

多头思路，金龙献瑞，火树银花

投资咨询业务资格：

证监许可【2022】669 号

报告要点

判断 2024 年贵金属要回答四个问题：（1）美联储何时转向，是否降息？（2）美国经济是否走弱？（3）白银价格相比黄金如何？（4）当前金价高位是否合理？我们预计 24 年上半年就将交易降息和通胀回落预期，价格开始走高，并且海外需求将进一步走弱并触底，此时白银价格表现或强于黄金。

摘要：

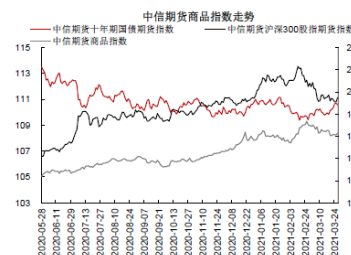
我们认为，判断 2024 年贵金属要回答四个问题：（1）美联储何时转向，是否降息？（2）美国经济是否走弱？（3）白银价格相比黄金如何？（4）当前金价高位是否合理？

我们的答案是，（1）美国加息高点已至，通胀处于回落区间，伴随中美关系缓和，供给端压力释放、原油价格走弱都使得加息趋于中止，上半年或有年中降息预期交易；（2）美国 24 年财政退坡，货币政策后遗症使得整体经济先抑后扬，支撑贵金属；（3）商品端率先触底以及低库存使得白银价格机会相比黄金更强；（4）在俄乌、巴以冲突的背景下，全球经济主体处于分分合合状态，美元信用风险长期抬升了黄金价格。

综上，我们预测，Comex 黄金价格 1960 美元/盎司，白银 22-23 美元/盎司为可关注底部，预计 24 年上半年就将交易降息和通胀回落预期，价格开始走高，并且海外需求将进一步走弱并触底。下半年，随着市场对利率高点时间不确定，以及经济供给端的约束，使得价格或维持高位震荡，不排除价格试探前期高点并突破。

白银方面，低库存和经济触底后的需求预期都使得其价格波动强于黄金，价格或突破 26 美元/盎司，不排除更高可能，国内银价有破前高可能。

风险提示：1. 通胀韧性； 2. 地缘继续大幅拉升油价



大宗商品策略团队

张文
从业资格号 F3077272
投资咨询号 Z0018864
邮箱: zhangwen@citicsf.com

屈涛
从业资格号 F3048194
投资咨询号 Z0015547
qutao@citicsf.com

目 录

摘要:	1
一、2023 年贵金属市场回顾: 美国着陆预期“一波三折”, 四季度风险溢价抬升	3
二、23 年底和 2024 年贵金属逻辑: 需求走弱, 货币预期终将宽松, 风险溢价抬升安全边际, 看好贵金属 5	
(一) 美联储货币政策: 加息已近尾声, 预期管理为先	5
(二) 美国通胀: 已经进入回落路径, 虽缓却不会缺席	6
(三) 美国经济数据: 衰退概率下降, 但需求走弱仍是通胀回落的必要条件	9
(四) 美国宽财政遭遇掣肘, 财政退坡或限制需求	11
(五) 欧日经济状况: 限制美元指数上行, 对贵金属价格形成支撑	12
三、白银: 绝对价格走势跟随黄金, 但低库存+通胀预期回落提供交易机会	15
四、交易策略总结: 上半年或将提前交易加息终止和降息预期, 白银强于黄金	18
免责声明	20

一、2023 年贵金属市场回顾：美国着陆预期“一波三折”，四季度风险溢价抬升

贵金属用美元计价，主要和美国经济相关。在此背景下，贵金属主要驱动为：

(1) 美联储货币政策 (2) 地缘冲突 (3) 美国在海外其他地区经济实际状况和他国货币政策，三者具有内在逻辑关系，互相影响。直到今年 11 月份，贵金属在宽幅震荡中价格中枢上升。我们认为今年价格波动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。2023 年价格走势回顾如下：

第一阶段：去年 12 月 7 日至今年 2 月 2 日，交易衰退+降息。在美国经济数据不断走弱和原油价格下跌的影响下，市场交易美国衰退和后续降息逻辑。贵金属价格走强，沪金主力合约价格由 401 元/克上涨至 424 元/克，上涨幅度 5.7%，白银价格由 5095 元/千克上涨至 5305 元/千克，涨幅 4.12%。

第二阶段：2 月 1 日至 3 月 10 日，交易经济韧性+进一步加息。2 月美联储议息会议声明联邦基金利率高点将随经济数据变化确定，可高可低，此时第一阶段交易贵金属价格到达顶峰。之后随着市场货币宽松和需求走弱预期打满，1 月美国通胀数据、非农数据、零售数据等项均超预期，使市场重新交易美国经济韧性+抬高最终利率高点预期，贵金属价格回落。经济数据反弹的主要原因来自拜登政府对于美国居民个人税收的调整和贷款减免，积极财政政策开始发挥作用。沪金主力合约价格由 424 元/克下跌至 410 元/克，跌幅-3.41%，白银价格由 5305 元/千克下跌至最低 4781 元/千克，跌幅 11%。

第三阶段：3 月中旬开始，伴随金融风险抬升，重新交易衰退+降息。之后，随着市场对货币再度收紧预期交易完毕，叠加欧元区持续超预期加息施压美元指数，贵金属逐渐企稳反弹，市场对于经济风险及全球地缘风险的担忧令贵金属始终获得溢价。3 月 9 日欧央行行长拉加德表态欧元区将持续加息调控通胀、3 月 10 日公布美国财政收支数据显示美国 1 月财政赤字进一步扩大，都使得贵金属重新企稳回升。而 3 月 16 日，以美国硅谷银行挤兑导致破产事件为导火索，市场开始交易连续加息下的系统性金融风险。黄金白银接连上涨，5 月 5 日突破了 23 年初高点，沪金最高到 459 元/克，白银则反弹至 5868 元/千克。

第四阶段：5 月后至 6 月底，市场重复第二阶段路径，交易经济韧性+进一步加息逻辑，市场预期反复。5 月 9 日后，随着金融避险情绪缓解，美国通胀韧性重新抬头。5 月 11 日公布 4 月美国 CPI 年率录得 4.9%，但核心 CPI 年率录得 5.5%，显示通胀韧性，同时经济数据出现走强，美国 PCE 物价指数个人消费支出

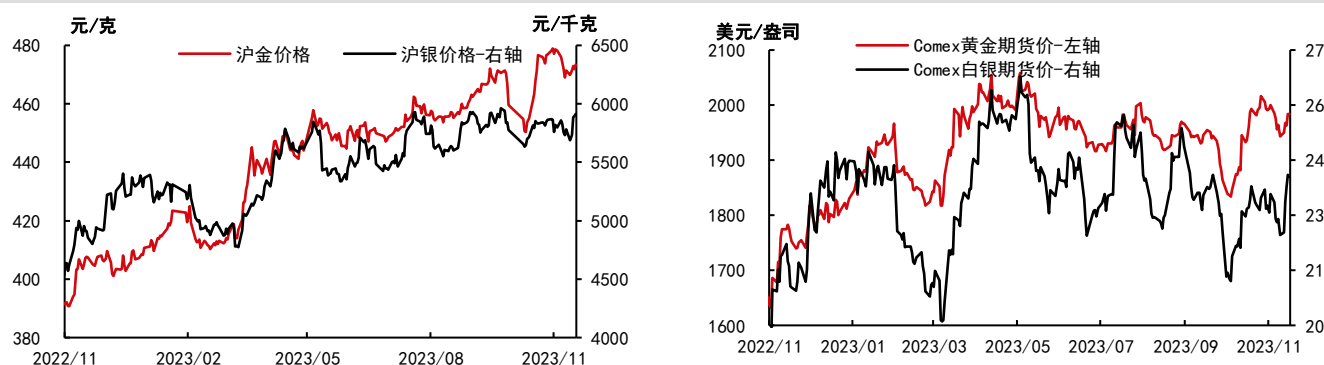
不变价环比超预期上升 0.5%，使得加息预期重新升温。之后随着美国 5 月零售数据、工业生产数据走强，市场信心情绪再起，沪金沪银价格出现调整，截至 6 月 28 日，沪金主力合约收于 447.5 元/克，沪银主力合约收于 5446 元/千克。

6 月下旬开始，伴随美国原油价格反弹以及美国经济数据反复，外盘贵金属价格仍处于波动状态。但内盘贵金属价格却开始出现异动大幅拉升，黄金和白银的内外价差出现扩大。6 月 20 日，黄金现货内外价差仍在-5 元/克至 5 元/克波动，白银内外价差区间在-40 元/千克至 100 元/千克波动，之后持续上行。截至 9 月 16 日，黄金现货内外价差最高到达 28.16 元/克，白银内外价差最高到达 622 元/千克，创造历史。观察内外价差影响因素，主要来自内盘金银价格创造历史新高，而外盘价格震荡走弱。背离的主要原因或来自国内外汇波动压力下，贵金属的进口配额出现约束。

截至 9 月 22 日，沪金主力合约到达 470.48 元/克，沪银价格到达 5963 元/千克，均创造或接近历史新高。而外盘价格却震荡承压。Comex 黄金价格在 1900-1945 美元/盎司，Comex 白银价格在 23-23.8 美元/盎司附近，呈现内强外弱格局。

第五阶段：风险溢价抬升贵金属价格。十一假日期间，美元指数和 10 年期美债利率大幅抬升，进而压低外盘贵金属价格。十一假期结束后，内盘价格开始同样承压。但之后市场确定，美债利率上行主要因为美国财政扩张后，债务压力导致债券供给预期上升，进而溢价上升。伴随美国通胀数据回落，中美关系改善，美债利率和美元指数下行，贵金属重归上升通道。截止 2023 年 11 月 17 日，黄金价格上涨至 1998 美元/盎司，白银价格上涨至 24 美元/盎司。国内则由于汇率企稳反弹，金价收于 471.16 元/克，白银收于 5885 元/千克。

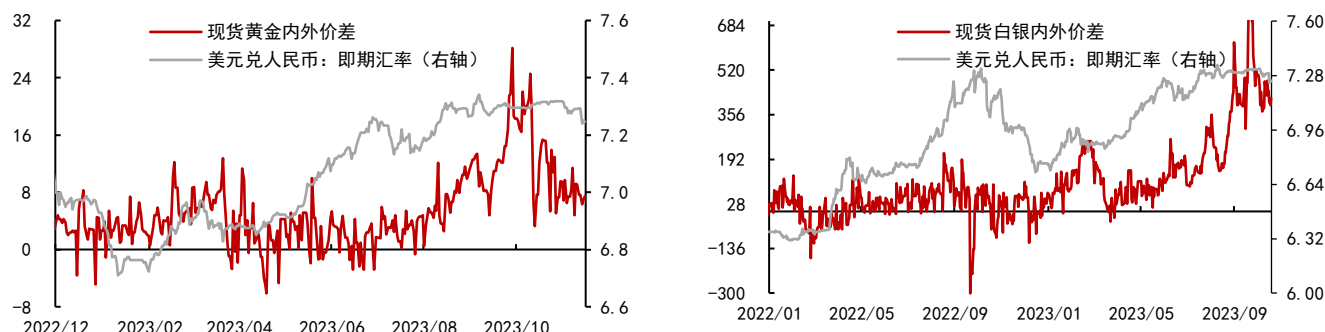
图 1：2023 年 1 月-11 月内外盘价格：货币宽松预期反复，风险溢价支撑价格抬升



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

图 2： 2023 年 3 季度至 4 季度：黄金白银内外价差大幅抬升，之后回落



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

二、23 年底和 2024 年贵金属逻辑：需求走弱，货币预期终将宽松，风险溢价抬升安全边际，看好贵金属

贵金属可视为一种特殊的债券，由于库存不灭性，因此与美联储货币政策、经济状态和地缘政策更相关。展望 2024 年，我们认为美国经济数据将回落，加息趋于终止，此时贵金属具备支撑，而风险溢价也将支持贵金属。随着美债利率见顶回落，贵金属将进行预期交易，预计价格先升后而企稳。**Comex 黄金价格将在 1960-2300 美元/盎司，白银价格将在 22.5-28 美元/盎司，白银价格弹性强于黄金。**

（一）美联储货币政策：加息已近尾声，预期管理为先

美联储发言是我们把握经济走向的第一份“攻略”。美联储主席鲍威尔发言表示，对通胀进展感到满意，但通胀回落“还有很长的路要走”。尽管鲍威尔预计未来几个季度 GDP 将放缓，美联储仍将在“合适的”情况下，“毫不犹豫”地进一步收紧货币政策。此外，我们参考了其他票委的措辞，目前意见并不统一。考虑到美联储货币政策框架内预期管理工具的使用，我们并不认为“鹰派措辞明显”

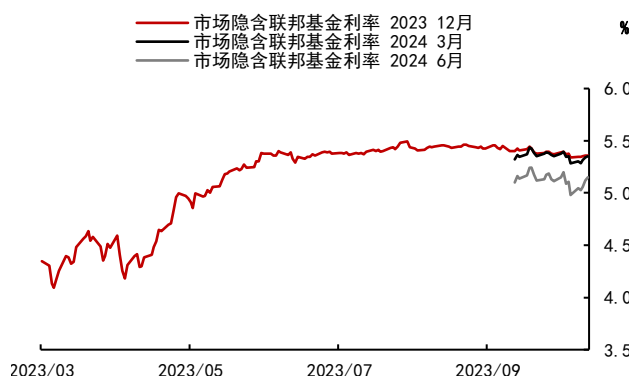
1) 2023 票委卡什卡利发言鹰派，对于经济前瞻乐观：“近期经济数据强劲，目前没有看到太多经济正在走弱的证据”，“美联储可能不得不采取更多措施”。

2) 2023 票委洛根支持维持利率，并对经济前瞻表示悲观：“当前工资增长有所降温，通胀数据持续向好，但最近的数据显示通胀率较高”。洛根认为在下次议息会议中支持保持利率不变是适当的，以便有时间观察金融状况。此外洛根预计经济增长将开始放缓，（美联储）之前的预测是错误的。

3) 美联储理事鲍曼支持加息：“我仍然预计我们需要进一步提高联邦基金利率。我仍愿意支持在未来会议上提高政策利率。”

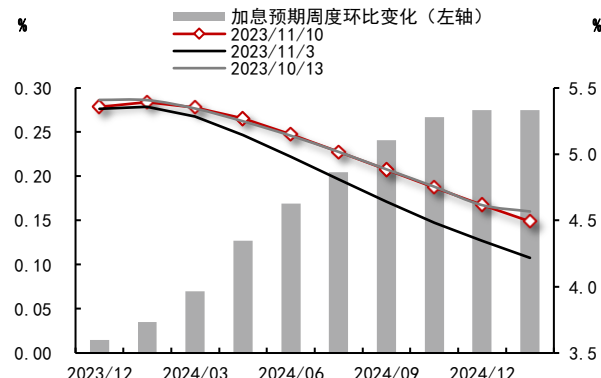
从市场反应看，目前市场认为加息趋于终止，明年年中到下半年开始降息，到 24 年年底，或将降息 75bp，相比美联储更加乐观。

图 3: 12、3 月、6 月 FOMC 市场隐含利率走势



资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

图 4: 市场计价美联储加息进入尾声



资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

（二）美国通胀：已经进入回落路径，虽缓却不会缺席

从美联储的措辞难以得到更多的信息时，我们更需关注经济数据本身。当前货币政策能否转宽核心在于通胀，我们从三个角度分析：（1）就业、薪资增速预期；（2）服务业通胀回落程度；（3）原油价格。目前看，通胀已经处于回落趋势。风险在于经济数据是否反弹、罢工带来的不确定性和欧佩克是否进一步减产。但在中美关系缓和、油价回落的背景下，我们认为多头交易可以继续。

首先看劳动力薪资视角，这被 IMF 和美联储部分官员视作美国核心通胀上升的主因，目前看处于继续回落趋势。可以发现，美国私人非农生产和非管理员工工时和时薪都处于下降趋势。尽管在今年二季度，二者因为财政端和技术进步因素数据出现震荡，但是截止 10 月，美国非农员工平均时薪同比录得 4.40%，继续回落，创造 21 年 7 月以来新低，每周工时 33.70 小时，维持 5 月以来低点，这代表薪资导致通胀上升正在进一步缓解，加息趋于终止。

而从环比看，可以发现，非农生产和非管理人员薪资增速趋势已经出现回落并恢复到了疫情前的区间范围，尽管商品端的环比增速区间相比疫情前仍高，但预计在货币政策持续收紧以及中美关系缓和的状态下，薪资带来通胀的贡献有望进一步回落，至少很难进一步扩张。

图 5: 劳动力市场: 平均每周工时和时薪下降趋势



资料来源: Bloomberg Wind 中信期货研究所

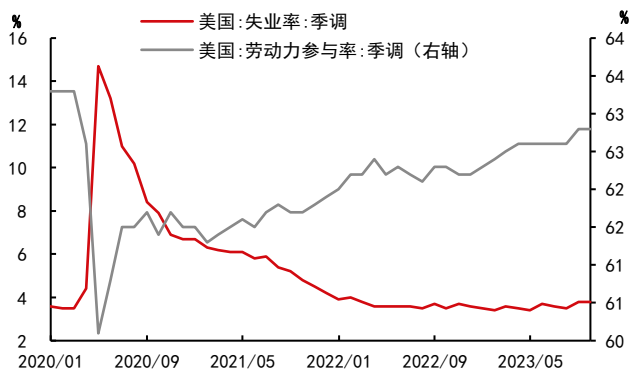
图 6: 非农生产薪资季调环比回落至正常区间



资料来源: Wind 中信期货研究所

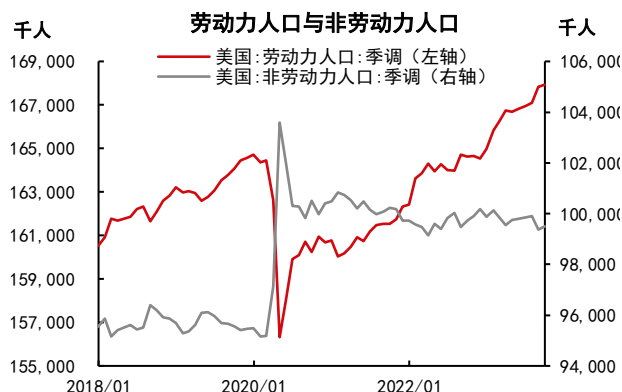
从美国劳动力市场指标来看, 1) 失业率保持历史低位; 2) 劳动力参与率尚未恢复疫情前水平; 3) 非劳动力人口中枢居高不下, 显示美国在部分劳动力退出市场情况下, 劳动力市场供需仍然失衡。但也可以发现, 美国非农就业已经有减缓迹象, 同时职位空缺数量处于下降趋势, 这从侧面证明, 劳动力市场紧张程度正在缓解。而中美关系的改善带来的贸易恢复可能, 对于劳动力永久缺失问题, 预计也将形成缓解预期。

图 7: 美国失业率与劳动力参与率



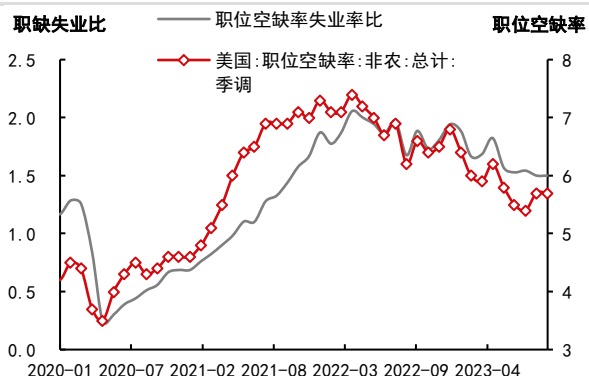
资料来源: Bloomberg Wind 中信期货研究所

图 8: 非劳动力人口中枢上移



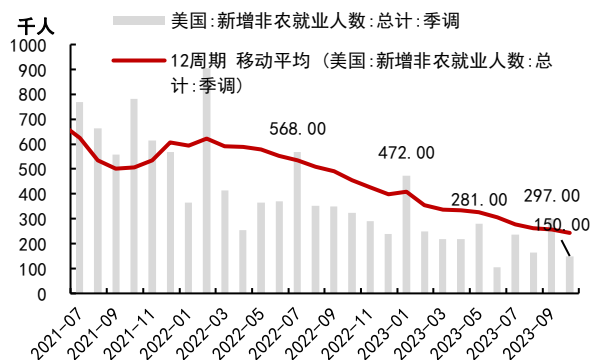
资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

图 9: 美国职位空缺比率仍处下降趋势



资料来源: Bloomberg Wind 中信期货研究所

图 10: 非农就业人数趋势性回落



资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

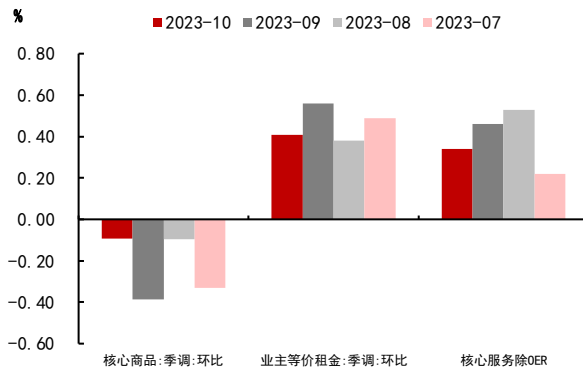
再看服务业通胀，我们观察无论核心通胀同比本身，还是美联储关注的业主等价租金通胀和去除业主等价租金的通胀数据目前均处于下降趋势中。10 月同比分别为 4%、6.85%、3.85%，显示继续回落。环比方面，近期也显示走弱征兆。

图 11： 美国核心服务通胀数据同比趋势性回落



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图 12： 美国核心通胀环比近期同样出现降温



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

最后看原油价格和全球供应链状态，可以发现对通胀抬升动力极大趋缓。今年 7 月以来欧佩克加中沙特和俄罗斯的减产行为，导致原油价格大幅抬升，WTI 原油价格从 6 月底 70 美元/桶附近上涨至 9 月中的 92 美元/桶，引致通胀预期上涨明显，加息预期增强。根据观察，当盈亏平衡通胀率拉升至 2.4% 以上时，美联储收紧预期均出现加强，限制贵金属价格。但在近期美国原油供给抬升、委内瑞拉抬升生产数量、俄罗斯加大燃料油出口的状态下，WTI 原油价格大幅回落至 80 美元/桶以下，10 年期盈亏平衡通胀率同样回落至 2.3% 以下，这极大提振了贵金属多头，使得 24 年货币进一步转宽的预期可能提前交易。

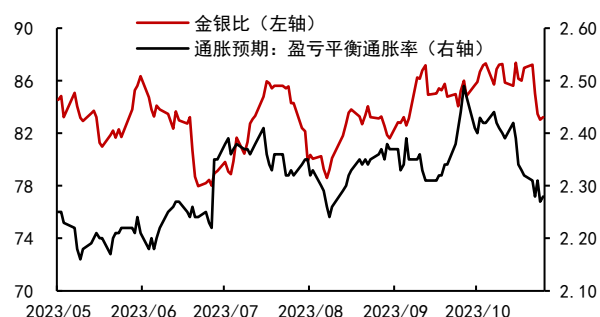
观察供应链，全球供应链压制指数持续回落，在 23 年 10 月份创造历史新低至 -1.74，疫情后其领先美国 CPI 约 2 个季度，近期节奏趋同，这同样限制了通胀上行的可能，支撑贵金属。

图 13： 10-11 月，WTI 原油价格迅速回落至 80 美元以下



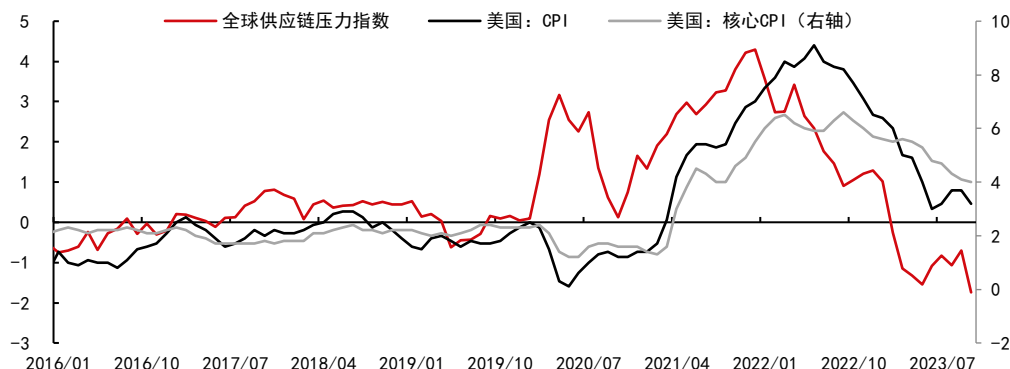
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 14： 通胀预期因而回落，使贵金属多头成为可能



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 15: 全球供应链压力指数回落, 引致通胀数据回落



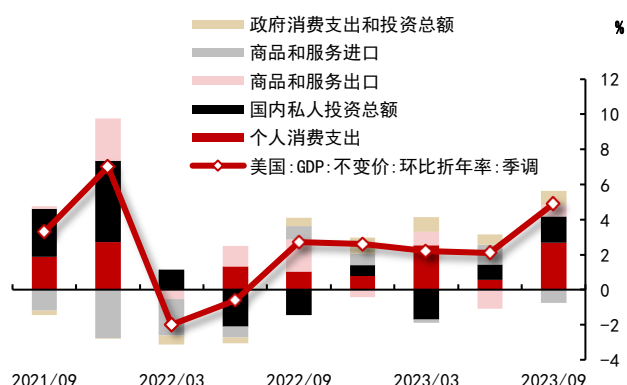
资料来源: Wind 中信期货研究所

（三）美国经济数据：衰退概率下降，但需求走弱仍是通胀回落的必要条件

从美国当前经济状况来看，我们持续强调，当美国选择加需求杀通胀开始，就注定需求走弱，通胀回落，进而货币转宽是其必然路径，这支撑了贵金属价格。近期美国经济数据有下行隐忧。

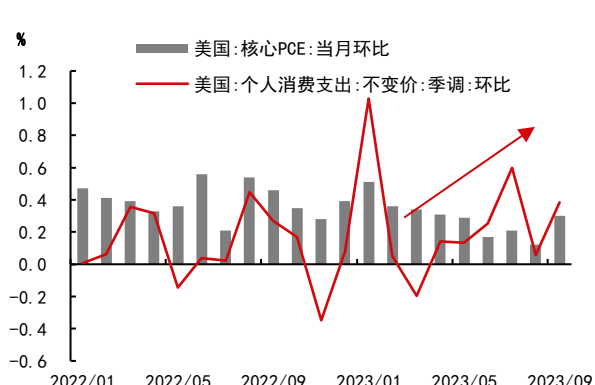
截至 9 月数据显示，美国经济维持韧性。2023Q3 实际 GDP 季调环比折年率录得 4.9%，超出市场预期 4.5%，此前美国季度 GDP 季调环比折年率持稳于 2% 附近。细分项目中，居民消费需求强劲，服务消费韧性强于商品消费。三季度美国耐用品消费正增长，服务消费维持韧性；库存变动带动私人投资需求回暖。但可以发现，美国个人消费支出短期环比走高，仍与核心个人物价指数同步相关，这显示的供给端的约束，和通胀调控目的下需求走弱的必然性，除非供给端情况得到缓解。

图 16: 到三季度，美国 GDP 增长保持韧性



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 17: 但个人消费支出与核心 PCE 环比正相关

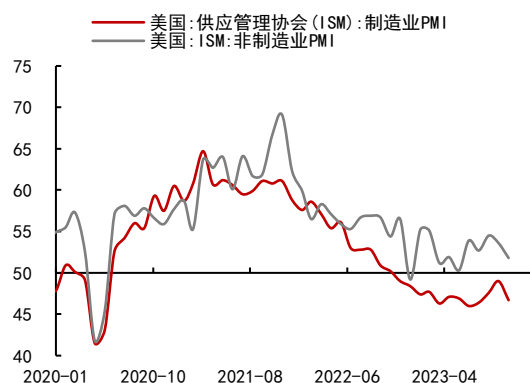


资料来源: Wind 中信期货研究所

美国 10 月经济数据再度回落，显示经济仍受到货币政策及其他风险因素压制：1) 美国 10 月制造业、非制造业 PMI 发生不同程度回落，新订单及同步生产活动加速收缩，制造业诸如电子、化工、机械、食品、非金属矿物等行业受访者

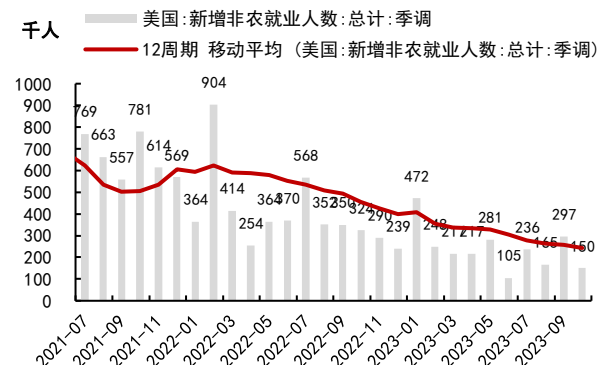
一致表示当前经营活动出现放缓迹象，对未来乐观情绪有限；2) 美国 10 月新增非农人数不及预期，失业率上升，劳动力参与率下降，美国劳动力市场蒙受裁员带来的“恶性”转宽。

图 18: 美国 PMI 回升受阻



资料来源: Wind 中信期货研究所

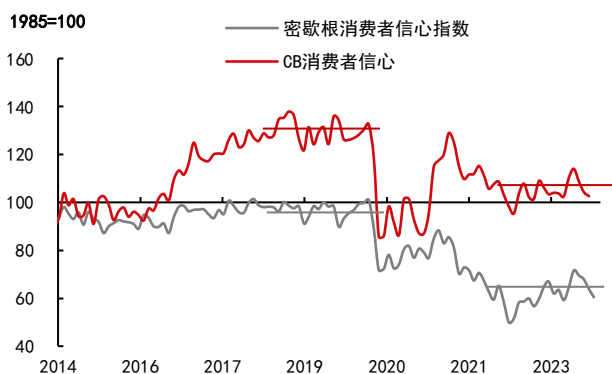
图 19: 10 月美国新增非农人数弱势



资料来源: Wind 中信期货研究所

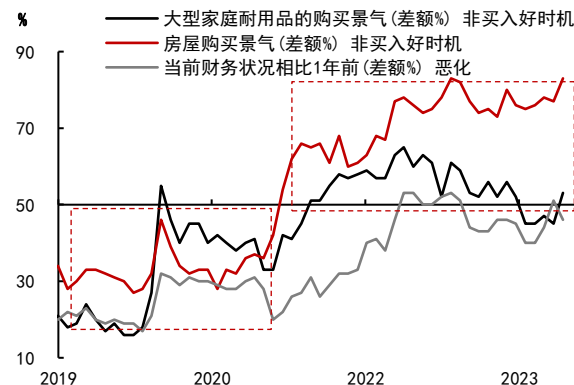
消费端看，美国消费者信心远未恢复至疫情前水平，消费者信心指数细分显示消费景气度仍然低迷。尽管近期零售数据环比强劲，但拉动更多来自于 1) 加油站消费（油价上升影响）；2) 必须消费项目（杂货店、无店铺零售等）。根据美国褐皮书、咨商会消费者调查报告，美国消费者对价格非常敏感，正在回避可选消费，消费者对于自身财务状况感知恶化快速加深。

图 20: 美国消费者信心远未恢复至疫情前水平



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 21: 消费者信心指数细分显示消费景气度仍然低迷

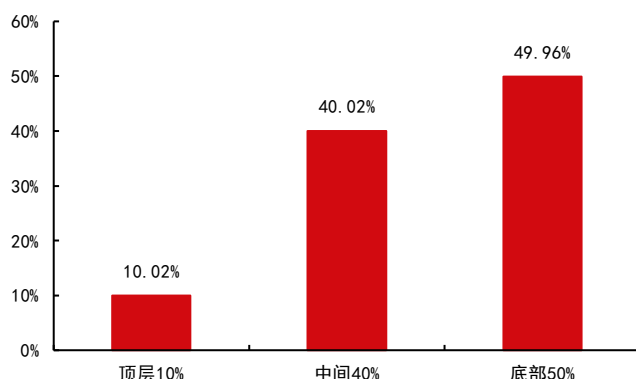


资料来源: Wind 中信期货研究所

从居民资产负债表特征来看，美国中低收入群体财产状况不佳。美国居民资产分布的两个特征是，(1) 中低财富百分位人群占据美国总家庭数量约 90%；(2) 金融资产净值与财富百分位成正比，即富人资产中金融资产占比更高，中低财富百分位人群资产中非金融资产占比更高。富人财富净值与金融资产高相关，相关度随财富等级下降，中低收入人群财富集中于非金融资产，即房地产。截至 2023Q2，金融资产带动富人净值增速回暖，但中低财富百分位人群净值同比增速仍较低迷。美国房地产市场过热又与美联储降通胀使命相悖，地产市场趋于降温的“宿命”料将限制大批中低收入人群净值增长，并拖累明年总需求增速。因此，美国需求

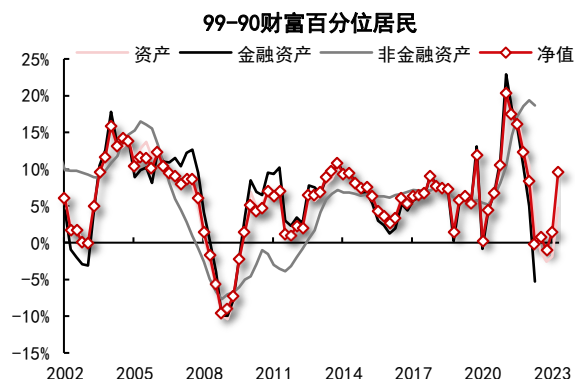
端数据虽然总量呈现一定韧性，但是细分却暗示财富收缩隐忧。

图 22： 美国家庭数量占比：按财富百分位



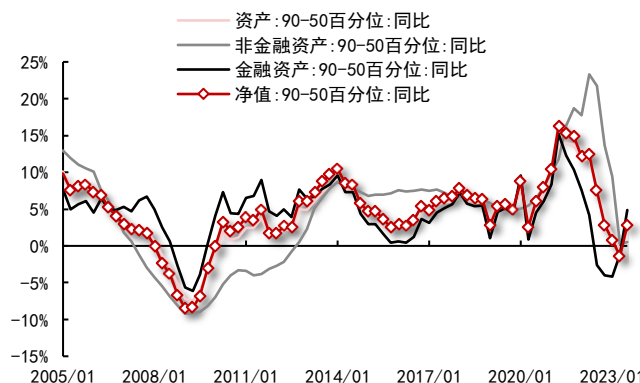
资料来源：St.Louis Fed 中信期货研究所

图 23： 美国高财富百分位居民净值同比



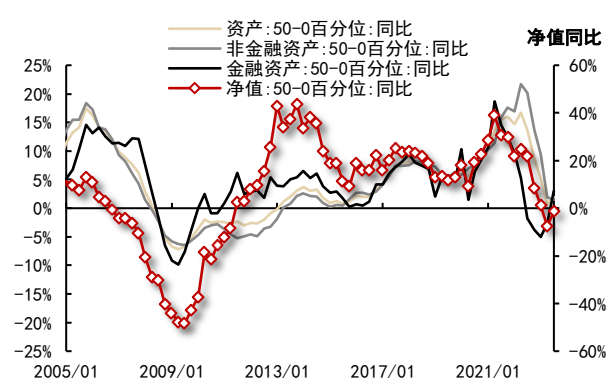
资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图 24： 美国中等财富百分位居民净值同比



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图 25： 美国低财富百分位居民净值同比



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

（四）美国宽财政遭遇掣肘，财政退坡或限制需求

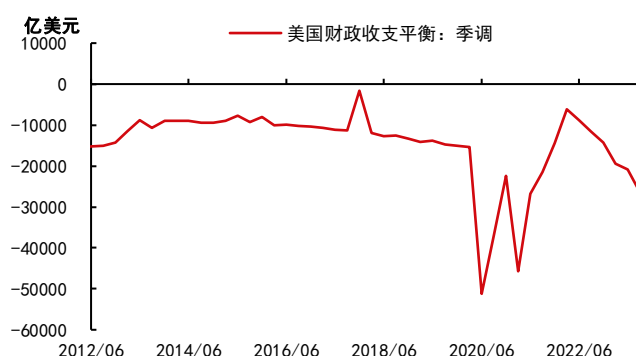
本次美国经济数据韧性的原因之一是在通胀高位下，政府通过扩张财政政策导致，这么做的结果是同样大幅增加美国债务负担。这解释了为何美元指数扩张、美债利率上涨的条件下，但是贵金属价格仍呈现韧性，并在近期出现大幅反弹。

美国 2023 财年继续扩张，但收入下降，利息支出同比大幅上升。美国 2023 财年已经结束，政府预算赤字从 2022 财年的 1.38 万亿美元增至 1.70 万亿美元，进一步扩张。但财年总收入下降了 9.3%，个人所得税收入较 2022 财年下降了 17.3%，公司税收收入下降了 1.2%，社会保险收入增长 8.8%，消费税下降了 13.6%，关税下降了 19.6%，体现政府财政扩张的成本。而继 2022 财年增长 34.9% 之后，2023 财年的利息支付增长了 38.7%。

美国新任众议长上台显示谨慎财政政策，10 月美国财政支出逆差收缩，都显

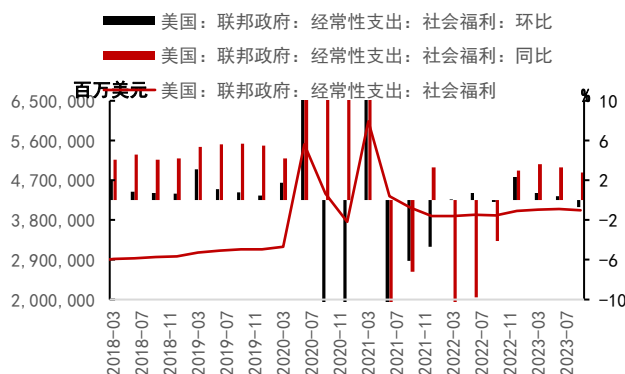
示美国政府慎重态度，24 年财政支出或将收缩。美国新任众议长约翰逊为共和党保守派代表，月初由他主导众议院通过了对以色列的 143 亿美元援助法案，但同时要求等额削减对美国国税局的拨款，显示了财政端慎重。而 10 月财政赤字为 665.6 亿美元，9 月 1707 亿美元，相比上一财年都属于逆差扩张低位，从美国政府财政赤字近两月的数据，也显示美国政府对近期穆迪调降政府债务评级投鼠忌器。

图 26： 23 年美国财政收支逆差扩大支撑经济



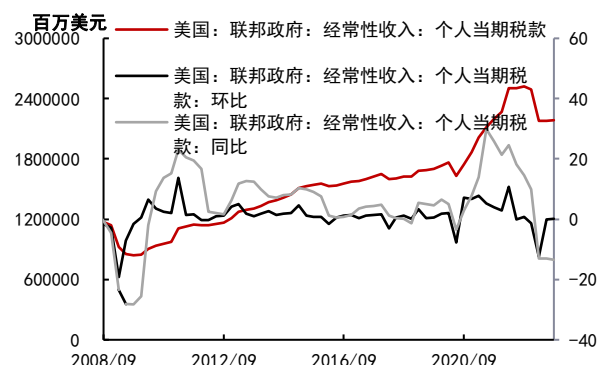
资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图 28： 美国社会福利支出相比疫情前扩张



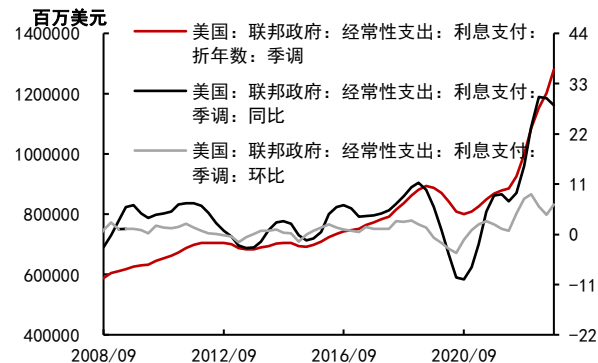
资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图 27： 美国经常性收入个人税收开始下降



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图 29： 高利率环境下，美国政府利息支出明显上升



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

（五）欧日经济状况： 限制美元指数上行，对贵金属价格形成支撑

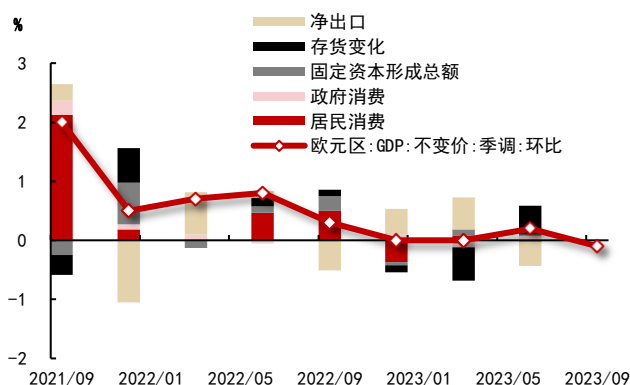
相比美国紧货币、扩财政的模式，欧元区采取的是财政谨慎+紧货币的正常杀需求调通胀模式，这也使得其通胀回落程度近期较快，同时经济压力更大。自 2022Q4 以来，欧元区 GDP 增速徘徊于 0%，2023Q3GDP 环比增速首次收负。GDP 细分当中，环比正向拉动主要来自于净出口与存货变化，而居民消费以及固定资本形成对于 GDP 增长连续两个季度零贡献，显示欧元区经济内生动能较弱。从前瞻指标来看，截至今年 10 月，欧元区 PMI 显示制造业与服务业不同程度加速收缩。

然而，当通胀回落，预期年中降息时，较佳的通胀环境（供给约束回落），我们可以预期美国财政将更有作为，这从近期欧盟提出加强电网改造计划可以验证

证。9 月、10 月欧元区 HICP 年率分别为 4.3%、2.9%；核心 HICP 年率初值 4.5%、4.2%，回落幅度超出市场预期。除能源项目、基数效应影响之外，近期欧元区通胀其余细分项目大面积回落，料显示经济增长乏力正向通胀传导。当前，市场预期欧央行 12 月大概率维持当前利率，与美国近似，市场预期或将在明年二季初降息。

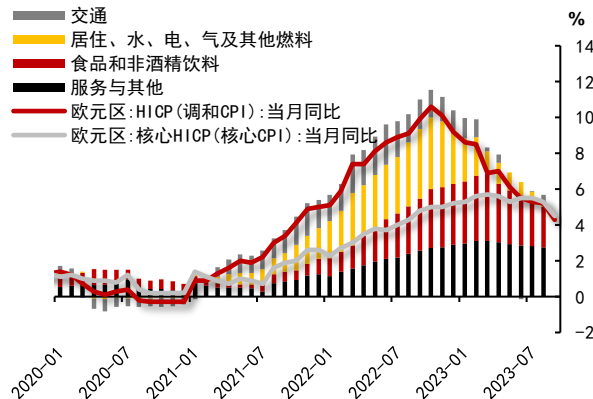
11 月 24 日，彭博社报道欧盟委员会制定 5840 亿欧元的投资计划，投资时间直到 2030 年，对欧洲电网进行维护升级。在欧元区通胀缓解、叠加降息预期的背景下，财政乘数较高，债务压力下降，预计欧元区经济或形成 24 年触底反弹预期，这限制美元指数，对贵金属形成支撑。欧元区 3%赤字限制将于年底到期，欧盟需拟定新的财政协议框架。由于欧元区经济持续承压，欧元区各国料动用财政政策托底经济增长：意大利总理梅尼落此前呼吁欧盟在新的财政协议框架上侧重经济增长而非财政纪律。

图 30： 欧元区 GDP 细分



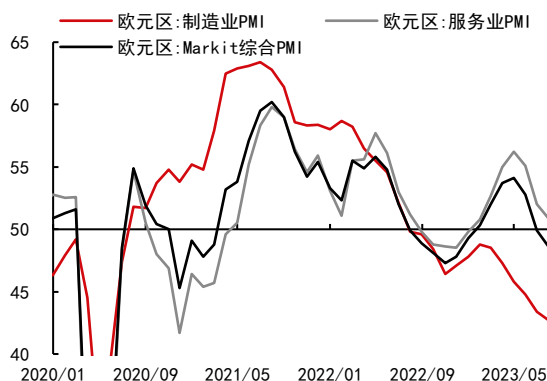
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 31： 欧元区通胀加速回落



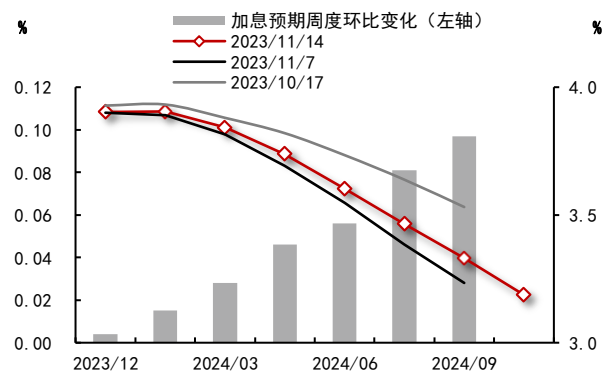
资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图 32： 欧元区 PMI 承压



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 33： 市场预期欧央行结束加息周期

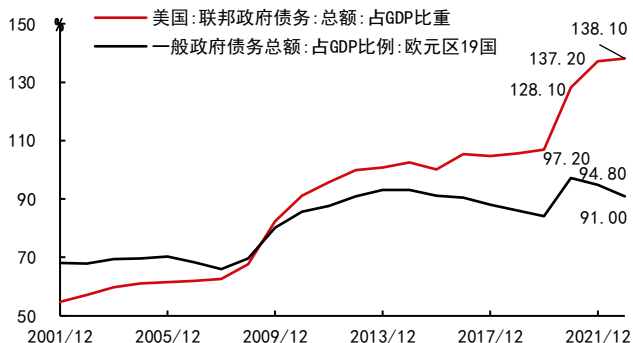


资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

从美国和欧元区债务/GDP 比率关系看，也验证着经济关系差异下，长期债务压力预期对欧元形成支撑，利于贵金属。观察 2020 年之后欧美政府债务与 GDP 之比可以发现，美国维持扩张，而欧元区则出现紧缩，二者三年数字分别为，美国

(128.1%, 1137.2%, 138.1)，欧元区 19 国 (97.2%, 94%, 91%)，这对美元指数上涨形成限制。

图 34： 美欧债务/GDP 变化：美国扩张，欧洲紧缩



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 35： 欧元兑美元汇率

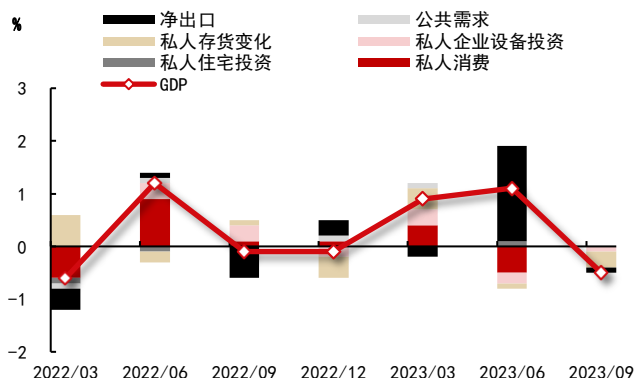


资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

日本方面，目前货币政策正常化虽只萌芽，但仍在进行。日本目前经济仍然承压，2023Q3 GDP 环比下降，私人消费疲软，企业补库动力减弱。2023Q3GDP 年化季率环比-2.1%（预期-0.6%，前值 4.8%），日本三季度经济增长显著弱于市场预期，前期复苏趋势中断。

在经济前瞻不确定性上升背景下，BOJ 谨慎向市场传递政策转向预期。10 月日本央行维持宽松立场，微调 YCC 框架。10 月 30 日，日本央行宣布维持负政策利率、YCC 和资产购买计划。YCC 框架细节中，BOJ 将 7 月的“0.5%的参考上限、1%的刚性上限”改成了当前的“1%的参考上限”，即 BOJ 将在 1%附近灵活进行市场操作，此外 BOJ 还上修对于未来经济、通胀增速预期。但植田和男指出，当前通胀主要是输入性原因导致，强调货币政策前景存在不确定性。日本通胀或在未来一段时间持续高于 2%，但因其缺乏经济内生动能支撑，日本央行仍需为薪资-通胀良性循环的形成提供良好环境，谨慎向市场传达货币政策“正常化”意图。

图 36： 日本 GDP 细分



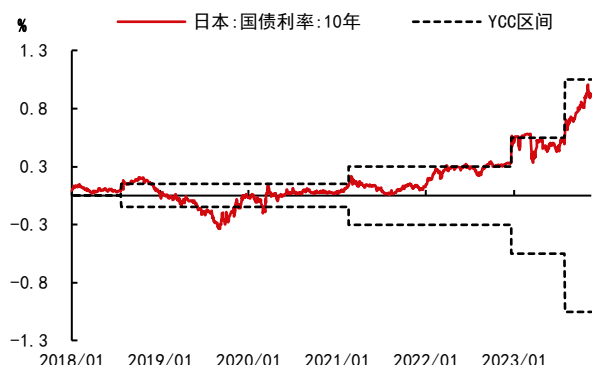
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 37： 日本 CPI 与核心 CPI



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 38: 日本国债收益率与 YCC 区间



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 39: 美日利差与 USDJPY



资料来源: Wind 中信期货研究所

三、白银：绝对价格走势跟随黄金，但低库存+通胀预期回落提供交易机会

根据世界白银协会的供需平衡预测，工业需求缺口扩张，但是从实际价格走势看，白银价格仍然主要跟随黄金，这主要与白银自身特征有关。

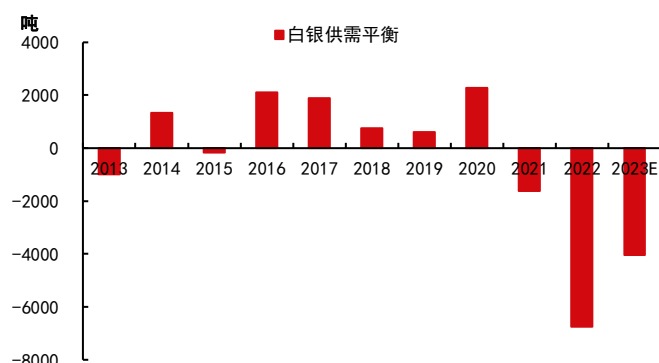
图 40: 白银供需平衡表: 23 年供需平衡趋紧, 近年来实物需求缺口持续扩大

项目 (单位: 吨)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F
供应											
矿山生产	26293	27437	27896	27992	26863	26445	26000	24295	25587	23314	23873
回收	5609	5018	4581	4537	4580	4622	4593	5044	5382	5120	5134
净对冲供应	-	332	67	-	-	-	473	264	-	-	-
官方部门净销售	52	36	33	33	33	37	32	37	48	48	48
总供应量	31954	32822	32577	32562	31475	31104	31097	29640	31017	28482	29055
需求											
工业的	13983	13650	13720	14785	15663	15539	15492	14459	15807	15777	16341
工业中光伏	1571	1507	1684	2915	3166	2877	3069	3142	3536	3977	4567
摄影	1424	1355	1282	1174	1092	1051	1018	865	892	780	748
珠宝	5813	6000	6273	5859	6072	6280	6229	4660	5641	6637	5656
银器	1447	1666	1802	1677	1853	2102	1931	1009	1327	2084	1579
净实物投资	9351	8806	9654	6594	4843	5139	5809	6377	8668	9438	8760
净对冲需求	913	-	-	374	66	239	-	-	292	-	-
总需求量	32930	31478	32731	30463	29590	30348	30480	27370	32627	35221	33084
供需平衡	-977	1344	-155	2099	1885	755	617	2270	-1610	-6739	-4028
ETP持有拉动	148	-9	-532	1676	223	-666	2590	10299	2020	-3566	-850
市场余额减去 ETP	-1124	1353	377	423	1663	1421	-1972	-8029	-3630	-3172	-3178
银价 (美元/盎司)	23.79	19.08	15.68	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	21.3

资料来源: 世界白银协会 中信期货研究所

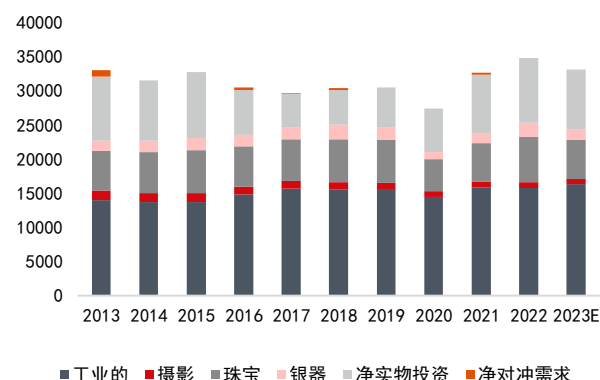
中信期货贵金属 2024 年度策略报告

图 41： 白银供需赤字持续：21-23 年供需缺口持续扩张



资料来源：Wind 世界白银协会 中信期货研究所

图 42： 白银工业领域需求不断上涨



资料来源：Wind 世界白银协会 中信期货研究所

由于白银开采中，2/3 为伴生矿，跟随铜铅锌开采出来，这使得历史上白银工业供需一直过剩，并积累大量库存，而这部分库存价值将由其金融属性（作为黄金的替代品）决定。截止 11 月，伦敦金银协会仍有 26400 吨白银库存，此时每年新增 500-600 吨的工业需求仍不足以改变白银跟随黄金价格的特征。

图 43： 绝对价格走势：白银仍然跟随黄金



资料来源：世界白银协会 中信期货研究所

尽管相比工业需求白银库存仍高，但我们再次强调，与其自身历史数据相比，目前白银库存处于绝对低位，在黄金投资需求的驱动下或将使白银迎来牛市。

可以发现，LBMA 的白银库存目前已经处于 16 年以来最低位，2023 年 11 月为 26400 吨，继续下降，COMEX 白银库存 8333.56 吨，也跌破了疫情以来的新低。在黄金基本面企稳，且投资需求上升中，白银的低库存将使得其弹性相比黄金更高。这是由于，白银 ETF 投资将会挤占白银交易所库存。从 ETF 数据看，从 22 年 8 月开始，即使是在货币收紧最强的时候，白银 ETF 持仓仍比疫情前高 4000 吨左

右。一旦黄金走强，则在金融投资需求拉升的预期下，白银可交割库存将更低，更强的提振白银价格。

图 44： 黄金 ETF 持仓在 22 年 3-8 月持续下行，近期反弹



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 45： 白银 ETF 比黄金提前企稳，且强于疫情前



资料来源：Wind 世界白银协会 中信期货研究所

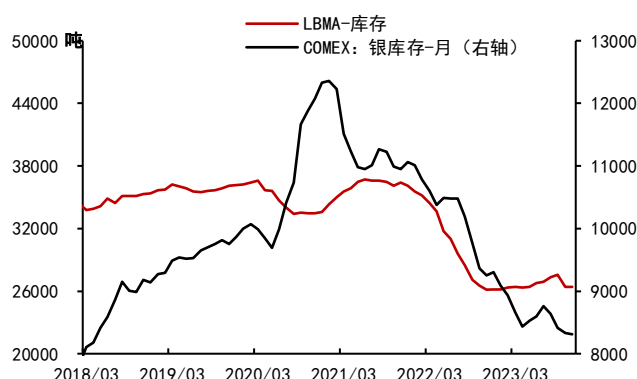
此外，通胀预期与金银比呈较强相关性，也是我们关注交易的重点。在 2022 年 8 月前，由于高库存使得白银与黄金比值更加体现白银的工业属性，在库存足够、供给需求稳定的条件下，白银与黄金比值更体现通胀预期，金银比与通胀预期呈现较强负相关。我们在 22 年二季报曾据此建议做多金银比，因为美联储要收紧货币将通胀预期打压，最终金银比由 77.8 升至 94 附近，获得较佳收益。

而在 22 年 8 月后，随着白银库存跌破疫情前位置，我们所强调的金融投资决定白银价格的特征更加明显，此时金银比与通胀预期关系转正。隐含逻辑是，低库存下，金融投资需求上升将进一步积压库存，使得白银弹性强于黄金。此时，原油价格、以及美联储对通胀的调控政策也将对我们运用金银比套利，以及对白银相对黄金估值产生帮助。

目前看，伴随原油价格回落，美国就业、需求数据开始呈现走弱趋势，财政退坡，可以发现近期通胀预期已经回落到 2.3% 附近。参考美联储在 2.2% 通胀预期以下货币政策收紧预期将逐渐趋缓，金价获得支撑。我们认为金银比将进一步回落，白银价格表现或更强于黄金。

中信期货贵金属 2024 年度策略报告

图 46: 伦敦金银协会和 comex 白银库存持续下降



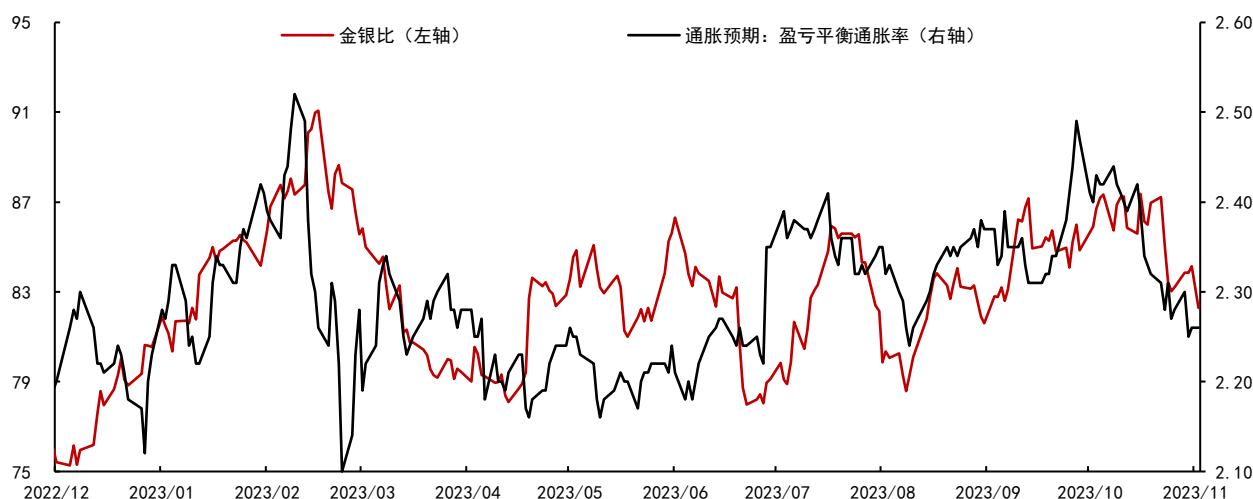
资料来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

图 47: 22 年 8 月后金银比与通胀预期负相关转正



资料来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

图 48: 22 年 8 月后，通胀预期相比金银比具有同步性



资料来源: 世界白银协会 中信期货研究所

四、交易策略总结：上半年或将提前交易加息终止和降息预期，白银强于黄金

综上，我们预测，当前美国需求、通胀数据已经在回落通道，尽管数据出现短期扰动，但需求走弱，杀通胀，进而货币转宽松的路径不变。之前支撑美国经济的财政扩张预计退坡，中美关系缓和有助于供给端改善，降低后续收紧预期。而美国财政端的债务问题使得收紧只会提升贵金属的风险溢价，同时令美元上涨动力受限，不会对贵金属形成利空。

我们认为，Comex 黄金价格 1960 美元/盎司，白银 22-23 美元/盎司为可关注底部，在前期已经建议抄底，预计 24 年上半年就将交易降息和通胀回落预期，价格开始走高，并且海外需求将进一步走弱并触底。下半年，随着市场对利率高

点时间不确定，以及经济供给端的约束，使得价格或维持高位震荡，不排除 23 年年底和 24 年年初价格试探前期高点并突破。

白银方面，低库存和经济触底后的需求预期都使得其价格波动强于黄金，价格或突破 26 美元/盎司，不排除更高可能，国内银价有破前高可能。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826