

贵金属组

电话：0571-85165192

邮编：310000

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

10 月贵金属市场展望——

美联储调整降息预期，贵金属承压回落

观点摘要：

贵金属：

9 月，COMEX 黄金收出阴线，开盘 1966.4 美元/盎司，收于 1893.2 美元/盎司，跌幅 3.80%，最高达 1980.2 美元/盎司，最低至 1890.3 美元/盎司；COMEX 白银收出阴线，开盘 24.820 美元/盎司，收盘 22.715 美元/盎司，跌幅 8.48%，最高达 25.220 美元/盎司，最低至 22.555 美元/盎司。美国 8 月通胀反弹，经济增长超预期，美联储释放高利率或成新常态信号，美指和美债上涨，贵金属承压下行。具体来看：通胀方面，受到能源价格上涨等因素的影响，美国 8 月通胀超预期反弹。虽然 8 月核心 CPI 在劳动力市场降温的背景下有所回落，但能源价格强势、薪资增速高于核心通胀增速等对通胀回落形成压制，美国整体通胀的压力依旧较大。经济方面，美国 8 月制造业 PMI 和非制造业 PMI 均超过预期，经济软着陆预期增强。就业方面，美国 8 月劳动力市场降温，非农和 ADP 数据均低于预期且处于下降趋势，失业率大幅上行，职位空缺虽仍高于疫情前水平但已大幅下行，平均时薪增长放缓但仍高于通胀增长速度。

美联储首要的任务仍是抗通胀，需要在抗通胀、稳增长和防风险上进行权衡，后续的货币政策会更加谨慎，延续数据依赖基调。数据上看，美国通胀虽一路回落但与目标 2% 仍有一定差距，美国经济表现超市场预期，美联储 9 月停止加息，但年内仍存加息可能，且释放出降低市场降息预期和高利率维持更久时间的信号，美元走强贵金属承压。但从长期看，美联储货币政策转向和地缘政治冲突的趋势未变，为贵金属提供强支撑，金银仍有配置价值。操作建议：买入为主，等待逢低做多机会。

风险点：

1. 美国经济数据； 2. 美国货币政策变化； 3 通胀预期； 4. 地缘政治因素。

一、行情回顾

9月，COMEX黄金收出阴线，开盘1966.4美元/盎司，收于1893.2美元/盎司，跌幅3.80%，最高达1980.2美元/盎司，最低至1890.3美元/盎司；COMEX白银收出阴线，开盘24.820美元/盎司，收盘22.715美元/盎司，跌幅8.48%，最高达25.220美元/盎司，最低至22.555美元/盎司。美国8月通胀反弹，经济增长超预期，美联储释放高利率或成新常态信号，美指和美债上涨，贵金属承压下行。具体来看：通胀方面，受到能源价格上涨等因素的影响，美国8月通胀超预期反弹。虽然8月核心CPI在劳动力市场降温的背景下有所回落，但能源价格强势、薪资增速高于核心通胀增速等对通胀回落形成压制，美国整体通胀的压力依旧较大。经济方面，美国8月制造业PMI和非制造业PMI均超过预期，经济软着陆预期增强。就业方面，美国8月劳动力市场降温，非农和ADP数据均低于预期且处于下降趋势，失业率大幅上行，职位空缺虽仍高于疫情前水平但已大幅下行，平均时薪增长放缓但仍高于通胀增长速度。

