



2024年9月8日

美联储降息将至

对贵金属驱动有限

核心观点及策略

- 美联储9月开启降息已成定局，降息幅度依然是市场博弈的焦点。短期金价依然会随着美国经济数据以及降息幅度预期的变化而波动。预计在9月18日降息落地之前，金价依然会因降息将至而维持高位震荡。而工业属性更强的银价走势可能会弱于金价。
- 鉴于美国经济和就业市场状态较好，预计9月大概率还是降息25bp。由于市场一直在抢跑降息预期，当前金价对降息预期的定价已经较为充分，常规的降息操作将难以催化金价进一步上涨。若25BP的降息落地后，金价可能存在回调风险。
- 预计接下来一个月，国际金价的波动参考区间为2300-2550美元/盎司，国际银价的波动参考区间为26-30美元/盎司。
- 策略建议：金银阶段性逢高沽空
- 风险因素：美联储9月降息幅度超预期

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

✉ 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、美国的经济和就业保持韧性，“衰退交易”为时过早	5
2、美国通胀持稳，9 月大概率降息 25BP	6
3、欧元区通胀持续回落，预计欧央行 9 月将继续降息	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.....	13
6、CFTC 持仓变化.....	14
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	5
图表 4 金价与美债利率走势变化	5
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	8
图表 10 美国周度初请和续请失业金人数	8
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	9
图表 16 美元指数与美元非商业性净头寸变化	9
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	11
图表 22 沪期银与 COMEX 银价差变化	11
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	12
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	14
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

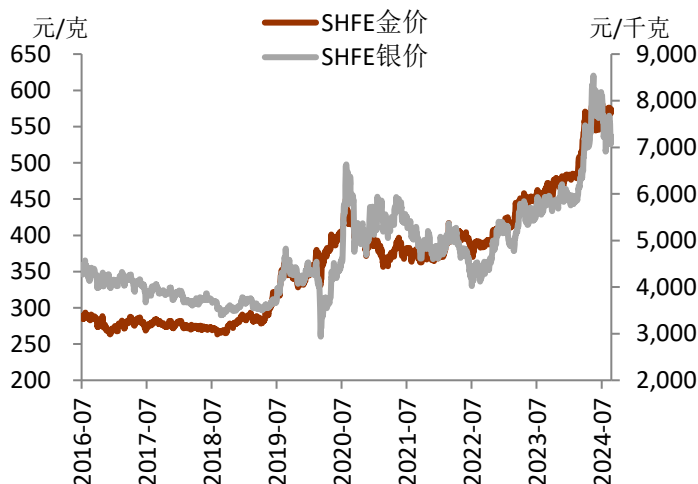
一、贵金属行情回顾

由于日本央行意外加息导致日元套息逆转引发的流动性担忧，使得全球资产在 8 月初出现快速下挫，大宗商品市场也整体被空头情绪主导，市场彼时甚至押注美联储将在 9 月前紧急降息，金价也小幅回调。随后，局部流动性担忧并未扩大，且好于预期的美国零售销售数据和劳动力市场前景数据再度体现出美国经济“软着陆”的高可能性，市场风险偏好有所回升，市场随即再度转向交易温和的降息路径，叠加地缘政治风险抬升，COMEX 黄金于 8 月 20 日盘中到达 2570.4 美元/盎司再创历史新高。之后美联储主席鲍威尔在全球央行年会上的讲话为 9 月开启降息打开大门，且通胀表现平稳，金价维持高位震荡。

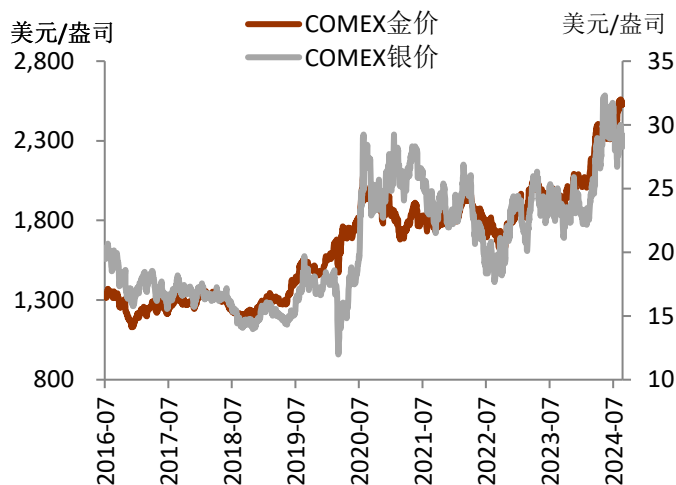
因中国经济增长动能减弱以及国际贸易纷争打压工业商品，COMEX 白银在 8 月 6 日创下本轮调整低点 26.4 美元/盎司，但因美国经济衰退风险担忧减退和美联储降息预期重新升温，COMEX 白银价格在 8 月 26 日也回升到 30 美元/盎司上方。之后因美国经济数据走弱衰退担忧再起，银价跟随有色金属价格回调，再度下跌至 28 美元/盎司附近。

8 月美元指数大幅回落，人民币明显升值，国内金银价格走势均弱于外盘。预计下半年国内金源价格走势均会弱于外盘，金银内外价差会持续回归。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

