



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD



关注海外央行货币政策边际变化， 多头思路

贵金属年报

2023/12/15

钟俊轩（宏观金融组）

☎ 0755-23375141

✉ zhongjunxuan@wkqh.cn

👤 从业资格号：F03112694

蒋文斌（宏观金融组）

👤 从业资格号：F3048844

👤 交易咨询号：Z0017196

MINMETALS
FUTURES

目录

CONTENTS



01 年度评估及策略推荐

04 美联储货币政策展望

02 美联储超预期紧缩

05 央行购金与产业驱动因素

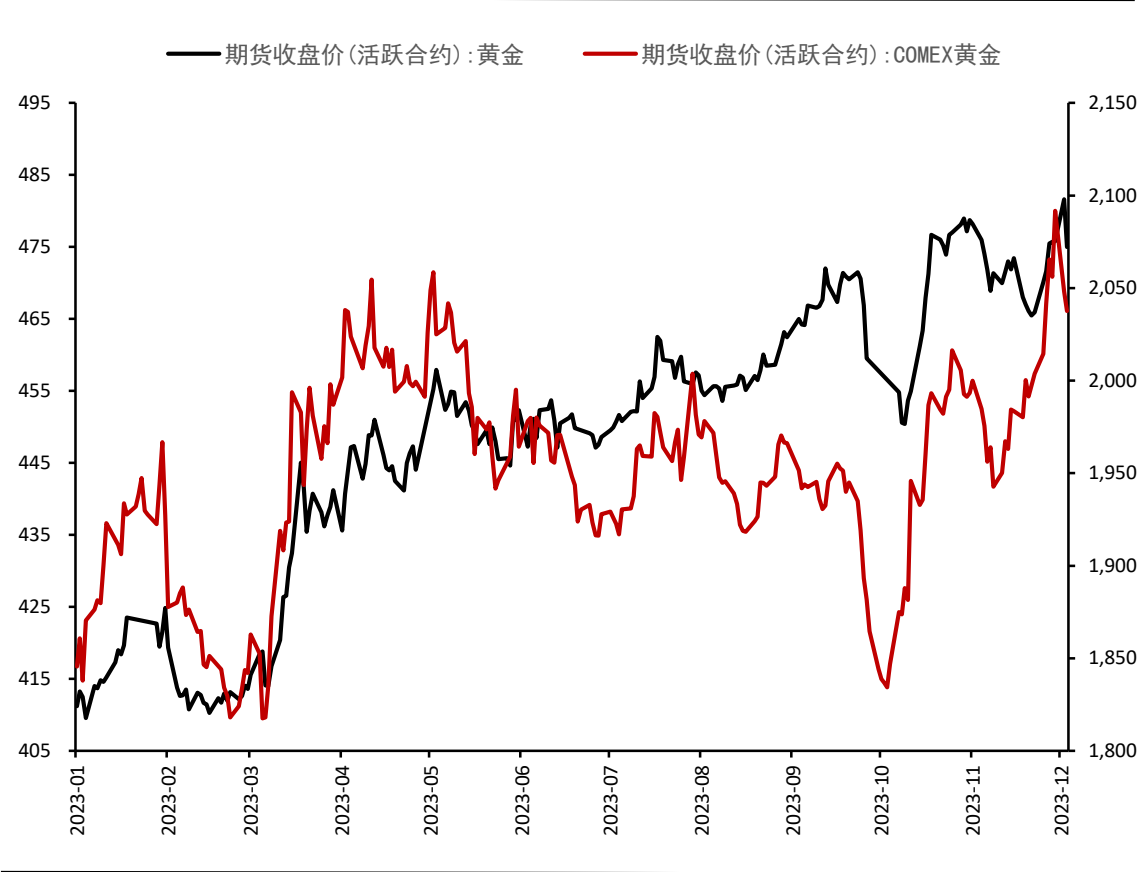
03 海外经济形势回顾及展望

01

年度评估及策略推荐

2023年黄金行情回顾

图1： 沪金与COMEX金价格（元/克；美元/盎司：右轴）

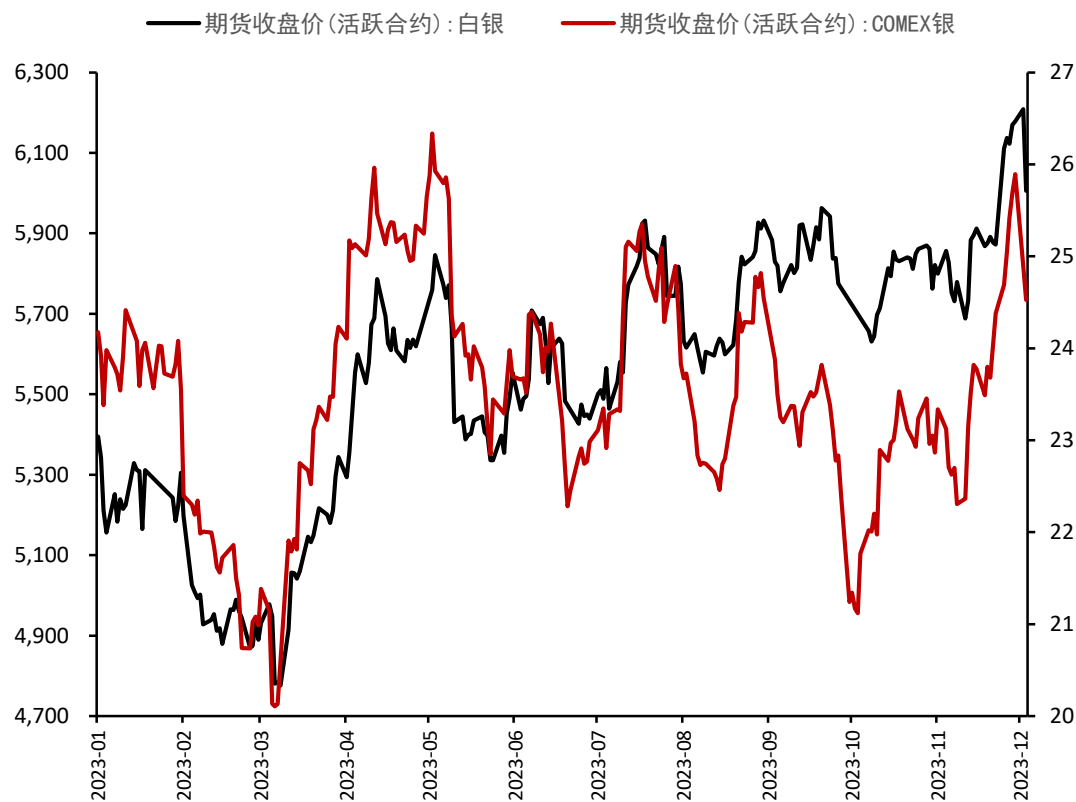


资料来源： WIND、五矿期货研究中心

- ◆ 2023年内外盘金价录得上涨，回顾全年宏观经济事件：年初，市场预期美联储货币政策将在2023年下半年出现边际宽松，联储政策利率将会在达到4.9%后在下半年回落50个基点，引致黄金在年初出现上涨行情。
- ◆ 但在2月3日发布的极其强劲的非农就业数据令市场预期转向，美国1月非农就业人口变动数为51.7万人，大幅高于预期的18.9万人和前值的26万人，数据显示美国劳动力市场仍十分火热。COMEX黄金价格由2月1日的1967美元/盎司下降至3月8日的1818美元/盎司。
- ◆ 3月8日，硅谷银行危机爆发，引发了波及欧美整体的银行业危机。同时，上半年美国出现债务上限危机。受到欧美风险事件的影响，黄金避险价值充分体现，内外盘黄金价格出现较大幅度的上涨。COMEX金价格由3月8日的1818美元/盎司上涨至5月4日高位的2058美元/盎司。此后，美国经济数据仍具韧性，COMEX金价表现整体偏弱。
- ◆ 美联储九月份议息会议所发布的经济预期和点阵图偏鹰派，引致9月21日后黄金价格出现较大幅度的下跌。沪金价格由9月20日的471元/克下跌至10月11日低位的450元/克。
- ◆ 十月上旬，巴以冲突爆发并出现愈演愈烈的态势，战争带来的贵金属避险价值再次推动贵金属价格上行，后随着巴以冲突的缓和，黄金价格有所下行。
- ◆ 十一月份发布的美国通胀数据有所缓和，叠加部分美联储官员偏鸽派的表态，十一月下旬后黄金再次迎来上涨行情。沪金价格在盘中创下485元/克的历史高价，COMEX黄金则在盘中达到2152美元/盎司的历史高点。

2023年白银行情回顾

图2： 沪银与COMEX银价格（元/千克；美元/盎司：右轴）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

- ◆ 2023年，沪银价格的波动主要集中在上半年以及11月份之后。
- ◆ 2023年二月初，美国强劲就业数据令市场预期美联储加息周期维持的时间将会更长、利率终点更高。2月3日周五公布的美国1月非农就业人口变动数为51.7万人，大超18.9万人的预期。沪银主连2月3日下跌2.04%，2月6日周一下跌3.29%，收5026元/千克。3月8日，美联储主席鲍威尔在美国国会进行汇报，证词鹰派，表明终端利率将进一步上升，鲍威尔的表态令美元指数短线走高，3月8日，沪银下跌3.4%，至4781元/千克的低位。
- ◆ 3月10日，硅谷银行宣布破产，欧美银行业危机开始，市场恐慌情绪上升。贵金属避险属性体现。同时，鲍威尔等联储官员在讲话中多次提到“银行业危机所带来的信贷紧缩对于货币紧缩的影响”，市场预期联储紧缩货币政策的放缓。沪银价格在两个月内上涨至5月5日高位的5846元/千克。
- ◆ 5月10日公布的美国4月核心CPI同比值为5.5%，表明美国通胀存在韧性。5月11日，作为2023年票委的明尼阿波利斯联储主席卡什卡利发出鹰派表态：认为通胀非常持久。5月12日沪银跌4.13%，至5431元/千克。6月1日，美联储理事杰弗逊做出表态：6月暂停加息不意味着达到利率峰值。市场预期美联储六月份议息会议暂停加息，叠加6月3日当周首次申请失业金人数超预期，白银价格此后维持上行趋势至7月中旬。
- ◆ 7-10月COMEX银受到经济数据和货币政策预期的影响总体走势偏弱，内盘受到汇率预期的影响则总体呈现震荡走势。
- ◆ 十一月发布的美国通胀数据缓和，经济数据有所偏弱，叠加部分联储官员偏鸽派的表态，白银同黄金一道在十一月下旬后迎来新一轮上涨行情。

