



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

冠通期货-贵金属2024年第二季报

避险王者，名至实归



研究咨询部 周智诚



时间：2024年4月1日

本公司具备期货交易咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明。

www.gtfutures.com.cn



二季度核心观点

- 2024年第一季度国际金价和银价都经历了长时间筑底震荡和明显冲高的过程，特别是国际金价从2月中旬至3月底走出一波非常刺激的单边上涨并屡次创造历史新高；这证明了黄金在美联储利率峰值阶段的顽强韧性，也说明美联储本轮激进加息虽然在控制通胀上取得了成效，但美联储的货币政策无法解决美国内部的深刻问题，例如随时面临违约风险的政府、企业、个人高负债问题，社会的族群撕裂和政治对立；企业竞争力下滑、美国政府蓄意挑起大国间对抗、等等；市场对美元的长期前景并不看好，这令黄金白银再次充当了主要避险投资渠道，自去年四季度以来金价已经开始了新一轮战略性大反弹，目前已经进入了“无前高、无上限”的上升阶段。
- 美联储在利率峰值已经维持了8个月时间，但目前美国CPI/PPI/PCE核心通胀仍在美联储2%附近理想水平的上方，甚至不排除有反弹可能；美联储不得不继续维持利率峰值抗通胀，但长期的高息状态已经令制造业受损，商业地产违约风险可能令部分银行出现经营危机；美政府债台高筑，高息导致“借新债还旧债”的成本飙升，现有国债的利息支出创纪录且不可持续；在美政府霸权主义价值观的胁迫下，俄乌冲突、巴以冲突近乎无解，美中经济、科技关系高度紧张；美元中长期信誉持续下滑，中国政府连续16个月增持黄金储备，除中国外多个其他央行同样抛售美国国债增持黄金，政府和居民个人的购金行为强化了黄金资产配置的重要性并一再推升金价。



金银在一季度走出典型震荡反弹行情

地缘政治持续紧张复杂

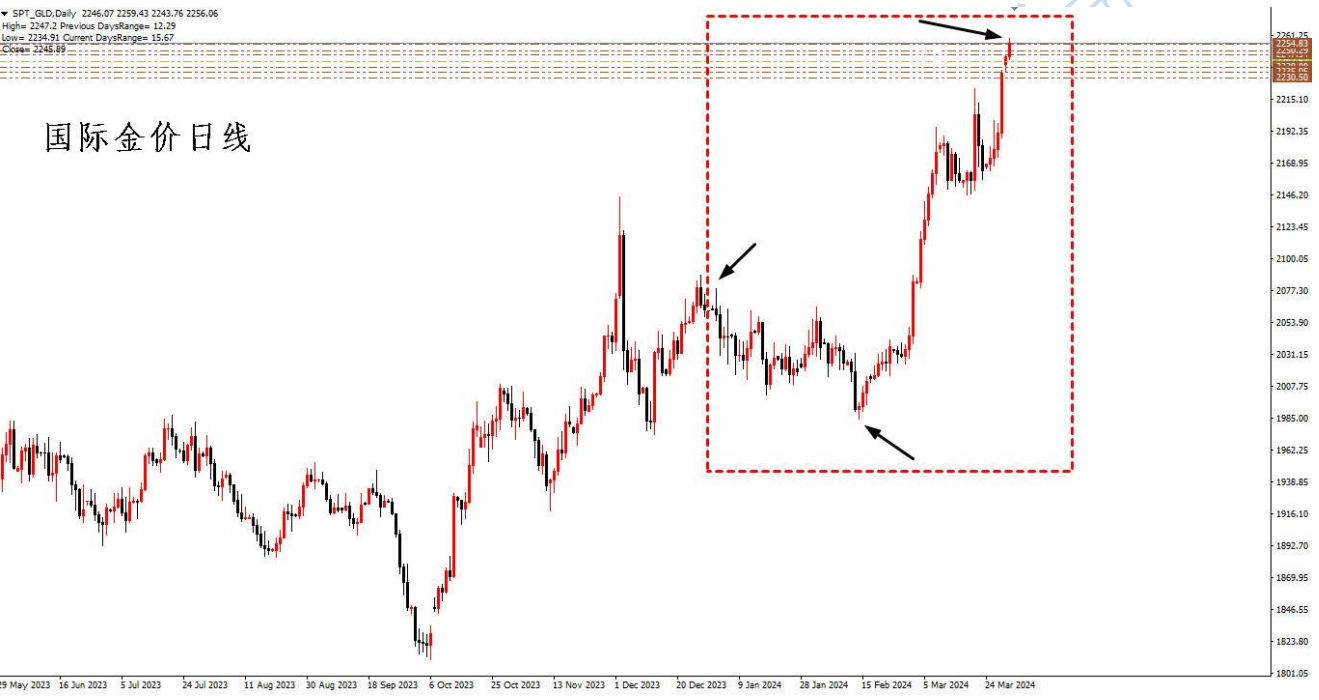
利率峰值下金价频创历史新高

金银ETF流出，央行民间增加黄金储备



金银在一季度走出典型震荡反弹行情

金银在2024年第一季度走出典型震荡反弹（1）

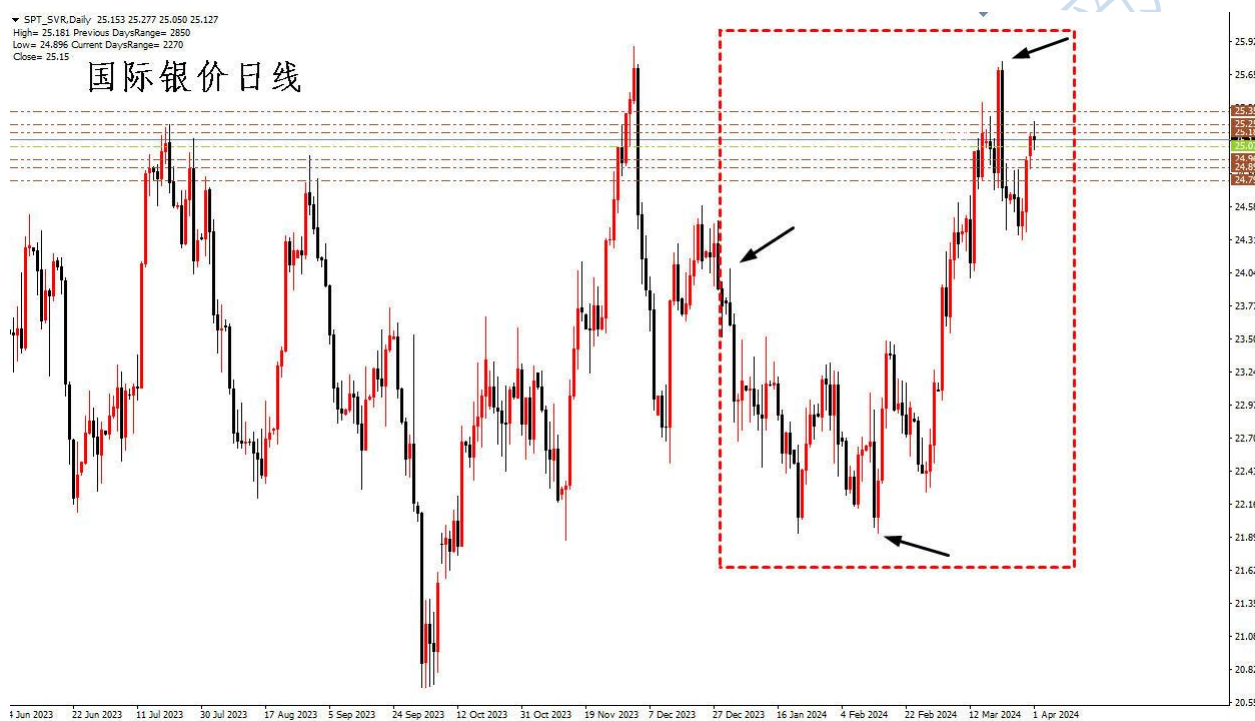


国际金价日线



- 2024年1季度（红色虚线框内），国际市场金价从1月2日阶段小高点2078美元/盎司开始下滑，至2月14日触及阶段低点1984美元/盎司，3月28日触及一季度最高点2236美元/盎司；金价在一季度最大向下振幅为4.52%；最大向上振幅为12.70%；
- 2024年1季度（红色虚线框内），国内黄金期货主力合约在1-2月基本处于横向窄幅震荡；1月25日触及阶段低点476.32元/克，之后继续震荡并启动防，在3月29日触及一季度最高点532.54元/克，国内期货黄金主力合约在整个一季度整体上扬，基本上没有明显的反复震荡；期货金价在一季度最大向上振幅为11.80%。

金银在2024年第一季度走出典型震荡反弹 (2)



- 2024年1季度（红色虚线框内），国际市场银价从1月2日阶段小高点24.08美元/盎司开始震荡下滑，并在1月22日和2月14日两次触及阶段低点21.92美元/盎司，随后开启猛烈反弹，并在3月21日创造1季度最高点25.76美元/盎司；2024年1季度银价向下最大振幅为8.97%，向上最大振幅为17.51%；
- 2024年1季度（红色虚线框内），国内白银期货主力合约走势与外盘十分相似；银价在1月2日触及阶段小高点6045元/千克，反复震荡后在1月23日触及阶段低点5743元/千克；经过多次震荡后银价开启快速反弹进程，并在3月21日触及一季度最高点6511元/千克；2024年1季度人民币期货银价向下最大振幅为4.99%，向上最大振幅为13.37%。

原油和黄金在一季度表现高度相似



- 由于OPEC+通过联合减产抬升油价，并把减产至少延伸至二季度末，油价在整个1季度整体上涨非常明显；2024年1季度（红色虚线框内）美国WTI原油从1月3日阶段低点69.28美元/桶开始一路反弹，1月29日触及阶段小高点79.29美元/桶；2月5日回落至71.41美元/桶，3月28日触及1季度阶段最高点83.21美元/桶；1季度美油基本都在上涨，向下最大振幅9.93%；向上最大振幅20.10%；
- 2024年1季度（红色虚线框内），国内期货原油主力合约走势与外盘高度相似，整体分两次震荡反弹，期货油价在1月9日触及阶段低点533.5元/桶，在1月29日触及阶段小高点599.5元/桶；之后油价在2月6日回落至551.4元/桶；3月15日触及1季度阶段最高点655.7元/桶；人民币期货原油在1季度基本都在上涨，整体的最大向下振幅为8.02%，向上最大振幅22.90%。



地缘政治持续紧张复杂

地缘紧张：俄乌冲突将进入第三年，无停战迹象



- 俄乌冲突已进入第三个年头。未来一年是战是和，正成为国际社会的普遍关切。然而，与止战促谈呼声高涨相背离的却是西方世界的持续拱火。
- 尤其是欧洲大国竟然出于各自政治考虑，纷纷争着抢着扛起“捍卫欧洲安全”大旗。

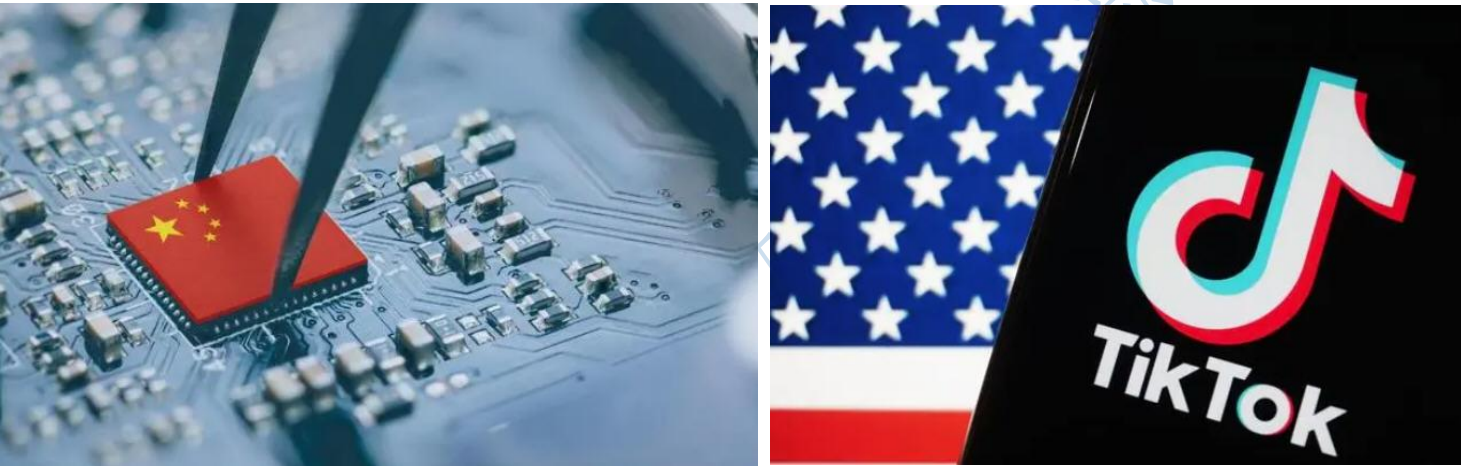
- 美国哥伦比亚广播公司新闻频道当地时间3月28日报道称，乌克兰总统泽连斯基在接受采访时表示，虽然乌军迄今为止在很大程度上成功地遏制了俄罗斯的进攻，但是如果俄罗斯在近几个月内发动大规模进攻的话，乌克兰武装部队并没有做好进行防御的准备，乌军的火炮已经消耗殆尽。当地时间3月28日，乌克兰全境拉响防空警报。
- 俄罗斯联邦安全局3月22日通报称，当晚在位于克拉斯诺戈尔斯克市的“番红花市政厅” (Crocus City Hall) 音乐厅一场音乐会开始前，突然几名身份不明的人闯入音乐厅并开枪射击。俄紧急情况部27日发布消息说，这起恐袭事件遇难者人数升至143人。俄联邦安全局此前宣布，已拘捕11名恐袭嫌疑人，其中4人直接实施了袭击。通过审讯被捕嫌疑人、研究从他们身上缴获的技术设备并分析金融交易信息，已获取他们与乌克兰民族主义者有关联的证据。调查证实，恐袭实施者从乌克兰收到大量资金和加密货币用于准备袭击。
- 初步结论：俄乌冲突已经从前线外溢，恐怖袭击导致旧恨新仇难以化解，美西方不希望看到俄乌开始谈判，冲突正在走向死结。

