

## 贵金属 2023 年展望：

## 东风着意 未来可期

## 观点

基于美联储明年上半年维持“小碎步”式加息，2023 年一季度左右贵金属或存有阶段性调整需求，注意阶段性利空风险；但长期来看，美联储本轮加息接近尾声+美国经济下行风险加剧+美元指数、美债收益率、美国实际利率重心下移等，贵金属多配价值凸显；内盘则还需关注人民币汇率变化的扰动。

## 核心逻辑

1、**东风着意，先上小桃枝。**近期，在美联储释放放缓加息信号、美国 CPI 超预期回落、美国经济衰退担忧升温等因素共振下，贵金属价格完成筑底并迎来强劲反弹，符合我们 2022 年四季度报告的观点。

2、**有风亦有雨，注意阶段性利空：**美联储 12 月议息会议上调终端利率目标水平至 5.1%、上调通胀上行风险、认为经济仍有可能实现“软着陆”等，这些均与此前市场的定价存在较大预期差。我们判断在就业市场紧俏、通胀粘性较强、美国经济韧性尚存下，美联储 2023 年上半年仍会维持“小碎步”加息以提升利率水平至 5% 上方，预计未来市场朝着美联储靠拢的概率更高，因此我们判断贵金属市场在经历了年末这一波上涨后，2023 年一季度左右可能会进入到“纠偏”调整阶段，注意阶段性利空风险。

3、**长期东风可乘，配置价值凸显：**（1）美联储 2023 年二季度暂停加息是相对确定事件，且未来有一定降息可能，美联储货币政策转向将继续利好贵金属。（2）10Y-2Y 和 10Y-3M 的美债收益率均持续倒挂，我们预计美联储本轮激进加息对经济的负面影响或在明年体现。明年美国经济下行甚至陷入衰退风险较高，美元指数、美债收益率重心或继续下移，叠加通胀粘性较强，通胀预期在接近 2% 附近后下跌空间有限，因此美国实际利率中枢也会大概率下行，将驱动贵金属价格上涨。与此同时，寒冬过后便是暖春，中国经济有望迎来稳健复苏，人民币汇率或阶段性升值，可能导致内盘贵金属价格表现不及外盘。（3）贵金属市场尚未充分计价美国甚至全球经济衰退，叠加地缘局势的不确定性，避险东风或为黄金价格带来更多上行动力，且全球央行大举净购金，凸显黄金长线配置价值。

**风险点：**美联储加息更久、美国经济韧性较强、全球金融危机等。个人意

贵金属 · 年度报告

2022 年 12 月 22 日 星期四

国贸期货 · 投资咨询部

白素娜

投资咨询号：Z0013700

从业资格号：F3023916

欢迎扫描下方二维码  
进入国贸投研小程序

## 一、2022 年行情回顾：先抑后扬，内强外弱

2022 年 COMEX 黄金期货价格年跌约 2.4%，沪金主力期货价格年涨约 8%，离岸人民币兑美元汇率年跌约 9.9%。2022 年黄金价格的走势大致可以分为以下三个阶段：

**第一阶段：**年初至 3 月上旬，金价冲高。受俄乌地缘紧张局势骤然升级影响，避险情绪急剧升温，加上能源价格大幅上涨再度燃爆通胀预期，在避险需求增加和通胀忧虑的双重提振下，金价和美元指数、美债收益率等同步走高，并在 3 月 8 日触及 2070 美元/盎司，逼近历史前高。

**第二阶段：**3 月中旬至 11 月初，COMEX 黄金价格震荡走弱，沪金因人民币汇率加速贬值，于 8-11 月维持震荡，表现好于外盘，黄金内外盘价差因此走扩。期间，虽俄乌局势反复、通胀水平高企、美元指数和美债收益率阶段性走弱提振金价阶段性反弹；但整体在通胀形势严峻的背景下，美联储等海外央行继续激进加息，美联储彻底转鹰并展现遏制通胀决心令名义利率、实际利率、美元指数均加速上涨，外盘金价因此承压下跌，低位触及 1618.3 美元/盎司，创 2020 年 4 月 2 日以来新低。

内盘方面，由于国内疫情多点散发影响经济复苏节奏，人民币兑美元汇率分别于 4 月底至 5 月中旬和 8 月至 11 月初出现两轮较大幅度的贬值，离岸人民币兑美元汇率一度跌破 7.3748，创 2008 年金融危机以来新低；人民币汇率贬值给国内黄金价格带来显著支撑，加上疫情导致国内黄金现货紧俏，因此沪金表现强于 COMEX 黄金，黄金内外盘价差因此显著走扩，一度高达 10 元/克之上。

**第三阶段：**11 月至 12 月中旬，金银迎来反弹。11 月以来，由于美联储首次释放放缓加息节奏的信号，市场普遍预计美联储将于 12 月加息 50bp，叠加美国经济衰退预期升温，美元指数、美债收益率见顶回落，从而提振金价反弹，再度站上 1800 美元/盎司关口，沪金期货价格突破 410 元/克关口。但随着国内防疫措施的不断优化，市场对中国经济复苏信心增强，人民币兑美元汇率探底回升，再度收复 7 关口，导致内盘黄金表现弱于外盘，黄金内盘价差也收窄回归至 2 元/克以内。随后，美联储 12 月如期加息 50bp，但美联储上调终端利率水平、上调通胀上行风险、延缓降息时间点、认为经济有可能“软着陆”等问题均与市场存在较大预期差，因此金价承压开始调整。

2022 年白银价格走势与黄金价格走势阶段性背离，波动率显著大于黄金。COMEX 白银期货价格年跌约 0.3%，沪银主力期货价格年涨 8.3%，金银比价一度抬升至 93 后回落至 75 附近。2022 年白银价格的走势大致可以分为以下三个阶段：

**第一阶段：**年初至 4 月中旬，银价冲高盘整。期间，白银整体跟随黄金价格走势，受俄乌避险情绪急剧升温 and 通胀压力爆表等提振，同样在 3 月 8 日触及 27.495 美元/盎司，创 2021 年 6 月中旬以来新高，沪银期货价格突破 5400 元/千克。随后由于俄乌局势出现阶段性缓和，美联储启动本轮加息周期，但通胀

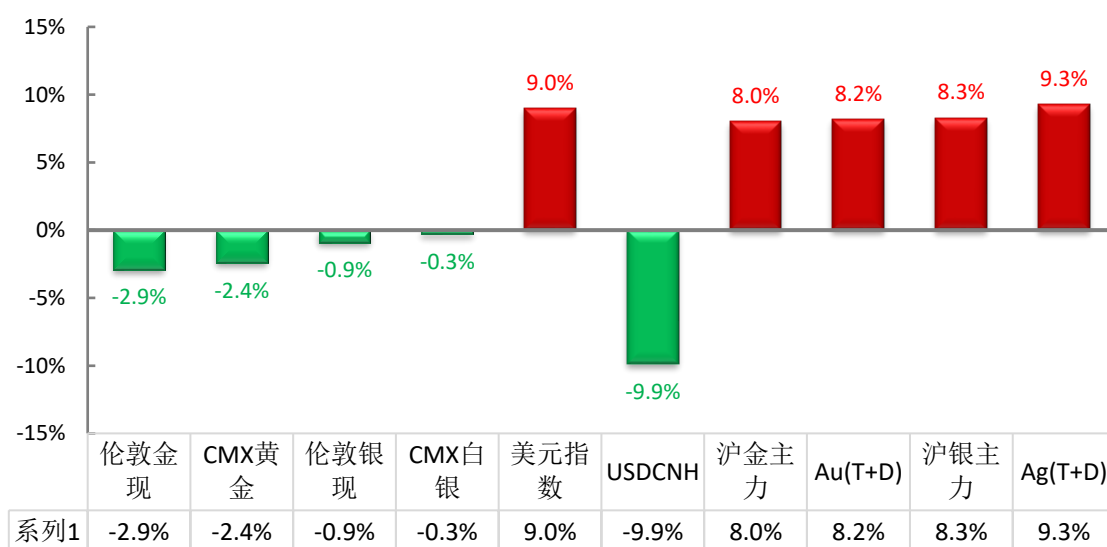


忧虑难解，故银价高位震荡。

**第二阶段：**4月中旬至8月底，银价持续下跌。期间，上海疫情愈发严重，打压国内白银需求，且全球通胀形势严峻，美联储转鹰加息节奏加快，长短端美债收益率一度倒挂，令市场担忧全球经济将陷入衰退，从而利空白银商品属性，导致白银在金融和商品的双重利空下，价格持续下跌，一度跌破17.5美元/盎司关口，创2020年6月以来新低，沪银低位触及4018元/千克，创2020年5月18日以来新低。

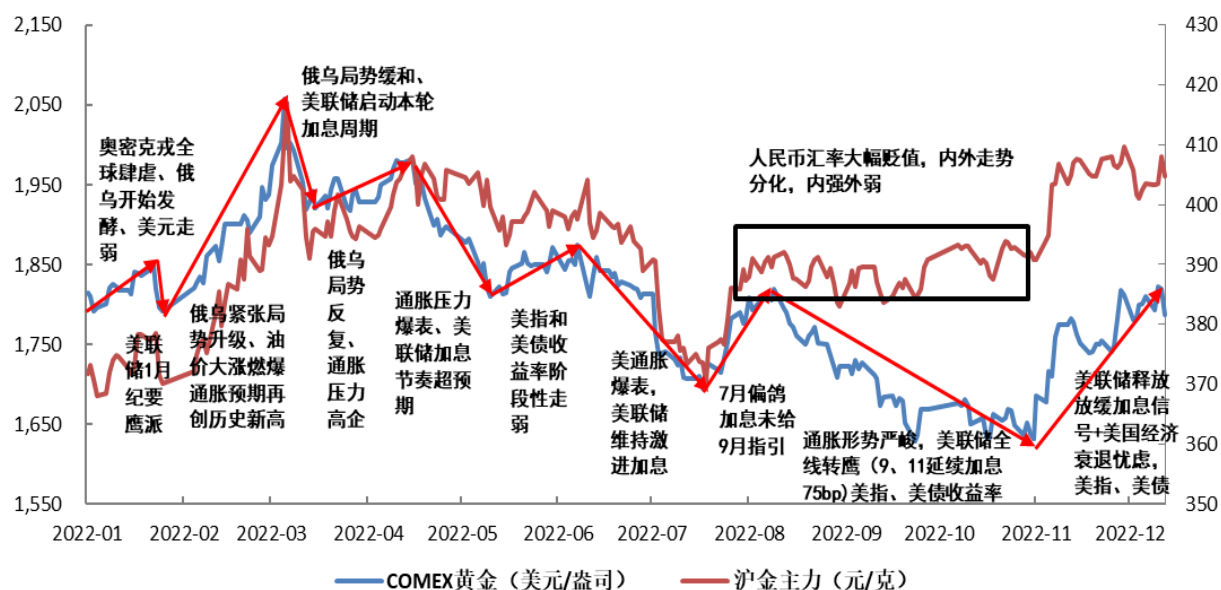
**第三阶段：**9月至12月中旬，银价中枢不断上移。在经历4-8月的金融和商品属性双杀后，银价基本完成筑底。随后在宏观利空边际削弱、美联储有望放缓加息节奏，叠加国内防疫措施逐步优化提振内需情绪和供需基本面格局改善等，银价重心不断上移并于10月底迎来一波反弹，COMEX白银上涨至24美元/盎司上方，创4月22日以来新高，沪银期货重返5400元/千克关口上方，并创2021年8月5日以来新高。随后，美联储12月如期加息50bp，但美联储上调终端利率水平、上调通胀上行风险、延缓降息时间点、认为经济有可能“软着陆”等问题均与市场存在较大预期差，因此银价亦承压开始调整。

