

www.shanjinqh.com

长风破浪会有时 轻舟已过万重山

作者：林振龙

投资咨询资格证号：

Z0018476

电话：

021 - 2062 7529

邮箱：

linzhenlong@sd-gold.com

报告导读

一、2024 年一季度行情回顾

2024 年一季度以来，贵金属前两个月基本延续去年 12 月以来的震荡走势。3 月开始黄金连续创出历史新高，中旬以来，更是与美元长期同涨，伦敦金最高涨至 2431.29 美元/盎司，国内沪金主力最高涨至 588.28 元/克。白银在黄金企稳后，也快速补涨。伦敦银最高涨至 29.79 美元/盎司，国内沪银主力最高涨至 7790 元/千克，创出白银期货 2012 年上市以来新高。

二、货币属性

（一）美国通胀下行趋缓，二季度存在“再通胀”可能；（二）美国就业出现松动，二季度就业或持续下行；（三）美国经济二季度出现更多转弱信号，但 2024 年经济软着陆概率依然较大；（四）美联储关注的 3 月和 10 年期美债利差倒挂高位回调，二季度经济衰退风险仍存；（五）梳理 2023-2024 年美联储货币政策路径，降息预期虽有延后，但 2024 降息仍是基本愿景，意味着目前市场对降息预期接近降无可降；（六）相比其他主要经济体经济和通胀表现，美元吸引力在一季度被动强势上行后，二季度或重回弱势；

三、避险属性

（一）美股波动率相对处于历史低位，2024 二季度或震荡上升，推升贵金属避险价值；（二）展望 2024，如美国大选特朗普卷土重来、中美关系、中东危机扩大化等可能避险事件也需特别关注；

四、商品属性

（一）全球黄金 2023 年供给稳定，但需求波动较大，2024 年需求预计同比回升；（二）全球白银 2023 年供需两弱，2024 年需求预计实物需求回升，但工业需求仍然偏弱；

五、未来的投资逻辑演变：

2024 年三月中旬以来贵金属的暴涨，伴随美元强势。一方面是欧美降息路径差美指被动上涨，另一方面资金推动作用不可小视，而且国内贡献越来越大。当前资金获利减仓，贵金属风浪在前。同时也应注意，当下的贵金属轻舟已过万重山。目前市场宽松预期接近降无可降，而二季度美国经济或重新出现松动迹象。降息炒作有望重新进入市场视野，从而为贵金属带来新动力。

六、策略：中期高位震荡，降息前阶梯上行，逢低布多为主，做好仓位管理

七、支撑压力：沪金支撑：530-535，阻力：580-585

沪银支撑：6800-6830，阻力：7770-7800

风险提示：通胀等再次上行、联储官员发言偏鹰、地缘异动等

山金期货官微：



2024 年一季度以来，贵金属前两个月基本延续 2023 年 12 月以来的震荡走势。3 月开始黄金连续创出历史新高，中旬以来，更是与美元长期同涨，伦敦金最高涨至 2431.29 美元/盎司，国内沪金主力最高涨至 588.28 元/克。白银在黄金企稳后，也快速补涨。伦敦银最高涨至 29.79 美元/盎司，国内沪银主力最高涨至 7790 元/千克，创出白银期货 2012 年上市以来新高。当下，全球经济增长趋缓，地缘异动频发。美国经济依然坚挺，全球央行货币政策路径分化。暴涨过后，贵金属风浪在前。然轻舟已过万重山，趋势进入新阶段。

一、2024 年一季度行情回顾

一二月份，贵金属整体延续高位震荡

2023 年 11 月 29 日，美联储沃勒暗示或已完成加息，若通胀持续下降几个月后将开始降息。多位联储官员转鸽。美联储褐皮书显示最近几周美国经济活动放缓，通胀大幅缓解。至 12 月 4 日星期一，伦敦金上破历史前高，最高涨至 2146。2023 年 12 月 13 日，美联储主席鲍威尔表示，美国货币政策历史性的紧缩周期可能已经结束，讨论降息的问题开始“进入视野”。进一步印证了市场预期。

但随后美国 1 月非农就业超预期激增，薪资增长强劲，失业率保持 3.7% 低位。美国 1 月新增非农就业人数 35.3 万，远超预期 18 万，为 2023 年 2 月以来最大增幅，也远超过去 12 个月均值（25.5 万）。2024 年 2 月 13 日，美国劳工统计局公布的数据显示，美国 1 月 CPI 同比增 3.1%，虽然为去年 6 月以来的最低水平，但高于预期的增 2.9%，12 月前值为 3.4%。美国 1 月 CPI 环比增 0.3%，高于预期的增 0.2%，12 月前值为 0.3%。美国就业和通胀压力持续，抗通胀之路崎岖不平，对美联储降息预期回撤。

图 1：伦敦金 2024 年截止一季度行情逻辑



数据来源：文华财经、山金期货交易咨询部

三月之后，贵金属连续突破上行

2024 年 2 月 29 日，美国商务部最新数据显示，美联储首选通胀目标、剔除食物和能源后的 1 月核心 PCE 物价指数同比增速回落至 2.8%，较前月的 2.9%略有降低，与市场预期一致，为 2021 年 3 月以来最小增幅；但环比从前月的 0.2%反弹至 0.4%，符合预期的 0.4%，创 2023 年 4 月以来最大增幅。2023 年 3 月 1 日，美国制造业 2 月进一步萎缩，1 月建筑支出意外下降。黄金快速突破前高。

图 2:全球黄金市场交易量对比

		FY 2023	2024年第1季度	2024年1月	2024年2月	2024年3月	Apr 2024
场外交易	伦敦金银市场协会交易数据 †	78.91	82.37	81.03	75.61	90.94	*97.28
	非伦敦金银市场协会交易数据 ††	15.78	16.47	16.21	15.12	18.19	*19.46
	上海黄金交易所交易数据 ‡	4.42	7.15	5.86	5.63	9.66	*9.66
	总量	99.11	106.00	103.10	96.36	118.78	*126.39
交易所	纽约商品交易所	44.33	54.22	53.33	36.85	72.53	66.42
	上海期货交易所 §	13.89	15.00	12.83	9.22	21.39	41.12
	上海黄金交易所 §	0.98	1.30	1.46	0.77	1.67	2.23
	Au9999和其他现货合约	0.33	0.51	0.69	0.39	0.44	0.55
	Au(T+D)和其他延期合约	0.65	0.79	0.77	0.38	1.24	1.69
	所有其他交易所^	2.31	2.83	2.22	2.28	3.95	6.61
	总交易量	61.51	73.35	69.84	49.12	99.54	116.38
	黄金ETF	2.01	2.02	1.84	1.77	2.46	4.18
黄金ETF	北美	1.73	1.80	1.63	1.58	2.19	3.63
	欧洲	0.07	0.06	0.05	0.05	0.08	0.10
	亚洲	0.19	0.15	0.15	0.13	0.18	0.43
	其他	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02
总量	黄金ETF总量	2.01	2.02	1.84	1.77	2.46	4.18
	全球黄金市场流动性	162.63	181.38	174.78	147.25	220.78	*246.95

数据来源：世界黄金协会、山金期货交易咨询部

3 月 21 日，美联储一如预期将利率目标区间维持在 5.25%-5.50%，并发布了最新季度经济预测，决策者现预计今年经济将增长 2.1%，大大高于 12 月预测的增长 1.4%。鲍威尔表示，近期的高通胀并未改变美国物价压力缓慢缓解的基本情况，美联储仍预计今年将降息三次，并确认经济将继续保持稳健增长。美联储仍预计，在利率下降的背景下经济将实现“软着陆”。鲍威尔表示很快开始放慢缩表，但对具体时间框架三缄其口。而欧央行等 6 月降息预期快速上升。贵金属在短暂整理后，重新恢复涨势，本次伴随着美元美债收益率同涨。白银在黄金站稳后，也打开上涨格局，国内沪银主力快速冲破 7000 大关，最高涨至 7790 元/千克后承压回落。从全球各大交易所黄金交易量对比来看，国内上期所黄金交易量全球交易所占比由 2023 年的 14.01%上升到 2024 年 4 月的 32.53%。

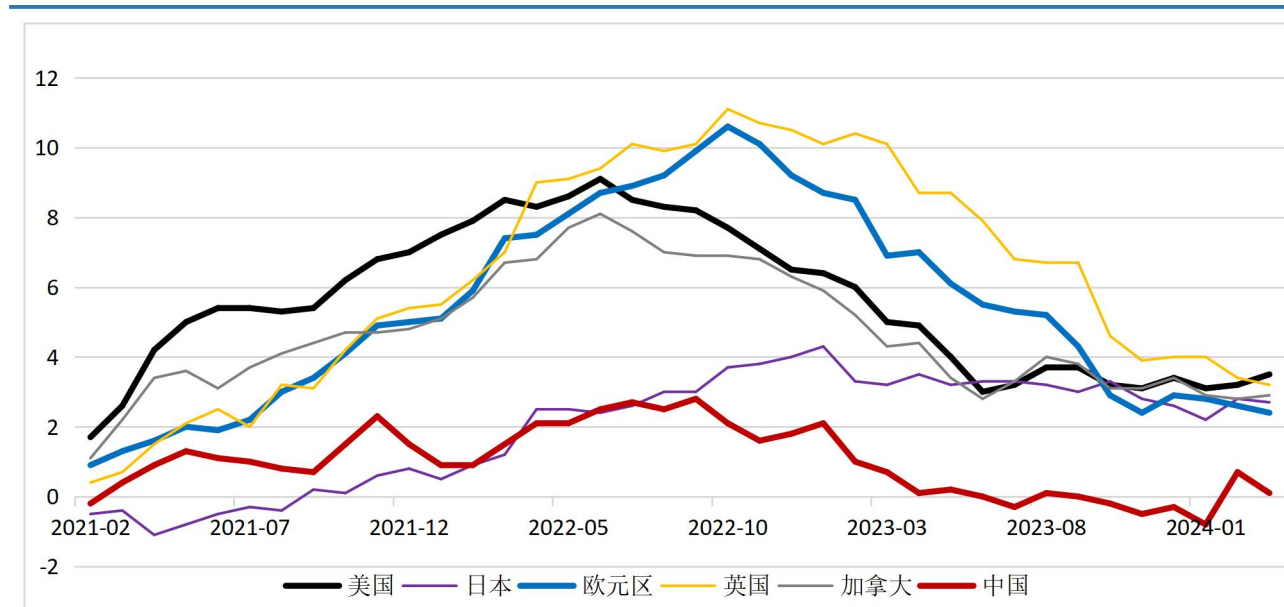
二、2024 年二季度货币属性演变逻辑

（一）美国通胀下行趋缓，二季度存在“再通胀”可能

2024 年年初，美联储继续沿用之前的货币政策框架目标特别提到，长期的通货膨胀率主要由货币政策决定，因此委员会有能力为通货膨胀制定一个长期的目标。委员会重申其判断，以个人消费支出价格指数（PCE）的年度变化来衡量，2%的通胀率与美联储的长期法定使命最为一致。委员会认为，长期通胀预期若能稳定在 2%，将有利于物价稳定和长期利率的调整，并增强委员会在面临重大经济动荡时促进最大就业的能力。为了将长期通胀预期稳定在这一水平，委员会寻求实现一段时间内平均 2%的通胀。因此判断，在通胀持续低于 2%的时期之后，适当的货币政策目标可能是使通胀率在一段时间内保持在 2%以上。

