



弘业期货

HOLLY FUTURES

2024

贵金属年报

ANNUAL REPORT

预期差引发变化，贵金属曙光初现

摘要：

在美联储降息预期的不断变化下，贵金属在 2023 年维持价格高位，尤其内盘黄金价格更是创出了历史新高。美联储在 3 月美国银行业危机后表现得较为保守，防止市场的抢跑，但是市场年内仍旧多次预期降息。随着降息预期的不断后置，我们认为 2024 年贵金属市场的主要波动方向依然以来美国货币政策路径的变化，其中对于拐点的判断，预期与实际的不不断博弈将会对贵金属价格产生明显的影响。短期来看，美联储将在利率高位维持更加持久的时间，市场现有预期直至 6 月出现第一次降息。美国在经济维持韧性，通胀未能降至目标位前降息的概率不大，贵金属市场可能展现出“前低”的开局，但是随着通胀的继续下降，高利率带来的经济压力展现，“后高”的走势有望出现。

白银作为兼具商品和金融属性的贵金属品种，金融属性会使其价格变化路径与黄金接近，但其商品属性可能为其带来更大的向上弹性。近年来快速发展的光伏行业给白银的需求提供了良好的支撑，白银供需缺口有望延续。

投资咨询业务资格：
证监许可[2011]1448 号

有色金属团队成员：

研究员：
张天骢
从业资格号：F3002734
投资咨询从业证书号：Z0012680
邮箱：zhangtianao@ftol.com.cn

蔡丽
从业资格号：F0236769
投资咨询从业证书号：Z0000716
邮箱：caili@ftol.com.cn

唐凌甄
从业资格号：F3025407
投资咨询从业证书号：Z0015048
邮箱：tanglingzhen@ftol.com.cn

目录

一、	贵金属走势回顾：曙光已然初现	1
二、	降息拐点持续延后，经济展现韧性	3
三、	拐点的判断，预期与实际的博弈	10
四、	避险因素也需要考虑	12
五、	金融与商品属性叠加，白银获得更强弹性	13
六、	降息拐点不确定，贵金属前低后高	17

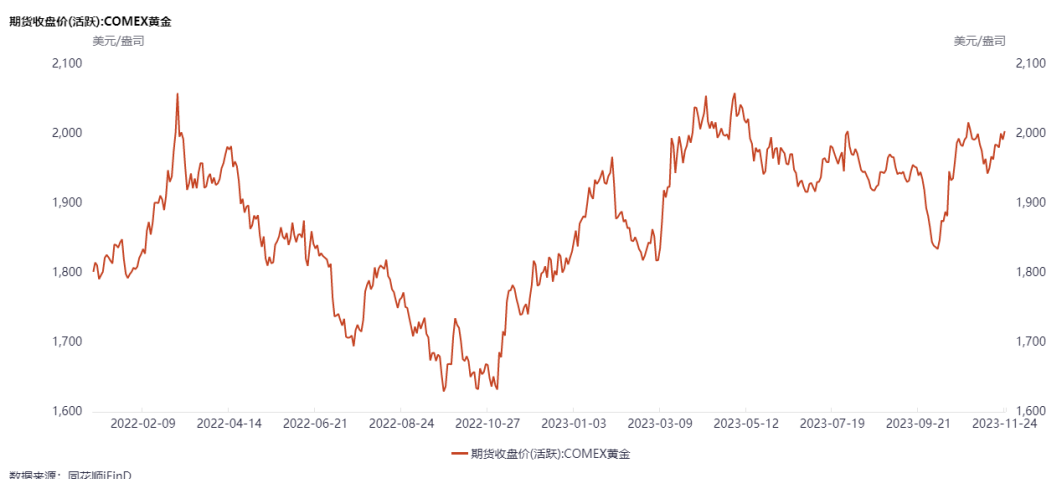
图表目录

图表 1 COMEX 黄金价格走势	1
图表 2 SHFE 黄金价格走势	2
图表 3 COMEX 白银价格走势	2
图表 4 SHFE 白银价格走势	3
图表 5 美联储 2024 年加息预测	4
图表 6 美国利率高位平台期 GDP 变化情况	5
图表 7 美国 GDP 走势及分项推动	5
图表 8 美国非农就业人数	6
图表 9 美国失业率	6
图表 10 美国平均时薪环比	7
图表 11 美国 CPI 同比	8
图表 12 美国 CPI 环比	8
图表 13 美国 ISM PMI	9
图表 14 美国 ISM 制造业 PMI 向下拐点一般出现在加息尾声	9
图表 15 2023 年 5 月 4 日 CME 联邦基金利率期货显示 7 月降息概率为 55.4%	11
图表 16 2023 年末，本轮货币收紧后首次降息时间延后至 2024 年 5 月	11
图表 17 近年来金价在美国利率到达高位时走强	12
图表 18 市场波动率与贵金属价格	13
图表 19 银价波动大于金价	14
图表 20 银价与美债实际收益率呈负相关	15
表 1 白银供需平衡表	15