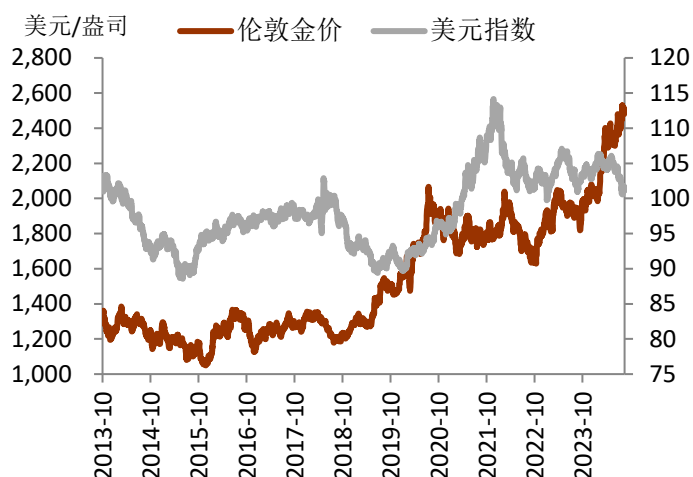


图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势

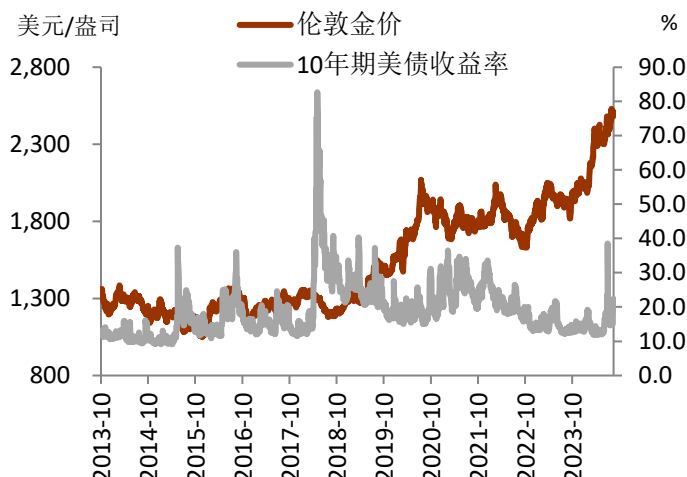


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

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

二、贵金属价格影响因素分析

日本央行加息导致日元套息逆转而出现的流动性收紧的影响并未扩大，叠加美国经济数据表示仍具韧性，市场对于经济衰退的担忧减弱，投资者风险偏好有所回暖。另外，鲍威尔发言明确转鸽，美联储 9 月降息已成定局，但降息幅度成为市场博弈的焦点。

1、美国的经济和就业保持韧性，“衰退交易”为时过早

美国二季度实际 GDP 年化季环比上修至 3%，初值 2.8%。美国二季度核心 PCE 物价指数年化季环比小幅下修至 2.8%，略低于预期，PCE 年化季环比大幅上修至 2.9%，远超预期值 2.2%。占到经济总量三分之二以上的消费者支出增长 2.9%，高于此前报告的 2.3%。

美国的服务业依然保持强劲。8 月美国 ISM 服务业连续两个月温和扩张至 51.5，略高于预期的 51.4，7 月为 51.4。新订单增长比 7 月略快，支付价格指数为 57.3，创三个月新高，就业停滞不前，订单积压大跌，服务提供商们继续认为他们的库存过高。美国 8 月 Markit 服务业 PMI 终值 55.7，处于近两年半以来的最高，意味着美国三季度 GDP 可以达到 2-2.5%。

8 月新增非农就业 14.2 万人，低于市场预期的 16 万人，前月值下修 2.5 万人至 8.9 万人。失业率 4.2%，与市场预期持平，低于前值的 4.3%。时薪增速环比 0.4%，高于市场预期的 0.3%，也高于前值的 -0.1%；同比增速 3.8%，高于市场预期的 3.7%，高于前值的 3.6%。8 月失业率持平预期，临时性失业对失业率贡献回落，证实了 7 月失业率抬升存在临时扰动。但前两个月新增非农大幅下修又继续佐证需求下行。时薪增速再度回升，显示出供需不匹配问题依旧存在。美国 8 月新增非农就业和失业率双双改善，但绝对值偏弱，指向美国经济趋向放缓，但距离衰退尚远。

2、美国通胀持稳，9月大概率降息 25BP

美国 7 月 CPI 基本符合预期，同比涨幅收窄至 2.9%，核心 CPI 同比增速 3.2% 创逾三年新低。但租房通胀开始停止下降趋势，住房通胀率环比上涨 0.33%，同比上涨 5.05%，超级通胀指标（除住房外的核心服务 CPI）环比上涨 0.2%，但同比涨幅回落至 4.73%。核心商品通货紧缩已停滞，而且这已是连续第 50 个月环比上涨核心 CPI 上涨，创历史新高。

美国 7 月核心 PCE 物价指数同比上涨 2.6% 持平前值，略不及预期的 2.7%；环比上涨 0.2%，持平预期和前值。此外，核心 PCE 在三个月的年化增长率为 1.7%，为今年以来最低增速。7 月整体 PCE 物价指数同比增长 2.5%，持平预期和前值，环比涨幅为 0.2%，符合预期，前值为 0.1%。美国 7 月 PCE 未反弹，叠加二季度 GDP 超预期增长，消费者支出保持稳固，释放了更多美国经济“软着陆”的信号。

8 月 23 日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会发表演讲时明确转鸽，表示政策调整的时机已经到来。政策方向已经明确，降息时机和节奏将取决于后续数据、前景变化和 risk 平衡。鲍威尔释放宽松信号以来，市场博弈降息路径，又开启了一轮降息交易。美联储 9 月降息已成定局，但降息幅度是市场博弈的焦点。

最新的非农就业数据公布之后，美联储观察工具显示，交易员预计 9 月份降息 25 个基点的可能性为 70%，降息 50 个基点的可能性约为 30%。于之前的降息预期相比变化不大。

