

美债风险驱动增强，利率预期驱动减弱，贵金属仍有上行动力

兴证期货.研究咨询部
金融研究团队

2024年8月1日 星期四

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

- 7月份黄金价格高位震荡，白银价格震荡回落，随着多头投机情绪回落，白银价格回踩幅度大于黄金，叠加7月期间衰退预期抬头，白银表现弱于黄金，金银比回升至偏高位置，贵金属价格整体呈现高位宽幅震荡形态。
- 随着7月以来日本加息预期到加息15个基点落地，日元兑美元升值幅度达6%，导致美元指数下降，这一方面因素利多贵金属。
- 受通胀降温以及经济数据回落的影响，美联储降息预期强化，议息会议释放出9月降息的预期，美债收益率与实际利率持续下降，为贵金属价格提供一定驱动力，但从美国宏观数据来看，降息预期释放节奏较缓慢，即使9月份降息，难以构成美联储大幅降息的拐点，预计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。
- 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。从美联储主席目前的立场可以看出，虽然通胀下降，失业率小幅抬升，但美国经济依然处于坚挺的局面。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，当前4.1%的失业率与3%的通胀水平表明，即使美联储9月降息落地，并不意味着美联储就要进入较大幅度的降息周期。美联储在未出现显著经济数据下降的情况下，降息预期演变不顺畅。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。
- COMEX黄金净多头持仓增加，白银的净多头持仓环比上个月底小幅回落，白银多头投机情绪下降。另一方面，从近两年趋势来看，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。从 7 月份表现来看，SPDR 黄金 ETF 持仓小幅反弹，原因在于美债收益率与美国实际利率下行。此外，中国 6 月末黄金储备 7280 万盎司，连续两个月持平。

- 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 7 月底，美国未偿还公共债务规模达到 35.04 万亿美元，再创历史新高，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、VIX 波值、黄金 ETF 波值均环比上升，叠加全球多地区地缘政治风险的隐患，构成贵金属的潜在利多。
- 综合来看，8 月份关注美国债务规模走高以及美债信用风险、地缘政治风险对贵金属的利多支撑。市场对于美联储 9 月单月降息预期达到饱和，后市关注点为美国宏观经济数据能否进一步构成美联储扩大降息的条件。从当前的失业率与通胀组合来看，美联储对于扩大降息幅度的迫切性不足。而且上半年金银价格大涨，对于降息预期提前交易，使得下一阶段金银价格驱动力较弱，综合美债风险与利率预期来看，预计 8 月份贵金属价格震荡偏多。

