

类别

宏观贵金属周报

日期

2023年2月17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



美联储政策利率顶点可能上调

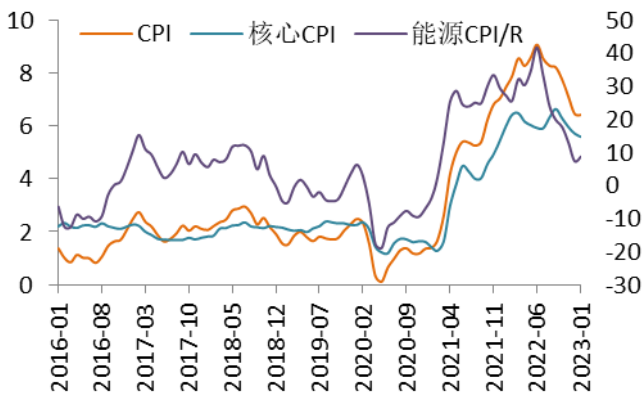
一、宏观环境评述

1.1 经济：美国通胀继续回落但慢于预期

2023年1月份美国整体CPI同比增长6.4%，是连续第七个月回落但高于市场主流预期的6.2%；核心CPI同比增长5.6%，是连续第四个月回落但高于市场主流预期的5.5%。1月份核心CPI和整体CPI分别环比增长0.6%和0.8%，主要得益于冬季能源成本上升带动；但住宅租金CPI增速回到近七个月以来新高，服装、教育通讯等消费类别成本继续抬升，意味着在就业市场继续偏紧所带来的居民收入预期下，美国核心CPI有继续上涨动能，美国通胀回落并非一蹴而就，并且在经济就业韧性影响下还有可能慢于美联储预期。

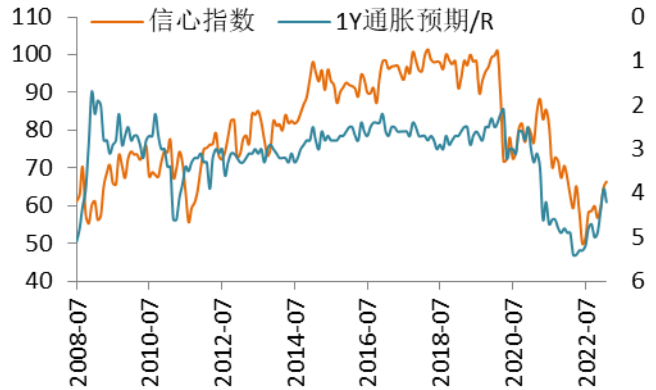
环比通胀增速的反弹也影响到居民通胀预期，2月份密歇根大学消费者1年期通胀预期回升0.3个百分点至4.2%，但暂时来说消费者信心还没受到影响，2月份消费者信心指数继续回升至66.4，可能是因为消费者认为通胀回升乃是短期现象，中期通胀回落的确定性更高。但另一方面居民消费信心以及企业投资信心的坚挺带来经济增长的韧性以及就业市场的紧俏，这反过来增强居民收入增长预期和通货膨胀的韧性。在这种情况下，美国通胀增速在基数效应下回落到一定程度之后，比如4-6%区间内，就难以进一步下降，美联储政策利率也将长期保持在较高水平区间之内。