我们认为，目前美国的经济和就业情况并不需要联储以 50bp 作为降息开局，如果短期内没有再现市场波动且演变为大规模流动性冲击，9 月大概率还是降息 25bp。后续的降息幅度和节奏还会随着数据的变化而波动。

3、欧元区通胀持续回落，预计欧央行 9 月将继续降息

欧元区第二季度 GDP 修正值同比升 0.6%，预期升 0.6%，初值升 0.6%，第一季度终值升 0.4%；环比升 0.3%，预期升 0.3%，初值升 0.3%，第一季度终值升 0.3%。

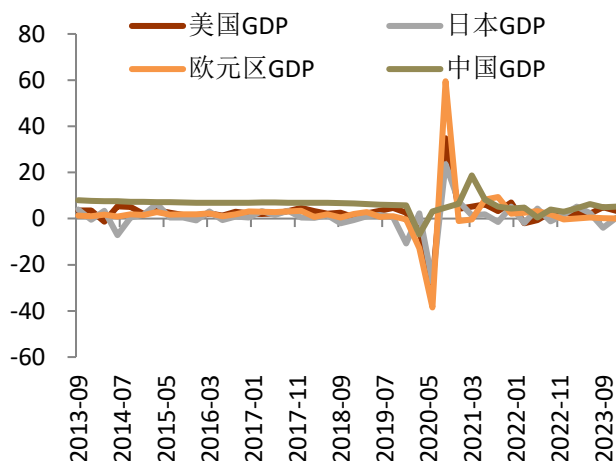
欧元区 8 月制造业 PMI 降至 8 个月低点，但服务业 PMI 创 4 个月新高。欧元区 8 月制造业 PMI 初值 45.6，预期 45.8，7 月终值 45.8；服务业 PMI 初值 53.3，预期 51.9，7 月终值 51.9；综合 PMI 初值 51.2，预期 50.1，7 月终值 50.2。其中，德国综合 PMI 连续二个月萎缩，法国服务业 PMI 增速创两年多新高，制造业衰退持续。

欧元区 8 月调和 CPI 同比增幅保持在 2.2%，与市场预期相符，但较 7 月的 2.6% 有所下降。欧元区 8 月调和 CPI 环比初值 0.2%，高于前值 0%，符合预期。欧元区 8 月的核心调和 CPI 初值为 2.8%，也与预期持平，较前值 2.9% 略有下降。服务业通胀率上升，能源通胀大幅降温，德国通胀超预期回落至 2%。欧元区 8 月通胀率同比增速跌至三年新低，使得欧央行降息的理由进一步增加。市场预计欧洲央行将在 9 月份再度降息 25 个基点。

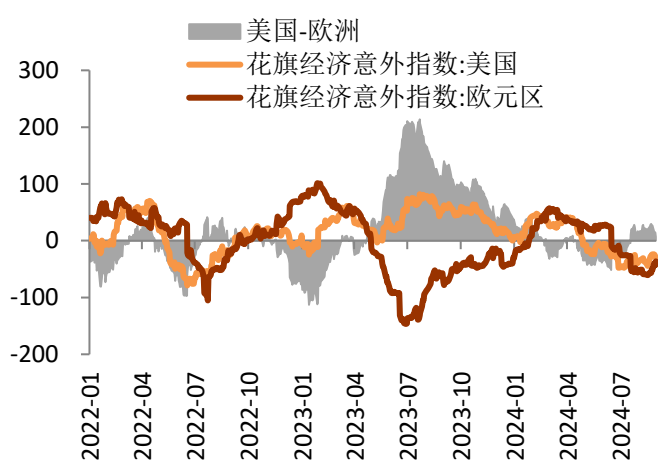
欧洲央行 7 月会议纪要显示，通胀目标或推迟实现，9 月是重新评估政策的“好时机”。预计实现通胀目标的时间从 2025 年下半年推迟到 2026 年，服务业通胀仍是最大拖累，二季度经济增长也将较一季度放缓。

持续回落的通胀数据巩固了市场对欧洲央行在 9 月进行第二次降息的信心，叠加美国也将开启降息周期，预计欧洲央行将在 9 月份再度降息 25 个基点。受欧洲央行近期宽松政策及未来将进一步降息的预期推动，预计今年下半年欧元区经济前景会进一步改善。

