

www.shanjinqh.com

美指上行承压 避险支撑仍在？

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、美国劳动力市场依然坚挺，但下行风险重新增加。本周美国初请失业金人数意外下降，但 10 月中旬续请失业金人数升至近三年新高，暗示失业者越来越难找到新工作。美联储褐皮书显示，美国企业指经济稳定但利润率下降，市场担心大选不确定性。

2、多位欧洲央行鹰派发表谨慎讲话，给进一步更大幅度降息押注降温。加拿大央行符合预期降息 50 基点后，称货币政策已奏效。

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上行承压。

4、目前市场预期美联储 11 月大概率降息 25 基点概率，截至明年 6 月总降息空间维持 150 基点左右，降息预期回落后近期企稳。

二、避险属性

VIX 重回低位；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 商品指数反弹承压，人民币预期贬值利多国内溢价。

四、资金面：

近期 CFTC 持仓黄金和白银净多头高位再次增仓；世界最大黄金 ETF 和白银 ETF 结束长期下行趋势震荡增仓。

五、未来的投资逻辑演变：

近期美国就业与通胀数据较强，美联储 11 月及后期重回弱降息预期，货币属性下行企稳形成支撑平台。欧元区经济稍有起色，加拿大央行称货币政策已奏效，欧加等降息放缓预期上升。同时日本央行加息暂停预期上升，被动强势反弹后的美指上行承压。近期地缘异动频发，美国大选不确定性增加，贵金属避险支撑仍在。预计贵金属短期震荡偏强。中期或重回高位震荡。长期降息接近完成前多头趋势不变。建议提前做好风险管理。

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：605-610，阻力：630-635

沪银主力支撑：7800-7830，阻力：8500-8530

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

近期欧元区经济稍有起色，加拿大央行称货币政策已奏效，欧加等降息放缓预期上升。同时日本央行加息暂停预期上升，被动强势反弹后的美指上行承压。

央行	当前利率	下次预测	最近加降息(非0)基点	历史峰值	历史最低	CPI最新值
美联储 FED 	4.75-5 2024/9/18	4.50-4.75 2024/11/7	-50 2023/9/19	20 1980/3/4	0-0.25 2008/12/27	2.4
欧洲央行 ECB 	3.4 2024/10/17	3.15 2024/12/12	-25 2024/10/17	4.75 2000/10/5	0 2016/3/16	1.7
日本央行 BOJ 	0.25 2024/9/20	0.25 2024/10/31	15 2024/7/31	0.3 2008/10/31	-0.1 2016/1/29	2.5
英国央行 BOE 	5 2024/9/19	4.75 2024/11/7	-25 2024/8/1	17 1979/11/15	0.1 2020/3/26	1.7
瑞士央行 SNB 	1 2024/9/26	0.75 2024/12/26	-25 2024/9/26	3.5 2000/2/3	-0.75 2015/1/15	0.8
澳洲联储 RBA 	4.35 2024/9/24	4.35 2024/11/4	25 2023/11/7	17 1990/1/22	0.75 2019/10/1	3.8
加拿大央行 BOC 	3.75 2024/10/23	3.25 2024/12/5	-50 2024/10/23	8.06 1995/2/23	0.25 2009/4/21	1.6
新西兰联储 RBNZ 	4.75 2024/10/9	4.25 2024/11/27	-50 2024/10/9	8.25 2007/7/26	0.25 2020/3/16	2.2

数据来源：汇通网、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
2023/9/20	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。	-
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。 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，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 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 。	-0.5

贵金属数据库

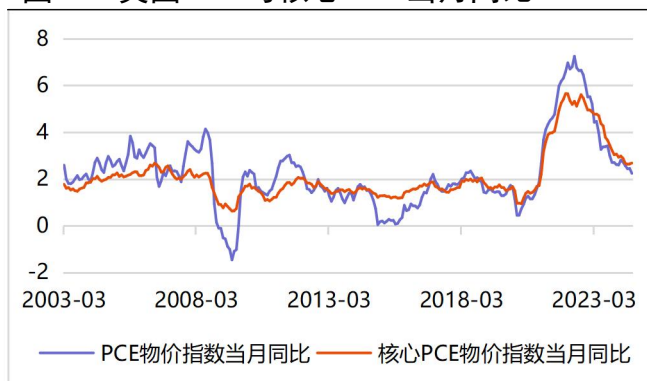
(一) 货币属性：1、美国通胀

图 1：美国 CPI 与核心 CPI 当月同比



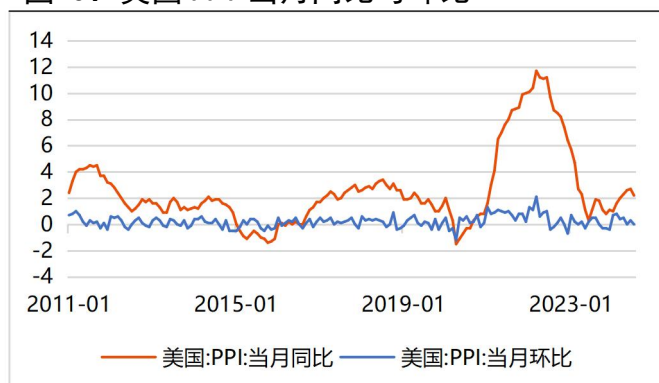
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 2：美国 PCE 与核心 PCE 当月同比



