

如期降息加避险升温，金价持续创历史新高

摘要

近期贵金属价格持续创新高的原因：上周在美联储降息 50bp 落地，但伴随着鲍威尔鹰派指引下，一度给贵金属市场带来调整风险，随后贵金属价格便迅速收复失地再度创历史新高，我们主要原因有 2 点。一是，市场对再次降息 50bp 预期的反复交易；二是以黎冲突的升级导致避险需求升温。二者共同驱动金价再创历史新高。但近期在人民币汇率持续升值的压制下，国内贵金属表现弱于外盘，尤其是需求预期不佳的白银，内外盘价差大幅收窄。

贵金属价格后市展望：当下，金价在创下新高后或料延续偏强运行。但考虑到美国通胀粘性的滞后性、就业市场尚未显著恶化、消费数据尚具韧性，美联储逐步会议决策料将保持数据依赖模式，市场押注的再次降息 50bp 和经济衰退仍有被修正的压力，近期 10 年期美债收益率的下行速度放缓亦可作证，这或意味着黄金上涨的速度料逐渐放缓。本周仍需密切关注美联储官员的讲话和 8 月 PCE，需警惕金价再创历史新高后，以及国内即将迎来国庆假期，市场短期波动加剧的风险。

从中长期角度来看，我们认为无论美联储以何种路径进行后续的降息，贵金属价格长期都将会继续受益降息利多环境而继续上涨，区别在于不同的降息节奏会影响其价格的上涨节奏和上涨空间。其次，次，中东、俄乌地缘局势复杂性和紧张性加剧、美国大选的不确定性提升等，或加剧全球动荡，避险和全球央行持续净购金等因素都将长期支撑贵金属价格重心逐步上移。综上，我们建议贵金属长线策略仍可持续以回调做多为主。个人建议，仅供参考！

个人建议，仅供参考！

贵金属

专题报告

2024 年 9 月 23 日

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

白素娜

从业资格号：F3023916

投资咨询号：Z0013700

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

1、行情回顾：国际金价持续刷新历史新高

在美联储降息略超预期 50bp 后，贵金属市场一度因为美联储主席鲍威尔和点阵图的鹰派指引“暗示单次降息 50bp 并非常态路劲”而出现调整。但周四、周五贵金属价格不仅收复鲍威尔讲话后的跌幅，金价更是持续刷新历史新高，其中伦敦现货黄金突破 2620 美元/盎司关口、COMEX 黄金突破 2650 美元/盎司关口，双双再创历史新高，沪金期货主力受人民币汇率升值拖累仅突破 593 元/克，但距离突破历史高位也只有一步之遥了。

白银方面，此前受到商品属性拖累，金银走势“劈叉”严重，但在 9 月中旬随着降息临近，市场情绪修复缓和加上金价不断创新高，银价开始出现显著“补涨”，后在周四、周五跟随黄金显著上行，伦敦现货白银收盘价站稳 31 美元/盎司，创 7 月中旬以来新高；沪银方面，受人民币汇率升值和国内白银实物需求预期不佳等拖累，整体表现弱于外盘，白银内外盘价差大幅收窄。

