

2024/4/7

黄金：核心通胀再次加速，降息落地前继续看涨

核心逻辑：

1. 美联储降息路径：6月降息概率下降，或将推迟至8月，期间黄金价格或有调整，但不改中期看涨逻辑
2. 通胀：核心通胀数据再次加速，近期金价与实际利率、美元等的负相关性逐步降低，与通胀预期的正相关性不断攀升，市场交易将继续围绕再通胀预期的交易上。关注美元计价的资源品价格上涨带来的交易机会。
3. 地缘政治：有史以来选举大年，避险属性提升。2024年全球范围内将有78个国家和地区举行83场选举，覆盖了世界近60%人口、近50%的经济总量，比如美国、俄罗斯、印度、南非、印尼等国。这些国家政权更迭、政策调整、外交转向，都将给全球政治带来不确定性
4. 美国国债规模达34万亿美元，高企的债务规模对利率的敏感性增强，长期维持限制性利率恐伤经济基本面
5. 美元信用：去美元化进程持续，全球央行增持黄金储备，中长期看涨逻辑不变

核心观点： 降息落地之前，仍对金价保持乐观，中期仍看涨

操作建议： 建议投资者等待技术性调整后逢低买入，价格上中可阶段性止盈。对于看涨但未能参与进入的投资者，可利用期权建立平值的跨式策略。理由：防止错过上涨的行情，也同时规避下跌路径风险。若先跌再涨，则盈利的看跌期权可达到心理目标价位止盈后，可再利用期货建立多头头寸

风险点： 波动率降低和时间价值损耗

投资咨询业务资格
证监许可【2011】1776号



有色金属：

作者：刘广远

从业资格证号：F03088857

咨询从业资格：Z0019599

审核：夏雨辰 F3031745/Z0014542

复核：闫丰 F0251054/Z0001643

联系电话：0551-62839067

└.宏观资讯

2024/4/3 鲍威尔讲话节选

- **过去一年，通胀显著下降，但仍高于美国联邦公开市场委员会（FOMC）2%的目标。** 根据个人消费支出（PCE）指数计算，2月份，过去12个月的整体通胀率为2.5%。一年前，这一比例为5.2%。不包括波动较大的食品和能源成分的核心通胀率为2.8%；一年前为4.8%。虽然这一进展值得欢迎，但可持续地恢复2%的通胀的工作尚未完成。
- **紧缩的货币政策继续对需求造成压力，特别是在对利率敏感的支出类别中。** 尽管如此，2023年经济活动和就业增长强劲，实际国内生产总值增长超过3%，创造了300万个就业机会，尽管通胀大幅下降。这种结果的组合反映了供应的显著改善，这在一定程度上抵消了金融条件收紧对需求的影响。全球供应链的恢复帮助解决了被压抑的商品需求，尤其是在汽车等曾面临严重短缺的行业。此外，劳动力供应显著增加，这要归功于25至54岁人群的参与度上升，以及强劲的移民步伐。
- **近期就业增长和通胀数据均高于预期。** 在截至2月份的三个月中，美国经济平均每月增加26.5万个工作岗位，这一速度超过了我们自去年6月以来所看到的速度。以及1月和2月较高的通胀数据高于去年下半年的低读数。
- 然而，最近的数据并没有实质性地改变整体情况，整体情况仍然是稳健的增长、强劲但正在重新平衡的劳动力市场，以及通胀在有时崎岖不平的道路上向2%下降。劳动力市场再平衡在离职、职位空缺、对雇主和工人的调查以及工资增长持续逐渐下降的数据中表现得很明显。关于通胀，现在说最近的读数是否代表的不仅仅是一个颠簸还为时过早。 **我们预计，在我们对通胀正在可持续地向2%下降有更大的信心之前，下调政策利率是不合适的。** 鉴于迄今为止经济的实力和通胀方面的进展，我们有时间让即将到来的数据指导我们的政策决策。

└.宏观资讯

2024/4/3 鲍威尔讲话节选

- 自去年7月以来，我们一直将政策利率维持在当前水平。正如FOMC两周前发布的个人预测所显示的那样，我和我的同事们继续认为，**政策利率很可能处于本轮紧缩周期的峰值**。如果经济如我们预期的那样广泛发展，大多数FOMC参与者认为**在今年某个时候开始降低政策利率可能是合适的**。
- **当然，前景仍然相当不确定，我们面临双重的风险**。过快或过多地降息可能会导致我们在通胀方面看到的进展发生逆转，最终需要更紧缩的政策才能让通胀回到2%的水平。但过迟或过少的放松政策可能会过度削弱经济活动和就业。随着通胀方面的进展继续，劳动力市场紧张状况有所缓解，这些风险继续趋于更好的平衡。随着情况的演变，货币政策已做好充分准备，可以应对上述任何一种风险。我们在开会决策，我们将竭尽所能，实现我们的最大就业和物价稳定目标。
- 这就引出了我的第二个话题。美联储被赋予货币政策的两个目标——最大就业和稳定物价。我们在实现这些目标方面取得的成功对所有美国人来说都非常重要。为了支持我们追求这些目标，国会授予美联储在我们实施货币政策方面相当程度的独立性。美联储政策制定者的长期任期与选举周期不同步。我们的决定不会被政府其他部门推翻，除非通过立法。这种独立性既使我们能够也要求我们在不考虑短期政治问题的情况下做出我们的货币政策决定。对于一个联邦机构来说，这种独立性是而且应该是罕见的。就美联储而言，独立性对于我们服务公众的能力至关重要。记录显示，独立的央行提供了更好的经济结果。
-

宏观资讯

2024/4/4 里士满联储主席Tom Barkin 讲话节选

如何看待近期数据

- 与大多数预测相反，包括我自己的预测，经济在2023年结束时表现强劲。12个月的PCE通胀率一路下降至2.6%。与此同时，尽管利率上升、全球冲突和银行业动荡，但经济仍保持稳健，GDP为3.4%，失业率接近历史低点，为3.7%。如果你在一两年前告诉我，我们将以强劲的经济和2%的通胀结束2023年，我会很高兴。
- **但2024年初的数据就没那么令人鼓舞了。**前两个月的PCE通胀走高，年率为4.3%。占GDP近70%的消费者支出有所放缓，前两个月的年化增长率为1.3%。有理由对近期的一些数据进行低配，包括季节性调整和冬季天气，但这确实引发了一个问题，即我们是否看到了经济前景的真正转变，或者仅仅是一路上的颠簸。
- **乐观主义者，看到了众所周知的“软着陆”，即通胀回到我们2%的目标，而经济保持健康。**你可能会对去年取得的进展感到鼓舞。大流行后支出的非凡水平一直在正常化。令人痛苦的新冠疫情后供应链短缺问题已基本解决。适龄劳动力参与率的反弹和近期的高水平移民帮助缓解了劳动力市场压力，或许来自自动化和人工智能的生产率提高也是如此。大多数衡量通胀预期的指标都保持了令人印象深刻的稳定，这表明企业和消费者发现美联储的行动和我们的通胀目标是可信的。或者，你可能只是用更长的镜头看数据，从12个月2.5%的通胀率中获得安慰，而三个月的就业增长仍保持在强劲的26.5万。
- **需求悲观主义者。货币政策的工作具有滞后性，你可能会从最近消费者拖欠率的增加和商业房地产的挑战中获得信号。**你可能还会担心其他对利率敏感的行业也会疲软，比如银行、住宅房地产、制造业和家装。你可能会注意到，去年近四分之三的就业增长仅来自三个行业——医疗保健和社会援助、休闲和酒店以及政府——并担心劳动力市场可能接近转折点。或者，地缘政治冲击的风险让你彻夜难眠。

宏观资讯

2024/4/4 里士满联储主席Tom Barkin 讲话节选

如何看待近期数据

- **通胀悲观主义者。** 你可能会指出，在劳动力市场紧张的情况下，工资将持续强劲增长。亚特兰大联储工资增长追踪器仍为5%，高于2020年2月3.7%的水平。你可能会注意到，消费者持续的消费意愿，大概是受到他们健康的个人资产负债表的推动：储蓄率降至3.6%，而大流行前为7.7%，支出可能会支撑更高的价格。或者，也许你注意到了宏观力量的转变，这些力量可以说已经转变为通货膨胀，从去全球化到住房供应有限，再到人口结构，再到能源转型（再到最近天气驱动的可可价格上涨）。
- **美联储的悲观主义者。** 你可能会担心，美联储将把利率维持在过高水平太久，或者过快正常化，让通胀徘徊不前。我们的工作并不轻松，历史告诉我们，大多数紧缩周期都以糟糕的结局收场，尽管通常受到大流行或1990年海湾战争等外部事件的严重影响。
- **我看到了什么？**
- 就需求而言，今天劳动力市场的历史性强势有力地证明了我们今天**没有陷入衰退**，但我不得不相信，所有这些**紧缩最终将使经济进一步放缓**。毕竟，**企业利息支付占企业收入的百分比和个人利息支付占可支配个人收入的百分比现在才最终回到2019年的水平范围**，这表明**更高利率的全面影响还没有到来**。
- 如果经济真的降温了，它不需要像大衰退那样痛苦。这次放缓可能会减少劳动力市场的错位。曾努力从劳动力短缺中恢复的雇主告诉我，他们对裁员犹豫不决，并冒着再次做空的风险。**经济放缓不应该让企业措手不及，因为他们已经为经济下滑做了两年的计划。他们已经放慢了招聘速度，精简了成本，管理了库存，并推迟了投资。银行已经削减了边际信贷。如果经济放缓确实到来，经济应该会发现自己不那么脆弱。**

