



2022 年 4 月 21 日

通胀在前，联储在后，黄金需翻山而后望

——“通胀为帆，迷雾探金”系列报告（二）

✍ 王蓉

投资咨询从业资格号：Z0002529

✉ wangrong013179@gtjas.com

✍ 刘雨萱（联系人）

从业资格号：F03087751

✉ liuyuxuan023982@gtjas.com

报告导读：

我们继续持有黄金锚定通胀预期的判断，在全球通胀预期尚未见顶回落之前，黄金难言见顶，至少应是居高难下的格局，当前重心依然坚实。白银或可在 2 季度末之前寻求相对黄金更强的上涨空间，因受益于黄金不弱，叠加工业金属阶段性价上修的双重利多支撑。

对于通胀的判断，我们认为短期仍保持高位，同比见顶时间约为今年三季度。3 月美国 CPI 继续爆表，我们认为未来通胀在服务通胀的驱动下仍有增长动能，且劳动力供需矛盾未破，薪资-通胀仍有可能发生，这为通胀提供了另一个强劲支撑。更何况供应链尚未彻底缓解，下半年商品通胀仍有复燃可能。但是 3 月核心 CPI 已经出现放缓的迹象，此前对核心商品贡献最大的二手车价格显著回落是核心通胀降温的主要原因。除此之外，高通胀下需求的萎缩使得商品通胀压力普遍减弱。定量来看，通过两种方法测算在没有突发事件扰动的情况下，三季度通胀同比数据可能将筑顶回落。

除了通胀之外，倘若美联储紧缩政策使得经济硬着陆引发经济衰退，也会支撑黄金价格。运行通过历史回溯，我们发现，第一，经济软着陆是小概率情况。第二，领先的货币政策或将更有效防止衰退。第三，通胀压力越大软着陆越困难。现阶段在美联储已经落后于曲线，被动地追赶加大了通胀不可控的风险，市场也对衰退风险进行了一定的讨论与预期。但是我们认为，衰退并不是短期即将到来的风险，目前来看无论是美股以及美元的强势还是可观察到指标信号，都表明市场尚未定价衰退。短期来看，经济仍有比较好的向上支撑，节奏上尚未进入真正的衰退周期。等服务通胀增长见顶、超额储蓄消耗殆尽、PMI 或者失业率等经济指标给出更多信号时，市场才会定价衰退，黄金彼时也将凭借另一条配置逻辑再获青睐。

所以通胀是现阶段黄金的主定价逻辑，绝对高位下为黄金提供坚实的下方支撑，利率侧的指引显著钝化。我们认为，加息对于黄金的影响路径可能不是从名义利率上行、影响实际利率上行这条逻辑线传导，而是美联储的举措到底能不能成功在经济软着陆的情况下抑制通胀。破局之解在于，美联储是否有足够的行动力、决策力以及良好的市场沟通能力来抑制高通胀的同时又避免经济陷入“休克”的风险。当通胀疾步如飞，联储紧随其后，黄金需翻山而后望，短时将坚守重心，下半年通胀回落的情况下才有望弱势而行，待衰退信号再现、衰退叙事开启，黄金将再赢上行机会。策略上持逢低做多思路。

(正文)

1. 黄金下行周期的双轮驱动——通胀显著回落以及经济相对平稳

在《黄金定价：通胀为帆的现实及历史依据——“通胀为帆，迷雾探金”系列报告（一）》中，我们提出了一个观点：当通胀预期处于绝对高位时，黄金可能阶段性地无视名义利率上行更快带来的实际利率的上行压力，价格重心跟随通胀而持续维持高位。后续价格重心能否显著下移，则取决于通胀何时缓解，以及经济会给出正反馈还是负反馈。

这就点明了我们认为只有在通胀显著回落和经济平稳两个条件同时满足时，下行驱动才能比较顺畅地推跌黄金。从最近黄金的走势也能略窥一二，自3月16日加息正式落地且原油阶段性调整到位之后，黄金陷入了近20天的震荡盘整阶段。即使3月29日金银价格随着油价大幅下行，但后续旋即收复跌幅回到此前价格重心，欧美对俄制裁打持久战、经济衰退、通胀继续发酵等担忧使得部分投资者逢低买入，从而探得黄金下方支撑坚实。名义利率与通胀预期均继续维持齐升格局，而黄金价格则继续锚定通胀预期，对名义利率的反应保持钝化。避险情绪低落及美元指数走强，也均未能对黄金形成价格向下拖累。工业金属也录得一定反弹，这相对提振了白银的上涨弹性。

后续，我们继续持有黄金锚定通胀预期的判断，在全球通胀预期尚未见顶回落之前，黄金难言见顶，至少应是居高难下的格局，当前重心依然坚实。白银或可在2季度末之前寻求相对黄金更强的上涨空间，因受益于黄金不弱，叠加工业金属阶段性价格上修的双重利多支撑。我们本篇报告将把视线集中在通胀路径以及经济表现方面，以寻求黄金未来价格波动节奏。

图1：COMEX黄金近期走势



资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

图 2: COMEX 白银近期走势



资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

2. 当前通胀预期及现实依然坚挺

3 月美国 CPI 继续爆表，同比增长 8.5%，为 1982 年 1 月以来的最高值，环比达 1.3%，继续高于前值 0.8%，能源和公共交通是通胀高企的两个主要驱动力。能源方面环比上行 11%，较上月环比增加 7.5%，其中燃油（环比增长 22.3%）和汽油（环比增长 18.3%）贡献了主要增长。而公共交通增幅明显，主要因机票环比增加 10.7%，这直接体现了虽然疫情仍在美国肆虐，但共存开放的政策下，美国旅游业正快速恢复为通胀注入上行动能。此外，食品和饮料环比增速也保持较高水平，其中谷物类上行势头强劲，俄乌作为全球特别是欧洲的农业重国，地缘政治危机下其小麦和玉米产量受到严重影响，加上化肥价格暴涨，导致农作物价格飙升，加大了通胀压力。

