

www.shanjinqh.com

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

山金期货官微：



继就业后通胀下行 上破恐非一帆风顺？

报告导读

一、货币属性

1、通胀上美国 4 月通胀大幅下行，4 月核心 CPI 同比降至 3.6%，为 2021 年 4 月以来最低，但通胀预期再次抬头；就业上美国劳动力超预期下行，美国 4 月非农与失业率爆冷，但当周初请回吐本月初近一半增幅；

2、美国经济重新出现转弱迹象，第一季度经济增速为近两年来最慢；截止目前，包括零售销售在内的 4 月经济数据均不及市场预期；

3、美国 3 月-10 年美债利差倒挂高位下行，经济衰退风险下降；美欧利差高位下行，美中利差震荡回调；十年期美债真实收益率和美元指数遇阻反弹；

4、目前市场预期美联储 6 月大概率维持利率不变，9 月降息概率上升，2024 降息空间预期重回 50 基点附近，低于 3 月点阵图预期的 75 基点。

二、避险属性

VIX 重回超低位区间；中美关系、中东、俄乌等地缘异动等支撑避险需求。

三、商品属性

CRB 商品指数遇阻反弹，人民币震荡贬值利多国内溢价。

四、资金面：

CFTC 持仓黄金净多头连续减仓，白银净多头仍有加仓；世界最大金银 ETF 低位减仓趋缓。

五、未来的投资逻辑演变：

五一假期前后，贵金属与美元同跌，两者大概率负相关逻辑基本回归。近期 2024 年联储降息预期接近降无可降，美国经济重新松动，加之欧元区等宽松预期强于美联储利多美指接近兑现。本月非农已经超预期下行，失业率重回升势，这为劳动力市场持续降温提供了更多证据。本周美国 4 月通胀增幅低于预期和前值，暗示通胀在二季度初恢复下降趋势，提振市场 9 月降息预期。同时近期中美关系、中东、俄乌等地缘异动频发，推升避险需求。预计贵金属短期继续震荡反弹，中期联储降息仍缺乏更明确指引，或仍高位震荡。长期贵金属整体预计将随着联储降息兑现节奏阶梯上行。

六、策略：短期承压整固，中期高位震荡，长期阶梯上行

七、支撑压力：沪金主力支撑：550-555，阻力：570-575

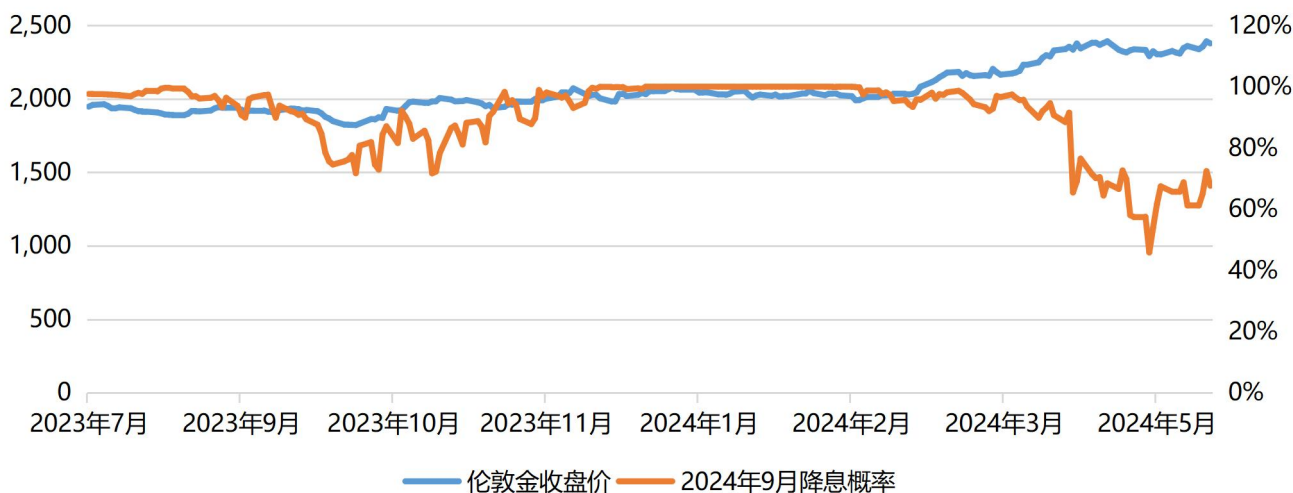
沪银主力支撑：7400-7430，阻力：7770-7800

八、风险提示：美联储宽松预期调整，通胀就业等再次上行，地缘异动

近期贵金属行情演变逻辑探讨

2024 年 3 月以来，伦敦金与美元同步上行，主要因欧美等降息预期差和资金影响推动。本月两者大概率负相关再次回归。目前年内降息仍是基本预期，但缺乏联储更明确指引，贵金属上破恐非一帆风顺，或重回高位整固。

