

ITG 国贸期货

大宗商品

# 研究报告

国贸期货研究院出品

宏观金融

研究中心

2024. 3. 4-3. 10

资讯周报



## 一、【宏观】国内 PMI 走势分化，美国 PCE 符合预期

**观点：**宏观因素多空交织，商品走势震荡，关注下周重要事件和非农数据的指引

**逻辑：**近期国内商品持续震荡运行，一是，国内宏观预期和供需弱现实的博弈或愈发剧烈，导致工业品陷入宽幅震荡；二是，美国经济的强韧性与降息预期的反复造成了行情的混乱；三是，地缘政治、产量政策调整等供应端的扰动有所增多。

展望后市：下周重要事件和数据来临，关注破局因素的出现。国内部分，一方面，政府工作报告对于经济和政策的定调，将会为未来一段时间经济发展指明方向，尤其是财政如何发力值得高度关注；另一方面，PSL 连续净投放，“三大工程”等有望加速推进，关注“金三银四”旺季需求的释放。海外部分，1 月 PCE 通胀走势符合预期，减缓了市场的担忧情绪，当前需要重点关注的是通胀和非农数据反弹的持续性，若下周公布的 2 月非农数据重回放缓趋势，那么市场的降息预期有望再度升温。地缘政治部分，俄乌冲突、巴以局势等短期内看不到解决的路径，或仍将对供应端带来扰动，关注相关方和谈的走向。

## 二、【股指】强政策预期下，股指表现强势

**观点：**低位布局股指多单。

**逻辑：**临近“两会”召开，增量政策预期较强，2 月 23 日，中央财经委员会第四次会议指出引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，降低全社会物流成本、提高经济运行效率。2 月 29 日国内召开政治局会议，讨论国务院拟提请第十四届全国人民代表大会第二次会议审议的《政府工作报告》稿，并提出“积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效，增强宏观政策取向一致性，营造稳定透明可预期的政策环境”。此外，市场密集传出“小作文”，如 PSL、特别国债发行等。数据方面，PMI 数据落地，但 A 股当前主要交易强政策预期，对历史经济数据反应较为钝化。短期内重点关注即将到来的两会上对财政和产业政策方面的部署，以及地产融资和需求端政策落地后的实际情况，在增量政策的支持下，股指进一步上行空间有望打开。

## 三、【国债】债期配合基本面回调，关注两会定调

**观点：**短期债期配合基本面调整，建议关注两会。

**逻辑：**2 月 29 日周四晚间，中共中央政治局召开会议。会议指出，今年工作要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效，增强宏观政策取向一致性营造稳定透明可预期的政策环境。其中“营造稳定透明可预期的政策环境”是新的提法，有效的针对了当下信心偏弱，政策效果打折的局面，提高了市场对于两会以及今年政策的期待。叠加下周两会在即，市场进入炒作政策预期的局面，债期在连续的超涨下，配合基本面顺势大幅调整。短期来看，债期或进入调整阶段，具体幅度建议关注两会的定调，若政策发力超预期，债期大概率配合政策端的变化顺势调整，若政策基调相对温和，且缺乏有效性针对性的举措和抓手，那么债期回调幅度料相对有限，下跌就是“倒车接人”的机会。

## 四、【贵金属】放缓缩表、避险情绪共振，沪金再创历史新高

**观点：**短期：或偏强运行，波动率料提升。长期：贵金属价格仍有上涨空间，建议继续多配为主。

**逻辑：**对于贵金属市场而言，近期美国经济数据普遍表现欠佳强化美联储 6 月降息预期，加上美联储官员愈发频发提及放缓缩表增加美联储 3 月会议讨论放缓 QT 的可能，均对美债收益率构成压制，因此贵金属价格短期或仍会偏强运行。其次，纽约社区银行暴雷，避险情绪升温，亦对金价构成显著提振。白银方面，由于美国 2 月 ISM 制造业 PMI 意外萎缩或拖累商品属性，银价整体表现弱于黄金。

展望后市，短期在避险情绪、降息、放缓缩表等预期共振升温下，贵金属价格料延续偏强运行，已建仓多头可继续持有。但本周市场将迎美联储主席鲍威尔在参众两院的证词陈述和美国 2 月非农就业报告等重磅数据，建议未建仓者谨慎追多。目前，美国核心 PCE 环比仍强劲增长、制造业 PMI 亦有分化，距离美联储首次降息时点仍有较长

时间，贵金属价格或仍存有反复的可能。但中长期来看，美联储即将启动降息周期、全球地缘局部冲突不确定性仍较高、美国大选或增加全球市场不确定性、各国央行料维持净购金需求等，黄金配置价值仍旧突出，建议金银长期以多配为主。

# 目录

【宏观】国内 PMI 走势分化，美国 PCE 符合预期-----	4
【股指】强政策预期下，股指表现强势-----	15
【国债】债期配合基本面回调，关注两会定调-----	20
【贵金属】放缓缩表、避险情绪共振，沪金再创历史新高-----	26

## 国内 PMI 走势分化，美国 PCE 符合预期

### 观点

展望后市：下周重要事件和数据来临，关注破局因素的出现。国内部分，一方面，政府工作报告对于经济和政策的定调，将会为未来一段时间经济发展指明方向，尤其是财政如何发力值得高度关注；另一方面，PSL 连续净投放，“三大工程”等有望加速推进，关注“金三银四”旺季需求的释放。海外部分，1月 PCE 通胀走势符合预期，减缓了市场的担忧情绪，当前需要重点关注的是通胀和非农数据反弹的持续性，若下周公布的2月非农数据重回放缓趋势，那么市场的降息预期有望再度升温。地缘政治部分，俄乌冲突、巴以局势等对供应端仍有扰动，关注相关方谈判的结果。

### 核心逻辑

(1) 本周国内商品持续震荡运行，一是，国内宏观预期和供需弱现实的博弈或愈发剧烈；二是，美国经济的强韧性与降息预期的反复造成了行情的混乱；三是，地缘政治、产量政策调整等供应端的扰动有所增多。

(2) **国内 PMI 走势分化**。2月中采制造业 PMI 小幅回落至 49.1%（前值 49.2%），延续 2023Q4 以来的收缩状态；2月服务业 PMI 则小幅升至 51.4%（前值 50.7%）。2023 年中央经济工作会议强调当前经济存在“有效需求不足”和“社会预期偏弱”等问题之后，财政、货币、金融、房地产等政策陆续发力，稳定市场预期的信号也接连出现。今年 1 月、2 月 PMI 连续呈现环比企稳特征，这意味着政策已有初步效果。不过，当前经济仍面临房地产尚未企稳和外需走弱的压力，PSL 连续净投放、五年期 LPR 利率下调是一个好的开始，或能助力房地产行业企稳，未来重点关注广义财政能否在减去化债影响后继续“净扩张”。

(3) **美国 1 月 PCE 走势符合预期，日本 1 月通胀高于预期**。1) 1 月核心 PCE 同比回落至 2.8%，PCE 同比回落至 2.4%，均符合市场预期，减缓了市场对通胀再超预期的担忧。由于此前已经公布的 1 月 CPI 和非农数据偏强，市场对 PCE 可能出现的反弹已有充分的预期，因此数据公布后并未对市场造成较大的波动。市场已对 3 月降息的预期做了修正：年初以来降息时点推后，且国债利率大幅上行。当前需要重点关注的是通胀和非农数据反弹的持续性，若下周公布的 2 月非农数据重回放缓趋势，那么市场的降息预期有望再度升温。2) 根据欧盟委员会公布数据显示，欧元区 2 月经济景气指数为 95.4，低于 1 月份的 96.2 以及预期 96.6，连续三个月走低。3) 日本 1 月整体 CPI 同比上涨 2.2%，虽较前值 2.6%有所放缓，但明显高于预期的 1.9%。

宏观·周度报告

2024 年 03 月 04 日 星期一

国贸期货·研究院  
宏观金融研究中心

郑建鑫

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码  
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

# 一、宏观和政策跟踪

## 1.1 国内 PMI 走势分化

### 1、中采 PMI 小幅回落，财新 PMI 小幅回升

事件：3月1日，国家统计局公布的数据显示，2月中采制造业 PMI 为 49.1%（前值 49.2%），延续 2023Q4 以来的收缩状态；2月服务业 PMI 升至 51.4%（前值 50.7%），建筑业 PMI 回落至 53.5%（前值 53.9%）。随后公布的数据显示，2月财新中国制造业 PMI 加速至 50.9%（前值 50.8%），连续 4 个月运行在临界值以上。

**(1) 中采制造业 PMI 供需均下行但结构短期改善。**2月制造业 PMI 为 49.1%，低于过去五年春节均值的 50.0%，不过，从环比来看，2月环比较 1 月仅下行 0.1 个百分点，好于过去五年春节的 -0.3%。春节效应下供给的收缩幅度大于需求，带来短期的供需格局和价格水平改善，具体来看：需求端方面，2月新订单指数为 49.0%，与前月持平，但连续 5 个月收缩，需求端仍然偏弱；供给端方面，春节企业员工返乡增多，2月生产指数较上月回落 1.5 个百分点至 49.8%，在连续 8 个月扩张后回到荣枯线下；企业预期有所回升，但招工小幅放缓；进出口方面，新出口订单指数和进口指数均回落，海外高利率持续作用于经济，外需可能震荡偏弱，我国出口可能仍受到一定影响，而扩内需政策下进口或有所支撑。

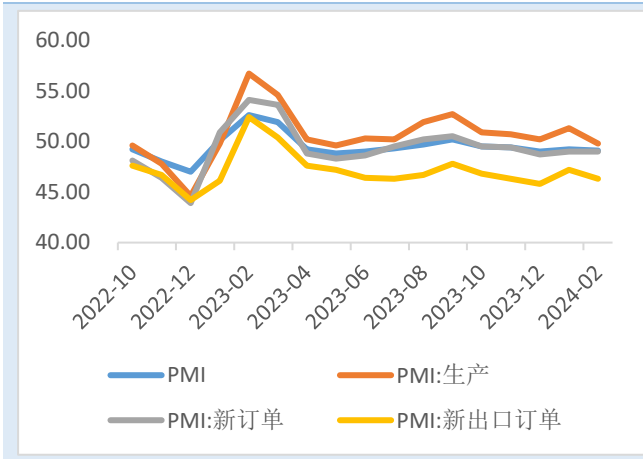
价格方面，国际大宗商品价格略有上行，主要原材料购进价格指数虽然连续两个月走低，但仍处于扩张态势，2月录得 50.1%，而市场需求有所改善，出厂价格指数升高 1.1 个百分点至 48.1%；库存方面，受到部分地区冻雨的天气影响，供应商配送时间指数下降，企业原材料、产成品库存指数下降，分别录得 47.4%、47.9%。

**(2) 非制造业 PMI 方面，服务业和建筑业景气度走势分化。**2月非制造业商务活动指数为 51.4%，比上月回升 0.7 个百分点，连续 3 个月回升。其中，服务业商务活动指数为 51.0%，比上月上升 0.9 个百分点，连续两个月走高，行业上有所分化，与节日出行和消费密切相关的行业生产经营较为活跃，房地产、居民服务等行业商务活动指数继续低于临界点；受春节假期及低温雨雪天气等因素影响，建筑业商务活动指数为 53.5%，比上月下降 0.4 个百分点，连续两个月下降。

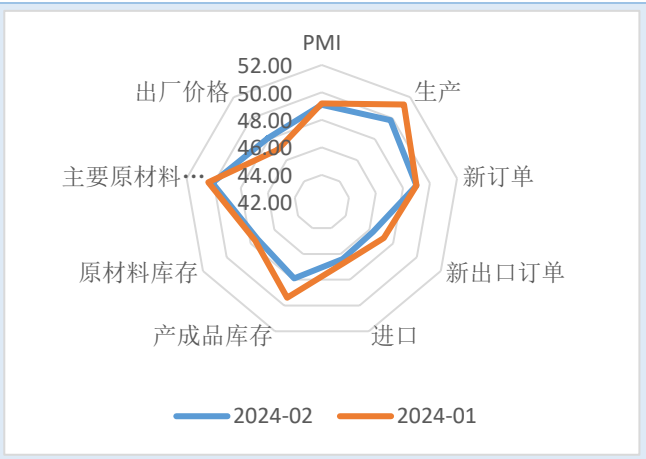
总体来看，2月中采 PMI 出现了分化，制造业小幅回落且延续收缩的状态，服务业则小幅回升。2023 年中央经济工作会议强调当前经济存在“有效需求不足”和“社会预期偏弱”等问题之后，财政、货币、金融、房地产等政策陆续发力，稳定市场预期的信号也接连出现。今年 1 月、2 月 PMI 连续呈现环比企稳特征，这意味着政策已有初步效果。不过，当前经济仍面临房地产尚未企稳和外需走弱的压力，PSL 连续净投放、五年期 LPR 利率下调是一个好的开始，或能助力房地产行业企稳，未来重点关注广义财政能否在减去化债影响后继续“净扩张”。

图表 1：中采 PMI 小幅回落

图表 2：供需结构短期改善



数据来源：Wind



数据来源：Wind

## 1.2 国内政策跟踪

### (1) 人民银行召开座谈会，部署做好五篇大文章

2月26日，中国人民银行召开做好金融五篇大文章工作座谈会，贯彻落实中央金融工作会议关于做好金融五篇大文章的总体部署，交流经验做法，研究部署下一阶段工作。会议指出，中央金融工作会议强调，要着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，切实加强对重大战略、重点领域、薄弱环节的优质金融服务。用好用足货币政策工具，做好审贷放贷、资金申报和存续期管理，将央行再贷款优惠政策通过各金融机构精准传导到各重点领域。提升专业服务能力，深入研究各重点领域产业政策、发展动态、经营模式、风险特征，加快构建可持续的业务模式。中国人民银行将通过加强政策指引、强化政策激励、明确目标要求、加强考核评估，做好支持引导和服务保障。高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，金融要为经济社会发展提供高质量服务。

### (2) 中央政治局召开会议讨论《政府工作报告》

2月29日中共中央政治局召开会议，讨论国务院拟提请第十四届全国人民代表大会第二次会议审议的《政府工作报告》稿。会议强调，今年是实现“十四五”规划目标任务的关键一年。会议强调坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，全面深化改革开放，推动高水平科技自立自强，加大宏观调控力度，统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，统筹新型城镇化和乡村全面振兴，统筹高质量发展和高水平安全切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。宏观政策上，积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效，增强宏观政策取向一致性，营造稳定透明可预期的政策环境。要大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力。

