

类别

宏观贵金属周报

日期

2023年11月10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



中国物价增速重新走低

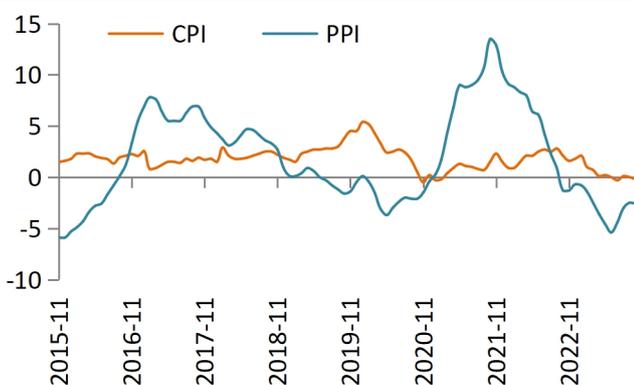
一、宏观环境评述

1.1 经济：中国物价增速重新走低

2023年10月份中国CPI同比萎缩0.2%，同比增速较9月份回落0.2个百分点；其中翘尾影响约为-0.2个百分点，今年价格变动的新影响约为0；10月份扣除食品能源的核心CPI同比增长0.6%，增速较9月份回落0.2个百分点。10月份CPI环比萎缩0.1%，其中食品价格由9月份上涨0.3%转为下降0.8%，影响CPI下降约0.14个百分点，是带动CPI环比由涨转降的主要原因；非食品价格由上月上涨0.2%转为持平。分类别看，10月份消费品CPI同比萎缩1.1%，萎缩程度较9月份扩大0.2个百分点；服务CPI同比增长1.2%，增速较9月份减少0.1个百分点；居住CPI同比增长0.3%，增速较9月份加快0.1个百分点。由于目前中国经济面临外部地缘政治风险和内部债务压力双重抑制，在经济增长前景转弱以及居民消费信心不足情况下，或需要更多刺激政策才能缓解中国通缩风险。

10月份中国PPI同比萎缩2.6%，萎缩程度较9月份的2.5%小幅扩大；其中翘尾影响约为-0.4个百分点，今年价格变动的新影响约为-2.2个百分点。10月份PPI环比由上月上涨0.4%转为持平，其中生产资料价格上涨0.1%，涨幅比上月回落0.4个百分点，生活资料价格由上月上涨0.1%转为下降0.1%。分行业看，受国际原油和有色金属价格波动影响，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格分别上涨2.8%、2.5%，涨幅分别回落1.3、0.6个百分点；有色金属冶炼和压延加工业价格由上月上涨1.2%转为下降0.2%。煤炭需求增加、供给偏紧，煤炭开采和洗选业价格上涨3.4%，涨幅扩大2.3个百分点。钢材、水泥供应相对充足，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降0.6%，水泥制造价格下降0.1%。

图1：中国物价增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：摩根大通全球PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2023年10月份摩根大通全球制造业PMI环比回落0.4个百分点至48.8%，2022年9月份至今都是在48-50%区间内运行，表明全球制造业持续收缩但有一定程度的韧性；全球服务业PMI环比回落0.3个百分点至50.4%，虽然仍处于扩张区间但也是连续第五个月回落，完全逆转了2022年11月至2023年5月的回升态势，这表明由于全球主要经济体次第疫后重新开放带来的服务业复苏基本上完成，而欧美央行紧缩的抑制作用占据主导地位。往后看我们认为低库存或带来间歇性补库需求，但欧美央行紧缩对总需求的抑制作用将持续，因此全球经济偏弱运行态势还将维持较长一段时间。

比较四大经济体的制造业。2023年美国ISM制造业PMI从7月份至9月份有加速回升、摆脱2022年11月至2023年6月份震荡区间的迹象，这与美国销售增速企稳回升、库存销售比开始下降相一致；虽然10月份美国制造业PMI骤然大幅回落，但其中很可能反映了汽车行业工人罢工等短期因素，我们对美国开启新一轮库存周期继续持谨慎乐观态度。欧元区制造业PMI从2022年2月份俄乌冲突恶化至今持续恶化，反映高能源价格与地缘政治风险对欧洲制造业的冲击；虽然2023年6月份以来欧元区制造业PMI也出现了低位企稳特征，但波动区间42-44%说明欧元区制造业萎缩程度依然较大。中国制造业PMI在年初出现较大幅度回升，主要是疫后经济重新开放以及国内外积压需求的释放，而后国际地缘政治和国内债务压力使得制造业动能重新回落，及至决策层加大经济刺激力度，制造业重新呈现企稳回升迹象。日本制造业PMI在美欧日三家中偏好但也是持续处于萎缩区间，主要是日本央行一直坚持超宽松货币政策。

