

美联储货币紧缩政策退坡 或使贵金属价格先抑后扬

报告摘要:

- **行情回顾:** 俄乌战争加剧地缘政治风险, 美国生产与消费端通胀屡创新高, 投资避险与抗通胀需求支撑贵金属价格震荡上涨; 消费端通胀远远偏离长期通胀目标, 倒逼美联储连续大幅加息, 整条实际利率曲线上移令贵金属价格震荡下跌; 随着美国经济指标震荡趋弱且失业率初现上升迹象, 美联储越发担忧货币紧缩政策的累积与滞后效应, 计划最早于 2022 年 12 月放缓加息, 使贵金属价格有所反弹。
- **2023 年贵金属行情展望:** 美联储货币政策演化路径或为第一季度末美联储或停止加息, 第二季度美联储或保持高位利率, 第三季度美联储降息预期增强, 第四季度美联储或开启降息。考虑到随着通货膨胀预期震荡下降, 高位名义利率或使整条实际利率曲线转正, 进而令贵金属价格承压下降至 1650 附近, 而后随着美国经济增长放缓甚至出现“浅衰退”, 美联储降息预期增强, 将使贵金属价格重心缓慢上移。整体而言, 2023 年贵金属价格或呈现先抑后扬走势。
- **风险提示:** 美联储加息终点利率、欧美经济衰退兑现程度

分析师: 王文虎 (F03087656)

研究所

金属研究室

Tel: 010-82293558

Email: wangwenhu@swyhsc.com

相关研究

《美联储货币政策存变数 贵金属市场等待新驱动》, 期货日报
《沪镍 重心将震荡下移》, 期货日报
《铜价重心下移但难回 2020 年以前水平》, 期货日报
《低库存使铜价下跌具有抵抗性》, 期货日报
《冲突螺旋式升级间接支撑有色金属》, 期货日报
《青山做空伦镍险遭百亿美元浮亏? 但镍价终将回归产业运行逻辑》, 腾讯财经
《全球镍仍在持续去库 短期供需仍然偏紧》, 金融界
《央行降准后结构性宽松仍可期》, 金融界
《避险需求支撑趋弱, 黄金中期中心将下移》, 期货日报
《两大因素主导金价走势》, 期货日报
《有色 重心逐步下移》, 期货日报
《沪铜: 谨慎追涨》, 期货日报
《黄金 中长线配置时点仍需等待》, 期货日报

目录

一、2022 年贵金属行情回顾	3
二、美国经济增长正在放缓且衰退预期渐趋增强	4
三、消费端通胀预期震荡下降促美联储加息退坡	7
四、海外金银投资基金持仓量减速放缓	10
五、2023 年贵金属行情展望	11

一、2022 年贵金属行情回顾

2022 年贵金属价格整体呈现先涨后跌再涨。随着俄罗斯与乌克兰冲突加剧并爆发战争，投资者避险情绪推动贵金属价格震荡上涨，全年最高点出现在 3 月初；此后美联储为了抑制美国屡创新高的生产与消费端通胀而连续大幅加息，使黄金价格震荡下跌。截止 11 月 15 日，COMEX 黄金收盘价为 1782.2 美元/盎司，较最高点下跌超过 14%；COMEX 白银收盘价为 21.63 美元/盎司，较最高点下跌超过 21%。此外，2022 年美元兑人民币汇率震荡上涨，使国内贵金属价格表现出较强抗跌性，沪金主力合约收盘价为 404.96 元/克，较最高点下跌 3.75%左右；沪银主力合约收盘价为 4956 元/千克，较最高点下跌 24.16%左右。

2022 年贵金属价格走势总体可以分为三个阶段：第一阶段为 1 月到 3 月上旬，俄乌冲突演变为战争且欧美对俄实施经济制裁、美国生产与消费端通胀屡创新高，支撑贵金属价格震荡上涨并于 3 月 8 日创造全年最高点（COMEX 黄金 2078.8 美元/盎司，白银 27.495 美元/盎司）；第二阶段为 3 月中下旬至 10 月中旬，美国生产与消费端通胀先屡创新高后下降缓慢，同期新增非农就业人数保持强劲且失业率震荡下降，美联储越发担忧通货膨胀变得根深蒂固而开始连续大幅加息，从每次 25 个基点提升至 50 个基点后，再升高至 75 个基点且连续四次，使 COMEX 黄金价格震荡下降至 1618.3 美元/盎司；第三阶段为 10 月中旬至今，美联储越发担忧连续大幅加息的累积效应对美国经济与金融系统稳定影响的滞后性，美联储主席鲍威尔承认高利率副作用增强使美国经济软着陆的时间窗口已经收窄，叠加美国 10 月消费者物价指数 CPI 和核心 CPI 均低于预期和前值，使美联储最早于 12 月放缓加息步伐（仅加息 25 或 50 个基点），且市场预期美联储终点利率由 5%-5.25%降至 4.5%-5%，使 COMEX 黄金价格震荡上涨至 1782.2 美元/盎司。因此，预计 2022 年底或 2023 年初美联储加息退坡兑现，2023 年第一季度末或第二季度停止加息，第二季度末或第三季度降息预期或增强，而这将长期支撑贵金属价格重心将缓慢上移。但是在美联储加息退坡、停止加息、降低利率过程中，虽然美国经济增长放缓甚至衰退预期引导期限利差收窄甚至“倒挂”而对长端名义利率形成拖累，但是通胀预期继续回落或将为实际利率腾挪部分上行空间。当前美国消费端通胀回落已是大势所趋，10 年期美债损益平衡通胀率仍处 2.5%左右高位，距离 2%的长期通胀目标尚存一定距离。因此，短端实际利率震荡上行和长端实际利率缓慢下降仍可能整条实际利率曲线为正，那么贵金属价格或有反复后长期看涨。

回顾 2022 年，持续性高通胀倒逼美联储鹰派加息预期令贵金属价格承压下行。展望 2023 年，美联储根据美国经济与就业形势何时停止加息甚至降息将主导贵金属价格走势，或为先抑后扬。

