

大有期货投研中心  
贵金属研究组

## 经济韧性加降息推迟，贵金属短空而长多

### 摘要：

段恩典

从业资格证号： F03100288

投资咨询证号： Z0018035

Tel: 0731-84409090

E-mail: duanendian@dayouf.com

美国商品类通胀已经得到了有效的缓解，但核心服务类通胀依然顽固，薪资增速维持在高位是导致通胀出现粘性的主要原因。1 月份美国就业市场在新增就业、失业率和薪资增速等方面的表现都超市场预期，这意味着美国通胀想要达到美联储目标还需要较长时间。此前美联储 1 月议息决议明确短期内不会降息，这让降息预期从 3 月份推迟到了 5 月份，而通胀数据让市场降息预期再次推迟，上半年不降息的概率大幅上升，降息预期的变化让贵金属短期承压。

但由于高息政策延续较长时间，美国经济疲态初显：美国 1 月零售环比骤降，同时企业设备投资有所放缓。虽然欧元区经济弱势并没有明显改善，但美国经济相对走弱让美元指数反弹乏力，美国通胀下行偏缓迫使美联储降息推迟，这会进一步增加美国经济下行的压力。同时美国地方性银行在美联储救助政策结束之后存在经营压力；美国政府债务创历史记录之后，美国政府时不时的遭遇关门危机，美元信誉受损，这也导致美元指数上升乏力。另外，由于执政压力增加，美国两党矛盾加大，美国社会和政治面临动荡。

短期内贵金属价格或维持震荡偏强的走势，随着美国经济弱势的进一步明显，以及美联储降息时点的临近，贵金属特别是黄金价格向上的空间仍值得期待。



全国客服热线

**4006-365-058**

您身边的财富管理专家

目录

一 、美国通胀下行偏缓，年内难以达到美联储目标 ..... 2

二 、美联储偏谨慎，降息时点或至年中 ..... 4

三 、贵金属面对降息预期的变化表现抗压，短期或震荡偏强 ..... 6

## 一、美国通胀下行偏缓，年内难以达到美联储目标

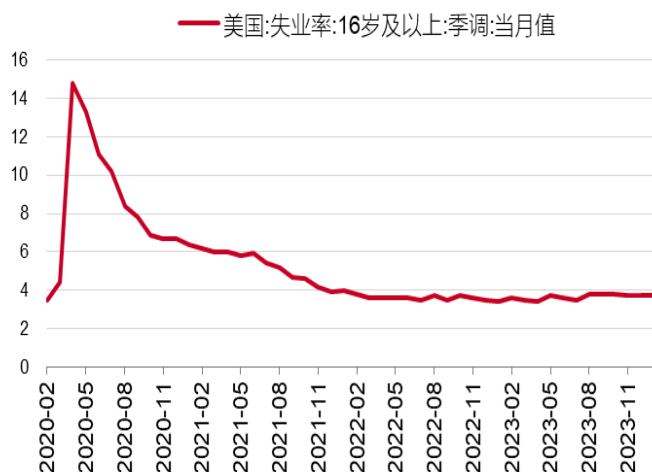
### （一）美国劳动市场趋于平衡，但短期仍有较强的韧性

美国劳动市场降温。之前，高利率对制造业等敏感型行业影响较为明显，相关的岗位空缺持续下降。现在，周期性较弱的服务行业的职位空缺也同样出现了大幅的下降。意味着美国劳动市场的需求在下降，而劳动参与率已经整体上升至疫情前，劳动市场的紧张局面有所缓解。

但降温速度仍较慢。失业率仍在历史低位，1月美国失业率为3.7%，只比疫情以来最低点高了0.2个百分点。去年年末职位空缺数意外上升，去年12月美国职位空缺数为902万，相比上月增加了10万，主要增加的就业岗位为服务行业。1月份非农就业数据显示，教育和保健服务和商业服务是新增就业的主要行业。制造业就业近期也有所改善，1月非农零售行业、仓储运输和非耐用品制造业新增就业环比增加。

