



# 衰退逻辑难被证伪 货币政策等待转向

2023年2月28日

## 齐盛贵金属月报



齐盛期货-刘旭峰



投资咨询证号：Z0018499

# 目录

1 模拟交易回顾

2 核 心 逻 辑

3 策 略 建 议

4 产 融 结 合

## 核心逻辑

### ■ 投机价值：短期面临双向波动，转强驱动来自降息预期发酵

通货膨胀：劳工部调整CPI权重后，将提高房屋板块对物价影响，通胀回落大方向未变，但短期或面临双向波动。货币政策：年内货币政策转向逻辑不变，但受经济及通胀韧性影响，转向时点或有所延后。经济预期：消费、就业仍有韧性，制造业、房地产继续走弱，期限利差维持深度倒挂，或为“浅衰退”。

### ■ 避险溢价：避险逻辑尚未发酵，未来驱动来自经济衰退

美国就业、消费韧性，制造业、房地产继续承压，10S-3M期限利差维持倒挂，美联储加息周期延长或加大经济压力，“浅衰退”概率较大。

### ■ 行情展望：

**长期**，通胀回落的大方向不变，经济衰退难以被证伪，美联储货币政策仍然存在转向的预期；叠加衰退逻辑的兑现引发避险需求，贵金属仍然有向上的驱动，时间点或在三季度，驱动逻辑来自经济衰退以及由此引发的降息逻辑发酵。所以长线多头还需要耐心等待。

**短期**，最近经济数据的强劲，以及通胀波动的预期，短期向下的驱动大于向上的驱动。

### ■ 操作建议：维持轻仓短空的思路，长线做多仍然等待衰退逻辑的发酵。

### ■ 风险点：1.通胀超预期扰动；2.美国经济“软着陆”；3.货币政策扰动；4.地缘政治。



## 投机价值—权重调整后，增加短期通胀压力

项目	前值	调整	现值
房屋	43.008%	1.376%	44.384%
交通	17.737%	-0.993%	16.744%
食品	13.867%	-0.336%	13.531%
医疗	8.5%	-0.4%	8.1%
教育通信	6.4%	-0.6%	5.8%
其他	2.8%	-0.1%	2.7%



