



2022 年 12 月 19 日

二〇二三年度

周期轮转，把握阶段性多头行情

——2023 年贵金属期货行情及投资展望

王蓉 投资咨询从业资格号：Z0002529

wangrong013179@gtjas.com

刘雨萱(联系人) 从业资格号:F03087751

liuyuxuan023982@gtjas.com

报告导读：

2022 年历史级别的高通胀以及紧随其后的全球货币政策紧缩令黄金走出先上后下的行情。2023 年处在周期交界阶段，潜在的衰退担忧又平添了一抹不确定的色彩，令贵金属的行情逻辑、主线条都不是那么明晰，但是当黑暗过去，黎明前的曙光总会来临。我们将贵金属的价格研判分为三个阶段：在紧缩的尾声、周期的过渡，以及降息预期的起始下，黄金或将一季度反弹、二季度至年中震荡回落、下半年迎来趋势性做多拐点，全年看重心上升。

首先，我们认为黄金底部已现，在一季度加息逐渐进入尾声，黄金将迎来全市场风险情绪回升带来的贝塔收益。通胀由于各个分项的同步走软，基准情形下，通胀至 2022 年 12 月回落至 6.5% 附近，2023 年一季度回落至 3%-5% 的区间内。2023 年上半年货币紧缩必要性减弱，逐渐退坡，则利率与美元顶部已出，可能对应黄金 1630 位置，在下一轮紧缩周期到来之前黄金大概率很难再度下破该支撑位。如果后续黄金价格想要再度深跌，预计需要看到更为严苛的货币或者通缩环境。

其次，若黄金想要走出更为显著的趋势性上涨行情，需要看到实际利率明显走弱，而这需要借助更大的衰退担忧和宽松预期来实现，显然在周期过渡阶段，黄金的上涨大概率将伴随着一些反复。第一，长线避险资金配置仍未回归。第二，回顾 1970 年代至今，每一次加息结束至降息开启的过渡期间贵金属在前 3 个月走出了基本一致的下行趋势。第三，我们预计本轮周期中，联储将在降息开启前花费更多的时间审慎地评估经济与通胀水平，以求平稳过渡，一些过早的降息预期或许会被反复挑战，而且通胀预期随着需求走弱、现实通胀继续回落，将限制实际利率的下行空间。

最后，在进入 2023 年下半年，无论是基于衰退焦虑的避险情绪还是预期宽松周期即将到来，贵金属多头的性价比再度显现，且有机会抓住中长周期的趋势性上涨行情。我们相信 2023 年黄金将是大宗商品板块表现较为亮眼的品种。

视角聚焦白银，我们或许正走在白银定价逻辑转变的关键十字路口，在以光伏为代表的工业需求日益增加下，白银尖锐突出的实物供需矛盾将令其拥有超出贵金属定价的更大溢价空间。结合对供应和需求的判断，2022 年白银实物供需（包括 ETF 变动以及 2022 年印度进口白银增量）缺口约接近 2674 吨，2023 年缺口或可达 6610 吨，至 2030 年该缺口或接近 16047 吨。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

国泰君安期货研究所

目录

1. 2022 年贵金属主驱动逻辑梳理：通胀抬升+名义利率施压+美元大涨	3
1.1 金银走势复盘：快慢变量的逻辑切换，全年先高后低	3
1.2 阶段性做多金银比策略奏效，需警惕白银低库存	5
1.3 贵金属交易逻辑反思：不确定性令市场缩短交易周期，近端预期变动比远端易于把握	7
2. 2023 年主逻辑推演：紧缩的尾声——周期的过渡——降息预期的起点	7
2.1 紧缩的尾声——底部基本已现	7
2.1.1 通胀顶已出，2023 年一季度回落至 5%附近	7
2.1.2 利率美元双双见顶，黄金 2023 年一季度将现贝塔收益	11
2.2 周期的过渡——大涨未来	13
2.3 降息预期的起点——长线配置机会到来	16
2.3.1 寻找衰退交易的“路标”	16
2.3.2 以史为鉴观察黄金在衰退与软着陆时期表现，基准情形下本轮衰退深度不看深	19
2.4 白银定价逻辑的十字路口——实物供需因子权重增加	20
3. 总结：周期轮转，把握阶段性多头行情	23

1. 2022 年贵金属主驱动逻辑梳理：通胀抬升+名义利率施压+美元大涨

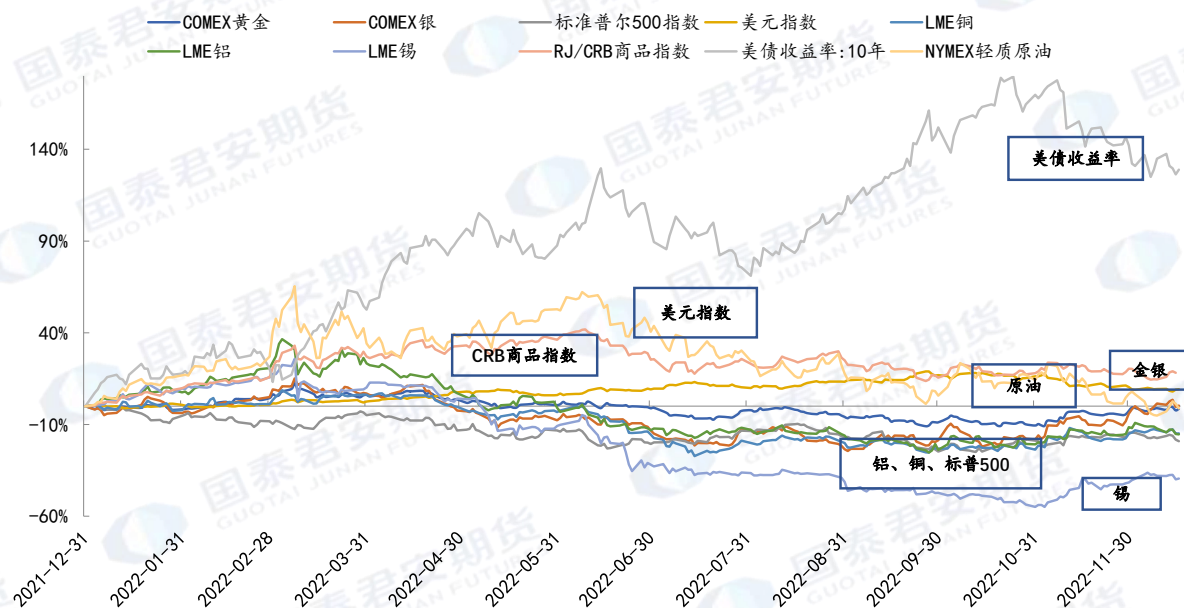
1.1 金银走势复盘：快慢变量的逻辑切换，全年先高后低

如果说站在 2022 年的尾声，提炼出一整年的宏观主线条的话，那一定是 40 年未见的高通胀以及紧随其后的全球货币政策紧缩。大国之间的动荡博弈以及如此罕见且激进的加息环境注定 2022 年是个宏观大年，市场亦有幸见证了各类资产的巨幅波动。正如我们 2021 年年报《快慢变量交织，金银趋势未朗》中所提到的，2022 年高通胀与高利率这两个快慢变量的逻辑切换，令贵金属板块全年呈现先强后弱的走势，整体重心小幅下移。波动区间亦较 2021 年进一步扩宽，COMEX 黄金最高创出历史第二高位 2078.8 美元/盎司，后又一度下破 2020 年 4 月以来几度守住的下方支撑位 1670，达到 1618.3 美元/盎司。COMEX 白银则整体表现更弱于黄金，高点仅达到 27.495 美元/盎司，最低则回到 2020 年牛市开启前的低位 17.4 美元/盎司。

将黄金放眼各大类资产中进行横向对比，2021 年贵金属几乎是各类资产中走势最弱的品种，然而在 2022 年，尽管由年初-0.97%飙升至 1.7%的 10 年期美国实际利率以及最高接近 115 水位的美元指数给到黄金重重定价压力，黄金依旧跑赢了有色金属以及标普 500 等风险资产，显示以原油为代表的能源以及服务业需求回归所带来的高通胀在本轮加息周期当中带给黄金强劲的内在支撑。

值得一提的是，若将外盘金银的空头思路应用到内盘上来交易，2022 年年的策略表现似乎并不顺利。随着美联储的快速加息、国内经济走软、以及我国降准降息的逆周期调节政策，人民币汇率于 2022 年开启了巨幅贬值，一路跌至 2008 年以来最低位置，造成了金银内外盘走势的显著分化。当 COMEX 黄金价格自 4 月从 2000 美元/盎司一路震荡下跌至目前的 1750 美元/盎司附近时，沪金却基本持平于 4 月价格，内外盘比价年初至今上行更是超过 13%，这意味着内盘相对于外盘的强势很大程度上抵消了沪金的跌幅，令国内空头交易频频受阻。

图 1：2022 年黄金跑赢了有色金属以及标普 500 等风险资产



资料来源：Wind，国泰君安期货研究，截至 12 月 19 日

图 2：人民币汇率 2022 年开启了巨幅贬值，内外盘比价年初至今上行超过 13%



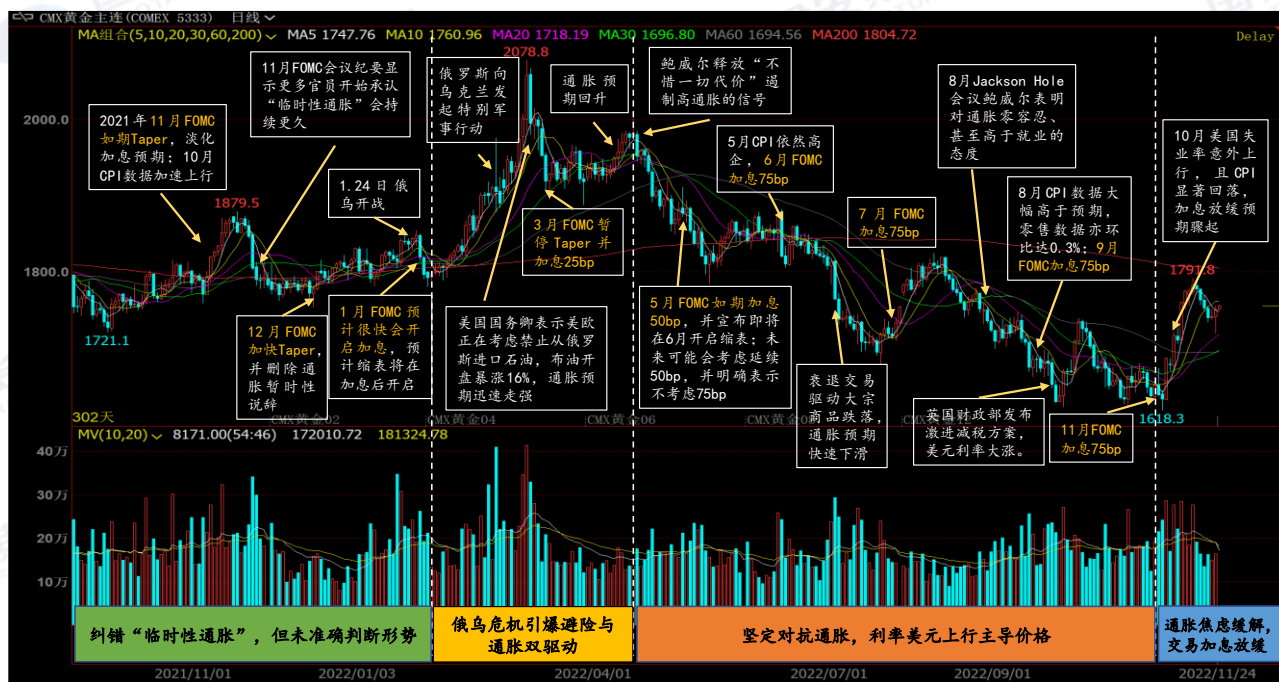
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

