

研究报告

专题报告：贵金属

美联储“先鸽后鹰”，金价短线或维持偏弱震荡

广州期货 研究中心

联系电话：020-22836112

摘要：

美联储11月议息会议宣布加息75个基点，将联邦基金目标利率水平提升至375-400BPS，维持每月减持美债600亿美元、MBS350亿美元的缩表节奏不变。根据CME FedWatch模型最新数据，由外盘联邦利率期货价格反推的加息概率显示，美联储12月加息50个基点的概率为61.5%，加息75个基点的概率为38.5%。另外，CME FedWatch模型预计2023年3月议息会议后利率区间达到500-525BPS的几率为46.1%，5月该几率为41.0%，即市场预期，美联储本轮加息或将于明年二季度见顶，达到5.00%-5.25%的终端利率区间。

逻辑观点：

(1) 相较上一次会议而言，11月议息会议在声明中加入关于货币政策影响滞后的表述，一定程度上暗示，美联储在为后续议息会议上放缓加息节奏作铺垫。然而，随后美联储主席鲍威尔在新闻发布会上的讲话向市场“泼冷水”，一方面指出当前通胀仍未有明显下降的迹象，重点强调了坚持加息对抗通胀的态度，重申继续加息十分有必要；另一方面同时提示了经济硬着陆的风险，也提及了未来讨论放慢加息速度的可能性，整体而言表态偏向鹰派。因美联储表态“先鸽后鹰”，COMEX金价先涨后跌形成“倒V型”走势，美国三大股指全线收跌。

(2) 美国通胀仍然维持高位震荡，尤其是剔除食品和能源价格后的核心通胀增速甚至不降反升。通胀高企、持续加息抬升资金成本，美国企业运营压力有所增大。另外，近期美国经济数据表现偏弱。后续若通胀维持粘性、利率水平维持高位，消费者在衰退预期下增大储蓄、缩减支出，美国小型企业或将面临进一步的生存压力，美国经济进一步走弱的风险或将有所加大。

(3) 近期市场对于美联储11月加息75bp的定价已较为充分。美联储货币政策从紧缩周期向未来可能的宽松周期演变，还需要经历三个阶段：一是加息节奏的放缓，二是加息停止，利率水平上升至终端利率区间并维持较长时间；三是降息启动，货币政策正式实现转向。我们认为，当前美国已经接近上述所说的第一阶段，后续联储择机放缓加息节奏的确定性有所加大，但具体时点可能将会相对有所延后。受鹰派预期压制，贵金属等对宏观因素较为敏感的品种价格短期内表现或维持偏弱震荡。未来需要重点关注的是欧美等海外主要经济体的经济衰退风险，以及全球央行加息背景下金融环境收缩背后可能隐含的流动性紧缺风险。

风险因素：全球金融市场出现流动性问题。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】1497号

联系信息

分析师 李代

期货从业资格：F03086605

投资咨询资格：Z0016791

邮箱：li.dai@gzf2010.com.cn

联系人 汤树彬

期货从业资格：F03087862

邮箱：tang.shubin@gzf2010.com.cn

沪金期货主力合约价格（元/克）



相关报告

广州期货-专题报告-贵金属-9月议息会议前瞻：通胀压力下美联储将何去何从？-20220921

广州期货-专题报告-衰退周期内大类资产表现如何-20220709

目录

一、 11月美联储如期加息 75bp.....	1
二、 核心通胀维持韧性，美国衰退压力增大.....	3
三、 金价短线或维持震荡整理.....	4
免责声明.....	6
研究中心简介.....	6
广州期货业务单元一览.....	7

一、11月美联储如期加息75bp

当前而言美国加息周期或已处于中后期阶段，美联储11月议息会议宣布加息75个基点，将联邦基金目标利率水平提升至375-400BPS，维持每月减持美债600亿美元、MBS350亿美元的缩表节奏不变。