伦敦金与2024年9月降息概率对比



数据来源：CME、山金期货交易咨询部

2023-2024 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。	-

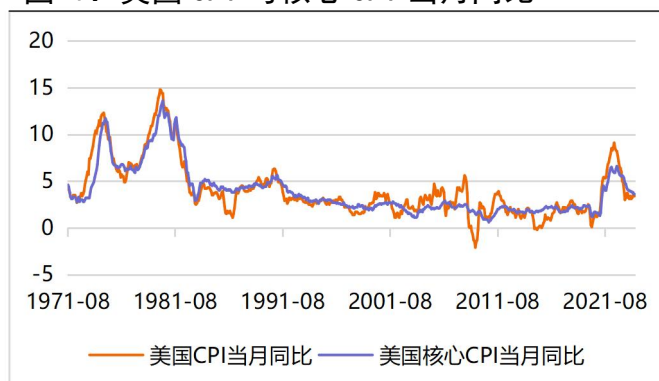
2023/7/26	紧缩进入观望期，降息仍远。①宣布上调 25 个基点至 5.25%-5.50%；②鲍威尔表示，经济仍需放缓，劳动力市场仍需疲软，通胀率才能“可信地”回到美联储 2% 的目标。③未来作出任何政策决定都将采取逐次会议逐次分析的方式，在当前环境下，决策者们只能就下一步货币政策给出有限的指引。④美联储工作人员不再预测今年会出现经济衰退。预计通胀率到 2025 年前后才会回落至 2%。	5.25%-5.50%
2023/8/25	可能需要进一步加息，但将“谨慎行事”。杰克逊霍尔全球央行年会上，美联储主席鲍威尔表示：①美联储可能需要进一步加息，以推动仍然过高的通胀降温；②同时承诺在即将举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。	
----------	---	--

贵金属数据库

(一) 货币属性：1、美国通胀

图 1：美国 CPI 与核心 CPI 当月同比



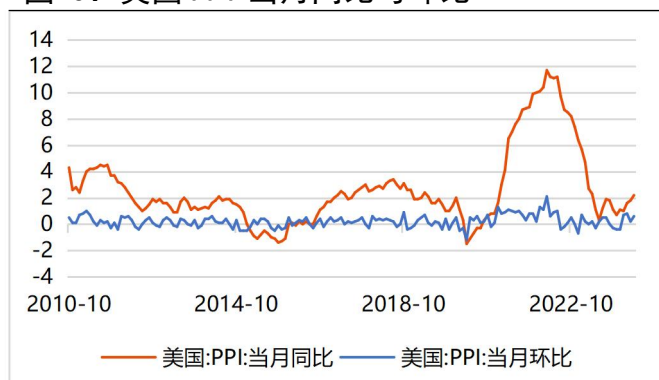
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 2：美国 PCE 与核心 PCE 当月同比



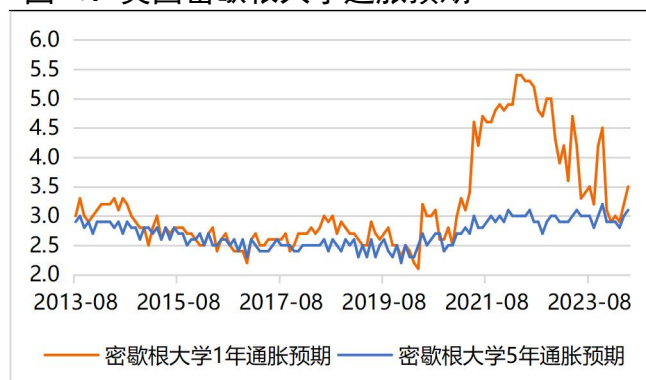
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 3：美国 PPI 当月同比与环比



