

类别

宏观贵金属周报

日期

2024年9月13日



建信期货
CCB Futures

宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)

020-38909340

hezhuoqiao@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)

021-60635739

huangwenxin@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)

021-60635731

dongbin@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F3054198

研究员：冯泽仁(宏观集运)

021-60635727

fengzeren@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F03134307



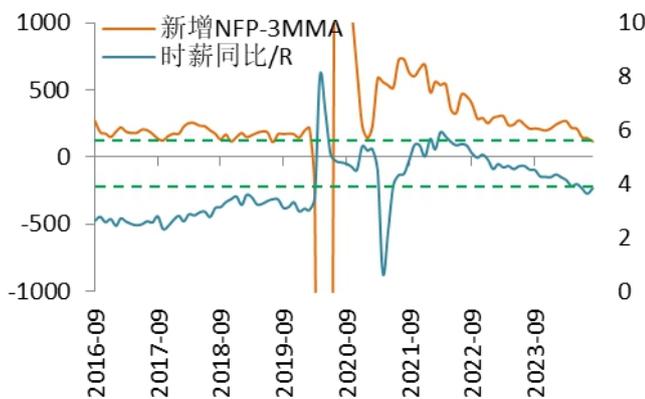
就业通胀韧性未解美国经济衰退 担忧

一、宏观环境评述

1.1 经济：美国就业通胀略显韧性

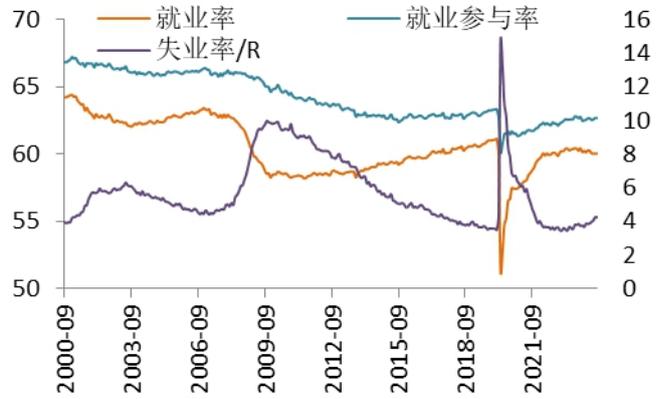
美国8月份新增非农就业14.2万，低于市场主流预期的16万；与此同时7月份新增非农就业从11.4万下修至8.9万，6月份新增非农就业从17.9万下修至11.8万；这样2024年4月份至8月份美国月均新增非农就业12.1万，较2024年1月份至3月份的月均20.3万显著减少，相比较2019年上半年美国月均新增非农就业22.4万。就业扩张速度的放缓几乎出现在包括政府部门在内的所有行业，表征美国房地产市场和基础设施建设的建筑业月均新增就业从1-3月份的2.9万减少至4-8月份的1.46万，制造业就业月均萎缩程度从1-3月份的0.3万扩大到4-8月份的0.48万，专业服务业月均新增就业从1-3月份的2.37万减少至4-8月份的0.44万，政府部门月均新增就业从1-3月份的6.43万减少至4-8月份的1.4万。8月份雇员薪资同比增长3.83%，增速较7月份加快0.2个百分点，且略高于疫情前阶段性峰值3.59%；近六个月环比折年率则从3.25%回升到3.76%，表现出对前四个月快速回落的短期修正。