### (3) 国务院进行全国统一大市场建设的主题学习

2月26日下午，国务院以“建立健全公平竞争制度，加快完善全国统一大市场基础制度规则”为主题，进行第六次专题学习。李强在主持学习时指出，推进全国统一大市场建设要坚持目标导向、要坚持问题导向、要加强制度供给。分别来看，要坚持目标导向，切实打通制约经济循环的关键堵点，促进要素资源合理流动和高效配置；要坚持问题导向，全面清理妨碍统一市场和公平竞争的政策规定，大力破除各种市场准入的显性和隐性壁垒，持续治理地方保护、市场分割、招商引资乱象等突出问题；要加强制度供给，进一步完善产权保护、市场准入、公平竞争、社会信用等基础制度规则，细化操作性强的配套政策，深化财税、统计等方面改革。

### 1.3 海外：美国四季度经济增速下修，日本通胀回落幅度小于预期

#### 1、四季度实际 GDP 不及预期，PCE 高于预期

当地时间2月28日，美国商务部发布的数据显示，美国四季度GDP年化季环比修正值下修至3.2%，不及预期的3.3%。个人消费支出（PCE）物价指数年化季环比增速为1.8%，初值1.7%；扣除食品和能源的核心PCE物价指数年化季环比修正增速为2.1%，略超预期。

具体来看，美国实际GDP的增长反映了消费者支出、出口、州和地方政府支出、非住宅固定资产投资、联邦政府支出、私人存货投资和住宅固定投资的增强的全方位增长。而2023年美国保持较强的韧性，个人消费支出成为主要的贡献项。具体而言，消费支出的增长反映了服务和商品支出两方面的增长；在服务业的增长中，主要增长来源是食品服务和住宿以及医疗保健；在商品方面，其他非耐用品（以医药产品为首）和娱乐用品及车辆（以计算机软件为首）对消费增长做出了主要贡献。

图表 3：美国经济增速

项目	比重 (%)	环比增速				对 GDP 拉动作用			
		23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
国内生产总值 (GDP)	100	3.2	4.9	2.1	2.2	3.2	4.9	2.1	2.2
个人消费支出	68.9	3	3.1	0.8	3.8	2	2.11	0.55	2.54
商品	24.1	3.2	4.9	0.5	5.1	0.72	1.09	0.11	1.14
耐用品	9.2	3.2	6.7	-0.3	14	0.25	0.53	-0.03	1.07
非耐用品	14.9	3.3	3.9	0.9	0.5	0.47	0.56	0.14	0.07
服务	45	2.8	2.2	1	3.1	1.28	1.02	0.44	1.4
私人投资总额	18.2	0.9	10	5.2	-9	0.17	1.74	0.9	-1.69
固定资产投资	17.6	2.5	2.6	5.2	3.1	0.43	0.46	0.9	0.53
建筑	2.8	7.5	11.2	16.1	30.3	0.23	0.33	0.46	0.77
设备	5.5	-1.7	-4.4	7.7	-4.1	-0.08	-0.22	0.38	-0.21
知识产权	6.2	3.3	1.8	2.7	3.8	0.18	0.1	0.15	0.2
住宅	3.3	2.9	6.7	-2.2	-5.3	0.11	0.26	-0.09	-0.22
私人存货变化	0.4	NA	NA	NA	NA	-0.27	1.27	0	-2.22
商品和服务净出口	-4.2	6.4	5.4	-9.3	6.8	-0.37	-0.56	1.13	-0.18
政府消费支出&投资	2.9	4.2	5.8	3.3	4.8	0.73	0.99	0.57	0.82

数据来源：Wind

#### 2、美国 1 月 PCE 走势符合预期

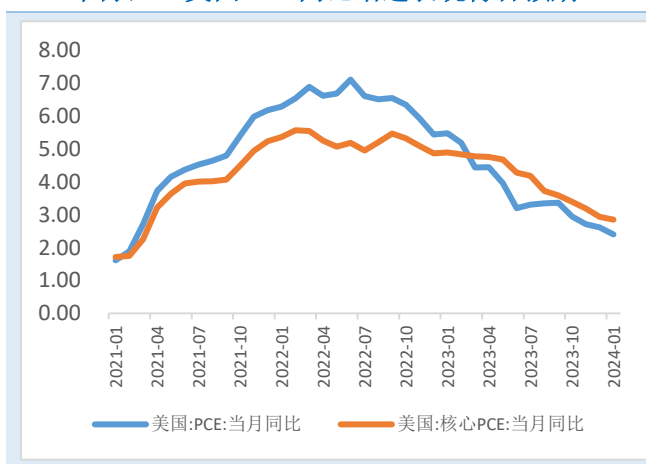
当地时间，2月29日，美国商务部公布的数据显示，美联储最为偏爱的通胀指标——核心PCE物价指数在1月份的表现符合经济学家预期。1月核心PCE通胀环比上行0.3个百分点至0.4%，符合彭博一致预期，同比回落至



2.8%，符合预期；PCE 价格环比从 0.1%回升至 0.3%，符合彭博一致预期，同比回落至 2.4%。从分项来看，核心商品有所反弹但仍偏弱，核心服务中等价租金偏强带动住房分项回升，其他核心服务普遍改善；食品分项有所反弹但能源分项仍然偏弱。同期公布的 1 月实际个人消费支出环比回落 0.7 个百分点至-0.1%，符合预期，12 月环比增速上修 0.1 个百分点至 0.6%，但个人名义收入环比超预期回升至 1.0%，但居民缴税环比增加 6%，居民名义可支配收入环比仅增长 0.3%，与 2023 年 12 月持平。

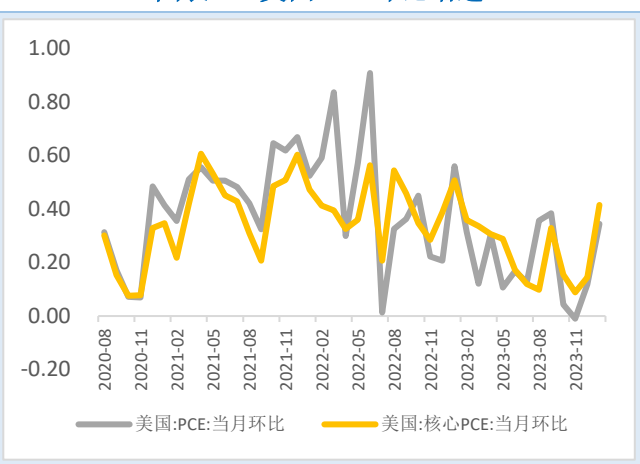
综合来看，1 月的 PCE 通胀表现整体符合市场预期，减缓了市场对通胀再超预期的担忧。由于此前已经公布的 1 月 CPI 和非农数据偏强，市场对 PCE 可能出现的反弹已有充分的预期，因此数据公布后并未对市场造成较大的波动。市场已对 3 月降息的预期做了修正：年初以来降息时点推后，且国债利率大幅上行。当前需要重点关注的是通胀和非农数据反弹的持续性，若下周公布的 2 月非农数据重回放缓趋势，那么市场的降息预期有望再度升温。

图表 4：美国 PCE 同比增速表现符合预期



数据来源：Wind

图表 5：美国 PCE 环比增速



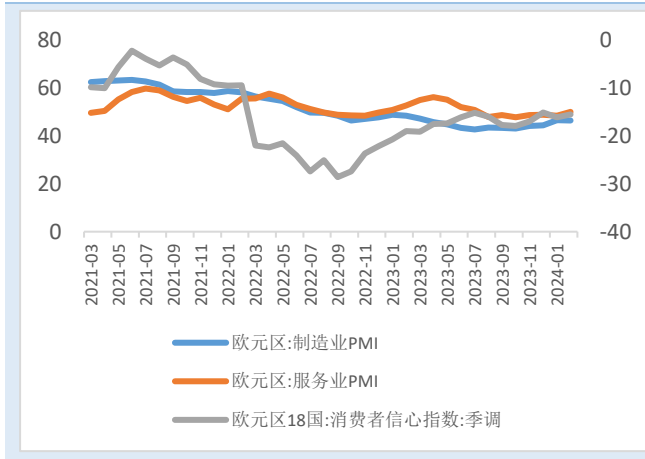
数据来源：Wind

### 3、欧元区 2 月经济景气度低于预期

当地时间 2 月 28 日，根据欧盟委员会公布数据显示，欧元区 2 月经济景气指数为 95.4，低于 1 月份的 96.2 以及预期 96.6，连续三个月走低。欧元区经济景气指数主要由工业信心指标、服务业信心指标、零售信心指标、建筑业信心指标以及真实贸易信心指标构成，其中欧元区 2 月工业景气指数录得-9.5，同样低于市场预期-9.2，为去年 8 月以来的最低值，前值则从-9.4 上修至-9.3；2 月服务业景气指数录得 6，低于前值 8.8 和预期 9。然而，欧元区就业预期指标 (EEI) 基本保持稳定，较前月升高 0.2 个点至 102.5，仍旧高于长期平均水平。与此同时，2 月欧元区消费者信心指数终值录得-15.5、较 1 月份的-16.1 有所回升，主要是因为家庭此前的财务状况有所好转，而且有进行大宗消费的意愿，但是对于整体的经济形势的预期依然不乐观。

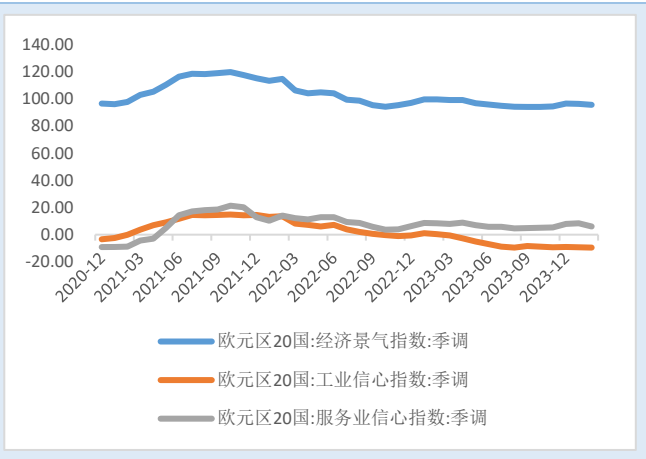
当地时间 2 月 27 日，欧洲央行行长拉加德表示，就欧洲经济而言，“有越来越多的迹象表明在触底反弹，而一些前瞻性指标指向今年晚些时候经济将回升”。短期来看，预计在高利率以及高通胀压力下，欧洲经济或仍偏弱，经济能否在中期企稳回升仍取决于通胀水平能否如期走低。

图表 6：欧元区 PMI 数据



数据来源：Wind

图表 7：欧元区经济景气指数



数据来源：Wind

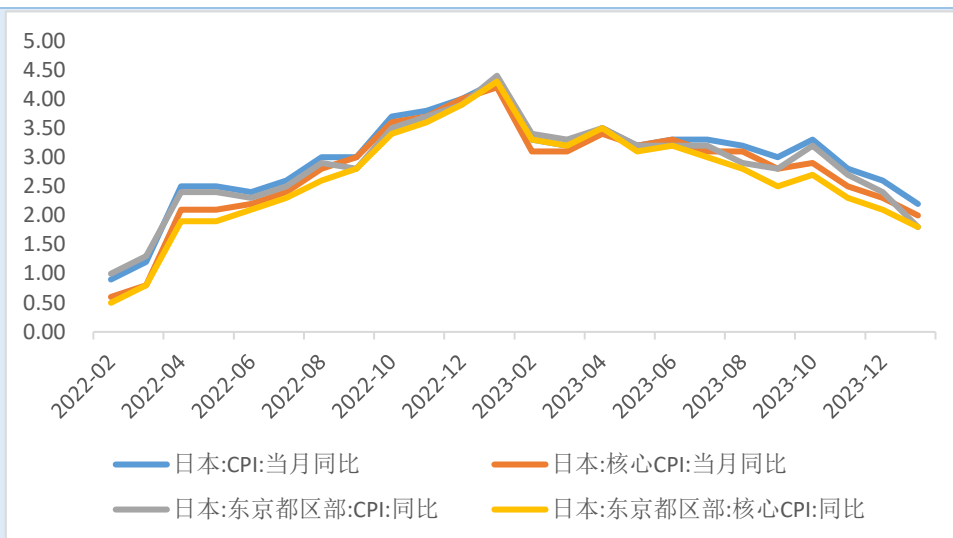
#### 4、日本 1 月 CPI 同比超预期

当地时间 2 月 27 日，日本 1 月整体 CPI 同比上涨 2.2%，虽较前值 2.6%有所放缓，但明显高于预期的 1.9%；除生鲜食品之外的核心 CPI 同比涨幅从前月的 2.3%放缓至 2.0%，符合日本央行的通胀目标，并高于经济学家预估的 1.9%；除生鲜食品及能源外的核心 CPI 同比上涨 3.5%，低于前值 3.7%，但高于预期 3.3%。

1 月日本物价水平如期回落，但是下降的幅度小于市场预期，日本通胀仍表现出一定韧性。而且政府此前出台的抑制电力和天然气的措施也对物价形成一定压制，如果排除政策的影响，核心 CPI 大约上涨 2.6%，高于 2.0%的目标。如果将 CPI 拆分为服务和商品来看，1 月日本商品价格同比涨幅录得 2.1%，延续三个月走低，这与进口原材料价格回落、供应链恢复等因素有关；1 月日本服务 CPI 同比上涨 2.2%，虽较上月下滑 0.1 个百分点，但仍显示出一定韧性，而且也是自 2021 年 3 月份以来首度超过商品的价格涨幅，反映出劳动力成本的增加，且越来越多的企业将劳动力成本转嫁到销售价格上。

近期日本央行行长植田和男表示预计良性经济周期将得到加强，通胀将随着薪资和就业增长而逐步上升。后续需要关注 3 月份日本春季劳资谈判的结果，以及服务价格是否能够在劳动力成本的推动下保持上涨态势，这也是确定工资-物价是否实现良性循环的关键，也会对日本央行的货币政策决定产生影响。