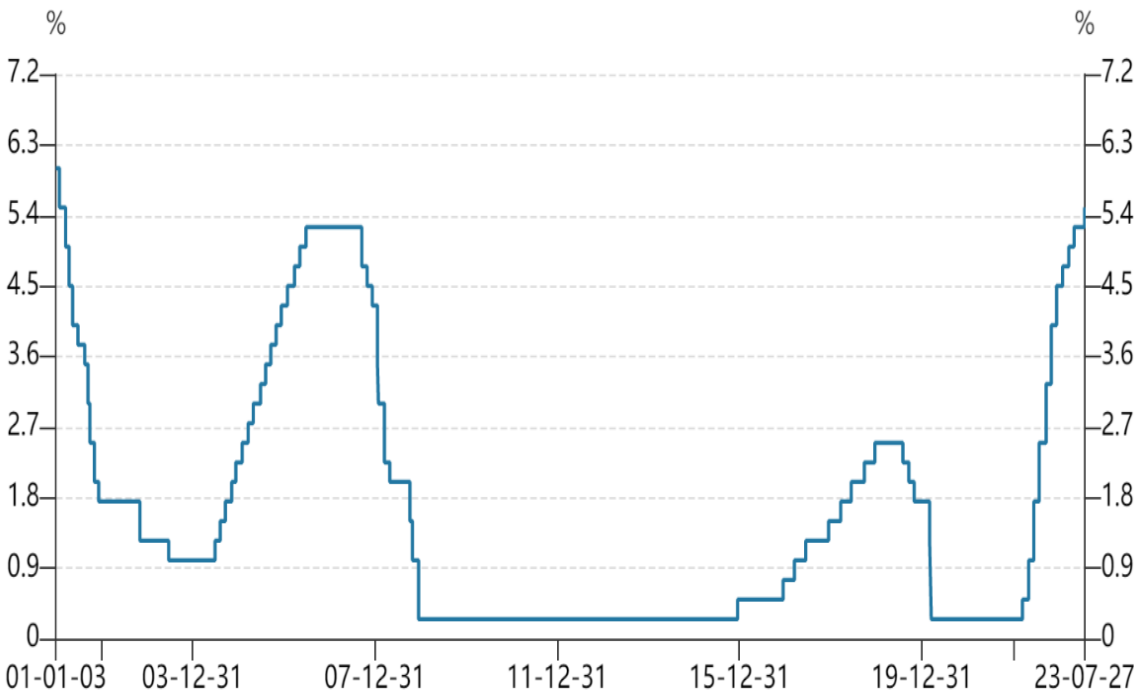
2024年贵金属：把握美联储货币政策转向节点

- ◆ **2023年美联储未如市场预期般走向宽松：**2023年初，市场预期美国经济在本年度将会出现显著衰退，美联储货币政策将在此压力下逐步走向宽松。但截至12月，美联储并未如市场预期般转向宽松。美财政部在美国经济偏火热的情况下所进行的财政刺激，令美国居民和企业端的资产负债表具备韧性，美国通胀仍高于联储政策目标、经济数据未出现较大幅度的走弱，美联储继续升息至5.25%-5.50%的利率区间。
- ◆ **2023年海外风险事件持续助推贵金属价格的强势表现：**2023年海外政治经济风险事件频发，3月初爆发的硅谷银行危机事件引发对于欧美整体银行业信用的担忧，而后美国两党就美债债务上限问题进行博弈，对美元信用形成冲击。十月，巴以冲突爆发，黄金避险价值得到充分体现，同时带动白银价格的上行。
- ◆ **美元信用的衰微是贵金属中长期多头思路的重要逻辑：**美国财政部的数据显示，截止至2023年末，美国未偿国债总额将达到33.17万亿美元，相较于2013年的16.74万亿美元增长近一倍，美国两党多次就债务上限问题产生分歧，其债务大规模的扩张对美元信用本身形成冲击。2013年以来，国际金价整体运行中枢上移。
- ◆ **2024年美联储货币政策具备转向宽松的条件：**从美联储政策目标角度出发，美国通胀水平虽仍高于联储的货币政策目标，但较2022年的高点已出现明显回落，后期能源与房租通胀的放缓将会推动美国通胀水平的整体去化；就业市场方面，今年2月份发布的超预期非农新增就业数据令市场延后美联储转向宽松的预期，但非农新增就业人数下半年表现明显弱于上半年，预计2024年美国就业市场的韧性难以持续。
- ◆ **从美国经济增长的贡献度来看，居民消费对于其经济具有重要影响。**前期美国财政针对居民端的转移支付形成了其资产负债表中的超额储蓄，这部分超储支持其居民消费具有韧性，是美国未出现显著衰退的重要原因。但在2024年，居民端的超额储蓄将逐步耗尽，部分消费先行指标在当下已经出现走弱迹象。
- ◆ **从美国财政的角度来看，高利率环境推升美债收益率，进而提升美债的利息支出规模，**美国白宫所预计的2024年美债利息支出达到7960亿美元，是加息开始前2021年的两倍以上，在本已无序的财政扩张基础上加大了其支出端的数额，高昂的美债利息支出不具持续性的。
- ◆ **美联储货币政策转向宽松将会对美债实际利率与美元指数形成利空因素，进而利好2024年金银价格的上涨，**明年对于贵金属价格应当保持多头思路，待美国显著走弱的经济数据发布抑或是美联储偏鸽派的表态出现后，策略上逢低做多为主。

02

美联储超预期紧缩

图3：联邦基金目标利率上限（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图4：9月份议息会议美联储官员对于美国经济及货币政策的预期（%）

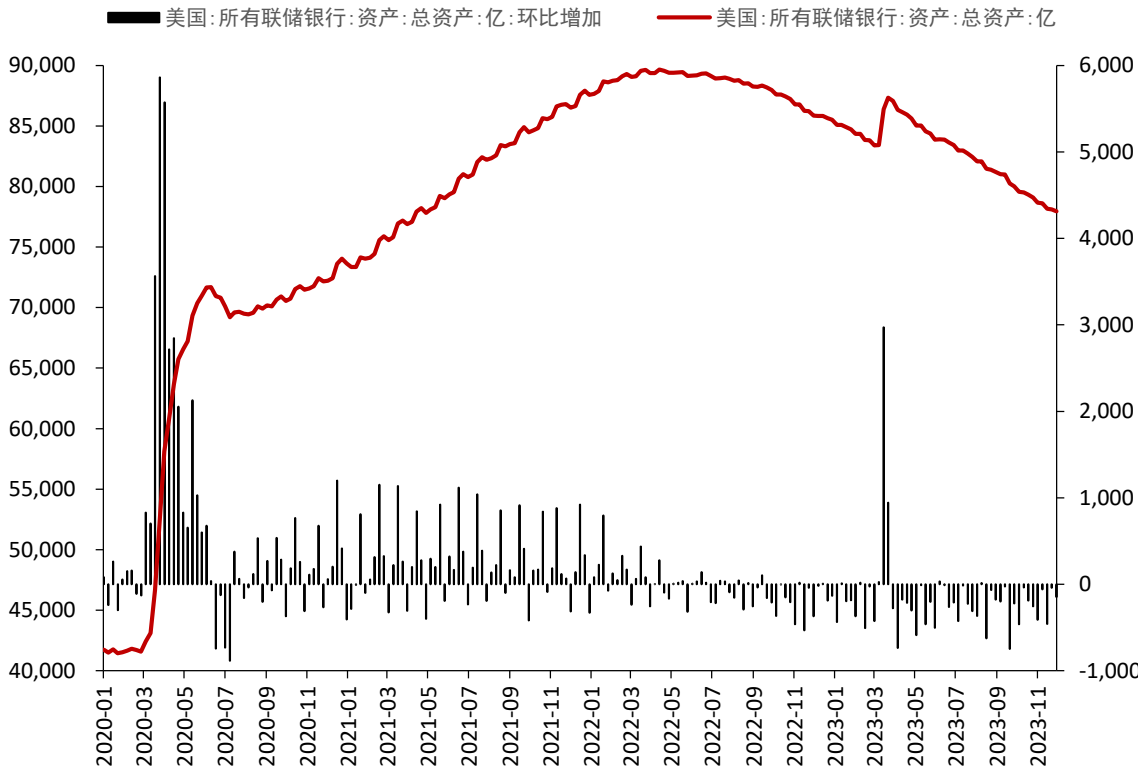
Variable	Median ¹				
	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
June projection	1.0	1.1	1.8		1.8
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
June projection	4.1	4.5	4.5		4.0
PCE inflation	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
June projection	3.2	2.5	2.1		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.7	2.6	2.3	2.0	
June projection	3.9	2.6	2.2		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5
June projection	5.6	4.6	3.4		2.5

资料来源：Fed、五矿期货研究中心

2023年年初，市场预期美联储紧缩货币政策将在今年走向末端并逐步转入降息周期，但现实并未应验。自2022年12月议息会议以来，美联储连续四次加息，联邦基金目标利率上限由4.5%上升至5.5%。

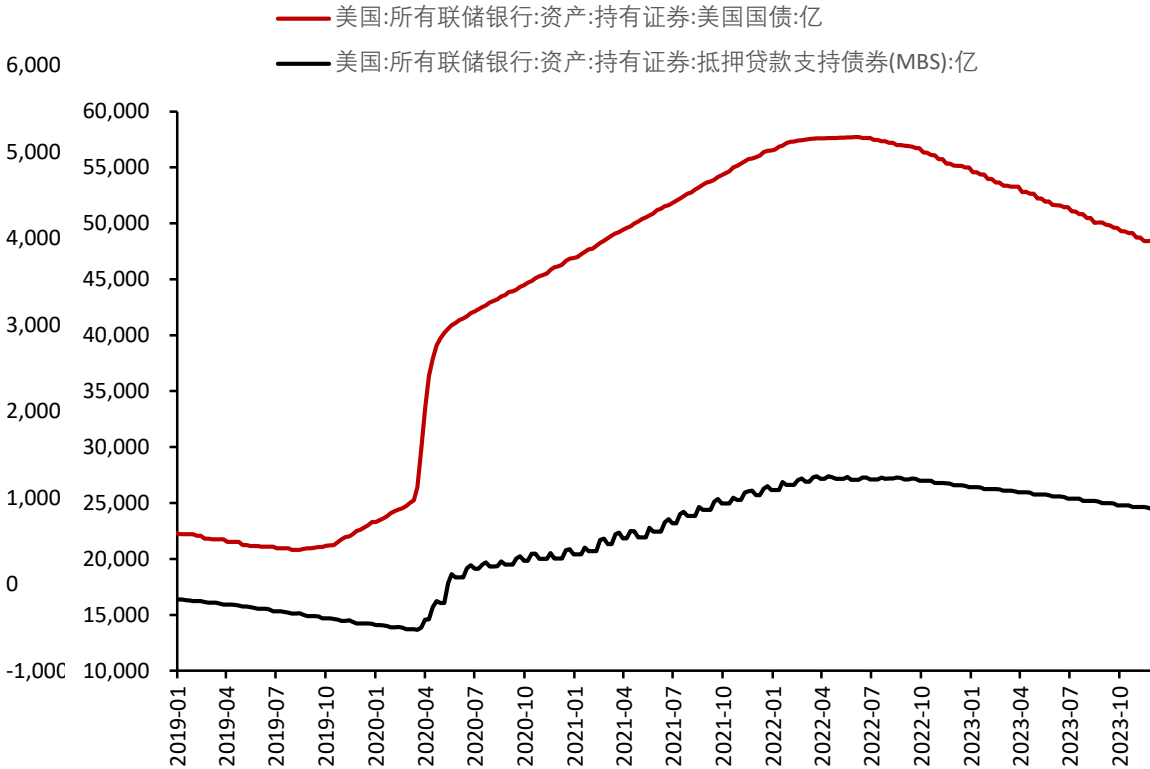
而在2023年9月联储议息会议所发表的经济展望中，联储官员上调了对于2024年政策利率的预期，由6月份的4.6%上调至5.1%。对于经济增长的预期则偏乐观，2024年美国GDP的实际增长预期由1.1%上调至1.5%。

图5：美联储资产负债表规模（亿美元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

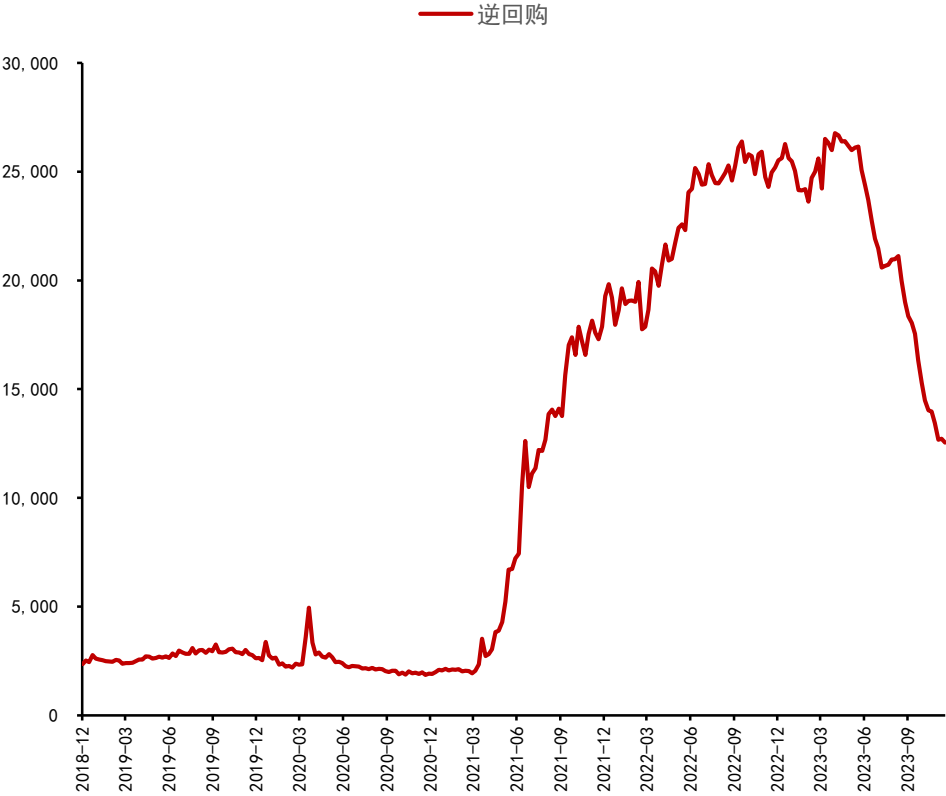
图6：美联储持有证券规模（亿美元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