宏观资讯

2024/4/4 里士满联储主席Tom Barkin 讲话节选

如何看待近期数据

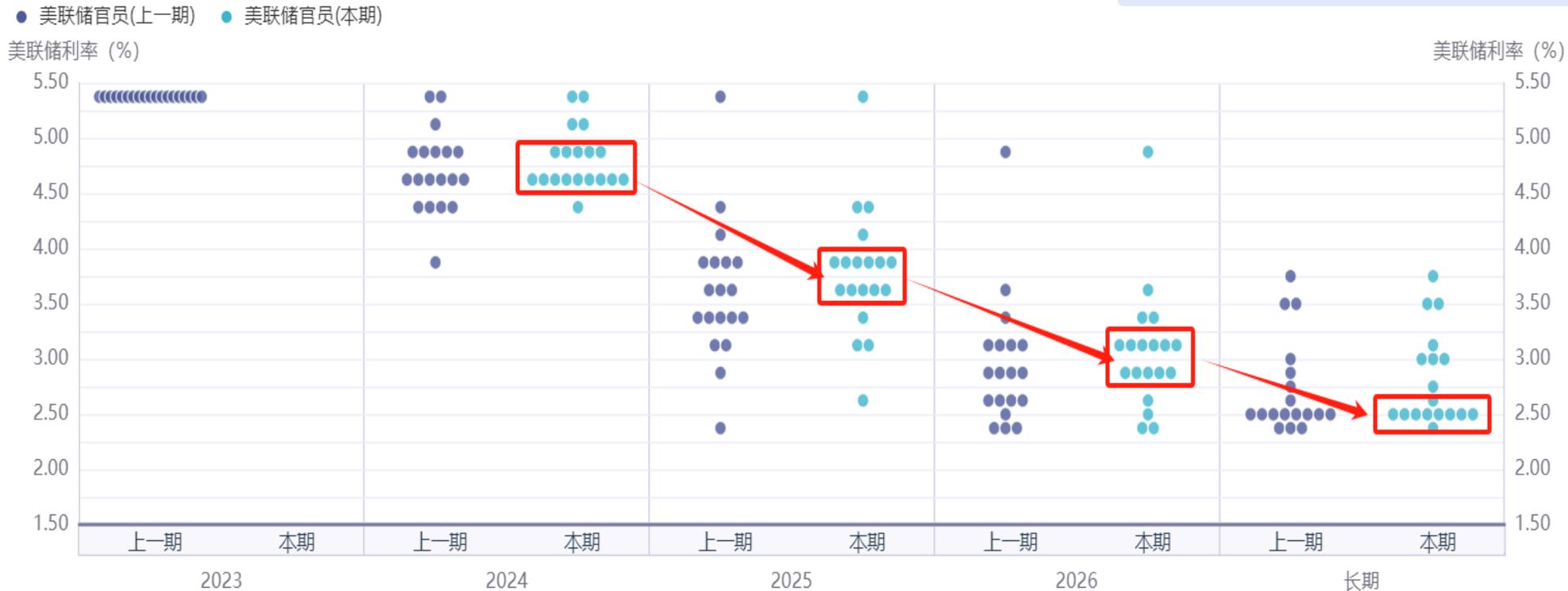
- 关于通胀，虽然我确实听到价格制定者越来越相信，**拥有显著定价权的时代已经过去**，但过去两年的通胀经历无疑给了他们更大的勇气将价格作为杠杆使用。因此，我持续跟踪通胀持续放缓的信号。PCE篮子中有26%的项目的同比增长率超过3%。如今，这一比例已翻了一番多，达到54%。到目前为止，**通胀下降的大部分原因是大流行时期某些涨价的商品的价格开始逆转向下；住房和服务领域的通胀仍高于历史水平**。现在，美联储没有参与选择正确通胀构成的游戏。我们的目标指标只是整体价格指数。但风险在于，随着商品价格下降正常化，**持续的住房和服务通胀将使该总体指数高于我们的目标**。
- 尽管我对需求和通胀感到担忧，但也许我是美联储的乐观主义者并不奇怪，这与相信我们是万无一失的不同。我乐观地认为，保持利率在一定程度上的限制性可以使通胀回到我们的目标。虽然我没有看到经济过热，但美联储知道如果出现过热，该如何应对。而且，如果经济放缓，美联储有足够的火力在必要时予以支持。
- 在此期间，我认为美联储慢慢来是明智之举。在我们上次会议上，美联储承认就业和通胀面临的风险正在进入更好的平衡，并表示，在我们获得更大的信心，**即通胀正可持续地朝着我们的2%目标前进之前，我们预计降息是不合适的**。没有人希望通货膨胀重新出现。鉴于劳动力市场强劲，在开始下调利率的过程之前，我们有时间让阴云散去。

宏观资讯

TARGET RATE	2024	2025	2026	LONGER RUN
5.500				
5.375	2	1		
5.250				
5.125	2			
5.000				
4.875	5		1	
4.750				
4.625	9			
4.500				
4.375	1	2		
4.250				
4.125		1		
4.000				
3.875		6		
3.750				1
3.625		5	1	
3.500				2
3.375		1	2	
3.250				
3.125		2	6	1
3.000				3
2.875			5	
2.750				1
2.625		1	1	1
2.500			1	8
2.375			2	1
2.250				

美联储预测点阵图

当前对比版本: 2023年12月13日 - 2024年03月20日



数据来源: CME Fedwatch、iFinD、华安期货研究院整理

【华安解读】 如果经济按预期发展, 美联储点阵图预测显示, 今年年底联邦基金利率的适当水平将为4.625%, 2025年底为3.9%, 2026年底为3.1%

宏观资讯

CME利率概率

上周

本周

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%	4.2%	95.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	61.0%	36.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	25.5%	51.3%	22.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.5%	28.1%	48.4%	19.9%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	7.5%	31.4%	43.7%	16.6%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.5%	5.4%	24.2%	40.0%	24.9%	5.0%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.2%	2.5%	13.1%	30.7%	33.8%	16.7%	3.0%	0.0%
2025/3/19	0.1%	1.5%	8.7%	23.4%	32.5%	23.8%	8.7%	1.2%	0.0%
2025/4/30	0.7%	4.5%	14.8%	27.2%	28.9%	17.5%	5.6%	0.7%	0.0%

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%	4.8%	95.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	50.8%	46.8%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	22.4%	49.1%	27.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	15.1%	40.1%	34.8%	9.3%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.6%	23.7%	38.3%	26.0%	6.1%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.1%	3.8%	17.5%	33.2%	30.3%	13.0%	2.1%
2025/1/29	0.0%	0.1%	1.7%	9.5%	24.1%	32.0%	23.0%	8.4%	1.2%
2025/3/19	0.0%	0.9%	5.8%	17.2%	28.3%	27.2%	15.3%	4.6%	0.6%
2025/4/30	0.4%	2.7%	10.1%	21.3%	27.9%	22.8%	11.3%	3.1%	0.4%

数据来源：CME Fedwatch、iFinD、华安期货研究院整理

【华安解读】 根据CME观察，2024年6月降息概率相对于上周再次下调，注意降息节奏或将带来黄金价格的调整

宏观资讯

CME利率概率

上周

CME FEDWATCH TOOL - TOTAL PROBABILITIES				
MEETING DATE	DAYS TO MEETING	EASE	NO CHANGE	HIKE
2024/5/1	32	4.23%	95.77%	0.00%
2024/6/12	74	63.61%	36.39%	0.00%
2024/7/31	123	77.90%	22.10%	0.00%
2024/9/18	172	100.00%	0.00%	0.00%
2024/11/7	222	83.37%	16.63%	0.00%
2024/12/18	263	100.00%	0.00%	0.00%
2025/1/29	305	100.00%	0.00%	0.00%
2025/3/19	354	100.00%	0.00%	0.00%
2025/4/30	396	100.00%	0.00%	0.00%

