

2024-6-28

贵金属 | 半年度策略

# 牛途未尽，逢低买入

## ——贵金属半年度策略

### 报告要点

#### ◆ 总观点

美国目前正处于政策紧缩周期尾声，并在议息会议上暗示降息周期即将到来。美联储 6 月议息会议公布的点阵图显示，年内将至少降息一次。美国经济内在韧性仍存，后续美联储降息路径存在较大的不确定性，取决于美国通胀数据是否延续回落趋势。联邦基金利率期货显示美联储最早可能在 9 月开启降息，年内会降息两次。

美国经济持续保持韧性，当前美联储对降息的判断更趋向于预防式降息。欧美经济基本面对比下美强欧弱局面延续将对美元指数形成阶段性提振。欧央行在 6 月议息会议上如期降息 25 个基点，但其货币政策声明对进一步降息持中性态度，欧央行在二季度经济预测中将 2024 年欧元区经济增长预测值从 0.3%上调至 0.9%，欧央行官员发言显示对经济复苏具有信心，年内欧元区是否还会降息取决于经济数据表现及货币政策传导效果等判断标准。

降息周期将到来令贵金属价格仍有上行空间，但美国经济韧性较强及欧央行降息操作让市场乐观预期存在修正空间，后续仍需关注美国经济下行程度、后续降息节奏与市场预期间存在的预期差。

#### ◆ 操作建议


操作上建议布局多头，以逢低做多为主，关注 COMEX 黄金上方压力位 2500 美元/盎司，参考沪金运行区间 510-610 元/克。光伏需求对白银工业消费形成拉动，降息周期下，白银价格弹性更大，关注美白银上方 35 美元/盎司的压力位，参考沪银运行区间 6900-8900 元/千克。

**风险提示：** 1.美联储、欧央行货币政策超预期；2.流动性收缩超预期。

### 公司资质


长江期货股份有限公司交易咨询业务资格：鄂证监期货字[2014]1 号

### 研究员

 **李旒**

- ✧ 从业证号：F3085657
- ✧ 投资咨询编号：Z0017083

### 助理研究员

 **汪国栋**

- ✧ 从业证号：F03101701

### 相关研究

- 《布局多头，关注预期差》  
-2023.12.28
- 《短期调整，不改长期配置价值》  
-2023.7.3
- 《周期切换可期，运行中枢上移》  
-2022.12.27
- 《货币退潮后，贵金属投资逻辑分析》  
-2022.6.23

# 一、2024 年上半年黄金行情回顾：牛途开启

## （一）2024 年上半年黄金走势回顾

图 1:2024 年上半年美黄金价格走势



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

2024 年上半年美黄金价格继续创出历史新高。美国目前正处于政策紧缩周期尾声，并在议息会议上暗示降息周期即将到来。美国经济数据趋势性走弱，伊以冲突持续，在避险情绪和降息预期的驱动下，美黄金价格升至历史高位 2454 美元/盎司。受二次通胀预期和光伏工业需求拉动去库的影响，美白银价格达到十年来历史高位。截至 6 月 19 日，美黄金收盘价为 2343 美元/盎司，较年初上涨 13.1%，波幅达到 23%，美白银收盘价为 29.83 美元/盎司，较年初上涨 24%，波幅达到 49%。

第一阶段（1-2 月）：美联储 1 月议息会议继续维持基准利率不变，CME 联邦基金利率期货显示年内将降息 3-5 次。美国 PMI 数据也呈现出边际修复态势，1 月 Markit 制造业 PMI 初值为 50.3，高于预期 47.9，重回荣枯线之上，并且创下 15 个月新高；服务业 PMI 指数为 52.9，高于预期的 51，为 7 个月新高，显示出美国经济较强的韧性。市场对美联储延后降息时点的预期升温，贵金属价格维持震荡走势，相对年初价格小幅回调。

第二阶段（3 月-5 月）：伊朗驻叙利亚领事馆遭到以色列空袭，4 月新闻频繁预警伊朗对以色列报复性袭击的可能性，地缘政治紧张局势持续，市场对中东局势恶化的避险情绪升温。美国 4-5 月通胀数据继续回落，缓解了市场对再通胀的担忧，降息预期主导交易逻辑，在避险情绪和降息预期的驱动下，贵金属价格持续上涨。

第三阶段（6月–至今）：美国5月非农就业数据大超预期，5月CPI数据超预期回落，支撑美国经济内在保持韧性。美联储6月议息会议维持基准利率不变，上修2024年PCE通胀率预测0.2个百分点至2.6%，上修核心PCE通胀率0.2个百分点至2.8%，上修2024年政策利率中值0.5个百分点至5.1%，同时公布点阵图将年内降息次数由3次下修至1次，鲍威尔整体发言偏鹰。全球央行减缓购金速度，欧央行6月初如期降息25基点，美元指数阶段性走强，贵金属价格处于震荡调整状态。

美联储6月议息会议公布的点阵图显示，票委认为2024年降息2次、降息1次和不降息的人数，分别为8位、7位和4位，即认为降息少于等于1次的人数合计11位，而这一数字在3月会议公布的点阵图中仅4位。后续美联储降息路径存在较大的不确定性，取决于美国通胀数据是否延续回落趋势。联邦基金利率期货显示美联储最早可能在9月开启降息，年内会降息两次。

