

www.shanjinqh.com

美国衰退担忧缓和 贵金属重回降息逻辑？

作者：林振龙

投资咨询资格证号：
Z0018476

审核：曹有明

投资咨询资格证号：
Z0013162

复核：刘书语

期货从业资格证号：
F03107583

电话：021 - 2062 7529

邮箱：

linzhenlong@sd-gold.com

山金期货官微：



报告导读

一、货币属性

1、通胀上美国 6 月 CPI、PCE 继续下行，通胀在一季度上升后重回下行通道，市场预期 7 月继续下行；就业上美国劳动力市场大幅松动，7 月非农较差但市场已有预期；最新当周初请失业金人数降幅超预期，缓解衰退担忧；

2、最新美国第二季度经济增长速度超过预期，因消费者支出和企业投资稳健增长，第二季 GDP 环比年率为增长 2.8%，比一季度 1.4% 的增速高出一倍；但耐用品订单超预期下行，消费者和生产者预期偏弱；

3、美国 3 月-10 年美债利差倒挂低位反弹，经济衰退风险上升；美欧利差回调，美中利差承压回落；美债真实收益率和美元指数下行接近破位；

4、目前市场预期美联储 9 月降息 50 基点概率稍高于 25 基点，2024 降息空间预期从非农后 125 基点回落至 100 基点附近。

二、避险属性

VIX 超低位区间反弹；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 商品指数低位反弹，人民币震荡升值利空国内溢价。

四、资金面：

截止上周二，CFTC 持仓黄金和白银净多头继续减仓；世界最大黄金 ETF 和白银 ETF 震荡增仓。

五、未来的投资逻辑演变：

本周初贵金属因非农利多兑现，加之市场衰退担忧加剧回落。目前来看，美国经济软着陆概率更大，今年预期仍是预防式弱降息。今年 4 月以后 2400 之上，相比年初上涨 20% 左右，类似 2019 预防式降息之年应有涨幅提前兑现，技术上上破乏力多次承压回调。下周美国 7 月 CPI 年率市场预期将从前值 3.0% 下滑至 2.9%，核心 CPI 年率由前值 3.3% 下滑至 3.2%。利多预期仍未完全兑现，预计贵金属短期震荡偏强。中期今年降息仍是基本预期，贵金属或延续高位震荡。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：短期震荡偏强，中期高位震荡，长期阶梯上行

七、支撑压力：沪金主力支撑：540-545，阻力：570-575

沪银主力支撑：6900-6930，阻力：7600-7630

八、风险提示：美联储宽松预期调整，通胀就业等再次上行，地缘异动等

近期贵金属行情演变逻辑探讨

基本面降息之年利多提前兑现后多次上行乏力承压回调，技术面近期跌至年初突破的上行趋势线支撑附近后再次反弹，重回上行通道。后期需警惕非农此类利多兑现回调行情。



数据来源：文华财经、山金期货投资咨询部

2023-2024 美联储货币政策路径回顾（橙色为偏鸽，红色为偏鹰）

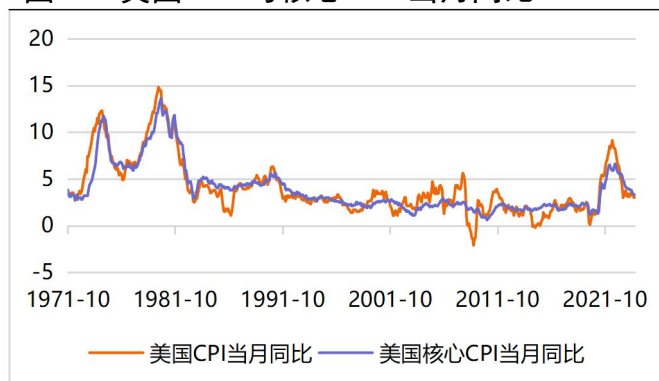
时间	美联储货币政策路径	联邦基金利率
2023/8/25	可能需要进一步加息，但将“谨慎行事”。 杰克逊霍尔全球央行年会上，美联储主席鲍威尔表示：①美联储可能需要进一步加息，以 推动仍然过高的通胀降温 ；②同时承诺在即将举行的政策会议上谨慎行事，他注意到了在 缓解物价压力方面取得的进展 ，以及 美国经济意外强劲所带来的风险 。	5.25-5.50%
2023/9/20	美联储强化鹰派立场，但不是行动承诺。 ①利率目标区间 5.50%-5.75%， 比当前高出 25 个基点 。②点阵图显示， 2024 年利率只会下降 50 个基点 ，6 月时预测则是下降 100 个基点。③政策声明称“通胀仍然高企。” 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外的强劲 。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，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。	
2024/6/12	点阵图下调降息预期，通胀不足以支持降息。①美联储如期将利率政策按兵不动，从去年 7 月以来连续第七次会议将联邦基金利率区间维持在 5.25%至 5.50%的二十多年高位。②但更新的点阵图暗示，美联储官员大幅下调了对今年降息次数的预期，从上次点阵图显示的三次降至一次，并未如最近数据激发的市场预期那样降息两次。③美联储主席鲍威尔在记者会上表示，通胀已经实质性地放缓，但仍然太高，今年迄今的通胀数据还不足以给美联储降息的信心。	
2024/7/31	降通胀方面取得进展，最快将在 9 月份降息。①美联储在 7 月的 FOMC 会议上继续按兵不动，将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%至 5.5%不变。②美联储进一步确认在降通胀方面取得进展，除了通胀，美联储开始强调关注避免就业方面风险。③鲍威尔表示，随着劳动力市场降温和通胀率下降，实现就业和通胀目标的风险继续趋于平衡。9 月份 FOMC 货币政策会议上，降息可能是一个选项，FOMC 最快将在 9 月份选择降息。	

