

类别

宏观贵金属周报

日期

2022年12月30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



中国完全取消动态清零防疫措施

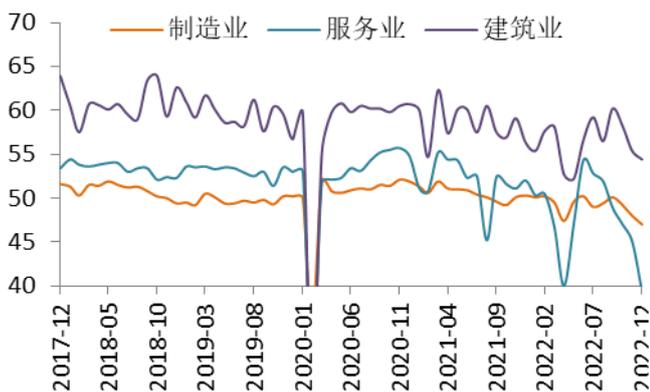
一、宏观环境评述

1.1 经济：中国 12 月 PMI 创年内新低

由于防疫政策大幅度调整后疫情席卷中国大陆地区，社会经济正常秩序受到严重冲击，中国 2022 年 12 月官方综合 PMI 录得 42.6%，为年内最低值。预计 2022 年四季度中国实际 GDP 再次录得环比萎缩，为 2020 年第三次，萎缩程度大于 2022 年二季度但小于 2020 年一季度。

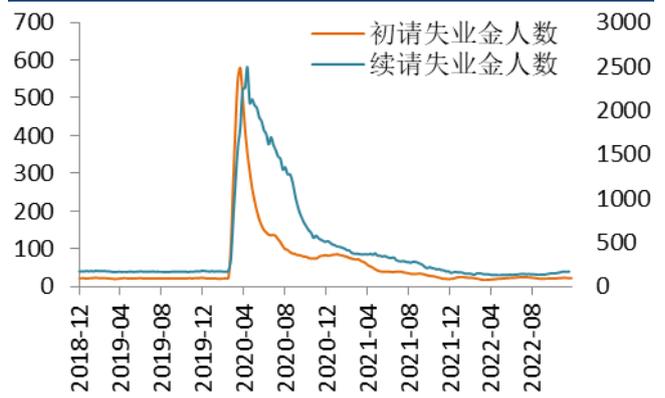
12 月制造业 PMI 为 47%，连续三个月回落。其特点为：1、产需两端有所下降，疫情对企业产需、人员到岗、物流配送带来较大影响，调查的制造业企业中反映受疫情影响较大的企业比重为 56.3%，比上月高 15.5 个百分点；2、价格指数均有回升，制造业原材料采购价格总体水平有所上涨，产品出厂价格总体水平降幅有所收窄，黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等行业两个价格指数均位于 55.0% 以上高位；3、从业人员指数继续下降，受疫情短期影响，制造业企业员工到岗率明显不足，反映劳动力供应不足的企业比重高于上月 6.5 个百分点；4、农副食品加工、医药等与民生密切相关的行业 PMI 继续保持在扩张区间，为经济社会恢复发展提供了有力保障。同时，调查中多数企业认为，随着疫情形势逐步好转，后期市场走势有望回暖。

图1：中国官方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

12 月服务业 PMI 为 39.4%，连续 6 个月回落。调查的服务业企业中反映受疫情影响较大的企业比重升至 61.3%，高于上月 10.0 个百分点。在调查的 21 个行业中，有 15 个位于收缩区间，其中零售、道路运输、住宿、餐饮、居民服务等接触性聚集性行业商务活动指数均低于 35.0%，行业业务总量明显回落。随着进一步优化落实新冠肺炎疫情防控十条措施等政策落地生效，加之春节临近，国内及

国际客运航班执飞量均明显恢复，航空运输业商务活动指数升至 60.0%以上高位景气区间；电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务、保险等行业商务活动指数均继续位于景气区间，业务总量稳定增长。

12月24日当周美国初请失业金人数为22.5万，四周移动平均值为22.15万，较11月底读数低0.75万；12月17日当周续请失业金人数为171万，较11月底读数高4万。整体上看，高频数据显示美国就业市场保持稳定。下周五美国将公布12月非农就业数据，目前市场主流预期12月新增非农就业20万，失业率则稳定在3.7%。