巴以冲突外溢，中国周边不宁，幕后黑手很清晰



- ▶ 据也门胡塞武装控制的马西拉电视台3月17日报道，美国和英国战机当天凌晨对也门西部荷台达省及其邻近的塔伊兹省实施了数次空袭。美英方面目前尚未就此次空袭发表评论。美国中央司令部17日上午发表声明，通报了美军16日对也门胡塞武装的行动，其中包括摧毁5艘胡塞武装无人舰艇和1架无人机。
- ▶ 去年10月新一轮巴以冲突爆发后，胡塞武装使用无人机和导弹多次袭击红海水域目标。今年1月12日以来，美国和英国多次对胡塞武装目标发动空袭，空袭主要集中在战略要地荷台达港及其所属荷台达省，该地区被认为是胡塞武装向红海水域发射导弹和无人机的主要基地。一些国家谴责美英两国的行动，认为这是对也门主权的侵犯，会加剧地区紧张局势。
- ▶ 3月29日，巴勒斯坦加沙地带卫生部门发表声明称，过去24小时以军在加沙地带开展了7项军事行动，共导致71人死亡，112人受伤。自去年10月7日新一轮巴以冲突爆发以来，以军在加沙地带的军事行动已致32623名巴勒斯坦人死亡，75092人受伤。
- ▶ 据在3月21日媒体报道，菲律宾方面在完全无视中国的警告之下，不顾后果地派遣了34人非法登陆中国管辖下的铁线礁进行活动。时隔两天之后，菲律宾于3月23日尝试对其位于仁爱礁的非法驻足军舰进行建材补给和维修工作，此举立即引发了中国海警的严厉反制。中国海警部队采用水炮强力干预，从而成功挫败了菲律宾方面的企图。在这场对峙中，菲律宾人员甚至挥舞白旗，以表达他们的无力回应。
- ▶ 2月17日，美国国务卿布林肯在第60届慕尼黑安全会议谈及中美关系时说，“在国际体系中，如果你不坐在餐桌上，就会出现在菜单上。”这一比喻着实让很多人感到震惊。黎巴嫩广场电视台网站对此解读称，布林肯的说法再次表现出了美国的强硬立场，美方认为美国应该是“吃”的一方，而不是“被吃”的一方。
- ▶ 初步结论：美中矛盾不可调和，“斗而不破”的紧张局面将长期存在；美国不论共和、民主，谁上台执政都将打压中国，未来紧张情绪可能升级。

美中关系：经济技术打压日甚一日



- ▶ 当地时间3月11日，访问菲律宾的美国商务部部长吉娜·雷蒙多再次炒作中美芯片竞争。在会见菲律宾总统马科斯后举行的记者会上，当被问及美国是否计划进一步扩大对华芯片出口管制时，雷蒙多说：“我们每天都在关注这个问题，科技日新月异的速度比以往任何时候都更快，这意味着我们每天醒来都要问自己一遍：我们做得够不够？”
- ▶ 最近韩联社也放出消息，称拜登政府还找上了韩国，要求三星和海力士这批企业配合美国，推动对中国的新一轮限制措施。
- ▶ 据美国中文媒体3月29日报道，美国商务部负责工业与安全事务的副部长艾伦·埃斯特韦斯在27日公开发言中明确表示，美国正在积极游说其盟友，要求它们阻止本国企业为中国客户提供芯片制造设备的维护服务。这一举措无疑是美国对中国芯片产业实施全面围堵的最新动作，旨在通过限制关键技术和服务的输入，削弱中国在全球芯片市场的竞争力。路透社3月28日报道称“美国正在制定一份禁止接收关键工具的中国先进芯片制造工厂名单，以便企业更容易阻止技术流入中国”。这一名单可能会在未来几个月内发布。
- ▶ 当地时间3月5日，美国众议院议员提出一项跨党派法案《保护美国人免受外国对手控制的应用程序法》，要求字节跳动在165天内剥离对旗下短视频应用TikTok的控制权。3月8日美国众议院能源和商务委员会以50:0的投票结果一致通过了字节跳动旗下TikTok的剥离法案。据悉，该项剥离法案将迫使字节跳动公司出售TikTok，否则苹果、谷歌等应用商店将被强制停止对TikTok的网络托管服务，TikTok也无法与其他美国企业进行业务往来。该项法案还赋予总统新的权力，使其能够对总部或注册地位于某些国家的公司控制的社交媒体应用采取对应行动，如禁令或限制。如要避免被禁，这类应用需要通过出售股份等方式切断与实体公司之间的联系。该法案要求国外竞争实体公司不得拥有超过该应用公司20%的股权。
- ▶ 初步结论：美中政治、经济斗争持续升级，美国政府对高技术企业的打压正在无底线升级，未来只会进一步加剧并推升市场避险情绪。

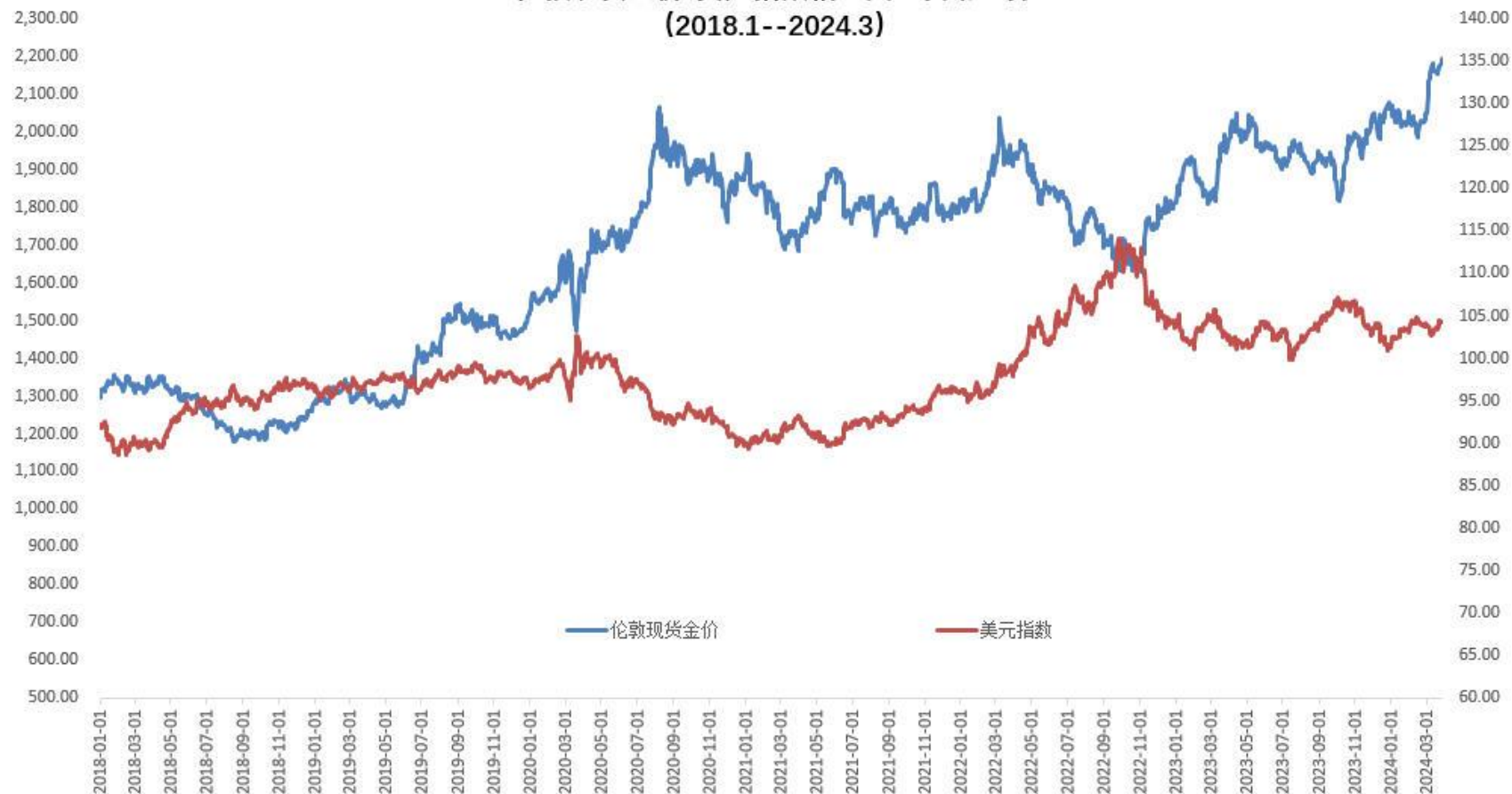
美国大选年的激烈对抗正在升级



- 据德新社3月5日报道，美国前总统唐纳德·特朗普在“超级星期二”初选中横扫对手，巩固了他作为几乎板上钉钉的共和党提名人的地位。各家广播公司基于初步计票结果一致预测，特朗普在一系列州举行的初选中轻松击败了他最后一个主要挑战者妮基·黑利，这些州包括加利福尼亚、得克萨斯、缅因、马萨诸塞、弗吉尼亚、北卡罗来纳、俄克拉荷马、北达科他、明尼苏达、科罗拉多、亚拉巴马和田纳西。预计黑利只会赢得东北部的佛蒙特州。
- 3月12日傍晚，在赢下佐治亚州民主党初选后，拜登已获得至少1968张代表票，超过民主党全国代表大会代表票的半数，从而顺利锁定民主党总统候选人提名。
- 几个小时后，特朗普在佐治亚州和密西西比州共和党初选中胜出，这帮助他获得了锁定共和党总统候选人提名所需的1215张共和党代表票。此前往往需要到8、9月份民主党和共和党全国代表大会之后两党候选人之间的最终对决提前开始了。
- 如果不出意外，拜登和特朗普将在2024年11月大选中再次上演对决。这将是自1956年以来，美国总统选举中首次出现由相同候选人再次争夺白宫宝座的“重赛”场面，更是132年来美国前任总统首次再度对决四年前击败他的对手。许多分析认为，这势必会加深美国政治和社会分裂，催生更多乱象和风险。现年81岁的拜登是美国历史上年龄最大的总统，77岁的特朗普则身陷多起刑事和民事诉讼。对两人即将开始的“对决”，《华盛顿邮报》称，这将是“一场历时最长、成本最高，或许也是最具分裂性的总统竞选”。
- 据美国《国会山报》网站1月14日报道，民调显示，拜登的支持率降至新低。只有1/3的美国成年人表示，他们对拜登总统的工作表现感到满意——这是他担任总统以来以及过去15年历任总统的最低水平。只有13%的美国人认为，在总统拜登的领导下自己的经济状况改善了。报道称，只有33%的受访者表示支持拜登，低于2023年9月上一次民调中对其表现的支持率，当时他的支持率为37%。
- 初步结论：2024年“最具分裂性的总统竞选”极有可能助涨市场的避险情绪；特别是两人如果向海外转嫁美国国内矛盾，危险性将进一步上升。

金价与美指在一季度继续呈现不规则负相关关系

伦敦现货金价/美元指数相互关系变动趋势
(2018.1--2024.3)

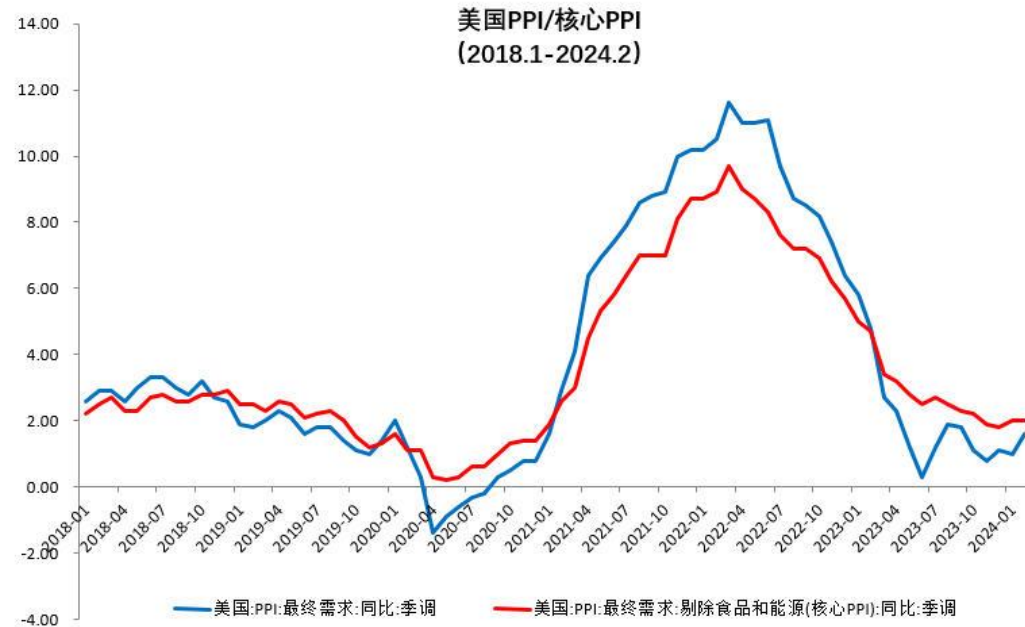
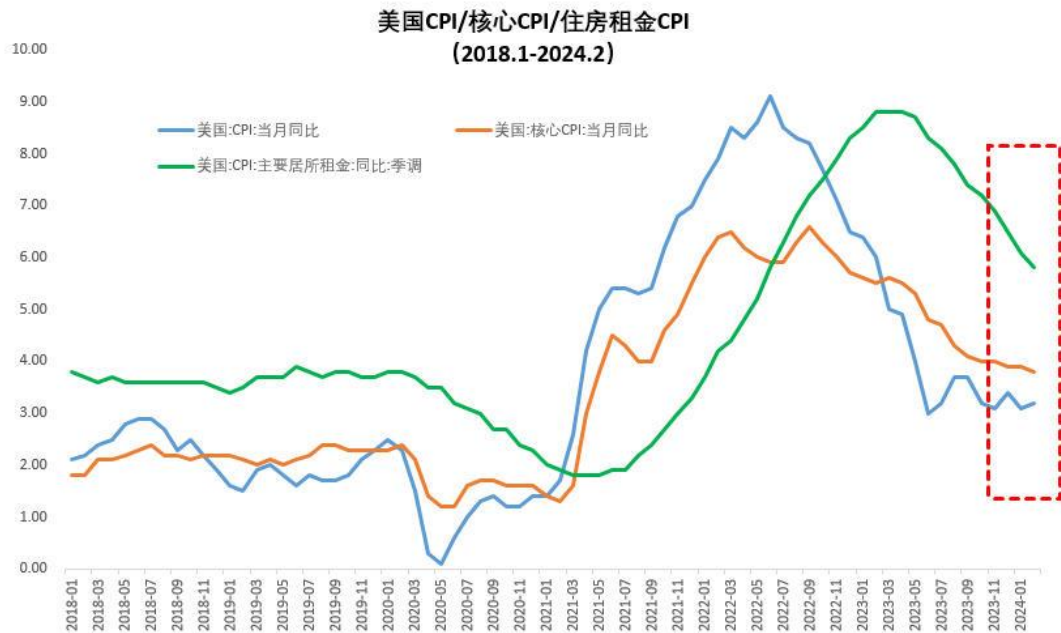


