



## 利率预期再次走强，金银或将承压下行

### 摘要

2023年9月贵金属价格均承压下行，本月初美国失业率超预期上升，劳动力市场供需得到进一步修复，薪资增速同样放缓。然而原油价格在沙特及俄罗斯联合减产的影响下持续上涨，进而推高整体通胀数据。在月中FOMC会议上，美联储如预期停止加息并释放年内不排除再次加息的信号，同时在联储经济预测中，年内利率终值预期上调，而明后两年利率预期终值均上调50基点，暗示明年预期降息空间减半，会议后市场大幅上调利率预期，美元指数及各期限美债收益率随之上涨，贵金属相继承压下行。

往后看，在隐含利率曲线上调的影响下美元指数及10年期美债收益率在年底前或得到相应支撑，同时经济预期走强及能源价格持续上涨或将进一步推升市场对年内再次加息的预期，因此年底前美元指数及10年期美债收益率或仍将有一定上涨空间。贵金属作为“零息债券”受无风险利率上调的影响或将相对承压，同时年内经济衰退风险减小，避险价值也进一步减弱，未来贵金属价格或将承压下行。

瑞达期货股份有限公司  
投资咨询业务资格  
证监许可【2011】1780号

研究员：  
许方莉  
期货从业资格号：  
F3073708  
期货投资咨询从业证书号：  
Z0017638

助理研究员：  
廖宏斌  
期货从业资格号：  
F3082507

曾奕蓉  
期货从业资格号：  
F03105260  
王世霖  
期货从业资格号：  
F03118150

咨询电话：0595-86778969  
网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号



目录

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| 第一部分：贵金属行情回顾.....              | 2 |
| 第二部分：贵金属基本面分析与行情展望.....        | 3 |
| 一、宏观影响因素分析.....                | 3 |
| 1、失业人数增加，缺口有所修复.....           | 3 |
| 2、能源价格上涨，通胀有所反升.....           | 4 |
| 3、美联储虽暂停加息但维持鹰派基调，利率预期抬升.....  | 4 |
| 4、美债收益率持续冲高.....               | 5 |
| 供需关系.....                      | 7 |
| 1、投资需求—贵金属 ETF 持仓保持低迷.....     | 7 |
| 三、10 月份贵金属展望.....              | 7 |
| 四、操作策略.....                    | 8 |
| 1、中期（1-2 个月）操作策略：沪银逢高建立空单..... | 8 |
| 2、风险防范.....                    | 8 |
| 免责声明.....                      | 9 |

## 第一部分：贵金属行情回顾

2023年9月贵金属价格均承压下行，本月初美国失业率超预期上升，劳动力市场供需得到进一步修复，薪资增速同样放缓。然而原油价格在沙特及俄罗斯联合减产的影响下持续上涨，进而推高整体通胀数据。在月中FOMC会议上，美联储如预期停止加息并释放年内不排除再次加息的信号，同时在联储经济预测中，年内利率终值预期上调，而明后两年利率预期终值均上调50基点，暗示明年预期降息空间减半，会议后市场大幅上调利率预期，美元指数及各期限美债收益率随之上涨，贵金属相继承压下行。截止9月28日，沪金主力2312合约月内运行区间为459.28-480.26元/克，较8月末收盘价跌0.48%。同时，沪银主力2312合约月内运行区间为5730-6030元/千克，较8月末收盘价跌2.97%。

图1 贵金属价格冲高回落



图表来源：WIND

## 第二部分：贵金属基本面分析与行情展望

### 一、宏观影响因素分析

#### 1、失业人数增加，缺口有所修复

美国8月新增非农就业人数录得18.7万人，高于预期的17万人，同时前值下修至15.7万人。细分项来看，8月美国非农就业人数的增长主要由教育和保健服务(+10.2万人)、休闲和酒店业(+4万人)、建筑业(+2.2万人)、及制造业(+1.6万人)推动。本次非农就业新增人数在服务业需求仍旧强劲的影响下再次反弹，同时近期以制造业为首的经济活动有所回暖，制造业新增就业人数也随之显著上涨。

