

## 登高望远，黄金突破

走势评级：黄金：强烈看涨  
白银：强烈看涨  
报告日期：2023 年 12 月 28 日

### ★信贷紧缩循环延续，美国经济衰退风险犹存

2023 年市场围绕美联储的货币政策预期展开博弈，黄金表现亮眼，攀升至历史高点附近。展望 2024 年美国基本面继续走弱对黄金构成支撑，高利率环境下，居民部门和企业部门的信贷紧缩循环已经形成，居民部门超额储蓄消耗殆尽，就业市场转弱，实际收入开始承压，消费动能减弱，企业盈利承压，投资疲弱，经济下行趋势确定，核心通胀仍然超调。

### ★降息周期降至，利率中枢下行：

加息周期结束，美联储将开启降息周期：1) 实际利率已然为正，再度加息必要性降低，加息对实体经济的打压效果也开始显现；2) 加息周期尾声往往伴随金融市场波动加大，10 月美国股债双杀局面的出现意味着本轮加息周期结束；3) 政府债务发债成本和利息负担快速上升，成为制约货币政策的隐性因素，尤其是经济周期下行阶段，财政赤字再度转为扩张，货币政策难再紧，当前 5.5% 的政策利率也给未来留下较大的降息空间。

逆全球化格局下，地缘政治风险此起彼伏，美国也将迎来总统大选，黄金战略配置地位稳固，海外利率见顶回落后，预计资金将重新流入黄金，全球央行净购金的状态延续。

### ★投资建议：黄金开启新的上涨周期

高通胀高利率低增长又伴随黑天鹅的环境下，黄金的确定性最高，节奏则更加重要。二季度之后预计黄金渐入佳境，将有效突破 2100 美元/盎司附近这一区间高点，开启新的上涨周期，给予黄金 20% 的上涨空间，国际黄金运行区间 1900-2400 美元/盎司，沪金主力合约运行区间 470-580 美元/盎司。

### ★风险提示：

美国经济实现软着陆，美联降息幅度不及预期，流动性冲击爆发，将使得金价上涨趋势生变，波动加大。



徐颖 FRM 宏观策略首席分析师

从业资格号：F3022608

投资咨询号：Z0013609

Tel: 8621-63325888-1610

Email: [ying.xu@orientfutures.com](mailto:ying.xu@orientfutures.com)

### 沪金主力合约行情走势图



### 相关报告

东方既白，黄金归来…2022/12/18

迎接波动，黄金蓄势…2021/12/29

复苏之路非坦途，黄金新高尤可期…  
2020/12/29

美国经济的“新常态”，坚定不移看涨黄金…2019/12/22

莫听穿林打叶声，黄金吟啸且疾行……2018/12/22

## 目录

1、2023 年黄金行情复盘.....	5
1.1、货币政策预期博弈之下黄金震荡上行.....	5
2、信贷紧缩循环延续，美国经济衰退风险犹存.....	6
2.1、消费渐行渐弱，经济步入衰退前夜.....	6
2.2、就业市场继续走弱，工资增速有待回落.....	10
2.3、告别低通胀时代，但经济增长前景不明.....	13
3、降息周期将至，利率中枢下行.....	15
3.1、美联储结束加息，降息周期逐渐开启.....	15
3.2、美国政府债务可持续性.....	17
3.3、强势美元盛极而衰，利率中枢下降.....	20
3.4、黄金战略配置地位稳固.....	21
4、投资建议：黄金开启新的上涨周期.....	22
5、风险提示.....	24

## 图表目录

图表 1: 2023 年黄金走势复盘.....	5
图表 2: 2023 年美债收益率先扬后抑, 美元震荡.....	6
图表 3: 2023 年美股上涨, 波动率处于极低水平.....	6
图表 4: 美国居民超额储蓄已经消耗殆尽.....	7
图表 5: 美国居民可支配收入逐渐下滑.....	7
图表 6: 居民消费收入中的各项来源增速回落.....	7
图表 7: 居民消费贷款在 2023 年下半年明显下滑.....	7
图表 8: 2023 年零售销售继续降温.....	8
图表 9: 2023 年服务消费增速继续降温.....	8
图表 10: 美国零售消费乏力, 动能减弱.....	8
图表 11: 美国零售库销比仍处于低位, 机动车偏低.....	9
图表 12: 部分零售行业库销比随着需求降低而走高.....	9
图表 13: 2023 年美国制造业 PMI 收缩, 服务业降温.....	9
图表 14: 企业盈利能力将逐渐减弱.....	9
图表 15: 企业固定资产投资偏弱.....	10
图表 16: 消费和投资承压, 美国经济将继续走弱.....	10
图表 17: 美国失业率见底回升, 非农就业回落.....	11
图表 18: 2023 年劳动力重返市场, 企业招聘需求降温.....	11
图表 19: 劳动力市场缺口下降至 170 万.....	11
图表 20: 首申和续申人数已经见底回升.....	11
图表 21: 服务业就业降温, 下半年均值回落到 12 万人.....	12
图表 22: 生产部门就业降温, 下半年均值回落到 1.6 万人.....	12
图表 23: 工资增速逐渐回落, 但仍然偏高.....	13
图表 24: 能源价格反弹, 通胀开始反复.....	13
图表 25: 美国核心 PCE 下降, 但仍高于 2% 目标.....	13
图表 26: 美国通胀预期降温.....	14
图表 27: 美国核心通胀很难快速回落.....	14
图表 28: 美国通胀分项变动.....	14
图表 29: 信贷紧缩循环已经形成, 经济渐行渐弱.....	15
图表 30: 政策利率已然明显高于通胀水平.....	15
图表 31: 加息周期尾声, 股债双杀的出现意味着加息走到尾声.....	16

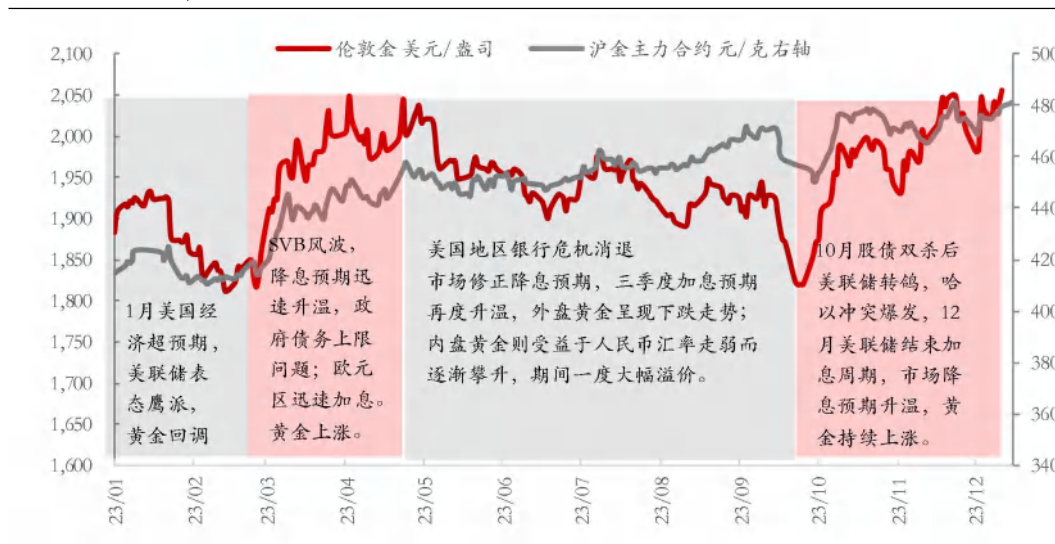
图表 32: 10 月美债期限溢价明显增加.....	16
图表 33: 美国政府债务利息支出持续攀升.....	16
图表 34: 美国政府债务上限暂缓至 2025 年年初.....	17
图表 35: 财政赤字再度开始扩张.....	17
图表 36: 2023 财年财政收入低于上年.....	18
图表 37: 2023 财年财政支出略低于上年.....	18
图表 38: 2023 财年财政赤字增加, 发债以短债为主.....	18
图表 39: 美国政府债务利息负担持续快速攀升.....	18
图表 40: 美联储隔夜逆回购规模持续下降.....	19
图表 41: 财政部营运资金补充至 7500 亿附近.....	19
图表 42: 美联储缩表过程中, 主要负债项目的变化.....	19
图表 43: 美债波动率处于偏高位置.....	19
图表 44: 降息周期开启后, 美元指数下行压力增加.....	20
图表 45: 降息周期黄金突破上行.....	21
图表 46: 黄金 ETF 持有量有待企稳回升.....	21
图表 47: 主要国家黄金储备变化情况.....	21
图表 48: 预计金价突破区间高点, 开启上涨周期.....	22
图表 49: 沪金已然创造历史, 继续看涨.....	22
图表 50: 交易所库存下降, 白银价格下跌.....	23
图表 51: 投机资金流出白银.....	23
图表 52: 近三年白银投资资金持续流出.....	23
图表 53: 白银行情有待启动.....	23

## 1、2023 年黄金行情复盘

### 1.1、货币政策预期博弈之下黄金震荡上行

2023 年黄金价格整体而言表现亮眼，外盘黄金上涨约 13% 至 2100 美元/盎司附近，内盘黄金对冲了人民币的贬值表现更佳，上涨约 17% 至 480 元/克附近，创历史新高。全年的交易节奏围绕着对美联储的货币政策预期展开：1) 一季度金价结束了 2022 年 10 月以来的反弹趋势小幅回调，主要是 2 月公布的美国 1 月零售、非农、通胀等数据好于预期，叠加美联储主席鲍威尔国会证词维持鹰派基调，市场加息预期略有升温，美元指数反弹，黄金承压；2) 3 月伊始，SVB 危机爆发，引发市场对银行业挤兑和金融危机的担忧，市场降息预期快速升温，最夸张时达到全年 3 次降息 7 月便开始降息的预期，推动美债收益率从 4% 回落至 3.3%，黄金快速上涨至 2000 美元/盎司以上，但美联储迅速对银行提供贷款后，地区银行危机并未扩散，政府债务上限在谈判陷入僵局极限拉扯后得以暂缓至 2025 年，避险情绪也有所消退。

