



徽商期货  
HUISHANG FUTURES

徽商期货

如期而获



# 美联储紧缩接近尾声，贵金属 偏强运行为主

成文日期：2023 年 3 月 25 日

徽商期货有限责任公司  
投资咨询业务资格：  
皖证监函字【2013】280 号

徽商期货研究所  
金融品部

从姗姗 贵金属分析师  
从业资格号：F3044663  
投资咨询号：Z0015333

## 摘 要

1、今年 2 月份以来美国经济数据表现逐渐向好，市场交易逻辑由经济衰退预期转变为经济软着陆预期。这一过程中，美联储政策预期也在发生变化，市场预期由此前的放缓加息转变为再次紧缩预期。近期由于欧美银行流动性风险事件，市场又在交易美联储暂停加息甚至降息的预期。

2、宏观经济方面，美国经济分化特征较明显，主要表现为服务业强、制造业和实物消费弱的特点。通胀仍延续回落趋势，但由于住房租金仍以较快速度增长，核心通胀回落速度放缓。就业市场仍然偏强，今年前 2 个月新增非农就业均大幅超出市场预期，但 2 月失业率有所回升、薪资增速不及预期但仍高于前值。美国经济能否成功实现软着陆仍取决于通胀回落速度及就业市场改善程度。

3、流动性风险事件仍然存在一定不确定性，如果持续发酵并演变成系统性金融风险，不排除美联储紧急降息的可能，这将利多贵金属价格。但如果风险可控，随着中小银行流动性危机解除后，美联储的目标或将再次回到抗击通胀上。

4、综合而言，短期流动性风险扰动市场，避险情绪对贵金属价格有支撑。此外，由于风险事件扰动，美联储加息变得更加谨慎，但年中是否降息依然受到通胀制约，预计二季度贵金属或震荡偏强运行为主。持续关注风险事件演变、就业及通胀数据。

风险点：美元指数走强、地缘局势缓和、政策收紧超预期等

## 一、行情回顾

图 1：沪金日 K 线走势



图 2：沪银日 K 线走势



数据来源：文华财经、徽商期货研究所

今年一季度贵金属板块表现分化，黄金整体走势强于白银。1 月份在宏观基本面走弱、加息预期降温等因素影响下，黄金价格震荡上行。由于美国 1 月非制造业 PMI 意外暴跌，经济衰退预期升温，白银价格表现相对较弱。2 月份美国经济数据表现强劲，1 月新增非农就业、零售销售表现好于市场预期，市场交易逻辑由衰退预期转变为经济软着陆预期，美元指数和美债收益率继续回升，贵金属偏弱运行。近期欧美中小银行流动性风险事件扰动市场，市场避险情绪提振贵金属价格，CMX 黄金价格一度突破 2000 美元/盎司，创去年 3 月份以来新高，沪金最高触及 445.94 元/克，创 2020 年 9 月以来新高。

## 二、宏观经济分析

### (一) 美国经济表现分化

2 月份以来美国经济软着陆预期不断升温,但美国经济结构性特征比较明显,虽然服务业重回扩张区间,但制造业仍然较弱。而消费方面也是表现出服务业消费偏强而实物消费偏弱的特点,其中房屋销售及耐用品订单等表现较弱。

美国高通胀、高利率对经济负面影响逐步显现。ISM 制造业于去年 11 月跌破荣枯线并持续走低,今年 1 月 ISM 制造业录得 47.4,较去年 12 月继续回落 1 个百分点,2 月为 47.7,较上月回升 0.3 个百分点但仍处于荣枯线下方。分项数据中衡量商品需求的新订单指数有所改善,从 1 月的 42.5 升至上个月的 47,衡量产出的生产指数从 1 月的 48 降至 2 月的 47.3,表明由于需求疲软,制造商生产放缓。2 月 Markit 制造业 PMI 升至 47.8,较上月有所改善但仍处于收缩区间。相较于制造业而言服务业表现更加亮眼,ISM 非制造业 PMI 于今年 1 月重回荣枯线上方,2 月美国服务业 PMI 指数终值为 55.1,高于市场预期的 54.5。其中,新订单指数录得 62.6,较上月回升 2.1 个百分点,为 2021 年 11 月以来的最高水平,表明需求健康。2 月 Markit 服务业 PMI 升至 50.6,创 2022 年 6 月份以来新高,并逆转之前连续七个月萎缩的趋势。服务业重返扩张区间、制造业萎缩放缓,显示美国商业情绪好转,经济衰退风险降低。