1.2 政策：中国大幅度调整防疫措施

12月26日中国国家卫健委发布公告，将新型冠状病毒肺炎更名为新型冠状病毒感染，自2023年1月8日起解除对新型冠状病毒感染采取的《中国传染病防治法》规定的甲类传染病预防、控制措施，新型冠状病毒感染不再纳入《中国国境卫生检疫法》规定的检疫传染病管理，随后卫健委发布《关于印发对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”总体方案》的通知。依据传染病防治法，对新冠病毒感染者不再实行隔离措施，不再判定密切接触者，不再划定高低风险区，对新冠病毒感染者实施分级分类收治并适时调整医疗保障政策，检测策略调整为“愿检尽检”，调整疫情信息发布频次和内容。依据国境卫生检疫法，不再对入境人员和货物等采取检疫传染病管理措施。实施“乙类乙管”后，中国防控工作目标将围绕“保健康、防重症”，采取相应措施，最大程度保护人民群众生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。至此中国全部取消动态清零防疫措施，亦即中国在放松防疫措施方面已经去到最尽。

1.3 地缘：多个国家限制中国旅客入境

由于中国防疫闯关过程中不再严格收集相关疫情扩散数据，多个国家出于担心新冠病毒变异的考虑限制中国旅客入境。日本要求所有自中国入境的旅客进行落地检，若核酸阳性则需到指定地点隔离七天；韩国要求所有自华入境旅客核酸或抗原阴性者方可登机，抵韩后1天内须完成一次落地检，同时韩国将暂时限制发放赴韩短期签证；美国要求从中国大陆、香港或澳门飞往美国的两岁及以上乘客需要在飞行前不超过两天时接受新冠病毒检测，并在登机前向航空公司出示阴性检测证明；意大利对从中国入境的所有旅客进行新冠病毒检测，但其他欧盟国家尚未对中国旅客实施限制。世卫组织总干事谭德塞在个人社交媒体上发文称，由于中国新冠数据不透明，所以这些国家出台针对性的限制措施，是可以理解的事情。

二、贵金属市场分析

2.1 美元指数高位盘整短线偏弱

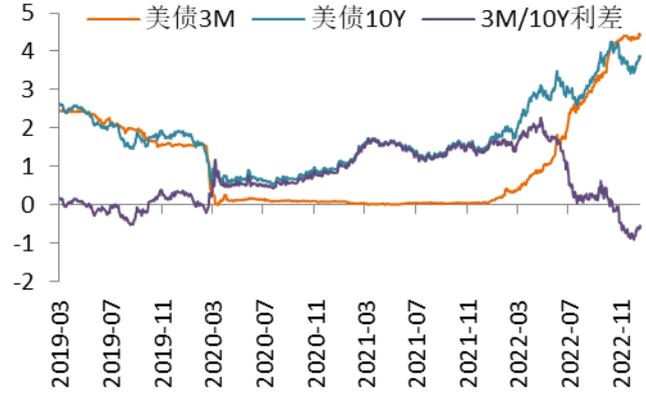
对于中国放松疫情管控后的经济发展前景预期削弱美元的海外避险需求，上周美元指数从 104.3 震荡回落至 103.4，创 2022 年 7 月份以来新低；人民币对美元汇率升至 6.92，人民币汇率指数则稳定在 97.7 附近。我们预计 2023 年美国的经济有望实现软着陆而美联储政策利率在较长时间内维持在中性偏紧水平，在这种情况下经济比较优势和利差优势对美元汇率的支撑作用将继续存在，美元指数也因此能保持在长期牛市通道之上；但若中国大陆成功实现共存闯关，全球经济从衰退转入复苏，则海外避险需求的减退也会在新一轮衰退之前拖累美元汇率表现，因此从中期角度看美元指数的上涨动能是不足的。综合而言，2023 年美元指数大概率维持高位盘整态势，核心波动区间为 101-113，拖累因素为美联储放缓紧缩步伐甚至降息、全球经济转入复苏，利多因素为欧洲经济衰退和中国防疫共存闯关带来的海外避险需求。

图3：美元和人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：美债期限利差



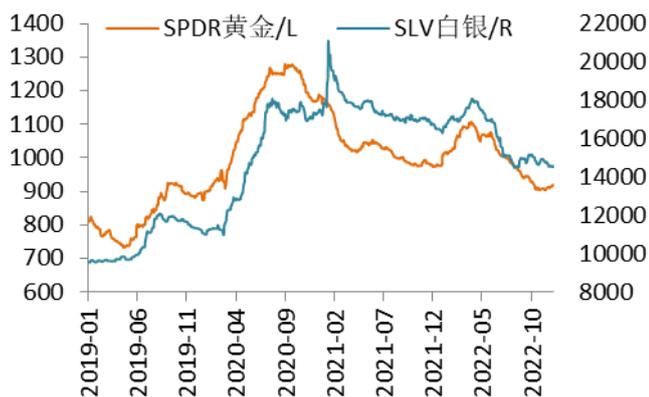
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

上周美国国债利率整体上移，10 年期国债利率周度环比上升 13BP 至 3.88%，3M/10Y 期限利差因此从 59BP 收窄到 54BP，因市场预计中国放松疫情管控措施推动经济增长将增强美联储继续紧缩的条件。我们预计 2023 年美联储继续紧缩，但更多体现为缩表而不是加息（剩余加息幅度约为 100BP），而且加息之后的政策转向门槛较高，2023 年降息概率以及降息幅度均较为有限；在这种情况下，2023 年美债短端利率将继续上行至 5%附近然后小幅回落，长端利率先偏软调整后探底回升，10 年期美债利率核心波动区间为 3.5-4.5%，美债期限利差先扩大后收窄，但预计持续保持长短倒挂格局。

2.2 市场投资情绪

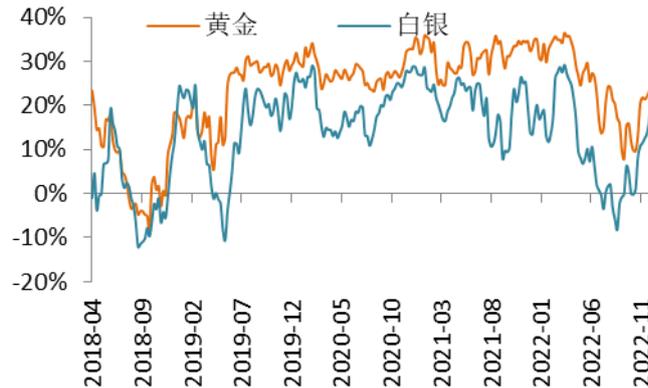
上周 SPDR 黄金 ETF 持仓量环比增加 3.76 吨或 0.41%，11 月份以来有一定程度的见底迹象但回升不明显；SLV 白银 ETF 持仓减少 1.43 吨或 0.01%。显示出自 10 月中旬以来的震荡减少趋势，但也是刚好回落 8 月底水平。总体上看 10 月份以来贵金属 ETF 持仓量有触底回升迹象，但不确定性很大，需要继续观察。

图5：贵金属ETF持仓量



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：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，12 月 20 日当周机构投资者增持黄金多单 2772 张并减持黄金空单 7910 张，分别减持白银多单 293 张和空单 529 张，结果是金银基金净多率分别上升至 26.4% 和 21.5%。总体上看在 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 12 月份机构投资者做多量激增而金银价格变化不大，显示出顶背离形态。

2.3 贵金属回顾展望

上周贵金属全面反弹，主要是因为美元偏弱调整提振了包括贵金属在内的大宗商品整体市场，而且贵金属投资者选择了忽视美国 10 年期国债利率上升的利空影响，因为投资者相信随着美联储紧缩进程推进美国经济衰退将是大概率事件，美联储在放缓紧缩步伐之后将停止紧缩进程。上周伦敦金银分别上涨 1.4% 和 1%，上海金银期指分别上涨 1% 和 1.5%。

2022 年伦敦贵金属走势一波三折，年初至 3 月上旬在乌克兰战争所带来的避险需求影响下大幅度冲高，3 月 8 日伦敦黄金突破 2070 美元/盎司，与 2020 年 8 月 7 日所创下的历史记录 2075 美元/盎司已经相差不多；随后乌克兰战争对金融市场的情绪冲击逐步减退，而美联储在通胀压力下持续加快紧缩步伐则给贵金属等金融资产施加强大下行压力，2022 年 9 月 28 日伦敦黄金最低触及 1614 美元/盎司，低于 2021 年的年度低点（1676 美元/盎司），因此从外盘来看 2022 年伦敦

