



黄金无惧高位 锡成有色价格洼地

研究院 新能源&有色组

研究员

陈思捷

☎ 021-60827968

✉ chensijie@htfc.com

从业资格号: F3080232

投资咨询号: Z0016047

师橙

☎ 021-60828513

✉ shicheng@htfc.com

从业资格号: F3046665

投资咨询号: Z0014806

穆浅若

☎ 021-60827969

✉ muqianruo@htfc.com

从业资格号: F03087416

投资咨询号: Z0019517

联系人

王育武

☎ 021-60827969

✉ wangyuwu@htfc.com

从业资格号: F03114162

高中

☎ 021-60827969

✉ gaozhong@htfc.com

从业资格号: F03121725

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

报告摘要

对于黄金而言,虽然目前黄金价格已经呈现出了较大的涨幅,但是只要市场对于未来名义利率见顶并终将回落的预期不减,同时通胀又存在小幅回升的可能的情况下,黄金仍可持续逢低买入套保。而倘若美联储果真进入降息周期后,针对黄金的操作则会变得相对复杂多变。

针对锡品种,目前其价格相较于其他有色品种尚处于“洼地”,同时自2023年年底以来电子板块的消费便出现明显向好的情况,而目前缅甸佤邦当地约80%的选矿厂处于停工状态。虽然缅甸佤邦当局并未明确当地锡矿何时复产,但市场普遍预期难于在今年5月份之前恢复。而在此之前,预期后续将有更多当地选矿厂面临原料紧缺情况,或也将影响其出口至国内锡矿量级。因此锡品种基本面总体较为健康。

此外,目前检测单LME锡品种多头持仓集中度于5月合约上相对较高,需要持续关注。

策略

黄金: 买入套保

锡: 买入套保

目录

报告摘要	1
黄金-价虽高 驱动犹在	3
名义利率见顶仍是大概率事件	3
通胀下行放缓在当下对黄金支撑更为明显	4
地缘因素同样推高黄金价格	6
全球央行配置黄金热情不减	8
高库存令锡成为有色价格洼地.....	8
库存高企 但终端消费预期正在改善	8
海外持仓相对集中	10
供应端干扰仍未完全解除	11
策略总结	12

图表

图 1: 黄金与原油价格 单位: 美元/盎司、美元/桶	5
图 2: 联邦基金利率 单位: %	5
图 3: EIA 石油库存每日净消耗量预估 单位: 万桶	5
图 4: VIX 指数 单位: 点	7
图 5: 中美日主权债 CDS 指数 单位: 点	7
图 6: 美元兑日元、韩元汇率 单位: 点	7
图 7: 全球央行净购金数量 单位: 吨	8
图 8: 中国央行黄金储备量 单位: 吨	8
图 9: 国内锂离子电池产量 单位: 亿只	9
图 10: 国内移动通信手机产量 单位: 亿台	9
图 11: 国内光电子器件产量 单位: 十亿个	9
图 12: 国内集成电路产量 单位: 亿块	9
图 13: 国内光电子器件产量 单位: 十亿个	10
图 14: 国内集成电路产量 单位: 亿块	10
图 15: 国内锡品种社会库存 单位: 吨	10
图 16: 联邦基金利率与科技板块 单位: %、点	10
图 17: 锡品种 LME 持仓集中度监测	11
图 18: 国内进口自缅甸锡精矿量 单位: 吨	12

黄金-价虽高 驱动犹在

名义利率见顶仍是大概率事件

自去年年底以来，市场预期针对美联储未来的货币政策导向仍然存在一定分歧，争论的焦点则是集中在美联储年内是否会采取降息的措施，以及可能降息的幅度。并且由于美联储官员的讲话也经常摇摆不定，因此黄金的走势一度显得较为纠结。但自今年3月以来，随着美国方面通胀数据下行明显放缓，叠加地缘因素影响，黄金价格逐渐呈现走强，并且截至4月中旬已经累计涨超18%。

