

美联储降息时点反复修正背景下 贵金属价格或先弱后强

报告摘要:

- **行情回顾:** 2023 年国内外贵金属价格重心有所上移。价格变动主要来自对美国经济和通胀预期的大幅度变化, 以及美国财政扩张、地缘政治风险等带来的风险溢价。第一季度美联储放缓加息和鹰派加息预期转换使贵金属价格先升后降, 第二季度消费端通胀反复使美联储暂停和鹰派加息预期反复使贵金属价格先升后降, 第三季度美国财政部大规模发债推升中长期国债收益率而令贵金属价格震荡下降, 第四季度美国财政部发债规模低于预期和消费端通胀超预期下降使美联储停止加息甚至明年降息预期升温支撑贵金属价格震荡上涨。
- **2024 年贵金属行情展望:** 美国经济放缓程度和美联储何时开启降息, 对贵金属价格具有重要影响, 预计 2024 年贵金属价格走势或先弱后强, 具体而言: 第一, 美国经济与就业仍保持相对景气, 但是红海航运危机和厄尔尼诺现象或推升大宗商品价格, 叠加基数效应趋弱, 或使明年上半年美国消费端通胀出现反复, 推动市场修正当前对美联储的激进降息预期, 进而令贵金属价格承压, 伦敦金价最低不会跌破 1800 美元/金衡盎司。第二, 美联储保持高位利率越长时间, 则美国经济增长越可能放缓甚至出现衰退, 明年二季度美国经济与就业表现成为重要观察点, 或使美联储于明年下半年开启降息, 进而支撑贵金属价格, 伦敦金价最高或将突破 2146 美元/金衡盎司。
- **风险提示:** 美联储与欧洲央行降息时间点, 欧洲与美国经济增长放缓程度, 中国等各国央行购金行为

分析师: 王文虎 (F03087656, Z0019472)

宏源期货 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、2023 年贵金属行情回顾	3
二、美国经济增长渐趋放缓但程度仍待观察	4
三、消费端通胀反复担忧或使美联储下半年开启降息	8
四、百年未有之大变局加速演进推动购金热	11
五、2024 年贵金属行情展望	13

一、2023 年贵金属行情回顾

2023 年国内外贵金属价格重心有所上移。价格变动主要来自对美国经济和通胀预期的大幅度变化，以及美国财政扩张、地缘政治风险等带来的风险溢价。第一季度美联储放缓加息和鹰派加息预期转换使贵金属价格先升后降，第二季度消费端通胀反复使美联储暂停和鹰派加息预期反复使贵金属价格先升后降，第三季度美国财政部大规模发债推升中长期国债收益率而令贵金属价格震荡下降，第四季度美国财政部发债规模低于预期和消费端通胀超预期下降使美联储停止加息甚至明年降息预期升温支撑贵金属价格震荡上涨。截止 12 月 13 日，COMEX 黄金收盘价为 2043.1 美元/盎司，较 2022 年 12 月 30 日 1830 美元/盎司上涨 213 美元/盎司，涨幅为 11.64%；COMEX 白银收盘价为 24.115 美元/盎司，较 2022 年 12 月 30 日 24.18 美元/盎司下跌 0.27%。此外，2023 年美元兑人民币汇率震荡上涨和中国央行积极购买黄金行为，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 468.2 元/克，较 2022 年 12 月 30 日 412.76 元/克上涨 13.43%左右；沪银主力合约收盘价为 5830 元/千克，较 2022 年 12 月 30 日 5433 元/千克上涨 7.3%左右。2023 年贵金属价格走势行情回顾如下：

第一阶段为 1 月初至 2 月初，美国 2022 年 11-12 月消费者物价指数 CPI 与核心 CPI 同比增速连续低于或持平预期、零售销售与工业产出环比增速连续低于预期和前值，经济衰退担忧和消费端通胀缓解，使美联储暂停加息预期升温，推动贵金属价格震荡上涨。

第二阶段为 2 月上旬至 3 月上旬，美联储 2 月初加息 25 个基点且鲍威尔表示消费端核心通胀顽固，美国 1 月新增非农就业人数为 51.7 万远超预期和前值，失业率为 3.4%低于预期和前值，平均时薪同比增速为 4.4%高于预期，消费者物价指数 CPI 和核心 CPI 同比增速分别为 6.4%和 5.6%均高于预期但低于前值，使美联储加息终点利率更高或保持高位利率更久预期升温，致贵金属价格震荡下跌。

第三阶段为 3 月中旬至 5 月上旬，美联储 3 月加息 25 个基点且保持点阵图隐含加息终点利率为 5.1%，美国 2 月消费者物价指数 CPI 和核心 CPI 同比增速分别为 6%和 5.5%均持平预期但低于前值，美国 3 月新增非农就业人数为 23.6 万低于预期和前值、消费者物价指数 CPI 同比增速为 5%低于预期和前值，消费通胀得到缓解，美联储暂停加息预期升温甚至降息预期最早提前至 7 月，叠加全球央行积极购买黄金行为，推动贵金属价格震荡上涨。

第四阶段为 5 月中旬至 10 月初，沙特和俄罗斯联手减产推动原油价格震荡上涨引发美国消费端通胀回升担忧，使美联储继续加息或保持高位利率更长时间预期升温，叠加美国债务上限危机解除后促使财政部开启大规模发债推升中长期国债收益率，使贵金属价格震荡下跌。

第五阶段为 10 月上旬至今，美国财政部 24 财年一季度发债规模低于市场预期，美国消费端通胀超预期下降使美联储停止加息预期升温，叠加美联储保持高位利率背景下部分美国经济与就业数据表现偏弱，使市场预期美联储最早或于 24 年 3 月开启降息，推动贵金属价格震荡上涨。