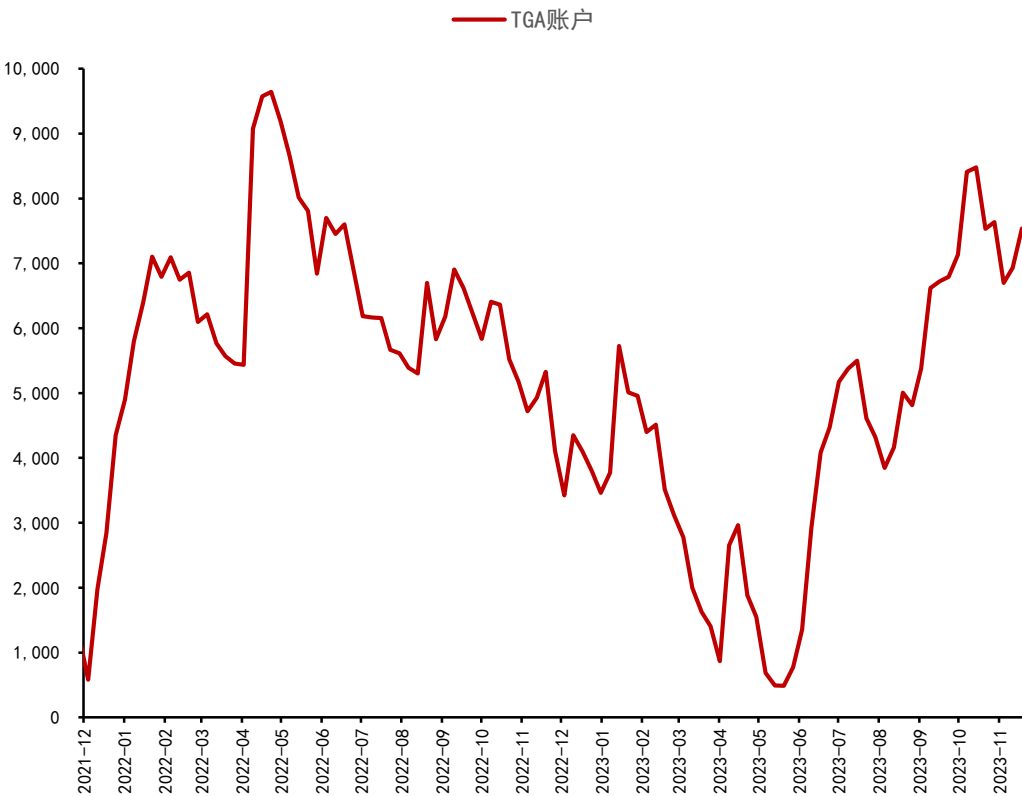
美联储紧缩货币政策周期以来，其资产负债表持续收缩，2022年11月30日至2023年11月29日，美联储资产负债表共计缩表7884亿美元，其中资产端主要的减少项目为债券的持有，其共计减持美国国债6728亿美元，资产抵押支持证券MBS 2117亿美元。

图7：美联储隔夜逆回购余额（亿美元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

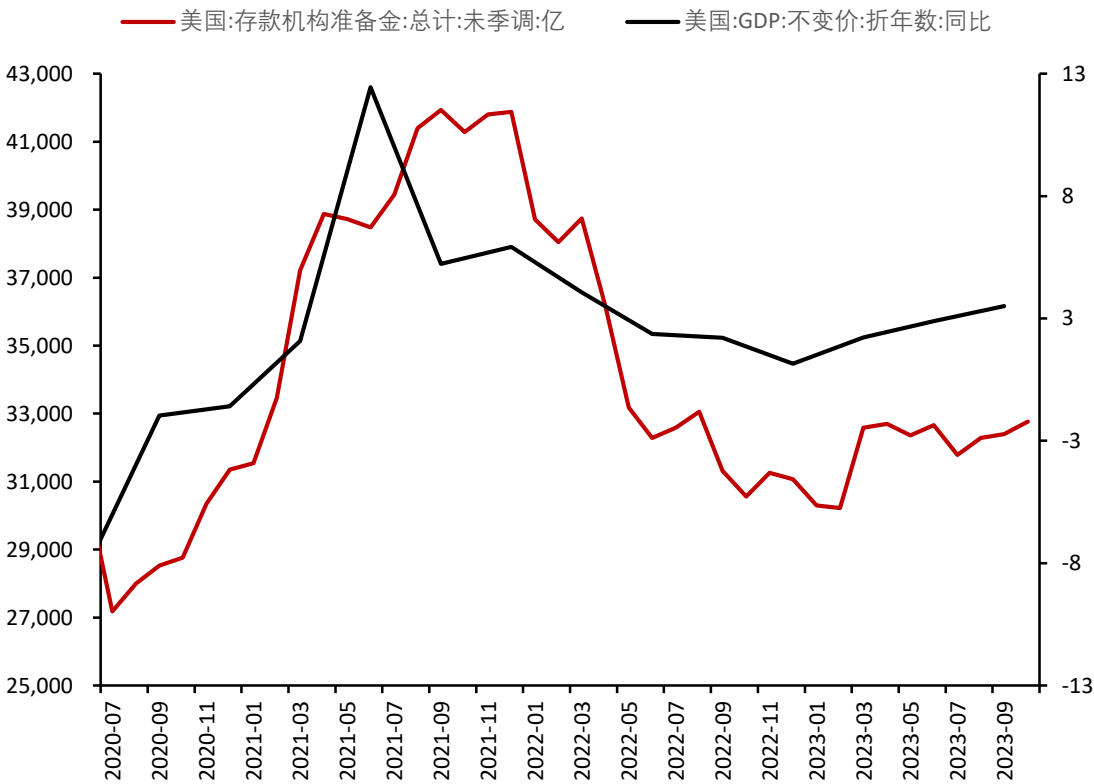
图8：美国财政部一般账户余额（亿美元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

负债端主要减少的部分是美联储的隔夜逆回购余额，在上一轮联储宽松的货币政策周期中，美联储隔夜逆回购规模出现大幅度的上升，由2021年3月的2055亿美元上升至2023年4月26日高位的2.64万亿美元。在美国债务上限危机获得解决后，隔夜逆回购规模出现快速下降，所对应的便是财政部一般账户余额在五月份之后的快速上升。

图9：美国银行准备金余额（亿美元）与美国经济同比增速（%）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

宽松货币政策周期所形成的隔夜逆回购余额对今年的美国经济具有重要的影响。存款准备金是指金融机构为保证客户提取存款和资金清算需要而准备的在中央银行的存款。存款准备金的规模水平能够从侧面反映出市场流动性水平的充裕与否。

今年对于美元流动性产生最大负面风险的便是美国债务上限事件，2023年1月19日，美国联邦政府债务触及31.4万亿美元的债务上限，美国财政部长耶伦表示将采用非常规措施以延迟美债实际违约日的到来。此后，美国财政部开始消耗财政部一般账户（TGA）的余额。TGA账户余额由2023年1月25日的5726亿美元下降至此后的5月31日当周的485亿美元。

债务上限问题得到解决后，财政部需要发行美国国债以重建TGA账户余额，市场普遍预计新发行美债将会对市场流动性形成收缩风险，进而对美股形成负面影响，但这一预期未实际发生，主要的影响因素便是总量高企的隔夜逆回购余额填补了这一部分流动性需求。

此后，财政部一般账户规模上升，由5月31号低位的485亿美元，上升至10月25日高位的8477亿美元。同期隔夜逆回购规模从2.62万亿下降至1.4万亿美元，有力地支撑了美元流动性。可以观察到，存款准备金余额在这一时期保持相对稳定，侧面支持了美国整体经济增长情况。

美联储资产负债表持续收缩

图10：美联储资产负债表分项（亿美元）

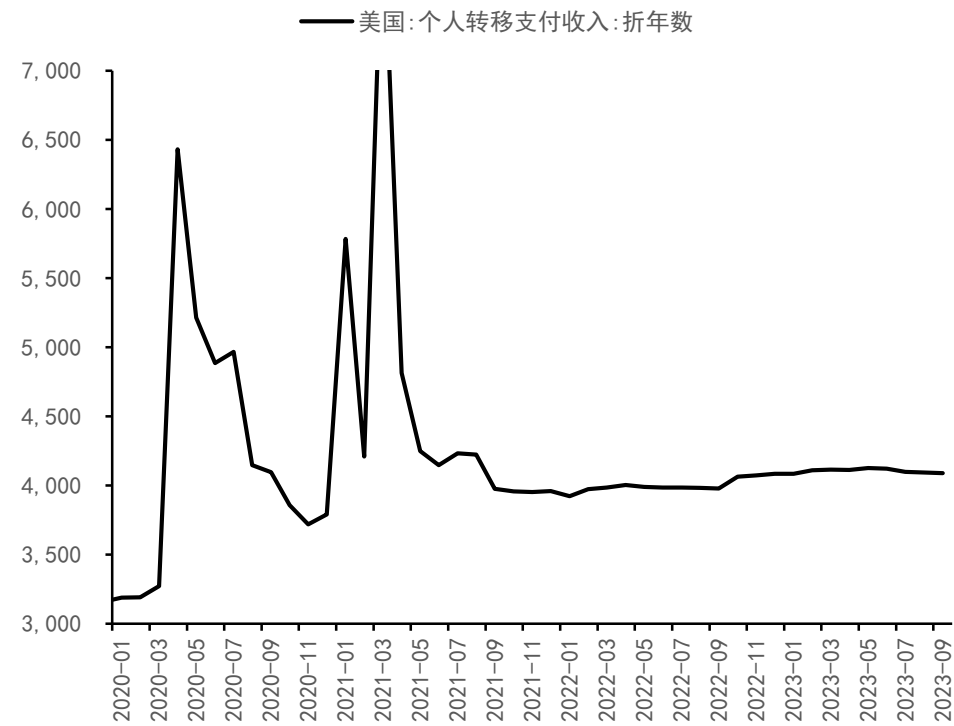
2022. 11. 30-2023. 11. 29美联储资产负债表变化（单位：亿美元）							
资产端	2023-11-29	2022-11-30	变化情况	负债端	2023-11-29	2022-11-30	变化情况
黄金证券账户	110.37	110.37	0.00	联储票据、联储银行持有净额	22,818.74	22,476.56	342.18
特别提款权账户	52.00	52.00	0.00	逆向回购协议	12,541.56	24,965.06	-12,423.50
硬币	14.06	11.59	2.47	存款	43,161.19	37,853.80	5,307.39
持有证券、未摊销证券溢价和折扣、回购协议和贷款	77,017.41	84,890.74	-7873.33	存款机构其他存款（准备金）	33,953.96	30,522.35	3,431.61
持有证券	72,925.56	81,770.87	-8845.31	美国财政部一般账户（TGA）	7,535.70	5,327.91	2,207.79
持有证券：美国国债	48,431.74	55,159.84	-6728.10	外国官方	96.90	74.37	22.53
国债：短期	2,312.66	2,960.59	-647.93	其他存款	1,574.63	1,929.18	-354.55
国债：通胀补偿	1,140.51	1,009.54	130.97	延迟入账现金项目	8.58	11.75	-3.17
国债：中长期名义	41,324.51	47,415.53	-6091.02	财政部门对信贷部门的援助	103.11	153.47	-50.36
国债：中长期通胀指数	3,654.05	3,774.16	-120.11	其他负债应计股息	-1,099.49	-30.74	-1,068.75
持有证券：联邦机构债券	23.47	23.47	0.00	总负债	77,533.69	85,429.91	-7,896.22
持有证券：资产抵押支持证券MBS	24,470.35	26,587.56	-2117.21				
当前持有的未摊销证券溢价	2,817.60	3,170.70	-353.10				
当前持有的未摊销证券折扣	-264.83	-274.14	9.31				
正向回购协议	0.03	0.00	0.03				
其他贷款	1,539.06	223.32	1315.74				
托收中项目	0.51	1.11	-0.60				
银行不动产	4.32	4.74	-0.42				
中央银行流动性互换	2.34	2.04	0.30				
外币计价资产	182.47	178.38	4.09				
其他联储资产	352.24	291.49	60.75				
总资产	77,961.45	85,845.76	-7884.31				