贵金属数据库

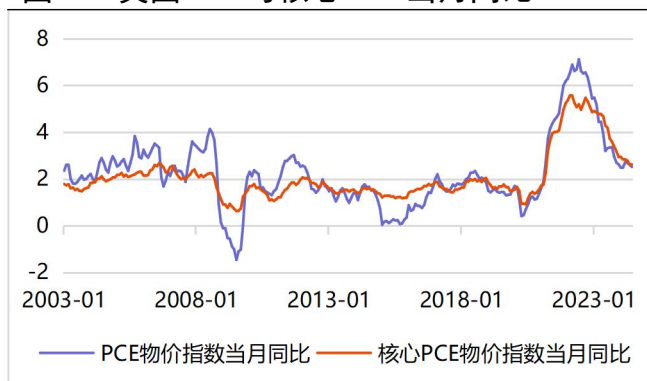
(一) 货币属性：1、美国通胀

图 1：美国 CPI 与核心 CPI 当月同比



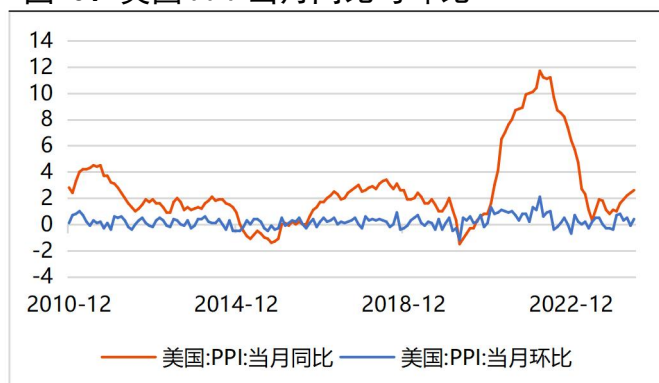
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 2：美国 PCE 与核心 PCE 当月同比



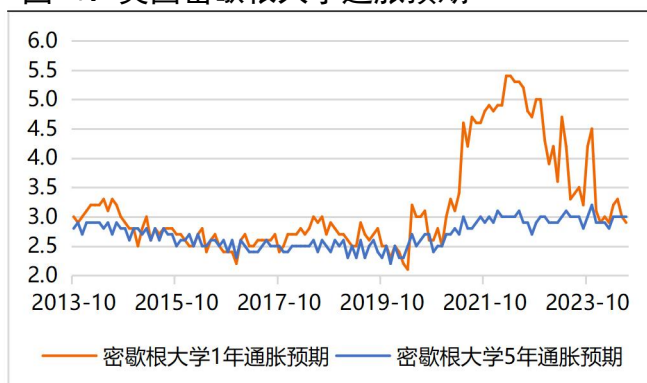
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

