



徽商期货
HUISHANG FUTURES

徽商期货

如期而获



新起点、新征程，把握贵金属 多头入场时机

成文日期：2023 年 12 月 26 日

徽商期货有限责任公司
投资咨询业务资格：
皖证监函字【2013】280
号

徽商期货研究所
金融品部

从姗姗 贵金属分析师
从业资格号：F3044663
投资咨询号：Z0015333

摘要

2023 年接近尾声之际，回顾全年可以发现今年年初市场预期的美国“衰退论”并未如期而至，反而在实行高利率政策下经济表现出较强韧性，通胀持续回落、就业市场继续改善。美联储货币政策也由大幅激进加息逐渐缓和，虽然在美联储大幅加息期间欧美中小银行爆发流动性风险但危机迅速化解并未对全球金融市场造成大范围冲击，但在通胀距离美联储 2% 的目标依然较远的情况下，高利率政策依然维持。2023 年贵金属在多重因素影响下表现亮眼，全年震荡走强，价格重心上移。

展望 2024 年贵金属价格的主导逻辑依然是美联储的货币政策走向。随着通胀持续下行、就业市场继续改善以及宏观经济面临一定压力，明年美国大概率进入降息周期，实际利率也将下降这将支撑贵金属价格走势。但由于美国经济的具有较强韧性，美联储高利率维持的时间可能会比市场预期的更长，预计市场依然会继续提前交易降息预期，贵金属价格上行的拐点或将会领先于美联储释放降息预期。而一旦美联储转向偏鸽派，继而步入降息周期，贵金属价格或将会继续上行。此外，2024 年地缘政治和风险事件也值得关注，不排除明年美国会再次发生流动性危机，明后两年美国企业债将面临集中到期，企业偿债压力增大，若出现爆雷，从避险的角度也将利好金价。美国大选、俄乌局势、巴以以及中美关系等都具有较大不确定性，不排除大幅超出市场预期的可能，需持续关注这些扰动因素。

明年大趋势贵金属整体偏多，但投资者需把握入场的节奏，注意入场时机，在选择长线持有黄金时建议采取金字塔式分配买入的方法，从而减少价格下跌的风险。

策略方面：震荡偏强，逢低做多为主；长期维持多配思路。

风险提示：美国经济、美联储货币政策、地缘局势超预期等。

请务必阅读免责声明内容

徽商研究 * 明道取势

一、行情回顾

图 1：COMEX 金日 K 线走势



图 2：沪金日 K 线走势



数据来源：文华财经、徽商期货研究所

2023 年接近尾声之际，回顾全年可以发现今年年初市场预期的美国“衰退论”并未如期而至，反而在实行高利率政策下美国经济表现出较强韧性，通胀持续回落、就业市场继续改善。美联储货币政策也由大幅激进加息逐渐缓和，在美联储大幅加息期间欧美中小银行爆发流动性危机但危机迅速化解并未对全球金融市场造成大范围冲击，在通胀距离美联储 2% 的目标依然较远的情况下，高利率政策依然维持。2023 年贵金属在多重因素影响下表现亮眼，全年震荡偏强。但由于在美联储加息周期接近尾声之际，市场预期会跟随宏观经济数据、美联储官员表态等出现修正，在鹰派预期占上风时美债收益率大幅上行、美元走高，COMEX 金最低触及 1823 美元/盎司。但在鸽派预期占上风时美元大幅下挫，COMEX 创历史新高 2152 美元/盎司。相较而言，内盘贵金属在人民币汇率走势影响下整体走势强于外盘，沪金也在 2023 年创出历史新高，当前人民币贬值趋缓，内盘金银价格的升水收敛，但依然处于较高的水平。截至 12 月 25 日，COMEX 金年线收涨 12.8%，沪金年线收涨 16.9%，COMEX 银年线收涨 1.2%，沪银年线收涨 12.9%。

分阶段来看，1-2 月，美国经济表现意外强劲，市场提前抢跑美联储货币政策转向预期，但随后联储 2 月再次加息 25BP 并表明年内不会降息，黄金价格持续冲高至 1970 美元附近后出现快速回调并抹去前期涨幅。3 月欧美中小银行业爆发流动性风险，避险需求提振贵金属价格，此外市场关于美联储货币政策调整节奏利好金价，美元指数和美债收益率的先强后弱走势，黄金呈现先抑后扬整体偏强走势并突破 2000 美元。5 月后美欧银行业危机和

