

冠通期货-2023年12月贵金属月度报告

制作日期：2023年11月29日

冠通期货研究咨询部

分析师：周智诚

执业证书号：F3082617 /Z0016177

联系电话：010-85356555

贵金属

品种	交易逻辑	多空观点	操作建议
黄金	11月公布的美国10月核心CPI为4%，在美联储看来仍然太高；美联储11月会议及会议纪要不愿明确本轮加息已经结束，但承认下一步行动需要“谨慎”目前市场预期美联储12月不加息概率接近100%，2024年5月开始降息的概率大于50%；持续的高息状态导致经济衰退担忧加剧，地缘政治形势依然紧张，刺激金价持续反弹上涨；短线看，金价快速上涨之后进入调整，但仍可考虑逢低布局多单；	中长线看多 短线震荡	长线多单适量持有； 空2月多4月合约反套； 短线多单逢高止盈
白银	银价反弹力度略大于黄金，银价目前处于小幅震荡回落阶段；随着工业生产恢复繁荣，工业用银将助力银价将继续上涨；银价可继续逢低布局多单；	中长线看多 短线震荡	长线多单适量持有 空2月多4月合约反套； 短线多单逢高止盈

核心观点

观点：

- 美联储在11月份再次暂停加息，金价在10月初经历加速下滑之后，出现迅速连续反弹；在高息下美国国内实体经济持续受压，政府、企业和居民个人都债台高筑且受高息影响还款压力巨大；在外部，地缘政治紧张从未真正缓解，俄乌冲突超过21个月看不到结束迹象，巴以冲突持续超1个月，黄金再次成为避险资金的主要去向；目前市场预期美国已经事实上达到利率峰值；金价在地缘政治十分紧张复杂、美国经济软着陆前景不明和美联储距离降息越来越近的背景下延续震荡上涨。

投资策略：

- 沪金2402/沪银2402经过快速上涨后出现日线、4小时线顶背离迹象，但金银中长期的上涨趋势不会改变，美联储政策转向的预期和地缘政治持续紧张将刺激金银继续上涨；中长期看涨的策略将在一段时间内持续；中短期看，可以积极考虑卖2月合约买4月合约的反套操作。

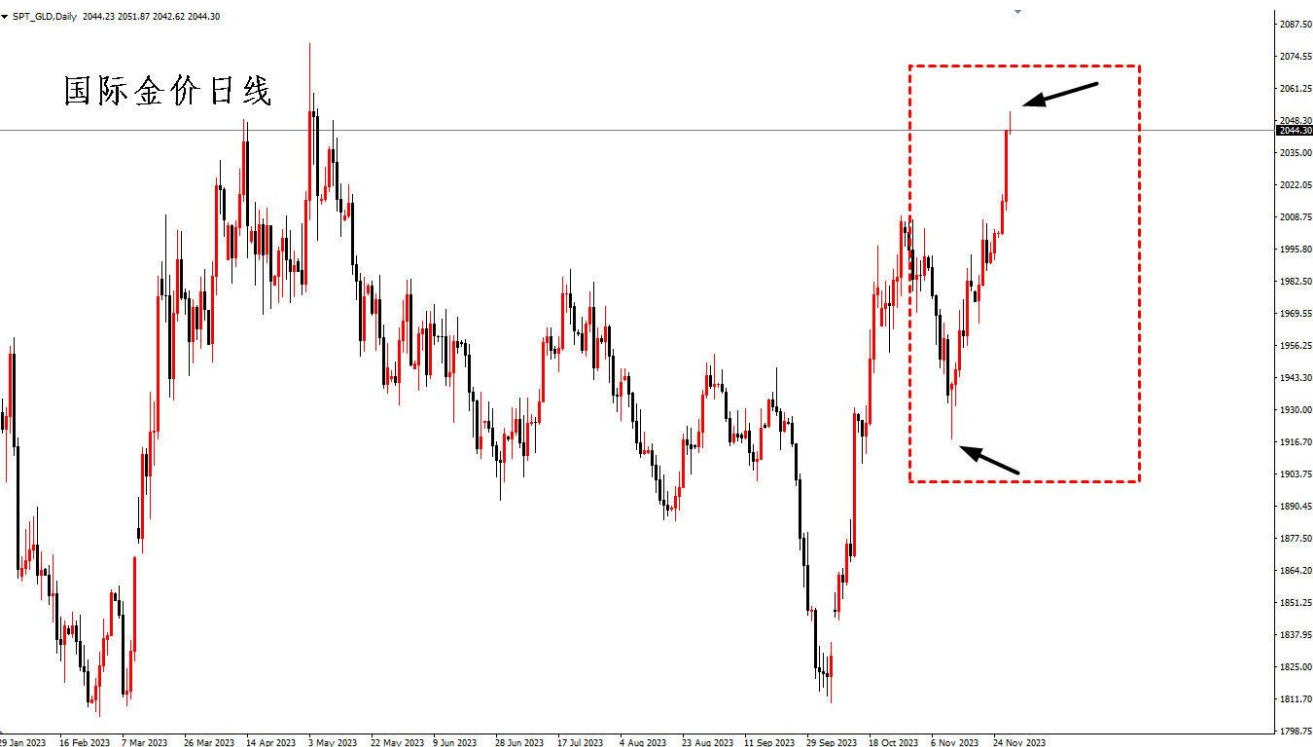
金银在2023年11月V型震荡



黄金在2023年11月经历先跌后涨的“深V”震荡



冠通期货
Guantong Futures



- 2023年11月（红色虚线框内），国际市场金价在11月3日从阶段性高点2003美元/盎司开始下滑，11月12日触及阶段低点1918美元/盎司，之后快速反弹，在11月29日触及阶段高点2051美元/盎司，金价在11月份最大向下振幅为4.24%；最大向上振幅为6.93%；

- 2023年11月（红色虚线框内），国内黄金期货主力合约在11月1日触及阶段高点482.08元/克，11月21日触及阶段最低463.82元/克，至11月29日盘中触及477元/克的阶段小高点；期货金价在11月份最大向下振幅为3.78%；最大向上振幅为2.84%。