图 1：国内黄金期货与现货价格



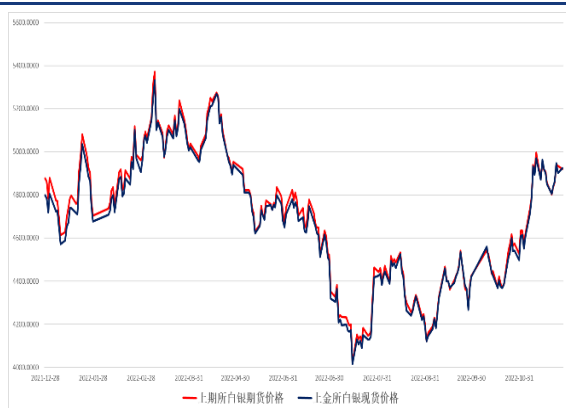
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 2：国外黄金期货与现货价格



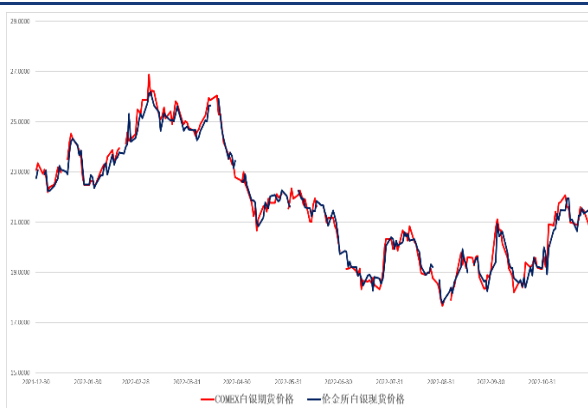
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 3：国内白银期货与现货价格



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 4：国外白银期货与现货价格

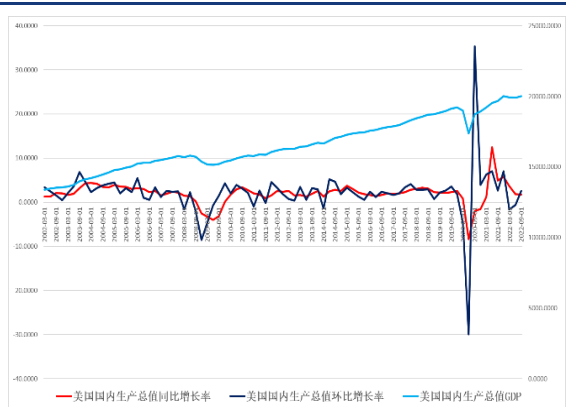


资料来源：WIND，宏源期货研究所

二、美国经济增长正在放缓且衰退预期渐趋增强

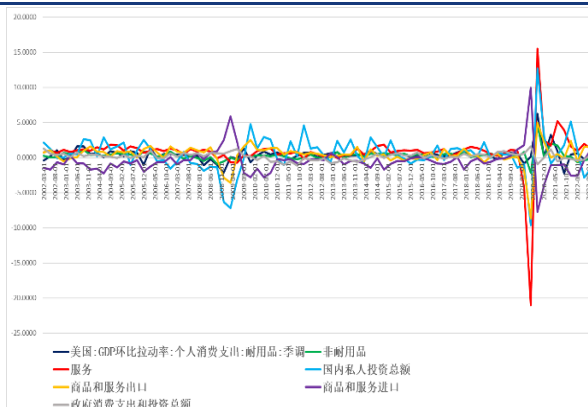
美国 2022 年经济增长同比增速震荡下降。第一季度国内生产总值 GDP 同比增速为 3.68%，但第二季度和第三季度国内生产总值 GDP 同比增速分别降至 1.80% 和 1.77%。究其原因，是美联储连续大幅加息致信贷成本快速上升而抑制投资与消费活动，使美国经济增长逐步放缓甚至可能出现衰退。其中私人投资总额对 GDP 环比拉动率从第一季度 0.98% 降至第二季度 -2.83% 和第三季度 -1.59%，耐用品消费对 GDP 环比拉动率从第一季度 0.64% 降至第二季度 -0.24% 和第三季度 -0.07%，服务消费对 GDP 环比拉动率从第二季度 1.99% 降至第三季度 1.24%。以上说明随着美联储连续加息提高利率水平，私人投资与消费意愿均正在下降。

图 5：美国国内生产总值及增长率



资料来源：WIND，宏源期货研究所

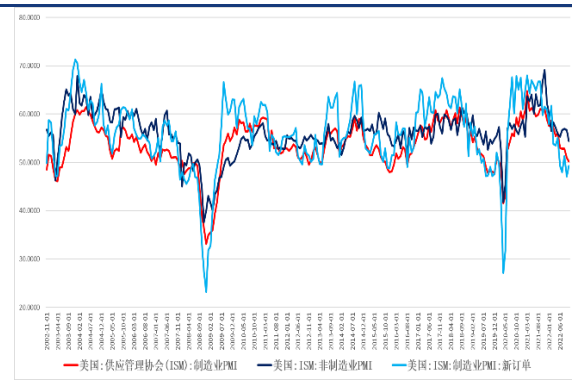
图 6：美国国内生产总值各项贡献率



资料来源：WIND，宏源期货研究所

美国供应管理协会 ISM 公布的制造业和非制造业 PMI 自第二季度以来呈现震荡下降趋势。制造业 PMI 在 2022 年 10 月下降至 50.2，仅略高于枯荣线 50。虽然新订单、产出、就业均环比上涨，但是供应商交付、自有库存、客户库存、物价、订单库存、新出口订单、进口均环比下降，而且供应商交付和物价均低于 50 说明美国供应链正在缓解，新订单、客户库存、订单库存、新进口订单均低于 50 预示产业链下游边际需求趋弱。非制造业 PMI 亦呈现震荡下降趋势，就业、库存和新出口订单等分项均已低于 50，但是劳动力供给紧张致平均时薪同比增速仍处高位，使物价分项为 70.7 远高于 50。以上说明美国经济增长前景正在放缓且越发接近枯荣线 50，而这将对美联储货币紧缩节奏和加息终点利率产生掣肘。

