

www.shanjinqh.com

就业走弱降息逻辑重启 贵金属仍需通过通胀大考？

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、避险属性

1、特朗普贸易战进入新阶段，中美关税协议变数仍存。另外据英国《金融时报》报道，美国海关与边境保护局（CBP）在一封日期为 7 月 31 日的信函中宣布，将对进口的 1 公斤（约 32.15 盎司）和 100 盎司金条加征关税；

2、地缘异动有所缓和，俄罗斯称普京和特朗普将在未来几天会晤，泽连斯基称欧洲须参与谈判。

二、货币属性

1、美国 7 月就业增长弱于预期，此前两个月的非农就业岗位增幅遭大幅下修 25.8 万个，暗示劳动力市场状况急剧恶化。但根据纽约联储数据，7 月长期通胀预期上升。在最新的消费者预期调查中，五年通胀预期在 7 月升至 2.9%，为 3 月以来的最高水平，一年通胀预期升至 3.1%；

2、非农之后美联储内部分歧仍存。目前市场预期美联储 9 月降息概率从非农前 40%左右快速飙升至 90%附近，且年内降息次数预期从 1 次涨至 3 次。美元指数与美债收益率上行遇阻重回弱势。

三、商品属性

1、金饰消费虽受高价抑制，但金条等投资需求抵消其部分影响。包括中国央行在内，新兴市场央行“去美元化”战略推动央行购金需求保持高位；

2、世界白银协会预期由于需求下降 1%，总供应量增加 2%，预计 2025 年全球白银供需缺口将收窄 21%，降至 1.176 亿盎司，仍有约 3658 吨。

四、资金面：

近期 CFTC 管理基金金银净多头继续减仓；国内沪金期货公司净多高位连续加仓，沪银净多低位重新加仓；世界最大黄金 ETF 和白银 ETF 结束长期下行趋势后缓慢增仓。

五、未来的投资逻辑演变：

本周贵金属重新上行，主要逻辑在于：避险属性方面，特朗普贸易战进入新阶段，中美关税协议变数仍存。货币属性方面，美国 7 月非农就业增长弱于预期，尤其此前两个月的非农就业岗位增幅遭大幅下修 25.8 万个，暗示劳动力市场状况急剧恶化，使得美联储 9 月降息的可能性暴涨。美元指数和美债收益承压回落。目前市场预期美联储 9 月降息概率从非农前 40%左右快速飙升至 90%附近，且年内降息次数预期从 1 次涨至 3 次。预计短期贵金属继续震荡偏多。中长期经济衰退风险上升或倒逼降息逻辑蓄势待发，全球贸易战推动经济政治体系乃至货币体系重构加速，“去美元化”中贵金属多头趋势仍在。下周美国通胀上行压力仍存，贵金属仍有大考，建议投资者提前做好风险管理。

六、策略：短期震荡偏多，中期高位震荡，长期阶梯上行

七、支撑压力：沪金主力支撑：775-780，阻力：800-805

沪银主力支撑：9000-9030，阻力：9600-9630

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

非农之后如克利夫兰、亚特兰大等多数美联储官员仍认为 7 月就业数据可能意味着劳动力市场风险正在上升，但在看到更多数据之前，还不准备改变对经济的展望。整体来看 9 月降息并未板上钉钉。下周贵金属仍有通胀和中美关税协议大考，贵金属技术上还未走出三角形形态。



数据来源：文华财经、山金期货投资咨询部

2024-2025 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
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 and 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，最快将在9月份选择降息。	-
2024/9/19	超预期降息反引起市场衰退担忧，鹰派指引不改市场强降息预期。①降息50个基点，首次降息幅度大于往常。②鲍威尔表示，目前联储双重使命面临的风险“基本平衡”，今日降息应被视为美联储不会落后于形势发展的承诺。③美联储指标利率将在年底前再下降50个基点，2025年降息100个基点，2026年降息50个基点，指标利率目标区间最终将降至2.75%-3.00%。④降息的同时可继续缩减资产负债表。⑤尽管通胀压力已	-0.5

