宝城期货 BAOCHENG FUTURES

专业研究·创造价值

2024 年度策略报告 贵金属



贵金属

降息周期临近，期待贵金属向上突破

宝城期货研究所

姓名：龙奥明

宝城期货投资咨询部

从业资格证号：F3035632

投资咨询证号：Z0014648

电话：0571-87006873

邮箱：longaoming@bcqhgs.com

报告日期：2023 年 12 月 18 日

分析师声明

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，期货投资咨询资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

摘 要：

- **中长线来看，黄金走势演绎依旧围绕三条主线，即美国通胀、欧美经济、地缘政治及其他风险因素。**两条对应了黄金的金融和货币属性，第三条对应了黄金的避险属性。
- **通胀改善叠加经济下行将使美元指数及美债收益率持续下行，利好贵金属。**美国通胀在 2023 年已有明显改善。随着美国通胀持续向下改善，我们认为 2024 年一季度降息预期将会持续发酵，届时美元指数及美债收益率有望大幅下行。美国经济在四季度开始走弱，明年上半年持续下行的风险较大。而欧洲方面经济本身差于美国，整体处于底部震荡，已被市场所计价，后续美国经济或有补跌，利空美元及美债收益率。
- **贵金属避险价值依旧。**地缘政治及金融稳定方面，海外高利率环境下金融机构在下半年并未有大型的风险事件发生，但在美联储大幅降息之前黑天鹅的概率仍较高。此外，俄乌冲突以及巴以冲突等地缘政治不断。
- **我们判断 2024 年金价为前高后低或冲高后高位震荡的走势。**上半年降息预期炒作叠加美国经济下行将使美元及美债收益率承压下行进而推升金价，而下半年美国经济预期或将在降息背景下回暖，届时美元指数及美债收益率下行放缓，不利于金价上行。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

正文目录

1 价格走势 4
1.1 行情回顾 4
1.2 策略回顾 4
1.3 行情预判 5
1.4 重要点位分析 6
2 美国通胀改善，经济下行，降息周期临近 7
2.1 通胀超预期改善 7
2.2 海外经济温和下行 10
2.3 降息预期升温 13
3 同步指标分析 15
4 总结 19

图表目录

图 1 策略回顾 5
图 2 纽约金连续走势 6
图 3 美国 CPI 同比 7
图 4 美国 CPI 环比 7
图 5 CPI 分项 8
图 6 房价与住房 CPI 的关系 9
图 7 美国非农就业新增人数（万人） 10
图 8 美国就业率及失业率 10
图 9 美国非农就业薪资增速 10
图 10 欧美服务业 PMI 走势 11
图 11 内外 GDP 走势 12
图 12 美联储经济中值预测 13
图 13 2023 年 6 月和 9 月点阵图对比 14
图 14 十年美债实际收益率与黄金走势 15
图 15 美元指数与黄金走势 16
图 16 波动率指数 16
图 17 十年期与二年期美债利差 17
图 18 金银比价与白银走势 18
图 19 黄金 ETF 持仓(吨) 18

1 价格走势

1.1 行情回顾

2023 年上半年金价呈现震荡上行趋势。一月美国经济数据下行，衰退预期升温，美元下行，金价上行；二月美国经济数据好转，市场偏向于美国经济将软着陆，且核心通胀居高不下，年内加息预期一度上涨至 6.0%，美元指数持续反弹，金价大幅回调；三月欧美银行业危机开始上演，金价避险属性凸显，此外加息预期大幅下调，美元下行同样推动金价上行。四月，欧美银行业危机持续发酵，金价突破 22 年高点，逼近 20 年高点；五月随着银行业危机消化，加息预期再度升温，美元开始反弹，金价高位回落；六月，美联储将年内利率目标由 5.1%提升至 5.6%，加息预期升温导致金价下挫。

2023 年下半年金价先抑后扬。七月美国通胀超预期回落，加息预期降温，美元指数大幅下挫，一度跌破 100 关口，纽约金持续上行；八月美强欧弱经济格局以及美联储鹰派表现使美元指数触底反弹，金价承压下行；九月美国经济数据强劲，美元指数突破年内高位，纽约金逼近年内低位；十月巴以冲突爆发，金价触底反弹；十一月美国通胀超预期改善，降息预期升温，美元指数高位大幅下挫，金价持续上行，逼近 3 年高点。十二月，纽约金突破 3 年高点后呈现宽幅震荡。