图表 1：美联储近期 FOMC 议息声明一览

内容	2022年11月	9月	7月	6月
通胀	通胀维持高企，反映疫情导致的供需失衡、粮食和能源价格上涨以及更广泛的价格压力。委员会高度关注通胀风险。随着货币政策立场的适当收紧，预计通胀将回到2%的目标，美联储将坚定致力于此目标的实现。	通胀维持高企，反映疫情导致的供需失衡、粮食和能源价格上涨以及更广泛的价格压力。委员会高度关注通胀风险。随着货币政策立场的适当收紧，预计通胀将回到2%的目标，美联储将坚定致力于此目标的实现。	通胀维持高企，反映疫情导致的供需失衡、粮食和能源价格上涨以及更广泛的价格压力。委员会高度关注通胀风险。随着货币政策立场的适当收紧，预计通胀将回到2%的目标，美联储将坚定致力于此目标的实现。	通胀维持高企，反映疫情导致的供需失衡、能源价格上涨以及更广泛的价格压力。疫情相关封锁可能加剧供应链中断。委员会高度关注通胀风险。随着货币政策立场的适当收紧，预计通胀将回到2%的目标，美联储将坚定致力于此目标的实现。
经济	最近支出和生产指标有所增长。地缘冲突造成了巨大的人力和经济困难，冲突和相关事件正在给通胀带来额外的上行压力，并对经济活动造成压力。	最近支出和生产指标有所增长。地缘冲突造成了巨大的人力和经济困难，冲突和相关事件正在给通胀带来额外的上行压力，并对经济活动造成压力。	最近支出和生产指标有所走弱。地缘冲突造成了巨大的人力和经济困难，冲突和相关事件正在给通胀带来额外的上行压力，并对经济活动造成压力。	经济活动在经历一季度的小幅下滑后有所回升。地缘冲突造成了巨大的人力和经济困难，冲突和相关事件正在给通胀带来额外的上行压力，并对经济活动造成压力。
就业	近几个月以来就业增长强劲，失业率维持低位。委员会力求实现充分就业。劳动力市场将保持强劲。	近几个月以来就业增长强劲，失业率维持低位。委员会力求实现充分就业。劳动力市场将保持强劲。	近几个月以来就业增长强劲，失业率维持低位。委员会力求实现充分就业。劳动力市场将保持强劲。	近几个月以来就业增长强劲，失业率维持低位。委员会力求实现充分就业。劳动力市场将保持强劲。
货币政策	将联邦基金利率目标区间提高至 3.75%-4.00% ， 为了实现足够限制性的货币政策立场，将通胀逐步降至2%以下 ，预计目标区间的持续上调将是合适的。 在确定未来目标区间的加息速度时，委员会将考虑货币政策的累积收紧程度，货币政策对经济活动和通胀的影响滞后程度，以及经济和金融发展的滞后程度。 另外，根据《削减美联储资产负债表规模的计划》，继续减少国债和MBS持有量。	将联邦基金利率目标区间提高至 3.00%-3.25% ，预计目标区间的持续上调将是合适的。根据《削减美联储资产负债表规模的计划》，继续减少国债和MBS持有量。	将联邦基金利率目标区间提高至 2.25%-2.50% ，预计目标区间的持续上调将是合适的。根据《削减美联储资产负债表规模的计划》，继续减少国债和MBS持有量。	将联邦基金利率目标区间提高至 1.50%-1.75% ，预计目标区间的持续上调将是合适的。根据《削减美联储资产负债表规模的计划》，继续减少国债和MBS持有量。
后续展望	在评估适当的货币政策立场时，委员会将继续关注后续公布的信息对经济前景的影响。若出现可能阻碍目标实现的风险，委员会准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估会将广泛的信息纳入考量，包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力与通胀预期，以及金融和国际形势的发展。	在评估适当的货币政策立场时，委员会将继续关注后续公布的信息对经济前景的影响。若出现可能阻碍目标实现的风险，委员会准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估会将广泛的信息纳入考量，包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力与通胀预期，以及金融和国际形势的发展。	在评估适当的货币政策立场时，委员会将继续关注后续公布的信息对经济前景的影响。若出现可能阻碍目标实现的风险，委员会准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估会将广泛的信息纳入考量，包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力与通胀预期，以及金融和国际形势的发展。	在评估适当的货币政策立场时，委员会将继续关注后续公布的信息对经济前景的影响。若出现可能阻碍目标实现的风险，委员会准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估会将广泛的信息纳入考量，包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力与通胀预期，以及金融和国际形势的发展。