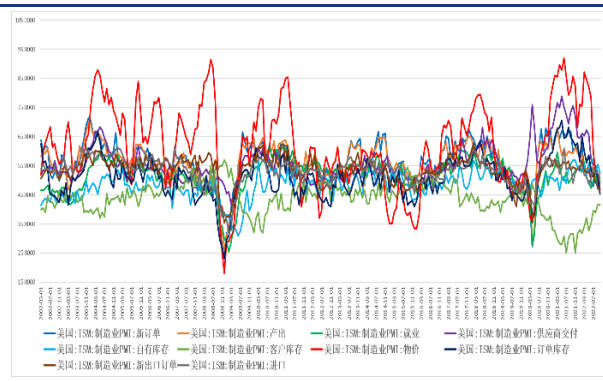
图 7：美国 ISM 制造业与非制造业 PMI



资料来源：WIND，宏源期货研究所

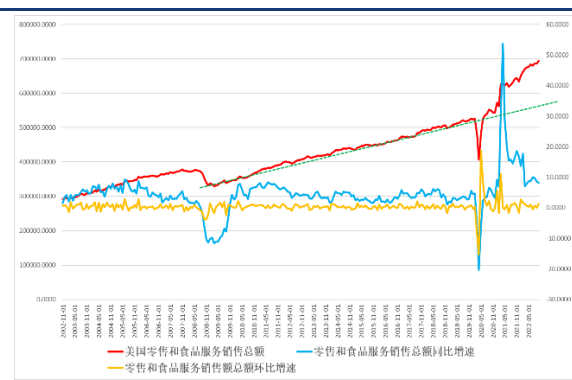
美国 10 月零售和食品服务销售额环比增速为 1.27% 高于预期和前值，但是同比增长 8.27% 且呈现震荡下降趋势，其中零售同比增长 7.46%，环比增速为 1.22%；食品服务和饮吧同比增长 14.11%，环比增速为 1.64%，以上说明美国民众的消费能力仍然较强，但是随着美国个人储蓄总额 9 月降至 5816 亿美元且低于新冠疫情前，美国家庭的超额储蓄亦已经从 2021 年中的 2.3 万亿美元降至 1.7 万亿美元，叠加美国消费者物价指数 CPI 和房地产抵押贷款利率仍处高位，使越来越多的收入将被上涨的价格吞噬，导致美国 9 月消费循环信贷同比增速为 15% 且处于历史高位，而这或将逐步限制美国民众的消费能力，使美国批发与零售商的库存销售比值震荡上涨，进而对美国经济衰退的缓冲渐趋消失，美国经济处于更加脆弱的状态。

图 8：美国 ISM 制造业 PMI 各分项



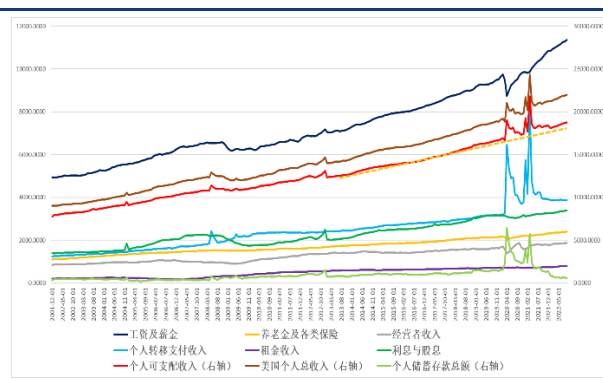
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 9：美国零售和食品服务销售同环比



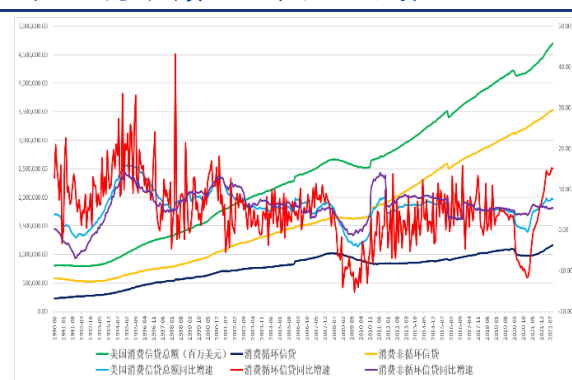
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 10：美国个人可支配收入与消费支出



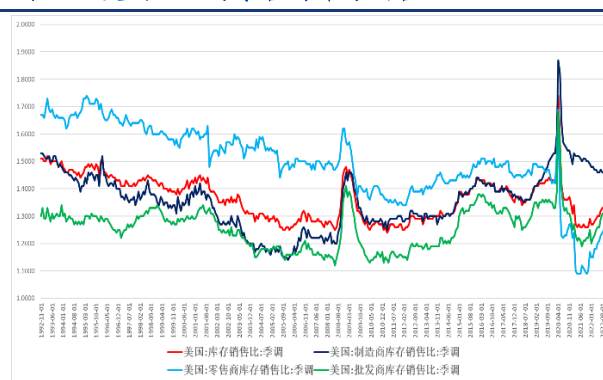
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 11：美国消费循环与非循环信贷



资料来源：WIND，宏源期货研究所

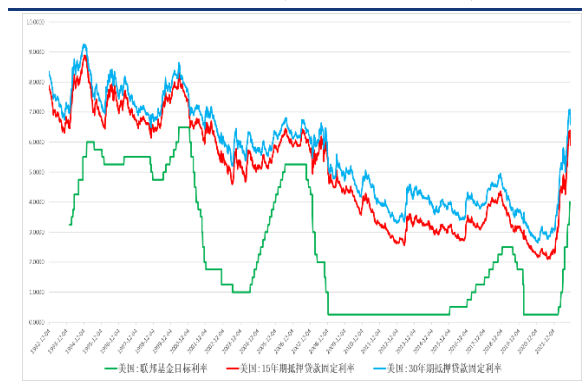
图 12：美国批发与零售商库存销售比



资料来源：WIND，宏源期货研究所

随着美联储将联邦基金目标利率提升至 3.75%-4%，美国 15 年和 30 年期抵押贷款利率最高分别升至 6.36% 和 7.08%，特别是 30 年期抵押贷款利率即使有所回落至 6.58% 但仍处于 2008 年相对高位，使 MBA 抵押贷款申请活动指数降至 209.8 且创 2008 年以来新低，全美住宅建筑商协会/富国银行 NAHB 住房市场指数降至 33 且处于 2003 年以来相对低位，而这说明美联储加息的累积效应已在兑现，使美国房地产市场正在降温，美国 10 月营建许可和新屋开工数量分别为 151.2 万套和 142.5 万套均高于预期但低于前值，成屋销售数量为 443 万套高于预期但低于前值，新屋销售数量为 63.2 万套高于预期和前值。美国 20 个大中城市标准普尔/CS 房价指数同比增速在 2022 年 4 月达到最高值 21.3% 后震荡下降至 8 月 13.08%，且 8 月环比增速已经转负为 -1.63%，考虑到美国成屋销售数量占住房销售总量约 90% 和房屋价格向住房租金传导大概需要 8-15 个月，Zillow 统计的美国住房租金同比增速已经开始震荡下降，而这有助于推动美国消费者物价指数 CPI 更快下降。

