

联储政策转向宽松 黄金刷新新高可期

方正中期期货稀有贵金属研究中心

——黄金一季度行情回顾及二季度展望

作者：史家亮 王骏

摘要

执业编号：F3057750（从业） Z0016243（投资咨询）

F0243443（从业） Z0002612（投资咨询）

联系方式：010- 68578820 / shijialiang@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2023年4月8日星期六

一季度，宏观逻辑迅速转变，贵金属呈现过山车式行情，整体维持强势。

美联储货币政策调整节奏预期依然是黄金走势的核心影响因素，美欧银行业风险的爆发，从避险需求直接利好黄金，亦通过影响美联储货币政策调整节奏期间接利好黄金走势；当然美元指数和美债收益率的先强后弱走势亦直接影响黄金行情。伦敦金现整体在 1804.5-2009.5 美元/盎司区间偏强运行，涨幅为 8%；沪金整体在 408.5-445.94 元/克区间强势运行，涨幅达到 7.77%。4 月初，黄金再度走强，伦敦金现一度涨至 2032 美元/盎司，距离历史前高仅一步之遥；沪金一度涨至 448 元/克，距离历史前高仅一步之遥。

2023 年，美联储货币政策调整节奏与经济衰退继续主导黄金走势，地缘政治、主权债务风险以及银行业危机等黑天鹅事件亦会影响黄金走势；美元指数和美债收益率的波动与黄金走势密切相关。美联储政策收紧转向宽松预期，对黄金形成利好影响；经济衰退预期从避险属性利好黄金，故政策宽松转向和经济衰退担忧均利好黄金，美元指数和美债收益率持续回落可能性大，对黄金亦形成利好影响。故 2023 年，黄金整体仍将维持震荡偏强走势，一季度因为政策调整节奏的转变、银行业风险以及经济衰退的预期，整体呈现先强后弱再度走强表现，二季度，黄金高位偏强运行可能性大，刷新历史新高可能大。

2023 年二季度，银行业风险有所消退、美联储政策宽松预期被市场所计价、通胀仍维持在高位，黄金存在调整的预期和空间；当然，美国银行业风险未消除、美联储货币政策整体维持宽松预期、美欧经济衰退或难免，黄金整体维持震荡偏强行情概率大；故需要重点关注美联储货币政策调整节奏的预期和经济衰退的预期，建议等待低吸机会。伦敦金现整体在 1800-2075 美元/盎司区间偏强运行可能性大，沪金 400-460 元/克主区间偏强运行可能性大；黄金刷新历史新高概率较大，若突破历史前高后，运行区间调整为 1800-2200 美元/盎司/400-485 元/克。风险事件引发避险需求，鹰派加息逻辑转为鸽派宽松，贵金属强势上涨，不建议追涨，关注调整的低吸机会。前期多单或继续持有或高位了结落袋为安，未入场者等待低吸机会。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

请务必阅读最后重要事项

目录

第一部分 黄金长期走势和 2023 年一季度走势回顾	3
一、1973-2022 年黄金市场行情回顾	3
二、2023 年一季度黄金价格走势分析	7
三、2023 年一季度黄金期货期权成交数据统计	10
第二部分 经济、政策与宏观指标分析	12
一、全球经济衰退偏下行	12
(一) 2023 年美欧经济衰退或难免	12
(二) 衰退交易或再度出现	14
二、美欧银行业风险消退但是未消除	15
三、联储加息节奏预期大幅转变 政策收紧接近尾声	16
四、美债收益率震荡走弱可能性大	19
五、美元指数持续走弱 弱势行情将会持续	22
第三部分 美债美元、通胀与金银逻辑分析	25
一、美债与金银逻辑分析	25
二、通胀指标对黄金价格影响在持续弱化	26
三、美元指数与黄金关联性分析	28
第四部分 美联储货币政策转向与黄金行情演绎分析	31
一、联储资产负债表规模与黄金走势分析	31
二、美联储 2004-2006 年加息周期黄金走势分析	32
三、美联储 2015-2018 年加息周期黄金走势分析	33
四、美联储政策调整预期下黄金走势分析	35
第五部分 黄金供需基本面分析	37
一、2022 年全球黄金需求大幅增加	37
二、全球黄金市场供需及黄金价格走势影响分析	38
三、CFTC 持仓和 ETF 持仓分析	40
第六部分 黄金相关的核心宏观指标解读	42
一、人民币走势与黄金走势分析	42
二、金银比分析	46
三、金油比分析	48
四、金铜比分析：中长期做多金铜比价值仍存	50
第七部分 黄金技术分析和季节性分析	53
一、黄金技术分析	53
二、黄金季节性分析	56
三、行情估算矩阵	58
第八部分 总结全文和操作建议	59
一、全文总结	59
二、黄金后市展望	60
三、黄金期权投资策略分析	61
四、对金银产业链企业建议	63
相关股票	64

第一部分 黄金长期走势和 2023 年一季度走势回顾



图 1 伦敦金现长期走势回顾

数据来源：Wind、方正中期研究院

一、1973-2022 年黄金市场行情回顾

1944 年 7 月进入布雷顿森林体系时期，每盎司黄金为 35 美元是国际货币基金组织成员国之间通用的官价，各国政府或中央银行可按照官价用美元向美国兑换黄金，各国政府协同美国在国际金融市场上维持黄金官价不受自由市场金价影响。20 世纪 70 年代，布雷顿森林体系解体后，黄金和美元正式脱钩，黄金价格开始市场化自由运行。从 20 世纪 70 年代初到 2022 年，黄金市场经历了多轮牛熊市转变过程，以美元计价的黄金价格虽然在不同的历史时期呈现出不同的发展特点和走势，但是整体来看，黄金价格在近半个世纪以来呈现上涨趋势。

黄金和美元脱钩后的 1972-2022 年，黄金市场整体划分为五个阶段或者三轮行情：

第一阶段，即 1973-1980 年间的第一轮牛市，布雷顿森林体系解体后，抑制黄金的政策性因素终于消退，积攒的向上冲量集中爆发，美元货币超发与通货膨胀，政局动荡与石油危机，黄金生产亦处于停滞状态等因素的综合影响，国际金价从 42 美元/盎司开始持续拉升。

美元货币超发与通货膨胀方面，1978-1980 年，美国单纯的货币超发带来的经济刺激负面影响开始显现，美元指数持续走弱，经济出现明显的滞胀，失业率高达 10.8%而通胀率则超过了 12%，完全不同于 2019 年美国的通胀不足 2%失业为 3.4%的表现，而 1979 年经济合作与发展组织 24 个成员国的平均通货膨胀率已经达到 12%，自然可以想象当时市场的恐慌。政局动荡与石油危机方面，1973 年第四次中东战争爆发造成了历史上第一次石油危机，而 1979 年伊朗伊斯兰革命再度造成石油短缺，美伊关系恶化引发美元低位的衰落，当然还有苏联入侵阿富汗，并欲染指伊朗和巴基斯坦，甚至威胁沙特阿拉伯等；地缘政治风险集中爆发，使得黄金需求大增。恐慌情绪蔓延和政局动荡下具有避险属性的贵金属自然会受到青睐。另外，黄金生产方面，世界黄金生产增长停滞，十年间产量不增甚至是减少，而黄金需求大增，故利好黄金价格。黄金在此期间出现了较强的涨幅，从开始的 42 美元/盎司直接涨到 850 美元/盎司，涨幅达 20 倍。

第二阶段，即 1980-2000 年间的第一轮熊市，金银市场陷入萎靡。黄金在 1980 年创出 850 美元/盎司的新高后，到 1999 年黄金的价格就已经跌到了 251.9 美元/盎司的 20 年低位，跌幅达到 70.36%，黄金市场的信心受到了极大的挫伤。美联储提高利率和美元走强、沙特阿拉伯增产与石油价格崩溃、苏联解体与黄金抛售、经济稳定与美股牛市等因素，均是黄金 20 年熊市的根源。

在此期间，美联储实施紧缩货币政策，提高利率利空黄金，而广场协议后的美元走强则直接冲击黄金价格；美苏争霸，美国政府为抑制本国通胀、刺激经济复苏和打压苏联石油收

入，迫使沙特阿拉伯于 1986 年燃起第二次世界大战后国际石油市场最惨烈的价格战；苏联解体，不得已抛售黄金解决食品供应问题；90 年代，苏联解体、冷战结束、互联网技术兴起，使得美国经济稳定强劲，极大地改善了市场的风险偏好，资金大量流入股市，避险情绪消退，失去避险和抗通胀环境的黄金亦陷入最黑暗的时期。二十年间，虽然又伴随着几轮快速的经济牛熊切换，伴随着美联储的加息降息，甚至伴随着冷战与中东动荡，避险、抗通胀与投资价值时隐时现，金价就是在 250-500 美元/盎司之间宽幅震荡 20 年。

第三阶段，即 2000-2011 年间的黄金第二轮牛市。该阶段，互联网经济泡沫破裂、恐怖主义抬头、中东等地缘政治频发、次贷危机引发国际金融危机，美联储大幅降息并实施多轮量化宽松政策，黄金 ETF 迅猛发展增加黄金投资需求，黄金价格持续上涨，一度涨至 1920 美元/盎司的高位，12 年间涨幅达到 7 倍。本阶段又可以分为两个小阶段，即 2000-2008 年，国际金融危机爆发前的黄金牛市，以及 2008-2012 年国际金融危机爆发后的黄金牛市，该阶段亦是 20 世纪以来的最大牛市行情。

2000-2008 年，国际金融危机爆发前，全球政治经济格局出现了新的变化，在互联网经济泡沫破裂、911 事件等恐怖主义抬头、欧元流通改变美元霸权地位、黄金 ETF 投资快速发展、伊朗核问题引发的新一轮中东地缘政治风险、中国加入 WTO 引发大宗商品的强劲需求等一系列因素的综合影响下，黄金价格迎来了久违的上涨行情，从 2001 年的 260 美元/盎司涨至 2008 年的 1000 美元/盎司。

2008-2011 年，国际金融危机爆发后，黄金迎来 20 世纪 70 年代以来最大的黄金牛市。2008 年，美国房地产泡沫破裂，次贷危机爆发，美国股债全线暴跌，然后蔓延到欧盟以及日本等主要金融市场，引发国际金融危机。美联储等国际主要经济体央行大幅降息并实施多轮量化宽松政策救市，虽然经济很快从衰退中复苏，但是超宽松的货币政策彻底改变了全球经

济和金融格局，全球陷入严重的结构性矛盾中。全球主要央行的大规模货币政策刺激，主权国家信用危机重创全球信用市场，叠加高通胀影响，具有货币属性和债券属性的黄金收到格外的青睐，持续上涨，触及 1920 美元/盎司历史高位。

第四阶段，即 2011 年至 2018 年 9 月的第二轮熊市。国际金价创出 1920 美元/盎司的新高后，持续回落，跌势是 30 年以来最大。本轮下跌是投资者偏好股市以及黄金 ETF 的持续减仓造成的技术性调整，国际投行不断下调黄金价格预期以及投机资金的退出亦是起到了推波助澜的作用；而究其根本原因则是美联储开始退出量化宽松政策并开始加息，引发黄金市场恐慌性抛售。在 2014 年的时候，黄金市场发生了针对加拿大丰业银行、英国巴克莱银行、德意志银行、汇丰银行和法国兴业银行的共同诉讼，指控这些银行在 2004 年到 2013 年间操纵伦敦金现的报价，也对市场产生一定当量的打击。黄金价格最低跌至 1046 美元/盎司的低位。当然，该阶段的尾声，英国意外脱欧、中美贸易摩擦以及特朗普的逆行倒施全球外交政策使得黄金一度走高，但是没有改变黄金的整体弱势走势。

第五阶段，即 2019 年至今的第三轮牛市，美国紧张的劳动力使得其经济前景增长乏力，全球经济缺乏经济增长点，在这种情况下美联储为进一步刺激经济良性发展而终止加息，但最终因为全球总需求不足，以及美国自身的劳动力水平持续透支，而出现经济增速超出预料的下滑，并在 2019 年下半年开始陷入全球式衰退，美联储连续 3 次下调联邦基金利率并于 2019 年 8 月提前停止缩表，众多经济体央行亦再次推出宽松的货币政策，欧美市场的 ETF 购买力激增，大大刺激了消费者购买黄金的需求。黄金价格一路走高，重新回到 1500 美元/盎司上方。

2020 年，全球经济仍处于下行之际，新冠肺炎疫情突如其来，侵袭各个国家，全球经济雪上加霜，陷入停滞乃至衰退。为了应对经济衰退、股市暴跌和金融市场流动性危机，美联储

采取了有史以来最为宽松的货币政策。黄金价格虽然在 2020 年 3 月因恐慌性抛售和流动性危机出现短暂的大幅回落，但是没有改变整体的强势行情，随后开始了新一轮的大幅上涨。黄金价格在疫情冲击和市场恐慌、宽松货币政策刺激和悲观经济预期的影响下，在 7 月突破历史新高，并在 8 月正式买入 2000 美元/盎司，8 月 7 日创出 2075.14 美元/盎司的历史新高。

2021 年，美联储货币政策的转向预期成为黄金价格走势的核心影响逻辑。1-10 月均是货币政策主逻辑，而 11 月美联储货币政策转向落地后，货币政策影响淡化，通胀逻辑短暂成为黄金走势的核心逻辑；11 月中下旬起，鲍威尔获得连任并迅速转鹰后，货币政策收紧预期再度成为主逻辑，黄金价格亦走弱。故 2021 年，货币政策转向是黄金走势的核心影响因素，在此影响下，伦敦金现亦从 1960 美元/盎司的高位持续回落至最低的 1676 美元/盎司，整体维持弱势。

2022 年，地缘政治局势的升级（一季度）和美联储货币政策转向节奏（二、三、四季度）相继成为黄金走势的核心影响因素，美元指数和美债收益率直接影响黄金行情；伦敦金现呈现先扬后抑再走强态势。伦敦金现整体在 1614-2070.42 美元/盎司区间内宽幅震荡运行，小跌 0.35%；沪金整体在 367-420.75 元/克区间偏强运行，涨幅达到 10.02%；沪金表现强于伦敦金现，主因在于人民币汇率的大幅波动。

二、2023 年一季度黄金价格走势分析

2023 年一季度，地缘政治局势仍然处于胶着状态，对黄金走势影响有限；美联储货币政策调整节奏预期依然是黄金走势的核心影响因素，美欧银行业风险的爆发，从避险需求直接利好黄金，亦通过影响美联储货币政策调整节奏预期间接利好黄金走势；当然美元指数和美

债收益率的先强后弱走势亦直接影响黄金行情，黄金呈现先扬后抑再度走强、整体偏强的走势。

2023 年 1 月，美国经济数据表现偏弱，通胀持续回落，美联储加息幅度将继续放缓的预期持续升温，美元指数和美债收益率持续走弱，美元指数一度跌至 100.8 附近，黄金则延续 2022 年 11 月以来的上涨行情；伦敦金现从年初的 1822 美元/盎司一度涨至 1959.74 美元/盎司的近 10 个月高位，涨幅接近 7.5%。沪金亦持续走强，从 412 元/克涨至 425.98 元/克的高位，涨幅接近 3.4%；因为美元/离岸人民币持续走弱，沪金涨幅表现不及伦敦金现。

2023 年 2 月，美国 1 月非农、初请失业金人数、零售、PMI 等宏观经济数据表现均超预期，美国经济软着陆预期持续升温；而美国 1 月 CPI、PPI、PCE 等通胀数据表现亦强于预期，通胀持续回落趋势放缓；两者均为美联储货币政策调整提供更大的可操作空间，美联储官员讲话亦转为鹰派，美联储继续鹰派加息的预期持续升温，市场交易逻辑从美联储加息节奏持续放缓和年底将会降息转为美联储将会维持鹰派加息、终端利率将会高于此前预期和年底可能不会降息。交易逻辑转变影响下，美元指数和美债收益率均触底反弹，黄金则承压高位持续走弱。伦敦金现自 1959.74 美元/盎司的高位持续回落；最低跌至 1804.5 美元/盎司，跌幅接近 7.9%。该时间段，美元/离岸人民币持续走高，故沪金表现强于伦敦金现，伦敦金现持续走的情况下，沪金则保持高位震荡运行，沪金仅从 425.98 元/克的高位回落至 409.74 元/克，跌幅仅 3.8%。

2023 年 3 月，美欧银行业黑天鹅风险的出现，使得宏观逻辑迅速发生转变，黄金持续走强。美联储货币政策鹰派调整的预期在 3 月上旬对黄金依然形成利空影响，伦敦金现亦维持在 1800 美元/盎司附近低位。3 月中旬，硅谷银行暴雷引发美欧银行业风险，市场恐慌情绪蔓延从避险属性直接利好黄金，而银行业风险可能进一步蔓延成金融危机的担忧，使得市场对

美联储货币政策调整预期迅速调整，从 3 月议息会议前的年内加息 100BP、年底不降息预期，迅速转向接近停止加息年底将会大幅降息的预期。处于缩表周期的美联储，迅速扩表 4000 亿美元降低银行业风险的蔓延。美联储货币政策迅速从政策收紧转为政策宽松，宏观逻辑短时间迅速转变，黄金持续走升，多次突破 2000 美元/盎司关口后小幅回落。3 月，黄金整体走势偏强，伦敦金现整体在 1809-2009.5 美元/盎司区间偏强运行，涨幅达到 7.76%；沪金整体在 411.18-445.94 元/克区间强势运行，涨幅达到 6.93%。

2023 年一季度，宏观逻辑迅速转变，贵金属呈现过山车式行情，但是整体维持强势行情。美联储货币政策调整节奏预期转变（先鸽后鹰再转鸽）与美欧银行业风险蔓延等核心因素影响下，黄金呈现先扬后抑再度走强的行情，伦敦金现整体在 1804.5-2009.5 美元/盎司区间偏强运行，涨幅达到 8%；沪金整体在 408.5-445.94 元/克区间强势运行，涨幅达到 7.77%。



