



铜冠金源期货

TONGGUAN JINYUAN FUTURES

**蓄势待发，只欠东风**

**——2023年贵金属市场分析及2024年展望**

**铜冠金源期货 投资咨询部 李婷**

**2023年10月**

- **一、黄金价格趋势展望**
  - **二、白银价格及金银比价探讨**
  - **三、内外价差将如何演绎**
-

## ■一、黄金价格趋势展望

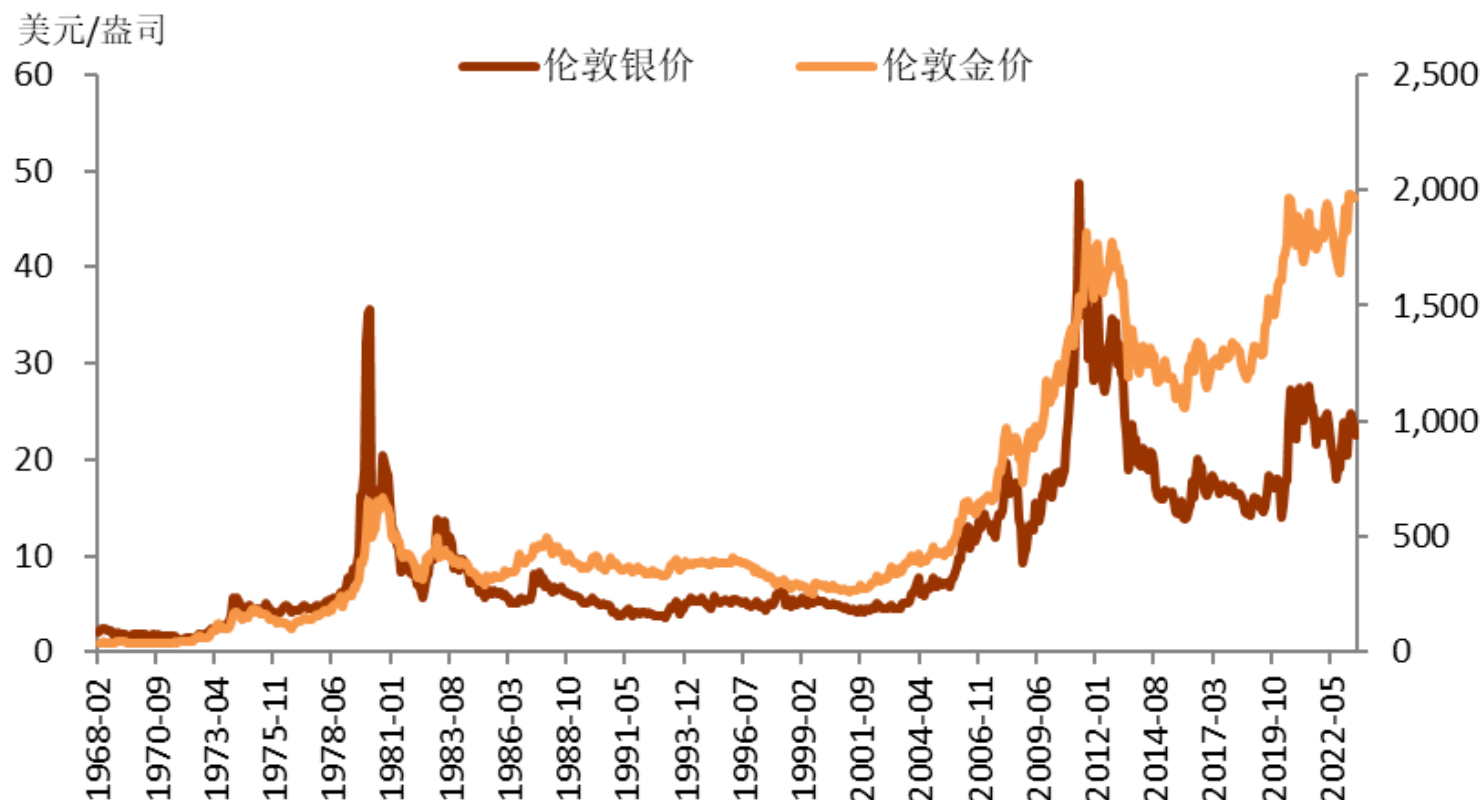
# 1968年至今金银价格走势



铜冠金源期货

铜冠金源

TONGGUAN JINYUAN FUTURES



长期来看，黄金的价格重心一直在不断上移

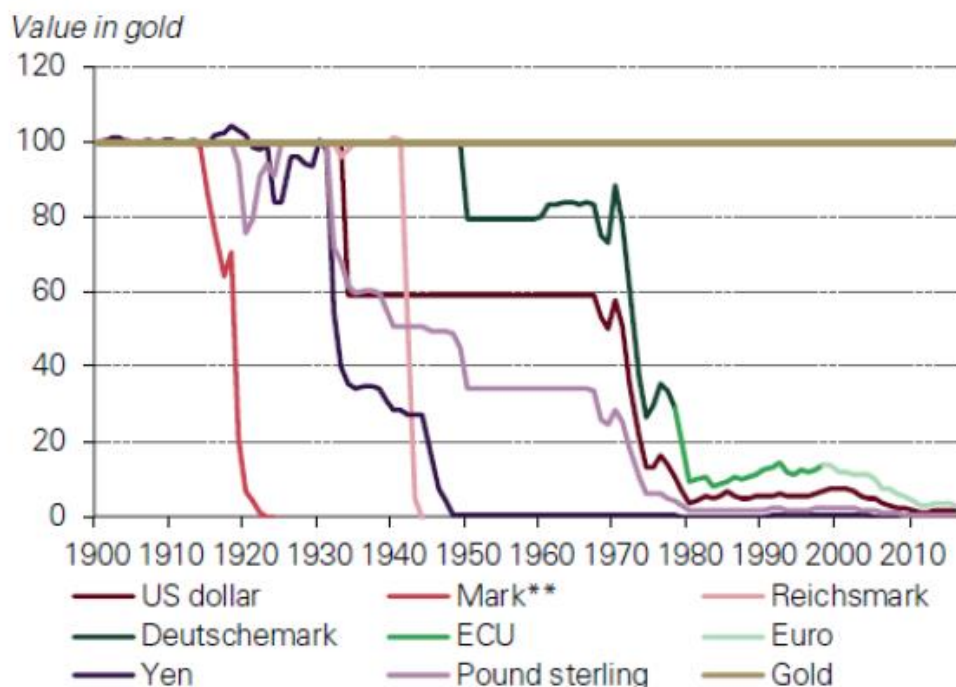
金银价格走势和波动趋同

白银价格走势跟随金价，但波动性更大，整体走势弱于黄金

# 黄金的本质：对纸币的信用度量

## 1900年以来人类社会主要货币相对于黄金的价格走势

Relative value between major currencies and gold since 1900\*



\*As of 31 December 2017.

\*\*The 'Mark' was the currency of the late German Empire. It was originally known as the Goldmark and backed by gold until 1914. It was known as the Papermark thereafter.

Source: Bloomberg, Harold Marcuse – UC Santa Barbara, World Gold Council

人类历史上的信用货币，基本上都是先维持与黄金的固定汇率比例，然后由于“特里芬难题”而无法维持该比例，出现大幅贬值。这也对应着本位货币国家的世界霸权的衰落。

二战以来，美国凭借其科技、军事实力能够在与黄金脱钩后继续维持“美元输出——回流”的循环，延续着国际货币地位。

当期逆全球化和去美元化背景下，美元的国际低位也正在被削弱

从长期看，黄金跑赢了历史上所有的信用货币。

# 黄金兼具商品属性与金融属性



铜冠金源期货

TONGGUAN JINYUAN FUTURES



黄金兼具商品属性和金融属性，黄金的金融属性占主导地位，决定金价的波动

商品属性——实物消费需求受价格影响

金融属性——作为投资品，价格影响需求

## 金价与各指标相关系数

金价 <sup>↙</sup>	美元指数 <sup>↙</sup>	美国名义利率 <sup>↙</sup>	美国实际利率 <sup>↙</sup>
1973 年至今 <sup>↙</sup>	-0.58 <sup>↙</sup>	-0.7 <sup>↙</sup>	- <sup>↙</sup>
2000 年至今 <sup>↙</sup>	-0.38 <sup>↙</sup>	-0.79 <sup>↙</sup>	-0.65 <sup>↙</sup>
2010 年至今 <sup>↙</sup>	-0.14 <sup>↙</sup>	-0.64 <sup>↙</sup>	-0.84 <sup>↙</sup>

- 黄金的本质是美元信用体系的对冲。再加上黄金以美元来计价，所以金价与美元长期保持稳健的负相关性
- 美国名义利率是全球资产定价的锚
- 美国实际利率是持有黄金的机会成本
- 美国的实际利率=美国的名义利率-通货膨胀预期
- （注意：是通胀预期，而非通胀本身，真正影响人类经济活动的是事前的通胀预期）
- 金价与美债实际收益率-美国10年期通胀指数国债（TIPS）收益率的负相关性最强。
- 所以，我们以以美国名义利率、美国实际利率水平、美元指数这几个指标来分析贵金属价格的走势。

