

降息预期与就业劳工博弈，金价高位震荡

2024年5月17日 星期五

兴证期货·研究咨询部

内容提要

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

周立朝

从业资格编号：F03088989

投资咨询编号：Z0018135

联系人：周立朝

邮箱：zhoulc@xzffutures.com

五月份以来，黄金价格再度上涨，本轮金价驱动切换为弱经济就业数据背景下，美元指数、美债收益率、实际利率走低刺激金价上涨。而三四月份刺激金价的债务信用风险、地缘战争等风险的驱动力减弱。非农、PMI、消费指数走低，失业率上升，核心通胀环比低于预期，市场重燃9月降息预期，一系列数据利多金价。但我们认为，后市降息路劲的演变并不顺畅，从菲利普斯曲线关于通胀与失业率组合来看，当美国历史通胀率在2%至2.5%之间，失业率在5%至6%之间，属于常态组合数据。当前3.9%的失业率与3.4%的通胀水平表明，美联储可以继续牺牲就业以打压通胀，这成为降息预期不断后移的重要原因。因此，后市关于降息的预期与不降息现实之间的博弈将反复上演，将导致未来处于历史高位的金价走势将反复受到降息预期变化的干扰，呈现出高位宽幅震荡的局面。

报告目录

1. 美元、利率传导效果回归.....	4
2. 经济数据与降息预期博弈.....	5
3. 货币与债务规模长期支撑金价.....	8
4. 央行购金、持仓与需求.....	10
5. 总结与展望.....	11

图表目录

图表 1 美元指数与 COMEX 黄金（美元/盎司）.....	4
图表 2 美债收益率与 COMEX 黄金（美元/盎司）.....	4
图表 3 实际利率与 COMEX 黄金（美元/盎司）.....	5
图表 4 美元兑主要货币年内变动.....	5
图表 5 美国 ISM 制造业 PMI（一）.....	5
图表 6 美国 ISM 制造业 PMI（二）.....	5
图表 7 美国 ISM 非制造业 PMI（一）.....	6
图表 8 美国 ISM 非制造业 PMI（二）.....	6
图表 9 美国新增非农与失业率.....	7
图表 10 美国职位空缺数（千人）.....	7
图表 11 申请失业金人数.....	7
图表 12 美国 CPI 与失业率（%）.....	7
图表 13 美国私企平均时薪（美元/小时）.....	8
图表 14 美国消费与通胀预期.....	8
图表 15 金价与美元（亿美元）.....	9
图表 16 金价与欧元区货币（亿欧元）.....	9
图表 17 美金价与英镑（亿英镑）.....	9
图表 18 金价与日元（亿日元）.....	9
图表 19 金价与人民币（亿元）.....	9
图表 20 美国未偿还公共债务总额（亿美元）.....	9
图表 21 黄金储备（吨）.....	10
图表 22 COMEX 黄金库存（盎司）.....	10
图表 23 COMEX 黄金净多头仓位（手）.....	10

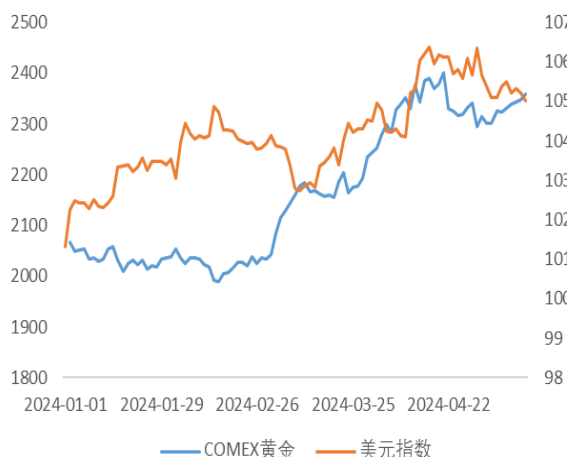
图表 24 SPDR 黄金 ETF 持仓(吨).....	10
图表 25 黄金需求(吨).....	11
图表 26 金银比.....	11

