

2024年7月7日



长牛未央

核心观点及策略

- 贵金属的短期波动会受美联储货币降息预期的摇摆而波动。虽然美国通胀在回落改善,但美联储并不会急于降息,预计美联储维持高利率的时间将比市场预期的更久。高利率下美国的债务问题将愈发严峻。虽然降息预期在一再推迟,但美联储迈向降息的大方向是确定的,市场还会继续抢跑降息预期。另外,全球大选的不确定性,尤其是11月美国大选,都将加剧市场的波动,提升避险需求。预计金价下跌空间有限,可能通过持续高位震荡来完成调整。在一次次降息预期的折返中,金价的下跌都是很好的买入窗口。对于白银而言,供需缺口扩大和低库存将为银价提供强有力的支撑,银价的高弹性或将在下半年再度凸显。
- 在逆全球化和去美元化背景下,美元的国际货币地位正在削弱,黄金的货币属性有所回归,以及全球央行在持续增加黄金储备,地缘政治风险频发,都将持续提振黄金的需求。中长期来看,黄金的资产配置价值凸显。
- 预计2024年下半年贵金属价格将呈高位震荡走势。下半年COMEX期金主力合约的主要波动区间在2200-2500美元/盎司之间。COMEX期银主力合约的主要波动区间在28-35美元/盎司之间。
- 投资策略建议:金银以逢低做多为主,择机做空金银比价
- 风险因素:美国经济快速走弱、美联储提前降息

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号: F0297587

投资咨询号: Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号: F0307990

投资咨询号: Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号: F03099478

投资咨询号: Z0017785

王工建

☎ 021-68555105

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号: F3084165

投资咨询号: Z0016301

目录

一、贵金属行情回顾	5
二、宏观因素分析	6
1、美国经济增长的动能放缓	7
2、美国通胀超预期降温	9
3、美联储降息节奏会缓于市场预期.....	10
4、欧元区经济企稳回升，欧央行开启降息.....	11
5、“选举大年”政治风险加大.....	12
三、市场结构分析	13
1、金银比价分析	13
2、铜金比价分析	14
3、期现及跨期价差分析	15
4、贵金属库存变化	16
5、金银 ETF 投资需求分析	17
6、央行黄金储备大幅增加	18
7、CFTC 持仓变化	19
四、行情展望及操作策略:	20

图表目录

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	5
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	5
图表 3 1968 年以来贵金属价格走势	6
图表 4 金价与美元指数走势变化	6
图表 5 金价与美国 10 年期国债收益率走势变化	6
图表 6 美国 GDP 增速变化	7
图表 7 美国 GDP 全球占比与美元指数变化	7
图表 8 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	8
图表 9 欧元区制造业 PMI 增速变化	8
图表 10 美国就业情况变化	8
图表 11 美国初请失业金和续请失业金人数变化	8
图表 12 美国 10-2 年期国债收益率持续倒挂	8
图表 13 美国 CPI 与核心 CPI 变化	9
图表 14 美元指数与美国联邦基金利率变化	9
图表 15 美联储 6 月利率点阵图	10
图表 16 CME FEDWATCH TOOL 降息预期 (2024.7.5)	10
图表 17 欧元区主要国家 GDP 增速变化	11
图表 18 欧元区 PMI 持续下滑	11
图表 19 欧元区 HICP 变化	12
图表 20 欧元区各国制造业 PMI 增速变化	12
图表 21 金银比价变化	13
图表 21 银比价的线性趋势	13
图表 23 COMEX 金银比价变化	14
图表 24 沪期金银比价变化	14
图表 25 铜金比价变化	15
图表 26 金价与铜价走势对比	15
图表 27 沪期金与 COMEX 金价差变化	15

图表 28 沪期银与 COMEX 银价差变化	15
图表 29 COMEX 贵金属库存变化	16
图表 30 COMEX 黄金库存变化	16
图表 31 COMEX 白银库存变化	16
图表 32 上海黄金交易所白银库存变化	17
图表 33 上海期货交易所白银库存变化	17
图表 34 贵金属 ETF 持仓变化	17
图表 35 黄金 ETF 持仓变化	18
图表 36 白银 ETF 持仓变化	18
图表 37 各国黄金储备数量及排名	19
图表 38 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化	19
图表 40 CFTC 黄金净多头持仓变化	20
图表 41 CFTC 白银净多头持仓变化	20

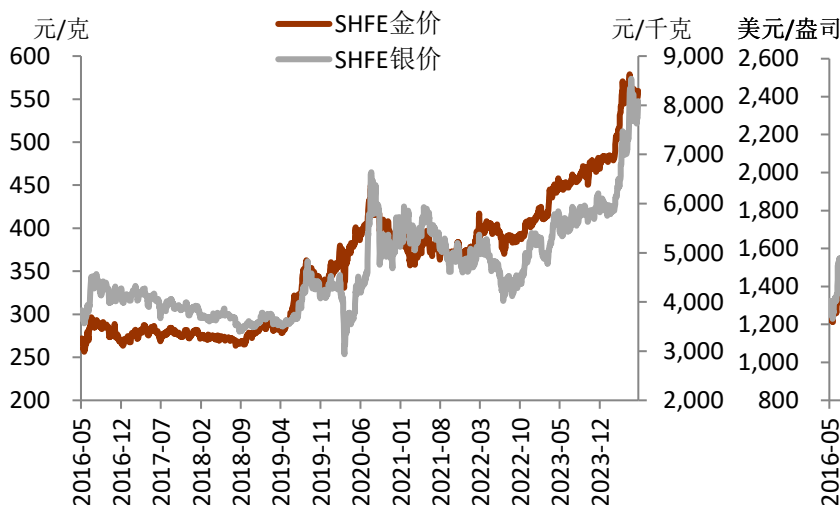
一、贵金属行情回顾

2024 年上半年，贵金属价格表现耀眼，国际金价屡创新高。2024 年 2 月底，以军袭击加沙导致巴以冲突恶化，拉开了金银价格此轮上涨的序幕；4 月市场对于美国“二次通胀”的预期强化，再加上投机资金的助推，国际金价不断再创历史新高；5 月初美国 4 月非农就业数据不及预期，市场再度抢跑降息预期，贵金属价格再度走强，COMEX 期金主力合约突破 4 月的历史高点，在 5 月 20 日盘中最高达到 2454 美元/盎司而再创新高，之后随着美联储官员持续发表偏鹰言论打压降息预期，金价承压回调，但下行空间有限，在 2300-2400 美元/盎司之间呈高位震荡走势。

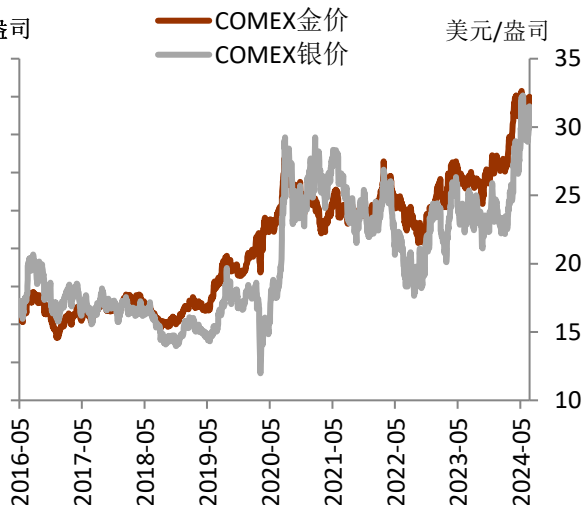
白银价格走势在今年上半年表现为后来者居上。第一季度，国际银价走势一直弱于金价，在 3 月底银价才开启补涨，国际银价快速上攻，并在 4 月 12 日触及 30 美元/盎司的重要关口，在稍作调整之后，随着铜价因 COMEX 铜逼仓而创出历史新高，工业属性更强的白银延续强势运行，一举突破 30 美元的关口，在 5 月 20 日达到 32.75 美元/盎司。之后美铜逼仓风险缓解铜价快速回调，银价并未跟随大跌，而是在短暂调整后在白银逼仓传闻的带动下试图继续上攻，但无奈市场风险偏好回落，大宗商品整体回调，银价也跟随整体，但国际银价在下方 29 美元一线有较强支撑。

今年上半年，由于美国经济表现强于预期，而中国经济复苏未兑现，人民币兑美元汇率表现为小幅持续贬值，离岸人民币兑美元汇率从年初的 7.1 贬值至 7.3。人民币贬值预期，叠加屡创新高的金价激发国内市场的投资热情高涨，国内金银价走势均强于外盘。今年上半年，沪金主力合约大幅上涨 14.5%，沪银主力合约涨幅为 29.9%，居于大宗商品涨幅排行榜之首。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

