



市场交易美联储紧缩预期，贵金属价格承压

2023年9月25日

上海中期期货研究所

金属研发团队

内容摘要：

本月美元指数持续走强，并突破 106 关口，创 2022 年 11 月以来新高。当前美国经济增长超预期，劳工市场仍然紧张，核心通胀远未达到 2% 的政策目标，此外，海外央行货币政策立场分化，美联储虽暂停加息但指引偏鹰，英国央行和日央行按兵不动，成为美元快速上行的主要驱动，并对贵金属价格构成压力。其中，国际金价本月下跌 3.36%，国际银价本月下跌 8.07%，金银比值由月初 80 回升至 83。

展望后市，美国制造业回升而服务业失去动力，但整体而言经济“软着陆”概率增加，欧元区经济增长则几乎停滞。通胀压力反复，由于油价攀升，美国通胀水平连续两个月反弹，欧元区通胀虽有下滑，但仍是欧央行目标的 2 倍多。从货币政策角度来看，海外央行货币政策立场分化，9 月美联储虽暂停加息但指引偏鹰，点阵图传递了利率维持高位更长时间的信号，年内预计再加息 1 次，2024 年降息幅度从 4 次削减至 2 次，点阵图曲线较 6 月明显偏鹰；9 月欧洲央行加息 25 个基点，但欧央行声明暗示本轮加息周期或已完成，表态鸽派；日本央行意外维持超宽松货币政策，被市场认为“推翻”了两周前有关结束负利率的前瞻指引。避险方面，若没有新的财政预案，美国政府将于 10 月面临关门，引发市场避险情绪。中国黄金溢价创历史新高，人民币汇率波动引发资金保值需求，此外，近几个月黄金进口配额审批相对偏紧，现货紧张而需求增加抬高了内盘黄金的升水，后市内外盘价差的关注焦点仍在于美联储货币政策。

综合来看，美联储虽暂停加息但指引偏鹰，驱动贵金属价格下行，不过我们认为紧缩预期交易在短期已较为拥挤，叠加当前美国汽车工人罢工、政府停摆风险等综合影响，贵金属价格仍有支撑。套利方面，短期市场避险情绪升温，预计金银比价将继续回升。

王舟懿

Z0000394

关注风险：

全球经济增长、银行业危机、地缘政治风险、能源问题、全球央行货币政策等



图 1: COMEX 期金期银主力合约

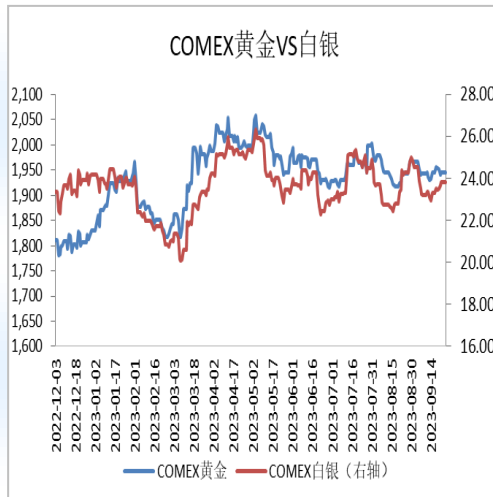


图 2: 国债实际收益率与金价



资料来源: 同花顺, 上海中期

基本面分析

1、美国经济软着陆概率增大, 美元指数持续走强

本月美元指数持续走强, 并突破 106 关口, 创 2022 年 11 月以来新高。美国经济增长超预期, 劳工市场仍然紧张, 核心通胀远未达到 2% 的政策目标, 此外, 海外央行货币政策立场分化, 美联储虽暂停加息但指引偏鹰, 英国央行和日央行按兵不动, 成为美元快速上行的主要驱动。鹰派点阵图触发美长债收益率突破 4.5%, 不过紧缩预期交易在短期已较为拥挤, 叠加当前美国汽车工人罢工、政府停摆风险等综合影响, 美联储或将年内最后一次加息, 但高利率将维持更久, 预计 24 年上半年难有降息。

