

实际是半年内加息最多一次，贵金属仍处于反弹行情

报告要点

美联储持续偏“鹰”的言辞，只是短期“两害相权取其轻”的结果，即：半年内通胀持续需要美联储的收紧预期以控制通胀，因此半年内加息空间最多只有一次。而供应链问题短期持续将抑制美国经济，贵金属半年内或持续反弹行情。

摘要：

本周鲍威尔在就职听证会上讲话，之后贵金属及美股等与流动性相关资产反弹明显。市场通常将其解读为鲍威尔表态不够“鹰派”或者利空出尽，但我们认为这些解释说服力明显不够。

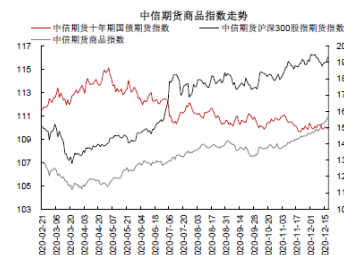
因为鲍威尔听证会后 tips 利率下降明显，而不够“鹰”只是陈述事情的结果，而非原因，缺少预测性。我们认为，美联储持续偏“鹰”的言辞，只是短期“两害相权取其轻”的结果，即：半年内通胀持续需要美联储的收紧预期以控制通胀，因此半年内加息空间最多只有一次。如果今年 6 月通胀真的如预期回落，美联储的货币收紧政策或将发生变化。

而在这半年内，按照鲍威尔 taper 完成前不加息的预期，以及缩表需要 2-4 次讨论的判断，美联储最多加息一次。而通胀主要由供应链导致，因此在，在美联储半年内加息一次后，美国经济短期将因通胀持续见顶，此时利空实际利率，贵金属或产生结构性反弹。

而在今年 6 月份，如果通胀真的回落，那么根据我们之前年报、专题和周报的预测，美国为了维持自身财政政策的低利率成本，货币正常化的过程或将重新延长。

操作建议：1. 逢低轻仓试多单。2. 通胀预期跌至 2.3%附近做空金银比。

风险提示：1. 美联储官员讲话使预期发酵



大宗商品策略研究团队

研究员：
曾宁
021-60812995
从业资格号 F3032296
投资咨询号 Z0012676
邮箱：zengning@citicsf.com

一、鲍威尔任职听证会解读：通胀上涨年中结束，货币正常化漫长，贵金属半年内仍看多

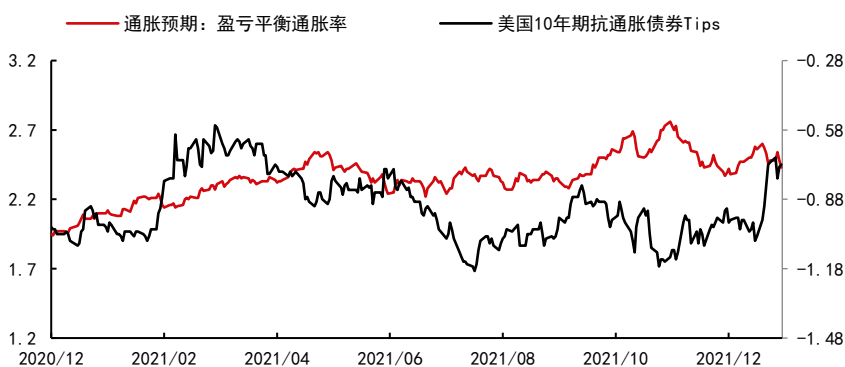
本周鲍威尔在就职听证会上讲话，之后贵金属及美股等与流动性相关资产反弹明显。市场通常将其解读为鲍威尔表态不够“鹰派”或者利空出尽，但我们认为这些解释说服力明显不够。

因为鲍威尔听证会后 tips 利率下降明显，而不够“鹰”只是陈述事情的结果，而非原因，缺少预测性。我们认为，美联储持续偏“鹰”的言辞，只是短期“两害相权取其轻”的结果，即：半年内通胀持续需要美联储的收紧预期以控制通胀，因此半年内加息空间最多只有一次。如果今年 6 月通胀真的如预期回落，美联储的货币收紧政策或将发生变化。

而在这半年内，按照鲍威尔 taper 完成前不加息的预期，以及缩表需要 2-4 次讨论的判断，美联储最多加息一次。而通胀主要由供应链导致，因此在，在美联储半年内加息一次后，美国经济短期将因通胀持续见顶，此时利空实际利率，贵金属或产生结构性反弹。

