



华安期货有限责任公司

HUAAN FUTURES CO., LTD.

贵金属周报

Weekly Report of Precious Metals

编制日期：2022-9-18

投资咨询部

通胀难回落，紧缩不放松，金价仍承压

投资策略建议：

黄金：

基本面，美国 8 月零售销售上升 0.3%，好于经济学家预期的下降 0.1%，7 月的数据向下修正至-0.4%；不包括汽油的零售销售增长 0.8%；上周初请失业金人数降至 21.3 万，连续第五周下降，表明劳动力需求依旧强劲。美国的 8 月份零售，整体数字非常好，初请数据也凸显劳动力市场韧性较足；美国公布 8 月 CPI 和 PPI 再超预期通胀数据强化美联储紧缩的决心，本月保守估计加息 75bp 板上钉钉，但市场也修改年内预期加息预期的路径 75→75→25bps。当前美国通胀高位粘性较强，预期年内维持高位难以回落。未来可能需要消费端数据进一步回落才能令通胀趋势性下行，在通胀回落前，美联储将持续保持紧缩态势，美元指数将持续高位运行打压金价。

当前市场处在一个严重的数据依赖路径，摆脱过去前瞻指引的方式。在此我们要明确一点，美联储目前首要目标是治理通胀，通胀一日不降，紧缩一日不缓，美联储加息缩表仍在路上，当前各国都在控通胀的路上砥砺前行。

综上，我们认为，美联储抗击通胀的决心不变，短端利率不改上行趋势，实际利率还在上行中，对金价压制始终存在，仍保持偏空观点，以逢高沽空为主现阶段

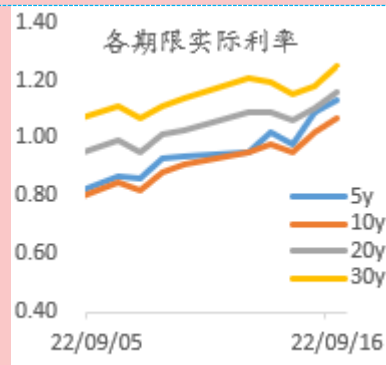
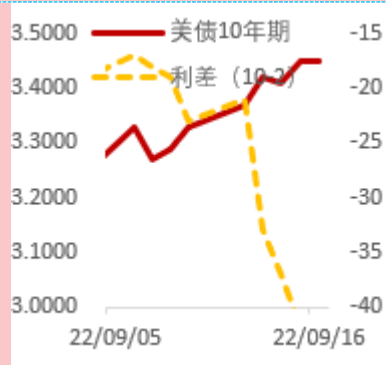
操作建议：逢高沽空

关注：

- 9 月 22 日，美联储 FOMC 利率决议；美联储主席鲍威尔货币政策新闻发布会
- 9 月 23 日，美国 9 月 Markit 制造业 PMI 初值、Markit 服务业 PMI 初值

2022. 9. 12-2022. 9. 16

投资咨询部



└. 贵金属及大类资产一周表现（9月12日—9月16日）

• 贵金属

图表 1：贵金属表现（数据更新截止 9 月 9 日）

贵金属表现					
品种	周收盘价	周涨跌幅	周持仓量	周持仓变化	周成交量
COMEX 黄金	1684.50	-2.55	383036.00	4542.00	1007858.00
COMEX 白银	19.62	4.52	119780.00	-5410.00	303351.00
沪金主力	383.60	-1.16	153193.00	8490.00	294213.00
沪银主力	4362.00	2.25	476568.00	-47531.00	2117959.00

