



2024年10月11日

降息节奏将放缓

金银面临回调风险

核心观点及策略

- 近期美国公布多项经济数据普遍超预期，强化了美国经济软着陆前景，鲍威尔也强调美联储并不急于快速降息，当前市场对于美联储继续大幅降息预期减弱。由于市场之前一直在持续抢跑大幅降息预期，降息预期的修正会提振美元指数和美债收益率的表现，对大幅降息等利多因素已充分定价贵金属价格可能面临回调的风险。
- 预计接下来一个月，国际金价的波动参考区间为2500-2650美元/盎司，国际银价的波动参考区间为28-32美元/盎司。
- 策略建议：金银阶段性逢高沽空
- 风险因素：美国经济数据不及预期、中东局势恶化

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

目录

一、贵金属行情回顾.....	4
二、贵金属价格影响因素分析.....	5
1、美国经济持续好于预期，经济软着陆前景强化.....	5
2、美联储首次降息 50BP，预计接下来降息节奏会放缓.....	5
3、欧元区经济增长偏弱通胀持续降温，预计将继续降息.....	6
三、市场结构及资金流向分析.....	9
1、金银比价变化.....	9
2、铜金比价变化.....	9
3、期现及跨期价差变化.....	10
4、贵金属库存变化.....	11
5、金银 ETF 持仓分析.....	12
6、CFTC 持仓变化.....	13
四、行情展望及操作策略.....	14

图表目录

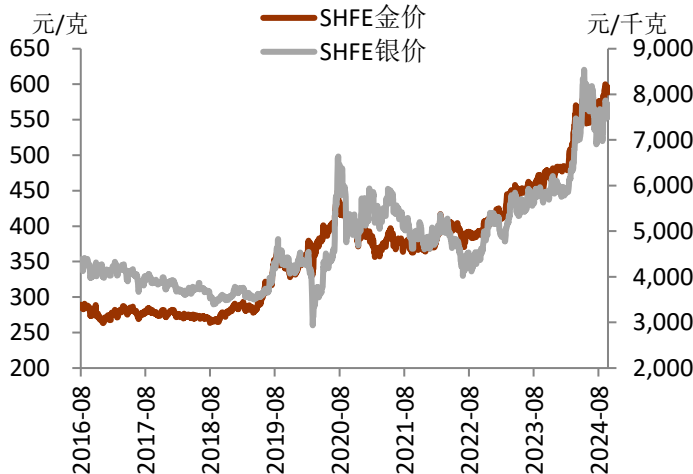
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	4
图表 4 金价与美债利率走势变化	4
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化	7
图表 6 美欧经济意外指数变化	7
图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	7
图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化	7
图表 9 美国职位空缺数变化	7
图表 10 美国周度初请和续请失业金人数	7
图表 11 美国非农就业人数和失业率变化	8
图表 12 美国时薪增速	8
图表 13 主要经济体 CPI 变化	8
图表 14 美元 PCE 和核心 PCE 变化	8
图表 15 美国通胀预期变化	8
图表 16 美元指数与美元非商业性净头寸变化	8
图表 17 COMEX 金银比价变化	9
图表 18 沪期金银比价变化	9
图表 19 铜金比价变化	10
图表 20 金价与铜价走势对比	10
图表 21 沪期金与 COMEX 金价差变化	10
图表 22 沪期银与 COMEX 银价差变化	10
图表 23 沪期金与沪金 T+D 价差变化	11
图表 24 沪期银与沪银 T+D 价差变化	11
图表 25 COMEX 贵金属库存变化	11
图表 26 COMEX 黄金库存变化	12
图表 27 COMEX 白银库存变化	12
图表 28 上海黄金交易所白银库存变化	12
图表 29 上海期货交易所白银库存变化	12
图表 30 贵金属 ETF 持仓变化	13
图表 31 黄金 ETF 持仓变化	13
图表 32 白银 ETF 持仓变化	13
图表 33 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化	13
图表 34 CFTC 黄金净多头持仓变化	14
图表 35 CFTC 白银净多头持仓变化	14

一、贵金属行情回顾

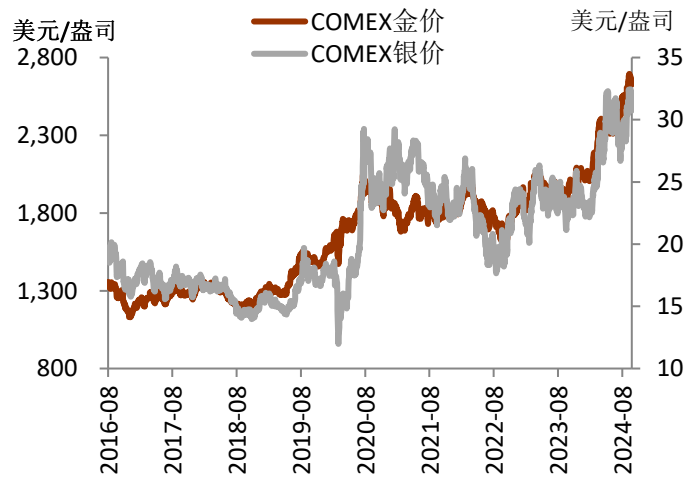
进入9月，市场继续抢跑降息预期。在9月12日美国低于预期的PPI数据公布之后，市场再度强化对美联储大幅降息的押注，国际金价再创新高。在9月18日的议息会议上，美联储超预期大幅降息50BP，市场再度受到提振，并预期未来会有更大幅度以及更多的降息，叠加中东局势恶化，金银价格继续上攻。COMEX期金主力合约在9月26日盘中冲高至2708.7美元/盎司，COMEX期银主力合约也在当日突破5月份的高点，并在10月4日冲高至33.22美元/盎司再创新高。10月4日公布的美国非农就业数据表现强劲，以及近期美联储官员的讲话均偏谨慎，削弱了市场对美联储11月继续大幅降息的预期，压制金银价格出现回调。