我们认为未来通胀在服务通胀的驱动下仍有增长动能，且劳动力供需矛盾未破，薪资-通胀仍有可能发生，这为通胀提供了另一个强劲支撑。更何况供应链尚未彻底缓解，下半年商品通胀仍有复燃可能。

2.1 服务接棒通胀

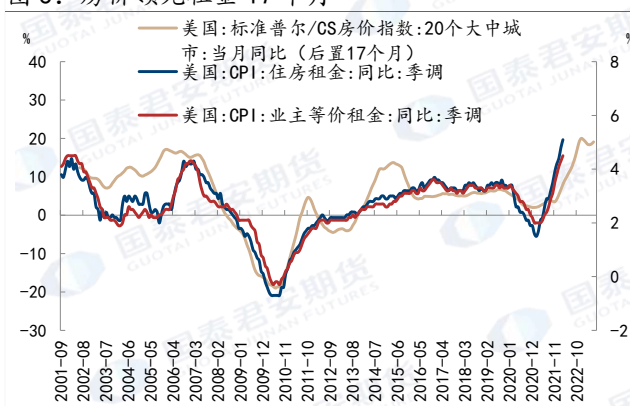
商品价格型通胀正在向服务价格型通胀加速转化。从商品和服务两个维度划分的通胀数据可以得出，不含能源以及食品类商品的通胀环比已经连续三个月增速下行，甚至在 3 月出现通缩，但由于服务部门的通胀数据环比持续上行，使得核心 CPI 环比仍呈增势。这体现了在疫情过后商品类的消费需求已经触顶回落，服务方面的需求正显著增加，且远未饱和。

在服务方面，来自住房压力、旅游业的复苏等将为通胀赋予新动能，而这类通胀往往比商品通胀更为持久。首先，业主等价租金（OER）和租户租金占美国 CPI 篮子的三分之一，约占 PCE 指数的一半。从 2021 年 2 月开始，OER 和租户租金同比增长十分强劲，目前依旧保持上扬势头。通过对比历史美国房价和租房租金通胀以及 OER 通胀的关系，我们发现房价可以成为租金的有效领先指标，将房价后置 17 个月之后和租房租金通胀以及 OER 通胀拐点基本重合。而标准普尔/CS 房价指数于 2021 年 7 月迎来顶点，这也就意味着租金的持续上扬至少在今年年底才可能告一段落。从季节性角度来说，APARTMENT LIST 指出，在 2022 年

的前三个月，租金总共上涨了 1.8%，空置率指数仍为 4.6%，远低于疫情前 6% 的标准。随着春夏季来临，租赁市场进入旺季，租金增长可能会加速，这也就意味着在未来几个月租金压力可能为通胀带来强劲的上行动能。

其次，随着奥密克戎的影响减弱，美国的旅游业正在回到 2019 年的旺盛状态。根据纽约时报报道，疫情以来对大多数旅客关闭的目的地，包括澳大利亚、菲律宾和巴厘岛，已经开始重新开放。航空公司一直在逐渐增加旧航线并扩大新航线，例如美国航空公司计划在春季增加 6 条从波士顿出发的新航线。多国已经从隔离和完全禁止非必要访客转向疫苗接种和检测要求。被抑制许久的旅游需求可能在 2022 年迎来报复性增长，世界旅游业理事会（WTTC）也预计，美国的旅游业将在 2022 年达到疫情前的水平，为美国经济贡献近 2 万亿美元。

图 3：房价领先租金 17 个月



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 4：美国旅游业正在回到 2019 年的旺盛状态



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

2.2 劳动力供需矛盾未破，薪资-通胀紧绷之弦

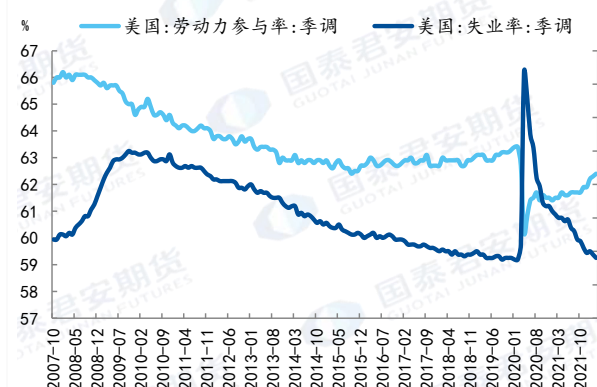
目前劳动力市场持续紧缺导致人力成本增加，从而传导至服务价格的上行，形成薪资-通胀的螺旋上升。4 月 1 日发布 3 月美国非农就业报告，各项指标依然强劲。新增就业人数 43.1 万人，2 月数据亦上修，失业率录得了 0.2 个百分点的下降至 3.6%，且已经回到疫情前的最低水平。如此强劲的失业率数据之下，劳动参与率却仅小升 0.1 个百分点，且距疫情前仍有 1% 的差距。这说明总劳动人口中有就业意向或正在寻找工作的人口已经基本达到了最大比例，但部分劳动力迟迟不愿回到就业市场，同时 55 岁以上人口因疫情提前退休，导致了极大的劳动力供应紧缺，服务行业正处快速上升阶段时劳动力的需求维持旺盛，造就了极度紧张的劳动力市场。这样的劳动力供需错配，直接导致了企业需要提高薪酬水平以提高就业吸引力，3 月非农部门平均时薪的同比增速及环比增速均 2 月有所回升，显示目前美国薪资压力依旧处上行通道。

如果想要显著缓解劳动力市场紧俏的矛盾，由于供应端恢复弹性不大，只有放缓对商品和服务的需求从而降低企业雇佣意愿才有可能实现，但是根据前文的分析，我们认为服务价格正在接棒能源价格迅速上涨，旺盛的人力需求可能使得薪资持续维持高位。