白银在2023年11月经历更加激进的“深V”震荡

SPT_SVR.Daily 25.065 25.187 24.944 24.958

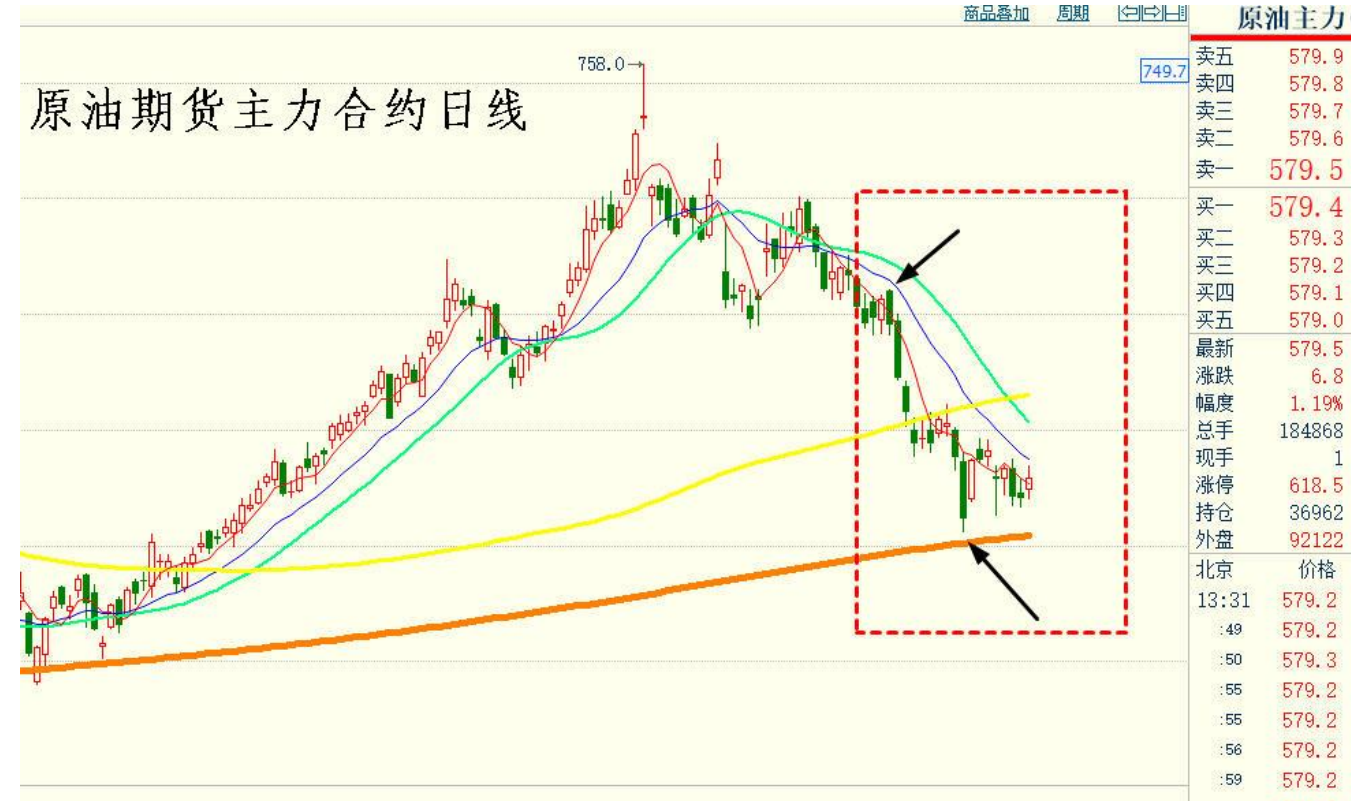


- 2023年11月（红色虚线框内），国际市场银价在11月3日触及阶段小高点23.29美元/盎司，在11月13日触及阶段最低21.87美元/盎司，之后银价快速反弹走高，11月29日盘中触及阶段小高点25.18美元/盎司；11月银价最大向下振幅为6.09%；最大向上振幅为15.13%；



- 2023年11月（红色虚线框内），国内白银期货主力合约在11月6日触及阶段小高点5906元/千克，在11月14日触及阶段低点5653元/千克，之后期货银价快速震荡反弹；在11月27日触及阶段最高6279元/千克，11月份人民币期货银价向下最大振幅为4.28%，向上最大振幅为11.07%。

原油在2023年11月整体下滑震荡，与金价失去正相关关系



- 2023年11月（红色虚线框内）美原油价格整体震荡下滑；WTI原油11月3日触及阶段小高点83.60美元/桶，之后一路下滑并在11月16日触及阶段低点72.37美元/桶，油价之后进入震荡，并未明显反弹；11月油价向下最大振幅为13.43%；11月份原油价格与金价几乎完全失去正相关关系，凸显海外高息状态抑制原油需求。

- 11月份国内期货原油下滑态势与外盘原油高度相似；在2023年11月（红色虚线框内），国内期货原油主力合约11月6日触及阶段小高点661元/桶，之后一路下滑并在11月17日触及阶段低点556.4元/桶；人民币期货原油在11月份最大向下振幅为15.82%。

- 进入2023年11月初之后，金银都经历了明显的V型反弹，油价持续震荡下滑；整体上看，金银在下跌调整之后迎来快速反弹上涨；中东地缘形势恶化是主要推手，但对美联储利率峰值的预期是金银上涨的主要动力；
- 尽管目前的核心PCE物价指数依然在3.7%，美联储内部继续控制通胀之声不绝于耳，但市场预期美联储12月继续不加息的可能性接近100%，对2024年首次降息的预期普遍在5月，最乐观的降息预期在3月；基本可认定现在美国已经达到利率峰值；目前只是美联储为进一步遏制通胀能把利率峰值维持多久的问题；
- 内外盘振幅对比可看出，11月份金银内盘涨幅和跌幅均小于外盘；这与人民币对美元汇率在11月份稳定升值有关，汇率升值令人民币涨跌幅均缩小（原油例外）；人民币汇率10月31日收盘7.3165；截止11月28日收盘为7.1533。

