

2023 年 11 月 16 日



## 蓄势待发，只欠东风

### 核心观点及策略

- 贵金属价格的主导逻辑依然是美联储的货币政策走向。当前美国经济下行压力加大，明年大概率进入降息周期，美国实际利率也将下降，将支撑贵金属价格走势。但鉴于美国经济的韧性，美联储高利率维持的平台期会比市场预期的更长。预计市场依然会继续抢跑降息预期，贵金属价格上行的拐点会领先于美联储释放降息预期。而一旦美联储转向偏鸽派，继而步入降息周期，金价将会强劲上攻，再创历史新高。
- 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。虽然短期来看，黄金价格的阶段性调整还尚未结束，但中长期来看，贵金属的资产配置价值凸显。
- 白银整体价格走势跟随黄金。由于白银供给短期内难以大幅放量，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耀眼的表现。
- 预计2024年贵金属价格走势将先抑后扬，国际金价主要波动区间：1900-2300美元/盎司；国际银价主要波动区间：22-30美元/盎司。
- 策略建议：金银以逢低做多为主
- 风险因素：美国经济韧性强于预期

投资咨询业务资格  
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

## 目录

一、贵金属行情回顾.....	5
二、贵金属价格影响因素分析.....	7
1、美国经济韧性强，经济增长动能放缓.....	7
2、美国通胀处于下降通道，实际利率拐点将滞后.....	8
3、美联储加息周期已至尾声，但降息尚远.....	8
4、地缘政治风险频发，为金价带来脉冲式提振.....	9
三、贵金属的供需基本面分析.....	12
（一）黄金.....	12
1、全球黄金的供应稳步增加.....	12
2、黄金需求快速恢复并创历史新高.....	13
3、中国市场需求逆势增长，金币金条受青睐.....	15
4、央行持续大幅购金.....	16
（二）白银.....	18
1、白银的供应持稳.....	18
2、白银的需求持续增加创历史新高.....	19
3、白银供需结构已转向短缺.....	20
四、市场结构及资金流向分析.....	21
1、金银比价变化.....	21
2、铜金比价变化.....	22
3、内外价差及期现价差变化.....	22
4、贵金属库存变化.....	24
5、金银 ETF 持仓分析.....	25
6、CFTC 持仓变化.....	26
五、行情展望及操作策略：.....	27

## 图表目录

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势 .....	5
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势 .....	5
图表 4 金价与美元指数走势变化 .....	6
图表 5 金价与美国 10 年期国债收益率走势变化 .....	6
图表 6 金价与美债实际收益率走势变化 .....	6
图表 7 美国通胀预期变化 .....	6
图表 8 美国 GDP 增速变化 .....	10
图表 9 美欧经济意外指数变化 .....	10
图表 10 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化 .....	10
图表 11 欧元区制造业 PMI 增速变化 .....	10
图表 12 美国就业情况变化 .....	10
图表 13 美国 CPI 和核心 CPI 变化 .....	10
图表 14 美国通胀预期与原油价格变化 .....	11
图表 15 美元指数与美国 GDP 全球占比 .....	11
图表 16 美元指数与美元非商业性净头寸变化 .....	11
图表 17 美元指数与美国联邦基金利率 .....	11
图表 20 全球黄金供应量变化(单位：吨) .....	13
图表 21 黄金的需求结构 .....	14
图表 22 全球黄金的需求变化 .....	14
图表 23 2016-2021 年全球黄金需求量 (单位：吨) .....	14
图表 24 主要经济体黄金需求变化 .....	15
图表 25 2023 年主要国家金条金币购买情况 .....	15
图表 26 中国黄金需求备变化 .....	16
图表 27 印度黄金需求备变化 .....	16
图表 28 中国金银珠宝零售额变化 .....	16
图表 29 中国金饰消费逆市增加 .....	16
图表 30 各国黄金储备数量及排名 .....	17
图表 31 全球主要央行储备变化 .....	18
图表 32 中国和俄罗斯央行持续增持黄金 .....	18
图表 33 白银的供应结构 .....	20
图表 34 白银的需求结构 .....	20
图表 35 全球白银供需平衡表 (单位：百万盎司) .....	20
图表 36 COMEX 金银比价变化 .....	21
图表 37 沪期金银比价变化 .....	21
图表 38 铜金比价变化 .....	22
图表 39 金价与铜价走势对比 .....	22
图表 40 沪期金与 COMEX 金价差变化 .....	23
图表 41 沪期银与 COMEX 银价差变化 .....	23
图表 42 沪期金与沪金 T+D 价差变化 .....	23
图表 43 沪期银与沪银 T+D 价差变化 .....	23
图表 44 COMEX 贵金属库存变化 .....	24

图表 45 COMEX 黄金库存变化 .....	24
图表 46 COMEX 白银库存变化 .....	24
图表 47 上海黄金交易所白银库存变化 .....	25
图表 48 上海期货交易所白银库存变化 .....	25
图表 49 贵金属 ETF 持仓变化 .....	25
图表 50 黄金 ETF 持仓变化 .....	26
图表 51 白银 ETF 持仓变化 .....	26
图表 52 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化 .....	26
图表 53 CFTC 黄金净多头持仓变化 .....	27
图表 54 CFTC 白银净多头持仓变化 .....	27

## 一、贵金属行情回顾

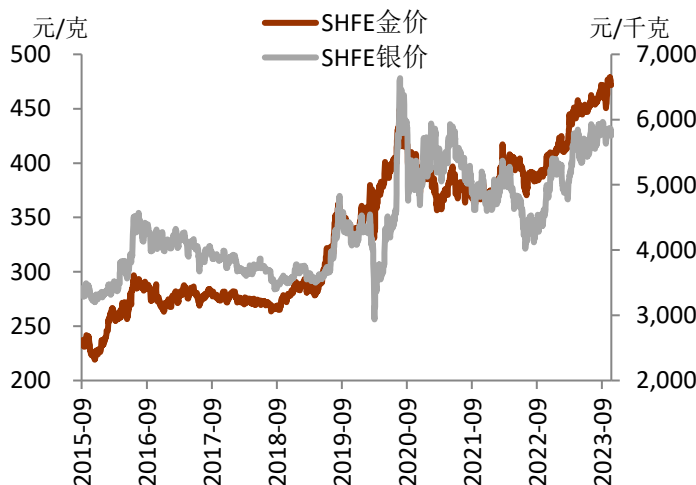
2023 年的贵金属市场备受瞩目。美联储今年加息放缓，市场不断抢跑美联储降息预期，又一次次被美国经济的强韧性拉回实现，贵金属整体呈高位震荡走势。

年初至今，贵金属价格走势可以分为三个阶段：第一个阶段为今年年初至 5 月 4 日，年初市场对于今年美国经济衰退的预期强烈，认为美联储会在今年下半年开始降息，投资者抢跑降息预期，金银价格震荡上行。3 月初，美国中小银行爆发流动性危机，接着瑞信暴雷，市场担忧银行业危机外溢形成系统性风险，避险需求的推动，以及对于美联储提前开启降息的预期重启，金银价格强势拉涨，COMEX 期金主力合约在 5 月 3 日美联储加息落地之后最高触及 2085 美元/盎司，逼近历史最高点。第二个阶段为 5 月 4 日至 10 月 5 日，美国 5 月公布的经济数据显示经济韧性较强，市场对美联储继续加息的预期升温，美联储在 6 月暂停加息，7 月再度加息，且依然维持鹰派，持续紧缩预期主导市场，叠加 9 月公布的美国经济数据明显走弱，衰退担忧加剧，9 月底至 10 月初，大宗商品整体承压，金银价格也大幅回落，COMEX 期金主力合约在 10 月 5 日大幅下挫至 1823 美元/盎司。第三个阶段为 10 月 6 日至今，美国公布的 9 月非农数据大超预期一扫经济衰退的阴霾，且巴以冲突加剧导致避险需求急剧上升，金银价格再度大幅上涨。目前地缘冲突的影响弱化，美联储虽然暂停加息，但依然维持偏鹰派保留继续加息的可能性，金银价格有所回调，目前市场预期依然跟随经济数据的变化和美联储官员的言论在不断变化与调整之中。

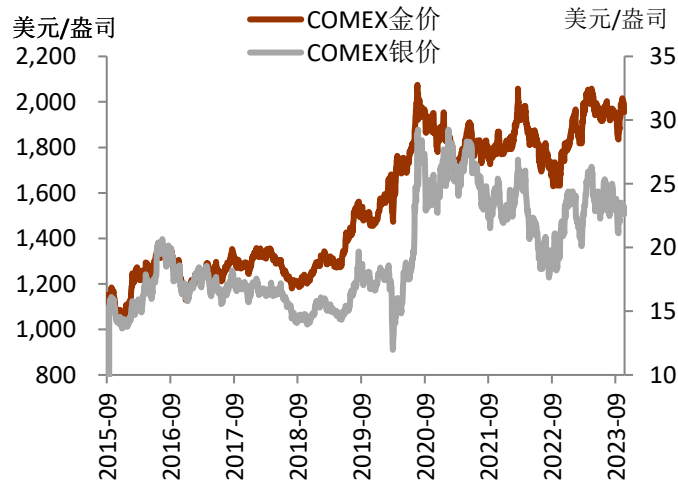
银价的整体走势跟随金价，今年 3、4 月一度表现非常亮眼，但在下半年的走势弱于金价。究其原因，有色金属价格整体表现弱势，对工业属性更强的银价造成一定的拖累。

今年人民币兑美元的汇率处于持续大幅贬值之中，这导致国内金银走势都强于外盘，对汇率最为敏感的金价尤甚，国内金价在今年持续创历史新高，沪期金主力合约一度达到 482.34 元/克的高点。金银价格在 9 月对外盘还出现了史无前例的高升水。当前人民币贬值趋缓，内盘金银价格的升水收敛，但依然处于较高的水平。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势



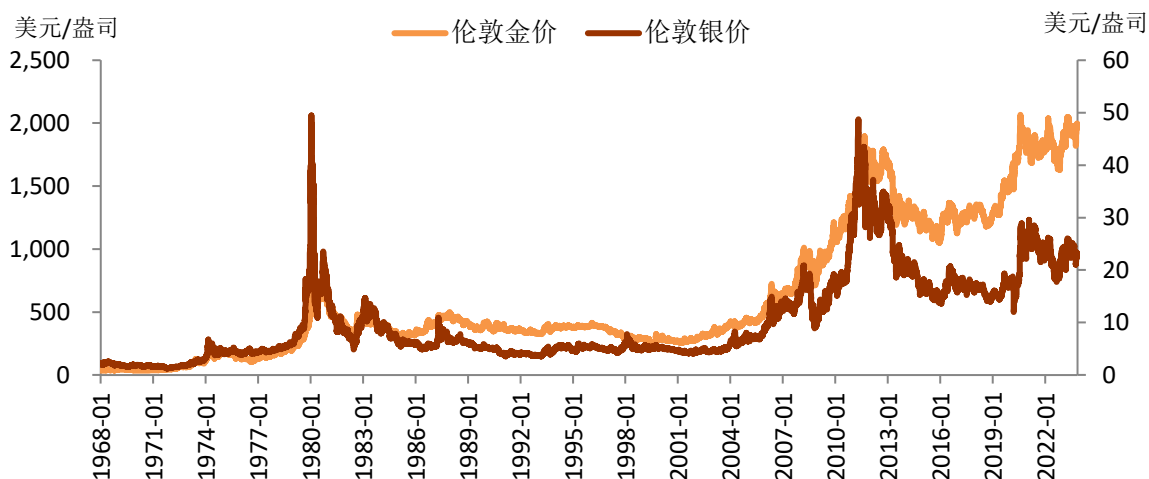
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