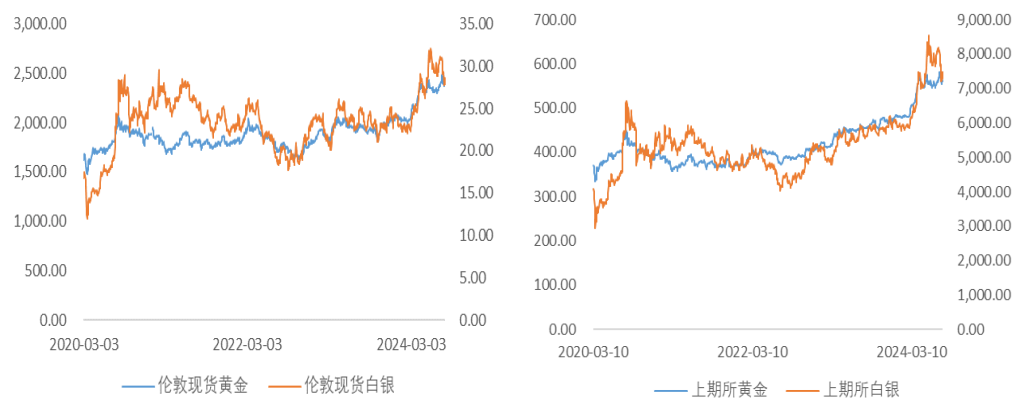
风险因子：风险情绪缓和、美联储超预期收紧信号

一、贵金属与货币、利率

1. 贵金属价格回顾、金银比

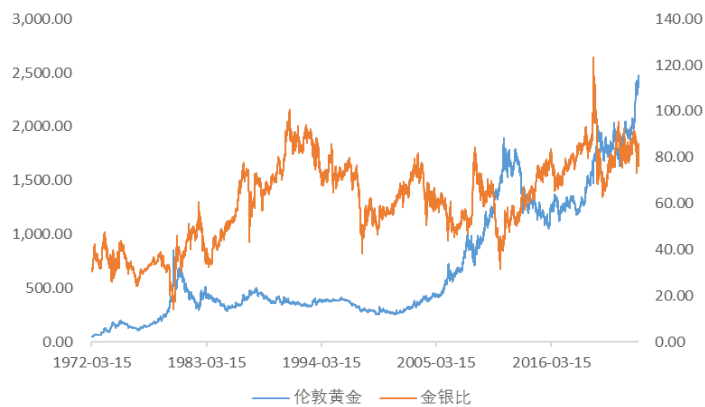
7 月份黄金价格高位震荡，白银价格震荡回落，伦敦金银月度涨跌幅分别为 5.21%、-0.65%；上期所金银月度涨跌幅分别为 2.35%、-3.79%。金银比数值从 79 以上回升至 85 附近，此前白银涨幅较大，随着多头投机情绪回落，白银价格回踩幅度大于黄金，叠加 7 月衰退预期抬头，白银表现弱于黄金，金银比回升至偏高位置，贵金属价格整体呈现高位震荡形态。

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

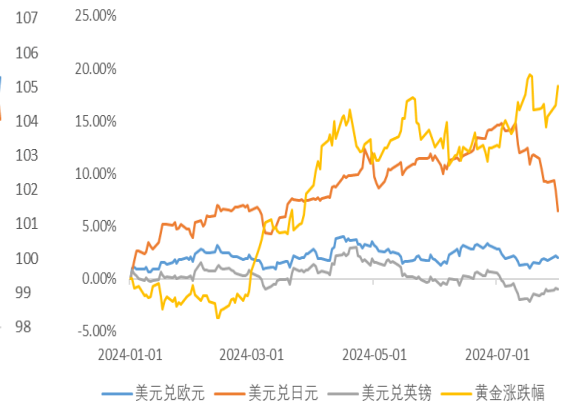
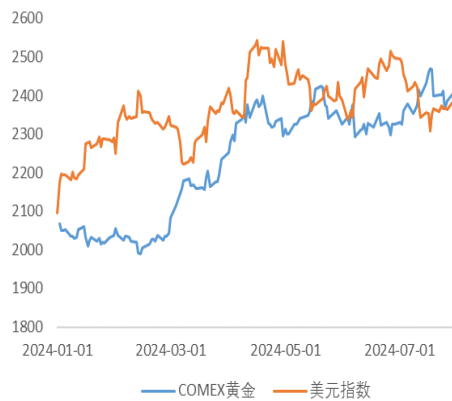
2. 贵金属与货币

在以美元为主的国际货币体系中，贵金属计价以美元为主，通常黄金价格与美元指数成反向关系。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。

随着 7 月以来日本加息预期到加息 15 个基点落地，日元兑美元升值，汇率从 1:160 以上回落至 1:150 以下，日元兑美元升值幅度达 6%，导致美元指数下降，这一方面因素利多贵金属；此外，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

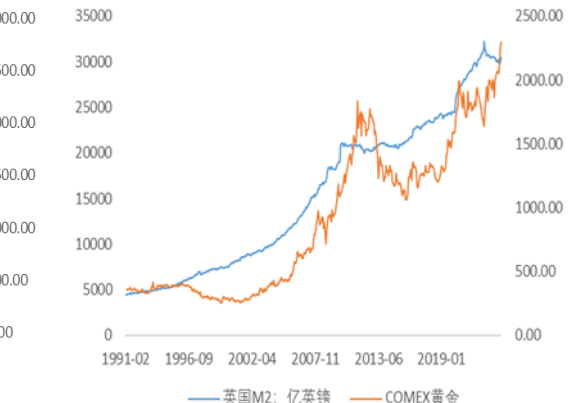
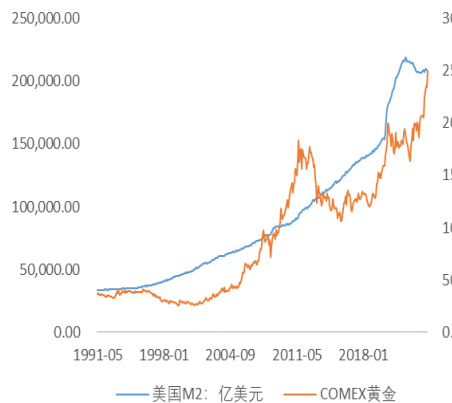
图 5：美元汇率变化（2024-1-1 基期）