调整：交通、食品权重下调，房屋权重上调；  
调整不会对CPI产生实质性影响，但会增加短期扰动风险。

## 投机价值——核心服务板块或制约通胀短期回落



核心CPI回落速度、幅度相对缓慢

商品是驱动CPI回落的主要驱动。  
商品价格已经接近正常水平。房租占核心服务板块比重58%。  
通胀观点：长期回落不变，短期或有扰动。



## 投机价值--美联储加息周期延长

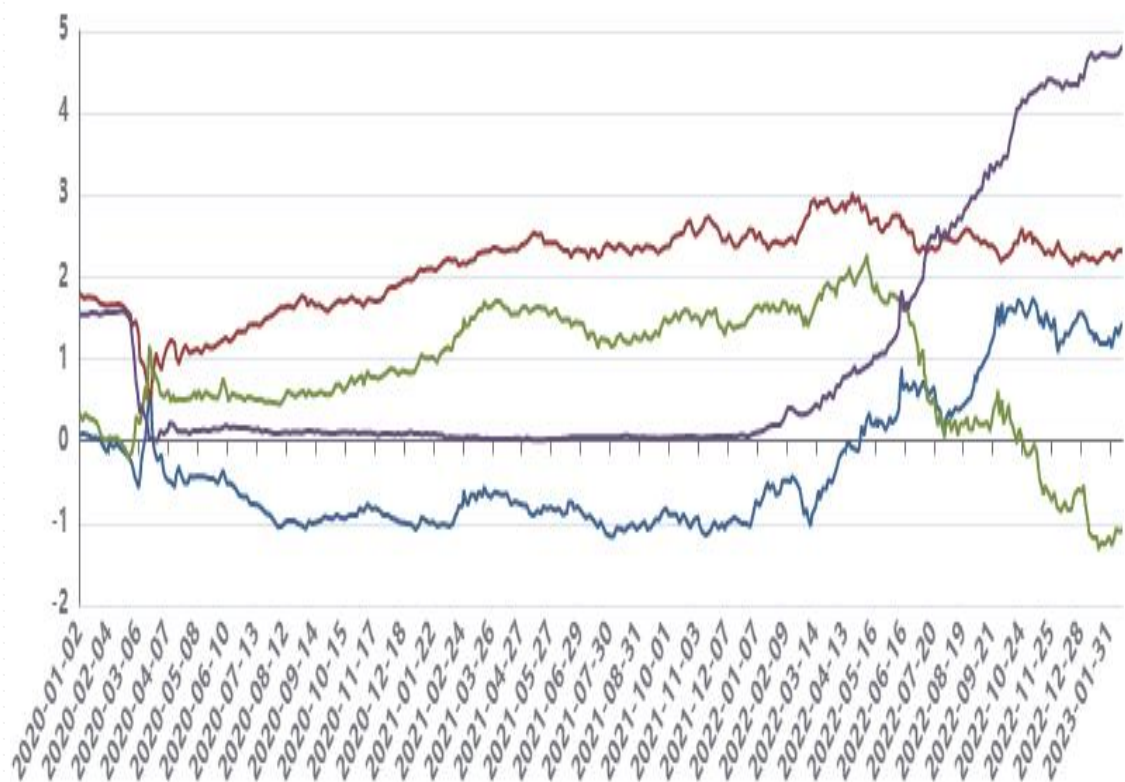


会议时间	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023-03-22					2.57%	97.43%		
2023-05-03					1.00%	39.54%	59.46%	
2023-06-14					0.77%	30.72%	54.90%	13.61%
2023-07-26				0.08%	3.74%	33.12%	50.80%	12.26%
2023-09-20			0.02%	1.25%	13.14%	38.78%	38.47%	8.34%
2023-11-01		0.01%	0.55%	6.30%	24.04%	38.65%	25.66%	4.79%
2023-12-13	0.01%	0.43%	5.01%	20.05%	35.36%	28.58%	9.49%	1.08%

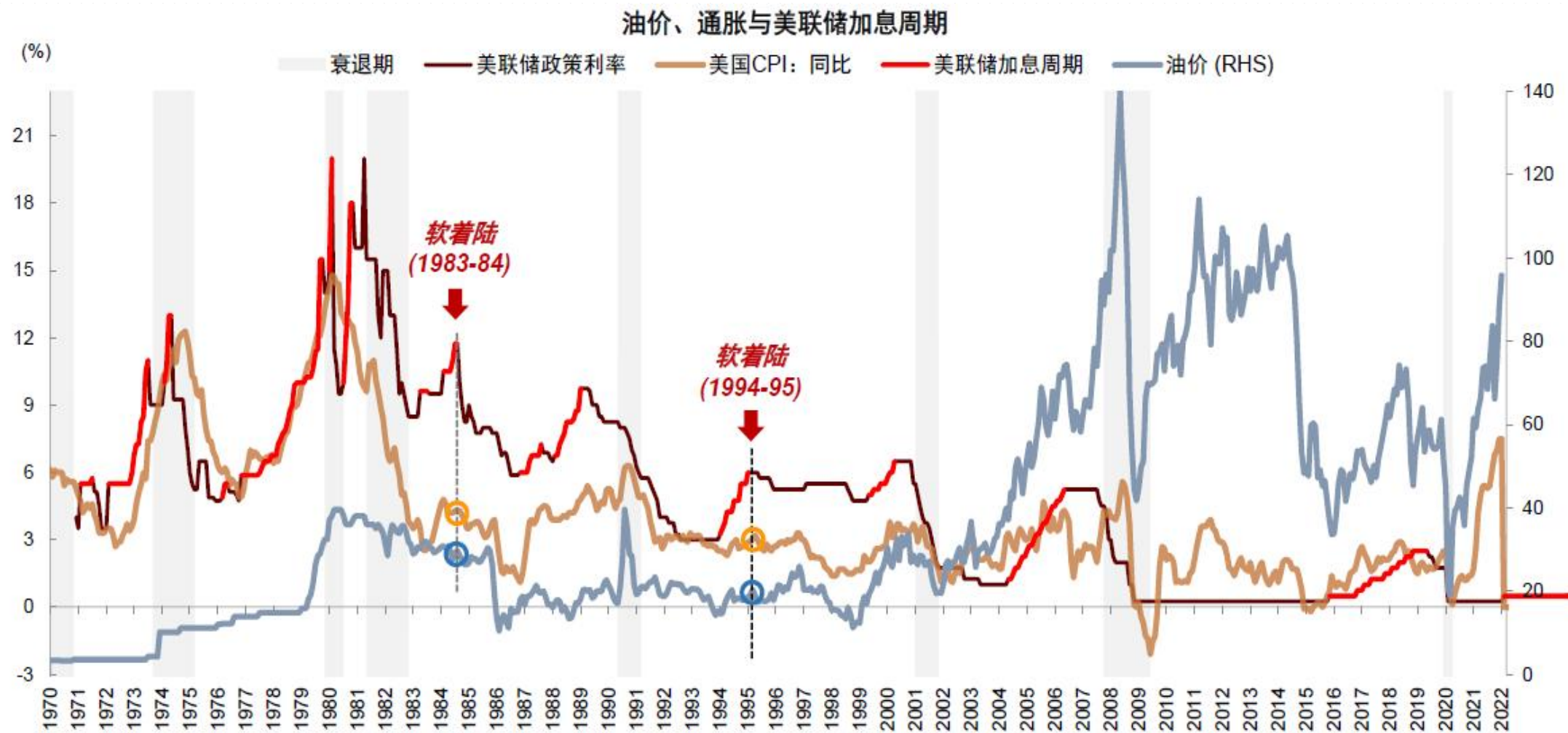
**长期：**货币政策转向方向不变。目标：2%。通胀回落至5%，美联储抗通胀压力会减轻。  
**短期：**仍有抬升压力。