回顾 2022 年全年贵金属走势，大体可以分为四个阶段。第一个阶段，“临时性通胀”向尽快退出宽松政策的转变仍留有余温，于 2021 年 11 月正式开始 Taper，并终于在 2021 年 12 月删去了关于“临时性通胀”的表述，间接承认美联储对于通胀存在误判，2022 年 1 月 FOMC 会议开始为加息铺垫。这个阶段中，贵金属的整体表现较为平稳。

第二个阶段，黄金在 3 月享受了最后的狂欢，一场俄乌危机带来的避险情绪以及供应链中断带来的通胀爆发急剧推升金价至 2000 美元/盎司上方，这个阶段黄金的波动与原油走势高度一致。随后在 3 月 FOMC 会议中鲍威尔考虑到俄乌危机对经济带来的影响，在彼时市场预期加息 50bp 的情况之下，选择加息 25bp，为货币政策大幅落后于通胀曲线埋下了伏笔，错过了有效抑制高通胀的关键时点。

不过转变来得很快，4 月 19 日进入第三个阶段，鲍威尔一改前态释放了“不惜一切代价”的鹰派信号，当日 10 年期 TIPS 在 2020 年疫情爆发以来首次转为 0% 进入正值，拉开了负利率时代宣告结束的序幕。自此人民币开始巨幅贬值，快速拉涨的美元利率以及触顶回落的通胀预期使得黄金开启下跌通道，直至 11 月 3 日再次探底后才暂告一个段落。期间，在 5 月加息 50bp 后，6 月、7 月、9 月、11 月连续 4 次加息 75bp，堪称力度拉满，8 月 Jackson Hole 会议更是明确了对通胀零容忍的态度。全力对抗通胀似乎取得了初步成效，在 10 月 CPI 以及就业出现疲软迹象后，伴随着加息节奏边际放缓的预期，黄金在第四个阶段迎来了触底反弹。

图 3：2022 年全年贵金属走势大体可以分为四个阶段



资料来源：文华财经，国泰君安期货研究

1.2 阶段性做多金银比策略奏效，需警惕白银低库存

当单边行情不好把握的时候，金银比往往是一个不错的头寸选择。白银相比黄金具有更多的商品属性，对于经济疲软、通胀的回落有更高的敏感度，而相对来说黄金具有更为复杂的投资属性，造就了贵金属板块内的表现分化。4月中旬，在黄金经历了定价逻辑的切换——锚定高通胀转向利率侧的利空驱动之后，基于衰退预期下白银比黄金向下驱动更强、弹性更大的逻辑，我们向市场推介做多金银比的策略。此后金银比开始趋势性走高，直至7月中旬建议止盈离场。彼时加息压力的不断加强使得金银比头寸的不确定性增强，在打出历史偏高的位置后继续做多的性价比有所减弱。

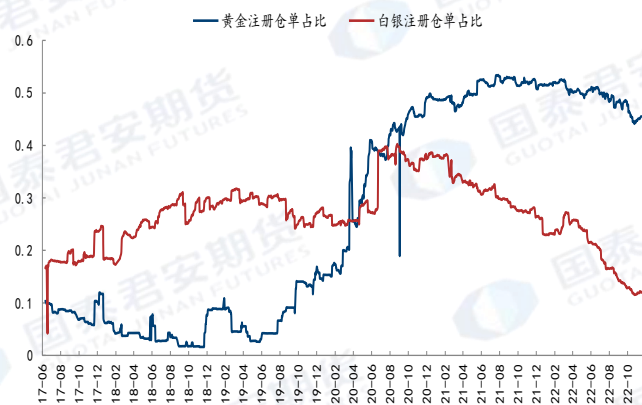
而当衰退交易告一段落且进入连续加息 75bp 的政策底后，白银又相对黄金走出更为强势的反弹行情。恰逢白银实物端的紧缺陡然浮出水面，COMEX 白银库存持续下滑至 4 年低位，注册仓单占比亦来到历史极低位置，LBMA 白银库存甚至低于 2016 年，国内金交所白银库存亦持续去化。无论是贵金属定价端还是实物供需层面皆使得做空金银比迎来了不错的交易逻辑。当下，在整体宏观预期驱动不显著或者说进入阶段性真空期时，我们认为这个策略仍有一定交易的价值，尤其是光伏需求能否显著刺激白银价格持续上行，2023 年也可以持续关注。

图 4：4 月中旬金银比开始趋势性走高，直至 7 月中旬建议止盈离场



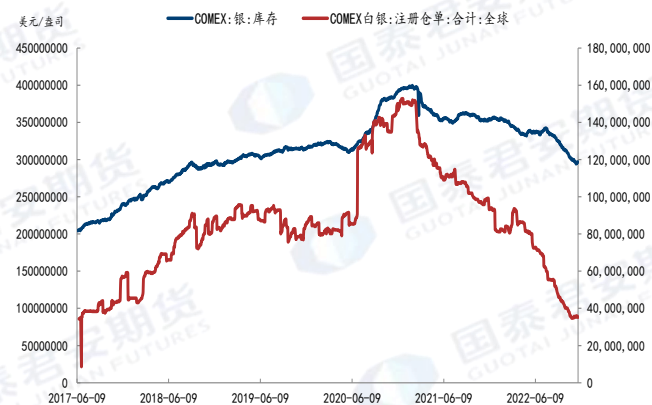
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 5：COMEX 白银注册仓单占比亦来到历史极低位置



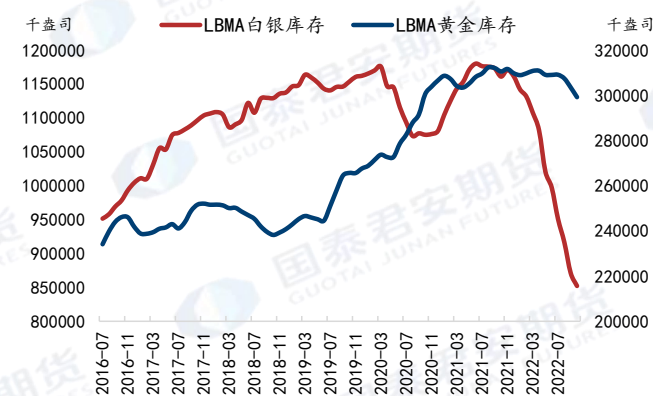
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 6：COMEX 白银库存持续下滑至 2 年低位



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 7：LBMA 白银库存甚至低于 2016 年



资料来源：LBMA，国泰君安期货研究

图 8：期货库存近期小幅累库，但金交所库存在去库



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

1.3 贵金属交易逻辑反思：不确定性令市场缩短交易周期，近端预期变动比远端易于把握

我们曾多次提出，加息预期变动差成为影响利率的核心变量，亦是 2022 年扰动贵金属价格波动的主要因素。回溯过去一年主要交易逻辑的确围绕着货币政策紧缩预期，不断调整对黄金的价格研判，只不过加息预期的变动时点从 FOMC 会议本身移到了 CPI 或者就业数据公布之时。9 月 14 日公布的美国 CPI 超预期上行就是很好的例子，当时不仅巩固了 9 月加息 75bp 的预期，甚至 100bp 的概率也在上升，令金银显著下行，预期调整充分后等到实际上 9 月 25 日召开 FOMC 会议时金银反而表现平淡。

这反映出市场的交易周期正变得越来越短，以月度甚至周度的经济数据公布时间为节点，太过于超前地布局趋势性行情容易受到反复“打脸”——背后的根本原因是，在大多数人没有经历过的极端高通胀的时代背景下，无论是联储还是市场对经济走向都失去了把握。经历过全年加息了 375bp 的事实，很难想象 2021 年 11 月鲍威尔还在淡化加息预期，12 月的点阵图是预计 2022 年仅加息 50-75bp，GDP 增速为 4%（2022 年 9 月最新的 SEP 预计 2022 年 GDP 增速为 0.2%）。疫情、战争、能源危机等一系列事件使得不确定性成为了这个周期最突出的矛盾点，而锚定经济数据进行“短视”的交易是市场能够给出的最优解。

对联储来说，正是因为没把握，所以才要以最严厉的姿态抵御最极端的风险，在确定风险解除之前不会贸然地转向，这是反思后得出的第一个结论。第二个结论是，在交易“所看到的”与“所期待的”两种投资风格中，前者或许是更为合理的选择。对应到对贵金属价格的影响，在货币政策仅仅由 75bp 降低为 50bp 之际就过早地交易降息带来的下一轮大涨行情，显然需要承担过多的风险。短期来看，贵金属或在经济数据与联储口风的一松一紧之间，反弹震荡切换，但同时，这样的走势亦是平滑了在周期交接之际的价格波动，更健康踏实地等待真正明确的做多逻辑起点。

2. 2023 年主逻辑推演：紧缩的尾声——周期的过渡——降息预期的起点

相比于 2022 年 4 月之后紧缩压力下金银较为顺畅的一段跌幅，2023 年的整体宏观逻辑在周期交界之时或许将更为纠结。2023 年，我们将处在紧缩的尾声、周期的过渡，以及不确定是否会到来的、但可能开始进行降息预期的起始。所以对于贵金属的价格研判，我们将分为这三个阶段分别论述。总体来说，我们持有一季度反弹、二季度至年中震荡回落、下半年迎来趋势性做多拐点的观点，全年重心上移。

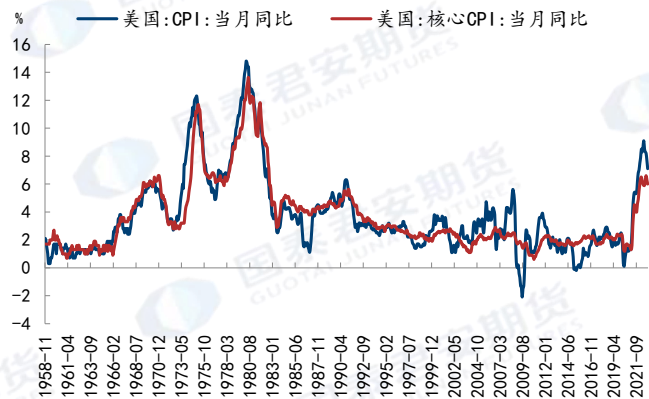
2.1 紧缩的尾声——底部基本已现

2.1.1 通胀顶已出，2023 年一季度回落至 5% 附近

以最新的数据来看，美国通胀已经较为明确地进入了下行通道。12 月 13 日美国公布 10 月 CPI 数据显示，CPI 与核心 CPI 同比、环比增速表现均进一步下行，核心 CPI 环比上升 0.2%，较上月增速继续下降（0.3%），并且低于预期（0.3%）。在 2021 年高基数的作用下，同比增速下降至 6%。总体通胀方面，同比增速为 7.1%，低于前值 7.7% 以及预期 7.3%。环比方面增速为 0.1%，低于预期 0.3%。数据公布之后，美元、美债收益率收跌，金银收涨。

