

类别

宏观贵金属周报

日期

2023年10月13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



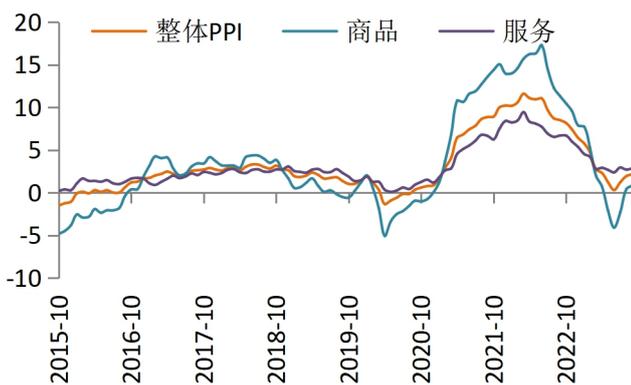
美国通胀展现较强韧性

一、宏观环境评述

1.1 经济：美国通胀展现较强韧性

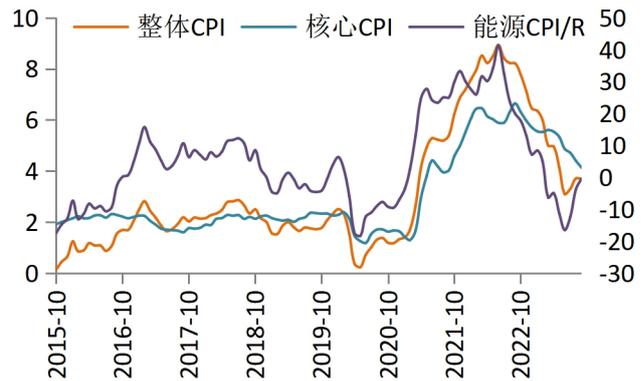
美国9月份PPI同比增长2.2%，增速较8月份加快0.6个百分点，并且是2023年4月份以来的最大同比增速；PPI环比上涨0.5%，也超过预期的0.3%。剔除波动较大的食品和能源，9月核心PPI同比增长2.7%，8月为2.2%；核心PPI环比增长0.3%，预期为上涨0.2%。具体来看，9月份最终需求商品指数上涨0.9%，连续第三个月上涨；而致使PPI涨幅大超预期的主要原因在于最终需求能源价格上涨3.3%，其中汽油指数上涨5.4%。9月份最终需求服务指数上涨0.3%，较8月的0.2%反弹；9月最终需求服务价格上涨的主要因素为存款服务指数大幅上涨13.9%。高利率和通货膨胀导致更高的利率和通货膨胀。

图1：美国PPI增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：美国CPI增速



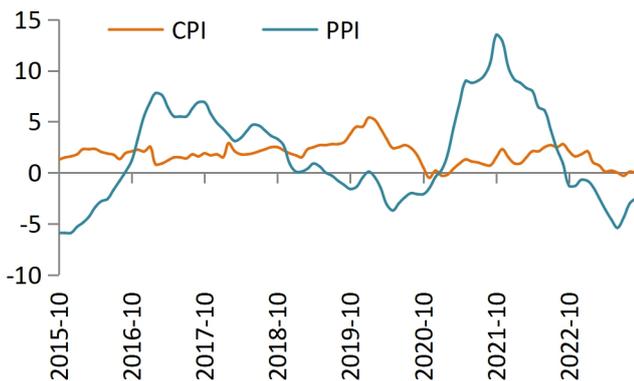
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

美国9月份整体CPI同比增长3.7%，持平于8月份增速但高于市场主流预期的3.6%；核心CPI同比增长4.1%，低于8月份的4.3%且符合市场主流预期。9月份CPI高于市场主流预期的原因包括：1、2023年上半年房地产价格二次上涨导致等价租金有较强上涨动能，2020年以来美国房地产价格累计上涨40%而同期内房租上涨不到20%，9月份住房CPI环比上涨0.6%，为2023年2月份以来的最高水平；2、国际油价上涨从成本端全面推高商品服务价格，9月燃油(+8.5%)和汽油(+2.1%)环比均明显上升，天然气服务(-1.9%)虽有所下跌，但电力价格(+1.3%)上涨仍带动能源服务价格环比上涨0.6%；3、高房价与高通胀环境使得服务通胀有较强韧性，生活成本大幅提升以及劳动力市场继续偏紧使得劳动者在薪资谈判方面具有较高话语权，9月份以来大批汽车工会工人和医护行业工作者宣布罢工以争取更高的薪资增长，物价与薪资螺旋式上涨的风险并未消除反而进一步显现。9月份纽约联储调查显示，美国1年期和3年期通胀预期均有小幅