图表1：2022年贵金属市场表现（本文如无特殊说明，所有数据均截至2022年12月15日）



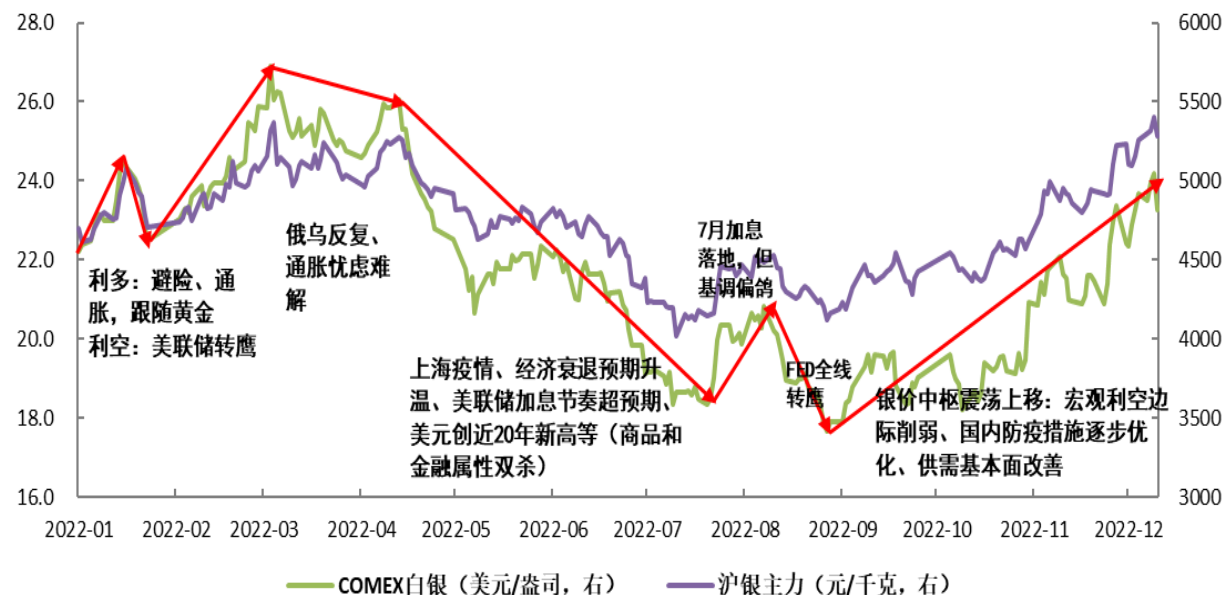
数据来源：Wind

图表 2：2022 年黄金价格走势情况分析



数据来源：Wind

图表 3：2022 年白银价格走势情况分析



数据来源：Wind

## 二、2023 年展望：东风着意 未来可期

**东风着意，先上小桃枝。**近期，在美联储释放放缓加息信号、美国 CPI 超预期回落、美国经济衰退担忧升温等因素共振下，贵金属价格完成筑底并迎来强劲反弹，符合我们 2022 年四季度报告的观点。

**有风亦有雨，注意阶段性利空：**美联储 12 月议息会议上调终端利率目标水平至 5.1%、上调通胀上行风险、认为经济仍有可能实现“软着陆”等，这些均与此前市场的定价存在较大预期差。我们判断在就业市场紧俏、通胀粘性较强、美国经济韧性尚存下，美联储 2023 年上半年仍会维持“小碎步”加息以提升利率水平至 5% 上方，预计未来市场朝着美联储靠拢的概率更高，因此我们判断贵金属市场在经历了年末这一波上涨后，2023 年一季度可能会进入到“纠偏”调整阶段，注意阶段性利空风险。

**长期东风可乘，配置价值凸显：**（1）美联储 2023 年二季度暂停加息是相对确定事件，且未来有一定降息可能，美联储货币政策转向将继续利好贵金属。（2）10Y-2Y 和 10Y-3M 的美债收益率均持续倒挂，我们预计美联储本轮激进加息对经济的负面影响或在明年体现。明年美国经济下行甚至陷入衰退风险较高，美元指数、美债收益率重心或继续下移，叠加通胀粘性较强，通胀预期在接近 2% 附近后下跌空间有限，因此美国实际利率中枢也会大概率下行，将驱动贵金属价格上涨。与此同时，寒冬过后便是暖春，中国经济有望迎来稳健复苏，人民币汇率或阶段性升值，可能导致内盘贵金属价格表现不及外盘。（3）贵金属市场尚未充分计价美国甚至全球经济衰退，叠加地缘局势的不确定性，避险东风或为黄金价格带来更多上行动力，且全球央行大举净购金，凸显黄金长线配置价值。

### 2.1、2022 年海外通胀压力爆表，海外央行采取激进加息措施

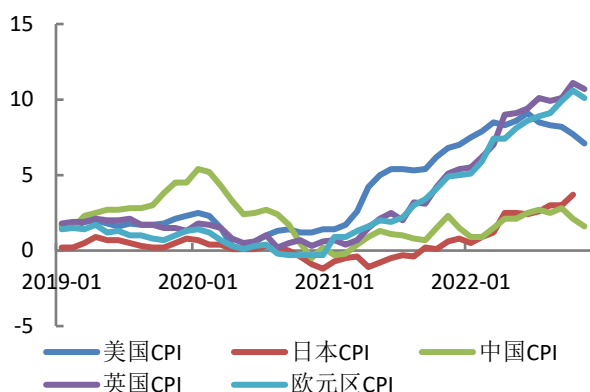
如图表 4、5 所示，2022 年，全球主要经济体通胀压力持续爆表。CPI 方面，美国 CPI 数据于 2022 年 6 月创下记录新高（同比增长 9.1%）后逐步回落至 11 月的 7.1%，创年内新低；欧元区则受能源危机影响通胀压力比美国更高，欧元区 10 月 CPI 同比增长 10.6%，创历史新高，11 月小幅回落至 10.1%。PPI 方面，6 月美国 PPI 同比增长 11.3%，创记录新高，后逐步回落至 11 月的 7.4%，降至 2021 年 6 月月以来新低；欧元区 PPI 于 9 月攀升至 41.9%，创历史新高，但 11 月在能源价格下跌影响下，回落至 30.8%，为 2 月以来新低。

在严峻的通胀形势下，以美联储为首的海外央行 2022 年多数采取激进加息措施。从图表 6 可以看出，2022 年以来加息的央行逾 30 家，其中不乏美联储（2022 年共加息 7 次，累计加息 425bp）、欧洲央行（2022 年共加息 4 次，累计加息 250bp）、英国央行（2022 年共加息 8 次，累计加息 325bp）等发达经济体，且除日本央行外，全球央行基本结束负利率时代，如瑞士、丹麦等央行均大幅加息至正利率水平。