## 投机价值——实际利率或面临双向波动

● 美国10年国债通胀指数 ● 通胀预期 ● 期限利差 (10Y-3M) ● 3个月美债收益率



## 经济预期--本次衰退概率较大

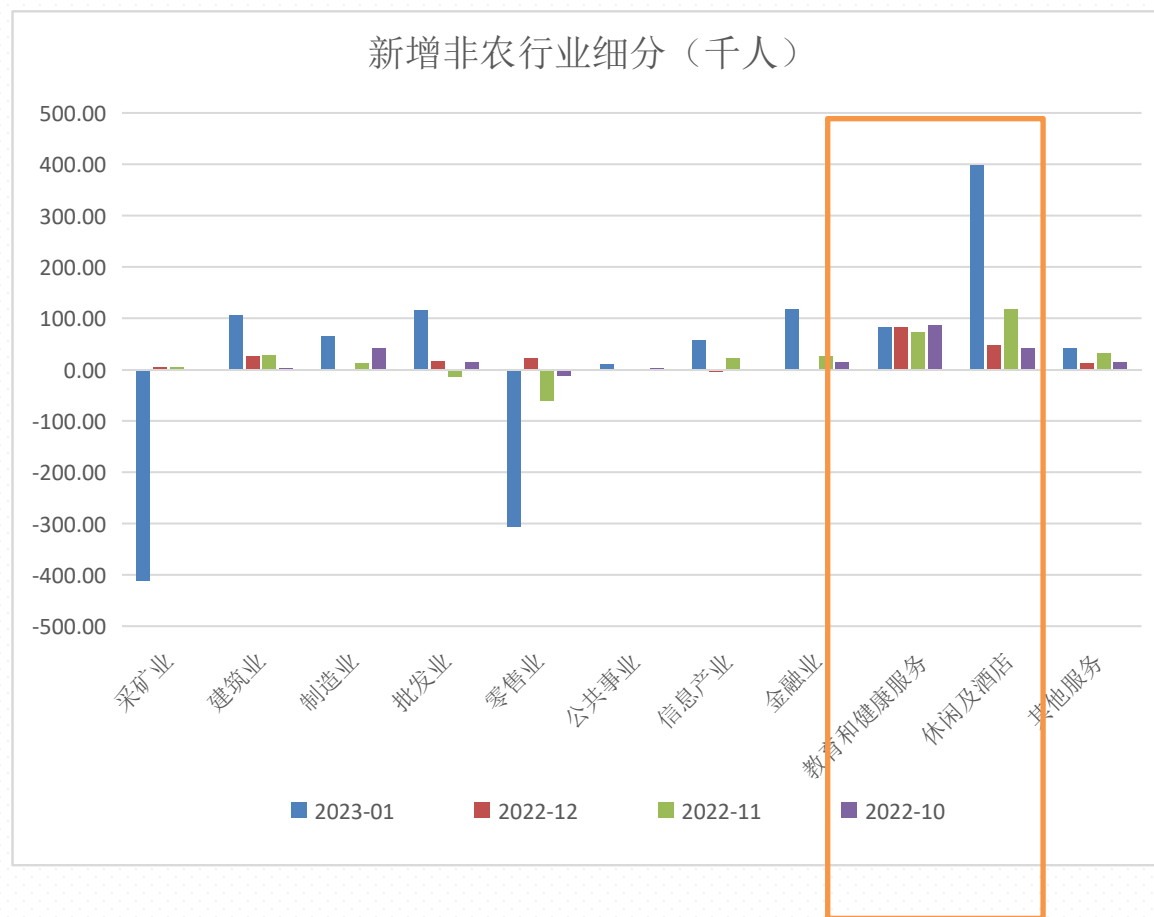
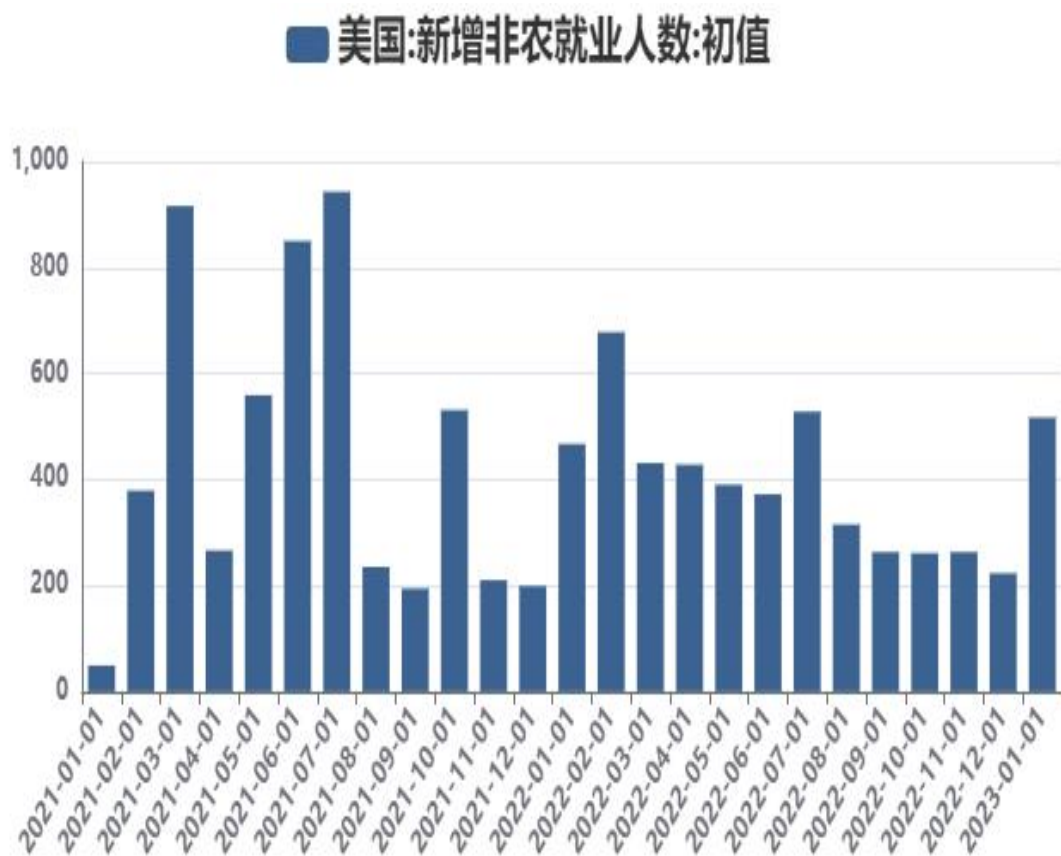


