



徽商期货
HUI SHANG FUTURES

徽商期货

如期而获



宏观与政策面共振，贵金属 长期配置价值显现

成文日期：2022 年 11 月 30 日

徽商期货有限责任公司
投资咨询业务资格：
皖证监函字【2013】280 号

徽商期货研究所
金融品部

从姗姗 贵金属分析师
从业资格号：F3044663
投资咨询号：Z0015333

摘 要

1. 宏观经济：2022 年全球经济增速逐步放缓。今年年初以来各国央行逐渐实施紧缩货币政策，实体经济增长趋弱，需求持续萎缩。2023 年欧美经济或继续走弱，高通胀、高利率将成为未来相当一段时期的主要经济特点。从经济形势看，全球经济将面临增长放缓与高通胀的双重压力，衰退的风险或上升。从政策看，货币政策和财政政策操作空间逐步收窄。

2. 通胀水平：疫情爆发之初为应对疫情冲击，全球央行采取极度宽松政策叠加供应链中断等因素导致全球通胀水平持续走高。2022 年在美联储持续采取激进加息措施下，在 10 月美国通胀终于有所回落，更重要的是核心通胀环比出现明显下行，如果后续通胀回落趋势延续，美联储在市场预期范围内停止加息的可能性将增加。预计 2023 年上半年全球流动性仍以紧为主，由于高通胀已经蔓延到各个领域，因此核心通胀回落的时间可能会比预期更加持久。

3. 就业方面：美联储放慢紧缩步伐的另一个重要参考指标是就业市场何时出现实质宽松。美联储希望劳动力市场状况显著放缓，工资增长降低，并最终让通胀降温。近期就业市场数据显示美国失业率上升、初请失业金人数增加，这将助推市场对美联储偏鸽的押注，美国就业市场状况何时出现实质性松动仍然需要更多数据证明。

4.利率水平：2022 年全球央行开启加息模式，其中美联储在今年 3 月份进入本轮加息周期，到 11 月已累计加息 375 基点，目前联邦基金利率为 3.75%-4%。由于通胀维持高位、就业环境仍需改善，美联储政策仍以紧缩为主，加息步伐或有所放缓，但加息的高度仍然取决于通胀和就业，还是有超出市场预期的可能，后续继续跟踪相关数据。目前看海外经济整体趋弱，美债利率可能已经在高位偏顶部位置，预计明年美债利率大方向是回落趋势。

5.美元指数：在美联储持续紧缩的货币政策下，美元指数一路攀升并于 2022 年 9 月升破 114 点，创 20 年最高位，这可能是美元指数在这一轮加息的顶部。随着美国通胀数据回落，美联储在市场预期范围内停止加息的可能性增加，利率冲击对美元的支撑阶段性减弱。未来随着美国经济趋弱和美联储降息，美元也许会进入贬值和修正阶段。整体而言，2023 年美元指数或震荡回落，这将有利于大宗商品价格。

6.风险事件：俄乌冲突和美国大选可能是影响资本市场的重要因素。明年下半年俄罗斯和美国进入选举周期，届时，美国筹备总统竞选，俄罗斯也将在 2024 年举行总统选举。出于选举的目的，无论是俄罗斯还是美国的候选人都需要做出一些成果以获得支持。因此，明年俄乌冲突极易走向两个极端，美国大选也可能会将俄乌冲突和中美关系作为重要辩题。

7.综合而言，明年全球经济增速或逐步放缓，由于通胀依然在高位，预计上半年货币政策仍然以紧缩为主，但加息步伐或放缓，美元指数和美债收益率阶段性高点或已经出现。预计明年上半年市场交易逻辑主要围绕经济增长和加息预期博弈，不排除美联储阶段性偏鹰的情况，贵金属依然面临一定压力。长期看，随着利率持续大幅攀升，经济走弱预期不断增强，避险情绪则会支撑贵金属价格，贵金属长期多配价值显现。

