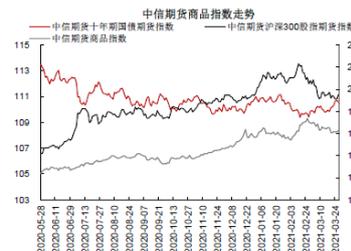


交易时点或在二季度末，等待时间决定高度，继续关注白银

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

我们预测，Comex 黄金价格中枢上移至 1850-1900 美元/盎司，跌入此价格可考虑建仓。由于通胀韧性，使得市场变化时点（需求走弱 & 核心通胀明显向下）或将在三季度，交易时点或在二季度末。白银方面，我们认为长期第一价格目标定为 26.1 美元/盎司，弹性比黄金更强。针对以上观点，我们说明了关注的一些指标。



摘要：

我们认为，5 月美联储利率高点确认，后续美国经济因风险偏好下降和信贷收紧加速下降，使贵金属价格中枢上移。但通胀结构使美联储降息受限，贵金属主升浪交易应在二季度末或三季度。二季度价格高点为 1970-2100 美元/盎司附近，支撑贵金属中枢价格上移至 1850-1900 美元/盎司。白银支撑位在 21 美元/盎司附近，预期今年行情或比黄金更好，长期第一目标价位在 26.1 美元/盎司。

关于系统性风险方面，我们可以从（1）居民（2）企业（3）金融系统三个维度观察风险的情况，当风险可能由某一部门传导至整体的时候，这即是说明系统性风险可能产生。可以发现，欧洲央行公布系统性压力指数（CISS）反弹下仍然处于低位（美国 0.178, 2022 年 12 月 0.31；欧元区 0.265, 2022 年 12 月 0.33），但从银行间拆借市场指标看，目前银行间流动性风险确实处于高位，不排除会传导至其他部门，且这种传导无法观测，这对贵金属产生溢价。

关注指标：建仓机会关注非农和通胀数据公布的时点。当近月非农数据、通胀数据显示韧性的情况下（同比、环比仍然向上），将显示降息交易被延后，此时贵金属或有回落进场机会。金融风险方面，我们关注银行间流动性风险的情况，“逆向回购协议”余额 & “贴现窗口借款余额” & 衡量银行间市场的美元流动性的“FRA-OIS 利差”是我们的主要关注项。

风险提示：1. 通胀大幅反弹； 2. 美国流动性风险迅速回落

大宗商品策略团队

屈涛
从业资格号 F3048194
投资咨询号 Z0015547
qutao@citicsf.com

目 录

摘要:	1
一、2023 年一季度贵金属市场回顾: 从衰退降息预期到利率高点上升, 再到金融风险	3
二、二季度贵金属逻辑: 利率高点已被交易, 后续节奏取决于降息和衰退节奏	4
(一) 美联储货币政策: 加息高点确认, 但降息时点不确定	4
(二) 金融市场风险: 系统性风险概率不大, 但不可见风险使风险偏好下降, 加速美国经济走弱, 为贵金属带来溢价	6
(三) 美国衰退逻辑: 目前仍然存在, 预计下半年总需求或将明显回落	11
(四) 通胀预计维持韧性, 使得降息交易或在二季度末到三季度	15
三、交易策略: 关注非农&通胀公布时点, 以及金融风险指标变化, 仍然看好白银	17
(一) 趋势判断: 新的驱动或在三季度到年底, 关注货币传导和核心通胀变化	17
(二) 关注指标: 通胀 & 系统压力指标 & 就业指标	19
免责声明	20

一、2023 年一季度贵金属市场回顾：从衰退降息预期到利率高点上升，再到金融风险

贵金属用美元计价，主要和美国经济相关。在此背景下，贵金属主要驱动为：

(1) 美联储货币政策 (2) 地缘冲突 (3) 美国和海外其他地区经济实际状况，三者具有内在逻辑关系，互相影响。我们认为，一季度贵金属波动来自对美国经济和通胀预期的变化，带来美联储政策的变化，共分为三个阶段。

第一阶段：交易衰退+降息。去年 12 月 7 日至 2 月 2 日，在美国经济数据不断走弱和原油价格下跌的影响下，市场交易美国衰退和后续降息逻辑贵金属价格走强，沪金主力合约价格由 401 元/克上涨至 424 元/克，上涨幅度 5.7%，白银价格由 5095 元/kg 上涨至 5305 元/kg，涨幅 4.12%。

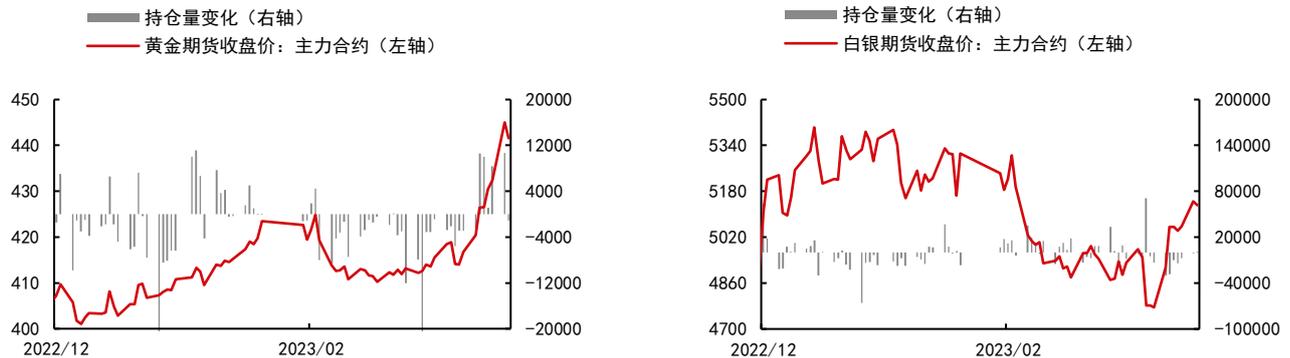
第二阶段：交易经济韧性+进一步加息。2 月 1 日至 3 月 10 日，美联储议息会议说明利率高点将随经济数据变化，可高可低，价格到达顶峰。之后随着市场预期打满，1 月美国通胀数据、非农数据、零售数据等项均超预期，使市场重新交易美国经济韧性+抬高最终利率高点预期，贵金属价格回落。沪金主力合约价格由 424 元/克下跌至 410 元/克，跌幅-3.41%，白银价格由 5305 元/kg 下跌至最低 4781 元/kg，跌幅 11%。

第三阶段：金融风险抬升，重新交易衰退+降息。之后，随着市场预期交易完毕，叠加欧元区持续超预期加息，贵金属逐渐企稳反弹，市场对于经济风险及全球地缘风险的担忧令贵金属始终获得溢价。而随着 3 月 9 日欧央行行长拉加德表态欧元区将持续加息调控通胀、3 月 10 日公布美国财政收支数据显示美国 1 月财政赤字进一步扩大，都使得贵金属重新企稳回升。而 3 月 16 日，以美国硅谷银行挤兑导致破产事件为导火索，市场开始交易连续加息下的系统性金融风险。黄金白银接连上涨，突破了今年高点，沪金最高到 445 元/克，白银则反弹至 5146 元/千克。

随着 3 月 23 日凌晨，美国 3 月议息会议决议公布，我们认为短期贵金属上冲告一段落，后续新的交易节奏将由四个问题决定，由此产生我们的交易策略，将在下一节详述。