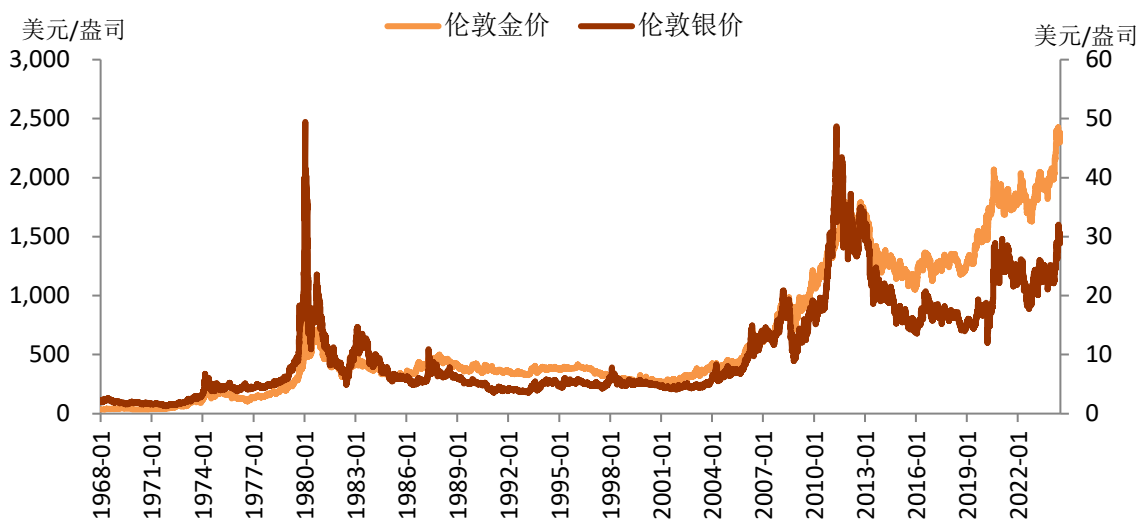


图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势



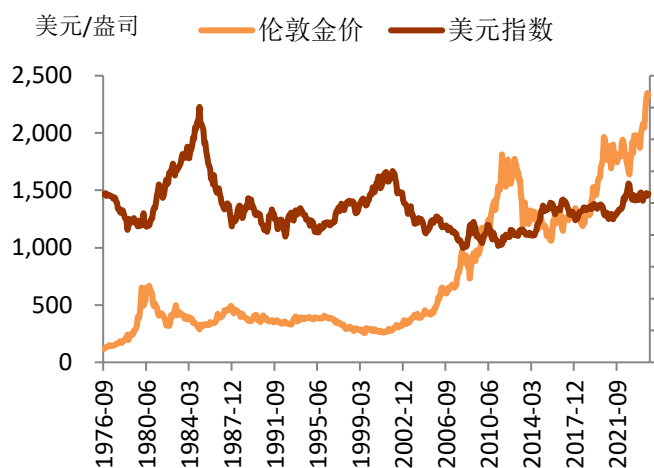
数据来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 3 1968 年以来贵金属价格走势

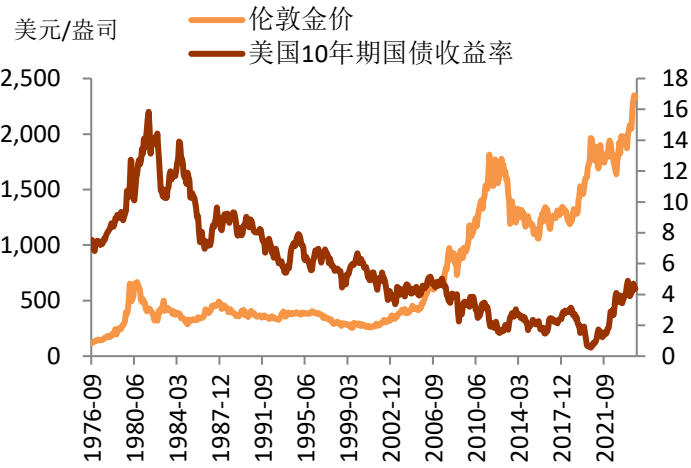


资料来源：Bloomberg，iFinD，铜冠金源期货

图表 4 金价与美元指数走势变化



图表 5 金价与美国 10 年期国债收益率走势变化



数据来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

二、宏观因素分析

贵金属的金融属性远强于商品属性，因此，全球宏观经济状况以及美联储货币政策节奏预期依然是影响贵金属价格波动的核心因素。

虽然市场一再抢跑美联储降息预期，但美国经济韧性较强，美联储官员维持鸽中偏鹰的态度来看，我们认为美联储维持高利率的时间会比市场预期的更长。即使美联储在今年下半年开启降息的预期兑现，降息的节奏也会比较平稳。

1、美国经济增长的动能放缓

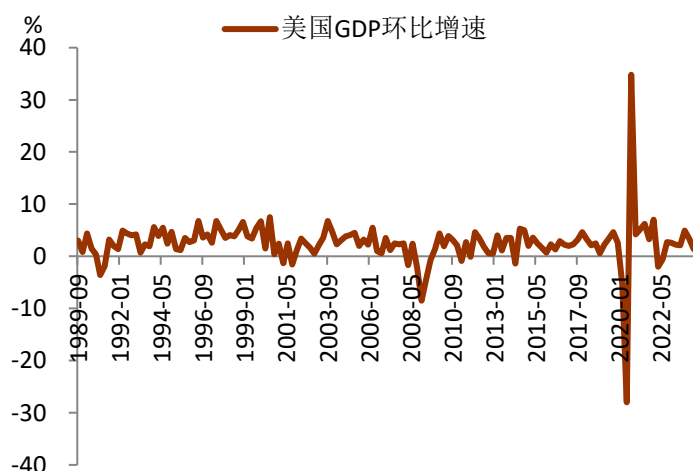
美国一季度 GDP 终值环比折年增长 1.4%，较修正值上调 0.1 个百分点。其中，消费下修，投资和政府支出上修。第一季度占美国经济总量约 70% 的个人消费支出增长 1.5%，较此前数据下调 0.5 个百分点。反映企业投资状况的非住宅类固定资产投资增幅为 4.4%，较此前数据上调 1.1 个百分点。当季私人库存投资拖累经济增速走低 0.42 个百分点，商品和服务净出口拖累经济增速走低 0.65 个百分点。

今年二季度，美国制造业恢复力度较一季度有所减弱。美国 6 月 ISM 制造业 PMI 从 5 月的 48.7 下降至 48.5，不及预期的 49.2，连续 3 个月保持收缩。分项看，新订单指数从 5 月的 45.4 上升至 49.3，高于预期；生产指数从 5 月的 50.2 跌至 48.2，进入收缩区间；价格指数从 5 月的 57 回落至 52.1，低于预期的 55.8，为年内最低。虽然目前没有看到美国经济衰退的基础，但二季度美国制造业 PMI 在持续下降，意味着美国经济恢复动力有所趋弱。美国 6 月服务业 PMI 为 48.8，大幅不及预期的 52.6，5 月前值为 53.8。今年 1-6 月该指数有 2 个月低于 50，暗示服务业景气下行压力。

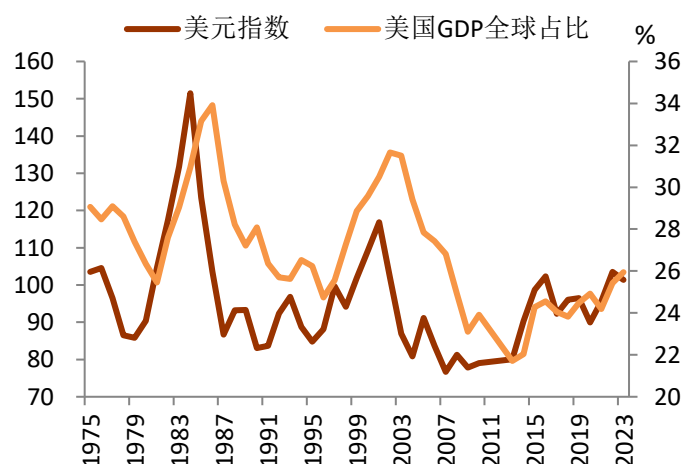
最新公布的美国 6 月新增非农就业 20.6 万人，高于市场预期的 19 万人，前值从 27.2 万大幅下修至 21.8 万人。失业率 4.1%，高于前值与市场预期的 4.0%。时薪增速环比 0.3%，与市场预期和前值持平；同比增速 3.9%，与市场预期持平。劳动参与率 62.6%，与市场预期持平，高于前值的 62.6%。“企业调查”的新增非农就业数据偏高，部分原因或是兼职岗位增长弥补了全职岗位减少，且前两月新增非农均出现下修，暗示就业市场质量下降。劳动力需求有韧性的同时，供给增量，供需缺口有所弥合。