图 13：美国 15 与 30 年期抵押贷款利率



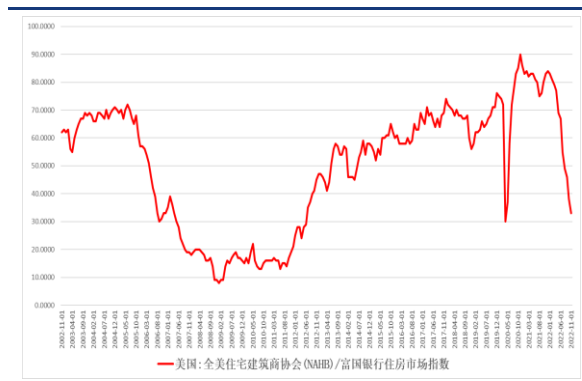
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 14：美国 MBA 抵押贷款申请活动指数



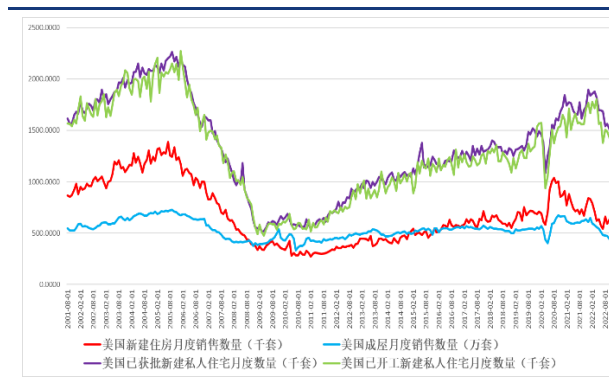
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 15：美国 NAHB 住房市场指数



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 16：美国新屋与成屋销售数量



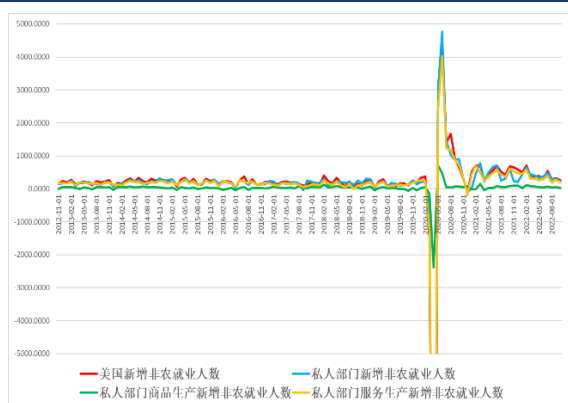
资料来源：WIND，宏源期货研究所

美国 10 月新增非农就业人数为 26.1 万高于预期但低于前值，失业率为 3.7% 高于预期和前值。两个数据矛盾源于涉及非农就业的两份报告：Establishment 和 Household。其中，Establishment survey 问企业雇主：你有多少个雇员？而 Household survey 问居民：你有工作吗？所以两者有很多不同点，包括但不限于：如果一个人有多份工作，则可能在 Establishment 重复计算，但在 Household 只算一次；自我雇佣的人会计入 Household，但不算在 Establishment；农业领域的就业算在 Household，但不算在 Establishment；某个雇员在统计期间跳槽（但前后均只有一份工作），其在 Establishment 也可能被统计两次；所以，两个调查的结果难免存在差异，2022 年以来分化尤其显著。更重要的是，失业率是基于 Household survey 的数字计算的。

考虑到美国越来越多互联网科技公司开启大规模裁员，使初请失业金人数已经由 9 月 24 日最

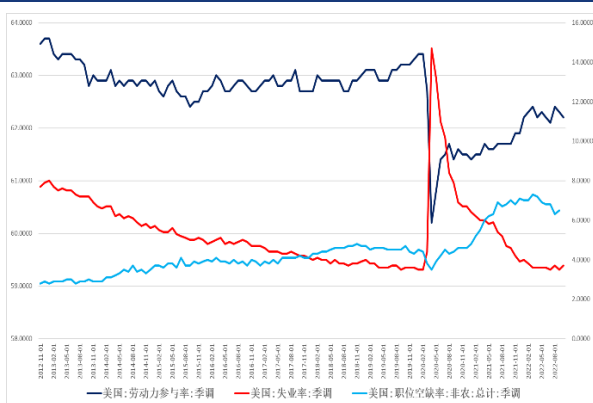
低值 19 万逐步上升至 11 月 19 日 24 万，叠加美国民众反复感染新冠病毒甚至产生后遗症致劳动参与率始终未能恢复至新冠疫情前水平，或推动美国失业率震荡上升，由此美国私人非农企业全部员工的平均时薪同比增速在 2022 年 3 月达到最高值 5.62% 后震荡下降至 10 月 4.73%，美国工资与通胀螺旋指数在 2022 年 6 月达到最高值 15.45% 后震荡下降至 10 月 13.15%。因此，虽然美国私人非农企业全部员工的平均时薪同比增速仍处相对高位，但是随着美国消费者物价指数 CPI 震荡下降、失业率逐步上升致私人企业工资与薪金指数触顶回落，美国已经没有出现工资与通胀螺旋的现实环境。