图表 1：伦敦现货黄金价格走势



数据来源：Wind、国贸期货整理

图表 2：伦敦现货白银价格走势



数据来源：Wind、国贸期货整理

图表 3：沪金主力合约价格走势图



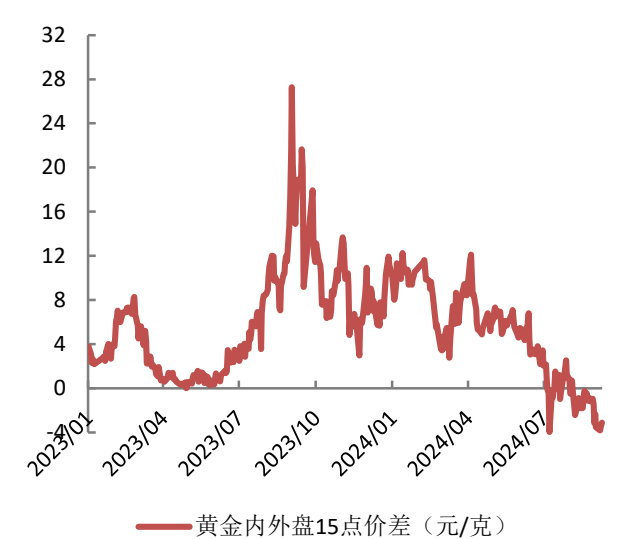
数据来源：Wind、国贸期货整理

图表 4：沪银主力合约价格走势图



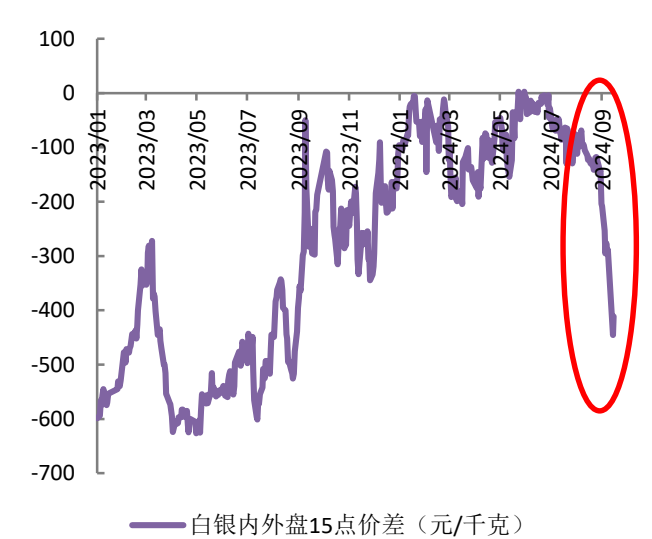
数据来源：Wind、国贸期货整理

图表 5：黄金内外盘价差：内盘折价外盘



数据来源：Wind、国贸期货整理

图表 6：白银内外盘价差：大幅收窄



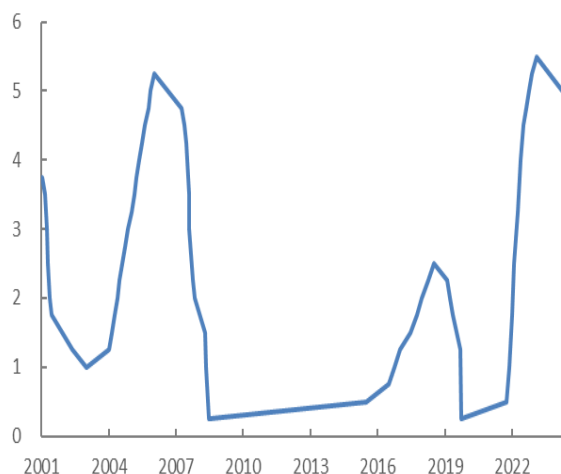
数据来源：Wind、国贸期货整理

2、 驱动之一：对再度降息50bp预期的反复交易

上周，在美联储降息 50bp 落地，但伴随着鲍威尔鹰派指引下，一度给贵金属市场带来调整风险，随后贵金属价格便迅速收复失地再度创历史新高，我们主要的原因之一在于对再次降息 50bp 预期的反复交易。

9 月 19 日，美联储委员以 11-1 的比例同意降息 50 个基点，将基准的联邦基金利率水平下调至 4.75%-5.0% 目标区间，为 2020 年 3 月来首次降息。声明强调对通胀回落至 2% 更有信心，但就业下行风险已经加重，小幅下调今年 GDP 预期，全面上调 2024 年至 2026 年失业率预期，下调近两年 PCE 和核心 PCE 预期。点阵图预测今年将累计降息 100bp，即今年还将降息 50 个基点，预计明年料再将降息 100 个基点，与 6 月点阵图预期的降息幅度相同，将长期利率由 2.8% 上调至 2.9%。鲍威尔讲话强调通胀上行风险减弱、就业下行风险已经加重，预计 GDP 增长将保持稳健，本次降息是美联储不落后于经济形势的承诺的体现。但也多次强调在降息节奏上“不急于求成”，暗示单次降息 50bp 并非常态路径，利率路径仍将逐次会议作出决策。从点阵图的降息路径和鲍威尔不急于再次大幅降息来看，美联储对于降息节奏仍较为谨慎，11 月和 12 月单次降息 25bp 的概率仍较高。

