

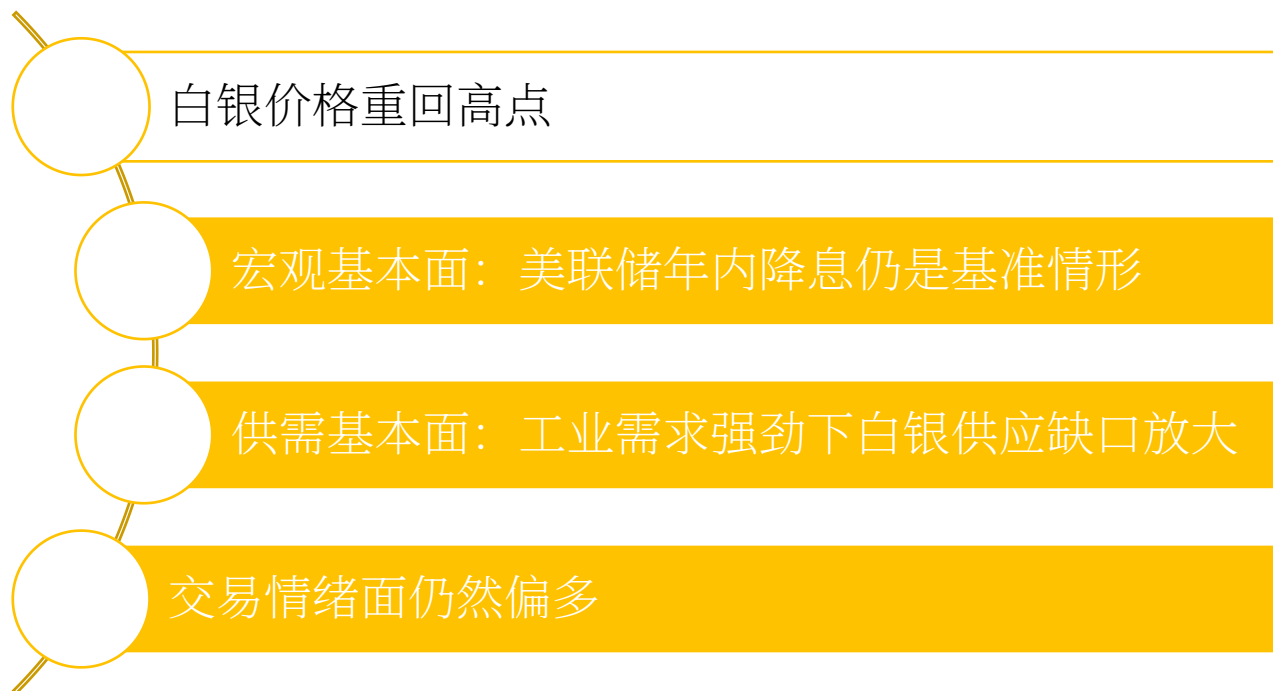
# 宏观策略： 美联储降息周期利好白银上涨

金信期货研究院

2024/05/17

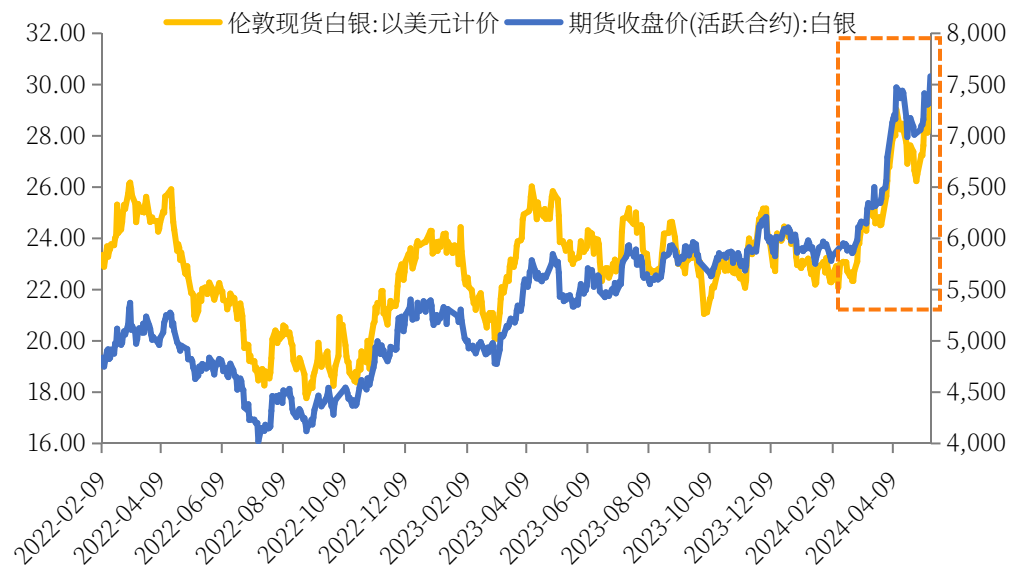
黄婷莉 F3073548 Z0015398

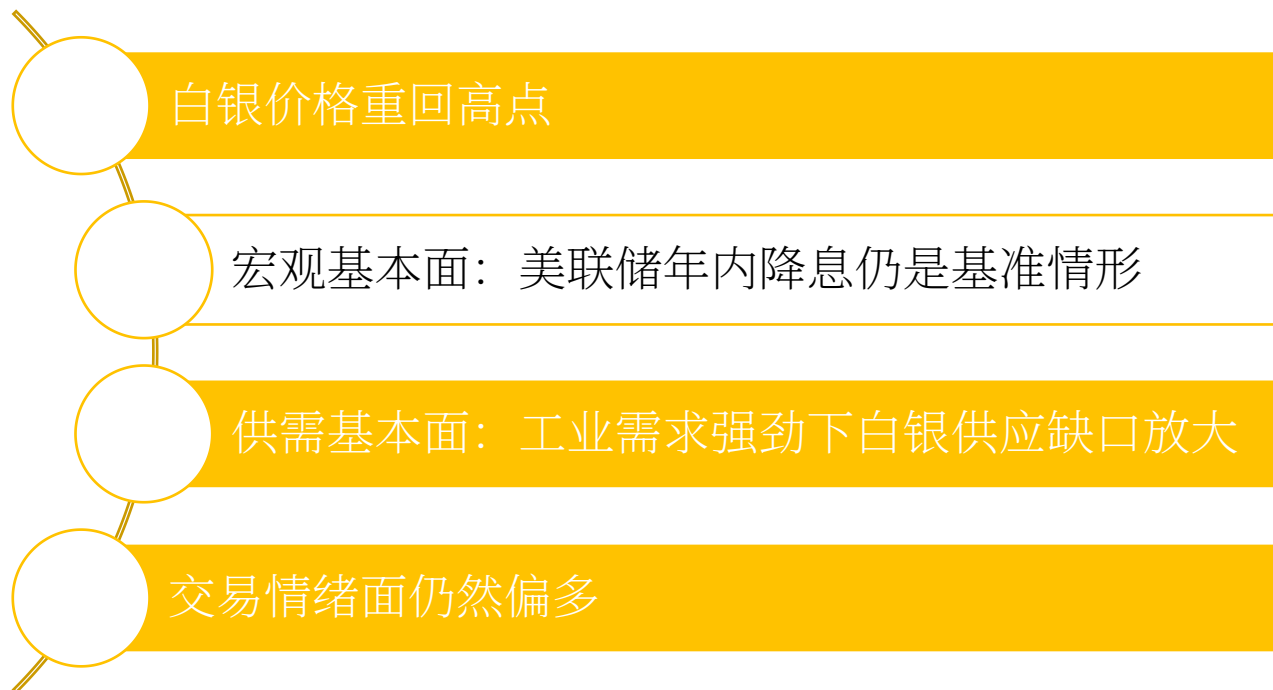




# 三季度降息预期重燃，黄金白银重回高点

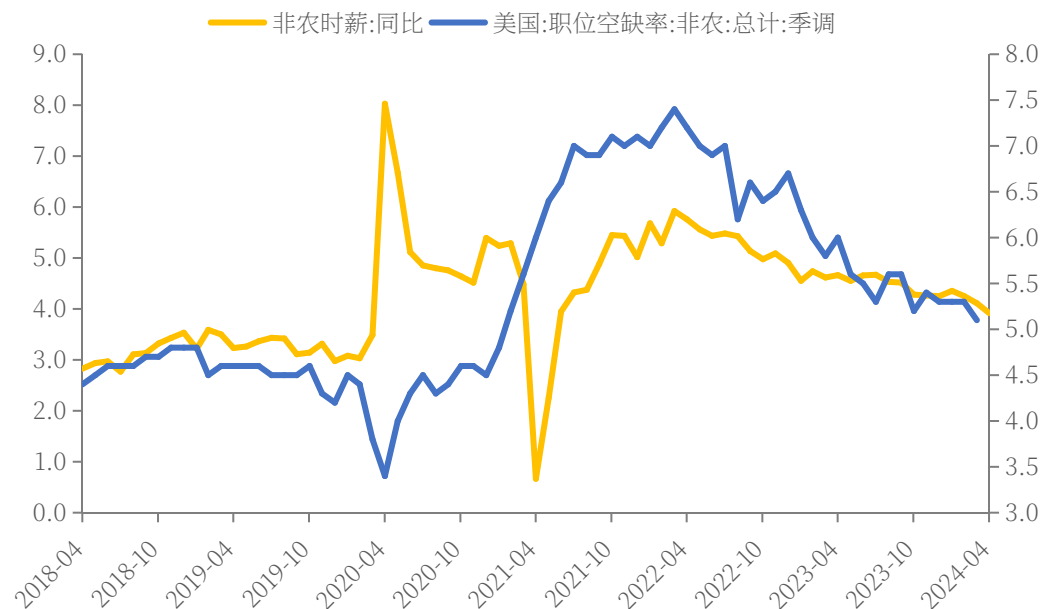