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

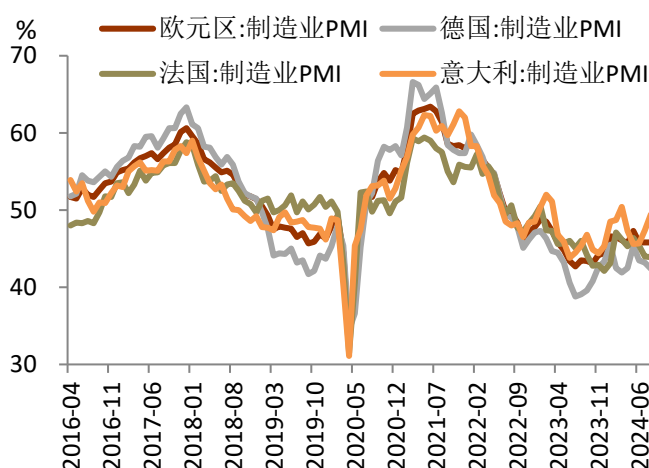


资料来源：iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

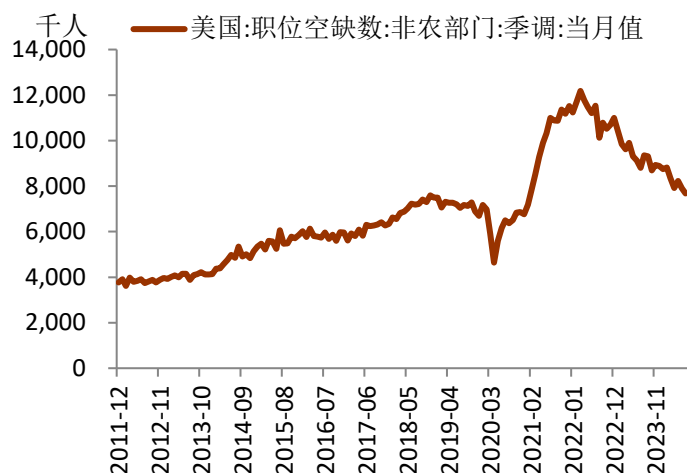


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

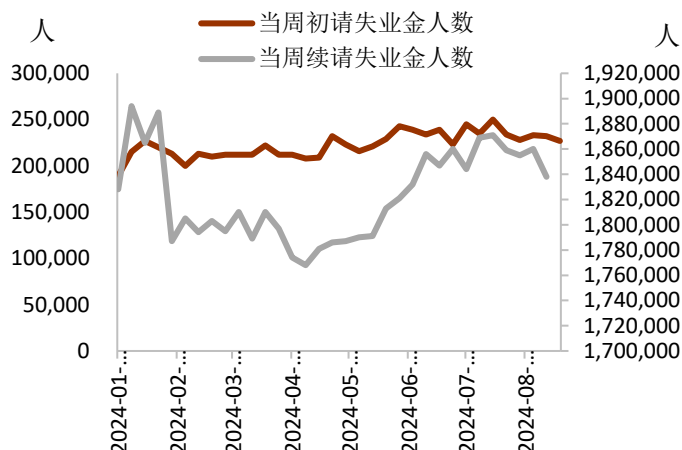


资料来源：iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 美国职位空缺数变化

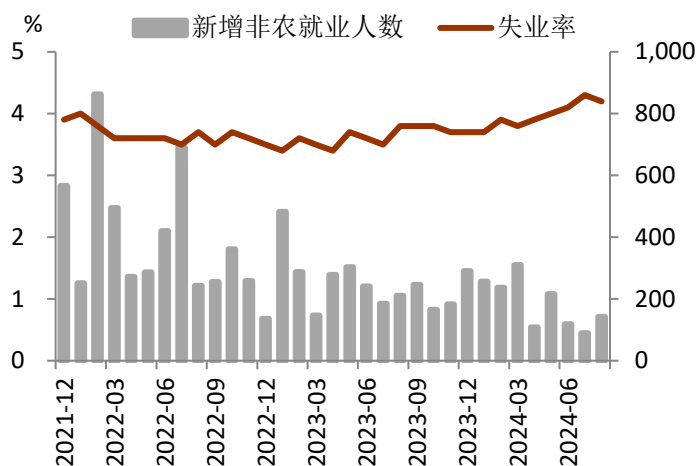


图表 10 美国周度初请和续请失业金人数



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

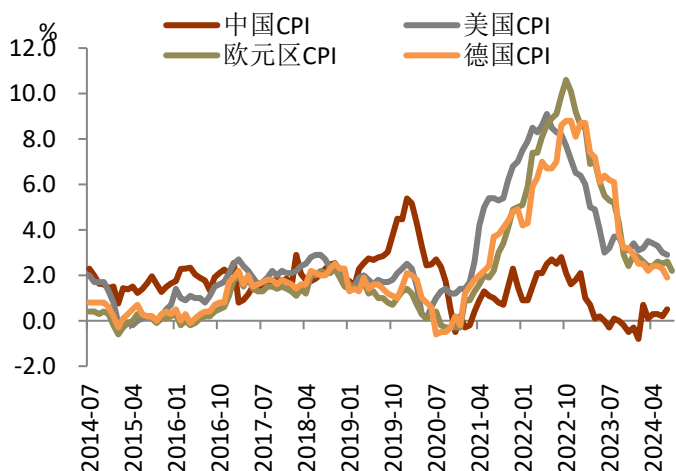


图表 12 美国时薪增速



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 主要经济体 CPI 变化

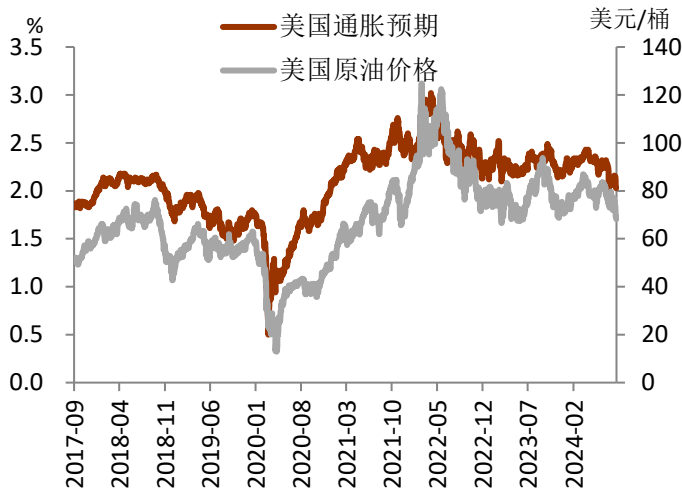


图表 14 美元 PCE 和核心 PCE 变化



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

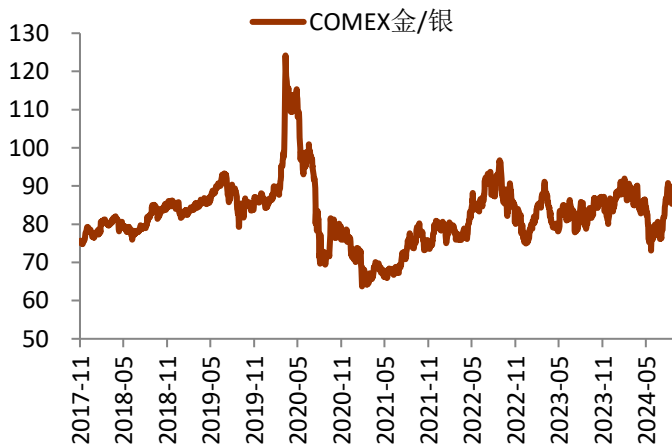