# 长期来看，金价与美国实际利率高度负相关

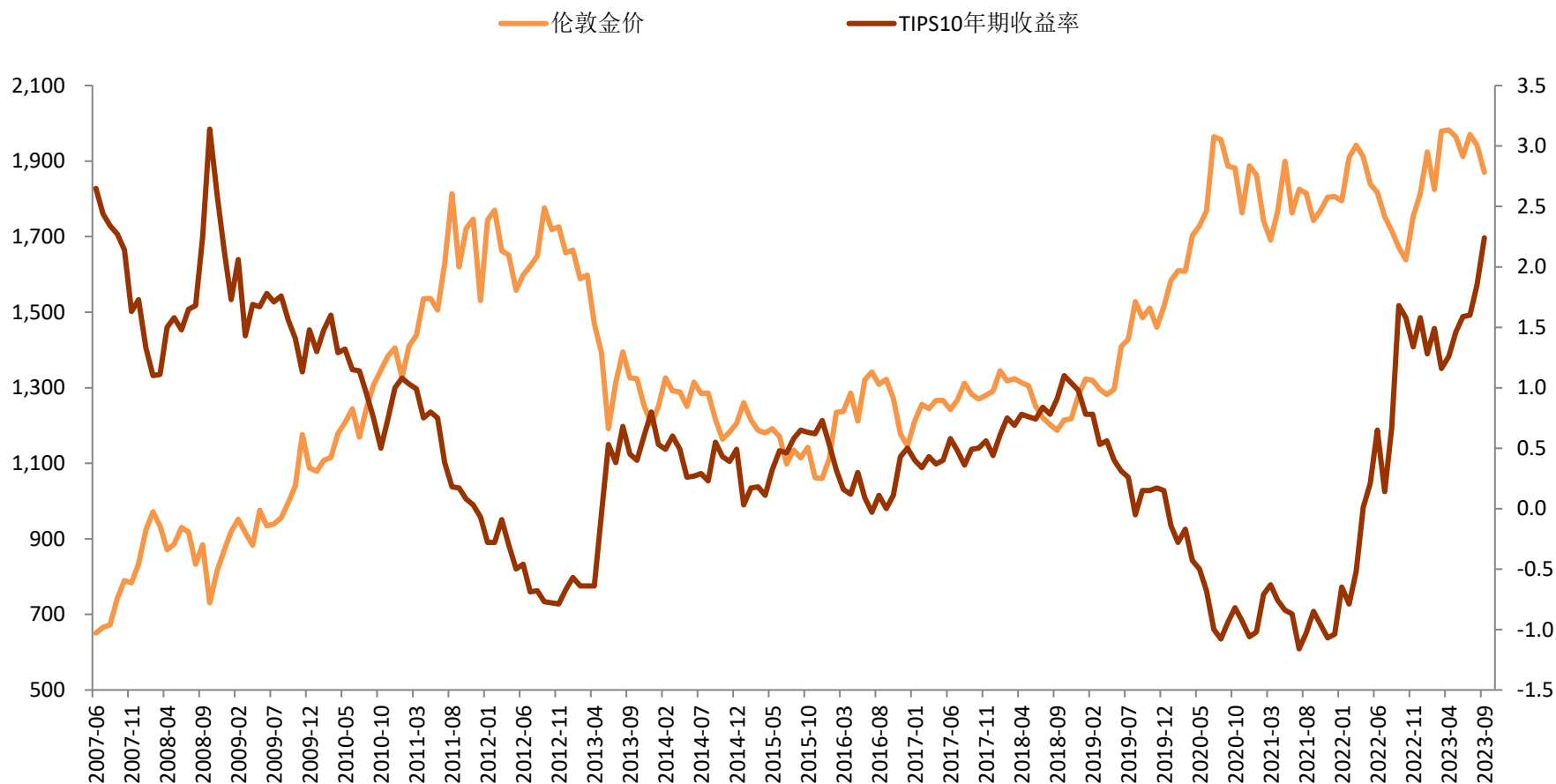


铜冠金源期货

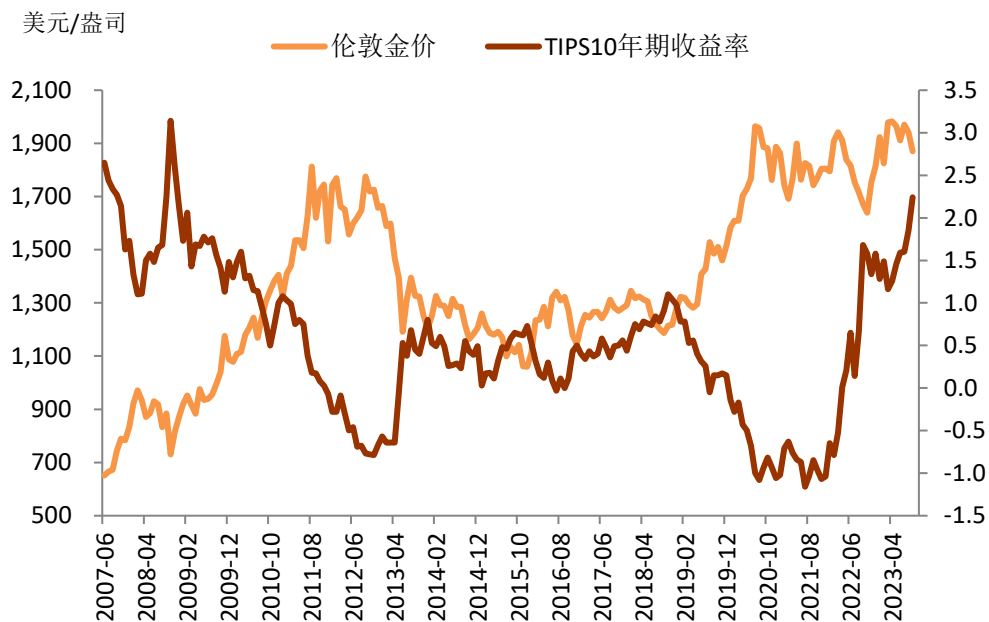
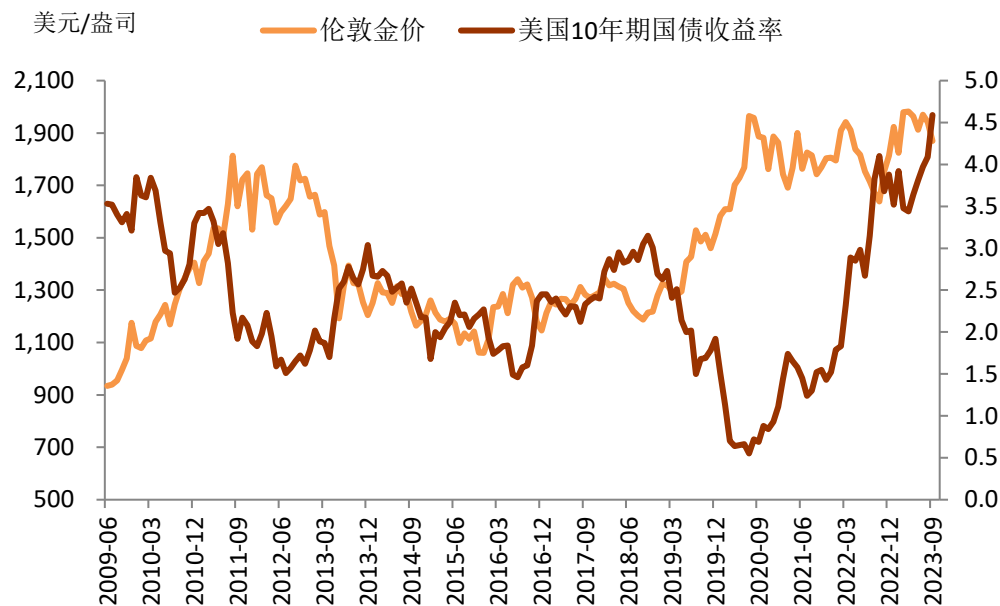
铜冠金源

TONGGUAN JINYUAN FUTURES

美元/盎司



# 美债利率创新高压制金价



美债利率受到美联储货币政策变化的影响

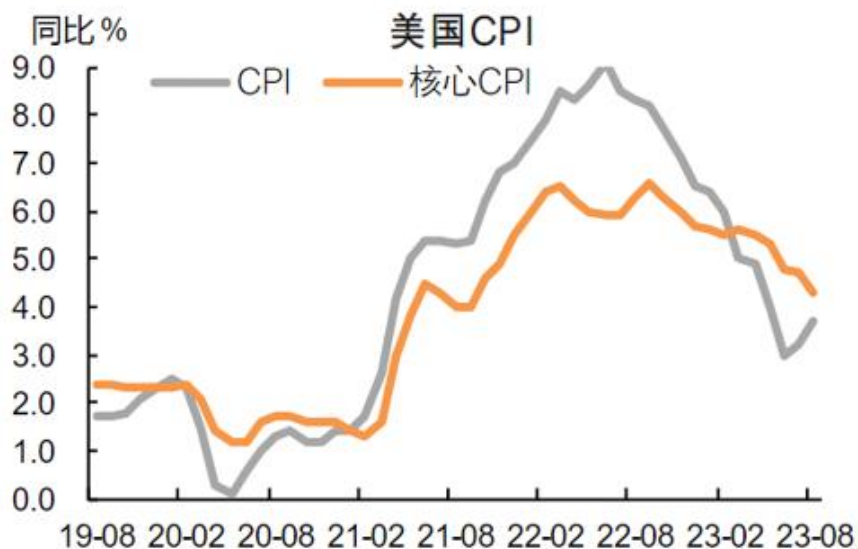
美国经济和通胀的韧性使得美联储鹰派超市场预期，10年期美债收益率创2007年以来新高

美联储此轮加息已处于尾声，经济衰退压力加大，市场预期明年有望开启降息，美债利率、美债实际利率会持续下跌

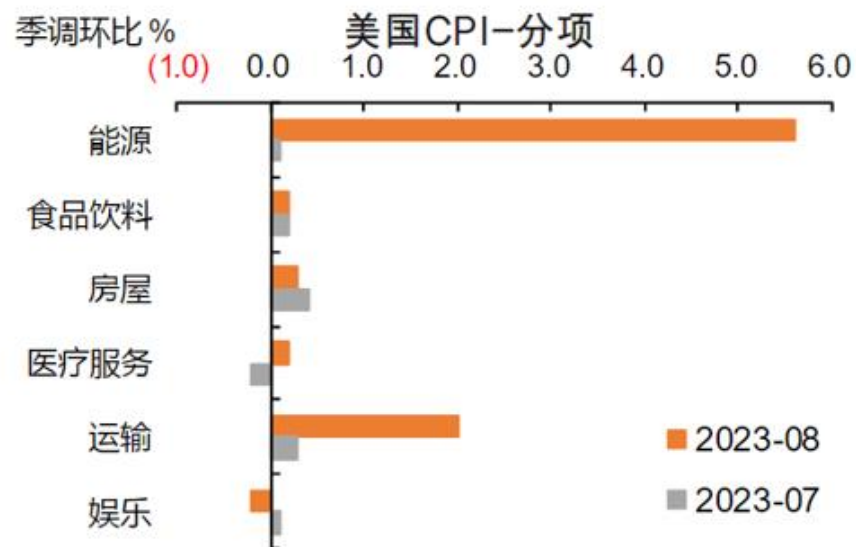
预计美债收益率继续上行空间有限

# 美国CPI回升，核心CPI回落

美国 8 月核心 CPI 同比涨幅回落至 4.3%



美国 8 月能源指数环比上涨 5.6%



美国8月CPI同比超预期回升至3.7%，核心CPI同比涨幅如期回落至4.3%，住房、运输等服务指数依然高企。

结构上，8月能源指数环比大幅上涨5.6%，驱动CPI反弹；8月运输指数环比涨幅扩大至2%，医疗服务指数环比涨幅反弹至0.2%，且住房指数环比涨幅仍具粘性，是核心CPI压力仍居高不下的重要因素。目前来看，需警惕油价上涨对核心通胀的传导，预计美国年内的通胀下行速率仍将较为缓慢。