1.美元、利率传导效果回归

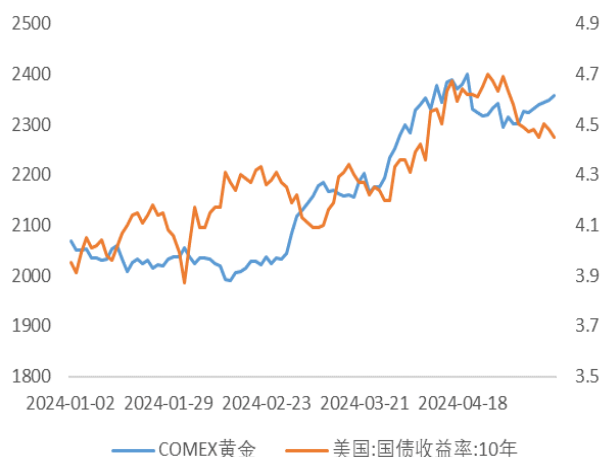
今年3月至4月期间，贵金属价格加速上涨，黄金价格创下历史新高，但同一时期的美元指数、美债收益率与实际利率水平也处于上涨趋势。通常黄金价格与美元指数、美债收益率、实际利率成反向关系。国际货币以美元为主导，美元走强，以美元计价的黄金价格下降，美元对于国际资金的吸引力更高，同理，如果实际利率走高，则利率类产品的需求上升，黄金需求下降，这就是经典框架下的美元、利率对黄金的传导。但在今年3月至4月期间，该传导机制失效了，或者说，其它因素对于金价的驱动覆盖了美元、利率的影响。从主要国际货币的对比关系来看，今年以来美元指数上升，很在程度在于欧元、英镑、日元等货币兑美元的贬值，从而推高了美元指数本身，反映出在全球纸币贬值的背景中，美元对于其它货币仍然具有比较优势。

三四月份对于金价的驱动主要在于以下因素：美联储降息再宽松预期抢跑、中东等地区战争风险刺激、美元为主的世界货币信用风险与债务风险，央行持续增储。因此，这些利多因素的叠加足够覆盖美元指数、实际利率上行带来的压制效果。随着4月中下旬开始，金银价格冲高回落，高昂的贵金属多头情绪回归常态，市场经历缩量震荡后开始酝酿新的交易逻辑。当前美元指数、美债收益率、实际利率回落驱动金价上涨，传统的金价传导机制效果再度显现。下文将进一步剖析本轮行情逻辑。