	经明显减弱，但他还不能说物价压力已经明确降温； 如果知道劳动力市场降温的速度如此之快，联储可能在7月底就已开始降息。	
2024/11/7	重新担心通胀压力，后期降息可能放缓。 ①美联储如期降息25个基点，决议声明表示就业和通胀目标所面临的风险“大致平衡”， 但决议声明删除了关于“在抗通胀问题上获得信心”的表述。 ②鲍威尔表示， 经济整体表现强劲 ，近期指标表明，经济稳健地扩张，消费者开支增速仍然保持韧性，供应条件改善，这已经支持经济。③美国通胀已经更加接近2%， 核心通胀仍然在某种程度上偏高。 降息将有助于保持经济的强度。美联储将继续逐次会议地做决定。④已准备好在唐纳德·特朗普重返白宫之后，带领美联储政策制定者们抵御政治相关的压力，坚定捍卫美联储独立性。	-0.25
2024/12/19	美联储如期降息，但预期25年降息次数减少。 ①美联储如期降息25个基点，将联邦基金利率的目标区间从4.5%至4.75%降至4.25%至4.5%。②最新出炉的点阵图显示，美联储决策者们现在预计， 到2025年底将只降息两次，每次25个基点 ，对明年和后年的通胀预期也显著上调。③美联储主席鲍威尔表示， 美联储处于或接近放慢降息节奏、或暂停降息步伐。	-0.25
2025/1/29	通胀仍存压力，劳动力市场已经降温。 ①美联储如期按兵不动，将联邦基金利率目标区间保持在4.25%至4.5%不变。这是美联储自去年9月开启降息周期以来首次暂停降息。②政策声明 删除“通胀朝着目标取得进展”的表述。 ③鲍威尔表示，无需匆忙调整货币政策立场，通胀仍然在一定程度上偏高。与特朗普在达沃斯论坛上要求“立即降息”唱起了反调。美国经济仍然总体强劲；2024年GDP预计将超过2%。 美联储在缩减资产负债表规模方面仍有运行空间。劳动力市场状况已经降温，但依然稳健。	-
2025/3/20	缩表即将放慢，美国滞胀风险增加。 ①美联储如期维持利率不变，FOMC声明显示，美联储将于4月1日 开始放慢缩表节奏 ，将美债减持上限从250亿美元/月放缓至50亿美元/月，MBS减持上限维持在350亿美元/月。②经济前景不确定性增加。仍预计今年两次降息，累计降息50个基点。但点阵图中，预计今年不降息者由一人增至四人，降息两次者降一人至九人。③美联储 大幅下调2025年经济增长预期，同时上调通胀预期。 美联储主席鲍威尔重申，美联储无需急于调整货币政策的立场，称已做好充分准备，耐心等待更清晰的市场信息。	-
2025/5/7	就业与通胀风险增加，整体维持谨慎。 ①美联储如期按兵不动，维持联邦基金利率目标区间在4.25%-4.5%不变。FOMC声明称，经济前景的不确定性进一步增加， 失业率上升、通胀上升的风险都已经增加。 重申最近指标显示经济活动仍稳健扩张，但指出净出口波动已影响数据。②美联储宣布，将继续以3月会议宣布的更慢速度缩减资产负债表。③美联储主席鲍威尔重申观望立场，称 如果数据支持，降息是可能的，目前不适合采取先发制人的利率政策。	-
2025/6/18	关税通胀将于今夏加剧，降息步伐会略微放缓。 ①将指标隔夜利率目标区间维持在4.25%-4.50%不变，暗示今年借贷成本仍有可能下降。②在新的经济预测中，经济出现温和滞胀， 预计今年经济增长将放缓至1.4%，年底失业率将升至4.5%，通胀率将达到3%，远高于当前水平。 仍预计今年将降息50个基点，但认为 之后降息步伐会略微放缓 ，随着通胀回归2%目标的时间拉长，预计2026年和2027年均将只进行一次25个基点的降息。③鲍威尔表示， 关税通胀将于今夏加剧，消费者将承担部分成本。 商品关税的影响需要时间才能传导到销售终端。不要过分看重联储的利率预测，这些预测可能根据未来公布的数据做出调整，尤其是在通胀方面。	-

贵金属常用数据库

(一) 货币属性：1、美国通胀

图 1：美国 CPI 与核心 CPI 当月同比



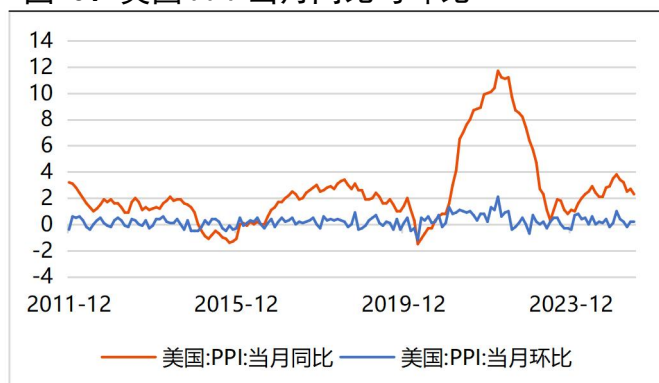
数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

图 2：美国 PCE 与核心 PCE 当月同比



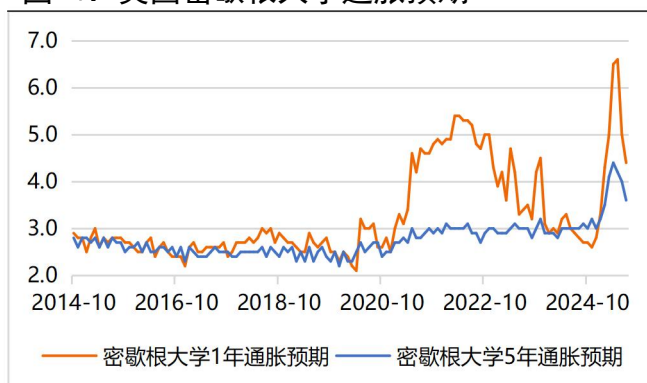
数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