图表 7：美国联邦基金目标利率水平



数据来源：Wind、国贸期货整理

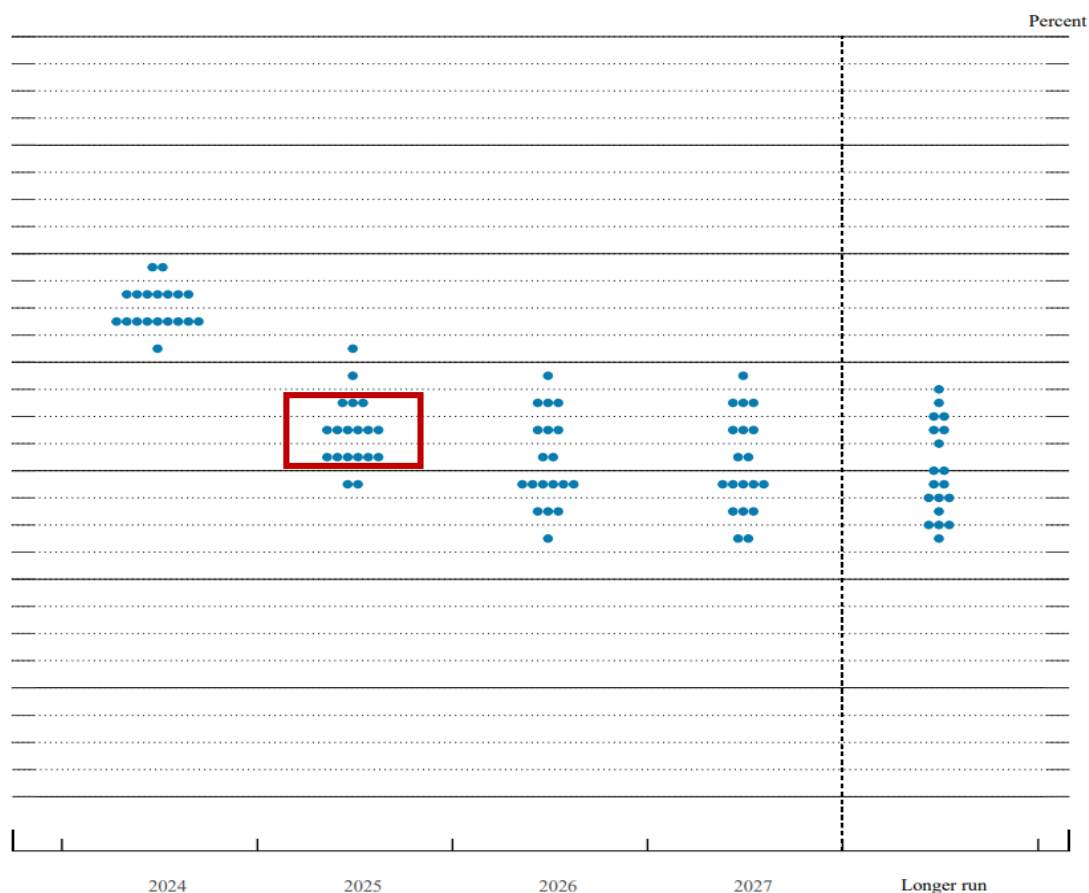
图表 8：美联储 9 月经济预测摘要

| 美联储经济摘要预测 | | | | |
|-----------|------|---------|---------|---------|
| 指标 | 年份 | 2024年9月 | 2024年6月 | 2024年3月 |
| GDP增速 | 2024 | 2.00% | 2.10% | 2.10% |
| | 2025 | 2.00% | 2.00% | 2.00% |
| | 2026 | 2.00% | 2.00% | 2.00% |
| 失业率 | 2024 | 4.40% | 4.00% | 4.00% |
| | 2025 | 4.40% | 4.20% | 4.10% |
| | 2026 | 4.30% | 4.20% | 4.00% |
| PEC | 2024 | 2.30% | 2.60% | 2.40% |
| | 2025 | 2.10% | 2.30% | 2.20% |
| | 2026 | 2.00% | 2.00% | 2.20% |
| 核心PCE | 2024 | 2.60% | 2.80% | 2.60% |
| | 2025 | 2.20% | 2.30% | 2.20% |
| | 2026 | 2.00% | 2.00% | 2.00% |