债务上限问题逐步得到解决，经济仍保持韧性美联储货币政策偏鹰派并再度加息，黄金持续回落至 1800 美元附近。10 月至今，高利率政策对美国经济和通胀的打压的效果不断显现，美联储本轮加息周期已基本结束，投资者提前交易美联储预期，美债收益率自历史高位大幅回落，金价不断冲高并在 12 月初创历史新高至 2152 美元上方，但是由于货币政策仍存在较大不确定性，市场预期也将跟随数据、官员表态等不断进行调整，金价冲高乏力有所回调。

白银跟随黄金走势，但由于具有较强的商品属性，短期受投机影响在出现金融危机、地缘冲突升级等黑天鹅事件时容易出现大涨大跌。今年 3-4 月白银一度表现非常亮眼，但在下半年的走势弱于金价。主要由于下半年有色金属价格整体表现弱势，对工业属性更强的银价造成一定的拖累。

二、贵金属价格影响因素分析

（一）宏观经济分析

1、美国经济软着陆和衰退预期并存

在 2022 年美联储进入加息周期以来，高利率政策对政府、企业、居民以及金融系统的影响负面影响逐渐累积，当各种负面影响因子累积到整个经济体系不能承担的时候，风险会在某个时点集中爆发，顺利完成一次市场出清。未来 1-3 年全球金融系统很可能出现重新洗牌的情况，以目前观测的情况来看，2024-2025 年美国企业债将面临集中到期，美国企业能否成功度过这轮“债务到期潮”成为影响美国金融系统稳定的重要因素。美国企业在前期低利率环境下大量发行企业债，随着企业债集中到期，在目前高利率环境下置换成本较高，企业负债压力增大。美国企业债年度到期额此前均低于 300 亿美元，2023 年激增至 1194 亿美元，并且增长至 2026 年的 10739 亿美元。此前多数企业在低利率环境下大量发行企业债，这些债对应的资产是公司回购的股票。警惕高利率导致高估值不可持续下，股价下跌导致资产负债表平衡被打破，可能会引发金融市场的连锁反应。这是未来 1-3 年都需要重点关注的风险因素，如若真爆发金融危机，一方面避险情绪提振贵金属价格；另一方面，美联储可能会采取紧急降息的方式应对风险，实际利率或急剧下行，这也将提振贵金属价格。

目前来看美国宏观基本面依然表现出较强韧性，并未像 2023 年年初的时候市场预期的那样出现衰退，主要是美国消费强劲支撑美国经济增长，从而使得美国的衰退预期后延，与消费密切相关的就业市场以及超额储蓄是提振美国居民消费的重要因素。美国 11 月份零售销售额环比增长 0.3%，超出前值和市场预期的-0.1%，增速再次由负转正，这再次表明虽然经济出现降温迹象，但美国消费需求仍具韧性。由于美国是消费型经济，消费是美国经济增长的主要引擎，受益于疫情后期大量财政刺激政策，居民消费具有较强韧性，这也成为美国经济能否实现软着陆的重要推手。此外，美国个人储蓄总额不断走低，最新数据显示 10 月美国个人储蓄存款总额为 7686 亿美元，创去年 12 月以来新低，居民储蓄走低或暗示消费动能不足，高利率环境下美国信用卡贷款拖欠率也于 2023 年 9 月末达到 2.98%，创 2013 年以来新高。后续重点关注美国零售销售情况。