图表 8: 日本 1 月 CPI 同比超预期



数据来源: Wind

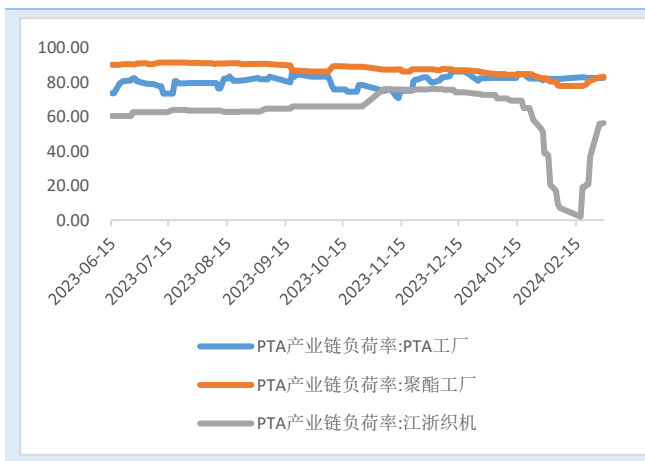
## 二、高频数据跟踪

### 2.1 工业生产逐步回升

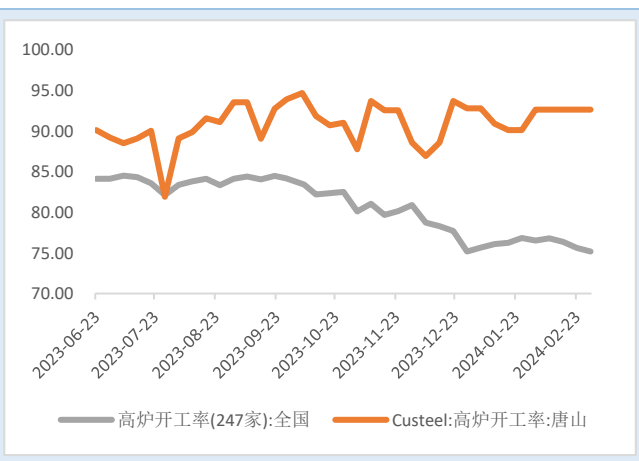
**化工：生产负荷回升，产品价格涨跌互现。**需求方面，聚酯产业链产品价格涨跌互现，截至3月1日，涤纶POY价格小幅上涨、PTA价格小幅上涨、聚酯切片价格小幅回落。生产端，本周PTA产业链负荷率逐步回升，其中，PTA开工率持稳于82.5%，聚酯工厂负荷率回升至82.8%，江浙织机负荷率回升至56.0%。

**钢铁：生产小幅回落，需求逐步回暖。**全国高炉开工率小幅回落0.44个百分点至75.17%；春节后需求表现不及预期，钢厂累库较多，检修有所增加，开工率持续回落。本周钢联数据显示，钢材产量小幅回落，表需小幅回升，各个环节库存持续累积。

图表 8：PTA 产业链负荷



图表 9：钢厂高炉开工率



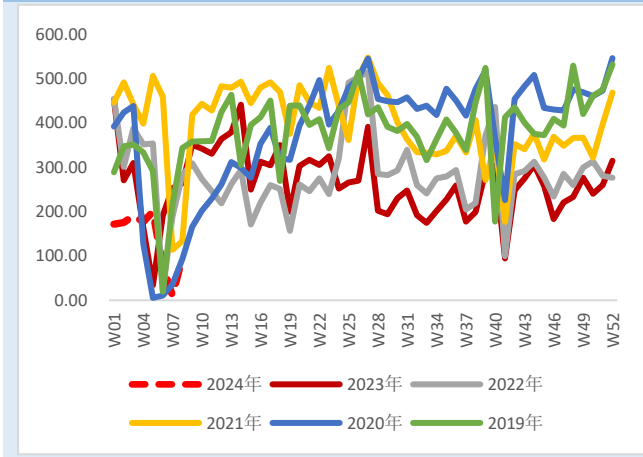
数据来源：Wind

### 2.2 房地产销售周环比上升，乘用车零售同比下降

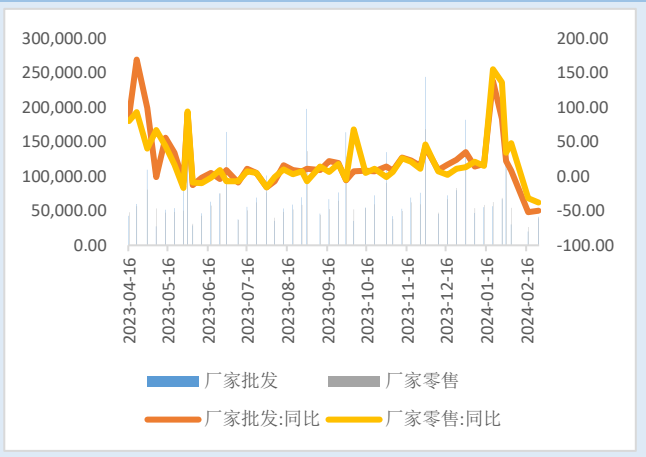
**房地产销售周环比上升。**截至2月29日，本周30个大中城市商品房成交面积周环比上升91.91%，按均值计，月同比下降65.88%，其中，一、二、三线城市2月同比分别增长-67.74%、-64.77%、-66.80%；2月，100个大中城市成交土地占地面积同比下降31.49%。

**乘用车零售同比下降。**据乘联会发布的数据显示，2月第四周全国乘用车市场日均零售3.9万辆，同比去年2月同期下降38%，环比上月同期下降41%。2月1-25日，乘用车市场零售86.1万辆，同比下降25%，较上月同期下降43%；今年以来累计零售289.5万辆，同比增长19%。

图表 10: 30 大中城市地产销售: 周



图表 11: 当周日均销量: 乘用车



数据来源: Wind

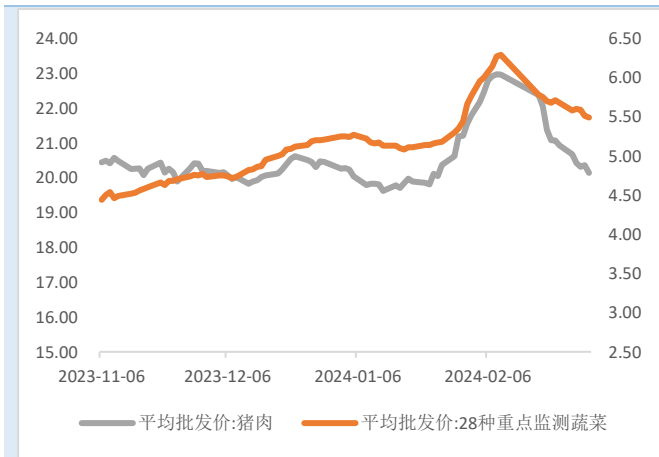
### 三、 物价跟踪

(1) 本周食品价格多数下跌。节后食品价格持续回落，本周（截至 3 月 1 日）蔬菜均价环比下跌 2.63%，猪肉均价环比下跌 4.32%。

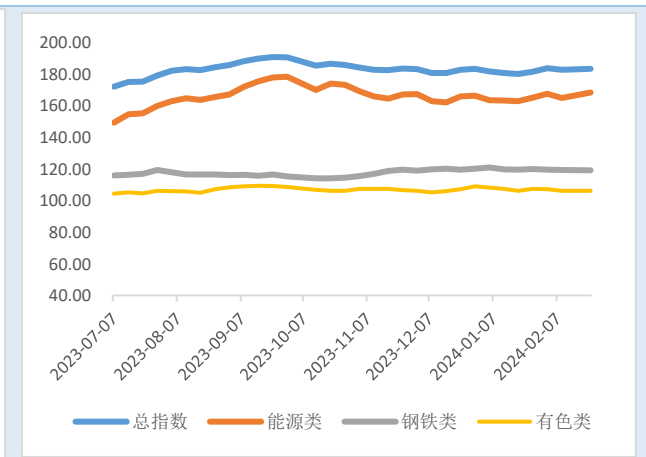
(2) 1 月 CPI 同比降幅扩大。主因是气候条件总体有利，蔬果供应得到充分保障，食品项同比降幅显著扩大；核心 CPI 同比为 0.4% (0.6%)，增幅收窄，一方面是春节错位影响下服务 CPI 同比增幅收窄至 0.5%，另一方面也和耐用消费品有关。展望未来，今年春运规模有望创历史新高，或将显著提振 2 月相关行业 CPI 同比读数（如服务项目），但考虑到目前地产需求仍有下行压力，后续或将逐步回归温和的修复斜率。

(3) PPI 同比降幅继续收窄。1 月 PPI 降幅收窄主要依靠上游能源行业基数回落，不过，各项政策向中下游需求传导仍需要时间。展望未来，据国家发改委，有关部门已下达 2023 年增发国债第三批项目清单，共涉及项目 2800 多个，安排国债资金近 2000 亿元，意味着 2023 年 1 万亿元增发国债项目全部下达完毕，有助于提振节后基建相关行业通胀读数。

图表 12: 食品价格多数下跌



图表 13: 中国大宗商品价格指数



数据来源: Wind

## 强政策预期下，股指表现强势

### 观点

临近“两会”召开，增量政策预期较强，2月23日，中央财经委员会第四次会议指出引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，降低全社会物流成本、提高经济运行效率。2月29日国内召开政治局会议，讨论国务院拟提请第十四届全国人民代表大会第二次会议审议的《政府工作报告》稿，并提出“积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效，增强宏观政策取向一致性，营造稳定透明可预期的政策环境”。此外，市场密集传出“小作文”，如PSL、特别国债发行等。数据方面，PMI数据落地，但A股当前主要交易强政策预期，对历史经济数据反应较为钝化。短期内重点关注即将到来的两会上对财政和产业政策方面的部署，以及地产融资和需求端政策落地后的实际情况，在增量政策的支持下，股指进一步上行空间有望打开。

### 核心逻辑

中国2月制造业PMI为49.1%，环比下降0.1个百分点；非制造业PMI环比上行0.7个百分点至51.4%。具体来看，2月由于春节节假日因素，企业生产放缓，生产指数收缩至49.8%；需求仍然未见明显改善，新订单和新出口订单维持在收缩区间，2月分别报49%（前值49%）、46.3%（前值47.2%）；价格方面，主要原材料购进价格维持在荣枯线上，出厂价格虽小幅上升1.1个百分点至48.1%但维持在荣枯线下，工业企业利润空间仍然受到挤压；企业库存继续下行，原材料库存小幅下降0.2个百分点，产成品库存大幅回落1.5个百分点，反映了春节假期因素的影响下，企业生产放缓，导致阶段性产成品被动去库。不同规模的企业经营情况延续分化，大型企业制造业维持在扩张区间，中小型企业制造业维持在收缩区间，其中中型企业制造业PMI有所改善，2月上行了0.2个百分点。就业方面，从业人员PMI较上月小幅下行了0.1个百分点至47.5%，就业情况未见明显改善。

非制造业PMI保持高速扩张态势，2月非制造业PMI上升0.7个百分点至51.4%，其中服务业PMI环比上行0.9个百分点至51%，建筑业PMI下行0.4个百分点至53.5%，略好于季节性，均维持在扩张区间。

2024年3月4日 星期一

宏观金融研究中心  
宏观金融·周度报告

郑雨婷

从业资格号：F3074875

投资咨询号：Z0017779

欢迎扫描下方二维码  
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

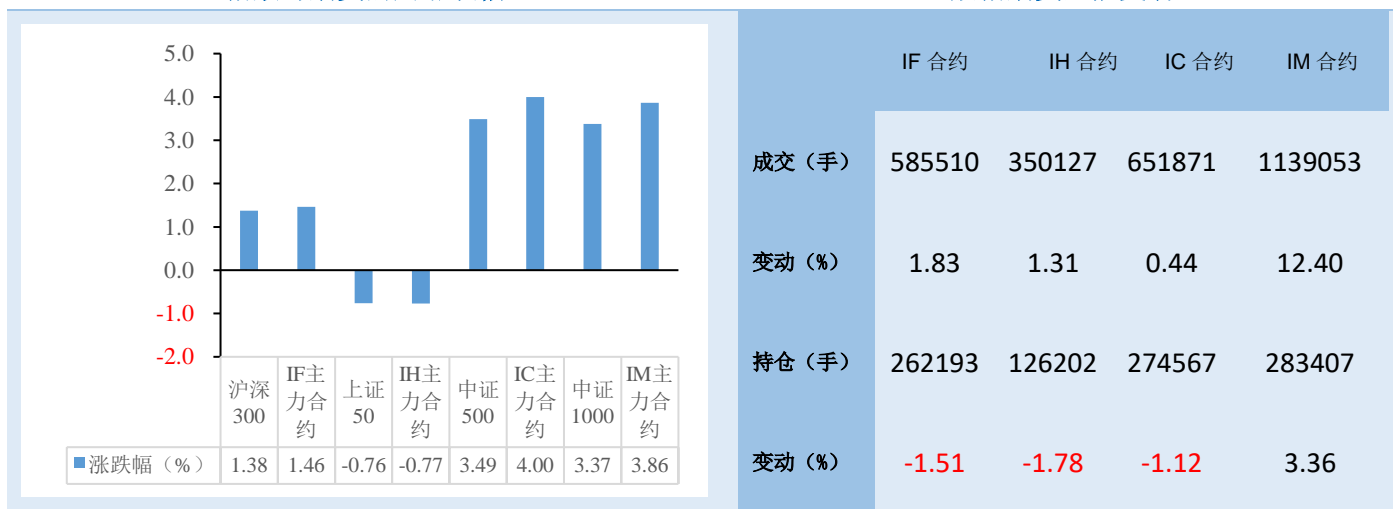
# 一、市场概述

## 1.1 行情回顾

上周股指延续反弹，品种间走势分化。沪深 300 上涨 1.38% 至 3538、上证 50 下跌 0.76% 至 2415、中证 500 上涨 3.49% 至 5379，中证 1000 上涨 3.37% 至 5402。北向资金上周合计净买入 293 亿元，中美利差维持在 -182bp 附近，美元兑离岸人民币汇率小幅升至 7.2027。行业上，上周计算机（7.5%）、电子（7%）、通信（6%）、机械设备（5.6%）、家用电器（5.6%）领涨，而银行（-2.3%）、交通运输（-1.3%）、公用事业（-1.1%）、房地产（-0.7%）、食品饮料（-0.7%）领跌。

