

SD-GOLD

www.shanjinqh.com

作者：山金期货衍生品研究团队

联系人：林振龙

从业证书号：F03107169

电话：021 - 2062 7529

微信：linzhenlong_cn

邮箱：linzhenlong@sd-gold.com

山金期货官方微信



美联储强化鹰派指引，贵金属下方寻找支撑

摘要

- 9 月利率决议美联储上调经济增长预期，年内加息预期提升，且 2024 年降息预期大幅降温。美元指数与美债收益率高位获得上行动力，内外价差回落，贵金属高位回调。
- 短期贵金属技术上 5 月以来第三次寻底，但是最新数据如消费者信心指数及通胀预期、PMI 等显示美国经济走弱预期提升，美元指数和美债收益率已经处于超买区间。
- 每年三四季度贵金属实物需求回升，加之避险需求上行等因素，预计贵金属短期虽有回调，但下方回调空间有限，沪金关注 440-450 支撑，沪银关注 5470-5500 支撑，短线轻仓空头思路需要严格设定止盈止损，中长线逢低布多做好资金管理。

自去年 11 月见底之后，贵金属价格整体震荡上行。2023 年 1 月美联储利率决议后，加息进一步放缓靴子落地，美国通胀就业等再次超预期向好，伦敦金回调到 1804 附近。之后硅谷银行破产等一系列银行动荡，市场预期联储年内提早结束加息以及超前降息，伦敦金最高上行到前期历史高点 2074 附近。5 月美联储决议，联储重申通胀过高进一步加息的必要性，并且对降息讳莫如深。之后加息开启回调，6 月以及最新的 9 月利率决议前后，美国经济表现多次强于市场预期，加息预期提升，降息预期多次延后，贵金属开启寻底之路。

一、近期贵金属高位回调逻辑

联储对通胀目标依然坚持

2023 年以来，伦敦金历次转折，基本均在美联储利率决议前后。虽然硅谷银行破产等银行动荡以后，市场大幅调前了加息停止预期及降息开始日期。从下图可以看到，联储对通胀目标从未放弃，且对更长时间内保持较高水平一以贯之。

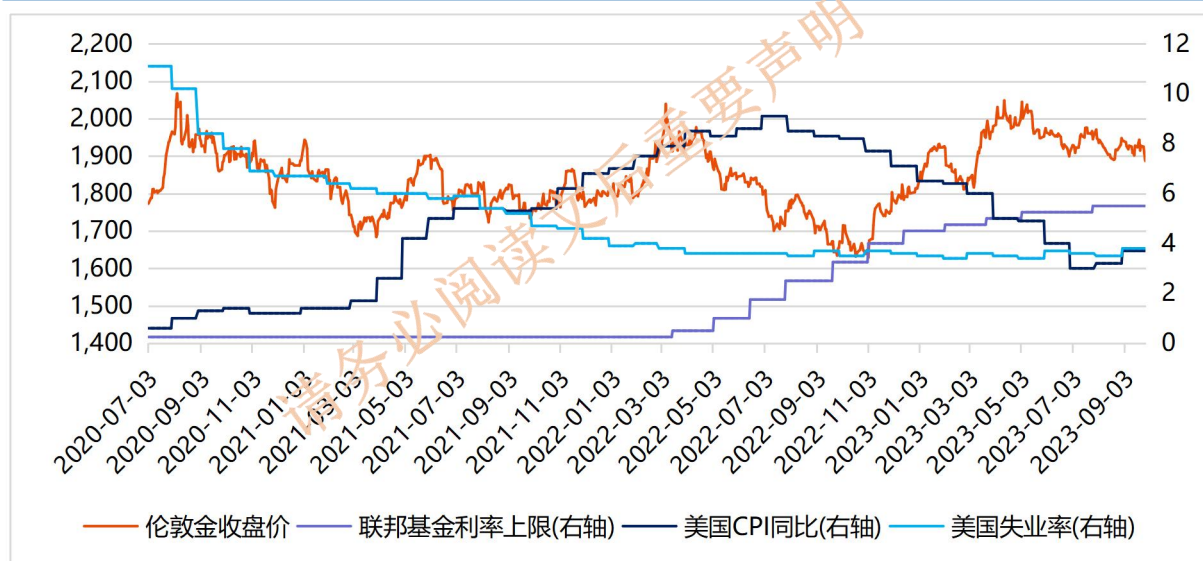
图 1: 2022.12-2023 年美联储货币政策路径回顾（橙色为偏鸽，红色为偏鹰）