除了供需关系外，通胀压力也会持续向薪资传导。当生活成本不断加剧，为了保障正常生活水平，劳动力可能选择更加高薪的工作，也可能选择向雇主讨要更高的薪资，形成薪资-通胀的螺旋上升。事实上，根据英国《金融时报》报道，这样的情况正在美国发生。许多地区的教师、火车乘务员、卡车司机和清洁

工等都在采取罢工行动，助长了美国多年来最具对抗性的薪酬谈判季。所以未来如果通胀持续保持猛烈的向上趋势，薪资-通胀的螺旋上升会演化为越来越激烈的矛盾，继续助长通胀。

图 5：失业率录得了 0.2 个百分点的下降至 3.6%



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 6：工资-物价螺旋上升正在酝酿之中



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

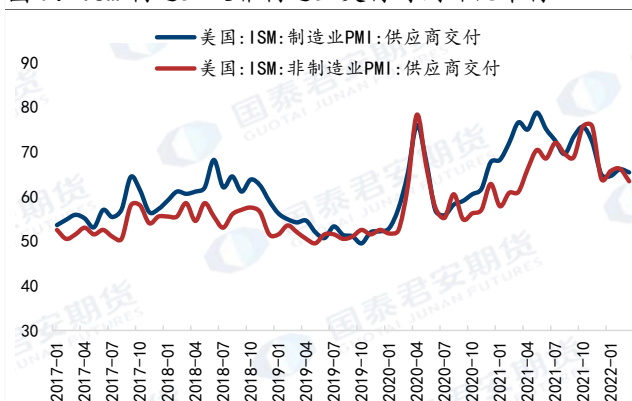
2.3 警惕商品通胀复燃

俄乌事件爆发导致刚刚从疫情中修复的全球供应链再度迎来危机，这也是 2022 年通胀加速上行的主要原因之一。ISM 制造业商业调查委员会主席 Timothy Fiore 表示：“3 月由于供应链各个环节的劳动力短缺问题有所缓解，工厂的产量和供应商的交付将提高”。从 ISM 的制造业与非制造业交付时间来看的确有所缓解，环比呈下行趋势，但根据纽约费城等五地区联储制造业指数平均交付时间预期，未来 6 个月供应链情况仍然不容乐观。

从运力角度观察，近期 SCFI（上海出口集装箱运价指数）小幅回落，这主要由于部分头部航运公司为缓解全球供应链压力对运费有所限价，且上半年需求处于相对淡季，但整体来看集装箱的供给缺口依旧存在，甚至部分散货船成为替代品，使得 BDI 也跟随波动。而到了下半年传统贸易旺季，各类节日的备货需求将加大航运方面的压力，届时运力紧张可能将进一步影响原材料或商品的进出口情况，下半年也往往迎来运价的高峰，从而影响商品价格。所以未来无论是交付环节还是运输环节均存在继续影响供应链的风险。

不过供应链矛盾的症结还是在于疫情的扰动以及地缘政治因素。疫情方面我国近期重要港口的封锁以及部分地区停工停产造成了较大的影响，但“动态清零”的政策执行将有效掐断疫情未来可能带来的不良反馈，同时随着全球的逐渐开放，相对俄乌事件来说疫情的扰动将持续减小。由于俄乌对峙事态的不确定性，难以预测其带来的中断何时结束。但可以确定的是，冲突持续的时间越长，供应链恢复的难度就越高。

图 7：ISM 制造业及非制造业交付时间环比下行



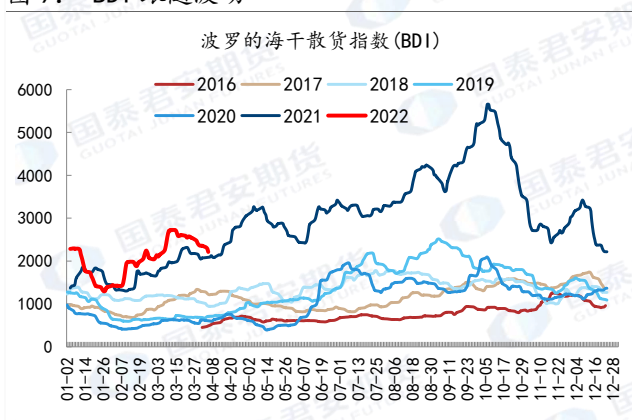
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 8：5 地平均交付时间预期未来 6 月供应链不容乐观



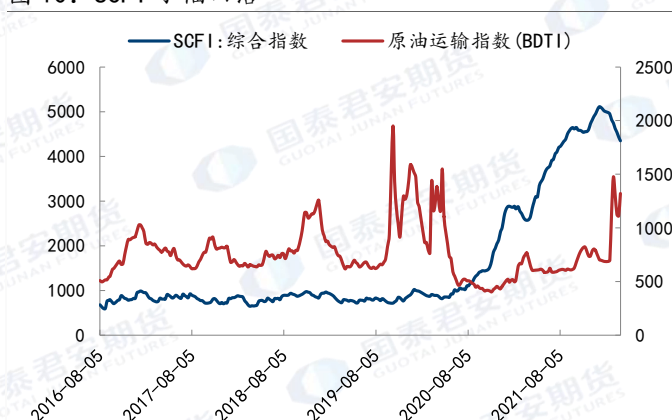
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 9：BDI 跟随波动



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 10：SCFI 小幅回落



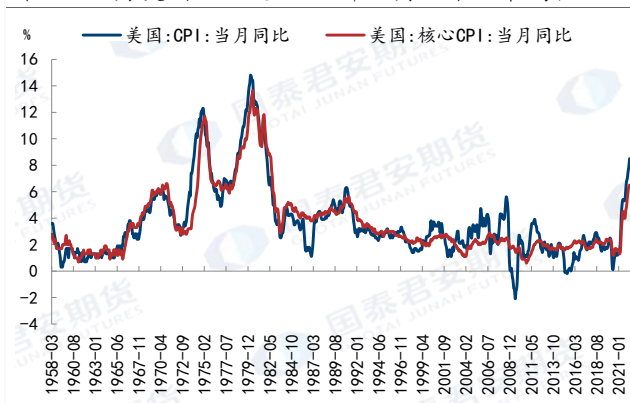
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