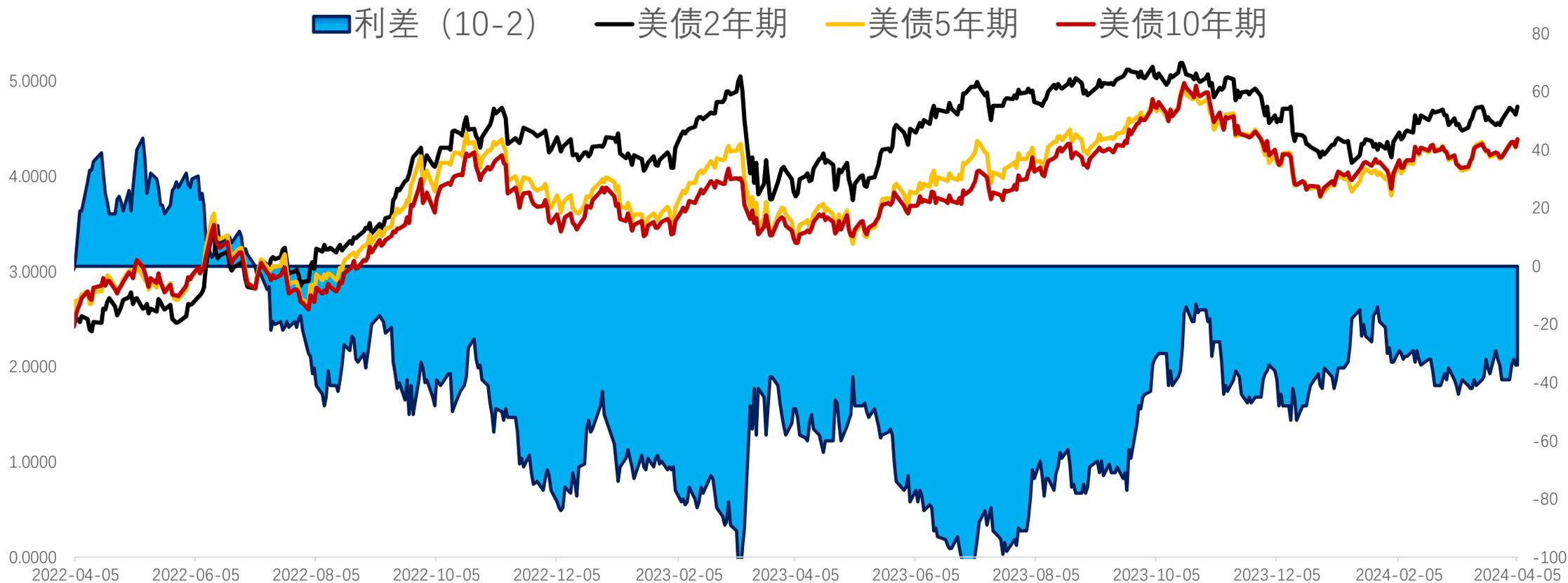
本周

CME FEDWATCH TOOL - TOTAL PROBABILITIES				
MEETING DATE	DAYS TO MEETING	EASE	NO CHANGE	HIKE
2024/5/1	24	4.76%	95.24%	0.00%
2024/6/12	66	53.24%	46.76%	0.00%
2024/7/31	115	72.57%	27.43%	0.00%
2024/9/18	164	90.67%	9.33%	0.00%
2024/11/7	214	93.88%	6.12%	0.00%
2024/12/18	255	97.89%	2.11%	0.00%
2025/1/29	297	98.78%	1.22%	0.00%
2025/3/19	346	99.42%	0.58%	0.00%
2025/4/30	388	99.64%	0.36%	0.00%

数据来源：CME Fedwatch、iFinD、华安期货研究院整理

【华安解读】 根据CME观察，2024年6月利率不变的概率由上周的36.39%上升至46.76%

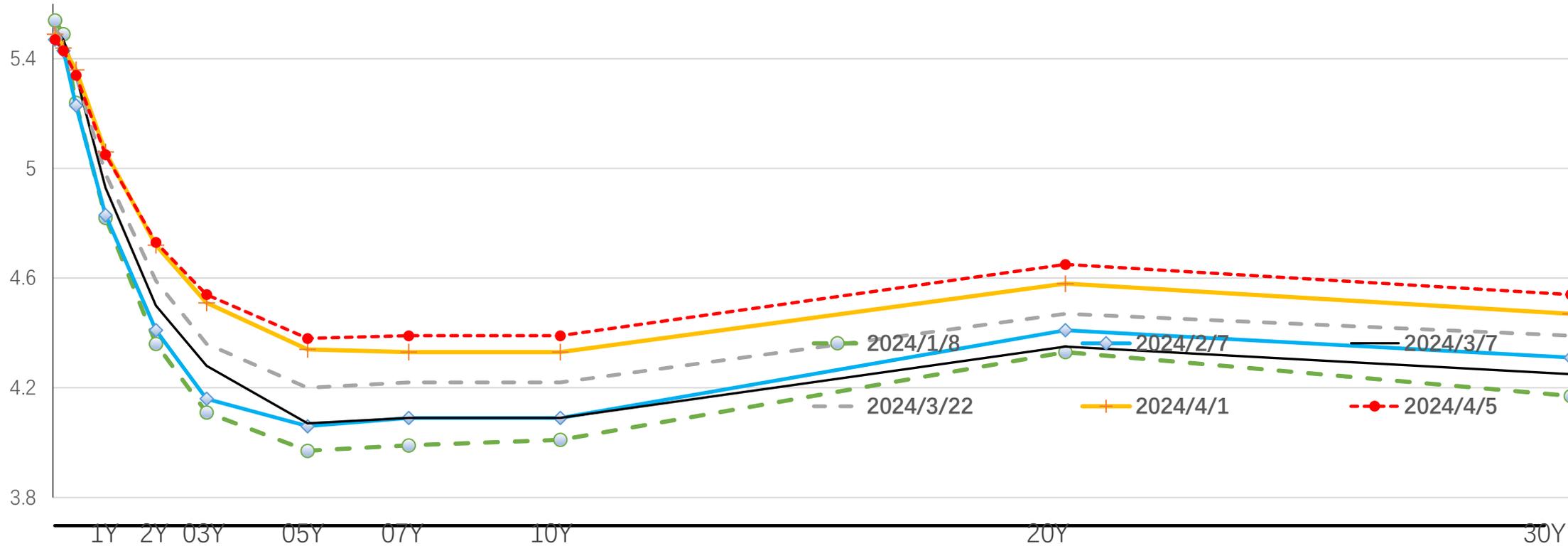
L. 美债收益率



数据来源：iFinD、华安期货研究院

【华安解读】 本周，美债名义收益率相对上周五有所下行，幅度不大，2y收于4.73%，相对上周上涨1bp，5y收于4.38%上行4bps，10y收于4.39%上行10bps，10y-2y利差-34bps(4月5日)，上周-39bps(3月28日)。

