



美联储加息周期接近尾声 贵金属仍有上涨空间

方正中期期货研究院稀有贵金属研究中心 史家亮 王骏

美联储 3 月议息会议如期加息 25BP，下调长期利率预期和经济增速预期，但是上修了通胀预期，政策声明不再表示预计利率将持续上升，声明整体偏鸽派；而鲍威尔讲话略偏鹰派，但是其讲话基调被耶伦不考虑大幅提高存款保险额度及其覆盖面的言论所影响，市场恐慌情绪有所升温。

基于美联储 3 月议息会议释放的信号、美欧银行系统出现的系统性问题，美国联邦基金期货隐含利率推算加息概率，叠加华尔街日报记者关于联储加息将出现调整言论，我们认为由于通胀仍处高位且有韧性，银行风险未进一步蔓延，美联储降息也不会马上到来；但是银行风险仍未消除，仍有恶化预期，美联储 3 月加息 25BP 后将会停止加息的概率大，下半年将会根据经济和通胀回落程度与银行系统风险的演变降息 2 次。

受美联储货币政策调整节奏变化影响，叠加美欧政策差收窄预期，美元指数和美债收益率持续回落，将会进一步下行，美元指数 2023 年跌破 100 的可能性较大。避险需求与美联储政策宽松预期推动下，黄金强势上涨，关注连续大幅上涨后回调低吸的机会；未来随着联储政策宽松预期兑现，经济衰退担忧加剧以及避险需求等因素影响，黄金刷新历史新高可能性依然存在。

目录

一、	美联储 3 月议息会议偏鸽	3
二、	美联储主席鲍威尔讲话偏鹰	5
三、	美联储加息周期接近尾声	7
四、	美联储政策调整预期下黄金走势分析	9
五、	贵金属关注低吸机会	11

美联储3月议息会议如期加息25BP，下调长期利率预期和经济增速预期，但是上修了通胀预期，政策声明不再表示预计利率将持续上升，声明整体偏鸽派；而鲍威尔讲话略偏鹰派，但是其讲话基调被耶伦不考虑大幅提高存款保险额度及其覆盖面的言论所影响，市场恐慌情绪有所升温，美元指数和美债收益率表现弱势，美股先扬后抑，贵金属上涨。

一、 美联储3月议息会议偏鸽

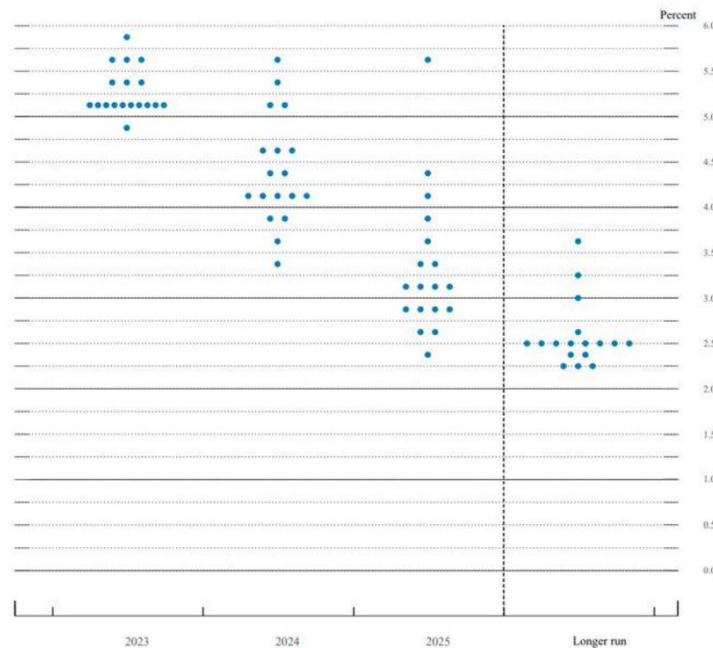
北京时间3月23日凌晨2点，美联储公布3月议息会议声明，美联储将联邦基金利率区间上调25BP至4.75%-5%，这是美联储自去年3月以来连续第九次加息，金融危机爆发以来的最高。美联储FOMC声明指出，美国银行业稳健、有弹性，但一些事件将拖累经济增长。与此同时，数据显示消费和生产增长适度，进一步收紧政策可能是合适的。最近的发展将导致信贷环境趋紧；将考虑累积政策收紧和滞后性的影响。点阵图显示，2023、2024年底利率预期中值分别为5.1%，4.3%，和12月份预期一致。本次加息25个基点的决议获得票委一致支持。

