



永安期货
YONGAN FUTURES

美元指数走强

黄金震荡偏弱运

凌晓慧 Z0018216 2024/06/18

凌晓慧

电话：
0571-88399533

邮箱：
Lxh2484@yafco.com

摘要：

6月以来，贵金属市场波动率增加，并且在美元指数持续偏强运行之下，CFTC 商业净多持仓量下行，COMEX 黄金非商业多头净持仓下滑至 233926 手，COMEX 白银非商业多头净持仓下滑至 51692 手，部分多头出现阶段性止盈的行为。截至 6 月 16 日，伦敦金收于 2332.3 美元/盎司，伦敦银收于 29.62 美元/盎司，较 5 月的高点明显回落。近期宏观数据陆续公布，欧央行、美联储利率决议先后出台，前期支撑贵金属多头持续买入的央行购金这一指标也出现偏空信号，贵金属市场聚焦于央行的购金行为的变化与美欧央行的表态。

一、央行购金行为分化

近期，中国央行购金行为放缓，黄金储备在 4 月增加了不到 2 吨，达到 2264 吨，这是自 2022 年 11 月恢复报告以来最低的月度增幅，远低于此前 18 吨的月均增幅。随后中国央行更是在 5 月暂停了购金行为。但从全球范围内来看，其余国家央行购金行为持续，接替中国央行发力，其中共有 8 个国家央行在 4 月增加了至少 1 吨的黄金储备。土耳其央行是最大的买家，官方储备增加了 8 吨。经过连续 11 个月的购买，该央行今年迄今的净购买量达到 38 吨，官方黄金持有量达到 578 吨。其他主要买家包括哈萨克斯坦、印度、波兰、新加坡、俄罗斯中央银行等。本轮央行的持续性购金行为是影响黄金的重要边际定价因素。自 2020 以来，为满足去美元化以及多资产配置需求，全球范围内的以发展中国家为首的央行接连增持黄金。我们认为央行购金背后的动力并未消失，中国央行放缓购金是因为黄金价格的涨幅已达历史高位，为了控制成本调整了增持黄金的节奏，并非本轮国内央行以及全球其他国家央行增持黄金的终点。

二、欧美货币政策影响

欧元区方面，作为欧元区 20 个成员国的中央银行，欧洲央行的货币政策

对整个欧洲经济以及全球金融市场具有深远的影响。本月与市场普遍预期的一致，欧洲央行进行了第一次降息。第一是欧元区经济增长疲软，信贷压力大，欧央行有降息需求。欧元区 GDP 增长动能不足，欧元区 GDP 增速从 2022 年四季度的 1.9% 一路下降至 2023 年四季度的 0.1%，2024 年一季度虽然回升至 0.4%，但主要分项仍然低迷。同时，高利率对私人部门的财务预期造成压力。2023 年 9 月至今，欧洲央行的主要利率，包括再融资利率、边际贷款利率和存款便利利率一直处于 4.50%、4.75% 和 4.00% 的高位，高利率导致欧洲私人部门付息压力大，企业和居民信贷疲软。

第二是通胀压力缓解给降息提供条件。欧央行的政策目标是维持欧元区物价稳定，即将同比增速控制在接近或低于 2% 水平。从数据上来看，俄乌冲突导致欧洲能源和粮食价格持续上涨，随后各行业成本以及通货膨胀率一路攀升，欧元区的整体 HICP 同比数据在 2022 年 10 月达到 10.6% 的高点。随着欧央行加息以及能源价格逐渐回落，欧元区通胀也有所回落，2024 年 4 月通胀率为 2.4%，核心通胀从 2023 年 6 月开始下降至 2024 年 4 月的 2.7%。欧央行 4 月议息会议中，拉加德表示不会等到所有指标均达到 2% 才开启降息，因此欧元区通胀的下行为降息提供了条件。

美国方面，美联储表态相较于市场预期的更为鹰派。美国 5 月 CPI 同比上涨 3.3%，核心 CPI 同比上涨 3.4%；CPI 环比持平，核心 CPI 环比上涨 0.2%。整体而言，本次美国通胀数据低于市场预期。但在 CPI 数据公布当晚的 FOMC 会议上，美联储将联邦基金利率维持在 5.25%~5.50% 不变。点阵图显示，美联储对后续降息路径的预测为 2024 年降息 1 次，2025 年降息 4 次，同时中性利率上调至 2.8%。在随后进行的记者会上，鲍威尔强调住房通胀下行缓慢，数据依然偏高，并且较高的工资增速导致部分非住房核心服务通胀持续高位。此外，对中性利率的评价上，鲍威尔认为中性利率是一个长期的均衡概念，在短期可能并不可靠，不过还是认为中性利率较疫情前的低利率水平有所抬升。结合 6 月公布的点阵图，我们认为 2024 年仅降息 1 次为大概率事件，对年内降息的博弈将暂告一段落。后续宏观展望上，我们认为有两条主线值得注意：一是经济上关注 4 月开始的美国经济的结构性放缓是否持续，二是通胀上关注近期核心商品快速下行的脉冲何时衰减。

三、继续上冲动能不足

眼下欧央行开启降息，欧央行行长拉加德表示，随着能源危机和供应链瓶颈的影响逐渐消退，欧央行非常有信心已经控制住了通胀，但是欧央行全年降息路径可能仍然存在不确定性。一方面，历史上除了欧债危机时期，欧央行的货币政策周期基本落后于美联储。而本轮降息周期中因欧洲央行急于应对经济增长压力率先降息，而不愿意扩大美欧利差导致资金外流的问题将限制今年欧央行降息空

间。另一方面，工资通胀的黏性和伊以冲突可能导致的再通胀风险，为欧央行后续的降息空间增加不确定性。欧央行管委、德国央行行长纳格尔近期表示，即使通胀正在向目标靠拢，欧央行也不一定要在 7 月再次降息。目前市场对欧央行全年降息定价为 2 至 3 次。

欧央行近期的降息行为奠定了 6 月以来美元指数走强的基础。美元指数的构成中，欧元占比最高，近 58%，欧央行先于美国降息，美德国债利差趋于走扩，将支撑美元指数继续走强。而今年年初以来，贵金属市场阶段性出现美元指数与黄金同涨的格局，笔者认为背后的原因有二：一是各国央行大量增持黄金，成为黄金定价的重要因素，因而出现在黄金与美元指数按照各自基本面运行的局面，黄金与美元负相关性阶段性失效；二是地缘政治局势的动荡以及经济不稳定性上升，黄金成为投资者优先选择的避险资产，因而走出独立行情。而近期中国央行购金放缓或影响市场情绪，使得黄金与美元指数的负相关性回归，基于我们对美元指数仍然有较强支撑的判断，黄金价格在此影响下继续上冲动能不足，预期在高位区间内震荡偏弱运行。

免责声明：以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但我司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，您应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我司不承担任何责任。我司在为您提供服务时已最大程度避免与您产生利益冲突。未经我司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我司均不承担任何责任。