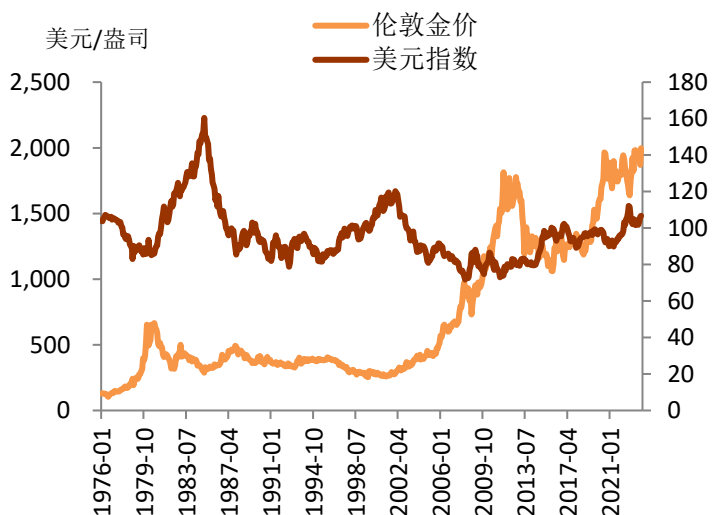
敬请参阅最后一页免责声明

图表 3 1968 年以来贵金属价格走势

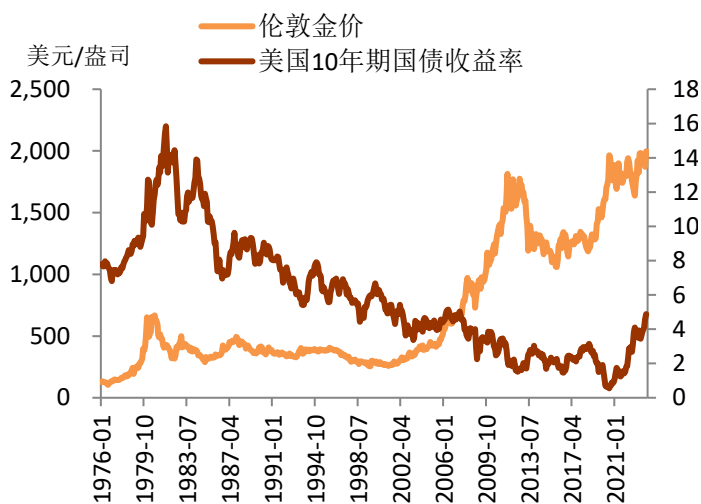


资料来源: Bloomberg, iFinD, 铜冠金源期货

图表 4 金价与美元指数走势变化

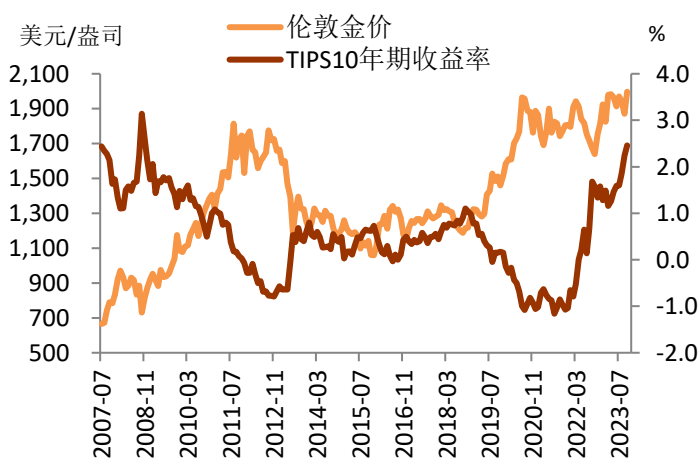


图表 5 金价与美国 10 年期国债收益率走势变化

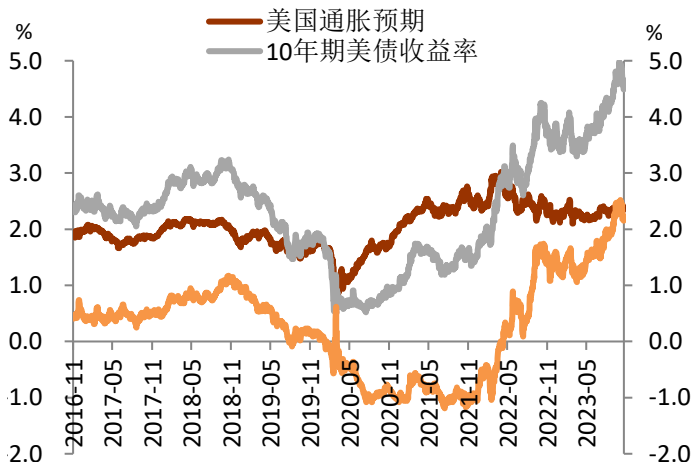


数据来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 6 金价与美债实际收益率走势变化



图表 7 美国通胀预期变化



数据来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明



## 二、贵金属价格影响因素分析

虽然美联储继续维持偏鹰派言论，保留继续加息的可能性，但美国 10 月的就业和通胀数据都超预期走弱，使得市场押注美联储不再加息，且预期首次降息时点在明年 6 月。此轮加息周期大概率已经结束，鉴于美国经济的韧性，美联储维持高利率的平台期会比市场预期的更长。但明年将开启降息的大方向的确定性较高，预计市场还会继续抢跑降息预期。

### 1、美国经济韧性强，经济增长动能放缓

美国 2023 年第三季度 GDP 初值为 4.9%，远超市场预期的 2.9%，也高于第二季度的 2.1%。这一增速是自 2021 年第四季度以来的最高水平，表明美国经济保持强劲复苏。三季度经济的强劲增长，主要是个人消费拉动，私人投资和政府支出为次要动力，净出口对总量增长带来小幅拖累。个人消费支出贡献最大，对美国三季度 GDP 环比增速的拉动由二季度的 0.6% 大幅提高至 2.7%。其中，商品和服务对 GDP 的拉动分别 1.08% 和 1.62%，前值为 0.11% 和 0.44%。服务项中，房租和医疗保险的环比拉动率分别 0.42% 和 0.33%，贡献最大。商品项中，受三季度油价高企的影响，汽油对三季度 GDP 环比拉动率为 -0.13%，为三个季度首次转负，非耐用品的 GDP 环比拉动率受汽油小幅拖累。远好于超预期的三季度 GDP 显示美国政府疫情时的财政刺激政策效果依然在延续，美国消费者的购买力维持强劲。

近期一些数据指向美国经济明显走弱。美国 10 月 ISM 制造业 PMI 结束三连升并骤降至 46.7，且就业分项由前值 51.2 跌落至 46.8，表明汽车等行业罢工已经对就业及产出产生了极大负面影响。美国 11 月密歇根大学消费者信心指数为 60.4，低于预期 63.7 和前值 63.8，并连续 4 个月走弱，创今年 5 月以来新低；1 年期通胀预期为 4.4%，高于预期 4% 和前值 4.2%。持续紧缩的货币政策已对消费者信心形成一定压制。另外，受巴以冲突的影响，消费者担忧油价反弹会令通胀再度升温，通胀预期又有所反弹。

美国 10 月就业市场明显走弱。美国 10 月新增非农就业 15 万人，低于预期 18 万人，同时 9 月新增就业下修至 29.7 万人；其中私营商品生产部门 10 月就业减少 1.1 万人。10 月劳动力人口下滑，劳动参与率下降 0.1 个百分点至 62.7%，失业率意外上升 0.1 个百分点至 3.9%。虽然 10 月就业数据受到车企罢工的扰动，但就业增长的放缓几乎是全行业的。劳动需求显著降温，即使劳动参与率下行，失业率仍走高。10 月小时工资同比、环比增速均放缓，多数行业工资增速普遍降温。工资增速回落，使得核心通胀压力放缓。

近期，穆迪下调美国主权信用评级展望，由“稳定”下调至“负面”。主要是出于对美国国政府财政赤字扩大的担忧，以及国会政治两极分化政府停摆风险加剧。今年 10 月，美国国会众议院出现史无前例的一幕，麦卡锡成为美国史上首位被罢免的众议院议长，如果国会未能就财政支出法案达成协议，美国将面临 11 月 18 日政府关门的情况。随着 2024 年选

举的开启，两党达成共识会变得更加困难，这也意味着美国国内政治分裂和斗争将会更加激烈。明年财政预算支出或面临收缩，将加大明年美国经济下行的风险。

## 2、美国通胀处于下降通道，实际利率拐点将滞后

因近期能源价格大幅回落，美国 10 月通胀超预期降温。美国 10 月 CPI 同比上涨 3.2%，较 9 月的 3.7% 放缓，低于预期的 3.3%，环比增速较 9 月的 0.4% 放缓至 0，也低于预期的 0.1%。剔除食品和能源成本的核心通胀，较 9 月的 4.1% 小幅放缓至 4%，也低于预期的 4.1%，但仍高于美联储的 2% 的目标水平，环比增速由 0.3% 放缓至 0.2%，低于预期的 0.3%。核心 CPI 降温会在一定程度上减轻美联储的压力，美联储大概率会在 12 月 12 日至 13 日的下次会议上保持利率不变，此轮历史性的加息在今年 7 月份已经完成，货币政策或已进入平台期。当前通货膨胀已显著放缓，而美国整体经济仍然基础稳固，市场对美国经济衰退的预期在持续减弱。

虽然 2023 年美国通胀处于下降通道之中，但通胀的不确定因素和支撑力量依然存在，距离通胀水平恢复至 2% 左右的目标区间还需要很长的时间，而过早的降息可能会刺激通胀水平及通胀预期再度上升。目前来看，地缘政治风险频发的情况下，仍需警惕油价反弹对核心通胀的传导，且住房价格仍给核心通胀带来压力，预计后期美国通胀的下行速率仍将较为缓慢。

随着市场对美联储年内不加息的预期强化，以及美国国债发行放缓，美国名义利率，即 10 年期美债收益率已从 5% 的历史高位回落，但通胀下行或使得美国实际利率下行拐点滞后于名义利率。从以往的历史来看，美债名义利率一般在加息尾声便步入下行通道，并在利率平台期进一步打开向下空间。在利率平台期内，通胀会明显回落，美债实际利率的下行拐点往往会存在一定的滞后。预计在 2024 年上半年美国经济增长韧性仍存，随着通胀缓慢回落，美债实际利率的向下拐点或仍需确认。

## 3、美联储加息周期已至尾声，但降息尚远

为抑制高通胀，美联储去年采取了有史以来最激进的加息行动，今年放缓紧缩节奏，采取了 4 次各 25BP 的加息，政策利率已达 5.25-5.50% 的历史高位。

美联储 11 月 FOMC 如期再次暂停加息，强调金融环境收紧可能对经济和通胀有影响；鲍威尔在会后的新闻发布会上表示，美联储接近结束加息，会谨慎考虑是否必须再加息，当前完全没有考虑降息。当前市场对美联储货币政策的预期，从 “higher for longer” 转变为 “pause for longer”。近期美联储官员纷纷发表鹰派言论，均表示通胀压力仍在，保留再度加息的可能性。10 月明显走弱的就业市场，和超预期下降的 CPI 数据，都指向美联储此轮加息或已经完成。

我们认为虽然美联储加息周期已至尾声，但降息并非迫在眉睫。美国劳动力市场的韧



性也为利率维持高位提供一定支撑。回顾历史，美联储开启降息的时点大多在失业率反弹拐点之后，货币政策重心将从“稳价格”转移至“稳就业”，但由于疫情后美国退休潮导致劳动力供给结构性减少，美国失业率并未随就业需求的减少而明显抬升，叠加制造业景气回升或也将创造就业机会，一定程度上减轻美联储维持高利率的后顾之忧。此外，劳动力供给减少也将对工资形成支撑，进而成为美国通胀回落过程中潜在的干扰项。预计在通胀得到有效控制，经济衰退和就业趋弱的压力进一步显现，从而为美联储打开被动降息窗口之前，美国的政策利率都将维持在高位。

虽然美联储多次传达政策利率将更高更久信号，市场交易反映出的预期差却始终存在。今年年初以来，市场对于美联储降息的预期，不论是对降息起点、还是降息幅度，一直都较为乐观，并不断抢跑，而后再一次次向政策指引靠拢和修正。

从联邦掉期利率的交易来看，目前市场定价美联储本轮不再加息，首次降息的时间预期在明年 6 月。我们认为降息预期仍然过于乐观，鉴于消费的韧性仍在延续，美国经济可能再明年上半年都会表现好于预期，美联储高利率维持的平台期会比市场预期的更长。预计美联储开启降息可能会在明年第四季度，市场对于美联储货币政策的预期差可能还会继续修正。