虽然在黄金价格持续走高之际，美国国债收益率也由于美国方面相对向好的经济数据而一同呈现走高态势，利率与黄金价格的负相关性再度被打破。但若回归黄金定价的核心逻辑，即实际利率，虽然近年来其与贵金属价格的关联性也受到冲击，但未来实际利率的变动预期仍然是判断未来贵金属价格走势的最重要的“锚”。

实际利率 = 名义利率 - 通货膨胀

从上式中可以发现，若要试图判断实际利率未来的变动方向，可以分别对名义利率以及通胀水平未来的走势大致作出判断，从而拟合出未来实际利率的大致路径。

就名义利率而言，在2024年1季度，市场的确存在相对较大的争议，甚至部分地区的联储官员表示美联储或将需要加息以控制通货膨胀的走高，姑且不论其中是否存在预期管理的动机，但倘若观察联邦基金利率期货所隐含的加息概率，**可以明显发觉，市场对于未来名义利率的变动方向正在形成逐步统一的预期，即利率水平见顶，并且在未来某一时刻将会开始降息。而从黄金行情走势本身也可以感受到，目前市场对于何时降息以及降息几次的关注度已不如一季度时那般密切，联储官员对于何时开始降息的争论对行情的影响越发有限。**

表 1: 联邦基金利率隐含降息预期 | 单位: %

会议日期	期货价格	3.75-4.00	4.00-4.25	4.25-4.50	4.50-4.75	4.75-5.00	5.00-5.25	5.25-5.00
2024/5/2	94.680						5.4%	94.6%
2024/5/2	一周前						5.9%	94.1%
2024/6/13	94.705					0.7%	17.5%	81.7%
2024/6/13	一周前					1.4%	26.9%	71.7%

2024/8/1	94.720		0.2%	5.9%	37.4%	56.4%	
2024/8/1	一周前		0.6%	11.4%	44.5%	43.5%	
2024/9/19	94.840	0.1%	2.7%	19.8%	45.8%	31.6%	
2024/9/19	一周前	0.3%	5.6%	26.6%	44.0%	23.5%	
2024/11/8	94.950	0.7%	6.6%	25.7%	42.5%	24.4%	
2024/11/8	一周前	0.1%	1.6%	11.0%	31.2%	38.7%	17.4%
2024/12/19	95.010	0.3%	3.2%	14.7%	32.8%	34.8%	14.0%
2024/12/19	一周前	0.8%	6.2%	20.9%	34.8%	28.3%	8.9%

资料来源：CME 华泰期货研究院

通胀下行放缓在当下对黄金支撑更为明显

虽然在普世认知中，黄金具有抗通胀的效果，并且事实情况也的确如此，但这并不意味着黄金价格与通胀预期时刻呈现正相关性。

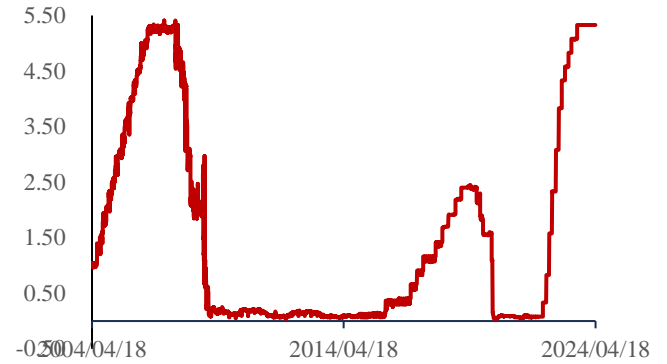
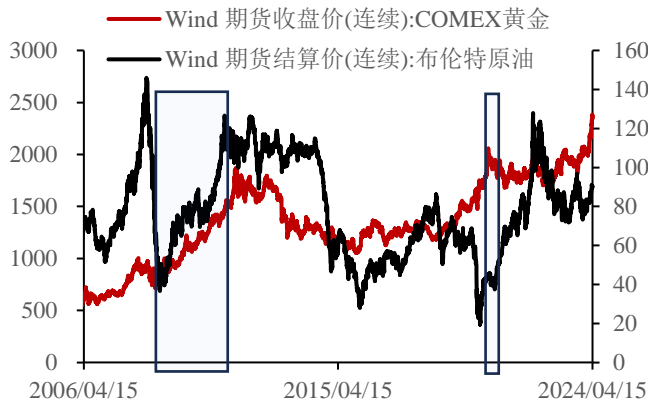
在很多情况下，通胀预期的上升实则也会加大市场对于未来美联储加息的预期，从而对黄金价格形成抑制而非提振，只有当市场对于未来名义利率的变动方向有着相对统一的预期时，通胀的上行对于黄金价格的提振作用才会更为明显。