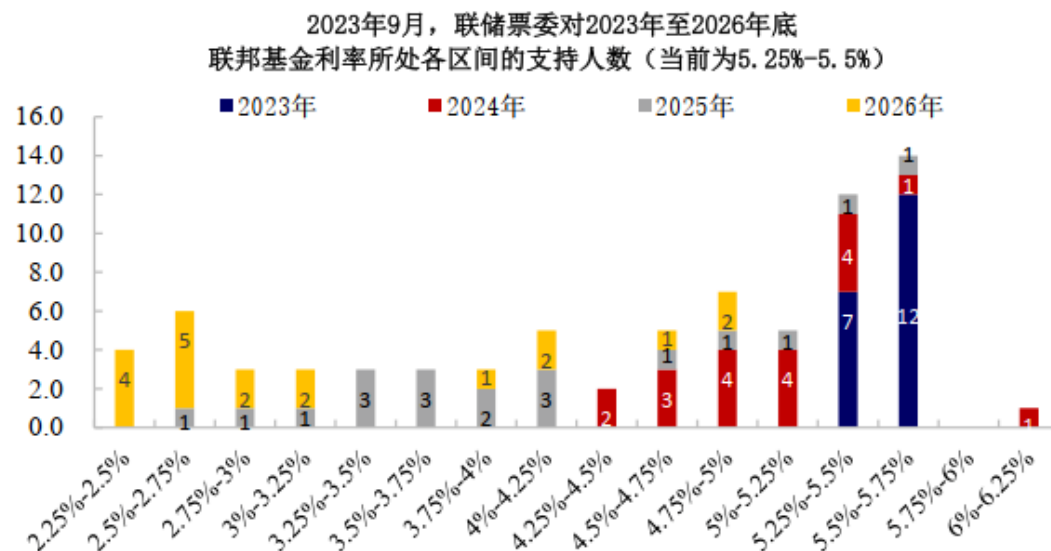
# 美联储9月暂停加息，但维持鹰派

联储上修今明两年经济增长预期，下调失业率预期

美联储官员预测结果中位数，%

		2023	2024	2025	2026	长期
实际 GDP 增速	2023 年 9 月	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
	2023 年 6 月	1.0	1.1	1.8		1.8
失业率	2023 年 9 月	3.8	4.1	4.1	4	4
	2023 年 6 月	4.1	4.5	4.5		4
PCE	2023 年 9 月	3.3	2.5	2.2	2	2
	2023 年 6 月	3.2	2.5	2.1		2
核心 PCE	2023 年 9 月	3.7	2.6	2.3	2	
	2023 年 6 月	3.9	2.6	2.2		
联邦基金利率	2023 年 9 月	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5
	2023 年 6 月	5.6	4.6	3.4		2.5

联储官员维持 2023 年加息至 5.5%-5.75% 的预期



## 美联储当前策略：

确认longer且保留higher可能性，保证底牌和风险管理调整的空间。加息的尾声叠加事件扰动，联储不得不开始“走走停停”。一方面，由于此前联储已经激进加息，越进入尾声联储越要等待一些滞后的紧缩效果的释放；另一方面，近期事件扰动下，联储不得不把一些“混乱”的信号纳入考量：能源价格推升整体通胀读数和中枢、车企罢工对生产和工资中枢的影响、政府停摆的潜在影响等等。

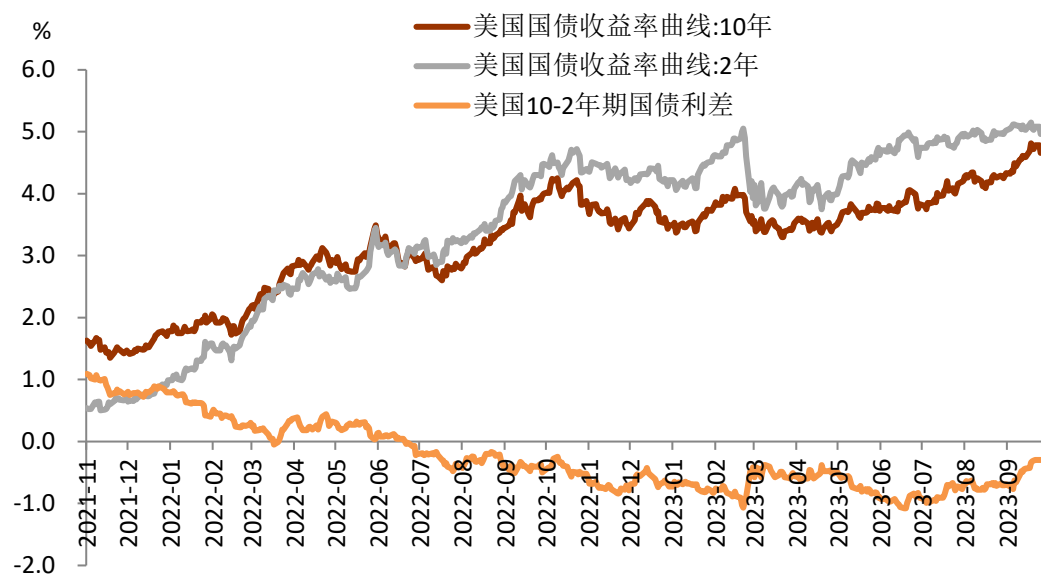
美国经济预期向好，失业率下调。美联储官员对于2023年经济增长的预期从1.0%上修至2.1%，而失业率预期从6月的4.1%下修至3.3%。对于2023年核心PCE的预期从6月的3.9%下调至3.7%。核心通胀整体改善程度不大。

美经济国通胀的韧性决定了高利率将维持更长的时间

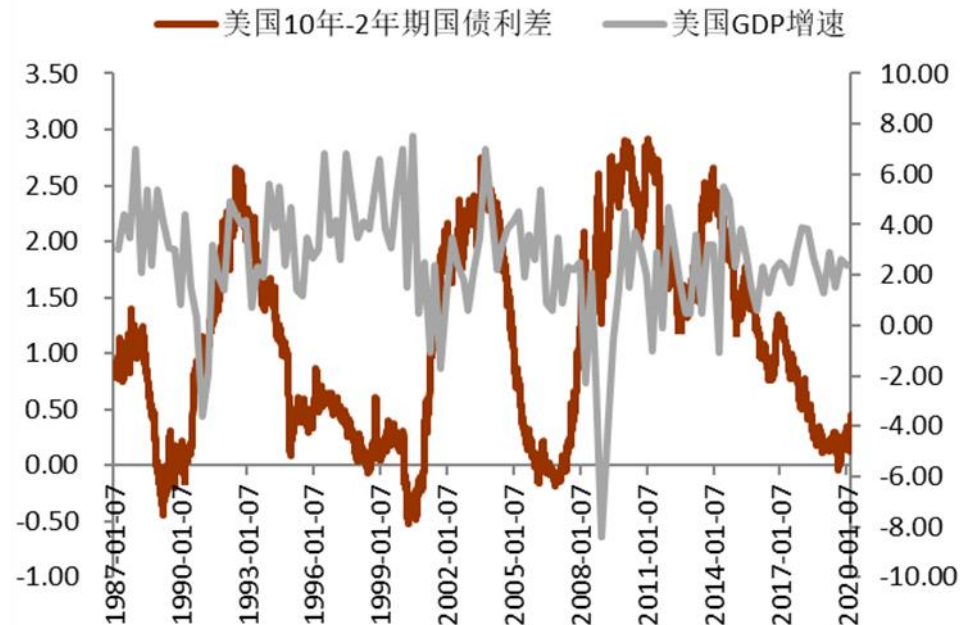
当前市场定价年内不再加息，而明年7月开启第一次降息，年内利率降至4.75%-5%。市场整体比联储指引低25bp，且降息时点偏早。市场对于美联储降息的预期差正在快速修正。