人民币兑美元汇率在9月整体呈现升值，国内金银价格走势均弱于外盘。在9月26日好于预期的美国二季度实际GDP数据公布之后，市场转向加大对美国经济软着陆的押注，对美联储降息预期有所回撤，美元指数反弹，人民币兑美元汇率出现贬值。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

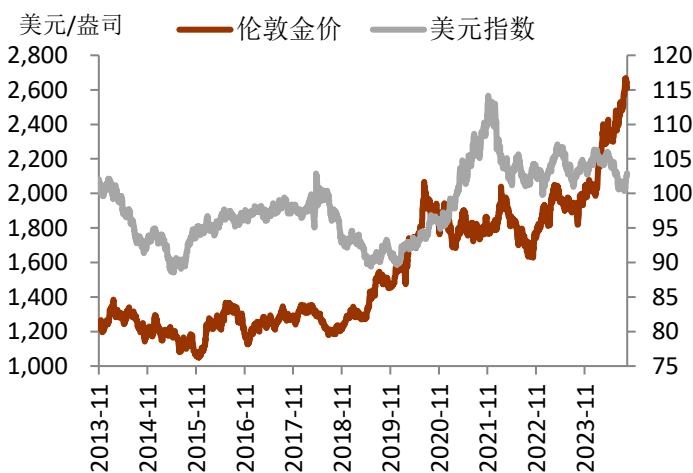


图表2 近5年COMEX金银价格走势

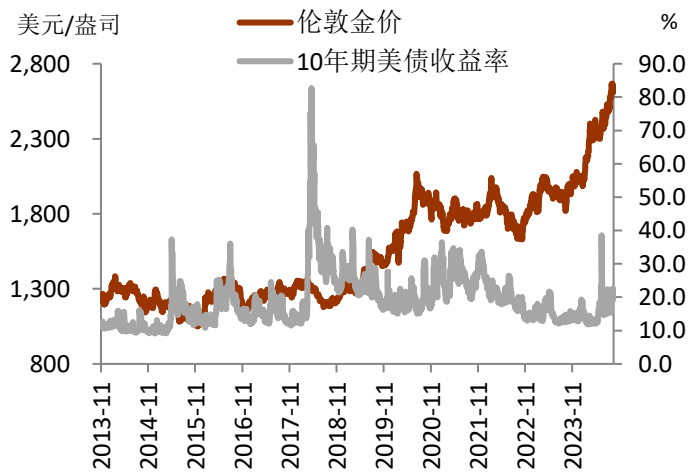


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表3 金价与美元指数走势变化



图表4 金价与美债利率走势变化



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

二、贵金属价格影响因素分析

美联储在 9 月的议息会议上超预期大幅降息 50BP 拉开了此轮货币宽松周期的帷幕，其他国家纷纷跟随。市场一度抢跑美联储会继续大幅降息，但好于远超预期的美国就业数据，以及通胀下降进程停滞，预计美联储将放缓降息节奏。

1、美国经济持续好于预期，经济软着陆前景强化

美国经济数据整体向好，美国二季度 GDP 环比折年率终值为 3%，持平于初值，好于预期的 2.9%；通胀方面，美国二季度 PCE 物价指数年化季环比终值为 2.5%，持平于预期；核心 PCE 物价指数年化季环比终值为 2.8%，持平预期和此前公布的修正值，初值为 2.9%。

美国的服务业依然保持强劲。美国 9 月 ISM 服务业 PMI 为 54.9，大幅好于预期的 51.7，前值 51.5，连续第三个月扩张，且 9 月的扩张速度创下 2023 年 2 月以来最快。分项方面，新订单指数大幅跃升，成本指数也明显上升，就业指数则下降并陷入萎缩区间。制造业持续萎缩。美国 9 月 ISM 制造业 PMI 为 47.2，低于预期的 47.5，持平于前值，已经连续第六个月位于 50 下方。

美国 9 月就业数据意外走强。9 月新增非农就业人数大幅反弹至 25.4 万人，远超预期的 15 万人，7 月和 8 月的就业数据明显上修；结构上，9 月制造业就业连续第二个月小幅下降，服务业新增就业人数较前值翻倍，政府部门新增就业有所减少。美国 9 月失业率回落至 4.1%，低于预期和前值的 4.2%，连续第二个月下降。9 月失业人数环比大幅减少 28.1 万人，劳动力人口环比增长 15.0 万人。9 月非农平均时薪同比继续走高至 4.0%。8 月职位空缺数与失业人数比值回升至 1.13，但仍低于 2019 年最小值。远超预期的 9 月就业数据强化了经济软着陆的前景，市场对美联储继续大幅降息预期降低。

2、美联储首次降息 50BP，预计接下来降息节奏会放缓

美国 8 月 PCE 物价指数同比增长 2.2%，预期为 2.3%，前值为 2.5%，这标志着通胀率又向 2% 的目标迈进了一步，也是自 2021 年 2 月以来的最低水平。8 月 PCE 环比涨幅为 0.1%，符合市场预期。剔除了波动较大的食品和能源部分的核心 PCE 物价指数年率为 2.7%，符合市场预期，前值为 2.6%；核心 PCE 物价指数月率 0.1%，为 5 月以来新低，低于市场预期的 0.2%。不包括住房和能源的核心服务的“超级核心通胀指标”连续第二个月上涨 0.2%，维持三年多以来的最慢增速。

鉴于通胀水平持续下降，美联储在 9 月 18 日议息会议上开启近四年来首次降息，将联邦基金利率下调 50BP 至 4.75%~5.00%，降息幅度超出市场预期。美联储政策声明显示，通胀虽已向 2% 目标取得进一步进展，但仍处于“略高”水平，就业和通胀目标面临的风险处于平衡状态。点阵图显示，美联储预计今年还会降息 50BP。2024 年至 2026 年联邦基

