

[www.shanjinqh.com](http://www.shanjinqh.com)

## 美元指数遇阻回调 金银比承压回落？

作者：林振龙

投资咨询资格证号：  
Z0018476

审核：曹有明

投资咨询资格证号：  
Z0013162

复核：刘书语

期货从业资格证号：  
F03107583

电话：021 - 2062 7529

邮箱：  
linzhenlong@sd-gold.com

### 报告导读

#### 一、货币属性

1、美国通胀仍存韧性。1月CPI环比跃升0.5%，创下2023年8月以来最大涨幅。1月CPI同比上涨3.0%，创2024年6月以来最大涨幅，高于预期的2.9%。美国1月就业增长放缓但失业率降至4.0%。1月非农就业岗位增加14.3万个，预估为增加17万个。平均时薪环比增长0.5%，为8月以来最大增幅。

2、非美货币里，英国货币政策委员会(MPC)委员格林表示，采取谨慎渐进的方式降息是正确的，并强调了通胀压力仍将持续的风险。加拿大央行政策决策会议记录显示，央行认为与美国的长期贸易冲突将永久性地缩减GDP水平。

3、美国3月-10年美债利差倒挂低位反弹，经济衰退风险上升；美欧利差高位偏强，美中利差高位震荡；美债真实收益率上行承压，美元指数震荡偏弱。

4、目前市场预期美联储至25年7月维持利率不变，预期25年总降息空间重回25基点，近期降息预期接近降无可降。

#### 二、避险属性

VIX近期低位震荡；贸易战风险大增、地缘异动等避险需求支撑仍在。

#### 三、商品属性

CRB商品指数上行承压，人民币升值利空国内价格。

#### 四、资金面：

近期CFTC黄金净多头和白银净多头高位减仓；世界最大黄金ETF和白银ETF结束长期下行趋势后近期再次减仓。

#### 五、未来的投资逻辑演变：

近期避险情绪升温，全球贸易摩擦及地缘异动担忧升级。黄金和白银正在以疫情爆发以来从未有过的速度持续从伦敦涌入纽约，加剧市场担忧。美联储降息预期放缓，但已接近降无可降，后期降息预期有望触底反弹。近期非美如欧元区英国等降息预期回落，中国AI等技术突破，美元指数高位回调。随着两会接近，政策预期增强，新质生产力等推升白银潜在需求复苏。目前金银比90左右，处于近二十年5%附近百分位。预计短期黄金震荡偏强，白银存在补涨需求。中长期降息接近完成前多头趋势仍在。建议投资者做好风险管理。

六、策略：短期震荡偏多，中期高位震荡，长期阶梯上行

七、支撑压力：沪金主力支撑：670-675，阻力：695-700

沪银主力支撑：7770-7800，阻力：8470-8500

八、风险提示：美联储宽松预期调整，通胀就业等再次上行，地缘异动等

山金期货官微：



### 近期贵金属行情演变逻辑探讨

目前金银比 90 左右，处于近二十年 5%附近百分位和近三年压力位附近。预计短期黄金震荡偏强，白银存在补涨需求。



数据来源：公开资料、山金期货投资咨询部

### 2023-2024 美联储货币政策路径回顾（橙色为偏鸽，红色为偏鹰）

时间	美联储货币政策路径	联邦基金利率
2024/2/1	<b>3月降息太早，缩表或将调整。</b> ①美联储将联邦基金利率的目标区间保持在5.25%到5.50%，符合市场预期。自2023年7月加息后，美联储的政策利率一直维持在二十二年来高位。②本次声明删除了暗示未来进一步加息的措辞，称美联储预计，在对通胀降至目标更有信心以前，不适合降息。③声明中称，“通胀在过去一年有所缓解，但仍处于高位”，并重申决策者“仍高度关注通胀风险”。④鲍威尔表示，多数委员预计今年可能降息多次，但并不认为3月就会启动降息，计划3月份开始深入讨论资产负债表问题。	
2024/3/21	<b>上调经济和通胀预期，仍维持年内降息指引。</b> ①利率维持在5.25%-5.50%，决策者预计今年经济将增长2.1%，大大高于12月预测的增长1.4%。②鲍威尔表示，近期的高通胀并未改变美国物价压力缓慢缓解的基本情况，美联储仍预计今年将降息三次，并确认经济将继续保持稳健增长。③美联储仍预计，在利率下降的背景下经济将实现“软着陆”。④鲍威尔表示很快开始放慢缩表，但对具体时间框架三缄其口。	
2024/5/1	<b>暗示通胀缺乏进一步进展，但仍释放降息信号。</b> ①美联储维持利率不变，并给出了仍倾向于最终降息的信号，但近期令人失望的通胀数据让决策者感到警觉，暗示经济朝着更加平衡方向发展的进程可能出现停滞。②宣布将从6月1日起放慢缩减资产负债表的步伐。联储将把到期且不再将回笼本金进行再投资的公债上限从目前的每月600亿美元降至250亿美元，把抵押支持证券(MBS)赎回上限保持在每月350亿美元。③鲍威尔表示，但他仍预计今年通胀会随着时间的推移逐步回落。④鲍威尔称美联储下一	