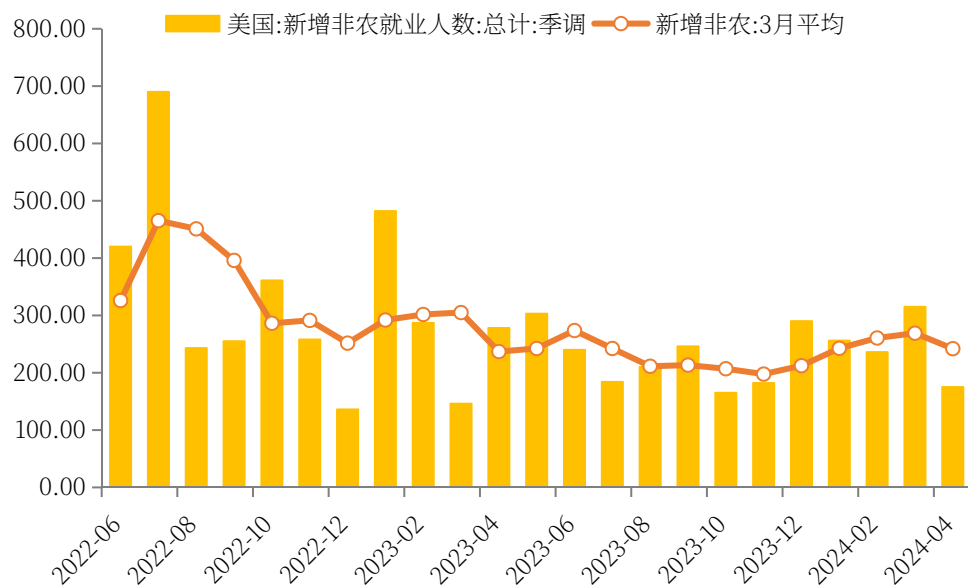
- Ø 前期通胀超预期回升下降息时点被推迟，贵金属高点回调。而随着5月美联储议息会议维持利率不变、鲍威尔近期讲话称美联储需要更长时间才能积累降息所需的信心，并未释放更加鹰派的信号，且并不认为下一步行动可能是加息，近期交易员重新关注美联储今年的宽松前景，5月初以来贵金属价格稳步回升。
- Ø 本周美国4月CPI数据显示通胀重回下降通道，9月降息以及年内两次降息的预期得到巩固，黄金白银价格快速上涨，再度逼近前高。