资料来源： WIND、五矿期货研究中心

03

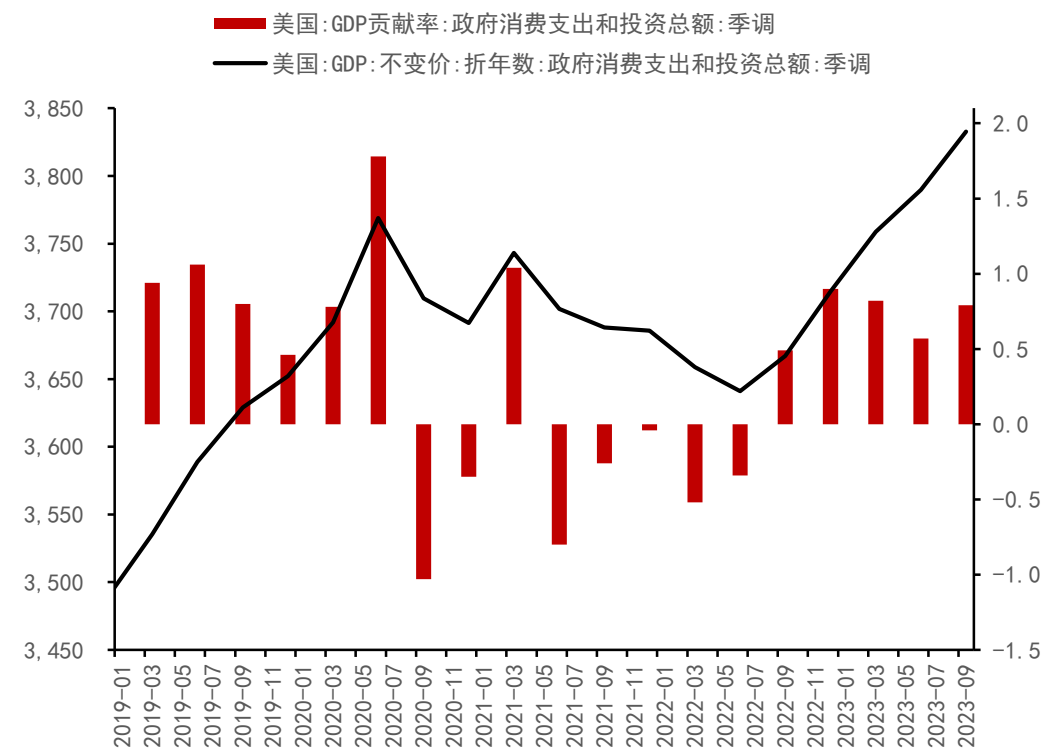
海外经济形势回顾及展望

图11：美国个人转移支付收入折年数（十亿美元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

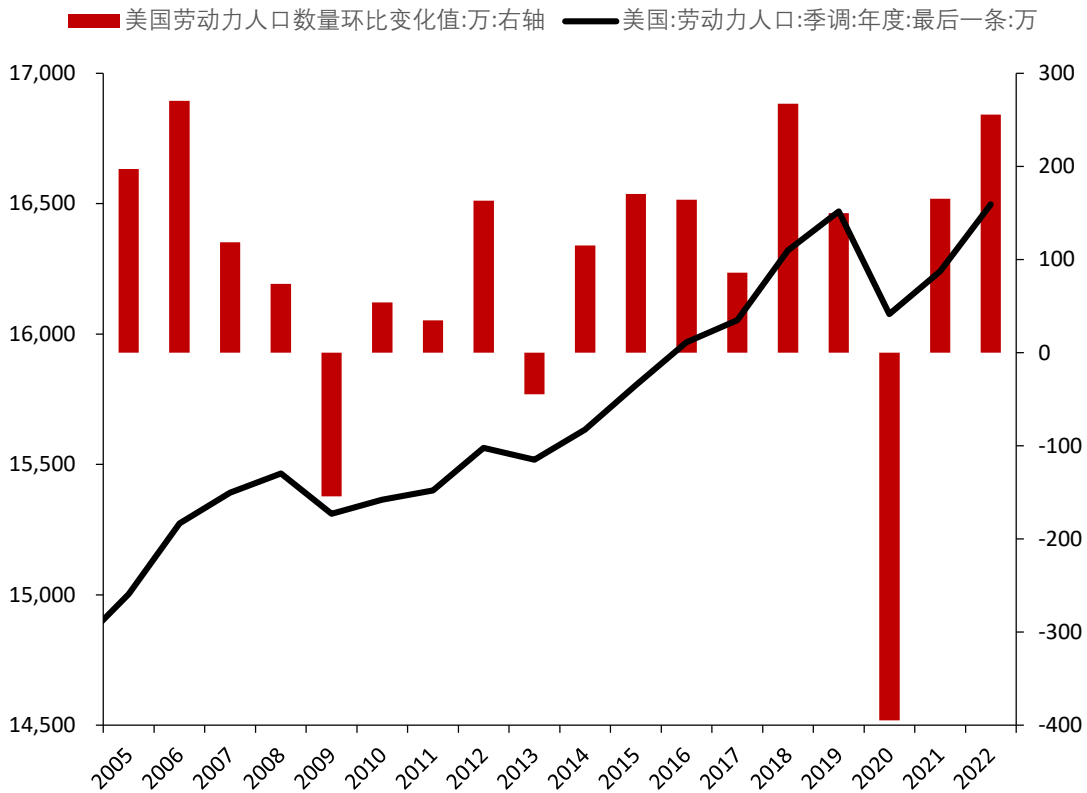
图12：美国政府消费支出和投资总额（十亿美元）及其GDP贡献率（右轴：%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

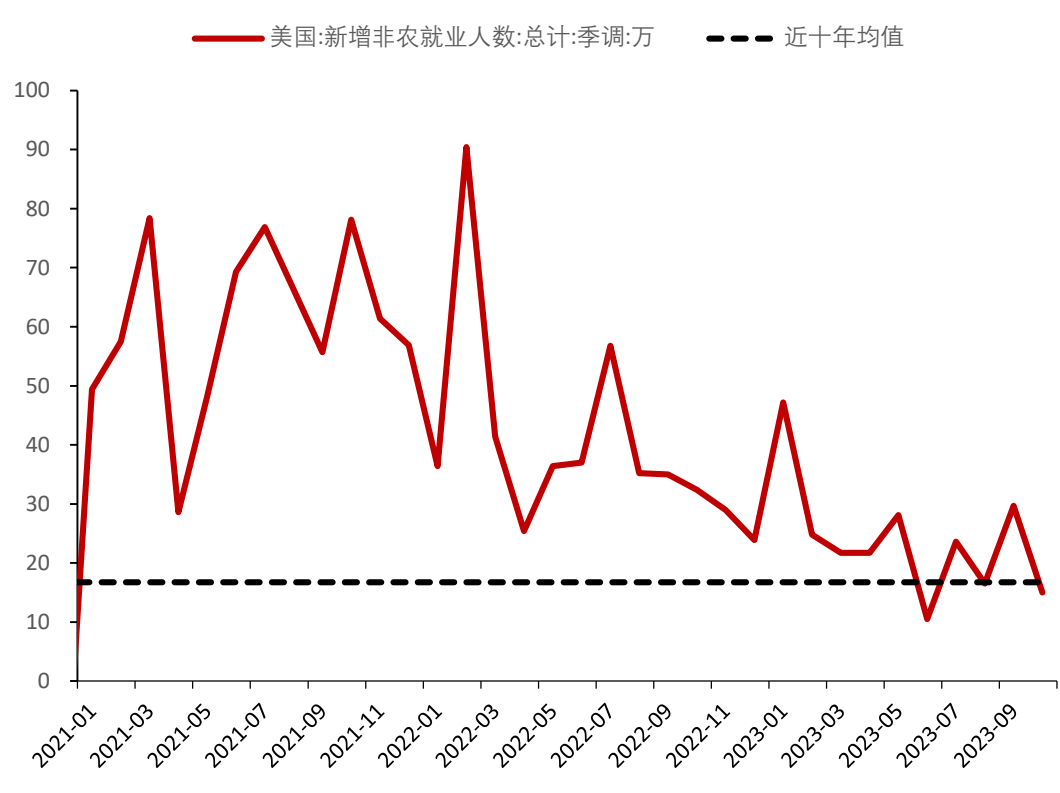
新冠疫情发生后，美国在执行宽松货币政策的同时也在推行扩张性的财政政策，拜登政府所推出的《美国救助计划法案》等政策共计为居民提供2万亿以上的转移支付规模，令居民资产负债表的资产端形成一定规模的超额储蓄，支撑了居民消费。对居民端的转移支付在2021年下半年开始有所放缓，对于企业部门的转移支付随之开始，《芯片法案》等政策文件在推行逆全球化的同时也充实了企业部门的资产负债表。总体而言，疫情后美国扩张性的财政政策维系了居民和企业的资产负债表，令2022年市场预期的美国经济“硬着陆”情景暂未出现。

图13：美国劳动力人口数量及环比变化值（万人）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图14：美国新增非农就业人数及近十年均值（万人）

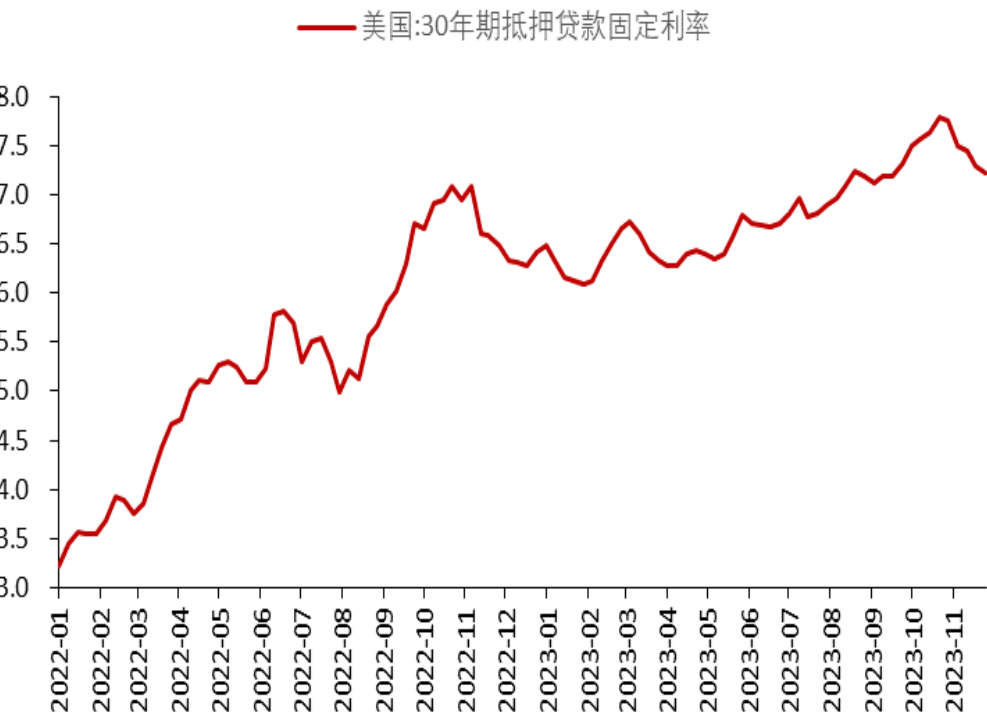


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

美联储将通胀及失业率作为其政策目标，2023年加息周期以来，美国劳动力市场维持相对韧性，重要原因在于疫情后的劳动力回归。新冠疫情发生后，美国疫情控制不力，受到长新冠以及美国财政对居民端转移支付的影响。2020年美国劳动力人口数下降幅度达394.7万人。随着美国财政对居民端转移支付的退坡，这部分人口重回劳动力市场，助推美国劳动力市场的火热。2023年美国新增非农就业人数总体在近十年均值之上，但在下半年有所走弱。

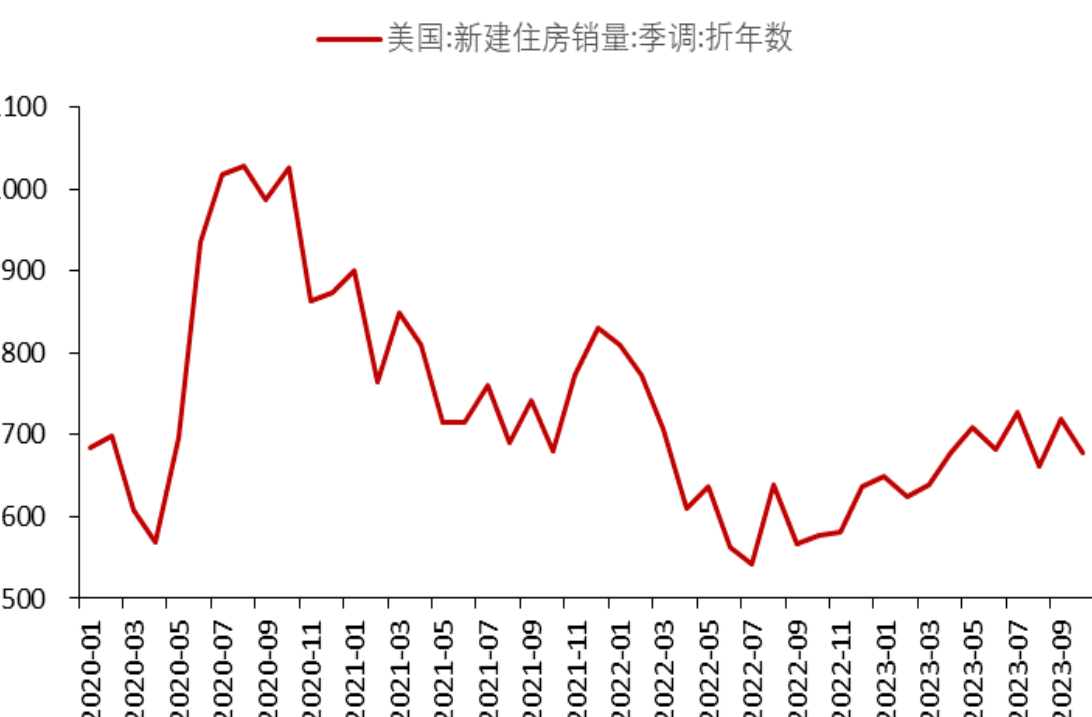
美国房地产市场虽有韧性，却已出现走弱迹象

图15：美国三十七年期抵押贷款固定利率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图16：美国新建住房销售数（折年数：千套）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

美联储紧缩周期以来，联邦基金目标利率区间上移，高利率水平令美国房贷利率持续上升，截止至11月30日，美国三十七年期房贷利率为7.22%，相比于2022年3月的4.4%出现较大幅度的上行。高利率对于美国住房市场的影响是逐步显现的，现有的在较低利率时段所签订的住房抵押贷款令居民所承受的实际贷款利率在一段时间内并未随着联邦基金利率的升高而快速上升，但随着加息周期开始之后所购买新建住宅数量的增加，较高的长期利率开始逐步显现在实际的抵押贷款市场中，进而令美国的新房销售市场有所走弱。

美国房地产市场虽有韧性，却已出现走弱迹象

图17：美国成屋销售折年数（万套）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图18：美国成屋库存量（万套）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

与此同时，美国成屋销售市场也在10月份呈现偏弱走势，美国10月成屋销售年化数为379万户，低于预期的390万户和前值的395万户。美国10月成屋销售年化环比值为-4.1%，大幅低于预期的-1.5%和前值的-2.2%。与此同时，全美地产经纪商协会发布的数据显示，美国成屋库存量不断上升，2023年10月美国成屋库存量为115万套，较年初1月份的98万套有所增加。

判断美国经济走向的关键：居民消费

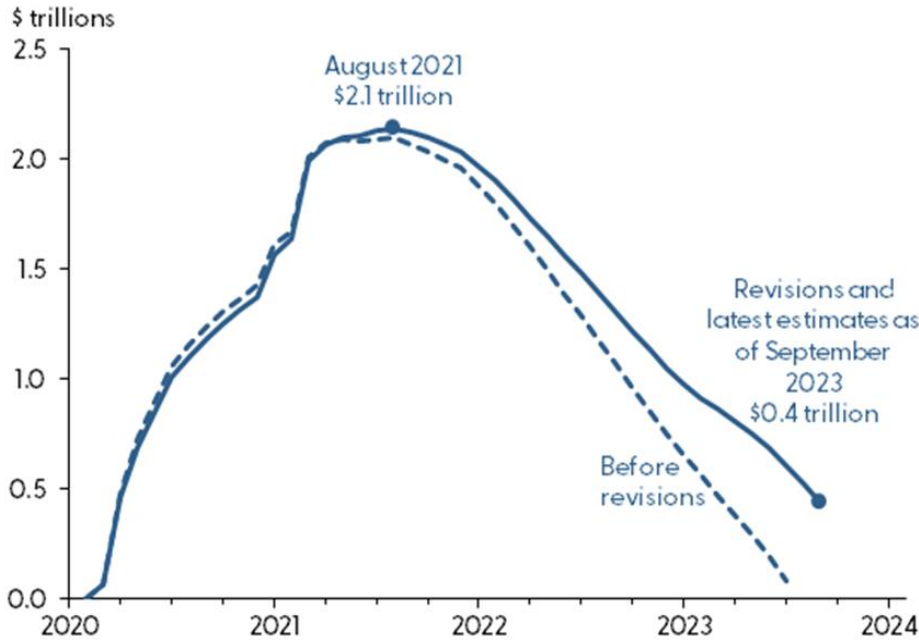
图19：美国GDP增长贡献度占比（%）

%	GDP占比	2022 Q4	2022 Q1	2023 Q2	2023 Q3
GDP增长	100	2.6	2.2	2.1	4.9
个人消费支出	67.8	0.79	2.54	0.55	2.69
商品	22.6	-0.01	1.14	0.11	1.08
服务	45.3	0.8	1.4	0.44	1.62
国内私人投资总额	17.7	0.62	-1.69	0.9	1.47
固定投资	17.4	-0.99	0.53	0.9	0.15
非住宅	13.5	0.24	0.76	0.98	0
住宅	3.9	-1.23	-0.22	-0.09	0.15
私人存货变动	0.4	1.61	-2.22	0	1.32
商品和服务净出口	-2.8	0.26	0.58	0.04	-0.08
政府消费支出和投资总额	17.3	0.9	0.82	0.57	0.79

资料来源：BEA、五矿期货研究中心

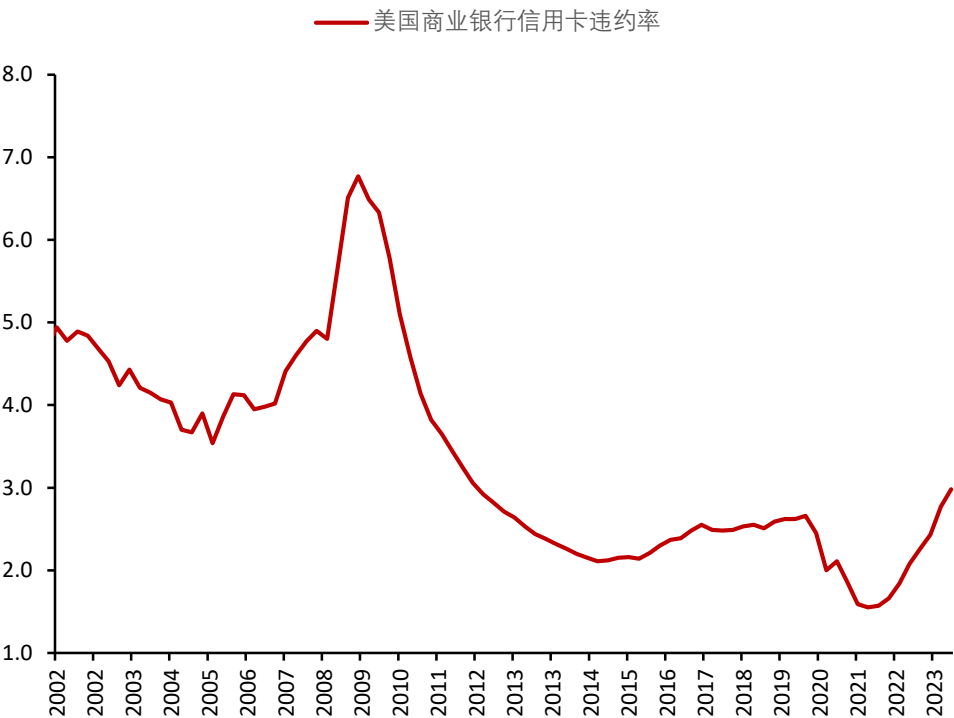
美国经济分析局所发布的数据显示，个人消费支出对于美国GDP增长的贡献率达到68%。因此，判断美国后续经济走势，需要重点关注其居民消费数据的边际变化情况。疫情后，美国对于居民端以及企业端都进行了一定程度的转移支付。向居民端的转移支付形成了居民资产负债表中的超额储蓄，是支持美国消费以及美国经济的重要因素。据旧金山联储估算：截止至2023年9月，居民超额储蓄余额已由2021年8月的2.1万亿美元下降至4000亿美元。