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

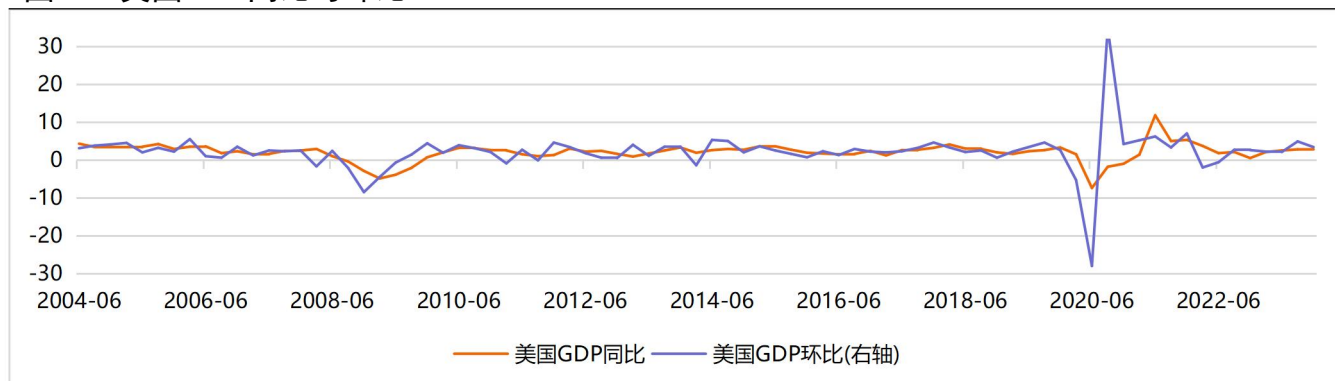
图 4：美国密歇根大学通胀预期



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

（一）货币属性：2、美国经济增长

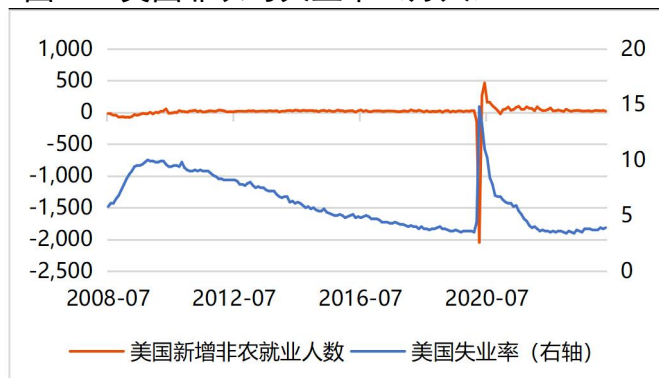
图 5：美国 GDP 同比与环比



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

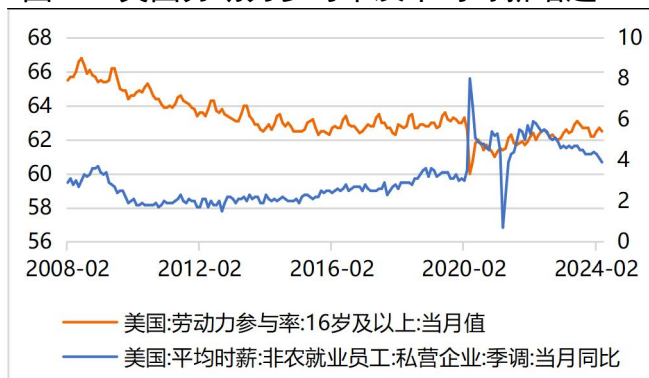
（一）货币属性：3、美国就业

图 6：美国非农与失业率（万人）



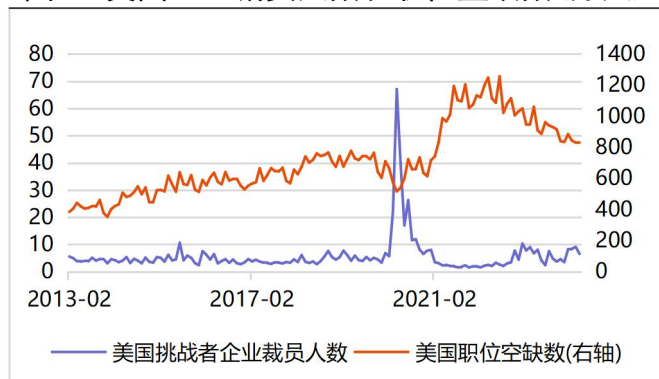
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 7：美国劳动力参与率及平均时薪增速



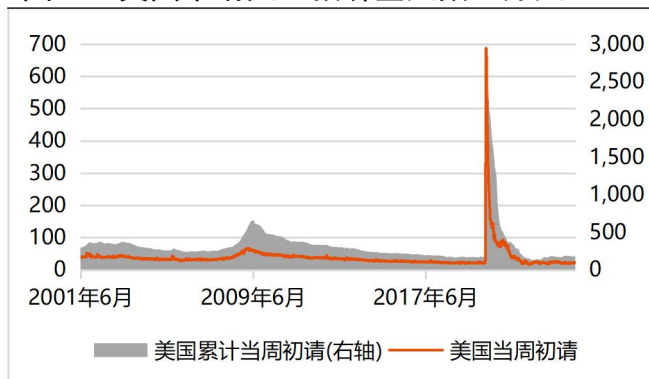
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 8：美国企业裁员人数和职位空缺数（万人）