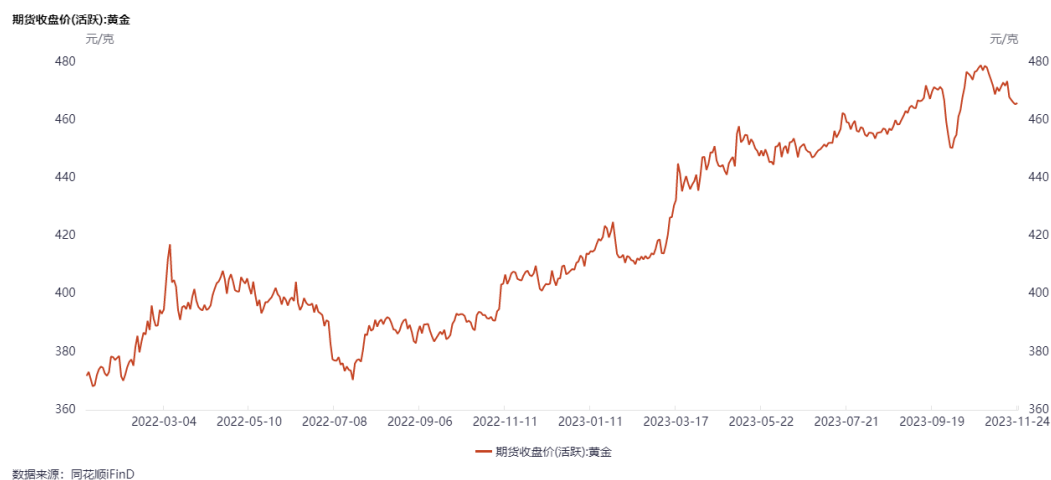
一、 贵金属走势回顾：曙光已然初现

2023 年贵金属市场走势十分抢眼，随着美国通胀的逐渐回落，美联储的货币收紧政策在上半年逐渐放缓直至短暂暂停，市场多次抢先定价美联储利率的下调，市场情绪高涨下金价一度攀升至 2080 美元上方。我们在 2023 年 5 月 4 日与 2023 年 9 月 14 日的报告中均提及了降息预期向后修正贵金属价格可能短线承压的观点。随着通胀在下半年走弱的放缓甚至反弹，美联储并未做出与市场预期一致的政策退坡，反而将基准利率逐渐上调至 5% 上方，贵金属面临了一定的压力。九月末十月初 COMEX 黄金价格甚至一度下跌至 1825 美元附近，这一方面展现了市场对于维持高位利率和延后降息预期的判断，同时还有美国经济保持韧性的影响，虽然之后中东地缘政治问题导致了贵金属价格的反弹，但是反弹高低未能达到年内高点。

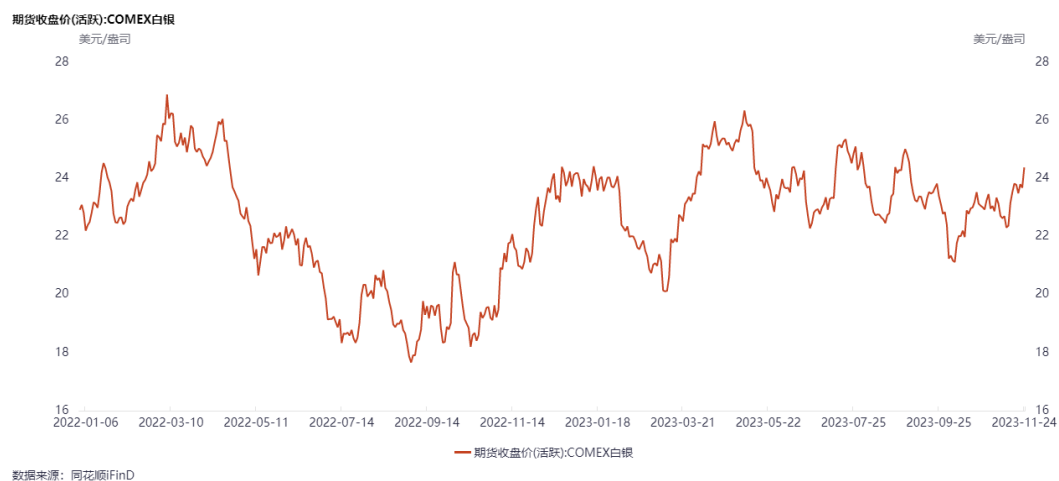
图表 1 COMEX 黄金价格走势



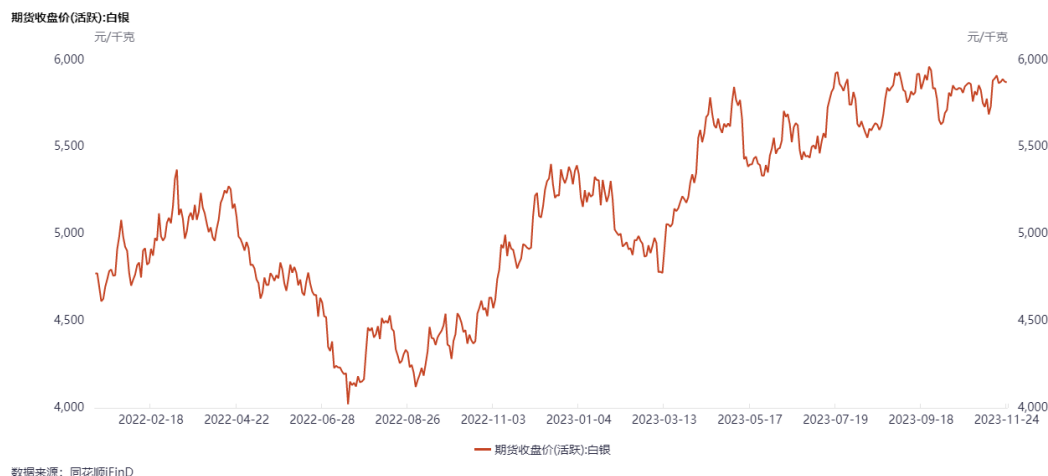
图表 2 SHFE 黄金价格走势



图表 3 COMEX 白银价格走势



图表 4 SHFE 白银价格走势



展望 2024，我们认为贵金属的主线逻辑是市场预期与实际变化之间的差距，我们依然需要重点关注美联储货币政策与美债收益率的变化，虽然目前来看美国经济数据有走弱的迹象，但是并没有能够支撑快速降息的信号出现，所以短期依然维持保守判断，中期来看贵金属依然有走强的机会。

二、 降息拐点持续延后，经济展现韧性

在最新的美联储 11 月议息会议上，美联储再度暂停加息。美联储决议声明新增指出，美债收益率攀升带来的金融环境收紧可能对经济和通胀有影响，而且对近几个月的经济增长显得满意。美联储主席鲍威尔表示，美联储目前完全没有考虑降息，也没有讨论过降息。经济增长远超预期，美联储在本次会议中没有将衰退重新纳入的预测中，经济在其韧性方面表现出人意料的强劲。此外，美联储坚决致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。可以看出美联储更加谨慎也