具体经济数据, 经济活动方面, **美国制造业回升而服务业失去动力, 欧元区则相反**。美国 9 月 Markit 制造业 PMI 指数 48.9, 超过预期的 48.2, 前值 47.9, 但仍连续第五个月陷入萎缩。美国 9 月 Markit 服务业 PMI 指数 50.2, 创今年 1 月以来最低, 低于预期的 50.7, 前值 50.5。数据显示, 高利率和通胀压力导致客户需求疲软, 并拖累了整体产出, 尤其是服务业企业的商业活动。欧元区 9 月制造业 PMI 初值为 43.4, 预期 44, 为 2 个月低位。9 月服务业 PMI 初值为 48.4, 预期 47.7, 为 2 个月高位。数据显示, 尽管欧元区商业活动下滑的趋势略有缓解, 但欧元区经济可能在第三季度萎缩, 主要拖累因素来自制造业订单情况的恶化。就业方面, **美国劳动力市场稍有降温, 8 月非农新增就业增加高于预期, 但失业率飙升, 薪资增长放缓**。美国劳工统计局公布数据显示, 美国 8 月非农新增就业 18.7 万人, 高于预期的 17 万人, 但 7 月份非农新增就业人数从 18.7 万人下修至 15.7 万人, 6 月份非农新增就业人数从 18.5 万人下修至 8 万人; 失业率为 3.8%, 环比增长 0.3 个百分点; 平均每小时工资同比为 4.3%, 符合预期, 环比增速为 0.2%, 不及预期的 0.3% 及前值 0.4%。整体来看, 报告突显出劳动力市场正在逐渐放缓, 互换市场显示加息概率有所下降。通胀方面, **油价攀升, 美国通胀水平连续两个月反弹, 欧元区通胀虽有下滑, 但仍是欧央行目标的 2 倍多**。美国劳工部公布的数据显示, 美国 8 月 CPI 同比涨幅从 7 月的 3.2% 反弹至 3.7%, 为连续第二个月同比增速反弹, 超过预期的 3.6%; 环比增速也由 7 月的 0.2%

风险提示: 市场有风险, 投资需谨慎

免责声明:

报告观点仅代表作者个人观点, 不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息, 仅供参考, 并不构成投资建议。据此操作, 风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性, 但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告, 版权均属于上海中期期货股份有限公司, 未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

加快至 0.6%，符合预期，为 14 个月来最大的环比涨幅。其中，汽油价格环比上涨 10.5%，成了重要推手。美联储更为关注的剔除能源食品后的核心 CPI 同比增速从 4.7% 回落至 4.3%，符合预期，但核心 CPI 环比涨幅较上月的 0.2% 小幅至 0.3%，超预期的 0.2%。欧盟统计局公布数据显示，8 月欧元区 CPI 同比增长 5.2%，预期 5.3%，前值 5.3%；环比增长 0.5%，预期 0.6%，前值 0.6%。剔除波动较大的能源和未加工食品，8 月核心 CPI 环比为 0.3%，同比为 6.2%，与预估值一致。整体来看，通胀压力反复，但中期的经济展望仍旧疲弱，且金融稳定的风险已经增加，美联储及欧央行也需进一步观察数据并作出审慎决策。