资料来源：FED 广州期货研究中心整理

根据CME FedWatch模型最新数据，由外盘联邦利率期货价格反推的加息概率显示，美联储12月加息50个基点的概率为61.5%，加息75个基点的概率为38.5%。另外，CME FedWatch模型预计2023年3月议息会议后利率区间达到500-525BPS的几率为46.1%，5月该几率为41.0%，即市场预计，美联储本轮加息或将于明年二季度见顶，达到5.00%-5.25%的终端利率区间。

相较上一次会议而言，11月议息会议在声明中加入关于货币政策影响滞后的表述：“在确定未来目标区间的加息速度时，委员会将考虑货币政策的累积收紧程度，货币政策对经济活动和通胀的影响滞后程度，以及经济和金融发展的滞后程度”，一定程度上暗示，美联储在为后续议息会议上放缓加息节奏作铺垫。议息会议声明公布后，市场解读认为美联储表态偏鸽，暗示本月或为最后一次75bp的加息，纳斯达克指数短线上涨1.54%，外盘COMEX金价涨逾1%至1673美元/盎司。

图表 2：美联储鲍威尔主席近期公开讲话回顾

时间	内容	态度
2022.11.3	在某个时候，放慢加息速度将是合适的。最快在12月就会放慢加息速度，仍有必要继续加息，现在考虑暂停加息还为时过早。终端利率水平将高于此前预估。坚决致力于降低通货膨胀；没有迹象表明通货膨胀正在下降。美国经济较去年大幅放缓，四季度经济将温和增长。经济软着陆仍有可能，但更严格的政策将缩小实现软着陆的路径。劳动力市场极度紧张，薪资增速仍然偏高，劳动力市场继续失衡。政策的全面效果需要时间才能生效，尤其是对通胀的影响。历史强烈警告不要过早放松政策，在达到足够的利率水平之前，还有一段路要走。	偏鹰
2022.9.27	货币政策正常化暴露了分散金融体系的重大结构性问题，需要对去中心化的金融体系进行谨慎和深思熟虑的监管，确实有必要对加密货币进行适当的监管。	中性
2022.9.22	利率路径：正在将政策调整到足够限制经济增长的水平，加息速度取决于未来数据，在某些时候，会放慢加息速度；历史经验提示不要过早降息；年内或再加息100-125个基点。 通胀控制：坚定承诺将美国通胀压低至2%；物价稳定是经济基石，通胀风险偏向上行，通胀预期似乎得到很好控制。推迟实现价格稳定只会导致更多的痛苦；从长远来看，价格稳定对经济有利。 经济评估：仍有大量储蓄可以支撑经济增长；在实现软着陆的同时恢复物价稳定是一项挑战，但不消除通胀会更加痛苦；不知道发生衰退的概率是多少；极有可能出现一段低增长时期；经济增长缓慢可能导致失业率上升。 就业状况：工资增长加快，就业市场继续失衡，就业增长势头强劲，供需状况会变好。 缩表计划：预计短期内不会考虑出售住房抵押贷款支持证券（MBS）。	鹰派
2022.9.8	美联储需要现在采取行动以避免通胀的社会成本，美联储的工作是确保通胀预期得到锚定，通胀高于目标的时间越长，风险越大，历史告诫不能过早放松政策，希望有一段经济增长速度低于趋势的时期，旨在将通胀预期锚定在2%。如果没有新冠病毒，就不会有这么高的通胀，新冠疫情大流行导致供应紧张并导致劳动力人数减少。准备根据经济需要调整缩表规模，没有理由回到稀缺储备金水平，目前的缩表操作框架良好，现在需要完成抗击通胀的工作并坚持下去。未就央行数字货币（CBDC）作出决定，评估过程需要一些时间。	鹰派
2022.8.26	美联储将强有力地打击仍处于40多年来最高水平附近的通货膨胀。尽管利率上升、经济增长放缓和就业市场疲软将压低通胀，但也会给家庭和企业带来一些痛苦。这是降低通胀的不幸代价。但不能恢复价格稳定将意味着更大的痛苦。美联储关注的不仅仅是一两个月的数据，它将继续推进，直到通胀率下降到接近2%的长期目标。恢复物价稳定可能需要在一段时间内保持限制性的政策立场。历史记录对过早放松政策提出了强烈警告。上世纪70年代美联储未能采取有力行动，导致高通胀预期长期存在，从而导致上世纪80年代初的严厉加息。不认为美国经济衰退是不可避免的结果，但如果美联储要避免沃尔克式的结果，管理预期是至关重要的。目前几乎所有人都在关注通胀，这凸显了今天的一种特殊风险：当前一轮高通胀持续的时间越长，通胀上升预期变得更加根深蒂固的可能性就越大。	鹰派