图表1 美元指数与 COMEX 黄金（美元/盎司）

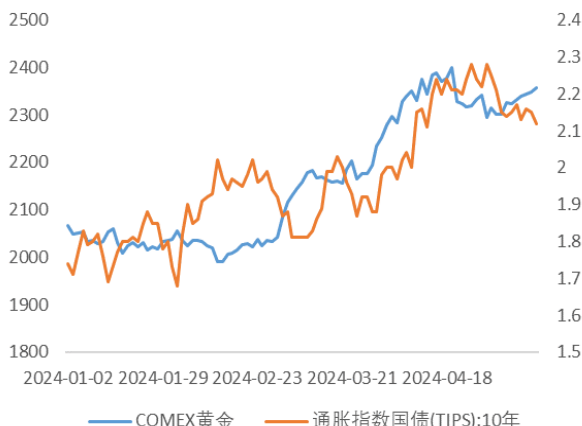


图表2 美债收益率与 COMEX 黄金（美元/盎司）

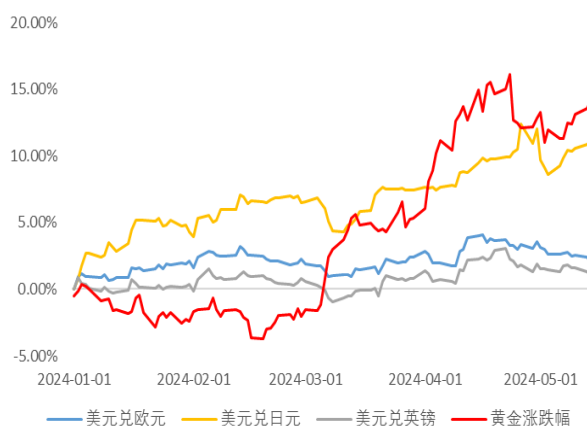


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表3 实际利率与 COMEX 黄金（美元/盎司）



图表4 美元兑主要货币年内变动



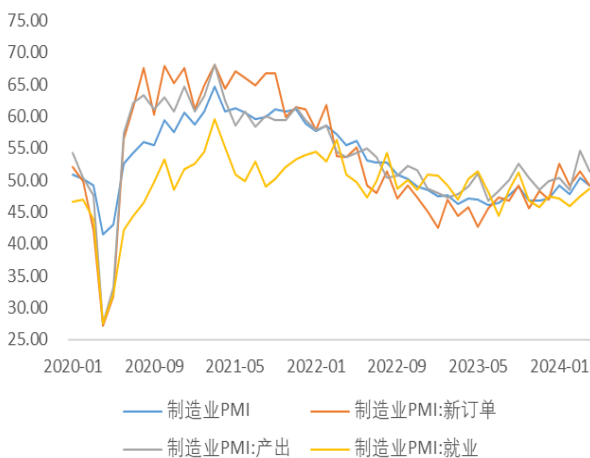
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

2.经济数据与降息预期博弈

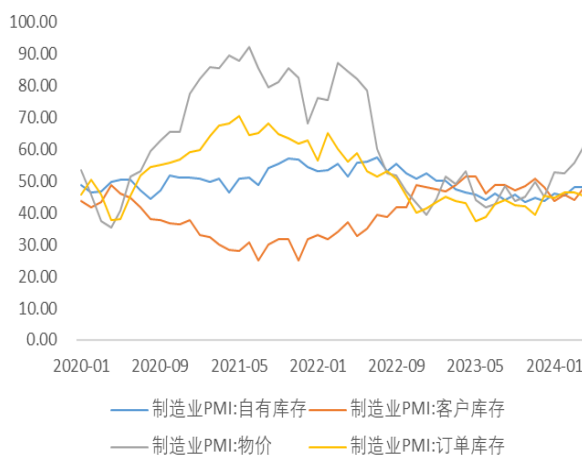
(1) 经济景气度短期下降，但韧性较强

五一节后，黄金走强的一方面原因在于美国宏观经济就业数据走弱，近期公布的一系列组合数据利多金价，包括美国的 PMI 景气度、通胀数据、消费预期、就业水平等。美国 4 月 ISM 制造业 PMI、非制造业 PMI 分别为 49.2、49.4，环比上个月下降。新订单与产出细项也出现不同程度下滑，库存环比增加。非制造业物价 PMI 环比大幅上升。4 月景气度数据环比下降，情绪面赋予了经济走弱与降息预期的信号，利空美元指数、实际利率，进而传导至利多金价。但从整体趋势来看，目前尚无明确迹象表明 PMI 会出现危机式大跌行情，反而从曲线走势来看，PMI 数据显示出较强的韧性，从 2023 年初低位开始，有重心震荡上移的趋势。

图表5 美国 ISM 制造业 PMI（一）

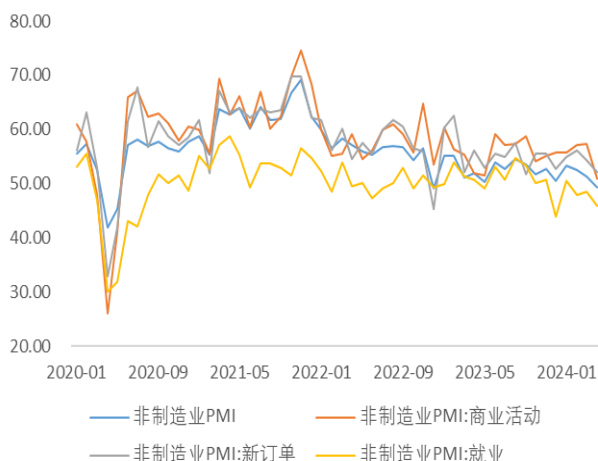


图表6 美国 ISM 制造业 PMI（二）

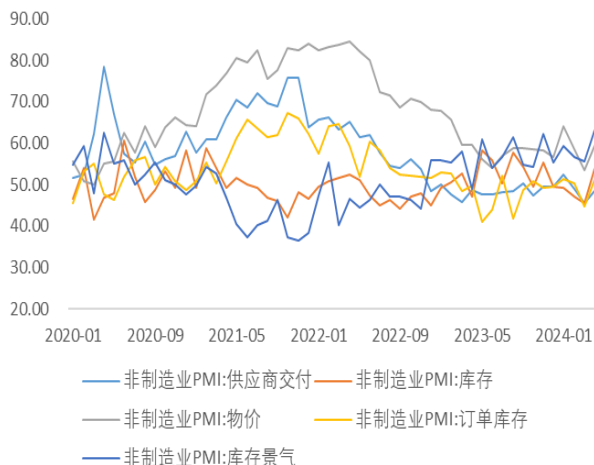


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 7 美国 ISM 非制造业 PMI (一)