图 17：美国新增非农就业人数



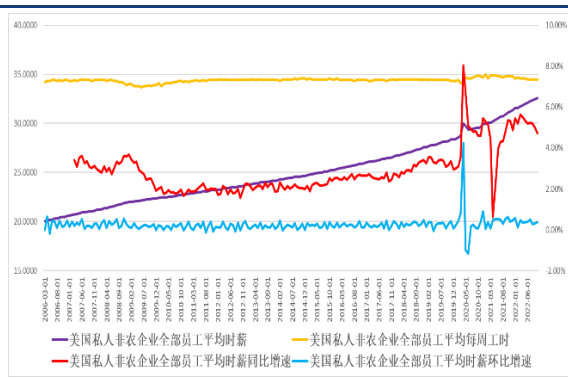
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 18：美国失业率与劳动参与率



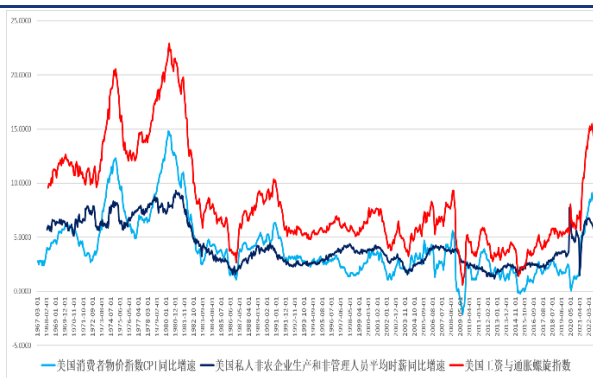
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 19：美国平均每周工时与时薪及其同环比



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 20：美国工资与通胀螺旋指数

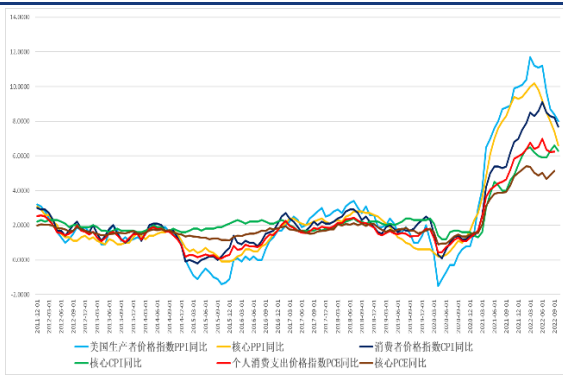


资料来源：WIND，宏源期货研究所

三、消费端通胀预期震荡下降促美联储加息退坡

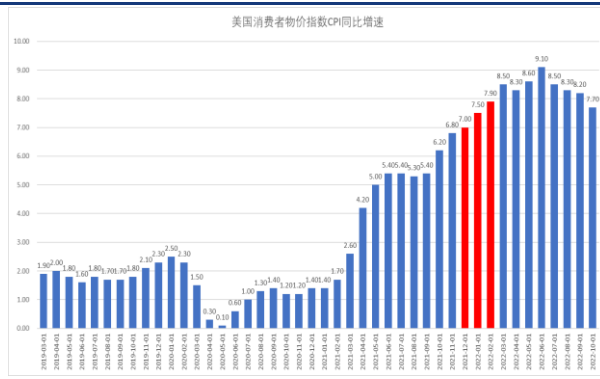
美国生产者物价指数 PPI 同比增速在 2022 年 3 月达到最高值 11.7% 后震荡下降至 10 月 8%，三个月后推动消费者物价指数 CPI 同比增速在 2022 年 6 月达到最高值 9.1% 后震荡下降至 10 月 7.7% 且低于预期和前值，个人消费支出价格指数 PCE 同比增速在 2022 年 6 月达到最高值 6.98% 后震荡下降至 9 月 6.24%，而这伴随着能源分项同比增速从 41.6% 下降至 17.6%、食品分项同比增速从 11.4% 下降至 10.9%。但因房租与工资具有更强内生需求粘性且房租占 CPI 权重最大，使美国核心 CPI 从 2022 年 9 月最高值 6.6% 缓慢降至 10 月 6.3%，后续因二手车价格已经大幅回落，叠加自 2021 年 10 月以来的基数效应，预计美国消费端通货膨胀在 2022 年第四季度和 2023 年第一季度将快速下降。

图 21：美国生产者与消费者物价指数



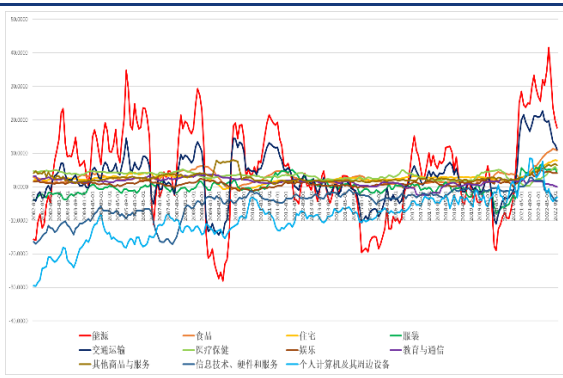
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 22：美国消费端通胀的基数效应



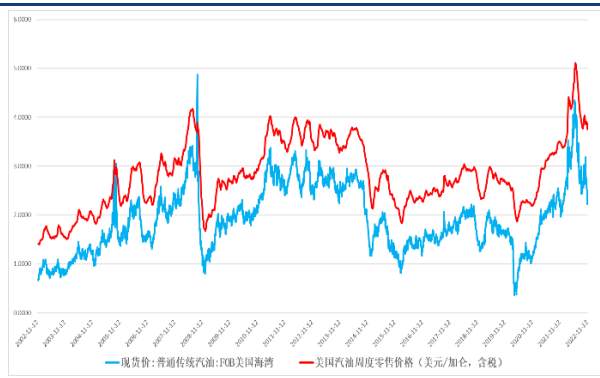
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 23：美国消费者物价指数 CPI 构成