是吸取了硅谷银行风险的经验，防止过紧的货币政策影响金融稳定，这是暂停加息的主要原因；另一方面美联储完全不提降息，防止市场提前交易。综合来看，可以确定的是美联储在利率高位维持更久，市场较为一致的预期为现已达到了本轮加息的终点。截至 11 月 29 日，市场对于美联储明年才会放松货币政策的判断已经几乎达成一致，现有利率水平将维持至 2024 年年中。

图表 5 美联储 2024 年加息预测

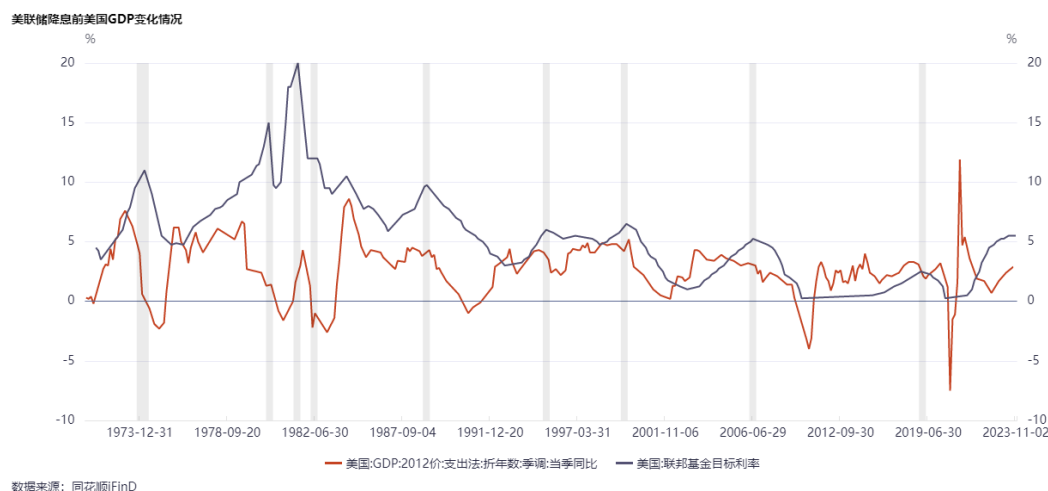
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	96.1%	3.9%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	96.1%	3.9%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	40.4%	57.4%	2.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.1%	49.7%	27.2%	1.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.4%	40.1%	35.0%	10.2%	0.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	9.5%	31.4%	36.7%	18.6%	3.7%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	6.9%	25.5%	35.3%	23.5%	7.7%	1.1%	0.0%
2024/11/7	0.0%	4.3%	18.5%	31.6%	27.9%	13.6%	3.6%	0.4%	0.0%
2024/12/18	3.3%	15.2%	28.5%	28.8%	17.0%	5.9%	1.2%	0.1%	0.0%

数据来源：CME

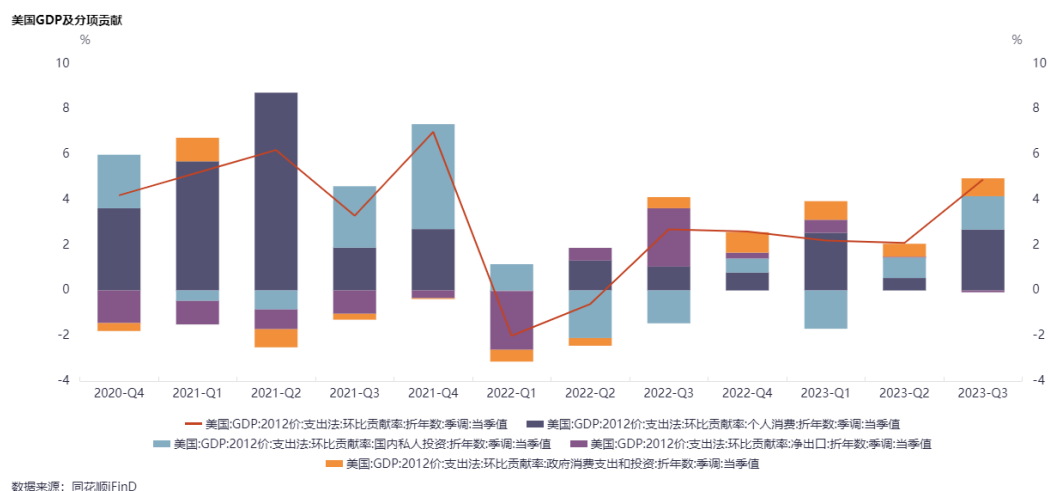
通过观察历史上多次美联储转向前的经济数据，我们可以发现助推美联储放松货币政策需要多项经济数据的改变，或者说需要经济的基本面发生变化，可以通过观察 GDP 数据来衡量经济增长、通过观察非农就业数据来衡量就业情况、观察 CPI 或 PPI 来衡量通胀情况。以史为鉴，美国历史上加息周期末尾通常伴随着经济数据的走弱，但 2023 年美国经济展现出了超预期的韧性。通过数据上看，2023 年三季度美国 GDP 环比折年增长 4.9%，其中个人消费、国内