图 2 伦敦金现走势回顾

数据来源：Wind、方正中期研究院



图3 沪金走势回顾

数据来源: Wind、方正中期研究院

三、2023 年一季度黄金期货期权成交数据统计

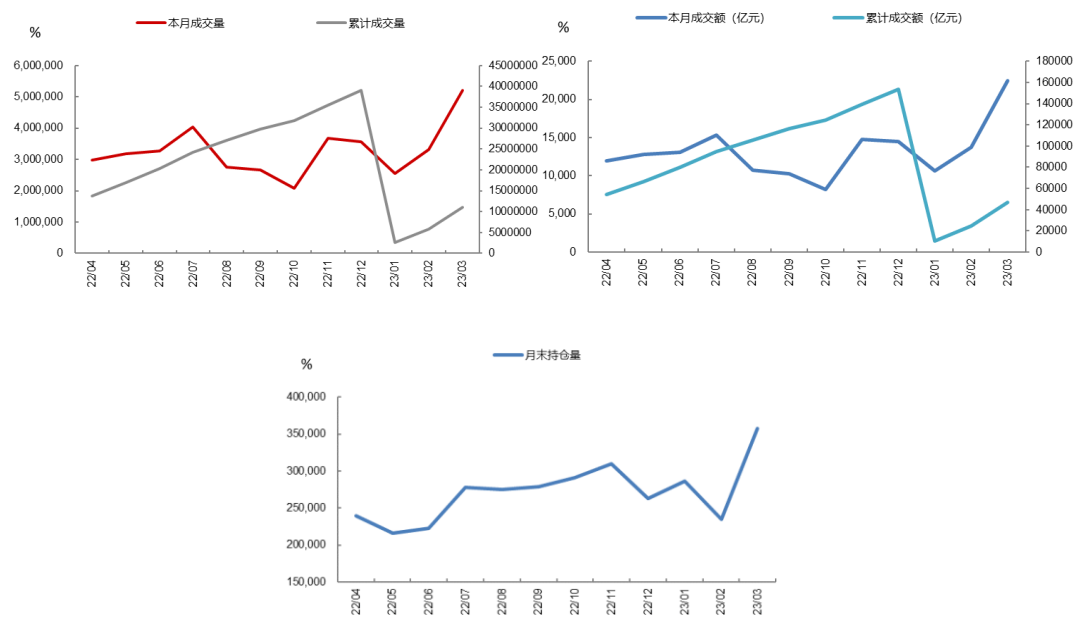


图4 黄金期货一季度成交数据分析

数据来源：Wind、方正中期研究院



图 5 黄金期权一季度成交数据分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

第二部分 经济、政策与宏观指标分析

一、全球经济衰退偏下行

(一) 2023 年美欧经济衰退或难免

GDP预测 (同比)	世界三大经济组织及欧盟全球主要经济体经济预测 (20230310)																			
	IMF					世界银行					经合组织					欧盟				
	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
全球经济预测	-3	6.2	3.4	2.9	3.1	-3	6.2	3.4	1.7	2.7	-3	6.2	3.4	2.2	2.7					
美国经济预测	-2.8	5.9	2.1	1.4	1	-2.8	5.9	2.1	0.5	1.6	-2.8	5.9	2.1	0.5	1	-2.8	5.9	2.1	0.7	1.7
中国经济预测	2.2	8.4	3	5.2	4.5	2.2	8.4	3	4.3	5	2.2	8.4	3	4.6	4.1					
欧元区经济预测	-6.1	5.3	3.5	0.7	1.6	-6.1	5.3	3.5	0	1.6	-6.1	5.3	3.5	0.5	1.4	-6.1	5.3	3.5	0.9	1.5
英国经济预测	-11	8.5	4.1	-0.6	0.9						-11	8.5	4.4	-0.4	0.2	-11	8.5	4.2	-0.9	0.9
日本经济预测	-4.3	2.3	1	1.8	0.9	-4.3	2.3	1	1	0.7	-4.3	2.3	1	1.8	0.9	-4.3	2.3	1	1.6	1.2
俄罗斯经济预测	-2.7	5.6	-2.1	0.3	2.1						-2.7	5.6	-2.1	-4.5						
印度经济预测	3.9	-5.8	9.1	6.8	6.1	3.9	-5.8	9.1	6.9	6.6	3.9	-5.8	9.1	5.7	6.9					
巴西经济预测	-3.3	5.2	2.9	1.2	1.5	-3.3	5.2	2.9	0.8	2	-3.3	5.2	2.9	1.2	1.4					
南非经济预测	-6.3	5.5	2.1	1.2	1.3	-6.3	5.5	2.1	1.4	1.8	-6.3	5.5	2.1	1.1	1.6					

图 6 世界三大经济组织及欧盟经济预测统计

数据来源: Wind、方正中期研究院

2022 年, 地缘政治与疫情影响下, 能源危机、供应链危机和粮食危机继续影响全球经济, 叠加全球主要央行均收紧货币政策, 对经济形成较强的抑制作用, 全球经济增速均呈现明显下滑趋势, 欧洲经济持续下行; 美国一二季度经济陷入技术性衰退, 三、四季度修复反弹难改经济弱势趋势。2023 年, 美欧政策持续收紧影响将逐步显现, 叠加能源危机、内生经济增长动力不足等因素影响, 美欧经济持续下行, 美欧经济陷入衰退的可能性较大, 欧洲经济表现将会弱于美国。

GDP预测 (同比)	世界主要投行经济预测 (20230310)																			
	花旗集团					高盛					摩根大通					德银				
	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
全球经济预测											-3	6.2	3.4	2.7	2.5	-3	6.2	3.4	2.7	3.1
美国经济预测	-2.8	5.9	2.1	1.1		-2.8	5.9	2.1	1.7	1.6	-2.8	5.9	2.1	1.5	0.4	-2.8	5.9	2.1	1.8	-0.4
中国经济预测	2.2	8.4	3	5.7		2.2	8.4	3	5.5	5	2.2	8.4	3	5.6	5.6	2.2	8.4	3	6	6.3
欧元区经济预测	-6.1	5.3	3.5	1		-6.1	5.3	3.5	0.8	1.6	-6.1	5.3	3.5	1.2	0.9	-6.1	5.3	3.5	0.5	1
日本经济预测	-4.3	2.3	1	1	1	-4.3	2.3	1	1.1	1.3	-4.3	2.3	1	0.7	0.5	-4.3	2.3	1	0.8	-4.3
GDP预测 (同比)	巴克莱银行					美银美林					瑞银集团					瑞士信贷				
	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
全球经济预测	-3	6.2	3.4	2.5	2.5	-3	6.2	3.4	2.6		-3	6.2	3.4	2.4	2.7	-3	6.2	3.4	1.5	2.3
美国经济预测	-2.8	5.9	2.1	1.2	0.2	-2.8	5.9	2.1	1	-0.1	-2.8	5.9	2.1	0.8	0.4	-2.8	5.9	2.1	1.2	1.3
中国经济预测	2.2	8.4	3	5.3	4	2.2	8.4	3	5.5	5.3	2.2	8.4	3	5.4	5.2	2.2	8.4	3	5.1	4.4
欧元区经济预测	-6.1	5.3	3.5	0.4	0.8	-6.1	5.3	3.5	0.5	0.8	-6.1	5.3	3.5	0.8	1	-6.1	5.3	3.5	0.5	1.4
日本经济预测	-4.3	2.3	1	0.8	0.7	-4.3	2.3	1	1	1.2	-4.3	2.3	1	1.3	1.2	-4.3	2.3	1	0.4	0.6
GDP预测 (同比)	富国银行					花旗集团					摩根大通					德银				
	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
全球经济预测	-3	6.2	3.4	2.5	2.6	-3	6.2	3.4	2.6		-3	6.2	3.4	2.4	2.7	-3	6.2	3.4	1.5	2.3
美国经济预测	-2.8	5.9	2.1	1.2	0.2	-2.8	5.9	2.1	1	-0.1	-2.8	5.9	2.1	0.8	0.4	-2.8	5.9	2.1	1.2	1.3
中国经济预测	2.2	8.4	3	5.3	4	2.2	8.4	3	5.5	5.3	2.2	8.4	3	5.4	5.2	2.2	8.4	3	5.1	4.4
欧元区经济预测	-6.1	5.3	3.5	0.4	0.8	-6.1	5.3	3.5	0.5	0.8	-6.1	5.3	3.5	0.8	1	-6.1	5.3	3.5	0.5	1.4
日本经济预测	-4.3	2.3	1	0.8	0.7	-4.3	2.3	1	1	1.2	-4.3	2.3	1	1.3	1.2	-4.3	2.3	1	0.4	0.6

图 7 主要投行继续下调欧美经济增速

数据来源: Wind、方正中期研究院

2023 年，地缘政治局势依然紧张，美欧货币政策加速收紧冲击逐步显现，美欧银行业危机虽减弱但是未消除，全球经济增速大幅下滑态势持续，美欧等主要经济体 2023 年经济衰退或难以避免。世界银行和经合组织不断下调全球经济增长前景，将 2023 年全球经济增长预测调降至 2.8-3%。

下面从全球主要投行角度分析各国家经济走势：

全球方面，随着 2021 年经济快速上涨后开始走弱，宽松政策的退潮对经济的拉动作用消退，地缘政治的恶化（能源危机、供给危机、粮食危机等）和全球主要央行政策加速收紧会直接冲击全球经济，而高基数亦会拖累 GDP 同比表现，2022 年全球经济下降至 3.4%，2023 年全球经济将会进一步下降至 2-2.5% 区间。

美国方面，2022 年，美联储加速收紧货币政策抑制通胀的同时拖累经济，而地缘政治引发的能源危机、供应链危机和通胀飙升等因素亦冲击美国经济，全球经济景气程度下降拖累美国外需，叠加基数的影响，美国 2022 年经济下行加速，仅录得 2.1%。随着美债收益率曲线出现倒挂风险和美联储货币政策收紧的滞后影响逐步显现，美国经济 2023 年经济将会进一步走弱。美国 1 月经济数据表现超预期可能仅是昙花一现，没有延续性，美国经济衰退预期升温；高政策利率的影响会继续显现，同时还有关注美国银行业风险，美国经济衰退或难免，预计 2023 年 GDP 或将降至 0.5-1%。

中国方面，疫情对经济的供需两面均造成明显冲击，但最艰难时期已过，未来经济修复值得关注。我们预计 2023 年典型情境下 GDP 增速或超过 5%。节奏上看，经济将呈现持续修复的态势，经济整体呈现消费修复、投资稳定的表现，尤其是消费和房地产投资改善程度将决定经济斜率，但海外需求回落的风险需要警惕。

欧元区方面，地缘政治的恶化（能源危机、供给危机、通胀飙升等）直接冲击欧洲经济，特别是能源危机对欧洲经济的影响最为显著，当然暖冬的出现在一定程度上降低了能源危机

对欧洲经济的负面影响。欧洲央行超预期加息抑制通胀的同时拖累经济，叠加欧洲经济增长内生动力不足和全球经济不景气拖累外需等因素影响，欧元区 2022 年 GDP 录得 3.5%；2023 年欧洲经济仍然偏弱，局部时间陷入衰退的可能性较大；全年经济增速或降至 0-0.5%。

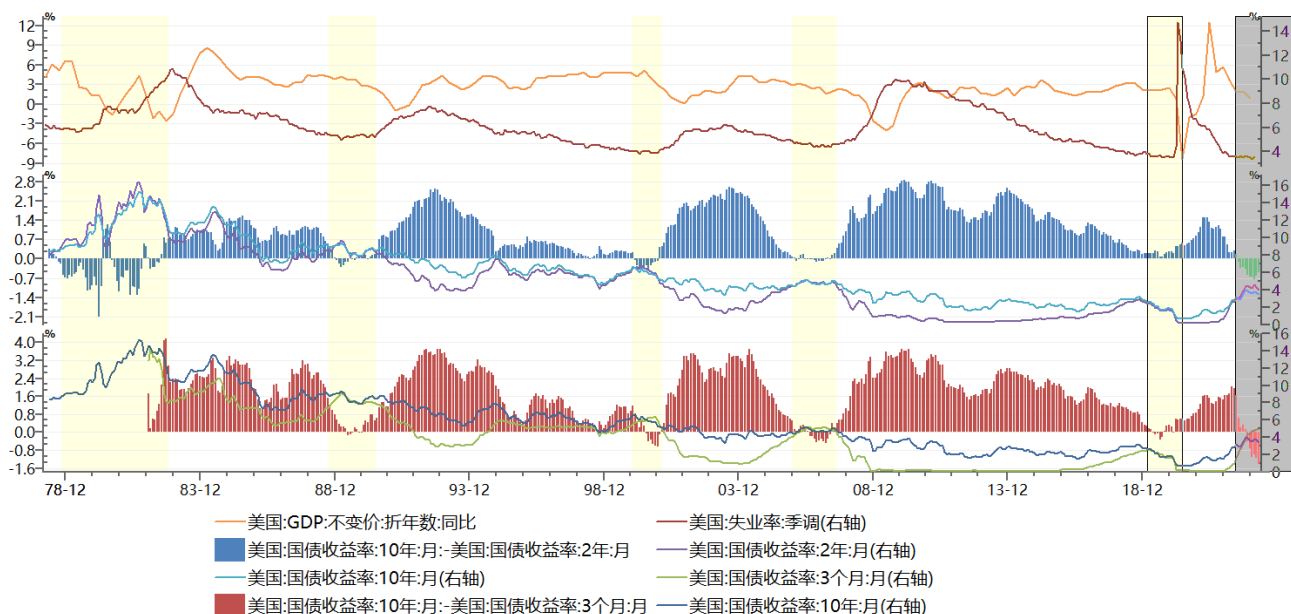


图 8 核心利率倒挂暗示经济衰退风险

数据来源：Wind、方正中期研究院

（二）衰退交易或再度出现

美国就业市场出现走弱迹象，工厂订单连续下降，经济走弱迹象愈发明显，叠加此前公布的 3 月制造业 PMI 数据全面走弱，美国经济衰退难免，衰退交易逻辑再起，美联储政策偏向宽松的预期继续升温，美元指数和美债收益率表现弱势，贵金属强势上涨。

据美国劳工部数据显示，美国 2 月份职位空缺降至 990 万，低于 1050 万的预期值和 1060 万的前值，为 2021 年 5 月以来最低水平。美国工厂订单也连续第二个月下降，在 1 月下降 2.1% 之后，2 月下降 0.7%。

美国职位空缺数是衡量劳动力需求的关键指标，美国 2 月份的职位空缺降至近两年来的低点，说明美国就业市场有效需求不足，就业市场出现走弱的明显迹象，同时工厂订单也出

现下滑，美联储连续大幅加息的影响在逐步显现，就业走弱持续与市场需求疲弱预期下的经济衰退或难免，美联储货币政策收紧预期再度降温，5月加息25BP的预期将至50%以下，市场预计美联储已经结束了加息周期，并可能在2023年年中前后开始降息。

对于美国而言，高政策利率的影响会继续显现，同时还有美国银行业风险未消除，美国经济衰退难免，OPEC+减产下通胀下行趋势再度趋缓可能性大，尽管美联储货币政策收紧接近尾声，然美联储5月加息25BP的预期依存，当然确定性偏弱，下半年将会根据经济和通胀回落程度与银行系统风险的演变降息2-3次，美元指数和美债收益率仍有下行空间，美元指数震荡走弱可能性大；贵金属整体表现偏强概率大，但是不建议追涨，依然建议等待回调的低吸机会。

二、美欧银行业风险消退但是未消除

美欧银行业危机引发市场恐慌，贵金属价格持续上涨，伦敦金现一度涨超2000美元/盎司关口；随着政府当局和货币当局采取的行动，瑞银收购瑞士信贷与第一公民银行收购硅谷银行等，市场恐慌情绪有所降温，伦敦金亦有冲高回落的迹象。

3月10日，美国硅谷银行爆雷出现挤兑亏损，并在48小时内迅速宣布破产倒闭，这是自2008年金融危机以来，美国银行业最大的破产案，也是有史以来第二大银行破产案，仅次于2008年倒闭的华盛顿互惠银行。3月12日签名银行倒闭，这是三天内美国倒闭的第二家银行。随后，第一共和银行亦出现危机，美国银行业风险蔓延引发市场恐慌。

随后，银行业危机蔓延至欧洲，3月14日瑞信自爆发现财务报告程序存在“重大缺陷”，瑞信中东大股东-沙特国家银行表示，不会向瑞信提供更多援助，瑞士信贷陷入危机中，股价大跌使得市场恐慌达到高潮。瑞信成立于1856年，是全球第五大财团、瑞士第二大银行，也

是一家投资银行和金融服务公司；瑞士信贷银行出现风险引发的市场情绪变动远大于美国几家中小银行的影响。

为应对银行危机，美国财政部、美联储和联邦存款保险公司的联合声明，承诺向硅谷及签名银行全部储户提供保护，储户都可以提取自己的存款，纳税人对银行相关的任何损失不承担责任。第一公民银行以 165 亿美元折价收购 720 亿美元硅谷银行资产，约 900 亿美元其他资产待 FDIC 处置；FDIC 还将提供 700 亿美元的潜在流动性授信。在瑞士政府、央行及瑞士金融市场监管局在瑞士监管机构的推动下，瑞士信贷银行将被瑞银集团收购。瑞士第一、第二大银行“合体”，被视为 2008 年全球金融危机后世界银行业第一次大规模并购。与此同时，世界六大央行也联手行动，将为全球提供流动性支持。

瑞士信贷被瑞银收购，硅谷银行被折价收购，银行业风险有所缓解，市场恐慌情绪有所降温，美联储压力有所减弱，故加息预期小幅升温。美国银行业出现的危机有明显减弱趋势，但是仍未完全消除，仍将在不同程度上影响市场。当前美欧银行业危机出现明显的减弱，对于黄金而言形成利好出尽的影响，故从银行业风险现状来看，黄金迎来一轮回调亦处于正常的走势；但是银行业危机减弱并非消除，仍存在潜在的风险，从中长期来看依然利好贵金属。

三、联储加息节奏预期大幅转变 政策收紧接近尾声

疫情冲击下经济陷入短期衰退，并且出现流动性危机，欧美央行迅速实施超宽松的货币政策，避免流动性危机发展为金融危机，更是降低经济危机的程度；主要经济体政府亦采取积极的财政刺激措施，从需求侧调控经济。随着疫情控制和经济复苏均取得进展，而 2020-2021 年宽松政策带来的流动性泛滥和通胀高企等问题迫切需要解决，故美联储在 2021 年 11 月议息会议宣布缩减购债，正式进入政策紧缩阶段。2022 年 3 月开始正式进入加息阶段，5

月加息 50BP，6 月、7 月、9 月和 11 月则各大幅加息 75BP；12 月放缓加息步伐，加息 50BP；2023 年 2 月和 3 月加息 25BP。

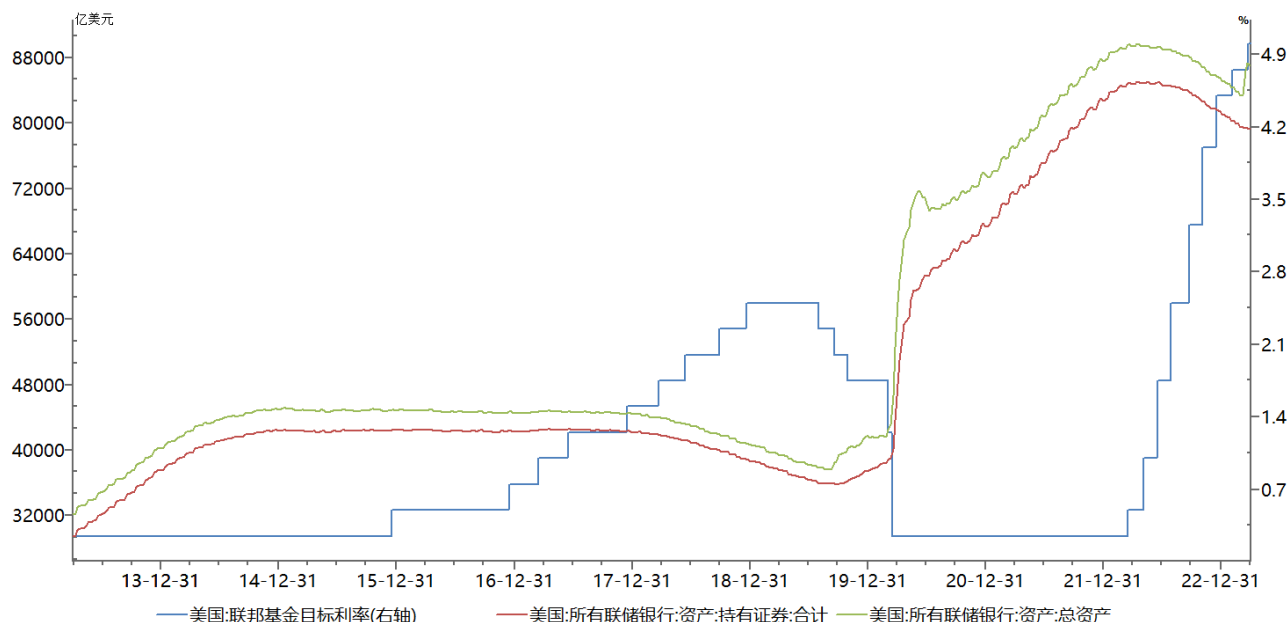


图 9 美联储货币政策进展分析图

数据来源：Wind、方正中期研究院



图 10 美联储宽松政策退出路径展望

数据来源：Wind、方正中期研究院

银行业风险从美国蔓延到欧洲后，美联储货币政策调整节奏出现趋势性转变，从3月议息会议前的年内加息 100BP、年底不降息预期，迅速转向接近停止加息年底将会降息的预期；美联储在2023年12月前预期降息一度达到100BP。美联储货币政策可能迅速从政策收紧转为政策宽松，贵金属持续走升。