图 3：美国 PPI 当月同比与环比



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

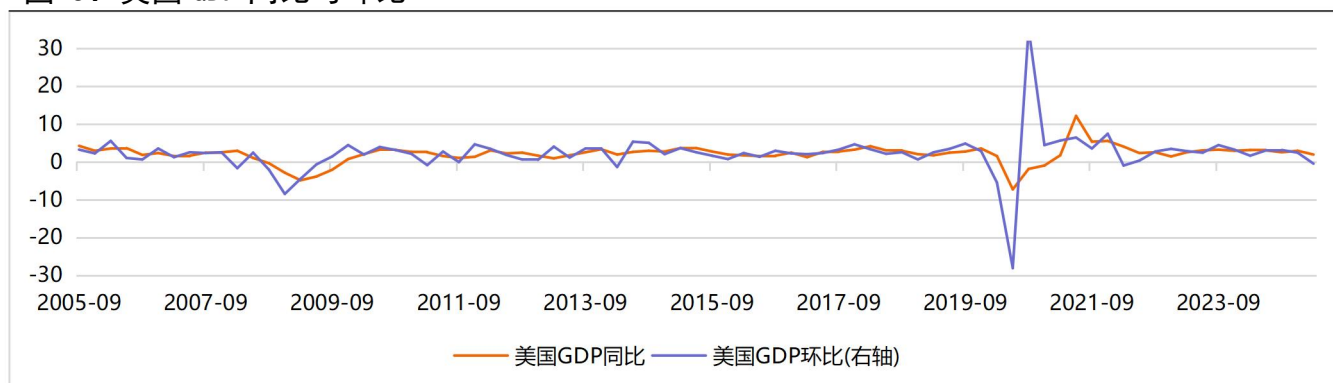
图 4：美国密歇根大学通胀预期



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

(一) 货币属性：2、美国经济增长

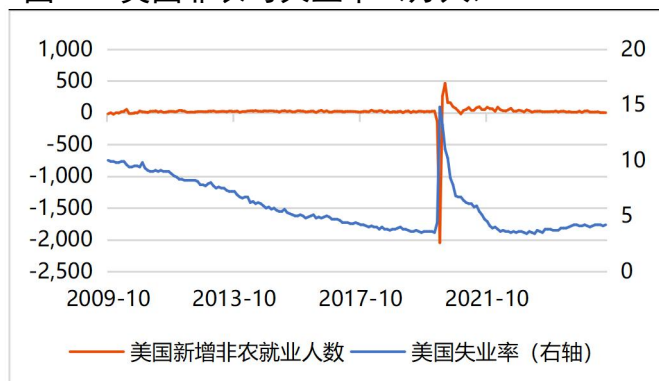
图 5：美国 GDP 同比与环比



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

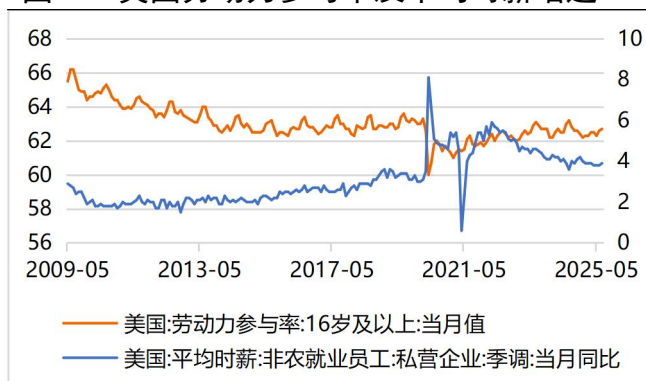
(一) 货币属性：3、美国就业

图 6：美国非农与失业率（万人）



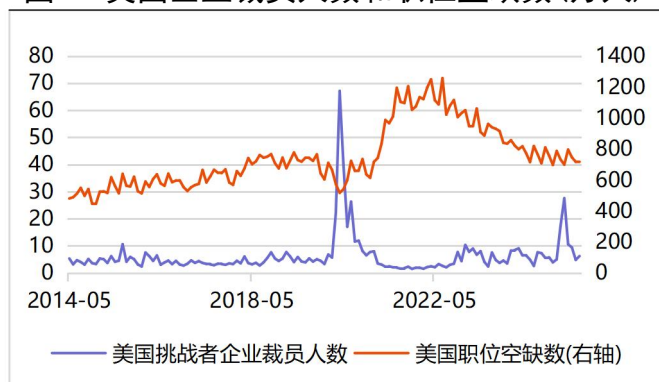
数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

图 7：美国劳动力参与率及平均时薪增速



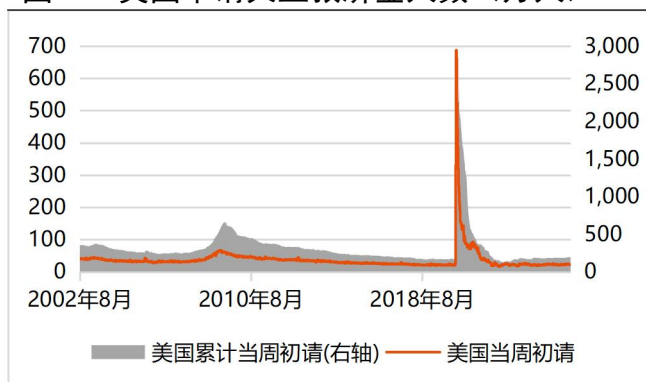
数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