	步的利率行动不太可能是加息，数据表明美联储政策仍具限制性；必须出现相当严重的就业问题才能推动降息。	
2024/6/12	<b>点阵图下调降息预期，通胀不足以支持降息。</b> ①美联储如期将利率政策按兵不动，从去年7月以来连续第七次会议将联邦基金利率区间维持在5.25%至5.50%的二十多年高位。②但更新的点阵图暗示，美联储官员大幅下调了对今年降息次数的预期， <b>从上次点阵图显示的三次降至一次</b> ，并未如最近数据激发的市场预期那样降息两次。③美联储主席鲍威尔在记者会上表示，通胀已经实质性地放缓，但仍然太高， <b>今年迄今的通胀数据还不足以给美联储降息的信心。</b>	-
2024/7/31	<b>降通胀方面取得进展，最快将在9月份降息。</b> ①美联储在7月的FOMC会议上继续按兵不动，将联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%不变。②美联储进一步确认在降通胀方面取得进展， <b>除了通胀，美联储开始强调关注避免就业方面风险。</b> ③鲍威尔表示，随着劳动力市场降温 and 通胀率下降，实现就业和通胀目标的风险继续趋于平衡。9月份FOMC货币政策会议上，降息可能是一个选项，最快将在9月份选择降息。	-
2024/9/19	<b>超预期降息反引起市场衰退担忧，鹰派指引不改市场强降息预期。</b> ① <b>降息50个基点</b> ，首次降息幅度大于往常。②鲍威尔表示，目前联储双重使命面临的风险“基本平衡”， <b>今日降息应被视为美联储不会落后于形势发展的承诺。</b> ③ <b>美联储指标利率将在年底前再下降50个基点，2025年降息100个基点，2026年降息50个基点</b> ，指标利率目标区间最终将降至2.75%-3.00%。④ <b>降息的同时可继续缩减资产负债表。</b> ⑤尽管通胀压力已经明显减弱，但他还不能说物价压力已经明确降温； <b>如果知道劳动力市场降温的速度如此之快，联储可能在7月底就已开始降息。</b>	-0.5
2024/11/7	<b>重新担心通胀压力，后期降息可能放缓。</b> ①美联储如期降息25个基点，决议声明表示就业和通胀目标所面临的风险“大致平衡”， <b>但决议声明删除了关于“在抗通胀问题上获得信心”的表述。</b> ②鲍威尔表示， <b>经济整体表现强劲</b> ，近期指标表明，经济稳健地扩张，消费者开支增速仍然保持韧性，供应条件改善，这已经支持经济。③美国通胀已经更加接近2%， <b>核心通胀仍然在某种程度上偏高。</b> 降息将有助于保持经济的强度。美联储将继续逐次会议地做决定。④具体的降息步伐和终点将取决于未来出炉的数据。⑤已准备好在唐纳德·特朗普重返白宫之后，带领美联储政策制定者们抵御政治相关的压力，坚定捍卫美联储独立性。	-0.25
2024/12/19	<b>美联储如期降息，但预期25年降息次数减少。</b> ①美联储如期降息25个基点，将联邦基金利率的目标区间从4.5%至4.75%降至4.25%至4.5%。②最新出炉的点阵图显示，美联储决策者们现在预计， <b>到2025年底将只降息两次，每次25个基点</b> ，对明年和后面的通胀预期也显著上调。③美联储主席鲍威尔表示，不再紧缩的政策会让美联储进一步调整利率时更加谨慎，决议声明意味着， <b>美联储处于或接近放慢降息节奏、或暂停降息步伐。</b>	-0.25
2025/1/29	<b>通胀仍存压力，劳动力市场已经降温。</b> ①美联储如期按兵不动，将联邦基金利率目标区间保持在4.25%至4.5%不变。这是美联储自去年9月开启降息周期以来首次暂停降息。②政策声明 <b>删除“通胀朝着目标取得进展”的表述。</b> ③鲍威尔表示，无需匆忙调整货币政策立场，通胀仍然在一定程度上偏高。与特朗普在达沃斯论坛上要求“立即降息”唱起了反调。美国经济仍然总体强劲；2024年GDP预计将超过2%。 <b>美联储在缩减资产负债表规模方面仍有运行空间。劳动力市场状况已经降温，但依然稳健。</b>	-

