

贵金属组

电话: 0571-85165192

邮编: 310000

地址: 杭州市下城区万寿亭 13 号

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

2 月贵金属市场展望——

通胀持续改善，经济收缩放缓，黄金维持上行趋势

观点摘要:

贵金属:

1 月，COMEX 黄金收出大阳线，开盘 1830.1 美元/盎司，收于 1943.8 美元/盎司，最高达到 1949.8 美元/盎司，涨幅 6.44%；COMEX 白银收出带有长下影线的阴线，开盘 24.305 美元/盎司，收盘 23.825 美元/盎司，跌幅 0.89%，整体表现弱于黄金。月初公布 12 月货币政策会议纪要，会议纪要整体偏鹰，但释放出确认放慢加息步伐的信号。月中美国 12 月 CPI 数据公布，通胀数据如期放缓，夯实了美联储进一步放慢加息步伐的前景，助推贵金属继续上涨。值得注意的是，整体通胀的缓和主要由受利率敏感的商品通胀下降贡献，房租和除房租外的服务通胀难言改善，房租或会随房地产市场降温下降，但服务业就业市场韧性仍强，服务通胀仍存较大不确定性，使得贵金属有一定承压。同时，美国经济数据显示，虽经济活动的收缩放缓，但存在一定结构问题，在高通胀和高利率下消费者需求降温，消费动能减弱，后续 GDP 有负增长可能。在加息放缓预期和经济收缩现实下，黄金整体走在上行的通道中。而白银由于政策调整的不确定性和经济衰退的预期升温，表现弱于黄金。同时，由于存在人民币升值影响，内盘贵金属走势整体弱于外盘。

美联储货币政策仍是目前影响贵金属价格的最核心因素。今年美联储需要在抗通胀和稳增长上进行权衡，后续的货币政策会更加谨慎。通胀方面有所缓和，商品通胀受利率升高影响有所下降，但服务通胀仍难言改善，韧性较强的劳动力市场并未随着通胀下降而降温；经济方面，衰退预期升温，近期公布的 PMI 数据和 ADP 数据表现不佳，为经济下行增添更多证据。美联储加息放缓已是既定事实，加息终点或低于 5%，但降息预期仍然偏早。后市来看，利率市场已经提前计价未来的货币政策空间，但需要警惕通胀预期端的调整。操作建议：以逢低做多为主。

风险点:

1. 美国经济数据；
2. 美国货币政策变化；
- 3 通胀预期。

一、行情回顾

1月，COMEX 黄金收出大阳线，开盘 1830.1 美元/盎司，收于 1943.8 美元/盎司，最高达到 1949.8 美元/盎司，涨幅 6.44%；COMEX 白银收出带有长下影线的阴线，开盘 24.305 美元/盎司，收盘 23.825 美元/盎司，跌幅 0.89%，整体表现弱于黄金。月初公布 12 月货币政策会议纪要，会议纪要整体偏鹰，但释放出确认放慢加息步伐的信号。月中美国 12 月 CPI 数据公布，通胀数据如期放缓，夯实了美联储进一步放慢加息步伐的前景，助推贵金属继续上涨。值得注意的是，整体通胀的缓和主要由受利率敏感的商品通胀下降贡献，房租和除房租外的服务通胀难言改善，房租或会随房地产市场降温下降，但服务业就业市场韧性仍强，服务通胀仍存较大不确定性，使得贵金属有一定承压。同时，美国经济数据显示，虽经济活动的收缩放缓，但存在一定结构问题，在高通胀和高利率下消费者需求降温，消费动能减弱，后续 GDP 有负增长可能。在加息放缓预期和经济收缩现实下，黄金整体走在上行的通道中。而白银由于政策调整的不确定性和经济衰退的预期升温，表现弱于黄金。同时，由于存在人民币升值影响，内盘贵金属走势整体弱于外盘。

