

美联储保持高位利率更长时间背景下 贵金属价格或先抑后扬

报告摘要:

- **行情回顾:** 2023 年三季度国内外贵金属价呈现先强后弱。美国 6 月消费端通胀下降和新增非农就业人数不及预期引导美联储加息预期降温, 支撑贵金属价格上涨; 原油价格因供给端减产而震荡上涨, 引发美国消费端通胀回升预期, 叠加美国财政部持续大规模发债, 使美联储保留 23 年剩余时间内加息预期并上调 24-25 年利率中位数, 美联储保持高位利率更长时间使贵金属价格震荡下降。
- **2023 年四季度贵金属行情展望:** 2023 年四季度贵金属价格走势呈现先抑后扬, 具体情况如下: 第一, 欧美消费端通胀反复或使美联储和欧洲央行加息终点利率更高并保持高位更久, 叠加原油供给偏紧支撑价格难见下降和美国财政部持续大规模发债, 引导美国中长端国债收益率震荡走高, 或使贵金属价格震荡下降, 伦敦黄金关注 1800/1870-1900 附近支撑位, 伦敦白银关注 20/21-22 附近支撑位。第二, 美联储和欧洲央行保持货币紧缩政策越久, 欧美经济增长越可能放缓甚至出现衰退, 且欧洲经济或率先出现衰退, 美联储和欧洲央行将停止加息甚至开启降息, 或使贵金属价格震荡上涨。
- **风险提示:** 美联储与欧洲央行加息终点利率、美联储与欧洲央行降息时间点、欧美经济衰退时点及程度

分析师: 王文虎 (F03087656, Z0019472)

宏源期货 研究所

金属研究室

Tel: 010-82293558

Email: wangwenhu@swyhsc.com

相关研究

- 《美联储货币政策存变数 贵金属市场等待新驱动》, 期货日报
- 《沪镍 重心将震荡下移》, 期货日报
- 《铜价重心下移但难回 2020 年以前水平》, 期货日报
- 《低库存使铜价下跌具有抵抗性》, 期货日报
- 《冲突螺旋式升级间接支撑有色金属》, 期货日报
- 《青山做空伦镍险遭百亿美元浮亏? 但镍价终将回归产业运行逻辑》, 腾讯财经
- 《全球镍仍在持续去库 短期供需仍然偏紧》, 金融界
- 《央行降准后结构性宽松仍可期》, 金融界
- 《避险需求支撑趋弱, 黄金中期中心将下移》, 期货日报
- 《两大因素主导金价走势》, 期货日报
- 《有色 重心逐步下移》, 期货日报
- 《沪铜: 谨慎追涨》, 期货日报
- 《黄金 中长线配置时点仍需等待》, 期货日报

目录

一、2023 年三季度贵金属行情回顾.....	3
二、美国经济软着陆预期增强但亦存隐忧	4
三、消费端通胀反复促美联储保持高位利率更长时间	8
四、海外金银投资基金持仓量震荡减少	11
五、2023 年四季度贵金属行情展望.....	13

一、2023 年三季度贵金属行情回顾

2023 年三季度国内外贵金属价呈现先强后弱。美国 6 月消费端通胀下降和新增非农就业人数不及预期引导美联储加息预期降温，支撑贵金属价格上涨；原油价格因供给端减产而震荡上涨，引发美国消费端通胀回升预期，叠加美国财政部持续大规模发债，使美联储保留 23 年剩余时间内加息预期并上调 24-25 年利率中位数，美联储保持高位利率更长时间使贵金属价格震荡下降。截止 9 月 26 日，COMEX 黄金收盘价为 1919 美元/盎司，较 6 月 30 日 1927.8 美元/盎司下跌-0.45%；COMEX 白银收盘价为 23.11 美元/盎司，较 6 月 30 日 22.985 美元/盎司上涨 0.54%。此外，2023 年美元兑人民币汇率震荡上涨和中国央行积极购买黄金行为，使国内贵金属价格表现出较强抗跌性，沪金主力合约收盘价为 470.6 元/克，较 6 月 30 日 450.08 元/克上涨 4.56%左右；沪银主力合约收盘价为 5837 元/千克，较 6 月 30 日 5465 元/千克上涨 6.81%左右。2023 年上半年贵金属价格走势总体可以分为四个阶段：

第一阶段为 7 月初到 7 月中旬，美国 6 月新增非农就业人数为 20.9 万低于预期和前值，消费者物价指数 CPI 和核心 CPI 年率分别为 3%和 4.8%均低于预期和前值，美联储暂停加息预期升温推动贵金属价格震荡上涨；

第二阶段为 7 月下旬至 8 月中旬，沙特和俄罗斯联手减产推动原油价格震荡上涨引发美国消费端通胀回升担忧，使美联储 7 月加息 25 个基点且保持高位利率更长时间，叠加美国财政部大规模发债，引导美国 10 年期国债收益率震荡上涨，致贵金属价格震荡下跌；

第三阶段为 8 月下旬至 8 月底，欧洲 8 月 Markit 制造业和服务业 PMI 全部跌破 50 引发经济衰退担忧，美国出行旺季结束促原油价格阶段性下跌引导消费端通胀预期缓解，使美联储和欧洲央行加息渐近尾声预期升温，推动贵金属价格震荡上涨。

第四阶段为 9 月初至今，原油价格因供给偏紧而难见下降引发消费端通胀反复担忧，8 月消费者物价指数 CPI 年率为 3.7%高于预期和前值，使美联储 9 月上调明年利率中位数预期，点阵图显示 23 年剩余时间仍将加息 25 个基点而 24 年仅有两次降息，说明美联储可能保持高位利率更长时间，叠加多位美联储官员释放鹰派加息预期和美国财政部持续大规模发债，引导美国中长期国债收益率屡创新高，使贵金属价格震荡下跌。