## 贵金属数据库

### (一) 货币属性：1、美国通胀

图 1：美国 CPI 与核心 CPI 当月同比



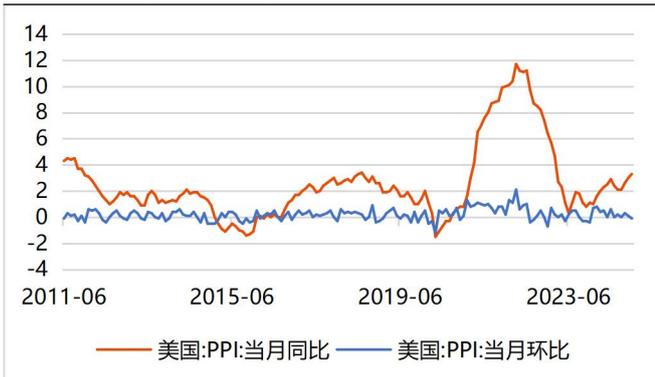
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 2：美国 PCE 与核心 PCE 当月同比



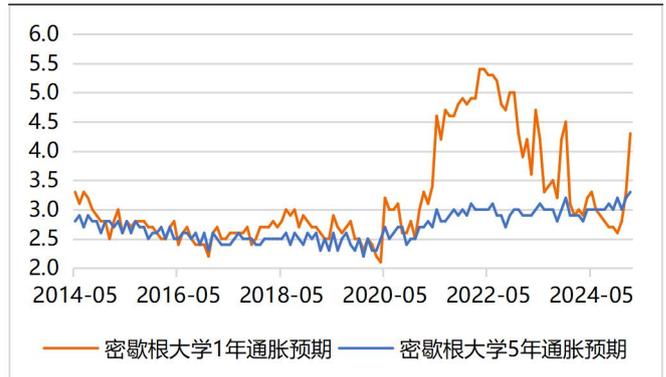
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 3：美国 PPI 当月同比与环比