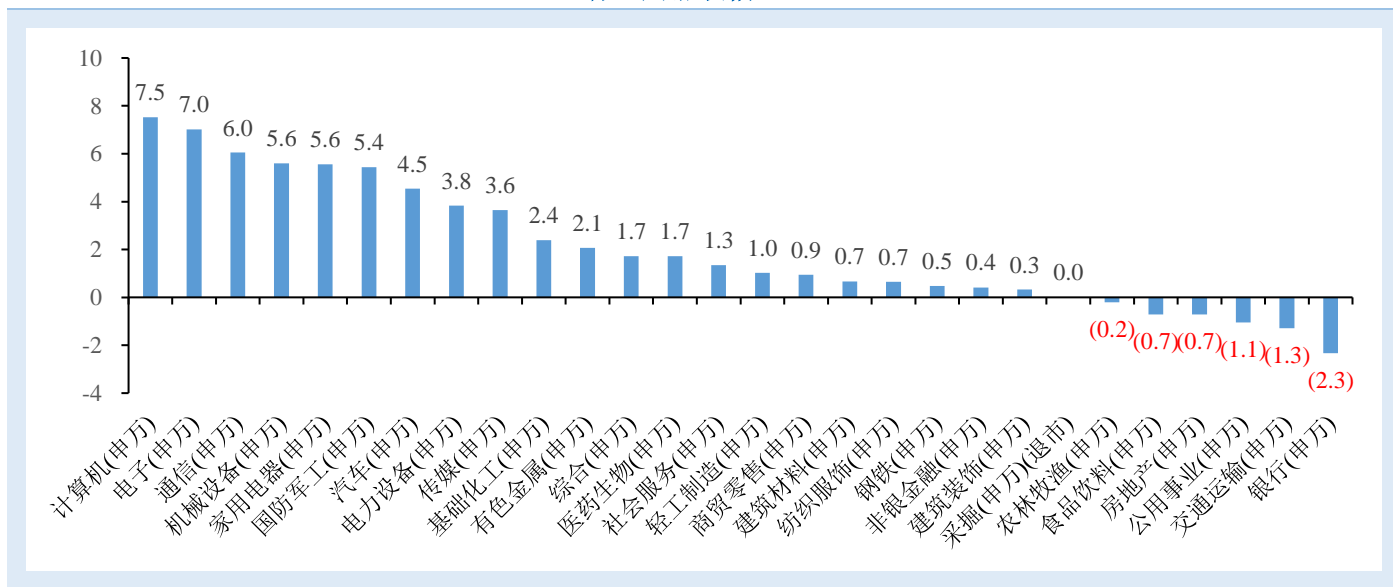
指数与期货的周涨跌幅

股指期货量能变动



数据来源：国贸期货研究院&Wind

行业周涨跌幅(%)



数据来源：国贸期货研究院&Wind

## 1.2 价差走势

1) 截至周五，各期货合约的基差及年化升贴水率如下表所示。

股指期货升贴水情况（截至 2023 年 3 月 1 日）

中证 1000 期货合约				
合约名称	IM2403	IM2404	IM2406	IM2409
合约升贴水	9.9	40.7	124.9	212.9
年化升贴水率	4.8%	5.6%	7.5%	7.1%
中证 500 期货合约				
合约名称	IC2403	IC2404	IC2406	IC2409
合约升贴水	-3.6	-1.8	59.9	119.5
年化升贴水率	-1.7%	-0.2%	3.6%	4.0%
沪深 300 期货合约				
合约名称	IF2403	IF2404	IF2406	IF2409
合约升贴水	-2.2	1.4	14.2	47.6
年化升贴水率	-1.6%	0.3%	1.3%	2.4%
上证 50 期货合约				
合约名称	IH2403	IH2404	IH2406	IH2409
合约升贴水	-2.6	-1.8	10.6	35.2
年化升贴水率	-2.8%	-0.5%	1.4%	2.6%

数据来源：国贸期货研究院&Wind

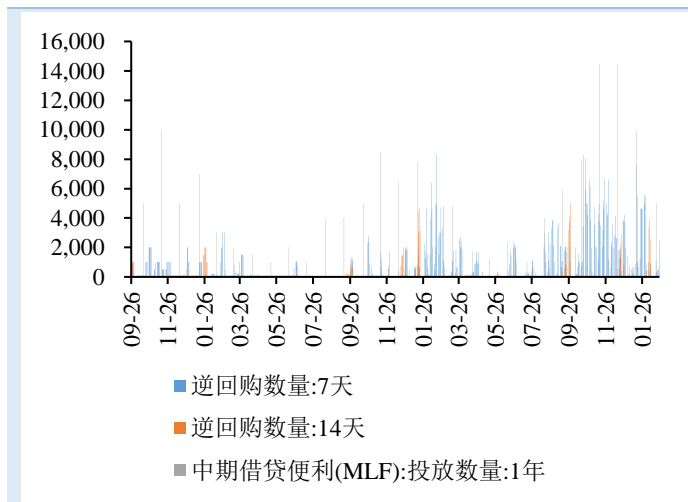
2) 跨品种价差方面。本周中证 1000 与中证 500 价差大幅上涨至 22.9，可考虑介入多 IM 空 IC 策略。

## 二、资金面与流动性

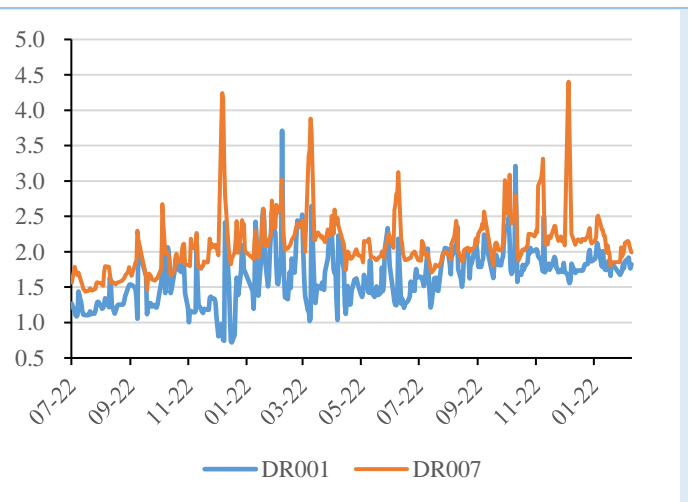
上周央行共开展 11640 亿元逆回购操作，同时有 5320 亿元逆回购到期，实现净投放 6320 亿元。此外，2 月 28 日有 50 亿元央票互换（CBS）到期，央行于当日开展 50 亿元 3 个月期 CBS 操作。随着税期扰动渐远，央行公开市场已连续五日净投放维稳月末，银行间市场资金面宽松无虞，各主要期限回购加权利率继续走低。

本周（3 月 4 日至 3 月 8 日）央行公开市场将有 11640 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 3290 亿元、3840 亿元、3240 亿元、1170 亿元、100 亿元。

央行本周资金净投放 6320 亿元



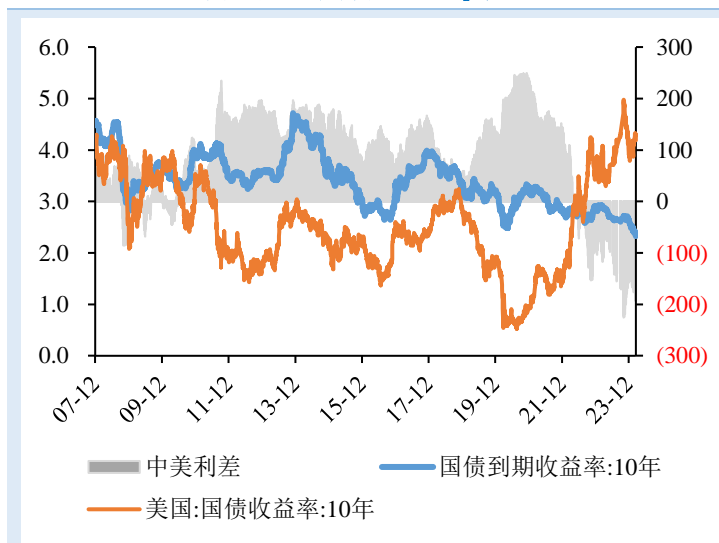
短端资金价格走势



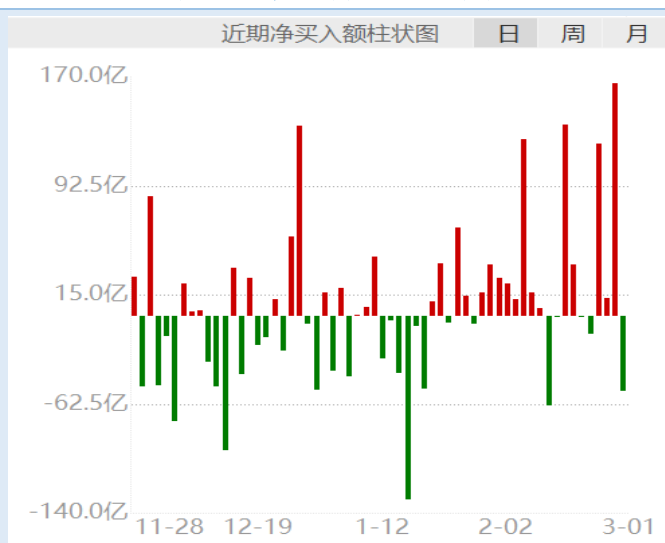
数据来源：国贸期货研究院&Wind



中美利差维持在-182bp 附近



北向资金本周净买入 293 亿元



数据来源：国贸期货研究院&amp;Wind

### 三、 股指分析

#### 3.1 2月中采制造业 PMI 小幅回落，供需层面均有不同程度的收缩

3月1日，国家统计局公布2月PMI。2月制造业PMI为49.1%，环比下降0.1个百分点；非制造业PMI环比上行0.7个百分点至51.4%。

具体来看，2月由于春节节假日因素，企业生产放缓，生产指数收缩至49.8%；需求仍然未见明显改善，新订单和新出口订单维持在收缩区间，2月分别报49%（前值49%）、46.3%（前值47.2%）；价格方面，主要原材料购进价格维持在荣枯线上，出厂价格虽小幅上升1.1个百分点至48.1%但维持在荣枯线下，工业企业利润空间仍然受到挤压；企业库存继续下行，原材料库存小幅下降0.2个百分点，产成品库存大幅回落1.5个百分点，反映了春节假期因素的影响下，企业生产放缓，导致阶段性产成品被动去库。不同规模的企业经营情况延续分化，大型企业制造业维持在扩张区间，中小型企业制造业维持在收缩区间，其中中型企业制造业PMI有所改善，2月上行了0.2个百分点。就业方面，从业人员PMI较上月小幅下行了0.1个百分点至47.5%，就业情况未见明显改善。

非制造业PMI保持高速扩张态势，2月非制造业PMI上升0.7个百分点至51.4%，其中服务业PMI环比上行0.9个百分点至51%，建筑业PMI下行0.4个百分点至53.5%，略好于季节性，均维持在扩张区间。

中采 PMI 各分项走势

指标名称	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05
制造业 PMI	49.1	49.2	49.0	49.4	49.5	50.2	49.7	49.3	49.0	48.8
生产	49.8	51.3	50.2	50.7	50.9	52.7	51.9	50.2	50.3	49.6
新订单	49.0	49.0	48.7	49.4	49.5	50.5	50.2	49.5	48.6	48.3
新出口订单	46.3	47.2	45.8	46.3	46.8	47.8	46.7	46.3	46.4	47.2
进口	46.4	46.7	46.4	47.3	47.5	47.6	48.9	46.8	47.0	48.6

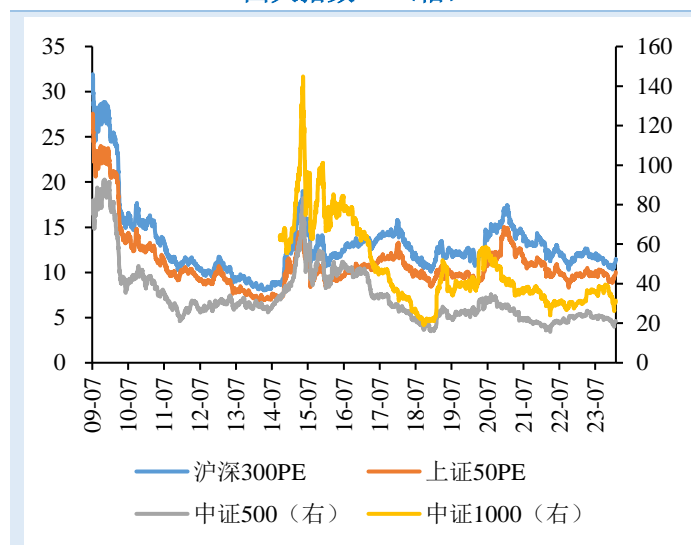
产成品库存	47.9	49.4	47.8	48.2	48.5	46.7	47.2	46.3	46.1	48.9
原材料库存	47.4	47.6	47.7	48.0	48.2	48.5	48.4	48.2	47.4	47.6
主要原材料购进价格	50.1	50.4	51.5	50.7	52.6	59.4	56.5	52.4	45.0	40.8
出厂价格	48.1	47.0	47.7	48.2	47.7	53.5	52.0	48.6	43.9	41.6
从业人员	47.5	47.6	47.9	48.1	48.0	48.1	48.0	48.1	48.2	48.4
大型企业	50.4	50.4	50.0	50.5	50.7	51.6	50.8	50.3	50.3	50.0
中型企业	49.1	48.9	48.7	48.8	48.7	49.6	49.6	49.0	48.9	47.6
小型企业	46.4	47.2	47.3	47.8	47.9	48.0	47.7	47.4	46.4	47.9
非制造业 PMI	51.4	50.7	50.4	50.2	50.6	51.7	51.0	51.5	53.2	54.5
建筑业	53.5	53.9	56.9	55.0	53.5	56.2	53.8	51.2	55.7	58.2
服务业	51.0	50.1	49.3	49.3	50.1	50.9	50.5	51.5	52.8	53.8

数据来源：国贸期货研究院&Wind

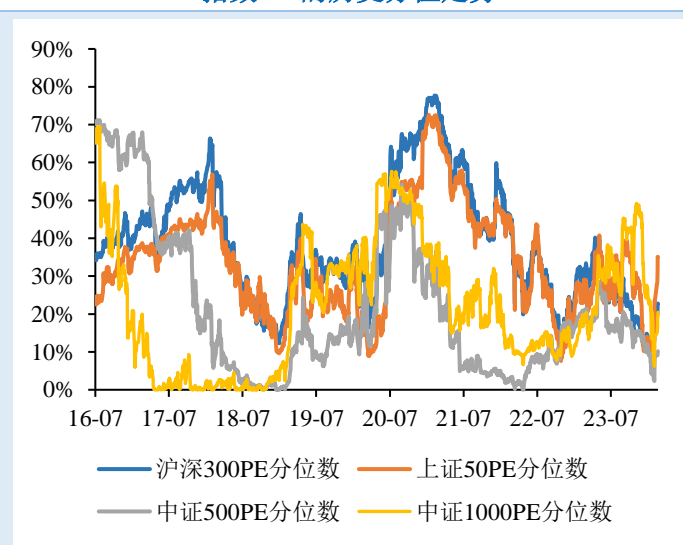
### 3.2 指数估值水平跟踪

截至3月1日，沪深300、上证50、中证500、中证1000的滚动市盈率分别为11.5倍、9.9倍、21.8倍、32.6倍，处于上市以来的23.3%（05年4月至今）、31.7%（04年1月至今）、12.6%（07年1月至今）、22.1%（14年10月至今）的分位水平。

