

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>

3 月贵金属市场展望——

紧缩预期升温，黄金或继续承压

观点摘要:

贵金属:

2 月，COMEX 黄金收出大阴线，开盘 1944.0 美元/盎司，收于 1815.0 美元/盎司，最低达到 1810.8 美元/盎司，跌幅 6.72%；COMEX 白银收出大阴线，开盘 23.840 美元/盎司，收盘 20.580 美元/盎司，跌幅 13.68%，整体表现弱于黄金。由于存在人民币贬值影响，内盘贵金属走势整体强于外盘。2 月美联储议息会议如期加息 25 个基点，但随后公布的非农、PMI 数据显示经济回暖，通胀数据显示通胀回落放缓，叠加美联储官员偏鹰表态，市场对货币政策的预期转向，贵金属承压下行。美国 1 月非农数据大超市场预期，表明劳动力市场仍然强劲，增加市场对通胀的担忧；美国 1 月经济数据表现超预期，非制造业 PMI 超预期改善。1 月 CPI 环比升 0.5%，通胀回落速度放缓。美联储官员发表偏鹰表态，认为美联储有进一步加息的必要，利率终点或高于 5%。据 CME 美联储观察数据，市场预期美联储 3 月加息 25 个基点的概率为 75.3%，5 月加息 25 个基点概率为 70.7%，6 月加息 25 个基点的概率为 56.6%，主流预计利率峰值维持在 5.25%-5.5%。

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。从中短期看，通胀回落减慢和经济回暖推动市场对加息路径的上移预期，短期内可能继续演绎预期回归现实路径，直至不再预期年内降息。在紧缩预期升温的过程中，贵金属短期内或仍将继续承压。从长期看，经济衰退预期、美联储加息放缓和央行购金的趋势未变，驱动贵金属上涨。操作建议：观望为主，等待逢低做多机会。

风险点:

1. 美国经济数据； 2. 美国货币政策变化； 3 通胀预期； 4. 地缘政治因素。

一、行情回顾

2月，COMEX 黄金收出大阴线，开盘 1944.0 美元/盎司，收于 1815.0 美元/盎司，最低达到 1810.8 美元/盎司，跌幅 6.72%；COMEX 白银收出大阴线，开盘 23.840 美元/盎司，收盘 20.580 美元/盎司，跌幅 13.68%，整体表现弱于黄金。由于存在人民币贬值影响，内盘贵金属走势整体强于外盘。2月美联储议息会议如期加息 25 个基点，但随后公布的非农、PMI 数据显示经济回暖，通胀数据显示通胀回落放缓，叠加美联储官员偏鹰表态，市场对货币政策的预期转向，贵金属承压下行。美国 1 月非农数据大超市场预期，表明劳动力市场仍然强劲，增加市场对通胀的担忧；美国 1 月经济数据表现超预期，非制造业 PMI 超预期改善。1 月 CPI 环比升 0.5%，通胀回落速度放缓。美联储官员发表偏鹰表态，认为美联储有进一步加息的必要，利率终点或高于 5%。据 CME 美联储观察数据，市场预期美联储 3 月加息 25 个基点的概率为 75.3%，5 月加息 25 个基点概率为 70.7%，6 月加息 25 个基点的概率为 56.6%，主流预计利率峰值维持在 5.25%-5.5%。

