



2024年7月22日

## 降息交易：这次不一样

### 核心观点及策略

- 近期金价在短暂冲高之后回落，而工业属性更强的白银受铜价持续下挫带动回调幅度更大。
- 美联储观察工具显示，目前交易员们预计美联储在9月份将会降息的可能性为96%，并且在11、12月份可能有第二次或第三次降息。而美联储官员近期的言论均偏鸽，降息预期在继续强化。
- 但此次市场对“降息交易”的表现却与之前大相径庭。究其原因，我们认为注意有以下三点：一是市场之前在抢跑降息交易，当前金价对于降息预期的定价已经非常充分。二是美国经济数据近期明显走弱，近期美股高位回调，以铜为代表的有色金属也集体下挫，市场整体风险偏好降低，在这种情况下，宏观基金对于贵金属配置的意愿也降低。另外，共和党如果当选将增加地缘政治风险缓和的预期。据外媒报道：特朗普已与泽连斯基通话，承诺“将结束俄乌冲突”。特朗普此前曾多次发表关于准备好让俄乌冲突停止的言论。
- 虽然近期降息预期在强化，但此次市场的表现却发生了很大的逆转。我们维持金银价格仍处于阶段性调整之中的观点，预计短期金银价格会延续跌势。
- 操作建议：金银逢高沽空
- 风险因素：美国经济数据好于预期

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

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

☎ 021-68555105

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

## 一、上周交易数据

表 1 上周主要市场贵金属交易数据

合约	收盘价	涨跌	涨跌幅/%	总成交量/手	总持仓量/手	价格单位
SHFE 黄金	565.94	-2.60	-0.46	175466	178255	元/克
沪金 T+D	561.12	-2.88	-0.51	47188	191526	元/克
COMEX 黄金	2402.80	-13.20	-0.55			美元/盎司
SHFE 白银	7679	-401	-4.96	522479	634627	元/千克
沪银 T+D	7647	-407	-5.05	897954	4793474	元/千克
COMEX 白银	29.41	-1.62	-5.22			美元/盎司

注：(1) 成交量、持仓量：手（上期所按照双边计算，COMEX/LME 按照单边计算；LME 为前一日官方数据）；

(2) 涨跌= 周五收盘价-上周五收盘价；

(3) 涨跌幅=（周五收盘价-上周五收盘价）/ 上周五收盘价\*100%；

资料来源：iFinD、铜冠金源期货

## 二、市场分析及展望

上周贵金属价格在短暂冲高后大幅下挫。国际金价上周二在“特朗普交易”的助推下一度攀升至 2483.60 美元/盎司再创历史新高，但涨势未能持续，资金高位获利了结，金价扭头大幅下挫。工业属性更强的白银近期走势明显弱于金价，铜价持续下跌带动银价跌幅更大。近期国内金银价格走势弱于外盘，沪金并未超过前期高点，沪银跌势甚至领先于外盘。

美联储观察工具显示，目前交易员们预计美联储在 9 月份将会降息的可能性为 96%，并且在 11、12 月份可能有第二次或第三次降息。而美联储官员近期的言论均偏鸽，降息预期在继续强化。

但此次市场对“降息交易”的表现却与之前大相径庭。究其原因，我们认为注意有以下三点：一是市场之前在抢跑降息交易，当前金价对于降息预期的定价已经非常充分。二是美国经济数据近期明显走弱，近期美股高位回调，以铜为代表的有色金属也集体下挫，市场整体风险偏好降低，在这种情况下，宏观基金对于贵金属配置的意愿也降低。另外，共和党如果当选将增加地缘政治风险缓和的预期。据外媒报道：特朗普已与泽连斯基通话，承诺“将结束俄乌冲突”。特朗普此前曾多次发表关于准备好让俄乌冲突停止的言论。

美联储发布经济状况褐皮书显示，大多数地区的经济活动在近期保持了轻微到适度的增长速度，7 个地区报告经济活动有一定程度的增加，5 个地区表示经济活动持平或下降。由于即将到来的选举、国内政策、地缘政治冲突和通货膨胀的不确定性，预计未来六个月的经济增长将放缓。

美联储“三把手”纽约联储主席威廉姆斯表示，近几个月的通胀数据令人感到鼓舞，但他希望在未来几个月看到更多暗示通胀将顺利降至 2% 的经济证据，以获得降低借贷成本所需要的信心。