数据来源：华安期货投资咨询部；iFinD

• 权益市场

图表 2：权益市场表现（数据更新截止 9 月 9 日）

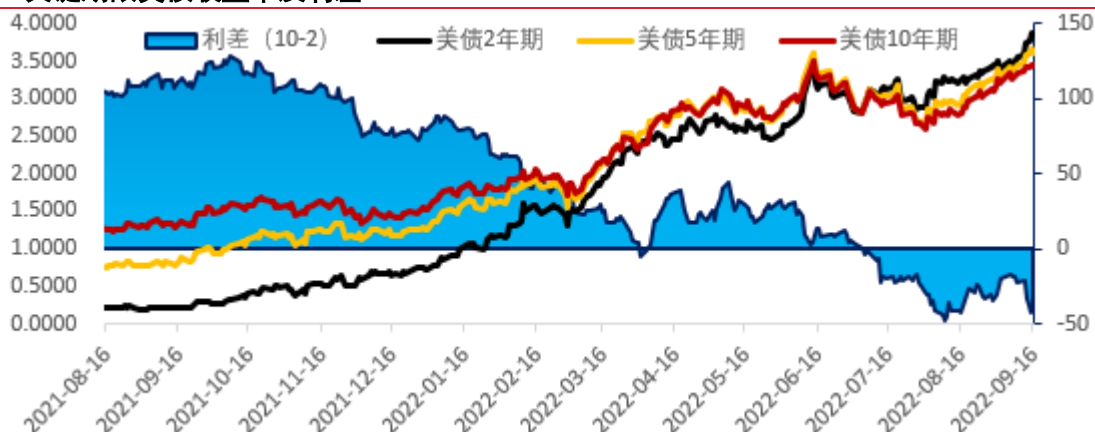
权益市场表现			
区域	指数	周收盘价	周涨跌幅
美国	纳斯达克综指	11,448.40	-5.48
	道琼斯工业平均	30,822.42	-4.13
	标普 500	3,873.33	-4.77
欧洲	法国 CAC40	6,157.84	-0.88
	富时 100	7,236.68	-1.56
	德国 DAX	12,741.26	-2.65
亚太地区	韩国综指	2,382.78	-0.06
	日经 225	27,567.65	-2.29
	新西兰 NZ50	11,618.08	-1.19
中国	上证指数	3,126.40	-4.16
	深证成指	11,261.50	-5.19
	沪深 300	3,932.68	-3.94

数据来源：华安期货投资咨询部；iFinD

• 美债收益率

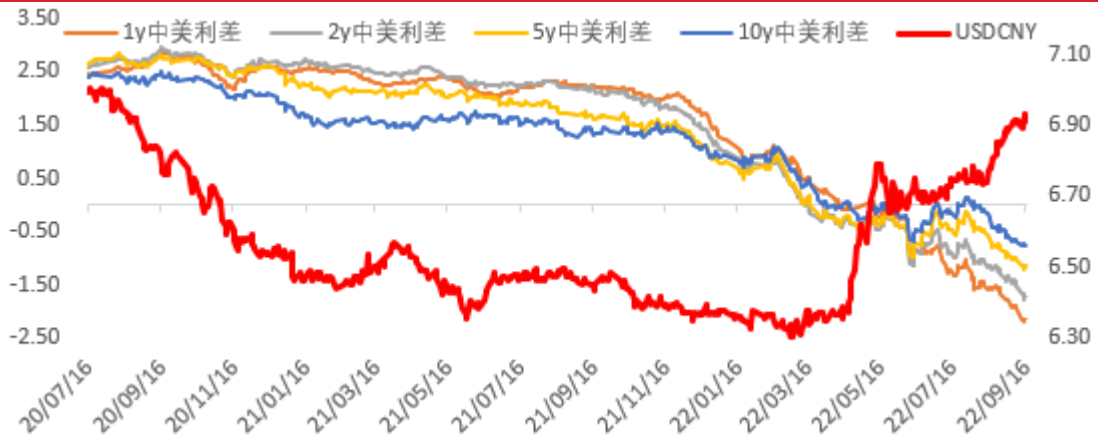
本周，美债收益率均上行。美国 2、5、10 年国债收益率分别较周一上行至 3.85%、3.62%、3.45%