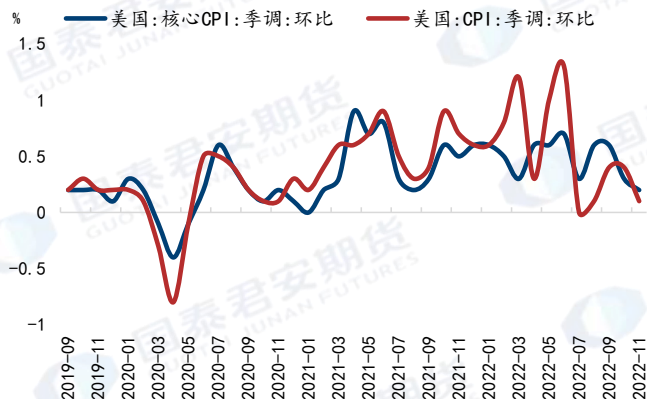
而本次数据进一步确认了市场对通胀回落的信心，不仅仅是因为数据表面的弱于预期，更是因为一些核心分项出现了连续走软的迹象。从总体通胀的各个分项来看，同比基本上进入了明确的下行通道，环比则仅有食品（0.5%）、服装（0.3%）、娱乐（0.5%）、住房（0.3%）、教育（0.7%）表现为正，其中除了教育分项之外，其他分项的环比增速均显著放缓。

图 9：CPI 与核心 CPI 同比表现均进一步下行



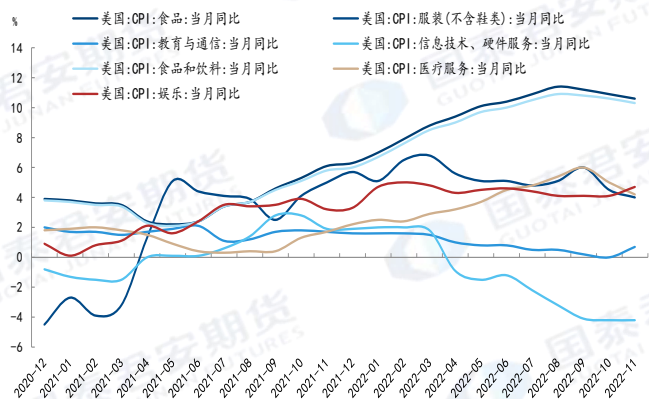
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 10：核心 CPI 环比上升 0.2%，较上月增速下降



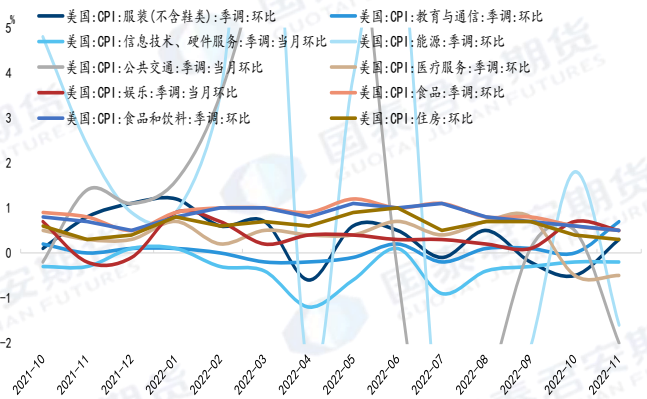
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 11：总体通胀的各分项同比大多进入了下行通道



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 12：环比则仅有食品、娱乐等表现为正



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

核心通胀中，商品通胀向服务通胀的切换是 2022 年下半年通胀依旧持续高企的重要原因，而当下，不仅该切换已经基本充分，甚至服务通胀都已经连续两月出现回落迹象。核心商品在 10 月环比增速转负后，11 月环比增速进一步下行，不同于 2022 年 3 月的反抽，俄乌危机以来爆发的供应链断裂已经得到了大幅缓解，美国 PMI 交付时间已经回到历年低位。2021 年 12 月之前，二手车是商品维度主要的通胀贡献因子，但是 2022 年以来环比增速显著放缓，近五个月更是连续环比为负。根据领先指标 Manheim 指数，未来二手车价格下滑速度可能有所放缓，但不会对通胀回升造成任何贡献。新车方面亦在 11 月环比转负，有色金属等汽车原材料价格的显著下降已经对其环比表现有压降作用，而且以库销比作为领先 13 个月左右的前瞻指标来看，新车价格再度破顶的可能性很小。

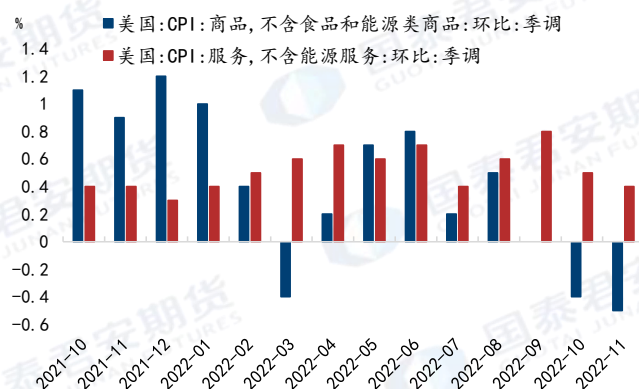
此外，11 月核心服务项的环比增速亦有所降低。其中最为引人注目的就是占美国 CPI 篮子的三分之一、约占 PCE 指数一半的业主等价租金（OER）和租户租金，该指标的持续且快速上行成为了核心服务中乃至总体通胀中最为顽固的一个分项。所幸的是，从领先 17 个月左右的标准普尔/CS 房价指数来看，租金最晚将在接下来的一个季度迎来拐头向下的时点，而事实上 11 月数据显示房租环比增速放缓，迈出了走软的第一步，这无疑标志着通胀的加速回落指日可待。除去住房通胀后的核心服务在 11 月迎来了环比增速为零，其中，医疗护理服务从领先约 16 个月的医疗服务平均薪资来看，未来医疗服务项也将保持平稳，2023 年二季度后加速下行。

而我们一度担心过的薪资通胀螺旋也并没有发生，且未来发生的风险较小。虽然劳动力市场一直保持紧俏，

但是薪资水准在 2022 年后保持了较为稳定的状态，其根本原因是超额需求的不足。薪资通胀螺旋的本质是消费和劳动力出现了极大的缺口，能够延续的关键不是在于供给端因素，而是在于旺盛的需求持续给予螺旋动能。疫情后美国曾经在宽财政、宽货币的政策下，出现过短暂的超额需求，也的确带动了薪资的火热上升，只不过随着转移支付的退坡，美国居民开始消耗此前的超额储蓄，耐用品以及非耐用品消费的显著下滑代表着失去了购买力消费的拉动，劳动力市场紧俏的表象更大程度上是因为大量劳动力人口退出造成的，螺旋自然难以维系。

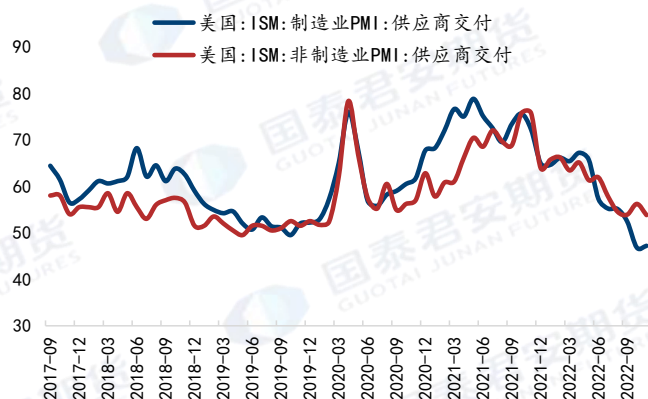
综上，由于各个分项的同步走软，通胀的下行已经较为确定，且对下行速度保持乐观的态度。沿用 2022 年半年报《锚定“胀预期”，名义利率利空“预期差”还有多少？》中对通胀的定量预测方法，我们认为基准情形下，通胀至 2023 年一季度回落至 5% 附近，与目前彭博一致预期相差不大。

图 13：核心服务出现回落迹象



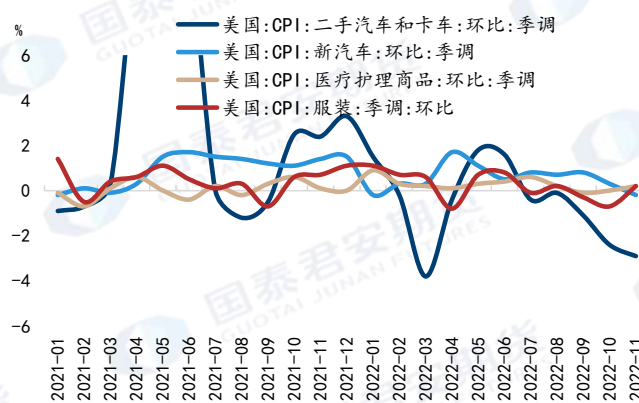
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 14：美国 PMI 交付时间已经回到历年低位



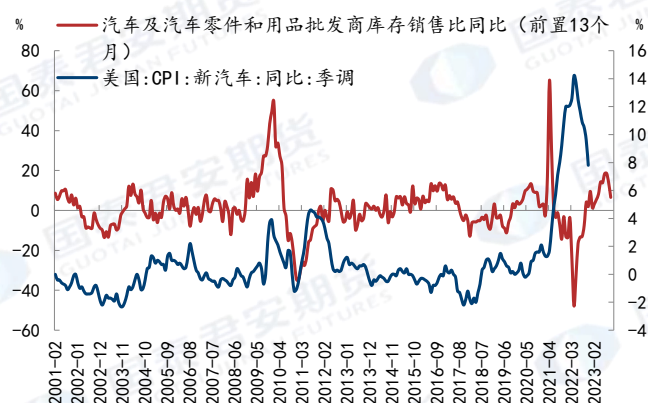
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 15：二手车近五个月环比转负