金利率预期中值分别为 4.4%、3.4%、2.9%，高于 6 月的预期分别为 5.1%、4.1%、3.1%。鲍威尔在新闻发布会上讲话偏鹰，强调没有预设政策路径，未来行动取决于数据。美联储采取“鸽派降息+鸽派点阵图+鹰派讲话”的组合，为的是打消市场对于经济衰退的预期，顺利实现经济软着陆的目标。

最新公布的美国 9 月 CPI 和核心 CPI 全线超预期。美国 9 月 CPI 同比上涨 2.4%，较前值 2.5% 有所放缓，但超出预期值 2.3%；剔除食品和能源的美国 9 月核心 CPI 同比上涨 3.3%，小幅超出预期和前值 3.2%；环比上涨 0.3%，略高于预期 0.2%，持平于前值，为 3 月份以来的最高水平。高于预期的通胀数据显示当前美国通胀有反弹的潜力。

好于预期的美国二季度 GDP 数据、强劲就业市场、叠加美国 9 月通胀下降进程停滞，预计美联储将放缓降息节奏。从近期美联储官员的表态转向偏中性，以及美联储 9 月纪要暴露委员们对大幅降息存分歧来看，本轮美联储政策的灵活性较强。我们认为，今年美联储大概率会在后续两次会议各降 25BP，今年四季度的降息幅度为 50BP，这样即能通过预防式降息来稳定软着陆预期，又能防止金融条件不必要地过快放松。

3、欧元区经济增长偏弱通胀持续降温，预计将继续降息

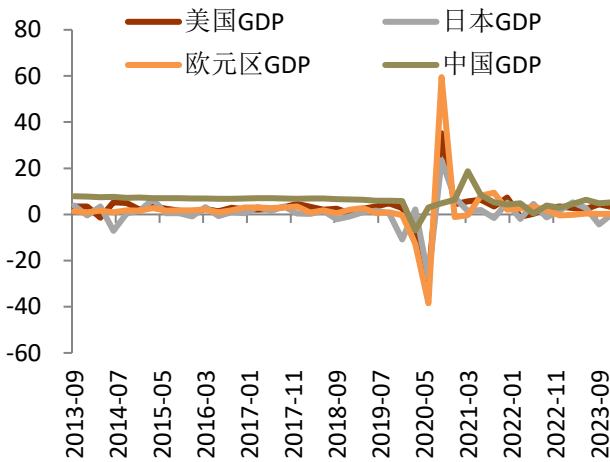
欧元区第二季度的经济增长放缓，今年第二季度欧元区 GDP 终值环比增长 0.2%，低于初值和预期的 0.3%；同比增长 0.6%，符合预期。第一季度，欧元区 GDP 环比增长 0.3%，同比增长 0.5%。尽管贸易和政府支出促进了经济增长，但投资继续拖累经济，支撑欧元区经济复苏的关键支柱私人消费也表现不佳。欧元区最大经济体德国受制造业拖累第二季度 GDP 下滑，是欧元区经济疲软的关键原因。

欧元区 9 月制造业和服务业 PMI 双双不及预期。欧元区 9 月制造业 PMI 初值为 44.8 创年内新低，预期 45.6；9 月服务业 PMI 初值为 50.5，预期 52.1。德法双双加速萎缩。欧洲央行降息预期升温。

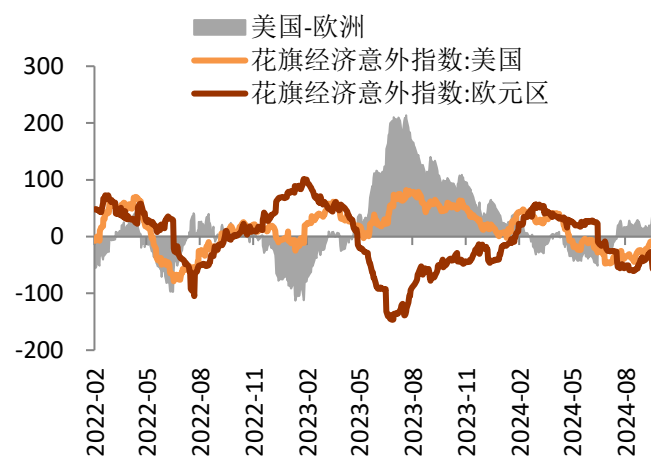
欧元区 9 月通胀降温。欧元区 9 月 HICP 环比初值 -0.1%，预期 0%，前值 0.1%，环比创 2024 年 1 月以来最大降幅；HICP 同比初值 1.8%，预期 1.8%，前值 2.2%，同比自 2021 年以来首次跌破 2%。核心 HICP 同比初值 2.7%，预期 2.7%，前值 2.8%。

欧央行在 9 月如期降息 25BP，第二次降息落地。欧元区二季度经济增速不及预期，消费需求和投资需求都偏弱，增长不确定性偏向下行。预计欧央行 10 月和 12 月都会降息 25BP。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化