以下图为例，由于原油价格是通胀预期的更为直接且具有前瞻性的指标，可以发现，黄金价格与原油走势的正相关性在大多数时间实则并不显著，从图中可以发现，在2000年后，只有当名义利率被降至0后（次贷危机以及2020新冠疫情时期），其变动预期在短时期内已无更多空间，此时实际利率未来变动的预期更多集中在通胀上，则通胀对于黄金的正向影响在此期间将会更为显著，正如当下，目前利率水平已经达到近20年以来的新高，市场对于名义利率见顶并将逐渐回落存在相对一致的预期，但自3月以来公布的通胀数据的下行则是有所放缓，甚至从美联储主席的讲话中也可以发现，其基本已经放弃了将通胀年内（PCE核心年率）控制到2%的希望。

此外，近期随着中东地区地缘因素的再度发酵以及OPEC对于联合减产的执行相对坚定，据EIA报告称，3月OPEC+（扣除伊朗、利比亚、委内瑞拉等豁免国）原油产量达3,482万桶，相较配额尚有50万桶减产空间，因此原油供应上半年或仍维持相对偏紧状态，而这对于通胀预期而言，也存在正向影响，而这反映到黄金价格上，同样利好金价。

图 1：黄金与原油价格 | 单位：美元/盎司、美元/桶

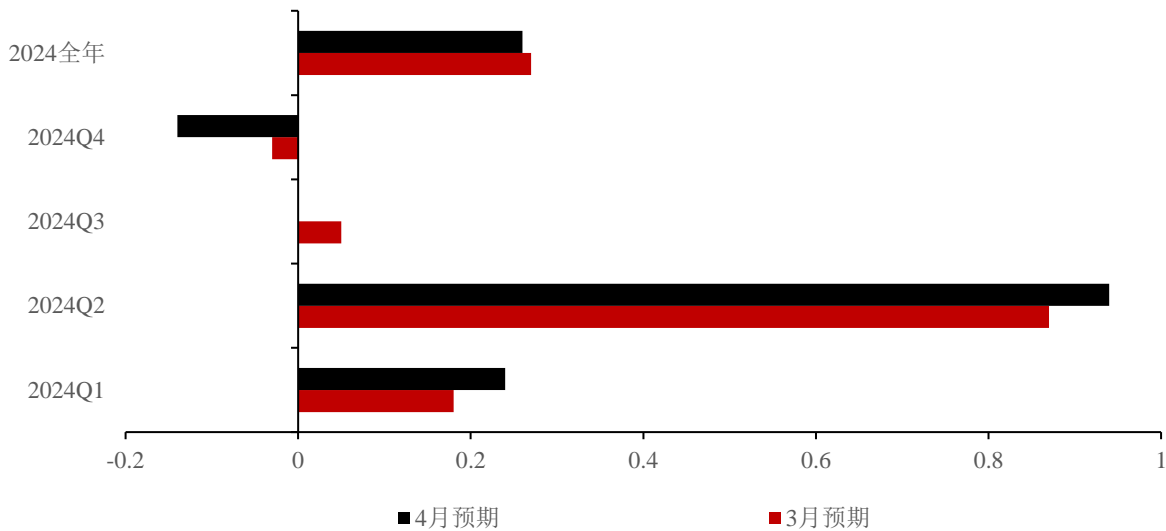
图 2：联邦基金利率 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3：EIA 石油库存每日净消耗量预估 | 单位：万桶