私人投资和政府消费支出和投资均提供了正向增长的动力，个人消费贡献值达到 2.69%，为 GDP 增长的主要驱动力来源。

图表 6 美国利率高位平台期 GDP 变化情况



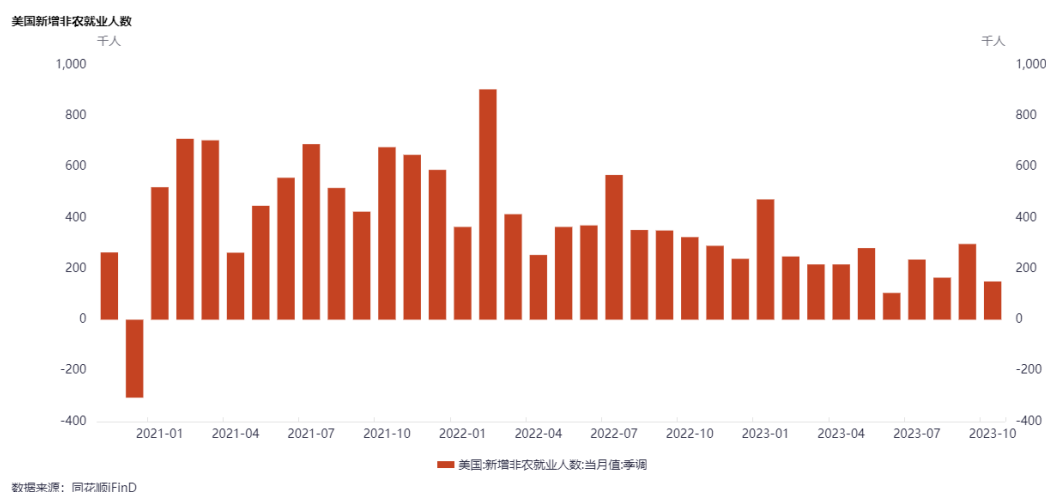
图表 7 美国 GDP 走势及分项推动



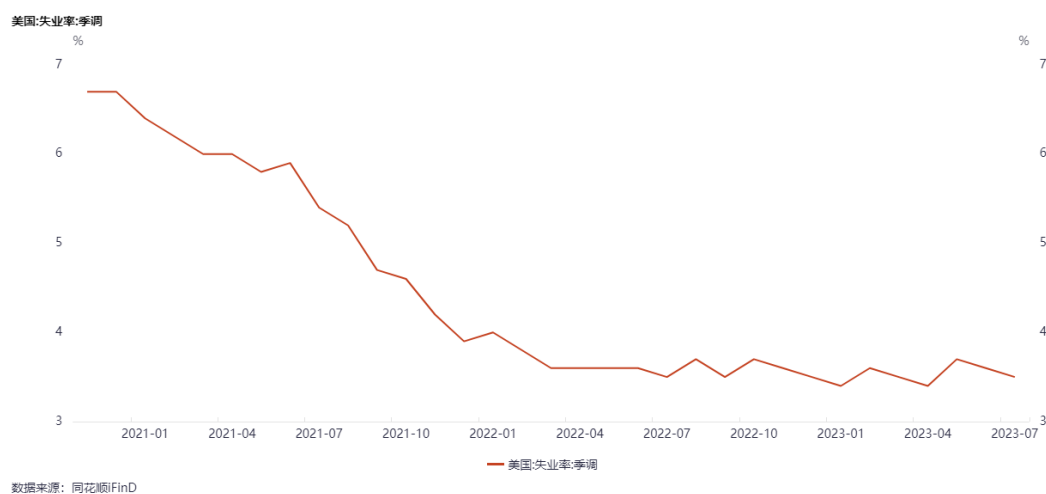
作为经济增长的重要支柱，就业情况在 2023 年也表现的较为强劲。我们观察到随着美国联邦基金利率的上升，新增非农就业人数依然能够维持 20 万以上的月均增长，失业率也维持在 4% 下方这一历史低位水平。回顾历史，美联储开启降息的时点大多数处于失业

率反弹之后，为了稳就业而进行降息。但受到疫情之后一系列原因的影响，美国的劳动力供应减少，失业率维持稳定，同时制造业逐渐好转以及非制造业的稳定也帮助美联储降低了对高利率负面影响的担忧。良好的就业情况也对工资提供了支撑，工资的稳定增长推动了经济及通胀的走强。