四大指数 PE（倍）



指数 PE 的历史分位走势



数据来源：国贸期货研究院&Wind

# 债期配合基本面回调，关注两会定调

## 观点

短期来看，债期或进入调整阶段，具体幅度建议关注两会的定调，若政策发力超预期，债期大概率配合政策端的变化顺势调整，若政策基调相对温和，且缺乏有效性针对性的举措和抓手，那么债期回调幅度料相对有限，下跌就是“倒车接人”的机会。

## 核心逻辑

上周债期先扬后抑，前四个交易日延续上攻，创出新高，周五大幅杀跌，除了超长期限外均回吐了近6个交易日的涨幅。复盘来看，近期国债期货的连续上涨已然进入博傻模式，基本面的推动相对有限，年后资金面偏宽松运行，银行、非银隔夜七天利率均回落至2%上下，资金价格中枢下移带来部分助力，此外的推动更多是资产荒叠加资金配置需求的机构行为推动。据21世纪经济报道，近期某省金融监管部门要求，在监管报表填写过程中，保险资管公司发行理财产品等募集的资金应填入“同业存放”科目，不得计入一般性存款。此前，保险公司存款并未完全计入同业存款，部分长协存款计入了一般存款，催生了理财存款资金的空转问题。去年M2和M1剪刀差大幅走扩，资金空转引发广泛讨论，而银行理财资金借道保险资管通道投资协议存款是典型的资金空转、监管套利，压降是大势所趋。因此，理财存款压降有利于债券的配置需求，同时，银行负债成本下移，也有利于未来政策空间的打开。这一政策变化也是本周30年期国债期货再度强势的关键导火索，带动30年现券收益率倒挂MLF利率。

2月29日周四晚间，中共中央政治局召开会议。会议指出，今年工作要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效，增强宏观政策取向一致性营造稳定透明可预期的政策环境。其中“营造稳定透明可预期的政策环境”是新的提法，有效的针对了当下信心偏弱，政策效果打折的局面，提高了市场对于两会以及今年政策的期待。叠加下周两会将在即，市场进入炒作政策预期的局面，债期在连续的超涨下，配合基本面顺势大幅调整。

## 宏观金融

2024年3月5日 星期一

宏观金融中心  
国债·周度报告

樊梦真

投资咨询号：Z0014706

从业资格号：F3035483

欢迎扫描下方二维码  
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

## 一、行情解析

上周债期先扬后抑，前四个交易日延续上攻，创出新高，周五大幅杀跌，除了超长期外均回吐了近6个交易日的涨幅。复盘来看，近期国债期货的连续上涨已然进入博傻模式，基本面的推动相对有限，年后资金面偏宽松运行，银行、非银隔夜七天利率均回落至2%上下，资金价格中枢下移带来部分助力，此外的推动更多是资产荒叠加资金配置需求的机构行为推动。据21世纪经济报道，近期某省金融监管部门要求，在监管报表填写过程中，保险资管公司发行理财产品等募集的资金应填入“同业存放”科目，不得计入一般性存款。此前，保险公司存款并未完全计入同业存款，部分长协存款计入了一般存款，催生了理财存款资金的空转问题。去年M2和M1剪刀差大幅走扩，资金空转引发广泛讨论，而银行理财资金借道保险资管通道投资协议存款是典型的资金空转、监管套利，压降是大势所趋。因此，理财存款压降有利于债券的配置需求，同时，银行负债成本下移，也有利于未来政策空间的打开。这一政策变化也是本周30年期国债期货再度强势的关键导火索，带动30年现券收益率倒挂MLF利率。

2月29日周四晚间，中共中央政治局召开会议。会议指出，今年工作要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效，增强宏观政策取向一致性营造稳定透明可预期的政策环境。其中“营造稳定透明可预期的政策环境”是新的提法，有效的针对了当下信心偏弱，政策效果打折的局面，提高了市场对于两会以及今年政策的期待。叠加下周两会在即，市场进入炒作政策预期的局面，债期在连续的超涨下，配合基本面顺势大幅调整。

## 二、展望

短期来看，债期或进入调整阶段，具体幅度建议关注两会的定调，若政策发力超预期，债期大概率配合政策端的变化顺势调整，若政策基调相对温和，且缺乏有效性针对性的举措和抓手，那么债期回调幅度料相对有限，下跌就是“倒车接人”的机会。

中长期来看，当下经济仍面临一些堵点。第一是微观主体活力不强，融资需求不佳。社会融资活动疲软，中小微企业和商户生产经营活动面临较大挑战。赚钱效应不佳、企业现金流承压、周转困难导致经营不善甚至倒闭，企业主动融资扩产意愿不强，外资出现流出。第二是就业环境不佳，居民收入预期恶化，储蓄意愿提升，消费意愿下滑。伴随着实体经济下滑，就业市场惨淡，大环境的改变和信心的扭转不是一朝一夕可完成的。三是地产压力仍存，弱预期高库存和低周转导致地产资金回流偏慢，保交楼进展偏慢且政策空间较为有限。宽财政是2024年债市最大的扰动，但考虑到政策基调和实际支出之间的差异，宽财政对于经济的影响需要理性看待。乐观的情况是中央杠杆空间超出市场预期，可能带动经济复苏回暖的预期和市场的阶段性定价交易，但我们认为其实际政策效果对经济的拉动可能不及预期乐观，存在下修的可能。叠加稳健货币政策的保驾护航，宽松的货币政策难以实际退出，降准降息或是通过MLF和OMO加大流动性投放仍可期。地产出清、地方政府化债和结构性改革仍是贯穿2024年的主旋律，在土地财政和债务驱动逐步

