

类别

宏观贵金属周报

日期

2022 年 10 月 14 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



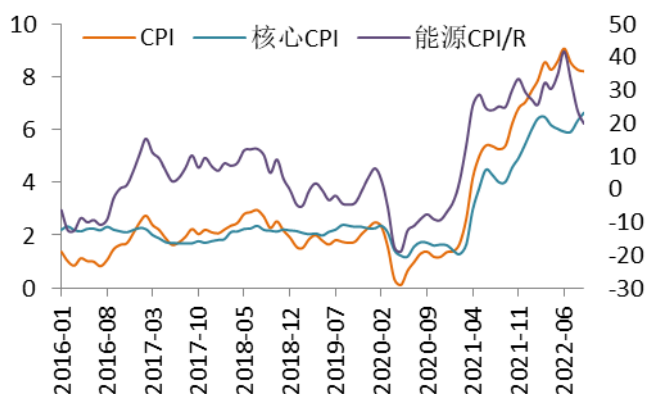
美国核心 CPI 数据继续破表

一、宏观环境评述

1.1 经济：美国 CPI 数据继续破表

美国 9 月份整体 CPI 同比增长 8.2%，虽然实现三连降但高于市场预期；9 月份核心 CPI 同比增长 6.6%，高于市场主流预期的 6.5% 且为 1983 年以来最高值，说明美国 CPI 仍极具韧性。从分项指标环比看，9 月份能源 CPI 继续回落，但回落幅度为近三个月最低；核心 CPI 增速小幅低于 8 月份，但由于能源 CPI 降幅明显回落，仍推动整体 CPI 环比增长 0.2%，为近三个月最高；住宅租金、医疗保健和教育通讯 CPI 增速回落但仍处于较高水平区间。以 2019 年底水平为基准 1，到 2022 年 9 月份整体 CPI、能源 CPI、食品 CPI 和核心 CPI 分别上涨 15.5%、39.6%、19.8% 和 12.6%，核心 CPI 中住宅租金、医疗保健和教育通讯分别上涨 14.3%、9.1% 和 3.8%，同期房地美房价指数和雇员薪资指数分别上涨 40.1% 和 14.5%，相对而言住宅租金和服务业 CPI 上涨滞后且涨幅不足。在实际通胀之外令人担忧的还有通胀预期，虽然整体 CPI 增速实现三连跌但 10 月份密歇根大学消费者 1 年期通胀预期环比上涨 0.4 个百分点至 5.1%，为近三个月以来的新高。

图1：美国通胀形势



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：美联储政策利率预期

MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2022/11/2	2.8%	97.2%	0.0%	0.0%				
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.8%	29.4%	69.8%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	18.3%	54.2%	27.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	11.0%	39.4%	38.2%	11.2%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	12.0%	39.3%	37.2%	10.7%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	13.1%	39.2%	36.2%	10.3%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.3%	3.8%	18.9%	38.6%	30.4%	8.0%
2023/9/20	0.0%	0.1%	1.1%	7.1%	23.3%	36.8%	25.5%	6.3%
2023/11/1	0.0%	0.5%	3.4%	13.4%	28.5%	32.4%	18.0%	3.8%
2023/12/13	0.2%	1.7%	7.5%	19.6%	30.1%	26.5%	12.2%	2.2%

数据来源：FedWatch，建信期货研究发展部

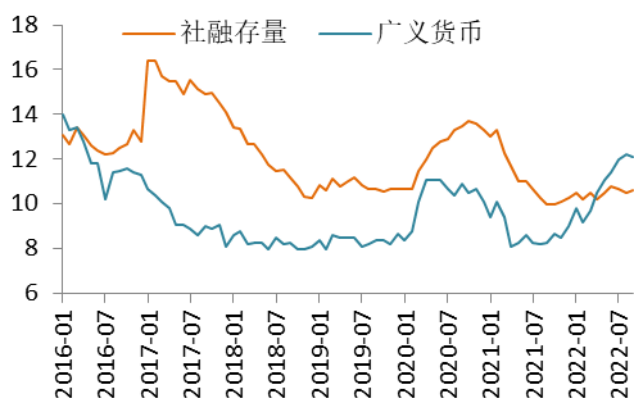
虽然大宗商品已经普遍偏弱调整，而且供应链压力也明显缓解，但核心 CPI 再创 40 年来新高以及通胀预期意外回升，说明新冠疫情对人们就业观念的冲击使得就业市场持续异常紧俏，以及前段时间欧美宽松货币政策和积极财政政策释放出来的巨大购买力，使得欧美内部通胀压力居高不下，物价-薪资双螺旋上升的风险并没有缓解，这必然使得欧美央行更加坚定通胀压力并未缓解从而继续大幅度紧缩的立场。根据美联储 9 月份议息会议利率点阵图，年内加息节奏大概率为 11 月会议+75BP，12 月会议+50BP；CPI 数据公布之后，根据 FedWatch 工具，美联储 11 月会议加息 75BP 概率从 84.5% 上升到 100%，亦即市场完全预期美联储将在 11