图表 3：关键期限美债收益率及利差



数据来源：华安期货投资咨询部；iFinD

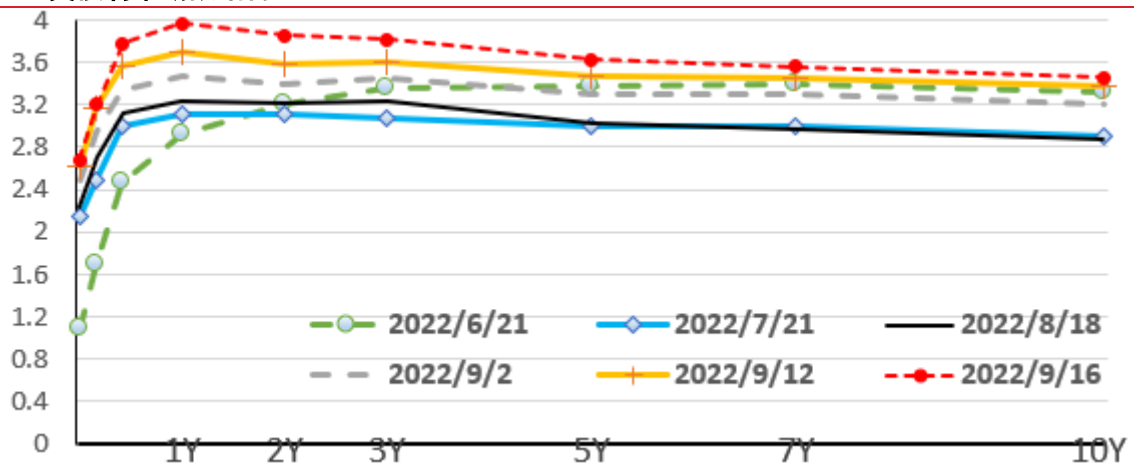
图表 4：中美利差



数据来源：华安期货投资咨询部；iFinD

【华安点评】欧元再次跌破平价，人民币创近两年新低。周五，在岸、离岸人民币时隔两年双双破7，主要原因是中美货币政策分化，利差倒挂，并且有预期进一步扩大趋势。中国处在宽松的降息周期之中，8月中国LPR如期下调，而海外以美国为首的西方国家处于加息周期。8月加息后美国基准利率处于2.25%-2.5%，接下来三次的加息路径若按照75bps、50Bps、25Bps保守估计的话，那么年底之间美国的基准利率就能达到4%，美元对境内资金的虹吸效应仍然很强。其次，在疫情的影响下，国内弱复苏的基本面的现实，整体经济动能疲弱，经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力，因此需要宽松的政策去托底经济；而欧美通胀高企，8月美国CPI数据再超预期，再次说明美国通胀黏性较强，预期年内维持高位难以回落，在通胀回落前，美联储将持续保持紧缩的态势，美元指数强势仍令人民币汇率承压。但进一步贬值空间不大，有望维稳在7.0-7.2范围内。

图表 5：美债利率期限结构



数据来源：华安期货投资咨询部；iFinD

【华安点评】**美债收益率曲线平坦化**。周五，美国国债 2 年、5 年、10 年收益率分别较周一上行 27BP、15BPs、8BPs 至 3.85%、3.62%、3.45%。（10-2）年期负利差拓宽 19BPs 至-40BPs。周四公布的美国上周首次申请失业救济人数连降五周，加之 8 月美国零售销售环比意外不降反增，均显示美国经济有韧性。由此市场对美联储继续激进加息的预期高涨，对加息敏感的 2 年期收益率持续上行，上行幅度明显超过长端，美债收益率曲线倒挂程度日益加深。