图 3: 美国制造业、服务业 PMI

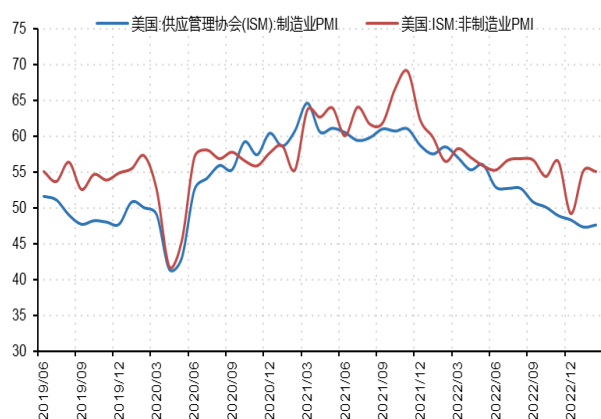
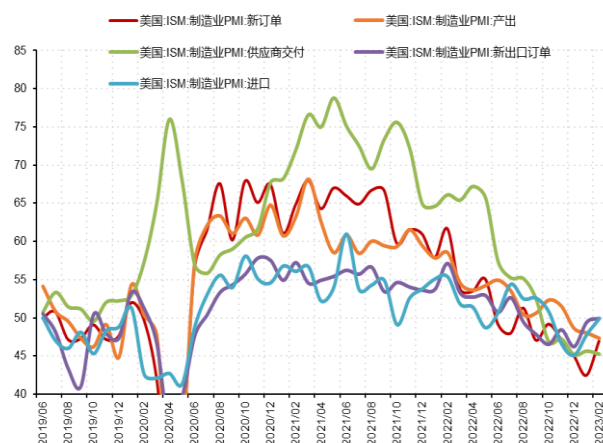


图 4: ISM 制造业 PMI 分项



数据来源: wind、徽商期货研究所

美国 2 月零售销售同比增加 5.4%,创 2020 年 12 月以来的最低增速纪录,2 月零售销售环比为-0.4%,基本符合市场预期,较前值的 3%大幅下降。其中家具、餐饮行业、杂货



店零售领跌，环比跌幅分别为 2.5%、2.2%和 1.8%。加油站零售环比下降 0.6%，医疗及个人护理零售环比增加 0.9%。美国高通胀和高利率不利于居民消费，从消费类别来看居民对于服务消费仍偏强。由于美国劳动力市场仍具有韧性，失业率维持低位、薪资增速强劲，这将继续支撑居民消费。

2022 年以来，伴随着美联储坚定的打击通胀，不断激进加息，按揭贷款利率的快速飙涨，30 年期房贷利率在去年 10 月达到 7.3%的峰值，令美国房地产市场大幅降温，导致销售下降、房价承压。美国 2 月成屋销售环比上升 14.5%，创 2020 年年中以来最大升幅，尽管 2 月成屋销售有所增加，但在美联储持续紧缩的货币政策下，美国住宅房地产仍然低迷，当前美国银行业遭遇的困境也可能促使银行收紧放贷标准，因此可能会阻碍住宅房地产继续增长的势头。