数据来源：CME、国贸期货整理

图表 9：美联储 9 月点阵图：

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



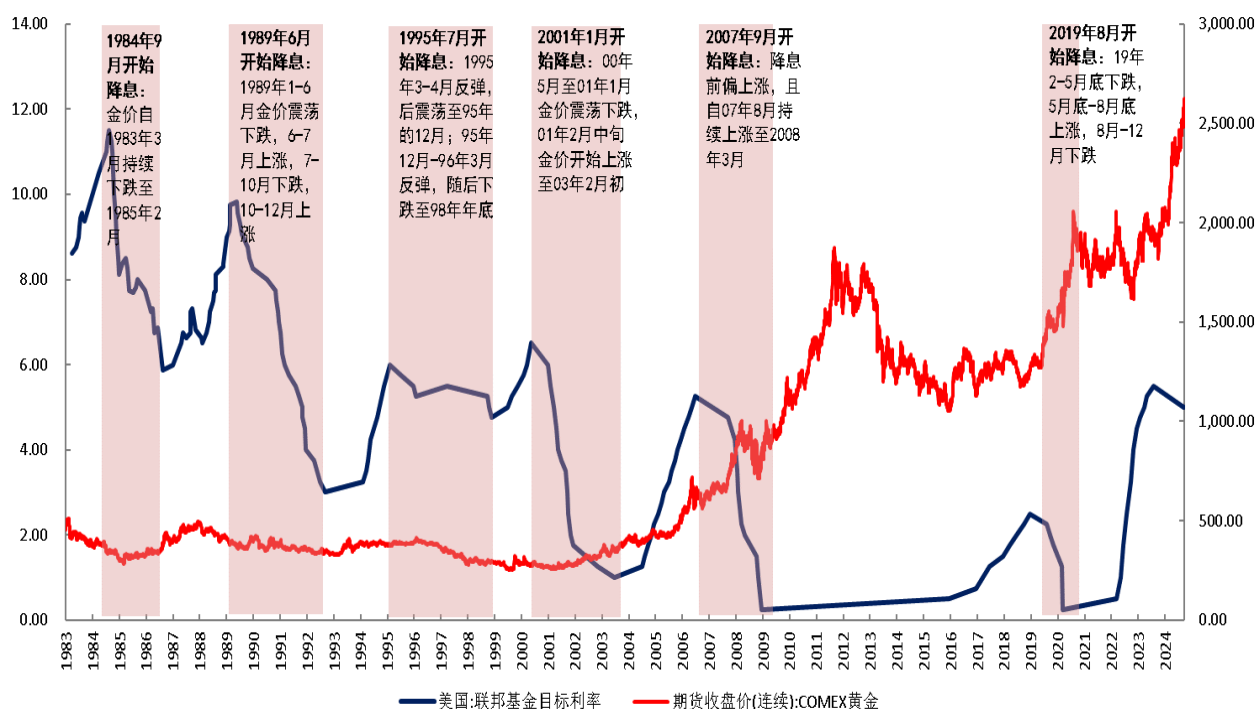
数据来源：CME

自 6 月以来，美联储就从“高度关注通胀风险”转为“关注双重使命风险”，这一措辞的转变意味着美联储更加关注就业下行风险。基于当下美国通胀上行风险放缓，但 7-8 月就业数据的大幅放缓凸显就业下行风险加剧，为应对就业下行风险并尽可能让经济有“软着陆”空间，美联储 9 月降息 50bp 属于一种“预防式”降息，因此未来如果美国经济数据表现稳健，美联储尚可以采取缓慢降息策略，但未来一旦美国经济数据再度不及预期，市场进一步交易美国经济衰退风险，美联储仍大概率会考虑继续降息 50bp，美联储官员沃勒上周五晚间就表态称“如果就业市场恶化可能会考虑再次降息 50 个基点”。故随着美联储以 50BP 开局降息，虽然美联储对未来降息路径仍较为谨慎，但在美联储更侧重于关注就业风险，稳经济“软着陆”预期下，一旦就业或经济增长继续恶化，美联储再次降息 50bp 的概率并不小，且市场也会反复交易、炒作，从而不断去支撑、甚至驱动贵金属价格上涨。对于贵金属后市而言，我们认为无论美联