展望 2023 年四季度，美联储可能加息终点利率更高或保持高位利率更久，但是美国经济增长由具有较强韧性逐步转向为经济衰退预期增强，或使贵金属价格先抑后扬。

图 1：国内黄金期货与现货价格



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 2：国外黄金期货与现货价格



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 3：国内白银期货与现货价格



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 4：国外白银期货与现货价格

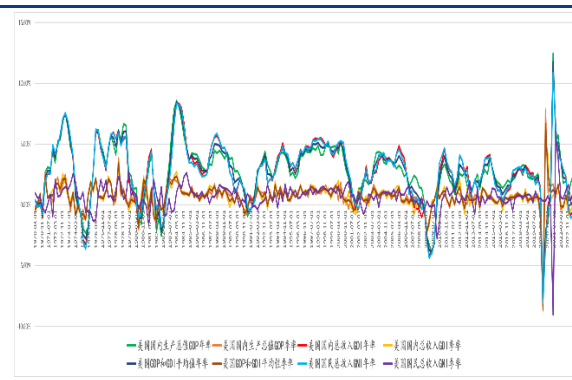


资料来源：WIND，宏源期货研究所

二、美国经济软着陆预期增强但亦存隐忧

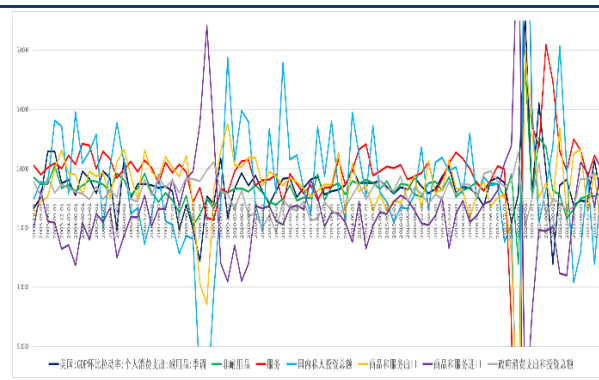
美国二季度国内生产总值 GDP 年率为 2.47%，而且因消费者和政府支出及非住宅固定投资推动，亚特兰大联储的经济增长模型预测三季度国内生产总值季率或高达 5% 以上。但是如果采用与 GDP 等价的 GDI 来衡量美国经济，即从国内总收入角度衡量经济增长强弱，那么美国 2022 年四季度至 2023 年二季度国内总收入 GDI 年率均为负值且分别为 -0.17%、-0.82% 和 -0.50%，国民总收入 GNI 年率亦均为负值且分别为 -0.32%、-1.09% 和 -0.78%。考虑到收入可以更清晰地反映家庭和企业的经济福祉，使当前市场越发接受 GDI 或是衡量美国经济健康状况的更有力的指标。因此，美国费城联储将 GDP 与 GDI 融合后开发出包括经济销售和收入且更能准确反映经济增长的 GDPplus，GDPplus 在美国国家经济研究局 NBER 认定的过往九次经济衰退中五次提供了领先信号、四次提供了一致信号，2022 年四季度和 2023 年一季度及二季度 GDPplus 分别为 -1.2% 和 -0.7% 及 0.6%，说明美国经济或已于去年四季度进入“着陆周期”。

图 5：美国国内生产总值 GDP 及总收入 GDI



资料来源：WIND，宏源期货研究所

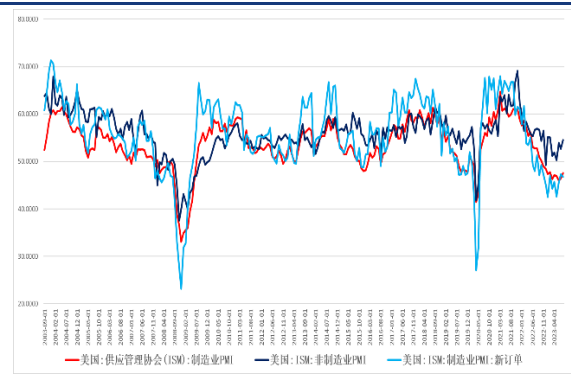
图 6：美国国内生产总值各项贡献率



资料来源：WIND，宏源期货研究所

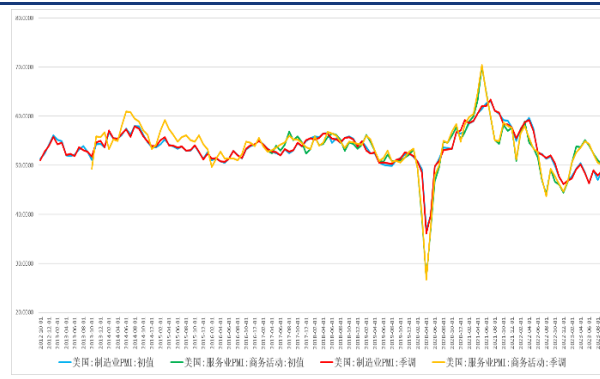
美国 9 月 Markit 制造业 PMI 初值为 48.9，预期 48.2，8 月终值 47.9；服务业 PMI 初值为 50.2，预期 50.7，8 月终值 50.5；综合 PMI 初值 50.1，预期 50.4，8 月终值 50.2。美国 9 月 PMI 数据反映出美国经济已经出现放缓迹象。9 月 Markit 制造业 PMI 虽高于预期和前值，但已连续五个月萎缩；服务业 PMI 则创出今年 1 月以来最低，勉强实现连续八个月扩张；综合 PMI 不及预期和前值，仅略超荣枯分界线，创今年 2 月以来最低。数据反映了美联储持续紧缩的货币政策对总需求的抑制效果正在逐渐显现，除对利率较为敏感的制造业持续萎缩后，服务业的扩张动力也开始下降。在美联储继续维持紧缩货币政策的环境下，美国经济可能会逐渐放缓。

图 7: 美国 ISM 制造业与非制造业 PMI



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

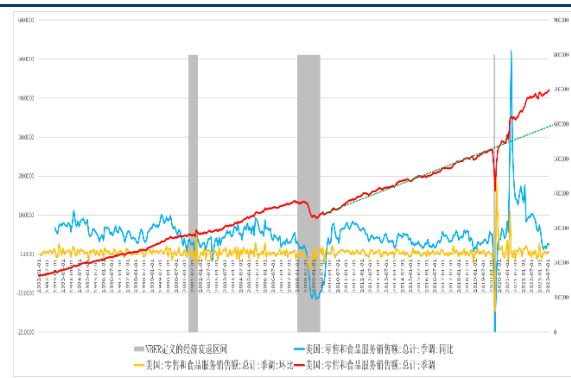
图 8: 美国 Markit 制造与服务 PMI



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

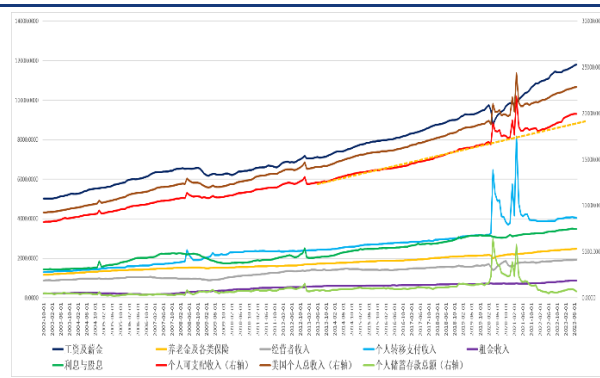
美国经济增长和服务业保持高景气得益于超额储蓄驱动的消费韧性。2020 年拜登政府上台以来美国个人总收入中, 劳动力供给偏紧致工资与薪金同比增速高于 2019 年及之前, 7 月个人转移支付收入较 2021 年 3 月最高值 8.16 万亿美元降至 4.05 万亿美元, 仍远高于 2019 年 12 月及之前个人转移支付收入惯性增长水平, 消费强劲支撑美国经济快速复苏并保持增长韧性。但是考虑到截止 2023 年第二季度, 美国 12 万亿美元的房贷每月还款额约为 2000 美元, 1.57 万亿美元的学生贷款已于 9 月恢复计息并于 10 月重新开始偿还贷款, 且根据学历和收入平均每月还款额为 500 至 800 美元, 高额还款势必阻碍美国民众特别是中等收入群体的财富积累和额外消费能力。