1.2 策略回顾

2023 年全年贯彻 2022 年年报的观点，逢低做多长线持有贵金属。下图红色箭头标注即过去一年中推荐做多的时间节点（详见公司官微的“聚宝盆”链接）。

2 月 12 日至 2 月 22 日，卖出 AG2303P4900，盈利 900 元/手；

3 月 5 日至 3 月 27 日，卖出 AG2304P4850，盈利 900 元/手；

3 月 19 日至 4 月 20 日，做多白银，盈利 3600 元/手；

4 月 9 日至 4 月 28 日，做多黄金，盈利 2000 元/手；

5 月 7 日至 6 月 30 日，做多黄金，亏损 500 元/手；

7 月 2 日至 7 月 16 日，做多白银，盈利 4500 元/手；

7 月 30 日至 8 月 13 日，做多白银，亏损 1875 元/手；

10 月 8 日至 10 月 22 日，做多白银，盈利 4500 元/手；

11 月 19 日至 12 月 10 日，做多黄金，盈利 2280 元/手；

11 月 26 日至 12 月 10 日，做多白银，亏损 2160 元/手。

图 1 策略回顾



数据来源： 博易大师、宝城期货金融研究所

1.3 行情预判

中长线来看，黄金走势演绎依旧围绕三条主线，即美国通胀、欧美经济、地缘政治及其他风险因素。两条对应了黄金的金融和货币属性，第三条对应了黄金的避险属性。

美国通胀在 2023 年已有明显改善。CPI 已由 1 月同比上升 6.4%下降至 10 月同比上升 3.2%；核心 CPI 已由 1 月同比上升 5.6%下降至 10 月同比上升 4.0%。美国房价指数也已从高位回落近两年，住房分项开始逐渐向下改善，后期有望带动核心 CPI 持续向下改善。随着美国通胀持续向下改善，我们认为 2024 年一季度降息预期将会持续发酵，届时美元指数很可能跌破 100 关口，进而推升贵金属。

欧美经济方面，在高利率的打压下，美国经济在四季度开始走弱，明年上半年持续下行的风险较大。而欧洲方面经济本身差于美国，整体处于底部震荡，已被市场所计价，后续美国经济或有补跌。

地缘政治及金融稳定方面，海外高利率环境下金融机构在下半年并未有大型的风险事件发生，但在美联储大幅降息之前黑天鹅的概率仍较高。此外，俄乌冲突以及巴以冲突等地缘政治不断，市场风险偏好明显下降，避险需求增加。从大类资产配置的角度来看，黄金避险属性凸显。

我们认为上半年降息预期炒作叠加美国经济下行将推升金价，而下半年美国经济预期或将在降息背景下回暖，不利于金价上行。整体判断为前高后低走势。

1.4 重要点位分析

在基本面未有明显变化的情况下，可参考重要的支撑压力位进行进出场操作。

从长期的角度来看，纽约金仍处在近 3 年以来的震荡区间——1680-2080 美元/盎司。顶部为 2020 年和 2022 年的高点，2020 年是疫情初期的避险和货币宽松推动，2022 年是俄乌冲突推动；底部为 2021 年和 2022 年的低点，2021 年是疫情避险被消化，经济开始复苏，打压金价，2022 年是美国通胀高企，美联储持续强硬加息，打压金价。

从中期的角度来看，纽约金处于上升趋势，该趋势由 2022 年底美联储加息预期放缓，欧洲经济摆脱能源危机后开始形成。这主要体现为美元指数高位持续回落，金价低位持续反弹。需要关注纽约金是否能够突破 3 年平台高点。

