



冠通期货
Guantong Futures

研究咨询部

冠通期货-2024年5月贵金属月度报告

制作日期：2024年4月29日

冠通期货研究咨询部

分析师：周智诚

执业证书号：F3082617 /Z0016177

联系电话：010-85356555

冠通期货

贵金属

品种	交易逻辑	多空观点	操作建议
黄金	<p>美联储3月会议明确维持现有利率水平不变；3月会议纪要显示决策者不急于降息；目前市场预期美联储6月降息概率小于20%，9月降息的概率大于65%，市场存在对2024年不降息的推测；持续的高息状态导致市场担忧美国经济进入衰退，同时市场还担心美国政府借新债还旧债的成本过高；此外地缘政治形势依然高度紧张；金价呈现临时性下跌调整，整体看金价仍会继续上涨，并可考虑逢低布局多单；</p>	<p>中长线看多 短线震荡</p>	<p>长线多单适量持有； 空6月多12月合约反套； 短线空单逢低止盈</p>
白银	<p>银价下跌和反弹力度均略大于黄金，银价目前处于冲高后震荡下滑整理阶段；随着世界各国工业生产逐步恢复繁荣，工业用银将助力银价将继续上涨；未来的降息前景利好银价未来继续反弹；银价可继续逢低布局多单；</p>	<p>中长线看多 短线震荡</p>	<p>长线多单适量持有 空6月多12月合约反套； 短线空单逢低止盈</p>

核心观点

观点：

- 美国3月CPI/PPI数据显示通胀有反弹迹象，就业、零售和其他数据显示经济强劲，美国经济几乎处于一种“不着陆”的状态，软着陆出现明显困难；美联储3月会议和会议纪要令5月和6月降息的可能性几乎破灭，市场普遍预期美联储最快7月甚至9月降息；在高息下美国国内实体经济持续受压，制造业PMI长时间处于负值；进入4月外部地缘政治紧张再次升高，俄乌冲突和巴以冲突出现危险的升级迹象，台海南海风波不断；黄金再次成为避险资金的主要去向，虽然金价在创造历史新高之后进入震荡回落和整理，但目前金价依然稳定在2300美元/盎司上方，未来随着美联储距离降息越来越近，黄金持有成本将下降，金价有理由继续震荡上涨。

投资策略：

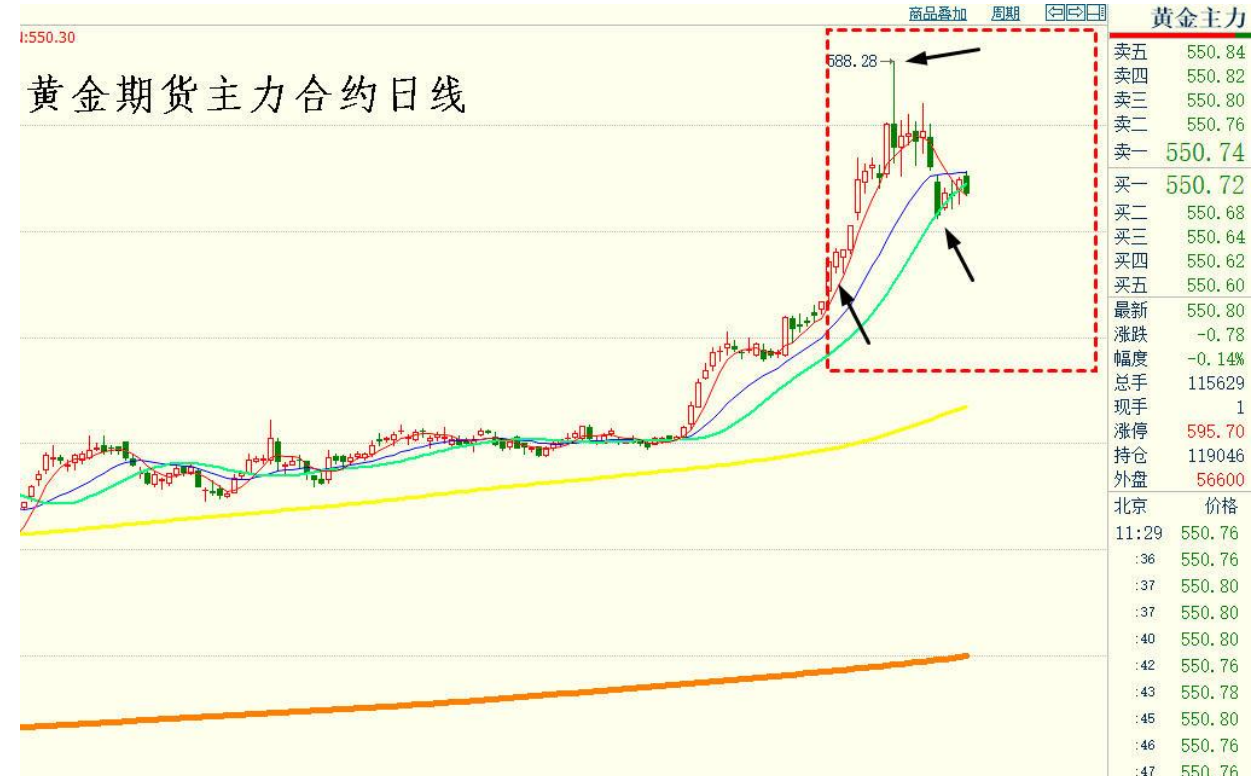
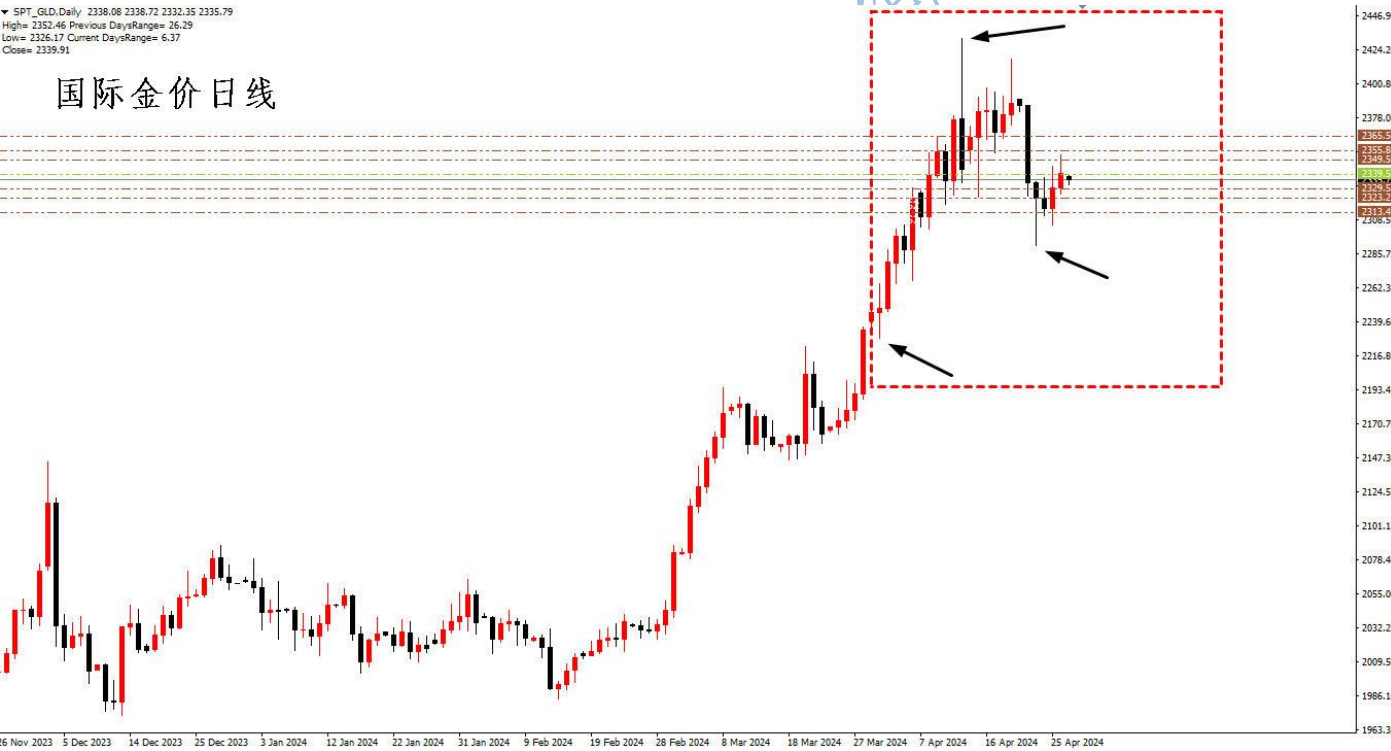
- 沪金2406/沪银2406达到阶段性高点后再次进入震荡回落，美联储政策转向预期和地缘政治持续紧张将刺激金银继续上涨；中长期看涨的策略将在相当一段时间内持续；中短期看，可以积极考虑快进快出的高抛低吸策略，或卖近月、买远月合约的反套操作。

冠通期货研究咨询部

金银在2024年4月冲高震荡

冠通期货研究咨询部

国际金价在2024年4月经历明显的冲高回落震荡

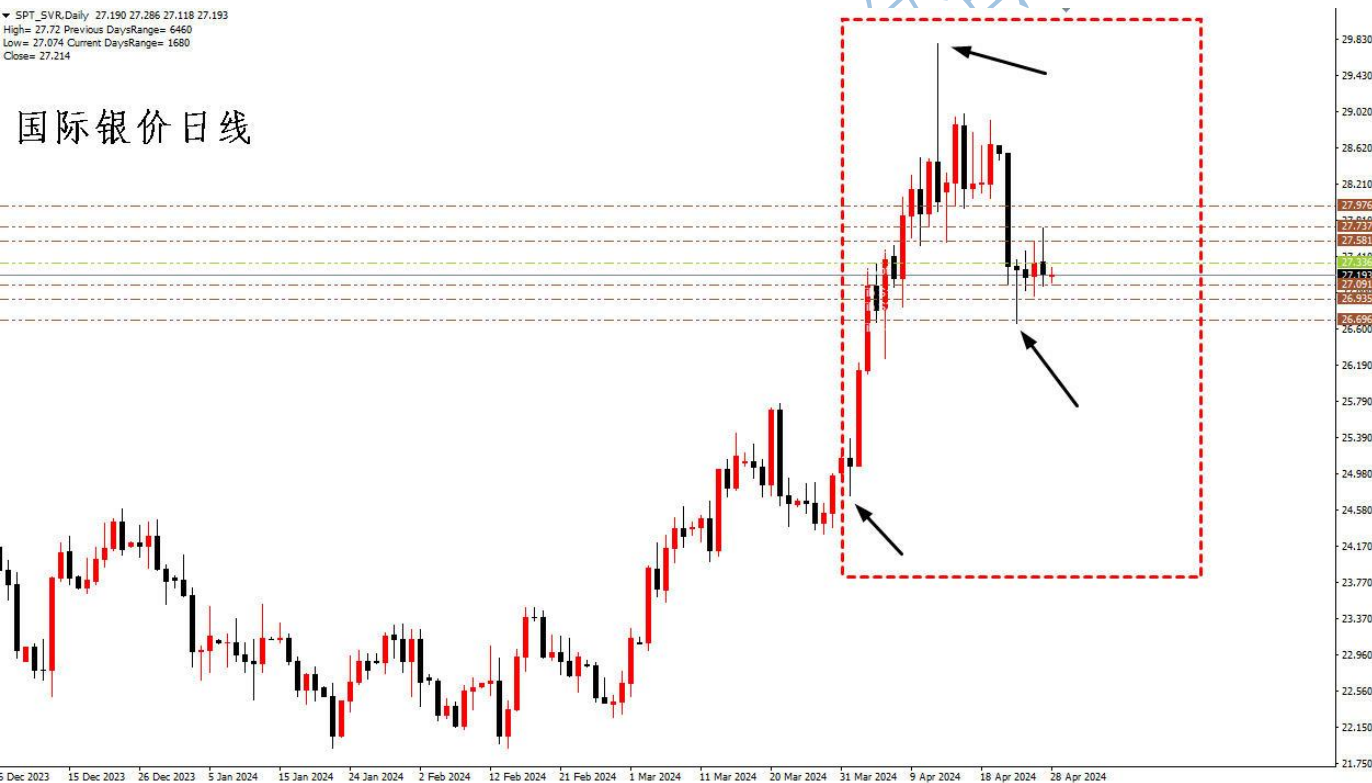


- 2024年4月（红色虚线框内），国际市场金价在4月1日从阶段性低点2228.40美元/盎司开始反弹，4月12日触及历史最高2431.36美元/盎司，之后高位回撤，4月23日触及阶段性小低点2291.30美元/盎司；金价在4月份最大向上振幅为9.10%；最大向下振幅为5.76%。

- 2024年4月（红色虚线框内）黄金期货走势与外盘高度相似；国内黄金期货主力合约在4月1日触及阶段小低点528.22元/克，4月15日触及阶段最高点588.28元/克，之后震荡回撤，4月23日触及阶段小低点543.72元/克；期货金价在4月份整体最大向上振幅为11.37%，最大向下振幅为7.57%。