图 1： 上期所黄金白银期货收盘价 单位：元/克



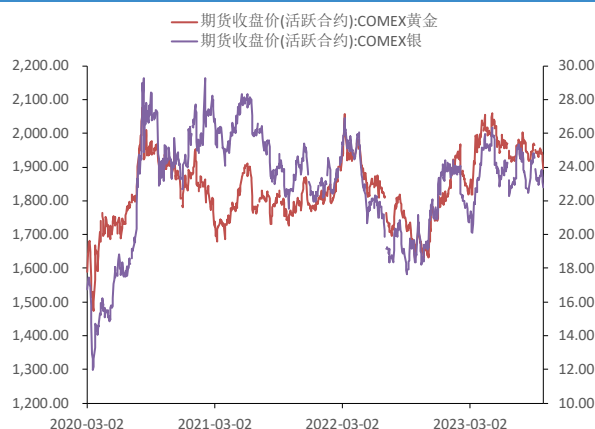
数据来源：WIND 新世纪期货

图 3： 人民币汇率（中间价）



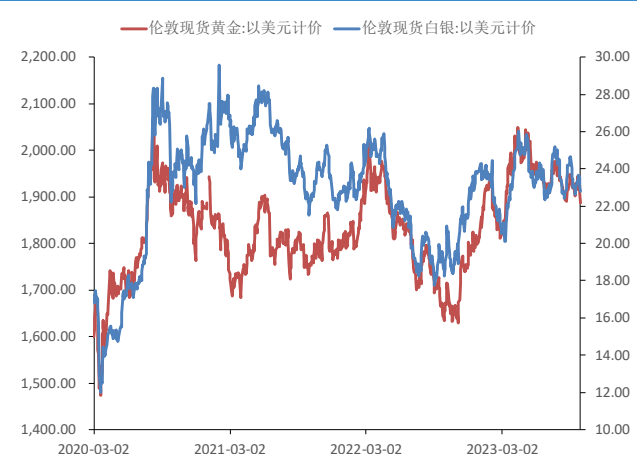
数据来源：WIND 新世纪期货

图 2： COMEX 黄金白银期货收盘价 单位：美元/盎司



数据来源：WIND 新世纪期货

图 4： 伦敦现货黄金白银价格 单位：美元/盎司



数据来源：WIND 新世纪期货

图 5： 内外盘黄金白银比



数据来源：WIND 新世纪期货

二、影响因素分析

2.1 美联储货币政策

美联储 9 月议息会议公布利率决定，保持利率 5.25%-5.50% 不变，是本轮加息周期中第二次暂停加息，符合市场预期。本次会议的主要变化在经济预测和点阵图方面。美联储上调美国经济预测，对美国本年的 GDP 增长预测由 1% 上升为 2.1%，失业率下调为 3.8%，美联储或认为美国经济有大概率实现软着陆。

根据本次会议的点阵图，年内仍有加息可能性，但存在分歧（12 vs 7）。对 2024 年的利率中值由 4.6% 上调为 5.1%，对 2025 年的利率中值由 3.4% 上调为 3.9%，这意味着明年和后年降息幅度的预期均下降了 50 个 bp，整体利率中值的调升意在降低市场的降息预期，也意味着美国高利率或许会停留很长时间。

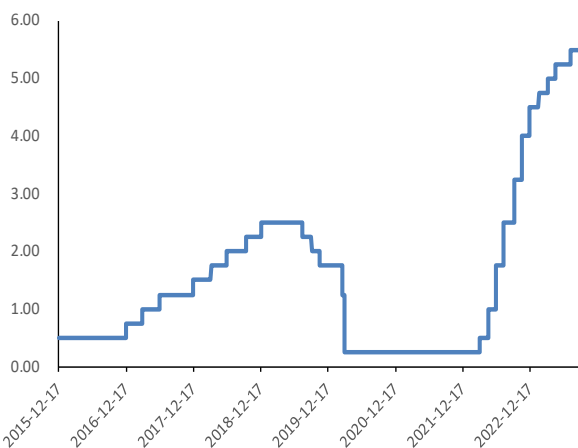
对 2024 年的核心 PCE 的预测保持在 2.6%，说明美联储对明年的实际利率由 2.0% 上升为 2.5%。对 2025 年的实际利率由 1.2% 上升为 1.6%，美联储对美国实际利率预期的提升主要是源于美国经济强于预期的表现。

图 6： 美联储 6 月和 9 月 FOMC 会议对宏观指标的预测中值 (%)

