

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：



预期与现实的博弈？

报告导读

进入3月份以来，贵金属在经历三个月的萎靡不振后，突然高歌猛进。相继突破2100大关和历史前高。贵金属之后路在何方，市场各种声音甚嚣尘上。梳理本次上涨逻辑，容易发现降息预期和经济现实的博弈尤为关键，贵金属的整个投资逻辑也发生了部分改变。

一、如何追踪美联储降息预期？

美联储最关键的联邦公开市场委员会（FOMC）一共由十二名成员组成，每年召开8次会议，讨论经济和金融状况，并投票制定恰当的货币政策来达成就业最大化和物价稳定的任务。芝商所CME FedWatch Tool这款工具主要分析联邦公开市场委员会（FOMC）在未来会议中调整联邦基金利率目标的可能性。美联储点阵图是对未来加息或者降息做预测的图谱，是一种前瞻性的信息。美联储每个季度最后一个月（即3、6、9、12月）会公布一次点阵图。美联储之所以公布点阵图，主要是为了加强与市场的沟通，预防市场不能很好地理解美联储给出的信息。

二、近期贵金属的投资逻辑演变

春节之前，市场降息预期从高位连续回落。贵金属在前期诸多利多兑现上行乏力，但仍存实物消费预期和避险支撑，下行迟缓。春节之后，降息空间预期跌回联储指引，已经降无可降。纽约社区银行等避险扰动推动联储宽松预期再次升温，截止目前6月降息预期重新占据主流，且2024年降息空间预期重回100基点。

三、关键指标技术分析

我们年报曾提及，2024年伦敦金需要关注0.5一线2130和0.618一线2250压力突破情况。目前2130已经突破，下一步技术上需要关注2250一线压力，同时回调关注5月均线2068-2100区间支撑有效性。

四、从多空博弈的角度看未来行情发展的方向

展望后市，目前市场6月降息预期位于高位，同时缩表3月可能调整预期以及避险需求支撑价格。短期快速拉升后，非农等重磅数据前后回调压力增加。中期随着宽松预期前置利多兑现，美国经济软着陆概率依然最大，贵金属高位震荡回调压力仍存。长期贵金属预计将随着降息兑现节奏，阶梯上行预期不变，年内关注伦敦金2250沪金主力530一线压力突破情况。

风险提示：通胀等再次上行、联储官员发言偏鹰、地缘异动等

进入3月份以来，贵金属在经历自去年12月三个月的萎靡不振后，突然高歌猛进。相继突破2100大关和历史前高。贵金属之后路在何方，市场各种声音甚嚣尘上。梳理本次上涨逻辑，容易发现降息预期和经济现实的博弈尤为关键，贵金属的整个投资逻辑也发生了部分改变。

