



瑞达期货研究院  
投资咨询业务资格  
许可证号：30170000

分析师：陈一兰

投资咨询证号：  
Z0012689

咨询电话：059586778969  
咨询微信号：Rdqhyjy  
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号  
了解更多资讯



## 紧缩不改加息放缓 贵金属下行或有限

### 摘要

2022 年贵金属整体呈现宽幅震荡。今年上半年，地缘政治局势紧张、美联储通胀形势及货币政策调整主导贵金属走势，一季度通胀上行加上俄乌地缘政治冲突不断升级，贵金属期价上行，随后下跌源于通胀问题凸显超出市场预期，美联储加速收紧货币政策，进入快速加息阶段，美元及实际利率走强，各国央行也纷纷加息，贵金属走弱。进入 9 月及四季度美联储货币政策不断被市场所计价、通胀有见顶回落的迹象、地缘冲突持续升级市场避险情绪高涨，支撑贵金属强势反弹。

展望 2023 年，大幅加息利空因素逐渐减弱，转入加息节奏转缓及经济衰退的逻辑，美联储在经历了超历史加息速度最快的一年后，2022 年底美联储鲍威尔的讲话反复提及联储虽保持压低美国通胀至 2% 这一目标，但其注意力由单次加息幅度转到终端利率上，2023 年或有加息速度减缓的预期，终端利率将维持高位。但不管美联储加息速度如何减缓，货币政策传导至实体，加上两党分治的国会限制财政刺激政策，市场对美国经济衰退预期仍保持较高担忧，同样对欧元区经济衰退的担忧更甚，衰退期间贵金属的避险需求上升，加上黄金需求上涨，新能源快速发展白银的工业属性凸显，白银供应短缺及低库存，或能有更多向上的空间，因此 2023 年贵金属价格有望表现坚挺，全年操作更倾向于采取低建多策略。

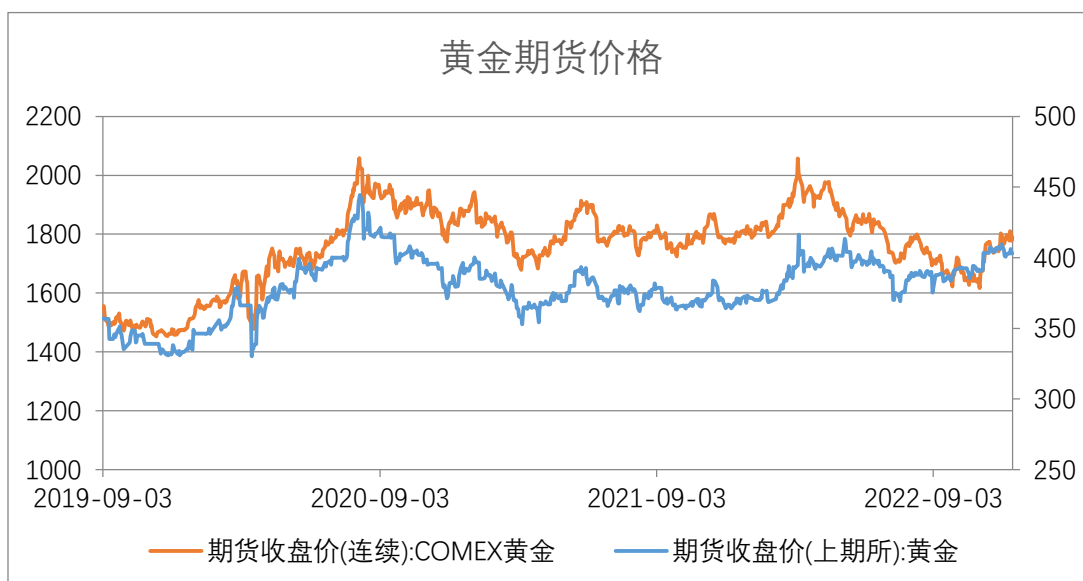
## 目录

一、2022 年贵金属市场行情回顾.....	2
二、2023 年贵金属上涨动力分析.....	3
1、2023 年全球经济放缓.....	3
2、2023 年美国 GDP 增速预测将放缓.....	4
3、通货膨胀水平-美国 11 月核心 CPI 超出预期.....	5
4、2023 年美债收益率抬升空间或有限.....	6
5、2023 年美元指数或上涨乏力.....	7
6、俄乌冲突持续.....	8
7、全球官方黄金储备总量为 1974 年以来的最高水平.....	9
8、投资需求—2023 年贵金属 ETF 持仓或上升.....	10
9、黄金供需弱平衡，白银供需失衡.....	11
三、2023 年贵金属上行压力分析.....	14
1、美国 11 月非农远高于预期提高美联储加息空间.....	14
2、2023 年美联储维持高利率.....	15
四、2023 年贵金属展望及操作策略.....	16
免责声明.....	17

## 一、2022 年贵金属市场行情回顾

2022 年贵金属价格整体呈现宽幅震荡态势，其中沪金活跃合约最高为 417.16 元/克，最低为 368.14 元/克；沪银活跃合约最高为 5403 元/千克，最低为 4021 元/千克。而期间人民币兑美元持续升值是造成沪金表现弱于外盘的主要原因，接下来，我们分别具体回顾下金银全年走势。

**沪金：**根据沪金月线的技术形态来划分，可以将 2022 年金价走势分为三个阶段。首先 2022 年 1 月-3 月 9 日，期金强势上扬，曾于 1 月 7 日触及年内低位 368.14 元/克，后于 3 月 9 日触及年内高位 417.16 元/克后下滑。上涨因素在地缘冲突的升级及美联储货币调整被市场所计价，尤其是地缘冲突的升级让黄金的避险需求强盛。其次为 3 月 10 日-7 月 21 日，沪金高位回落，通胀问题显得越发严峻，高通胀下美联储不断大幅度加息，美元指数及美债走强，黄金吸引力减弱。最后在 7 月 22 日到年底随着美联储激进大幅度加息已被市场逐步消化完毕，空头情绪得到全面释放，鲍威尔有放缓加息幅度的发言，加上地缘冲突持续，期金价格反弹，接近 3 月时的高点。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

**沪银：**根据沪银月线的技术形态来看，除年初金价大涨，而银价涨幅较小的差异上，其余时间走势较沪金差异不大。同样沪银按月度走势分为三部分，首先 1 月至 3 月 9 日，沪银探底回升，通胀上行加上俄乌地缘政治冲突不断升级，银价震荡上行。其次为 3 月 10 日-7 月 21 日，通胀问题凸显超出市场预期，美联储加速收紧货币政策，进入快速加息阶段，美元及实际利率走强，白银震荡走弱。最后在 7 月 22 日到年底美联储货币政策不断被市场所计价、通胀有见顶回落的迹象、地缘冲突持续升级、新能源快速发展白银的工业属