国际银价在2024年4月同样经历冲高回落震荡



- 2024年4月（红色虚线框内），国际市场银价在4月1日触及阶段小低点24.73美元/盎司，在4月12日触及阶段最高点29.78美元/盎司，之后银价震荡回撤，4月23日触及阶段小低点26.65美元/盎司；目前仍在延震荡；4月银价最大向上振幅为20.42%，最大向下振幅为10.51%；

- 2024年4月（红色虚线框内），国内白银期货主力合约在4月2日触及阶段小低点6410元/千克，在4月15日触及阶段最高点7790元/千克，之后震荡回撤；4月23日触及阶段小低点6955元/千克；目前银价仍在震荡；4月份人民币期货银价最大向上振幅为21.52%，最大向下振幅为10.71%。

原油在2024年4月先涨后跌，与金价呈现不完美正相关关系



- 2024年4月（红色虚线框内）美原油价格整体先涨后跌；WTI原油4月1日触及阶段小低点82.60美元/桶，之后反弹并在4月12日触及阶段高点87.67美元/桶，4月国际油价整体因中东地缘局势高度紧张而上涨；4月24日油价震荡回落触及阶段小低点80.70美元/桶；4月油价最大向上振幅为6.13%；最大向下振幅为7.95%。

- 4月份国内期货原油走势与外盘原油高度相似；2024年4月（红色虚线框内）国内期货原油主力合约4月2日触及阶段小低点640.6元/桶，之后震荡反弹4月15日触及阶段小高点682.8元/桶；4月24日再次触及阶段小低点630.1元/桶；人民币期货原油在4月份最大向上振幅为6.58%；最大向下振幅为7.71%。

- 进入2024年4月之后，金银都经历了明显的冲高震荡回落过程，油价的冲高震荡与金银高度相似；整体上看，金银将美联储的降息预期已经透支殆尽；俄乌冲突、中东地缘形势恶化催生的避险情绪已经充分作用于金价银价，市场认为美元的信用贬值和美国经济已经处于滞胀的现状将成为金银后续上涨的主要动力；
- 美国3月核心PCE物价指数同比上涨2.82%，3月核心CPI依然在3.8%，由于通胀顽固，市场对2024年首次降息的预期一再推迟，6月降息概率从最乐观的90%以上降至目前的不足20%，9月降息概率目前在65%附近；市场已经长时间交易美联储降息及降息预期；银价的反弹波动除了降息预期之外，制造业PMI的反弹和整个工业需求的增加也利好银价；
- 内外盘振幅对比可看出，4月份金银内盘涨跌幅均大于外盘；油价内盘涨幅也大于外盘；这与人民币对美元汇率在4月份基本持稳、同时内盘溢价较高有关，在美国利率峰值时期人民币汇率波动明显缩小；人民币兑美元汇率4月1日收盘7.2308；截止4月26日收盘为7.2465。

冠通期货研究咨询部

地缘政治紧张在2024年4月继续升级

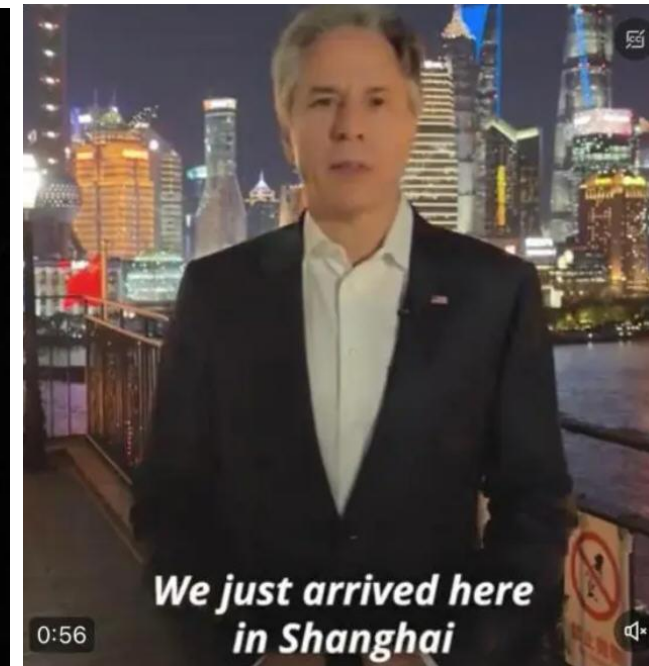
冠通期货研究咨询部

俄乌冲突进入第3年；巴以冲突仍在持续；中美互动成果不明



- 美国总统约瑟夫·拜登4月24日签署总额近610亿美元援助乌克兰资金的拨款法案，俄罗斯驻美大使阿纳托利·安东诺夫当天批驳美方“选择支持战争”、“站在邪恶一边”。他还抨击美国以“牺牲许多平民生命”为代价，迎合“贪婪、不知满足”的国防工业需要。安东诺夫说，美国政客作出相关决策实际上是在“摧毁整个乌克兰的命运”，这个国家正被当作“针对俄罗斯的攻城槌”。
- 本轮巴以冲突爆发至今已超过200天。联合国妇女署日前表示，加沙冲突已造成3万多巴勒斯坦民众丧生，超过11万平民伤亡，其中1万名妇女丧生，1.9万名儿童沦为孤儿。
- 经中美双方商定，美国财长耶伦将于4月4日至9日访华；耶伦4月25日表示，在应对中国的过剩工业产能问题上，拜登政府没有把任何选项排除在外。耶伦强调：‘对于中国这样一个庞大而重要的经济体来说，最终通过出口来实现充分就业，这是世界其他国家所不能接受的。’”对于美国财长耶伦再次指责中国产能过剩，明显就是针对中国进行进一步讹诈和威胁。
- 初步结论：美国通过向乌克兰提供武器援助打击俄罗斯；支持以色列打压加沙地区巴勒斯坦民众；竭尽全力打压中国优势产业和企业，极尽维护自身霸权之能事，只能为世界增添更多不安定因素，令世界更加混乱和危险。

美国大选年：中国成为美国两党围堵攻击的最大目标



- 4月23日晚，美国参议院以79:18通过了一项新的议案。夹杂其中的有TikTok 封禁条令；具体内容是：中国企业字节跳动需要在270天内剥离对美国市场上TikTok的控制权，美国总统在剥离取得重大进展的情况下，有权将最终封禁日期再延长90天。这意味着TikTok最长将有360天的时间完成出售事宜，若TikTok选择不出售或超出截止日期，TikTok将在美国遭遇全面封禁。4月24日，参议院投票通过的第二天，拜登总统签字了。
- 4月15日，特朗普出席“封口费”案庭审，成为美国历史上首位接受刑事审判的前总统，而他同时又是一位总统候选人。“封口费案”的审理流程预计将持续6到8周。美国前总统 特朗普：这是政治迫害，这是前所未有的迫害。
- 4月26日上午，中共中央政治局委员、外交部长王毅在北京同美国国务卿布林肯举行会谈。王毅外长说，如果美国总是把中国当作最主要对手，中美关系就只会麻烦不断，问题丛生。王毅外长强调，台湾问题是中美关系第一条不可逾越的红线；中国人民的发展权利不可剥夺，停止炒作“中国产能过剩论”的虚假叙事，撤销对中国企业的非法制裁，停止加征违反世贸组织规则的301关税。
- 初步结论：中美在各领域激烈竞争和对抗将长期存在，但在美国大选年的背景下，中美竞争和对抗将被市场放大，形成更大的风险源头。¹¹

◆ 金价与美指在2024年3-4月继续维持不完美的负相关关系

伦敦现货金价/美元指数相互关系变动趋势
(2018.1--2024.4)



- 目前市场对美联储降息具体时点存有疑虑，降息可能在2024年7或9月；地缘政治方面美俄、美中、巴以关系依然高度紧张；
- 美国经济数据好坏不一，但避险资金依然流入黄金；黄金在美指高位震荡、甚至小幅反弹的情况下依然反弹并创造历史新高，负相关关系不甚完美；
- 黄金和美指同涨同跌的情况也在增多，集中体现在美国处于利率峰值并维持高息的阶段，这也是下一次危机的酝酿阶段。

• 截止4月24日，金价和美元指数在3-4月份基本维持了负相关关系，美指横向震荡偏多，金价大幅震荡反弹。

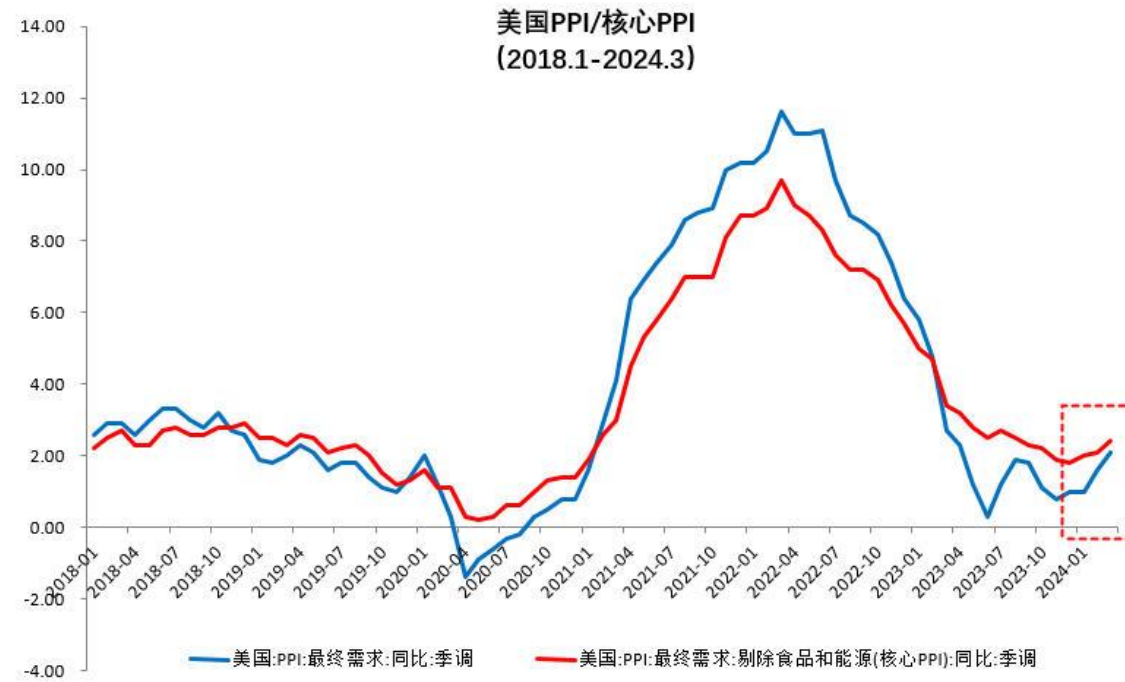
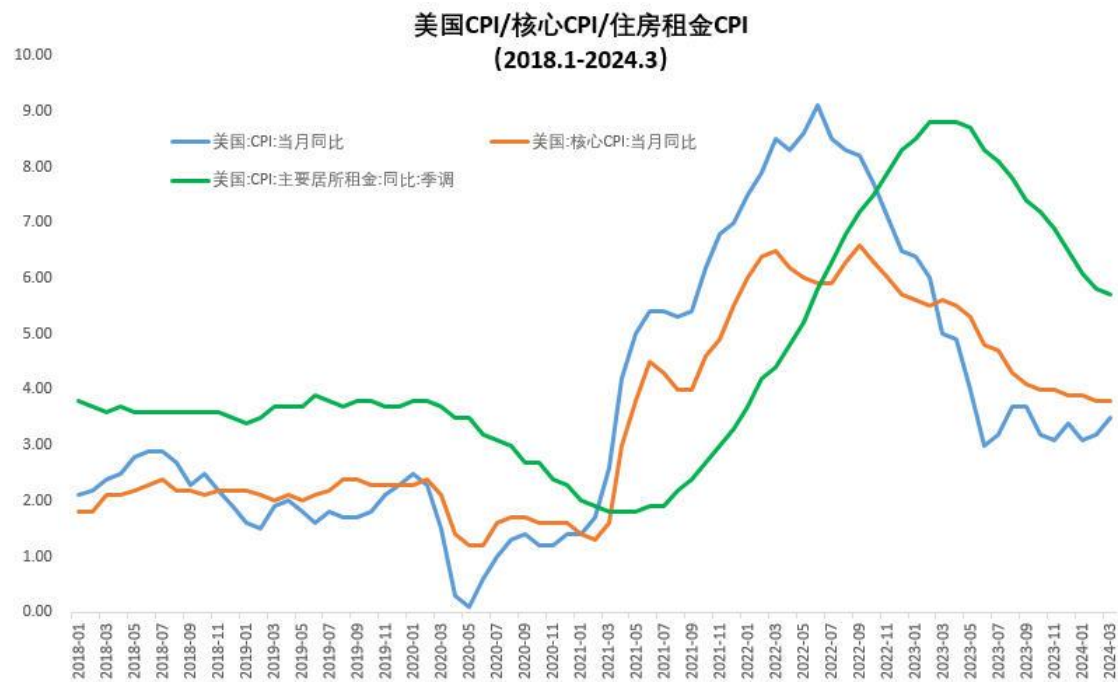
数据来源：Wind 冠通研究

