

黄金 AU2302 逢低做多策略

2022-11-25

产业服务总部

有色产业中心

核心观点


美国 10 月 CPI 同比数据为上涨 7.7%，预期为 8%，前值为 8.2%，核心 CPI 同比数据为上涨 6.3%，预期为 6.5%，前值为 6.6%，通胀同比降幅超过预期，市场预期美联储将在 12 月议息会议放缓加息至 50 个基点。从 2022 年 7 月开始，美国 CPI 同比已经连续 4 个月处于回落态势之中，细分项中，能源分项、二手车等耐用品分项、房租分项、医疗服务分项这类高通胀支撑项已松动，通胀有望加速下行。

美国 11 月制造业 PMI 初值跌破 50 荣枯线，延续回落趋势，本轮经济景气周期接近尾声。美国三个月期与十年期国债收益率利差出现持续倒挂，这是提示历次经济衰退的领先指标，美国经济走向衰退的趋势性更加明确，当前市场已对 5% 以上的加息终点利率做出定价。回顾历次加息末期，经济由滞胀转向衰退后，金价会迎来趋势性上行。美国经济衰退初期特征已显现，建议在 403-406 元/克的区间逢低做多黄金 2302 合约。

公司资质

长江期货股份有限公司投资咨询业务资格：鄂证监期货字[2014]1 号

有色研究员

 **李旒**

✧ 从业证号：F3085657

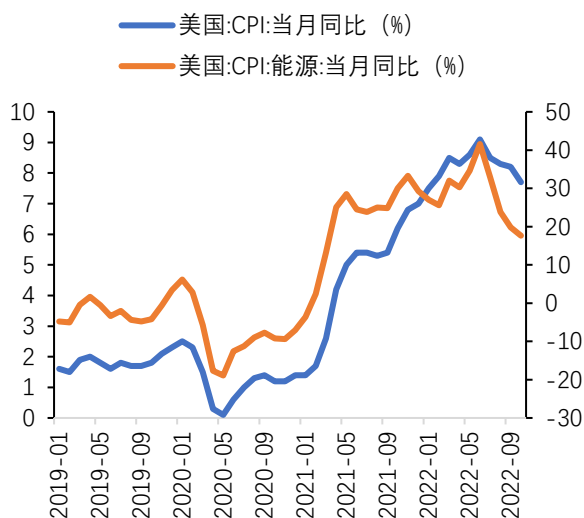
✧ 投资咨询编号：Z0017083

✉: lini@cjfco.com.cn

一、美联储加息步伐确定性放缓

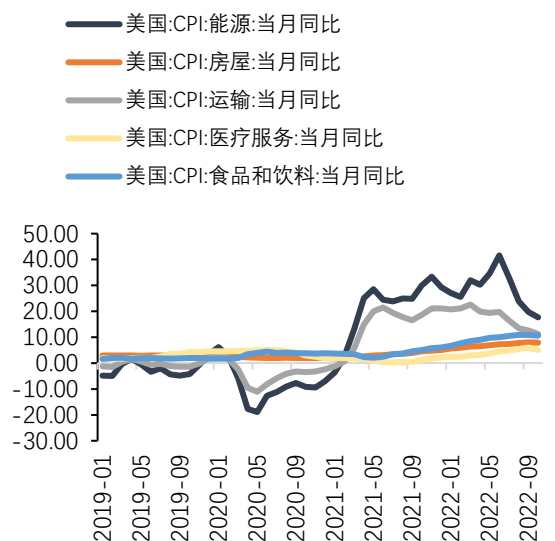
美国 10 月 CPI 同比数据为上涨 7.7%，预期为 8%，前值为 8.2%，核心 CPI 同比数据为上涨 6.3%，预期为 6.5%，前值为 6.6%，通胀同比降幅超过预期。本轮美国高通胀的贡献项主要为能源分项、二手车等耐用品分项、房租分项、医疗服务分项，当前均已出现松动迹象，整体来看通胀同比数据大概率会延续回落趋势。

图 1：美国通胀同比数据延续回落



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

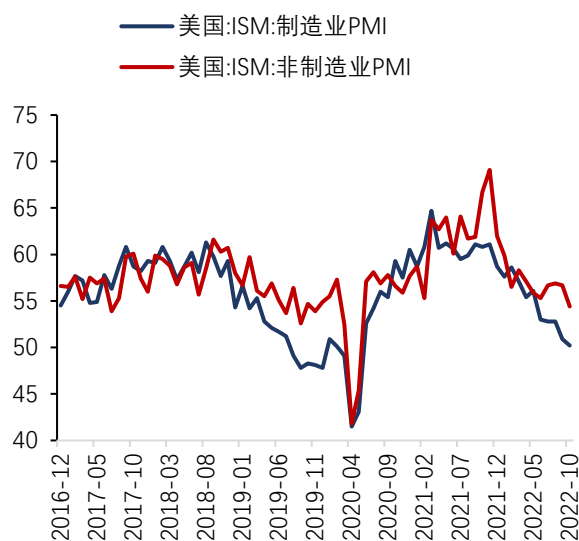
图 2：通胀贡献项出现松动



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

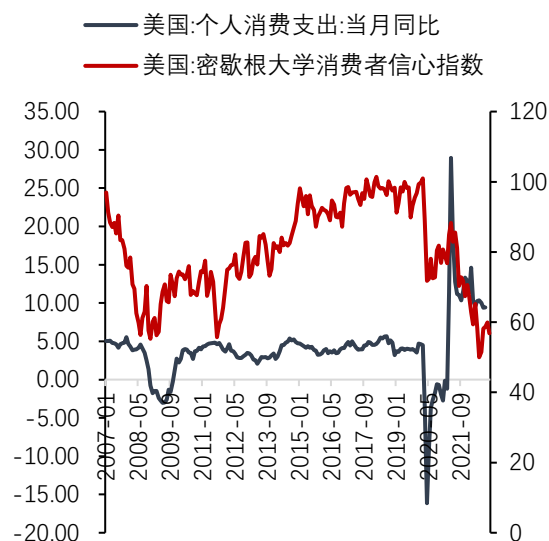
美国经济数据显现衰退初期特征，美国制造业 PMI 指数自今年 5 月以来连续回落，11 月制造业 PMI 初值为 47.6，跌破 50 荣枯线。美国 PMI 指标在 2020 年 6 月向上突破 50，并保持在荣枯线之上长达约两年半，此轮经济景气周期（2020.06 至今）已经维持了两年半时间。从过去两轮美国经济景气周期来看，分别为 2013.04-2015.07 和 2016.09-2019.09，经济景气周期的持续时间约 2.5-3.0 年。美国居民部门的消费是驱动美国经济增长的主要力量，高利率和高通胀对家庭部门消费的影响逐步显现，美国 9 月个人储蓄率仅为 3.1%，远低于疫情前水平 8.3%-9.5%，个人消费支出同比数据从 2021 年 6 月开始进入下行通道，消费动能逐渐衰减。总体来看，美国经济在未来 6 个月加速放缓的可能加大。