月2日会议加息75BP；12月会议加息至少50BP概率从90.5%上升到100%，至少加息75BP概率从32.5%上升到67.6%；而2023年初将进一步加息50BP至区间[4.75%-5%]，然后维持该利率水平直到2023年11月份。

中国9月份新增社会融资3.53万亿元，比上年同期多6245亿元，明显超出市场预期的2.8万亿元；虽然基数走高，但9月份社融存量同比还是增速从8月份的10.5%上升到10.6%。9月份新增信贷2.47万亿元，同比多增8108亿元，也明显超出市场预期的1.8万亿元。除总量以外社融与信贷的结构也在改善，9月份新增企业中长期贷款与委托贷款同比明显上升。9月企业新增中长期贷款1.35万亿元，同比多增6540亿元，是提振9月新增信贷的主要动力；9月新增委托贷款1507亿元，同比多增1529亿元，这已经是委托贷款连续两个月维持在千亿元的水平之上。9月份金融数据表明宽松货币正在提振中国经济增长，宽货币正在通过多种途径支持实体经济，我们维持中国经济增长势头环比回暖观点。

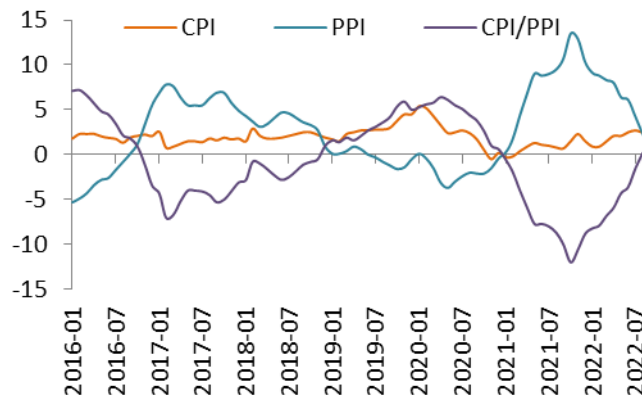
9月份中国CPI同比增速较8月份提升0.3个百分点至2.8%，主要是猪肉等食品价格上涨带动，但非食品CPI增速则持续回落到1.5%，为2021年5月份以来最低值。9月份中国PPI同比增速较8月份回落1.4个百分点至0.9%，其中生产资料中的加工阶段PPI同比下降1.9%，连续两个月同比下降且降幅有所扩大。9月份CPI和PPI增速均低于市场预期，表征中国内部经济增长动能的非食品CPI和加工阶段PPI低迷说明中国复苏基础上不牢固，稳增长政策有继续加大的必要性。考虑到人民币兑美元汇率跌破7.2以及资金外流压力，稳增长政策基调或从宽货币转向扩信用，重点逆转房地产市场和居民消费的悲观预期。

图3：中国社融和M2增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：中国通胀形势



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

从环比看9月份CPI由8月份的下降0.1%转为上涨0.3%，其中食品价格上涨1.9%，涨幅比上月扩大1.4个百分点，影响CPI上涨约0.35个百分点。食品中，

受高温少雨天气影响，鲜菜价格上涨 6.8%，涨幅比上月扩大 4.8 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.14 个百分点，占 CPI 环比总涨幅四成多；猪肉消费需求季节性回升，加之看涨预期下部分养殖户压栏惜售，价格继续上涨，但在中央储备猪肉投放等措施作用下，中下旬涨势有所趋缓，全月平均上涨 5.4%。非食品价格由上月下降 0.3% 转为持平。非食品中，工业消费品价格由上月下降 0.7% 转为持平，其中受国际油价下行影响，国内汽油和柴油价格分别下降 1.2% 和 1.3%。服务价格由上月持平转为下降 0.1%，其中受暑期结束及疫情散发影响，跨区域出行减少，飞机票、宾馆住宿和旅行社收费价格分别下降 9.9%、2.9% 和 1.3%；本地游和周边游增多，交通工具租赁费价格上涨 4.0%。

