

2023-12-27

贵金属 | 年度策略

## 布局多头，关注预期差

### ——贵金属年度策略

#### 报告要点

##### ◆ 总观点

美联储在 12 月议息会议上大幅调整 2024 年降息预测，提示加息周期已结束，市场焦点转向关注降息周期开启时点。美国通胀同比数据有所反复及就业数据维持强劲，是基准利率维持高位的支撑因素，但金融条件恶化背景下美联储开启降息周期和地缘政治冲突引发的避险情绪对黄金价格形成支撑。

在本轮加息周期中，美国经济持续保持韧性，当前美联储对降息的判断更趋向于预防式降息。紧货币紧财政双重压制下，欧元区经济较为疲弱，市场对欧央行降息预期后续或逐步反超美联储，对美元指数形成阶段性提振。美联储降息周期将来临令贵金属价格运行中枢有望进一步上移，但美国经济韧性较强及欧央行降息前置让市场乐观预期存在修正空间，后续仍需关注美国经济下行程度、后续降息节奏与市场预期间存在的预期差，或令贵金属价格出现阶段性调整。

##### ◆ 操作建议


布局多头，操作上建议以回调买入为主，关注 COMEX 黄金 1900 美元/盎司的支撑位，参考沪金运行区间 440-505 元/克。光伏需求对白银工业消费形成支撑，降息周期下，白银涨幅或超黄金，关注美白银上方 26.5 美元/盎司的压力位，参考沪银运行区间 5400-6600 元/千克。