图 8：美国企业裁员人数和职位空缺数（万人）



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

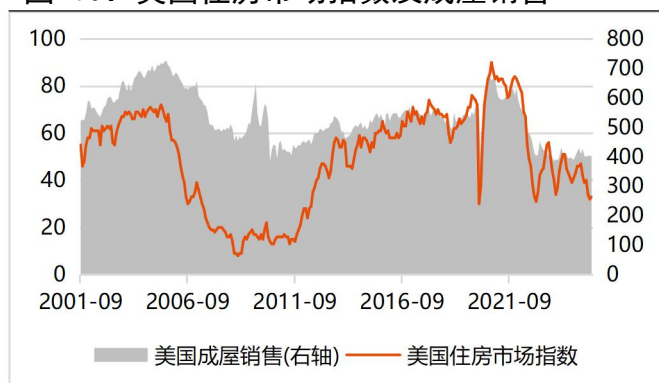
图 9：美国申请失业救济金人数（万人）



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

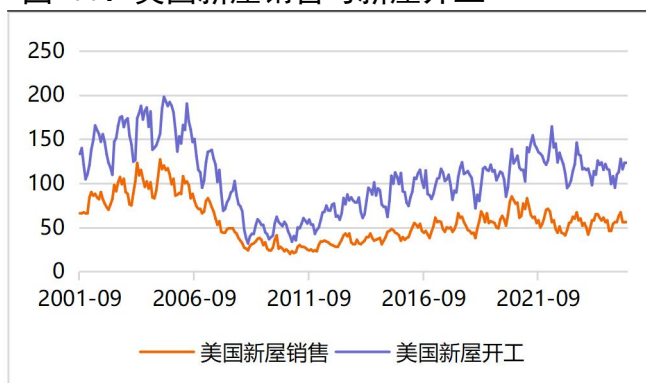
(一) 货币属性：4、美国房地产

图 10：美国住房市场指数及成屋销售



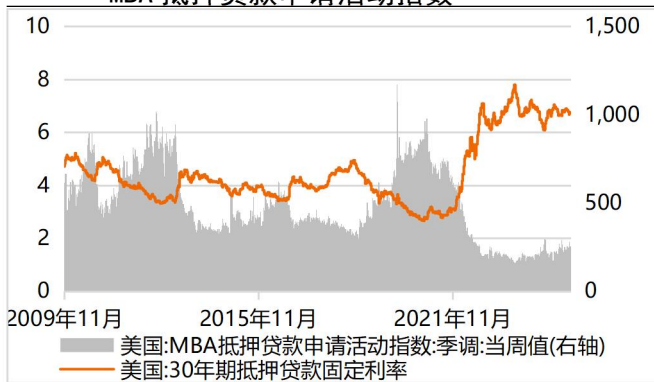
数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

图 11：美国新屋销售与新屋开工



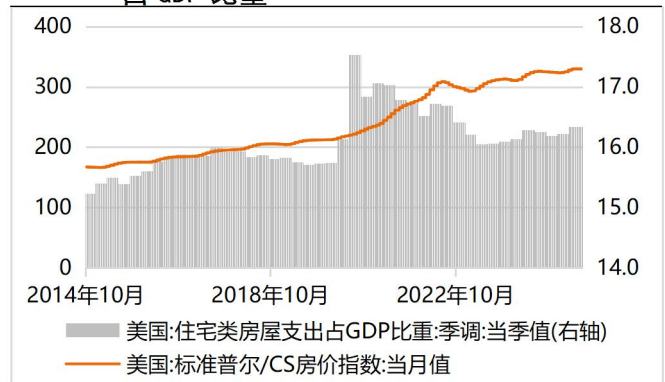
数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

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、山金期货投资咨询部

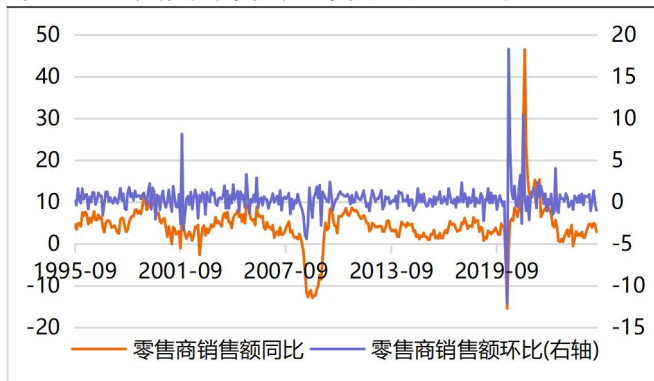
图 13：美国标普/CS 房价指数与住宅类房屋支出
占 GDP 比重



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

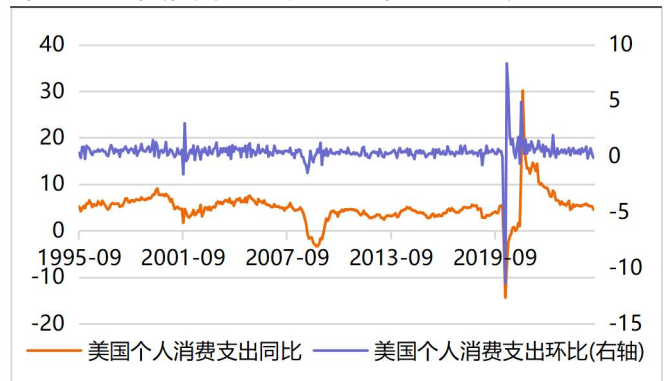
（一）货币属性：5、美国消费

图 14：美国零售商销售额同比与环比



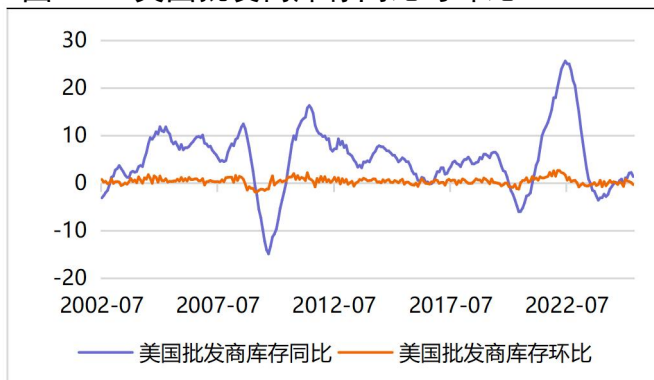
数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