L.美债利率期限结构



数据来源：iFinD、华安期货研究院

【华安解读】远端利率有所抬升，倒挂现象有所改善。

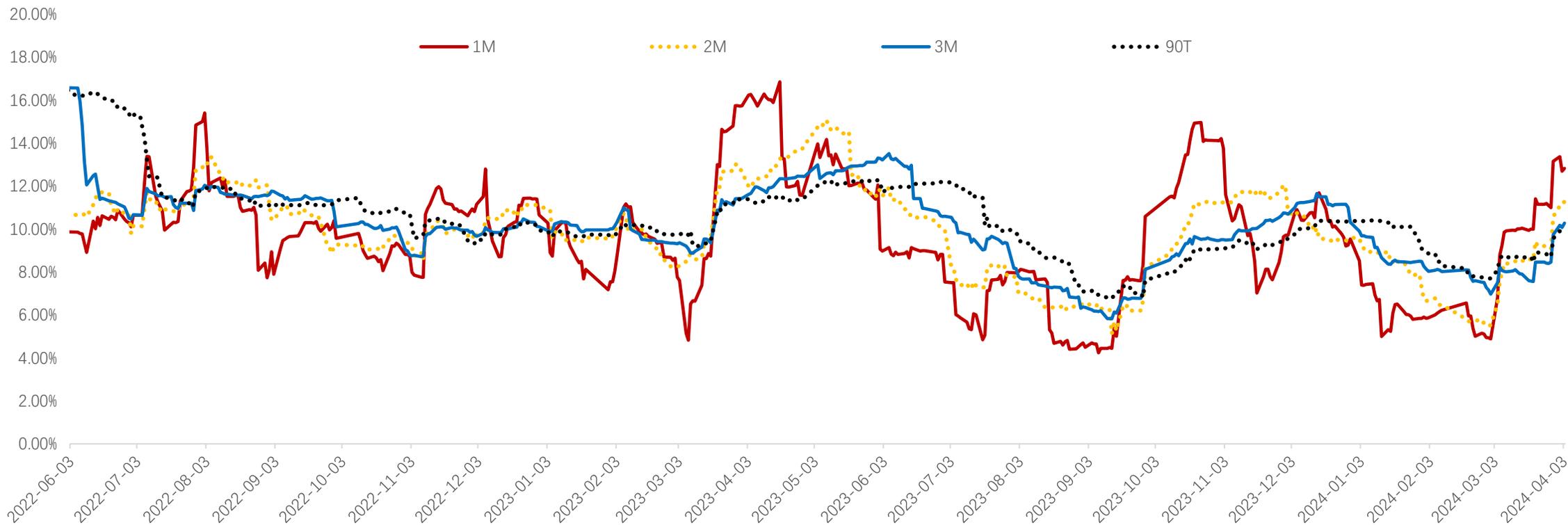
L. 中美利差



数据来源：iFinD、华安期货研究院

【华安解读】不同期限的中美利差近期同步扩大，使得美元兑人民币汇率（USDCNY）持续维持在7的上方，为沪金价格高位提供了汇率基础

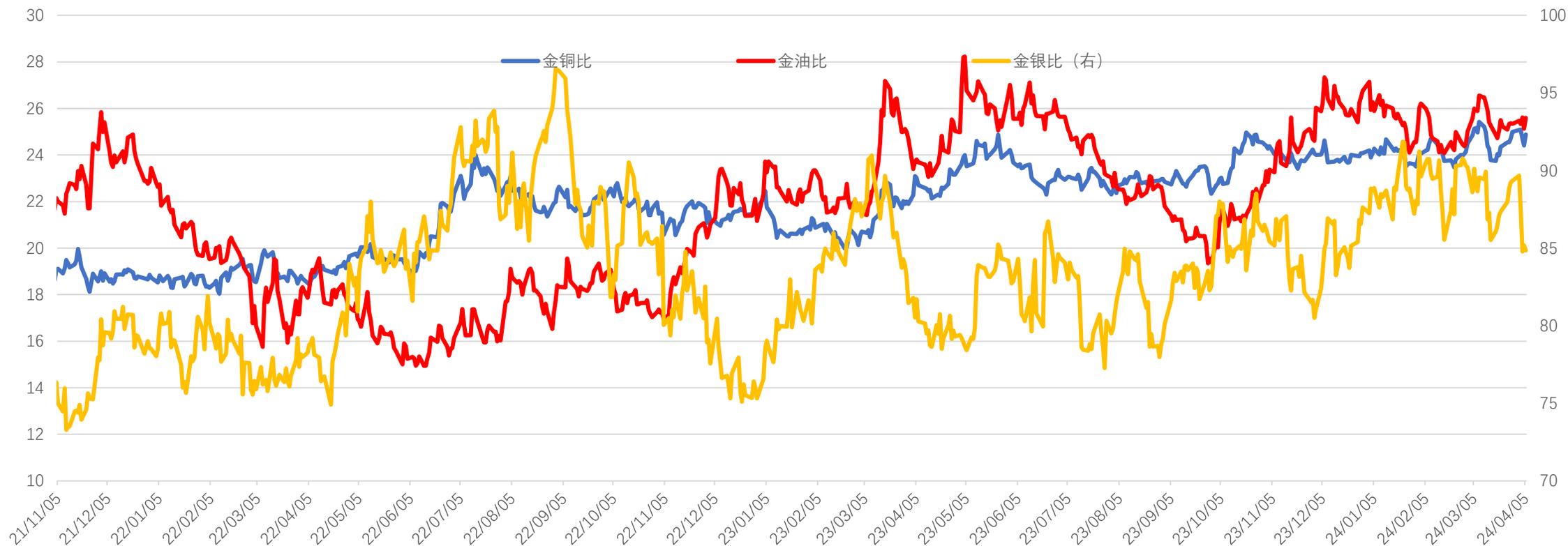
L. 黄金波动率



数据来源：iFinD、华安期货研究院

【华安解读】沪金Au2406合约不断刷新历史记录，突破540元/克，导致黄金波动率走高，沪金vix指数低位6.71%最高攀升至17.32%。本周价格上升较快且攀升角度较为陡峭，若黄金以震荡的方式夯实中枢价格，波动率或许会回落。当前，期权策略方面，可以采取“卖出深度虚值看跌期权，赚取权利金的策略”，或者以双买建立跨式策略应对中期看涨，短期波动行情。

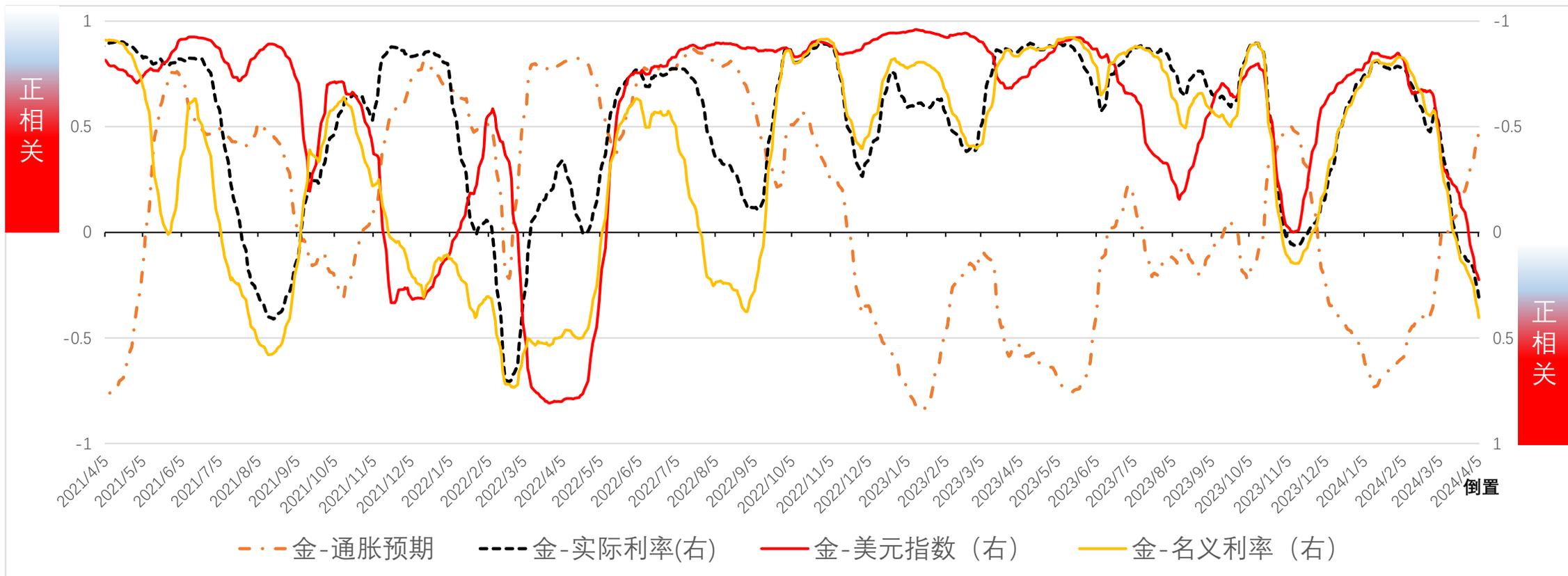
L. 跨品种比价跟踪



数据来源：iFinD、华安期货研究院

【华安解读】金银比价上周高位，本周系白银跟涨金价，金银比价回落，白银由于工业品属性较强，存在价格滞后性，关注金银比价再次放大的可能性。

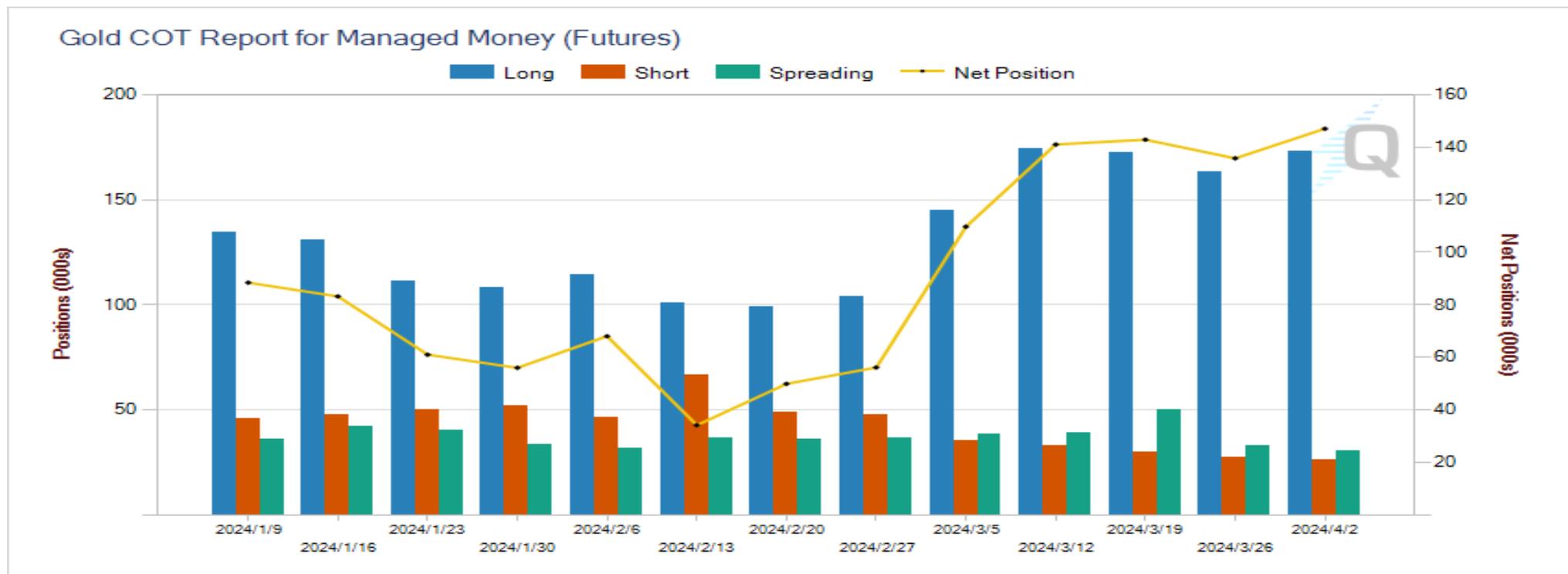
L. 相关性分析



数据来源：iFinD、华安期货研究院

【华安解读】近期金价与实际利率、美元等的负相关性逐步降低，与通胀预期的正相关性不断攀升，市场交易将继续围绕再通胀预期的交易上。关注美元计价的资源品价格上涨带来的交易机会。