图1：新增非农与薪资增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：就业参与率与失业率

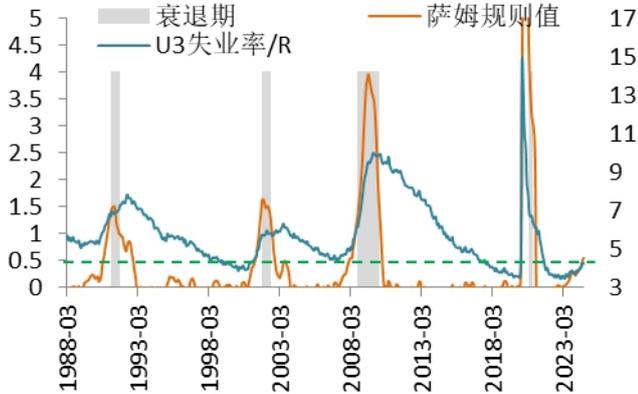


数据来源：Wind，建信期货研究发展部

家庭就业方面，8月份美国就业参与率62.69%，维持在前一个月附近，超额储蓄消耗殆尽后人们进入就业市场寻找工作的意愿依然强烈。8月份失业率4.22%，较前一月小幅回落0.03个百分点（若取一位小数则从4.3%回落到4.2%），因劳动力总数小幅增长的同时失业人数有所减少；其中因飓风影响减退，8月份暂时性失业人数环比减少了19万，这与续请失业金人数从7月底的187.1万震荡回落到183.8万是基本相符的。即使失业率环比小幅回落，但萨姆法则观测值仍从0.494上升到0.542（以一位小数失业率计算则从0.53上升到0.57），再加上非农就业扩张速度的放缓，市场对美国就业市场乃至整体经济的担忧并没有明显缓

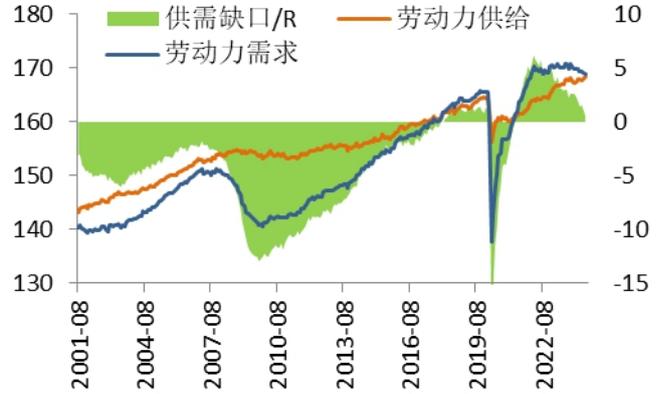
解；经验上看，萨姆法则观测值(失业率三个月移动平均的现值与过去十二个月最低值之差)超过 0.5 个百分点意味着美国经济已经或者很快进入衰退，萨姆法则对于二战后的美国就业市场都是成立的。

图3：失业率与萨姆法则



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：美国劳动力供需缺口



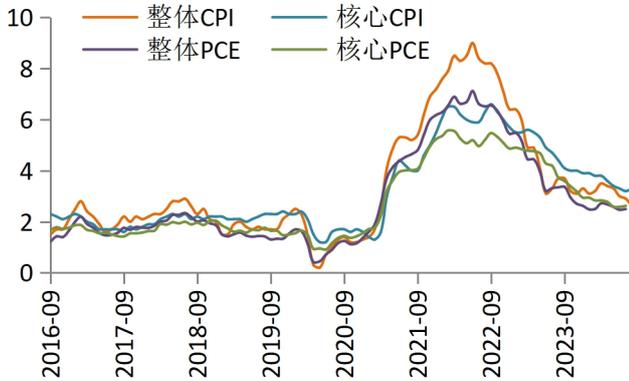
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

7月份美国职位空缺数环比减少23.7万至767.3万，以此计算7月份美国劳动力供需缺口环比回落59万至51万，显著低于疫情前峰值142万；移民的增加以及超额储蓄消耗殆尽后人们工作意愿的提升，接力推动劳动力供应持续增长；而美联储紧缩货币政策的限制性，则使得劳动力需求持续减少并接近供应水平。过去一段时间，美国就业市场的再平衡表现为移民友好型政策影响下移民数量的增长和美联储紧缩货币政策影响下职位空缺数的减少，被动裁员率保持在较低水平，因此失业率的上升是相对缓慢的。而在贝弗里奇曲线已经下移到2008-2020年水平附近因此空缺率单边下跌空间有限之后，一方面移民的持续增长以及人们工作意愿的提升，使得劳动力供应可能加速；另一方面美联储紧缩货币政策限制性的累积，可能使得被动裁员率与失业率非线性上升，7月份被动裁员率1.11%，是自2023年4月份以来再次突破1.1%关口。