淡出的新常态阶段，“资产荒”有望延续，机构的配置压力仍较大。相较于其他大类资产，利率债仍是安全性较高的选择。

风险点在政策力度超预期。

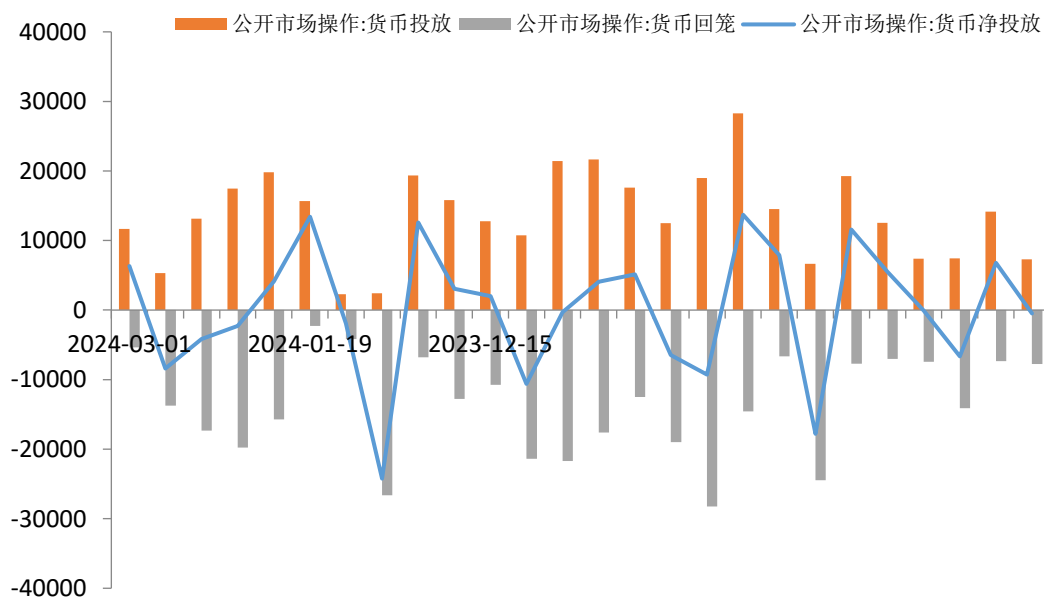
### 三、重要数据一览

十年期国债期货主力走势



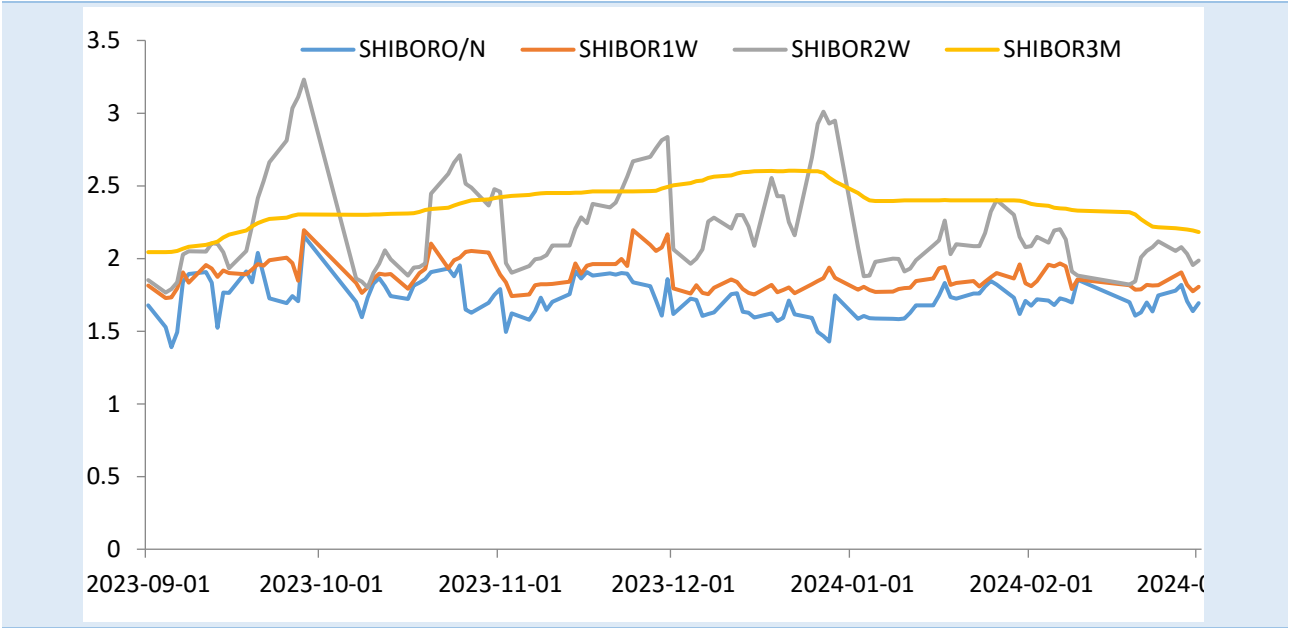
数据来源：wind

公开市场操作



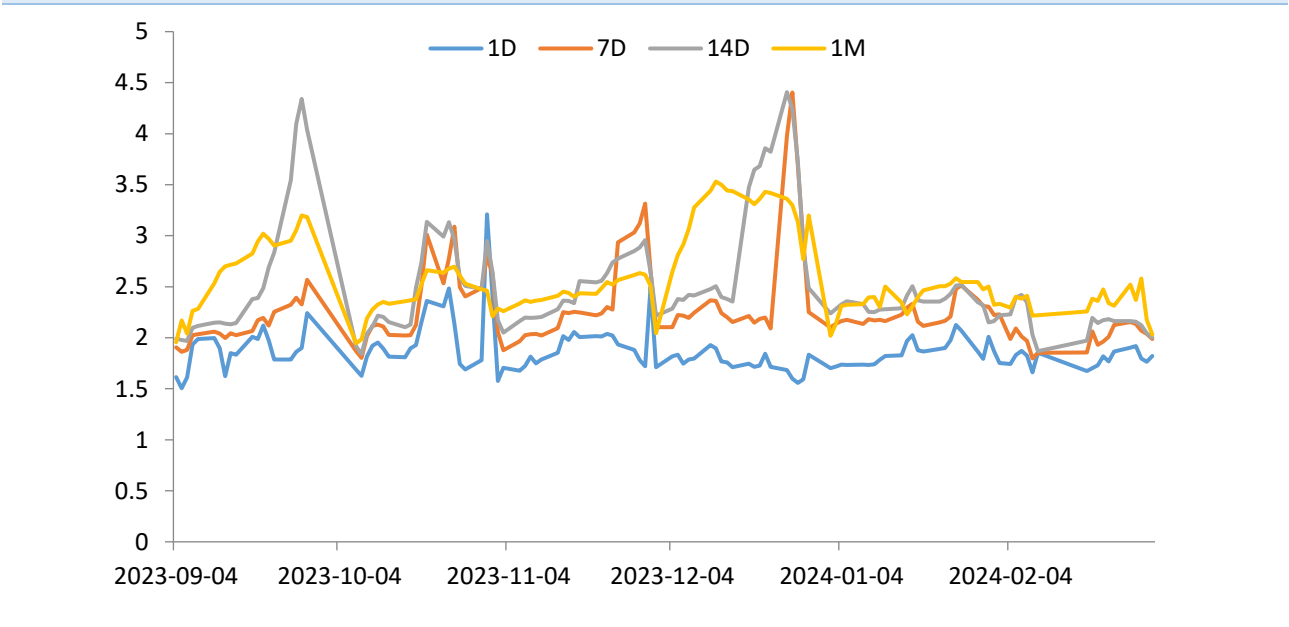
数据来源：wind

### SHIBOR 利率



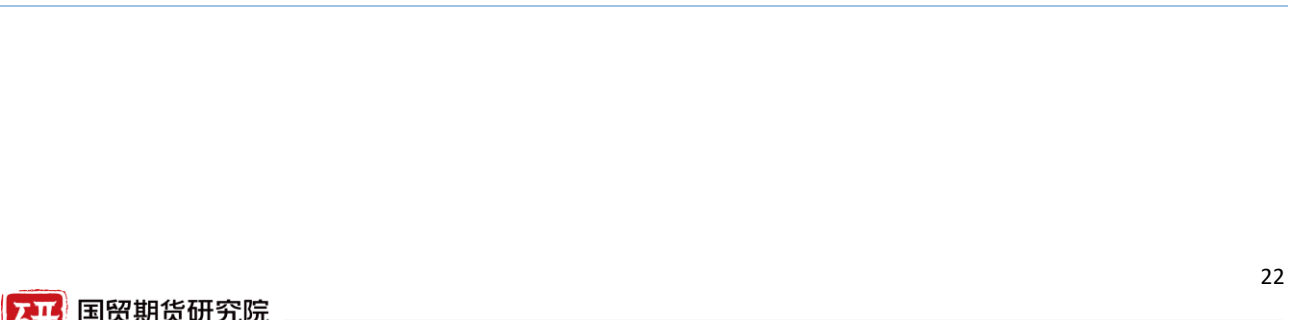
数据来源: wind

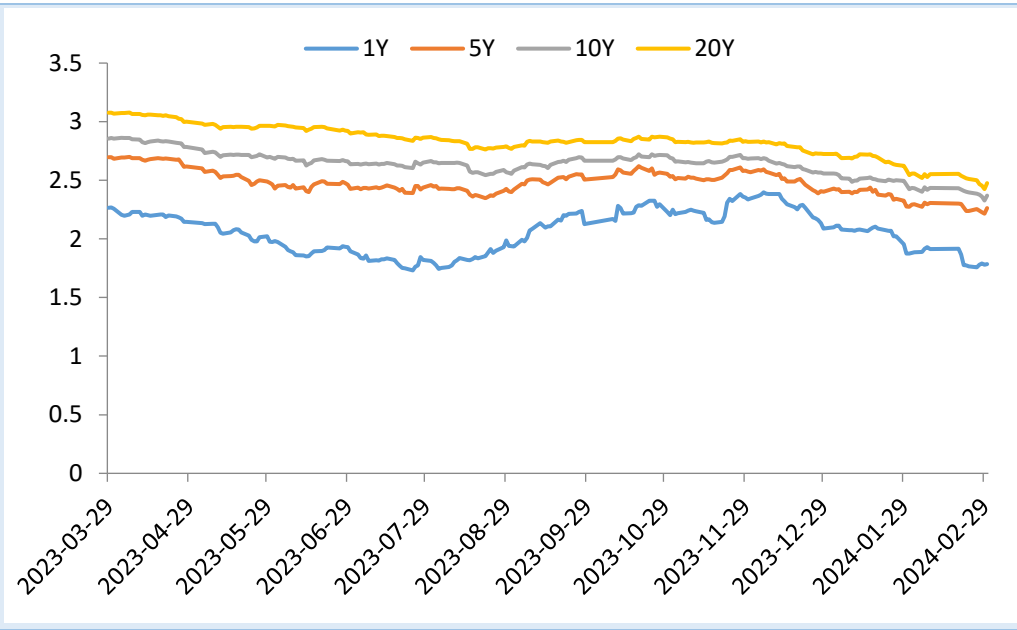
### 银行间质押回购利率



数据来源: wind

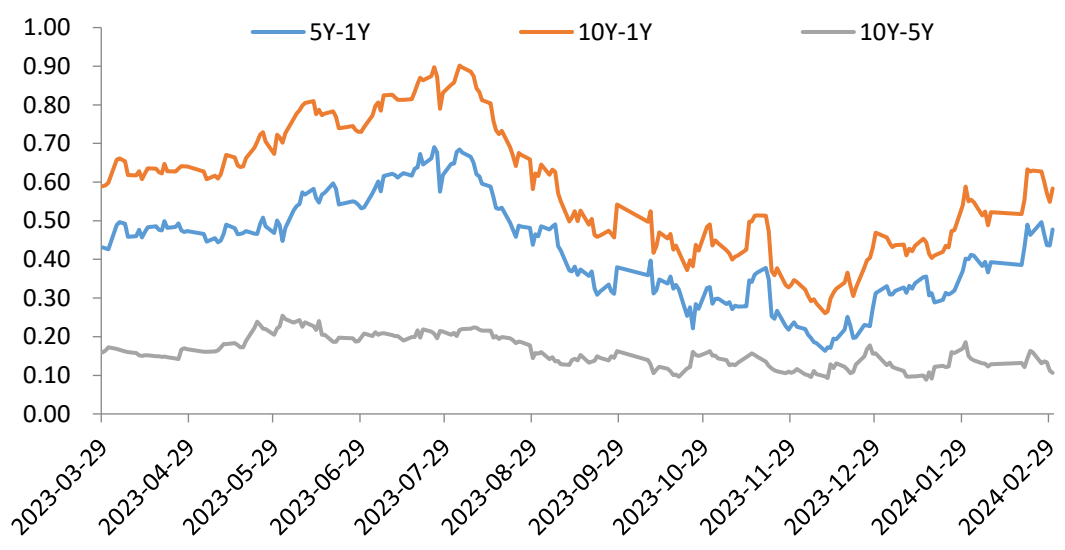
### 现券收益率走势





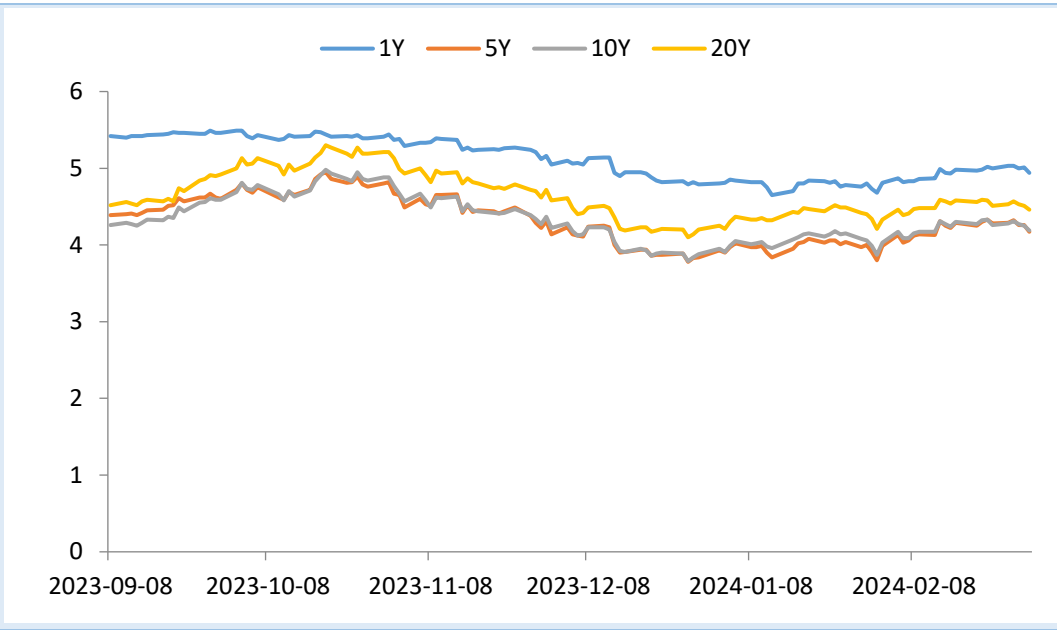
数据来源: wind

国内现券期限利差



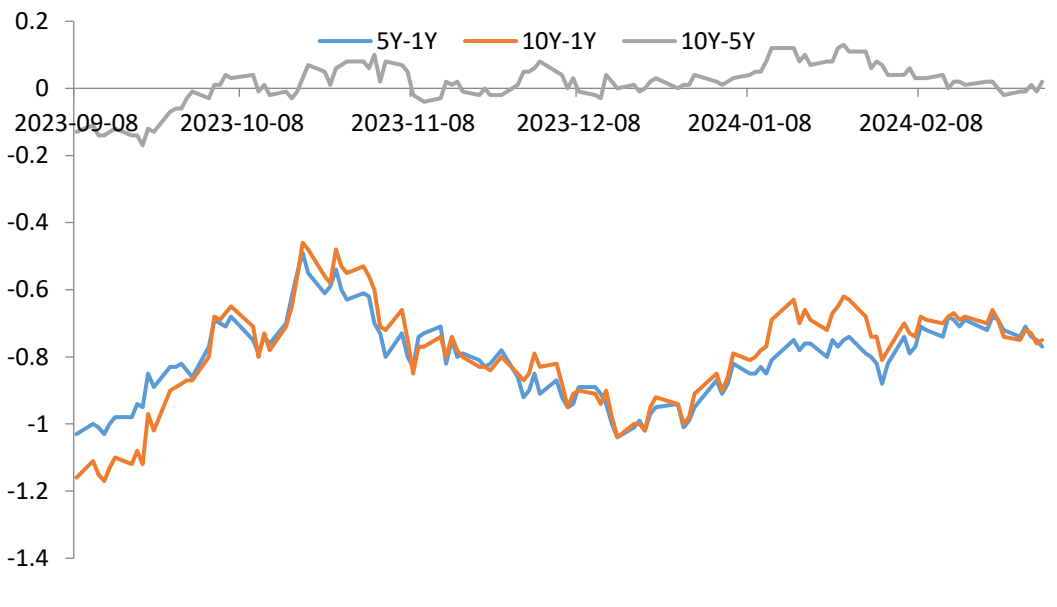
数据来源: wind

美债收益率走势



数据来源: wind

美债期限利差



数据来源: wind



# 降息升温、放缓缩表、避险共振，沪金再创历史新高

## 观点

短期：或偏强运行，波动率料提升。长期：贵金属价格仍有上涨空间，建议继续多配为主。

个人建议，仅供参考。

## 核心逻辑

(1) 上周(2.26-3.1)回顾：上周(2.26-3.1)，贵金属价整体强劲上涨。虽然美联储官员讲话普遍仍预计谨慎降息，但愈发频繁提及放缓QT，市场普遍预计美联储将在3月会议开始讨论放缓缩表，因此给美债收益率带来压力，从而提振黄金价格。其次，公布的美国经济数据整体表现欠缺，美国四季度GDP修正值不及预期、1月耐用品订单录得2020年4月以来最大降幅、美国周度初请/续请失业金人数反弹、美国2月ISM制造业指数意外降至47.8，均加重市场对美国经济放缓风险的担忧，加上美国1月核心PCE同比增长如期降至2.8%，为2021年3月以来最低水平，强化了美联储6月的降息预期，从而压制美元指数，并令短期美债收益率持续承压走低，因此提振金价强劲反弹。再者，纽约银行报告发现内控存在重大缺陷，加剧了对商业地产风险爆的警惕，避险情绪升温，亦对金价构成显著提振，因此黄金表现强于白银。其中，伦敦金高位突破2080美元/盎司关口，创2023年12月28日以来新高，沪金主力突破490元/千克，在创历史新高。

(2) 本周展望：短期在避险情绪、降息、放缓缩表等预期共振升温下，贵金属价格料延续偏强运行，已建仓多头可继续持有。但本周市场将迎美联储主席鲍威尔在参众两院的证词陈述和美国2月非农就业报告等重磅数据，建议谨慎追多。且目前美国核心PCE环比仍强劲增长、制造业PMI亦有分化，距离美联储首次降息时点仍有较长时间，贵金属价格或仍存在反复的可能。

(3) 中长期来看：美联储即将启动降息周期，近期美国经济数据表现有所放缓，贵金属价格仍将长期受益。此外球地缘局部冲突不确定性仍较高，美国大选或增加全球市场不确定性，避险需求料始终存在，各国央行料维持净购金需求，亦会增加黄金的配置价值。综上，我们建议金银长期以多配为主。

风险点：美联储维持高利率水平更久、美国经济韧性较强等。个人意见，仅供参考。

贵金属·周度报告

2024年3月4日 星期一

国贸期货·研究院  
宏观金融研究中心

白素娜

投资咨询号：Z0013700

从业资格号：F3023916

欢迎扫描下方二维码  
进入国贸投研小程序



## 一、行情回顾

上周（2.26-3.1），贵金属价整体强劲上涨。虽然美联储官员讲话普遍仍预计谨慎降息，但愈发频繁提及放缓QT，市场普遍预计美联储将在3月会议开始讨论放缓缩表，因此给美债收益率带来压力，从而提振黄金价格。其次，公布的美国经济数据整体表现欠缺，美国四季度GDP修正值不及预期、1月耐用品订单录得2020年4月以来最大降幅、美国周度初请/续请失业金人数反弹、美国2月ISM制造业指数意外降至47.8，均加重市场对美国经济放缓风险的担忧，加上美国1月核心PCE同比增长如期降至2.8%，为2021年3月以来最低水平，强化了美联储6月的降息预期，从而压制美元指数，并令短期美债收益率持续承压走低，因此提振金价强劲反弹。再者，纽约银行报告发现内控存在重大缺陷，加剧了对商业地产风险爆的警惕，避险情绪升温，亦对金价构成显著提振，因此黄金表现强于白银。其中，伦敦金高位突破2080美元/盎司关口，创2023年12月28日以来新高，沪金主力突破490元/千克，在创历史新高。

**外盘：**伦敦现货黄金周涨2.32%至2082.395美元/盎司，高位触及2088.33美元/盎司，创2023年12月28日以来新高，低位触及2024.1美元/盎司；伦敦现货白银周涨0.73%至23.106美元/盎司，高位触及23.267美元/盎司，创2月19日以来新高，低位触及22.25美元/盎司。

**内盘：**沪金主力合约周涨0.87%至483.8元/克，高位触及484.04元/克，创2月8日以来新高，低位触及479.24元/克；沪银主力合约周涨0.85%至5914元/千克，高位触及5941元/千克，低位触及5843元/千克，创2月8日以来新高。

图表1：伦敦现货黄金价格走势



图表2：伦敦现货白银价格走势



图表3：沪金主力价格走势

图表4：沪银主力价格走势



数据来源: wind

## 二、影响因素分析

### (1) 美联储官员对降息仍谨慎，但开始频发提及放缓缩表，3月会议或开始讨论放缓缩表

**美联储会议纪要暗示维持高利率水平，讨论了放缓缩表步伐：**多数美联储官员指出了降息过快的风险，美联储将围绕资产负债表进行讨论，以决定缩表进度。部分官员认为遏制通胀的进度存在停滞的风险。美联储官员认为需求水平可能高于此前预估。美联储官员判断利率很可能已处于峰值。几位美联储官员提及了金融环境趋于宽松带来的风险。部分官员称减缓缩表步伐可能帮助政策平稳过渡。

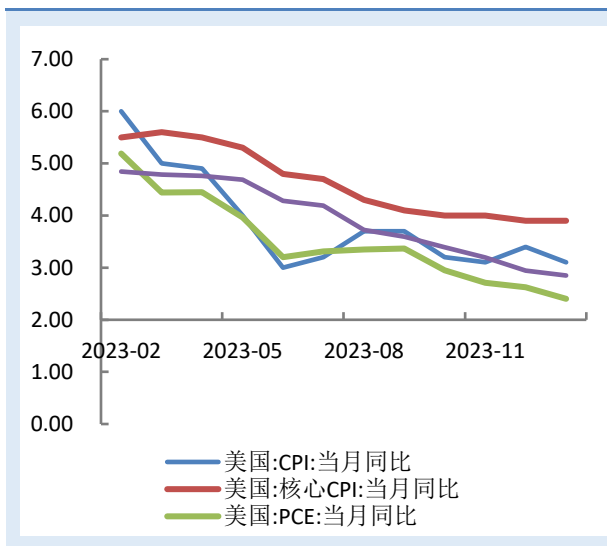
**美联储官员们对降息维持谨慎，仍普遍预计降息或发生于夏季，但3月或开始讨论放缓缩表：**美国纽约联储主席威廉姆斯（FOMC 永久投票权）：降息的步伐将取决于经济数据，官员们没有必要进一步收紧政策，并重申他预计美联储今年晚些时候会降息，在2024年降息三次是个“合理的起点”，3月或开始讨论放缓缩表。美联储理事鲍曼表示，尚未抵达开始降息的时间节点；如果通胀进展停滞或逆转，仍愿意提高政策利率；过早降低政策利率可能导致未来需要加息。美国波士顿联储主席 Collins：相信美联储2024年稍晚开始宽松将是适宜的。如果FOMC逐步、审慎地推进宽松，应当会提供政策灵活性。希望看到在抗击高通胀问题上取得更多进展。1月CPI数据表明，遏制通胀的进展并不均衡。美国亚特兰大联储主席博斯蒂克（2024年FOMC票委）：今年夏季开始降息可能是合适的。通胀尚未达标，宣布获胜还为时尚早。通胀降幅显著地超过我的预料。美国旧金山联储主席戴利：FOMC货币政策状态良好，必要时可以降息。希望在实现2%通胀目标的路上避免维持政策利率不变。美国里士满联储主席巴尔金：美国市场处于常规价格上涨的“最后阶段”，同比通胀水平看似将进一步走低，美联储无意与市场作对。**美联储理事沃勒：缩减资**