风险点：美元指数走强、地缘局势缓和、政策收紧超预期等

一、行情回顾

图 1：沪金周 K 线走势



图 2：沪银周 K 线走势



数据来源：文华财经、徽商期货研究所

2022 年受地缘政治冲突升级、通胀持续走高、全球央行采取紧缩货币政策等因素综合影响下，贵金属板块整体呈震荡格局。1-2 月美联储紧缩政策未落地叠加俄乌冲突升级，贵金属板块加速上涨。进入 3 月，美联储进入这轮加息周期，美元指数、美债收益率震荡上行，贵金属大幅回落，7 月 21 日 COMEX 金盘中触及 1678 美元/盎司，沪金触及 369.82 元/克。7 月 25 日当周，欧洲央行意外大幅加息 50 基点，加之美国经济数据疲软，令美元承压下跌，进而刺激贵金属价格触底反弹。8 月初至 10 月底，伴随着通胀持续走高、美联储持续加息、美元指数走高叠加美联储官员鹰派讲话，COMEX 黄金价格持续回落。在人民币汇率持续走高背景下，沪金走势偏强，8-10 月沪金维持区间震荡，振幅相对较小。进入 11 月随着美国通胀回落、就业市场状况改善，美联储激进加息预期降温，贵金属强势反弹，但近期美联储官员的鹰派讲话限制价格反弹空间。截至 11 月 30 日沪金年线收涨 8.39%，沪银年线收涨 0.86%。

二、宏观分析

（一）欧美经济下行风险加大

2022 年在通胀大幅攀升、货币政策持续紧缩、能源危机及地缘政治冲突等因素综合影响下，全球经济衰退风险上升。数据显示，今年全球制造业 PMI 持续走低并于 9 月跌破荣

枯线，产出和新订单持续回落，其中新订单连续 4 个月跌破荣枯线，全球需求下滑速度较快，投入价格和产出价格虽有所回落但依然维持较高水平，通胀回落时间可能比预期更加持久。服务业方面，全球服务业 PMI 表现好于制造业，但 10 月也跌破荣枯线。整体而言，在货币政策紧缩、全球需求萎靡、能源危机等因素影响下，全球制造业或持续放缓。

图 3：全球制造业 PMI

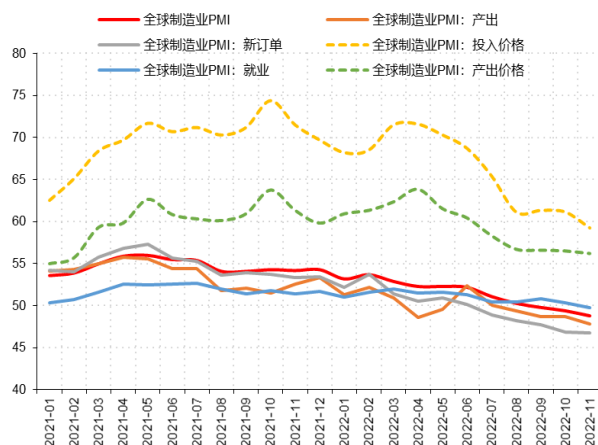
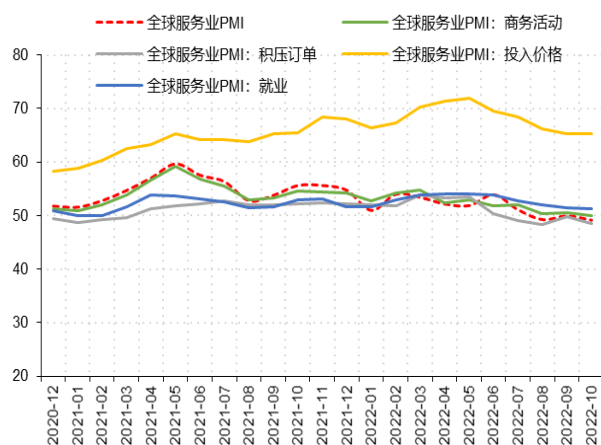