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

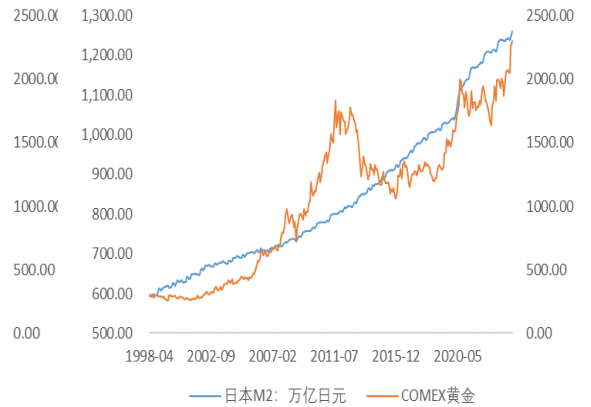


数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 8：金价与欧元区存量 M2



图 9：金价与日本存量 M2

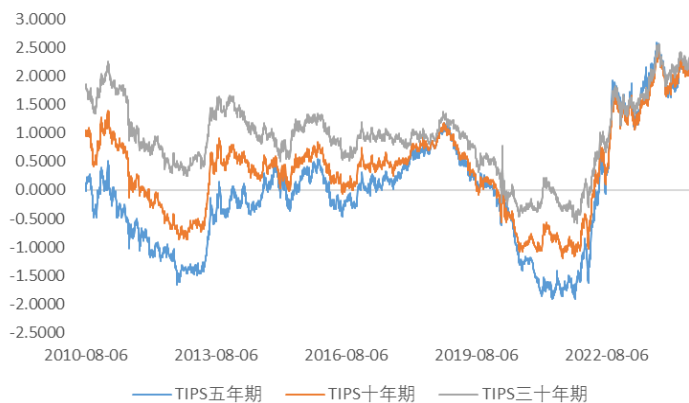


数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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，实际利率、美债收益率与贵金属价格成反比关系。此前由于美联储持续维持高利率状态，美债收益率与实际利率水平较高，一定程度上压制贵金属价格，7月份以来，受通胀降温以及经济数据回落的影响，美联储降息预期强化，议息会议释放出9月降息的预期，美债收益率与实际利率持续下降，为贵金属价格提供一定驱动力，截止7月31日，十年期美债收益率与TIPS通胀指数国债收益率分别为4.09%、1.85%。环比6月份下降。但从美国宏观数据来看，降息预期释放节奏较缓慢，即使9月份降息，难以构成美联储快速降息的拐点，预计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 (%)

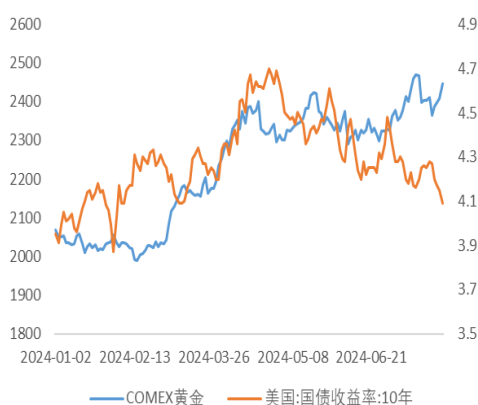
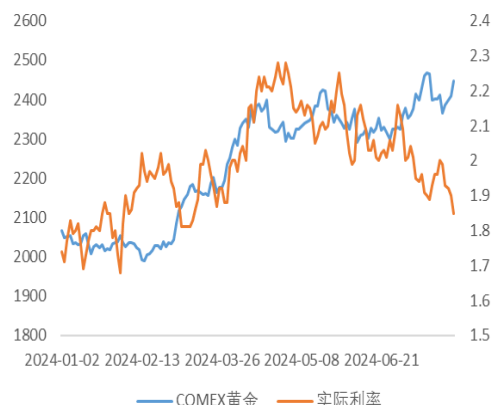