图 3：各国制造业 PMI 走势

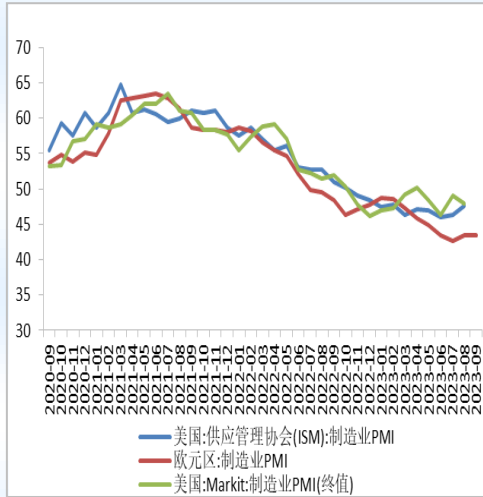


图 4：美国非农就业及失业率

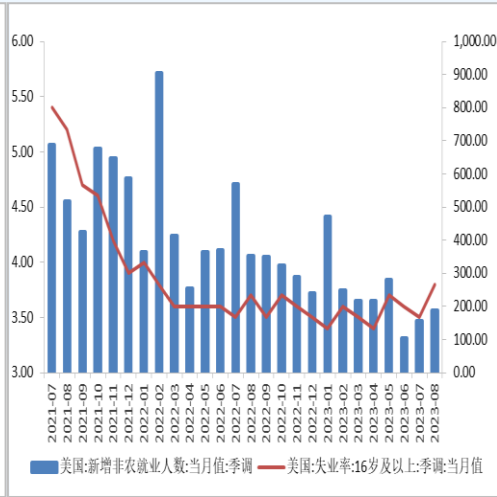


图 5：各国通胀月率

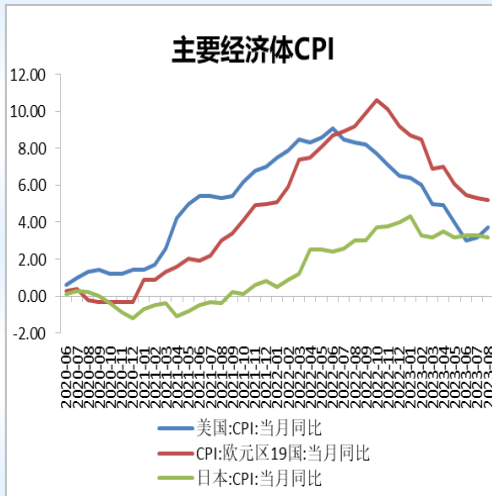


图 6：花旗经济意外指数



资料来源：同花顺, 上海中期

2、美联储虽未加息但指引鹰派，日本央行意外鸽派导致汇率走弱

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

从近期全球主要央行利率声明来看，海外央行货币政策立场分化，美联储虽暂停加息但指引偏鹰，欧央行鸽派加息，英国央行和日央行按兵不动。美联储偏鹰导致降息预期回落，美债收益率上行，美元走强，令外盘贵金属承压。

美联储方面，9月FOMC决议如期暂停加息，将基准利率维持在5.25%-5.5%区间，点阵图传递了利率维持高位更长时间的信号，年内预计再加息1次，2024年降息幅度从4次削减至2次，点阵图曲线较6月明显偏鹰。经济预测方面，美联储大幅上调2023年经济增长预期，由1%至2.1%；上调2024年经济增长预期，由1.1%至1.5%，可见美联储对“软着陆”更有信心，进一步弱化了2024和2025年的衰退预期。不过，鲍威尔也表示，关于未来降息的任何决定都将基于经济的需求。

欧央行方面，9月欧洲央行公布最新利率决议，将主要再融资利率、存款便利利率、边际贷款利率三大关键利率均上调25个基点，符合市场预期。值得关注的是，欧央行声明暗示，本轮加息周期或已完成，表态鸽派，根据目前的评估，当前的政策利率已经达到了可以让通胀回归目标的水平。经济预测方面，欧元区预计年底HICP达到5.6%，而2025年有望回落到2.2%，接近欧洲央行2%的控制目标，欧元区今年GDP将微增0.7%，略低于欧盟委员会11日预测的0.8%的增幅。