通胀是指整体物价水平的普遍上涨。当经济活动繁荣、货币供应增加、需求超过供应时，通常会出现通胀现象。通胀会导致货币的购买力下降，即同样的货币数量所能购买的物品和服务减少。美联储的目标是保持通胀在 2%的水平浮动，但是允许短期内高于 2%。和 CPI 相比，PCE 衡量的商品和服务类别更为广泛。同时，PCE 数据计算过程中考虑了消费者消费习惯的改变。PCE 的原始数据来源于企业问卷调查，而 CPI 的原始数据来源于消费者的问卷调查。一般来说，企业问卷调查获取的数据更为可靠。历史上 CPI 受到的关注度更高，也是国际上讨论通胀的通用指标，这很大程度上是因为美国劳动统计局发布 CPI 的时间要早于美国经济分析局（BEA）发布 PCE 的时间，一般来说 CPI 对于市场的影响也更大。

图 3:全球主要经济体通胀对比



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

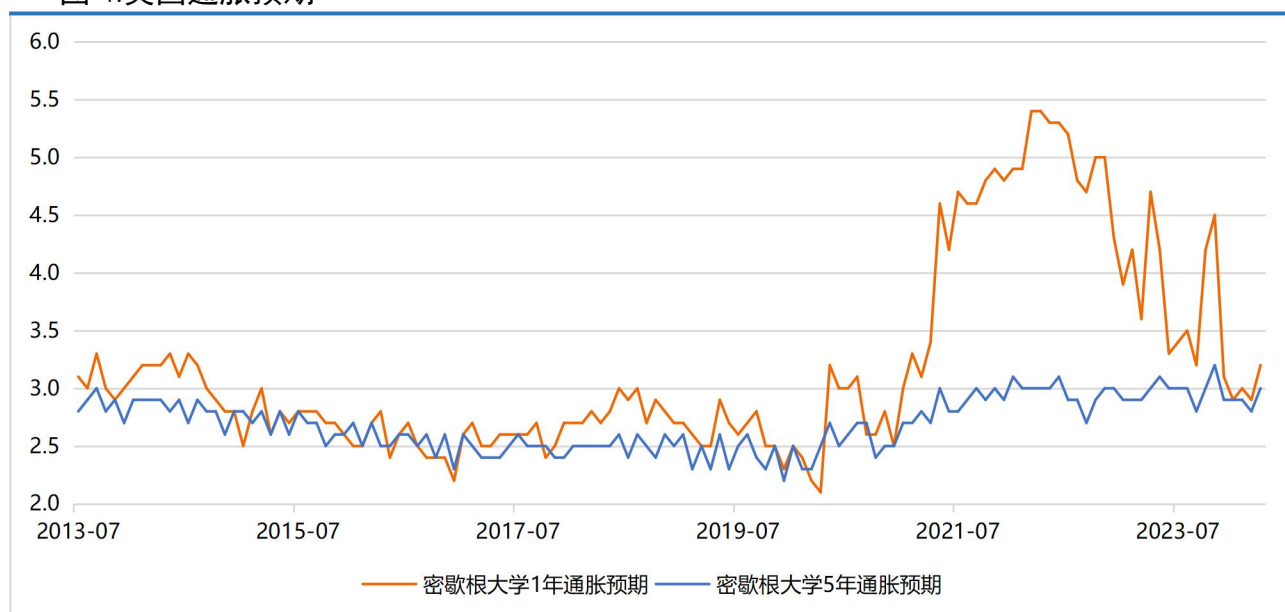
截止 2024 年一季度，全球主要经济体通胀均有再次抬头迹象。其中美国 2 月 CPI（季调后）同比 3.2%，预期 3.1%，前值 3.1%；CPI 环比 0.4%，预期 0.4%，前值 0.3%。核心 CPI 同比 3.8%，预期 3.7%，前值 3.9%，为 2021 年 5 月以来新低；核心 CPI 环比 0.36%，预期 0.3%，前值 0.39%，环比年化 4.4%。整体 CPI 反弹主因是能源、二手车和卡车。核心 CPI 继续超预期

主因核心服务保持粘性。

美国 3 月物价温和上涨，消费支出强劲提振二季度经济前景。PCE 物价指数同比升 2.7%，预期升 2.6%，前值升 2.5%；美国 3 月核心 PCE 物价指数同比升 2.8%，预期升 2.7%，前值升 2.8%；美国 3 月个人支出环比升 0.8%，预期升 0.6%，前值升 0.8%；美国 4 月一年期通胀率预期为 3.2%，前值 3.10%。。

美国通胀预期的变化，既影响着美联储的货币路径，也关乎全球投资者的分析决策。密歇根大学、纽约联储调查统计的通胀预期指标因其稳定性与专业性较高，受到市场的广泛关注，其中 1 年期通胀预期方向的变化能够大致预测当期通胀方向的变化。调查类通胀预期指标能够反映消费者对于未来通胀的实际看法，但消费者的观点有可能与实际通胀表现不符。例如，在 2023 年 4 月，因石油输出国组织 OPEC+宣布石油减产，消费者对未来汽油价格预期大幅上升，带动密歇根大学 1 年期通胀预期从 3.6%上行至 4.6%。但当月实际油价并未出现大幅上涨，实际 CPI 同比增速较前月下降。

图 4:美国通胀预期



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

市场备受关注的通胀预期方面，截止 3 月密歇根大学 1 年通胀预期初值 3%，低于市场预期的 3.1%，2 月前值 3%；5 年通胀预期初值 2.9%，与市场预期 2.9%持平，也持平于 2 月前值 2.9%。但是从趋势来看，2024 以来抬头迹象明显。

（二）美国就业出现松动，二季度就业或持续下行

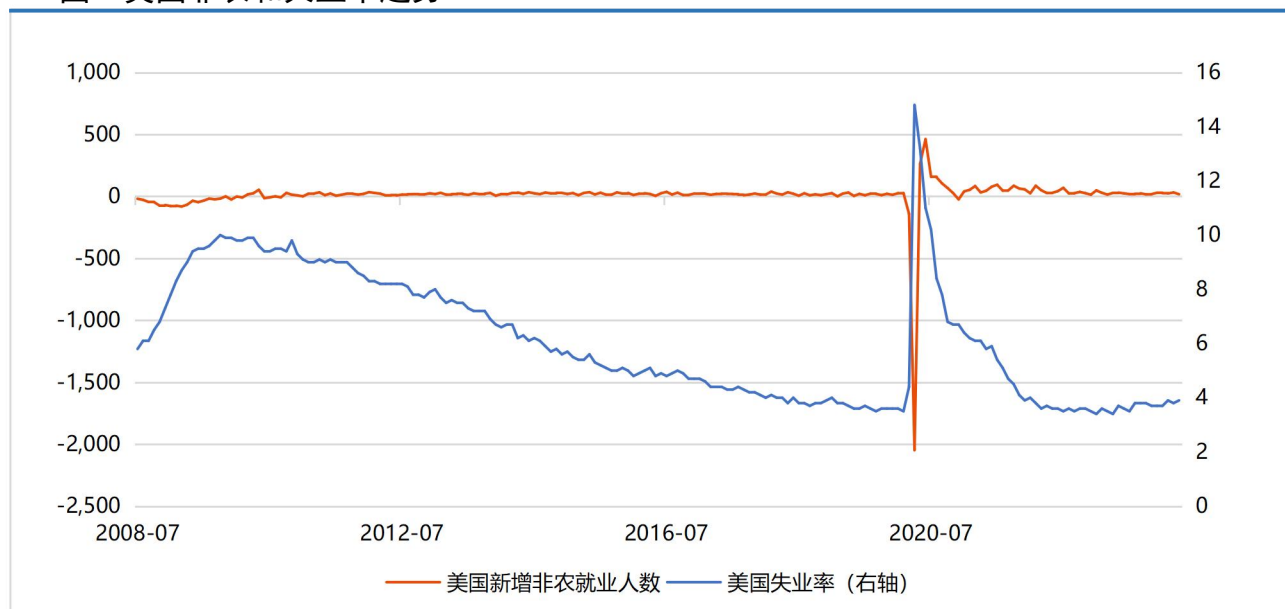
年初的美联储货币政策框架目标同时提到，最大就业水平是一个基础广泛、具有包容性的目标，不能直接衡量，而且在很大程度上由于影响劳动力市场结构和动态的非货币因素而随时间而变化。因此，为就业规定一个固定目标是不适当的；相反，委员会政策决定必须根据对就

业人数低于其最高水平的评估来作出，但要认识到这种评估必然是不确定的，而且需要加以修订，委员会在进行这些评估时会考虑各种各样的指标。

非农就业人口是美联储十分关注的衡量美国就业状况的指标，一旦其有所增加，将支持美联储加息，反之则可能令美联储加息步伐受阻，因而对市场具有很大影响力。非农数据被认为是衡量美国经济健康状况的关键指标之一，其公布结果可能会影响美元汇率、美股美债的表现以及全球经济预期等多个方面，进而影响到贵金属价格。如果非农数据表现良好，市场会认为美国经济持续复苏，美联储紧缩预期增强，美元汇率上行，这会导致贵金属价格下跌，因为贵金属常被视为对冲通胀和经济不确定性的避险资产，其价格与美元走势大概率呈反向关系。反之亦然。

此外，非农代表的就业也会和通胀互相影响。非农与通胀都是美联储货币政策最重要的参考目标。两者之间互相影响：**1. 非农对通胀的影响：**通常情况下，非农的增加意味着更多的人有收入，消费能力增强，从而推动经济增长。这可能会导致商品和服务的需求增加，进而推动价格上涨，从而对通胀形成推动作用。另一方面，非农的增长也意味着劳动力市场需求增加，这可能导致工资水平的上涨。当工资上涨时，企业为了维持利润，可能会提升产品价格，从而对通胀产生一定的拉动效应。**2. 通胀对非农的影响：**当通胀水平过高时，消费者的购买力可能会受到削减，消费需求下降，从而对企业的产出和就业产生负面影响。此外，高通胀还可能导致成本上升，企业可能会面临较高的生产成本。为了降低成本，企业可能会采取裁员措施，从而对非农产生不利影响。

图 5:美国非农和失业率趋势



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

5月初公布的美国4月就业增长放缓幅度超预期，且薪资同比涨幅近三年来首次低于4.0%，但劳动力市场仍相当吃紧，现在就预计美国联邦储备理事会(美联储/FED)将在9月之前开始降