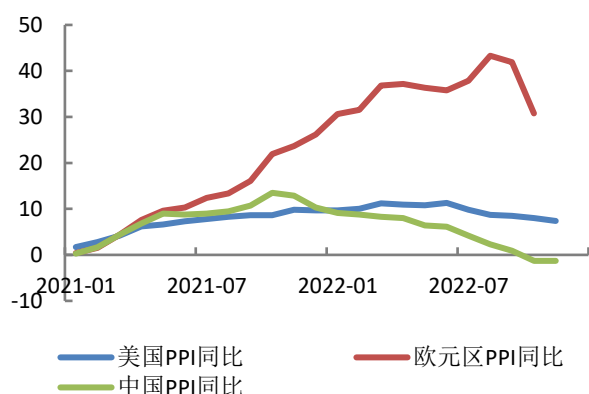


图表 4：全球主要经济体通胀压力持续爆表



数据来源：Wind

图表 5：全球主要经济体 PPI 自记录新高回落



数据来源：Wind

图表 6：2022 年全球央行加息汇总表（据不完全统计）

国家	2021年利率水平 (%)	2022.1	2022.2	2022.3	2022.4	2022.5	2022.6	2022.7	2022.8	2022.9	2022.10	2022.11	2022.12	现在的利率水平 (%)
巴西	9.25%	--	--	100bp	--	100bp	50bp	--	50bp	--	--	--	--	13.75%
冰岛	1.5%	50bp	75bp	--	--	100bp	100bp	--	75bp	--	25bp	25bp	--	3.75%
墨西哥	5.5%	--	50bp	50bp	--	50bp	75bp	--	75bp	75bp	--	75bp	--	10%
匈牙利	2.4%	50bp	50bp	200bp	--	50bp	185bp	200bp	100bp	125bp	--	--	--	13%
智利	4%	150bp	--	150bp	--	125bp	75bp	75bp	--	100bp	--	50bp	--	9.75%
韩国	1%	25bp	--	--	25bp	25bp	--	50bp	25bp	--	50bp	25bp	--	3.25%
秘鲁	2.5%	50bp	50bp	50bp	50bp	50bp	50bp	50bp	25bp	25bp	--	25bp	25bp	7.5%
巴拉圭	5.25%	25bp	25bp	50bp	50bp	50bp	50bp	--	50bp	25bp	--	--	--	8.5%
挪威	0.5%	--	--	25bp	--	--	50bp	--	50bp	50bp	--	25bp	25bp	2.75%
巴基斯坦	9.75%	--	--	--	250bp	150bp	--	125bp	--	--	--	100bp	--	16%
新西兰	0.75%	--	25bp	--	50bp	50bp	--	50bp	50bp	--	50bp	75bp	--	4.25%
波兰	1.75%	50bp	50bp	75bp	100bp	75bp	75bp	50bp	--	25bp	--	--	--	6.75%
乌拉圭	5.75%	75bp	75bp	--	125bp	75bp	--	--	--	--	150bp	50bp	--	11.25%
罗马尼亚	1.75%	25bp	50bp	--	50bp	75bp	--	100bp	75bp	--	75bp	50bp	--	6.75%
南非	3.75%	25bp	--	25bp	--	50bp	--	75bp	--	75bp	--	75bp	--	7%
英国	0.25%	--	25bp	25bp	--	25bp	25bp	--	50bp	50bp	--	75bp	50bp	3.5%
阿根廷	38%	200bp	250bp	200bp	250bp	200bp	300bp	800bp	950bp	550bp	--	--	--	75%
斯里兰卡	--	--	--	100bp	700bp	--	--	100bp	--	--	--	--	--	15.5%
美联储	0-0.25%	--	--	25bp	--	50bp	75bp	75bp	--	75bp	--	75bp	50bp	4.25%-4.5%
沙特	1%	--	--	25bp	--	50bp	50bp	75bp	--	75bp	--	75bp	50bp	5%
科威特	1.5%	--	--	25bp	--	25bp	--	25bp	50bp	25bp	--	--	50bp	3.5%
巴林	1%	--	--	25bp	--	50bp	75bp	75bp	--	75bp	--	75bp	--	4.75%
以色列	0.1%	--	--	--	25bp	40bp	--	50bp	75bp	--	75bp	50bp	--	3.25%
加拿大	0.25%	25bp	50bp	--	50bp	100bp	--	100bp	--	75bp	50bp	--	50bp	4.25%
瑞典	0%	--	--	25bp	50bp	--	--	--	--	100bp	--	75bp	--	2.5%
澳大利亚	0.1%	--	--	--	25bp	50bp	50bp	50bp	50bp	50bp	25bp	25bp	25bp	3.1%
马来西亚	1.75%	--	--	--	25bp	--	25bp	--	25bp	--	25bp	--	--	2.75%
肯尼亚	7.00%	--	--	--	50bp	--	--	--	75bp	--	--	--	--	8.3%
阿联酋	--	--	--	--	50bp	75bp	75bp	--	--	--	75bp	50bp	--	4.4%
尼日利亚	11.50%	--	--	150bp	--	--	100bp	--	150bp	--	100bp	--	--	16.50%
印度	4.40%	--	--	--	--	50bp	--	50bp	50bp	--	--	--	35bp	6.25%
瑞士	-0.75%	--	--	--	--	50bp	--	--	75bp	--	--	--	50bp	1.00%
菲律宾	2.25%	--	--	--	25bp	75bp	50bp	50bp	--	75bp	50bp	--	50bp	5.50%
丹麦	-0.01%	--	--	--	--	50bp	--	--	75bp	60bp	--	--	50bp	1.75%
欧洲央行	-0.50%	--	--	--	--	--	--	--	50bp	75bp	75bp	--	50bp	2.00%
泰国	0.50%	--	--	--	--	--	--	--	25bp	--	--	25bp	25bp	1.25%
印尼	3.50%	--	--	--	--	--	--	--	25bp	50bp	50bp	50bp	--	5.25%

数据来源：国贸期货根据公开资料整理（截至2022年12月15日）

数据来源：国贸期货根据公开资料整理

## 2.2、美联储明年上半年或小碎步加息，贵金属仍存有阶段性利空

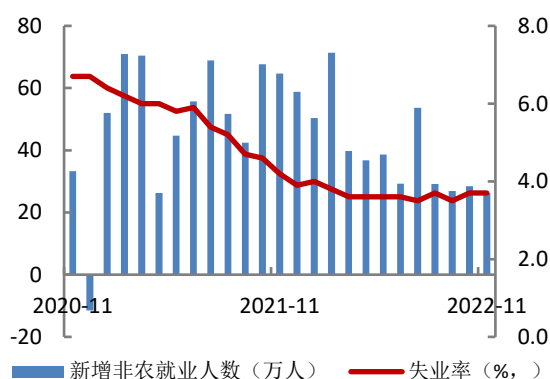
美联储自 2022 年 3 月以来启动本轮加息周期，2022 年共加息 7 次，累计加息 425bp，使得美国联邦基准利率水平升至 4.25%-4.5% 区间，为 2008 年以来新高。缩表方面，美联储自 2022 年 6 月 1 日起以每月 475 亿美元的步伐缩表，并从 9 月开始提高至 950 亿美元/月，截至 2022 年 12 月 14 日，美联储资产负债表规模为 8.63 万亿美元，较 3 月份 9.01 万亿美元的历史高位仅下降约 0.38 万亿美元，说明美联储缩表的速度仍是较为缓慢的，在激进加息背景下，美联储缩表道路任重道远。

展望 2023 年，在海外通胀延续缓慢回落，以美联储为首的全球央行加息正式进入后半段。我们判断 2023 年美联储放缓加息至暂停加息是相对确定性的事情，不确定的是“何时暂停加息、终端利率水平将会到多少、以及何时会启动降息”等等。因此，2023 年美联储货币政策仍会是影响贵金属市场走势的重要因素之一。众所周知，美联储货币政策的最终目标是充分就业、物价水平稳定，金融市场稳定等。其中，就业和通胀是最为关键的两大衡量指标。

首先，我们来看一下美国就业市场的情况：强劲、紧俏，但有降温迹象。美国 11 月非农新增就业人数 26.3 万人，美国 11 月失业率为 3.7%，美国周度申请失业金人数年平均降至 22 万人附近，均回到疫情前水平，甚至好于疫情前水平，因此美国劳动力市场的现状是相对强劲的，且已经达到了充分就业的水平。此外，2022 年美国劳动参与率运行于【62.1%，62.4%】区间，仍远低于疫情前水平，表明美国劳动力市场仍然紧俏，这可能与人口老龄化、福利政策、疫情期间的刺激救助计划促使部分劳动力永久退出劳动力市场有关。

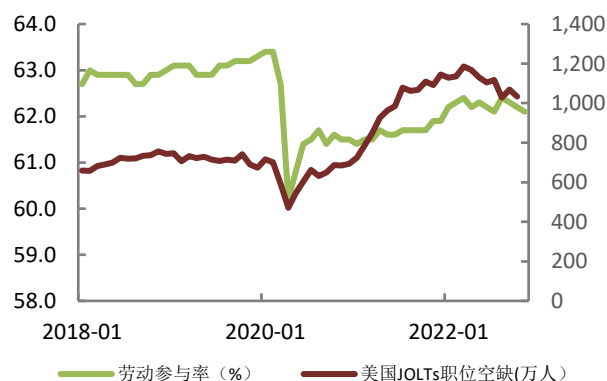
但自 2022 年 10 月以来，美国周度续请失业金人数持续上升达到 167.1 万人，创 10 个月新高，或表明美国劳动力市场有一定降温的迹象。未来需要持续关注美国企业的“裁员潮”，我们预计 2023 年美国就业市场或延续降温，失业率会有一定抬升。

图表 7：美国劳动力市场现状是强劲的



数据来源：Wind

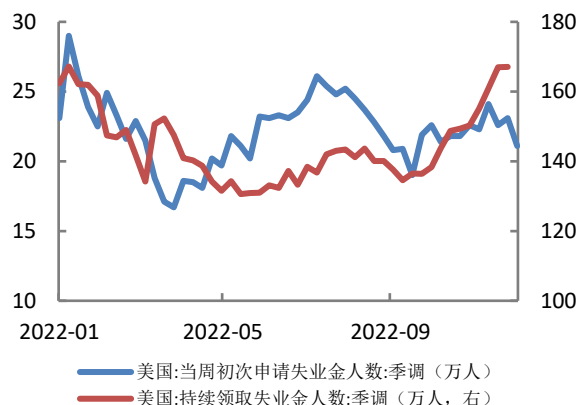
图表 8：劳动参与率低迷凸显就业市场仍紧俏



数据来源：Wind

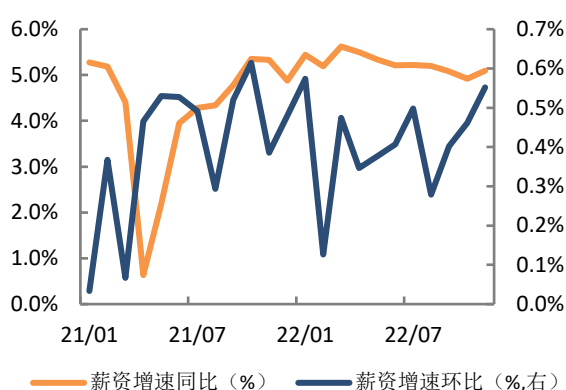


图表 9：初请、续请或表明劳动力市场开始降温



数据来源: Wind

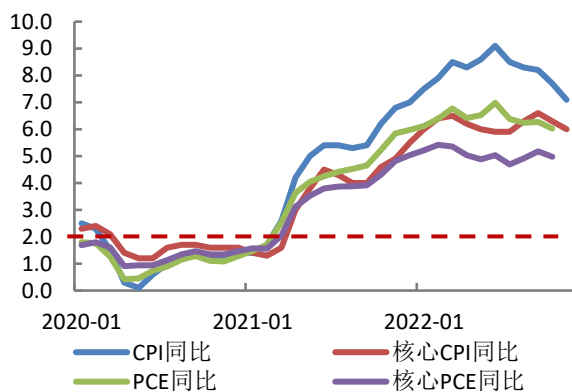
图表 10：薪资增速持续上涨



数据来源: Wind

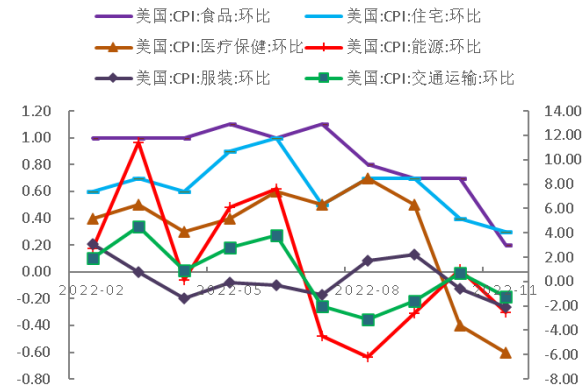
其次，我们来看一下美国通胀的情况：通胀回落，但粘性较强，回落速度存有不不确定性。CPI 数据显示，美国通胀水平在 6 月达到 9.1% 的 40 年新高后开始逐步回落，美国 11 月 CPI 同比增长 7.1%，创年内新低，11 月核心 CPI 同比增长 6%，亦降至年内新低。