中信期货贵金属 2023 年二季度策略报告

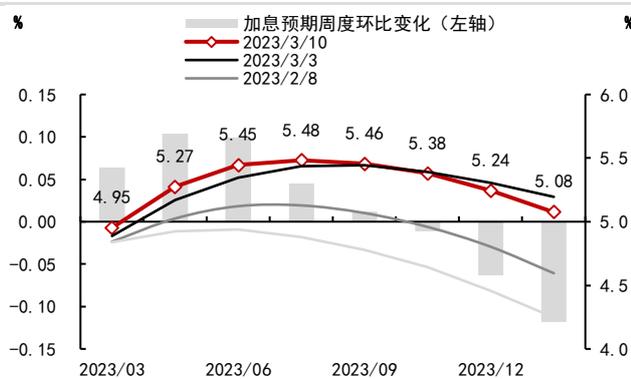
图 1：2023 年 1 月-3 月沪金和沪银价格和持仓：由衰退到“软着陆”，再到金融风险



资料来源：Wind 中信期货研究所

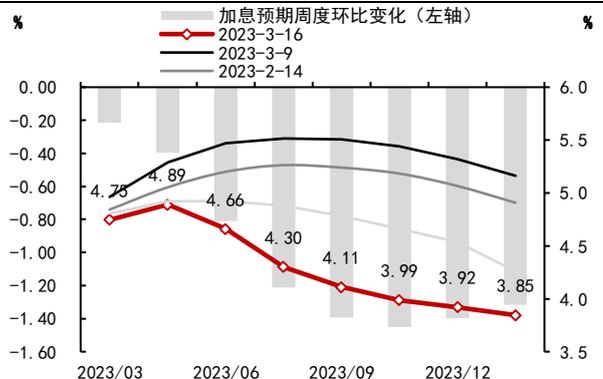
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 2：3 月 10 日联邦基金利率高点预期到达 5.5% 附近



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 3：3 月 16 日利率高点不到 5%，市场交易降息预期



资料来源：Wind 中信期货研究所

二、二季度贵金属逻辑：利率高点已被交易，后续节奏取决于降息和衰退节奏

我们认为，5 月美联储利率高点确认，后续美国经济因风险偏好下降和信贷收紧加速收紧，但通胀结构使美联储降息受限，贵金属主升浪交易应在二季度末或三季度。二季度价格高点为 1970-2100 美元/盎司附近，支撑贵金属中枢价格上移至 1850-1900 美元/盎司。白银支撑位在 21 美元/盎司附近，预期今年行情或比黄金更好，长期第一目标价位在 26.1 美元/盎司。

（一）美联储货币政策：加息高点确认，但降息时点不确定

首先关注美联储货币政策，这是我们分析预期和经济数据对贵金属影响的基石和“攻略”。3 月 23 日，美联储公布 3 月货币决议和经济预测。其中要点：（1）加息趋于中止，但 23 年降息概率较低（新博弈点）；（2）系统性风险不大，但会使银行收紧信贷，此时经济受到冲击（衰退概率上升），因此不必上调加息目标，但收紧信贷的程度不可观测；（3）衰退非线性，难以预测，但调降经济增长和失业率表明，今年难降息或将使得衰退概率上升；（4）拜登积极财政政策目前对通胀没有扰动。

我们发现，议息会议讲话中对于利率高点的判断，与联邦基金利率期货预期一致，但降息时间的判断，是与美国联邦基金利率期货下半年就将开始降息背离的。以上说明，美联储在 5 月后确定联邦基金利率高点基本已经确认，市场不确定的只有：（1）降息时间点；（2）衰退的概率和程度这两项，他们将决定未来贵金属的节奏。

我们还可以发现，3 月美联储对于 23 和 24 年的经济预期相比 12 月有了新调整，那就是调降 23 年经济增长从 0.5% 调降至 0.4%，失业率从 4.6% 至 4.5%，通胀从 3.1% 至 3.3%，核心通胀 3.5% 至 3.6%。通常经济增长应与失业率反向，本次调整说明，劳动力市场结构问题使得通过失业率调整通胀效果或不理想。在通胀韧性的状态下，美联储很难在今年迅速实现降息，因此经济走弱陷入衰退的概率在增加。

图 4：衰退前利差倒挂时间和转向时间：明年下半年开始准备进入衰退，预计货币政策转向

经济数据	中位数				中位趋势			
	2023	2024	2025	长期	2023	2024	2025	长期
真实 GDP 预测	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0-0.8	1.0-1.5	1.7-2.1	1.7-2.0
去年 12 月预测	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4-1.0	1.3-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0
失业率预测	4.5	4.6	4.6	4	4.0-4.7	4.3-4.9	4.3-4.8	3.8-4.3
去年 12 月预测	4.6	4.6	4.5	4	4.4-4.7	4.3-4.8	4.0-4.7	3.8-4.3
通胀预测	3.3	2.5	2.1	2	3.0-3.8	2.2-2.8	2.0-2.2	2
去年 12 月预测	3.1	2.5	2.1	2	2.9-3.5	2.3-2.7	2.0-2.2	2
核心通胀预测	3.6	2.6	2.1		3.5-3.9	2.3-2.8	2.0-2.2	
去年 12 月预测	3.5	2.5	2.1		3.2-3.7	2.3-2.7	2.0-2.2	
目标加息路径								
联邦基金利率预测	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1-5.6	3.9-5.1	2.9-3.9	2.4-2.6
去年 12 月预测	5.1	4.1	3.1	2.5	5.1-5.4	3.9-4.9	2.6-3.9	2.3-2.5

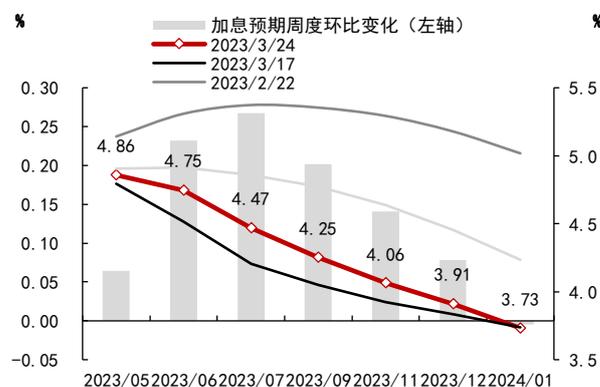
资料来源：Bloomberg Wind 中信期货研究所

图 5：2023 年 6 月隐含市场利率：4.75%



资料来源：公司公告 中信期货研究所

图 6：联邦仅仅利率期货交易下半年开始降息



资料来源：公司公告 中信期货研究所

(二) 金融市场风险：系统性风险概率不大，但不可见风险使风险偏好下降，加速美国经济走弱，为贵金属带来溢价

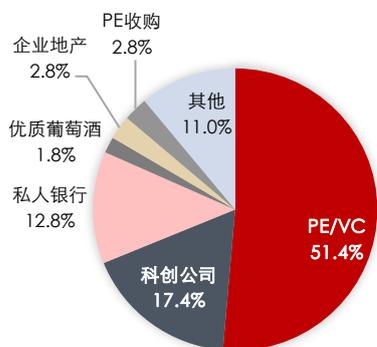
1. 事件回顾：硅谷银行&瑞士信贷引发流动性风险，市场恐慌情绪上升

3月10日，硅谷银行亏损出售可销售证券，且无法完成出售普通与优先股的再融资，引发市场恐慌。由于硅谷银行75%业务集中于PE/VC及科创公司，该领域客户存款比例高乎寻常。当初创公司在加息环境下融资困难，短期现金需求井喷，而硅谷银行可销售证券（AFS）中约六成为美国国债，出售AFS证券意味着浮亏转为实亏。前期在低利率环境下借短贷长形成期限错配，在快速加息环境下资产负债错配酿成资不抵债，挤兑风险自我实现。随后加州金融保护创新部随后关闭硅谷银行，指定联邦存款保险公司（FDIC）接收。