数据来源：EIA MacroMicro 华泰期货研究院

此外需要注意的是，虽然就目前看，倘若此后通胀小幅回升，并且不至于增加市场对美联储再度加息预期之前，黄金价格预计仍将维持偏强态势。但倘若未来通胀水平持续回升，结合美联储官员对于未来长期均衡利率的判断以及泰勒原则 (Taylor's rule)，可以发现，**只有当市场预计长期均衡利率达到 3.5% (最新点阵图显示为 3%)，且 PCE 核心年率超过 3%后，才有可能再度引发美联储加息，而倘若这样的情况果真发生，则对于黄金价格而言，或将形成较为明显的打压。**

表 2:根据泰勒原则分情况讨论政策利率 | 单位: %

政策利率	=	实际中性利率	+	通胀	+	通胀缺口	-	产出缺口
政策预估利率		实际中性利率		核心 PCE 年率		当下通胀-通胀目标		失业率-自然失业率
4.46		0.60 (当下)		2.78		0.78		-0.30
4.66		0.80 (中间过渡)		2.78		0.78		-0.30
4.86		1.00 (目标)		2.78		0.78		-0.30
以上情况假设长期均衡利率在落在 3%，且年内 PCE 通胀水平维持不变， <u>结果显示年内或降息 2 次</u>								
5.36		1.5		2.78		0.78		-0.30
以上情况假设长期均衡利率落在 3.5%，且年内 PCE 通胀水平维持不变， <u>结果显示年内利率水平不变</u>								
5.00		1.50		2.60		0.60		-0.30
以上情况假设长期均衡利率落在 3.5%，且年内 PCE 通胀水平下降至年内目标， <u>结果显示年内或降息 1 至 2 次</u>								
5.80		1.50		3.00		1.00		-0.30
以上情况假设长期均衡利率落在 3.5%，且年内 PCE 通胀水平上升至 3%， <u>结果显示年内或加息 1 次</u>								

资料来源: MacroMicro 华泰期货研究院

地缘因素同样推高黄金价格

俄乌战争后，中东地区地缘因素除去可能会影响到未来通胀预期外，其本身或许也在一定程度上加大了市场对于黄金配置的需求，可以看出 VIX 指数于近期走高明显。

此外，近期亚太地区汇率出现大幅下挫的情况，这也引发市场对于是否会重现 97 年情况的猜想。可以发现，近期美国、日本包括中国方面主权债 CDS 同样出现较为走高的情况。

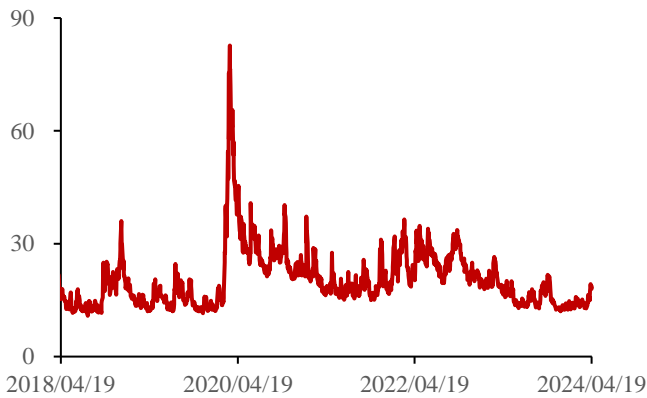
表 3:2024 年以来中东地区冲突事件汇总

时间	事件	发展情况
2024.01.15	以色列称高强度战斗结束	以色列国防部长表示加沙走廊北部高强度战斗已经结束，但新阶段的低强度战斗即将开始
2024.04.01	以色列攻击伊朗领事馆	以色列空军对伊朗驻大马士革领事馆发动空袭，造成 IRGC 高阶军官丧生，伊朗称将会报复