图 1： 上期所黄金白银期货收盘价 单位：元/克



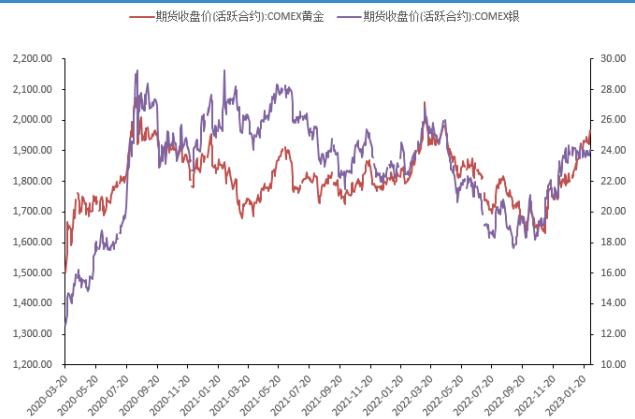
数据来源：WIND 新世纪期货

图 3： 人民币汇率（中间价）



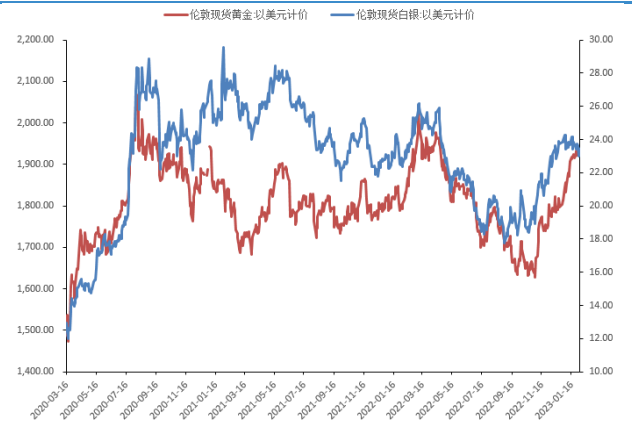
数据来源：WIND 新世纪期货

图 2： COMEX 黄金白银期货收盘价 单位：美元/盎司



数据来源：WIND 新世纪期货

图 4： 伦敦现货黄金白银价格 单位：美元/盎司



数据来源：WIND 新世纪期货

图 5: 内外盘黄金白银比



数据来源: WIND 新世纪期货

二、影响因素分析

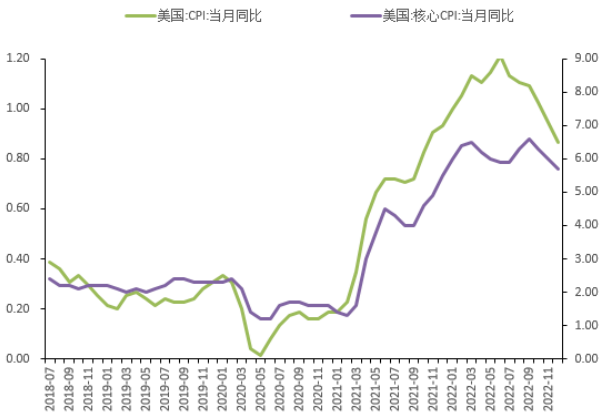
2.1 美联储货币政策

美联储公布 12 月货币政策会议纪要，美联储表示致力于抗击通胀，并表示 2023 年不会降息；同时，确认需要放慢加息步伐，以更好评估通胀和就业方面的进展。虽会议纪要整体偏鹰，但与鲍威尔记者会上的讲话无太大差别。

通胀方面，美国 12 月 CPI 同比涨 6.5%，与预期 6.5%一致，低于前值的 7.1%，为 2021 年 10 月以来新低；环比跌 0.1%，低于预期的 0%和前值的 0.1%，是本轮通胀以来首次出现下降，超出市场预期。美国 12 月核心 PCE 物价指数同比升 4.4%，连续三个月出现下降，预期升 4.4%，前值升 4.7%；环比升 0.3%，预期升 0.3%，前值升 0.2%。美国 12 月 CPI 及核心 PCE 指数均低于前值，说明通胀压力在逐渐缓解，美联储的紧缩货币政策正在起效。值得注意的是，整体通胀的缓和主要由受利率敏感的商品通胀下降贡献，房租和除房租外的服务通胀难言改善，房租或会随房地产市场降温下降，但服务业就业市场韧性仍强，服务通胀仍存较大不确定性。