- 2024年一季度，金价和美元指数的相互运动呈现不规则的负相关关系；
- 俄乌冲突、巴以冲突尚未结束，美中各领域对抗有所加剧；美国处于利率峰值，实体经济出现衰退迹象，美元指数在加息尾声阶段出现震荡上行，金价反复震荡；
- 美国陷入债台高筑境地不可自拔；避险资金进入黄金，金价一再创出历史新高；同时金价波动展现出较高韧性。



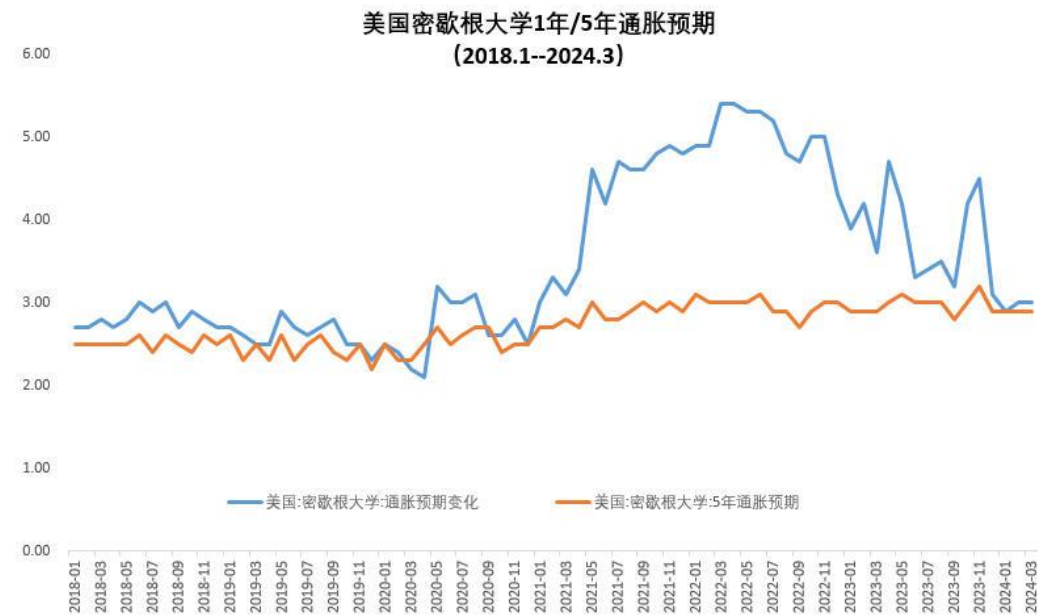
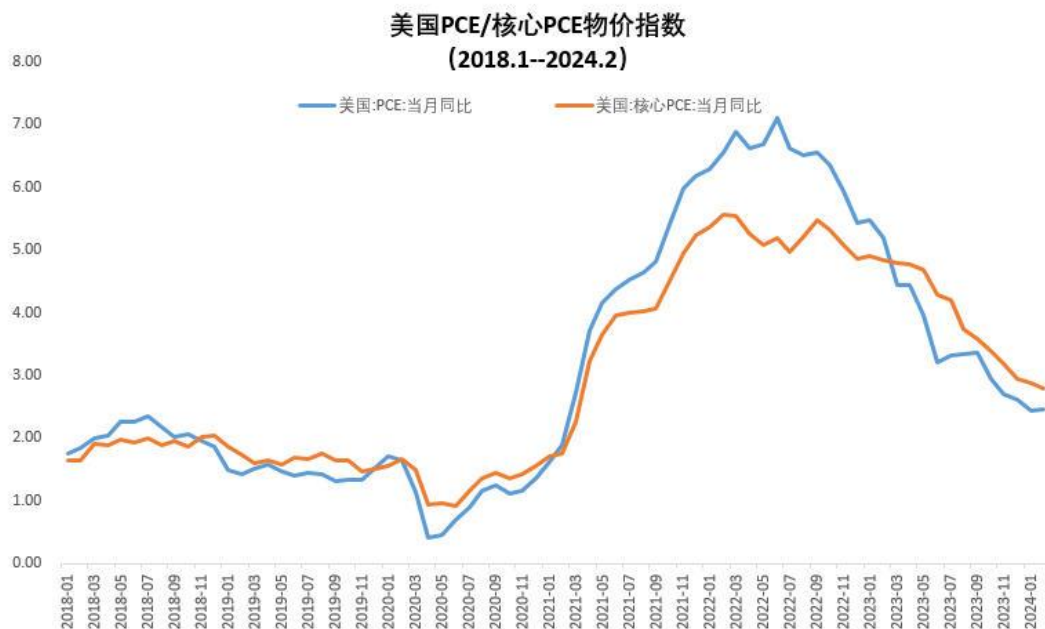
利率峰值下金价频创历史新高

利率峰值下通胀颠簸下行 (1)



- ▶ 3月12日公布的美国2月CPI同比上涨3.2%，预期上涨3.1%，前值上涨3.1%；美联储更为关注的剔除食品和能源的核心通胀2月同比上涨3.8%，预期上涨3.7%，较前值3.9%进一步回落，仍为2021年5月以来的最低水平；商品市场通胀同比下滑0.3%，而服务业通胀同比大幅上涨5.2%；核心商品上自2023年6月以来首次环比上涨；剔除了住房的超级核心通胀，即核心CPI服务指数同比涨幅高达4.5%，创2023年5月以来的最大增长；
- ▶ 3月14日公布的美国2月PPI同比上涨1.6%，预期上涨0.9%；剔除食品和能源价格的核心PPI同比上涨2%，预期上涨1.9%；能源价格高企是2月PPI超预期回升的主因，其价格指数环比上涨了4.4%，贡献了2月商品类PPI约70%的涨幅；美国2月PPI超预期反弹，接力CPI继续打压降息预期；2月PPI数据进一步证明通胀仍然高企，抗通胀之路崎岖，为美联储“不急于降息”的立场提供依据。

利率峰值下通胀颠簸下行 (2)



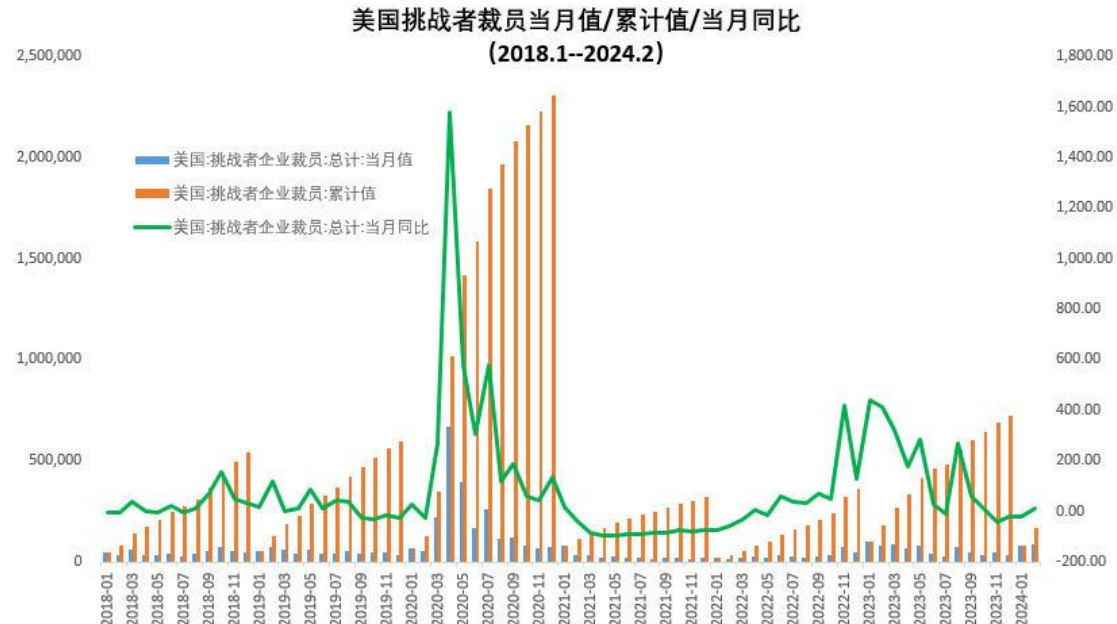
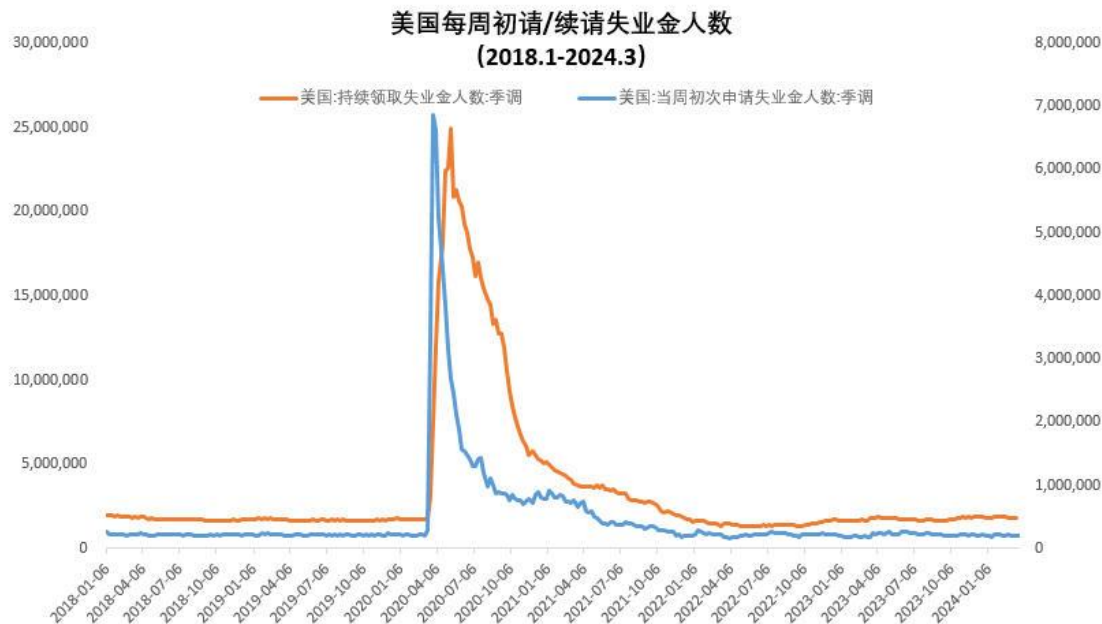
- 3月29日公布的美联储首选通胀目标、剔除食物和能源后的2月核心PCE物价指数同比增速2.8%，为2021年3月以来最低水平，符合预期，前值修正值为2.9%；受汽油价格上涨的推动，美国2月PCE（个人消费支出）物价指数同比从前值2.4%升至2.5%，为去年9月以来首次回升，符合预期；不过，按六个月年化计算，核心PCE数据加速至2.9%，为去年7月以来最快，去年年底曾一度跌破美联储2%的目标。美联储希望在未来几个月看到更温和的通胀数据，然后再降息。
- 3月28日公布的美国3月密歇根大学通胀预期方面，1年通胀预期终值2.9%，创2020年12月以来的最低，预期3.1%；5年通胀预期终值2.8%，预期2.9%；密歇根消费者的通胀预期能让美联储稍微松口气，中长期通胀预期的下滑为美联储未来降息提供了理由。

利率峰值下就业缓慢恶化（1）



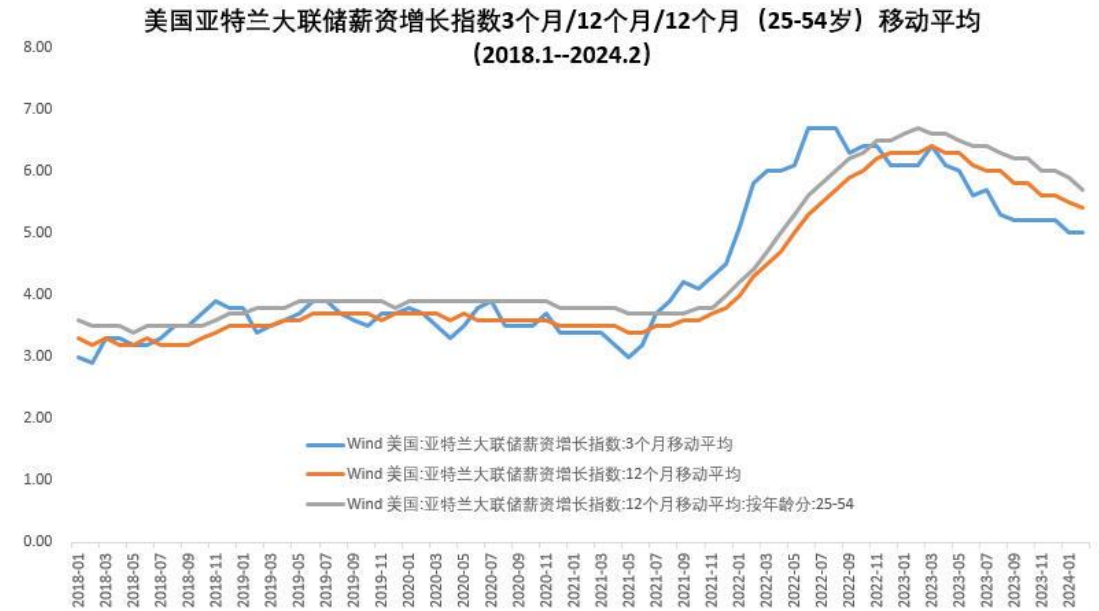
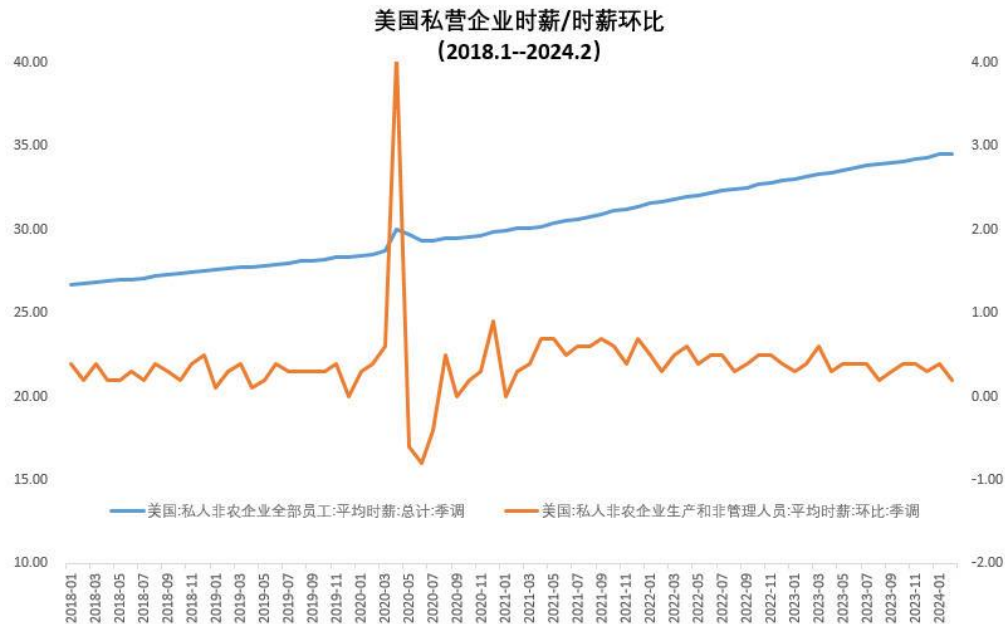
- 3月8日公布的美国2月非农就业人口增加27.5万人，预期增加20万人；前两个月非农就业人数共向下修正了16.7万人；美国2月非农失业率意外上升至3.9%，创2022年1月以来新高，市场预期3.7%；2月劳动力参与率保持在62.5%，预期62.6%。
- 3月6日公布的美国1月JOLTS职位空缺886.3万人，预期885万人，12月前值从902.6万人下修至888.9万人；上个月最初公布的12月JOLTS职位空缺意外创下三个月新高；美国1月职位空缺率为5.3%，与12月持平；2023年大部分时间的职位空缺数都略有下调，过去三个月的职位空缺数徘徊在当前水平附近；1月份约有339万人自愿离职，为三年来最少。自主离职率为2.1%。近几个月来该数据显著下降，这意味着美国人对自己在当前市场上找到其他工作或获得薪资更高的新工作的信心不足。