2024.04.13	伊朗扣押商船	伊朗在霍尔姆斯海峡扣押一艘与以色列有关的货物商船
2024.04.14	伊朗空袭以色列	伊朗对以色列境内发射 300 余架无人机、导弹以及巡航导弹，不过大多被拦截

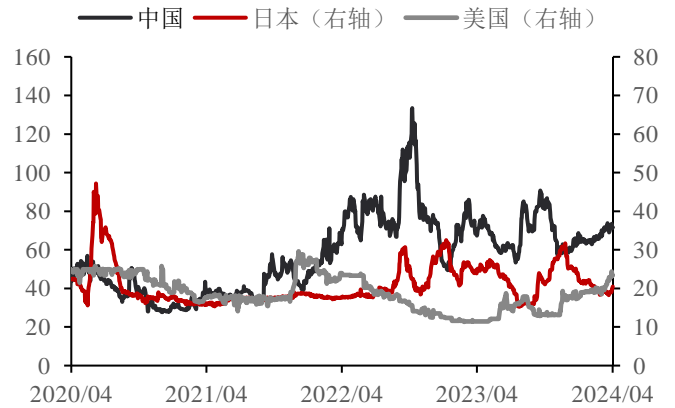
资料来源: MacroMicro 华泰期货研究院

图 4: VIX 指数 | 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 中美日主权债 CDS 指数 | 单位: 点



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 6: 美元兑日元、韩元汇率 | 单位: 点

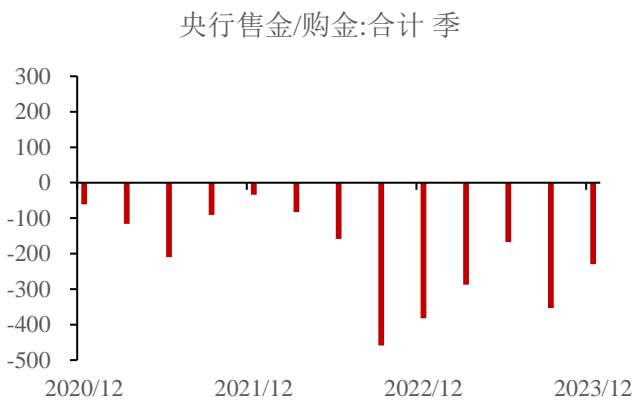


数据来源: Wind 华泰期货研究院

全球央行配置黄金热情不减

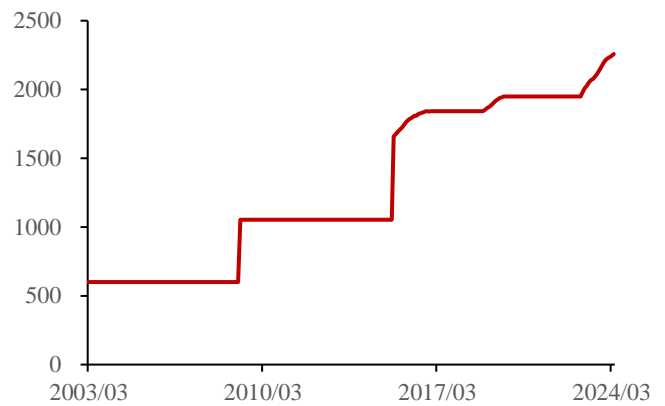
当下全球央行对于黄金的配置热情仍存，2023 年全球央行累计购金 1,037.38 吨，中国央行连续 17 个月增持黄金。后市若这样的情况不变，则对于金价而言，同样是较为有利的支撑。

图 7：全球央行净购金数量 | 单位：吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8：中国央行黄金储备量 | 单位：吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

总体而言，虽然目前黄金价格已经呈现出了较大的涨幅，但是只要市场对于未来名义利率见顶并终将回落的预期不减，同时通胀又存在小幅回升的可能的情况下，黄金仍可持续逢低买入，而倘若美联储果真进入降息周期后，针对黄金的操作则会变得相对复杂多变。