宏观指标	预测期	预测中值			
		2023	2024	2025	长期
Q4实际GDP增速 (%)	9月	2.1	1.5	1.8	1.8
	6月	1.0	1.1	1.8	1.8
Q4失业率 (%)	9月	3.8	4.1	4.1	4.0
	6月	4.1	4.5	4.5	4.0
Q4 PCE (%)	9月	3.3	2.5	2.2	2.0
	6月	3.2	2.5	2.1	2.0
Q4核心PCE (%)	9月	3.7	2.6	2.3	
	6月	3.9	2.6	2.2	
年底联邦基金利率 (%)	9月	5.6	5.1	3.9	2.5
	6月	5.6	4.6	3.4	2.5

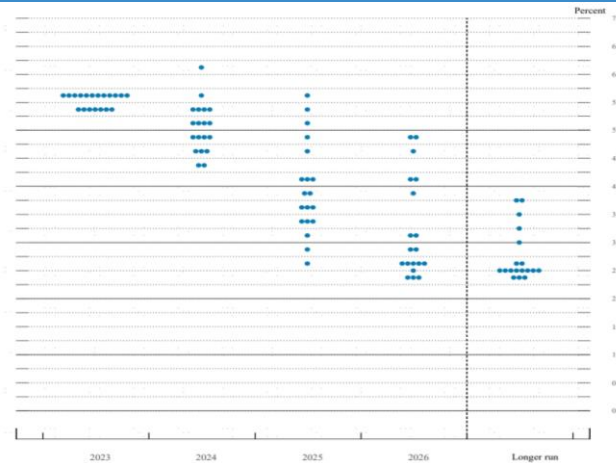
数据来源：FED 官网 新世纪期货

图 7： 美国联邦基金目标利率 (%)



数据来源：WIND 新世纪期货

图 8： 美联储 9 月利率点阵图



数据来源：FED 官网 新世纪期货

2.2 美国通胀

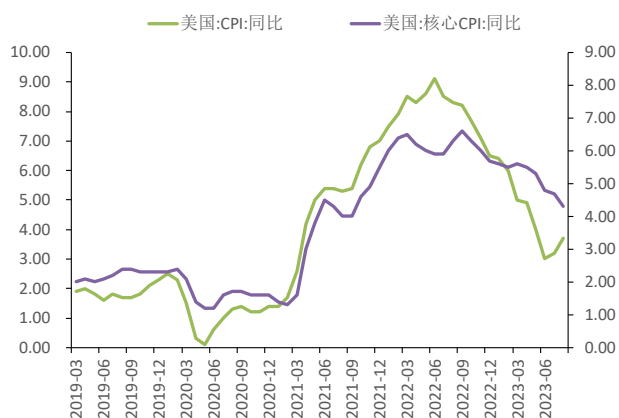
通胀方面，美国 7 月核心 PCE 物价指数同比涨 4.2%，高于前值的 4.1%，与预期的 4.2%一致；美国 7 月核心 PCE 物价指数环比涨 0.2%，与预期的 0.2%和前值的 0.2%一致。美国 7 月 PCE 物价指数同比涨 3.3%，高于前值的 3%，与预期的 3.3%一致；美国 7 月 PCE 物价指数环比涨 0.2%，与预期的 0.2%和前值的 0.2%一致。

美国 8 月末季调 CPI 同比涨 3.7%，超过预期的 3.6%，高于前值的 3.2%；美国 8 月末季调 CPI 环比涨 0.6%，与预期的 0.6%一致，高于前值的 0.2%。美国 8 月末季调核心 CPI 同比涨 4.3%，与预期的 4.3%一致，低于前值的 4.7%；美国 8 月末季调核心 CPI 环比涨 0.3%，低于预期的 0.2%和前值的 0.2%。