3月议息会议声明有以下几点变动：①决议声明删除了俄乌冲突“正在造成巨大的人员和经济困难，并加剧了全球不确定性”的表述，称消费者支出和生产“温和增长”，就业方面，最近几个月增长加快，速度强劲，失业率保持在低位。②删除了“通胀有所缓和”的表述，调整为“通胀仍处于高位”，强调委员会仍然高度关注通胀风险。③删除了过去八次议息会议声明里的“FOMC委员预计持续加息适宜”表述，改为“预计一些额外的政策紧缩可能是适当的”，添加了暂停加息的灵活性。④新增了对近期银行业危机的解读“美国银行体系稳健且有韧性。最近的事态发展可能导致对家庭和企业的信贷条件收紧，并对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度是不确定的。”另外除了新增表示“委员会将密切关

注未来发布的信息并评估其对货币政策的影响”，还重申“若有需要，准备好适当调整政策立场”。

点阵图方面，更新后的点阵图显示，2023 年底政策利率为 5.0-5.25%，与 12 月点阵图一致；但是与 12 月预测相比，美联储官员对 2023 年末的利率预期维持不变，但点阵图显示或有 5 位官员上调了利率预期；2024 年底政策利率为 4.25-4.5%，比 12 月点阵图高 25bp；2025 年底政策利率为 3.0-3.25%，与 12 月点阵图一致。这反映出，美联储官员预计年内将再加息 25bp 并且不会降息，而 2024、2025 年将分别降息 75bp、125bp。从联邦基金利率期货预期来看，市场预计 2023 年末利率下降至 4.25% 左右，2024 年下半年便会下降至 3.75% 以下；所以市场对美联储的利率预期并不认可。

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据来源：美联储

经济预测方面，美联储下调了近两年经济增速预期和 23 年失业率预期，但是上修了 2023 年通胀预期。实际 GDP 同比方面，2023 和 2024 年分别由 0.5%、1.6% 下调至 0.4%、1.2%，2025 年由 1.8% 上调至 1.9%。失业率方面，2023 年由 4.6% 下调至 4.5%，2024 年保持不变，2025 年由 4.5% 上调至 4.6%。PCE 通胀方面，2023 年由 3.1% 上调至 3.3%，2024 和 2025 年保持不变。核心 PCE 通胀方面，2023 和 2024 年分别由 3.5%、2.5% 上调至 3.6%、2.6%，2025 年保持不变。

预测中位数	2023	2024	2025	长期
GDP	0.4% (0.5%)	1.2% (1.6%)	1.9% (1.8%)	1.8% (1.8%)
失业率	4.5% (4.6%)	4.6% (4.6%)	4.6% (4.5%)	4.0% (4.0%)
PCE	3.3% (3.1%)	2.5% (2.5%)	2.1% (2.1%)	2.0% (2.0%)
核心 PCE	3.6% (3.5%)	2.6% (2.5%)	2.1% (2.1%)	N/A