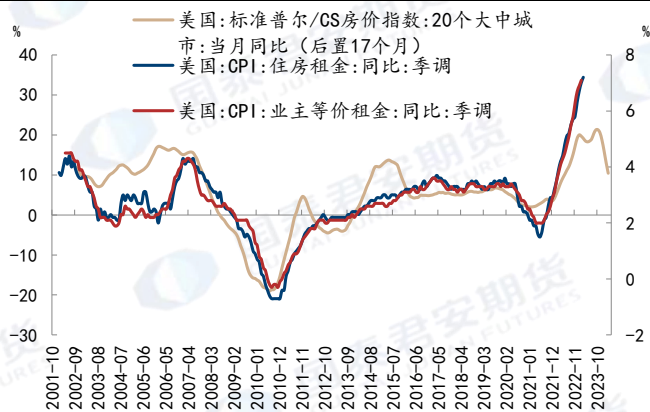
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 16：以库销比作为领先 13 个月左右的前瞻指标来看，新车价格难以再度上行



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 17: 领先 17 个月左右的标准普尔/CS 房价指数显示租金最晚将在接下来的一个季度出现向下拐点



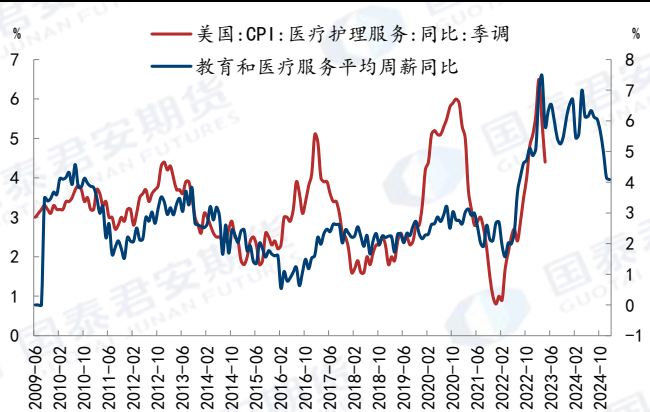
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 18: 除去住房通胀后的核心服务在 10 月迎来了环比通胀转通缩



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 19: 领先 16 个月的医疗服务平均薪资显示，未来医疗服务项将保持平稳，2023 年二季度后加速下行



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 20: 薪资水准在 2022 年后保持较为稳定的状态



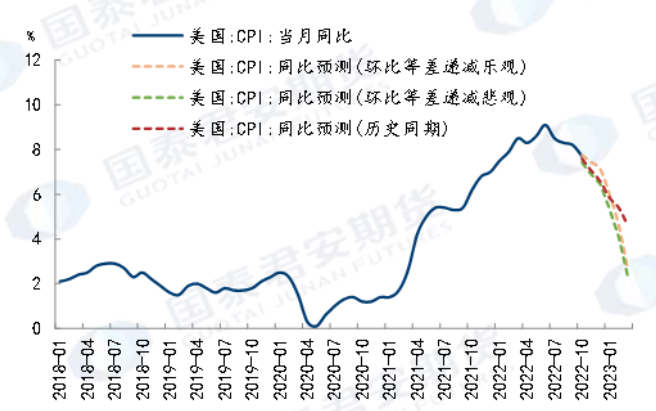
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 21: 耐用品以及非耐用品消费的显著下滑代表着失去了购买力消费的拉动



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 22: 通胀至 2022 年 12 月预计回落至 7%附近，2023 年一季度或回落至 5%附近



资料来源: 国泰君安期货研究

2.1.2 利率美元双双见顶，黄金 2023 年一季度将现贝塔收益

我们上述对通胀分项剖析的意义在于，当联储的货币政策实质上紧盯通胀这一单一数据时，对通胀的把控很大程度上决定了市场预期变化以及资产的波动。而基于通胀将走软的判断，货币政策的退坡就在眼前，最紧张的时候已然过去，那么我们认为在 2022 年下半年三度触及且支撑住的 1630 美元/盎司，就有可能已经是贵金属价格的底部位置。探明底部之后，在 2023 年一季度乃至上半年可以收获全市场风险情绪回升带来的贝塔收益，交易阶段性反弹行情。

对于 2023 年的货币政策，基准情形下，一季度末将结束为期一年的加息进程。回顾过去的历史，2000 年以及 2006 年的两轮加息末尾，结束当月通胀表现均未回到彼时的政策目标，但是依旧暂停了加息，在之后的几个月中通胀如期快速回落。比起现实通胀完全回落至通胀目标，联储暂停加息的标准更多是得到通胀风险已经解除的确信。2022 年 12 月 1 日，在 12 月 FOMC 会议召开之前鲍威尔发表了最后一次公开讲话，他从商品、租房、除住房外的服务业三个领域详细剖析了通胀的表现，虽然保持了一定的谨慎说辞，但依旧给出了市场加息放缓的进一步确信。他提到，目前的货币政策已经对抑制通胀取得了“实质性的进展”(substantial progress)，上一次出现这种标志性的用词还是在 2021 年 9 月，随后在 11 月正式开启了 Taper 进程。他甚至明确提到，放缓加息步伐的时机可能最快在 12 月的议息会议上到来。而事实上，在 12 月 FOMC 会议中加息速率如期放缓至 50bp，且终端利率上调至 5.1%，符合市场预期。

根据目前基准情形下的 5%-5.25% 的终端利率，2022 年年底利率上升至 4.25%-4.5% 后，2023 年还有 50bp-75bp 的加息空间，可能是以 2023 年 1 月 25bp、3 月 25bp 的组合进行，或者也可能是以 2023 年 1 月 50bp、3 月 25bp 的组合呈现。即便至 2023 年一季度末通胀尚未回落至 2% 的通胀目标，但是由于货币政策对经济的影响存在一定滞后性，在 2023 年上半年也将迎来加息的尾声。

图 23:12 月 FOMC 的经济预测表明终端利率上调至 5.1%

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2022	2023	2024	2025	Longer run	2022	2023	2024	2025	Longer run	2022	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4	0.5	0.4	1.0	1.3	0.2	0.5	-0.5	1.0	1.4
September projection	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8	0.1	0.3	0.5	1.5	1.4	0.0	0.5	-0.3	1.9	1.4
Unemployment rate	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0	3.7	4.4	4.7	4.3	4.8	3.7	3.9	4.0	5.3	3.8
September projection	3.8	4.6	4.4	4.3	4.0	3.8	3.9	4.1	4.5	4.0	4.6	4.0	4.5	3.8	4.3
PCE inflation	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0	5.6	5.8	2.9	3.5	2.3	2.7	2.0	2.2	2.0	2.0
September projection	5.4	2.9	2.3	2.0	2.0	5.3	5.7	2.6	3.5	2.1	2.6	2.0	2.2	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	4.8	3.5	2.5	2.1	2.0	4.7	4.8	3.2	3.7	2.3	2.7	2.0	2.2	2.0	2.0
September projection	4.5	3.1	2.3	2.1	2.0	4.4	4.6	3.0	3.4	2.2	2.5	2.0	2.2	2.0	2.0
Memorandum: Projected appropriate policy path	4.4	5.4	4.1	3.1	2.5	4.4	5.1	5.4	3.9	4.9	2.6	3.9	2.3	2.5	2.3
Federal funds rate	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5	4.1	4.4	4.4	4.9	3.4	4.4	2.4	3.4	2.3	2.5
September projection	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5	4.1	4.4	4.4	4.9	3.4	4.4	2.4	3.4	2.3	2.5

NOTE: Projections of change in real gross domestic product (GDP) and projections for both measures of inflation are percent changes from the fourth quarter of the previous year to the fourth quarter of the year indicated. PCE inflation and core PCE inflation are the percentage rates of change in, respectively, the price index for personal consumption expenditures (PCE) and the price index for PCE excluding food and energy. Projections for the unemployment rate are for the average civilian unemployment rate in the fourth quarter of the year indicated. Each participant's projections are based on his or her assessment of appropriate monetary policy and in the absence of further shocks to the economy. The projections for the federal funds rate are the value of the midpoint of the projected appropriate target range for the federal funds rate or the projected appropriate target level for the federal funds rate at the end of the specified calendar year or over the longer run. The September projections were made in conjunction with the meeting of the Federal Open Market Committee on September 20-21, 2022. One participant did not submit longer-run projections for the change in real GDP, the unemployment rate, or the federal funds rate in conjunction with the September 20-21, 2022, meeting, and one participant did not submit such projections in conjunction with the December 13-14, 2022, meeting.

1. For each period, the median is the middle projection when the projections are arranged from lowest to highest. When the number of projections is even, the median is the average of the two middle projections.

2. The central tendency excludes the three highest and three lowest projections for each variable in each year.

3. The range for a variable in a given year includes all participants' projections, from lowest to highest, for that variable in that year.

4. Longer-run projections for core PCE inflation are not collected.

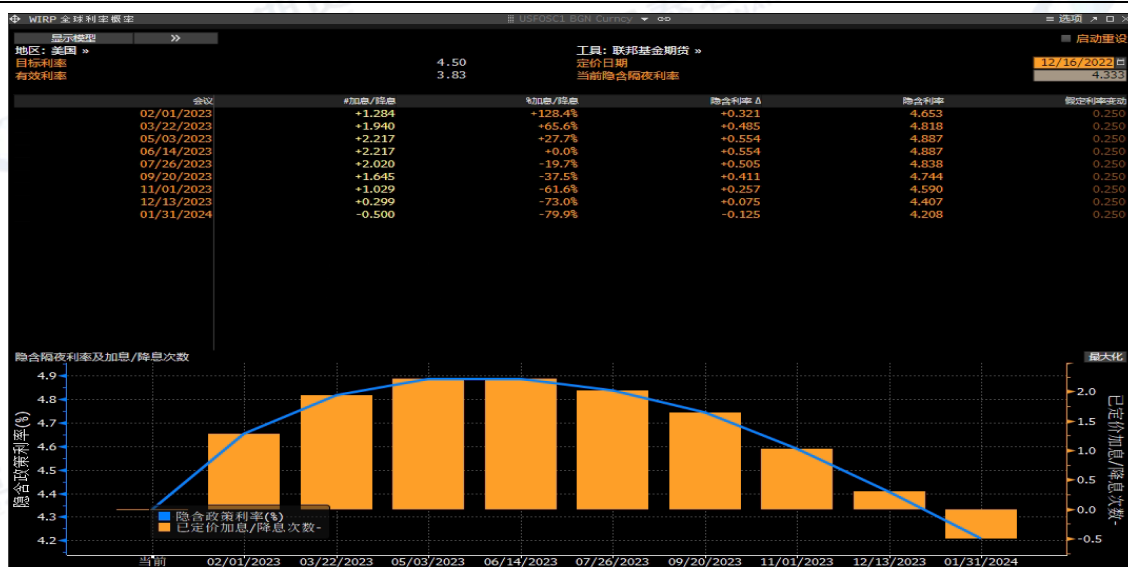
资料来源：FE，国泰君安期货研究

图 24: 2000 年以及 2006 年的两轮加息末尾，结束当月通胀表现均未回到彼时的政策目标，但是依旧暂停了加息，在之后的几个月中通胀如期快速回落



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 25：目前市场预期 5%-5.25% 的终端利率，2022 年年底利率上升至 4.25%-4.5% 后，2023 年还有 50bp-75bp 的加息空间