L. CFTC报告：资管在黄金产品的头寸——期货

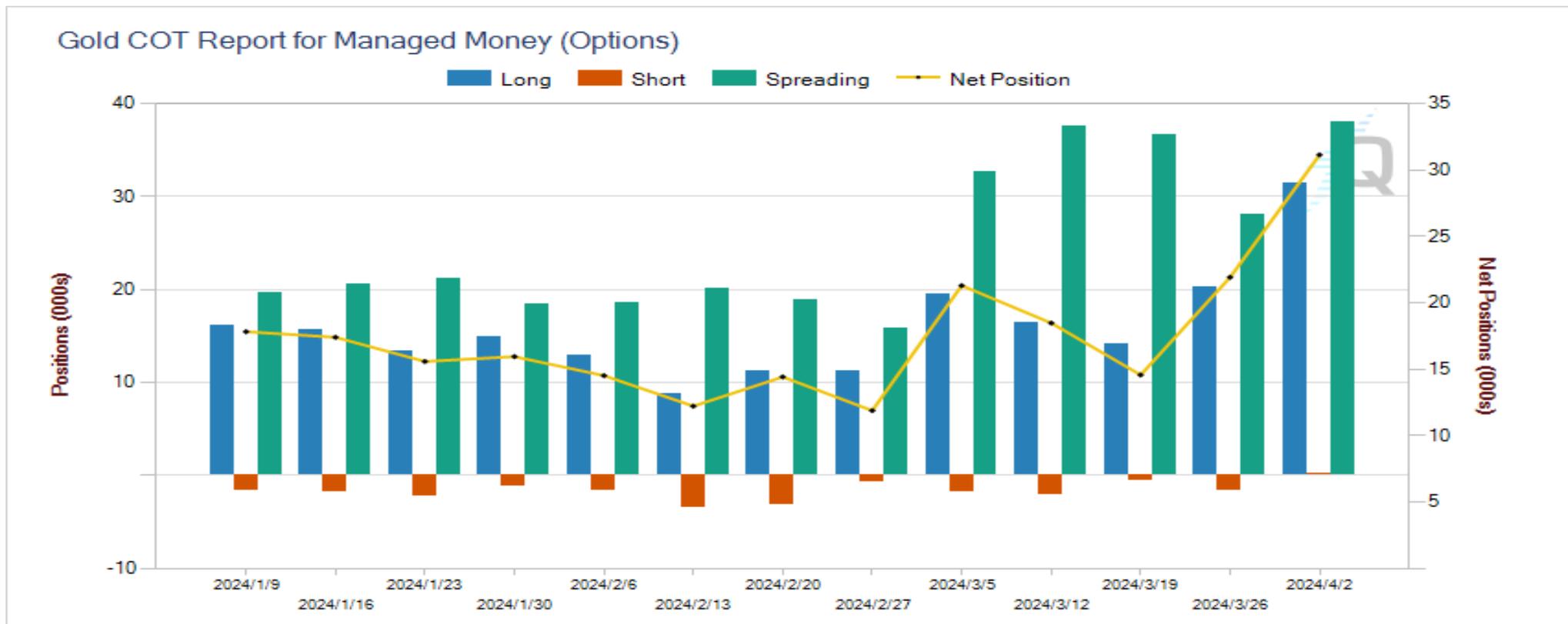


AS OF DATE	POSITIONS				CHANGE IN POSITIONS			PCT OF OPEN INTEREST			NUMBER OF TRADERS		
	LONG	SHORT	NET	SPREAD	LONG	SHORT	SPREAD	LONG	SHORT	SPREAD	LONG	SHORT	SPREAD
2024/4/2	173,073	25,993	147,080	30,153	10,067	-1,218	-2,987	34.6%	5.2%	6.0%	105	28	45
2024/1/2	154,384	45,235	109,149	33,238	1,583	-1,112	3,058	30.9%	9.0%	6.6%	91	30	51

【华安解读】上周，资管在黄金市场上做多为主，同时平空单和套利单

数据来源：CME、华安期货研究院

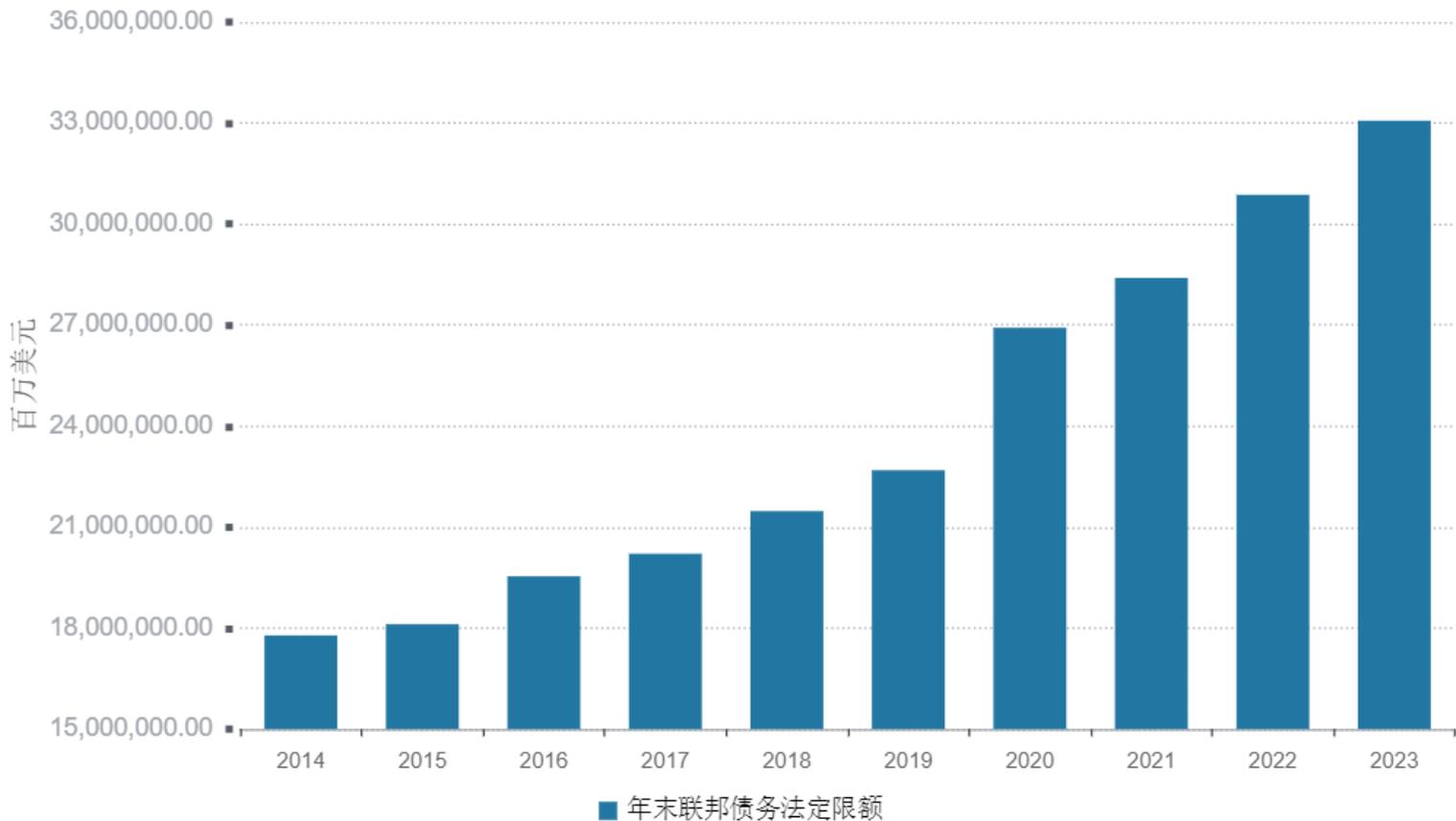
L. CFTC报告：资管在黄金产品的头寸——期权



AS OF DATE	POSITIONS				CHANGE IN POSITIONS			PCT OF OPEN INTEREST			NUMBER OF TRADERS		
	LONG	SHORT	NET	SPREAD	LONG	SHORT	SPREAD	LONG	SHORT	SPREAD	LONG	SHORT	SPREAD
2024/4/2	31,404	271	31,133	38,037	11,145	1,937	9,985	10.5%	0.1%	12.8%	9	na	24
2024/1/2	25,080	-3,287	28,367	23,330	-795	-109	867	12.5%	-1.6%	11.6%	9	2	22