└. 宏观资讯

- 1. 高盛下调美国 2023 年 GDP 增长预期 近期已提高对美联储加息预测。**9 月 17 日讯，高盛集团在最近提高了对美联储加息的预测后，下调了对 2023 年美国经济增长的预测。包括 Jan Hatzius 在内的经济学家周五在一份报告中写道，2023 年美国 GDP 将增长 1.1%，此前预测是 1.5%，对 2022 年的预测则保持在 0%不变。**高盛在过去两周将联邦基金利率预测上调了 75 个基点，到 2022 年底的终端利率预测在 4%至 4.25%。**此外，高盛还提高了对失业率的预测，以反映较低的增长，该行称，预计到 2022 年底失业率将达到 3.7%左右，之前预测是 3.6%；到 2023 年底和 2024 年底，失业率将分别升至 4.1%和 4.2%，之前预期为 3.8%和 4%。
- 2. 高盛：预计美国 10 年期国债收益率将在 2023 年达到 4.0%的峰值，德国 10 年期国债收益率将在 2023 年达到 2.25%的峰值，英国 10 年期国债收益率也将在 2023 年达到 4%的峰值。**
- 3. 美国房贷利率突破 6%，系 2008 年来最高。**9 月 17 日讯，美国联邦住房贷款抵押公司 9 月 15 日公布的贷款商调查显示，美国 30 年期固定利率房贷的平均利率本周突破 6%的大关，为 2008 年金融危机以来最高。这给许多美国购房者敲响了警钟。有分析指出，房贷利率飙升是美联储为应对通胀持续激进加息的后果之一。
- 4. 机构分析：美联储下周将加息 75 个基点，但或将出现更大幅度加息的意外情况。**9 月 17 日讯，机构认为，因为全球经济衰退风险和货币政策具有“漫长而多变”的滞后性，美联储将在下周“谨慎行事”，只加息 75 个基点（而不是加息 100 个基点）。不过，同样令人感兴趣的是，美联储将对其计划在多长时间内维持较高的利率水平发出何种信号。自美联储上次会议以来公布的多个经济数据表明，通胀高企将是一个会持续一段时间的问题。
- 5. 荷兰合作银行：美联储在 2024 年前不会改变鹰派立场，利率可能在 5%见顶。**9 月 17 日，荷兰合作银行表示已经进一步上调了对美联储联邦基金利率的预测，预计美联储下周将加息 75 个基点，但加息 100 个基点的风险仍然存在。该行表示，预计在明年，联邦基金利率目标区间的上限将达到 5%，而不是此前长期预测的 4.50%。作出该预测的原因是该行认为工资-物价的螺旋上升已经开始，这将使通胀持续高企。此外，鉴于美联储显然将抗击通胀的任务置于实现充

分就业之上，这将推动美联储提高目前的利率预期，且其在 2024 年之前不会改变鹰派的货币政策立场。

- 机构分析：三大原因让美元保持坚挺。**9月16日，三菱日联认为，美元前景正变得更加有利。首先，本周最后一个交易日，美元继续受益于避险资金的流入。第二，本周一系列数据显示美国经济正在放缓，美联储有理由坚持当前的紧缩步伐。但鉴于美联储在年底前可能还将加息175个基点，预计金融环境总体上将继续不利于资产，美元显然将成为主要受益者。最后，如果美国2年期和10年期国债收益率倒挂水平加深（超过8月的—58个基点），可能会出现自上世纪80年代以来最深的倒挂。这可能意味着美元的强势将扩大。
- 美联储9月加息75个基点的概率为60.5%。**8月26日据CME“美联储观察”：美联储到9月份加息75个基点的概率为82%，加息100个基点的概率为18%。
- 达利欧：三大因素驱动当前全球经济局势。**对于当前的全球经济形势，达利欧表示：在我50年的投资经历中，我发现了驱动形成当前全球经济局势的三大因素，这三大因素在历史上多次出现：第一，巨额债务的产生，以及世界各主要储备货币国通过印钞来将债务货币化。第二，因巨大的贫富差距和价值观鸿沟而出现的各国内部冲突，这导致了右翼和左翼的民粹主义，加剧了当前美国和其他一些国家的政治和社会冲突。第三，大国竞争，一方是美国主导的始于1945年的世界秩序，另一方是中国和其他国家的崛起，这些国家与美国分庭抗礼。当前全球经济不景气的根源恰恰在于巨额债务以及巨大的贫富差距