图表 1：2023 年黄金走势复盘



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

3) 5 月开始，市场降息预期逐渐消退，黄金开始回调，回吐此前降息预期和避险情绪带来的上涨，随着通胀在三季度触底回升，市场加息预期再度升温，二季度欧央行持续鹰派加息，海外市场货币政策环境持续收紧，资金流出黄金。但国内黄金表现出韧性，在外盘黄金下跌阶段，内盘黄金震荡攀升，受益于国内需求旺盛，8 月末-9 月出现国内黄金大幅溢价外盘的情况，内外价差一度上升至 30 元/克，直到国内大量进口黄金缓解了供需紧张关系，价差暴力回归，在十一假期前后，美债收益率持续上行，黄金和股市均明显走弱；4) 股债双杀的出现，促使美联储年内首次转鸽，黄金筑底回升，随后便爆发了超预期的哈以冲突，黄金开始持续上涨，10 月市场担心四季度美债供给问题，美债期限溢价持续上升，但黄金在美债收益率上行期间并未下跌，表现出对冲美元信用的属

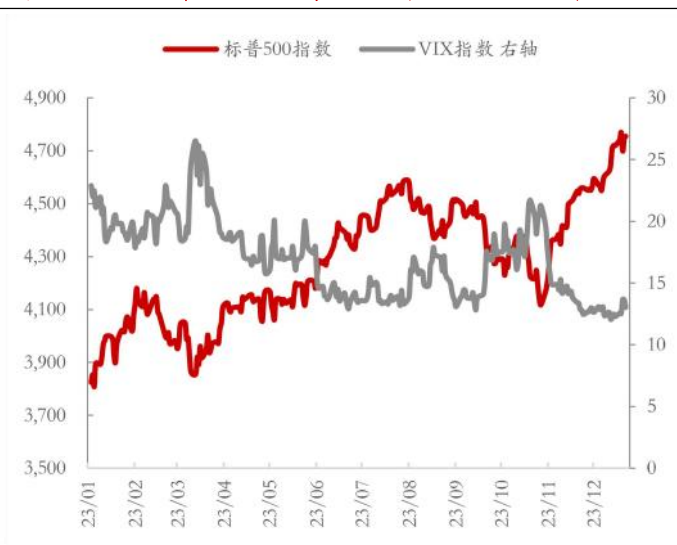
性，美国通胀压力缓解后，市场开始交易降息周期，并不断强化，12月美联储利率会议官宣加息周期结束，并将在2024年开始降息，黄金四季度表现强势，突破上行，呈现易涨难跌的走势，截至12月底，外盘黄金维持在2000美元/盎司以上，内盘黄金维持在480元/克附近。

图表2：2023年美债收益率先扬后抑，美元震荡



资料来源：Bloomberg

图表3：2023年美股上涨，波动率处于极低水平



资料来源：Bloomberg

## 2、信贷紧缩循环延续，美国经济衰退风险犹存

### 2.1、消费渐行渐弱，经济步入衰退前夜

高利率环境下，居民部门和企业部门的信贷紧缩循环已经形成，在美联储开启降息周期前，预计美国经济周期将继续向下，需求走弱的趋势确定。首先，从居民部门看，疫情期间政府转移支付形成的超额储蓄已经消耗殆尽，个人存款储蓄规模降至8000亿美元以下，低于2019年的万亿美元水平，储蓄率下降至3.8%，低于疫情前平均7%的水平；就业市场供需紧张的情况已经明显缓解，也使得工资增速高位回落，11月时薪增速同比回落至4%，居民实际收入开始在2023年下半年出现环比负增长的情况，无论是工资还是经营者收入和转移支付，增速都在降温；信贷方面，最直观的是看到高利率之下，无论是抵押贷款还是消费贷款，增速都出现了明显下滑，疫情后居民部门在房地产市场加杠杆程度有限，高利率对经济最直接的影响，体现在消费贷款的下滑，2023年5月首次出现了月度环比减少的情况，8月则减少了150亿美元，近半年均值降至每月40亿美元左右，低于疫情前60-70亿美元的均值，这是美联储快速加息后对实体经济开始产生压制的直接体现，意味着紧缩的货币政策开始生效，后续消费的能生动能减弱。

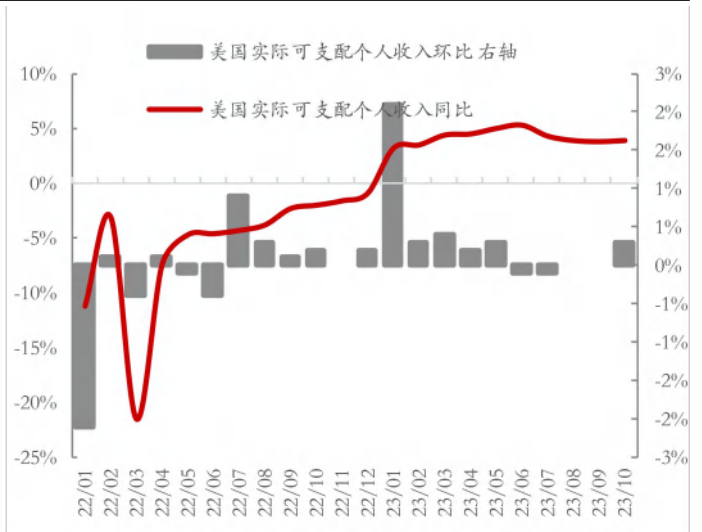


图表 4: 美国居民超额储蓄已经消耗殆尽



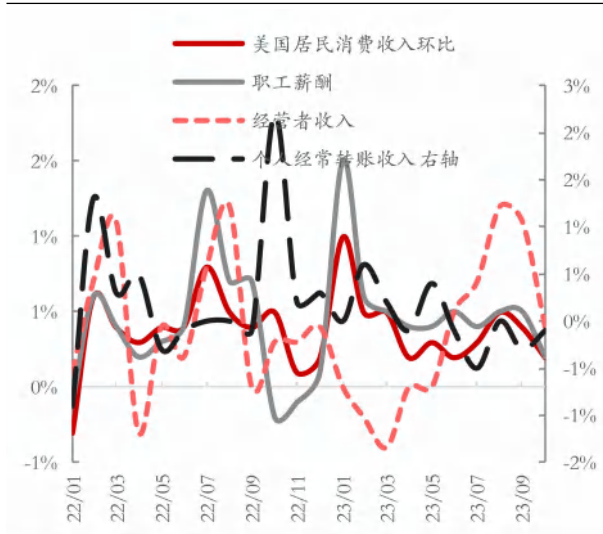
资料来源: Bloomberg

图表 5: 美国居民可支配收入逐渐下滑



资料来源: Bloomberg, 注: 消费信贷同比增速为累计值同比

图表 6: 居民消费收入中的各项来源增速回落



资料来源: Bloomberg

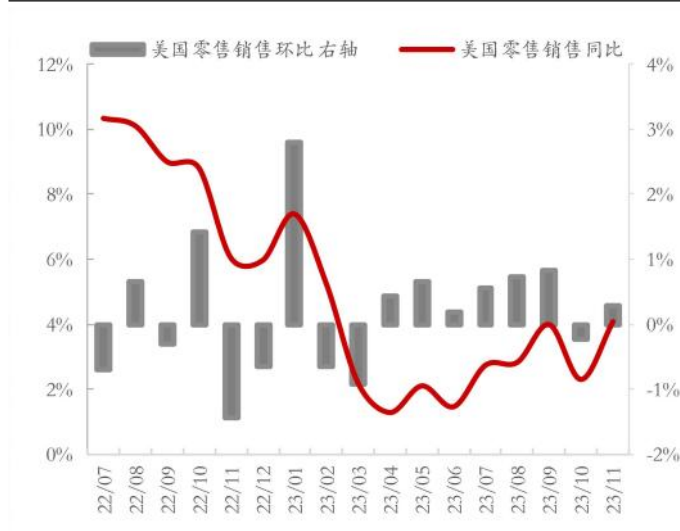
图表 7: 居民消费贷款在 2023 年下半年明显下滑



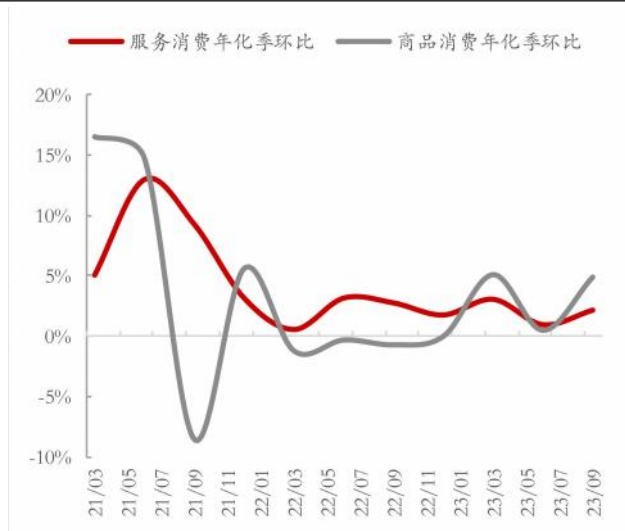
资料来源: Bloomberg

三季度居民对商品和服务消费的强势上涨推动 GDP 明显反弹, 但进入到四季度后, 美国居民的消费便结束了三季度的强势而开始降温, 零售销售转为环比负增长, 耐用品消费依旧呈现下滑趋势, 增量主要由必需品以及服务的消费推动。2023 年零售销售同比增速降至 3.2%, 与 2019 年水平相当, 企业库存水平绝对量处于高位, 但有通胀因素, 考虑库销比的话, 近半年零售库销比稳定在 1.3, 低于疫情前的 1.45, 细分行业分化较大, 机动车及零部件、食品和饮料店库销比低于疫情前水平, 但在需求减弱后, 家具、家用

装饰、电子和家用电器店、建筑材料、园林设备和物料店、服装及配饰、日用品商场的库销比已经高于2020年1月的水平，此前市场对于美国的库存预期较强，目前来看还未形成全面的库存周期。