图20：美国居民超额储蓄估算（万亿美元）



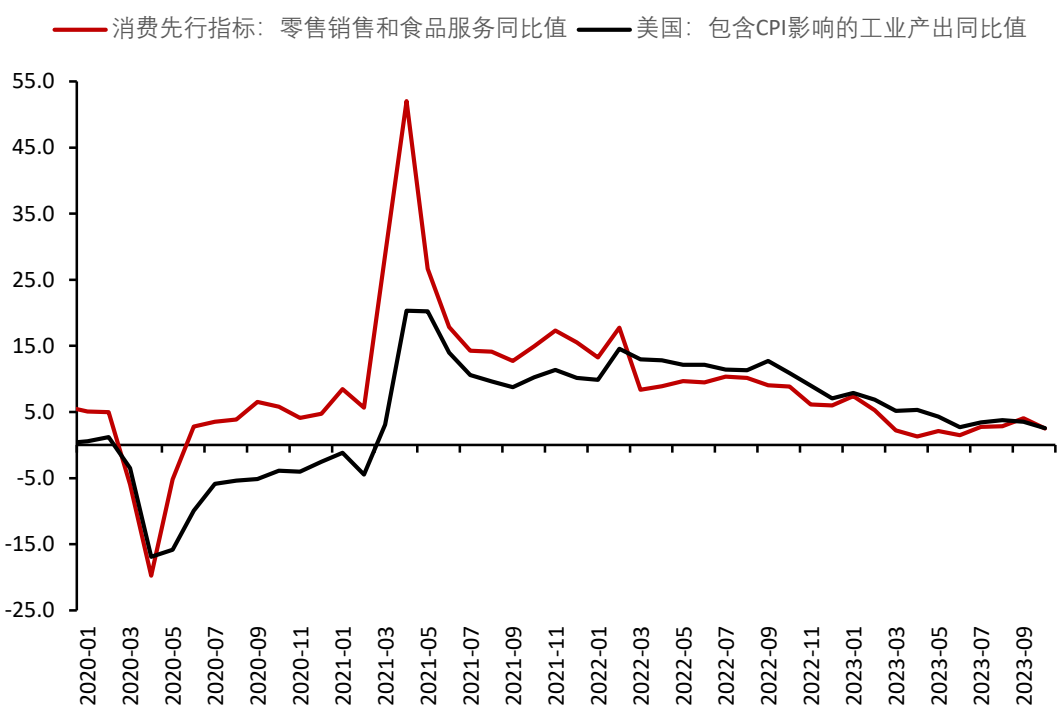
资料来源：旧金山联储、五矿期货研究中心

图21：美国信用卡违约率（%）



资料来源：FRED、五矿期货研究中心

图22：美国零售销售和食品服务同比值及包含CPI的工业产出同比值（%）



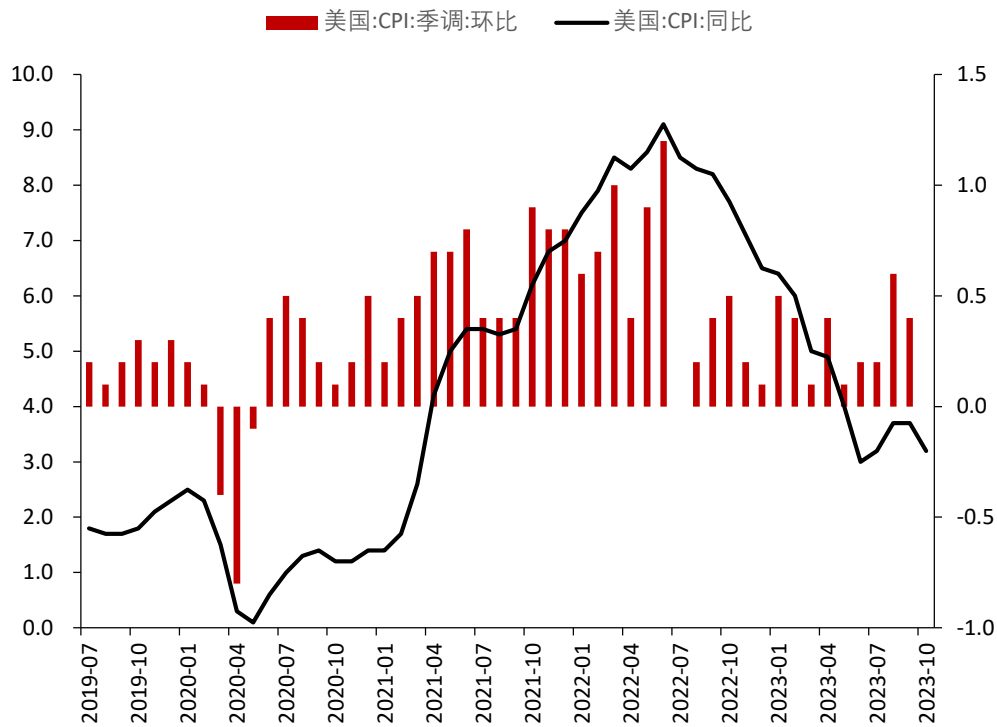
资料来源：FRED、五矿期货研究中心

美国财政对居民端的转移支付在2021年下半年逐步退坡，美国商业银行信用卡违约率也由2021年7月的1.55%上升至2023年7月份的2.98%，已经超出疫情前2019年的违约率水平。从居民消费的高频指标来看，受到转移支付退坡和美联储加息周期开始的影响，零售销售和食品服务的同比值也自2021年中下旬以来持续下行，由2022年3月的8.4%下降至2023年10月的2.5%。

04

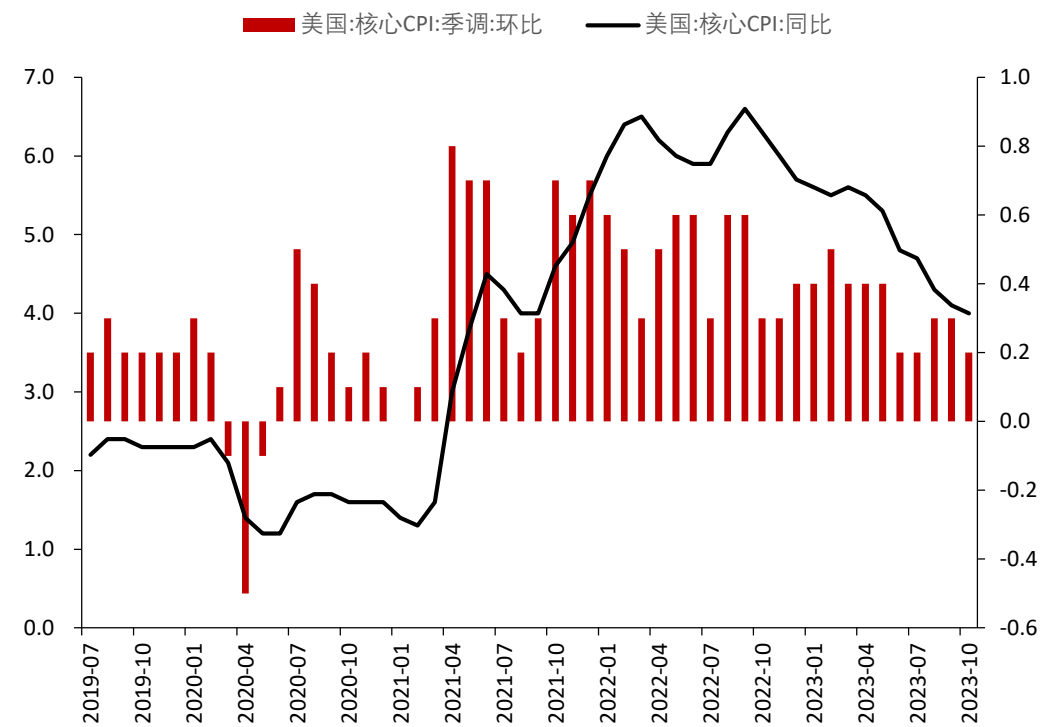
美联储货币政策展望

图23：美国CPI同比及环比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图24：美国核心CPI同比及环比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

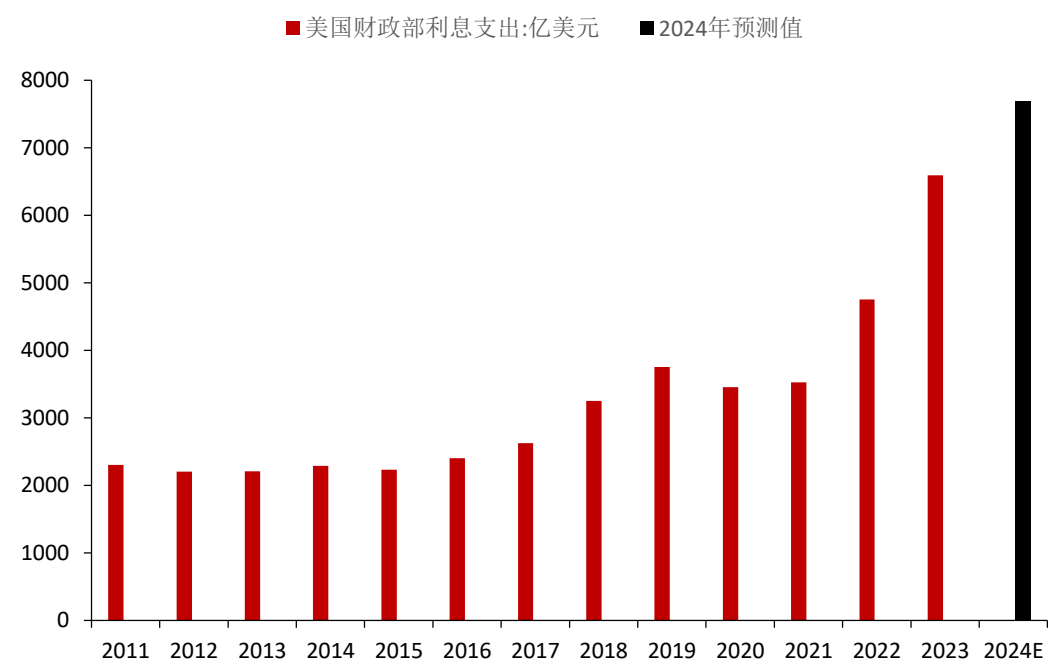
美国扩张性的货币政策和财政政策在提振居民和企业经济活动的同时，所引致的经济复苏以及流通中货币量增加推升美国的物价上行。俄乌冲突爆发后，受到能源价格的影响，欧美通货膨胀愈演愈烈，美联储和欧央行先后开启加息周期。从美国通胀数据来看，自美联储加息周期开启以来，整体CPI以及核心CPI均出现较大幅度下行：美国CPI同比值由2022年6月份的9.1%下降至2023年10月份的3.2%，美国核心CPI同比值由2022年9月份的6.6%下降至2023年10月的4%。

图25：美国财政预算（十亿美元）

	2022	2023	2024
Outlays:			
Discretionary programs:			
Defense	752	800	880
Non-defense	912	936	992
Subtotal, discretionary programs	1,664	1,736	1,872
Mandatory programs:			
Social Security	1,212	1,346	1,459
Medicare	747	821	842
Medicaid	592	608	556
Other mandatory programs	1,581	1,200	1,060
Subtotal, mandatory programs	4,133	3,975	3,916
Net interest	476	665	796
Total outlays	6,273	6,376	6,584