失业率在8月录得3.8%，高于前值及预期的3.5%，7月劳动参与率录得62.8%，同样高于前值及预期的62.6%，劳动力参与率水平也达到2020年疫情后新高，整体劳动力供给在本月得到显著改善。劳动力市场需求方面，7月JOLTS职位空缺数录得882.7万人，较前值916.5万人再次下调。薪资增速方面，8月平均时薪同比增速录得4.3%，与预期持平并低于前值的4.4%；薪资增速环比增速录得0.2%，低于预期的0.3%以及前值的0.4%。需求水平较高的服务业行业薪资增速在本月并未再次显著上涨，后继劳动力缺口持续修复或使薪资增速进一步下调，但整体过程或相对缓慢。本月劳动力市场供给端虽出现显著好转并带动劳动力缺口进一步修复，但整体需求在本月仍维持较高水平。往后看，若后继薪资增速想保持稳步下行的趋势，劳动力需求或需持续得到改善。

图2 美国劳动力缺口尚存



图表来源：WIND

## 2、能源价格上涨，通胀有所反升

美国 8 月 CPI 数据同比上涨 3.7%，高于前值的 3.2%和预期的 3.6%；8 月 CPI 环比上涨 0.6%，与预期持平并高于前值 0.2%。8 月核心 CPI 同比上涨 4.3%，与预期持平并低于前值的 4.7%；核心 CPI 环比上涨 0.3%，高于预期及前值的 0.2%。近期原油价格在沙特及俄罗斯两国联手减产且消费需求激增的影响下持续上涨，能源价格的飙升也进一步推高了美国通胀数据中汽油及机票价格，整体通胀水平在 8 月加速上行。除整体通胀水平外，即便当前劳动力市场供需缺口有所缩小，但 8 月核心服务价格尚未出现显著改善。年内通胀水平在能源需求不减且沙特及俄罗斯两国持续减产的干扰下或无法如期下行，这也进一步迫使美联储在 FOMC 会议中持续释放鹰派言论来抑制市场预期及需求水平。

图 3 美国通胀水平回升



图表来源：WIND

## 3、美联储虽暂停加息但维持鹰派基调，利率预期抬升

在 9 月 FOMC 会议上，美联储如市场预期停止加息，将联邦基金目标利率维持在 5.25%至 5.50%的区间，同时声明未来在适当的情况下将准备再次加息。在利率预期方面，美联储官员对年内目标利率峰值的预测中值虽未发生改变，但支持年内再次加息的人数得到显著提升。与此同时，对于明后两年的利率预期中值皆抬高了 50 个基点，这也意味着明年预期的降息空间将显著缩小，未来限制性利率水平所维持的周期长度或也超出会议前市场的普遍预期。

美联储在本次会议暂停加息及释放鹰派信号保留对年内再次加息的可能性

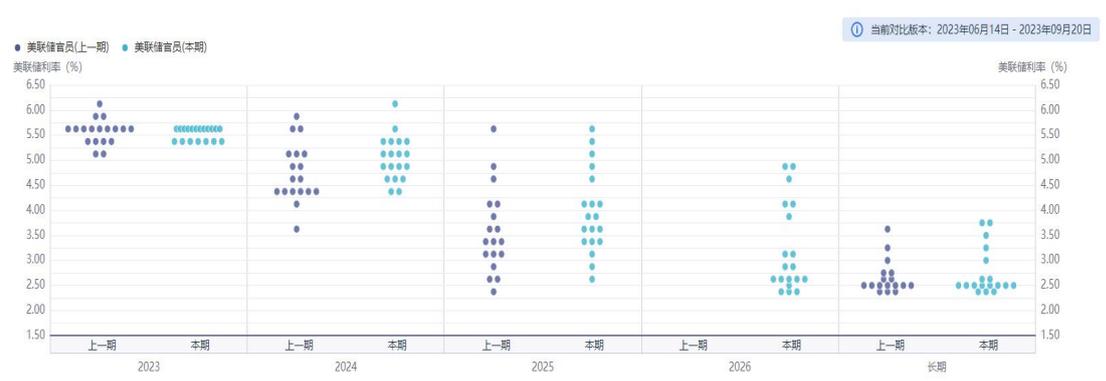
等举动或皆已包含在市场的预期中，但本次会议所公布的利率预期点阵图所反映的以下两个因素或在市场意料之外：1. 相较 6 月点阵图来看，本次点阵图中美联储官员对年内利率峰值的预期相对一致，并且认为年内需要应再次加息的美联储官员人数占多，整体基调相对鹰派。2. 明后两年利率峰值预期上调，同时明年降息空间由 100 基点下调至 50 基点，未来限制性利率水平所维持的长度或有所延长，政策拐点后置概率增加，隐含利率曲线在会议后随之上调。