**风险提示：** 1.美联储、欧央行货币政策超预期；2.地缘政治博弈超预期。

#### 公司资质

长江期货股份有限公司交易咨询业务资格：鄂证监期货字[2014]1 号


#### 研究员

 **李旒**

✧ 从业证号：F3085657

✧ 投资咨询编号：Z0017083

#### 助理研究员

 **汪国栋**

✧ 从业证号：F03101701

#### 相关研究

《短期调整，不改长期配置价值》

-2023.7.3

《周期切换可期，运行中枢上移》

-2022.12.27

《货币退潮后，贵金属投资逻辑分析》

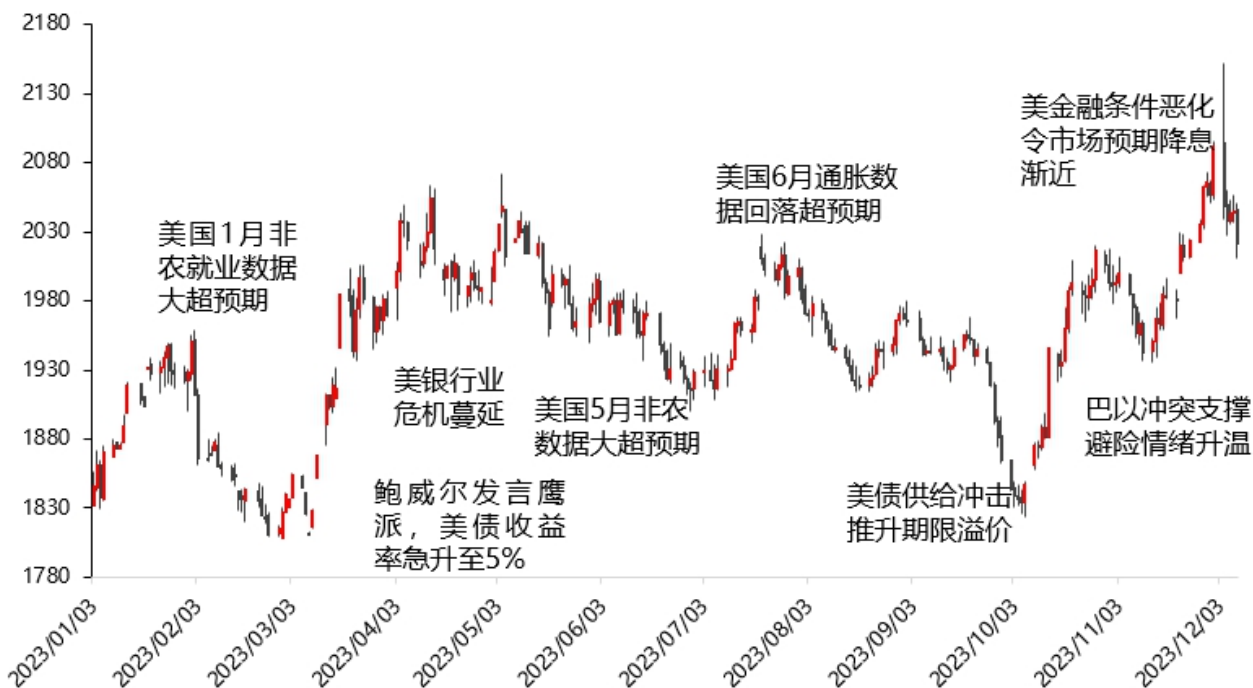
-2022.6.23

《加息在途，通胀支撑》-2021.12.23

# 一、2023 年黄金行情回顾：再创新高

## (一) 2023 年黄金走势回顾

图 1:2023 年黄金价格走势



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

2023 年黄金价格创出历史新高。美联储放缓加息幅度，并在 12 月议息会议上暗示加息周期已结束。美国金融条件恶化，中小银行业危机发酵，巴以冲突爆发，在避险情绪的驱动下，美黄金价格升至历史高位 2152 美元/盎司。受通胀预期回落影响，美白银价格全年呈震荡走势。截至 12 月 22 日，美黄金收盘价为 2065 美元/盎司，较年初上涨 12.8%，波幅达到 18%，美白银收盘价为 24.47 美元/盎司，较年初上涨 1.2%，波幅达到 33%。

第一阶段（1-3 月）：美联储 3 月议息会议将放缓加息幅度至 25 基点的预期不断升温，市场预期美国经济将走弱，且通胀分项出现松动，美联储继续大幅加息的必要性下降，欧央行延续大幅加息，美元指数但美国就业数据延续强劲，经济数据具有韧性，市场加息预期升温，美欧经济对比仍呈现美强欧弱的局面，美元指数阶段性反弹，贵金属价格反弹后回调至年内低位，美黄金回调至 1813 美元/盎司，美白银价格回调至 19.95 美元/盎司。

第二阶段（3 月-5 月）：美国硅谷银行、签名银行、第一共和银行均因资金链断裂而被关闭、接管，美国中小银行业危机持续发酵，从风险敞口方面看，美国商业地产 80% 的贷款来自规模较小的区域性银行，商业地产和中小银行可能同步受损、陷入恶性循环。市场担忧一旦后续金融条件收缩超预期，联储的加息窗口将快速关闭，在避险情绪的驱动下，美黄金价格快速反弹。

第三阶段（5月-10月初）：美国就业数据存在韧性，失业率处于历史低位，美联储6月跳过一次加息后，7月重启加息25基点，市场预期基准利率维持高位的时间长于此此前预期，9月财政部发行国债显现供给冲击推升十年期美债收益率，美黄金价格持续回调。

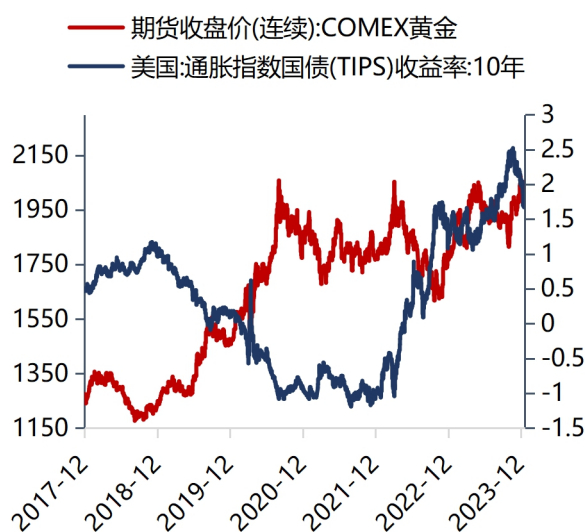
第四阶段（10月-至今）：中东地缘局势紧张，巴以冲突爆发，市场避险情绪再度升温，美金融条件恶化令市场预期降息渐近，美黄金价格再度走强，创下历史新高2152美元/盎司。美联储12月议息超预期转鸽，但11月非农就业数据仍然强劲，美黄金价格小幅回调。