性凸显，支撑白银强势反弹接近 3 月时的高点。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

## 二、2023 年贵金属上涨动力分析

### 1、2023 年全球经济放缓

对于 2023 年全球经济增长前景，多个权威机构大多持谨慎悲观的态度，其中经济合作与发展组织（OECD）在 11 月发布的《全球经济展望报告》中，2022 年全球经济增速为 3.1%，2023 年放缓至 2.2%，2024 年小幅复苏至 2.7%。同时报告显示由于地缘冲突引发的能源冲击刺激通胀，预计经合组织地区的通货膨胀率或将高位运行，2022 年将超过 9%，后期随着更紧缩的货币政策实施，通货膨胀仍将居高不下，但将有所缓和，预计明年全球经济增长将进一步放缓，对各个经济体影响不一，受能源危机影响下欧洲最为严重，欧元区经济 2022 年将增长 3.3%，2023 年增速将放缓至 0.5%，而美国 2022 年经济增长 1.8%，2023 年增长 0.5%。中国是少数几个有望在明年实现增速回升的主要经济体之一，预计 2023 年中国经济增速将从今年的 3.3% 上升至 4.6%，并在 2024 年继续增长。同时国际货币基金组织（IMF）10 月最新报告同样预计，全球经济增长率预计将从 2021 年的 6.0% 下降至 2022 年的 3.2% 和 2023 年的 2.7%。当前全球经济仍面临许多罕见的挑战，俄乌冲突导致欧洲重大能源危机，生活成本剧增，不少国家的电力价格飙升至历史新高，对全球经济稳定造成不利影响，同时几十年最高水平的通胀压力也促使各国快速收紧货币政策，需求抑制，经过各国不断大幅度的加息，2022 年底时通胀仍在高位运行，全球经济增长前景受到严重影响。同时报

告指出，全球经济前景面临巨大下行风险，美国经济因不断激进加息而放缓，欧洲仍需面对能源危机，全球大部分国家经济放缓对贵金属的吸引力有增强作用。

国家	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
全球经济	-3.1%	6%	3.2%	2.7%
发达经济体	-4.5%	5.2%	2.4%	1.1%
美国	-3.4%	5.7%	1.6%	1.0%
欧元区	-6.3%	5.2%	3.1%	0.5%
英国	-9.8%	7.4%	3.6%	0.3%
日本	-4.6%	1.7%	1.7%	1.6%
新兴经济体	-2.1%	6.6%	3.7%	3.7%
中国	2.3%	8.1%	3.2%	4.4%
印度	-7.3%	8.7%	6.8%	6.1%

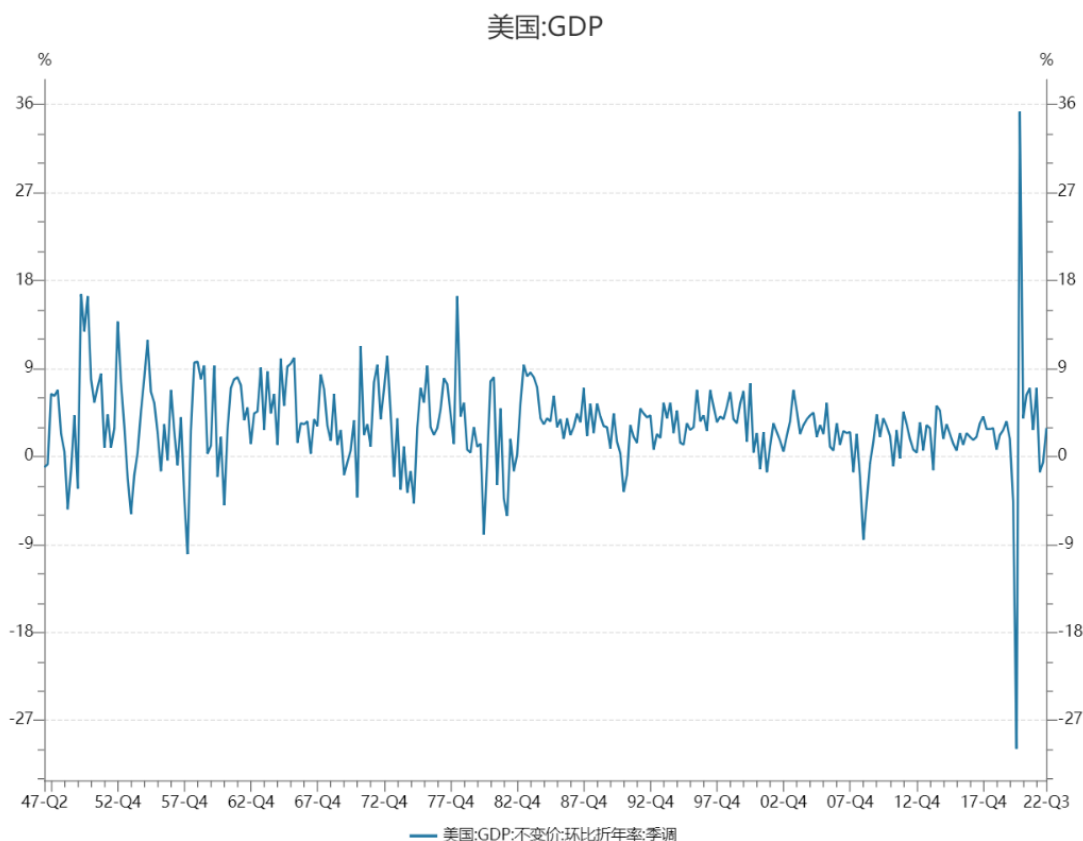
图表来源：瑞达期货，国际货币基金组织（IMF）

## 2、2023 年美国 GDP 增速预测将放缓

美国 GDP 作为一个总量经济指标，它反映了美国宏观经济运行中生产、分配和使用经济资源的总体水平，是衡量美国经济情况最重要的指标。美国 GDP 越高，则说明美国经济发展良好，汇率趋强，意味着美元走强，进而利空黄金；反之，GDP 偏低，则利多黄金。美国商务部发布数据显示，美国第三季度年化实际 GDP 季环比修正值为 2.9%，较预估初值上修了 0.3 个百分点，同时高于预期的 2.8%。此前公布的数据显示，二季度实际 GDP 环比下降 0.6%，为连续两个季度萎缩；美国三季度个人消费支出（PCE）年化季环比修正值 1.7%，预期 1.6%，初值 1.4%；剔除食品和能源的 PCE 物价指数年化季环比修正值为 4.6%，高于预期的 4.5%，初值为 4.5%。第三季 GDP 超预期上修，有助于缓解人们对美国已经陷入衰退的担忧，但 GDP 平减指数和 PCE 物价指数超预期上修，加剧了通胀的担忧。

展望 2023 年，各大型机构对美国经济增速预测分别是：国际货币基金组织预测为 1%；经合组织预测是 0.5%；花旗银行预测是 0.7%；标普预测为-0.8%，理由是受大宗商品价格上涨以及支出削减影响，美国经济正走向衰退，衰退情形与 1969 年到 1970 年一致；瑞银预测是 0.2%，摩根士丹利预测是 0.5%，长城证券预测是-1.5%，高盛预测在 1%，惠誉预测是 0.5%，而此前这一预测值还高达 1.5%。从以上预测不难看出，随着美债收益率曲线出现倒挂及美联储采取的货币政策收紧的滞后影响逐渐显现，美国经济增速在明年将放缓甚至