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 24：美国汽油零售价格

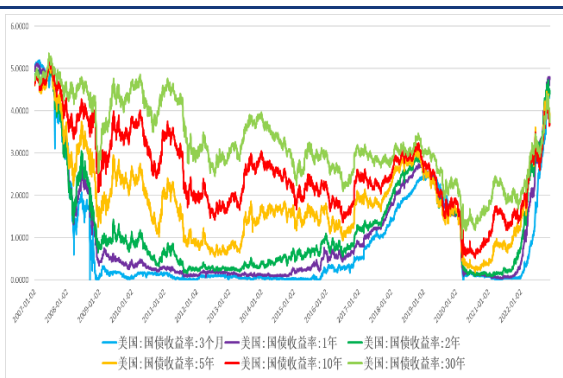


资料来源：WIND，宏源期货研究所

自 2021 年 4 月美国通货膨胀预期曲线就已经呈现 Back 结构，而后随着美国政府对民众与企业的转移支付增加、全球供应链紧张加剧价格上涨，美国通胀预期曲线 Back 结构变得越发陡峭。同一时期，美国短中长期国债收益率曲线仍然呈现 Contango 结构，使美国实际利率曲线呈现深度 Contango 结构，而这最终逼迫美联储连续大幅加息以修正美国国债收益率曲线。

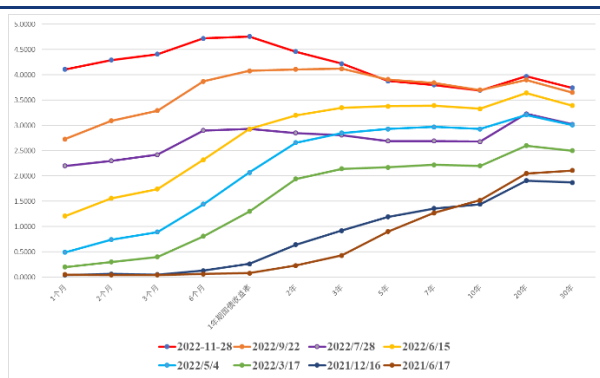
随着美联储连续加息和美国经济衰退担忧，虽然美国 1 个月、2 个月、3 个月、6 个月与一年期国债收益率曲线保持 Contango 结构，但是美国 1 年与 2 年、3 年、5 年、7 年、10 年、20 年和 30 年国债收益率曲线已经转变为 Back 结构。

图 25：美国短中长期名义利率



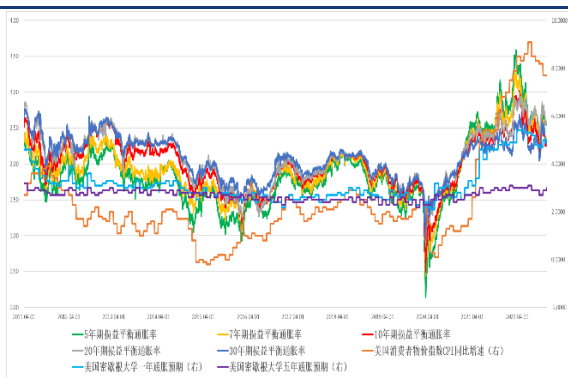
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 26：美国名义利率曲线



资料来源：WIND，宏源期货研究所

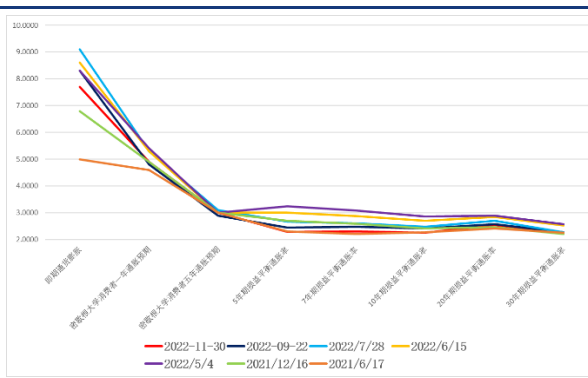
图 27：美国短中长端通货膨胀预期



资料来源：WIND，宏源期货研究所

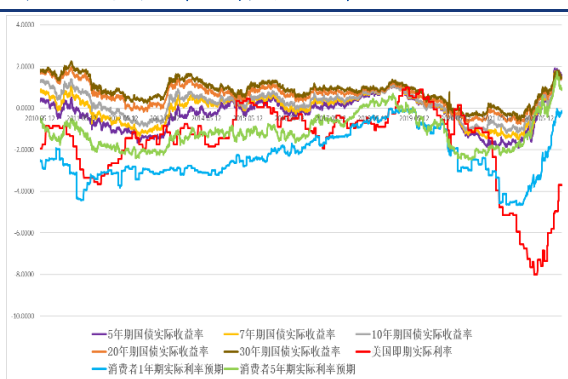
考虑到美国短端通胀仍处高位和美联储仍将继续加息，美国短期国债收益率仍存上涨空间，进而限制美国中长期国债收益率下跌空间，但是经济增长放缓甚至衰退担忧亦压制美国中长期国债收益率上涨空间。那么，随着美联储保持高位利率更长时间，通货膨胀预期下降将使短端实际利率震荡上涨，中长端实际利率保持高位震荡或缓降但仍为正，整条实际利率曲线转正将令贵金属等无息资产价格承压。

图 28：美国通货膨胀预期曲线



资料来源：WIND，宏源期货研究所

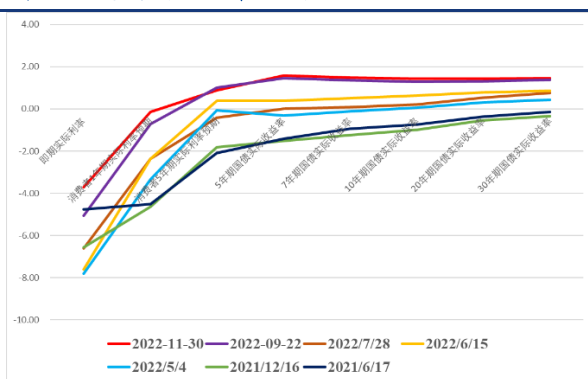
图 29：美国短中长期实际利率



资料来源：WIND，宏源期货研究所

美联储 9 月点阵图显示美联储官员不但全线上调今后三年的利率预期，而且预计的三年间利率最高水平中位值达 4.6%，超过华尔街和市场预计的利率峰值，而此前大部分华尔街机构对联邦基金利率峰值的预期在 4% 到 4.25%，而市场普遍预计 2023 年 3 月可能达到 4.5%，使美国金融状况指数屡次突破 0，而这往往预示着美国经济可能出现衰退。