图 1： 上期所黄金白银期货收盘价 单位：元/克



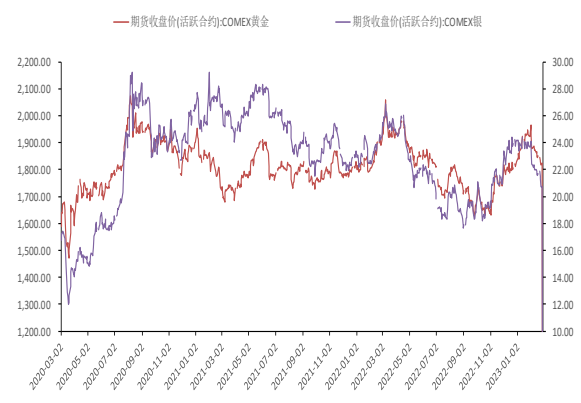
数据来源：WIND 新世纪期货

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



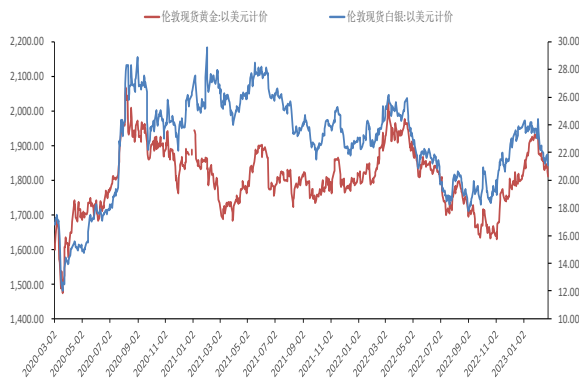
数据来源：WIND 新世纪期货

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

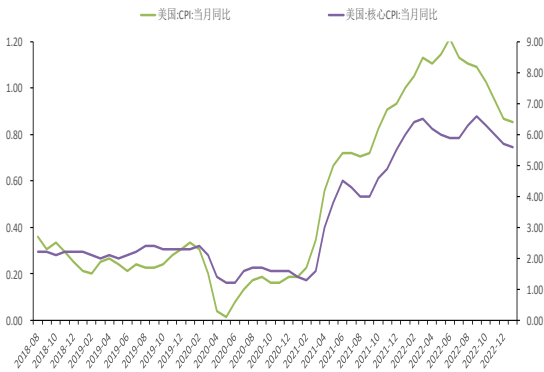
2.1 美联储货币政策

美联储召开 2 月 FOMC 会议，如期加息 25 个基点，但鲍威尔的言论整体偏鹰，表示今年会持续加息，且年内不会降息，但同时承认通胀压力已经缓和。23 日公布的会议纪要显示，几乎所有与会者都认为加息 25 个基点是合适的，但也有少数人支持加息 50 个基点。美联储官员承认通胀已一定程度上缓和，但仍远高于 2% 的目标，表示判断未来加息程度时要考虑到加息影响的滞后性等一些列因素。据 CME 美联储观察数据，市场预期美联储 3 月加息 25 个基点的概率为 75.3%，5 月加息 25 个基点概率为 70.7%，6 月加息 25 个基点的概率为 56.6%，主流预计利率峰值维持在 5.25%-5.5%。

通胀方面，美国 1 月 CPI 同比涨 6.4%，超过预期的 6.2%，低于前值的 6.5%，回落速度减慢；环比涨 0.5%，与预期的 0.5% 一致，低于前值的 0.1%。美国 1 月核心 CPI 同比涨 5.6%，超过预期的 5.5%，低于前值的 5.7%。分项来看，能源和核心商品的反弹使得 CPI 环比由跌转升，这主要是与油价上涨和除汽车外的商品涨价有关。另外，官方对 CPI 的权重做了调整，住所权重小幅上升，食品能源和二手车权重小幅下降，增加了市场对通胀的预期。从零售销售市场和房地产销售市场的数据来看，近期居民消费出现回暖，新房销售的不断回升，这或许进一步支撑通胀，市场担忧未来通胀的回落速度。

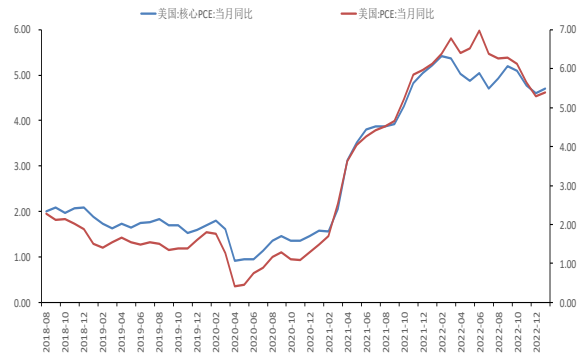
就业方面，美国 1 月季调后非农就业人口增 51.7 万人，大幅超预期值 18.6 万人，1 月失业率为 3.4%，低于预期的 3.6% 和前值的 3.5%，创近 52 年来新低。表明劳动力就业市场仍然强劲，其中服务业行业主导大趋势，休闲酒店业和商业服务业分别增长了 12.8 万人和 8.2 万人。另外，劳动参与率上升至 62.4%，劳动力供给有所改善。本次就业数据的强劲增加了市场对加息更多、利率高位维持时间更长的预期。