图 5：美国零售销售环比增速

美国零售销售环比增速	2022/06	2022/07	2022/08	2022/09	2022/10	2022/11	2022/12	2023/01	2023/02
零售和食品服务总计	1.03	-0.44	0.67	-0.17	1.07	-1.07	-0.82	3.22	-0.40
食品服务和饮吧	0.72	-0.84	2.45	1.02	1.21	-0.20	0.79	5.57	-2.16
机动车及零部件	0.56	-2.01	2.89	-0.54	1.54	-2.21	-1.84	7.09	-1.80
家具和家用装饰	-1.23	0.12	0.65	-2.12	1.97	-1.14	-1.98	5.71	-2.52
电子和家用电器	-0.49	-0.32	-1.96	-1.38	-1.24	-5.85	-0.32	6.55	0.28
建筑材料、园林设备及物料店	-0.30	1.11	1.68	-0.72	1.20	-3.31	0.96	0.37	-0.11
食品和饮料店	1.14	-0.04	0.44	0.84	1.22	0.48	-0.54	-0.36	0.49
保健和个人护理店	1.34	0.64	0.02	0.84	-0.19	0.30	-1.50	3.07	0.90
加油站	2.71	-2.21	-4.96	-3.96	3.34	-1.44	-5.16	-1.02	-0.58
服装及服装配饰店	0.74	-0.44	0.99	0.99	-0.35	-0.24	-0.38	2.90	-0.80
运动以及文娱商店	0.87	0.03	1.07	-0.43	0.63	0.15	0.20	0.45	-0.51
日用品商店	2.30	-0.39	0.31	1.13	-0.31	-0.18	0.49	4.33	0.55
杂货店零售业	3.83	-1.32	0.23	0.36	-0.97	-4.83	1.47	5.65	-1.84
无店铺零售业	0.34	1.66	0.57	-0.13	0.97	-0.94	-0.38	1.78	1.59

数据来源：wind、徽商期货研究所

图 6：美国成屋销售

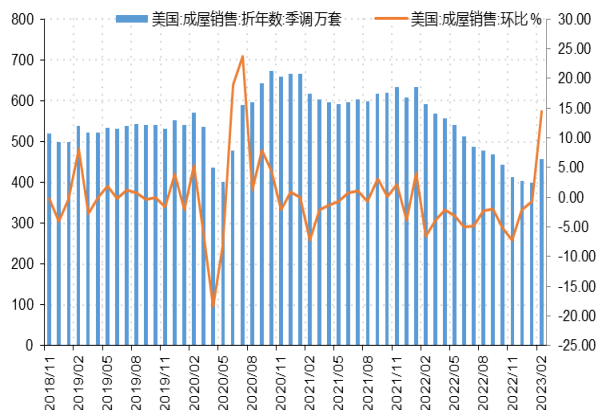
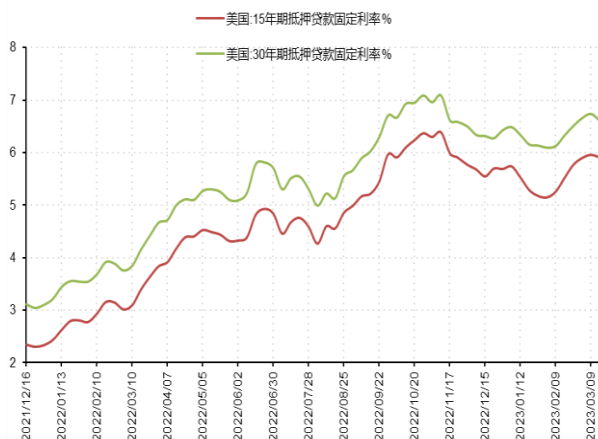


图 7：美国抵押贷款利率



数据来源：wind、徽商期货研究所

## （二）美国通胀回落速度放缓

在美联储持续加息下，美国通胀进一步回落但回落速度放缓。美国 2 月 CPI 同比升 6%，符合市场预期，为连续第八个月下滑，创 2021 年 9 月以来新低；环比为上升 0.4%，符合预期。2 月核心 CPI 同比升 5.5%，符合预期，并创 2021 年 12 月以来最小涨幅；环比则上升 0.5%，连续 5 个月回升。1 月上涨较厉害的住房、食品在 2 月依然是主角，其中住房贡献了 2 月 70% 的增长，同比增幅达 8.1%，环比增 0.8%。天然气和燃油价格双双回落，2 月能源价格下跌，环比下跌 0.6%。其中天然气环比大降 8%，创 2006 年 10 月以来最大单月降幅，燃油环比也下降了 7.9%。但是汽油价格有所抬升，环比增 1%。

美国通胀压力已由供给端转向需求端：能源、二手车价格等分项拉动有所减弱；运输服务、食品等价格具有一定韧性，住房租金等核心服务价格仍将维持高位。未来需求将放缓至何种程度，成为美国通胀能否彻底回落的关键因素。但整体而言，通胀大方向仍然是回落趋势，但回落速度或放缓。