图 2 纽约金连续走势



数据来源： iFinD、宝城期货金融研究所

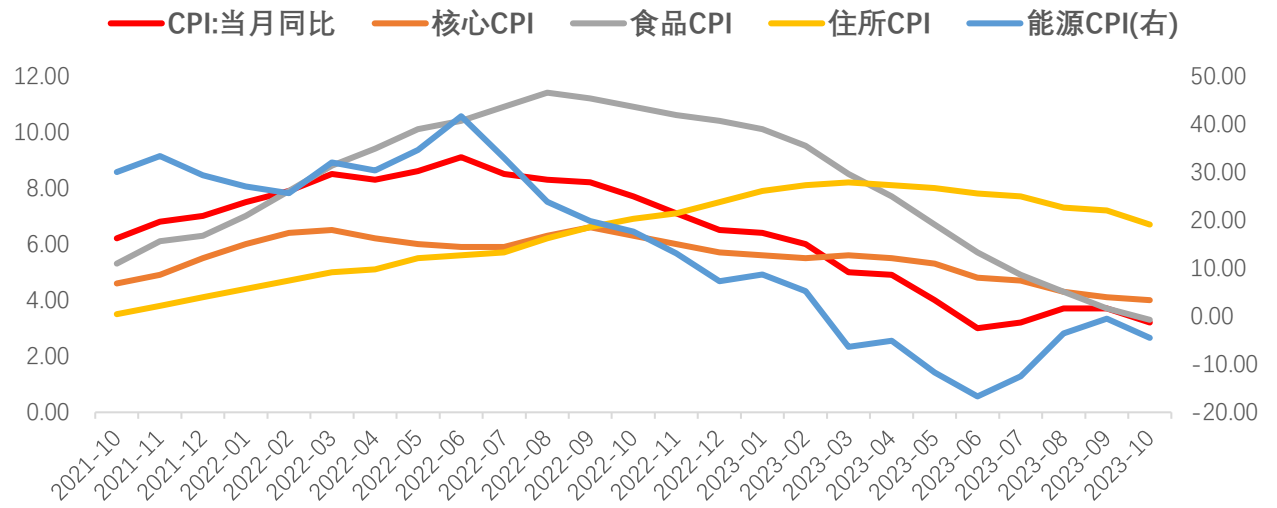
2 美国通胀改善，经济下行，降息周期临近

2.1 通胀超预期改善

11 月 14 日美国劳工部公布 10 月通胀数据。通胀超预期改善，CPI 环比录得 0.0%，预期 0.1%，前值 0.4%；同比录得 3.2%，预期 3.3%，前值 3.4%；核心 CPI 环比录得 0.2%，预期 0.3%，前值 0.3%；同比录得 4.0%，预期 4.1%，前值 4.1%。

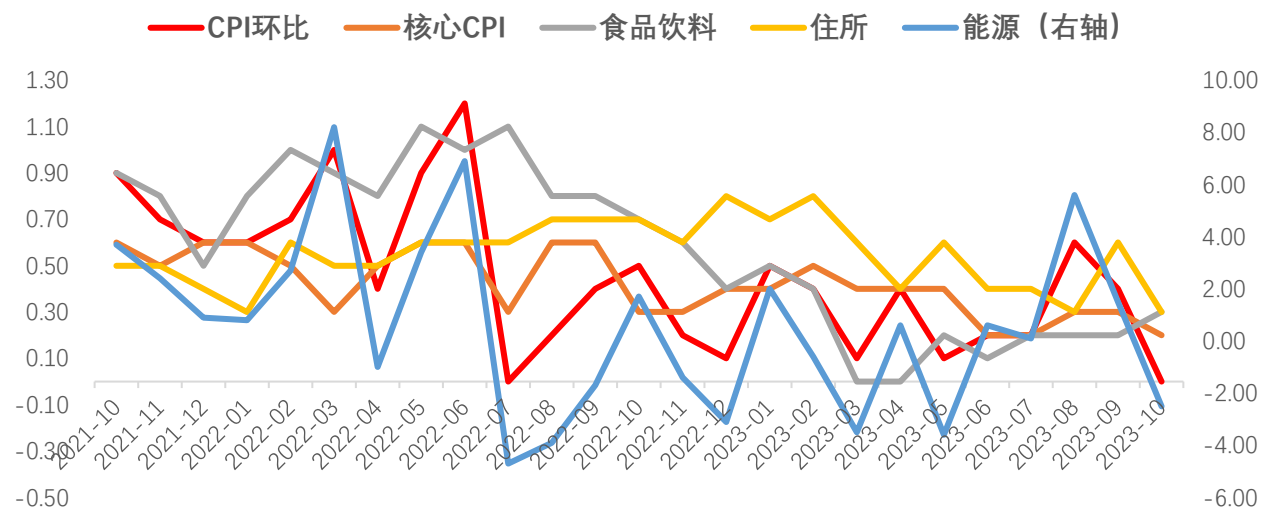
2023 年美国 CPI 同比由 1 月的 6.4%回落至 11 月的 3.1%；核心 CPI 由 1 月的 5.6%回落至 11 月的 4.0%。通胀大幅回落主要是由于能源和食品价格大幅下降，核心通胀的回落相对较慢。