图表 6 美欧经济意外指数变化

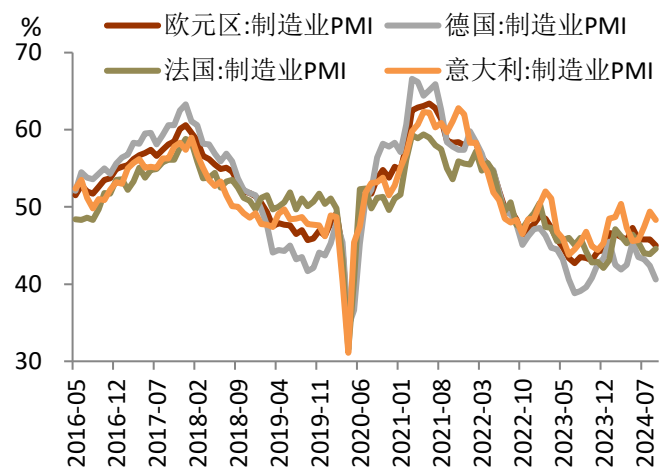


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

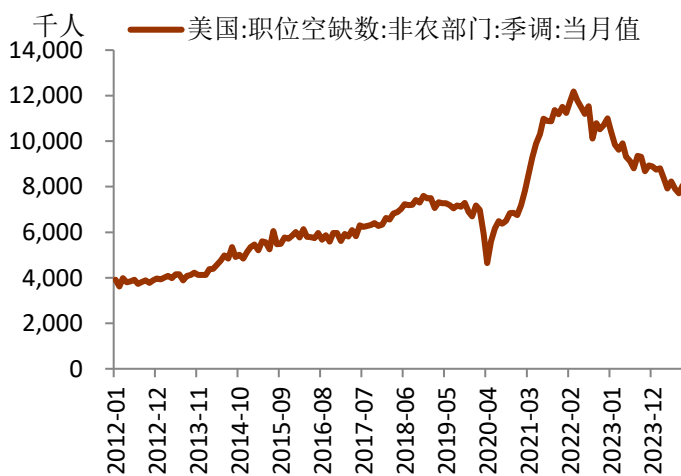


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

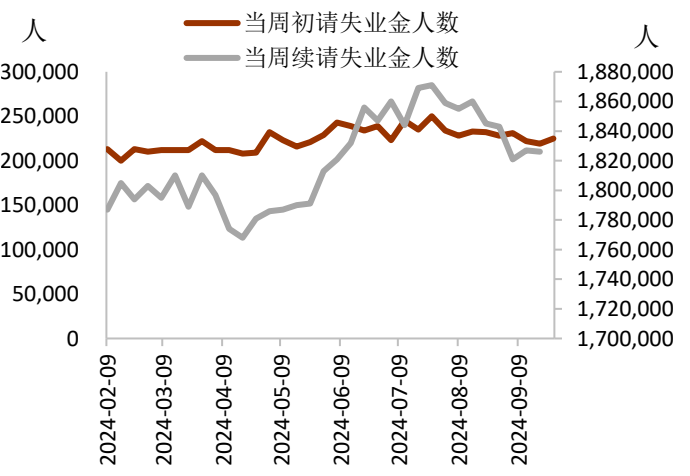


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 美国职位空缺数变化

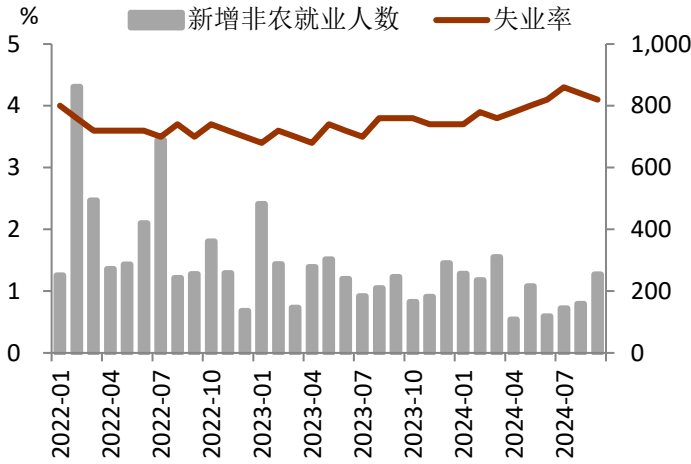


图表 10 美国周度初请和续请失业金人数



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 美国非农就业人数和失业率变化

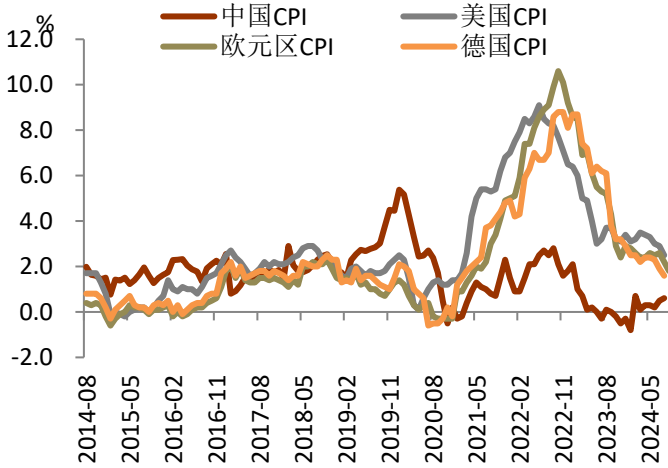


图表 12 美国时薪增速

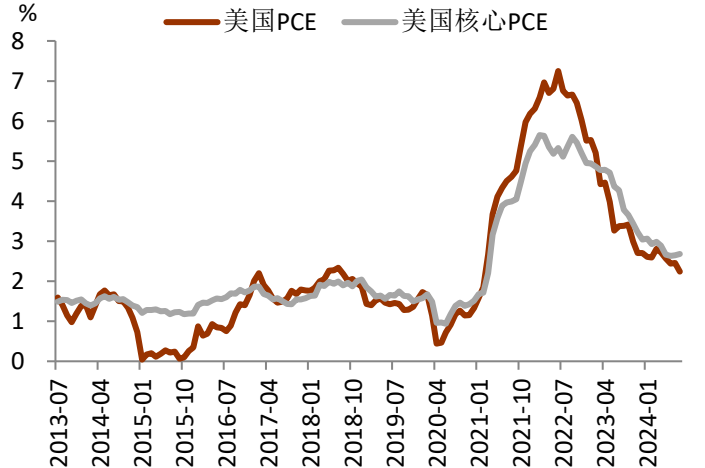


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 主要经济体 CPI 变化

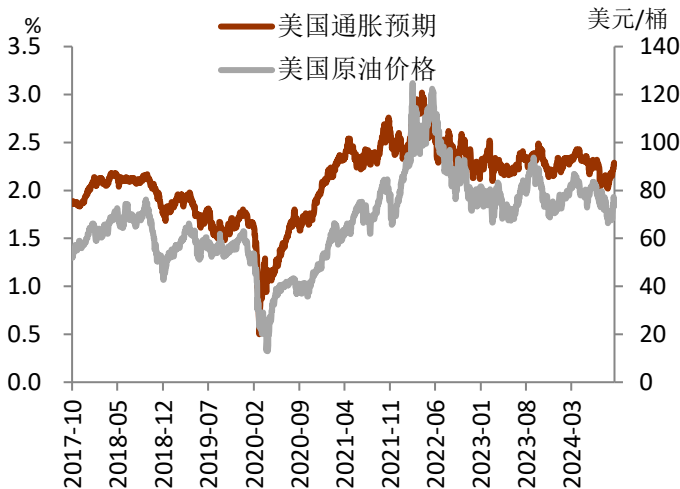


图表 14 美元 PCE 和核心 PCE 变化



资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 15 美国通胀预期变化



图表 16 美元指数与美元非商业性净头寸变化



资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

三、市场结构及资金流向分析

1、金银比价变化

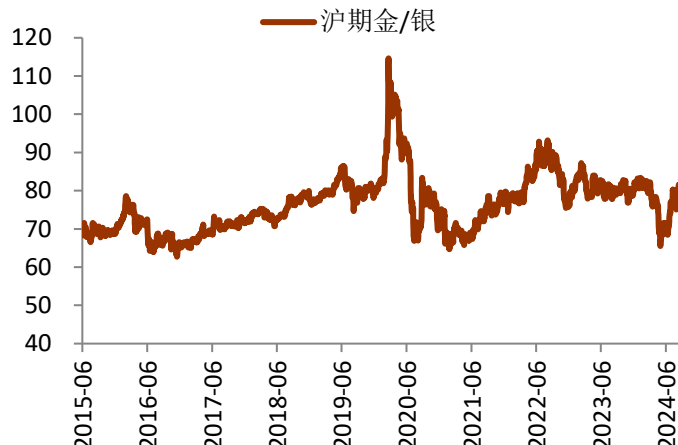