产负债表（QT）和政策利率的决定是相互独立的，希望美联储将所持机构抵押贷款支持证券（MBS）降低至零，希望美联储（在资产负债表中）提高短期美债所占比例。美国达拉斯联储主席 Logan：放慢缩表（QT）并不意味着停止。随着逆回购协议（RRP）的使用情况逐渐缩小，美联储应当放慢缩表的速度。

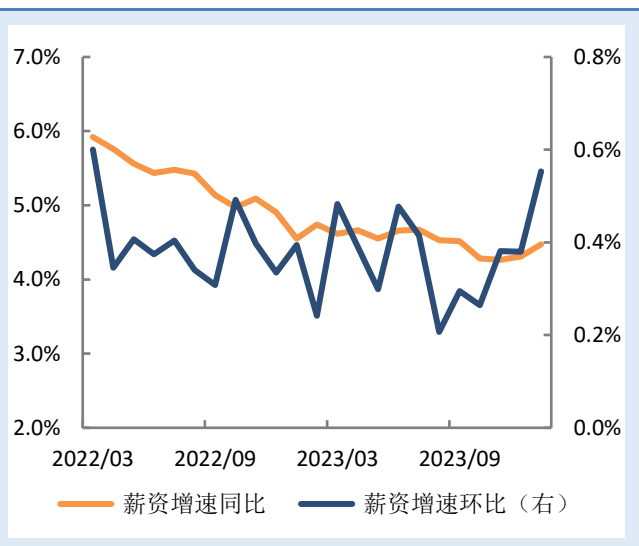
**美债收益率情况周度跟踪：整体下跌。**截至 3 月 1 日，美国 2 年国债收益率报收 4.54%，周跌 13bp；美国 10 年期国债收益率报收 4.19%，周跌 7bp；美国 10 年期实际收益率报收 1.87%，周跌 9bp。此外，2Y-10Y 年期美债收益率自 2022 年 7 月 6 日以来开始倒挂，本周倒挂幅度为 35bp，持续时间已超 20 个月；美联储最关注的 3M-10Y 期的美债收益率也从 2022 年 10 月 18 日开始持续倒挂，本周倒挂幅度为 123bp，持续时间超过 17 个月。（注：自 1968 年以来，除 2000 年外，历次美债收益率倒挂后，美国经济均逐渐下行甚至陷入衰退，GDP 负增长出现的时间相比利率倒挂起始时间平均滞后 1.5 年。）

对于贵金属市场而言，近期美国经济数据表现欠佳或表明美国经济有放缓风险，加上美国 1 月核心 PCE 如期放缓至 2021 年 3 月以来新低，强化美联储 6 月降息预期，加上美联储官员愈发频发提及放缓缩表增加美联储 3 月会议讨论放缓 QT 的可能，因此贵金属价格短期或仍会偏强运行。但由于美国 1 月核心 PCE 环比大幅增长，markit 和 ISM 制造业 PMI 分化显著，美国经济和通胀仍存在一定不确定性，在首次降息前，贵金属价格或仍有反复的可能。但长期而言，美联储即将启动降息周期，近期美国经济数据表现有所放缓，加上大选年增加美国经济的不确定性，贵金属价格仍将长期受益。

图表5：美国1月核心CPI\PCE均回落

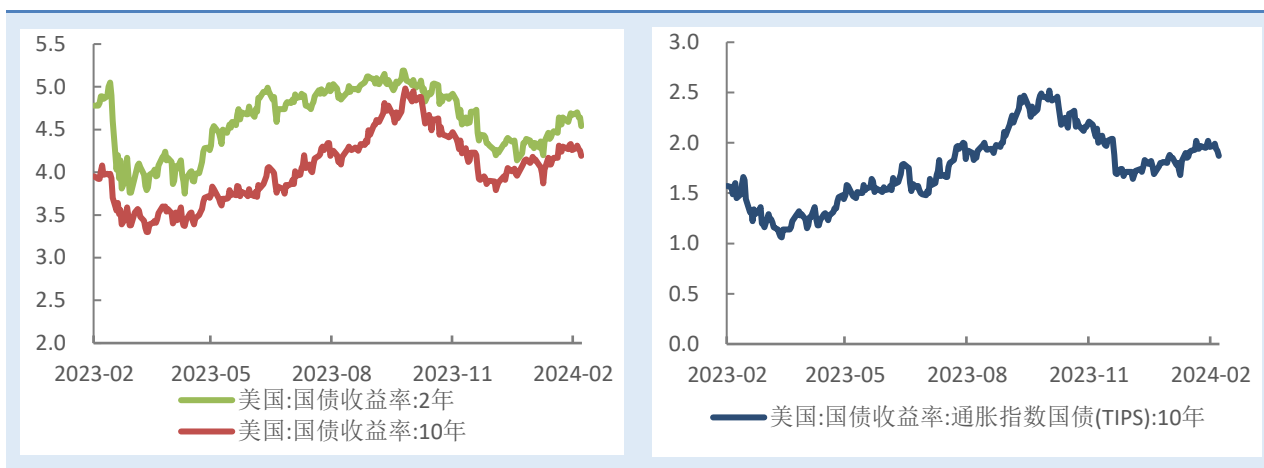


图表6：美国1月薪资增速大幅上涨



图表7：美债收益率周度下跌

图表8：美国实际利率近期下跌



数据来源：WIND

## (2) 美元指数走弱，支撑贵金属价格

上周（2.26-3.1），虽然美联储官员对降息仍旧谨慎，但愈发频发提及缩表增加美联储3月会议开始讨论放缓QT的可能性，加上公布的美国经济数据普遍表现欠佳，因此美元指数整体承压，偏弱运行。此外，日央行愈发鹰派支撑日元，英国央行本周即将公布的预算或提振英镑，也间接压制美元。美元指数周线收跌0.24%至103.8849，整体对贵金属价格构成支撑。展望后市，基于美国经济软着陆概率仍在和美联储首次降息预期逐步修正至6月，我们认为美元指数短期或维持震荡，难以大幅走弱。但长期，随着美联储即将启动降息周期和美国经济下行风险逐步凸显，美元指数长期料难有可为。

**美国四季度GDP修正值不及预期，但核心PCE高于预期：**美国四季度实际GDP年化季环比修正值3.2%，低于预期的3.3%；美国四季度个人消费支出（PCE）年化季环比修正值3%，高于预期；美国四季度核心个人消费支出（PCE）物价指数年化季环比修正值2.1%，高于预期。

**美国1月核心PCE同比延续放缓，但核心PCE环比大幅增长：**美国1月核心PCE物价指数年率录得2.8%，为2021年3月以来最小增幅；美国1月核心PCE物价指数月率录得0.4%，创2023年2月以来最大增幅。美国1月PCE物价指数年率2.4%，预期2.40%，前值2.60%。美国1月PCE物价指数月率0.3%，预期0.30%，前值0.20%。美国1月个人支出月率0.2%，预期0.20%，前值0.70%。美国1月实际个人消费支出月率-0.1%，预期-0.10%，前值0.50%。

**美国周度首申、续请失业金人数反弹：**美国至2月24日当周初请失业金人数21.5万人，反弹至3周高位，预期21万人，前值20.1万人。美国至2月17日当周续请失业金人数190.5万人，反弹至2023年11月18日以来新高。

**美1月耐用品订单、2月消费者信心指数、1月房屋销售等表现不佳：**美国1月耐用品订单月率录得-6.1%，不及预期，且为2020年4月以来最大降幅。美国1月新屋销售环比增长1.5%至66.1万户，低于预

29

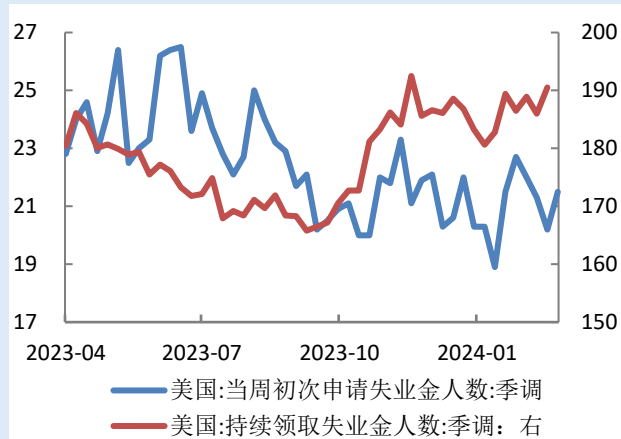
期。美国 2 月谘商会消费者信心指数 106.7，低于预期，且为最近四个月以来首次下降。美国 12 月 FHFA 房价指数环比增长 0.1%，低于预期；美国 12 月 S&P/CS20 座大城市季调后房价指数环比增长 0.21%，小幅高于预期。美国 1 月成屋签约销售指数环比下降 4.9%，创 8 月份以来最大降幅，按揭贷款利率偏高仍然抑制购房需求。

**美国制造业 PMI 分化，市场担忧制造业动能或难持续：**美国 2 月 Markit 制造业 PMI 终值 52.2，创 2022 年 7 月份以来终值新高，高于预期；分项指数中，2 月新订单终值 54.5，创 2022 年 5 月份以来新高、连续第二个月扩张。美国 2 月 ISM 制造业指数降至 47.8，预期 49.5，前值 49.1。分项指数终，新订单、就业等分项指标萎缩，或意味着制造业难以获得动能；美国 2 月密歇根大学消费者信心指数终值 76.9，低于预期和前值。

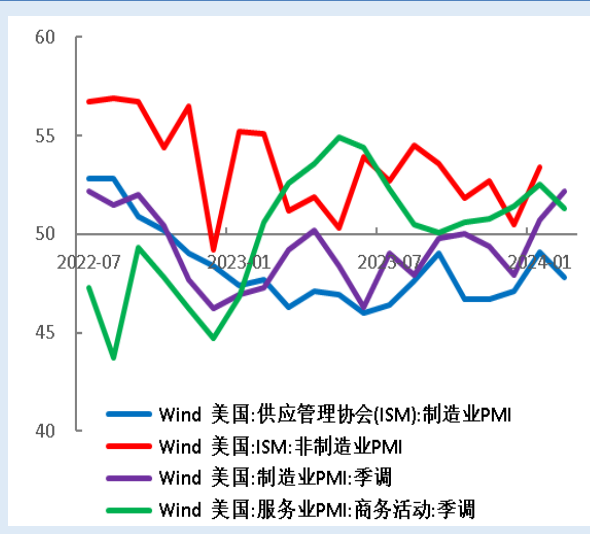
图表9：美元指数偏弱，支撑贵金属



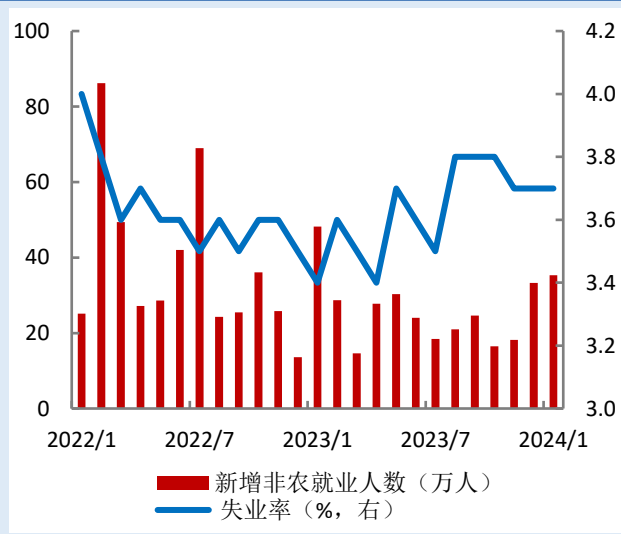
图表10：初请、续请数据反弹



图表11：美国2月制造业PMI回落



图表12：美国1月非农好于预期，失业率维持3.7%



数据来源：wind

### (3) 中东地缘冲突仍旧胶着，避险需求仍会继续支撑贵金属

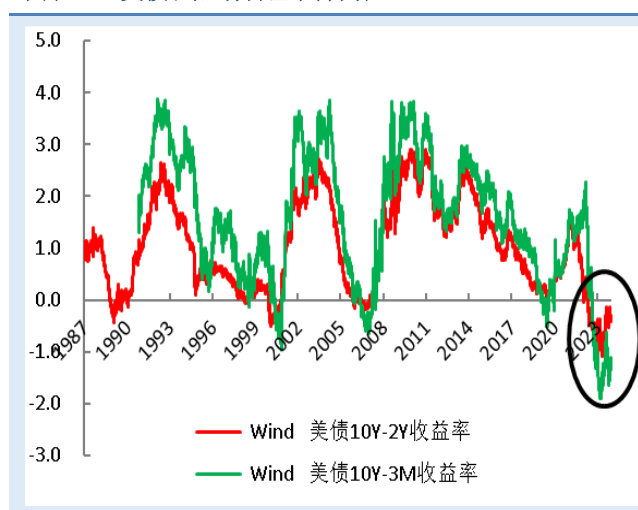
**巴以冲突或有阶段性“缓和”可能，但仍存较大分歧：**当地时间 2 月 26 日，美国总统拜登表示，他相信以色列将在一周内停止在加沙的军事行动，以换取哈马斯释放部分人质。2 月 27 日，美国总统拜登：以色列同意在斋月期间停止军事活动。有消息人士称哈马斯收到巴黎提议草案，该草案允许在 40 天内初步暂停所有军事行动。但随后也有媒体报道称，以色列、哈马斯均不同意该草案。

**美国政府暂时度过停摆危机：**随着达成协议的时间在耗尽，美国总统拜登在白宫会见国会领导人时敦促要避免政府部分停摆。拜登 27 日强调迫切需要通过一项支出法案，使政府机构在 3 月 1 日的最后期限后继续运作。当地时间 28 日，美国国会领导人们达成协议，以避免 3 月 2 日部分政府关门，并为部分政府部门提供资金直至 9 月 30 日。