图 15：美国个人消费支出同比及环比



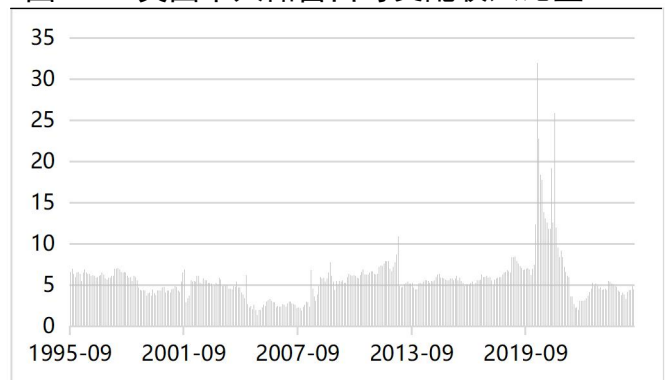
数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

图 16：美国批发商库存同比与环比



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

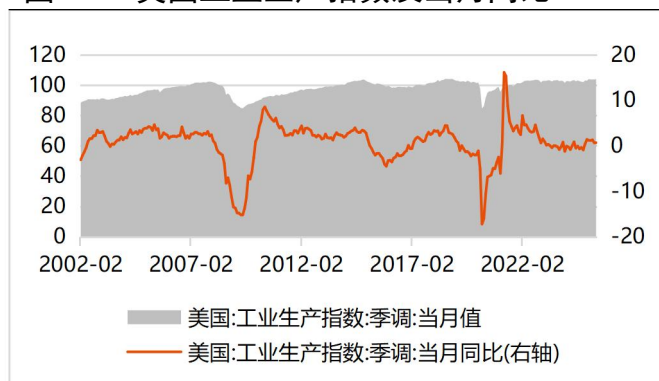
图 17：美国个人储蓄占可支配收入比重



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

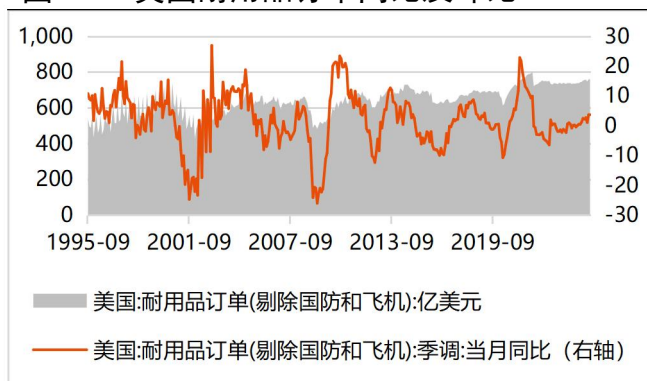
（一）货币属性：6、美国工业

图 18：美国工业生产指数及当月同比



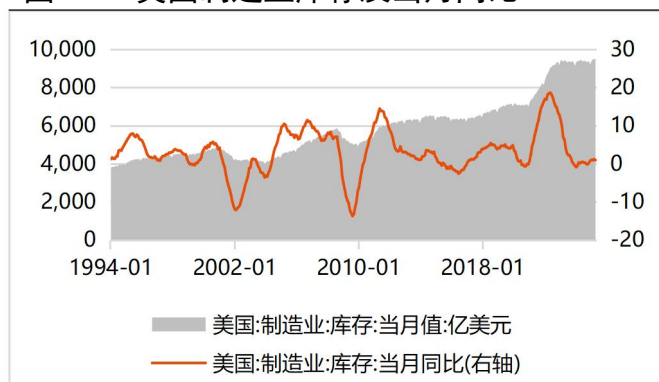
数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

图 19：美国耐用品订单同比及环比



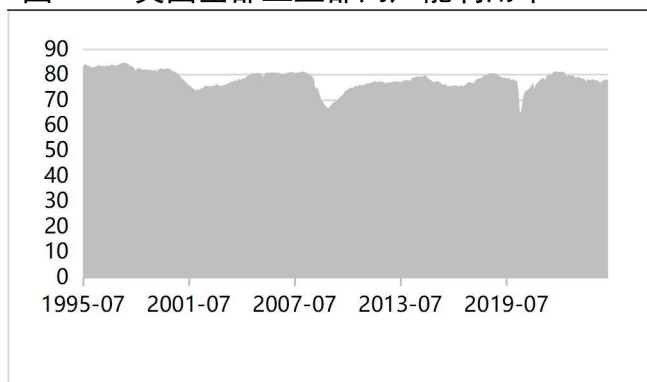
数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