三、市场结构及资金流向分析

1、金银比价变化

8 月金价高位震荡，银价波动较大，COMEX 金银比价从 90 下跌至 84 再反弹至 89 一线。国内金价走势弱于外盘，沪金银比价也从 80 回调至 75 再反弹至 80 附近。

目前金银比价处于相对高位，预计金银比价后市调整的概率较大。

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

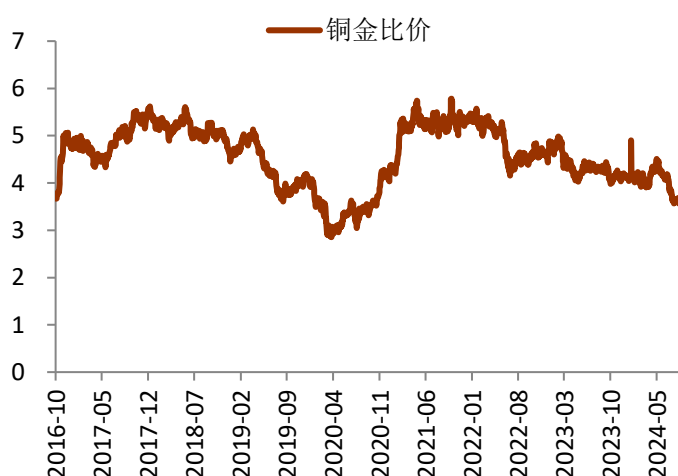
2、铜金比价变化

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

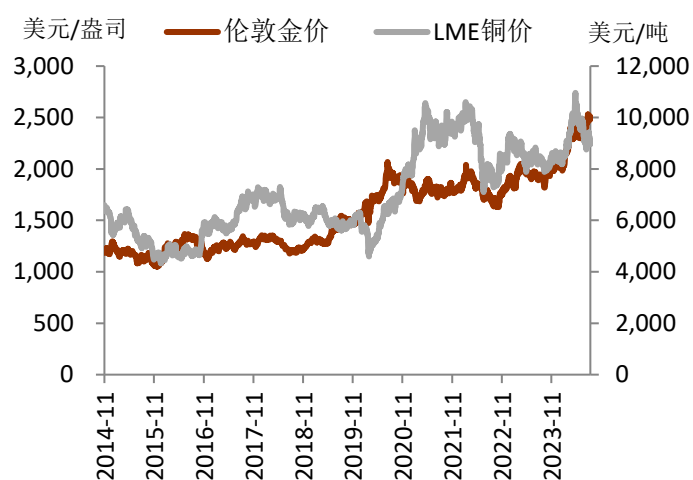
投资者的风险偏好。近几年宏观基金对铜的参与加强，铜的金融属性强化，与贵金属的相关性显著增强，特别是工业属性更强的银价受铜价的影响较大。8 月金价维持高位运行并维持在历史高位附近震荡，铜价则止跌反弹，但反弹的力度不大，银价走势受铜价影响但波动率高于铜价。8 月铜金比价波动很小，仅在 3.6-3.67 之间窄幅震荡。

当前美国经济走弱，叠加中国制造业数据不佳，加剧市场对经济衰退和精铜需求前景的担忧。但美联储 9 月将开启降息周期，可能对铜价会有所提振，预计铜价继续下跌空间不大。鉴于金价对于降息的定价已经非常充分，预计降息落地后，金价回调的概率更大，铜金比价有望反弹。

图表 19 铜金比价变化



图表 20 金价与铜价走势对比



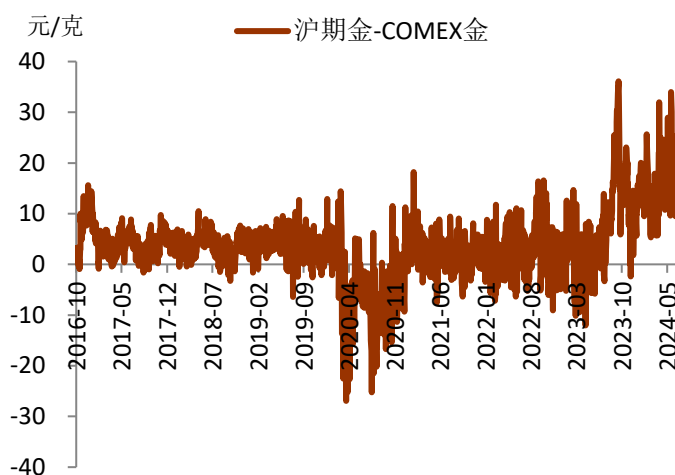
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、期现及跨期价差变化