美联储最有影响高官之一沃勒态度转变，沃勒称越来越接近需要降息的时间，近期的数据让他对实现 2% 的通胀率更有信心。重要的是沟通不同的政策路径。

上周欧央行议息会议如市场预期未降息，称不预先承诺特定的利率路径，下次降息将由数据决定。拉加德表示：9月降息悬而未决，继续由数据决定，劳动力市场仍有惊人韧性。

欧洲央行管理委员会成员西姆库斯表示，他认同投资者对今年还会降息两次的预期。这其中的第一次可能会在下次货币政策会议上进行。

近期金价在短暂冲高之后回落，而工业属性更强的白银跟随铜价回调幅度更大。虽然近期降息预期在强化，但此次市场情绪发生了很大的逆转，我们维持金银价格仍处于阶段性调整之中的观点，预计短期金银价格会延续跌势。

本周重点关注：周四将公布的美国第二季度 GDP 数据、6月耐用品订单和周度初请失业金人数，以及周五将公布的重磅的美国6月核心 PCE 数据等。

操作建议：金银逢高沽空

风险因素：美国经济数据好于预期

### 三、重要数据信息

1、美国6月零售销售环比持平，好于预期的下降0.3%，前值从升0.1%修正为升0.3%。核心零售销售环比升0.4%，创三个月来最大增幅，预期持平，前值从降0.1%修正为升0.1%。

2、美国上周首次申请失业金人数24.3万人超预期，创5月初以来最大增幅。续请失业救济人数回升，达186.7万人，创2021年11月以来新高。

3、美国6月工业产出环比升0.6%，预期升0.3%，前值从升0.9%修正为升0.7%；制造业产出环比升0.4%，预期升0.2%，前值升0.6%。

4、美国7月纽约联储制造业指数-6.6，连续第八个月萎缩，此前市场预期持平于-6。新订单和出货量前景双双下跌，表明扩张放缓。

5、美国7月NAHB房地产市场指数录得42，连续第三个月下降，降至今年最低水平，原因是利率上升打压销售，并使建筑融资成本居高不下。

6、欧元区5月工业产出同比降2.9%，预期降3.6%，前值降3.0%；环比降0.6%，预期降1.0%，前值降0.1%。

7、据世界黄金协会，6月全球黄金ETF流入14亿美元，连续第二个月实现资金流入。金价走强和近期黄金ETF的流入推动资产管理总规模（AUM）达到2330亿美元。2024年上半年全球黄金ETF累计流出67亿美元，为2013年以来最大上半年流出量。全球黄金ETF资产管理总规模上半年累计增长8.8%。

### 四、相关数据图表

表2 贵金属ETF持仓变化

单位（吨）	2024/7/19	2024/7/12	2024/6/19	2023/7/21	较上周 增减	较上月 增减	较去年 增减
ETF 黄金总持仓	840.01	835.09	825.31	919.00	4.92	14.70	-78.99
ishare 白银持仓	13678.69	13482.74	13528.02	14099.41	195.95	150.67	-420.72