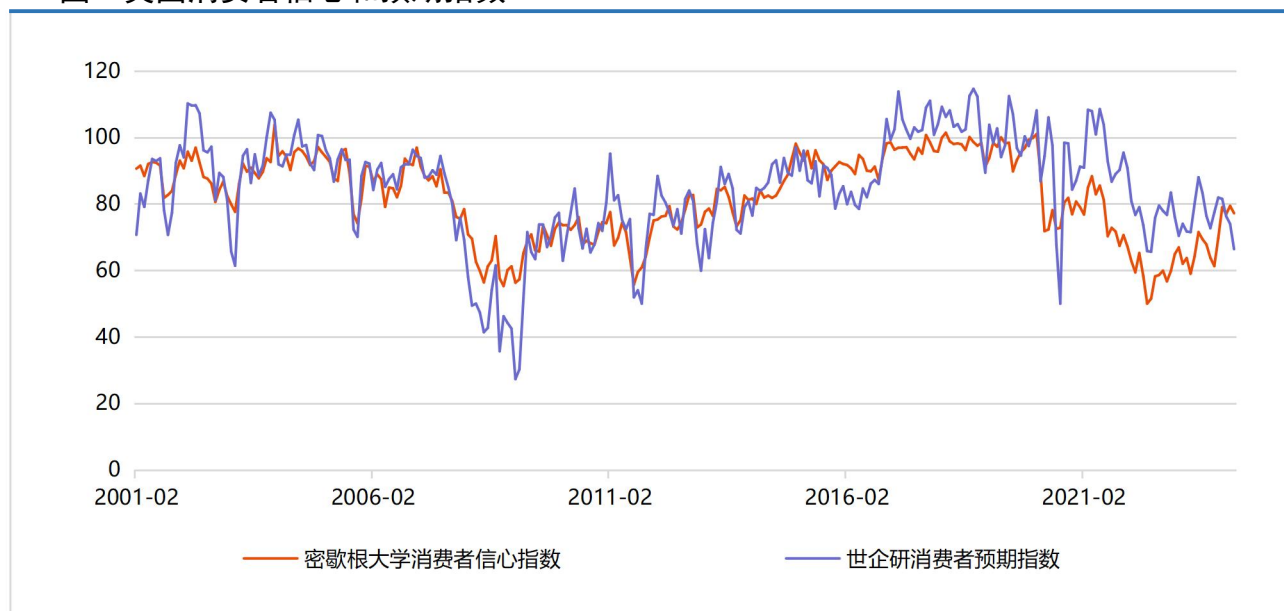
息可能还为时过早。劳工部周五的就业报告还显示，失业率升至 3.9%。4 月非农就业岗位增加 17.5 万个，为六个月来最少，预估为增加 24.3 万个。平均时薪环比上涨 0.2%，同比上涨 3.9%，这是近三年来最小同比增幅，也是 2021 年 6 月以来首次低于 4.0%。金融市场认为 9 月降息的可能性从数据公布前的 63% 上升至约 78%。

2024 年以来美国非农连续超预期，劳动力市场依然坚挺。在加息的滞后作用影响之下，二季度预计就业市场整体随着美国经济出现更多转弱信号，整体或继续波动，有望先于通胀重回下行态势，失业率再次上行。

（三）美国经济二季度出现更多转弱信号，但 2024 年经济软着陆概率依然较大

美国第一季度经济增速为近两年来最慢，消费者支出有所放缓，贸易逆差扩大。第一季国内生产总值(GDP)环比年率初值为增长 1.6%，为 2022 年第二季度以来的最慢增速，低于市场预估的 2.4%。在与新冠疫情导致的通胀急升作斗争的大部分时间里，美联储官员都表示，需要经济增长在一段时间内低于趋势水平才能推动价格压力回归目标，而第一季度 1.6% 的扩张速度达到了这一标准。此前，经济增速在一段时间内都高于 1.8%，这是美联储估计的不增加通胀压力的趋势水平中值。2024 年的美国经济基准情形依然是“软着陆”，二季度经济并没有大幅放缓的风险，整体的走弱或需要等待下半年的到来。通过对美国经济贡献最大的消费者信心和预期指数能够对经济做出一定前瞻判断。

图 6:美国消费者信心和预期指数



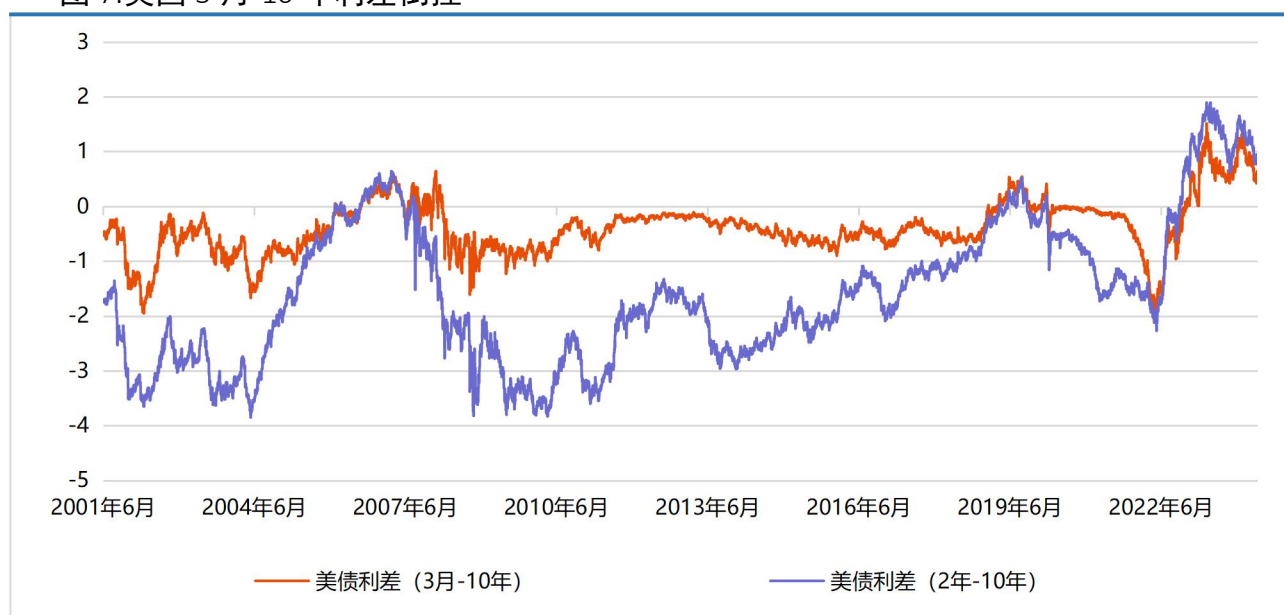
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

（四）美联储关注的 3 月和 10 年期美债利差倒挂高位回调，二季度经济衰退风险仍存；

资本市场有很多比较重要的指标，短期债券与长期债券收益率倒挂往往预示着即将到来的请务必阅读文后重要声明

衰退。如果投资者对短期经济形式并不看好，就会偏向买入长期债券，卖出短期债券，导致短期债券收益率上涨，长期债券收益率下降。长期以来，3个月和10年期美债收益率的反转被广泛认为是美国经济将在未来几年内陷入衰退的重要指标。2024年以来，3月和10年期美债利差有所回落，但仍处于倒挂结构，预计2024年二季度在降息之前仍将处于相对高位，意味着美国经济衰退风险仍存。

图 7:美国 3 月-10 年利差倒挂



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

（五）梳理 2023-2024 年美联储货币政策路径，降息预期虽有延后，但 2024 降息仍是基本愿景，意味着目前市场对降息预期接近降无可降；

从历史上看，美联储的降息大致可以分为两种，衰退式降息和预防式降息。衰退式降息对应美国境内发生危机事件，对经济造成严重影响，从而倒逼美联储降息“救火”，衰退式降息累计次数多、幅度大。例如，2008 年次贷危机和 2020 年新冠疫情重创美国本土时，美联储大幅降低了基准利率以帮助提振经济和市场信心。预防式降息对应美国境外发生危机事件，对境内经济造成冲击但程度可控，美联储为了降低经济衰退风险而采取预防式措施，预防式降息累计次数少、幅度小。例如，2019 年 8 月，美联储宣布降息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间下调至 2.00%-2.25%，这是美联储时隔 10 年后的首次降息，也标志着美联储从 2015 年启动的货币政策紧缩周期告一段落。当时核心 PCE 从 2018 年中到达 2% 之后持续下跌至 1.6%，且市场对于未来通胀预期仍较悲观。梳理 2022-2023 年美联储货币政策路径，美联储对市场的宽松预期反应冷淡，经常出来踩刹车。相比经济增长，通胀显然是联储最为看重的使命任务。联储一直认为，即便加息结束，如果通胀没有达到预期区间，利率高位仍未维持较长时间。

图 8：2023 年美联储货币政策路径回顾（橙色为偏鸽，红色为偏鹰）

时间	美联储货币政策路径	联邦基金利率
2023/3/21	不再称“持续”加息是合适的，银行危机未影响加息节奏。 ①加息 25 个基点；②声明指出，美国银行业稳健、有弹性，但一些事件将拖累经济增长；③上调了 2023 年通胀预测，下调了失业率预测， 不再称“持续”加息是合适的。 ④点阵图显示，2023、2024 年底利率预期中值分别为 5.1%，4.3%⑤鲍威尔：考虑过暂停加息，但加息的决定得到了委员会很强的共识支持； 今年降息不是我们的基本预期。	4.75%-5.0%
2023/5/04	加息可能暂停，降息仍需数据。 ①美联储周三宣布加息 25 个基点，并暗示可能会暂停进一步加息， 给决策者们时间去评估最近多家银行倒闭的后果，等待联邦债务上限政治僵局的解决，并监测通胀演变进程。 ②鲍威尔表示，联储仍认为通胀过高，仍对高物价压力感到担忧，因此现在说本轮加息周期已经结束还为时过早。	5.0%-5.25%
2023/6/14	如期暂停加息，释放了鹰派信号。 ①点阵图和经济展望中暗示，年内还有两次加息且各加息 25 个基点，市场原本认为 7 月或 9 月是本轮周期最后一次加息。②鲍威尔表示，几乎所有与会者都认为，进一步加息是适宜的。加息可能是有道理的，但步伐要更适度。③7 月会议将根据情况决定是否加息。 今年降息不合适，没有政策制定者预计今年会降息。 ④美联储依然坚决致力于 2% 的通胀目标。	-
2023/7/26	紧缩进入观望期，降息仍远。 ①宣布上调 25 个基点至 5.25%-5.50%；②鲍威尔表示，经济仍需放缓，劳动力市场仍需疲软，通胀率才能“可信地”回到美联储 2% 的目标。③未来作出任何政策决定都将采取 逐次会议逐次分析 的方式，在当前环境下，决策者们只能就下一步货币政策给出有限的指引。④美联储工作人员 不再预测今年会出现经济衰退。预计通胀率到 2025 年前后才会回落至 2%。	5.25%-5.50%
2023/8/25	可能需要进一步加息，但将“谨慎行事”。 杰克逊霍尔全球央行年会上，美联储主席鲍威尔表示：①美联储可能需要进一步加息，以 推动仍然过高的通胀降温 ；②同时承诺在即将举行的政策会议上谨慎行事，他注意到了在 缓解物价压力方面取得的进展 ，以及 美国经济意外强劲所带来的风险 。	-
2023/9/20	美联储强化鹰派立场，但不是行动承诺。 ①利率目标区间 5.50%-5.75%，比当前高出 25 个基点。②点阵图显示，2024 年利率只会下降 50 个基点，6 月时预测则是下降 100 个基点。③政策声明称“通胀仍然高企。” 大幅上调了经济增长预测 ，预计 2023 年经济将增长 2.1%，之前预测的增长率仅为 0.4%；预计年底通胀率将为 3.3%，到明年底将降至 2.5%。仍对实现“软着陆”的前景感到乐观。④鲍威尔警告说，最新预测显示货币政策将在 更长时间内保持较高水平 ，但这 并不是行动承诺 。	-
2023/11/1	美债收益率替代加息，经济韧性出乎意料。 ①美联储连续两次利率决议按兵不动，符合市场预期。②声明新增指出，美债 收益率攀升带来的金融环境收紧 可能对经济和通胀有影响，而且，对近几个月的经济增长显得满意。③鲍威尔表示， 美联储可能需要进一步加息 ，暂停后再次加息会很困难的观点是不正确的。美联储 目前完全没有考虑降息，也没有讨论过降息 。经济增长远超预期。④美联储在本次会议中没有将衰退重新纳入的预测中， 经济在其韧性方面表现出人意料的强劲 。此外，美联储坚决致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。	-