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

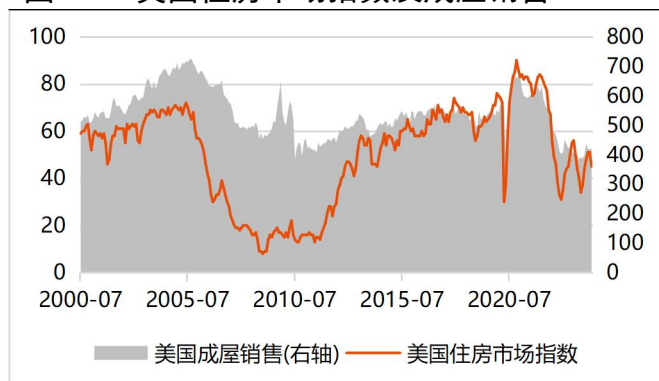
图 9：美国申请失业救济金人数（万人）



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

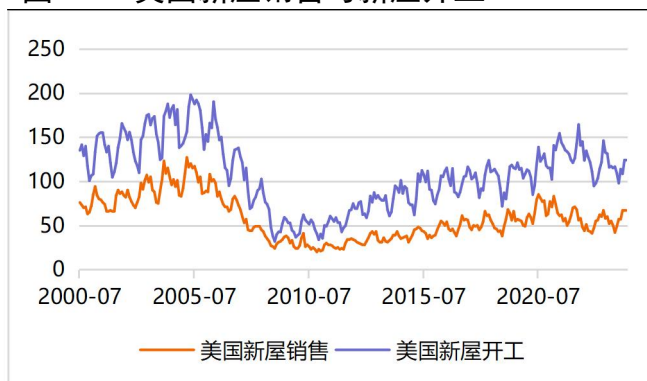
（一）货币属性：4、美国房地产

图 10：美国住房市场指数及成屋销售



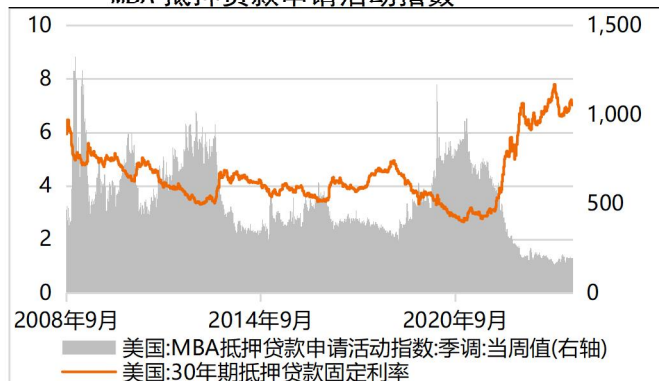
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 11：美国新屋销售与新屋开工



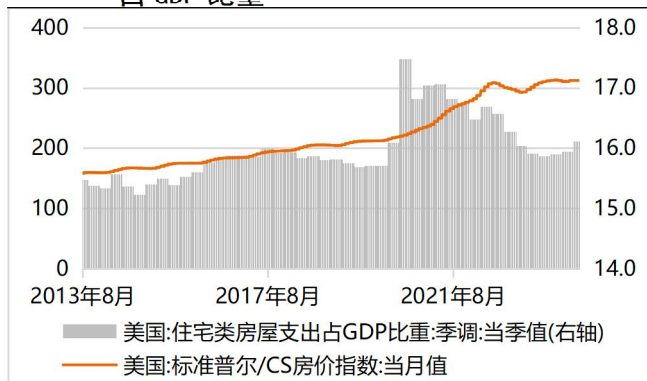
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 12：美国 30 年期抵押贷款固定利率及
MBA 抵押贷款申请活动指数



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

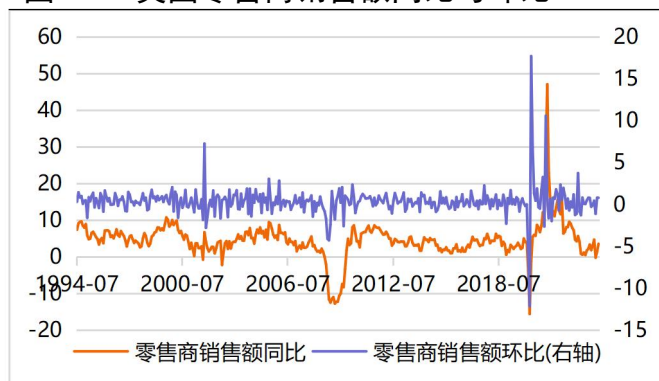
图 13：美国标普/CS 房价指数与住宅类房屋支出
占 GDP 比重



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

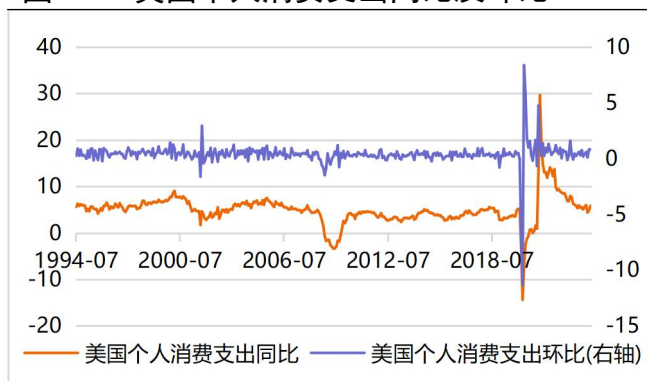
（一）货币属性：5、美国消费

图 14：美国零售商销售额同比与环比



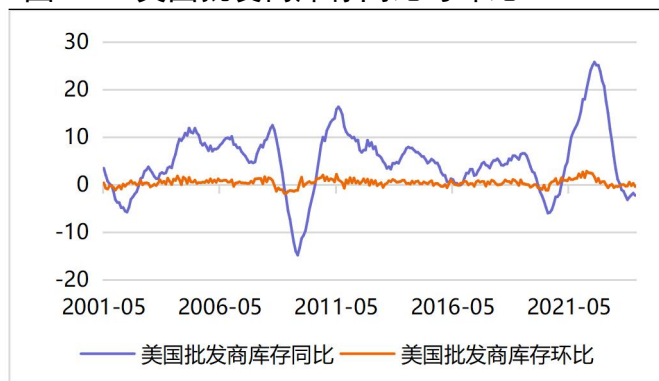
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 15：美国个人消费支出同比及环比