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

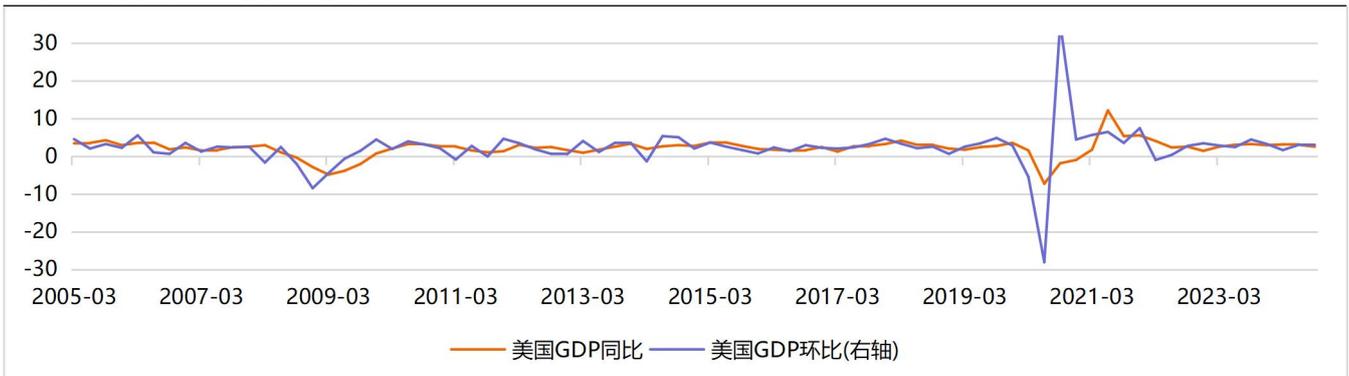
图 4：美国密歇根大学通胀预期



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

### (一) 货币属性：2、美国经济增长

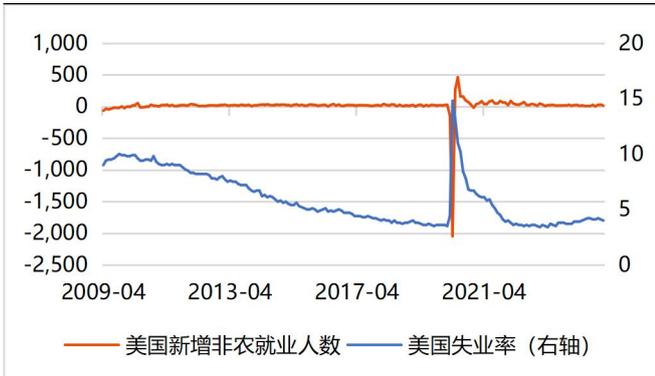
图 5：美国 GDP 同比与环比



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

(一) 货币属性：3、美国就业

图 6：美国非农与失业率（万人）



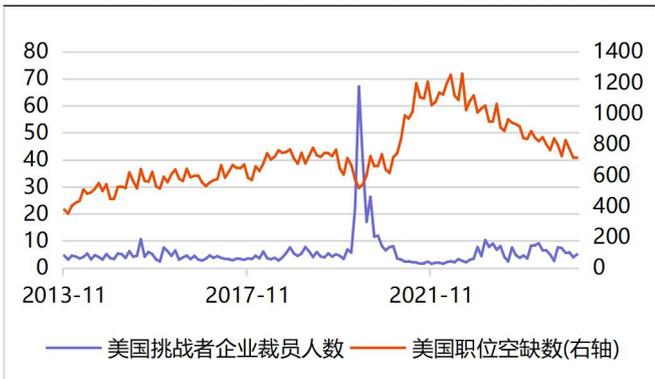
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 7：美国劳动力参与率及平均时薪增速



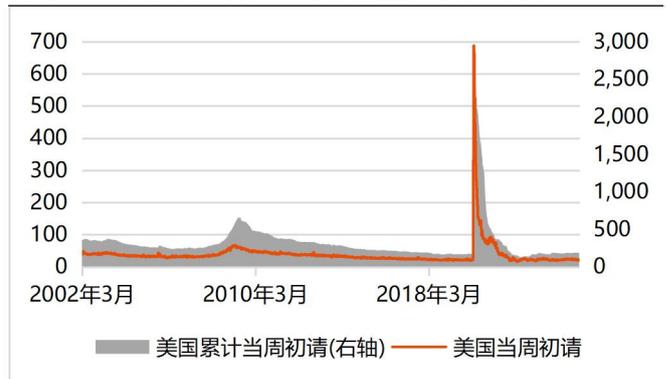
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 8：美国企业裁员人数和职位空缺数（万人）



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 9：美国申请失业救济金人数（万人）



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

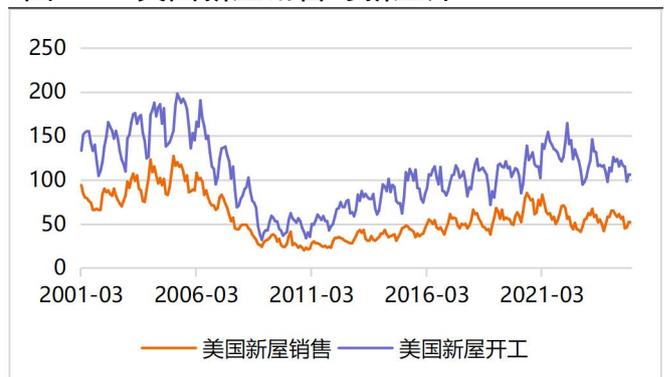
(一) 货币属性：4、美国房地产

图 10：美国住房市场指数及成屋销售



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 11：美国新屋销售与新屋开工



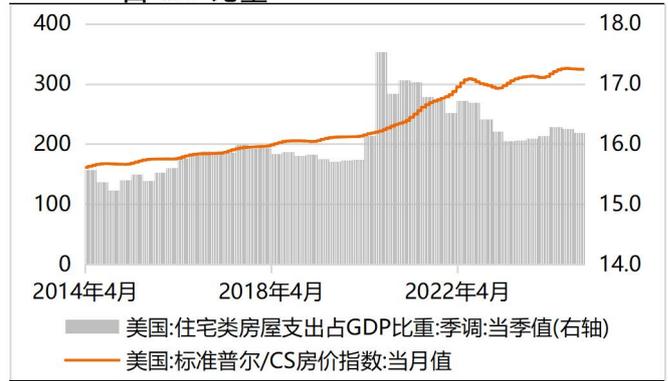
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 12: 美国 30 年期抵押贷款利率及 MBA 抵押贷款申请活动指数