负增长，对于金价利好。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

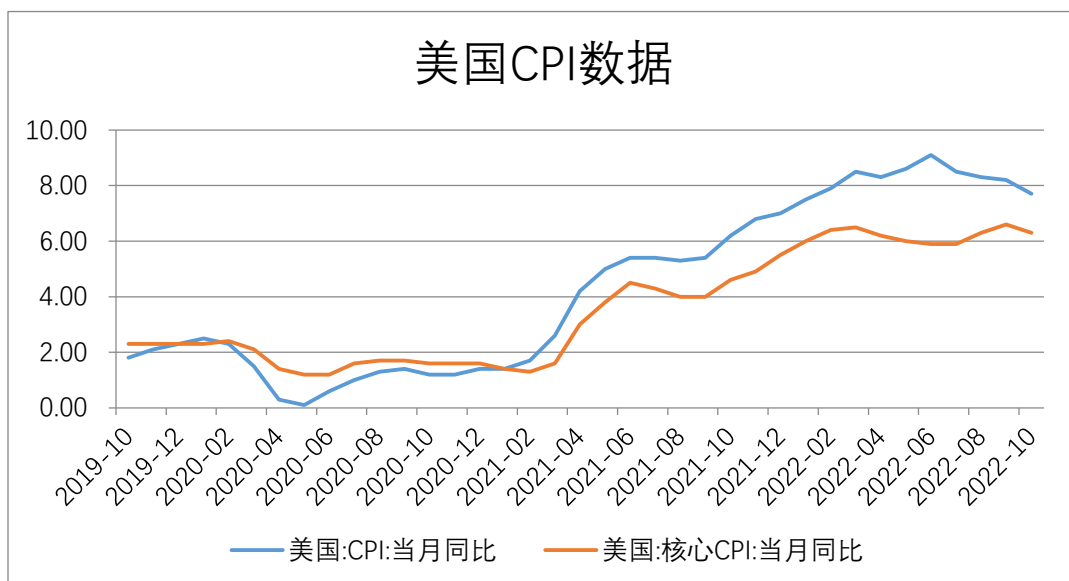
### 3、通货膨胀水平-美国 11 月核心 CPI 超出预期

通胀方面，消费者物价指数（CPI）是从消费者的角度衡量消费品和劳务价格变化的指标，主要用来衡量美国购买趋势变化和通货膨胀，如果指数比预期更高，则应认为美元强势，而如果指数比预期更低，则应认为美元弱势。美国劳工统计局披露的 11 月份的消费者价格指数（CPI）及核心 CPI 涨幅同比与环比均低于市场预期，较前值有大幅回落，美国 11 月 CPI 同比上涨 7.1%，为今年以来最低增速，市场预期 7.3%，较前值的 7.7% 大幅回落；市场高度关注的核心通胀率同样好于预期。数据显示，在剔除波动较大的食品和能源价格后，美国 10 月核心 CPI 同比上涨 6%，好于市场预期的 6.1%，较前值 6.3% 回落，为近 5 个月新低。数据表明美国通胀似乎有触顶的迹象，强化了未来美联储货币政策决议上将逐步放缓加息步伐的预期，前期数位美联储官皆发声表明放缓加息步伐的重要性，他们的注意力由单次加息幅度转到终端利率上。

展望 2023 年，各国央行仍将重点放在对抗通胀而非保证经济增长的背景下，2023 年的货币政策至少在二季度前仍将维持紧缩。美国方面经过 2022 年持续激进的加息，通胀数



据有高位下滑的迹象，美联储加息的最大幅度已接近尾声，但通胀回落的节奏比较复杂，市场上普遍预期明年二季度可以看到明显的回落，基于此美联储 2023 年或会转向放缓或停止加息，届时对贵金属的压制将减轻。



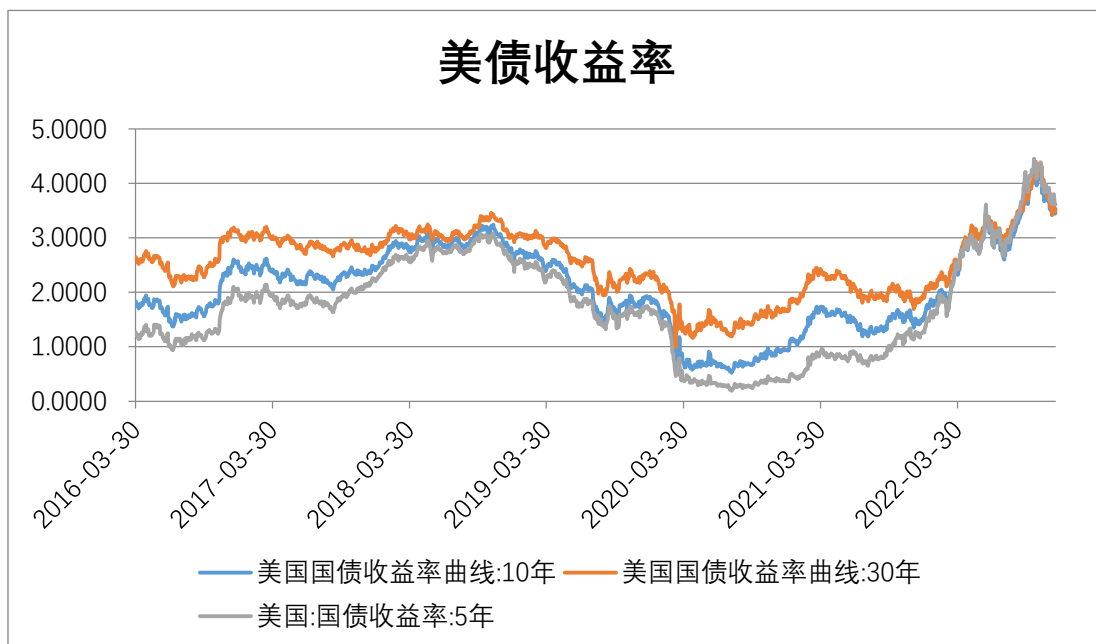
图表来源：WIND、瑞达期货研究院

#### 4、2023 年美债收益率抬升空间或有限

美债期限利率倒挂被视作预测美国经济前景的重要观察指标。当市场普遍对经济前景预期乐观时，融资需求和通胀预期均会相应上升，此变化反映到债券期限利差的结果，就是长期利率与短期利率间利差的扩大；反之，当经济前景预期变差时，甚至预期将出现衰退时，期限利差就会出现倒挂局面。一方面，黄金具备的避险属性是债券的替代避险资产，美债收益率与金价长期呈现负相关。另一方面黄金作为零息债券，在美债收益率持续走高的情况下黄金的相对预期收益下降。收益率曲线是美联储监控的指标之一，美联储将考虑把收益率曲线控制作为新增工具以刺激低迷的经济，当国债收益率攀升时，意味着市场对美国经济未来的看好，利多美元，反之则利空。在 2022 年里美国经济较欧洲比较有优势，同时随着美联储货币政策收紧预期不断加强，其货币政策比欧洲央行鹰派，美债利率一路走高，在 10 月中旬达到最高点，11 月加息 75 基点的符合预期，后续发布的美国通胀数据显示通胀率似乎有降温迹象，加上美联储官员的表态，市场一直认为美联储在后续的加息路径中会放缓单次加息的幅度，美债较美联储官员“鹰派”态度下的高位有所回调。在 2022 年，美联储激进且多次加息周期开启，短期美债收益率上行，长期美债收益率受经济前景及通胀预期等上升幅度不如短期美债收益率，倒挂出现，此次美债曲线倒挂为全面倒挂，

是 40 多年最深的程度，经济衰退预期逐渐走强。

展望 2023 年来看美国经济整体未来将趋弱，加上美联储加息幅度放缓的预期在鲍威尔数次发言中得到强化，但市场对美联储在 2023 年转向降息的预期并不高，且高利率将维持更长的时间，倒挂程度可能进一步加深，经济衰退进程加快，长期美债收益率易跌难涨，加上欧元区或在大幅加息路径上需要更长的时间，美欧货币政策差逐渐收窄，综上美债利率大概率将回落，对贵金属构成支撑。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