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

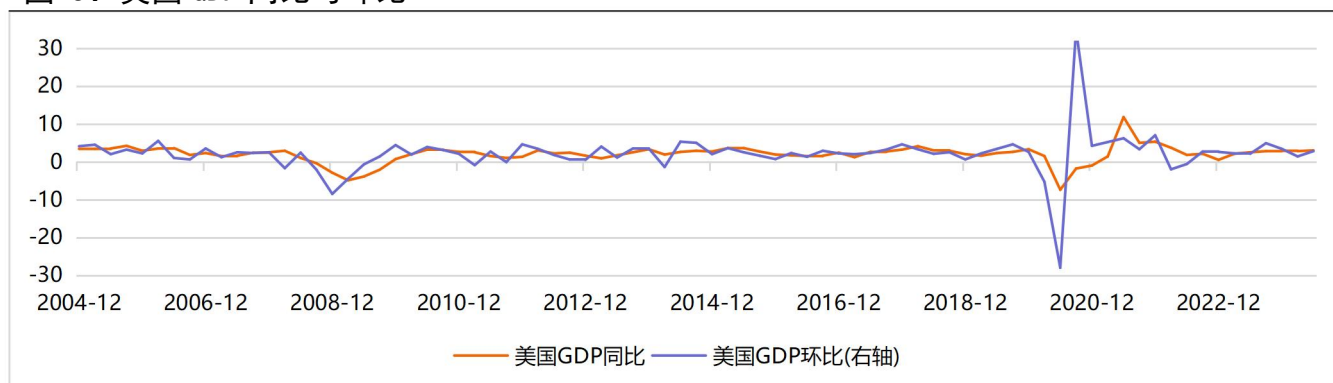
图 4：美国密歇根大学通胀预期



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

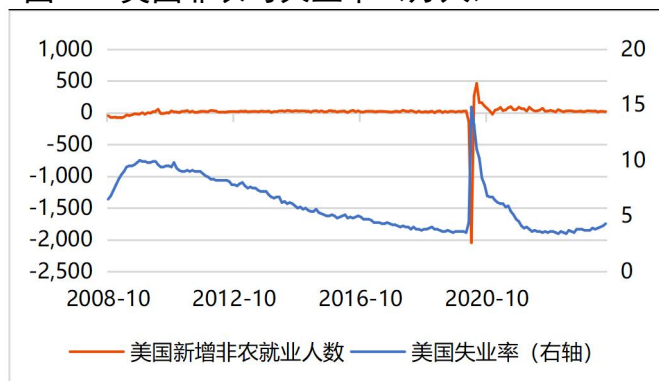
图 5：美国 GDP 同比与环比



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

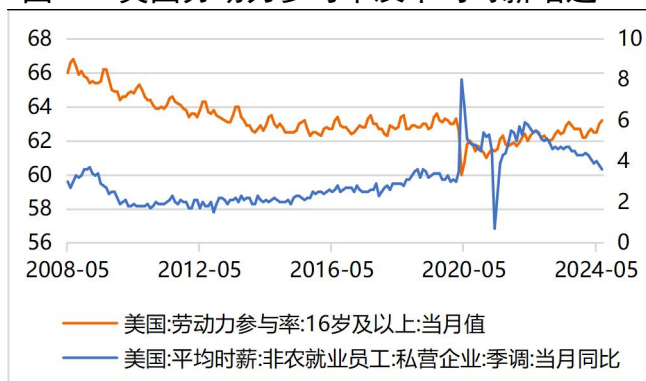
（一）货币属性：3、美国就业

图 6：美国非农与失业率（万人）



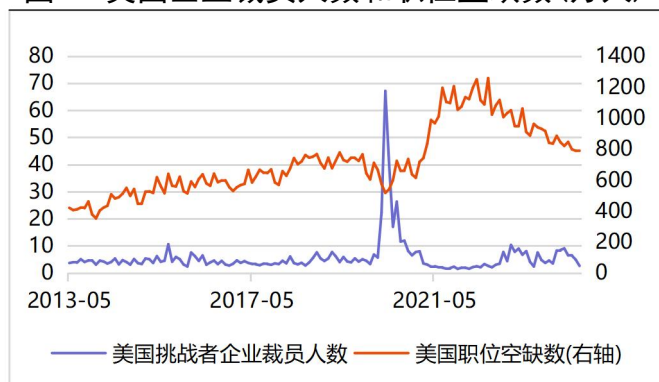
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 7：美国劳动力参与率及平均时薪增速



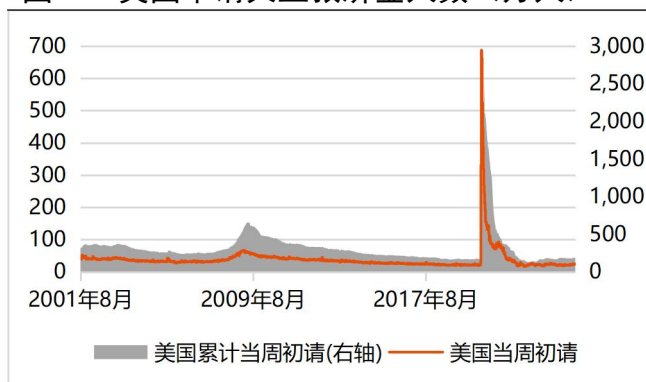
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