美联储维持高利率已有一年，对经济的影响在逐渐显现。美国总需求将日趋降温，美国经济由于消费的支持虽显韧性，但已经在边际转弱，美国经济增长正在逐渐降温。

图表 6 美国 GDP 增速变化

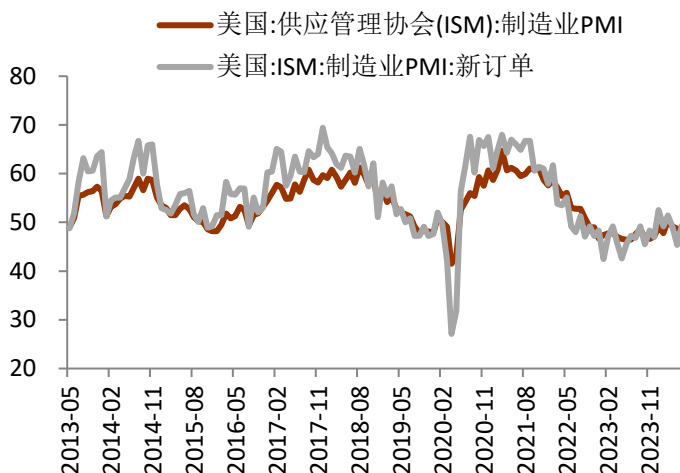


图表 7 美国 GDP 全球占比与美元指数变化

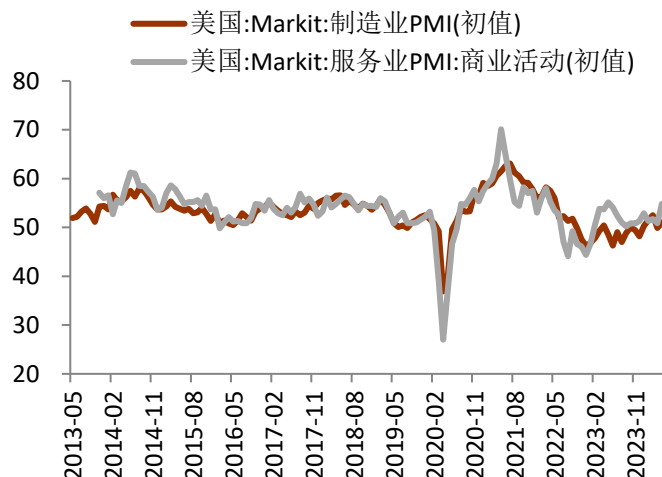


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 8 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

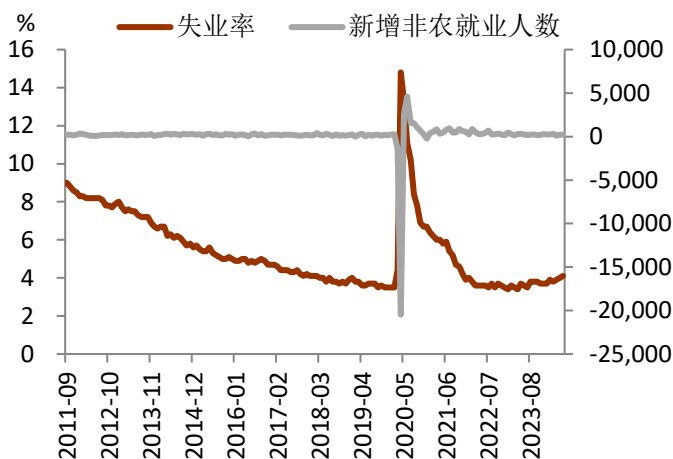


图表 9 欧元区制造业 PMI 增速变化

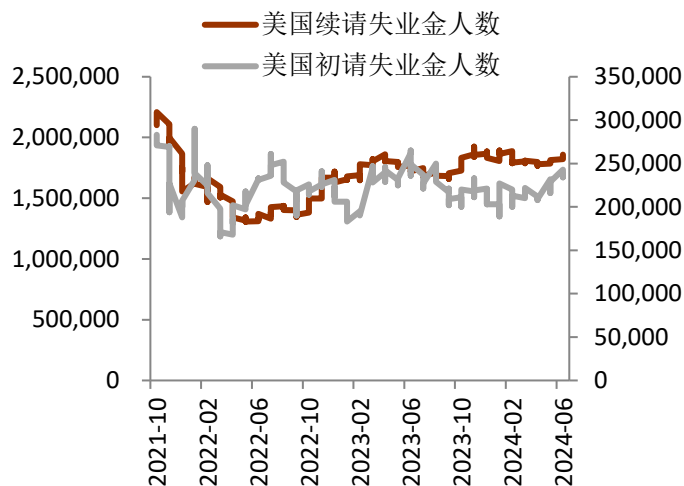


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 10 美国就业情况变化

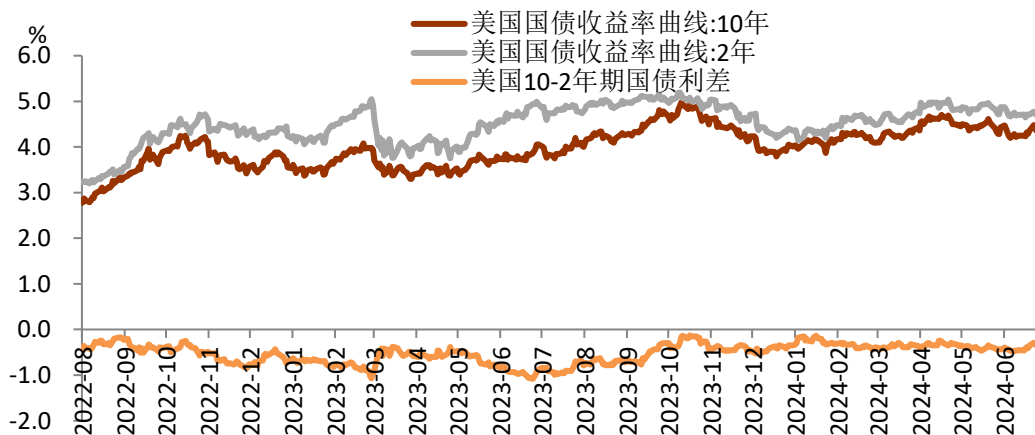


图表 11 美国初请失业金和续请失业金人数变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 12 美国 10-2 年期国债收益率持续倒挂



资料来源: Bloomberg, iFinD, 铜冠金源期货

2、美国通胀超预期降温

美国 5 月通胀数据均超预期降温。美国 5 月 CPI 环比 0%，低于预期的 0.1%；核心 CPI 环比 0.2%，也低于预期的 0.3%。从关键分项看，能源环比-2%，由 5 月原油均价环比大幅下降 6.8%所带动；住所分项连续第四个月环比 0.4%；非住房服务环比 0%，为 2023 年 5 月以来最低，尽管同比仍高达 5%；剔除能源和住房的服务的“超级核心服务”录得-0.05%，自 2021 年 9 月以来首次转负。

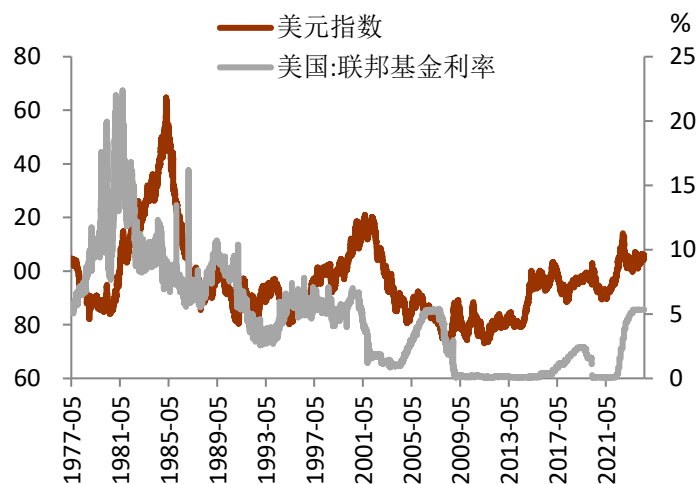
美国 5 月 PCE 和核心 PCE 也如期降温，美国 5 月 PCE 物价指数环比从 4 月的 0.3%下降至 0%，为 2023 年 11 月以来最低；同比增速也从 2.7%下滑至 2.6%，符合市场预期。5 月核心 PCE 物价指数环比从 0.3%下降至 0.1%，为 2023 年 12 月以来的最低；同比从 2.8%下降至 2.6%，为 2021 年 3 月以来最低，符合预期。具体来看，商品同比增速再度进入负增长区间，食品和服装价格稳定，能源产品环比-3.4%为 PCE 的回落做出重要贡献。服务价格同比增长 3.9%，除交通和运输和食宿服务外的服务项目均出现轻微负增长，这有利于服务通胀的进一步降温。虽然能源价格的波动依然对通胀形成扰动，但预计美国通胀在三季度仍有进一步下降的空间。扣除住房、能源的服务的超级核心服务 PCE 环比 0.16%、同比 3.4%；超级核心服务 PCE 有所放缓但仍显粘性。

5 月通胀数据超预期降温进一步弥补了一季度通胀回落不及预期的不足。目前美国通胀走势从“上行风险”情形附近进一步走向“中性”情形，为美联储年内降息做铺垫。

图表 13 美国 CPI 与核心 CPI 变化



图表 14 美元指数与美国联邦基金利率变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、美联储降息节奏会缓于市场预期

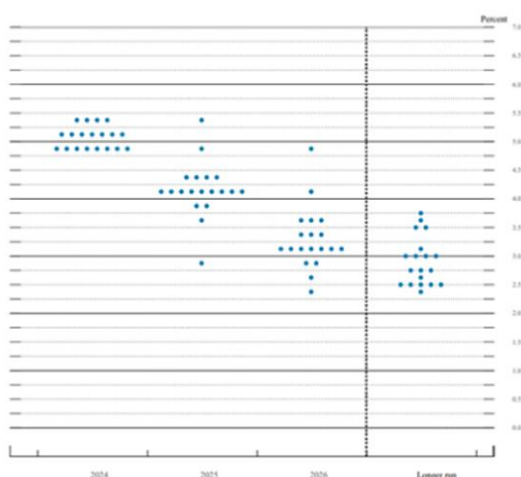
从 2023 年 7 月至今，美联储一直将联邦基金利率目标区间继续维持在 5.25%-5.50% 的高位水平。最新公布的美联储 6 月会议纪要显示，最近有迹象表明通胀正在放缓，并强调数据表明，就业市场和更广泛的经济增长可能正在逐渐降温，但降息需要更多的证据。此次表述相较于 5 月纪要可能进一步收紧货币政策的内容略偏鸽派。

近期美联储官员发言也偏鸽。7 月 2 日，美联储主席鲍威尔讲话称，美国劳动力市场仍然强劲，在通胀方面取得了相当大的进展；价格现在显示通胀放缓趋势在恢复，最近的通胀数据表明通胀处于放缓路径，希望看到更多像最近这样的数据；如果劳动力市场意外走弱，美联储也会做出反应；通胀率可能在明年年底或后年回到 2%。鲍威尔称，在降低政策利率之前需要更有信心，需要看到更多最近看到的数据。

最新的 6 月非农数据助推市场对于 9 月开启降息预期再度升温。边际走弱的就业数据确实会使得美联储将降息提上议程，但总体看当前就业市场仅为边际降温，并非大幅冷却，且现阶段控通胀仍是美联储最关注的目标。对于美联储而言，需要看到更多数据才能实质性推动降息，降息或不如市场预期的一蹴而就。市场对于 9 月首次降息、年内降息 2 次的预期可能过于乐观，仍需警惕未来几个月“降息交易”的波折与反复。

继续在抑制通胀与刺激经济增长之间平衡，是美国政府当前面临的主要问题，平衡的结果也将最终确定美联储降息的时间和力度。虽然近期市场再度抢跑降息预期，但我们认为美联储维持高利率的时间会比市场预期的更久，开启降息仍需要更多数据来佐证。另外，11 月美国大选将至，执政党也希望通过货币宽松政策来迎合民众。预计美联储会在今年年底之前降息一次的概率较大。

图表 15 美联储 6 月利率点阵图



图表 16 CME FEDWATCH TOOL 降息预期 (2024.7.5)

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/7/31					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.8%	92.2%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	72.0%	22.1%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	33.8%	50.9%	12.8%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	27.3%	47.3%	20.8%	2.7%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	19.3%	41.0%	29.1%	8.3%	0.8%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	14.0%	34.6%	32.6%	14.5%	3.1%	0.2%
2025/4/30	0.0%	0.0%	0.5%	7.4%	24.2%	33.6%	23.6%	8.8%	1.7%	0.1%
2025/6/18	0.0%	0.3%	5.0%	18.4%	30.4%	27.1%	13.9%	4.1%	0.7%	0.0%
2025/7/30	0.1%	2.1%	10.2%	23.0%	29.1%	22.0%	10.2%	2.8%	0.4%	0.0%

资料来源：Fed, CME, 铜冠金源期货

4、欧元区经济企稳回升，欧央行开启降息

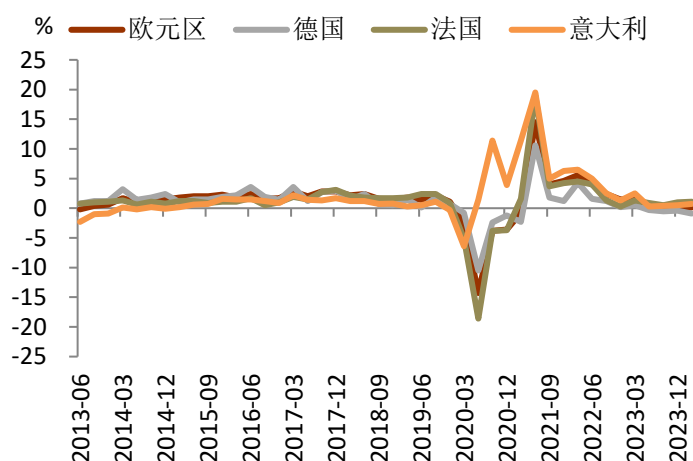
欧元区经济在连续两个季度陷入萎缩之后，在今年一季度终于走出技术性衰退的泥潭。欧元区第一季度经季节调整后的 GDP 环比终值为 0.3%，一季度 GDP 同比终值 0.4%，均超出预期值和前值，创下 2022 年第三季度以来的最佳水平。从各分项来看，家庭消费支出和净出口撑起了经济增长：一季度欧元区家庭消费支出增长了 0.2%，贡献了经济增长的 0.1 个百分点；出口增长了 1.4%，进口下降了 0.3%，净出口对欧元区的增长贡献为 0.9 个百分点；固定资产投资拖累了经济增长，一季度下滑 1.5%，对欧元区增长贡献为-0.3 个百分点。尽管欧元区的经济增速在释放积极信号，但不同国家、经济部门之间仍有明显的温差，复苏存在明显分化，南欧国家贡献了此轮复苏的主要动力。

欧元区通胀处于持续下降的通道之中。6 月调和消费者价格指数 HICP 同比增长 2.5%，低于 5 月时的 2.6%，符合市场预期。而剔除能源、食品、酒精和烟草波动影响的核心 HICP 保持在 2.9%，与前值持平。但欧元区价格压力仍然沉重，工资增速高企，预计通胀将在 2024 年三季度前都保持在高于 2% 的目标水平。

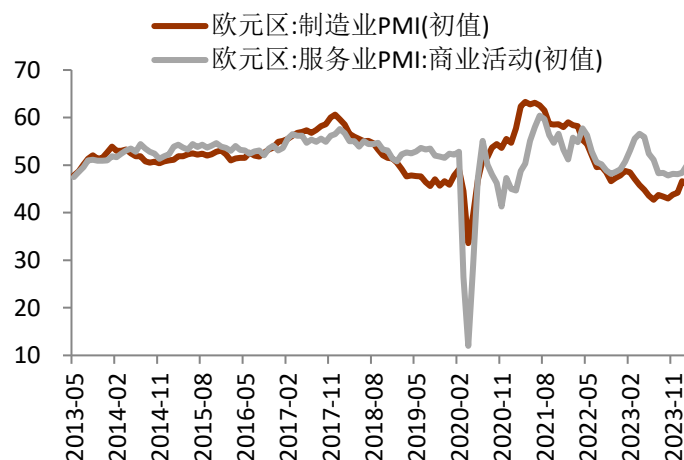
欧元区央行在 6 月 6 日开启降息，降低三大关键利率各 25 个基点，这是欧洲央行近 5 年来首次降息。欧洲央行降息的主要原因，一方面是通胀顺利向 2% 靠拢的趋势明显，另一方面则是高利率导致总需求和产出持续低迷、制造业表现较弱。因此，经济增长正逐步代替通胀担忧，成为其货币政策的核心考量。虽然市场对欧洲央行降息先于美联储，且全年幅度更大早有预期，但降息的落地仍会对美元指数的强势形成支撑，而欧洲央行未来降息的幅度也受到美联储决策的影响。

欧洲央行行长拉加德此次未对利率路径做预先承诺。欧洲央行发布的 6 月货币政策会议纪要中显示，政策制定者们对过快降息持谨慎态度。市场预计，欧洲央行 7 月份不会降息，到年底欧洲央行还会降息一次或两次。几位欧央行官员均已表示支持这样的预期，并担心政治风险导致储蓄率上升。

图表 17 欧元区主要国家 GDP 增速变化



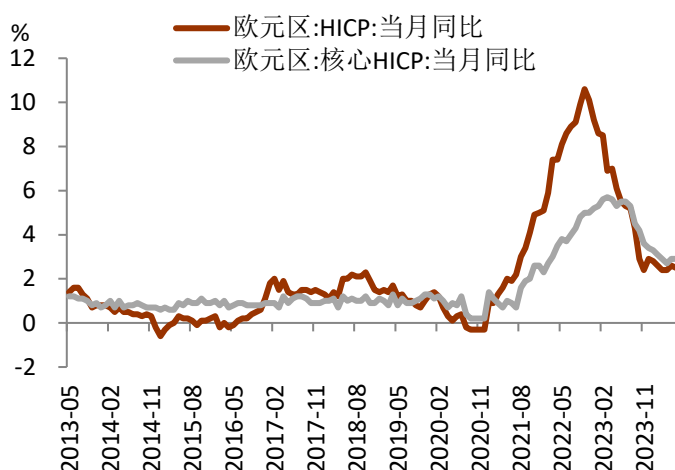
图表 18 欧元区 PMI 持续下滑



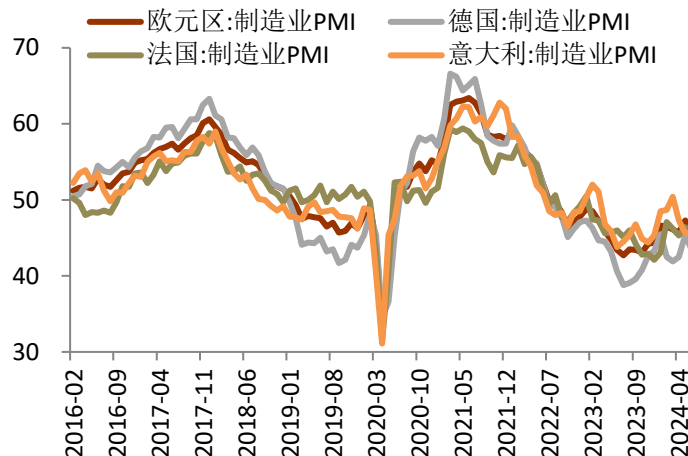
资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图表 19 欧元区 HICP 变化



图表 20 欧元区各国制造业 PMI 增速变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

5、“选举大年”政治风险加大

2024 年是全球的“选举大年”，占全球经济产出 60%以上、人口一半以上的地区都将在今年举行大选。

美国四年一度的总统大选将于 2024 年 11 月 5 日举行。近期美国总统辩论以及近期民主党内的“换帅”风波将在一定程度上助长特朗普的胜选概率。一方面，拜登在总统辩论中的表现确实削弱了其在大选中的胜算概率，但在其不主动退选的情况下，民主党也较难“临阵换将”；另一方面，即便拜登愿意主动退选，民主党置换候选人的过程中，也可能衍生诸多不确定性风险，同样对选情存在负面影响。因特朗普减税、加征关税、移民收紧的政策主张可能提升通胀和加息预期，特朗普胜选概率的提升可能进一步推升 10 年美债利率。

因在“欧洲大选”中遭遇重创，法国总统马克龙宣布解散议会提前选举。在 6 月 30 日的法国国民议会选举首轮投票中，国民联盟以前所未有的胜绩领跑。议会选举第二轮投票于 7 月 7 日举行，执政联盟失去相对多数席位几成定局。为阻击国民联盟候选人，两党候选人中胜算不大的候选人主动退选，翼联盟新人民阵线和马克龙所属的中间派联盟“在一起”建立“共和阵线”。如果法国议会选举结果如民调预测，国民联盟难以获得绝对多数席位，法国将出现“悬浮议会”，执政党要想组建政府需要与其他政党达成合作、组建联合政府。无论是极右翼还是左翼上位，都意味着法国的总统和总理来自不同政治派别，势必会对法国政策的延续性产生阻碍。而法国作为欧盟领导大国，总统得到的议会支持减弱，对欧盟的发展特别是马克龙推动的欧洲战略自主都是不利的。市场在交易“欧洲大选”的政治风险。极右翼政党的领先法国债市在 6 月底遭遇自主权债务危机以来最严重的抛售。

7 月 4 日，英国举行下议院选举，斯塔默领导的工党赢得多数席位，成为英国执政党，结束了保守党 14 年的执政。英国工党属于左翼政党，斯塔默领导的工党清除了强硬左派，逐步向中间靠拢，将目前的工党定位为一个注重“财富创造”和“经济稳定”的政党。工党

主要政策纲领包括：支持清洁能源、基建发展；计划大幅减少净移民规模；对外政策更加友好，寻求重建与欧洲盟友的关系，承认巴勒斯坦国的合法性并推动巴以停火；对华方面或更务实，中英贸易合作有望加强。在工党当选预期下，英国资本市场表现积极，7月2日以来英股、英债、英镑出现持续上行。

三、市场结构分析

1、金银比价分析

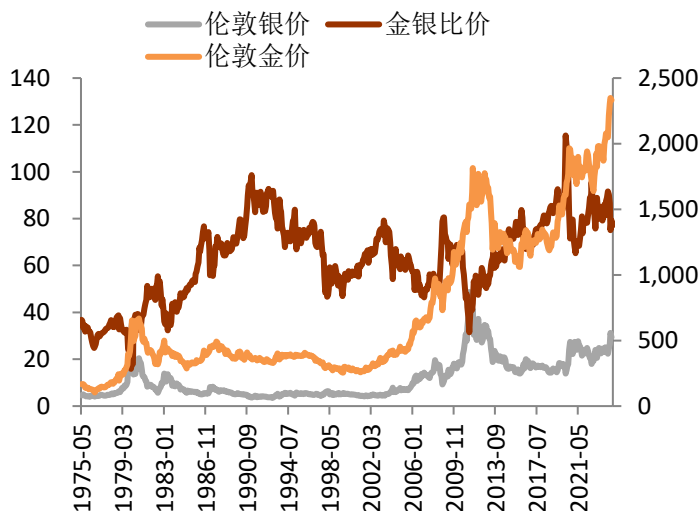
自从1971年尼克松宣布美元与黄金脱钩以来，金银价格开始剧烈波动，金银比价的波动区间非常大。长期来看，金银比价的重心一直在上移，并不存在明显的均值回归的规律。金银比价的阶段性波动主要由逻辑驱动。

2020年金银比价的波动率明显加大，在2020年3月中旬达到124的历史高点，而后银价的补涨导致金银比价快速回落至67一线。2021年金银比价的波动率变小，因金价走势整体强于银价，金银比价的重心整体上移。2022年金银比价再度冲高后回落。2023年金银比价在75-92之间宽幅震荡。整体来看，金银比价有“在贵金属价格上涨趋势中，金银比价下降；在贵金属价格下降趋势中，金银比价上涨”的规律。

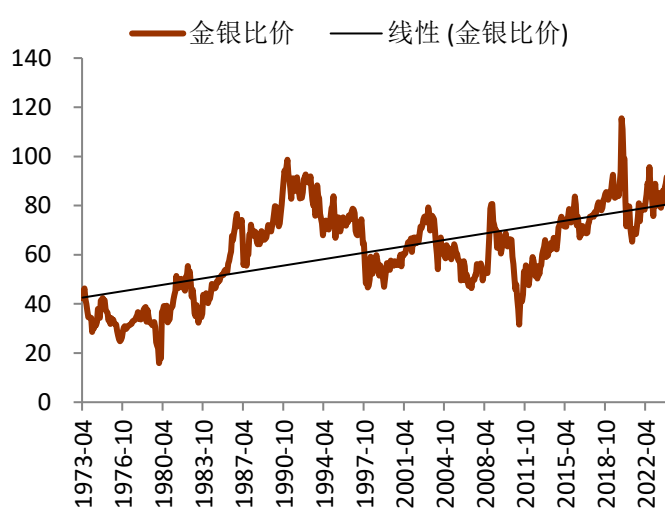
进入2024年，因白银价格走势明显强于黄金价格走势，金银比价呈大幅回落之势，COMEX金银比价从今年2月初时的高点92，大幅回落至5月底的低点73，目前在76一线附近。我们下半年银价走势还是会强于金价，预计金银比价大概率还是会继续回调。

沪金银比价的走势变化与COMEX金银比价趋同，今年上半年人民币兑美元汇率持续贬值，国内金银价格走势均强于外盘，特别是白银价格表现异常强劲，沪金银比价调整幅度明显大于COMEX金银比价。

图表 21 金银比价变化

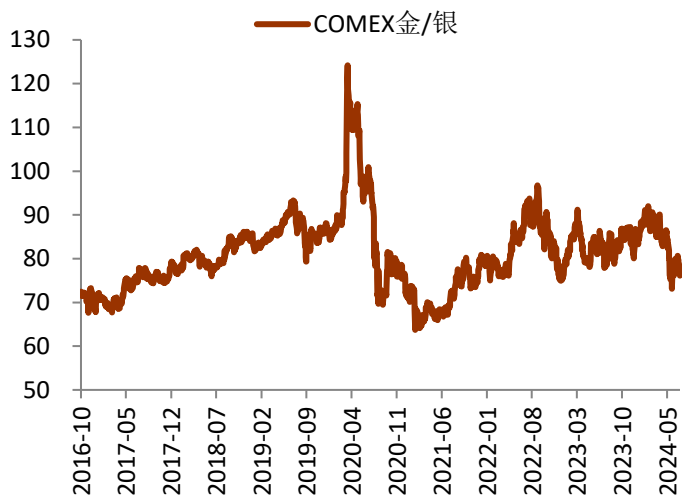


图表 21 银比价的线性趋势

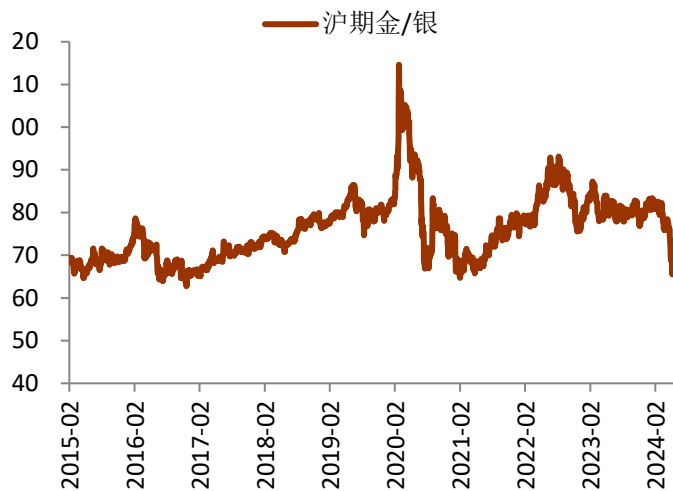


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 23 COMEX 金银比价变化



图表 24 沪期金银比价变化



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

2、铜金比价分析

铜作为最主要的基本金属，其价格走势代表了基本金属的整体变化趋势。铜的需求弹性显著强于黄金，铜金比价可以代表投资者的风险偏好，也包含了市场对经济基本面的预期。近几年，铜的金融属性显著增强，宏观对冲基金加强对铜的配置，铜价和金价的相关性强化，特别是在今年上半年美铜逼仓的情况下，贵金属和铜价走势同涨同跌，联动性非常强。

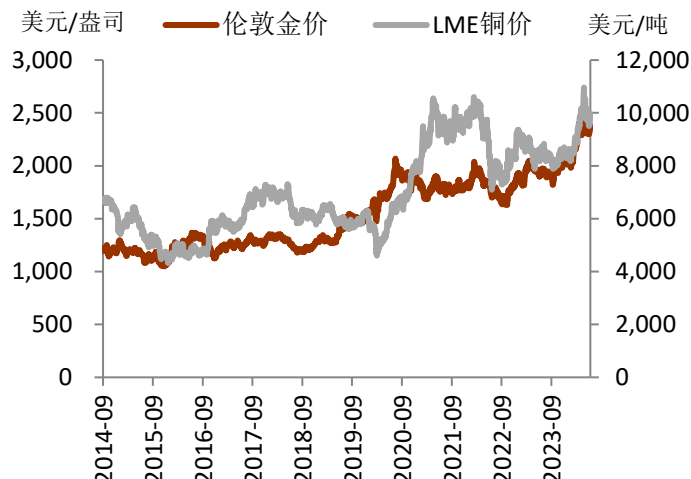
在今年3月初，LME铜价/伦敦金价的比价达到阶段性低点3.9，之后金价和铜价同时上涨。金价在市场交易“二次通胀”预期的情况下持续创历史新高，而铜价在铜矿供应干扰持续，以及4月美、英两国宣布制裁俄罗斯金属导致铜可交割货源骤减，逼仓行情愈演愈烈，铜涨势陡峭，国内外铜价纷纷创出历史新高，LME铜价/伦敦金价的在5月20日铜价见顶的当日达到4.5的阶段性高点。之后，铜价快速回落，铜金比价也回调。

当前伦铜逼仓行情暂告一段落，虽然不排除再次出现逼仓的可能，但消费疲软的“弱现实”会制约铜价的运行空间。预计下半年铜金比价会偏弱运行。

图表 25 铜金比价变化



图表 26 金价与铜价走势对比



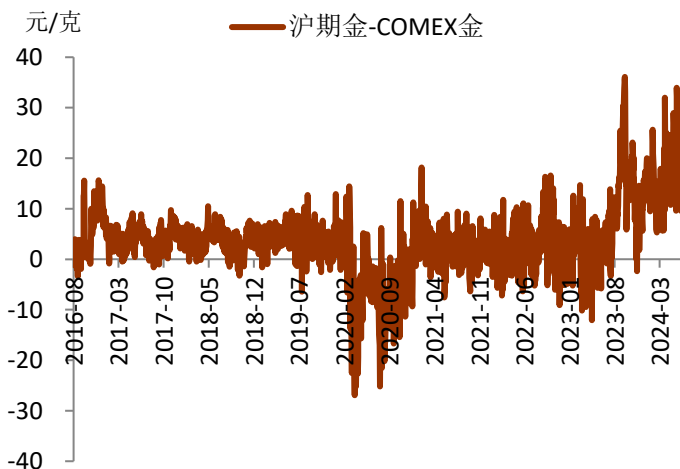
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、期现及跨期价差分析

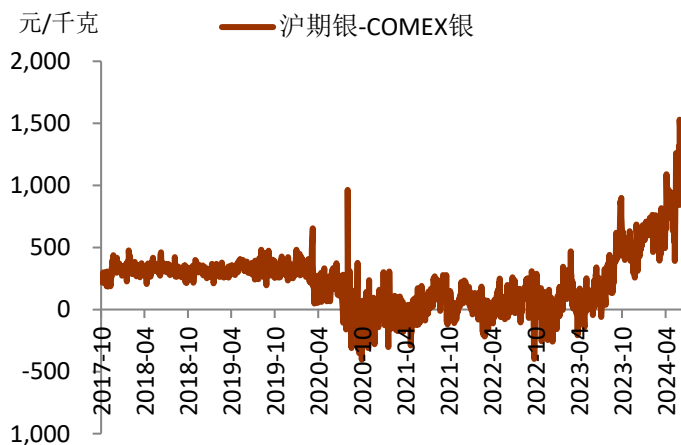
在 2024 年上半年，美国经济好于预期，而国内经济复苏不及预期，人民币兑美元汇率有克制地贬值，离岸人民币兑美元汇率从年初地 7.1 贬值到 7.3 附近，国内金银价格走势明显强于外盘。

由于人民币大幅贬值预期较强，沪期金与 COMEX 金银之间的价差整体走阔，黄金的内外价差一度接近去年 9 月底时的历史高点，而国内白银的含税价格相对于外盘银价则持续扩大创历史新高，不含税价差也由之前的多年持续贴水转为水平及小幅升水的状况，这也国内市场的白银消费旺盛，以及资金加大对白银的配置有关。预计下半年内外盘金银价差依然会持续在较高的水平。

图表 27 沪期金与 COMEX 金价差变化



图表 28 沪期银与 COMEX 银价差变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

4、贵金属库存变化

COMEX 黄金白银期货库存均从 2021 年 2 月份的历史高点明显回落，2023 年金银库存整体呈持续下降的趋势。进入 2024 年，COMEX 黄金的库存持续下降，而白银的库存则持续小幅增加。

截至 2024 年 7 月 5 日，COMEX 黄金期货的库存有 1762 万盎司，合计约 548 吨，环比下降 0.33%，比去年同期大幅减少 21.56%；COMEX 白银库存增至 2.98 亿盎司，合计约 9266 吨，环比增加 0.21%，比去年同比增加 7%。

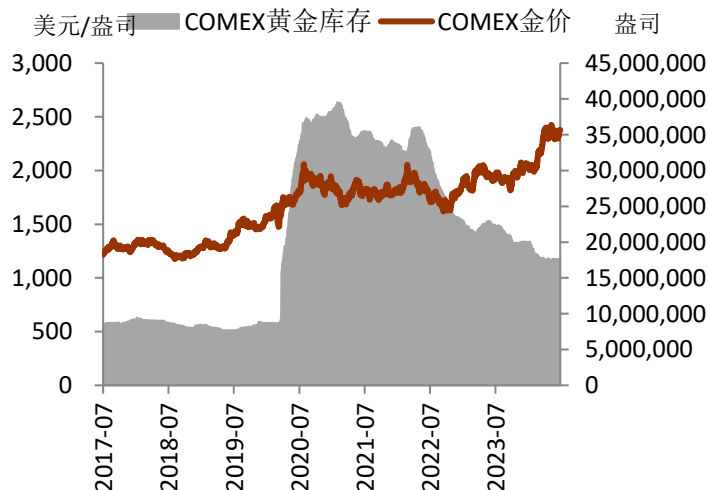
国内的白银库存有波动但整体在持续下降。上海黄金期货交易所和上海期货交易所的白银库存在今年 1、2 月都延续 2023 年的持续下降趋势，但在 3 月两大交易所的白银库存都有增加，4 月两大交易所白银库存均下降，上期所下降更为显著，5 月上旬上期所的白银库存持续下降，而黄金交易所的白银库存增加。截至 2024 年 7 月 5 日，上期所白银库存有 1056 吨，上海黄金交易所白银库存有 1432 吨，两大交易所共计 2488 吨，比 6 月初的 2364 吨增加了 124 吨，但比今年年初的 2642 吨减少了 154 吨。

图表 29 COMEX 贵金属库存变化

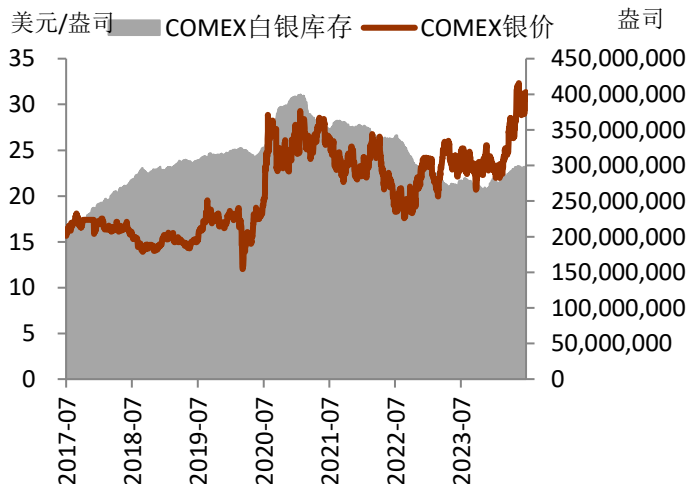
	2023/7/6	2024/6/4	2024/7/5	较上月 增减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	22426482.16	17673584.34	17615350.76	-58234	-0.33%	-4811131	-21.45%
白银(千盎司)	279029.41	298167.59	297910.72	-257	-0.09%	18881	6.77%

数据来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 30 COMEX 黄金库存变化

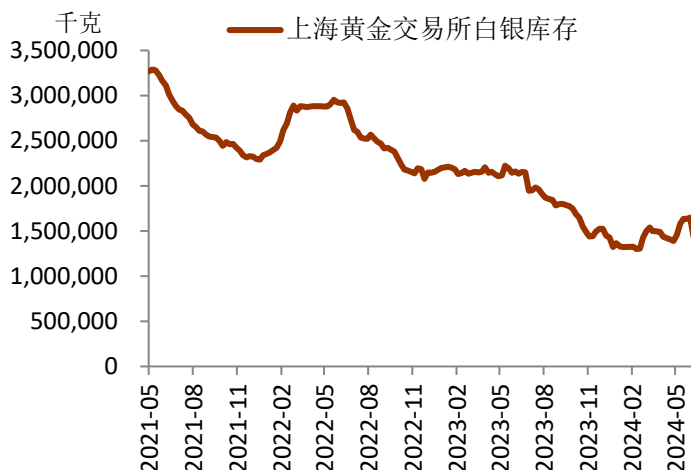


图表 31 COMEX 白银库存变化

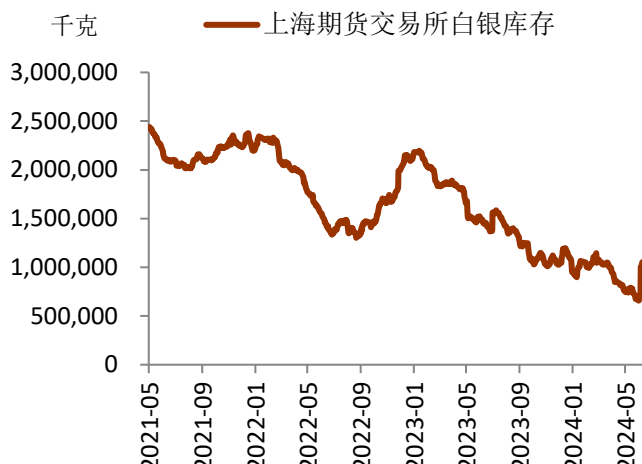


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 32 上海黄金交易所白银库存变化



图表 33 上海期货交易所白银库存变化



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

5、金银 ETF 投资需求分析

从以往的规律来看，贵金属 ETF 的持仓变化往往都跟随贵金属价格的起伏而波动。近两年，国际金银 ETF 的持仓变化与金银价格变化的相关性明显减弱，全球最大的黄金白银 ETF 的持仓在金银价格走强时却不增反降。

究其原因，主要是欧美资金在流出黄金白银 ETF。细分来看，近两年欧美黄金 ETF 持仓持续下降，欧美央行也没有明显增持黄金，而亚洲黄金 ETF 的持仓在持续增加。据统计，亚洲黄金 ETF 持仓规模由 2022 年的约 120 吨增长至约 150 吨，增幅超过 25%。此轮黄金价格却持续上涨并创出历史新高，反映欧美资金对黄金的定价能力减弱。反映到中国市场，沪金相对外盘黄金的溢价在持续走阔，可见亚洲资金对黄金的投资热情旺盛。

从全球范围来看，2024 年资金依然在持续流出黄金白银 ETF。今年 3 月金价快速走强，并不断创历史新高，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持仓维持在 830 吨上行的水平，基本保持不变。全球最大的白银 ETF-ishares 的持仓在 4 月小幅增加，5 月下降，6 月则再度增加。截至 2024 年 7 月 5 日，黄金 ETF-SPDR 的持金量为 834.8 吨，比上个月同期小幅增加了 3 吨；白银 ETF-ishares 的白银持银量为 13688.66 吨，比上个月同期增加了 819 吨。跟去年同期相比，黄金白银 ETF 的持仓都有明显下降。

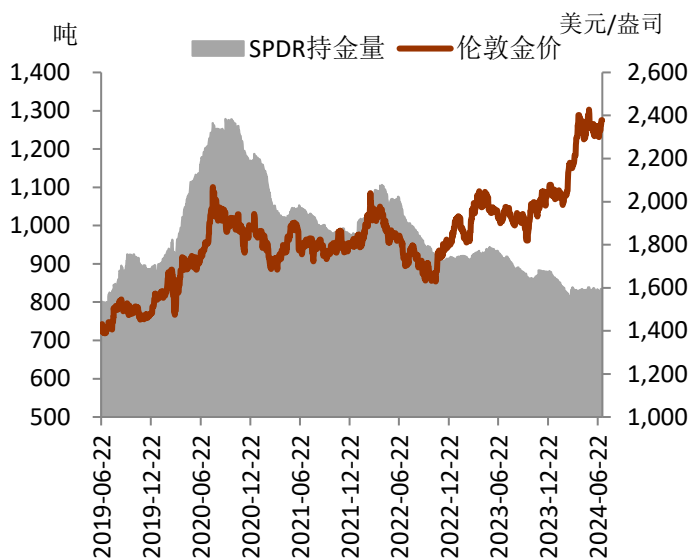
图表 34 贵金属 ETF 持仓变化

单位（吨）	2023/7/7	2024/6/6	2024/7/5	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	2867.89	2520.44	2529.31	9	0.35%	-339	-11.81%
SPDR 黄金持仓	932.30	832.21	834.80	3	0.31%	-98	-10.46%
ETF 白银总持仓	23165.04	21306.81	21603.98	297	1.39%	-1561	-6.74%
ishares 白银持仓	14586.51	12869.86	13688.66	819	6.36%	-898	-6.16%

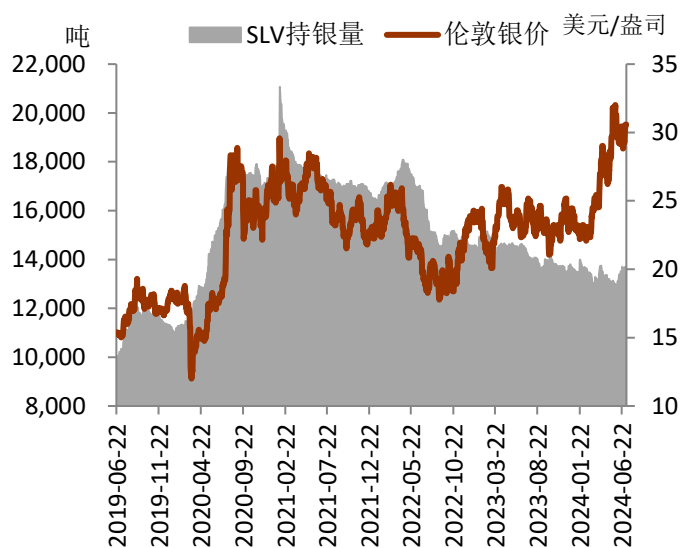
数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图表 35 黄金 ETF 持仓变化



图表 36 白银 ETF 持仓变化



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

6、央行黄金储备大幅增加

黄金储备对于国家的经济安全和国际贸易有重要的保障作用，是国家经济平稳发展有重要的支撑。

从 2010 年开始，全球央行就成为黄金的净买入方。2022 年初俄乌冲突发生后，欧美冻结了俄罗斯央行在海外的近 3000 亿美元的外汇储备和资产，各国央行加速其储备资产的多元化进程，黄金作为最没有政治风险的资产受到央行的青睐。

2022 年全球央行净增加了 1136 吨黄金，同比大幅增长 152.31%，创下历史新高。2023 年各国央行又增加了 1037 吨黄金，创下历史第二高年度购买量。今年一季度全球央行净购金 290 吨，创下同期购金数量的新纪录。央行购金量占到了黄金总需求的 24%。目前全球各国央行黄金总储备量接近 35600 吨，是 30 年以来最高水平。根据 IMF 的数据，4 月央行净购金 33 吨，5 月，中国央行暂停购金，但波兰、新加坡等国仍在增加黄金储备。可以看出，央行购金弱化了欧美央行加息对于黄金的压力，抵消了黄金 ETF 投资减少的影响，推动黄金的交易价格中枢不断上移。

中国央行自 2022 年 11 月以来开启本轮黄金储备增持，至 2024 年 4 月已实现连续 18 个月增加，5、6 月中国央行暂停增持黄金。目前，我国央行黄金储备为 7280 万盎司，合计 2264 吨，排全球第七。黄金储备在我国外汇储备种的占比依然非常低，有很大增长空间。

逆全球化背景下，去美元化趋势将持续、地缘政治突然可能更加频繁，央行大量购金将持续，将继续为黄金需求提供支撑。

图表 37 各国黄金储备数量及排名

排名	国家和地区	黄金储备 (吨)	占外汇储备比例
1	美国	8133.5	71.3%
2	德国	3352.3	70.6%
3	国际货币基金组织	2814	-
4	意大利	2451.8	67.6%
5	法国	2436.9	68.6%
6	俄罗斯	2332.7	28.1%
7	中国	2264	4.6%
8	瑞士	1040	8.6%
9	日本	846	4.7%
10	印度	822.1	9.0%
11	荷兰	612.5	60.5%
12	土耳其	570.3	37.1%
13	欧洲央行	506.5	37.1%

数据来源：World Gold Council，铜冠金源期货（截止于 2024 年 4 月）

7、CFTC 持仓变化

CFTC 的非商业性净多头持仓的变化代表了市场上短期投机资金的动向，在一定程度上影响着大宗商品价格的阶段性走势。

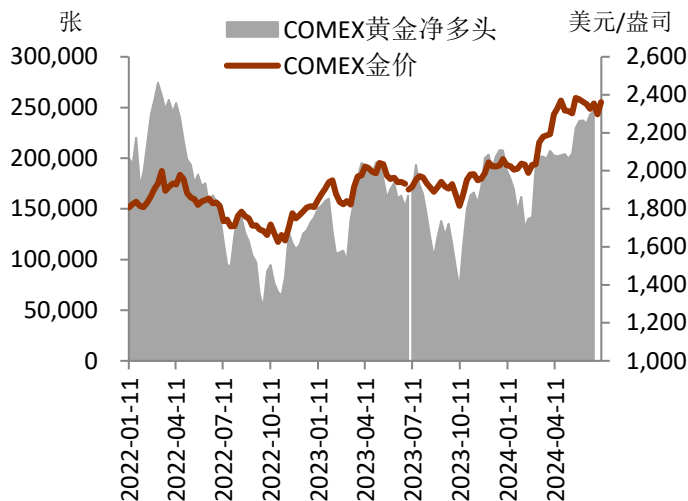
今年 2 月底金银价格开启上涨，COMEX 黄金白银期货的非商业性净多单从 2 月就开始快速增加，特别是白银期货的净多持仓创近几年的高位，这也直接解释了银价在此轮上涨中的涨幅远大于黄金。5 月金银价格再度冲高后回落波动较大，但黄金期货的非商业性持仓并没有明显减少，白银期货的非商业性净多持仓下降较多，但净多持仓依然处于高位，显示资金并没有显著流出，依然看好后市金银的价格。

图表 38 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

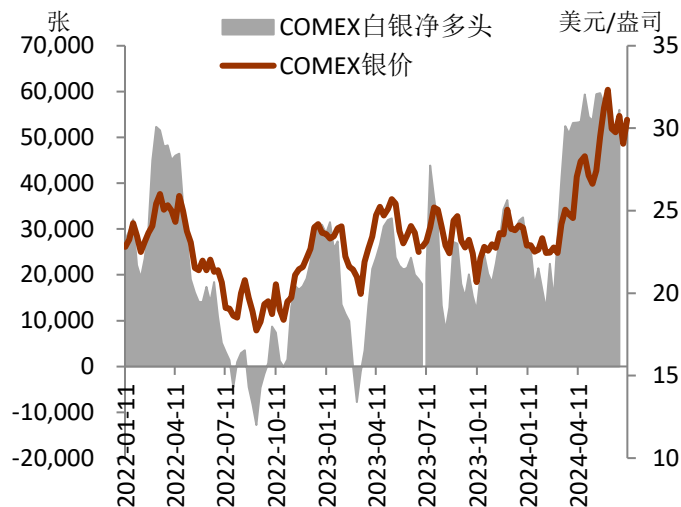
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2024-06-25	284885	38656	246229	3145
2024-06-18	287147	44063	243084	9158
2024-06-11	276769	42843	233926	-3376
2024-06-04	284566	47264	237302	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2024-06-25	81366	25388	55978	4077
2024-06-18	81859	29958	51901	209
2024-06-11	84193	32501	51692	-4711
2024-06-04	88604	32201	56403	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 40 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 41 CFTC 白银净多头持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

四、行情展望及操作策略：

贵金属的短期波动受美联储货币政策预期变化的影响，而降息预期随着美国的经济数据的表现和美联储官员的讲话而波动摇摆。虽然美国通胀在回落改善，但美联储并不会急于降息，预计美联储维持高利率的时间将比市场预期的更久。高利率下美国的债务问题将愈发严峻。虽然降息预期在一再推迟，但美联储迈向降息的大方向是确定的，市场还会继续抢跑降息预期，在一次次降息预期的折返中，金价的下跌都是很好的买入窗口。另外，全球大选的不确定性，尤其是 11 月美国大选，都将加剧市场的波动，提升避险需求。预计金价下跌空间有限，可能通过持续高位震荡来完成调整。对于白银而言，供需缺口扩大和低库存将为银价提供强有力的支撑，银价的高弹性或将在下半年再度凸显。

在逆全球化和去美元化背景下，美元的国际货币地位正在削弱，黄金的货币属性有所回归，以及全球央行在持续增加黄金储备，地缘政治风险频发，都将持续提振黄金的需求。中长期来看，黄金的资产配置价值凸显。

我们认为 2024 年下半年贵金属价格将呈高位震荡走势。预计下半年 COMEX 期金主力合约的主要波动区间在 2200-2500 美元/盎司之间。COMEX 期银主力合约的主要波动区间在 28-35 美元/盎司之间。

投资策略建议：金银以逢低做多为主，择机做空金银比价

风险因素：美国经济快速走弱、美联储提前降息

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室

电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室

电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室

电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室

电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室

电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室

电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号

电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室

电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。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。