└.经济基本面

- 美国8月PPI同比回落至8.7%。**美国劳工部发布的数据显示，美国8月PPI同比增长8.7%，低于预期的8.8%和上月的9.8%；环比下降0.1%，与预期持平，高于上月的-0.4%。剔除波动较大的食品和能源，美国8月核心PPI同比上升7.3%，较前值7.6%回落，但高于预期的7.1%；核心PPI环比上升0.4%，高于预期和前值的0.3%。
- 美国8月CPI同比8.3%，高于预期的8.1%。**美国劳工统计局公布数据显示，美国8月CPI同比上涨8.3%，高于市场预期的8.1%，前值8.5%；8月CPI环比上涨0.1%，高于市场预期的-0.1%，增速较前值的0%小幅回升。8月核心CPI同比上涨6.3%，高于市场预期的6.1%，高于前值的5.9%；8月核心CPI环比上涨0.6%，高于市场预期以及前值的0.3%。
- 美国7月成屋签约销售数据创疫情爆发以来新低。**美国全国房地产经纪人协会周三公布的数据显示，美国7月成屋签约销售指数环比下降1%至89.8，好于预期降4%，较6月跌幅8.9%大为收窄；同比下降22.5%。分地区来看，美国四个地区中，有三个地区的成屋签约销售量环比下

降。其中，中西部地区 7 月下降幅度最大，环比下降 2.7%，同比下降 13.4%。东北部地区 7 月环比下降 1.9%，同比下降 15.4%。南部地区的销售环比下降 1.1%，同比下降 20%。西部地区 7 月环比上升 2.2%，但同比下降 30.1%。

4. **美国 7 月新屋销售加速下跌。**据美国商务部周二公布的数据，美国 7 月新屋销售环比大跌 12.6%，大幅不及预期下跌 2.5%，6 月前值为下跌 8.1%。新屋销售在过去七个月中，有六个月环比下跌。7 月新屋销售同比大降 29.6%。当月新屋销售年化 51.1 万户，创 2016 年 1 月以来最低，预期为 57.5 万户，6 月前值为 59 万户。

【华安点评】美国 8 月份 CPI 数据公布后，美股短线下挫，美债收益率大幅上行，美元指数跳涨，金价回落。再超预期 CPI 数据再次强化了美联储紧缩的决心，本月美联储保守估计加息 75Bp 已经板上钉钉，但市场修改年内预期加息路径，75Bp→75→25Bps。当前通胀黏性较强，预期年内难以回落。未来可能需要需求端的数据进一步回落才能令通胀进一步趋势性下行，在通胀回落前，美联储将持续保持紧缩态势，美联储将持续高位运行打压金价。短期来看，在 9 月份加息落地之前，黄金仍保持偏空的观点。

└. 货币政策

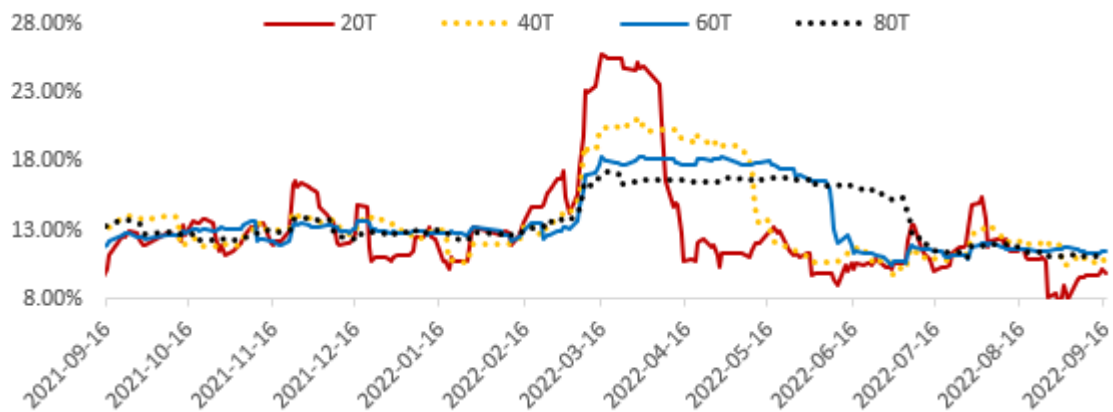
1. **欧洲央行宣布加息 75BPs。**9 月 8 日，欧洲央行利率决议将三大关键利率均上调 75BPs，为 1999 年后首次，加息后边际贷款利率为 1.5%，主要再融资利率为 1.25%，存款便利利率为 0.75%。这是继 7 月以来年内第 2 次加息举动，已累计加息 125BPs。
2. **加拿大央行宣布加息 75BPs，加元短线走高。**9 月 7 日，加拿大央行宣布加息 75BPs 至 3.25%，创 2008 年 4 月以来新高。加拿大央行年内累计加息 5 次，合计加息规模 300BPs。加拿大央行随后表示，政策利率将“继续发力”直到实现 2%通胀目标。
3. **澳洲联储宣布加息 50BPs。**9 月 6 日，澳洲联储公布利率决议，宣布将基准利率提高 50BPs 至 2.35%，利率水平升至近七年高位。自今年 5 月以来，澳洲联储已连续加息 5 次，累计加息 225BPs。
4. **韩国央行上调基准利率 25 个基点至 2.5%，**为该行史上首次连续四次加息。韩国央行将今年 CPI 预期上调 0.7 个百分点至 5.2%，为 24 年来最高，同时下调今年 GDP 增速至 2.6%。韩国央行行长李昌镛表示，今后一段时间将保持 25 个基点的加息步伐，不考虑激进加息。
5. **中国继续降息。**8 月 22 日，人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，8 月 1 年期 LPR 报 3.65%，较上月 3.70% 下调 5BPs；5 年期以上 LPR 报 4.30%，较上月 4.45% 下调 15BPs。专家认为，本轮 LPR 非对称下调，既传递出货币政策将维持宽松的政策基调，也表明了继续呵护经济