冠通期货研究咨询部

市场预期美联储5月、6月不会降息

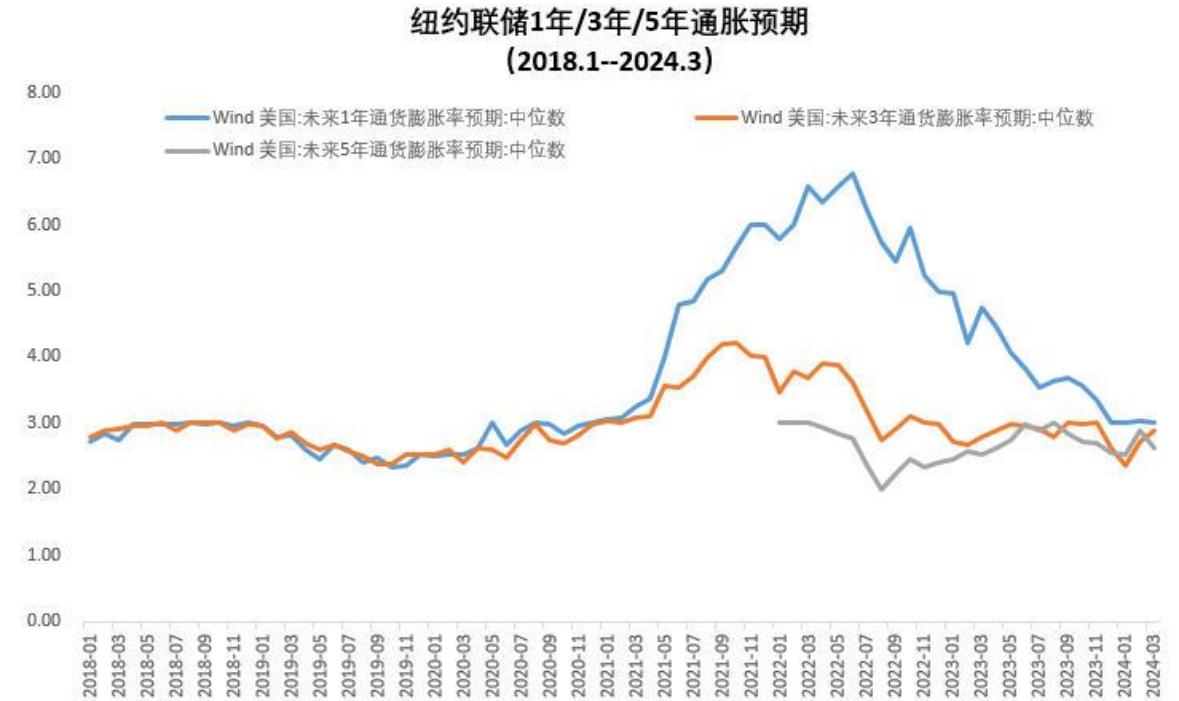
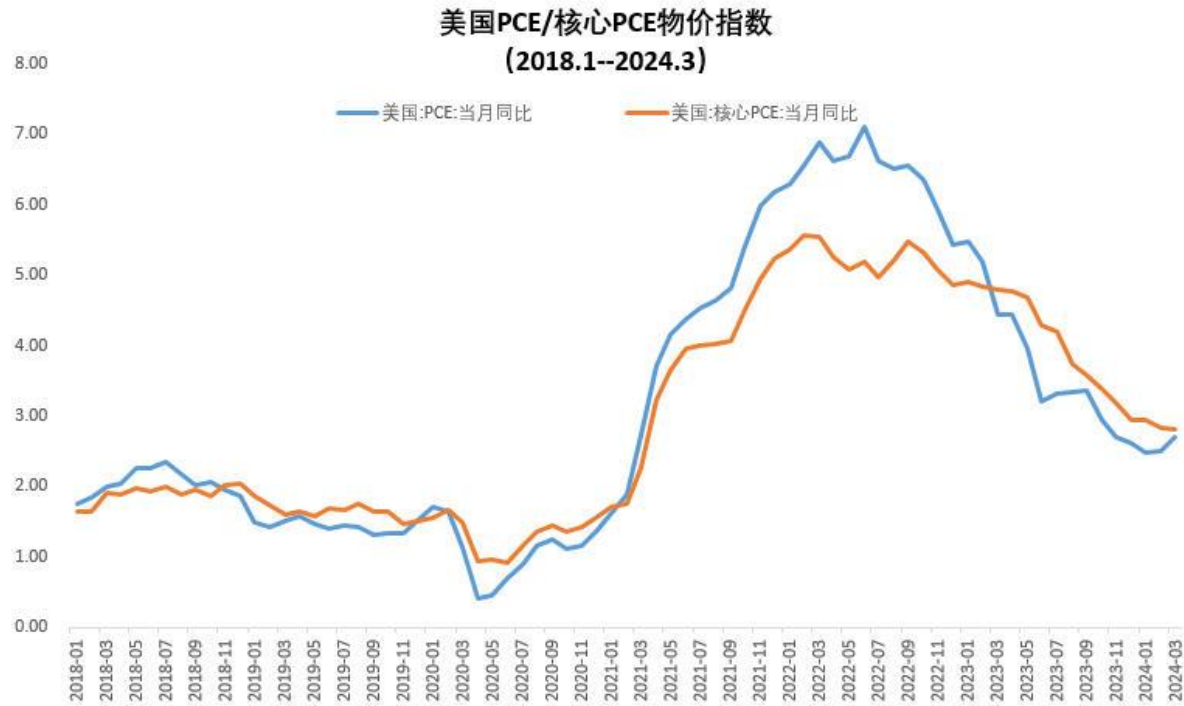
冠通期货研究咨询部

美国3月CPI/PPI超预期反弹



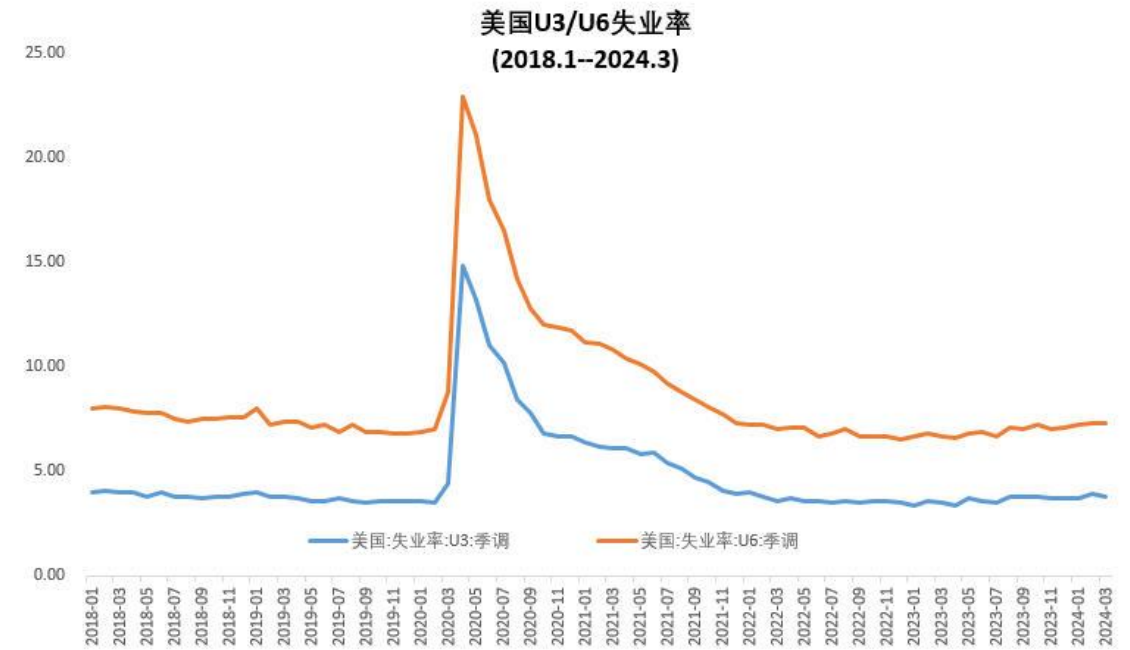
- 4月10日公布的美国3月CPI同比增3.5%，预期3.4%，前值3.2%；美联储更为关注的剔除食品和能源成本的美国3月核心CPI同比增3.8%，预期增3.7%；3月核心CPI环比增0.4%，预期增0.3%，为连续第三个月超预期；超级核心通胀，核心CPI服务指数环比飙升0.7%，同比飙升5.0%，是2023年4月以来最高；超级核心通胀的每个组成部分环比和同比均上涨；
- 4月11日公布的3月美国生产者价格指数（PPI）同比上涨2.1%，预期2.2%，为自去年4月份以来的最高水平；剔除波动幅度较大的食品和能源的3月核心PPI同比增2.4%，预期2.3%；3月美国PPI增长主要来自服务价格的上涨，服务价格也是近期通胀的最大来源；数据显示美国通胀反弹幅度有限，3月商品价格进一步下行，服务价格的增速也有所放缓。

PCE通胀出现反弹迹象，通胀预期回落同样不顺利



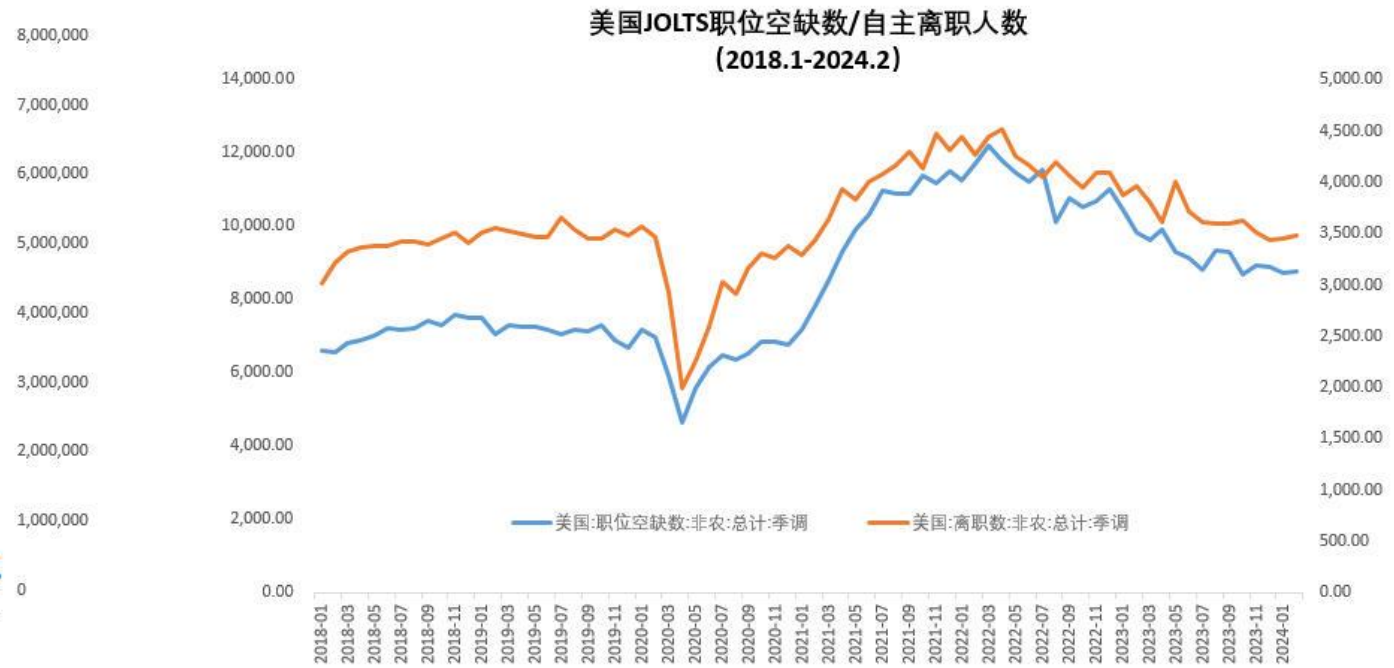
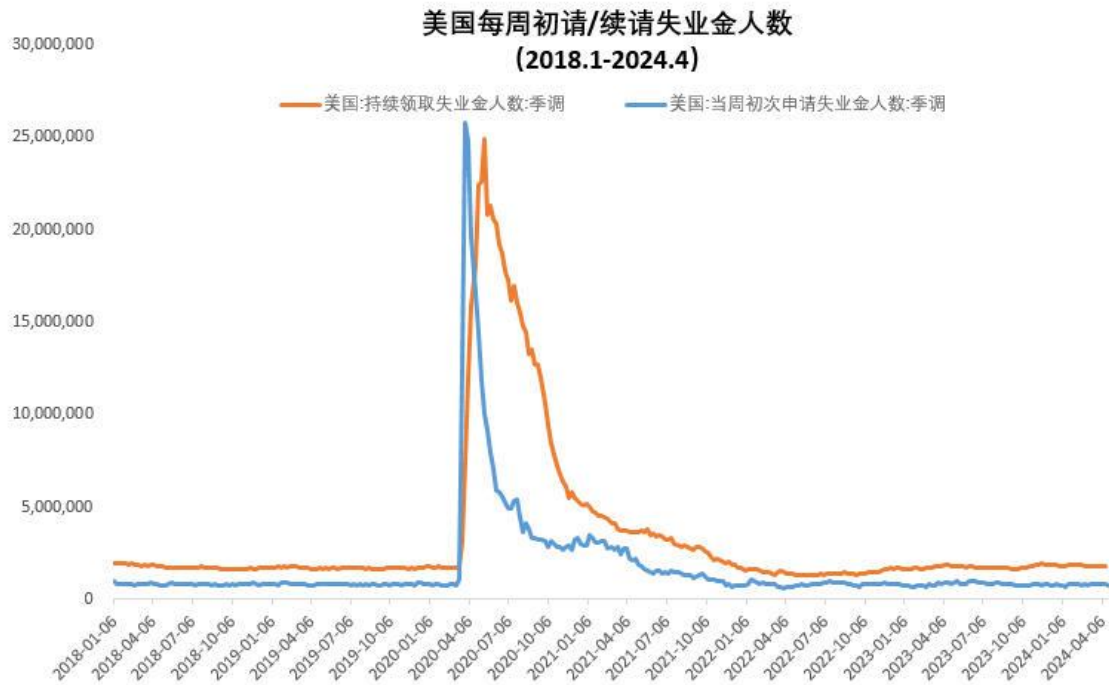
- 4月26日公布的美国3月PCE物价指数同比增速为2.7%，预期2.6%，前值为2.5%；美联储首选通胀目标、剔除食物和能源后的3月核心PCE物价指数同比增速为2.82%，预期2.7%，前值修正值为2.8%；按三个月年化计算，核心PCE物价指数跃升至4.4%；3月PCE数据公布后，市场押注美联储9月降息的概率由60%升至65%。
- 4月9日公布的纽约联储消费者预期调查显示，美国3月一年期通胀预期持稳于3%；三年期通胀预期上升至2.9%，2月为2.7%；五年期通胀预期降至2.6%，2月为2.9%。数据显示美国消费者对未来一年通胀的预期趋于稳定，中期通胀预期有所上升，长期通胀预期走低，此外人们越来越担心自己偿还债务的能力，对失业率的预期也在上升。