本次点阵图显示的降息预期，预计2024年降息幅度明显高于9月议息会议公布的点阵图，2024年政策利率预测中值为4.5-4.75%，即对应全年累计降息75BP，相比9月全年仅降息25BP的预期下调了50BP。根据CME利率观察显示，市场预期美联储在3月大概率降息，概率超过80%；预期明年有6次左右降息可能，即降息150基点。

## 二、具体影响因素分析

实际利率和美元指数走势仍旧是黄金价格走势的主要影响因素，与黄金价格呈现显著的负相关性。在本轮美联储加息周期前期，因为经济基本面存在韧性和货币政策收紧双重因素导致实际利率快速反弹，同时美强欧弱局面延续，欧元对美元持续大幅贬值，推动美元指数持续上行。十年期美债收益率受经济增长、通胀预期的影响，会跟随政策利率走势变动。美国经济数据边际走弱后，加息预期降温，美元指数回落。三季度初美国财政部净发债量将维持高位，市场对美债需求相对不足，美债收益率攀升至高位。复盘1982年以后的6轮加息周期中，美债收益率多领先政策利率约1-2个季度见顶。随着美联储加息周期即将转向，十年期美债收益率将跟随政策利率中枢下移。

图5：美国实际利率与comex黄金价格走势



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

图6：美元指数与comex黄金价格走势



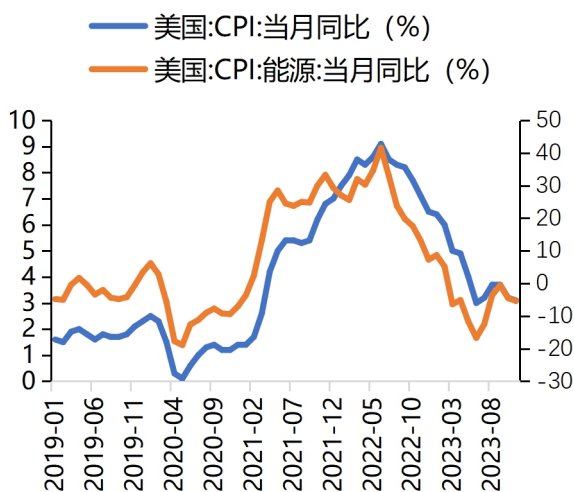
数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

## （一）实际利率

实际利率即名义利率与通胀预期之差，名义利率与通胀预期抬升速度的相对快慢，决定了实际利率是处于上行还是下行区间，即当名义利率抬升速度快于通胀预期攀升速度时，实际利率处于上行区间，利空黄金价格，反之则处于下行区间，利好黄金价格。10 年期 TIPS 受到美国实际经济增长、配置及避险等因素影响，受基本面因素与货币政策共同驱动。