利率峰值下就业缓慢恶化 (2)



- 3月28日美国劳工部报告显示，截至3月23日当周初请失业金的人数减少2000人，经季节性因素调整后为21万人，预期21.2万人；截至3月16日当周，续请失业金人数增加2.4万人达到181.9万人，预期181.5万人；今年初请失业金指标一直保持在19.4万至22.5万的窄幅区间内，从历史角度来看，这是极低的水平。尽管今年年初出现了一系列高调的裁员，但大多数雇主仍在留住他们的员工。
- 3月7日根据就业咨询公司Challenger, Gray & Christmas (挑战者)最新数据，美国2月份的裁员公告数量达到了84638个，同比增长9%，环比增加3%，为自08年全球金融危机以来2月同期的最高水平；截至目前2024年的裁员总数为166945个，同比下降7.6%；科技行业裁员数量排第一名，共裁员28218人，同比下降55%；金融行业的裁员同比上升了56%，意味着金融行业的裁员情况正在恶化；其他大幅裁员的行业包括工业品制造业、能源行业、教育行业，它们的裁员数量分别同比上升了1754%、1059%、944%。

利率峰值下就业缓慢恶化 (3)



- 2月非农数据中，美国2月平均每小时工资增速同比达到4.3%，符合预期；1月的工资增速由4.5%下修至4.4%；2月环比增速降至0.1%，预期增速0.2%，前值由0.6%下修至0.5%；值得一提的是，工资总额和工资数据来自对企业和其他雇主的调查，而失业数据则来自另一项规模较小的家庭调查。本次调查中，机构调查和家庭调查之间出现了明显的偏离，后者相关数据再次下降。分析称，这意味着随着越来越多的人被迫从事不止一份工作，工资和就业之间的差距扩大了。
- 2月亚特兰大联储薪资指数同比增速小幅回落至5.4%，也处于高位，不过历史上该指标大约滞后主动离职率变动约1年，近期离职率的走高意味着薪资增速未来或将进一步降温；数据显示，2月跳槽人数增长5.3%，没有更换工作的人数增长4.7%。作为就业市场的滞后指标，经济学家预计2024年就业市场良性降温将继续带动薪资增速缓慢下行。

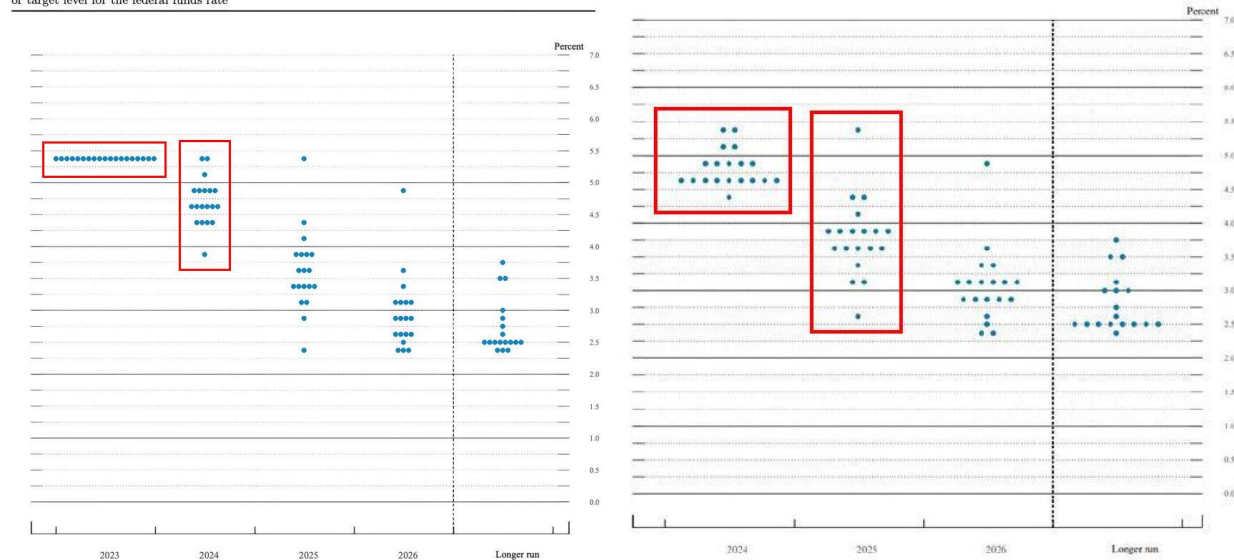
美联储3月会议继续维持利率峰值



- 3月20日美联储在货币政策委员会FOMC会后宣布，联邦基金利率的目标区间依然为5.25%到5.50%；自去年7月加息后，联储一直将这一政策利率保持在二十余年来高位；在2022年3月至今的本轮紧缩周期内，美联储已连续五次会议未加息；本次FOMC投票委员全票支持本次利率决策；
 - 利率决议指出，最近的指标表明经济活动以稳健的速度扩张。就业增长保持强劲，失业率保持低位。通胀在过去一年有所放缓，但仍然居高不下；
 - ……委员会预计在获得更大信心，即通胀朝着2%的可持续增长方向发展之前，降低目标区间将不合适。此外，委员会将继续按照其先前公布的计划减持国债、机构债务和机构抵押支持证券。委员会坚决致力于将通胀恢复到2%的目标水平。
- 本次声明重申了上次新增的“实现就业和通胀目标的风险正在趋向更好的平衡”，以及上次新增的“经济前景不明朗”，然后继续重申“仍高度关注通胀风险”。评价经济活动时，本次重申上次新增的“经济活动以稳健的步伐扩张”，继续重申去年12月声明有关通胀放缓的评价，即“过去一年通胀已放缓，但仍然高企”。
- 和前13次会议一样，本次会议的声明未公布新的缩减资产负债表（缩表）路线，继续重申，将按此前公布的计划，继续减持国债、机构债和机构抵押贷款支持证券（MBS）。会后公布的经济展望显示，预计2024年的GDP预期增速为2.1%，12月预计为1.4%，2025年预计增速为2.0%，12月预计为1.8%，2026年增速为2.0%，12月预计为1.9%，更长期预期增速为1.8%，持平12月预期。2024年和2016年的失业率预期均为4.0%，均低于12月预期4.1%，2025年的失业率预期仍为4.1%，2026年之后更长期失业率为4.1%，均持平12月。2024年PCE通胀率预期持平12月的2.4%，2025年的预期为2.2%，12月预期为2.1%，2026年和更长期预期均持平12月的2.0%。2024年核心PCE预期为2.6%，12月预计为2.4%，2025年和2026年的预期分别为2.2%和2.0%，均持平12月预期。
- 初步结论：尽管近期通胀升温，联储官员仍未大幅改变今年降息预期，预计通胀会重新放缓；不急于降息是正确的选择。

3月议息会议点阵图显示整体鸽派转向

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



12月会议点阵图

3月会议点阵图

- 会后公布的美联储官员利率预测中位值显示，相比去年12月的上次展望，联储官员保持对今年的政策利率预期不变，同时上调了明后年的利率预期，具体预测的中位值如下：2024年底的联邦基金利率为4.6%，持平2023年12月预期；2025年底的联邦基金利率为3.9%，较12月预期的3.6%上调30个基点；2026年底的联邦基金利率为3.1%，较12月预期的2.9%上调20个基点。更长期的联邦基金利率为2.6%，较12月预期的2.5%上调10个基点。
- 以最新的中位值预测水平估算，美联储官员预计，到今年年底利率均值达到4.65%时，今年内会降息75个基点，相当于共有三次25个基点的降息，和去年12月的预测完全相同。
- 初步结论：预测今年3次降息的人数明显增加，鸽派转向明显。

- 3月会议点阵图显示，相比去年12月发布的点阵图，本次美联储官员对今年降息次数的预测更加集中为三次。在提供利率预测的19名联储官员中，共有15人预计今年利率会降至5.0%以下，较上次如此预测的人数少一人。
- 在这15人中，有5人预计利率在4.75%到5.0%，以每次降息25个基点估算，相当于今年两次降息，如此预测的人数和上次点阵图相同；9人预计在4.50%到4.75%，相当于预计今年三次降息，较上次点阵图增加3人。这样来看，19人之中，共有10人、占比近53%的联储官员预计，明年至少降息三次，和上次点阵图这样预测的人数占比大致相同。

美联储主席鲍威尔3月会议后的发言



- 3月会议后美联储主席鲍威尔在记者会上表示，相信利率可能处于周期性峰值，在今年某个时间点开始降息是适宜的，但目前通胀仍然较高；
 - 鲍威尔表示，美联储仍然相当侧重于实现充分就业和维持物价稳定的双重职责，在实现这两大目标已经取得实质性进展。但通胀仍然居高不下，抗击通胀的前景仍不确定。他说，美联储仍然致力于实现2%的通胀率目标，目的是要达到一个惠及所有人的劳动力市场；
 - 鲍威尔说，大多数官员仍然认为有可能实现对通胀的信心，但他同时承认，1-2月的美国经济数据未提振美联储对美国通胀进展的信心。劳动力市场仍然相对紧张，但供需条件持续趋向更好的平衡。
- 鲍威尔表示，最近指标表明经济活动以稳健的速度扩张；去年四季度的GDP增长3.2%，2023年整体GDP增长3.1%，得益于强劲的消费需求及供应条件的改善；过去一年住房活动受到抑制，主要反映了抵押贷款利率较高，高利率也似乎对企业固定投资产生了影响；
 - 鲍威尔表示，通货膨胀虽然在过去一年显著放缓，但仍高于美联储的长期目标2%。截至2月的12个月内，总PCE价格上涨了2.5%；排除波动较大的食品和能源类别后，核心PCE价格上涨了2.8%。从一系列涵盖家庭、企业和预测者的调查，以及金融市场的度量来看，长期通胀预期似乎保持良好锚定。在经济预测摘要（SEP）中，总PCE通胀的中位数预测今年降至2.4%，明年降至2.2%，2026年降至2%；
 - 资产负债表方面，鲍威尔表示自开始缩表以来，美联储证券已经减少了近1.5万亿美元。“我们讨论了减缓证券持有量下降速度的相关问题。虽然我们今天没有就此做出任何决定，但委员会普遍认为，缩减QT马上就会发生，这与我们之前发布的计划一致。”
 - 初步结论：鲍威尔承认，1-2月的美国经济数据未提振美联储对美国通胀进展的信心；因此，降息还需继续等待。

反向扭转操作：暂不降息，但可以取得降息效果的路径



Christopher Waller

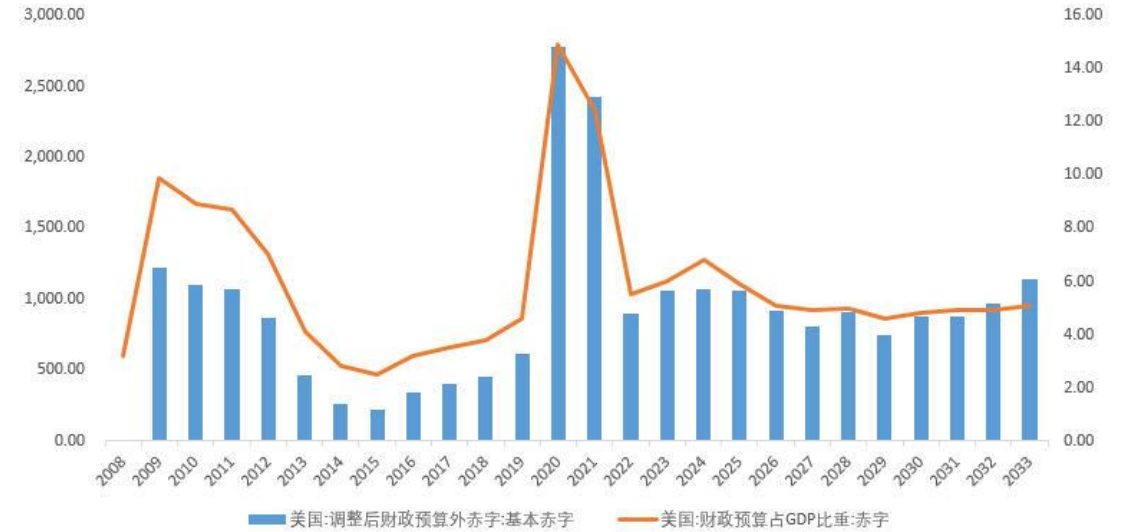
- 在美联储内部影响力日益攀升的理事沃勒（Christopher Waller）高呼，希望美联储提高短期美债占比，随后市场做出反应，美国2年期国债收益率大幅回落，美债收益率曲线倒挂程度缓解；
- 3月1日曾准确预言了美国经济走向的沃勒在美国货币政策论坛上称，美联储应该提高短期美债在资产负债表中的比例，并将所持机构抵押贷款支持证券（MBS）降至零；
- 美媒指出，沃勒在暗示美联储将实施“反向扭转操作”，“增持短期国债并将MBS降至零”能使美联储更灵活地调整资产负债表。未来若美联储需要向市场注入更多流动性，可以通过短期国债到期不续的方式，避免在注入流动性的同时导致资产负债表大幅扩张。
- 所谓扭转操作（Operation twist, OT）为美联储在1961年以及2011--2012年间实施的一种货币政策，通过购入五年期的长期美国国债，同时卖出短债，降低长债利率。“卖短买长”可以降低中小企业借贷成本，刺激经济。而沃勒呼吁的OT则是反向操作“买短卖长”。