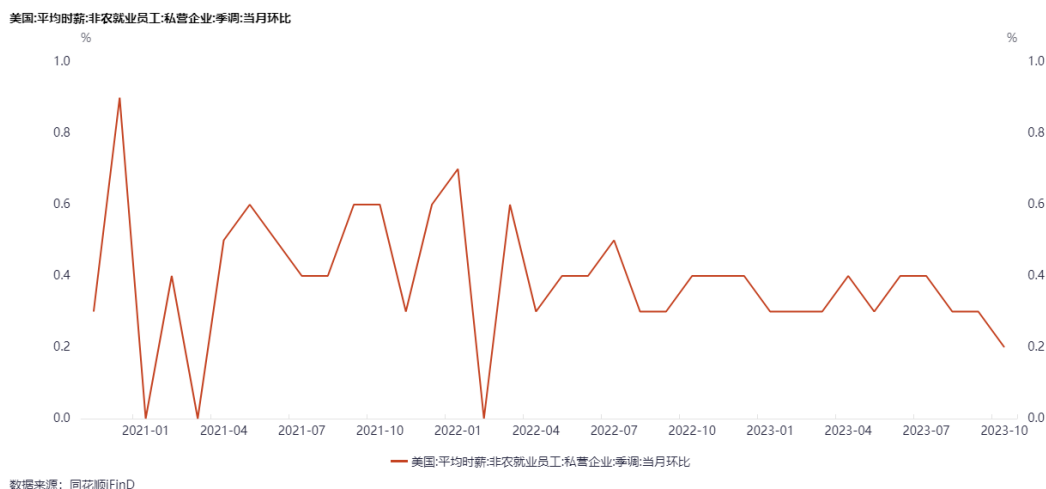
图表 8 美国非农就业人数



图表 9 美国失业率

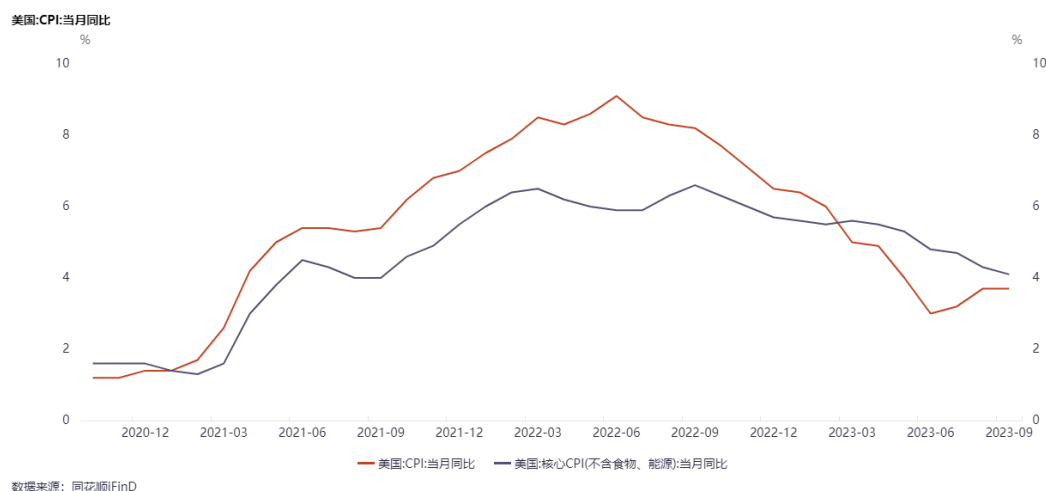


图表 10 美国平均时薪环比

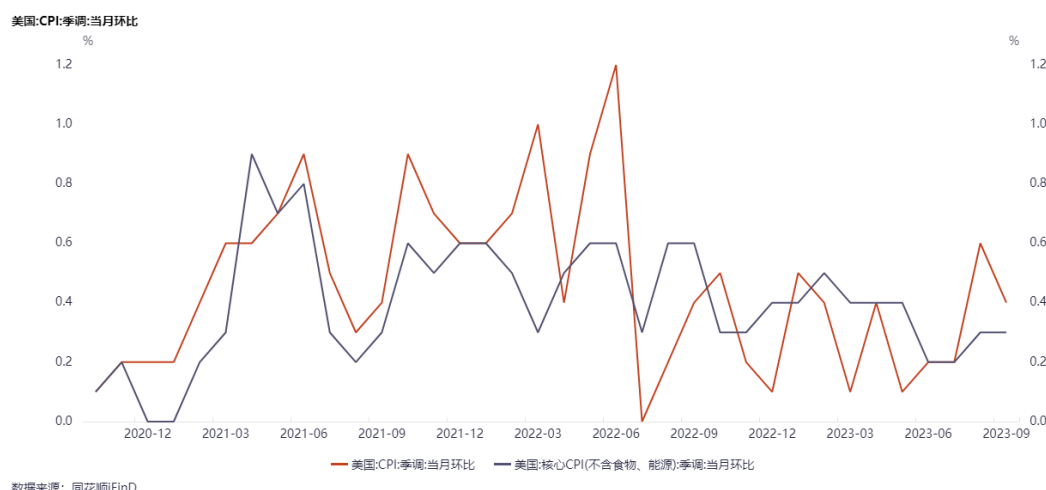


通胀一直是影响美联储做出货币政策决定的关键因素，2023 年美国通胀放缓的过程可以说是一波三折。下半年，同比增速出现反弹，虽然原油价格上涨造成的影响不容忽视，但是工资增长也同样对通胀提供了支撑。美联储一直致力于将通胀压低至 2% 的目标水平，所以通胀的持续走弱至目标水平是十分重要的，现有情况下我们对于原油价格的判断 24 年上半年或将震荡偏弱，这对于通胀来说是一个较好的消息，在这样的情况下通胀或将继续回落。值得注意的是进入 10 月后，由于中东地区地缘政治风险加剧，油价在短暂回落后再度上冲，这加大了油价价格走势的不确定性。油价的上涨不仅直接影响通胀还会通过传导至商品及服务的价格影响核心通胀，所以未来通胀能否成功继续回落还有待观察，美联储抗通胀的压力并未完全消散。

