

类别

宏观贵金属周报

日期

2022年8月12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

hezq@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)

021-60635739

huangwx@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)

021-60635731

dongb@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3054198



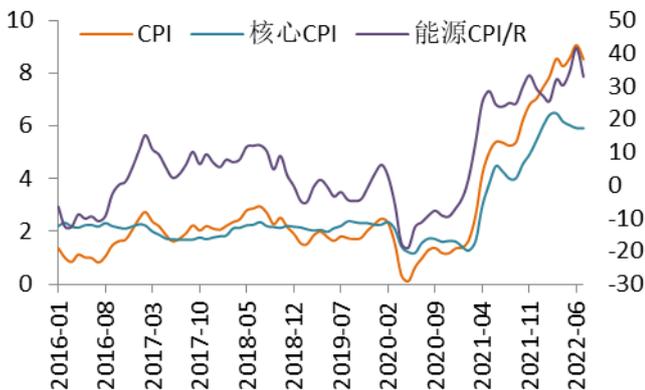
美国通胀压力开始缓解

一、宏观环境评述

1.1 经济：美国通胀降，中国经济弱

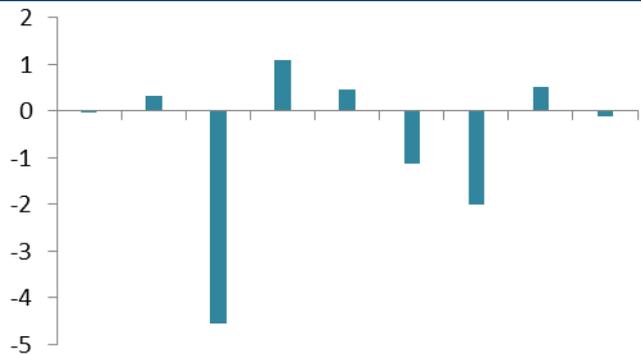
7 月份美国整体 CPI 同比+8.5%，低于前值+9.1%；核心 CPI 同比+5.9%，持平于前值；7 月整体 CPI 环比持平而核心 CPI 环比继续上涨 0.33%，这也是年内核心 CPI 环比增速首次高于整体 CPI。从分项看能源价格以及出行费用是 7 月 CPI 增速回落的主要因素，考虑到 6/7 月份原油价格持续调整，以及夏季旅游旺季过后相关服务价格回落，我们判断能源价格和出行费用将继续对美国 8 月 CPI 施加下行压力；另一方面，住房成本、医疗保健和娱乐服务等继续对核心 CPI 施加上行压力，考虑到新冠疫情造成的就业市场结构性短缺继续推高劳动密集型服务业价格，以及美国房价在居民部门债务压力较低的情况下表现坚挺，我们认为美国内生通胀具有较强韧性。综合来看，美国通胀压力开始缓解但仍处相对高位，美联储可能放缓紧缩步伐但仍继续紧缩。