地缘政治紧张在2023年11月毫无改变

俄乌冲突持续，巴以冲突成为避险情绪根源



- 进入11月，乌克兰东部战事已经持续了将近两年，随着第二个冬天的到来，冲突再度升级。俄军加大了对乌克兰的进攻力度，乌方称俄军近日对乌克兰东部的重镇阿夫杰耶夫卡发起了第三轮进攻，每天的炮击次数都达到30-40次，形势紧迫。西方国家的援助态势也在发生变化，美国也采取观望态度，表示需要等到加沙冲突结束后才有可能重新向乌克兰提供援助。然而，乌克兰当前最迫切的问题是俄罗斯可能发动的新一轮能源设施攻击战。在这样的形势下，乌克兰的未来充满着不确定性。
- 11月28日，以色列国防军宣布，调查结果显示，在10月7日被哈马斯方面扣押的3名以军士兵已死亡。因此，自本轮巴以冲突爆发以来，以军士兵死亡人数已达395人。11月6日，联合国秘书长古特雷斯发表声明表示，加沙地带正在成为“儿童的坟场”。当地时间11月12日晚，半岛电视台、阿拉比亚电视台援引哈马斯媒体办公室消息报道，本轮巴以冲突爆发以来，加沙地带已有11180人死亡，其中包括4609名儿童。
- 初步结论：世界各地经过长期积累的地缘政治矛盾正在逐渐爆发，未来一段时间地缘政治仍将动荡不安；利好黄金吸收避险资金。

中美再次达成元首会晤，但双方均未做出任何让步



- ▶ 当地时间11月15日，国家主席习近平在美国旧金山斐洛里庄园同美国总统拜登举行中美元首会晤。习近平指出，中美不打交道是不行的，想改变对方是不切实际的，冲突对抗的后果是谁都不能承受的。大国竞争解决不了中美两国和世界面临的问题。这个地球容得下中美两国。中美各自的成功是彼此的机遇。……中国没有超越或者取代美国的规划，美国也不要再有打压遏制中国的打算。
- ▶ 拜登总统指出，我们必须确保竞争不会演变成冲突。我们还必须负责任地管理竞争。这就是美国想要的，也是我们打算做的。我相信世界对我们双方的期望也是如此：坦诚交流。……我们所面临的全球重大挑战，从气候变化到禁毒，再到人工智能，都需要我们共同努力应对。
- ▶ 美国外交政策研究所副主席道夫·扎克海姆（Dov S. Zakheim）在文章中称，实际上中国在核心问题上，没有分寸让步。他写道：中国在台海问题上没有让步，对台湾地区的“抵近慑压”不会停止；也没有承诺“减少在南海和东海的军事行动”，更没有承诺“减少对俄罗斯的支持”；
- ▶ 初步结论：不管是民主党还是共和党，根本不存在对中国宽容的“余地”；目前两国尽一切努力维持“斗而不破”的政治和经济关系。

金价与美指在2023年11月继续维持不完美的负相关关系

伦敦现货金价/美元指数相互关系变动趋势
(2010.1--2023.11)

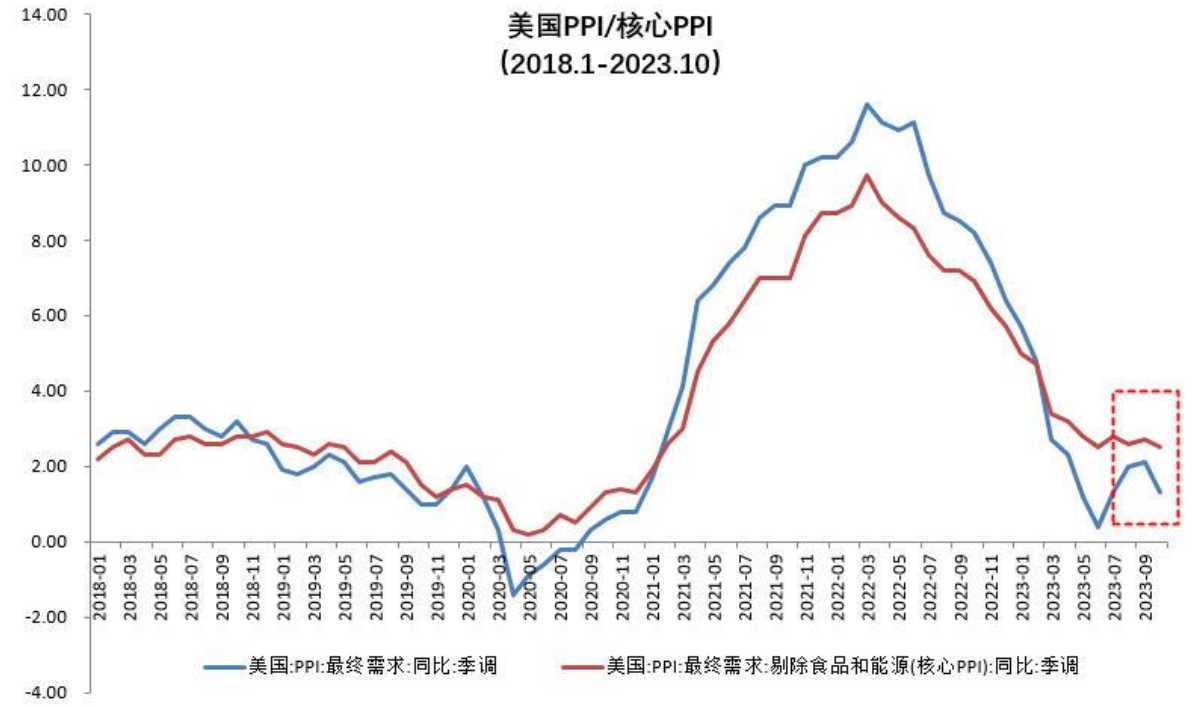
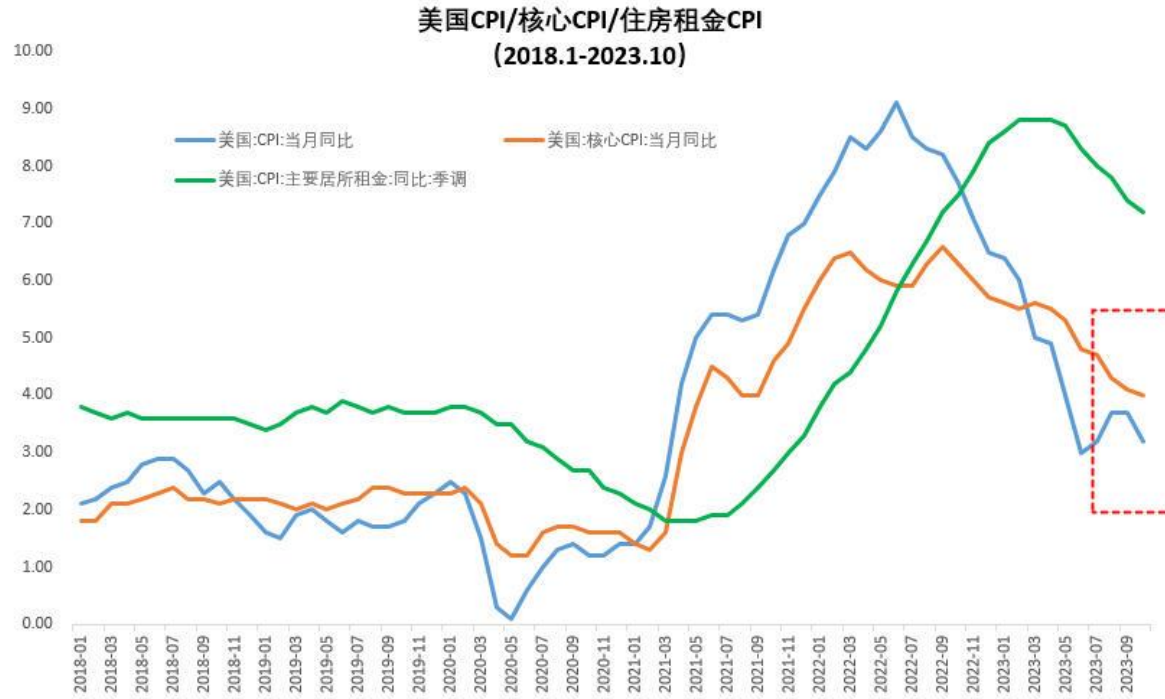