L. 联邦债务法定限额

联邦债务法定限额

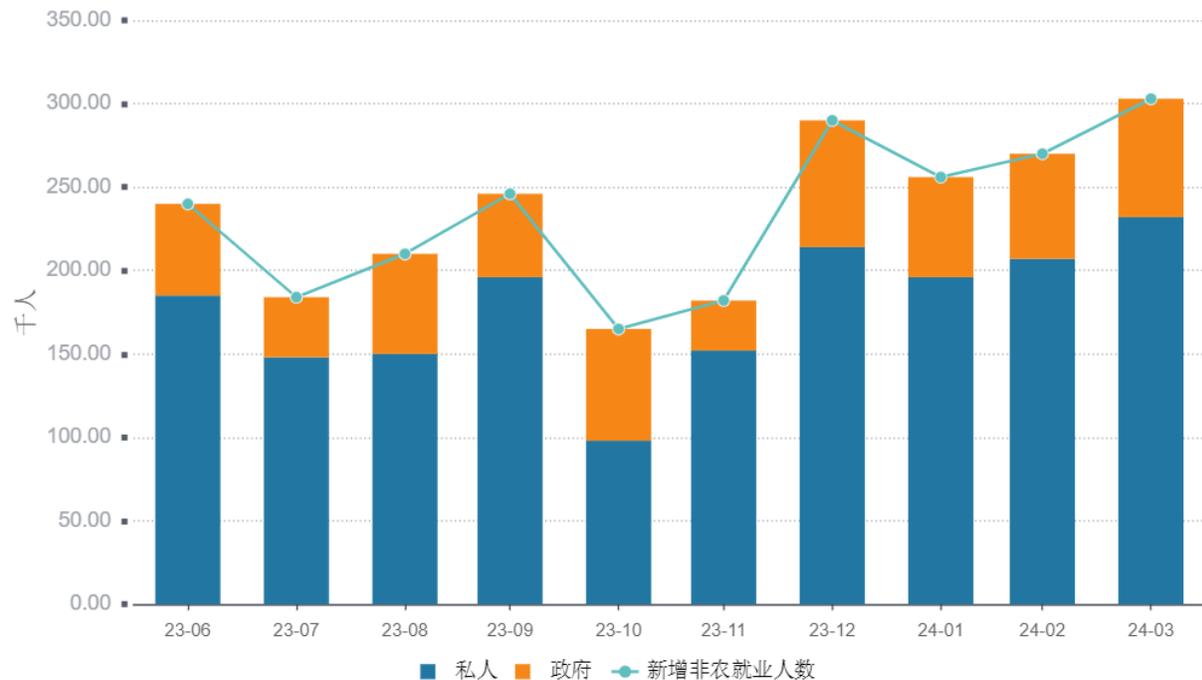


数据来源：Wind、华安期货研究院

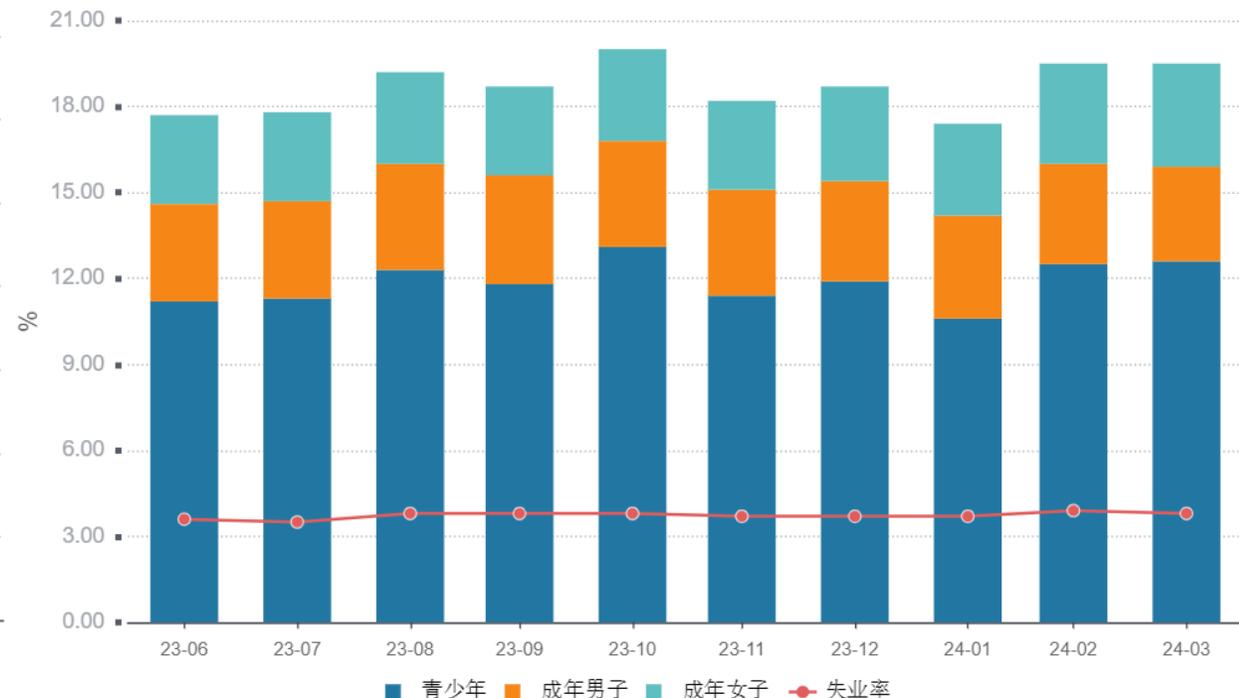
【华安解读】1981年美国债务规模首次突破1万亿美元，2008年首次突破十万亿美元；2017年9月突破20万亿美元；2022年1月突破30万亿美元；截至2024年1月，美国国债规模突破34万亿美元。债务规模的不断扩大，对利率的敏感性不断提高。

L. 美国经济基本面——就业

新增非农就业人数

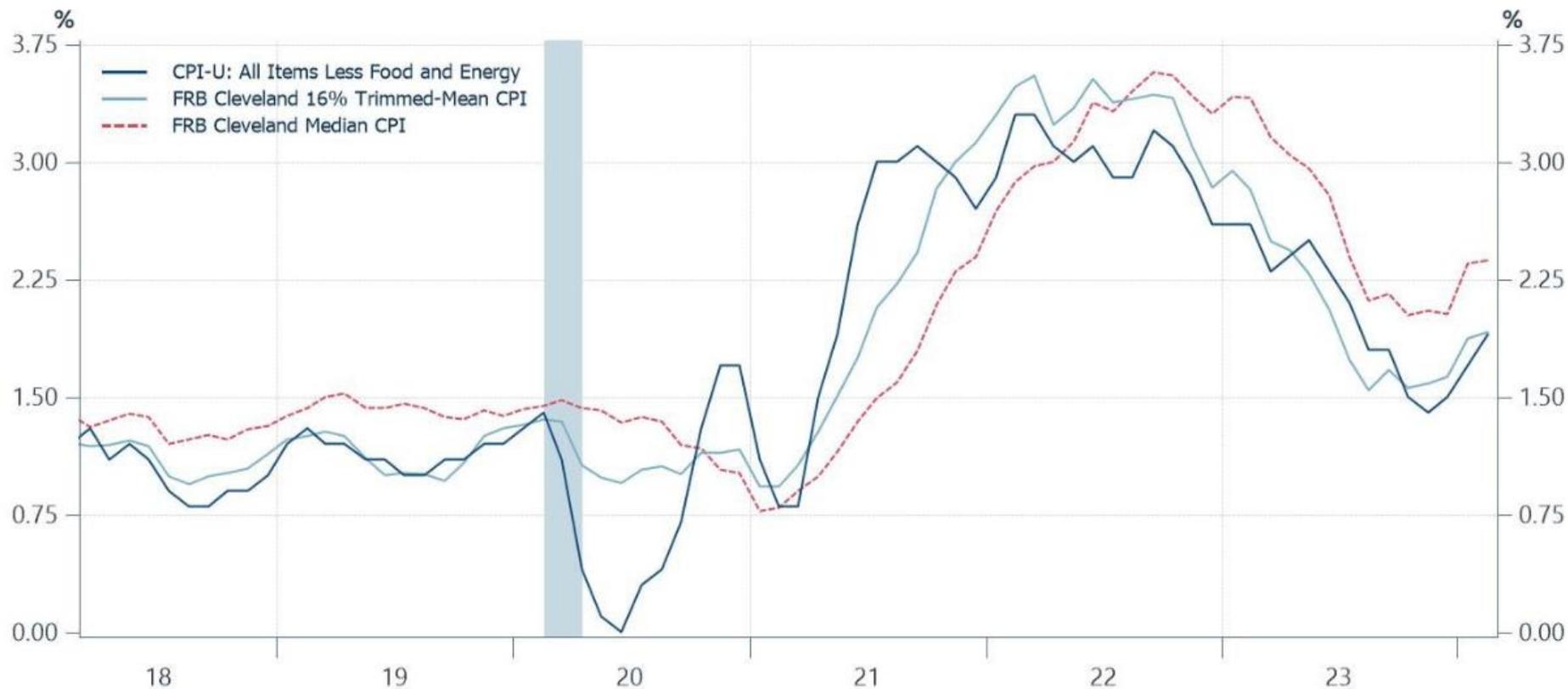


失业率



【华安解读】美国3月就业人数激增; 失业率下降。 非农就业人数增加30.3万人（同比增长1.9%），2月增加27万人（27.5万人），1月增加25.6万人（22.9万人）。此前的预期是行动经济学预测调查将增加203,000人。三个月平均变化为276,000，是自去年3月以来的最高水平。失业率在2月份升至3.9%后，3月份降至3.8%，符合预期。家庭就业人数在2月份减少184,000人后增加了498,000人。劳动力在2月份增加150,000人后增加了469,000人。整体失业率，包括因经济原因而从事兼职工作的工人，保持在7.3%。这仍然是自2021年12月以来的最高水平。