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

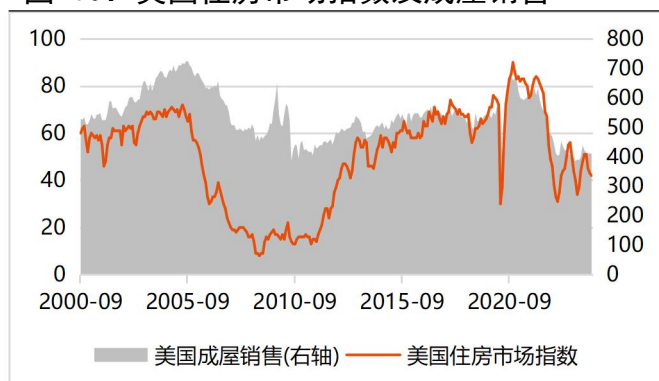
图 9：美国申请失业救济金人数（万人）



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

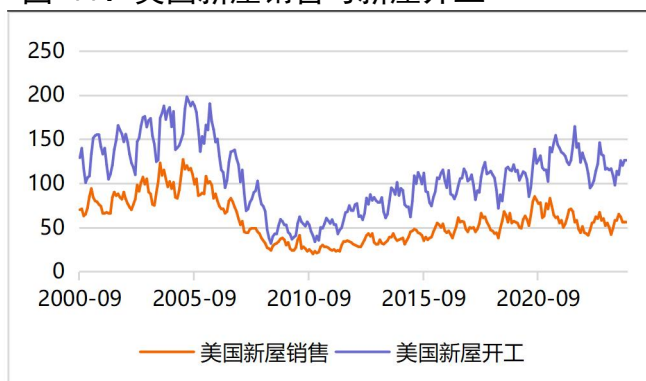
（一）货币属性：4、美国房地产

图 10：美国住房市场指数及成屋销售



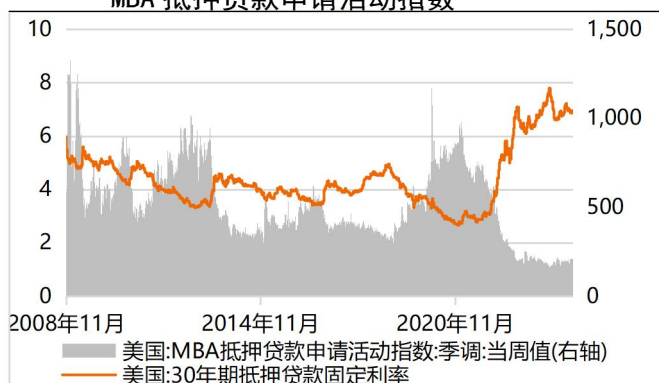
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 11：美国新屋销售与新屋开工



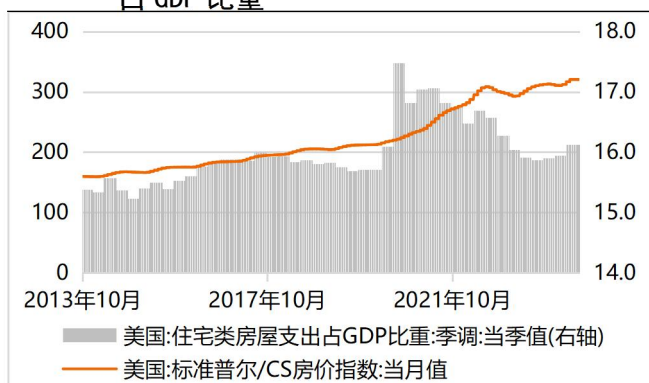
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

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

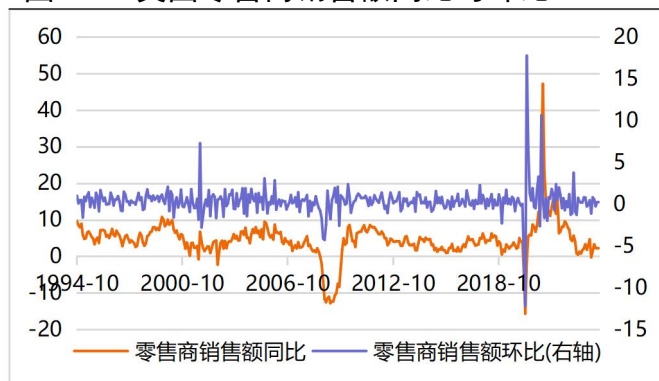
图 13: 美国标普/CS 房价指数与住宅类房屋支出
占 GDP 比重



数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

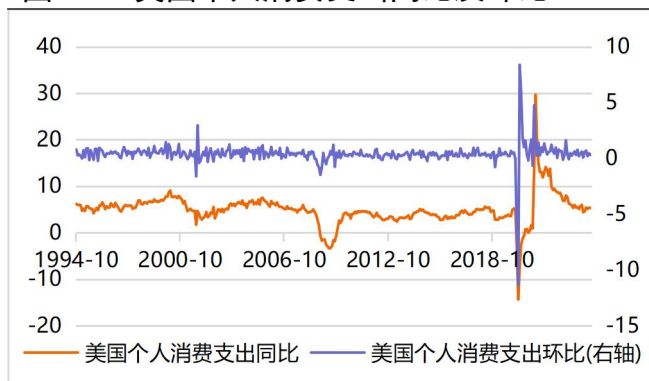
（一）货币属性：5、美国消费

图 14: 美国零售商销售额同比与环比



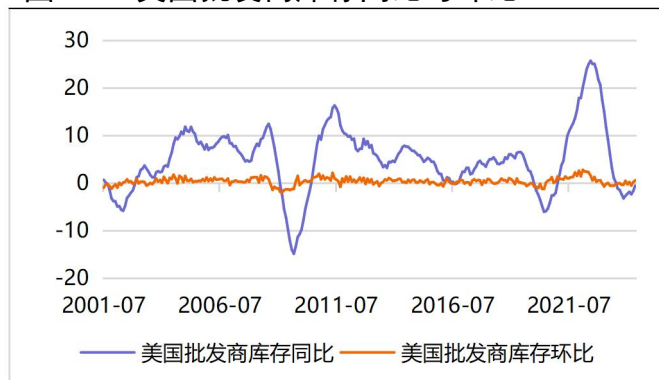
数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