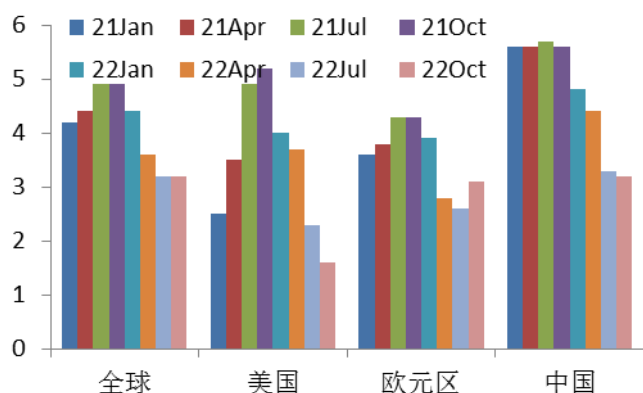
2022 年 10 月 11 日国际货币基金组织 IMF 发布新版《世界经济展望 WEO》，其中 IMF 将 2023 年全球 GDP 增速由 2.9% 进一步下调至 2.7%，这将是 2000 年以来的第四个低增速（2020 年 -3%，2009 年 -0.1%，2001 年 2.5%）。2023 年全球将出现大范围的增长放缓，占全球经济三分之一左右的国家将在今年或明年发生经济萎缩，对很多人来说 2023 年从感受上将是衰退的一年，美国、中国和欧元区这三个最大的经济体将继续处于增长停滞状态。主要受三个因素影响：1、新冠疫情扩散、季度宽松货币与庞大财政刺激引发恶性通胀，欧美等大部分央行持续收紧货币政策；2、乌克兰战争以及由此引发的地缘政治风险，使得欧洲遭遇能源危机；3、经济结构调整抑制国内需求，恰逢内外抗疫压力逆转，中国经济增长势头明显放缓。IMF 并没有调整 2022 年的全球增长预期，主要是美国增长的放缓为欧元区增长的提升（疫情后经济重新开放）所抵消。

IMF 预计，2023 年美国经济增长率将下降至 1%，主要是因为美联储持续紧缩引发货币和金融环境收紧。鉴于房地产市场行业下滑和持续实施防疫封锁，IMF 同样将 2023 年中国经济增长率下调至 4.4%；但由于决策层推出多轮稳增长措施并实施宽松货币政策，2023 年中国经济增长率较 2022 年的 3.2% 有明显回升。由于乌克兰战争引起的能源危机将继续产生严重不利影响，2023 年欧元区经济增长率将显著下降至 0.5%。

尽管 IMF 已经下调 2023 年经济增长预期，但仍存在较多的进一步下行风险：1、在巨大的不确定性和日益加剧的脆弱性下，货币、财政或金融政策校准不当的风险已经急剧上升；2、如果金融市场发生动荡，那么全球金融环境可能恶化，美元可能进一步升值，这将大大增加其他国家特别是新兴市场和发展中经济体的通胀压力和金融脆弱性；3、事实可能再次证明通胀会持续更久，特别是如果劳动力市场仍然处于极度紧张状态；4、乌克兰战争仍在肆虐，其若进一步升级将会加剧能源危机。IMF 预计 2023 年全球经济增速有四分之一左右的概率会降至 2% 这一历