高库存令锡成为有色价格洼地

库存高企 但终端消费预期正在改善

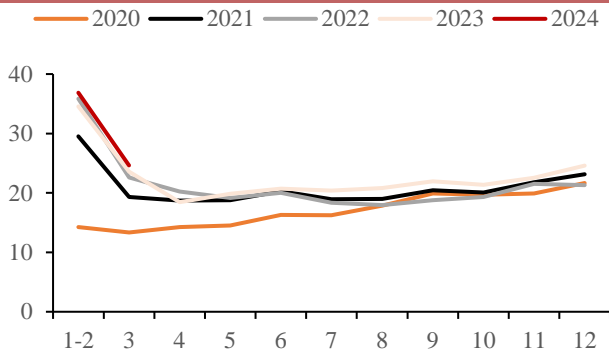
目前在有色金属品种中，锡品种的库存水平处于相对高位，这与此前海外加息周期对于锡品种终端行业的抑制，以及疫情的冲击有一定关系。但与高库存相对应的是，锡品种目前的价格与其他有色金属品种相比同样处于相对偏低的位置。并且近期，电子元件等板块消费已经出现相对明显的改善，同时若此后海外果真进入降息周期，而锡品种相关终端大多为对利率相对敏感的高科技行业，因此总体而言，锡品种未来需求展望料逐步向好，库存存在逐步去化的可能。

2024 年 1-3 月，国内锂电子电池产量累计达 61.77 亿只，累计同比上涨 11.10%，移动

电话产量为 3.74 亿台，累计同比上涨 13.60%。集成电路累计销量为 981.00 亿块，累计同比上涨 40.00%。光电子器件录得 24.60% 的增幅至 3,965.80 亿块。

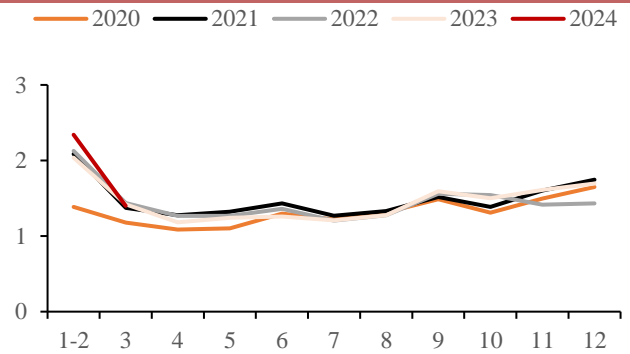
整体而言，电子板块于 2023 年年末起表现逐步向好，并且伴随着半导体周期以及海外降息的开启，预计 2024 年电子板块表现也将迎来较为良好的表现。

图 9：国内锂电子电池产量 | 单位：亿只



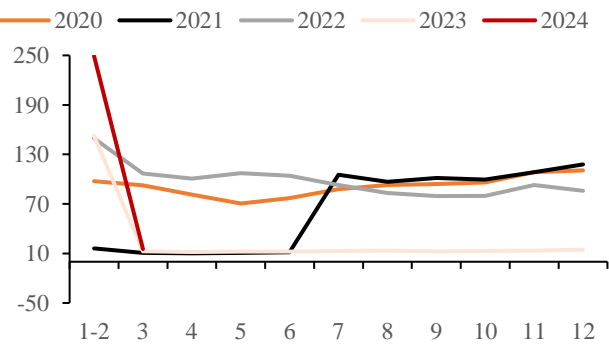
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 10：国内移动通信手机产量 | 单位：亿台



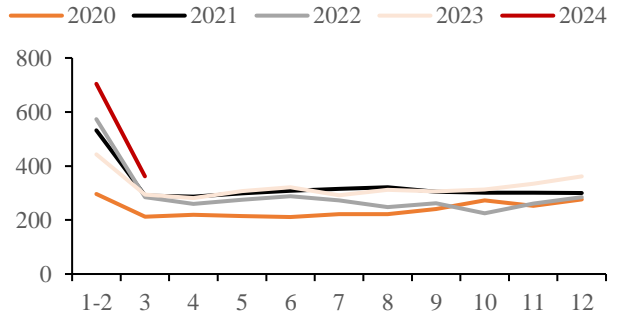
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 11：国内光电子器件产量 | 单位：十亿个