日央行在9月会议上意外维持“鸽派”基调，前瞻指引略显混乱。日本央行决定继续维持现行的大规模货币宽松政策和YCC政策不变，维持将短期利率设为-0.1%，并将10年期国债收益率维持在0%左右。在YCC政策方面，日本央行将10年期国债收益率的波动范围维持在±0.5%的区间内。日本央行行长植田和男表示，经济正温和复苏，长期通胀目标仍未达成的，海外经济风险仍存，使得目前仍不是结束负利率政策的时刻，日本央行仍需耐心地维持宽松的货币政策，被市场认为“推翻”了两周前有关结束负利率的前瞻指引，从而影响日元汇率走势，日元空头继续押注日元走弱。

图 7：美联储加息预期

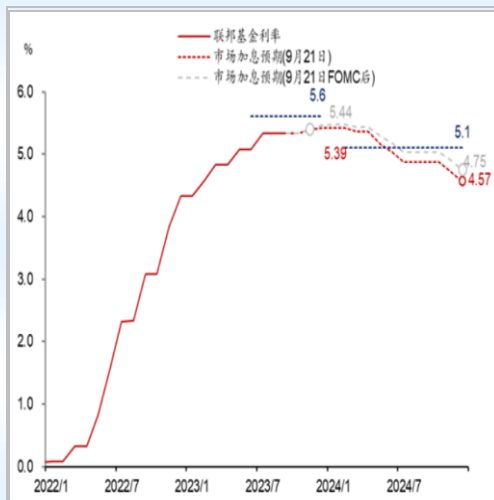
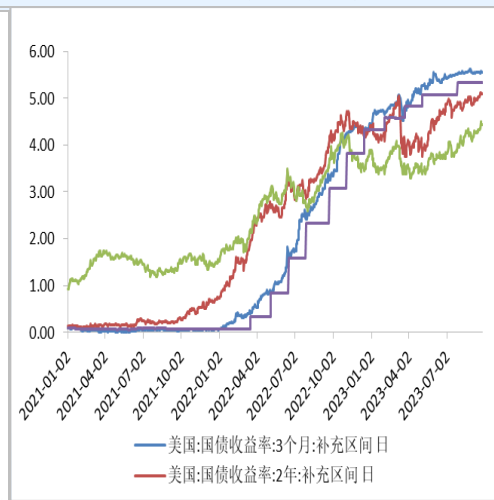


图 8：美国国债利率走势图



资料来源：同花顺, 上海中期

对于贵金属而言，随着美欧通胀数据的持续降温，预计加息周期将接近尾声，但距离降息还有很长一段路要走。从历史上加息尾声与贵金属价格的关系上来看，加息末期美债利率大概率高位回落，同时，

