

美国经济韧性凸显，黄金牛市未完待续

2024年12月10日 星期二

摘要

海外宏观：

总量视角下，美国经济周期仍处于过热的阶段，高增长+高通胀组合，明显超出年初的市场预期。通胀回落速度缓慢，不过绝对水平相比前两年已经大幅下移，且仍处于下行趋势。劳动力市场开始走弱，失业率正逐渐抬升，但距离衰退或仍有不小的空间。

交易逻辑：

2024年黄金交易的核心主线逻辑为“去美元化”和“二次通胀”（滞胀）。“去美元化”属于美元/实际利率分析框架的一部分，体现为黄金对冲美元信用风险的功能。今年黄金上涨的波段中，出现美元和实际利率同时上涨的现象，“二次通胀”（滞胀）主题交易或最合理的解释。黄金既能对冲通胀风险，也能抵御衰退风险。因此，金价上涨的同时，美元和利率也由于政策利率中枢预期抬升而上行。

长周期视角下，实际利率和黄金的负相关性依然成立，只是弹性会发生阶段性的变化。目前“二次通胀”依然偏向于主题交易的范畴，并未成为现实。为判断黄金的长期价格中枢，利率和美元仍然是首要的因素。

后市展望：

美国经济虽然当下仍保持较为强势的状态，但通胀回落和就业需求放缓的长期趋势也同时存在，降息周期距离终点还有一段距离。在利率正常化的进程中，实际利率仍具备一定的下行空间，外加全球央行购金的行为将会明显降低黄金回撤的幅度。因此，即便黄金短期内面临回调压力，贵金属长期牛市的根基并未动摇。交易策略上，我们认为逢低买入黄金是最佳选择，做空的性价比相对较低。

风险提示：

地缘政治风险、美国经济超预期风险

交易咨询业务资格：

证监许可[2011]1294号

研究所 宏观策略组

顾佳男

宏观策略组组长

gujianan@htfutures.com

从业资格号： F3054459

投资咨询号： Z0016253

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。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

目录

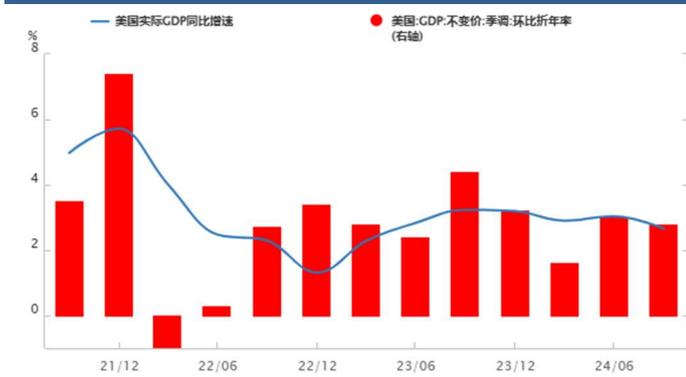
一、海外宏观概览	4
1. 美国经济周期仍处于过热阶段	4
2. 通胀粘性较高，下行速度缓慢	5
3. 就业市场需求持续放缓	7
4. 市场降息预期大幅收缩	8
二、行情回顾	9
三、贵金属供需分析	11
1. 黄金供给总量稳步抬升	11
2. 黄金需求总量维持高增	12
3. 黄金生产总维持成本续创历史新高	13
4. 私人部门投资需求逐步回升	14
四、贵金属交易逻辑分析	17
1. 利率仍是判断金价长期中枢的核心	17
2. 央行购金行为将继续支撑金价	19
3. 从金银比看白银价格	20
4. 贵金属长期牛市根基并未动摇	21
四、风险提示	22

一、海外宏观概览

1. 美国经济周期仍处于过热阶段

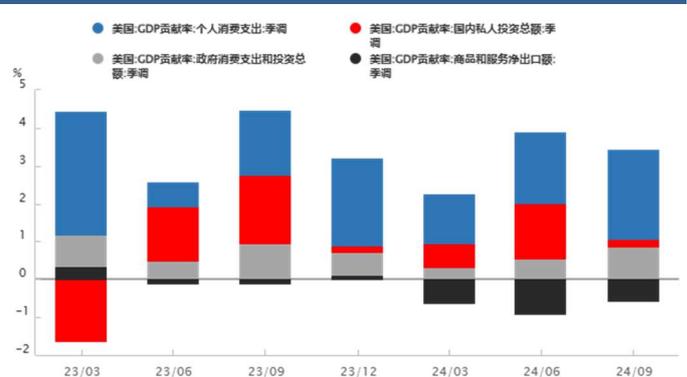
总量视角下，美国经济周期仍处于过热的阶段，实际GDP高增速的同时，通胀也保持较高粘性。Q3实际GDP环比折年率2.8%，前三季度累计同比2.9%，增速依然维持的较高水平，并且明显强于市场年初的预期。从分项来看，个人消费支出是总量增长的核心动力，Q3实际环比折年率3.5%，明显高于整体经济增速，对GDP拉动的占比达到85%。

图：美国经济仍保持较高增速



数据来源：IFIND、海通期货研究所

图：美国 GDP 分项结构



数据来源：IFIND、海通期货研究所

由于经济增速大超预期，市场机构不断上调2024年全年的GDP预测。截至12月初，市场预期的GDP增速均值已经大幅提升至2.9%，2025年也明显上升至2.1%。不过，结构上看，市场依然普遍预期美国经济会逐渐降速。

表：美国经济增速预测（截至12月初）

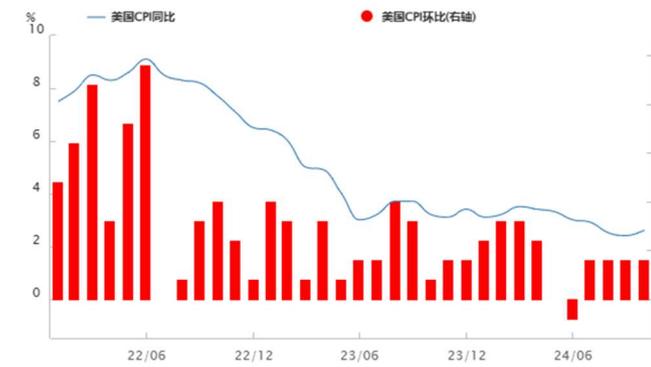
指标	美国										
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	衰退可能性
经济活动											25.0%
实际GDP (同比%)	2.5	3.0	2.5	-2.2	6.1	2.5	2.9	2.7	2.1	2.0	
消费支出 (同比%)	2.6	2.7	2.1	-2.5	8.8	3.0	2.5	2.6	2.3	2.0	
政府支出 (同比%)	0.6	2.0	3.9	3.4	-0.3	-1.1	3.9	3.3	1.7	1.1	
私人投资 (同比%)	4.4	5.8	3.2	-4.5	8.8	6.0	0.1	4.2	2.7	3.0	
出口 (同比%)	4.1	2.9	0.5	-13.1	6.5	7.5	2.8	3.3	2.8	3.0	
进口 (同比%)	4.7	4.0	1.2	-9.0	14.7	8.6	-1.2	5.5	3.7	2.6	
工业产值 (同比%)	1.3	3.2	-0.7	-7.1	4.7	3.5	0.2	-0.1	1.3	1.8	

数据来源：Bloomberg、海通期货研究所

2. 通胀粘性较高，下行速度缓慢

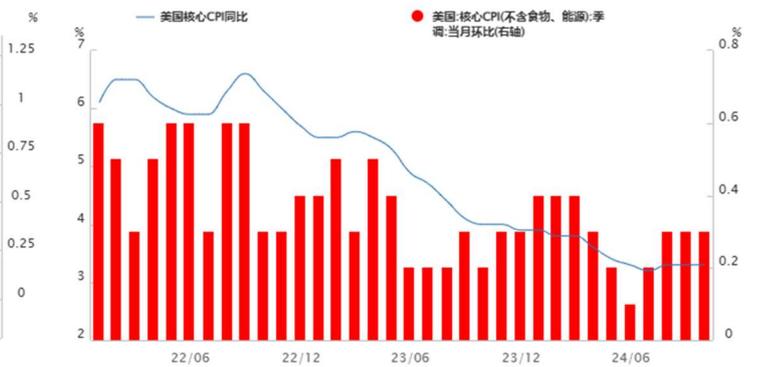
今年，美国CPI回落速度十分缓慢，尤其是核心CPI，虽然绝对水平相比前两年已经大幅下移，但整体通胀粘性依然较高。年初至今(截至10月数据)，CPI从3.1%回落至2.6%，核心CPI从3.9%降至3.3%。