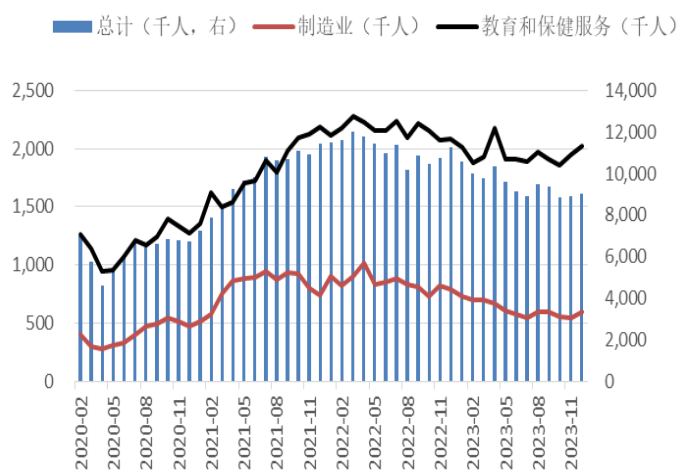
薪资增速环比增加。由于美国劳动市场依然紧张，仍表现出供不应求的状态，1月份非农企业平均时薪环比增速达到了0.55%的较高水平。

图表 1：美国失业率较低



数据来源：大有期货投研中心，iFinD

图表 2：职位空缺数近期上升



数据来源：大有期货投研中心，iFinD

### （二）美国消费力短期维持，但存在走弱的可能

虽然美国居民在劳动市场上获得的报酬仍较高，但美国居民储蓄已经到了历史

低位，美国股市处于超买状态，美国居民消费的维持更多的依赖劳动报酬。美联储 1 月份公布的褐皮书调查显示，几乎所有被调查的地区都提到了劳动力市场降温的迹象，美国居民参与劳动的意愿提升，定薪主动权向招聘方倾斜，许多地区的企业预计明年工资压力将缓解，工资增长将进一步下降。

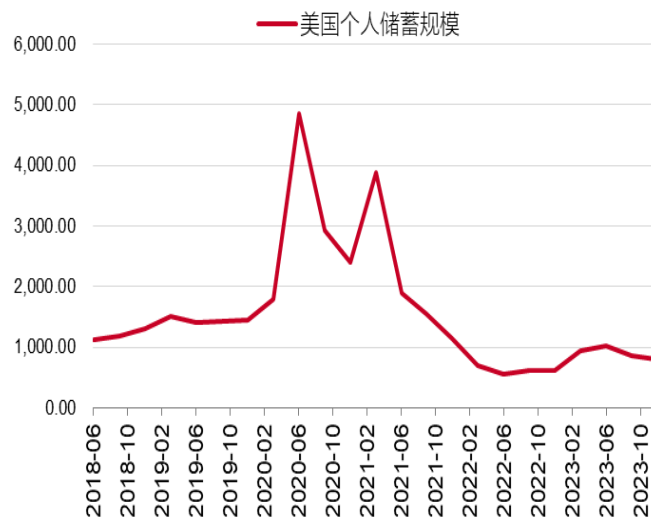
美国 1 月零售数据大幅低于预期，创下了去年 3 月份以来最大的降幅，虽有天气和节后购买力下降等短期因素的影响，但美国消费走弱已经在去年第四季度的 GDP 数据中显露端倪，美国居民超额储蓄逐渐消耗殆尽，个税优惠政策对消费的边际影响减弱，加上美联储加息政策延续，这必将导致美国居民消费降温，也意味着美国经济动能将继续走弱，随之地方银行等金融领域的风险将会凸显。此外，美国总统竞选之争日趋激烈，因美国内外环境变得更加复杂，两党矛盾可能会加剧世界局势动荡，不确定性将大幅增加。