- 目前美联储加息确定进入尾声，地缘政治方面美俄、美中、巴以关系依然紧张；
- 美国经济数据好坏不一，但避险资金依然流入黄金；黄金在美指下滑或高位震荡的情况下依然反弹，负关系不甚完美；
- 同时黄金和美指同涨同跌的情况也在增多，集中体现在美国处于接近利率峰值并维持高息的阶段，也是下一次危机的酝酿阶段。

- 截止11月24日，金价和美元指数在11月份基本维持了负相关关系，美指小幅下滑，金价明显震荡反弹。

市场预期美联储不加息，美指震荡下滑

美国通胀（CPI/PPI）超预期回落



- 11月14日美国劳工统计局数据显示，美国10月CPI同比上涨3.2%，预期3.3%，前值3.7%；剔除食品和能源成本的核心通胀为4%，预期4.1%，前值4.1%；但仍高于美联储的2%的目标水平；从核心CPI指数来看，涨幅主要由租金、业主等效租金、机动车辆保险、医疗、娱乐和个人护理推动；数据显示美国10月整体CPI超预期降温，核心CPI也超预期降至2021年9月以来最低，市场进一步押注美联储将在2024年降息；
- 11月15日公布的美国10月PPI同比由上月的2.2%大幅放缓至1.3%，预期1.9%；美国10月核心PPI同比也由上月2.7%显著放缓至2.4%，涨幅为2021年初以来最小，预期2.7%；PPI报告显示超过80%的商品价格下降是由于汽油成本下降所致，汽油成本降幅达到15.3%。