3月12日，美联储宣布进行BTFP，规模为250亿美元，该计划允许银行等价抵押美国国债、MBS等美联储可公开购买的抵押品，并以01S1Y+10bp的利率借入资金，BTFP避免“抛售-亏损”恶性循环。3月13日，硅谷银行事件继续蔓延：第一共和银行暂停资金电汇业务，监管机构关闭Signature银行，瑞信银行宣称财报存在“重大缺陷”，全球银行股下挫，市场恐慌。

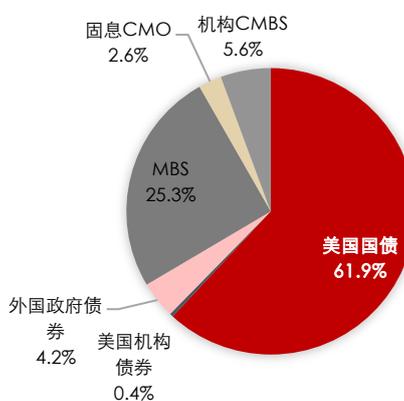
截至3月20日，第一共和银行获得美国众多大型银行合计300亿美元联合存款，Signature银行由纽约社群银行子公司Flagstar银行接管，瑞银集团(UBS)以30亿瑞郎收购瑞士信贷，市场流动性危机暂缓。

图 7： 硅谷银行 75%贷款投向 PE/VC 及科创领域



资料来源：公司公告 中信期货研究所

图 8： SVB 可供出售证券中 61.9%为美国国债



资料来源：公司公告 中信期货研究所

图 9：美国银行业事件梳理

时间	事件
3 月 9 日-3 月 10 日	硅谷银行亏损出售可销售证券，再融资计划失败，银行资不抵债，形成挤兑，FDIC 接管
3 月 12 日	美联储推出银行定期再融资计划（BTFP）
3 月 14 日	第一共和银行暂停资金电汇业务，监管机构关闭 Signature 银行
3 月 16 日	美国大型银行对第一共和银行联合存款 300 亿美元
3 月 20 日	UBS 以 30 亿瑞郎收购瑞士信贷，Flagstar 银行接管 Signature 银行

资料来源：中信期货研究所

瑞士信贷基本情况：仅次于 UBS 瑞银的瑞士第二大银行，2022 年总资产约 5800 亿美元，是硅谷银行规模的两倍之大，并且根据国际银行规则，瑞信属于全球系统重要性银行。

瑞士信贷经营问题由来已久，受硅谷银行事件发酵、市场恐慌情绪蔓延及大股东沙特国家银行主席发言催化，股价暴跌。近年来，CS 经营上一直深陷各类经营及内控问题，随着硅谷银行事件发酵、恐慌情绪蔓延、市场风险偏好大幅下降。此时由于 CS 编制合并财务报表的控制系统存在缺陷，公开宣布被迫推迟了 2022 年年报发布，导致市场恐慌情绪引发大规模抛售 CS 股票，之后沙特国家银行主席表明不会对 CS 提供更多援助又令市场恐慌情绪持续蔓延。瑞士央行愿意提供 CS 流动性支持使其 CS 股价略微反弹，但整个市场仍处于恐慌中。**最终，UBS 瑞银收购 CS，实现短期内风险下降，但收购过程并不顺利，且其对于 AT1 债券减记过程使得市场对于未来风险的担忧情绪进一步上升。**

之后在 3 月 24 日，德银宣布提前赎回一笔 2028 年到期的次级债券，以“向投资者提供保障信号”，市场担忧情绪才读引爆，德银 CDS 较月初上升近 30%，彭博新闻报道称，CDS 价格上涨主要来自于对冲基金避险需求。德国总理拒绝将德银与瑞信相提并论，并表示“德银是一家基本面现代化、具有盈利共识的银行”，“欧元区银行系统仍稳定。”

2. 引发“金融危机”概率不大，但已经产生系统性流动性风险，“看不见所以更危险”

形成“金融危机”的概率较低：

1) **硅谷银行自身具个体性与局部性。**业务上，SVB 的客群集中且多为科创、初创企业等风险较高的行业，经营上，固收证券占比过高对资产端收益形成压力，资产负债错配的风险在高利率环境下被放大。相比于雷曼兄弟银行这类规模更大、业务更全面的投资性银行，SVB 的规模及业务范围较小，风险传染有限。雷曼银行事件主要由于高杠杆及当时的金融机构普遍持有大量的次级资产及衍生品，SVB 是存款负债与优质债券资产之间纯粹的久期错配。

2) **金融系统流动性充裕，家庭部门杠杆较低。**目前美国隔夜逆回购使用量约为 2 万亿美元，商业银行准备金约为 3 万亿，高于临界值（GDP10%）约 4000 亿美元，金融系统整体流动性充裕。另外，截至去年三季度，整体居民部门杠杆率约

中信期货贵金属 2023 年二季度策略报告

在 75%，远低于金融危机时 97%；截至去年四季度，居民住房债务 (DSR) 在 9.75%，美国家庭部门杠杆率较低。

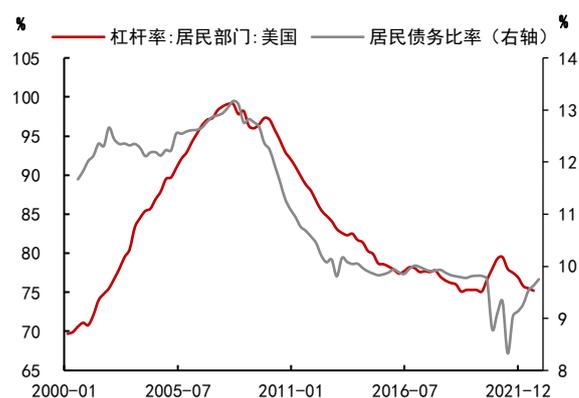
3) 债务结构健康，信用风险较低。在次贷危机爆发后，美国金融监管加强，美国抵押贷款组合中优级占比提高，银行贷款拖欠率也处于低位，同时由于居民在次贷危机后多选用固定利率住房贷款，因此尽管当前利率较高，居民已有的住房贷款成本仍然保持稳定，商业银行板块的信用风险相比次贷危机前大大降低。

