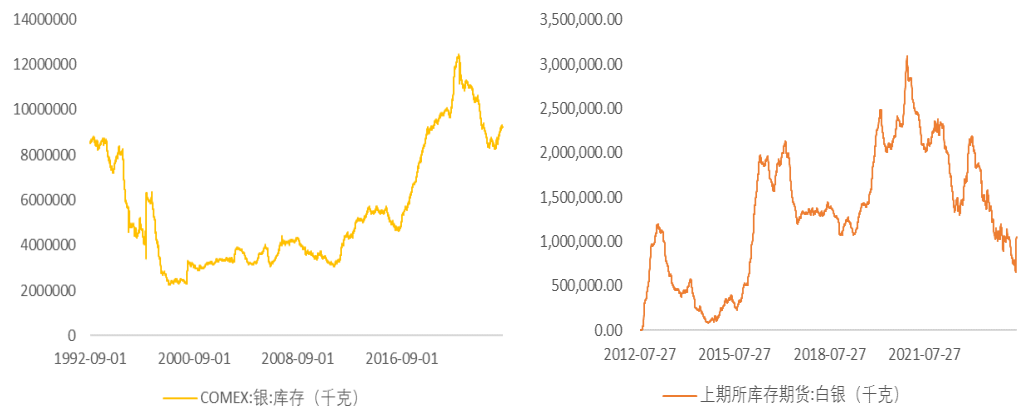
截止到 6 月底, COME 黄金与白银的库存分别为 546.8 吨、9239 吨。上期所黄金与白银期货的库存分别为 10.6 吨、1051.2 吨。其中 COMEX 黄金库存延续下降趋势, COMEX 白银库存环比上个月底小幅回落。上期所黄金、白银库存均环比上升。

图 23: 黄金库存 (千克)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 24: 白银库存 (千克)

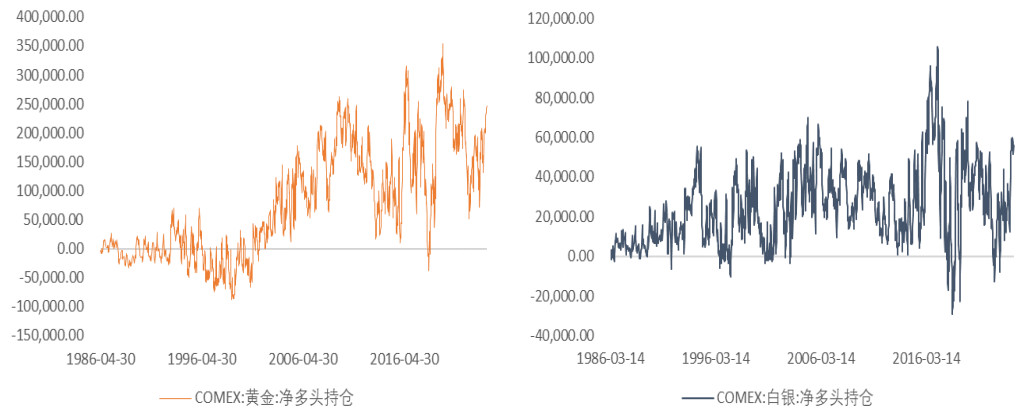


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

## 2 贵金属持仓

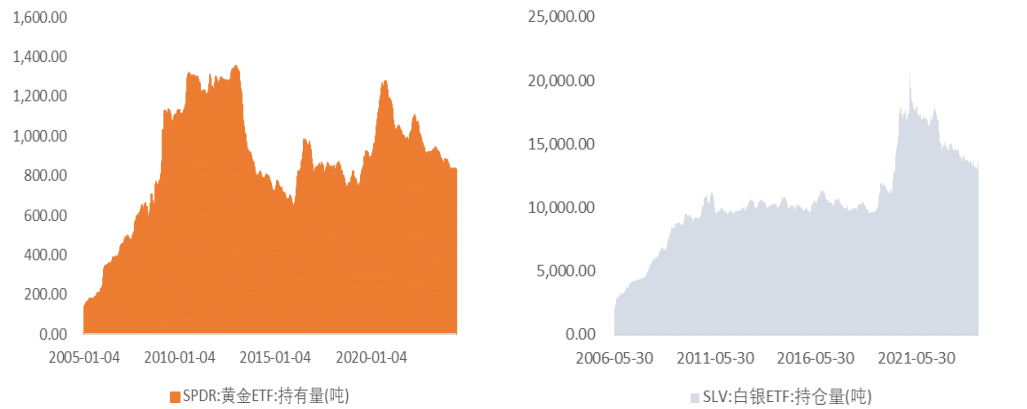
COMEX 黄金与白银的净多头持仓重心上移,反映市场上黄金多头投机情绪占主导,截止 6 月底,COMEX 黄金净多头持仓为 24.6 万手,继续创下 2022 年初以来的新高,白银的净多头持仓为 5.59 万手,环比上个月底小幅回落。另一方面,SPDR 黄金 ETF 与 SLV 白银 ETF 的持仓量呈重心下移趋势,由于该黄金白银 ETF 的投资者以资产配置类为主,更多跟踪美国实际利率水平定价,因此,自本轮美联储加息以来,美国实际利率走高,从实际利率定价维度来看,会倾向于逐步建仓黄金、白银 ETF 的持仓。因此,期货持仓头寸与 ETF 持仓之间分化并不矛盾。此外,印度、土耳其持续增持黄金储备,截止最新数据,中国 5 月末黄金储备 7280 万盎司,与上个月持平,结束了此前央行连续 18 个月增持黄金的趋势,增持速度放缓。