展望 2024 年，美国消费端通胀反复或使美联储保持高位利率更长时间，而这将使美国经济增长放缓，进而倒逼美联储开启降息周期，或使贵金属价格先弱后强。

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

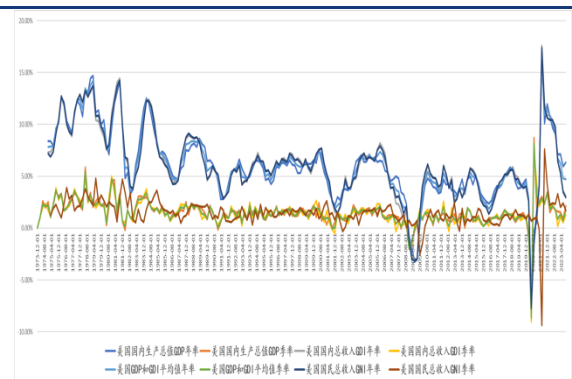


资料来源：WIND，宏源期货研究所

二、美国经济增长渐趋放缓但程度仍待观察

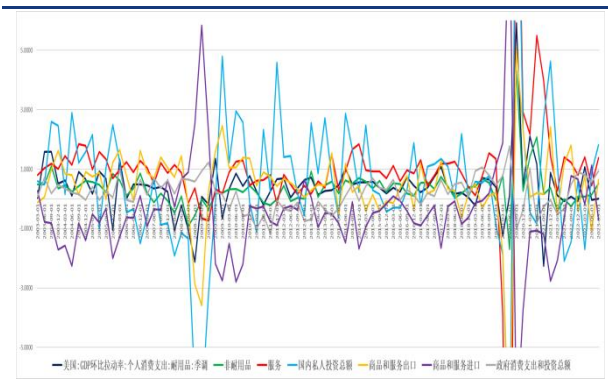
美国三季度国内生产总值 GDP 年率为 5.2%，但是四季度实际个人消费支出增长率和第四季度实际私人国内投资总额增长率的预测值分别从 3.0%和-2.2%下降到 1.5%和-2.8%，亚特兰大联储的经济增长模型预测四季度国内生产总值季率或为 1.2%，相比其在 10 月 27 日公布的预测值 2.3%下降了近一半，跟第三季度相比差距惊人。其中第三季度私人投资总额、服务消费、政府消费支出与投资总额、商品和服务出口、非耐用品对 GDP 环比拉动率分别为 1.82%、1.38%、0.94%、0.65%和 0.51%，但是商品和服务进口对 GDP 环比拉动率为-0.69%，以上说明美联储连续大幅加息抑制商品和服务进口的意愿。

图 5：美国国内生产总值 GDP 及总收入 GDI



资料来源：WIND，宏源期货研究所

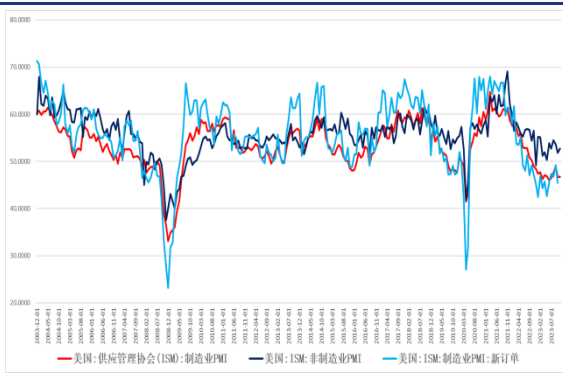
图 6：美国国内生产总值各项贡献率



资料来源：WIND，宏源期货研究所

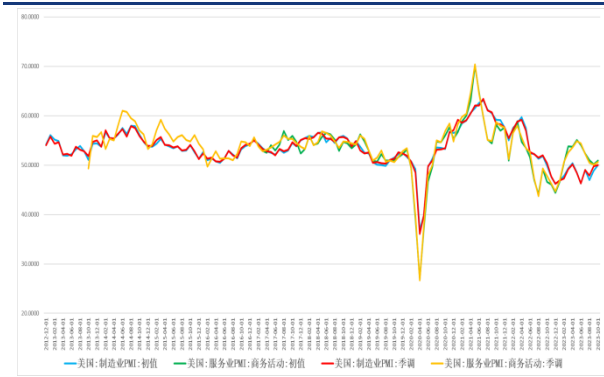
美国 12 月 Markit 服务业 PMI 初值为 51.3，创 7 月以来的新高，高于预期的 50.7，11 月前值为 50.8，去年同期为 44.7。这是服务业 PMI 连续第十一个月扩张，新业务较上年增长，为今年 7 月以来的最高读数。12 月 Markit 制造业 PMI 初值降至 48.2，不及预期的 49.5，产出指数降至 49，此前 11 月为 50.5，这是自今年 8 月以来的最低读数，扭转了此前的扩张趋势。综合 PMI 初值 51，也创 7 月以来新高，高于预期的 50.5，其中，新订单指数从 11 月份的 50.6 升至 51.1，为 7 月以来的最高读数，为连续第二个月扩张。12 月美国 PMI 的初值数据显示，服务业的改善抵消了制造业的下滑，美国整体经济在 12 月略有回升，以 7 月以来的最快增速为 2023 年划上句号，服务业的投入成本通胀再次显著升高。虽然美国 12 月份经济好转，但是 PMI 调查显示美国第四季度的 GDP 增长相当疲弱。

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

图 8：美国 Markit 制造与服务业 PMI

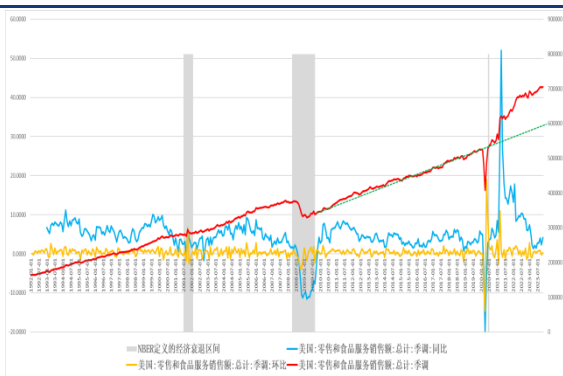


资料来源：WIND，宏源期货研究所

美国 11 月零售和食品服务销售额环比增速为 0.28%，同比增速为 4.09%，其中零售同比增长 3.06%，环比增速为 0.07%；食品服务和饮吧同比增长 11.25%，环比增速为 1.62%，以上说明面对日益严峻的经济挑战，美国消费者需求依然保持弹性。美国 10 月库存销售比为 1.37 仍处相对高位，制造商库存销售比为 1.48 仍处高位且在震荡上行，批发商库存销售比为 1.34 且震荡上行至相对高位，零售商库存销售比为 1.3，而这说明美国去库存周期尚未结束。