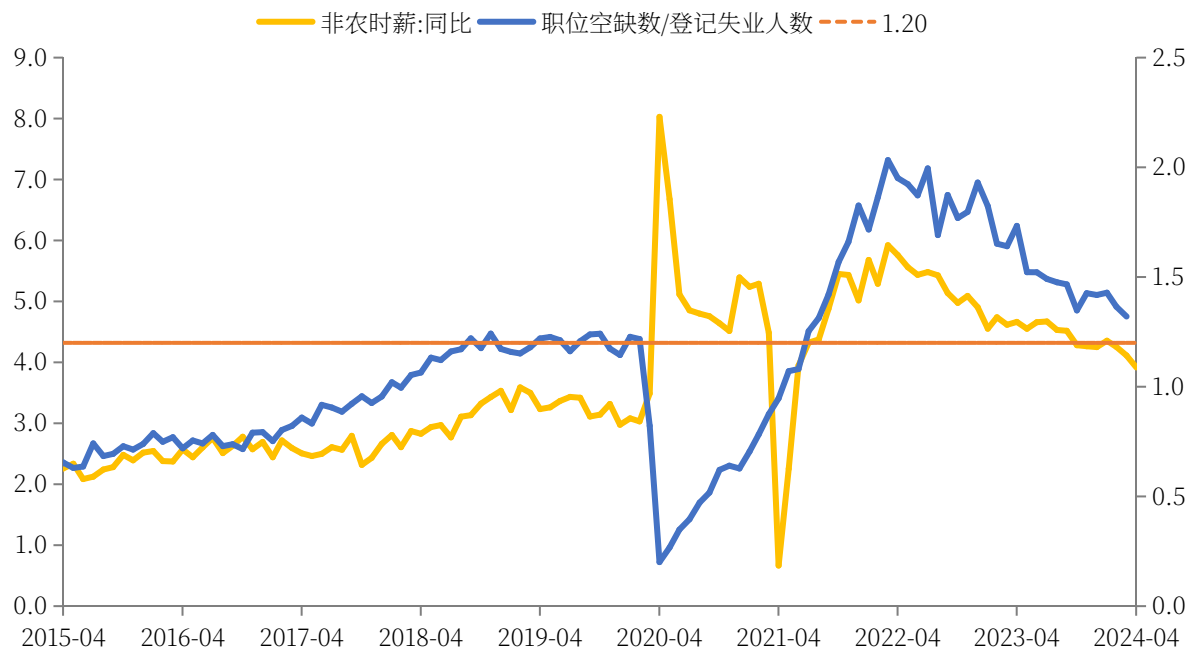
# 4月非农就业数据走弱，经济韧性减弱

Ø 4月非农就业显著低于预期，仅为17.5万人，失业率上行至3.9%，不过以3月移动平均来观察，非农数据在经历了4个月趋势回升后首度回落，单月非农数据的变化斜率并不代表趋势，未来还需继续观察。不过建筑业就业、服务类消费新增就业、政府部门新增就业的放缓可能有一定趋势性。