齐

齐盛期货  
QISHENG FUTURES

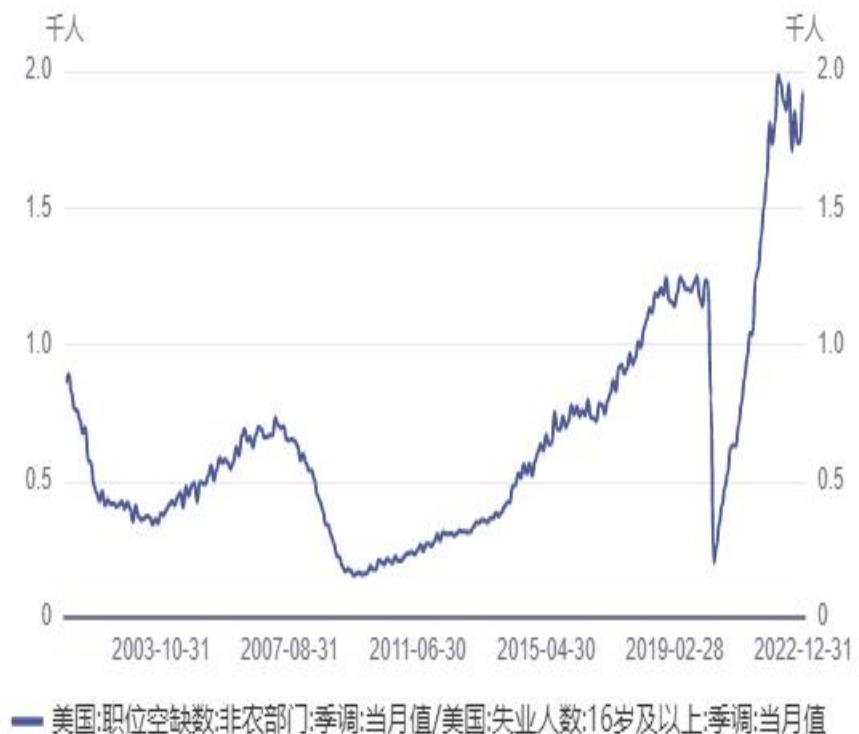


## 经济预期——“深衰退” OR “浅衰退”？



1.就业属于滞后性指标；2.企业“囤积劳动力”