图表 11 美国 CPI 同比



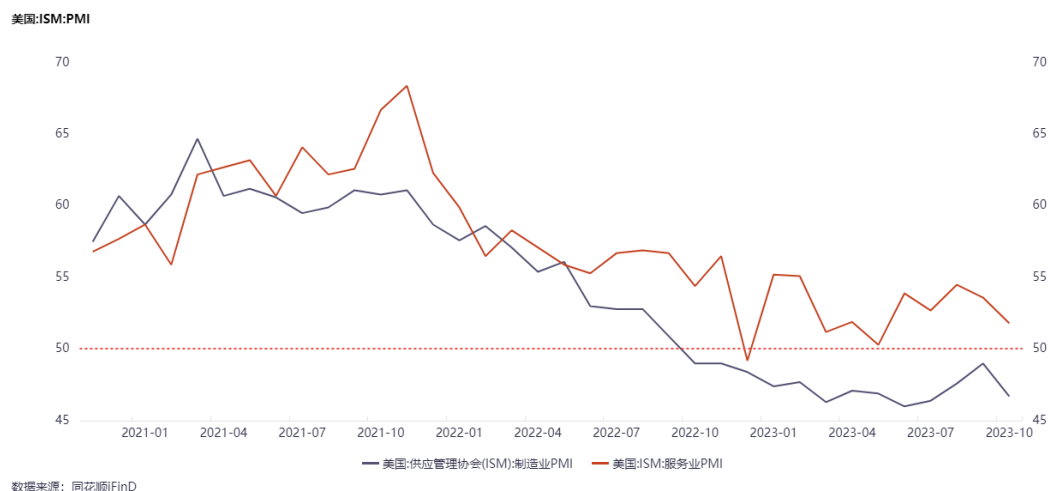
图表 12 美国 CPI 环比



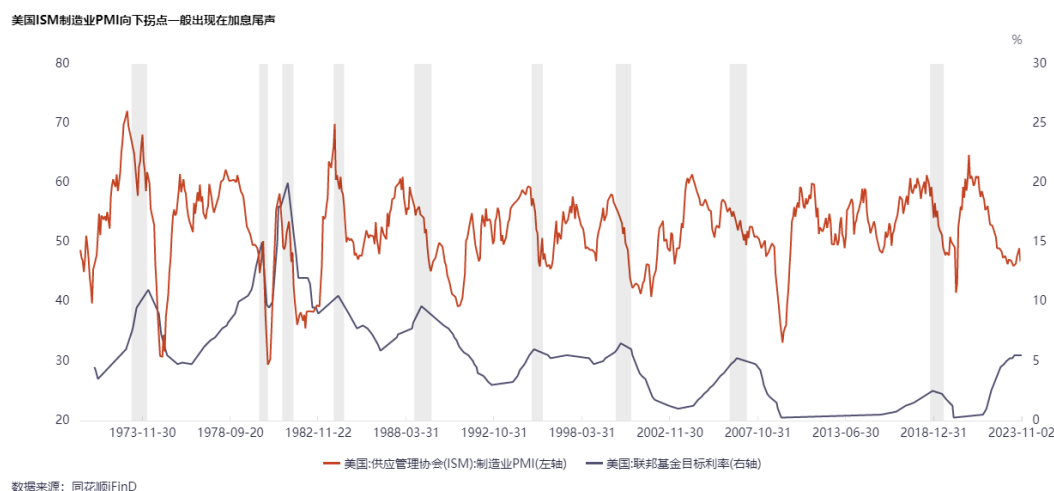
其他经济数据方面，服务业 PMI 数据 2023 年始终维持着 50 点枯荣线上方的水平。服务业是美国经济的“基本盘”，经济维持较强走势的基础肯定是服务业的良好发展。制造业 PMI 方面，虽然制造业 PMI 一直维持在枯荣线下方，但是我们认为在 GDP 等数据回升经济维持韧性的情况下，制造业 PMI 已完成筑底，10 月数据意外走弱与汽车业罢工有一定关系。再回到加息节奏方向，美联储历次

货币政策加息尾声大多伴随着 PMI 向下的拐点，我们认为 PMI 数据在六月筑底后，能够为加息尾声提供印证。

图表 13 美国 ISM PMI



图表 14 美国 ISM 制造业 PMI 向下拐点一般出现在加息尾声



综合来看，通胀虽有下降但是距离美联储的目标水平还有一定距离，前期良好的就业情况帮助美国经济数据在年内维持着具有韧性的表现，现有情况下美国经济数据依然维持中性判断。未来我们认为在进入 2024 年后美国经济会继续展现出压力，对于贵金属来说

无疑是有利的。

三、 拐点的判断，预期与实际的博弈

2023 年年初开始，市场就不断预期美联储的降息路径，但美联储也多次传达维持利率更高更久的消息，市场的判断与美联储的动作始终有一定的差距。回顾过去的一年，市场对于美联储的降息预期一直是较为乐观的，二季度时市场押注美联储将在年中开始降息且年内降幅将达到 75bp，但是随着月度通胀数据的反弹，降息预期逐渐延期至 2024 年一季度，但站在现在时点，市场再度将降息时间判断延后至 2024 年 5 月，2024 年度降息幅度约为 100bp。我们通过 Fedwatch 工具可以明显的观察到这一改变。Fedwatch 工具是根据芝加哥商品交易所（CME）交易的联邦基金利率期货（Fed Fund Futures）合约所隐含的预期计算的。简言之，联邦基金利率期货是以联邦基金有效利率（FFER，Fed Funds Effective Rate）为标的的月度（30 天）合约，以反映市场对合约的 30 天内 FFER 预期的平均值，其价格= 100 - 合约期间 FFER 的预期。

图表 15 2023 年 5 月 4 日 CME 联邦基金利率期货显示 7 月降息概率为 55.4%

MEETING PROBABILITIES														
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023/6/14									0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.4%	88.6%
2023/7/26				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.5%	55.4%	38.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	41.7%	42.9%	10.7%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	38.0%	42.8%	13.9%	1.1%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	37.9%	42.8%	14.0%	1.1%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.3%	38.1%	41.8%	13.6%	1.1%	0.0%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	7.6%	38.3%	39.8%	12.7%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.4%	15.9%	38.7%	32.5%	9.5%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.1%	1.5%	10.2%	29.0%	35.2%	19.3%	4.5%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.1%	1.2%	8.5%	25.4%	34.0%	22.4%	7.4%	1.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.5%	4.2%	15.4%	28.9%	29.2%	16.2%	4.8%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.4%	3.2%	12.5%	25.4%	29.1%	19.6%	7.8%	1.8%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：CME

图表 16 2023 年末，本轮货币收紧后首次降息时间延后至 2024 年 5 月

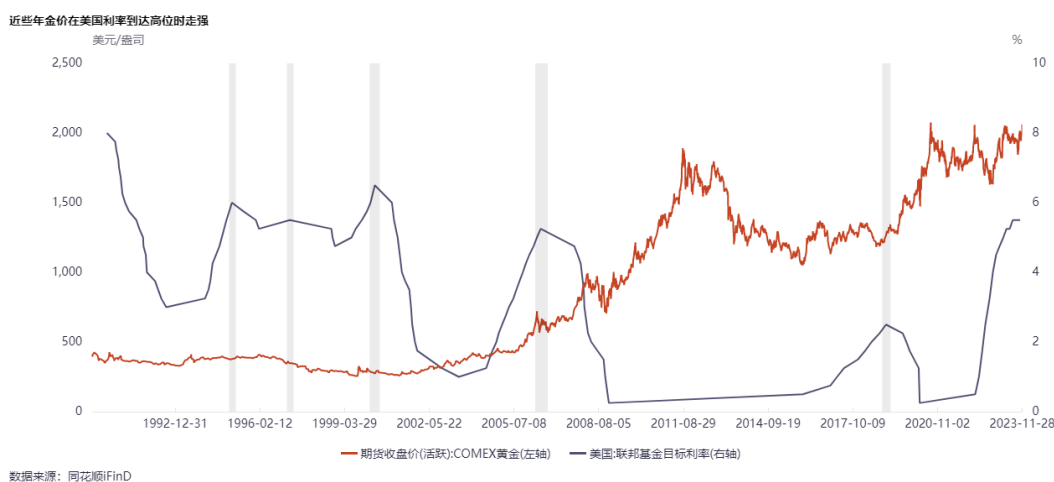
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	96.1%	3.9%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	96.1%	3.9%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	40.4%	57.4%	2.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.1%	49.7%	27.2%	1.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.4%	40.1%	35.0%	10.2%	0.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	9.5%	31.4%	36.7%	18.6%	3.7%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	6.9%	25.5%	35.3%	23.5%	7.7%	1.1%	0.0%
2024/11/7	0.0%	4.3%	18.5%	31.6%	27.9%	13.6%	3.6%	0.4%	0.0%
2024/12/18	3.3%	15.2%	28.5%	28.8%	17.0%	5.9%	1.2%	0.1%	0.0%