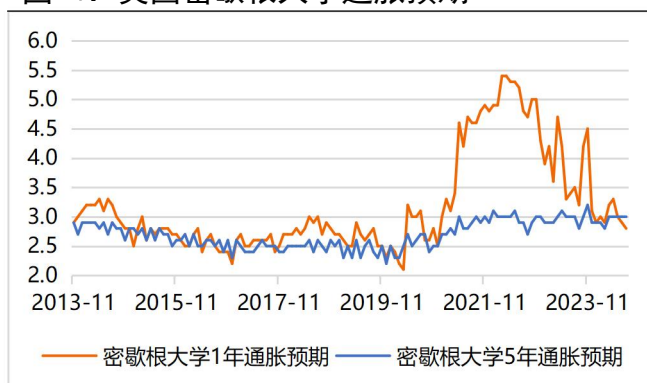
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

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

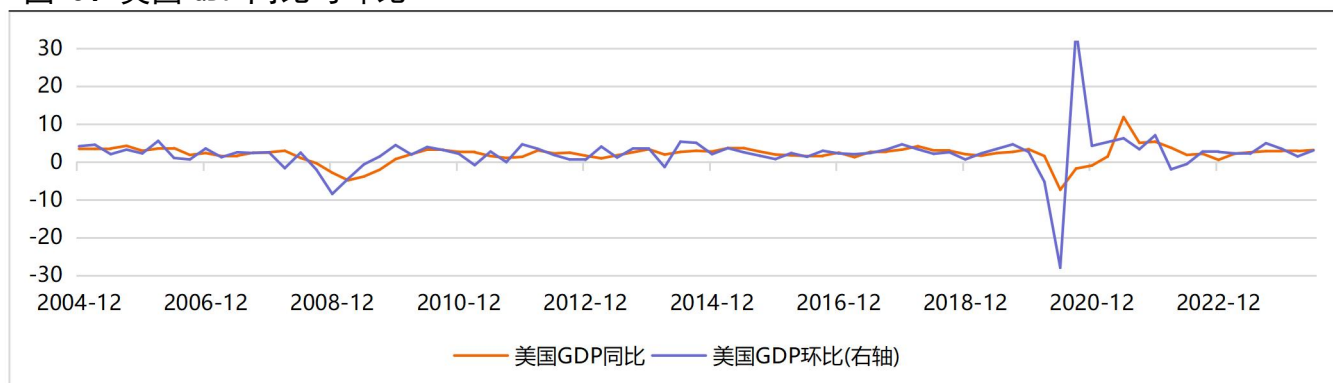
图 4：美国密歇根大学通胀预期



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

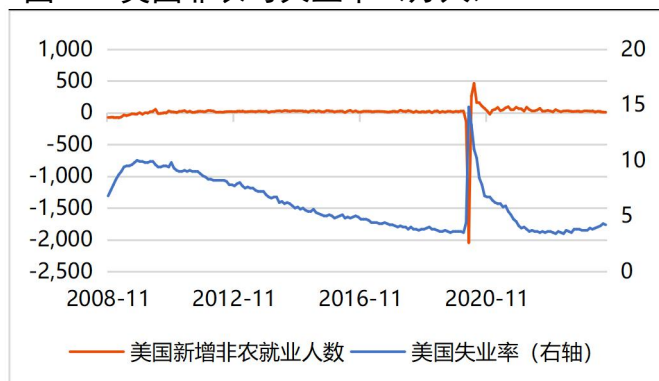
图 5：美国 GDP 同比与环比



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

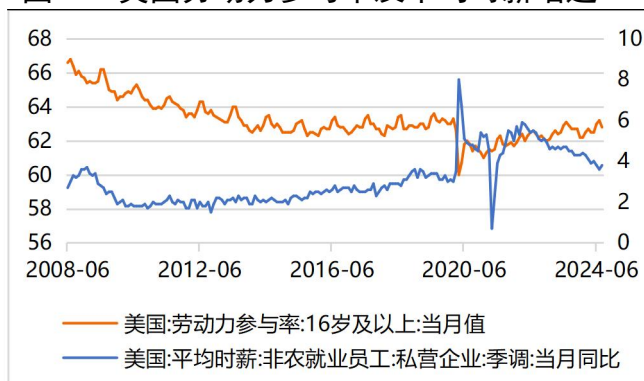
（一）货币属性：3、美国就业

图 6：美国非农与失业率（万人）



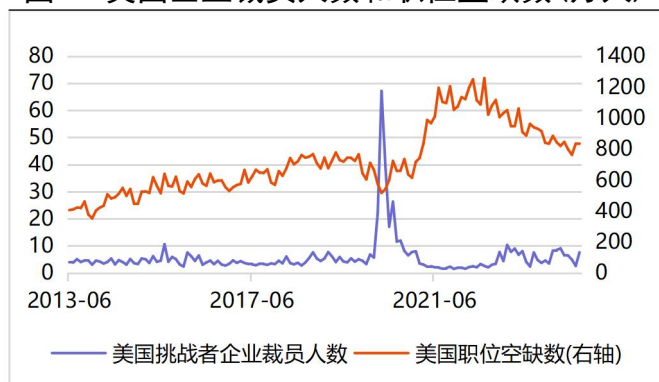