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

美债可能对降息进行抢跑，将对贵金属价格形成有力支撑，但如果加息放缓的节奏未如市场预期，则将阶段性对贵金属形成利空。

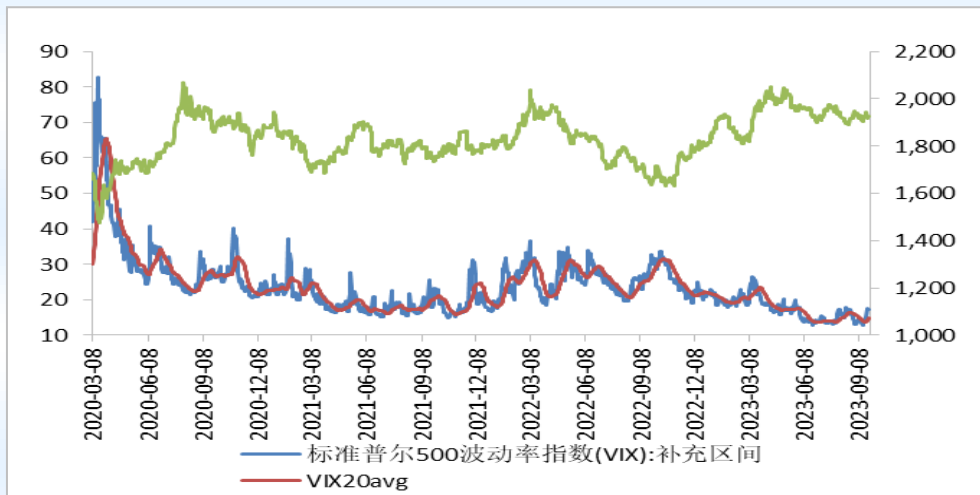
3、中国实物黄金溢价创新高，关注美国政府停摆风险

风险事件方面，美国联邦政府 2023 财政年度将于 9 月 30 日画上句号，届时，若没有任何财政预算方案，美国政府将面临“停摆”。目前来看，在众议院共和党右翼的强烈反对下，美国国会达成预算协议的可能性越来越小，10 月美国“关门”的概率基本是 100%。对经济的影响方面，根据高盛最新预计，“停摆”可能会持续 2 至 3 周，每持续一周，季度年化 GDP 增长率将下降约 0.2%，同时，可能对其信用评级产生负面影响。因此，若美国政府停摆，将引发市场避险情绪，并造成金融市场动荡。

此外，中国黄金溢价创历史新高，上海金交所现货黄金相较于伦敦金通过汇率折算后的价差最高达到 26 元/克。国内黄金走出独立行情主要有两方面原因，首先，人民币汇率波动引发资金保值需求，珠宝实物消费今年以来持续走强，中国黄金协会数据显示，今年上半年全国黄金消费量 554.88 吨，同比增长 16.37%，其中黄金首饰消费量 368.26 吨，同比增长 14.82%。其次，近几个月黄金进口配额审批相对偏紧，现货紧张而需求增加抬高了内盘黄金的升水。后市关注焦点仍在于美联储货币政策，短期美元走势仍偏强，后续随着美联储年底结束加息周期，有利于人民币汇率企稳从而使得内外盘价差得到修复。

综合来看，9 月议息会议上美联储的鹰派立场令全球金融市场感到不安，令贵金属价格承压，但也需关注美国汽车工人罢工、政府停摆等风险。从金融市场表现来看，9 月美元指数跌破 106 关口，大宗商品普遍表现偏弱，但原油因 OPEC+ 实施的减产及沙特和俄罗斯的供应限制而稳步上涨，美股承压回落，波动率继续探底。截至 9/25，美元指数由 103 升至 106 附近，美国标普 500 指数收跌 3.78%，布伦特原油收涨 4.62%，恐慌情绪指数 VIX 本月在 14-15 附近低位运行。

图 9：美股及 VIX



资料来源：同花顺，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

资金情绪分析

从市场资金流向来看，本月贵金属价格窄幅波动，资金面变化不大。CFTC 报告显示，COMEX 期金净多头寸呈现上升趋势，而期银净多头寸呈现下行趋势。截止 9/19，COMEX 黄金净多头寸 135163 手，较上末增加 11891 手，多头增仓而空头减仓；COMEX 白银净多头寸 15231 手，较上月末减少 11902 手，主因空头增仓而多头减仓。ETF 持仓方面，代表配置型资金态度的黄金白银 ETF 未有明显变化。截止 9/25，SPDR 黄金 ETF 持仓 876.52 吨，较上月末减少 13.58 吨，或-1.53%；SLV 白银 ETF 持仓 13946.55 吨，较上月末增加 303.78 吨，或 2.23%。值得关注的是，自 2022 年 11 月份以来，我国央行已连续 10 个月增持黄金。截至 8 月末，人民银行黄金储备报 6962 万盎司，环比增加 93 万盎司，区间累计增持 698 万盎司黄金。一方面，在复杂动荡的经济形势下，增持黄金能更好实现资产保值，另一方面，通过储备资产多样化来分散风险。