9月国际金银价格均再创新高，且银价走势整体强于金价，COMEX金银比价从9月初的90一线下跌至月底的83，近期又反弹至85一线。国内金价走势弱于外盘，沪金银比价也从80回调至76再反弹至77附近。

目前金银价格面临的回调风险较大，预计银价会比金价更弱，当前金银比价反弹的概率较大。

图表 17 COMEX 金银比价变化



图表 18 沪期金银比价变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

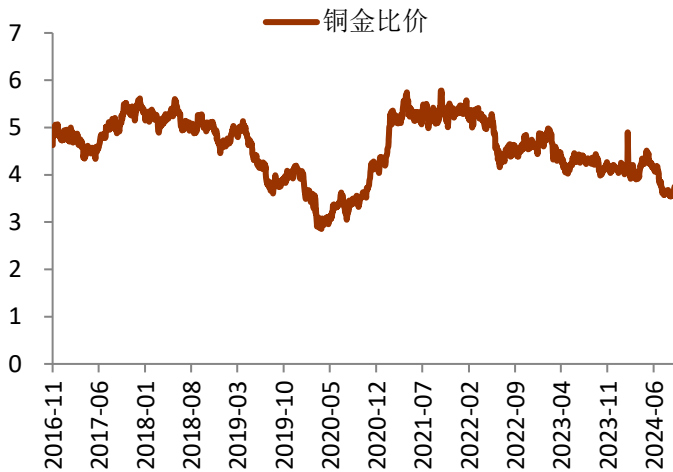
2、铜金比价变化

铜是工业金属的代表，同时也具有很强的金融属性。铜金比价的变化可以代表市场上投资者的风险偏好。近几年宏观基金对铜的参与加强，铜的金融属性强化，与贵金属的相关性显著增强，特别是工业属性更强的银价受铜价的影响较大。

9月金价维持高位运行虽再创新高但涨幅不大，LME铜价则从回调后的低位8900美元反弹至10000美元/吨，涨幅超过10%，铜金比价从3.55上涨3.75。

当前市场对美国经济软着陆的预期强化，中国政策开始发力，在铜精矿的供应持续偏紧的背景下，铜价会保持韧性。而市场对于美联储继续大幅降息的预期减弱，一直抢跑降息预期的金价有回调风险，预计铜金比价会继续反弹。

图表 19 铜金比价变化



图表 20 金价与铜价走势对比



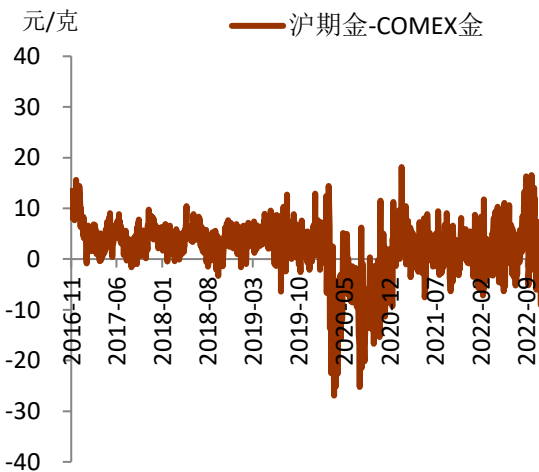
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、期现及跨期价差变化

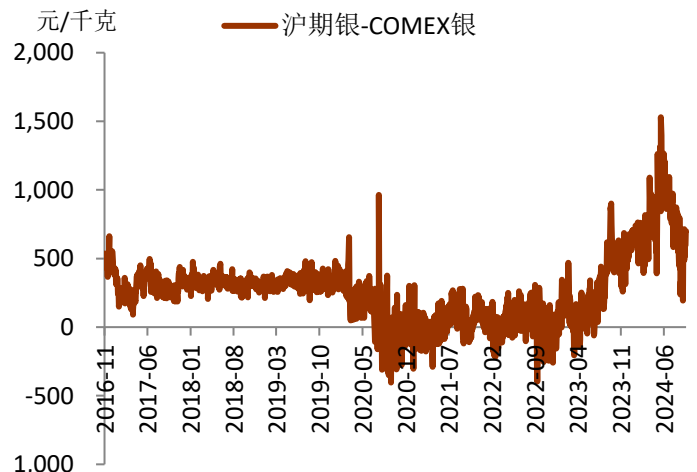
9月美联储超预期大幅降息，美元指数低位运行，人民币兑美元汇率大幅升值，国内金银价格走势均弱于外盘，金银内外价差持续收敛，黄金甚至出现负价差。在9月26日好于预期的美国二季度实际GDP数据公布之后，市场转向加大对交易美国经济软着陆的押注，叠加超预期的美国非农就业数据，投资者对美联储大幅降息预期减弱，美元指数反弹，进入10月，人民币兑美元汇率出现贬值，内外价差又开始走阔。