图 3 美国 CPI 同比



数据来源： iFinD、宝城期货金融研究所

图 4 美国 CPI 环比



数据来源： iFinD、宝城期货金融研究所

图 5 CPI 分项

	Seasonally adjusted changes from preceding month							Un-adjusted 12-mos. ended Oct. 2023
	Apr. 2023	May 2023	Jun. 2023	Jul. 2023	Aug. 2023	Sep. 2023	Oct. 2023	
All items	0.4	0.1	0.2	0.2	0.6	0.4	0.0	3.2
Food	0.0	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	3.3
Food at home	-0.2	0.1	0.0	0.3	0.2	0.1	0.3	2.1
Food away from home[1]	0.4	0.5	0.4	0.2	0.3	0.4	0.4	5.4
Energy	0.6	-3.6	0.6	0.1	5.6	1.5	-2.5	-4.5
Energy commodities	2.7	-5.6	0.8	0.3	10.5	2.3	-4.9	-6.2
Gasoline (all types)	3.0	-5.6	1.0	0.2	10.6	2.1	-5.0	-5.3
Fuel oil[1]	-4.5	-7.7	-0.4	3.0	9.1	8.5	-0.8	-21.4
Energy services	-1.7	-1.4	0.4	-0.1	0.2	0.6	0.5	-2.3
Electricity	-0.7	-1.0	0.9	-0.7	0.2	1.3	0.3	2.4
Utility (piped) gas service	-4.9	-2.6	-1.7	2.0	0.1	-1.9	1.2	-15.8
All items less food and energy	0.4	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	4.0
Commodities less food and energy commodities	0.6	0.6	-0.1	-0.3	-0.1	-0.4	-0.1	0.1
New vehicles	-0.2	-0.1	0.0	-0.1	0.3	0.3	-0.1	1.9
Used cars and trucks	4.4	4.4	-0.5	-1.3	-1.2	-2.5	-0.8	-7.1
Apparel	0.3	0.3	0.3	0.0	0.2	-0.8	0.1	2.6
Medical care commodities[1]	0.5	0.6	0.2	0.5	0.6	-0.3	0.4	4.7
Services less energy services	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.6	0.3	5.5
Shelter	0.4	0.6	0.4	0.4	0.3	0.6	0.3	6.7
Transportation services	-0.2	0.8	0.1	0.3	2.0	0.7	0.8	9.2
Medical care services	-0.1	-0.1	0.0	-0.4	0.1	0.3	0.3	-2.0