**图表 8：2023 年零售销售继续降温**


资料来源：Bloomberg

**图表 9：2023 年服务消费增速继续降温**


资料来源：Bloomberg

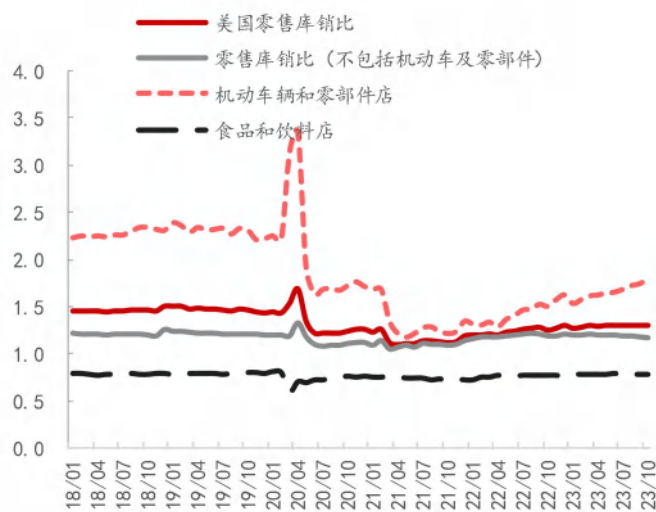
**图表 10：美国零售消费乏力，动能减弱**

零售销售分项环比 %	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06
零售和食品服务总计	0.28	-0.22	0.82	0.74	0.56	0.20
食品服务	1.62	0.55	1.66	0.59	0.94	0.65
机动车及零部件	0.52	-1.08	1.10	0.34	-0.26	0.53
家具及家装用品	0.88	-2.16	-0.28	-1.50	-1.64	1.58
电子和家用电器	-1.07	1.09	0.10	1.38	-0.99	0.32
建材和园艺	-0.36	-0.13	-0.34	0.49	0.12	-1.30
食品饮料	0.15	0.11	0.40	0.35	0.67	-0.40
保健和护理	0.88	1.60	0.89	1.46	0.06	0.26
加油站	-2.90	-1.19	0.97	6.75	0.29	-0.62
服装	0.56	-0.10	-1.21	1.01	1.23	0.15
文体用品	1.29	-0.25	0.46	-2.11	1.66	-0.66
日用品	-0.16	-0.25	-0.26	0.32	0.99	-0.10
杂项商品	-2.02	0.75	4.91	-3.19	-1.35	1.28
线上零售	1.04	-0.25	1.27	-0.16	1.69	0.77

资料来源：Wind

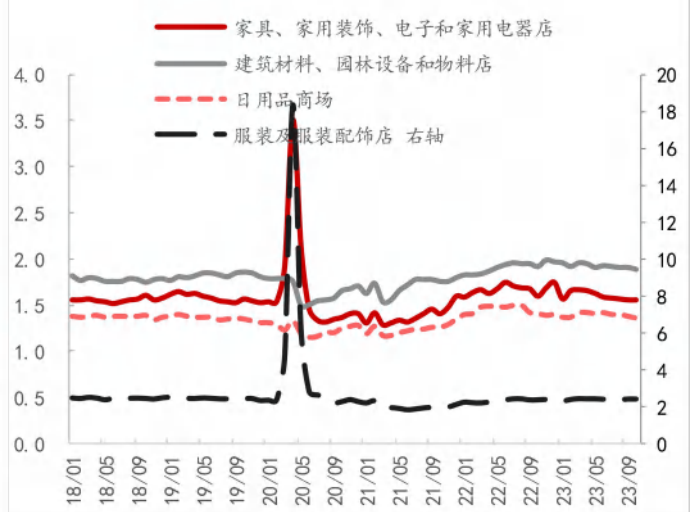


图表 11: 美国零售库销比仍处于低位, 机动车偏低



资料来源: Wind

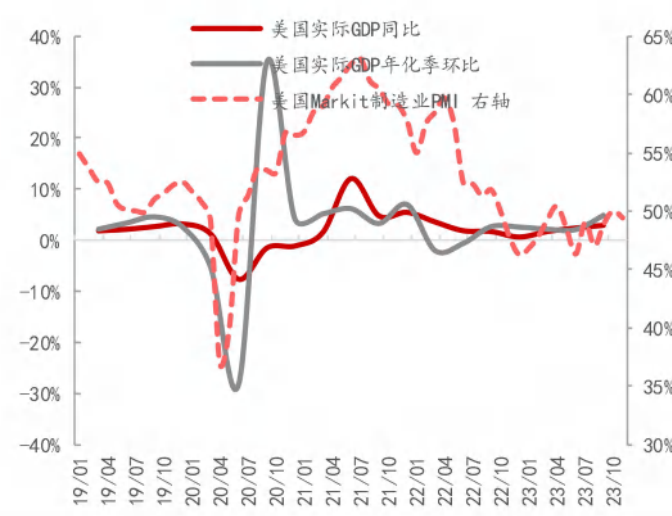
图表 12: 部分零售行业库销比随着需求降低而走高



资料来源: Wind

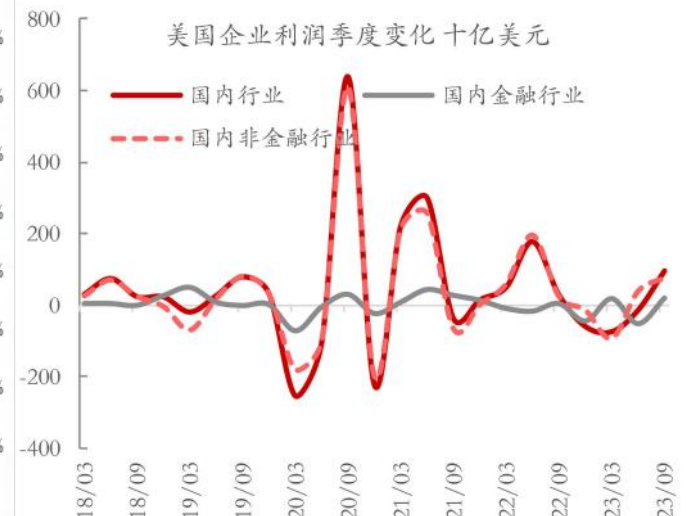
企业仍然面临需求降低的负反馈, 制造业的表现弱于服务业, 制造业 PMI 仍在 50 荣枯线下方, 新订单疲弱, 而服务业 PMI 在 2021 年末见顶后逐渐回落到 2023 年四季度已经接近 50 荣枯线, 预计在 2024 年会看到服务业 PMI 跌破 50, 届时美国经济的衰退风险将进一步显性化。

图表 13: 2023 年美国制造业 PMI 收缩, 服务业降温



资料来源: Bloomberg

图表 14: 企业盈利能力将逐渐减弱

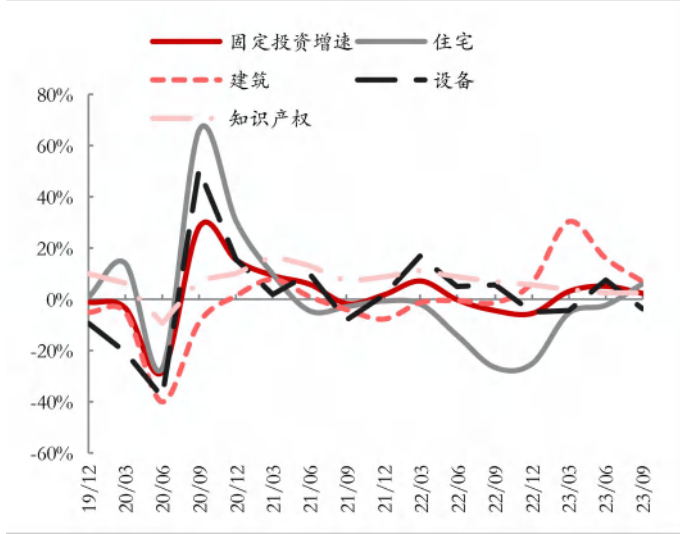


资料来源: Bloomberg

企业投资偏弱, 在环比下滑了近一年后, 2023 年二季度企业固定资产投资出现了反弹, 受益

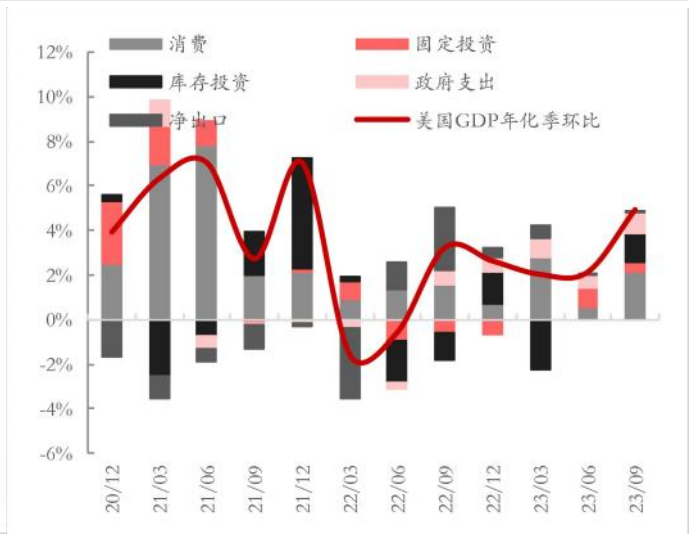
于制造业回流政策,但是三季度固定投资未能延续扩张态势,在融资成本高企的环境中,固定投资仍然承压。三季度企业利润环比出现反弹,此前连续三个季度负增长,调查显示企业将通胀向下传递给消费者的能力在减弱,在经济下行阶段,企业的盈利能力预计继续承压,也不支持企业部门继续扩张。

图表 15: 企业固定投资偏弱



资料来源: Bloomberg

图表 16: 消费和投资承压, 美国经济将继续走弱



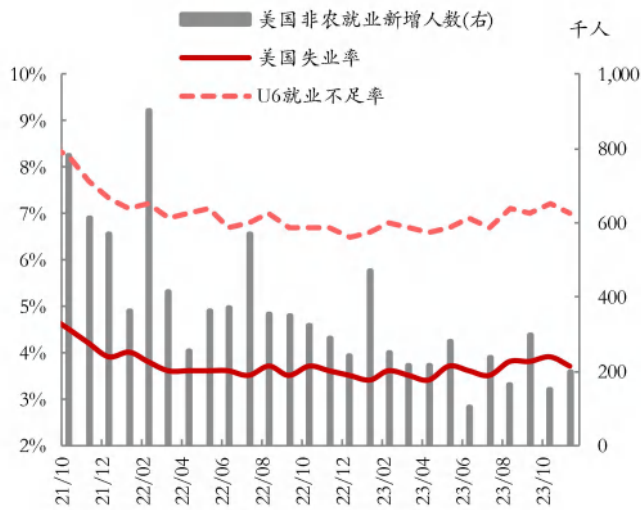
资料来源: Bloomberg, 数据为各部门对 GDP 增长贡献度

2024 年预计美国经济增速继续下滑, 逆风风险犹存, 居民消费动能继续放缓, 企业固定投资偏弱, 全面的补库也难以看到, 财政支出方面增量有限, 市场和官员预期经济增速会下降至 1% 左右, 我们预计会看到季度的 GDP 增速出现环比负增长的情况, 在没有开启新一轮宽松政策前, 经济仍然有衰退风险。