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

从这个角度来看，名义利率的顶部基本已经出现。上一轮 2015 年 12 月至 2018 年 12 月的加息周期当中，5 年期、10 年期美债收益率的顶点均出现在 2018 年 10 月 5 日，而 2 年期的利率顶点稍微延后出现在 11 月 8 日，相较于当年 12 月联邦基金利率最后一次提高 25bp，已经提前 1-2 个月出现。在情绪已经明显缓和之后，2023 年名义利率预计很难再突破 2022 年 10 月 20 日打出的前方高位。

相对来说，美元的高点出现得更早。美元指数在 9 月 28 日最高接近 115，对应着黄金第一次触及 1630 美元/盎司。当时美元冲高的原因除了货币政策令离岸美元持续收紧流动性外，更直接的驱动是英国财政部发布撒切尔时代以来英国政府最激进的减税方案，同时计划发行 1939 亿英镑的国债，受刺激政策影响下英镑大跌，同时从经济比差程度来看，欧元区 9 月制造业 PMI 低于预期，这两点共同推升了美元。而后，无论是英国取消减税方案，还是欧洲能源危机平稳度过，市场均减轻了对欧洲的衰退预期，来自于非美经济体的风险逐渐减弱，美元随之回落。四季度近一个季度的美元走弱已经证实了，没有相比于 9 月更强大的事件性助推或者是外部刺激的话，美元即便反弹亦无法回到当时的绝对高位。

考虑到此轮利率顶和美元顶的双重压力下黄金才打到 1630 位置，我们认为，在下一轮紧缩周期到来之前黄金或很难再度下破该支撑位。如果后续黄金价格想要再度深跌，预计需要看到比 2022 年 9 月至 11 月更为严苛的货币或者通缩环境。

图 26：名义利率的顶部基本已经出现



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 27：相对来说，美元的高点出现得更早



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

2.2 周期的过渡——大涨未来

尽管货币政策的退坡令贵金属 2023 年一季度可能将迎来阶段性反弹行情，但我们并不认为，在该阶段贵金属已经到了趋势性配置的时间节点——若黄金想要走出更为显著趋势性行情，需要看到实际利率明显走弱，而这需要借助更大的衰退担忧和宽松预期来实现。而显然，在此之前，黄金的上涨大概率将伴随着一些反复。

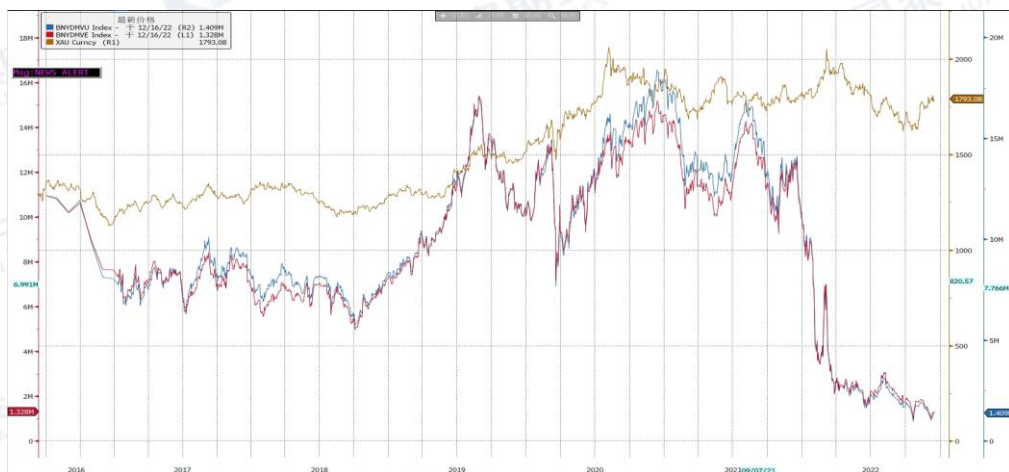
首先，长线避险资金配置仍未回归。贵金属市场的投资者属性，往往可以分为两大类，一类是博取短线投资收益，一类是把贵金属当作长线配置型资产，只有当趋势性机会来临时，这类投资才会选取合适的点位建仓。由于黄金市场的机构投资者相对白银占比更大，所以黄金市场的波动往往更小，趋势性行情更为持久且连贯，且往往能看到 ETF 持仓的同步增加。然而近期黄金迎来不俗的反弹下，黄金 ETF 持仓却并未出现显著的增仓，甚至仍在降低，这或许意味着市场认为目前还没到特别充分的趋势性做多黄金的拐点。此外，全球负利率债券规模仍在持续破新低，资金长周期配置黄金的逻辑尚未到来。

图 28：近期黄金迎来不俗的反弹下，黄金 ETF 持仓却并未出现显著的增仓



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 29：全球负利率债券规模仍在持续破新低，资金长周期配置黄金的逻辑尚未到来



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

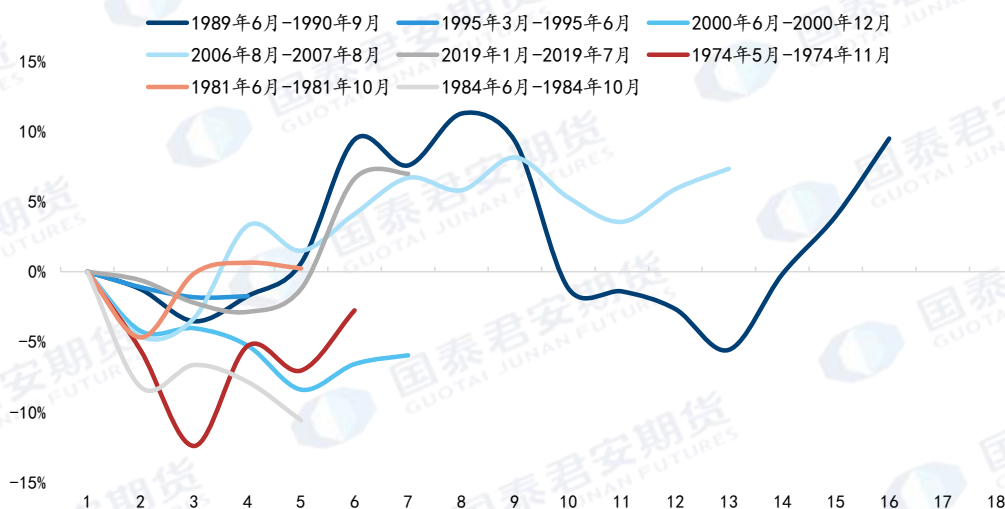
其次，以历史的眼光来看 1970 年代至今，每一次加息结束至降息开启的过渡期间贵金属的表现，在前 3 个月走出了基本一致的下行趋势。我们的统计方法是将每个周期最后一次加息的次月作为起始，下一次降息周期开始的前一个月作为结束，观察黄金的平均月度价格累计涨跌幅。在 1970 年后统计的 8 段过渡期内，平均持续月份为 8.8 个月，最短为 4-5 个月，即假设 2023 年 3 月结束加息，则下一个降息周期开启最早也将在 2023 年 8-9 月才会正式开始。而在所有年份的过渡期间，前三个月黄金走势均重心下移，3 个月后则绝大部分时期黄金价格重新反弹，最后约有一半的过渡期在下一轮降息周期到来之前出现显著回升。

当然历史经验不一定完美复刻，但我们可以从一些共性上寻找合理的解释和内在关联。从逻辑上说，由于美联储的前瞻指引以及市场的预期感知，交易往往是提前的，所以从每一次加息阶段的末尾，名义利率往往已经开始走低，黄金亦基本有一段或长或短的反弹。而真正到了加息结束之后，做多逻辑利好落地，一部分多头止盈离场，令黄金价格回落。而放置于当下的周期，除了上述交易情绪的因素，我们认为黄金价格尚未迎来更好的配置时点，可能在二季度有所回落的原因是，基于衰退的降息预期或许会被反复挑战，而且通胀预期随着现实通胀继

续回落，将限制实际利率的下行空间。

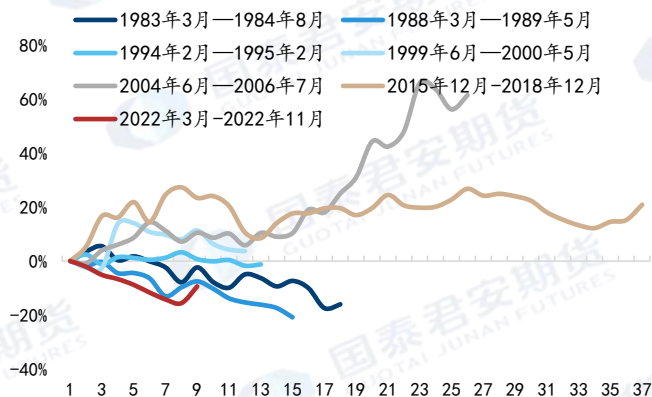
在经历过高通胀的痛苦之后，深刻的教训令美联储对于 Pivot（货币政策转向）将变得相当谨慎。即便未来通胀顺利回落，央行过度鸽派的言论亦可能导致通胀预期重新脱锚。1980 年代沃尔克抗通胀时期，也犯过类似的错误，央行的迟疑会迅速导致通胀预期回升，传导到现实通胀的二次回头。所以我们预计本轮周期中，联储将在降息开启前花费更多的时间审慎地评估经济与通胀水平，以求平稳过渡，那么一些过早的降息预期带来的贵金属反弹表现大概率不会持久。此外，10 年期-2 年期国债收益率表征的期限溢价继续深度走负，不断计价衰退，而 5 年期通胀预期却相对处在高位，仍一定程度上反应通胀的韧性。未来，需求下行带动现实通胀持续回落应是降息之前的必经过程，此时通胀预期将进一步跟随，打开下行空间。届时，尽管名义利率有所下行，但通胀预期的走弱将对冲掉一部分，令实际利率下行空间有限而呈现震荡态势，黄金则失去通胀的内在支撑而继续冲高动能不足，价格震荡回落。2006 年 8 月至 2007 年 8 月的加息至降息的过渡期间内，实际利率与贵金属就如此表现。

图 30：1970 年代至今，每一次加息结束至降息开启的过渡期间，贵金属在前 3 个月走出基本一致的下行趋势



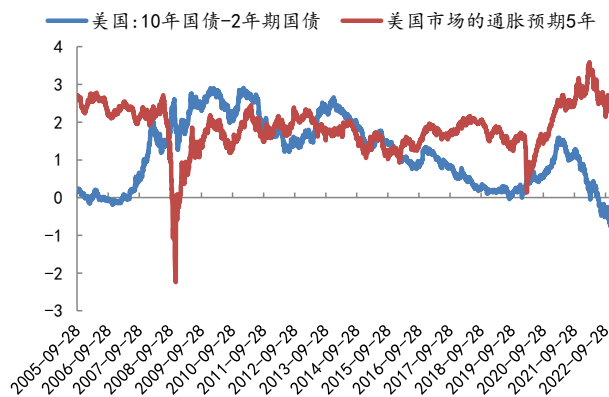
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 31：每一次加息阶段的末尾，黄金基本有一段或长或短的反弹



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 32：10 年期-2 年期国债收益率表征的期限溢价继续深度走负，5 年期通胀预期却相对处在高位



