

类别

宏观贵金属周报

日期

2023年9月15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



人民币汇率贬值预期较为强烈

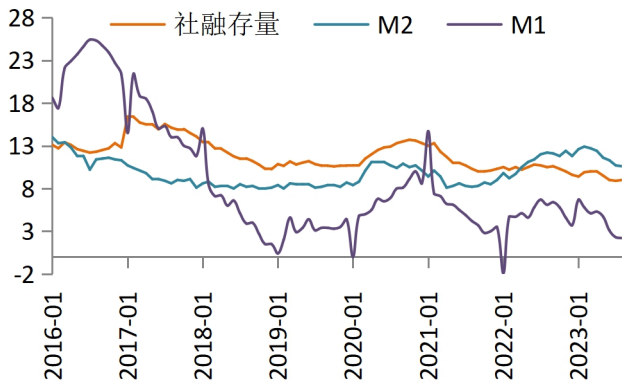
一、宏观环境评述

1.1 经济：中国 8 月经济环比好转

8 月份中国新增社会融资 3.12 万亿元，同比多增 6316 亿元，社融存量增速较 8 月份加快 0.1 个百分点至 9%。其中银行信贷融资同比多增 681 亿元，非标融资同比少增 3764 亿元，企业股债融资同比多增 971 亿元，政府融资同比多增 8600 亿元。因此财政扩张是 8 月社融反弹的主要推手，而且 8 月财政存款净减少 88 亿元，说明政府融资的拨付速度在加快；在货币和房地产政策大幅度放松之后，相配套的财政支持措施有望逐步落地，共同起到稳增长的作用。

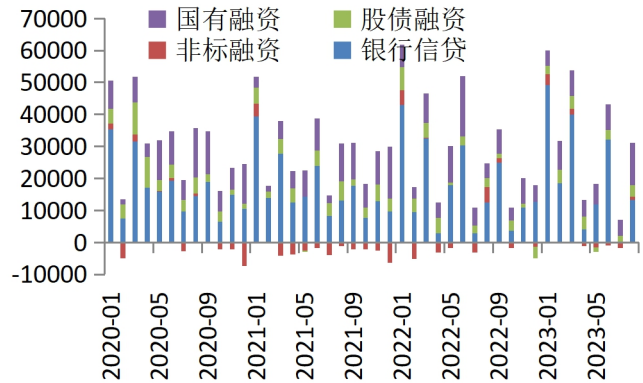
8 月份中国新增人民币信贷 1.36 万亿元，同比多增 868 亿元；其中新增短期贷款以及票据融资合计 5391 亿元，相比去年同期多增 1999 亿元，成为拉动信贷增长的主动力，或反映私人部门融资需求尚未明显反弹。8 月新增居民中长期贷款 1602 亿元，同比少增 1056 亿元；8 月新增企业中长期贷款 6444 亿元，同比少增 909 亿元。8 月末央行和金管局发布《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，符合规定的首套存量房贷将从 9 月 25 日开始下调利率，目前提前还款现象已经有所减少。