储以何种路径进行后续的降息，贵金属价格长期都将会继续受益而继续震荡式上涨，区别在于不同的降息节奏会影响黄金价格的上涨节奏和上涨空间。

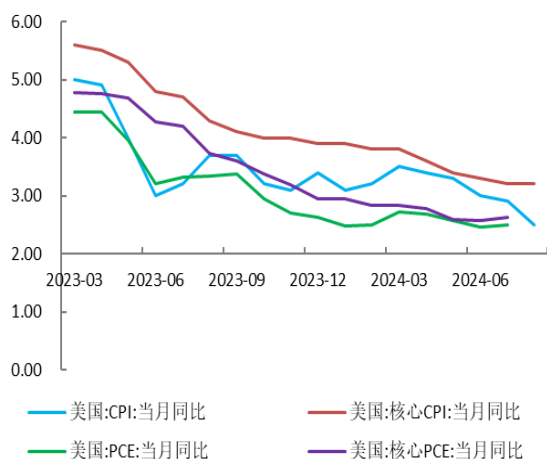
对此，我们整理了自 1980 年以来历次降息前、后贵金属价格的表现。从历史角度，在美联储首次降息落地前，市场料将反复交易降息预期，从而继续支撑贵金属价格。我们以史为鉴，通过分析自 1980 年以来美联储几轮主要降息前后贵金属价格的走势，发现黄金价格在历次降息前后的表现差异较大。但自 2000 年以来的三轮降息（2001. 01–2003. 06、2007. 09–2008. 12、2019. 08–2020. 03）黄金价格在降息前普遍是震荡或上涨的，且在首次降息落地后小幅调整，便开启一轮较为显著的上涨。

图表 10：1980 年以来历轮首次降息前后金价表现



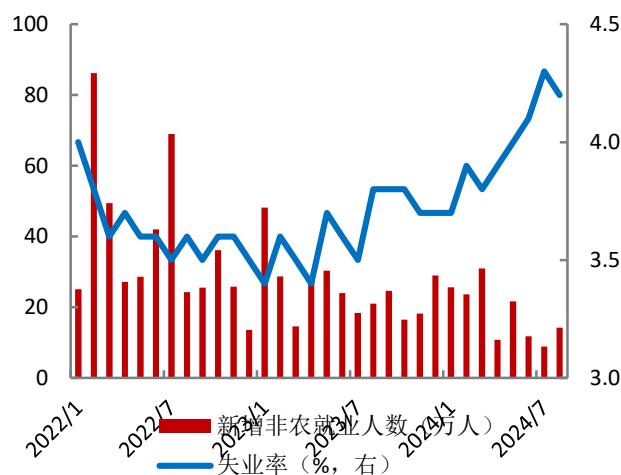
数据来源：Wind、国贸期货整理

图表 11: 美国 8 月 CPI 放缓, 核心 CPI 持稳



数据来源: Wind、国贸期货整理

图表 11: 美国 8 月非农低于预期, 但失业率回落



数据来源: Wind、国贸期货整理

3、 驱动之二：以黎冲突升级加剧中东地缘局势，避险升温

上周，贵金属价格便迅速收复降息落地后失地再度创历史新高，我们主要的原因除对再次降息 50bp 预期的反复交易，还有一个很重要的原因在于自中秋节以来，以色列和黎巴嫩的冲突不断升级，致使中东地缘局势的复杂性和紧张进一步加剧，避险升温也给贵金属价格带来一定上涨驱动。