图 8：美国 CPI 各项数据

	相对权重 (%) (2023年 1月)	相对权重 (%) (2022年 12月)	环比 (2023.02)	2023.01	2022.12	2022.11	同比 (2023.02 )	2023.01	2022.12	2022.11	2022.10
CPI	100.00	100.00	0.4	0.5	0.1	0.2	6	6.4	6.5	7.1	7.7
食品	13.52	13.53	0.4	0.5	0.4	0.6	9.5	10.1	10.4	10.6	10.9
家庭食品	8.73	8.73	0.3	0.4	0.5	0.5	10.2	11.3	11.8	12	12.4
非家庭食品	4.80	4.80	0.6	0.6	0.4	0.5	8.4	8.2	8.3	8.5	8.6
能源	7.07	6.92	-0.6	2	-3.1	-1.4	5.2	8.7	7.3	13.1	17.6
能源类商品	3.56	3.49	0.5	1.9	-7.2	-2.1	-1.4	2.8	0.4	12.2	19.3
汽油（所有种类）	3.24	3.17	1	2.4	-7	-2.3	-2	1.5	-1.5	10.1	17.5
燃油	0.15	0.15	-7.9	-1.2	-16.6	1.7	9.2	27.7	41.5	65.7	68.5
能源服务	3.52	3.43	-1.7	2.1	1.9	-0.6	13.3	15.6	15.6	14.2	15.6
电力	2.58	2.54	0.5	0.5	1.3	0.5	12.9	11.9	14.3	13.7	14.1
公共事业（管道）燃气服务	0.94	0.89	-8	6.7	3.5	-3.4	14.3	26.7	19.3	15.5	20
核心CPI	79.40	79.55	0.5	0.4	0.4	0.3	5.5	5.6	5.7	6	6.3
商品，不含食品和能源商品	21.32	21.36	0	0.1	-0.1	-0.2	1	1.4	2.1	3.7	5.1
新汽车和卡车	4.29	4.31	0.2	0.2	0.6	0.5	5.8	5.8	5.9	7.2	8.4
二手车和汽车	2.61	2.67	-2.8	-1.9	-2	-2	-13.6	-11.6	-8.8	-3.3	2
服装	2.53	2.48	0.8	0.8	0.2	0.1	3.3	3.1	2.9	3.6	4.1
医疗护理品	1.46	1.46	0.1	1.1	0.1	0.2	3.2	3.4	3.2	3.1	3.1
服务，不含能源服务	58.08	58.19	0.6	0.5	0.6	0.5	7.3	7.2	7	6.8	6.7
住所	34.39	34.41	0.8	0.7	0.8	0.6	8.1	7.9	7.5	7.1	6.9
交通服务	5.75	5.75	1.1	0.9	0.6	0.3	14.6	14.6	14.6	14.2	15.2
医疗护理服务	6.59	6.65	-0.7	-0.7	0.3	-0.5	2.1	3	4.1	4.4	5.4

数据来源：美国劳工部、徽商期货研究所

## （三）美国就业仍有韧性

美国就业市场热度难降，2月新增非农就业31.1万人，预期为22.5万人，1月前值的新增51.7万下修至50.4万，非农新增就业已经连续11个月超过预期。分项来看，就业增长最明显的集中在休闲娱乐、零售、政府及医疗服务等行业，其中仅休闲娱乐行业新增10.5万人，贡献了超三分之一的新增就业；但信息产业、运输行业及仓储业的就业人数下降较多。

2月失业率升至3.6%，预期和前值均为3.4%，2月平均时薪同比增长4.6%，预期4.8%，前值4.4%；平均时薪环比增0.24%为一年最低，预期0.4%，前值0.3%。2月失业率小幅上升，强劲就业市场出现势头减缓的信号。

1月美国挑战者企业裁员数有所上升但在较低水平，空缺职位数量维持高位，表明市场对劳动力需求仍然超过供应，劳动力市场失衡继续为工资带来上行压力，并为消费者支出提供资金，通胀回落至美联储设定的目标仍需要较长时间。就业市场何时出现实质性改善仍需数据证明，预计每个月的非农都会带来较大波动，在二三季度美国非农会缓慢回落。后续重点关注工资、通胀、支出的环比增速。