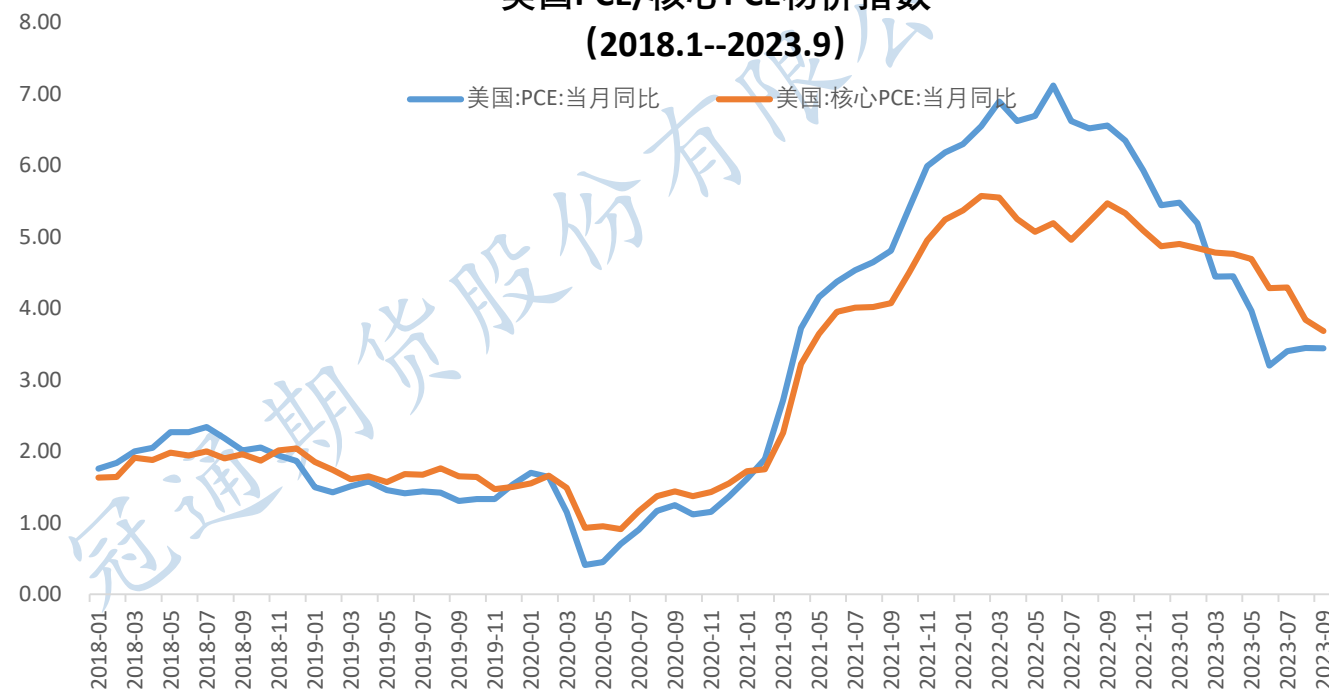


PCE通胀依然偏高，通胀预期明显反弹

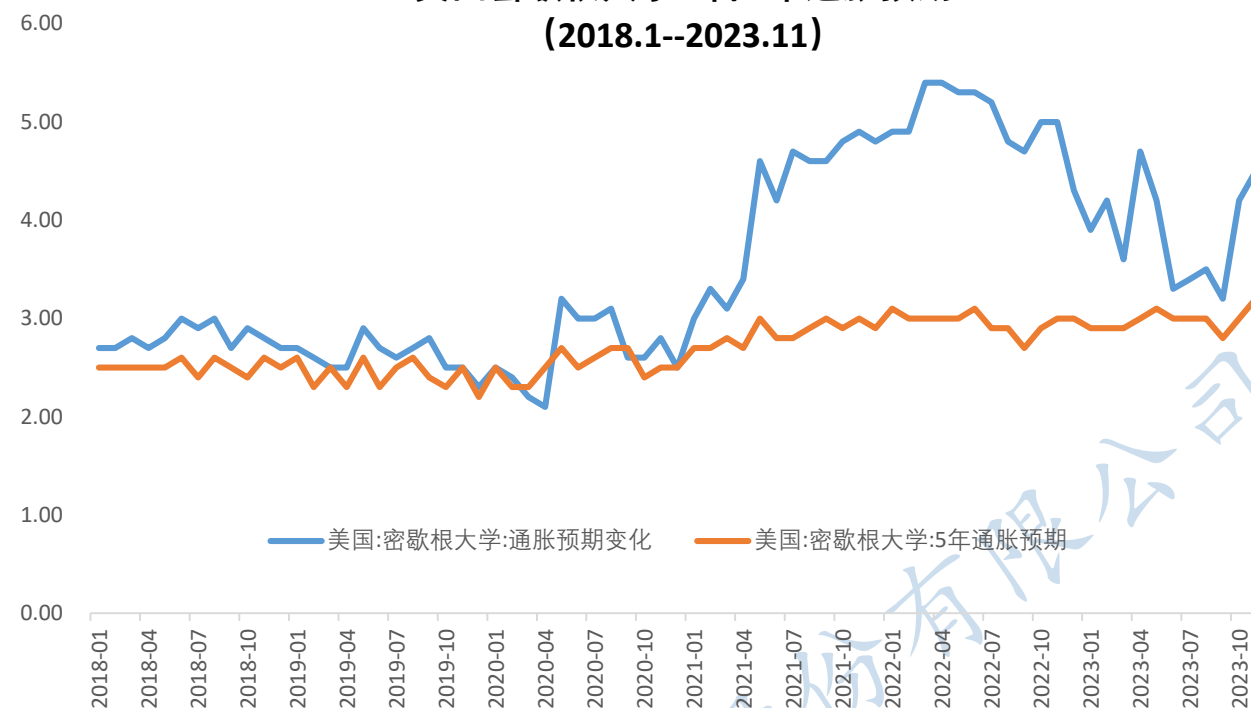


冠通期货
Guantong Futures

美国PCE/核心PCE物价指数
(2018.1--2023.9)

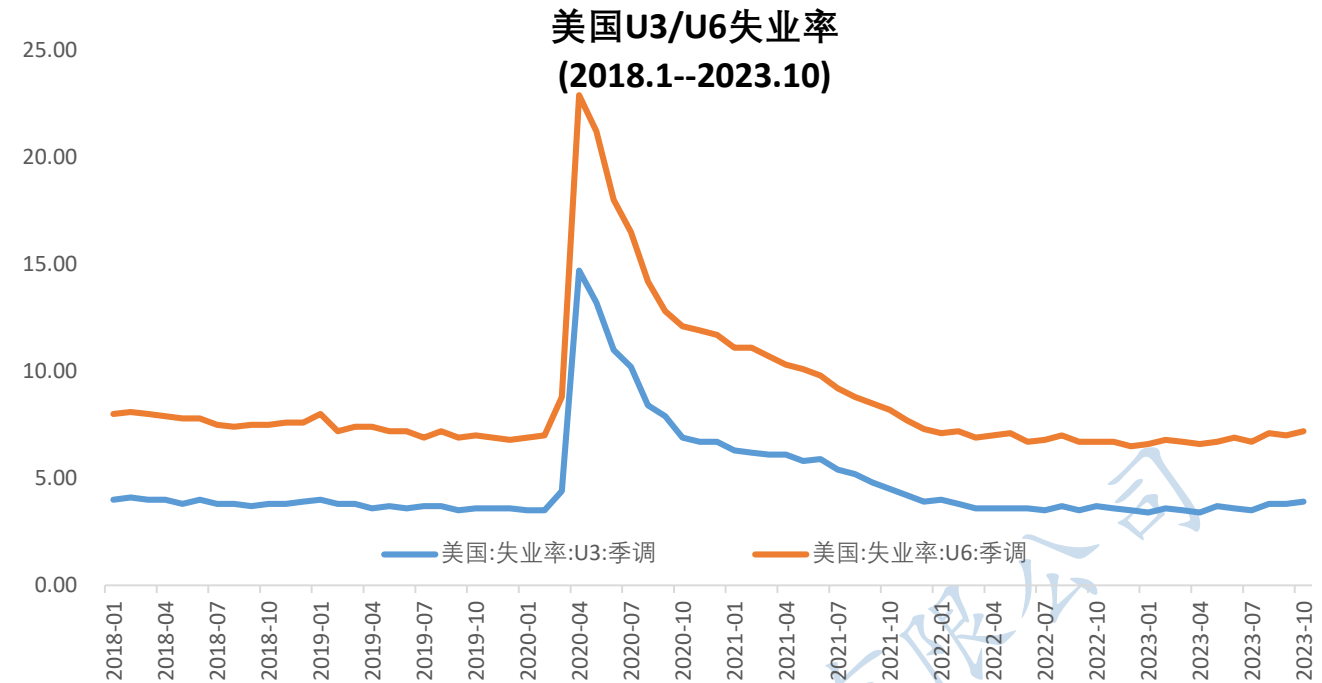
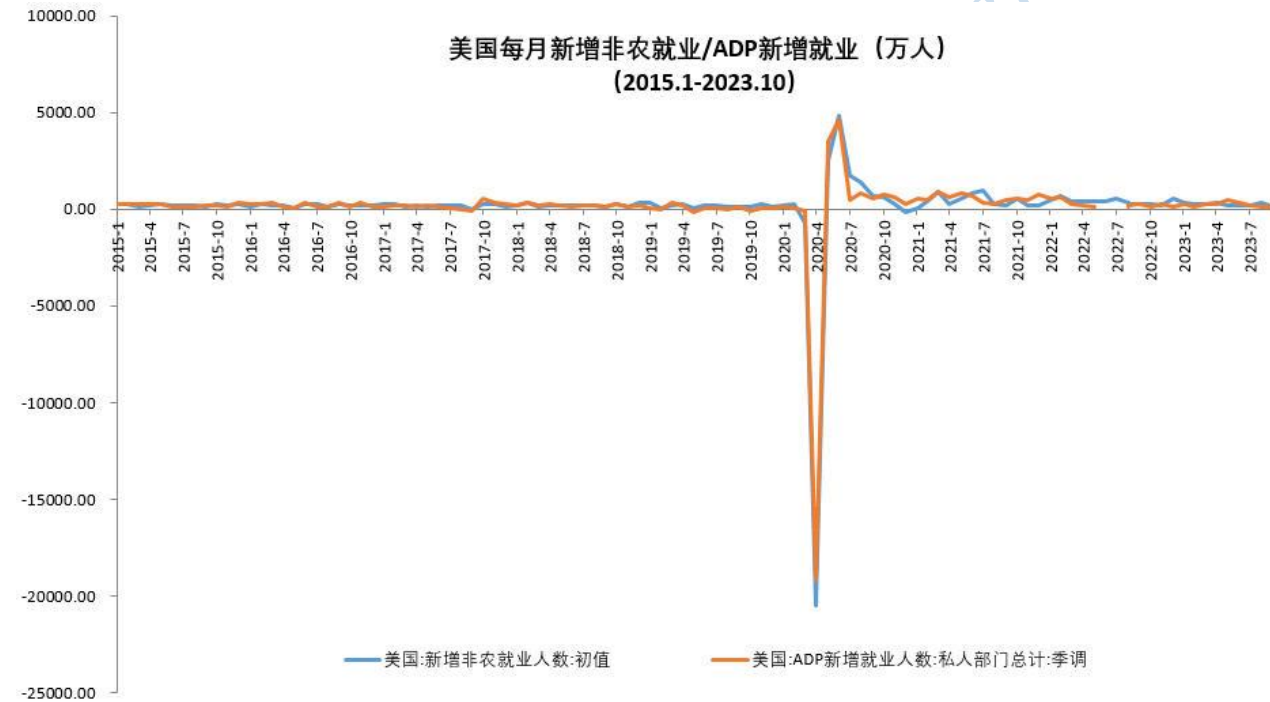