而在今年 6 月份，如果通胀真的回落，那么根据我们之前年报、专题和周报的预测，美国为了维持自身财政政策的低利率成本，货币正常化的过程或将重新延长。

图表 1：鲍威尔听证会发言后实际利率回落



资料来源：中信期货研究部

（一）鲍威尔在听证会议说辞的原因：通胀来自供给端，当前看货币政策仍然有效

如果听本次鲍威尔的发言可以发现，其措辞充满矛盾：既说通胀更加紧迫和重要，但又说通胀主要来自供给端，美联储宽松对于就业需求具有价值。我们认为，这是拜登因通胀支持率问题产生的无奈之举。我们的解读简述如下：

（1）强调当前控制通胀的目的强于就业，但还说美联储无法调节供给端，同说通胀可能今年年中结束，实质是说明，当前调控通胀主要来自供给端支持，美联储收紧作用有限（需求端）。我们之前说，美联储面对经济增长约束，因此政策将慎重，得到验证。

（2）尽管发言中对就业表达乐观情绪，但也说明，很多产业工人杠杆较高，而且希望劳动参与率回升。这说明，尽管出于通胀预期调控目的，措辞需要显示“鹰派”，但如果想要实现美国长期经济增长目标，那么“合理”的宽松还是必须的。

（3）在通胀短期无法回复的状态下，美联储选择姿态上维持强势，保证政府“作为”，但如果半年内如预期，奥密克戎病毒带来的冲击缓解，通胀回落，那么之前的前瞻性指引可以再次变化。

因此，市场根据鲍威尔的言辞重新修正，市场出现反弹。

（二）再述美联储缩表受到经济增长约束的原因

上周周报我们已经介绍为何美联储面对缩表约束，并认为市场反应过度，本次鲍威尔听证会验证了我们的观点。我们再次重复说明。

我们曾在去年6月的专题报告《为何以史不能鉴“金”？新美元周期下的通胀、实际利率与贵金属》中介绍，如果选择高利率环境下加息，美联储将面临亏损风险——利率风险和付息风险。

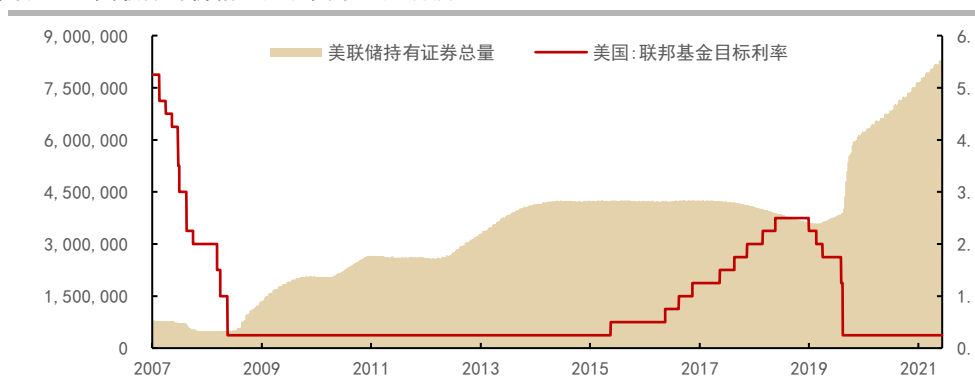
利率风险指由于美联储资产负债规模过高，导致未来加息后面临的损失可能性。由于美国购买的债券多为长端，使得其持有的债券价格与市场利率相关性更高，更易受到未来加息政策的影响。当美联储主动加息，市场利率上行将引发债券价格下跌。如果美联储保持天量资产持有量，未来加息速度和幅度过快，必然造成损失。参考2017-2019的缩表过程，随着美联储多次加息，长端债券价格下跌，美联储持有的MBS债券账户就出现了421.41亿美元的累积未实现损失，同比扩大4.4倍，而2018年已出售的MBS则已出现了实际亏损。

此外，利率风险还表现为美联储存款准备金规模急剧扩张下的付息风险。美联储的目标利率政策为上下利率的“走廊”制度，其中利率下限为美联储的存款准备金利率。从图表11可以发现，2020年新冠疫情后美联储的存款准备金规模

急剧扩张，2021 年图月已达 3.85 万亿美元。当美国削债计划落地，实施加息时，会对美联储造成极大的付息压力。

参考 2017 年美联储加息结果，其存款准备金利息支出暴增 115%，2018 年增长 50%，目前美联储的存款准备金规模约为 2015 年加息时的 2 倍，因此美联储在加息过程中面临的压力会更大。因此，美联储选择提前缩表，不完全是因为通胀问题，还有部分是为加息政策预留空间。