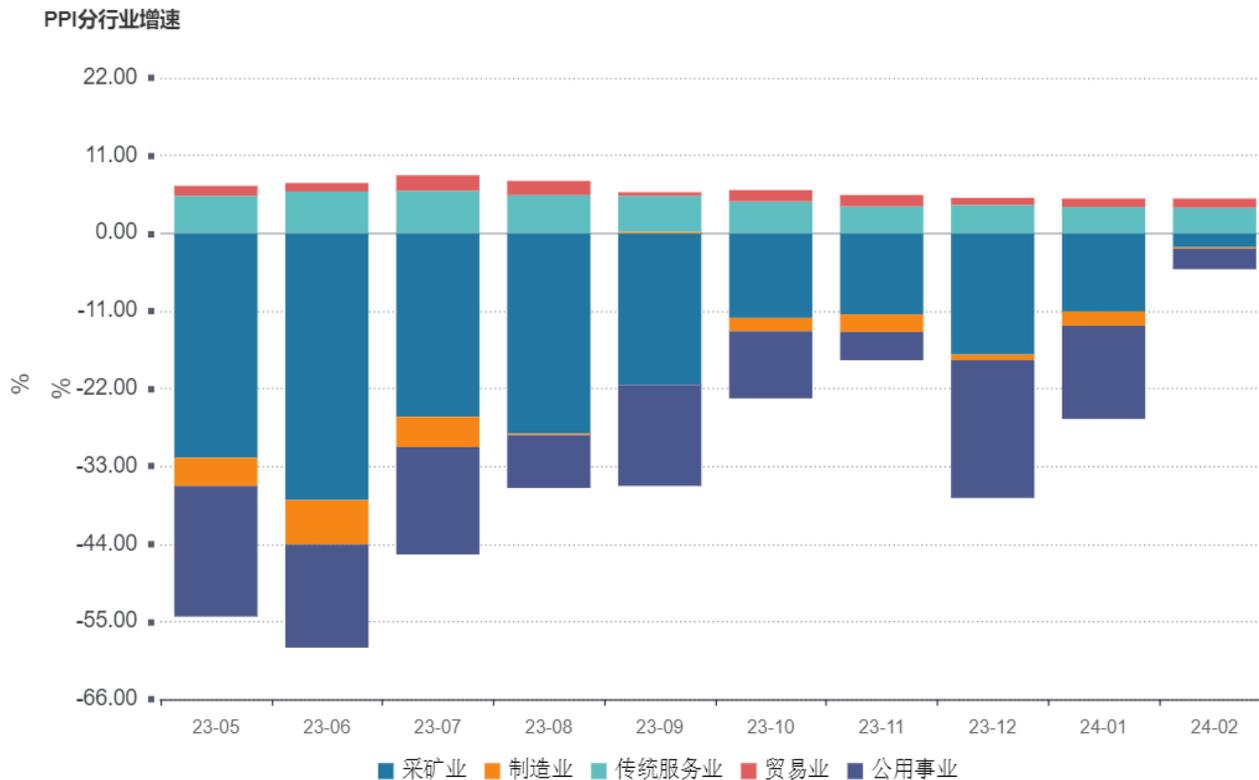
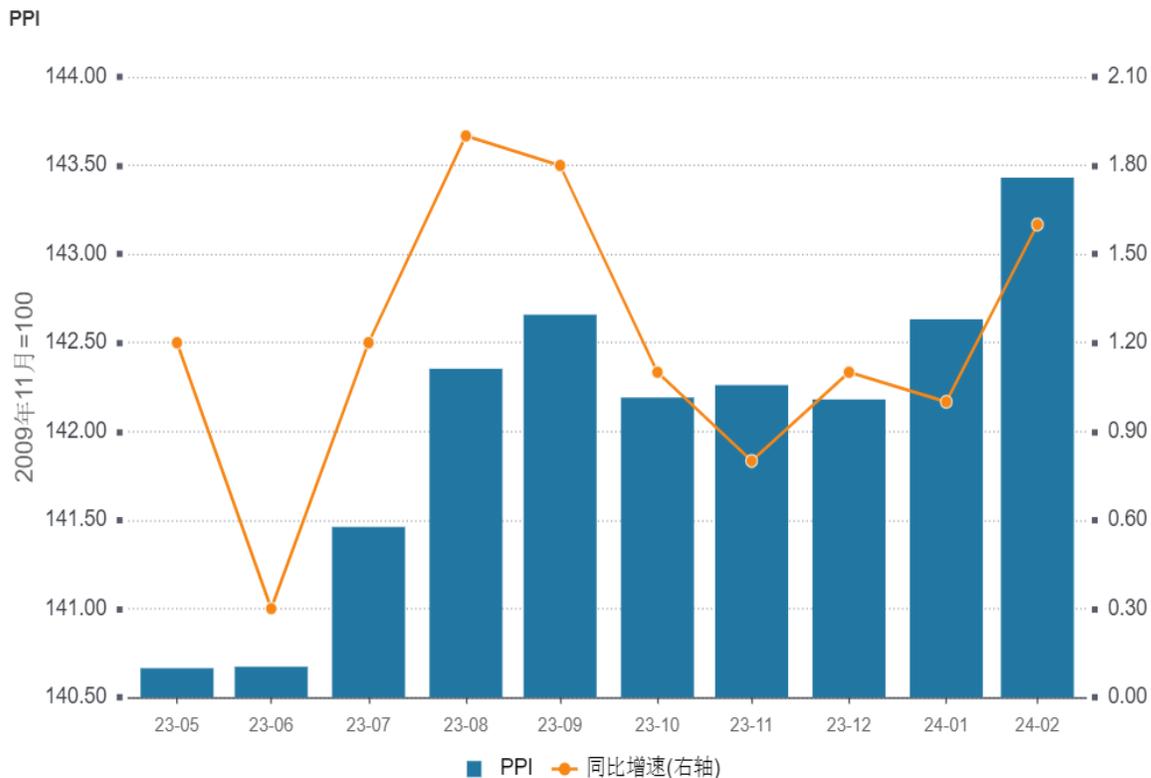
L. 美国经济基本面——通胀



Sources: BLS, FRBCLE/Haver

【华安解读】美国核心CPI开始从新加速，近期金价与实际利率、美元等的负相关性逐步降低，与通胀预期的正相关性不断攀升，市场交易或将继续回归通胀预期的关注上。关注美元计价的资源品价格上涨带来的交易机会