图 12: 金价与美实际利率 (%)



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。最新公布的新增非农就业 20.6 万人, 仅略高于市场预期的 19 万人, 失业率从 4.0% 升至 4.1%, 高于市场预期的 4.0%; 职位空缺数 818.4 万个, 环比上个月小幅下降。此外, 美国 6 月 CPI 为 3%, 低于预期的 3.1%, 同时低于前值的 3.3%。通胀数据较上个月放缓, 失业率小幅上升。在刚结束的美联储议息会议上, 鲍威尔就通胀与就业方面发表了关注双向风险的言论: 当前通胀下降的情况好于 2023 年, 且范围更加广泛。由于获得良好数据, 美联储关于通胀朝着目标 2% 继续回落的信心增长; 不需要将注意力完全集中在通胀上, 通胀问题尚未解决, 但可以开始逐步放松政策利率的限制; 劳动力市场已经变得更加平衡, 失业率保持在低位; 近期指标显示经济持续以稳健的速度扩张; 如果劳动力市场意外疲软, 准备采取应对措施; 数据并未显示经济疲软或过热的迹象, 经济硬着陆的可能性“很低”。

从美联储主席目前的立场可以看出, 虽然通胀下降, 失业率小幅抬升, 但美国经济依然处于坚挺的局面。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 4.1% 的失业率与 3% 的通胀水平表明, 美联储可以继续牺牲就业以打压通胀, 即使美联储 9 月降息落地, 并不意味着美联储就要进入较大幅度的降息周期。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

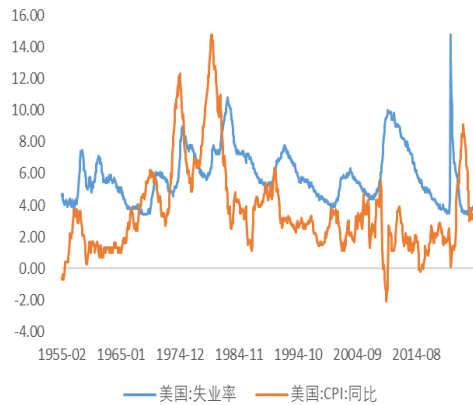


图 14: 美国申请失业金人数



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 15: 美国新增非农

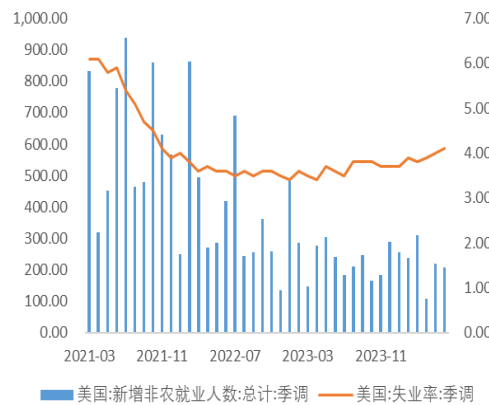
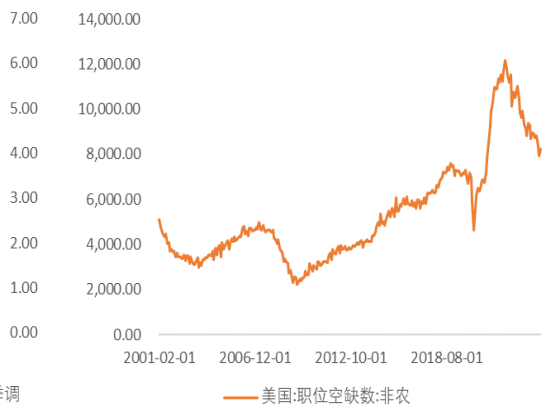


