

【申万期货-黄金旗手】非农韧性黄金回调，并未改变上行趋势

——贵金属系列专题报告

2023 年 4 月 11 日

申银万国期货研究所

分析师：林新杰

从业资格号：F3032999

投资咨询号：Z0014722

电话：021-50586279

邮箱：linxj@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号
 宝安大厦 7、8、10 楼

邮编：200122

电话：021 5058 8811

传真：021 5058 8822

网址：www.sywgqh.com.cn



申银万国期货
宏观金融研究



申银万国期货研究

摘要：

- 在经历了去年中旬至今的“通胀超预期走高—通胀见顶—通胀呈现回落态势—就业数据超预期—美国硅谷银行破产”的几个行情转折/加速点后，下一个行情的关键节点或在于“美国劳动力市场开始降温”。
- 尽管3月新增非农出现回落，但仍然维持在20万人以上的较高水平，失业率出现回落，薪资增速环比维持在0.3%的水平整体看表现偏向中性，不过不免令市场关于劳动历史市场降温的期待落空。
- 中短期内的驱动逻辑包括：1、处于美联储政策周期转换期（由加息末期转向重新宽松）。2、银行破产事件后的市场风格转向避险为先，难有再度加息提速炒作（始终担心潜在金融风险—经济衰退），今年美国大概率进入衰退。3、在较高前基数的影响下，未来一个季度的美国通胀大概率延续回落态势（CPI年中回落至4%之下）。4、劳动力市场正逐步降温。5、多边主义抬头，地缘政治有升温可能。
- 另外，像我们此前一再强调的，我们正处于一个更为长期的黄金牛市之中，而一些底层的逻辑也出现了变化，未来1-2年的驱动因素包括：1、逆全球化、劳动力成本上升、MMT失败、债务周期尾声等问题下，西方主要经济体或出现滞涨的长期化。2、全球货币体系面临结构性风险（去美元化、美国债务问题等），黄金的货币属性凸显。
- 考虑以上矛盾点将在今年进一步激化，因此今年我们将持续看好黄金表现，目标价位维持去年年末以来的判断，年内能达到2500美元/盎司，500元/克以上的目标价位，不排除进一步的走高。

一、非农表现韧性下，黄金出现回调

近期黄金价格出现回调，但整体仍然维持强势。

此前我们提到，在经历了去年中旬至今的“通胀超预期走高—通胀见顶—通胀呈现回落态势—就业数据超预期—美国硅谷银行破产”的几个行情转折/加速点后，下一个行情的关键节点或在于“美国劳动力市场开始降温”。

所以我们看到市场对于劳动力方面数据的敏感度正在提升，近期黄金再度走高的一个主要驱动就在于上周部分就业次级数据出现降温迹象：美国2月份职位空缺降至990万，为2021年5月以来最低水平；美国3月ADP就业人数增14.5万人，预期增20万人；美国上周初请失业金人数为22.8万人，高于预期的20万人，当周续请失业金人数升至182.3万人。

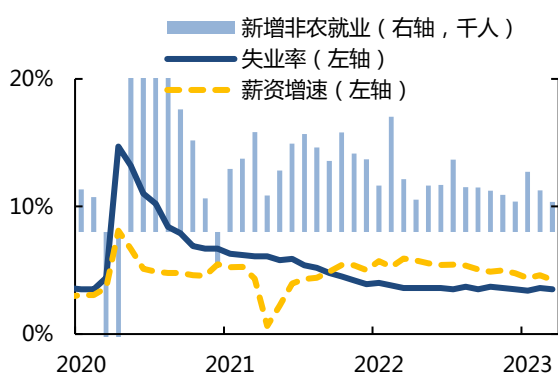
此背景下，市场期待3月非农数据能够出现更多劳动力市场降温的证据。

但上周五公布的最新非农数据整体仍然维持了韧性：3月新增非农就业人口23.6万人表现较好；失业率由3.6%重新回落至3.5%；美国3月就业参与率62.6%，前值和预期为62.5%；薪资增速环比0.3%，同比4.2%。

其中，尽管新增非农出现回落，但仍然维持在20万人以上的较高水平，失业率出现回落，薪资增速环比维持在0.3%的水平整体看表现偏向中性，不过不免令市场期待落空。

因此，数据公布后近期黄金出现了回落，同时美元和美债利率均出现了短线的反弹。

图1：美国就业维持韧性（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图2：美国供需缺口正在弥合（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

在美联储官员最新表态中，纽约联储行长约翰·威廉姆斯称，近期美国银行业的问题，不是由美联储加息所引起的。并提出了对未来信贷收缩的担忧。

在非农数据和美联储官员的表态下，对于5月利率会议再度加

息的概率预期提升，不过市场更关注的是未来进一步的加息空间有限。

表 1：市场隐含加息概率

MEETING PROBABILITIES														
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/5/3							0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	31.6%	68.4%	0.0%
2023/6/14		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	29.3%	65.8%	4.9%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.8%	46.5%	37.1%	2.6%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.1%	35.4%	40.3%	14.3%	0.9%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.5%	25.0%	38.3%	24.6%	6.2%	0.4%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%	21.3%	35.8%	27.2%	9.7%	1.5%	0.1%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	18.2%	33.1%	28.8%	12.9%	3.0%	0.3%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	16.9%	31.8%	29.2%	14.4%	3.9%	0.6%	0.0%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	4.9%	18.7%	31.5%	27.4%	13.1%	3.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.2%	2.9%	12.5%	25.7%	29.2%	19.5%	7.8%	1.8%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.2%	2.7%	11.9%	24.9%	29.0%	20.1%	8.5%	2.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.5%	3.7%	13.2%	25.3%	28.1%	19.0%	7.9%	2.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，申万期货研究所

二、上行驱动仍然明确

我们可以注意到，尽管近期黄金价格出现了回调，整体依然维持强势，很快就收回了大部分跌幅。总的来说，当前市场的主线逻辑并没有太大变化。在“就业市场降温—通胀延续回落—经济衰退—重新开启宽松”的逻辑路径下，黄金价格近期的回落可更多视为调整。

当前市场正处于加息尾声的乐观、对可能的衰退计价不足的状态，任何经济疲软的蛛丝马迹都能再度催化市场，本周重点关注周三美国CPI、周五零售销售的数据表现。

中短期内的驱动逻辑包括：

- 1、处于美联储政策周期转换期（由加息末期转向重新宽松）
- 2、银行破产事件后的市场风格转向避险为先，难有再度加息提速炒作（始终担心潜在的金融端风险），今年美国大概率进入衰退。
- 3、在较高前基数的影响下，未来一个季度的美国通胀大概率延续回落态势（CPI年中回落至4%之下）。
- 4、劳动力市场正逐步降温
- 5、多边主义抬头，地缘政治有升温可能。

另外，像我们此前一再强调的，我们正处于一个更为长期的黄金牛市之中，而一些底层的逻辑也出现了变化，未来1-2年的驱动因素包括：

- 1、逆全球化、劳动力成本上升、MMT失败、债务周期尾声等问题下，西方主要经济体或出现滞涨的长期化。
- 2、全球货币体系面临结构性风险（去美元化、美国债务问题等），

黄金的货币属性凸显。

3、多边主义升温，地缘政治复杂化。

这些矛盾点将在今年进一步激化，因此今年我们将持续看好黄金表现，目标价位维持去年年末以来的判断，年内能达成2500美元/盎司，500元/克以上的目标价位，不排除进一步的走高。

免责声明

本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。我们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，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。