美联储2023年前三个月的政策调整方向出现“过山车式”趋势转变。2023年1月美联储维持鸽派加息基调，美元指数和美债收益率表现弱势，利好贵金属和其他商品；2023年2月美联储加息预期转鹰，美元指数和美债收益率大幅反弹，利空贵金属和其他商品。2023年3月中旬以来，硅谷银行破产事件引发市场恐慌，美联储加息的幅度、加息终点预期大幅调整，已经从仍有加息100BP的预期调整为共加息25BP的预期（3月加息25BP后将会停止加息）、年底无降息预期调整为降息2-3次预期。

美国1月经济数据表现超预期可能仅是昙花一现，没有延续性，美国经济软着陆的预期再度降温，经济衰退预期升温；高政策利率的影响会继续显现，同时还有关注美国银行业风险，美国经济衰退或难免，美联储货币政策收紧接近尾声。基于美联储3月议息会议释放的信号、美欧银行系统出现的系统问题，美国联邦基金期货隐含利率推算加息概率，由于通胀仍处高位且有韧性，银行风险未进一步恶化，美联储降息也不会马上进行；美联储5月加息25BP的预期依存但是确定性偏弱，下半年将会根据经济和通胀回落程度与银行系统风险的演变降息2次左右。

美联储加息节奏预期短时间内出现迅速转变，年内可能迅速从政策收紧转为政策宽松，宏观逻辑已经趋势性转变，对贵金属直接形成利好影响。然而美联储货币政策的调整已经被市场所计价，在没有进一步转向宽松或者增加鸽派程度前，美联储货币政策的调整已经被贵

金属市场所计价，暂时更容易形成利多出尽的影响；一旦美联储货币政策调整预期再度转向鹰派或者不会出现市场所预期的鸽派，对与贵金属而言则会形成直接的利空影响，故贵金属短线迎来回调行情亦是可能。但是美联储货币宽松逻辑已经成为主逻辑，此背景下叠加避险需求、配置需求以及储备需求，贵金属中长期仍有上涨空间。

四、美债收益率震荡走弱可能性大

自 2021 年 1 月 6 日美联储 12 月会议纪要释放讨论缩减购债规模的信号后，随着美联储货币政策收紧预期和节奏不断加强，十年期美债收益率开启上涨趋势，2022 年四季度最高涨至 4.341 的近十五年高位（2022 年美债收益率上涨主因在于实际利率的上涨，通胀预期涨幅对十年期美债收益率走强影响有限）。2022 年 10 月底至 2023 年 1 月底，美联储加息放缓预期不断升温与落地，美联储 2023 年四季度降息预期持续升温，美债收益率受此影响高位回落，最低跌至 3.32% 的近期低位。

2 月随着美国 1 月非农数据、通胀数据、零售数据以及 PMI 等数据均表现大超预期，美国经济软着陆预期不断升温，美联储官员陆续发表偏鹰派言论，强调继续加息应对通胀的必要性，强调终端利率要比之前预期更高的必要性，美联储可能进一步偏鹰派加息的预期不断升温；美债收益率亦再度走强，当前再度回到 4% 上方。

然而 3 月美欧银行系统风险爆发，美联储货币政策紧缩迅速调整为宽松预期，美债收益率持续走弱，再度回到 3.5% 下方。

一般来说，国债收益率受到本国实际经济增速、货币政策、通胀预期、国债市场供需平衡状态和其他避险和资产配置需求等因素的影响，而不同类型的经济体以及不同的时期，不同因素的影响逻辑和程度均不同。对于美债而言，影响美债的其他因素主要是避险和资产配

置等因素的影响，其走势取决于美国实际经济增长情况、美联储货币政策、通胀预期和以“美国财政、全球配置以及避险需求”等因素主导的供求结构。

基于“名义利率=实际利率+通胀”的核心逻辑进行分析。一般而言，十年期美债收益率代表名义利率、十年期通胀指数国债（TIPS）代表实际利率，十年期美债收益率与 TIPS 收益率差值反映通胀。通过对十年期美债收益率与 TIPS 差值与美国通胀（CPI 同比）和布伦特原油价格（一般认为原油价格变动与通胀预期变动密切相关，走势相似度高）走势进行对比分析发现，美债收益率与 TIPS 差值与布伦特原油价格的相关度显著高于与美国通胀的相关度，故名义利率和实际利率的差值为通胀预期更为准确。故名义利率与实际利率之间的关系则调整为“名义利率=实际利率+通胀预期”，而通胀预期的变动与原油价格变动显著性强。故影响十年期美债收益率变动的核心因素则是通胀预期和实际利率。

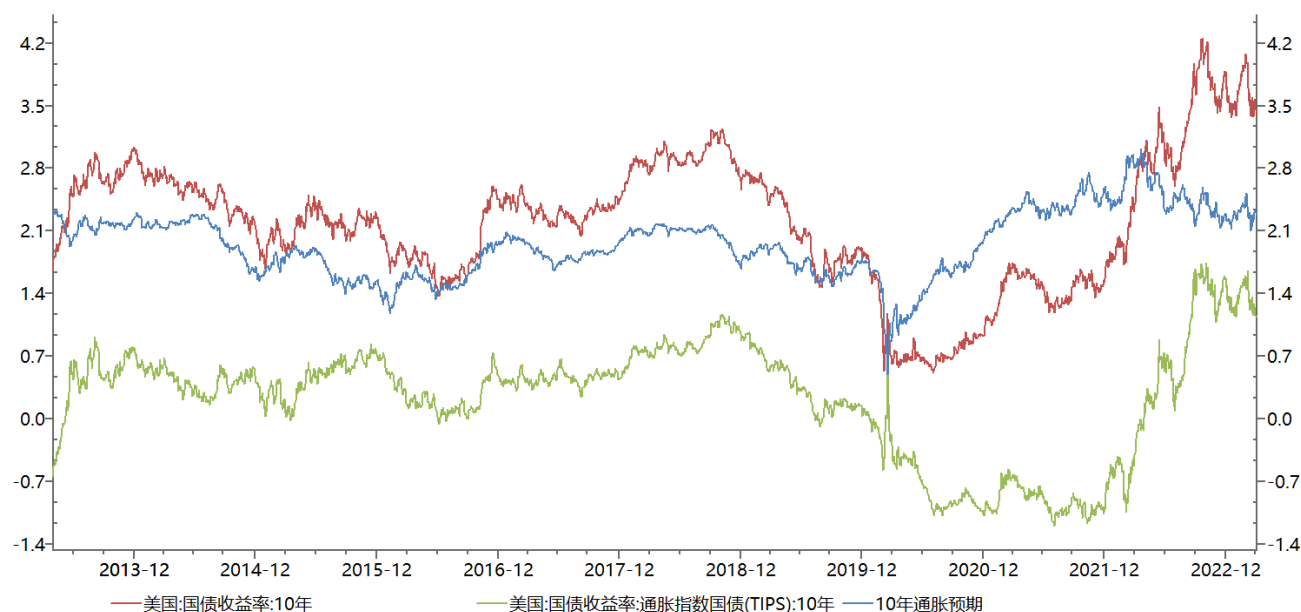


图 11 美债收益率逻辑分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

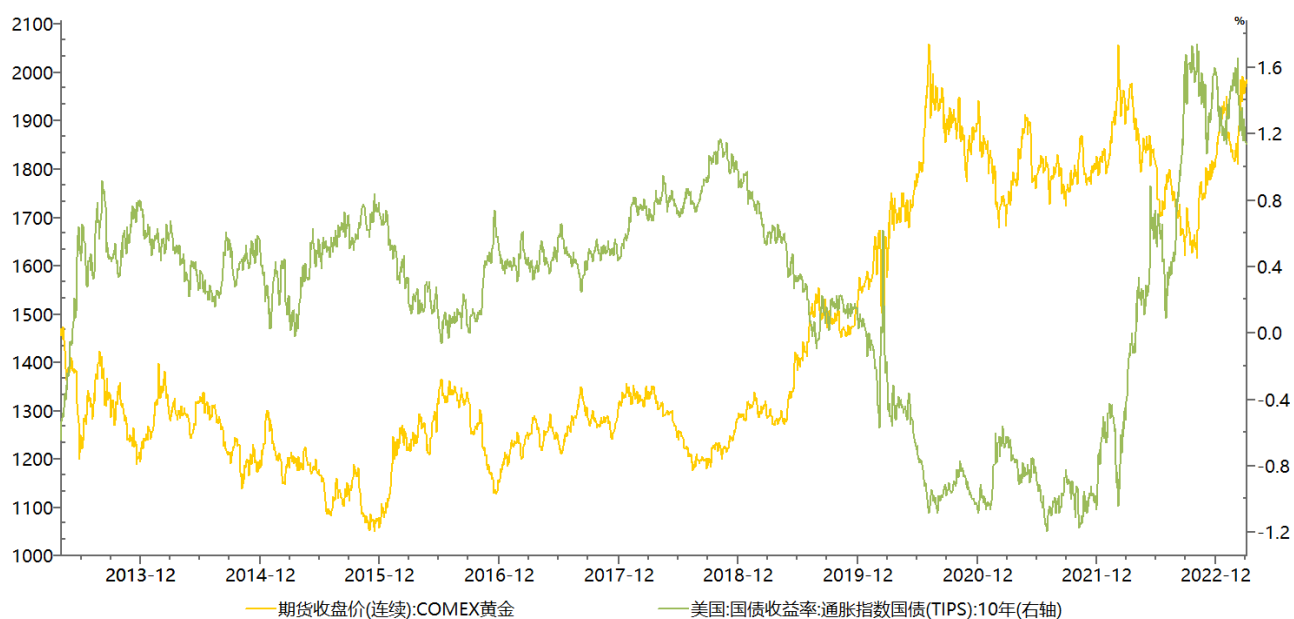


图 12 实际利率与黄金走势相关性分析

数据来源：Wind、方正中期研究院



图 13 十年期美债收益率走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

银行业风险仍未消除，美联储货币政策收紧周期接近尾声，美国经济衰退预期不断升温，美债收益率上涨动力不足，更偏下行；其次基于负债压力过大（美国财政部每年的利息支出或达到 1.3 万亿以上），美联储和美国政府亦不会希望美债收益率涨幅过高，故美债收益率偏

下行概率大。美债收益率 2023 年整体偏弱行情将会持续，2023 年，十年期美债收益率或将在 2.5%-4.35% 主区间偏弱运行。

五、美元指数持续走弱 弱势行情将会持续

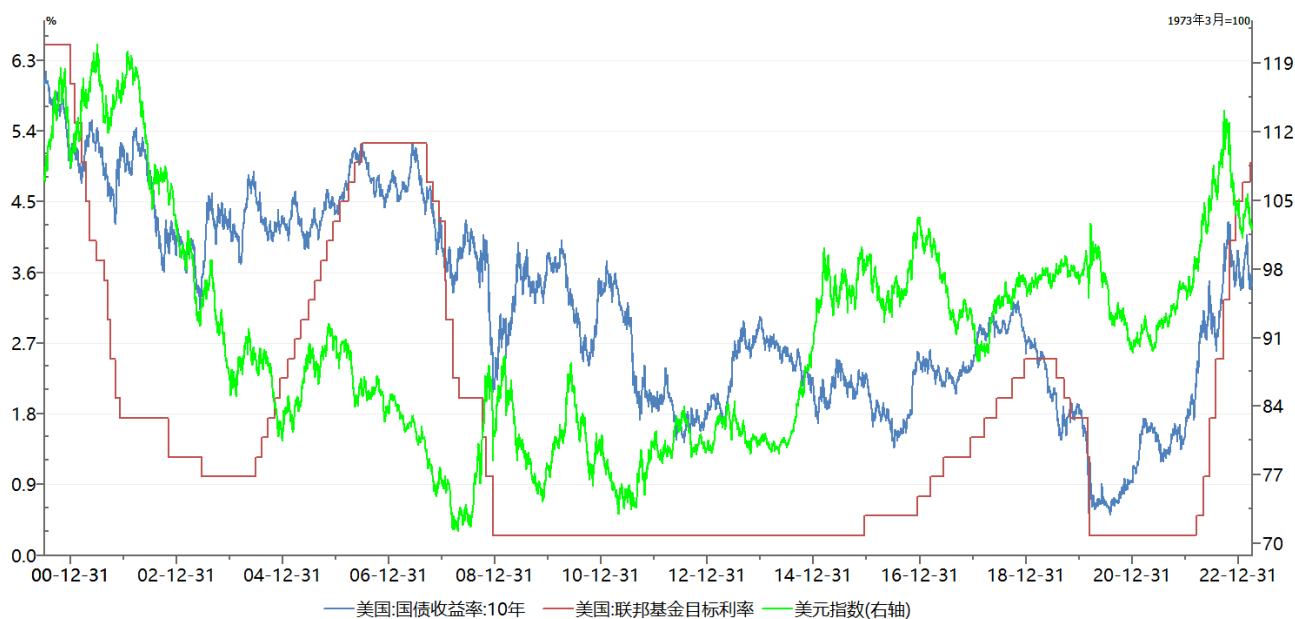


图 14 美元指数、联邦基准利率与美债收益率

数据来源：Wind、方正中期研究院

美联储货币政策加速收紧预期支撑美元指数，叠加地缘政治局势再度紧张，欧元英镑弱势利多美指，美元指数持续上涨，从年初的 95.65 一度涨至 114.79 的近二十年高位。2023 年 10 月以来，在美联储加息放缓预期持续升温与落地、欧洲央行大幅加息等因素影响下，美元指数高位回落，2023 年初一度跌至 100.8 附近。2 月随着美国宏观数据均表现大超预期，美国经济软着陆预期升温，美联储可能进一步偏鹰派加息的预期不断升温；美元指数触底反弹，一度回到 105 上方。然而银行业危机的出现，使得美联储货币政策收紧迅速转为货币政策宽松预期，美国经济衰退预期不断升温，美元指数持续走弱，跌破 102 关口。

2021 年初以来，①美联储货币政策转向预期不断加强，从货币政策调整预期加强、缩减购债、开启加息周期至当前加速加息和缩表预期；②美国货币政策比欧洲偏鹰，美国疫情控制比欧洲更有效，美国经济比欧洲强劲且有韧性；③地缘政治冲击下欧元英镑持续走弱和避险需求，均利好美元美元指数。美元指数从 89.2 的位置持续上涨，最高涨至 114 上方。

2022 年 10 月至 2023 年 1 月，美联储放缓加息步伐预期不断升温，而欧洲则维持大幅加息预期，欧美政策差预期将会收窄，利多欧元利空美元；美元指数持续走弱，一度跌至 100.8 的位置。

2023 年 2 月以来，随着美国 1 月非农数据、通胀数据（CPI、PPI、PCE）、零售数据以及 PMI 等数据均表现大超预期，美国经济软着陆预期不断升温，美联储可能进一步偏鹰派加息的预期不断升温；美元指数触底反弹，一度回到 105 上方。

3 月中旬，美国银行业危机出现，使得美联储货币政策收紧迅速转为货币政策宽松预期，美国经济衰退预期不断升温，宏观逻辑短时间内迅速转变，美元指数持续走弱，跌破 102 关口。

中长线来看，美联储货币政策逐步转向宽松，美国经济衰退难免，叠加美欧政策差将会收窄预期，欧元英镑表现偏强等因素影响，美元指数已经进入中长线的弱势行情。2023 年二季度，美元指数将会进一步下行，跌破 100 的可能性较大。2023 年，美元指数整体将会在 90-110 之间偏弱运行。对于贵金属而言，短期内形成偏空影响，但是中长期则会形成利多影响。



图 15 美元指数走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

第三部分 美债美元、通胀与金银逻辑分析

一、美债与金银逻辑分析

美债实际是绝大多数固定收益的基础，也是目前货币市场稳定的基石，代表着市场无风险收益率，进一步影响当下的金融和非金融资产的合理定价，市场上金融资产的价格等于无风险收益率+风险系数*该资产的风险因子。由于每个国家的国家信用不同，以及考量汇率波动对收益带来的损益，以及不同期限产生的时间成本，而产生了各国各异的国债收益率。持有国债等于持有长期的无风险票据，这也是包括险资在内的很多金融机构的收益主要来源。

基于人类选择和历史沉淀因素，黄金被视为零息债券，并且被所有的经济体所接受，其地位更是高于美债，具有超主权债券的属性，所以黄金具有债券属性，也是基于债券属性，衍生出了避险属性。

2021 年，美联储货币政策转向预期和节奏不断加强，美债收益率持续走强，具有零息债券属性的黄金受到抛售，资金从美债和贵金属市场流出，流入风险资产市场，主要在于市场的风险偏好向好，具有避险属性的美债和贵金属的配置价值偏低，故美债和贵金属价格均出现回落。2022 年，美债收益率持续上涨，而一季度黄金并没有出现持续走低，这并非说明美债收益率和黄金之间的关联性失效了，而是有地缘政治和通胀等其他因素支撑黄金价格，美债收益率波动短期对黄金的影响力依然存在；在二季度-四季度，美债收益率特别是实际收益率和黄金之间的关联性依然较强。

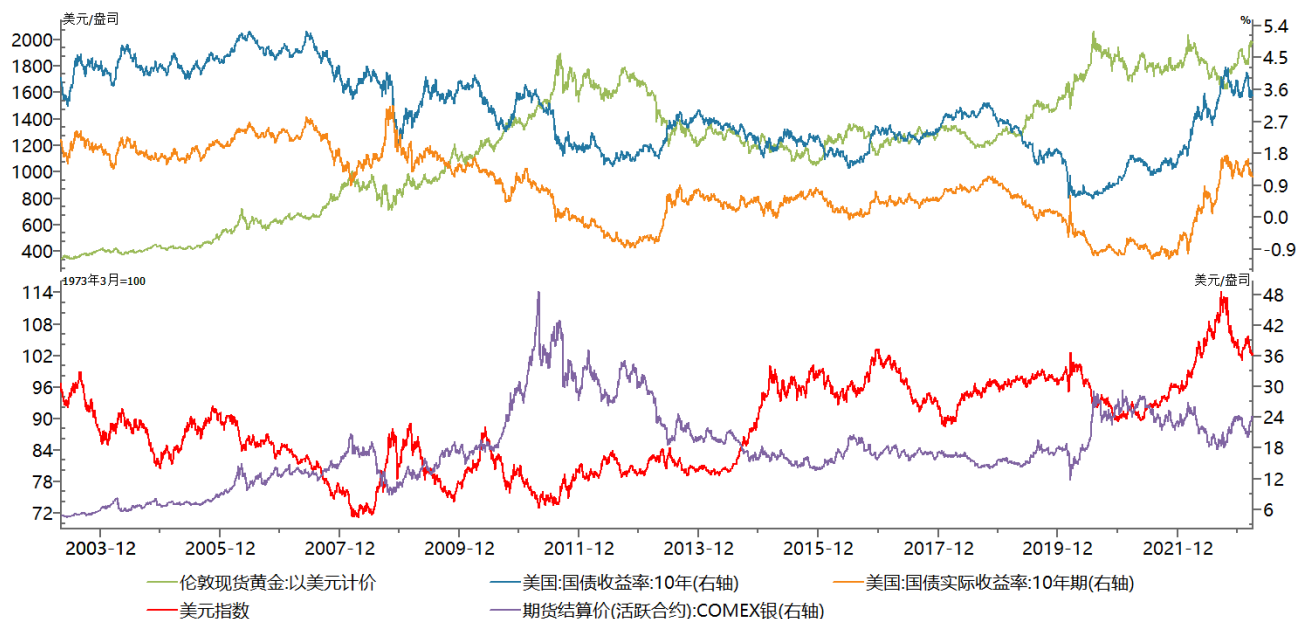


图 16 黄金与美债收益率走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

传统市场认为美债收益率象征市场无风险收益率，但更多在美债供应稳定的情况下，而目前美联储损害自身信用式地抛售可能也传达了另一个观点——即美元信用不稳，美债可能不再代表市场无风险收益率，而是由更多国家的债券的信用市场组成，在这种情况下，黄金反倒是利多，因为不确定黄金的确定性才更有价值。