图1：美国通胀同比增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：密歇根大学消费者调查

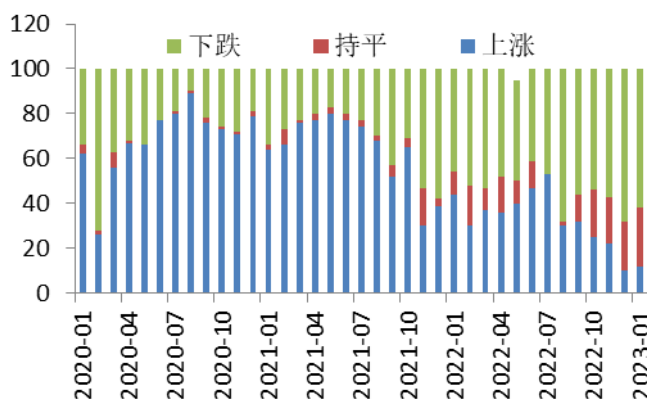


数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2023年1月份中国百城平均房价环比微跌0.02%，跌幅较前一月的0.08%显著收窄，但仍是连续第七个月环比下跌，并且同比跌幅也小幅扩大到0.03%，这是2025年8月份以来首次出现同比下跌。1月份房价环比上涨城市数为12个，比前一月多2个；环比持平城市数为26个，比前一月多4个；环比下跌城市数为

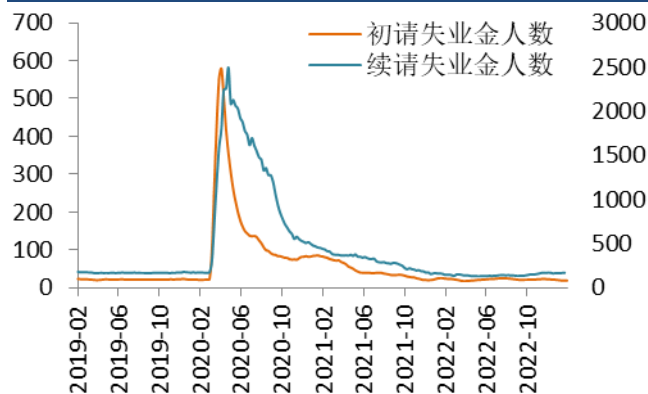
62个，比前一月少6个。总体上看，在持续出台的房地产刺激政策影响下，中国房地产市场年内有望企稳；但鉴于房地产从高增长低波动优质资产转为低增长高波动普通资产，在交易环节税费繁重以及房价上涨预期下降的情况下，投机性购房的消退使得房地产市场难以回归到昔日盛况，中国房地产市场或进入更加稳定更加分化的成熟阶段。

图3：百城房价环比变化城市数



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：美国周度失业数据



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

其他数据方面，美国1月份零售销售环比增长2.96%，好于市场主流预期的增长1.8%，核心零售销售增速也上升到2.31%，说明在美联储大幅紧缩货币政策之后，美国居民消费和经济增长仍显韧性；美国1月份PPI同比增长6%，低于前值6.5%但高于市场主流预期的5.4%，与CPI数据一致均表明美国通胀压力缓解速度较慢；美国2月11日当周初请失业金人数为19.4万，这也使得初请失业金人数四周平均下降到18.95万，说明美国就业市场依然紧俏。

1.2 政策：美联储政策利率顶点可能上调

在1月份就业、经济以及通胀数据发布之后，多位美联储决策者暗示火爆的就业市场以及较高的经济韧性导致价格压力更具粘性，这使得美联储可能将联邦基金利率目标区间推升至高于他们之前预期的水平（5-5.25%），目前金融市场尚未对这一个变动充分定价。美联储三把手、纽约联储主席威廉姆斯表示，存在通胀在比预期更长的时间内处于高位的风险，可能需要将利率上调至高于当前预测的水平。美国克利夫兰联储主席梅斯特称通胀仍然过高，美联储在将政策从非常宽松的立场转向限制性立场方面已经取得了明显进展，但还有很多工作要做。

但也有部分美联储决策官员倾向于谨慎行事。费城联储主席哈克表示，令人惊讶的强劲就业数据并未改变他的观点，即美联储转向较小幅度加息是一个好策略，但他仍认为美联储需要将指标利率升至5%以上。美联储理事鲍曼表示，美联

储将继续提高利率，以便使利率达到足够高的水平，使通胀率回落到联储的目标水准；一旦利率达到足够的限制性水平，利率将需要保持一段时间以恢复价格稳定，一个非常强大的劳动力市场加上通胀放缓意味着所谓的经济软着陆仍然是有可能的。圣路易斯联储主席布拉德表示，尽管通胀仍很高，且经济产出高于潜在趋势，但通胀放缓的过程已经开始，并可能随着美联储进一步加息而延续。

2月16日政治局常委会召开会议，听取近期新冠疫情防控工作情况汇报。会议强调，当前全国疫情防控形势总体向好，平稳进入“乙类乙管”常态化防控阶段，但全球疫情仍在流行，病毒还在不断变异。各地区各部门要认真贯彻落实党中央决策部署，压实“四方责任”，盯紧关键环节，做好风险人员管控，在已有工作基础上再推进再落实。要加强疫情监测和常态化预警能力建设，健全疫情监测体系和信息报告制度，及时准确作出预警并采取必要的紧急防控措施。要根据病毒变异和疫苗保护情况，科学谋划下一阶段疫苗接种工作，促进老年人接种率持续提升。要抓好常态化分级分层分流医疗卫生体系建设，继续优化资源布局，建强以公立医疗机构为主体的三级医疗卫生服务网络。

1.3 地缘：中美无人飞艇事件继续发酵

2月9日，美国国会众议院全票通过由众议院外交委员会主席麦考尔提出的一项反华决议，该决议指责中国意外脱离管控的无人飞艇侵犯了美国主权，并要求拜登政府向中方施压；要求拜登政府提供更加全面的简报，让国会了解中国无人飞行器误入美国领空的各种相关信息；要求美国行政部对立刻整理近年来已知的中国“侵犯美国领空”事件，并公布相关的数据。这说明美国两党在抑制中国崛起、全方位对抗中国方面已经达成一致，无论共和党还是民主党上台都不会改变这一事实。2月16日，就美国国会众议院通过“中国在美领土上使用高空气球决议案”，全国人大外事委员会发表声明对此表示强烈谴责和坚决反对，强烈敦促美国国会尊重事实，尊重国际法精神和国际关系基本准则，立即停止对华污蔑抹黑的错误做法，不要采取导致事态升级的举动。

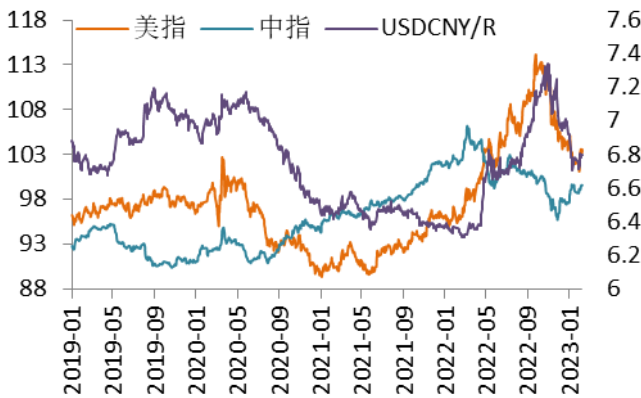
2月15日，中国半导体行业协会发布严正声明，就美国日本荷兰三国政府达成协议，将对芯片制造施加新的设备出口管制和限制一事表示强烈抗议。协会反对这一破坏现有全球半导体产业生态的行为，反对这一干涉全球贸易自由化、扭曲供需关系和供需平衡的行为，反对这一试图将中国半导体产业排除在全球产业体系及市场自由竞争之外的行为。协会呼吁中国政府及相关机构：制定维护全球半导体产业生态健康发展的规则。对于捍卫全球化理念、全球半导体产业价值观的外国企业，支持其在中国市场的业务健康运营。

二、贵金属市场分析

2.1 美元指数小幅回升

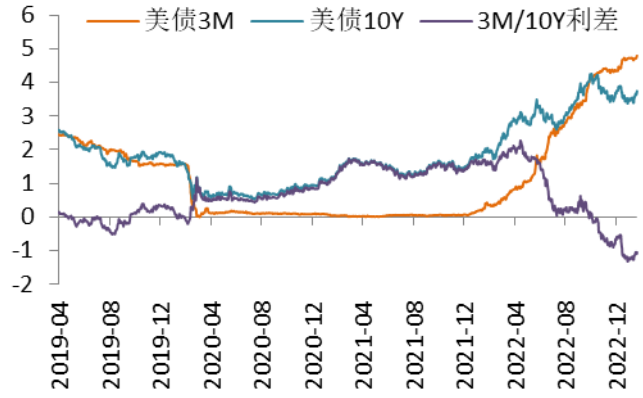
由于中国防疫共存闯关时点提前至 2022 年 12 月份，2023 年中国疫后复苏预期大幅度削弱了美元的海外避险需求；另一方面美联储持续紧缩下美国制造业 PMI 下降至近八年低水平区间，美国通胀增速显著回落到 6.5%，市场预期美联储很快停止加息周期并在 2023 年下半年开始降息。避险需求减退与利差收窄预期推动 2023 年初美元指数延续自 2022 年 9 月底以来的调整趋势，2 月 2 日美元指数跌破 101 关口；但美国 1 月份就业数据远超市场预期，降息预期落空以及市场对美联储政策利率预期的修正推动美元指数快速反弹至 103.5 附近。我们预判 2023 年美元指数大概率维持高位盘整态势，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，上周人民币兑美元离岸汇率下降至 6.82。

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

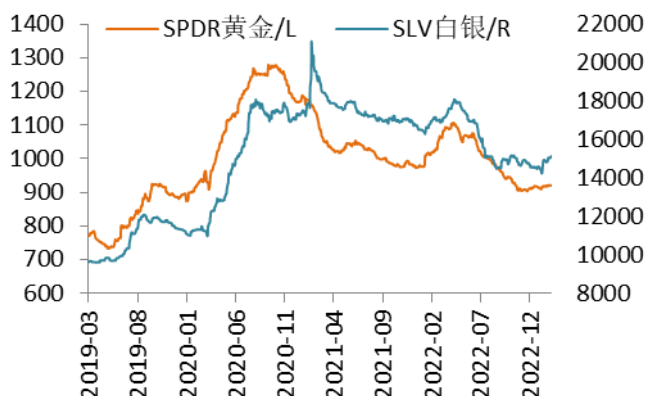
美联储持续加息收紧货币政策但放缓加息步伐一方面推动短端利率上行另一方面通过经济衰退预期抑制长端利率，2023 年迄今美债 3 个月期国债收益率上升 37BP 至 4.79%，而 10 年期国债收益率下降 14BP 至 3.74%，3M/10Y 期限利差倒挂 105BP。上周市场对于美联储政策利率预期的修正以及对于美国经济衰退预期的减弱推动美债利率曲线陡峭化上行，期限利差倒挂情况小幅改善。我们预计 2023 年美国在经济在美联储维持较高政策利率水平的情况下实现较低经济增速的软着陆，美债短端利率将继续上行至 5%附近然后小幅回落，长端利率先偏软调整后探底回升，10 年期美债利率核心波动区间为 3-4%，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，关注美联储货币政策紧缩步伐。

2.2 市场投资情绪

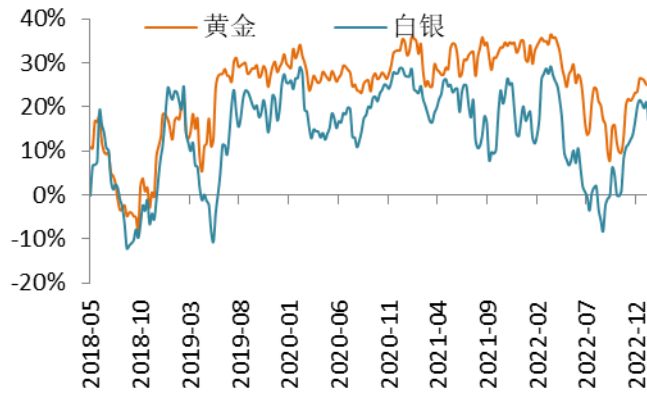
上周 SPDR 黄金 ETF 持仓量环比减少 0.87 吨或 0.09%，SLV 白银 ETF 持仓增加 81.5 吨或 0.54%。2022 年 9 月份以来贵金属 ETF 持仓量止跌并小幅回升，但回升速度幅度均不算大，其可持续性以及对市场的影响有待观察。由于美联储虽然放缓加息步伐但还是在继续提升政策利率，这对于没有利息收入的贵金属而言是根本性的利空。

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 1 月 24 日当周机构投资者分别增持黄金多单 10626 张和空单 3558 张，减持白银多单 2573 张并增持白银空单 3758 张，结果是黄金基金净多率维持在 25.1%但白银净多率下降至 16.9%。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 月份白银价格显著下跌，机构做多白银意愿也有所减退。

2.3 贵金属回顾展望

2023 年初伦敦黄金延续自 2022 年 11 月份以来的反弹行情，主要驱动力是美国通胀压力见顶回落引发的美联储放缓紧缩步伐预期，以及中国防疫共存闯关前置引发的中国经济疫后复苏预期，使得美元指数延续自 2022 年 9 月底以来的调整趋势。美元指数调整为伦敦黄金反弹提供直接动力，另外美债实际利率下降以及地缘政治风险影响下环球央行购金热潮，同样推动伦敦黄金上涨，2 月 2 日伦敦黄金最高触及 1960 美元/盎司价位。但在 2 月 2 日美联储、英国央行和欧洲央行分别加息之后，美元指数触底回升，伦敦黄金在美元反弹和获利平仓双重压力下回落调整；及至 2 月 3 日公布的美国 1 月份就业数据远好于市场预期，美联储降

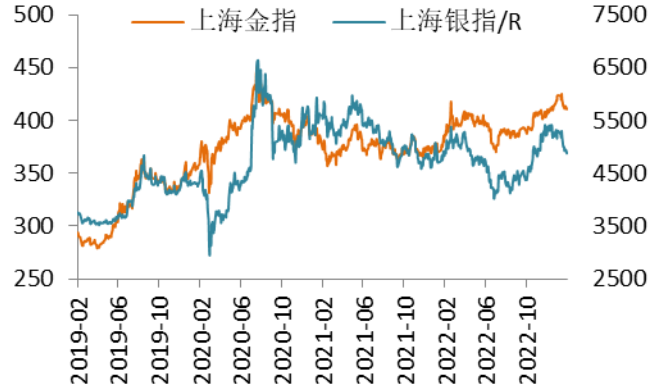
息预期遭到痛击，市场对于美联储政策利率预期的修正推动伦敦黄金大幅调整至 1860 美元/盎司附近；此后公布的美国经济数据好于预期，通胀回落速度慢于预期，均打压了美联储降息预期，并且美联储政策利率顶点还可能上移，这使得 2 月份贵金属整体偏弱运行；但上周伦敦黄金在 1820 美元/盎司附近获得支撑，可能意味着短期调整基本到位，后期等待美国 2 月份经济数据以及美联储 3 月 22 日议息会议的指引。

图9：伦敦金银走势



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：上海金银走势



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

我们认为由于美国经济的韧性、就业和通胀的结构性，美联储放缓升息步伐并最终停止加息之后，降息时点未必如市场预期的那么快。我们的基准预期是美国经济在较高的通胀增速和较高的政策利率水平下实现较低水平的软着陆，同时在海外经济疲软以及国内债务重压双重抑制下中国疫后复苏将是弱复苏，而乌克兰战争和中美地缘政治风险等避险需求也存在，在这种情况下美元指数一季度偏弱下有底，美联储降息预期的减退以及海外避险需求的回归可能从二季度起重新推动美元指数走强。另一方面，美联储大幅度紧缩之后美国经济动能减弱是大概率事件，美债实际利率的回落对贵金属有支撑作用，因此贵金属特别是伦敦黄金的中期底部应该在 2022 年已经出现。总体而言，我们认为二月份贵金属大概率转入区间震荡行情，主导因素为美国经济数据以及美联储紧缩预期的变化，趋势性下跌不会早于 3 月份，而白银则继续弱于黄金。

2.4 贵金属相关图表

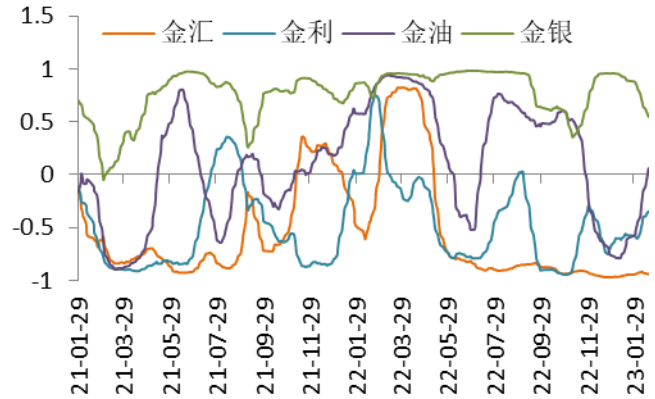
伦敦和上海金银比值分别为 84.9 和 83.7, 伦敦黄金与美元指数高度负相关, 与美债实际利率的负相关性显著走弱, 与 Brent 原油的负相关性转为弱正相关性, 与白银的正相关性持续减弱。

图11: 金银比值



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图12: 伦敦黄金与其他资产相关性



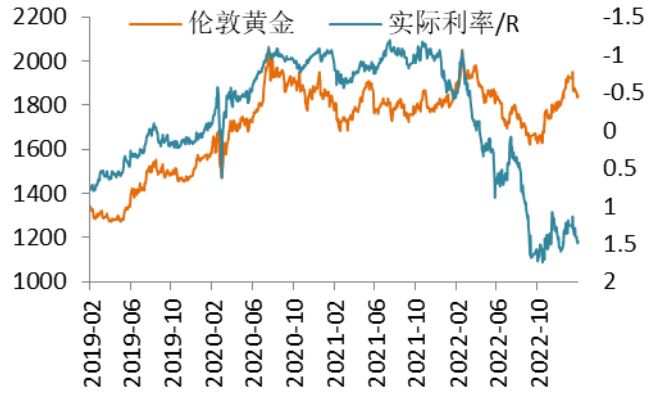
数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图13: 伦敦黄金与美元指数



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图14: 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2月21日

时间	国家/地区	指标名称	重要度	前值
16:00	 欧盟	2月欧元区:制造业PMI(初值)	★★★	48.80
18:00	 欧盟	2月欧元区:ZEW经济景气指数	★★★	16.70

2023年2月22日

23:30	 美国	2月17日EIA库存周报:商业原油增量(千桶)	★★★	16,283.00
-------	--	-------------------------	-----	-----------

2023年2月23日

18:00	 欧盟	1月欧盟:CPI:同比(%)	★★★	10.40
	 欧盟	1月欧元区:CPI:环比(%)	★★★	-0.40
	 欧盟	1月欧元区:CPI:同比(%)	★★★	9.20
21:30	 美国	2月18日当周初次申请失业金人数:季调(人)	★★★	194,000.00
	 美国	第四季度GDP(预估):环比折年率(%)	★★★	3.20

2023年2月24日

21:30	 美国	1月个人消费支出:季调(十亿美元)	★★★	17,737.20
	 美国	1月核心PCE物价指数:同比(%)	★★★	4.42
	 美国	1月人均可支配收入:折年数:季调(美元)	★★★	56,761.00
23:00	 美国	1月新房销售(千套)	★★★	47.00

Q 财经大事一览2023年2月19日 ~ 2023年2月25日

2023年2月21日

时间	国家/地区	指标名称
17:00	 欧盟	2月欧盟国家能源部长会议

2023年2月23日

03:00	 美国	2月美联储公布2月货币政策会议纪要
06:30	 美国	2月美联储威廉姆斯发表讲话
23:50	 美国	2月美联储博斯蒂克发表讲话

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:

本报告由建信期货有限责任公司(以下简称本公司)研究发展部撰写。

本研究报告仅供报告阅读者参考。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告版权归建信期货所有。未经建信期货书面授权,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,须在授权范围内使用,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