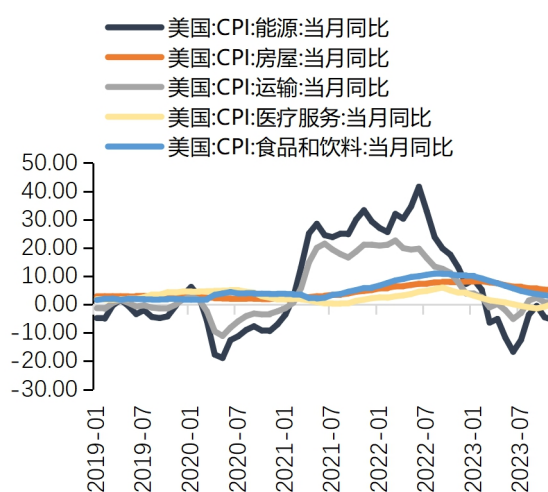
能源分项决定通胀方向，整体通胀处于下降趋势中，原油供给和供应链端均改善，通胀压力相对弱化。美国 11 月 CPI 同比 3.1%，预期 3.1%，前值 3.2%；CPI 环比 0.1%，预期 0.0%，前值 0.0%。环比分项来看，房租和核心通胀涨幅再度回升，带动核心服务通胀回升，医疗保健、交通服务和教育与通信服务是主要拉动项。但核心商品仍延续加速去通胀，去通胀的范围也明显扩大，整体环比跌幅扩大，对冲了核心服务上涨对核心 CPI 的影响，使得核心 CPI 环比仍持平前期。

图 7：美国通胀同比数据延续回落



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

图 8：美国通胀分项中核心服务类通胀韧性较强

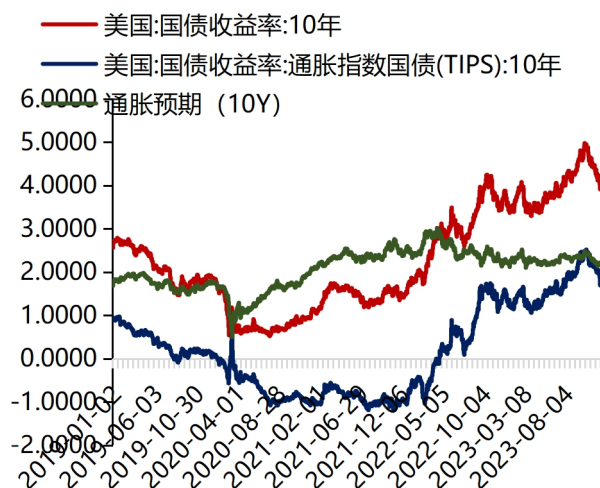


数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

美联储连续加息至高位后，金融条件恶化，有息存款利率年内将逐渐提高，压制企业和居民部门的消费、投资需求，美国地区银行风险敞口危机蔓延，迫使美联储更加关注紧缩行动带来的金融风险。3 月硅谷银行（SVB）破产之后，信贷规模急剧收缩，金融周期下行是美国经济面临的重要压力。美联储通过银行定期融资计划（BTFP）给市场输送流动性，4 月底银行业风险蔓延就与这项操作规模缩水有关。在美债收益率走高后，美国中小银行也将承压，使得地产及其相关投资转头向下。

图 9：10Y 美债收益率和实际利率走势

图 10：政策利率与十年期美债收益率走势



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

11月除了美国房租环比涨幅再度回升,其他核心服务价格也出现反弹,劳动力市场和工资增速与之密切相关,是后续通胀下行的最大阻力。在劳动力就业市场数据中,截止10月份,职位空缺率仍为5.7%,显示工资后续可能仍有上涨压力,这也是美联储多次强调,通胀延续回落趋势需要劳动力市场继续降温的原因。但随着就业市场和薪资增速进一步放缓,核心服务通胀的中期下行趋势较为确定。

## (二) 美元指数

美元指数长期走势与美欧利差、美欧货币政策边际变化有关,短期与欧美经济强弱对比有关。在紧货币紧财政双重压制下,欧元区通胀下降更为顺畅,但与此同时经济基本面也较为疲弱,11月欧元区通胀同比已下降至2.4%,创下2020年1月以来最大降幅,通胀压力已基本缓解。短期内美国核心服务通胀仍具有韧性,经济基本面较为强劲,美联储实施降息更倾向于“预防式降息”,市场对欧央行降息预期后续或逐步反超美联储,这将提振美元指数走势,对黄金价格构成阶段性压力。