数据来源：广州期货研究中心

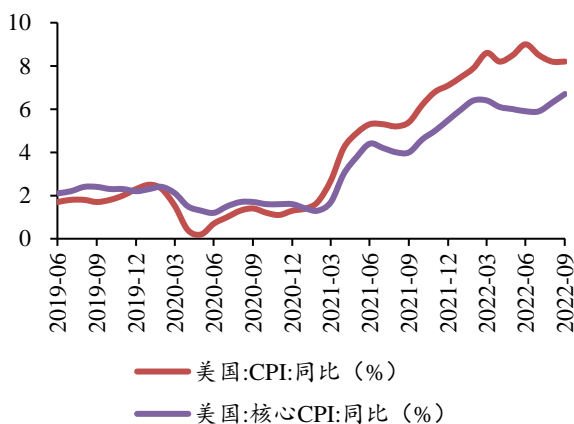
然而,随后美联储主席鲍威尔在新闻发布会上的讲话向市场“泼冷水”。鲍威尔一方面指出当前通胀仍未有明显下降的迹象,重点强调了坚持加息对抗通胀的态度,重申继续加息十分有必要;另一方面同时提示了经济硬着陆的风险,也提及了未来讨论放慢加息速度的可能性,整体而言其表态偏向鹰派。受此影响COMEX金价急跌2.18%至1634美元/盎司,形成“倒V型”走势,美国三大股指全线收跌。

二、核心通胀维持韧性,美国衰退压力增大

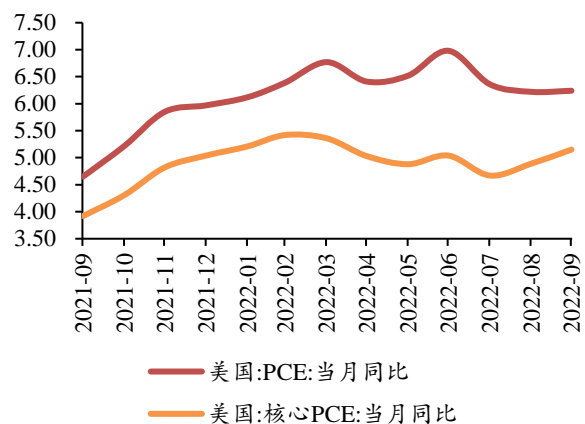
美联储今年以来持续、大幅度的加息,主要是希望通过调升利率而对通胀进行抑制。从此前数据可以看出,美国通胀仍然维持高位震荡,尤其是剔除食品和能源价格后的核心通胀增速甚至不降反升。美国9月核心PCE物价指数同比增长5.15%,连续第二个月加速上行;美国9月核心CPI指数同比增6.6%,环比增0.6%,均超出市场预期。通胀高企、持续加息抬升资金成本,美国企业运营压力有所增大。美国商业调查机构Alignable对近五千家小型企业的调查显示,过半的企业表示当前面临的租金成本相较半年前已增长超10%,其中约57%的教育企业、49%的餐馆、43%的零售企业及37%的房产经纪公司表示难以支付租金。

近期经济数据表现反映,美国经济衰退的压力或有所增大。美国第三季度实际GDP年化季率初值录得2.6%,略高于此前预期,但本季度因欧洲能源危机而对美国GDP贡献较大的能源出口在后续或相对不可持续。美国10月ISM制造业PMI降至50.2,10月Markit制造业PMI终值录得50.4,均为两年以来新低,制造业增长已接近停滞。美债10Y-3M期限利差进入倒挂区间,反映美国经济陷入实质性衰退的可能性增大,衰退担忧持续发酵。另一方面,第三季度美国实际个人消费支出季率初值为1.4%,较二季度的2%有所回落,显示消费者支出有所萎缩。后续若通胀维持粘性、利率水平维持高位,消费者在衰退预期下增大储蓄、缩减支出,美国小型企业或将面临进一步的生存压力,美国经济进一步走弱的风险或将有所加大。