## 2.2、就业市场继续走弱, 工资增速有待回落

2023 年美国劳动力市场继续修复, 已经度过了过热状态, 供需紧张情况进一步缓解, 劳动力市场的缺口下降至 170 万人左右, 一方面是劳动力供给的增加, 劳动参与率回升至 62.8%, 疫情前最高水平为 63.3%, 女性劳动参与率的回升以及移民的增加, 都增加了劳动力供给; 一方面是企业招聘需求逐渐降温, 职位空缺数量已经从 1100 万的峰值回落至 880 万附近, 较疫情前峰值高出 100 万人左右, 专业及商业服务、医疗服务、餐饮服务业的职位空缺数量最高, 分别为 45 万、40 万、30 万左右, 占据了就业市场缺口的 70%, 其他行业空缺数量较少。这也意味着后续就业市场新增就业空间有限, 2023 年非农新增就业人数均值降至 23 万人, 四季度降至 20 万人以下, 新增就业主要是由教育及医疗、餐饮服务业贡献, 并且随着服务业扩张速度放缓, 餐饮服务业的新增就业人数也在回落。新增就业减少的行业逐渐增加, 零售、仓储与运输、信息业和非耐用品生产表现较弱, 生产部门的就业同样在放缓, 新增就业均值降至每月 2 万人, 低于疫情前水平。

图表 17: 美国失业率见底回升, 非农就业回落



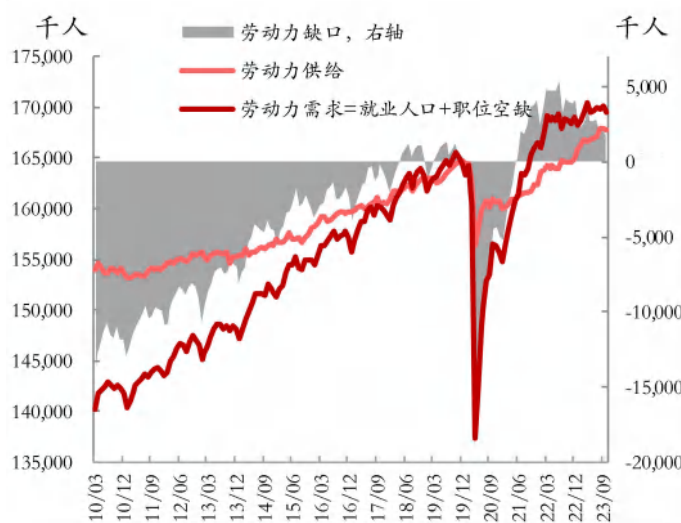
资料来源: Bloomberg

图表 18: 2023 年劳动力重返市场, 企业招聘需求降温



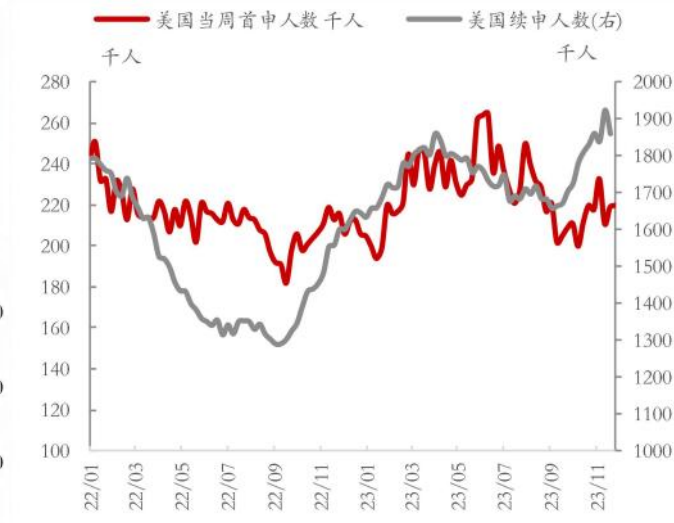
资料来源: Bloomberg

图表 19: 劳动力市场缺口下降至 170 万



资料来源: Bloomberg

图表 20: 首申和续申人数已经见底回升

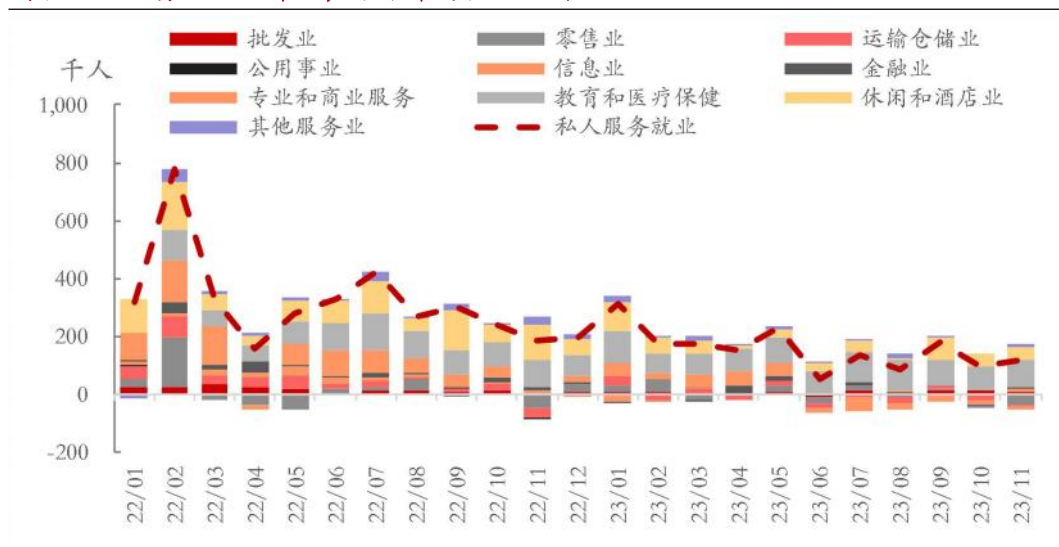


资料来源: Bloomberg

目前失业率微微回升至 3.7%，依旧是历史较低水平，但高频数据显示申请失业救济金的人数在逐渐增加，回到了 22 万人左右，与 18 年、19 年的水平相近，表明就业市场在逐渐走弱，随着就业市场继续降温，预计 2024 年失业率将回升到 4% 以上，美联储通胀和就业的双目标制下，重心将从此前的抗通胀转变为防止经济衰退以及失业率的快速上升。最关键的问题在于工资增速，11 月美国时薪增速环比上涨 0.4%，同比增速在 2023 年已经进一步回落至 4%，私人服务行业的工资上涨压力缓解，但相较于疫情前充分就

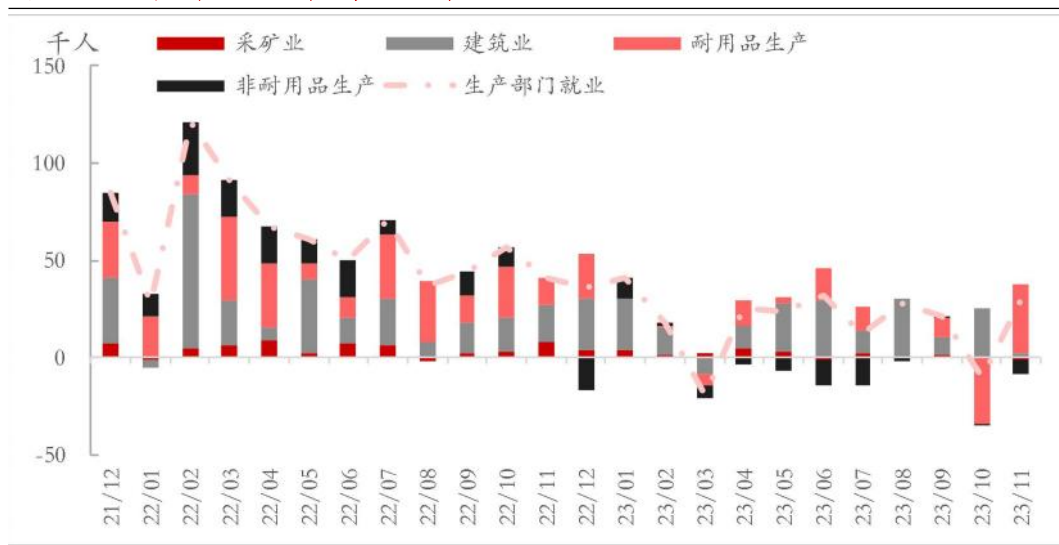
业时 3%左右的工资增速，以及美联储 2%左右的通胀目标来说，4%的工资增速仍然偏高，且在核心通胀中，服务成本居高不下，也和就业市场的强劲息息相关。

**图表 21：服务业就业降温，下半年均值回落到 12 万人**



资料来源：美国劳工部

**图表 22：生产部门就业降温，下半年均值回落到 1.6 万人**













资料来源：美国劳工部

整体而言，生产部门的工资增速高于服务业，尤其是汽车行业大罢工后达成的劳资协议为未来四年合同期内涨薪 25%，时薪将从目前的 32 美元提升至 42 美元，制造业工资增速将维持在 5% 以上。但服务业创造了 80% 的就业，疫情后工资增速较快的休闲服务业、专业及商业服务、贸易运输业的工资增速有待进一步回落，其他服务行业工资上涨压力已经随着供需达到均衡而缓解。2024 年就业市场关注的重点就是失业率的回升速度以及