3. 通胀环比增速有望放缓，同比或于三季度见顶

3.1 核心 CPI 环比增速放缓，商品通胀压力减弱

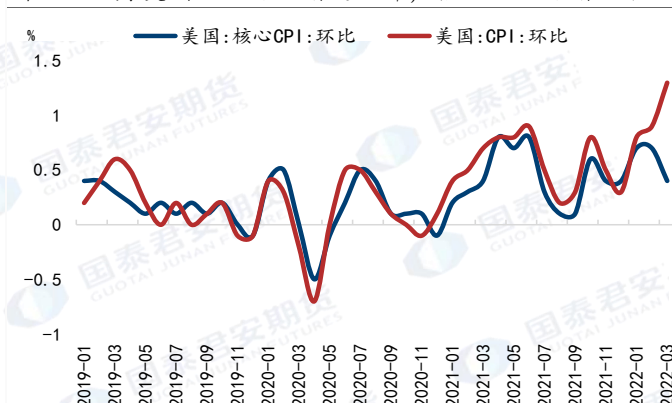
虽然 3 月 CPI 数据仍在能源价格以及食品价格的暴力上涨中呈加速上行态势，但是值得关注的是，剔除了这两个因子的核心 CPI 却出现了放缓的迹象，3 月核心 CPI 环比仅为 0.4%，较前值下降 0.3%。市场对此也反映良好，将其视为通胀压力见顶的信号，数据公布后，联邦基金利率期货显示市场对 2022 年的加息预期有所放缓。详细来看，此前对核心商品贡献最大的二手车价格显著回落是核心通胀降温的主要原因。

图 11：3 月美国 CPI 达 1982 年 1 月以来的最高值



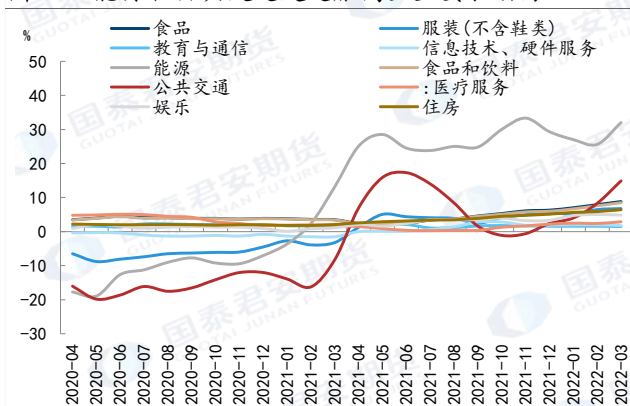
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 12：3 月美国 CPI 环比增速飙升，核心 CPI 环增回落



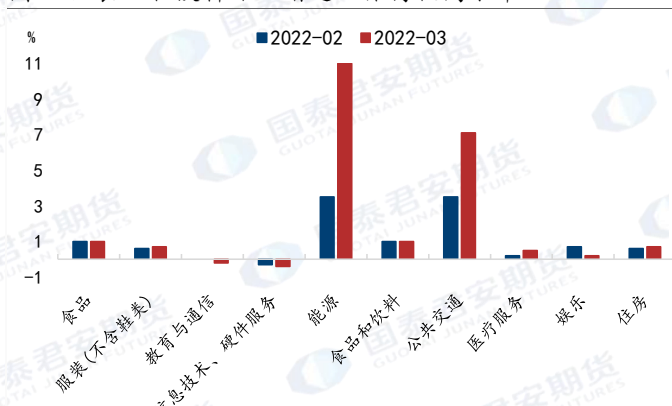
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 13：能源和公共交通是通胀高企主要驱动力



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 14：食品和饮料环比增速也保持较高水平

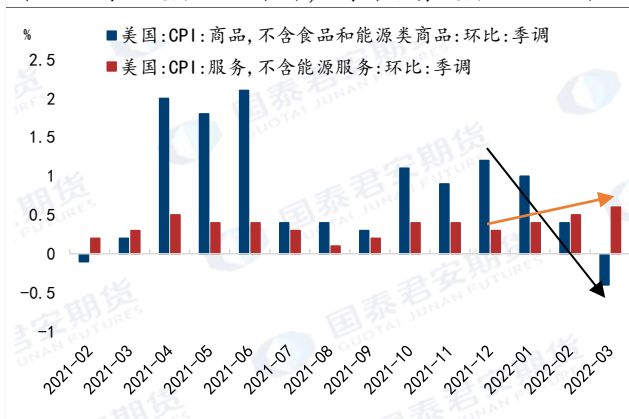


资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

2021 年 12 月之前，二手车是商品维度主要的通胀贡献因子，但是 2022 年以来环比增速显著放缓，对核心通胀的贡献也将持续减弱。用于衡量二手车价格变化趋势的 Manheim 指数（Manheim U.S. Used Vehicle Value Index）显示从 2021 年 11 月开始见顶回落，而 CPI 二手车分项环比从 2022 年 1 月开始增速放缓，可见 Manheim 指数对二手车 CPI 环比具有一定领先意义且大约领先 2-3 个月。根据最新调研 4 月的前 15 天二手车批发价格季调后仍呈下降趋势，由此推算二手车价格的环比增速下行仍将至少持续至 7 月。