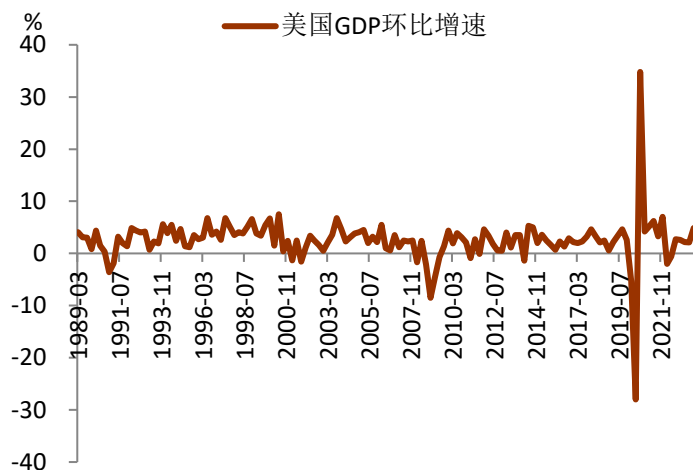
#### 4、地缘政治风险频发，为金价带来脉冲式提振

持续一年多的俄乌战争仍未结束，今年 10 月 7 日，巴勒斯坦伊斯兰组织哈马斯从南部袭击以色列，中东局势骤然紧张，新一轮巴以冲突又拉开序幕。已持续超一个多月的战争已造成超万人死亡。中东地区是石油主产国，如果冲突加剧，阿拉伯国家可能削减石油产量、石油禁运措施，从而推升油价。虽然短期原油价格大幅回调，考虑到冲突仍未结束，产油国组织有可能继续减产，极端情况下甚至会禁运，明年国际油价可能呈震荡偏强走势，从而推动通胀也有反复的风险。而受避险情绪推动，黄金价格会受到提振。

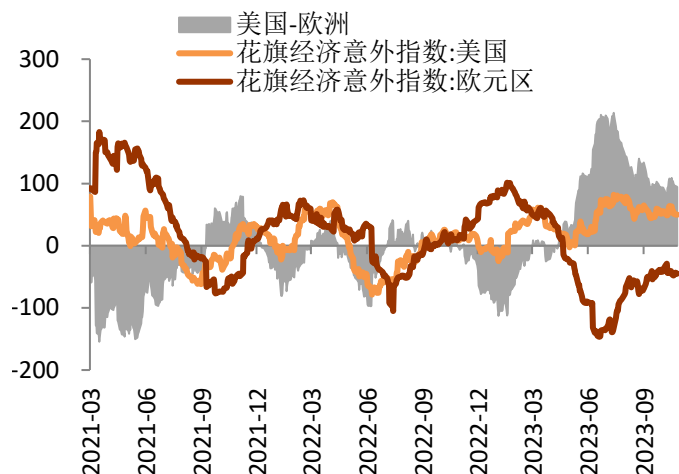
从历史规律来看，历次开战前或战争初期，因投资避险情绪骤升，金价普遍走高。具体的幅度和持续时间取决于当时对于战争的预期。但在历次战争冲突阶段，尤其是局势相对明朗之后，金价会走弱。以阿富汗战争、科索沃战争、海湾战争三次最为明显，俄乌战争也是如此。所以，战争爆发的初期，确实会因避险需求骤升会在短期内推高金价，影响其阶段性走势，但这种脉冲式的影响不会从根本上改变金价的趋势。

虽然巴以冲突导致的风险溢价对市场的影响已经弱化，受其影响最大原油价格和黄金价格早已冲高回落，但在逆全球化背景下，各国之间的博弈加剧，潜在的地缘冲突可能会更加频繁，对国际地缘政治、全球贸易格局的深层次的影响仍在持续蔓延，还需对非经济性因素而可能出现的短期供给和贸易扰动保持一定警惕。

图表 8 美国 GDP 增速变化

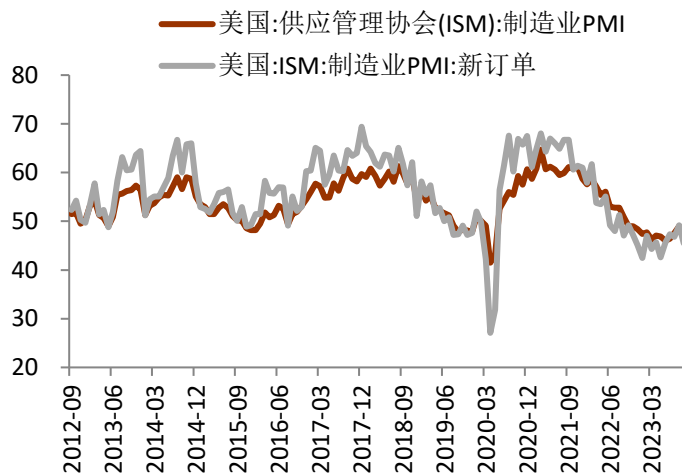


图表 9 美欧经济意外指数变化

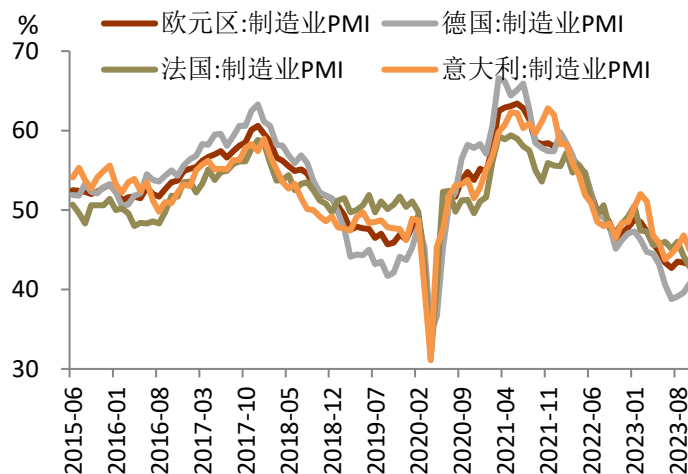


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 10 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