数据来源：美联储（括号里面是 2022 年 12 月预期）

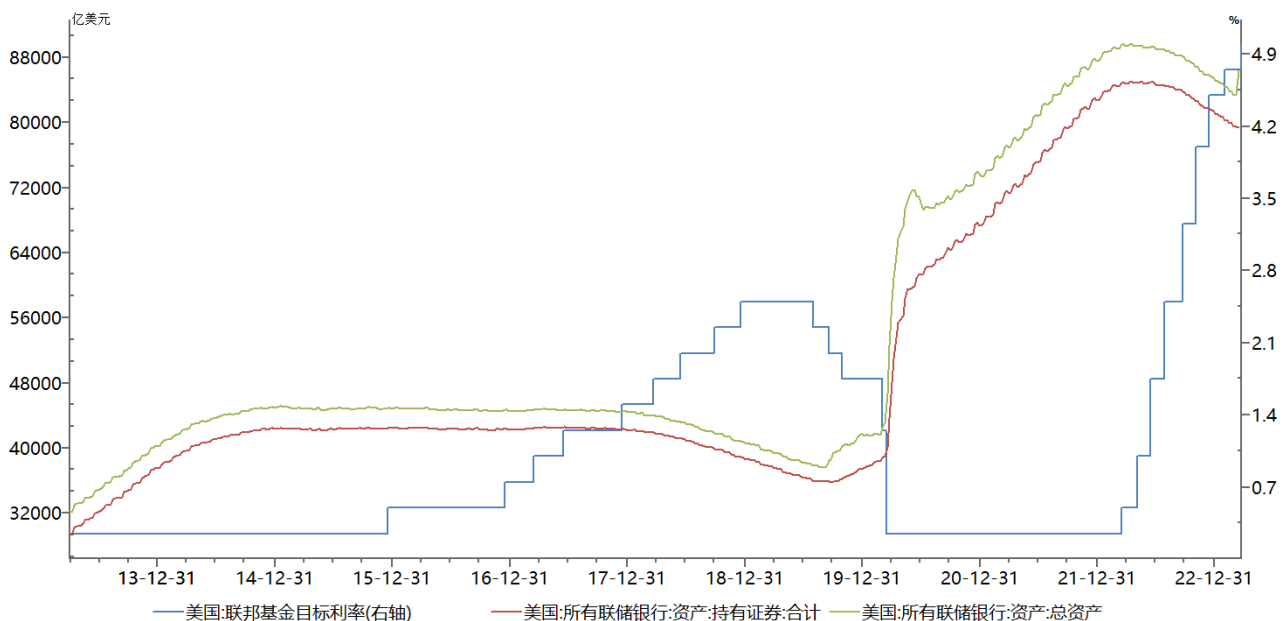
二、 美联储主席鲍威尔讲话偏鹰

美联储主席鲍威尔表示，考虑过暂停加息，但加息的决定得到了委员会很强的共识支持，首先解释了 3 月加息的整体情况。再次强调如果需要将利率提高更高，美联储将会这样做；今年降息不是美联储的基本预期，更紧的信贷条件可以替代加息。经济预期方面，近期美国经济数据比预期的更强，但银行信贷条件也将更紧，因此最新的经济预测考虑到了上述因素

的相互抵消；故对经济的影响尚难判断，美联储准备好用所有工具确保银行系统安全，将加强对银行业的监管，一系列银行业倒闭事件可能会影响到美国经济。关于美联储在硅谷银行事件后一周内扩表约 3000 亿美元，鲍威尔强调此“扩表”和量化宽松（QE）有很大区别；QE 的目标是增大国债需求、压低利率，但近期的扩表并没有此含义。

从鲍威尔讲话来看，鲍威尔承认未来信贷紧缩的程度和持续时间都有较大不确定性，所以对美国经济和利率预测的信心略显不足，其对美国经济“软着陆”的信心也在下降。鲍威尔强调今年降息不是美联储的基本预期，如果金融压力蔓延将对储户提供更广泛的保护，美联储大幅逆转缩减资产负债表规模的努力，并不意味着正在利用所持资产为经济提供新的刺激，整体略偏鹰派。