图1：中国金融数据



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

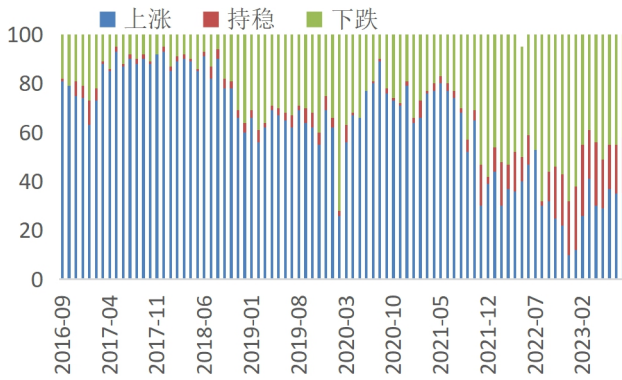
图2：中国新增社融分布



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

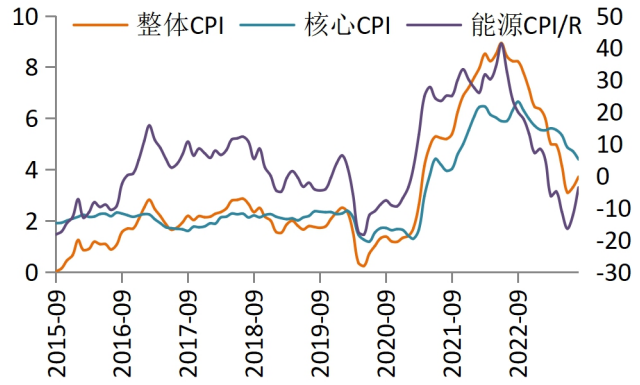
8 月份中国百城房价指数环比下跌 0.01%，为连续 4 个月环比回落，同比跌幅维持在 7 月份的 0.17%。8 月份房价环比上涨、持平和下跌城市数分别为 35、23 和 42，与 7 月份相差不大，房价环比下跌城市数处于 2022 年以来的较低水平，但房价环比上涨城市仅为 1/3，说明整体房价趋势稳中偏弱，有待更多政策支持来打破房价下跌与销售减少的正反馈循环。

图3：百城房价环比涨跌城市数



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：美国CPI增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

美国8月份整体CPI同比增长3.7%，增速较7月份回升0.5个百分点；核心CPI同比增长4.3%，增速较7月份回落0.4个百分点。8月份通胀回升主要来自于能源价格的推动，8月份能源价格环比上涨5.6%，核心CPI环比上涨0.3%，共同使得整体CPI环比上涨0.6%，为2022年7月份以来最大值。由于OPEC+持续减产限产，7月份以来国际油价持续回升，加上美国商业与战略原油库存较低，我们判断油价强势运行将进一步推高美国整体通胀增速。由于能源在国民生活中的基础性作用，能源价格的回升对其他商品与服务价格也有推动作用，例如8月份机票价格环比反弹4.9%。另外核心通胀中的住房CPI环比增长0.31%，剔除住房的核心服务CPI环比增长0.53%，均处于较高水平，说明内在通胀压力仍然不低，近期要关注美国汽车工会薪资谈判事件进展。

1.2 政策：欧洲央行再度加息

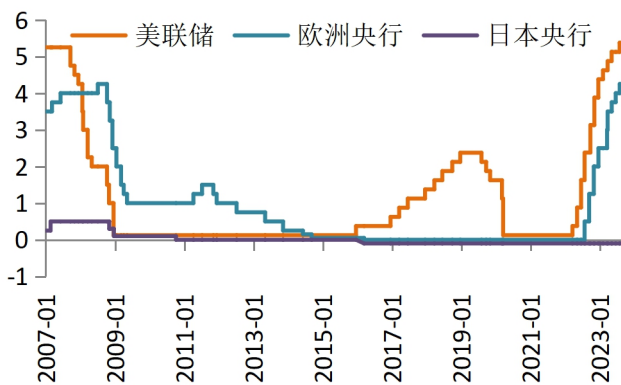
9月12日中共中央和国务院发布《关于支持福建探索海峡两岸融合发展新路建设两岸融合发展示范区的意见》，意见指出，解决台湾问题、实现祖国完全统一，是中国共产党矢志不渝的历史任务，是全体中华儿女的共同愿望，是实现中华民族伟大复兴的必然要求。要充分发挥福建对台独特优势和先行示范作用，完善增进台湾同胞福祉和享受同等待遇的政策制度，支持厦门与金门、福州与马祖加快深化融合发展，努力在福建全域建设两岸融合发展示范区。