工资增速的回落速度，美联储既不想失业率快速回升，也不想工资上涨持续对通胀和消费构成支撑，二者之间的权衡并非易事。

图表 23：工资增速逐渐回落，但仍然偏高

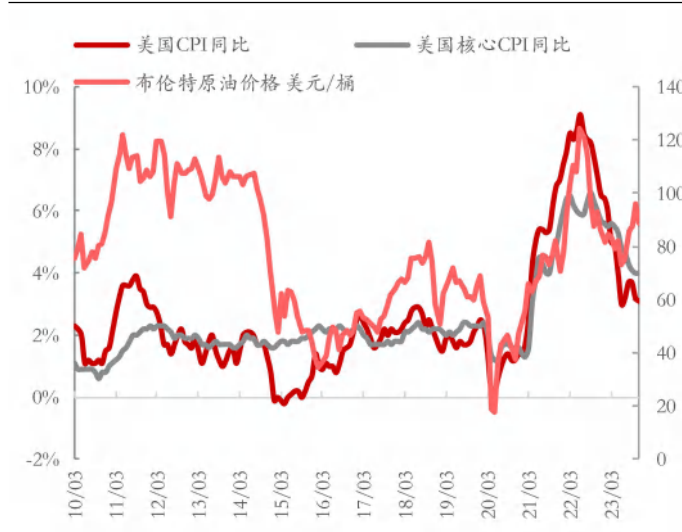
行业	时薪同比增速	2023/06	2023/07	2023/08	2023/09	2023/10	2023/11
采矿与伐木		5.71%	5.01%	5.49%	6.55%	6.46%	5.90%
建筑		4.85%	5.41%	5.27%	5.08%	4.96%	4.94%
制造业		5.02%	5.19%	5.05%	5.13%	5.05%	5.32%
贸易、运输与公用事业		4.92%	4.76%	4.78%	4.84%	4.28%	4.15%
信息		3.58%	3.42%	1.92%	1.24%	1.41%	2.32%
金融活动		4.43%	4.66%	5.19%	4.89%	5.14%	5.48%
专业与商业服务		4.51%	4.53%	4.37%	4.62%	4.29%	4.14%
教育及卫生健康服务		3.33%	2.90%	3.05%	3.36%	2.94%	2.49%
休闲与餐旅服务		5.63%	5.20%	4.88%	4.77%	4.79%	4.56%
其他服务		3.84%	3.36%	4.05%	3.61%	3.74%	2.92%

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

### 2.3、告别低通胀时代，但经济增长前景不明

2023 年美国通胀持续回落，美联储也肯定了抗击通胀取得的进展。在能源价格持续下跌的推动下，美国 CPI 已经回落至 3% 附近，核心 PCE 也下降到了 3.2%，通胀预期稳定，并有所回落，政策利率高于通胀水平，已无再度加息必要。展望未来，虽不用过分担心通胀失控大涨，但也确实告别了低通胀时代。

图表 24：能源价格反弹，通胀开始反复



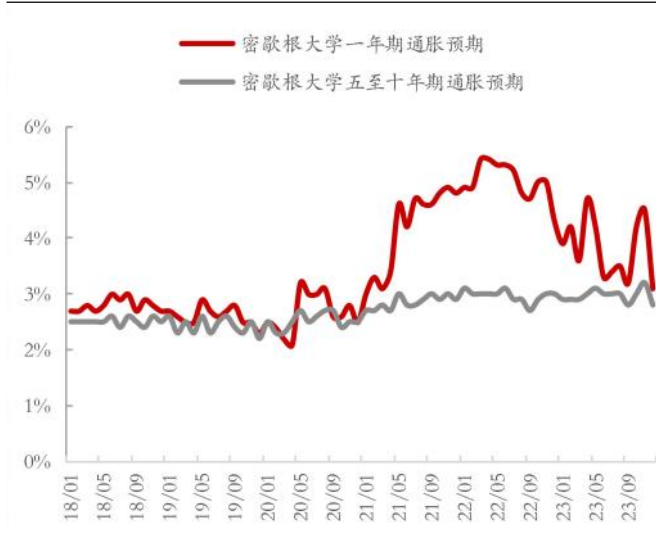
资料来源：Bloomberg

图表 25：美国核心 PCE 下降，但仍高于 2% 目标



资料来源：Bloomberg



**图表 26：美国通胀预期降温**


资料来源：Bloomberg

**图表 27：美国核心通胀很难快速回落**


资料来源：Bloomberg

**图表 28：美国通胀分项变动**

	权重	2023/11/30	2023/10/31	2023/9/30	2023/8/31	2023/7/31	2023/6/30
食品	13.4%	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
能源商品	3.7%	-5.8	-4.9	2.3	10.5	0.3	0.8
能源服务	3.2%	1.7	0.5	0.6	0.2	-0.1	0.4
家居陈设与用品	4.4%	-0.7	-0.2	-0.3	0.3	-0.4	-0.3
服装	2.6%	-1.3	0.1	-0.8	0.2	0	0.3
新车	4.3%	-0.1	-0.1	0.3	0.3	-0.1	0
二手汽车与卡车	2.7%	1.6	-0.8	-2.5	-1.2	-1.3	-0.5
机动车零部件	0.5%	0.1	-0.3	-1.5	0.2	-0.4	-0.1
医疗保健商品	1.5%	0.5	0.4	-0.3	0.6	0.5	0.2
休闲商品	2.3%	-0.6	0.1	0.3	-0.4	-0.8	-0.4
教育与通讯商品	0.9%	-2.6	-1.3	0.3	-0.7	-1.2	-0.1
含酒精饮料	0.8%	-0.1	0.2	0.8	0	0.1	0
其他商品	1.2%	0.1	1.1	0.5	0.1	0.3	0.1
住房	34.6%	0.4	0.3	0.6	0.3	0.4	0.4
给排水与垃圾收集服务	1.1%	0.3	0.3	0.2	0.5	0.5	0.4
医疗保健服务	6.4%	0.6	0.3	0.3	0.1	-0.4	0
运输服务	5.9%	1.1	0.8	0.7	2	0.3	0.1
休闲服务	3.1%	0.1	0.1	0.5	-0.1	0.8	0.5
教育与通讯服务	4.8%	0.1	0	0.1	0.1	0.3	-0.3

资料来源：Bloomberg

首先，从大宗商品价格方面看，2022 年下半年至 2023 年 7 月，能源价格的持续下跌，推动美国整体通胀持续快速下降，随后油价见底回升后整体 CPI 开始反弹，油价快速下

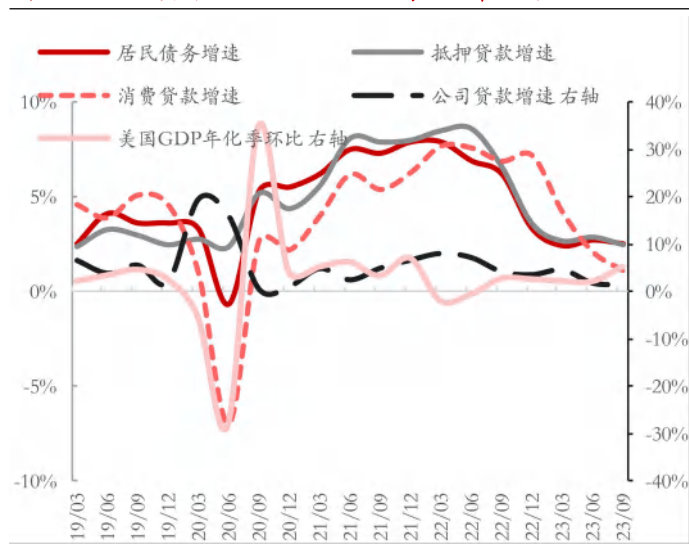
跌时期结束后，CPI 下行速度放缓并将反复；第二，核心通胀中的商品价格持续回落，在需求下降后，商品的价格负反馈顺畅，可以看到包括新车、二手车、家具、服装等价格持续走弱；第三，租金成本在 2023 年较 2022 年缓解，平均每月环比增速从 0.7% 下降至 0.3% 左右，2024 年预计继续缓解，但空间有限，美国房地产价格指数在 2022 年 7 月开始下跌到 2023 年 3 月，而后便开始持续反弹，房价转为增长，高通胀时期，如果没有需求的坍塌，也很难看到房地产作为实物资产价格出现明显下跌；最后，是服务成本对核心通胀的影响，这是最顽固的部分，因为当前劳动力市场的工资增速仍然偏高，对核心通胀构成支撑，在抗通胀法案的作用消退后，医疗保健的成本开始回升，核心服务成本的粘性意味着核心通胀 2024 年也很难达标，从大宗商品到全球供应链，再到人力成本的变化，低通胀时代一去不复返，但经济增长并没有新的动能，因此全球经济面临的滞胀风险增加，这也是本轮加息周期黄金并未大跌的原因之一。

### 3、降息周期将至，利率中枢下行

#### 3.1、美联储结束加息，降息周期逐渐开启

年初以来，无论是 3 月 SVB 银行危机还是 5 月政府债务上限谈判陷入僵局期间，市场对美联储降息预期发酵时，美联储的表态都比市场预期鹰派，但 2023 年 12 月利率会议成为了美联储 2022 年 3 月开启的激进加息周期的真正转折点，宣告了本轮加息周期的结束。而在此之前，10 月份金融市场出现利率上行引发股市下跌的双杀局面，美联储官员“近期债券收益率的上行相当于变相加息”的表态是年内的首次转向，市场的加息预期就此消退。随着通胀的回落，虽然还未回到 2% 的目标附近，美联储政策利率已然持续高于通胀水平，实际利率为正，再度加息的必要性降低，且风险在积累，美联储开始权衡加息过度的影响。