鲍威尔偏鹰派讲话，对于美元指数和美债收益率本应该形成利好影响，对贵金属形成利空影响，但是被被耶伦不考虑大幅提高存款保险额度及其覆盖面的言论所影响，市场恐慌情绪有所升温，利好贵金属，利空美元美债与美股。



数据来源：WIND 方正中期期货

三、美联储加息周期接近尾声

美联储将联邦基金利率区间上调 25BP 至 4.75%-5%，这是美联储自去年 3 月以来连续第九次加息；美联储 FOMC 声明指出，美国银行业稳健、有弹性，但一些事件将拖累经济增长。于此同时，数据显示消费和生产增长适度，进一步收紧政策可能是合适的。最近的发展将导致信贷环境趋紧；将考虑累积政策收紧和滞后性的影响。点阵图显示，2023、2024 年底利率预期中值分别为 5.1%，4.3%。

美联储主席鲍威尔表示，考虑过暂停加息，但加息的决定得到了委员会很强的共识支持；如果需要将利率提高更高，美联储将会这样做；今年降息不是美联储的基本预期，更紧的信贷条件可以替代加息；将加强对银行业的监管，一系列银行业倒闭事件可能会影响到美国经济。

从美联储声明和鲍威尔讲话来看，美联储承认银行业风险仍然存在并且会影响到美国经济，美联储考虑停止加息但是高通胀下暂未实施，尽管点阵图显示年内仍会加息 1 次，但是预期概率不大，淡化了美联储抑制通胀的激进做法，通胀的重视程度有所下降；鲍威尔强调今年降息不是美联储的基本预期，如果金融压力蔓延将对储户提供更广泛的保护，美联储大幅逆转缩减资产负债表规模的努力，并不意味着正在利用所持资产为经济提供新的刺激，整体略偏鹰派，但是被被耶伦不考虑大幅提高存款保险额度及其覆盖面的言论所影响，市场恐慌情绪有所升温，利好贵金属，利空美元美债与美股。

基于美联储3月议息会议释放的信号、美欧银行系统出现的系统性问题，美国联邦基金期货隐含利率推算加息概率，叠加华尔街日报记者关于联储加息将出现调整言论，我们认为由于通胀仍处高位且有韧性，银行风险未进一步蔓延，美联储降息也不会马上到来；美联储3月加息25BP后将会停止加息的概率大，下半年将会根据经济和通胀回落程度与银行系统风险的演变降息2次。



数据来源：WIND 方正中期期货

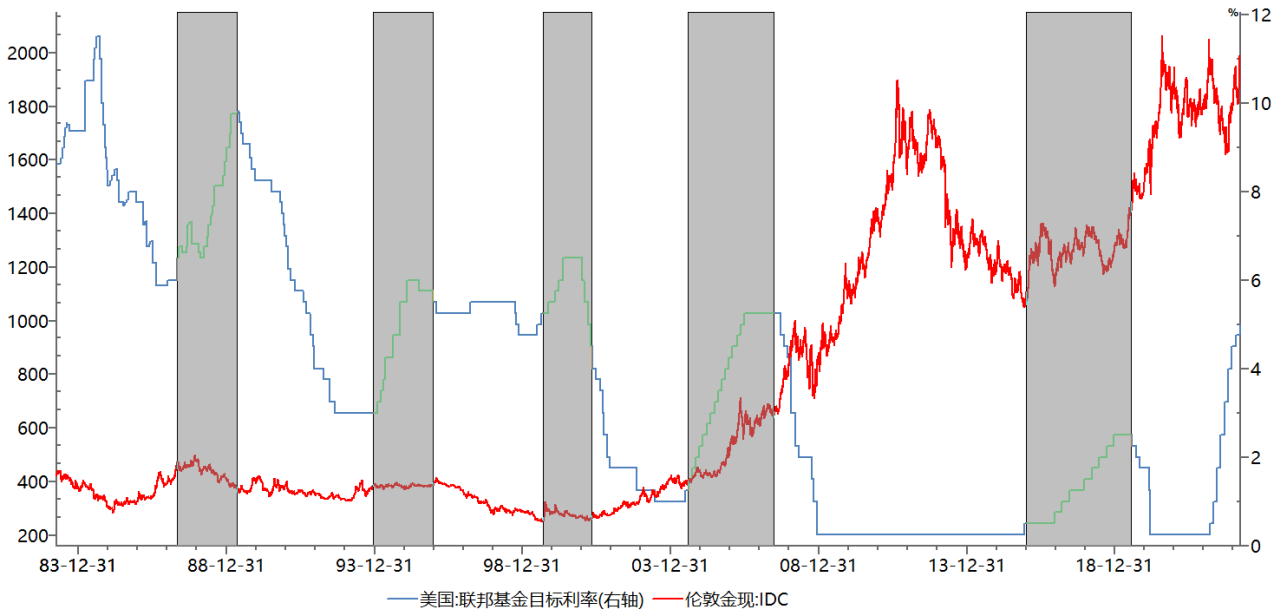
美联储3月议息会议结束后，美联储加息节奏预期出现变化，据CME“美联储观察”最新数据显示，美联储5月维持利率不变的概率为38.8%，加息25个基点至5.00%-5.25%区间的概率为61.2%；到6月降息25个基点的概率为22.1%，维持利率不变的概率为51.5%，累计加息25个基点的概率为26.4%。