图 6: 美国 CPI 与核心 CPI 单位: %



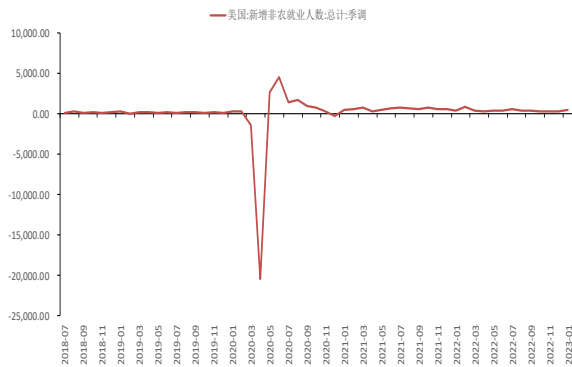
数据来源: WIND 新世纪期货

图 7: 美国 PCE 与核心 PCE 单位: %



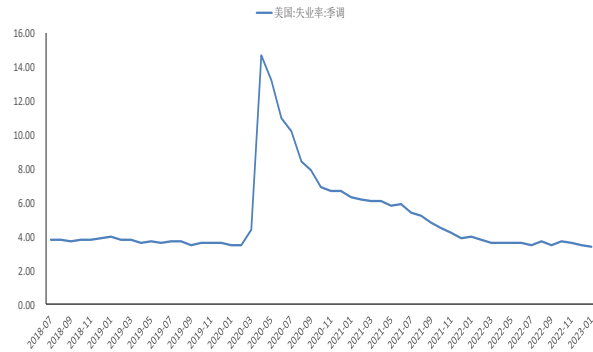
数据来源: WIND 新世纪期货

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,在经济回暖和通胀顽固之下,美元指数震荡上行,黄金承压下行。在经济增长方面,美国 1 月 ISM 制造业 PMI 为 47.8,出现连续 8 个月下滑,连续三个月处于荣枯线以下;1 月 ISM 非制造业 PMI 为 55.2,重回荣枯线以上,经济数据的回暖支撑美元指数持续反弹。在通胀表现方面,美联储最关注的核心 PCE 物价指数 1 月同比增长 4.7%,超过前值的 4.6%和预期的 4.3%;环比增长 0.6%,超过预期的 0.4%和前值的 0.4%,通胀数据的超预期持续加强紧缩预期,为美元指数提供支撑。

2.3 美债收益率

美国 10 年期国债收益率在紧缩预期持续增强和经济预期转暖之下有所上行。据 CME 美联储观察数据,市场预期美联储 3 月加息 25 个基点的概率为 75.3%,5 月加息 25 个基点概率为 70.7%,6 月加息 25 个基点的概率为 56.6%,主流预计利率峰值维持在 5.25%-5.5%。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 2 月的非农和通胀数据。预计后续实际利率仍有望进一步上行，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



