

## Verdict

**Winning Hypothesis:** 当前黄金市场的看跌叙事是对美联储鹰派立场及实际利率上升这一宏观现实的合理价格发现。强劲的就就业数据（ICSA 22.5 万份）以及 T10Y2Y 利差正常化（0.41%）强烈暗示经济软着陆及重新加息的可能性，这将推高美元并增强国债吸引力，从而最大化黄金的机会成本。特别是以中国零售销售暴跌 90% 为代表的供需恶化，意味着通胀对冲需求已被实际利率上升压力完全取代；因此在风险偏好（Risk-on）环境下，黄金进一步下跌具有结构性必然性。

截至 2026 年 6 月 9 日，市场参与者判断，由于美国就业指标（ICSA 22.5 万件）比预期更为稳健，市场对美联储进一步加息的预期已激增至 72% 水平。因此，金价已回吐年初全部涨幅，录得 3% 的暴跌，当前主导趋势是风险偏好（Risk-on）流向，即在“维持高利率”的名义下，更偏好美元和国债，而非作为“避险资产”的黄金。

然而，支持假设 A（即市场判断正确）的证据压倒性地强劲，无法排除金价进一步下跌的可能性。核心依据在于 GOLD 3 个月收益率（-15.61%）、DXY 1 个月收益率（+1.85%）与 VIX 3 个月收益率（-34.04%）同时发生，这清晰表明在风险偏好环境下，美元走强与避险需求缺失正主导金价下跌。特别是 ICSA（22.5 万件）维持在 23 万件临界值以下，未捕捉到劳动力市场紧缩信号，且 T10Y2Y 利差（0.41%）保持正值，确认了经济软着陆与利率正常化阶段仍在持续。尽管观察到 GOLD-US10Y 相关性（short\_beta -0.0002）出现崩溃迹象，但这仅是利率上升对金价的影响暂时放缓，尚不足以抵消由就业稳健导致的实际利率上升压力以及中国零售销售暴跌 90% 带来的供需恶化所形成的下行压力。因此，判断黄金进一步下跌是结构性必然。

**Action:** 积极维持并超配 GOLD 空头头寸

**Invalidation:** 若 GOLD 价格在 1 周内较前低点反弹超过 5% 并突破 2,150 美元

**Risk Factors:** (1) 宏观风险：美联储降息预期急剧重燃，导致实际利率（Real Yield）暴跌，美元指数（DXY）跌破 100 的情景，(2) 技术/头寸风险：利率与金价相关性崩溃（Beta -0.0002）长期化，导致非利率因素（如中东地缘政治风险等）引发供需驱动，从而在技术超卖区间出现非理性的空头回补（Short Squeeze），(3) 事件风险：若中国意外大规模出台内需刺激政策导致中国黄金需求激增，或主要新兴市场央行大规模买入黄金

## Macro Picture

**Regime:** risk\_on\_drag

**Key Themes:** 就业强劲引发加息预期重燃, 实际利率上升推高机会成本, 央行购金放缓及投资情绪退潮

**Dominant Narrative:** 截至 2026 年 6 月 9 日，美国就业数据表现强于预期，市场对美联储进一步加息的预期飙升至 72%，导致金价回吐年初全部涨幅，录得 3% 的跌幅。市场参与者判断，当前主导趋势为风险偏好（Risk-on）流向，即在“维持高利率”的逻辑下，资金更青睐美元和国债，而非作为“避险资产”的黄金。

**Reality:** T10Y2Y 利差回升至 0.41% 的正常水平，且初请失业金人数稳定在 22.5 万份，表明经济衰退担忧已缓解；这构成实际利率上升压力，对金价形成下行压制。特别是中国境内黄金零售销售暴跌 90% 加剧了供需恶化，叠加通胀对冲需求减弱，确认了当前宏观环境下利率成为主导金价绝对变量的格局。

## Hypotheses

### A (Market Right)

当前黄金市场的看跌叙事准确反映了美联储鹰派基调及实际利率上升的宏观现实，是合理的定价过程。强劲的就就业数据（ICSA 22.5 万份）及 T10Y2Y 利差正常化（0.41%）强烈暗示经济软着陆及重启加息的可能性，这将推高美元并增强国债吸引力，从而最大化黄金的机会成本。特别是以中国零售销售暴跌 90% 为代表的供需恶化，意味着通胀对冲需求已被实际利率上升压力完全取代；因此在风险偏好（Risk-on）环境下，黄金进一步下跌具有结构性必然性。

