

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

【中信期货贵金属】衰退预期增强通胀预期减弱， 贵金属已有配置价值——周报20220703

大宗商品策略研究团队

研究员

姜秀铭

从业资格号 F3062206

投询资格号 Z0016472

jiangxiuming@citicsf.com

郑非凡

从业资格号：F03088415

投资咨询号：Z0016667

zhengfeifan@citicsf.com



中信期货有限公司

CITIC Futures Company Limited

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

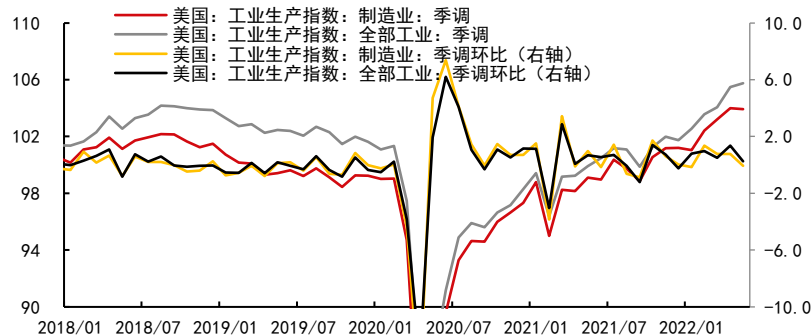
品种	周观点	中线展望
贵金属	<p>市场逻辑：本周公布美国6月ISM PMI，继续呈现下降趋势。新订单指数自2020年5月以来首次下降，显示需求出现拐点。生产指数收正值显示当月需求韧性，但即使如此二季度GDP预期仍不理想。供应商发货延迟和上游原材料价格下降显示供应链出现缓解。多重指标都显示，两条逻辑正在发酵，抗通胀至安全当前已经见顶，因此建议本周贵金属配置多单，预计将反弹。</p> <p>指标数据变化：见后页表格总结</p> <p>操作策略：建议配置多单，前期多单持有，三季度贵金属或将反弹。</p> <p>风险提示：1.美国货币政策变化 2.地缘风险发酵</p>	震荡偏强

贵金属一周市场情况：通胀预期回落，白银相对黄金承压

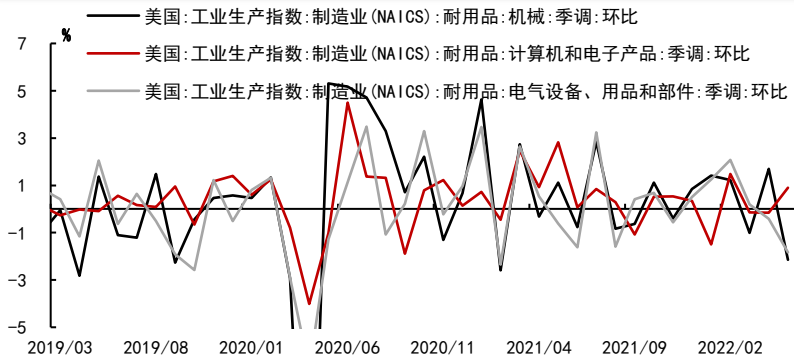
黄金	单位	最新一周	上一周	周度环比变化量	周度环比变化率
沪金	元/克	393.64	398.58	-4.94	-1.24%
comex黄金	美元/盎司	1828.10	1841.60	-13.50	-0.73%
沪金基差	元/克	0.02	-0.97	0.99	-102.06%
内外价差	元/克	0.44	0.89	-0.45	-50.09%
COMEX黄金库存	吨	1071.22	1077.29	-6.07	-0.56%
SPDR ETF持有量	吨	1061.04	1073.80	-12.76	-1.19%
CFTC黄金投机净多仓	张	163287.00	154598.00	8689.00	5.62%
美债收益率-10年	%	3.13	3.25	-0.12	-3.69%
美元指数	点	96.07	95.12	0.95	1.00%
美国抗通胀债券利率-10年	%	0.57	0.67	-0.10	-14.93%
美国10年期盈亏平衡利率	%	2.56	2.58	-0.02	-0.78%
金银比	点	86.64	85.26	1.38	1.62%
标普500指数	点	3911.74	3674.84	236.90	6.45%
VIX波动率指数	%	27.23	31.13	-3.90	-12.53%
美元指数	点	104.14	104.65	-0.51	-0.49%
白银	单位	最新一周	上一期	周度环比变化量	周度环比变化率
沪银	元/千克	4525.00	4778.00	-253.00	-5.30%
comex白银	美元/盎司	21.13	21.63	-0.50	-2.31%
基差	元/克	-13.00	-30.00	17.00	-56.67%
内外价差	元/克	-19.73	107.04	-126.78	-118.44%
COMEX白银库存	吨	10732.32	10846.87	-114.56	-1.06%
SPDR ETF持有量	吨	16858.11	17018.79	-160.68	-0.94%
CFTC白银投机净多仓	张	18419.00	14005.00	4414.00	31.52%
COMEX白银库存	公斤	10732.32	10846.87	-114.56	-1.06%
iShare白银持有量	吨	16858.11	17018.79	-160.68	-0.94%
金银比价	点	86.64	85.26	1.38	1.62%