图 9：美国新增非农就业

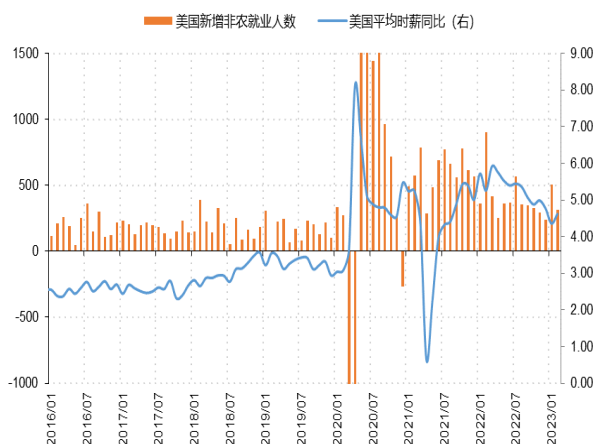
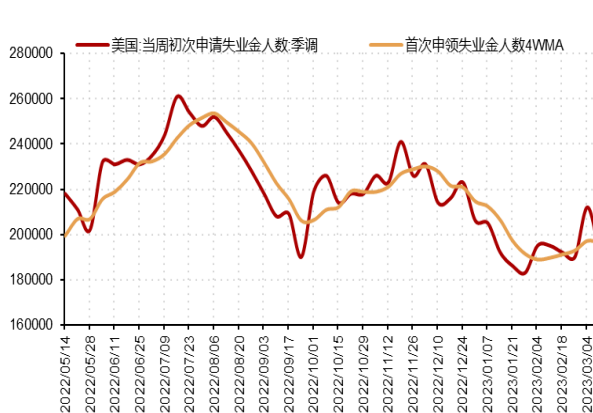


图 10：美国初请失业金人数



数据来源：wind、徽商期货研究所

## （四）欧洲经济表现偏弱

近期金融机构亦出现流动性危机，相较于美国来说欧洲情况更加严峻。一方面，由于欧洲银行自身经营问题普遍比美国银行要大。其次，欧洲央行进入加息周期的时间要晚于美联储叠加受地缘政治冲突和能源危机的影响，欧洲通胀依然维持高位，欧央行或陷入控制金融风险与遏制通胀之间的两难境地。3 月 16 日，欧洲央行公布最新利率决议，将三大关键利率上调 50 基点，基本符合市场预期。欧央行行长拉加德重申核心通胀维持高位、工资压力等均支持大幅加息，但同时也强调金融市场紧张局势，如果出现流动性危机，欧央行将设计新的货币政策工具来应对，而未来利率路径尚不明确。

欧元区 2 月调和 CPI 同比 8.5%，创下去年 5 月以来的最低水平，但仍为央行目标的四倍多。核心调和 CPI 则升至创纪录的 5.6%，欧洲仍面临较大通胀压力。欧元区 2 月制造业 PMI 为 48.5，为连续 8 个月低于荣枯线，低于预期值 49.3，同时也低于前值 48.8。服务业表现要好于制造业，2 月服务业 PMI 为 52.7，增速创去年 6 月份以来最高水平。欧元区 1 月零售销售同比降 2.4%，1 月零售销售环比增速为 0.3%，去年 12 月为 -1.6%。1 月工业产出同比增 0.9%，较上月增加 3 个百分点，环比增速为 0.7%，增幅较上月扩大 2 个百分点。欧元区零售销售、工业产出等有所改善，但通胀维持高位，紧缩的货币政策将不利于经济增长。