就业强劲 → 美联储加息预期（72%）上升 → 实际利率上升压力加剧 + 美元/国债偏好（Risk-on）→ 黄金机会成本增加及供需恶化（中国零售 -90%）→ 黄金价格下行压力持续

### B (Market Wrong)

黄金市场当前的弱势过度偏向‘维持高利率’的短期叙事，低估了实际利率上升无法完全替代通胀对冲需求的结构性局限，以及中国零售销售暴跌仅为暂时现象的可能性，处于非理性超卖状态。认为 T10Y2Y 利差正常化将缓解经济衰退担忧并推动风险偏好上升的解读，忽视了长期高利率环境可能暴露金融系统脆弱性并重新点燃避险资产需求的 scenario。此外，中国零售销售 90% 的暴跌仅是因价格下跌导致的买盘心理萎缩，并非通胀对冲需求的永久性消失；若利率作为金价绝对主导变量的前提被打破，预计将出现急剧反弹。

实际利率上升触及上限 → 通胀对冲需求结构性复苏（中国零售反弹）+ 高利率长期化引发金融系统风险重估 → 避险资产需求重燃 → 金价超卖反弹

Key Question: 在 T10Y2Y 利差维持在 0.41% 水平的同时，中国境内黄金零售销量暴跌 90% 的供需恶化是仅表现为暂时性价格反应，还是意味着通胀对冲需求的结构性消失？判断这一问题的关键指标是什么？

Tensions

市场叙事强调就业强劲引发加息预期重燃，推高黄金机会成本并主导跌势；但实际数据显示，实际利率上升压力已完全取代通胀对冲需求，成为决定金价下行压力的关键因素。



Narrative: 因就业数据强劲引发市场对美联储进一步加息的预期（72%），以及因偏好美元/国债而对黄金产生的抛售压力  
Reality: T10Y2Y利差正常化及中国零售销售暴跌90%等供需恶化，以及实际利率上升，已成为主导黄金价格的绝对关键变量

GOLD US10Y DXY

存在地缘政治风险缓解将引发金价暴涨的乐观叙事，但在风险偏好（Risk-on）环境下，避险情绪退潮，资金反而在“维持高利率”逻辑下流向美元和国债，与上述叙事形成冲突。



Narrative: 随着战争结束等情景缓解地缘政治不确定性，黄金价格有望达到6,000美元，且避险需求持续  
Reality: 初期失业救济申请人数稳定等迹象缓解了经济衰退担忧，风险偏好（Risk-on）趋势占据主导，市场更青睐风险资产及美元，而非黄金等避险资产

GOLD SPX DXY

市场对黄金通胀对冲功能的预期依然存在，但中国境内黄金零售销售暴跌 90% 等实质性供需恶化及通缩压力使其失效，加剧了叙事与现实之间的背离。



Narrative: 作为通胀对冲工具的黄金持续受到投资情绪青睐，并存在长期上涨预期  
Reality: 中国国内黄金零售销售暴跌90%等关键需求方买入情绪退潮，叠加实际利率上升导致对冲需求减弱

GOLD SILVER

Alternatives

US10Y - 미국 10 년물 국채 (Treasuries) 상승 (수익률 기준)

因重新加息预期和美元走强（DXY +1.85%）导致实际利率上升压力持续的风险偏好（Risk-on）环境中，这是最直接的受益资产。由于黄金机会成本增加与国债偏好现象同时发生，该资产反映了金价下跌与国债价格下跌（收益率上升）联动的结构性趋势。

DXY - 달러 인덱스 (US Dollar Index) 상승

就业数据强劲及美联储鹰派立场使美元偏好情绪最大化，VIX 下跌 34% 导致避险需求流向美元。这是直接追随作为金价下跌核心驱动因素的美元走强趋势的替代资产。

SPX - S&P 500 지수 (미국 주식) 상승

T10Y2Y 利差维持正值且经济软着陆情景有效，VIX 暴跌意味着风险偏好（Risk-on）情绪扩大。在黄金等避险资产抛售压力转向股市流动性的环境下，预计市场指数将上涨。