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

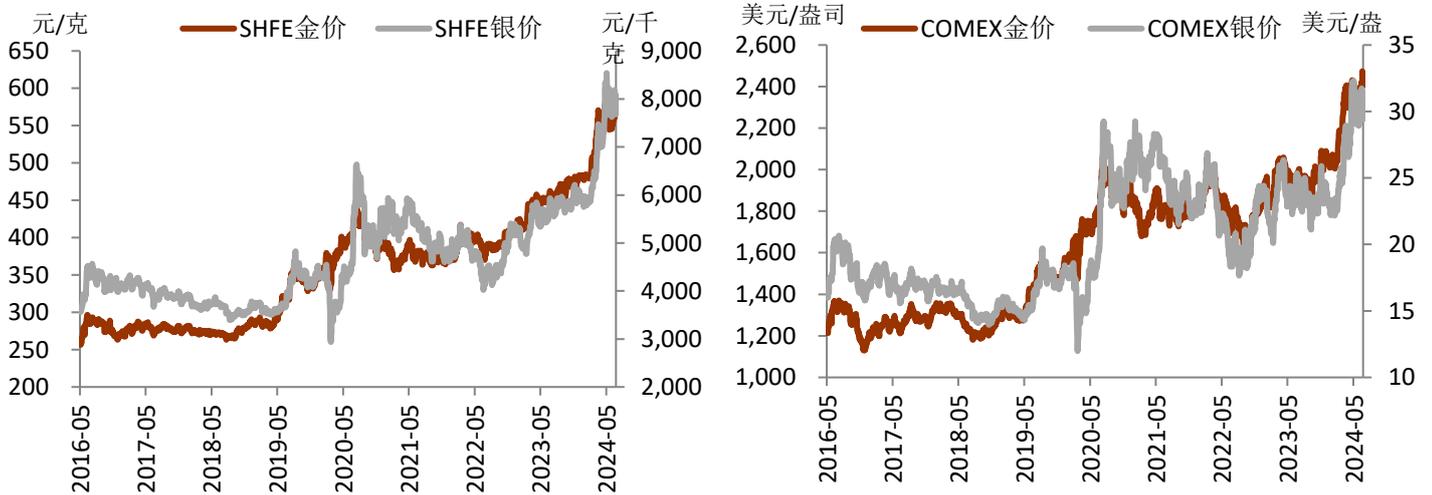
表 3 CFTC 非商业性持仓变化

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
2024-07-16	349827	64803	285024	30249
2024-07-09	303043	48268	254775	13232
2024-07-02	280117	38574	241543	-4686
2024-06-25	284885	38656	246229	
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
2024-07-16	85005	24840	60165	-891
2024-07-09	84351	23295	61056	5222
2024-07-02	79771	23937	55834	-144
2024-06-25	81366	25388	55978	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图 1 SHFE 金银价格走势

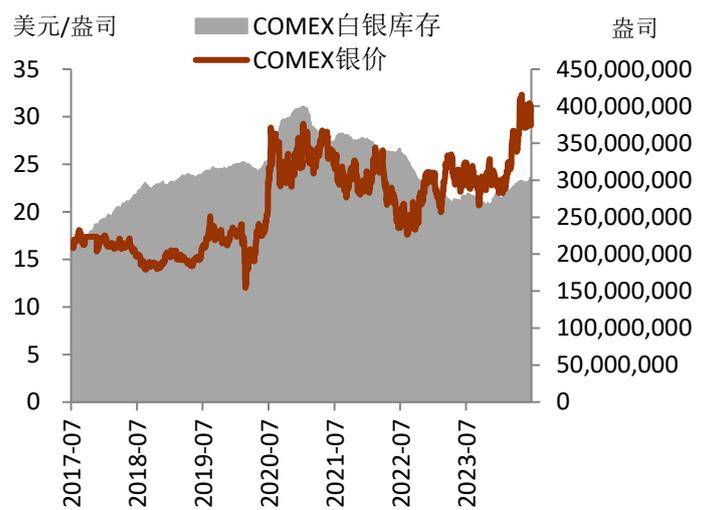
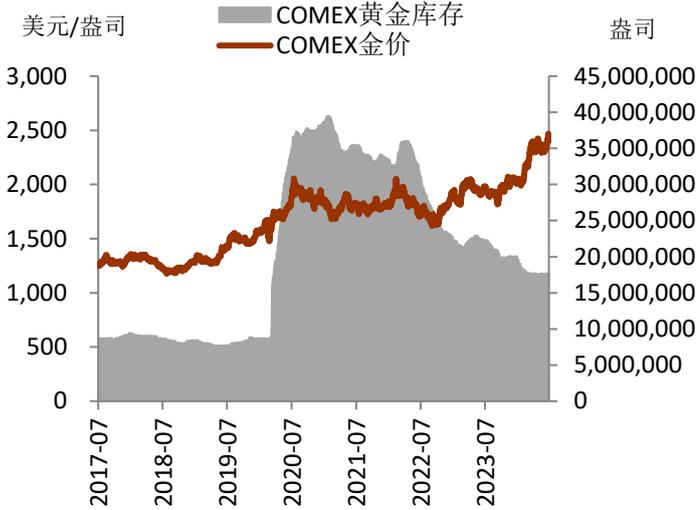
图 2 COMEX 金银价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 3 COMEX 黄金库存变化