就业市场整体强劲，经济“不着陆”预期上升（1）



- 4月5日美国劳工部公布数据显示，美国3月非农超预期激增30.3万人，创下去年5月以来的最大增幅，预期21.4万人，超出了所有分析师的预期；前值由27.5万人下修至27万人，今年1-2月的就业人数增幅合计上调了2.2万人；劳动力参与率意外上升至62.7%，较2月份上升0.2个百分点，高于预期的62.6%；新增的就业人数主要由兼职拉动，全职工作总量减少了6000个，而兼职工作总量却猛增了69.1万个；
- 美国3月失业率3.8%，符合预期，较前值3.9%有所下滑；失业率已连续26个月保持在4%以下，创下20世纪60年代末以来最长记录；3月份U6失业率依然停留在7.3%的高位，显示就业中存在大量临时和兼职人员。

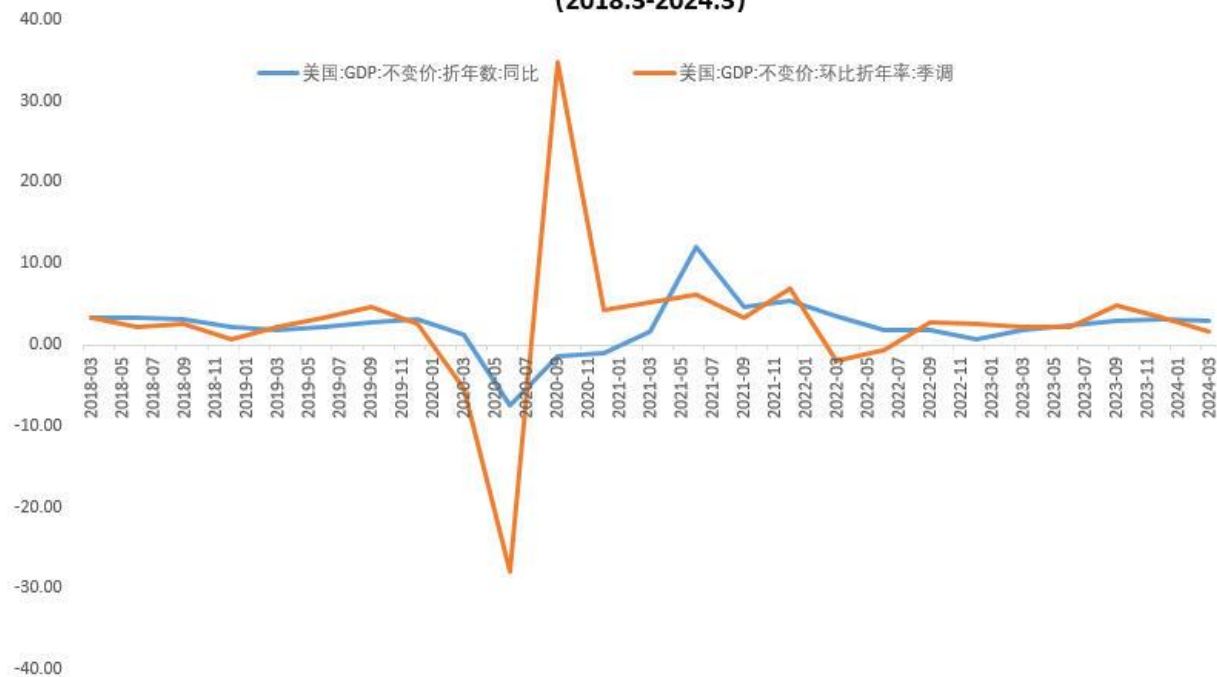
就业市场整体强劲，经济“不着陆”预期上升（2）



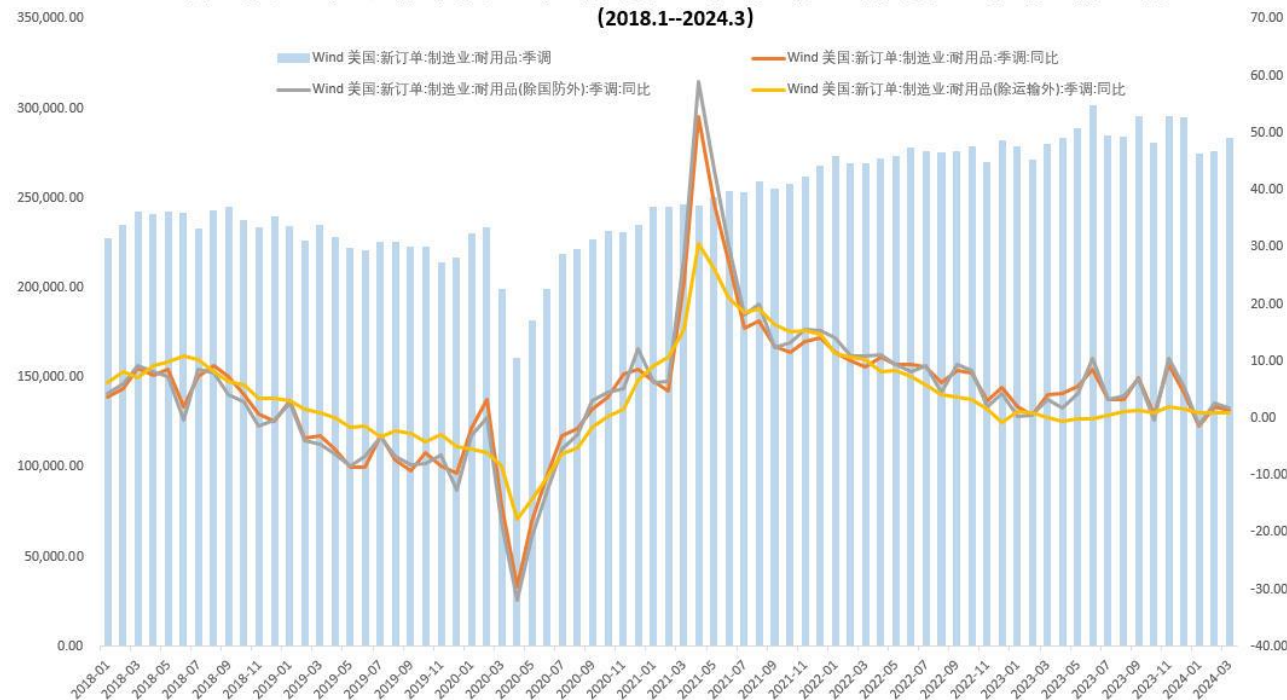
- 4月25日公布的美国至4月20日当周初请失业金人数为20.7万人，为2024年2月17日当周以来新低，预期21.5万；美国至4月13日当周续请失业金人数178.1万人，预期180.5万人；美国上周初请失业金人数意外下降，表明劳动力市场状况依然紧张；在新冠疫情期间和之后，企业因难以找到劳动力而囤积工人，并因强大的定价权而获得更高的利润。
- 4月2日公布的职位空缺和劳动力流动调查（JOLTS）结果显示，2024年2月末职位空缺数量为875.6万个，预期876万，1月数据从886.3万下修至874.8万；职位空缺与失业人数之比降至1.36比1，较2022年2比1的比例已有明显下降；2月份离职人员中主动辞职的人数为350万人，被解雇为170万人，辞职率和解雇率则分别为2.2%和1.1%。有报道指出，2.2%的辞职率是2020年以来的最低水平，这一指标可能表明在职员工对“找到更好的工作”信心不足。

美国经济“滞涨”的前兆已经出现

美国GDP同比/环比增减变动(季)
(2018.3-2024.3)



美国耐用品订单(左轴)/耐用品订单同比/耐用品订单(除国防)同比/耐用品订单(除运输)同比
(2018.1--2024.3)



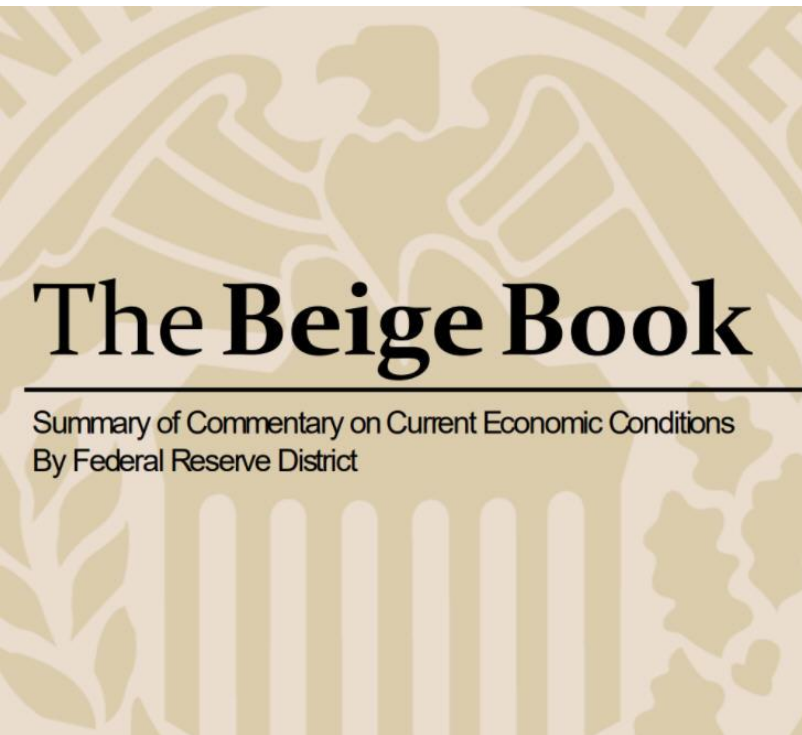
- 4月25日美国商务部经济分析局公布的美国一季度实际国内生产总值(GDP)年化环比增长1.6%，远不及预期的2.4%，更是比去年四季度3.4%的增速大幅放缓；一季度个人消费支出(PCE)价格指数年化环比增长3.4%，远高于前值的1.8%，同时也创下一年来最高增速；核心PCE当季增长3.7%，远高于美联储2%的目标水平。核心PCE是美联储最重视的通胀指标，因此市场预计美联储将进一步推迟初次降息的时间；
- 4月24日公布的美国3月耐用品订单环比初值增长2.6%，预期增长2.5%，这是去年以来的第八次下跌；耐用品订单同比下降2.2%，创疫情以来最大跌幅；美国3月核心资本货物订单同比下滑1.2%，为疫情以来最大同比降幅；设备投资在过去五个季度中有四个季度拖累了GDP，表明企业对资本支出持谨慎态度。