## 经济预期 “深衰退” OR “浅衰退” ？



年龄结构：年轻人恢复较好，大龄劳动力恢复不佳。

## 经济预期——制造业陷入衰退区间，需求端未见利好

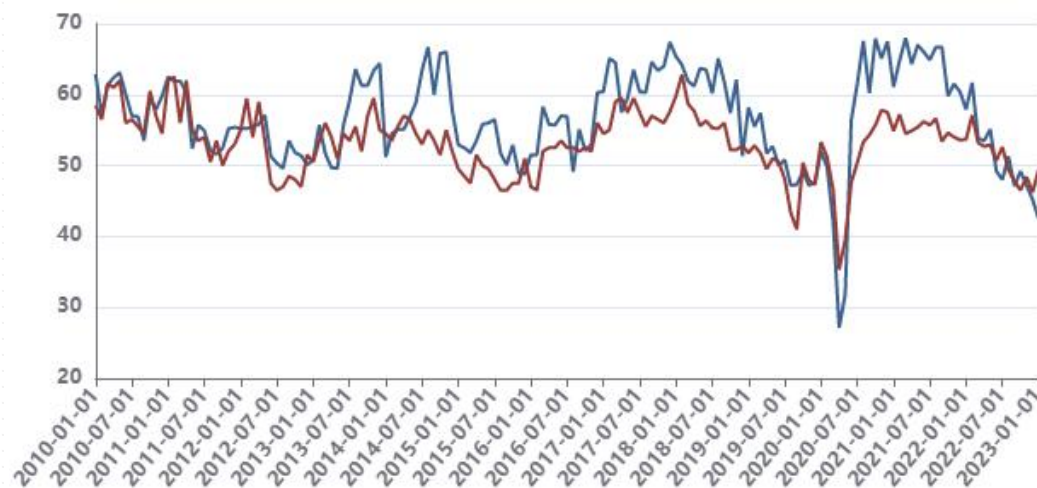
● 美国Markit制造业PMI ● 美国ISM制造业PMI



● ISM供应商交付指数 ● ISM制造业PMI：物价指数



● 美国:ISM制造业PMI:新订单 ● ISM制造业订单新出口订单



齐

