

贵金属半年报

2024年06月24号



金融投资专业理财
JINRONGTOUZI ZHUANYELICAI

瑞达期货股份有限公司
投资咨询业务资格
证监许可【2011】1780号

研究员：
许方莉
期货从业资格号：
F3073708
期货投资咨询从业证书号：
Z0017638
助理研究员：
廖宏斌
期货从业资格号：
F3082507
王世霖
期货从业资格号：
F03118150

咨询电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号



宏观叙事潜移默化，金银后市前程似锦

摘要

回顾 2024 年上半年，贵金属价格在地缘冲突扰乱、通胀预期回升以及降息交易活跃度上升等影响下大幅上涨。自去年年末巴以冲突爆发后，地缘冲突的扰乱便再次引起市场关注。宏观经济层面，在通胀及就业数据并未显著降温的情况下，美联储于上半年持续将目标政策利率水平维持于阶段性高位，市场降息时间节点预期一再后置，整体降息空间同样受到挤压。然而顽固的通胀同样侧面反映出整体需求仍保有一定韧性，叠加高利率水平并未显著抑制整体金融市场流动性，全球制造业 PMI 指数在触底企稳后甚至开启了新一轮的复苏。多数商品价格在制造业复苏带动需求回升结合供给端偏紧的状况下自 3 月起显著上涨，市场通胀预期再度回升，进而带动了贵金属价格开启新一轮上涨趋势。即便如此，在后继商品价格冲高回落以及中国央行逐步放缓甚至停止购金后，贵金属价格也迎来了一段冷静期，整体价格多于高位震荡。

展望下半年，当前俄乌及巴以冲突尚未完全结束，叠加以美国为首的西方国家逆全球化态度愈加明显，未来地缘不确定性尚存或仍将刺激避险需求回升。与此同时，长期经济增速及通胀预期的上升或迫使美联储维持高利率水平更长时间，未来围绕降息相关交易的波动或仍将给予贵金属价格一定提振。此外，非美国国家在经济增速及通胀水平均大幅下滑的情况下逐步开启货币政策转向，全球经济随着非美国国家央行开启降息周期或得到新一轮刺激，整体需求及通胀水平的回升有望支撑商品及贵金属价格的上涨。最后，央行购金需求在长期通胀预期上移及美元信用体系逐渐受到质疑的情况下显著上升，即便整体购买量在金价上涨后有所放缓，但央行逢低买入的操作特征在本轮购金潮中相对明显，未来金价回落时有较大概率引发新一轮的购金需求，从而使贵金属中枢价格上升。

目录

第一部分：2024 年上半年贵金属行情回顾2

第二部分：下半年贵金属价格影响因素分析3

 1. 美国经济初显疲软，通胀水平难言乐观3

 2. 就业市场维持火热，收入水平回落放缓5

 3. 货币政策维持紧缩，整体效果不尽人意7

 4. 联储转向将至未至，降息交易或将持续8

 5. 全球降息浪潮到来，商品价格或将企稳10

 6. 央行购金步调放缓，长期配置前景明朗13

三、下半年贵金属价格展望16

免责声明17

第一部分：2024 年上半年贵金属行情回顾

回顾 2024 年上半年，贵金属价格在地缘冲突扰乱、通胀预期回升以及降息交易活跃度上升等影响下大幅上涨。自去年年末巴以冲突爆发后，地缘冲突的扰乱便再次引起市场关注，而巴以冲突也延伸至红海地区，胡塞武装组织于上半年持续对红海地区货轮发动攻击，进而使得多数航运公司绕道而行，全球航运价格随之上涨。宏观经济层面，在通胀及就业数据并未显著降温的情况下，美联储于上半年持续将目标政策利率水平维持于阶段性高位，市场降息时间节点预期一再后置，整体降息空间同样受到挤压。然而顽固的通胀同样侧面反映出整体需求仍保有一定韧性，叠加高利率水平并未显著抑制整体金融市场流动性，全球制造业 PMI 指数在触底企稳后甚至开启了新一轮的复苏。多数商品价格在制造业复苏带动需求回升结合供给端偏紧的状况下自 3 月起显著上涨，市场通胀预期再度回升，进而带动了贵金属价格开启新一轮上涨趋势。即便如此，在后续商品价格冲高回落以及中国央行逐步放缓甚至停止购金后，贵金属价格也迎来了一段冷静期，整体价格多于高位震荡。