8月份美国整体CPI同比增长2.6%，增速较7月份回落0.3个百分点且为2021年3月份以来的最低值，核心CPI同比增速则较7月份环比回升0.1个百分点至3.3%。8月份美国核心CPI环比增长0.28%，增速较5-7月份显著加速且接近4月份读数；其中住房成本环比增长0.5%，增速为2024年2月份以来的最高值；核心服务CPI环比增长0.1%，显示出夏季出游服务价格的增长；核心商品CPI环比萎缩0.1%，反映疫情后国际供应链以及中国工业产出的恢复；能源CPI环比回落0.8%，自5月份以来共萎缩4.7%，显示出拜登政府释放汽油储备以及美国经济衰退担忧打压油价对缓解美国通胀压力的共同作用。初步判断美国核心通胀摆脱夏季的低速增长而重新展现韧性，与美国8月份雇员薪资环比增速回升相一致，

但能源价格疲软或将继续拉低美国整体通胀。克利夫兰联储的 Inflation Nowcasting 模型预估 9 月份美国整体 CPI 同比增长 2.29% 环比增长 0.15%，核心 CPI 同比增长 3.11% 环比增长 0.27%。

图5：美国通胀同比增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：中国进出口同比增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

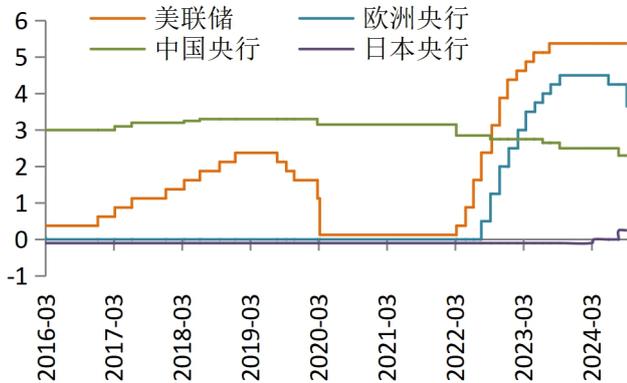
8 月份中国出口同比增长 8.7%，1-8 月份累积出口同比增长 4.6%，增速较 1-7 月份加快 0.6 个百分点；1-8 月份累积进口同比增长 2.5%，增速较 1-7 月份放缓 0.3 个百分点，显示出外需恢复内需疲软的特点；1-8 月份贸易盈余累积 6085 亿美元，较 2023 年同期增长 11.2%，进出口继续成为 2024 年中国经济增长的主要驱动力。中国 8 月份 CPI 同比增长 0.6%，增速较 7 月份加快 0.1 个百分点；但主要是食品价格带动，扣除食品和能源的核心 CPI 同比增速则回落到 0.3%，为 2021 年 3 月份以来的最低值，国际大宗商品价格调整以及国内需求疲软使得 8 月份 PPI 同比萎缩 1.8%，萎缩程度较 7 月份扩大 1 个百分点且为 5 月份以来的最大值。物价数据显示中国通缩风险挥之不去，民间投资消费意愿持续低迷，亟待强有力刺激政策提振经济增长活力。

1.2 政策：欧洲央行不对称降息

由于美国 8 月份新增非农就业和雇员薪资增速环比回升而失业率小幅下降，同时虽然 8 月份整体 CPI 因油价大跌而显著回落但住房等服务价格支撑核心 CPI，市场预期美联储 9 月会议大幅度降息的概率从前一周的 40% 回落到周三的 14%；但周四《华尔街日报》报道称美联储决策官员正在考虑降息 25BP 还是 50BP，市场预期美联储 9 月会议大幅度降息的概率又回到 40% 附近，年内降息幅度预期则始终维持在 110BP 附近。9 月 12 日欧洲央行不对称降息且符合市场预期，主要再融资利率下调 60BP 至 3.65%，边际存款利率下调 25BP 至 3.5%，边际贷款利率下调 60BP 至 3.9%；欧洲央行将 2024 至 2026 年的经济增长预估均下调 0.1 个百分点但通胀预估维持不变，欧洲央行称不预先承诺特定的利率路径，管委会将继续遵循