图表 29：信贷紧缩循环已经形成，经济渐行渐弱



资料来源：Bloomberg

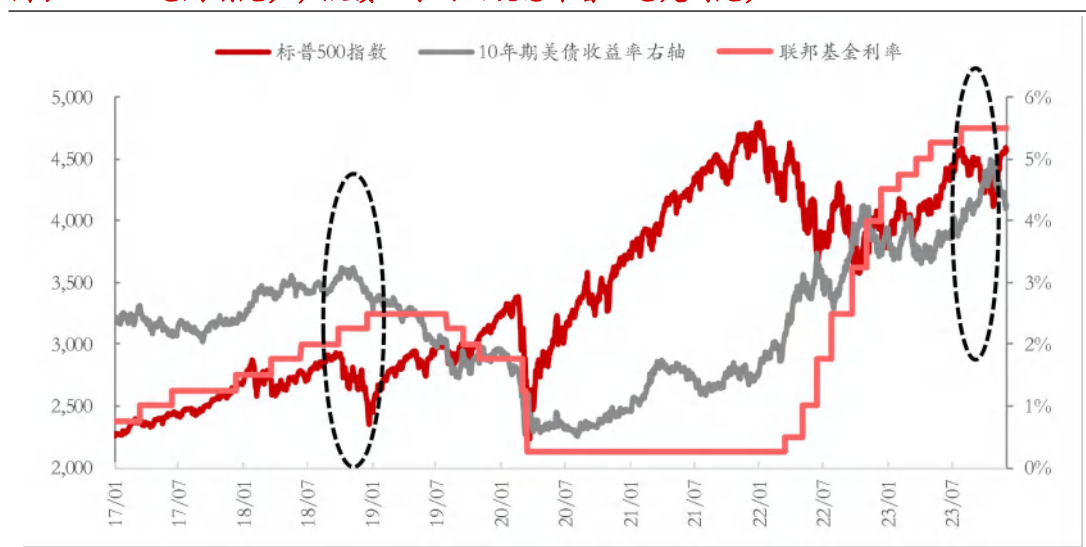
图表 30：政策利率已然明显高于通胀水平



资料来源：Bloomberg

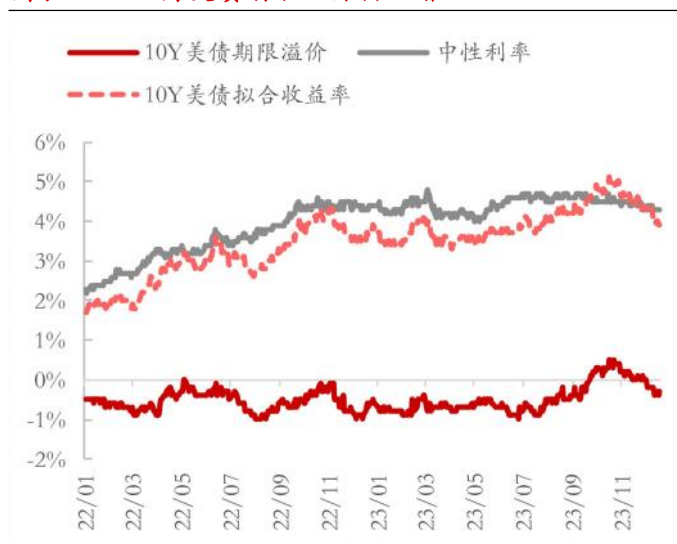
首先，从通胀持续下降的角度看，本轮加息周期的政策利率已经高于CPI和核心CPI，11月核心PCE同比降至3.2%，实际利率持续为正，且明显高于2015-2018年加息周期。居民和企业的贷款增速自2022年二季度见顶后随着利率的不断抬升而逐渐回落，居民消费贷款和企业贷款增速下降至1%左右，属于偏低水平，实体经济已经形成紧缩的信贷循环，说明美联储加息的效果在体现。

图表 31：加息周期尾声，股债双杀的出现意味着加息走到尾声



资料来源：Bloomberg

图表 32：10 月美债期限溢价明显增加



资料来源：Bloomberg

图表 33：美国政府债务利息支出持续攀升



资料来源：Bloomberg

第二，每一次加息周期走到最后，金融市场波动都会增加。一般情况下，在加息初期，

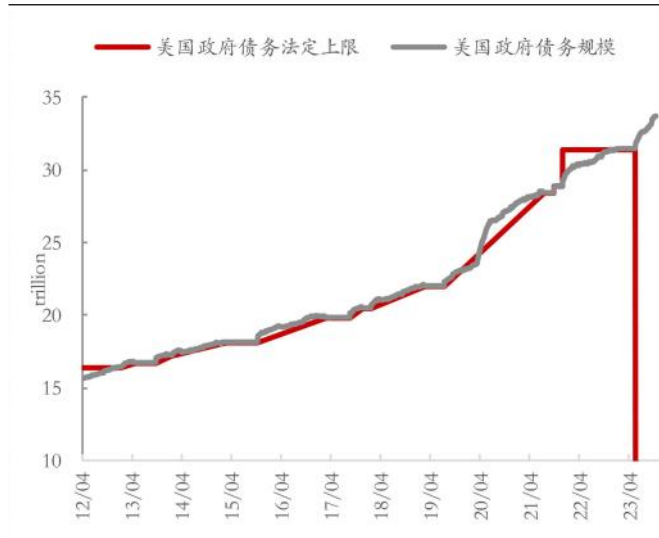
由于经济仍处于过热状态，市场风险偏好较高，即便利率上行，股票市场有盈利支撑也可以上涨，但随着利率抬升和经济降温，加息周期后期利率的回升对股市造成明显利空，出现股债双杀的局面，说明对经济增长前景转为悲观后，股票市场开始交易利率成本的上涨，届时金融市场波动加剧会使得美联储货币政策开始考虑转向。2023 年三季度，尤其是 10 月份，十年期美债收益率从 3.8% 攀升至 5% 的过程中，美股显示筑顶回落，而后在 10 月出现明显下跌，随后美联储立场软化，因此从金融市场的表现来看，美联储维稳的意图在增加，货币政策面临的掣肘增加；

**第三，我们认为美联储加息加不动了的另外一个限制因素来自美国政府债务问题。**一方面是债务规模较大，占 GDP 的比重接近 130%，财政赤字随着经济步入下行而再度扩大，未来发债需求增加；一方面是美联储大幅加息后，不仅未来美债发行成本增加，利息支出也陡然增加，10 月份尚未公布四季度美国财政部融资计划时，市场对美债供给担忧增加，尤其是长期美债的需求较弱，使得期限溢价明显走高，推动长端美债收益率持续上行，金融市场波动加剧，2023 财年美国财政支出中的利息净额为 6591 亿美元，对比之下，2022 财年和 2021 财年分别为 4751 亿美元和 3522 亿美元，根据财政部的测算，未来利息支出将达到每年 1 万亿美元，因此从政府债务负担的角度看，美联储也很难继续加息，或者持续将利率维持在高位，必然会步入降息周期，2024 年预计超高的利率对居民、企业、政府部门的负面影响加快显现，加息逐渐提上日程。

### 3.2、美国政府债务可持续性问题的

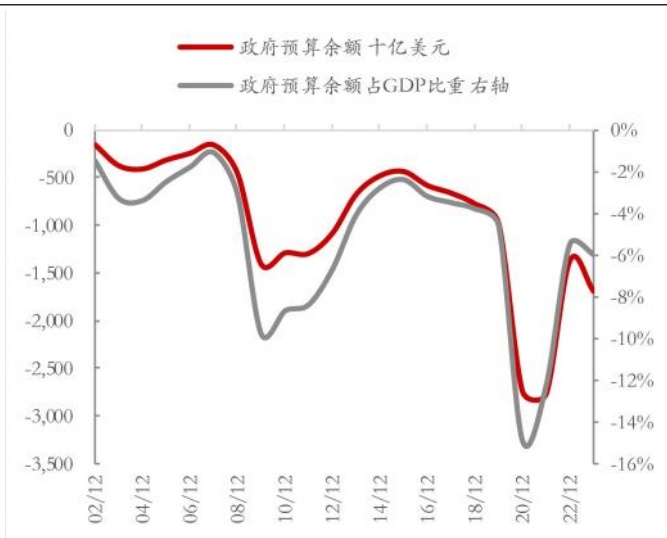
2023 年 6 月 1 日，美国参议院投票通过了政府债务上限暂缓法案并生效至 2025 年年初，避免了财政悬崖问题，也避免了 2024 年美国大选期间出现政府关门危机的问题。此前受限于 31.46 万亿美元的债务上限美债发行量偏低，债务上限解除后，6 月-9 月美债发行量激增，政府债务再度开始了扩张阶段。

图表 34：美国政府债务上限暂缓至 2025 年年初



资料来源：Bloomberg

图表 35：财政赤字再度开始扩张

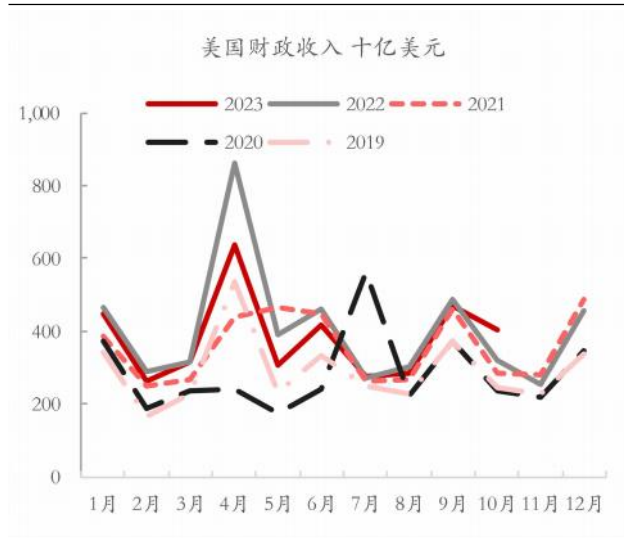


资料来源：Bloomberg



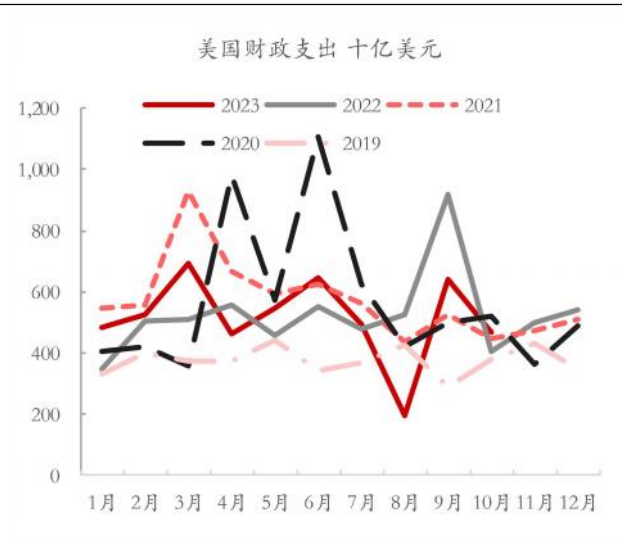
随着经济动能放缓，逆周期的属性使得财政赤字和政府发债需求增加，由于个税起征点的上调以及居民收入增长放缓，2023 年占比最大的税收来源个人所得税的收入低于 2022 年，2023 财年财政收入低于 2022 财年，财政支出略低于 2022 财年，财政赤字从 2022 财年的 1.37 万亿美元扩张到 2023 财年的 1.69 万亿美元，预计 2024 财年财政赤字会进一步扩张。此外，由于美联储的快速加息，美国政府债务的利息负担也在急剧增加，且在未来几年都是一个明显的负担，这也使得 2023 年美国财政部发债主要是以短债为主，正常情况下中长期债券的发行量占 60% 以上。预计随着美联储逐渐步入降息周期，长端利率下行后，财政部中长期债券的发行量逐渐增加。