图 16: 美国非农职位空缺数

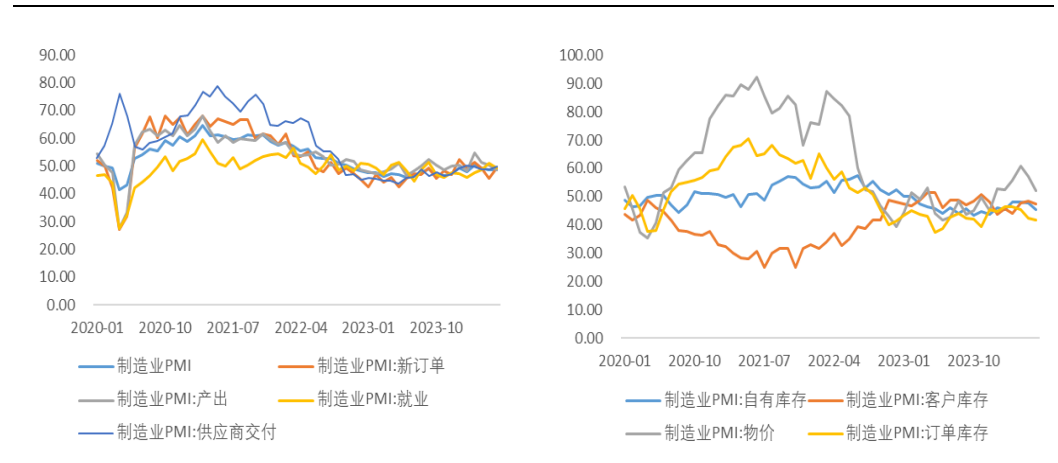


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

2.经济景气度

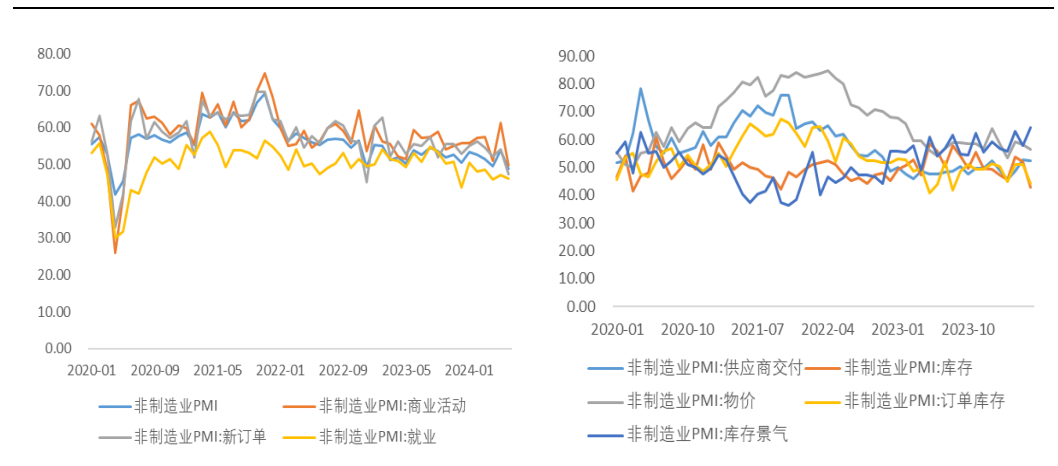
6 月美国 ISM 制造业 PMI 为 48.5, 环比小幅下降, ISM 非制造业 PMI 为 48.8, 环比下降。从整体趋势来看, 目前尚无明确迹象表明 PMI 会出现危机式大跌行情, 反而从曲线走势来看, PMI 数据显示出较强的韧性, 从 2023 年初低位开始, 有重心震荡上移的趋势。美联储在未出现显著经济数据下降的情况下, 市场关于后市的降息预期受到扰动。

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，截止最新公布数据，私企平均时薪为 30.05 美元/小时，平均每小时工资同比升 3.98%。工资水平绝对值再创新高；个人存款储蓄总额 7030 亿美元，环比下降。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 2.9%，工资与消费数据趋势向上，具备继续支撑美国消费与通胀的基础，但增速普遍下降，让市场担忧消费市场触顶的风险。