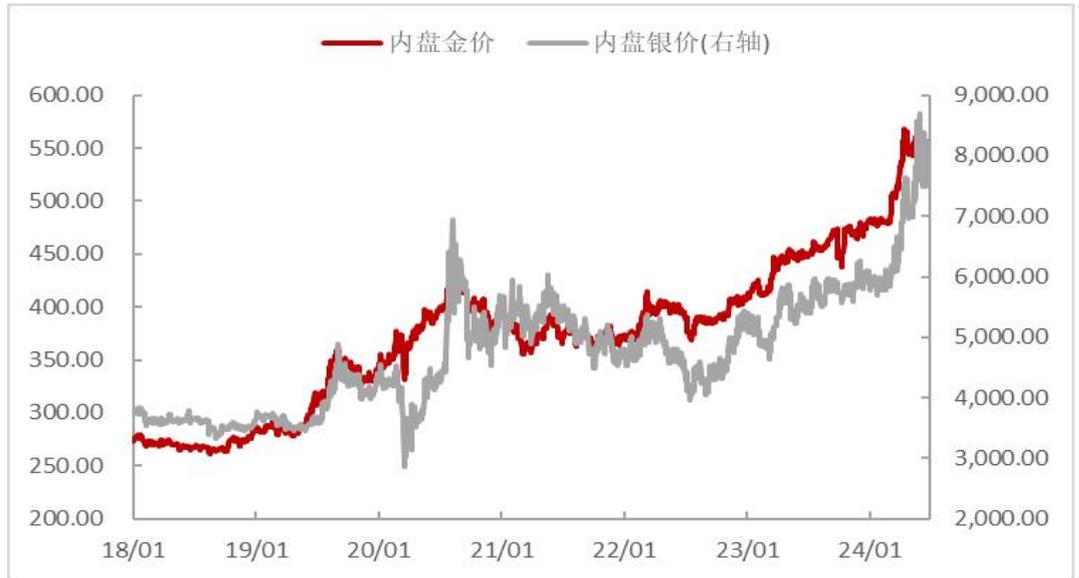
截至 2024 年 6 月 24 日，伦敦金报收 2334.47 美元/盎司，年内涨幅录得 12.8%，伦敦银报收 29.56 美元/盎司，年内涨幅录得 24.13%；上海黄金 Au9999 报收 549.49 元/克，年内涨幅录得 14.45%，上海银 Ag9999 报收 7817 元/千克，年内涨幅录得 30.65%。

图 1 外盘贵金属价格走势



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 2 内盘贵金属价格走势



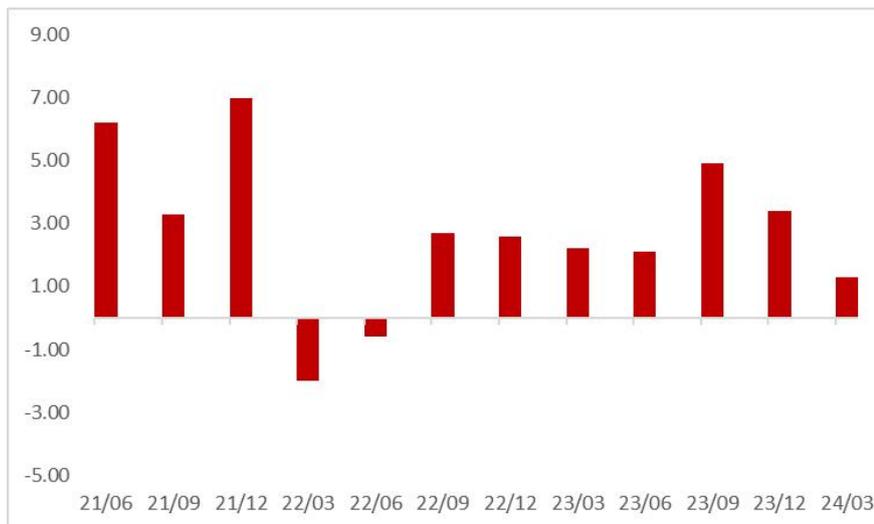
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

第二部分：下半年贵金属价格影响因素分析

1. 美国经济初显疲软，通胀水平难言乐观

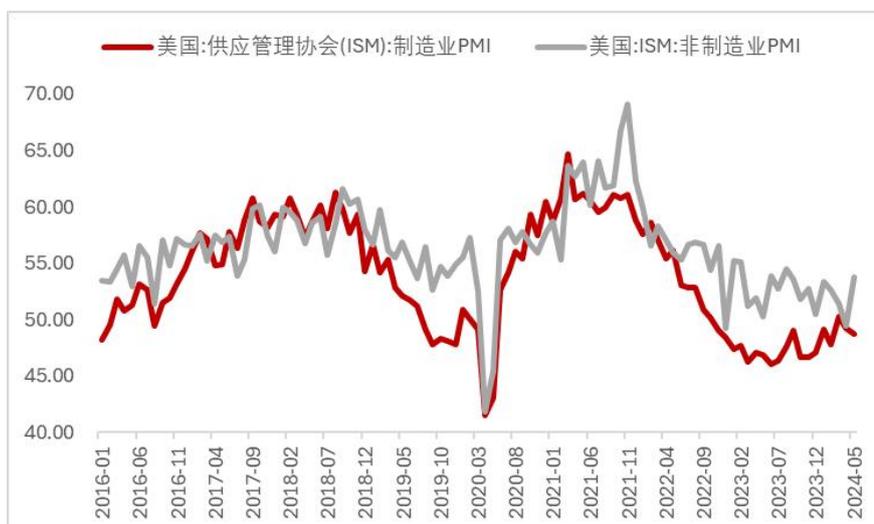
自年初以来，市场仍旧持续对先前美国政策利率走势的博弈，然而经济数据表现时好时坏也进一步推升了年内降息预期的波动。前期公布的一季度 GDP 增速录得 1.6%，远低于市场预期的 2.5%，整体 GDP 增速受库存变动以及贸易边际拖累的影响虽低于市场预期但仍保持于正增长区间，同时消费及投资项增速稳定发力给予需求一定支撑，进而使通胀数据高于市场预期，核心 PCE 更是录得 3.7% 同样高于预期的 3.4%。整体经济的韧性同样也能从月度数据中反映，上半年美国制造业 PMI 数据持续修复，尤其在 3 月更是一度回升至 50 荣枯线之上，而服务业 PMI 则几乎稳定保持于扩张区间，前期制造业经济活跃度显著回升也加深了市场对美国需求韧性的担忧。经济需求韧性的影响同样反映在了通胀数据的走势上，CPI 数据在能源价格企稳后逐步下滑速度逐渐放缓，而核心通胀水平更是在住房以及服务业相关价格保持坚挺的情况下一度停止了下滑进程。

