

(报告作者：中信期货分析师 屈涛)

判断 2023 年贵金属只要回答三个问题：（1）美联储何时转向，是否降息？（2）美国经济是否衰退，何时衰退？（3）白银价格上涨是否短期，空间如何？分析结果是，美国明年年中转向，且改变不了未来衰退命运。“滞胀加深”或“衰退实现”都将有利于贵金属，黄金向上空间或有限，白银有超预期向上可能。



二、2023 年贵金属的三个问题：货币政策转向、美国衰退、白银逻辑

贵金属可视作一种特殊的债券，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。我们认为，判断 2023 年贵金属只要回答三个问题：（1）美联储何时转向，是否降息？（2）美国经济是否衰退，何时衰退？（3）白银价格上涨是否短期，空间如何？

我们的答案是，（1）美国明年二季度结束前加息或暂停，但由于通胀回落缓慢，未来降息空间也受限；（2）美国经济未来衰退概率接近 100%，时间最早或在二

季度末，较大概率在三四季度，此时加息对长端利率影响愈发有限，美元指数大幅上冲概率较低，支撑贵金属；（3）白银现货需求和低库存使白银相比黄金更强。

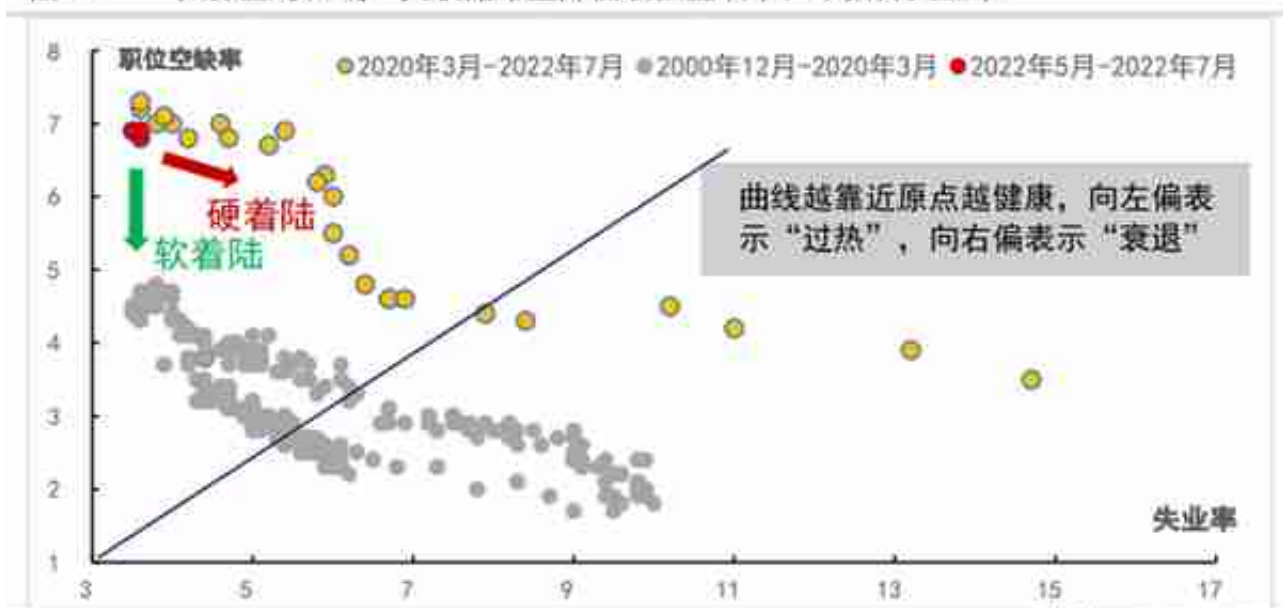
综上，我们预测，Comex 黄金价格 1620 美元/盎司为底部，黄金和白银将在 12 月议息会议确定加息高点后向上。但由于通胀回落缓慢，因此美联储降息也会较为慎重，因此如不出现地缘外生冲击，价格上涨程度或有限，高点预期在 1950-2000 美元/盎司。

我们更强调白银的多头机会，20.4 美元/盎司为底部。由于通胀韧性，低库存问题或将更加严重，白银价格空间或强于黄金，第一目标价位 26.10 美元/盎司，不排除更高可能。

（一）货币政策转向：上半年或暂停加息，“滞胀”逻辑支撑贵金属

我们可以从金融指标和实体经济指标分别验证货币政策变化和经济时间衰退时点。首先观察历史衰退时点、利差倒挂持续时间、货币转向时间的关系，如图表所示，除 1980 年 1 月的衰退时点外，通常利差倒挂后 5 个月后中止加息，最久不超过 9 个月。之后经济逐步步入衰退期，这体现美国货币政策前置熨平经济波动的过程。当前利差倒挂已经持续 5 个月，至明年年中为 11 个月，超过之前均值，且与联邦基金利率期货判断转向时点对应，因此我们判断明年年中货币收紧中止确实较大。从隐含加息预期指标看，同样支持明年二季度前转向观点，且联邦基金利率高点在年中为 5% 附近。而从明年年中开始，实体经济将进入衰退概率较大的时间区间。这支撑贵金属。

图 7： 贝弗里奇曲线：美联储希望降低职位空缺率，不抬升失业率

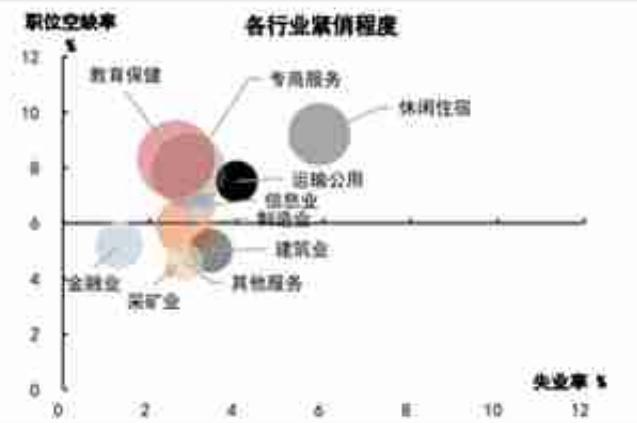


资料来源：Bloomberg Wind 中信期货研究所

头条 @远瞻智库

如果简单看美国当前失业率处于低位，职位空缺数处于高位，那么美国确实处于“过热”，存在“软着陆”的可能，但是实际上却不是这样。因为美国就业存在“错配”的可能，即在贝弗里奇曲线的二维空间内，存在结构错配的“第三维度”，使失业率相比真实值较低。由于新冠疫情使密切接触服务业供给难以恢复，超额储蓄使美国居民无心回到就业市场导致。此时核心通胀回落将缓慢，因为我们很难通过加息打压医疗、教育、基础服务业需求的方式改善通胀。

图 9： 各大行业仍然面临高职位空缺与低失业率的组合



资料来源：Wind 中信期货研究部
注：气泡大小代表行业就业人数规模

图 10： 各大行业劳动力紧张程度仍然高于常值



资料来源：Wind 中信期货研究部
头条 @远瞻智库

(二) 美国衰退逻辑：概率接近

100%，预计最早在明年二三季度，此时贵金属获得向上动力

我们认为，即使年中货币政策转向，未来美国衰退概率已接近100%，这同样支撑贵金属价格。该观点可以从衰退时点的预测过程中体现。

衰退常用的预测方式是，金融利率指标+实体经济指标。我们首先看美债长端利差验证观点。从图表可见，从1977年以来，当10年-3月、10年-2年、30年-5年美债月均利差倒挂为两个或以上时，美国未来衰退概率为100%。截止2022年11月，三种利差同时出现倒挂，暗示金融市场认为未来美国经济衰退几成定局。

图 12: 衰退前利差倒挂时间和转向时间: 明年下半年开始准备进入衰退, 预计货币政策转向

衰退开始	衰退结束	10年-3月利差 倒挂时间(月)	10年-2年利差 倒挂时间(月)	30年-5年利差 倒挂时间(月)	进入倒挂后货币政策 转向时间(月)
1980年1月	1980年7月	--	16	14	22
1981年7月	1982年11月	--	10	10	9
1990年7月	1991年3月	13	18	19	5
2001年3月	2001年11月	8	13	13	4
2007年12月	2009年6月	16	22	0	4
2020年2月	2020年4月	1	0	0	-5
当前状态	-	1	5	3	>5

