

类别

宏观贵金属周报

日期

2023年9月8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

hezhuoqiao@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)

021-60635739

huangwenxin@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)

021-60635731

dongbin@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F3054198

研究员：王天乐(期权量化)

021-60635568

wangtianle@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F03107564



美国 8 月 PMI 意外回升

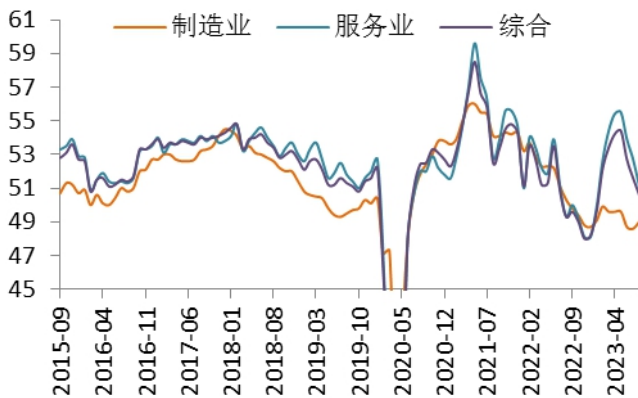
一、宏观环境评述

1.1 经济：美国 8 月 PMI 意外回升

8 月份摩根大通全球制造业 PMI 环比回升 0.4 个百分点至 49%，但服务业 PMI 环比下降 1.6 个百分点至 51.1%，这使得综合 PMI 环比下降 1 个百分点至 50.6%，为连续第三个月回落，意味着 2023 年三季度全球经济增长动能再度走弱，2022 年底至 2023 年上半年因欧美通胀压力缓解和中国疫后经济重启而出现的全球经济回暖有终结危险。

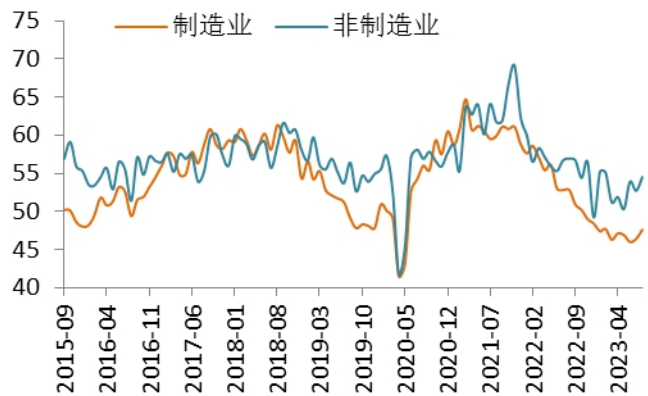
美国 8 月份 ISM 制造业 PMI 环比回升 1.2 个百分点至 47.6%，为连续第二个月回升且为 3 月份以来最高值；虽然仍处于 8 年来的低水平区间，但底部企稳回升迹象较为明显。8 月制造业 PMI 回升主要由就业和物价指数带动，而新订单指数依然偏弱运行，这意味着制造业物价有上升压力，同时就业状况保持稳健。8 月份 ISM 服务业 PMI 环比回升 1.8 个百分点至 54.5% 且为 3 月份以来最高值，各分项指数均有明显改善。好于市场预期的美国 8 月份 PMI 数据说明美国经济增长动能保持强劲，而经济高于潜在增速加上供应受限的国际能源市场意味着美国潜在通胀压力，美联储政策利率因此会在更高水平保持更长时间。

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ISM PMI



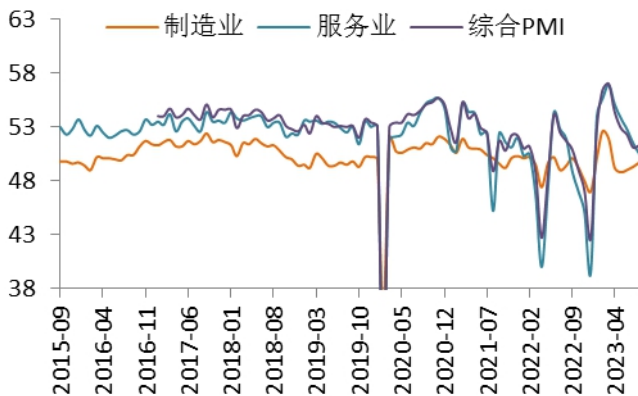
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

与美国相对，8 月份欧元区制造业 PMI 环比上升 0.8 个百分点至 43.5%，但服务业 PMI 环比回落 3 个百分点至 47.9%，综合 PMI 也因此环比回落 1.9 个百分点至 46.7%，为连续第四个月回落。数据说明欧洲经济在央行紧缩货币政策压力下的韧性显然不如美国，这归根到底是受到美欧经济体制差异以及乌克兰战争的溢出影响，但欧洲央行对抗通胀的立场因此会弱于美联储，从这一点看 7 月下旬以来的欧元兑美元汇率贬值可能是中期性质的。

其他方面，欧元区二季度 GDP 环比年率下修为 0.07%，虽然通胀压力缓解使得居民消费和企业投资意愿回升，但同时中国汽车业的崛起也抑制了欧洲产品竞争力；与此同时虽然 GDP 平减系数环比年率增速从一季度的 8.12% 回落到 5.46%，但仍高于美国同期的 1.98%，说明欧洲滞涨程度较美国更为严重。美国 9 月 2 日当周初请失业金人数 21.6 万，为 4 月份以来的最低值；8 月 26 日当周续请失业金人数 167.9 万，继续处于疫情前的低水平区间，数据表明美国就业市场继续稳健，美联储政策利率或在更长时间内保持在更高水平。

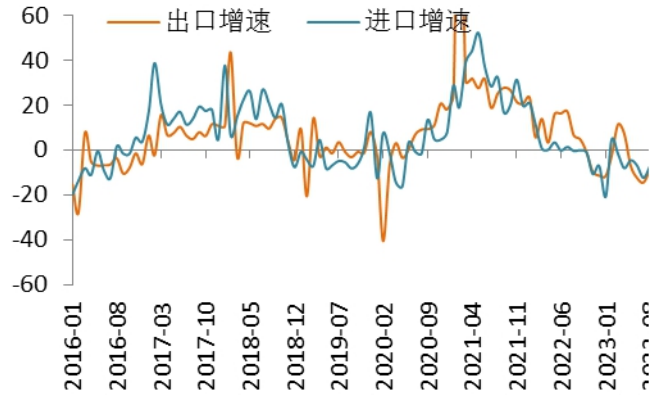
8 月份中国官方制造业 PMI 环比回升 0.4 个百分点至 49.7%，为连续第三个月回升但仍为连续第五个月位于萎缩区间；服务业 PMI 环比回落 1 个百分点至 50.5%，为连续第五个月回落；综合 PMI 则持续回落到 51.3%，说明中国经济仍处于复苏通道但经济增长动能继续偏弱，尚需扩张性政策支持。制造业方面，生产指数和新订单指数分别为 51.9% 和 50.2%，分别比上月上升 1.7 和 0.7 个百分点，均为近 5 个月以来的高点，说明生产与需求同步改善；新出口订单虽然略有回升但仍然偏弱，反映外部需求继续偏弱；需求回升推动价格与采购量反弹，但购进价格指数显著高于出厂价格指数，意味着中下游企业利润状况不佳。调查结果显示，市场需求不足仍是当前企业面临的主要问题，制造业恢复基础尚需进一步巩固。

图3：中国官方PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：中国进出口增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

以美元计 8 月份中国出口同比萎缩 8.8%，萎缩程度较 7 月份收窄 5.7 个百分点，大部分归于基数效应的减弱；进口同比萎缩 7.3%，萎缩程度较 7 月份收窄 5.1 个百分点；当月贸易盈余 683 亿美元，为年内次低值。分区域来看，8 月份中国对美国、东南亚出口环比增速转正，但对欧盟出口环比延续下滑。向前看中国出口降幅有望继续收窄，特别是四季度基数效应明显减弱后，月度出口同比增速有望回正，但年度累计增速大概率继续处于负值区间。

1.2 政策：中国降低存量房贷利率

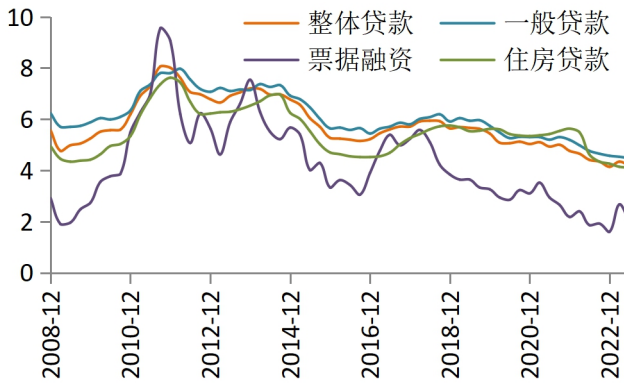
8月31日中国央行和金管总局联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，1、统一全国个人住房商贷最低首付款比例政策下限，不再区分实施限购城市和不实施限购城市，首套和二套个人住房商贷最低首付款比例政策下限统一为不低于20%和30%；二套住房利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率LPR加20个基点，首套住房利率政策下限仍为不低于相应期限LPR减20个基点。2、自2023年9月25日起，存量首套个人住房商贷的借款人可向承贷金融机构提出申请，由该金融机构新发放贷款置换存量首套个人住房商贷，或协商变更合同约定的利率水平；新发放贷款或变更后的利率水平由金融机构与借款人自主协商确定，但在LPR基础上的加点幅度，不得低于原贷款发放时所在城市首套个人住房商贷利率政策下限；存量首套个人住房商贷，是指2023年8月31日前金融机构已发放的和已签订合同但未发放的首套个人住房商贷，或借款人实际住房情况符合所在城市首套住房标准的其他存量个人住房商贷。

8月31日至9月3日，各地分行公布了分时段首套个人住房商贷利率下限标准。9月7日工农中建四大行发布存量首套房贷利率调整公告，明确符合本次调整范围的贷款包括：1、2023年8月31日前已发放的和已签订合同但未发放的首套个人住房商贷；2、2023年8月31日前贷款发放或签订合同时不符合首套住房标准，但当前借款人实际住房情况符合所在城市首套住房标准的其他存量个人住房商贷。对于浮动利率贷款，①2019年10月7日前发放的，调整后的利率按原贷款合同期限LPR利率执行；②2019年10月8日-2022年5月14日发放的，调整后的利率按全国首套房贷利率政策下限即原贷款合同期限LPR利率执行；③2022年5月15日-2023年8月31日已发放的或已签订合同但未发放的，调整后的利率按全国首套房贷利率政策下限即原贷款合同期限LPR-20个基点执行。若在上述时间段内，贷款所在城市首套住房贷款利率政策下限高于上述调整后拟执行水平，调整后的利率按相应政策下限执行。若贷款时符合首套住房标准的，银行采取变更合同利率的方式进行统一调整，新的利率即日生效；不同意调整或拟采取置换方式调整的客户，可联系贷款经办机构。若贷款发放或签订合同时不符合首套住房标准，但当前实际住房情况符合所在城市首套住房标准的，可联系贷款经办机构。2019年10月7日前发放且当前仍采用基准利率定价的贷款，以及固定利率贷款，可申请转换为采用LPR定价的浮动利率贷款，调整后的利率按原贷款合同期限LPR利率执行。

数据显示，2008年以来房贷利率大部分情况下低于整体贷款利率，只有2020

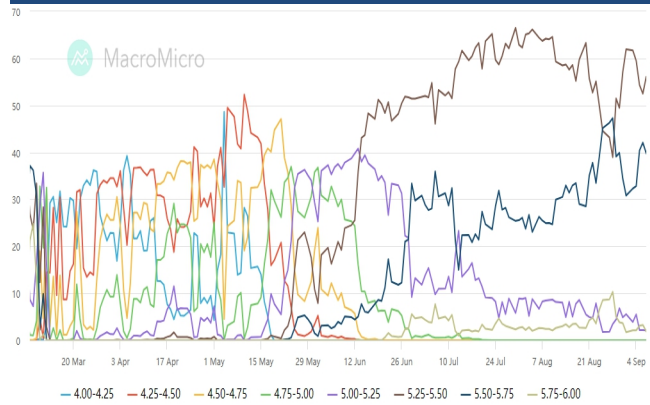
年一季度至 2022 年一季度，由于房地产市场供需两端调控政策同时加强，在整体利率下行同时房贷利率反向走高，若干热点城市房贷利率显著高于同时期首套个人住房商贷利率政策下限标准，这段时间也是房价偏高成交较为火热时期，房价与房贷利率同时偏高使得购房人负担较重，降低存量房贷利率有利于减轻购房人负担，进而促进居民消费能力的恢复。

图5：中国金融机构平均贷款利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：市场对2023年底联邦基金利率预期



数据来源：MacroMicro，建信期货研究发展部

7月26日美联储二度加息之后，市场对美联储政策利率路径预期一直在激烈波动。7月26日至8月28日，由于美国经济增长与就业市场韧性犹存，原油价格推高通货膨胀预期，美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 全球央行年会上表示美联储将继续努力实现 2%通胀目标，为此可能需要进一步加息，市场对美联储四季度再次加息的预期逐步加强，并最终超过 50%；8月29日至9月1日，由于美国 8月 ADP 新增私人就业低于市场预期，美国 8月失业率意外上升到 3.8%，市场对美联储四季度再次加息的预期一下子掉到 32%；但 9月2日以来，由于美国 8月份 PMI 数据造好，沙特与俄罗斯延长自愿减产时限推高油价，市场重新考虑美联储四季度再次加息的可能性。我们认为 2023 年初以来美国经济增长动能增强的滞后效应以及供应受限带来的能源和农产品价格反弹，可能再次推高美国通胀压力，使得美联储四季度再次加息成为必然，留意美联储 9月议息会议上调经济与利率展望对全球金融市场的冲击。

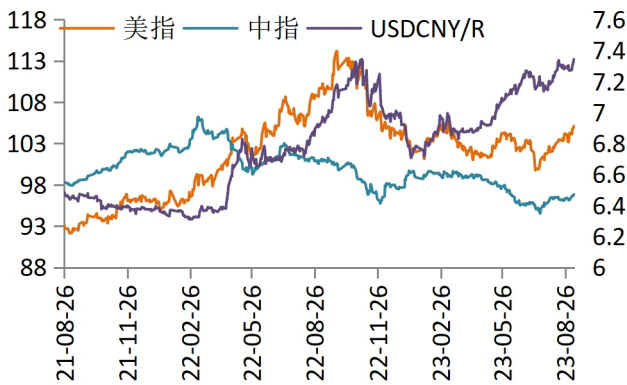
二、贵金属市场分析

2.1 美元反弹而美债磨顶

2022 年 10 月份以来随着美国通胀增速逐步回落以及市场对美联储即将结束加息进程并开启降息进程预期的反复，美元指数从 115 附近逐级滑落并于 2023 年 7 月中旬跌破 100 关口；但数据显示美国经济增长与就业市场极具韧性，欧洲

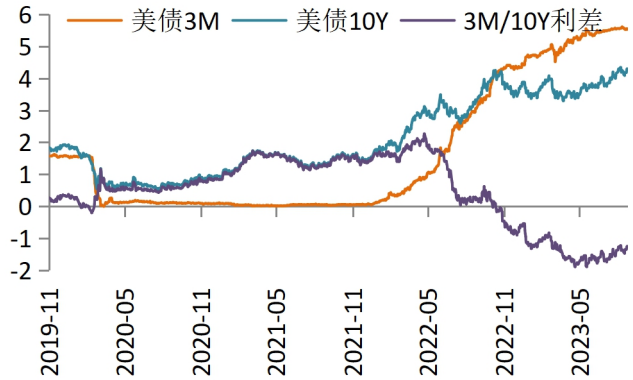
经济对于高利率的适应性明显不如美国，日本央行虽然再次调整收益率控制政策但仍不情愿收紧货币政策立场，新一轮经济刺激措施难以推动中国经济显著回暖，利差优势、经济比较优势以及海外避险需求推动美元指数重新回升到 105 附近。往后看我们判断美国经济通胀在美国政府扩张性财政政策以及地缘政治风险、厄尔尼诺天气现象等因素影响下仍显韧性，美元指数短期内或在多因素推动下继续回升到 106 附近；但在美联储最终实现二次加息之后，美国经济增长动能进一步减弱、通胀压力显著缓解以及美联储进入温和降息周期仍是我们的基线预期，我们预计下半年美元指数先扬后抑，核心波动区间为 100-108 但波动中枢持续下移，2024 年美元指数或再次跌破 100 关口。虽然中国推出新一轮经济刺激措施，但内外中长期负面因素抑制下中国经济尚未出现显著回暖，人民币汇率指数有见底迹象但基础尚不牢固，人民币对美元汇率短期内仍偏弱运行。

图7：美元与人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图8：美债收益率曲线



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

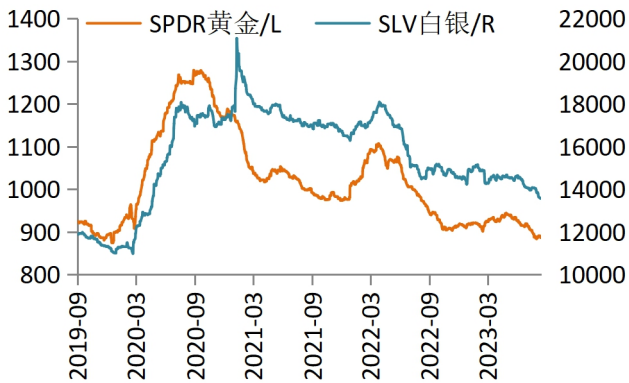
2022 年 11 月份至 2023 年 4 月上旬，美国通胀压力持续放缓，美联储紧缩引发美国经济衰退预期，3 月份银行业危机爆发后衰退预期达到高峰，通胀预期与实际利率双双下降使得美国 10 年期国债利率从 4.5% 回调到 3.3%；随后经济数据证实美国经济在扩张性财政政策的支持下极具韧性，美联储政策利率路径预期持续回升，加上日本央行调整收益率控制政策以及美国财政部超预期发债等扰动因素，就使得美债 10 年期利率回升到 4.34%，小幅超越 2022 年高点。我们认为扩张性财政政策使得美国经济通胀压力长期存在，为此美联储势必坚持紧缩性货币政策立场以抑制恶性通胀风险，而这又将持续诱发市场关于美国经济衰退的预期，尽管扩张性财政政策令到美国经济软着陆概率更大，结果是美债收益率曲线有可能长期维持期限倒挂形态，从而从美联储紧缩与银行信贷收紧两方面施压经济约束。我们预计美债 10 年期利率中期顶部已经出现但无显著回落空间，2023 年下半年美债 10 年期利率核心波动区间为 3.3-4.3% 且偏区间上沿；但在美联储最终实现二次加息之后，美国经济增长动能进一步减弱以及美联储进入短期降息周期

仍是我们的基线预期，届时美债 10 年期利率将跌向 3.3-4.3% 区间的下沿。

2.2 市场投资情绪

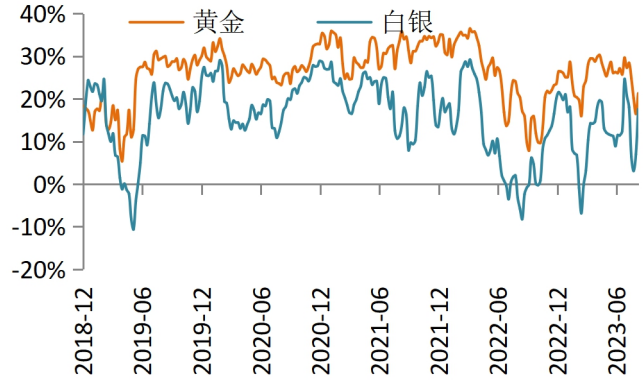
2022 年 11 月份以来贵金属价格显著反弹，伦敦黄金一度回到 2020 年 8 月份和 2022 年 3 月份的高水平区间并于 5 月 4 日创下历史新高 2082 美元/盎司，但现货投资者对贵金属的兴趣依然偏弱，2023 年至今 SPDR 黄金 ETF 与 SLV 白银 ETF 持仓量分别同比减少 3.38% 和 6.62%，基本上处于在 2020 年初水平。在高美元利率环境下没有利息收入的贵金属的投资性价比不高，这与出于地缘政治风险而持续增加黄金储备的全球央行行为有显著差别。

图9：贵金属ETF持仓量



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：贵金属CFTC基金净多率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

在 CFTC 持仓方面，8 月 29 日当周非商业机构增持黄金期货期权多单 22124 手并减持空单 6056 手，增持白银期货期权多单 10450 手并减持空单 5908 手，结果是黄金和白银基金净多率分别显著上升到 21.3% 和 17.5%。由于限制性的货币政策立场逐步削弱美国经济增长动能，贵金属市场对美联储紧缩的敏感性逐步下降，转而关注美国经济衰退信号以及美联储停止加息可能性。

2.3 贵金属回顾展望

2022 年 11 月至 2023 年 1 月份伦敦黄金从 1620 美元/盎司反弹至 1960 美元/盎司，美国通胀压力缓解以及美元汇率、美债利率回落，为黄金反弹提供直接动力；但 2 月份期间公布的数据显示美国经济就业与通胀具有较强韧性，市场重新评估美联储政策利率路径预期，伦敦黄金回撤到 1800 美元/盎司附近；3 月份银行业危机显著提升美国经济衰退风险并迫使美联储释放大量短期流动性以稳定市场预期，3 月中旬至 5 月初伦敦黄金快速上涨至 2082 美元/盎司并创历史新高。随后美国经济增长和就业市场继续展示较强韧性，市场对美联储政策利率路径预期再次上移，美元汇率和美债利率偏强运行，5 月中旬至 8 月上半月贵金属震荡

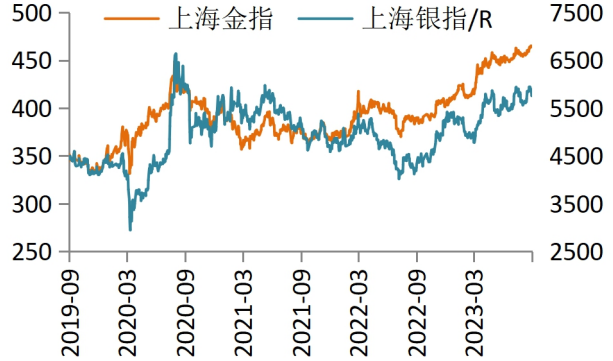
调整，伦敦黄金一度跌破 1900 美元/盎司关口；8 月下半月以来美债利率冲高回落推动贵金属反弹，但海外避险需求推高美元汇率，一方面打压美元金价另一方面推高人民币金价。

图11：伦敦金银走势



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图12：上海金银走势



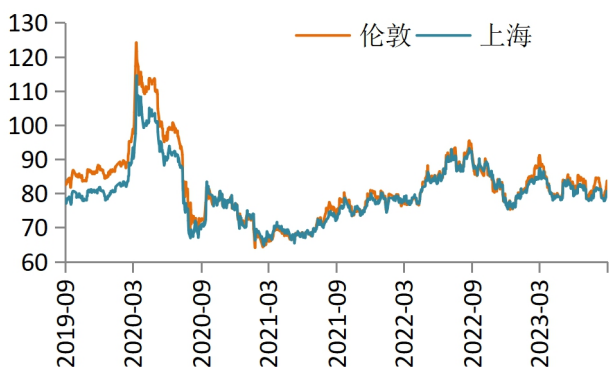
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

我们判断美国政府持续的扩张性财政政策以及地缘政治风险推动的跨国产业链重构，在增强美国经济韧性的同时也使得潜在通胀压力持续存在，美国经济在扩张性财政与紧缩性货币的多空影响下很可能实现软着陆，经济软着陆以及潜在通胀压力将使得美联储倾向于在更长时间保持政策利率更高水平，紧缩性货币政策使得市场对美国经济衰退的风险始终存在，而且政策利率越高经济衰退风险越大。因此贵金属市场同时受到经济衰退风险引发的避险需求与为更高利率所抑制的配置需求两方面因素影响，这使得贵金属走势流畅度大为降低。从中期角度看，我们认为经济与通胀韧性支持美联储继续收紧货币政策，2023 年下半年贵金属仍然缺乏突破上涨动能，或继续低位盘整夯实反转基础，短期波动受美联储政策利率路径预期升降与美元汇率、美债利率的影响；而在美国经济与通胀进一步走弱之后，2024 年美联储仍有机会实施温和降息，届时避险需求与配置需求将协力推动贵金属走出突破上涨行情，建议中长线资金可在伦敦黄金 1830-1930 美元/盎司区间内逢低分批吸纳。由于人民币汇率受国际地缘政治风险与国内债务压力等中长期负面因素影响而承受贬值压力，2022 年 8 月份以来人民币金价处于标准上升通道当中，国内黄金可持续偏多交易。

2.4 贵金属相关图表

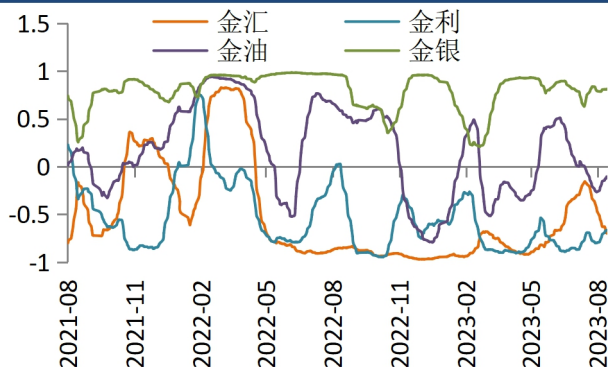
伦敦和上海金银比值分别为 83.4 和 80.6，伦敦黄金与美元指数的负相关性显著增强，与美债实际利率的负相关性略有减弱，说明近期黄金价格更多受到美元汇率的计价货币因素影响，而与美国经济增长情况的避险需求有所减弱。与 Brent 原油的负相关性小幅减弱，与伦敦白银保持强正相关性，近期原油价格走强并没有为黄金带来很强的抗通胀需求，反而通过“通胀预期增强-美联储政策利率路径上升”的逻辑施压贵金属。

图13：沪伦金银比值



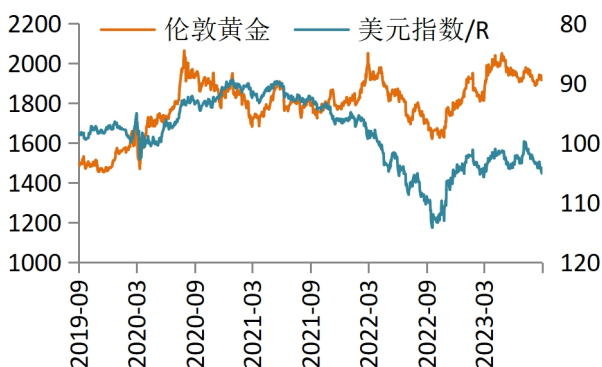
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图14：伦敦黄金与其他资产相关性



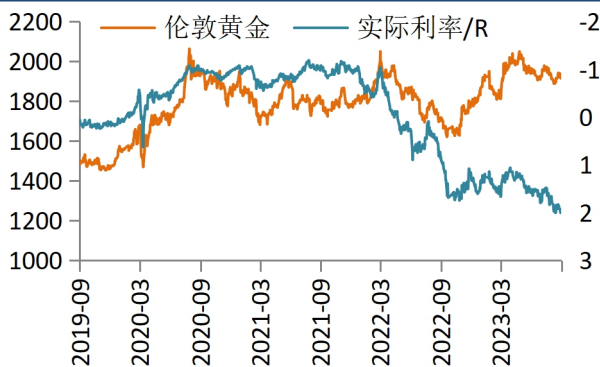
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图15：伦敦黄金与美元指数



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图16：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9月12日

时间	国家/地区	指标名称	重要度	前值
待定	 中国	8月M0:同比(%)	★★★	9.90
	 中国	8月M1:同比(%)	★★★	2.30
	 中国	8月M2:同比(%)	★★★	10.70
	 中国	8月社会融资规模:当月值(亿元)	★★★	5,282.00
	 中国	8月社会融资规模存量:同比	★★★	8.90
	 中国	8月新增人民币贷款(亿元)	★★★	3,459.00
17:00	 欧盟	9月欧元区:ZEW经济景气指数	★★★	-5.50

2023年9月13日

20:30	 美国	8月CPI:季调:环比(%)	★★★	0.20
	 美国	8月CPI:同比(%)	★★★	3.20
	 美国	8月核心CPI:季调:环比	★★★	0.20
22:30	 美国	8月核心CPI:同比(%)	★★★	4.70
	 美国	9月08日EIA库存周报:商业原油增量(千桶)	★★★	-6,307.00

2023年9月14日

20:15	 欧盟	9月欧元区:边际贷款便利利率(隔夜贷款利率)	★★★	4.50
	 欧盟	9月欧元区:存款便利利率(隔夜存款利率)	★★★	3.75
	 欧盟	9月欧元区:基准利率(主要再融资利率)	★★★	4.25
20:30	 美国	8月PPI:最终需求:季调:环比(%)	★★★	0.30
	 美国	8月PPI:最终需求:季调:同比(%)	★★★	0.80
	 美国	8月PPI:最终需求:剔除食品和能源:季调:环比(%)	★★★	0.30
	 美国	8月PPI:最终需求:剔除食品和能源:季调:同比(%)	★★★	2.40
	 美国	8月核心PPI:季调:环比(%)	★★★	0.00
	 美国	8月核心PPI:季调:同比(%)	★★★	1.90
	 美国	8月核心零售总额:季调:环比(%)	★★★	0.97
	 美国	8月零售销售总额:季调:环比(%)	★★★	0.73
	 美国	8月零售销售总额:季调:同比(%)	★★★	3.17
	 美国	9月09日当周初次申请失业金人数:季调(人)	★★★	216,000.00

2023年9月15日

10:00	 中国	8月工业增加值:当月同比(%)	★★★	3.70
	 中国	8月固定资产投资:累计同比(%)	★★★	3.40
	 中国	8月社会消费品零售总额:当月同比(%)	★★★	2.50

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@ccb.ccbfutures.com 网址：http://www.ccbfutures.com