图 3 美国 GDP 增速有所放缓



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 4 美国 PMI 数据有所企稳



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 5 CPI 数据回落放缓



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

2. 就业市场维持火热，收入水平回落放缓

在当前美国维持高利率环境下，前期作为消费增速主力推手之一的消费信贷水平仍旧处于回落状态，同时更为早期受到财政政策补贴的个人存款储蓄水平在得到一定消耗释放后并未再次显著提升，因此当前居民收入作为影响消费需求的主要支撑因素依然左右着整体价格指数的走势。然而自今年以来，劳动力市场新增就业人数非但没有显著回落，数据表现甚至频频大超市场预期，即便劳动力需求有所减少，但整体劳动力市场仍处于需求大于供给的状态，供需失衡程度仍旧高于疫情前水平。

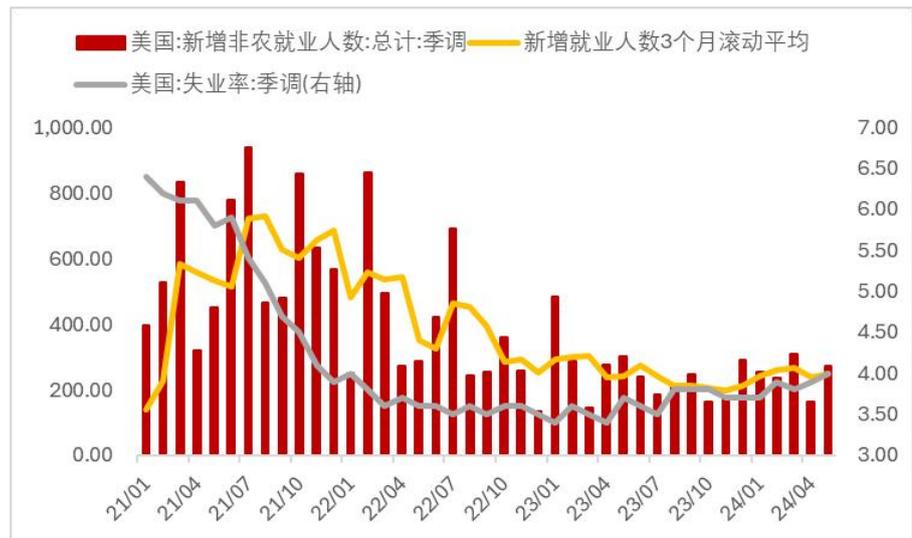
而在劳动力市场维持火热的状况下，整体薪资增速下行速度同样有所放缓，对于人力成本较高的服务业而言，在需求水平并未出现显著回落的状况下企业得以将劳动力成本转嫁给消费者，这也使得服务业薪资水平仍相对维持于高位。因此，在当前薪资增速仍处于阶段性高位的状况下，个人收入持续给予消费水平一定支撑，后继劳动力市场供需再平衡的过程中个人收入或仍难以于短期内大幅放缓，核心通胀水平在薪资增速显著放缓前或仍将得到消费需求的支撑。

图 6 个人储蓄及消费贷款同比增速仍处于低位



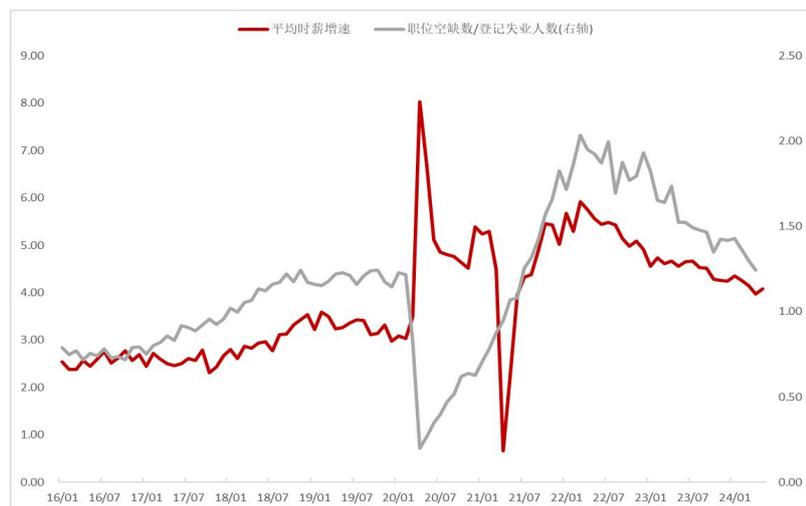
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 7 劳动力市场仍保有一定韧性



