

类别

宏观贵金属周报

日期

2023 年 3 月 10 日



建信期货
CCB Futures

宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)

020-38909340

hezq@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)

021-60635739

huangwx@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)

021-60635731

dongb@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3054198

研究员：王天乐(期权量化)

021-60635568

wangtl@ccbfutures.com

期货从业资格号：F03107564



美联储主席双鹰表态吓坏市场

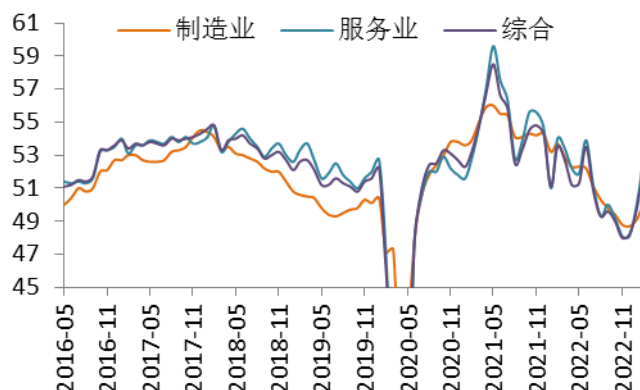
一、宏观环境评述

1.1 经济：全球经济连续三个月回暖

得益于中国中期经济疫后复苏以及通胀压力放缓后欧美经济短期增长动能回升，2022年12月以来全球经济连续三个月回暖，初步摆脱2022年下半年因中国疫情防控和欧美央行紧缩引发的全球经济衰退担忧。2023年2月份摩根大通全球综合PMI录得52.1%，为2022年7月份以来最高值，且制造业PMI和服务业PMI均回到扩张区间，总体而言服务业PMI的回升幅度更大。

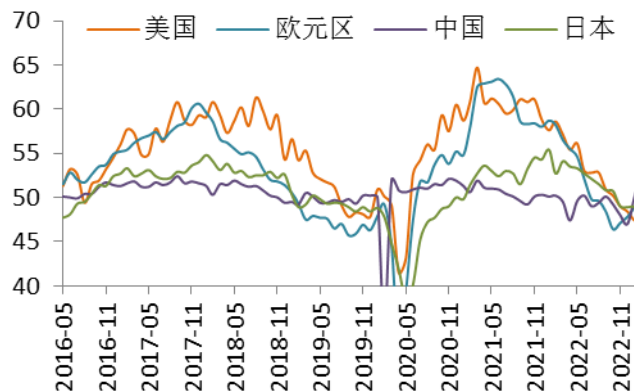
在对经济周期更为敏感的制造业PMI方面，2月份中国制造业PMI环比回升2.5个百分点至52.6%，为2012年下半年以来最大值；美国ISM制造业PMI连续两个月回升但仍处于萎缩区间，且低于市场主流预期；而欧元区和日本制造业PMI环比回落且低于荣枯分界线。四大经济体制造业PMI表现，意味着在美欧央行持续紧缩的情况下，本轮全球经济复苏力度不大，且时间上也维持不了多久。

图1：摩根大通全球PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：美国周度失业数据



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

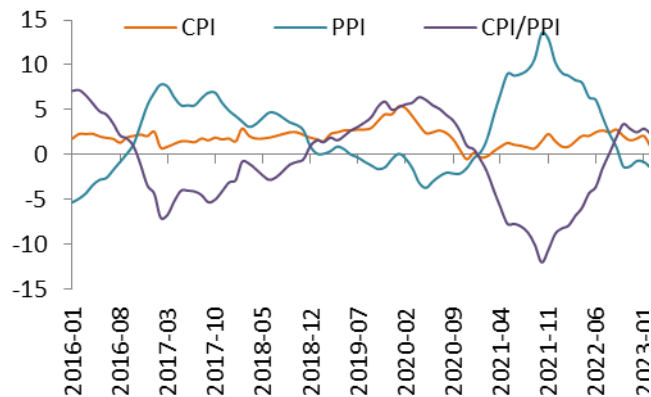
按美元计算，2023年1-2月份中国出口额同比减少6.8%，进口额同比减少10.2%；由于进口萎缩程度大于出口，1-2月份中国贸易顺差1168亿美元，同比增长6.7%，意味着2023年海外经济走弱而中国经济复苏对进出口的影响还没有全部体现。这一方面是因为2022年底至2023年初全球经济回暖，另一方面是因为中国进口大宗原材料物价同比显著下跌，这一形势可能延至2023年整个上半年。从出口目的地看，2023年1-2月份对美国 and 欧盟的累积出口分别萎缩21.8%和12.2%，对东盟和俄罗斯的累积出口分别增长9%和19%，意味着中国出口日益切换至亚欧紧邻，对欧美的直接出口减少，这是近年来中美贸易纷争下产业链转移的一个缩影。

