



徽商期货  
HUI SHANG FUTURES

徽商期货

如期而获



# 美国经济“软着陆”预期升温， 贵金属震荡偏弱

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

近期公布的非农、零售销售、PMI 等经济数据均表现强于预期，通胀下行趋势趋缓，美国经济软着陆预期持续升温。但通胀依然维持在高位，美联储将继续维持偏紧的货币政策，美元指数短期或震荡偏强，贵金属面临一定压力，但地缘局势升级和国际关系再度紧张等对其价格有支撑。

综合而言，市场对美联储政策和经济预期是主导贵金属行情的主要因素，目前市场不断消化宏观经济改善和政策偏紧预期，贵金属或继续回调整理。持续关注通胀、就业和相关经济数据能否打破当前紧缩逻辑。

**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 2 月份以来美国经济意外表现强劲，1 月新增非农就业人数大幅超出市场预期，美联储加息预期有所升温，2 月 3 日美元指数大幅反弹，贵金属大幅下挫。在非农数据发布之后美联储官员持续释放鹰派言论叠加近期美国零售销售、PMI 表现超预期，美国经济“软着陆”预期升温，美元指数和美债收益率继续回升，贵金属偏弱运行。沪金从 425.98 元/克高位大幅回落后维持震荡，沪银走势更弱，截至 2 月 24 日收盘，沪金月线收跌 1.64%，沪银月线收跌 5.32%。

## 二、2 月欧美经济有所回升

近期欧美经济回升迹象明显，美国经济“软着陆”预期升温。2 月美国服务业重回扩张区间，但制造业仍处于荣枯线下方，房地产领域依然偏弱，美国经济结构性特征明显。服务业回升主要是由于当前美国居民薪资增速可观，居民储蓄率维持在较高水平，美国消费支出仍有韧性，这也是近期美国零售销售、服务业表现强劲的原因。

数据显示，美国 2 月 Markit 服务业 PMI 初值升至 50.5，高于市场预期的 47.3，创 2022 年 6 月份以来新高，也是六个月来服务业 PMI 初值首次站在荣枯线上方。2 月制造业 PMI 初值升至 47.2，较上月 46.9 有所改善但仍处于收缩区间。受服务业回暖的推动，美国 2 月综合 PMI 指数攀升 3.4 个点至 50.2，创八个月来新高。服务业重返扩张区间、制造业萎缩

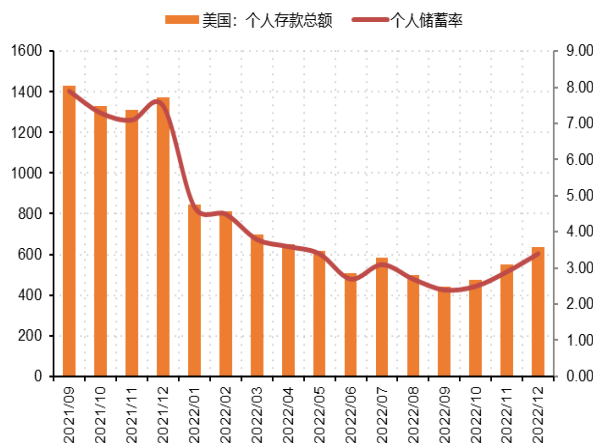
放缓，显示美国商业情绪好转，经济衰退风险降低。此外，美国1月消费表现强劲，1月零售销售环比增长3%，高于市场预期的2%，前值为-1.1%，为2021年3月以来最大增幅，13个零售类别均出现不同程度的上涨，机动车、家具、电子产品及医疗等有所好转，推动零售销售上行。

通胀上行驱动已经从供给端转移至需求端，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，在通胀仍偏高、资金成本上升的情况下，美国居民仍坚持消费，需求端仍具有韧性，经济“软着陆”预期升温。这也将进一步推升美国通胀，美联储将继续采取紧缩政策，利率维持在限制性水平的时长将长于此前市场的预期，在这种预期主导下，贵金属短期或继续维持弱势。