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图8 个人收入及消费增速历史百分位



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图9 个人收入及消费增速下降斜率走平



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

3. 货币政策维持紧缩，整体效果不尽人意

即便美联储在去年年底停止加息后便持续将政策目标利率维持于阶段性高位，但其缩表事宜进程在硅谷银行事件爆发后却有所停滞，同时存款准备金自 2023 年起不降反升，可谓“言行不一”。与存款准备金形成鲜明对比的则是不断减少的逆回购协议总额，而在逆回购协议数量持续减少的情况下也侧面反映了金融市场流动性有所改善，这一点不仅直观的反映在美国三大股指持续上涨屡创新高的状况，同时也在芝加哥联储全国金融状况不断回落的趋势中有所体现。

图 10 金融状况并未在加息的影响下恶化



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 11 金融状况并未在加息的影响下恶化

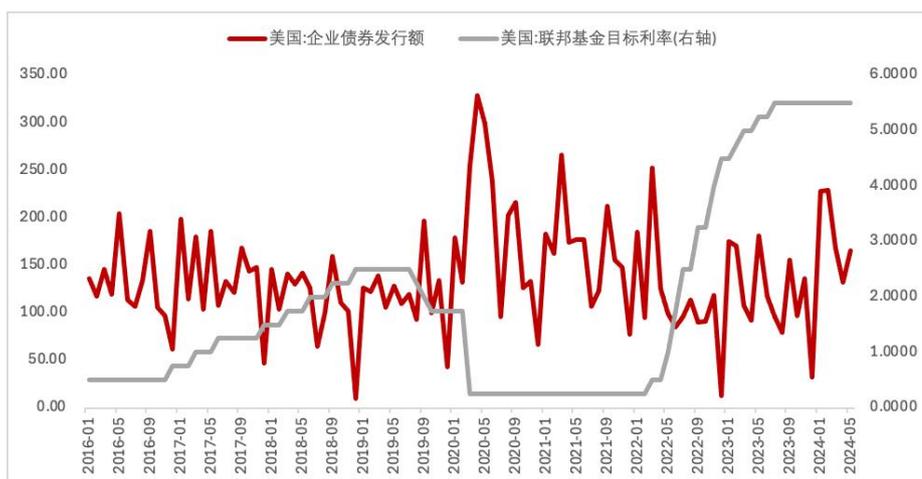


资料来源: wind, 瑞达期货研究院

除此之外，美联储在疫情爆发期间将目标政策利率下调至 0% 附近水平以确保市场流动性得到保障，美国企业在此期间也通过大量发行企业债来锁定低利率并降低融资成本以及后继利息支出。因此，即便后继美联储于短时间内大幅上调利率水平后，多数大型企业债务支出并未受到显著影响，叠加人工智能概念爆发引发新一轮科技革新热潮推动整体股指

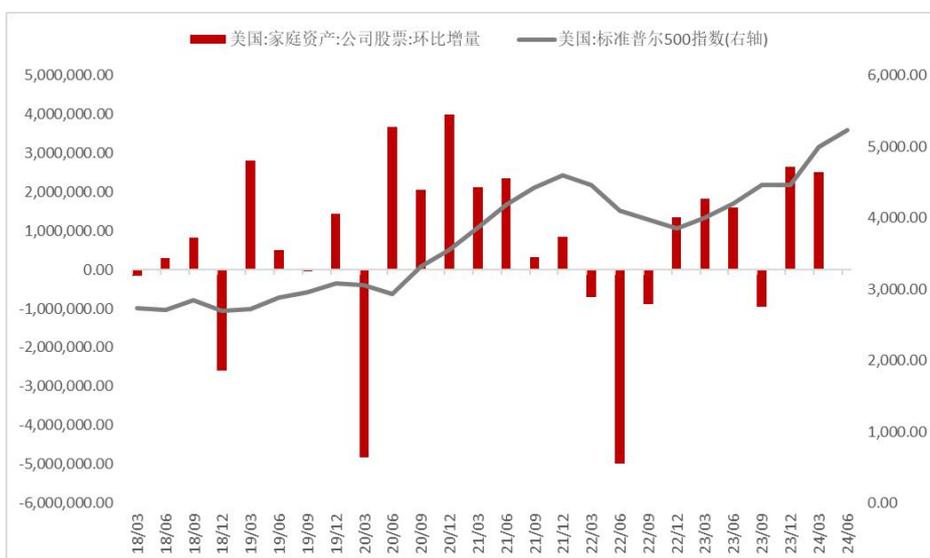
上涨，居民资产净额随之提升同样创造了新一轮财富效应，进一步给予消费需求一定支撑。因此，在货币政策对经济影响效果相对有限且财政预算在大选年或难以显著下修的状况下，市场流动性在下半年或仍将保持相对充足的状态，居民资产净值得到一定保障的情况下或持续给予消费水平一定支撑，未来通胀水平下行前路或仍将坎坷，在此情景下美联储或不得不维持高利率水平更久的时间，整体降息空间或也随经济数据公布进一步受到挤压。