美国 8 月 PPI 同比涨 1.6%，超过预期的 1.2%，高于前值的 0.8%；美国 8 月 PPI 环比涨 0.7%，低于预期和前值的 0.4%。

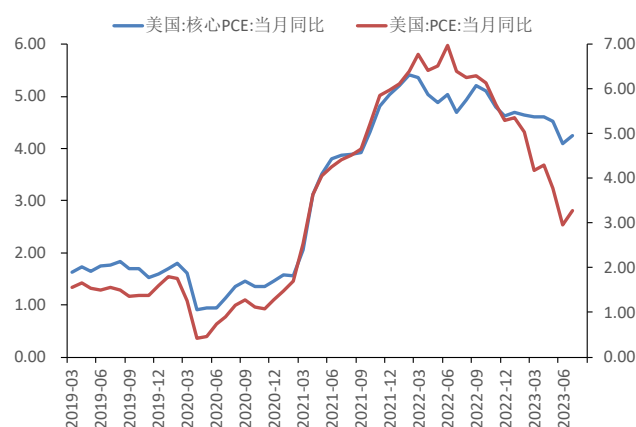
受到能源价格上涨等因素的影响，美国 7 月、8 月通胀有所反弹。虽然 8 月核心 CPI 在劳动力市场降温的背景下有所回落，但能源价格强势、薪资增速高于核心通胀增速等对通胀回落形成压制，美国整体通胀的压力依旧较大。

图 9： 美国 CPI 与核心 CPI 单位：%



数据来源：WIND 新世纪期货

图 10： 美国 PCE 与核心 PCE 单位：%



数据来源：WIND 新世纪期货

2.3 美国经济基本面

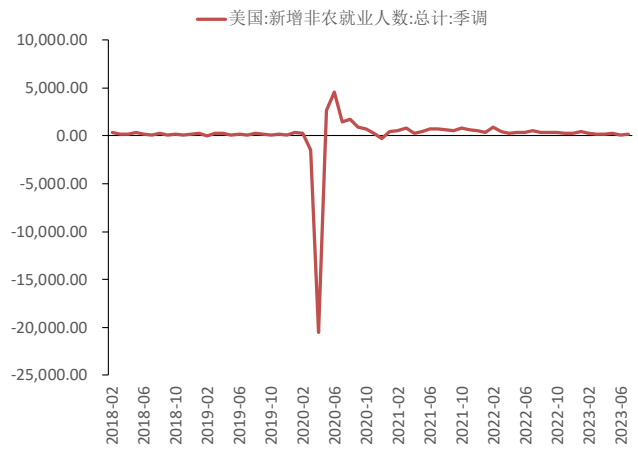
美国 8 月 ISM 制造业 PMI 为 47.6，高于预期的 47 和前值的 46.4；美国 8 月 ISM 非制造业 PMI 为 54.5，高于预期的 52.5，超过前值的 52.7。美国 8 月 Markit 制造业 PMI 为 47.9，高于预期的 47 和前值的 47；美国 8 月 Marlit 服务业 PMI 终值 50.5，低于预期和前值的 51。美国 9 月 Markit 制造业 PMI 初值为 48.9，超过预期的 48，高于前值的 47.9；美国 9 月 Markit 服务业 PMI 初值为 50.2，不及预期的 50.6，低于前值的 50.5。

美国 8 月经济数据超过市场预期，制造业和非制造业 PMI 均超过预期，经济软着陆预期增强。美国经济表现超预期的原因在于：一是拜登政府在半导体、芯片、新能源等高端制造领域的产业政策促进制造业投资，二是房地产开发商为满足美国居民的住房需求加大新房建设。这些因素可能导致美国库存周期提前开启，制造业景气度回升，增加经济向上动能。

就业方面，美国 8 月季调后非农就业人口 18.7 万人，较上月增加 3 万人，前值为 15.7 万人，不及预期的 17 万人。美国 8 月失业率 3.8%，超过预期的 3.5%，高于上月的 3.5%。美国 8 月 ADP 就业人数 17.7 万人，不及预期的 19.5 万，较上月减少 19.4 万人，前值为 37.1 万人。美国 8 月平均时薪同比涨 4.3%，低于前值和预期的 4.4%，环比涨 0.2%，不及预期的 0.3%，低于前值的 0.4%。