图表 8 美国 ISM 非制造业 PMI (二)

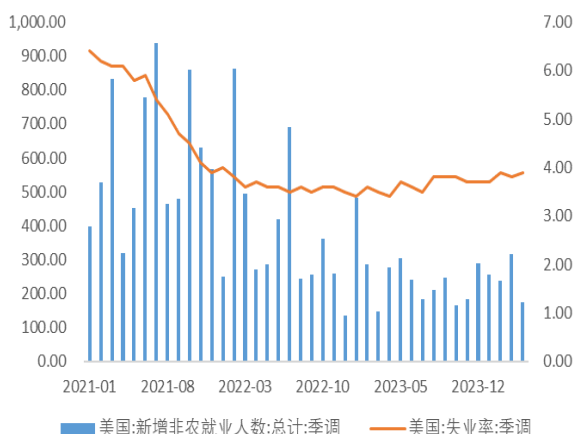


数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

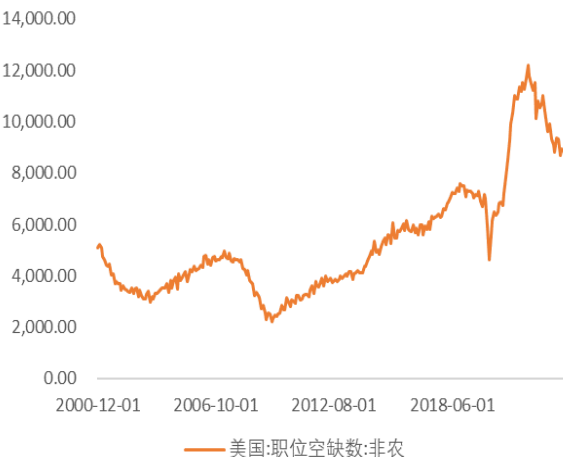
(2) 就业数据环比下滑, 通胀黏性, 失业率容忍度高

近期利多金价的另一个信号是新增非农就业人数走低, 失业率、申请失业金人数走高。4 月非农就业人数为 17.5 万人, 为 2023 年 10 月以来新低, 预估为 24 万人, 前值为 31.5 万人。4 月失业率 3.9%, 高于预期和前值的 3.8%。职位空缺数 848.8 万个, 环比上个月 (881.3 万) 下降。此外, 美国 4 月未季调 CPI 同比升 3.4%, 预期升 3.4%, 前值升 3.5%; 季调后 CPI 环比升 0.3%, 预期升 0.4%, 前值升 0.4%。美国 4 月未季调核心 CPI 同比升 3.6%, 预期升 3.6%, 前值升 3.8%; 季调后核心 CPI 环比升 0.3%, 预期升 0.3%, 前值升 0.4%。4 月通胀数据较上个月放缓, 核心 CPI 同比是自 2021 年 4 月以来的最低涨幅。市场交易通胀降温与降息预期, 美元指数、美债收益率下跌, 贵金属价格走高。从近期就业数据来看, 整体利多贵金属。但我们认为, 后市降息路劲的演变并不顺畅, 从经典的菲利普斯曲线关于通胀与失业率组合来看, 当美国历史通胀率在 2% 至 2.5% 之间, 失业率在 5% 至 6% 之间, 属于常态组合数据。但是, 当前 3.9% 的失业率与 3.4% 的通胀水平表明, 美联储可以继续牺牲就业以打压通胀。这成为降息预期不断后移的重要原因。因此, 后市关于降息的预期与不降息的现实之间的博弈将反复上演, 即降息预期并不顺畅, 这也将导致, 未来处于历史高位的金价走势将反复受到降息预期变化的干扰。

图表 9 美国新增非农与失业率

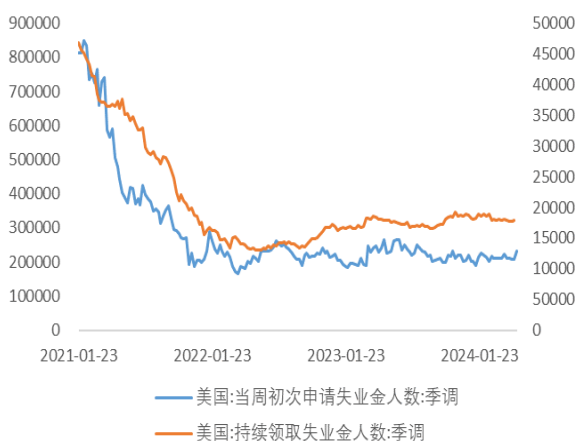


图表 10 美国职位空缺数 (千人)