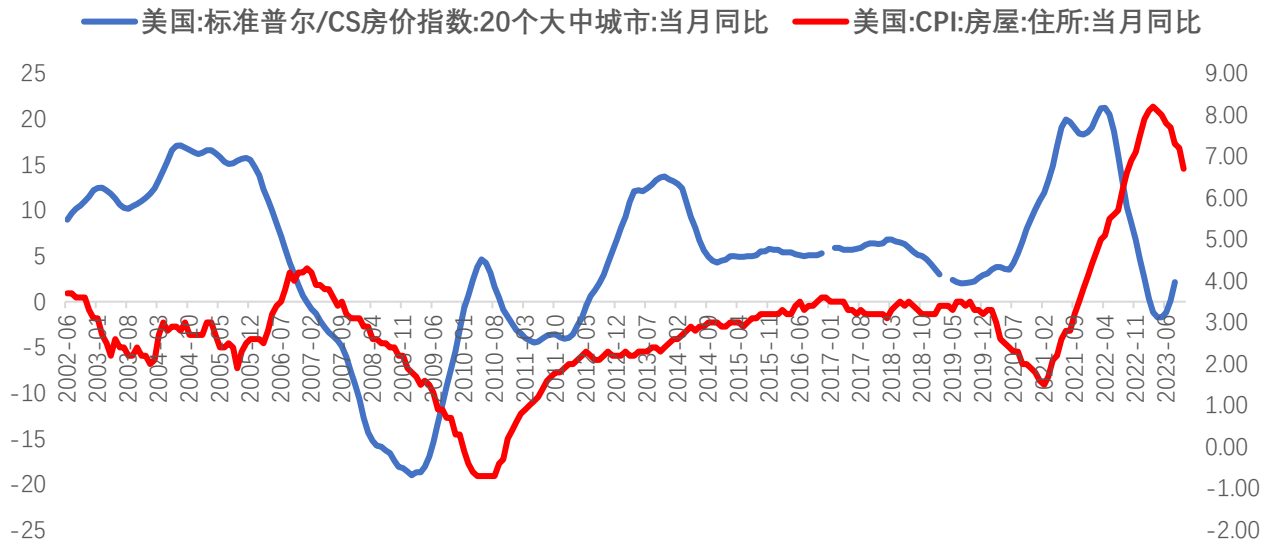
数据来源： 美国劳工部、宝城期货金融研究所

10 月核心 CPI 环比增长 0.2%，同比增长 4.0%。预期环比增长 0.3%，同比增长 4.1%，改善幅度超市场预期。住房分项主导着核心 CPI 环比走势，住房分项环比上涨 0.3%，前值 0.6%，其中长租环比上涨 0.5%，短租环比下跌 2.5%。整体住房分项环比在今年明显改善，中枢由 0.8%下降至 0.3%，同比也由顶点 8.2%下降至 6.7%。住房分项是核心 CPI 上涨的主要因素，除此之外，医疗保健商品环比上涨 0.4%，交通运输服务环比上涨 0.8%，医疗服务环比上涨 0.3%。

我们在 2022 年 3 月份的 CPI 报告中开始强调，住房分项将拖累核心 CPI 以及综合 CPI 有效回落。上半年住房分项环比中枢下行，同比见顶回落，这意味着核心 CPI 预期向好，向下改善空间将被打开，但回落速度取决于住房分项回落的速度。

从历史角度，住房 CPI 涉及的房租价格往往粘性较强，滞后于房价 1 至 2 年。据目前的数据来看，自 2022 年 4 月的顶点回落已有 18 个月。随着美国加息缩表，去年 10 月底美国 30 年抵押贷款利率一度飙升至 7%以上，今年 8 月再度回升至 7.0%以上。我们认为在高利率的打压下四季度住房分项将持续改善，进而带动通胀改善。

图 6 房价与住房 CPI 的关系



数据来源： iFinD、宝城期货金融研究所

2023 年，美国通胀改善的主要原因是能源及食品价格的大幅回落，但核心 CPI 仍处于高位且下行速度比较缓慢。这意味着在没有风险事件发生的情况下，即使美联储在 2024 年开启降息，也将是小幅缓降，并不会大幅降息。