图表 11：美国通胀率自 40 年高位回落



数据来源: Wind

图表 12：美国通胀分项数据



数据来源: Wind

美国的 CPI 可细分为食品 CPI、能源 CPI、核心服务 CPI、核心商品 CPI 四项；核心商品主要包括新交通工具、二手车、服装、家用电器、家具、医疗护理等诸多商品；核心服务包括住房、运输、医疗、教育、通信、娱乐等诸多分项，其中住房分项所占比重最大，约占核心服务的三分之二。

一方面，房租的高黏性在一定程度上决定了美国本轮通胀的韧性，也反映了本轮美国通胀基本从商品通胀驱动过渡到服务驱动的通胀。另一方面，美国劳动力市场仍然紧俏，从供给端拉升了工资水平，美国 11 月薪资增速环比增长 0.6%，连续 22 个月增长，薪资增速同比增长 5.1%，意外回升至 3 个月新高，薪资水平很大程度上决定了服务业价格，工资-通胀螺旋扮演着重要角色。





因此我们认为 2023 年美国通胀虽然从基数效应角度而言，通胀逐步回落是较为确定的事件，但食品价格难以降温、工资持续增长，服务驱动的通胀粘性更强，因此 2023 年美国通胀回落的速度恐较为不确定，尤其是要达到美联储 2% 的平均通胀目标尚有难度。美国 11 月 PPI 数据的超预期也凸显了美国通胀压力的顽固性。

综上所述可知，美国就业市场仍旧强劲、紧俏，叠加美国通胀粘性较强，回落速度存有不不确定性，因此我们判断**就业和通胀这两个衡量指标是支持美联储在 2023 年上半年继续加息的。**

通过对美联储 12 月议息利率决议的分析，我们可知，12 月点阵图显示美联储将 2023 年的终端利率目标水平大幅上调至 5.1%，且美联储还特地强调无法确认不再上调利率终值，这意味着美联储明年上半年将至少仍有 2 次加息。美联储主席鲍威尔也强调 2023 年 2 月的加息规模将取决于未来的数据和就业市场，美联储 12 月经济摘要全线上调美国未来的通胀预期和失业率水平，而美联储遏制通胀的决心更强，是可以容忍劳动力市场有一定程度降温的。因此，我们预计**美联储 2023 年上半年仍会维持“小碎步”加息以提升利率水平至 5% 上方，并可能要到 2023 年二季度末至年中期间才会暂停加息。**

降息方面，虽然美联储全线下调美国明后两年的 GDP 增速预期，但仍预计 2023 年的 GDP 增速为 0.5%，并未陷入衰退；美联储主席鲍威尔也表示在对通胀回落至 2% 有信心之前，美联储不会考虑降息，美国经济实现“软着陆”的路径很窄，但仍有可能。结合点阵图，我们预计**美联储 2023 年整体降息概率较小，大概率要到 2024 年才会开始降息。**

对于贵金属市场而言，我们预计未来市场朝着美联储靠拢的概率更高，我们判断贵金属市场在经历了 2022 年年末的这一波上涨后，2023 年一季度可能会进入到“纠偏”调整阶段，注意阶段性利空风险。

图表 13：美联储 2023 经济展望：下调经济增长预期，上调通胀预期和失业率水平

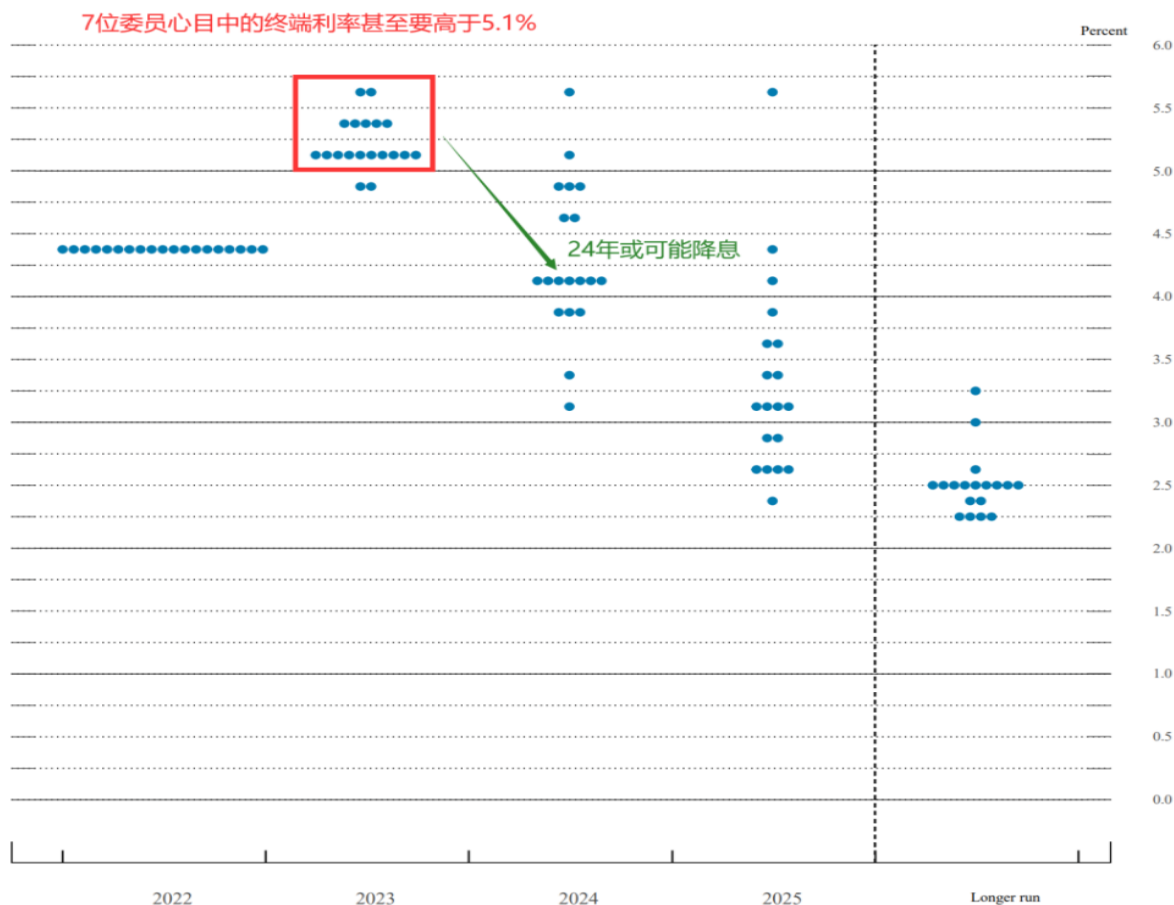
Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, December 2022

Percent																
Variable	Median <sup>1</sup>					Central Tendency <sup>2</sup>					Range <sup>3</sup>					Longer run
	2022	2023	2024	2025	Longer run	2022	2023	2024	2025	Longer run	2022	2023	2024	2025	Longer run	
Change in real GDP	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4-0.5	0.4-1.0	1.3-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	0.2-0.5	-0.5-1.0	0.5-2.4	1.4-2.3	1.6-2.5	
September projection	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8	0.1-0.3	0.5-1.5	1.4-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	0.0-0.5	-0.3-1.9	1.0-2.6	1.4-2.4	1.6-2.2	
Unemployment rate	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0	3.7	4.4-4.7	4.3-4.8	4.0-4.7	3.8-4.3	3.7-3.9	4.0-5.3	4.0-5.0	3.8-4.8	3.5-4.8	
September projection	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0	3.8-3.9	4.1-4.5	4.0-4.6	4.0-4.5	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-5.0	3.7-4.7	3.7-4.6	3.5-4.5	
PCE inflation	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0	5.6-5.8	2.9-3.5	2.3-2.7	2.0-2.2	2.0	5.5-5.9	2.6-4.1	2.2-3.5	2.0-3.0	2.0	
September projection	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0	5.3-5.7	2.6-3.5	2.1-2.6	2.0-2.2	2.0	5.0-6.2	2.4-4.1	2.0-3.0	2.0-2.5	2.0	
Core PCE inflation <sup>4</sup>	4.8	3.5	2.5	2.1		4.7-4.8	3.2-3.7	2.3-2.7	2.0-2.2		4.6-5.0	3.0-3.8	2.2-3.0	2.0-3.0		
September projection	4.5	3.1	2.3	2.1		4.4-4.6	3.0-3.4	2.2-2.5	2.0-2.2		4.3-4.8	2.8-3.5	2.0-2.8	2.0-2.5		
Memo: Projected appropriate policy path	通胀预测与终端利率上调															
Federal funds rate	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5	4.4	5.1-5.4	3.9-4.9	2.6-3.9	2.3-2.5	4.4	4.9-5.6	3.1-5.6	2.4-5.6	2.3-3.3	
September projection	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5	4.1-4.4	4.4-4.9	3.4-4.4	2.4-3.4	2.3-2.5	3.9-4.6	3.9-4.9	2.6-4.6	2.4-4.6	2.3-3.0	

数据来源：CME

图表 14: 美联储 12 月点阵图显示美联储 2023 年将加息至 5.1%，且 2024 年才会降息

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据来源: CME

### 2.3、美债收益率和实际利率重心或继续下移，长期利好贵金属

但美联储 2023 年二季度末至年中暂停加息是相对确定事件，且未来有一定降息可能，美联储货币政策转向将长期利好贵金属价格。

以史为鉴，如图表 15 所示，2015 年 12 月美联储宣布启动加息，后在 2016 年-2018 年的加息阶段，美债收益率和美国实际利率均跟随加息上行，期间金价并未有大幅下挫，而是表现为震荡走势。直至 2019 年 7 月 31 日，美联储开启降息周期，加上 2020 年疫情期间美联储大幅降息和启动无限量 QE，美债收益率、美国实际利率均大幅下行，实际利率转负，期间金价大幅上涨，高位触及 2089.2 美元/盎司，创历史新高。