时间	美联储货币政策路径	美联储联邦基金目标利率区间
2022/12/15	加息 50bp，重申继续加息“可能”适宜。 ①在对通胀回落至 2%有信心之前，美联储不会降息；② 点阵图：23 年底将升至 5.0-5.25% 区间 ，24 年底将降至 4.0-4.25%；③继续认为 通胀风险倾向于上升 ；④劳动力市场仍然极度紧俏；⑤实现“软着陆”的路径很窄，但仍有可能。	4.25%-4.5%
2023/2/1	进一步放缓加息。 ①加息 25bp；②暗示要继续加息③通胀已经有所缓解，但仍处于高位；④鲍威尔表示， 可能只需“再加息几次”，就能达到联储认为压低通胀所需的足够限制性水平 ；⑤美联储并没有探索暂停加息之后再重新开始加息的可能性。	4.5%-4.75%
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。	5.0%-5.25%
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。	-

数据来源：美联储、山金期货交易咨询部

图 2：伦敦金近三年行情回顾



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

9月美联储利率决议强化鹰派预期

7月美联储利率决议不再预测今年会出现经济衰退，之后通胀再次抬头，就业依然具有相当韧性。贵金属价格从高位持续回落。最新的9月决议后市场预期年内再加息预期上升，尤其是2024年的降息预期延后。

图 3：美联储加息预期 20230928

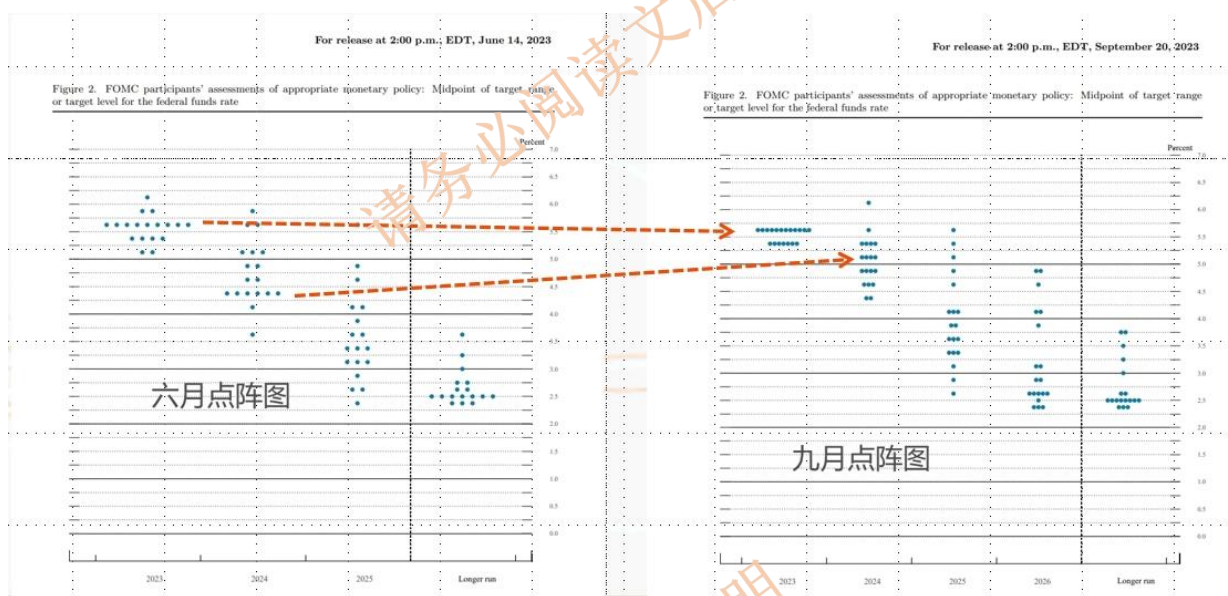
美联储加息预期										
决议日期	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600	600-625
2023/11/1		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	77.6%	22.4%	0.0%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	57.8%	36.5%	5.7%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	55.4%	37.3%	7.0%	0.2%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.5%	53.6%	34.3%	6.3%	0.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	19.0%	48.2%	26.5%	4.6%	0.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	8.4%	30.5%	39.6%	17.8%	2.8%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.3%	4.3%	18.9%	34.9%	29.3%	10.7%	1.5%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.2%	2.5%	12.4%	27.7%	31.8%	19.1%	5.7%	0.7%	0.0%
2024/11/7	0.1%	1.3%	7.5%	20.1%	29.8%	25.4%	12.3%	3.2%	0.4%	0.0%
2024/12/18	0.9%	5.2%	15.5%	26.2%	27.0%	17.1%	6.5%	1.4%	0.1%	0.0%