图 4 九月会议经济数据预期

| Variable   | Median <sup>1</sup> |            |            |            |            | Central Tendency <sup>2</sup> |                    |                    |         |                    |
|--|---------------------|------------|------------|------------|------------|-------------------------------|--------------------|--------------------|---------|--------------------|
|  | 2023                | 2024       | 2025       | 2026       | Longer run | 2023                          | 2024               | 2025               | 2026    | Longer run         |
| Change in real GDP<br>June projection              | 2.1<br>1.0          | 1.5<br>1.1 | 1.8<br>1.8 | 1.8<br>1.8 | 1.8<br>1.8 | 1.9-2.2<br>0.7-1.2            | 1.2-1.8<br>0.9-1.5 | 1.6-2.0<br>1.6-2.0 | 1.7-2.0 | 1.7-2.0<br>1.7-2.0 |
| Unemployment rate<br>June projection               | 3.8<br>4.1          | 4.1<br>4.5 | 4.1<br>4.5 | 4.0        | 4.0<br>4.0 | 3.7-3.9<br>4.0-4.3            | 3.9-4.4<br>4.3-4.6 | 3.9-4.3<br>4.3-4.6 | 3.8-4.3 | 3.8-4.3<br>3.8-4.3 |
| PCE inflation<br>June projection                   | 3.3<br>3.2          | 2.5<br>2.5 | 2.2<br>2.1 | 2.0        | 2.0<br>2.0 | 3.2-3.4<br>3.0-3.5            | 2.3-2.7<br>2.3-2.8 | 2.0-2.3<br>2.0-2.4 | 2.0-2.2 | 2.0<br>2.0         |
| Core PCE inflation <sup>4</sup><br>June projection | 3.7<br>3.9          | 2.6<br>2.6 | 2.3<br>2.2 | 2.0        |            | 3.6-3.9<br>3.7-4.2            | 2.5-2.8<br>2.5-3.1 | 2.0-2.4<br>2.0-2.4 | 2.0-2.3 |                    |
| Memo: Projected appropriate policy path            |                     |            |            |            |            |                               |                    |                    |         |                    |
| Federal funds rate<br>June projection              | 5.6<br>5.6          | 5.1<br>4.6 | 3.9<br>3.4 | 2.9        | 2.5<br>2.5 | 5.4-5.6<br>5.4-5.6            | 4.6-5.4<br>4.4-5.1 | 3.4-4.9<br>2.9-4.1 | 2.5-4.1 | 2.5-3.3<br>2.5-2.8 |