图 15: 美国个人消费支出同比及环比



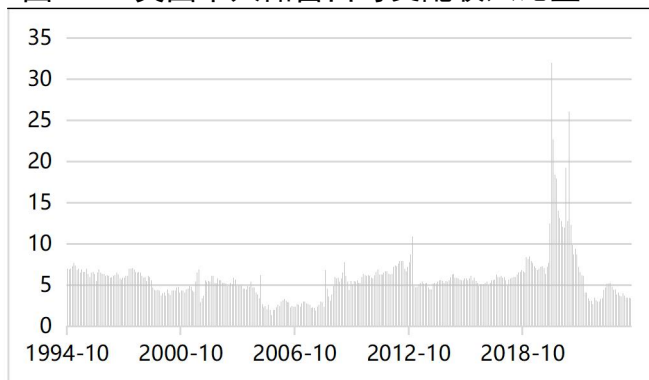
数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

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

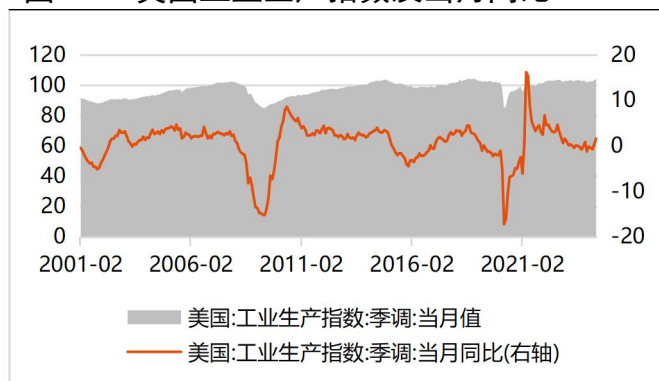
图 17: 美国个人储蓄占可支配收入比重



数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

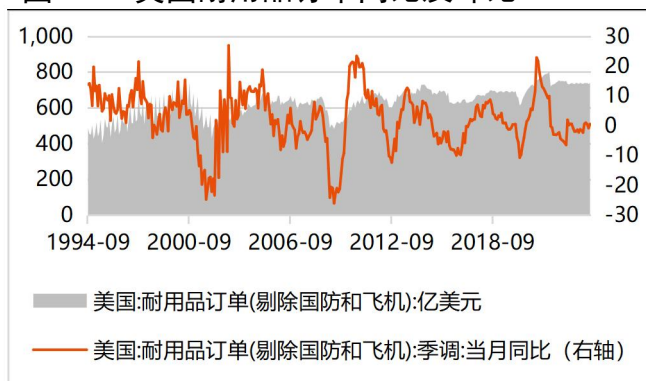
（一）货币属性：6、美国工业

图 18：美国工业生产指数及当月同比



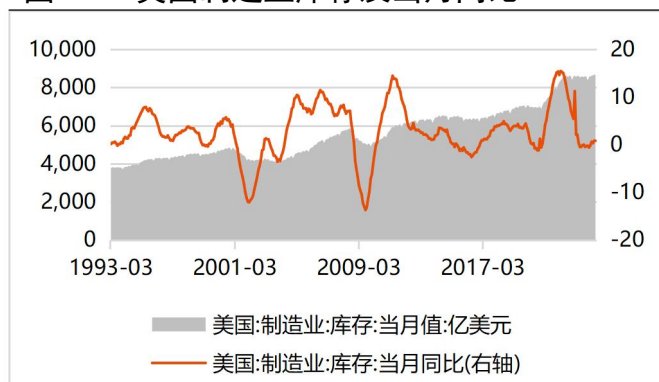
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 19：美国耐用品订单同比及环比



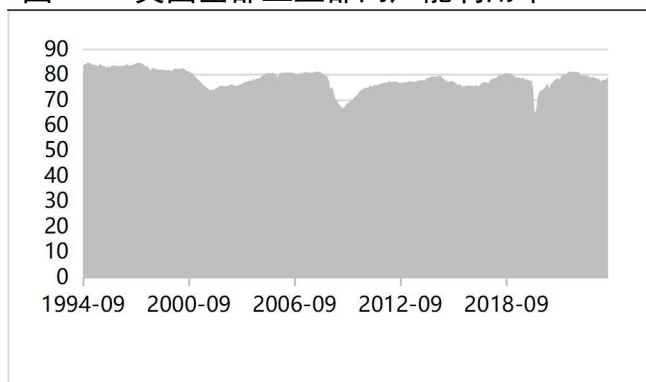
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