图2:美联储6月议息会议要点

决议	主要内容摘要
政策声明	维持联邦基金利率为5.25–5.5%目标区间。同时将存款准备金利率维持在5.4%，将隔夜回购利率维持在5.5%，将隔夜逆回购利率维持在5.3%，将一级信贷利率维持在5.5%。
降息讨论	由于通胀进展缓慢，降息时点推迟，5月通胀数据的回落是取得进展的良好证据，但降息还需要美联储拥有更多的信心。表明降息不需要通胀回落到特定水平，也无需等到就业市场明显降温，只是货币政策正常化的一步。
声明调整	通胀进展方面，将“通胀水平实现2%目标缺乏进展”改为“通胀实现2%目标出现了温和进展”
经济预测	1) 经济增长方面，维持2024年经济增长预测为2.1%；维持2025和2026年经济增长预测为2%；维持长期经济增长率为1.8%。 2) 就业方面，维持2024年失业率预测为4.0%；小幅上修2025和2026年失业率预测0.1%至4.2和4.1%。 3) 通胀方面，上修2024年PCE通胀率预测0.2%至2.6%，上修核心PCE通胀率0.2%至2.8%；小幅上修2025年PCE及核心PCE通胀率预测0.1%至2.3%；维持2026年及长期通胀水平为2%。

数据来源：FED 新闻整理 长江期货有色产业服务中心

## 二、具体影响因素分析

在黄金价格分析框架中，实际利率和美元指数走势是黄金价格走势的主要影响因素，与黄金价格呈现显著的负相关性。本轮美联储加息周期从2022年3月启动，至23年7月结束，期间美国经济基本面内在韧性和货币政策收紧双重因素导致实际利率反弹至高位，同时美强欧弱局面延续，欧元对美元持续大幅贬值，推动美元指数上行至阶段性高位。美元指数短期取决于美欧利差，中期取决于美国与欧元区的经济预期差异与货币政策路径，随着加息周期结束，美国经济数据趋势性走弱后，市场降息预期逐渐升温，美元指数处于回落区间。十年期美债收益率受经济增长、通胀预期的影响，会跟随政策利率走势变动。

一季度，美国经济韧性和市场二次通胀预期共同驱动十年期美债收益率上行，随着美国经济数据转弱和通胀增速超预期下行驱动降息预期升温，十年期美债收益率小幅下行。

图 3：美国实际利率与 comex 黄金价格走势



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

图 4：美元指数与 comex 黄金价格走势



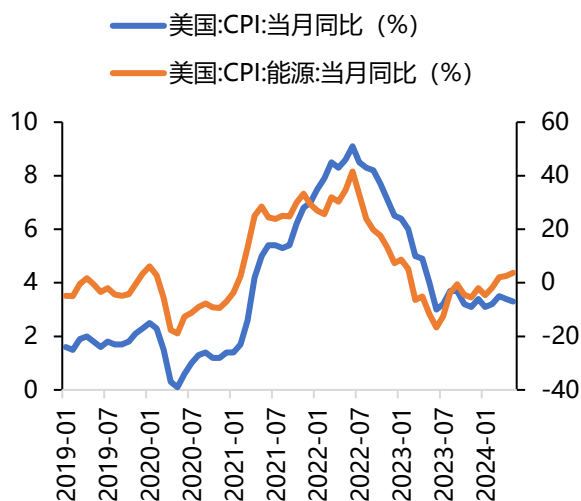
数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

## （一）实际利率

实际利率即名义利率与通胀预期之差，名义利率与通胀预期抬升速度的相对快慢，决定了实际利率是处于上行还是下行区间，即当名义利率抬升速度快于通胀预期攀升速度时，实际利率处于上行区间，利空黄金价格，反之则处于下行区间，利好黄金价格。10 年期 TIPS 受到美国实际经济增长、配置及避险等因素影响，受基本面因素与货币政策共同驱动。

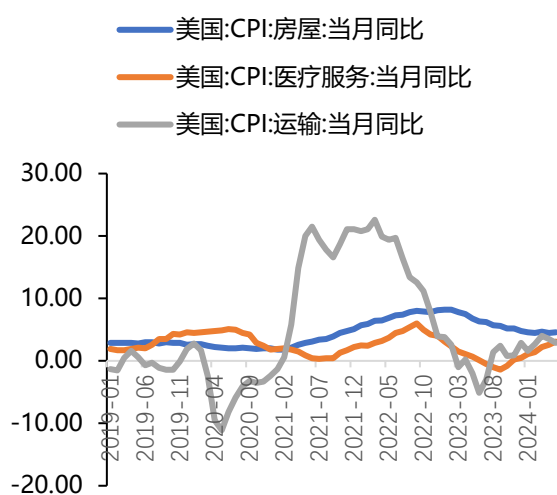
整体通胀处于下降趋势中。美国 5 月 CPI 同比 3.3%，低于预期和前值 3.4%，核心 CPI 同比 3.4%，低于预期值 3.5% 和前值 3.6%，是过去 37 个月最低，也是自去年 11 月以来美国 CPI 和核心 CPI 数据首次低于市场预期，主要源自能源和交通运输分项环比大幅回落。对美国 5 月 CPI 主要分项进行分析，食品、核心商品和核心服务项通胀均有回落，美国通胀压力边际缓解。食品分项环比从 0% 小幅升至 0.1%，仍低于 12 个月均值 0.2%，能源分项环比从 1.1% 降至 -2.0%，低于 12 个月均值 0.3%，核心服务分项环比从 0.4% 降至 0.2%，低于 12 个月均值 0.4%，5 月业主等价租金同比增长 5.7%，较上月下降 0.1 个百分点，已连续 11 个月回落。受到能源价格波动的影响，去年同期油价呈现回落走势，低基数下未来几个月内能源项同比增速或仍会反复，核心 CPI 同比较难出现明显下降。