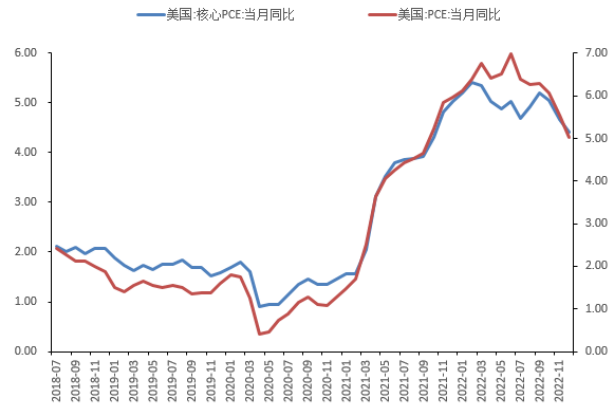
就业方面，美国 12 月季调后非农就业人口增 22.3 万人，大幅超预期值 20 万人，出现两年来最低增幅。美国 12 月平均每小时工资同比涨 4.6%，环比涨 0.3%，薪资年率大幅低于预期值和前值。12 月失业率为 3.5%，低于预期的 3.7%和前值的 3.6%。可以看出，美国的劳动力市场韧性仍然较强，失业率并未随着通胀的改善而上升。

图 6: 美国 CPI 与核心 CPI 单位: %



数据来源: WIND 新世纪期货

图 7: 美国 PCE 与核心 PCE 单位: %



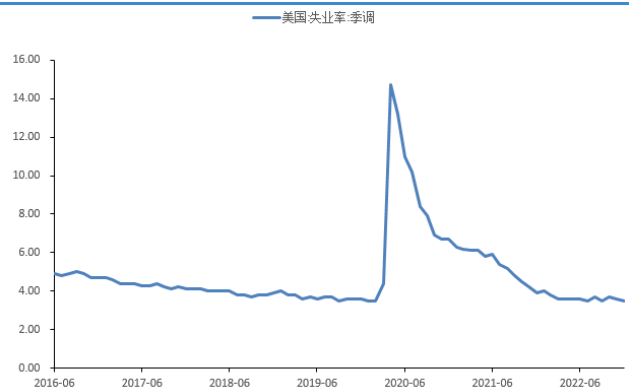
数据来源: WIND 新世纪期货

图 8: 美国新增非农就业人数 单位: 千人



数据来源: WIND 新世纪期货

图 9: 美国劳动参与率 单位: %



数据来源: WIND 新世纪期货

2.2 美元指数

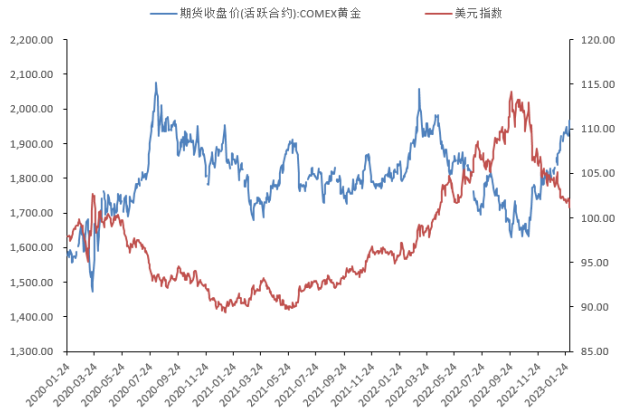
美元指数与金价负相关性较明显,月初公布的12月货币政策会议纪要,确认需要放慢加息步伐,随后公布的通胀数据持续下跌使美元指数大跌,呈现出黄金强美元弱的行情。经济增长方面,美国12月ISM制造业PMI为48.4,出现连续7个月下滑,连续两个月处于荣枯线以下;12月ISM非制造业PMI为49.6,为两年半以来首次出现荣枯线之下。美国12月GDP数据出现收缩放缓迹象,同比涨2.9%,但存在一定结构问题,在高通胀和高利率下消费动能减弱,后续GDP有负增长可能。在加息步伐放缓预期和对经济收缩的担忧中,美元指数走出下行趋势,或在100附近震荡概率较大。

2.3 美债收益率

美国10年期国债收益率在通胀数据的持续改善之下有所下行。据美国联邦基金利率期货显示,美联储在2月份加息25个基点的概率为93.2%,市场普遍预期美联储2023年12月前将加息至少两次至5%左右。接下来的关键因素在于那些能够改变市场预期和美联储决策的变量,如失业率尤

其是低端服务业失业的大幅提升、通胀在之后更为快速的回落。重点关注美联储议息会议到来之前，1月和2月的非农和通胀数据。预计后续实际利率仍有望进一步下行，仍需关注通胀预期对利率的影响。

图 10: COMEX 黄金价格与美元指数



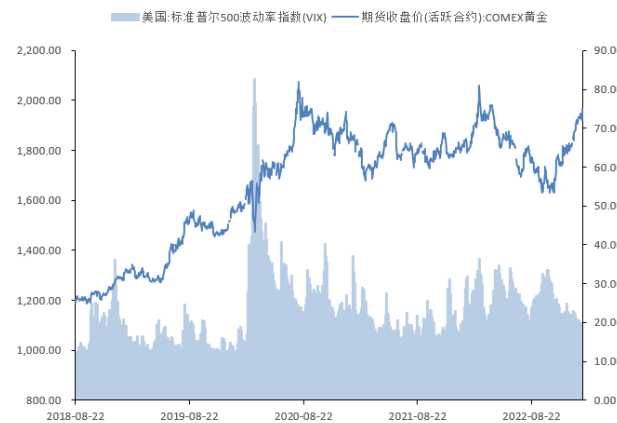
数据来源: WIND 新世纪期货

图 11: COMEX 黄金与美国 10 年期国债收益率



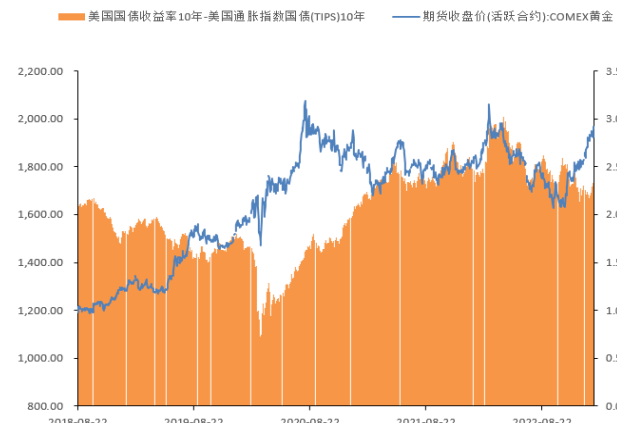
数据来源: WIND 新世纪期货

图 12: COMEX 黄金价格与 VIX 指数



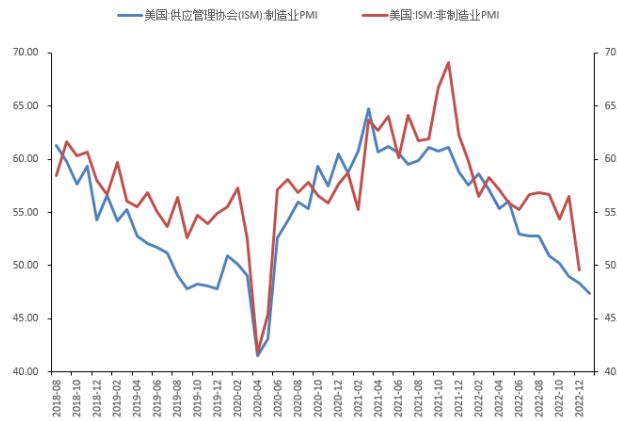