图1：美国CPI同比



数据来源：Wind，建信期货研报中心

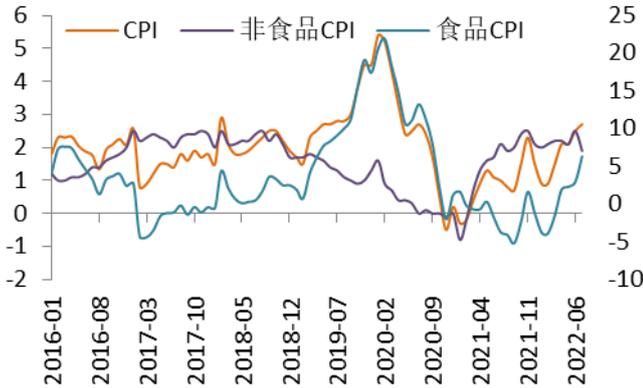
图2：美国CPI分项环比



数据来源：Wind，建信期货研报中心

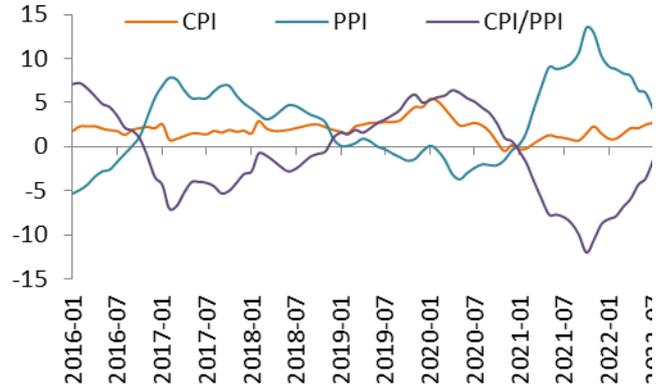
7 月份中国 CPI 同比上涨 2.7%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点，但低于市场主流预期的 2.9%；7 月 PPI 同比上涨 4.2%，涨幅较前值低 1.9 个百分点，且低于市场主流预期的 4.7%，CPI-PPI 剪刀差进一步收窄。7 月国内通胀水平有所回升，主要受猪价和菜价上涨拉动，核心通胀回落显示内需依旧乏力。近期受疫情反复和高温天气影响，居民出行意愿下降，部分服务需求向商品需求转移，造成服务价格下跌和商品价格上涨的分化现象。PPI 同比增速延续下行，环比增速由平转降，原油、有色金属等国际大宗商品价格回落带动国内能源、资源品价格回落，我国输入性通胀压力边际减轻，但下游需求疲弱导致终端价格亦较低。总体上看，国际大宗商品和 PPI 超预期回落有利于缓解企业成本压力，但 CPI 增速上行说明结构性通胀压力继续存在，对中国央行货币政策影响不大。

图3：中国CPI同比



数据来源：Wind，建信期货研投中心

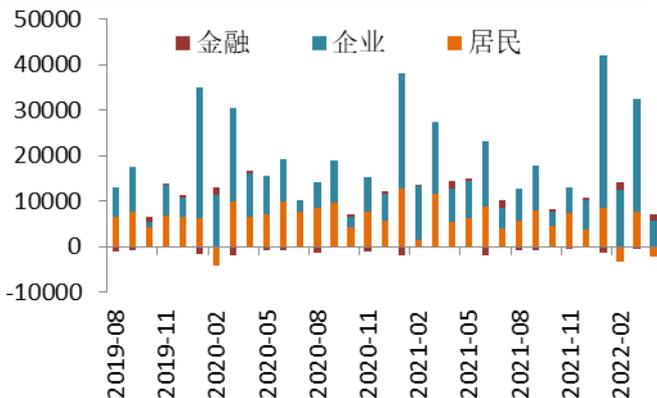
图4：CPI/PPI剪刀差收敛



数据来源：Wind，建信期货研投中心

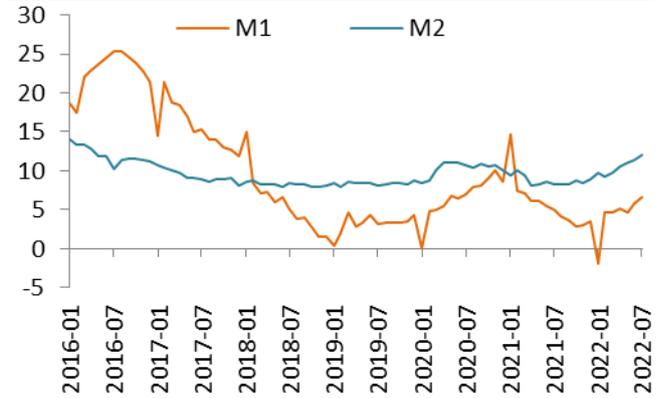
7月份中国新增人民币贷款6790亿，前值2.81万亿，市场预期1.15万亿；新增社会融资规模7561亿，前值5.17万亿，市场预期1.39万亿；M1同比增长6.7%，前值5.8%；M2同比12.0%，前值11.4%，市场预期11.6%。7月新增社融弱于季节性回落，新增信贷同比少增，票据冲量现象重新出现，主要是因为银行信贷在6月份有所透支，而疫情和风险事件对信贷投放形成扰动。从年度累计角度看7月份金融数据并不算太差。随着前期新增信贷陆续到位，下半年中国经济增长所需资金支持基本得到保障，M1和M2增速继续回升就是证据之一。