图表 36：2023 财年财政收入低于上年



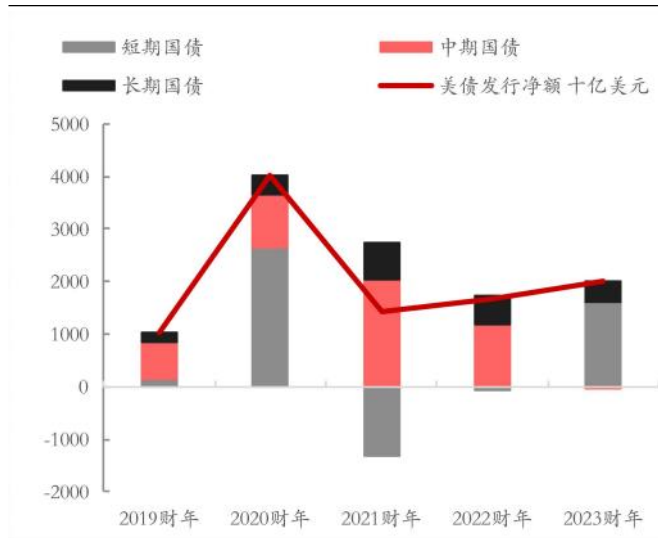
资料来源：Bloomberg

图表 37：2023 财年财政支出略低于上年



资料来源：Bloomberg

图表 38：2023 财年财政赤字增加，发债以短债为主



资料来源：Bloomberg

图表 39：美国政府债务利息负担持续快速攀升

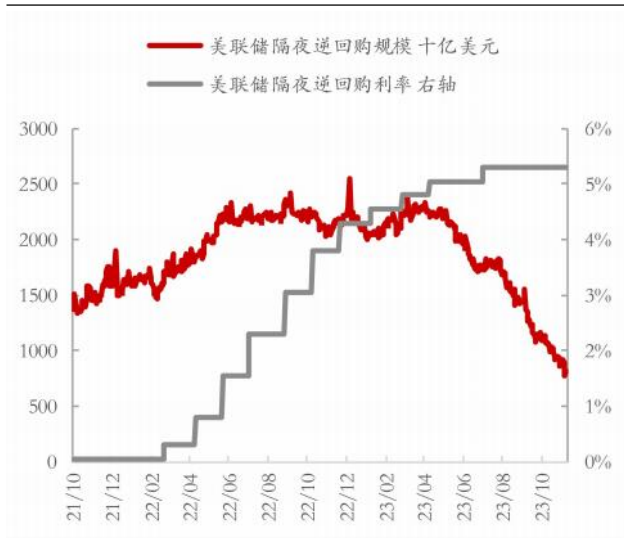


资料来源：Bloomberg



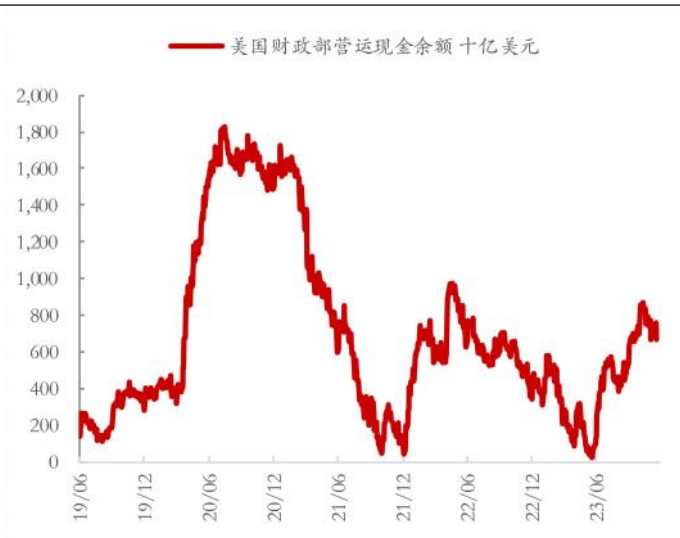
随着美国财政部发债的恢复，财政部营运资金快速回升，按照财政部的计划已维持在7500 亿左右。而隔夜逆回购规模也从6 月初的 2.3 万亿美元的峰值回落，截至12 月底下降至 8000 亿美元左右，预计2024 年二季度会看到隔夜逆回购规模消耗殆尽，在此期间，银行存款以及储备余额亦有所增加，可以看到资金在美联储负债项目中的流动。目前美联储仍在缩表过程中，即便暂停了加息并将开启降息周期，美联储尚未改变缩表的前瞻指引，主要是市场流动性还不紧缺。待到逆回购减少至零，3.4 万亿美元的准备金开始下降后，需要观察市场的流动性问题，这也决定了美联储的缩表操作能够走多远。2024 年不仅要关注降息，缩表操作也是另外一个重要变量，因为美国财政赤字的扩张是确定的，紧缩货币政策最终需要转为宽松。

图表 40：美联储隔夜逆回购规模持续下降



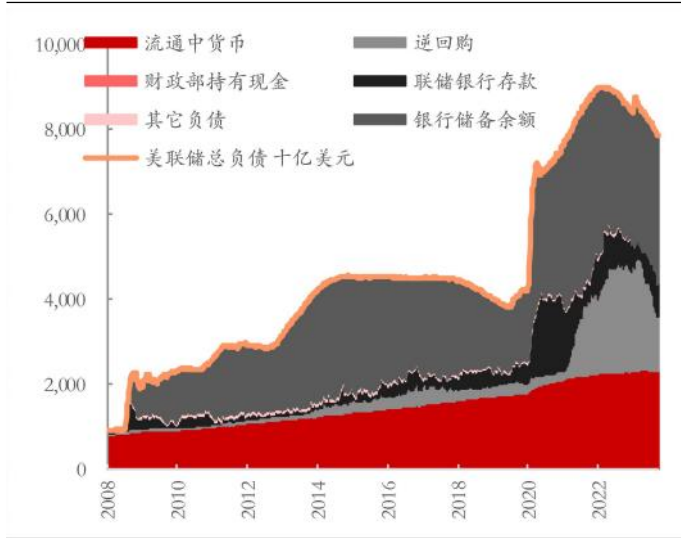
资料来源：Bloomberg

图表 41：财政部营运资金补充至 7500 亿附近



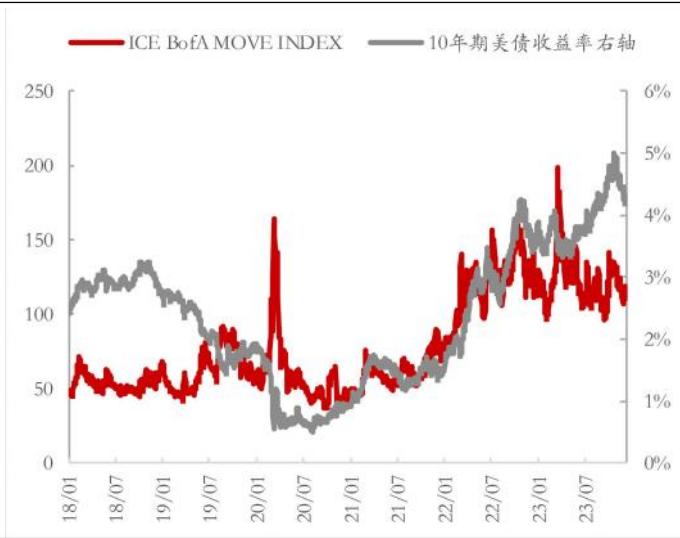
资料来源：Bloomberg

图表 42：美联储缩表过程中，主要负债项目的变化



资料来源：Bloomberg

图表 43：美债波动率处于偏高位置



资料来源：Bloomberg

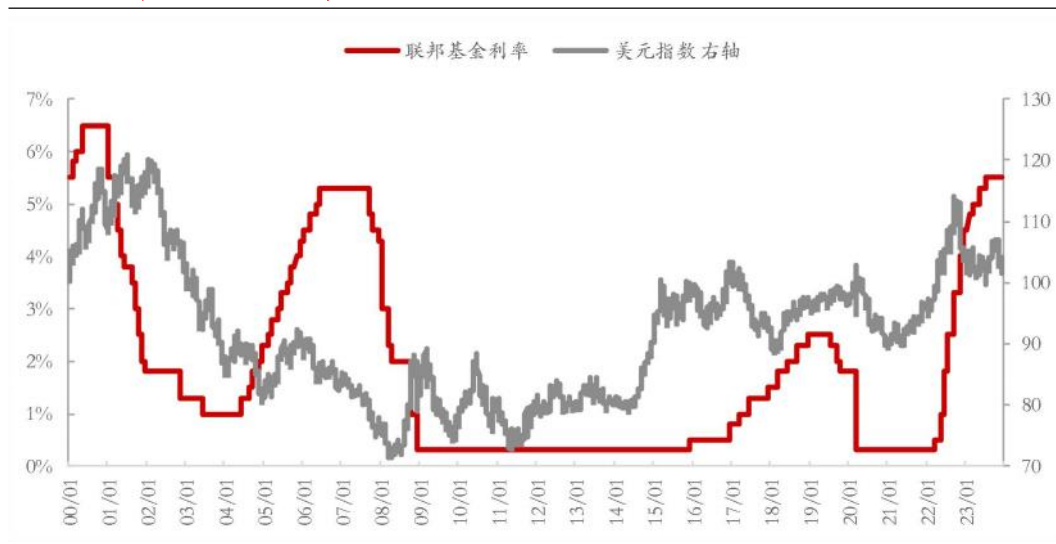
### 3.3、强势美元盛极而衰，利率中枢下降

2022-2023 年这一轮加息周期中，黄金表现并不弱。分阶段来看：1) 美元指数最为强势的阶段是 2022 年 3 月-10 月，美元指数从不足 100 攀升至最高 114.7，对应的是黄金压力最大的时期，一度跌至 1600 美元/盎司附近；2) 2023 年虽然仍处于加息周期中，由于美联储边际加息放缓以及欧央行后来居上激进加息，叠加地区银行危机和政府债务上限扰动，美元指数在 2022 年 10 月-2023 年 7 月呈现下跌趋势，最低回调至 100，黄金则止跌回升开启了震荡上行之路，在 5 月攀升至最高 2076 美元/盎司；3) 7 月-10 月，随着通胀反弹以及美国经济走强，美元指数持续反弹至 106.7，黄金在从 5 月末开始回调至 10 月的最低 1800 美元/盎司附近；4) 10 月至今，市场对美联储的货币政策预期彻底转向，美元指数从 106 下行至 102 附近，在地缘政治风险的加持下，黄金一部攀升至 2146 美元/盎司，达到历史高点后回落。