图 3：美国零售销售

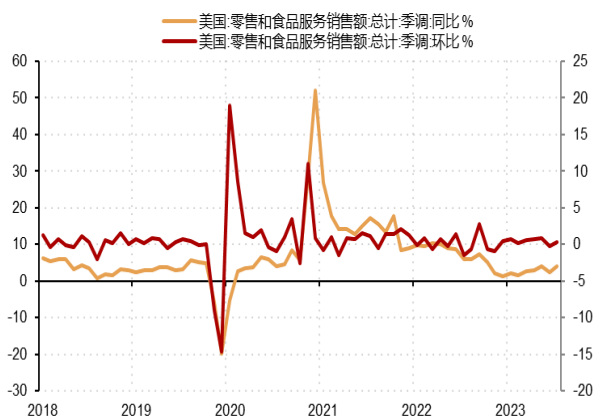


图 4：美国个人储蓄水平下降



数据来源：wind、徽商期货研究所

图 5：美国个人消费支出

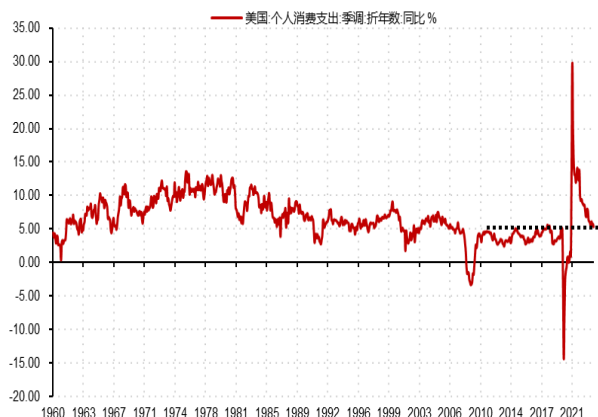


图 6：美国信用卡拖欠率



数据来源：wind、徽商期货研究所

房地产投资方面，本轮加息周期以来，美国地产市场韧性较强，高利率环境下供需两侧均改善，2024 年美国地产投资将出现更大幅度的复苏，美国 10 年美债利率将受到经济放缓、通胀下行的双重影响而回落，将持续刺激美国地产投资。

图 7：美国新屋销售走弱



图 8：抵押贷款利率高位回落



数据来源：wind、徽商期货研究所

由经济先行指标来看，美国制造业与服务业 PMI 指数继续分化，且制造业依然表现低迷，服务业强劲但力度有所放缓，从 2023 年全年来看，美国制造业 PMI 指数一直在低位震荡，并处于荣枯线下方；相反，由于美国居民对服务业消费方面表现强劲，服务业 PMI 指数表现偏强并处于荣枯线上方。但最新的数据显示，11 月 Markit 制造业、服务业 PMI 较 10 月有所回落，占经济比重更大的服务业 PMI 则较 10 月回升 0.2 个百分点至 50.8，较今年二季度数值回落较多；11 月 ISM 制造业 PMI 指数上升至 46.7，仍处于萎缩区间，且

打破之前企稳走势，表明制造业仍表现疲软，高利率政策对实体经济的负面影响逐渐显现。

图 9：美国 Markit 制造业 PMI

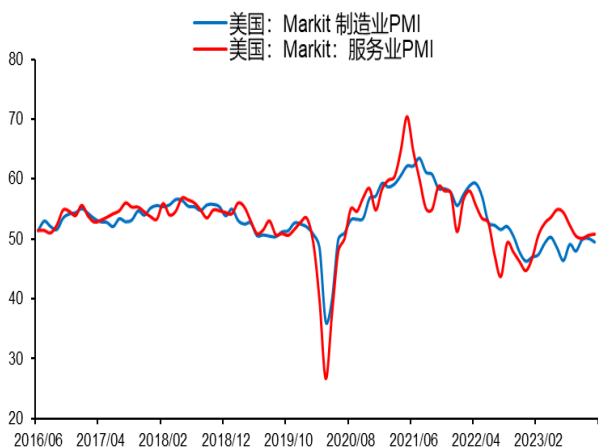
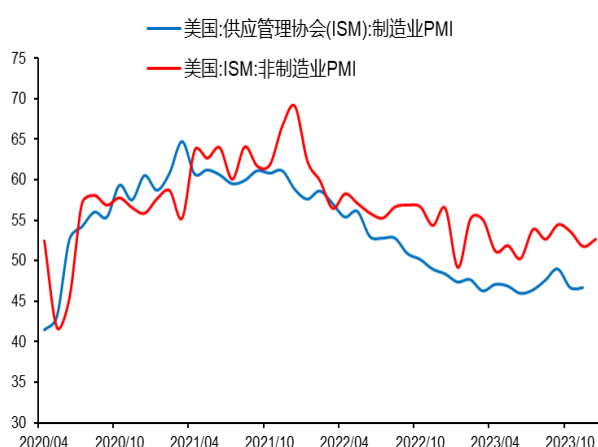


图 10：美国 ISM 制造业 PMI



数据来源：wind、徽商期货研究所

综合来说，在美国高利率政策影响下，美国经济面临一定压力，但短期快速进入衰退的可能性依然较低。明年市场关注点将是美国经济能否实现软着陆，目前来看美国通胀持续下行，就业市场继续改善且失业率依然维持历史较低水平，明年实现软着陆的可能性较高。