美联储3月会议纪要：确定5月无法降息



- 4月10日公布的美联储3月会议纪要显示，与会美联储官员认为，政策利率可能处于本轮紧缩周期的峰值，几乎所有（almost all）联储官员认为，若经济总体发展符合他们的预期，将适合今年某个时候降息。他们指出，“通胀下降的进程正沿着普遍预计会有些不平坦（uneven）的道路继续进行。”
 - 与会联储官员认为缩表进展顺利，“尽管如此，考虑到结束2017到2019年缩表的经验，与会者仍普遍认为，适合对进一步缩表采取谨慎态度。因此，绝大多数（vast majority）与会者认为，很快（fairly soon）开始放慢缩表速度是审慎之举。”
 - 有“新美联储通讯社”之称的记者Nick Timiraos发文称，联储官员之前每月让600亿美元的美国国债自动到期，现在可能要降低这一规模。
- 美媒注意到，本次会议纪要设置了一个名为“考虑放慢缩表速度”的小标题，虽然并未拿出任何决定，但大多数联储官员倾向于很快开始放慢缩表速度，且普遍倾向调整所持的美国国债、而不是机构抵押贷款支持证券（MBS）。
 - 纪要写道：美联储“与会者普遍（generally）指出他们不确定高通胀的持续性，并表示，最近的数据并没有增强他们对通胀持续下降至 2%的信心。”一些（some）与会者指出，地缘政治风险可能导致更严重的供应瓶颈或更高的运输成本，从而给价格带来上行压力，并指出这些事态发展也可能对经济增长造成压力。地缘政治事件或国内需求激增可能导致能源价格上涨，这属于通胀的上行风险。
 - 一些（some）与会者指出，金融环境的限制性及相关风险并不确定，这种限制性已经或可能低于预期，从而可能推升总需求，也给通胀带来上行压力。与会者还提到一些美国经济活动面临的下行风险，比如亚洲大经济体增长放缓、美国国内商业地产（CRE）市场环境恶化、美国的银行业压力可能卷土重来，以及裁员可能增加或许导致失业率相对而言迅速上升。
 - 初步结论：美联储3月评估了银行业动荡可能对经济产生的影响，认为美国经济今年晚些时候会发生轻微衰退；由于居住成本居高不下，美联储预计核心通胀回落的速度将慢于商品通胀。因此美联储官员认为，在5月的下一次议息会议上还需要继续适度收紧货币政策。

美联储4月褐皮书：通胀顽固，6月降息概率大幅下降



- 4月17日美联储公布12个地方联储编制的经济形势调查报告——褐皮书显示，美国经济小幅增长，工资压力有所缓解，企业报告称难以转嫁更高的投入成本；自2月下旬以来，美国总体的经济活动略有扩张。12个地区联储辖区中有10个报告经济增速小幅上升，另外2个称经济状况未有明显变化。
 - 总体而言，消费者支出几乎没有增加，但各地区和具体支出类别的情况相当不一致。有几份报告提到非必需品类支出疲软，因为消费者的价格敏感性仍然很高；个人消费支出占美国经济总量的约70%。
 - 劳动力市场方面，美国整体就业略有增长，有9个联储辖区报告说就业水平有“非常缓慢至轻度”的增长，另外3个称未录得变化。
 - 有8个地区联储辖区报告称薪资增速面临轻度上行的压力，另外4个称薪资增速未发生变化或仅有微幅上升。多个地区联储辖区称，年度工资增长率最近已经回归到历史平均水平。
- 褐皮书显示，物价涨幅整体平稳，总体上是适度的，与之前报告期没有发生太大变化。总的来说，联系人们预计美国通胀在未来将保持缓慢的步伐。有少数地区的制造商认为，近期通胀存在上行风险，投入品价格和产出价格可能走高。虽然原材料成本不一，但美联储一半的辖区注意到能源价格上涨。此外，有几个联储辖区指出保险费率上升。
 - 一个常见被提到的问题是，美国消费者的价格敏感度仍然很高。企业报告说，将上述更高的投入成本转嫁给消费者的能力在最近几个月内大大减弱，导致其利润率下降。媒体评论称，褐皮书关于就业、支出、通胀等的报告在一定程度上与最近发布的一系列美国经济数据不相符。美国近期数据显示，该国就业和消费者支出继续表现出令人惊讶的强劲态势，通胀抬头、处于较高水平。
 - 初步结论：经济增长实际上已经因高息处于限制状态，但通胀却依然顽固；以至于美国3月CPI数据公布后，市场对美联储6月份降息预期概率从数据公布前的50%左右大幅降至20%以下，对美联储年内降息次数的预期也从数据公布前的三次降为两次（每次25基点）。

美联储半年度金融稳定报告：通胀是头号风险



- 4月19日美联储发布半年度金融稳定性报告，称持续的通胀被视作金融稳定面临的头号风险，此外对冲基金的杠杆率至少创2013年以来新高、地缘政治问题、2024年美国大选等也被提及；美联储认为持续的通胀导致利率水平高于预期，被视为对金融稳定构成的最大威胁；“持续的通胀压力导致货币政策立场比预期更加紧缩，这是最常被提及的风险。”
- 经济需要放缓，以使通胀能够可持续地回到美联储2%的目标。美国家庭和企业资产负债表的稳健、银行的稳定性、以及缺乏即将到来的泡沫或其他威胁，都意味着经济放缓可能不会通过通常是货币政策传导的重要部分的金融或信贷渠道实现；
- 报告截止的3月，当时美联储官员们开始对通胀下行的进展持怀疑态度，并注意到降息的步伐可能不会像预期的那样快；这一情况伴随着4月公布的超预期的美国CPI报告得以更进一步，美联储指出，第二大被提及的威胁金融体系的风险是地缘政治问题；中东地区的紧张局势升级，以及俄乌冲突持续，需要注意的是，步入4月之后中东局势再度加剧。
- 报告还提到与11月美国总统大选相关的政策不确定性。美联储表示，虽然自上次报告发布以来，美国银行业总体保持稳健和有弹性，大多数银行继续报告资本水平远高于监管要求，但可获得的数据显示，对冲基金的杠杆率增长到历史高位，主要是由于最大型的对冲基金借款所致。
- 在盖洛普最近的一项调查中，55%的受访者表示“非常担心”通胀，另有24%的受访者表示“比较担心”。此外，52%的美国人认为，通胀是美国当前面临的一个比失业、移民和犯罪更大的问题。
- 截至4月19日，据芝商所FedWatch工具的最新数据，美联储在6月份启动宽松周期的可能性已大幅下降至约16%，而对9月份进行首次降息的预期则大幅上升至65%以上；截至4月24日联邦基金利率期货交易员现预计美国今年将降息43个基点，首次降息最有可能在9月；此前市场曾预计今年将从6月开始降息三次，每次25个基点。
- 初步结论：在抗通胀的任务并未真正完成情况下，不急于降息是正确立场；金融稳定报告预示着可能7月也无法降息，首次降息再次后撤；2024年全年都无法降息的可能性也存在。

2024年二季度/美联储政策展望

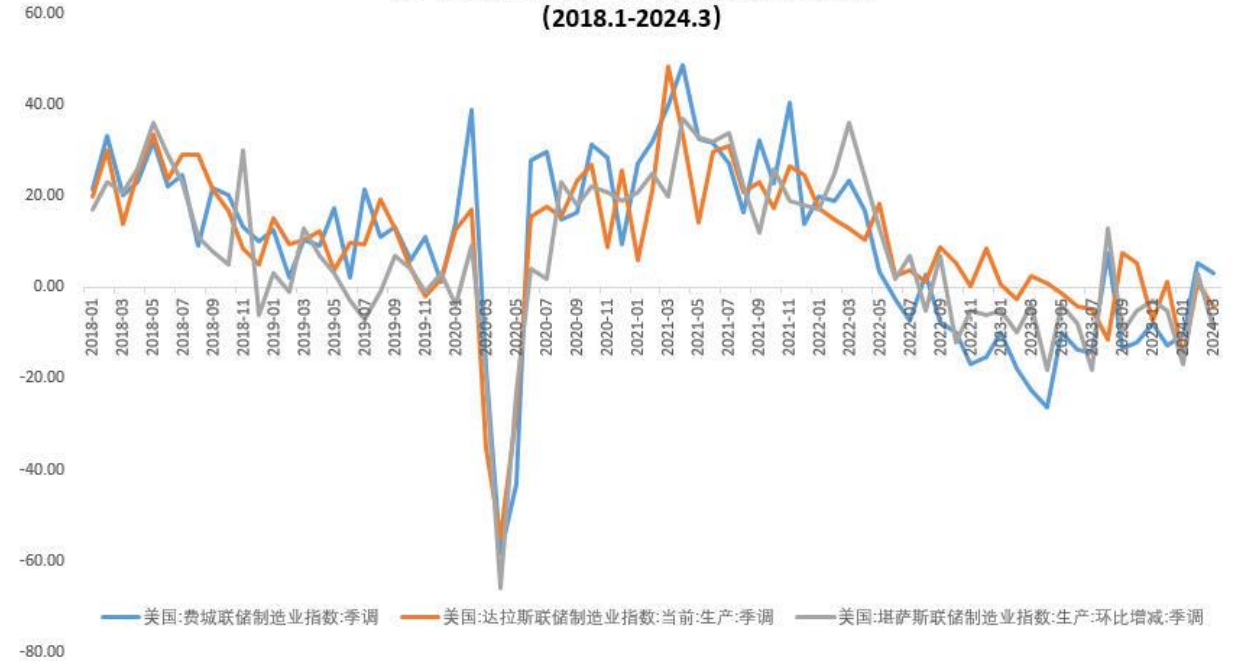
- 美国当下的核心CPI、核心PCE通胀依然在2%-4%区间，美联储已经实质处于利率峰值9个月，但通胀继续回落的步伐并不顺利；美联储内部也有观点认为高息维持的太久会导致经济衰退风险；美联储主席鲍威尔在3月议息会议后发言强调，“1-2月的美国经济数据未提振美联储对美国通胀进展的信心”；基本坐实了5月份、6月份也将维持现有利率水平不变；
- 目前市场预期美联储6月降息的概率小于20%，预期9月约有65%的概率开始降息；截止4月25日，互换市场不再完全定价美联储将于12月之前降息；此外，交易员预计美联储首次降息时间将推迟至12月；利率互换交易员现在预计，美联储2024年全年只会降息约35个基点；若9月首次降息，那么自2023年7月最后一次加息以来，高息状态将维持14个月之久；
- IMF最新发布的《财政监测报告》显示，预计美国明年财政赤字将达到国内生产总值（GDP）的7.1%，而其他发达经济体的平均水平仅2%。由于美国借贷成本与全球市场紧密相关，IMF指出，如果美国利率“突然大幅上升”，将导致全球政府债券收益率飙升，新兴市场和发展中经济体汇率波动。“这种全球利率溢出效应可能导致金融条件收紧，令各国面临的风险上升。”
- 初步结论：预计美联储仍有可能最快在三季度开始（7月）降息；9月降息可能性较大；在降息开始后，缩表也将放慢速度，不排除现有缩表计划在2024年年底前彻底停止。

实体经济—消费和制造业受到高息的长期抑制（1）

美国零售销售/核心零售销售同比变化
(2018.1-2024.3)



美国费城/达拉斯/堪萨斯联储制造业指数
(2018.1-2024.3)