# 美债长短期利率持续倒挂

## 美国10-2年期国债利差持续倒挂



## 长短期利差倒挂比经济衰退提前一年半左右



长期来看，美联储持续激进加息将会抑制需求，美国经济增长动能减弱

美国10-2年期国债利差从2022年7月开始就持续倒挂，长短期利差倒挂比经济衰退提前一年半左右，预计明年美国经济衰退的风险加大

# 实际利率走低将支撑金价上涨



铜冠金源期货

铜冠金源

TONGGUAN JINYUAN FUTURES



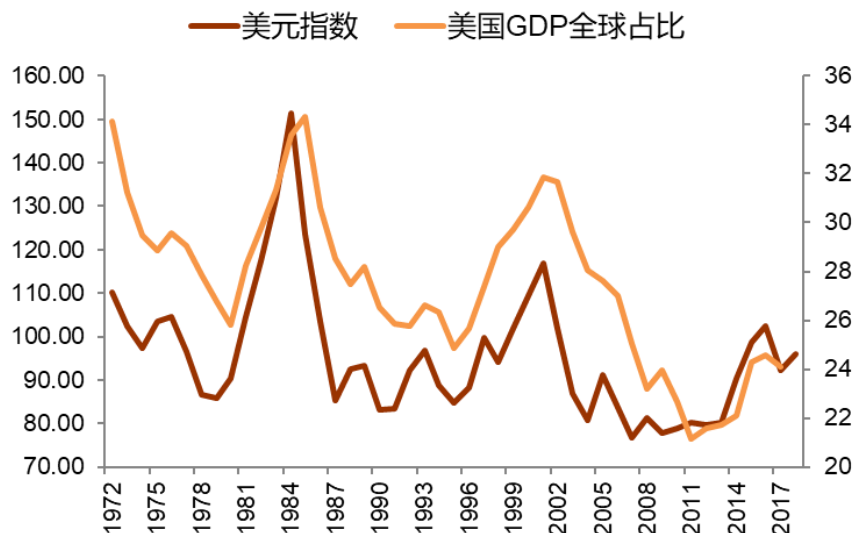
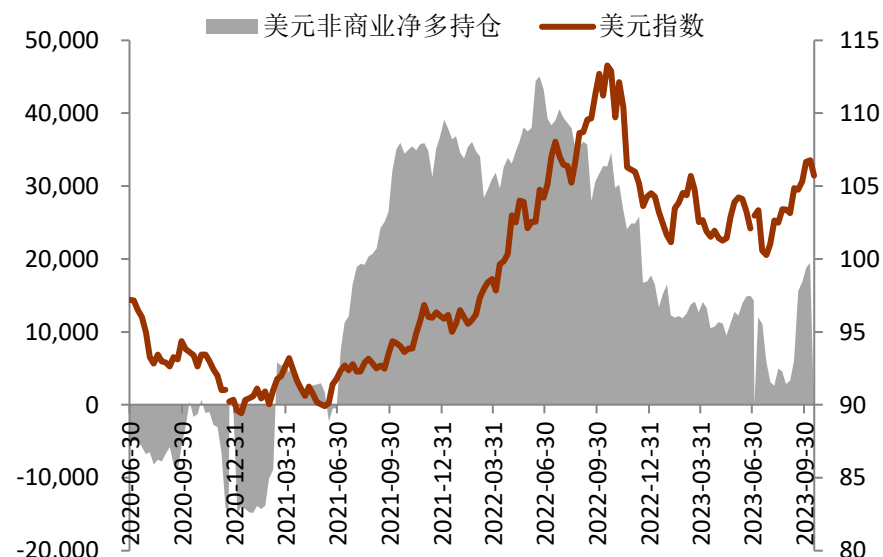
美国的实际利率=美国的名义利率-通货膨胀预期  
美国的名义利率 可能向下  
通货膨胀预期 维持高位  
美国的实际利率 大概率向下  
实际利率走低将支撑黄金价格上涨

# 1970年以来黄金价格在滞胀和衰退期间走势



上世纪70年代以来，全球大类资产在“滞胀”和“衰退”时期，黄金价格都表现良好。

# 美元指数处于下行周期， 将提振金价中长期走势

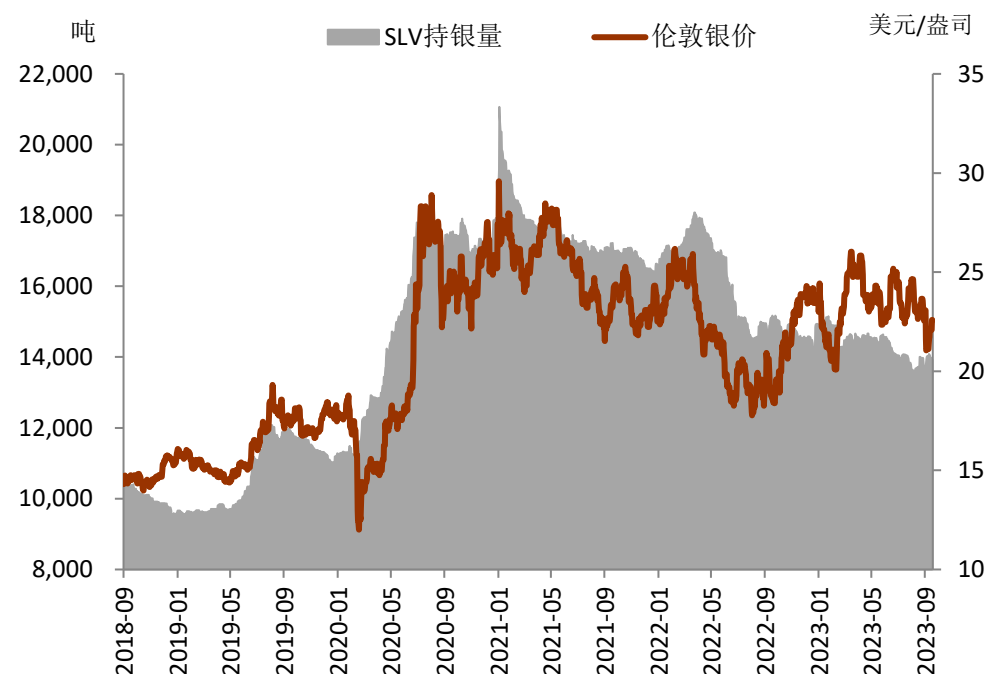
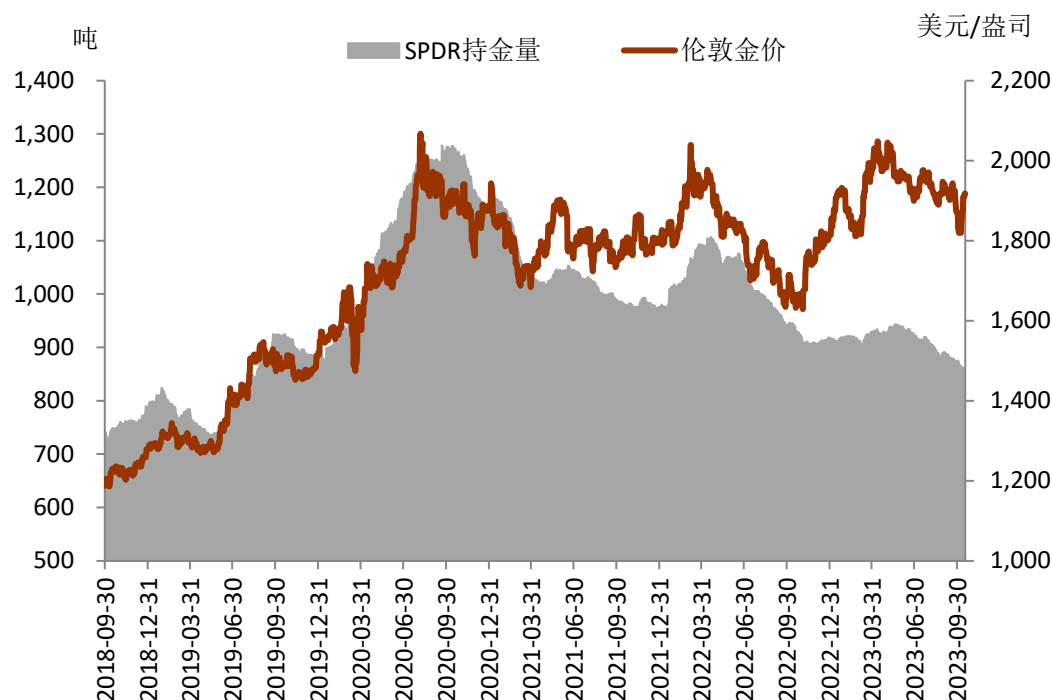


美元非商业性净持仓一般会提前美元指数3-6个月见顶

此轮加息周期中，美元指数的高点在2022年10月，当前处于下行趋势之中

美元指数和美国GDP的全球占比相关性非常强，美国GDP的全球占比正处于下行的态势，预计美元指数中长期会大概率走弱

# 金银ETF持仓变化



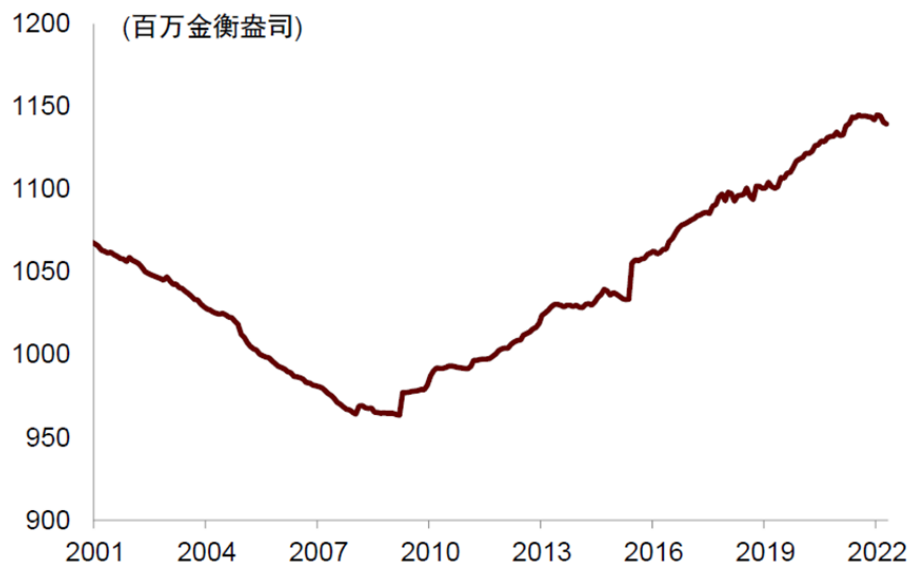
2022年11月，金价触底反弹，但全球最大的黄金ETF-SPDR的持金量变化不大。