图 9: 美国零售和食品服务销售同环比



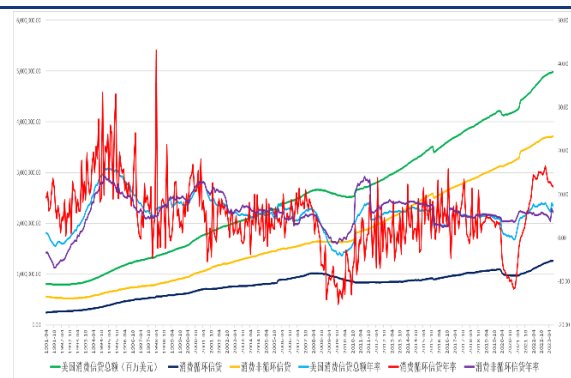
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 10: 美国个人可支配收入与消费支出



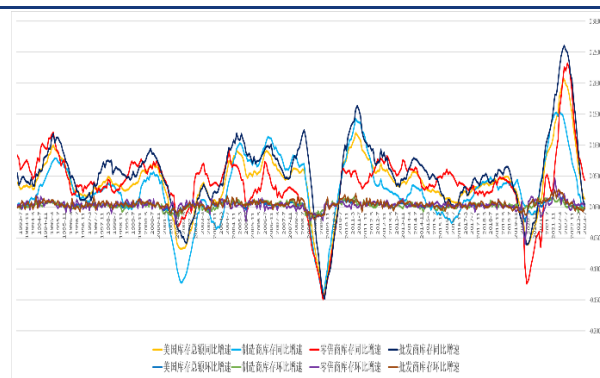
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 11: 美国消费循环与非循环信贷



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 12: 美国批发与零售商库存销售比

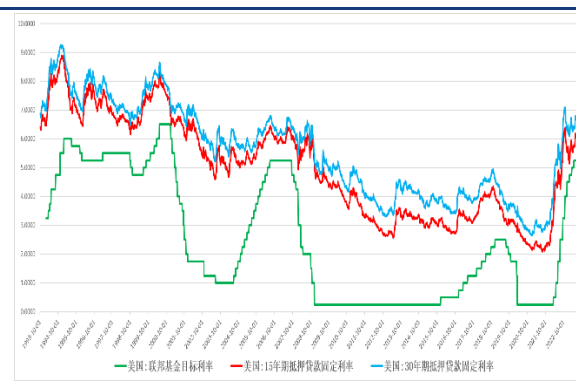


资料来源: WIND, 宏源期货研究所

美国循环信贷 (即信用卡债务) 6 月下降 8.72 亿美元之后 7 月激增了 96 亿美元, 而这源于学生贷款将于 9 月开始计息并于 10 月开启偿还, 且根据摩根大通测算超过 2 万亿美元的超额储蓄已

经耗尽，使已经透支了信用卡的美国家庭不得不在 7 月份额外掏腰包“充值”。7 月个人储蓄率降至 3.5%，为 2022 年 11 月以来最低水平，加剧了储蓄过度枯竭的困境。7 月非循环信贷仅增长了 8 亿美元，这与过去十年平均每个月增长 100 亿美元的水平相比截然不同。以上说明美国消费者正在日益紧缩。

根据美联储研究显示，平均而言学生贷款每增加 1000 美元，住房拥有率将下降约 1.8%，相当于平均延迟约 4 个月获得住房，叠加美国 15 年和 30 年期抵押贷款固定利率已经超过 2008 年最高水平、房地产市场处于低库存和高价格的结构化矛盾，使美国成屋销售数量在 2020 年 10 月达到最大值 673 万套后降至 23 年 7 月的 407 万套且处于历史低位附近。因此，随着美国长期融资成本持续抬升和房价长期处于历史高位，购房能力衰减或将持续更长时间，并最终对房地产价格形成负反馈，房地产市场景气周期萎缩不但将使居民端财富效应缩水，而且将造成投资端下滑，进而成为美国经济的潜在风险点。

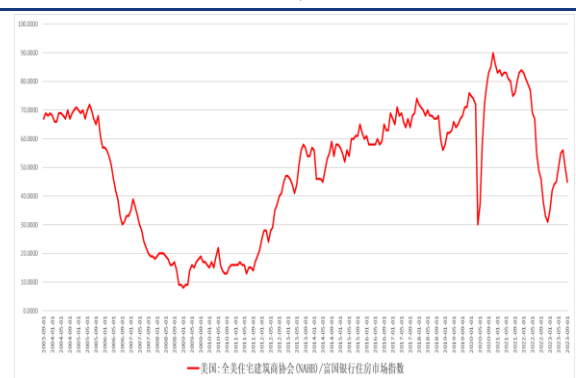
图 13: 美国 15 与 30 年期抵押贷款利率


资料来源: WIND, 宏源期货研究所

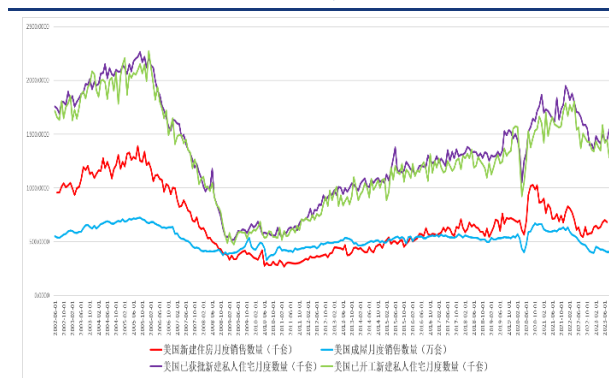
图 14: 美国 MBA 抵押贷款申请活动指数


资料来源: WIND, 宏源期货研究所

据美国全国住宅建筑商协会 (NAHB) 发布数据显示，美国 9 月份房地产市场指数 (HMI) 为 45，低于前值 50。美国 8 月成屋销售总数年化 404 万户，创七个月新低，不及预期的 410 万户，7 月前值为 407 万户；8 月新屋销售总数年化 67.5 万户，预期 70 万户，前值 71.4 万户。截至 8 月底，美国有 110 万户待售房屋，为 1999 年以来 8 月份库存的最低水平，且按照目前的销售速度计算，需要 3.3 个月的时间消耗掉市场上的供应量，低于 5 个月的库销比，供应短缺继续推动买家竞价和房价上涨。8 月份售出房屋的中位价为 40.71 万美元，比去年 8 月份上涨 3.9%，是有记录以来的最高读数之一。以上说明供应紧张、价格上涨和抵押贷款利率处于历史高位的三重威胁继续给美国成屋和新屋销售带来压力。