数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

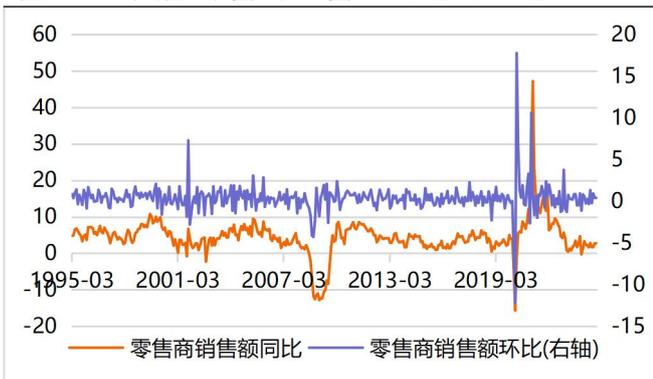
图 13: 美国标普/CS 房价指数与住宅类房屋支出占 GDP 比重



数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

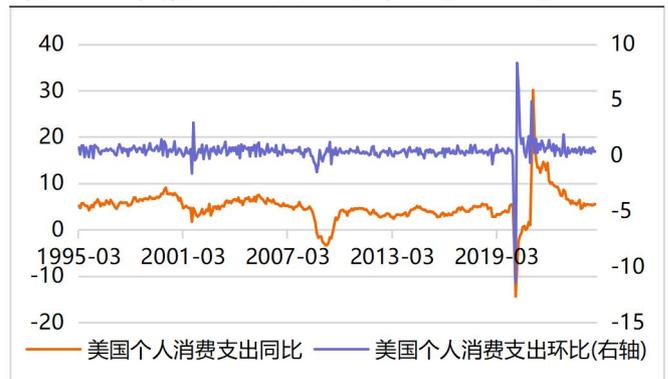
### (一) 货币属性: 5、美国消费

图 14: 美国零售商销售额同比与环比



数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

图 15: 美国个人消费支出同比及环比



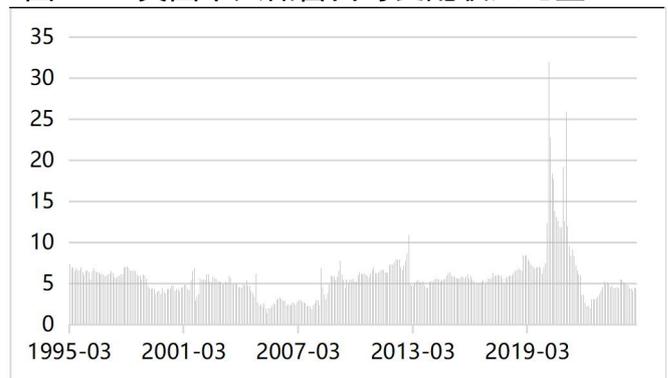
数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