图 20：美国制造业库存及当月同比



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

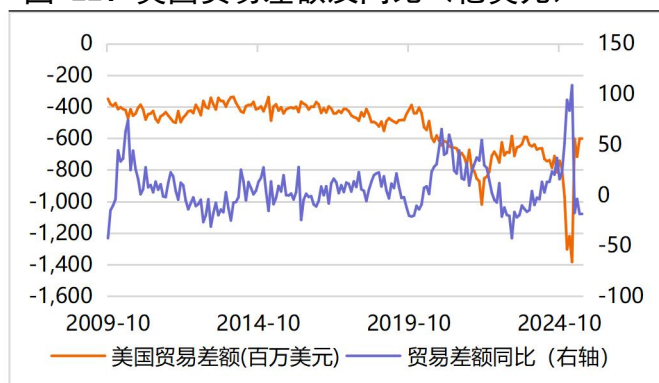
图 21：美国全部工业部门产能利用率



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

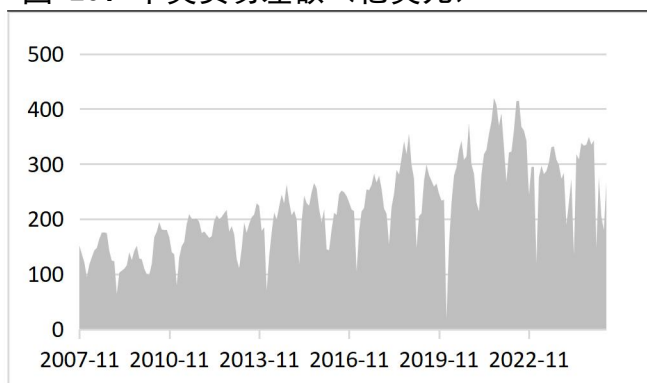
（一）货币属性：7、美国贸易

图 22：美国贸易差额及同比（亿美元）



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

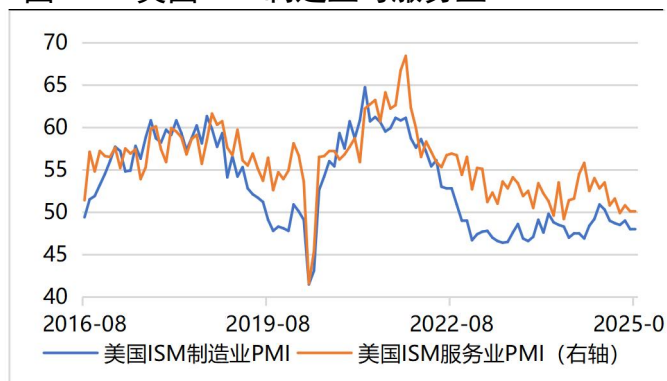
图 23：中美贸易差额（亿美元）



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

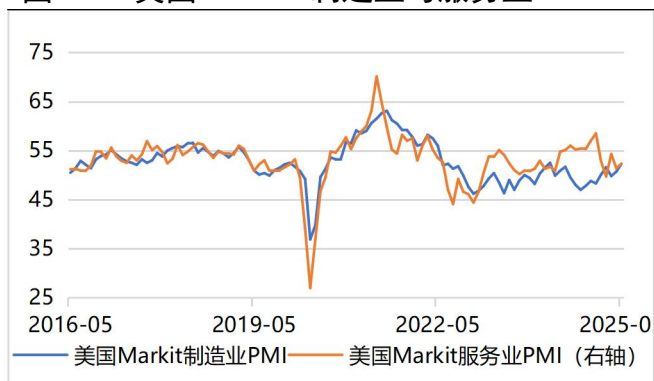
（一）货币属性：8、美国经济前瞻指标

图 24：美国 ISM 制造业与服务业 PMI



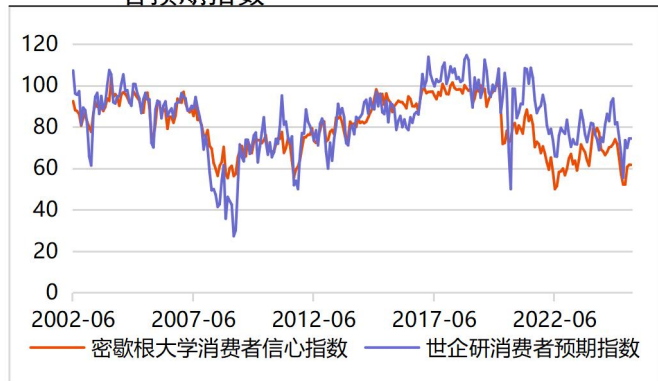
数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

图 25：美国 Markit 制造业与服务业 PMI



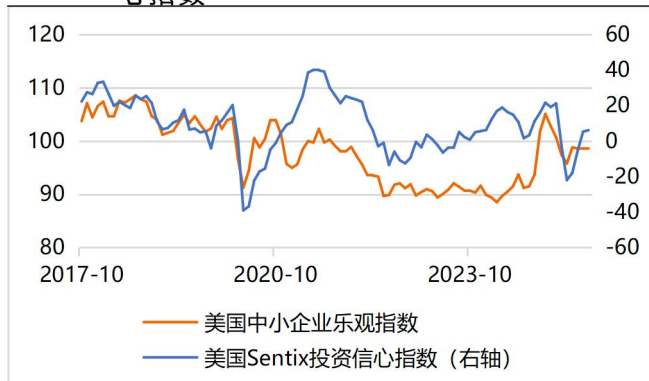
数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