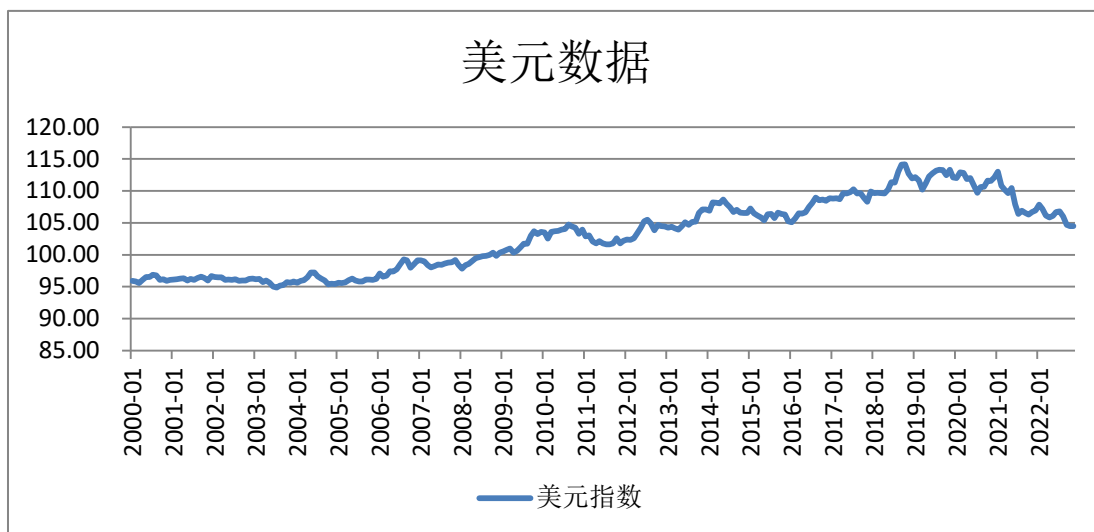
### 5、2023 年美元指数或上涨乏力

美元指数在 2022 年强势上涨，从年初 96.18 触及 114.78 的高位，接近 20 年高位。美联储收紧货币政策，持续激进加息的节奏、非美货币弱势等因素支撑美元指数，9 月末随着美联储内部产生分歧，部分官员释放“鸽派”态度，对持续大幅加息对抗通胀表示出更大的担忧，及鲍威尔表示会减速加息节奏的发言，美元指数高位下滑。

进入 2023 年，美元的影响因素会更复杂化，首先美联储将由激进的加息模式转成加息幅度放缓、但高利率维持更长时间的模式，美联储遏制通胀的决心未变，对于 2023 年是否会转入降息有较大不确定性，但随着美国通胀数据的回落，市场对二季度暂停加息有较大的预期，若如此，利多支撑将逐步减弱，加上美国经济大概率走弱下，美元指数上行压力较大；欧洲能源危机在采暖季后有望改善，对欧元压力减轻，而各国央行比如英国、日本及欧洲都对各国家的货币及债券进行干预，其各国的汇率压力缓解，美元指数压力加



大，或能减轻对贵金属的压力。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

## 6、俄乌冲突持续

自 2022 年 2 月，俄罗斯对乌克兰发起特别军事行动以来，俄乌局势持续紧张。从时间线上看，第一阶段为基辅之战，从 2 月底至 3 月底：2 月 21 号，俄总统普京召开联邦安全会议扩大会议后宣布，承认乌克兰东部顿涅茨克和卢甘斯克独立；2 月 24 号凌晨，普京发表全国电视讲话，宣布展开特别军事行动；3 月 29 号，俄国防部宣布，特别行动第一阶段主要任务整体上已完成，将集中主要精力于实现首要目标——解放顿巴斯地区。第二阶段为顿巴斯的战斗，从 4 月初至 7 月，俄军主攻顿巴斯地区的作战行动正式开始，5 月 20 号，俄军已完全控制亚速钢铁厂，随后，双方交战的重点区域转向卢甘斯克北部地区，并在北顿涅茨克和利西昌斯克等城市爆发激烈巷战；7 月 3 号，俄国防部宣布完全控制卢甘斯克，作战行动的目标随即转向控制顿涅茨克全境。从西方获得更多先进武器装备的乌军也着手在南部、尤其是赫尔松方向发起反攻。第三阶段乌克兰发起反攻，8 月至 10 月初，乌克兰在美国海马斯多管火箭炮的加持下，成功限制并迟滞了俄罗斯部队的推进。9 月，乌克兰在东北哈尔科夫收复数千平方公里土地，展开了对卢甘斯克的大举反攻，一举收复了红利曼，俄罗斯不得不全国局部动员和换将。第四阶段为俄罗斯对乌克兰基础设施的大规模攻击，10 月至今，俄罗斯发动导弹雨攻击和无人机密集攻击乌克兰供电设施，至今有超过 200 处供电设施受袭，乌克兰全国三成供电能力受损，全国各地也进入了不同程度的限电管制。

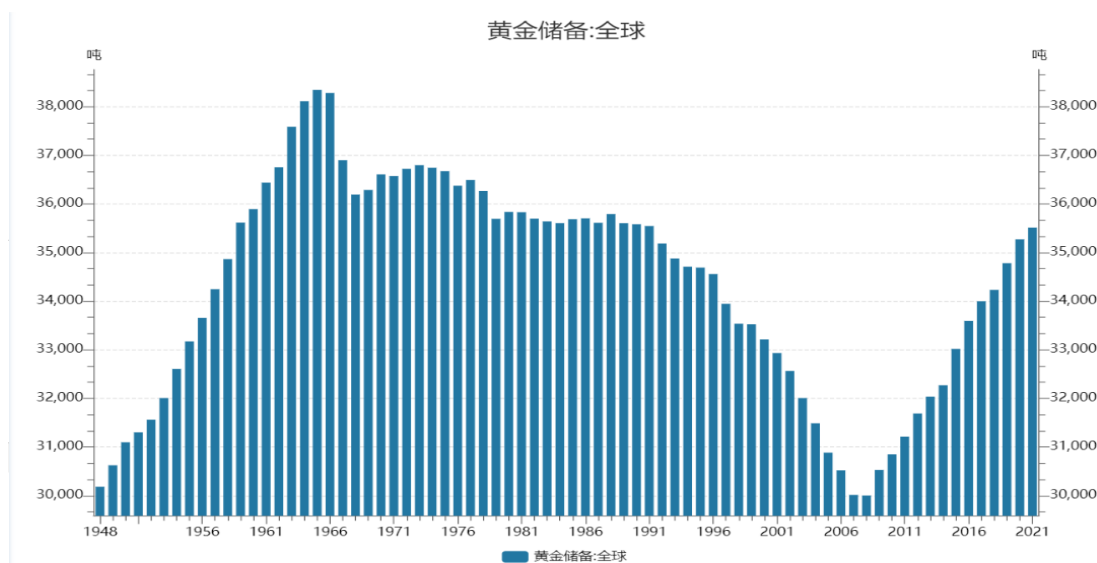
俄罗斯贵金属资源丰富，黄金和白银储量分别是世界第三及第六，俄乌冲突以来，因黄金交易主要以俄罗斯国内为主及白银供应相对较少，对贵金属的供需冲击相对有限，但