图3：中国进出口增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：中国通胀增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2023年2月份中国CPI同比增长1%，增速较前一月回落1.1个百分点；PPI同比萎缩1.4%，萎缩程度较上一月扩大0.6个百分点。受节后消费需求回落、市场供应充足等因素影响，居民消费价格环比有所下降，2月份CPI环比由上月上涨0.8%转为下跌0.5%。食品价格由上月上涨2.8%转为下降2.0%，影响CPI下降约0.38个百分点，其中猪肉和鲜菜价格分别下降11.4%和4.4%，合计影响CPI下降约0.28个百分点，占CPI总降幅五成多。非食品价格由上月上涨0.3%转为下降0.2%，影响CPI下降约0.13个百分点，大部分服务价格节后出现季节性回落，其中飞机票、交通工具租赁费和旅游价格分别下降12.0%、9.5%和6.5%，电影及演出票、美发、家庭服务、宠物服务等价格降幅在1.7%—5.6%之间。2月份工业企业生产恢复加快，市场需求有所改善，PPI环比持平，好于上一月的萎缩0.5%；但受高基数效应影响，同比增速继续下降。

2月份美国ADP新增私人就业24.2万，好于市场主流预期的20万；虽然2月份制造业PMI就业分项有所回落，但服务业PMI就业分项显著上升；虽然3月4日当周初请失业金人数上升至21.1万，但四周移动平均值仍低于20万。总体上看，我们预计2月份美国非农就业可能弱于1月份，但仍会强于市场主流预期的20万，支持美联储继续提高政策利率以控制通胀。

1.2 政策：美联储主席双重鹰派表态

3月7日美联储主席鲍威尔在美国参议院银行委员会的听证会上作证，警告今年初的强劲数据可能促使联储不再继续放缓而是加快加息的脚步，最终政策利率可能超过美联储之前预期水平。鲍威尔有关最终政策利率高于美联储之前预期的言论不算意外，因为市场对最终政策利率的预期在鲍威尔讲话前已经提升至5.25—5.5%，比美联储2022年12月会议利率点阵图所显示的5—5.25%要高出25bp；但他同时暗示后续美联储还可能加快升息步伐，这是远超出市场预期之外

的，因为美国通胀压力回落迹象已经很明显，只是回落速度不如预期，市场无论如何也想不到美联储还会加快升息步伐。

虽然鲍威尔在隔天众议院听证会上表态缓和了一点，说3月份是否加息50BP还将取决于回忆之前所公布的其他经济数据，但市场迅速将3月份加息50BP的预期提升到80%以上，并且预期美联储峰值利率可能达到5.5-5.75%。鲍威尔双重鹰派表态说明美联储在压低通胀方面渐渐失去耐心，这加大了美联储短期内过快紧缩的冒险几率，也提升了后续美国经济衰退的可能性，金融市场给予积极反应，美元指数一度上升至105.5上方又小幅回落，美债利率倒挂程度进一步加深，美股持续调整，黄金价格先大跌后反弹。

中国方面，3月10日十四届全国人大一次会议表决通过了关于国务院机构改革方案的决定，批准了这个方案。这次国务院机构改革重点包括了重组科学技术部、加强金融领域监管和组建国家数据局。在重组科学技术部方面，面对国际科技竞争和外部遏制打压的严峻形势，必须进一步理顺科技领导和管理体制，更好统筹科技力量在关键核心技术上攻坚克难，加快实现高水平科技自立自强。这次党和国家机构改革，加强党中央对科技工作的集中统一领导，组建中央科技委员会，中央科技委员会办事机构职责由重组后的科学技术部整体承担。根据《党和国家机构改革方案》精神，强化科学技术部的战略规划、体制改革、资源统筹、综合协调、政策法规、督促检查等宏观管理职责，推动健全新型举国体制、优化科技创新全链条管理、促进科技成果转化、促进科技和经济社会发展相结合。