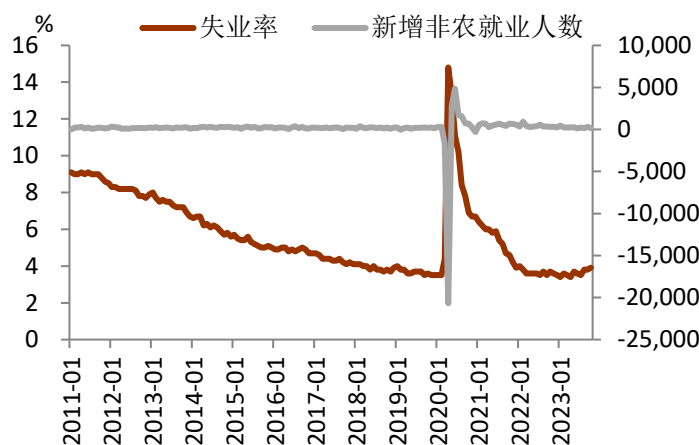


图表 11 欧元区制造业 PMI 增速变化

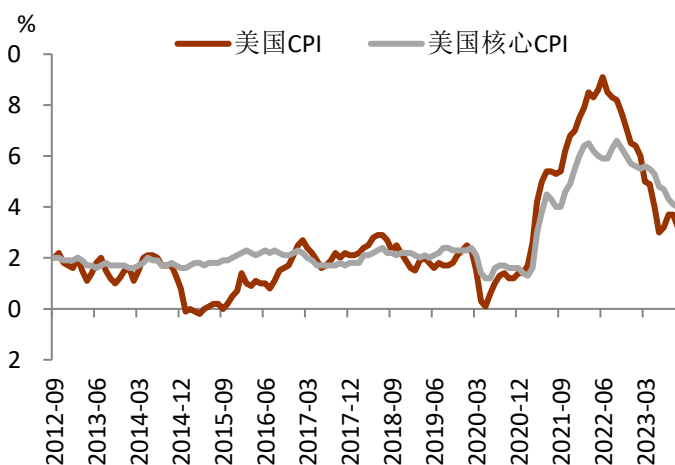


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 12 美国就业情况变化

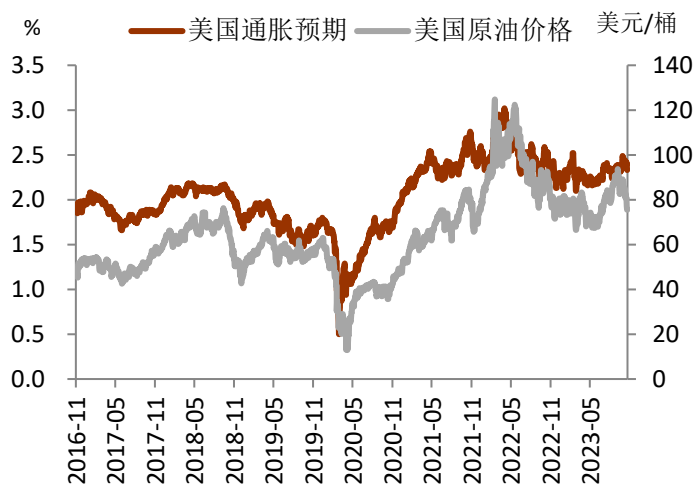


图表 13 美国 CPI 和核心 CPI 变化

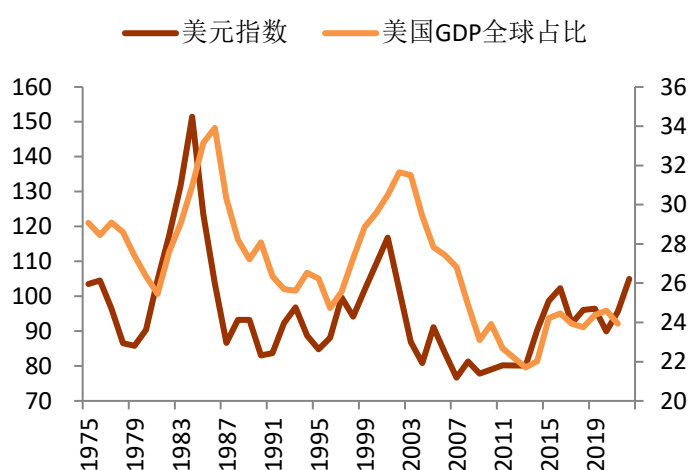


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 14 美国通胀预期与原油价格变化

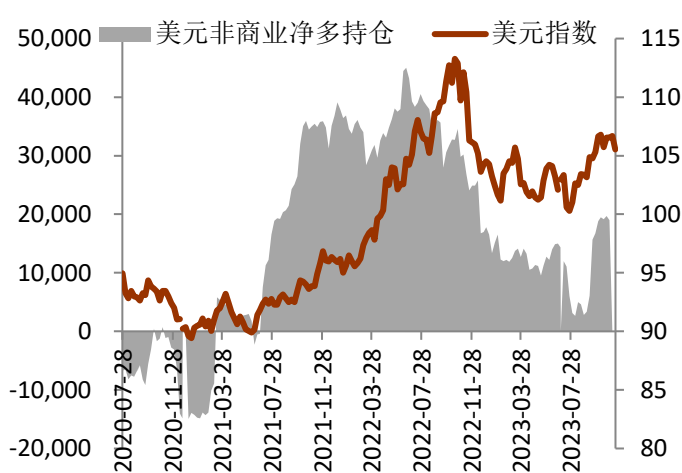


图表 15 美元指数与美国 GDP 全球占比

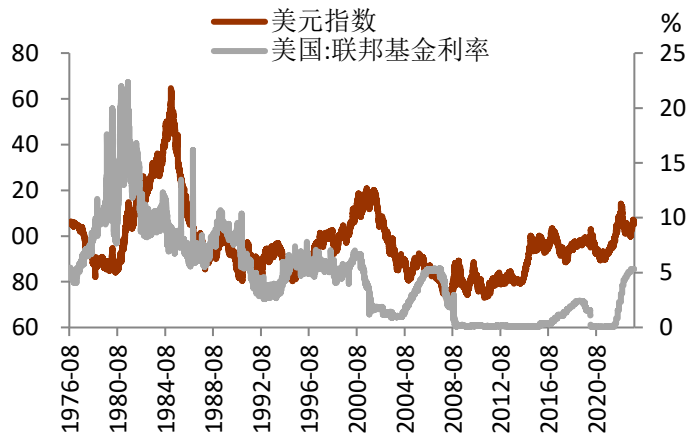


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 16 美元指数与美元非商业性净头寸变化

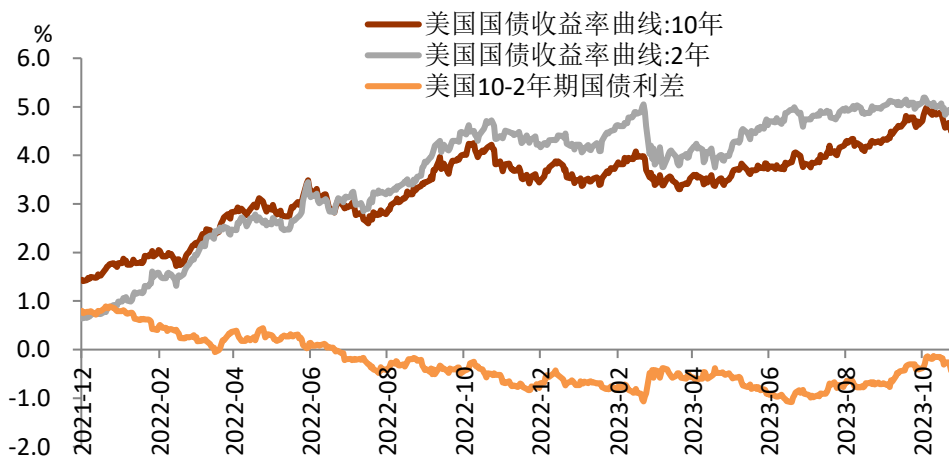


图表 17 美元指数与美国联邦基金利率



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 18 美国 10-2 年期国债收益率持续倒挂



资料来源: Bloomberg, iFinD, 铜冠金源期货

图表 19 CME 美联储利率预测

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	575-600
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	82.8%	17.2%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	74.2%	24.0%	1.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.8%	64.2%	19.6%	1.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.0%	38.3%	43.0%	10.9%	0.7%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	24.1%	40.8%	25.5%	5.4%	0.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	16.4%	34.5%	31.3%	13.0%	2.3%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	1.5%	11.1%	27.6%	32.5%	20.0%	6.4%	0.9%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.8%	6.4%	19.5%	30.1%	26.1%	13.0%	3.6%	0.5%	0.0%
2024/12/18	0.5%	4.3%	14.8%	26.3%	27.6%	17.8%	7.0%	1.6%	0.2%	0.0%

资料来源：Bloomberg，iFinD，铜冠金源期货

### 三、贵金属的供需基本面分析

#### （一）黄金

##### 1、全球黄金的供应稳步增加

黄金是一种特殊的商品，其商品属性、货币属性、金属属性并存。黄金供给主要由矿产金、回收金和生产商净套保三部分构成，矿产金是黄金供给的主要来源，在黄金总供给中占比 75%左右。

一直以来，黄金的总供应量较为稳定，每年维持在 4800 吨左右。受疫情的影响，2020、2021 年全球黄金的供应量有所下降。随着经济继续复苏和矿商增产，黄金供应量 2022 年出现小幅反弹。根据世界黄金协会数据，2022 年全球黄金供应量为 4755 吨，同比增长 1.28%。其中，矿产金产量为 3624.8 吨，同比增加 1.3%，再生金供应为 1140.2 吨，与去年基本持平，生产商净套保量减少 13 吨。

今年全球黄金的供应继续稳步增加。据世界黄金协会最新发布的《黄金需求趋势报告》显示，2023 年三季度全球黄金总供应量达 1267 吨，同比增长 6%；金矿年初至今产量达 2744 吨，创下同比最高纪录。金价的持续高企，也导致回收金总量达到 289 吨，同比增长 8%。

中国黄金协会发布的统计数据显示，2022 年国内原料黄金产量为 372.048 吨，与 2021 年同期相比增产 43.065 吨，同比增长 13.09%，其中，黄金矿产金完成 295.423 吨，有色副产金完成 76.625 吨。另外，2022 年进口原料产金 125.784 吨，同比增长 9.78%，若加上这部分进口原料产金，2022 年全国共生产黄金 497.832 吨，同比增长 12.24%。

敬请参阅最后一页免责声明

最新发布的数据显示，2023 年前三季度，中国黄金产量 271.248 吨，同比增长 0.47%；黄金消费量 835.07 吨，同比增长 7.32%。今年前三季度，中国国内原料黄金产量为 271.248 吨，同比增长 0.47%，其中，黄金矿产金完成 214.866 吨，有色副产金完成 56.382 吨。另外，2023 年前三季度进口原料产金 96.277 吨，同比增长 11.48%，加上这部分进口原料产金，全国共生产黄金 367.525 吨，同比增长 3.14%。据悉，前三季度中国大型黄金企业境内矿山矿产金产量 107.058 吨，占全国的比重为 49.83%。紫金矿业、山东黄金和赤峰黄金等企业境外矿山实现矿产金产量 43.067 吨，同比增长 18.10%。

图表 20 全球黄金供应量变化(单位：吨)

供应量	2017	2018	2019	2020	2021	2022	年同比变化%
金矿产量	3575.71	3655.87	3596.42	3482.04	3576.46	3624.83	1.00
生产商净套保	-25.52	-11.64	6.16	-39.07	-5.35	-13.11	-
回收金	1112.39	1131.70	1275.66	1293.06	1136.16	1140.17	0.00
总供应量	4662.58	4775.93	4878.24	4736.02	4707.27	4751.88	1.00

数据来源：World Gold Council，铜冠金源期货

## 2、黄金需求快速恢复并创历史新高

黄金的需求分实物需求和投资需求两大类。实物需求较为稳定，以金饰为主，占总需求的近一半。投资需求端，主要有官方储备与个人投资两大主体。官方储备层面，新兴市场国家央行有持续增持黄金的意愿。而个人投资层面，黄金的投资需求主要与通胀、汇率及全球市场动荡程度有关。近两年伴随着金价的大幅波动，黄金的实物消费和投资需求也波动剧烈且最频繁。

全球黄金需求量在疫情前较为稳定，全年约为 4700 吨。2020 年受全球新冠肺炎疫情冲击，制造金饰对黄金的需求大幅减少。后疫情时期，除金饰需求的恢复性增长外，黄金作为投资品的保值功能也在不断提升。与此同时，各国央行也开始增强购金数量，推动黄金需求量快速增长。根据世界黄金协会公布的数据，2022 年度黄金需求（不含场外交易）为 4752 吨，是自 2011 年以来最高的年度总需求量。其中，占比最大的黄金首饰需求下降 3%，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主要的驱动因素。另外，去年个人金条与金币投资也有明显的增加。

根据世界黄金协会最新发布的《全球黄金需求趋势报告》，2023 年三季度，全球黄金需求表现稳定，不含场外交易的总需求量达到 1147 吨，比五年平均水平高出 8%。若将场外交易和库存流量计算在内，三季度全球黄金需求总量同比增长 6%，达到 1267 吨。

今年以来，在全球利率持续高企以及美元走强的背景下，黄金的需求仍旧保持韧性。在今年三季度，全球央行购金态势持续强劲，净购入黄金 337 吨，为有史以来第三高的季度净购金量。尽管全球央行购金需求旺盛，但黄金投资需求在今年三季度却有所下滑。全球黄



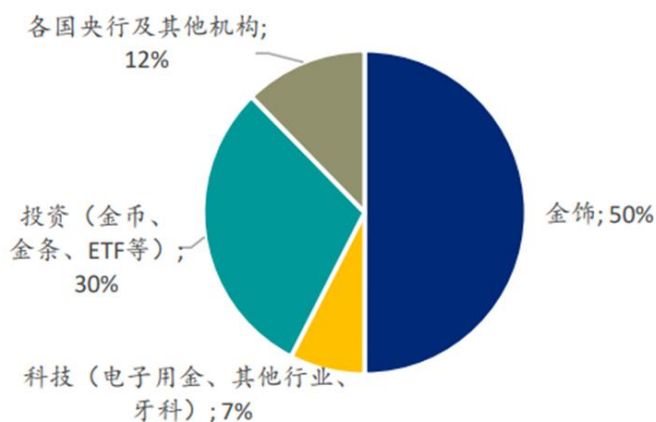
金投资需求在今年三季度为 157 吨，同比增长 56%，但与五年平均水平相比仍显疲软。其中，金条和金币投资为 296 吨，同比减少 14%；全球黄金 ETF 流出 139 吨，相比去年同期 244 吨的流出量大幅减少。

由于全球许多市场的消费者面临生活成本压力，今年金饰消费也略有下降，同比减少 2% 至 516 吨。此外，科技行业用金需求量为 75 吨，同比下降 3%。总体而言，尽管全球黄金需求在今年三季度有所波动，但整体上保持了稳定的发展态势。

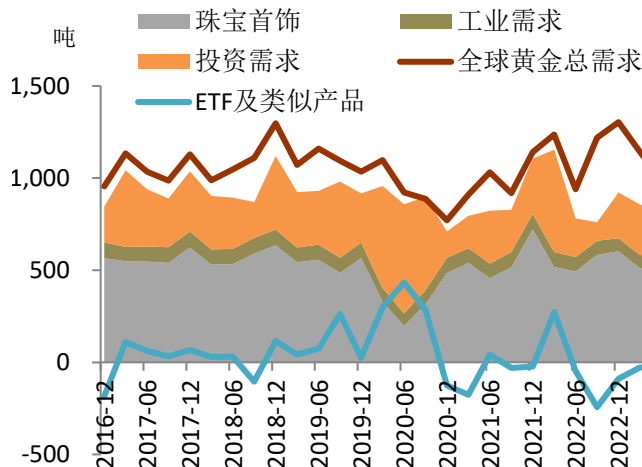
根据中国黄金协会发布的统计数据，2022 年，全国黄金消费量 1001.74 吨，与 2021 年相比下降 10.63%。其中，黄金首饰 654.32 吨，同比下降 8.01%；金条及金币 258.94 吨，同比下降 17.23%；工业及其他用金 88.48 吨，同比下降 8.55%。

2023 年前三季度，中国黄金消费量 835.07 吨，与 2022 年同期相比增长 7.32%。其中，黄金首饰 552.04 吨，同比增长 5.72%；金条及金币 222.37 吨，同比增长 15.98%；工业及其他用金 60.66 吨，同比下降 5.53%。三季度黄金价格持续处于高位，黄金首饰消费增速有所放缓，特别是临近“双节”黄金价格大幅波动，黄金首饰消费观望情绪加重，但硬足金、古法金等升级类商品仍有较快增长。而黄金价格高位波动令实物黄金投资获得较高关注度，金条及金币消费继续较快增长。

图表 21 黄金的需求结构



图表 22 全球黄金的需求变化



数据来源：The Silver Institute，铜冠金源期货

图表 23 2016-2021 年全球黄金需求量（单位：吨）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	同比变化%
首饰加工	2257.47	2290.02	2152.08	1323.96	2230.34	2195.36	-2.00
工业需求	332.58	334.79	325.96	302.76	330.19	308.75	-6.00
净投资需求	1314.99	1160.86	1274.63	1794.39	990.54	1113.05	12.00
央行净买入	378.56	656.23	605.41	254.94	450.11	1081.88	140.00
总需求	4662.58	4775.93	4878.24	4736.02	4707.27	4751.88	1.00