回升。

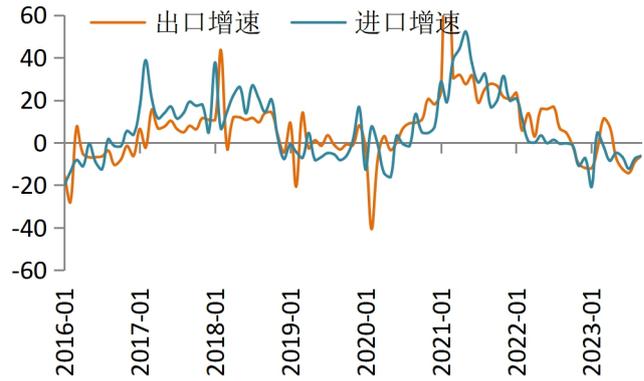
中国9月份CPI同比持平,PPI同比萎缩程度较8月份的3%进一步收窄到2.5%。从环比看9月份CPI上涨0.2%,涨幅比上月回落0.1个百分点;其中食品价格上涨0.3%,涨幅比上月回落0.2个百分点,影响CPI上涨约0.06个百分点;非食品价格上涨0.2%,涨幅与上月相同,影响CPI上涨约0.14个百分点。在9月份的CPI同比变动中,翘尾影响约为-0.2个百分点,今年价格变动的新影响约为0.2个百分点;扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.8%,涨幅与上月相同。从环比看9月份PPI上涨0.4%,涨幅比上月扩大0.2个百分点;其中国际原油价格继续上行,带动国内石油和天然气开采业价格上涨4.1%,石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨3.1%;需求改善、供给偏紧,推动有色金属冶炼和压延加工业价格上涨1.2%,煤炭开采和洗选业价格上涨1.1%;黑色金属冶炼和压延加工业价格持平。在9月份2.5%的PPI同比降幅中,翘尾影响约为-0.2个百分点,今年价格变动的新影响约为-2.3个百分点。

图3：中国物价增速



数据来源：NYFed，建信期货研究发展部

图4：中国外贸增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

以美元计中国9月份出口额同比萎缩6.2%，萎缩程度较8月份收窄2.6个百分点；进口额同比萎缩6.2%，萎缩程度较8月份收窄1.1个百分点。海关总署统计分析司司长表示，世界经济复苏势头不稳仍然是出口面临的最大挑战，但我国出口综合竞争优势仍然稳固。中国海关贸易景气统计调查结果显示，9月反映出出口订单保持稳定或增加的企业比重较8月份提升0.8个百分点，对未来出口表示乐观的企业比重提升1.3个百分点。总体来看，政策给力、企业努力、各方合力，四季度出口趋稳向好势头有望继续巩固。