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 7：美国劳动力参与率及平均时薪增速



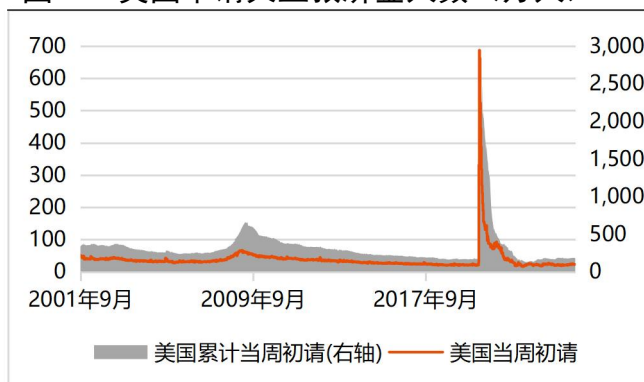
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

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

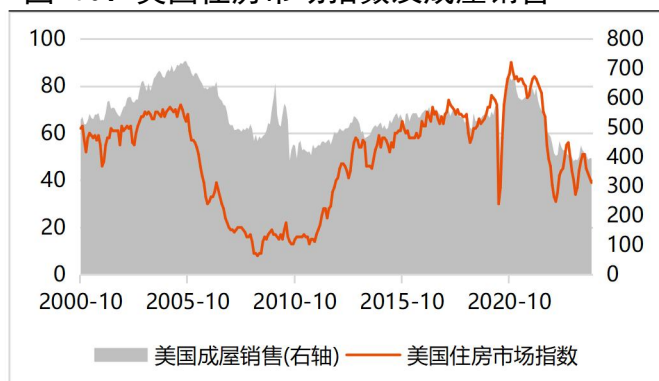
图 9：美国申请失业救济金人数（万人）



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

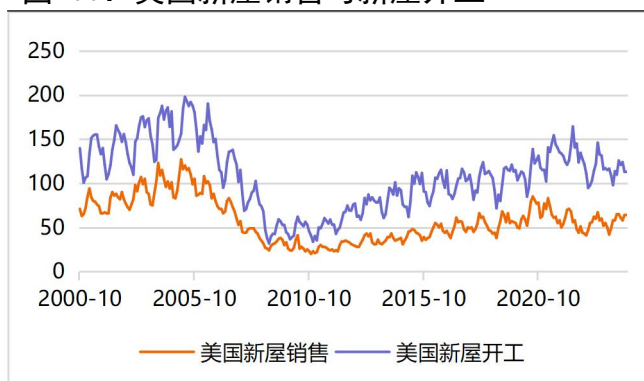
（一）货币属性：4、美国房地产

图 10：美国住房市场指数及成屋销售



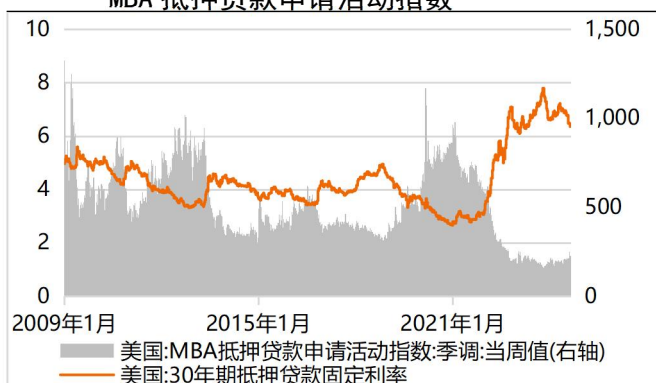
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 11：美国新屋销售与新屋开工