二、通胀指标对黄金价格影响在持续弱化

从黄金的商品属性出发，黄金具有抗通胀的属性，那么黄金和通胀应该具有同涨同跌的显著关系。从历史走势分析，发现通胀和黄金价格之间的关系在弱化。

从历史走势来看，20 世纪 70 年代和 80 年代初，通胀和黄金的走势相一致，同涨同跌，通胀对黄金的影响相对较为明显。而 1985 年-2000 年前后，通胀水平和黄金价格均处于相对平稳期（没有出现急速的大幅的上涨和回落），两者的关系已经不明显。2000 年以后的黄金大牛市更是对应的低通胀水平，通胀和黄金价格的关系弱化非常明显，两者并没有表现出一

致性。故从整体的历史走势来看，通胀和黄金价格的相关性在减弱。当然在短期内，通胀的超预期性表现对黄金依然存在影响，但是影响均相对有限。

从宏观经济逻辑来分析，通胀高企，促使美联储加速收紧货币政策，而美元指数和美债收益率则走强，从而施压贵金属，黄金出现走弱现象；当通胀高位回落，美联储加息预期降温，美元指数和美债收益率走弱，黄金表现则偏强。故现阶段通胀对黄金的直接利好影响在淡化，而通过美联储货币政策转向走势的间接影响在加强，并且其影响已经超过直接影响。

故与货币属性和债券属性相关的货币政策转向问题，是黄金价格走势的核心影响因素，其影响已经超过通胀对黄金的直接影响。故当前对于通胀的表现，可以短期内影响黄金价格，但是中长期依然是重点关注货币政策的影响。

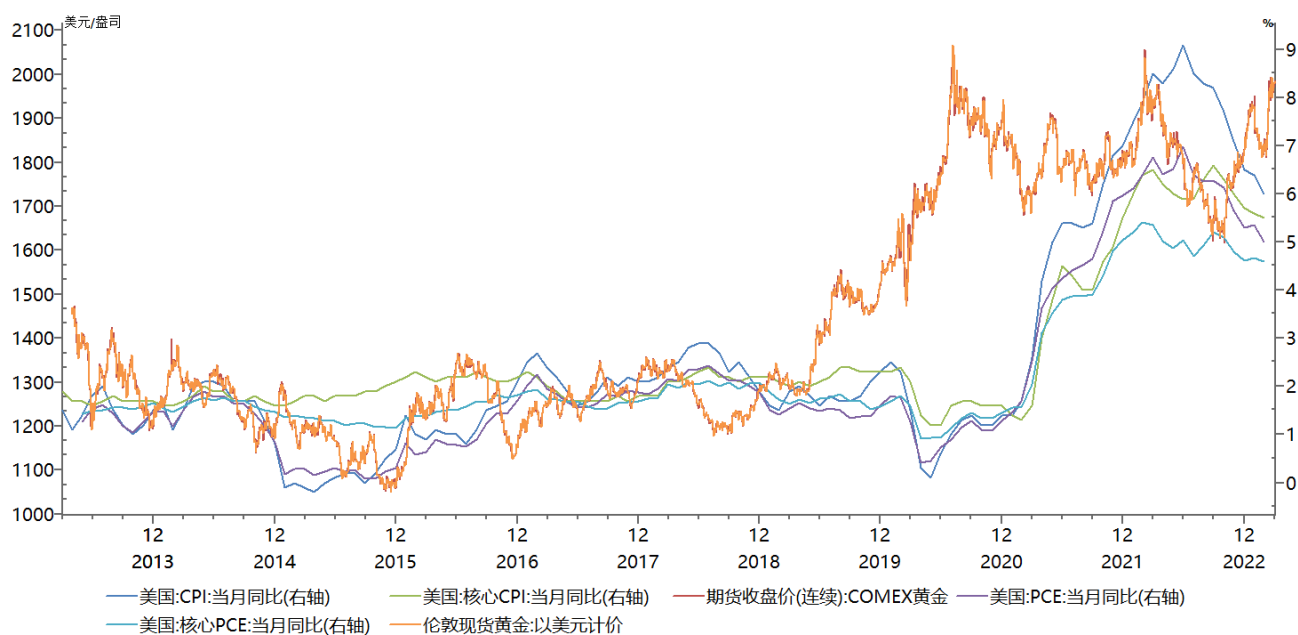


图 17 美国通胀与黄金走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

三、美元指数与黄金关联性分析

从1973年布雷顿森林体系瓦解以来，美元指数和黄金价格形成较为明显的负相关关系，特别是在危机或政治经济不确定时期，美元指数和黄金价格的负相关关系更加明显。从逻辑分析和数据统计的角度来探讨美元指数和黄金价格之间的关系，理清美元指数和黄金价格负相关的核心逻辑，最后从美元指数走势展望分析黄金价格的未来走势。

美元指数之所以是黄金价格走势的核心影响指标或者说核心动力之一，主要有四个角度的逻辑分析。第一，美元为国际黄金的核心计价货币，美元价值的变动对黄金的价值尺度表现会产生直接的影响；当美元升值之际，国际金价则趋于下降（黄金本身价值不变，而价格尺度发生变化），当美元贬值之际，国际金价则趋于上升；而作为美元代表的美元指数，从很大程度上代表美元的货币价值，故美元指数的变动对国际金价形成直接的反向影响。

第二，由于美元与黄金均是全球主要经济体中央银行的重要储备资产，两者亦有替代品的属性；若美元指数上升，说明美元资产的吸引力更强，就在一定程度上削弱了黄金作为储备资产和保值功能的地位。从资金配置角度考虑，美元指数走强，说明美元资产更具吸引力，市场资金就会从黄金市场流入到美元资产，这样将会拖累金价，继续利好美元资产。

第三，货币天然的是金银，黄金具有强避险属性，经济的繁荣与衰退对具有避险属性的黄金有直接的影响。当前，美国经济依然稳居全球首位，占世界GDP的比重依然在25%左右，其贸易量亦是全球前列，故美国经济的走势对全球经济走势具有强关联性，美国经济的繁荣可以带动全球经济走强，美国经济的衰退亦会拖累全球经济，故美国经济走势与全球经济走势密切相关。而美国经济强弱对美元指数形成直接的影响，从避险属性出发对黄金形成反向的影响，故从美国经济走势出发亦可以理解美元指数和黄金的负相关关系。

第四，美联储货币政策亦会对美元指数和黄金产生影响，当货币宽松之际，流动性泛滥使得美元贬值而美元指数出现下跌，而流动性泛滥使得具有商品属性和抗通胀属性的黄金具有较强的升值趋势，当货币政策收紧之际，流动性回收使得美元指数走强，而流动性下降亦会使得黄金承压，故从货币政策角度考量，美元指数和黄金直接亦有显著的负相关关系。

从数据统计角度分析美元指数和黄金价格之间的相关关系：自 2020 年 2 月 3 日疫情爆发以来，美元指数和黄金均出现较大波动，美元指数和伦敦金现的相关性为-0.41；从近十年的数据序列来分析，美元指数和伦敦金现的相关性为-0.11；从近二十年的数据序列来分析，美元指数和伦敦金现的相关性为-0.114。从特定的时期分析，如 2008 年全球金融危机和疫情阶段的数据序列分析，美元指数和伦敦金现的相关性均在-0.5 以下。

故从数据统计角度来看，短期内，美元指数和黄金具有较强的相关关系，特别是在危机和冲突的特殊时期，两者的相关关系更加明显；从中长期来看，美元指数和黄金具有负相关关系，但是相关性大幅下降。

因此从逻辑分析和数据统计两个角度的探讨中，我们可以得出结论：美元指数对黄金具有显著的负向影响，危机和冲突的特殊时期，美元指数对黄金的影响显著性非常强，可以通过美元走势分析来预测黄金的整体走势；中长期，两者的相关性减弱，从美元指数走势来预测黄金的走势的准确性相对下降。在某些阶段，美元指数和黄金具有同涨同跌的表现，主要在于美元指数波动的原因所致。

从上述分析中，短期内美元指数和黄金具有显著的负相关性，特别是在危机和冲突期，两者的相关性尤为明显。因此在后疫情时代的 2022 年，美元指数的整体走势对黄金的预测具有较大的价值。

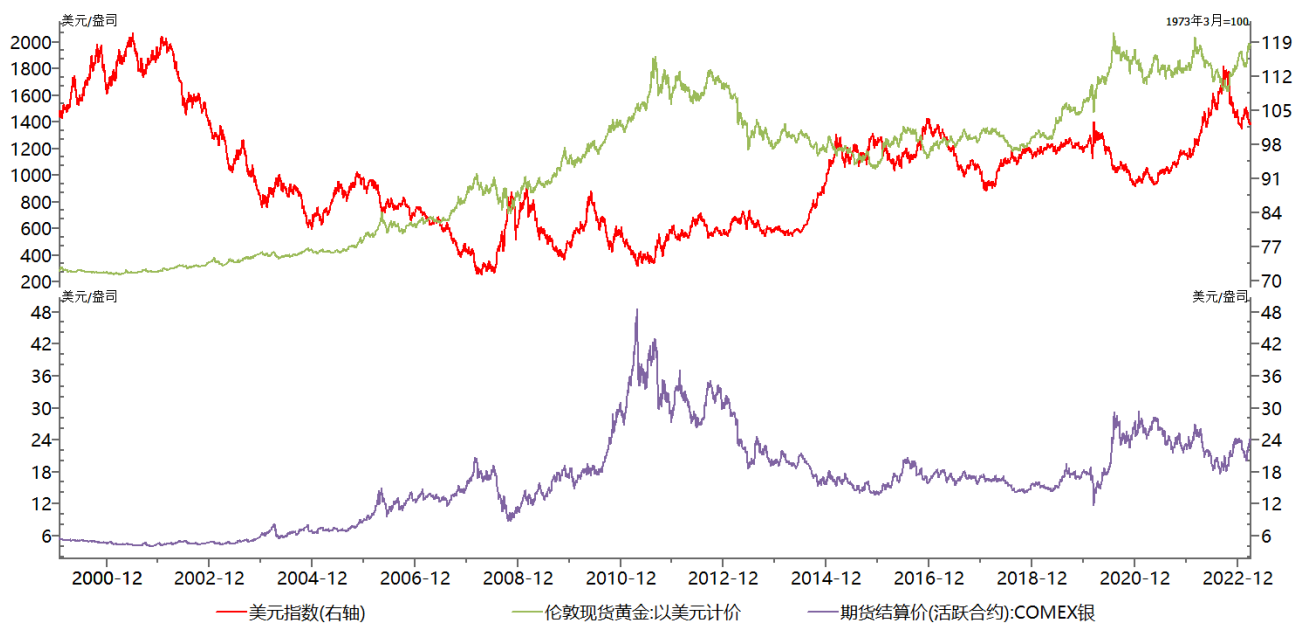


图 18 美元指数与贵金属关联性分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

第四部分 美联储货币政策转向与黄金行情演绎分析

对比美联储加息趋势、资产负债表规模变动和伦敦金现价格的历史走势数据，可以得到以下的结论：第一，美联储加息预期升温之际，黄金往往表现偏弱，当美联储加息预期落地或者被市场计价之际，黄金表现偏强，往往会出现利空出尽反弹行情；如果美联储降息，黄金表现强势。第二，美联储资产负债表规模的增加往往伴随着黄金价格的上涨，美联储资产负债表规模趋于稳定或者回落之际，黄金价格亦会出现回落；当美联储货币政策鹰派转向被市场消化或者落地之际，黄金价格往往出现利空出尽反弹行情。

一、联储资产负债表规模与黄金走势分析

回顾美联储资产负债表规模和黄金价格 2000 年以来的数据，可以具体分析两者的关系。2008 年 9 月-2011 年 9 月，面对金融危机，美联储实施宽松货币政策，释放流动性，资产负债表规模大幅增加，从 9000 亿美元涨至 29000 亿美元，伦敦金现价格亦直线拉升，从 750 美元/盎司一路飙涨至 1900 美元/盎司。这一阶段是历史上最长的流动性泛滥时期，除美联储以外，各国央行加大货币宽松力度以对冲频发的经济金融危机、地缘政治危机带来的负面影响；长期宽松下，通胀预期抬升、实际利率下行、美元指数走弱，黄金呈现大牛市。

2012 年底-2014 年中，虽然美联储实施第四轮 QE，资产负债表规模继续增加，但是黄金没有出现对应的上涨，当然在很大程度上避免了黄金的深度回落。这一阶段前处于后金融危机时期，美国经济回暖，货币政策转向，第三轮 QE 结束，整体低通胀、实际利率回升，此外日欧经济仍低迷反衬美国增长相对强势，金价快速下跌，进入熊市区间。而美联储第四轮量化宽松政策虽然没有使得黄金价格上涨，但是改变黄金快速下降的趋势，改变了黄金熊市下跌的幅度，使其从快速下跌回归震荡偏弱期。故宽松的货币政策亦促进了金价的相对涨幅。

2019年下半年至今，美联储开启了新一轮的量化宽松政策，而新冠肺炎疫情的爆发则是使得美联储进入超级量化宽松时代，美联储资产负债表规模亦是急剧大幅增加，从初期的4万亿涨至接近9万亿；这一阶段，叠加疫情风险所带来的避险需求，黄金价格则是持续的大幅上涨，最高涨至2075美元/盎司，刷新历史新高。超宽松的货币政策所带来的货币超发和流动性泛滥使得黄金价格出现大幅的上涨。

2014年下半年-2019年初，美国经济进入繁荣期，美联储资产负债表规模亦相对稳定，黄金亦从急速下跌的熊市逐步转向震荡市。而2011年9月-2012年10月，是美联储第四轮QE前的、短暂的货币政策相对正常时期，该阶段黄金价格从高位回落，进入超级熊市，虽然有经济好转与市场风险偏好等其他因素的反向冲击，但是货币政策的收紧（第三轮QE的结束）或是其大幅回落的核心影响因素。而2021年1月6日，随着美联储12月议息会议纪要显示美联储开始讨论宽松货币政策的退出路径，释放货币政策调整的鹰派信号后，黄金价格则是持续的走弱，从1960美元/盎司跌至1675美元/盎司附近，亦说明黄金行情对美联储货币政策调整的敏感性。

通过美联储资产负债表规模和黄金价格走势的具体分析，可以得到美联储货币政策和黄金价格走势的相关关系，2021年以来美联储的货币政策持续收紧，黄金价格亦持续回落，这符合两者的关联性。一旦美联储货币政策趋于稳定或者落地后，黄金或在流动性泛滥等因素的推动下再度走强。

二、美联储2004-2006年加息周期黄金走势分析

2003年下半年美国经济在房地产泡沫大背景下强势复苏，需求快速上升拉动通胀和核心通胀上涨，美联储于2004年开始加息应对。2004年6月到2006年6月，美联储连续加息17次，将美国基准利率从1%上调至5.25%的高位。该阶段，黄金价格没有因为利率的提高而走弱，反而出现持续的走强行情，从初次加息的400美元/盎司持续拉升至最高的715美元/盎司，涨幅达到79%。

在 2004-2006 美联储加息周期前的三个月，随着美联储加息预期的走强，黄金价格出现高位回落趋势，从 426 美元/盎司跌至 375 美元/盎司，跌幅接近 12%。从 2004-2006 美联储加息周期前的六个月来看，美联储加息预期走强，黄金价格意维持高位回落趋势，跌幅亦接近 12%。

从 2004-2006 年美联储货币政策收紧和黄金价格走势来看，当美联储货币政策收紧预期不断加强时，黄金价格因债券属性和货币属性的作用而出现大幅下滑；当美联储加息预期落地之际，黄金价格出现利空出尽大幅反弹行情。

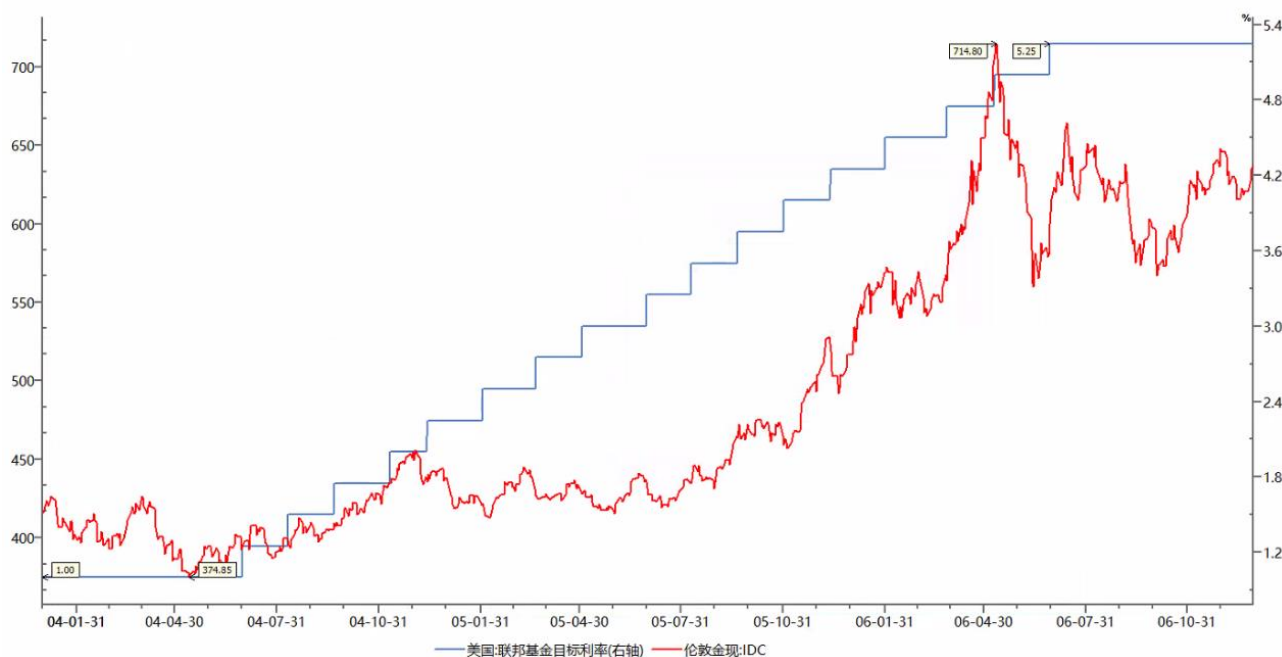


图 19 2004-2006 加息周期利率与黄金走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

三、美联储 2015-2018 年加息周期黄金走势分析

2012 年底到 2013 年，美联储货币政策调整预期逐步加强，伦敦金现亦从 1796 美元/盎司的高位回落，跌至 1370 美元/盎司附近，跌幅接近 24%。2013 年 6 月 20 日，伯南克表示 2013

年开始放缓 QE，2014 年结束 QE，货币政策转向信号释放，贵金属出现急跌行情，从 1370 美元/盎司快速跌至最低的 1180 美元/盎司，短期跌幅接近 14%；随后则进入高位偏弱震荡行情。2013 年 12 月 19 日，美联储利率决议宣布缩减购债规模 100 亿，逐步退出 QE，黄金小幅下跌后开始反弹，利空出尽行情成为核心，黄金一度涨至 1390 美元/盎司。随后随着美联储加息预期的升温，贵金属维持震偏弱行情直到 2015 年 12 月 16 日，黄金价格亦跌至最低的 1046 美元/盎司。2015 年 12 月 16 号，美联储开启加息周期，黄金触及 1046 美元/盎司的低位后开始走强，利空出尽行情再度成为核心，黄金价格持续走强至 1380 美元/盎司附近。