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

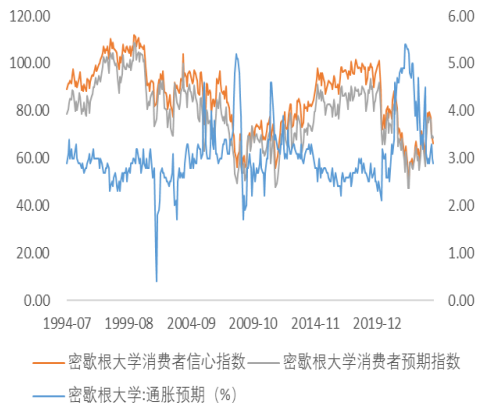
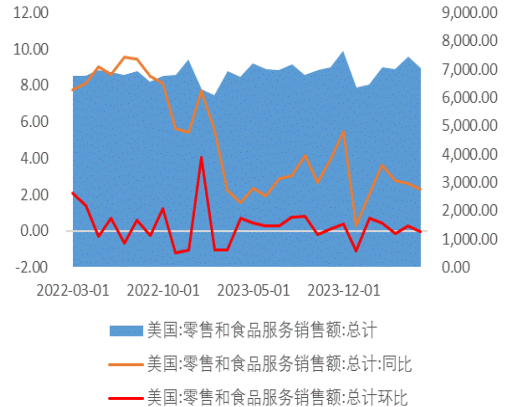


图 22: 美零售和食品服务销售



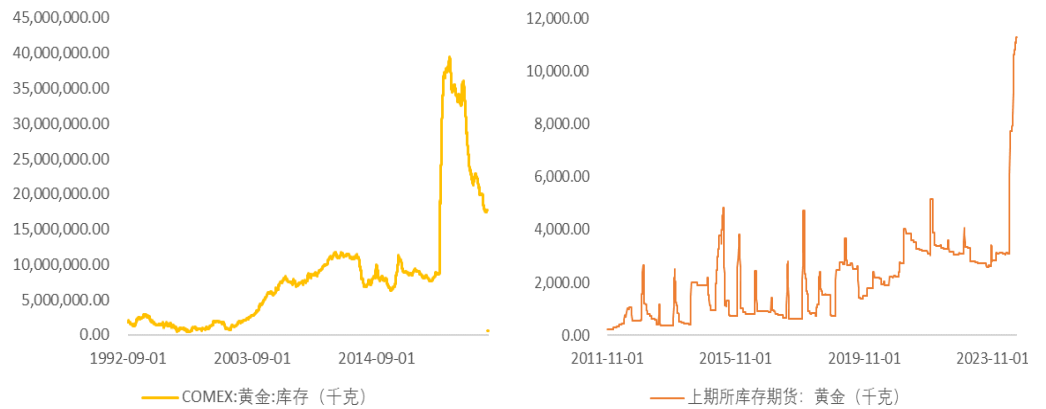
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

三、贵金属库存、持仓与储备

1. 贵金属库存

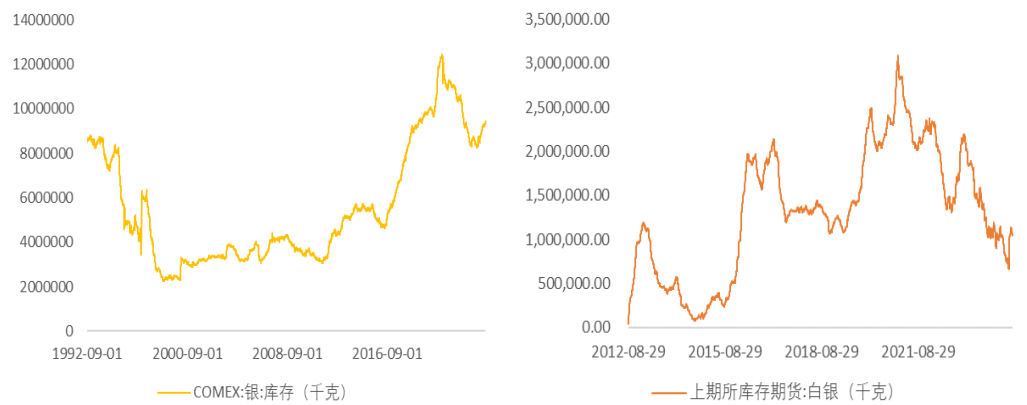
截止到 7 月底, COME 黄金与白银的库存分别为 556.7 吨、9415 吨。上期所黄金与白银期货的库存分别为 11.27 吨、1040.7 吨。其中 COMEX 黄金、白银库存环比上个月回升, 上期所黄金、白银库存均环比上升。

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)