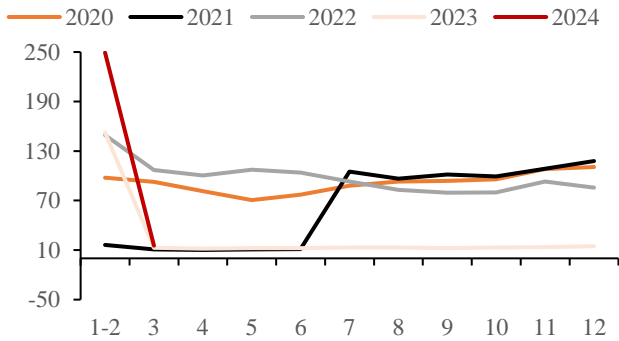
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 12：国内集成电路产量 | 单位：亿块



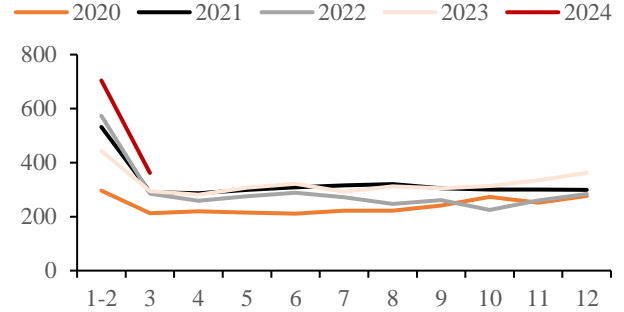
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 13: 国内光电子器件产量 | 单位: 十亿个



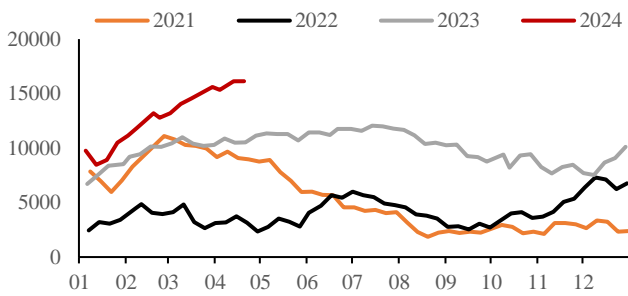
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 14: 国内集成电路产量 | 单位: 亿块



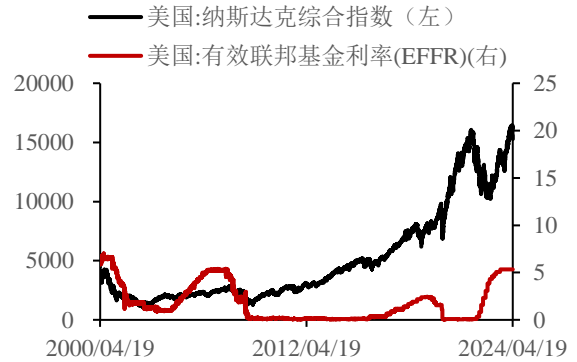
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 15: 国内锡品种社会库存 | 单位: 吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 16: 联邦基金利率与科技板块 | 单位: %、点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

海外持仓相对集中

此外, 观察 LME 锡品种持仓集中度可以发现, 当前多头持仓在 5 月合约上相对集中, 后市需持续关注。

不过由于此前出现过镍品种的事件, 因此 LME 对相关情况目前已经相对谨慎, 因此预计行情出现极端涨跌的可能性不大, 但伴随着基本面的向好, 锡品种或仍将位置偏强格局。