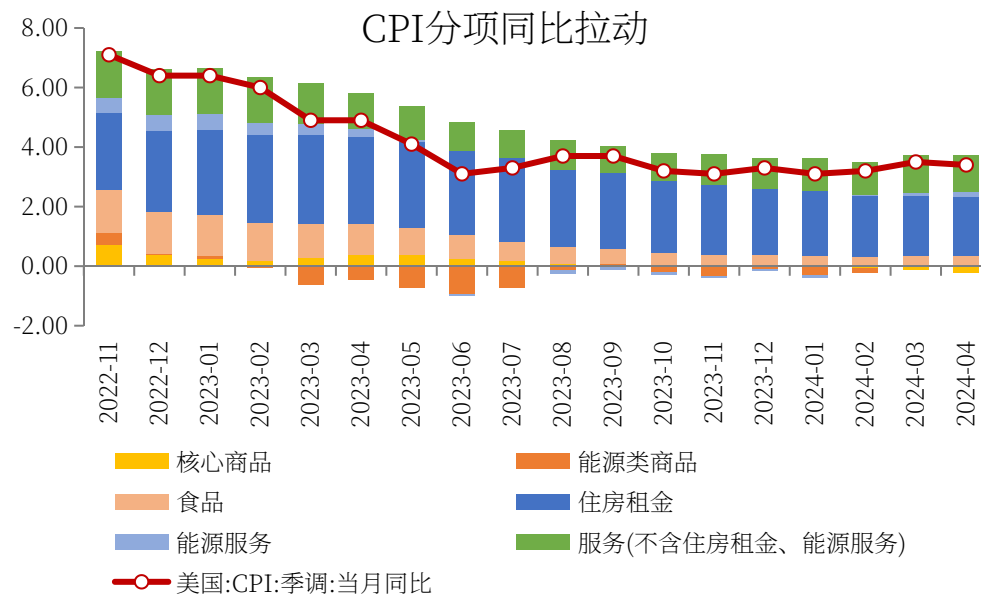
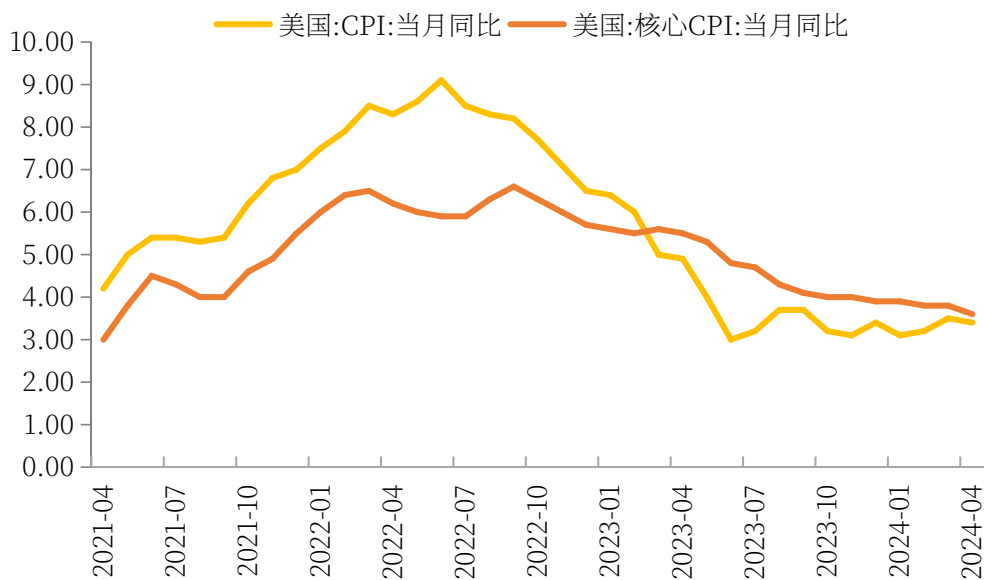
# 就业供需缺口收窄下薪资增速压力回落

- Ø 薪资数据较非农更有韧性一些，但整体延续着逐步放缓的特征。往后看，就业供需缺口持续收窄仍是一个趋势特征。4月职位空缺和失业率比例为1.31，小幅低于前值的1.32，且接近疫情前1.2水平。
- Ø 此外，作为薪资增速的领先指标，3月离职率从2.2%回落至2.1%，亦反映就业市场在逐步松动。



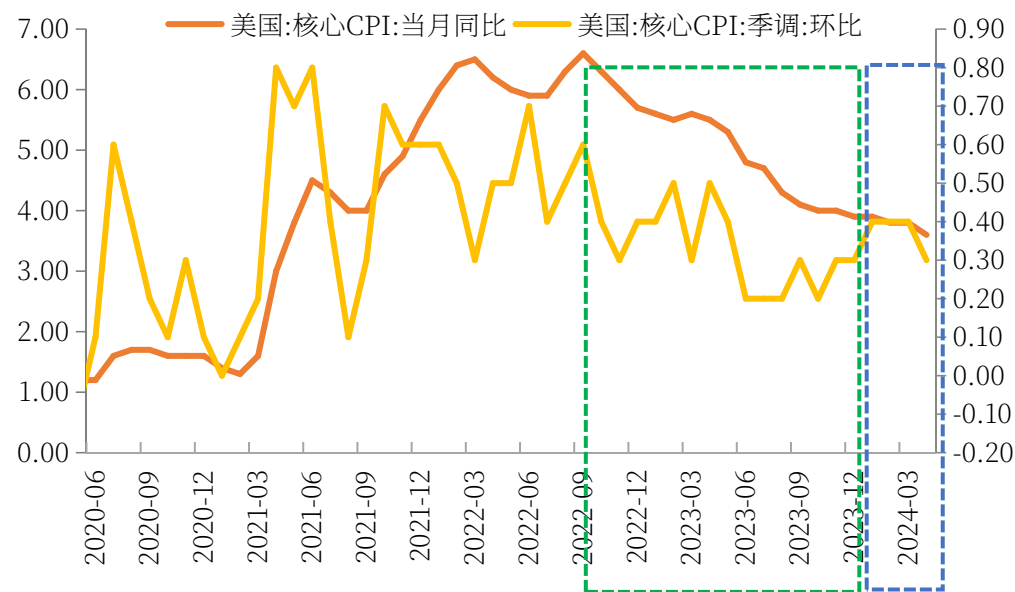
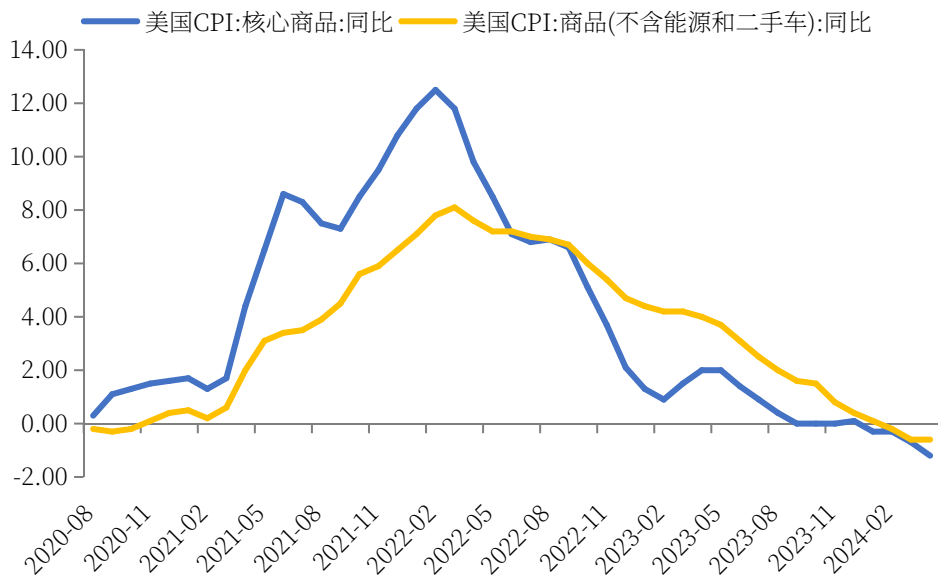
# 4月CPI重回下行

- Ø 美国4月通胀数据整体符合市场预期，同比中枢继续回落，继前两个月超预期反弹后再度回落。4月CPI同比增3.4%，持平于预期的3.4%，低于前值的3.5%；CPI环比0.3%，预期0.4%，前值0.4%。
- Ø 核心商品通胀持续回落，而核心服务偏强是通胀下行缓慢的主要原因。



# 核心服务偏强是通胀下行缓慢的主要原因

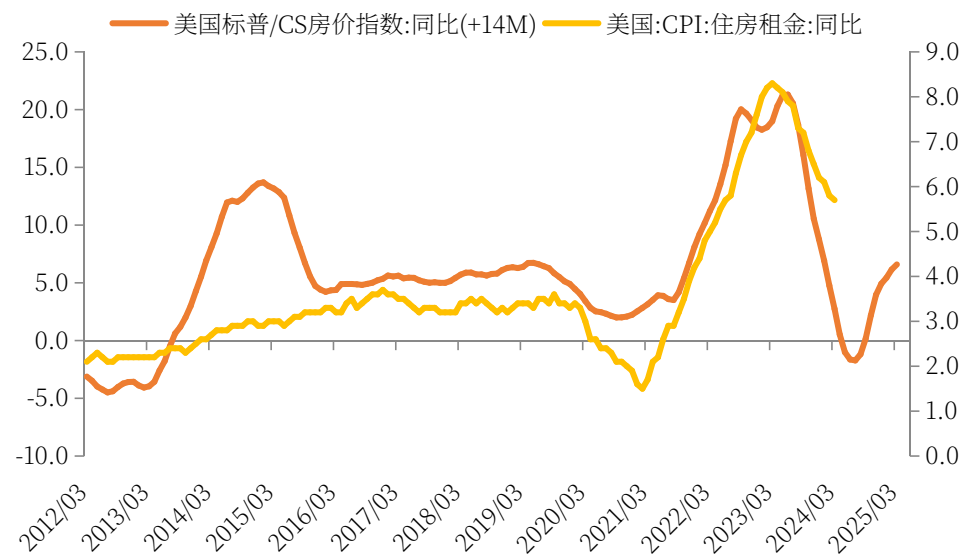
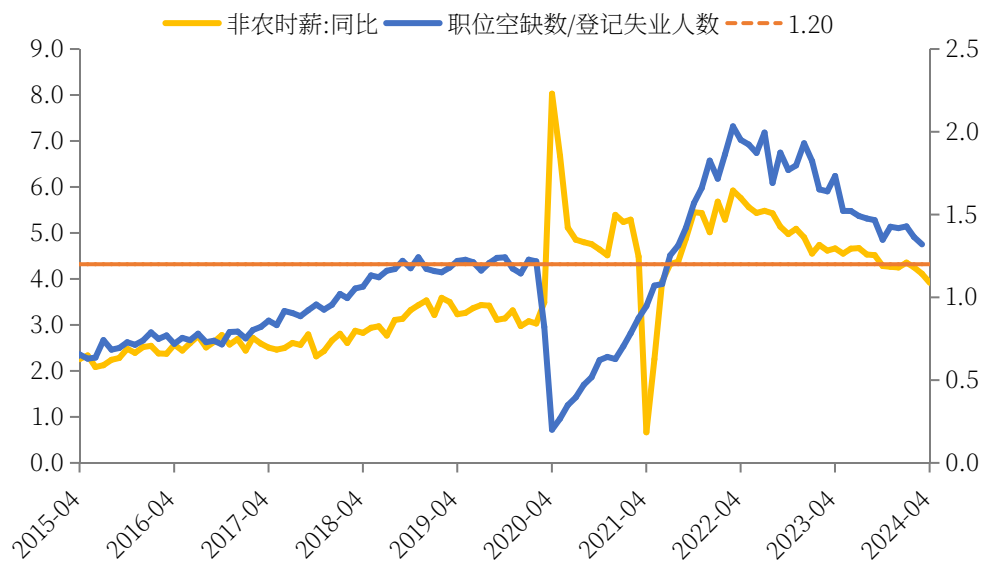
- Ø 4月核心商品价格保持继续回落，其中新车和二手车价格继续回落，二手车领先指标Manheim批发价格持续回落，叠加汽车库存持续回升，后续价格可能延续缓慢下行趋势。
- Ø 美国核心CPI从2022年9月同比6.6%的本轮周期高点逐步震荡回落，去年12月首次至4%以下，今年年初以来回落速度有所放缓。核心服务偏强是通胀下行缓慢的主要原因。





# 核心通胀仍有粘性，但缓慢下行趋势未出现逆转

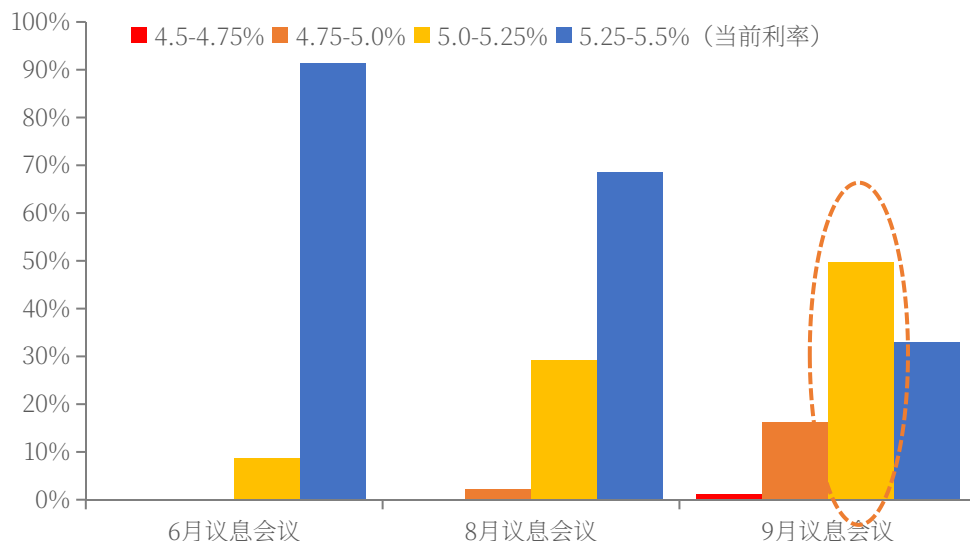
∅ 往后看，一方面，收入增速放缓叠加超额储蓄用尽，总需求下降带来就业市场的持续降温和薪资压力的缓解，另一方面，领先指标房价指数带动租金价格持续温和回落趋势，叠加核心商品价格的持续回落，我们认为核心通胀仍将延续降温通道，预计年底核心CPI将缓慢降至3.2%的水平。



# 美联储年内降息仍是基准情形

- Ø 从宏观基本面来看，美联储政策是就业和通胀双目标制，5月议息会议指出若就业市场超预期走弱则美联储将降息。因此，在当前“通胀延续缓慢下行+就业韧性逐步松动”的背景下，美联储的货币政策仍趋向于降息而不是加息。
- Ø 不过当前基本面韧性+通胀下行缓慢的背景下，美联储降息时点仍存在不确定性，中性情景下，美联储三季度仍存在较大的开启降息概率，年内降息1-2次可能是市场预期的波动区间。

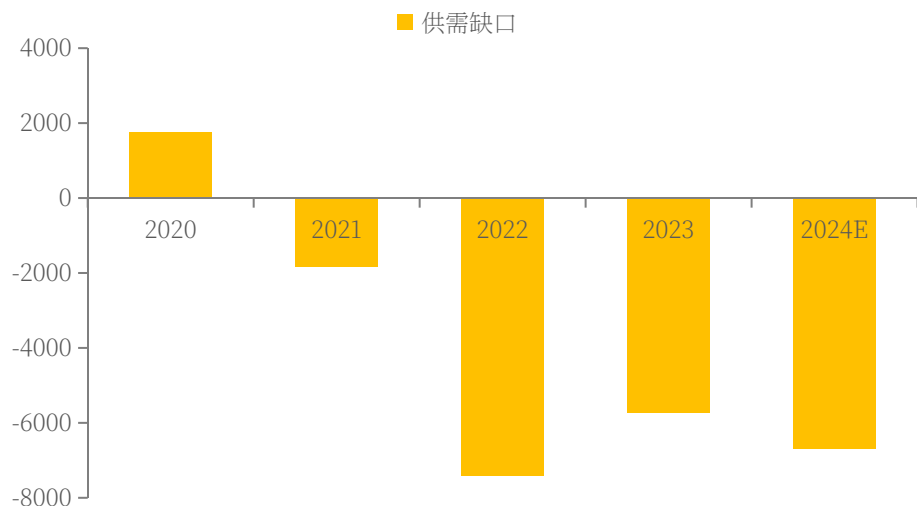
当前市场预期9月可能开始降息



- 白银价格重回高点
- 宏观基本面：美联储年内降息仍是基准情形
- 供需基本面：工业需求强劲下白银供应缺口放大
- 交易情绪面仍然偏多

# 工业需求强劲下白银供应缺口放大

- Ø 供需基本上，近年白银的矿产供应增长远落后于需求，在光伏新能源和半导体产业的用银需求保持强势的情况下，工业需求强劲下供应缺口进一步放大，白银连续第四年出现供应缺口。
- Ø 据世界白银协会（TSI）最新发布报告，展望2024年全球白银需求有望稳步增长，由2323年的3.717万吨增长2%至3.792万吨，供应则由3.144万吨小幅降至1%至3.122万吨。预期2024年全球白银需求量仍将超过供应量约6700吨并较2023年的5730吨幅度有所扩大，这将使在需求主导的市场中银价获得更强的弹性。