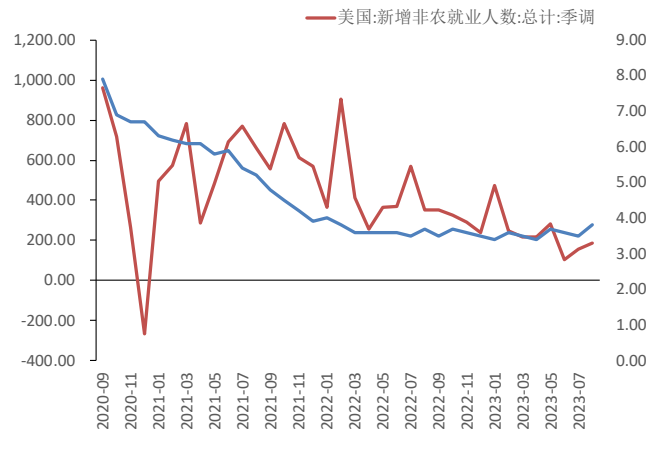
美国 8 月劳动力市场降温，非农和 ADP 数据均低于预期且处于下降趋势，失业率大幅上行，职位空缺虽仍高于疫情前水平但已大幅下行，平均时薪增长放缓但仍高于通胀增长速度。

图 11: 美国新增非农就业人数 单位: 千人



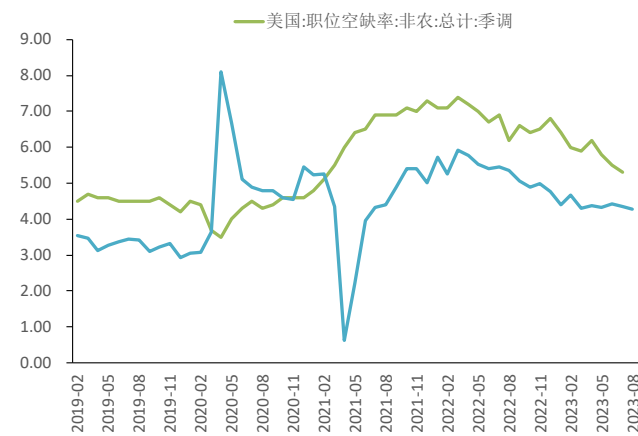
数据来源: WIND 新世纪期货

图 12: 美国劳动参与率 单位: %



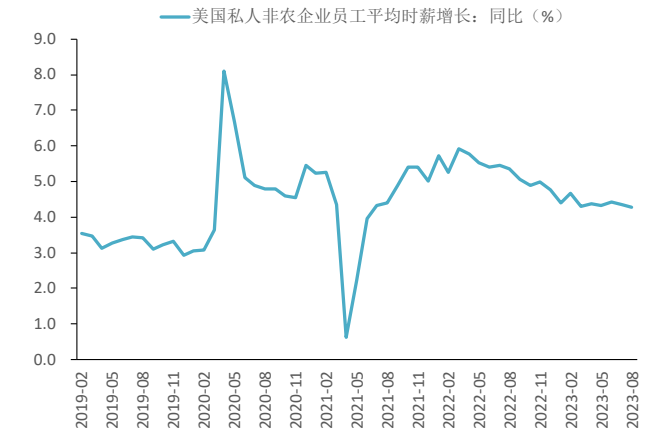
数据来源: WIND 新世纪期货

图 13: 美国职位空缺率 单位: %



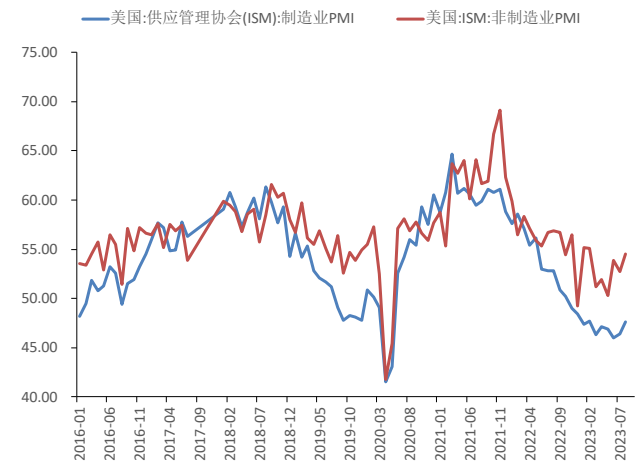
数据来源: WIND 新世纪期货

图 14: 美国非农员工平均时薪同比增长率 单位: %



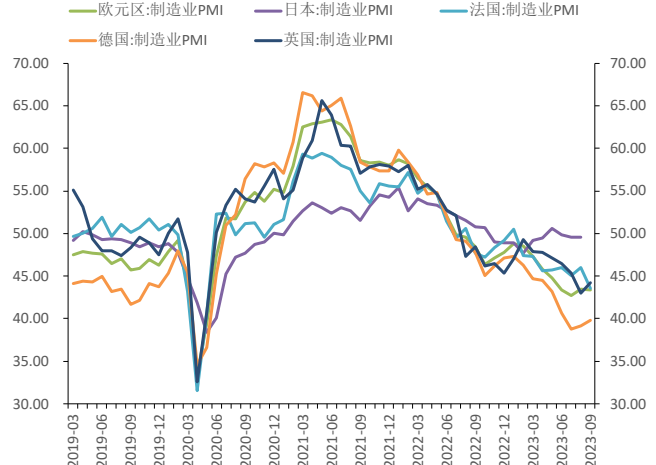
数据来源: WIND 新世纪期货

图 15: 美国经济景气度变化趋势



数据来源: WIND 新世纪期货

图 16: 全球主要经济体经济景气度