图表 2：美联储的价格工具和货币工具规模



资料来源：Wind 中信期货研究部

（二）此次缩表美联储面临较强约束，对美国 GDP 增长要求较高，12 月非农数据显示落地仍需时间

纪要公布后，美债名义利率与实际利率确实出现上涨，但是通胀预期仍然在 2.5% 以上。同时，我们还补充额外的观点，选择缩表，导致美债长端利率过快上涨，将对美国 GDP 增长有极高要求。在美国供应链问题短期无法解决的背景下，缩表计划和加息计划或面临约束。

美国政府债务与 GDP 之比，在 2020 年已经上升至 128.1%。这其中表示的，是美国 GDP（还债能力）和美债利率（偿还利息义务）的关系。考虑疫情前美国债务与 GDP 之比为 110% 左右，疫情后美国持续使用纾困补贴等财政政策，2021 年债务总额与 GDP 之比可能升至 120% 以上。这意味着，美国年 GDP 增长率一定要超过美债长端利率，才能使得自身不通过持续借债的方式保证资产负债平衡。

根据美国总统预算办公室测算，美国长期 GDP 增长率约为 2% 附近，GDP 超量增长并非长期现象。同时 2017 年美联储的一篇工作论文也测算，美国采用持续扩张财政政策修复资产负债表（即拜登的财政刺激计划依据），美债利率不应超过当年 GDP 的 2%。以上均表明，10 年美债利率受到债务规模和 GDP 限制。因此，如果美联储加息过程添加缩表，过快上扬的美债利率将使得美国财政面临压力。

而此时，只有选择：（1）放慢加息或缩表进程；（2）美国 GDP 增长超预期；

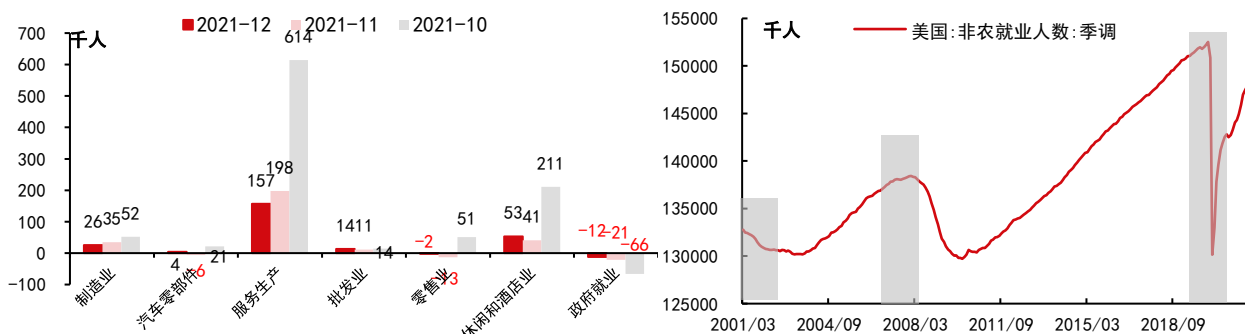
(3) 美国经济相对其他国家大规模增长（使得其他机构增持美债）才能做到。

（三）非农数据验证我们的观点，货币收紧需要时间

美国公布 12 月新增非农就业数据为 19.9 万个，低于 11 月的 24.9 万个和 10 月的 64.8 万个，失业率则从 11 月的 4.2% 下降至 3.9%，劳动参与率 61.7%（前值 61.9%），与但相比疫情前，美国依旧减少了 357.2 万个工作岗位。非农时薪环比仍然正值且上升，预期通胀将持续。

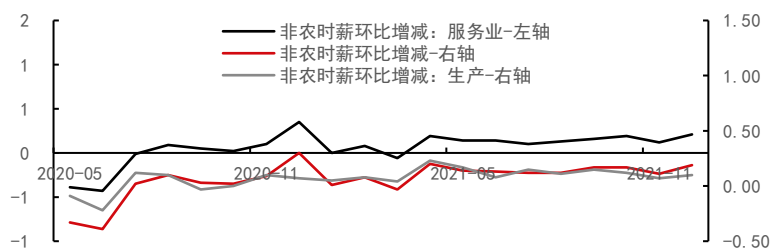
分项数据看，服务生产增长仍缓慢，缺口主要来自传统服务业（密切接触型），这部分就业很难说是永久退出，缺口主要原因或来自 12 月新增感染人数大幅反弹。这或将减缓美联储收紧货币进程，对大宗商品价格形成支撑。考虑到短期内，美国供应链问题的持续性，以及长期增长动力（美国积极财政政策）的推迟，因此我们认为，美国加息和缩表的进程，仍然要受到美国就业、供应链缓解时间、以及在此基础上扩张性财政政策推行的结果影响。半年内美国或都受到供应链问题困扰，使得加息和缩表过程较为慎重，通胀预期也将维持较高位置，美债 10 年期利率很难突破 2% 的界限。