图3：主要经济体制造业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

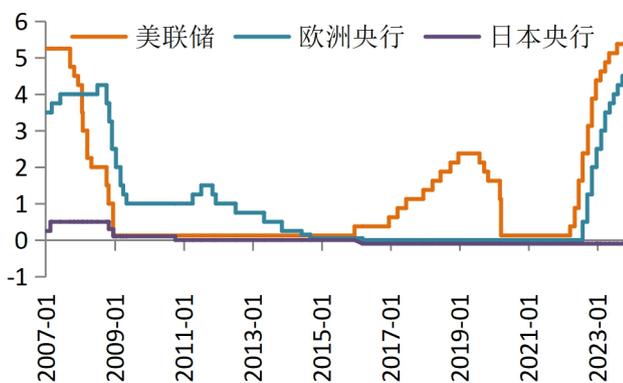
以美元计，2023年10月份中国出口额同比萎缩6.4%，萎缩程度较9月份扩大0.2个百分点；进口额同比增长3%，增速较9月份加快9.3个百分点。7月份以来对美国的出口降幅持续收窄，但对欧盟、东盟和俄罗斯的出口降幅持续扩大。

进口方面，一方面是重点工业商品价格反弹，另一方面是机电产品在美国追加限制生效前抢先进口。美国就业市场方面，11月4日当周美国初请失业金人数为21.7万，较前一周减少0.3万，四周移动均值为21.2万，依然处于年内偏低水平；10月28日当周续请失业金人数为183.4万，较前一周增加2.2万，延续9月份以来缓慢攀升态势。

1.2 政策：美联储官员鹰派发言

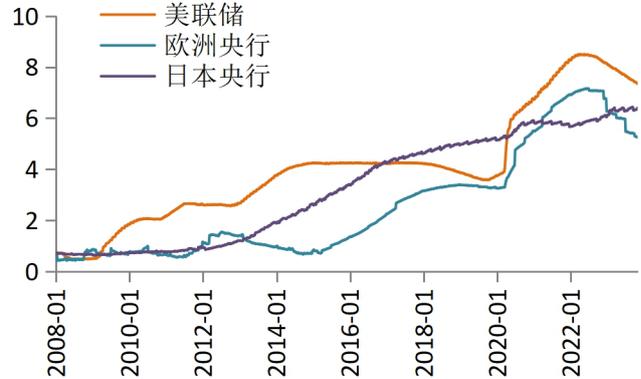
10月中上旬美国长端国债利率飙升，使得美联储官员纷纷出来表态，称长端利率飙升可能使得美联储不必继续加息。美联储货币政策预期管理的转折，美国财政部缩减发债规模，加上近期公布的系列美国经济数据不如人意，使得10月20日美国长端国债利率快速下行，10年期美债利率从最高5.04%回落到最低4.51%。由于长端利率的快速下行以及美国金融条件的松弛会削弱美联储紧缩货币政策的效果并催生潜在通货膨胀压力，因此本周美联储官员大多发表鹰派言论，试图通过预期管理引导美债长端利率回到较高水平区间，将市场预期从美联储“不紧缩”拉回到“缓紧缩”，本周四美联储主席鲍威尔在国际货币基金组织会议前的讲话中将这一意图完整表述。截止11月1日当周美联储和欧洲央行的量化宽松QE账户规模持续下降，日本央行的QE账户规模大致持稳。

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QE账户规模



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

11月7日美联储理事沃勒表示，美国Q3实际GDP环比年率达到4.9%是井喷式的表现，在考虑未来政策时需要密切关注；理事鲍曼认为最近的GDP数据证明经济不仅保持强劲而且可能已经提速，需要美联储提高政策利率；明尼阿波利斯联储总裁卡什卡利表示，鉴于近期经济数据表现强劲，美联储可能需要采取更多措施才能使通胀率回落至2%的目标；达拉斯联储总裁洛根称，正在关注金融状况的限制性是否足以推动通胀下降，近期有迹象表明通胀阻击战尚未打赢。但也有部分美联储官员对经济前景表示关注，11月8日美联储副主席杰斐逊表示，在不

确定性下操作对央行官员来说是一个挑战，在一些具体情况下不确定性可能证明有必要采取激进而非渐进的政策应对。11月9日美联储主席鲍威尔表示，美联储官员不确定利率是否已经高到足以结束通胀阻击战，而且在商品、服务和劳动力供应改善来降低价格压力方面所能获得的帮助可能已经接近尾声，如果进一步收紧货币政策变得合适则美联储将毫不犹豫地这样做；虽然美联储不会忽视国债收益率上升导致金融状况大幅收紧的情况，但对此并无直接的货币政策应对措施。