依赖数据和逐次会议的方式来确定适当的限制水平和持续时间，管委会决心确保通胀率及时回到 2% 的中期目标。

图7：美欧中日央行政策利率



数据来源：Wind, 建信期货研究发展部

图8：市场对美联储2024年降息幅度预期



数据来源：MacroMicro, 建信期货研究发展部

主要央行当中，目前已经降息的央行有瑞士央行(3月21日与6月20日各25BP)、瑞典央行(5月8日, 25BP)、加拿大央行(6月4日、7月24日与9月4日各25BP)、欧洲央行(6月5日与9月12日各25BP)、英国央行(8月1日, 25BP)和新西兰联储(8月14日, 25BP)。美联储缩表步伐放缓但美联储和欧洲央行继续缩表, 9月12日当周美联储QE账户规模为2022年峰值的78.7%, 但仍比2019年底水平高出78.9%; 欧洲央行QE账户规模为2022年峰值的63.2%, 但仍比2019年底水平高出38.7%。另外日本央行3月19日加息0.1%并结束收益率控制政策YCC、7月31日将政策利率由区间0-0.1%提升到0.25%附近并且逐步削减QE规模过半, 数据显示2024年日本央行QE账户规模大致持稳。

9月10日民主党哈里斯和共和党特朗普电视辩论之后, 赌场赔率数据显示市场预期特朗普胜选概率从52%下降至47.9%, 而哈里斯胜选概率从46.9%上升到50.9%。9月11日美英外交高管到访乌克兰基辅, 并宣布为乌克兰提供近15亿美元的新援助, 但没有解除乌克兰使用远程导弹攻击俄罗斯本土的限制; 消息人士透露, 美国接近达成向乌克兰供应远程武器的协议, 但由于仍有技术问题未解决, 基辅还须等上数月才能收到武器。

二、贵金属市场分析

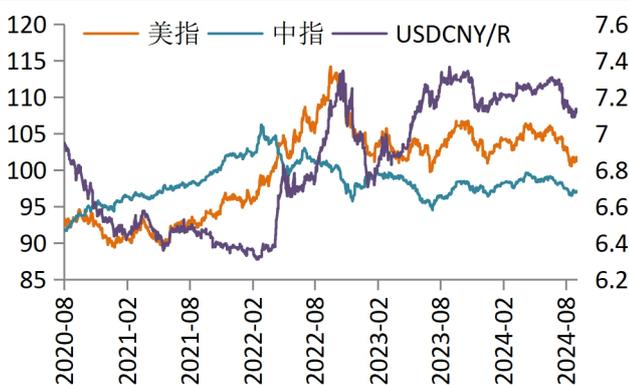
2.1 美元汇率与美债利率

2023年底至2024年4月份美元指数从100.6震荡反弹至106.5并接近2023年阶段性峰值107.3, 美国增长动能与通胀压力双双企稳回升使得美联储降息预

期持续减退和美债利率震荡回升，与此同时日本央行虽然加息 0.1BP 但货币政策仍然偏宽松，加拿大央行和欧系央行陆续开启降息进程，利差优势与经济增长前景差异增强美元汇率基本面。5 月份至 8 月份美元指数偏弱回调到 100.6 附近，原因是美国就业通胀韧性减弱增强美联储降息预期，并与美联储放缓缩表步伐一道打压美债利率，7 月底日本央行再次加息以及 8 月初美国失业率使得美日套息交易策略解除，美国经济衰退担忧和环球金融市场剧震导致美联储降息预期显著增强。8 月底至今美元指数底部偏弱调整，美国经济就业通胀数据提供部分支撑，但美联储降息预期持续打压美元汇率。中期看中期看美国对欧日英的相对经济韧性与利差因素利多美元，但美联储降息一方面削弱美元的利差支撑另一方面削弱美元的海外避险需求；我们预计美元指数将震荡下行，但下行空间或相对有限，核心波动区间 98-103。