图 5：美国通胀同比数据总体延续回落



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

图 6：美国通胀分项中核心服务类通胀压力缓解



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

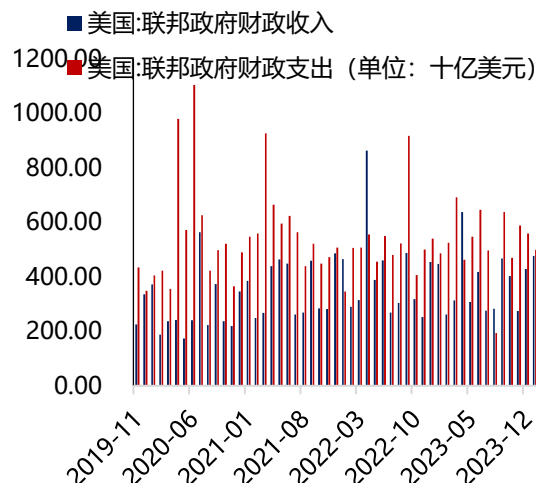
在 2020–2023 年,美国财政赤字持续大规模扩张支持居民和企业资产负债表修复,在加息周期以来,区别化实施“宽财政紧货币”政策,带来居民消费、企业盈利快速修复,支撑就业市场需求保持偏强状态。如果财政支出和高利率的矛盾持续,可能增加财政部门对美联储的压力,使得美联储增加持有的美债占比,导致通胀中枢抬升。实际上,美国通胀同比数据回落趋势自 2023 年 7 月以来出现反复,目前美国企业盈利与居民收入仍处于正向反馈的良性循环中,薪资增速增长与劳动力缺口同时存在,推升了美国居民消费需求,强化了二次通胀预期,导致后续美联储降息路径仍存在较大的不确定性。

图 7：10Y 美债收益率和实际利率走势



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

图 8：美国财政压力持续



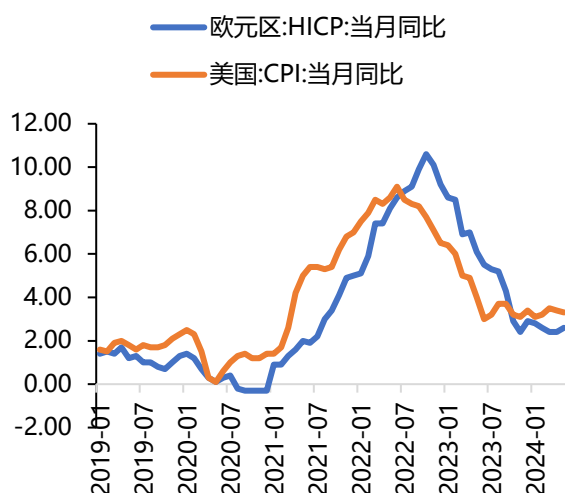
数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心



## （二）美元指数

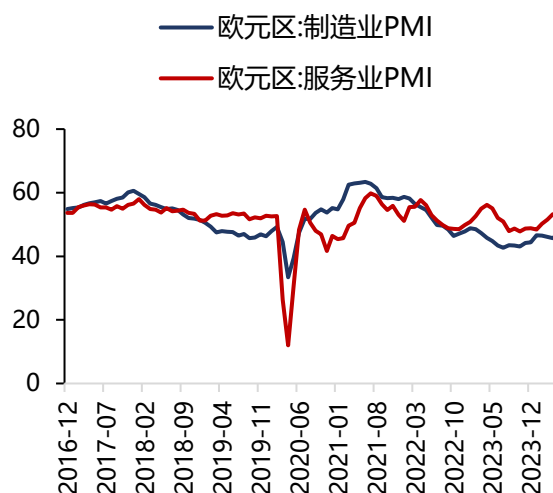
美元指数长期走势与美欧利差、美欧货币政策边际变化有关，短期与欧美经济强弱对比有关。在紧货币紧财政双重压制下，欧元区通胀下降更为顺畅，但与此同时经济基本面也较为疲弱，欧央行于 6 月开启降息周期。美国经济基本面仍较为强劲，美联储在 6 月会议上维持利率不变，欧美央行货币政策维持欧鸽美鹰局面，短期内对美元指数走势构成支撑，当前美联储货币政策路径仍具有较大不确定性，美联储官员频繁发表鹰派观点，对黄金价格构成阶段性压力。

图 9：美国和欧元区通胀数据



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

图 10：欧元区服务业 PMI 指数处于扩张区间



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

欧央行在 6 月议息会议上如期降息 25 个基点，但其货币政策声明对进一步降息持中性态度。欧洲经济企业融资高度依赖信贷，自欧央行持续加息以来，企业投资和居民信心均受到抑制，开启降息有利于欧元区经济恢复，补库进程或加速。欧央行在二季度经济预测中将 2024 年欧元区经济增长预测值从 0.3% 上调至 0.9%，5 月欧元区综合 PMI 升至 52.2，连续 3 个月位于荣枯线上方，并创近一年来新高。欧央行官员发言显示对经济复苏具有信心，年内欧元区是否还会降息取决于经济数据表现及货币政策传导效果等判断标准。

## （三）美国经济和货币政策

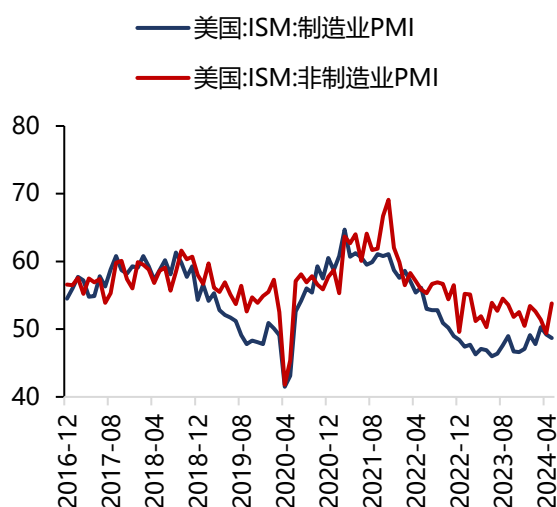
### 1. 美国经济和金融周期

在经济数据方面，美国 5 月 ISM 制造业 PMI 为 48.7，4 月为 49.2，市场预期为 49.6。ISM 服务业 PMI 为 53.8，4 月为 49.4，市场预期为 51。制造业 PMI 下降的主要因素是新订单指数大幅度下滑，5-6 月美国服务业 PMI 或将连续超预期，由于美国服务业占 GDP 比重在 70% 以上，服务业维持韧性，美国