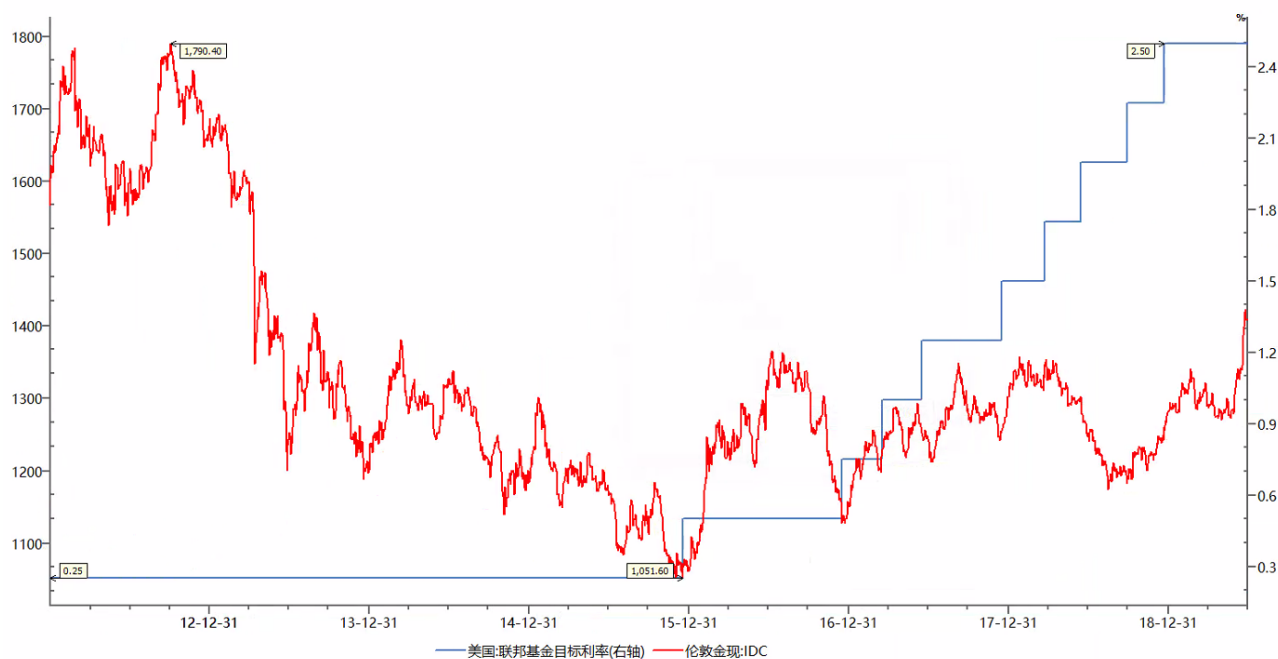


图 20 2015-2018 加息周期利率与黄金走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

从 2004-2006 年美联储加息周期和 2015-2018 年美联储加息周期前后，货币政策调整和黄金走势分析来看，美联储货币政策转向预期加强之际，如缩减购债和加息预期升温之际，黄金维持弱势，当货币政策调整被市场消化或者落地之际，黄金往往走出利空出尽反弹的行情。这与 2021 年美联储货币政策调整与黄金走势相一致，2021 年美联储货币政策转向预期不断升

温，从缩减购债政策调整预期加强到加息预期加强再到出现缩表预期，黄金维持弱势；当政策调整落地后，黄金则开始利空出尽低位反弹行情。这一规律走势在接下来的时间内仍适用，美联储货币政策调整预期升温之际对贵金属形成较大的压力，当货币政策调整落地时，贵金属则会开启利空出尽反弹的行情。

四、美联储政策调整预期下黄金走势分析

从历次加息周期来看，美联储加息预期升温之际，黄金表现偏弱；当加息预期被市场消化或者落地之际，黄金往往走出利空出尽反弹的行情；当然降息对黄金而言直接形成利好影响。从历次缩表周期和黄金走势来看，当收紧预期加强之际，黄金短期偏弱，但是中期维持偏强行情。本轮加息周期和缩表周期亦会有此效果，并且当前面临地缘政治紧张局势和通胀居高不下等其他因素影响，黄金的表现将会强于以往缩表周期黄金的表现。

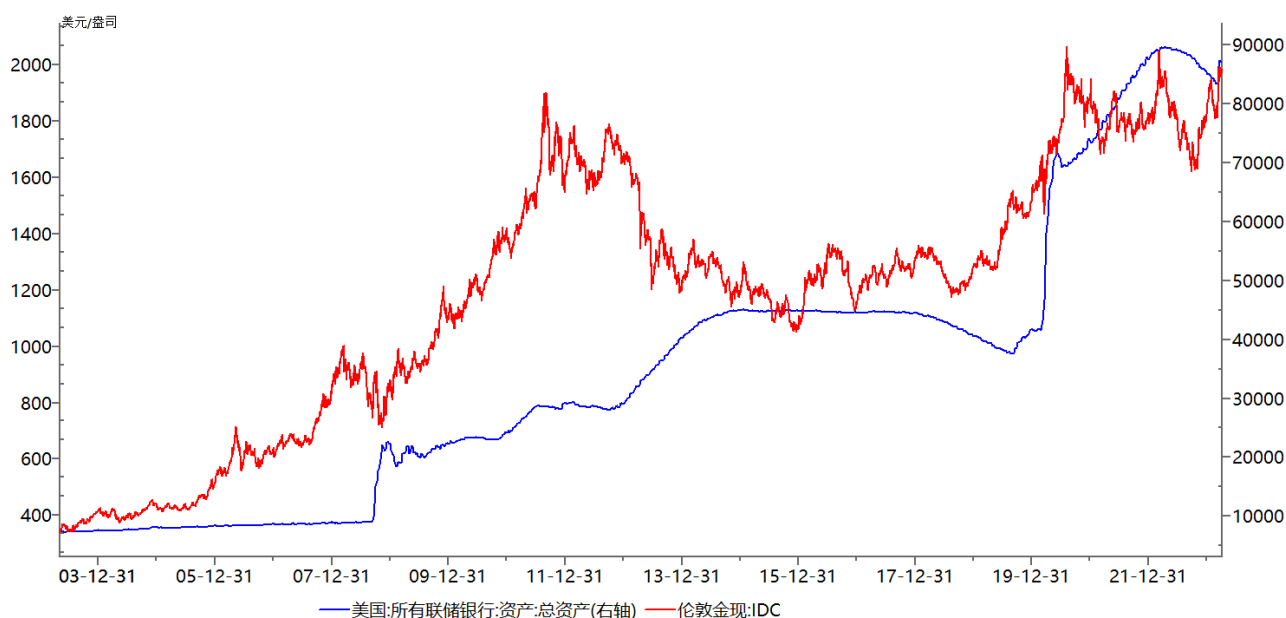


图 21 美联储资产负债表规模变动与黄金走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

基于当前对美联储货币政策的调整预期，我们认为当美联储释货币政策意外的收紧调整或预期升温对黄金价格形成直接利空；然而美联储缩债和加息预期一旦落地，黄金将会再度回归强势行情。2023 年，美联储货币政策调整的进展对于黄金的影响依然是核心。近二十年，美联储近期释放的天量流动性，依然没有被市场所完全消化，超发的货币和泛滥的流动性依然会支撑着金价，故黄金价格虽然会回调，但是回调的幅度会相对有限。从中长期来看，信用货币时代，货币超发严重且持续，央行购金需求不断增加，黄金供应相对有限，黄金仍有较大的上涨空间，长期投资者或者资产配置者，仍在可借回调之际做多，逢低配置。

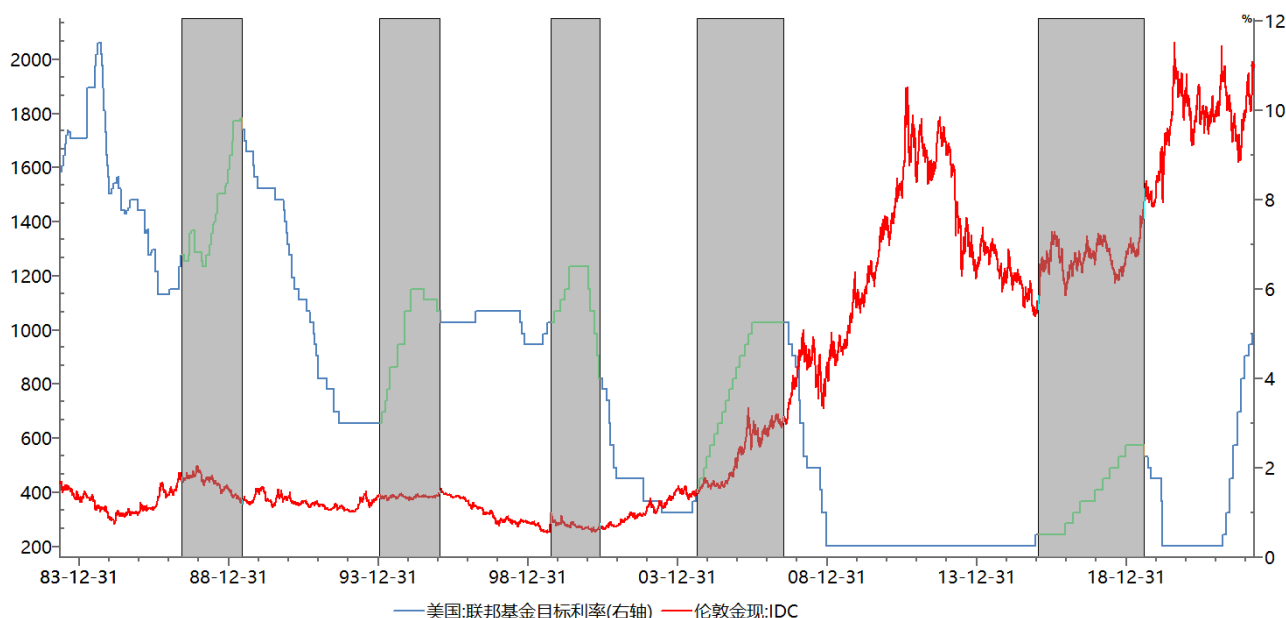


图 22 美联储基准利率变动与黄金走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

第五部分 黄金供需基本面分析

一、2022 年全球黄金需求大幅增加

世界黄金协会最新发布的《全球黄金需求趋势报告》显示，2022 年年度黄金需求（不含场外交易）同比增长 18% 至 4741 吨，是自 2011 年以来最高的年度总需求量；其中，四季度 1337 吨的需求量创下新高。各国央行的大力度购金和持续走强的个人黄金投资需求是全球黄金需求大付增加的主要驱动因素。

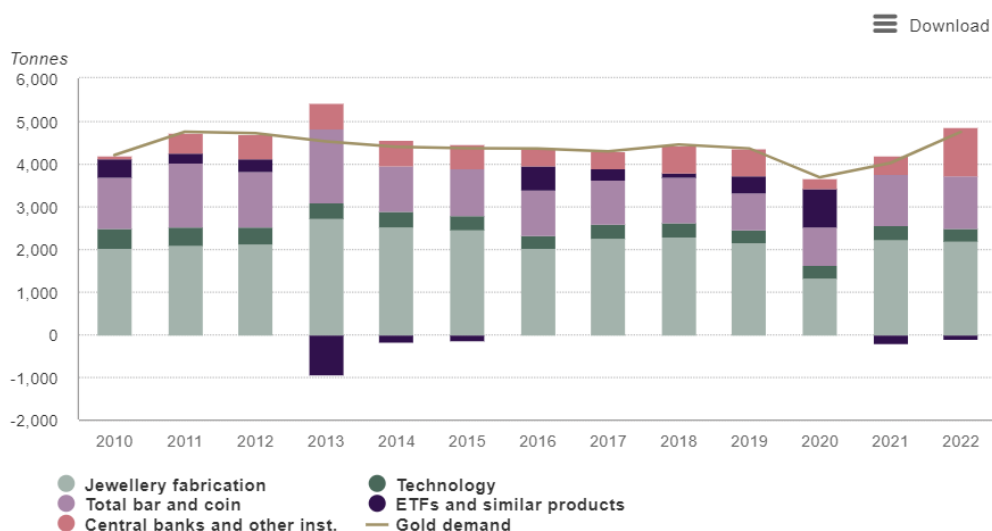
具体来看，2022 年，全球央行年度购金需求达到 1136 吨，较上年的 450 吨大幅增加 686，创下 55 年来的新高。仅 2022 年四季度全球央行就购金 417 吨，是连续第二个季度处于高位，下半年的购金总量也超过 800 吨。

2022 年，全球黄金投资需求（不含场外交易）较上年增长 10%，主要驱动因素包括两个方面，一是黄金 ETF 的流出明显放缓，二是金条与金币投资需求保持强势。2022 年全球黄金 ETF 共计流出 110 吨，四季度流出 90 吨；2022 年全球金条和金币总需求增长 2% 至 1217 吨，四季度金条和金币总需求为 335 吨，同比上升 3%。金条与金币持续受到全球数个国家投资者的青睐，弥补了中国下降的黄金投资需求。在德国需求持续走强的推动下，2022 年欧洲的金条与金币投资总量超过 300 吨。另一方面，中东地区也实现大幅增长，年度需求同比升高 42%。

2022 年，全球金饰需求稍显疲软，下降 3% 至 2,086 吨。这主要是因为中国疫情相关因素限制了这一年的消费，从而导致中国全年金饰需求下降了 15%。此外，四季度的金价反弹也是导致全年金饰需求同比下降的原因之一。

2022 年，全球黄金总供应量延续了温和的上升轨迹，同比增长 2%至 4755 吨，保持在疫情前的水平之上。四季度总供应 1217 吨，同比下滑 1%。值得注意的是，金矿产量创下四年来新高，增加至 3612 吨；四季度矿产 925 吨，同比下滑 2%。

2022 gold demand almost matched the 2011 record



Sources: Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council; [Disclaimer](#)

Data to 31 December 2022.

图 23 黄金需求走势图

数据来源：世界黄金协会、方正中期研究院

二、全球黄金市场供需及黄金价格走势影响分析

2022 年，全球黄金总需求 4741 吨，总供给为 4755 吨，供需缺口为+11 吨，因为需求的大幅增加使得供需缺口较前值出现大幅回落，对于金价而言形成利好影响；2021 年，全球黄金总需求 4021.29 吨，总供给为 4666.12 吨，供需缺口为+644.83 吨；供过于求的状态仍在持续，这一格局自 2015 年以来一直维持着（除个别月份因特殊情况出现变化）。从商品属性出发，供需基本面是商品价格走势的核心影响因素，而黄金市场供过于求的格局持续，但是黄金价

格并没有持续的大幅回落，主因在与黄金的商品属性对价格的影响仍在弱化，黄金的债券属性和货币属性是黄金价格走势的核心影响因素。

全球黄金供需缺口分析							
单位：公吨	2017	2018	2019	2020	2021	2022	同比变化
总供应量	4659.9	4775.2	4876.9	4729.7	4683.4	4755.0	1.53%
黄金总需求量	4278.2	4454.4	4358.3	3651.2	4019.9	4741.0	17.94%
供需缺口	381.7	320.8	518.6	1078.5	663.5	14.0	-97.89%

图 24 黄金供需缺口走势分析

数据来源：世界黄金协会、方正中期研究院

从黄金供需数据来看，全球黄金需求因消费需求和央行购金抵消投资需求的下降而走升，全球黄金供给因矿产金供应增加而小幅增加，供过于求的格局依然存在，对于黄金价格而言形成一定的利空影响。但是对于黄金供需面的分析，市场应该转变供需传统分析思路，需求端重点关注 ETF 及类似产品项黄金需求变动，供给端重点关注央行购金/售金的变化。

从黄金三大属性出发，债券属性和金融属性成为当前黄金价格的核心影响因素，工业属性对黄金价格的影响相对较弱，这也决定了全球黄金的供需小幅变动对金价影响的有限性。故 2021 年以来，美债收益率走势是金银行情的核心驱动因素，美元和美债收益率走势亦影响金银；故当前分析黄金价格需要更多的是关注货币政策走势、关注美债收益率和美元指数的变动，全球黄金供需变动仅作为价格走势预测的参考。

三、CFTC 持仓和 ETF 持仓分析

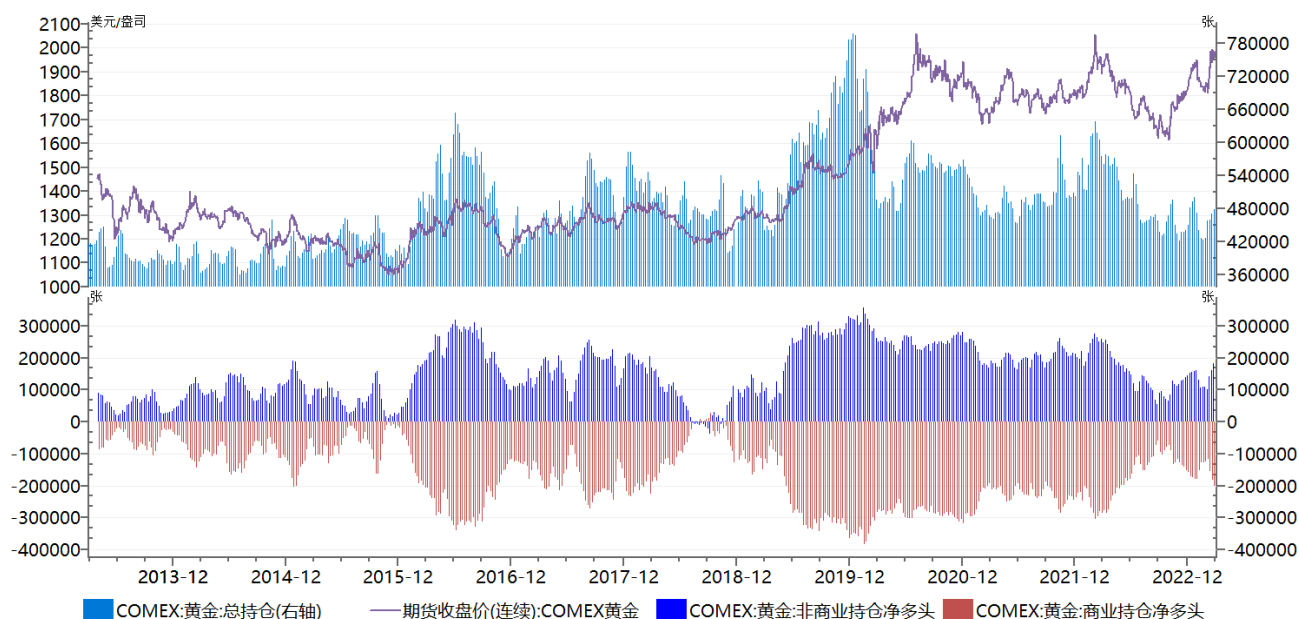


图 25 黄金价格与 COMEX 持仓走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

黄金的价格和 COMEX 持仓有正向关联，当黄金价格出现上涨或者下跌之际，COMEX 持仓亦会出现相应的增加或者减少，两者的相关性较为显著。2021 年，黄金价格整体维持弱势，COMEX 黄金持仓亦是逐步下降；2022 年以来，黄金价格整体维持先抑后扬走势，COMEX 黄金持仓亦先减少后增加；净多持仓的变化与黄金价格走势的关联性更为密切。然而，COMEX 持仓变动从逻辑和变动上均是滞后于黄金价格的走势，故 COMEX 持仓的变动可以作为黄金价格走势的验证，而不能作为黄金价格走势的预测指标。故对于 COMEX 持仓的观察来验证黄金价格走势，一旦两者出现背离，则会出现投机的机会。