平稳复苏和信心修复，但不过度刺激、继续防止资金空转脱实向虚的政策信号。其中，5 年期以上 LPR 大幅下降将有利于降低购房者成本，其与支持房地产企业融资等措施形成组合拳，对于稳定房地产市场具有积极意义。

【华安点评】欧央行如期加息 75bp；拉加德表示，通胀风险倾向上行，预计未来还将进一步加息，下次加息未必是 75bp，毕竟力度太大；未来加息将持续不超过 5 次会议，但至少两次；如果数据显示有必要，ECB 就会大幅加息。欧洲央行估计，今年欧元区通胀将高达 8.1%，明年回落至 5.5%。美联储鲍威尔表示需要继续前进，直到完成抗击通胀的任务，目前 2.25%-2.5%不是让美联储停止行动的位置。

└.波动率

图表 6：黄金波动率



数据来源：华安期货投资咨询部；iFinD

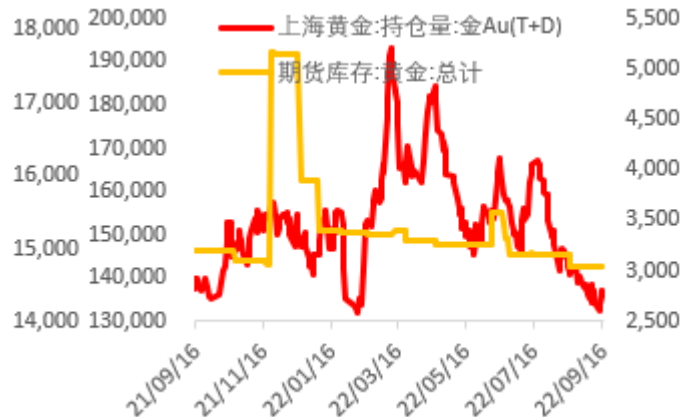
【华安点评】当前沪金的 1 个月和 2 个月的波动率有所下行，处于近一年以来的波动率低位，这种低位波动仍有可能持续下去。