数据来源: WIND 新世纪期货

图 13: 美国通胀预期



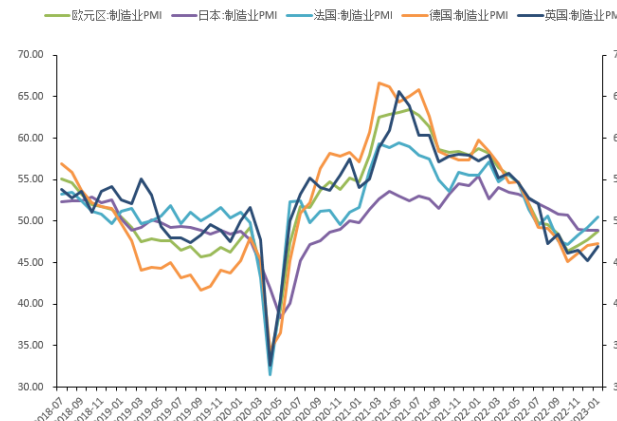
数据来源: WIND 新世纪期货

图 14: 美国经济景气度变化趋势



数据来源: WIND 新世纪期货

图 15: 全球主要经济体经济景气度



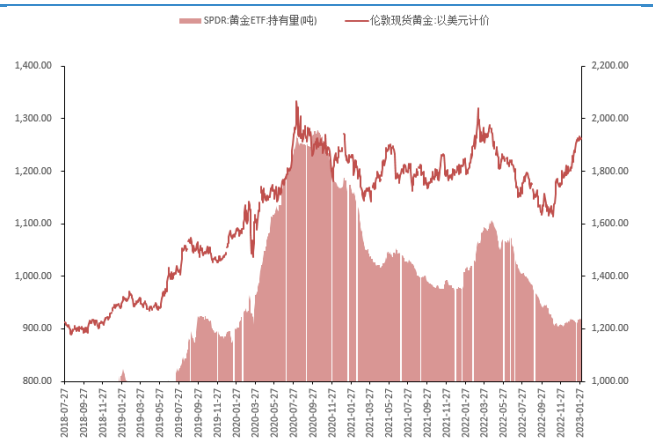
数据来源: WIND 新世纪期货

2.4 ETF 持仓

黄金 ETF 是黄金市场上主要的做多力量，ETF 的动向也是黄金投资重要的量化指标，通常为大型资金作长期配置，因此可追踪长期趋势。目前全球共有 5 只黄金 ETF 产品，而其中 SPDR Gold Trust 为全球最大黄金 ETF，其投资需求正是过去几年金价持续升势的主要影响因素之一。图中可以看出（图 16、17），截止 1 月 31 日，SPDR 黄金 ETF 持仓为 917.05 吨，当月流出 0.59 吨，仍不足千吨。SLV 白银 ETF 为 14852.73 吨，当月流入 313.06 吨。多头力量小幅增强，体现市场情绪变化。