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，美欧利差收窄以及海外避险需求减弱，使得美元指数持续调整并最终跌破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，同时日本央行货币政策调整落后于市场预期，因此7月下旬以来美元指数持续回升到107附近；9月份至10月中旬美债长端利率飙升使得美联储货币政策预期管理出现转折，美元指数上行动能减弱而转为105-107之间区间震荡。我们判断美欧经济基本面差异和利差因素继续利多美元汇率，美元指数短期内继续高位运行但中期利空因素正在累积。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，美国财政部加快发债补充一般账户余额，美联储持续缩表进一步恶化长期国债供需，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，10月中旬美债10年期利率突破上行至5.03%；随后美联储货币政策预期管理出现转折，美国部分经济数据短期走弱，美国财政部放缓发债步伐，本周美债10年期利率最低回落到4.51%。我们判断美国经济韧性及潜在通胀压力使得美联储再次加息成为必须，美联储预期管理转折是把市场从“快紧缩”拉回“缓紧缩”而不是结束紧缩，因此美债利率短期还将在较高水平区间运行一段时间，不排除有再次冲高可能，关注5%上方的10年期美债中期做多机会。

2.2 市场投资情绪

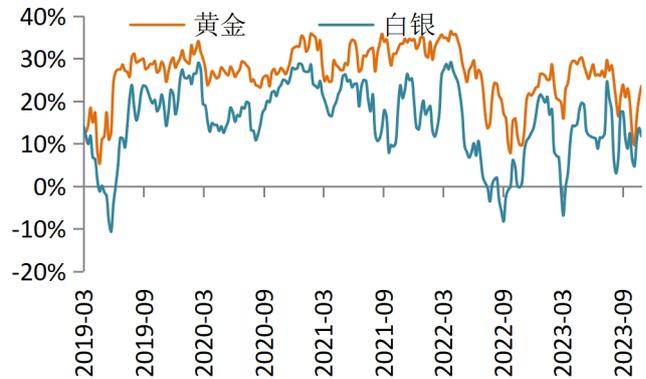
2022年11月份以来贵金属价格显著反弹，伦敦黄金一度回到2020年8月份和2022年3月份的高水平区间并于5月4日创下历史新高2082美元/盎司，但现货投资者对贵金属的兴趣依然偏弱，2023年至今SPDR黄金ETF与SLV白银ETF持仓量分别同比减少5.5%和5.7%，基本上处于在2020年初水平。在高美元利率环境下没有利息收入的贵金属的投资性价比不高，这与出于地缘政治风险而持续增加黄金储备的环球央行行为有显著差别。

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，10月31日当周非商业机构增持黄金期货期权多单14417张并减持空单3786张，减持白银期货期权多单3253张并增持空单132张，结果是黄金基金净多率回升至23.5%但白银基金净多率小幅下降到11.8%。美联储预期管理转折利多贵金属，但美国短期经济数据表现不佳利多黄金利空白银。

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。5月中旬至10月上旬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，黄金价格持续调整至1810美元/盎司附近。10月中旬以来巴以冲突恶化提振黄金的避险需求，加上美联储货币政策预期管理转折以及美国部分经济数据短期转弱，打压打压美债利率和美元汇率，共同推动黄金价格快速回升到2000美元/盎司附近；而在以色列稳步开展对加沙地带的地面战、巴以冲突带来的避险情绪逐步减退之后，本周伦敦黄金价格也回落到1950美元/盎司一线，多位美联储官员鹰派发言也起到一定程度的利空作用。

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

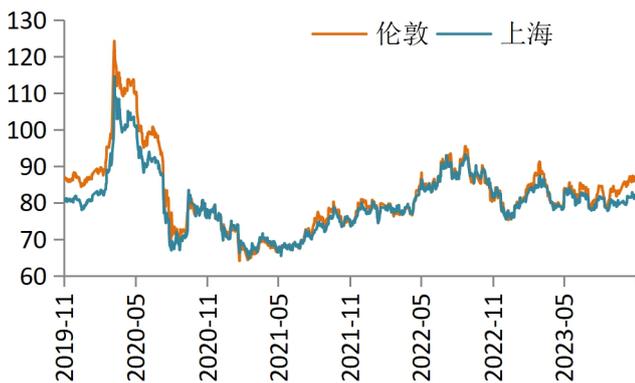
10月中旬美联储货币政策预期管理转折是将市场共识从“快紧缩”拉回“缓紧缩”而非停止紧缩，实际上美联储继续缩表而且美国经济滚动式复苏几乎确保美联储还会有一次加息，加上美欧经济韧性以及美日利差等因素，我们预计美元汇率和美债利率将继续在高水平区间运行较长一段时间。另一方面，随着以色列逐步开展对巴勒斯坦加沙地带的地面战，本轮巴以冲突引发的避险需求对黄金的提振作用也开始减弱，我们预计美国经济状况、美联储货币政策以及美元汇率美债利率将重新成为黄金的主导影响因素；但俄乌战事迟迟未能结束，新一轮巴以冲突再次恶化，说明了全球范围内的地缘政治风险中期内趋于上升，这将有效抬升黄金的波动中枢。总体上看黄金价格短期偏强运行但反弹空间不大，中期内仍有调整可能性，但下方支撑将从1800美元/盎司提高到1870美元/盎司；而在美国经济增长动能显著走弱和美联储货币政策正式转向之后，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 1870-1930 美元/盎司区间内逢低吸纳。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。

2.4 贵金属相关图表

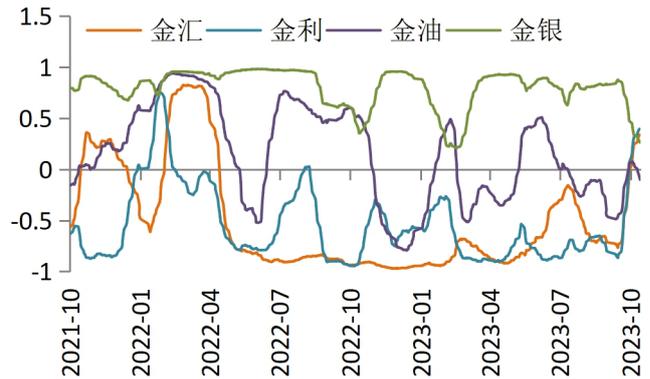
伦敦和上海金银比值分别为 86.4 和 81.4，10 月初巴以冲突爆发后伦敦黄金与美元指数、美债利率的负相关性显著减弱甚至转为正相关性，与国际原油的负相关性减弱，与白银的正相关性显著减弱。巴以冲突显著提振黄金的避险需求，并使得金价脱离美元汇率和美债利率的抑制，但随着以色列对加沙地带的地面站稳步开展，地缘政治风险对黄金的提振作用逐步减退，金价将重新回归到基本面，尽管其波动中枢将有显著提升。

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11月14日

时间	国家/地区	指标名称	重要度	前值
18:00	 欧盟	11月欧元区:ZEW经济景气指数	★★★	2.30
21:30	 美国	10月CPI:季调:环比(%)	★★★	0.40
	 美国	10月CPI:同比(%)	★★★	3.70
	 美国	10月核心CPI:季调:环比	★★★	0.30
	 美国	10月核心CPI:同比(%)	★★★	4.10

2023年11月15日

10:00	 中国	10月工业增加值:当月同比(%)	★★★	4.50
	 中国	10月固定资产投资:累计同比(%)	★★★	3.10
	 中国	10月社会消费品零售总额:当月同比(%)	★★★	5.50
21:30	 美国	10月PPI:最终需求:季调:环比(%)	★★★	0.50
	 美国	10月PPI:最终需求:季调:同比(%)	★★★	2.20
	 美国	10月PPI:最终需求:剔除食品和能源:季调:环比(%)	★★★	0.30
	 美国	10月PPI:最终需求:剔除食品和能源:季调:同比(%)	★★★	2.70
	 美国	10月核心PPI:季调:环比(%)	★★★	0.10
	 美国	10月核心PPI:季调:同比(%)	★★★	2.00
	 美国	10月核心零售总额:季调:环比(%)	★★★	0.64
	 美国	10月零售销售总额:季调:环比(%)	★★★	0.71
	 美国	10月零售销售总额:季调:同比(%)	★★★	3.75

2023年11月16日

21:30	 美国	11月11日当周初次申请失业金人数:季调(人)	★★★	217,000.00
-------	--	-------------------------	-----	------------

2023年11月17日

18:00	 欧盟	10月欧盟:CPI:同比(%)	★★★	4.90
	 欧盟	10月欧元区:CPI:环比(%)	★★★	0.30
	 欧盟	10月欧元区:CPI:同比(%)	★★★	4.30
21:30	 美国	10月新屋开工:私人住宅(千套)	★★★	117.70

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