图 15: 美国 NAHB 住房市场指数


资料来源: WIND, 宏源期货研究所

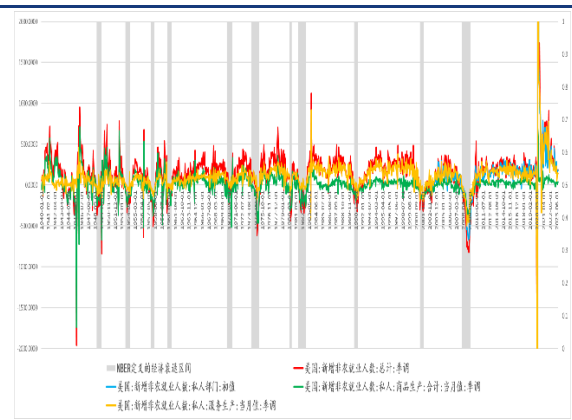
图 16: 美国新屋与成屋销售数量


资料来源: WIND, 宏源期货研究所

美国经济增长保持相对韧性，带动劳动力市场保持充分就业。虽然美国劳工统计局大幅下调

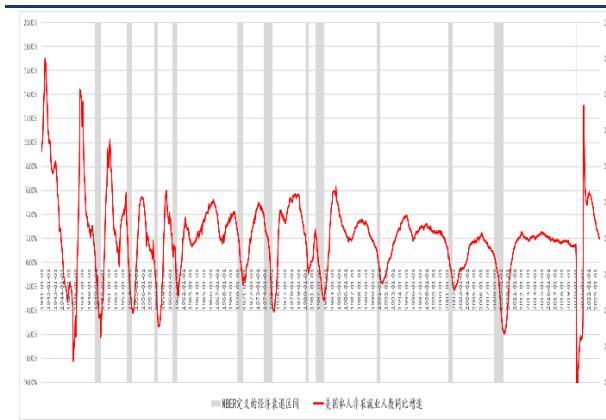
6-7 月新增非农就业人数共计 11 万，但是 8 月新增非农就业人数为 18.7 万，59.7 万人首次进入劳动力市场寻找工作，失业率升至 3.8%但仍处历史低位，劳动参与率达到 62.8%且为 20 年 2 月以来最高水平，说明美国 8 月失业率上升不是来自就业率下降，而是源于劳动参与率升高。美国职位空缺数自 22 年 3 月以来震荡下降至 23 年 7 月 882.7 万，使职位空缺数与登记失业人数比例降至 1.51 且为 21 年 9 月以来最低水平，说明美国就业市场提供的工作岗位正在减少，劳动力供给紧张程度正在缓解。寻找新工作越发不确定使 7 月离职率降至 2.3%且为 20 年 9 月以来最低水平，8 月非农就业员工平均时薪同比增速降至 4.3%，而这意味着美国就业市场正在趋向供需平衡。此外，历史统计每当失业率超过其 18 个月移动平均线时，美国或于一至四个季度内出现国家经济研究局 NBER 定义的经济衰退周期，而 23 年 5 月和 8 月失业率分别为 3.7%和 3.8%均超过当时 18 个月失业率移动平均线，说明美国经济衰退或正在路上。

图 17: 美国新增非农就业人数



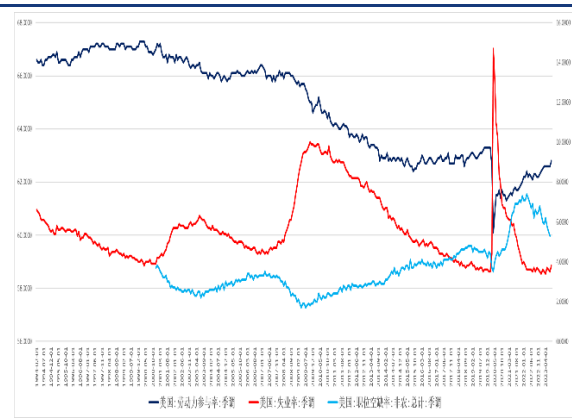
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 18: 美国私人非农就业人数同比增速



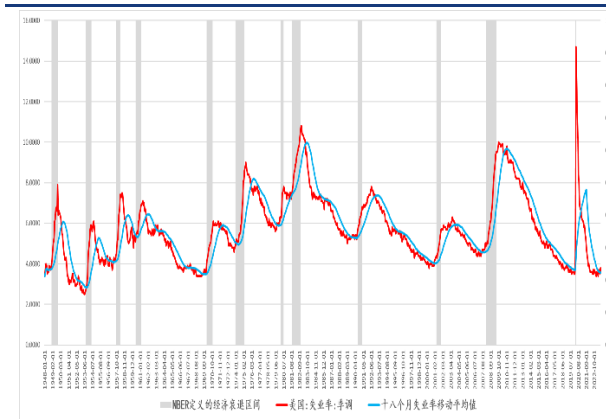
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 19: 美国失业率与劳动参与率



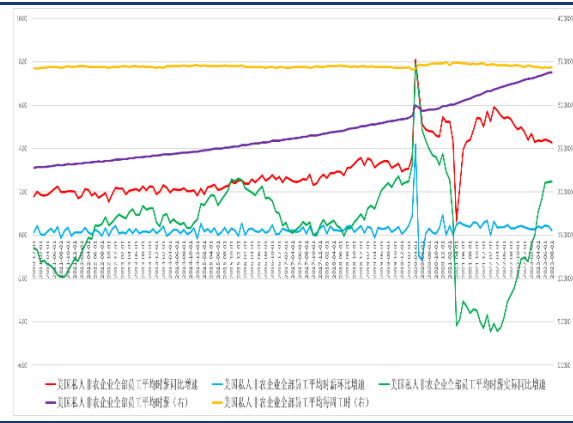
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 20: 美国失业率与 NBER 经济衰退区间



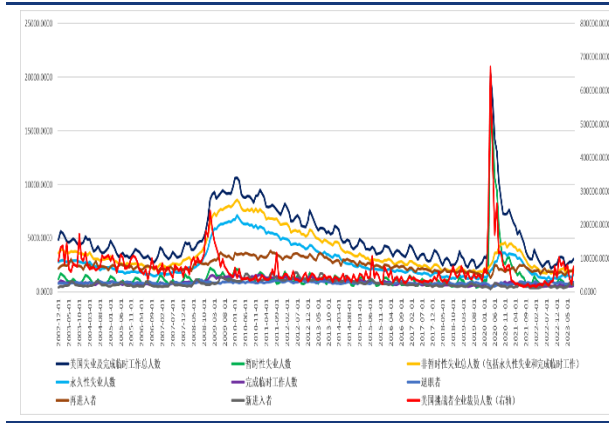
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 21: 美国平均每每周工时与时薪及其同环比



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 22: 美国挑战者企业裁员人数

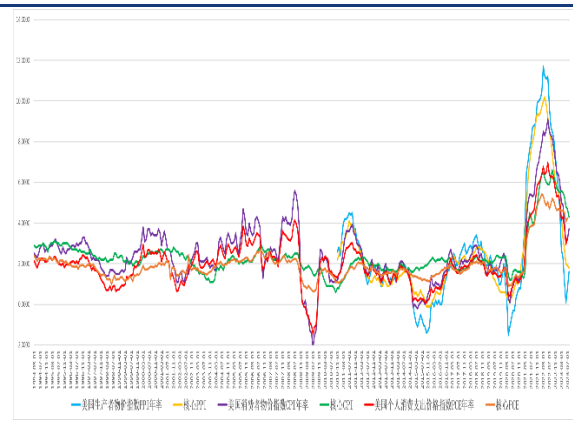


资料来源: WIND, 宏源期货研究所

三、消费端通胀反复促美联储保持高位利率更长时间

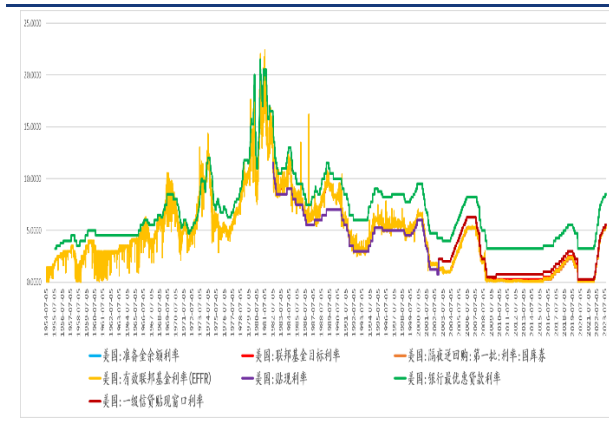
美国 8 月 CPI 同比上涨 3.7%，涨幅较上月扩大 0.5 个百分点。剔除波动较大的食品和能源价格后，核心 CPI 环比上涨 0.3%，同比上涨 4.3%。具体来看，8 月占 CPI 比重约三分之一的居住成本环比上涨 0.3%，是该指标连续 40 个月攀升。食品价格环比增长 0.2%，涨幅与 7 月持平。能源价格环比上涨 5.6%，其中汽油价格环比上涨 10.6%。美国 8 月核心通胀率仍远高于美国联邦储备委员会设定的 2% 长期目标，使美联储 9 月暂停加息但是上调明年利率中位数预期，点阵图显示 23 年剩余时间仍将加息 25 个基点而 24 年仅有两次降息，说明美联储可能保持高位利率更长时间，叠加多位美联储官员释放鹰派加息预期和美国财政部持续大规模发债及原油价格因供给偏紧难见下降，引导美国中长期国债收益率屡创新高。

图 23: 美国生产与消费端通胀水平



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 24: 美国联邦基金目标利率

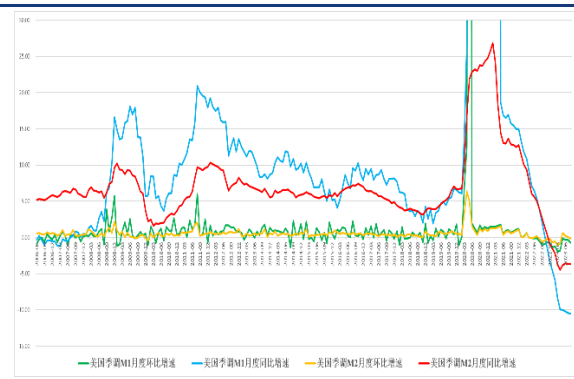


资料来源: WIND, 宏源期货研究所

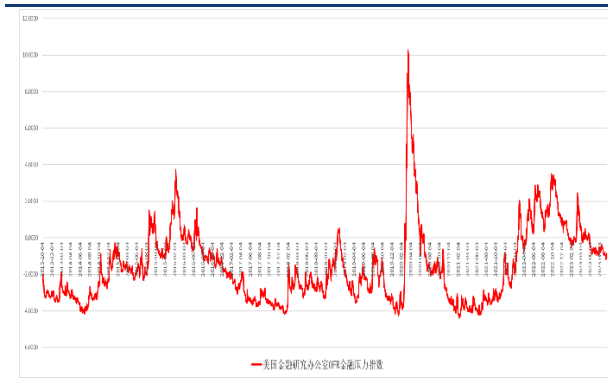
依据美联储圣路易斯分行的数据，从今年 4 月份开始，圣路易斯金融压力指数在波动中下行，截止 8 月 18 日，圣路易斯金融压力指数为 -0.67，较 4 月底的 -0.28 显著下行，比 2022 年 3 月美联储启动加息周期时的金融压力还要明显小。依据芝加哥分行的金融条件指数，截止 8 月 18 日，芝加哥金融条件指数为 -0.40，较 3 月底的 -0.16 显著下行，目前的金融条件指数比 2022 年 3 月中旬美联储启动加息周期时还要宽松。

美国和其他经济体金融条件指数的不对称变化，是当前国际金融市场面临的重大风险。这种风险主要来自两个渠道：一是美国宽松的金融条件迫使美联储限制性利率水平更高、持续的时间

更长，导致资金回流美国；另一方面，其他经济体金融条件收紧，外汇市场承压，就会通过减持部分美债，增加外汇市场美元流动性来维护汇率稳定。如果出现大规模减持美债，会推高美债收益率，进一步导致资金回流美国。总而言之，美国与其他经济体金融条件非对称变化具有潜在的、不可忽视的风险。这会导致一种最坏的循环结果：通胀压力迫使美联储进一步加息，资金持续回流美国，美国市场流动性充裕，金融条件难以因为加息而实质性收紧，美国通胀难控；而其他经济体资金流出，流动性不足，金融条件进一步收紧，带来金融市场的动荡。从这个视角来看，美国和其他经济体金融条件变化的非对称性将导致美国货币政策的负面外溢性可能还未达到顶点。

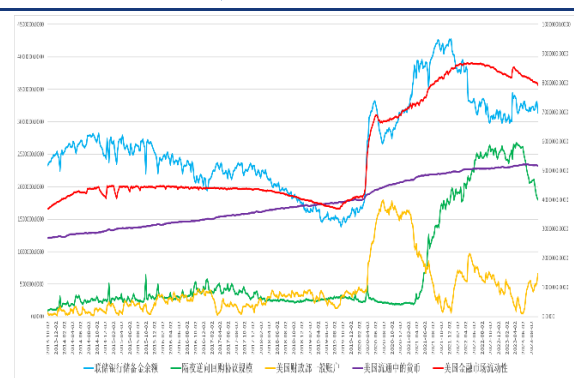
图 25：美国 M1 和 M2 同比增速


资料来源：WIND，宏源期货研究所

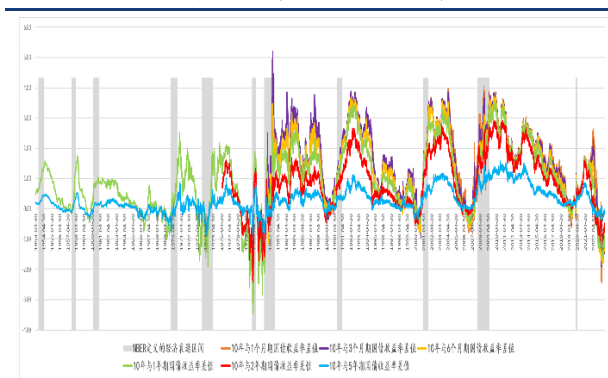
图 26：美国金融状况指数


资料来源：WIND，宏源期货研究所

自美国民主与共和党 6 月达成债务上限协议以来，拜登政府为了重建在美联储的现金账户，美国财政部将三季度净借款预期规模由 7330 亿美元上调至 1 万亿美元，使美国财政部现金账户增加至 4815.52 亿美元，未偿公共债务规模两个多月扩张 1.47 万亿美元，中短期国债或票据发行推动美联储隔夜逆回购协议规模降至 19 万亿美元以下，但是七成左右中长期国债由海外央行或私人等间接投资者购买。已处高位且不断增加的债务势必推高偿付给外国投资者的利息支出，对美国财政持续和经济增长前景产生显著影响，进而可能使美国国会立法者面临更受约束的政策选择。美国民主与共和党尚未对 2023 年 10 月开始的 2024 财年支出法案达成一致，虽然拜登政府和众议院共和党议长麦卡锡及参议院已经同意将 2024 年自由支配支出设置为 1.59 万亿美元，但是倘若部分强硬的众议院保守派人士最终成功迫使削减至 2022 年 1.47 万亿美元，财政收缩或将给美国经济增长前景带来新的潜在风险。

图 27：美国金融市场流动性概况


资料来源：WIND，宏源期货研究所

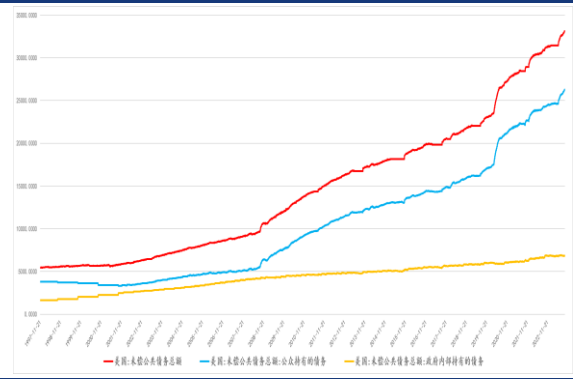
图 28：美国长期与短中期国债收益率差值


资料来源：WIND，宏源期货研究所

沙特经济转型和俄乌战争长期化均需要大量资金支撑，使以沙特和俄罗斯为代表的欧佩克+国家均不希望原油价格大幅下跌而不断采取减产措施，引发美国消费端通胀预期回升而推涨中长期国债收益率，使美国商业银行资产端浮亏问题难以解决。美国 7 月办公楼空置率升至历史高位 17.1% 致价格和收益下降，4.4 万亿美元的美商业地产贷款存量规模中分别有 7280 和 6590 亿美元将于

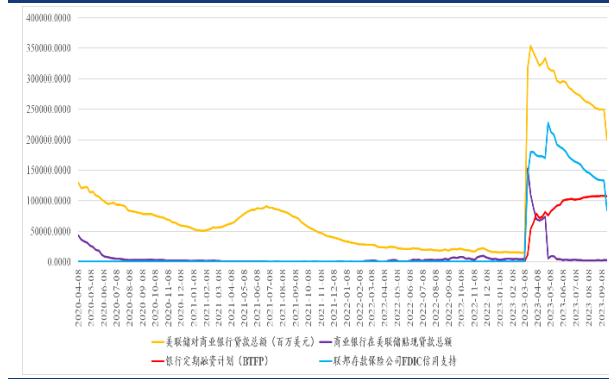
2023 和 2024 年到期后再融资成本过高，使 2.9 万亿美元的美国商业银行商业地产贷款违约率持续攀升至二季度的 0.84%，叠加美国中小银行商业地产贷款占有所有商业银行商业地产贷款比例近七成，而且商业地产贷款占总资产比例亦相对较高达到 29.8%，使美国中小银行风险敞口持续攀升。基于以上两个方面，截止 9 月 6 日，美联储对商业银行定期融资计划 BTFP 规模屡创新高至 1078.55 亿美元，联邦存款保险公司 FDIC 对商业银行信用支持震荡下降至 1337.96 亿美元但仍处相对高位，说明美国中小银行危机仍难言完全解除。

图 29：美国未偿公共债务总额



资料来源：WIND，宏源期货研究所

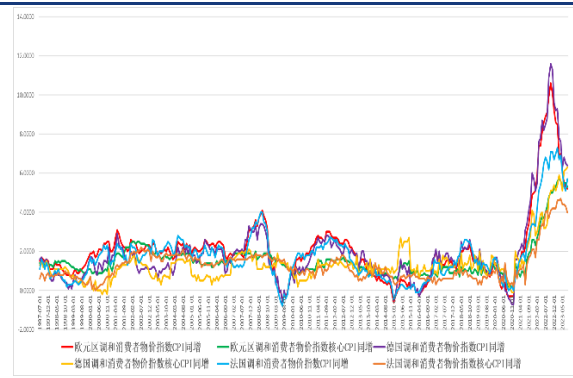
图 30：美联储对商业银行贷款总额



资料来源：WIND，宏源期货研究所

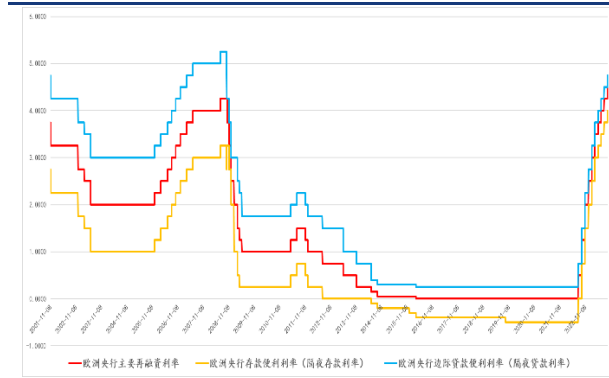
欧洲央行 9 月加息 25 个基点使主要再融资利率升至 4.5%，且将在必要时间内维持足够限制性水平，资产购买计划 APP 以可预测的速度下滑，紧急抗疫购债计划 (PEPP) 的再投资将持续到 2024 年底，且欧洲央行行长拉加德表示利率并非已达峰值。但是欧元区 9 月制造业 PMI 初值为 43.4，预期 44，8 月终值 43.5；服务业 PMI 初值 48.4，预期 47.6，8 月终值 47.9；综合 PMI 初值 47.1，预期 46.5，8 月终值 46.7。其中德国 9 月制造业 PMI 初值 39.8，预期 39.5，8 月终值 39.1；服务业 PMI 初值 49.8，预期 47.1，8 月终值 47.3；法国 9 月制造业 PMI 初值 43.6，预期 46.1，8 月终值 46；服务业 PMI 初值 43.9，预期 46，8 月终值 46。欧元区制造业 PMI 不及预期和前值，服务业和综合 PMI 好于预期和前值，但 PMI 三项数据均处于收缩区间，其中制造业 PMI 已经连续 15 个月低于荣枯线。除疫情封锁的几个月外，欧元区制造业、服务业及综合 PMI 已跌至 2013 年以来的最低水平。两大经济体德国和法国的 PMI 数据同样处于收缩区间。虽然德国的情况有所缓解，但法国的萎缩状况却在加剧，制造业和服务业的恶化程度超出预期。前期数据也显示，欧元区 9 月 ZEW 经济景气指数下降、7 月工业产出超预期下滑，欧元区经济面临较大压力，欧央行面临着经济衰退风险与通胀顽固不下的双重困境。以上因素使市场预期欧洲央行 10 月 26 日或暂停加息且 24 年 7 月开启降息。

图 31：欧元区与德法消费端通胀水平



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 32：欧洲央行主要基准利率水平

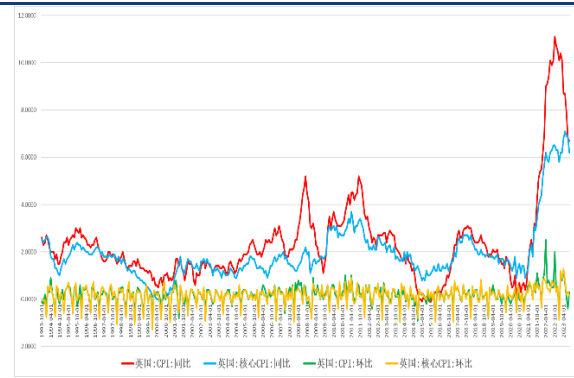


资料来源：WIND，宏源期货研究所

英国央行 9 月暂停加息而维持关键利率为 5.25%，但将保持足够限制利率足够长时间并为未

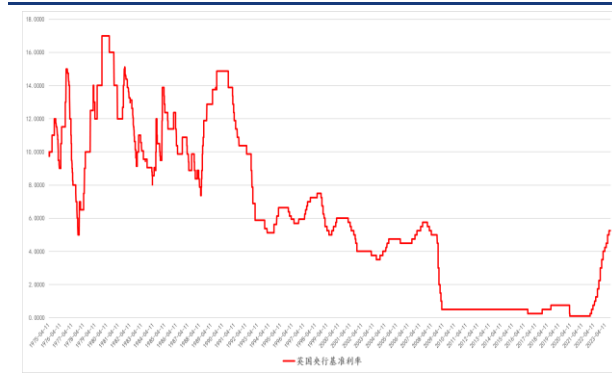
来留下加息空间。英国 7 月国内生产总值 GDP 和工业产出月率分别为-0.5%和-0.7%均低于预期和前值，9 月 Markit 制造业（服务业）PMI 为 44.2（47.2）高于预期和前值（低于预期和前值），8 月消费者物价指数 CPI 和核心 CPI 年率分别为 6.7%和 6.2%均低于预期和前值，使交易员将英国央行利率峰值下调至 5.44%。

图 33：英国消费端通胀水平



资料来源：WIND，宏源期货研究所

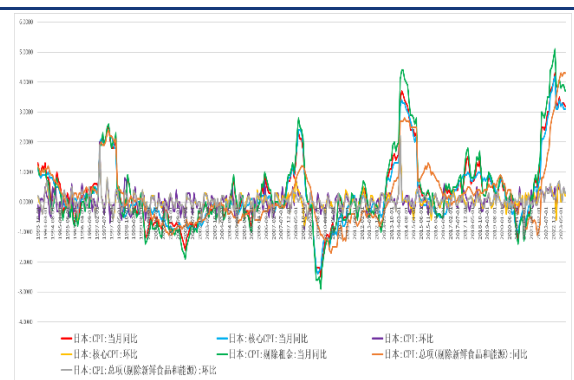
图 34：英国央行基准利率



资料来源：WIND，宏源期货研究所

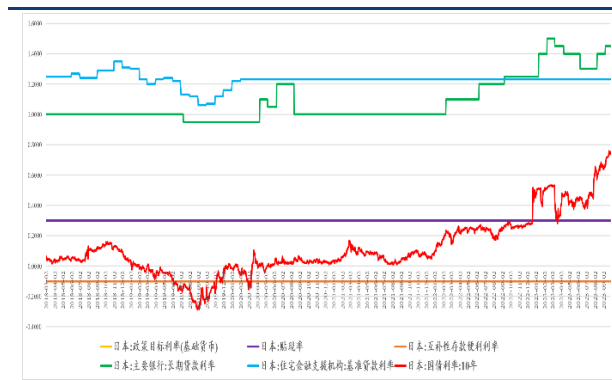
日本央行认为需要确认明年及以后工资能否持续上涨，9 月决定关键短期利率维持-0.1%不变，10 年期国债收益率波动区间维持-0.5%至 0.5%不变但不是硬性限制，并计划未来以高于此前 0.5% 的固定利率 1%购买 10 年期国债，部分成员认为 24 年一季度或可评估通胀目标是否达到，距离结束负利率政策还有很长一段距离。日本 8 月消费者物价指数 CPI（核心 CPI）为 3.2%（3.1%）低于预期和前值（高于预期但持平前值）。

图 35：日本消费端通胀水平



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 36：日本央行货币政策目标利率



资料来源：WIND，宏源期货研究所

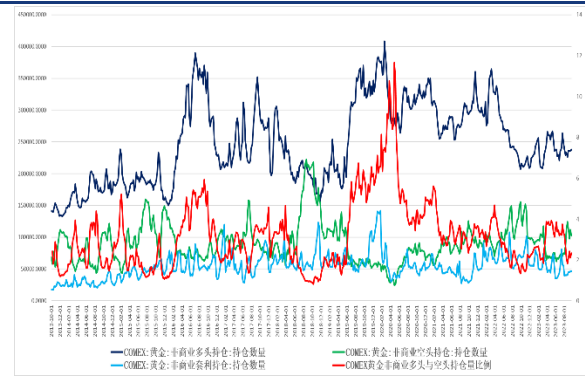
四、海外金银投资基金持仓量震荡减少

美国消费端通胀反复使美联储或保持高位利率更长时间，叠加美国财政部持续大规模发债，引导美国中长端国债收益率震荡走高，使贵金属价格震荡走弱，COMEX 黄金期货的多头与空头持仓量比值、COMEX 白银期货的多头与空头持仓量比值分别处于相对低位。展望 2023 年四季度，倘若美联储和欧洲央行因消费端通胀反复再次加息并保持高位利率更长时间，预计 COMEX 黄金与白银期货的多头与空头持仓量比值仍存下降空间；倘若欧美经济增长渐趋放缓甚至出现衰退，美联储和欧洲央行停止加息甚至开启降息，预计 COMEX 黄金与白银期货的多头与空头持仓量比值下降空间渐趋有限。