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2.3 降息预期的起点——长线配置机会到来

如果说 2022 年的主旋律是紧缩，那么在 2023 年上半年货币政策退坡以及通胀数据回落后，我们认为 2023 年，尤其是进入下半年，宏观的叙事逻辑将显著转为能否软着陆、何时衰退、是否会启动降息等等一系列与经济增长以及宽松相关的议题上。在这个阶段，无论是基于衰退焦虑的避险情绪，还是预期宽松周期即将到来，贵金属多头的性价比再度显现，且有机会抓住中长周期的趋势性上涨行情。

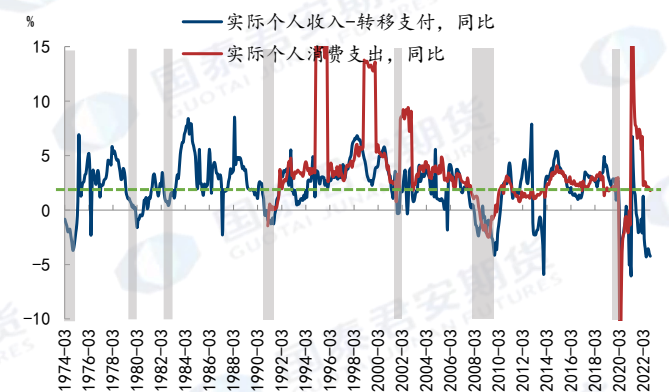
不过，从每次 FOMC 会议均大幅修改 SEP 即能看出，即便是美联储当下亦处在无法准确掌控经济走向的混沌阶段，甚至目前对于软着陆或是硬着陆都没有十足的把握。鲍威尔在 11 月 FOMC 会议中提到，随着利率的不断提高，软着陆的通道越来越狭窄，但是在 12 月 1 日鲁金斯演讲后的问答环节，鲍威尔又强调了相信软着陆是有可能做到，软着陆路径变窄不代表没信心。尽管难以精准预判经济数据的变化，但是我们可以为投资者提供一些“路标”——当观察到一些数据释放了足够的信号，黄金则能够开启顺畅交易，收获属于黄金的阿尔法收益。

2.3.1 寻找衰退交易的“路标”

我们在《美国“衰退交易”何时到来、如何开启？——探索宏观主线切换及推演大宗商品走势》（发表于 2022 年 9 月 20 日）一文中曾经详细分享过观察美国经济的视角，根据 NBER 官方定义，以扣除转移支付的实际个人收入、非农就业、家庭调查就业、实际个人消费支出、批发与零售实际值、工业生产指数等 6 个主要指标为判断依据，概括来看可分为就业、消费、工业生产三个维度的经济表现来观察定义是否进入衰退。

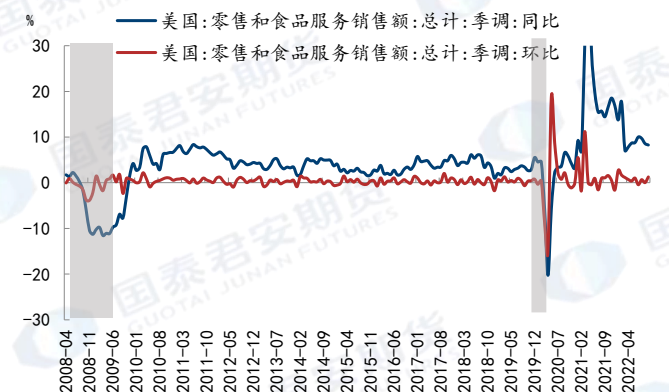
首先是消费方面，未来居民储蓄对消费的托底将渐弱，消费项将逐步下滑。从 NBER 最为关注的个人支出、收入和零售数据来看，过去官方定义的衰退期内均有同比转负的情况出现，而当下零售数据尚且表现良好，扣减转移支付的实际个人收入与支出数据却已基本落入衰退区间。而从居民超额储蓄来说，2022 年 1 月开始消耗 2021 年由财政转移支付带来的超额储蓄，目前已经基本占据一半左右，若线性外推，至 2023 年 8 月将消耗完全，届时美国居民消费将加速走软。

图 33：扣减转移支付的实际个人收入与支出数据已基本落入衰退区间



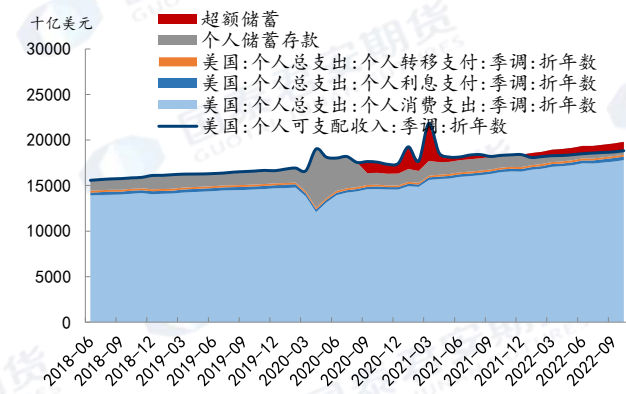
资料来源：Wind、国泰君安期货研究 备注：灰色部分为 NBER 衰退期

图 34：零售数据与支出数据尚且表现良好



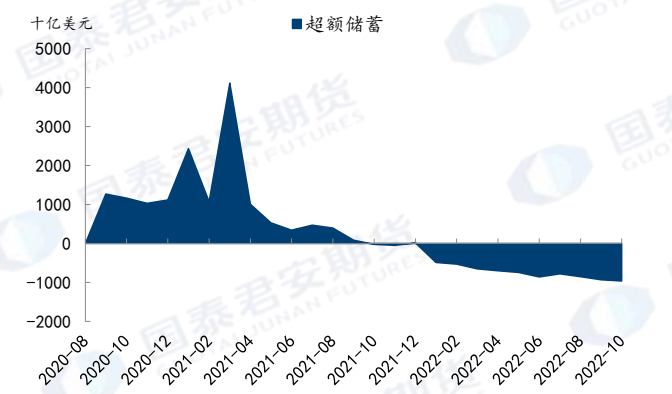
资料来源：Wind、国泰君安期货研究 备注：灰色部分为 NBER 衰退期

图 35：2022 年 1 月开始消耗超额储蓄，目前已过半



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

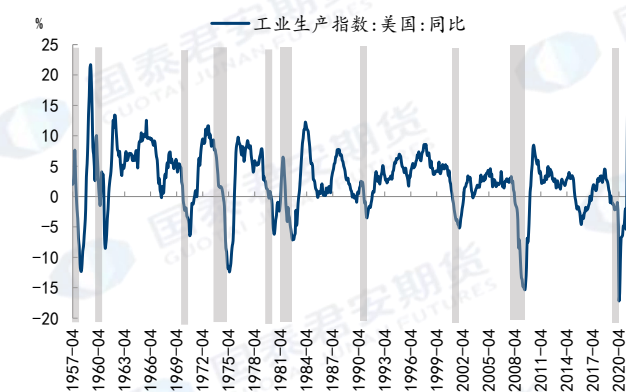
图 36：线性外推，超额储蓄至 2023 年 8 月将消耗完全



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

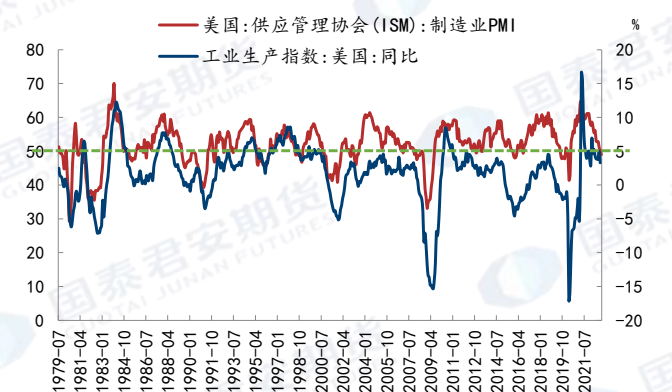
其次，工业生产表现方面，未来 3-4 个月或继续萎缩。目前工业生产指数增速稳定在警示区间（0%-2.5%）的上限附近，但是 PMI 作为工业生产指数领先 3-4 个月的前瞻指标，目前美国 11 月 ISM 制造业指数和 Markit 制造业 PMI 两年半来首次陷入萎缩区间，这意味着前瞻指标的引领下，工业生产指数或将成为各大衰退指标中首现衰退信号的重要指标，且若工业生产指数骤降至 2.5% 之下，那么衰退现实将近在咫尺。同时，工业生产指数较美国全社会库存为领先指标（领先一个季度左右），在工业生产指数已率先进入下行通道且将持续下行之时，已现同比拐点的制造商库存或将带领批发商库存以及零售商库存进入企业主动去库存周期。主动去库存周期通常持续一年左右，进而有望延续至 2023 年 Q3，年底或转向被动去库存。

图 37：工业生产指数增速稳定在警示区间（0%-2.5%）的上限附近



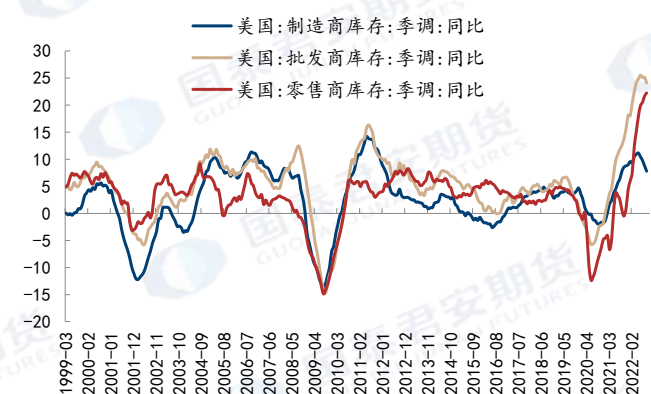
资料来源：Wind、国泰君安期货研究 备注：灰色部分为 NBER 衰退期

图 38：目前美国 11 月 ISM 制造业指数两年半来首次陷入萎缩区间



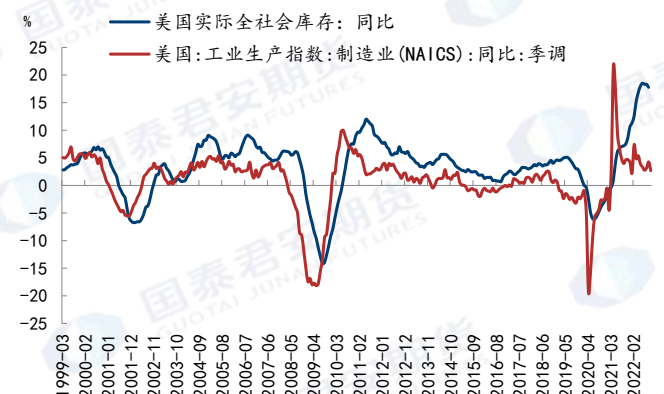
资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 39：企业进入主动去库周期