图 30：美国实际利率曲线

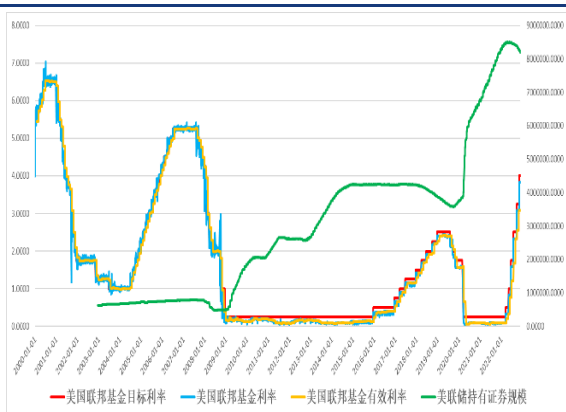


资料来源：WIND，宏源期货研究所

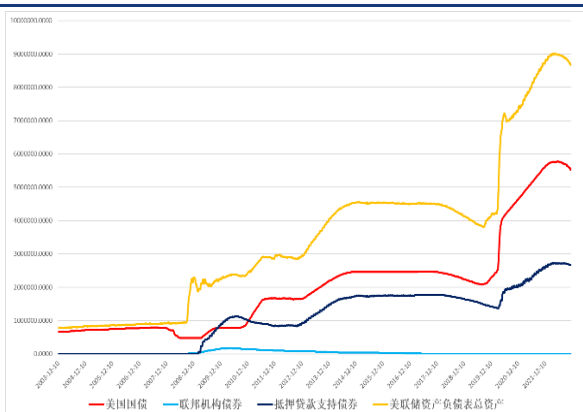
美联储 11 月加息 75 个基点符合预期，但考虑货币政策的累积收紧及对经济与通胀影响的滞后性，或最早于 12 月放缓加息步伐（仅加息 50 个基点）；随后美联储主席鲍威尔承认高利率副作用增强使美国经济软着陆的时间窗口已经收窄，但要确认通胀明显下降，仍需加息至限制性水平并保持一段时间，且终端利率或高于 9 月点阵图预期的 4.6%，重点是加息持续更久且加息终点更高而不是加息速度。

但是美国 10 月消费者物价指数超预期回落，叠加美国长期与短中期国债收益率差值深度“倒挂”，打掉美联储终点利率上行风险，缓解了利率上涨在分母端压力；非票委美联储官员哈克表示支持联邦基金利率达到 4.5% 时暂停加息，使当前 CME 利率期货隐含的加息预期终点从 5%-5.25% 降至 4.75%-5%，而且 12 月加息 50 个基点概率升至 80%。基于此，预计 2022 年底美联储或加息退坡兑现，2023 年第二季度美联储或停止加息，第三季度开始美联储降息预期或增强，而这将长期支撑贵金属价格重心将缓慢上移。

图 32：美联储持有各类证券规模

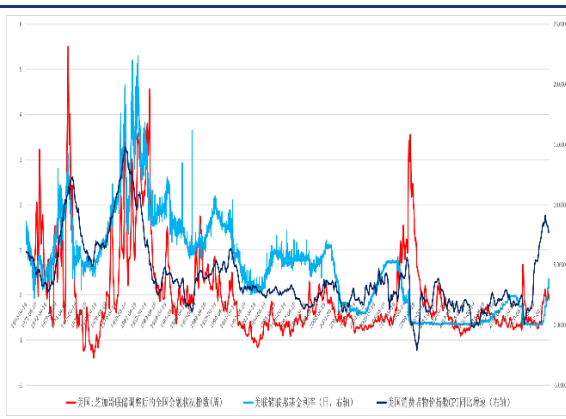


资料来源：WIND，宏源期货研究所

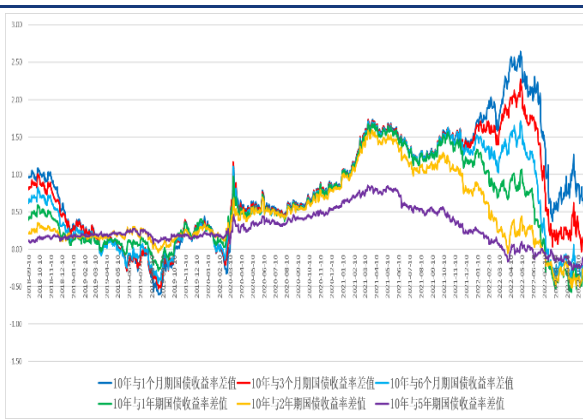


资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 34: 美国长期与短中期国债收益率差值



资料来源：WIND，宏源期货研究所



资料来源：WIND，宏源期货研究所

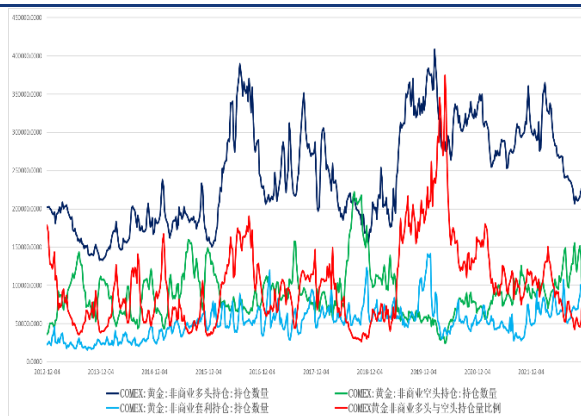
四、海外金银投资基金持仓量减速放缓

随着美国消费端通胀震荡下降和美联储连续加息且加速缩表，实际利率震荡上涨使贵金属价格震荡走弱，COMEX 黄金期货的多头与空头持仓量比值、COMEX 白银期货的多头与空头持仓量比值均震荡下移且已处历史低位，预计 2023 年 COMEX 黄金与白银期货的多头与空头持仓量比值再创新低概率较低，保持低位震荡一段时间后或开启重心上移。

全球最大的 SPDR 黄金 ETF 的持仓量震荡减少至 908.09 吨且越发接近近十年平均值 904.08 吨，全球最大的 iShare 白银 ETF 的持仓量震荡减少至 14933.31 吨但仍高于近十年平均值 12055.59 吨。展望 2023 年，美国消费端通胀震荡下降和美联储提高短端名义利率，使短端实际利率仍存上行空间且长端实际利率或持高位震荡，导致贵金属价格或先抑后扬。基于此，预计 SPDR 黄金 ETF 和 iShare 白银 ETF 的持仓量或仍存部分下降空间。