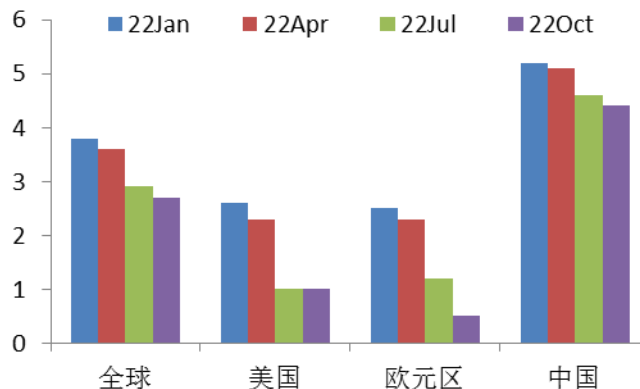
史较低水平以下；如果上述中的许多风险成为现实，2023 年的全球增长率将降至 1.1%，出现这种不利结果甚至更糟结果的可能性是 10%到 15%。

图5：IMF WEO 2022年增长预测



数据来源：IMF，建信期货研究发展部

图6：IMF WEO 2023年增长预测



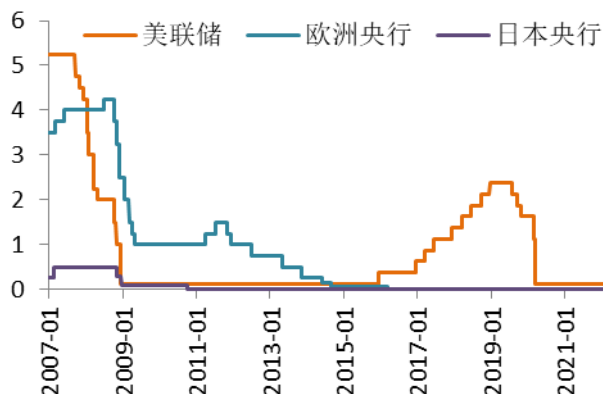
数据来源：IMF，建信期货研究发展部

在政策建议方面，过度收紧货币政策则可能将全球经济推向不必要的严重衰退。金融市场也可能难以承受过快的政策收紧步伐；但 IMF 认为如果央行再次误判通胀的顽固程度，它们来之不易的信誉可能被削弱，未来宏观经济稳定受到的损害会大得多；因此 IMF 认为央行需要沉稳实施货币政策，坚定专注于抑制通胀。而财政政策不应与货币当局控制通胀的目标相冲突，否则只会导致通胀持续更久，并可能严重破坏金融稳定，正如最近英国特拉斯政府庞大财政刺激计划引发英国股债汇三杀所显示的那样。IMF 建议财政政策可以通过投资扩大产能，包括投资人力资本、数字化、绿色能源和供应链多元化，帮助各经济体适应更加动荡的环境，扩大这些投资也可增强各经济体抵御未来危机的能力。面对美元强势背景下本币贬值引发输入性通胀的情况，IMF 建议可以适当校准货币政策以维持价格稳定，同时允许汇率调整，以便保存宝贵的外汇储备并将之用于金融环境真正恶化之时。

1.2 政策：美联储不惜衰退代价

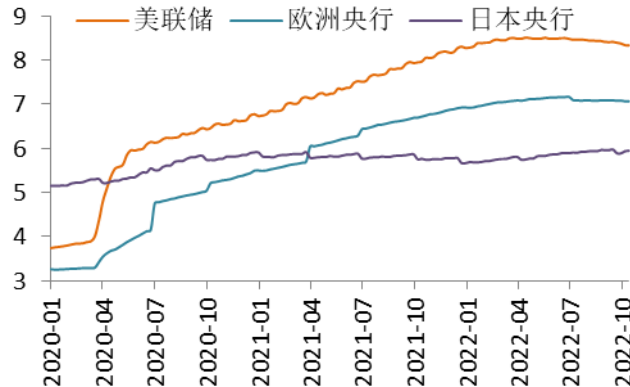
10月13日美联储公布9月会议纪要，大多数与会官员认为，尽管当前部分对利率敏感的支出类别如房地产和固定投资等，已对货币收紧政策作出明显反应，但是相当大一部分的经济活动尚未出现类似反应。美联储官员认同需将利率提高至更限制性的水平，并维持一段时间，以避免通胀预期失控。纪要显示，在对市场参与者的调研中，受访者中预测美国2022年GDP下滑的概率达到30%，较6月份调研时的概率几乎翻倍；而美联储官员也认为，一段时间低于趋势水平的GDP增长或有助于减轻通胀压力。