欧元区 10 月份 PPI 同比下降 9.4%，位于历史低位附近，高达 9% 的降幅有望继续推动 CPI 下行。欧央行在 12 月议息会议上基本确认加息周期结束，并且下调了今明两年的通胀预测和经济增长预测，对 2023 年、2024 年欧元区总体 HICP 增速的预测值分别调整为 5.4%、2.7%，9 月通胀预测值分别为 5.6% 和 3.2%，对 2023 年、2024 年欧元区 GDP 增速预测值分别为 0.6%、0.8%，9 月经济增长预测值为 0.7% 和 1%。货币市场显示 2024 年 3 月份前欧洲央行至少降息 25 个基点，并预计明年年底前至少降息 150 个基点。

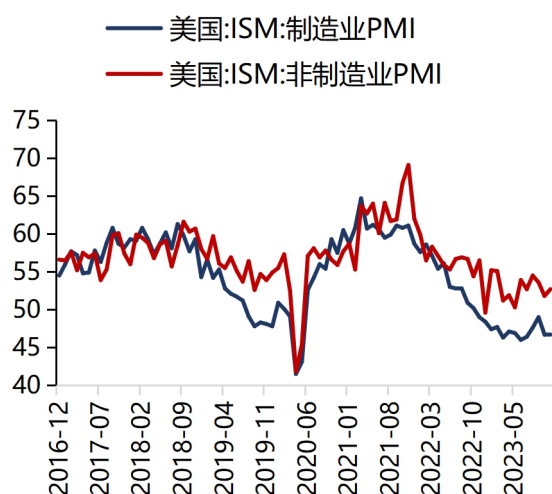
### （三）美国经济和货币政策

#### 1. 美国经济和金融周期

在经济数据方面，美国 11 月 ISM 制造业 PMI 为 46.7，预期 47.6，前值 46.7，11 月 ISM 服务业 PMI 为 52.7，预期 52，前值 51.8，服务业的改善抵消了制造业的下滑，而服务业占美国经济总量的三分之二以上，表明美国经济内在动能仍较强。

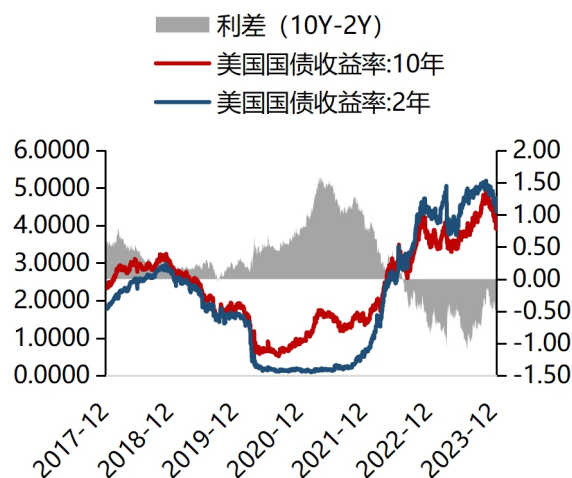
当前美国长短期国债利率仍处于倒挂状态，这是提示历次经济衰退的领先指标，回顾之前长短期美债利率倒挂后的 1-2.5 年年内美国经济均发生了衰退，走向衰退的趋势性更加明确。当前 2Y-10Y 美债收益率利差和 3M-10Y 美债收益率利差均处于倒挂状态，此轮衰退预期之所以迟迟没有兑现，可归因于复苏周期的错位，即服务业滞后于制造业，以及居民的“超额储蓄”即来自疫情期间的财政救济和“被压抑的消费”、货币紧缩的滞后效应和劳动力市场的韧性。