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

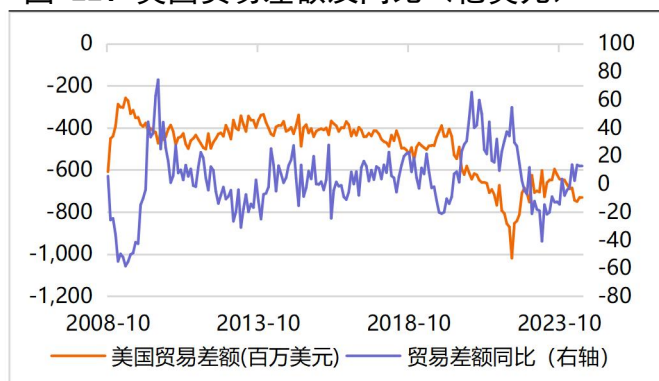
图 21：美国全部工业部门产能利用率



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

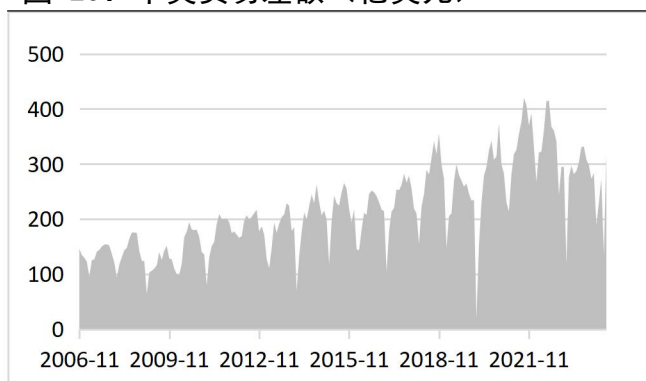
（一）货币属性：7、美国贸易

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

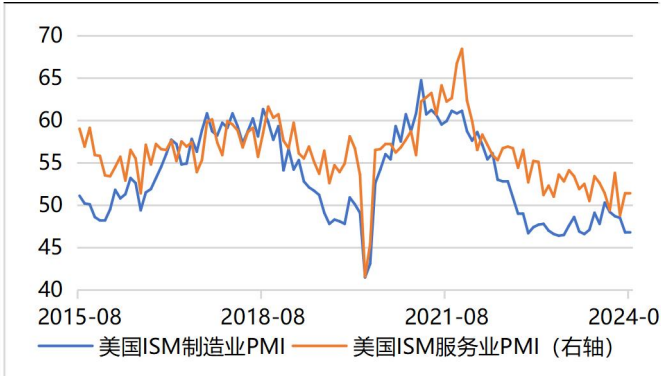
图 23：中美贸易差额（亿美元）



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

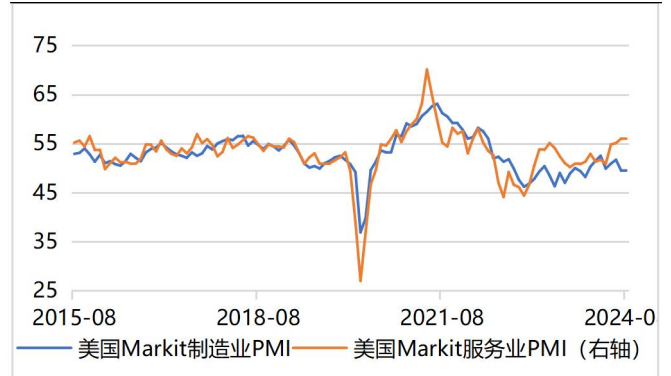
(一) 货币属性：8、美国经济前瞻指标

图 24：美国 ISM 制造业与服务业 PMI



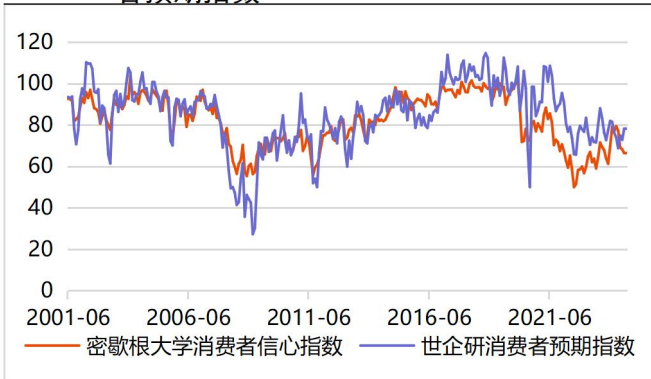
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 25：美国 Markit 制造业与服务业 PMI



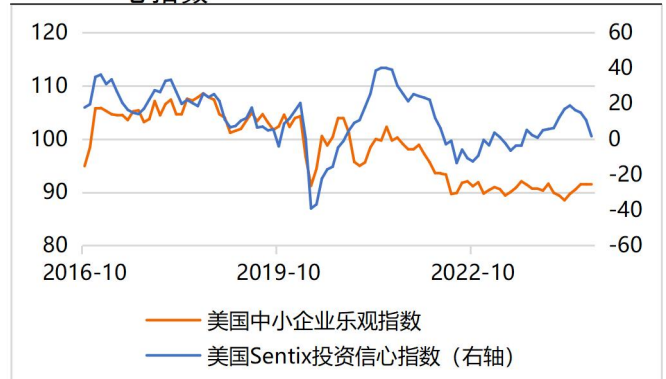
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