一、如何追踪美联储降息预期？

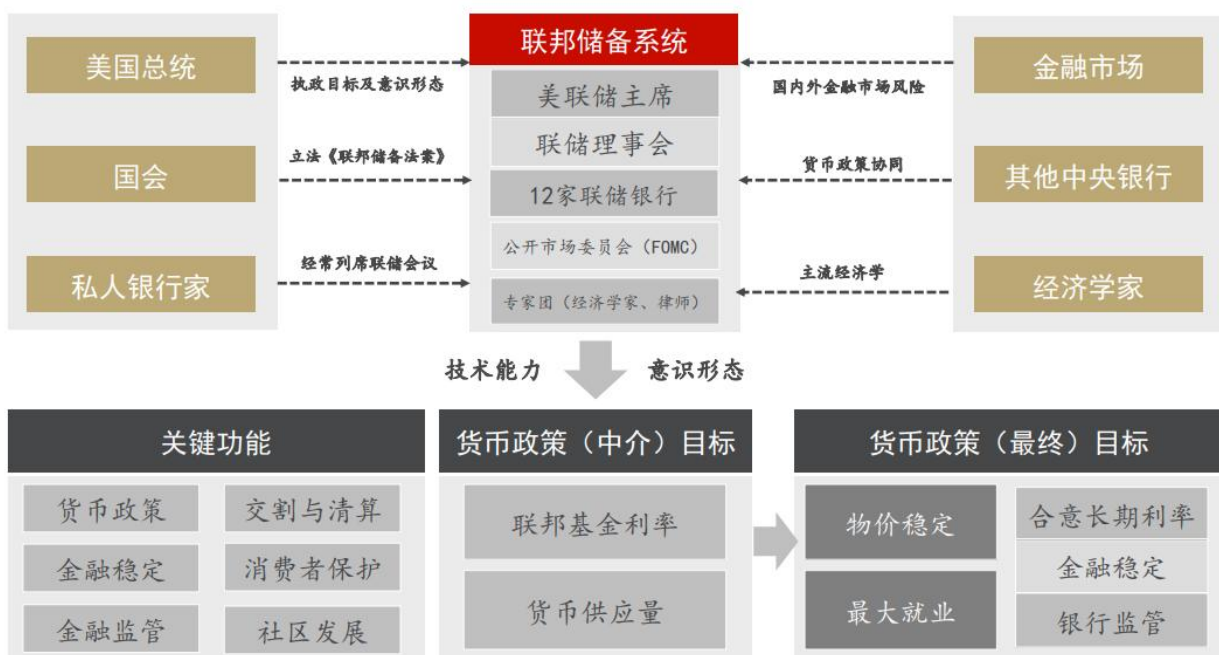
美联储框架简介

联邦储备系统（Federal Reserve System, Fed, 简称美联储）是美国的中央银行体系，依据美国国会通过的1913年《联邦储备法案》而创设，以避免再度发生类似1907年的银行危机。整个系统包括联邦储备委员会、联邦公开市场委员会、联邦储备银行、三千家会员银行及3个咨询委员会（Advisory Councils）。总部位于华盛顿特区埃克斯大楼。

最关键的美联储联邦公开市场委员会（FOMC）一共由十二名成员组成，每年召开8次会议，讨论经济和金融状况，并投票制定恰当的货币政策来达成就业最大化和物价稳定的任务。

美联储7位理事会成员在职期间拥有永久投票权，每次会议都能投下关键的一票；纽约作为全美的金融中心，是美国经济最发达、金融活动最活跃的地方，因此纽约联储主席也能享有永久投票权。剩余的11个地区联储主席共享4个投票权，每年进行轮换。无投票权的官员也要出席会议、参与讨论。

图 1: 美联储框架简介



数据来源：Fed、山金期货交易咨询部

如何追踪美联储降息预期

对于贵金属投资者来说，分析外汇基本面，掌握市场对美联储利率的预期是极为重要的。若投资者能够预测未来目标利率的趋势走向，也将有利于其交易。芝商所(Chicago Mercantile Exchange, CME) 提供了一款免费的分析工具，叫 CME FedWatch Tool。这款工具主要分析联邦公开市场委员会(FOMC) 在未来会议中调整联邦基金利率目标的可能性。在计算加息减息的概率时，FedWatch 主要利用芝商所上市的 30 天短期联邦基金期货(FedFund Futures, FF) 的价格来进行计算。由于该短期期货是以联邦基金利率作为标的物，而联邦基金利率也被限制在一个目标范围值内，因此该期货的价格变化波动相对较小，能更好地反映出市场对该期货合约在月份内的日均联邦基金有效利率水平的预期，从而有助于计算加息减息的概率。