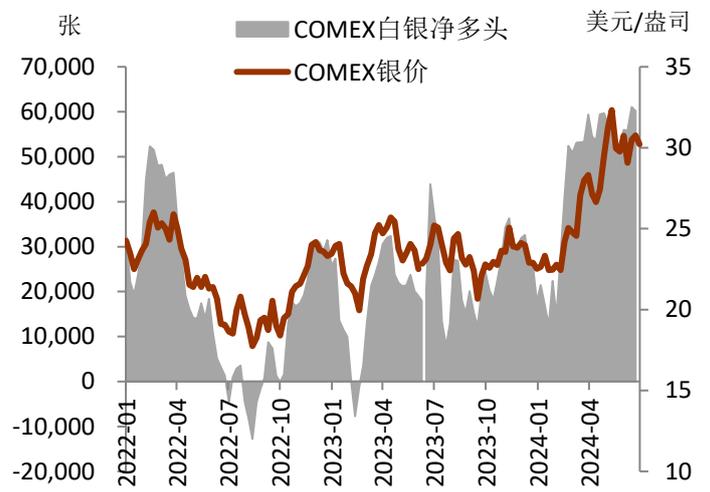
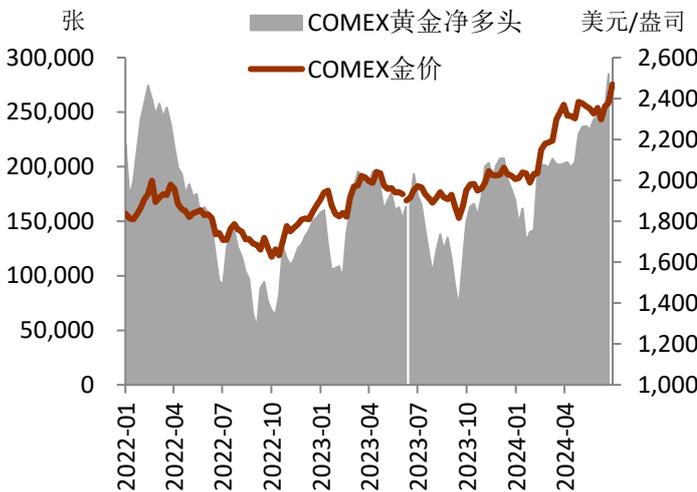
图 4 COMEX 白银库存变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图5 COMEX 黄金非商业性净多头变化

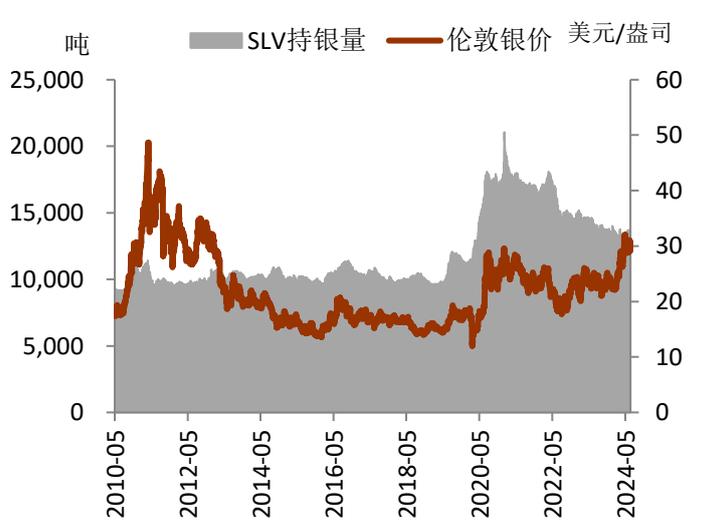
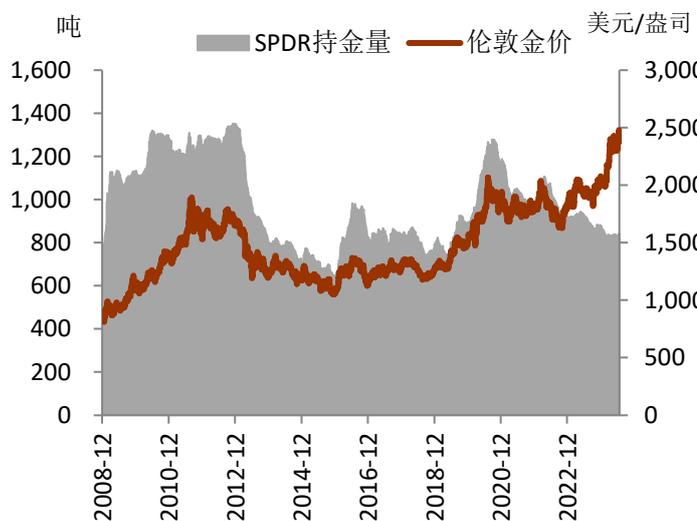
图6 COMEX 白银非商业性净多头变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图7 SPDR 黄金持有量变化