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

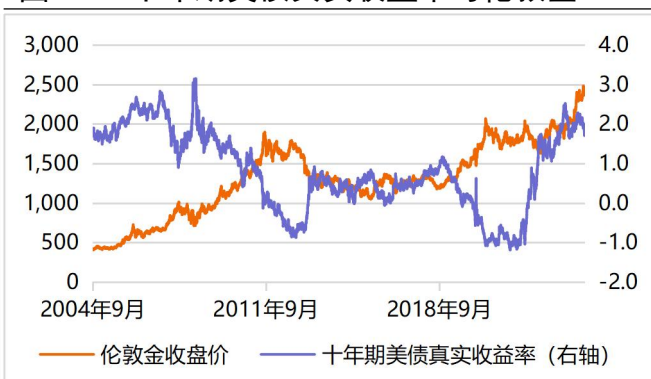
图 27：美国中小企业乐观指数与 Sentix 投资信心指数



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

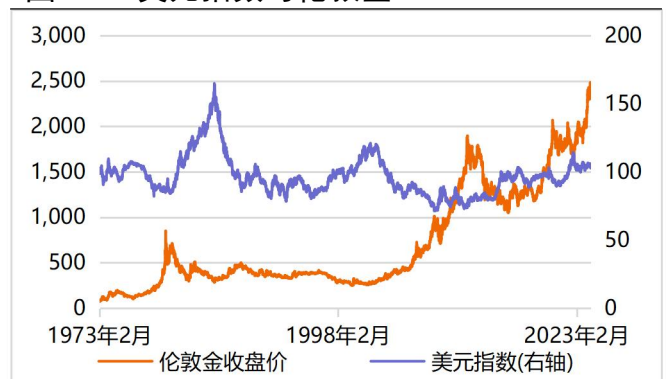
(一) 货币属性：9、关键指标

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



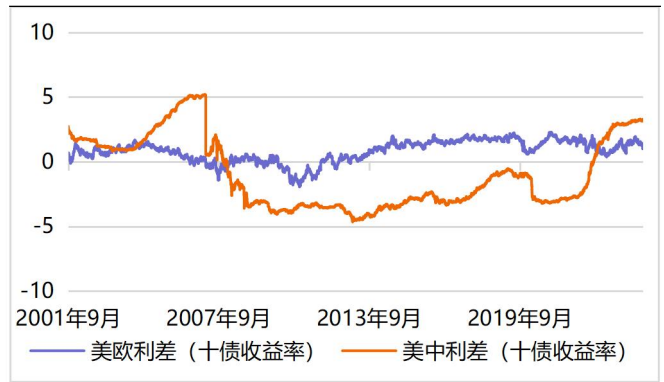
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

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

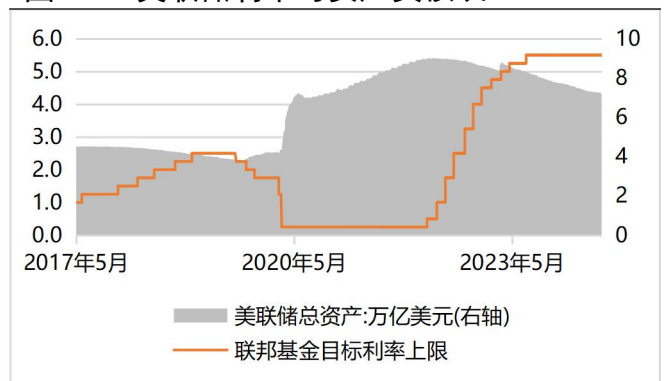
（一）货币属性：10、美联储货币政策跟踪

图 32：芝商所美联储利率预期

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2024/9/18							0.0%	0.0%	0.0%	52.5%	47.5%
2024/11/7		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.1%	51.0%	32.9%	0.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	24.7%	46.5%	24.8%	0.0%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	22.6%	44.3%	27.1%	2.6%	0.0%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	21.4%	42.9%	28.1%	4.1%	0.2%	0.0%	0.0%
2025/4/30	0.0%	0.0%	2.1%	14.7%	35.0%	33.6%	12.9%	1.6%	0.1%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	1.4%	10.3%	27.8%	34.1%	20.3%	5.6%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.5%	4.8%	17.0%	30.2%	28.8%	14.6%	3.7%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：CME、山金期货交易咨询部