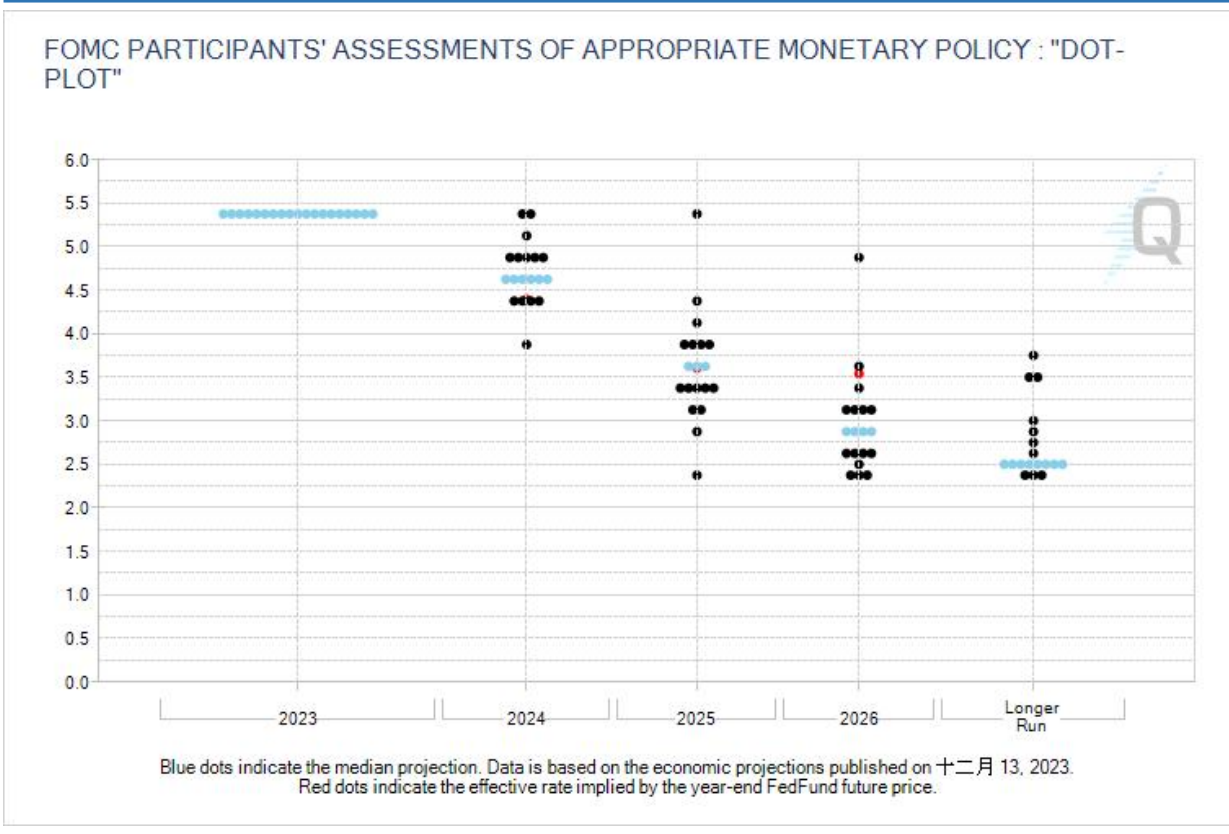
图 2：美联储利率预期 20240308

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	95.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	25.5%	73.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	17.0%	56.7%	25.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	11.5%	43.2%	36.1%	8.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	9.3%	36.9%	37.5%	14.2%	1.7%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.2%	5.1%	24.0%	37.2%	25.1%	7.6%	0.8%
2024/12/18	0.0%	0.2%	3.9%	19.2%	33.9%	28.2%	12.0%	2.5%	0.2%
2025/1/29	0.1%	2.4%	13.2%	28.2%	30.4%	18.3%	6.2%	1.1%	0.1%
2025/3/12	1.0%	6.6%	19.0%	29.0%	25.7%	13.6%	4.2%	0.7%	0.0%