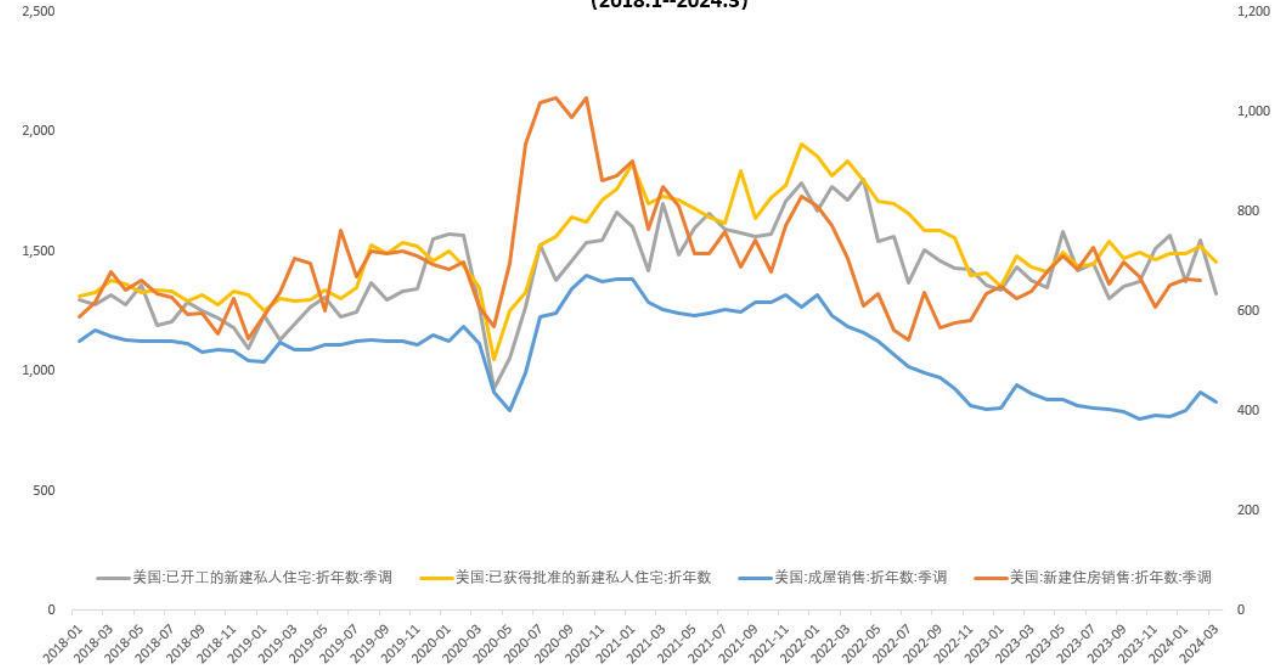
- 4月15日公布的美国3月份零售销售额环比增长0.7%，市场预期增0.4%；除汽车外零售销售环比增加1.1%，预期0.5%，前值0.3%；除汽车和天然气外零售销售环比增加1%，预期0.3%，前值0.5%；核心零售销售（剔除汽车、汽油、建筑材料和食品服务）环比增长1.1%，预期0.4%，创2023年2月以来最大涨幅；但根据通货膨胀（粗略地）调整后，“实际”零售额（非季节性调整）下降，过去17个月中，实际零售额有12个月出现下降。
- 4月25日，美国4月堪萨斯联储制造业综合指数为-8，预期-5，前值-7；4月18日，美国4月费城联储制造业指数15.5，预期2.3，前值3.2。4月15日公布的美国4月纽约联储制造业指数为-14.3，较前值-20.9上升了6.3点，但仍不及市场预期的-7.5。这是该指标连续第五个月低于零，表明制造业活动仍处于收缩区间。

实体经济—房地产在利率峰值下表现不佳（2）

NAHB住房市场指数/30年期抵押贷款固定利率变化 (2018.1--2024.4)



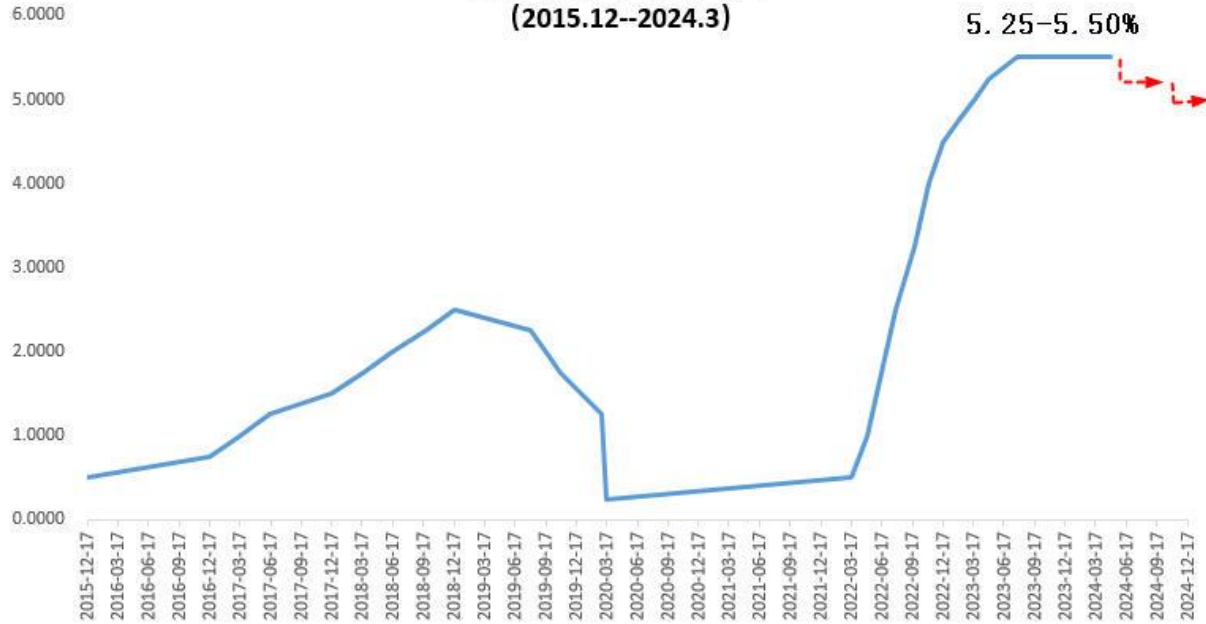
美国新屋销售（万套）（右轴）/成屋销售（右轴）/新屋开工/营建许可（千套） (2018.1--2024.3)



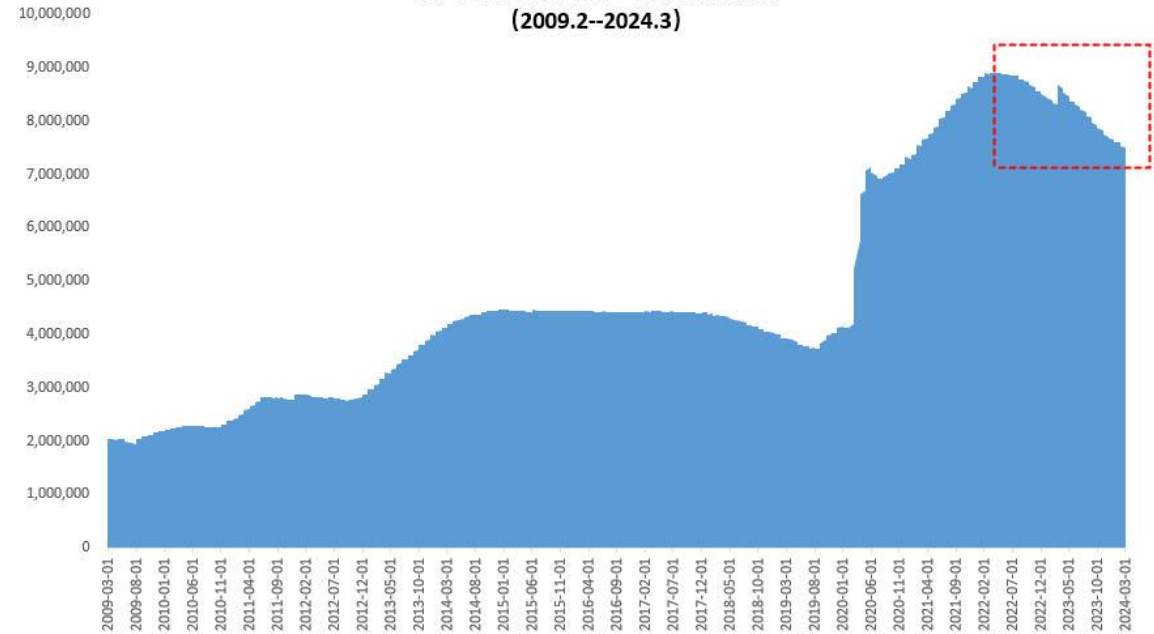
- 4月15日公布的美国4月NAHB房地产市场指数51，预期51，前值51；4月18日美国住房抵押贷款金融巨头房地美（Freddie Mac）公布的数据显示，美国30年期抵押贷款平均利率从6.88%跃升至7.10%，创下2023年年底以来的最高水平，更是2021年年底的两倍多。在高企的贷款成本冲击下，美国刚需的购房热情再度受到打压，美国房地产市场早前的回暖势头戛然而止。
- 4月18日美国全国房地产经纪人协会（NAR）数据显示，美国3月成屋销售总数年化419万户，预期420万户；3月成屋销售环比下跌4.3%，为2022年11月以来最大单月跌幅，预期为下跌4.1%；未经调整的成屋销售较上年同期下降了近10%；数据凸显按揭贷款利率高企和房价偏高对美国房地产市场所造成的影响；4月16日公布的美国3月私人新屋开工总数为132万套，市场预期148万套；新屋开建数字较2月份环比下降14.7%，较去年同期下降4.3%；3月份的营建许可环比下降4.3%，降至146万套，市场预期151万套。

利率持续处于峰值；美联储缩表进程将速度放缓

美国:联邦基金目标利率
(2015.12--2024.3)

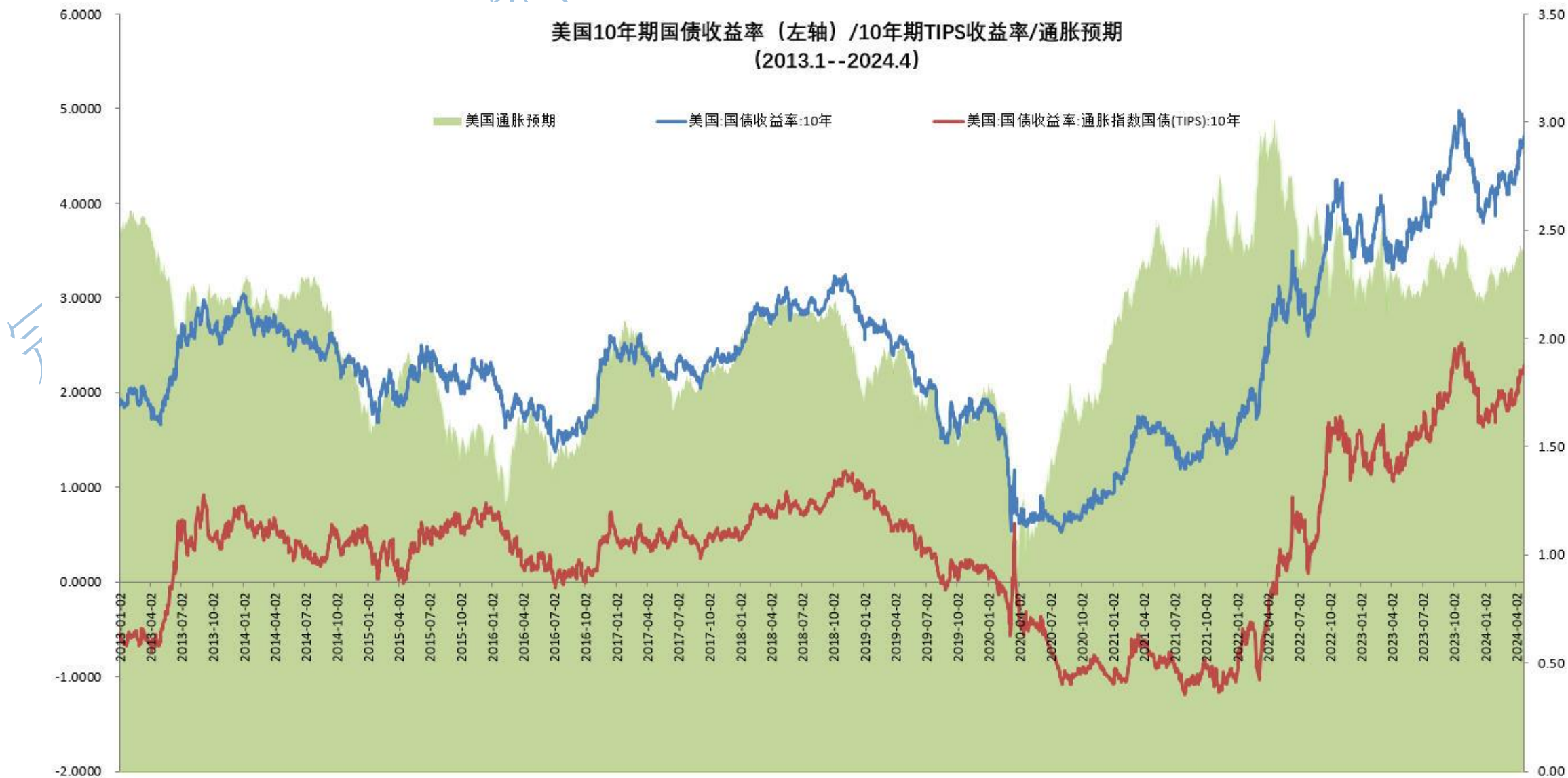


美国:存款机构:资产:储备银行信贷
(2009.2--2024.3)



- 目前美联储维持利率峰值已经9个月；目前芝加哥商品交易所美联储观察工具“FedWatch”显示，投资者预计美联储9月降息至少25个基点的概率为60.5%，预计12月降息至少25个基点的概率为82%；此外，交易员预计美联储首次降息时间将推迟至12月。利率互换交易员现在预计，美联储2024年全年只会降息约35个基点，远低于年初预测，当时预计今年进行六次以上幅度25基点的降息；
- 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；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。