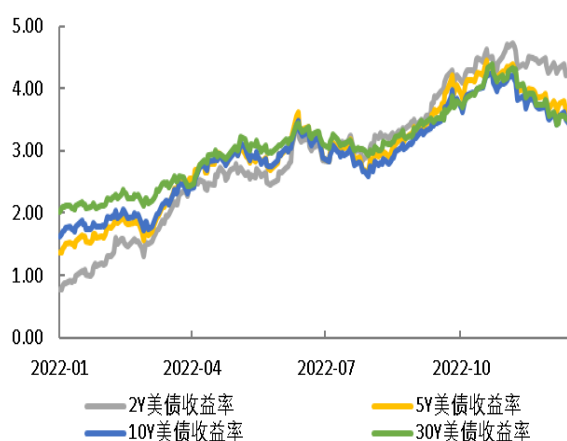
图表 15：以史为鉴，美联储货币加息、降息货币政策期间和黄金价格走势的对比



数据来源：Wind

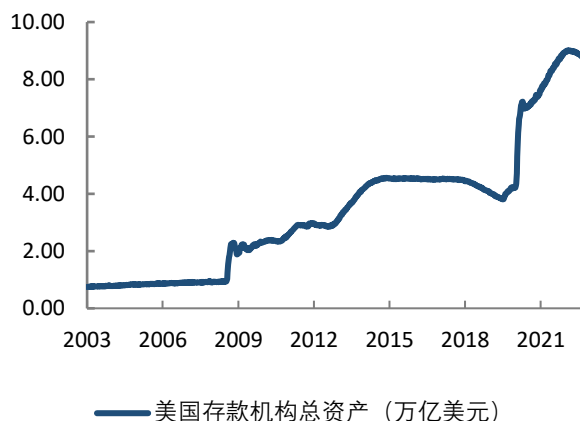
2022 年，受美联储持续加息至 2008 年来新高、以及缩表等影响，美元指数、美债收益率、美国实际利率等均加速大幅上涨。其中，美元指数一度突破 114 关口，创 20 年新高；2 年期美债收益率突破 4.7% 关口，10 年期美债收益率突破 4.3% 关口，均创 15 年新高；受名义利率大幅上行带动，美国 10 年期实际利率上行至 1.72%，创 13 年新高。

图表 16：2022 年美债收益率全线上涨



数据来源：Wind

图表 17：美联储启动缩表，但步伐缓慢



数据来源：Wind

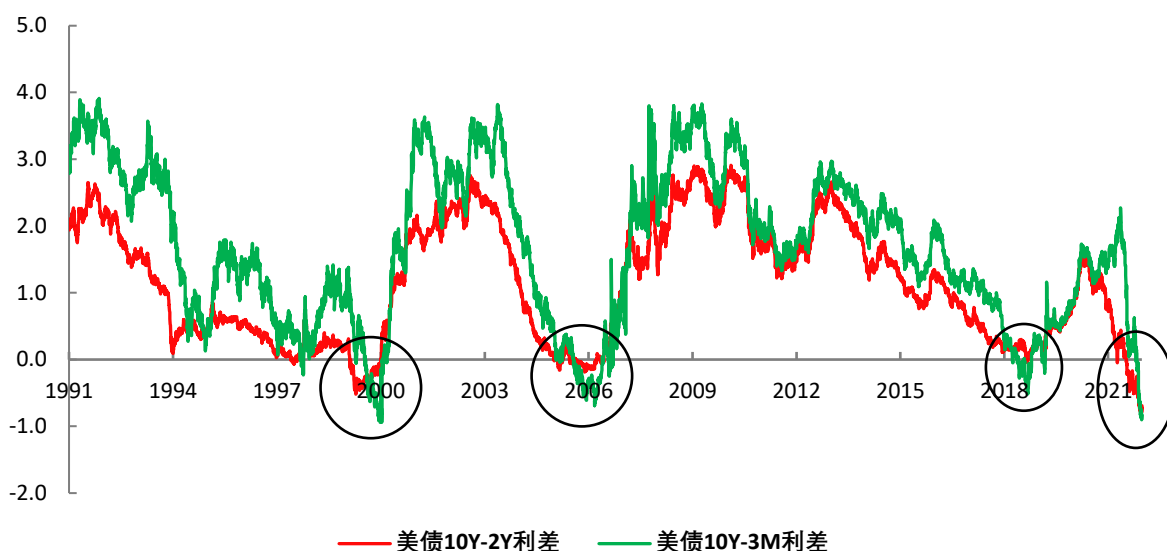
展望 2023 年，美联储加息正式进入后半程。通过上文分析可知，美联储 2023 上半年将基本接近本轮加息尾声，且 2024 年有一定降息空间。因此，我们判断在“加息放缓——暂停加息——降息”这样的预期



下，未来美债收益率重心或进一步下移，从而支撑贵金属价格。

其次，如图表 18 所示，自 2022 年 7 月 6 日以来美债 10Y-2Y 收益率开始倒挂，至今已经倒挂超 5 个月，倒挂幅度最高达到 85 个基点附近，创记录新高；自 2022 年 10 月 18 日以来美债 10Y-3M 收益率开始倒挂，至今已经倒挂近 2 个月，且倒挂幅度最高达到 90 个基点，逼近记录新高。美债长短端收益率的持续倒挂，或意味着美国 2023 年经济衰退风险较高，这将使得美债收益率重心进一步下移，且一旦美国经济衰退风险加大，市场可能从 2023 年四季度或 2024 年一季度开始发酵美联储降息周期的预期，届时贵金属价格有望迎来一波上涨。

图表 18：美债长短端利率倒挂持续，且倒挂幅度不断扩大

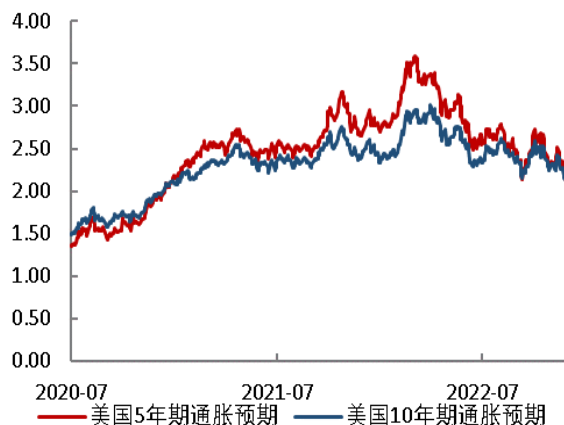


数据来源：Wind

与此同时，自 2022 年 3 月底以来，美国 5、10 年期通胀预期水平其实就开始震荡下移，向下拐点逐步显著。截至 12 月 15 日，美国 5 年期通胀预期较 3.59% 的历史高位回落 138bp 至 2.21%，美国 10 年期通胀预期较 3.02% 的历史高位回落 86bp 至 2.16%，均创 22 个月新低。

目前美国的通胀预期水平基本回落至美联储 2% 的目标水平附近，由上述分析可知，美国通胀粘性仍较强，故我们判断未来通胀预期继续回落空间有限，加上上述分析的美债收益率的驱动也较为有限（本轮加息进入下半程和美国经济仍有衰退预期等），因此美国 10 年期实际利率难以继续上行，或震荡回落，对金价的压制可能转为提振。

图表 19：通胀预期接近 2%，下跌空间有限



数据来源：Wind

图表 20：实际利率重心仍有下移空间，支撑金银



数据来源：Wind

## 2.4、美元指数回归基本面，或仍有下跌空间，从而支撑贵金属

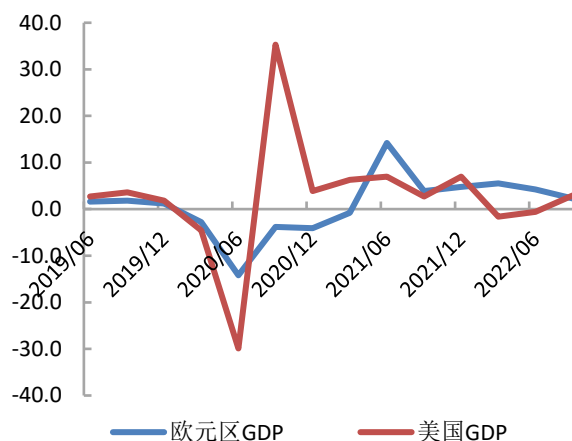
在地缘避险、美联储激进加息、美国经济韧性强于欧洲大部分国家的背景下，美元指数 2022 年前三季度大幅上涨，高位触及 114.7861，创 20 年新高。但自四季度以来，市场对未来美国经济衰退的担忧就不断升温，加上美联储加息正式进入后半段，都给美元指数带来一定的压力，美元指数在四季度呈现显著的调整下行。截至 12 月 15 日，美元指数报收 104.6057，年累计涨幅约为 9%。

图表 21：美元指数价格走势图（周 K）



数据来源：Wind

图表 22：美欧经济增速情况



数据来源：Wind

强劲美元指数是 2022 年压制贵金属价格的主要因素之一。进入 2023 年，我们认为美元指数仍将是影响贵金属价格走势的关键变量之一。

从美元指数的构成我们可知，美元指数主要与美国经济复苏情况、美联储货币政策边际变化等因素有





关。虽然美国经济复苏韧性仍强于欧洲以及美联储仍在加息、缩表等均会对美元指数构成一定支撑,但 2023 年美联储货币政策将迎来转向,美债长短端收益率均持续倒挂,我们预计美联储本轮激进加息对经济的负面影响或在 2023 年体现。2023 年美国经济下行甚至陷入衰退风险较高,因此我们判断 2023 年美元指数或仍有下跌空间,对贵金属价格的影响将由 2022 年的压制转为 2023 年的支撑,甚至是提振。