图8 SLV 白银持有量变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图9 沪期金与沪金 T+D 价差变化

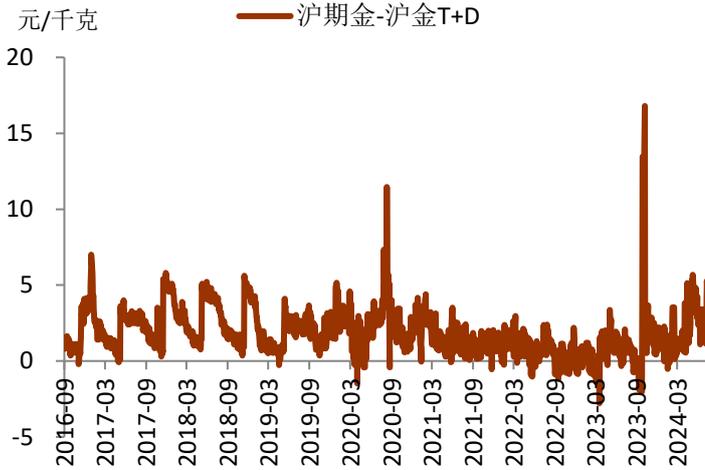
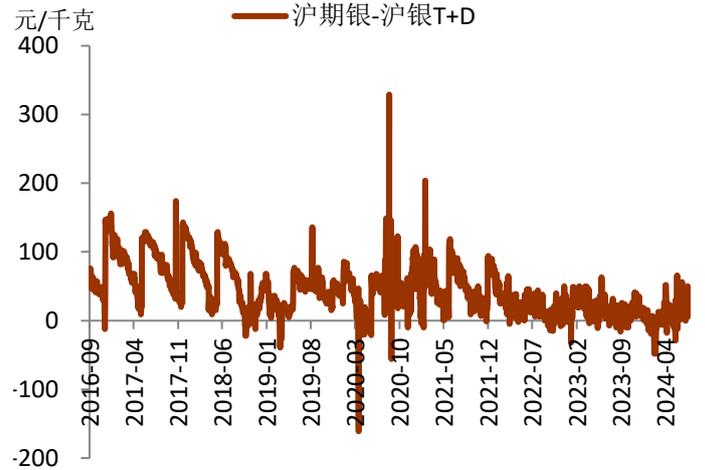


图10 沪期银与沪银 T+D 价差变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图11 黄金内外盘价格变化