图 11：欧元区通胀

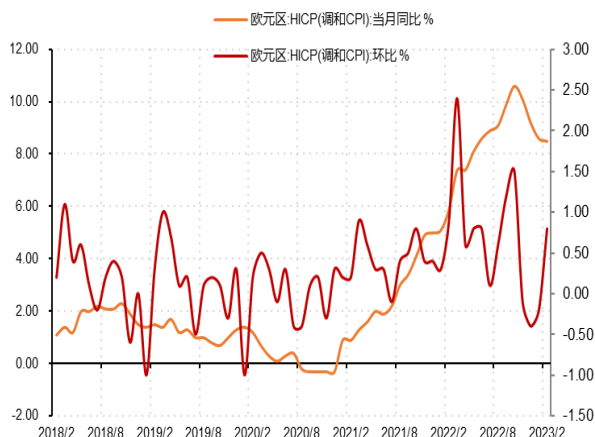
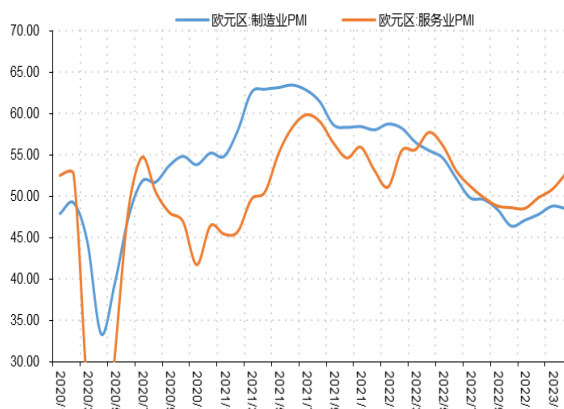


图 12：欧元区 PMI 指数



数据来源：wind、徽商期货研究所

## 三、美联储加息或接近尾声

在硅谷银行爆雷导致美国金融风险上升的背景下，美联储在 3 月议息会议上继续加息 25 个基点，将联邦基金利率提高至 4.75%—5%。美联储主席鲍威尔表示，将继续评估信贷紧缩带来的影响，现在因为银行风波改变政策方向还为时尚早。在决议声明中删除了“持续加息适宜”，改为“一些额外的政策紧缩可能是适当的”，被解读为鸽派论调。点阵图显示的终点利率与去年 12 月一致，仍维持今年底利率预期在 5.1% 不变，预计今年还有一次温和加息。在 3 月经济的预测中，美联储将 2023 年通胀预期小幅上调，PCE 从 2022 年 12 月预测的 3.1% 上调到 3.3%，但是对 2024 年和 2025 年的通胀预期没有改变，依然为 2.5% 和 2.1%。美联储还下调了 2023 年和 2024 年美国经济增长预测，分别降至 0.4% 和 1.2%。美联储认为 2023 年的失业率为 4.5%，较此前预测下调了 0.1 个百分点。

在硅谷银行“爆雷”后，出于对银行业流动性和稳定性的担忧，金融市场出现明显波动，美联储未来加息将更为谨慎。综合银行企业信贷增速呈现触顶迹象、核心 CPI 高度、核心 PCE 反弹趋势，美联储终点利率或为 5%-5.25%。目前市场对降息时点和幅度的博弈尚不充分，随着经济数据发布、风险事件等降息预期或逐渐明朗。

图 13：美联储关于经济指标预期

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, March 2023

Variable	Median <sup>1</sup>				Central Tendency <sup>2</sup>				Range <sup>3</sup>			
	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0-0.8	1.0-1.5	1.7-2.1	1.7-2.0	-0.2-1.3	0.3-2.0	1.5-2.2	1.6-2.5
December projection	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4-1.0	1.3-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	-0.5-1.0	0.5-2.4	1.4-2.3	1.6-2.5
Unemployment rate	4.5	4.6	4.6	4.0	4.0-4.7	4.3-4.9	4.3-4.8	3.8-4.3	3.9-4.8	4.0-5.2	3.8-4.9	3.5-4.7
December projection	4.6	4.6	4.5	4.0	4.4-4.7	4.3-4.8	4.0-4.7	3.8-4.3	4.0-5.3	4.0-5.0	3.8-4.8	3.5-4.8
PCE inflation	3.3	2.5	2.1	2.0	3.0-3.8	2.3-2.8	2.0-2.2	2.0	2.8-4.1	2.0-3.5	2.0-3.0	2.0
December projection	3.1	2.5	2.1	2.0	2.9-3.5	2.3-2.7	2.0-2.2	2.0	2.6-4.1	2.2-3.5	2.0-3.0	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	3.6	2.6	2.1		3.5-3.9	2.3-2.8	2.0-2.2		3.5-4.1	2.1-3.1	2.0-3.0	
December projection	3.5	2.5	2.1		3.2-3.7	2.3-2.7	2.0-2.2		3.0-3.8	2.2-3.0	2.0-3.0	
Mean: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1-5.6	3.9-5.1	2.9-3.9	2.4-2.6	4.9-5.9	3.4-5.6	2.4-5.6	2.3-3.6
December projection	5.1	4.1	3.1	2.5	5.1-5.4	3.9-4.9	2.6-3.9	2.3-2.5	4.9-5.6	3.1-5.6	2.4-5.6	2.3-3.3