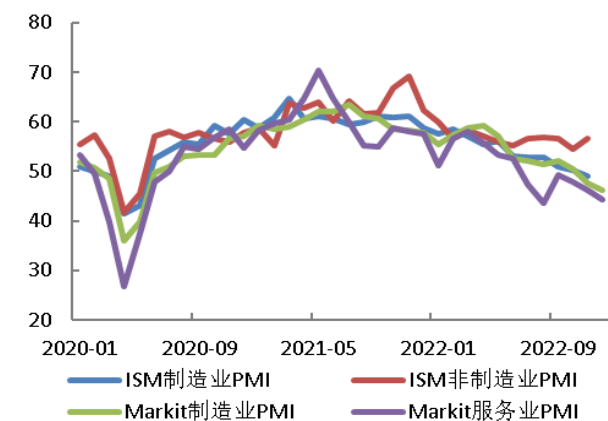
首先,从美国经济复苏基本面来看,美国前三季度 GDP 分别增长-1.6%、-0.6%和 2.9%。第三季度的正增长表明美国经济韧性较足,尚未进入“实质性衰退”,因此支撑了美元指数前三季度的上涨。但自 2022 年 7 月 6 日以来,10Y-2Y 年期美债收益率持续倒挂,自 2022 年 10 月 18 日以来,3M-10Y 美债收益率也开始倒挂,或表明美国经济未来存在较大衰退风险,尤其是美联储激进加息对经济的负面影响或将在 2023 年体现。

通过上文分析可知,美国就业市场仍就强劲,但已经出现一定程度的降温迹象,且我们预计 2023 年美国失业率水平或呈现一定抬升迹象,将削弱对经济的支撑。另一方面,美国 11 月 ISM 制造业 PMI 为 49,为 2020 年 6 月以来首次陷入萎缩,美国 12 月 Markit 制造业 PMI 初值降至 46.2,连续 2 个月处于萎缩区间,且逼近 2020 年来最低水平;美国 11 月 ISM 非制造业 PMI 为 56.5,意外升至 2 个月高位,但美国 12 月 Markit 服务业 PMI 初值降至 44.4,低于预期,连续六个月萎缩,且创 8 月份以来新低。从 PMI 的分项来看,供应商交付、新订单、产出、就业也都出现了不同程度的下行,甚至陷入萎缩。

PMI 数据显示,美国经济增长内生动力出现显著的放缓,未来若 PMI 全线陷入萎缩区间,恐进一步加剧美国经济的下行风险。展望 2023 年,我们预计美国劳动力市场或进一步降温、PMI 数据的萎缩等均会拖累美国经济,我们判断 2023 年美国经济下行压力较大,回归基本面的美元指数,恐仍有一定的下跌空间

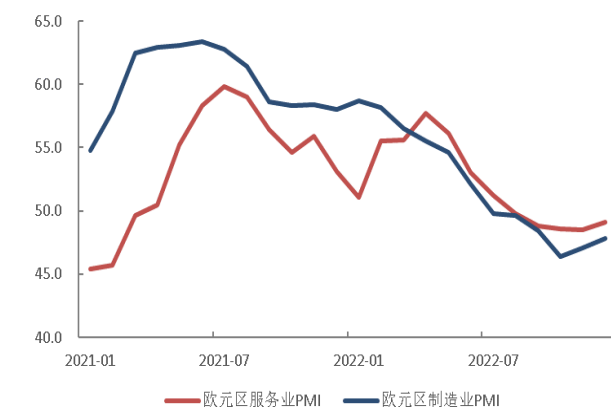
其次,从相对角度来看,2022 年美国经济韧性强于欧洲,因此美元相较于欧元、英镑等非美货币的表现更好,从而间接提振了美元指数。2023 年,虽然欧洲仍深陷于泥潭,欧元区 12 月制造业 PMI 初值为 47.8,创 3 个月新高,但为连续 6 个月低于荣枯线;欧元区 12 月服务业 PMI 初值为 49.1,创 4 个月新高,但仍连续 5 个月低于荣枯线。但从图表 23、24 可以看出,美国的 PMI 仍在下行趋势,但欧元区的 PMI 数据则有出现一定拐头的迹象。因此,2023 年,美国的经济韧性强于欧洲的力度或更小,这点将削弱美元的支撑。

图表 23：美国制造业、服务业 PMI 数据



数据来源：Wind

图表 24：欧元区制造业、服务业 PMI 数据



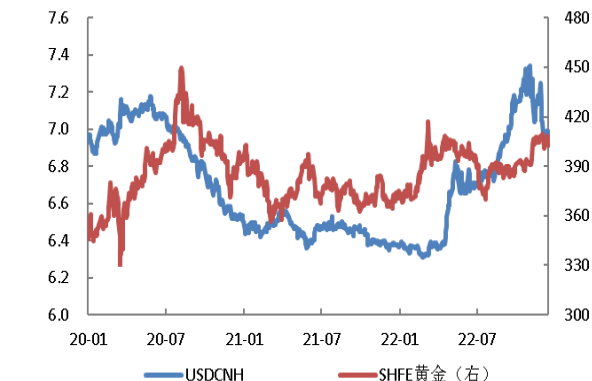
数据来源：Wind

## 2.5、人民币汇率有望阶段性升值，内盘表现恐不及外盘

2022 年，国内疫情反复、地产下行、消费不振，居民预防性储蓄意愿上升，内需表现疲软，经济复苏节奏不理想，叠加在海外加息背景下，国内货币政策维持边际宽松态势等因素影响，人民币汇率持续贬值，其中在岸人民币兑美元汇率低位触及 7.3280，离岸人民币兑美元低位触及 7.3748，均创 2008 年金融危机以来新低。截至 2022 年 12 月 15 日，离岸人民币兑美元年跌 9.9% 至 6.9914。

展望 2023 年，虽然国内经济仍有一定利空因素存在，如出口亮点不在等，但我们认为随着防疫政策不断优化，疫情对经济活动的冲击有望逐步减弱，叠加稳地产政策继续发力，我们有理由相信，寒冬过后便是暖春，中国经济将迎来稳健的复苏，届时人民币汇率有望阶段性升值。这对贵金属市场而言，将使得内盘贵金属价格表现恐不及外盘。

图表 25：人民币汇率和沪金走势图



数据来源：Wind

图表 26：中美利差有望止跌企稳



数据来源：Wind



### 三、供需基本面分析

#### 3.1 黄金：供需双涨，投资需求仍是关键

供给方面：2022 年，伴随着全球防疫措施的不断放松，矿山恢复生产，加上俄乌冲突和全球经济衰退预期不断升温引发的避险需求，金价维持韧性，使得回收金产量维持增长，因此全球黄金总供应量重返增长趋势。

据世界黄金协会（WGC）：2022 年前三季度，全球黄金总供应量 3553 吨，同比增长 3%。其中，矿产金产量为 2686 吨，同比增长 2%，再生金产量为 868 吨，同比增长 3%。

据中国黄金协会：2022 年前三季度，国内原料黄金产量为 269.987 吨，同比上升 14.04%，其中，黄金矿产金完成 214.109 吨，有色副产金完成 55.878 吨。另外，2022 年前三季度进口原料产金 86.362 吨，同比增长 9.70%，若加上这部分进口原料产金，全国共生产黄金 356.349 吨，同比增长 12.95%。

库存方面，黄金内外显性库存据呈现显著的下降趋势：截至 12 月 16 日，COMEX 黄金期货库存较去年下降约 31.1%至 725 吨，创 2020 年 5 月以来新低；SHFE 黄金期货库存较去年下降 3.4%至 3.76 吨。

需求方面：在俄乌冲突、海外通胀高企、经济衰退担忧加剧等因素影响下，2023 年全球黄金需求恢复至疫情前水平，央行购金尤为亮眼。国内由于疫情多点散发对需求则有所拖累。

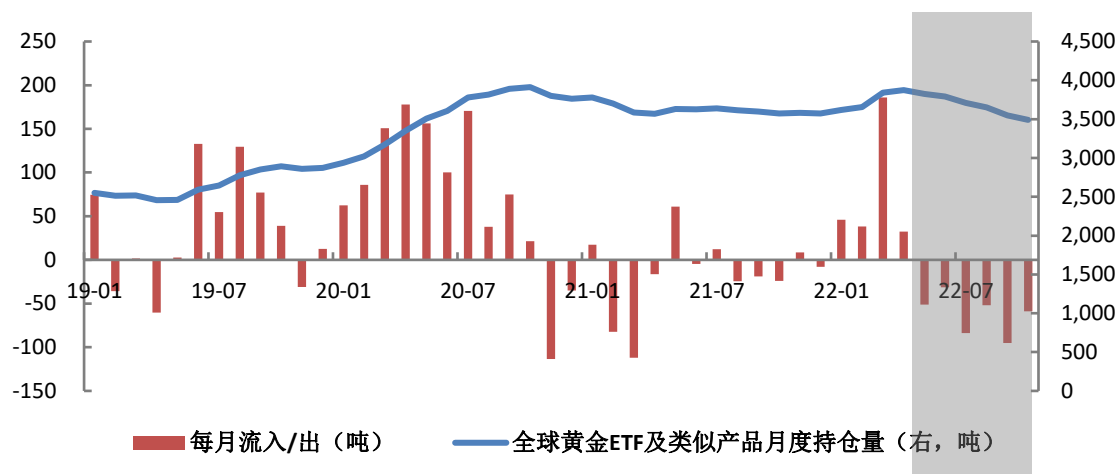
据世界黄金协会（WGC）：2022 年前三季度全球黄金总需求量为 3387 吨，同比增长 18%，恢复至疫情前水平。其中，全球金饰需求量前三季度同比增加 2%至 1425 吨；科技用金前三季度同比减少 3%至 236 吨，主因对经济衰退的担忧导致科技用金需求回落；全球央行前三季度净购金 673 吨，同比增加 62%；全球黄金投资需求前三季度同比增加 26%至 885 吨，但由于美联储的持续加息和俄乌战争影响的弱化，截至 10 月全球黄金 ETF 及类似产品连续 6 个月净流出至 3489 吨左右。其他方面，截至 12 月 15 日，全球最大的黄金 ETF-SPDR 持仓量为 914 吨，较去年下降 62 吨（约 6.3%），降至 2020 年 2 月初以来新低；截至 12 月 13 日，COMEX 黄金期货非商业净多头头寸持仓较去年下降约 41%至 125649 张。

据中国黄金协会：2022 年前三季度，全国黄金消费量 778.09 吨，同下降 4.36%；受国内疫情多点散发拖累消费影响，其中国内黄金首饰 522.15 吨，同比下降 1.31%，金条及金币 191.73 吨，同比下降 10.46%，工业及其他用金 64.21 吨，同比下降 8.79%。

展望 2023 年，随着全球防疫措施的有序放松，黄金的供应量有望延续增长态势；需求方面，在美联储放缓加息进入后半阶段、全球衰退预期高企、国内疫情防控措施持续优化，黄金消费、投资需求均有望迎来改善，加上全球央行的大举净购金，黄金的配置价值将进一步凸显。