资料来源：美国白宫、五矿期货研究中心

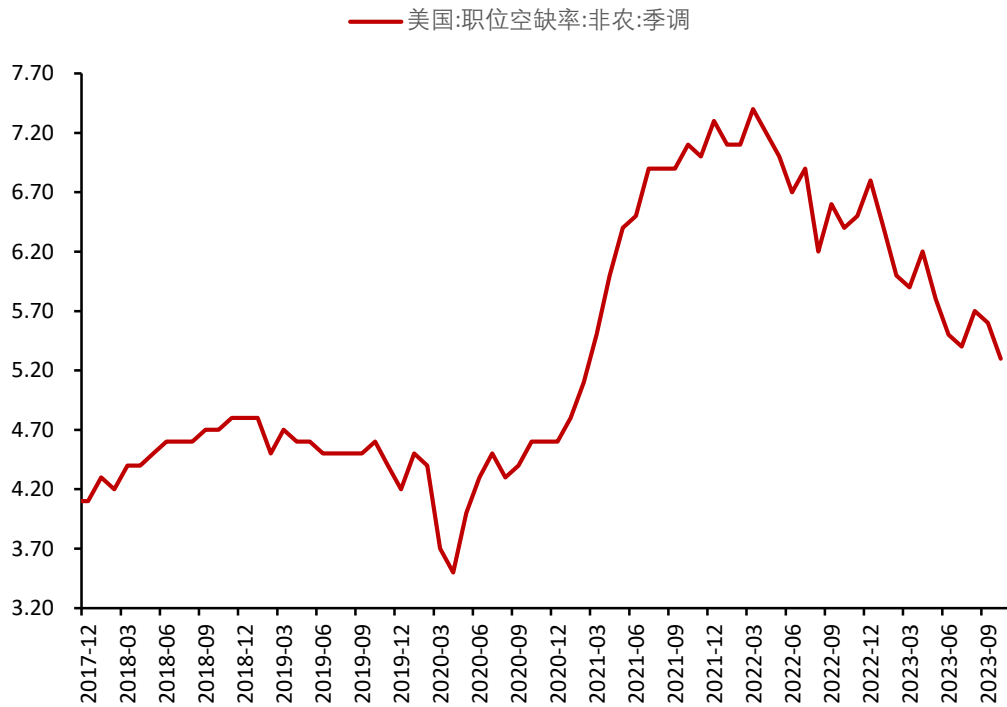
图26：美国财政部利息支出（亿美元）



资料来源：FRED、五矿期货研究中心

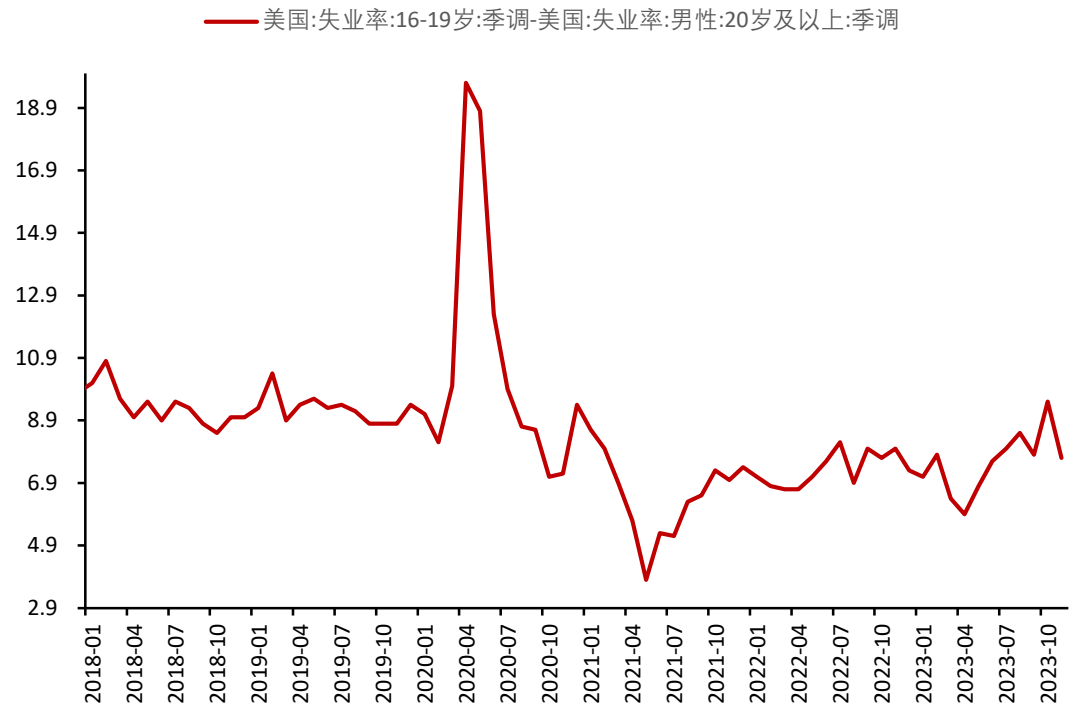
美联储紧缩货币政策提升联邦基金目标利率，也同时拉升了美债的收益率。美债收益率的抬升令美国财政部利息支出逐年升高，由2022年的4760亿美元增加值2023年的6650亿美元。根据美国白宫发布的财政预算，2024年预计美国财政部利息支出为7960亿美元，利息支出规模是疫情前2019年3752亿美元的两倍以上。利息支付成为美国财政持续扩张的重要推动因素，进而将会导致美债发行量的上升，其带来的负面因素已经在今年所爆发的美国债务上限危机中充分体现。

图27：美国职位空缺率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图28：美国16-20岁失业率-20岁以上劳动人口失业率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

财政转移支付导致美国企业资产负债表维持阶段性的健康情况，以及劳动力人口的恢复性增加是驱动其就业市场具有韧性的的重要因素。但从职位空缺率来看，总体就业市场正趋近于平衡，美国非农职位空缺率由2022年3月份的7.4%下降至2023年10月的5.3%。同时，劳动力市场的变化往往首先影响青少年就业人群，因此青少年失业率相对20岁以上劳动年龄人口的失业率往往更快地出现边际变化。今年四月份以来，16至19岁失业率减去20岁以上失业率地数值由5.9%上升至7.7%，显示出美国就业市场出现边际走弱的趋向。

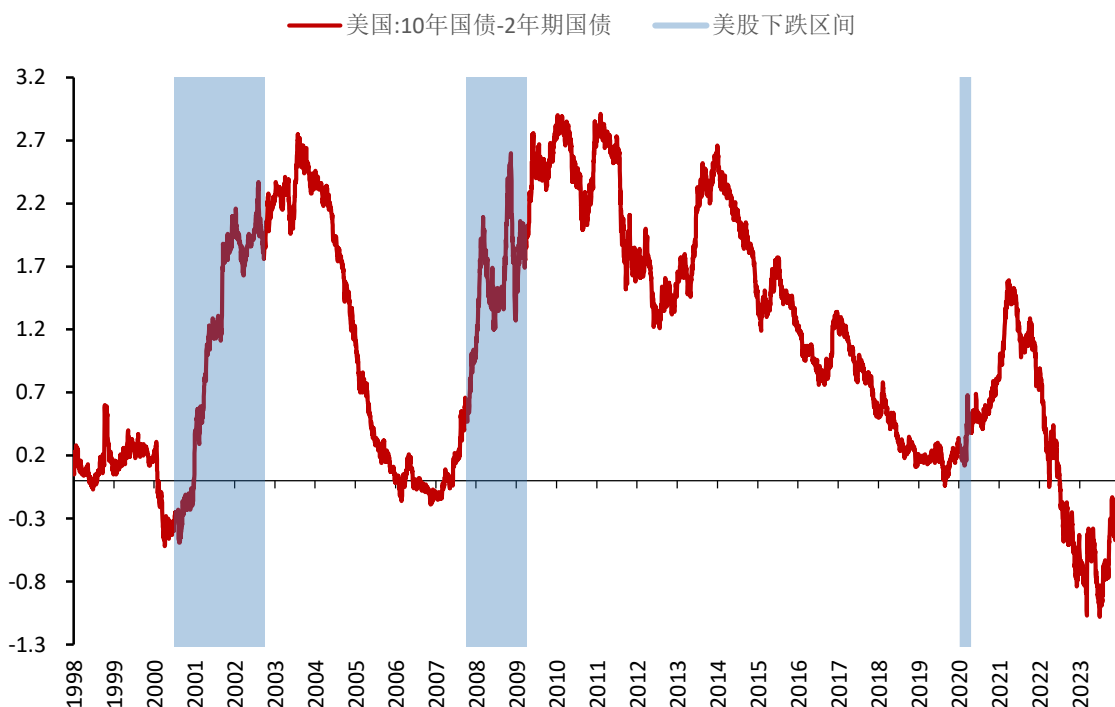
当前美联储的利率政策已处于极具限制性的水平

图29：美国长期国债平均实际利率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图30：美债收益率10Y-2Y（%）以及美股下跌区间（蓝色阴影部分）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

当前美联储利率政策已经处于十分具有限制性的水平，美国国债长期平均实际利率当前为2.13%。同时，十年期和两年期国债利率倒挂持续。两年期国债收益率代表短期利率水平，相对于十年期国债收益率而言，其受到联邦基金目标利率的影响较大。短端利率水平的高企，代表着当下时间点美联储紧缩的货币政策以及短期偏高的资金成本。十年期国债收益率则包含通胀预期与实际利率，相较于短期资金成本偏低的实际利率，代表市场对未来美国经济增长的预期走弱，十年期国债收益率低于两年期国债收益率形成倒挂，在历史上是美国经济衰退的重要先行指征，美股往往在利差倒挂修复的过程中出现熊市。

美联储货币政策将于2024年出现边际宽松

图31： CME FedWatch美联储升降息预期（2023.12.10）

CME FEDWATCH TOOL - TOTAL PROBABILITIES				
MEETING DATE	DAYS TO MEETING	EASE	NO CHANGE	HIKE
2023/12/13	3	0.00%	97.07%	2.93%
2024/1/31	52	4.01%	93.18%	2.81%
2024/3/20	101	45.01%	53.42%	1.57%
2024/5/1	143	76.76%	22.60%	0.64%
2024/6/12	185	92.66%	7.15%	0.19%
2024/7/31	234	97.54%	2.40%	0.06%
2024/9/18	283	99.22%	0.76%	0.02%
2024/11/7	333	99.65%	0.34%	0.01%
2024/12/18	374	99.90%	0.10%	0.00%

基于前述就业、通胀和居民消费等经济数据，我们认为美联储货币政策在2024年存在边际宽松的条件。根据CME利率观测器的最新数据，当前市场预期美联储在2024年5月议息会议进行降息的概率达到76.8%。

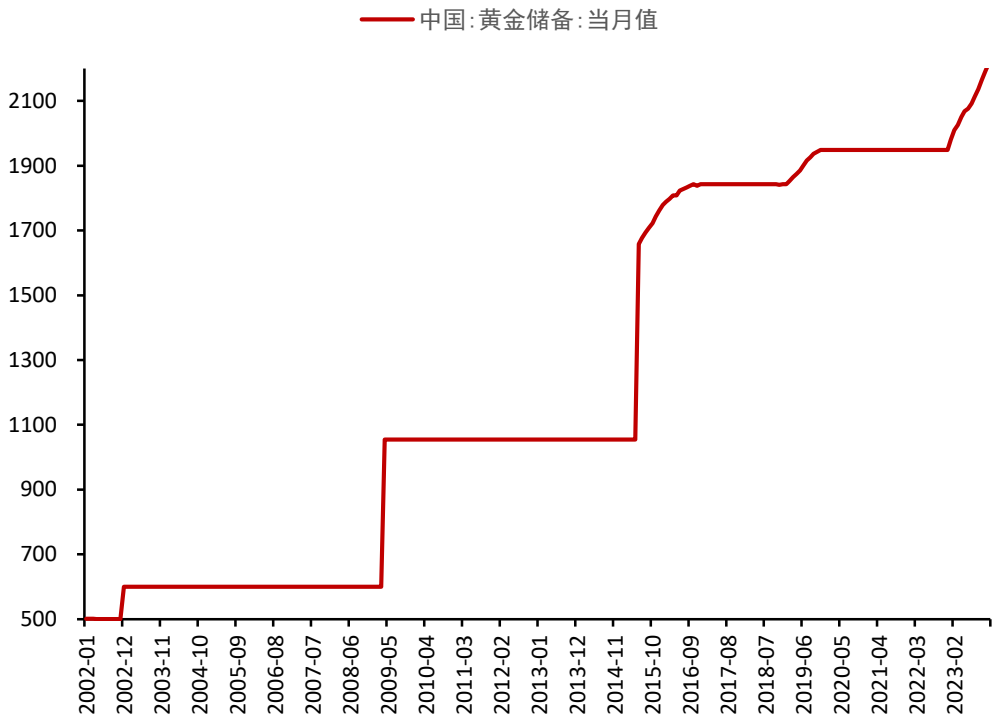
判断贵金属价格短期运行情况，应着重于美联储货币政策预期的边际变化而非其绝对预期。需要关注经济数据的变化，在宽松预期充足的情况下，美国偏强的经济数据将会对贵金属价格形成较强的短期利空影响。

资料来源： CME GROUP、五矿期货研究中心

05

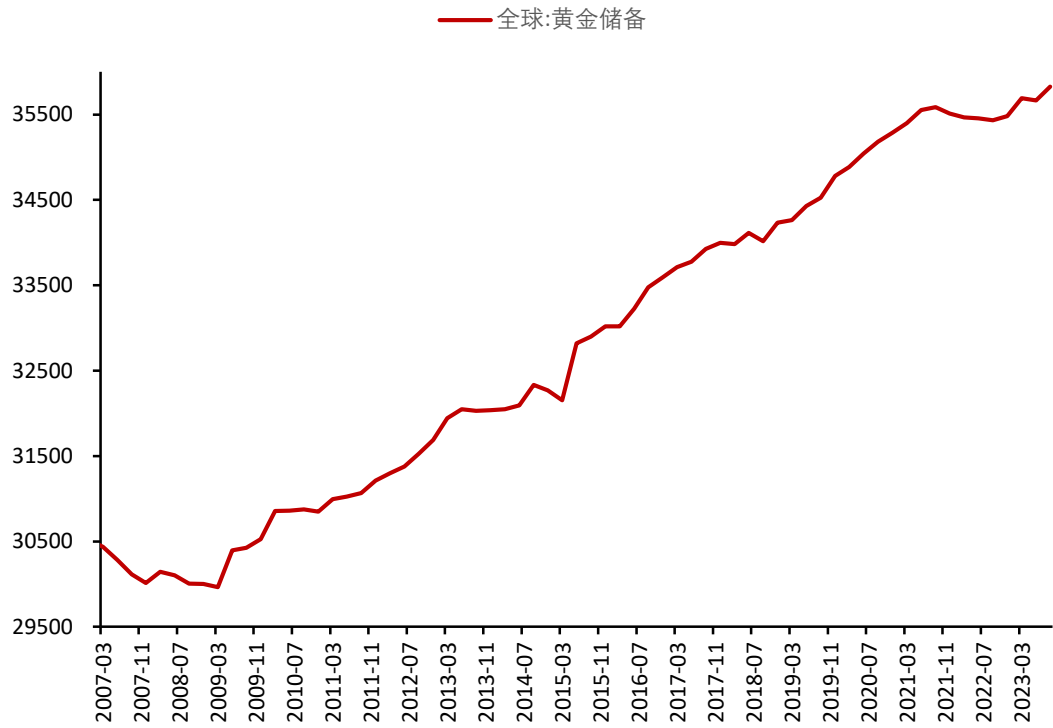
央行购金与产业驱动因素

图32：中国黄金储备（吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图33：全球央行黄金储备（吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