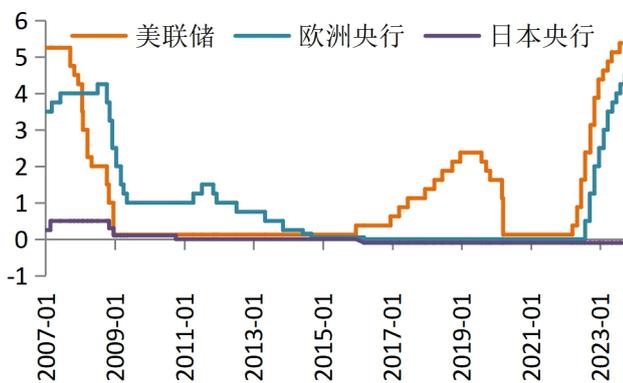
1.2 政策：美联储官员集体喊鸽

10月上旬美国国债利率在美国制造业PMI回升、欧美央行持续缩表收紧流动

性以及日本央行紧缩前景的诸多利空因素影响下大幅冲高至 4.85%，由于社会融资利率显著上升会打压金融市场估值水平并增加美国财政部融资成本，本周多位美联储官员表态国债利率显著上升意味着美联储不必要继续加息。这是 2022 年以来美联储罕见集体发出鸽派论调，受此影响加上巴以冲突提振避险需求，美国 10 年期国债利率一度回落到 4.55%，但 9 月份物价数据公布后 10 年期国债利率再度回升到 4.7%。市场对美联储 2023 年内再度加息 25BP 的概率一度下降至 26.4%，后来又回升到 34.7%，但依然低于 50%。

上周美联储副主席杰斐逊表示，联储在决定是否合理进一步提高其指标政策利率时应该谨慎行事，并指出近期美国长期债券收益率的上升是导致美联储在管理货币政策方面处于敏感关头的因素之一。达拉斯联储总裁洛根称，投资者要求更高的回报来持有长期美债，这可以降低美联储进一步提高政策利率的必要性。明尼亚波利斯联储总裁卡什卡利表示，近期较长期公债收益率上升有可能意味着美联储不需要进一步大幅加息，但现在还很难有确切的说法。美联储理事沃勒表示，较高的市场利率可能有助于美联储减缓通胀，并让联储可以观望政策利率是否需要再次上调。

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：美欧日央行总资产规模



数据来源：MacroMicro，建信期货研究发展部

美国经济走势的不确定性，包括难以估计的金融市场状况、潜在的油价冲击以及劳工罢工的影响，促使美联储官员在 9 月议息会议上采取谨慎立场，同时就是否需要进一步加息展开辩论。会议纪要显示，多数与会者认为，在未来会议上再上调一次联邦基金利率可能是合适的，而一些与会者则认为可能没有必要进一步加息。由于通胀仍远高于美联储的长期目标，且劳动力市场依然吃紧，多数与会者继续认为通胀存在上行风险。这些风险包括总体供需不平衡的持续时间超过预期，以及来自全球石油市场的风险、食品价格可能出现的上行冲击、强劲的住房市场对住房通胀的影响。在讨论经济前景时，与会者认为今年后续 GDP 增长将

受到汽车工人罢工的影响，而这些影响将被明年 GDP 增长的小幅提振所抵消，但影响的规模和时间高度不确定。与会者预计，2024 年至 2026 年的平均实际 GDP 增长将低于今年，并将低于与会者对潜在产出增长的预期。

10 月 7 日巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动组织哈马斯宣布对以色列采取军事行动，随后以色列宣布进入战争状态，成立战时紧急联合政府，出动战机猛烈轰炸加沙并集结大量坦克准备地面进攻。截止 10 月 12 日，巴勒斯坦卫生部门宣布本轮巴以冲突已致巴勒斯坦方面 1572 人死亡，超过 7200 人受伤。另据此前以色列媒体发布的消息，以色列方面已有至少 1300 人死亡、3297 人受伤。巴以新一轮冲突目前已造成双方超 1.3 万人伤亡，国际社会方面发达经济体全力支持以色列，阿拉伯联盟呼吁冲突双方保持克制立即停火，其他经济体大多保持中立态度。

9 月 27 日内蒙古发布特殊再融资债券发行计划，截止 10 月 12 日全国已经有 12 个省市公布了总额达 5362.9 亿元的特殊再融资债券发行计划，这意味着新一轮全国隐形地方债处理拉开帷幕。本次特殊再融资债券发行有如下特点：1、发行节奏较快，因此对货币流动性影响较大，7 天再融资利率持续高于 2%，1 年期国债利率回升到 2.3% 附近，并因此给中长期国债利率带来上升压力，中国央行有必要增加流动性供给或继续降准；2、发行期限较长，短期偿债压力较大的地区率先发行。本轮特殊再融资债券发行用于偿还地方政府隐性债务、清理拖欠企业账款，虽然没有直接用于基础设施建设进而拉动社会投资，但地方政府债务压力的减轻以及财政支出规模的扩大有助于扩大经济主体消费积极性，从而从消费层面稳定经济增长。

二、贵金属市场分析

2.1 美元利率美债利率短期偏强

2022 年 9 月下旬至 2023 年 7 月中旬，美欧通胀压力差异使得欧洲央行在紧缩道路上快速追赶美联储，利差因素使得 7 月中旬美元指数跌破 100 关口；但经济数据显示美国经济在央行紧缩货币政策压力下的韧性好于欧元区，而且下半年美国通胀压力回升使得美联储不得不坚持 Higher for Longer 的严厉立场，同时日本央行在通胀压力下的货币政策调整落后于市场预期，因此 7 月下旬至 10 月初美元指数持续回升到 107 附近；而 10 月上旬美债利率急速上升令美联储两年来首次发出鸽派论调，多位美联储官员表态高利率使得美联储继续加息的可能性下降，但经济数据显示美国通胀韧性犹在，美元指数在 105-107 之间大幅波动。我们判

断美国经济短期韧性犹存但中期前景偏弱，美联储政策利率 Higher for Longer 以及美欧经济基本面差异继续利多美元汇率，但日本央行调整货币政策的可能性利空美元汇率；短期内美元指数或继续偏强运行甚至测试 109 关口，但中期利空因素正在累积，2024 年下半年美元指数或再次跌破 100 关口并下探至 95-98 支撑区间。虽然中国经济增长动能在系列刺激政策支持下已经有所企稳，但地缘政治风险引发的资金外流以及人民币贬值压力继续存在，中国央行需维持人民币汇率干预政策，预计短期内人民币兑美元汇率继续偏弱运行，但人民币汇率指数大概率企稳回升。

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

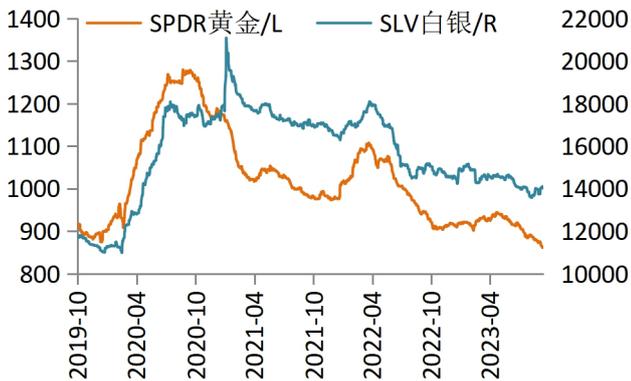
2022 年 11 月份至 2023 年 4 月上旬，通胀压力减轻吸引资金进入债市，美联储紧缩引发美国经济衰退预期，银行业危机爆发后衰退预期达到高峰，美国 10 年期国债利率从 4.3% 回调到 3.3%；随后经济数据证实美国经济在扩张性财政政策的支持下极具韧性，美联储政策利率路径预期持续回升，美联储在释放短期流动性维稳市场后加快收缩资产负债表，通胀压力下日本央行边际收紧货币政策减少海外需求，在经济基本面、货币流动性与市场供需结构多重利空因素影响下美债 10 年期利率突破上行至 4.85%；本周由于美联储官员两年来首次集体发出鸽派论调，同时巴以冲突提振避险需求，美债 10 年期利率一度回落到 4.55%，但通胀韧性使得美债利率再度回升到 4.7% 附近。我们判断美国经济软着陆需要在美国经济经历小型滞涨以及美联储在一段时间内维持限制性货币政策立场之后才会到来，在供需结构恶化、货币流动性收紧与经济基本面转为利多之前美债利率或先扬后抑，预计 2024 年美联储温和降息期间美债 10 年期利率有机会下降至 3.5% 附近，关注 4.5-5% 之间 10 年期美债的中期做多机会。

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

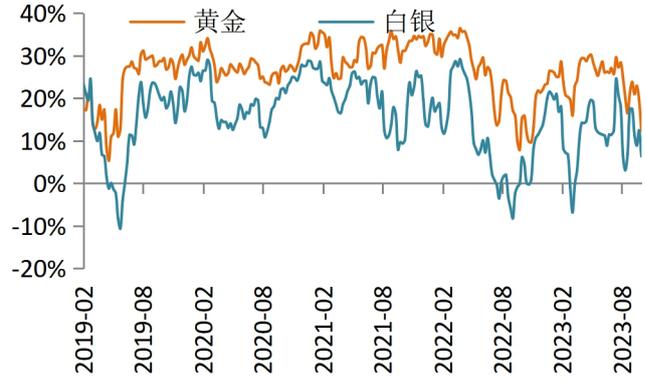
和 2022 年 3 月份的高水平区间并于 5 月 4 日创下历史新高 2082 美元/盎司，但现货投资者对贵金属的兴趣依然偏弱，2023 年至今 SPDR 黄金 ETF 与 SLV 白银 ETF 持仓量分别同比减少 4.13% 和 5.94%，基本上处于在 2020 年初水平。在高美元利率环境下没有利息收入的贵金属的投资性价比不高，这与出于地缘政治风险而持续增加黄金储备的全球央行行为有显著差别。

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

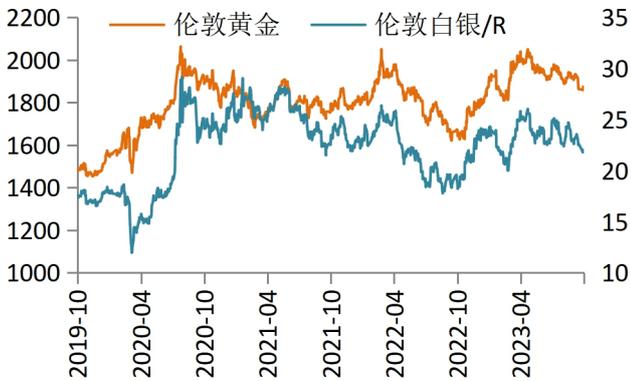
在 CFTC 持仓方面，10 月 3 日当周非商业机构减持黄金期货期权多单 22872 张并增持空单 14386 张，减持白银期货期权多单 3568 张并增持空单 4678 张，结果是黄金和白银基金净多率分别显著下降至 12.4% 和 6.4%。经济通胀韧性使得市场重新评估美联储政策利率在更高水平保持更长时间的可能性，这样市场对贵金属市场的兴趣暂时减少。

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和美债利率回落，为黄金反弹提供多重动力；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，市场供需结构以及美欧利差等因素使得美元汇率和美债利率偏强运行，5 月中旬以来贵金属震荡调整；美联储 9 月议息会议上调经济增长和政策利率路径预期，成为压倒贵金属市场的最后一根稻草，10 月上旬伦敦黄金跌至 1810 美元/盎司附近。但巴以冲突提振贵金属的避险需求，同时美联储官员两年来首次集体发出鸽派论调，伦敦黄金持续反弹至 1870 美元/盎司附近。8 月份至 9 月前

半月中国央行出于抑制人民币汇率贬值需要限制贵金属进口，供需偏紧使得国内黄金相对于外盘黄金的升水一度达到 35 元/克；但随着人民币对美元汇率企稳以及央行重新取消黄金进口限制，近期国内黄金升水幅度已经显著收窄。

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

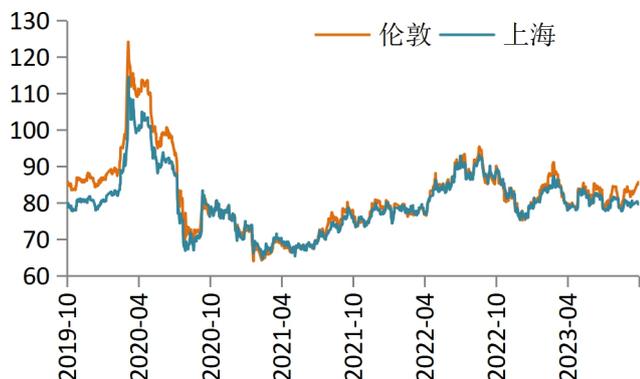
我们认为美联储决定在经济就业具有较强韧性的情况下令政策利率 Higher for Longer 以彻底控制通胀预期，一方面这在海外经济对比不够理想以及国债供需结构恶化的情况下推动美元汇率和美债利率偏强运行，配置需求减退和计价货币因素持续打压短期黄金价格，伦敦黄金或需回撤到前低 1800 美元/盎司附近以寻求支撑；另一方面美联储货币政策在限制性区间停留越久，来自美国经济衰退、金融市场波动对黄金的避险需求就越强，另外海外地区本币贬值也会引发计价货币效应，因此黄金价格展望体现出短期美元金价偏弱人民币金价偏强、中期美元金价偏强人民币金价不弱的特征。预计在美联储政策利率 Higher for Longer 以及美国经济通胀走弱迹象进一步明显滞后，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 1800-1850 美元/盎司区间内逢低分批吸纳。2022 年 8 月以来人民币金价走出慢牛行情，我们判断地缘政治风险影响下人民币金价的慢牛行情可以继续下去，交易策略仍以中长线寻找做多机会为主；而在人民币金价短期受人民币汇率贬值预期驱动大幅偏离外盘价格时，多单需减量谨慎持有，套保空单可适当建立，或介入多外盘空内盘的跨市套利，但不建议中长线空单。

2.4 贵金属相关图表

伦敦和上海金银比值分别为 85.4 和 80，伦敦黄金与美元指数和美债实际利率的负相关性显著增强，说明美国经济通胀韧性以及市场对美联储政策利率 Higher for Longer 的重新认识一方面支撑美元汇率和美债利率另一方面打压贵金属价格。与 Brent 原油的负相关性显著加强，与伦敦白银保持强正相关性，近

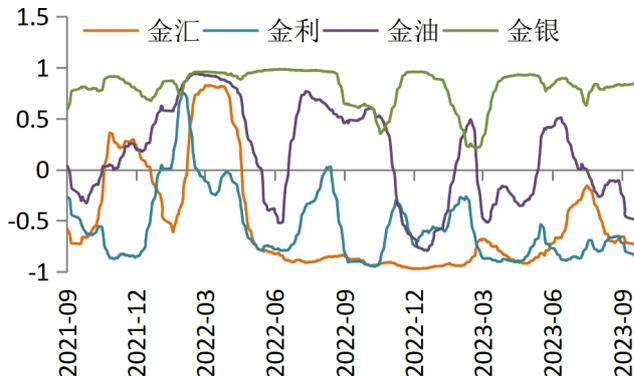
期原油价格走强一方面为黄金带来一定程度的抗通胀需求，另一方面通过“通胀预期增强-美联储政策利率路径上升”的逻辑施压黄金。

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10月17日

时间	国家/地区	指标名称	重要度	前值
17:00	 欧盟	10月欧元区:ZEW经济景气指数	★★★	-8.90
	 美国	9月核心零售总额:季调:环比(%)	★★★	0.63
20:30	 美国	9月零售销售总额:季调:环比(%)	★★★	0.56
	 美国	9月零售销售总额:季调:同比(%)	★★★	2.47

2023年10月18日

	 中国	9月工业增加值:当月同比(%)	★★★	4.50
10:00	 中国	9月固定资产投资:累计同比(%)	★★★	3.20
	 中国	9月社会消费品零售总额:当月同比(%)	★★★	4.60
	 中国	第三季度GDP:当季同比(%)	★★★	6.30
	 欧盟	9月欧盟:CPI:同比(%)	★★★	5.90
17:00	 欧盟	9月欧元区:CPI:环比(%)	★★★	0.50
	 欧盟	9月欧元区:CPI:同比(%)	★★★	5.20
20:30	 美国	9月新屋开工:私人住宅(千套)	★★★	114.20

2023年10月19日

20:30	 美国	10月14日当周初次申请失业金人数:季调(人)	★★★	209,000.00
-------	--	-------------------------	-----	------------

Q 财经大事一览 2023年10月15日 ~ 2023年10月21日

2023年10月19日

时间	国家/地区	指标名称
09:30	 中国	9月国家统计局发布大中城市住宅销售价格报告

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