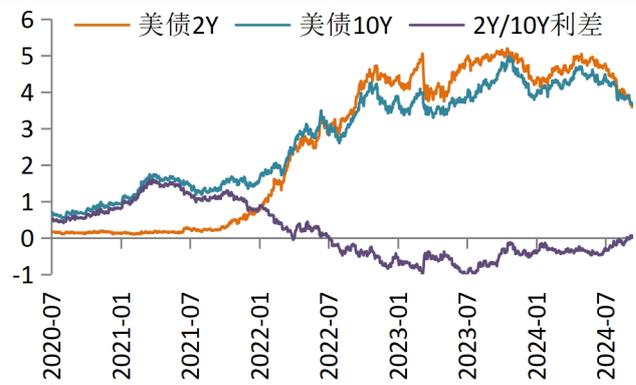
人口结构老龄化对中国中期经济增长的抑制将持续存在，中外巨大利差和地缘政治风险影响下资金抽离中国的意愿继续存在，中线维度看人民币兑美元汇率还有贬值空间；但欧美央行携手宽松为中国加大政策刺激力度提供了时间窗口，美元指数走弱和美债利率下行可能推动巨额未结汇贸易盈余集中结汇。我们判断 2024 年下半年至 2025 年人民币兑美元汇率将继续升值并大概率突破 7 关口，上方阻力在 6.7-7.8 一线。

图9：美元与人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：美债收益率曲线



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

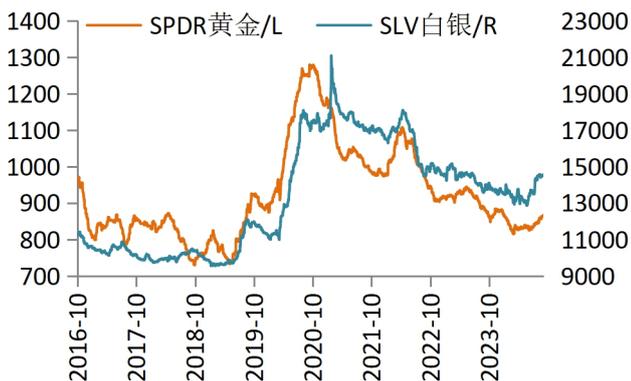
2024 年美国国债利率先反弹再回落，10 年期国债利率从 2023 年底的 3.78% 上升到 4 月下旬的 4.7% 然后再回落到 9 月中旬的 3.65%，2/10 期限利差倒挂程度从 45BP 回落到大致平水。1-4 月份国债利率反弹是因为美国经济增长、就业市场与通货膨胀展现出较强韧性，市场对美联储降息预期持续减退；5 月份至今国债利率回落是因为经济通胀数据边际走弱、美联储降息预期升温、美联储放缓缩表步伐以及 8 月初全球金融市场剧震。我们认为美国政府财政扩张力度不减、人

人工智能技术革命以及地缘政治机遇使得美国经济增长呈现出较强韧性，但移民数量剧增在推高失业率的同时也压低薪资增速，美联储紧缩货币政策的限制性持续累积，经济状况的正常化意味着美联储货币政策也需要正常化。近期美国就业通胀韧性的减弱以及8月初全球市场剧震有助于美联储9月份开启降息进程，年内美债利率将延续陡峭化下行趋势，但经济韧性以及潜在通胀压力意味着长端利率的下行将较为崎岖，尤其是市场对美联储降息预期过于乐观的情况下。

2.2 市场投资情绪

在2024年黄金价格突破上涨以及欧美央行逐步开启降息进程之后，金银ETF持仓量自2024年5月份企稳回升。9月11日SPDR黄金ETF持有量为866.18吨，较年内低点增长6.3%但较2023年底还低1.5%；SLV白银ETF持有量为14545吨，较年内低点增长13%且较2023年底增长6.9%。实物投资者对金银的兴趣正在回归，而且在金银比值处于相对高位的情况下更偏好白银。

图11：贵金属ETF持仓量



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图12：贵金属CFTC基金净多率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

在CFTC持仓方面，2024年9月3日当周非商业机构减持黄金期货期权多单9055张并增持空单2729张，减持白银期货期权多单3673张并增持空单4413张，结果是金银基金净多率分别下降到35%和24.8%；金银净多量的八年COT指标分别为76.3%和51.8%，均处于中间偏高水平。因CFTC公布的持仓数据距离周报写作时间有10天，对行情指导意义不大。