图3：美国制造业、服务业PMI



图4：美国个人储蓄率



数据来源：wind、徽商期货研究所

欧元区PMI指数整体表现强于美国，欧元区2月综合PMI初值升至52.3，好于预期值50.7与前值50.3，创下9个月来最高水平。服务业表现强劲，2月欧元区服务业PMI初值为53，好于预期，增速为去年6月份以来最高水平。但2月制造业PMI初值为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。随着供应链、商业信心改善，欧元区经济仍具有韧性。但由于欧元区通胀水平仍维持高位，欧央行或继续维持偏紧的货币政策。



图 5：欧元区 PMI

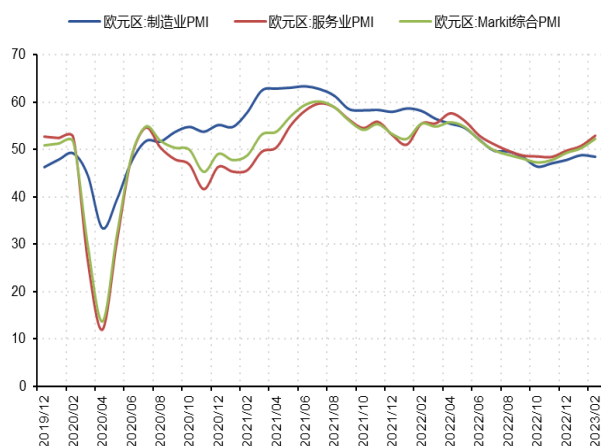
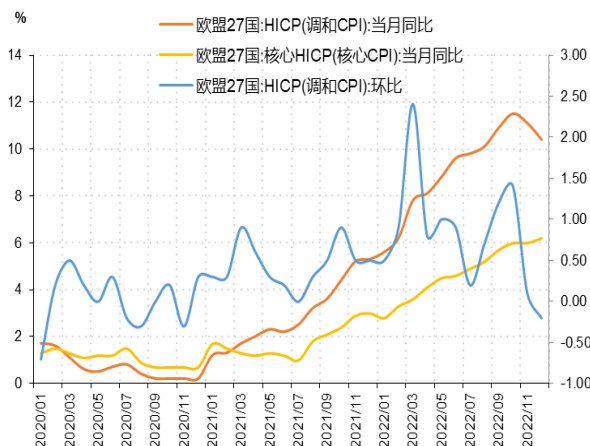


图 6：欧洲通胀



数据来源：wind、徽商期货研究所

## 三、美国通胀回落速度放缓

在美联储持续加息背景下，美国通胀进一步回落，但 1 月 CPI 回落速度不及市场预期，美联储紧缩政策预期有所升温。美国劳工部数据显示，1 月 CPI 同比涨幅由上月的 6.5% 回落至 6.4%，为连续 7 个月涨幅下降，创 2021 年 10 月以来最低，但高于预期值 6.2%；环比则上升 0.5%，符合市场预期。核心 CPI 同比升 5.6%，创 2021 年 12 月以来最小增幅，预期升 5.5%，前值升 5.7%；核心 CPI 环比升 0.4%，符合预期。

汽油和住房成本价格上涨是推动 1 月 CPI 上行的重要因素，1 月汽油价格环比增 2.4%，上月为 -7%。核心 CPI 同比增 5.6%，核心商品同比上涨 1.4%，涨幅较上月下滑 0.4 个百分点。核心服务上涨 7.2%，涨幅较上月扩大 0.2 个百分点，其中，住房分项同比增 7.9%，较上月扩大 0.4 个百分点。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；但运输服务、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 7：美国 CPI 各项数据

	相对权重 (%) (2022年12月)	环比 (2023.01)	2022.12	2022.11	同比 (2023.01)	2022.12	2022.11	2022.10
<b>CPI</b>	100.00	0.5	0.1	0.2	6.4	6.5	7.1	7.7
食品	13.53	0.5	0.4	0.6	10.1	10.4	40.6	10.9
家庭食品	8.73	0.4	0.5	0.5	11.3	11.8	12	12.4
非家庭食品	4.80	0.6	0.4	0.5	8.2	8.3	8.5	8.6
能源	6.92	2	-3.1	-1.4	8.7	7.3	13.1	17.6
能源类商品	3.49	1.9	-7.2	-2.1	2.8	0.4	12.2	19.3
汽油（所有种类）	3.17	2.4	-7	-2.3	1.5	-1.5	10.1	17.5
燃油	0.15	-1.2	-16.6	1.7	27.7	41.5	65.7	68.5
能源服务	3.43	2.1	1.9	-0.6	15.6	15.6	14.2	15.6
电力	2.54	0.5	1.3	0.5	11.9	14.3	13.7	14.1
公共事业（管道）燃气服务	0.89	6.7	3.5	-3.4	26.7	19.3	15.5	20
<b>核心CPI</b>	79.55	0.4	0.4	0.3	5.6	5.7	6	6.3
商品，不含食品和能源商品	21.36	0.1	-0.1	-0.2	1.4	2.1	3.7	5.1
新车和卡车	4.31	0.2	0.6	0.5	5.8	5.9	7.2	8.4
二手车和汽车	2.67	-1.9	-2	-2	-11.6	-8.8	-3.3	2
服装	2.48	0.8	0.2	0.1	3.1	2.9	3.6	4.1
医疗护理品	1.46	1.1	0.1	0.2	3.4	3.2	3.1	3.1
服务，不含能源服务	58.19	0.5	0.6	0.5	7.2	7	6.8	6.7
住所	34.41	0.7	0.8	0.6	7.9	7.5	7.1	6.9
交通服务	5.75	0.9	0.6	0.3	14.6	14.6	14.2	15.2
医疗护理服务	6.65	-0.7	0.3	-0.5	3	4.1	4.4	5.4

数据来源：美国劳工部、徽商期货研究所

## 四、美国就业仍有韧性

美国就业市场热度难降，1月新增非农就业人数大幅超出市场预期，失业率维持历史低位，劳动力市场供不应求状况短期或将继续维持。美国1月非农就业新增51.7万人，远超普遍预期的18.5万人，结束了连续5个月就业增长放缓态势。1月失业率录得3.4%，失业率触及53年低点，平均每小时工资同比升4.4%，预期升4.3%，前值升4.6%。美国劳动力市场仍然紧俏，这也成为主导美联储货币政策何时转向的重要因素。工资仍以4%以上的速度增长，美国潜在通胀压力仍较大。

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日内波动，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 8：美国初请失业金人数

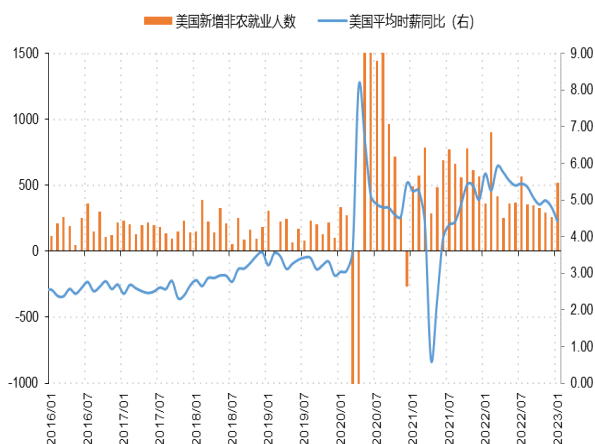
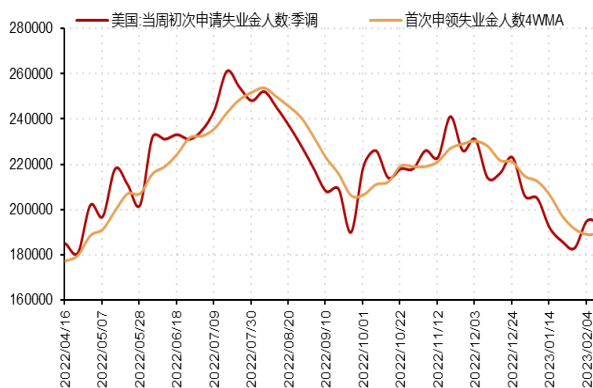