图 25: COMEX 金银净多头持仓



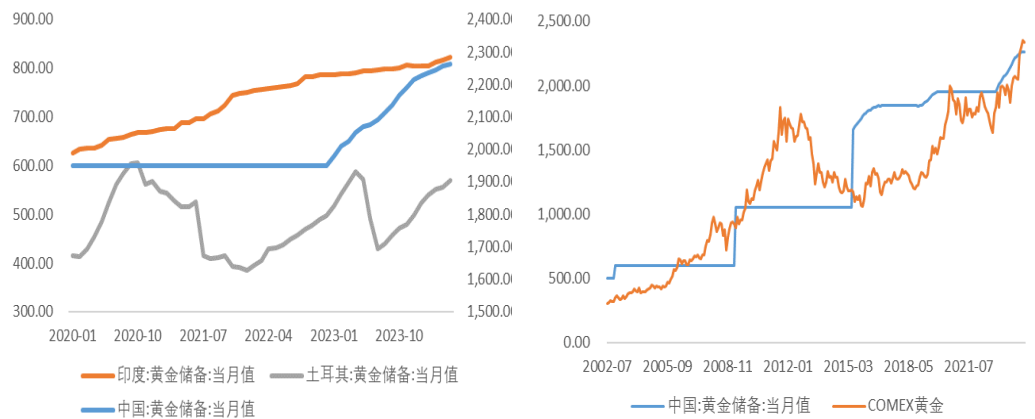
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 26: 黄金、白银 ETF 持仓情况



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 27: 央行黄金储备 (吨)

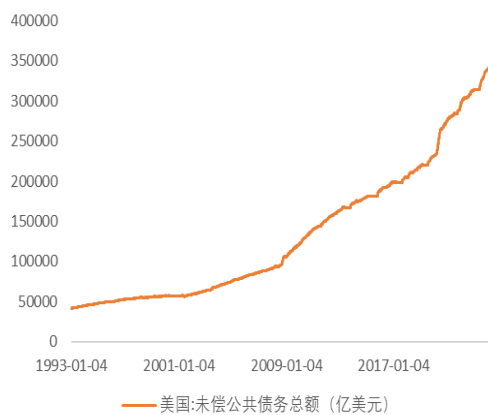


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

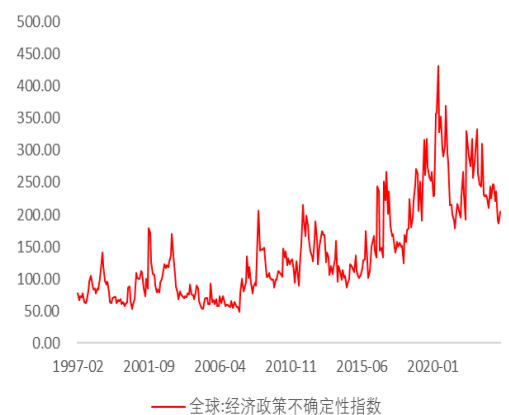
## 四、避险情绪

避险情绪是贵金属行情的重要驱动力，美国债务规模持续走高达到临界值，由此引发市场对于美国债务信用风险的担忧，截止6月底，美国未偿还公共债务规模达到34.7万亿美元，从5月至6月底，债务规模稳定在34.5万亿左右的高位，从历史经验来看，后市美国或将重启上调债务上限的决策，对于贵金属是潜在的利好。此外，全球经济政策不确定性指数近期快速回落，但不改重心上移的趋势，叠加全球多地政治风险的隐患，构成贵金属的潜在利多。

图表 28：美国债务规模

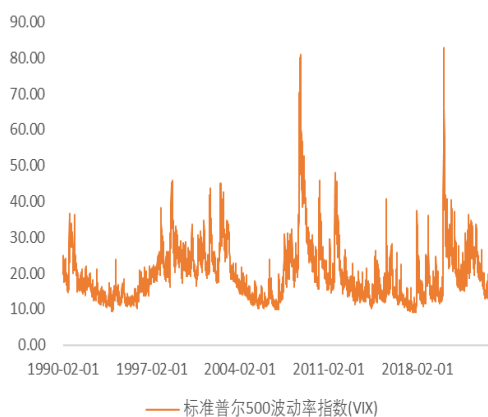


图表 29：全球经济政策不确定性指数

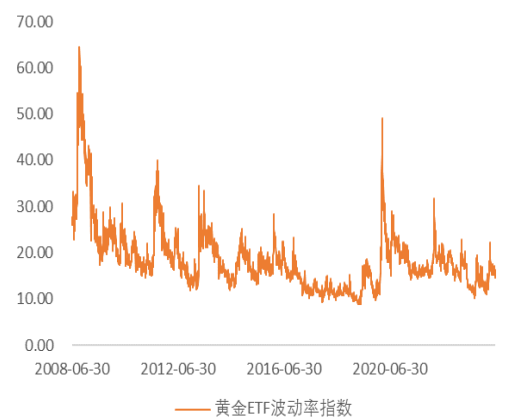


数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 30：VIX 波指



图表 31：黄金 ETF 波指



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

## 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。