图 4：全球服务业 PMI



数据来源：wind、徽商期货研究所

美国制造业表现强于全球制造业，今年 Markit 制造业 PMI 指数在一季度持续扩张并于 4 月达到这轮高点 59.2，随后几个月持续回落并于 11 月跌破荣枯线。11 月 23 日公布的数据显示，美国 11 月 Markit 制造业 PMI 初值大降近 2 个百分点至 47.6，创 2020 年 5 月以来新低，市场预期是从前值 50.4 降至 50。制造业 PMI 大幅下降的主要原因是制造业产出和新订单的下滑。其中，产出分项指数初值降至 47.2，创 2020 年 5 月份以来新低；美国国内需求受到高通胀和经济增长不确定等因素影响，新订单分项指数初值也创 2020 年 5 月份以来新低。除了美国国内需求疲弱外，新出口订单也以更快的速度收缩。此外，美国 11 月 Markit 制造业 PMI 终值降至 47.7，创 2020 年 5 月份以来新低，预期 47.6，初值 47.6。价格输入分项指数环比下降，至 2020 年 11 月份以来新低。供应商交付时间指数终值升至 50.5，创 2013 年 6 月份以来新高。ISM 公布的数据显示，美国 11 月 ISM 制造业指数 49，为两年半以来首次陷入衰退，不及预期的 49.7，10 月前值为 50.2。在过去六个月的时间里，该 PMI 数据有五个月出现下降。

美国服务业 PMI 延续下跌趋势，今年 7 月份以来 PMI 指数跌破荣枯线并延续跌势。11 月 Markit 服务业 PMI 初值降至 46.1，创 2022 年 8 月以来新低，低于市场预期的 48。其中，

新订单指数初值降至 46.4，创 2020 年 5 月份以来新低；就业指数初值创 2022 年 9 月以来新低。美国实际利率维持高位，导致产出和需求下降速度加快。随着紧缩政策继续实施，预计明年上半年美国通胀压力或出现显著降温，但经济可能会陷入深度衰退。

图 5：美国 PMI 指数

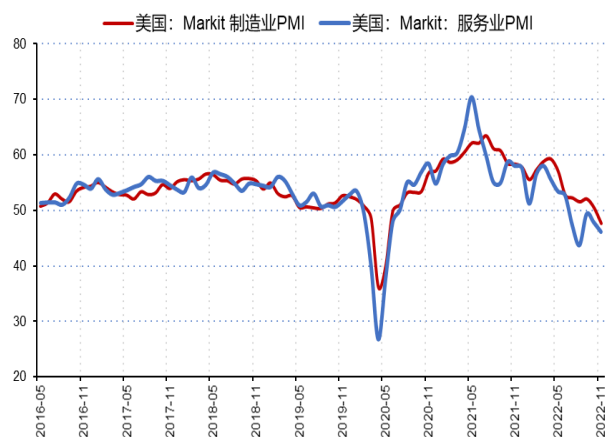
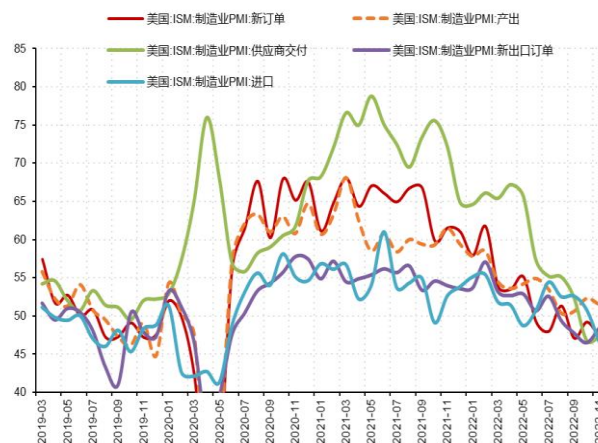


图 6：美国制造业 PMI 分项



数据来源：wind、徽商期货研究所

实物消费方面整体趋势偏弱，特别是耐用品消费在 2021 年 3 月份之后同比增速持续下滑，耐用品消费或继续走弱。零售销售方面，受美国高通胀和美联储持续加息影响，美国零售销售增速缓慢。美国 10 月零售销售环比上升 1.3%，创今年 2 月以来最高水平，超过市场预期的 1%，前值为 0%。从分项数据看，13 个零售类别中有 3 个类别零售下滑，电子产品和电器商店零售环比下滑了 0.3%，体育用品等环比下降 0.3%，杂货商店零售环比下降了 0.2%。但是，加油站零售环比上升了 4.1%，餐饮服务和饮酒场所零售环比上升 1.6%，汽车及零部件经销商零售环比上升 1.3%，家具店、建材等部门零售也出现不同程度的增长。在美联储持续连续加息背景下，近期美国国内需求却保持坚挺，谨防高通胀会卷土重来。