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、山金期货投资咨询部

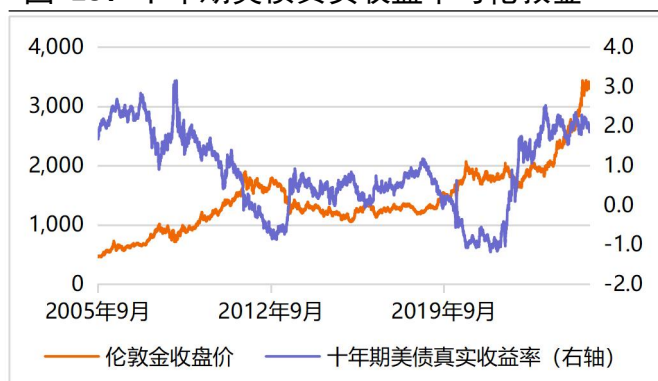
图 27：美国中小企业乐观指数与 Sentix 投资信心指数



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

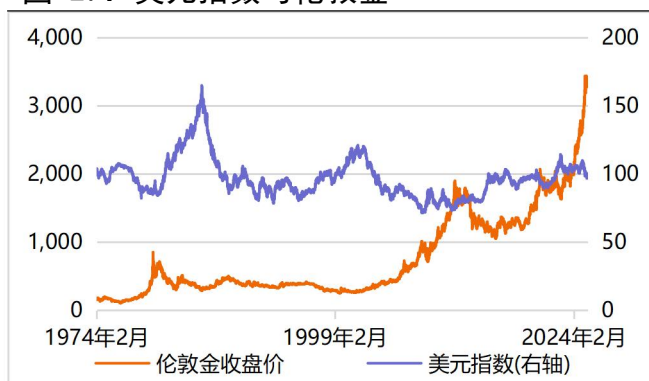
（一）货币属性：9、关键指标

图 28：十年期美债真实收益率与伦敦金



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

图 29：美元指数与伦敦金



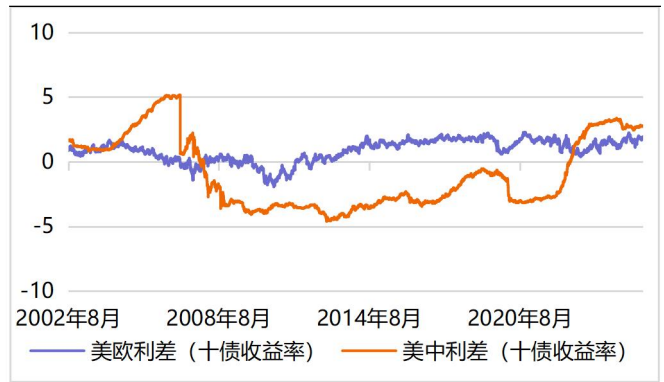
数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

图 30：美债利差（3 月、2 年与 10 年）



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

图 31：美欧利差与美中利差（十债收益率）



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

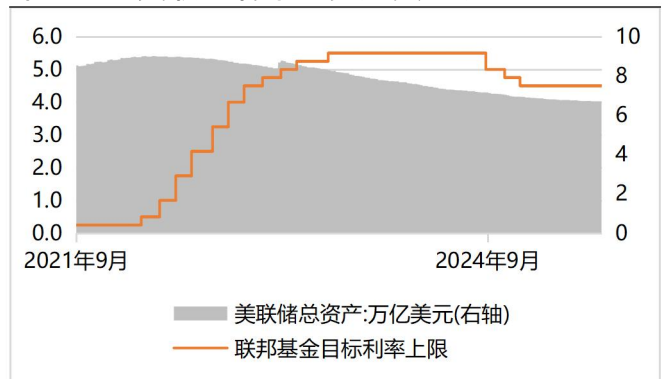
（一）货币属性：10、美联储货币政策跟踪

图 32：芝商所美联储利率预期

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/9/17						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	89.4%	10.6%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	57.3%	38.9%	3.8%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	46.7%	42.3%	10.3%	0.7%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.7%	44.7%	27.4%	5.8%	0.4%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.7%	33.0%	36.2%	16.8%	3.2%	0.2%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	17.1%	33.9%	30.6%	12.9%	2.3%	0.1%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	10.7%	26.2%	32.1%	21.0%	7.2%	1.1%	0.1%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.5%	4.4%	15.3%	28.0%	28.8%	16.9%	5.4%	0.8%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.2%	1.9%	8.5%	20.0%	28.3%	24.3%	12.6%	3.7%	0.5%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.5%	3.0%	10.4%	21.4%	27.6%	22.4%	11.1%	3.1%	0.4%	0.0%
2026/12/9	0.1%	1.1%	4.9%	13.2%	23.0%	26.3%	19.5%	9.1%	2.5%	0.3%	0.0%