图 10: 隔夜逆回购与准备金形成缓冲



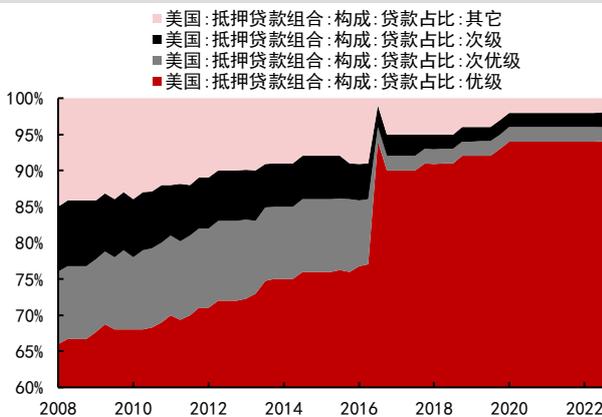
资料来源: Wind 中信期货研究所

图 11: 美国家庭部门杠杆率较低



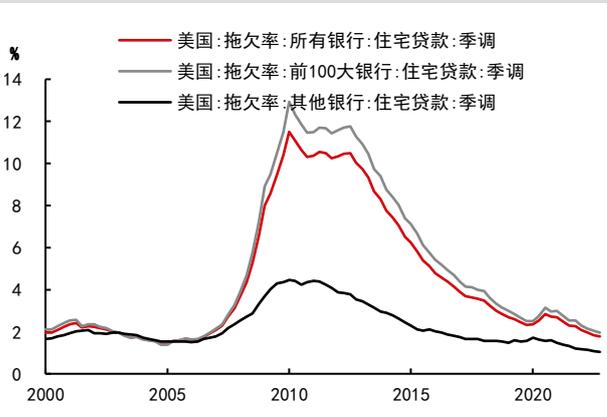
资料来源: Wind 中信期货研究所

图 12: 美国抵押贷款优级比例明显升高



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 13: 贷款拖欠率在低位



资料来源: Wind 中信期货研究所

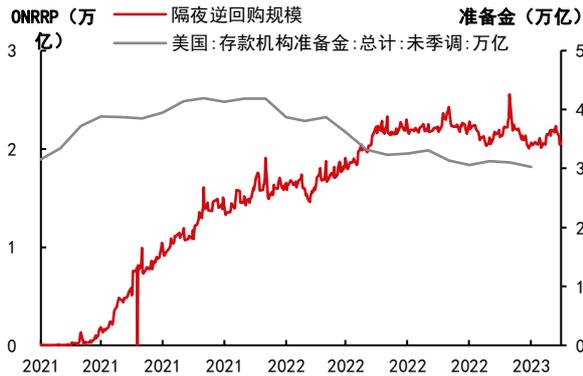
3. 贵金属风险溢价: 仍有潜在风险, 谨防银行间流动性风险传导至企业

参考 Acharya V V (2017) 对于系统性风险的观测和定义, 我们可以从 (1) 居民 (2) 企业 (3) 金融系统三个维度观察风险的情况, 当风险可能由某一部门传导至整体的时候, 这即是说明系统性风险可能产生。

可以发现, 尽管欧洲央行公布系统性压力指数 (CISS) 反弹下仍然处于低位 (美国 0.178, 2022 年 12 月 0.31; 欧元区 0.265, 2022 年 12 月 0.33), 但从银行间拆借市场指标看, 目前银行间流动性风险确实处于高位, 不排除会传导至其他部门, 这是对本次风险的定性判断, 因此贵金属获得溢价支撑。

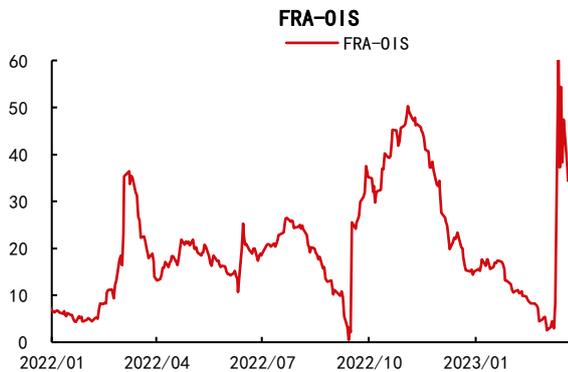
关注指标：“逆向回购协议”余额 & “贴现窗口借款余额” & 衡量银行间市场的美元流动性的“FRA-OIS 利差”（3 个月银行间利率协议资金价格减去隔夜互换资金价格）均可以衡量银行间市场的流动性情况。近期银行通过贴现量达到 0.15 万亿，超过 08 年以来高点，而 FRA-OIS 利差近期到达 62，同样大幅走高，显示银行流动性风险较大，这是贵金属近期上涨的主要原因，指标值得我们持续跟踪。

图 14： 银行间市场：隔夜逆回购与准备金大幅上升



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 16： 银行间市场：FRA-OIS 利差上升



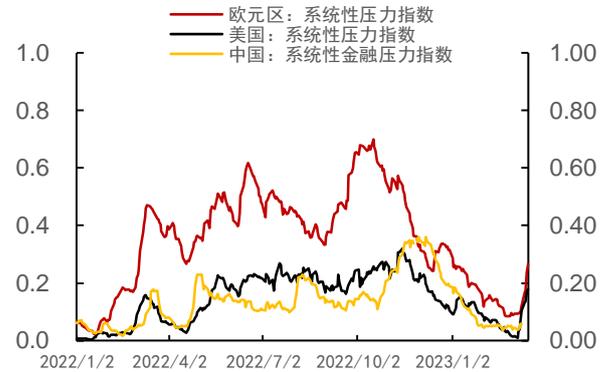
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 15： 银行间市场：贴现窗口贷出量创纪录



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 17： 整体系统性风险仍在低位



资料来源：Wind 中信期货研究所

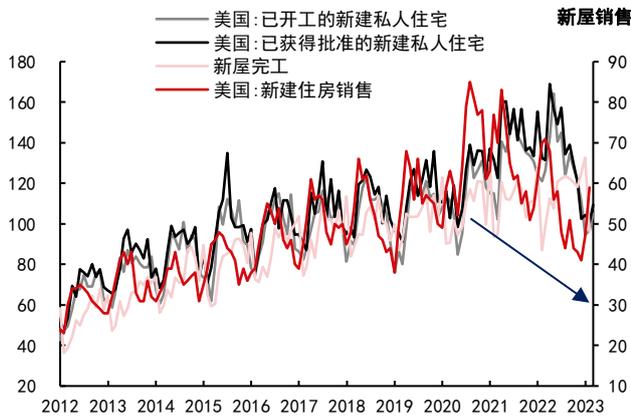
此时应谨防银行间流动性风险传导至企业和居民部门，形成系统性风险，这种传导目前很难做出事前预测和防范，是市场恐慌溢价的最主要原因，比如：

1) **黑石集团违约 CMBS 以缓解旗舰地产信托基金 (BREIT) 赎回压力。**前期低利率环境激发天量地产需求，但随后地产因高房价与信贷收紧失去增长斜率，美国各类 REITS P/FFO 估值持续回落至 2022 年底。去年年底以来，黑石集团旗下旗舰地产信托基金 (BREIT) 已连续 4 个月遭受大量赎回。根据 BREIT 披露，BREIT 回购计划仅设立月度赎回窗口，且赎回限制于 2% 月度净资产 (NAV) 与 5% 季度 NAV。BREIT 去年 10 月、11 月合计收到 4.77% NAV 赎回申请，1 月收到 13 亿美元赎回申请，批准 25%，2 月合计收到 39 亿美元赎回请求，仅批准约 35%。为

中信期货贵金属 2023 年二季度策略报告

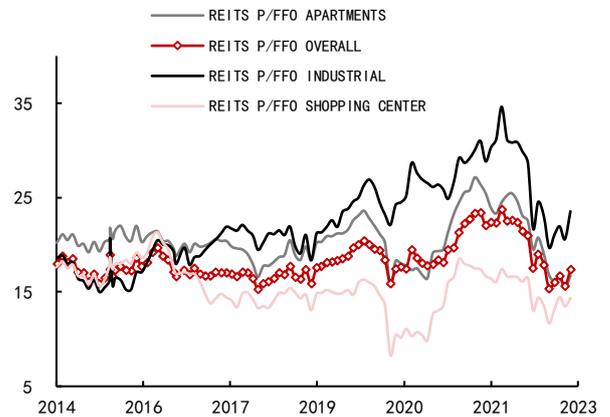
应对持续赎回压力，黑石集团出售旗下商业地产，违约以芬兰地产企业 Sponda Oy 所持有商业地产做担保的商业地产抵押贷款证券（CMBS）。尽管 BREIT 回购计划提供一定程度流动性保护，赎回连续触及上限侧面显示投资者信心受损，预计未来赎回申请将反扑，黑石集团“开源节流”难度上升，继续酝酿流动性风险。