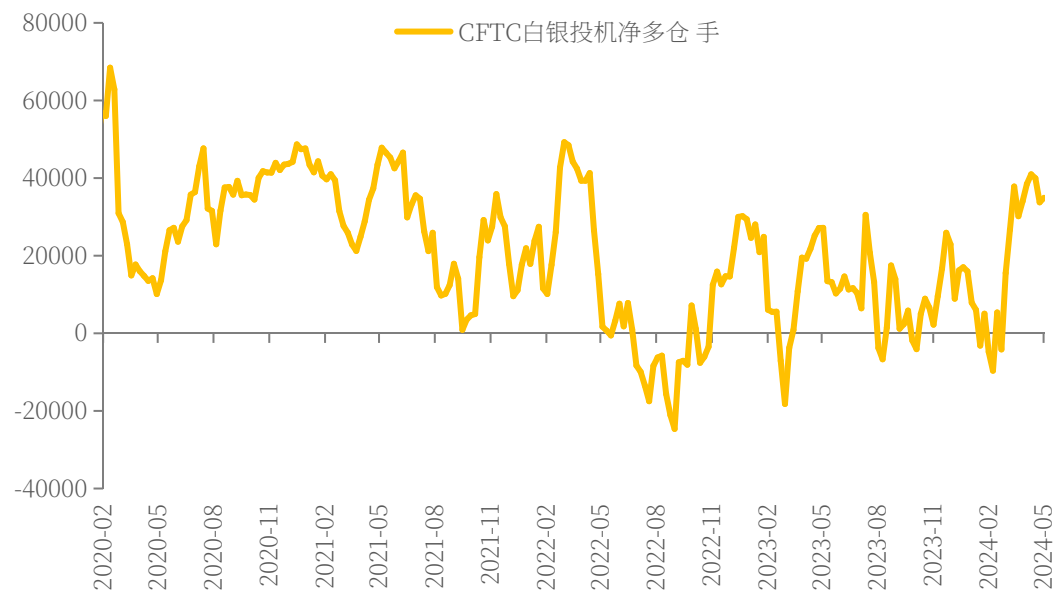
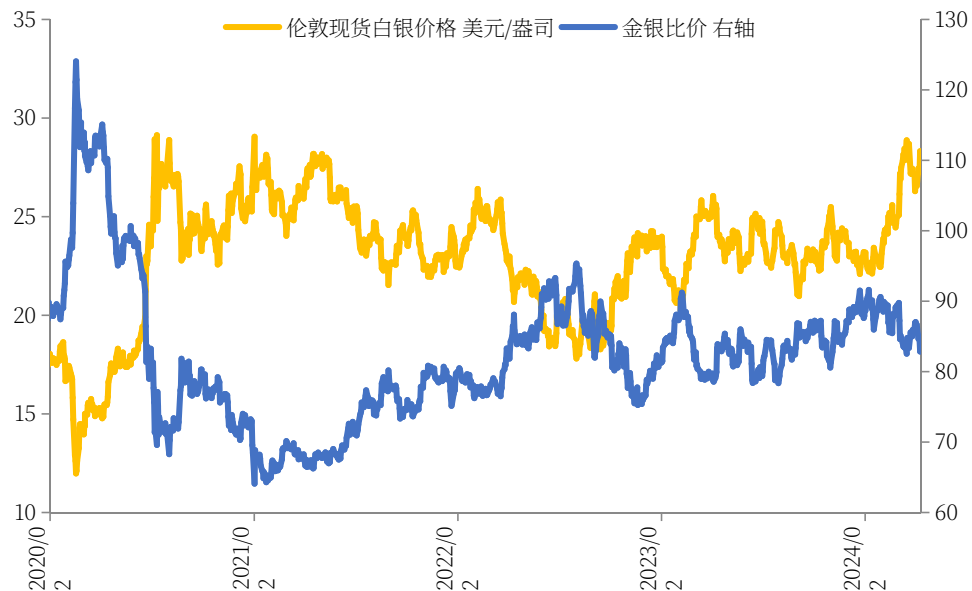


	2020	2021	2022	2023	2024E
<b>供给</b>					
矿山银	24,295	25,587	25,827	25,830	25,613
再生银	5,044	5,382	5,616	5,556	5,563
净套保供应	264	-	-	-	-
总供给	29,794	31,017	31,250	31,437	31,222
% yoy	-4.2%	4.1%	0.8%	0.6%	-1.0%
<b>需求</b>					
工业需求	14,459	17,459	18,298	20,353	22,110
实物投资需求	6,377	8,522	10,356	7,562	6,593
套保净需求	-	110	557	379	-
总需求	28,053	32,833	38,643	37,169	37,918
% yoy	-8.0%	17.0%	17.7%	-3.8%	2.0%
<b>供需缺口</b>	<b>1,741</b>	<b>-1,816</b>	<b>-7,393</b>	<b>-5,732</b>	<b>-6,696</b>

- 白银价格重回高点
- 宏观基本面：美联储年内降息仍是基准情形
- 供需基本面：工业需求强劲下白银供应缺口放大
- 交易情绪面仍然偏多

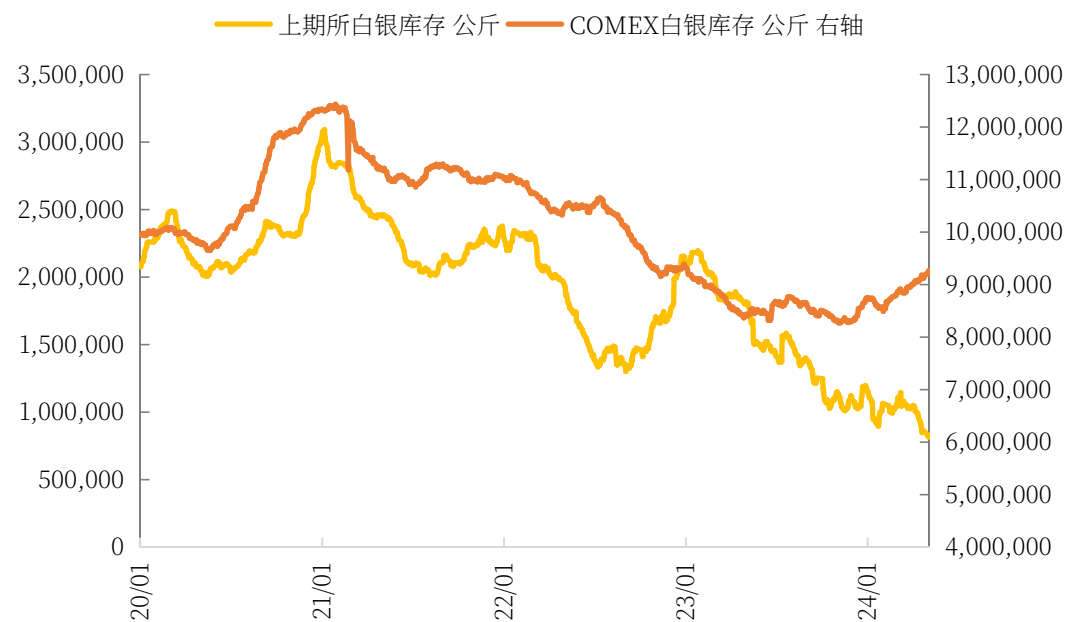
## 交易情绪面仍然偏多

- ∅ 当前金银比仍处于历史偏高水平，仍存在一定向下修复的空间，金银价格反弹的时白银将存在更大的上涨空间。
- ∅ COMEX白银期货投机净多头仓数在4月中升至仅2年的新高，此后尽管随着金银回调部分多头离场但目前仍维持在阶段高位。随着银价的再度走强，市场的关注度使增量资金进场或进一步使其涨势得到加强。