通胀颠簸、通胀预期反弹，达到美联储“理想目标”仍需时间



IMF/世界银行/联合国对美国和全球经济的看法

- 4月16日，国际货币基金组织（IMF）发布最新一期《世界经济展望》，预计今年全球经济增速为3.2%，较今年1月的预测上调0.1个百分点。IMF表示，虽然全球经济仍保持显著韧性，随着通胀向目标水平回落，经济实现较为平稳的增长，但是增长并不均衡，仍将面临重重挑战；
- IMF预计，发达经济体的经济增速将小幅加快，预计将从去年的1.6%上升到今年的1.7%，明年将小幅增长至1.8%。IMF预计，美国的经济增速将从2023年的2.5%上升至2024年的2.7%，然后在2025年放缓至1.9%。IMF预计，欧元区的经济增速将从去年的0.4%增长至今年的0.8%，并且在明年回升至1.5%。然而，由于消费者信心持续疲软，且通胀和高利率将继续拖累其经济，与1月的预测相比，德国的经济增速被下调0.3个百分点，降至0.2%；
- 新兴市场和发展中经济体经济增长较为稳定，预计今明两年都将达到4.2%。不过，各地区之间存在显著的差异，其中，亚洲新兴市场和发展中经济体的经济增速有望在今年达到5.2%，明年达到4.9%，与1月的预测相比略有上调。IMF维持了对中国经济增速的预测，预计中国经济今明两年将分别增长4.6%和4.1%。对此，格奥尔基耶娃表示，中国经济实现超预期增长，在数字、绿色等领域保持良好发展势头。中期来看，中国将继续成为全球经济增长的关键贡献者。
- 《世界经济展望》指出美国近期的经济增长对全球经济有显著推动作用，但其背后的财政立场与长期财政可持续性不符，可能导致通胀和全球融资成本上升。IMF表示，美国政府必须做出让步，以维护全球财政和金融的长期稳定。近年来，美国实施了与疫情相关的刺激政策、基础设施和清洁能源投资以及高额利息成本，导致赤字支出持续增加。据美国国会预算办公室数据显示，公众持有债券占GDP比重将从2023年底的97%上升至2033年的114%，达到45.7万亿美元。
- 初步结论：美国经济和整个西方发达经济体都存在严重的内部问题，未来随着全球经济放缓，政府和企业债务、银行业危机可能再次爆发；美国目前处于上一轮危机的恢复阶段，同时也是下一轮严重危机的酝酿阶段。

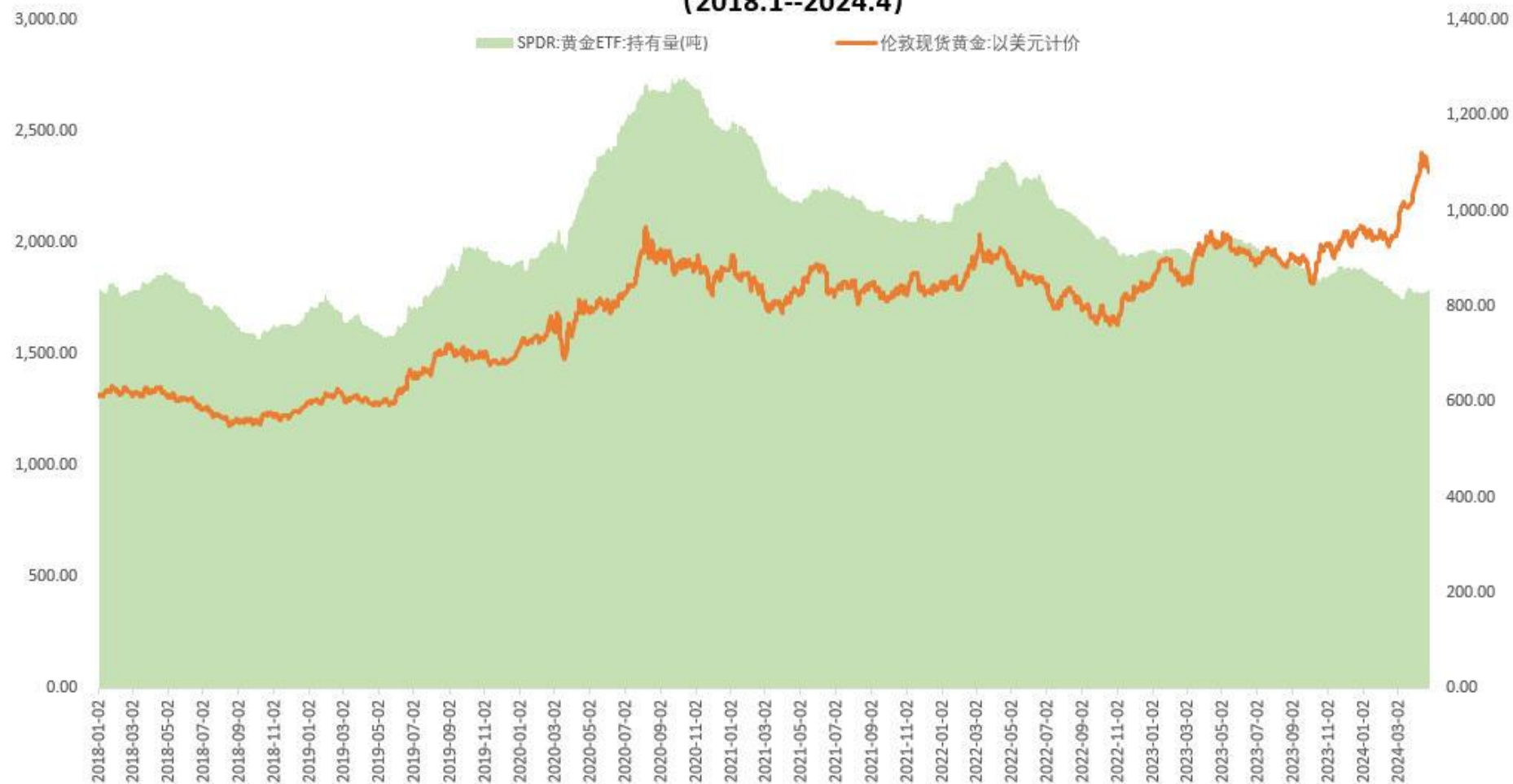
冠通期货研究咨询部

黄金/白银ETF表现不一，央行持续增加
黄金储备，全球去美元化持续

冠通期货研究咨询部

WGC: 黄金ETF持仓在2024年4月出现小幅流入

SPDR黄金ETF持仓量 (吨) / 伦敦现货金价
(2018.1--2024.4)



- 最大的黄金ETF——SPDR在2024年4月出现明显持仓流入，4月1日SPDR黄金基金持仓黄金826.98吨，至4月25日，持仓量下降为834.78吨，持仓增长约0.94%。
- 目前美国处于利率峰值，黄金持有成本处于最高阶段，大型投资者在这个阶段对股票、债券更感兴趣，但金价屡创历史新高，已经有部分长期投资者返回黄金ETF。



WGC: 白银ETF持仓在2024年4月微幅流出

SLV白银ETF持仓(吨)/伦敦现货银价 (2018.1--2024.4)



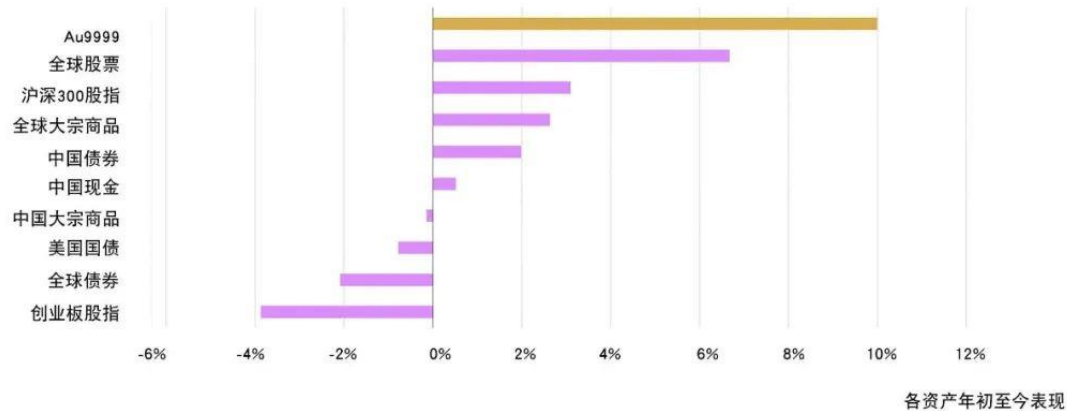
- 最大的白银ETF——SLV在2024年4月持仓微幅流出，4月1日持仓13399.59吨；截止4月25日持仓13363.04吨；4月持仓累计下降0.27%；
- 4月份银价整体冲高震荡并回落，白银ETF小幅下滑，这显示大资金暂时对白银ETF缺乏兴趣；但随着白银的工业属性进一步增强，投资者看好银价未来会随着经济复苏而上涨，工业用银需求上升将支撑银价。

WGC: 2024年1季度SGE出库量保持强劲; 人民币黄金收益领先

WGC: 2024年1季度上海黄金交易所黄金出库量创历史新高



WGC: 2024年1季度人民币金价收益表现优秀



- 2024年1季度, 上海黄金交易所的黄金出库总量为522吨, 同比增加57吨, 创下自2019年以来的一季度新高。此外, 该出库量也比10年均值高出43吨。尽管3月的黄金需求不及往年, 但有史以来最强劲的1月表现以及高于平均水平的2月表现仍支撑了一季度整体的上游实物黄金需求。而推动这一需求的主力军包括: 零售商春节前的积极补货、2024年初的强劲消费以及整个一季度的投资需求上升。
- 2024年3月黄金表现优于其他主要资产, 将人民币金价一季度的回报率推高至10%。2024年迄今为止, 黄金诱人的回报、房地产行业的不确定性以及人们对本币的担忧, 均成为国内投资者对黄金兴趣提升的主要因素。
- 3月金价飙升或多或少影响了上游实物黄金需求。3月份, 上海黄金交易所的黄金出库量为124吨, 较上月小幅下降3吨, 较去年同期下降33吨。3月上游黄金需求通常会出现季节性增长, 因为制造商往往会在春节假期(通常在2月份)传统消费季后进行补货。但2024年金饰零售商在金价反弹时对补充库存犹豫不决, 这也是3月黄金出库量同比下降的一个关键因素。

2024年3-4月全国各地黄金销售、回购均出现高潮!

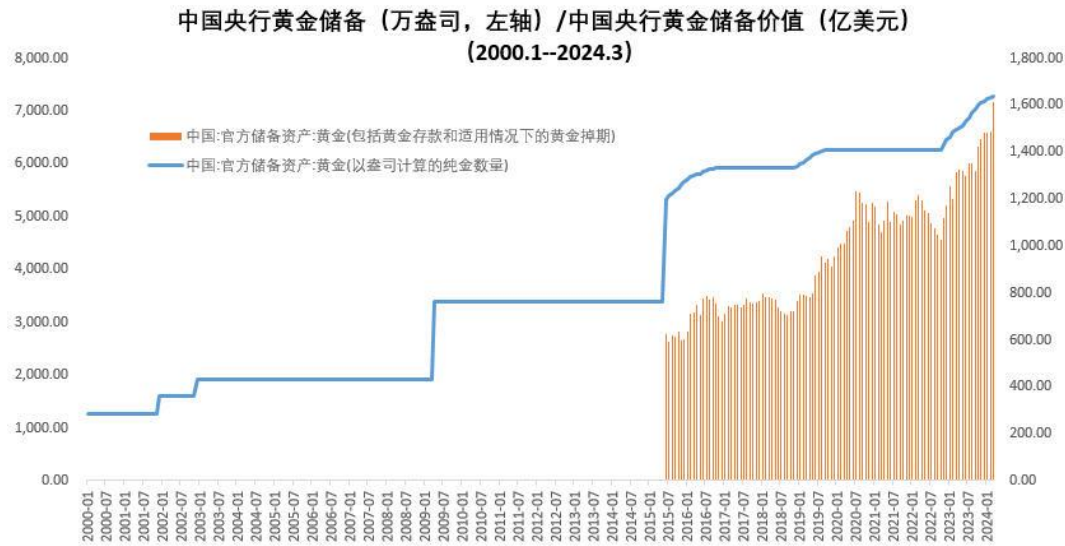


- 4月26日中国黄金协会公布最新统计数据：2024年一季度，全国黄金消费量308.905吨，与2023年同期相比增长5.94%；其中：黄金首饰183.922吨，同比下降3.00%；金条及金币106.323吨，同比增长26.77%；工业及其他用金18.660吨，同比增长3.09%。
- 4月21日澎湃新闻报道，在上海的多家银行，近期黄金回购量维持高位，并且大客户频出，有人甚至出手11公斤，套现600多万元。由于回购业务耗时较长，为了应对客户激增，有的银行网点还增加了办理柜台。
- 2024年一季度，上海期货交易所全部黄金品种累计成交量双边2.90万吨（单边1.45万吨），同比增长14.89%，成交额双边12.53万亿元（单边6.26万亿元），同比增长33.98%。2024年一季度，受金价上涨提振，国内黄金ETF持有量上升至66.96吨，较2023年底61.47吨增长5.49吨，同比增长8.93%。