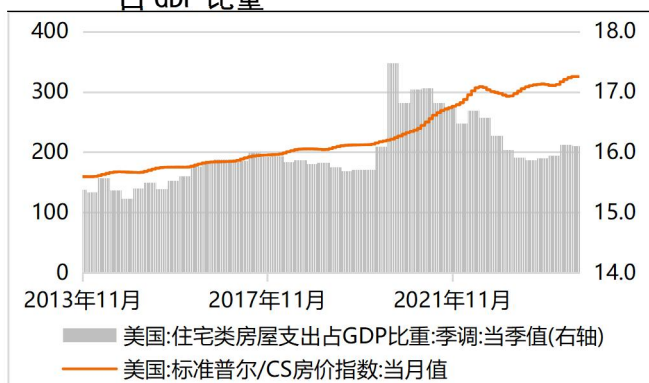
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

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

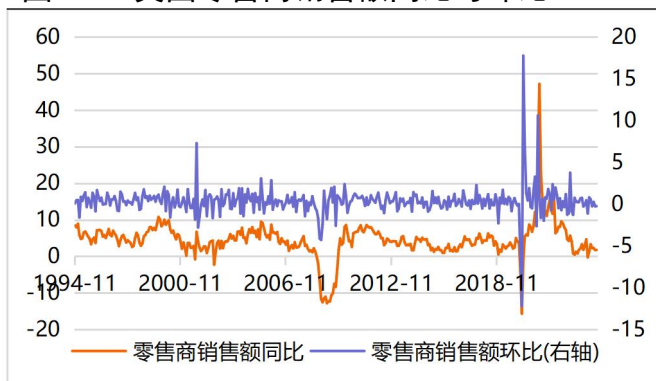
图 13: 美国标普/CS 房价指数与住宅类房屋支出
占 GDP 比重



数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

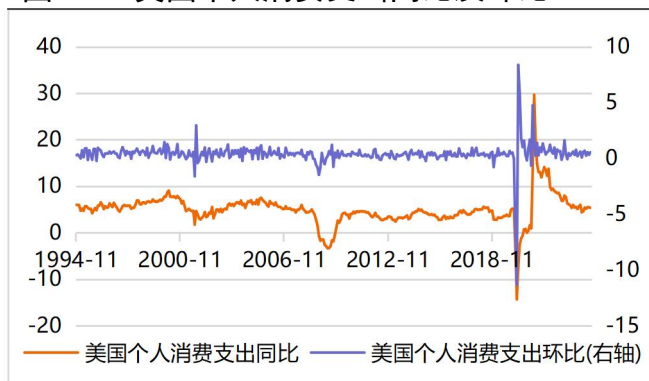
（一）货币属性：5、美国消费

图 14: 美国零售商销售额同比与环比



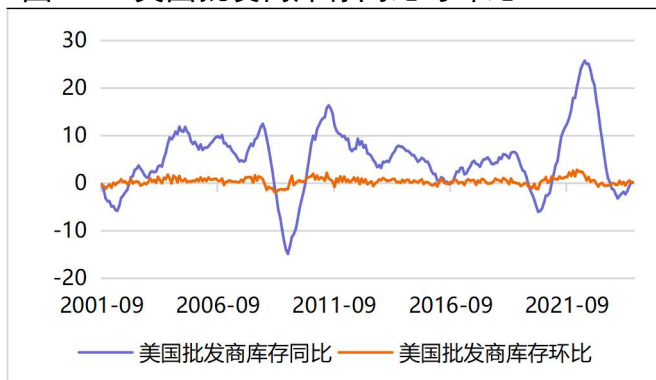
数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

图 15: 美国个人消费支出同比及环比



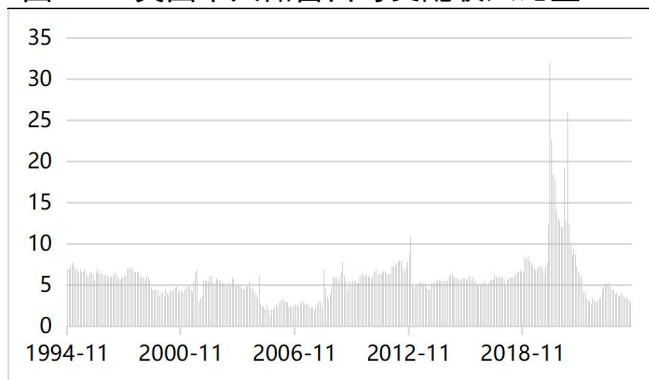
数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