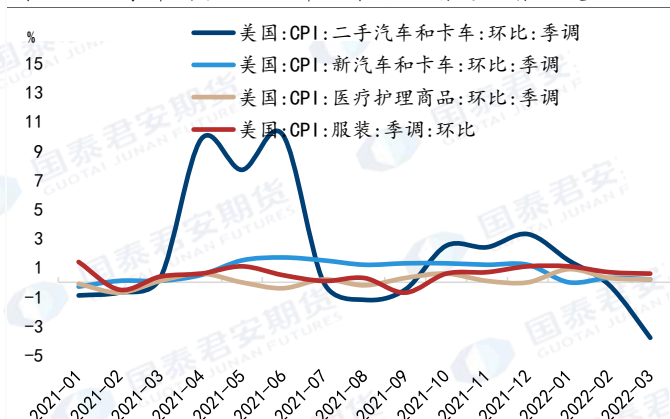
不仅仅是二手车，需求的萎缩使得商品通胀压力普遍减弱，其他商品价格也面临着增速放缓。过高的通胀压力必定抑制居民消费，且美联储紧缩周期下信贷成本增加，同时财政刺激早已结束，以家电汽车等耐用品为首的商品消费将率先缩减，后慢慢传导至纺服等非耐用品消费。从 PCE 数据分项可发现，2 月耐用品价格环比增速从 1 月的 10.07% 大幅下降至 -2.5%，非耐用品环比增速从 3.11% 下降至 -1.89%，均已经进入了收缩通道当中。

图 15：商品通胀环比下行，同时服务通胀环比上行



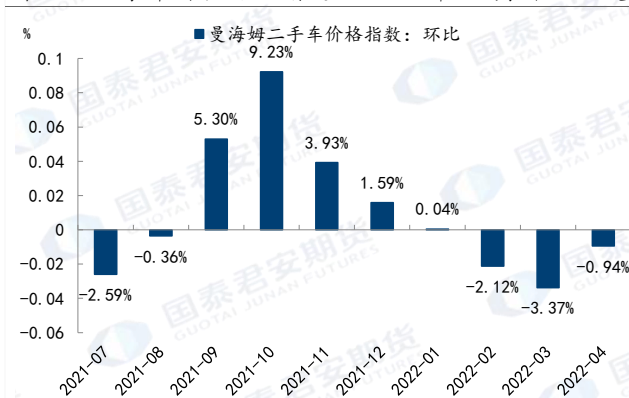
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 16：二手车价格 2022 年以来环比增速显著放缓



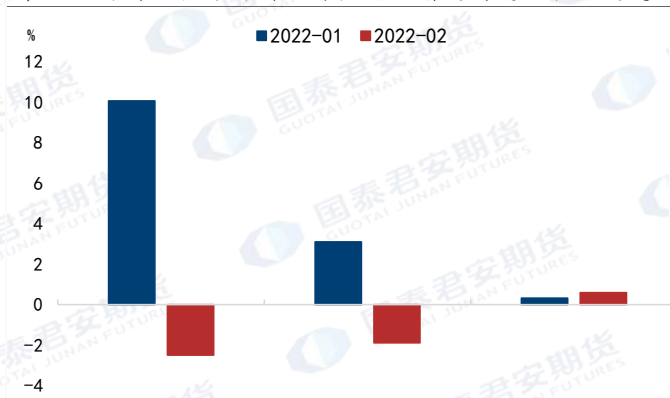
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 17：二手车价格环比增速从 2021 年 11 月开始放缓



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 18：耐用品和非耐用品价格环比增速均进入收缩通道



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

3.2 三季度通胀同比数据可能将回落

仅仅通过定性分析难以判断趋势拐点何在，接下来我们将用两种定量方法来对未来通胀趋势进行判断。

方法之一，我们选取与历史同期对比来确定环比增速，4 月份及之后对应 2010 年以来同期的 90 分位值，可以得到 3、4 月份基本为最高点，9 月份将迎来第二个高点。

方法之二，假设 CPI 环比增速等差递减并推算同比增速。该假设的主要依据在于，其一，核心 CPI 环比已现拐点，且原油价格逐渐持稳不再飙升，维持区间震荡态势。其二，今年年初劳工统计局（BLS）对 CPI 权重进行了调整，二手车等耐用品的权重将更高，而由于二手车降势明显，将更有力地向下拖拽通胀。其三，消费者信心处于十多年来低点，高通胀下居民消费意愿持续滑坡，低需求将自然传导至通胀的回落。我们假设了乐观情况下（通胀较快回落）以及悲观情况下（通胀较慢回落）两种情况，对应可得到同比增速的高点也为 9 月份。所以综合来看，在没有突发事件扰动的情况下，三季度通胀同比数据或将筑顶回落。

那么现实通胀和通胀预期的关系如何呢？尽管 CPI 是月度数据不能准确到天数，但从趋势上现实通胀大约会在通胀预期迎来拐点后的 1-2 个月左右也到达拐点。基于通胀大概率在今年三季度顶点的判断，则通胀预期可能在今年年中将结束顶部震荡区间，开启下行通道。后续通胀的具体波动仍需紧密关注各个通胀因子的变化，着重关注边际动能是否将更快地扭转通胀趋势。

图 19：核心商品权重增加，核心服务通胀降低

| | Nov-21 | Dec-21 | Diff. (pp) |
|---------------------------------------|--------|--------|------------|
| CPI total (100%) | 100.00 | 100.00 | |
| Energy | 7.54 | 7.35 | (0.19) |
| Energy commodities | 4.30 | 4.01 | (0.29) |
| Fuel oil and other fuels | 0.19 | 0.19 | 0.00 |
| Motor fuel | 4.12 | 3.82 | (0.29) |
| Energy services | 3.24 | 3.33 | 0.10 |
| Electricity | 2.41 | 2.45 | 0.04 |
| Utility piped gas service | 0.83 | 0.88 | 0.05 |
| Food | 13.99 | 13.37 | (0.62) |
| Food at home | 7.72 | 8.17 | 0.44 |
| Food away from home | 6.27 | 5.21 | (1.06) |
| Core CPI | 78.47 | 79.28 | 0.81 |
| Commodities excluding food and energy | 20.77 | 21.70 | 0.93 |
| Apparel | 2.67 | 2.46 | (0.21) |
| New vehicles | 3.88 | 4.11 | 0.22 |
| Used vehicles | 3.42 | 4.14 | 0.72 |
| Medical care commodities | 1.49 | 1.52 | 0.04 |
| Others | 9.31 | 9.47 | 0.16 |
| Services excluding energy | 57.70 | 57.58 | (0.12) |
| Rent | 7.58 | 7.40 | (0.19) |
| OER | 23.51 | 24.25 | 0.74 |
| Lodging away from home | 0.96 | 0.91 | (0.05) |
| Medical care services | 6.99 | 6.96 | (0.03) |
| Airline fares | 0.62 | 0.48 | (0.14) |
| Others | 18.04 | 17.58 | (0.46) |