2、美国通胀下行速率缓慢，回到 2% 仍需较长时间

在美联储进入加息周期以来，美国通胀延续下行态势，核心通胀是美国通胀长期支撑项，目前该项下行速率缓慢，意味着短期通胀还难以回到美联储 2% 的目标水平。

12 月 12 日，美国劳工统计局公布的数据显示，美国 11 月 CPI 同比上涨 3.1%，较 10 月的 3.2% 放缓，符合预期；环比增速升至 0.1%，高于前值和预期的 0%。核心通胀同比增速为 4%，持平前值和预期，但仍高于美联储的 2% 的目标水平，环比增速由 0.2% 回升至 0.3%，与预期一致。11 月 CPI 和核心 CPI 的环比增速均出现加速，这意味着通胀下降之路崎岖，美联储货币政策或难以很快转向降息。

分项数据来看，核心通胀项中房租占比较大，而房租滞后于房价大约 1-2 年，从 6 月开始美国房价指数上涨，租金后期存在再次上行可能，使得核心通胀仍有可能再度上行。能源通胀是美国通胀短期干扰项，6 月以来能源价格的上行带动通胀上行至 3.7%，而后能源价格的快速回落使得通胀大幅下行至 3.2%。综合来说，核心通胀具有较高粘性，使得通

胀下行缓慢，但由于能源项对通胀构成短期扰动，预计美联储利率维持在高位仍需一定时间。

图 11: 美国 CPI

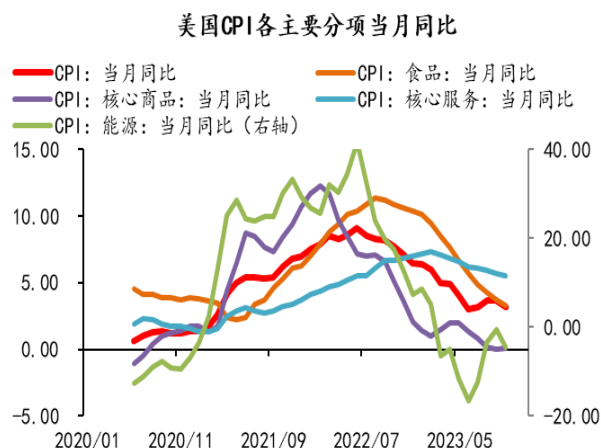
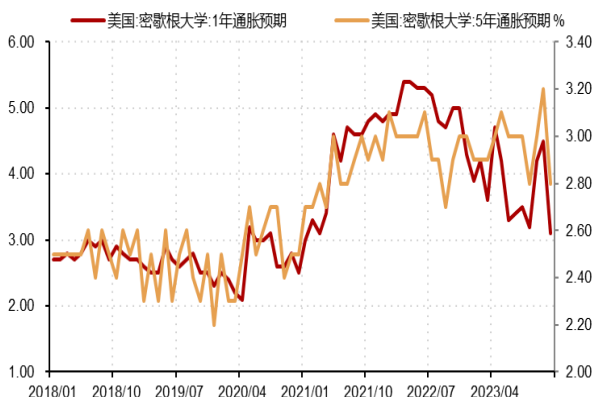


图 12: 美国通胀预期走低



数据来源: wind、徽商期货研究所

3、美国就业市场强劲，但紧张程度有所缓和

2022 年 2 月份以来，美国新增非农就业人数不断减少，虽部分月份出现反弹，但整体趋势向下，服务部门及商品生产部门新增就业人数逐渐减少。其次，失业率上升亦延续下滑。虽然 10 月失业率反弹至 3.9%，11 月再次向下，录得 3.7%，仍在维持在自 2022 年 2 月以来连续 22 个月的 4% 以下。职位空缺数下滑，10 月美国职位空缺数 873.3 万，每个失业者对应的空缺职位从 6 月的 1.54 个下降至 1.34 个，劳动力市场紧张状况逐渐改善。

图 13: 美国新增非农就业人数

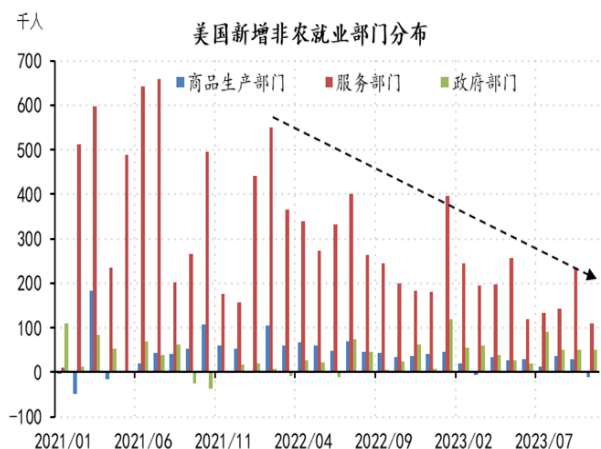


图 14: 美国非农就业及薪资增速



数据来源: wind、徽商期货研究所

(二) 美联储加息周期或结束，明年至少降息3次

自2022年3月美联储进入本轮加息周期以来已累计加息11次，共计525BP，最近一次加息是在12月份，联邦基金利率目前为5.25%-5.5%，是22年来的最高水平。伴随着加息效果逐渐显现，美联储在今年9月、11月、12月连续三次暂停加息。

北京时间12月14日（周四）凌晨3点，美联储联邦公开市场委员会发布2023年的最后一份利率决议，与市场预期一致，联邦基金利率区间继续维持在5.25%-5.50%，自今年7月底加息至这个位置后维持不变，不过决议措辞明显偏鸽，措辞从11月的“经济活动在第三季度以强劲的速度扩张”，变成了“经济活动增长自第三季度的强劲势头已经放缓”。在通胀方面，措辞从“通胀仍然处于较高水平”，变成了“通胀在过去一年有所缓解，但仍然处于较高水平”。此外，美联储在额外加息动作的描述前加了一个“any”，给未来加息这件事情增添了一层选择性或不确定性的含义，后续继续加息的可能性已然不大。

最新公布的“点阵图”显示，本轮加息周期已完成，美联储官员们对2024年的政策利率中位预期为4.6%，暗示明年将降息75BP（此前为50BP），以每次降息25bp来看，美联储或降息3次。会后鲍威尔透露，在本次会议中，美联储讨论了降息的时间点问题。FedWatch工具显示，美联储决议公布后，美国联邦基金利率期货市场将3月降息的可能性提高到了70%以上。

图 15：美联储 2023 年点阵图

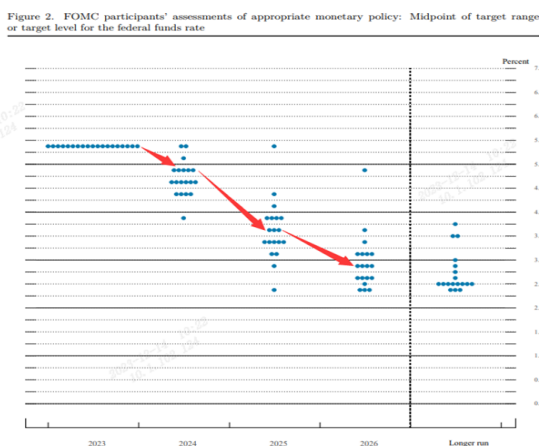


图 16：美联储 2023 年 12 月经济展望

Percent	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
Variable	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8	2.5-2.7	1.2-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.7-2.0	2.5-2.7	0.8-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
September projection	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.9-2.2	1.2-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.8-2.6	0.4-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1	3.8	4.0-4.2	4.0-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.9-4.5	3.8-4.7	3.8-4.7	3.5-4.3
September projection	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7-3.9	3.9-4.4	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-4.5	3.7-4.7	3.7-4.5	3.5-4.3
PCE inflation	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0	2.7-2.9	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.7-3.2	2.1-2.7	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
September projection	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.2-3.4	2.3-2.7	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0	3.1-3.8	2.1-3.5	2.0-2.9	2.0-2.7	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.2	2.4	2.2	2.0	2.0	3.2-3.3	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0-2.1	2.0	3.2-3.7	2.3-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	2.0
September projection	3.7	2.6	2.3	2.0	2.0	3.6-3.9	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0-2.3	2.0	3.5-4.2	2.3-3.6	2.0-3.0	2.0-2.9	2.0
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5	5.4	4.4-4.9	3.1-3.9	2.5-3.1	2.5-3.0	5.4	3.9-5.4	2.4-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8
September projection	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5	5.4-5.6	4.6-5.4	3.4-4.9	2.5-4.1	2.5-3.3	5.4-5.6	4.4-6.1	2.6-5.6	2.4-4.9	2.4-3.8

数据来源：wind、徽商期货研究所

美联储加息周期已经结束，但目前关于美联储何时降息、降息的幅度仍存一定分歧，这也将成为未来市场的博弈点，可能会随着宏观经济表现、官员表态等而出现变动。根据

最新的点阵图显示，美联储明年或降息3次，降息幅度75BP。但鉴于当前美国核心通胀仍较高，通胀压力依然较大，预计美联储明年上半年降息的可能性较小，在下半年有望开启降息周期。

（三）美元指数和美债收益率或震荡下行

近期由于美国经济数据集体走弱，市场预期美联储加息周期或已结束，明年有望开启降息周期，受此影响美债收益率曲线再度下移。从期限溢价的角度来看，长端利率主要受短端名义利率，通胀风险溢价以及期限溢价等因素影响。近期美国短端国债收益率波动不大，反而是通胀预期回落导致通胀风险溢价走低，以及降息预期升温后带动期限溢价回落等因素影响共同推动长端利率下行，短期美债收益率或震荡回落。

图 17：美债收益率持续走高

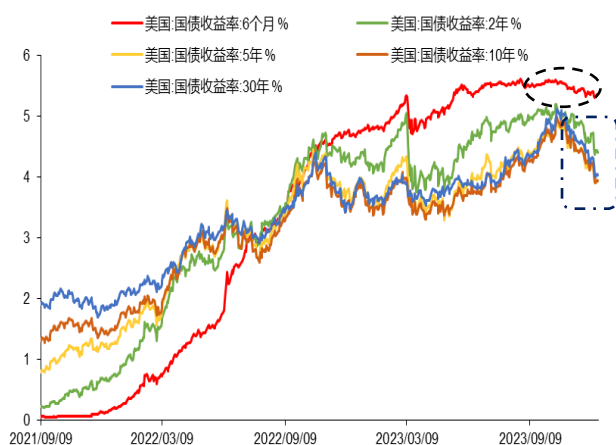
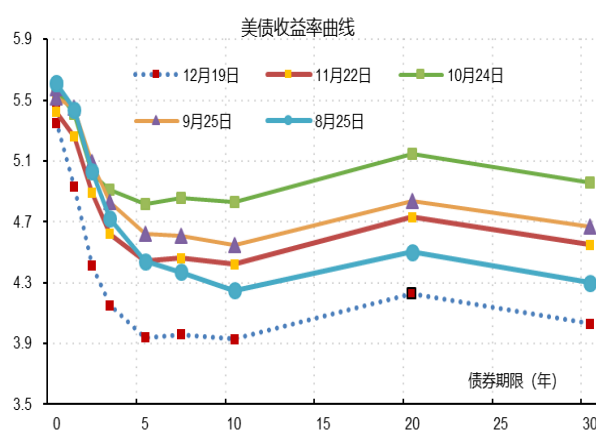


图 18：美国国债收益率曲线下移



数据来源：wind、徽商期货研究所

此外，美元指数也大幅回落。今年11月份以来，由于美国经济走弱迹象明显，市场对美联储降息预期较强，利率回落带动美元指数下行。2024年美元指数或温和回落，首先，美国国内经济基本面及货币政策支撑或有所减弱。其次，欧洲经济持续降温，随着能源危机消退，各国政府于2023年四季度逐渐退出财政支持措施，财政压力略有改善的同时，经济也将进一步承压。欧央行跟随美联储，加息进程走向尾声，但如果欧元区经济持续恶化，不排除提前降息的可能。日央行货币政策紧缩节奏加快，随着联储加息结束和降息预期上升，日本货币政策正常化继续演进，下一步，预计日本央行将继续推进货币政策正常化，2024年可能采取的政策措施：一是调整2%的通胀目标表述；二是短端政策利率放弃-0.1%