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

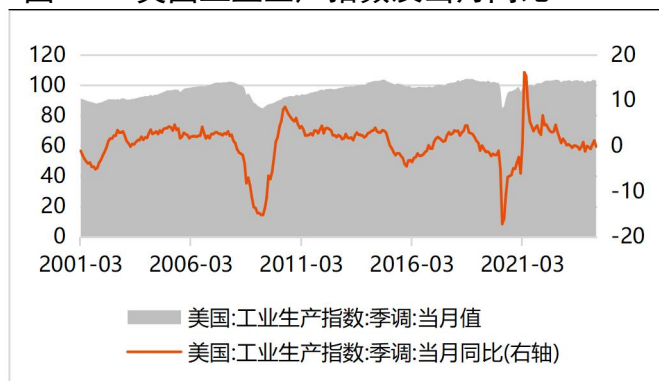
图 17: 美国个人储蓄占可支配收入比重



数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

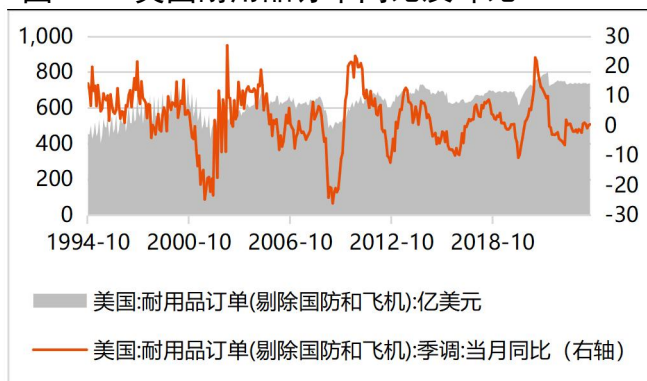
（一）货币属性：6、美国工业

图 18：美国工业生产指数及当月同比



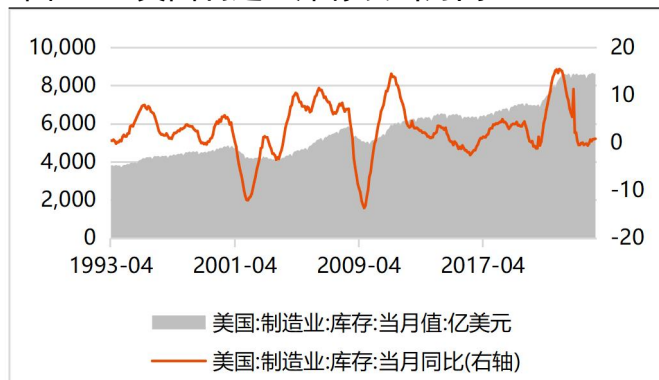
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 19：美国耐用品订单同比及环比



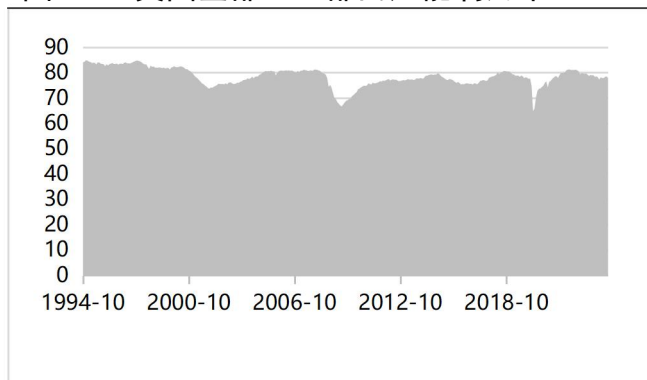
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