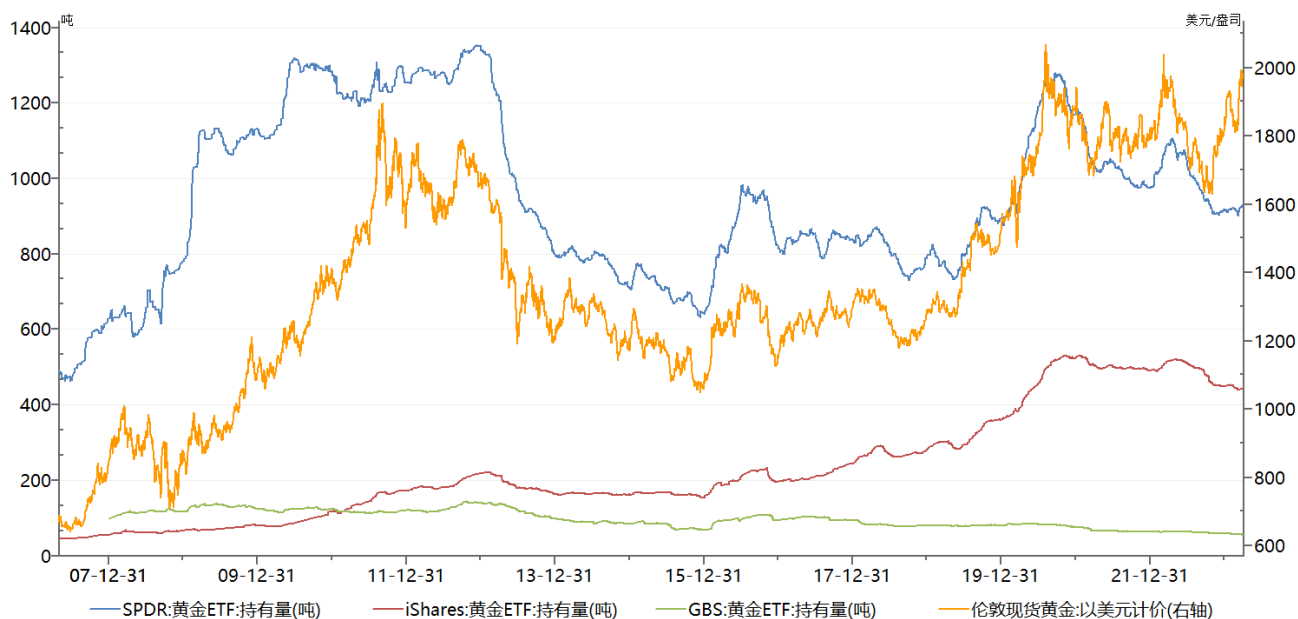


图 26 黄金价格与 ETF 持有量走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

从 ETF 持仓和黄金价格走势来看，SPDR 黄金持有量和黄金价格的走势显著相关。2021 年，黄金价格整体偏弱运行，SPDR 黄金持有量亦是逐步减少；2022 年以来，黄金价格整体呈现先弱后强态势，SPDR 黄金持有量亦先减少后小幅增加，两者的关联性更为密切。虽然 SPDR 黄金持有量变化略微滞后于黄金价格，但是其走势的表动亦可以验证和确定黄金价格趋势，为黄金长期走势提供参考，故 2022 年仍需关注 SPDR 黄金持有量的变动情况。

第六部分 黄金相关的核心宏观指标解读

一、人民币走势与黄金走势分析

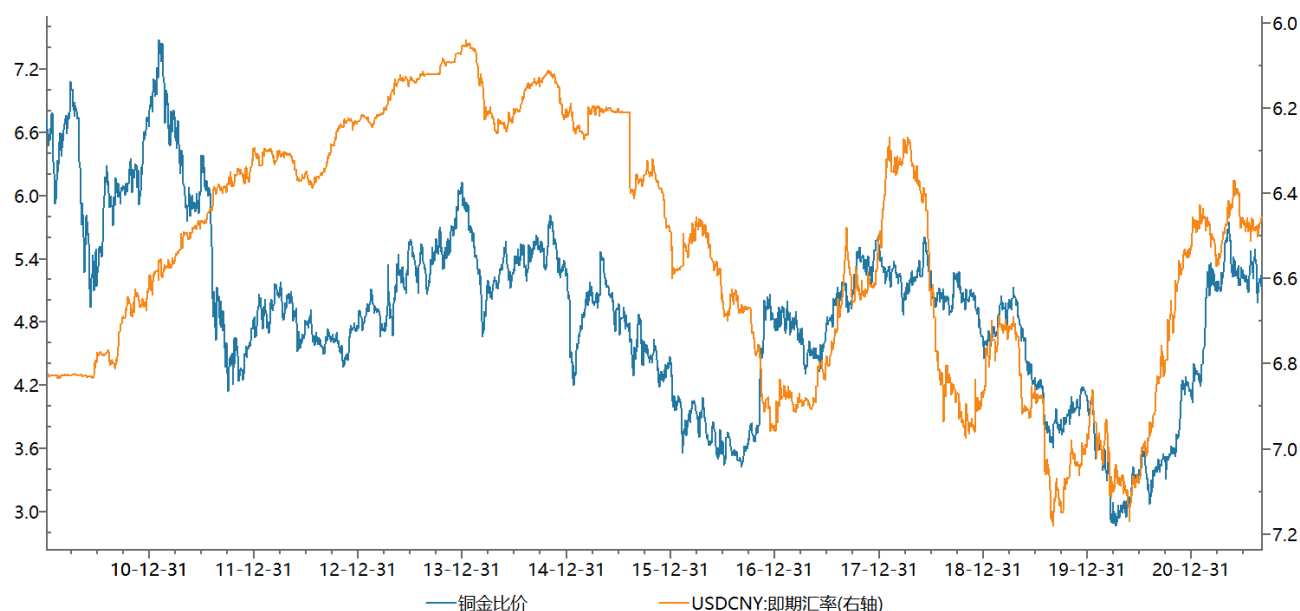


图 27 人民币汇率与铜金比价走势分析图

数据来源：Wind、方正中期研究院

2022 年二、三季度与 2023 年 2 月，沪金涨跌幅和伦敦金现涨跌幅出现较大的偏差，伦敦金现走弱阶段，沪金跌幅相对有限；而伦敦金现上涨阶段，沪金涨幅有限甚至仍然处于弱势行情；这与人民币汇率的走势密切相关，人民币升值，沪金表现比伦敦金现偏弱，人民币贬值，沪金表现比伦敦金现偏强，因此需要关注人民币走势对内盘黄金行情的影响。

4 月 18 日-5 月 13 日，受美联储货币政策加速收紧和地缘政治局势无进一步恶化的利多出尽影响，黄金承压回落。伦敦金现从 1998.39 美元/盎司的高位一度跌至 1798.8 美元/盎司，跌幅达到 199.59 美元/盎司/9.99%；沪金从 408.46 元/克的高位跌至 399.22 元/克，跌幅为 9.24 元/克、2.26%。沪金表现明显强于伦敦金现表现，内外盘的套利机会亦逐步显现。此阶段，人民币持续贬值，美元/离岸人民币从 6.3789 持续涨至最高的 6.8364，涨幅达到 7.17%。伦敦

金现是美元计价，而沪金是人民币计价，故美元/离岸人民币的走势使得内外盘黄金行情强弱出现明显的分化。简单来看，伦敦金现的跌幅与沪金跌幅和人民币贬值幅度之和基本相等，这从数据上亦看出人民币的贬值带来了沪金的强势行情。

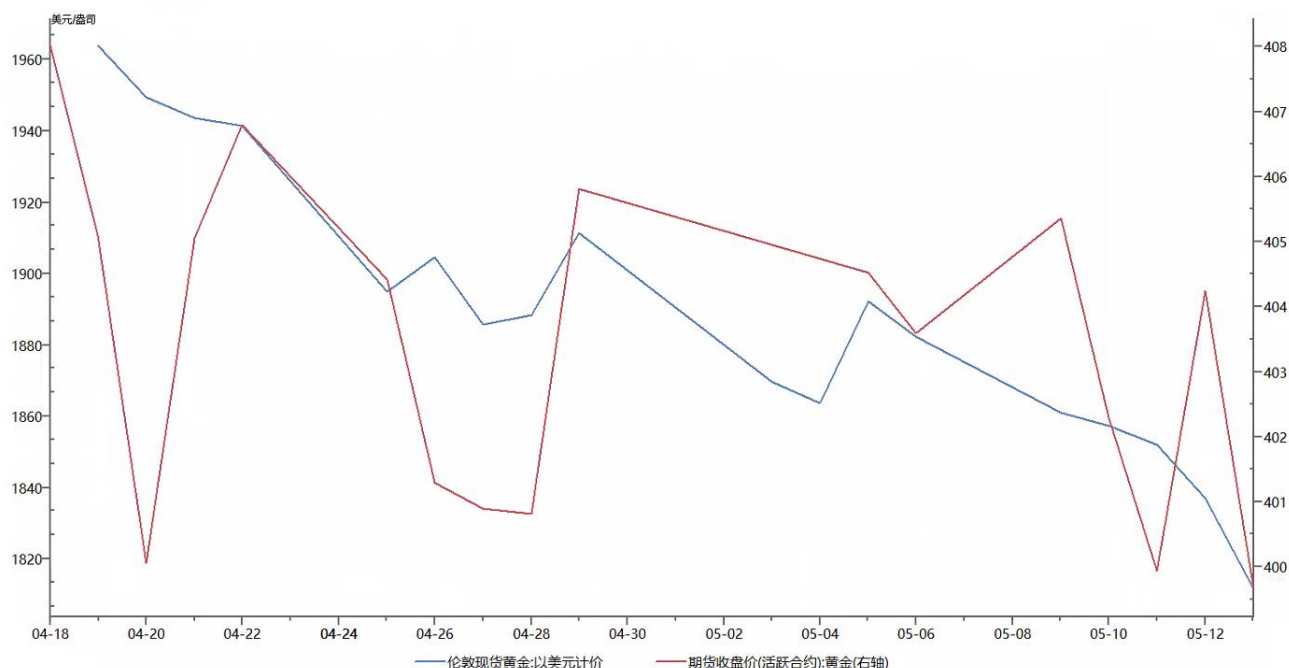


图 28 4 月 18 日-5 月 13 日伦敦金现和沪金走势对比图

数据来源：Wind、方正中期研究院

5 月 16 日-5 月 23 日，美联储货币政策加速收紧预期逐步被市场计价，形成利空出尽影响，黄金触底反弹。伦敦金现从最低的 1786.28 美元/盎司涨至 1865 美元/盎司，涨幅为 78.72 美元/盎司/4.4%；沪金从 399.66 元/克继续跌至 397.16 元/克，跌幅为 2.5 元/克、0.63%。沪金表现明显弱于伦敦金现表现，内外盘的套利操作获利颇丰。此阶段，人民币开始升值，美元/离岸人民币从 6.8206 持续跌至 6.6619，跌幅达到 2.33%，最低跌至 6.6478，最大跌幅达到 2.53%。故美元/离岸人民币的走弱使得内外盘黄金行情强弱亦出现明显的分化。

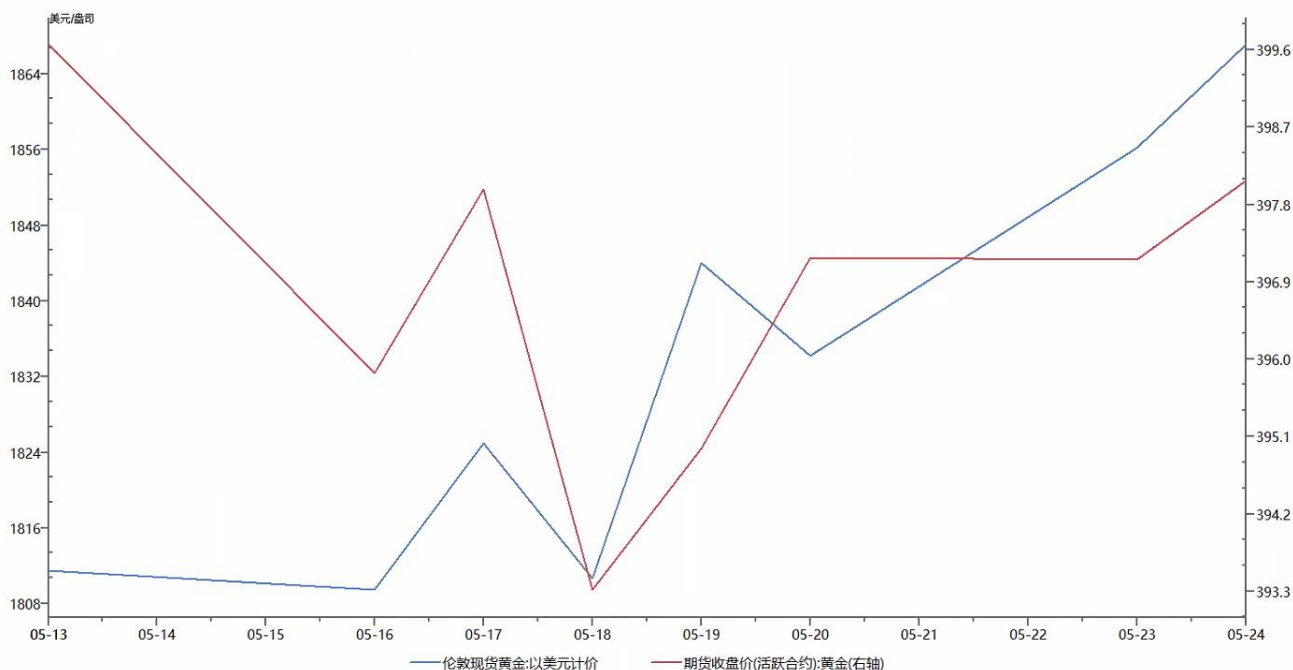


图 29 5 月 16 日-5 月 23 日伦敦金现和沪金走势对比图

数据来源: Wind、方正中期研究院

通过以上数据的分析可知, 人民币汇率的走势对内外盘黄金的走势分化影响较为明显, 人民币贬值之际, 内盘黄金表现强于外盘黄金, 人民币升值之际, 内盘黄金表现弱于外盘黄金; 特殊阶段, 内外盘黄金走势甚至会出现涨跌分化。内外盘走势因为人民币走势分化之际, 往往会出现明显的内外盘套利机会, 因此可借走势分化之际进行合理的黄金内外盘套利, 这一套利操作自然离不开对美元指数和人民币行情的把握、以及黄金整体走势的分析。

2022 年, 多重因素汇集使得人民币表现弱势, 美元/离岸人民币涨幅一度接近 16%, 究其原因有以下几点: 国内局部疫情频发, 经济数据表现偏弱, 经济下行风险加大; 中美经济基本面和货币政策分化所造成的利差收窄甚至倒挂, 叠加联储政策收紧造成资本外流影响, 对人民币汇率形成较大压力; 美元指数和美债收益率持续走强, 使得人民币承压; 人民币持续贬值, 美元/离岸人民币一度涨至 7.3748% 的水平。2023 年一季度, 美元指数先强后弱表现, 人民币呈现先弱后震荡偏强走势, 对于沪金影响依然存在, 但是内外价差变化不大。

展望 2023 年后面三个季度，美联储加息周期接近尾声，并且下半年降息概率大，中美利差整体或呈现先扩后收窄趋势；美国经济持续走低，国内经济则会继续修复；美元指数进入弱势行情阶段，直接利好人民币；预计人民币整体表现较强可能性大。综合考虑中美基本面的变化趋势、两国货币政策分化以及美元指数走势等因素影响，美元/离岸人民币 2023 后三个季度核心运行区间为 6.5-7，不排除再度测试 6.3 的可能。人民币 2023 年整体或呈现震荡偏强走势，对于内外盘走势影响亦较为明显。



图 30 人民币走势回顾与展望

数据来源：Wind、方正中期研究院

二、金银比分析

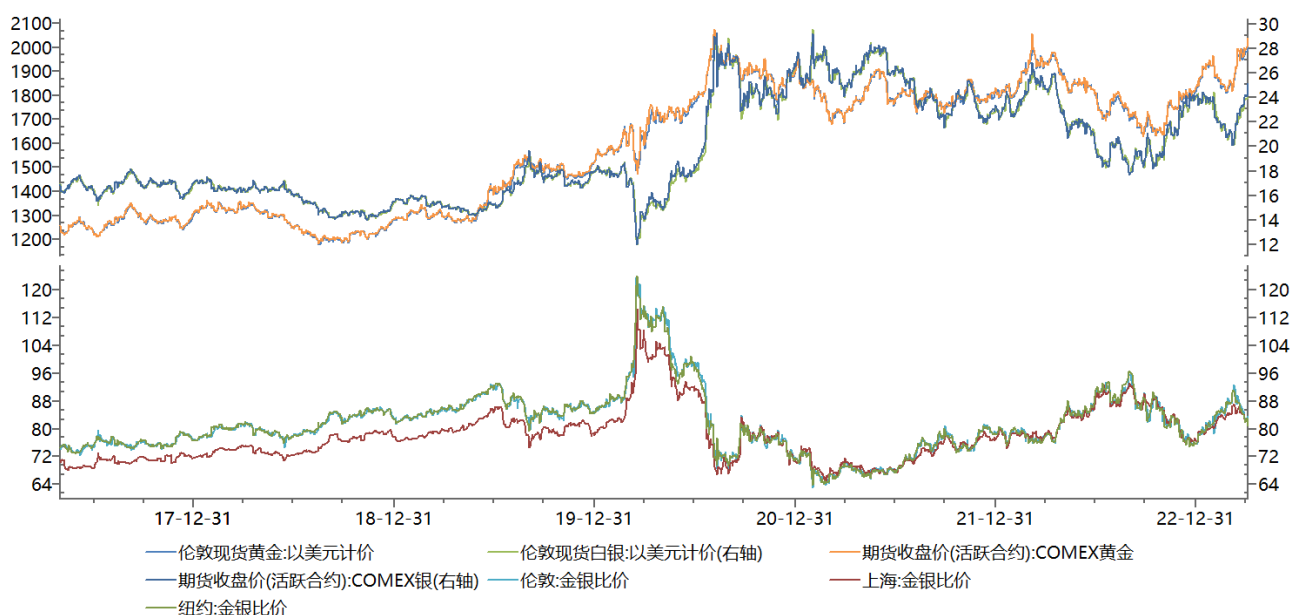


图 31 伦敦金现与伦敦银现比价分析

数据来源：WIND 方正中期期货研究院

金银比率（黄金与白银的比值）在很大程度上可以作为全球宏观经济健康状况的晴雨表，因为金银比的意义在于它能反应经济周期，通常情况下当金银比下降的时候，经济往往处于上升周期，而当金银比放大的时候，这时候经济往往开始下滑，甚至出现衰退。

虽然黄金和白银均被视为贵金属，大概率齐涨共跌，然而两者因为基础属性存在区别，故两者的走势亦存在较大的区别。黄金具有较强的抗通胀属性，但是债券数据和货币属性所带来的避险属性影响会更大，故黄金的主要需求在于珠宝首饰或者投资需求，往往在市场走向不明时期充当通胀对冲和避险资产。而白银则是在工业领域有着广泛应用，工业最终用途消耗的白银占比接近 60%，而黄金为 10% 左右，故白银价格对经济周期比较敏感。故在经济或地缘政治不确定性风险较大的时期，黄金的价格涨幅比白银大，金银比率扩大。在经济复苏时期，由于工业需求上升，白银的价格涨幅更大，金银比率缩窄。

从近两年的金银比数据来看，亦支撑上方观点。2020 年上半年新冠肺炎疫情全球蔓延，金融危机和经济陷入深度衰退中，金银比亦是从 85 左右持续拉升至最高的 123 的历史最高水平，充分说明了经济危机和风险的存在；随后，随着政府和央行的救市和经济刺激计划的实施，经济开始从深度衰退逐步复苏，金银比亦开始走低，2021 年 2 月初降至疫情以来的最低点 62。

2022 年，美联储加速不断加速收紧货币政策，能源危机、粮食危机和供应链危机冲击工业需求，经济衰退预期不断升温，有色板块维持弱势，在这种情况下价格高弹性的白银的反复性较强，整体弱于黄金，金银比近期持续抬升，金银比从 75 反弹至最高的 95.6 附近；然后因为美联储加息节奏放缓预期与兑现、经济衰退预期有所降温等因素影响，白银价格涨幅大于黄金，故金银比价格再度回落至 75 左右。