图表 3：零售环比走低



数据来源：大有期货投研中心，iFinD

图表 4：美国个人储蓄规模下降



数据来源：大有期货投研中心，iFinD

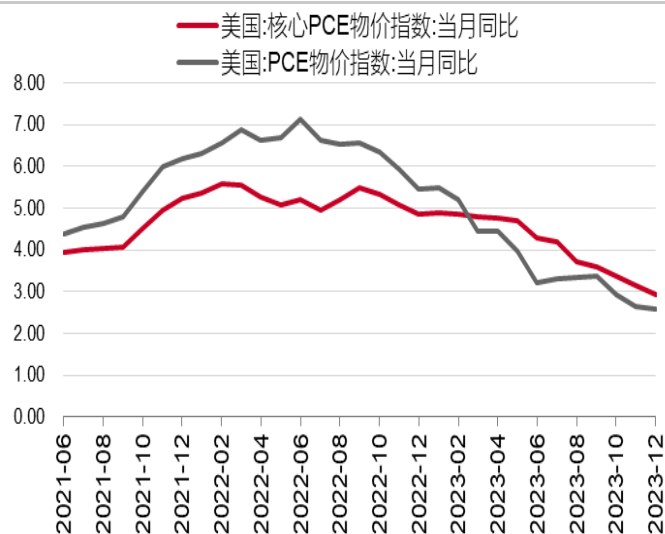
### （三）美国 PCE 或延续下降，但下行斜率或逐渐偏缓

1 月份的个人消费支出(PCE)物价指数，同比涨幅为 2.4%，较前值下降了 0.2 个百分点，是 2021 年 2 月以来最低增幅；核心 PCE 同比增速为 2.8%，较前值仅下降了 0.1 个百分点。但环比从前月的 0.2%反弹至 0.4%，创 2023 年 4 月以来最大增幅。美国 PCE 数据基本符合预期，但从同比和环比的表现来看，美国通胀年内达到美联储目标的难度较大。

从数据中可以看到，1 月份美国个人收入增加了 233.7 亿美元，环比增长 1%，远超市场预期的 0.3%，这得益于美国劳动市场偏强的表现，薪资仍维持了较高的增速。但美国居民减少了汽车、家具和其他耐用家用设备方面的支出，这是由于供应链的持续恢复让商品价格得以下降，然后美国居民家庭财务状况开始恶化减少了耐用品相关的消费。服务价格环比和同比增速都明显快于商品价格，人力成本较高在服务价格中体现较为明显，这也使得核心 PCE 下降速度慢于整体 PCE。

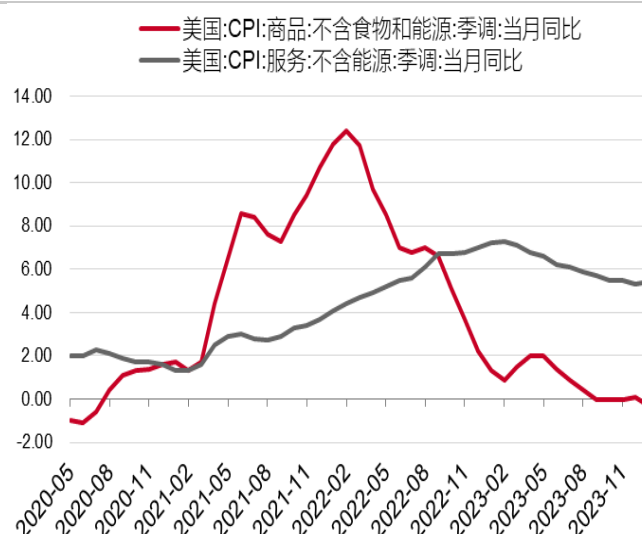
虽然美国家庭利息支出上升较快，储蓄率处于低位，但高水平的薪资仍能够支撑一定的消费能力，美国密西根大学消费信心指数已经反弹到了近两年的高位。此外，市场一直预期美联储将降息，这种乐观预期已经在金融市场有了很明显的表现，美国标普指数已经创下了历史新高，美国家庭消费已经有了财富效应的加持。这些会影响美联储控制通胀的政策效果，美国 CPI 增速目前已经趋于走平。

图表 5: PCE 延续下降



数据来源: 大有期货投研中心, iFinD

图表 6: 商品和服务价格明显分化



数据来源: 大有期货投研中心, iFinD

## 二、美联储偏谨慎，降息时点或至年中

### （一）担忧通胀，预防通胀反弹

美联储依然高度关注通胀风险，表示通胀已经缓解，但是仍居高不下。在 1 月的会议纪要种，鲍威尔甚至认为美国通胀有长期高于 2% 的可能。鲍威尔对通胀的担忧主要集中在两个方面，一是供应链还没有完全恢复，虽然疫情的影响逐渐淡去，但全球地缘政策冲突和大国博弈的背景下，原材料和产成品的生产和运输依然存在阻碍，原油等商品的价格存在进一步上行的风险；二是美国消费的韧性较强，12 月份空缺职位数也意外反弹，表明经济总需求依然较强，美国消费现状指数已经飙升至 2020 年 3 月以来的最高水平。为了控制通胀，鲍威尔表示，在有信心完成通胀目标之前，不适合降息。