图 3：美国 PMI 指数趋势性下行



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

图 4：美国个人消费支出走弱



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

二、十年期美债收益率和美元指数均走弱

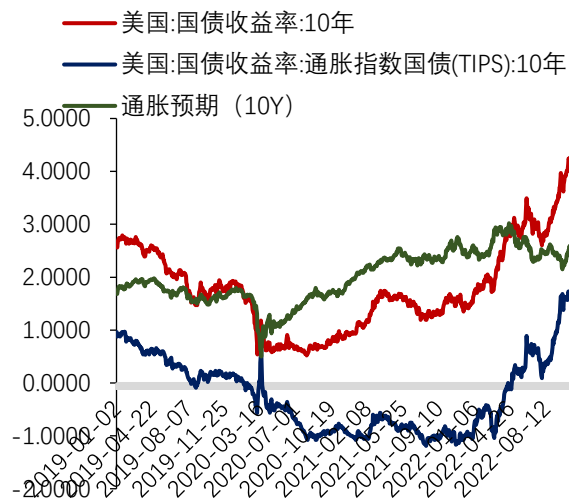
（1）美债——长端美债收益率回落

美国 10 月通胀同比数据下降幅度超预期，受美联储放缓加息的预期影响，近期长端美债收益率加速回落。将十年期美债收益率分解为实际利率和通胀预期，美联储放缓加息步伐成为市场共识后，实际利率和通胀预期均回落，10Y-2Y 美债利差自 7 月起倒挂，近期幅度扩大至 74BP，达到历史极值水平。美联储 11 月加息落地后，美国 3 个月期与 10 年期国债收益率利差出现持续倒挂，这是提示历次经济衰退的领先指标，回顾之前长短期美债利率倒挂后的 1-2.5 年年内美国经济均发生了衰退，走向衰退的趋势性更加明确。2019 年美联储在 3M-10Y 美债收益率倒挂后的第 4 个月开启降息周期，2Y-10Y 美债收益率在首次降息后出现倒挂，黄金价格迎来趋势性上行。本轮加息进程中已出现两重倒挂，黄金价格或确立反转趋势。

黄金价格与美债实际利率有较好的反向关系，10 年期 TIPS 受到美国实际经济增长、配置及避险等因素影响，受基本面因素与货币政策共同驱动，美债实际利率走弱对

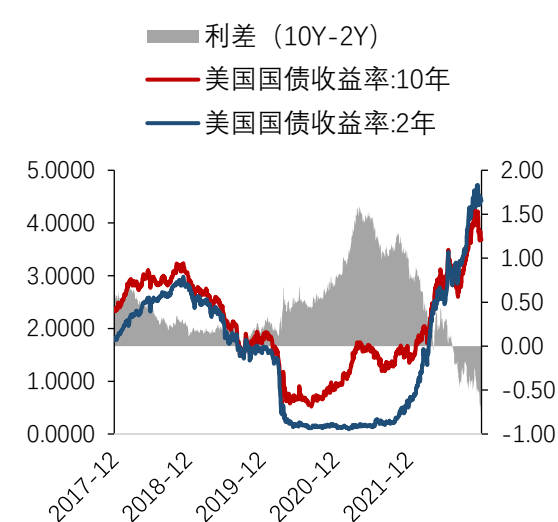
黄金价格上行构成支撑。

图 5： 10Y 美债收益率和实际利率回落



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

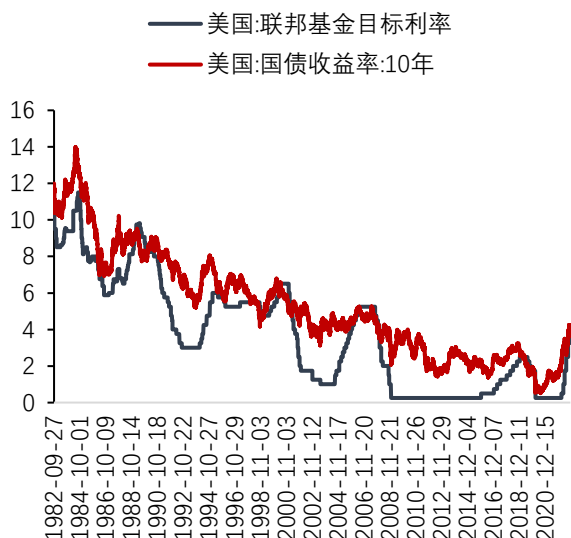
图 6： 长短期美债收益率利差深度倒挂



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

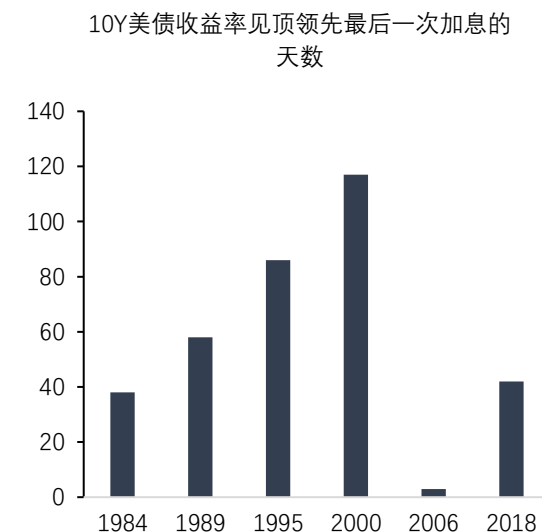
十年期美债收益率受经济增长、通胀预期的影响，会跟随政策利率走势变动。复盘 1982 年以后的 6 轮加息周期中，美债收益率多领先政策利率约 1-2 个季度见顶。根据经济数据走弱的趋势性判断，美联储加息操作或将止步于明年上半年，十年期美债收益率将跟随政策利率中枢下移。

图 7： 政策利率与十年期美债收益率走势



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

图 8： 10Y 美债收益率见顶领先加息停止的天数

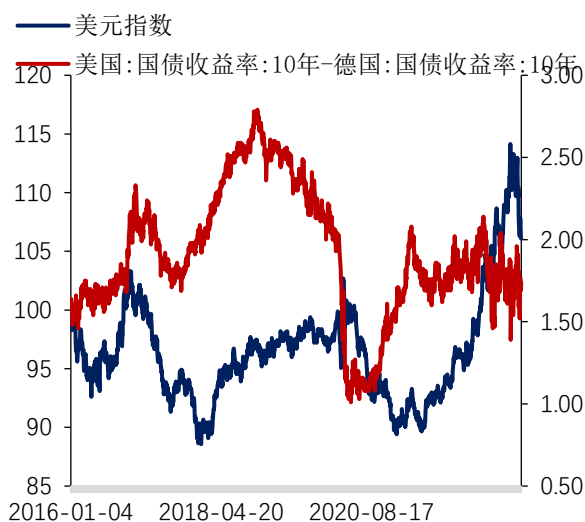


数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

(2) 美元指数由高点回落

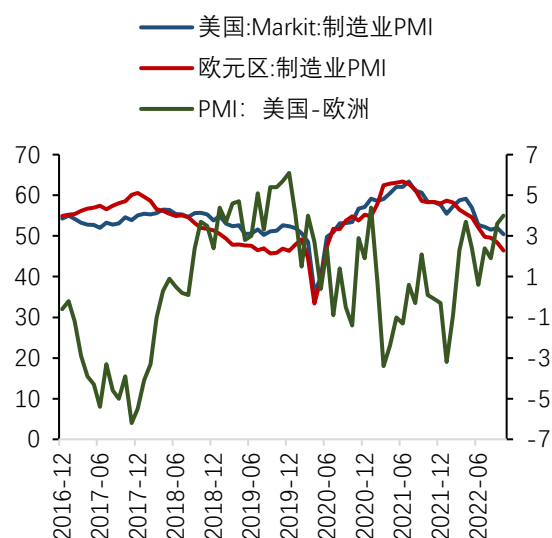
美元指数长期走势与美欧利差、美欧货币政策边际变化有关，短期与欧美经济强弱对比有关。前期俄乌冲突对欧元区经济增长构成的负面影响持续恶化，虽然欧元区面临严重的滞胀，但美联储在货币政策操作空间方面较欧央行具有明显的比较优势，美欧货币政策周期相对背离，欧元对美元持续大幅贬值，推动美元指数上升至 110 以上高位。10 月欧元区调和 CPI 年率达到 10.6%，欧元区多项经济数据超预期，欧央行仍将延续大幅加息操作以抑制通胀，美强欧弱格局正在逆转，美元指数从高点回落。

图 9：美德利差从高位收窄



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

图 10：美欧制造业 PMI 指数强弱对比



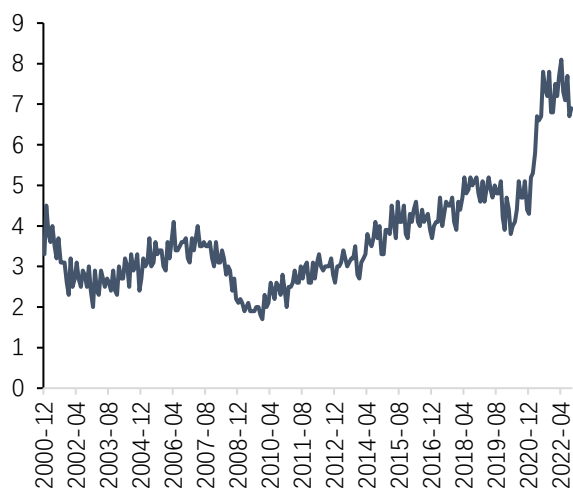
数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

三、美国失业率存在低位反弹的风险

美国 10 月新增非农就业人数为 26.1 万，超过预期中 20 万。10 月失业率为 3.7%，处于较低水平，永久性失业人数和暂时性失业人数分别为 124.1 万人和 84.7 万人，回到疫情前水平。具体来看，美国私人部门的职位空缺率出现了较为明显的下滑，劳动力需求市场降温可能对新增就业形成一定压力。在 2000 年美国互联网经济泡沫破灭和 2008 年金融危机期间，职位空缺率也曾出现大幅下滑，对应经济增长的放缓，失业率

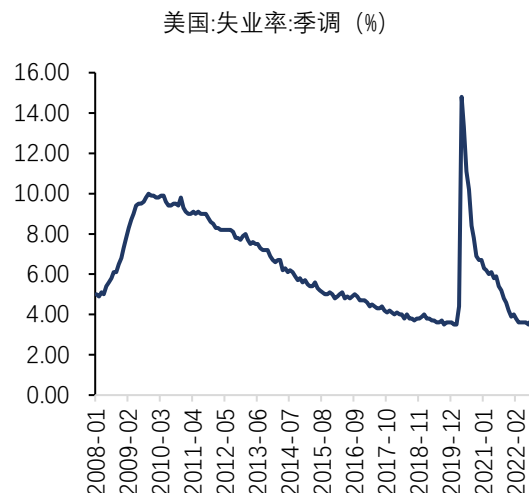
经历触底反弹。此次私人部门的用人需求再度出现连续性下滑，未来若美国经济放缓，那么失业率将有触底反弹的风险。

图 11：美国私人部门职位空缺率连续下行



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

图 12：美国失业率处于历史低位



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

四、推荐黄金 AU2302 合约做多策略

结合对于美国通胀、经济基本面和失业率的分析，美国经济存在转弱的风险，同时劳动力需求市场接近饱和，失业率存在反弹趋势。美国通胀数据出现持续回落，美联储加息放缓的概率较大，美债收益率将迎来阶段性顶点。回顾上一轮美联储加息周期，十年期美债收益率在最后一次加息前一个月见顶，随后下行，黄金开启触底反弹。当前美联储加息周期处于类似上一轮加息周期的末期，黄金美债出现共振迹象，黄金价格有望持续上行。

风险提示

本报告仅供参考之用，不构成卖出或买入期货、期权合约或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应当充分了解报告内容的局限性，结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及员工对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

免责声明

长江期货股份有限公司拥有期货投资咨询资格。长江期货系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告所载明日期的判断，本公司可随时修改，毋需提前通知，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的交易机会不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、引用或再次分发他人，或投入商业使用。如征得本公司同意引用、刊发，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长江期货股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。