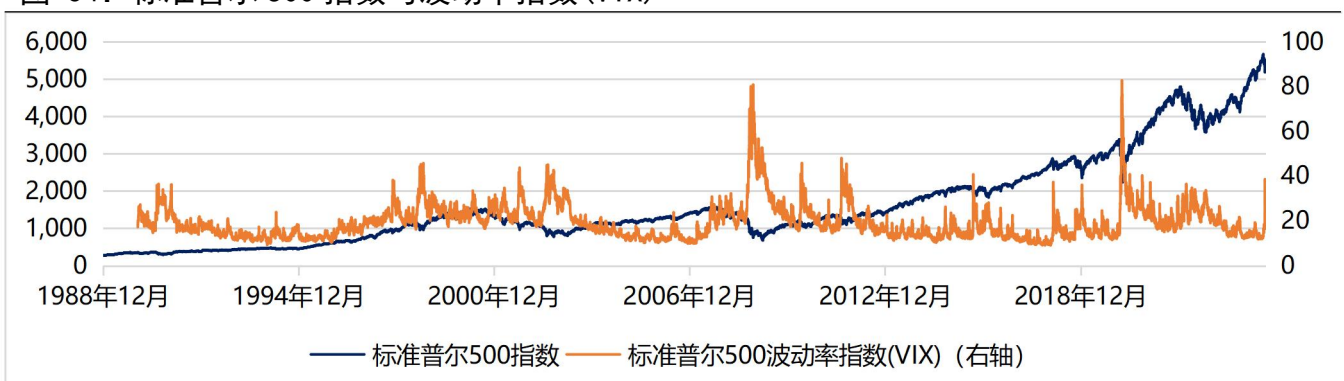
图 33：美联储利率与资产负债表



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

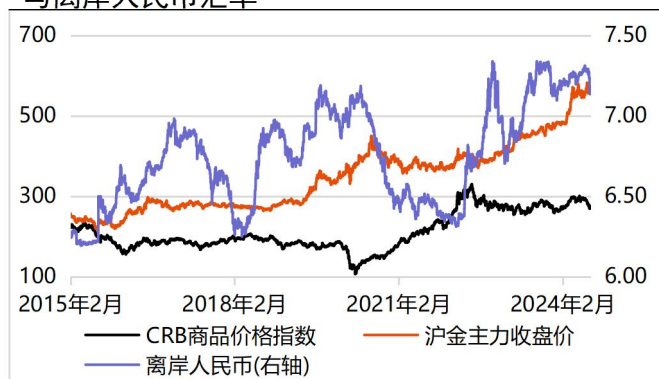
图 34：标准普尔 500 指数与波动率指数 (VIX)



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

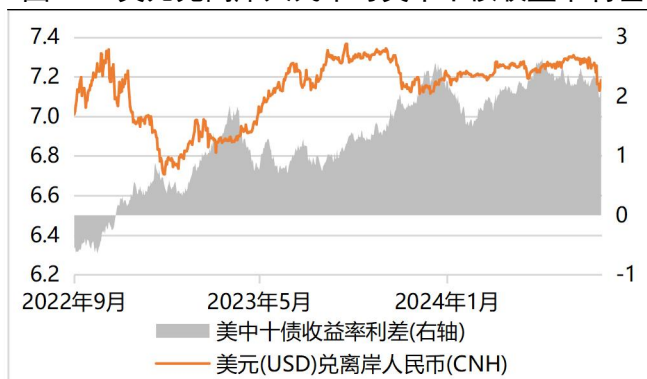
（三）商品属性：离岸人民币与 CRB 商品指数趋势

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

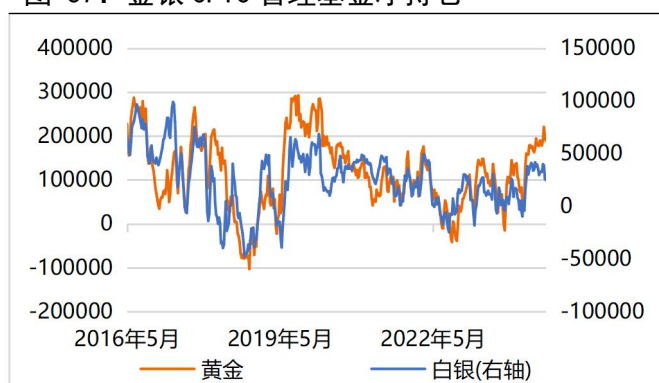
图 36：美元兑离岸人民币与美中十债收益率利差



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

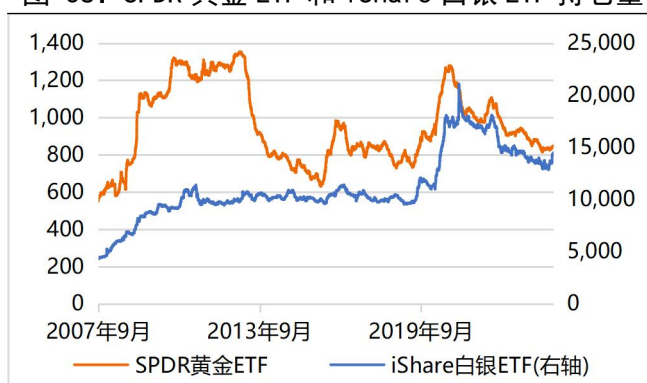
（四）资金面：CFTC 管理基金净持仓与金银 ETF 走势

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

本报告由山金期货投资咨询部制作，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。