数据来源：芝商所 FedWatch、山金期货交易咨询部

美联储点阵图是对未来加息或者降息做预测的图谱，是一种前瞻性的信息。美联储每个季度最后一个月（即 3、6、9、12 月）会公布一次点阵图，美联储之所以公布点阵图，主要是为了加强与市场的沟通，预防市场不能很好地理解美联储给出的信息。点阵图的横轴为时间线，美联储委员们通常会对未来几年及长期的利率区间做出预测；纵轴为未来利率的可能区间；每个实心圆点所在的位置则代表了某位联官员对未来利率做出的预测。值得注意的是，点阵图的每一列最多可以有 19 个圆点，也就是 19 名美联储委员。由于美联储理事会并不是时刻保持满员状态，所以我们经常会看到点阵图中点数不足 19 的情况。最关键的是，美联储发布点阵图时，会公布利率中值，代表美联储未来的前瞻利率。投资者需要注意的是，点阵图只是一种观点，不代表真正的政策方向。一方面，做预测的官员们并不都有确定利率的最终决定权；另一方面，从历史看，点阵图和现实政策并非完全一致。

图 3：美联储 2023 年 12 月点阵图



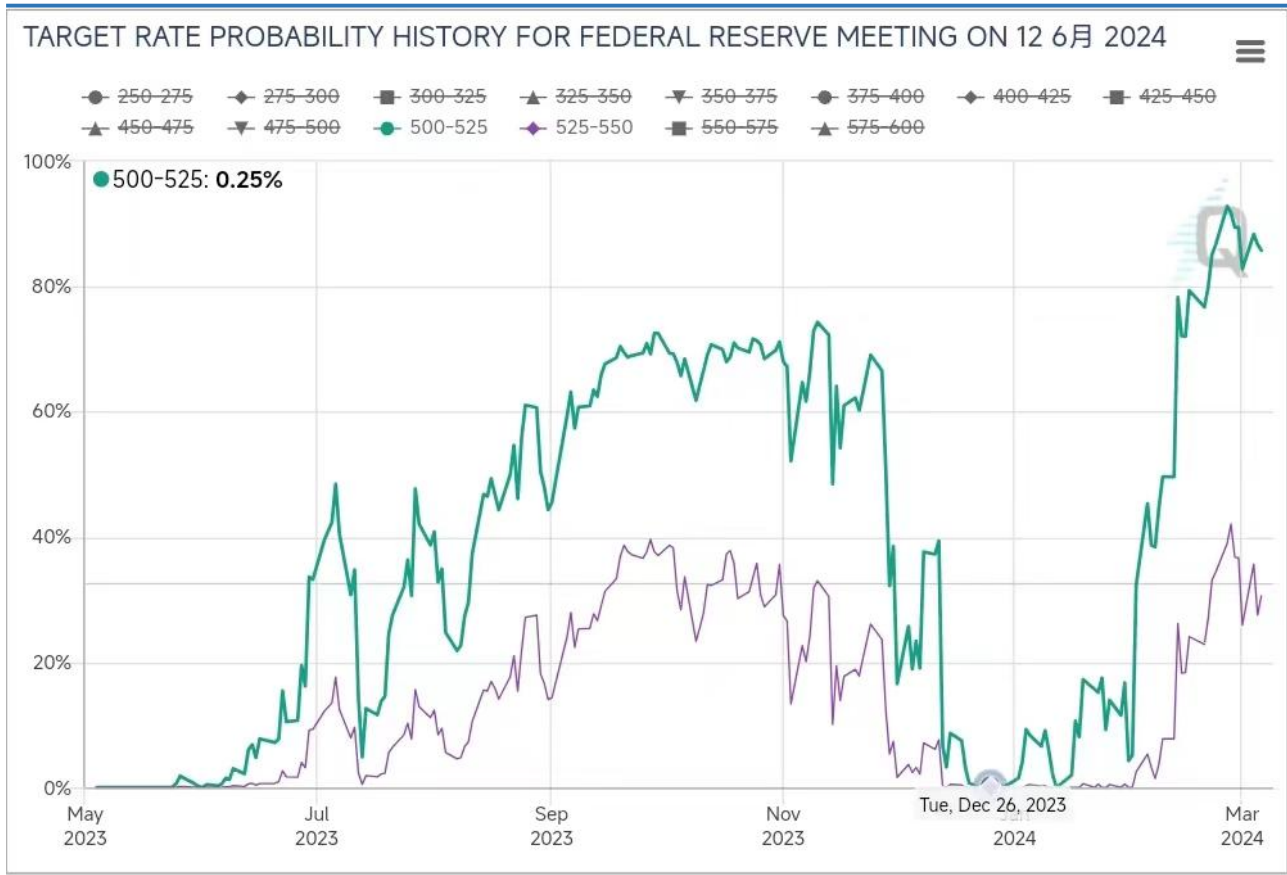
数据来源：芝商所 FedWatch、山金期货交易咨询部

二、近期黄金的投资逻辑演变

春节之前：市场降息预期从高位连续回落

2023 年 11 月 29 日，美联储沃勒暗示或已完成加息，若通胀持续下降几个月后将开始降息。多位联储官员转鸽。美联储褐皮书显示最近几周美国经济活动放缓，通胀大幅缓解。至 12 月 4 日星期一，伦敦金上破历史前高，最高涨至 2146.792。12 月 13 日，美联储主席鲍威尔表示，美国货币政策历史性的紧缩周期可能已经结束，讨论降息的问题开始“进入视野”，进一步印证了市场预期。春节之前，贵金属核心逻辑在于，一方面无论联储还是市场，对于 2024 年开始降息分歧不大，但时间恐有巨大出入。通过芝商所美联储观察工具，市场预期 2024 年联储降息空间最高达到 175 基点，随后至春节前跌至 125 个基点，依然远高于 2023 年 12 月点阵图大多数联储官员预期的 75 基点。贵金属在前期诸多利多兑现上行乏力，但仍存实物消费预期和避险支撑，下行迟缓。