2023/12/14	点阵图显示明年降息三次，降息已开始进入视野。①连续三次利率决议按兵不动。FOMC 声明显示，将评估需要“任何”额外加息的程度；通胀在过去一年中“有所缓解”，但仍然居高不下。经济活动已从第三季度的强劲势头放缓。②点阵图显示过半美联储官员预计明年至少降息三次，每次 25 个基点，近三成官员预计至少降四次。③美联储主席鲍威尔表示，尽管美联储不排除适当时候进一步加息的可能性，但相信利率可能已经达到或接近峰值。同时美联储正在思考、讨论何时降息合适；降息已开始进入视野。	-
2024/2/1	3 月降息太早，缩表或将调整。①美联储将联邦基金利率的目标区间保持在 5.25%到 5.50%，符合市场预期。自 2023 年 7 月加息后，美联储的政策利率一直维持在二十二年来高位。②本次声明删除了暗示未来进一步加息的措辞，称美联储预计，在对通胀降至目标更有信心以前，不适合降息。③声明中称，“通胀在过去一年有所缓解，但仍处于高位”，并重申决策者“仍高度关注通胀风险”。④鲍威尔表示，FOMC 利率可能处于本轮周期的峰值，但还需更多证据证明通胀已被遏制，多数委员预计今年可能降息多次，但并不认为 3 月就会启动降息，计划 3 月份开始深入讨论资产负债表问题。	-
2024/3/21	上调经济和通胀预期，仍维持年内降息指引。①利率维持在 5.25%-5.50%，决策者预计今年经济将增长 2.1%，大大高于 12 月预测的增长 1.4%。②鲍威尔表示，近期的高通胀并未改变美国物价压力缓慢缓解的基本情况，美联储仍预计今年将降息三次，并确认经济将继续保持稳健增长。③美联储仍预计，在利率下降的背景下经济将实现“软着陆”。④鲍威尔表示很快开始放慢缩表，但对具体时间框架三缄其口。	-
2024/5/1	暗示通胀缺乏进一步进展，但仍释放降息信号。①美联储维持利率不变，并给出了仍倾向于最终降息的信号，但近期令人失望的通胀数据让决策者感到警觉，暗示经济朝着更加平衡方向发展的进程可能出现停滞。②宣布将从 6 月 1 日起放慢缩减资产负债表的步伐。联储将把到期且不再将回笼本金进行再投资的公债上限从目前的每月 600 亿美元降至 250 亿美元，把抵押支持证券(MBS)赎回上限保持在每月 350 亿美元。③鲍威尔表示，可能需要比此前预期更长的时间才能让决策者获得开始降息所需的“更大信心”。但他仍预计今年通胀会随着时间的推移逐步回落。④鲍威尔表示鲍威尔称美联储下一步的利率行动不太可能是加息，数据表明美联储政策仍具限制性；必须出现相当严重的就业问题才能推动降息。鲍威尔重申，围绕即将举行的总统大选的政治考量不会影响美联储的利率决策。	-

对于贵金属投资者来说，分析外汇基本面，掌握市场对美联储利率的预期是极为重要的。若投资者能够预测未来目标利率的趋势走向，也将有利于其交易。芝商所(Chicago Mercantile Exchange, CME) 提供了一款免费的分析工具，叫 CME FedWatch Tool。这款工具主要分析联邦公开市场委员会（FOMC）在未来会议中调整联邦基金利率目标的可能性。在计算加息减息的概率时，FedWatch 主要利用芝商所上市的 30 天短期联邦基金期货（FedFund Futures, FF）的价格来进行计算。由于该短期期货是以联邦基金利率作为标的物，而联邦基金利率也被限制在一个目标范围值内，因此该期货的价格变化波动相对较小，能更好地反映出市场对该期货合约在月份内的日均联邦基金有效利率水平的预期，从而有助于计算加息减息的概率。除此之外，FedWatch Tool 也提供联储点阵图，而该图主要反映各联储银行行长对于短期和长期内联邦基

金利率走向的预期。

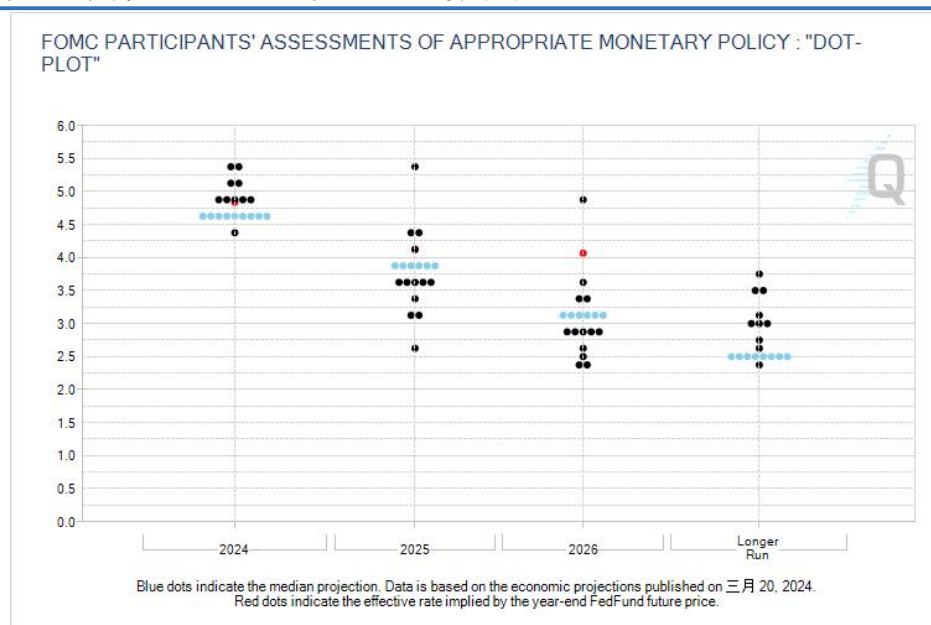
图 9:美联储利率预期【2024.05.06】

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.2%	91.8%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	34.1%	63.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	19.6%	49.9%	29.1%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	8.6%	31.7%	41.6%	17.5%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.3%	5.0%	21.4%	37.2%	28.2%	7.8%
2025/1/29	0.0%	0.1%	2.5%	12.7%	28.8%	33.0%	18.7%	4.2%
2025/3/19	0.1%	1.4%	7.9%	21.2%	31.0%	25.5%	11.0%	2.0%
2025/4/30	0.6%	3.8%	12.8%	24.8%	29.0%	20.1%	7.7%	1.2%

数据来源：CME、山金期货交易咨询部

自从 2023 年 12 月决议联储将降息纳入视野，美国就业通胀等依然坚挺，联储官员近期越来越倾向于降息延后，乃至出现重新加息声音。截止 2024 年 5 月 6 日，根据芝商所美联储利率观察工具，市场预期 2024 年 6 月、7 月利率决议大概率继续维持当前水平，降息预期延后到 2024 年 9 月，2024 年降息空间预期在非农之后反弹至 50 基点。而根据美联储 3 月点阵图，中位数显示，大多数联储官员表态支持年内降息 3 次 25 基点共 75 基点。结合近期联储官员发言，2024 年 6 月新的点阵图或重新降低年内降息指引，但降息仍是基本愿景。

图 10:美联储 3 月点阵图与市场利率预期（红点）【2024.05.06】

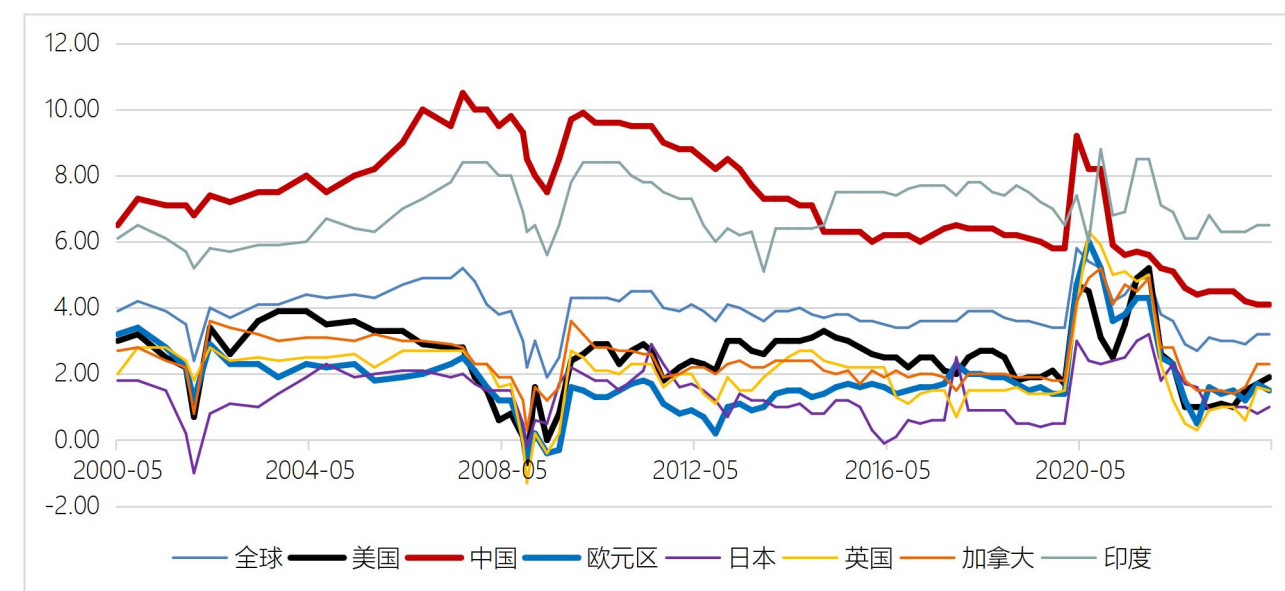


数据来源：CME、山金期货交易咨询部

（六）相比其他主要经济体经济和通胀表现，美元吸引力在一季度被动强势上行后，二季度或重回弱势；

我们在 2024 贵金属年报《云销雨霁 乘势待时》中提出：“但考虑欧元区等美指构成一揽子货币所在经济体经济预期更差，美欧利差更有可能从下行趋缓转为震荡偏强，以及美元资产和贵金属不遑多让的避险价值，或支撑美元和贵金属相关性转弱，乃至出现更多正相关。”一季度基本符合预期。展望二季度，支撑美国经济和通胀韧性的产业、消费、就业等经济数据或会逐渐走弱，受制于大选年两党博弈等政治因素，美国财政政策扩张的势头或会减退。美元吸引力在一季度因欧美央行降息路径预期分歧，被动强势上行后，二季度或重回弱势，从而对贵金属形成支撑。

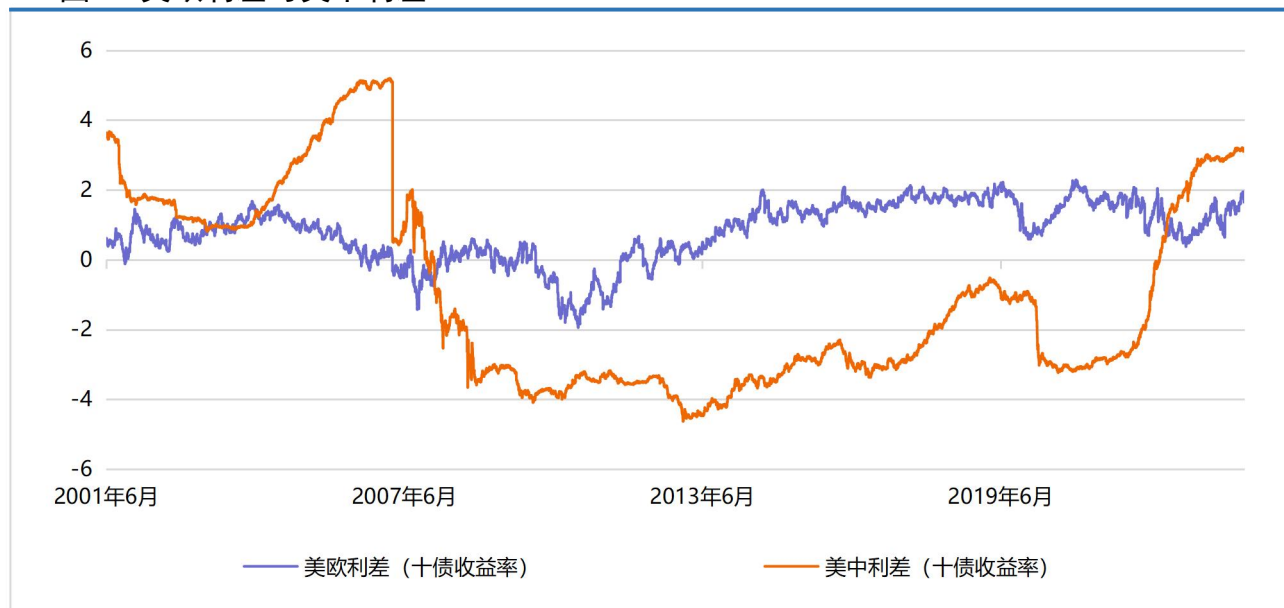
图 11:IMF 经济增速预测（2024 年）



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

对人民币来说，随着国家政策重心从货币政策转向财政和产业政策，经济增长预期上行。各项政策合力稳增长，将在 2024 年后续支撑汇率和国际收支。上半年，国内经济基本面趋于稳定，人民币汇率贬值压力缓和，但美国基本面韧性较强，美联储政策转向时点不确定。受外部环境压制，中美利差放大，人民币贬值压力仍存。下半年，预计美联储转向信号清晰，美元指数、美债收益率回落，人民币汇率或渐进升值。总体来看，人民币未来仍会保持双向波动的走势，预期二季度美元/人民币或在 7.20-7.35 区间宽幅偏强震荡。

图 12:美欧利差与美中利差



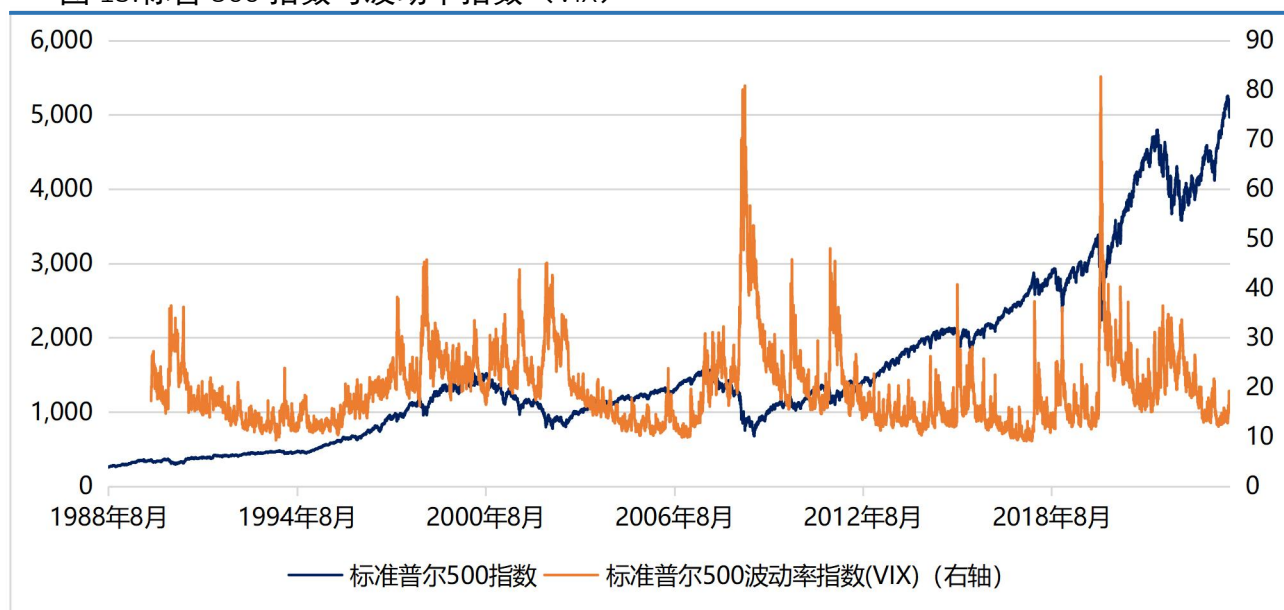
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

三、2024 年二季度避险属性演变逻辑

（一）美股波动率相对处于历史低位，2024 二季度或震荡上升，推升贵金属避险价值；

在经历 2022 的低迷之后，美国股市 2023 年暴涨，其中标普 500 指数和纳斯达克 100 指数分别上涨超过 20%和 50%。美股 2023 年上涨的驱动力包括经济的坚挺、通胀率的下降，以及利率触峰的预期。考虑到美国经济 2024 年软着陆概率最大的基本面，以及好于其他主要经济体的经济面和利率面预期，美股或继续高位震荡，但同时逐步上行乏力，伴随波动率上升，资金溢出从而推升贵金属的避险价值。

图 13:标普 500 指数与波动率指数（VIX）



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

（二）参考近几年，不能忽视潜在地缘异动风险，如美国大选特朗普卷土重来、中美关系、中东危机扩大化等可能避险事件。

在金融领域，“黑天鹅”一般指那些出乎意料发生的小概率风险事件；“灰犀牛”指那些经常被提示却没有得到充分重视的大概率风险事件。经济下行周期往往伴随更多的黑天鹅事件与灰犀牛事件，贵金属的避险价值也应受到提前关注。2022 年的俄乌战争、2023 年的硅谷银行破产和巴以冲突无不如此。

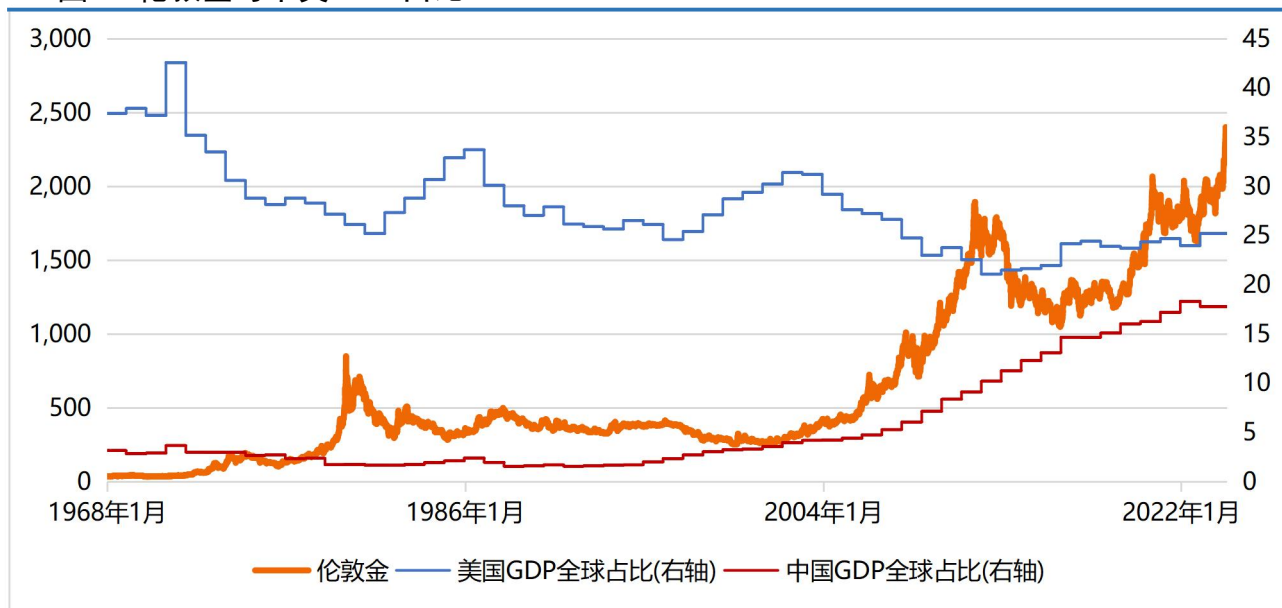
2024 年被称为“全球选举年”，全世界至少有 65 个国家（地区）将会先后举行选举，预计将影响全球超过 40 亿人（约占全球的 49%），其中包括一些世界上人口最多的国家——孟加拉国、巴西、印度、印度尼西亚、墨西哥、巴基斯坦和美国——政局的变动和动荡会带来不确定的前景。

2024 年美国总统大选比较重要的时间节点有六个：（1）1 月 15 日的爱荷华州共和党总统预选、1 月 23 日的新罕布什尔州总统初选。重要性在于，这两个选举事件最先发生，是候选人观察民意的好窗口，会影响候选人后续的竞选活动以及竞选资金的使用；也可能会影响后续其他州的初选和预选结果。（2）3 月 5 日超级星期二，有 16 个州进行初选和预选。（3）7 月 15-18 日，共和党全国代表大会，确定共和党的总统候选人和政治纲领。（4）8 月 19-22 日，民主党全国代表大会，确定民主党的总统候选人和政治纲领。（5）三场总统辩论，分别于 9 月 16 日、10 月 1 日、10 月 9 日进行，候选人在总统辩论中的表现，可能对最终大选结果产生重要影响。（6）11 月 5 日，总统大选日。

从历史数据看，美大选年行情一般在年中才会开始，主要是因为两党的候选人亦大至要年中才明确化，政岗亦要在年中后才正式公告，投资市要在候选人政岗公告后，才就选情计算前市况影响。在候选人公告政岗后，华尔街为把候选人定位为支持某些投资概念的代表，像 2016 年，特朗普在选举期间，就定位为打击美元及股市的代表，支持度的变化持续影响市况，直至选举结果落实后才重新结算。

美国总统大选的重心在于摇摆州份，当中多个重要摇摆州的州选集中在 6 月至 8 月。其时才会有较多的市场干预，以争取选票。有关美国总统大选支持股指只是大概率的事件，当中有一个重要假设，是现任政权不会面对替换的危机。若今年在年中已出现拜登下台的压力，美股高位或将波动加剧，从而提前对贵金属产生避险扰动。

图 14:伦敦金与中美 GDP 占比



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

与此同时，中美关系或是 2024 年世界面临的重要风险。作为世界前两大经济体，中美如何互动，左右着国际合作的风向、牵动着百年变局的走向。中美竞斗，世界紧张；中美合作，世界受益。巴以冲突和红海问题、亲伊朗武装力量的不停袭扰、以色列的强硬坚持、国际舆论的指责让拜登政府很是头疼，既不能丢失颜面，又不能在俄乌战争没有结果又要大选的情况下大打出手；既要迅速结束，又要避免美国深陷复杂的中东变局里。拜登政府现在很是着急，布林肯国务卿多次奔赴中东，寻求埃及、沙特等国的合作赶快实现停火，以便集中精力处理国内问题和投入大选。每到大选时期，美国国内围绕大选包括中国问题在内的各种议题都抛出来，贯穿美国全年的国内外政治关系中；某些政客、媒体为了个人或政党利益，依然不断强烈推进对我国的遏制、围堵，对中美关系造成很大干扰。

除此以外，诸如中东危机扩大化、极端气候和能源转型停滞等可能避险事件也需特别关注。

四、2024 年二季度商品属性演变逻辑

（一）全球黄金 2023 年供给稳定，但需求波动较大，2024 年需求预计同比回升；

图 15:全球黄金供需平衡表(单位：吨)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	年 %
供应量														
金矿产量	2,876.9	2,957.2	3,166.8	3,270.5	3,361.3	3,515.2	3,575.7	3,655.9	3,596.4	3,482.0	3,576.5	3,624.8	3,644.41	▲ 0.5
生产商	22.5	-45.3	-27.9	104.9	12.9	37.6	-25.5	-11.6	6.2	-39.1	-5.4	-13.1	17.02	- -

净套保

回收金 1,626.3 1,636.8 1,195.3 1,129.6 1,067.1 1,232.1 1,112.4 1,131.7 1,275.7 1,293.1 1,136.2 1,140.1 1,237.34 ▲ 8.5

总供应

量 4,525.7 4,548.6 4,334.1 4,505.0 4,441.3 4,785.0 4,662.6 4,775.9 4,878.2 4,736.0 4,707.3 4,751.9 4,898.77 ▲ 3.1

需求量

金饰制

造 2,092.1 2,140.9 2,735.3 2,544.4 2,479.2 2,018.8 2,257.5 2,290.0 2,152.1 1,324.0 2,230.3 2,195.4 2,168.02 ▼ -1.3

金饰消

费 2,103.8 2,156.1 2,726.0 2,532.1 2,459.1 2,103.6 2,240.5 2,250.2 2,126.7 1,398.1 2,148.4 2,088.9 2,092.60 ▲ 0.2

金饰库

存 -11.7 -15.3 9.3 12.3 20.1 -84.8 17.0 39.8 25.4 -74.2 82.0 106.5 75.43 ▼ -29.2

科技

429.1 382.3 355.8 348.4 331.7 323.0 332.6 334.8 326.0 302.8 330.2 308.7 297.82 ▼ -3.5

电子用

金 316.6 289.1 279.2 277.5 262.1 255.6 265.6 268.4 262.3 249.3 272.1 252.0 241.25 ▼ -4.3

其他行

业 76.4 64.7 53.7 51.2 51.0 49.8 50.7 51.2 49.8 41.6 46.8 46.5 47.09 ▲ 1.2

牙科

36.2 28.4 22.8 19.6 18.6 17.6 16.3 15.3 13.9 11.9 11.4 10.3 9.48 ▼ -7.8

投资

1,743.9 1,614.9 800.9 904.7 967.4 1,616.2 1,315.0 1,160.9 1,274.7 1,794.9 991.5 1,113.0 945.13 ▼ -15.1

金条和

金币总

需求量 1,502.0 1,322.4 1,730.2 1,067.0 1,091.0 1,073.1 1,044.3 1,090.7 871.1 902.3 1,180.3 1,222.6 1,189.52 ▼ -2.7

金条

1,189.5 1,023.2 1,357.7 780.9 790.7 797.6 780.1 775.8 583.6 542.8 810.9 802.7 775.91 ▼ -3.3

官方金

币 228.3 187.5 271.0 205.5 224.3 207.9 188.1 241.9 220.7 290.4 284.4 320.9 297.08 ▼ -7.4

奖章/

仿制金

币 84.2 111.7 101.5 80.6 76.0 67.7 76.1 73.0 66.8 69.1 84.9 98.9 116.53 ▲ 17.8

黄金

ETFs 及

类似产

品 241.9 292.5 -929.2 -162.3 -123.6 543.1 270.7 70.2 403.6 892.5 -188.8 -109.5 -244.38 - -

各国央

行和其

他机构 480.8 569.2 629.5 601.1 579.6 394.9 378.6 656.2 605.4 254.9 450.1 1,081.9 1,037.38 ▼ -4.1

黄金需

求 (制

造基 4,745.9 4,707.2 4,521.5 4,398.6 4,357.8 4,352.8 4,283.6 4,442.0 4,358.1 3,676.5 4,002.2 4,699.0 4,448.35 ▼ -5.3

础)

顺差/

逆差 -220.2 -158.6 -187.3 106.4 83.4 432.2 379.0 334.0 520.1 1,059.5 705.1 52.8 450.41 ▲ 752.7

总需求 4,525.7 4,548.6 4,334.1 4,505.0 4,441.3 4,785.0 4,662.6 4,775.9 4,878.2 4,736.0 4,707.3 4,751.9 4,898.77 ▲ 3.1

LBMA

黄金价

格 (美

元/盎

司) 1571.52 1668.98 1411.23 1266.4 1160.06 1250.8 1257.15 1268.49 1392.6 1769.59 1798.61 1800.09 1,940.54 ▲ 7.9

年度涨 -15.44 -10.26

跌幅 28.34% 6.20% % % -8.40% 7.82% 0.51% 0.90% 9.78% 27.07% 1.64% 0.08%

数据来源：世界黄金协会、山金期货交易咨询部

(二) 全球黄金 2024 一季度消费者需求稳步提升，二季度或小幅回落；

图 16: 全球黄金供需平衡表(单位：吨)

	2021	2021	2021	2021	2022	2022	2022	2022	2023	2023	2023	2023	2024	
	第一	第二	第三	第四	第一	第二	第三	第四	第一	第二	第三	第四	第一	同比
	季度	季度	季度	季度	季度	季度	季度	季度	季度	季度	季度	季度	季度	

供应量

金矿产														
量	835.4	878.2	932.7	943.2	843.1	894.4	956.3	955.7	856	912.7	971.1	939.9	893.0	4%

生产商

净套保	4.8	-17.3	-12.4	18.1	25.9	2.3	-25.9	-13	8.1	-19.5	7.2	15.9	-5.5	-
回收金	269.7	278.6	292.9	295.1	296.2	285.3	268.6	290.5	310.4	322.9	288.8	314.0	350.8	12%

总供应

量	1,109.9	1,139.5	1,213.1	1,256.4	1,165.1	1,182.0	1,198.9	1,233.2	1,174.4	1,216.1	1,267.1	1,269.7	1,238.3	3%
---	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	----

需求量

金饰制														
造	539	456.6	515.2	719.5	516.4	492.3	582.3	601.3	508.6	492.8	578.2	585.8	535.0	1%

金饰消

费	512.2	437.6	477.1	720.9	475.3	458.4	526.1	629.7	477.9	475.8	516.2	623.5	479.0	-2%
---	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-----

金饰库

存	26.8	19	38.1	-1.3	41.1	33.9	56.2	-28.4	30.7	17	62.1	37.7	56.0	33%
科技	81	79.8	83.4	85.9	81	78.5	77	72.3	70	70.4	75.3	80.2	78.6	10%

请务必阅读文后重要声明

电子用														
金	66.2	66.2	69	70.6	66.2	64.6	63.2	58	56	56.4	61.1	65.5	64.4	13%
其他行														
业	11.9	10.7	11.6	12.5	12	11.3	11.3	11.9	11.6	11.6	11.8	12.3	11.9	2%
牙科	2.9	2.9	2.8	2.7	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3	2.4	2.3	-5%
投资	178.8	289.2	231.7	304.4	558.4	213.8	103.9	250.6	273.7	255.7	156.9	257.1	198.6	-28%
金条和														
金币总														
需求量	355.2	248.5	262.1	327.4	287.7	261.2	348	340.3	302.4	276.8	296.2	3129	312.3	3%
金条	234.6	172.9	180.7	224.9	183.6	172.8	225.6	222.4	181.9	163.8	205.9	220.7	222.9	20%
官方金														
币	102	62.3	57.5	73.5	84.6	70.8	89.4	89	96.5	87.2	54.9	60.3	65.3	-30%
奖章/														
仿制金														
币	18.6	13.4	23.9	29	19.5	17.6	33	28.9	24.1	25.8	35.4	31.9	24.1	-1%
黄金														
ETFs 及														
类似产														
品	-176.3	40.7	-30.4	-23	270.7	-47.4	-244.1	-89.6	-28.7	-21.1	-139.3	-55.7	-113.7	-
各国央														
行和其														
他机构	115.6	209.6	90.6	34.3	82.7	158.6	458.6	378.6	228.4	174.8	337.1	219.6	289.7	1%
黄金需														
求 (制														
造基														
础)	914.4	1,035.3	921	1,144.1	1,238.5	943.2	1,221.8	1,302.8	1,080.8	993.7	1,147.5	1,142.8	1,101.8	-5%
顺差/														
逆差	195.5	104.2	292.2	112.2	-73.3	238.8	-22.8	-69.7	93.6	222.4	119.6	126.9	136.4	220
总需求	1,109.9	1,139.5	1,213.1	1,256.4	1,165.1	1,182.0	1,198.9	1,233.2	1,174.4	1,216.1	1,267.1	1,269.7	1,238.3	3%
LBMA														
黄金价														
格 (美														
元/盎														
司)	1,794.0	1,816.5	1,789.5	1,795.30	1,877.2	1,870.6	1,728.9	1,725.9	1,890.2	1,975.9	1,928.5	1,971.5	2,069.8	10%
年度涨														
跌幅	-4.28%	1.25%	-1.48%	0.32%	4.56%	-0.35%	-7.57%	-0.18%	9.52%	4.53%	-2.40%	2.23%	4.99%	

数据来源：世界黄金协会、山金期货交易咨询部

(三) 全球白银 2023 年供需两弱, 2024 年需求预计实物需求回升, 但工业需求仍然偏弱;

图 17: 全球白银供需平衡表(单位: 吨)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2022	2023F
供应量														
银矿产量	24749	26292	27433	27894	27987	26861	26447	26021	24329	25741	25579	26192	-1%	2%
回收银	6491	5608	4989	4569	4529	4572	4619	4603	5163	5452	5617	5633	3%	0%
生产商净套保	-	-	333	68	-	-	-	432	264	-	-	-	-	-
官方净出售	112	53	37	34	34	31	37	31	37	47	53	53	13%	-1%
供给合计	31352	31953	32789	32562	32547	31467	31103	31088	29794	31243	31250	31878	0%	2%
需求量														
工业需求合计	13847	13984	13714	13791	14849	16028	15900	15853	15200	16429	17309	17928	5%	4%
电子电气	8426	8566	8392	8469	9608	10566	10295	10180	10009	10917	11555	11891	6%	3%
光伏	1711	1571	1505	1683	2914	3166	2877	3042	3110	3421	4364	5011	28%	15%
钎料	1589	1630	1658	1586	1524	1580	1614	1627	1474	1568	1524	1549	-3%	2%
其他工业	3832	3788	3664	3736	3717	3882	3991	4047	3714	3944	4230	4491	7%	6%
摄影	1633	1425	1275	1188	1079	1008	977	955	837	862	855	821	-1%	-4%
珠宝首饰	4952	5813	6019	6298	5882	6103	6317	6264	4681	5645	7281	6205	29%	-15%
银器	1266	1446	1664	1813	1664	1848	2087	1907	970	1266	2286	1732	80%	-24%
银条银币需求	7487	9350	8802	9620	6622	4846	5148	5816	6370	8522	10354	9611	22%	-7%
净对冲需求	1257	911	-	-	373	34	230	-	-	109	557	-	409%	-
需求合计	30444	32929	31474	32712	30472	29866	30659	30792	28052	32833	38643	36298	18%	-6%
供需平衡	908	-977	1316	-149	2075	1602	448	295	1742	-1589	-7393	-4420	365%	-40%
ETP 等产品净投资	1667	146	-9	-532	1676	224	-666	2591	10298	2019	-3913	-933	-	-76%
最终供需缺口	-759	-1126	1325	383	401	1378	1114	-2295	-8557	-3611	-3480	-3487	-4%	0%
白银价格 (美元/盎司)	31.15	23.79	19.08	15.68	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	21.3	-14%	-2%
年度涨跌幅	11.80%	-23.63%	-19.80%	-17.82%	9.31%	-0.53%	-7.86%	3.18%	26.77%	22.34%	-13.56%	-1.98%		

数据来源: 世界白银协会、山金期货交易咨询部

五、技术分析

伦敦金自 1991 年以来，至 2000 左右处于低位宽幅震荡。2000 年后从 252.10 美元/盎司开始，技术上处于大周期上行通道中。第一波上行至 2011 年最高上冲至 1921.175 上涨接近八倍，之后因联储紧缩预期至 2015 年年末跌至 1046.39。之后加息靴子落地，自 2016 年伦敦金开启新的上行趋势。中间又有 2018、2020 和 2021 年阴线收盘，基本站稳 5 年年线这条上行趋势线。2022 年 K 线伴随着联储加息放缓最终以十字星收盘，2023 年突破历史前高，历史上第三年上破 2000 大关，并且收在其上。自 2015 年年尾低点 1046.39 经过 2020 年新高 2074.71 回踩 2022 年低点即 5 年年线支撑附近 1614.20 做波浪尺分析，2024 年二季度需要 2430 到 2500 压力大关，另外关注 0.618 一线 2250 压力支撑有效性。技术上，在年线突破布林带上轨 2340 后面临高位整固。

图 18：伦敦金 34 年历史走势



数据来源：文华财经、山金期货交易咨询部

黄金是白银的锚。伦敦银自 1994 年以来，至 2000 年前后和黄金同样区间宽幅震荡。2000 年后，借助全球经济工业需求增长以及美联储宽松货币政策，至 2011 年最高涨至 49.84，涨幅超过十倍，但当年收盘仅收在 27.862 一线。至 2015 年年末跟随黄金跌至 13.644 一线。2016 年开始，白银沿着 20 年年线震荡上行。特别值得注意的是，2020 年年初疫情扩散到全球，伦敦银一度跌至 11.615，但当年收盘依然收在 20 年年线之上。从 2020 年收盘开始，K 线更是追随黄金，沿着 5 年年线震荡上行。同样自 2015 年年尾低点 13.644 经过 2020 年高点 29.863 回踩

2022 年低点 17.54 做波浪尺分析，2024 年二季度需要关注 0.5 附近 25.8 和 5 年年线 24.9 支撑有效性，另外历史前高密集成交区间 30 一线压力突破情况。由于白银一半以上用量是工业用量，全球经济增长乏力，白银追上黄金节奏任重道远，但波动性值得期待。

图 19：伦敦银 31 年历史走势



数据来源：文华财经、山金期货交易咨询部

六、从多空博弈的角度看未来行情发展的方向

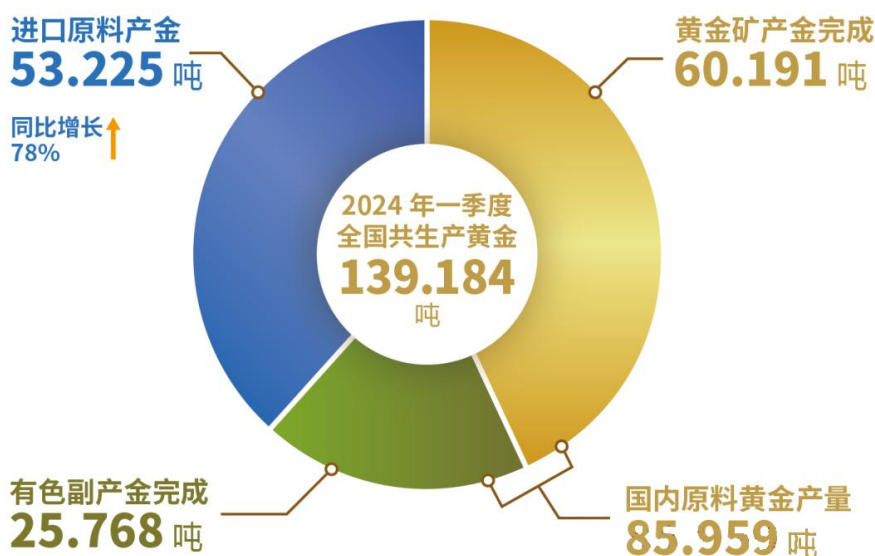
2024 年三月中旬以来贵金属的暴涨，伴随美元强势。一方面是欧美降息路径差美指被动上涨，另一方面资金推动作用不可小视，而且国内贡献越来越大。当前资金获利减仓，贵金属风浪在前。同时也应注意，当下的贵金属轻舟已过万重山。目前市场宽松预期接近降无可降，而二季度美国经济或重新出现松动迹象。降息炒作有望重新进入市场视野，从而为贵金属带来新动力。同时谨防如美国大选、地缘异动等避险扰动风险。

七、国内贵金属产业链概况

（一）国内 2024 年第一季度黄金生产消费与市场交易情况；

据中国黄金协会最新统计数据显示：2024 年一季度，国内原料黄金产量为 85.959 吨，与 2023 年同期相比增产 0.987 吨，同比增长 1.16%，其中，黄金矿产金完成 60.191 吨，有色副产金完成 25.768 吨。另外，2024 年一季度进口原料产金 53.225 吨，同比增长 78%，若加上这部分进口原料产金，全国共生产黄金 139.184 吨，同比增长 21.16%。

图 20:国内 2024 年第一季度黄金产量

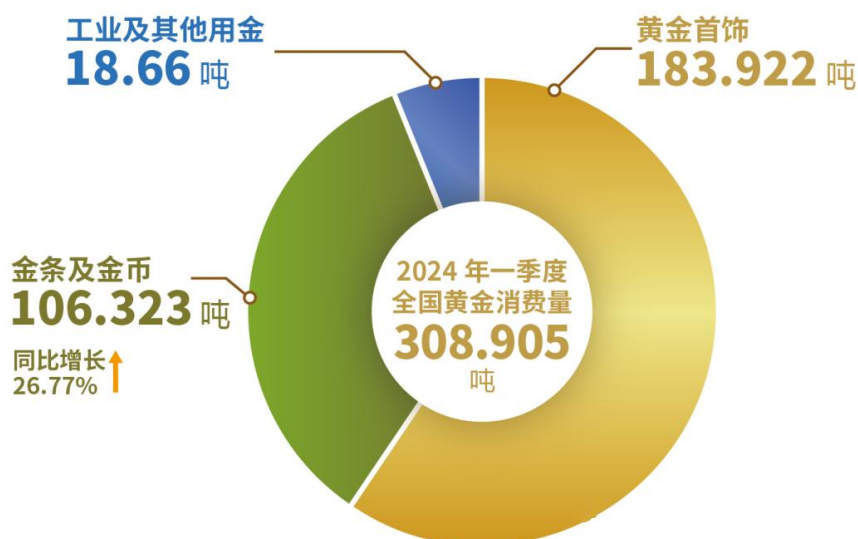


数据来源：中国黄金协会、山金期货交易咨询部

在金价快速上涨生产经营成本保持相对稳定的情况下，企业盈利空间增加，金矿企业开展地质勘探和基建技改意愿加强，企业可以进一步降低入选品位，最大限度利用金矿资源，黄金产量进一步增长。黄金价格上涨还促使冶炼企业加大进口黄金原料采购力度，进口原料产金大幅增加。大型黄金企业（集团）境内矿山矿产金产量 32.011 吨，占全国的比重为 53.18%。紫金矿业、山东黄金和赤峰黄金等企业境外矿山实现矿产金产量 16.339 吨，同比增长 13.50%。

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%。

图 21:国内 2024 年第一季度黄金消费量



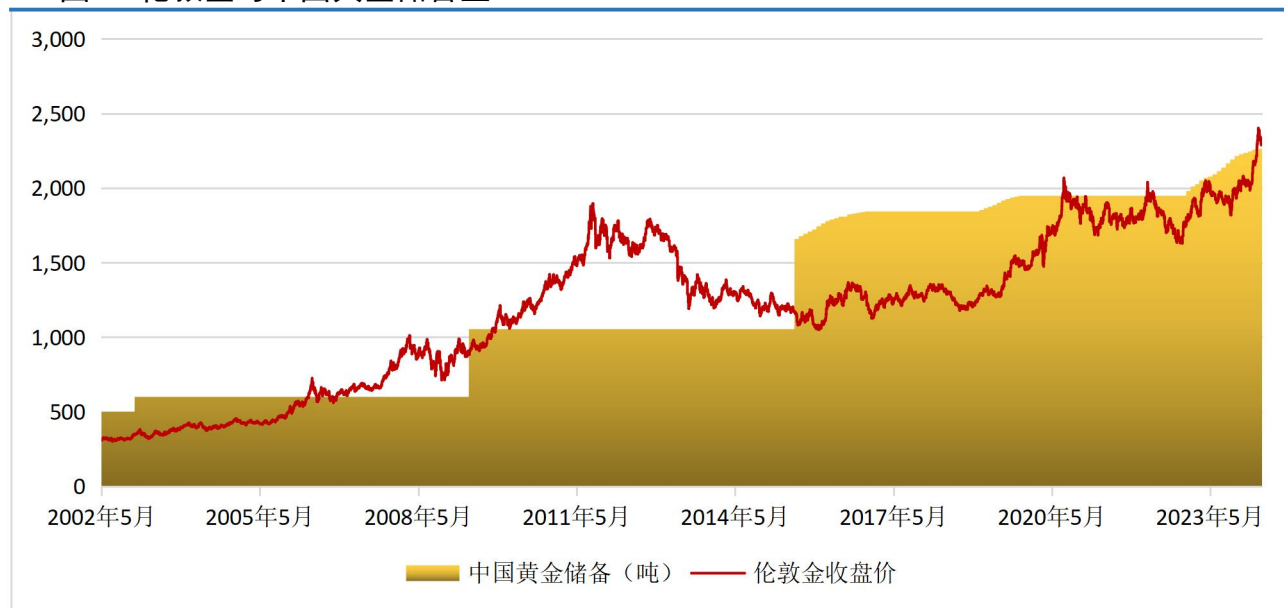
数据来源：中国黄金协会、山金期货交易咨询部

2024 年一季度，高金价对黄金消费影响出现两极分化。快速上涨的黄金价格，叠加黄金首饰加工费和品牌溢价高等因素，消费者观望情绪增强，使得黄金首饰消费在一定程度上受到了抑制，黄金首饰零售商销售压力增加。金价高企及巨幅波动使得黄金加工销售企业生产经营风险增大，批发零售企业进货变得谨慎，首饰加工企业原料成本上升、出货量下降，部分中小型加工企业甚至停工放假。相比之下，由于避险需求的激增，实物黄金投资获得较高关注，溢价相对较低的金条及金币消费大幅上涨。

2024 年一季度，上海黄金交易所全部黄金品种累计成交量双边 1.53 万吨（单边 0.76 万吨），同比增长 32.29%，成交额双边 7.49 万亿元（单边 3.74 万亿元），同比增长 54.73%；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%。3 月份以来，黄金价格快速上涨，交易量环比大幅上升。为此，交易所采取了一定的市场风险控制措施。上海黄金交易所发布通知提高黄金延期合约交易保证金比例及涨跌幅度限制，上海期货交易所则对黄金期货品种实施交易限额，并上调黄金期货主力合约手续费。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 年一季度，我国累计增持黄金 27.06 吨，截至 3 月末，我国黄金储备为 2262.47 吨。2022 年 11 月至 2024 年 3 月，我国连续十七个月增持黄金。

图 22:伦敦金与中国黄金储备量



(二) 国内黄金企业产量排名;

图 23:A 股上市黄金企业经营情况对比

	资源量	2022 年黄金业务营收 (亿元)	黄金业务营收占比 (%))	黄金业务毛利率 (%)	矿产金成本 (元/克)	2023 产量	2024 计划
紫金矿业	储量 1191 吨 资源量 3117 吨	矿山产金 224.19 冶炼加工及贸易金 1005.80	45.5%	金精矿 59.65% 金锭 34.81%	191.77	矿产金 67.7 吨	
山东黄金	资源量 1318.6 吨	黄金业务 474.84 其中自产金 151.83	94.4%	黄金行业 14.42% 其中自产金 43.33%		41.78 吨	不低于 47 吨
中金黄金	保有资源储量金金属量 507.3 吨	黄金业务 372.40	54.1%	7.45%		20 吨	
招金矿业	黄金资源量 1190.81 吨 可采储量为 482.13 吨	黄金业务 71.19	90.3%	整体销售毛利率 33.68%		24.68 吨	
赤峰黄金	金矿石资源量 111.91 百万吨 (折金金属量约 424.36 吨)	黄金业务 53.05	84.73%	27.64%		14.35 吨	
银泰黄金	金金属量 173.9 吨	合质金业务 27.09	32.33%	合质金 57.37%	167.54	合质金 7.34 吨	不低于 8 吨
湖南黄金	金金属量 144.90 吨	186.52	88.65%	4%		标准金 45.01 吨, 含量金 2.69 吨	黄金产量 49.7 吨
灵宝	金金属量 135.079	97.97	96.19%	公司整体 7.75%		金精粉 (含量金) 及合质	

黄金	吨					金 5.49 吨	
四川黄金	金金属资源(储)量 81.723 吨	4.72	100%	51.31%		1.67 吨	
恒邦股份	金资源量 150.38 吨	147.04	35.67%	2.46%		标准金 73.88 吨	黄金 86.52 吨, 白银 804.79 吨

数据来源：公开资料、山金期货交易咨询部

八、全球贵金属产业链概况

（一）全球黄金产业链概况；

图 24: 黄金分国别供应和需求

(百万盎司)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	年同比
供应 矿产金	96.5	102.3	105.1	108.1	113.0	115.0	117.5	115.6	112.0	115.1	116.6	1%
前 5 位国家												
中国	13.3	14.1	14.9	14.8	14.9	13.8	13.0	12.3	11.8	10.7	12.1	13%
俄罗斯	7.5	8.0	8.1	8.2	8.41	9.0	9.5	10.5	10.7	10.6	10.4	-2%
澳大利亚	8.1	8.6	8.8	9.0	9.2	9.4	10.1	10.5	10.5	9.91	10.1	2%
加拿大	3.41	4.2	4.9	5.1	5.2	5.5	6.2	6.0	5.6	6.2	6.3	1%
美国	7.5	7.41	6.8	7.0	7.4	7.61	7.2	6.41	6.2	6.0	5.6	-8%
回收金	52.3	38.2	36.3	34.3	39.6	35.8	36.4	41.0	41.6	36.5	36.7	0%
前 5 位国家												
中国	4.5	3.2	3.8	3.4	4.7	4.6	4.7	5.4	6.1	5.4	5.0	-8%
印度	3.8	3.1	3.0	2.6	2.6	2.8	2.8	3.8	3.1	2.4	3.1	30%
意大利	3.9	3.41	2.8	2.7	2.7	2.6	2.5	2.7	2.8	2.6	2.8	9%
美国	7.2	5.2	3.4	2.8	2.7	2.6	2.6	2.7	2.3	2.4	2.2	-8%
埃及	5.0	3.0	3.9	5.3	4.2	2.7	3.6	3.7	2.4	1.7	1.7	4%
净对冲供应	-	-	3.4	0.4	1.2	-	-	0.2	-	-	-	
总供应	148.9	140.5	144.8	142.8	153.8	150.7	153.9	156.8	153.5	151.7	153.3	1%
需求												
首饰制造	71.1	88.9	81.8	79.7	64.9	72.6	73.6	69.2	42.6	71.7	70.5	-2%
前 5 位国家												
印度	20.9	20.4	21.7	23.3	16.1	21.4	20.5	18.4	9.3	22.6	22.5	-1%
中国	21.5	34.7	27.9	26.4	21.3	22.3	23.8	21.7	14.0	22.1	18.5	-16%
土耳其	3.7	4.7	4.5	3.81	3.7	4.4	4.3	4.6	2.5	4.5	5.2	16%
意大利	3.0	3.7	4.0	3.9	3.5	3.8	4.1	4.0	2.9	4.3	4.8	12%
美国	1.8	2.0	2.0	2.0	1.9	2.0	2.1	2.1	1.8	2.3	2.2	-2%
其他制造业	11.7	11.3	11.2	10.7	10.4	10.7	10.8	10.5			9.9	-7%
电子工业	9.3	9.0	8.91	8.4	8.2	8.5	8.6	8.4	9.7	10.6		-8%
牙科业	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.51	0.4	8.0	8.7	8.1	-9%
装饰品和其他工业	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	0.4	0.4	0.3	-1%
净实金投资	41.8	55.3	34.1	34.5	34.2	33.3	34.3	27.3	1.3 28.9	1.5 38.0	1.51 39.1	3%

前 5 位国家												
中国	8.0	13.1	6.4	7.3	9.1	9.9	9.9	6.8	6.4	9.2	7.0	-24%
德国	3.5	4.31	3.3	3.7	3.6	3.4	3.1	2.8	5.0	5.2	6.0	14%
印度	10.4	10.9	6.6	6.3	5.2	5.4	5.2	4.7	4.2	6.0	5.6	-7%
美国	1.7	2.51	1.5	2.31	2.9	1.1	0.8	0.6	2.2	3.7	3.5	-7%
土耳其	1.9	2.1	1.2	1.0	0.1	0.6	2.0	1.3	1.2	0.81	1.3	64%
净对冲需求	1.5	0.8	-	-	-	0.8	0.4	-	1.3	0.2	0.3	60%
净官方买入	18.7	21.0	19.3	18.6	12.7	12.2	21.1	19.5	8.2	14.5	34.8	141%
总需求	144.9	177.2	146.5	143.5	122.1	129.6	140.2	126.4	90.7	135.01	154.6	15%
市场平衡	3.9	-36.7	-1.6	-0.7	31.7	21.2	13.7	30.4	62.8	16.6	-1.3	na
ETP 基金净投资	9.6	-30.0	-5.3	-4.0	17.4	8.7	2.4	12.9	28.7	-6.1	-3.6	-42%

数据来源：世界黄金协会、金属聚焦、山金期货交易咨询部

图 25: 全球排名前 20 位的产金国家

(吨)	2021	2022	年同比
中国	332.0	375.0	13%
中国*	329.0	372.1	13%
俄罗斯	330.9	324.7	-2%
澳大利亚	307.2	313.9	2%
加拿大	192.9	194.5	1%
美国	186.8	172.7	-8%
加纳	124.7	127.0	2%
秘鲁	127.3	125.7	-1%
印度尼西亚	116.4	124.9	7%
墨西哥	124.8	124.0	-1%
乌兹别克斯坦	104.9	110.8	6%
马里	99.3	101.7	2%
布基纳法索	102.7	96.2	-6%
南非	113.6	92.6	-18%
巴西	93.1	86.7	-7%
哈萨克斯坦	76.6	81.9	7%
苏丹	85.1	80.1	-6%
几内亚	65.0	63.5	-2%
哥伦比亚	59.9	60.4	1%
玻利维亚	45.7	53.4	17%
坦桑尼亚	50.4	50.9	1%
其他	841.6	867.1	3%
全球总计	3580.7	3627.7	1%
*为中国黄金协会数据，并经过了四舍五入			

数据来源：世界黄金协会、金属聚焦、山金期货交易咨询部

图 26:全球排名前 20 位的产金企业

(吨)	2021	2022	Y/Y
纽蒙特矿业公司	185.7	185.3	-0.3%
巴里克黄金矿业公司	138.0	128.8	-7%
伊格尔矿业公司	64.9	97.5	50%
纳沃伊矿冶联合公司	82.9	86.8	5%
英美黄金阿山帝公司	76.9	85.3	11%
极地黄金公司	84.5	79.0	-6%
金田公司	68.6	70.5	3%
纽克雷斯特新矿业公司 2	58.7	67.3	15%
金罗斯黄金公司 3	62.2	64.2	3%
紫金矿业集团股份有限公司	47.5	56.4	19%
北极星资源公司	49.1	48.4	-2%
自由港麦克莫兰铜金公司	35.0	45.8	31%
多金属国际公司	44.2	45.1	2%
哈莫尼黄金矿业公司	48.8	45.0	-8%
山东黄金集团有限公司	29.0	44.9	55%
奋进矿业公司	47.8	43.9	-8%
中国黄金集团有限公司	35.7	34.4	-4%
加拿大公共金矿公司	32.6	32.0	-2%
诺德黄金公司 4	31.9	29.5	-7%
亚马纳黄金公司	27.5	27.8	1%

1.2022 年的预估值； 2.包含纽克雷斯特新矿业公司持有的伦丁黄金公司 32% 股票权益下弗鲁塔北矿山的产量； 3.黄金销售； 4.预估值。

数据来源：世界黄金协会、金属聚焦、山金期货交易咨询部

（二）全球白银产业链概况；

图 27:全球排名前 20 位的产银国家

百万盎司	2021	2022	Y/Y
墨西哥	196.0	199.2	2%
中国	112.9	111.8	-1%
秘鲁	115.5	107.0	-7%
波兰	42.0	42.4	1%
智利	41.2	41.9	2%
俄罗斯	39.0	41.1	6%
玻利维亚	41.5	38.7	-7%
澳大利亚	42.8	38.5	-10%
美国	32.6	32.4	-1%
阿根廷	27.9	30.9	11%
印度	22.2	22.3	1%
哈萨克斯坦	15.0	14.8	-1%

瑞典	13.9	14.8	6%
印度尼西亚	10.2	11.4	11%
加拿大	9.1	8.7	-5%
摩洛哥	8.0	8.5	6%
乌兹别克斯坦	6.8	7.0	3%
土耳其	5.5	4.7	-14%
多米尼加共和国	3.4	2.9	-16%
巴拿马	2.5	2.8	12%
其他	39.7	40.4	2%
总共	827.6	822.4	-1%

数据来源：世界白银协会、金属聚焦、山金期货交易咨询部

图 28: 全球排名前 20 位的产银企业

百万盎司	2021	2022	Y/Y
Fresnillo	50.0	51.11	2%
KGHM Polska Miedz	43.9	42.7	-3%
Newmont	31.4	29.7	-5%
Glencore	31.5	23.8	-25%
Hindustan Zinc	22.2	22.3	1%
Polymetal International	20.4	21.0	3%
Codelco	22.9	19.28	-16%
Southern Copper	19.0	18.6	-2%
Pan American Silver	19.2	18.5	-4%
Industrias Penoles	14.5	15.9	10%
Volcan Cia Minera	15.0	14.31	-5%
Hecla Mining Company	12.9	14.2	10%
South32	14.4	12.3	-14%
Boliden	11.9	12.1	2%
BHP	12.5	11.7	-6%
Hochschild Mining	12.2	11.0	-10%
First Majestic Silver	12.8	10.5	-18%
Sumitomo Corporation	13.5	10.3	-24%
Nexa Resources	8.8	10.0	13%
Coeur Mining	10.1	9.8	-2%

NB: 1 - Excludes Silverstream contract, 2-Payable production, 3 -KGHM Group figures including Polish and international operations, 4 -Hindustan Zinc is a Vedanta Group company, 5- Production from integrated operations only, 6 - Refined Silver, 7 -Excludes 100% Fresnillo, 8-Estimate Source: Company Reports, Metals Focus

数据来源：世界白银协会、金属聚焦、山金期货交易咨询部