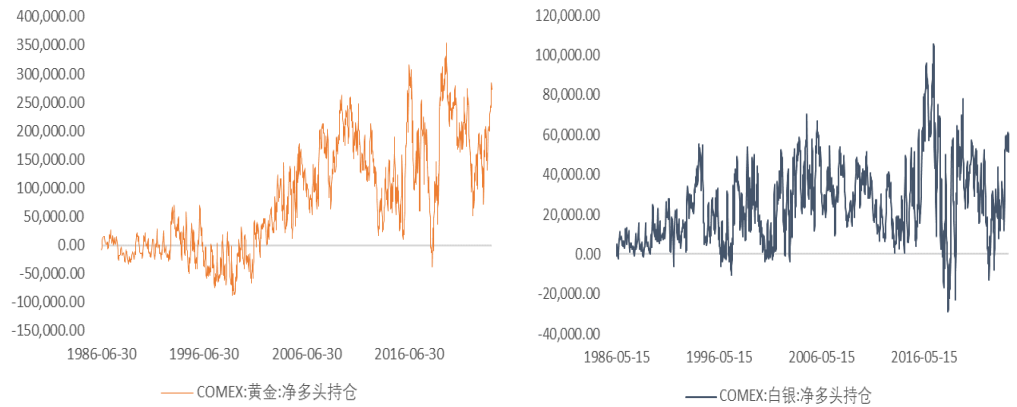


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

2 贵金属持仓

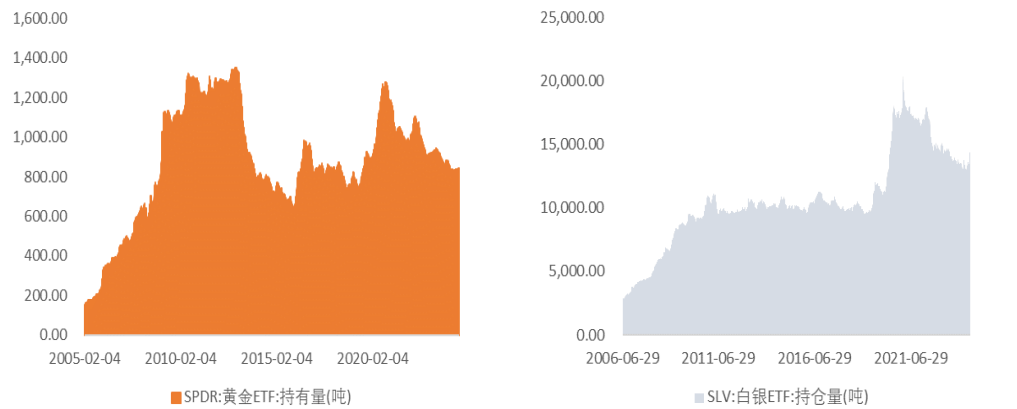
COMEX 黄金与白银的净多头持仓重心上移,反映市场上黄金多头投机情绪占主导,截止 7 月底,COMEX 黄金净多头持仓为 27.3 万手,继续创下 2022 年初以来的新高,白银的净多头持仓为 5.13 万手,环比上个月底小幅回落,白银多头投机情绪下降。另一方面,从近连年趋势来看,SPDR 黄金 ETF 与 SLV 白银 ETF 的持仓量呈重心下移趋势,由于该黄金白银 ETF 的投资者以资产配置类为主,更多跟踪美国实际利率水平定价,因此,自本轮美联储加息以来,美国实际利率走高,从实际利率定价维度来看,会倾向于逐步建仓黄金、白银 ETF 的持仓。因此,期货持仓头寸与 ETF 持仓之间分化并不矛盾。从 7 月份表现来看,SPDR 黄金 ETF 持仓小幅反弹,原因在于美债收益率与美国实际利率下行。此外,印度、土耳其持续增持黄金储备,截止最新数据,中国 6 月末黄金储备 7280 万盎司,连续两个月持平。