图表 3：非农数据不及预期，问题主要来自服务业，就业缺口仍存



资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究部

图表 4：非农时薪环比仍然向上，支撑通胀持续



资料来源：Wind 中信期货研究部

二、上周市场回顾：贵金属反弹

国内市场方面，本周沪金主力合约价格收于 372.00 元/克（前值 374.58 元/克），上涨 1.75%，沪银主力合约价格收于 4796 元/千克（前值 4613 元/克），较上周上涨 3.97%。持仓方面，沪金持仓总量 18.7 万手（前值 19.0 万手），上升-2886 手；沪银持仓总量 68.0 万手（前值 73.4 万手），上升-54217 手。（图表 6）。

国际市场方面，Comex 黄金期货价格 1817.3 美元/盎司（前值 1830.5 美元/盎司）上涨至 1830.5 美元/盎司，涨幅 1.13%，持仓上升 18384 手；Comex 白银期货价格由开盘 23.355 美元上涨至 23.355 美元，相比上周收盘上涨 1.94%，持仓上升 1911 手。库存方面，Comex 黄金上升-39467.47 盎司，白银上升-751932.64 盎司（图表 7）。

（一）宏观经济：美国 12 月通胀再度爆表，零售数据出现下滑

美国 12 月通胀指标再度爆表，复苏动力承压。美国 12 月 CPI 同比录得 7.1%（前值 6.9%），创近 29 年来新高。拆解美联储 CPI 原因可以发现，最大贡献来自于能源和交通运输。当前看，美国通胀问题并非简单货币问题。如果供应端问题无法得到缓解，预期美国通胀问题将持续。

12 月美国零售和食品服务销售回落，需求开始见顶。美国 12 月零售和食品服务销售同比录得 16.94（前值 19.63%），环比-1.91%（前值 0.15%），开始见顶回落。考虑到供应链问题和近期原油价格高位，在美国纾困补贴终止、疫情导致部分就业无法恢复的背景下，美国经济复苏动力不足，需求预计见顶回落，需求端利空商品价格。

（二）市场风险：风险偏好震荡

风险偏好震荡，信用风险维持。上周风险偏好 AAA-BAA 利差-0.67%（前值-0.7%），出现反弹，与鲍威尔听证会发言相关。

（三）机会成本：美德利差上升，欧元兑美元汇率震荡

1. 利率：美德利差上升，反映美国近期对通胀情况控制

利率方面，上周美债 10 年收益率维持 1.83%（前值 1.76%）。本周通胀预期 2.43%（前值 2.47%），实际利率录得-0.68%（前值-0.725%）。德国 10 年期国债收益率录得-0.13%（前值-0.12%），维持震荡。最终美德利差录得 1.91%，前值 1.88%，主要变化来自原油价格高涨后，拜登政府面临的通胀政策压力。

2. 汇率：美元维持震荡偏强，人民币兑美元汇率近期同样偏强

汇率：美元小幅升值，人民币兑美元汇率震荡。美元兑欧元汇率 0.8760（前值 0.8812），略调贬，主要原因来自疫情反复以及美国经济因通胀而见顶。而从人民币兑美元汇率看，上周美元兑人民币汇率中间价 6.3526（前值 6.3683），人民币近期维持强势。近期人民币与美元同涨主要体现前期出口上升后出现了集中结汇的现象。

（四）市场情绪：黄金和白银 ETF 下降，黄金 CFTC 净多头下降，白银上升

最大黄金 ETF 基金持仓上升，白银下降。黄金 ETF 反弹（涨 1.42 吨），白银 ETF 下降（降 7.01 吨），贵金属 ETF 持仓呈现见底状态。

CFTC 持仓方面，黄金净多头上升，白银下降。黄金投机净多头 199,737 张（前值 211,355 张），升-11,618 张；白银投机净多头 27,548 张（前值 30,919 张），升 4,461 张。