图 16: SPDR 黄金 ETF 持仓

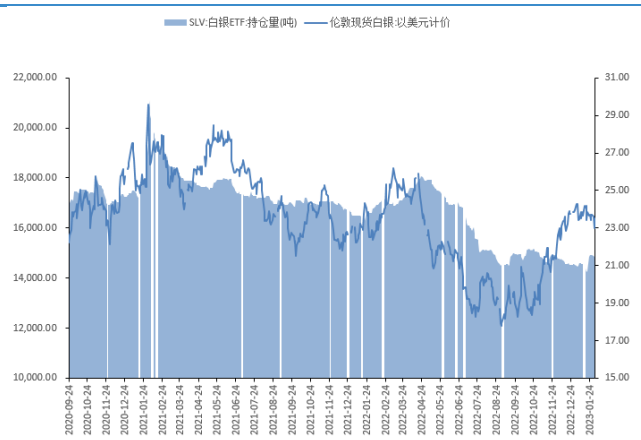
单位: 吨



数据来源: WIND 新世纪期货

图 17: SLV 白银 ETF 持仓

单位: 吨

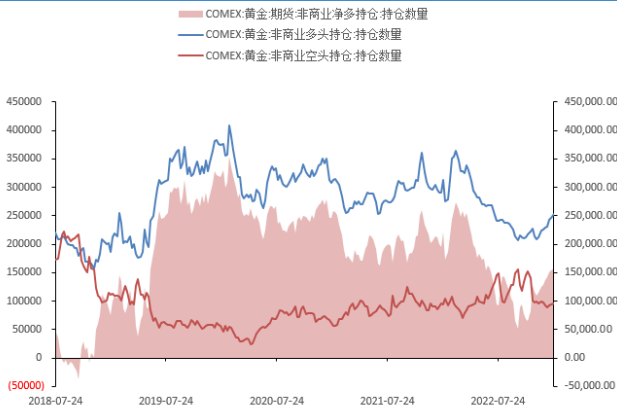


数据来源: WIND 新世纪期货

2.5 CFTC 持仓

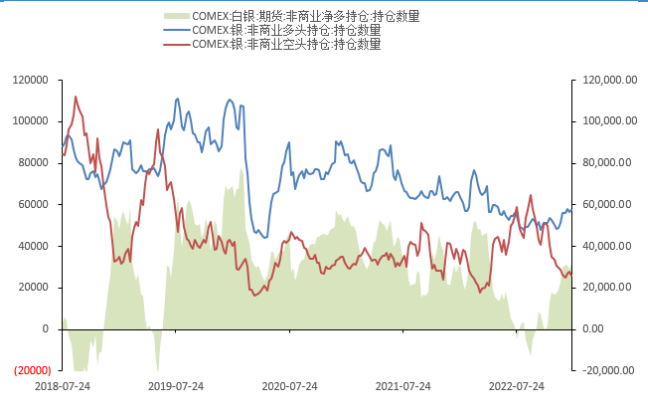
从 CFTC 黄金非商业持仓水平来看，截至 1 月 24 日当周，COMEX 黄金投机净多头头寸为 157673 张，较上个月增加 20793 张，本月连续四周均有所增加，为近五个月新高；COMEX 白银投机净多头头寸为 25684 张，较上个月减少 5343 张。CFTC 持仓表明近期由于贵金属走出上升趋势，市场对金银的看多投机情绪回升。

图 18: COMEX 黄金 CFTC 非商业持仓数量



数据来源: WIND 新世纪期货

图 19: COMEX 白银 CFTC 非商业持仓数量



数据来源: WIND 新世纪期货

三、小结与交易策略

美联储货币政策仍是目前影响贵金属价格的最核心因素。今年美联储需要在抗通胀和稳增长上进行权衡，后续的货币政策会更加谨慎。通胀方面有所缓和，商品通胀受利率升高影响有所下降，但服务通胀仍难言改善，韧性较强的劳动力市场并未随着通胀下降而降温；经济方面，衰退预期升温，近期公布的 PMI 数据和 ADP 数据表现不佳，为经济下行增添更多证据。美联储加息放缓已是既定事实，加息终点或低于 5%，但降息预期仍然偏早。后市来看，利率市场已经提前计价未来的货币政策空间，但需要警惕通胀预期端的调整。操作建议：以逢低做多为主。

免责声明

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和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，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价，交易者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，请交易者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证，不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。

2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。

3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

浙江新世纪期货有限公司

地址: 杭州市下城区万寿亭 13 号
 邮编: 310003
 电话: 400-700-2828
 网址: <http://www.zjncf.com.cn>