数据来源: 彭博 方正中期期货

四、美联储政策调整预期下黄金走势分析

从历次加息周期来看, 美联储加息预期升温之际, 黄金表现偏弱; 当加息预期被市场消化或者落地之际, 黄金往往走出利空出尽反弹的行情; 当然降息对黄金而言直接形成利好影响。从历次缩表周期和黄金走势来看, 当收紧预期加强之际, 黄金短期偏弱, 但是中期维持偏强行情。本轮加息周期和缩表周期亦会有此效果, 并且当前面临美欧银行系统性风险和经
济衰退风险等其他因素影响, 黄金的表现将会强于以往缩表周期黄金的表现。

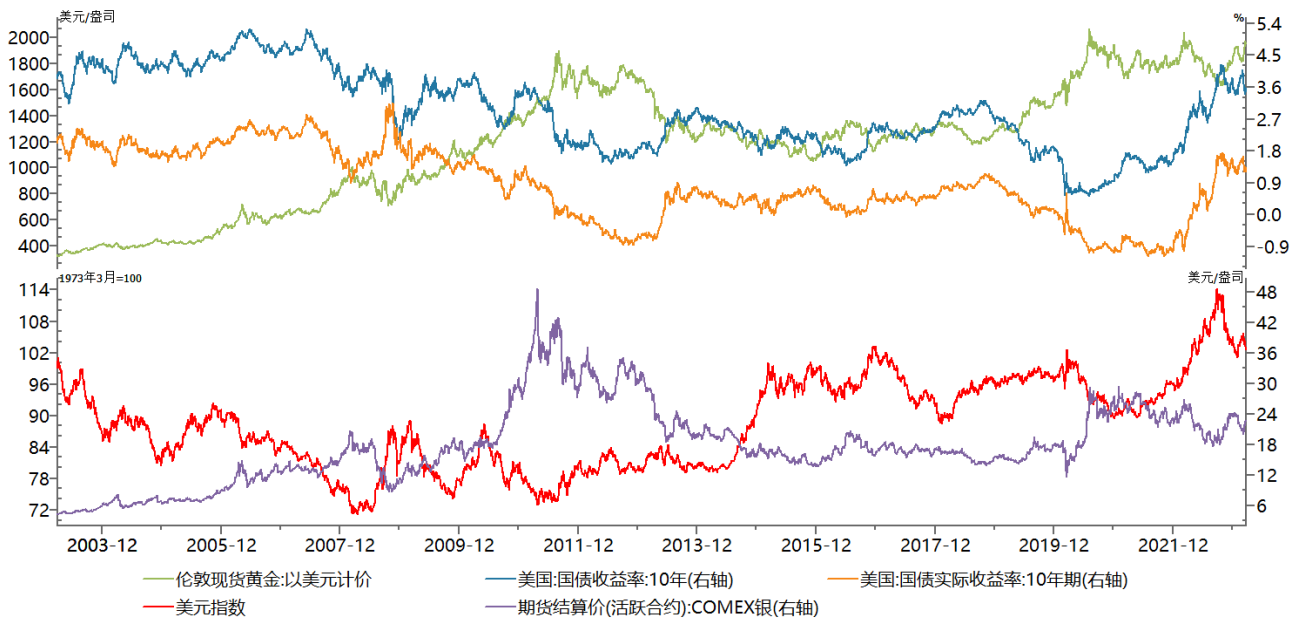


数据来源：WIND 方正中期期货

基于当前对美联储货币政策的调整预期，我们认为当美联储释放货币政策鹰派调整或预期升温对黄金价格形成直接利空；然而美联储缩债和加息预期一旦落地，黄金将会再度回归强势行情。2023年，美欧银行系统性风险等黑天鹅事件外，美联储货币政策调整的进展对于黄金的影响依然是核心。近二十年，美联储近期释放的天量流动性，依然没有被市场所完全消化，超发的货币和泛滥的流动性依然会支撑着金价，故黄金价格虽然会回调，但是回调的幅度会相对有限。从中长期来看，信用货币时代，货币超发严重且持续，央行购金需求不断增加，黄金供应相对有限，黄金仍有较大的上涨空间，长期投资者或者资产配置者，仍在可借回调之际做多，逢低配置。

五、 贵金属关注低吸机会

美联储货币政策调整节奏预期与经济衰退担忧继续主导贵金属行情，美元指数和美债收益率走势直接影响贵金属走势；亦要关注突发地缘政治、银行系统性风险等黑天鹅事件的影响。美欧等多个银行爆发风险引发系统性风险担忧，美联储政策宽松预期再度升温，叠加避险需求增加，贵金属逆转弱势行情持续走强；后续关注政策收紧节奏放缓、流动性危机以及地缘政治等宏观因素能否助力贵金属持续上涨，中长期的调整低吸机会依然是焦点。



数据来源：WIND 方正中期期货

避险需求与美联储政策宽松预期推动下，黄金强势上涨，伦敦金一度突破 2000 美元/盎司（446 元/克），避险情绪有继续萦绕黄金走势；连续大幅上涨后继续关注回调机会，下方关注 1850 美元/盎司（410 元/克）；后市伦敦金继续关注 2000 美元/盎司压力位（450 元/克），一旦有效突破则需关注 2075 美元/盎司历史前高位置（460 元/克）；未来随着联储政

策宽松预期兑现，经济衰退担忧加剧以及避险需求等因素影响，黄金刷新历史新高可能性存在。白银跟随黄金走强，白银上方关注 24 美元/盎司压力（5450 元/千克），下方关注 20 美元/盎司（4800 元/千克）支撑。风险事件引发避险需求，鹰派加息逻辑转为鸽派宽松，贵金属强势上涨，当前迎来回调行情。前期多单或继续持有或高位了结落袋为安，未入场者等待低吸机会；重大危机下白银表现依然会弱于黄金。



数据来源：WIND 方正中期期货

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北區金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦1606室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区长柳路58号证大立方大厦604室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花禧年喜年中心18层1807室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路53号楷林商务中心C座2304、2305、2306	0731-84118337
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号1703	021-58991278
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦B座12层8-9号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市崂山区香港东路195号上实中心T6号楼10层1002室	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市高新区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1105、1106室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦5幢1010室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路999号中央商业广场(王府井A座11楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
风险管理子公司		
上海国际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦24楼	021-20778922

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，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，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。