图5：中国新增社融分解



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图6：中国货币供应增速



数据来源：Wind，建信期货研投中心

7月新增社会融资规模的下行主要是由于新增人民币贷款以及企业债券融资的减少，且6月时对社融规模起到支撑的政府债券在7月时贡献大幅减弱。从人民币贷款来看，新增贷款同比少增，可能是银行前期储备的信贷项目在6月“透支”，月度间信贷数据的波动加剧。从居民贷款来看，居民中长期贷款同比少增，反映了疫情和风险事件影响之下，商品房销售的恢复再受挫折。6月30大中城市商品房销售面积同比降幅较5月收窄，但随着疫情的反复和风险事件的发酵，7月30大中城市商品房销售面积同比降幅再度走阔。从企业贷款来看，随着专项债

发行接近尾声，基建项目配套信贷融资的投放逐步落地，7月企业中长期贷款新增转负。

1.2 政策：美国扩投资，中国稳货币

8月7日美国参议院表决通过《降低通货膨胀法》，该法案将通过加税带来7390亿美元财政收入，同时增加4330亿美元支出，预计在未来十年削减赤字超3000亿美元。该法案核心内容主要包括三方面：拨款3690亿美元用于气候变化、清洁能源等项目的投资；增加美国国税局执法力度，向年收入超过10亿美元的大型公司征收15%的最低税率，对股票回购征收1%的消费税；降低部分处方药价格，延长奥巴马医改补贴至2024年大选。根据法定程序，该法案仍需在美国众议院获得通过，再由美国总统拜登签署后正式落地。

在气候投资方面，该法案是美国目前最大规模的气候投资法案，目标是到2030年减少40%的碳排放，利好新能源制造业。税收方面，对大型企业征税，可能会部分抑制美国企业投资，部分价格压力也会转嫁至美国消费者身上；对股票回购征收消费税可能会影响美股市场，给投资者带来负面影响。该方案对抑制通胀效果微弱，美国国会预算办公室分析该法案对缓解2022年通货膨胀的效果甚微，对2023年通货膨胀的影响在正负0.1个百分点之间。

8月10日中国人民银行发布2022年第二季度中国货币政策执行报告，报告认为三季度要加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能；保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持。此外报告认为今年物价涨幅仍将运行在合理区间，有望实现全年CPI平均涨幅在3%左右的预期目标。

报告延续了7月政治局会议对货币政策的定调，但对通胀和外部平衡等关注度明显提高，意味着后续货币政策没有太多可期待空间。新增表述则在于“三个平衡”——“兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡”，同时在“不搞大水漫灌”之外，新增了“不超发货币”。下半年增长及就业压力仍存、汇率贬值风险加大、结构性通胀压力增大、金融风险整体可控，显然央行需要在多目标之间求得平衡。对应货币政策重点在于加大对实体的信贷支持，同时要“抓好政策措施落实”。在内外制约、流动性宽松、央行逐渐关注通胀的环境下，后续资金面或将收敛不收紧，资金面需要向正常区间逐渐回归。

1.3 地缘：佩洛西窜访台湾恐引发打卡热

继立陶宛政府2021年11月批准台湾当局设立所谓“驻立陶宛台湾代表处”

引发中方强烈抗议后，立陶宛官员仍不断打“台湾牌”，8月7日至11日立陶宛交通与通讯部副部长瓦伊丘凯维丘特率团窜访台湾。对此8月12日中国外交部宣布对瓦伊丘凯维丘特采取制裁措施，暂停同立陶宛交通与通讯部任何形式的交往，暂停同立陶宛国际道路运输领域交流合作。

8月12日中国石油、中国石化、中国铝业、中国人寿和上海石化等五家中国国有企业表示它们将从纽约证券交易所退市，这五家公司今年5月被美国证券监管机构标记为未达到其审计标准。上述五家企业的解释较为一致，主要是因这些公司在美国的存托股占公司H股及总股数比重很小，交易量与公司H股全球交易量相比较低，以及公司维持美国存托股在纽交所上市和该等存托股及对应H股在美国证券交易委员会注册并遵守证券交易法规定的定期报告及其他相关义务所涉的较大行政负担和成本。针对上述企业宣布启动自美退市的情况，证监会有关部门负责人指出，这些企业在美国上市以来严格遵守美国资本市场规则和监管要求，作出退市选择是出于自身商业考虑；这些企业都在多地上市，在美上市的证券占比很小，目前的退市计划不影响企业继续利用境内外资本市场融资发展。