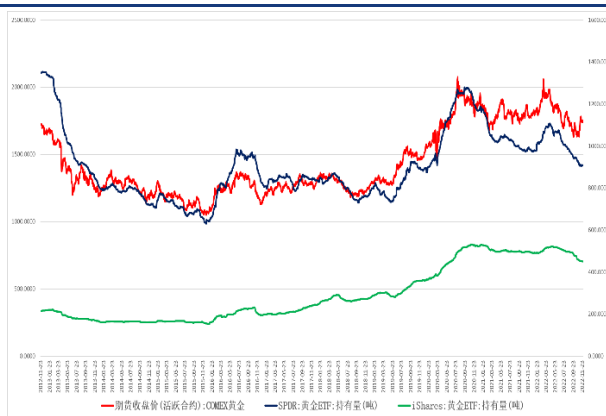
世界黄金协会数据显示，全球央行正在大举买入黄金。2022 年第三季度全球央行黄金净购买量为 399.3 吨，是去年同期 4 倍以上。与前两个季度的 87.7 吨和 186 吨相比，第三季度全球央行黄金净购买量明显增加。前三个季度的累计净购买量已超过自 1967 年有统计数据以来单年最大净购买量，而这源于黄金投资价值开始显现，黄金价格与美联储货币政策具有较强相关性，随着美联储加息步伐出现放缓预期，黄金长期投资价值逐渐凸显。

图 35: COMEX 黄金期货多空持仓情况



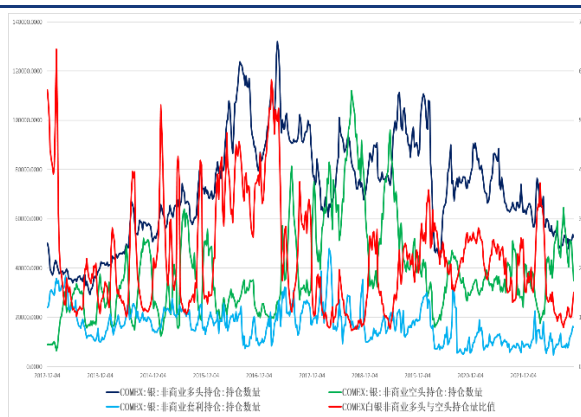
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 36: SPDR 黄金 ETF 持仓量



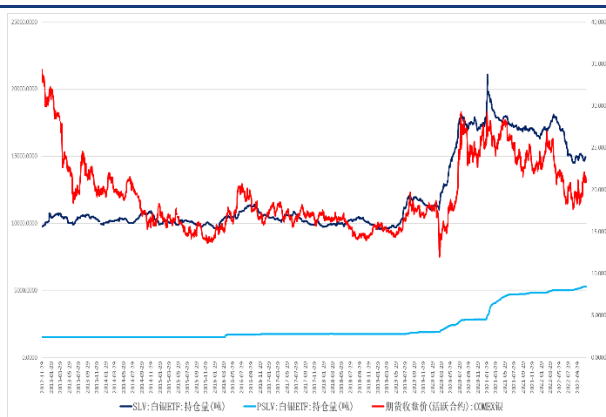
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 37: COMEX 白银期货多空持仓情况



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 38: iShare 白银 ETF 持仓量



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

五、2023 年贵金属行情展望

美国纽约联储主席威廉姆斯支持 2023 年继续加息并维持限制经济增长的货币政策；圣路易斯联储主席布拉德表示需表示美联储政策利率需上升至 5%-5.25% 甚至 7% 以上，才能具有“足够限制性”以遏制通胀。虽然美联储官员连续释放鹰派表态，但是消费端通胀已在下降和美国经济衰退预期渐增，预计美联储 2023 年很难将终点利率提高至 7%，反而可能 2022 年第四季度放缓加息，2023 年第一季度末或第二季度停止加息，第三季度降息预期升温甚至第四季度开启降息。基于此，2023 年贵金属价格走势或如下所示：

第一，放缓加息阶段（2022 年第四季度至 2023 年第一季度）：美联储连续大幅加息使美国金融状况指数转正，制造业与非制造业 PMI 越发接近枯荣线，抵押贷款突破 6% 使房地产市场快速降温，导致美联储官员越发担忧货币紧缩政策的累积与滞后影响，使美联储主席鲍威尔 11 月表示最早于 12 月开始放缓加息节奏，但可能加息更高且更久，而这将支撑短端名义利率震荡上涨并限制长端名义利率下跌空间，同时经济放缓与基数效应促消费端通胀快速下降，进而短端实际利率震荡上涨甚至转正且长端实际利率高位震荡，那么整条实际利率曲线转正将令贵金属价格承压，关注伦敦金价 1650-1680 附近支撑位。

第二阶段，停止加息且降息预期渐增阶段（2023 年第二季度至 2023 年第三季度）：为了确保

美国消费端通胀水平回落至美联储长期通胀目标 2%，美联储或在 2023 年第二季度和第三季度保持高位利率，虽然消费端通胀回落仍将支撑短端实际利率上涨，但是美国经济增长逐步放缓甚至出现“浅衰退”将使长端实际利率震荡下降，且长端实际利率对贵金属价格影响权重更大，那么贵金属价格重心将震荡上移，关注伦敦金价 1785-1810 附近压力位。

第三阶段，开启降息阶段（2023 年第四季度）：美国 10 年期与 3 个月、2 年期国债收益率差值均已经深度“倒挂”，个人储蓄率已经低于新冠疫情前水平致消费循环信贷同比增速处于高位，初请失业金人数震荡增加致失业率出现上升迹象，倘若 2023 年第四季度美国失业率上升至 4%-5%，或使美联储最早于 2023 年第四季度开启降息，而这将打开贵金属价格的上涨空间。

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行期货投资所造成的一切后果，本公司概不负责。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

风险提示：期市有风险，投资需谨慎

分析师简介：**王文虎**，西安交通大学管理学博士，现任宏源期货研究所贵金属、铜和铝分析师。

