



徽商期货  
HUI SHANG FUTURES

徽商期货

如期而获



# 美联储加息未完，下半年贵金属 宽幅震荡为主

成文日期：2023 年 6 月 26 日

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

今年上半年受宏观经济、货币政策及风险事件影响，贵金属板块整体震荡偏强。截至 6 月 27 日，沪金年线收涨 8.8%，沪银年线收涨 1.55%。

美国经济仍具有韧性，劳动力市场紧张状况并未有效缓解，薪资增速较高，仍在提振消费。因此，美国经济衰退并未如期到来，年内美联储货币政策转向的可能性较低。此外，从美联储关心的通胀和就业指标来看，虽然美国通胀持续回落，但核心通胀粘性较高，回落速度放缓，下半年不排除通胀二次抬升的可能。

综合来说，宏观政策依然是影响贵金属价格走势的重要因素，美联储 6 月暂停加息预期落地，由于美国经济仍具有韧性，就业市场、通胀等领域表现较强，美联储政策或仍然偏紧为主，贵金属大概率震荡偏弱运行。长期来看，利率水平见顶且逐步走低是大势所趋，在这样背景下，贵金属仍具有配置价值。持续关注地缘政治、银行系统性风险等风险事件的影响。

**风险点：**美元指数走强、政策宽松不及预期等

## 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

今年上半年贵金属板块整体震荡偏强。在通胀维持高位、货币政策持续紧缩等因素影响下，今年 1 月份的时候市场普遍预期较差，市场对美联储暂停加息预期有所升温，1 月贵金属表现较强。但进入 2 月之后，市场发现美国经济表现并没有预期的那么差，特别是非农就业、零售销售等领域表现较强，市场交易逻辑由经济衰退预期转变为经济软着陆预期。这一过程中，美联储政策预期也在发生变化，市场预期由此前的放缓加息转变为再次紧缩预期，2 月份贵金属大幅下挫后维持震荡。进入 3 月份之后，欧美银行流动性风险事件持续发酵，市场避险情绪走高，此时，市场也开始出现美联储可能停止加息的声音，多重因素提振贵金属 3 月表现强劲。4 月推动贵金属价格上涨的因素再次发生转变，就业人数不及预期叠加制造业数据走弱，此外，3 月通胀超预期回落叠加美联储会议纪要触发经济衰退担忧，市场预期美联储加息或接近尾声，美元指数和美债收益率震荡回落，贵金属持续走强。5 月份，受宏观经济数据、美联储官员鹰派发言的影响，市场对美联储降息预期不断修正，美债收益率上行，美元指数走强，贵金属板块震荡回落。美国 6 月议息会议如期暂停加息，但点阵图及鲍威尔发言偏鹰派，年内可能还会有 2 次加息，贵金属震荡偏弱。截至 6 月 28 日，沪金年线收涨 8.8%，沪银年线收涨 1.55%。

## 二、美国经济仍具有韧性

在高通胀、高利率等因素影响下，美国经济虽面临一定压力但整体韧性较强，经济结构性特点比较明显，呈现出服务业表现偏强，而制造业相对较弱的特征。近期公布的数据显示就业、消费等数据偏强，美国经济软着陆预期升温。

今年以来虽然美国制造业持续走弱，但服务业以及与服务相关的消费等均表现较强。美国 5 月 ISM 制造业 PMI 指数为 46.9，预期 47，4 月为 47.1，已连续七个月萎缩，持续时间创下 2009 年以来最长，表明美国制造业持续萎靡，分项数据来看，新订单指数 42.6，前值 45.7，单月下跌 3.1 个百分点，以更快的速度陷入萎缩。5 月产出指数为 51.5，创下去年 10 月以来的最高水平，较 4 月的 48.9 回升 2.2 个点。最新数据显示，美国 6 月 Markit 制造业 PMI 初值 46.3，创 2022 年 12 月以来最低，不及预期的 48.5，5 月前值为 48.4。在高利率政策、信贷条件收紧以及物价高企的背景下，美国制造业企业仍面临挑战。