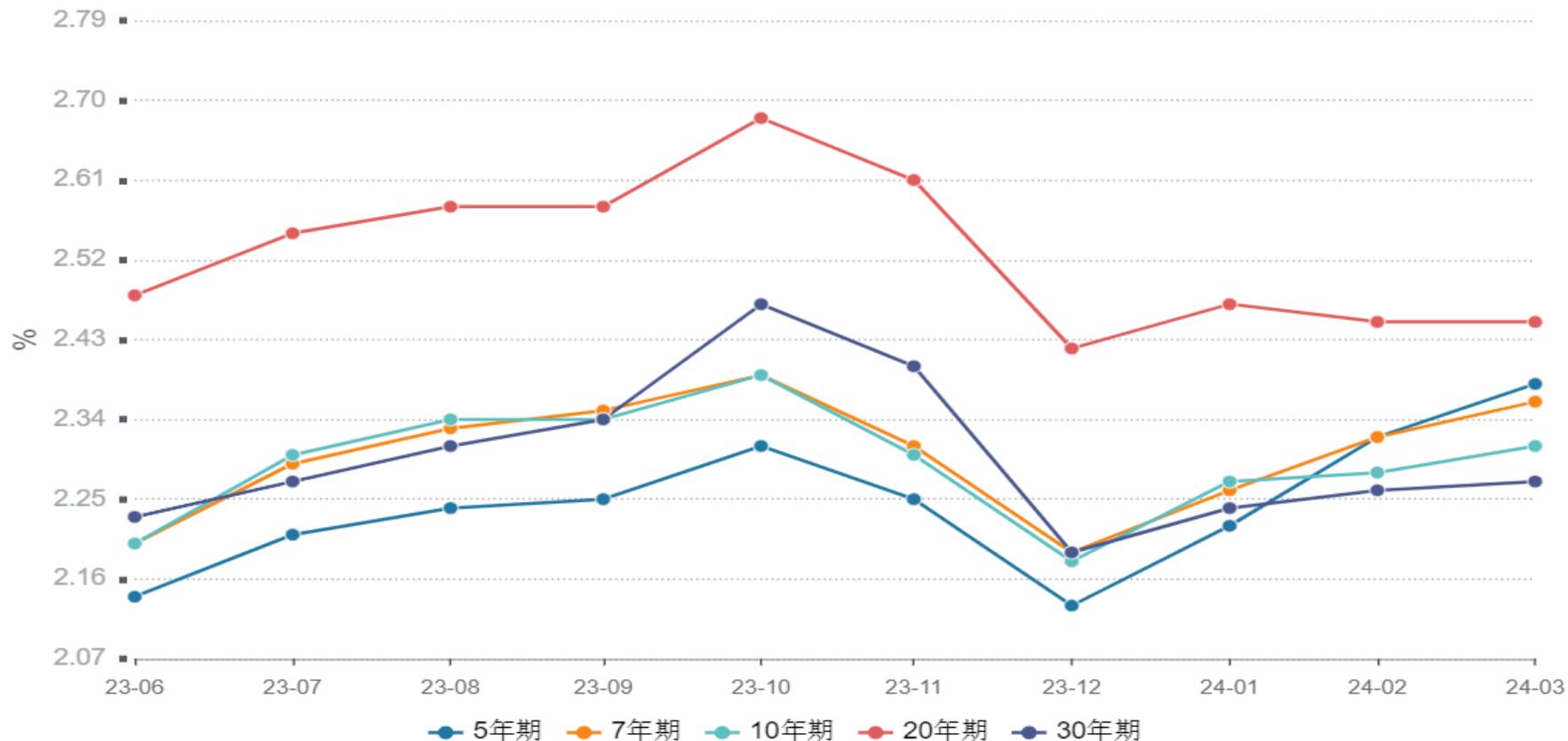
L. 美国经济基本面——通货膨胀PPI



【华安解读】商品通胀超预期。美国2月份PPI月率超预期0.6%，为2023年8月以来最大增幅，PPI走高的原因是燃料和食品价格上涨，进一步表明了商品通胀仍在加剧

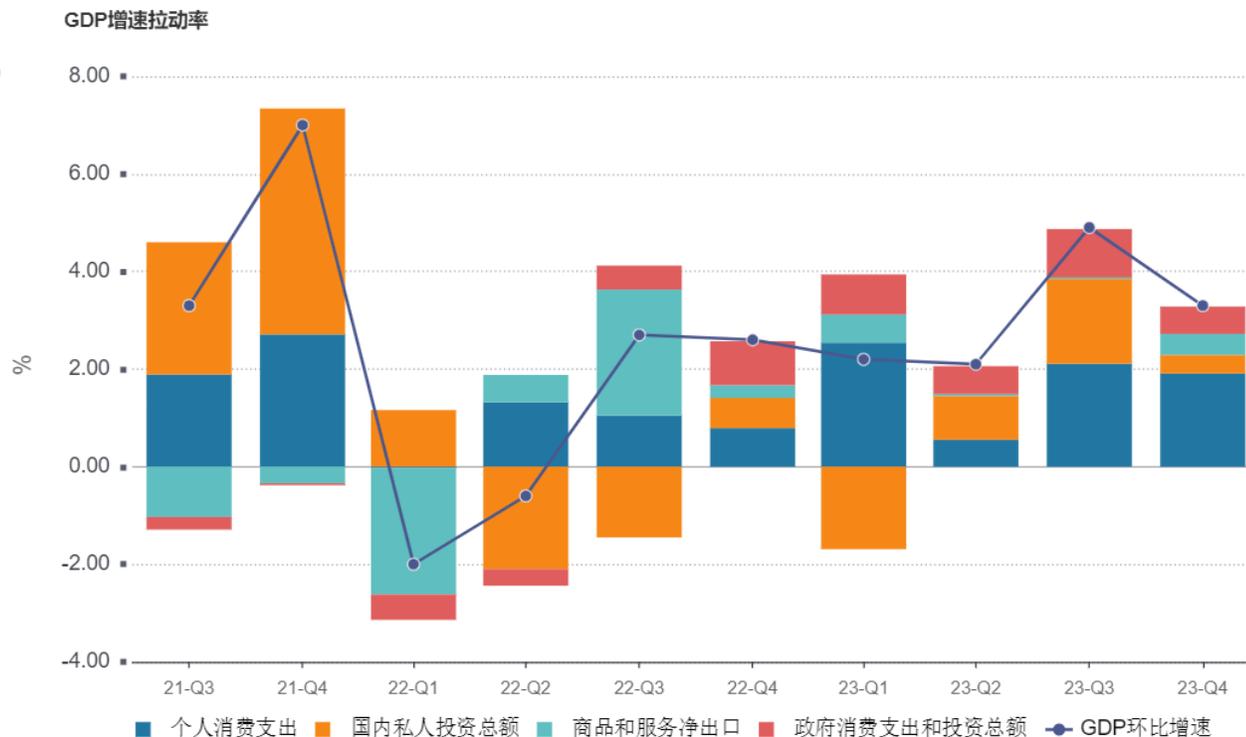
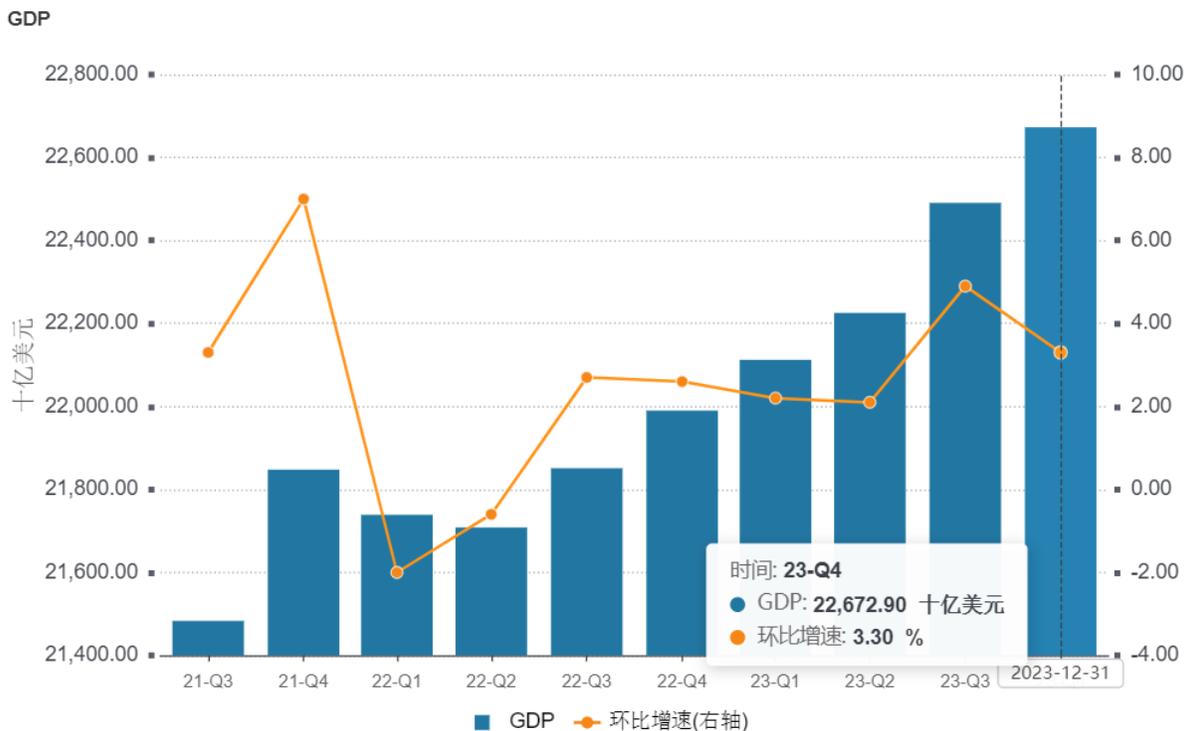
L. 美国经济基本面——盈亏平衡通胀率BEIR

盈亏平衡通胀率



【华安解读】盈亏平衡通胀率BEIR反弹，印证市场通胀预期走强。

L. 美国经济基本面——GDP



【华安解读】2023年第四季度美国实际国内生产总值GDP增长稳健，但第三季度开始放缓。四季度实际出口强劲增长，部分原因是工业用品出口激增，而工业用品出口在去年早些时候明显下降。相比之下，实际进口增长不温不火，因为资本货物和服务进口的增长被消费品和汽车进口的下降部分抵消。总而言之，净出口对美国第四季度GDP增长的贡献为0.43%，而前两个季度的贡献近乎为0%。



免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货研究院力求准确可靠，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。研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

网址：www.haqh.com

Email: tzzx@haqh.com

电话：0551-62839067

公司地址：安徽省合肥市蜀山区潜山路190号华邦世贸中心超高层写字楼40、41层