当前市场对美国经济软着陆的交易仍在进行中，预计10月美元指数会继续反弹，人民币兑美元汇率会继续升值，金银内外价差会继续走阔。

图表 21 沪期金与 COMEX 金价差变化

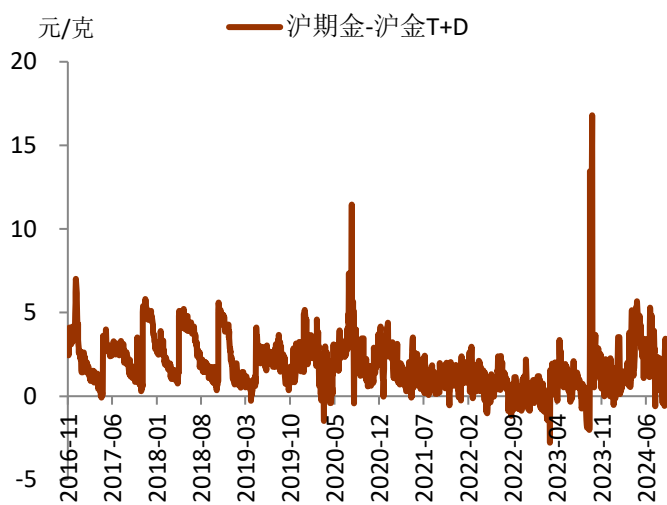


图表 22 沪期银与 COMEX 银价差变化

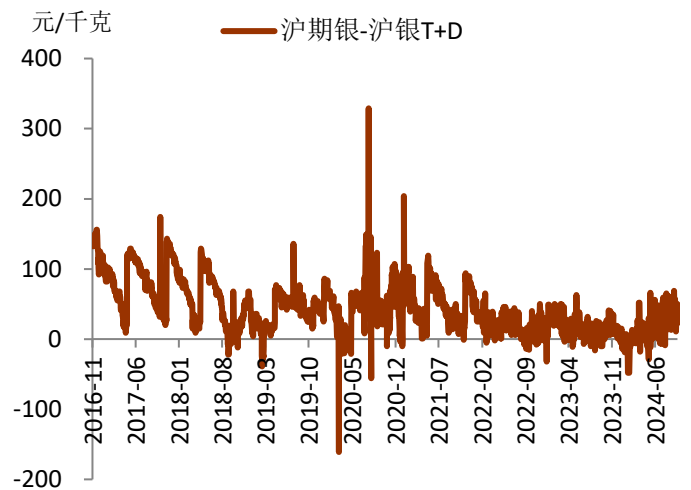


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 23 沪期金与沪金 T+D 价差变化



图表 24 沪期银与沪银 T+D 价差变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、贵金属库存变化

COMEX 黄金白银期货库存均从 2021 年 2 月份的历史高点明显回落，2023 年金银库存整体呈持续下降的趋势。2024 年上半年，COMEX 黄金的库存持续下降，而白银的库存则持续小幅增加。

进入下半年，黄金期货的库存从 7 月底再度开始下降，而白银期货的库存持续增加。截至 2024 年 10 月 8 日，COMEX 黄金期货的库存有 1705 万盎司，合计约 530.3 吨，环比小幅增加 0.07%，比去年同期大幅减少 17.71%；COMEX 白银库存增至 3.07 亿盎司，合计约 9547 吨，环比增加 0.3%，比去年同比增加 12.53%。

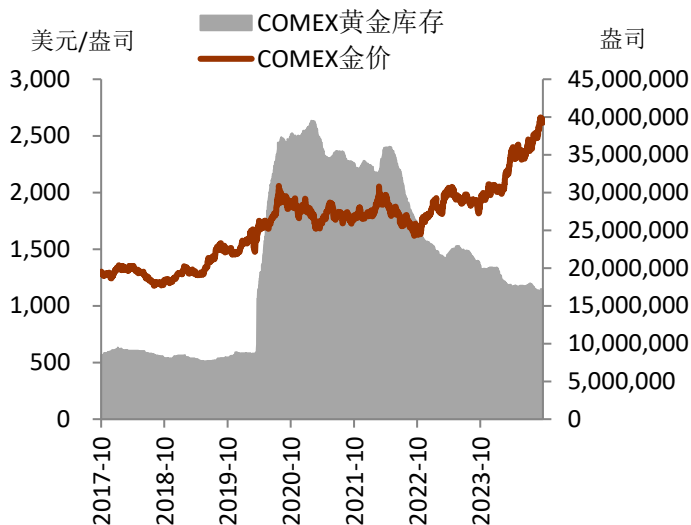
国内白银的库存在 9 月略有下降。其中，上期所白银库存先降后增，上海黄金交易所白银库存持续下降。截至 2024 年 10 月 8 日，上期所白银库存为 1128 吨，上海黄金交易所白银库存下降至 1411 吨，两大交易所共计 2539 吨，比 8 月初的 2548 吨减少了 9 吨。