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

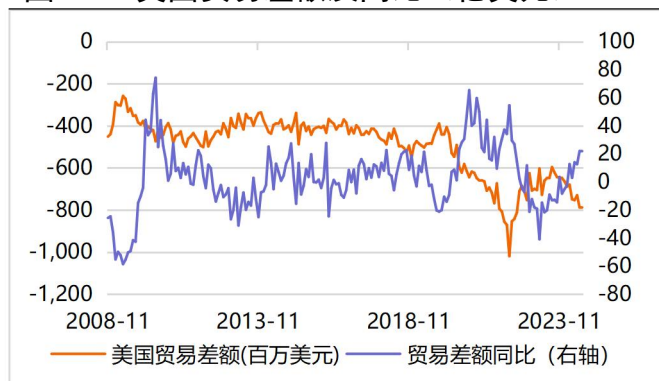
图 21：美国全部工业部门产能利用率



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

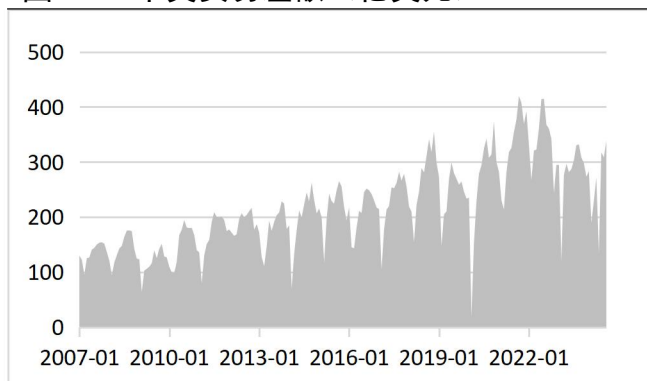
（一）货币属性：7、美国贸易

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

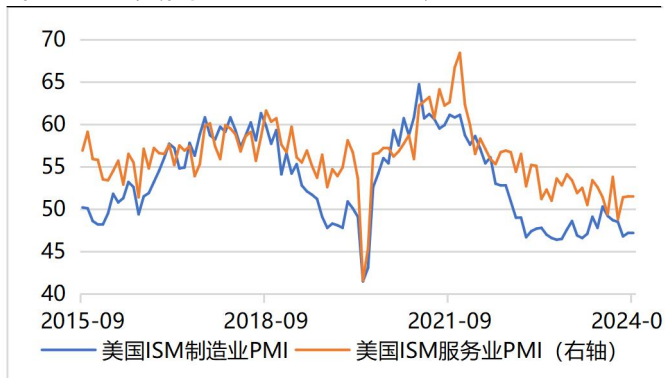
图 23：中美贸易差额（亿美元）



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

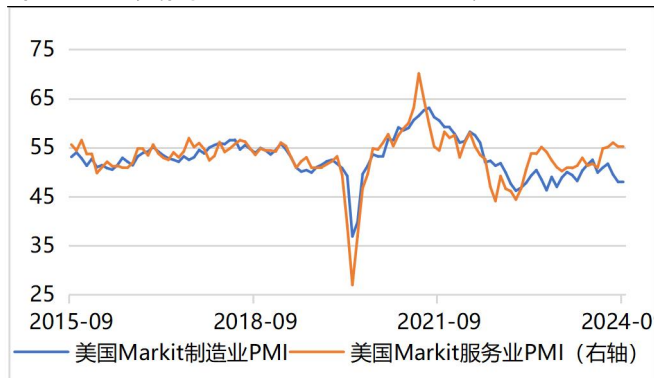
（一）货币属性：8、美国经济前瞻指标

图 24：美国 ISM 制造业与服务业 PMI



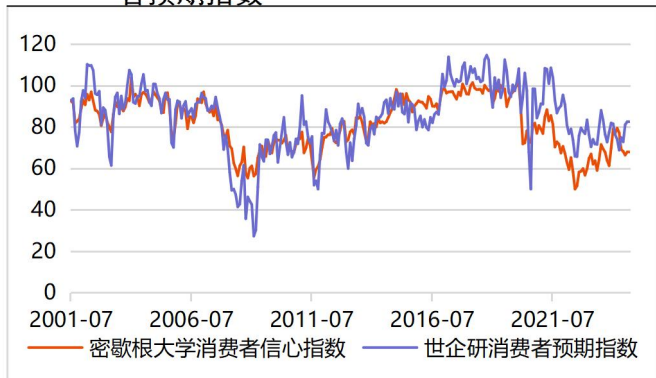
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 25：美国 Markit 制造业与服务业 PMI



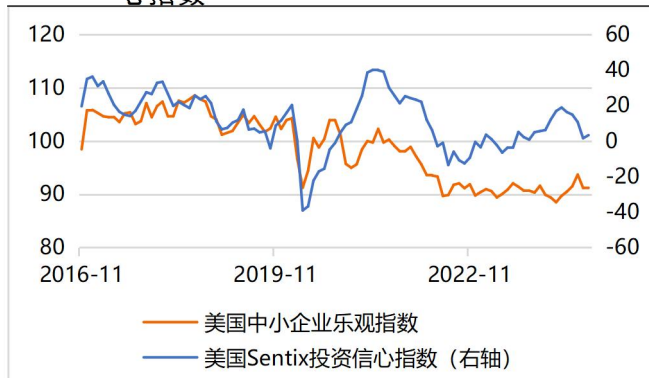
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