图：美国 CPI 回落速度较慢



数据来源：IFIND、海通期货研究所

图：核心 CPI 粘性较高

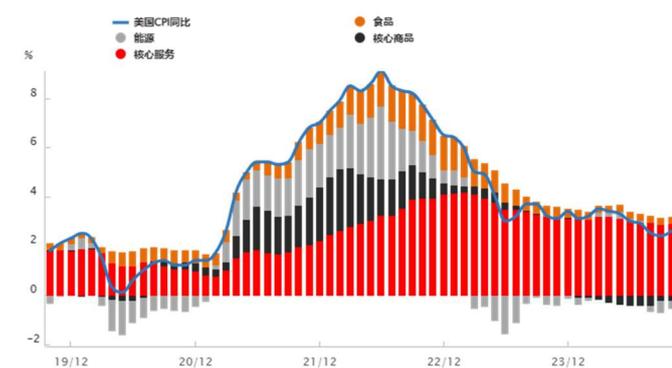


数据来源：IFIND、海通期货研究所

从CPI的分项上看，通胀下行速度缓慢最主要的原因便是核心服务通胀。其中，住房通胀下行的斜率尤其的平缓，年初至今仅从4.7%回落至4.2%，绝对值仍然在较高的位置。

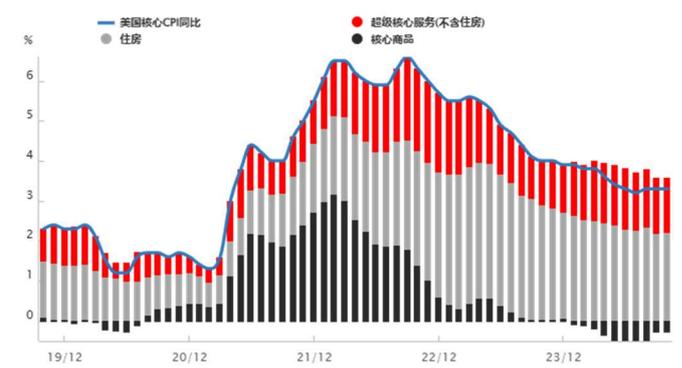
超级核心通胀（不含住房的核心服务）在上半年出现一波反弹后，也走入慢速下滑的状态。10月超级核心通胀同比4.4%，较年初的4.3%反而小幅抬升。

图：核心服务通胀居高不下



数据来源：Bloomberg、海通期货研究所

图：住房和超级核心通胀未能持续下降



数据来源：Bloomberg、海通期货研究所

展望2025年，考虑到美国经济增长降速和就业市场供需矛盾放缓，核心CPI大概率会延续中枢下移的趋势。具体来看，CPI中占比最大的分项是住房，而美国房价和租金指数都已在22年见顶回落，CPI住房分项将维持向下的方向，但路程将比较曲折，不能排除再次经历短期的反弹。另外，超级核心服务通胀的回落速度亦至关重要，背后的主要影响因素是薪资增速的变化。尽管目前薪资增速仍排

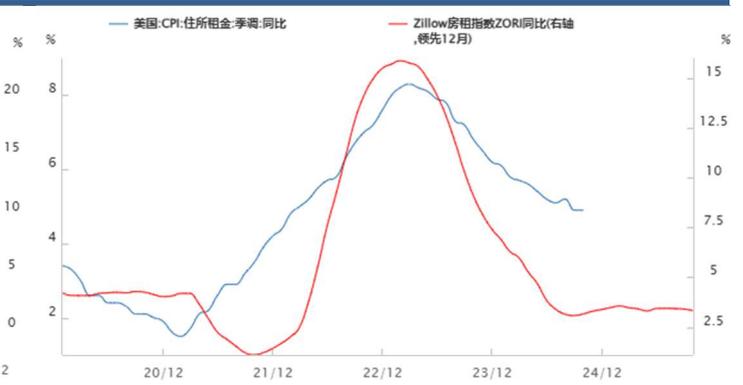
徊在4%左右，但是美国就业市场供应紧张程度也在不断地缓解，未来薪资增速仍有回落的空间，将带动超级核心核心通胀收缩。

图：业主等价租金分项下降速度缓慢



数据来源：Bloomberg、海通期货研究所

图：住所租金分项下滑斜率走平



数据来源：Bloomberg、海通期货研究所

图：薪资增速回落将带动超级核心通胀向下



数据来源：IFIND、海通期货研究所

图：超级核心通胀年内经历反弹



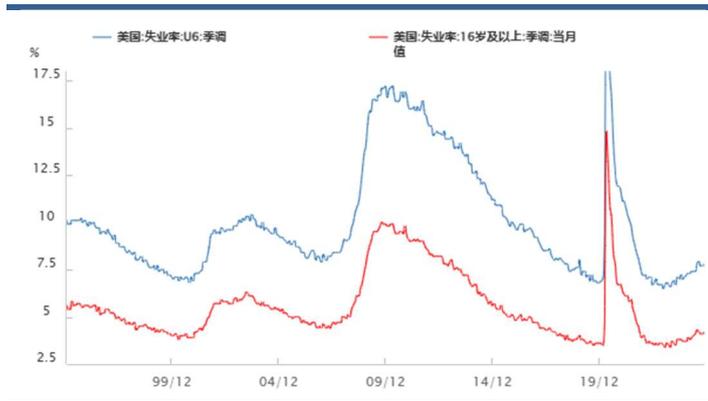
数据来源：IFIND、海通期货研究所

3. 就业市场需求持续放缓

今年以来，非农就业新增人数维持下滑趋势。截至11月数据公布，今年的新增非农月度均值约18万人，虽然属于近三年以来的低位，但绝对值水平并未脱离历史均值区间范围。失业率也处于缓慢抬升的趋势中，目前在4.2%的水平，位于近三年以来的高位，不过长期历史视角下仍处于低位。因此，美国当前整体劳动力市场确实已经进入不断走弱的状态，但是距离衰退可能仍然有不小的空间。

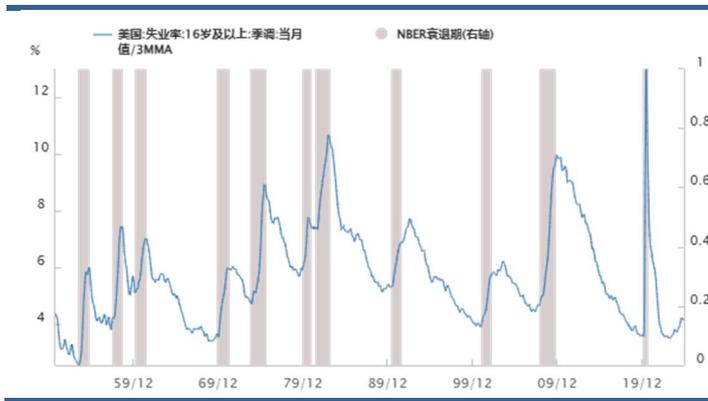
今年二、三季度期间，新增非农和就业率产生了一定的背离，引发市场讨论关注。失业率上行的同时，新增非农初值屡次超出预期，其背后最主要的原因是两者统计口径的区别，其中新增非农就业针对的是企业部门调查，而失业率针对的是居民部门调查。我们认为，失业率或更能反映劳动力市场持续走软的事实。原因有二，一是今年以来兼职数量大幅提升，这也导致了企业调查数据偏高，居民调查数据偏低；二是从去年以来，大批移民支撑了美国的新增就业尤其是低端服务业的就业。因此企业调查数据或夸大了劳动力市场的火热程度。此后，新增非农数据大幅下修，也再次印证就业市场降温的趋势。

