

## 美联储降息预期如何影响金价走势？

### 一、美联储降息预期如何影响金价走势？

- 美国的对外贸易政策，叠加经济增长放缓预期，以及美联储官员的鸽派指引，令市场对美联储在下半年的降息预期大幅上升。首先，美国除了利用 301 条款对中国产品加征关税以外，同时威胁对墨西哥、欧盟等经济体加征关税，其外贸政策的不确定性，令美联储货币政策难以偏紧。其次，美国近期的经济数据不断走弱。第三，美联储官员及其政策文件也向市场释放了鸽派信号。
- 上周的鲍威尔国会证词，进一步加强了市场的降息预期。鲍威尔在国会证词陈述时表示，自 6 月份货币政策会议以来，围绕贸易紧张局势的不确定性以及对全球经济增长前景的担忧似乎继续给美国经济前景带来压力；第二季度美国国内生产总值增速或较第一季度有所放缓，尽管消费支出出现回升，但企业投资出现明显下讲，净出口对经济的不持续推动也无法对 2 季度的 GDP 形成支撑；通胀疲软可能比预期的更持久，当前没有任何证据表明目前美国劳动力市场过热。证词公布后，CME 显示 7 月议息会议降息至 2.00%-2.25% 的可能性为 97.2%，降息至 1.75%-2.00% 区间的可能性为 23.5%。
- 美联储的降息预期通过影响名义利率变化，进一步带动实际利率预期的变动，来对金价产生影响。从中长期来看，自 2000 年以来，美国实际利率与金价进行线性回归后， $R^2=0.75$ ，比较显著。
- 下半年，市场对美联储的降息定价边际上难以更加乐观，即使美联储今年降息三次，实际利率预期也没有太多下降的空间，难以对黄金价格形成大幅提振。

### 二、美国 5 月 JOLTs 职位空缺数回落、6 月通胀数据低于前值

- 美国 5 月 JOLTs 职位空缺数下降：受建筑和运输行业下滑拖累。
- 美国 6 月 CPI 同比增长持平于预期：能源价格等多项数据出现回落。
- 美国 6 月 PPI 同比增长高于市场预期：服务成本为主要提振，能源价格为主要拖累。

### 三、本周重点关注美联储公布经济褐皮书、美国联储制造业、零售销售和消费者信心指数

- 财经时间：本周重点关注美联储公布经济褐皮书。
- 财经数据：本周重点关注美国 7 月纽约联储制造业指数、美国 6 月零售销售月率、美国 6 月工业产出月率、美国 6 月新屋开工年化月率、美国 7 月费城联储制造业指数、美国 7 月密歇根大学消费者信心指数初值。

#### 风险提示：

- 美联储货币收紧时间过长，导致经济向下压力的累积。
- 美国经济数据显著低于预期，美联储加息周期被迫中断。
- 新兴市场动荡拖累欧元区经济进一步走弱。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

正文如下：

### 一、美联储降息，金价能否进一步上涨？

美国的对外贸易政策，叠加经济增长放缓预期，以及美联储官员的鸽派指引，令市场对美联储在下半年的降息预期大幅上升。首先，美国除了利用 301 条款对中国产品加征关税以外，同时威胁对墨西哥、欧盟等经济体加征关税，其外贸政策的不确定性，令美联储货币政策难以偏紧。其次，美国近期的经济数据不断走弱。ISM 制造业 PMI 进一步下滑，耐用品订单、OECD 领先指标等数据也开始走弱，这令美联储担心劳动力市场的改善也接近尾声，提前通过降息来平衡就业市场变化，成为了其政策选择。第三，美联储官员及其政策文件也向市场释放了鸽派信号。除了多为官员公开表示支持降息之外，美联储 6 月货币政策纪要显示，美联储与会者的分歧有所加剧，部分与会者认为应当采取降息有助于缓冲未来经济可能遭受的不利冲击。

上周的鲍威尔国会证词，进一步加强了市场的降息预期。鲍威尔在国会证词陈述时表示，2019 年上半年美国经济表现良好，但自 6 月份货币政策会议以来，围绕贸易紧张局势的不确定性以及对全球经济增长前景的担忧似乎继续给美国经济前景带来压力。另外，鲍威尔表示第二季度美国国内生产总值增速或较第一季度有所放缓，尽管消费支出出现回升，但企业投资出现明显下滑，净出口对经济的不持续推动也无法对 2 季度的 GDP 形成支撑。而且，鲍威尔认为通胀疲软可能比预期的更持久，当前没有任何证据表明目前美国劳动力市场过热，由于薪资上涨后劲乏力，通胀水平仍然过低。证词公布后，CME 显示 7 月议息会议降息至 2.00%-2.25% 的可能性为 97.2%，降息至 1.75%-2.00% 区间的可能性为 23.5%。