图 4:市场对 2024 年 6 月降息预期春节前后下跌后涨



数据来源：文华财经、山金期货交易咨询部

春节之后：降息空间预期跌回联储指引，之后宽松预期再次升温

春节之间美国 1 月 CPI 超预期，市场宽松预期明显降温，降息预期延迟到 6 月，尤其 2024 降息空间预期降至 75 个基点，已经接近 2023 年 12 月点阵图联储官员预期的 75 基点，意味着降息空间预期再降已无空间，但时间仍有悬念。多位美联储决策者看淡通胀下行路的“崎岖不平”，将目光投向降息。6 月降息预期抬升到 70% 附近。2024 年 3 月 1 日，伦敦金已经实现技术性突破 2146 以来的下行通道，白天国内黄金股异动。3 月 1 日晚间，美国最新 PMI 爆冷，ISM 称美国 PMI 从 1 月的 49.1 降至 47.8，预估为升至 49.5。该指数已连续第 16 个月低于 50 的荣枯线，为 2000 年 8 月至 2002 年 1 月以来持续时间最长的一轮连续萎缩。就业分项指标从 1 月的 47.1 降至 45.9，已连续五个月萎缩。1 月建筑支出也意外下降。美联储报告称金融稳定存在脆弱性，但银行系统压力已缓解。美联储理事库格勒对在不造成大量失业的情况下推动通胀下降感到“乐观”。加之围绕纽约社区银行动荡，让人回想起 2023 年春天硅谷银行、签名银行和第一共和国银行等银行失败之前的困境。他们是多家在更高的利率环境下面临挑战的地区银行之一，更高的利率导致这些银行持有的旧国债价值下降，同时促使一些储户将其账户转移到其他地方。避险扰动推动联储宽松预期再次升温，截止目前 6 月降息预期重新占据主流，且 2024 年降息空间预期重回 100 基点。