└.库存

图表 7：金银 ETF 持仓量



图表 8：上海黄金库存

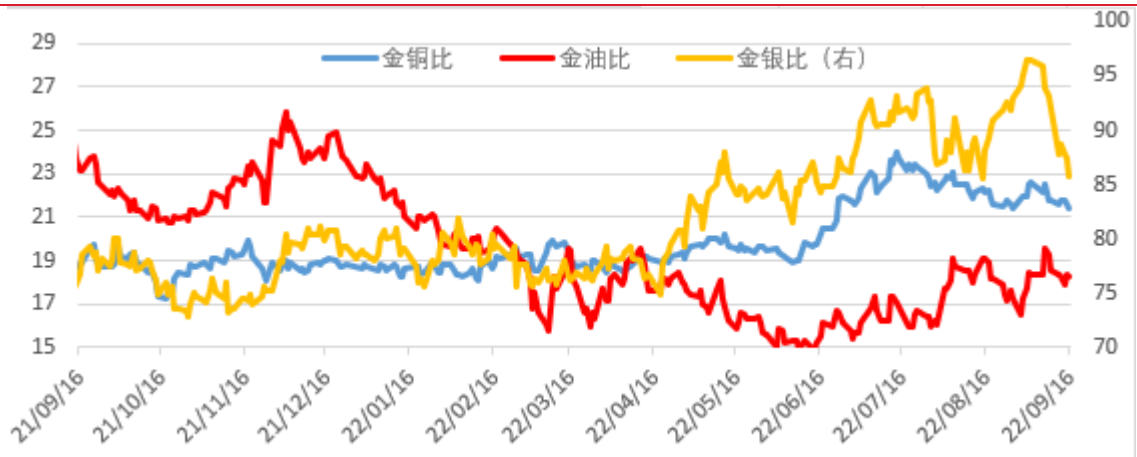


数据来源：华安期货投资咨询部；iFinD

【华安点评】本周 SPDR 黄金的持仓量和上海黄金的持仓量均呈现减仓的现象，白银由于工业品属性较强，在本次衰退预期下，跟随工业品下跌，仓位上也出现一定回落。目前市场基本对未来市场会进入衰退已经达成一种共识了，从近期美国公布的许多经济数据来看，我们认为美国衰退初显端倪，但经济和劳动力市场仍有韧性，因此实际的衰退时间节奏上与金融市场交易的衰退预期还是存在差异。我们认为快的话今年三四季度，慢一点可能一二季度，这个问题需要动态跟踪。

跨品种比价跟踪

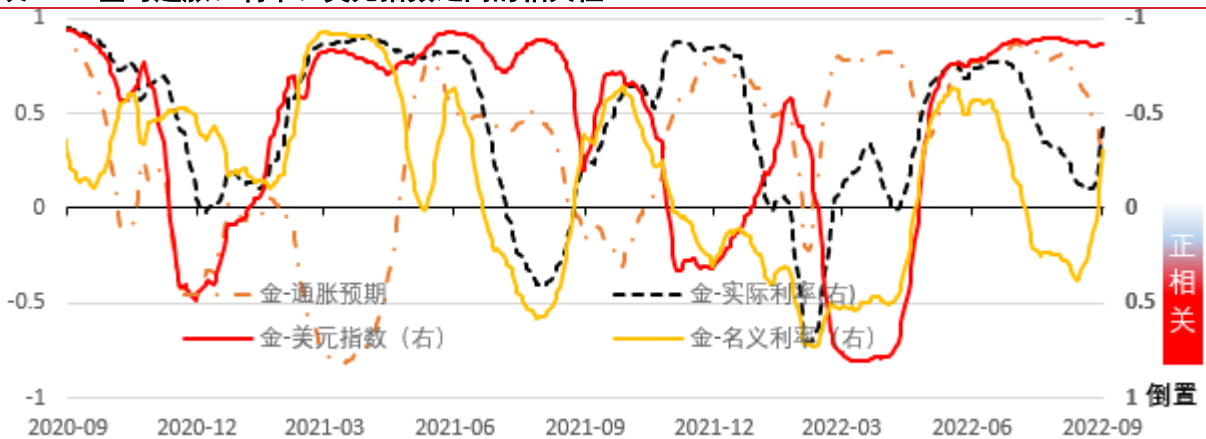
图表 9：金与油、铜、银间跨品种比价



数据来源：华安期货投资咨询部；iFinD

【华安点评】金银比达到历史相对高位，近期可以密切关注，可以考虑轻仓建立做空金银比的头寸配置。

图表 10：金与通胀、利率、美元指数之间的相关性



数据来源：华安期货投资咨询部；iFinD

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

编 制：

刘广远 分析师 F03088857

曹晓军 首席分析师 F3008012/Z0010934

网址：www.haqh.com

Email: tzzx@haqh.com