9月11日日本央行行长植田和男在接受媒体采访时表示，如果日本央行在判断结束负利率之后，日本仍能实现通胀目标，则日本央行可能会结束负利率政策；日本央行年底前可能会有足够信息判断薪资是否会继续上升，这是决定是否结束超宽松政策的关键因素。这表明日本央行有可能在年底之前逐步边际收紧货币政策，日本10年期国债利率跃升至0.72%，为2013年10月份以来最高值，日元兑美元汇率也在108附近获得较强支撑。

9月11日全国外汇市场自律机制专题会议在北京召开，会议强调金融管理部门有能力、有信心、有条件保持人民币汇率基本稳定，坚决对单边、顺周期行为予以纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险。受美联储持续收紧货币流动性、国内宽松货币政策稳增长影响，中美利差扩大令人民币汇率承压；近期央行采取下调外汇存款准备金率、收紧离岸人民币供给以及限制黄金进口等措施打压人民币贬值预期，虽然人民币兑美元离岸在岸汇率脱离低位，但国内黄金价格相对于国际金价的升水大幅走高，显示人民币贬值预期依然较为强烈。

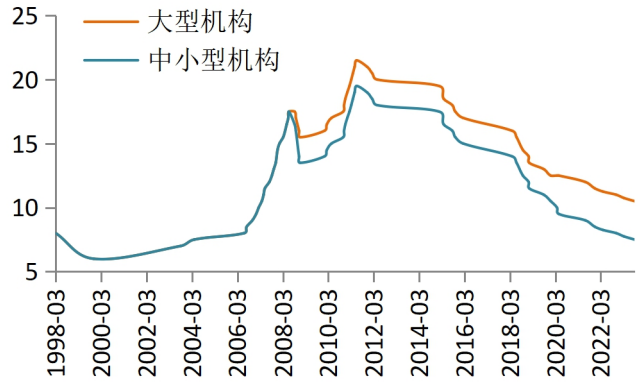
9月14日欧洲央行议息会议宣布加息 25BP，为欧洲央行连续第十次加息，市场原本预期欧洲央行此次会议按兵不动。欧洲央行再融资利率上升到 4.5%，存款便利利率和边际贷款利率分别为 4%和 4.75%；同时欧洲央行下调欧元区 2023 年至 2025 年的经济增速并上调 2023 年至 2024 年的通胀增速；此外欧洲央行紧急抗疫购债计划 PEPP 的再投资计划将持续到 2024 年底，尽管 2022 年 7 月份以来欧洲央行 QE 账户已经缩水 24.4%。欧洲央行在利率说明中提到，根据目前的评估，关键利率已经达到了能够在足够长的时间内维持的水平，将为通胀及时回归目标作出重大贡献，数据将会决定政策限制性的程度和期限。欧洲央行行长拉加德在新闻发布会上表示，通胀率在长时间内保持了过高的水平，为确保通胀回归 2%目标，利率可能还没达到峰值；但市场普遍预期欧洲央行本轮加息周期已经结束，继续加息的概率仅有 30%，欧洲股市因此获得支持，欧元兑美元汇率则回落到 1.064，并推动美元指数突破 105 关口。

图5：美欧日央行政策利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：中国法定存款准备金率



数据来源：MacroMicro，建信期货研究发展部

9月14日中国央行宣布于9月15日起下调金融机构人民币存款准备金率0.25个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)，约释放长期资金 5500 亿元，本次下调后金融机构加权平均存款准备金率约为 7.4%。中国央行本次降准，其一

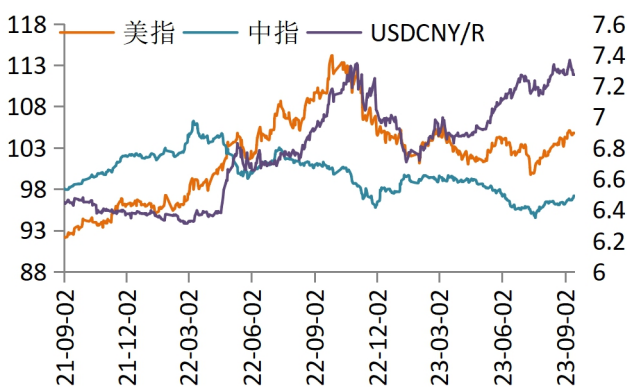
是为了缓解8月中旬以来因月末季末税期缴款和政府债券发行提速所引发的流动性紧张局面，促使此前的降息效果落实到位，起到稳定资本市场的作用；其二是在8月降息之后短时间内再降准，进一步释放持续加码稳增长的确切信号，以求扭转目前实体经济和金融市场的悲观预期。

二、贵金属市场分析

2.1 美元反弹而美债磨顶

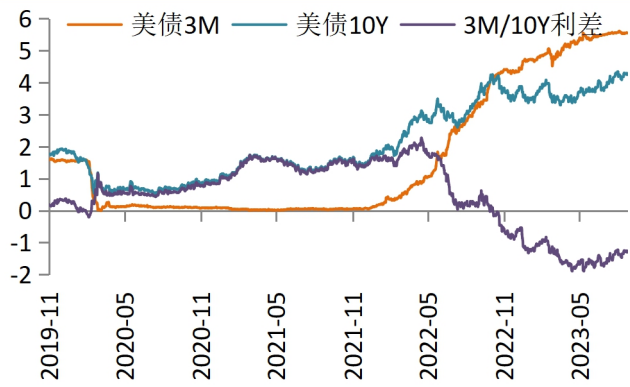
2022年10月份以来随着美国通胀增速逐步回落以及市场对美联储即将结束加息进程并开启降息进程预期的反复，美元指数从115附近逐级滑落并于2023年7月中旬跌破100关口；但数据显示美国经济增长与就业市场极具韧性，欧洲经济对于高利率的适应性明显不如美国，日本央行虽然再次调整收益率控制政策但仍不情愿显著收紧货币政策立场，内外部负面因素抑制下新一轮经济刺激措施难以推动中国经济大幅回暖，利差优势、经济比较优势以及海外避险需求推动美元指数重新回升到105上方。往后看我们判断美国经济通胀在美国政府扩张性财政政策以及地缘政治风险、厄尔尼诺天气现象等因素影响下仍显韧性，美元指数短期内或在多因素推动下继续回升到106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，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；虽然决策层以下调外汇存款准备金率、收紧离岸人民币流动性、减少黄金进口以及口头干预等方式抑制人民币汇率趋势，上周人民币兑美元汇率回到7.3上方；但上海金对伦敦金大幅升水，暗含人民币对美元汇率仍存强烈贬值预期。

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



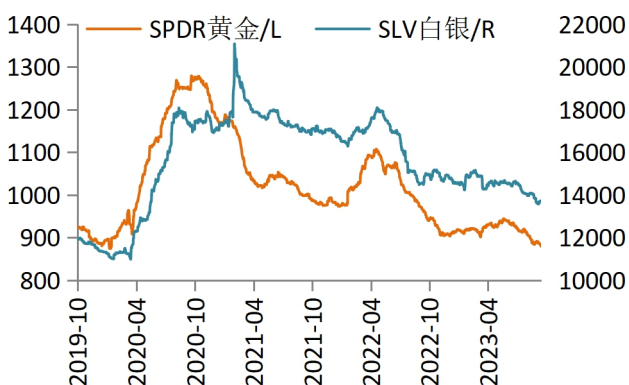
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

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温和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

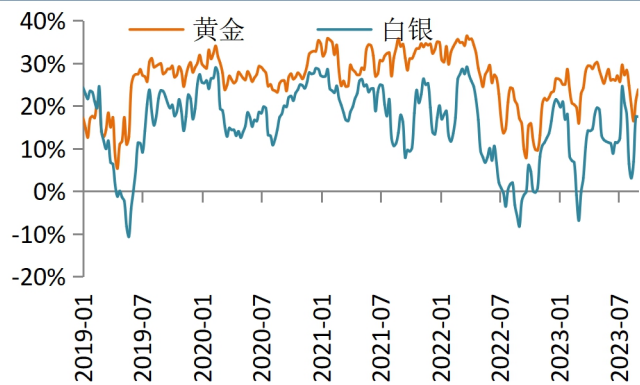
2022年11月份以来贵金属价格显著反弹，伦敦黄金一度回到2020年8月份和2022年3月份的高水平区间并于5月4日创下历史新高2082美元/盎司，但现货投资者对贵金属的兴趣依然偏弱，2023年至今SPDR黄金ETF与SLV白银ETF持仓量分别同比减少4.13%和5.94%，基本上处于在2020年初水平。在高美元利率环境下没有利息收入的贵金属的投资性价比不高，这与出于地缘政治风险而持续增加黄金储备的环球央行行为有显著差别。

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，9月5日当周非商业机构分别减持黄金期货期权多单3357手和空单16327手，分别减持白银期货期权多单5304手和空单3831手，结果是

黄金和白银基金净多率分别小幅上升到 23.8%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，贵金属衍生品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

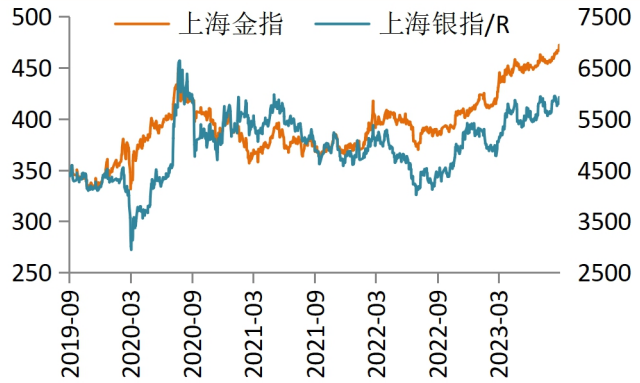
2022 年 11 月至 2023 年 1 月份伦敦黄金从 1620 美元/盎司反弹至 1960 美元/盎司，美国通胀压力缓解以及美元汇率、美债利率回落，为黄金反弹提供直接动力；但 2 月份期间公布的数据显示美国经济就业与通胀具有较强韧性，市场重新评估美联储政策利率路径预期，伦敦黄金回撤到 1800 美元/盎司附近；3 月份银行业危机显著提升美国经济衰退风险并迫使美联储释放大量短期流动性以稳定市场预期，3 月中旬至 5 月初伦敦黄金快速上涨至 2082 美元/盎司并创历史新高。随后美国经济增长和就业市场继续展示较强韧性，市场对美联储政策利率路径预期再次上移，美元汇率和美债利率偏强运行，5 月中旬至 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；美国通胀增速企稳回升带来贵金属的抗通胀需求，但美联储政策利率也因此会在高水平区间维持更长时间，美债利率冲高回落但利差优势推动美元指数持续反弹，金价有反弹需求但无反转动能，伦敦黄金在 1880-1950 美元/盎司区间内偏弱运行。由于人民币汇率贬值以及央行收紧黄金进口以打压人民币汇率贬值预期，2023 年 7 月份以来国内黄金相对国际黄金显著走强，上金所黄金 9999 对伦敦黄金现货以及上期所 AU2312 相对于 Comex AU2312 的升水分别达到 32 和 26 元/克，为十年来新高。

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，近期国内黄金相对于国际黄金大幅升水，上金所黄金 9999 相对于伦敦黄金现货升水幅度暗含的人民币兑美元汇率达到 7.8，如此大的套利空间一方面反映了国内现货紧张局面，另一方面也蕴含了巨大的政策风险，建议国内金银多单减量谨慎持有，稳健交易者关注买伦敦金卖上海金的套利交易机会。

2.4 贵金属相关图表

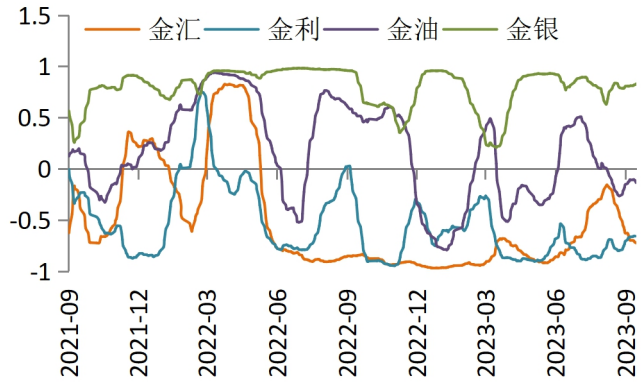
伦敦和上海金银比值分别为 84.3 和 79.7，伦敦黄金与美元指数的负相关性显著增强，与美债实际利率的负相关性略有减弱，说明近期黄金价格更多受到美元汇率的计价货币因素影响，而与美国经济增长情况的避险需求有所减弱。与 Brent 原油的负相关性小幅减弱，与伦敦白银保持强正相关性，近期原油价格走强一方面为黄金带来一定程度的抗通胀需求，另一方面通过“通胀预期增强-美联储政策利率路径上升”的逻辑施压黄金。

图13：沪伦金银比值



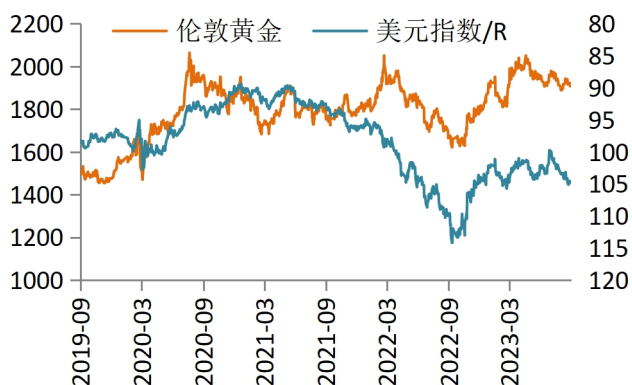
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图14：伦敦黄金与其他资产相关性



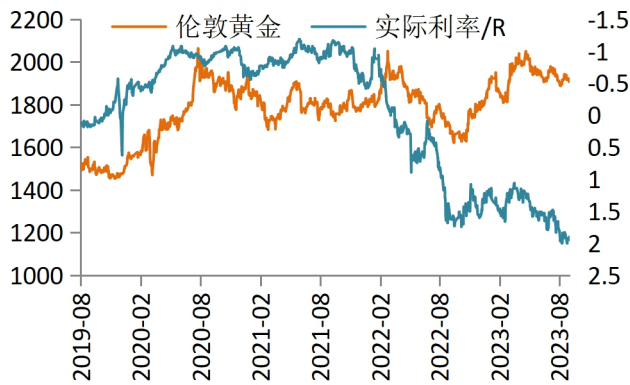
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

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19日

时间	国家/地区	指标名称	重要度	前值
17:00	欧盟	8月欧盟:CPI:同比(%)	★★★	6.10
	欧盟	8月欧元区:CPI:环比(%)	★★★	-0.10
	欧盟	8月欧元区:CPI:同比(%)	★★★	5.30
20:30	美国	8月新屋开工:私人住宅(千套)	★★★	130.90

2023年9月21日

02:00	美国	联邦基金目标利率(%)	★★★	5.50
20:30	美国	9月16日当周初次申请失业金人数:季调(人)	★★★	220,000.00

2023年9月22日

16:00	欧盟	9月欧元区:制造业PMI(初值)	★★★	43.50
-------	----	------------------	-----	-------

财经大事一览 2023年9月17日 ~ 2023年9月23日

2023年9月21日

时间	国家/地区	指标名称
02:00	美国	9月美联储公布利率决议
	美国	9月美联储议息会议

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