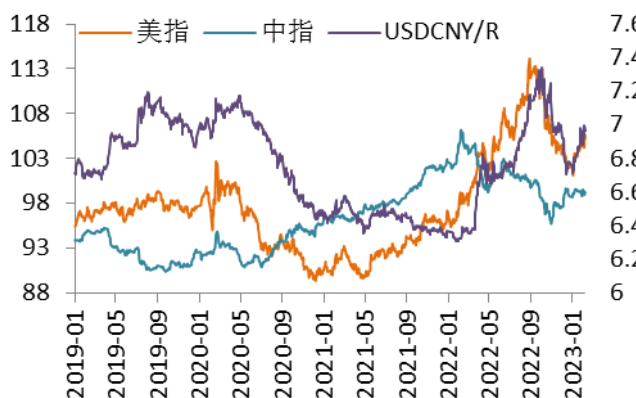
在加强金融领域监管方面，为解决金融领域长期存在的突出矛盾和问题，在中国银行保险监督管理委员会基础上组建国家金融监督管理总局，统一负责除证券业之外的金融业监管，统筹负责金融消费者权益保护，加强风险管理和防范处置，依法查处违法违规行为。针对地方金融监管部门存在的监管手段缺乏、专业人才不足等问题，强化金融管理中央事权，建立以中央金融管理部门地方派出机构为主的地方金融监管体制，统筹优化中央金融管理部门地方派出机构设置和力量配备。为厘清金融监管部门、履行国有金融资本出资人职责的机构和国有金融机构之间的权责关系，把中央金融管理部门管理的市场经营类机构剥离，相关国有金融资产划入国有金融资本受托管理机构，由其根据国务院授权统一履行出资人职责，促进国有金融机构持续健康发展。为促进金融管理部门依法合规履行金融管理职责，解决金融系统队伍管理的统一性、规范性问题，把中国人民银行、国家金融监督管理总局、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局及其分支机构、派出机构的工作人员纳入国家公务员统一规范管理，使用行政编制，执行国家公务员工资待遇标准。

二、贵金属市场分析

2.1 美元指数小幅回升

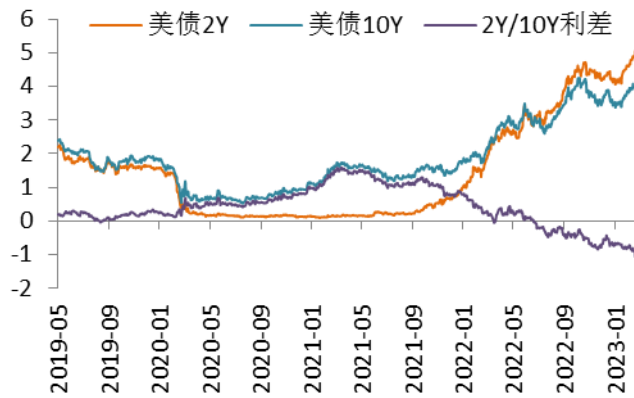
中国防疫闯关时点前置以及疫后经济复苏预期削弱美元的海外避险需求，而通胀压力缓解以及美联储放缓紧缩步伐则削弱美元的利差优势，2023年初美元指数延续自2022年9月底以来的调整趋势，2月2日美元指数跌破101关口；但1月份经济数据显示美国就业市场继续火爆，美国经济和通胀具有较强韧性，美联储政策利率或在更高水平保持更长时间，市场重新评估美联储政策利率路径的预期，美元指数持续反弹至105附近。我们预计2023年美元指数大概率维持高位盘整态势，核心波动区间为100-108，利多因素为美国经济软着陆和海外经济衰退，利空因素为中国经济疫后复苏和欧洲央行紧缩。中国防疫共存闯关时点前置以及疫后复苏预期使得人民币汇率实现牛熊转换，但欧美央行紧缩以及国内债务压力重压下的弱复苏也限制2023年人民币汇率涨幅，预计人民币兑美元汇率在6.6-6.8区间有较强阻力，2月份资金做多人民币汇率热情已经有所减退。