2.3 贵金属回顾展望

2023年四季度美联储非标准性降息推动伦敦黄金两次挑战2080美元/盎司压力位，但2024年一季度美国经济就业通胀展现韧性而市场对美联储降息的乐观预期持续修正，2月14日伦敦黄金一度下探1985美元/盎司并创下年度低点。由于3月初美国经济阶段性疲软、美联储坚持鸽派前瞻指引以及比特币暴涨至7万美

元上方，诸多利好因素在 3-5 月份推动伦敦黄金突破五重顶 2080 美元/盎司并顺势上涨到 2450 美元/盎司，期间受益于工业需求预期的白银价格最大涨幅更是达到 45%，伦敦金银比值从 92 最低回落到 73。5 月下旬至今美国就业通胀韧性减弱、欧系央行陆续降息和美联储降息预期支持伦敦黄金偏强运行，9 月 13 日亚盘时段伦敦黄金再创历史新高 2568 美元/盎司；而白银受累于中国经济疲软态势、中外贸易纷争和美国经济衰退预期，8 月 8 日伦敦白银创下本轮调整低点 26.6 美元/盎司。但 8 月中旬以来黄金价格突破上行、美联储降息预期以及经济衰退担忧缓解使得伦敦白银也反弹至 30 美元/盎司附近。

图13：伦敦金银走势



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图14：上海金银走势



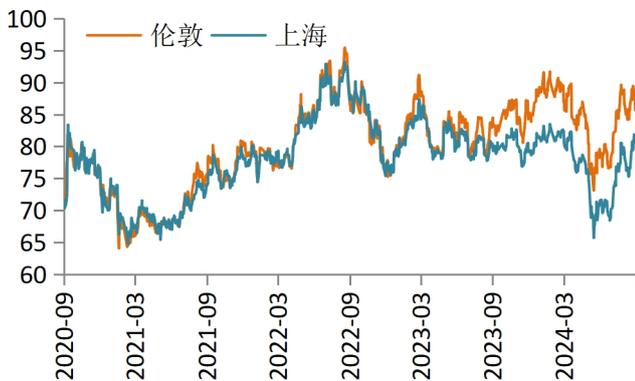
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2015 年 12 月伦敦黄金进入 1971 年以来的第三轮大牛市，核心驱动力是百年变局和中美博弈对全球地缘政治和国际货币体系的冲击。2024 年 3 月份伦敦黄金在多重利好刺激下，一举突破五重顶 2080 美元/盎司并顺势上涨到 2568 美元/盎司，我们判断伦敦黄金已经进入第三轮大牛市的第四个中级上涨阶段，核心驱动力是环球央行携手宽松以及中美积极财政扩张。虽然美联储因年初就业通胀韧性而推迟降息，但 4 月份以来就业通胀韧性的减弱以及 8 月初环球金融市场剧震为美联储提供降息条件；房地产市场动荡限制中国财政扩张，人民币汇率贬值压力限制中国货币宽松，但美欧央行降息也为中国加大经济刺激力度提供时间窗口。整体看百年变局与中美博弈始终支撑黄金的避险需求，欧美央行降息进一步增强黄金的抗通胀需求，预计本轮牛市伦敦黄金目标价为 2600-2800 美元/盎司；新能源领域的广泛应用使得全球白银持续供不应求，客观上有利于推动金银比值震荡回落，预计本轮金银比值下降至 70-75，对应伦敦白银价格上涨空间为 34.7-40 美元/盎司；美联储降息与中国短期经济增长动能改善或增强企业结汇意愿并推高人民币汇率，预计本轮人民币兑美元汇率升值至 6.8-6.9，折算国内金银上涨空间分别为 580-618 元/克和 8930-10100 元/千克。