美联储的降息预期通过影响名义利率变化，进一步带动实际利率预期的变动，来对金价产生影响。美国实际利率与黄金价格在中期的负相关属性明显。从中长期来看，自 2000 年以来，美国实际利率与金价进行线性回归后， $R^2=0.75$ ，比较显著（其中，使用美国 10 年期 TIPS 债券收益率作为美国实际利率的替代）；回归方程为  $y = -325.87x + 2050.6$ ，意味着美国实际利率与金价具有具有较为明显的负相关特征。从金价与美国实际利率的走势来看，两者的负相关特征也较为明显。那么，从金价的中期分析框架来看，核心就转变为分析美国实际利率的走势。

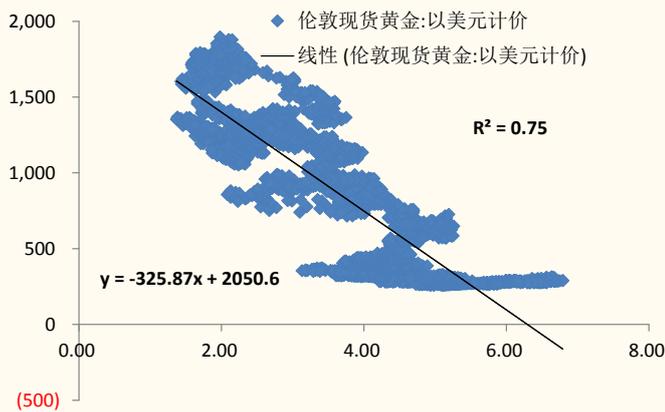
下半年，市场对美联储的降息定价边际上难以更加乐观，即使美联储今年降息三次，实际利率预期也没有太多下降的空间，难以对黄金价格形成大幅提振。从历史来看，在 2015 年年底加息之前，2014-2015 年 10 年期 TIPS 收益率平均为 0.45%，已经出现很大升幅的回升，而在加息周期真正开启之后，虽然联邦基金利率上升 2.25%，但 10 年期 TIPS 得平均收益率仍仅为 0.52%。主要因为在美联储开始加息之前，市场似乎已经消化了加息的大部分周期，尤其在今年停止加息之后，市场判定今年会开启降息周期，10 年期 TIP 已经出现了大幅回落，距离年初的高点已经下降了 73 个 bp，10 年期 TIPS 领先于联邦基金利率，更多的反应的是市场预期。这意味即使联邦基金利率在年底下降 75bp，对于 10 年期 TIPS 而言，下降得空间也相对有限。我们预计，美国 10 年国债收益率的短期底部已经出现，差不多在 2.0% 左右，除非通胀出现大幅回升，不然 TIPS 收益率衡量的实际利率预期难以出现较大程度的回落，进而对黄金价格的上升空间形成一定的抑制。

图表 1：市场对美联储降息 75bp 的定价较为充分



来源：CME，国金证券研究所

图表 2：美国实际利率与金价的负相关比较显著



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：美国实际利率下行推升金价上涨



来源：Wind，国金证券研究所

## 二、美国 5 月 JOLTs 职位空缺数回落、通胀数据低于前值

### 1. 美国 5 月 JOLTs 职位空缺数下降

7 月 10 日晚间美国劳工部公布数据显示，美国 5 月 JOLTs 职位空缺数量为 732.3 万，低于前值 737.2 万和预期值 747.3 万。5 月就业率从 4 月的 4.7% 环比下降至 4.6%。5 月招聘人数减少 26.6 万人至 570 万人，专业及商业服务业减少幅度最大。招聘率从 4 月的 4.0% 环比降至 3.8%。裁员在 5 月份小幅下滑，使裁员率连续第二个月保持在 1.2%。然而，艺术、娱乐和娱乐业的裁员人数有所增加。