数据来源：World Gold Council，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明



### 3、中国市场需求逆势增长，金币金条受青睐

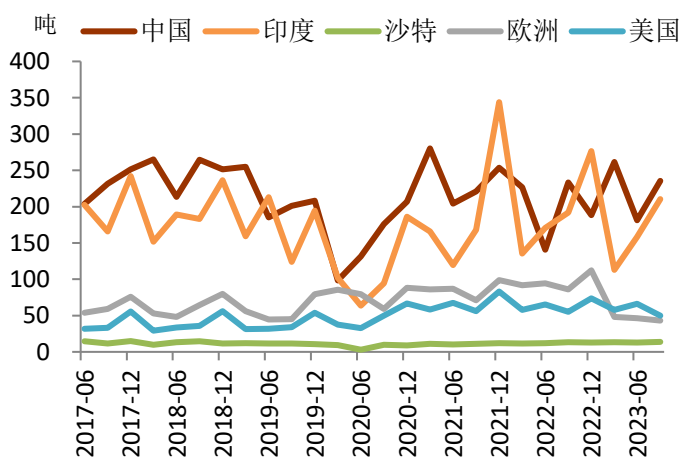
尽管黄金价格持续处于高位，今年国内黄金零售需求持续增长。2023 年第三季度，全球金饰消费同比减少 2%至 516 吨，但国内金饰消费逆势增长。第三季度中国国内金饰需求总量为 154 吨，较二季度环比增长 16%。季节性因素和二季度的需求疲软促成了第三季度的增长。2023 年年初至今，中国国内金饰总需求已达 481 吨，同比增长 8%。由于金价上涨限制了大克重金饰的销售，零售商在推广设计时尚，克重较小且具有相对较高附加值的产品方面加大了力度，这些产品在当前的背景下受到了消费者的青睐。

黄金热度的上升和投资者的避险需求对国内黄金需求的增加起到关键作用。今年第三季度国内金条和金币需求强劲，达 82 吨，同比增长 16%，环比飙升 66%。今年初至 9 月底，国内金条和金币总需求达到 197 吨，较 2022 年同期增长 25%，高于 10 年均值。国内婚庆金饰需求、各种购物节和节假日都将促进金饰消费。但与金饰类似，人民币金价的走高和时间较晚的春节可能会将传统的黄金消费旺季推迟至 2024 年初，从而限制四季度的金饰需求。

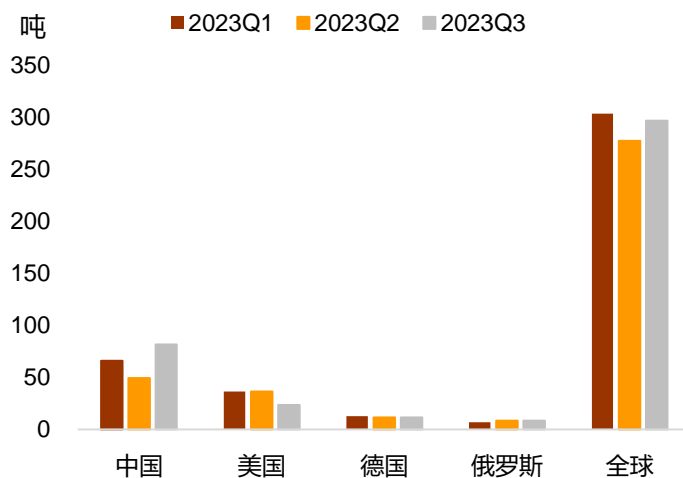
黄金投资方面，中国市场黄金 ETF 三季度净流入扭转了此前的疲软局面。数据显示，截至 9 月底，中国市场黄金 ETF 资产管理规模(AUM)为 270 亿元人民币(约合 37 亿美元)，三季度净流入 45 亿元人民币(约合 6 亿美元)；持仓增加 9.5 吨至 59.7 吨，年初至今净流入约合 40 亿元人民币(约合 5 亿美元，8 吨)。

与其他资产相比，人民币金价年初至今的回报率非常具有吸引力。金饰消费需求的增加，和金条金币实物零售投资需求的增长，都源于消费者和投资者对于黄金保值属性的认可度提升。在经济走弱和通胀的高企环境下，越来越多的人意识到，在投资组合中增加黄金的配置，将有效降低资产组合整体风险和抗通胀能力。预计今年国内零售黄金需求将保持强劲。

图表 24 主要经济体黄金需求变化



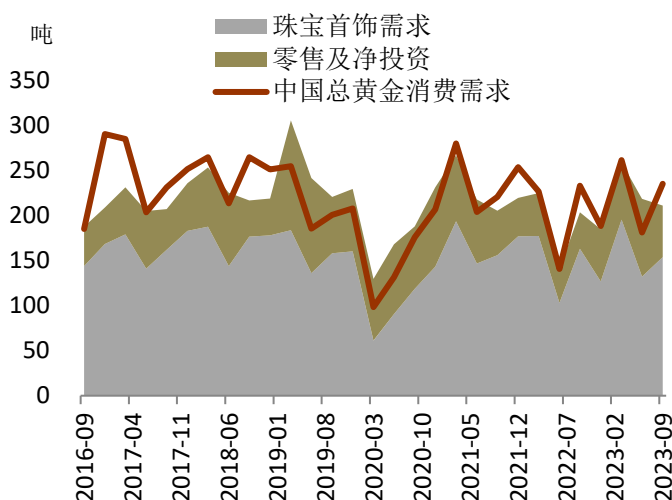
图表 25 2023 年主要国家金条金币购买情况



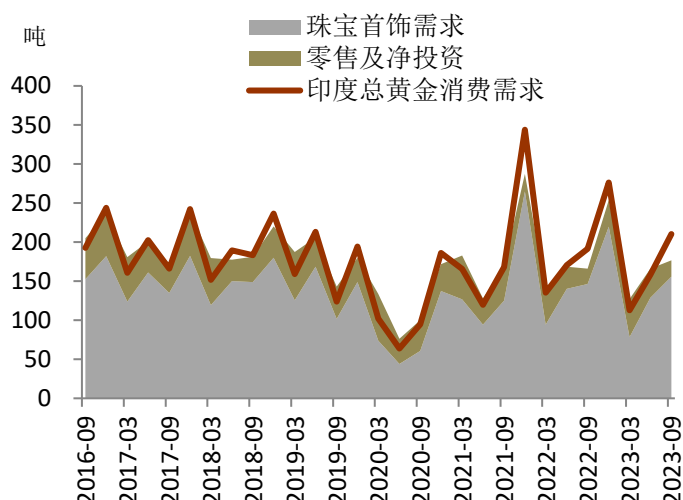
数据来源：Wind，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图表 26 中国黄金需求备变化

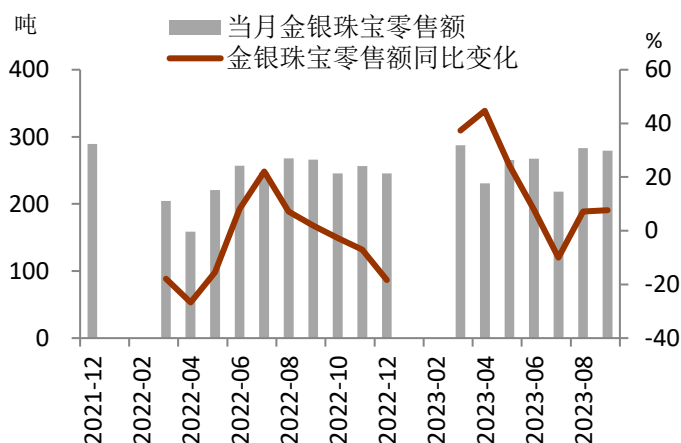


图表 27 印度黄金需求备变化



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 28 中国金银珠宝零售额变化



图表 29 中国金饰消费逆市增加

	2022 年 前 3 季度	2023 年 前 3 季度	同比变化
金饰	1593	1583	-1%
中国	444	481	8%
印度	381	363	-5%

数据来源: Wind, 铜冠金源期货

#### 4、央行持续大幅购金

从 2010 年开始, 全球央行就成为黄金的净买入方。2022 年是各国央行连续 12 年净增持黄金储备, 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 年全球央行净增加了 1136 吨黄金, 较上年的 450 吨大幅增长 152.31%, 创下历史新高。购金量占到总需求的 24%。

世界黄金协会数据显示, 今年三季度全球央行净购黄金 337 吨, 为历史第三高的季度净购金量。今年年初至今累计已达 800 吨, 创下有统计以来的最高纪录。这种购金热潮的持续也预示着 2023 年全年的央行购金需求总量有望依旧保持坚挺。

根据国家外汇管理局统计数据显示, 我国 10 月末黄金储备报 7120 万盎司 (约 2214.57 吨), 环比增加 74 万盎司 (约 23.02 吨), 这是我国连续第十二个月黄金储备的增加。过去

12 个月，中国央行黄金储备累计增持规模达 856 万盎司。今年以来，中国央行累计增持黄金约 608 万盎司（约 190 吨），为全球最大黄金买家。

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。逆全球化和去美元化背景，也为黄金需求提供支撑。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。从各国黄金储备数量及排名来看，美国以 8000 多吨的黄金储备遥遥领先，德国位居第二但差距很大。新兴市场国家的黄金储备在其外汇总储备中的占比一般都比较低。中国央行前黄金储备数量排全球第七，在外汇储备种的占比依然非常低，还有很大增长空间。

受地缘政治波荡等外部因素和市场的不确定性影响，预计央行购金将继续保持坚挺，这将继续为黄金总需求提供支撑。

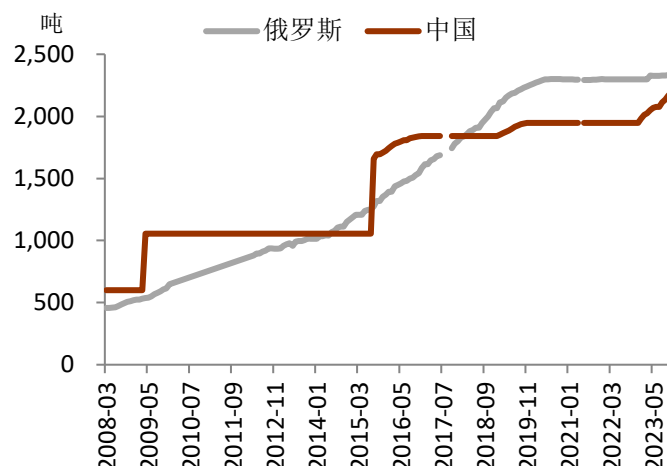
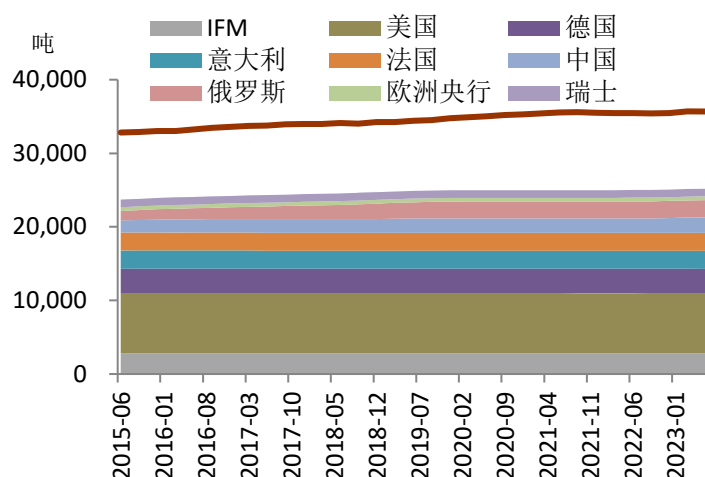
**图表 30 各国黄金储备数量及排名**

排名	国家和地区	黄金储备 (吨)	占外汇储备比例
1	美国	8133.5	68.6%
2	德国	3352.6	67.6%
3	国际货币基金组织	2814	-
4	意大利	2451.8	64.8%
5	法国	2436.9	66.4%
6	俄罗斯	2332.7	25.0%
7	中国	2192	4.0%
8	瑞士	1040	7.4%
9	日本	846	4.2%
10	印度	799.6	8.3%
11	荷兰	612.5	56.6%
12	欧洲央行	506.5	34.9%
13	土耳其	471.3	28.2%

数据来源：World Gold Council，铜冠金源期货（截止于 2023 年 9 月）

图表 31 全球主要央行储备变化

图表 32 中国和俄罗斯央行持续增持黄金



数据来源：Wind，铜冠金源期货

## （二）白银

虽然白银与黄金同样具有商品属性、货币属性和金融属性，但白银的商品属性要强于黄金，银价更容易受到商品属性的影响。货币属性和金融属性决定了银价的方向，而商品属性则决定了银价的波动幅度。