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

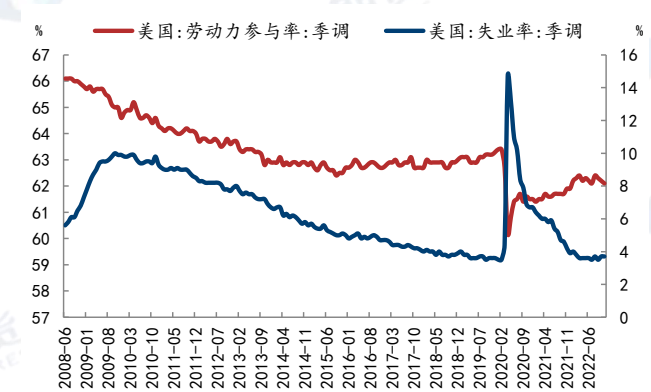
图 40：工业生产指数较美国全社会库存为领先指标（领先一个季度左右）



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

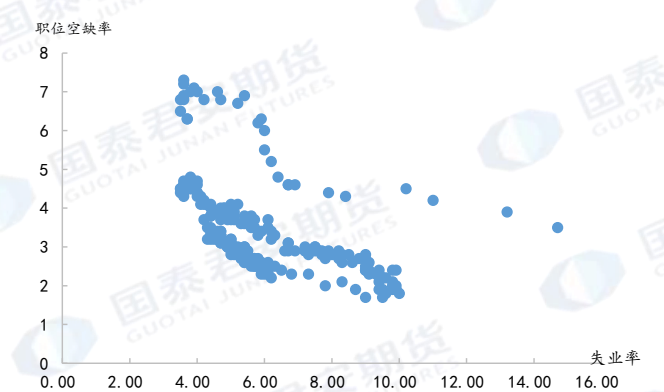
最后，失业率的表现是观察衰退与否、影响衰退预期的最重要的路标。就业数据的“官方性”进一步体现在，市场参与者（交易）的情绪固然会因为更广泛的经济活动数据波动，而产生预期变化并驱动大类资产出现短期波动，但就业数据则是能够驱使政策制定者（美联储）对于经济状况和货币政策路径给出官方定性，从而驱动中长期的交易主线逻辑变化，并改变大类资产的配置结构。所以美国就业数据变化将必然是判断美国经济是否进入衰退的重要线索。从就业表现来看，劳动力市场的主要矛盾从需求旺盛转移至供给回归的过程中，随着 11 月劳动参与率进一步回落至 62.1%，供需紧俏并未得到显著缓解，失业率上行平缓，且月度新增就业人数保持健康。而由于一些劳动力人口的永久性退出，供给侧的结构性问题难以解决，只能等待需求的降温来达到劳动力市场的再平衡。根据贝弗里奇曲线，职位空缺-失业率组合在曲线移动的斜率决定了是“硬着陆”还是“软着陆”，倘若能走出有别于最上方曲线的较为陡峭的路径，那么“软着陆”并非不可期。

图 41：11 月劳动参与率进一步回落至 62.1%



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 42：职位空缺-失业率组合在曲线移动的斜率决定了是“硬着陆”还是“软着陆”



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

总结来看，我们认为在 2023 年下半年，黄金涨跌波动将不再锚定通胀，而是由消费、工业生产、以及就业组成的一系列表征衰退水温的经济数据。目前如扣减转移支付的实际个人收入与支出数据、制造业 PMI 已经初现衰退信号，未来可重点关注的“路标”是：零售数据、工业生产指数、失业率与劳动参与率，当以上指标亦加

速下行而落入衰退预警区间时，衰退或将全面到来，黄金上行趋势亦逐渐确立。

2.3.2 以史为鉴观察黄金在衰退与软着陆时期表现，基准情形下本轮衰退深度不看深

如果当真迈入衰退，那么黄金的配置价值从历史上衰退期的表现就能得以彰显。从 1970 年代至今，除了 1980 年那轮衰退中黄金先向上冲高、后因史无前例的紧缩型货币政策而回落、最终收跌外，每一轮黄金都录得不俗的涨幅，绝大部分衰退期内跑赢标普 500 等风险资产，有效对冲外部风险。而后在因衰退而采取宽松的货币政策之后，黄金持续地保持上行趋势。

然而，并不是所有的加息周期后均伴随着衰退的到来。美联储从 1970 年代以来共开启了 9 轮货币政策紧缩周期，其中 7 次引发了经济衰退，有 2 次成功实现了“软着陆”，分别为 1983 年 3 月-1984 年 8 月以及 1994 年 2 月-1995 年 2 月。回顾这两轮货币政策周期时黄金的表现，我们发现，如果经济表现为软着陆，不存在引发衰退的风险时，黄金的表现并不突出，无论是加息时、加息至降息的过渡期、还是降息周期，均呈现弱势震荡、重心下移的态势。

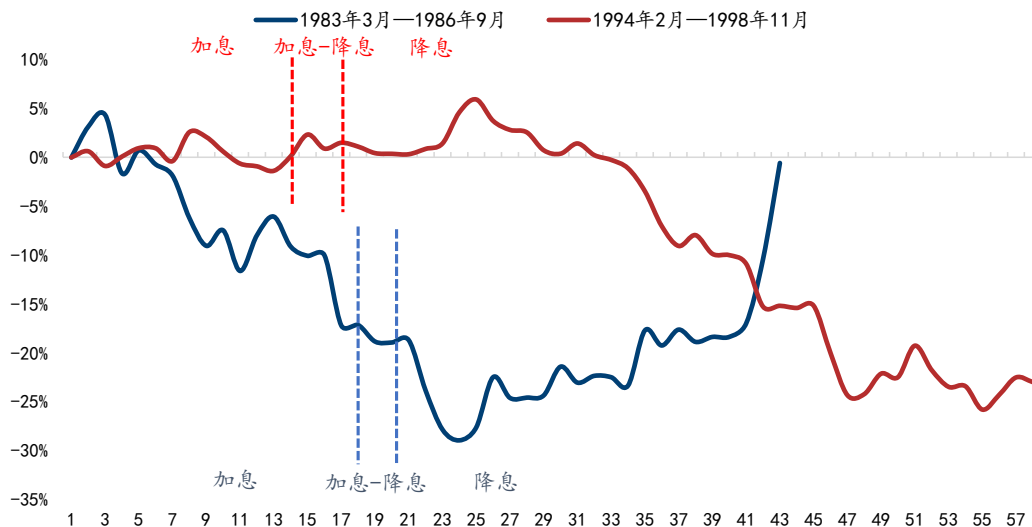
回到本轮周期，能够较为明确的是，由于居民以及企业资产负债表较为健康，各类资产出现类似于 2008 年金融危机或者 2020 年疫情冲击式的尖底深 V 表现可能性较小，即便进入衰退期，其衰退深度也不看深。对应到贵金属板块，这样可能会一定程度上限制其上行空间，但是从交易的角度来看，在下半年灵活择机做多黄金依旧有可能是胜率较高的策略。

图 43：从 1970 年代至今，除 1980 年外，每一轮黄金都录得不俗的涨幅



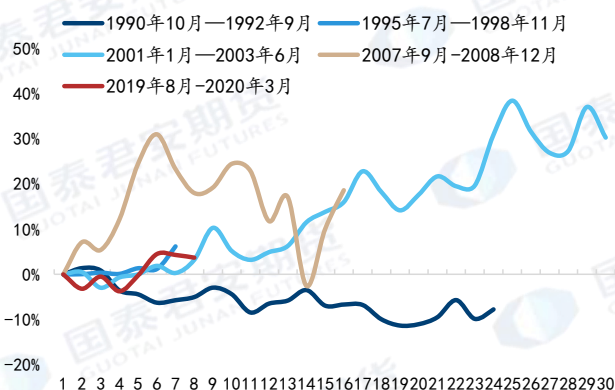
资料来源：Wind，国泰君安期货研究 备注：灰色部分为 NBER 衰退期

图 44：1979 年后仅有 2 次成功实现了“软着陆”，而期间黄金的表现并不突出



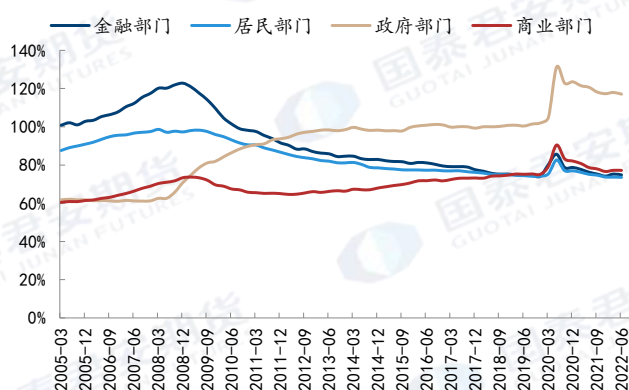
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 45：1990 年至今的降息区间中，在因衰退而采取宽松的货币政策之后，黄金大概率保持上行趋势



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 46：当前美国主要宏观各部门的资产负债表除了政府部门，都并不处于高位



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

2.4 白银定价逻辑的十字路口——实物供需因子权重增加

在 1.2 中我们提到，白银实物端的紧缺似乎已初现端倪。过去，在白银的定价逻辑中鲜有看到实物供需的身影，这一方面是由于白银的贵金属属性占据了其价格的绝对主导地位，与黄金价格的联动性也极为紧密。对比世界白银协会提供的白银实物供需平衡以及年底白银年度涨跌幅，两者相关性仅为 0.21 且正负影响不稳定，而净 ETP 需求与年度涨跌幅相关性达到 0.77，加上净 ETP 需求后的平衡与年度涨跌幅相关性达到 -0.70，由此可见投资性需求对白银价格的重要影响。另一方面，全球保有的大量白银库存令近两年出现的供需缺口没有造成实物方面的严重短缺。以最新数据来计算 LBMA、COMEX、上期所、金交所的白银显性库存，合计约为 1282 百万盎司，超过白银一年的供给量，有较为充足的白银库存可以弥补缺口。

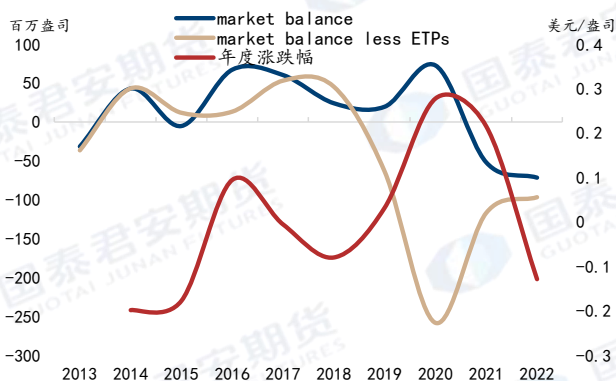
然而近期快速行至低位的库存以及未来白银巨大的需求增量预期，叠加加息放缓情绪，令白银短期获得强劲的上行动能，市场亦对白银赋予了极大的关注度——沉淀资金已经达历史极高值，白银 ETF 持仓量近期在黄金 ETF 持仓仍在减少时有所增加。我们或许正走在白银定价逻辑转变的关键十字路口，在以光伏为代表的工业