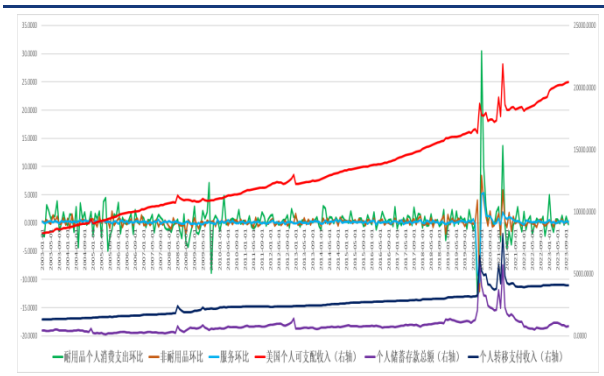
美国循环信贷（即信用卡债务）9 月仅增加了 31 亿美元，9 月份非循环信贷仅增加了 59 亿美元，美国消费者信贷的放缓，尤其是信用卡债务的放缓并不令人意外，因为正如美联储报告指出的那样，9 月份美国金融机构的信用卡平均利率刚刚创下 22.77% 的历史新高。由于学生贷款将于 9 月开始计息并于 10 月开启偿还，高额还款势必阻碍美国民众特别是中等收入群体的财富积累和额外消费能力。根据摩根大通测算超过 2 万亿美元的超额储蓄已经耗尽，9 月份美国个人储蓄率降至 3.4%，加剧了储蓄过度枯竭的困境。以上说明美国消费正在日益紧缩。

图 9：美国零售和食品服务销售同环比



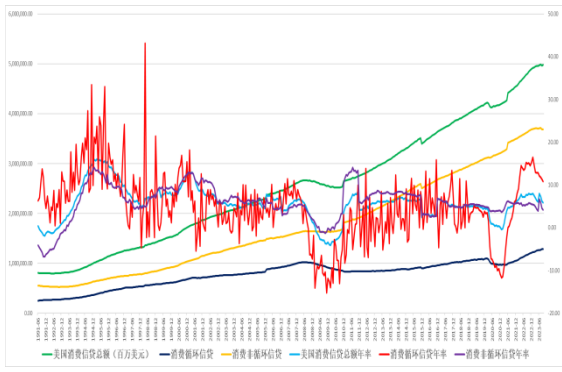
资料来源：WIND，宏源期货研究所

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

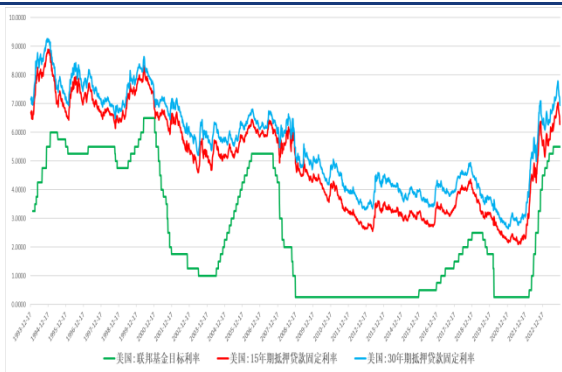


资料来源: WIND, 宏源期货研究所

根据美联储研究显示,平均而言学生贷款每增加 1000 美元,住房拥有率将下降约 1.8%,相当于平均延迟约 4 个月获得住房,叠加美国 15 年和 30 年期抵押贷款固定利率已经超过 2008 年最高水平、房地产市场处于低库存和高价格的结构化矛盾,使美国成屋销售数量在 2020 年 10 月达到最大值 673 万套后降至 23 年 10 月的 379 万套且处于历史低位附近。因此,随着美国长期融资成本持续抬升和房价长期处于历史高位,购房能力衰减或将持续更长时间,并最终对房地产价格形成负反馈,房地产市场景气周期萎缩不但将使居民端财富效应缩水,而且将造成投资端下滑,进而成为美国经济的潜在风险点。

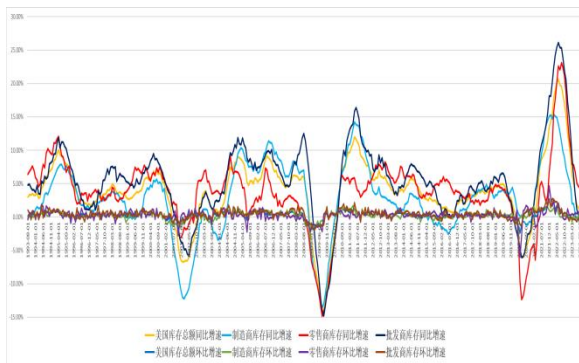
美国按揭贷款利率在 10 月达到约 8% 的多年峰值,美国房地产市场受到影响,据美国全国住宅建筑商协会(NAHB)发布数据显示,美国 12 月份房地产市场指数(HMI)为 37,高于前值 34,但仍低于 50,市场情绪偏负面。美国 10 月成屋销售总数年化 379 万户,降至 13 年来最低水平,不及预期的 390 万户,9 月前值为 395 万户;10 月新屋销售总数年化 67.9 万户,不及预期的 72.3 万户,9 月份前值从 75.9 万户显著下修至 71.9 万户。截至 10 月底,美国有 115 万户待售成屋。10 月份新屋售价的中位数为 40.93 万美元,创 2021 年 8 月以来的新低,比去年 10 月份下跌 17.6%,成屋售出的中位价为 39.18 万美元,环比下跌-0.25%,同比上涨 3.43%。伴随着按揭贷款利率的飙升,房屋建筑商们持续采取多种措施刺激销售,包括降低房屋售价,降低按揭贷款利率等,以期部分抵消买家的压力,但不可能无限度的补贴新屋以促进销售,给美国成屋和新屋销售带来压力。

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 12: 美国批发与零售商库存销售比



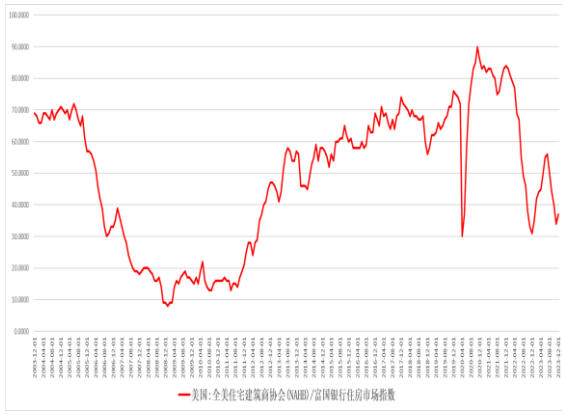
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 14: 美国 MBA 抵押贷款申请活动指数



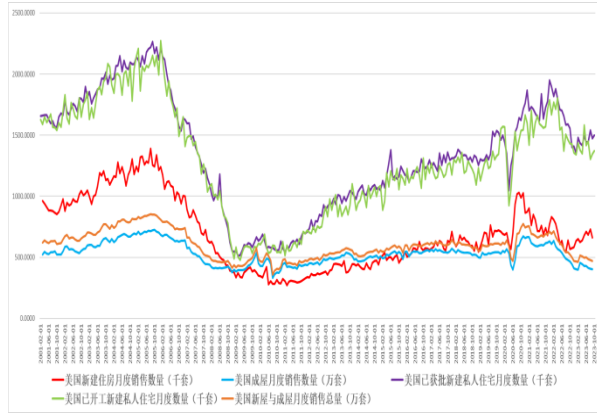
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