图 17: 锡品种 LME 持仓集中度监测

日期 04/18/2024										
交易员持仓报告										
更新: 04/12/24										
	风险降低			其他			总计			
	手数	变动	占持仓%	手数	变动	占持仓%	手数	变动	占持仓%	
总计净多仓	-4,148	-345	--	4,490	687	--	342	342	--	
商业承诺	-4,043	-490	--	-95	153	--	-4,138	-337	--	
管理性合规义务	0	0	--	0	0	--	0	0	--	
投资公司或信贷机构	37	174	--	1,295	56	--	1,332	230	--	
投资基金	0	0	--	2,806	434	--	2,806	434	--	
其他金融机构	-142	-29	--	484	43	--	342	14	--	

期货价格汇集报告										
更新: 04/15/24										
汇集%	做多头寸			做空头寸						
	05/24	06/24	07/24	05/24	06/24	07/24				
5-9	0	2	3	4	1	4				
10-19	0	0	0	1	3	2				
20-29	0	0	1	0	0	0				
30-39	0	0	0	0	0	0				
40+	1	0	0	0	0	0				

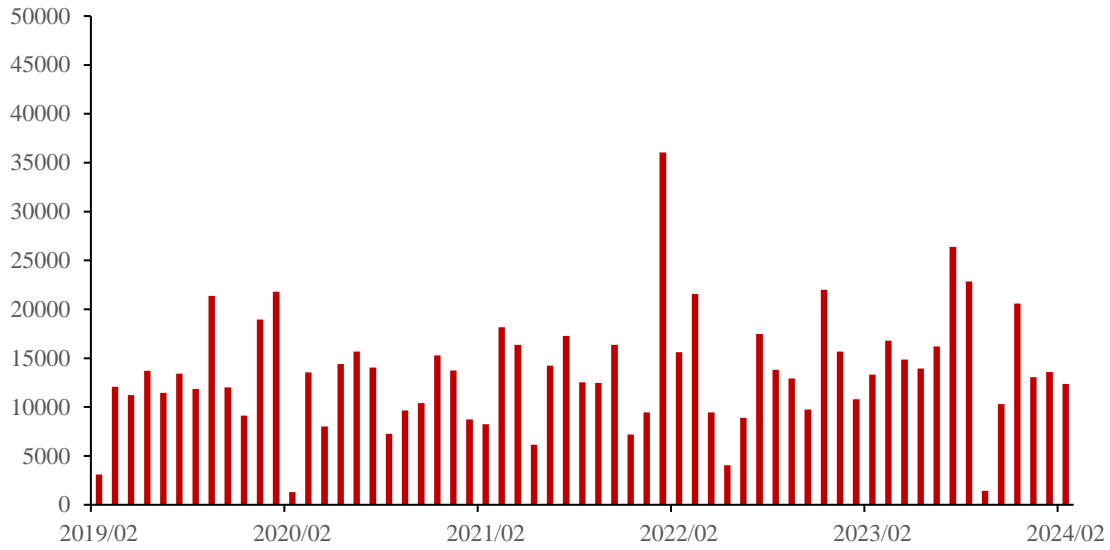
仓单持有报告																		
更新: 04/15/24																		
仓单持有							现金						次日					
30-39	40-49	50-79	80-89	90+	未报		30-39	40-49	50-79	80-89	90+	未报	30-39	40-49	50-79	80-89	90+	未报
2	0	0	0	0	0		1	0	0	0	0	--	1	0	0	0	0	--

数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

供应端干扰仍未完全解除

近期, 据 SMM 讯, 目前缅甸佤邦当地约 80% 的选矿厂处于停工状态。虽然缅甸佤邦当局并未明确当地锡矿何时复产, 但市场普遍预期难于在今年 5 月份之前恢复。而在此之前, 预期后续将有更多当地选矿厂面临原料紧缺情况, 或也将影响其出口至国内锡矿量级。

图 18: 国内进口自缅甸锡精矿量 | 单位: 吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

策略总结

目前针对有色板块策略而言, 持续看好黄金未来的表现, 在美联储真的采取降息措施前, 并且通胀的回升不至于加大市场对未来加息预期的情况下, 黄金或仍维持偏强态势。

此外, 由于锡品种目前在有色品种中处于价格洼地, 并且其基本面展望同样向好, 因此也可以进行积极的买入套保操作。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com