图 25: COMEX 金银净多头持仓



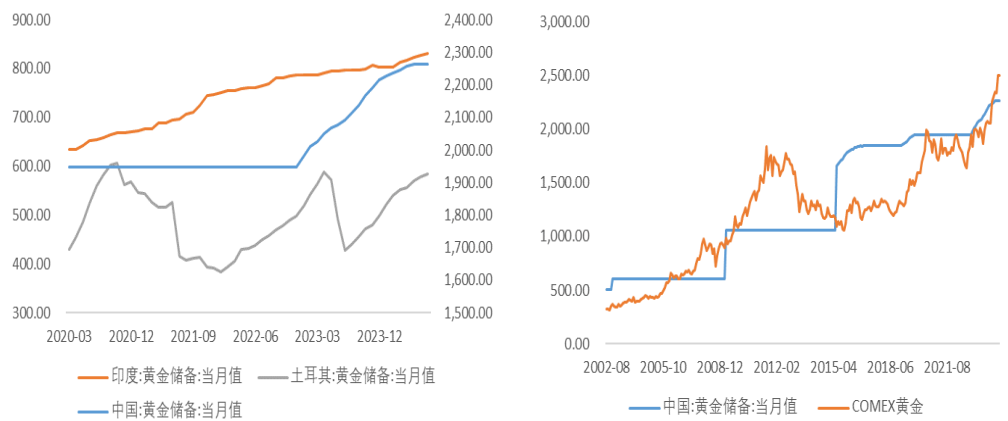
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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)

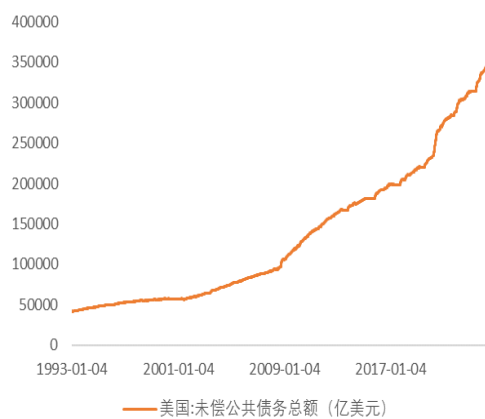


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

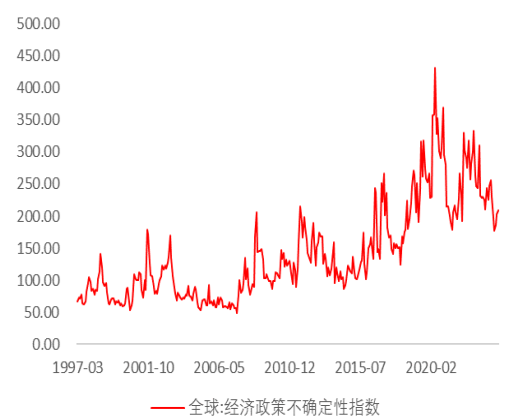
四、避险情绪

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7月底，美国未偿还公共债务规模达到 35.04 万亿美元，再创历史新高，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、VIX 波值、黄金 ETF 波值均环比上升，叠加全球多地区地缘政治风险的隐患，构成贵金属的潜在利多。

图表 28：美国债务规模

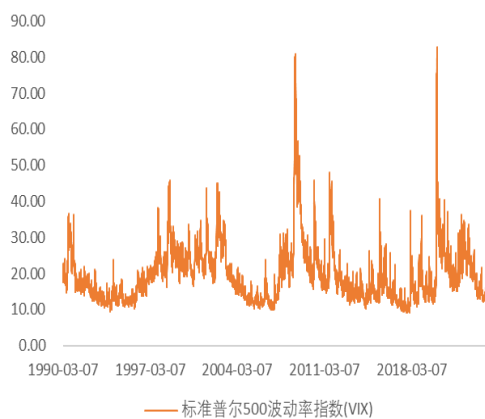


图表 29：全球经济政策不确定性指数

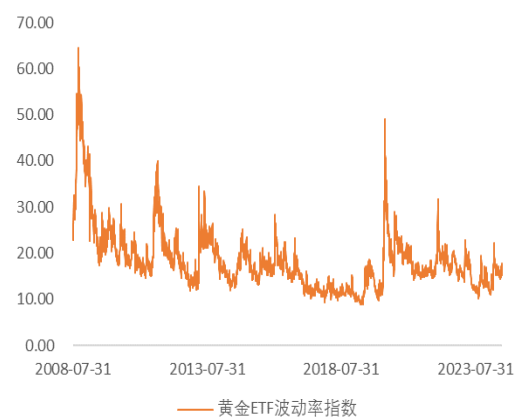


数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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。