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

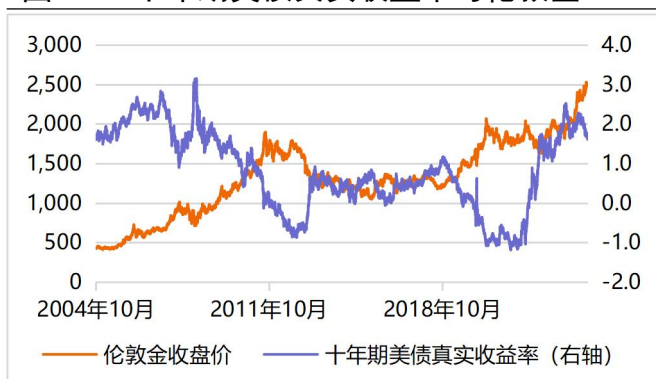
图 27：美国中小企业乐观指数与 Sentix 投资信心指数



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

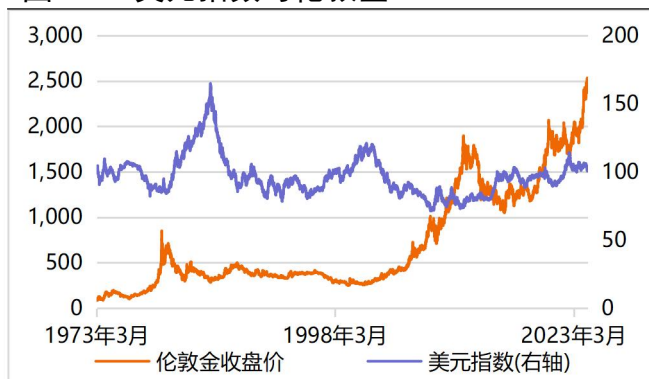
（一）货币属性：9、关键指标

图 28：十年期美债真实收益率与伦敦金



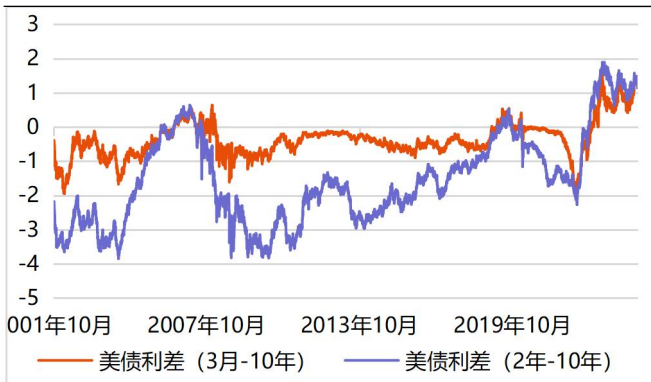
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 29：美元指数与伦敦金



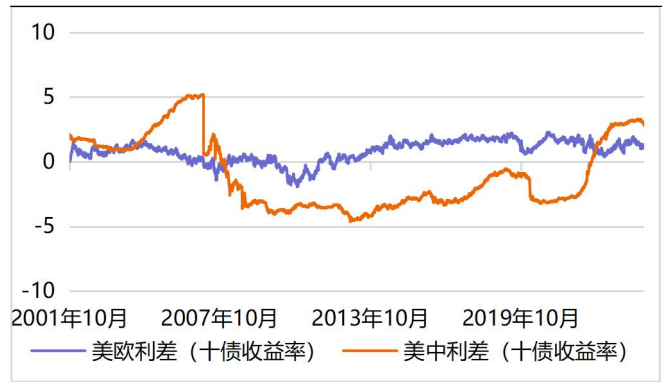
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

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

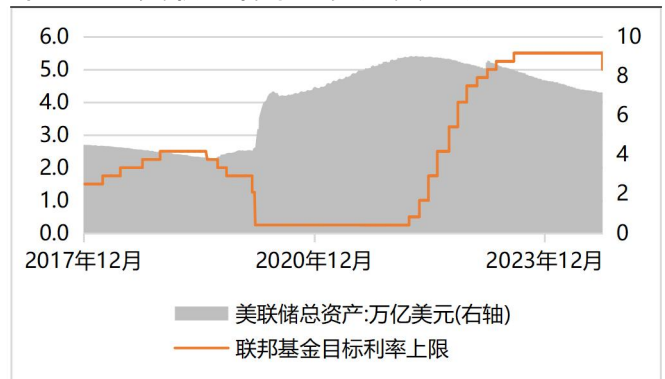
（一）货币属性：10、美联储货币政策跟踪

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
2024/11/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	93.0%	7.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	69.8%	28.4%	1.7%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	47.8%	41.5%	10.2%	0.5%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	40.1%	42.5%	15.2%	2.1%	0.1%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.7%	41.6%	25.7%	7.1%	0.9%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	15.1%	35.1%	31.8%	14.3%	3.3%	0.4%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	5.5%	22.3%	33.9%	25.5%	10.3%	2.2%	0.2%	0.0%
2025/9/17	0.0%	2.0%	11.7%	26.6%	30.8%	19.9%	7.4%	1.5%	0.1%	0.0%
2025/10/29	0.4%	4.1%	14.8%	27.5%	28.5%	17.3%	6.1%	1.2%	0.1%	0.0%
2025/12/10	1.1%	6.1%	17.3%	27.7%	26.3%	15.1%	5.2%	1.0%	0.1%	0.0%