相较于制造业而言，美国服务业表现更为强劲，6 月 Markit 服务业 PMI 初值 54.1，略好于预期的 54，5 月 ISM 非制造业 PMI 指数为 50.3，较前值 51.9 有所下滑，但仍处于荣枯线上方。服务业表现较强主要由于疫情后人们的支出从商品转向服务，由于居民薪资增速仍在 4% 以上叠加美国个人储蓄率（4 月为 4.1%）仍维持较高水平，短期美国服务业消费仍较强，在美联储持续紧缩政策影响下，预计下半年美国制造业或将进一步走弱。

欧元区也呈现出制造业弱、服务业偏强的特征，服务业的强劲增长与制造业产出的急剧下降形成鲜明对比，凸显出复苏的不均衡。最新数据显示，欧元区 6 月制造业 PMI 初值录得 43.6，较 5 月 44.8 进一步下滑，并创 37 个月新低。6 月服务业 PMI 录得 52.4，较 5 月 55.1 进一步下滑，创 2023 年 2 月以来新低。尽管自去年年底以来能源危机和供应链的担忧有所缓解，但由于欧元区通胀仍在较高水平，欧央行加息动作仍未停止，对于经济增长担忧进一步升级。



图 3：美国 Markit 制造业、服务业 PMI

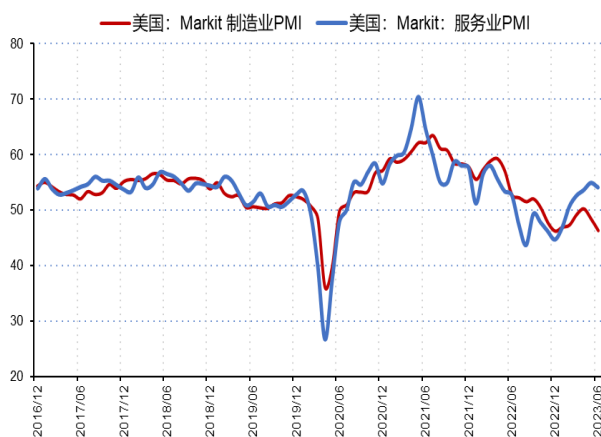
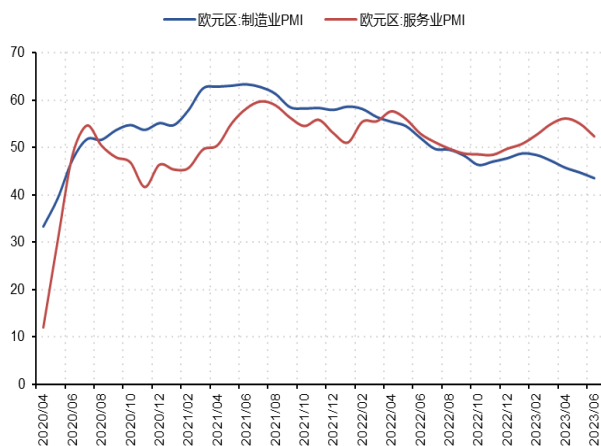


图 4：欧洲制造业、服务业 PMI



数据来源：wind、徽商期货研究所

## 三、上半年美国通胀如期回落，但核心通胀粘性较高

自 2022 年 3 月份启动加息周期以来，美联储已连续加息 10 次，累计加息 500 个基点，美联储希望通过提高利率以抑制消费，从需求端放缓以达到降低通胀的目的，虽然通胀延续回落趋势，但核心通胀粘性仍然较高。

去年 6 月美国通胀水平高达 9.1%，随后延续回落趋势。美国劳工统计局的数据显示，2023 年 5 月 CPI 同比上升 4%，连续第 11 次下降，为 2021 年 3 月以来最小同比涨幅，预期 4.1%，前值 4.9%；CPI 环比上涨 0.1%，低于预期的 0.2%，前值为 0.4%。核心 CPI 同比涨幅也有所放缓，同比上升 5.3%，低于前值 5.5%，并创 2021 年 11 月以来最低，但略高于预期 5.2%；核心 CPI 环比上涨 0.4%，与预期和前值持平。

分项目来看，能源是推动 5 月 CPI 价格同比下降的重要项目，而推动 5 月 CPI 同比上涨的最大驱动因素则仍为住房。在高基数效应下，能源价格 5 月同比下降 11.7%，其中汽油同比大降 19.7%，燃油同比大降 37%。

在 CPI 总体回落的同时，核心 CPI 同比涨幅仍居高难下，且回落幅度相对较小。就具体项目而言，因去年的基数效应，二手车、卡车价格同比尚在回落。占权重较大的住房则同比增 8%。非住房核心服务通胀彰显出了较强粘性，交通服务项目同比增幅达 10.2%。由于美国就业市场韧性超预期、居民收入继续上涨，美国居民消费或继续偏强。核心通胀回落速度放缓，通胀粘性依然较高，美联储可能需要在一段时间内保持高利率以遏制通胀。

图 5：美国 CPI 增速

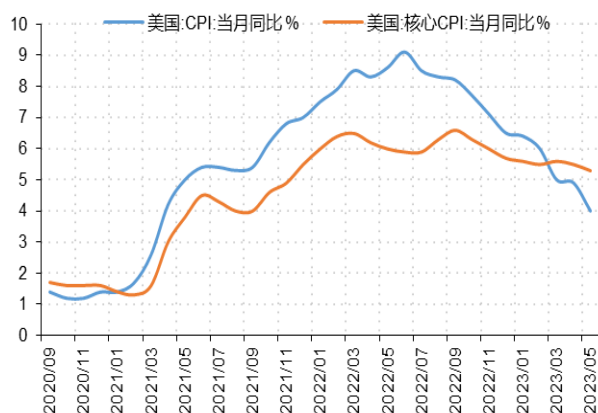
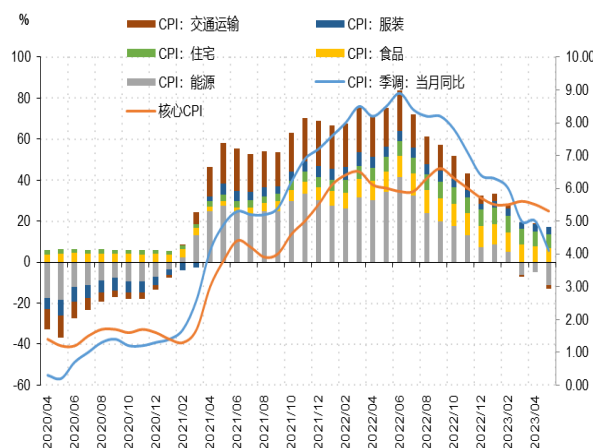


图 6：美国 CPI 分项数据



数据来源：wind、徽商期货研究所

## 四、美国就业市场仍具有韧性

今年以来美国劳动力市场整体表现仍然较强，劳动力市场供需缺口仍较高，显示就业市场仍具有韧性。一般情况下，随着利率抬升，企业对劳动力的需求下降，失业率上升，工资与通胀随即回落。但现实情况是美联储自去年 3 月以来已累计加息 500 个基点，劳动力市场有所降温，但尚未造成失业率上升与工资大幅回落，主要还是由于劳动力市场需求仍然较高。

美国 5 月非农喜忧参半，新增就业远超预期，失业率意外上行。美国 5 月非农新增就业 33.9 万人，市场预期 19.5 万，为 2023 年 1 月以来最大增幅。5 月份，美国服务业就业人数持续上升，医疗、金融、政府和建筑业的就业人数也有增长，制造业、采矿业等变化不明显。可以看出与服务业相关的行业就业人数继续增长，这与当前美国服务业表现强劲密切相关。此外，服务业领域的通胀仍处于高位，且未显示出缓和的迹象。

美国 5 月平均每小时工资年率录得 4.3%，较 4 月小幅回落 0.05 个百分点，但仍大幅高于疫情前的水平。此外，4 月美国职位空缺数再次回升至 1010 万，3 月职位空缺数为 974.5 万，而每个失业者对应的空缺职位从 3 月的 1.67 个上升至 1.79 个，表明劳动力市场紧张程度有所上升。劳动力市场供需缺口依然较大，通过测算目前缺口仍高达 444.6 万人。劳动力市场的韧性也会增强通胀粘性，如果通胀下降的速度不够快，美联储也不得不维持紧缩。

美联储希望通过抑制企业的招聘需求来使劳动力市场降温，从而让工资增长减速，并

最终实现通胀降温的目标。在疫情后供应链修复以及能源价格回落的大背景下，目前美国通胀的主导因素是持续上涨的工资。就业市场能否持续改善仍需数据证明，后续重点关注工资、通胀、支出的环比增速。

图 7：美国一个失业者对应的职位空缺数

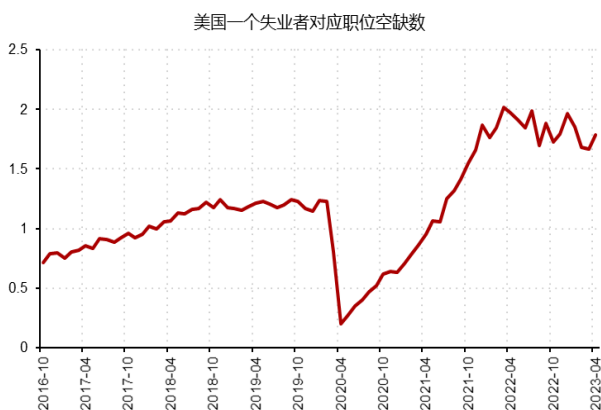
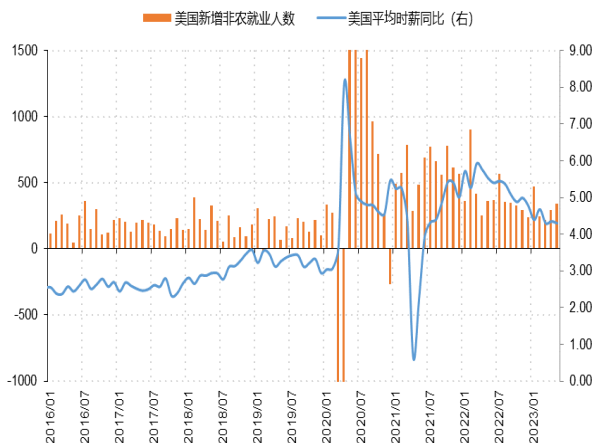


图 8：美国非农就业与薪资增速



数据来源：wind、徽商期货研究所

## 五、6 月暂停加息落地，年内仍有加息预期

今年上半年以来，美联储政策仍以紧缩为主，但加息幅度有所放缓。6 月利率决议如期暂停加息，将联邦基金利率的目标区间维持在 5%-5.25% 不变，这一政策利率保存在十六年来最高水平。会后公布的点阵图与 3 月的进行对比发现，本次决策者对利率峰值的预期更高，意味着紧缩力度更大、更偏鹰派。在提供利率预测的 18 名联储官员中，本次有两人预计今年末利率在 5% 到 5.25% 范围内的当前水平，共 16 人预计，到今年末利率高于 5.25%。而 3 月公布的点阵图中，只有七人预计高于 5.25%。