黄金在如此激进的加息周期中表现并不弱的原因我们认为是疫情后超常规的财政刺激所引发的美国四十年来最高的通胀压力，对美元信用本身是一种蚕食，叠加大国博弈增加，地缘政治风险频发，黄金信用对冲的属性展现。此外，黄金抗通胀的属性，针对的就是实际利率为负的高通胀、低增长时期，而非温和通胀，因为温和通胀时期市场可以选择更具成长性的权益资产，而非不生息的黄金。

在即将到来的降息周期中，美元指数对黄金的压力会进一步的减少，实际利率中枢预计逐渐回落，无论是汇率还是利率层面，黄金都将获得支撑，回顾历史降息周期，黄金上涨行情的启动在美联储停止加息的时候便开始启动了，直到降息之后，实体经济企稳回升，资金流入风险资产，黄金的上涨行情便会告一段落。

图表 44：降息周期开启后，美元指数下行压力增加



资料来源：Bloomberg

图表 45：降息周期黄金突破上行

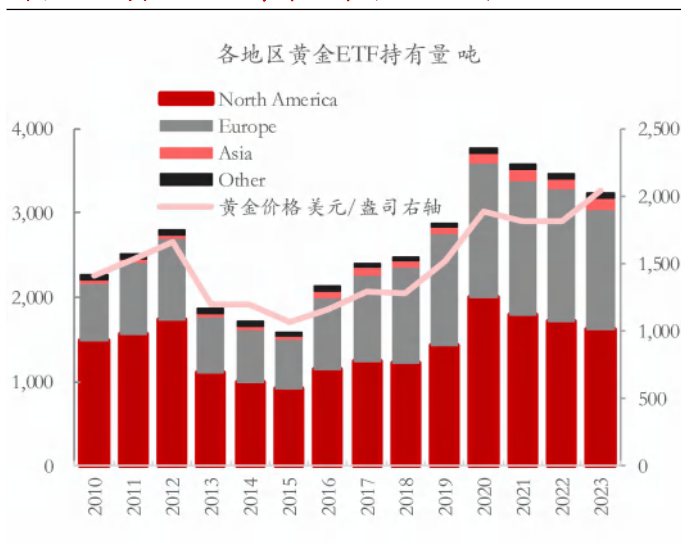


资料来源：Bloomberg

### 3.4、黄金战略配置地位稳固

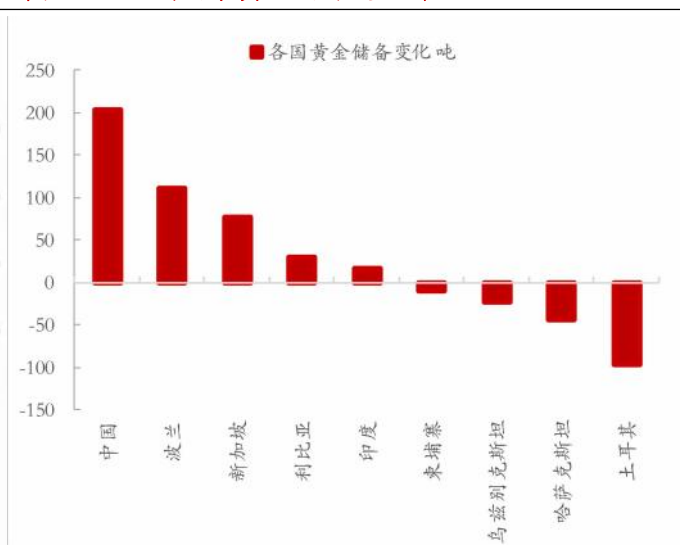
经历了2022年的俄乌冲突，2023年地缘政治风险并未消退，美国政府党争愈加严重、哈以冲突及其外溢效应再度扰动国际大宗商品市场，再到亚太地区的摩擦，逆全球化背景下，步入2024年，美国进入大选年，对外预计维持强硬姿态，预计地缘政治风险仍然是此起彼伏。应对地缘政治的不确定性，黄金的战略配置作用凸显，从2022年各国央行大量购金，到国内一度出现黄金现货短缺，黄金的需求仍然强劲。

图表 46：黄金ETF持有量有待企稳回升



资料来源：世界黄金协会

图表 47：主要国家黄金储备变化情况



资料来源：世界黄金协会

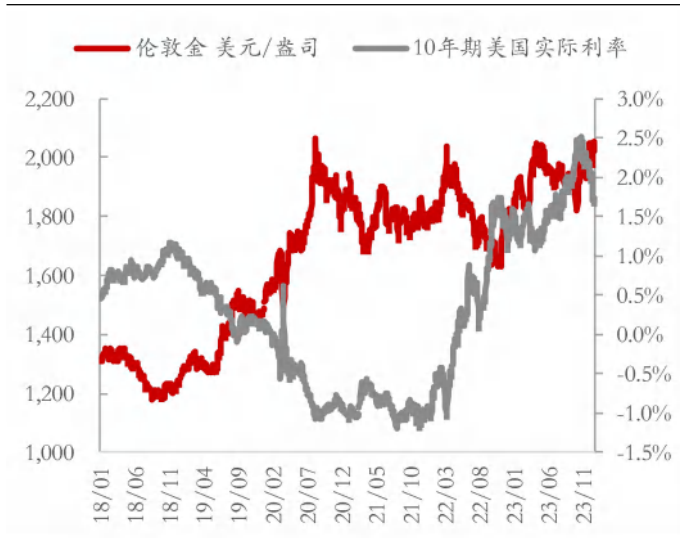
中国央行在 2022 年增持了 62.2 吨，截至 12 月最新数据在 2023 年增加了 204 吨，是最大的增持黄金的国家，波兰、新加坡紧随其后；土耳其黄金储备减少最多，接近 100 吨，全球央行净购金的状态预计延续。

2022-2023 年海外市场由于经济复苏以及利率水平高，黄金配置的程度偏低，SPDR 黄金 ETF 持有量已经从 2020 年峰值的 1300 吨左右回落至 880 吨附近，资金流入高息资产，2023 年美国 and 欧洲的黄金 ETF 持有量较上年分别减少了 93 吨和 155 吨，亚洲则增加了 16 吨，主要是中国黄金 ETF 需求的增加所致。2024 年随着美联储、欧央行、英国央行陆续开启降息周期，海外名义利率和实际利率中枢都将下降，黄金配置吸引力将提升，海外黄金 ETF 持有量止跌回升，配置资金的流入将对金价构成支撑。

#### 4、投资建议：黄金开启新的上涨周期

2024 年黄金有望延续 2023 年的亮眼表现，真正突破 2100 美元/盎司附近的枷锁，开启新的上涨周期，欧美经济下行压力愈加明显，市场将继续围绕美联储的降息幅度和节奏展开交易，地缘政治风险也会加大市场波动，高通胀高利率低增长又伴随黑天鹅的环境下，黄金的确定性最高，节奏更加重要。短期而言，市场对美联储的降息预期定价较为充分，再度交易的空间有限，可能会存在一定的回调压力，1900 美元/盎司预计为底部，更加看好二季度之后的黄金表现，下半年更佳，金价渐入佳境。全年上涨幅度预计 20% 左右，国际金价高点看至 2400 美元/盎司，相应地，沪金主力合约运行区间 470-580 元/克。

图表 48：预计金价突破区间高点，开启上涨周期



资料来源：Bloomberg

图表 49：沪金已然创造历史，继续看涨

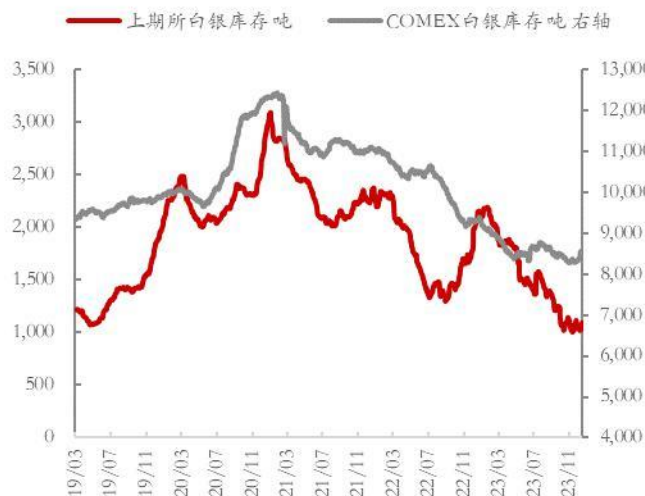


资料来源：Bloomberg



此外，在黄金上涨行情确定后，资金会流入弹性更大的白银，2023 年白银表现明显弱于黄金。实际上，自 2021 年开始，资金便开始流出白银板块，无论是期货交易所库存还是白银 ETF 持有量均呈现下降状态，投机仓位也处于较低水平，金融属性仍然是决定白银价格涨跌的决定性因素，而非工业属性，对比白银 ETF 持有量的变化与工业用银，尤其是市场热衷的光伏用银的变化量便知。预计在 2024 年货币政策环境转变后，白银也会迎来资金流入，推动白银价格上涨。

图表 50：交易所库存下降，白银价格下跌



资料来源：Bloomberg

图表 51：投机资金流出白银



资料来源：Bloomberg

图表 52：近三年白银投资资金持续流出



资料来源：Bloomberg

图表 53：白银行情有待启动



资料来源：Bloomberg



## 5、风险提示

美国经济表现好于市场预期，实现软着陆，那么资金会选择更具成长性的股市，美联储降息节奏缓慢，宽松程度不及预期会限制黄金的上涨空间，金融市场大幅波动带来的流动性冲击将会在短期推高利率，也是黄金可能面临的回调风险。

### 期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

### 上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司,上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持以金融科技助力衍生品发展为主线,通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力,坚持市场化、国际化、集团化发展方向,朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

## 免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：[www.orientfutures.com](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)