Eval Scores



**Feedback:** ## 종합 평가 이 파이프라인은 시장 내러티브와 데이터 현실 간의 괴리를 매우 날카롭게 포착하고 있으며, 가설 설정과 검증 로직은 탁월합니다. 그러나 \*\*결론 도출 과정 (Verdict Logic) 에서 데이터 해석의 일관성과 수치 근거의 명확성\*\*에 치명적인 약점이 있어 감점되었습니다. ### 1. tension\_validity: 4/5 - \*\*강점:\*\* '고용 건조 (금리 인상 기대)' vs '실질금리 상승/수급 악화'라는 긴장 포인트가 매우 명확하고 시장 상황에 부합합니다. 특히 '중국 소매 판매 90% 폭락'이라는 구체적인 수치를 통해 내러티브 (인플레이션 헤지) 와 현실 (수급 부재) 의 괴리를 잘 드러냈습니다. - \*\*약점:\*\* '90% 폭락'이라는 수치가 지나치게 극단적이며, 출처나 기간 (YoY? MoM?) 이 명시되지 않아 과장된 표현으로 비칠 소지가 있습니다. (규칙: '투매', '폭락' 등 과장 표현이 수치 기준 없이 사용되면 -1점 적용 가능성 있으나, 여기서는 구체적인 수치가 언급되어 1점만 감점). ### 2. hypothesis\_quality: 5/5 - \*\*강점:\*\* 가설 A(시장 합리성) 와 가설 B(시장 과매도/구조적 한계) 가 완벽하게 대칭적입니다. 두 가설 모두 동일한 데이터 (T10Y2Y, 중국 소매 판매) 를 서로 다른 해석 (연착륙 신호 vs 금융 리스크 전조) 으로 연결하며, 반증 가능한 명확한 조건을 제시했습니다. - \*\*특이점:\*\* 'Key Question'이 두 가설의 핵심 쟁점을 정확히 관통하고 있어 매우 우수합니다. ### 3. evidence\_targeting: 4/5 - \*\*강점:\*\* FRED(T10Y2Y, ICSA), 가격 데이터 (GOLD, DXY), 상관관계 분석, RAG(중국 소매 판매 역사적 맥락) 등 가설 검증을 위한 데이터 소스가 매우 포괄적이고 적절합니다. - \*\*약점:\*\* 'M1SL' (미국 M1 통화량) 을 요청하여 '중국 내 통화 공급량'을 파악하려는 로직이 명백한 오류입니다. 중국 데이터는 'CHM1' 또는 중국 인민은행 데이터를 사용해야 합니다. 이는 가설 B(중국 수급 악화의 구조적 원인) 를 검증하는 데 치명적인 결함입니다. ### 4. verdict\_logic: 3/5 - \*\*강점:\*\* 시장 흐름 (Risk-on, DXY 상승) 을 지지하는 증거를 나열했습니다. - \*\*약점 (치명적):\*\* 1. \*\*상관관계 해석의 모순:\*\* 증거 요약에서 'GOLD-US10Y 상관관계 (short\_beta -0.0002)' 가 '붕괴'되었다고 언급하며, 이는 금리가 금 가격에 영향을 미치지 않는다는 뜻 (가설 B의 근거) 이 됩니다. 하지만 결론에서는 이를 '일시적 둔화'로 치부하고, 오히려 '실질금리 상승 압력'이 하방 압력이라고 주장합니다. \*\*상관관계가 0 에 수렴했는데 어떻게 금리 상승이 가격 하락을 주도한다고 논리적으로 연결할 수 있는지 설명이 부족합니다.\*\* 2. \*\*수치 근거 부재:\*\* 'VIX 3M return(-34.04%)' 와 'GOLD 3M return(-15.61%)' 등 구체적인 수치가 제시되었으나, 이 수치가 '구조적 필연'을 증명하는 통계적 유의성 (예: p-value, 신뢰구간) 없이 단순히 '동시 발생'으로 결론을 도출했습니다. (규칙: 변동률이나 수치를 계산 근거 없이 감각적으로 제시하면 -1점). 3. \*\*일관성 결여:\*\* 가설 B 가 제기한 '상관관계 붕괴'라는 강력한 반박을 논리적으로 반박하지 않고 무시한 채 가설 A 를 선택했습니다. ## 재시도 시 개선 방안 1. \*\*데이터 소스 수정:\*\* 중국 통화량 분석을 위해 'M1SL' (미국) 대신 'CHM1' (중국) 또는 관련 중국 경제 지표를 요청하도록 'data\_shopping\_list' 를 수정하십시오. 2. \*\*상관관계 논리 정립:\*\* 'Beta' 가 0 에 가까울 때 금리 상승이 금 가격에 미치는 영향이 왜 여전히 하방 압력으로 작용하는지 (예: 실질금리 vs 명목금리 구분, 또는 수급 요인의 우세함) 에 대한 명확한 논리적 연결고리를 'rationale' 에 추가하십시오. 단순히 '일시적 둔화'라고 치부하지 마십시오. 3. \*\*수치 해석의 엄밀성:\*\* 제시된 변동률 (-34%, -15%) 이 통계적으로 유의미한 상관관계를 형성하는지, 아니면 단순한 우연의 일치인지에 대한 판단 근거를 보강하십시오. '구조적 필연'이라는 강한 결론을 내리기 위해서는 단순한 동시성 (coincidence) 이상의 인과관계 설명이 필요합니다. 4. \*\*수치 출처 명시:\*\* '중국 소매 판매 90% 폭락'과 같은 극단적 수치는 어떤 기간 (YoY/MoM) 과 어떤 소스 (중국 금협회 등) 에서 나온 것인지 명시하여 신뢰도를 높이십시오.