图 18: 美国地产尚未恢复先前增长斜率



资料来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

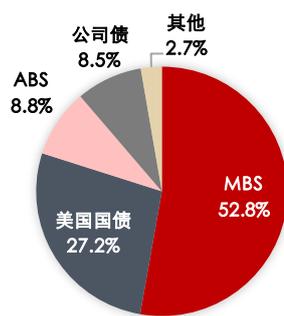
图 19: 美国各类 REITS P/FFO 回落



资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

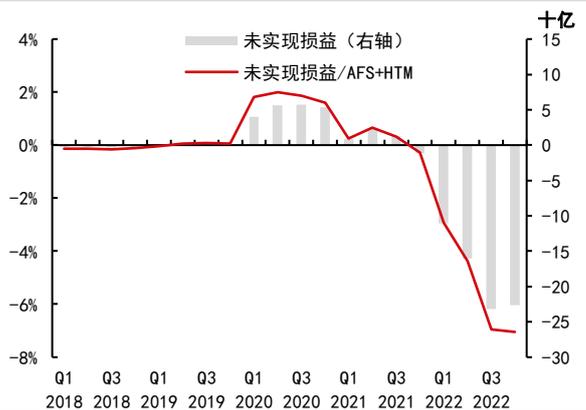
2) MBS 占据嘉信理财 AFS “半壁江山”，未实现损失大幅增长。 硅谷银行恐慌情绪蔓延，嘉信理财股价同样暴跌，触及熔断。嘉信理财自上世纪 70 年代以来，由小型折扣证券经纪商转型为全球龙头财富管理综合金融服务商。2022 年，嘉信理财 AFS 中 52.8% 为地产抵押贷款证券（MBS），27.2% 为美国国债，加息环境与地产前景转冷使其 AFS+ 持有至到期资产（HTM）规模自 2021 年四季度开始逐步下行，未实现损失大幅上行。由于其负债端存款占比近九成，当嘉信理财 MBS 浮亏专现或形成潜在兑付压力与流动性风险。

图 20: 嘉信理财 2022 年度 AFS 细分



资料来源: 10-K 中信期货研究所

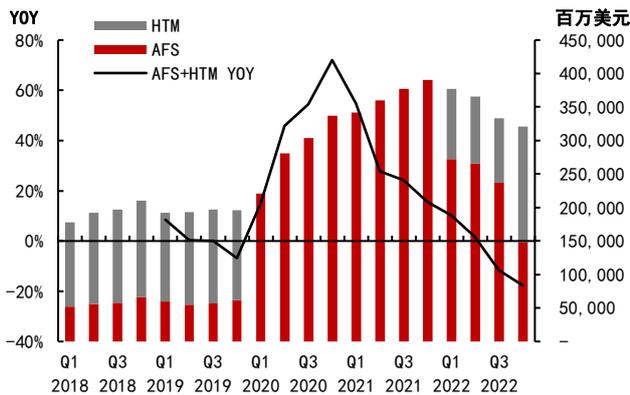
图 21: 嘉信理财 2022 年未实现损失大幅增长



资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

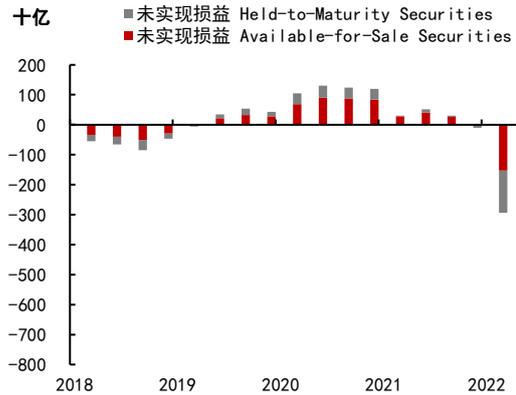
中信期货贵金属 2023 年二季度策略报告

图 22: 嘉信理财 AFS+HTM 规模 2021 年四季度见顶



资料来源: 10-K 中信期货研究所

图 23: FDIC 已保险机构未实现损失大幅增长



资料来源: FDIC 中信期货研究所

（三）美国衰退逻辑：目前仍然存在，预计下半年总需求或将明显回落

我们在年报《多头思路，白银绿叶或成红花》中介绍，衰退常用的预测方式是，金融利率指标+实体经济指标相互佐证。从美债长端利差验证观点。从图表可见，从 1977 年以来，当 10 年-3 月、10 年-2 年、30 年-5 年美债月均利差倒挂为两个或以上时，美国未来衰退概率为 100%。截止 2022 年 11 月，三种利差同时出现倒挂，暗示金融市场认为美国后续衰退极大，而总需求回落已经几乎板上钉钉。

图 24: 1980 年以来两种以上利差均值同时倒挂，未来衰退概率 100%，当前三种利差同时倒挂



资料来源: Bloomberg Wind 中信期货研究所

再从总需求回落的时间点上，看衰退时点、利差倒挂持续时间、货币转向时间的关系，历史上，即使货币政策出现转向，但时滞性依然使得实体经济面临一段时间压力。美联储哈克曾表示，货币政策传导到实体经济大约一年，以此推断，密集加息将在今年二、三季度开始显示威力，这支撑贵金属价格。

我们可以从金融指标和实体经济指标分别验证货币政策变化和经济时间衰退时点。首先观察历史衰退时点、利差倒挂持续时间、货币转向时间的关系，如

图表所示，除 1980 年 1 月的衰退时点外，通常利差倒挂后 5 个月后中止加息，最久不超过 9 个月。之后经济逐步步入衰退期，这体现美国货币政策前置熨平经济波动的过程。当前利差倒挂已经持续 8 个月，至今年年中为 11 个月，超过之前均值，与联邦基金利率期货判断转向时点对应，而从今年年中开始，实体经济将进入衰退概率较大的时间区间。这支撑贵金属。

图 25: 衰退前利差倒挂时间和转向时间：今年下半年总需求回落速度或加快，5 月份或成为加息高点

衰退开始	衰退结束	10 年-3 月利差倒挂时间 (月)	10 年-2 年利差倒挂时间 (月)	30 年-5 年利差倒挂时间 (月)	进入倒挂后货币政策转向时间 (月)
1980 年 1 月	1980 年 7 月	—	16	14	22
1981 年 7 月	1982 年 11 月	—	10	10	9
1990 年 7 月	1991 年 3 月	13	18	19	5
2001 年 3 月	2001 年 11 月	8	13	13	4
2007 年 12 月	2009 年 6 月	16	22	0	4
2020 年 2 月	2020 年 4 月	5	0	0	-5
当前状态	-	5	8	6	8

资料来源：Bloomberg Wind 中信期货研究所

再从经济指标看，我们从美国实体经济指标观察，同样验证美国经济见顶预期。

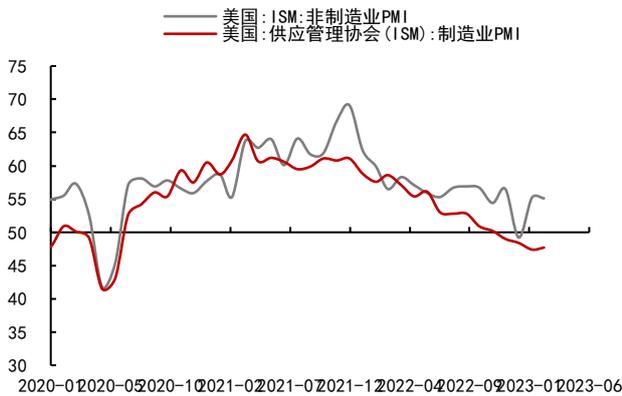
消费周期看，零售销售动能趋缓。美国 2 月零售销售环比下降 0.4%（前值 3%），同比增加 5.4%；核心零售销售环比 0%，高于市场预期-0.2%，但相对前值 2.8%明显下滑。细分项看，13 个零售细分中，有 9 个品类零售销售下降，家具、餐饮、汽车、杂货店零售领跌，环比跌幅分别为-2.5%、-2.2%、-1.8%、-1.8%。2 月零售销售涨幅最大的为医疗及个人护理，环比增加 0.9%。分析认为，美国 2 月零售下降，物价压力有所缓解，一定程度上表明美联储前期紧缩的货币政策在消费端的作用逐渐体现，叠加加息环境下金融业的动荡，消费者对经济衰退的担忧正在加强，2 月的零售数据下滑或仅是开端。

尽管受到去年 8 月份拜登《通胀削减法案》中补贴和积极财政政策的扰动，但美国消费者信心四个月再次下降。美国 3 月密歇根大学消费者信心指数录得 63.4（前值 67，预期 67），根据密歇根大学的报告，3 月消费者信心的回落在硅谷银行倒闭事件发生前就已经完全体现，主要还是由于高物价的压力导致市场情绪下降。另外，美国 3 月密歇根大学 1 年通胀预期由上个月的 4.1%回落至 3.8%，仍然高于新冠大流行发生前两年的 2.3%-3%；5 年通胀预期由 2.9%下降至 2.8%，长期通胀预期仍然较高（新冠大流行前约为 2.2%-2.6%）

综合来看，由于消费者对经济衰退预期逐渐增加，叠加近期金融行业的持续动荡，未来消费者信心或进一步下降，通胀预期或更为波动。

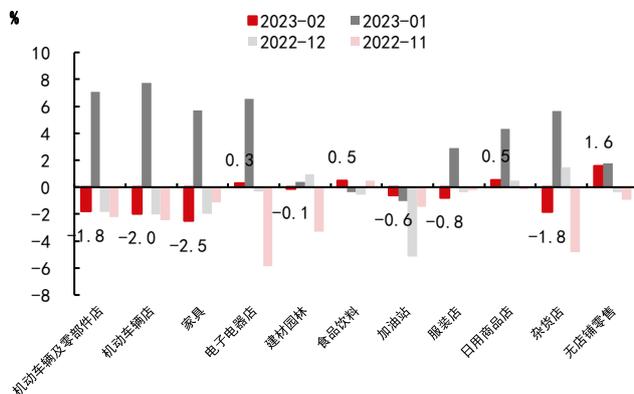
中信期货贵金属 2023 年二季度策略报告

图 26: ISM 制造业与非制造业 PMI 仍在回落趋势中



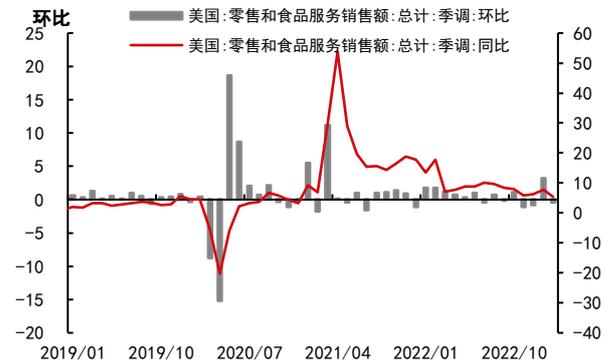
资料来源: Wind 中信期货研究所

图 28: 零售数据环比增速持续边际放缓



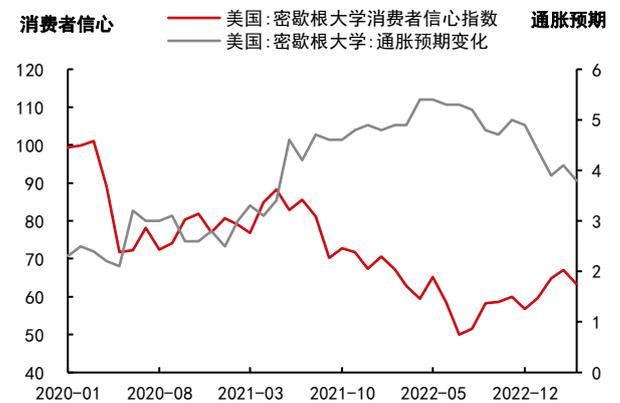
资料来源: Wind 中信期货研究所

图 27: 美国 2 月零售数据环比下降



资料来源: Bloomberg 中信期货研究 1

图 29: 3 月消费者信心下滑



资料来源: Wind 中信期货研究所

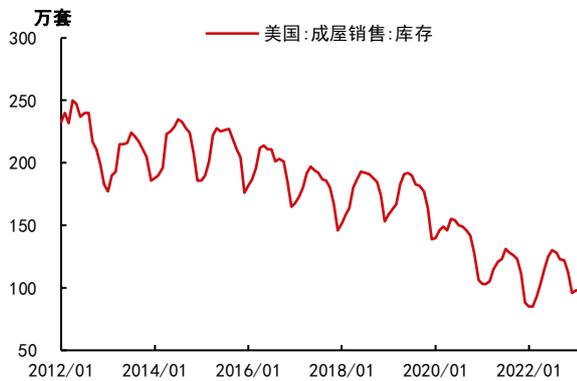
地产周期看，美国房地产市场或已触及下方临界点，但不确定性仍然存在。新屋销售方面，2 月新屋销售环比增长 1.1%（前值 1.8%，预期-3.1%），连续第三个月增长，同时，新屋价格中位数增长 2.5%。成屋销售方面，2 月成屋销售环比增长 14.5%（前值-0.7%，预期 5%），终结 2022 年连续下跌，原因主要为抵押贷款利率的相对低位以及 2012 年以来首次下降的成屋销售价格。去年加息以来，随着抵押贷款利率的不断升高，美国地产销售状况持续转冷，地产供给得以喘息，新屋销售中竣工房屋占比攀升，已购房屋价格结构整体下沉。但是，2 月成屋销售的超预期回暖，以及截至 2 月底，成屋库存仅保持 98 万套，根据 NAR，这仅相当于 2.6 个月的供应量（4-7 个月的供应量为供需相对平衡），成屋市场或继续紧俏，房价能否持续转冷仍然存疑，但在美联储利率高点维持的作用下，地产反弹空间预计也将有限。