图表 3: 美国核心通胀维持韧性



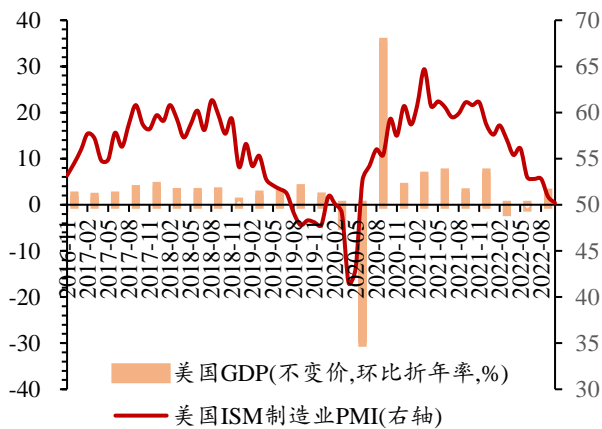
图表 4: 美国核心 PCE 反弹



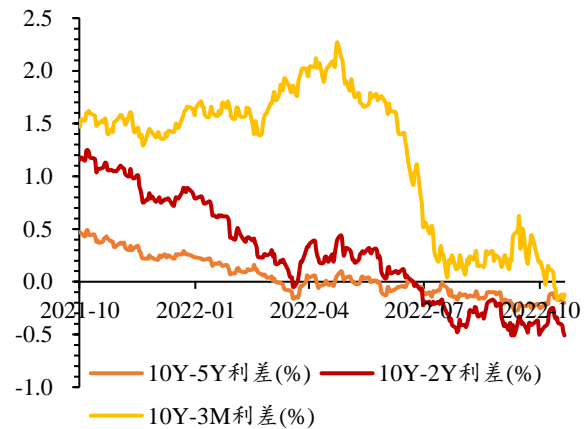
数据来源: Wind 广州期货研究中心

数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 5：美国经济景气度回落

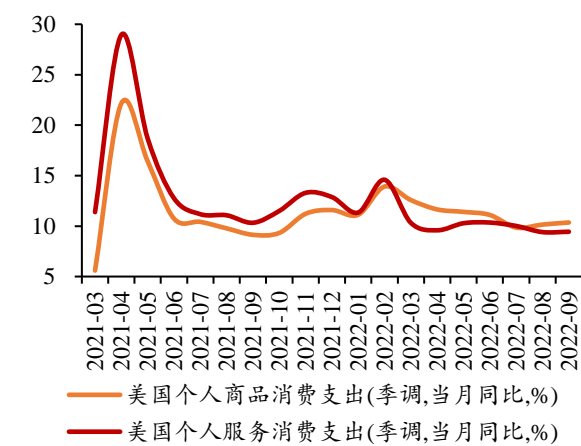


图表 6：美国国债期限利差倒挂

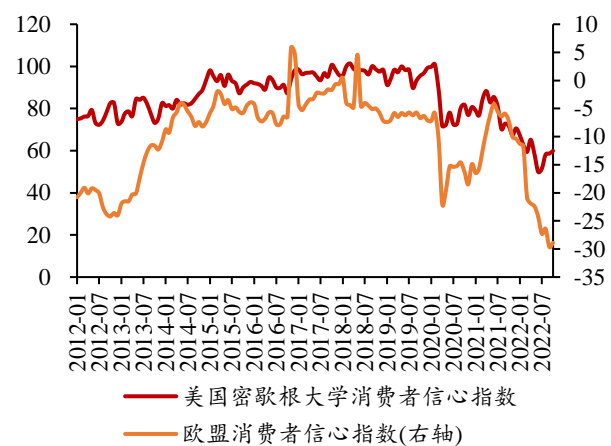


数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 7：美国个人消费支出增速回落



图表 8：欧美消费者信心指数下滑



数据来源：Wind 广州期货研究中心

三、金价短线或维持震荡整理

美联储从今年3月开始加息，6月开始进入缩表阶段，当前利率水平已远超2018年年末加息的峰值。美联储本轮快速的加息收缩，一方面意在趁经济过热的时候，尽快提高利率水平以压制高企的通胀；另一方面在于持续向市场传达持续紧缩的信号，从预期管理的角度抑制民众的通胀预期，进而对通胀进行控制。当前的问题仍然在于，美国的核心通胀韧性似乎超出市场的预期，四季度美国核心通胀仍然可能继续保持5%以上水平，届时即便是美国经济基本面滑落至衰退区间，美联储可能将面临美国70年代的滞胀困境。