数据来源：芝商所 Fedwatch、山金期货交易咨询部

点阵图对后期降息空间预期大幅收缩

9月点阵图对2024年末利率点位的中位预期达到5.1%，而6月点阵图预期为4.6%。基于两张点阵图对2023年利率的中位预期同样是5.6%，意味着2024年降息的次数从4次砍到2次，只剩50个基点。同样的，2025年的利率中值预期也上升50个基点，至3.9%。

图 4：美联储六月点阵图和九月点阵图对比



数据来源：美联储、山金期货交易咨询部

美国经济衰退风险下降，但利差仍超过中欧

美联储推荐关注的 3 月与 10 年美债利差倒挂持续下行，经济衰退风险下降。美欧利差震荡上行，美中利差震荡下行。

图 5：美债利差依然倒挂，但相比中欧利差扩大



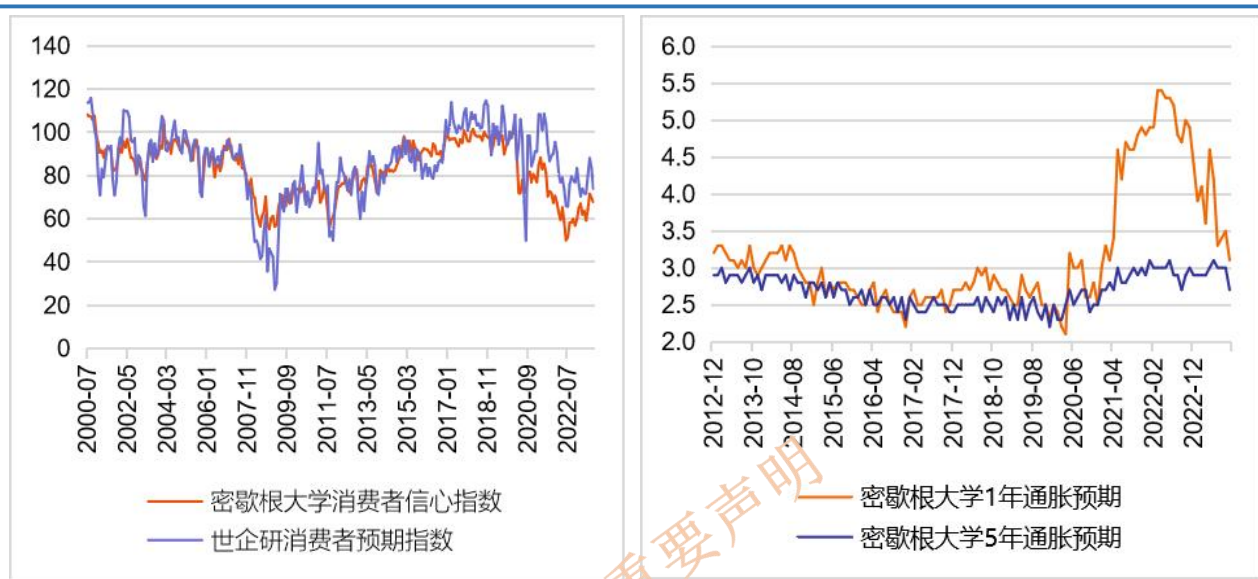
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

二、贵金属多头趋势不变，关键寻找支撑所在

最新美国通胀预期及消费者信心重新下行

通胀数据一直是美联储最重要的货币政策参考指标之一。9月美国通胀预期降至两年多来的最低水平。密歇根大学的初步数据显示，消费者预计未来一年的通胀率为3.1%，低于8月预期的3.5%，这是自2021年初以来的最低值。受访者认为未来五到十年通胀率为2.7%，创下2020年底以来的最低值。同时，消费者信心指数降至67.7，低于市场预期。