截止 3 月 10 日的一季度，美联储加息放缓预期再度转向鹰派加息，前期表现偏强的白银表现弱于黄金，金银比再度回到 92.67 附近。然而 3 月 10 日美欧银行业出现风险起，不论是避险需求的直接影响，还是美联储货币政策收紧迅速转向宽松预期的间接影响，均利好贵金属，黄金已经处于高位，涨幅相对有限，绝对价格偏低的白银表现强于黄金，金银比出现回落，一度跌至 82.88，当前依然维持在 85 下方。当前风险计价和美联储货币政策宽松预期被市场所计价，贵金属连续上涨后或出现回调，而美欧经济衰退预期和有色板块表现偏弱拖累白银需求，故金银比二季度仍有上涨空间；下半年看好金银比走势。

2023 年，贵金属整体震荡偏上行可能性大（或呈现✓走势）；二季度白银会因为经济衰退预期表现弱于黄金，而下半年会因为经济修复和美联储降息预期影响，表现强于黄金，故此背景下，金银比或呈现先强后弱走势。

2023 年，美欧经济衰退难免，工业属性较强的白银预计将会弱于黄金，金银比在上半年仍有上涨空间，关注 93-95 的关键位置。下半年，金银比将会走势偏弱，下方关注 65-70 的支

撑；整体或呈现先扬后抑走势，这与政策调整和经济衰退逻辑密切相关。投资者可根据金银比走势进行贵金属的投资活动。黄金内盘价格高于外盘价格，白银内盘价格亦高于外盘价格，2023 年人民币有升值动力，故存在内外价格套利机会。

三、金油比分析

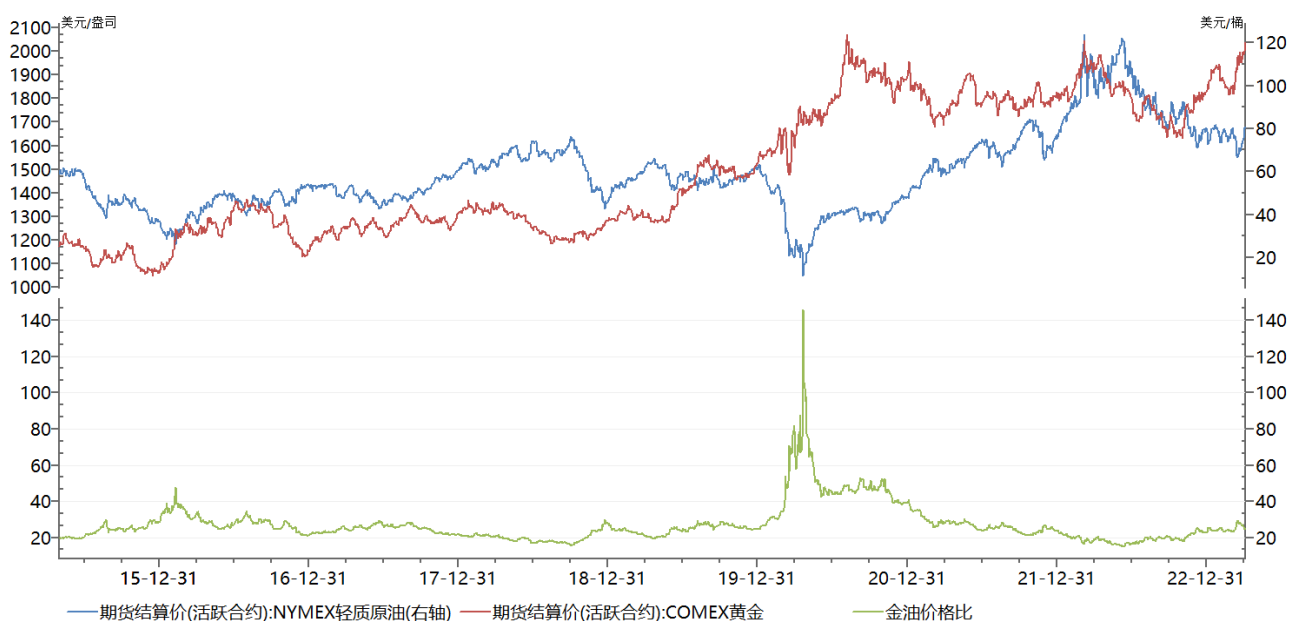


图 32 伦敦金现与布伦特原油比价分析

数据来源：WIND 方正中期期货研究院

黄金是典型的是避险和抗通胀资产，原油是周期性商品，是风险类资产，可以说明经济活动的强弱和市场的风险偏好，故金油比的变化一定程度上反映了经济活动和市场情绪的变化。

因为黄金和原油均是美元计价，故所谓金油比（通常使用伦敦金现和 WTI 原油进行计算）的含义就是 1 盎司黄金所能购买的原油数量，这个指标比值越高，说明用 WTI 原油衡量的黄金价格越高；金油比越低，说明用 WTI 原油衡量的黄金价格低。当金油比处于高位之际，说明黄金的需求要高于原油需求，即市场的避险和抗通胀需求较强，而经济活动处于偏弱的状

态，市场偏好较低；当金油比处于低位时，说明黄金的需求低于原油需求，即市场的避险和抗通胀需求较弱，而经济活动处于走强的状态，市场风险偏好高。故金油比在一定程度上，可以预测经济活动走势和市场风险偏好的变化，是风险偏好晴雨表。当然，当原油价格因为供给端的扰动出现非正常的涨跌之际，金油比与经济周期之间的关联性则会弱化。

市场普遍认为金油比可以视作风险结构变化的前瞻指标，有以下几点原因。第一，黄金和原油同属大宗商品，长周期看具有趋势一致性，历史数据亦可以支撑此观点。经济处于稳定状态之际，油价上涨，通胀预期上涨进而带动黄金价格上涨，同理油价下跌，通胀预期下降进而带动黄金价格下跌，故金油比不会发生异动，相对稳定。一旦出现异动，就意味着经济与政策不确定性、市场风险出现的可能性变大。第二，黄金和原油的风险特性存在较大的区别，原油和实体经济总需求的联系要明显强于黄金，而金价对货币政策、地缘政治风险（特别是中东以外地区）以及不确定性风险的敏感性要大于原油价格。

当前金油比已经上升至 25 附近，但是依然处于偏低的位置，主因在于原油价格在 OPEC+ 意外减产等因素影响仍表现强劲且有韧性，而黄金价格仍有上涨空间。后续金油比仍有上升的空间，黄金价格将会因为美联储货币政策宽松、经济衰退预期升温以及地缘政治局势等因素影响表现强劲，而原油价格则会经济衰退预期影响以及其他地缘政治因素影响下中长期偏弱运行可能性大；因此金油比有进一步上涨的趋势。金油比上涨预期与经济衰退预期相一致，从金油比来看，未来经济衰退或难以避免。

四、金铜比分析：中长期做多金铜比价值仍存

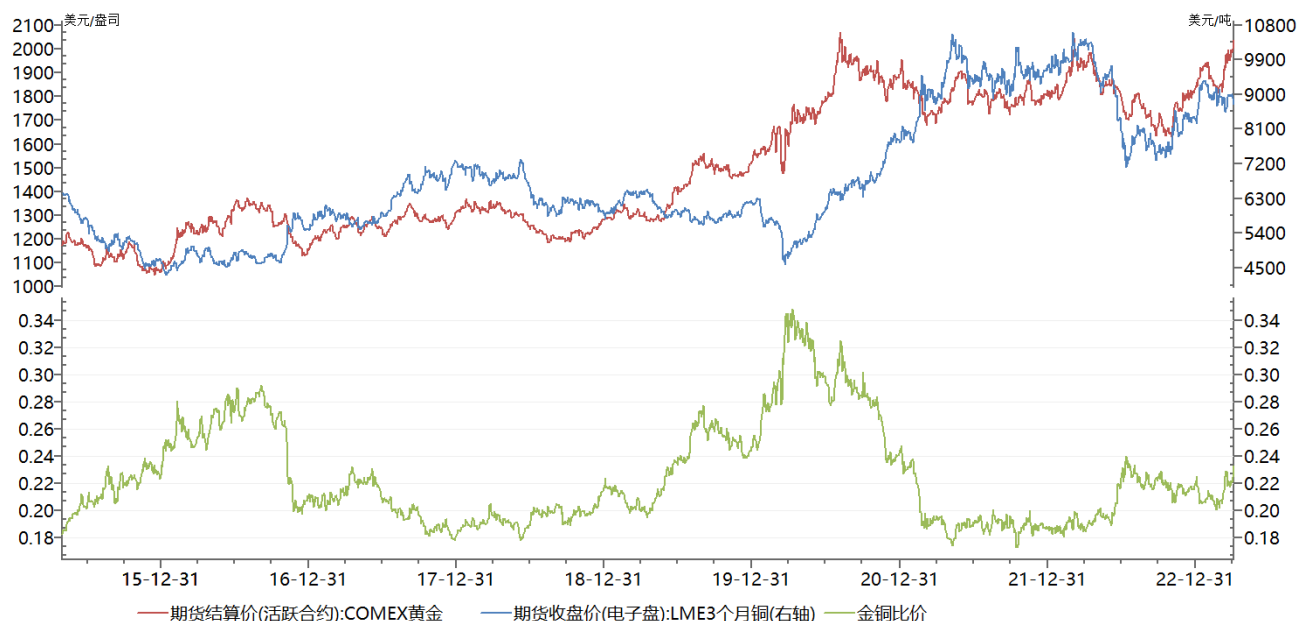


图 33 伦敦金现与 LME 铜比价分析

数据来源：WIND 方正中期期货研究院

金铜比是黄金价格与铜价的比值，即一盎司黄金所能购买的铜的数量，为黄金的相对价格。黄金是典型的避险和抗通胀资产，具有“铜博士”之称的铜是周期性商品，是风险类资产，在需求端受到宏观经济周期的影响较大，对宏观经济走势敏感度非常高，故金铜比的变化一定程度上反映了宏观经济活动的变化。

宏观经济学家凯恩斯提出的“吉布森悖论”，在很大程度上说明了金铜比指标的重要性，亦说明利率和黄金价格之间的关系。吉布森悖论是说，利率与一般价格水平正相关，而非通货膨胀率。换句话说，利率随一般价格水平上升（下降）而上升（下降），即通胀时利率是上涨的，通缩时利率反而是下降的。在金本位条件下，一般物价水平越高，意味着一盎司黄金能购买的商品数量越少，即黄金的相对价格下跌，同时也意味着利率也随之升高。故在吉

布森悖论中，黄金的相对价格就与长期实际利率呈反方向变动，那么金铜比与利率呈现反向关系。

铜作为大宗商品的核心组成元素，其快速攀升之时，金铜比下行，利率随之上扬，黄金反而可能面临下跌风险；这与我们此前认为物价上升推动黄金抗通胀属性回升并支持金价走强的逻辑正好相反。这亦是逻辑的转变，由抗通胀逻辑转移为货币政策转向影响逻辑，在不同的历史时期，所起的作用是不一致的。

对于金铜比而言，其更多地是能够反映出经济周期的变化，因此金铜比和美国方面 GDP 有着比较显著的相关性，并且金铜比的走势领先 GDP 走势，对于经济周期的判断显得更为重要。从逻辑分析来看，金铜比与经济走势呈现负相关关系。金铜比走强之际，黄金需求要强于铜的需求，及避险或抗通胀需求强于工业需求，市场避险情绪高涨，风险偏好下降，说明经济活动走弱或者边际走弱；金铜比走弱之际，黄金需求弱于铜的需求，工业需求较强，说明市场风险偏好高涨，经济活动走强或者边际走强；故金铜比的走势与经济走势具有负相关性。

从金铜比和美国 GDP 不变价季度同比数据走势来看，金铜比和美国 GDP 不变价季度同比之间具有明显的负相关性，并且明显领先于美国 GDP 不变价季度同比。从金铜比和美国 GDP 不变价季度同比分析，金铜比趋势的转变往往伴随着经济的转势，故从金铜比的走势来预测经济周期具有较好的效果。

与金油比一样，经济危机时金铜比也出现飙升，背后逻辑同样是利率水平下降，经济增长下降。但相对于金油比，金铜比几乎可以反映每一次美国 GDP 走势的大幅波动，包括金油比没有反映的 2000 年互联网泡沫破灭产生的美国经济衰退，金铜比也敏感的反映出来了。故

从金铜比和金油比对经济的敏感性上，我们认为金铜比是更好的指标，可以提前有效的预测经济的整体走势。因此要重视金铜比的作用。

当前，经济衰退担忧再度加剧，不排除再度交易经济衰退的逻辑，金铜比小幅走强，并且有进一步走强的趋势，这一方面是验证了市场对经济衰退的担忧，另一方面则是说明经济持续下行将会持续。这一预期下，对于黄金而言，其配置价格则依然存在，对于黄金而言亦形成利好影响，建议继续做多金铜比。

第七部分 黄金技术分析和季节性分析

一、黄金技术分析



图 34 沪金价格走势图 (元/克)

数据来源: Wind、方正中期研究院



图 35 伦敦金现价格走势（美元/盎司）

数据来源：Wind、方正中期研究院

黄金走势关注对象主要是伦敦现货金（伦敦金现）、上海金（Au9999）和纽约金（Comex 金），国内期货一般对标的是上海金+升贴水，我们分析的主要是伦敦金（现货金），因为伦敦金在定价权方面的话语权更大。

压力位：2023 年，第一压力位为 2075 美元/盎司，刷新历史新高可能性较大，不排除涨至 2300 美元/盎司上方的可能。对应内盘第一压力位为 455-460 元/克，若伦敦金刷新新高，沪金不排除涨至 480 元/克上方的可能。2023 年二季度，银行业风险依然存在、美联储政策转向宽松以及经济衰退预期再度升温，黄金整体表现偏强，但是仍会出现回调行情，伦敦金现上方关注 2075 美元/盎司阻力位，突破的可能性较大，若突破则关注 2200 美元/盎司关口；沪金关注 455-460 元/克位置，突破可能性亦较大，不排除涨至 480 元/克的可能。

支撑位：2023 年，伦敦金现第一支撑位为 1800 美元/盎司，若跌破则需要关注 1675-1680 美元/盎司支撑，跌至此位置的可能性不大。沪金方面支撑位为 400 元/克，核心支撑位为 380 元/克；考虑到人民币汇率升值可能性大，预计沪金整体表现或将会弱于国际黄金表现。2023 年二季度，银行业风险减弱、美联储政策转向宽松被计价以及经济衰退预期仍未兑现，伦敦金现下方关注 1800 美元/盎司支撑，沪金关注 400 元/克支撑。

对于 2023 年，美联储货币政策调整节奏与经济衰退继续主导黄金走势；美元指数和美债收益率的波动直接影响黄金走势。美联储加息周期接近尾声，对黄金形成利空出尽影响，政策一旦释放再度降息信号对黄金形成直接利好影响；经济衰退预期从避险属性利好黄金，故政策宽松转向和经济衰退担忧均利好黄金，美元指数和美债收益率持续回落可能性大，对黄金亦形成直接利好影响。故 2023 年，黄金整体仍将维持震荡偏强走势，一季度因为政

策调整节奏的转变、银行业风险以及经济衰退的预期，整体呈现先强后弱再度走强表现，二季度，黄金高位偏强运行可能性大，不排除不断刷新历史新高可能。

2023 年二季度，银行业风险有所消退、美联储政策宽松预期被市场所计价、通胀仍维持高位，黄金存在调整的预期和空间；当然，美国银行业风险仍然存在、美联储货币政策整体维持宽松预期、美欧经济衰退或难免，黄金整体维持震荡偏强行情概率大；故需要重点关注美联储货币政策调整节奏的预期和经济衰退的预期，建议等待低吸机会。伦敦金现整体在 1800-2075 美元/盎司区间偏强运行可能性大，沪金 400-460 元/克主区间偏强运行可能性大，黄金刷新历史新高概率较大。

2023 年，伦敦金现核心压力位为 2075 美元/盎司，不断刷新历史新高概率大；支撑位为 1800 美元/盎司。沪金走势既要考虑国际金价走势，亦要关注人民币汇率走势，沪金上方压力位为 455-460 元/克，刷新历史新高可能性大；考虑到汇率变动，核心支撑位 400 元/克；考虑到人民币汇率升值可能性大，预计沪金整体表现或将会与国际黄金表现。