图：美国失业率进入抬升趋势



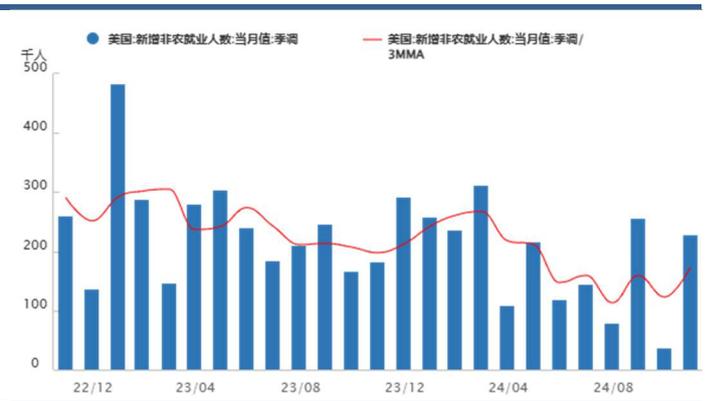
数据来源：IFIND、海通期货研究所

图：失业率仍位于历史较低位置



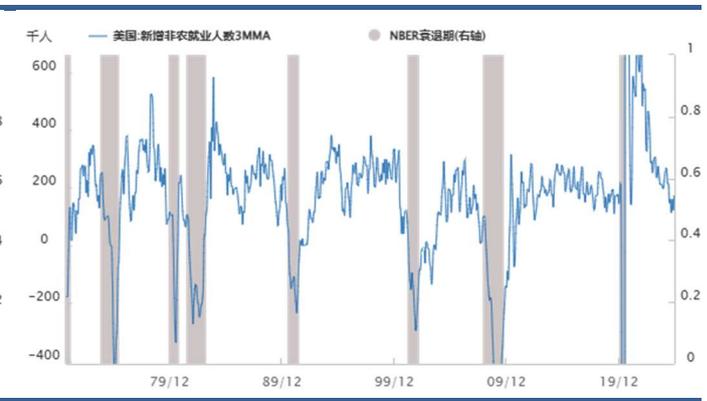
数据来源：IFIND、海通期货研究所

图：美国新增非农就业相对韧性较强



数据来源：IFIND、海通期货研究所

图：新增非农就业仍处于历史均值区间

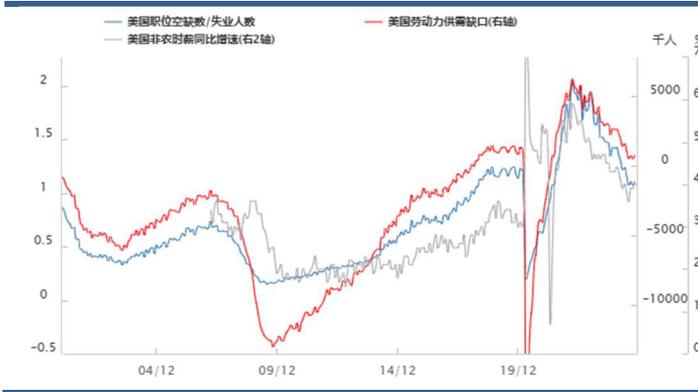


数据来源：IFIND、海通期货研究所

除失业率和新增就业人数以外，我们也可以利用供求分析来剖析劳动力市场的平衡程度，劳动参与

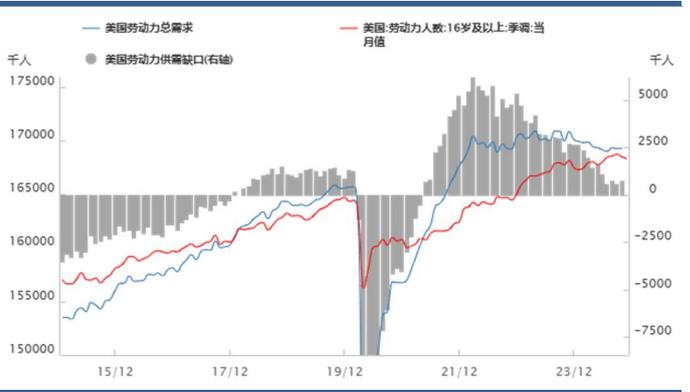
人数对应劳动力市场的供给，而非农就业加上职位空缺可以理解为劳动力市场的需求，这两者的差值则反映了劳动力市场的供需缺口。截至今年11月，劳动力供需缺口已经降至17万人左右，和疫情前水平相近。换言之，由疫情导致的美国劳动力市场的供给短缺已经大幅缓解。

图：职位空缺数/失业人数比例不断下滑



数据来源：IFIND、海通期货研究所

图：劳动力供需缺口持续收窄

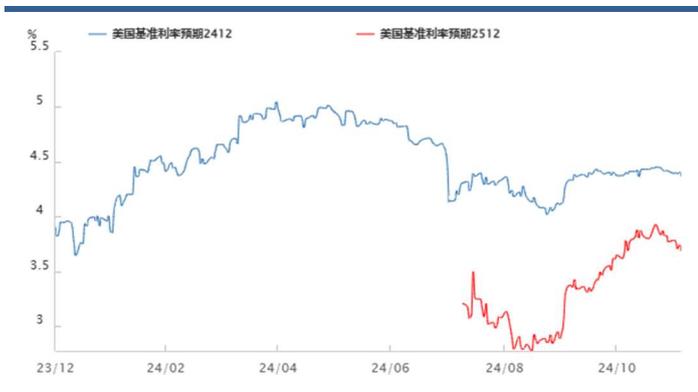


数据来源：IFIND、海通期货研究所

4. 市场降息预期大幅收缩

今年的降息预期波动幅度较大，市场从年初的过度定价降息幅度，切换至过度交易滞涨概率，再转向衰退交易，最后强势经济增长又导致降息预期回落。相比年初的降息幅度高点（基准利率预期低点），截止12月初，市场的降息预期已经回调超过75bp。当下，市场预期联储12月降息落地后，明年仅降息两次25bp，绝对幅度也并不大。

图：市场定价降息预期已大幅收缩



数据来源：Bloomberg、海通期货研究所

图：CME FedWatch 降息概率分布

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	86.0%	14.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	27.6%	62.9%	9.5%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.2%	50.9%	27.7%	3.2%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.4%	29.7%	42.7%	19.1%	2.1%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	18.5%	36.5%	30.4%	10.2%	1.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.8%	7.1%	23.0%	35.0%	25.4%	8.0%	0.8%
2025/9/17	0.0%	0.3%	2.8%	12.0%	26.7%	32.0%	20.0%	5.7%	0.5%
2025/10/29	0.0%	0.7%	4.5%	14.8%	27.7%	29.7%	17.3%	4.7%	0.4%
2025/12/10	0.2%	1.4%	6.4%	17.1%	28.1%	27.5%	15.1%	4.0%	0.3%

数据来源：CME、海通期货研究所

二、行情回顾

今年，贵金属价格持续上涨，沪金从480元/克上涨至最高640元/克，上涨幅度超过30%。相较沪金，沪银上涨幅度更大，从低位的6000元/千克上涨至最高8733元/千克，涨幅超过45%。

图：沪金主连走势



数据来源：IFIND、海通期货研究所

图：沪银主连走势



数据来源：IFIND、海通期货研究所

今年以来的贵金属行情可以分为五个阶段。

第一阶段：1月-2月的震荡行情。年初美国经济数据依旧强劲，市场降息预期逐步降温，从对于今年降息6至7次逐步回落至联储预期的3次左右。

第二阶段：3月-4月的第一波上涨行情。美国CPI和非农连续超预期，二次通胀的担忧、叠加中国央行购金激发市场热情，贵金属走出一段主升浪行情，沪金主力最高涨到588元/克。