地缘冲突对贵金属的避险情绪持续发酵、强化，同时俄乌冲突导致的能源问题也将加剧全球高通胀环境，对贵金属有一定的支撑，这一现象在 2022 年得到体现，地缘政治冲突在 2022 年为贵金属的韧性贡献了大部分，2023 年或将持续为贵金属提供底部支撑。

### 7、全球官方黄金储备总量为 1974 年以来的最高水平

黄金储备一直是各国国际储备多元化构成的重要部分，黄金兼具金融和商品的多重属性，有助于调节和优化国际储备组合的整体风险收益特性。世界黄金协会最新报告显示，全球官方黄金储备总量为 36782 吨，为 1974 年 11 月以来的最高水平。2022 年第三季度，全球央行购金量猛增至 399.3 吨，环比增长 115%，创下 2000 年以来全球央行单季购金量最高纪录。2022 年前三季度，全球央行共购买 673 吨黄金，这是全球央行连续第 13 年净增持黄金。而且，今年前三季度全球央行购买的黄金量已超过有数据记录以来任何一年的购买量，第四季度全球央行购入黄金仍在持续，10 月全球央行在官方储备中又增加了 31 吨黄金。其中 2022 年最大买家是土耳其，乌兹别克斯坦也成为黄金较大的买家之一，各国央行购金量超记录多是因为避险加上安全的考量，美联储加息接近拐点，美元上升压力加大，黄金资产成为各国货币安全的重要保障，同时经济衰退的预期强烈，黄金受到追捧。

世界黄金协会的一项调查发现，“黄金在危机时期的表现及其作为长期价值储存/通胀对冲的作用，是各国央行决定持有黄金的关键决定因素。”展望 2023 年，全球央行继续增持黄金的趋势将得到维持，黄金的储备在经济动荡时期格外重要，通胀带来的经济下行风险正在显现，经济衰退的风险在 2023 年尤为突出，加上两党分治的国会限制财政刺激政策，全球经济恢复受到较大的阻碍。

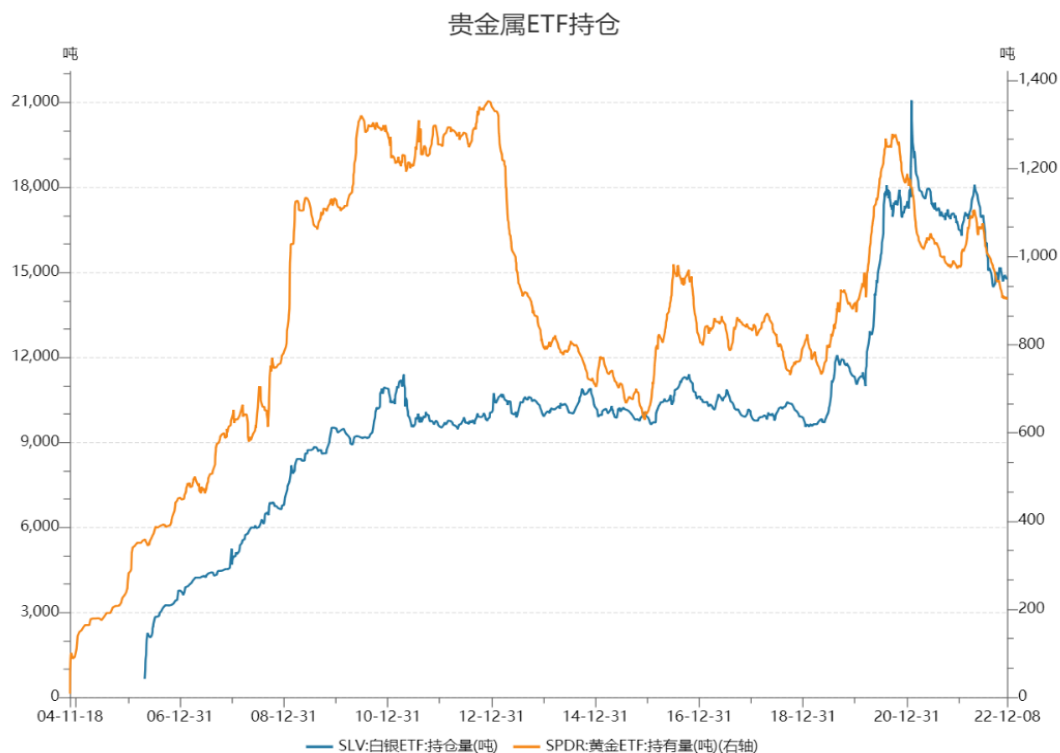


图表来源：WIND、瑞达期货研究院

## 8、投资需求—2023 年贵金属 ETF 持仓或上升

衡量投资者情绪的 ETF 持仓方面，数据显示全球最大黄金 ETF—SPDR Gold Trust 持仓 2022 年初反弹，6 月中旬录得年内最高位 1075 吨，之后一路下滑到 900 吨左右的位置，整体看，金价全年的跌幅较 ETF 仓位的下降更为明显，年初的地缘政治风险及市场对通胀预期加剧，资金流入黄金 ETF，6 月时随着美联储采取的货币政策，让美元持续走强到高位运行及美债收益率上涨，使得黄金 ETF 连续下跌。相比之下，2022 年白银 ETF 持仓走势早在 4 月中旬录得年内最高位 18085 吨，之后一路下滑到 8 月初 15000 吨左右的位置，截止 12 月中旬仍在该位置附近震荡，此时黄金 ETF 持仓走势仍在下滑。据路透香港-世界黄金协会最新报告显示，11 月全球黄金 ETF(交易所买卖基金)净流出减慢至 34 吨(约 18 亿美元)；月内美债收益率回落及美元转弱，市场猜测各国央行可能会开始放慢加息步伐，支持金价反弹。不过，全球黄金 ETF 已连续七个月录得净流出。11 月所有地区均录得净流出，由北美及欧洲基金主导，分别净流出 21 吨及 11 吨。报告指出，今年以来全球黄金 ETF 累计录得 83 吨净流出，由北美及亚洲上市基金所主导。欧洲基金总体则录得净流入(+19 吨)，这可能反映区内经济前景疲弱，令避险需求增加。

从美联储主席鲍威尔数次发言中得知紧缩的货币政策在接下来有边际放缓但距离转向仍较远，美元高位运行让投资者对贵金属的兴趣未有明显改善，ETF 持仓仍处于阶段低位。在 2023 年，美联储加息放缓及部分经济体陷入经济衰退的市场预期比较一致，美元及美债收益率吸引力下降，后市不宜过分大幅度看空贵金属，在该持仓相对低位下配置贵金属 ETF 比较有利。