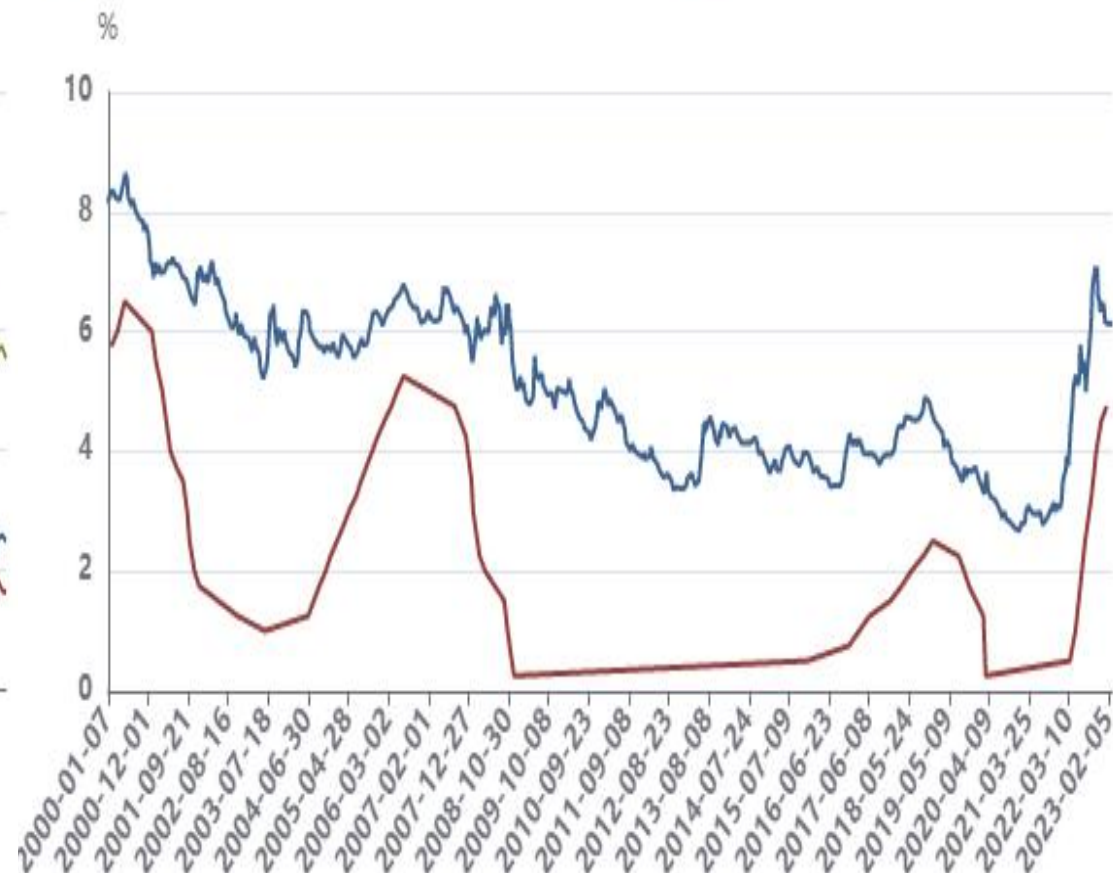


## 经济预期--房地产活动放缓

● 美国新屋销售折年数 ● 美国成屋销售折年数 ● 美国已开工的新建私人住宅折年数



● 美国30年期房地产抵押贷款利率 ● 美国联邦基金目标利率



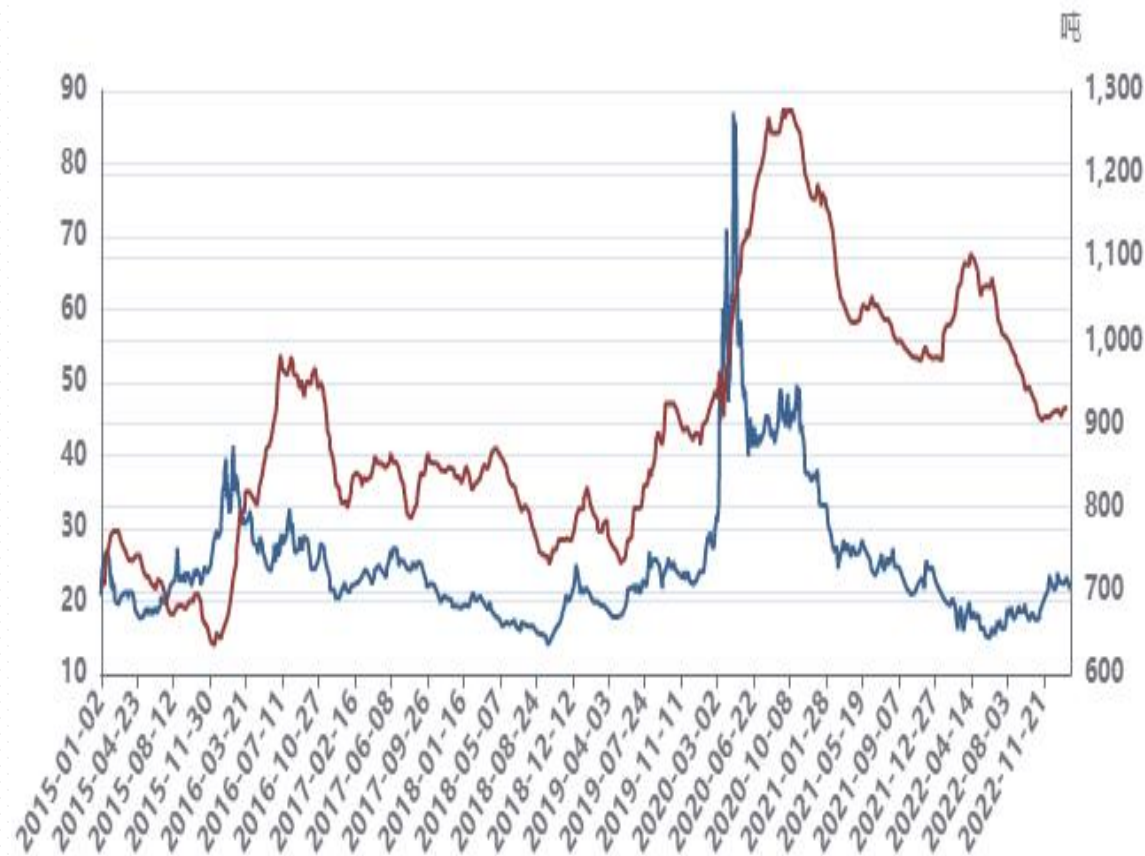
齐

齐盛期货  
QISHENG FUTURES

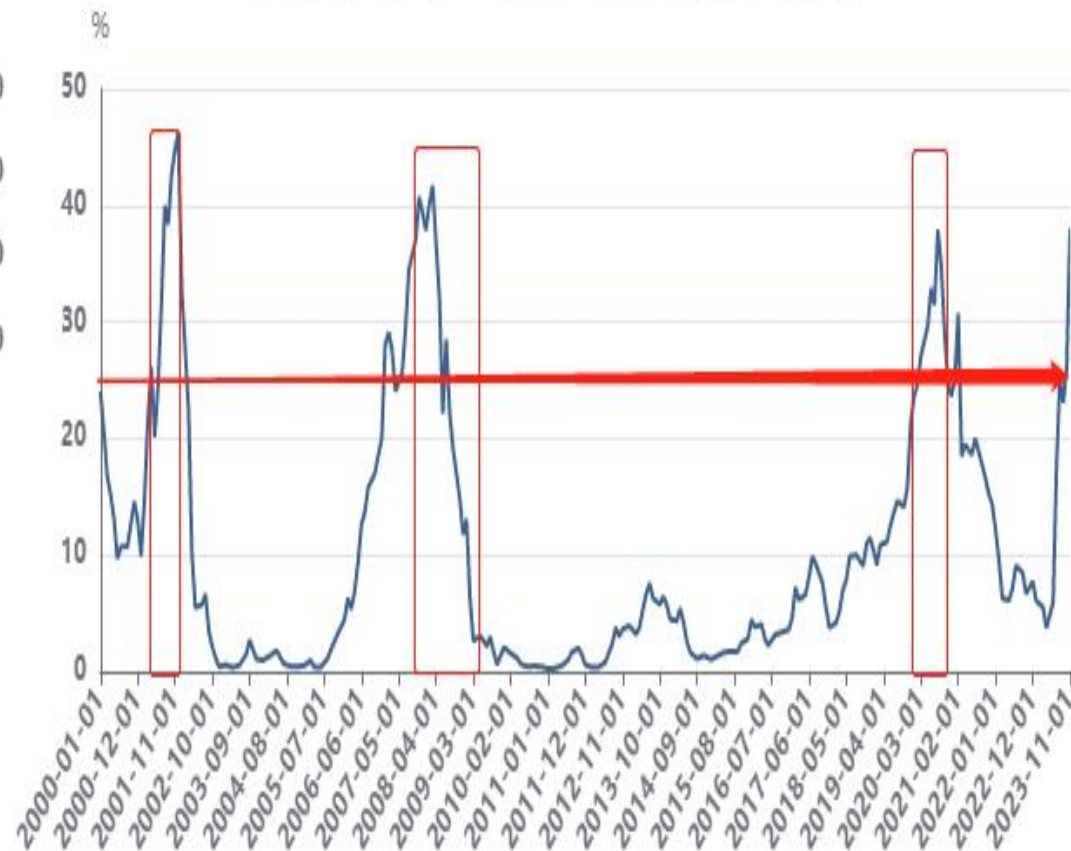