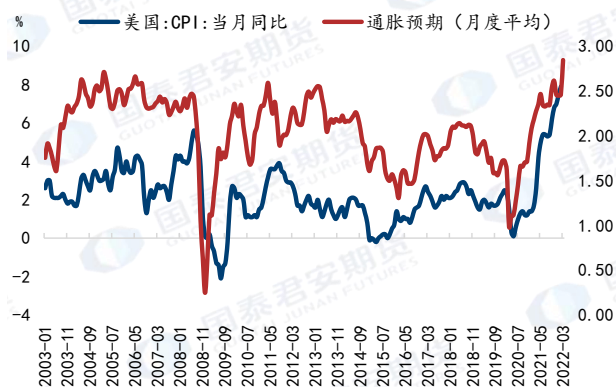
资料来源：BLS，国泰君安期货产业服务研究所

图 20：消费者信心处于十多年来低点



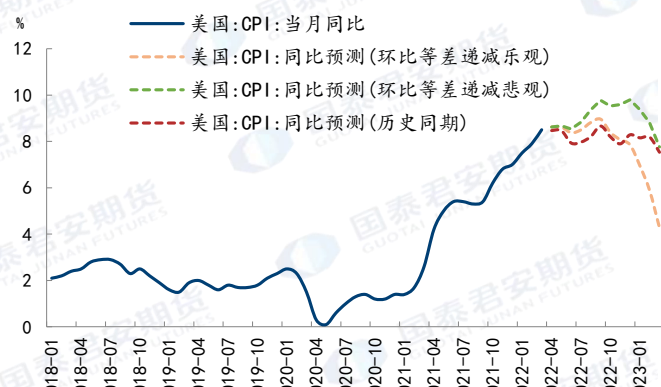
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 21：通胀预期领先现实通胀约 1-2 个月



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 22：三季度通胀同比数据或现高点



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

4. 衰退风险仍在，但叙事轮次未到

4.1 历史梳理：美国存经济衰退风险

所谓“软着陆”即在美联储收紧流动性后经济较为平缓地消化紧缩利空，且失业率没有大幅上升。倘若紧缩冲击负反馈太大致使美国经济大幅陷入衰退，即使通胀成功高位回落，也会使得黄金继续受到向上支撑。

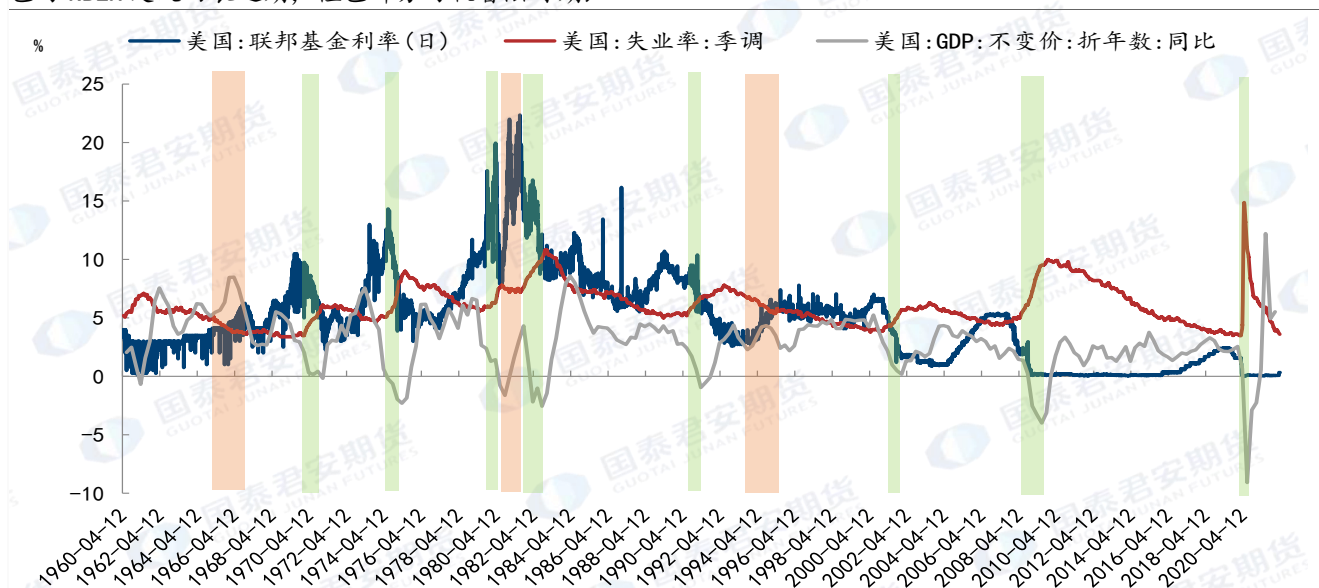
回溯历史，美联储可以借鉴的经验并非没有。美联储从 1960 年代以来共开启了 11 轮货币政策紧缩周期，其中 8 次引发了经济衰退，而仅有 3 次成功实现了“软着陆”，分别为 1965 年 9 月-1966 年 11 月、1983 年 3 月-1984 年 8 月以及 1994 年 2 月-1995 年 2 月。1965 年和 1983 年期间均为财政扩张，1994 年期间为财政紧缩，和现在财政货币双紧的情况类似。而加息之后经济能够反应良好的重要原因是，时任美联储主席格林斯潘为了防止重蹈覆辙，提前对经济衰退做出反映，分别在 1995 年 7 月和 1996 年 1 月采取了两次降息，才有效规避了衰退。

