

【申万期货-黄金旗手】新高在即，聚焦美国劳动力市场降温信号

——贵金属系列专题报告

2023 年 4 月 6 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：

- 近期黄金持续走强，国际金价重新站上2000美元/盎司关口，沪金2306合约近期最高触及448元/克，距离前高仅一步之遥。对于行情影响较大的数据方面，美国通胀目前呈现见顶回落态势，但是绝对值依然高位，同时服务端呈现粘性。美国就业表现维持强劲，此背景下薪资-通胀螺旋的担忧挥之不去。
- 在经历了硅谷银行破产事件后，市场对于加息再度提速的炒作已经结束，对于终端利率的炒作也步入尾声（大概率5-5.25%），对5月是否加息还在定价之中，CME联邦基金利率的隐含加息概率显示市场偏向认为美联储下半年将在衰退压力下重新开启宽松进程。
- 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，黄金下一个行情的关键节点或在于“美国就业市场开始降温”。
- 当前，我们已经逐步看到一些就业市场降温的信号：薪资增速没有进一步提升（环比降至0.3%之下）、2月劳动参与率开始回升、2月失业率开始提升（3.6%）、2月职位空缺数近两年来首次低于1000万个。
- 在当前黄金接近前高水平，只差临门一脚的当下，如果美国就业市场出现更为明显的降温迹象，对于“经济疲软—劳动力市场降温—经济衰退—劳动力市场需求进一步走弱—通胀受控—美联储重启宽松”的逻辑链就更为清晰，或将推动黄金价格走向新高。因此，本周五的非农就业数据将备受关注，如果有更明显的降温信号（新增非农15万人以下、失业率进一步提升等），我们或有希望看到黄金创下新高。
- 除了黄金近期的强势，拉长时间维度，我们也或正处于一个长周期的黄金牛市之中，其中的逻辑支撑较为明确：当前处于美国货币政策周期由加息尾声转向重新宽松的周期转换之中；高利率环境下，美国金融风险和经济衰退风险正逐步累积；西方主要经济体或有陷入长期滞涨的风险；全球去美元化趋势加剧，国际货币体系或面临重构风险；硅谷银行破产事件后，市场对于潜在风险事件的敏感度提升，整体风格转向避险。

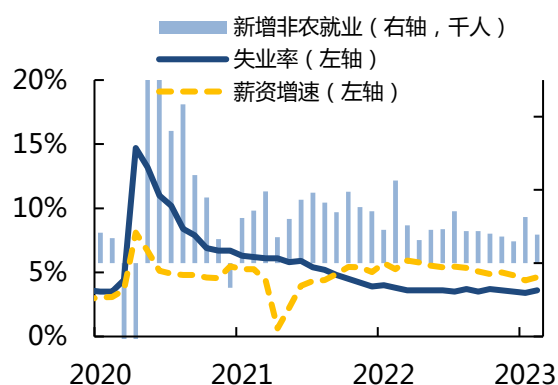
一、黄金临近前高

近期黄金持续走强，国际金价重新站上 2000 美元/盎司关口，沪金 2306 合约近期最高触及 448 元/克，距离前高仅一步之遥。

从行情逻辑上看，短期内黄金还是遵循着跟随美国经济及货币政策周期的节奏，当通胀走高、美联储加速收紧货币政策之际承压下行，当通胀见顶回落、美联储放缓加息步调时反弹走高，同时，近期欧美银行业的动荡令市场担忧对金融体系的担忧加剧，所引发的避险情绪进一步推高了金价。

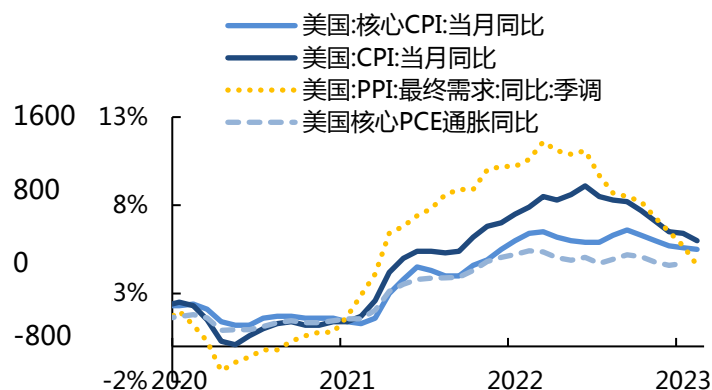
回看对黄金影响较大的经济数据表现，**美国通胀目前呈现见顶回落态势，但是绝对值依然高位，同时服务端呈现粘性。**尽管较高的前基数或令未来通胀数据在未来几个月里趋势回落，但在不出现经济衰退的前提下，服务端可能呈现较强的通胀粘性，年内想要达到美联储的 2% 通胀目标难度较大。