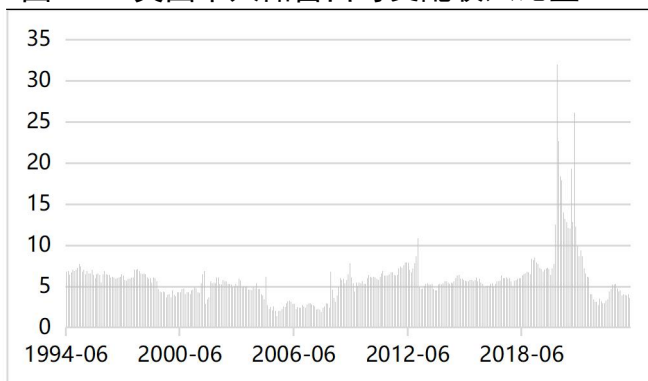
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 16: 美国批发商库存同比与环比



数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

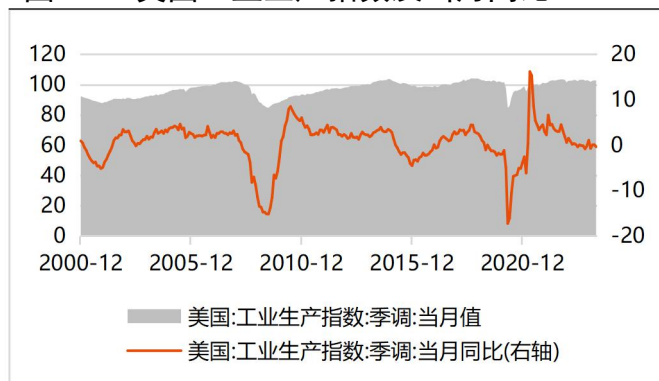
图 17: 美国个人储蓄占可支配收入比重



数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

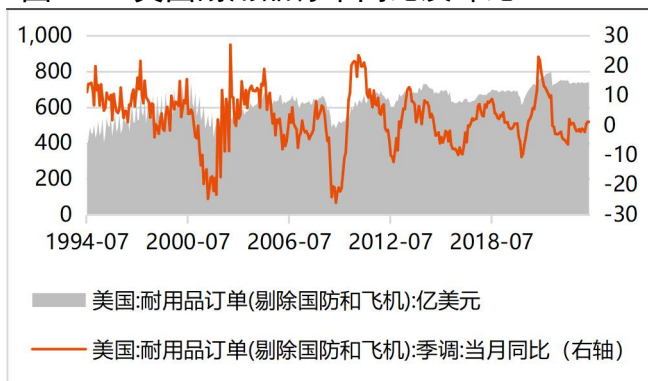
(一) 货币属性: 6、美国工业

图 18: 美国工业生产指数及当月同比



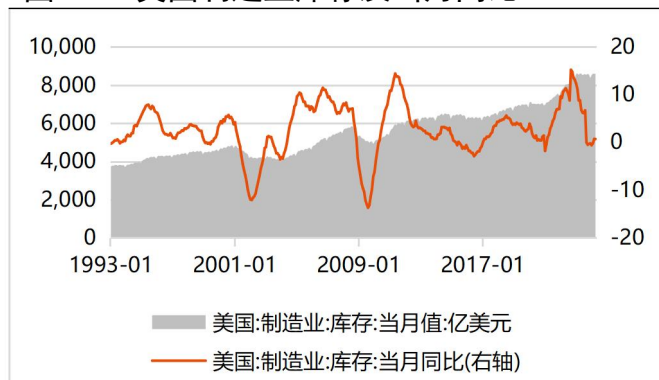
数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

图 19: 美国耐用品订单同比及环比



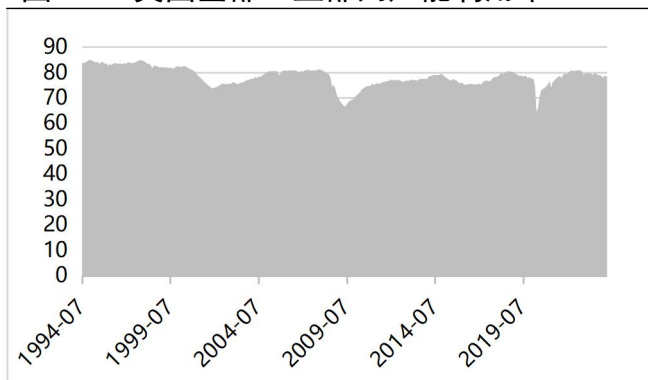
数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