- “反向扭转操作”通过买入短期国债，卖出中长期国债，令市场上短期国债利率下降，进一步引导整个借贷市场短期利率下滑，这样起到了在暂时不降息的前提下，降低市场利率水平。
- 沃勒的政策提议，很可能已经获得执行；另外，沃勒是特朗普执政时期提名的美联储理事，一旦今年11月特朗普再次当选美国总统，沃勒很有可能接任美联储主席。

美国经济危险信号：几近失控的政府债务（1）



美国每年财政赤字 (10亿美元) / 美国预算赤字占GDP比重 (%) (2008--2033)



- 截至2月19日，联邦未偿还债务总额已高达34.3万亿美元，高于1981年的9900亿美元、2000年的5.67万亿美元、2010年的13.56万亿美元和2020年的26.95万亿美元；美国金融分析机构SCHIFFGOLD 2月18日援引米塞斯研究所报告称，人们仅仅只是看到了表象的34万亿美元债务，但这些官方债务数字甚至不包括最大的联邦福利计划、社会保障和医疗保险、医疗补助以及其他几个占联邦支出约三分之二的项目固有的巨额无准备金负债。由于未来75年，有资格领取多项福利及保障的美国受益人已经出生，这些巨额支出的无准备金负债约为212万亿美元。
- 截至2月28日，美国债务规模为34.4万亿美元。美国银行投资策略师Michael Hartnett于3月2日表示，若按照当前的债务增长速度，预计债务规模从34万亿美元升至35万亿美元将仅需100天；Hartnett认为，美国债务将在十年内增加18万亿美元，到2033年增加到52万亿美元，平均每天增加52亿美元。拜登的经济顾问也承认，即使是“短暂”的债务违约，也会使美国经济损失50万个工作岗位。“长期”违约则将使美国GDP暴跌6%，可能严重影响全球贸易，并使世界其他地区陷入深度衰退。

美国经济危险信号：银行存款流出和企业债务违约（2）



- 3月27日据美国金融网站ZeroHedge援引的数据显示，美国银行业再次出现大规模存款外逃，从美国撤离，经非季节性调整后，在过去3周减少了781亿美元，这也使得自2024年以来，美国存款总额暴跌了惊人的1760亿美元；
 - 美国银行在3月27日公布的数据还显示，截至3月15日，今年美国银行的客户有1265亿美元资金逃离美国债市，这段时间十年期美债收益率的上涨已经反馈了这个变化，交易员们下注10年期国债收益率将飙升至4.7%，目前为4.2%；
 - 雪上加霜的是，因美联储在3月11日已经宣布上调银行定期融资计划利率，市场普遍认为，若银行储备稀缺导致流动性问题发生，将会加剧华尔街对冲基金面临基差交易的亏损额，迫使他们抛售美国国债，进而诱发美国债券市场的流动性挤兑，成为快速引爆美国债务危机核弹的导火索。
- 根据标普全球评级的数据，今年以来全球公司违约事件已达29起，是自2009年同期的36起以来的最高纪录；标普指出，低迷的消费需求、上升的工资和高利率对负债重的公司特别不利；虽然大部分违约事件发生在美国，欧洲今年以来的违约次数已达8次，是2023年同期的两倍多，也是自2008年以来的每一年同期的两倍；今年全球约一半的违约企业被标普给予“困境交换”（distressed exchanges）评级，这是一种让债权人接受价值低于债务面值的资产的协议，有助于借款人和私募股权赞助者避免走向破产程序。消费敏感股票、化工和医疗保健公司在2024年可能面临更高违约风险，因为这些行业有许多信用评级较低、现金流负的公司。
- 德银研究团队在发布的“2024年度违约研究”中表示，美国违约浪潮已经迫在眉睫，将在2024年第三季度达到顶峰，德银预测美国高收益债券的峰值违约率将达到9%，美国贷款的违约率将达到11.3%，接近历史最高水平。摩根大通首席执行官戴蒙在3月23日警告称，随着美国债务持续增加，美国正在走向悬崖，必须在债务演变成危机之前解决债务问题，因美国财政部已经承认，避免国家债务违约的唯一方法是提高举债额度和向债权人发债，相当于承认了美国正在运行全球最大的庞氏骗局。

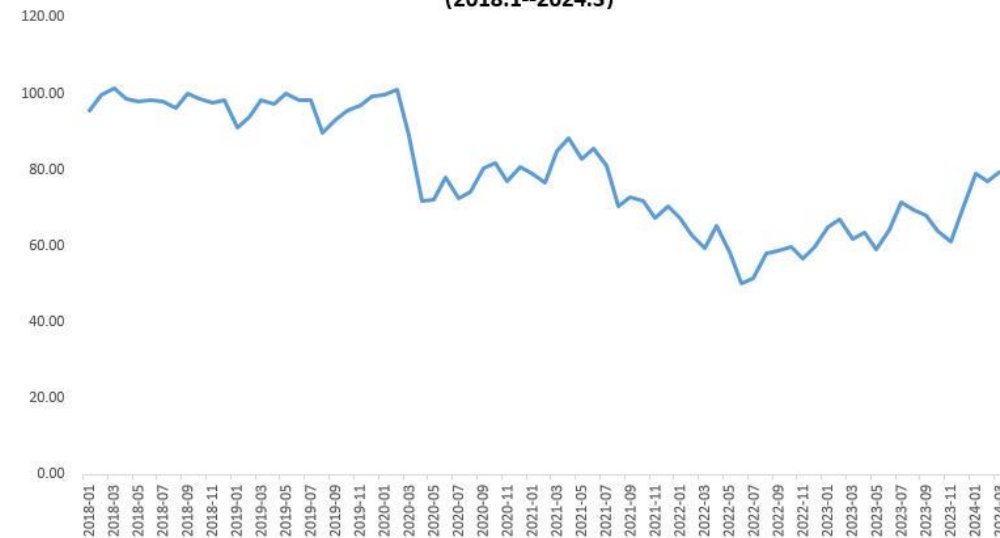
利率峰值对经济的限制作用 (1)



美国零售销售/核心零售销售同比变化
(2018.1--2024.2)

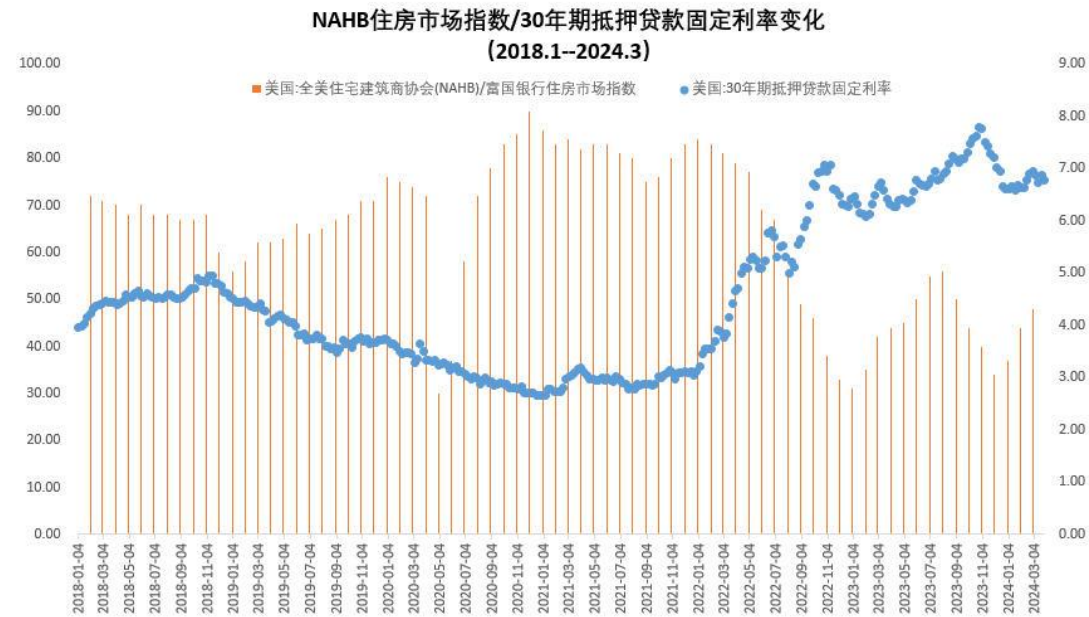
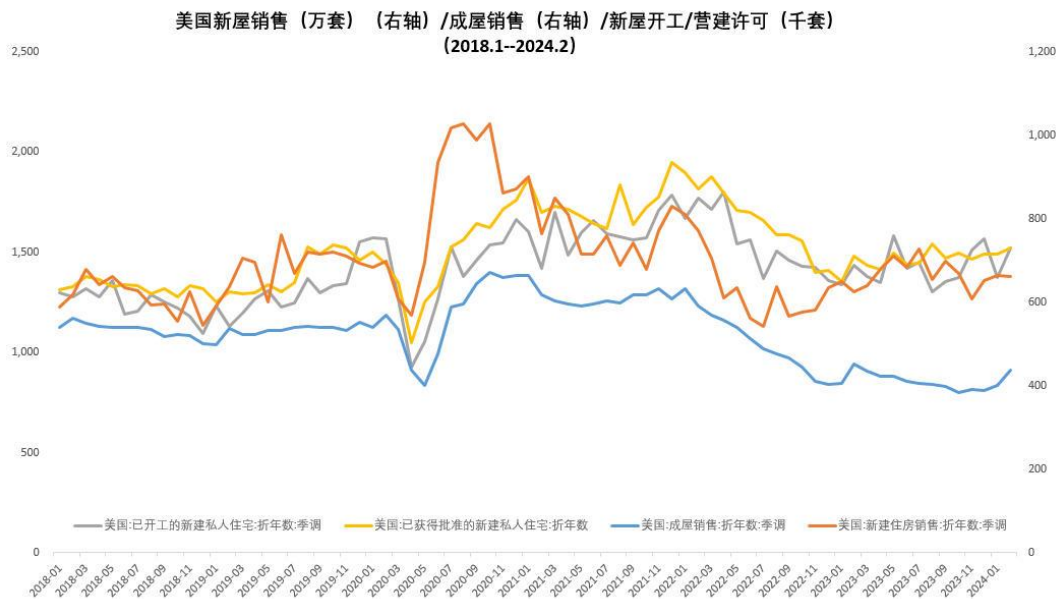


美国:密歇根大学消费者信心指数
(2018.1--2024.3)



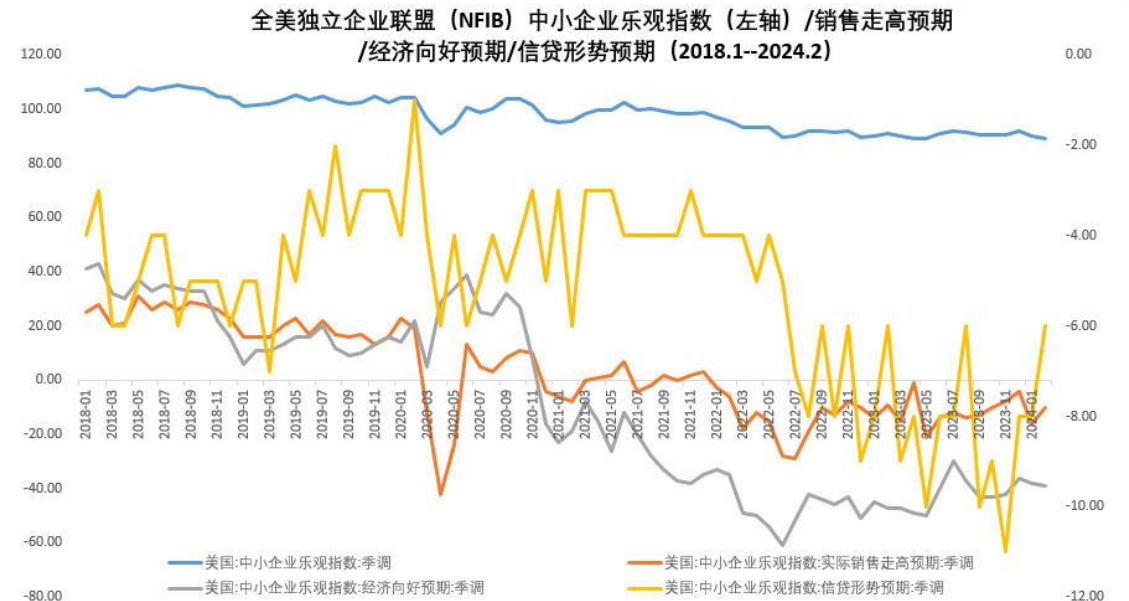
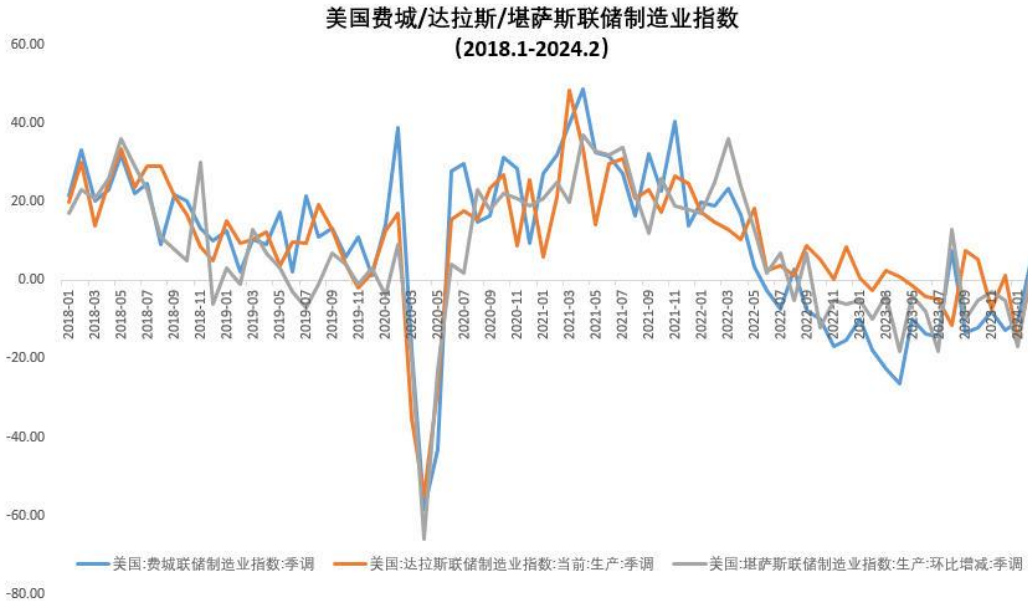
- 3月14日美国商务部公布的2月零售销售环比涨0.6%，预期涨0.8%；美国2月零售销售（除汽车）环比涨0.3%，预期涨0.5%；美国2月零售销售（除汽车与汽油）环比涨0.3%，符合预期；核心零售销售（剔除汽车、汽油、建筑材料和食品服务）环比涨0.3%，预期涨0.5%，同比水平跌至疫情以来最低水平附近；服装和个人保健商店的销售额下降，加油站销售成最大拖累指标；有分析称，剔除通胀因素影响后的“实际”零售销售大幅下降。
- 3月28日公布的美国3月密歇根大学消费者信心指数终值79.4，创2021年7月以来的最高，预期76.5，前值76.9；其中，现况指数终值82.5，预期79.6；预期指数终值77.4，预期74.7；消费者对当前个人财务状况的看法升至两年多以来的最高水平，他们目前对美国经济的展望改善至2021年7月以来的最佳水平。