从历史走势和经验分析来看，银价的走势跟随金价，黄金价格走势决定白银的价格趋势，白银的供需和库存影响价格弹性。

### 1、白银的供应持稳

白银供应主要来自矿产白银，其次是再生白银。矿产白银中大部分为伴生矿形式存在，主要与铅锌矿，铜矿、黄金矿伴生，其中来自铅锌矿的比例最高，达 30% 左右。

根据世界白银协会的数据，2022 年全球白银供应量为 10.047 亿盎司，与 2021 年基本持平。2022 年全球矿山产量小幅下降到了 8.2240 万盎司。2021 年由于矿山从疫情造成的破坏中恢复，产量增长了近 6%，实现了强劲增长。去年的下降是由于铅/锌矿的副产品产量下降，特别是在中国和秘鲁。原银矿产量同比几乎持平，仅增长 0.1%，至 2.282 亿盎司。秘鲁的降幅最大，减少 850 万盎司，原因是矿山暂停，几个主要矿山的等级下降，以及社会动荡造成的破坏。墨西哥的产量增加了 310 万盎司，阿根廷增加了 300 万盎司，俄罗斯增加了 220 万盎司。

2022 年白银的回收活动连续第三年增长，增长了 3%，使总量达到了 10 年来的最高水平，达到了 1.806 亿盎司。这是由于工业废料增加了 7%，这反映了废催化剂处理的增加。但珠宝和银器回收的收益微乎其微。

中国是全球最大的铅锌生产国，国内矿产白银主要来自铅锌矿的副产白银。根据中国有色金属工业协会的统计数据，2022 年我国白银产量为 26886 吨，同比增长 14.8%。其中，铅冶炼副产占比 56%，铜冶炼副产占比 32.8%，锌冶炼副产占比 7.2%。产能主要集中在河南、湖南、广东、云南、江西等地。

根据世界金属统计公布的数据，2023 年 1-5 月份全球矿产银产量为 10292 吨，同比下降 0.9%。我国 1-6 月份白银产量是 8105 吨，同比增长 11.5%。

## 2、白银的需求持续增加创历史新高

继 2021 年强劲复苏之后，2022 年所有主要的白银需求类别都创下了历史新高。根据世界白银协会的最新数据，去年白银总需求达到了 12.42 亿盎司的新高，同比增长了 18%。其中，白银工业需求增长了 5%，实物投资增长了 22%，珠宝和银器分别增长了 29%和 80%，成为全球白银总需求的里程碑。除了摄影和钎焊合金需求略有下降外，所有其他制造部门都创下了新高。

2022 年，工业部门的白银需求再创新高，达到 5.565 亿盎司。其中一些收益反映了绿色经济的应用，特别是光伏的显著增长，光伏在 2022 年消耗了 140.3 万盎司银。汽车领域的电气化以及其他发电和配电投资也支持了工业需求。汽车产量的增加、5G 网络投资和建筑行业的增长也有助于这一细分市场。同样，其他工业对制造业的需求也有所上升，主要是由于对环氧乙烷(E.O.)催化剂的需求增加。除了欧洲下降 6%外，所有地区都出现了增长。印度以 24%的增幅领先，其次是东亚和北美，分别增长了 7%和 6%。

2022 年，银饰制造业飙升了 29%，达到创纪录的 2341 万盎司。这一增长以印度为首。在印度，被压抑的需求，加上零售商大量补充库存和向更高纯度的转变，使销量较 2021 年翻了一番。欧洲也出现了明显的增长，尽管意大利的出口有所下降，但欧洲消费的增加也起到了帮助作用。2022 年，银器需求的百分比超过了珠宝，惊人地增长了 80%，达到 7350 万盎司，创历史新高。与珠宝一样，银器的上涨几乎完全归功于印度。去年，在就业和收入恢复到疫情前水平的背景下，印度的银器需求增长了一倍多。

值得注意的是，去年净实物白银投资连续第五年增长，达到 33290 万盎司的新高。印度去年的白银投资增长了惊人的 188%，是表现最好的国家。白银投资受益于价格下跌和逢低买入。在美国市场，由于长期的产品短缺和异常高的溢价，销售额略有增长。去年，澳大利亚的实物投资增长了 15%，而欧洲的需求则持平，原因是澳大利亚最大的市场德国正在努力应对突如其来的增值税变化。

2022 年，我国白银消费量为 8251 吨，同比增长 3%。在主要消费领域中，首饰及银器用银 450 吨，同比下降 29.7%；银币及银条用银 387 吨，同比下降 1%；工业用银 7415 吨，同比增长 6.6%，其中光伏用银增长 35%。

白银需求端的关注重点在投资需求和工业需求，工业需求的亮点则在光伏产业和新能源汽车领域，预计两个领域对白银的需求将会持续增加。

### 3、白银供需结构已转向短缺

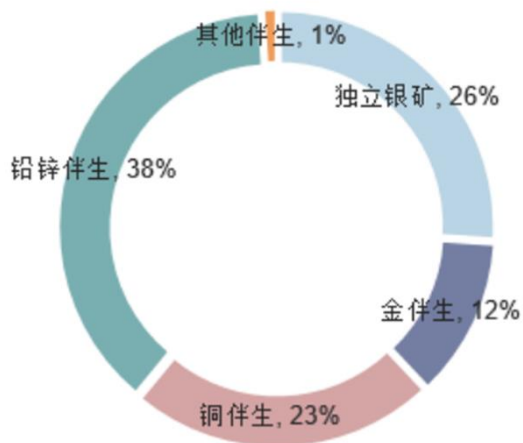
近几年，全球白银的供需状况有明显改善。从 2021 年起，全球白银供需格局就由之前的供应过剩转变为供应紧缺。随着创纪录的白银需求，和较低的矿山产量供应上行不足，2022 年白银市场出现 237.7 万盎司的缺口，这是连续第二年出现缺口，也是有记录以来最严重的缺口。且前两年的总赤字轻松抵消了过去 11 年的累计盈余。

预计 2023 年将是白银需求强劲的一年。受家电市场持续增长和其他工业部门的健康增长的推动，工业制造应达到历史最高水平。尽管金条和金币需求以及珠宝制造预计将低于去年的异常水平，但预计两者仍将保持历史高位。相比之下，供应预计只会实现较低的个位数增长。因此，预计今年白银也将出现另一个巨大的缺口，可能将达到 1.421 亿盎司，这将是 20 多年来的第二大缺口。

叠加 2021-2023 年的供应短缺，预计到今年年底，全球白银库存将从 2020 年底的峰值下降 4.3 亿盎司。这相当于今年预计年度矿山产量的一半以上，以及目前在伦敦金库中提供托管服务的库存的一半以上的存量白银。

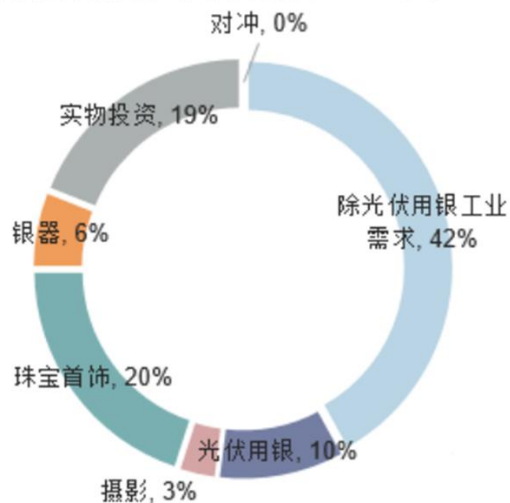
图表 33 白银的供应结构

2021年全球矿山银产量供给分布情况



图表 34 白银的需求结构

全球白银细分应用领域占比（单位：%）



数据来源：The Silver Institute，铜冠金源期货

图表 35 全球白银供需平衡表（单位：百万盎司）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	同比变化
总供给	1011.7	1000	999.5	957.9	1004.5	1004.7	1024.9	2%



总需求	960.2	985.7	990	901.9	1055.6	1242.4	1167	-6%
盈余/缺口	51.5	11.4	9.5	56	-51.1	-237.7	-142.1	-40%

资料来源：The Silver Institute，铜冠金源期货

## 四、市场结构及资金流向分析

### 1、金银比价变化

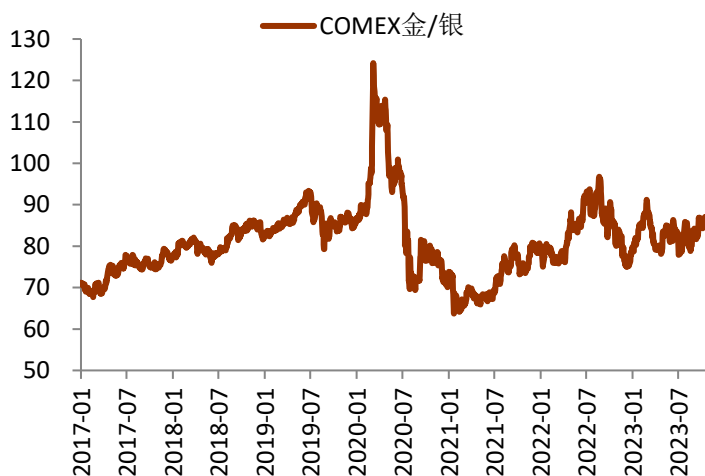
自从 1971 年尼克松宣布美元与黄金脱钩以来，金银价格开始剧烈波动，金银比价的波动区间非常大。长期来看，金银比价并不存在明显的均值回归的规律，阶段性波动主要由逻辑驱动。

2020 年金银比价的波动率明显加大，在 2020 年 3 月中旬达到 124 的历史高点，而后银价的补涨导致金银比价快速回落至 67 一线。2021 年金银比价的波动率变小，因金价走势整体强于银价，金银比价的重心整体上移。2022 年金银比价再度冲高后回落。

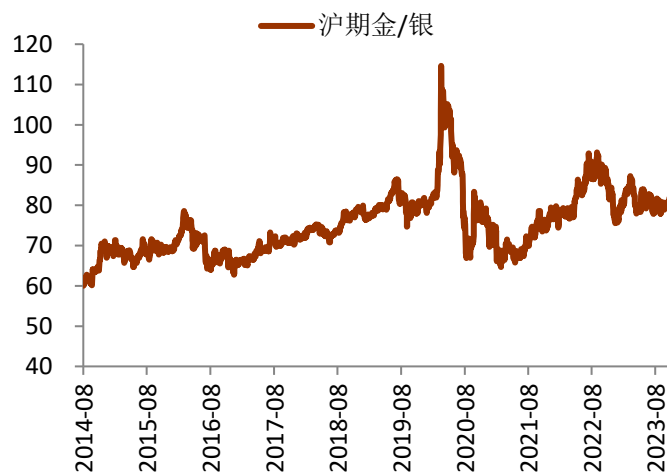
今年年初，在贵金属价格调整的过程中，COMEX 金银比价再度上涨，在 3 月初最高至 91 附近，随后贵金属价格低位反弹，COMEX 金银比价持续回调至 5 月至 78 一线，之后金银价格高位回调，COMEX 金价比价再度反弹，下半年金银比价波动减弱，COMEX 金银比价整体在 78-85 的区间内波动，整体来看，金银比价有“在贵金属价格上涨趋势中，金银比价下降；在贵金属价格下降趋势中，金银比价上涨”的规律。我们预计贵金属仍处于阶段性调整的过程之中，预计接下来几个月金银比价大概率还是会继续高走。

而国内金银比价变化跟随外盘，还受到人民币兑美元汇率的影响。今年上半年人民币兑美元汇率大幅贬值，国内金银价格走势都明显强于外盘，沪金银比价波动更窄，今年大部分是在 78-82 的区间内窄幅波动。近期人民币兑美元贬值趋缓，国内金银价表现强于外盘的现象有望改观，国内金银比价依然会跟随外盘波动。