黄金作为重要的央行储备工具，央行购金需求也将推动黄金价格在中长期的偏强表现。截止至2023年11月的最新数据，我国央行的黄金储备量达到2191吨，较2015年5月的1054吨有较大幅度增加。全球黄金储备近年来持续增加，由2009年的一季度的的29964吨增加至2023年第三季度的35827吨。

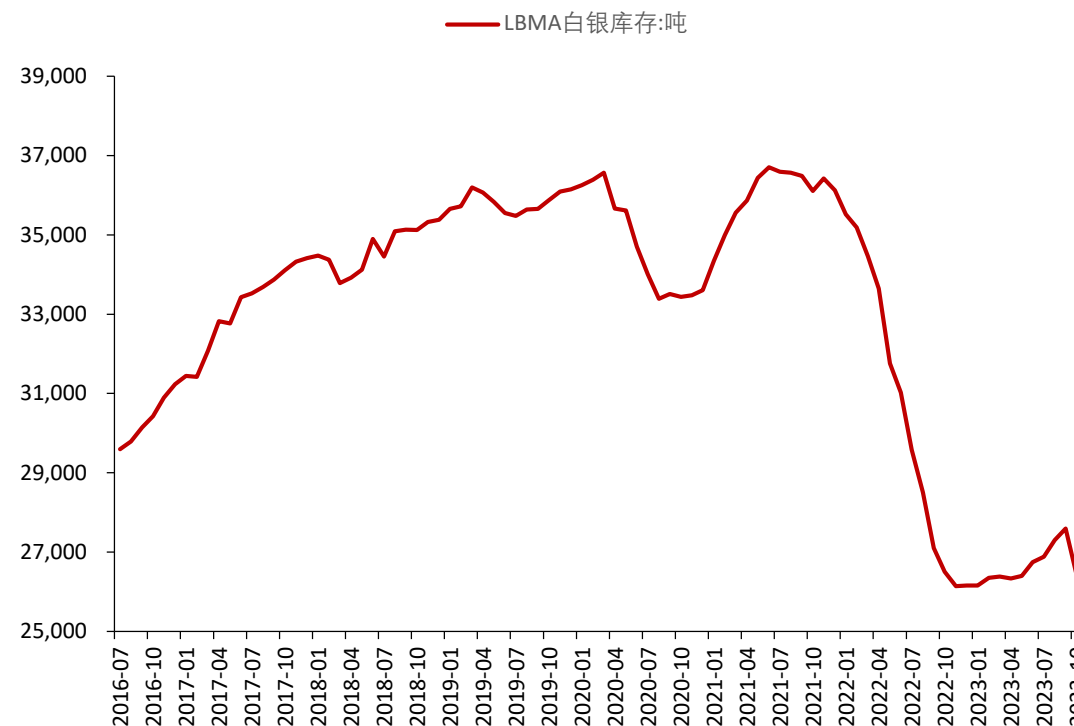
白银库存量持续下降

图34：上海金交所+上期所+COMEX白银总库存（吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

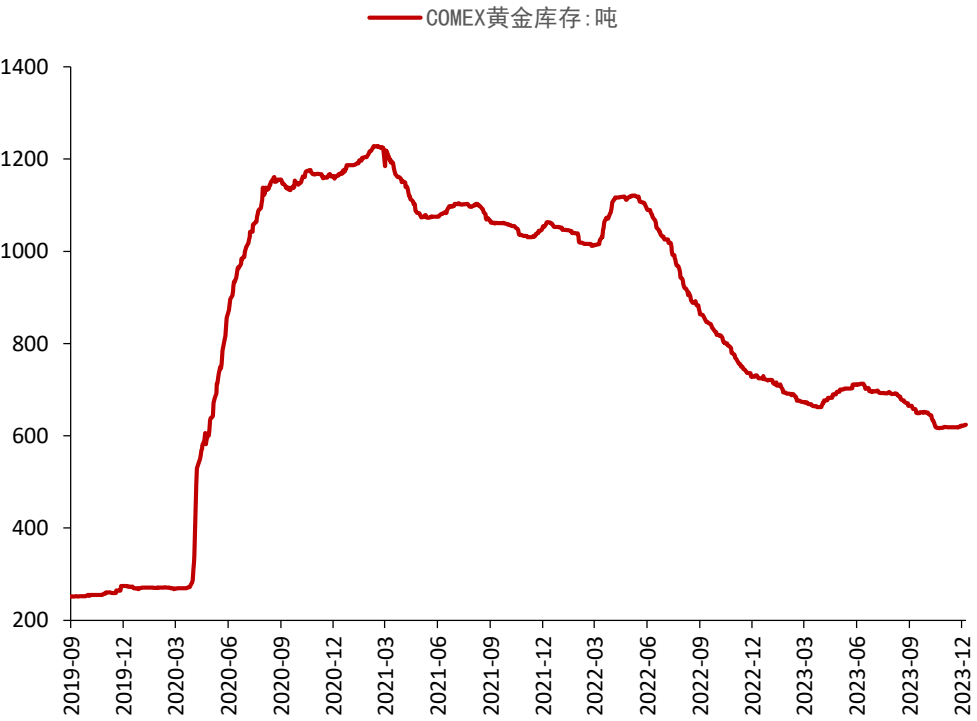
图35：LBMA白银总库存（吨）



资料来源：LBMA、五矿期货研究中心

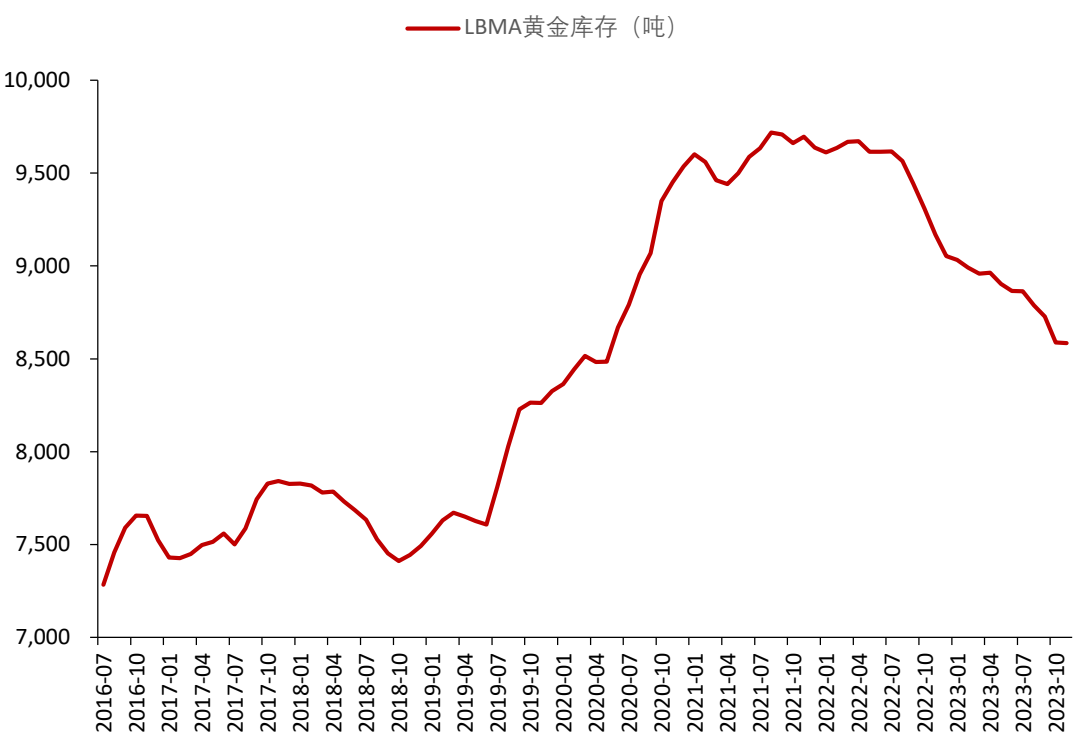
2021年以来，全球的白银库存出现较大幅度的下降，主要交易所（上海金交所、上海期货交易所以及COMEX）交易所的库存总和由2021年1月8日的19404吨下降至2023年12月1日的10832吨。LBMA白银库存则由2021年7月的36589吨减少至今年11月的26284吨。

图36：COMEX黄金总库存（吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图37：LBMA黄金总库存（吨）



资料来源：LBMA、五矿期货研究中心

主要交易所的黄金库存同样呈现下降趋势，COMEX黄金库存由2021年2月23日的1225吨下降至2023年12月7日的623.39吨。LBMA黄金库存则由2021年8月的9718.28吨下降至2023年11月的8583.85吨。

白银供小于求：光伏用银为白银带来增量需求

图38：全球白银供需平衡表（吨）

单位：吨	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Supply 供给											
Mine Production 矿产银	27433.3	27893.6	27986.9	26861.0	26447.3	26021.2	24329.1	25741.2	25579.5	26192.2	25773.2
Recycling 再生银	4989.0	4569.1	4528.7	4572.2	4618.9	4603.3	5163.2	5452.4	5617.3	5632.8	5632.8
Net Hedging Supply 净套保供给	332.8	68.4				432.3	264.4				
Net Official Sector Sales 净官方部门出售	37.3	34.2	34.2	31.1	37.3	31.1	37.3	46.7	52.9	52.9	52.3
Total Supply 总供给	32789.3	32562.2	32546.7	31467.4	31103.5	31087.9	29794.0	31243.4	31249.7	31878.0	31458.3
Demand 需求											
Industrial (total) 工业需求	13713.5	13791.3	14848.8	16027.6	15900.1	15853.4	15200.3	16428.9	17309.1	17928.0	19220.2
Electrical & Electronics 电力电子设备	8391.7	8469.5	9607.9	10565.9	10295.3	10180.2	10009.1	10917.3	11554.9	11890.9	13051.9
...of which photovoltaics 电子电力中光伏	1505.4	1682.7	2914.4	3166.3	2877.1	3041.9	3110.3	3421.4	4363.8	5010.8	6171.8
...other than photovoltaics 电子电力除光伏	6886.3	6786.8	6693.5	7399.5	7418.2	7138.2	6898.8	7495.9	7191.1	6880.1	6880.1
Brazing Alloys & Solders 焊料钎焊合金	1657.8	1586.3	1524.1	1580.1	1614.3	1626.7	1474.3	1567.6	1524.1	1549.0	1549.0
Other Industrial 其它工业需求	3664.0	3735.5	3716.9	3881.7	3990.6	4046.6	3713.8	3943.9	4230.1	4491.3	4619.3
Photography 摄影	1275.2	1188.2	1079.3	1007.8	976.6	954.9	836.7	861.6	855.3	821.1	821.1
Jewelry 珠宝	6018.5	6298.5	5881.7	6102.5	6317.1	6264.2	4681.1	5645.3	7281.3	6205.1	6205.1
Silverware 银器	1664.0	1813.3	1664.0	1847.5	2087.0	1906.6	970.4	1265.9	2286.1	1732.5	1732.5
Net Physical Investment 投资（银条银币）	8802.3	9620.3	6621.9	4845.9	5147.6	5816.4	6370.0	8522.4	10354.3	9611.0	9611.0
Net Hedging Demand 净套保需求			373.2	34.2	230.2			108.9	556.8		
Total Demand 总需求	31473.6	32711.5	30472.1	29865.6	30658.7	30792.4	28052.2	32832.8	38643.0	36297.8	37589.9
Market Balance 供需平衡	1315.7	(149.3)	2074.6	1601.8	447.9	295.5	1741.8	(1589.4)	(7393.3)	(4419.8)	(6131.5)

资料来源：世界白银协会、五矿期货研究中心测算

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

产融服务专家 财富管理平台

网址 www.wkqh.cn

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务



官方微博