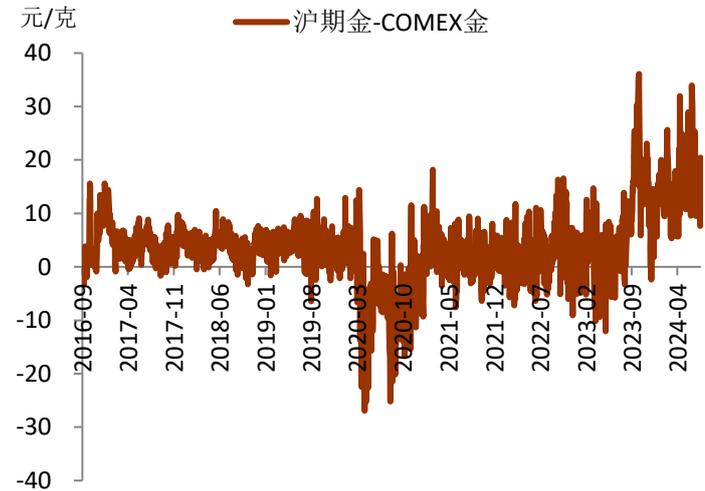
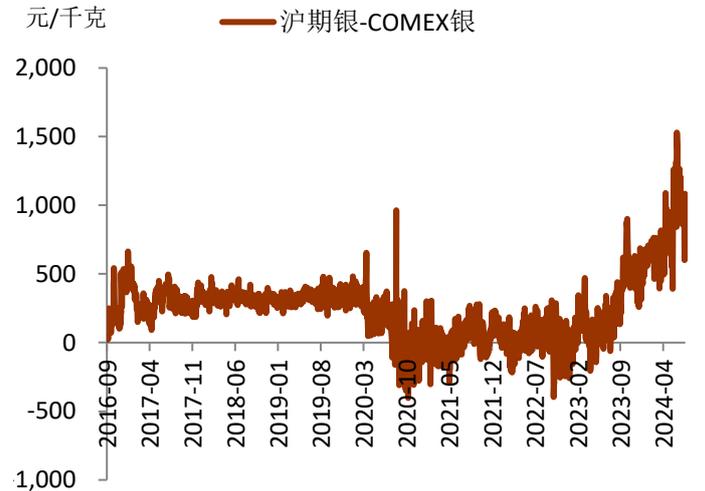


图12 白银内外盘价格变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图13 COMEX 金银比价

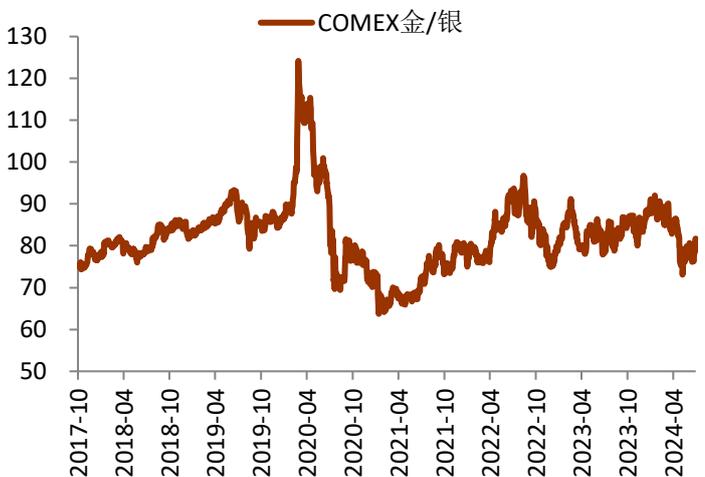


图14 美国通胀预期变化



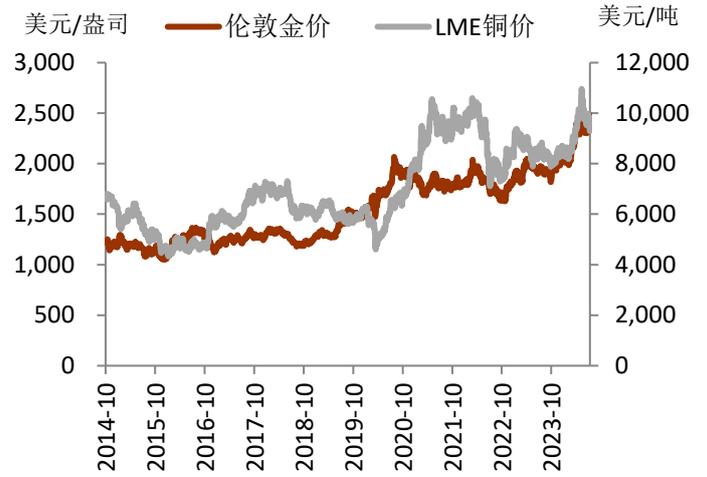
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图 15 金价与美元走势