5 月份美国就业机会下降，受建筑和运输行业下滑拖累，可能导致未来几个月就业增长放缓。私营部门的职位空缺率持平于 4.9%，仍低于 11 月达到的 5.2%，从去年初的 4.6% 和 2009 年经济衰退时期的 2.0% 平均水平上升。在专业和商业服务方面，5 月环比上升至 5.8% 但低于 1 月份的 6.5%。在休闲和酒店业，5 月环比为 5.9%，仍低于 12 月份的 6.2% 的高位。在教育和服务方面，从 2010

年的 2.6% 上升至 5 月的 5.2%。运输，仓储和公用事业部门的职位空缺减少了 6 万人，5 月环比下降至最近的低点 4.6%。5 月份建筑业的职位空缺减少了 6.5 万人，环比下降至 4.7%，低于 4 月创纪录的 5.5%。政府部门的职位空缺率从创纪录的 3.1% 下滑至 2.9%，并从 2009 年的低点 1.2% 大幅上升。而房地产和租赁业的未填补职位减少了 4.9 万人。在制造业方面，它从 12 个月前的 3.6% 恢复到 3.8% 的记录。制造业的空缺数从 4 月的 49.6 万升至 5 月创纪录的 50.9 万。

## 2. 美国 6 月 CPI 同比增长低于前值，持平于预期

美国劳工部 7 月 12 日公布的数据显示，美国 6 月末季调 CPI 同比增加 1.6%，持平于预期 1.6%，低于前值 1.8%。美国 6 月末季调核心 CPI 环比增速为 0.3%，略高于预期的 0.2% 和前值的 0.1%，为 2018 年 1 月以来的最高水平。美国 6 月末季调核心 CPI 同比增速为 2.1%，略高于预期和前值的 2%。美国 6 月季调后 CPI 环比增速为 0.1%，略高于预期 0，持平于前值 0.1%。

**能源价格等多项数据出现回落。**6 月份汽油价格在 5 月份下跌 0.5% 后 6 月份再次下跌 3.6%，能源价格同比下滑 2.3%。上个月食品价格在 5 月反弹 0.3% 后保持不变。住房成本约占 CPI 总量的三分之一，6 月份房主在租房或租房方面支付的费用上涨 0.3%，与 5 月的收益相符。经过 5 月的类似推动，医疗成本环比增加了 0.3%。在政府推出新的方法和数据来计算成本后，这些商品的价格在 3 月和 4 月大幅下跌。二手机动车和卡车价格在连续四个月内下跌后，6 月份上涨 1.6%，同比上涨 1.2%。近几个月出现波动的服装价格在 5 月份保持不变后飙升 1.1%，同时每年下降 1.3%。由于园艺和草坪护理服务成本上升，家居用品和经营价格上涨 0.8%，是自 1991 年以来的最大涨幅。

## 3. 美国 6 月 PPI 同比增长低于前值，高于市场预期

美国劳工部 7 月 12 日公布的数据显示，美国 6 月 PPI 同比增长 1.7%，高于预期的 1.6%，低于前值的 1.8%，是 2017 年 1 月以来的最小涨幅。美国 6 月 PPI 环比上涨 0.1%，持平于前值 0.1%，略高于预期 0%。不包括波动的食品，能源和贸易服务部分，6 月份生产者价格连续两个月上涨 0.4% 后保持不变。美国 6 月核心 PPI 同比增长了 2.3%，持平前值 2.3%，略高于预值 2.1%。美国 6 月核心 PPI 环比上升 1.7%，略低于前值 1.8%，高于预期值 1.6%。

**服务成本为主要提振，能源价格为主要拖累。**6 月份，批发能源价格在前一个月下跌 1.0% 后下跌 3.1%。商品价格在上个月下跌 0.2% 后 6 月下跌 0.4%。汽油价格下跌 5.0%，占上月商品成本下降的近 60%。6 月份批发食品价格反弹 0.6%。核心商品价格连续三个月保持不变。6 月份服务成本增加 0.4%，是自 2018 年 10 月以来的最高水平，此前 5 月份增长 0.3%。批发商和零售商获得的利润增加推动了服务业的发展。医疗保健服务的成本上个月上涨 0.2%，同 5 月的涨幅相符。