图 12 美国企业在疫情期间大量发债锁定低利率



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 13 美国股市走强提升家庭资产净额



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

4. 联储转向将至未至，降息交易或将持续

自美联储于去年年底停止加息后，市场对政策利率的博弈主轴便转向了降息时间节点以及整体降息幅度。在美国经济迟迟无法降温的状况下，市场对于年内首次降息的预期时间节点也从年初的6月份一路推迟至了9月，而降息幅度则由降息75基点一度压缩至25基点。对于降息幅度的预期改变不仅限于市场参与者，美联储官员在经济数据无法如期朝

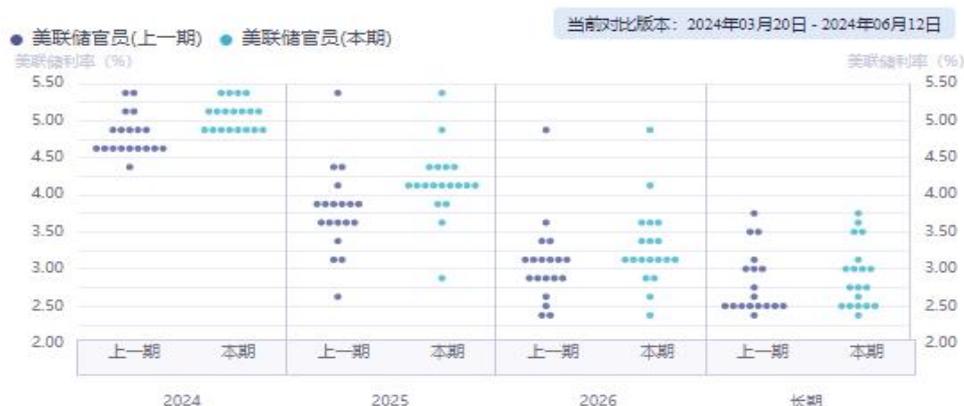
央行目标改善的状况下同样不断下调年内的降息预期。从最新公布的点阵图来看，年内政策利率预期中值较3月有所上调，与此同时，年内支持不降息或降息一次的美联储官员人数显著上升，当前支持年内不降息的官员上升至4人，而支持降息一次的人数则由2人上升至7人。结合经济预测变化来看，美联储官员对后继美国通胀粘性预期有所升高，其对于核心通胀水平是否能回落至正常水平的判断也更加谨慎，这也使更多官员在近期公开发言中表达对降息看法较为谨慎的态度，年内整体降息空间或进一步缩小。

图 14 美联储上调年内整体通胀以及核心通胀预期

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2024	2025	2026	Longer run	2024	2025	2026	Longer run	2024	2025	2026	Longer run
	Change in real GDP	2.1	2.0	2.0	1.8	1.9-2.3	1.8-2.2	1.8-2.1	1.7-2.0	1.4-2.7	1.5-2.5	1.7-2.5
March projection	2.1	2.0	2.0	1.8	2.0-2.4	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0	1.3-2.7	1.7-2.5	1.7-2.5	1.6-2.5
Unemployment rate	4.0	4.2	4.1	4.2	4.0-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3	3.9-4.3	3.8-4.4	3.8-4.3	3.8-4.3	3.5-4.5
March projection	4.0	4.1	4.0	4.1	3.9-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.5	3.7-4.3	3.7-4.3	3.5-4.3
PCE inflation	2.6	2.3	2.0	2.0	2.5-2.9	2.2-2.4	2.0-2.1	2.0	2.5-3.0	2.2-2.5	2.0-2.3	2.0
March projection	2.4	2.2	2.0	2.0	2.3-2.7	2.1-2.2	2.0-2.1	2.0	2.2-2.9	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.3	2.0		2.8-3.0	2.3-2.4	2.0-2.1		2.7-3.2	2.2-2.6	2.0-2.3	
March projection	2.6	2.2	2.0		2.5-2.8	2.1-2.3	2.0-2.1		2.4-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	5.1	4.1	3.1	2.8	4.9-5.4	3.9-4.4	2.9-3.6	2.5-3.5	4.9-5.4	2.9-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8
March projection	4.6	3.9	3.1	2.6	4.6-5.1	3.4-4.1	2.6-3.4	2.5-3.1	4.4-5.4	2.6-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8