利率峰值对经济的限制作用 (2)



- 3月19日美国商务部统计局表示，2月整体房屋开工环比增长10.7%，年率为152.1万套；市场预期反弹至142.5万套；2月建筑许可整体攀升1.9%，年率为151.8万套。3月25日公布的美国2月新屋销售环比跌0.3%，预期环比上涨2.1%；2月新屋销售年化66.2万户，预期67.5万户，前值66.1万户；2月份已竣工的待售新房数量上升至2010年9月以来的最高水平；由于房屋供应充足，2月新屋售价的中位值为40.05万美元，同比大跌7.6%，为连续第六个月出现同比下跌；房地产市场的先行指标新屋销售在2月不及预期，意外环比下滑，为三个月来首次，凸显复苏之路崎岖；
- 3月18日消息，美国3月NAHB房产市场指数51，预期48，前值48；在3月份的第一周，美国的抵押贷款利率有所下降，但在第二周又回升。自2月初以来，最常用的30年期固定抵押贷款的平均利率一直徘徊在7%左右。NAHB首席经济学家Robert Dietz表示：“由于美联储预计将在2024年下半年宣布未来的降息，较低的融资成本将吸引许多潜在买家进入市场。

利率峰值对经济的限制作用 (3)



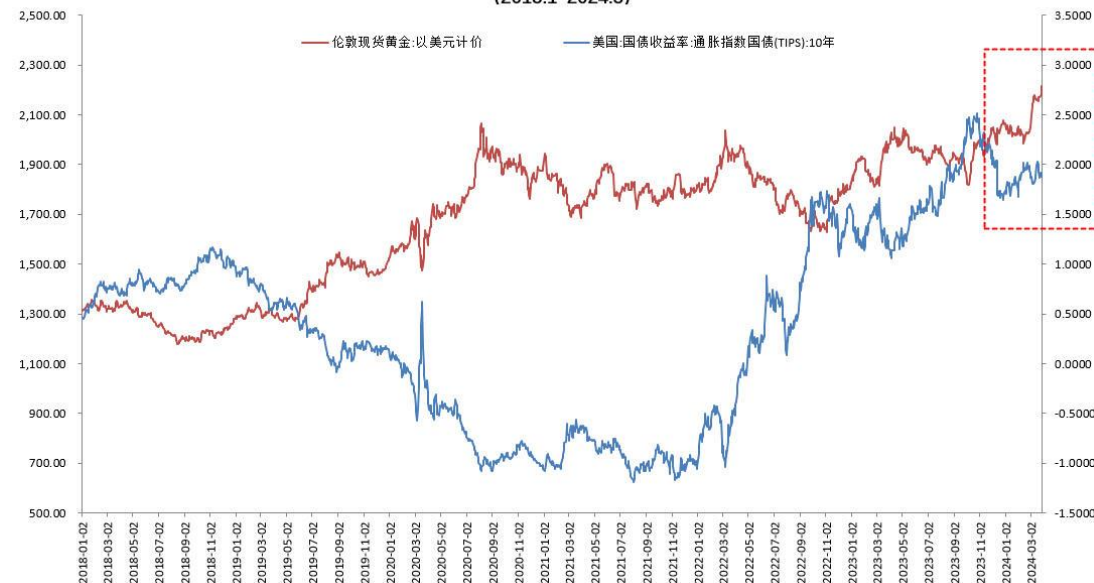
- 美国3月费城联储制造业指数3.2，预期-2.3，前值5.2；制造业就业指数-9.6，前值-10.3；3月25日公布的数据显示，美国3月达拉斯联储商业活动指数为-14.4，较前值-11.3大幅下滑。同时公布的美国3月达拉斯联储制造业产出指数为-4.1，前值为1；3月达拉斯联储新订单指数为-11.8，前值为5.2；美国3月纽约联储制造业指数-20.9，预期-7，前值-2.4；美国3月堪萨斯联储制造业综合指数-7，预期-4，前值-4；自美联储启动本轮加息以来，美国各地方联储的制造业指数几乎全部落入负值，制造业惨状可见一斑；
- 3月12日公布的2月NFIB月度景气指数从2024年1月份的89.9降至89.4，是过去7个月来第六次下跌，同时也标志着该指数连续26个月低于50年平均水平98；调查显示，仅有约21%的受访企业表示，计划在未来几个月进行资本支出，这一比例为4月份以来最低。只有5%的受访企业表示现在是扩张的好时机，比上个月下降了3个百分点，是去年9月以来的最低水平。39%的人认为商业环境在恶化，同时收益减少。

经济衰退信号：2年/10年美债收益率倒挂时长创历史记录

2年/10年美债收益率及利差走势变化
(2018.1-2024.3)

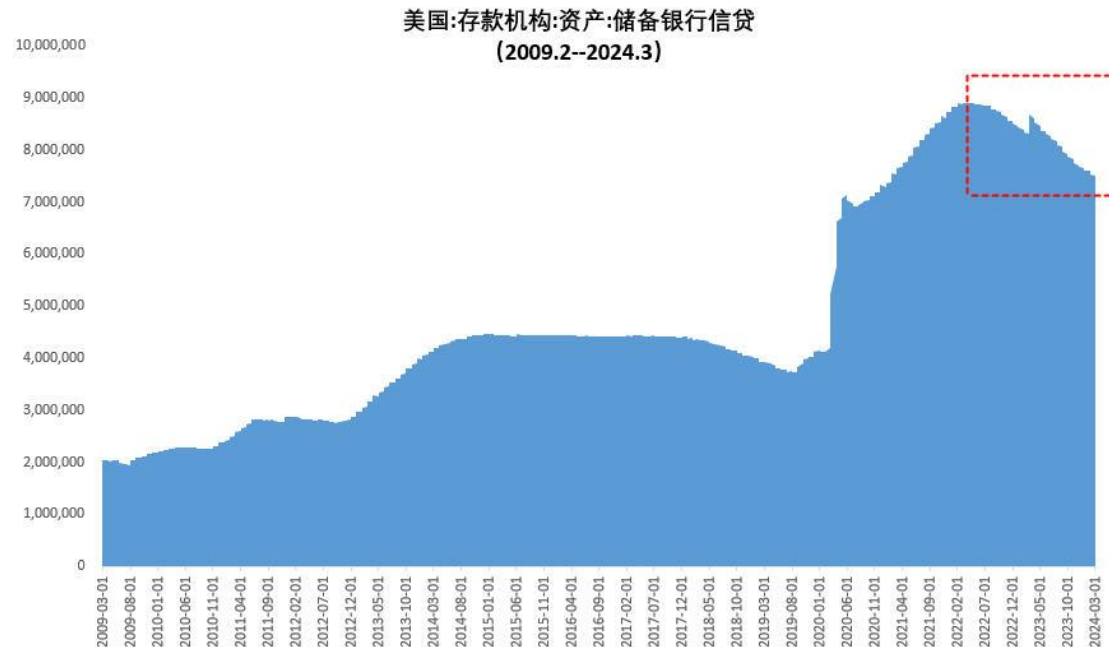


美国10年期通胀保值国债 (TIPS) 收益率(右轴)/伦敦现货金价关系
(2018.1-2024.3)



- 3月21日德意志银行在一份报告中指出，美国2年期国债和10年期国债收益率曲线倒挂现象自2022年7月初持续至今，已超过1978年创下的624天反转纪录；收益率曲线倒挂往往是美国经济衰退的精确预警信号，也通常不利于经济活动和金融市场，因为较高的短期收益率会抬高消费和商业贷款的借贷成本，而较低的长期收益率则会抑制冒险行为。
- 2023年12月开始，金价和美国10年期通胀保值国债收益率呈现出规则的负相关关系，金价基本上一路震荡上扬；10年TIPS收益率先下跌，后反弹；但区间内的首尾仍是前高后低；市场对美联储的降息预期一推再推，通胀反弹，美联储被迫将利率峰值维持的更久，很有可能是造成这种情况的原因；但实质降息一旦开始，10年TIPS收益率彻底拐头向下，金价将更加迅速的上涨。

利率峰值的“平顶”和“缩了个寂寞”的缩表



- 目前美联储维持利率峰值已经8个月；美联储3月会议结束后，芝商所美联储观察工具显示，5月降息的概率已经下降到11%，6月降息的概率则上升到70%；并且今年美联储降息3次概率是34.1%，降息4次概率是29.4%；
- 2022年6月美联储正式开始量化紧缩，截止目前，美联储一共缩表1.5万亿美元，资产负债表从8.9万亿美元降至7.4万亿美元；但这相比疫情前的4.1万亿美元仍然高出3.3万亿美元；过去一年美联储逆回购规模从2.5万亿美元一路下降到最低4200亿美元，下降幅度达到2.1万亿美元。美联储逆回购下降，是放水；美联储逆回购里主要是货币基金，过去一年下降的2.1万亿美元美联储逆回购，主要都是货币基金把钱从美联储那里，转移到美债市场去买美国短期美债。所以美联储这两年缩表了1.5万亿，结果单单逆回购就放水了2.1万亿美元。这是美债能在过去一年暴增3.1万亿美元的情况下，还维持美债不崩盘的关键。简单说，美联储这两年缩表，只是缩了个寂寞。

降息预测：2024年降息三次最有可能

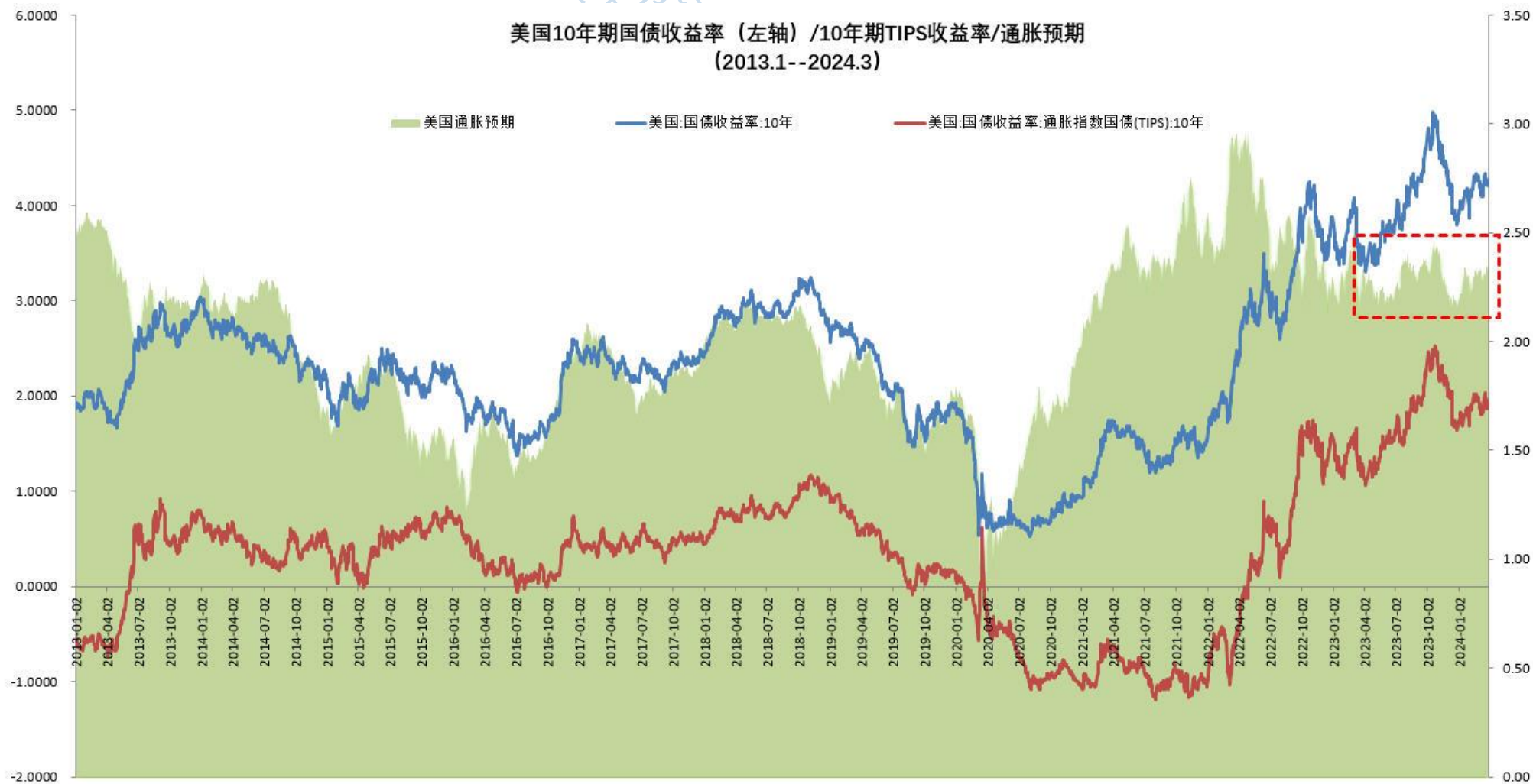
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES

MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.3%	90.7%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	55.2%	39.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	25.9%	48.7%	23.2%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	4.3%	27.9%	46.4%	21.1%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	5.8%	29.1%	44.8%	19.8%	0.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.3%	4.3%	22.6%	40.5%	26.7%	5.5%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.2%	2.1%	12.6%	30.7%	34.2%	17.1%	3.0%	0.0%
2025/3/19	0.1%	1.3%	8.2%	23.0%	32.7%	24.4%	9.0%	1.3%	0.0%
2025/4/30	0.6%	4.4%	14.9%	27.5%	28.9%	17.4%	5.5%	0.7%	0.0%

- 根据CME Group的FedWatch Tool，市场预计美联储在5月1日会议上维持利率不变的概率高达95.8%，而降息的可能性仅为4.2%。这种预期可能对美元产生不利影响。有评论指出，尽管数据显示出通胀放缓的趋势，但美联储并不急于降息，而是在等待更多证据支持。
- 3月21日美联储预计，2024至2026年底核心PCE通胀预期中值分别为2.6%、2.2%、2.0%，去年12月预期分别为2.4%、2.2%、2.0%；
- 预计2024至2026年底PCE通胀预期中值分别为2.4%、2.2%、2.0%，去年12月预期分别为2.4%、2.1%、2.0%；
- 预计更长周期的PCE通胀为2.0%，去年12月料为2.0%。

- 当地时间周一（3月25日）亚特兰大联储主席博斯蒂克重申，他预计美联储今年将只会降息一次，并补充称，只要经济保持强劲，决策者就可以保持耐心。博斯蒂克上周五（3月22日）表示，他现在预计今年只会降息一次，而且降息时间可能会比他之前预期的晚一些。博斯蒂克此前一直被视作立场偏鸽派，他拥有对今年货币政策的投票权。
- 明尼阿波利斯联邦储备银行行长Neel Kashkari表示，他预计年内美国央行会降息两次或只一次，但强调自己尚未最终确定预测。“我很难认为已经发布的数据表明降息次数会超过我在12月时的预估，”Kashkari说，“还是12月的基准预测，或者也许少一次，但我还没有决定。”“这将取决于我们看到的通胀数据，”他说。
- 初步结论：由于通胀依然偏高，美联储2024年降息1-3次都有可能，但超过3次的可能性非常低。

整个加息和维持利率峰值阶段，长期通胀预期下降缓慢





黄金/白银ETF流出，
央行民间增加黄金储备

WGC: 1-3月全球黄金ETF持续流出

SPDR黄金ETF持仓量（吨）/伦敦现货金价
(2018.1--2024.3)



- 进入2024年1月以后，全球最大的黄金ETF—SPDR黄金ETF出现持续的小幅流出；
- SPDR黄金ETF在1月2日的持仓是878.54吨，3月26日的持仓是830.15吨；整体看，SPDR黄金ETF在2024年1季度流出了5.50%；
- 期间金价连续走高并创出历史新高，没有发生太大变化；欧美黄金ETF流出，亚洲黄金ETF流入，显示东西方投资者对黄金的看法明显不同。



- 2月，全球黄金ETF继续流出，整体流出态势延长至第9个月；其中北美地区基金流出量最大，而亚洲是唯一一个实现净流入的地区；
- 2月，全球黄金ETF资产管理总规模（AUM）减少1.8%至2,060亿美元，总持仓减少49吨至3,126吨；
- 2024年至今，全球黄金ETF累计流出约57亿美元，其中北美地区（-47亿美元）和欧洲地区（-14亿美元）基金流出量领跑全球。
- 北美地区基金已连续两个月流出，2月流出约合24亿美元。依旧强劲的劳动力市场、高于预期的通胀数据、美联储会议纪要以及美联储官员的近期表态，均继续延后市场的降息预期。因此，美国十年期国债收益率大幅反弹，加之美元的走强，金价持续承压，导致北美地区黄金ETF持仓减少。美国股市的持续走强也不断转移着投资者的注意力，进一步削弱了对黄金的需求。
- 欧洲地区基金连续第九个月流出（-7.19亿美元）。总体而言，与北美地区类似，导致欧洲投资者对黄金ETF兴趣下降的主要原因包括：投资者重新调整了对欧洲央行货币政策转变的预期，导致政府债券收益率反弹；以当地货币计价的金价表现疲软；以及欧洲地区股市持续反弹。2024年迄今为止，欧洲地区基金累计流出约合15亿美元，资产管理总规模降至五个月以来的最低点。同时总持仓也减少至2020年2月以来的最低点。英国和德国基金领衔该地区年初至今的流出量。
- 亚洲地区基金连续第十二个月实现流入，2月流入约合2亿美元。在人民币金价持稳的情况下，中国投资者对黄金的兴趣持续不减，也促成了中国市场基金流入量领跑亚洲的局面。在过去的十二个月里，亚洲地区基金累计流入20亿美元，资产管理总规模大幅增长41%。其他地区流量变化则较为有限，2月流出2,400万美元，主要源自土耳其。
- 全球低成本黄金ETF净流出态势延续至第九个月，2月损失2.2亿美元。欧洲地区（-1.68亿美元）流出量最大，而北美流出约合5,000万美元，较1月2.43亿美元的流出额相比大幅收窄。2024年迄今为止，全球低成本黄金ETF流出约合4.26亿美元，资产管理总规模（550亿美元）下降了1%。与此同时，该类基金总持仓减少4吨至828吨，为2021年4月以来的最低水平。

WGC: 1-3月白银ETF同样流出

SLV白银ETF持仓(吨)/伦敦现货银价
(2018.1--2024.3)

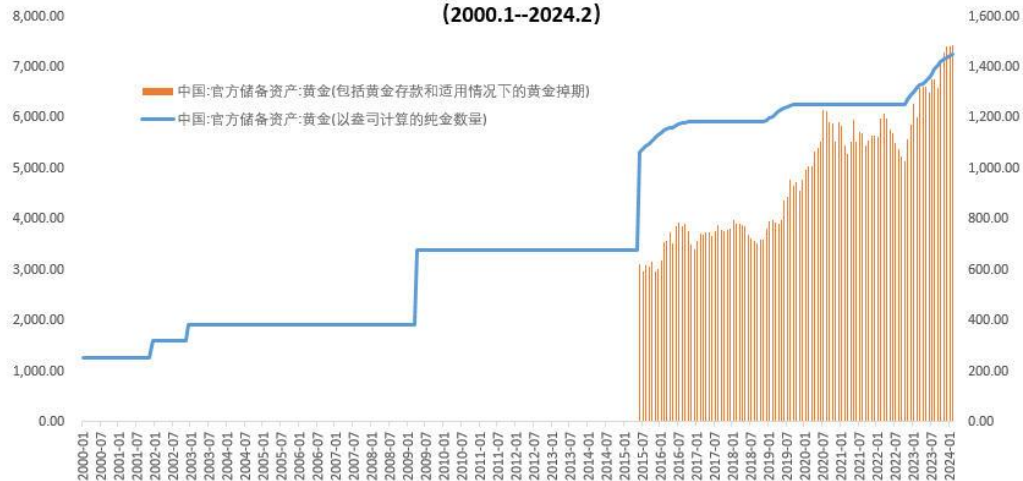


- 进入2024年1季度，全球最大白银ETF——iShares Silver Trust持仓整体震荡下滑；
- 1月2日SLV白银ETF持仓为13588.87吨；至3月27日持仓为13190.55吨；
- 1季度截止目前全球最大白银ETF——iShares Silver Trust持仓量整体下滑了2.93%。
- 期间银价整体小幅上升，银价波动和白银ETF持仓之间基本不存在正向关系。

WGC：中国央行连续16个月增持黄金储备

2月中国人民银行再次宣布增储黄金

中国央行黄金储备（万盎司）/中国央行黄金储备价值（亿美元）
(2000.1--2024.2)



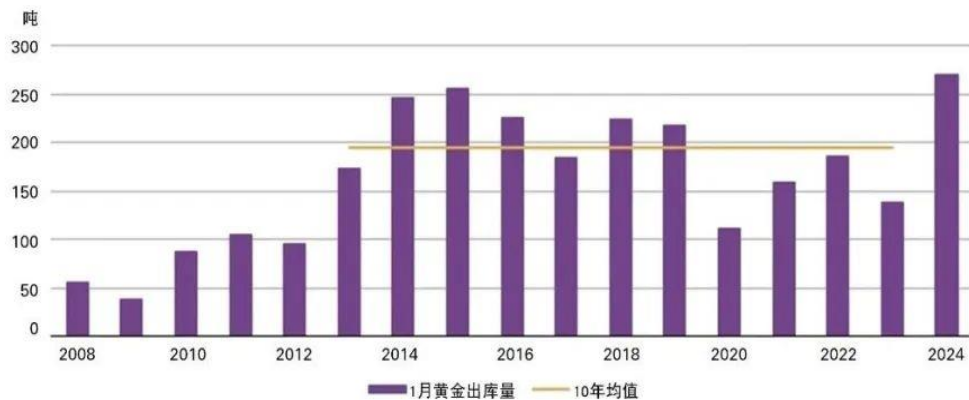
1月全球央行仍为黄金净买家



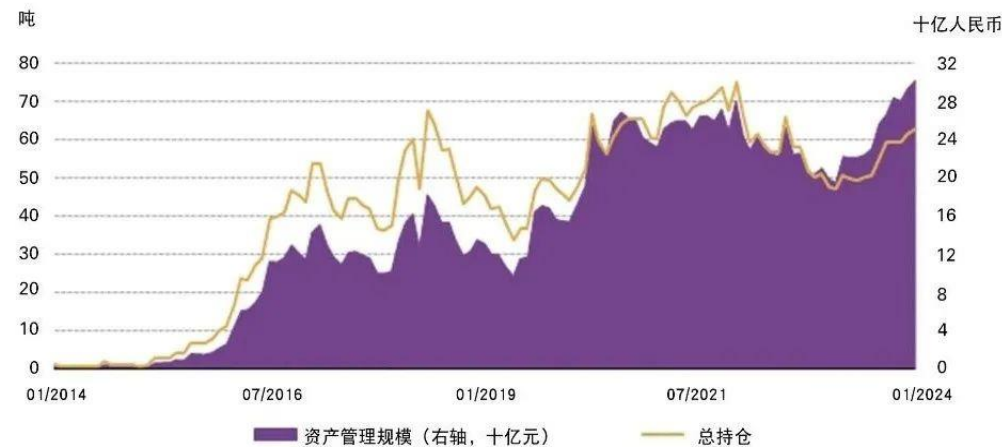
- 国家外汇管理局3月7日公布的最新数据显示，截至2024年2月末，我国外汇储备规模为32258.17亿美元，较1月末增加64.97亿美元，升幅为0.20%。中国人民银行同时公布的数据显示，中国连续16个月增持黄金，2月末黄金储备为7258万盎司，较上月末的7219万盎司增加39万盎司。
- 2024年1月，全球官方黄金储备增加39吨；土耳其中央银行是1月最大的黄金买家，本月共购入黄金12吨，官方黄金总储备升至552吨，与2023年2月的历史最高水平587吨仅少了6%。中国人民银行的黄金储备在1月份增加10吨，连续第15个月增储黄金；目前黄金总储备量为2,245吨，比2022年10月底再度开始公布增储时上升了近300吨。
- 1月份全球央行的售金量较为有限，俄罗斯中央银行（CBR）1月黄金储备减少3吨，市场认为这与俄罗斯的铸币计划有关。1月份的全球央行购金活动也印证了世界黄金协会（WGC）的预期，即2024年很可能又将是央行黄金需求坚挺的一年。自2010年以来，各国央行（尤其是新兴市场央行）纷纷显示出在黄金增储方面的长期战略。

WGC：1月中国黄金需求多方面改善

2024年1月上海黄金交易所出库量创历史新高



中国市场黄金ETF资产管理规模创历史新高



- 2024年1月，上海黄金交易所（SGE）的黄金出库量达到271吨，是有史以来最高的1月出库量，而春节假期前金饰商的积极补货正是其主要原因；
- 2024年1月，中国黄金ETF吸引了8.27亿元人民币（1.13亿美元）的资金，使其总资产管理规模达到300亿元人民币（40亿美元），创历史新高。1月底，黄金ETF持有量增加了1.6吨，达到63吨。在当地股市连续第七个月下跌和人民币贬值的情况下，避险需求的上升推动投资者转向黄金。
- 整个2023年，中国净进口黄金1,420吨，同比反弹10%。总体而言，2023年中国黄金进口量的变化反映了国内黄金需求的变化（同比增长15%）；与此同时，新冠疫情相关政策的放宽促使国际航班数量大幅回升，这也是另一重要原因。

2024年春节档实物黄金销售火爆



- 据央视财经2024年1月4日报道，春节临近，黄金饰品进入销售旺季。记者从多家金店了解到，尽管目前金价仍在高位，但消费者的购金热情不减。
- 在北京一家商场的黄金销售区，记者看到，不少消费者在商场开门后不久，就前来选购。多名销售人员告诉记者，临近春节，进店消费人数明显增多，周末期间，单日就突破一千人次。其中，龙年生肖、“国潮风”的黄金饰品，受到了消费者青睐。
- 春节黄金赛道消费高景气延续，2024年春节假期商务部重点监测零售企业金银珠宝销售额同比增长23.8%，黄金行业景气度延续。黄金饰品的消费主力不再局限于中老年人，“95后”“00后”年轻人在2024年春节纷纷加入“淘金”阵营，“淘金潮”中异军突起。

- 中国黄金四川分支机构——四川中金珠宝有限公司（下称四川公司）总经理陈腊生介绍道，“2024年前两个月，销售量和销售额均实现了约25%的显著增长。黄金饰品销售占比九成以上。”2月20日记者在国内最大的黄金珠宝交易集散地广东深圳水贝市场的黄金展厅看到，商场人头攒动，一片热闹的景象。尽管市场的商户们才刚刚开市，但销售额呈现爆发式增长。