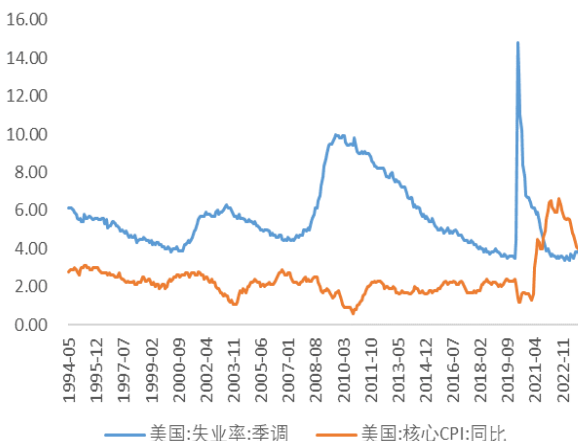


数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

图表 11 申请失业金人数



图表 12 美国 CPI 与失业率 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

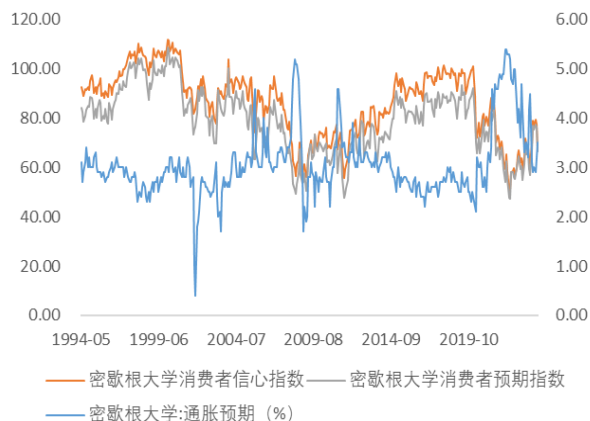
(3) 工资持续走高，增速下降，消费信心重心上移，通胀预期坚挺

美国工资消费方面，私企平均时薪持续创新高，截止到 4 月，私企平均时薪为 29.83 美元/小时，但是增速环比边际下降，4 月同比增速 4.01%，环比增速 0.2%，均创下近三年的低值，工资水平可以从正负两面解读，薪水创新高的同时，增速持续下降，可以通过交易时薪绝对值下降的拐点。消费信心与消费预期指数环比上个月大幅下跌，但与 PMI 曲线一样，短线下跌不改整体重心上移的趋势。工资与消费数据趋势向上，具备继续支撑美国通胀黏性与经济韧性的基础。

图表 13 美国私企平均时薪（美元/小时）



图表 14 美国消费与通胀预期

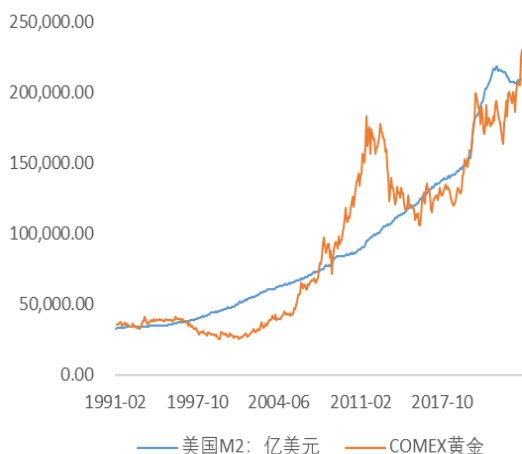


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

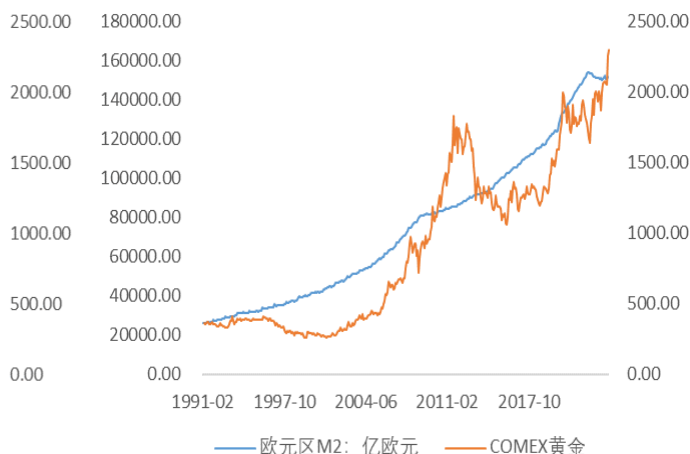
3.货币与债务规模长期支撑金价

黄金价格的长期驱动因素在于全球主要货币体量与债务规模，自从布雷登森林体系崩溃以后，黄金开始与世界主要货币池子作为锚定，包括美元、欧元、英镑、日元等主要货币，各国根据自身经济情况与国家信用发行纸币，构成了新的信用体系。基于新的货币信用体系下，全球处于一个纸币贬值的趋势，因此，随着各国货币体量不断扩大，以各国货币计价的贵金属价格在数值上持续走高，三四月份市场具有强烈的再宽松预期，导致对于流动性增长的预期强化，利多贵金属。另一个驱动因素为各国的债务规模，以美国为例，当前美国未偿还公共债务总额为 34.5 万亿美元，而去年 10 月份为 33.5 万亿美元，半年时间增加了一万亿美元的债务规模。在今年三四月份黄金主升浪行情期间，市场对于美国债务信用风险的担忧也是金价驱动力之一，从 4 月中旬开始，美国债务规模增速趋缓，稳定在 34.5 万亿水平，对于美债信用风险的担忧情绪有所缓解，同时近期中东地区地缘冲突的情绪影响弱化。因此，我们认为，长期来看，庞大的货币体量与美国债务规模带来的潜在信用风险成为黄金价格的强力支撑。从近期来看，风险情绪有所缓和，信用风险、地缘风险对于金价的驱动力回落，当前阶段，美元指数、美债收益率、实际利率对于金价的影响更加突出。

图表 15 金价与美元（亿美元）

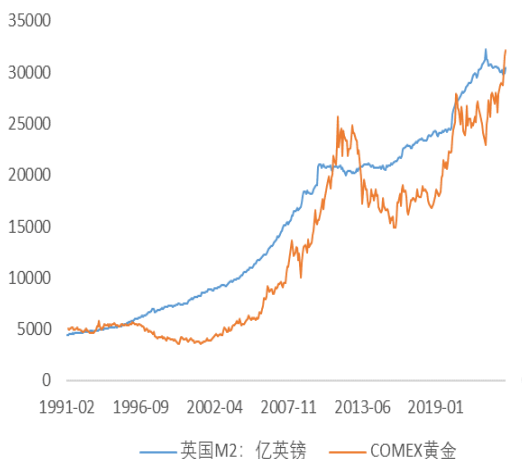


图表 16 金价与欧元区货币（亿欧元）

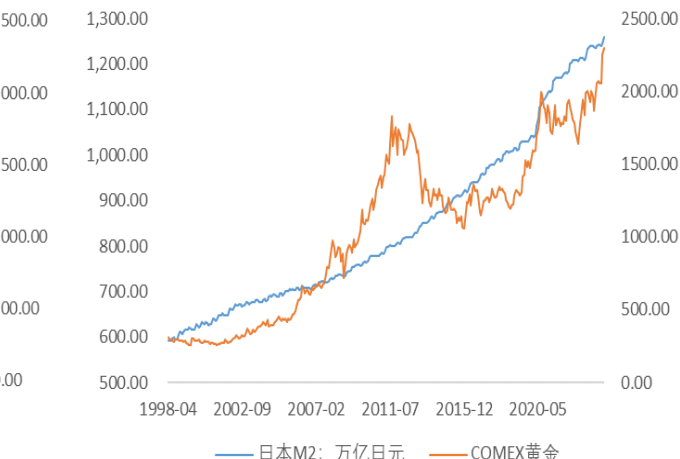


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 17 金价与英镑（亿英镑）

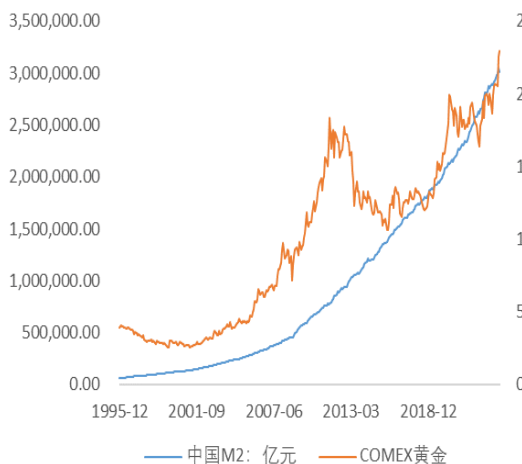


图表 18 金价与日元（亿日元）

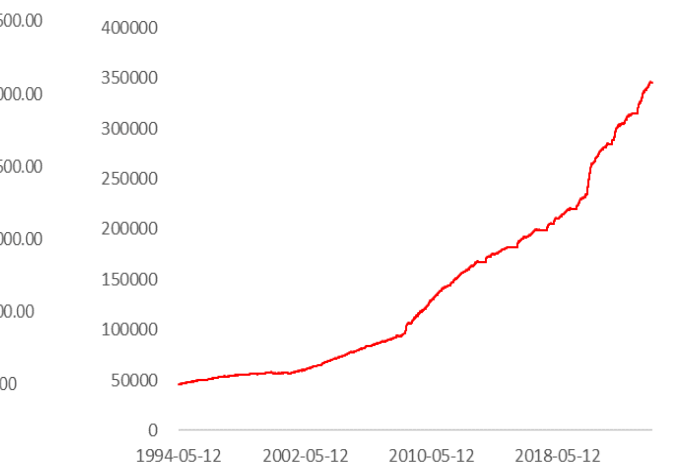


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 19 金价与人民币（亿元）



图表 20 美国未偿还公共债务总额（亿美元）

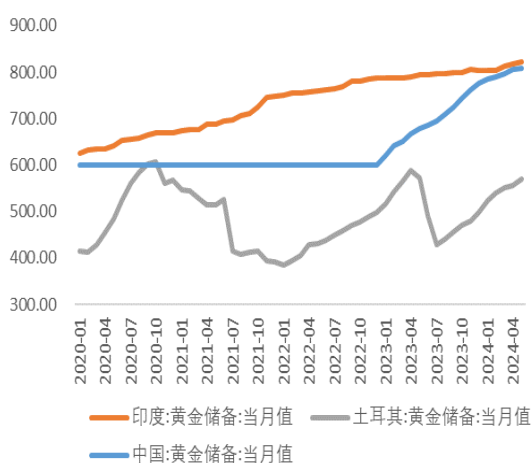


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

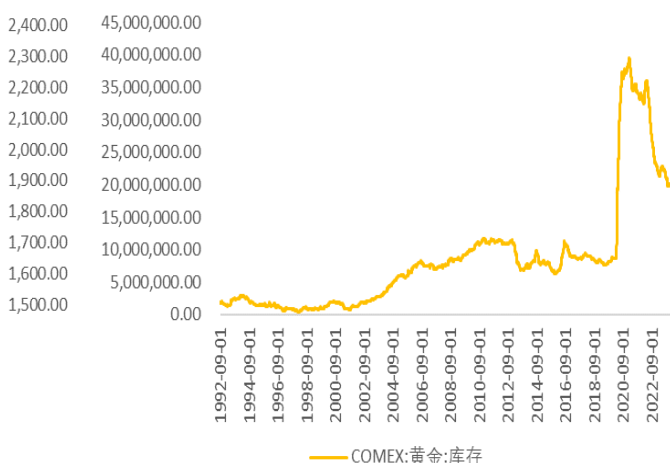
4.央行购金、持仓与需求

中国、印度、土耳其等国持续增持黄金储备，中国连续 18 个月增持，累计增持 297 吨。此外，黄金库存持续下降。根据世界黄金协会预估，2024 年全球黄金需求缺口将达一千吨左右。虽然黄金的供需通常比较平稳，这里所说的需求平稳更多表现在黄金饰品需求与工业需求方面，一季度黄金投资方面的需求同比增长。此外，COMEX 净多头持仓重心上移，反映市场上黄金多头投机情绪占主导。另一方面，SPDR 黄金 ETF 持仓量重心下移，由于该黄金 ETF 的投资者更多跟踪美国实际利率水平定价，因此，自本轮美联储加息以来，美国实际利率走高，从实际利率定价维度来看，会倾向于逐步建仓 SPDR 黄金 ETF 持仓。从金银比这一数据来看，当前比值走低，再通胀预期驱动力仍然存在，工业属性与贵金属市场投机情绪驱动白银跑赢黄金。

图表 21 黄金储备（吨）

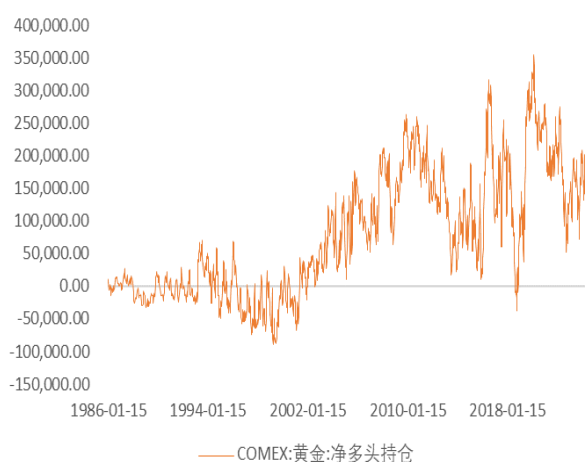


图表 22 COMEX 黄金库存（盎司）

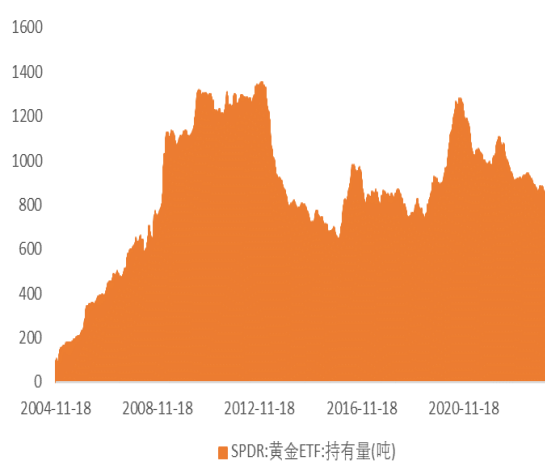


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 23 COMEX 黄金净多头仓位（手）

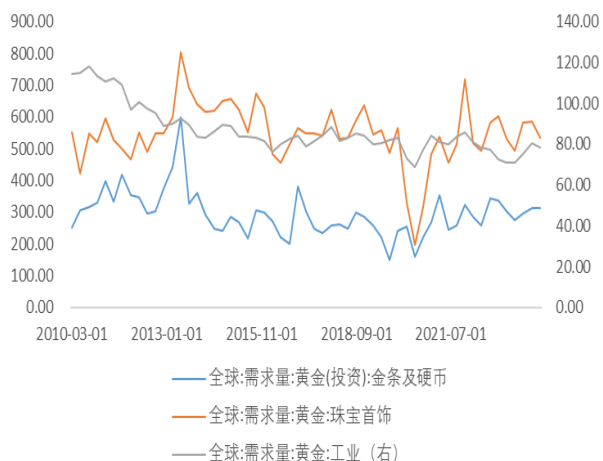


图表 24 SPDR 黄金 ETF 持仓（吨）



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 25 黄金需求（吨）



图表 26 金银比



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

5.总结与展望

五月份以来，黄金价格再度上涨，本轮金价驱动切换为弱经济就业数据背景下，美元指数、美债收益率、实际利率走低刺激金价上涨。而三四月份刺激金价的债务信用风险、地缘战争等风险的驱动力减弱。非农、PMI、消费指数走低，失业率上升，核心通胀环比低于预期，市场重燃 9 月降息预期，一系列数据利多金价。但我们认为，后市降息路劲的演变并不顺畅，从经典的菲利普斯曲线关于通胀与失业率组合来看，当美国历史通胀率在 2% 至 2.5% 之间，失业率在 5% 至 6% 之间，属于常态组合数据。但是，当前 3.9% 的失业率与 3.4% 的通胀水平表明，美联储可以继续牺牲就业以打压通胀。这成为降息预期不断后移的重要原因。因此，后市关于降息的预期与不降息的现实之间的博弈将反复上演，即降息预期并不顺畅，这也将导致未来处于历史高位的金价走势将反复受到降息预期变化的干扰，呈现出高位宽幅震荡的局面。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。