## 避险溢价--衰退逻辑等待发酵

● 金油比 (伦) (左) ● SPDR黄金ETF持有量(右1)



● 美国未来12个月经济衰退概率(右1)

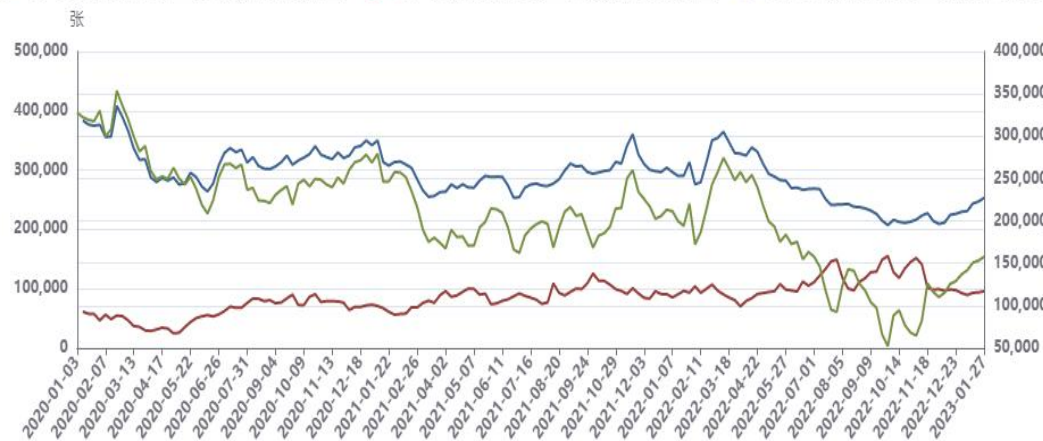


齐

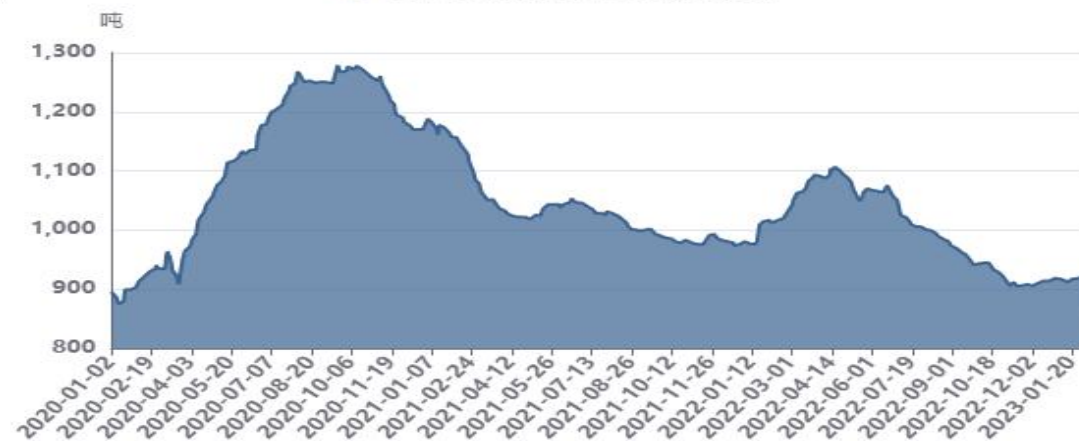
齐盛期货  
QISHENG FUTURES

# 资金面

● CFTC黄金非商业多头持仓量(左) ● CFTC黄金非商业空头持仓量(左) ● CFTC黄金非商业净持仓(右1)