对此，我们简单梳理了下近期以色列和黎巴嫩之间的冲突进展：黎巴嫩寻呼机爆炸事件、以色列对黎巴嫩首都贝鲁特南郊发动导弹“定点打击”致使真主党重要领导丧生、真主党向以色列北部以及被以色列控制的戈兰高地的至少 7 个军事据点发射了火箭弹以进行反击等。具体如下：

当地时间 9 月 17 日，黎巴嫩卫生部长表示，该国发生的寻呼机爆炸事件已造成 8 人死亡、2750 人受伤，伤者中约有 200 名危重病例。黎真主党：以色列应对寻呼机爆炸事件负全责。

当地时间 9 月 19 日，黎巴嫩真主党领导人纳斯鲁拉 19 日发表讲话时说，以色列引爆数千个通信设备试图杀死数千名黎巴嫩人，这越过了所有红线，等同于宣战。此前，以防长宣称战争进入新阶段：“军事重心将转到黎巴嫩方向”。

当地时间 9 月 20 日，以色列对黎巴嫩首都贝鲁特南郊发动导弹“定点打击”，造成包括至少两名真主党高级军事指挥官在内的 37 人死亡。

当地时间 9 月 21 日，以军对黎巴嫩南部进行了大规模打击，黎真主党向多个以色列军事据点发射数十枚火箭弹。当地时间 9 月 22 日凌晨，以色列国防军其在 21 日打击了黎真主党武装约 290 个目标；路透社称，21 日是以军自去年 10 月 7 日新一轮巴以冲突爆发以来，连续第二天对黎巴嫩发动的“最猛烈空袭”。

当地时间 9 月 21 日，黎巴嫩真主党发布声明称，该武装当天向以色列北部以及被以色列控制的戈兰高地的至少 7 个军事据点发射了火箭弹。以色列军方表示，截至 21 日下午早些时候，黎真主党武装已向以军目标发射约 90 枚火箭弹，以军还收到火箭弹袭击在以色列北部造成损坏并引发火灾的报告，但目前暂无人员伤亡消息。

此外，黎巴嫩卫生部长 21 日表示，过去几天以色列对黎的袭击已造成共 82 人死亡。黎巴嫩看守政府总理纳吉布·米卡提发表声明，鉴于“以色列侵略黎巴嫩相关事态发展”，决定取消前往美国纽约参加联合国大会的行程，并称以色列空袭贝鲁特南部是“可怕的大屠杀”。黎巴嫩看守政府副总理萨阿德·沙米等多名高官也发声谴责以色列的袭击，称其违反国际法，犯下战争罪。

4、贵金属后市展望

当下，基于以黎冲突升级加剧中东地缘局势，避险需求升温，加上美联储官员沃勒表态称若就业数据恶化仍会考虑再次降息 50bp，因此贵金属价格在创下新高后料仍会延续偏强运行。但是，当下鲍威尔和点阵图的降息路径指引仍相对谨慎，且考虑到美国通胀粘性的滞后性、就业市场尚未显著恶化、消费数据尚具韧性，美联储逐步会议决策料将保持数据依赖模式，市场押注的再次降息 50bp 和经济衰退仍有被修正的压力，近期 10 年期美债收益率的下行速度放缓亦可作证，这或意味着黄金上涨的速度料逐渐放缓。本周仍需密切关注美联储官员的讲话和 8 月 PCE，需警惕金价再创历史新高后，以及国内即将迎来国庆假期，市场短期波动加剧的风险。

从中长期角度来看，我们认为无论美联储以何种路径进行后续的降息，贵金属价格长期都将会继续受益降息利多环境而继续上涨，区别在于不同的降息节奏会影响贵金属价格的上涨节奏和上涨空间。其次，次，中东、俄乌地缘局势复杂性和紧张性加剧、美国大选的不确定性提升等，或加剧全球动荡，避险和全球央行持续净购金等因素都将长期支撑贵金属价格重心逐步上移。综上，我们建议贵金属长线策略仍可持续以回调做多为主。个人建议，仅供参考！

图表 12：美元指数偏弱运行

图表 13：美债收益率亦偏弱



数据来源：Wind、国贸期货整理



数据来源：Wind、国贸期货整理

图表 14：人民币汇率持续升值



数据来源：WIND、国贸期货整理

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

免责声明