对标过去同样绝对高水位通胀的情况下，若想要成功抑制，势必需要牺牲部分经济发展，通过严厉的货币政策来抑制需求，从而达到降温的目的。1970 年代滞胀最大的导火索恰恰就是政策导向偏差和政策对

经济的误判，当局对通胀滞后的反应使得通胀持续失控，最后时任主席沃尔克不得不祭出超鹰派的货币紧缩政策才得以压制，经济短时进入“休克”状态，黄金也在这样的大背景下水涨船高。近期鲍威尔在公开演讲时多次提及沃尔克，以表其抗击通胀的决心。

这些历史经验告诉我们，第一，经济软着陆是小概率情况。第二，领先的货币政策或将更有效防止衰退。第三，通胀压力越大软着陆越困难。现阶段在美联储已经落后于曲线，被动地追赶加大了通胀不可控的风险，市场也对衰退风险进行了一定的讨论与预期。但是我们认为，衰退并不是短期即将到来的风险，目前来看无论是美股以及美元的强势还是可观察到指标信号，都表明市场尚未定价衰退。

图 23：美联储从 1960 年代以来开启了 11 轮货币政策紧缩周期，其中 8 次引发了经济衰退，3 次“软着陆”（绿色为 NBER 定义的衰退期，橙色部分为软着陆时期）



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

4.2 短时美国经济尚有支撑

客观分析，我们认为目前美国经济衰退尚未到来。首先，本轮货币政策前瞻指引较为充分。在上一轮紧缩周期的 Taper Tantrum（缩减恐慌）之后，美联储充分意识到了市场沟通的重要性，预期之外的紧缩行为会为资本市场带来极大的冲击，甚至形成踩踏，这样的情况显然是美联储不愿意看到的。所以美联储从 2021 年年初开始释放信号，直到下半年才真正有所行动。同时市场因对紧缩过程有了可参考路径，可以较为提前地预期美联储下一步动作，将资产的利空影响分摊到每一次经济数据发布以及 FOMC 会议进行消化，最终利空靴子实际落地时资产反应均不大。根据 CME 联邦基金利率工具显示，市场目前已经计价全年加息 250bps，相当于加息十次（假设一次加息 25bps），远超美联储所展示出来的政策空间（1.9%），所以美联储大概率都不会跑在市场前面，最多紧跟市场最鹰派的预期按部就班地加息，对经济的影响也有了极大的缓冲。

其次，疫情下的美国家庭积累了大量超额储蓄，为未来萧条环境下的消费提供保障。在联邦刺激、工资增长、疫情限制消费等原因下，美国家庭在 2022 年的财务状况相对于 2019 年有了显著改善。在收入水平上，家庭储蓄增加，房地产和股市财富增加，实际工资增加，信用卡债务减少。根据 Brookings

Institution, 美国家庭在 2020 年 3 月至 2022 年 1 月期间累积了 2.5 万亿美元的超额储蓄。当家庭对疫情的担忧彻底消解时, 这部分储蓄将再度回归消费市场, 用于支撑经济。

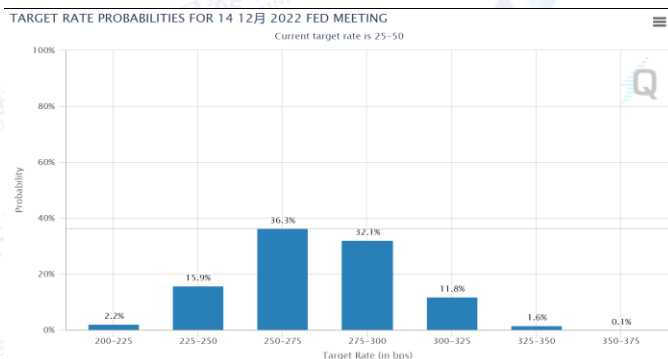
再次, 美债收益率的 10 年期与 2 年期倒挂已经转正, 未来开启缩表后再次倒挂可能性减小。美联储 4 月 7 日释出 3 月 FOMC 会议纪要, 会议纪要传达了两个信号, 一是加息可能会比预期激进, 二是缩表节奏加快, 且缩表上限 950 亿美元高于上一轮的缩表上限 (2013 至 2017 年, 2017-2019 年), 公布后在长端利率上行的带动下 10 年期-2 年期美债利差转正, 基于利率倒挂而产生的衰退担忧也逐渐散去。未来在缩表正式启动后, 长端利率上行, 且加息压制短端通胀预期, 10 年期-2 年期美债利差再次倒挂可能性很小。