数据来源：Federal Reserve，瑞达期货研究院

图 5 美联储加息点阵图



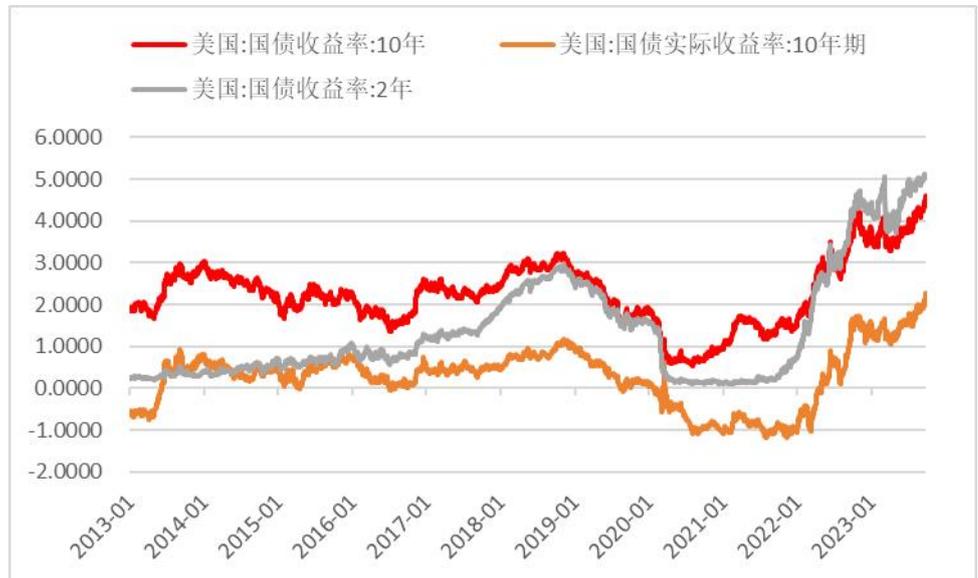
数据来源：iFind，瑞达期货研究院

#### 4、美债收益率持续冲高

9 月 FOMC 会议美联储虽停止加息但向市场释放年内仍有加息空间的信号，同时在最新的联储经济预测中，美联储提高了年内利率终值预期，同时明年降息空间也有所缩小，整体利率预期升高。截至 9 月 28 日，美国 10 年期国债收益率报收 4.61%，较 8 月末上涨 52

个基点；2年期美债收益率报 5.1%，较 8 月末上涨 25 个基点；10 年期美债实际收益率报 2.27%，较 8 月末上涨 42 个基点。

图 6 美国国债收益率维持于高位震荡



图表来源：WIND

## 供需关系

### 1、投资需求—贵金属 ETF 持仓保持低迷

9 月份贵金属 ETF 持仓均承压下行，表明投资者对贵金属的投资需求仍处于低位。截止至 9 月 28 日，SPDR Gold Trust 黄金 ETF 基金持仓量 873.64 吨，较上月底减少 16.46 吨，年内均值为 916.27 吨。同期，iShares Silver Trust 白银 ETF 持仓量为 13685.56 吨，较上月底减少 107.04 吨，年内均值为 14427.92 吨。

图 7 贵金属投资需求保持低迷



图表来源：WIND

### 三、10 月份贵金属展望

在隐含利率曲线上调的影响下美元指数及 10 年期美债收益率在年底前或得到相应支撑，同时经济预期走强及能源价格持续上涨或将进一步推升市场对年内再次加息的预期，因此年底前美元指数及 10 年期美债收益率或仍将有一定上涨空间。贵金属作为“零息债券”受无风险利率上调的影响或将相对承压，同时年内经济衰退风险减小，避险价值也进一步减弱，未来贵金属价格或将承压下行。运行区间，沪金主力 2312 合约建议关注 445-461.6 元/克，沪银主力 2312 合约建议关注 5400-5795 元/千克。

## 四、操作策略

### 1、中期（1-2 个月）操作策略：沪银逢高建立空单

➤ 具体操作策略

✧ **对象：**沪银 2312 合约

✧ **参考入场点位区间：**5800 元/千克附近

✧ **止损设置：**根据个人风格 and 风险报酬比进行设定，此处建议沪银 2312 合约止损参考日收盘价涨至 5900 元/千克。

✧ **后市预期目标：**目标 5600 元/克，最小预期风险报酬比：1:2 之上。

### 2、风险防范

美国通胀水平意外下降，美联储意外释放货币政策宽松信号。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。