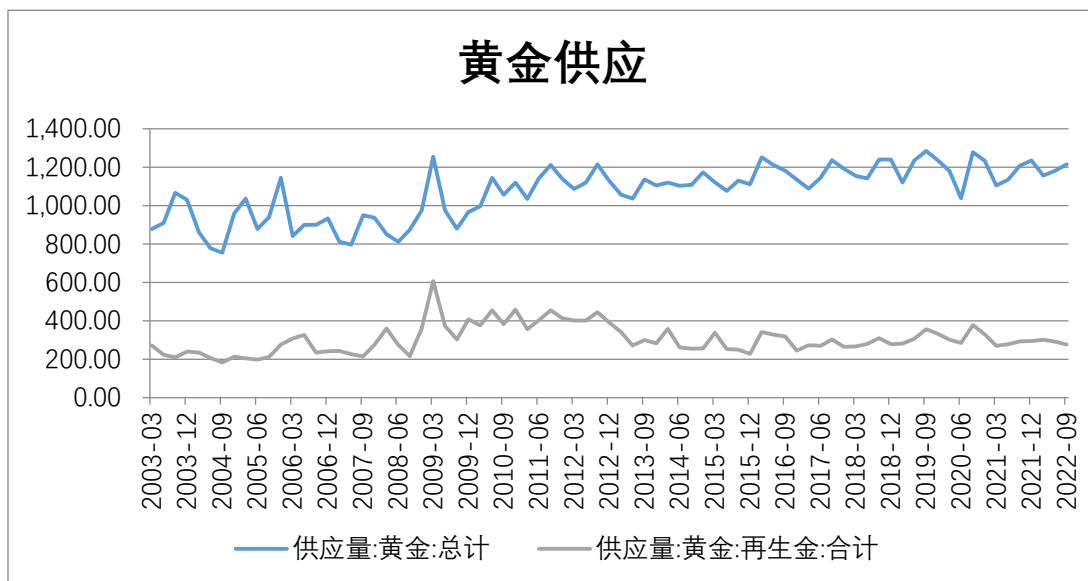
图表来源：WIND、瑞达期货研究院

## 9、黄金供需弱平衡，白银供需失衡

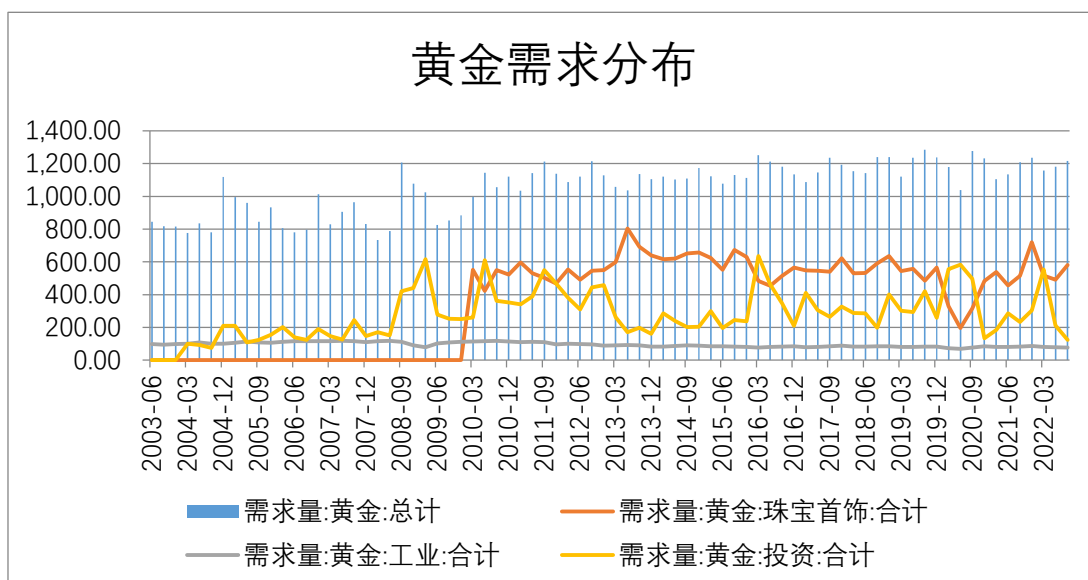
世界黄金协会报告显示，第三季度全球金矿产量预计为 949 吨，环比增长 6%，以中南美洲增幅最大，同比增长 10 吨。回收金方面，黄金回收总计为 276 吨，同比、环比分别下降 6%、5%。

世界黄金协会报告显示，在第三季度，全球金饰消费达到 523 吨，同比、环比分别增长 10%、14%。其中，美国第三季度金饰消费为 30 吨，同比、环比分别下降 6%、20%；中国金饰消费为 163 吨，环比上涨 58%，前三季度中国黄金消费量为 778 吨，同比下降 4.36%。

展望 2023 年，随着中国疫情管控不断调整优化，经济持续稳定恢复的背景下，社会活动限制及相对强劲的黄金价格带来的压力有所缓和，以及婚庆市场的快速复苏，中国黄金消费预期回暖；印度方面，其国内的经济活动也逐渐恢复正常，其信贷扩张也为金饰需求助力，但其国黄金进口关税上调到 12.5% 压制了其国黄金消费，之前进口关税为 7.5%；全球经济放缓的压力剧增，在金价企稳的背景下，预期消费者对于金饰金条的需求仍将承压，然各国央行黄金的储备意愿不减，供需弱平衡持续下，宏观货币政策及避险情绪仍是影响黄金价格走势的主要因素。