图7：美欧日央行政策利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图8：美欧日央行QE账户规模



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

在欧美官员表态方面，纽约联储总裁威廉姆斯表示，在降低通胀并以更可持续的方式重新平衡经济活动方面，美联储还有更多工作要做；需要进一步提高利率，基本上让利率高于通胀的水平；这将有助于限制需求和供应，并在此过程中推动通胀迅速回落。美联储副主席布雷纳德表示，美联储很清楚需要采取限制性货币政策来降低通胀，但加息的路径和步伐仍将取决于数据，联储正在监测经济和国内及全球风险的演变；她认为，国外央行同时加息以抗击当地的高通胀，这造成了1+1大于二的影响，构成了美国官员需要监测的潜在风险。克利夫兰联储储备银行总裁梅斯特表示，虽然今年大幅加息，但美联储还没有把激增的通胀控制住，将需要进一步推进紧缩货币政策，她预计明年不会下调联邦基金利率目标区间。

1.3 地缘：英国特拉斯政府摇摇欲坠

9月底英国特拉斯政府上任不久就推出大规模财政刺激计划和放松经济管制方案，意图在缓解民众能源压力的同时推动经济潜在增速回升；特拉斯政府意图效仿上世纪八十年代的里根和撒切尔夫人改革，通过财政刺激和放松监管，来推动生产力提升，从而在长期内解决通胀压力。但在英国通胀率接近双位数增长、债券市场已经承受巨大抛压的当下，市场关注的是庞大财政刺激只能通过发行国债来融资，最后一根稻草使得英国债券市场崩盘，进而影响到加杠杆持有英国国债的养老金等长期投资机构。英国央行当机立断宣布在加息的同时入市干预债市，但上周英国央行宣布紧急购债计划已经于10月14日结束，英国国债利率再次飙升至5%附近。

特拉斯政府鲁莽的财政刺激计划不仅引发英国股债汇三杀，也引致国内外财经专业人士的激烈批评。国际货币基金组织IMF总裁格奥尔基耶娃在华盛顿举行的IMF和世界银行年会上批评了英国的减税计划，并对英国财政大臣克沃滕和央

行行长贝利说他们的政策不应相互矛盾。英国财政大臣从年会返回后连夜与英国首相特拉斯商量，第二天英国政府宣布撤换财政大臣，新任财政大臣杰里米·亨特公开表示，此前英国政府拟定的财政政策过于草率，特别是在大规模减税等问题上存在错误。然而此举未能安抚市场，由于英国央行停止紧急购债计划，上周五英国 10 年期国债利率再度冲高至 4.8%。据英国民调机构 YouGov 公布的数据，反对党工党的支持率超过 52%，遥遥领先于执政的保守党的 22%，有 53% 的受访者认为特拉斯应该辞去首相一职，第二大在野党自由民主党和苏格兰地区的主政党苏格兰民族党则已公开呼吁提前举行大选。据《政治报》报道，英国保守党议员已经开始积极寻找迫使特拉斯辞去首相一职的方法。

二、贵金属市场分析

2.1 美元指数偏强震荡

上周美元指数高位盘整，美国就业数据和通胀表现坚挺，美联储紧缩预期继续提升，英国财政刺激计划引发海外避险需求，支持美元指数偏强运行；另一方面，美国即将迎来中期选举，拜登政府积极财政计划存在不确定性，从而限制美元指数上涨动能。今年以来，美元指数在美联储持续加快紧缩、美国财政刺激计划滞后效用、乌克兰战争利多美国以及海外经济和地缘形势带来避险需求等因素影响下一路高歌猛进，非美货币兑美元汇率则纷纷创下二十多年的新低。从历史经验看，美联储每一轮紧缩周期大多以国家或地区债务危机为结束标志，上两次美元指数冲破 110 关口后，先后爆发拉美和东亚/东南亚债务危机，美元指数在海外避险需求下大幅冲高，然后才在内外因素共同作用下结束牛市。因此，虽然本轮牛市美元指数上涨幅度已经很大，但其内在驱动力并没有太大改变，美元指数长期牛市仍将延续，留意美国就业通胀数据和美联储官员表态。

图9：美元和人民币汇率

图10：美债期限利差

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_47411