图 9：FOMC 6 月点阵图

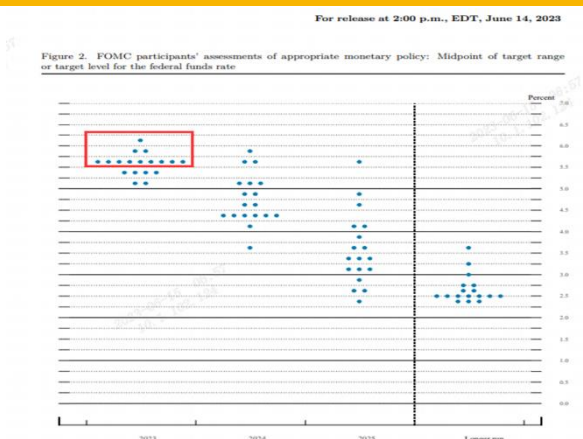
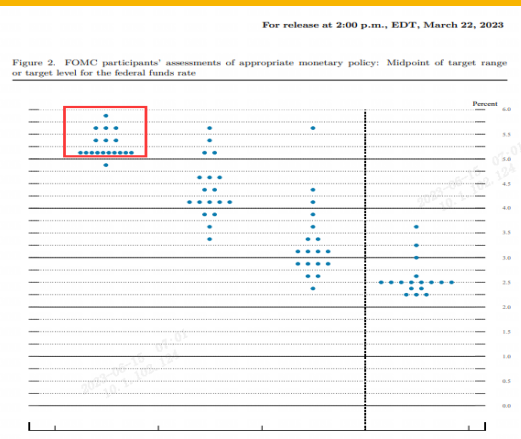


图 10：3 月点阵图



数据来源：美联储官网、徽商期货研究所

在对经济指标预期中，美联储官员上调了对经济增长和核心通胀预期，同时也将利率中值由 5.1%上调至 5.6%。结合利率峰值和点阵图的多数官员预期水平看，美联储决策者在暗示，即使 6 月按兵不动，今年内联储也将重启加息，若一次加息 25 个基点，将还有两次加息。

图 11：美联储官员 6 月对经济指标预期

|          | 2023 | 2024 | 2025 | 更长期 |
|----------|------|------|------|-----|
| GDP预期    | 1    | 1.1  | 1.8  | 1.8 |
| 3月预期     | 0.4  | 1.2  | 1.9  | 1.8 |
| 失业率预期    | 4.1  | 4.5  | 4.5  | 4   |
| 3月预期     | 4.5  | 4.6  | 4.6  | 4   |
| PCE预期    | 3.2  | 2.5  | 2.1  | 2   |
| 3月预期     | 3.3  | 2.5  | 2.1  | 2   |
| 核心PCE预期  | 3.9  | 2.6  | 2.2  |     |
| 3月预期     | 3.6  | 2.6  | 2.2  |     |
| 联邦基金利率预期 | 5.6  | 4.6  | 3.4  | 2.5 |
| 3月预期     | 5.1  | 4.3  | 3.1  | 2.5 |

数据来源：美联储官网、徽商期货研究所

会后的新闻发布会中，美联储主席鲍威尔表示，美联储依然坚决致力于 2%的通胀目标，进一步加息是适宜的，但步伐要更适度，7 月会议将根据情况决定是否加息。今年降息不



合适，没有政策制定者预计今年会降息。鲍威尔仍然认为强劲的劳动力市场逐渐降温可能有助于经济实现软着陆。受美联储鹰派利率决议影响，市场对美联储年内降息预期降温，而对加息押注上升，美元指数和美债收益率上行压制贵金属价格。

由于欧美经济基本面与货币政策差异，短期美联储加息预期是影响美元指数的主要因素，由于今年年内可能还会有 2 次加息，这将对美元构成支撑；此外，当前美国宏观经济仍具有韧性，整体表现相对较强，这也对美元有提振。中期来看，随着美联储加息接近尾声，高利率政策或将维持较长时间，因此，中期宏观经济有走弱的预期，这一阶段，市场降息预期或持续升温，美元指数或震荡走弱。但长期来看，美国将进入降息周期。对于下半年美元指数的走势的判断是，三季度或偏强运行，四季度或震荡走弱。

## 六、风险事件

短期看，美国债务上限危机和银行业流动性风险暂时解除，但由于美联储政策仍以紧缩为主，下半年或将继续加息 2 次，高利率对美国银行业的扰动依然存在，不排除再次爆发流动性风险的可能，需持续关注。