二、贵金属市场分析

2.1 美联储紧缩预期降温

综合考虑美国经济、就业、通胀和美联储官员表态，根据CME的FedWatch工具，市场目前预期美联储将在9月和11月会议分别加息50BP，在12月会议加息25BP，然后在2023年上半年保持不动。根据美联储6月会议提供的利率点阵图，美联储预期2022年底加息至[3.25%, 3.5%]，2023年进一步加息至[3.5%, 4%]，然后在2024年底降息至[3.25%, 3.5%]，中性利率水平为2.5%。

图7：期货市场对美联储紧缩预期

MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375
2022/9/21	0.0%	55.0%	45.0%	0.0%	0.0%
2022/11/2	0.0%	0.0%	28.5%	49.8%	21.7%
2022/12/14	0.0%	0.0%	4.0%	31.5%	45.8%
2023/2/1	0.0%	0.0%	2.9%	24.0%	41.9%
2023/3/15	0.0%	0.0%	2.2%	18.4%	37.1%
2023/5/3	0.0%	0.0%	2.4%	18.6%	37.1%
2023/6/14	0.0%	0.7%	7.2%	24.1%	35.0%
2023/7/26	0.2%	2.5%	11.8%	27.0%	32.1%

数据来源：CME，建信期货研发中心

图8：美联储6月会议预期

Variable	Median ¹			
	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	1.7	1.7	1.9	1.8
March projection	2.8	2.2	2.0	1.8
Unemployment rate	3.7	3.9	4.1	4.0
March projection	3.5	3.5	3.6	4.0
PCE inflation	5.2	2.6	2.2	2.0
March projection	4.3	2.7	2.3	2.0
Core PCE inflation ⁴	4.3	2.7	2.3	
March projection	4.1	2.6	2.3	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	3.4	3.8	3.4	2.5
March projection	1.9	2.8	2.8	2.4

数据来源：Fed，建信期货研发中心

美国通胀压力开始缓和推动美元指数下跌和金融资产反弹，但上周多位美联储官员表态继续紧缩，美元指数因此得以企稳回升。我们认为美联储本身对政策利率变动预期基本上没有因近期的数据而发生很大变化，变化的是市场对美联储紧缩步伐的预期，先是预期不足，然后是过度预期，现在是自过度预期中修正，由此引发市场的波动。我们认为美联储继续紧缩且明年进一步紧缩的概率非常大，美国经济增长势头偏弱但在短期实际利率偏低为负的情况下美国经济不会立即进入衰退，而且美国内在通胀压力又具有较强韧性，因此美联储将持续紧缩直到能明显抑制总需求并压低通胀预期至目标水平。

2.2 市场投资情绪

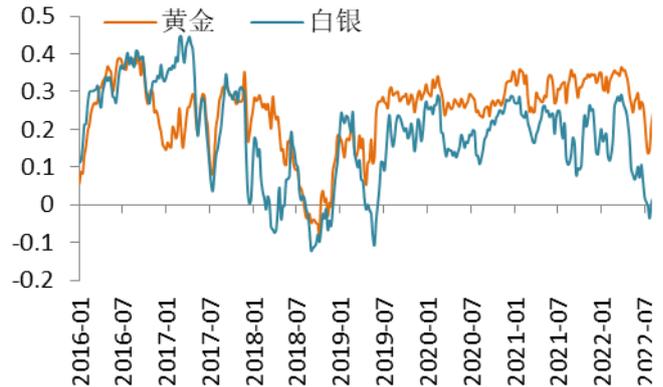
贵金属与其他商品的重大区别在于投资需求的波动远大于实体需求，贵金属价格走势也更多地取决于投资需求，对贵金属市场投资情绪的分析是判断贵金属价格走势的重要部分，对研究其他商品所用到的供需平衡表则不太关注。

图9：贵金属ETF持仓量



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图10：贵金属CFTC基金净多率



数据来源：CME，建信期货研发中心

2022年4月中旬以来金银ETF持仓量持续下降，暂未因近期的金银价格反弹而增加，显示近期金银反弹未获现货市场投资者认可。8月份以来CFTC基金小幅

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45307



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn