

## 国信期货 2024 年投资策略报告

贵金属

加息周期步入尾声 金银静待上行周期

2023 年 11 月 26 日

## ● 主要结论：

2023 年，受地缘冲突、风险事件、美国通胀走势和货币政策及汇率波动多方因素的影响，黄金和白银全年中枢有所抬升，黄金走势强于白银，内盘走势强于外盘。综合来说，美联储加息步入尾声、市场对加息预期不断调整主导了贵金属价格走向，欧美银行业风波、债务上限危机及全球地缘政治动荡推升了黄金的避险需求，使得 2023 年上半年黄金价格中枢整体抬升；而美国超市场预期经济数据和美联储“鹰派”发言使得贵金属在下半年的上行力量未能得到持续、有力的支持，使得黄金在 5 月初从高位后开始回落，金银步入宽幅震荡区间。进入 10 月份，受地缘冲突推升市场避险情绪大幅升温，金价受其避险属性的推升开始步入单边上行区间，而市场避险情绪有所降温与市场对美联储降息周期开启时点的预期进一步提前的双重影响下，外盘贵金属于 11 月份呈现 V 型走势。内盘金银受汇率波动影响整体走势强于外盘。

展望 2024 年，预计美联储不会再次加息，联邦基金利率将有望于上半年维持在 5.25%-5.5% 的高位。虽然市场普遍预计美联储加息进程已经结束，但市场对于降息周期何时开启时间节点预期在年内变化较大。据 CME FedWatch 统计，美联储有望最早于 24 年 5 月开启降息周期。然而，当下来看，市场对 24 年 5 月开展降息周期的预期或许有些乐观。首先，美国 10 月份通胀虽然超预期降温，但距离美联储 2% 的目标仍有一定距离；且 10 月份通胀的超预期回落受益于能源价格的大幅走弱，而受地缘冲突等风险因素的扰动能源价格于 24 年中枢或将有所抬升，通胀回落仍有一定压力。其次，美国劳动力市场的韧性也将成为利率维持高位的一大因素——虽然从当下新增就业人数的放缓可以看出美国劳动力市场的降温，但失业率环比基本保持仍然体现出美国经济韧性仍强。然而，降息周期的开启同样取决于有无影响金融稳定的风险事件发生，在 24 年我们仍需警惕美国银行流动性风险等事件的发生。中性预计，美联储或于 24 年下半年以每季度 25bp 的速度开启降息周期。总结过去 8 轮降息周期，黄金录得 6 次上涨、2 次下跌，白银则录得 3 次上涨、5 次下跌。然而，我们同时要考虑到的是一点，贵金属 23 年涨势已经反应了部分市场预期，在 24 年降息周期正式开启时金银上冲力量或将不及预期之高。操作建议，美联储降息周期渐进后逢回调买入为主。

分析师助理：王美丹  
从业资格号：F03114617  
电话：021-55007766-6614  
邮箱：15695@guosen.com.cn

分析师：顾冯达  
从业资格号：F0262502  
投资咨询号：Z0002252  
电话：021-55007766-6618  
邮箱：15068@guosen.com.cn

## 独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 一、 期货市场行情回顾

2023 年，受地缘冲突、风险事件、美国通胀走势和货币政策及汇率波动多方因素的影响，黄金和白银全年中枢有所抬升，黄金走势强于白银，内盘走势强于外盘。截止 11 月 24 日，COMEX 黄金主力合约收盘于 2003.7 美元/盎司，相较于 2022 年 12 月 30 日上涨 9.73%；COMEX 白银主力合约收盘于 24.38 美元/盎司，相较于 2022 年 12 月 30 日上涨 0.54%；沪金主力合约收盘于 467.44 元/克，相较于 2022 年 12 月 30 日上涨 13.91%；沪银主力合约收盘于 5995 元/千克，相较于 2022 年 12 月 30 日上涨 10.81%。

自 2023 年 1 月起至 6 月末，国际黄金经历了两轮上涨和两轮下跌，外盘最高点一度冲破 2085 美元/盎司的历史高位。第一轮上涨为 2023 年 1 月，主要受市场降温预期持续的影响，高点拉涨至 1966.8 美元/盎司。而 2 月的第一轮下跌则主要由于强劲的经济数据和美联储的鹰派发言使市场预期调整，使得黄金一路下挫至 1817.6 美元/盎司的低位。第二轮上涨则受欧美银行业风波激发避险情绪攀升，硅谷银行因挤兑问题破产后由 FDIC 接管，瑞信银行自曝财报存在重大缺陷、叠加前期连续亏损，最终被瑞银收购，叠加全球地缘政治问题的刺激和债务上限危机的发酵，外盘黄金于 5 月 4 日一度冲到 2085.4 美元/盎司的高位。之后，受债务上限危机解决和欧美银行业危机暂平的影响，市场避险情绪有所缓和，叠加美联储持续鹰派发言，黄金步入第二轮下行阶段。内盘黄金走势与外盘基本吻合，同样可归于两轮上行周期和两轮下行周期，沪金主力合约于 5 月 5 日一度触及近 460 元/克的高位。外盘白银经历了两轮下跌和一轮上涨周期。自今年开年至 3 月初，COMEX 白银主力合约经历了一个月的震荡走势后开始大幅下跌，最低点一度跌破 20 美元/盎司。3 月初起，外盘白银开始大幅上涨至 26.435 美元/盎司的高位，同样受欧美银行业危机等问题的影响。之后，受海外央行持续鹰派的打压，白银一路震荡下跌至二季度结束。内盘白银同步外盘走势，上行阶段一度冲到 5868 元/千克的高位。

看向下半年，2023 年三季度，受货币政策等因素的影响，外盘黄金步入宽幅震荡区间，整体中枢相较于一季度抬升幅度有所下移；内盘黄金却于 8 月中旬开始步入单边上行区间，最高点一度突破 480 元/克的历史高点，内盘黄金相比于外盘的溢价大幅上升，价差一度升至 2015 年以来的新高。究其原因，据世界黄金协会分析，近几个月来黄金需求的恢复和相对平稳的进口量可能导致了国内供需状况的趋紧，进而推高了境内外的黄金溢价水平。进入 10 月份，受地缘冲突推升市场避险情绪大幅升温，金价受其避险属性的推升开始步入单边上行区间，地缘冲突的持续叠加市场对加息预期的调整使得 COMEX 黄金在 10 月 27 日收盘于 2016.3 美元/盎司的高位、突破四个月以来的新高，沪金于 10 月 27 日夜盘收盘于 481.94 元/克、突破历史新高。内外盘白银于 10 月走势强劲程度不及黄金，但也经历了不同程度的中枢抬升，COMEX 白银于 10 月 27 日收盘于 23.24 美元/盎司、创一个月以来的新高，沪银 10 月 27 日夜盘收于 5883 元/千克、同样创一月以来高位。11 月份，随着市场避险情绪有所降温叠加部分避险资金获利撤离，贵金属有所回调，而月中开始陆续公布的各项经济数据一致显示出美国经济放缓，市场对美联储降息周期开启时点的预期进一步提前，金银上行力量再度走强，外盘黄金于 11 月 24 日再度冲破 2000 美元/盎司的高位。

图：COMEX 黄金主力合约日 K 线走势



数据来源: WIND 国信期货

图: COMEX 白银主力合约日 K 线走势



数据来源: WIND 国信期货

图: 沪金主力合约日 K 线走势





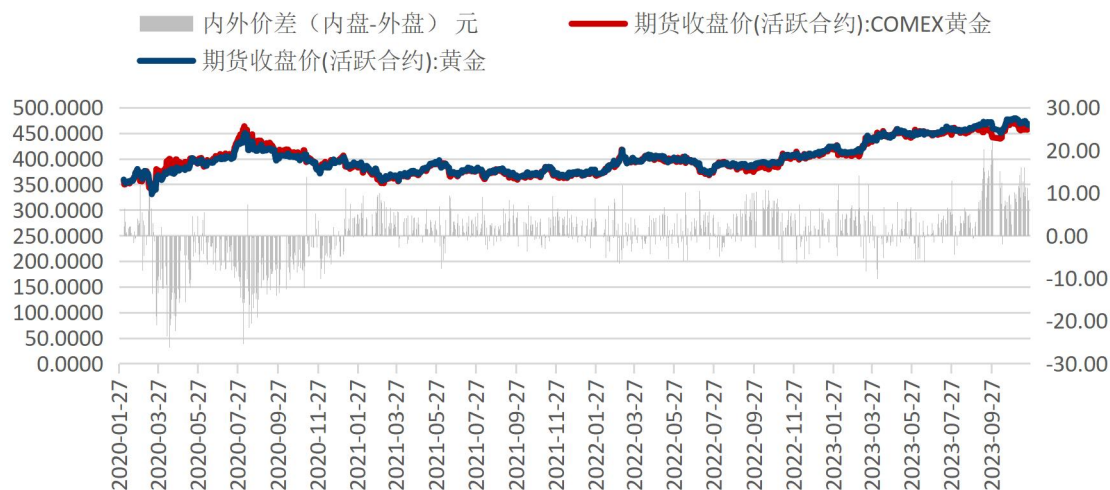
数据来源: WIND 国信期货

图: 沪银主力合约日K线走势



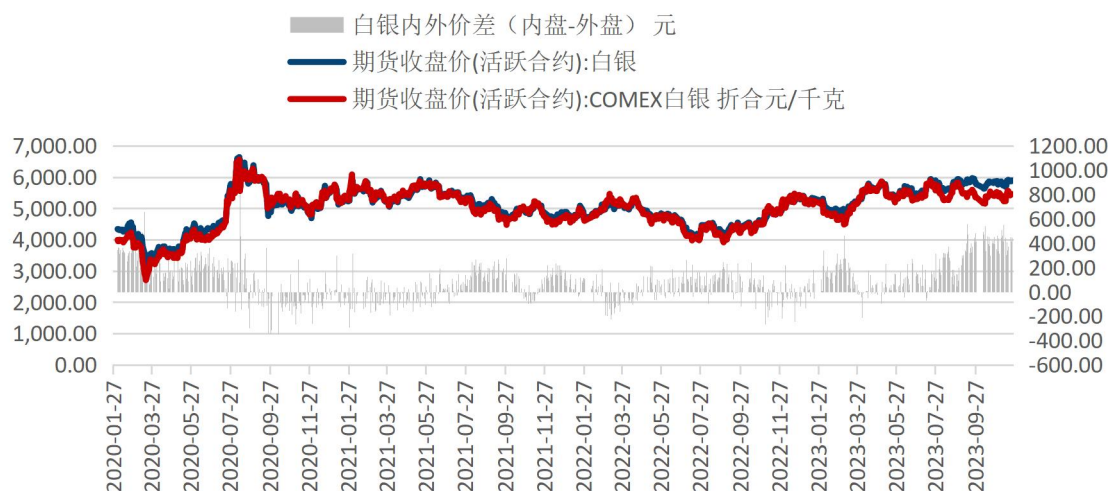
数据来源: WIND 国信期货

图: 黄金内外价差走势



数据来源：WIND 国信期货

图：白银内外价差走势



数据来源：WIND 国信期货

## 二、宏观面分析

### （一）货币政策：激进加息周期有望结束 降息周期或将来临

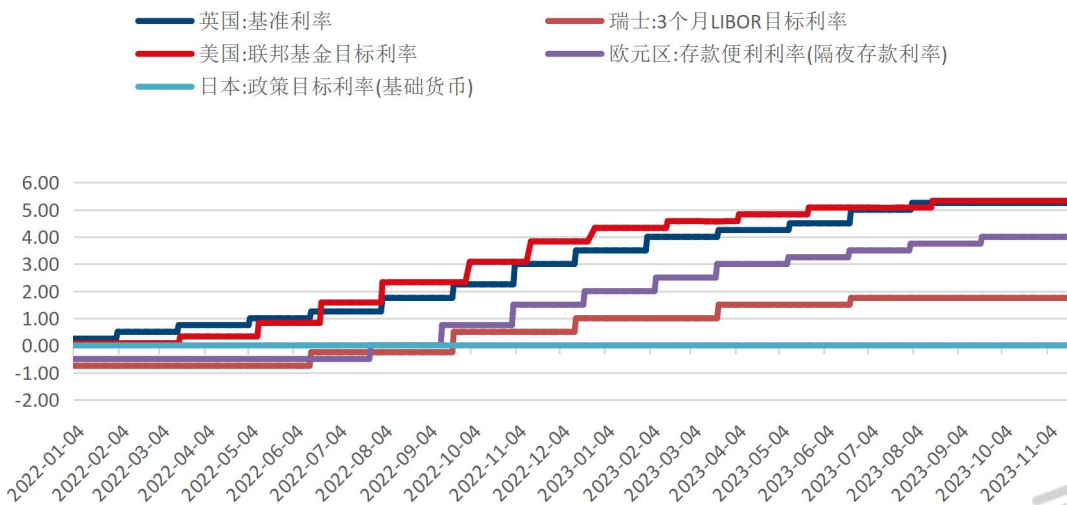
北京时间 11 月 2 日凌晨，备受市场关注的美联储 11 月议息决议终于出炉——美联储货币政策委员会 FOMC 会后宣布，将联邦基金利率目标区间维持在 5.25% 至 5.5% 不变，让这一政策利率保持在 16 年来最高水平。这是美联储自 2022 年 3 月开启激进加息周期以来第三次按下“暂停键”，也符合市场预期。考虑到美债利率升至历史高位，市场预期本轮美联储激进加息周期已经到达终点，有望最早于 24 年 5 月开启降息周期。

美联储 11 月会议纪要延续了“谨慎行事”的定调。美联储会议纪要显示，所有决策者一致认为适合一段时间保持限制性货币政策，直到通胀显然朝目标大幅下降为止；若收到的信息暗示实现通胀目标的进展不够，适合进一步收紧货币。同时，本次会议纪要显示与会者认为，由于目前货币政策正处于限制性立场，叠加总供给条件持续正常化，总需求和总供给继续保持了较好的平衡；虽然过去两次会议中美联储均未进一步加息，但委员会仍然对目前进展比较满意。相比前次会议纪要，本次纪要提到的通胀上行风险新增地缘政治紧张局势，地缘下行风险新增信贷环境收紧的影响超预期、全球油市可能受干扰。美联储对金融体系的稳定做出了评估，并提到美国金融体系的脆弱性显著（the financial vulnerabilities of the U.S. financial system were notable）；本次会议纪要中提及股票、住房以及商业地产较高的估值水平，且美债利率上行正在挑战金融部门的高杠杆率、或将难以承受再一步加息。此外，对于四季度美国经济，收到此前汽车行业罢工等因素的影响，美联储预计四季度美国 GDP 的增速将显著低于三季度，且此类影响的时间和大小具有高度的不确定性，这也使得美联储选择“谨慎行事”。

回顾 2022 年至 2023 年，美联储经历了历史上最为激进的一轮加息周期，累计加息幅度达到 500 个基点，平均每次加息 45 个基点。虽然相较于 2022 年累计加息 400 个基点的快速，2023 年加息 100 个基点已经有所放缓，但当下 5.25%-5.5% 的美联储联邦基金利率区间为 16 年以来的最高水平。2023 年 1 月、3 月、5 月和 7 月分别加息 25 个 bp，6 月、9 月和 11 月均暂停加息，这体现出了美联储于今年走向“higher for longer”。同时，美国 M2 的同比增速自 2023 年以来持续位于负增长区间，这样持续性 M2 的萎缩在历史上比较少见；本轮美国 M2 的萎缩幅度是 1960 年代以来最深的，而当下美国的流动性环境已经基本回落至

疫情前水平，这也在一定程度上说明了美联储本轮货币紧缩政策已经接近结束。

图：发达国家基准利率（%）



数据来源：Wind 国信期货

图：2022-2023 美联储货币政策重要节点

北京时间	2022-2023 美联储货币政策重要节点	美联储联邦基金利率区间
2022 年 1 月 26 日	1 月美联储会议:加息预期强化, 缩表时间未明朗 (1)QE 预计 3 月初结束, 当前通胀远高于 2% 目标、就业市场强劲, 将很快达到加息条件 (2) 发表缩表指引文件, 显示将在加息后开始考虑大幅缩减资产负债表 (3) 加息路径未明朗, 鲍威尔发布会发言表示仍未决定加息路径, 但相比 2015 年时的加息环境目前经济更强, 可能在 3 月会议上加息	0%-0.25%
2022 年 3 月 16 日	3 月美联储会议:首次加息 25bp, 缩表在即等待更多细节 (1) 加息 25bp, 首次加息, QE 结束 (2) 点阵图: 今年还要加息 150bp, 年底升至 1.75%-2% 区间, 明年底 升至 2.5%-3% 区间 (3) 经济预测: 下调 GDP 预测, 上调通胀预测, 失业率预测不变 (4) 已就缩表计划取得 进展, , 预计 5 月开始 (5) 后续或激进加息的预期空间由鲍威尔讲话打开	0.25%-0.5%
2022 年 5 月 4 日	5 月美联储会议:加息 50bp, 缩表如期开始 (1) 加息 50bp、缩表计划文件发布, 显示 6 月 1 日启动缩表 (2) 表示未积极考虑加息 75bp	0.75%-1%
2022 年 6 月 15 日	6 月美联储会议:意外提速, 加息 75bp (1) 加息 75bp, 会前两日“新美联储通讯社”Nick Timiraos 表示将加息 75bp, 而非此前市场预期的 50bp (2) 点阵图: 今年底将升至 3.25-3.5% 区间, 明年底将升至 3.5-4% (3) 经济预测: 下调 GDP 增速预测, 上调失业率和通胀的预测 (4) 单次加息 75bp 并非常态, 下一次会议将根据通胀数据来加息 50 或 75bp	1.5%-1.75%
2022 年 7 月 27 日	7 月美联储会议:加息 75bp, 放弃前瞻指引, 首提减缓加息 (1) 加息 75bp (2) 放弃前瞻指引, 视经济数据而定 (3) 发布会首次提及, 评估前期紧缩政策累积效应 后, 减缓加息节奏可能是合适的	2.25%-2.5%
2022 年 8 月 27 日	Jackson Hole 全球央行年会:抗通胀立场鲜明 (1) 再度明确政策目标: 本次较过往发言篇幅短、主题更明确, 并重申降通胀至 2% 的目标为工作的重中之重 (2) 相比紧缩双面风险, 更强调通胀根深蒂固风险, 必须坚持加息, 直至大功告成	
2022 年 9 月 21 日	9 月美联储会议:加息 75bp, 上移点阵图加息终点 (1) 加息 75bp (2) 点阵图: 年内还将加息 125bp, 今年底升至 4.25-4.5%, 预计明年将再加息 25bp, 最高 达到 4.5-4.75% (3) 经济预测上调失业率预测, 下调 GDP 增速预测, 上调通胀预测, 表现出美联储在降 通胀过程中, 接受失业率上行和经济下行的坚定立场 (4) 提出要将实际利率全部提升至正值	3%-3.25%



2022 年 11 月 2 日	11 月美联储会议:加息 75bp, 未来加息会放缓但降息仍不成熟 (1)加息 75bp (2)预计将在 12 月会议上提高政策利率预测,加息终点更高持续更久,引导市场从关注 how fast, 转向 how high how long (3)暗示未来会议放缓加息节奏,在声明中提及加息节奏将考虑累积的紧缩政策影响,货币政策滞后效应,及经济和金融发展三方面 (4)现在考虑暂停加息非常不成熟	3.75-4%
2022 年 12 月 13 日	美联储宣布加息 50 个基点, 将联邦基金利率目标区间上调到 4.25%至 4.50%之间	4.25-4.50%
2023 年 1 月 31 日	美联储 1 月议息会议连续第 2 次放缓加息速度,从 12 月议息会议的 50 个基点降至 25 个基点,恢复正常的加息速度。联邦基金利率区间从 4.25%至 4.5%上调到 4.5%至 4.75%。美联储主席鲍威尔暗示,未来至少还有两次加息,也即最终的联邦基金利率区间将升至 5%-5.25%,在此基础上,强调历史经验证明当前货币政策不宜过早转向,同时货币政策紧缩的“滞后性”是放缓加息速度的核心原因。	4.50-4.75%
2023 年 3 月 23 日	美国银行业风波反映出高利率叠加收益率曲线倒挂,已令其金融体系不堪重负,系统性风险显著上升。未来美联储“稳金融”考量或压倒“控通胀”目标,导致加息进程提前终止乃至反转。美元隔夜利率曲线 (OIS) 显示美联储在 5 月份继续加息 25bp 的概率约为 50%,下半年降息幅度约为 60bp。二季度美国实际利率或由负转正,叠加银行业风波所造成的信贷紧缩,对需求的抑制将进一步增强,美国经济或在下半年陷入衰退,美联储或相应于下半年开启降息。	4.75%-5%
2023 年 5 月 4 日	5 月如期加息 25BP。受通胀依旧居高不下和就业增长强劲等因素影响,美联储 5 月议息会议决定继续加息 25BP,符合市场一致预期。本次加息后,联邦基金目标利率区间升至 5.00-5.25%,已达到 2008 年金融危机前的高点,这也是美联储连续第 10 次加息,本轮已累计加息 500 个基点,加息斜率与速度为历次最快。	5%-5.25%
2023 年 6 月 15 日	基金利率维持在 5%至 5.25%之间,这是美联储自去年 3 月以来连续 10 次加息后首次暂停加息。会议纪要显示,几乎所有与会官员都认为,维持联邦基金利率不变是“合适或可接受的”。美联储官员认为当前美国通胀水平依然过高,且包括 5 月消费者价格指数在内的数据表明通胀回落慢于预期。	5%-5.25%
2023 年 7 月 27 日	美联储进一步明确了其在加息尾声阶段的调控策略。政策重心仍在对抗通胀,政策利率需要保持限制性。7 月会议基本面评估和风险评估与 6 月基本一致,认为目前通胀仍居高不下,就业强劲增长,银行体系健全而有弹性,故目前政策重心仍在对抗通胀。2023 年起,得益于美国年初税阶调整以及通胀削减法案生效,就业市场维持高景气度,美国居民收入增长稳定,个人所得税税率下降明显,叠加年初以来商业银行信贷 (特别是消费与不动产抵押贷款) 明显反弹,美国经济、就业与通胀整体表现出较强韧性。	5.25%-5.5%
2023 年 9 月 21 日	美联储进一步明确了其在加息尾声阶段的调控策略。政策重心仍在对抗通胀,政策利率需要保持限制性。7 月会议基本面评估和风险评估与 6 月基本一致,认为目前通胀仍居高不下,就业强劲增长,银行体系健全而有弹性,故目前政策重心仍在对抗通胀。2023 年起,得益于美国年初税阶调整以及通胀削减法案生效,就业市场维持高景气度,美国居民收入增长稳定,个人所得税税率下降明显,叠加年初以来商业银行信贷 (特别是消费与不动产抵押贷款) 明显反弹,美国经济、就业与通胀整体表现出较强韧性。	5.25%-5.5%
2023 年 11 月 2 日	美联储在议息会议声明中将对经济的描述从 9 月的“持续稳步扩张”调整为了 11 月的“三季度实现强劲增长”。尽管三季度 4.9%的实际 GDP 环比年化增速超出了所有人的预期,但是美联储对这种高速增长的可持续性仍然存疑。	5.25%-5.5%
2023 年 12 月 14 日	利率决议+经济展望	-

数据来源: CME 国信期货

展望 2024 年,预计美联储不会再次加息,联邦基金利率将有望于上半年维持在 5.25%-5.5%的高位。虽然市场普遍预计美联储加息进程已经结束,但市场对于降息周期何时开启时间节点预期在年内变化较大。据 CME FedWatch 统计,美联储有望最早于 24 年 5 月开启降息周期。然而,当下来看,市场对 24 年 5

月开展降息周期的预期或许有些乐观。首先，美国 10 月份通胀虽然超预期降温，但距离美联储 2% 的目标仍有一定距离；且 10 月份通胀的超预期回落受益于能源价格的大幅走弱，而受地缘冲突等风险因素的扰动能源价格于 24 年中枢或将有所抬升，通胀回落仍有一定压力。其次，美国劳动力市场的韧性也将成为利率维持高位的一大因素——虽然从当下新增就业人数的放缓可以看出美国劳动力市场的降温，但失业率环比基本保持仍然体现出美国经济韧性仍强。然而，降息周期的开启同样取决于有无影响金融稳定的风险事件发生，在 24 年我们仍需警惕美国银行流动性风险等事件的发生。中性预计，美联储或于 24 年下半年以每季度 25bp 的速度开启降息周期。

反观历次加息周期步入尾声、降息周期开启时期大类资产表现，我们发现，黄金的表现往往较为亮眼，白银则因其更强的工业属性表现不及黄金——在过去 8 轮降息周期中，黄金录得 6 次上涨、2 次下跌，白银则录得 3 次上涨、5 次下跌。然而，我们同时要考虑到的是一点，贵金属 23 年涨势已经反应了部分市场预期，在 24 年降息周期正式开启时金银上冲力量或将不及预期之高。

图：历史复盘显示，降息周期大类资产表现中黄金占优

历次衰退阶段主要 商品涨跌幅	2020年3月 2020年4月	2008年1月 2009年6月	2001年4月 2001年11月	1990年8月 1991年3月	1981年8月 1982年11月	1980年2月 1980年7月	1973年12月 1975年3月	1970年1月 1970年11月
美元指数	1.08	4.14	0.52	1.39	11.99	(1.72)	(7.50)	-
黄金	0.06	0.06	0.06	(0.08)	0.01	(0.03)	0.67	0.07
白银	0.01	(0.08)	(0.06)	(0.21)	0.10	(0.54)	0.38	(0.06)
铜	(0.02)	(0.29)	(0.14)	(0.19)	(0.19)	(0.25)	(0.40)	(0.33)
铝	(0.09)	(0.36)	(0.11)	(0.16)	(0.22)	(0.18)	0.45	0.02
锌	0.00	(0.33)	(0.20)	(0.26)	(0.26)	(0.18)	(0.51)	(0.03)
镍	0.00	(0.46)	(0.20)	(0.21)	(0.43)	(0.05)	0.31	0.00
原油	(0.35)	(0.24)	(0.27)	(0.32)	(0.03)	(0.05)	1.54	0.00

数据来源：Wind 国信期货

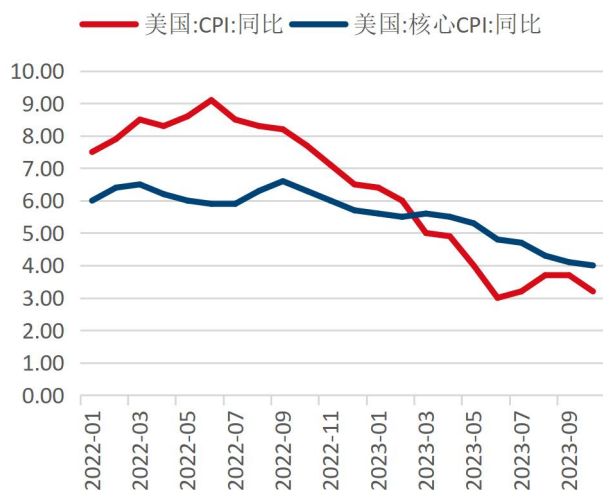
## （二）通胀：总体降温 但韧性仍存

2023 年，美国 CPI 同比整体运行区间为 3.0%-6.4%，1 月同比增速 6.4% 为全年峰值，后持续回落至 6 月再度小幅反弹，10 月再度回落到 3.2% 的水平；核心 CPI 整体运行区间为 4.0%-5.6%，回落速度较为缓慢。整体来说，美国通胀有所降温，但韧性仍存。本次美国高通胀主要归因于以下两个方面：疫情后美国财政和货币的宽松政策使得需求高涨，叠加俄乌冲突的影响造成供给侧冲击。2022 年下半年，美国制造业随着货币政策收紧对住房和耐用品消费的影响而进入去库周期，商品价格有所下行；俄乌冲突影响减弱也带动能源价格有所回落。所以，在此背景下，2023H1，商品和能源价格的下跌带动美国通胀持续降温，CPI 同比增速由 1 月的 6.4% 降至 6 月的 3%，然而劳动力和住房分项通胀降温速度依旧相对较慢。2023H2，在基数效应消退下，能源价格反弹叠加住房中的业主等价租金（OER）环比增速反弹和服务通胀粘性仍高带动通胀反弹、CPI 同比增速在 9 月再次升至 3.7%；10 月虽然超市场预期降温至 3.2%，但核心 CPI 同比增速放缓速度仍然较慢，美国通胀韧性仍存。

展望 2024 年，基于美国经济韧性仍存，预计美国通胀虽会小幅降温，但回落至 2% 的区间目标难度较大。首先，在美国明年步入补库周期的背景下，商品价格下行空间有限，所以商品领域对通胀降温的贡献预计将有所收窄。其次，地缘冲突对能源价格的扰动仍存，能源价格仍存在上行风险。在此背景下，CPI 增速回落的核心贡献可能来自住房分项：美国房价同比增速大约领先 CPI 住房分项约 1 年的时间，2023 年美国房价下行走势也将对应着 24 年美国 CPI 住房分项的回落态势。

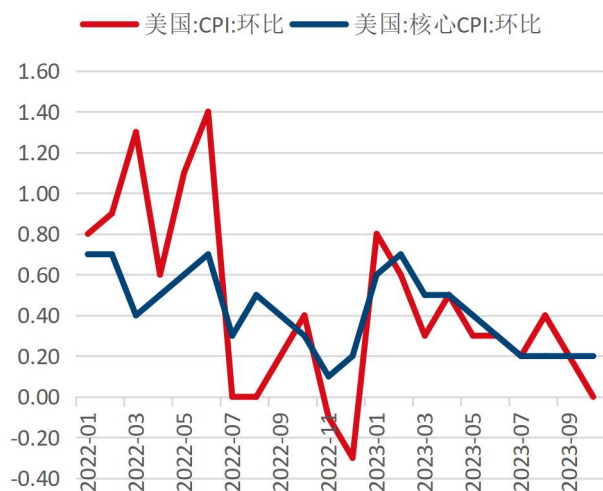


图：美国 CPI 与核心 CPI 同比 (%)



数据来源：WIND 国信期货

图：美国 CPI 与核心 CPI 环比 (%)

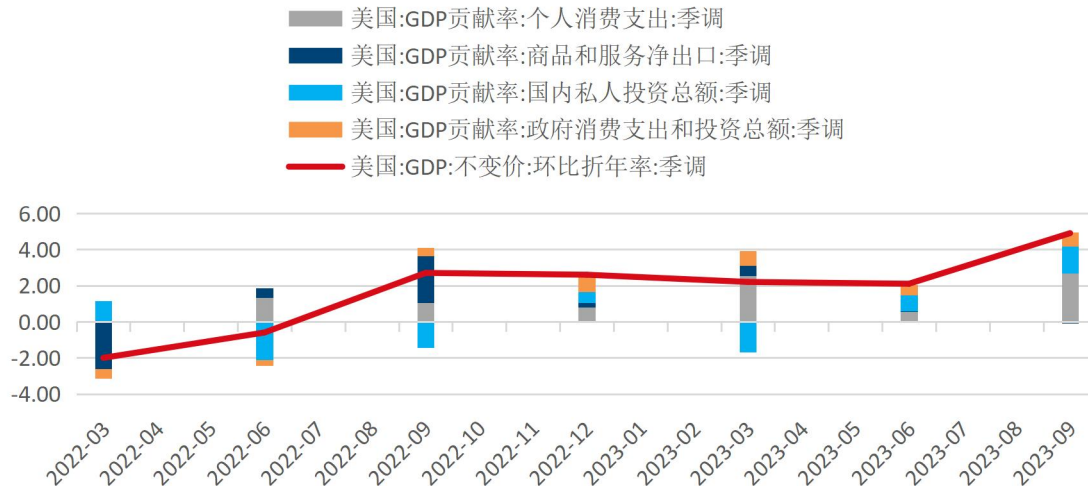


数据来源：WIND，国信期货

### （三）经济增长：衰退预期消退 经济软着陆概率增加

2023 年，美国经济增速虽有所放缓，但前三季度仍然表现出较强韧性，市场对美国步入衰退的预期渐渐消退，经济软着陆的概率增加。GDP 数据来看，美国一季度 GDP 大幅走弱，但二、三季度显示出超市场预期的韧性。5 月 25 日，美国商务部公布了一季度美国 GDP 终值，经季节和通胀调整后的实际 GDP 年率增长 1.3%，好于上月公布的初值和预期值 1.1%，但相较于四季度 2.6% 的增幅大幅走弱。报告还显示，衡量商品和服务产量的指标 GDI 环比下降了 2.3%，继四季度下滑 3.3% 后进一步收缩。美国 2023 年二季度 GDP 环比折年率录得 2.4%，显示出超过市场预期的韧性，超过市场预期的 1.8% 和前值 2.0%。分项来看，居民消费增长 1.6%、高于预期增长 1.2%、前值增长 4.2%，私人投资增长 5.7%、前值减少 11.9%，出口减少 10.8%、前值增长 7.8%，进口减少 7.8%、前值增长 2.0%，政府开支增长 2.6%、前值增长 5.0%。三季度来看，根据美国商务部经济分析局 10 月 26 日发布的数据，受强劲消费支出的推动，美国三季度国内生产总值(GDP)初读数据为 4.9%，创 2021 年第四季度以来新高。市场预期增速为 4.7%，前值为 2.1%。同日公布的耐用品订单、资本品订单数据均反映经济韧性偏强。9 月耐用品订单环比回升至 4.7%，预期 1.9%，前值 0.1%，除交通外耐用品订单环比升 0.5%，预期升 0.2%，前值 0.4%；9 月资本品（除国防）订单环比升 0.6%，预期 0%，前值升 0.9%。私人部门消费、库存变化、政府支出是美国三季度 GDP 的主要增长因素。

图：美国 GDP 仍展现出超市场预期的韧性

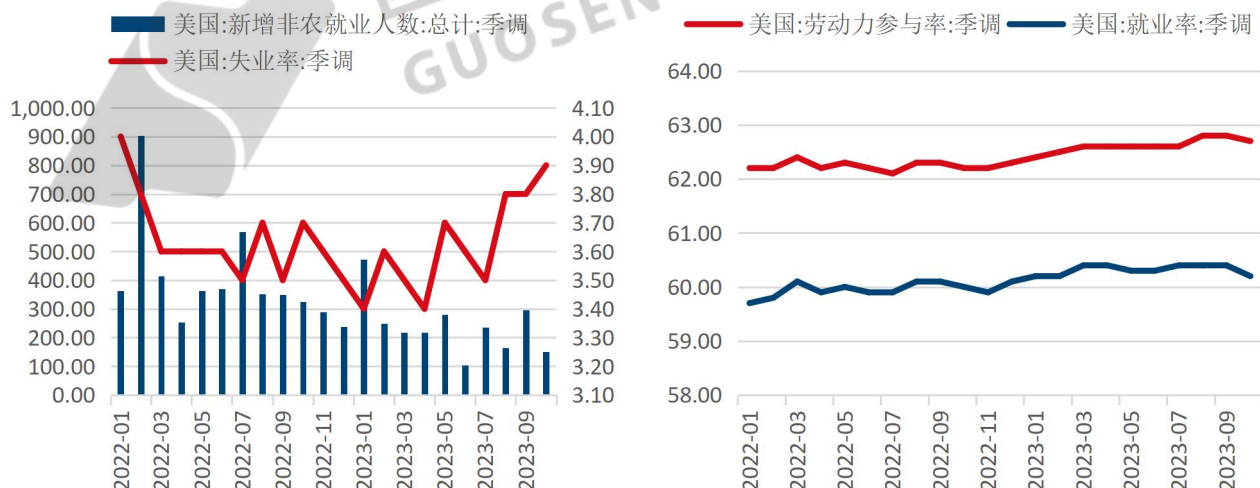


数据来源: Wind 国信期货

就业方面来说,美国劳动力市场供需缺口逐步收窄,薪资增速水平缓慢回落。非农就业人口数据来看,2023年1月至10月非农就业人口整体呈现回落趋势,且受汽车业罢工影响、10月新增就业岗位超市场预期大幅降低。职位空缺人数来看,由于供给增加,职位空缺人数由22年12月的11234千人减少至23年10月的9553千人,职位空缺数/失业人数指标同样有所回落。薪资同比增速来说,10月时薪同比增速放缓至4.1%。展望2024年,美国劳动力市场供需缺口有望进一步收窄,薪资同比增速水平预计将随之继续回落。

图: 美国非农就业人口整体呈现回落趋势

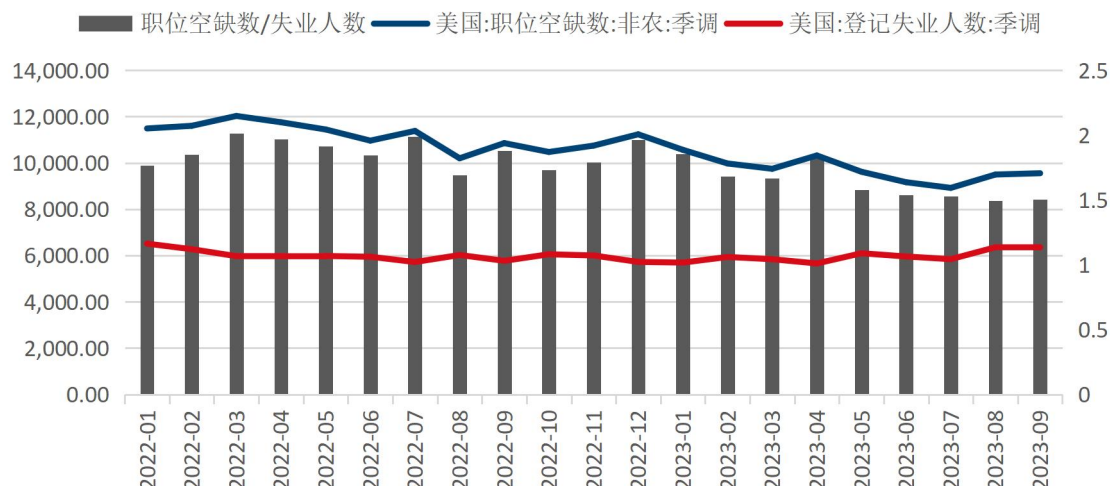
图: 美国劳动力参与率与就业率



数据来源: WIND 国信期货

数据来源: WIND, 国信期货

图: 美国职位空缺人数回落

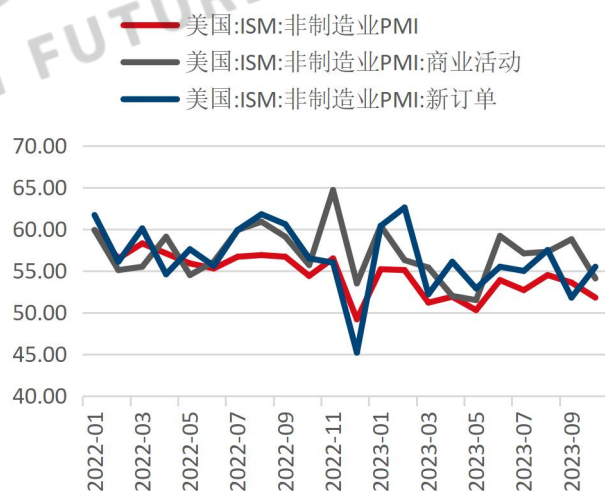
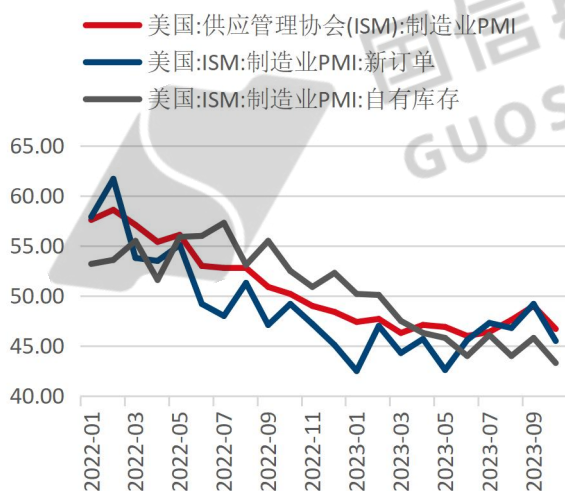


数据来源：Wind 国信期货

此外，美国制造业 PMI 展现出下行趋稳态势。美国供应管理协会（ISM）公布的数据来看，10 月制造业 PMI 在 9 月达到 23 年最高值 49 后回落至 46.7，但仍然高于今年年中水平。反观历史，本轮美国 PMI 自 2021 年 6 月触及高峰后开启下行调整期，至 23 年 6 月区间低位已历经两年时间，基本匹配历史经验周期约 20 个月的时间长度。

图：美国制造业 PMI 走势

图：美国服务业 PMI 走势



数据来源：WIND 国信期货

数据来源：WIND，国信期货

#### （四）实际利率有所抬升，美元指数再度冲破高位

黄金价格与美国长端实际利率呈现负相关关系，实际利率是名义利率与通胀预期的差。2023 年，实际利率有所抬升，通胀预期在 2.1%至 2.52%之间震荡运行。截至 11 月 22 日，美国 10 年期美债利率升至 4.42%，相较于 2022 年年末升 0.54%；10 年期实际利率自 1.53%升至 2.16%；10 年期通胀预期为 2.26%，相较于 2022 年年末降 0.04%。

美元指数方面，2023 年，美元最高冲破 107 高位，虽相较于 2022 年整体中枢有所回落但仍旧偏高。

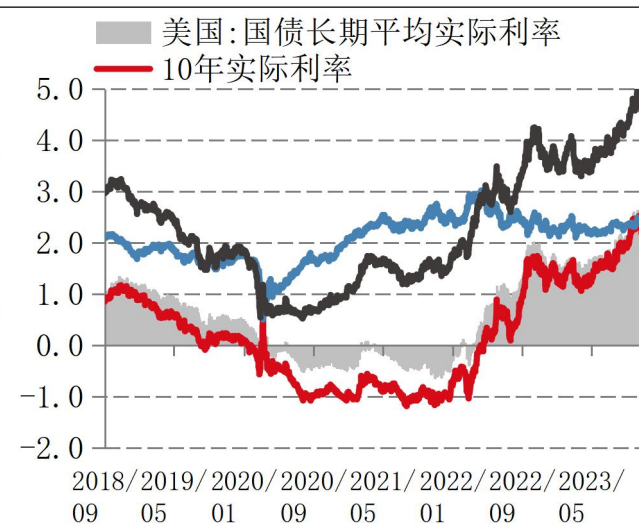


图：美国实际利率与金价



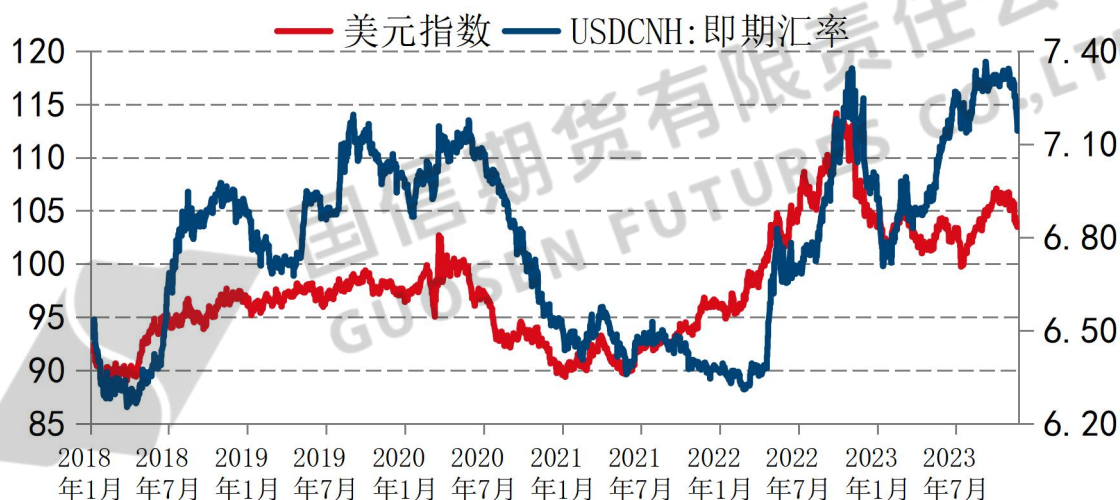
数据来源：WIND 国信期货

图：美国实际利率和通胀预期



数据来源：WIND 国信期货

图：美元指数



数据来源：WIND 国信期货

### 三、 贵金属商品供需面分析

#### (一) 黄金：央行购金需求仍然强劲 我国保持增持

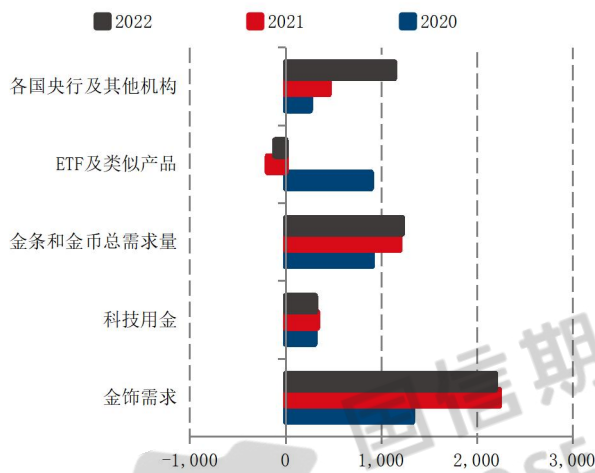
全球央行购金需求目前仍然强劲。北京时间10月9日，据世界黄金协会（WGC）报告显示，目前央行购金仍然维持着客观体量，8月全球央行连续第三个月增加黄金储备。8月全球官方黄金储备增加了77吨，较7月环比增加38%。中国人民银行8月增持黄金29吨，为全球央行增持黄金中的榜首；截至8月底，中国官方黄金储备已经升至2165吨，在总外汇储备中的占比略高于4%。而9月份，中国央行再度宣布增持黄金储备26吨，是自去年11月以来连续第十一个月的增储，我国官方总黄金储备也升至2192的历史高位。

其余国家来看，波兰国家银行（NBP）增持18吨和土耳其央行购入15吨为8月除中国人民银行外的

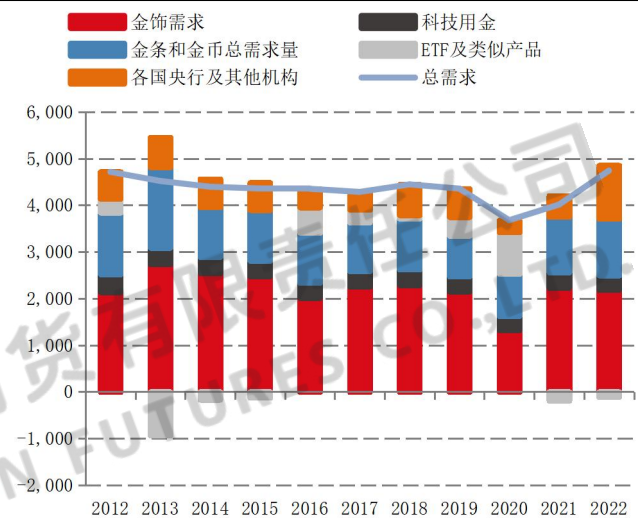
主要增持方。据世界黄金协会预计，全球央行的购金需求保持了一个健康发展的态势，进入四季度，央行年度黄金储备总量将保持强劲增长的态势。即便考虑到今年早些时候的净售金情况，年初至今的购金节奏也足以表明，2023 年全年的央行购金需求将再一次迎来强劲增长。

供应方面，2022 年全球黄金总供应量 4754.5 吨，相比 2021 年的 4682.4 吨同比上升 1.5%。其中 2022 年金矿产量 3611.9 吨，金矿产量升至四年来的新高，相比 2021 年略有上升 1.2%。2022 年回收金 1144.1 吨，相比 2021 年同比上升 0.7%。2023 年一季度，全球黄金总供应量同比上涨 1%至 1174.4 吨，金矿产量和回收金均贡献增量；全球黄金需求（制造基础）同比下降 13%至 1080.8 吨，但由于场外交易投资复苏抵消了部分领域的疲软表现，因此包含场外交易在内的黄金总需求同比增加 1%，达到 1,174 吨。需求分项来看，全球科技用金需求降幅较大，其余分享均表现良好。

图：2020-2022 年黄金需求（单位：吨）



图：黄金年度需求（单位：吨）



数据来源：WGC 国信期货

数据来源：WGC 国信期货

图：全球黄金供需平衡（2020 年至 2023 年一季度）

	2020年第1季度	2020年第2季度	2020年第3季度	2020年第4季度	2021年第1季度	2021年第2季度	2021年第3季度	2021年第4季度	2022年第1季度	2022年第2季度	2022年第3季度	2022年第4季度	2023年第1季度	年同比变化%
<b>供应量</b>														
金矿产量	840.9	789.6	923.6	928.0	835.4	878.2	932.7	943.2	843.1	894.4	956.3	955.7	856.0	▲ 2
生产商净套保	40.4	-35.4	-21.9	-22.2	4.8	-17.3	-12.4	18.1	25.9	2.3	-25.9	-13.0	8.1	▼ -69
回收金	301.0	285.2	378.0	328.9	269.7	278.6	292.9	295.1	296.2	285.3	268.6	290.5	310.4	▲ 5
总供应量	1,182.3	1,039.4	1,279.7	1,234.7	1,109.9	1,139.5	1,213.1	1,256.4	1,165.1	1,182.0	1,198.9	1,233.2	1,174.4	▲ 1
<b>需求量</b>														
金饰制造	329.4	196.2	314.7	483.7	539.0	456.6	515.2	719.5	516.4	492.3	582.3	601.3	508.6	▼ -2
金饰消费	311.6	243.1	333.1	510.2	512.2	437.6	477.1	720.9	475.3	458.4	526.1	629.7	477.9	▲ 1
金饰库存	17.8	-46.9	-18.4	-26.5	26.8	19.0	38.1	-1.3	41.1	33.9	56.2	-28.4	30.7	▼ -25
科技	72.8	68.7	77.2	84.0	81.0	79.8	83.4	85.9	81.0	78.5	77.0	72.3	70.0	▼ -13
电子用金	58.8	58.0	63.3	69.2	66.2	66.2	69.0	70.6	66.2	64.6	63.2	58.0	56.0	▼ -15
其他行业	10.9	8.1	10.8	11.8	11.9	10.7	11.6	12.5	12.0	11.3	11.3	11.9	11.6	▼ -3
牙科	3.2	2.6	3.1	2.9	2.9	2.9	2.8	2.7	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4	▼ -12
投资	554.1	593.2	505.8	144.5	178.8	289.2	231.7	304.4	558.4	213.8	103.9	250.6	273.7	▼ -51
金条和金币总需求量	253.7	159.7	221.8	270.0	355.2	248.5	262.1	327.4	287.7	261.2	348.0	340.3	302.4	▲ 5
金条	160.4	96.6	115.1	171.1	234.6	172.9	180.7	224.9	183.6	172.8	225.6	222.4	181.9	▼ -1
官方金币	78.7	51.6	84.1	78.4	102.0	62.3	57.5	73.5	84.6	70.8	89.4	89.0	96.5	▲ 14
奖章/仿制金币	14.5	11.5	22.6	20.5	18.6	13.4	23.9	29.0	19.5	17.6	33.0	28.9	24.1	▲ 23
黄金ETFs及类似产品	300.4	433.5	284.0	-125.5	-176.3	40.7	-30.4	-23.0	270.7	-47.4	-244.1	-89.6	-28.7	-
各国央行和其他机构	140.8	63.7	-10.6	61.0	115.6	209.6	90.6	34.3	82.7	158.6	458.6	378.6	228.4	▲ 176
黄金需求（制造基础）	1,097.1	921.8	887.1	773.2	914.4	1,035.3	921.0	1,144.1	1,238.5	943.2	1,221.8	1,302.8	1,080.8	▼ -13
顺差/逆差	85.2	117.5	392.6	461.5	195.5	104.2	292.2	112.2	-73.3	238.8	-22.8	-69.7	93.6	-
总需求	1,182.3	1,039.4	1,279.7	1,234.7	1,109.9	1,139.5	1,213.1	1,256.4	1,165.1	1,182.0	1,198.9	1,233.2	1,174.4	▲ 1
LBMA黄金价格（美元/盎司）	1,582.8	1,711.1	1,908.6	1,874.2	1,794.0	1,816.5	1,789.5	1,795.3	1,877.2	1,870.6	1,728.9	1,725.9	1,890.2	▲ 1

数据来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会 国信期货

## （二） 白银：2023 预计再次出现供应短缺

根据世界白银协会数据, 白银预计将在 2023 年再次出现供应短缺, 短缺幅度 142.1 百万盎司虽较 2022 年的 237.7 百万盎司有所下降, 但仍然是数十年来的高位, 供需紧俏叠加低库存现状, 将给予白银更多向上的弹性。

分项来看, 2023 年供应端的主要增量来源于矿端的增量, 预计将由 2022 年的 822.4 百万盎司上升至 842.1 百万盎司, 同比上升 2%。需求端的主要增量则主要来源于光伏板块, 预计将从 2022 年的 140.3 百万盎司上升至 161.1 百万盎司, 同比上升 15%; 此外, 电子电器等其他工业需求也用小幅增长。然而, 2022 年同比增长较多的银器、珠宝首饰和实物投资预计在今年都将有不同程度的下降, 其中银器预计降幅最大、同比将下降约 24%。

表: 白银供需平衡表 (单位: 百万盎司)

### Silver Supply and Demand

Million ounces	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2022	2023F
<b>Supply</b>												
Mine Production	882.0	896.8	899.8	863.6	850.3	836.6	782.2	827.6	822.4	842.1	-1%	2%
Recycling	160.4	146.9	145.6	147.0	148.5	148.0	166.0	175.3	180.6	181.1	3%	0%
Net Hedging Supply	10.7	2.2	-	-	-	13.9	8.5	-	-	-	na	na
Net Official Sector Sales	1.2	1.1	1.1	1.0	1.2	1.0	1.2	1.5	1.7	1.7	13%	-1%
<b>Total Supply</b>	<b>1,054.2</b>	<b>1,046.9</b>	<b>1,046.4</b>	<b>1,011.7</b>	<b>1,000.0</b>	<b>999.5</b>	<b>957.9</b>	<b>1,004.5</b>	<b>1,004.7</b>	<b>1,024.9</b>	<b>0%</b>	<b>2%</b>
<b>Demand</b>												
Industrial (total)	440.9	443.4	477.4	515.3	511.2	509.7	488.7	528.2	556.5	576.4	5%	4%
Electrical & Electronics	269.8	272.3	308.9	339.7	331.0	327.3	321.8	351.0	371.5	382.3	6%	3%
...of which photovoltaics	48.4	54.1	93.7	101.8	92.5	97.8	100.0	110.0	140.3	161.1	28%	15%
Brazing Alloys & Solders	53.3	51.0	49.0	50.8	51.9	52.3	47.4	50.4	49.0	49.8	-3%	2%
Other Industrial	117.8	120.1	119.5	124.8	128.3	130.1	119.4	126.8	136.0	144.4	7%	6%
Photography	41.0	38.2	34.7	32.4	31.4	30.7	26.9	27.7	27.5	26.4	-1%	-4%
Jewelry	193.5	202.5	189.1	196.2	203.1	201.4	150.5	181.5	234.1	199.5	29%	-15%
Silverware	53.5	58.3	53.5	59.4	67.1	61.3	31.2	40.7	73.5	55.7	80%	-24%
Net Physical Investment	283.0	309.3	212.9	155.8	165.5	187.0	204.8	274.0	332.9	309.0	22%	-7%
Net Hedging Demand	-	-	12.0	1.1	7.4	-	-	3.5	17.9	-	409%	na
<b>Total Demand</b>	<b>1,011.9</b>	<b>1,051.7</b>	<b>979.7</b>	<b>960.2</b>	<b>985.7</b>	<b>990.0</b>	<b>901.9</b>	<b>1,055.6</b>	<b>1,242.4</b>	<b>1,167.0</b>	<b>18%</b>	<b>-6%</b>
<b>Market Balance</b>	<b>42.3</b>	<b>-4.8</b>	<b>66.7</b>	<b>51.5</b>	<b>14.4</b>	<b>9.5</b>	<b>56.0</b>	<b>-51.1</b>	<b>-237.7</b>	<b>-142.1</b>	<b>365%</b>	<b>-40%</b>
Net Investment in ETPs	-0.3	-17.1	53.9	7.2	-21.4	83.3	331.1	64.9	-125.8	-30.0	na	-76%
<b>Market Balance less ETPs</b>	<b>42.6</b>	<b>12.3</b>	<b>12.9</b>	<b>44.3</b>	<b>35.8</b>	<b>-73.8</b>	<b>-275.1</b>	<b>-116.1</b>	<b>-111.9</b>	<b>-112.1</b>	<b>-4%</b>	<b>0%</b>
Silver Price (US\$/oz, London price)	19.08	15.68	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	21.30	-14%	-2%
Source: Metals Focus												

数据来源: 世界白银协会 Metal Focus 国信期货

## 四、 持仓、库存和季节性分析

### (一) ETF 持仓: 全球黄金 ETF 净流出幅度收窄

据世界黄金协会, 2023 年 10 月, 全球实物黄金 ETF1 连续第五个月流出, 但流出速度较 9 月放缓。北美地区黄金 ETF 基金连续第五个月流出; 约合 20 亿美元 (28 吨) 的流出量居全球榜首; 今年前十个月期



间，北美地区基金流出总额约合 60 亿美元（104 吨）。欧洲地区基金也连续第五个月流出，10 月流出约合 6.22 亿美元（11 吨），但较 9 月相比流出显著降低；2023 年 1 月至 10 月，欧洲地区黄金 ETF 基金流出总额约合 80 亿美元（135 吨），位居世界榜首，英国和德国基金领衔了欧洲地区黄金 ETF 的流出。亚太地区则于 10 月再次实现流入约合 8,100 万美元（1 吨），为连续第八个月的正向需求；2023 年 1 月至 10 月，亚洲地区基金累计流入约合 10 亿美元（15 吨），是全球唯一一个在此期间实现黄金 ETF 流入的地区，其中大部分流入源自中国和日本。

图：全球黄金 ETF 持有量和流动（2023 年 1 月至 10 月）

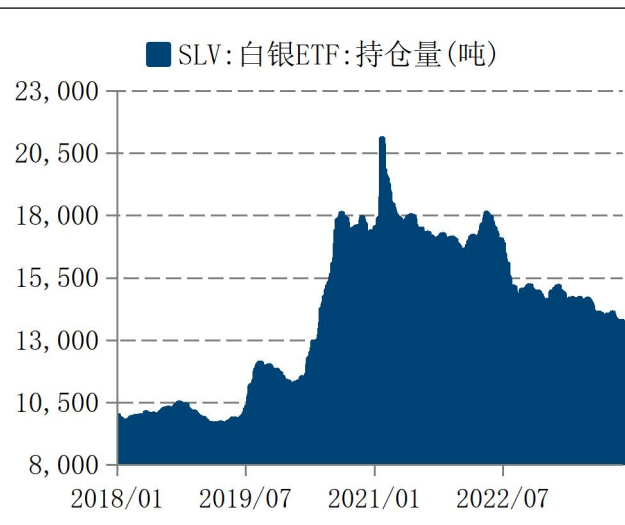
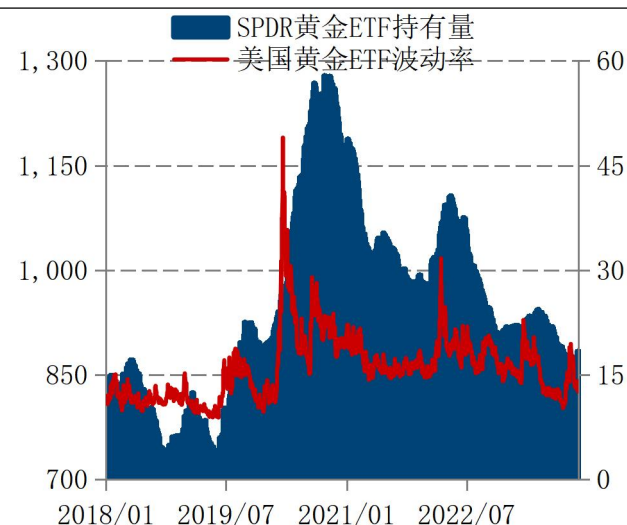
区域	资产管理规模 (十亿美元)	基金流量 (百万美元)	持仓量 (公吨)	需求 (吨)	需求 (占总持仓比例)
北美	104.1	-5,854.5	1,620.9	-103.5 ▼	-6.0%
欧洲	91.9	-7,806.8	1,431.5	-135.3 ▼	-8.6%
亚洲	9.0	1,002.2	133.9	15.2 ▲	12.8%
其它	3.8	-82.6	58.9	-1.9 ▼	-3.0%
<b>总计</b>	<b>208.8</b>	<b>-12,741.8</b>	<b>3,245.3</b>	<b>-225.4</b>	<b>-6.9%</b>
全球总流入/正需求		29,902.1		72.7 ▲	14.8%
全球总流出/负需求		-42,643.9		-298.1 ▼	-21.1%

数据来源：WGC 国信期货

根据 WIND 统计的数据，截至 2023 年 11 月 22 日，全球最大黄金 ETF SPDR Gold Shares 的黄金持仓量为 882.28 吨，较 2022 年末减少约 35.36 吨，跌幅 4%。全球最大白银 ETF iShares Silver Trust 的白银持仓量为 13722.27 吨，较 2022 年末减少约 817.4 吨，跌幅 6%。金、银 ETF 的流动通常代表投资者对未来市场的观点，以及其持有金、银的意愿，是衡量投资者情绪的重要指标之一，贵金属市场看空情绪回暖。

图：SPDR Gold Shares 黄金持仓情况（单位：吨）

图：iShares Silver Trust 白银持仓情况（单位：吨）



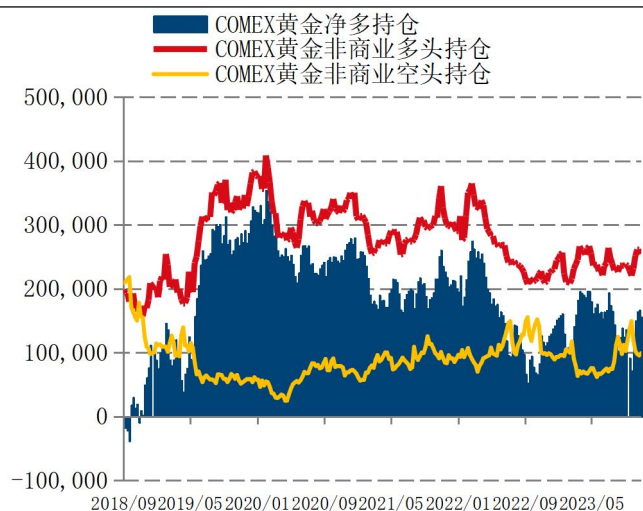
数据来源：WIND 国信期货

数据来源：WIND 国信期货

## (二) CFTC 持仓：金银多空意愿分歧

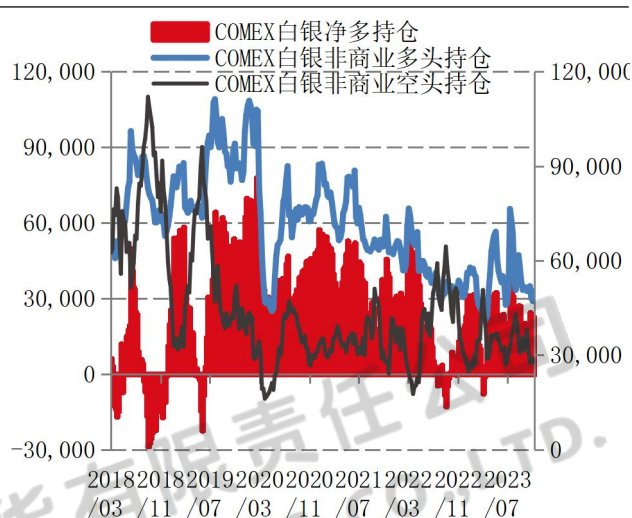
美国商品期货交易委员会公布的周度报告显示：截止 2023 年 11 月 14 日当周，CFTC 的期货黄金非商业性净多持仓为 155,376.00 张，较 2022 年年末增加 18496 张，涨幅 12%，市场黄金看多意愿回升；CFTC 的期货白银非商业性净多持仓为 22398 张，较 2022 年年末净看多减少 8629 张，跌幅 39%，市场白银看空意愿回升。

图：COMEX 黄金非商业净多持仓（单位：张）



数据来源：WIND 国信期货

图：COMEX 白银非商业净多持仓（单位：张）



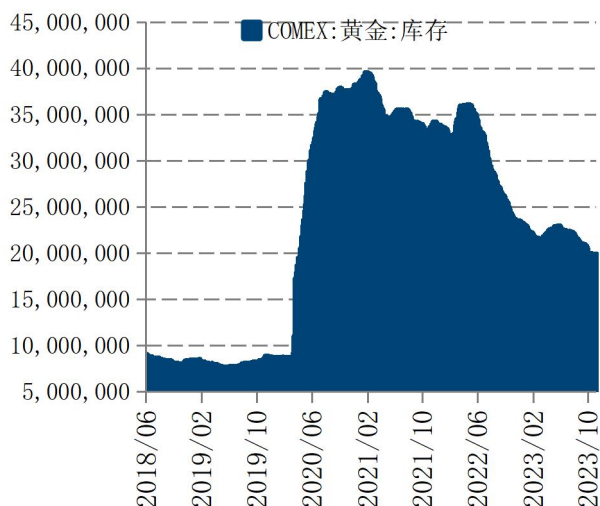
数据来源：WIND 国信期货

## (三) 库存分析：内外盘金银库存下降

截止 2023 年 11 月 22 日，COMEX 黄金库存为 19879974.395 盎司，较 2022 年末减少 3,299,884.28 盎司、跌幅 14%，黄金库存减少。COMEX 白银库存为 269042278.492 盎司，较 2022 年末减少 29,950,178.75 盎司、跌幅 10%，白银库存减少。截止 2023 年 11 月 24 日，上期所黄金库存为 2823 千克，较 2022 年末下降 516 千克、跌幅 15%，黄金库存下降。上期所白银库存为 1018367 千克，较 2022 年末下降 1,132,577.00 千克、跌幅 53%，白银库存下降。

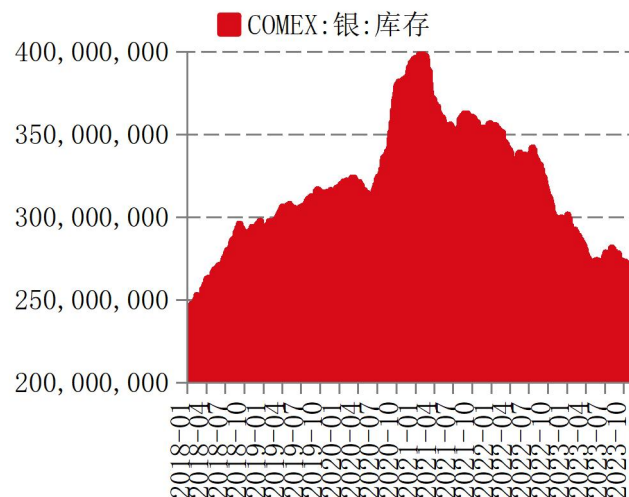
图：COMEX 黄金库存（单位：盎司）

图：COMEX 白银库存（单位：盎司）



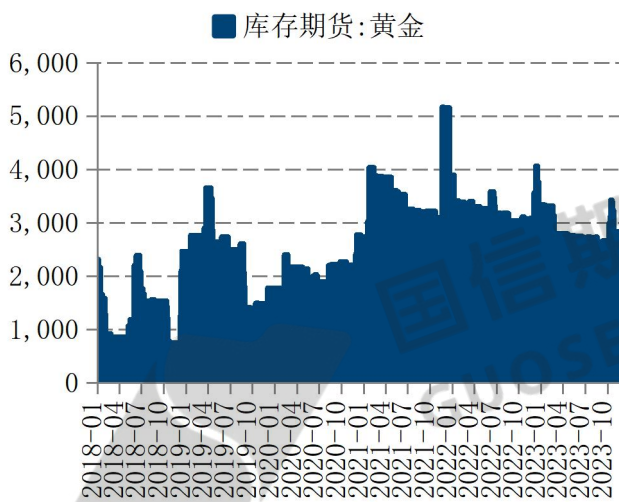
数据来源: WIND 国信期货

图: SHFE 黄金库存 (单位: 千克)

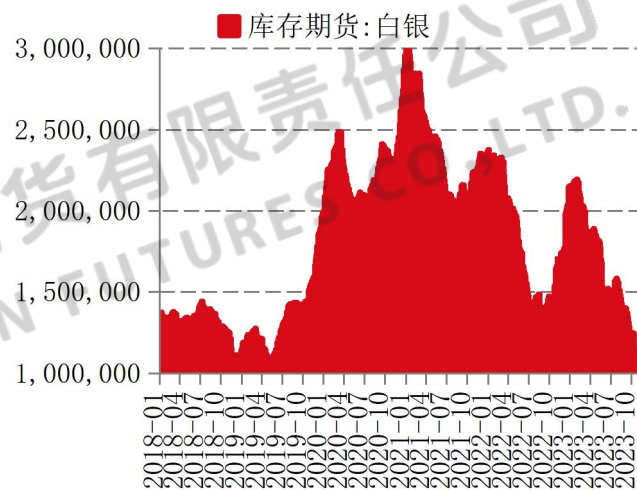


数据来源: WIND 国信期货

图: SHFE 白银库存 (单位: 千克)



数据来源: WIND 国信期货



数据来源: WIND 国信期货

## 五、 后市展望及操作建议

2023 年,受地缘冲突、风险事件、美国通胀走势和货币政策及汇率波动多方因素的影响,黄金和白银全年中枢有所抬升,黄金走势强于白银,内盘走势强于外盘。综合来说,美联储加息步入尾声、市场对加息预期不断调整主导了贵金属价格走向,欧美银行业风波、债务上限危机及全球地缘政治动荡推升了黄金的避险需求,使得 2023 年上半年黄金价格中枢整体抬升;而美国超市场预期经济数据和美联储“鹰派”发言使得贵金属在下半年的上行力量未能得到持续、有力的支持,使得黄金在 5 月初从高位后开始回落,金银步入宽幅震荡区间。进入 10 月份,受地缘冲突推升市场避险情绪大幅升温,金价受其避险属性的推升开始步入单边上行区间,而市场避险情绪有所降温与市场美联储降息周期开启时点的预期进一步提前的双重影响下,外盘贵金属于 11 月份呈现 V 型走势。内盘金银受汇率波动影响整体走势强于外盘。

展望 2024 年,预计美联储不会再次加息,联邦基金利率将有望于上半年维持在 5.25%-5.5% 的高位。虽然市场普遍预计美联储加息进程已经结束,但市场对于降息周期何时开启时间节点预期在年内变化较大。



据 CME FedWatch 统计，美联储有望最早于 24 年 5 月开启降息周期。然而，当下来看，市场对 24 年 5 月开展降息周期的预期或许有些乐观。首先，美国 10 月份通胀虽然超预期降温，但距离美联储 2% 的目标仍有一定距离；且 10 月份通胀的超预期回落受益于能源价格的大幅走弱，而受地缘冲突等风险因素的扰动能源价格于 24 年中枢或将有所抬升，通胀回落仍有一定压力。其次，美国劳动力市场的韧性也将成为利率维持高位的一大因素——虽然从当下新增就业人数的放缓可以看出美国劳动力市场的降温，但失业率环比基本保持仍然体现出美国经济韧性仍强。然而，降息周期的开启同样取决于有无影响金融稳定的风险事件发生，在 24 年我们仍需警惕美国银行流动性风险等事件的发生。中性预计，美联储或于 24 年下半年以每季度 25bp 的速度开启降息周期。总结过去 8 轮降息周期，黄金录得 6 次上涨、2 次下跌，白银则录得 3 次上涨、5 次下跌。然而，我们同时要考虑到的点是，贵金属 23 年涨势已经反应了部分市场预期，在 24 年降息周期正式开启时金银上冲力量或将不及预期之高。操作建议，美联储降息周期渐进后逢回调买入为主。



#### 重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。