此外，近期地缘政治局势再度紧张。在俄乌冲突仍未结束的背景下，俄罗斯内部矛盾升级，在全世界掀起了一场令人高度关注的“武装叛乱”风波。当地时间 6 月 24 日上午，在宣称要对俄罗斯军方高层发难后，俄罗斯私营武装“瓦格纳”集团的首脑普里戈任又发布视频，宣布自己和其所领导的瓦格纳武装人员，已经进入了距离乌克兰边境约 120 公里的俄罗斯西南部城市——罗斯托夫城内，并接管了驻在当地的俄罗斯南部军区总指挥部大楼。当地时间 6 月 24 日上午 10 点，俄罗斯总统普京发表电视讲话，定性这起事件是一场由“瓦格纳”首脑普里戈任领导的武装叛乱。但随后在白俄罗斯总统卢卡申科斡旋下，俄雇佣兵组织瓦格纳集团创办人普里戈任同意停止挥军莫斯科，流亡白罗斯。目前看，这场所谓的叛变危机暂时解除，未对市场造成太大的扰动。但由于俄罗斯内部矛盾升级，叠加西方国家对于乌克兰的支持，预计双方继续僵持的时间或缩窄，因此，不排除冲突急剧升级的可能。地缘局势紧张，避险情绪对贵金属价格有支撑。

## 七、投资机会与风险

美国经济仍具有韧性，劳动力市场紧张状况并未有效缓解，薪资增速较高，仍在提振消费。因此，美国经济衰退并未如期到来，年内美联储货币政策转向的可能性较低。此外，从美联储关心的通胀和就业指标来看，虽然美国通胀持续回落，但核心通胀粘性较高，回落速度放缓，不排除下半年通胀二次抬升的可能。

综合来说，宏观政策依然是影响贵金属价格走势的重要因素，美联储 6 月暂停加息预期落地，由于美国经济仍具有韧性，就业市场、通胀等领域表现较强，美联储政策或仍然偏紧为主，贵金属大概率震荡偏弱运行。长期来看，利率水平见顶且逐步走低是大势所趋，在这样背景下，贵金属仍具有配置价值。持续关注地缘政治、银行系统性风险等风险事件的影响。

风险点：美元指数走强、货币政策宽松不及预期等



## 【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。

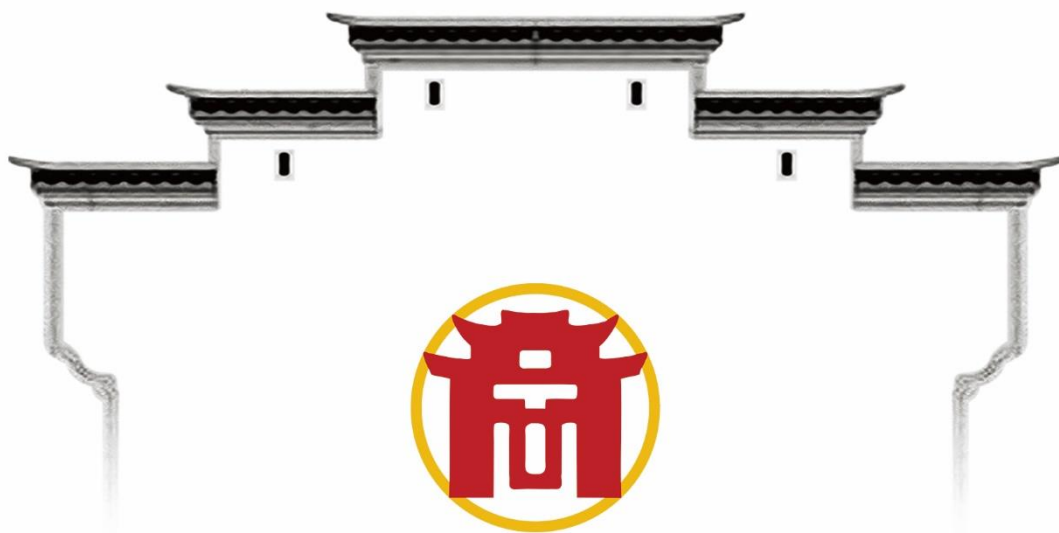
## 【团队介绍】

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