全球最大的 SPDR 黄金 ETF 的持仓量升至 941.29 吨后震荡减少至 872.77 吨且已低于近十年平

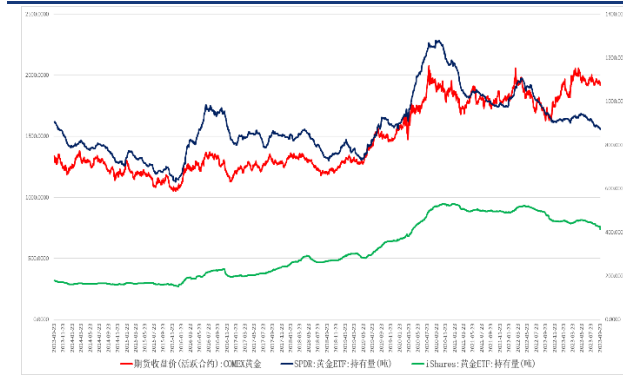
均值 888 吨，全球最大的 iShare 白银 ETF 的持仓量震荡减少至 13966.5 吨但仍高于近十年平均值 12306 吨。展望 2023 年四季度，倘若美联储和欧洲央行因消费端通胀反复再次加息并保持高利率更长时间，预计 SPDR 黄金 ETF 和 iShare 白银 ETF 的持仓量仍存下降空间；倘若欧美经济增长渐趋放缓甚至出现衰退，美联储和欧洲央行停止加息甚至开启降息，预计 SPDR 黄金 ETF 和 iShare 白银 ETF 的持仓量下降空间渐趋有限。

图 37: COMEX 黄金期货多空持仓情况



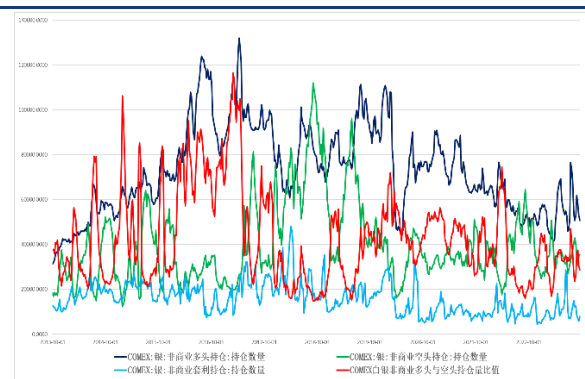
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 38: SPDR 黄金 ETF 持仓量



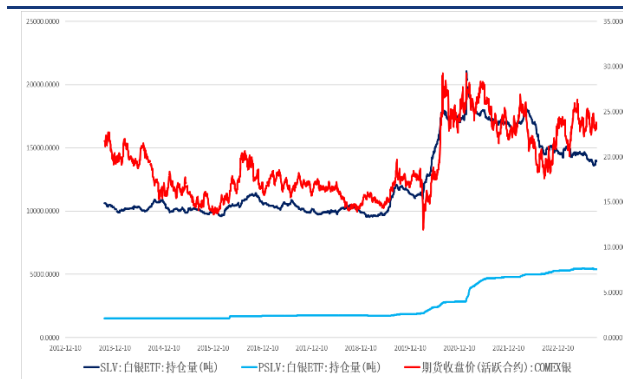
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 39: COMEX 白银期货多空持仓情况



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 40: iShare 白银 ETF 持仓量



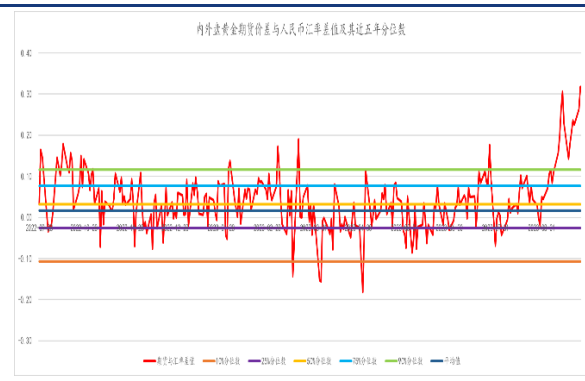
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

世界黄金协会近日公示数据显示，截至 2023 年 7 月底，全球官方黄金储备共计 35664.5 吨，7 月净购金量达 55 吨，央行购金热度较高，2023 年上半年，全球央行购金需求达到创纪录的 387 吨。截至 7 月末，黄金储备较多的美国、德国、意大利、法国、俄罗斯五个国家，其黄金储备占总储备比分别为 68.8%、67.9%、65.1%、66.8%、25%。我国央行黄金储备排在第 7 位，占总储备比却仅有 4%。

截至 2023 年 8 月末，我国外汇储备规模为 31601 亿美元，环比降幅为 1.38%。同时，8 月末黄金储备达 6962 万盎司，环比增加 93 万盎司。继去年 11 月增持以来，央行已连续 10 个月增持黄金，如按区间均价计算，累计增持总额约 976 亿元。

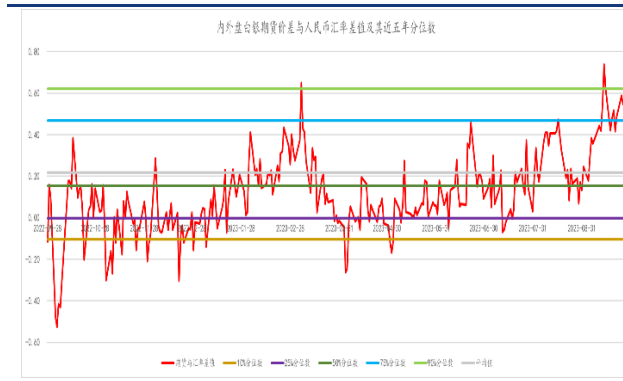
随着消费者对黄金饰品、金条等产品的需求大增，今年以来我国黄金消费量大幅增长。据中国黄金协会统计，2023 年上半年，全国黄金消费量 554.88 吨，同比增长 16.37%。其中，黄金首饰消费量达到 368.26 吨，同比增长 14.82%；金条及金币 146.31 吨，同比增长 30.12%。

图 41: 国内黄金期货溢价情况



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 42: 国内白银期货溢价情况



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

五、2023 年四季度贵金属行情展望

美联储货币紧缩政策何时停止或美国经济何时显现衰退，对贵金属价格具有重要影响，预计 2023 年四季度贵金属价格走势呈现先抑后扬，具体情况如下：

第一，欧美消费端通胀反复或使美联储和欧洲央行加息终点利率更高并保持高位更久，叠加原油供给偏紧支撑价格难见下降和美国财政部持续大规模发债，引导美国中长端国债收益率震荡走高，或使贵金属价格震荡下降，伦敦黄金关注 1800/1870-1900 附近支撑位，伦敦白银关注 20/21-22 附近支撑位。

第二，美联储和欧洲央行保持货币紧缩政策越久，欧美经济增长越可能放缓甚至出现衰退，且欧洲经济或率先出现衰退，美联储和欧洲央行将停止加息甚至开启降息，或使贵金属价格震荡上涨。

免责声明：

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行期货投资所造成的一切后果，本公司概不负责。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

风险提示：期市有风险，投资需谨慎

分析师简介：**王文虎**，西安交通大学管理学博士，现任宏源期货研究所贵金属、铜和铝分析师。