图表 4：海外宏观数据跟踪和简评

美国	18-05	18-06	18-07	18-08	18-09	18-10	18-11	18-12	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	最新数据简评
<b>增长</b>															
GDP (环比折年率, %)		4.2			3.5			2.2			3.2				高于预期和前值, 但消费和固定资产投资均显疲软
<b>消费</b>															
个人总收入 (环比折年率, %)	0.3	0.4	0.3	0.4	0.2	0.5	0.2	(0.1)	0.2	0.2	0.1	0.5	0.5		持平于前值和预期
个人消费支出 (环比折年率, %)	0.5	0.4	0.5	0.4	0.2	0.6	0.4	(0.6)	0.1	0.1	0.9	0.3	0.4		分项来看, 商品支出为主要提振
零售销售额 (环比折年率, %)	1.2	0.2	0.6	(0.1)	(0.1)	0.8	0.2	(1.2)	0.2	(0.2)	1.6	0.3	0.5		无店铺零售业为主要提振
<b>投资</b>															
耐用品订单 (环比, %)	-1.1	0.9	-1.2	4.7	0.0	-4.4	0.8	1.2	0.4	(1.6)	2.7	(2.1)	(1.4)		商用飞机产量下降导致运输设备出现下降
建造支出 (环比, %)	0.7	-0.7	0.2	-0.4	-0.1	-0.1	0.8	(0.6)	1.3	1.0	(0.9)	(0.1)	(0.8)		建设投资大幅回落
<b>对外贸易</b>															
出口 (同比, %)	10.8	8.8	7.5	6.5	6.6	6.3	3.8	0.1	3.0	2.4	1.3	(0.1)	(1.3)		海外需求回落
进口 (同比, %)	7.4	7.7	8.7	9.3	9.5	8.5	3.2	3.1	1.6	-0.5	2.6	0.2	3.3		内需拉动大幅回升
贸易差额 (十亿美元)	-42.8	-46.2	-50.4	-53.7	-54.6	-55.5	-49.3	-59.8	-51.1	-49.4	-50.0	(50.8)	(55.5)		贸易逆差扩大
<b>通胀</b>															
CPI (同比, %)	2.8	2.9	2.9	2.7	2.3	2.5	2.2	1.9	1.6	1.5	1.9	2.0	1.8	1.6	能远价格拖累CPI
核心CPI (同比, %)	2.2	2.3	2.4	2.2	2.2	2.1	2.2	2.2	2.2	2.1	2.0	2.1	2.0	2.1	剔除能源和食品因素后, 高于前值
核心PCE (同比, %)	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5		持平于预期但低于前值
密歇根大学通胀预期 (同比, %)	2.8	3.0	2.9	3.0	2.7	2.8	2.7	2.7	2.7	2.6	2.4	2.5	2.9	2.6	低于前值
<b>劳动力市场</b>															
非农就业新增人数 (千人)	223	213	157	201	134.0	250.0	155.0	312.0	304.0	20.0	196.0	263.0	75.0	224.0	专业和商务服务, 医疗保健, 运输和仓储方面提振
失业率 (%)	3.8	4.0	3.9	3.9	3.7	3.7	3.7	3.9	4.0	3.8	3.8	3.6	3.6	3.7	失业率上升
平均时薪 (环比, %)	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.1	0.2	0.4	0.1	0.4	0.1	0.2	0.2	0.2	低于预期
职位空缺数 (千人)	6659	6822	7077	7293	7009	7079	6888	7335	7581	7087	7488	7449	7323		受建筑和运输行业下滑拖累
<b>房地产市场</b>															
标普/CS房价指数 (同比, %)	6.5	6.4	5.9	5.5	5.2	5.0	4.7	4.6	4.3	3.0	2.7	2.5			房价持续回落
成屋销售 (折年数, 万套)	541	538	534	533	515	522	532	499	494	551	521	519	534		东北部和南部地区销售为主要拖累
新屋开工 (环比, %)	4.2	-11.4	0.6	8.1	-5.5	1.5	3.2	-11.2	18.6	-8.7	-0.3	5.7	-0.9		新屋开工大幅回落
营建许可 (环比, %)	-4.6	-0.7	0.9	-4.1	1.7	-0.4	5.0	0.3	1.4	-2.0	-1.7	0.6	0.7		营建许可上行
<b>其他</b>															
ISM制造业PMI指数	58.7	60.2	58.1	61.3	59.8	57.7	59.3	54.1	56.6	54.2	55.3	52.8	52.1	51.7	制造业指数回落
ISM非制造业PMI指数	58.6	59.1	55.7	58.5	61.6	60.3	60.7	57.6	56.7	59.7	56.1	55.5	56.9	55.1	服务业小幅回落
工业产能利用率 (%)	77.5	77.8	78.0	78.5	78.5	78.4	78.5	78.7	78.3	78.2	78.8	77.9	78.1		产能利用率小幅回升