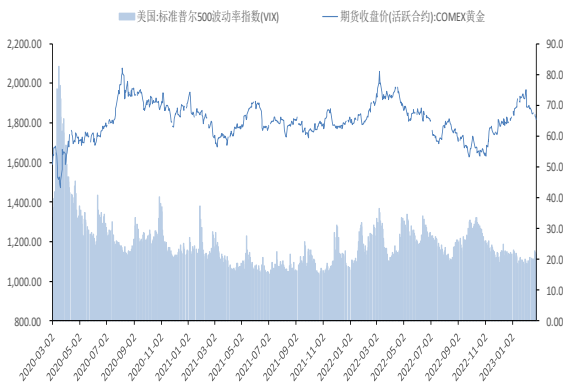
数据来源: WIND 新世纪期货

图 11: COMEX 黄金与美国 10 年期国债收益率



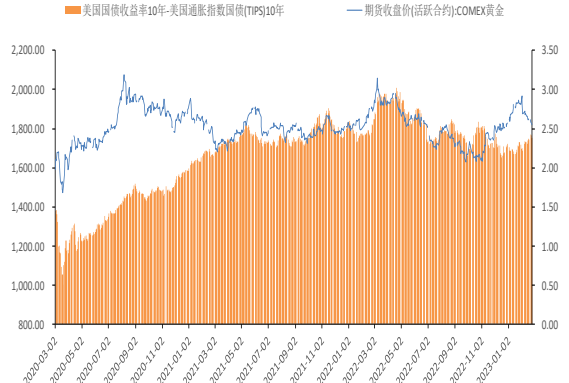
数据来源: WIND 新世纪期货

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



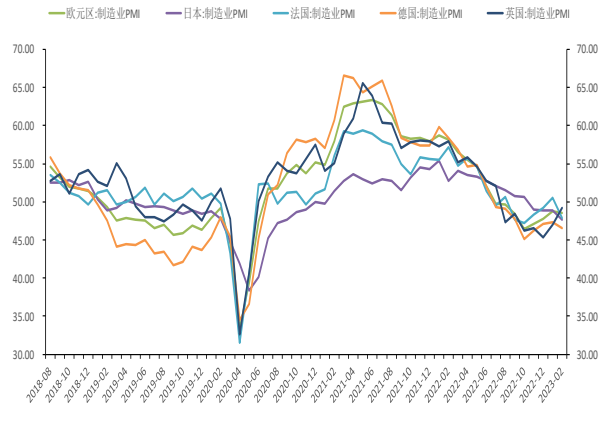
数据来源: WIND 新世纪期货

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



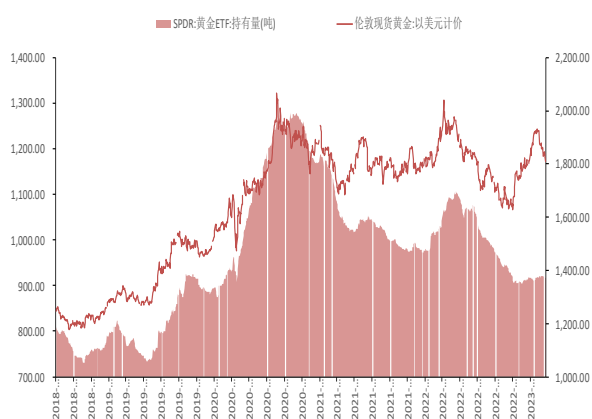
数据来源: WIND 新世纪期货

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 2 月 28 日，SPDR 黄金 ETF 持仓为 915.30 吨，当月流出 1.75 吨，仍不足千吨。SLV 白银 ETF 为 14886.56 吨，当月流入 33.83 吨。本月整体有小幅下降趋势，体现市场情绪变化。

图 16: SPDR 黄金 ETF 持仓

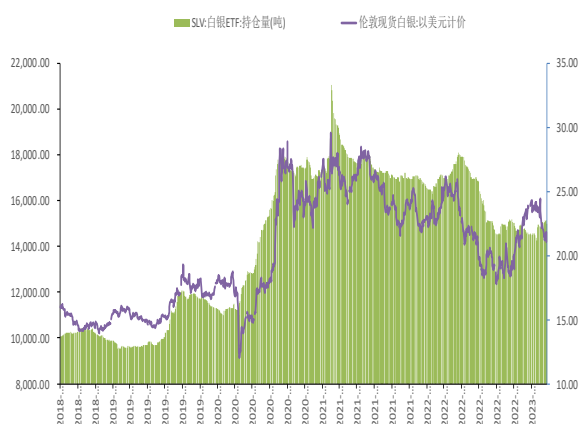
单位: 吨



数据来源: WIND 新世纪期货

图 17: SLV 白银 ETF 持仓

单位: 吨

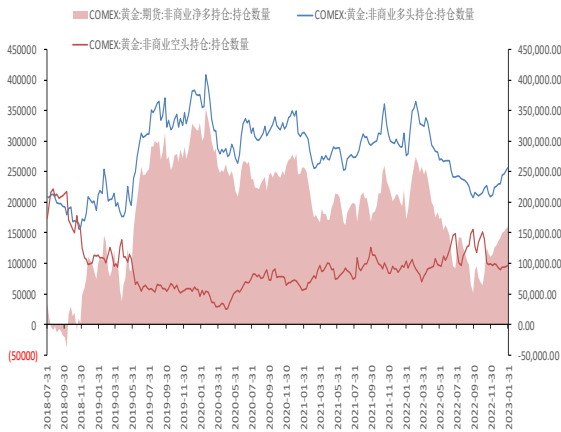


数据来源: WIND 新世纪期货

2.5 CFTC 持仓

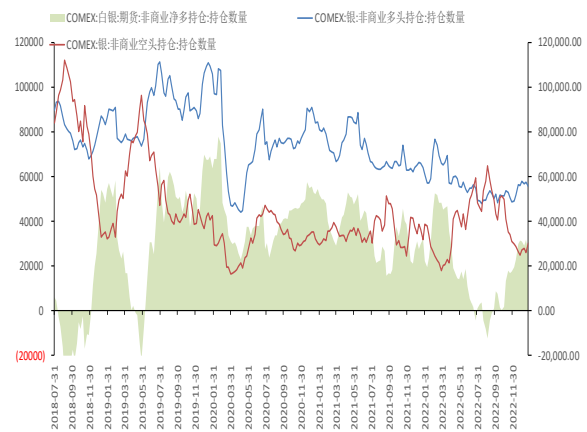
从 CFTC 黄金非商业持仓水平来看，截至 1 月 31 日当周，COMEX 黄金投机净多头头寸为 160281 张，较上个月增加 23401 张，本月连续五周均有所增加，为近五个月新高；COMEX 白银投机净多头头寸为 27316 张，较上个月减少 3711 张。

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

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。从中短期看, 通胀回落减慢和经济回暖推动市场对加息路径的上移预期, 短期内可能继续演绎预期回归现实路径, 直至不再预期年内降息。在紧缩预期升温的过程中, 贵金属短期内或仍将继续承压。从长期看, 经济衰退预期、美联储加息放缓和央行购金的趋势未变, 驱动贵金属上涨。操作建议: 观望为主, 等待逢低做多机会。

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>