的负利率目标。同时，日元有望高位企稳并逐渐回升。

经济基本面和政策面对美元的支撑逐步弱化，这或将提振贵金属价格。

图 19: 欧元区 PMI 指数

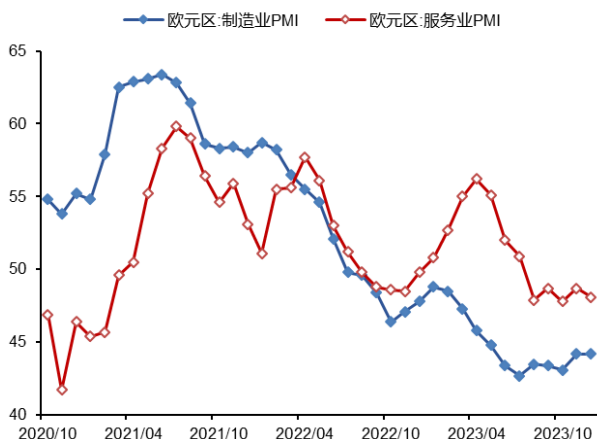


图 20: 日本国债收益率



数据来源: wind、徽商期货研究所

（四）贵金属比价和持仓分析

比价方面，今年年初，在贵金属价格调整的过程中，COMEX 金银比价再度上涨，在 3 月初最高至 91 附近，随后贵金属价格低位反弹，COMEX 金银比价持续回调至 5 月至 78，之后金银价格高位回调，COMEX 金价比价再度反弹，下半年金银比价波动减弱，COMEX 金银比价整体在 78-85 的区间内波动。整体来看，金银比价有在贵金属价格上涨趋势中，金银比价下降；在贵金属价格下降趋势中，金银比价上涨的规律。预计贵金属仍处于阶段性调整的过程之中，预计接下来几个月金银比价大概率还是会继续走高。而国内金银比价变化跟随外盘，还受到人民币兑美元汇率的影响。今年上半年人民币兑美元汇率大幅贬值，国内金银价格走势都明显强于外盘，沪金银比价波动更窄，今年大部分是 78-82 的区间内窄幅波动。近期人民币兑美元贬值趋缓，国内金银价表现强于外盘的现象有望改善，由于中美处于不同的货币政策周期，叠加经济基本面差异，人民币仍有走弱预期，内盘贵金属走势整体强于外盘。

图 21: COMEX 金银比价

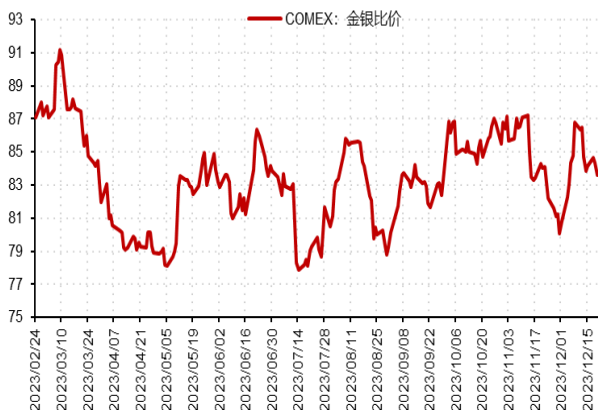
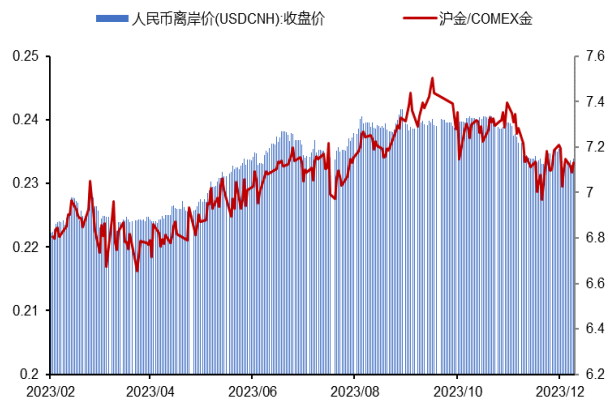


图 22: 内外盘比价及汇率



数据来源: wind、徽商期货研究所

2023 年 CFTC 持仓情况与行情走势密切相关，一季度 COMEX 黄金价格先跌后涨，黄金净多头持仓也在 1-2 月持续下跌，在 3 月初触底反弹，之后持仓量持续下滑并在 10 月初企稳后大幅增加，这与黄金价格走势相符。ETF 持仓方面，今年下半年以来黄金 ETF 持仓量不断流出，从今年 5 月 22 日的 943 吨持续降低，10 月 19 日持有量为 848.24 吨，净流出 95 吨。10 月 20 日之后，ETF 持仓量不断上升，资金参与热度增加，截至 12 月 20 日，ETF 持仓量未 878.25 吨。2024 年美联储降息预期升温，黄金净多头参与或继续增加，资金方面对金价有一定支撑。