第三阶段：5月-7月震荡行情。美国通胀数据数次低于预期，同时失业率开始上升，“滞涨”交易暂时熄火。

第四阶段：8月-10月第二波连续上涨行情，沪金主力上破640元/克。美国经济数据走弱，市场开始交易衰退预期。后续随着美国大选临近，地缘政治和财政赤字问题关注度明显提升，导致市场预期的美元信用风险上行，推动金价上涨。

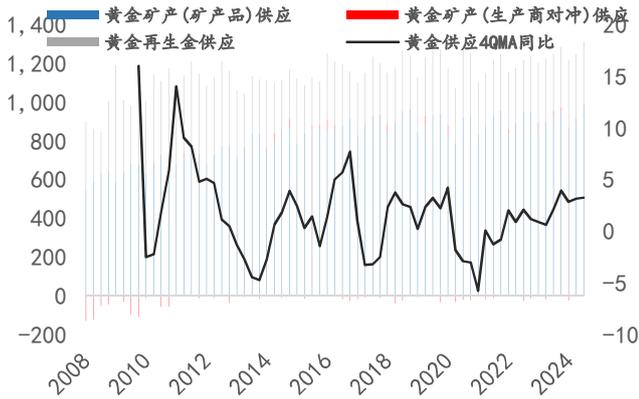
第五阶段：11月至今，贵金属开始走弱，震荡向下。自美国大选结果落定，不确定性逐渐散退，美元信用风险边际弱化。美国经济数据再次走强，衰退交易告一段落。

三、贵金属供需分析

1. 黄金供给总量稳步抬升

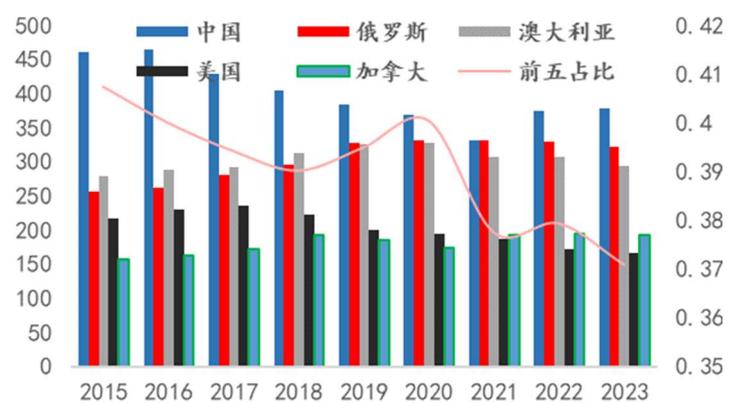
黄金今年前三季度供应总量为3762吨，去年同期供应总量3662吨，增长2.7%，增速维持较高水平。分国家来看，前五大产金国集中度继续回落。

图：黄金供应波动逐年缩小



数据来源：IFIND、海通期货研究所

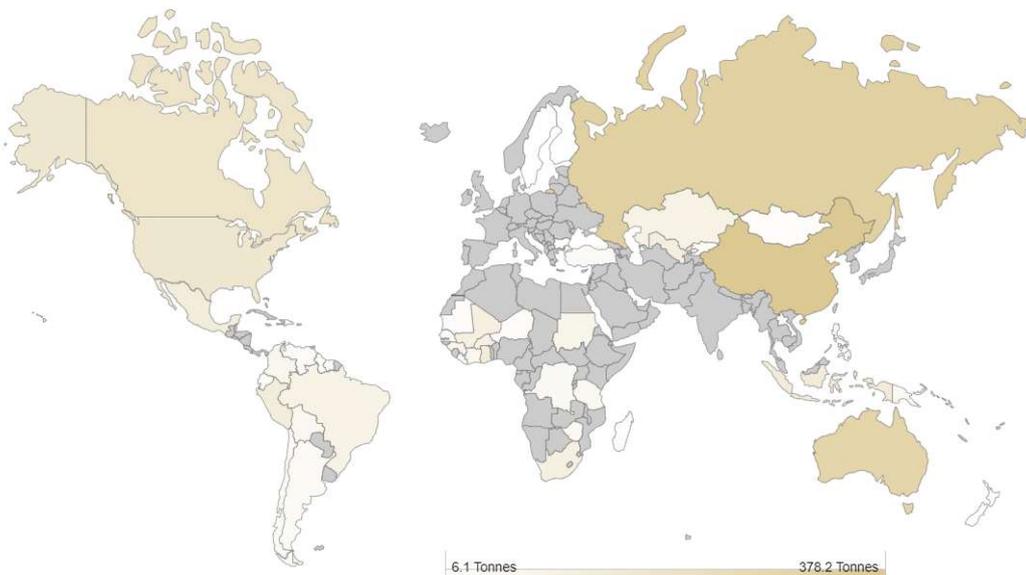
图：产金国集中度再度回落



数据来源：WCG、海通期货研究所

据中国黄金协会最新统计数据显示：2024年前三季度，国内原料黄金产量为268.068吨，与2023年同期相比减产3.18吨，同比下降1.17%。其中，黄金矿产金完成209.71吨，有色副产金完成58.358吨。另外，2024年前三季度进口原料产金111.207吨，同比增长15.51%。若加上这部分进口原料产金，全国共生产黄金379.275吨，同比增长3.20%。

图：2023年全球黄金产量分布

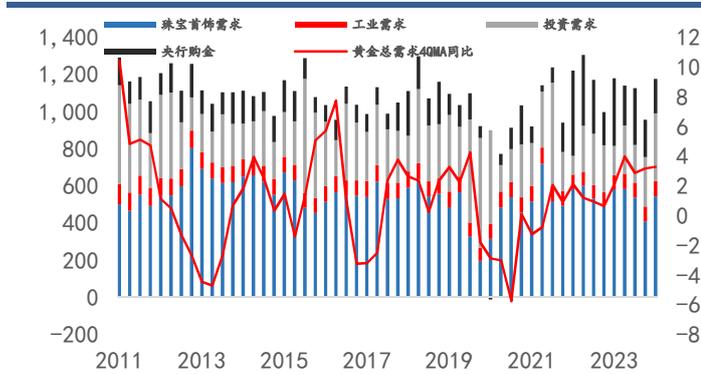


数据来源：WCG、海通期货研究所

2. 黄金需求总量维持高增

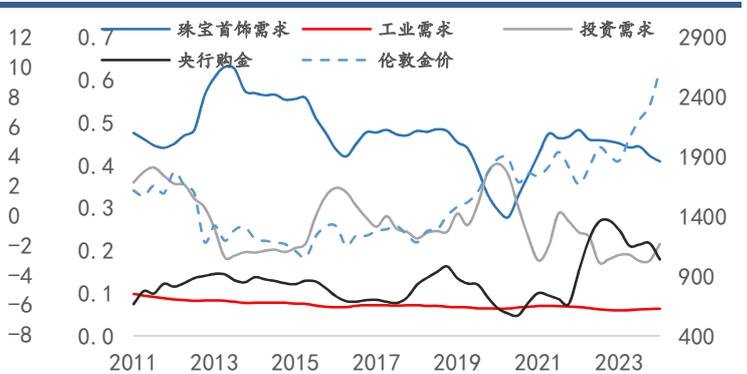
根据世界黄金协会统计，今年一季度全球黄金需求在1238吨，而去年同期需求在1206吨，同比增长2.64%，与供应增长持平，增速同样维持高位。