资料来源: Bloomberg Wind 中信期货研究所

头条@远瞻智库

再从经济指标看, 我们从美国实体经济指标观察, 同样验证美国经济见顶预期。美联储哈克曾表示, 货币政策传导到实体经济大约一年, 以此推断, 密集加息将在明年二、三季度开始显示威力, 这支撑贵金属价格。

消费周期看, 美国依赖多余储蓄, 零售销售动能趋缓。年初以来, 尽管名义个人可支配收入有所上涨, 但个人实际可支配收入已回落至回疫情前水平并保持于此, 这意味着任何名义增长已被通胀悉数蚕食, 居民收入缺乏实际“增量”流入。因此, 美国消费支出或有赖于前期积累的多余储蓄。然而, 自2021年末以来, 美国个人储蓄率持续走低, 个人储蓄实际数据已持续低于假设走势, 疫情期间所累积个人储蓄或已消耗过半。因此, 今年美国零售数据环比增速持续边际放缓至环比持平。叠加前文所述居民资产或将继续受股市与楼市或拖累, 美国居民消费支撑可持续性存在疑问, 而上行空间有限的居民净值增速或将拖累美国消费需求并带动零售销售增速向下。

图 17: 新屋开工、单户住宅营建许可于今年持续出现下滑



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 18: 单户营建许可下行明显, 多户住宅上行犹豫



资料来源: Wind 中信期货研究所

头条@远瞻智库

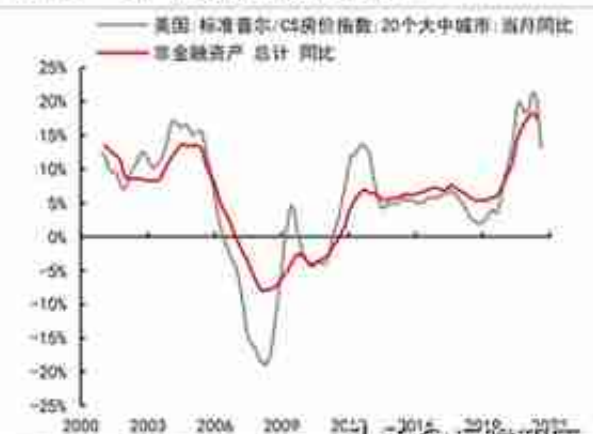
制造业周期看，美国工业扩张趋势逐步进入尾声。美国 ISM 制造业 PMI 自年初以来不断回落，10 月 ISM 制造业 PMI 录得 50.2，显示美国制造业已几近停滞。从 ISM 制造业 PMI 细分来看，美国制造业新订单 PMI 今年徘徊于收缩区间，显示需求已无增量。虽然短期之内生产 PMI 显示同步活动尚未出现收缩，但订单库存收缩使得同步生产的韧性存在依赖前期积压订单的嫌疑。从美国工业生产指数来看，美国工业生产今年并未出现明显下滑但上升已显疲态。