美联储认为通胀已经得到了一定的控制，通胀从高位显著下降，但到目前为止，通胀下行的斜率明显偏缓，美联储认为通胀降低需要劳动市场供需更加平衡，然而这个需要较长时间，美联储认为 2024 年 PCE 总价格通胀和核心 PCE 价格通胀都将放缓，但要达到美联储 2% 的目标值可能需要到 2026 年。美联储总需求的势头可能比目前评估的要强，金融条件的限制性变弱会增加需求动力，可能会导致通胀停滞不前。此外，地缘政治事态发展可能对供应链造成干扰，会导致核心商品价格可能反弹，未来一段时间通胀有轻微上行的风险。

### （二）对经济表示谨慎乐观，关注金融风险

美联储对短期经济表现较为乐观，美国去年第四季度经济表现超预期，美联储认为这是因为净出口和库存投资强于预期，并表示在低失业率和稳健的收入增长的支持下，美国消费短期内仍保持稳步增长。但同时表示，一些低收入和中等收入家庭的财务状况正日益面临压力，利率的提高会导致家庭财务支出增加，通胀也在继续侵蚀着美国家庭的购买力，部分中低收入的家庭储蓄已经耗尽，美联储看到了信用卡的使用频率在增加，消费贷款的拖欠率在去年第三季度开始上升，明显高于疫情前的水平。

美联储对近段时间表现出来的金融风险高度关注，美联储评估认为，美国房价已经上涨到了历史区间的上限，明显高于其他资产的上涨速度。美国商业地产价格则继



续下跌，而且写字楼行业交易量较低，美联储认为该行业基本面较弱。针对最近市场关注较多的美国地区银行的风险，美联储表示金融部门的杠杆率值得关注，银行未投保存款总体下降，但部分银行比例仍然很高，认为银行风险总体可控，但需要警惕。

### （三）表示将降息，但认为不应仓促

美联储货币政策偏谨慎，表示在制定将来的货币政策时将依据未来的经济前景和风险水平，将考虑广泛的信息包括劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及国际发展情况等。美联储明确表示，在将通胀控制到 2% 水平有充分的信心之前，降低利率水平是不合适的。但相比去年 12 月，本次美联储会议纪要中已经删除了“额外收紧的货币政策”，已经表明不再继续加息。

近日多位美联储官员再次确定今年将降息，同时公开表示美国通胀下降道路是并不平坦的，仍需要有许多工作要做，普遍认为没有必要仓促降息。市场认为美联储首次降息的时点可能在今年 6 月份，与部分美联储官员讲的夏季降息的时点接近。

## 三、贵金属面对降息预期的变化表现抗压，短期或震荡偏强

美国商品类通胀已经得到了有效的缓解，但核心服务类通胀依然顽固，薪资增速维持在高位是导致通胀出现粘性的主要原因。1 月份美国就业市场在新增就业、失业率和薪资增速等方面的表现都超市场预期，这意味着美国通胀想要达到美联储目标还需要较长时间。此前美联储 1 月议息决议明确短期内不会降息，这让降息预期从 3 月份推迟到了 5 月份，而通胀数据让市场降息预期再次推迟，上半年不降息的概率大幅上升，降息预期的变化让贵金属短期承压。

但由于高息政策延续较长时间，美国经济疲态初显：美国 1 月耐久财订单环比骤降 6.1%，是自 2020 年 4 月以来的最大降幅，同时企业设备投资有所放缓。虽然欧元区经济弱势并没有明显改善，但美国经济相对走弱让美元指数反弹乏力，美国通胀下行偏缓迫使美联储降息推迟，这回进一步增加美国经济下行的压力。同时美国地方性银行在美联储救助政策结束之后也存在经营压力，美国政府债务创历史记录之后，政府时不时的遭遇关门危机。由于执政压力增加，美国两党矛盾加大，因此美国社会和政治面临动荡。

短期内贵金属价格或维持震荡偏强的走势，随着美国经济弱势的进一步明显，以

及美联储降息时点的临近，贵金属特别是黄金价格向上的空间仍值得期待。



## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表述的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点及见解以及分析方法，如与大有期货公司发布的其它信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了大有期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映大有期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经大有期货公司允许批准，本报告内容不得以任何形式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处“大有期货有限公司”，并保留我公司的一切权利。

湖南证监局、省期货业协会温馨提示：期市有风险，入市需谨慎。



大有期货有限公司是现代投资股份有限公司全资子公司，于 2002 年 7 月在长沙成立，注册资本 8.3 亿元，总部设在长沙，是湖南省期货业协会会长单位。

大有期货作为现代投资“一体两翼”发展格局中“金融翼”的重点公司，经过多年积累，业务资质齐全，范围涵盖商品期货和金融期货经纪、投资咨询、资产管理、基金销售、风险管理、场外衍生品、做市商等，是大连商品交易所、郑州商品交易所、上海期货交易所、上海国际能源交易中心、广州期货交易所会员，中国金融期货交易所结算会员。公司在上海自贸区成立上海夯石商贸有限公司，从事风险管理相关业务；同时在长沙、上海、南京、郑州、合肥、济南、佛山等全国重点城市设有多家分支机构，业务覆盖范围广。

公司始终坚持服务实体经济、服务客户的宗旨，秉承“客户至上、专业稳健”的经营理念，以经纪业务为基础，风险管理和资产管理为核心，持续推动业务转型升级，致力为客户提供专业、安全、便捷、全面的金融服务，满足客户多层次的金融需求。未来，公司力争成为各项业务稳健发展、经营高效、客户信任的综合型衍生品金融服务商。

公司总部地址：湖南省长沙市芙蓉南路二段 128 号现代广场三、四楼

电话：0731-84409000 传真：0731-84409009

全国统一客服热线：4006-365-058 邮编：410114

网址：<https://www.dayouf.com>

## 分支机构:

<b>总部事业一部</b> 地址: 湖南省长沙市天心区芙蓉南路二段 128 号现代广场 5 楼 电话: 0731-84409089	<b>长沙分公司</b> 湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路 53 号楷林商务中心 C 座 2402 房 电话: 0731-84409101
<b>总部事业二部</b> 地址: 湖南省长沙市天心区芙蓉南路二段 128 号现代广场 5 楼 电话: 0731-84409089	<b>长沙第一分公司</b> 地址: 湖南省长沙市开福区芙蓉中路一段 466 号 (松桂园) 501-506 电话: 0731-84409030      传真: 0731-84409020
<b>总部事业三部</b> 地址: 湖南省长沙市天心区芙蓉南路二段 128 号现代广场 5 楼 电话: 0731-84409089	<b>广东分公司</b> 地址: 佛山市南海区桂城街道桂澜北路 2 号亿能国际广场 2 座 1005、1006A 室 电话: 0757-86255208      传真: 0757-86222961
<b>北滘营业部</b> 地址: 广东省佛山市顺德区北滘镇君兰社区怡欣路 7 号丰明商务中心 6 楼 01 号 电话: 0757-26631669	<b>河南分公司</b> 地址: 河南省郑州市郑东新区金水东路 88 号楷林 IFC A 座 1309 室 电话: 0371-63567766      传真: 0371-63567799
<b>郴州营业部</b> 地址: 郴州市北湖区五岭大道一号林邑财富中心六楼 电话: 0735-5777577      传真: 0735-5777566	<b>江苏分公司</b> 地址: 南京市建邺区庐山路 288 号 4 幢 709-710 室 电话: 025-58785981      传真: 025-58785981
<b>合肥营业部</b> 地址: 安徽省合肥市政务区祁门路 333 号新地中心 A 座 3502 室 电话: 0551-66104888      传真: 0551-65776701	<b>山东分公司</b> 地址: 山东省济南市市中区经四路万达广场 C 座 407 室 电话: 0531-82349019
<b>上海营业部</b> 地址: 上海市中山北路 2550 号 1 幢 2 楼 B222-B225 室 电话: 021-62854939      传真: 021-52711391	<b>武汉分公司</b> 武汉市东西湖区华尔登国际酒店二期写字楼 1 单元 37 层 1 号房 电话: 027-59220179
<b>邵阳营业部</b> 地址: 湖南省邵阳市大祥区西湖路 99 号 B 栋 3 楼 电话: 0739-5123008      传真: 0739-5123016	