图表 25 COMEX 贵金属库存变化

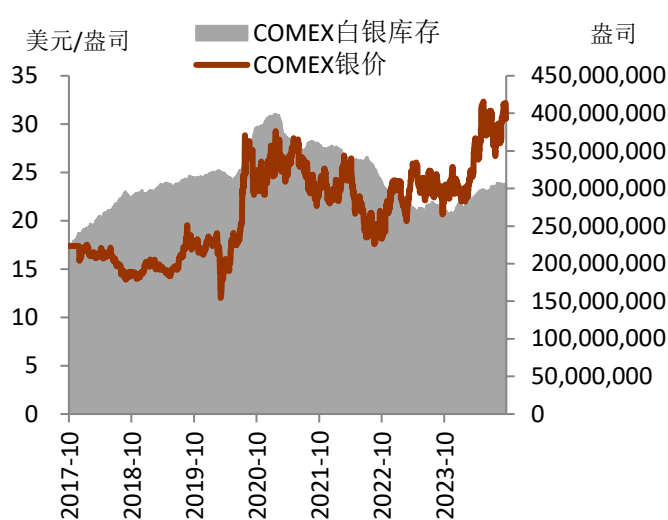
	2024/10/8	2024/9/8	2023/10/8	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	17048314	17037234	20717675	11079	0.07%	-3669361	-17.71%
白银(千盎司)	306932500	306016555	272760642	915945	0.30%	34171858	12.53%

资料来源：iFinD，Bloomberg、铜冠金源期货

图表 26 COMEX 黄金库存变化

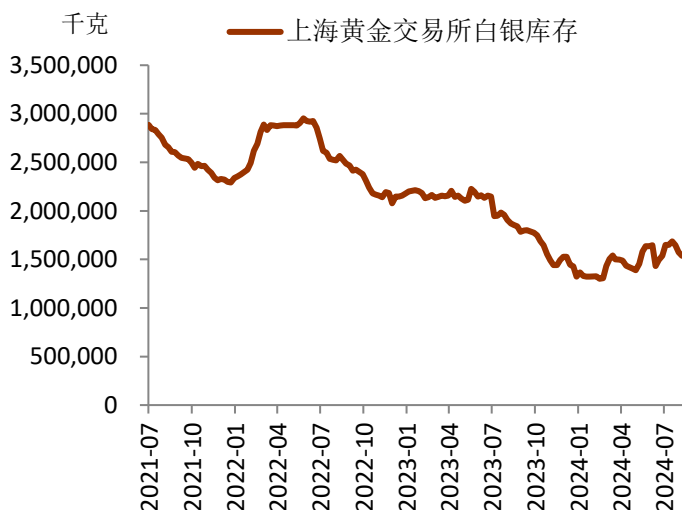


图表 27 COMEX 白银库存变化

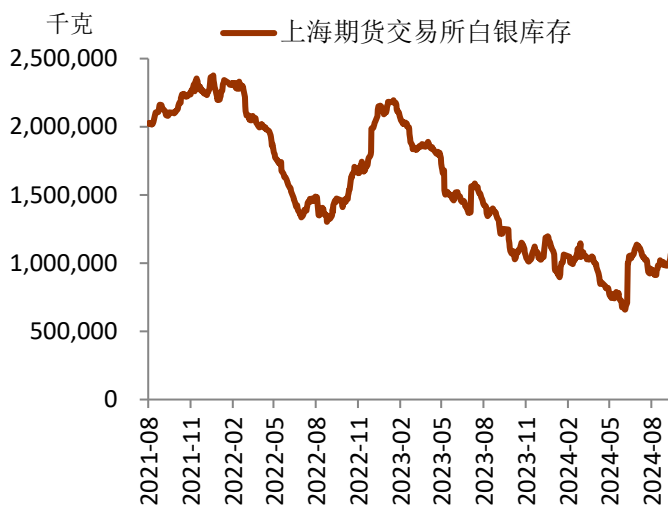


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 28 上海黄金交易所白银库存变化



图表 29 上海期货交易所白银库存变化



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

5、金银 ETF 持仓分析

从以往的规律来看，贵金属 ETF 的持仓变化往往都跟随贵金属价格的起伏而波动。近两年，国际金银 ETF 的持仓变化与金银价格变化的相关性明显减弱，全球最大的黄金白银 ETF 的持仓在金银价格走强时却不增反降。究其原因，主要是欧美资金在流出黄金白银 ETF。细分来看，近两年欧美黄金 ETF 持仓持续下降，欧美央行也没有明显增持黄金，而亚洲黄金 ETF 的持仓在持续增加。

从全球范围来看，2024 年上半年资金依然在持续流出黄金白银 ETF，从 7 月份开始，资金又开始流入黄金白银 ETF。截至 2024 年 10 月 8 日，黄金 ETF-SPDR 的持金量为 876 吨，比上个月同期增加了 13.5 吨，已连续 3 个月增加；白银 ETF-ishares 的持银量为 14663

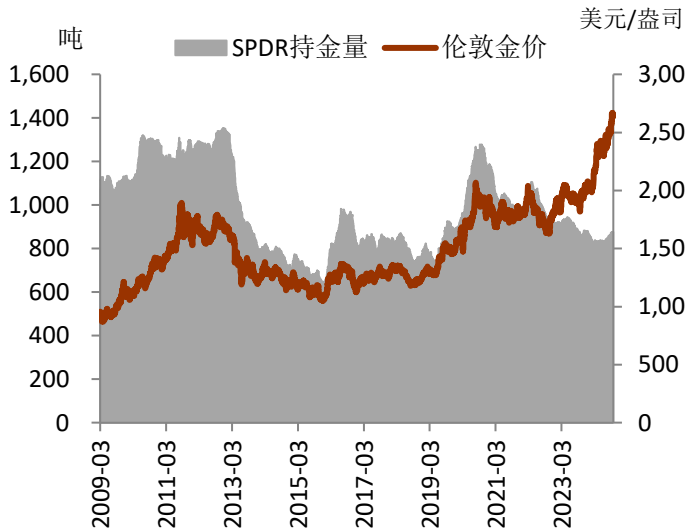
吨，比上个月同期大幅增加了 163 吨，也连增 3 个月。主要因在美联储开启降息周期的背景下，北美资金有开始流入贵金属。可见，在以美联储为首的全球长期投资资金又开始流入黄金白银 ETF。跟去年同期相比，黄金白银 ETF 的持仓都转跌为升。

图表 30 贵金属 ETF 持仓变化

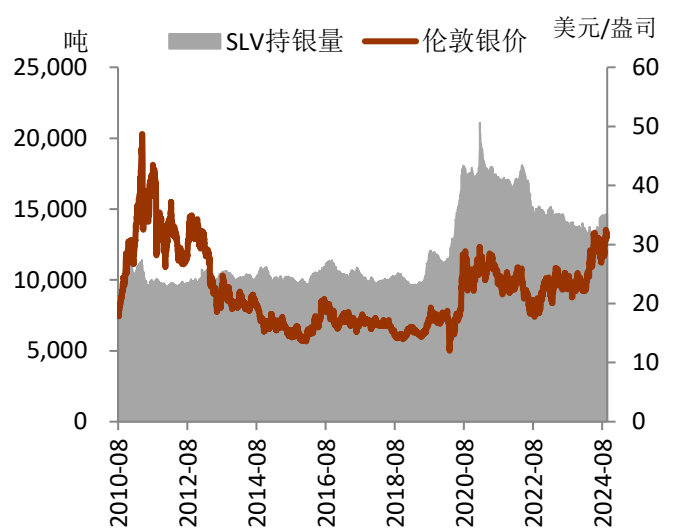
单位：吨	2024/10/8	2024/10/1	2024/9/8	2023/10/10	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	876.26	874.82	862.74	861.51	1.44	13.52	14.75
ishares 白银 持仓	14663.18	14593.70	14500.09	14077.26	69.48	163.09	585.92

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 31 黄金 ETF 持仓变化



图表 32 白银 ETF 持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

6、CFTC 持仓变化

COMEX 的非商业性资金的持仓代表了投机基金的动向。8 月金价高位震荡，而银价波动较大整体重心上移，投机资金在黄金和白银上的持仓变化有较一些差异。

根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2024 年 10 月 1 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 299931 张；COMEX 白银期货持有非商业性净多持仓为 56924 张。COMEX 黄金白银期货的非商业性净多持仓在 9 月中下旬都在增加，黄 9 月末开始减少，且黄金期货的非商业性多单减少更为明显。

图表 33 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

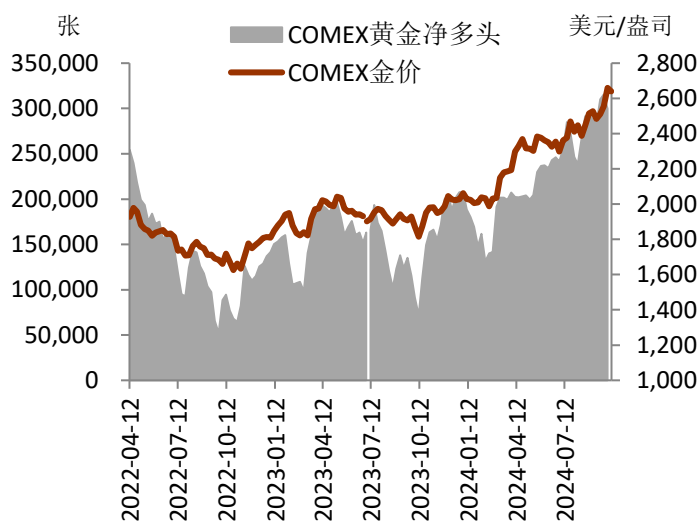
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
------	--------	--------	---------	-------

敬请参阅最后一页免责声明

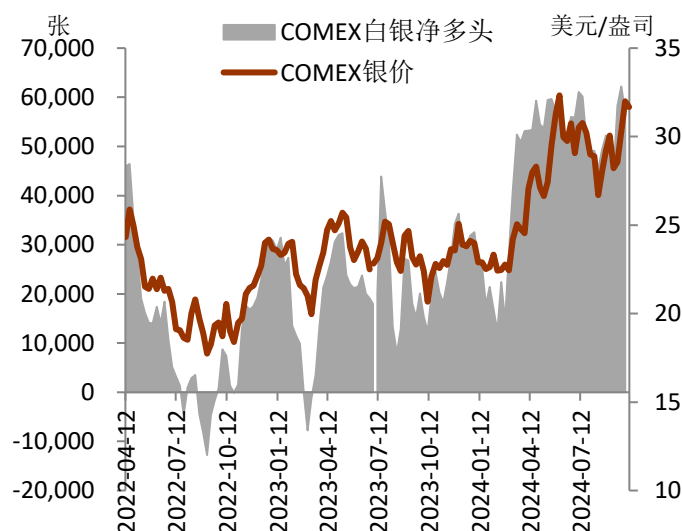
2024-10-01	370051	70120	299931	-15459
2024-09-24	387572	72182	315390	5324
2024-09-17	369734	59668	310066	27565
2024-09-10	340006	57505	282501	-5057
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2024-10-01	75588	18664	56924	-5274
2024-09-24	81029	18831	62198	3900
2024-09-17	74978	16680	58298	13556
2024-09-10	61649	16907	44742	-1317

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 34 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 35 CFTC 白银净多头持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

四、行情展望及操作策略

近期美国公布多项经济数据普遍超预期，强化了美国经济软着陆前景，鲍威尔也强调美联储并不急于快速降息，当前市场对于美联储继续大幅降息预期减弱。由于市场之前一直在持续抢跑大幅降息预期，降息预期的修正会提振美元指数和美债收益率的表现，对大幅降息等利多因素已充分定价贵金属价格可能面临回调的风险。

预计接下来一个月，国际金价的波动参考区间为 2500-2650 美元/盎司，国际银价的波动参考区间为 28-32 美元/盎司。

策略建议：金银阶段性逢高沽空

风险因素：美国经济数据不及预期、中东局势恶化

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室
电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。