图 7：美国耐用品消费

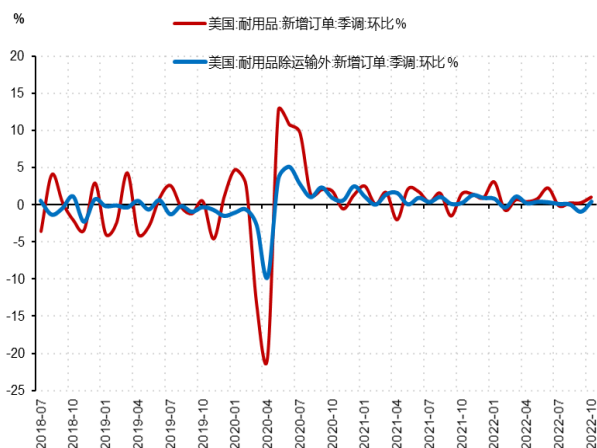
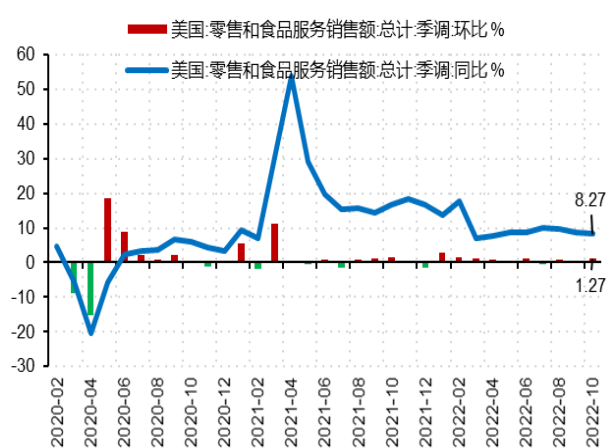


图 8：美国零售销售



数据来源：wind、徽商期货研究所

除美国外，欧元区经济也十分疲弱。能源价格飙升、供应链中断及利率不断走高拖累整体经济下滑。今年以来欧元区 PMI 持续下滑并于今年 7 月份跌破荣枯线。欧元区 11 月制造业 PMI 终值为 47.1，低于初步估计的 47.3，虽然为今年 1 月以来首次反弹，但已经连续 5 个月处于荣枯线下方。随着生活成本增加，消费者或继续削减支出，总体需求将继续下滑。法国 11 月综合 PMI 初值 48.8，跌至 2021 年初以来的最低水平。德国 PMI 再次严重下滑，综合 PMI 为 46.4，位于荣枯线下方。

随着全球通胀水平持续高位，央行将继续实行紧缩货币政策，经济衰退风险进一步增加。中长期看，随着经济持续走弱，避险情绪或支撑贵金属价格。

图 9：美国耐用品消费

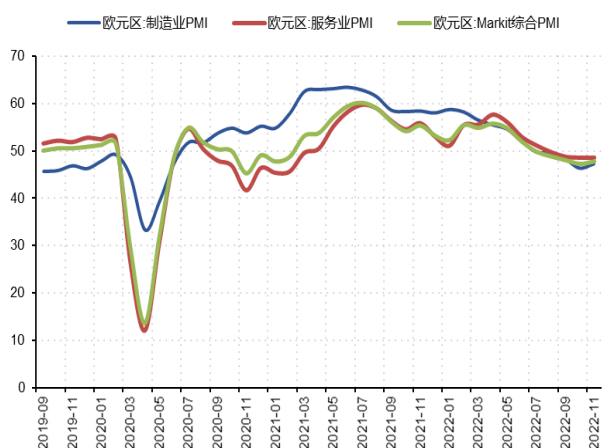
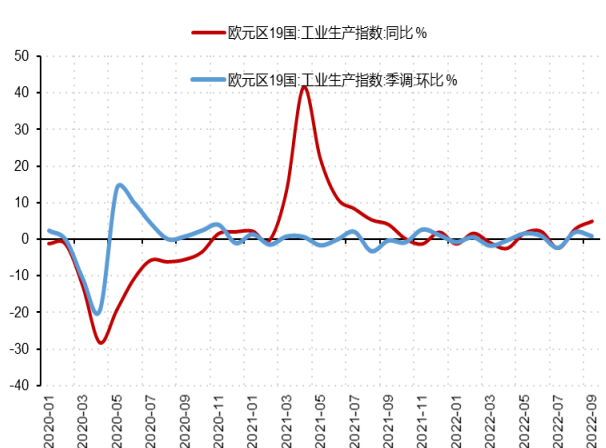


图 10：美国零售销售



数据来源：wind、徽商期货研究所

(二) 美国通胀回落

去年 2 月份以来美国通胀持续走高，为控制持续攀升的通货膨胀美联储不得不采取激进加息方式。经过激进加息数月后，美国顽固的通胀终于出现回落。美国劳工部数据显示，10 月美国 CPI 同比涨幅为 7.7%，是今年 1 月以来最小的单月同比涨幅。10 月 CPI 环比上涨 0.4%，同样好于市场预期的 0.6%，增速与前值 0.4% 一致。此外，剔除能源和食品价格后，核心 CPI 同比上涨 6.3%，好于市场预期的 6.5%，较前值 6.6% 回落。核心 CPI 环比上涨 0.3%，好于市场预期的 0.5%，较前值 0.6% 大幅回落。细分项目中二手车和能源服务项是拖累 CPI 下行的主要因素。但值得关注的是食品、租金等价格增速仍坚挺，由于美国就业市场仍处于较紧张状态，薪资增速仍有粘性且美国长期抵押贷款利率攀升，这两项回落速度可能比较慢，通胀回落至目标区间可能比预期更久。

继美国 10 月 CPI 数据超预期放缓后，最受美联储关注的 PCE 物价指数也出现降温迹象。美国 10 月 PCE 物价指数同比增长 6%，与市场预期持平，低于前值 6.2%（上修至 6.3%），为连续第四个月放缓，但仍处于较高水平。10 月 PCE 物价指数环比上涨 0.3%，低于市场 0.4% 的预期，与前值 0.3% 持平。核心 PCE 物价指数（剔除食品和能源价格）10 月同比增长 5%，与市场预期持平，低于前值 5.1%（上修至 5.2%）；10 月核心 PCE 物价指数环比增长 0.2%，低于市场预期 0.3%，前值为 0.5%。通胀继续回落，这将为美联储放缓加息节奏提供空间。

图 11：美国 CPI

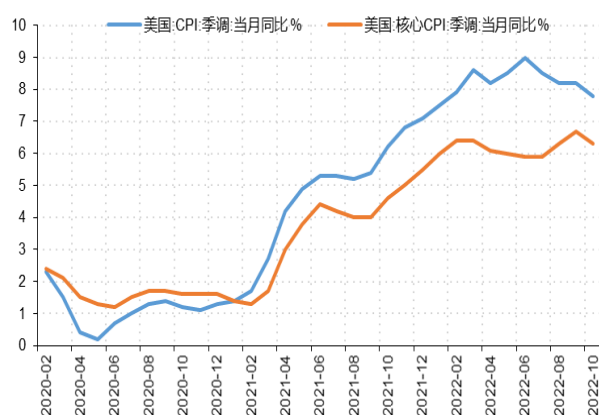
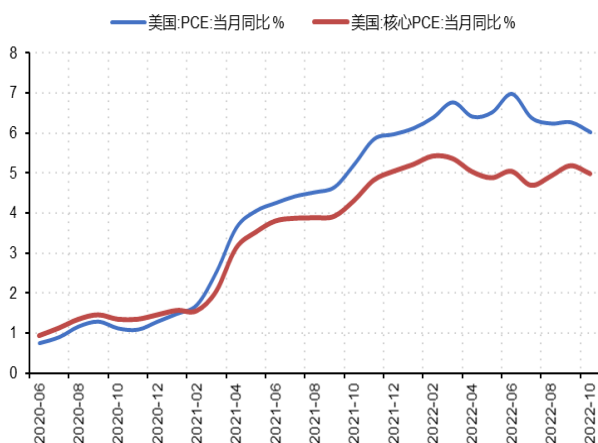


图 12：美国 PCE



数据来源：wind、徽商期货研究所

此外，全球制造业 PMI 分项指标中投入价格指数明显高于产出价格，反映出原材料价

格上涨对全球制造企业利润挤压较为严重，这也将持续影响经济。整体看，明年全球通胀风险依然较大，但随着全球流动性持续收紧，明年下半年通胀或有所回落。通胀水平持续高位将加速全球央行货币政策收紧，这将利空贵金属。但随着全球加息潮来袭，利率持续攀升有可能引发流动性风险，避险情绪则对贵金属价格有一定支撑。