数据来源：CME、山金期货投资咨询部

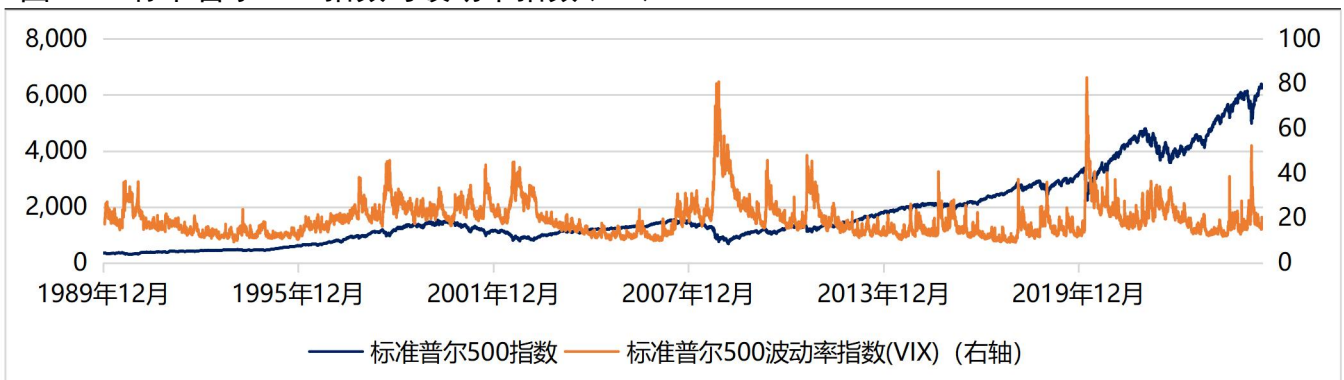
图 33：美联储利率与资产负债表



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

（二）避险属性：美国股市波动率

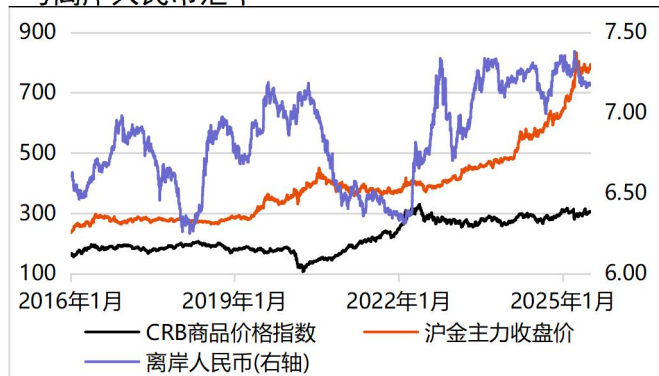
图 34：标准普尔 500 指数与波动率指数 (VIX)



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

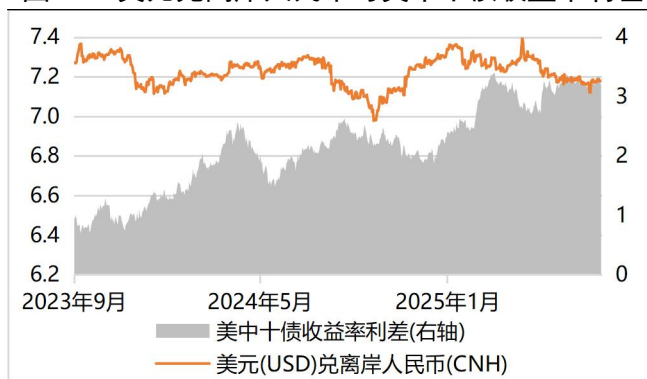
（三）商品属性：离岸人民币与 CRB 商品指数趋势

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、山金期货投资咨询部

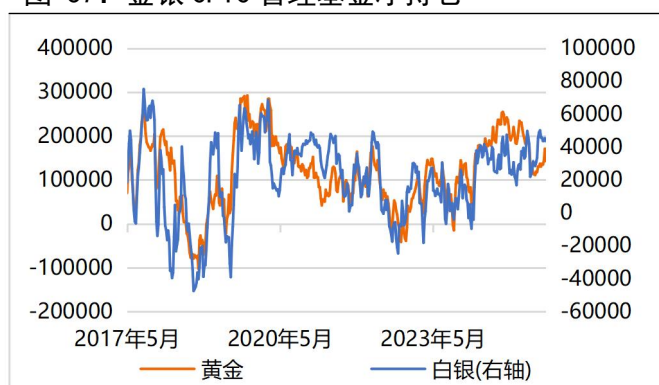
图 36：美元兑离岸人民币与美中十债收益率利差



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

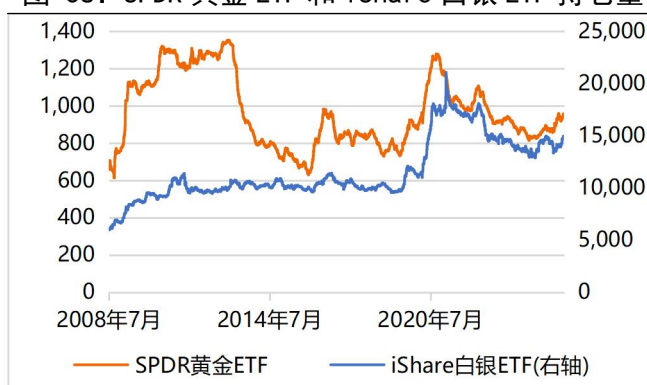
（四）资金面：CFTC 管理基金净持仓与金银 ETF 持仓走势

图 37：金银 CFTC 管理基金净持仓



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

图 38：SPDR 黄金 ETF 和 iShare 白银 ETF 持仓量



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

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。