数据来源: WIND 新世纪期货

2.4 美元指数

黄金的货币属性对应黄金对美元指数的替代性，美元指数与金价负相关性较明显。一是美元是黄金的计价货币，黄金若本身价值不变，美元下跌则标价上行。二是黄金具有货币属性，在储备功能上与法定货币存在替代关系，在全球货币信用体系出现波动时，往往会导致主要央行黄金储备上行，对黄金的需求上升。本月市场对美国经济数据超预期存乐观期待，美国经济软着陆预期增强，美联储公布的最新点阵图整体偏鹰，美国高利率或成新常态，美元指数一路上涨，与黄金的震荡下行走势维持着负向相关关系。

2.5 美债收益率

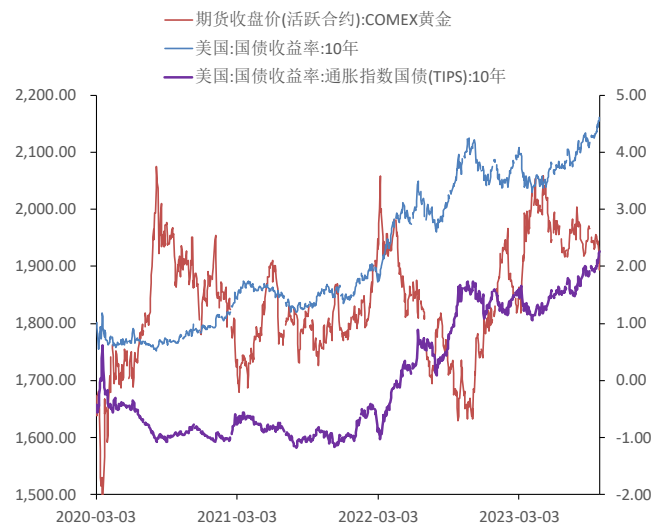
美国 10 年期国债收益率作为无风险利率，通胀保值债券收益率（TIPS）是根据通货膨胀调整后的的债券收益率，作为实际利率的代表，可以反应真实的资金成本。黄金的金融属性是指黄金本身没有利息偿付，持有黄金的机会成本即基于法定货币体系下资产可得的收益率，是影响黄金投资价值的主要因素。因此，实际利率可以作为衡量黄金的机会成本，经验上与黄金价格高度负相关。本月美国经济数据超预期的表现和美国高利率维持更久的预期，推动着十年美债收益率和十年通胀保值债券收益率的整体上行。