图表 36 COMEX 金银比价变化



图表 37 沪期金银比价变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 2、铜金比价变化

铜作为最重要的基本金属，其价格走势代表了基本金属的整体变化趋势。铜的需求弹性显著强于黄金，铜金比价可以代表投资者的风险偏好，也包含了市场对经济基本面的预期。

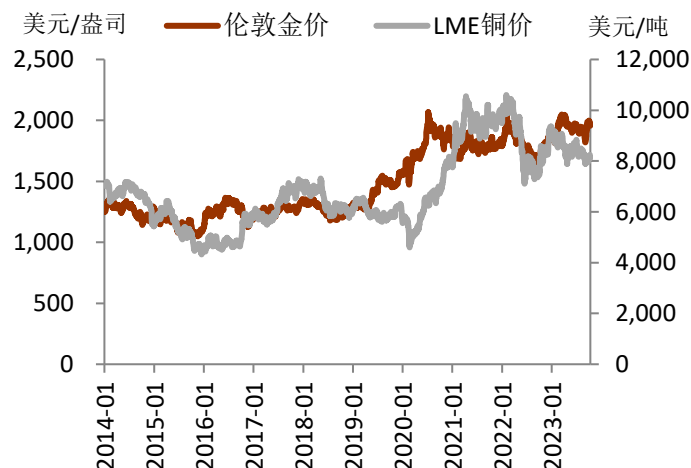
从历史上看，铜金比价的波动区间很大，LME 铜价/伦敦金价的波动在 3-12.2 之间。2021 年上半年在铜价创历史新高时，铜金比价从 4 一线上移至最高 5.7，之后铜金比价震荡下行，整体呈下降趋势。

今年年初，市场对中国经济复苏预期强烈，铜价在 1 月快速拉涨，铜金比价上涨。春节后，中国经济复苏预期未兑现，铜价再度重心下移，最低跌至 4 一线。当前万亿国债增发启动，国内稳增长窗口已经开打，明年财政政策和货币政策有望齐发力，促进经济企稳回升。明年经济基本面或将面临海外衰退国内复苏的情景，投资者的风险偏好可能并不会有明显抬升，这将限制铜价反弹空间。预计铜金比价有上行可能但空间不大。

图表 38 铜金比价变化



图表 39 金价与铜价走势对比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 3、内外价差及期现价差变化

从以往的规律来看，金银内外盘价差变化受人民币兑美元汇率的影响较为明显。今年我国和海外的经济周期和货币政策继续呈现错位，外海经济韧性强，以美联储为海外央行持续加息，而我国疫后经济复苏乏力，维持宽松货币政策，中美十年期国债利差倒挂加剧，是人民币兑美元汇率持续大幅贬值的最主要原因。人民币兑美元汇率从今年年初的低位 6.69 至今贬值幅度高达 9.1%。

进入下半年，央行加强汇率维稳管理，虽然人民币兑美元汇率单边贬值趋势趋缓，但国内经济弱现实压制下，9 月初人民币兑美元汇率明显贬值至逼近去年 10 月高点 7.37，在央行持续强干预下，汇率再度企稳。但市场对人民币贬值预期依然强烈，于此相应的是金银价

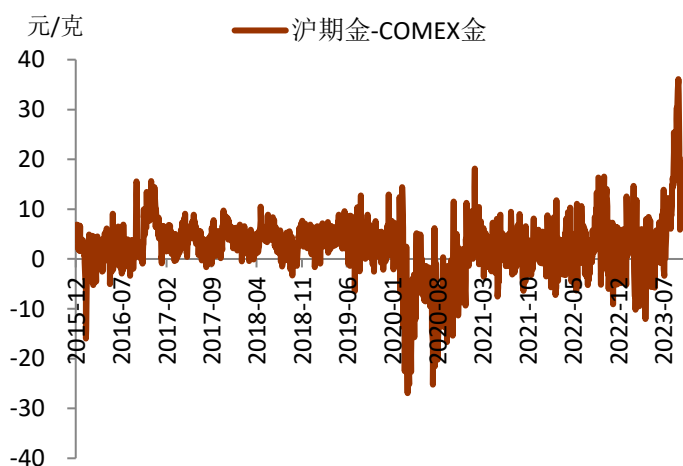
敬请参阅最后一页免责声明

格走势外弱内强，内外价差持续走阔，在银行黄金进口配额收紧传闻的发酵下，国内金银价格的升水不断创出历史新高。在 9 月底，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 619 元/千克的极端水平。国内国庆长假期间外盘贵金属价格大幅下挫，节后国内金银价格的高升水也明显收敛，但依然处于偏高的水平。

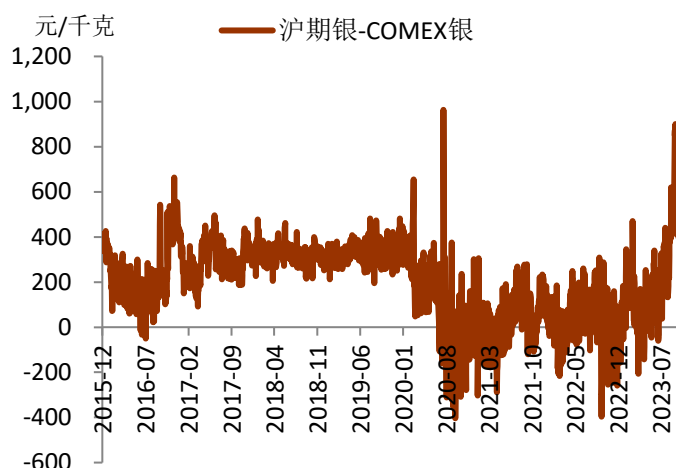
近期美元指数出现高位回落迹象，结合国内经济数据企稳回升，我们认为人民币兑美元的贬值已处于尾声，明年人民币可能出现升值，升值的幅度或仍取决于国内经济修复的程度和持续性。预计国内金银价格的水平会继续收敛回归至正常区间。

国内金银的期现价差除了受到汇率变化预期的影响，还受主力合约移仓换月影响。交易所引入黄金白银期货做市商机制已有几年，国内贵金属期货交易市场更加成熟，今年黄金期货期货的主力合约从之前的集中 6 月和 12 月变成临近的双月合约，移仓换月对国内期现价差的影响弱化，仅在节后第一天出现异常的黄金期现价差，随即快速修复。

图表 40 沪期金与 COMEX 金价差变化

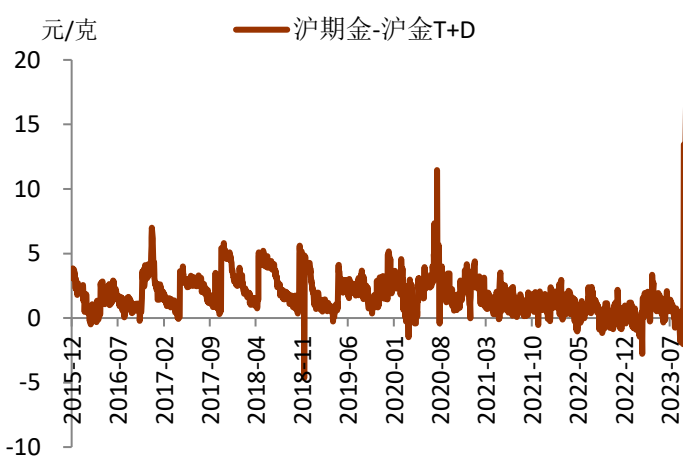


图表 41 沪期银与 COMEX 银价差变化

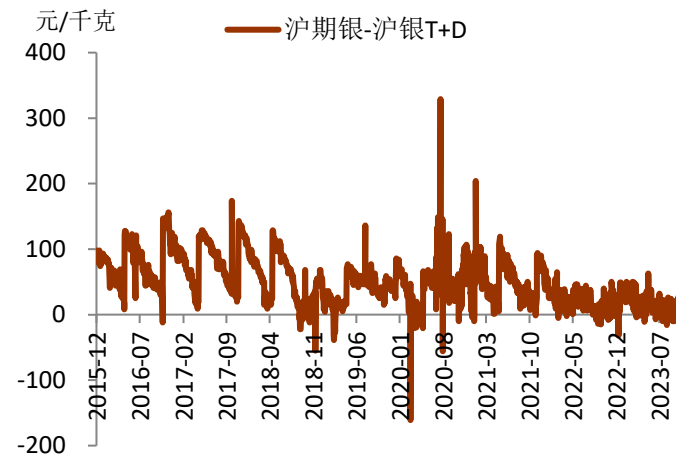


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 42 沪期金与沪金 T+D 价差变化



图表 43 沪期银与沪银 T+D 价差变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

#### 4、贵金属库存变化

在 CME 于 2020 年 3 月底改进交易机制扩大可交割品种之后，COMEX 黄金期货的库存从前期一直不足 1000 万盎司的水平，在 4 个月内迅速增加至 7 月份的 3600 万盎司以上（合计约增加 870 吨）。增加的库存中大部分都是新纳入交割品种的 400 盎司的金条。之后 COMEX 黄金库存仍呈缓慢增加的趋势，并在 2021 年 2 月份达到历史高点 3950 万盎司（约 1270 吨），之后库存开始持续下降。COMEX 白银期货的库存在 2020 年 6 月之后开始明显增加，在 2021 年 2 月份达到历史最高位，接近 40000 万盎司。

COMEX 黄金白银期货的库存均从 2021 年 2 月份的历史高点持续回落。进入 2023 年，第一季度金银库存均延续下降的趋势。第二季度，COMEX 黄金期货库存出现止跌回升，而白银期货的库存则继续小幅下降。下半年，COMEX 黄金白银的库存持续下降。

截至 2023 年 11 月 13 日，COMEX 黄金期货的库存有 2240 万盎司，合计约 696 吨，比上个月的库存减少 1.89%，比去年同期减少 32.09%。目前 COMEX 白银库存有约 2.76 亿盎司，合计约 8600 吨，比上个月的库存小幅增加 1.38%，比去年同期减少 18.03%。

今年国内两大交易所的白银库存也持续下降，主要是上海期货交易所的白银库存下降较快。上海期货交易所的白银库存从年初的 2154.5 吨下降至 1132.5 吨，库存减少了超过 1000 吨，降幅高达 50%。上海期货交易所的白银库存也从 2157.2 吨下降至 1645.8 吨。

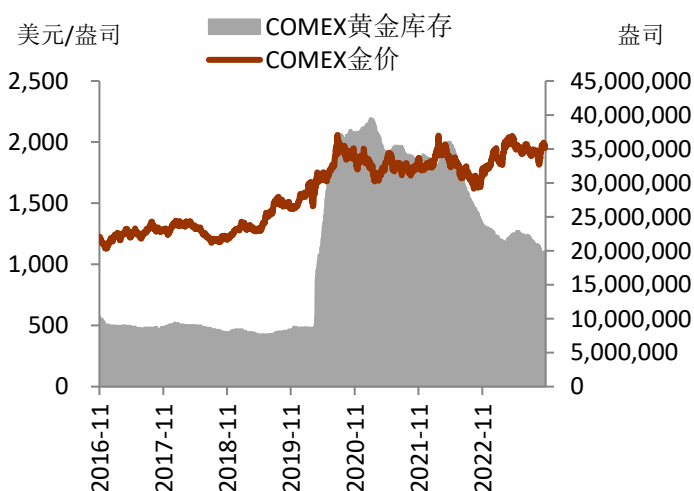
当前黄金和白银的交易所库存依然持续下降趋势，且国内白银的库存降幅显著。

图表 44 COMEX 贵金属库存变化

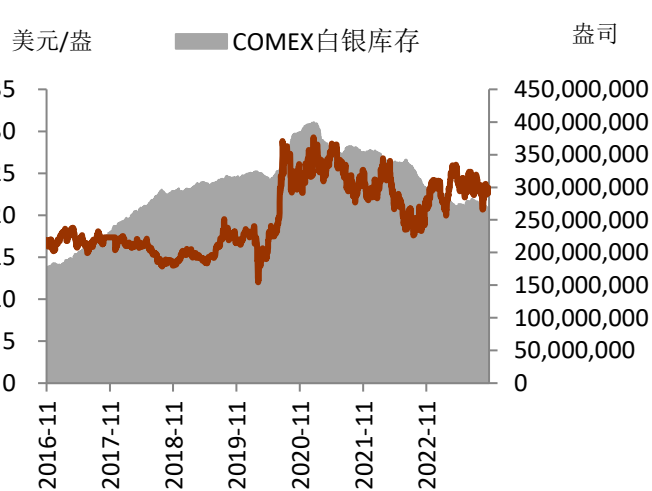
	2023/11/13	2023/10/13	2022/11/13	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
黄金(盎司)	19884012	20327533	24128689	-443520	-2.18%	-4244677	-17.59%
白银(千盎司)	265986568	272905955	298070691	-6919388	-2.54%	-32084124	-10.76%