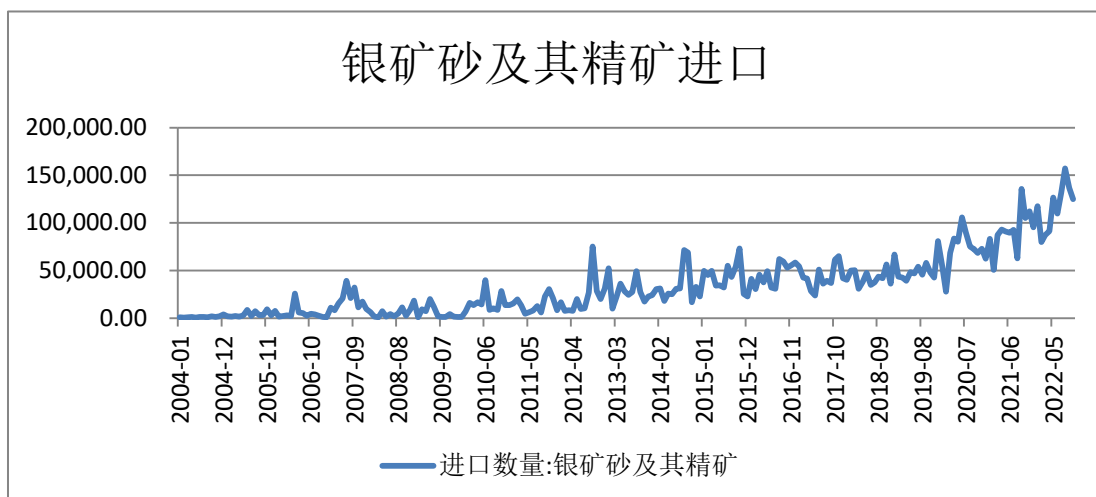


图表来源：WIND、瑞达期货研究院

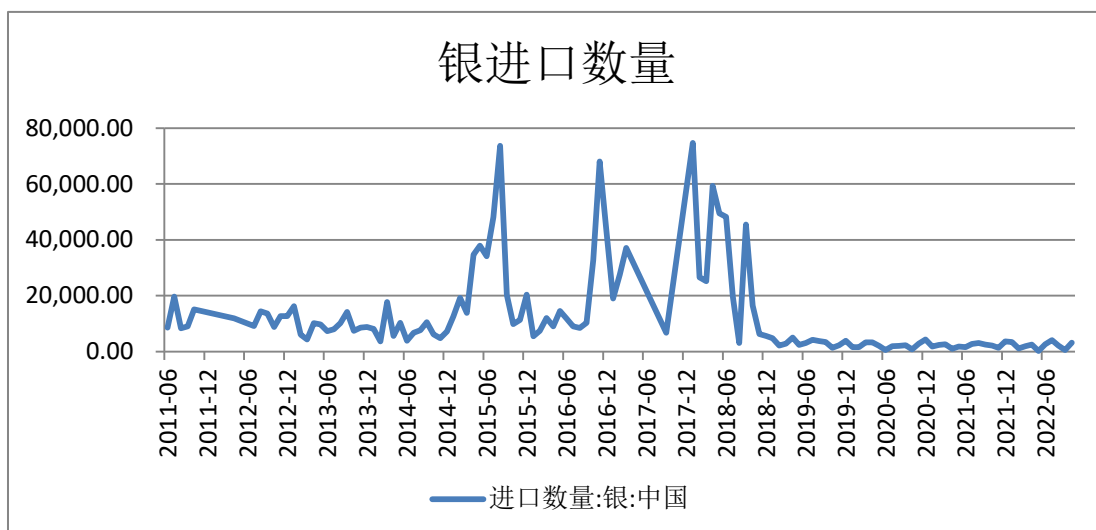


图表来源：WIND、瑞达期货研究院

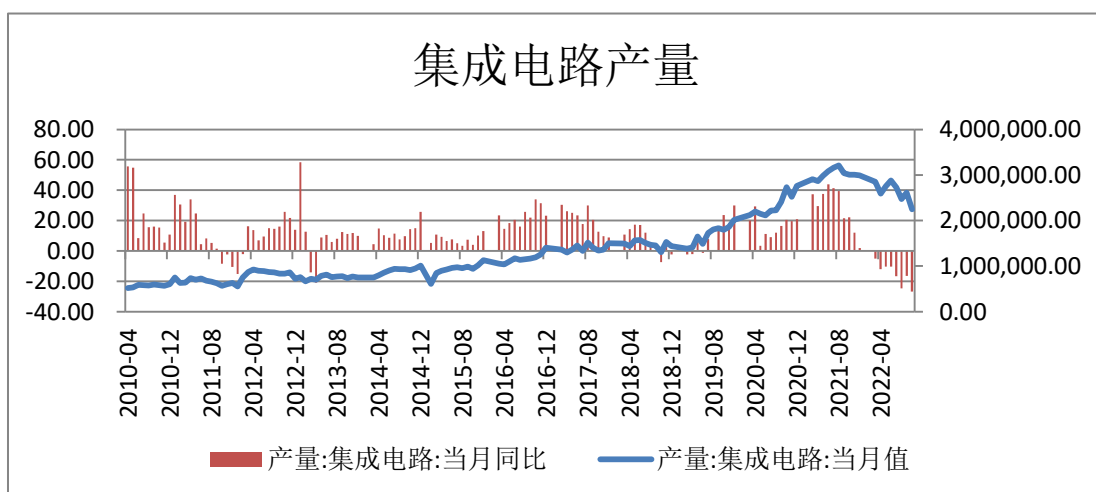
据世界白银协会的数据，2022 年银矿产量只会小幅增长 1%，白银矿山供应占白银总供给量的 80%，而在实物投资、工业需求、珠宝领域需求创下新高的推动下，白银需求有望在 2022 年创下 12.1 亿盎司的历史高点，较 2021 年增长 16%。因此，预计全球白银市场将在 2022 年连续第二年出现短缺，缺口可能为 1.94 亿盎司，将创下数十年来的新高，并且可能是 2021 年缺口的四倍。2022 年市场对高通胀、地缘冲突及经济衰退预期的避险中，对实物白银的需求保持旺盛，有望增长 18%，COMEX 库存中白银储量持续下降反映了这种高需求。在工业需求上，光伏产业及新能源产业高速发展，这两个领域对白银的需求有望逐年递增，将提升白银的工业需求属性，能提供比金融属性更强的波动。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