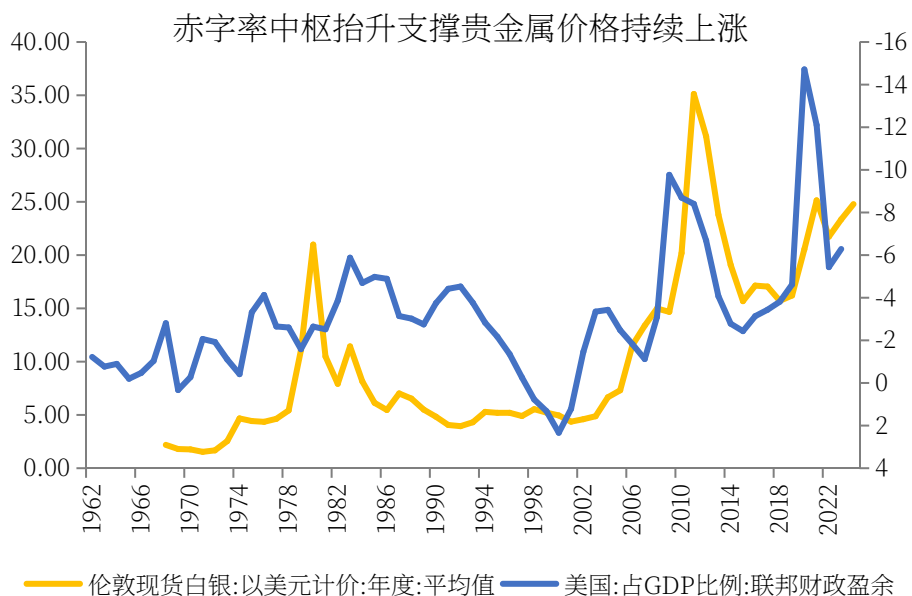
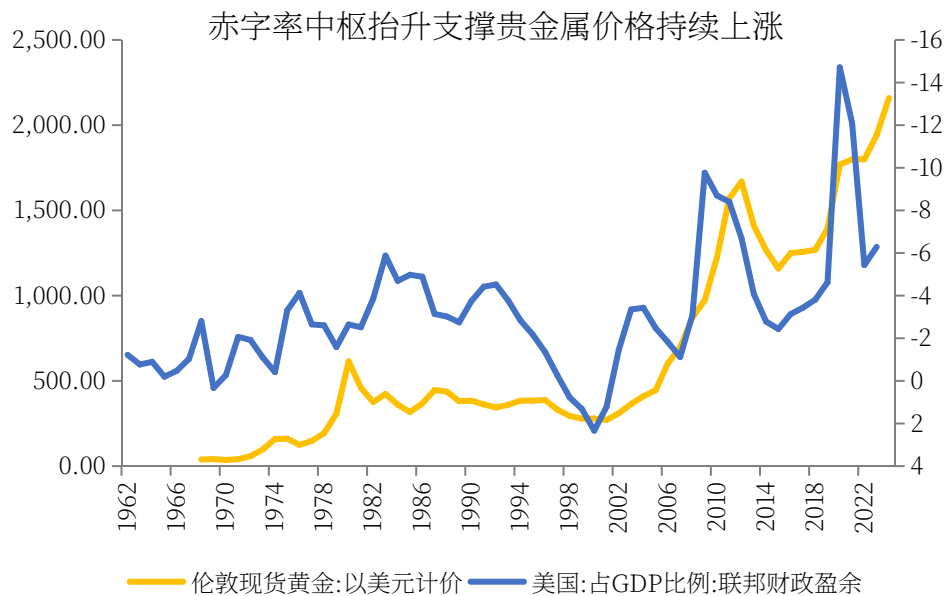
# 交易情绪面仍然偏多

Ø 白银库存仍然偏低



# 总结：白银价格维持中长期趋势看多判断

- Ø 美联储的货币政策仍趋向于降息而不是加息，但在基本面韧性+通胀下行缓慢的背景下，美联储降息时点仍存在不确定性，年内降息1-2次可能是市场预期的波动区间。
- Ø 短期来看，贵金属将持续受到美联储降息预期波动、及地缘政治下避险情绪反复的影响。但在疫后赤字率中枢抬升长期化的预期、以及美国滞胀风险增加和美联储年内仍将降息的基准情形下，黄金白银中长期仍处于上涨周期。美联储降息落地前，市场始终存在走向“宽松”的预期，叠加工业需求强劲下白银供应缺口放大，白银价格维持中长期趋势看多判断。





谢谢大家!

金信期货研究院



# 重要声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解。分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了分析师的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。分析师不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得任何形式的报酬或利益。

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。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。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

金信期货投资咨询业务资格：湘证监机构字[2017]1号

投资咨询团队成员：姚兴航（投资咨询编号：Z0015370）、黄婷莉（投资咨询编号：Z0015398）、曾文彪（投资咨询编号：Z0017990）、杨彦龙（投资咨询编号：Z0018274）、刁志国（投资咨询编号：Z0019292）、王敬征（投资咨询编号：Z0019935）、张召举（投资咨询编号：Z0019989）。