密歇根大学消费者信心指数	98.0	98.2	97.9	96.2	100.1	98.6	97.5	98.3	91.2	93.8	98.4	97.2	100.0	98.2	主要由于对关税以及就业放缓的担忧
美联储总资产 (万亿美元)	4.404	4.367	4.337	4.266	4.240	4.187	4.145	4.123	4.106	4.016	4.016	3.976	3.900		缩表在9月结束
美国联邦基金基准利率	1.5-1.75	1.75-2.0	1.75-2.0	1.75-2.0	2.0-2.25	2.0-2.25	2.0-2.25	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	6月维持利率不变
美元实际有效汇率指数	98.10	99.60	99.94	101.00	101.21	101.94	103.05	103.22	106.00	105.90	106.31	106.40	107.40	107.10	美元实际有效汇率下行
<b>其他发达经济体</b>															
<b>欧元区</b>															
GDP (环比折年率, %)		1.5			0.6			0.8			1.6				欧元区经济疲软
CPI (同比, %)	1.9	2.0	2.1	2.0	2.1	2.2	2.0	1.6	1.4	1.5	1.4	1.7	1.2	1.2	通胀保持稳定
核心CPI (同比, %)	1.1	0.9	1.1	0.9	0.9	1.1	1.0	1.0	1.1	1.0	0.8	1.2	0.8	1.1	核心CPI回升
出口 (季调环比, %)	0.2	1.7	-0.9	2.1	-1.6	2.1	(1.0)	(0.1)	0.8	(1.4)	0.9	(2.5)			外部需求大幅回落
进口 (季调环比, %)	0.9	2.0	1.5	-0.4	0.2	2.6	(1.9)	0.0	0.3	(2.7)	2.5	(0.9)			内部需求大幅回落
贸易差额 (十亿欧元)	16.6	16.5	12.3	16.8	13.4	12.5	15.1	15.6	17.0	19.5	17.9	15.3			贸易差额回落
Markit制造业PMI指数	55.5	54.9	55.1	54.6	53.2	52.0	51.8	51.4	50.5	49.2	47.5	47.8	47.7	47.6	较前值小幅回升但仍低于预期
Markit服务业PMI指数	53.8	55.2	54.2	54.4	54.7	53.7	53.4	51.4	51.2	52.8	53.3	52.5	52.5	53.6	稳步上行
德国经济景气指数	112.7	111.9	112.8	112.7	112.5	111.2	111.8	109.9	108.5	108.4	106.6	105.1	105.5	102.6	德国经济景气回落
工业生产指数 (环比, %)	1.4	-0.7	-0.8	1.1	-0.3	0.1	-1.7	-0.9	1.4	-0.2	-0.3	-0.5			工业生产指数进一步回落
央行总资产 (万亿欧元)	4.56	4.57	4.59	4.61	4.62	4.62	4.66	4.66	4.69	4.69	4.70	4.70	4.70		逐步退出QE
央行主要再融资利率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		维持利率不变
<b>英国</b>															
GDP (环比折年率, %)		1.6			2.5			0.7			2.0				经济大幅回升
CPI (同比, %)	2.4	2.4	2.5	2.7	2.4	2.4	2.3	2.1	1.8	1.9	1.9	2.1	2.0		通胀小幅回落
央行基准利率	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75		脱欧问题影响货币政策方向
<b>日本</b>															
GDP (环比折年率, %)		3.0			-1.2			1.4			2.1				国内经济回升
CPI (同比, %)	0.7	0.7	0.9	1.3	1.2	1.4	0.8	0.3	0.2	0.2	0.5	0.9	0.7		通胀小幅回落
日央行总资产 (万亿日元)	540.8	537.0	546.3	550.9	545.5	551.8	555.5	552.1	556.9	561.9	557.0	562.0	567.0	565.0	接近QE的极限
新兴市场GDP增速 (同比, %)	18-05	18-06	18-07	18-08	18-09	18-10	18-11	18-12	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	简评
<b>巴西</b>															
GDP (环比折年率, %)		0.9			1.2			1.1			0.5				GDP下行压力渐显
印度		8.2			7.1			6.5							经济增速回落
韩国		2.9			2.0			3.2			1.8				经济大幅回落
印尼		5.3			5.2			5.2			5.1				GDP小幅回落
泰国		3.5			2.9			1.3			0.6				GDP小幅回落

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_11380](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11380)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn