

类别

宏观贵金属周报

日期

2023年10月27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



## 中国加码财政刺激稳增长

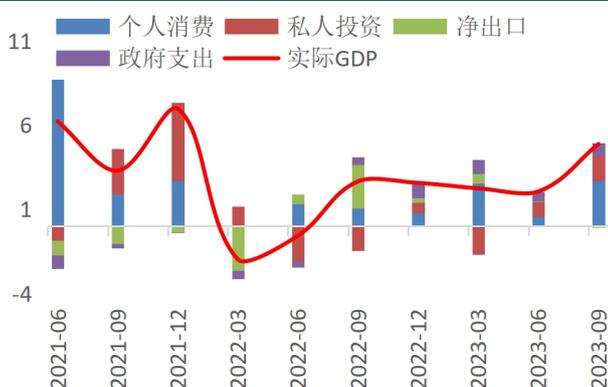
## 一、宏观环境评述

### 1.1 经济：美国经济增速显著回升

2023年三季度美国实际GDP环比年率增长4.9%，为2022年以来最高季度增速，较上半年的2.1%有显著回升；价格指数环比年率增长3.5%，较二季度1.7%有所回升，但仍低于一季度的3.9%。从分项看，个人消费拉动2.7个百分点，商品与服务消费拉动率均回到2023年一季度附近，背后是通胀压力下降与就业市场紧俏、居民收入稳健双驱动；但四季度个人消费拉动率料有所下降，因为通胀压力小幅上升，且居民部门超额储蓄持续消耗。私人投资拉动1.5个百分点，其中非住宅固定资产投资拉动率显著下降，住宅固定资产投资拉动率小幅下降，与高利率抑制制造业投资和高房价促进房地产投资相一致；库存投资拉动1.3个百分点，意味着美国可能进入加库存周期。净出口拖累0.1个百分点，政府支出拉动0.8个百分点，与前值相差不大。

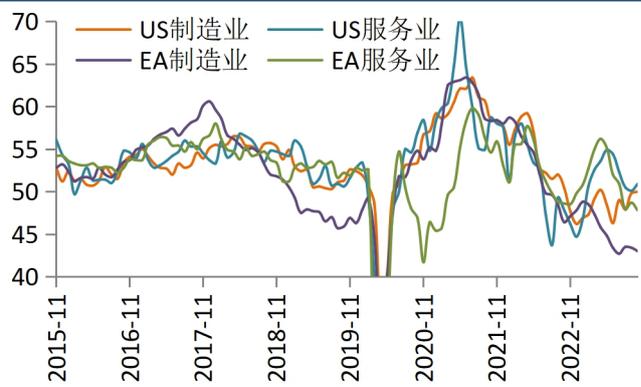
根据最新经济数据，我们认为2023年四季度低库存与稳健消费推动美国制造业需求企稳回升、高利率和超额储蓄减少使得投资和服务需求小幅走弱。假定2023年四季度美国实际GDP环比年率中个人消费拉动1.5个百分点(其中商品消费与服务消费分别拉动0.5和1个百分点)，私人投资拉动0.3个百分点(其中固定资产投资拖累0.5个百分点，库存投资拉动0.8个百分点)，净出口与政府支出合计拉动0.6个百分点，则2024年四季度美国实际GDP环比年率为2.4%，2023年全年美国实际GDP增速可达到2.9%，比美联储9月议息会议的预期高出0.8个百分点，高经济增速、稳固就业市场与巴以冲突带来潜在通胀压力，这几乎可以确保美联储在2023年底或者2024年初再次加息。

图1：美国GDP增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：美欧Markit PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2023年10月份美国 Markit 制造业 PMI 初值录得 50%，这是 2023 年 5 月份以来首次回到扩张区间；服务业 PMI 也回升到 50.9%，数据显示美国可能开启库存周期的加库存阶段。对比之下，10 月份欧元区 Markit 制造业 PMI 初值为 43%，贱婢回落 0.4 个百分点，服务业 PMI 环比回落 0.9 个百分点至 47.8%，综合 PMI 环比回落 0.7 个百分点至 46.5%。10 月份 PMI 数据再次确认欧元区在央行紧缩货币政策压力下的韧性不如美国，这与两个经济体就业/福利/竞争制度、财政政策以及俄乌冲突、中东冲突均有关系，表现在市场上就是 7 月下旬以来欧元兑美元汇率持续偏弱。

房地产方面，2023 年 9 月份美国新屋销售总数年化 75.9 万户，较前月上升 12.3%，前值 67.5 万户；数据表明尽管抵押贷款利率飙升，美国居民购房需求仍在，主要是劳动收入稳健以及股市财富效应增强购房意愿。但 10 月份 NAHB 住房市场指数回落到 40，为连续第三个月回落，且较 2022 年低点 31 已经相差不远，因此我们关于美国房地产市场 B 浪反弹结束的结论继续成立，尽管 B 浪反弹结束并不意味着房价大幅下跌，但房地产销售建造活动的减弱会降低美国经济增速从而为美联储停止加息增添理据。

图3：美国房地产市场



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

就业方面，10 月 21 日当周美国初请失业金人数上升到 21 万，较前一周增加 1 万，但整体上还是处于 2022 年以来的较低水平区间；10 月 14 日当周美国续请失业金人数上升到 179 万，较前一周上升 6.3 万，整体上处于 2022 年以来的中高区间。据外媒报道，持续六周后美国汽车业罢工有结束迹象，10 月 25 日美国全美汽车联合会 UAW 宣布与福特汽车达成临时劳资协议，福特将为工人提供一份为期四年半的合同，合同期内加薪幅度达到 25%，计入恢复的生活费津贴后加薪幅度最高达到 33%；UAW 已经通知在罢工的福特工人，在批准劳资协议期间，返回工作岗位。但目前 UAW 仍未与另外两大汽车生产商通用汽车和 Stellantis 达成

协议，汽车行业工人罢工将体现在美国 10 月份非农就业数据上。

## 1.2 政策：中国年中增加财政赤字

10 月 24 日十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人大常委会关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议。决议明确中央财政将在 2023 年四季度发行特别国债 1 万亿元，增发特别国债筹资全部通过转移支付安排给地方，今年拟安排使用 5000 亿人民币，结转明年使用 5000 亿元人民币；根据有关工作进展和项目储备等情况安排使用，以强有力的资金保障工作的落实，集中力量支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力。资金计划重点用于八大方面：灾后恢复重建、重点防洪治理工程、自然灾害应急能力提升工程、其他重点防洪工程、灌区建设改造和重点水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升行动、重点自然灾害综合防治体系建设工程、东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设，即聚焦在水利和“平急两用”基础设施等领域。

按此测算，2023 年全国财政赤字由 3.88 万亿元增加到 4.88 万亿元，中央财政赤字由 3.16 万亿元增加到 4.16 万亿元，预计财政赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右。这是我国财政史上第四次年中追加财政赤字，前三次分别是 1998 年-应对亚洲金融危机的剧烈冲击，1999 年-应对洪水与经济危机余波冲击，2000 年-应对国内需求不足和商业银行危机。万亿特别国债的发行与中央政府加杠杆，说明政府稳增长的决心非常足，有利于改善经济增长前景与金融市场信心。另一方面地方特殊再融资债券的发行与特别国债的发行对市场带来短期流动性冲击，预计央行会投放流动性予以对冲。

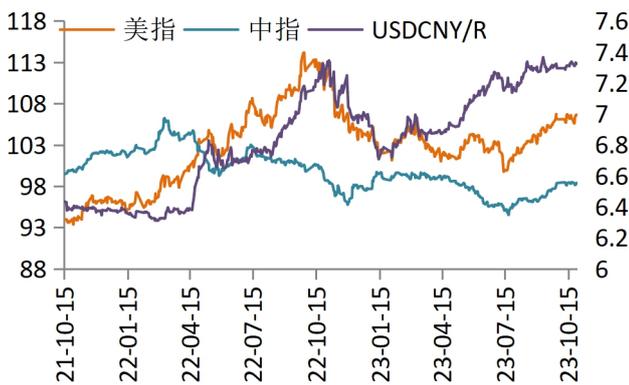
2023 年 6 月份以来中美互动频密，美国国务卿布林肯、财政部长耶伦、总统气候问题特使克里、商务部长雷蒙多、参议院多数党领袖舒默、加州州长纽森先后访华，令中美关系有所回暖。9 月 22 日中美双方宣布成立经济领域工作组，经济工作组由中美两国财政部副部长级官员牵头，金融工作组由中国人民银行和美国财政部副部长级官员牵头；两个工作组将定期、不定期举行会议，就经济、金融领域相关问题加强沟通和交流；10 月 24 日，中美经济工作组以视频方式举行第一次会议。应美方邀请，中国外交部长王毅于 10 月 26-28 日出访美国，王毅在会见美国国务卿布林肯时表示，中美两个大国有分歧，有矛盾，同时两国也有重要共同利益，有需要共同应对的挑战；为此，中美需要对话，不仅应恢复对话，还要深入对话，全面对话，通过对话增进相互了解，减少误解误判，不断寻求扩大共识，开展互利合作；推动两国关系止跌企稳，尽快回到健康、稳定、可持续发展轨道。

## 二、贵金属市场分析

### 2.1 美元汇率与美债利率

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107.5近；而10月份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必要性下降，但经济数据显示美国经济通胀韧性犹在，美元指数在105.5-107.5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High 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继续贬值空间不大，人民币汇率指数大概率企稳回升。

图5：美元与人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：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，美国财政部在财政上限协议达成之后加快发债补充账户余额，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 4.98%，2 年期与 10 年期期限利差倒挂程度从 7 月份的 108BP 持续收窄到 16BP，快速上升的长债利率甚至引发美联储官员的预期管理。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较长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 2023 年四季度至 2024 年上半年美债 10 年期利率继续在 4.7-5.2% 核心区间内运行，2024 年下半年美联储温和降息期间美债 10 年期利率有机会下降至 4% 左右，关注 5% 附近 10 年期美债的中期做多机会。

## 2.2 市场投资情绪

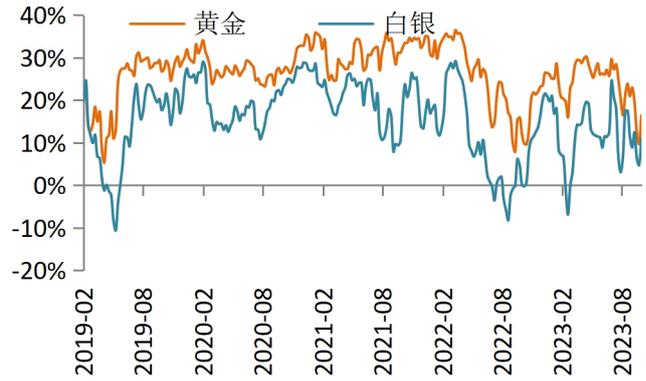
2022 年 11 月份以来贵金属价格显著反弹，伦敦黄金一度回到 2020 年 8 月份和 2022 年 3 月份的高水平区间并于 5 月 4 日创下历史新高 2082 美元/盎司，但现货投资者对贵金属的兴趣依然偏弱，2023 年至今 SPDR 黄金 ETF 与 SLV 白银 ETF 持仓量分别同比减少 6.1% 和 5.1%，基本上处于在 2020 年初水平。在高美元利率环境下没有利息收入的贵金属的投资性价比不高，这与出于地缘政治风险而持续增加黄金储备的环球央行行为有显著差别。

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



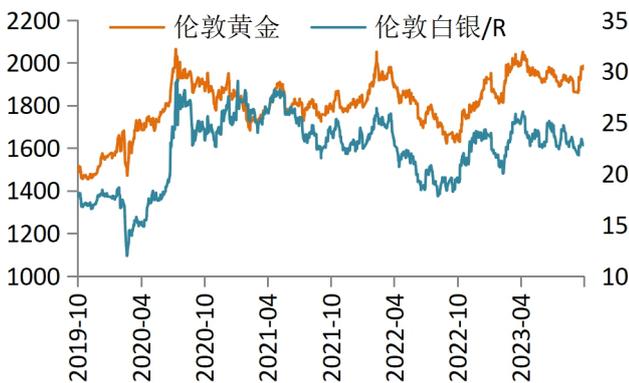
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

在 CFTC 持仓方面，10 月 17 日当周非商业机构增持黄金期货期权多单 18964 张并减持空单 30646 张，增持白银期货期权多单 2812 张并减持空单 6893 张，结果是黄金和白银基金净多率分别显著回升至 16.4% 和 11%。巴以冲突与美股波动提振贵金属的避险需求，盖过了美债利率对贵金属的抑制作用。

### 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月上旬伦敦黄金一度跌至1810美元/盎司。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，巴以冲突、美联储预期管理转折以及美股市场波动显著提振黄金需求，伦敦黄金持续反弹至1990美元/盎司附近。

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

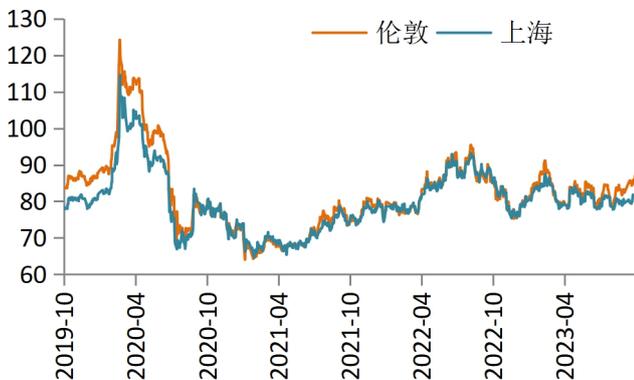
我们认为美联储决定在经济就业具有较强韧性的情况下令政策利率 High for Longer 以彻底控制通胀预期，一方面这在海外经济对比不够理想以及国债供需结构恶化的情况下推动美元汇率和美债利率偏强运行，配置需求减退和计价货币因素持续打压短期黄金价格；另一方面美联储货币政策在限制性区间停留越久，来自美国经济衰退、金融市场波动对黄金的避险需求就越强，而地缘政治风险和美联储预期管理转折料显著提升黄金波动中枢。预计在美联储政策利率 High for Longer 以及美国经济通胀走弱迹象进一步明显之后，2024 年美联储仍有机会实施温和降息，届时避险需求与配置需求将协力推动贵金属走出突破上涨行情，建议中长线资金可在伦敦黄金 1870-1920 美元/盎司区间内逢低分批吸纳；近期黄金受

巴以冲突影响脱离美元美债抑制而走出独立走势，短期或仍有冲高动能但提防避险情绪减退后的回落调整。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。

### 2.4 贵金属相关图表

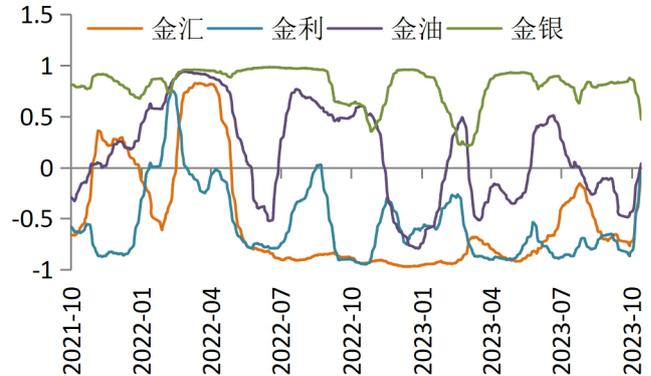
伦敦和上海金银比值分别为 86.9 和 81.6，伦敦黄金与美元指数、美债实际利率和 Brent 原油的负相关性显著减弱，说明近期巴以冲突一方面提振黄金的避险需求另一方面通过推高油价增强黄金的抗通胀需求。与白银的正相关性小幅下降，说明白银的避险作用略低于黄金。

图11：沪伦金银比值



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10月31日

时间	国家/地区	指标名称	重要度	前值
09:30	 中国	10月官方制造业PMI	★★★	50.20
18:00	 欧盟	第三季度欧元区:实际GDP(初值):季调:环比(%)	★★★	0.20
	 欧盟	第三季度欧元区:实际GDP(初值):季调:同比(%)	★★★	0.50

2023年11月1日

20:15	 美国	10月ADP就业人数:季调(人)	★★★	129,045,000.00
22:00	 美国	10月制造业PMI	★★★	49.00

2023年11月2日

02:00	 美国	联邦基金目标利率(%)	★★★	5.50
17:00	 欧盟	10月欧元区:制造业PMI	★★★	43.40
20:30	 美国	10月28日当周初次申请失业金人数:季调(人)	★★★	210,000.00
22:00	 美国	9月耐用品:新增订单(百万美元)	★★★	290,657.00
	 美国	9月耐用品:新增订单:季调:环比(%)	★★★	-0.09
	 美国	9月全部制造业:新增订单(百万美元)	★★★	603,884.00

2023年11月3日

18:00	 欧盟	9月欧盟:失业率(%)	★★★	5.90
	 欧盟	9月欧元区:失业率:季调(%)	★★★	6.40
20:30	 美国	10月失业率:季调(%)	★★★	3.80
	 美国	10月新增非农就业人数:季调(千人)	★★★	336.00
22:00	 美国	10月非制造业PMI	★★★	53.60

Q 财经大事一览 2023年10月29日 ~ 2023年11月4日

2023年11月2日

时间	国家/地区	指标名称
02:00	 美国	11月美联储公布利率决议
	 美国	11月美联储议息会议
02:30	 美国	11月美联储主席鲍威尔召开货币政策新闻发布会

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