数据来源：CME

贵金属的走势也能够较好的印证这样的预期变化，年初以来贵金属快速上涨主要就是因为市场加计降息预期，但是预期与实际货币政策之间的差距经常导致贵金属价格在实际降息时并不会出现上涨，这也是我们常说的“买预期，卖事实”。通过统计可以看出，金银价格在近些年的联邦基金利率到达最高位时出现了上涨，但是再往前看 1994 年、1997 年、2000 年三次利率达到高位平台时贵金

属价格并没有走强，所以较早的计入加息预期可能会导致货币政策停止收紧后贵金属价格不涨甚至出现“卖事实”式的下跌。所以现有贵金属市场价格中计入的加息预期是需要考虑的，总体来看，2023 年市场对于加息预期一直较为乐观，这样的情况下一旦预期修正或者降息幅度与预期不一致就容易出现价格的走弱。

图表 17 近年来金价在美国利率到达高位时走强

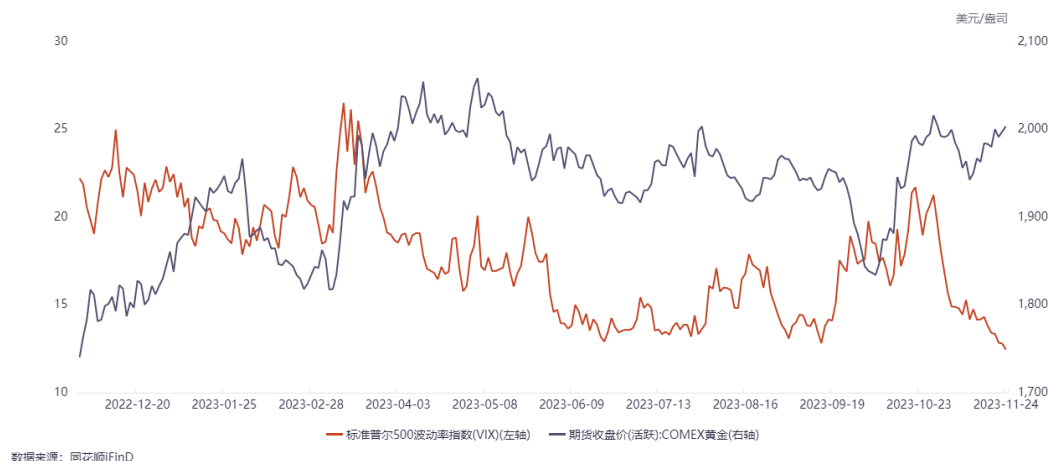


四、 避险因素也需要考虑

贵金属价格时常会受到避险因素的影响，例如年内发生的美国银行业风险事件、巴以地缘政治问题都会在一段时间内抬升贵金属的价格，但是在我们的价格判断框架中避险因素是会较快消退的，因为风险事件一般情况下对经济只会造成短期的影响，中长期的走势还是依靠基本面。所以我们在巴以问题上的观点也是偏向短线价格的影响。对于 2024 年，市场依然有出现黑天鹅或风险事件的可能，美国政府债务问题愈发严重，美国 2024 年大选也将在 11 月举