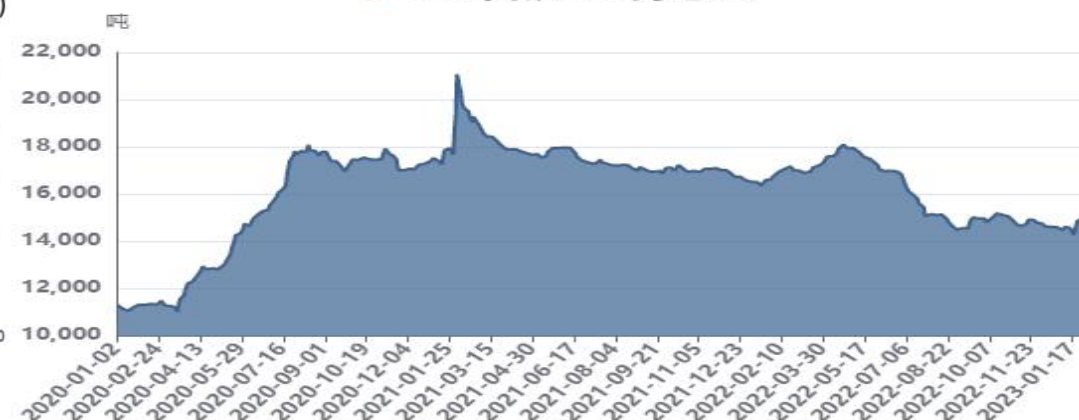
● SPDR黄金ETF持有量



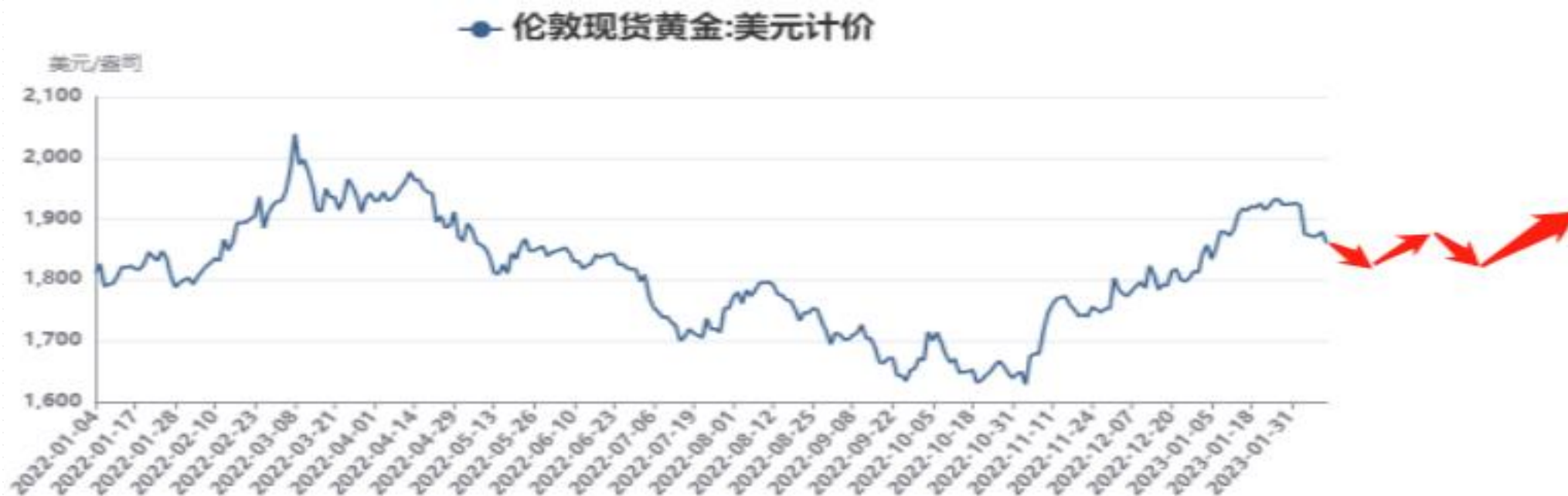
● CFTC白银非商业多头持仓(左) ● CFTC白银非商业空头持仓(左) ● CFTC白银非商业净持仓(右1)



● SLV白银ETF持仓量



## 展望



### ■ 行情展望:

**长期来说**, 通胀回落的大方向不变, 经济衰退难以被证伪, 美联储货币政策仍然存在转向的预期, 叠加衰退逻辑的兑现引发避险需求, 贵金属仍然有向上的驱动, 时间点或在三季度, 驱动逻辑来自经济衰退以及由此引发的降息逻辑发酵。所以长线多头还需要耐心等待。

**短期来说**, 最近经济数据的强劲, 以及通胀走高的预期在升温, 短期向下的驱动大于向上的驱动。

■ **策略建议**: 短期维持轻仓偏空的思路, 长线多单的入场要等待衰退逻辑的发酵。

■ **风险点**: 1.通胀超预期扰动; 2.美国经济“软着陆”; 3.货币政策扰动; 4.地缘政治。



# 免责声明

本报告内容形成采用的基础数据信息均来源于公开资料，我公司对这类信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和报告中得出结论及给出的建议不会发生任何变更。我们已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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关，本公司不承担投资者作出此类投资决策而产生任何风险，亦不对投资者作出此类投资决策做任何形式的担保。本报告版权为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告全部或部分内容翻版、复制发布，如引用、刊发，须注明出处为山东齐盛期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的侵权行为与我公司无关，我公司对侵权行为给公司造成的名誉、经济损失保留追诉权利。



齐策微信平台

利他即自利

格局定未来





THANKS

利 他 即 自 利 · 格 局 定 未 来