图 6：美国最新通胀预期及消费者信心指数重新下行

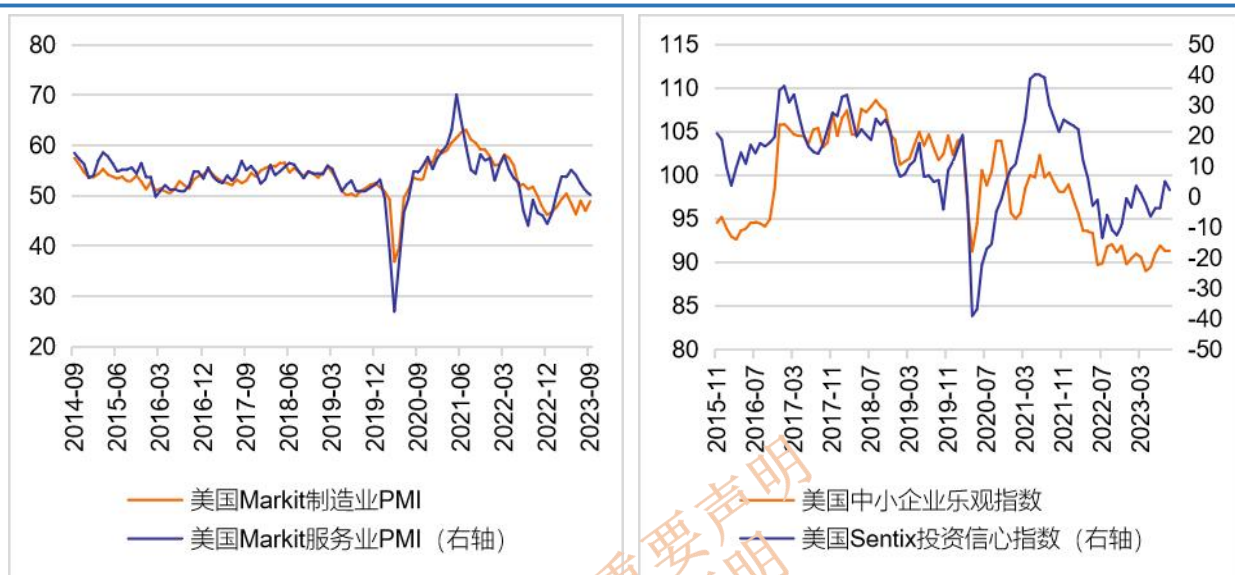


数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

最新生产者预期掉头下行

调查显示，9月美国企业活动庞大的服务业基本处于停滞状态，增速为2月以来最慢，整体新订单降至今年最低水平。标普全球称，服务业PMI降至八个月低点50.2，预期为50.6。制造业PMI从8月的47.9升至48.9，仍连续第五个月萎缩，预估为48.0。同时投资信心边际回落。9月美国Sentix投资信心指数为2.2，较8月回落2.9，且与疫情前水平相比仍有一定距离，2019年12月为11.6。