图 24: 3 月 FOMC 经济预测 22 年联邦基金利率为 1.9%

| Variable | Median ¹ | | | | Central Tendency ² | | | |
|---|---------------------|------|------|------------|-------------------------------|---------|---------|------------|
| | 2022 | 2023 | 2024 | Longer run | 2022 | 2023 | 2024 | Longer run |
| Change in real GDP | 2.8 | 2.2 | 2.0 | 1.8 | 2.5-3.0 | 2.1-2.5 | 1.8-2.0 | 1.8-2.0 |
| December projection | 4.0 | 2.2 | 2.0 | 1.8 | 3.6-4.5 | 2.0-2.5 | 1.8-2.0 | 1.8-2.0 |
| Unemployment rate | 3.5 | 3.5 | 3.6 | 4.0 | 3.4-3.6 | 3.3-3.6 | 3.2-3.7 | 3.5-4.2 |
| December projection | 3.5 | 3.5 | 3.5 | 4.0 | 3.4-3.7 | 3.2-3.6 | 3.2-3.7 | 3.8-4.2 |
| PCE inflation | 4.3 | 2.7 | 2.3 | 2.0 | 4.1-4.7 | 2.3-3.0 | 2.1-2.4 | 2.0 |
| December projection | 2.6 | 2.3 | 2.1 | 2.0 | 2.2-3.0 | 2.1-2.5 | 2.0-2.2 | 2.0 |
| Core PCE inflation ⁴ | 4.1 | 2.6 | 2.3 | | 3.9-4.4 | 2.4-3.0 | 2.1-2.4 | |
| December projection | 2.7 | 2.3 | 2.1 | | 2.5-3.0 | 2.1-2.4 | 2.0-2.2 | |
| Memo: Projected appropriate policy path | | | | | | | | |
| Federal funds rate | 1.9 | 2.8 | 2.8 | 2.4 | 1.6-2.4 | 2.4-3.1 | 2.4-3.4 | 2.3-2.5 |
| December projection | 0.9 | 1.6 | 2.1 | 2.5 | 0.6-0.9 | 1.4-1.9 | 1.9-2.9 | 2.3-2.5 |

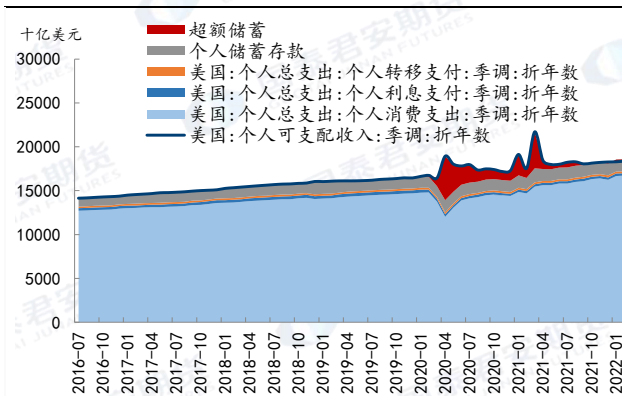
资料来源: FED, 国泰君安期货产业服务研究所

图 25: 市场目前已经计价全年加息 250bps



资料来源: CME, 国泰君安期货产业服务研究所

图 26: 疫情下的美国家庭积累了大量超额储蓄



资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 27: 美债收益率 10 年期与 2 年期倒挂已转正



资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

诚然, 美国经济已经进入了增速放缓的阶段, 经济衰退的潜在风险点亦存在。除了美联储政策的不确定性外, 欧美对俄经济制裁带来的持续性影响也远未结束, 近期“布恰”事件的发生又让俄罗斯与欧美多国的双边外交关系逐渐走向破灭, 欧洲对俄制裁进一步加码, 后续冲突会发酵到什么地步还不得而知。然而不能否认的是, 短期来看, 经济仍有比较好的向上支撑, 节奏上尚未进入真正的衰退周期。等服务通胀增长见顶、超额储蓄消耗殆尽、PMI 或者失业率等经济指标给出更多信号时, 市场才会定价衰退, 黄金彼时也将凭借另一条配置逻辑再获青睐。

5. 通胀在前，联储在后，黄金需翻山而后望

我们继续持有黄金锚定通胀预期的判断，在全球通胀预期尚未见顶回落之前，黄金难言见顶，至少应是居高难下的格局，当前重心依然坚实。白银或可在 2 季度末之前寻求相对黄金更强的上涨空间，因受益于黄金不弱，叠加工业金属阶段性价格上修的双重利多支撑。

对于通胀的判断，我们认为短期仍保持高位，同比见顶时间约为今年三季度。3 月美国 CPI 继续爆表，我们认为未来通胀在服务通胀的驱动下仍有增长动能，且劳动力供需矛盾未破，薪资-通胀仍有可能发生，这为通胀提供了另一个强劲支撑。更何况供应链尚未彻底缓解，下半年商品通胀仍有复燃可能。但是 3 月核心 CPI 已经出现放缓的迹象，此前对核心商品贡献最大的二手车价格显著回落是核心通胀降温的主要原因。除此之外，高通胀下需求的萎缩使得商品通胀压力普遍减弱。定量来看，通过两种方法测算在没有突发事件扰动的情况下，三季度通胀同比数据可能将筑顶回落。

除了通胀之外，倘若美联储紧缩政策使得经济硬着陆引发经济衰退，也会支撑黄金价格。运行通过历史回溯，我们发现，第一，经济软着陆是小概率情况。第二，领先的货币政策或将更有效防止衰退。第三，通胀压力越大软着陆越困难。现阶段在美联储已经落后于曲线，被动地追赶加大了通胀不可控的风险，市场也对衰退风险进行了一定的讨论与预期。但是我们认为，衰退并不是短期即将到来的风险，目前来看无论是美股以及美元的强势还是可观察到指标信号，都表明市场尚未定价衰退。短期来看，经济仍有比较好的向上支撑，节奏上尚未进入真正的衰退周期。等服务通胀增长见顶、超额储蓄消耗殆尽、PMI 或者失业率等经济指标给出更多信号时，市场才会定价衰退，黄金彼时也将凭借另一条配置逻辑再获青睐。

所以通胀是现阶段黄金的主定价逻辑，绝对高位下为黄金提供坚实的下方支撑，利率侧的指引显著钝化。我们认为，加息对于黄金的影响路径可能不是从名义利率上行、影响实际利率上行这条逻辑线传导，而是美联储的举措到底能不能成功在经济软着陆的情况下抑制通胀。破局之解在于，美联储是否有足够的行动力、决策力以及良好的市场沟通能力来抑制高通胀的同时又避免经济陷入“休克”的风险。当通胀疾步如飞，联储紧随其后，黄金需翻山而后望，短时将坚守重心，下半年通胀回落的情况下才有望弱势而行，待衰退信号再现、衰退叙事开启，黄金将再赢上行机会。策略上持逢低做多思路。