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

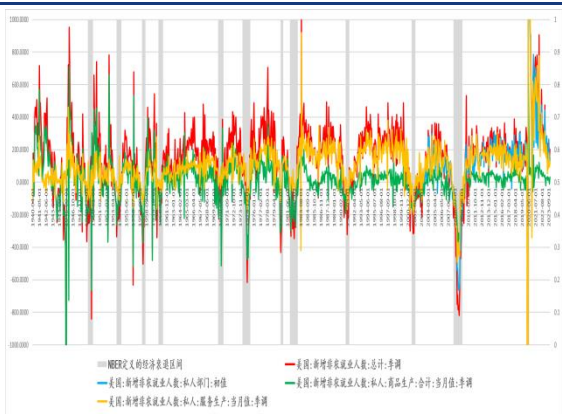


资料来源: WIND, 宏源期货研究所

美国经济增长保持相对韧性，带动劳动力市场保持充分就业。美国据美国劳工统计局，11 月季调后非农就业人口为 19.9 万人，预期 18 万人，前值 15 万人，高于预期和前值，就业人口比例在 11 月份增加了 0.3 个百分点，达到 60.5%。11 月失业率为 3.7%，低于预期和前值，劳动参与率基本持平，为 62.8%，自 8 月份以来基本保持不变。政府部门就业在 11 月份增加了 4.9 万人，与过去 12 个月平均每月增加 5.5 万人的水平相符。制造业的就业也有所增加，反映出工人从罢工中回归；零售业的就业率下降。医疗保健行业新增就业 7.7 万人，高于过去 12 个月平均每月增加 5.4 万人的水平。休闲和酒店业就业增加 4 万人，几乎全部集中在餐饮和饮品场所。社会援助行业就业在 11 月份增长 1.6 万人。

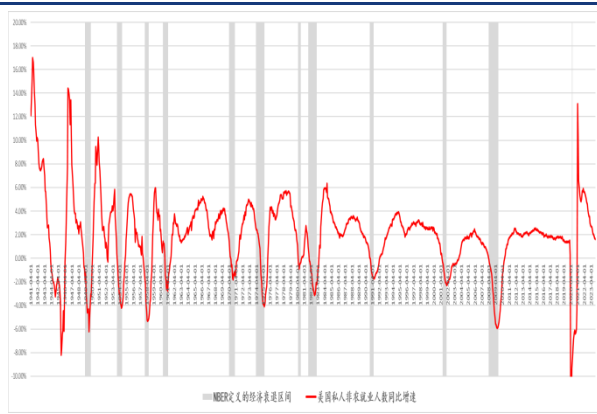
美国职位空缺数作为雇主对工人需求的晴雨表，10 月份减少了 61.7 万至 873 万，低于市场预期的 930 万，为 2021 年 4 月以来的最低水平，使职位空缺数与登记失业人数比例降至 1.34 且为 21 年 9 月以来的最低水平，说明美国就业市场提供的工作岗位正在减少，劳动力供给紧张程度正在缓解。寻找新工作越发不确定使 10 月离职率降至 2.3% 且为 20 年 9 月以来最低水平，11 月非农就业员工平均时薪同比增速降至 3.96%，而这意味着美国就业市场工作机会虽然仍然充足，但高薪就业机遇相对难以获得，当前美国劳动市场数据显示美国经济正在趋向平衡，随着劳动力需求的冷却，就业数据的走弱或进一步显现。

图 17: 美国新增非农就业人数



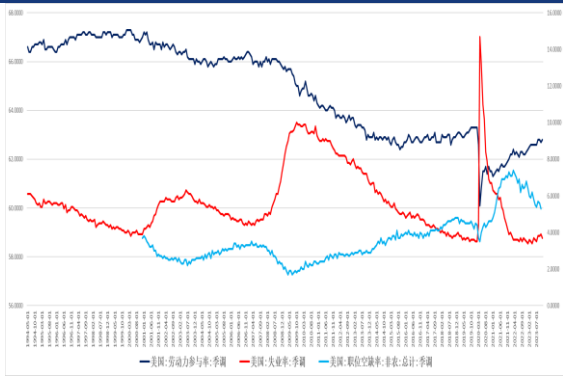
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 18: 美国私人非农就业人数同比增速



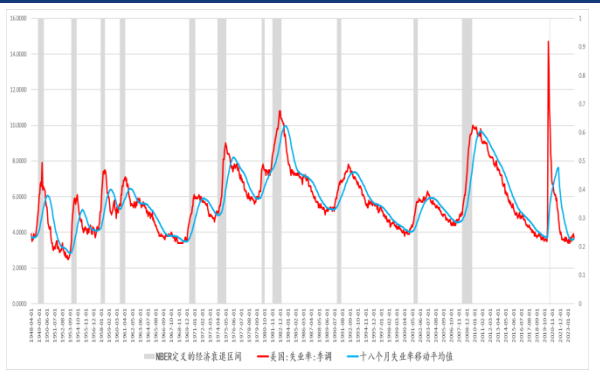
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 19：美国失业率与劳动参与率



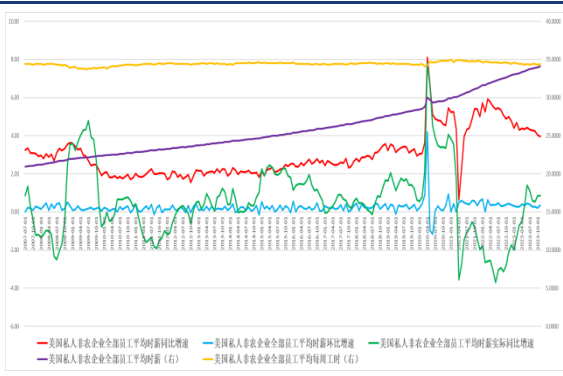
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 20：美国失业率与 NBER 经济衰退区间



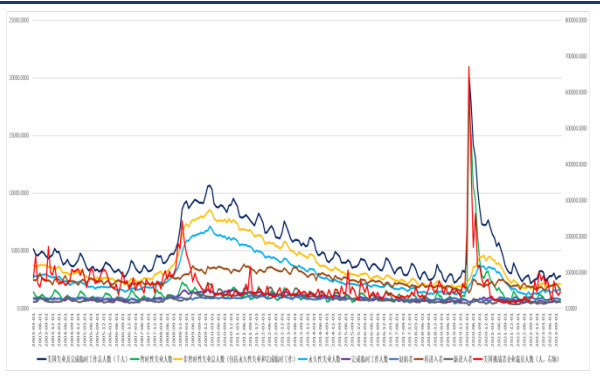
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 21：美国平均每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 22：美国挑战者企业裁员人数