2.4 贵金属相关图表

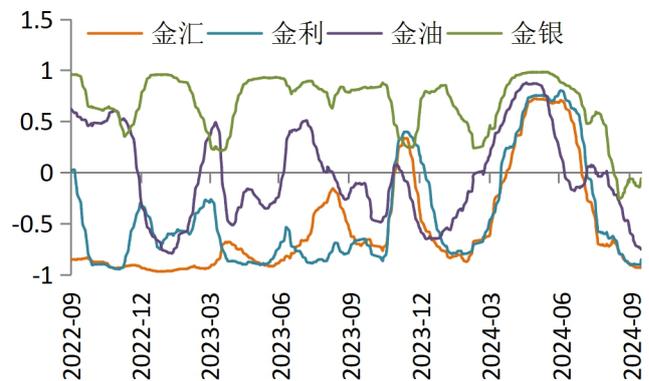
周五伦敦和上海金银比值分别为 85.6 和 79.1, 8 月份以来呈现出构筑短期顶部的迹象, 主要受欧美央行加快降息步伐和美国经济衰退担忧缓解影响。黄金与美元汇率和美债利率维持强负相关关系, 说明在突破压力位上涨动能得到宣泄之后黄金走势重新回归基本面; 黄金与原油的负相关性进一步加强, 说明原油价格上涨对美国通胀的影响反过来影响美联储降息预期和黄金价格; 黄金与白银维持弱负相关关系, 说明中国经济增长疲软态势和美国经济衰退预期对白银工业需求的影响还没完全消除。

图15: 沪伦金银比值



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图16: 伦敦黄金与其他资产相关性



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图17: 伦敦黄金与美元指数



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图18: 伦敦黄金与美债实际利率



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

【建信期货研投中心】

宏观金融研究团队 021-60635739 有色金属研究团队 021-60635734 黑色金属研究团队 021-60635736
 石油化工研究团队 021-60635738 农业产品研究团队 021-60635732 量化策略研究团队 021-60635726

免责声明:

本报告由建信期货有限责任公司(以下简称本公司)研究发展部撰写。

本研究报告仅供报告阅读者参考。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告版权归建信期货所有。未经建信期货书面授权,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在授权范围内使用,并注明出处为“建信期货研究发展部”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)5楼
 电话:021-60635548 邮编:200120

深圳分公司

地址:深圳市福田区鹏程一路8号深圳建行大厦39层3913
 电话:0755-83382269 邮编:518026

山东分公司

地址:济南市历下区龙奥北路168号综合营业楼1833-1837室
 电话:0531-81752761 邮编:250014

广东分公司

地址:广州市天河区天河北路233号中信广场3316室
 电话:020-38909805 邮编:510620

北京营业部

地址:北京市宣武门西大街28号大成广场7门501室
 电话:010-83120360 邮编:100031

福清营业部

地址:福清市音西街福清万达广场A1号楼21层2105、2106室
 电话:0591-86006777/86005193 邮编:350300

郑州营业部

地址:郑州市未来大道69号未来大厦2008A
 电话:0371-65613455 邮编:450008

宁波营业部

地址:浙江省宁波市鄞州区宝华街255号0874、0876室
 电话:0574-83062932 邮编:315000

总部专业机构投资者事业部

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)6楼
 电话:021-60636327 邮编:200120

西北分公司

地址:西安市高新区高新路42号金融大厦建行1801室
 电话:029-88455275 邮编:710075

浙江分公司

地址:杭州市上城区五星路188号荣安大厦602-1室
 电话:0571-87777081 邮编:310000

上海浦电路营业部

地址:上海市浦电路438号1306室(电梯16层F单元)
 电话:021-62528592 邮编:200122

上海杨树浦路营业部

地址:上海市虹口杨树浦路248号瑞丰国际大厦811室
 电话:021-63097527 邮编:200082

泉州营业部

地址:泉州市丰泽区丰泽街608号建行大厦14层CB座
 电话:0595-24669988 邮编:362000

厦门营业部

地址:厦门市思明区鹭江道98号建行大厦2908
 电话:0592-3248888 邮编:361000

成都营业部

地址:成都市青羊区提督街88号28层2807号、2808号
 电话:028-86199726 邮编:610020

【建信期货联系方式】

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)5楼
 邮编:200120 全国客服电话:400-90-95533 转5
 邮箱:khb@ccb.ccbfutures.com 网址:http://www.ccbfutures.com