图：黄金总需求持续回升



数据来源：IFIND、海通期货研究所

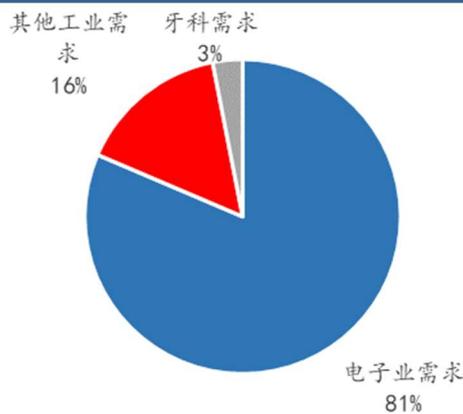
图：投资需求低位反弹



数据来源：IFIND、海通期货研究所

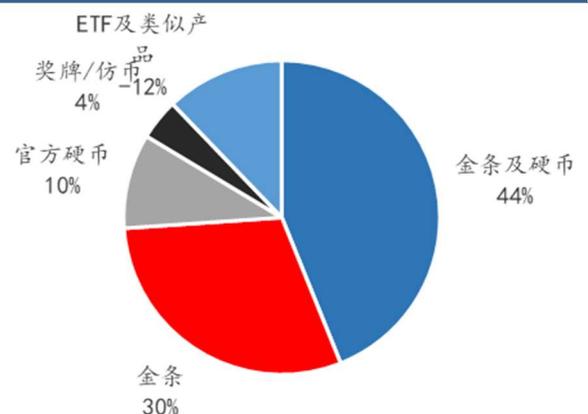
根据WCG的定义，黄金需求结构分为四个部分：珠宝首饰（消费）、工业需求、投资需求和央行购金。随着今年金价的持续上涨，消费需求明显下滑，同比下降12%。全球黄金ETF持仓量减少25吨，其中三季度大幅增持95吨，反映出金价在年内第一波上涨后，黄金投资需求明显抬升。另外值得注意的是，全球央行保持净购金态势。前三季度全球各国官方黄金持有量净增694吨，维持在较高的水平。

图：工业需求结构



数据来源：IFIND、海通期货研究所

图：投资需求结构

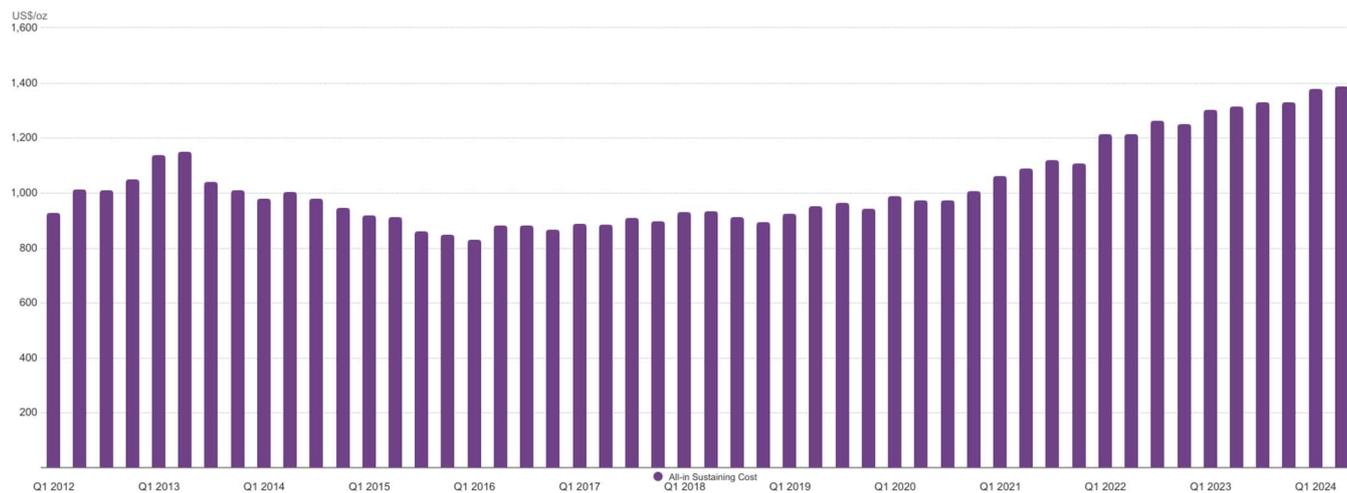


数据来源：IFIND、海通期货研究所

3. 黄金生产总维持成本续创历史新高

黄金开采行业使用各种指标报告生产成本，各家公司的实际报告方法大不相同。世界黄金协会编制了总维持成本（AISC），可以更好地反映保持金矿运营的所有成本。AISC不仅包含开采金矿所需要的人工成本、能源成本等，还包括管理费用、资本开支等综合成本。

图：黄金生产总维持成本逐年上升



数据来源：WCG、海通期货研究所

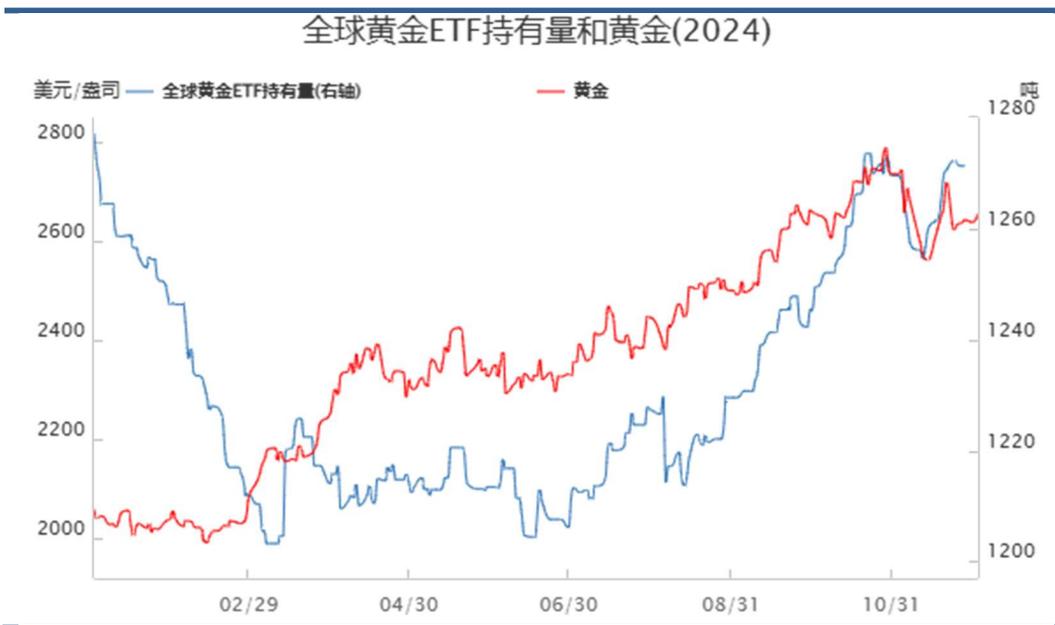
截止2024年二季度，黄金生产总维持成本接近1400美元/盎司，续创历史新高。自2020年以来，由于通胀压力导致黄金矿业企业的在各个方面的投入成本水涨船高，尤其是劳动力、燃料和电力成本的上涨，带动矿端生产成本随之走高。

4. 私人部门投资需求逐步回升

历史来看，以ETF持仓为表征的贵金属投资需求，与贵金属价格相关性较高。然而，今年年初贵金属的上涨行情中，ETF持仓并未打破自2020年以来的下行趋势。这背后的原因一方面有其他资产吸引了资金，包括今年大幅反弹的美股以及在高息环境下的各类现金及债券类产品。另一方面，央行购金行为对于贵金属上涨行情也形成显著的拉动。

进入二季度后，随着黄金价格不断稳步抬升，ETF持仓低位企稳，并逐步开始回升，和下半年的上涨行情出现共振的现象。目前ETF持仓和金价的相关性已经基本恢复，预计明年将会持续。