资料来源：iFinD，Bloomberg、铜冠金源期货

图表 45 COMEX 黄金库存变化



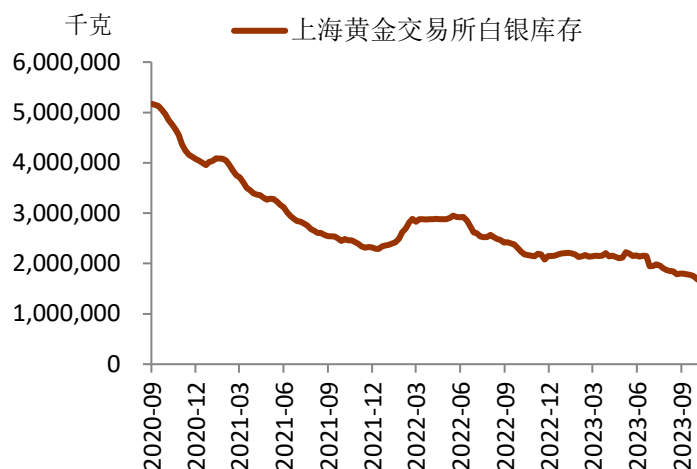
图表 46 COMEX 白银库存变化



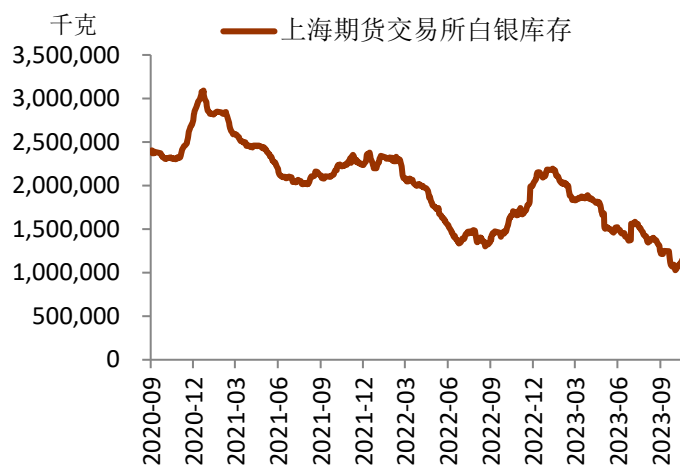
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图表 47 上海黄金交易所白银库存变化



图表 48 上海期货交易所白银库存变化



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

## 5、金银 ETF 持仓分析

贵金属 ETF 的持仓变化代表了市场上长期投资资金的动向。从历史上看，贵金属 ETF 的持仓变化往往都滞后于贵金属价格的波动。黄金价格在 2020 年 8 月初达到历史高位后持续回调，但全球最大的黄金 ETF - SPDR Gold Trust 持金量的继续增加，直到 2020 年 10 月才开始下降。在 2021 年 2 月初美国散户逼仓白银推升国际银价至 30 美元/盎司的高位时，全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量短期骤升至 2.1 万吨的历史高位。之后银价持续明显的回调，资金也持续流出白银 ETF。

金银价格在今年 3 月开始再度上攻，但在此轮上涨中，黄金白银 ETF 的持仓并没有出现明显的增加。今年投资资金整体都在流出黄金白银 ETF。

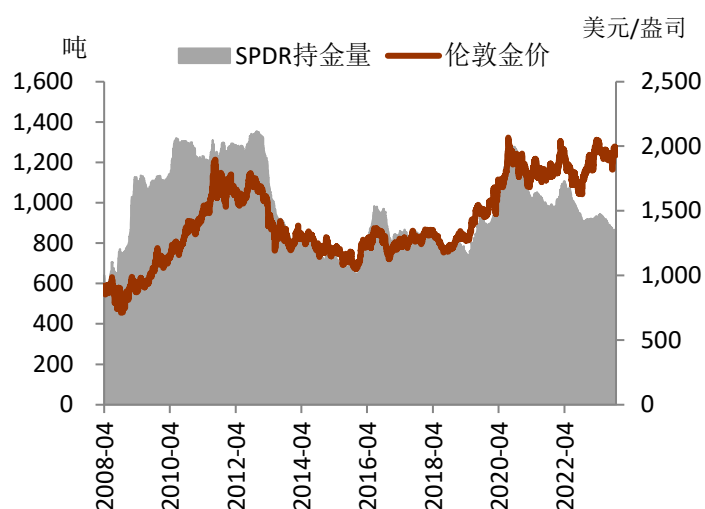
截至 2023 年 11 月 13 日，全球最大黄金 ETF-SPDR 的持金量为 870 吨，比去年同期减少 40 吨，同比降幅为 4.3%。目前全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量为 14561 吨，比全年同期减少了 905 吨，降幅为 6.6%。这显示当前贵金属的投资属性趋弱。此轮金银价格大涨的推动因素并不是投资需求所驱动。究其原因，高利率背景下，持有贵金属的机会成本加大，贵金属的投资需求减弱。

图表 49 贵金属 ETF 持仓变化

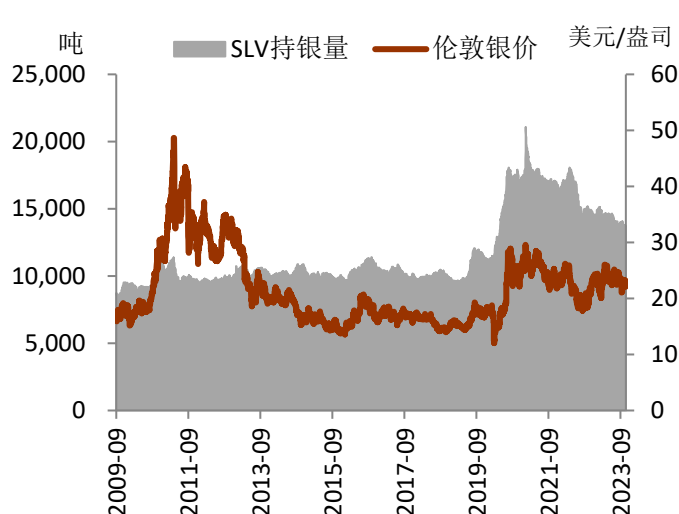
单位：吨	2023/11/13	2023/11/6	2023/10/13	2022/11/13	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	870.45	867.57	862.37	910.41	2.88	8.08	-39.96
ishares 白银 持仓	13733.67	13705.17	13971.78	14638.38	28.50	-238.11	-904.71

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 50 黄金 ETF 持仓变化



图表 51 白银 ETF 持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 6、CFTC 持仓变化

CFTC 的非商业性净多头持仓的变化代表了市场上短期投机资金的动向，在一定程度上影响着大宗商品的短期价格走势。从 CFTC 投机性非商业性净多头的持仓变化来看，今年 3 月的中小银行危机爆发，以及 10 月巴以冲突升级，都有投机资金的明显增仓，说明当前投机需求也是影响贵金属价格的主要因素。

根据 CFTC 最新公布的数据，10 月黄金期货的非商业性净多持仓大幅增加，而白银期货的非商业性净多持仓增加幅度较小，且在 10 月末已开始减仓。截至 2023 年 11 月 7 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓增加 2791 张，COMEX 白银期货持有非商业性净多持仓减少 1958 张。这也是近期白银期货价格比黄金更弱的直接原因。

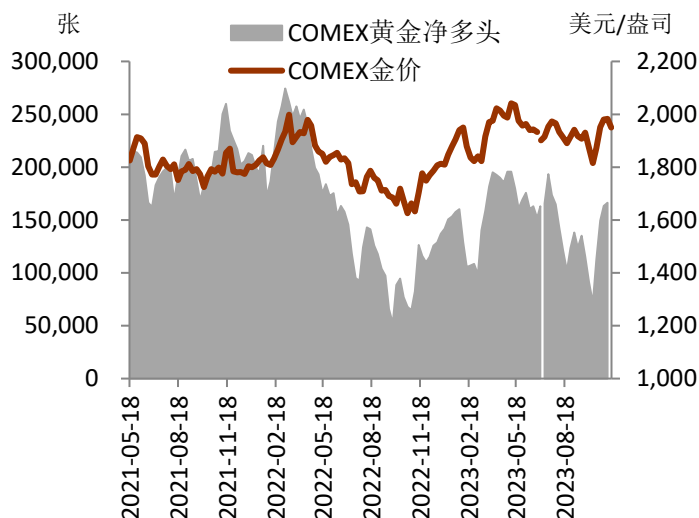
图表 52 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2023-11-07	261653	95437	166216	2791
2023-10-31	261053	97628	163425	14040
2022-10-24	251469	102084	149385	36647
2022-10-17	231412	118674	112738	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2023-11-07	47196	28943	18253	-1958
2023-10-31	48025	27814	20211	-4121
2022-10-24	51860	27528	24332	4586
2022-10-17	50749	31003	19746	

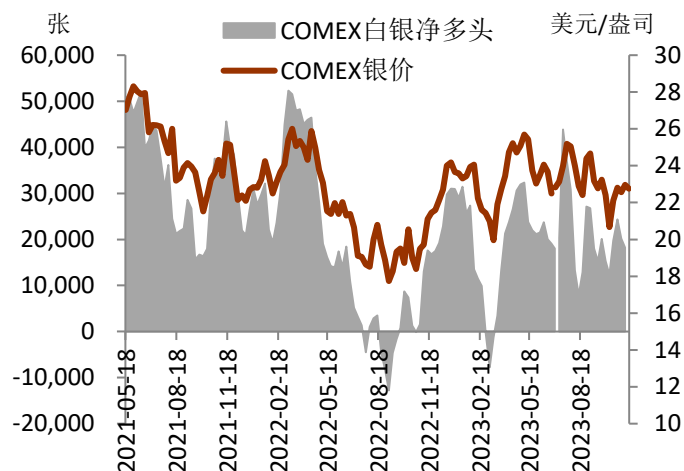
资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货



图表 53 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 54 CFTC 白银净多头持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 五、行情展望及操作策略：

贵金属价格的主导逻辑依然是美联储的货币政策走向。当前美国经济下行压力加大，明年大概率进入降息周期，美国实际利率也将下降，将支撑贵金属价格走势。但鉴于美国经济的韧性，美联储高利率维持的平台期会比市场预期的更长。预计市场依然会继续抢跑降息预期，贵金属价格上行的拐点会领先于美联储释放降息预期。而一旦美联储转向偏鸽派，继而步入降息周期，金价将会强劲上攻，再创历史新高。

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。虽然短期来看，黄金价格的阶段性调整还尚未结束，但中长期来看，贵金属的资产配置价值凸显。

白银整体价格走势跟随黄金。明年的宏观面整体利好贵金属，基本面方面，由于白银供给短期内难以大幅放量，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耀眼的表现。

预计 2024 年贵金属价格走势将先抑后扬，国际金价主要波动区间：1900-2300 美元/盎司；国际银价主要波动区间：22-30 美元/盎司

策略建议：金银以逢低做多为主

风险因素：美国经济韧性强于预期，美联储货币持续高利率的时间超预期

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

### 总部

上海市浦东新区源深路 273 号  
电话：021-68559999（总机）

### 大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号  
期货大厦 2506B  
电话：0411-84803386

### 上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、  
307 室  
电话：021-68400688

### 深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方  
广场 2104A、2105 室  
电话：0755-82874655

### 芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号  
伟星时代金融中心 1002 室  
电话：0553-5111762



### 铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财  
富广场 A906 室  
电话：0562-5819717

### 郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来  
公寓 1201 室  
电话：0371-65613449

## 免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。