- **美国5月生产和制造业指数增长幅度下滑，4月经济韧性不复存在。** 制造业指数录得103.92（前值103.99），环比增长-0.07%（前值0.77%）全部工业录得105.75（前值105.49），环比增长0.25%（前值1.36%）。**由于一季度美国GDP为负，调控下美国4月经济数据明显改善，显示经济韧性，然而五月数据重新下跌。**
- **数据显示需求下降和供给改善预期。** 制造业耐用品中机械和电器设备回落（-2.1%和-1.8%），显示需求下降；非耐用品中原油和煤炭产量出现反弹（2.53%），显示供应端缓解预期。

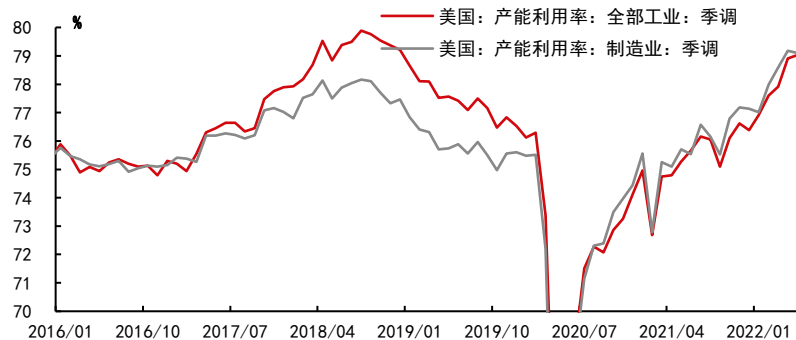
美国工业生产和制造业指数增长出现下滑



耐用品中机械。电气设备均下滑，电子产品反弹



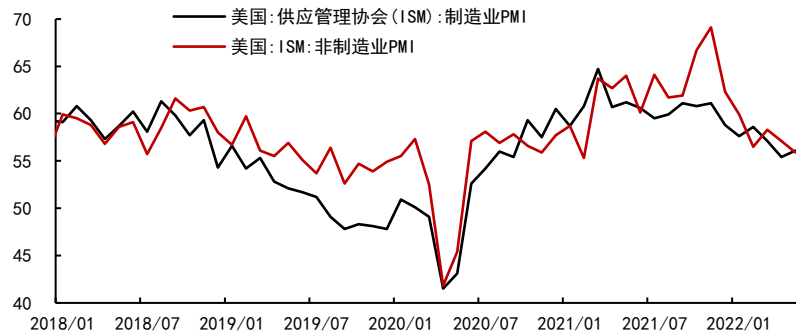
5月产能利用率微幅下降，显示需求端压力缓解



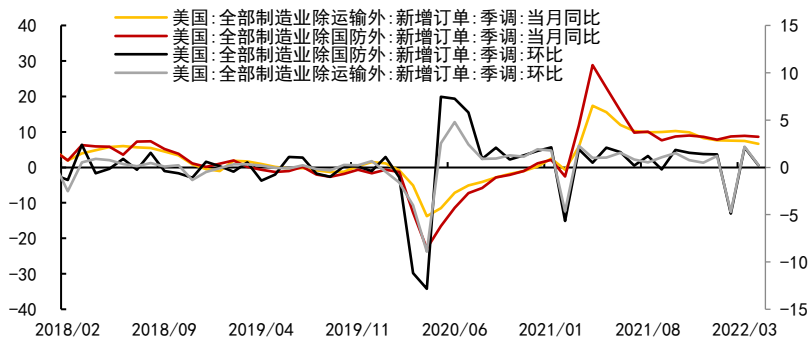
二、美国经济前瞻：5月ISM PMI公布，显示供应端缓和及经济压力

- 本周公布ISM 5月PMI，制造业出现反弹，非制造业出现回落，经济下行压力不减。制造业PMI录得55.90（前值55.40），非制造业录得55.90（前值57.10），考虑到非制造业包含地产、金融服务等，对美国经济贡献更高（80%），因此对美国经济下行预期不变。