三、下周重点关注：原油对于通胀预期的影响

近期原油价格因美国库存低位及海外采暖季节短暂上扬，观察其对通胀预期的影响。如果原油价格继续上扬，则 1 月美联储议息会议或继续表现强势，使贵金属短暂承压，然而半年内整体看多判断不变。

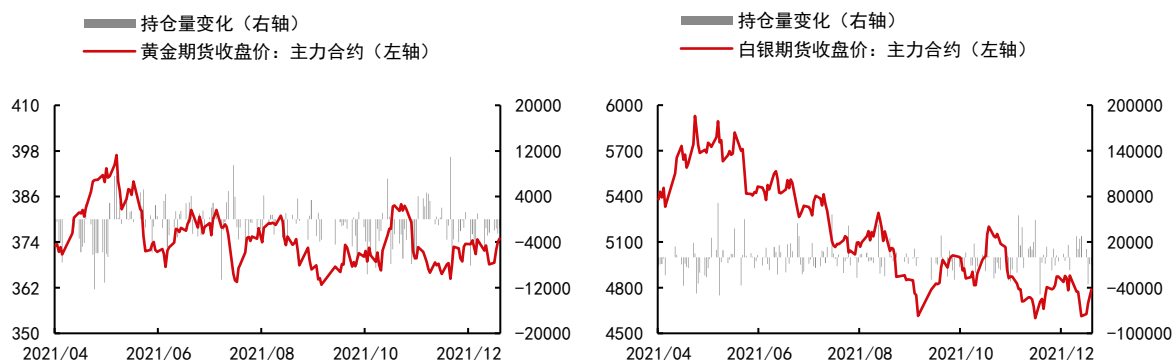
四、风险提示

1. 美联储的前瞻性指引

五、指标追踪

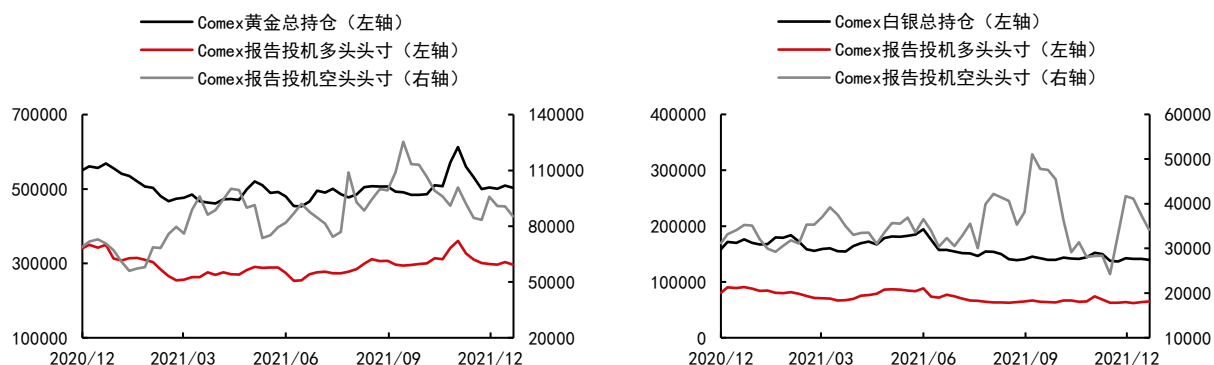
（一）价格变化

图表 5：沪金、沪银期货收盘价和持仓变化



资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究部

图表 6: Comex 黄金和白银期货持仓



资料来源: 同花顺 iFinD 中信期货研究部

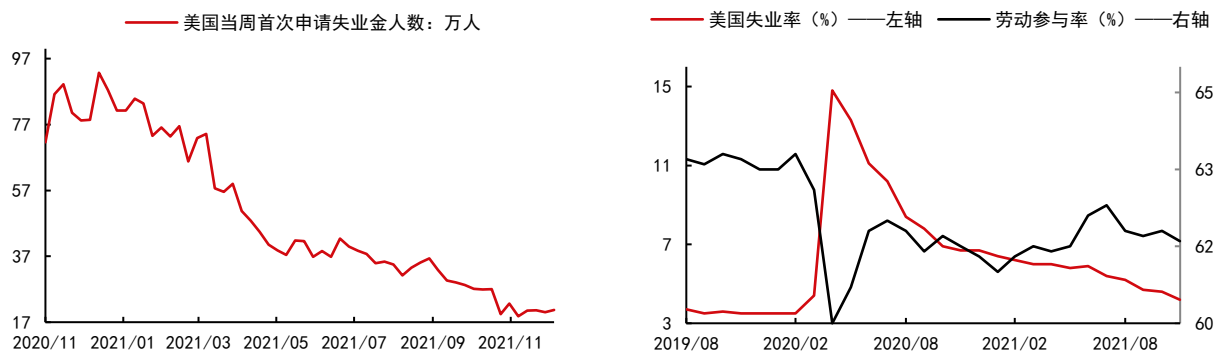
(二) 宏观经济

图表 7: 一周经济指标回顾

地区	时间	指标	类型	前值	预期	现值
美国	2022-01-12	美国上周 API 原油库存变化(万桶)	同步	-643.2	—	-107.7
	2022-01-12	上周 EIA 原油库存变化(万桶)	同步	-214.4	—	-455.3
	2022-01-12	美国 12 月末季调核心消费者物价指数(年率)	同步	4.9%	5.4%	5.5%
	2022-01-12	美国 12 月末季调消费者物价指数(年率)	同步	6.8%	7.0%	7.0%
	2022-01-13	美国 12 月生生产者物价指数(年率)	同步	9.6%	9.8%	9.7%