资料来源: Fed, 瑞达期货研究院

图 15 支持年内降息 2 次或以下的官员增加

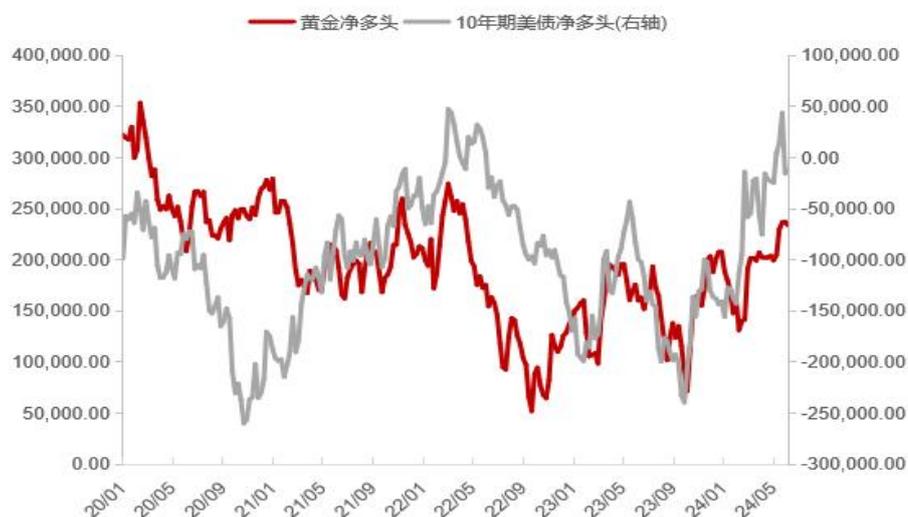


资料来源: iFind, 瑞达期货研究院

即便贵金属价格在上半年更多受到通胀预期以及地缘冲突等扰动因素影响而上涨，但自美联储开启加息周期后，长端美债收益率走势同样在很大程度上左右着贵金属价格阶段性的短期波动走向。从CFTC投机持仓来看，贵金属与受利率预期较大影响的10年期美债及美元指数净多头持仓走势相关性在加息周期开始后逐渐走强，尤其在上半年围绕降息节点及幅度的相关博弈情绪加重，长端美债收益率的下降往往给予贵金属价格一定提振。因此，在下半年美联储货币政策对整体经济抑制效果或仍将有限的状况下，利率预期在经济数据表现不确定较高的影响下或仍有一定波动空间，贵金属或仍有机会在长端美债收益率

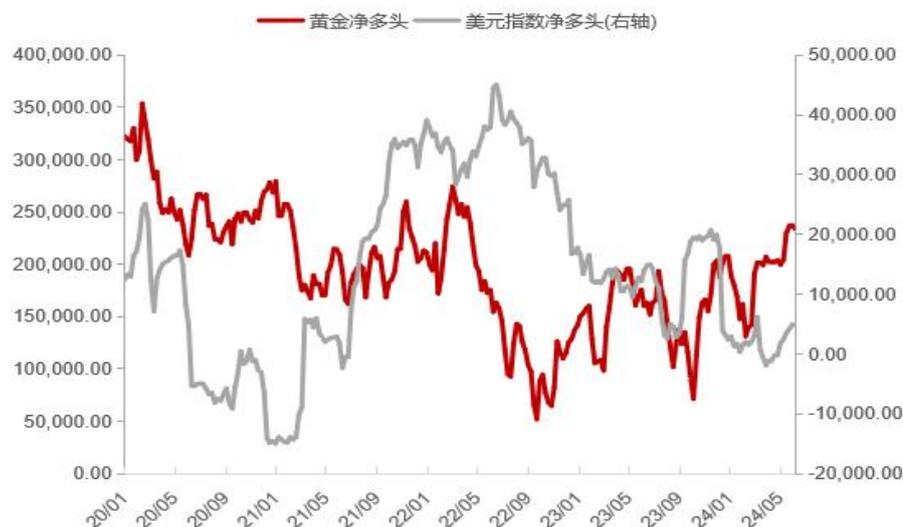
回落阶段得到一定提振。

图 16 黄金与 10 年期美债投机持仓相关性较强



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 17 黄金与美元指数投机持仓同样存在一定相关性



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

5. 全球降息浪潮到来，商品价格或将企稳

自全球央行随美联储在近几年开启紧缩货币政策加以抑制通胀水平以来，如欧元区及英国等多数非美发达国家经济增速在高利率环境下接连承压。但相较美国经济持续展现韧性的状况，非美国家经济放缓带动需求快速回落结合前期高企的能源价格逐步正常化也使得非美国家通胀水平于年内逐步回落至 2%附近的正常水平，这也进一步促使非美央行于公开演讲中逐步释放鸽派信号并开启降息周期。在当前全球多数央行已开启降息潮的状况下，非美发达国家经济或得到新一轮货币政策所带来的提振，整体需求的回升或同样带动生产

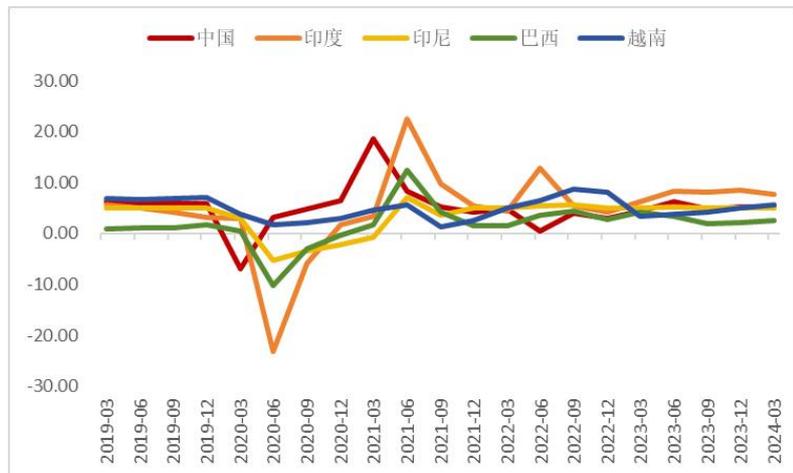
及出口较为密集的发展中国家经济活跃度提升，全球制造业复苏趋势或有望在下半年得到延续。在这种情况下，商品价格大概率将得到需求承托多于高位震荡，而通胀预期在经济增速修复的情况下或将重新回升，贵金属价格或伴随商品价格上涨得到一定提振。

图 18 欧元区为刺激经济已开启降息周期



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 19 发展中国家经济保有一定韧性



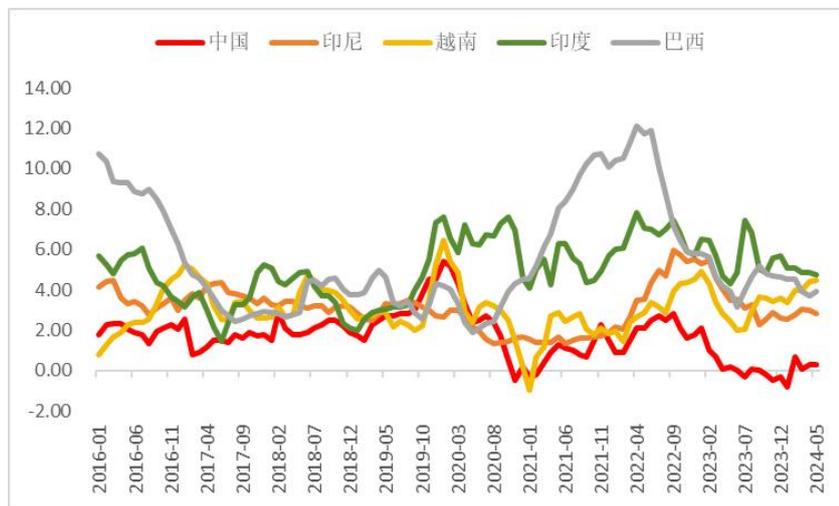
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 20 非美发达国家通胀普遍回落至正常区间



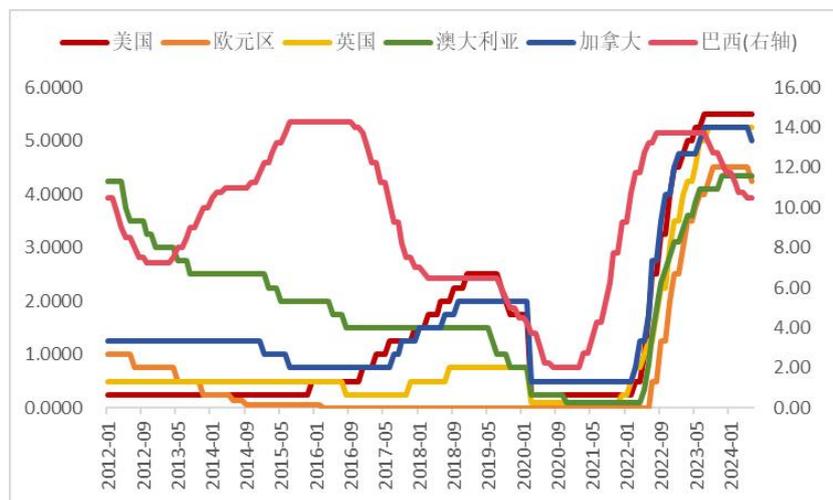
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 21 发展中国家通胀水平多处于相对可控状态



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 18 全球多国央行已开启降息周期



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 22 全球制造业 PMI 有望在降息潮中持续得到提振



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 23 商品价格企稳有助给予贵金属价格一定支撑



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

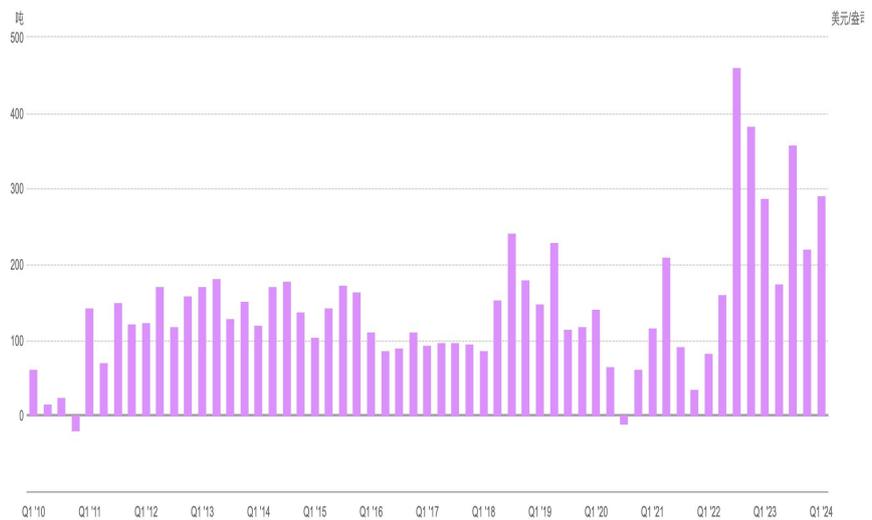
6. 央行购金步调放缓，长期配置前景明朗

自俄乌冲突爆发后，国际社会对地缘冲突产生强烈反应，其中美国更是利用其在全球金融体系中的主导地位采取了一系列经济制裁措施来对俄罗斯施压。在这些制裁措施中，其更是通过限制俄罗斯相关银行使用 SWIFT 系统进而阻断了俄罗斯的资金流动，这也进一步导致俄罗斯经济受创。在此情景下，众多非美国国家对美元主导的全球货币运行体系开始产生担忧，叠加美国政府自疫情过后便逐步扩大财政支出，财政预算有增无减也进一步抬高了政府杠杆率水平，市场对美国政府偿债信用也产生疑虑。除此之外，巴以冲突的爆发以及红海地区红海航线受扰等不确定因素同样挥之不去，多种因素交织下也使众多非美国国家央行开启新一轮购金潮来应对风险并

多元化其投资组合。

在这轮新的购金趋势中，中国央行作为主力黄金需求国同样在 2023 年后持续购金，且本轮购金力度相较 2016 及 2019 年大幅提升，这也进一步抬高了市场对年内黄金总需求的预期。然而随着金价在今年 3 月快速飙升，多数央行面对高企的金价同样下调了购金力度，中国央行更是于 5 月开始停止购金行为。然而从月度环比增量数据来看，央行在过去一年偏好逢低买入的操作特征相对明显，同时结合购金量与金价测算来看，本轮购金成本或落于 1900 美金/盎司水平附近。因此，非美央行在未来西方国家逆全球化态度尚未出现改善且美元信用体系逐渐受到质疑的情况下或更偏向将黄金纳入长期战略性配置，金价回落时或引发新一轮的购金需求可能性较高，整体黄金中枢价格或将得到抬升。

图 24 全球央行购金需求在俄乌冲突后激增



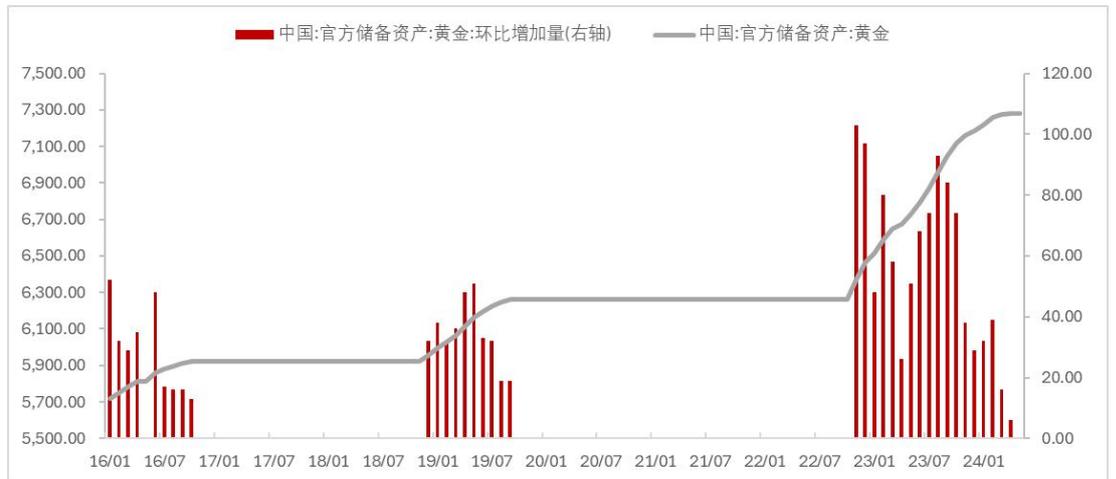
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 25 美国政府杠杆率持续攀升有利贵金属价格上涨



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 26 中国央行本轮购金力度加大



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 27 中国央行相对偏好在金价下跌时购金



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

三、下半年年贵金属价格展望

结合上述观点来看,贵金属价格在 2024 年上半年在地缘冲突持续促使央行维持购金行为叠加以美国为主的经济尚未显著放缓导致通胀水平并未如期回落的影响下大幅上涨,但在后继通胀数据逐渐好转且金价高企导致央行放缓购金步调的影响下冲高回落并于高位震荡。展望下半年,当前俄乌及巴以冲突尚未完全结束,叠加以美国为首的西方国家逆全球化态度愈加明显,未来地缘不确定性尚存或仍将刺激避险需求回升。与此同时,在前期货币及财政政策刺激的影响下,当前高利率环境对美国经济增长抑制效果相对有限,长期经济增长及通胀预期上升或迫使美联储维持高利率水平更长时间,未来围绕降息相关交易的波动或仍将给予贵金属价格一定提振。

此外,非美国国家在经济增速及通胀水平均大幅下滑的情况下逐步开启货币政策转向,全球经济随着非美国国家央行开启降息周期或得到新一轮刺激,整体需求及通胀水平的回升有望支撑商品及贵金属价格的上涨。最后,央行购金需求在长期通胀预期上移及美元信用体系逐渐受到质疑的情况下显著上升,即便整体购买量在金价上涨后有所放缓,但央行逢低买入的操作特征在本轮购金潮中相对明显,未来金价回落时有较大概率引发新一轮的购金需求,从而使贵金属中枢价格上升。

风险提示: 全球经济超预期放缓, 地缘冲突显著缓解。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。