数据来源：CME、山金期货交易咨询部

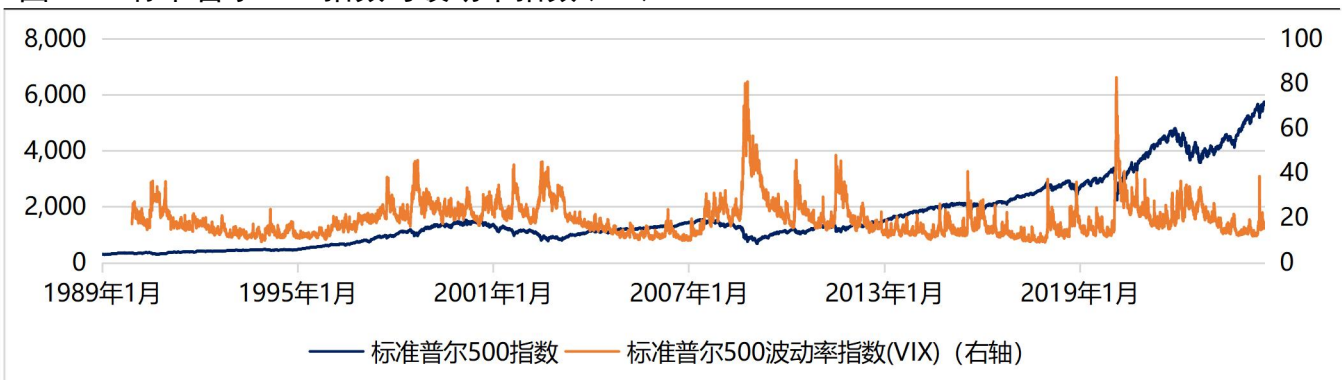
图 33：美联储利率与资产负债表



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

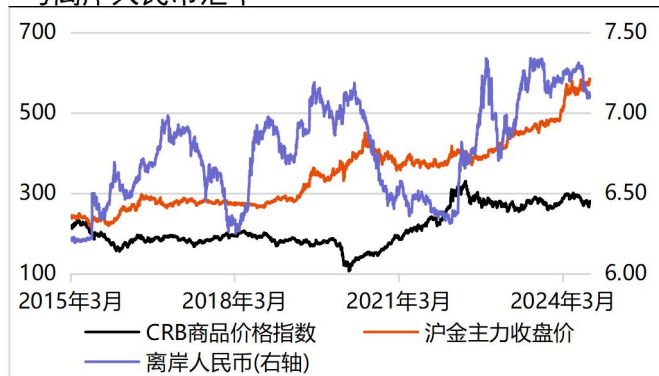
图 34：标准普尔 500 指数与波动率指数 (VIX)



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

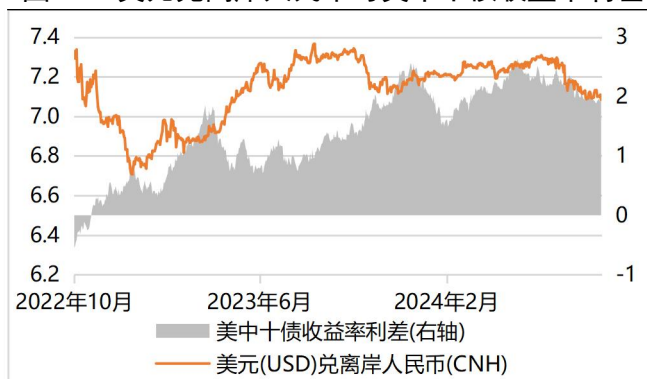
（三）商品属性：离岸人民币与 CRB 商品指数趋势

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

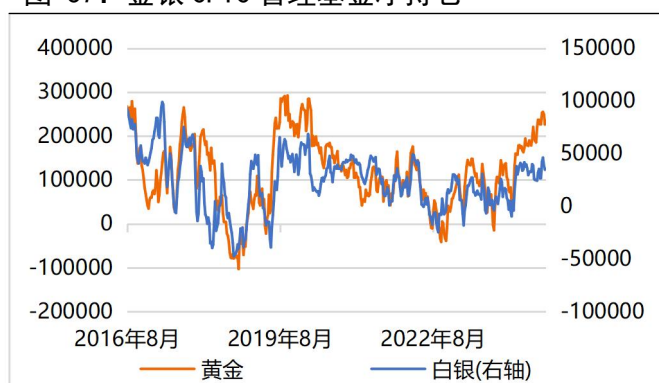
图 36：美元兑离岸人民币与美中十债收益率利差



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

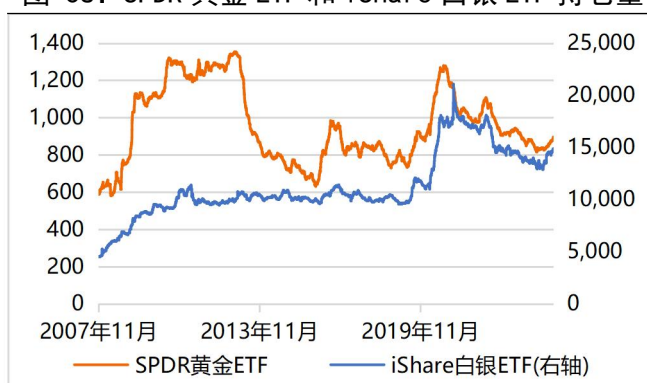
（四）资金面：CFTC 管理基金净持仓与金银 ETF 走势

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。