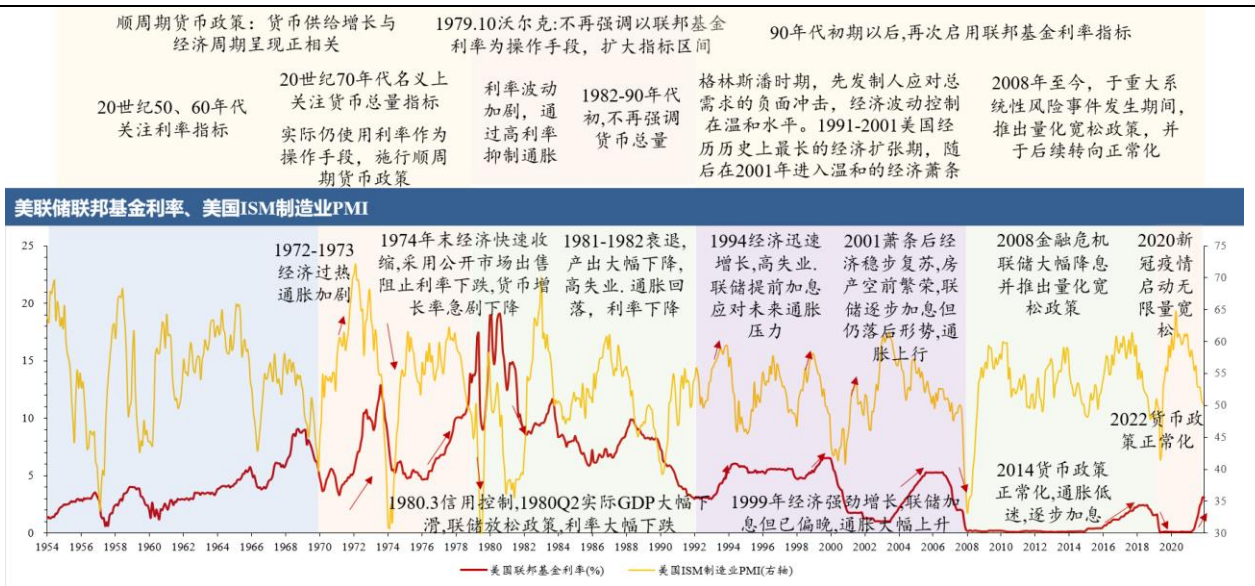
近期市场对于美联储11月加息75bp的定价已较为充分。美联储货币政策从紧缩周期向未来可能的宽松周期演变，还需要经历三个阶段：一是加息节奏的放缓，二是加息停止，利率水平上升至终端利率区间并维持较长时间；三是降息启动，货币政策正式实现转向。我们认为，当前美国已经接近上述所说的第一阶段，后续联储择机放缓加息节奏的确定性有所加大，但具体时点可能将会相对有所延后。受鹰派预期压制，贵金属等对宏观因素较为敏感的品种价格短期内表现或维持偏弱震荡。

未来需要重点关注的是欧美等海外主要经济体的经济衰退风险，以及

全球央行加息背景下金融环境收缩背后可能隐含的流动性紧缺风险。随着美国经济基本面进一步滑向衰退区间，在欧央行维持激进加息、人民币汇率贬值空间有限的背景下美元指数或将逐步见顶，未来海外经济衰退隐忧加重，商品板块整体而言表现或难言乐观，但具体而言仍需关注国内需求表现以及海外各经济体未来向衰退的演变，品种之间表现可能有所分化。

从权益市场来看，海外成长股对于利率预期变化最为敏感，但受制于基本面走衰退逻辑制约，分子端仍然是负面因素，目前支撑海外权益走强的动力来自于分子端。目前看，海外权益市场在目前的位置或仍需要时间消化分歧。

图表 9：美联储货币政策历程回顾



数据来源：Wind 广州期货研究中心

免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

研究中心简介

广州期货研究中心秉承公司“不断超越、更加优秀”的企业精神和“简单、用心、创新、拼搏”的团队文化，以“稳中求进、志存高远”为指导思想，在“合规、诚信、专业、图强”的经营方针下，试图将研究能力打造成引领公司业务发展的名片，让风险管理文化惠及衍生品投资者，回报客户、回报员工、回报股东、回报社会。