图 16: 美国批发商库存同比与环比



数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

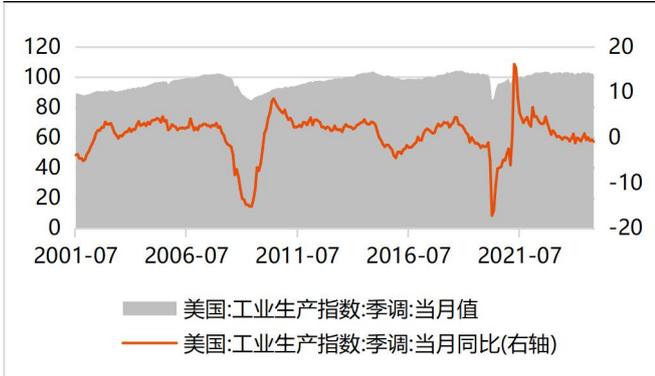
图 17: 美国个人储蓄占可支配收入比重



数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

(一) 货币属性：6、美国工业

图 18：美国工业生产指数及当月同比



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 19：美国耐用品订单同比及环比



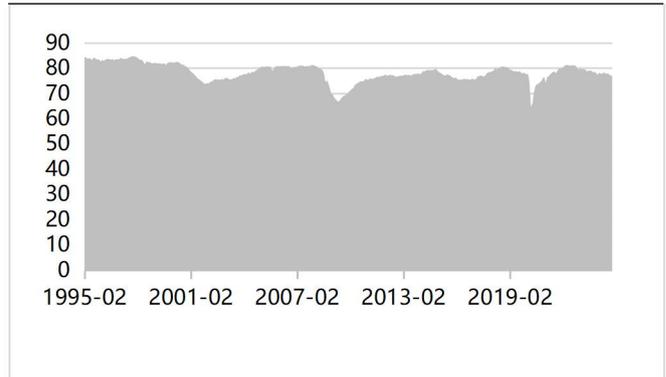
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 20：美国制造业库存及当月同比



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

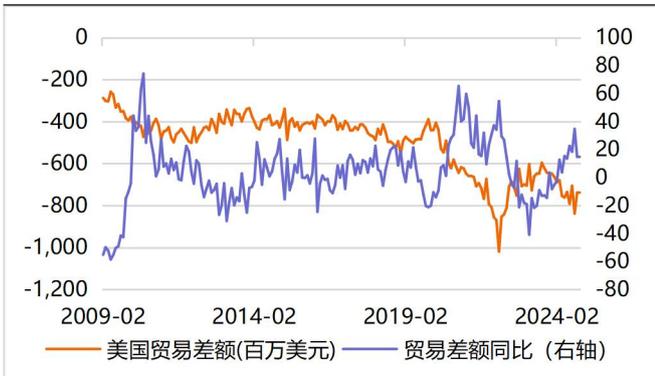
图 21：美国全部工业部门产能利用率



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

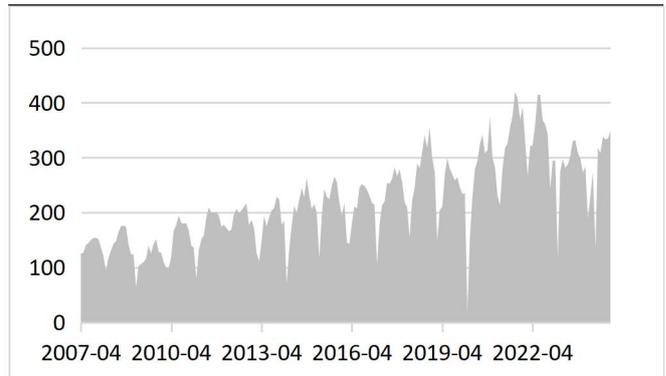
(一) 货币属性：7、美国贸易

图 22：美国贸易差额及同比（亿美元）



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

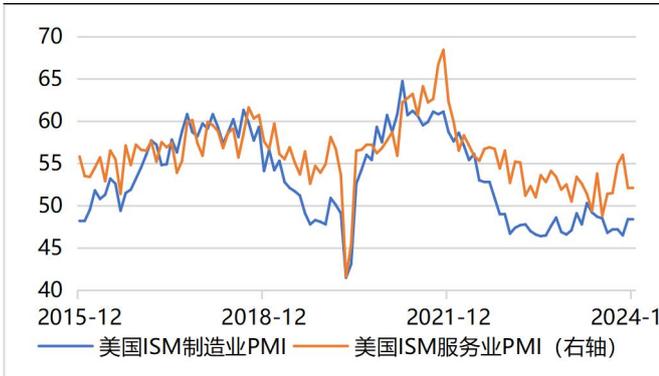
图 23：中美贸易差额（亿美元）



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

(一) 货币属性：8、美国经济前瞻指标

图 24：美国 ISM 制造业与服务业 PMI



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 25：美国 Markit 制造业与服务业 PMI



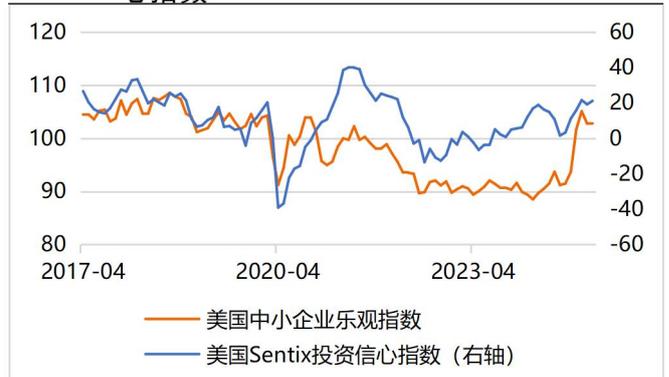
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 26：密歇根大学消费者信心指数与世企研消费者预期指数



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 27：美国中小企业乐观指数与 Sentix 投资信心指数



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

(一) 货币属性：9、关键指标

图 28：十年期美债真实收益率与伦敦金



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 29：美元指数与伦敦金



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 30: 美债利差 (3 月、2 年与 10 年)



数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

图 31: 美欧利差与美中利差 (十债收益率)



数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

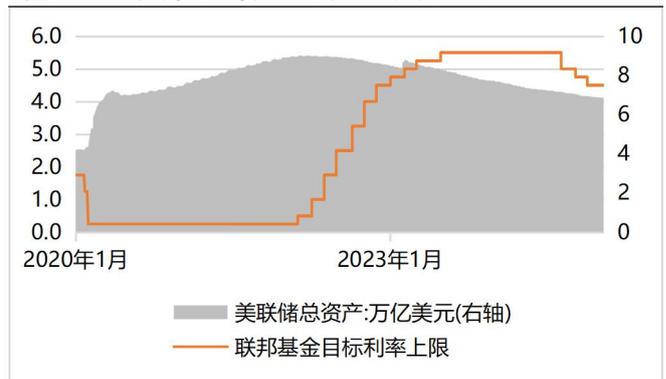
(一) 货币属性: 10、美联储货币政策跟踪

图 32: 芝商所美联储利率预期

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2025/3/19			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	97.5%	0.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	13.0%	86.8%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.4%	36.9%	58.6%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	9.8%	40.5%	48.9%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.7%	19.6%	43.2%	33.3%	0.0%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	6.4%	23.6%	41.5%	27.6%	0.0%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.2%	2.1%	10.2%	27.6%	38.4%	21.5%	0.0%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.4%	2.8%	11.7%	28.5%	36.9%	19.6%	0.0%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.1%	0.7%	3.8%	13.6%	29.4%	35.0%	17.5%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.1%	0.8%	4.2%	14.2%	29.7%	34.3%	16.7%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.1%	0.9%	4.5%	14.8%	29.8%	33.7%	16.2%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.2%	1.2%	5.4%	16.0%	30.2%	32.2%	14.8%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.1%	1.0%	4.5%	13.8%	27.2%	31.8%	18.5%	3.1%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.1%	0.9%	4.2%	13.0%	26.0%	31.4%	19.6%	4.5%	0.3%
2026/12/9	0.3%	1.4%	5.6%	15.0%	26.8%	29.5%	17.3%	3.8%	0.2%	0.0%

数据来源: CME、山金期货交易咨询部

图 33: 美联储利率与资产负债表



数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

(二) 避险属性: 美国股市波动率

图 34: 标准普尔 500 指数与波动率指数 (VIX)



数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

### （三）商品属性：离岸人民币与 CRB 商品指数趋势

图 35：CRB 商品价格指数、沪金主力收盘价与离岸人民币汇率



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 36：美元兑离岸人民币与美中十债收益率利差



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

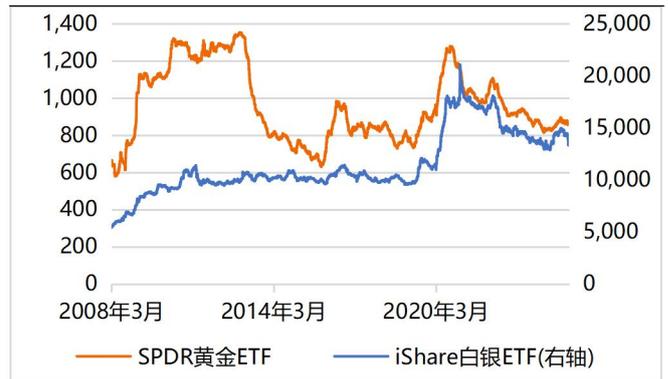
### （四）资金面：CFTC 管理基金净持仓与金银 ETF 持仓走势

图 37：金银 CFTC 管理基金净持仓



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

图 38：SPDR 黄金 ETF 和 iShare 白银 ETF 持仓量



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

## 免责声明

本报告由山金期货投资咨询部制作，未获得山金期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在山金期货有限公司及其研究人员知情的范围内，山金期货有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。