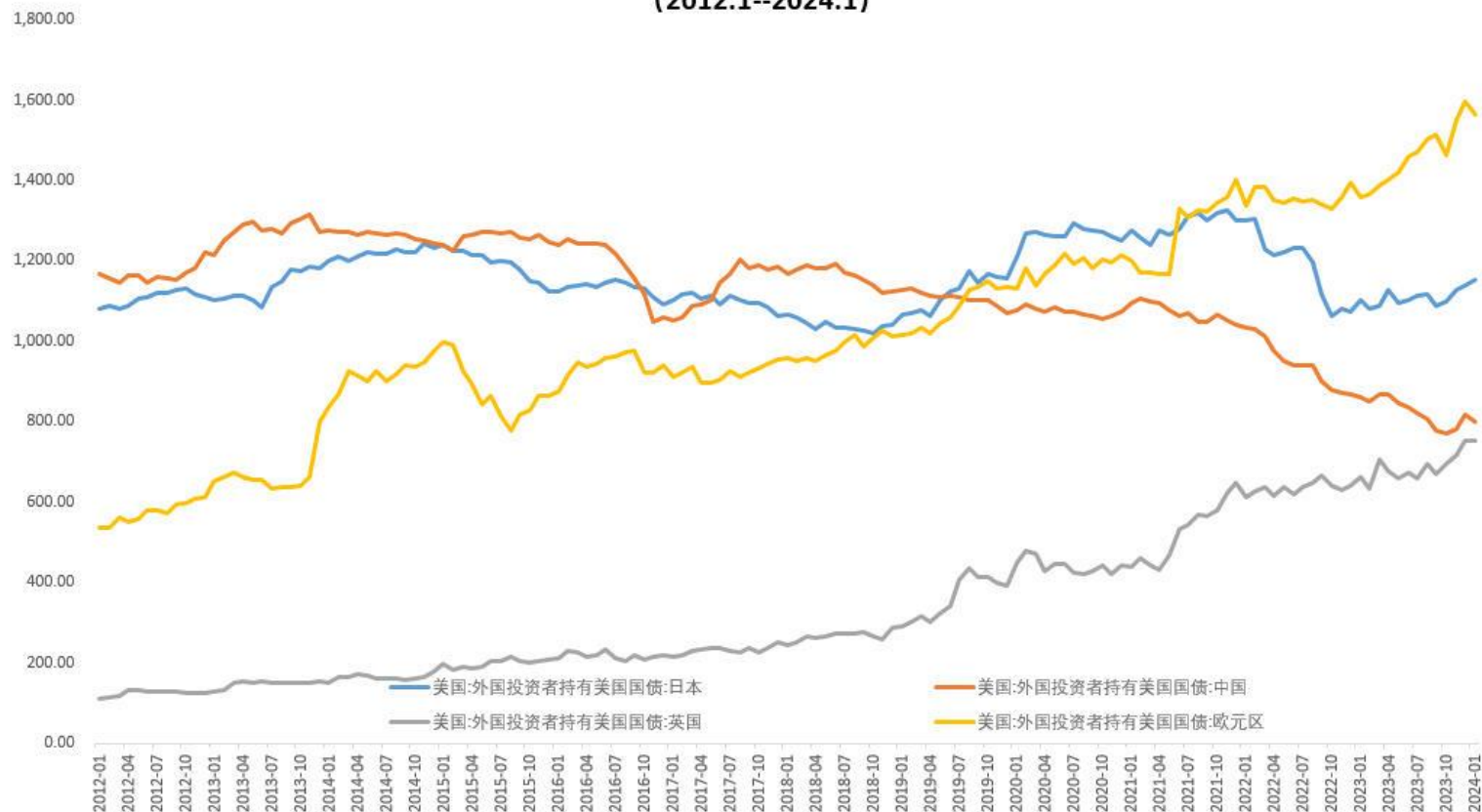
全球去美元化：金砖国家之间本币合作领先一步（1）



- 3月11日俄罗斯央行网站发布的最新报告显示，今年1月，人民币在俄出口和进口结算中所占份额均有所增加。报告显示，今年1月人民币在俄罗斯出口结算中所占份额增至40.8%，在进口结算中所占份额增至38.5%，金额以美元计算分别达132亿美元和91亿美元。
- 俄罗斯央行在2023年的年报中，着重提到了人民币。在俄罗斯央行的心目中，人民币同时具备了几个优点：汇率稳定，资本流动比较便捷，国际接受程度较高。自从俄乌冲突爆发之后，西方国家冻结了俄罗斯在海外的3,000亿美元资产，其中的2000亿主要资产被冻结在比利时的欧洲清算银行里。在那之后，俄罗斯在储备中放弃了美元日元欧元等西方国家货币，目前的储备资产里只有人民币和黄金，此外就是卢布。
- 3月29日俄罗斯央行公开的明确表示：人民币是外汇储备的唯一选择，同时也是最佳选择。但是就在前几天Swift提供的最新数据却显示，在今年2月，人民币的全球支付份额降至4%，以前一个月的4.51%相比，下跌幅度高达20%。俄罗斯被踢出Swift体系之后，中俄的贸易结算大部分已经不能反映在Swift的数据中，所以无助于人民币的支付份额提升。不过这恰好也反映了swift数据目前存在的问题，那就是权威性越来越差。
- 据国际货币基金组织在去年7月的一份报告所提供的的数据，现在全球已经有至少30个支付体系可以绕开美元。随着越来越多的支付结算不在Swift体系内完成，这一个组织所提供的支付份额数据会越来越不准确。
- 3月29日，俄罗斯财政部副部长伊万·切别斯科夫向卫星通讯社表示，大部分国家在金砖国家财长和央行行长会议上支持放弃使用美元，并指出金砖成员需采用本币结算。切别斯科夫指出，俄罗斯财政部主张建立一个统一的数字平台，目的是将各央行数字货币和金融归类，各方可以以此来推进此事。他非常鼓励金砖国家应该更进一步，在脱离美国货币的道路上越走越远，这也是发展中国家摆脱束缚的关键一步。
- 初步结论：美元霸权正在下滑，在有可能和美元一起充当全球基础货币的候选者队伍中，金砖国家货币领先。

全球去美元化：中国继续坚定减持美国国债（2）

外国投资者持有美债日本/中国/英国/欧元区（10亿美元）
（2012.1--2024.1）



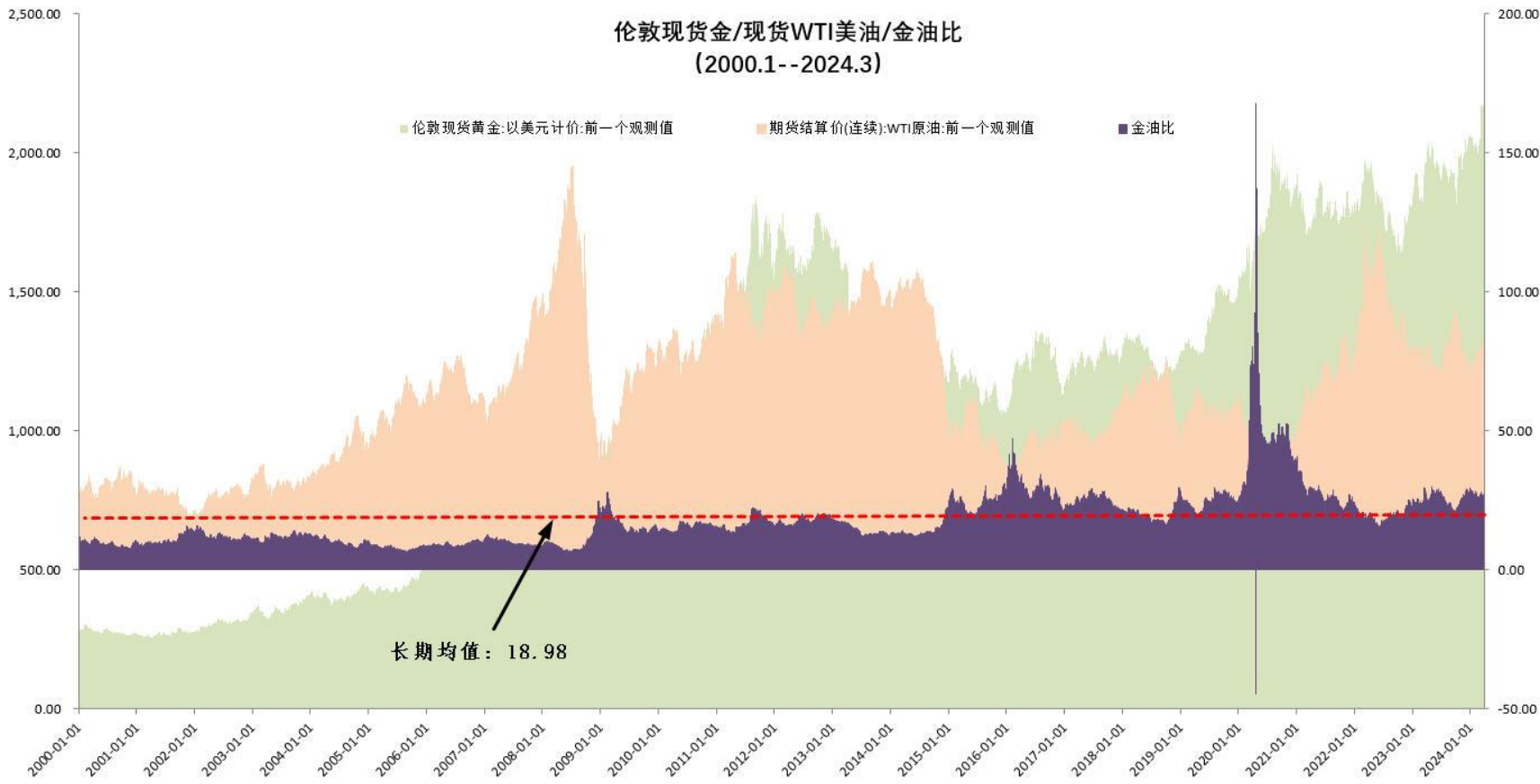
- 3月19日美国财政部公布2024年1月的国际资本流动报告(TIC)显示,在2024年开年,以日本和中国为代表,美国主要海外“债主”对持有美债的态度出现了较为明显的分化——前十大海外“债主”中有五个增持、五个减持。
- 中国1月持有的美国国债规模较前月减少了186亿美元,至7977亿美元,重新回到了8000亿美元大关之下。这也是自去年11月起连续2个月加仓后,中国首次减仓美债。从2022年4月起,中国的美债持仓就一直低于1万亿美元。
- 在2022年8月-2023年2月以及2023年4月-10月,中国更是曾两度出现过美债持仓的“七连降”。2023年全年,中国的美债持仓净减少了508亿美元,全年只有3月、11月和12月三个月出现过增持。
- 美国国债最大的海外持有国日本方面,1月日本持有的美国国债规模升到了1.1531万亿美元,较去年12月环比增长了149亿美元。

金银比：在长期均值上方反复震荡



- 截止2024年3月30日，金银比为90.23；金银比的长期均值（2000.1—2024.3）为71.66；目前金银比明显高于长期均值；
- 但应该看到，金银比在疫情期间的峰值曾达到122，之后金银比在2023年大部分时间稳定在80-90区间；目前再次出现明显的上升势头并突破90；
- 如果目前的利率峰值状态引发真正的经济衰退，并导致利率从峰值附近逐步下滑，金价有望继续走高，金银比不排除进一步走高。

金油比：实体经济景气度不佳，金油比存在走高倾向



- 金油比在最近几个月明显上升，根本原因是油价近期震荡甚至小幅下滑，沙特、俄罗斯联合减产效果不佳；但金价屡创历史新高；
- 截止3月30日，金油比为26.62，但金油比的长期均值（2000.1—2024.3）为18.98，目前的金油比显然仍在长期均值之上，偏离程度比2023年加剧；
- 这显示目前实体经济景气度不佳，对原油的需求并不旺盛；而市场对经济衰退的担忧在上升，避险情绪上升的更快，即便油价在减产的推动下，过去几个月内上涨30%，但金价走高的幅度更大，金油比不仅高于长期均值，甚至有进一步走高的可能。

观点总结

- 2024年第一季度国际金价和银价都经历了长时间筑底震荡和明显冲高的过程，特别是国际金价从2月中旬至3月底走出一波非常刺激的单边上涨并屡次创造历史新高；这证明了黄金在美联储利率峰值阶段的顽强韧性，也说明美联储本轮激进加息虽然在控制通胀上取得了成效，但美联储的货币政策无法解决美国内部的深刻问题，例如随时面临违约风险的政府、企业、个人高负债问题，社会的族群撕裂和政治对立；企业竞争力下滑、美国政府蓄意挑起大国间对抗、等等；市场对美元的长期前景并不看好，这令黄金白银再次充当了主要避险投资渠道，自去年四季度以来金价已经开始了新一轮战略性大反弹，目前已经进入了“无前高、无上限”的上升阶段。
- 美联储在利率峰值已经维持了8个月时间，但目前美国CPI/PPI/PCE核心通胀仍在美联储2%附近理想水平的上方，甚至不排除有反弹可能；美联储不得不继续维持利率峰值抗通胀，但长期的高息状态已经令制造业受损，商业地产违约风险可能令部分银行出现经营危机；美政府债台高筑，高息导致“借新债还旧债”的成本飙升，现有国债的利息支出创纪录且不可持续；在美政府霸权主义价值观的胁迫下，俄乌冲突、巴以冲突近乎无解，美中经济、科技关系高度紧张；美元中长期信誉持续下滑，中国政府连续16个月增持黄金储备，除中国外多个其他央行同样抛售美国国债增持黄金，政府和居民个人的购金行为强化了黄金资产配置的重要性并一再推升金价。

分析师介绍：

周智诚，日本东京国际大学经济学硕士。2010年进入贵金属现货行业，2013年获中国黄金协会注册高级黄金投资分析师资格。2017年进入期货行业，多次在主流媒体发表贵金属观点及研究，多次为知名黄金珠宝企业制定黄金套保计划，高校特约讲师，曾任《中国黄金报》特约评论员及北京黄金经济研究中心特约黄金投资分析师。

期货从业资格证书编号：F3082617

期货交易咨询资格编号：Z0016177

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲6号万通中心D座20层（北京总部）

公司电话：010-85356596

E-mail: zhouzhicheng@gtfutures.com.cn



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

本报告发布机构

—冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货交易咨询业务资格）

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

致谢