图 20: 美国制造业库存及当月同比



数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

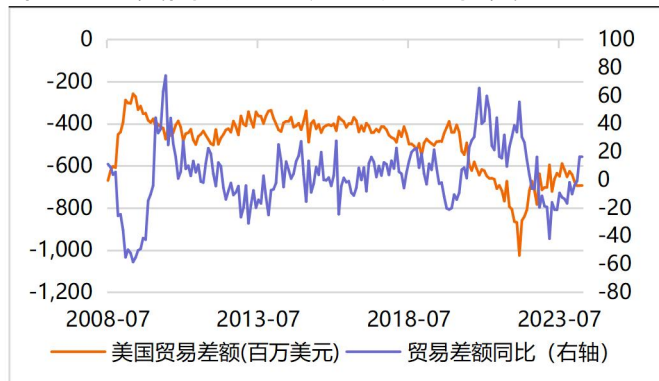
图 21: 美国全部工业部门产能利用率



数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

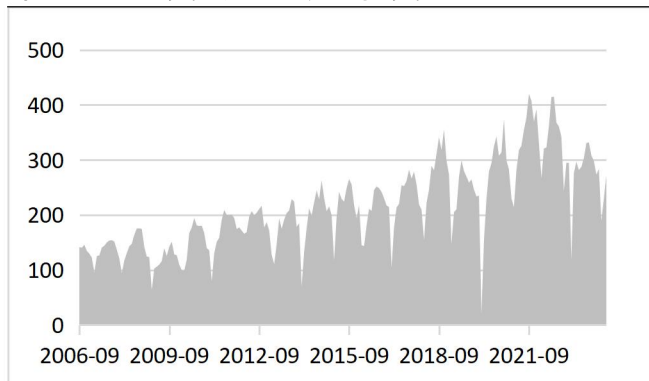
（一）货币属性：7、美国贸易

图 22：美国贸易差额及同比（亿美元）



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

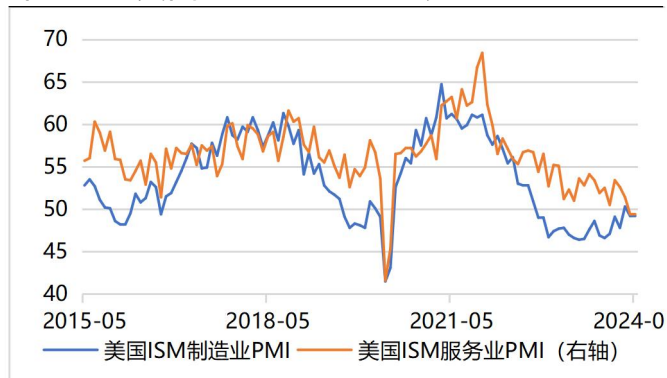
图 23：中美贸易差额（亿美元）



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

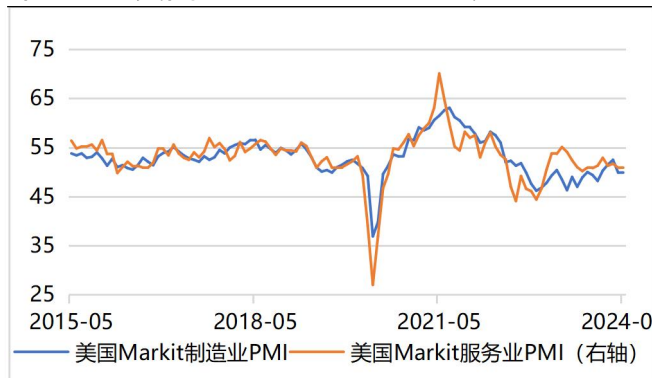
（一）货币属性：8、美国经济前瞻指标

图 24：美国 ISM 制造业与服务业 PMI



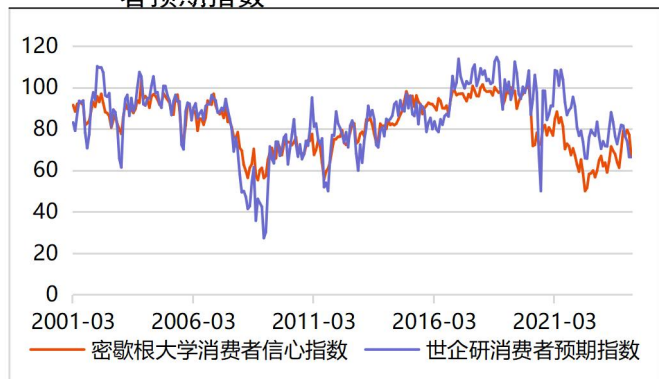
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 25：美国 Markit 制造业与服务业 PMI



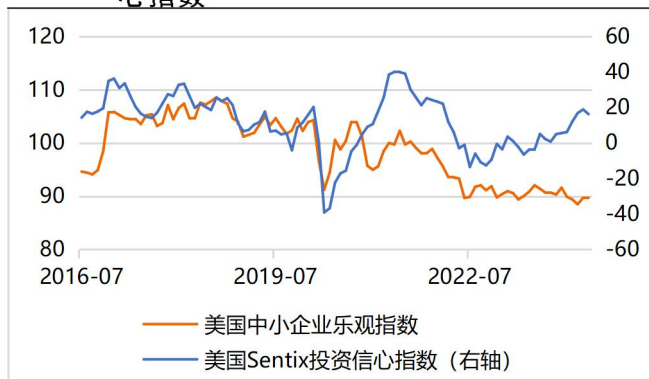
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 26：密歇根大学消费者信心指数与世企研消费者预期指数