图 7: 美国 Markit 服务业 PMI 以及生产者预期重新下行

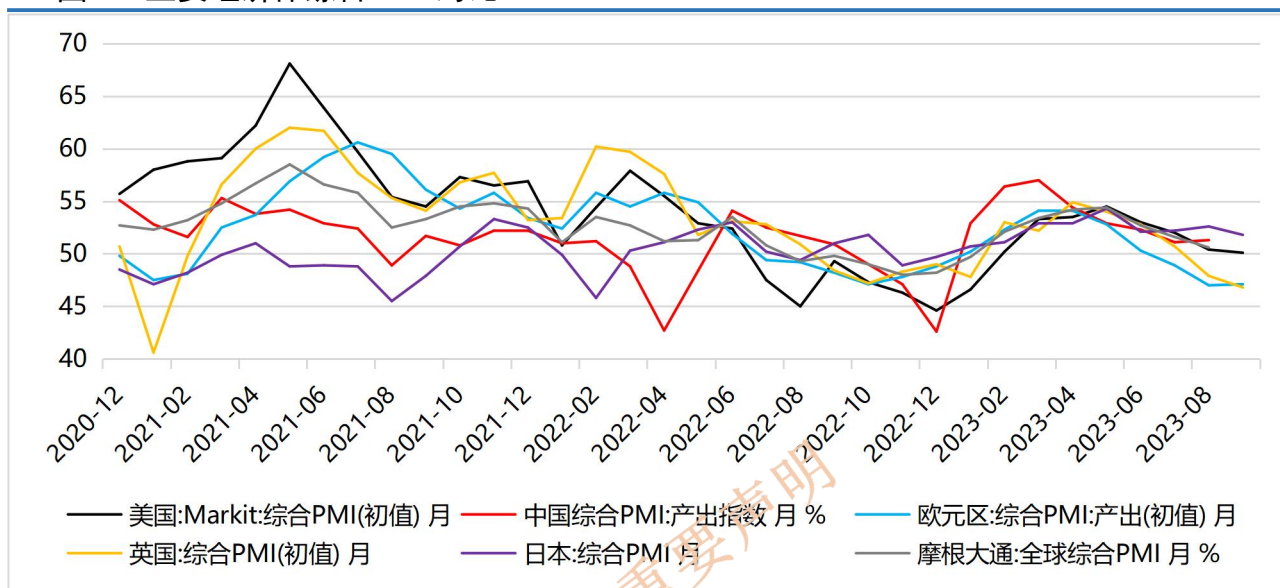


数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

美国经济相对增长潜力下降，或影响美元优势持续

主要经济体通胀对比，英欧依然最高，美加抬头超过日本，中国最低；利率对比，美国高于其他，英加欧相对较低，中日长期不变；主要经济体经济增速对比，中日最高，美国加快，加拿大意外萎缩，英欧最低；IMF 经济增速预测，中国最高但上行乏力，美欧最低但连续上调；综合 PMI 对比，日中美仍位于荣枯线之上，欧英跌至荣枯线之下，其中美国 9 月综合 PMI 降至 50.1，已经跌至荣枯线附近，下行趋势明显。

图 8: 主要经济体综合 PMI 对比



数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

三、技术分析

图 9：美元指数技术分析



数据来源：文华财经、山金期货交易咨询部

美元指数近期连续向上突破布林带上轨和60周均线，自从本轮高点114.78下行到99.54反弹以来，目前已经涨至黄金分割50%参考压力位107.1附近。技术上KDJ已经连续处于超买区间，上行压力越来越大，面临回调需求。

图 10：十年期美债主连技术分析



数据来源：文华财经、山金期货交易咨询部

10 年期美债主连近期已经跌至 2007 年价格区间，技术上接近超卖，下方压力区间关注 104-105 一线，意味着美债收益率同样上行乏力。

图 11：伦敦金技术分析



数据来源：文华财经、山金期货交易咨询部

伦敦金自从 5 月第三次接近历史高点回调以来，目前 KDJ 和 MACD 等指标的利空压力得到释放，技术上跌破 1614 到 2072 黄金分割 61.8% 位置 1896 附近后，下方关注 50% 位置 1840 和 20 月均线 1860 附近支撑。

图 12：伦敦银技术分析



数据来源：文华财经、山金期货交易咨询部

年内白银一直承压于前高 25 到 26 一线，白银从疫情低点 11.615 到本轮高点 30.063 区间后，近期重回 20 月均线 22.3 附近支撑，关注短线回踩 50%附近 21 一线支撑风险。

图 13：沪金沪银技术分析



数据来源：文华财经、山金期货交易咨询部

由于人民币的贬值预期及国内贵金属进口限制，近期国内沪金相比伦敦金溢价一度超过 30 元/克，日线收盘价计算近期快速回调到 14 元/克，再次上行；沪银相比伦敦银溢价一度超过 600 元/千克，在快速回踩到 320 元/千克后，重新反弹。预计短期国内金银溢价仍会维持相对高位，但后期随着国内经济复苏预期重启、人民币币值企稳、贵金属进口逐步放松，溢价回归正常仍是大概率事件。以 2016 年 1 月 29 收盘价开始计算，沪金内外平均价差在 3 元/克，沪银内外平均价差在 185 元/千克，价差回归正常，国内价格补跌风险或难以避免。把价差回调风险计算在内，国内沪金关注 10 月均线 440-450 支撑，沪银关注 10 月均线 5470-5500 支撑。

四、从多空博弈的角度看未来行情发展的方向

综合来看，货币属性方面，美国核心通胀压力继续减轻，但通胀再次抬头风险仍存，美国劳动力市场趋于放缓，但依然具有韧性。十年期美债真实收益率和美元指数高位震荡偏强，但上方承压越来越重。预计美联储年底前将再加息一次，且 2024 年降息预期再次延后到下半年，降息空间预期大幅收窄；避险属性方面，VIX 从超低位区间反弹，谨防新避险事件；商品属性方面，全球三季度和四季度黄金需求过去两年均有回升，白银 2023 年总需求预期回落同比下跌 6%，但三四季度或跟随黄金上行；商品整体上行乏力回调，人民币弱势支撑国内价格，

但内外价差回落风险仍存。预计贵金属短期虽有回调，但下方回调空间有限，沪金关注 10 月均线 440-450 支撑，沪银关注 10 月均线 5470-5500 支撑，短线轻仓空头思路需要严格设定止盈止损，中长线逢低布多做好资金管理。

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。