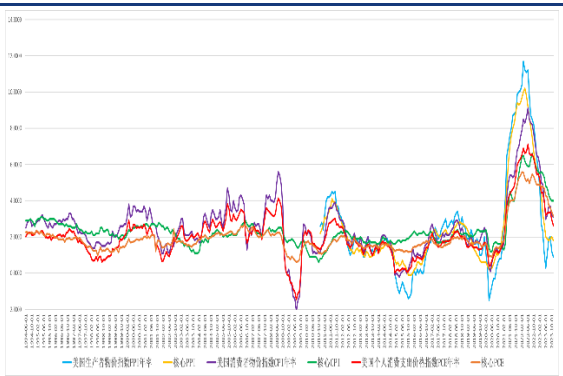


资料来源：WIND，宏源期货研究所

三、消费端通胀反复担忧或使美联储下半年开启降息

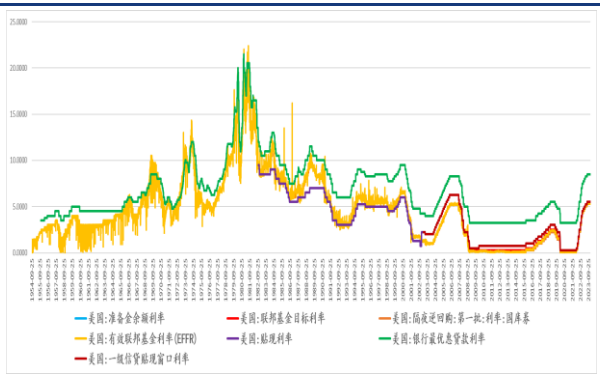
美国劳工部 12 月 12 日公布的 11 月消费者物价指数 CPI 同比上涨 3.1% 持平预期但低于前值。剔除波动较大的食品和能源价格后，核心 CPI 同比上涨 4.0% 持平预期和前值，但环比上涨 0.3% 持平预期但高于前值。考虑到红海航运危机和厄尔尼诺现象推升大宗商品价格，叠加基数效应趋弱，或使美国消费端通胀出现反复。虽然当前市场预期美联储最早或于 24 年 3 月开启降息，但是消费端通胀反复和美国经济表现强劲或使美联储 24 年下半年才能开启降息。

图 23：美国生产与消费端通胀水平



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 24：美国联邦基金目标利率

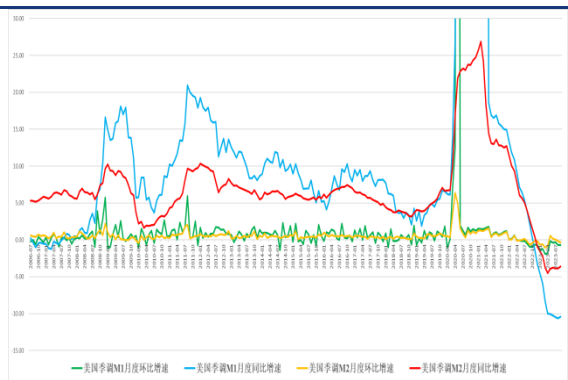


资料来源：WIND，宏源期货研究所

美国财政部公布的数据显示，截止到 2023 年 12 月 13 日，10 年期美国国债收益率为 4.04%，相比 10 月 25 日的 4.95% 出现大幅下行，下降幅度高达 91 个 BP，而短期美债市场收益率变化很小，美国金融市场流动性出现了下降，10 月底美联储的逆回购规模仍超过 1.1 万亿美元（相对于 5 月中旬大约下降了 50%），到了 12 月 13 日下降至 8232 亿美元，相比 10 月底的逆回购规模下降了约 3143 亿美元，美国货币市场流动性在不断收紧。

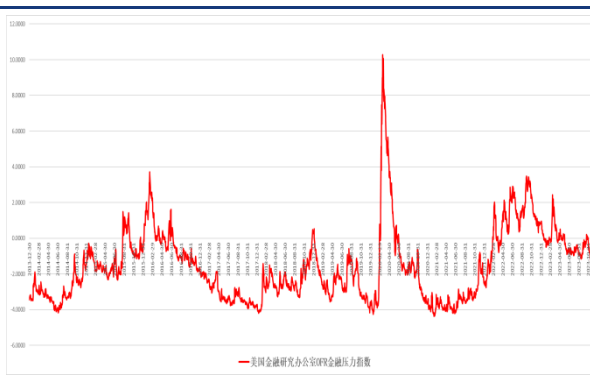
从美国金融市场的金融条件指数来看，进入 11 月份后，美国金融市场条件指数反而是大幅放松的。依据联储芝加哥分行的数据，相比 10 月底，截止 12 月 8 日，美国金融条件指数（NFCI）从 10 月 27 日的 -0.34 下降至 -0.51，调整后的金融条件指数（ANFCI）从 -0.30 下降至 -0.50。因此，我们看到，即使是市场流动性（逆回购规模）持续下降，但整个金融市场条件是宽松的，金融条件放松主要得益于风险偏高的上升。

图 25：美国 M1 和 M2 同比增速



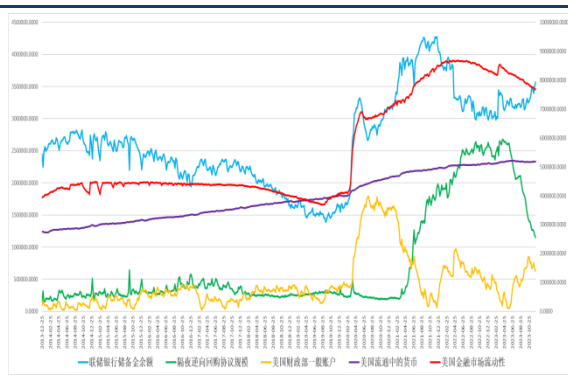
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 26：美国金融状况指数