图 23: 居民金融资产与美股同行



资料来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

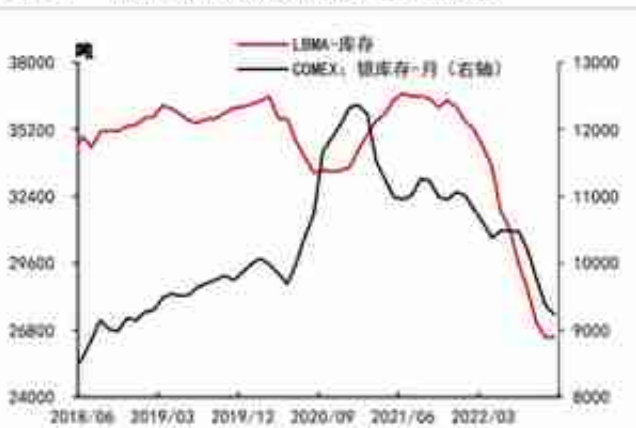
图 24: 地产转冷拖累居民非金融资产



资料来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

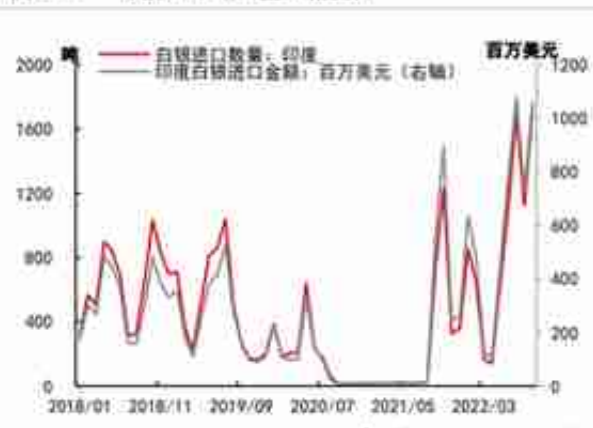
我们曾强调，由于白银在 2020 年累积了超量金融投资库存，使得其价格仍然主要跟随黄金，并据此提出了根据通胀预期操作金银比的策略，在二季度产生良好效果，但这一情况在今年 8 月下旬起发生变化，金银比与通胀预期负相关关系消失，显示白银相对黄金定价逻辑变化。

图 28: LBMA 和 COMEX 白银库存大幅回落



资料来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

图 29: 印度白银进口量大幅上升



资料来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

而从 ETF 的持仓量看，白银实际可交割的库存可能更少。如上图所示，在前期美联

储货币收紧导致贵金属下跌的过程中，白银率先黄金企稳，并且库存相比收紧前没有大幅度下降，仍有 15000 吨左右（疫情前为 11000 吨）。考虑 SLV 白银 ETF 约占全球的 60%左右，那么对应于 LBMA 的库存，其中 ETF 占据可能就有 20000 吨以上，这使得白银现货短缺程度或比表面更为严重，这使得明年白银或相比黄金更加有机会。

（四）非美海外情况：美元指数上行空间受限，支撑贵金属

黄金也被视为一种“准货币”，能够规避美元的信用风险，因此美元指数与贵金属的关系主要体现在替代性，我们也关注美元指数对白银的影响。当市场风险来自于美国，引致其货币宽松预期，就会发现黄金与美元负相关。而当非美主权国家遭遇风险，美国稳定，黄金和美元可能同涨同跌，此时美国经济相对其他国家的强弱决定了黄金和美元哪个更有性价比。

观察近期海外市场，发现美元指数大幅拉涨，考虑到美国加息，欧元区风险和日本的维持宽松，使得美元端对贵金属产生利空。此时问题有两个：（1）海外风险是否对美元指数拉涨持续？（2）人民币汇率如何演绎，影响贵金属？（3）美元加息节奏如何，这将影响贵金属的表现。

第三个问题已经在前文回答。而前两个问题我们认为，年底前美元指数维持高位，但后续上涨将面临欧元区加息和日本持续的汇率抵抗，对贵金属压力或出现缓解，而国内经济周期和美国经济周期的分化，使得国内贵金属相比海外稳定。

主要原因可以根据欧元区和美国经济状况分析得到。10 月份欧元区消费者调和价格指数同比增长 9.1%，8 月欧元区核心通货膨胀率为 4.3%，比前月的 4% 继续上升。值得注意的是，整体通胀和核心通胀之差已经放大到一倍以上，这体现食品和能源价格依然是影响欧元区通胀和经济的核心。其中能源是主要贡献者，8 月同比上涨 43.8%（前值 44.44%）。

这就使得对于欧元区而言，控制能源价格和输入性通胀是其最优决策。而欧元区 9 月失业率 6.7%（8 月 6.6%），低于疫情前 7.4%（2020 年 2 月）。也为欧元区提供弹药，防止输入性通胀，支持其维持汇率。考虑前文分析美国经济、通胀和就业状况，以及欧元区支持制裁俄罗斯需要美国支持，预计美元指数进一步上升动力将受限。

而对于日本而言，进一步大幅贬值将伤害日本贸易结构，导致输入性通胀风险，因此干预汇市的政策或会持续，但短期仍不会改变货币政策。

考虑到日本失业率相比疫情前仍高，内债规模高于外债，国内经济压力更强，因此

前期均未采用收紧货币的政策。而与欧元区不同，日本近日通胀上涨，主要原因来自贬值后贸易逆差大幅恶化（8月贸易逆差 2.37 万亿日元，2020 年 3 月的 2.07 万亿），输入性通胀大幅拉升。由于日本重启核电设施，使得整体通胀与核心通胀差差异不大（8月 CPI3%,核心通胀 2.8%），因此日本后续或将持续采用政策稳定汇市，限制美元对贵金属压力。