金银比价方面，美元指数突破 106，创 10 个月来新高，外汇市场波动较大，得益于避险情绪提升、传统消费旺季及多个国家纷纷增加央行黄金储备，COMEX 金/COMEX 银比值小幅攀升，由月初 80 升至 83。长期来看，金银比价的运行逻辑离不开风险偏好的演变，若市场避险情绪较重，则金银比价更倾向于回升，若市场风险情绪高涨，大宗商品价格走高，通胀预期抬头，则金银比价更倾向于下修。

图 10: CMX 黄金非商业持仓

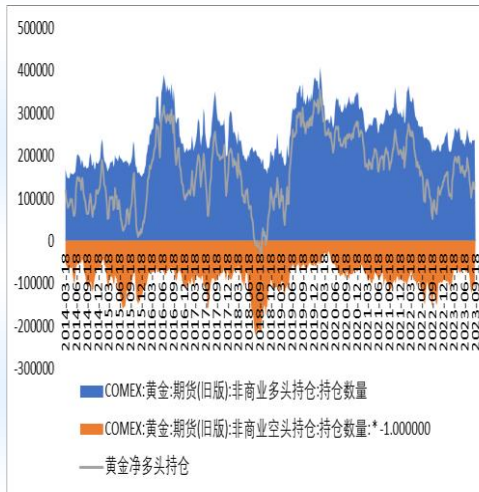


图 11: CMX 白银非商业持仓

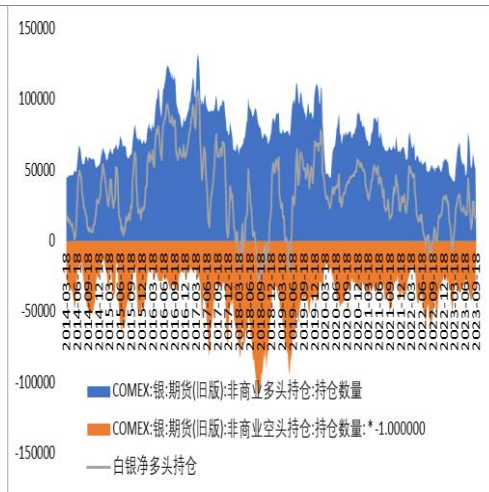


图 12: SPDR 黄金 ETF 持仓与 SLV 白银 ETF

图 13: 金银比价

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。



资料来源：同花顺, 上海中期

后市观点

展望后市，美国制造业回升而服务业失去动力，但整体而言经济“软着陆”概率增加，欧元区经济增长则几乎停滞。通胀压力反复，由于油价攀升，美国通胀水平连续两个月反弹，欧元区通胀虽有下滑，但仍是欧央行目标的2倍多。从货币政策角度来看，海外央行货币政策立场分化，9月美联储虽暂停加息但指引偏鹰，点阵图传递了利率维持高位更长时间的信号，年内预计再加息1次，2024年降息幅度从4次削减至2次，点阵图曲线较6月明显偏鹰；9月欧洲央行加息25个基点，但欧央行声明暗示本轮加息周期或已完成，表态鸽派；日本央行意外维持超宽松货币政策，被市场认为“推翻”了两周前有关结束负利率的前瞻指引。避险方面，若没有新的财政预案，美国政府将于10月面临关门，引发市场避险情绪。此外，中国黄金溢价创历史新高，人民币汇率波动引发资金保值需求，此外，近几个月黄金进口配额审批相对偏紧，现货紧张而需求增加抬高了内盘黄金的升水，后市关注焦点仍在于美联储货币政策。

综合来看，美联储虽暂停加息但指引偏鹰，驱动贵金属价格下行，不过我们认为紧缩预期交易在短期已较为拥挤，叠加当前美国汽车工人罢工、政府停摆风险等综合影响，贵金属价格仍有支撑。套利方面，短期市场避险情绪升温，预计金银比价将继续回升。

关注风险：

全球经济增长、银行业危机、地缘政治风险、能源问题、全球央行货币政策等

（执笔：上海中期金属研发团队）

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。