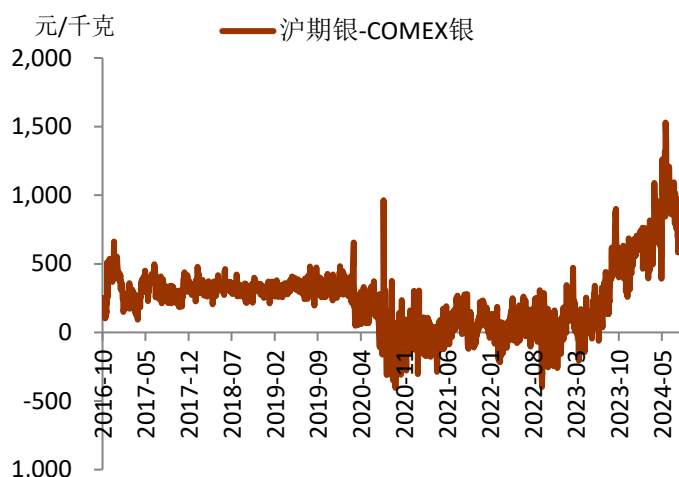
7 月底日本央行意外加息导致日元套利交易的逆转，以及美国经济走弱引发的衰退预期，8 月美元指数大幅回落，人民币兑美元汇率升值明显，国内金价走势持续弱于外盘。

当前市场对美国经济衰退的担忧加剧，美元指数处于下行趋势之中，预计人民币兑美元汇率会继续升值，内盘金银价格弱于外盘的现象会持续。

图表 21 沪期金与 COMEX 金价差变化

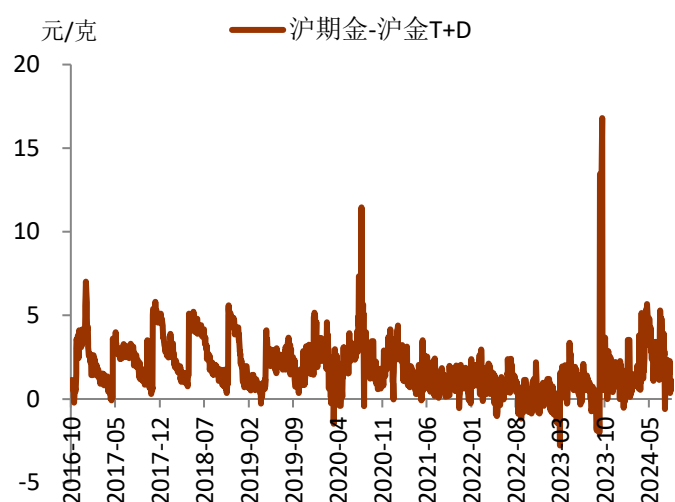


图表 22 沪期银与 COMEX 银价差变化

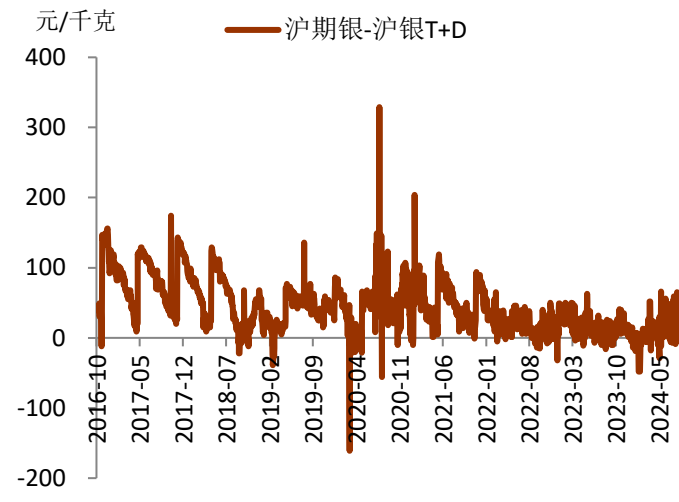


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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 7 月，COMEX 黄金白银的库存都出现增加，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 9 月 6 日，COMEX 黄金期货的库存有 1704 万盎司，合计约 530 吨，环比增加 4.04%，比去年同期大幅减少 19.44%；COMEX 白银库存增至 3.06 亿盎司，合计约 9518 吨，环比增加 0.96%，比去年同比增加 10.2%。

国内白银的库存在 8 月有所下降。截至 2024 年 9 月 6 日，上期所白银库存先降后增 1009 吨，上海黄金交易所白银库存下降至 1539 吨，两大交易所共计 2548 吨，比 8 月初的

敬请参阅最后一页免责声明

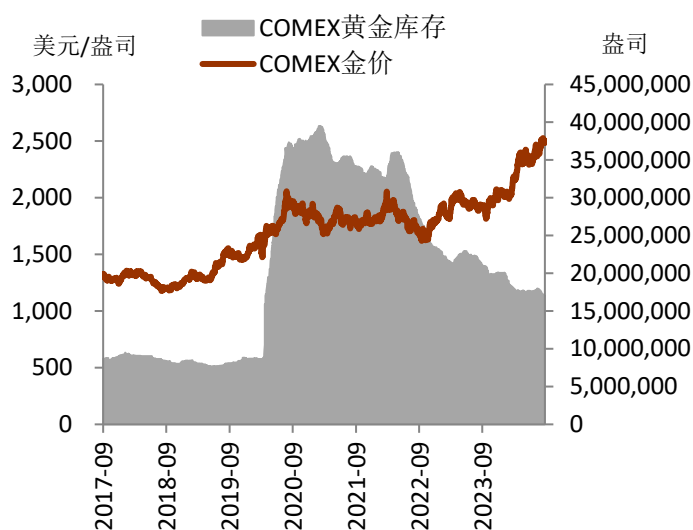
2673 吨减少了 134 吨。

图表 25 COMEX 贵金属库存变化

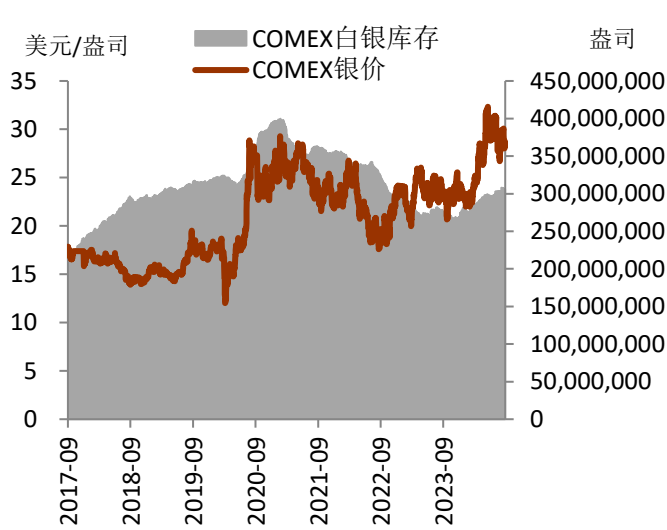
	2024/9/6	2024/8/6	2023/9/6	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	17037234	17834211	21147313	-796977	-4.47%	-4110078	-19.44%
白银(千盎司)	306016555	303109363	277683203	2907192	0.96%	28333352	10.20%

资料来源: iFinD, Bloomberg、铜冠金源期货

图表 26 COMEX 黄金库存变化

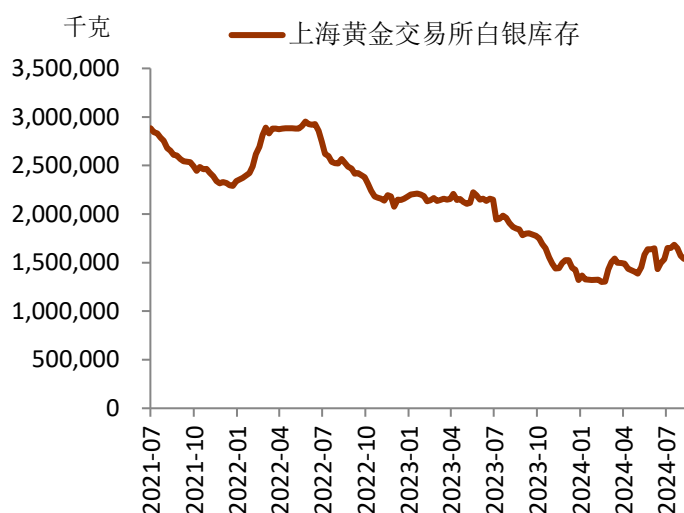


图表 27 COMEX 白银库存变化

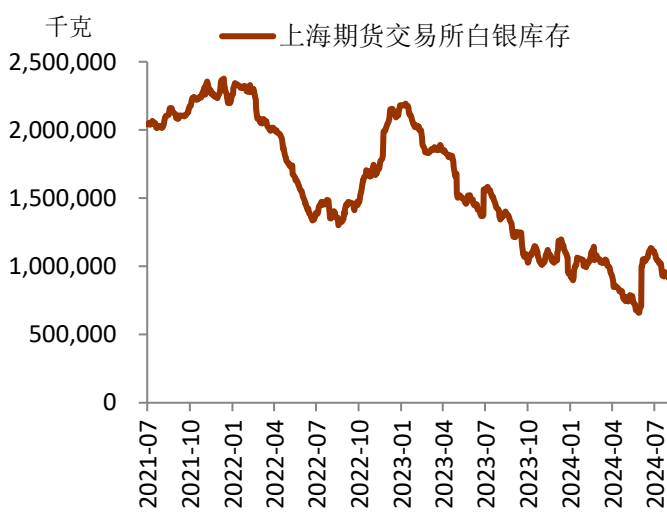


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。

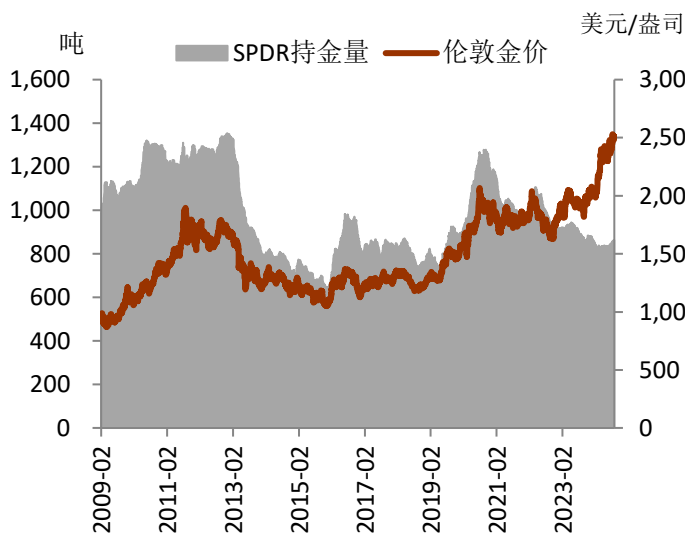
从全球范围来看，2024 年上半年资金依然在持续流出黄金白银 ETF，7、8 月份，全球最大的黄金白银 ETF 持仓开始增加。截至 2024 年 9 月 6 日，黄金 ETF-SPDR 的持金量为 863 吨，比上个月同期增加了 18.7 吨；白银 ETF-ishares 的持银量为 14500 吨，比上个月同期大幅增加了 13.85 吨。可见全球长期投资资金又开始流入黄金白银 ETF。跟去年同期相比，黄金 ETF 的持仓在下降，但白银 ETF 的持仓已开始转跌为升。

图表 30 贵金属 ETF 持仓变化

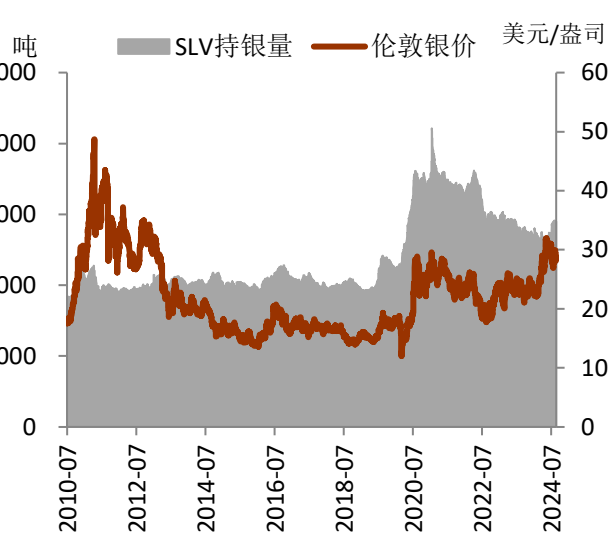
单位：吨	2024/9/6	2024/8/30	2024/8/7	2023/9/8	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	862.74	862.74	844.04	886.64	0.00	18.70	-23.90
ishares 白银 持仓	14500.09	14493.33	14486.24	13677.06	6.76	13.85	823.03

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。

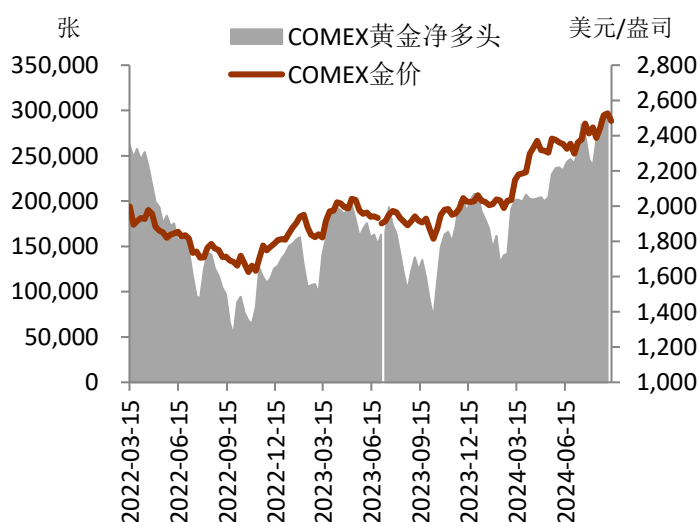
根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2024 年 9 月 3 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 287558 张；COMEX 白银期货持有非商业性净多持仓为 46059 张。COMEX 黄金白银期货的非商业性净多持仓在 8 月都要增加，黄金期货的非商业性多单增加更为明显。

图表 33 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

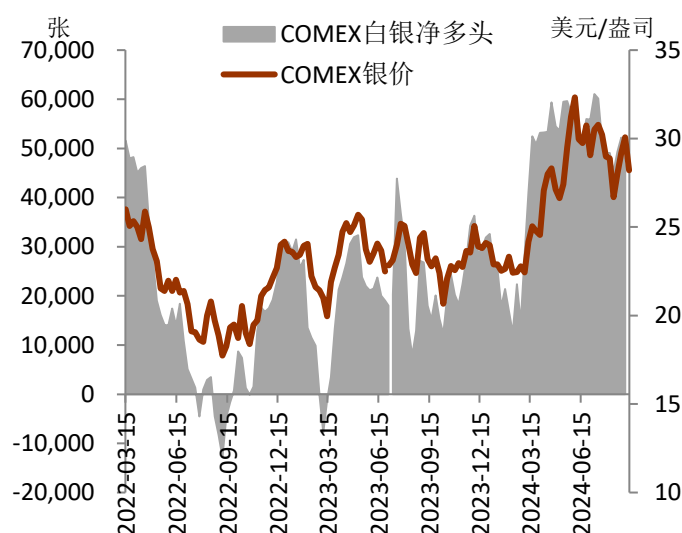
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2024-09-03	339157	51599	287558	-6887
2024-08-27	343330	48885	294445	3192
2024-08-20	355551	64298	291253	23989
2024-08-13	328769	61505	267264	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2024-09-03	64099	18040	46059	-6127
2024-08-27	65715	13529	52186	2862
2024-08-20	63930	14606	49324	4035
2024-08-13	61458	16169	45289	

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

美联储 9 月开启降息已成定局，降息幅度依然是市场博弈的焦点。短期金价依然会随

敬请参阅最后一页免责声明

着美国经济数据以及降息幅度预期的变化而波动。预计在 9 月 18 日降息落地之前，金价依然会因降息将至而维持高位震荡。而工业属性更强的银价走势可能会弱于金价。

鉴于美国经济和就业市场状态较好，预计 9 月大概率还是降息 25bp。由于市场一直在抢跑降息预期，当前金价对降息预期的定价已经较为充分，常规的降息操作将难以催化金价进一步上涨。若 25BP 的降息落地后，金价可能存在回调风险。

预计接下来一个月，国际金价的波动参考区间为 2300-2550 美元/盎司，国际银价的波动参考区间为 26-30 美元/盎司。

策略建议：金银阶段性逢高沽空

风险因素：美联储 9 月降息幅度超预期

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。