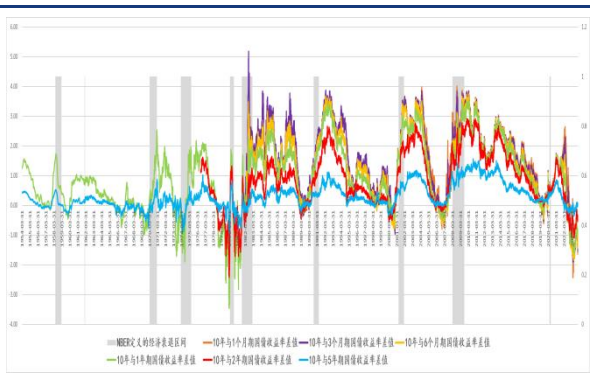
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 27：美国金融市场流动性概况



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 28：美国长期与短中期国债收益率差值

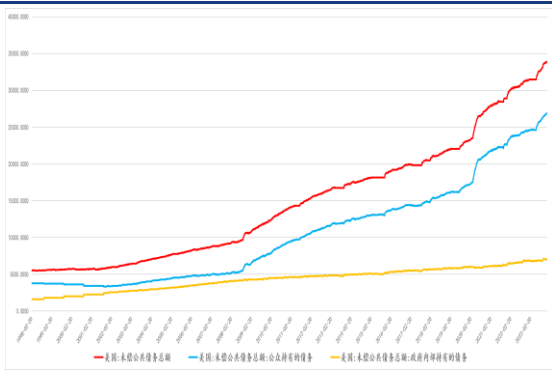


资料来源：WIND，宏源期货研究所

截止 2023 年 12 月 13 日，美国联邦债务总额已经高达 33.83 万亿美元，相较于 2023 年 6 月 1 日美国暂缓 31.46 万亿美元债务上限生效，债务总额增加了 2.37 万亿美元，按照 33.83 万亿美元的债务总额计算，以美国人口约 3.3 亿为基数，每个美国人约欠 10.25 万美元；按照美国人平均工资 3000 美元计算，即使不吃不喝也需要 34 个多月才能还清。债务总额过高导致国债利息支出过高，可能使其成为美国政府最大的一项支出，超过社会保障支出。美国巨额债务可能会引起全球经济下行和金融市场震荡的风险，美联储持续加息将导致美国经济增长放缓、金融系统压力增大、债务负担加重，同时也推升了发展中国家的偿债成本，加剧资本外流和通胀风险。为了应对通胀，美国连续加息，将利率升至历史高点，使得美国部分银行由于期限错配造成抛售后损失巨大，从而导致破产，美联储对商业银行贷款总额在 3 月中旬直线上升后开始逐渐下降。截止 2023 年 11 月 8

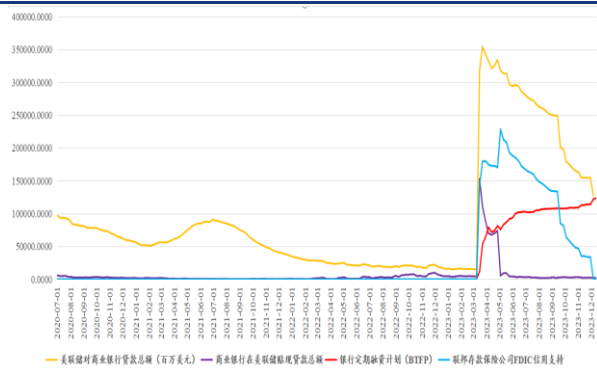
日当周，美联储银行定期融资计划 BTFP 用量激增 38.62 亿美元，存量规模为 1129.35 亿美元，创历史新高，这一现象可能是地区性银行脆弱性上升的征兆。

图 29：美国未偿公共债务总额



资料来源：WIND，宏源期货研究所

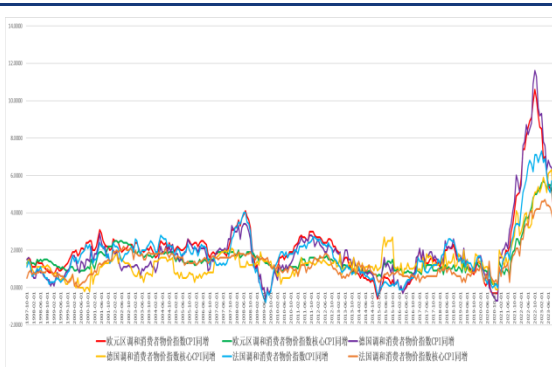
图 30：美联储对商业银行贷款总额



资料来源：WIND，宏源期货研究所

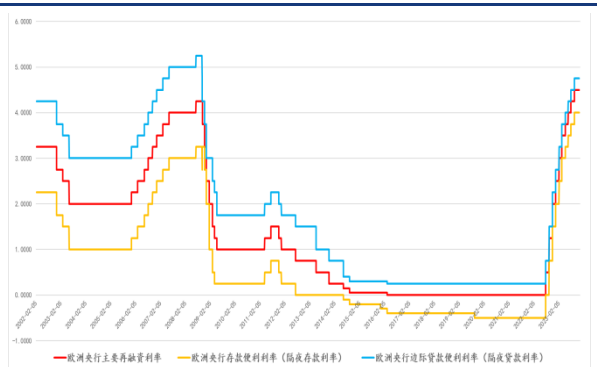
欧洲央行 12 月暂停加息使主要再融资利率保持 4.5%，且将在必要时间内维持足够限制性水平，资产购买计划 APP 以可预测的速度下滑，并考虑明年下半年以每月减少 75 亿欧元的速度退出将持续至 2024 年底的紧急抗疫购债计划（PEPP）再投资。欧元区德国 11 月消费者物价指数 CPI 年率分别为 2.4%和 3.2%均低于预期和前值，11 月 Markit 制造与服务业 PMI 连续低于 50，德国（欧元区）三季度国内生产总值 GDP 季率为-0.1%（-0.1%）高于预期但低于前值（低于预期和前值）四季度可能继续收缩，陷入技术性衰退，使市场预期欧洲央行最早或于 24 年二季度开启降息。欧元区 11 月综合 PMI 初值为 47.6，预期和初值均为 47.1，高于预期和初值，但是仍低于 50 的荣枯分界线；服务业 PMI 终值为 48.7，初值和预期均为 48.2。其中德国 11 月 Markit 综合 PMI 终值为 47.8，初值与预期为 47.1，仍处于收缩区间，服务业 PMI 终值为 49.6，初值与预期均为 48.7；法国 11 月 Markit 综合 PMI 终值为 44.6，初值与预期均为 44.5，Markit 服务业 PMI 终值为 45.4，初值与预期均为 45.3，虽高于预期但服务业活动依然处于收缩趋势。除疫情封锁的几个月外，欧元区制造业、服务业及综合 PMI 已跌至 2013 年以来的最低水平。两大经济体德国和法国的 PMI 数据同样处于收缩区间。虽然德国的情况有所缓解，但法国的萎缩状况却在加剧，制造业和服务业的恶化程度超出预期。欧元区 11 月 ZEW 经济现况（弱显示）指数继续走弱 9.4 至-61.8，ZEW 经济景气指数（强预期）环比增加 11.5 至 13.8，创今年 2 月以来最高值。

图 31：欧元区与德法消费端通胀水平



资料来源：WIND，宏源期货研究所

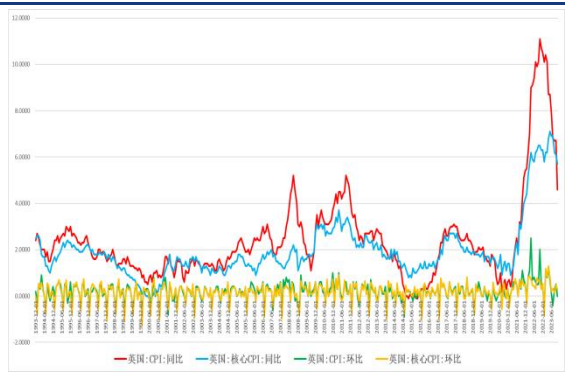
图 32：欧洲央行主要基准利率水平



资料来源：WIND，宏源期货研究所

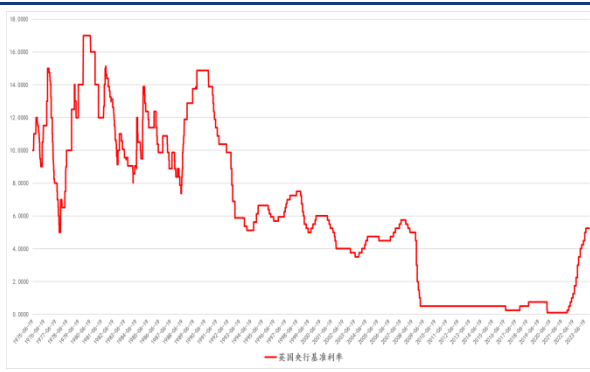
英国央行 12 月暂停加息而维持关键利率为 5.25%，将保持足够限制利率足够长时间并为未来留下加息空间。英国三季度国内生产总值 GDP 季率-0.1%低于预期和前值，10 月消费者物价指数 CPI 和核心 CPI 年率分别为 4.6%和 5.7%低于预期和前值，11 月消费者物价指数 CPI 年率为 3.9%低于预期和前值，使市场预期英国央行加息周期或已结束且最早将于 24 年二季度开启降息。

图 33：英国消费端通胀水平



资料来源：WIND，宏源期货研究所

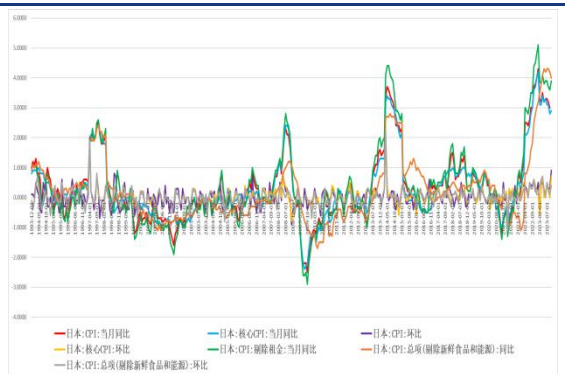
图 34：英国央行基准利率



资料来源：WIND，宏源期货研究所

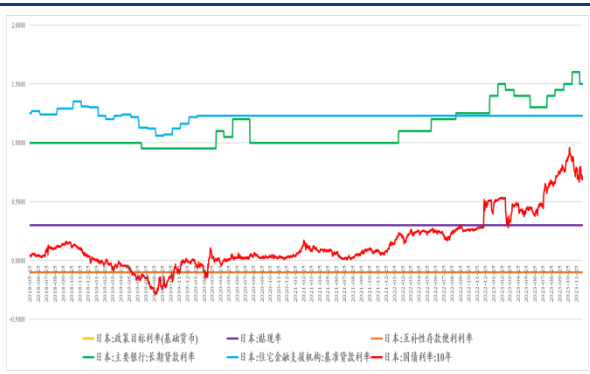
日本央行 10 月决定存款利率维持-0.1%不变,10 年期国债收益率维持 0%左右并以债息上限 1%为参考进行收益率曲线控制,但植田和男表示倘若可持续性实现 2%通胀目标将考虑改变负利率政策,且日本央行计划 24 年一季度将 5 和 10 年期国债购买规模由 4500-9000 亿日元降至 4000-9000 亿日元,并削减了其他期限债券购买量。日本全国劳动组织联合会和最大工业工会 UA Zensen 计划在 2024 年春季工资谈判中寻求加薪 5%以上和 6%,倘若实现或有助于日本央行实现 2%通胀目标并结束负利率政策。

图 35：日本消费端通胀水平



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 36：日本央行货币政策目标利率



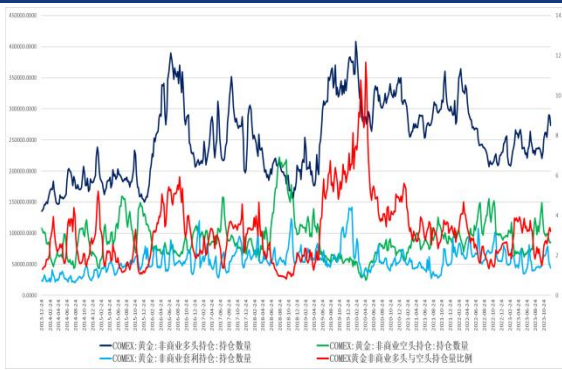
资料来源：WIND，宏源期货研究所

四、百年未有之大变局加速演进推动购金热

美联储降息预期升温使贵金属价格震荡偏强,推动 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震荡升高。倘若美联储和欧洲央行因消费端通胀反复而保持高位利率更长时间,预期降息时点推迟或使 COMEX 黄金与白银期货的多头与空头持仓量比值有所下降;倘若欧美经济增长渐趋放缓甚至出现衰退,美联储和欧洲央行停止加息甚至开启降息,预计 COMEX 黄金与白银期货的多头与空头持仓量比值仍存上涨空间。

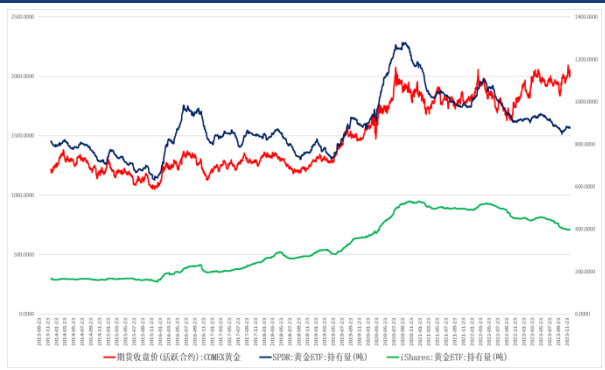
全球最大的 SPDR 黄金 ETF 的持仓量升至 941.29 吨后震荡减少至 877.96 吨且已低于近十年平均值 888 吨,全球最大的 iShare 白银 ETF 的持仓量震荡减少至 13731.3 吨但仍高于近十年平均值 12306 吨。倘若美联储和欧洲央行因消费端通胀反复而保持高位利率更长时间,预期降息时点推迟或使 SPDR 黄金 ETF 和 iShare 白银 ETF 的持仓量仍存下降空间;倘若欧美经济增长渐趋放缓甚至出现衰退,美联储和欧洲央行停止加息甚至开启降息,预计 SPDR 黄金 ETF 和 iShare 白银 ETF 的持仓量仍存上涨空间。

图 37: COMEX 黄金期货多空持仓情况



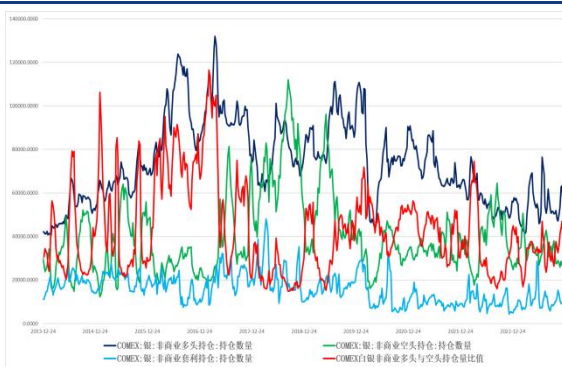
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 38: SPDR 黄金 ETF 持仓量



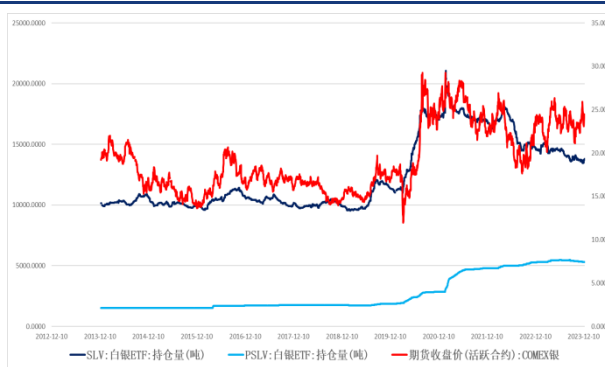
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 39: COMEX 白银期货多空持仓情况



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 40: iShare 白银 ETF 持仓量



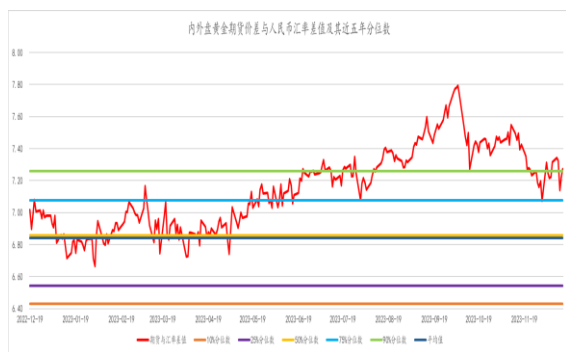
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

世界黄金协会公布全球实物黄金 ETF 小幅 11 月流出约 9.2 亿美元, 较 10 月大幅收窄。全球黄金 ETF 总持仓量 11 月环比减少 9 吨至 3236 吨, 但因黄金价格上涨了 2%, 资产管理总规模 (AUM) 也增长了 2% 至 2120 亿美元。此外, 11 月初地缘风险加剧以及投资者仓位变化为金价和黄金 ETF 提供了大部分支撑作用使 11 月北美地区黄金 ETF 基金净流入约 6.59 亿美元, 结束了该地区连续五个月的净流出态势。

国家外汇管理局统计数据显示, 截至 2023 年 11 月末, 我国外汇储备规模为 31718 亿美元, 环比上涨 706 亿美元, 升幅为 2.28%。同时, 11 月末黄金储备达 7158 万盎司, 环比增加 38 万盎司。继去年 11 月开启增持以来, 央行已连续 13 个月增持黄金, 如按区间均价计算, 累计增持总额约 1300 亿元。

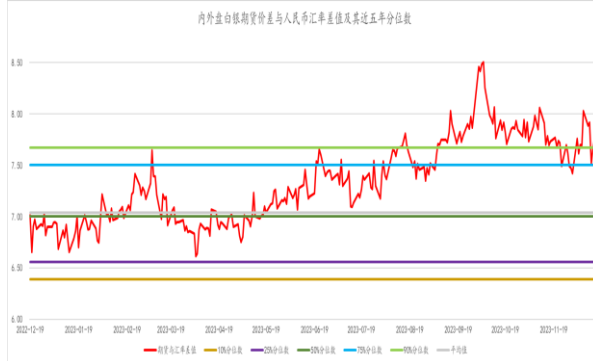
随着消费者对黄金饰品、金条等产品的需求大增, 今年以来我国黄金消费量大幅增长。据中国黄金协会统计, 2023 年上半年, 全国黄金消费量 554.88 吨, 同比增长 16.37%。其中, 黄金首饰消费量达到 368.26 吨, 同比增长 14.82%; 金条及金币 146.31 吨, 同比增长 30.12%。

图 41：国内黄金期货溢价情况



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 42：国内白银期货溢价情况



资料来源：WIND，宏源期货研究所

五、2024 年贵金属行情展望

美国经济放缓程度和美联储何时开启降息，对贵金属价格具有重要影响，预计 2024 年贵金属价格走势或先弱后强，具体而言：

第一，美国经济与就业仍保持相对景气，但是红海航运危机和厄尔尼诺现象或推升大宗商品价格，叠加基数效应趋弱，或使明年上半年美国消费端通胀出现反复，推动市场修正当前对美联储的激进降息预期，进而令贵金属价格承压。

第二，美联储保持高位利率越长时间，则美国经济增长越可能放缓甚至出现衰退，明年二季度美国经济与就业表现成为重要观察点，或使美联储于明年下半年开启降息，进而支撑贵金属价格。

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。