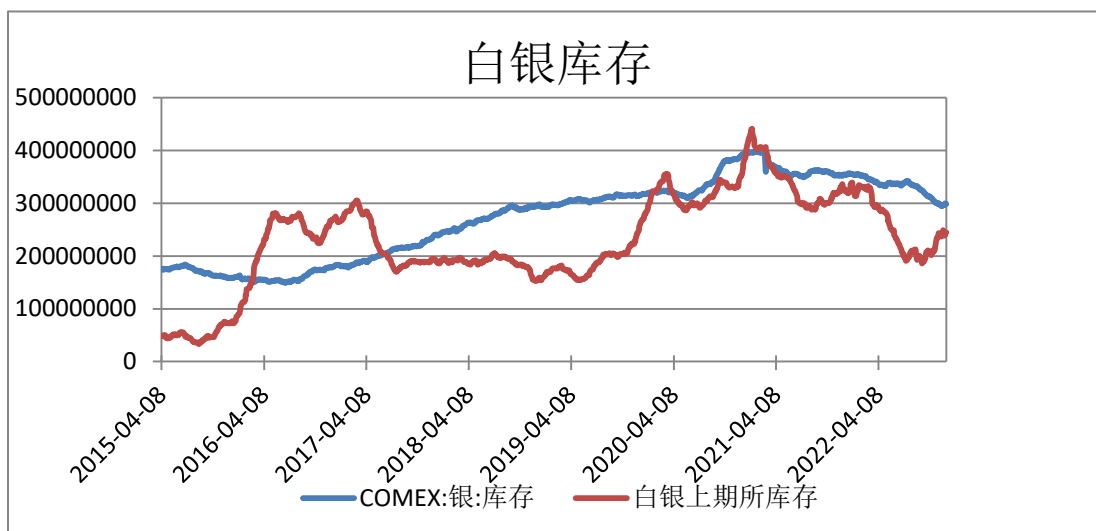


图表来源：WIND、瑞达期货研究院



图表来源：WIND、瑞达期货研究院





图表来源：WIND、瑞达期货研究院

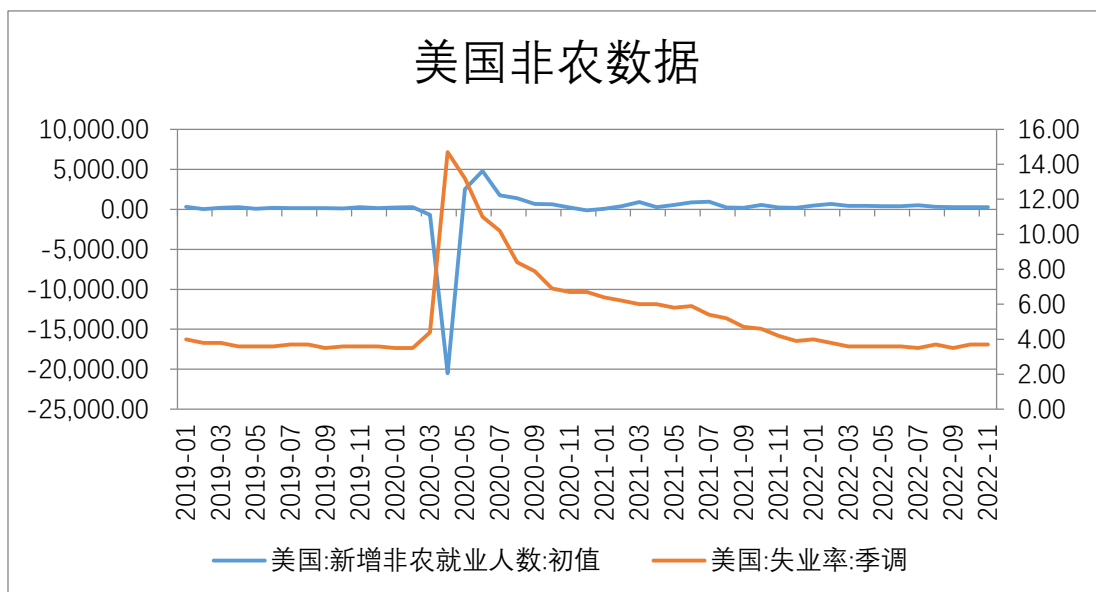
### 三、2023 年贵金属上行压力分析

#### 1、美国 11 月非农远高于预期提高美联储加息空间

非农就业数据是确定美国经济状态的重要指标，也是预测其未来经济活动水平的重要依据，此外还是判断美联储加息与否以及美元指数走势的关键信息。美国非农就业数据再次超出市场预期，11 月新增非农就业人数录得 26.3 万人，远高于预期的 20 万人，同时平均薪资环比增长 0.6%，为市场预期的两倍。失业率维持不变且劳动力参与率有所下降，薪资水平的增长或给予需求水平一定的支撑，未来美国通胀或遭受一定的下行阻力，市场担心高通胀可能会卷土重来，美联储或会为遏制高通胀维持紧缩政策。非农数据公布后，市场对利率终值的预期再次上升，较非农数据公布前攀升了 8 个基点，各期限美国国债价格走低收益率上升，整体风险偏好有所回落。实际上，市场曾对美国通胀已经见顶充满信心，因为多份经济数据及通胀报告都显示有降温趋势，加上美联储官员较统一放缓加息的态度，美元指数高位大幅滑落，市场接下来将关注 11 月通胀数据来衡量通胀水平是否延续先前的下行趋势，倘若通胀数据未如预期持续下行，美股美债价格或继续走低，而近期相对低迷的美元或有所反涨。

展望 2023 年，一方面，市场有理由相信美联储会如鲍威尔所表达的放缓加息步伐措施，虽然 11 月非农数据大超预期，但美国经济放缓迹象越来越明显，而另一方面，仍火热的非农就业报告显示，在多次激进加息后，美国劳动力市场仍然保持强劲，并未有美联储所希

望的降温，美联储在多次表明遏制通胀的坚定立场下，接下来或仍有更大加息的空间，美联储紧缩政策或比市场预期更持久。

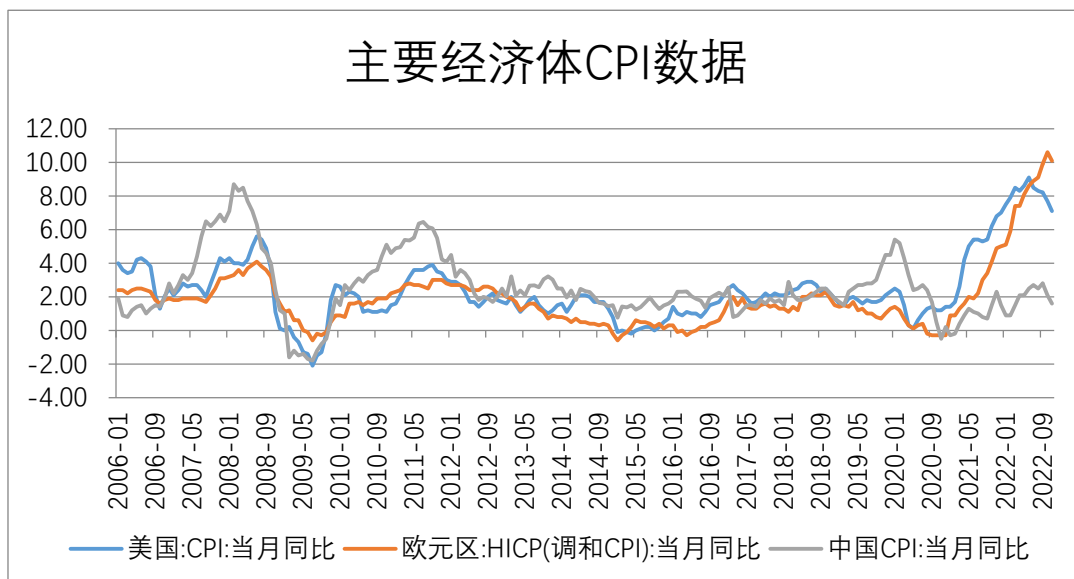


图表来源：WIND、瑞达期货研究院

## 2、2023 年美联储维持高利率

2022 年全球多个央行纷纷加息，最强加息周期开启，超过 50 家央行在 2022 年执行罕见的单次加息 75 个基点的幅度，其中不乏部分央行紧随美联储的步伐，反复执行了多次大幅加息。美联储加息 11 月份加息 75 基点符合市场预期，这是美联储连续第四次宣布加息 75 基点，12 月利率决议上宣布加息 50 个基点，至 4.25%-4.5% 的区间，这也将是联邦基金利率目标区间自 2007 年以来的最高水平。美联储主席鲍威尔在发言中表示，美联储坚决保持压低美国通胀至 2% 这一目标，坚定降低通货膨胀的立场，同时鲍威尔表明已经注意到了这样超大幅度加息对经济产生的影响，最快可能会在 12 月放慢加息步伐，但是终端利率或将高于 9 月的预期，这表示美联储将由激进的加息模式转成加息幅度放缓、但高利率维持更长时间的模式，对贵金属依然有压力；美联储公布的 11 月会议记录显示，大多数美联储官员认为不久后放缓加息步伐是适当的，同时也指出，由于通货膨胀到目前为止几乎没有减弱的迹象，加上经济中的供需失衡持续存在，对实现目标所需的最终利率水平的评估略高于此前的预期，美联储官员的注意力由单次加息幅度转到终端利率上。

展望 2023 年，市场预计美国通胀压力比 2022 年下降，美联储加息周期缓和，但如同鲍威尔及其他美联储官员发言的那样，终端利率或将高于预期，高利率将维持。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

#### 四、2023 年贵金属展望及操作策略

首先考虑全球经济增长前景，由于新冠疫情、俄乌冲突影响，全球通货膨胀压力攀升，以及货币紧缩导致全球经济下行压力增大。今年以来全球主要经济体制造业 PMI 数据均呈现下降趋势，显示经济增长的势头已较此前有明显放缓，经济走弱预期不断强化；美元指数受制于避险情绪减弱，以及市场宽松预期持续，而其他竞争性货币有望进一步反弹，全年反弹空间有限，弱势振荡为主亦将利多贵金属。全球货币政策方面，美联储或维持高利率，市场紧缩预期持续对贵金属的压制作用。整体而言，2023 年宏观面因素对贵金属的影响相较 2022 年而言，利多增加但利空犹存。

需求方面，受疫情影响消退，金饰及科技用金需求回暖，但金币及金条需求保持强劲。同时央行购金行为持续，全球央行黄金储备创下 1974 年以来新高；白银的供不应求格局一直存在且未来将加剧，对白银价格有一定支撑，然观 2021 年及 2022 年，白银并未表现强势，说明供需面对白银的价格涨跌影响有限，更多的集中在金融属性上，与黄金走势较为相同，但却比黄金走势波动更大，也说明白银的工业属性也日渐凸显；虽金银 ETF 持仓均下滑，但 2023 年有望增长。

综述，从经济衰退的避险情绪、美联储放缓加息节奏两个主线上看，我们有理由认为 2023 年贵金属价格仍有望向上运行，但涨幅仍相对受限，同时白银工业属性凸显，波动较黄金更大。沪金合约的运行区间关注 380-450 元/克，而沪银指数合约的运行区间建议关注

4700-6000 元/千克。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。