贵金属延续了2020年8月份以来的调整趋势；2022年10月份以来，由于美元指数上涨动能开始减弱，美联储愈加接近放缓紧缩步伐，因此贵金属触底反弹，伦敦黄金回升到1800美元/盎司附近。

根据2023年全球经济普遍衰退、美国经济成功软着陆以及美联储政策利率长期维持中性偏紧水平的基准预期，我们判断2023年美元汇率仍处长期牛市格局但中期上涨动能不足，美债10年期利率或围绕3.5-4.5%中枢波动。在这种情况下，我们预计2023年伦敦金银趋势性机会仍然不大，“反弹-调整-反弹”的整体节奏类似于2022年，年初反弹得益于美联储放缓紧缩步伐，年中调整压力则来自欧美央行集体紧缩带来的流动性折价和美元指数阶段性强势，年底反弹动能则有赖于全球经济复苏和美元指数疲软；预计2023年伦敦黄金核心波动区间为1540-1960美元/盎司，伦敦白银核心波动区间为15-25美元/盎司。

图7：伦敦金银走势



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图8：上海金银走势



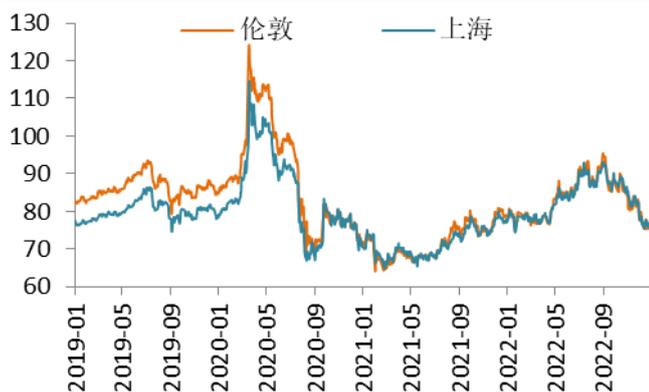
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

由于内外防疫压力逆转以及房地产市场动荡，2022年人民币兑美元汇率贬值12.5%，使得2022年上海黄金期指均价比2021年高4%，并且年度高点低点均有所上移，技术上看国内黄金已经完成牛熊转换。但如果2023年中国顺利完成防疫共存闯关，则人民币兑美元汇率先贬值后升值，如此看来2023年国内黄金大致还将维持2022年这种小步慢走的慢牛格局，依托上涨趋势线做多是比较稳妥的做法。至于金银比方面，大致以2023年中期为界，上半年上升下半年下跌。

2.4 贵金属相关图表

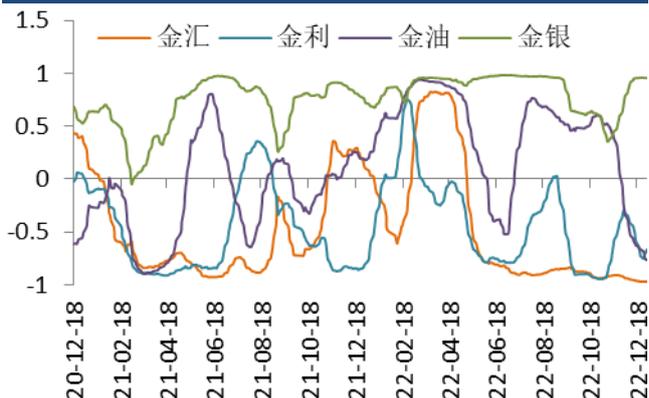
伦敦和上海金银比值分别为76.2和76.3，伦敦黄金与美元指数高度负相关，与美债实际利率的负相关性有所增强，与Brent原油转为深度负相关，与白银的正相关性加强。

图9：金银比值



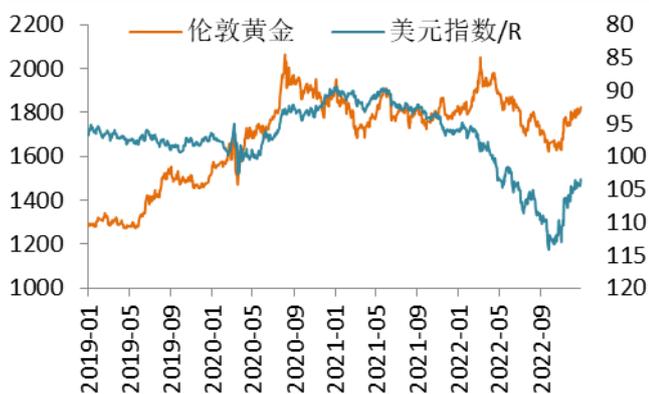
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：伦敦黄金与其他资产相关性



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图11：伦敦黄金与美元指数



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图12：伦敦黄金与美债实际利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

三、下周重点数据/事件

表1：下周重点数据/事件

2023年1月2日

时间	国家/地区	指标名称	重要度	前值
16:00	 欧盟	12月欧元区:制造业PMI	★★★	47.10

2023年1月4日

23:00	 美国	12月制造业PMI	★★★	49.00
23:30	 美国	12月30日EIA库存周报:商业原油增量(千桶)	★★★	718.00

2023年1月5日

18:00	 欧盟	11月欧盟:PPI:同比(%)	★★★	31.20
-------	--	-----------------	-----	-------

2023年1月6日

21:30	 美国	12月失业率:季调(%)	★★★	3.70
	 美国	12月新增非农就业人数:季调(千人)	★★★	263.00
23:00	 美国	11月耐用品:新增订单(百万美元)	★★★	247,086.00
	 美国	11月耐用品:新增订单:季调:环比(%)	★★★	1.48
	 美国	11月全部制造业:新增订单(百万美元)	★★★	500,376.00
	 美国	12月非制造业PMI	★★★	56.50

数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

【建信期货研究发展部】

宏观金融研究团队 021-60635739 有色金属研究团队 021-60635734 黑色金属研究团队 021-60635736
 石油化工研究团队 021-60635738 农业产品研究团队 021-60635732 量化策略研究团队 021-60635726

免责声明：本报告仅提供给建信期货有限责任公司（以下简称本公司）的特定客户及其他专业人士。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和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。本公司力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“建信期货研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部

地址：上海市浦东新区银城路99号（建行大厦）5楼
 电话：021-60635548 邮编：200120

深圳分公司

地址：深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心B3211
 电话：0755-83382269 邮编：518038

山东分公司

地址：济南市历下区龙奥北路168号综合营业楼1833-1837室
 电话：0531-81752761 邮编：250014

上海浦电路营业部

地址：上海市浦电路438号1306室（电梯16层F单元）
 电话：021-62528592 邮编：200122

北京营业部

地址：北京市宣武门西大街28号大成广场7门501室
 电话：010-83120360 邮编：100031

福清营业部

地址：福清市音西街福清万达广场A1号楼21层2105、2106室
 电话：0591-86006777/86005193 邮编：350300

郑州营业部

地址：郑州市未来大道69号未来大厦2008A
 电话：0371-65613455 邮编：450008

宁波营业部

地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街255号0874、0876室
 电话：0574-83062932 邮编：315000

总部专业机构投资者事业部

地址：上海市浦东新区银城路99号（建行大厦）6楼
 电话：021-60636327 邮编：200120

西北分公司

地址：西安市高新区高新路42号金融大厦建行1801室
 电话：029-88455275 邮编：710075

浙江分公司

地址：杭州市下城区新华路6号224室、225室、227室
 电话：0571-87777081 邮编：310003

上海杨树浦路营业部

地址：上海市虹口杨树浦路248号瑞丰国际大厦811室
 电话：021-63097527 邮编：200082

广州营业部

地址：广州市天河区天河北路233号中信广场3316室
 电话：020-38909805 邮编：510620

泉州营业部

地址：泉州市丰泽区丰泽街608号建行大厦14层CB座
 电话：0595-24669988 邮编：362000

厦门营业部

地址：厦门市思明区鹭江道98号建行大厦2908
 电话：0592-3248888 邮编：361000

成都营业部

地址：成都市青羊区提督街88号28层2807号、2808号
 电话：028-86199726 邮编：610020

【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路99号（建行大厦）5楼
 邮编：200120 全国客服电话：400-90-95533
 邮箱：service@ccbfutures.com 网址：<http://www.ccbfutures.com>