图 30: 新屋及成屋销售近期回暖



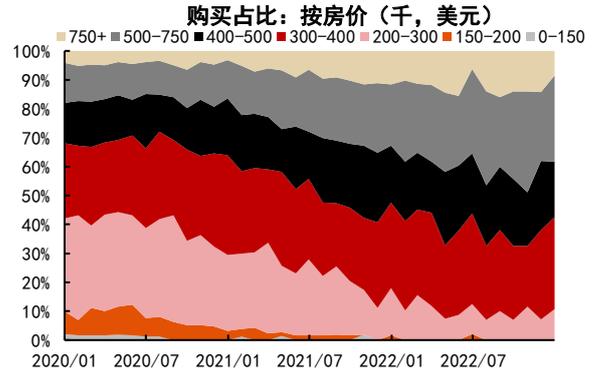
资料来源: Wind 中信期货研究所

图 32: 成屋销售库存处于低位使得补库需求仍存



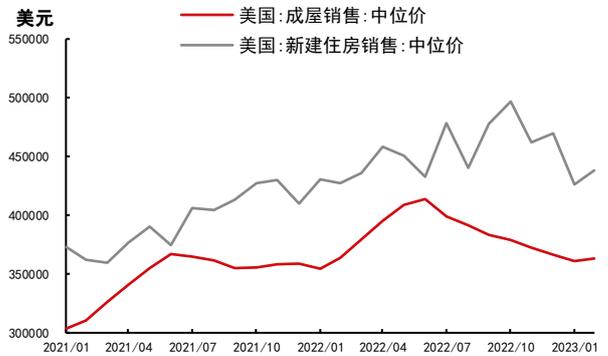
资料来源: Wind 中信期货研究所

图 31: 或因全美房价结构下沉带来需求支撑



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 33: 成屋售价有所走低支撑需求



资料来源: Wind 中信期货研究所

制造业周期看，美国工业扩张趋势逐步进入尾声。2 月美国制造业生产环比持平，工业总体产出指数环比持平。尽管 1、2 月份值相比去年年底有所上升（2 月 102.65, 22 年 12 月 102.37），但相比去年 9 月份的极值点 104.54 已经见顶回落。全部工业利用率由 78.05% 降至 77.95%，制造业产出指数环比上升 0.08%，利用率持平。采矿业生产环比-0.59%，公用事业环比 0.19%。

从工业生产细分来看，机械生产反弹，木制品与汽车零部件持稳，计算机电子产品与家具相关产品环比回落，显示动能趋缓；2 月美国地产新屋开工与营建许可向好或提振相关工业生产，但反弹预计有限。

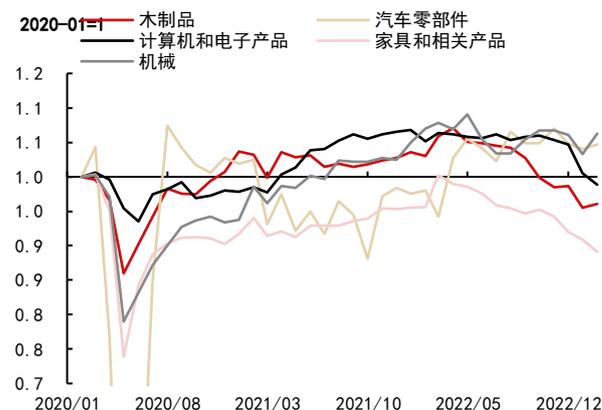
而如果再考虑到当前银行流动性风险背景下企业和银行对于信贷风险偏好的下降，预计工业生产或将进一步面对压力。

图 34: 2 月美国工业产环比持平



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 35: 细分项分化



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 36: 2 月美国工业生产细分结构显示需求需求趋于见顶

	生产指数环比			产能利用率			
	2023-02	2023-01	2022-12	2023-02	2023-01	2022-12	
工业总体	0.0	0.3	-1.4	78.0	78.0	77.9	
制造业	0.1	1.3	-2.1	77.6	77.7	76.7	
采矿业	-0.6	2.0	-2.2	87.3	87.9	86.3	
公用事业	0.5	-10.1	5.3	68.9	68.7	76.6	
建筑	-0.5	1.6	-1.4	非金属矿物	82.0	82.4	80.5
材料	0.1	0.5	-1.7	耐用品	75.9	75.9	75.4
企业设备	-0.2	1.2	-1.9	机械	83.6	84.0	81.7
消费品	0.1	-0.5	-0.3	非耐用品	79.8	79.8	78.3

资料来源: Bloomberg Wind 中信期货研究所

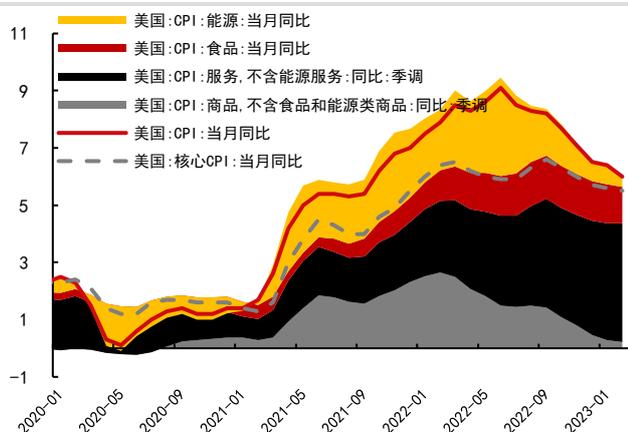
(四) 通胀预计维持韧性, 使得降息交易或在二季度末到三季度

美联储关注的两个指标, 业主等价租金和去除房租后的服务业通胀目前仍未出现拐点。美国 2 月 CPI 同比 6%, 前值 6.4%, 核心 CPI 同比 5.5%, 前值 5.6%, 环比 0.4%, 前值 0.5%。业主等价租金同比上涨 8% (前值 7.8%), 环比上涨 0.7% (前值 0.7%), 并未出现改善; 去除房租的服务业通胀同比上涨 6.9% (前值 7.2%), 环比上涨 0.1% (前值 0.6%), 显示增速放缓, 有改善迹象, 但回落正常区间仍任重道远, 因此今年三季度末前, 很难实现降息预期。

但我们也并不认为因此美联储未来就将进一步大幅收紧进而压制贵金属。主要原因一方面在于目前流动性收紧将由金融市场传导到实体经济, 另一方面, 未来服务业通胀将是个缓慢回落的过程。美国 PMI 物价部分对 CPI 数据具有领先性, 当前已经大幅回落。此外根据我们之前对于美国通胀中业主等价租金部分的预测显示, 在今年 10 月份该指标也将见顶回落, 因此美联储更多将采用“时间换空间