（三）美国就业市场持续改善

就业是美联储关注的另一个重要指标，美联储希望就业市场持续降温，工资增长降低，并最终让通胀降温。今年前三个季度失业率持续下滑，非农就业人数虽有所下降但依然维持较高水平，显示就业环境依然紧张。11月30日，美国ADP研究院公布数据显示，美国11月ADP就业人数增加12.7万人，远不及预期的20万人，较前值23.9万人腰斩，为2021年1月以来的最低水平。分行业看，11月美国制造业和采矿业就业人数共减少8.6万人，其中制造业人数减少近10万人，服务业则增加21.3万人。此外，工资增速也开始逐渐放缓，11月工人年薪同比增长了7.6%，较上月薪资增速7.7%小幅回落。换工作者的工资增长连续第五次放缓，仅同比增长15.1%，为1月份以来的最小增幅。随着就业人数大幅下降，工资增速持续放缓，预计美联储鸽派呼声会越来越强烈。

美国11月26日当周首次申请失业救济人数22.5万人，预期为23.5万人，前值为24万人。续请失业金人数方面，截至11月19日当周续请失业救济人数达到160.8万人，高于市场预期的157万人，前值为155.1万人。续请失业救济金的人数升至今年2月以来的最高水平，这是美国劳动力市场降温的又一信号，助推了市场对美联储偏鸽的押注，就业市场的缓解仍然需要更多数据证明。

图 13：美国失业率

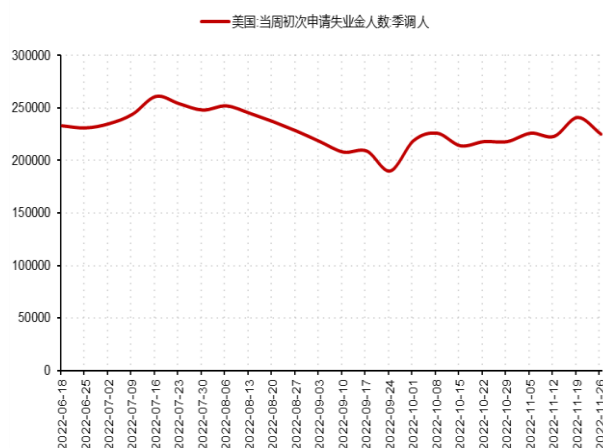
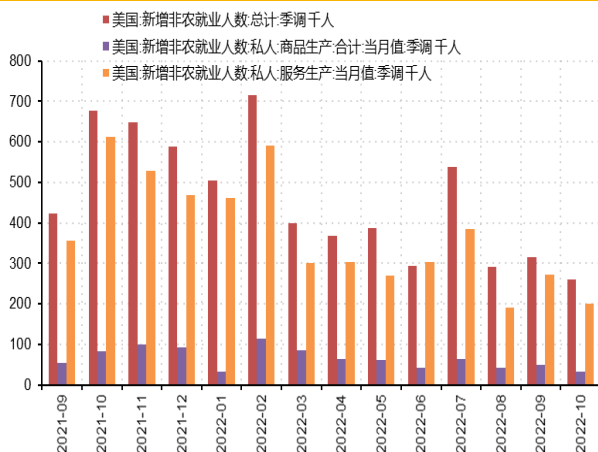


图 14：美国新增非农就业



数据来源：wind、徽商期货研究所

三、美联储加息预期缓和

当下美联储正密切关注通胀数据和就业数据，从而决定它下一步的政策走向。10月美国通胀指标趋缓，坚定了市场预计美联储将放缓加息节奏的信心。10月CPI数据一经公布，美元指数直线跳水刺激所有风险资产飙升，大宗商品价格普涨。但美国通胀水平依然维持在高位，距离美联储设定2%的目标仍较远，劳动力市场仍需继续改善。美联储政策仍以紧缩为主，加息步伐或有所放缓，但加息的高度仍然取决于通胀和就业，还是有超出市场预期可能的可能，后续预期仍可能会有反复。

11月30日，美联储主席鲍威尔在演讲中表示，通胀仍过高，支持继续加息，美联储在“一段时间内”将继续采取限制性政策；最快12月就会放缓加息步伐；利率峰值可能“略高于”9月份的预期；根据美联储9月发布的经济预测，2023年美联储联邦基金利率的中位数为4.6%，目前该利率为3.75%—4%。在鲍威尔讲话发布后，期货市场押注12月美联储加息放缓至50个基点的概率升至77%，他讲话之前为66%。

预计明年上半年美联储仍以紧缩为主，直至联邦基准利率到达此前预期峰值5%。如果通胀仍然居高不下，终端利率可能高于5%，加息可能将会延续到明年下半年。目前市场的预期为美联储终端利率为5.25%，今年12月加息50基点，明年上半年3次利率决议各加息25基点，下半年利率将维持高位。美联储将根据宏观经济、通胀、就业等情况适时调整政策。

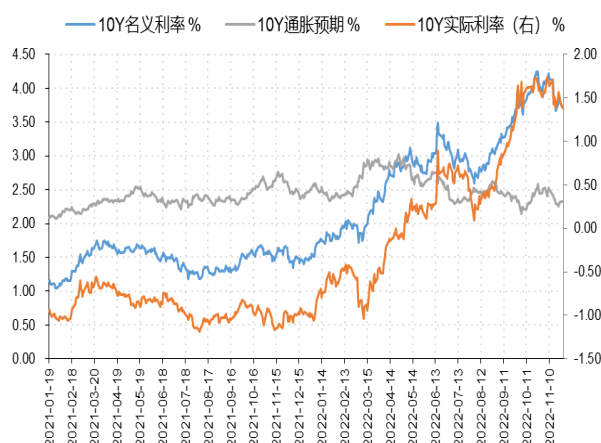
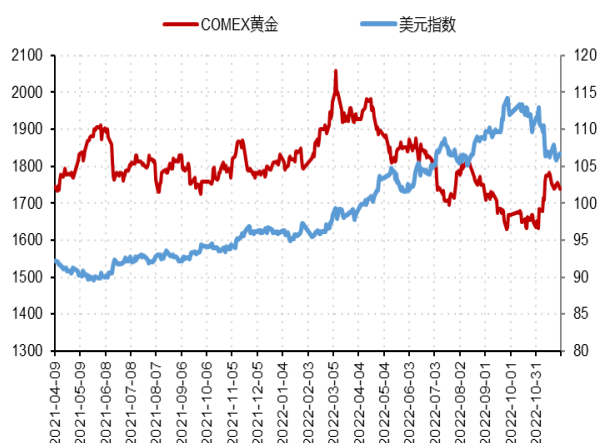
四、美元、美债收益率或震荡走低

自从今年3月美联储开始加息以来，美元指数便持续走高，尤其是6月美联储开始提速，每次加息75个基点后，美元指数便一路飙升并于9月27日逼近114，创近20年新高。美元指数猛涨以及美债收益率快速上行，令全球的风险资产以及各国的汇率承压。但近期宏观数据显示美国经济放缓迹象明显，就业市场环境松动叠加通胀高位回落，美联储激进加息预期缓和，美元指数大幅下挫。预计美元或进行震荡偏弱运行为主，这将利多大宗商品价格。

美债收益率是全球无风险收益率的锚，它的下行有助于全球资产的估值修复。今年 2 月份以来各期限美债收益率持续攀升，5 月初至 7 月中旬美债收益率以震荡为主。受加息预期影响 8 月份以来美债收益率开启持续上涨模式，10 年期美债收益率从 2021 年底的 1.52%，震荡上行至 11 月 7 日的 4.22%。11 月初美债收益率有明显回落，10 月通胀数据发布后 10 年期美债收益率跌破 4%，预计美债收益率或走弱。美债长端收益率可以分三部分，首先是由货币政策所影响的短端收益率、其次是经济增长预期和通货膨胀预期。目前看美联储紧缩政策没有发生太大变化，短端利率或维持高位震荡。但随着 CPI 超预期回落，美国通货膨胀预期方面维持震荡走弱格局。此外，美国经济增长预期逐渐走弱，目前公布数据显示实体经济放缓趋势明显，随着美联储持续加息，美国经济或有实质性衰退风险。综合而言，长期美债收益率或走弱，因此全球资产或因此而受益。