图 17: COMEX 黄金价格与美元指数



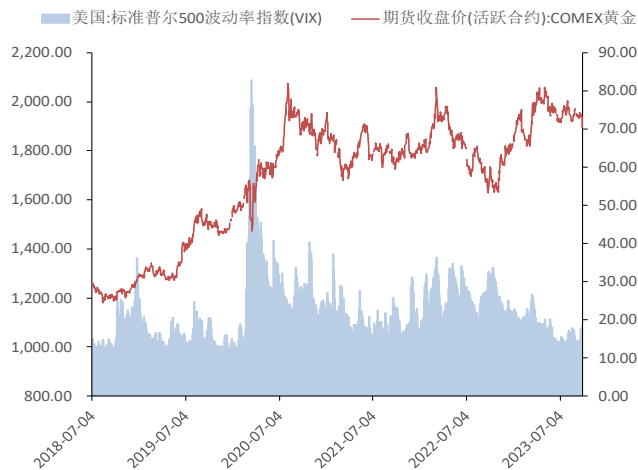
数据来源：WIND 新世纪期货

图 18: COMEX 黄金与美国 10 年期国债收益率



数据来源：WIND 新世纪期货

图 19: COMEX 黄金价格与 VIX 指数

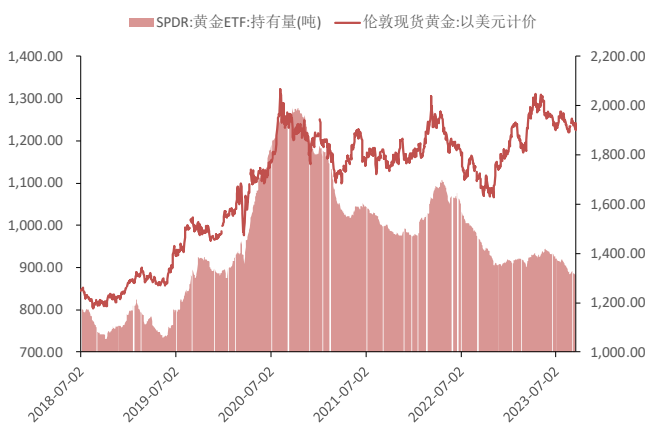


数据来源: WIND 新世纪期货

2.6 ETF 持仓

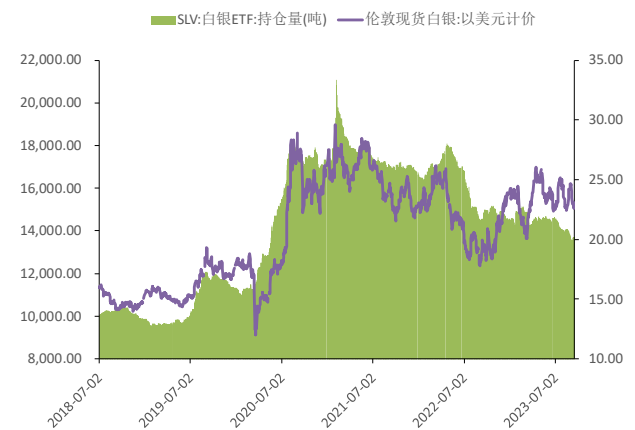
黄金 ETF 是黄金市场上主要的做多力量,ETF 的动向也是反映黄金投资需求的重要量化指标。黄金 ETF 的流量变动往往是由金价变化引起,随后若趋势持续,可能会放大或减弱该价格趋势。目前全球共有 5 只黄金 ETF 产品,而其中 SPDR Gold Trust 为全球最大黄金 ETF,其投资需求正是过去几年金价持续升势的主要影响因素之一。从图 20 和图 21 可以看出截止 9 月 27 日,SPDR 黄金 ETF 持仓为 873.46 吨,当月流出 16.46 吨。SLV 白银 ETF 为 13749.81 吨,当月流入 107.04 吨。本月黄金持仓所流出,白银持仓有所流入,金银 ETF 持仓均呈现下滑趋势,体现市场情绪变化。

图 20: SPDR 黄金 ETF 持仓 单位: 吨



数据来源: WIND 新世纪期货

图 21: SLV 白银 ETF 持仓 单位: 吨



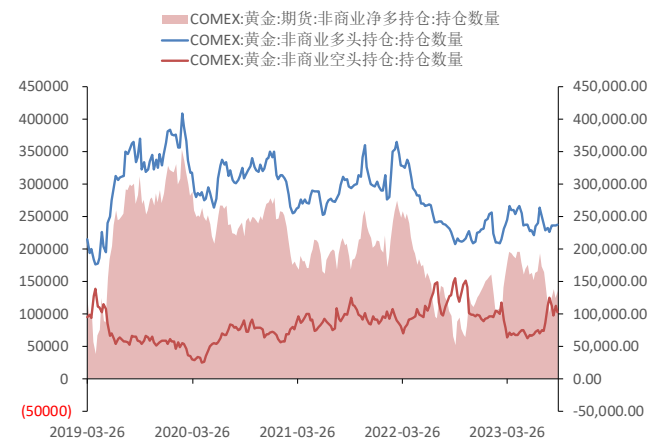
数据来源: WIND 新世纪期货

2.7 CFTC 持仓

从 CFTC 黄金非商业持仓水平来看,截至 9 月 19 日当周,COMEX 黄金投机净多头头寸为

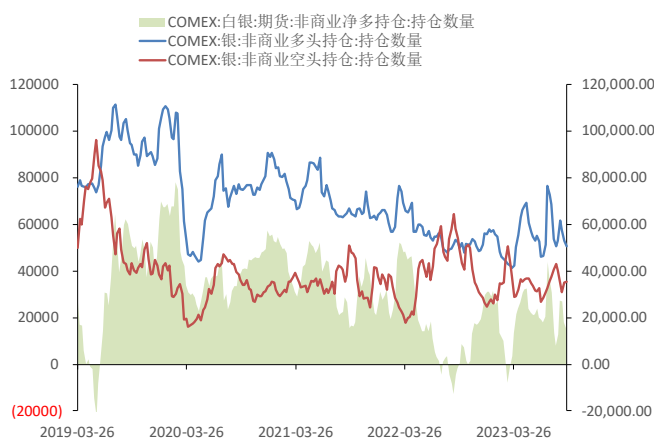
135163 张，较上月末增加 11891 张；COMEX 白银投机净多头头寸为 15231 张，较上月末减少 11902 张。黄金净持仓有所增加，白银净持仓有所减少，说明投机者对黄金的看多意愿，对白银的看空意愿。

图 22: COMEX 黄金 CFTC 非商业持仓数量



数据来源: WIND 新世纪期货

图 23: COMEX 白银 CFTC 非商业持仓数量



数据来源: WIND 新世纪期货

三、小结与交易策略

美联储首要的任务仍是抗通胀，需要在抗通胀、稳增长和防风险上进行权衡，后续的货币政策会更加谨慎，延续数据依赖基调。数据上看，美国通胀虽一路回落但与目标 2%仍有一定差距，美国经济表现超市场预期，美联储 9 月停止加息，但年内仍存加息可能，且释放出降低市场降息预期和高利率维持更久时间的信号，美元走强贵金属承压。但从长期看，美联储货币政策转向和地缘政治冲突的趋势未变，为贵金属提供强支撑，金银仍有配置价值。操作建议：买入为主，等待逢低做多机会。

免责声明

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价，交易者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，请交易者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证，不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。

2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。

3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

浙江新世纪期货有限公司

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310003

电话：400-700-2828

网址：<http://www.zjncf.com.cn>