- 制造业PMI构成中，主要依靠制造业订单、生产和供应商交付拉动。然而观察4月制造业订单可以发现，去除军工和运输后的新的订单同比和环比仍然维持下滑，但供应商交付和物价显示供应端的通胀压力出现回落。

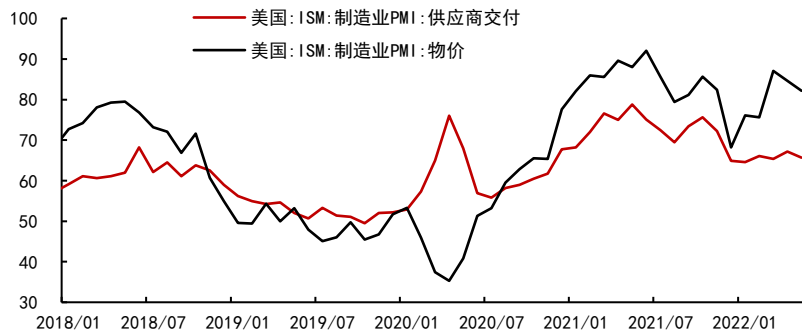
美国5月制造业PMI反弹，但非制造业下滑



拆分美国制造业新增订单，去除运输和军工后显示回落



PMI物价和供应商交付回落，显示供应端压力缓解



美联储6月议息会议：收紧速度和幅度看通胀，经济压力较大

- 6月16日凌晨，美联储公布6月议息会议结果和二季度经济预测，**调低经济增长，调升通胀预期，改变了加息预期节奏。**
- 美联储宣布将联邦基金利率目标上调75个基点至1.50%-1.75%，并大幅提升对于2022和2023年的联邦基金预期水平，预测2024年将降息，这体现出对于“经济软着陆”的判断。会后美联储主席鲍威尔在会后新闻发布会表示，“相信美国的经济韧性”以及“今天75个基点的加息幅度异常之大，不认为这种幅度的变动会很常见……”体现出美联储根据通胀相机决策判断和加息的慎重。
- 我们认为，单一货币政策无法解决美国通胀问题，更应关注财政端贸易解锁，能源供给调控等措施的影响，这或将改变当前预期。

美联储6月议息会议经济预测：调低经济增长，调升通胀预期，改变了加息预期节奏

Percent

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	1.7	1.7	1.9	1.8	1.5-1.9	1.3-2.0	1.5-2.0	1.8-2.0	1.0-2.0	0.8-2.5	1.0-2.2	1.6-2.2
March projection	2.8	2.2	2.0	1.8	2.5-3.0	2.1-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0	2.1-3.3	2.0-2.9	1.5-2.5	1.6-2.2
Unemployment rate	3.7	3.9	4.1	4.0	3.6-3.8	3.8-4.1	3.9-4.1	3.5-4.2	3.2-4.0	3.2-4.5	3.2-4.3	3.5-4.3
March projection	3.5	3.5	3.6	4.0	3.4-3.6	3.3-3.6	3.2-3.7	3.5-4.2	3.1-4.0	3.1-4.0	3.1-4.0	3.5-4.3
PCE inflation	5.2	2.6	2.2	2.0	5.0-5.3	2.4-3.0	2.0-2.5	2.0	4.8-6.2	2.3-4.0	2.0-3.0	2.0
March projection	4.3	2.7	2.3	2.0	4.1-4.7	2.3-3.0	2.1-2.4	2.0	3.7-5.5	2.2-3.5	2.0-3.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	4.3	2.7	2.3		4.2-4.5	2.5-3.2	2.1-2.5		4.1-5.0	2.5-3.5	2.0-2.8	
March projection	4.1	2.6	2.3		3.9-4.4	2.4-3.0	2.1-2.4		3.6-4.5	2.1-3.5	2.0-3.0	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	3.4	3.8	3.4	2.5	3.1-3.6	3.6-4.1	2.9-3.6	2.3-2.5	3.1-3.9	2.9-4.4	2.1-4.1	2.0-3.0
March projection	1.9	2.8	2.8	2.4	1.6-2.4	2.4-3.1	2.4-3.4	2.3-2.5	1.4-3.1	2.1-3.6	2.1-3.6	2.0-3.0

- 考虑当前海外主要矛盾在于通胀和经济状况的矛盾，美联储面对经济端的约束，因此我们关注宏观（长短利差）、微观（企业融资约束）、前瞻（美股）三个主要指标，以此跟踪衰退逻辑。
- 宏观：长短利差维持低位，与经济见顶预期对应。
- 微观：关注企业融资成本，本周继续小幅反弹，风险偏好维持下行趋势。
- 前瞻：标普500继反弹，VIX指数回落。

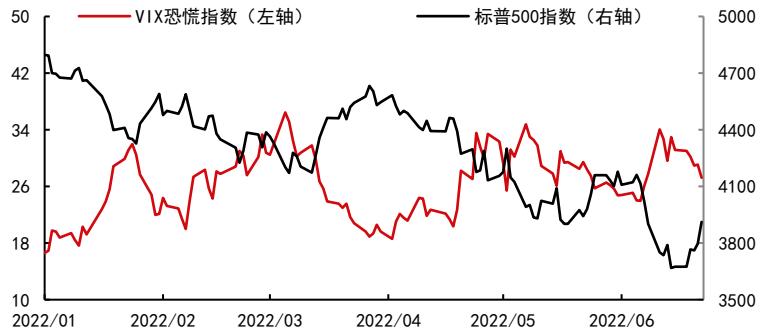
宏观：长短利差维持低位，显示经济见顶预期



微观：企业利润下降，融资成本上升将对美联储约束



前瞻：美股出现反弹，风险指数回落



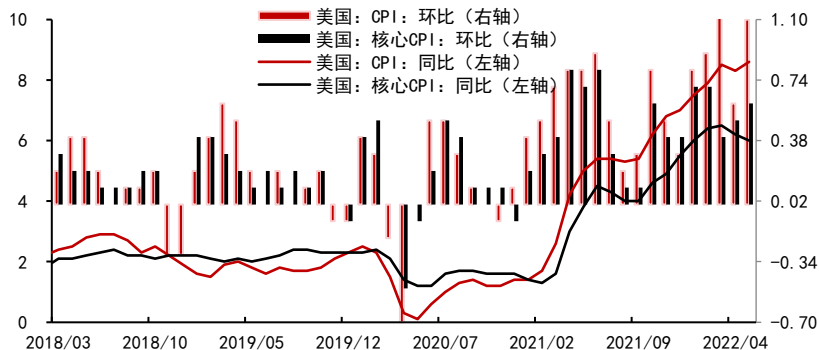
美国通胀：5月通胀再创新高，倒逼货币收紧，关注地缘因素

- 美国5月通胀指标再度爆表创新高，核心通胀环比勉强维持。CPI同比上涨8.6%（前值8.3%），环比1.1%（前值0.6%）。8.6%的同比增幅是1981年12月以来最强劲的。核心通胀同比上涨6%（前值6.2%），环比0.6%（前值经修正0.5%），拉动方面能源仍为主因，粮食和地产上涨明显。
- 拜登表示，美国需要“采取更多行动——迅速行动——以降低价格”，并呼吁国会通过立法，降低能源、处方药和运输成本。海外经济观点认为，拜登有小概率会尽快与伊朗协商，释放原油。我们认为，当前美联储货币收紧对于外生冲击——粮食、能源价格作用较为有限，因此后续关注海外地缘政治的缓和情况。

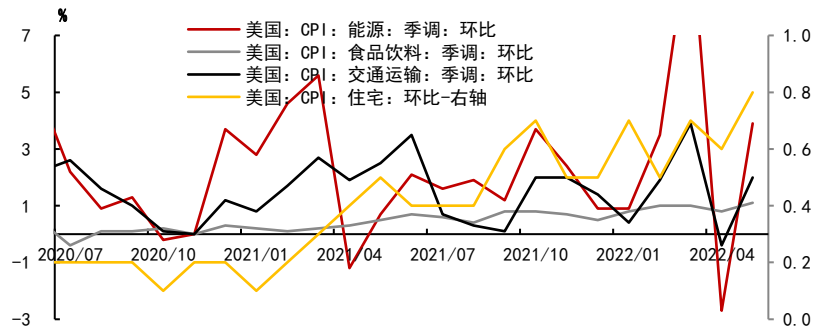
通胀预期：盈亏平衡通胀率大幅下降



美国通胀再爆表，核心通胀环比较为稳定



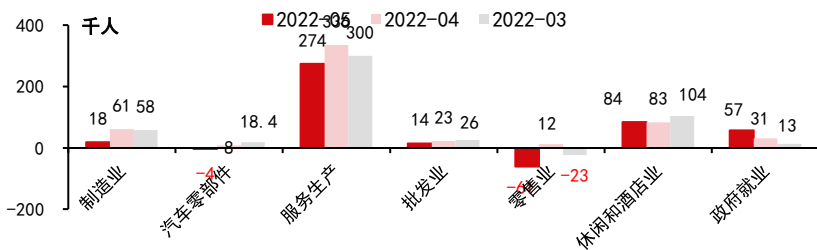
能源、交通运输、食品饮料、住宅加速上行



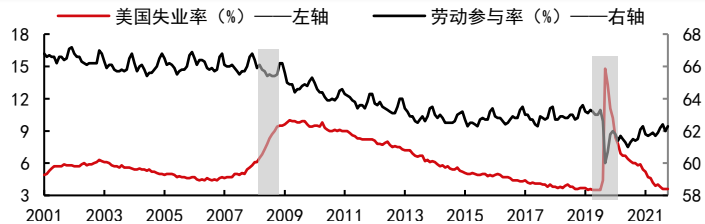
美国5月就业分析：不好不坏，工资-通胀螺旋并未出现

- **数据不好不坏，未出现新信息。**5月美国非农季调后新增非农就业人口 39万人（前值 42.8修正为43.6万人，但3月数据下修）；失业率 3.6%（前值 3.6%，预期3.5%）。劳动参与率小幅反弹，5月录得62.3%（前值 62.2%）。
- **时薪环比上升幅度不变，平均每周工时不变，显示通胀压力未恶化，关注服务业与酒店业空缺变化。**生产端时薪环比上涨0.11%，出现反弹。而5月平均工时环比录得34.6小时（前值34.6）不变。上个月平均时薪增长了0.3%。其中信息行业薪酬增长0.7%。休闲和酒店行业收入增长0.5%，而专业商业服务收入增长0.3%(年同比增长6.6%)，对真实通胀有明显拉动作用的是实体经济相关的休闲和酒店收入，4月份空缺有向好倾向，观察5月数据是否空缺上升。

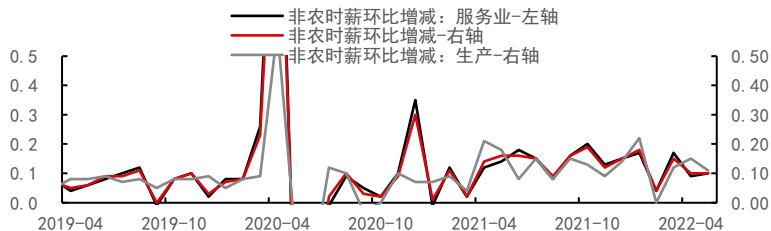
5月新增非农数据：休闲和生产服务继续边际回落



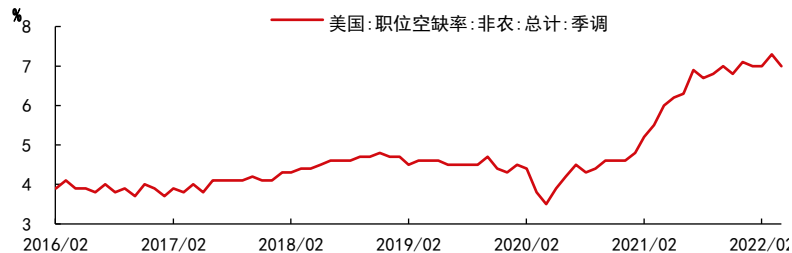
5月劳动参与率回升



5月非农时薪环比与上月持平，并未恶化



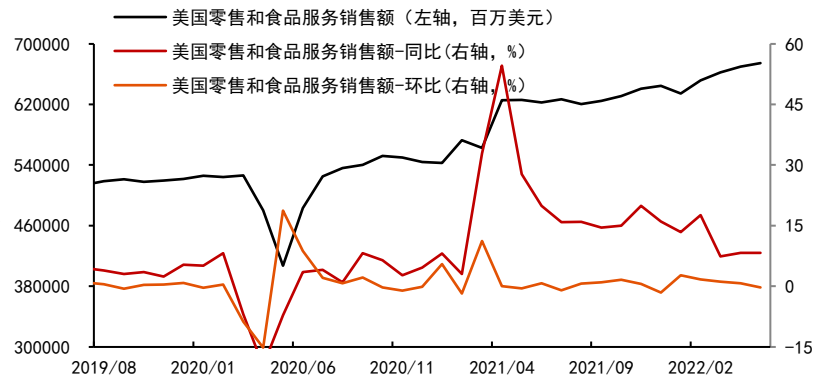
4月美国职位空缺率小幅回落



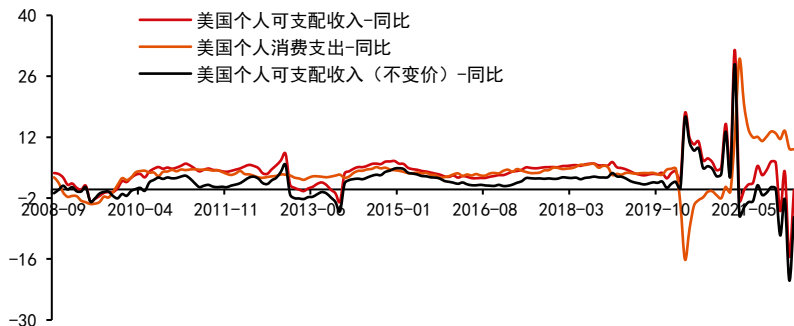
消费周期：6月消费者信心指数创1952年以来最低点

- **美国消费者信心指数创历史低点。**消费者信心6月录得50.2（前值56.2），创1952年以来新低，经济见顶压力不断增强。
- 美国4月个人实际可支配收入同比录得-0.27%（前值-20.14%），环比0.02%，自去年11月以来首次转正。消费支出折年数同比9.22%（前值9.33%），**相比一季度出现好转。**
- **美国5月零售和食品服务销售下降。**美国5月零售和食品服务销售月率同比录得8.23%（前值8.29%），环比-0.27%（前值0.70%）。其中机动车及其零部件（-3.52%，前值1.82%），汽车及其他机动车辆（-3.99%，前值1.80%）。家具及装饰（-0.90%，前值1.59%），电子和家用电器（-1.33%，前值1.80%）。
- **美国居民储蓄率回归到2019年前低位。2022年三月为6.2%，2019年12月为7.3%。**

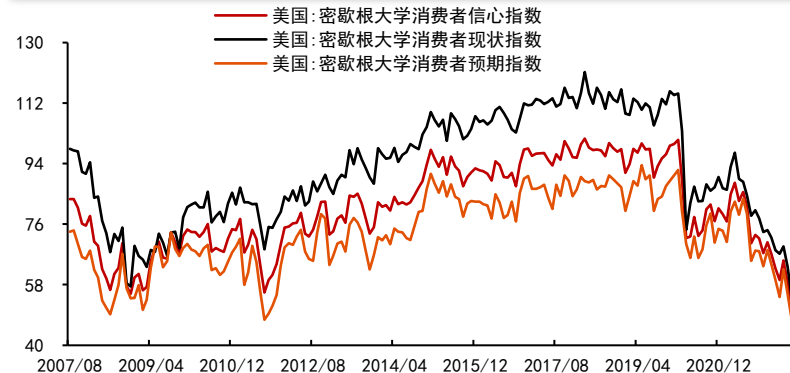
美国5月零售销售月率下滑



美国个人可支配收入4月份略好转，下降-0.27%



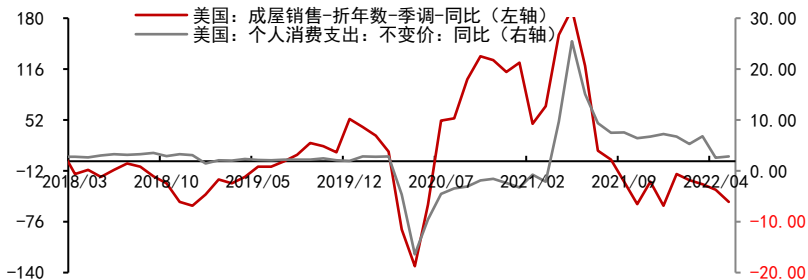
6月消费者信心指数继续下降



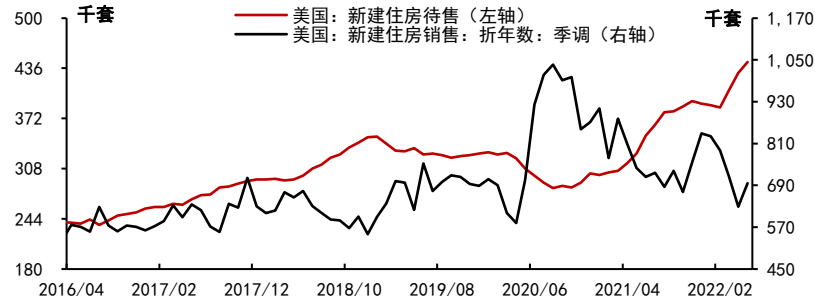
美国地产周期：5月成屋销售下滑，个人消费或将跌入负值

- **美国5月新屋开工大幅下滑，5月成屋销售同比连续四个月加速下降，带动消费预期回落。**5月新屋开工季调环比录得-14.42%（前值5.48%，5月成屋销售同比录得-51%（前值35%），环比-3.39%（前值-2.61%），加速下滑，其领先房地产价格和房屋新开工以及美国消费需求（5月同比2.78%，前值2.33%），**显示美国经济见顶预期不断加强，美国个人消费支出三季度或将跌入负值，利空美国经济。**

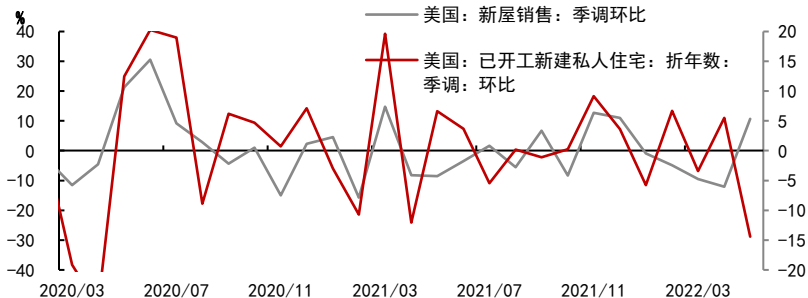
美国成屋销售领先消费支出，5月成屋销售加速下滑



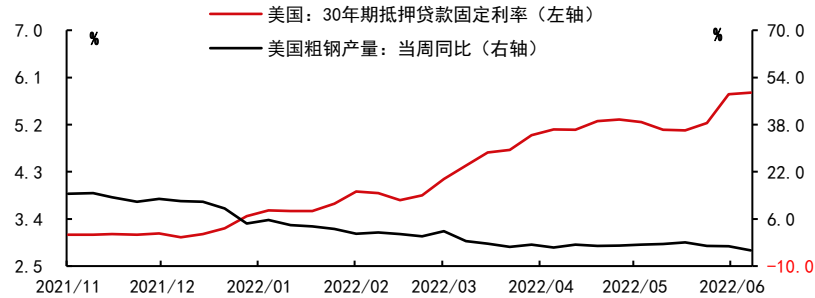
新建住房销售、待售背离，显示见顶预期



美国5月新屋开工环比大幅下滑至-14.42%



高频指标：房贷利率大幅上升，粗钢产量同比跌入负值



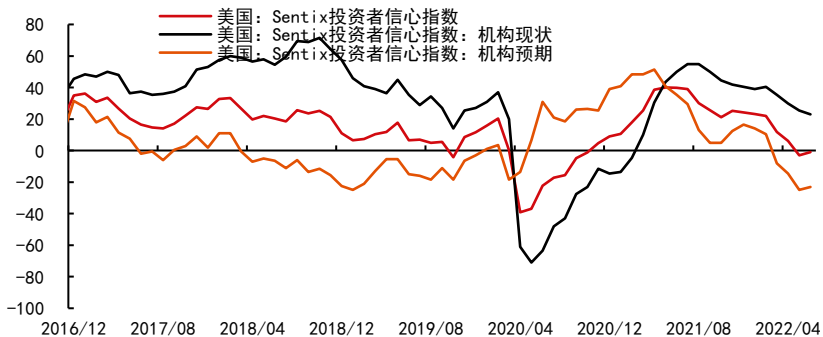
制造业和库存周期：5月中小企业乐观指数继续下降

- **美国5月中小企业乐观指数继续下跌。**录得93.10（前值93.20），根据调查报告，中小企业对于半年后的经济预期继续下滑，但企业主同时表示，很难招到满意的劳动，并且5月期间有薪资上升的调整。
- **前瞻性指标看，未来需求见顶预期在加强，投资者信心指数跌入负值。**6月Sentix投资者信心指数录得-1（前值-2.9），继续为负，但比上月略有反弹。6月费城联储制造业指数2.5（前值17.80）。费城联储调查6个月后的商业活动预期，对未来活动的预期指数跌至8.2（前值22.7），为2008年12月经济衰退以来的最低水平；6月新订单直接跌入负值，录得-12.40（前值22.10），为新冠疫情以来首次，体现未来美国经济见顶预期不断加强。

美国5月中小企业乐观指数继续下行



6月Sentix投资者信心指数小幅反弹，但仍为负值



6月费城联储制造业指数大幅下跌，由正转负



- 未来货币政策预期差带来行情或源自两点：（1）美国经济见顶；（2）通胀提前进入拐点。前期原油原油价格大幅反弹，通胀预期重新上升，使得贵金属持续上行动力不足。本周通胀预期维持2.6%以下，经济数据显示美国经济见顶压力不断增强，需求端抑制商品价格，供应端有缓解预期，因此维持多头思路判断。
- 总结&展望：如通胀预期和原油价格回落，预期三季度贵金属或有良好表现。

黄金ETF持仓企稳



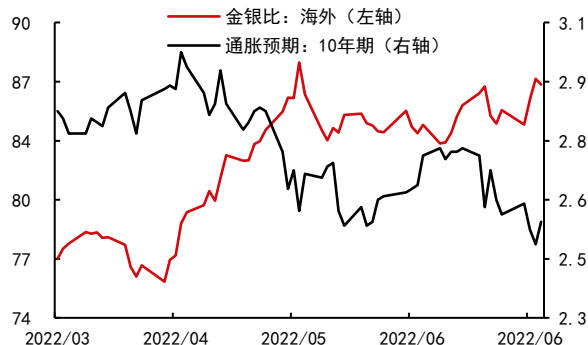
黄金价格与抗通胀债券继续背离



白银ETF持仓企稳



通胀预期并未反弹



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
CITIC Futures

中信期货有限公司

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室、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

致謝