图 9：美国新增非农就业



数据来源：wind、徽商期货研究所

## 五、美联储紧缩预期升温

近期美国非农、零售销售、PMI 等经济数据均表现强于预期，通胀延续下行趋势，美国经济“软着陆”预期持续升温。但由于通胀水平依然维持在高位，美联储或将继续维持偏紧的货币政策。对于美联储加息节奏，目前市场预计 3 月、5 月再度加息 25BP 可能性大，如果通胀下行速度不及预期，6 月份可能再次加息 25BP，终端利率持续到下半年。

目前通胀仍然是美联储重点关注的指标，美联储 1 月货币政策会议纪要继续强调抗击通胀的决心，劳动力市场非常紧张，工资和物价面临持续上行压力，联储官员对通胀依然表示担忧。圣路易斯联储主席布拉德重申 5.25%-5.5% 的政策利率足以完成抗通胀的任务，并主张加快加息的步伐。他认为，美联储很有可能在 2023 年击败通胀，而不会造成经济衰退。

近期美国公布的就业、通胀数据超出市场预期，提前降息交易变成了紧缩预期再起、美元指数和利率再度上行。此外，美联储官员鹰派表态对美元也有一定支撑。加息预期上调支撑美元反弹，预计美元指数短期将震荡偏强，但考虑到通胀回落的大方向，预计美元反弹幅度有限，上半年整体偏弱。

## 六、投资机会与风险

综合看，近期宏观经济数据表现强劲，通胀回落速度放缓，经济“软着陆”预期升温。为继续抗击通胀，美联储将继续维持偏紧的货币政策，美元指数短期或震荡偏强，贵金属面临一定压力，但地缘局势升级和国际关系再度紧张等对其价格有支撑，短期贵金属震荡偏弱。后续继续关注政策收紧节奏放缓、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。

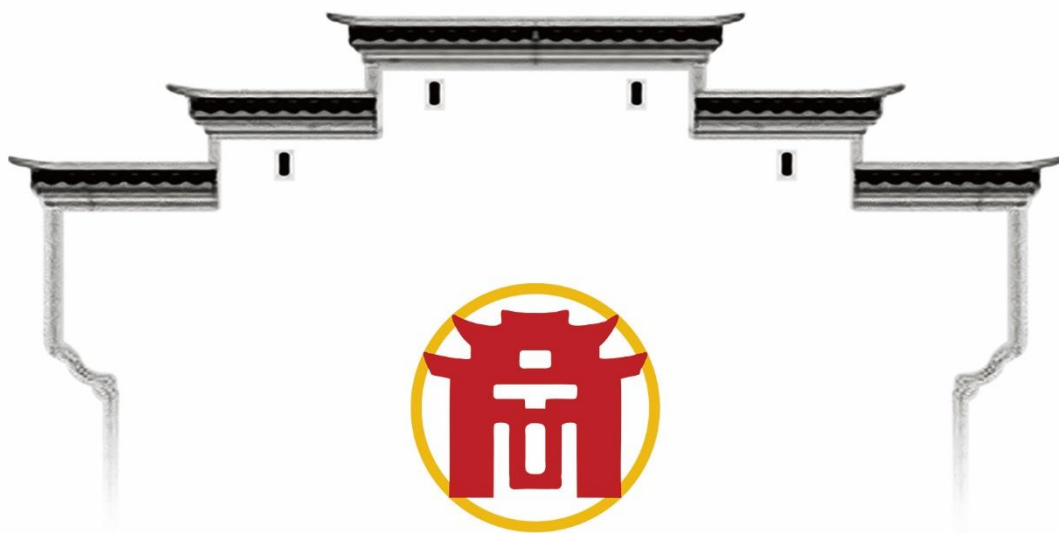
## 【团队介绍】

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