图 1：美国就业维持强劲（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 2：美国通胀呈现高位粘性（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

美国就业表现维持强劲，美国 1、2 月的非农就业数据均大幅超出预期（1 月 50.4 万，2 月 31.1 万），失业率处于历史低位水平（3.4-3.6%），薪资增速维持高位（同比 4% 之上），此背景下薪资-通胀螺旋的担忧挥之不去。

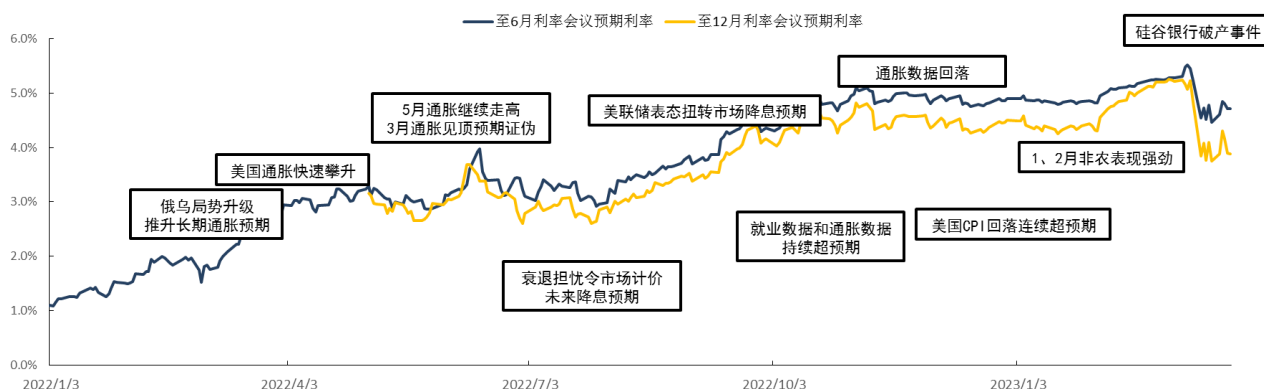
美联储方面，3 月利率会议宣告本轮加息周期步入尾声，不过仍然表示将继续加息以对抗通胀，对于当前阶段是更关注金融风险还是更关注通胀风险美联储方面并没有更多表态。

尽管美联储一直强调要继续加息对抗通胀，并保持 2023 年将维持峰值利率不降息的预期，但备受市场质疑。在经历了硅谷银行破产事件后，市场对于加息再度提速的炒作已经结束，对于终端利率的炒作也步入尾声（大概率 5-5.25%），对 5 月是否加息还在定价之中，CME 联邦基金利率的隐含加息概率显示市场偏向认为美联储下半年将在衰退压力下重新开启宽松进程。

表 1：市场隐含加息概率

MEETING PROBABILITIES															
MEETING DATE	150-175	175-200	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
2023/5/3									0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	54.5%	45.5%
2023/6/14				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.7%	53.4%	39.9%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.1%	42.0%	43.2%	9.7%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	39.1%	43.1%	12.4%	0.8%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	30.4%	42.1%	20.1%	3.7%	0.2%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	27.3%	40.7%	22.7%	5.6%	0.6%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	24.1%	38.9%	25.0%	7.9%	1.3%	0.1%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	22.4%	37.8%	26.2%	9.2%	1.8%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	5.8%	24.9%	35.8%	23.3%	8.0%	1.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.9%	14.6%	29.9%	30.1%	16.3%	5.0%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.2%	2.3%	12.2%	26.8%	30.1%	19.1%	7.3%	1.7%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.9%	5.8%	17.3%	27.9%	26.2%	15.0%	5.4%	1.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，申万期货研究所

图 3：市场隐含加息预期


资料来源：CME，申万期货研究所

二、短期行情焦点：美国就业市场的降温

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，黄金下一个行情的关键节点或在于“美国就业市场开始降温”。

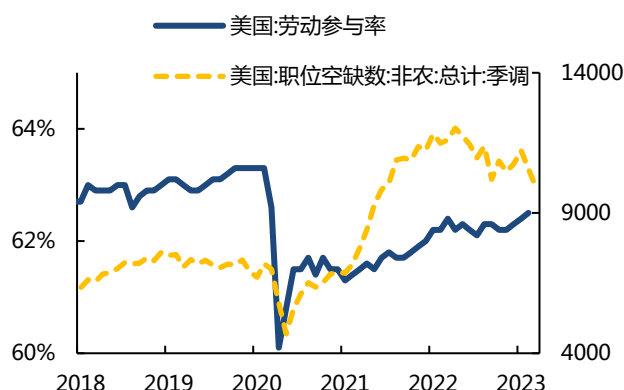
当前，我们已经逐步看到一些就业市场降温的信号：薪资增速没有进一步提升（环比降至0.3%之下）、2月劳动参与率开始回升、2月失业率开始提升（3.6%）、2月职位空缺数近两年来首次低于1000万个。

同时我们也可以看到市场对于有关就业市场降温的数据敏感度也明显提升：如在2月非农数据出来之后，新增非农就业数据再度超预期，但是劳动参与率和失业率的上升令数据影响偏向

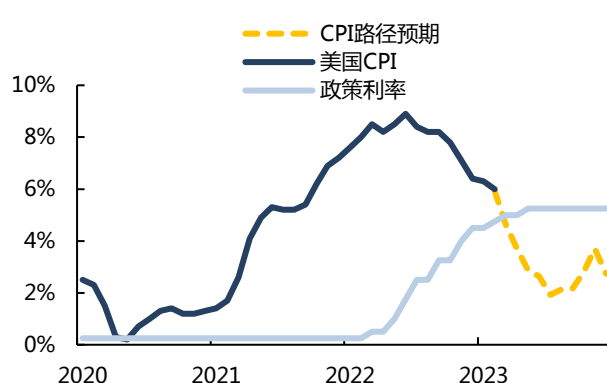
中性；作为原本影响力较小的数据，美国职位空缺数的走高令黄金大幅走高。

考虑下次会议是5月份，还有两份的就业和通胀报告，如果未来数据显示出更多就业市场降温、通胀受控的迹象，足以让美联储就此停止本轮的加息步伐。

图 4：就业市场供需失衡正在弥合（%，万人） **图 5：美国 CPI 路径预期（%）**



资料来源：Wind，申万期货研究所



资料来源：Wind，申万期货研究所

另一方面，当前通胀整体依旧处于高位，在服务端呈现一定粘性，不过到三季度前CPI或因较高的原油价格前基数出现持续回落，届时对美联储政策路径预期可能进一步松动。不过考虑原油高基点过后，核心端的粘性会进一步突出，如果没有发生“硬着陆”情形的话，年末通胀或出现反弹，不过对通胀受控的乐观情绪至少会在二季度延续。

在当前黄金接近前高水平，只差临门一脚的当下，如果美国就业市场出现更为明显的降温迹象，对于“经济疲软—劳动力市场降温—经济衰退—劳动力市场需求进一步走弱—通胀受控—美联储重启宽松”的逻辑链就更为清晰，或将推动黄金价格走向新高。因此，本周五的非农就业数据将备受关注，如果有更明显的降温信号（新增非农15万人以下、失业率进一步提升等），我们或有希望看到黄金创下新高。

三、我们正处于一个长周期的黄金牛市之中

除了黄金近期的强势，拉长时间维度，我们或正处于一个长周期的黄金牛市之中，其中的逻辑支撑较为明确：

- 1、当前处于美国货币政策周期由加息尾声转向重新宽松的周期转换之中。
- 2、高利率环境下，美国金融风险和经济衰退风险正逐步累积。
- 3、西方主要经济体或有陷入长期滞涨的风险。

- 4、全球去美元化趋势加剧，国际货币体系或面临重构风险。
- 5、硅谷银行破产事件后，市场对于潜在风险事件的敏感度提升，整体风格转向避险。

对于未来两年的金价，我们看好黄金能够冲击3000美元/盎司，人民币计价700元/克以上的水平。

风险提示：

- 1、在紧缩周期内，如果出现美元流动性问题，黄金同样会被抛售
- 2、通胀粘性的力量可能比想象中强大，未来市场可能在“期待降息”和“美联储维持高利率”之间反复。

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。