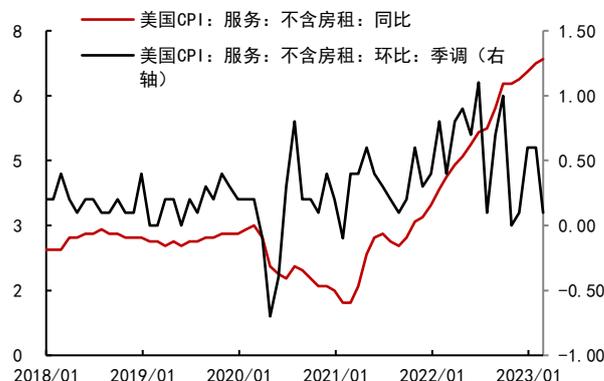
的方法”。

图 37: 2 月美国工业产环比持平



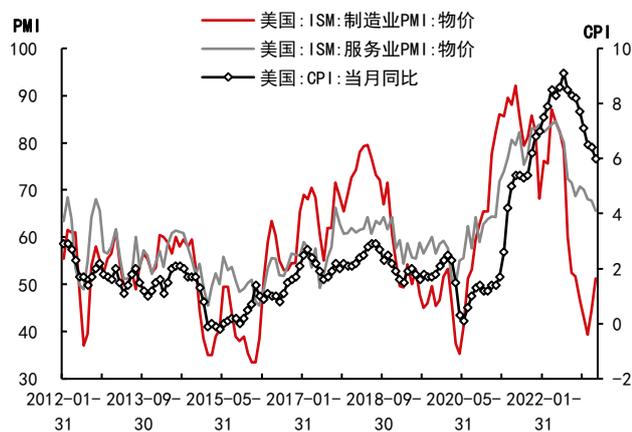
资料来源: Wind 中信期货研究所

图 38: 细分项分化



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 39: PMI 物价部分领先于美国 CPI



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 40: 业主等价租金部分预计 10 月份同比回落

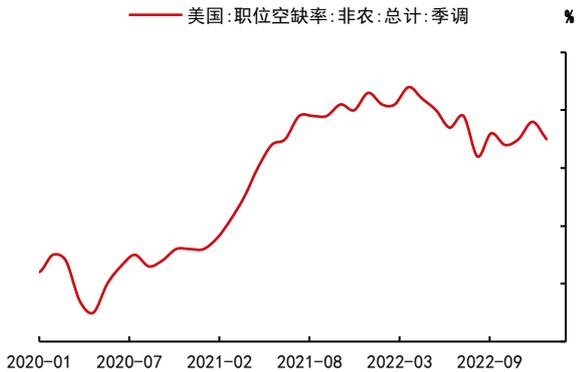


资料来源: Wind 中信期货研究所

美国服务业通胀主要来自生活复苏端服务业，很难通过加息解决。1 月职位空缺人数降至 1082 万，不及预期 1060 万。我们如果将职位空缺数与疫情前相比较的话可以发现，缺口主要来自交易、医疗、休闲、专商服务等。除专商服务外，教育、医疗、和艺术娱乐很难通过加息将缺口迅速打压，这也使得美联储后续加息空间预期受限更多用时间换空间。

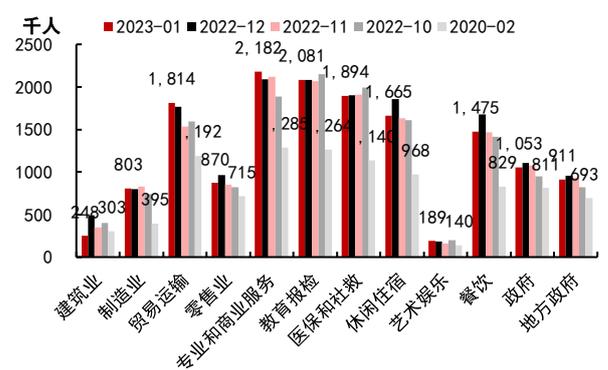
中信期货贵金属 2023 年二季度策略报告

图 41: 职位空缺率仍难以下降



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 42: 职位空缺来自核心服务业, 很难通过加息下降



资料来源: Wind 中信期货研究所

三、交易策略: 关注非农&通胀公布时点, 以及金融风险指标变化, 仍然看好白银

(一) 趋势判断: 新的驱动或在三季度到年底, 关注货币传导和核心通胀变化

我们预测, Comex 黄金价格中枢上移至 1850-1900 美元/盎司, 跌入此价格可考虑建仓。由于通胀韧性, 使得市场主要交易时间点(需求走弱 & 核心通胀明显向下)将在三季度, 因此二季度黄金价格很难超过 2100 美元/盎司。白银方面, 我们认为低库存+金融投资预期挤压库存判断之下, 第一价格目标定为 26.1 美元/盎司, 弹性比黄金更强。

白银的主要逻辑在于, 自身的低库存在黄金投资需求的驱动下或将使白银表现更佳。我们曾强调, 由于白银在 2020 年累积了超量金融投资库存, 使得其价格仍然主要跟随黄金, 并据此提出了根据通胀预期操作金银比的策略, 在二季度产生良好效果, 但这一情况在今年 8 月下旬起发生变化, 金银比与通胀预期负相关关系消失, 显示白银相对黄金定价逻辑变化。

中信期货贵金属 2023 年二季度策略报告

图 43: 白银供需平衡表: 2020 年积攒了近十年最高的金融投资库存 10299 吨

项目 (单位: 吨)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F
供应										
矿山生产	26293	27437	27896	27992	26863	26445	26000	24295	25587	26226
回收	5609	5018	4581	4537	4580	4622	4593	5044	5382	5616
净对冲供应	-	332	67	-	-	-	473	264	-	156
官方部门净销售额	52	36	33	33	33	37	32	37	48	48
总供应量	31954	32822	32577	32562	31475	31104	31097	29640	31017	32045
需求										
工业的	13983	13650	13720	14785	15663	15539	15492	14459	15807	16783
工业中光伏	1571	1507	1684	2915	3166	2877	3069	3142	3536	3950
摄影	1424	1355	1282	1174	1092	1051	1018	865	892	885
珠宝	5813	6000	6273	5859	6072	6280	6229	4660	5641	6278
银器	1447	1666	1802	1677	1853	2102	1931	1009	1327	1639
净实物投资	9351	8806	9654	6594	4843	5139	5809	6377	8668	8686
净对冲需求	913	-	-	374	66	239	-	-	292	-
总需求量	32930	31478	32731	30463	29590	30348	30480	27370	32627	34270
供需平衡										
ETP持有拉动	148	-9	-532	1676	223	-666	2590	10299	2020	778
市场余额减去 ETP	-1124	1353	377	423	1663	1421	-1972	-8029	-3630	-3002
银价 (美元/盎司)	23.79	19.08	15.68	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	23.9

资料来源: 世界白银协会 中信期货研究所

图 44: 8 月前金银比与通胀预期明显负相关



资料来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

图 45: 8 月下旬开始金银比与通胀预期负相关消失



资料来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

宏观定价变化提醒我们关注库存变化, 可以发现白银库存大幅下降。LBMA 库存下降至 26500 吨左右, 为 2016 年以来新低, COMEX 白银库存下降至不足 9000 吨, 同样低于 2019 年水平, 这解释了宏观定价能力的消失。

而 SLV 白银 ETF 持仓量 14900 吨, 相比疫情前 (2020 年 1 月) 仍多 3700 吨左右, 且在加息最猛烈的时候 (22 年 6-8 月) 就抢先黄金企稳, 则当黄金 ETF 等

金融投资需求向上时，白银受到推动，其波动性或更强。

图 46: 当黄金 ETF 继续上推时，白银 ETF 或继续累占库存



资料来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

图 47: 白银 ETF 抢先于黄金企稳，持仓相比疫情前高



资料来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

(二) 关注指标: 通胀 & 系统压力指标 & 就业指标

考虑到当前联邦基金利率高点已经被基本确认，后续将主要交易的对象为：

(1) 降息时间；(2) 金融&衰退风险。所以我们关注非农就业数据和通胀数据带来的波动机会。

建仓机会关注非农和通胀数据公布的时点。当近月非农数据、通胀数据显示韧性的情况下（同比、环比仍然向上），**将显示降息交易被延后，此时贵金属或有回落进场机会，此时建议在黄金 1900 美元/盎司，白银 21 美元/盎司附近建仓。**

金融风险方面，我们关注银行间流动性风险的情况。“反向回购协议”余额 & “贴现窗口借款余额” & 衡量银行间市场的美元流动性的“FRA-OIS 利差”是我们的主要关注项。只要其仍维持在高位，则显示流动性风险持续存在，支撑贵金属。风险传导方面，我们关注欧洲央行公布的系统性压力指数（CISS），其中美国、欧元区项帮助我们监测整体风险。

白银建议关注 LBMA & Comex 白银库存情况，如持续维持低位或继续下降，将形成安全边际。白银 ETF 如果随着黄金 ETF 持续向上，也将使得白银相对黄金弹性更强。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826