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

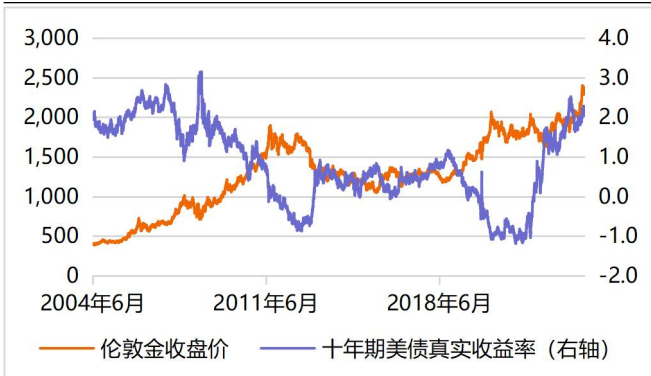
图 27：美国中小企业乐观指数与 Sentix 投资信心指数



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

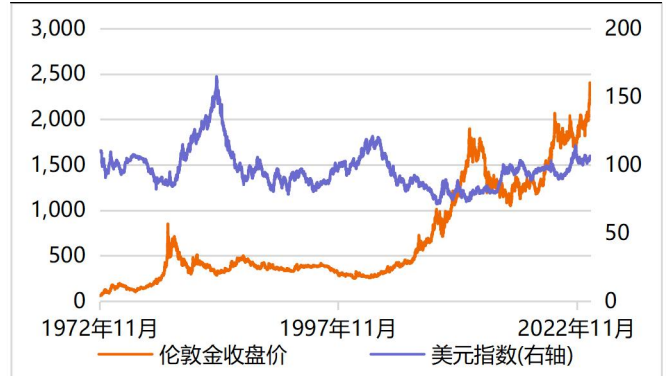
（一）货币属性：9、关键指标

图 28：十年期美债真实收益率与伦敦金



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 29：美元指数与伦敦金



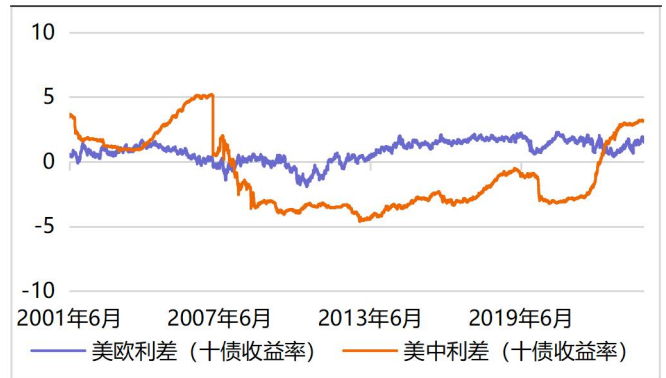
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 30：美债利差（3 月、2 年与 10 年）



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 31：美欧利差与美中利差（十债收益率）



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

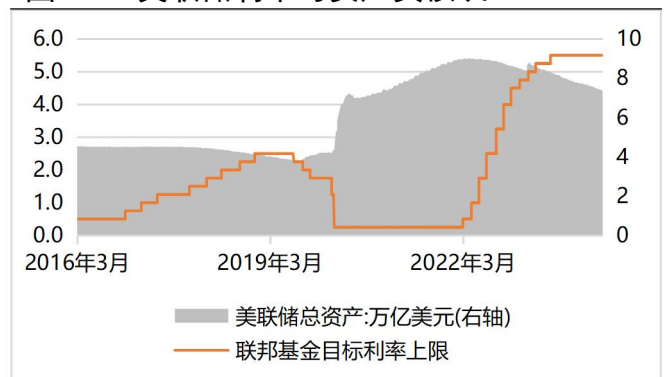
（一）货币属性：10、美联储货币政策跟踪

图 32：芝商所美联储利率预期

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%	8.9%	91.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	27.6%	70.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	16.1%	51.1%	31.7%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.6%	29.0%	44.0%	20.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.2%	4.0%	19.6%	37.7%	30.1%	8.4%
2025/1/29	0.0%	0.1%	1.9%	10.9%	27.6%	34.3%	20.5%	4.7%
2025/3/19	0.1%	1.1%	6.8%	20.0%	31.3%	26.8%	11.9%	2.1%
2025/4/30	0.5%	3.5%	12.3%	24.7%	29.4%	20.6%	7.8%	1.2%