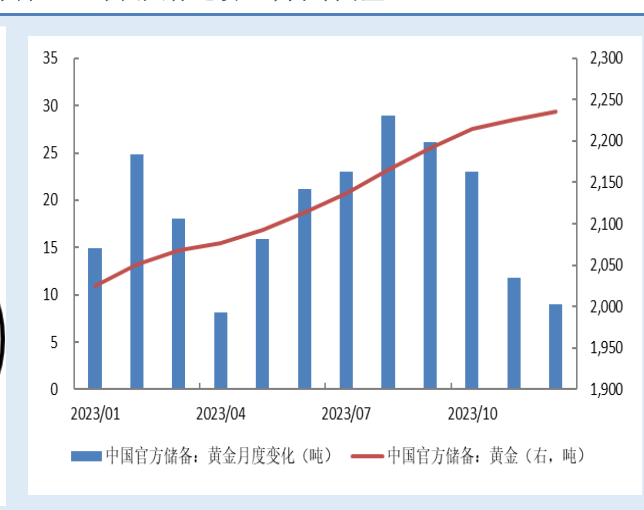
**全球大部分央行仍继续维持净购金，或可继续为金价提供支撑。**据世界黄金协会，全球央行前三季度净购金高达 800 吨，创记录新高；且中国人民银行自 2022 年 11 月以来，截至 2023 年 11 月，已连续 13 个月增持黄金，央行数据显示，中国 12 月末黄金储备报 7187 万盎司（约 2235.41 吨），环比增加 29 万盎司（约 9.02 吨），为连续第 14 个月增持黄金储备。此外，据瑞士在最新的贸易报告中表示，207 吨黄金从欧洲最大的精炼中心出口到中国和印度，创 8 年新高。其中，印度的发货量增长了 73%，达到 14 吨，中国的发货量增加了一倍多，达到 77.8 吨，香港的发货量增加了近 7 倍，达到 44.6 吨。

整体而言，全球地缘政治、经济格局不确定性均仍较高，市场避险需求料始终存在，叠加全球去美元化需求提升，各国央行仍再不断增持黄金储备，都将长期支撑黄金的配置价值。

图表13：美债长短端利差维持倒挂



图表14：中国人行连续14个月净购金



数据来源：wind和世界黄金协会

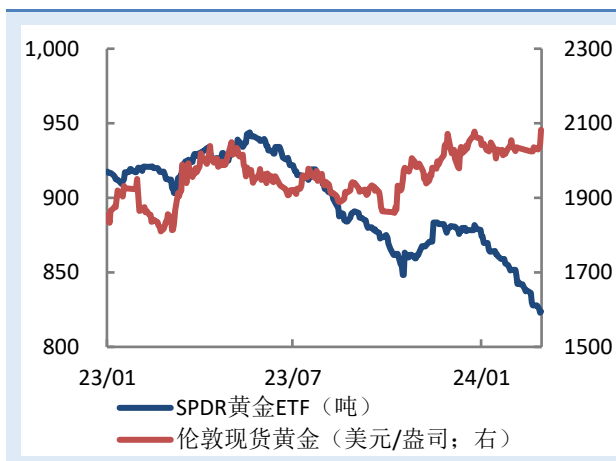
### 三、持仓情况及库存分析

**ETF 持仓情况:** 截至 3 月 1 日, 黄金 ETF-SPDR 持仓水平较上周减少 10.08 吨至 827.81 吨, 创 2019 年 8 月以来低位; 白银 ETF-SLV 持仓水平较上周减少 199.19 吨至 13331 吨, 降至 2020 年 5 月以来新低。

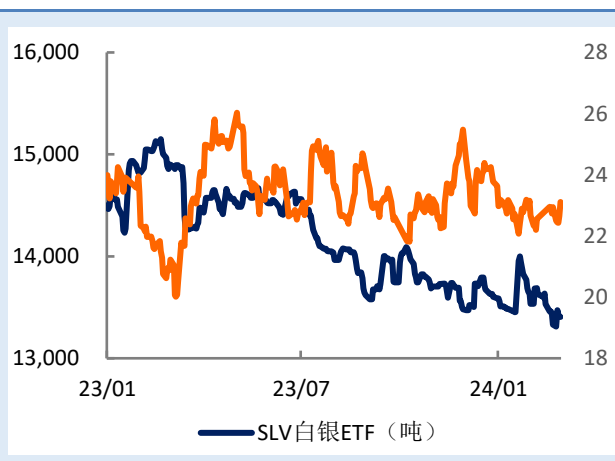
**CFTC 持仓情况:** 截至 2 月 27 日当周, 黄金多头较上周增加 3914 张至 214948 张, 空头较上周增加 2540 张至 73312 张, 故 COMEX 黄金非商业净多头头寸持仓较上周增加 1374 张至 141636 张, 反弹至 3 周高位。COMEX 非商业白银多头较上周减少 3036 张至 54546 张, 空头较上周增加 4842 张至 40047 张, 故 COMEX 白银非商业净多头头寸持仓较上周减少 7878 张至 14499 张。

**库存数据:** 截至 3 月 1 日, SHFE 黄金库存较上周持平为 3.1 吨, 为 1 月 5 日当周以来新低; SHFE 白银期货库存较上周增加 1.84%至 1020 吨; COMEX 期货黄金较上周减少 0.06%至 567 吨, 为 2020 年 4 月底以来新低; COMEX 白银期货库存较上周增加 0.41%至 8774 吨, 为 2023 年 3 月 17 日以来新高。

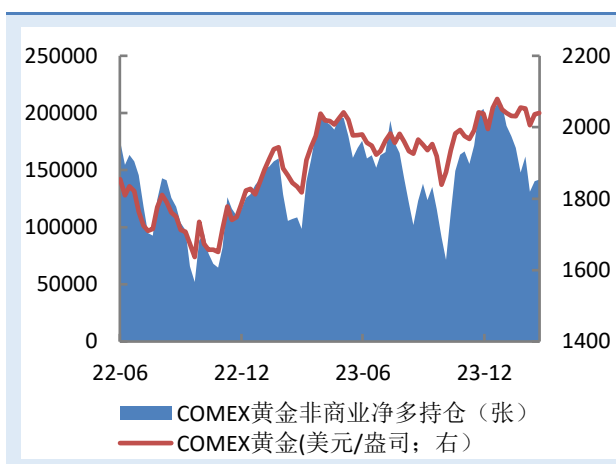
图表15: SPDR黄金ETF持仓



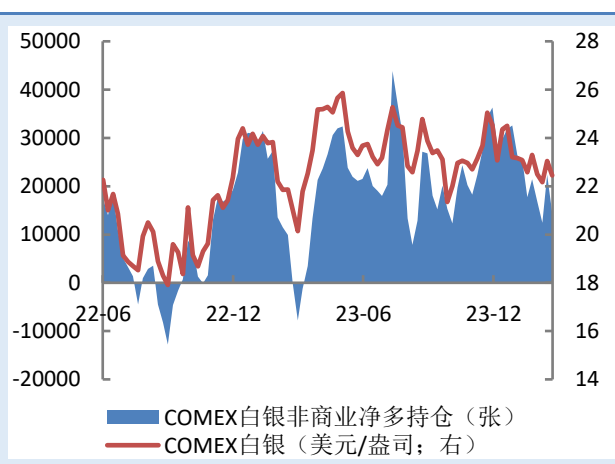
图表16: SLV白银ETF持仓



图表17: COMEX黄金非商业净多持仓数据



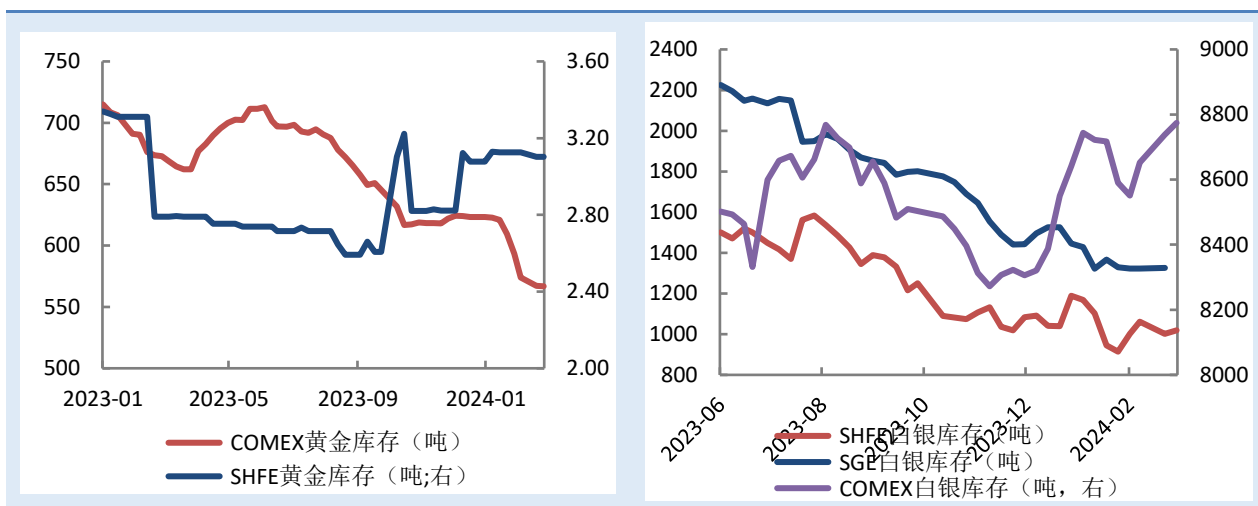
图表18: COMEX白银非商业净多持仓数据



图表19: 黄金期货库存数据

图表20: 白银期货、现货库存数据





数据来源: wind

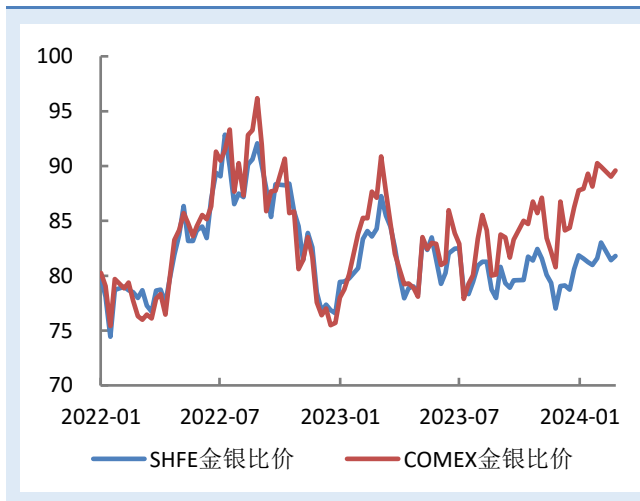
## 四、金银比价、价差等相关数据

**金银比价（活跃合约收盘价）：**截至3月1日，内盘（SHFE）金银比价为81.81，周涨0.38；外盘（COMEX）金银比价为89.6，周涨0.55。

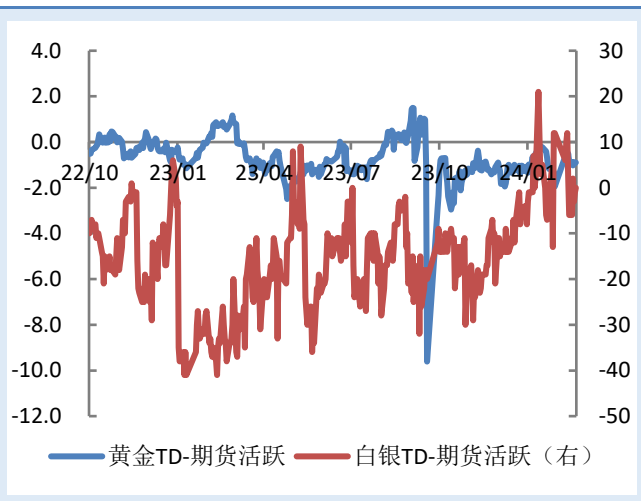
**金银内外盘15点价差（TD-伦敦）：**截至3月1日15点收盘，黄金内外盘价差由节前的9.91元/克缩窄至8.51元/克；白银内外盘价差由节前的-48元/克扩大至-35元/千克。

**上金所TD与SHFE主力价差（价格均取15点整的价格）：**截至3月1日，AU（T+D）-AU2404价差为-0.9元/克；AG（T+D）-AG2406价差为0元/千克。

图表21：期货金银比价

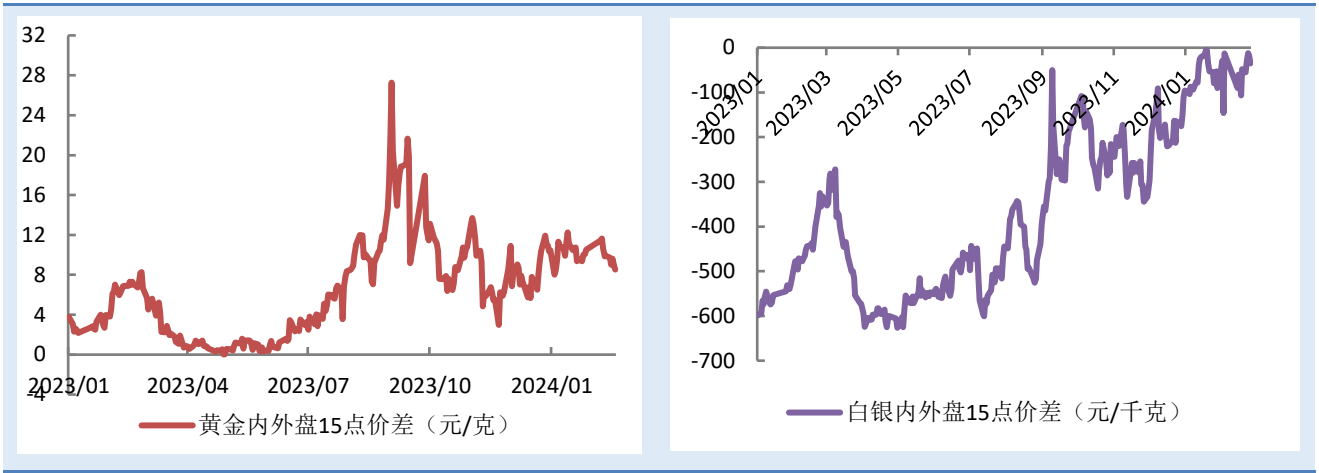


图表22：15点基差：TD-SHFE主力



图表23：黄金内外盘价差(TD-伦敦金)

图表24：白银内外盘价差(TD-伦敦银)



数据来源: wind

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

免责声明

期市有风险，入市需谨慎