经济基本面仍然偏强。当前美国已进入主动补库阶段，如果需求端能有进一步的表现，那么美国制造业产出可能会在三季度开始趋势性上升，消费需求旺盛可能拉动制造业 PMI 指数反弹。

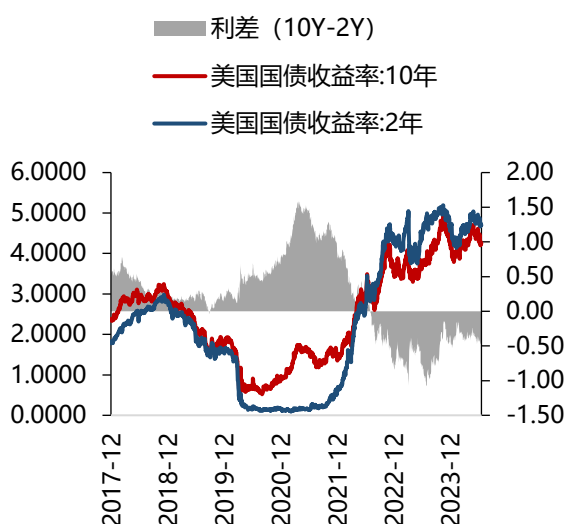
当前美国长短期国债利率仍处于倒挂状态，这是提示历次经济衰退的领先指标，回顾之前长短期美债利率倒挂后的 1-2.5 年年内美国经济均发生了衰退，走向衰退的趋势性更加明确。当前 2Y-10Y 美债收益率利差和 3M-10Y 美债收益率利差均处于倒挂状态，此轮衰退预期之所以迟迟没有兑现，可归因于复苏周期的错位，即服务业滞后于制造业，以及居民的“超额储蓄”、货币紧缩的滞后效应和劳动力市场的持续韧性。

图 11：美国经济数据韧性仍存



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

图 12：美国长短期国债收益率继续倒挂

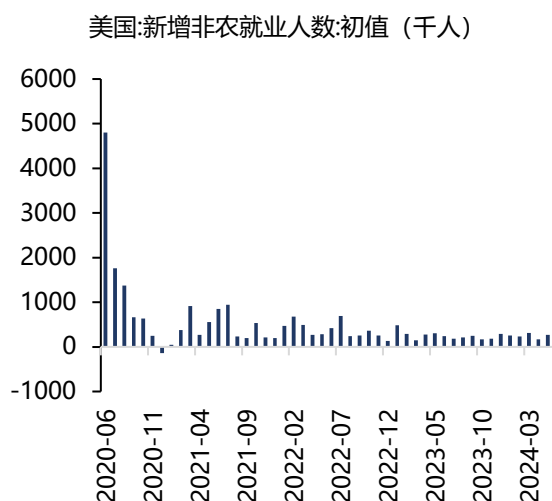


数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

## 2. 美国就业市场情况

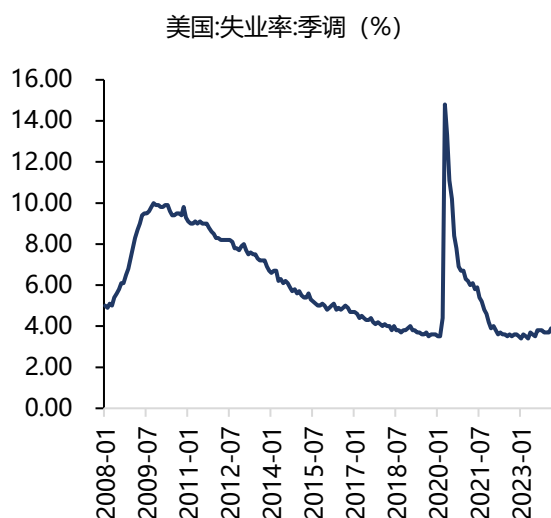
在就业市场方面，2024 年 5 月美国新增非农就业 27.2 万人，预期 18 万人，前值小幅下修至 16.5 万人，其中教育和保健服务业的就业人数同比增速最快，其次是建筑业、休闲和酒店业，与服务业 PMI 数据维持韧性相一致。5 月失业率为 4%，高于预期，较上月上升 0.1%。美国 5 月新增非农就业数据和失业率背离，从数据统计层面，主要是统计口径不同，新增非农就业人数的统计口径是企业，失业率的统计口径是家庭，由于企业调查的样本量更大，数据稳定性和准确性更高，因此当企业调查和家庭调查数据出现背离时，市场一般都更青睐于企业调查数据，但此次可能存在就业水平高估的问题，原因是多份工作的人数占比上升，对于持有多份工作的人群，家庭调查的就业仅统计一次，但企业调查的就业则会多次统计。5 月时薪增长环比 0.4%，同比反弹到 4.1%，5 月劳动力参与率为 62.5%，上月 62.7%，距离疫情前的高点差距扩大到 0.8%，就业市场整体还是呈现边际走弱迹象。