需求日益增加时，白银尖锐突出的实物供需矛盾将令其拥有超出贵金属定价的更大溢价空间。

为此，2022 年四季度我们开启了“银光闪烁”白银商品属性分析的系列报告，目前已经对外发布的 2 篇报告中详细地梳理了全球白银供需格局，并剖析未来白银产量释放空间。结论来看，我们认为银矿山新项目较少，短期难以看到巨幅放量，且不断抬高的生产成本与受到压制的白银价格将使得未来白银生产企业的利润难以大幅扩张，白银供应释放弹性较为有限，预计 2023 年全球白银供给同比增速为 2.3%，2024 年及之后增速放缓，基本维持 1055Moz 附近。

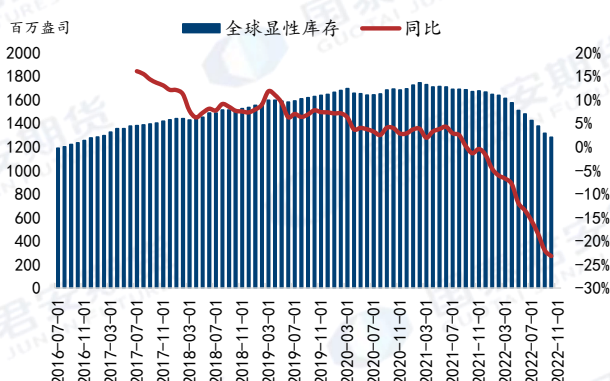
根据我们对光伏用银的测算，2022 年光伏用银量约接近 2637 吨，2023 年预计为 3902 吨，至 2030 年或能达到 14582 吨，年复合增长率达到 23.8%。结合对供应的判断，2022 年白银实物供需（包括 ETF 变动以及 2022 年印度进口白银增量）缺口约为 2674 吨，2023 年缺口或可达 6610 吨，至 2030 年该缺口或接近 16047 吨。仅从 2022 年来说，光伏需求为白银供需带来的缺口并没有那么显著，但从库存角度依旧能看到超过 6000 吨的去库，这其中或受到印度超量进口 8000 吨白银的影响，库存快速去化的持续性我们在未来的研究中还将持续跟踪。

图 47：白银实物供需平衡和白银年度涨跌幅相关性仅为 0.21 且正负影响不稳定



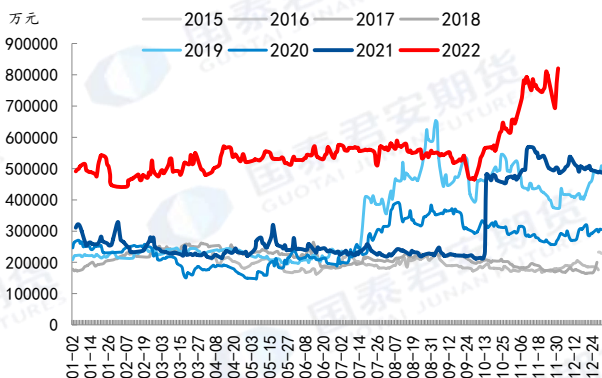
资料来源：世界白银协会，国泰君安期货研究

图 48：全球白银显性库存合计约为 1282 百万盎司



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 49：白银期货市场沉淀资金已经达历史极高值



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 50：白银 ETF 持仓量近期在黄金 ETF 持仓仍在减少时有所增加



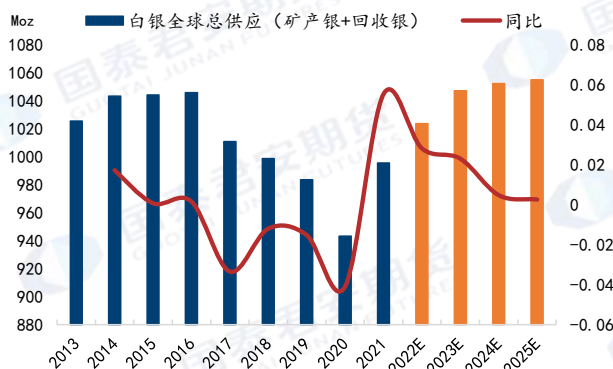
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 51:我们预计全球白银供给 2023 年同比增速为 2.3%

Moz	矿产银	回收银	白银供给	同比
2021	822.6	173	995.6	
2022E	843.2	180.5	1023.7	2.8%
2023E	863.2	184.1	1047.3	2.3%
2024E	864.6	187.8	1052.3	0.5%
2025E	863.6	191.5	1055.1	0.3%

资料来源: 国泰君安期货研究

图 52: 白银全球供给 2024 年及之后增速放缓, 基本维持在 1055Moz 附近



资料来源: 国泰君安期货研究

图 53: 2022-2023 年光伏用银量约为 2637 吨、3902 吨, 至 2030 年或达到 14582 吨, 年复合增长率达到 23.8%

	2021	2022	2023	2025	2030
全球新增装机量 (GW)	133.0	241.0	356.0	572.0	1563.0
电池片需求量 (GW)	159.6	289.2	427.2	686.4	1875.6
晶硅电池 (GW)	151.6	274.7	405.8	652.1	1781.8
Market share	95%	95%	95%	95%	95%
BSF 电池					
Market share	4%	2%	1%	0%	0%
单位用银量 (t/GW)	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
白银需求量	291.1	263.8	97.4	0.0	0.0
PERC 电池					
Market share	92%	83%	74%	62%	24%
单位用银量 (t/GW)	12.00	8.00	7.84	7.53	6.08
白银需求量	1673.9	1824.3	2461.4	3203.3	2738.1
TOPcon 电池					
Market share	2%	10%	16%	20%	32%
单位用银量 (t/GW)	15.00	12.00	11.41	10.31	8.00
白银需求量	45.5	329.7	740.7	1344.3	4560.6
HJT 电池					
Market share	1%	4%	8%	15%	37%
单位用银量 (t/GW)	25.00	20.00	18.57	16.01	11.05
白银需求量	37.9	219.8	602.9	1565.9	7283.7
全球白银总需求量	2048.4	2637.5	3902.5	6113.6	14582.4
环比增速		29%	48%	57%	138.5%
银浆	2926.3	3767.9	5575.0	8733.7	20832.0
中国新增装机量 (GW)	54.9	95.2	120.8	256.8	661.7
中国白银总需求量	845.2	1041.9	1324.2	2744.7	6173.5

资料来源: 国泰君安期货研究

图 54：2022 年白银实物供需（包括 ETF 变动以及 2022 年印度进口白银增量）缺口约为 2674 吨，2023 年缺口或可达 6610 吨，至 2030 年该缺口或接近 16047 吨

年份	2021	2022E	2023E	2025E	2030E
光伏用银总量（公吨）	2048.4	2637.5	3902.5	6113.6	14582.4
光伏用银每年增量（公吨）	88.4	589.1	1265.0	1105.6	1693.8
白银实物供需平衡（公吨）	-44.6	-5078.7	-5609.6	-7578.1	-15046.9
光伏用银增量对供需平衡的扰动	-198.3%	-11.6%	-22.6%	-14.6%	-11.3%
白银ETF每年增量（公吨）	1170.0	-2405.0	1000.0	1000.0	1000.0
白银ETF增量对供需平衡的扰动	-2624.9%	47.4%	-17.8%	-13.2%	-6.6%
白银供需平衡（扣减ETF后）（公吨）	-1214.6	-2673.7	-6609.6	-8578.1	-16046.9

资料来源：国泰君安期货研究

3. 总结：周期轮转，把握阶段性多头行情

2022 年历史级别的高通胀以及紧随其后的全球货币政策紧缩令黄金走出先上后下的行情。2023 年处在周期交界阶段，潜在的衰退担忧又平添了一抹不确定的色彩，令贵金属的行情逻辑、主线条都不是那么明晰，但是当黑暗过去，黎明前的曙光总会来临。我们将贵金属的价格研判分为三个阶段：在紧缩的尾声、周期的过渡，以及降息预期的起始下，黄金或将一季度反弹、二季度至年中震荡回落、下半年迎来趋势性做多拐点，全年看重心上移。

首先，我们认为黄金底部已现，在一季度加息逐渐进入尾声，黄金将迎来反弹行情带来的贝塔收益。通胀由于各个分项的同步走软，基准情形下，通胀至 2022 年 12 月回落至 6.5% 附近，2023 年一季度回落至 3%-5% 的区间内。2023 年上半年货币紧缩必要性减弱，逐渐退坡，则利率与美元底部已出，可能对应黄金 1630 位置，在下一轮紧缩周期到来之前黄金大概率很难再度下破该支撑位。如果后续黄金价格想要再度深跌，预计需要看到更为严苛的货币或者通缩环境。

其次，若黄金想要走出更为显著的趋势性行情，需要看到实际利率明显走弱，而这需要借助更大的衰退担忧和宽松预期来实现，显然在周期过渡阶段，黄金的上涨大概率将伴随着一些反复。第一，长线避险资金配置仍未回归。第二，回顾 1970 年代至今，每一次加息结束至降息开启的过渡期间贵金属在前 3 个月走出了基本一致的下行趋势。第三，我们预计本轮周期中，联储将在降息开启前花费更多的时间审慎地评估经济与通胀水平，以求平稳过渡，一些过早的降息预期或许会被反复挑战，而且通胀预期随着需求走弱、现实通胀继续回落，将限制实际利率的下行空间。

最后，在进入 2023 年下半年，无论是基于衰退焦虑的避险情绪还是预期宽松周期即将到来，贵金属多头的性价比再度显现，且有机会抓住中长周期的趋势性上涨行情。我们相信 2023 年黄金将是大宗商品板块表现较为亮眼的品种。

视角聚焦白银，我们或许正走在白银定价逻辑转变的关键十字路口，在以光伏为代表的工业需求日益增加时，白银尖锐突出的实物供需矛盾将令其拥有超出贵金属定价的更大溢价空间。结合对供应的判断，2022 年白银实物供需（包括 ETF 变动以及 2022 年印度进口白银增量）缺口约为 2674 吨，2023 年缺口或可达 6610 吨，至 2030 年该缺口或接近 16047 吨。

投资展望方面，2022年在贵金属投资策略上建议关注：阶段性单边期货逢低做多，择时ETF买入，阶段性看空金银比。

1、阶段性单边期货逢低做多。在整体看重心上移的格局下，黄金一旦因为情绪的边际变化而下跌，就有比较好的低位买入机会，技术上1630美元/盎司位置或有较强的安全边际。

2、ETF长线配置。对于配置周期偏中长期且风险偏好程度较低的投资者而言，金银ETF（LOF）是进行大类资产配置比较理想的一种投资工具。我们认为2023年周期拐点来临，黄金可能有机会迎来比较好的长周期配置时点。

3、跨品种套利上，基于2023年白银实物供需保持紧缺的判断，我们阶段性看空金银比，警惕衰退交易来临之时，金银比或转为上行通道。

风险点：1、通胀超预期坚韧，下行速度缓慢，利率中枢超预期抬高；2、突发性风险事件爆发。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038635 传真：021-33038762

国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

国泰君安期货客户服务电话 95521