从投资资金流向来看，说明这波上涨不是投资资金推动，跟前几次贵金属的上涨也跟随着投资资金的流入有很大不同。

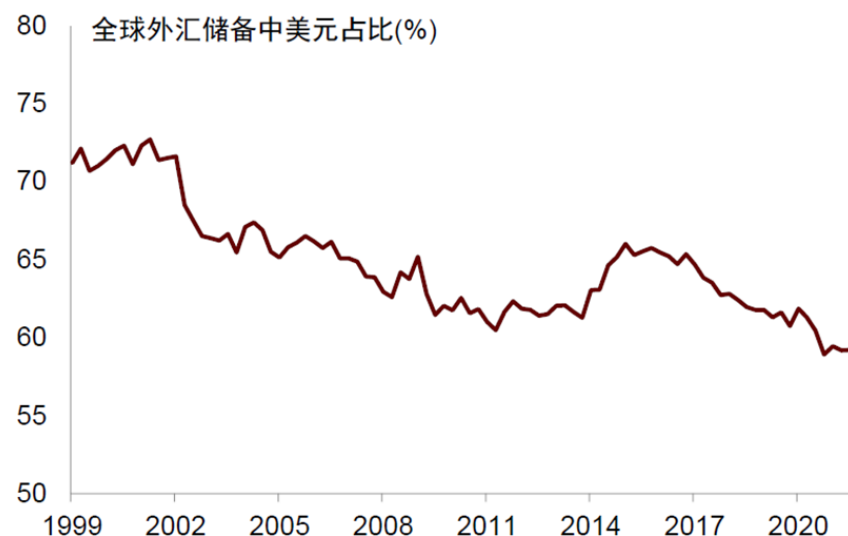
同样，近一年，在银价剧烈波动中，全球最大的白银ETF-ishares的白银持有量变化不大。

# 全球央行增持黄金减持美元

2008年以来全球央行黄金储备持续上升



全球外汇储备中美元占比近年来有所下降



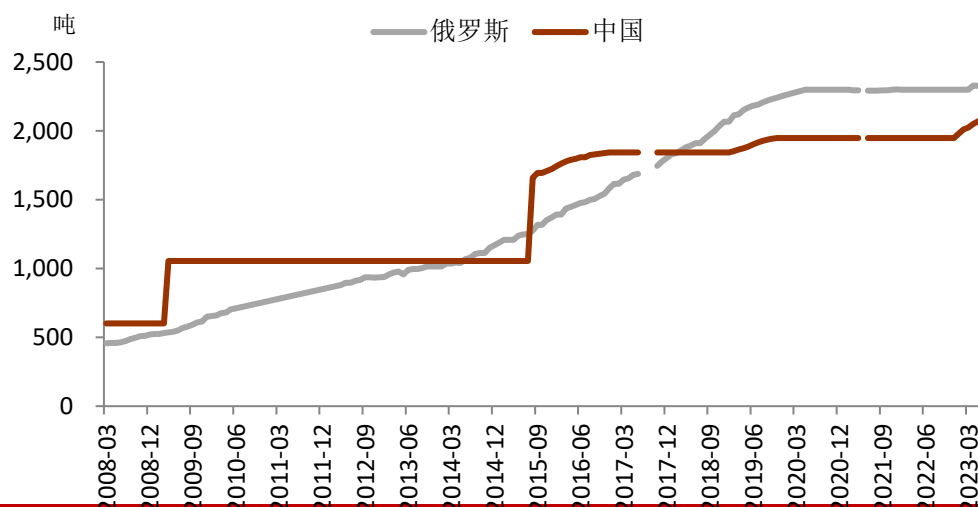
2010年以来，央行年均购金规模高达524吨，占黄金增量供给比重约12%。

2022年初俄乌冲突发生后，欧美冻结了俄罗斯央行在海外的外汇储备，各国央行加速其储备资产的多元化进程，黄金作为没有政治风险的资产受到央行的青睐。

2022年全球央行净增加了1136吨黄金，同比大幅增长152.31%，创下历史新高。购金量占到总需求的24%。

全球央行一季度黄金购买量达到228吨，创历史同期新高。中国央行在今年一季度黄金储备增加了58吨。

截至2023年9月底，我国黄金储备为7046万盎司，2265.34吨。中国央行已连续11个月增持黄金储备。



# 全球央行黄金储备数量及排名



铜冠金源期货

铜冠金源

TONGGUAN JINYUAN FUTURES

排名	国家和地区	黄金储备吨数	占外汇储备比例
1	美国	8133.5	68.8%
2	德国	3354.9	68.2%
3	国际货币基金组织	2814	-
4	意大利	2451.8	65.4%
5	法国	2436.8	67.0%
6	俄罗斯	2326.5	24.9%
7	中国	2076.5	3.9%
8	瑞士	1040	7.4%
9	日本	846	4.3%
10	印度	794.4	8.5%
11	荷兰	612.5	57.7%
12	欧洲央行	506.5	35.5%
13	土耳其	491.2	31.4%

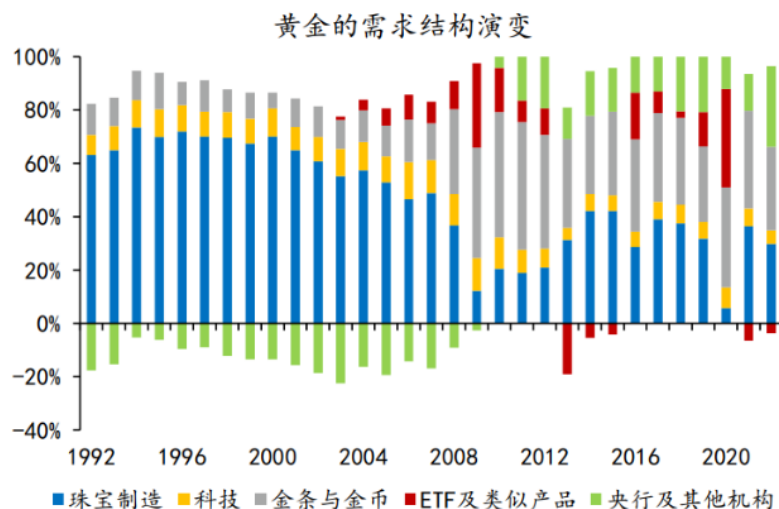
数据截止于2023年6月

目前全球经济面临滞胀风险，各国债务水平上升，地缘政治和经济的不稳定性增强，黄金储备的战略地位凸显。

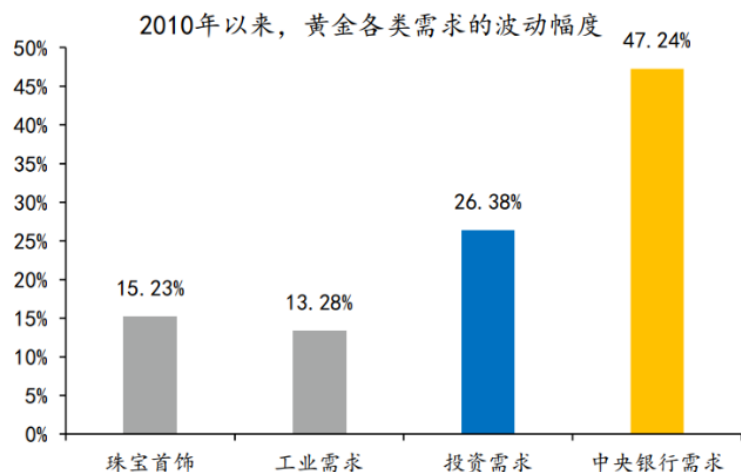
黄金储备排全球第七，但在我国外汇储备种的占比依然非常低，有很大增长空间。

# 央行购金是此轮黄金最重要的推动力量

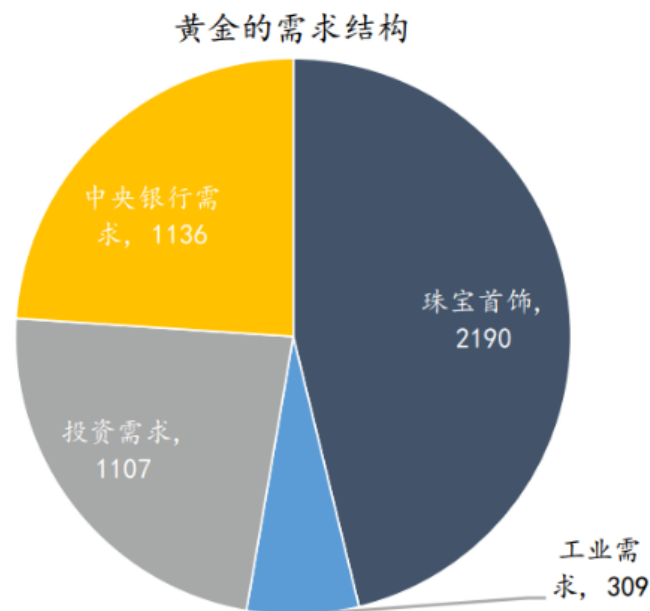
## 2008年后投资与央行需求占主导地位



## 央行购金需求和投资需求波动剧烈



## 黄金总需求中约半数为私人投资和央行购买



“去美元化”、地缘冲突下的避险需求、高通胀下的抗通胀需求，使得央行购金在2022年超过投资需求是此轮黄金最重要的推动力量

逆全球化背景下，去美元化趋势将持续、地缘政治突然可能更加频繁，央行大量购金将持续，将继续为黄金需求提供支撑

# 全球黄金的供需状况

2015-2022年全球黄金供应量(单位：吨)									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	同比变化%
金矿产量	3336.27	3459.06	3491.76	3554.19	3531.82	3474.70	3568.90	3611.90	1.00
生产商净套	12.89	37.63	-25.52	-12.48	6.18	-45.90	-22.70	-1.50	-
回收金	1086.08	1249.10	1128.06	1147.11	1281.90	1297.38	1136.20	1144.10	1.00
总供应量	4435.25	4745.80	4594.30	4688.82	4819.90	4721.10	4682.40	4754.40	2.00
2015-2022年全球黄金需求量(单位：吨)									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	同比变化%
首饰加工	2459.88	2103.88	2241.01	2248.46	2123.16	1400.75	2230.60	2189.80	-2.00
工业需求	331.67	323.00	332.58	334.79	325.96	302.19	330.20	308.50	-7.00
净投资需求	962.12	1614.14	1315.42	1160.37	1264.90	1796.30	1001.90	1106.80	10.00
央行净买入	579.55	394.86	378.56	656.58	668.49	255.00	450.10	1136.70	152.00
总需求	4333.22	4435.87	4267.58	4400.21	4382.51	3658.80	4012.80	4740.70	2.00

2022年黄金总供应温和上升，同比增长2%至4755吨，保持在疫情前的水平之上。金矿产量创下四年来新高，增加至3612吨。

2022年全年全球黄金需求量10多年来新高，同比增长18%达4,741吨，几乎与历史高位的2011年持平。

- 短期来看，贵金属价格的主导逻辑依然是美联储的货币政策走向。美国经济和通胀的韧性较强，导致美联储鹰会将高利率维持更长的时间。
- 虽然目前金银价格的阶段性调整结束可能还为时尚早，我们认为，近期贵金属价格的大幅下挫或已对风险因素充分定价，接下来金银价格有望筑底回升。

## 2024年黄金价格展望：

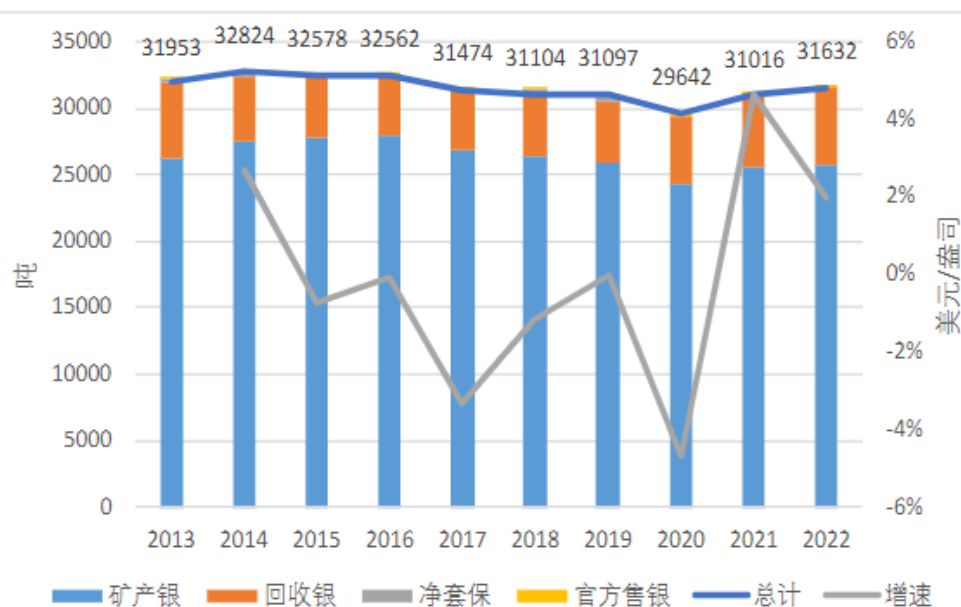
- 美国经济衰退压力加大，明年大概率进入降息周期，美国实际利率将持续下降，去美元化和避险需求将支撑黄金需求，金价将再创历史新高。主要波动区间：1900-2200美元/盎司
- 另外，逆全球化和去美元化背景下，美元的国际货币地位正在削弱，黄金的货币属性有所回归，再加上地缘政治风险频发，也会提振黄金的避险需求，中长期来看，贵金属的资产配置价值凸显。



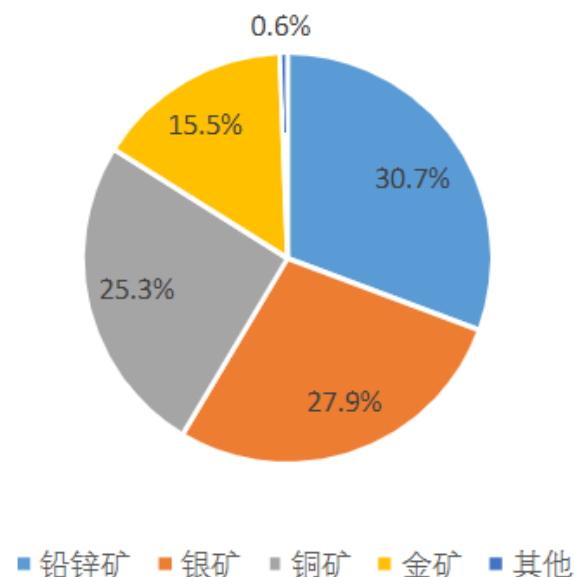
## ■ 二、白银价格及金银比价探讨

# 白银的供应

## 世界白银供给



## 白银多为铜、铅锌矿的伴生



2022年全球白银供给31632吨同比增加2%，增速比去年的4.6%有所下降，但供给总量逐渐回到2017年以前的水平。白银产量主要靠矿产银拉动。2020-2022年全球矿产银产量持续反弹，年化复合增速3.1%，2022年，矿产银25816吨，占总供给82%。

矿产银超过三分之二为伴生矿形态，多为铅锌铜金四种金属冶炼的副产品，其产量除了和白银的价格相关，也受到其它金属的需求和冶炼的影响，所以矿产银的供给相对稳定，难以在短期内大规模释放。

# 白银的需求及其变化

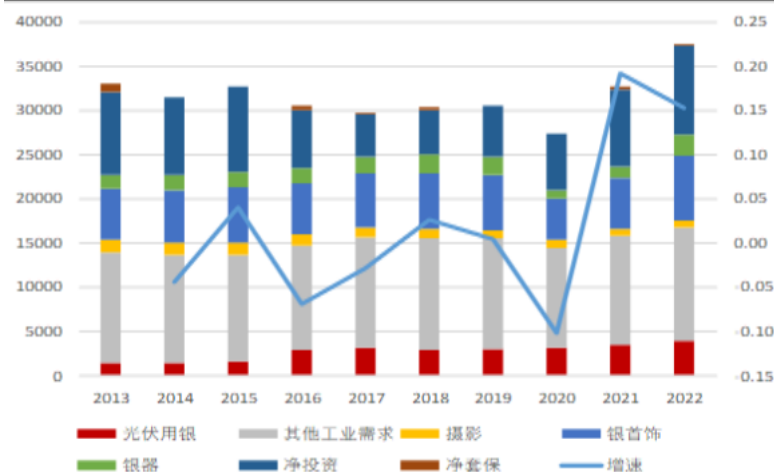


铜冠金源期货

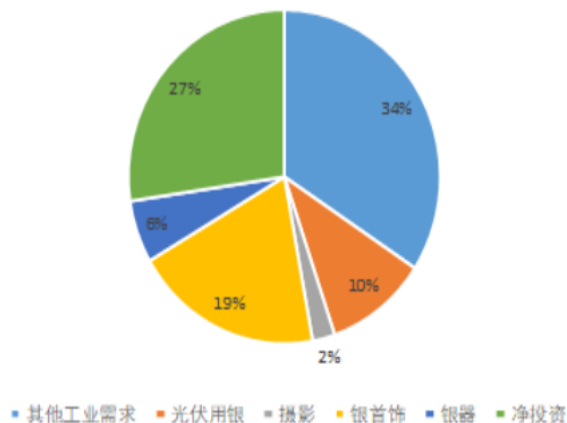
铜冠金源

TONGGUAN JINYUAN FUTURES

## 白银需求变化

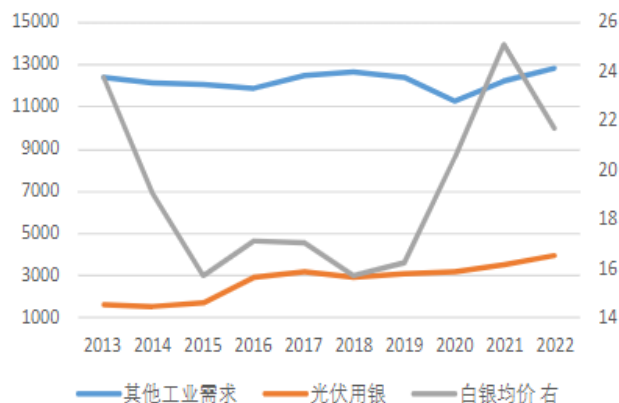


## 2022白银需求构成

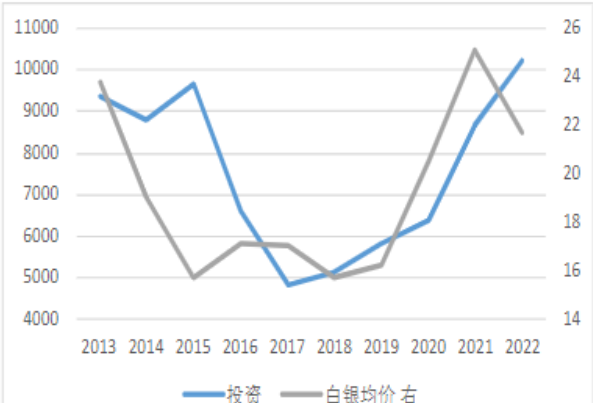


继2021年19%的白银需求增速后，2022年白银需求仍维持15%的高速增长，全球白银需求达37635吨。

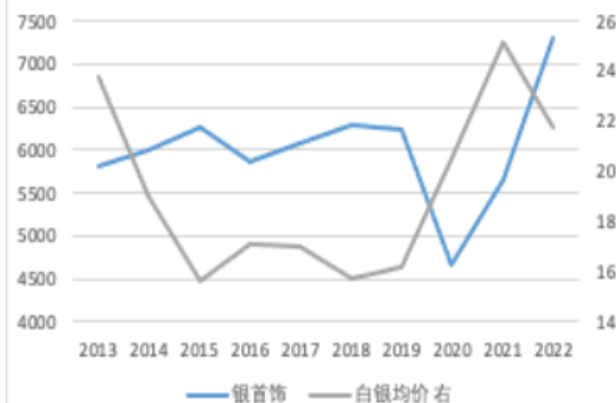
## 工业用银相对稳定



## 投资用银总体和银价正相关



## 银首饰总体和银价负相关



工业需求占总白银需求的比例长期维持在50%左右。虽然白银工业需求占比较为稳定，但工业需求结构内部则变动相对较大，白银的其他需求领域主要集中于首饰及纯实物投资，但需求表现不稳定。首饰和实物投资受银价波动影响较大，在银价上涨过程中首饰需求量下滑，而实物投资则与银价总体呈正相关关系，并随投资因素积累而快速增长。

# 光伏用银快速增加提振白银需求

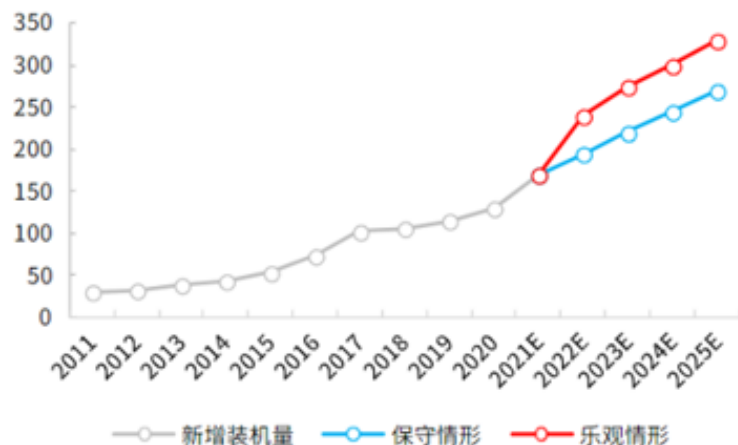


铜冠金源期货

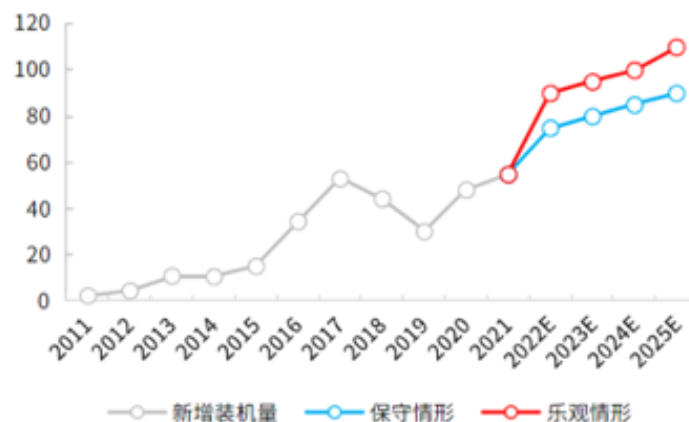
铜冠期货

TONGGUAN JINYUAN FUTURES

全球光伏装机量预测



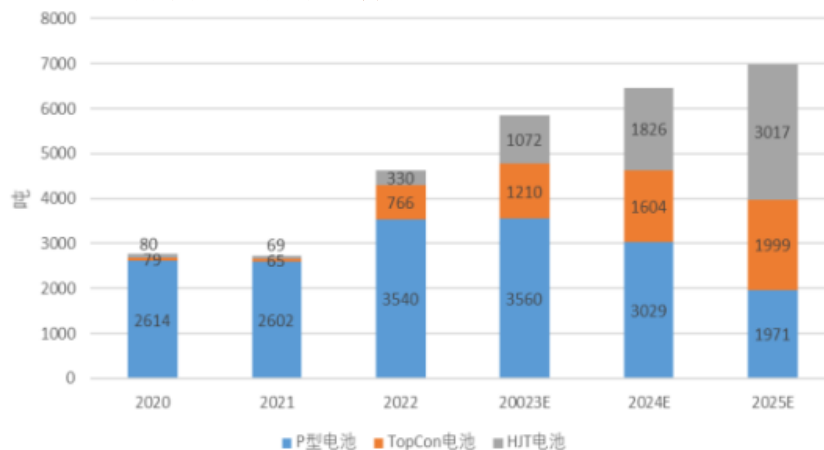
中国光伏装机量预测



2022年主流类型光伏电池的耗银量（单位：mg/片）

主流类型光伏电池	耗银量
P 型电池	70
N 型电池	120
HJT 电池	190

光伏银浆市场需求预测



根据中国光伏行业协会（CPIA）数据，预计“十四五”期间，全球每年新增光伏装机约210-260GW。虽然随着工艺改善和技术进步，单位用银量未来将降低。在全球推进碳中和清洁能源发展的大环境下，光伏装机增量将成为光伏用银需求上升的主要驱动力。

# 全球白银供需平衡表

(吨)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
矿产银	26292	27436	27897	27993	26864	26444	25999	24295	25586	25816
回收银	5608	5017	4582	4538	4578	4622	4594	5045	5381	5754
净套保	333	68	-	-	-	473	264	-	156	0
官方售银	53	37	34	34	31	37	31	37	47	62
总供给	31953	32824	32578	32562	31474	31104	31097	29642	31016	31632
工业需求	13984	13651	13720	14784	15664	15539	15493	14460	15807	16765
工业-其他	12413	12146	12037	11869	12497	12662	12423	11319	12270	12815
工业-光伏用银	1571	1505	1683	2914	3166	2877	3070	3141	3536	3950
摄影	1425	1356	1281	1176	1092	1051	1017	865	893	871
银首饰	5813	6000	6274	5860	6071	6280	6230	4659	5642	7309
银器	1446	1667	1801	1676	1854	2103	1932	1008	1328	2271
净投资	9350	8805	9655	6594	4843	5138	5810	6376	8669	10233
净套保	911	-	-	373	65	239	-	-	292	156
总需求	32929	31477	32730	30463	29589	30348	30481	27371	32628	37635
供需缺口	-977	1347	-152	2099	1885	756	616	2271	-1611	-6003

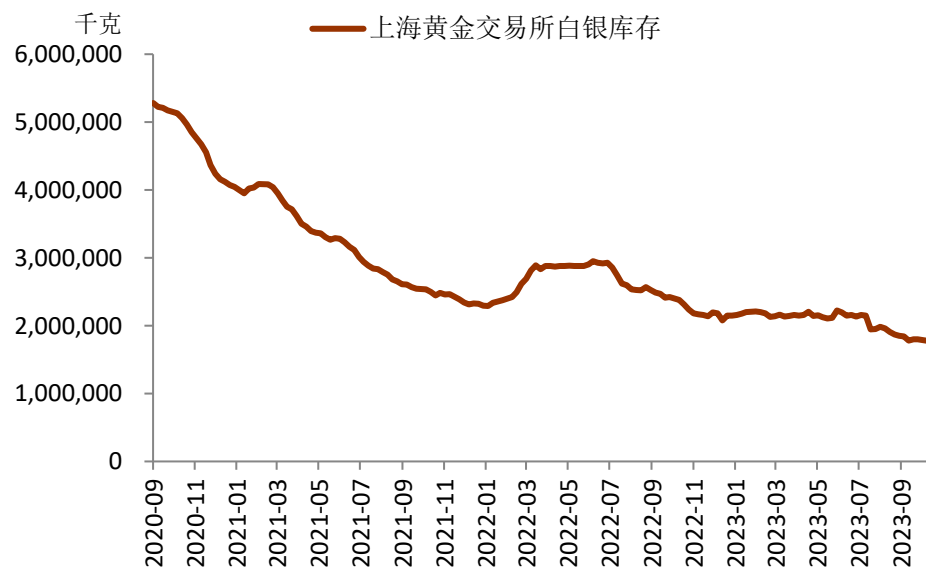
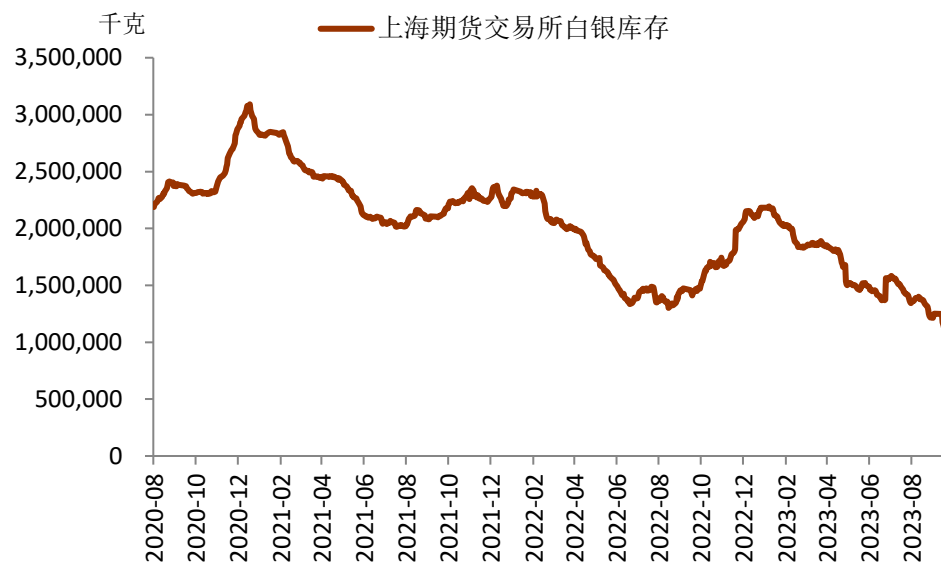
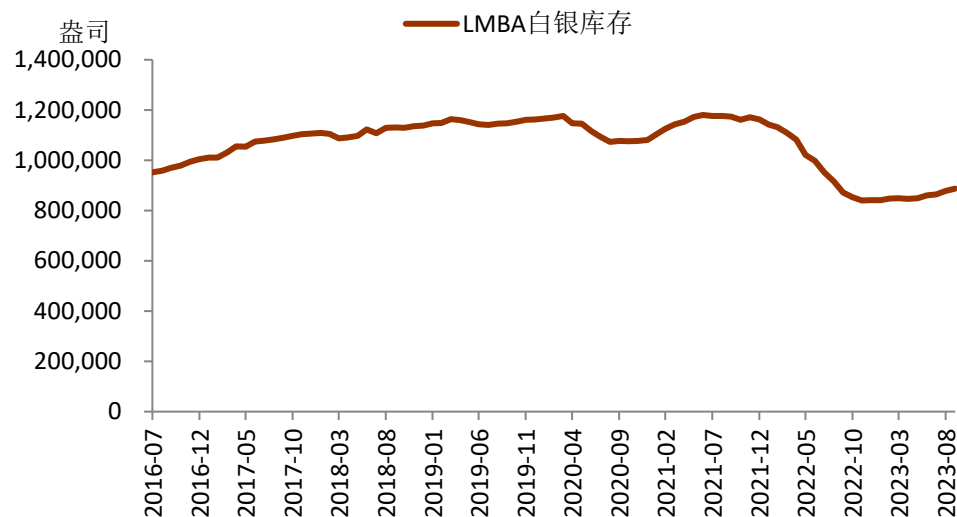
近几年，全球白银的供需状况有明显改善