시장의 뷰: 시장 참여자들은 2026년 6월 9일 기준, 미국 고용 지표 (ICSA 22.5 만 건) 가 예상보다 견조하게 유지됨에 따라 연준의 추가 금리 인상 기대감이 72% 수준으로 급등했다고 판단하고 있습니다. 이에 따라 금값은 연초 상승분을 모두 반납하며 3% 급락세를 기록했고, '안전자산'으로서의 금보다 '고금리 유지' 명분 하에 달러와 국채를 선호하는 리스크 온 (Risk-on) 흐름이 지배적이라고 보고 있습니다.

**결론: 현재 금 시장의 약세 내러티브는 연준의 매파적 기조와 실질금리 상승이라는 매크로 현실을 정확히 반영한 합리적 가격 발견 과정임. 고용 지표의 견조함 (ICSA 22.5 만 건) 과 T10Y2Y 스프레드 정상화 (0.41%) 는 경기 연속률과 금리 인상 재점화 가능성을 강력히 시사하며, 이는 달러 강세와 국제 매력을 높여 금의 기회비용을 극대화함. 특히 중국 소매 판매 90% 폭락으로 대표되는 수급 약화는 인플레이션 헤지 수요가 실질금리 상승 압력에 의해 완전히 대체되었음을 의미하므로, 리스크 온 (Risk-on) 환경 하에서 금의 추가 하락은 구조적 필연임. [HIGH]**

하지만 시장이 맞다는 가설 A 를 지지하는 증거가 압도적으로 강력하여, 금 가격의 추가 하락 가능성을 배제할 수 없습니다. 핵심 근거로 GOLD 3M return(-15.61%) 과 DXY 1M return(+1.85%), VIX 3M return(-34.04%) 가 동시에 발생하며, 이는 리스크 온 환경에서 달러 강세와 안전자산 수요 부재가 금 가격 하락을 주도하고 있음을 명확히 보여줍니다. 특히 ICSA(22.5 만 건) 가 23 만 건 임계치 이하로 유지되며 노동시장 경색 신호가 포착되지 않았고, T10Y2Y 스프레드(0.41%) 가 양수 상태를 유지하여 경기 연속률과 금리 정상화 국면이 지속되고 있음을 확인했습니다. 비록 GOLD-US10Y 상관관계 (short\_beta-0.0002) 가 붕괴된 양상이 관찰되나, 이는 금리 상승이 금 가격에 미치는 영향이 일시적으로 둔화된 것일 뿐, 고용 견조에 따른 실질금리 상승 압력과 중국 소매 판매 90% 폭락이라는 수급 약화가 결합된 하방 압력을 상쇄하지는 못합니다. 따라서 금의 추가 하락은 구조적 필연으로 판단됩니다.

#### → GOLD 숏 포지션 적극 유지 및 비중 확대

무효화: GOLD 가격이 1 주일 이내에 전저점 대비 5% 이상 반등하여 2,150 달러를 상회할 경우

대안: US10Y: 금리 인상 재점화 기대와 달러 강세 (DXY +1.85%) 로 인해 실질 | DXY: 고용 지표 견조와 연준의 매파적 기조로 달러 선호 심리가 극대화되었으며, | SPX: T10Y2Y 스프레드 양수 유지와 경기 연속률 시나리오가 유효하며, VI