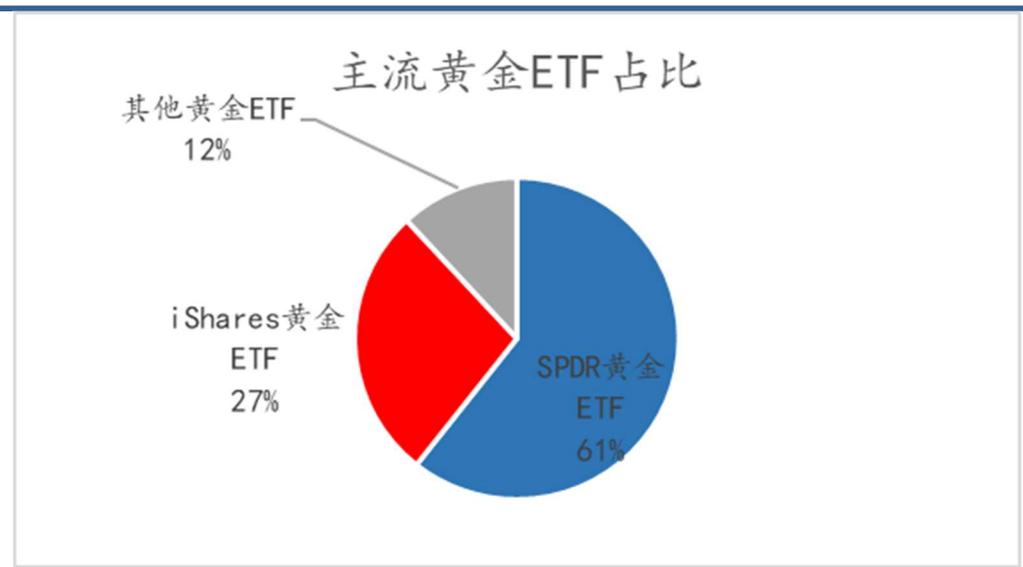
图：上半年金价与ETF持仓背离，下半年已逐渐修复



数据来源：IFIND、海通期货研究所

从结构上来看，SPDR黄金ETF占整体黄金ETF市场约60%。黄金ETF市场整体集中度较高，但相较于去年有所回落。

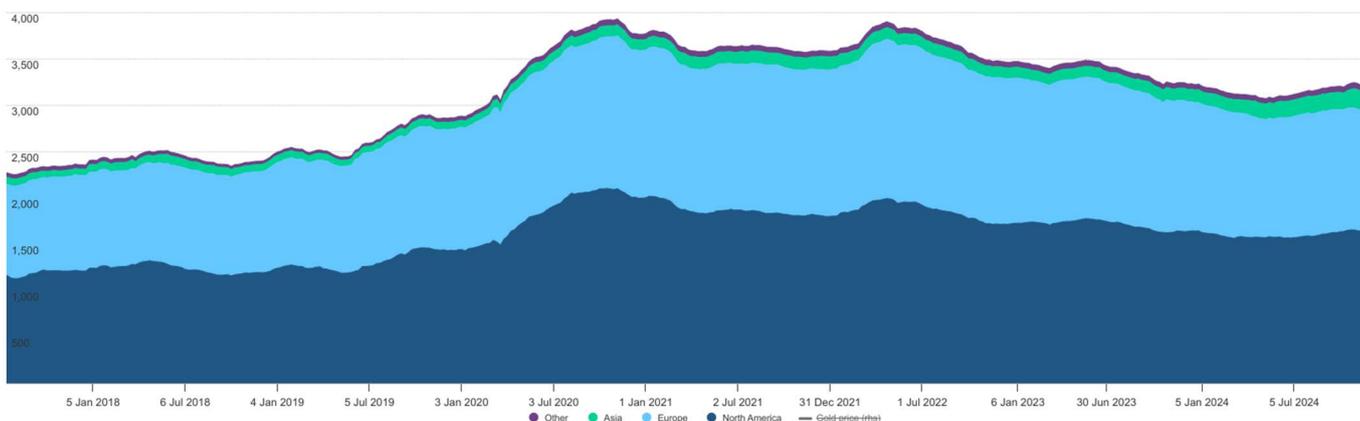
图：SPDR 黄金 ETF 占整体黄金 ETF 市场降至 61%



数据来源：IFIND、海通期货研究所

年初至今，全球黄金ETF累计流入26亿美元，为自2020年以来最高的流入总量。同时，由于金价持续上涨，以美元计价的全球黄金ETF资产管理持仓总规模年初至今已增长28%。从地域划分来看，亚洲地区持续净流入，对应欧洲持续净流出，北美则基本持平于年初。

图：黄金ETF持仓规模（吨）



数据来源：WCG、海通期货研究所

总体来看，根据WCG的统计的黄金供需平衡表，截止2024Q3，黄金消费需求同比下降7.4%，而投资需求同比增长21.6%、工业科技需求同比增长11.6%，共同支撑黄金总体需求增长2.7%。供给端相对稳定，基本跟随需求增速变动。

图：黄金季度供需平衡表（吨）

	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	Q1'24	Q2'24	Q3'24	2024累计同比
供应量								
金矿产量	853.7	899.5	935.7	955.0	871.6	907.0	989.8	3.0%
生产商净套保	39.2	-15.5	23.8	19.9	-24.8	8.5	0.2	
回收金	311.2	324.0	290.1	313.5	350.2	336.4	323.0	9.1%
总供应量	1,204.1	1,208.0	1,249.6	1,288.3	1,197.0	1,251.9	1,313.0	2.7%
需求量								
金饰制造	531.0	494.0	582.2	583.3	536.4	408.2	543.3	-7.4%
金饰消费	488.7	479.5	520.0	623.4	478.8	390.9	458.6	-10.7%
金饰库存	42.3	14.5	62.1	-40.1	57.7	17.2	84.6	34.1%
科技	72.8	72.8	77.3	82.2	80.5	80.2	83.0	9.3%
电子用金	58.7	59.0	63.3	67.6	66.3	66.9	69.0	11.6%
其他行业	11.7	11.4	11.7	12.3	11.9	11.1	11.8	0.0%
牙科	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.2	-4.7%
投资	276.4	252.6	156.8	259.6	203.7	266.1	364.1	21.6%
金条和金币总需求量	305.0	273.7	295.9	315.0	316.7	273.2	269.4	-1.7%
金条	187.0	164.0	207.7	222.9	226.2	198.4	198.4	11.5%
官方金币	93.6	85.3	54.3	60.3	66.0	49.6	31.3	-37.0%
奖章/仿制金币	24.4	24.4	34.0	31.9	24.5	25.3	39.8	8.2%
黄金ETFs及类似产品	-28.6	-21.1	-139.1	-55.4	-113.0	-7.1	94.6	-86.5%
各国央行和其他机构	290.7	178.8	363.9	215.6	305.2	202.2	186.2	-16.8%
黄金需求	1,170.9	998.1	1,180.2	1,140.7	1,125.8	956.7	1,176.5	-2.7%
OTC/其他	33.1	209.8	69.4	147.6	71.2	295.2	136.5	61.0%
总需求	1,204.1	1,208.0	1,249.6	1,288.3	1,197.0	1,251.9	1,313.0	2.7%
黄金价格(美元/盎司)	1,889.9	1,975.9	1,928.5	1,971.5	2,069.8	2,338.2	2,474.3	18.8%

数据来源：WCG、海通期货研究所

四、贵金属交易逻辑分析

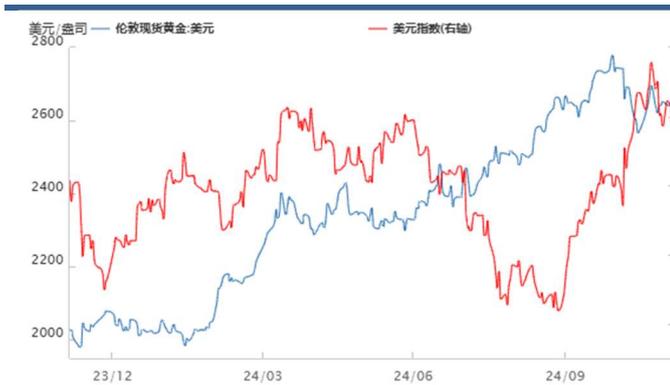
1. 利率仍是判断金价长期中枢的核心

2024年，黄金交易的两条核心主线逻辑分别是“去美元化”和“二次通胀”（滞涨）。尤其是2月-4月和7月-10月的两段拉升，背后的叙事包含全球央行购金（以中国为典型）、降息（衰退）预期阶段性抬升、美国大选（特朗普交易）、中东政治局势等等，将各类影响因素汇总到一起，都可以被归因于上述两条核心主线。

黄金的理论分析框架，本身是以美元和实际利率为基础，即多年以来，黄金和美元/实际利率之间呈现稳定的负相关性。“去美元化”的主题实际上也属于该分析框架中的一部分，比如今年美国大选期间，市场较为关注美国财政赤字的不可持续性，而黄金可以对冲美元的信用风险，引发贵金属市场交易热度提升。

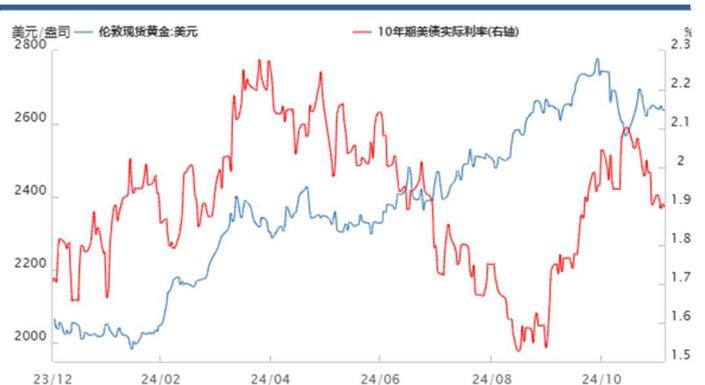
然而，今年黄金上涨的波段中，并不缺乏美元和实际利率同时上涨的情况，导致黄金理论分析框架看似短暂失效。在这种情况下，我们认为市场预期的“二次通胀”场景是最合理的解释。所谓“二次通胀”，即市场预期美国经济可能逐渐走向长期滞涨，类似于70-80年代。黄金既能够对冲通胀风险，也能够一定程度上抵御衰退风险，价格自然地水涨船高。与此同时，美元和利率也由于市场预期政策利率中枢抬升而上行。

图：2024年黄金价格与美元指数



数据来源：IFIND、海通期货研究所

图：2024年黄金价格与实际利率

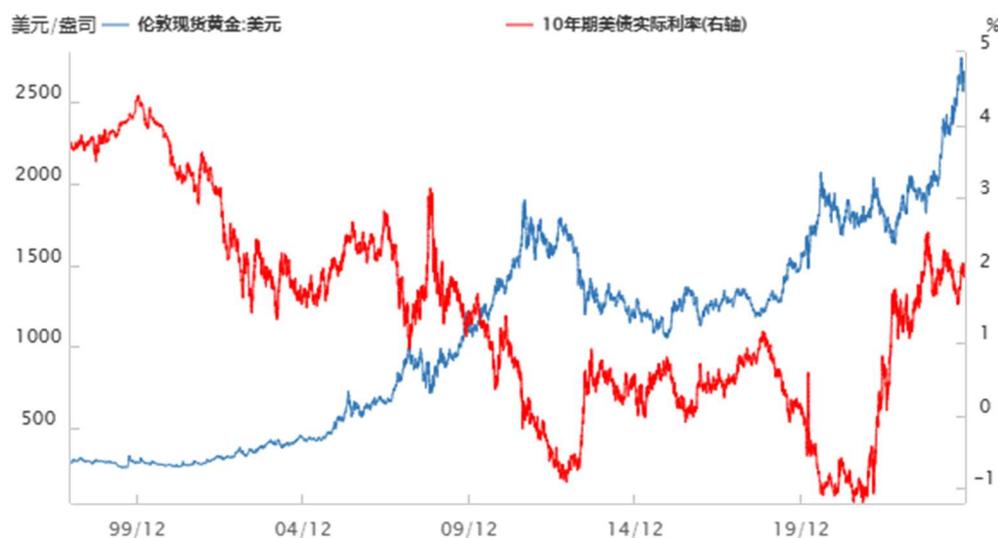


数据来源：IFIND、海通期货研究所

虽然以实际利率为核心的黄金分析框架在今年备受质疑，我们依然认为，在长周期视角下，实际利率和黄金的负相关性依然成立，只是弹性会发生阶段性的变化。目前来看，“二次通胀”依然偏向于主题交易的范畴，并未真正成为现实。因此，如果要判断黄金的长期价格中枢，实际利率和美元仍然是首要考虑的因素。

从利率的角度出发，假设本轮联储降息的终点在3.5%左右，意味着实际利率仍具备不小的下行空间。对于贵金属来说，上涨的趋势大概率并未结束。

图：黄金和实际利率的长期负相关性依然成立

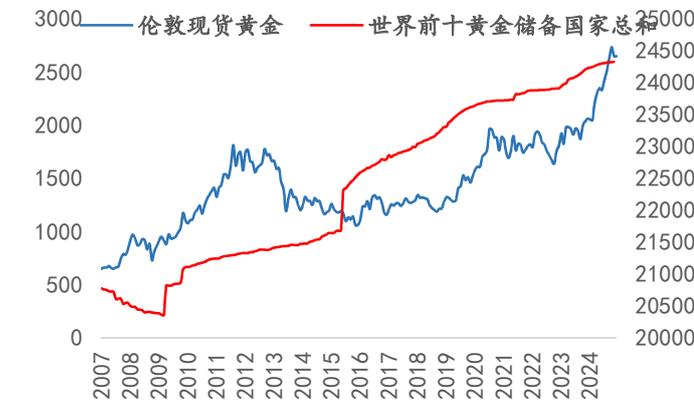


数据来源：WCG、海通期货研究所

2. 央行购金行为将继续支撑金价

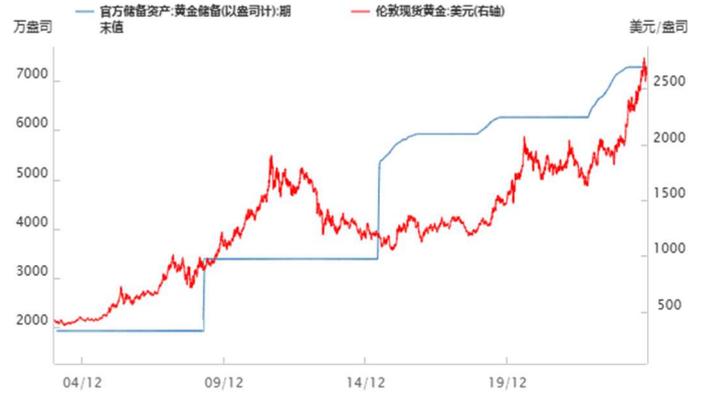
随着各国央行尤其是新兴市场央行增加外汇储备多样性的需求，全球央行尤其是新兴市场央行购金数量逐步上升，这也支撑了黄金价格在最近两年的上涨。

图：全球央行增持黄金



数据来源：IFIND、海通期货研究所

图：中国央行 11 月重新开启增持黄金



数据来源：IFIND、海通期货研究所

中国央行也从22年底开始增持黄金，随后连续18个增持黄金，24年5月-10月暂停购金，11月又重新开始增持黄金，表明中国央行此轮购金行为仍未结束。历史上看，中国央行开始增持黄金后，黄金价格往往都会开始或继续上涨。而且近两年来，全球市场对于央行购金行为的关注度正在提高，市场的舆论效应又会再次强化从央行购金到金价上涨的逻辑链条。

除中国央行以外，其他一些新兴市场国家央行，例如土耳其、印度等，也都在持续购买黄金。我们认为这种战略性举措或将持续较长时间，这也会在未来一段时间内继续支撑金价。

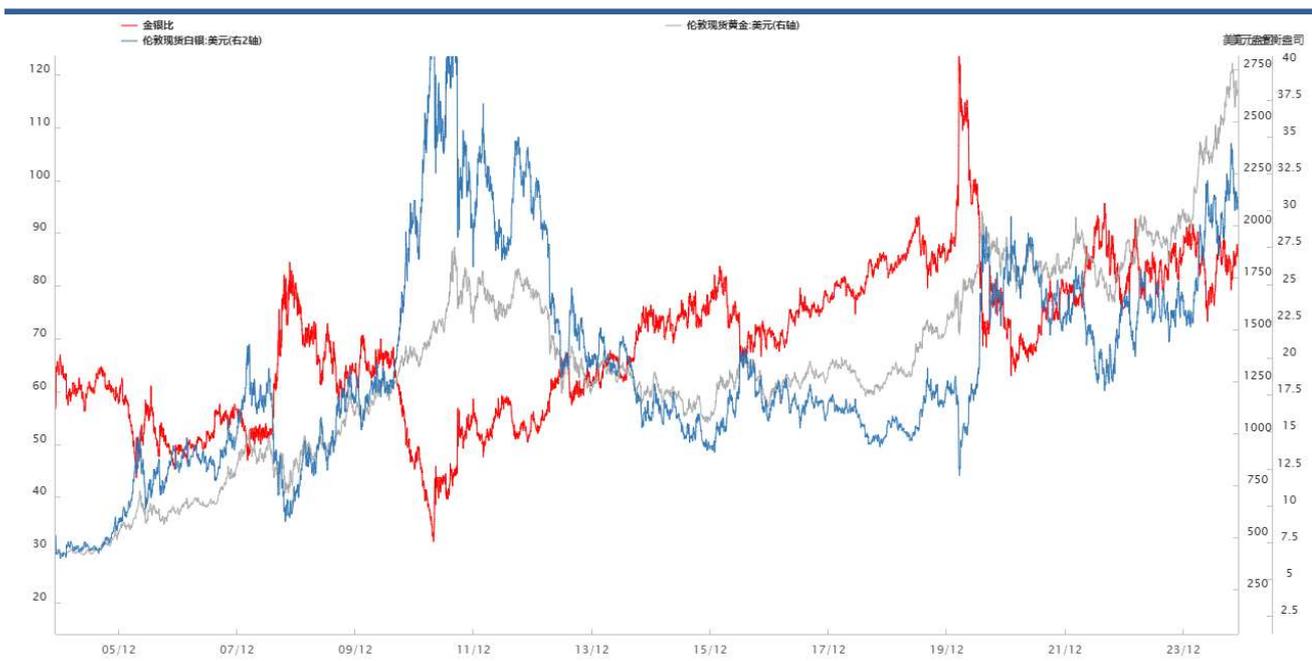
3. 从金银比看白银价格

我们认为，虽然白银工业需求占比强于黄金，但是整体来看，仍处于供过于求的状态，白银价格仍然以黄金价格为锚。

通过对历史数据的分析，我们发现白银价格的走势，和同为贵金属的黄金的相关性，要比其他的例如石油、商品、经济数据等的相关性更强，甚至强于白银自身的供需平衡。因此，我们一般用金银比来辅助分析白银的价格。

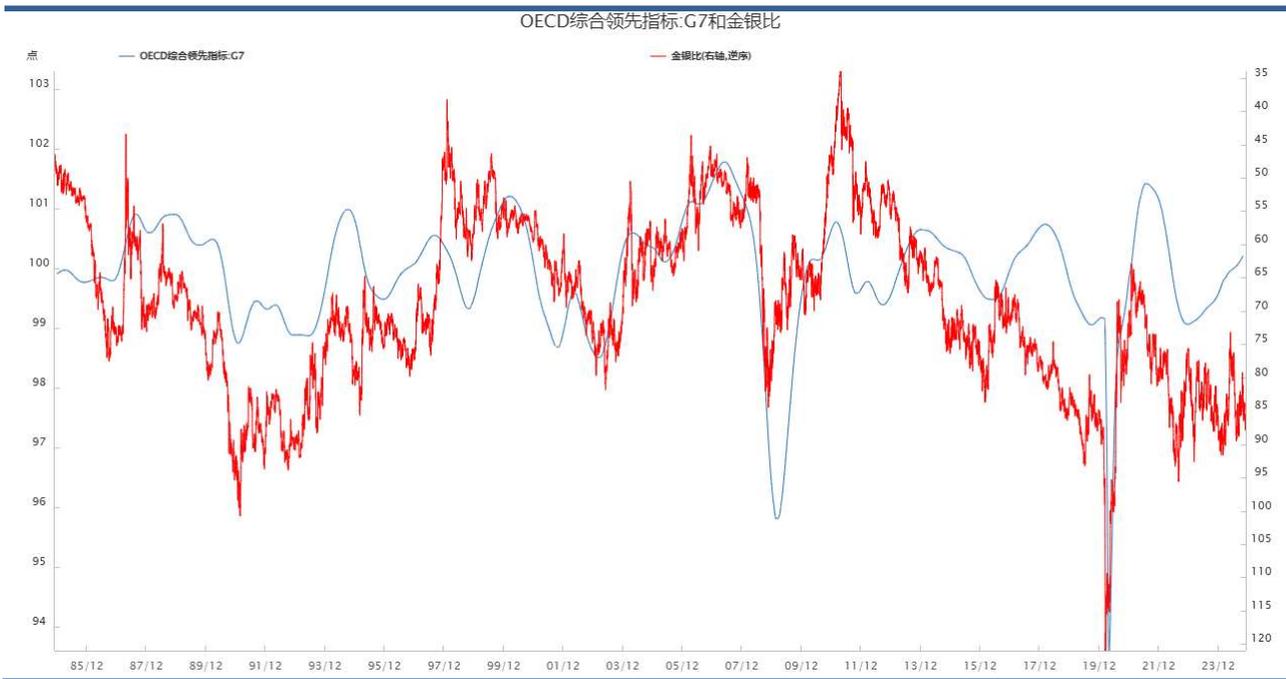
金银比具备双重属性。首先，白银具有商品属性：白银相比较黄金，商品属性更强一些，所以说经济的好坏对白银影响更多一些，而金银比本质上反映的就是商品属性的强弱，也就是经济的好坏。另外我们用一个 OECD 的全球经济增长领先指标，往上代表经济强劲，往下代表经济疲软，而我们可以看到这个领先指标和金银比有一个很好的负相关性，也就是说经济好的时候，金银比低，白银相对强势，经济差的时候，金银比高，白银相对弱势。

图：金银比价与黄金形成长期负相关性



数据来源：IFIND、海通期货研究所

图：金银比价与 OECD 综合领先指标负相关，反应风险偏好



数据来源：IFIND、海通期货研究所

此外，白银也具备投机属性：白银相比较黄金，价格波动相对更大，尤其是在极端行情中，白银调整幅度会比黄金大，上涨幅度也会比黄金大。例如在二季度的上涨行情中，前期黄金小幅上涨过程中，白银涨幅不如黄金，但随着黄金上涨速度加快，白银的涨幅也要远超黄金的涨幅。

今年以来，金银比整体处于较为稳定的震荡区间，背后的主要原因是市场对全球经济增速放缓的风险较为关注，但白银并不像黄金那样具备对冲增长风险的功能。此外，美国降息的步伐并未达到相比年初预期的节奏（大幅降息 200bp 以上），白银的工业需求难以释放，导致银价并未进入补涨的趋势。后续来看，如果黄金牛市得以延续，加上联储货币政策进一步宽松，白银仍有机会开启补涨行情，金银比也将大幅下跌。

4. 贵金属长期牛市根基并未动摇

综上所述，美国经济虽然当下保持较为强势的状态，但是通胀回落和就业需求放缓的长期趋势也同时存在，降息周期距离终点还有一段距离。在利率正常化的进程中，实际利率仍具备不小的下行空间，外加全球央行购金的行为将会明显降低黄金回撤的幅度。因此，即便黄金短期内面临一定的向下压力，贵金属长期牛市的根基并未动摇。交易策略上，我们认为逢低买入黄金是最佳选择，做空的价格比相对较低。

四、风险提示

地缘政治风险、美国经济超预期风险

法律声明：

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货交易咨询业务资格。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，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。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

郑重声明：

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货研究所并获得许可，并须注明出处为海通期货研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。