数据来源：美联储官网、徽商期货研究所

图 14：美联储 3 月点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



## 四、风险事件

去年以来，美联储、欧洲央行等央行进入本轮加息周期，在和通胀进行斗争的路上，利率水平持续走高，而中小银行的危机却悄然来临。继美国硅谷银行和签名银行等因为流动性风险出现挤兑，美联储推出银行定期融资计划（BTFP）的紧急融资工具。

由于美国通胀仍然较高，美联储短期内可能不会很快降息，这意味着美国银行业在低利率环境下积累的期限错配问题短期内难以得到有效解决。特别是一些中小型、区域性银行还可能面临“存款搬家”的挑战，储户将存款从中小银行转移至大银行，进而对中小银行造成流动性压力。这意味着还会有更多存款机构通过贴现窗口获取流动性，美联储将继续扩表，但由于银行系统变化可能导致家庭和企业信贷条件收紧，风险事件对经济的负面影响将逐步显现。

除了中小银行流动性风险事件外，国际政治局势也值得关注。目前看俄乌局势未有缓和，短期双方对抗局面或继续维持，此外，中美关系也具有很大的不确定性。

## 五、投资机会与风险

综合而言，短期流动性风险扰动市场，避险情绪对贵金属价格有支撑。此外，由于风险事件扰动，美联储加息变得更加谨慎，但年中是否降息依然受到通胀制约，预计二季度贵金属或震荡偏强运行为主。后续继续关注风险事件演变、经济衰退预期与地缘政治等宏观



因素能否助力贵金属持续上涨。

风险点：美元指数走强、地缘政治风险升温、欧美经济走弱等

## 【免责声明】

本报告所载信息我们认为是由可靠来源取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本报告观点不应视为对任何期货、期权商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本报告内容全部或部分发布、复制。

## 【团队介绍】

徽商期货研究所成立于 2009 年，历时十多年发展，已成为公司重要的研发中心和人才培育中心。作为公司的核心部门之一，大部分研究员具有硕士以上学历，多年从业经验，是一支专业、勤勉、充满活力的研发团队。

徽商期货研究所长期专注基础理论研究、宏观和行业研究、量化研究三大研究方向，形成了从宏观经济形势、中观产业运行到微观交易行为，从事件推导、产业驱动、估值衡量到量化分析的研究体系。

围绕公司改革发展与战略规划，打造“期货投资管家、风险管理专家、财富管理专家”品牌，研究所在客户服务方面深耕细作，推出了众多特色服务和产品，形成了多项客户服务项目。

以行情分析、交易策略和风险管理为核心，输出徽商头条、徽眼看期、徽商研究日报、周报、月刊，投资论坛、期权论坛、程序化论坛、产业会议等高质量的资讯、直播视频产品，提供多终端程序化策略编写服务以及个性化的投资咨询产品设计方案。研究所推出了徽商之星实盘大赛、期货云投研小程序、交易诊断等特色服务方式，已打造三大平台、四类培训、五种资讯服务体系和投研交互模式，通过研究所的各类研发成果服务公司客户。





感恩 · 合作 · 共赢 · 使命

徽商期货有限责任公司  
HUISHANG FUTURES CO., LTD.

地址：安徽省合肥市芜湖路 258 号 邮编：230061

电话：0551-62865913 传真：0551-62865899

网址：www.hsqh.net

全国统一客服电话：400-8878-707

扫一扫



期货云投研小程序



徽商期货官方微博



徽商期货官方微信