图 13：美国非农就业人数延续强劲



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

图 14：美国失业率小幅反弹

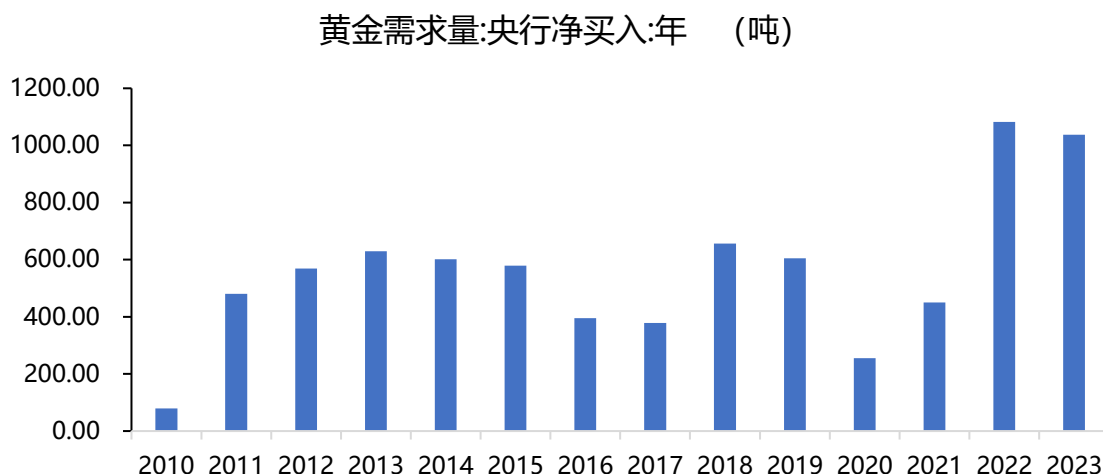


数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

#### (四) 全球央行购金情况

随着地缘政治矛盾持续加深，贸易摩擦不断涌现，2022 年以俄乌冲突爆发为标志，全球阵营分化和对抗局面呼之欲出，逆全球化风险大幅抬升。基于分散风险的考虑，全球央行在 2008 年以来不断增持黄金储备，2022 年俄乌冲突爆发以来进程加速，央行购金占全球黄金需求比例从此前的 10%左右跃升至 20%以上。2022-2023 年央行每年购金需求为 1000 吨左右，为此前 5 年的平均年购金量两倍以上，主要由以上新兴市场国家央行贡献。1990 年黄金占全球央行储备比重为 34%，其后由于全球化进程加速，黄金储备占比逐年下降，虽然这两年央行增持速度加快，但黄金储备比重仍然偏低。当前中国央行黄金储备占外汇储备的比重不足 5%，远低于全球央行平均近 15%的水平，还有较大的增持空间。

图 15：全球央行加速增持黄金储备



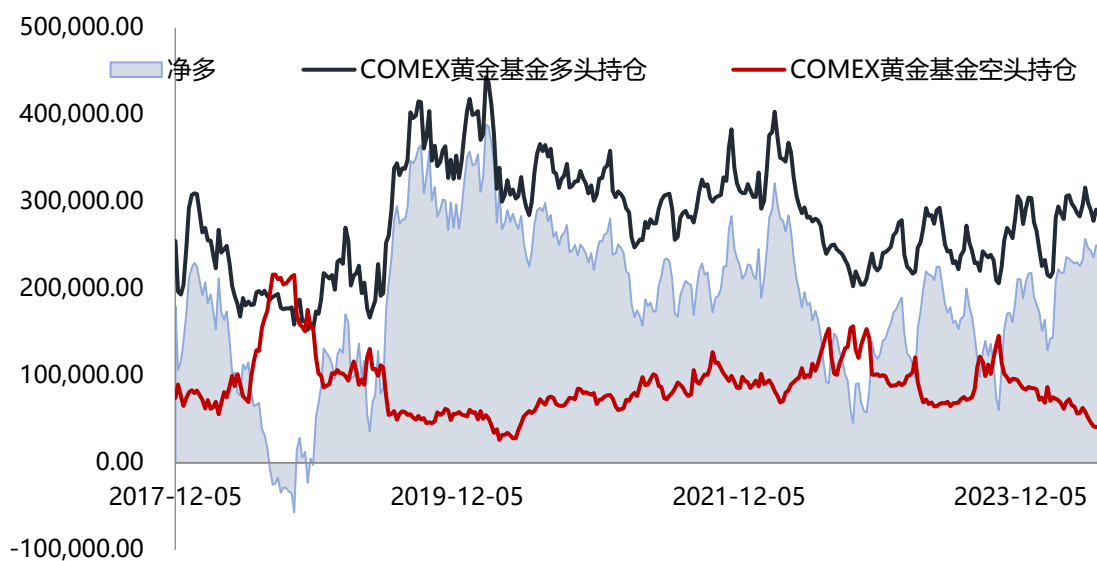
数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心



## （五）黄金 CFTC 持仓情况

长期来看，黄金 CFTC 投机基金净持仓合约数量与 comex 黄金价格走势呈现明显的正相关性，当净持仓合约增加时，通常对应黄金价格处于上涨区间，当净持仓合约减少时，通常对应黄金价格处于下跌区间。截至 6 月 25 日，黄金基金净多持仓为 24.7 万张，较上年末增仓 2.9 万张，后市对黄金价格的看多情绪持续上升，当前黄金基金净多持仓处于偏高位置。

图 16: 黄金 CFTC 投机基金净多持仓

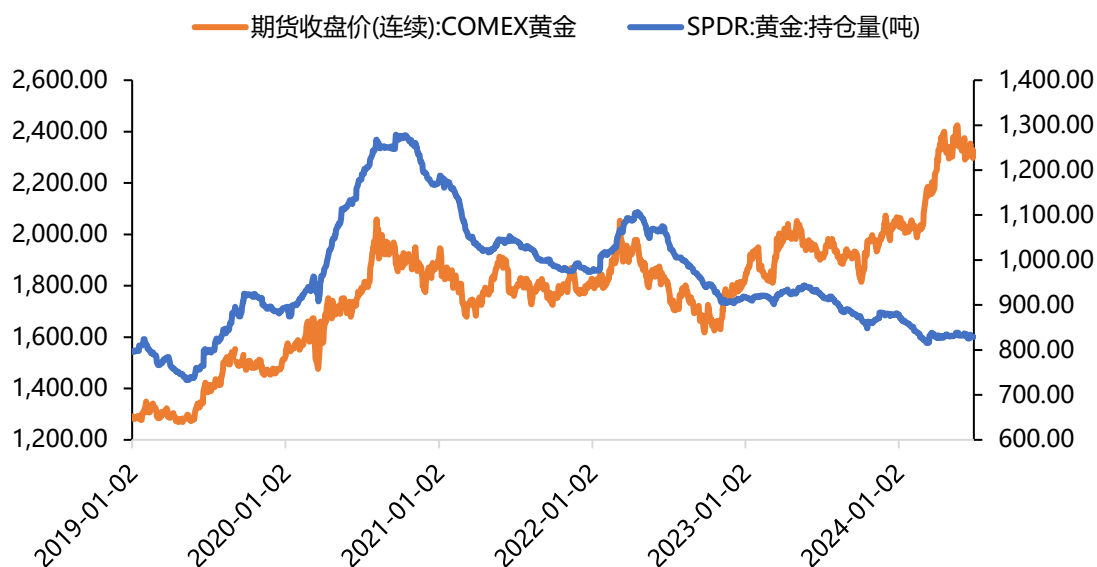


数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

## （六）黄金 ETF 持仓情况

黄金 ETF 持仓量反映了投资者对黄金 ETF 的投资需求，与美黄金的价格走势呈正相关性，但略滞后于黄金价格走势。截至 2024 年 5 月底，全球黄金 ETF 总持仓较年初净流出 137 吨至 3088 吨，地缘政治风险升温后持有黄金的机会成本升高及美联储表示推迟降息时点可能是黄金 ETF 流出的主要原因。截至 2024 年 6 月 26 日，全球最大黄金 ETF—SPDR 的持金量为 829 吨，比去年同期减少 98 吨，同比降幅为 10.6%。

图 17: 黄金 ETF 持仓变化和黄金价格走势



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

### 三、白银基本面情况

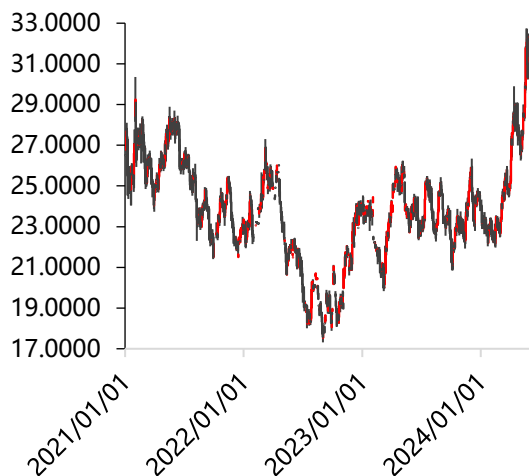
白银兼具金融与商品双重属性，白银和黄金同属贵金属，两者具有很强的相关性。金银比价是指同一时期内黄金价格与白银价格的比值，金银比价主要用来考察黄金白银价格相对强弱。白银的上涨通常是追涨黄金的结果，商品属性则是金银比修复的核心推动力，因此金银比修复常出现在经济复苏初期，复盘近三轮金银比修复行情，每一轮金银比的向下修复都伴随着经济的企稳回升，即美国制造业 PMI 指数触底回升。白银价格往往跟随十年期通胀预期的连续抬升而达到高位，次贷危机期间白银价格与通胀预期同时达到最高点，且白银价格的波动幅度远大于黄金价格。金银比的历史价格平均区间为 40-80，均值为 60。

图 18: 金银比向下修复



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

图 19: 白银价格波动幅度较大



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

全球的白银产量包括独立银矿产银、铅锌铜金矿等副产白银、再生银和官方销售白银等，其中独立银矿产量很小，在总产量中的占比低于 20%，白银产量主要来自基本金属铜铅锌和黄金的副产，矿产银和再生银构成白银供给的主体。按照前期的矿山开发进度，受铜锌等主金属矿山资本开支和供应扰动的影响，矿产银供给增速将可能放缓，整体供给量受限。

根据世界白银协会统计，2023 年全球白银供应总量为 31436.31 吨，相对 2022 年减少 0.5%，其中矿山银供应 25831.46 吨，相对 2022 年减少 1%，占比供应总量的 82%，再生银供应量为 5555 吨，占比 17%。全球白银总需求为 37168.68 吨，相对 2022 年减少 7%，其中首饰及实物投资领域的需求为 16814.6 吨，工业需求是第一大需求，工业需求为 20354.13 吨（占比 55%），光伏方面的用银需求相对 2022 年增长 64%至 6019 吨。随着全球光伏装机量的继续增长，以及光伏领域 N 型电池的市场渗透率提升，N 型电池技术的银浆单耗量增加，光伏用银需求将进一步增长，成为工业需求的主要应用领域。

图 20: 2015-2023 年白银全球供需平衡表

白银供需平衡表 (单位: 吨)									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
供应量									
矿产银	27893.62	27986.93	26860.98	26456.64	26039.85	24366.48	25784.80	26024.30	25831.46
回收银	4572.21	4531.78	4578.44	4625.09	4609.54	5110.31	5402.68	5502.21	5555.09
生产商净套保	68.43	0.00	0.00	0.00	432.34	264.38	0.00	0.00	0.00
官方净出售	34.21	34.21	31.10	37.32	31.10	37.32	46.66	52.88	49.77
总供应量	32565.36	32549.81	31470.52	31119.05	31112.83	29778.49	31237.25	31582.49	31436.31
需求量									
工业用银	14217.41	15225.16	16372.88	16304.45	16282.68	15853.45	17458.39	18298.19	20354.13
光伏用银	1853.77	2538.05	3088.58	2706.00	2329.65	2575.37	2765.10	3673.32	6018.53
摄影用银	1188.15	1079.29	1007.75	976.65	954.88	836.68	861.57	855.35	839.79
珠宝首饰	6298.46	5881.67	6102.51	6320.23	6270.47	4693.52	5660.84	7293.77	6317.12
银器	1813.33	1664.04	1847.55	2087.04	1906.64	970.43	1265.91	2286.11	1716.91
实物投资	9620.31	6621.94	4845.93	5160.07	5828.80	6472.64	8842.73	10484.99	7561.26
净对冲需求	0.00	373.24	34.21	230.17	0.00	0.00	108.86	556.75	379.46
总需求量	33137.67	30848.45	30210.83	31078.62	31240.36	28826.72	34201.41	39778.27	37168.68
供需缺口	-572.30	1701.36	1259.69	40.43	-127.52	951.77	-2967.27	-8195.77	-5732.38
ETPs净投资	-531.87	1676.48	223.95	-665.61	2590.92	10298.37	2018.62	-3912.82	-1309.46
供需缺口(除 ETPs外)	-40.43	24.88	1035.75	706.05	-2718.45	-9346.60	-4985.89	-4282.95	-4422.92

数据来源: 世界白银协会、长江期货有色产业服务中心

白银是光伏产业中重要的辅材，是光伏电池片结构中核心电极材料，具体用于光伏电池正面电极和负极，其中用于正极与电池 N 型区接触的电极称之为正银，用于负极与 P 型区接触的电极称之为背银，银浆占电池片非硅成本的比例约为 33%。正面银浆主要起到汇集、导出光生载流子的作用，常用在 P 型电池的受光面，以及 N 型电池的双面，目前占据市场主流的是 P 型电池（PERC 电池），新型 N 型电池具有转换效率高、双面率高、无光衰等优点，所需耗银量高，将成为未来主要发展的技术路径。

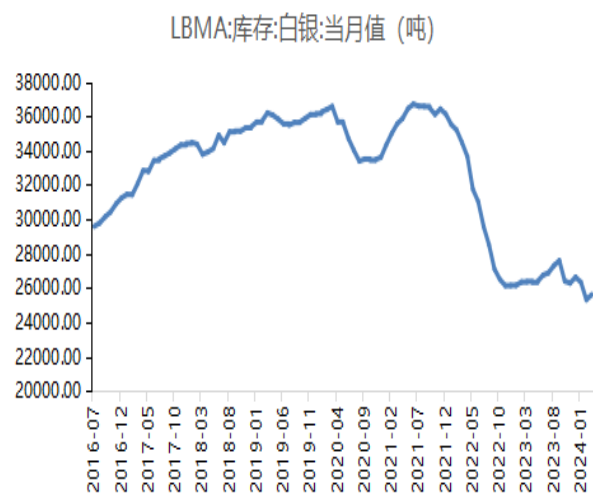
2023 年国内光伏新增装机 216.9GW，同比增长 148%。根据中国光伏行业协会（CPIA）预测，2023 年全球新增光伏装机达 390GW，同比增长 70%。2023 年以来，新投建的产线以 N 型电池为主，产能释放规模迅速扩大。根据 CPIA 统计，2023 年 N 型电池市场占比提升至 26.5%，其中 TOPCon 占比约 23%，

HJT 占比约 2.6%，xBC 占比约 0.9%；预计到 2024 年，N 型电池市场占比将进一步提升至 70%。在全球光伏装机持续增长，N 型电池加速渗透的背景下，2024 年全球光伏白银需求量有望提高 35% 达到 8126 吨。

除了光伏装机高增持续提振白银需求外，新能源汽车、AI、机器人等应用也将带动含银元器件需求提升。随着汽车电动化、智能化趋势，单车用银量将不断提高。根据安泰科统计，传统内燃机汽车单车用银量为 15–28g，混动汽车单车用银量 18–34g，纯电动汽车将提升至 25–50g，单车耗银量则是大致有 20%–35% 的上浮，用银水平大幅提高。2023 年白银在电子电器行业消耗量占在工业中总消耗的 68%，未来 GPU、TPU、NPU 的计算能力将随着 AI 需求而突破，将进一步拉动白银的工业需求。

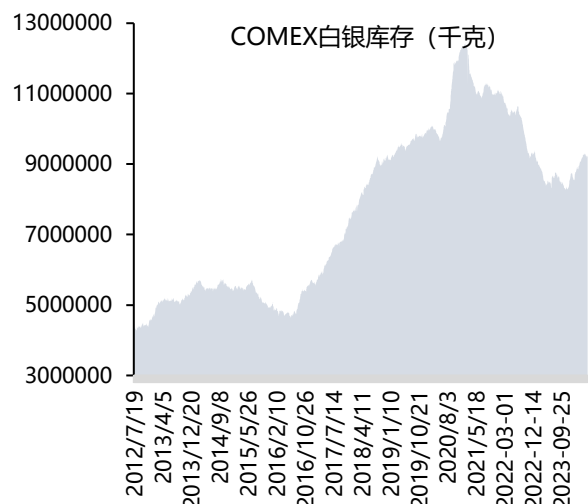
黄金和白银同属贵金属，两者具有很强的相关性，商品属性是金银比修复的核心推动力，但在美黄金价格屡创历史新高的背景下，美白银价格尚未突破前期高点，制约本轮美白银价格上涨高度的主要因素是国内外白银过高的库存。截至 6 月 28 日，全球白银显性库存为 3.3 万吨，处于较高位置。2016–2020 年国内外白银库存持续积累，伦敦金银协会（LBMA）白银库存累计增加 4016 吨，comex 白银库存累计增加 7336 吨，上期所白银库存累计增加 2365 吨，白银供应过剩但需求不足是白银库存累积的主要原因。

图 21：LBMA 伦敦金库的白银库存



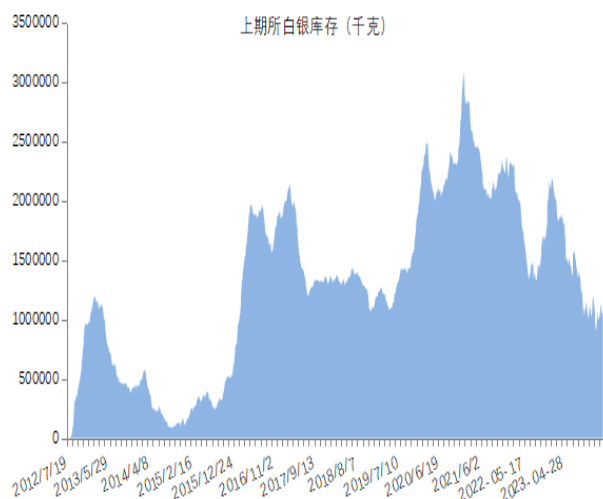
数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

图 22：comex 白银库存



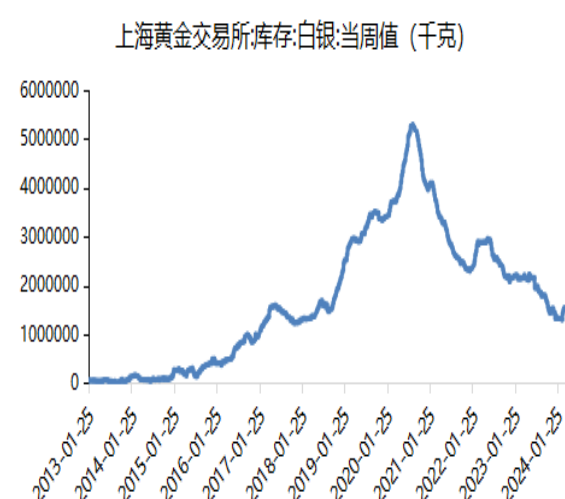
数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

图 23：上期所白银库存



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

图 24：上海黄金交易所白银库存



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

在降息周期中白银价格波动大体表现为先扬后抑，在经济衰退初期，金融属性占主导，在经济衰退后期，商品属性占主导。在本轮紧缩周期中，美国经济持续保持韧性，欧元区经济较为疲弱，市场对欧央行降息预期较高，而美联储降息节奏与市场预期间存在的预期差，对美元指数形成阶段性提振，令白银价格出现阶段性调整压力。另一方面，在金融条件恶化背景下美联储开启降息周期和地缘政治冲突引发的避险情绪均对白银价格下方构成支撑。

伴随光伏行业装机量维持稳定增长和 N 型电池的产能规模大增，导电银浆用量有望显著上升，新能源汽车、AI 等应用将带动含银元器件需求提升。近年来银矿开采的总现金成本和全面维持成本均大幅增长，整体银矿成本增加。工业需求稳步增长对白银消费形成支撑，白银供需缺口在 2021-2023 年间持续存在，叠加银价上涨后白银实物净投资需求的上升，2024 年白银供应缺口将会继续扩大。白银主要来自基本金属铜铅锌和黄金的副产，在产量供给约束下，国内外白银库存还将延续去库进程。

图 25：白银供需缺口将持续扩大

年度	2021	2022	2023	2024E	2025E
全球光伏用银量 (吨)	3537	4364	6019	9632	10976
光伏用银增量 (吨)	407	827	1655	3613	1344
白银实物供需平衡 (吨)	-1611	-7393	-5732	-7147	-7982
白银ETF增量 (吨)	2019	-3913	-1309	800	900
白银供需平衡 (吨)	-3630	-3480	-4423	-7947	-8882

数据来源：世界白银协会 长江期货有色产业服务中心

## 四、观点总结及策略建议

美国目前正处于政策紧缩周期尾声，并在议息会议上暗示降息周期即将到来。美联储 6 月议息会议公布的点阵图显示，年内将至少降息一次。美国经济内在韧性仍存，后续美联储降息路径存在较大的不确定性，取决于美国通胀数据是否延续回落趋势。联邦基金利率期货显示美联储最早可能在 9 月开启降息，年内会降息两次。

联邦基准利率维持高位，美国经济持续保持韧性，当前美联储对降息的判断更趋向于预防式降息。欧央行在 6 月议息会议上如期降息 25 个基点，但其货币政策声明对进一步降息持中性态度。欧央行在二季度经济预测中将 2024 年欧元区经济增长预测值从 0.3% 上调至 0.9%，5 月欧元区综合 PMI 升至 52.2，连续 3 个月位于荣枯线上方，并创近一年来新高。此外，欧央行官员发言显示对经济复苏具有信心，年内欧元区是否还会降息取决于经济数据表现及货币政策传导效果等判断标准。

欧美经济基本面对比下美强欧弱局面延续将对美元指数形成阶段性提振。降息周期将到来令贵金属价格仍有上行空间，但美国经济韧性较强及欧央行降息操作让市场乐观预期存在修正空间，后续仍需关注美国经济下行程度、后续降息节奏与市场预期间存在的预期差，或令贵金属价格出现阶段性调整。

降息周期即将开启，操作上建议布局多头，以逢低做多为主，关注 COMEX 黄金上方压力位 2500 美元/盎司，参考沪金运行区间 510-610 元/克。光伏需求对白银工业消费形成拉动，降息周期下，白银价格弹性更大，关注美白银上方 35 美元/盎司的压力位，参考沪银运行区间 6900-8900 元/千克。



## 风险提示

---

本报告仅供参考之用，不构成卖出或买入期货、期权合约或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应当充分了解报告内容的局限性，结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及员工对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 免责声明

---

长江期货股份有限公司拥有期货交易咨询资格。长江期货系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告所载明日期的判断，本公司可随时修改，毋需提前通知，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的交易机会不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、引用或再次分发他人，或投入商业使用。如征得本公司同意引用、刊发，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长江期货股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

## 联系方式

---

地址：湖北省武汉市江汉区淮海路 88 号 13、14 层

邮编：430000

电话：(027) 65777105

网址：<http://www.cjfc.com.cn>