图 15：美元指数

图 16：美债收益率



数据来源：wind、徽商期货研究所

五、投资机会与风险

综合看，明年全球经济增速或逐步放缓，由于通胀水平依然在高位，预计上半年货币政策仍然以紧缩为主，但加息步伐或持续放缓，美元指数和美债收益率阶段性高点或已经出现。预计明年上半年市场交易逻辑主要围绕经济增长和加息预期博弈，不排除美联储阶段性偏鹰的情况，贵金属依然面临一定压力。长期看，随着利率持续大幅攀升，经济走弱预期不断增强，避险情绪则会支撑贵金属价格，贵金属长期多配价值显现。

风险点：美元指数走弱、地缘政治风险升温、欧美经济走弱等

【免责声明】

本报告所载信息我们认为是由可靠来源取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本报告观点不应视为对任何期货、期权商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本报告内容全部或部分发布、复制。

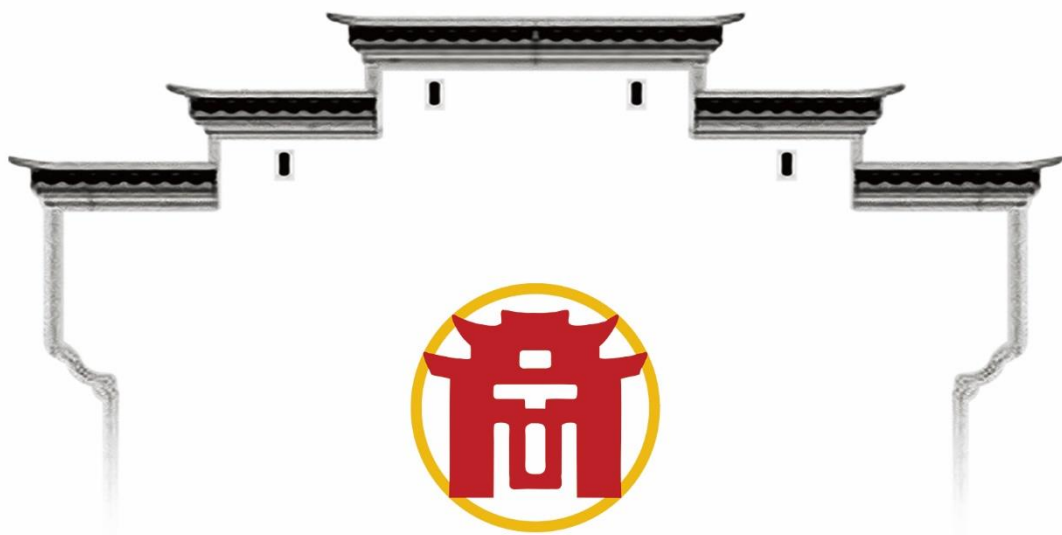
【团队介绍】

徽商期货研究所成立于 2009 年，历时十多年发展，已成为公司重要的研发中心和人才培育中心。作为公司的核心部门之一，大部分研究员具有硕士以上学历，多年从业经验，是一支专业、勤勉、充满活力的研发团队。

徽商期货研究所长期专注基础理论研究、宏观和行业研究、量化研究三大研究方向，形成了从宏观经济形势、中观产业运行到微观交易行为，从事件推导、产业驱动、估值衡量到量化分析的研究体系。

围绕公司改革发展与战略规划，打造“期货投资管家、风险管理专家、财富管理专家”品牌，研究所在客户服务方面深耕细作，推出了众多特色服务和产品，形成了多项客户服务项目。

以行情分析、交易策略和风险管理为核心，输出徽商头条、徽眼看期、徽商研究日报、周报、月刊，投资论坛、期权论坛、程序化论坛、产业会议等高质量的资讯、直播视频产品，提供多终端程序化策略编写服务以及个性化的投资咨询产品设计方案。研究所推出了徽商之星实盘大赛、期货云投研小程序、交易诊断等特色服务方式，已打造三大平台、四类培训、五种资讯服务体系和投研交互模式，通过研究所的各类研发成果服务公司客户。



感恩 · 合作 · 共赢 · 使命

徽商期货有限责任公司
HUISHANG FUTURES CO., LTD.

地址：安徽省合肥市芜湖路 258 号 邮编：230061
电话：0551-62865913 传真：0551-62865899
网址：www.hsqh.net
全国统一客服电话：**400-8878-707**

扫一扫



期货云投研小程序



徽商期货官方微博



徽商期货官方微信