图表 27：全球黄金 ETFs 及类似产品的月度持仓变化



数据来源：世界黄金协会（WGC）

图表 28：全球黄金供需平衡情况

单位：公吨	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1	2022Q2	2022Q3	三季度同比变化
供应量																
金矿产量	2,754.5	2,876.9	2,957.2	3,166.8	3,270.5	3,361.3	3,509.6	3,573.1	3,655.1	3,595.1	3,475.9	3,570.0	844.6	891.7	949.4	2%
生产商净对冲额	-108.8	22.5	-45.3	-27.9	104.9	12.9	37.6	-25.5	-11.6	6.2	-39.1	-22.7	10.9	-1.4	-10.0	-
再生金量	1,671.1	1,626.1	1,637.1	1,197.0	1,131.5	1,066.8	1,232.1	1,112.3	1,131.7	1,275.6	1,293.0	1,136.1	301.5	290.6	275.8	-6%
总供应量	4,316.7	4,525.5	4,549.0	4,335.9	4,506.9	4,441.0	4,779.3	4,659.9	4,775.2	4,876.9	4,729.7	4,683.4	1,157.0	1,180.9	1,215.2	1%
需求量																
金饰制造	2,044.9	2,096.4	2,140.9	2,735.3	2,544.4	2,479.2	2,018.8	2,257.5	2,290.0	2,152.1	1,324.4	2,230.1	515.7	491.7	581.7	13%
金饰消费	2,057.1	2,103.9	2,156.6	2,724.7	2,532.5	2,459.7	2,103.9	2,241.0	2,248.4	2,125.4	1,397.1	2,145.8	474.2	457.2	523.1	10%
金饰库存	-12.1	-7.6	-15.8	10.6	11.8	19.6	-85.1	16.5	41.6	26.7	-72.7	84.3	41.5	34.5	58.5	52%
科技	460.7	429.1	382.3	355.8	348.4	331.7	323.0	332.6	334.8	326.0	302.8	330.2	80.9	78.5	76.7	-8%
电子用金	326.7	316.6	289.1	279.2	277.5	262.1	255.6	265.6	268.4	262.3	249.3	272.1	66.1	64.5	62.8	-9%
其他行业	88.3	76.4	64.7	53.7	51.2	51.0	49.8	50.7	51.2	49.8	41.6	46.8	12.0	11.3	11.3	-2%
牙科	45.6	36.2	28.4	22.8	19.6	18.6	17.6	16.3	15.3	13.9	11.9	11.4	2.7	2.6	2.5	-11%
投资	1,586.4	1,746.8	1,591.4	793.2	932.2	978.0	1,654.7	1,309.6	1,173.3	1,274.9	1,769.2	1,005.8	553.6	211.0	123.8	-47%
金条和金币总需求量	1,204.3	1,501.9	1,322.2	1,729.6	1,066.5	1,090.6	1,072.7	1,043.9	1,090.3	866.7	895.8	1,178.5	280.9	249.8	351.1	36%
实物金条需求量	921.2	1,189.5	1,023.1	1,357.3	780.4	790.2	797.2	779.7	775.4	579.2	533.8	799.4	178.3	162.8	220.4	24%
官方金币量	195.9	228.3	187.5	270.9	205.5	224.3	207.9	188.1	241.9	220.7	292.9	294.3	84.6	70.8	100.2	74%
奖牌/仿制金币	87.2	84.2	111.7	101.4	80.7	76.0	67.7	76.1	73.0	66.8	69.1	84.8	18.0	16.1	30.6	28%
黄金ETFs及类似产品*	382.1	244.9	269.2	-936.4	-134.3	-112.6	582.0	265.7	83.0	408.2	873.4	-172.7	272.7	-38.7	-227.3	-1167%
各国央行及其他机构	79.2	480.8	569.2	629.5	601.1	579.6	394.9	378.6	656.2	605.4	255.0	453.8	87.7	186.0	399.3	341%
黄金总需求量	4,171.2	4,753.1	4,683.8	4,513.7	4,426.1	4,368.5	4,391.3	4,278.2	4,454.4	4,358.3	3,651.2	4,019.9	1,237.8	967.2	1,181.5	38%
LBMA黄金定价（美元/盎司）	1,224.5	1,571.5	1,669.0	1,411.2	1,266.4	1,160.1	1,250.8	1,257.2	1,268.5	1,392.6	1,769.6	1,798.6	1,877.2	1,870.6	1,728.9	-3%

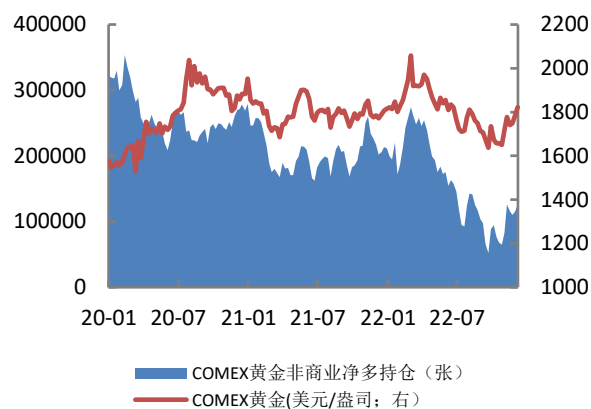
数据来源：WGC

图表 29：黄金 SPDR-ETF 持仓较去年下降 6.3%



数据来源：Wind

图表 30：黄金非商业净多头头寸较去年下降 41%



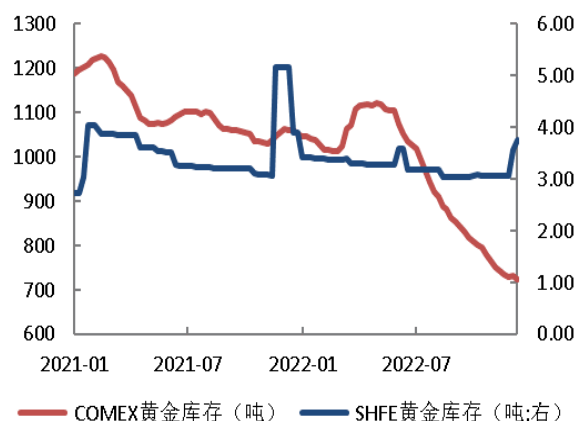
数据来源：Wind

图表 31：全球央行 2022 年大举净购金



数据来源：WGC

图表 32：黄金期货库存大幅下滑，尤其外盘



数据来源：Wind

### 3.2、白银：供需格局逐步改善，银价重心有支撑

据世界白银协会：预计到 2022 年，全球白银总供应量将增长 7%，达到 10.92 亿盎司。主要由白银矿山生产驱动，预计今年银矿产量将增长 7%，达到六年高点。预计全球白银需求将在 2022 年增长 5%至 11.12 盎司，升至创纪录新高。其中，实物白银投资需求（包括银条和银币购买）预计将在 2022 年增长 13%，达到 7 年来的最高水平。白银在珠宝和银器上的用量预计也将分别增加 11%和 21%。国内方面，光伏用银的额增值，弥补了其他行业的需求下滑，金银分会预计 2022 年国内白银消费同比增长 6%至 8280 吨。

库存方面：由于疫情对供应的阶段性的影响，白银三大显性库存整体延续回落。截至 12 月 16 日，COMEX 白银期货库存较去年年底减少 1799 吨（约 16.3%）至 9263 吨，创 2019 年 3 月以来新低；SHFE 白银期货库存较去年年底减少 369 吨（约 15.6%）至 1991 吨，期间一度降至 1302 吨，创 2019 年 7 月初以来新低；





上海黄金交易所白银库存较去年年底减少 114 吨（约 5%）至 2183 吨，创 2019 年以来新低。

投资需求方面：2022 年由于美联储的大幅加息导致市场对经济衰退担忧升温，白银实际需求并不乐观，银价在 4-7 月一度遭遇金融属性和商品属性双杀，投资需求全年呈现显著净流出状态。截至 12 月 15 日，白银 ETF-SLV 持仓水平为 14548 吨，较去年下降约 11.9%（约 1963 吨），降至 2020 年 6 月以来低位；截至 12 月 13 日，COMEX 白银期货非商业净多头头寸持仓较去年下降约 14%至 22819 张。

综上，我们认为白银市场已经对美联储加息和海外经济衰退有所计价，因此随着美联储加息进入后半段和白银供需格局的逐步改善，我们判断白银自 2022 年四季度以来的反弹有望持续，预计 2023 年白银价格的重心或继续上移。

图表 33：全球白银供需平衡表

Silver Summary/Demand Summary													
Million ounces												Year-on-Year	
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2021	2022F
SUPPLY													
Mine Production	795.7	845.3	882.1	896.9	900.0	863.7	850.2	835.9	781.1	822.6	843.2	5%	2%
Recycling	208.7	180.3	161.3	147.3	145.9	147.2	148.6	147.7	162.2	173.0	180.5	7%	4%
Net Hedging Supply	-	-	10.7	2.2	-	-	-	15.2	8.5	-	5.0	na	na
Net Official Sector Sales	3.6	1.7	1.2	1.1	1.1	1.0	1.2	1.0	1.2	1.5	1.5	28%	1%
Total Supply	1,008.0	1,027.3	1,055.3	1,047.4	1,046.9	1,011.9	1,000.0	999.8	953.0	997.2	1,030.3	5%	3%
DEMAND													
Total Industrial	445.2	449.6	438.9	441.1	475.3	503.6	499.6	498.1	464.9	508.2	539.6	9%	6%
Electrical & Electronics	270.9	275.4	269.8	272.3	308.9	330.1	321.4	316.6	304.1	330.0	353.3	9%	7%
...of which photovoltaics	55.0	50.5	48.4	54.1	93.7	101.8	92.5	98.7	101.0	113.7	127.0	13%	12%
Brazing Alloys	51.1	52.4	51.0	48.8	46.9	48.7	49.8	50.3	44.9	47.7	49.2	6%	3%
Other Industrial	123.2	121.8	118.0	119.9	119.5	124.8	128.4	131.1	115.9	130.5	137.1	13%	5%
Photography	52.5	45.8	43.6	41.2	37.8	35.1	33.8	32.7	27.8	28.7	28.4	3%	-1%
Jewellery	159.2	186.9	192.9	201.7	188.4	195.2	201.9	200.3	149.8	181.4	201.8	21%	11%
Silverware	40.7	46.5	53.6	57.9	53.9	59.6	67.6	62.1	32.4	42.7	52.7	32%	23%
Bar & Coin Demand	240.7	300.6	283.1	310.4	212.0	155.7	165.2	186.8	205.0	278.7	279.2	36%	0%
Net Hedging Demand	40.4	29.3	-	-	12.0	2.1	7.7	-	-	9.4	-	na	na
Total Demand	978.8	1,058.7	1,012.0	1,052.3	979.4	951.3	975.7	980.0	880.0	1,049.0	1,101.8	19%	5%
Market Balance	29.2	-31.4	43.2	-5.0	67.5	60.6	24.3	19.8	73.0	-51.8	-71.5	na	38%
Net Investment in ETPs	53.6	4.7	-0.3	-17.1	53.9	7.2	-21.4	83.3	331.1	64.9	25.0	-80%	-62%
Market Balance less ETPs	-24.4	-36.2	43.5	12.1	13.6	53.5	45.7	-63.4	-258.1	-116.7	-96.5	-55%	-17%
Silver Price (US\$/oz, London price)	31.15	23.79	19.08	15.68	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	23.90	22%	-5%
Source: Metals Focus													

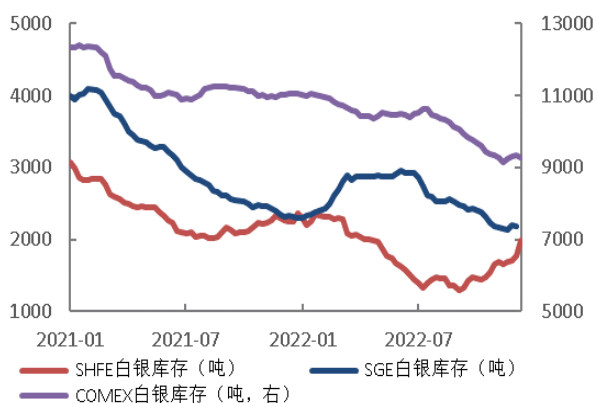
数据来源：世界白银协会

图表 34：中国白银供需平衡表

中国白银市场供需平衡			
分类	2020	2021	2022 年 E
安泰科估算矿产量：吨	11438	11633	11747
消费量：吨	6720	7808	8280
银锭净出口：吨	3285	4292	3500

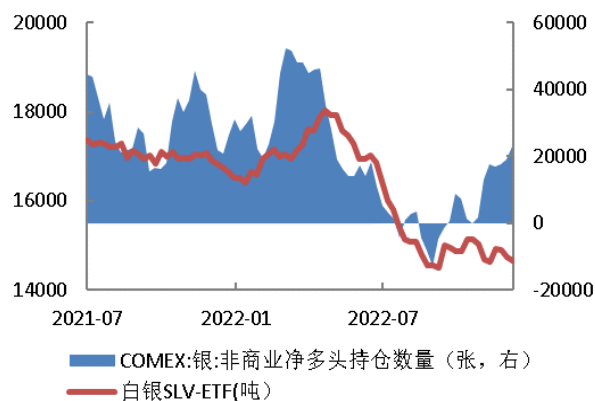
数据来源：金银分会

图表 35：2022 年白银三大库存均呈现去库现象



数据来源：wind

图表 36：2022 年白银投资需求持续回落



数据来源：wind

## 四、套利策略分析

### 4.1、金银比价：或再度先扬后抑

2022 年年初至 4 月，金银比价一季度维持在 78 附近震荡。直至 4 月底，由于上海爆发疫情导致市场对国内宏观经济产生悲观预期，白银受到商品属性利空拖累，表现弱于黄金，金银比价在 78 抬升至 86 附近，后维持高位震荡。6 月下旬至 9 月，全球经济衰退担忧升温，白银再次因商品属性利空遭到抛售，而沪金则相对受益于人民币汇率贬值预期，因此金银比价再上一个台阶，突破 90 关口，高位触及 93。9-11 月，白银基本筑底完成，重心逐步上移，并于 10 月底后迎来反弹，期间随着国内防疫措施的不断优化，人民币兑美元汇率收复 7 关口，黄金涨幅不及白银，因此金银比价显著回落。截至 12 月 16 日，内盘金银比价为 77.36，较去年年底上涨 0.58，COMEX 金银比价为 77.02，较去年年底下跌 1.36。展望 2023 年，基于

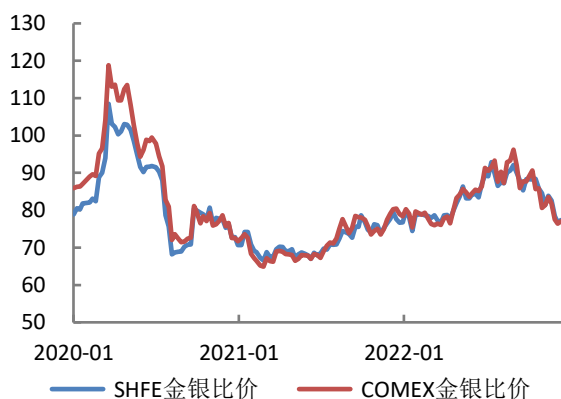


我们仍看涨贵金属，但行情的启动或仍需黄金先行，因此我们预计 2023 年金银比价或再度先扬后抑。

#### 4.2、期现价差、期货月差：基差或由正转负，月差或走扩

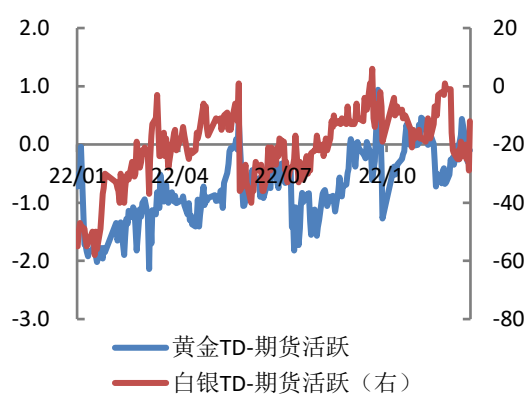
2022 年，在 6 月中旬出现后黄金现货持续升水期货，且一度存在较好的【卖现货-买期货】的期现套利策略机会。白银现货亦在三季度出现升水期货的情形。展望 2023 年，我们预计随着国内防疫措施的逐步优化，金银现货紧俏的现货有望缓解，现货升水期货情形或难持续，基差或由正转负，且贵金属期货月间价差结构也有望走扩。

图表 37：金银比价走势图



数据来源：wind

图表 38：金银期现价差结构图



数据来源：wind

#### 4.3、内外盘价差：料以震荡为主

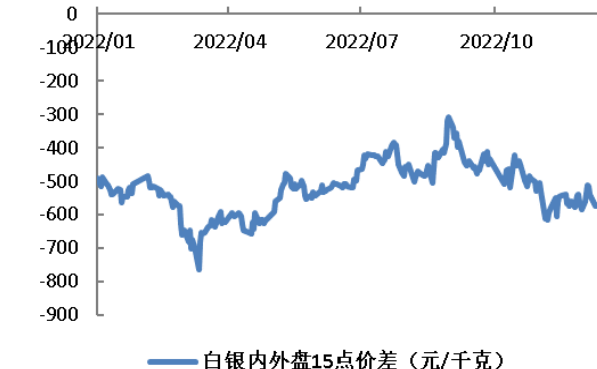
截至 12 月 15 日，【黄金 T+D-伦敦金】的价差为 3 元/克，【白银 T+D-伦敦银】的价差为-564 元/千克。2022 上半年，黄金因俄乌战争，上海疫情引发国内经济下行预期等，市场出现买外盘卖国内黄金，导致黄金内外盘价差出现大幅折价，出现一定内外盘套利机会。后随着人民币汇率大幅贬值，支撑内盘金价，黄金内外盘价差再度由负转正，且大幅走扩，内盘黄金溢价外盘黄金一度高达 10 元/克以上。白银方面，俄乌战争爆发前绝对价差持续扩大，后随着俄乌战争落地、上海疫情影响等，外盘银价自 4 月下旬以来持续下跌，内盘银价则受人民币汇率贬值支撑好于外盘，因此内外绝对价差缩窄至 400 以内。直至四季度，随着国内防疫措施的优化，人民币汇率贬值预期得以缓解，并探底回升重新收复 7 关口，黄金内外盘价差因此缩窄至 2 元/克以内，白银内外盘绝对价差扩大至 500 元/千克上方。展望 2023 年，我们预计人民币汇率难以重返贬值，更多的震荡升值，或导致内盘金价表现或不及外盘，因此预期黄金内外盘价差大概率会维持在【0-2】元/克区间震荡。

图表 39：黄金内外盘价差结构



数据来源：wind

图表 40：白银内外盘价差结构



数据来源：wind

## 五、2023 年展望

**展望 2023 年，有风亦有雨，注意阶段性利空：**美联储 12 月议息会议上调终端利率目标水平至 5.1%、上调通胀上行风险、认为经济仍有可能实现“软着陆”等，这些均与此前市场的定价存在较大预期差。我们判断在就业市场紧俏、通胀粘性较强、美国经济韧性尚存下，美联储 2023 年上半年仍会维持“小碎步”加息以提升利率水平至 5% 上方，预计未来市场朝着美联储靠拢的概率更高，因此我们判断贵金属市场在经历了年末这一波上涨后，2023 年一季度可能会进入到“纠偏”调整阶段，注意阶段性利空风险。

**但长期东风可乘，配置价值凸显：**（1）美联储 2023 年二季度暂停加息是相对确定事件，且未来有一定降息可能，美联储货币政策转向将继续利好贵金属。（2）10Y-2Y 和 10Y-3M 的美债收益率均持续倒挂，我们预计美联储本轮激进加息对经济的负面影响或在明年体现。明年美国经济下行甚至陷入衰退风险较高，美元指数、美债收益率重心或继续下移，叠加通胀粘性较强，通胀预期在接近 2% 附近后下跌空间有限，因此美国实际利率中枢也会大概率下行，将驱动贵金属价格上涨。与此同时，寒冬过后便是暖春，中国经济有望迎来稳健复苏，人民币汇率或阶段性升值，可能导致内盘贵金属价格表现不及外盘。（3）贵金属市场尚未充分计价美国甚至全球经济衰退，叠加地缘局势的不确定性，避险东风或为黄金价格带来更多上行动力，且全球央行大举净购金，凸显黄金长线配置价值。

**策略建议：**建议逢低配置贵金属多头。

**风险点：**美联储加息更久、美国经济韧性较强、全球金融危机等。

**个人意见，仅供参考。**



## 免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