图5：美元和人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：美债期限利差



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

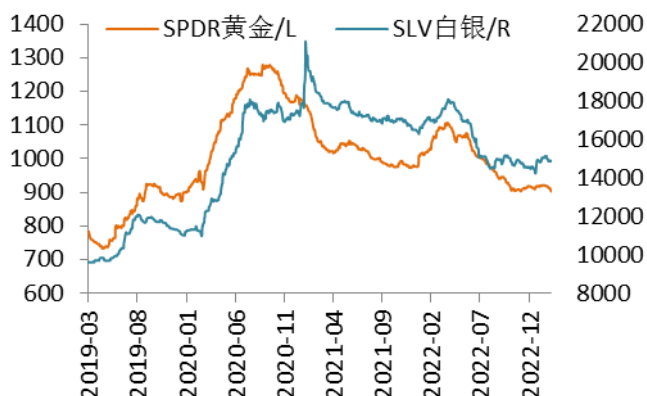
由于美国通胀压力持续缓解，经济增长动能有放缓迹象，美联储连续放缓紧缩步伐，2022年11月份至2023年1月份美国10年期国债收益率下跌从4.1%上方回落至3.4%附近。但2月份公布的美国1月份经济数据显示就业市场继续火爆而经济和通胀显示出较强韧性，市场重新评估美联储政策利率路径的预期；美联储主席鲍威尔国会证词显示出美联储短期内过度加息的可能性，这反而加大后续美国经济衰退的可能性，美债收益率曲线陡峭化上行。我们认为美国就业市场的结构性和通货膨胀的外部性使得美国经济增长和就业市场的相关性下降，美联储要想成功控制通货膨胀大概率会带来美国经济的深度衰退，唯一可取的中庸选择是提高通胀容忍度至4-5%并且保持较高的政策利率水平，在这种情况下美国可实现较低经济增速和较高融资利率下的软着陆，预计年内美债收益率持续倒挂，长

端收益率核心波动率在 3-4% 之间。

2.2 市场投资情绪

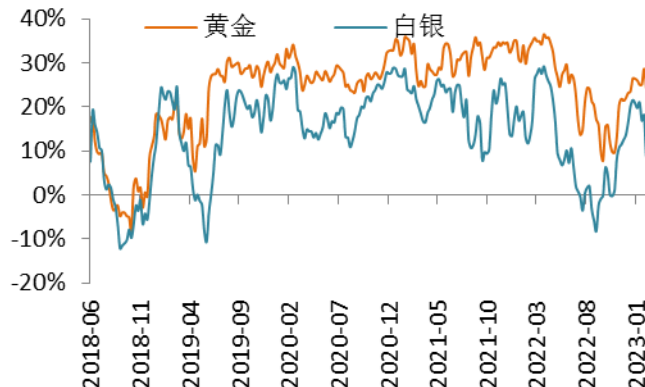
上周 SPDR 黄金 ETF 持仓量环比减少 8.97 吨或 0.98%, SLV 白银 ETF 持仓减少 5.72 吨或 0.04%。2022 年 9 月份以来贵金属 ETF 持仓量止跌并小幅回升, 但回升速度与幅度均不算大, 其可持续性以及对市场的影响有待观察。由于美联储虽然放缓加息步伐但还是在继续提升政策利率, 这对于没有利息收入的贵金属而言是根本性的利空。

图7: 贵金属ETF持仓量



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图8: 贵金属CFTC基金净多率



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

美国 CFTC 数据显示, 2023 年 2 月 14 日当周机构投资者减持黄金多单 14364 张而增持黄金空单 8444 张, 分别减持白银多单 1839 张和空单 77 张, 结果是黄金白银基金净多率分别下降至 20.7% 和 7.2%。总体上看在 2022 年 11 月金银价格显著反弹的刺激下, 机构投资者做多贵金属的意愿明显回升; 但 2023 年以来全球经济衰退预期明显抑制白银价格, 2 月份之后投资者看多贵金属程度有所减轻。

2.3 贵金属回顾展望

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_53240