图 13：美国经济数据韧性仍存



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

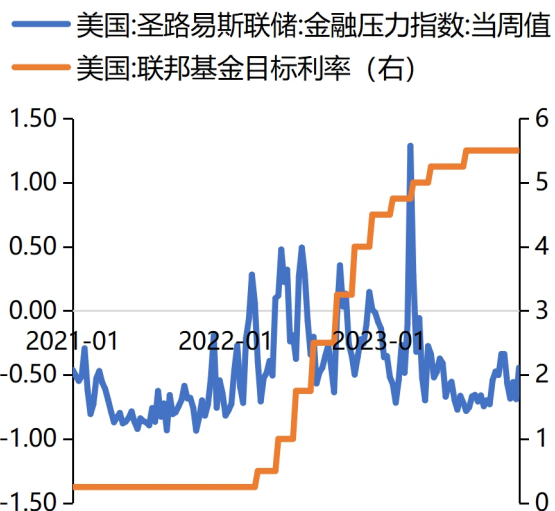
图 14：美国长短期国债收益率继续倒挂



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

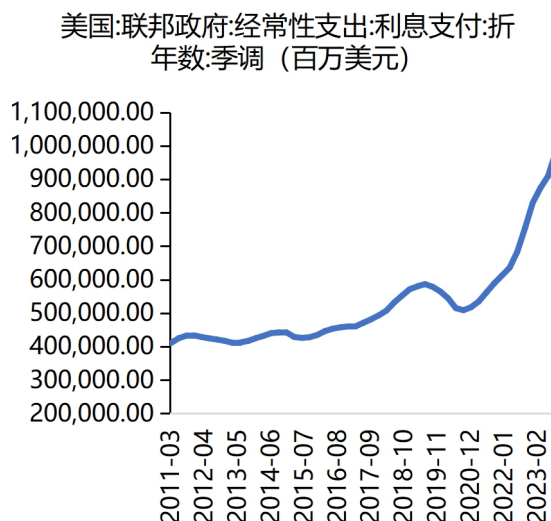
加息周期中，美国政府通过财政政策刺激经济，美政府债务与 GDP 之比维持扩张，美国债务负担加重，财政支出大幅增加，市场对美债供给过度的担忧加剧，供给冲击下，长端美债收益率易被推升至高位。另一方面，随着高利率的维持，有息存款利率年内将逐渐提高，压制企业和居民部门的消费、投资需求。美联储在过去一年快速加息，但银行信贷利率调整滞后使得企业部门用低息银行信贷部分替代了相对高息的企业债券，随着有息贷款利率的上升，企业投资有超预期下降的风险。

图 15: 美国金融压力指数



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

图 16: 美国政府利息支付达到高位



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

## 2. 美国就业市场情况

在就业市场方面，美国 11 月新增非农人数高达 19.9 万人，超过预期的 18.5 万人，也高于前值的 15 万人，本月新增非农就业主要集中于教育保健业、政府、休闲酒店业和制造业。其中，制造业新增就业较上月提升最大，由 10 月的减少 3.5 万人升至本月的新增 2.8 万人。美国 11 月失业率回落至 3.7%，市场预期 3.9%，前值 3.9%。11 月劳动参与率为 62.8%，较上月有所回升，较疫情前 2020 年 1 月 63.3% 的水平仍低 0.5 个百分点。

### （四）黄金 CFTC 持仓情况

长期来看，黄金 CFTC 投机基金净持仓合约数量与 comex 黄金价格走势呈现明显的正相关性，当净持仓合约增加时，通常对应黄金价格处于上涨区间，当净持仓合约减少时，通常对应黄金价格处于下跌区间。截至 12 月 19 日，黄金基金净多持仓为 20.9 万张，较上年末增仓 5.6 万张，后市对黄金价格的看多情绪大幅上升，当前黄金基金净多持仓处于偏高位置。

## （五）黄金 ETF 持仓情况

黄金 ETF 持仓量反映了投资者对黄金 ETF 的投资需求，与美黄金的价格走势呈正相关性，但略滞后于黄金价格走势。截至 2023 年 11 月底，全球黄金 ETF 总持仓较年初净流出 236 吨至 3236 吨，全球实物黄金 ETF 连续第六个月流出，地缘政治风险升温后持有黄金的机会成本升高可能是黄金 ETF 流出的主要原因。截至 2023 年 12 月 22 日，全球最大黄金 ETF—SPDR 的持金量为 878 吨，比去年同期减少 36 吨，同比降幅为 3.9%。

## 三、白银基本面情况

白银兼具金融与商品双重属性，白银和黄金同属贵金属，两者具有很强的相关性。金银比价是指同一时期内黄金价格与白银价格的比值，金银比价主要用来考察黄金白银价格相对强弱。白银的上涨通常是追涨黄金的结果，商品属性则是金银比修复的核心推动力，因此金银比修复常出现在经济复苏初期，复盘近三轮金银比修复行情，每一轮金银比的向下修复都伴随着经济的企稳回升，即美国制造业 PMI 指数触底回升。白银价格往往跟随十年期通胀预期的连续抬升而达到高位，次贷危机期间白银价格与通胀预期同时达到最高点，但白银价格的波动幅度远大于黄金价格。金银比的历史价格平均区间为 40–80，均值为 60。

全球的白银产量包括独立银矿产银、铅锌铜金矿等副产白银、再生银和官方销售白银等，其中独立银矿产量很小，在总产量中的占比低于 20%，白银产量主要来自基本金属铜铅锌和黄金的副产，矿产银和再生银构成白银供给的主体。白银的供应端受制于矿产开采周期，按照前期的矿山开发进度，2023 年主要新增供应来自矿产银，供给量将维持稳定。

根据世界白银协会统计，2022 年全球白银供应总量为 1004.7 百万盎司，相对 2021 年基本持平，其中矿山银供应 822.4 百万盎司，相对 2021 年减少 1%，占比供应总量的 82%，再生银供应量为 181 百万盎司，占比 18%。全球白银总需求为 1242.4 百万盎司，相对 2021 年增长 18%，其中首饰及实物投资领域的需求为 685.9 百万盎司，超越工业需求成为第一大需求，去年印度白银需求大增。工业需求为 556.5 百万盎司（占比 45%），光伏方面的用银需求相对 2021 年增长 28%至 140.3 百万盎司（4364 吨）。

白银是光伏产业中重要的辅材，是光伏电池片结构中核心电极材料，具体用于光伏电池正面电极和负极，其中用于正极与电池 N 型区接触的电极称之为正银，用于负极与 P 型区接触的电极称之为背银，银浆占电池片非硅成本的比例约为 33%。正面银浆主要起到汇集、导出光生载流子的作用，常用在 P 型



电池的受光面，以及 N 型电池的双面，目前占据市场主流的是 P 型电池（PERC 电池），新型 N 型电池具有转换效率高、双面率高、无光衰等优点，所需耗银量高，将成为未来主要发展的技术路径。

根据 PVInfoLink 统计预测，2020 年 N 型电池产能为 4.5GW，2021 年产能为 16GW，2022 年产能达到 88GW，2023 年有望达到 200GW，N 型高效电池技术的快速发展有望继续推动导电银浆用量的上升。

2019 年以来，随着国内外光伏产业的高速增长，光伏用银消费占整体工业需求的比例逐年提升，由 2018 年占比 14% 提升至 2021 年占比 22.4%，光伏用银也成为工业需求里最具增长前景的领域。随着全球光伏装机量的继续增长，以及光伏领域 N 型电池的市场渗透率提升，光伏用银需求将进一步增长，成为工业需求的主要应用领域。在当前水平下，N 型 TOPCon 电池单片银浆用量大约是 P 型电池正银的近 2 倍，N 型 HJT 电池单片低温银浆用量是 P 型电池正银用量的近 3 倍。2022 年是 N 型光伏电池产业化元年，伴随光伏行业装机量维持稳定增长和 N 型电池的产能规模大增，导电银浆用量有望显著上升，白银供应缺口将会持续存在。

当前白银国内外库存仍处于相对高位，与 2016–2020 年白银库存持续累积有关，白银供应过剩但需求不足是白银库存累积的主要原因，从世界白银协会统计的数据来看，白银实物投资需求量的下滑较为明显，2011–2013 年，实物白银投资需求平均 8427 吨，而 2014–2020 年平均数降至 6746 吨，降低 1681 吨。

2023 年以来，白银下游工业需求强劲，但实物投资需求及银饰需求大幅回落，导致白银去库速度放慢。库存数据方面，截至 12 月 22 日，LBMA 白银库存较年初增加 129 吨至 26284 吨，comex 白银库存较年初下降 748 吨至 8551 吨，上期所白银库存下降 1111 吨至 1040 吨，总计去库 1730 吨。

2023 年随着新增多晶硅产能释放，硅料价格下降明显，欧洲、国内等市场在组件降价刺激下有望保持快速增长，叠加全球政策持续催化，全球光伏新增装机有望保持快速增长，全球新增光伏装机量将达到 450GW 以上。根据 PVInfoLink 预测，23 年 N 型电池产出将达到 72GW，是 22 年 N 型电池产出的 3 倍，光伏装机量延续较高增速及 N 型电池量产有望继续提振白银消费。

图 20: 白银供需缺口将持续扩大

年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球光伏用银量 (吨)	3537	4364	6896	9655	11103
光伏用银增量 (吨)	407	827	2140	2759	1448
白银实物供需平衡 (吨)	-1611	-7393	-4049	-8147	-8958
白银ETF增量 (吨)	2019	-3913	837	800	900
白银供需平衡 (吨)	-3630	-3480	-4886	-8947	-9858

数据来源：世界白银协会 长江期货有色产业服务中心

## 四、观点总结及策略建议

美联储在 12 月议息会议上大幅调整 2024 年降息预测，超预期转鸽，提示加息周期已结束，市场焦点转向关注降息周期开启时点。美国通胀同比数据有所反复及就业数据维持强劲，是基准利率维持高位的支撑因素，但金融条件恶化背景下美联储开启降息周期和地缘政治冲突引发的避险情绪对黄金价格形成支撑。

在本轮加息周期中，美国经济持续保持韧性，当前美联储对降息的判断更趋向于预防式降息。紧货币紧财政双重压制下，欧元区经济较为疲弱，市场对欧央行降息预期后续或逐步反超美联储，对美元指数形成阶段性提振。美联储降息周期将来临令贵金属价格运行中枢有望进一步上移，但美国经济韧性较强及欧央行降息前置让市场乐观预期存在修正空间，后续仍需关注美国经济下行程度、后续降息节奏与市场预期间存在的预期差，或令贵金属价格出现阶段性调整。

降息周期即将开启，操作上建议布局多头，以回调买入为主，关注 COMEX 黄金 1900 美元/盎司的支撑位，参考沪金运行区间 440–505 元/克。光伏需求对白银工业消费形成支撑，降息周期下，白银涨幅或超黄金，关注美白银上方 26.5 美元/盎司的压力位，参考沪银运行区间 5400–6600 元/千克。

### 风险提示

本报告仅供参考之用，不构成卖出或买入期货、期权合约或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应当充分了解报告内容的局限性，结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及员工对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 免责声明

长江期货股份有限公司拥有期货交易咨询资格。长江期货系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告所载明日期的判断，本公司可随时修改，毋需提前通知，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司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，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的交易机会不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、引用或再次分发他人，或投入商业使用。如征得本公司同意引用、刊发，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长江期货股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

### 联系方式

地址：湖北省武汉市江汉区淮海路 88 号 13、14 层

邮编：430000

电话：（027）65777105

网址：<http://www.cjfc.com.cn>