研究中心设立农产品研究团队、金属研究团队、化工能源研究团队、金融衍生品研究团队、创新研究团队等五个研究团队，覆盖了宏观、金融、金属、能化、农牧等全品种衍生工具的研究，拥有一批理论基础扎实、产业经验丰富、机构服务有效的分析师，以满足业务开发及机构、产业和个人投资者的需求。同时，研究中心形成了以早报、晨会、周报、月报、年报等定期报告和深度专题、行情分析、调研报告、数据时事点评、策略报告等不定期报告为主体的研究报告体系，通过纸质/电子报告、公司网站、公众号、媒体转载、电视电台等方式推动给客户，力争为投资者提供全面、深入、及时的研究服务。此外，研究中心还会提供定制的套保套利方案、委托课题研究等，以满足客户的个性化、专业化需求。

研究中心在服务公司业务的同时，也积极地为期货市场发展建言献策。研究中心与监管部门、政府部门、行业协会、期货交易所、高校及各类研究机构都有着广泛的交流与合作，在期货行业发展、交易策略模式、风险管理控制、投资者行为等方面做了很多前瞻性研究。

未来，广州期货研究中心将依托股东越秀金控在研究中的资源优势，进一步搭建适合公司发展、适合期货市场现状的研究模式，更好服务公司业务、公司品牌和公司战略，成为公司的人才培养基地。

研究中心联系方式

金融衍生品研究团队：(020) 22836116

金属研究团队：(020) 22836117

化工能源研究团队：(020) 22836104

创新研究团队：(020) 22836114

农产品研究团队：(020) 22836105

办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层

邮政编码：510627

广州期货业务单元一览

广州期货是大连商品交易所（会员号：0225）、郑州商品交易所（会员号：0225）、上海期货交易所（会员号：0338）、上海国际能源交易中心（会员号：8338）会员单位，中国金融期货交易所（会员号：0196）交易结算会员单位，可代理国内所有商品期货和期权、金融期货品种交易。除从事传统期货经纪业务外，公司可开展期货投资咨询、资产管理、银行间债券市场交易以及风险管理子公司业务。公司总部位于广州，业务范围覆盖全国，可为投资者提供一站式的金融服务。

广州期货主要业务单元联系方式

上海分公司	杭州城星路营业部	苏州营业部	上海陆家嘴营业部
联系电话：021-68905325 办公地址：上海市浦东新区向城路69号1幢12层（电梯楼层15层）03室	联系电话：0571-89809624 办公地址：浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	联系电话：0512-69883586 办公地址：中国（江苏）自由贸易试验区苏州片区苏州工业园区苏州中心广场58幢苏州中心广场办公楼A座07层07号	联系电话：021-50568018 办公地址：中国（上海）自由贸易试验区东方路899号1201-1202室
广东金融高新区分公司	深圳营业部	佛山分公司	东莞营业部
联系电话：0757-88772666 办公地址：广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2302房	联系电话：0755-83533302 办公地址：广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场（南区）A座704A、705	联系电话：0757-88772888 办公地址：佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	联系电话：0769-22900598 办公地址：广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
广州营业部	清远营业部	肇庆营业部	华南分公司
联系电话：020-31953184 办公地址：广州市海珠区新港西路105号大院2号1306房	联系电话：0763-3808515 办公地址：广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	联系电话：0758-2270761 办公地址：广东省肇庆市端州区星湖大道六路36号大唐盛世第一幢首层04A	联系电话：020-61887585 办公地址：广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
北京分公司	湖北分公司	山东分公司	郑州营业部
联系电话：010-63360528 办公地址：北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	联系电话：027-59219121 办公地址：湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	联系电话：0531-85181099 办公地址：山东省济南市历下区泺源大街8号绿城金融中心B楼906	联系电话：0371-86533821 办公地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）普惠路80号1号楼2单元23层2301号
青岛分公司	四川分公司	机构业务部	机构事业一部
联系电话：0532-88697833 办公地址：山东省青岛市崂山区秦岭路6号农商财富大厦8层801室	联系电话：028-83279757 办公地址：四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	联系电话：020-22836158 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836155 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
机构事业二部	机构事业三部	广期资本管理（上海）有限公司	
联系电话：020-22836182 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836185 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：021-50390265 办公地址：上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室	