根据世界白银协会的统计，2022年白银总供给为31632吨，小幅稳定增加；总需求则为37635吨，连续两年高速反弹；供需缺口远超预期的2000多吨，达6003吨。

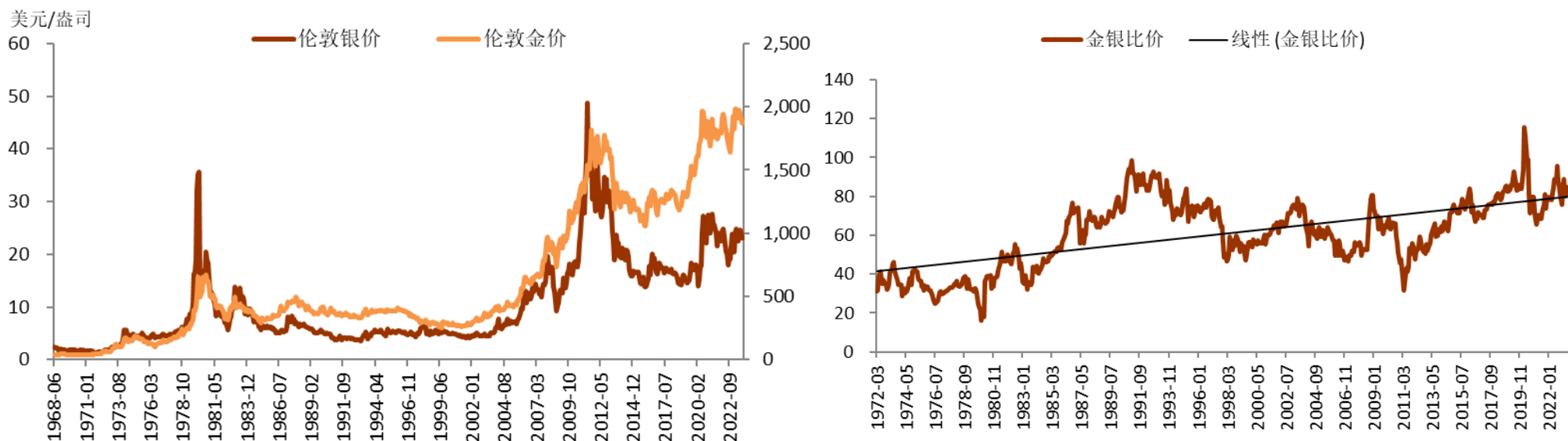
近年来光伏行业在白银工业需求中占比快速增大（约20%），成为白银工业需求边际拉动作用最明显的种类。

目前白银光伏需求和新能源的需求增量对于白银供需平衡的改善，在绝对量上显得较为有限，未来随着新能源经济蓬勃发展，白银具有在上涨趋势中动力增强的潜力。

# 国内外白银库存均持续下降



# 银价走势展望及金银比价



## 白银整体价格走势跟随黄金

白银自身的品种特性决定了银价的波动性大，且工业属性更强的白银价格还受到其基本面供需状况的影响。

预计明年的宏观面整体利好贵金属，基本面由于白银供给短期内难以大幅放量、占白银需求一半的工业需求预计在光伏产业的带动下持续增加、全球白银库存处于历史低点等原因，也为其价格提供了良好的支撑。

光伏用银需求增加，以及全球白银的库存持续下降都将支撑银价，且白银的绝对价格还处于低位，预计波动性更强的银价明年将会有更亮眼的表现。

长期来看，金银比价的重心在不断上移，并不存在明显的向均值回归的规律。

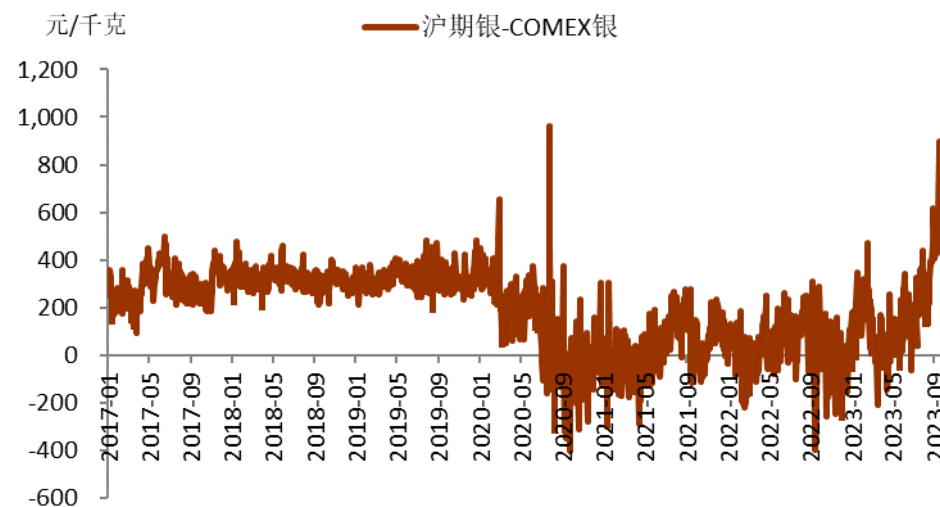
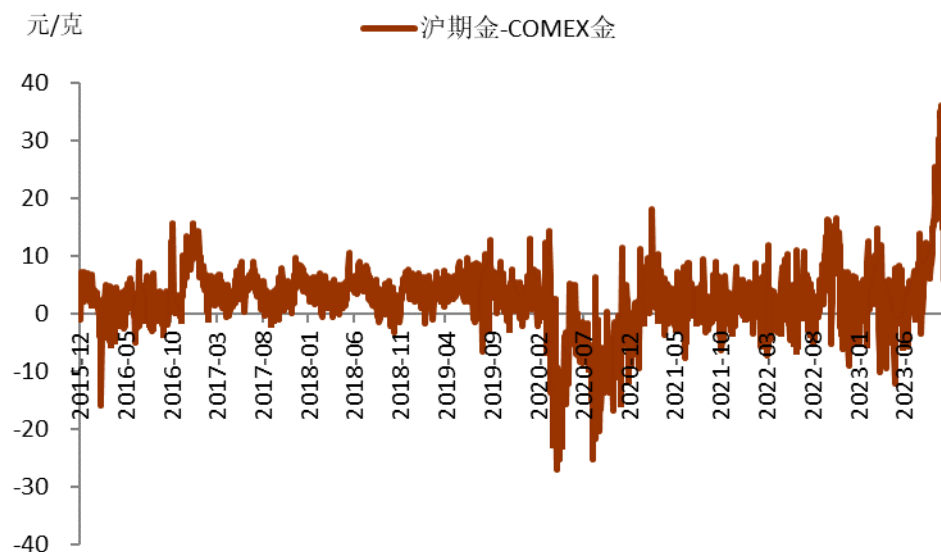
因银价的弹性高波动大，金银比价存在“在贵金属价格上涨趋势中，金银比价下降；在贵金属价格下降趋势中，金银比价上涨”的规律。

金银比价达到极值时，可能是金银价格走势发生逆转的信号。如在2020年3月中旬达到124的历史高点，金银价走势格发生V型反转



## ■三、内外价差将如何演绎

# 金银内外价差快速走阔 近期有所回顾



受国内黄金进口受限、人民币汇率贬值预期、以及国内白银库存持续下降、以及可投资的优质资产匮乏等等众多因素的影响，9月国内金银价维持强势运行，金银外弱内强的格局持续，内外价差持续走阔，不断创出历史新高。沪期金与COMEX期金主力合约的价差一度达到30元/克，沪期银与COMEX期银主力合约的价差一度达到600元/千克以上的极端水平。

节后，金银的内外价差已经有一定的回归，主要是外围美联储持续加息预期进入冷却期，美元指数高位回调，人民币继续贬值预期减弱

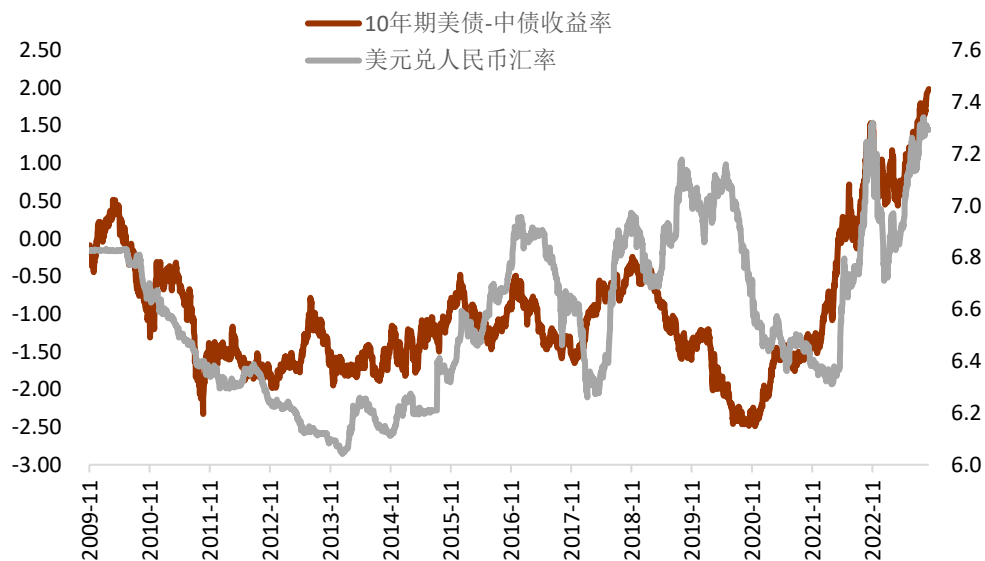
# 人民币贬值或已近尾声



铜冠金源期货

铜冠金源

TONGGUAN JINYUAN FUTURES



央行加强干预维稳汇率+中美利率水平倒挂已处于极端水平，美联储加息已近尾声，国内经济处于修复之中，预计人民币贬值已近尾声

后期人民币汇率处于双边波动或小幅升值的状态

节后金银内外价差将收敛。但由于黄金进口流通有限制仍存在不确定性，预计内外价差回归相对缓慢

# 致谢！

- 联系我们
- 铜冠金源期货有限公司
- 电话：021-68555105

**铜冠金源**

期市资讯 | 研究报告 | 业务办理

长按识别二维码 关注我们