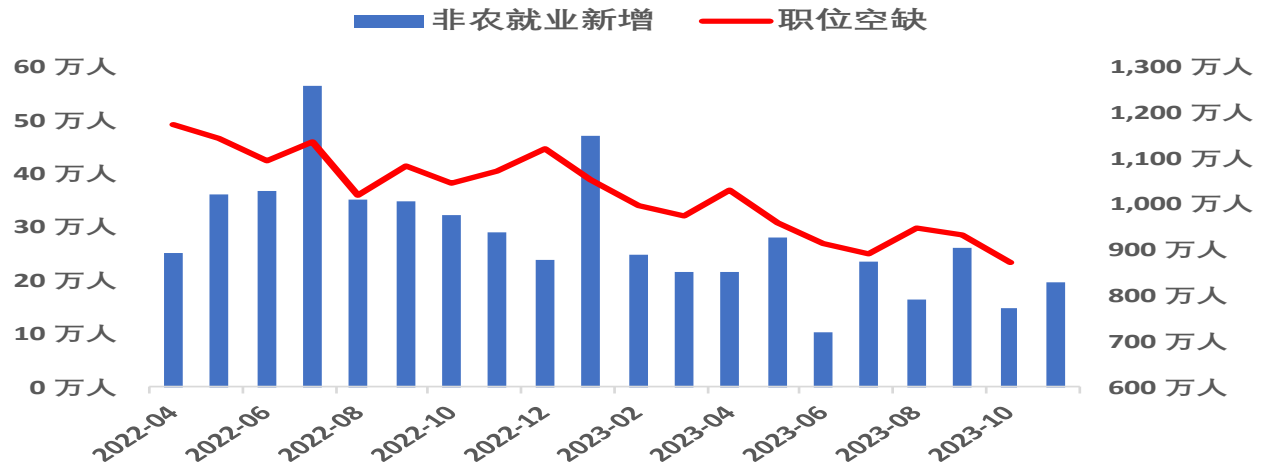
核心通胀的改善主要取决于住房分项及其他服务分项。住房分项向下改善的确定性较高，但其他服务分项的不确定性较大。

2.2 海外经济温和下行

美国 2023 年 1-11 月非农就业人数月均为 23.2 万人，2022 年 1-11 月为 41.4 万人，今年劳动力市场明显降温。JOLTs 职位空缺数呈现明显的下行趋势，2 月和 3 月跌破 1000 万人，为近 20 个月来首次跌破 1000 万人。截至 10 月，职位空缺已缩减至 873.3 万人。

在非农就业新增人数明显下降的情况下，职位空缺数持续缩减，这说明了在高利率的打压下劳动力市场的需求端正在缩减人力规模。

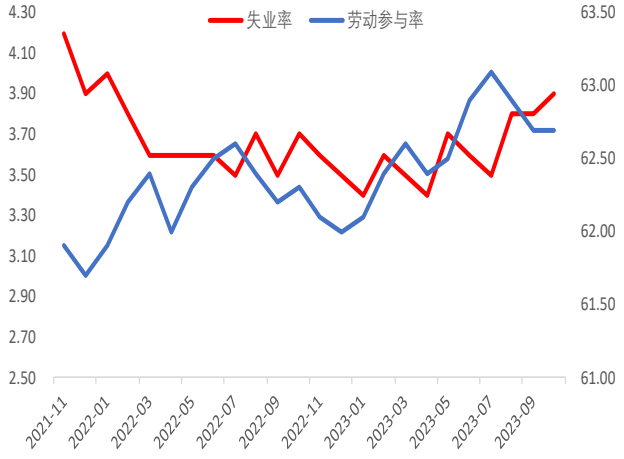
图 7 美国非农就业新增人数（万人）



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

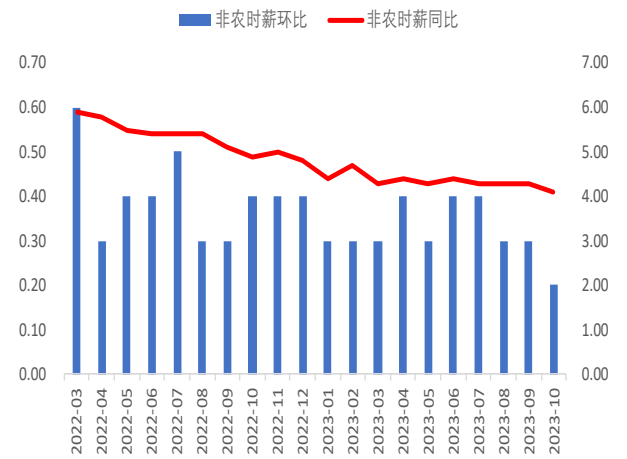
1-11 月，美国失业率由 3.4%上升至 3.7%；劳动参与率由 62.1%上升至 62.7%；非农时薪同比由 4.4%下降至 4.0%。

图 8 美国就业率及失业率



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 9 美国非农就业薪资增速



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/026154220233010043