行，巴以问题不排除超预期发酵的可能。

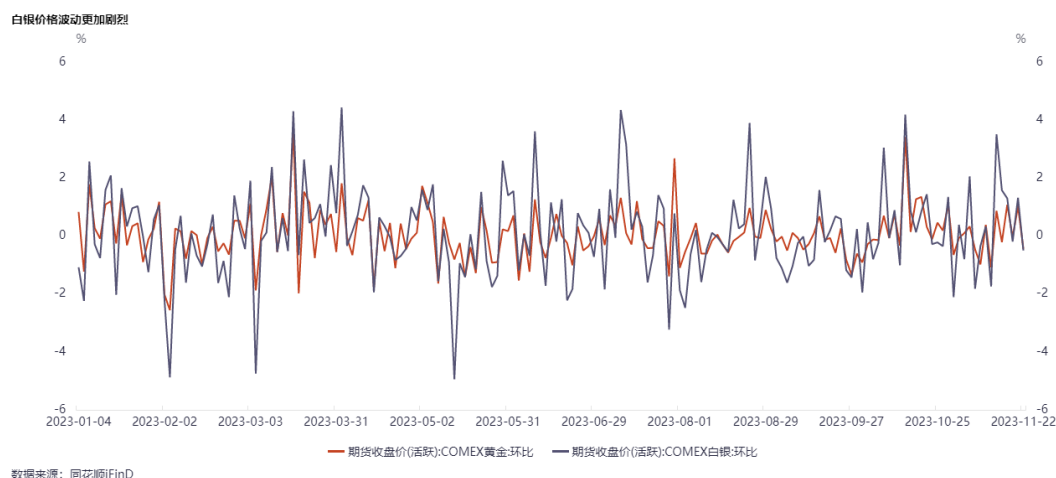
图表 18 市场波动率与贵金属价格



五、金融与商品属性叠加，白银获得更强弹性

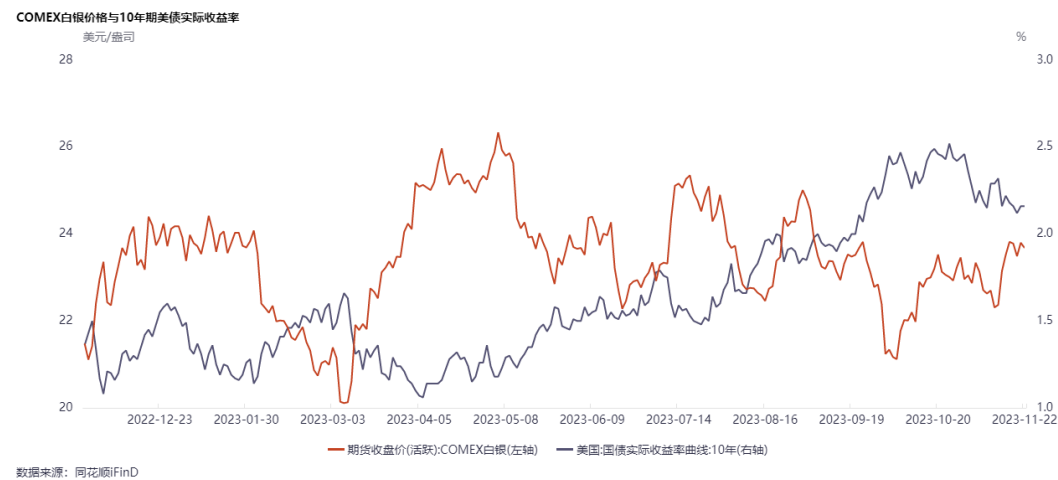
白银虽然与黄金一样具有金融属性，但其同时还具有商品属性，实际工业供需因素不仅会对其工业价值造成影响，同时还会通过投机价值影响银价。白银相比黄金具有价格低的优势，同时其走势往往与金价接近，这也造成了其价格波动幅度大于黄金的特点，也是其投机价值的显现。我们可以看到 2023 年白银价格的波动幅度是明显大于黄金的。

图表 19 银价波动大于金价



与黄金一样，白银在 2023 年也受到了投机资金“抢跑”的影响。受其金融属性的影响，白银价格与美债收益率有着较为紧密的关系，前文中描述过市场对于美联储降息预期在年内的变化情况，白银价格也受到了降息预期与实际货币政策路径不一致的影响。虽然降息预期已由 2023 年中延迟至 2024 年中，但是 COMEX 白银价格震荡中枢依然维持在 23 美元上方，即使美债实际收益率的持续走强也并没有对白银价格产生过多的压制。

图表 20 银价与美债实际收益率呈负相关



通过世界白银协会的全球白银供需平衡表可以看出，2020 年以来，得益于新能源产业的快速发展，白银工业需求持续增加，年均增长率超 7%，但是其他需求方面均呈现出不同程度的放缓。对于 2024 年我们认为工业需求有望延续增长，从而带动白银的需求维持高位，在年产量变化不大的情况下，实物供给缺口持续存在对于银价产生支撑作用。同时中美等大经济体的制造业回暖将会通过投资价值的放大影响白银价格，将白银价格的波动幅度放大。

表 1 白银供需平衡表

单位：百万盎司	白银供需平衡表					年同比 2023E
	2019	2020	2021	2022	2023E	
供应量						
银矿产量	837	783	829	837	820	-2%
回收银	148	166	175	179	181	1%
生产商净套保	14	8	0	0	0	-
官方净出售	1	1	2	2	2	0%
供给合计	1000	958	1006	1018	1003	-1%
需求量						

工业需求	523	509	559	584	632	8%
摄影	31	27	28	27	26	-4%
珠宝首饰	202	151	182	235	182	-23%
银器	61	31	41	74	39	-47%
实物投资	187	205	274	333	263	-21%
净对冲需求	0	0	4	18	0	-100%
需求合计	1004	923	1088	1271	1142	-10%
供需平衡						
供需缺口	-4	35	-82	-253	-139	-45%
数据来源：世界白银协会，Metals Focus						

数据来源：世界白银协会 Metals Focus

往前看，我们认为白银价格走势依然与黄金具有较强的相关关系，他们价格变化的主体逻辑依然一致，但是更强的投机属性会使银价的波动幅度大于黄金。工业用银的属性将在未来继续支撑银价，以光伏为主导的工业用银填补了非工业用银的需求减少。我们判断 2024 年白银供给将会继续稳定，维持在 10 亿盎司上方，需求方面维持在 11-12 亿盎司之间，价震荡中枢继续稳步抬升至 24-25 美元区间。

六、 降息拐点不确定，贵金属前低后高

2023 年贵金属价格在年初经历了较大幅度的上涨，但随着降息预期的不断后置，价格开始震荡，COMEX 黄金年内价格震荡中枢约为 1950 美元。展望未来，我们认为未来关注的重点依然在美国货币政策的拐点判断上，美联储在 2024 年上半年大概率不会再加息，但现有经济基本面并不支持降息预期的稳定出现，在美债利率维持高位的情况下，前期市场已经计入的降息预期容易随着经济数据的变换出现调整，也就是说要防止“卖事实”风险的出现，市场短期内可能无法出现趋势性上行。基准情况下，美国经济状况在年中或将逐步展现出增长的放缓、同时降息预期也逐步企稳，将会进一步抬升贵金属价格中枢。

风险的方面，如果美国经济增长再超预期，降息预期将继续后置，那么贵金属的价格会受压制。其次地缘政治风险问题依然不容忽视，会对贵金属尤其是黄金价格产生短线推动。

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

本报告中的信息均来源于公开资料，我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变更。

我们已力求报告内容的客观和公正，但文中的观点和建议仅供参考，客户应审慎考量本身需求。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告版权归弘业期货所有，未经书面许可，任何机构和个人不得翻版、复制和发布；如引用、刊发需注明出处为弘业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。



CONTACT US

弘业期货股份有限公司

江苏省南京市秦淮区中华路50号弘业大厦