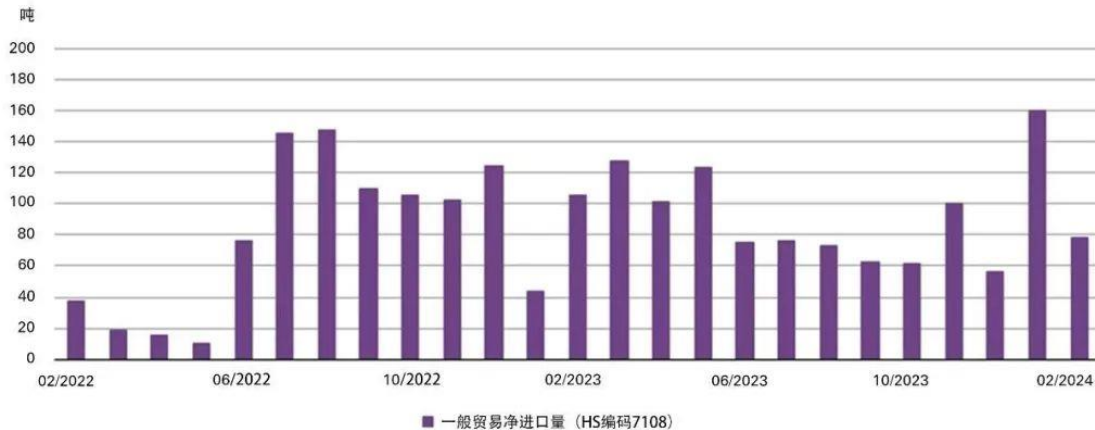
2024年伊始，一场“中国黄金新年专供展销会”在国内最大的黄金珠宝交易集散地深圳水贝举办，1000余名加盟商代表、8家中金珠宝权属直营体系企业、全部31家中国黄金供应商参展。首次设立的中国黄金专供产品展位实现新品销量近2吨，折射出新年中国黄金消费“开门红”。

WGC: 2024年3月中国央行连续第17个月增持黄金储备

2024年3月中国央行再次宣布增加黄金储备



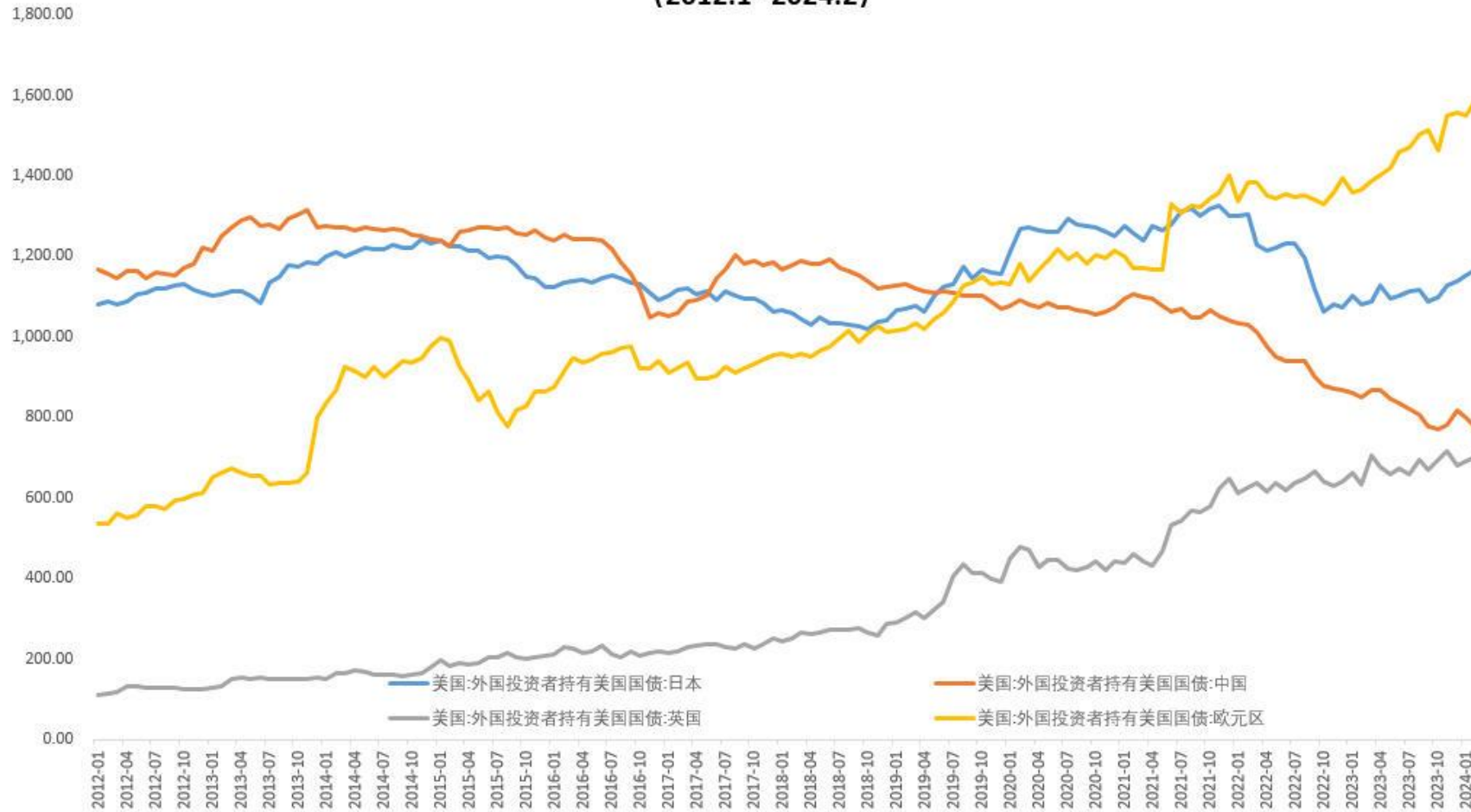
2024年1季度黄金进口反映了黄金需求的变化



- 2024年3月，中国人民银行的强劲购金态势仍在继续。中国官方黄金储备连续第17个月增加，3月增储5吨至2,262吨。目前，黄金占中国外汇储备总额的4.6%，在金价飙升的情况下，较前几个月有显著增长。2024年1至3月，中国人民银行累计宣布购入黄金27吨。
- 自2022年11月我国黄金储备再度开始增长以来，中国官方黄金储备已累计增加314吨。此外，以美元计价的外汇储备增加了5%，官方黄金储备总吨数则增加了14%，总价值激增了44%。
- 中国海关最新数据显示，2024年1月中国净进口黄金160吨，较上月环比大幅增长104吨，创下1月新高。主要驱动因素包括有史以来最强劲的1月上游实物黄金需求，以及境内外金价价差的大幅增加。2月，中国黄金净进口量为79吨，较1月减少82吨。月度进口量的大幅回落也反映了2月上游实物黄金需求的变化。受春节假期影响，2月交易日天数减少，也成为进口量的限制因素。
- 2024年3月中国境内外金价平均价差为26美元/盎司，较上月下跌21美元/盎司。总体而言，这一月环比跌幅反映了国内黄金需求的疲软现象，而一季度整体的境内外金价平均价差为40美元/盎司，为有史以来最高的一季度价差，反映出国内需求强劲的一面。

2024年2月主要美债持有方对美债增减不一

外国投资者持有美债日本/中国/英国/欧元区 (10亿美元)
(2012.1--2024.2)



- 4月18日美国财政部公布了2024年2月的国际资本流动报告(TIC)。报告显示,随着美债价格在开年大跌,美国主要海外“债主”在2月纷纷增加了对美国国债的持仓力度,前十大“债主”中有六个在当月增持,总持仓规模也创下了纪录新高。
- 在前十大美国海外“债主”中,有六个在当月增持了美债,仅中国以及三个著名的欧洲离岸金融中心——瑞士、爱尔兰和开曼群岛在当月出现减持。
- 日本仍继续蝉联着最大美国海外“债主”的称号。日本2月增持了164亿美元美国国债,其持仓规模也达到了惊人的11679亿美元。
- 中国2月持有的美国国债减少227亿美元至7750亿美元,持仓规模在去年年底连增两个月后已连降两月,总持仓规模重新开始接近了去年10月的低位。

全球去美元化——美国债台高筑不可持续，导致美元信用贬值



- 截至2024年3月8日，虽然美国联邦公开的债务总额近34.5万亿美元，但是根据美国会计真相协会的最新报告显示，联邦债务总额已经高达157万亿美元，平均每个美国纳税人为此背负约98.7万美国债务。截至2023年底美国联邦实际的债务负担，相当于比公开的数值高出约119万亿美元，这些资金可归因于66.2万亿美元的医疗保险承诺和50.3 万亿美元的社会保险承诺。因为这都是联邦此前向美国民众的承诺，但目前为止，这些无准备金的社会保险承诺，尚未拨出资金。
- 而按照对应的实际债务比公开债务高出的比例来计算，相当于尽管联邦2023年预算赤字为1.7万亿美元，但实际财务状况却恶化了7.9万亿美元。对此，会计真相协会认为，作为全球最大债务国，美国债务经济模式堪称全球最大庞氏金融骗局。如果按上述负债水平评级，美国债务实际上应该是“F”级，而不是目前的AA+或AAA。之所以美国目前还拥有相对较高的主权信用评级，这一切都是美元作为全球储备货币支撑的产物。
- 截至3月8日公布的美国最新消费者信贷数据显示，随着信用卡利率升至新纪录，美国的信用卡债务跃升至历史新高。如下图，美国消费者的循环信贷总额已推至创纪录的1.327万亿美元，这超越了大流行之前的趋势线，而美国人的储蓄率则处于历史最低水平。与此同时，在非循环信贷方面，1月增加了110亿美元，达到创纪录的3.712万亿美元。
- 美国财长耶伦自今年以来，仅在谈及联邦公开的34万亿美元债务总额时，就忧心忡忡地表示，“34万亿美元是一个可怕的，失控的天文数字。”“按照美联储现在5.25%-5.5%的基准利率会使这个国家最终走向破产。”“联邦已经认识到美国中产家庭正在面临高企的账单，当务之急是需要尽快解决支出成本。”不过，耶伦也深知，美国经济已经无法摆脱对债务的依赖。
- 初步结论：经济学家吉姆·博瓦德3月8日称，随着债务的激增，美元的购买力自2021年以来已经缩水至少18%；美国人遭受了自卡特时代以来最严重的通胀蹂躏。自美联储1913年成立以来的百多年间，美元已经失去了近99%的购买力。金价一再冲向历史新高，美元乃至对整个美国的“信用贬值交易”功不可没，美国债台高筑的恶劣状态不改变，预计金价将再创历史新高。

全球去美元化——从支付方式到储备货币都在发生变化



- 全球“脱美元化”的行动不仅是口号，一个国际联盟已开始实际操作。据伊朗法尔斯通讯社报道，包括伊朗、印度在内的亚洲9国（亚洲9国清算联盟）计划在2024年5月启动SEPAM系统，这个系统将取代以美元为主导的SWIFT系统。
 - 据悉，亚洲9国清算联盟将在接下来的半年内准备通讯系统，该期间将采用伊朗的金融系统SEPAM，并将使用人民币、卢布、卢比等货币进行结算，绕过美元。
 - 为绕过环球银行金融电信协会（SWIFT）美元结算系统，欧洲于2019年初推出“贸易往来支持工具”（INSTEX）。2020年3月，欧洲同伊朗在INSTEX结算机制下达成首笔易货贸易。目前，法国、德国、英国、比利时、丹麦、芬兰、荷兰、挪威和瑞典等国都已加入该机制。
- 2022年4月，以色列央行将加元、澳元、日元和人民币首次纳入其外汇储备。此前，该国只持有美元、英镑和欧元3种货币。今年1月，沙特也在达沃斯经济论坛上表示，对以非美元结算贸易持开放态度。国际货币基金组织（IMF）报告显示，美元在全球外汇储备中所占的份额逐步下降，这突显出全球对替代货币的需求不断增长。截至2023年第二季度，美元在全球外汇储备中占比约为58.9%，在20年间下降超过10个百分点。
 - 据俄罗斯塔斯社报道，2024年4月22日，俄罗斯外交部长拉夫罗夫在莫斯科出席会议时表示：“尽管西方国家试图阻挠，但俄中经贸合作正积极发展，双边经济关系几乎完全去美元化。如今，90%以上的相互结算已转换为本国货币。”（在2022年初的时候，本国货币在俄中支付中的份额只有25%左右）据俄罗斯外贸银行（VTB）公布的最新数据显示，截至2023年底，人民币占俄罗斯人外币储备的比重已经达到25%，人民币也成为继美元之后，俄罗斯人第二大受欢迎的外币。另外在莫斯科交易所的外汇交易中，2023年人民币的交易份额已经接近42%，超过美元的40%位居第1位，另外欧元以18%的份额排在第3位。
 - 初步结论：美国的金融霸权政策令世界各国产生躲避美元的意愿，美元自身信誉在美联储的降息—加息周期中不断下降；人民币成为美元最合格的替代品，获得新、老金砖国家和部分发达国家的认可，全球去美元化进程已经不可逆转。

免责声明

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。

冠通研究咨询部

THANK YOU

冠通期货