图 23: COMEX 金非商业持仓

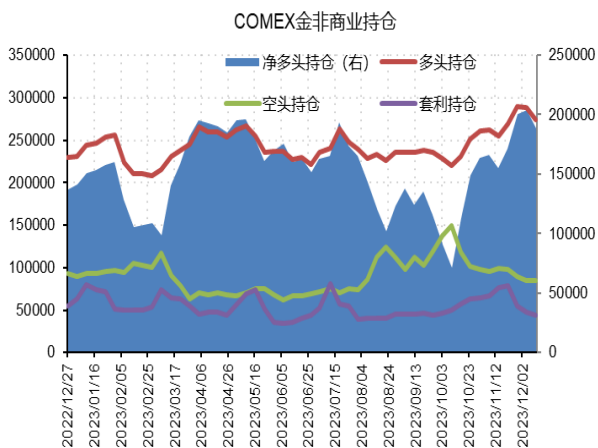
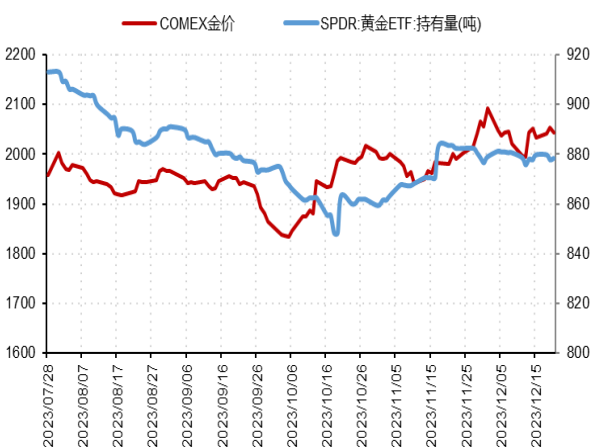


图 24: 黄金 ETF 持仓与金价



数据来源: wind、徽商期货研究所

三、投资机会及风险

2024 年贵金属价格的主导逻辑依然是美联储的货币政策走向。当前美国经济下行压力加大，明年大概率进入降息周期，美国实际利率也将下降这将支撑贵金属价格走势。但由于美国经济表现出一定韧性，美联储高利率维持的时间可能会比市场预期的更长。预计市场依然会继续提前交易降息预期，贵金属价格上行的拐点或将会领先于美联储释放降息预期。而一旦美联储转向偏鸽派，继而步入降息周期，贵金属价格或将会继续上行。此外，2024 年地缘政治和风险事件也值得关注，不排除明年美国会再次流动性危机，明后两年美国企业债将面临集中到期，企业偿债压力增大，若出现爆雷，从避险的角度也将利好金价。美国大选、俄乌局势、巴以以及中美关系等都具有较大不确定性，不排除大幅超出市场预期的可能，需持续关注这些扰动因素。

明年大趋势贵金属整体偏多，但投资者需把握入场的节奏，注意入场时机，在选择长线持有黄金时建议采取金字塔式分配买入的方法，从而减少价格下跌的风险。

策略方面：震荡偏强，逢低做多为主；长期维持多配思路。

风险提示：美国经济、美联储货币政策、地缘局势超预期等

【免责声明】

本报告所载信息我们认为是由可靠来源取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本报告观点不应视为对任何期货、期权商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本报告内容全部或部分发布、复制。

【团队介绍】

徽商期货研究所成立于 2009 年，历时十多年发展，已成为公司重要的研发中心和人才培育中心。作为公司的核心部门之一，大部分研究员具有硕士以上学历，多年从业经验，是一支专业、勤勉、充满活力的研发团队。

徽商期货研究所长期专注基础理论研究、宏观和行业研究、量化研究三大研究方向，形成了从宏观经济形势、中观产业运行到微观交易行为，从事件推导、产业驱动、估值衡量到量化分析的研究体系。

围绕公司改革发展与战略规划，打造“期货投资管家、风险管理专家、财富管理专家”品牌，研究所在客户服务方面深耕细作，推出了众多特色服务和产品，形成了多项客户服务项目。

以行情分析、交易策略和风险管理为核心，输出徽商头条、徽眼看期、徽商研究日报、周报、月刊，投资论坛、期权论坛、程序化论坛、产业会议等高质量的资讯、直播视频产品，提供多终端程序化策略编写服务以及个性化的投资咨询产品设计方案。研究所推出了徽商之星实盘大赛、期货云投研小程序、交易诊断等特色服务方式，已打造三大平台、四类培训、五种资讯服务体系和投研交互模式，通过研究所的各类研发成果服务公司客户。



感恩 · 合作 · 共赢 · 使命

徽商期货有限责任公司
HUISHANG FUTURES CO., LTD.

地址：安徽省合肥市芜湖路 258 号 邮编：230061

电话：0551-62865913 传真：0551-62865899

网址：www.hsqh.net

全国统一客服电话：400-8878-707

扫一扫



期货云投研小程序



徽商期货官方微博



徽商期货官方微信