三、关键指标技术分析

图 5：美元指数周线



数据来源：文华财经、山金期货交易咨询部

美自 2022 年 10 月前后加息放缓预期形成，美元指数从高位 114.78 持续回落，至 2023 年 7 月前后最低跌至 99.54。2023 年下半年因美国经济表现好于市场预期，尤其欧英等经济衰退预期增强，而联储不再预测美国经济出现衰退，美指强力反弹，至 2023 年 10 月前后反弹涨至 107.33，接近 99.54 至 114.78 区间 50%附近 107 附近压力。之后再次回调，至 2024 年初前后回踩 100.59 后反弹。近期接近 38.2%区间及 105 整数大关压力，美国经济如 PMI 等出现重新走弱信号，KDJ 等指标出现死叉信号，美元指数再次承压下探。

图 6：伦敦金月线



数据来源：文华财经、山金期货交易咨询部

伦敦金 2015 年年末跌至 1046.39，之后加息靴子落地，自 2016 年伦敦金开启新的上行趋势。中间又有 2018、2020 和 2021 年阴线收盘，基本站稳 5 年年线这条上行趋势线。2022 年 K 线伴随着联储加息放缓最终以十字星收盘，2023 年突破历史前高，历史上第三年上破 2000 大关，并且收在其上。自 2015 年年尾低点 1046.39 经过 2020 年新高 2074.71 回踩 2022 年低点即 5 年年线支撑附近 1614.20 做波浪尺分析，我们年报曾提及，2024 年需要关注 0.382 附近 2009 和 5 年年线 1937 附近支撑，另外关注 0.5 一线 2130 和 0.618 一线 2250 压力突破情况。目前 2130 已经突破，下一步技术上需要关注 2250 一线压力，同时回调关注 5 月均线 2068-2100 区间支撑有效性。

四、从多空博弈的角度看未来行情发展的方向

综合来看，基本上，近期宽松预期再次升温利多货币属性，VIX、地缘异动等避险存在支撑，大宗商品低位反弹支撑商品属性。货币属性方面，美联储主席鲍威尔：距离获得降息所需的信心“不远了”。欧洲央行下调通胀和增长预期，拉加德首次暗示可能在 6 月降息。美国上周初请失业金人数持稳；1 月贸易逆差扩大。通胀上美国最新通胀比预期降温。美国 1 月 PCE 物价指数环比涨幅符合预期，年通胀率逐渐降温。美国 1 月个人消费支出 (PCE) 物价指数环比上涨 0.3%，高于 12 月下修后的上涨 0.1%；但同比涨幅为 2.4%，创 2021 年 2 月以来最低。就业上劳动力市场有所松动，2 月 24 日止当周初请失业金人数增加 1.3 万人。美

国 1 月的职位空缺小幅下降，而辞职人数则降至三年来的最低点，这表明劳动力市场的紧张状况正在逐步缓解。十年期美债收益率和美元指数高位回调。目前市场预期美联储 3 月大概率维持利率不变，首次降息预期延迟到 6 月，且 6 月降息概率上涨到 70% 以上，2024 降息空间预期重回 100 基点附近，高于 12 月点阵图预期的 75 基点；避险属性方面，VIX 位于低位，中东等避险存在支撑。加沙停火谈判陷入僵局，胡塞武装攻击红海商船首次造成船员丧生。商品属性方面，CRB 商品指数震荡反弹，人民币升值利空国内溢价。

展望后市，目前市场 6 月降息预期位于高位，同时缩表 3 月可能调整预期以及避险事件支撑价格。短期快速拉升后，非农等重磅数据前后回调压力增加，回调关注 5 月均线 2068-2100 区间支撑有效性。中期随着宽松预期前置利多兑现，美国经济软着陆概率依然最大，贵金属高位震荡回调压力仍存。长期贵金属预计将随着降息兑现节奏，阶梯上行预期不变，年内关注伦敦金 2250 沪金主力 530 一线压力突破情况。

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。