数据来源：CME、山金期货交易咨询部

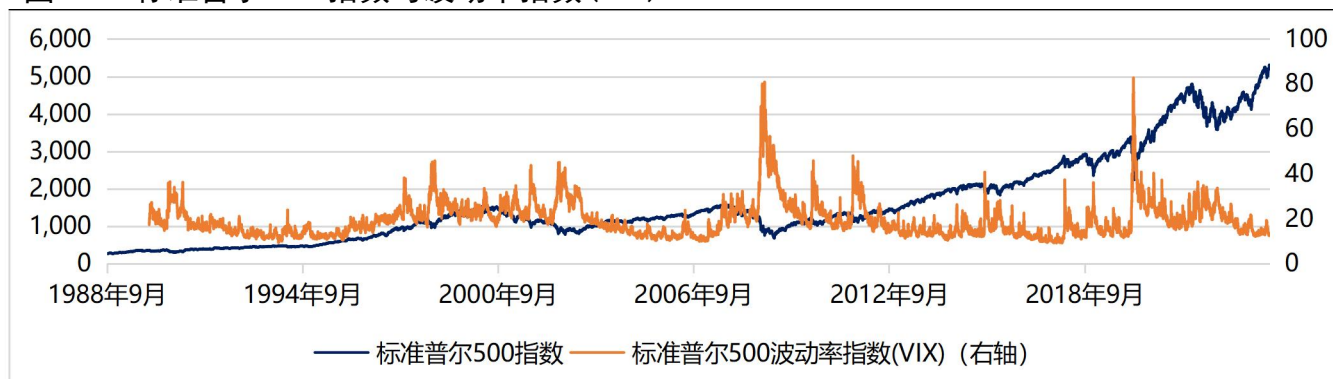
图 33：美联储利率与资产负债表



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

（二）避险属性：美国股市波动率

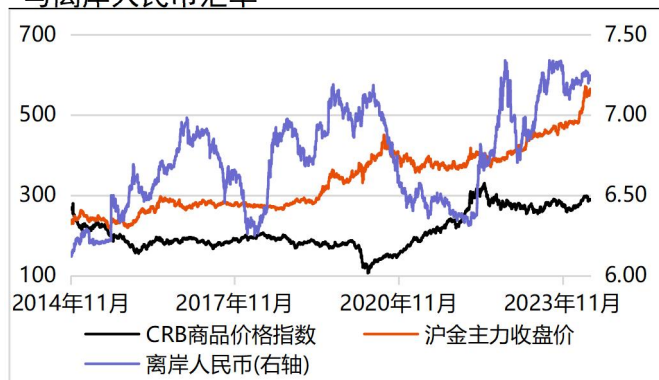
图 34：标准普尔 500 指数与波动率指数 (VIX)



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

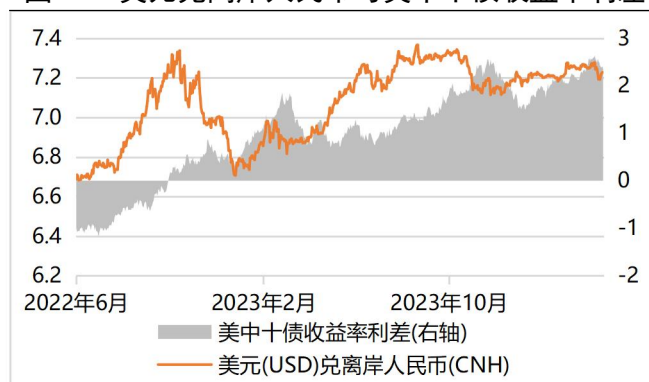
（三）商品属性：离岸人民币与 CRB 商品指数趋势

图 35：CRB 商品价格指数、沪金主力收盘价与离岸人民币汇率



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

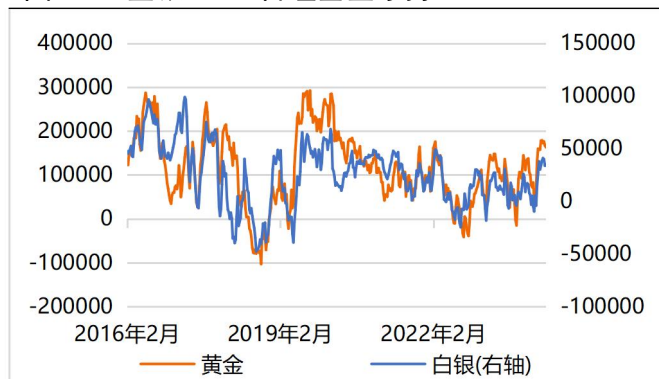
图 36：美元兑离岸人民币与美中十债收益率利差



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

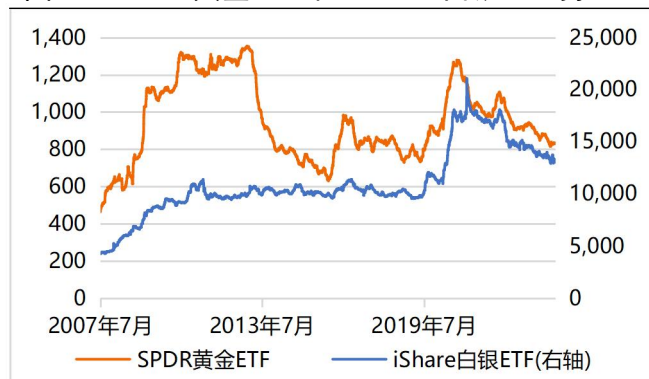
（四）资金面：CFTC 管理基金净持仓与金银 ETF 走势

图 37：金银 CFTC 管理基金净持仓



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 38：SPDR 黄金 ETF 和 iShare 白银 ETF 持仓量



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

免责声明

本报告由山金期货交易咨询部制作，未获得山金期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在山金期货有限公司及其研究人员知情的范围内，山金期货有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。