	2022-01-14	美国 12 月零售销售(月率)	同步	0.3%	-0.1%	-1.9%
	2022-01-14	美国 1 月密歇根大学消费者信心指数初值	领先	70.6	70.0	68.8
	2022-01-15	美国 当周石油钻井总数(口)(至 0114)	同步	481	—	492
欧元区	2022-01-10	欧元区 11 月失业率	同步	7.3%	7.2%	7.2%
	2022-01-14	欧元区 12 月季调后贸易帐(十亿欧元)	同步	2.4	1.5	-1.3
中国	2022-01-11	中国 12 月新增人民币贷款(十亿元)	同步	1270	1250	1130
	2022-01-11	中国 12 月社会融资规模(十亿元)	同步	2610.0	2400.0	2370.0
	2022-01-11	中国 12 月末 M2 货币供应(年率)	同步	8.5%	8.6%	9.0%
	2022-01-12	中国 12 月工业生产者出厂价格指数(年率)	同步	12.9%	11.3%	10.3%
	2022-01-12	中国 12 月居民消费价格指数(年率)	同步	2.3%	1.7%	1.5%
	2022-01-14	中国 12 月贸易帐(十亿美元)	同步	71.72	73.4	604.68

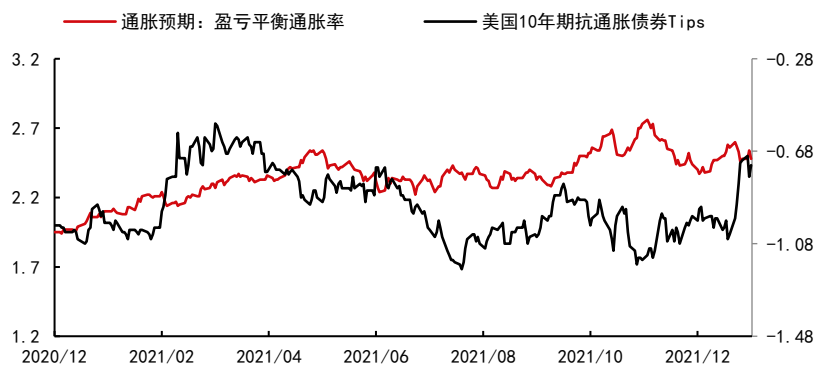
资料来源: 东方财富 中信期货研究部

图表 8：美国失业率指标



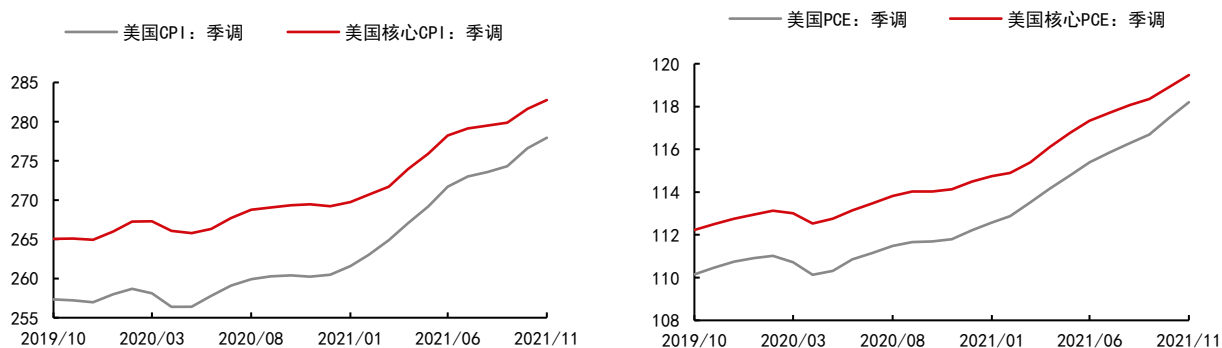
资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究部

图表 9：通胀预期 & 实际利率



资料来源：Wind 中信期货研究部

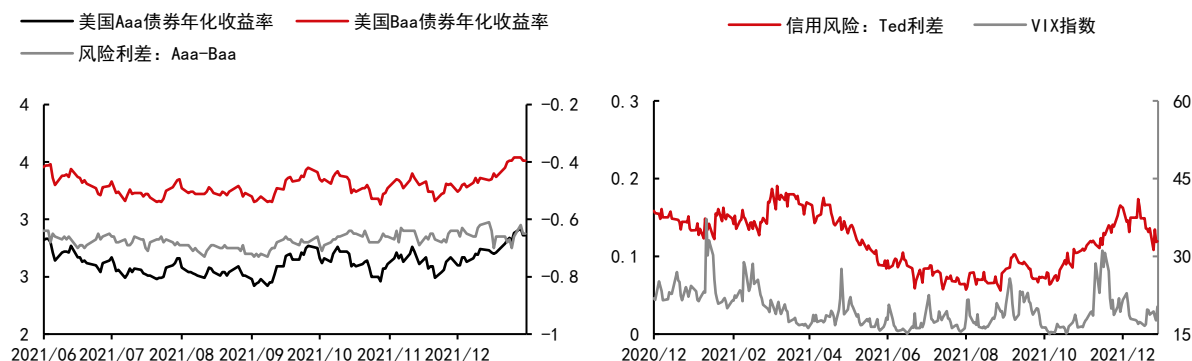
图表 10：美国 CPI 与 PCE 指数



资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究部

(三) 市场风险

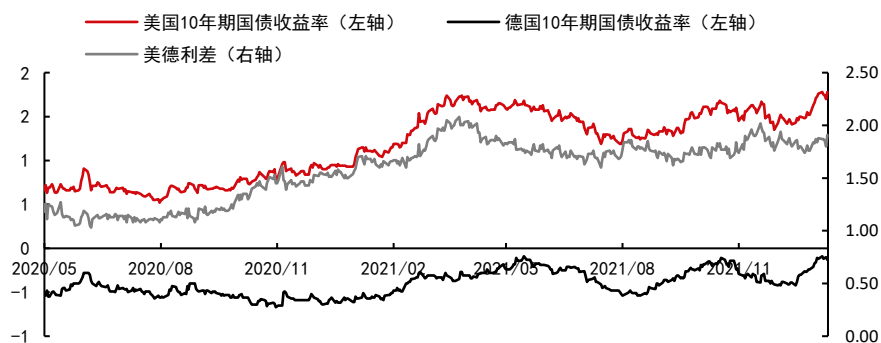
图表 11：美国 Aaa、Baa 债券利差和 Ted 利差



资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究部

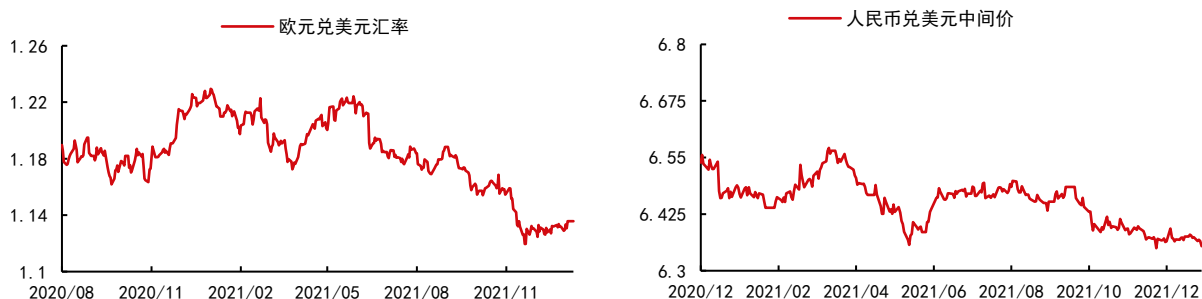
（四）机会成本

图表 12：美国和德国 10 年期国债利率



资料来源：Wind 中信期货研究部

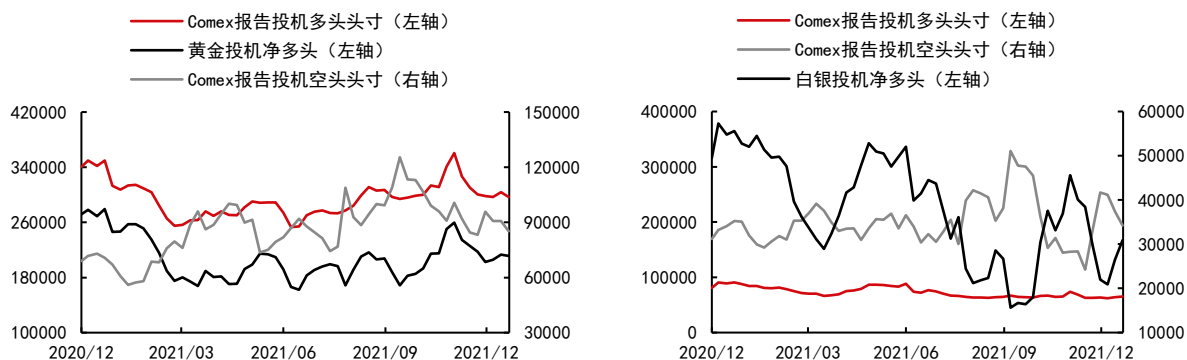
图表 13：欧元兑美元汇率和人民币兑美元中间价