二、黄金季节性分析

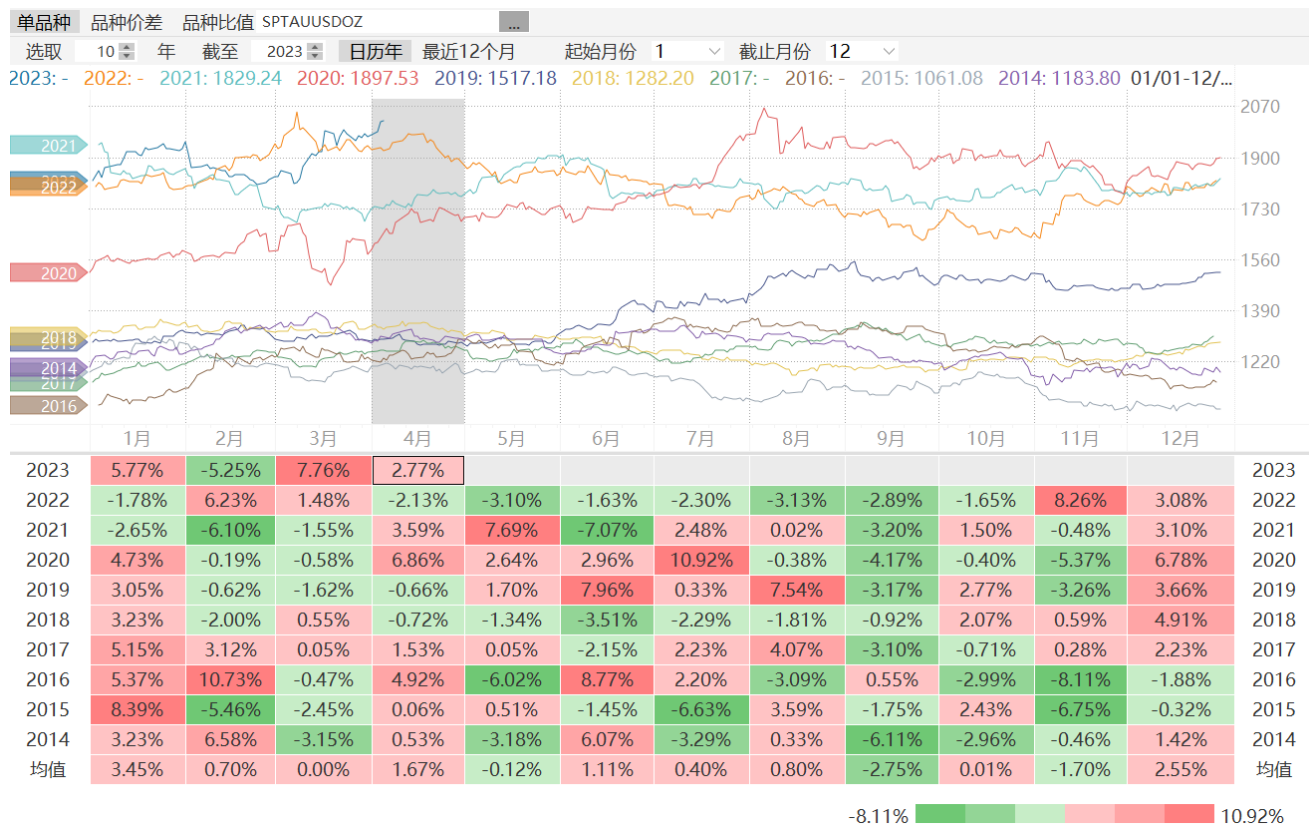


图 36 伦敦金现季节性分析（美元/盎司）

数据来源：Wind、方正中期研究院

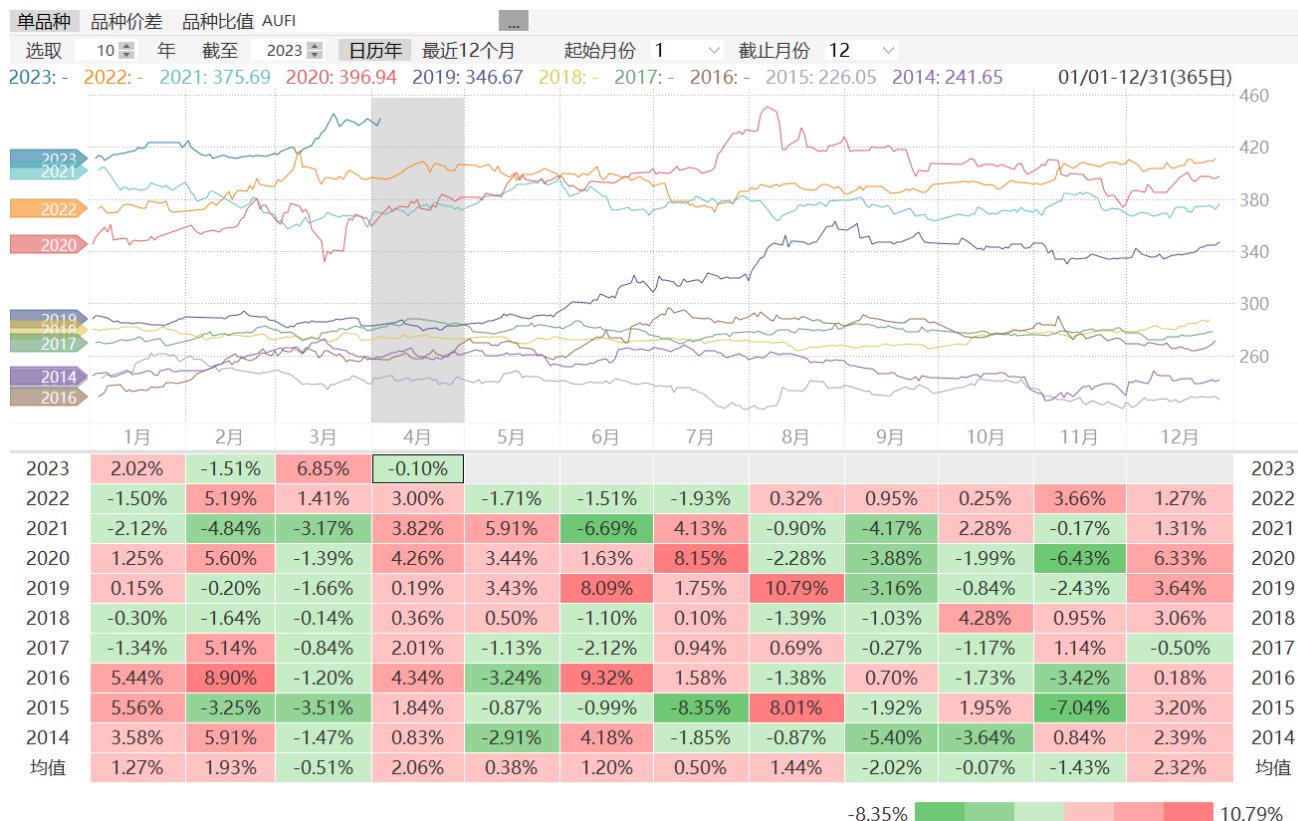


图 37 沪金季节性分析 (元/克)

数据来源: Wind、方正中期研究院

由下图可以看出, 过去的十年中, 1月、2月和8月黄金表现通常较好, 而在3月、11月和12的表现通常较差。

4月黄金表现解读: 从过去十年走势来看, 4月金价上涨概率略高于下跌概率, 本月做多黄金需谨慎。

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
平均(每月变动)	39.07	-5.21	10.4	4.46	-7.95	-5.36	19.11	13.5	-43.15	-1.85	-28.76	31.74
2023	105.22	-104.36	155.48									
2022	-25.65	111.54	36.37	-47.51	-53.2	-13.56	-64.38	-46.96	-47.39	-32.46	113.61	70.78
2021	-51.26	-113.61	-25.87	59.1	138	-139.84	48.76	-6.3	-49.83	25.32	1.23	37.4
2020	66.27	-2.62	23.91	84.18	36.49	52.51	190.16	-3.79	-72.98	-17.36	-105.92	126.02
2019	41.86	-6.8	-23.37	-8.54	18.28	107.76	18.54	92.25	-51.94	41.24	-45.63	57.99
2018	42.34	-26.83	7.17	-10.09	-16.88	-45.91	-28.45	-23.92	-9.35	25.86	2.18	61.48
2017	63.22	37.72	0.76	19.08	0.64	-27.31	27.83	51.99	-41.68	-8.3	3.56	27.79
2016	57.11	120.46	-5.92	60.78	-78.21	106.58	29.38	-42.31	6.9	-38.66	-104.01	-25.7
2015	99.42	-70.61	-29.61	0.8	6.21	-18.23	-76.55	39.13	-19.84	27.02	-77.34	-3.67
2014	42.91	81.84	-42.38	7.59	-41.92	77.65	-44.74	4.73	-79.17	-35.21	-5.56	16.99
2013	-11.65	-84.09	17.89	-120.79	-88.91	-153.27	90.54	70.2	-66.24	-5.97	-69.71	-51.71

■ 上涨 ■ 下跌 美元/盎司

图 38 伦敦金现月度涨跌绝对值统计（美元/盎司）

数据来源：方正中期研究院

三、行情估算矩阵

沪金价格矩阵		伦敦金现（美元/盎司）											
		1675	1700	1750	1800	1850	1900	2000	2075	2100	2200	2300	2400
人 民 币 汇 率 （ 人 民 币 / 美 元 / 离 岸	6.3	339.27	344.33	354.46	364.59	374.72	384.84	405.10	420.29	425.35	445.61	465.86	486.12
	6.4	344.66	349.80	360.09	370.38	380.66	390.95	411.53	426.96	432.11	452.68	473.26	493.84
	6.5	350.04	355.27	365.71	376.16	386.61	397.06	417.96	433.63	438.86	459.76	480.65	501.55
	6.6	355.43	360.73	371.34	381.95	392.56	403.17	424.39	440.30	445.61	466.83	488.05	509.27
	6.7	360.81	366.20	376.97	387.74	398.51	409.28	430.82	446.98	452.36	473.90	495.44	516.98
	6.8	366.20	371.66	382.59	393.52	404.46	415.39	437.25	453.65	459.11	480.97	502.84	524.70
	6.9	371.58	377.13	388.22	399.31	410.40	421.50	443.68	460.32	465.86	488.05	510.23	532.42
	7	376.97	382.59	393.85	405.10	416.35	427.60	450.11	466.99	472.62	495.12	517.63	540.13
	7.1	382.35	388.06	399.47	410.89	422.30	433.71	456.54	473.66	479.37	502.19	525.02	547.85
	7.2	387.74	393.52	405.10	416.67	428.25	439.82	462.97	480.33	486.12	509.27	532.42	555.56
	7.3	393.12	398.99	410.73	422.46	434.20	445.93	469.40	487.00	492.87	516.34	539.81	563.28

图 39 沪金估算矩阵

数据来源：方正中期研究院

第八部分 总结全文和操作建议

一、全文总结

2023 年一季度，宏观逻辑迅速转变，贵金属呈现过山车式行情，但是整体维持强势行情。地缘政治局势仍然处于胶着状态，对黄金走势影响有限；美联储货币政策调整节奏预期依然是黄金走势的核心影响因素，美欧银行业风险的爆发，从避险需求直接利好黄金，亦通过影响美联储货币政策调整节奏预期间接利好黄金走势；当然美元指数和美债收益率的先强后弱走势亦直接影响黄金行情，黄金呈现先扬后抑再度走强、整体偏强的走势。伦敦金现整体在 1804.5-2009.5 美元/盎司区间偏强运行，涨幅达到 8%；沪金整体在 408.5-445.94 元/克区间强势运行，涨幅达到 7.77%。。

从商品属性出发，供需基本面是商品价格走势的核心影响因素，而黄金市场供过于求的格局持续，但是黄金价格并没有持续的大幅回落，主因在与黄金的商品属性对价格的影响仍在弱化，黄金的债券属性和货币属性是黄金价格走势的核心影响因素。

从货币政策调整和黄金走势分析来看，两者关联性较为显著。从历次加息周期来看，美联储加息预期升温之际，黄金表现偏弱；当加息预期被市场消化或者落地之际，黄金往往走出利空出尽反弹的行情；当然降息对黄金而言直接形成利好影响。从历次缩表周期和黄金走势来看，当收紧预期加强之际，黄金短期偏弱，但是中期维持偏强行情。本轮加息周期和缩表周期亦会有此效果，并且当前面临地缘政治紧张局势和通胀居高不下等其他因素影响，黄金的表现将会强于以往紧缩周期黄金的表现。

2023 年，美联储货币政策节奏预期为核心的宏观因素依然是贵金属的核心运行逻辑，当然经济下行趋势亦影响黄金走势。而金价更多的是反映货币政策走势的预期，当预期被市场消化或者落地之际，金价更多的是走利空出尽的反弹行情。

二、黄金后市展望

对于黄金 2023 年走势，美联储货币政策调整节奏、经济下行进展依然核心影响，突发性的地缘政治会形成短期的冲击；黄金整体走势偏强，配置价值较高。2023 年黄金走势影响因素有以下五点：①美联储货币政策节奏预期，关注美联储终端利率和降息预期。②美欧经济见顶后走弱，2023 年美欧经济下行持续，关注衰退程度。③突发性的地缘政治局势有再度出现可能，短期影响黄金走势。④通胀维持高位回落态势，2023 年下半年将会走低至 3%-4% 附近，难进一步下跌，对贵金属的影响会减弱，但两者关联性弱化。⑤美元指数和美债收益率高位回落可能性大。

2023 年，美联储货币政策调整节奏与经济衰退继续主导黄金走势，地缘政治、主权债务风险以及银行业危机等黑天鹅事件亦会影响黄金走势；美元指数和美债收益率的波动与黄金走势密切相关。美联储政策收紧转向宽松预期，对黄金形成利好影响；经济衰退预期从避险属性利好黄金，故政策宽松转向和经济衰退担忧均利好黄金，美元指数和美债收益率持续回落可能性大，对黄金亦形成利好影响。故 2023 年，黄金整体仍将维持震荡偏强走势，一季度因为政策调整节奏的转变、银行业风险以及经济衰退的预期，整体呈现先强后弱再度走强表现，二季度，黄金高位偏强运行可能性大，刷新历史新高可能大。

2023 年二季度，银行业风险有所消退、美联储政策宽松预期被市场所计价、通胀仍维持在高位，黄金存在调整的预期和空间；当然，美国银行业风险未消除、美联储货币政策整体

维持宽松预期、美欧经济衰退或难免，黄金整体维持震荡偏强行情概率大；故需要重点关注美联储货币政策调整节奏的预期和经济衰退的预期，建议等待低吸机会。伦敦金现整体在1800-2075 美元/盎司区间偏强运行可能性大，沪金 400-460 元/克主区间偏强运行可能性大；黄金刷新历史新高概率较大，突破上沿后，运行区间调整为 1800-2200 美元/盎司/400-480 元/克。风险事件引发避险需求，鹰派加息逻辑转为鸽派宽松，贵金属强势上涨，不建议追涨，关注调整的低吸机会。前期多单或继续持有或高位了结落袋为安，未入场者等待低吸机会。

2023 年，伦敦金现核心压力位为 2075 美元/盎司，刷新历史新高概率大，上方关注 2300 美元/盎司整数关口；支撑位为 1800 美元/盎司。沪金走势既要考虑国际金价走势，亦要关注人民币汇率走势，沪金上方压力位为 455-460 元/克，刷新历史新高可能性大，一旦突破上方关注 500 元/克；考虑到汇率变动，未支撑位 400 元/克，核心支撑位为 380 元/克；人民币汇率升值可能性大，预计沪金整体表现或将会与国际黄金表现。

三、黄金期权投资策略分析

2023 年黄金期权市场的成交量依然不高，故参与黄金期权的投资和套保活动要控制数量和风险。从期权成交分析单笔进入 1-10 千克为宜，总的量不超过 20 手，所以相比于大客户，目前场内期权更多是投机户或者极小的产业客户参与。由于做市商的存在，黄金期权市场的买卖价差极为规律，做市商赚取的是买卖价差收益。根据近两年时间和各类客户在黄金期权的实盘经验来看，黄金期权交易如下几点特性：

1、适用体量：1-20 千克 或 1-20 手，小体量客户或者投机客户。

2、适宜月份：主力或者次主力合约。

3、核心思路：做极端行情的风控管理，我们认为 2023 年整体维持偏强行情为主，最佳策略考虑卖权进一步摊薄成本；当前看卖深度虚值看跌期权的风险要小于卖看涨期权的风险。

4、对于买权：买权策略偏短线，从绝对值上看，因为标的的高波动性，黄金期权每日损失的时间价值比较多，在离到期日 10 日前在标的波动有限的情况下黄金期权平均每日掉 200 元/手的时间价值，注定了只能做短线，仅推荐技术面出现重大向上突破的行情用期权进行保值。

5、对于卖权：技术面的重要压力位/支撑位可能都是卖权点位，卖权一般以持有到期为主。卖权有两种思路，第一种，对于强压力位的卖权，更多赚的是期权费，尤其是急涨/急跌的强压力强支撑的瞬间卖权会带来很丰厚的利润。第二种，用作库存/建仓管理。我们更多推荐在黄金回调的情况下黄金消费企业进行卖出黄金看跌期权或者买入看涨期权来进行采购策略。

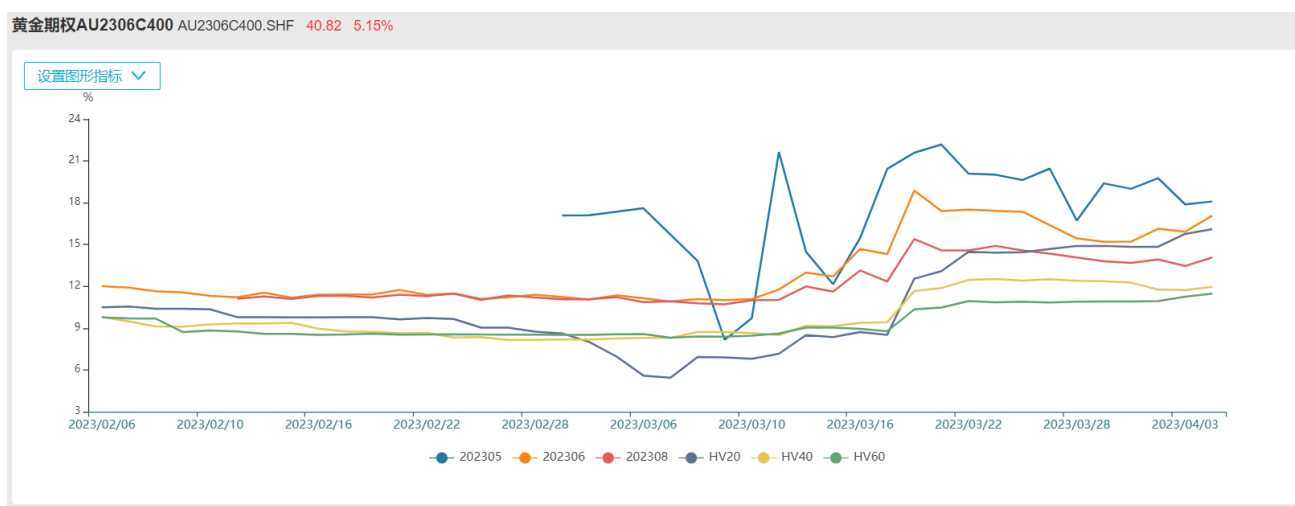


图 40 沪金期权隐含波动率期限结构

数据来源：Wind 方正中期研究院

四、对金银产业链企业建议

2023 年，诸多系统性风险继续影响黄金价格，1-3 月呈现先扬后抑再度走强行情，二季度整体维持宽幅偏强走势，运行区间为 1800-2075 美元/盎司，沪金在 400-460 元/克区间运行可能性大，刷新历史新高可能较大。对于黄金产业链的企业而言，有现货的需求或者供给，应该更多的进行期现结合的操作，避免单一的期货投机行为。

黄金整体呈现宽幅偏强走势，故黄金上涨的概率高于下跌的概率，对于金银供给企业而言，不建议进行期货操作，应该按照实现需求出货；二季度，若黄金再度涨至 450-460 元/克上方，则应该选择中短期卖保操作。

对于金银消费企业，对于黄金采购而言，应该择机逢低加大买保量，锁定买入成本，现货市场选择合适时机加大现货采购量，可以在期权市场上进行买入一定的看涨期权预防黄金价格进一步的上涨，亦可以卖出期权获得权利金以降低采购成本；对于黄金库存而言，二季度建议在 450-460 元/克前后进行卖出套保操作，预防黄金的调整行情带来的库存价值损失，确保库存价值的稳定。

相关股票

证券代码	证券名称	相关产品	2022年12月 30日价格	2023年3月31 日价格	涨跌幅
000506.SZ	中润资源	四川平武地区(黄金)	3.23	5.05	56%
000603.SZ	盛达资源	黄金	12.56	17.00	35%
000612.SZ	焦作万方	国内销售合金锭	5.22	5.46	5%
000878.SZ	云南铜业	黄金	11.75	12.89	10%
000975.SZ	银泰黄金	黄金贸易	11.04	13.17	19%
002155.SZ	湖南黄金	黄金	12.95	15.15	17%
002237.SZ	恒邦股份	黄金	10.54	11.71	11%
002716.SZ	*ST金贵	黄金摆件	3.01	3.18	6%
002731.SZ	萃华珠宝	黄金首饰	15.78	14.40	-9%
600489.SH	中金黄金	黄金	8.19	10.53	29%
600497.SH	驰宏锌锗	黄金	5.06	5.18	2%
600531.SH	豫光金铅	黄金	5.21	6.15	18%
600547.SH	山东黄金	黄金开采冶炼	19.16	22.04	15%
600612.SH	老凤祥	黄金饰品	42.80	53.97	26%
600711.SH	盛屯矿业	黄金租赁收入	5.89	5.72	-3%
600916.SH	中国黄金	黄金首饰	12.64	12.28	-3%
600988.SH	赤峰黄金	黄金	18.05	18.15	1%
601069.SH	西部黄金	黄金	11.89	14.33	21%
601212.SH	白银有色	黄金-有色金属采选冶炼及销售	2.60	2.91	12%
601899.SH	紫金矿业	金锭	10.00	12.39	24%
002345.SZ	潮宏基	K金珠宝首饰	5.26	7.88	50%
002574.SZ	明牌珠宝	黄金饰品	6.08	6.83	12%
002740.SZ	爱迪尔	素金饰品	3.05	4.50	48%
002867.SZ	周大生	珠宝首饰(行业)	14.03	15.84	13%
300945.SZ	曼卡龙	素金饰品	22.90	14.61	-36%
600538.SH	国发股份	珠宝首饰	4.52	4.48	-1%
600655.SH	豫园股份	黄金饰品	7.61	8.13	7%
600824.SH	益民集团	黄金饰品	3.93	3.50	-11%

图 41 黄金相关股票 2023 年一季度表现

数据来源：Wind、方正中期研究院

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦1606室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区长柳路58号证大立方大厦604室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花样年喜年中心18层1807室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路53号楷林商务中心C座2304、2305、2306	0731-84118337
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号1703	021-58991278
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦B座12层8-9号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市崂山区香港东路195号上实中心T6号楼10层1002室	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市高新区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1105、1106室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦5幢1010室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路999号中央商业广场(王府井A座11楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦24楼	021-20778922

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，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，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。