图 16 金价与铜价格走势

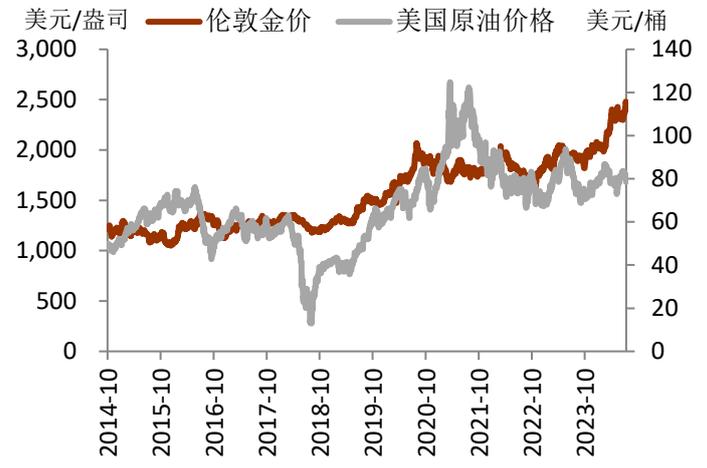


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图 17 金价与 VIX 指数走势



图 18 金价与原油价格走势



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图 19 金价与美国 10 年期国债收益率走势

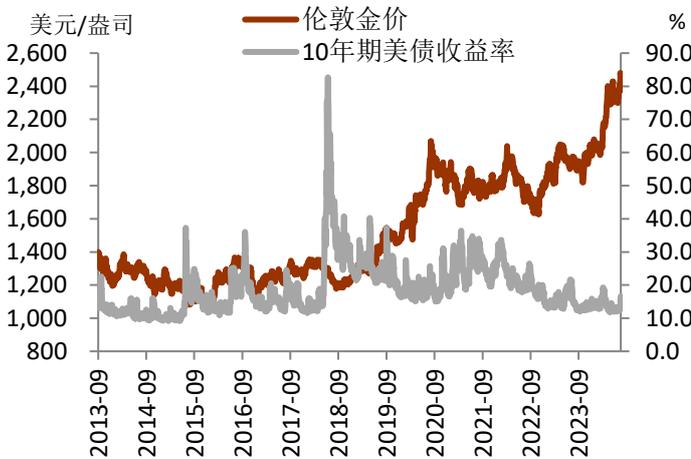


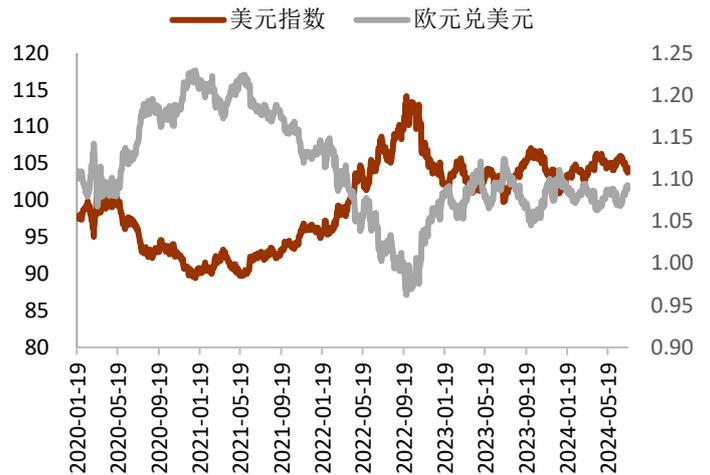
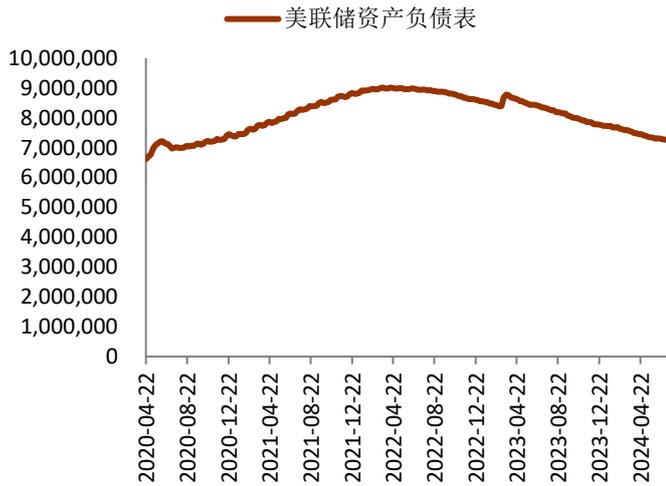
图 20 金价与美国实际利率走势



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图 21 美联储资产负债表规模

图 22 美元指数与欧元兑美元走势



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

洞彻风云 共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

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。