资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究部

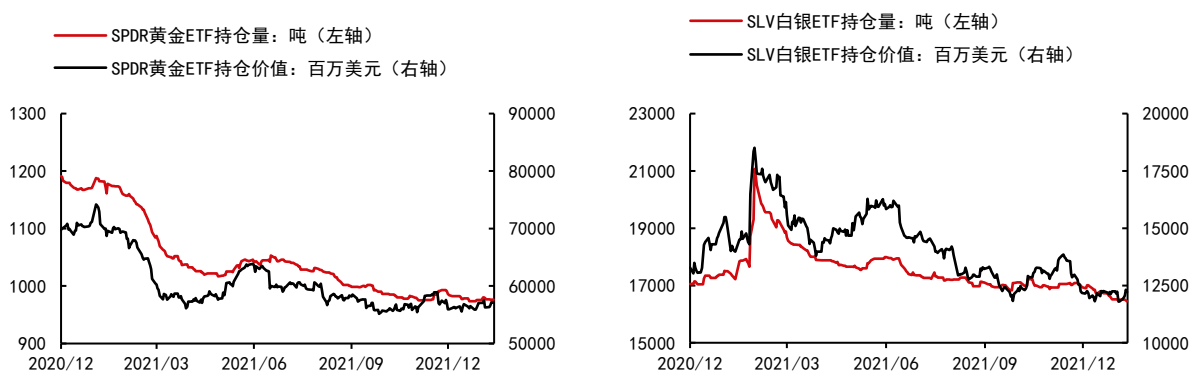
（五）市场情绪

图表 14: CFTC 黄金和白银期货持仓报告



资料来源: 同花顺 iFinD 中信期货研究部

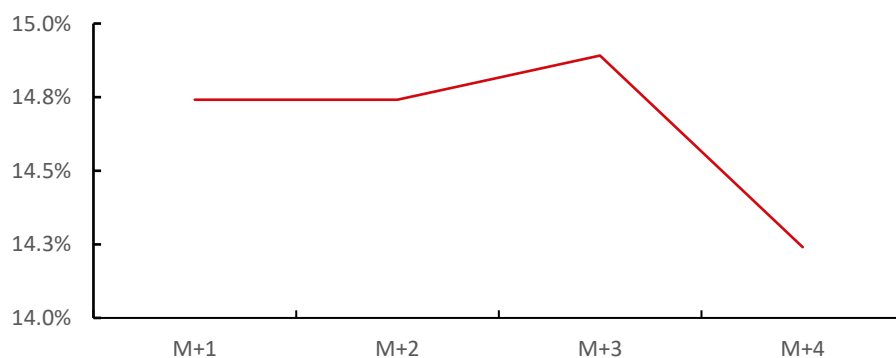
图表 15: 国际主要黄金 ETF 持有黄金量和价值



资料来源: 同花顺 iFinD 中信期货研究部

(六) 沪金期权波动率

图表 16: 沪金期权隐含波动率结构



资料来源: 同花顺 iFinD 中信期货研究部

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

中信期货贵金属衍生品周报

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826