美国密歇根大学1年/5年通胀预期
(2018.1--2023.11)



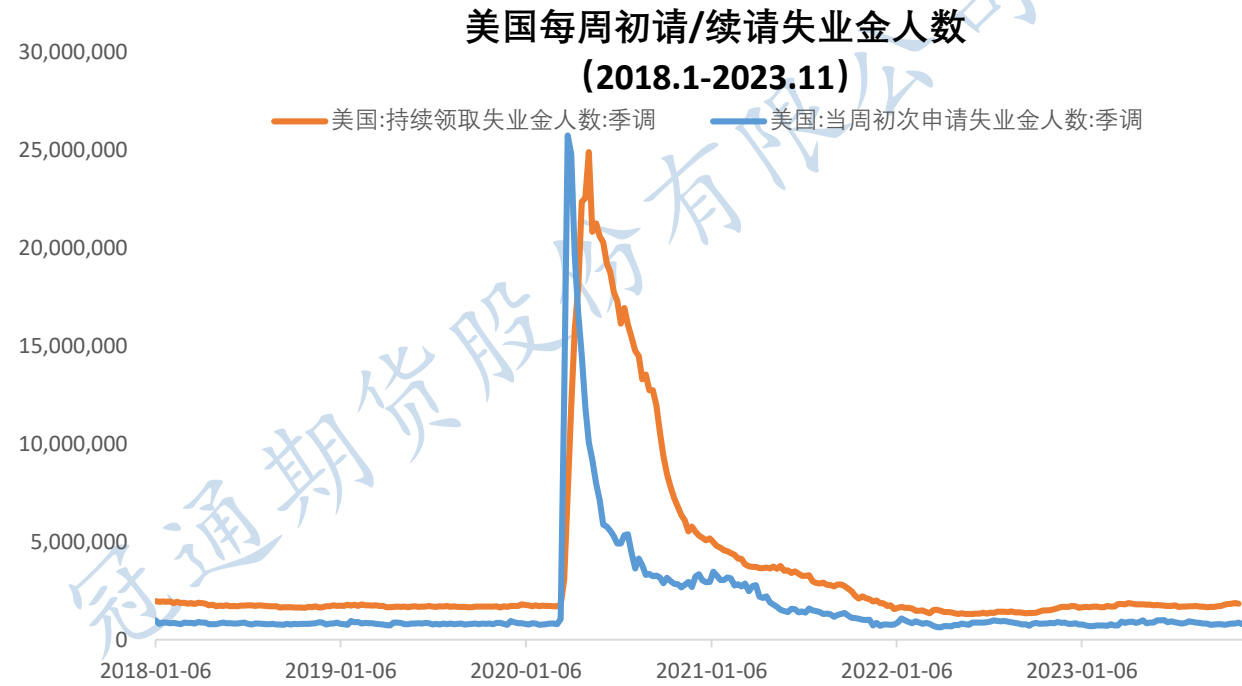
- 10月27日公布的美国9月PCE通胀同比为3.4%，符合市场预期和前值；剔除食物和能源后的核心PCE物价指数同比增速从8月的3.9%回落至3.7%，符合市场预期，创2021年5月以来新低；数据显示通胀降温进程最近陷入停滞，表明美联储还不能宣布胜利。
- 11月22日公布的美国11月密歇根大学1年通胀预期终值4.5%，预期4.4%，初值4.4%；5年通胀预期终值3.2%，预期3.1%，初值3.2%。本月早些时候，美联储主席鲍威尔被问及未来一年的通胀预期上升，将如何影响12月份的利率决定，他强调，当前通胀预期仍处于“良好状态”。

就业市场出现缓慢冷却迹象（1）



- 11月3日美国劳工统计局数据显示，美国10月非农就业人口增加15万人，预期18万，前值33.6万；10月新增就业仅为9月新增就业人数的一半，为2022年以来的第二低的就业增长人数；前两个月的数据均被大幅下修，调整后8月和9月的新增就业人数合计少了10.1万人；美国10月失业率为3.9%，预期3.8%，前值3.8%；U6失业率为7.2%；失业总人数650万人，失业率的上升标志着今年夏季火热的招聘开始降温。
- 11月1日公布的美国10月ADP就业人数增加11.3万人，预期15万人，前值8.9万人；有“小非农”之称的ADP就业数据连续三个月不及预期，可能表明美国劳动力市场开始更加明显地降温。

就业市场出现缓慢冷却迹象（2）



- 11月22日美国劳工部数据显示，截至11月18日当周初请失业金人数20.9万，预期22.6万；截至11月11日当周续请失业金人数184万，预期187.5万，徘徊在两年来最低水平附近；目前在劳动力市场逐渐降温的情况下，美国初请失业金人数总体呈上升趋势；高盛数据显示，在过去六个月里持续的季节性扭曲对续请失业金人数的影响越来越大，预计从现在到明年3月份，这些扭曲的逆转可能会使续请失业救济人数累计增加37.5万人；
- 11月1日公布的美国9月JOLTS职位空缺955.3万人，预期940万人，8月前值从961万人下修至950万人；9月自主离职率持平于2.3%，为连续第三个月位于这一位置，与2021年初以来的最低水平相当。自主离职率越高，表明劳动力市场紧张，工人有信心离开目前的工作以寻求更好的机会，反之亦然。

美联储11月议息会议



- 11月1日美联储货币政策委员会FOMC会后宣布，联邦基金利率的目标区间依然为5.25%到5.50%，将这一政策利率继续保持在二十二年来高位；这是本轮紧缩周期内首度连续两次会议并未加息；和之前的十次会议一样，本次的利率决策得到FOMC投票委员全票支持；
- 首先，声明继续重申3月的说法：“美国银行体系健全且有韧性”，接着本次声明新增了“金融”一词，改称：“对家庭和企业更为收紧的金融和信用环境可能对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度是不确定的。”
- 相比9月的上次会议，本周美联储会后决议声明对经济的评价更高。本次称：“最近的指标显示，三季度经济活动以强劲的步伐扩张。”本次声明依然认为“通胀保持高企”，重申“失业率保持低位”。本次改称，自今年早些时候以来，就业增长有所放缓，但仍强劲；
- 和7月决议一样，本次声明重申去年5月声明追加的FOMC“仍高度关注通胀风险”说辞，继续重申去年6月声明新增的“坚决承诺将让通胀率回落至2%这一目标”，继续重申，若有风险可能妨碍美联储达到通胀目标，如有需要联储准备适当调整政策立场。和前十次会议一样，本次会议的声明未公布新的路线，继续重申，将按此前公布的计划，继续减持国债、机构债和机构MBS；
- 本次议息会议之后，美联储10月会议给“最后一次加息”仍留有悬念，但美联储其实是到了一个“只说不做”的阶段；美债收益率集体回落，2年期美债收益率一度跌超14个基点并失守5%大关，10年期美债收益率一度跌12个基点至4.75%创两周新低，30年期美债收益率最深跌8个基点至4.94%；9月议息会议后利率基准所给出的两年美债利率中枢在5.12%。本次议息会议之后，从隐含点阵图变化的角度来看，美联储的确是降息了，从5.12%降低到4.96%，大概是16bp；这样看，本次议息会议美联储成功引导了利率下行，未来的利率预期也被“引导下行”了。
- 初步结论：美联储进入“用嘴加息”的阶段，实际上市场已经认为本轮加息已经到达利率峰值。

美联储主席鲍威尔在11月会议后的发言



- 10月19日美美联储主席鲍威尔在11月会议后举行的新闻发布会上表示，美联储“尚不确信”当前货币政策紧缩程度已足够实现通胀目标；
- 鉴于不确定性和风险以及货币政策已取得的进展，美联储将在今后的会议上谨慎行事，根据即将公布的数据及其对经济前景、经济活动和通胀的影响以及风险平衡，决定进一步收紧政策的程度。目前降息并不在美联储考虑范围之内；
- 鲍威尔表示，长期利率的变动意义重大，但美联储再次加息的可能性仍在考虑之中。“也许最重要的是，美国国债收益率的上升正在体现”家庭和企业的借贷成本；鲍威尔说，美联储留意长债收益率上升，长端利率升高不仅仅体现出市场对联储加息的预期；
- 鲍威尔在发布会上称，美联储的政策是有限制性的，已经看到它的影响，紧缩的效果尚未完全显现。他评价，联储“在本轮加息周期中已经取得很大进展”。他说，美联储官员认为他们已接近结束本轮加息周期，目前谨慎行动。鲍威尔又说，美联储致力于设定的货币政策能让他们确信，对经济的压力足以使通胀回落到目标，但“我们对是否已经达到这样的立场还没有信心。”
- 鲍威尔说，虽然长期利率攀升，但他对联储政策达到足够的限制性“并没有信心”。他说：“我们问自己的问题是，是否必须进一步加息。”鲍威尔还说，美联储正逐次会议做决定。在做决策时，联储关注全面的经济数据。有记者提问，如果美联储今年12月也不加息，是否意味着加息周期已经结束，鲍威尔回答：不一定。鲍威尔还说，有人认为，一次会议决定停下来不加息之后，就很难再次加息，这种想法是“不正确的”。鲍威尔透露，美联储工作人员在本次会议上并未将经济衰退重新纳入经济预测中。他表示，美联储将保持限制性的货币政策立场，直至“相信美国通胀处于朝着2%目标回落”的正轨。
- 初步结论：鲍威尔发言中的“谨慎”一词，实际上坐实了美联储12月也不会加息的预期。



- 11月21日公布的美联储11月会议纪要显示，美联储货币政策委员会FOMC的决策者继续提到，全体认同，应该一段时间内保持对经济有限制性的高利率水平，但具体说辞和前次9月会议纪要有所不同；
- 本次说“所有（A11）与会者一致认为，（货币）政策适合一段时间内保持限制性立场，直到通胀显然朝着（FOMC）委员会的目标大幅下降为止。”
- “所有（A11）与会者一致认为，（FOMC）委员会能够谨慎行事，将继续基于收到的全部信息及其对经济前景的影响、以及风险平衡而做出每次会议的决策。”紧接着上面这句话后，本次纪要新增了一句话，“与会者指出，若收到的信息暗示，（FOMC）委员会实现通胀目标的进展不够，将适合进一步收紧货币政策。”
- 在政策前景方面，本次纪要重申了上次纪要——“与会者预计，未来几个月到来的数据将帮助澄清通胀下降的持续程度，以及劳动力市场达到更好的供需平衡的程度”，新增了一句：面对金融和信贷条件收紧，总需求正在放缓。本次纪要称，经济下行风险包括：金融和信贷环境收紧对总需求、银行、企业和家庭资产负债表的影响可能超过预期，商业房地产（CRE）继续疲软，以及全球油市可能受干扰；和上次会议纪要一样本次纪要中也完全没有出现“衰退”这个词，这是联储连续两次纪要都未再提“衰退”。
- 纪要显示，美联储官员发出了消费减弱的警告。一些与会者表示，由于食品和其他必需品价格高涨以及信贷条件紧张，一些家庭特别是中低收入家庭面临越来越大的财务压力，这些家庭的汽车贷款和信用卡拖欠率有所上升；工作人员继续认为，美国金融系统的脆弱性仍显著，并指出“股票、住房和商业地产的估值高”；上次，多名（several）与会者指出，即使在FOMC未来开始降息，缩表“也可能持续一段时间”；本次，一些（a few）与会者指出，即使今后FOMC开始降息，缩表“也可能持续一段时间”。
- 初步结论：不明确表示加息周期已结束，强调遏制通胀需要维持一段时间的高利率。

2023年12月及2024年一季度美联储政策展望

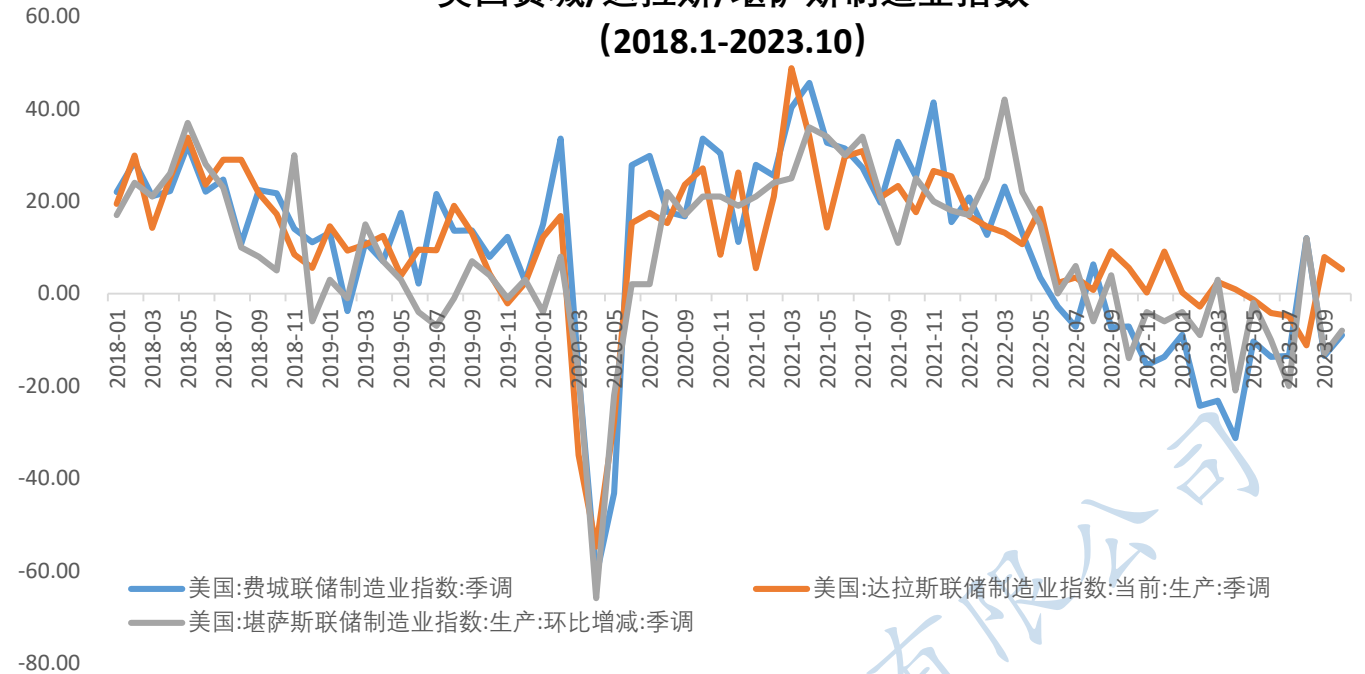
- 美国当下的核心CPI、核心PCE通胀依然在3%-4%区间，美联储内部认为应该继续加息遏制通胀和停止加息、静观通胀继续回落的观点都有存在；美联储主席鲍威尔在11月会议后的发言强调后续政策“应该谨慎”，实际上坐实了12月也不会加息；
- 目前市场预期美联储12月不加息的概率接近100%，预期2024年5月约有54%的机率开始降息。整体看，美国已经达到利率峰值，今年7月加息就是本轮加息最后一次；
- 美国商业地产领域潜在危机严重，区域性银行业危机难言彻底结束，美国能在利率峰值水平能维持多长时间非常令人怀疑，一旦在利率峰值引发实体经济衰退、失业率明显上升或导致政府、企业（银行）、个人的债务违约事件频发，那么美联储将比预想的更快进入降息；
- 初步结论：美联储很可能在2024年二季度后半（5月或6月）开始降息；最慢在2024年三季度（7月）开始降息。

实体经济—制造业受到高息抑制，持续低迷（1）

美国零售销售/零售销售（不含汽车）同比变化
(2018.1-2023.10)



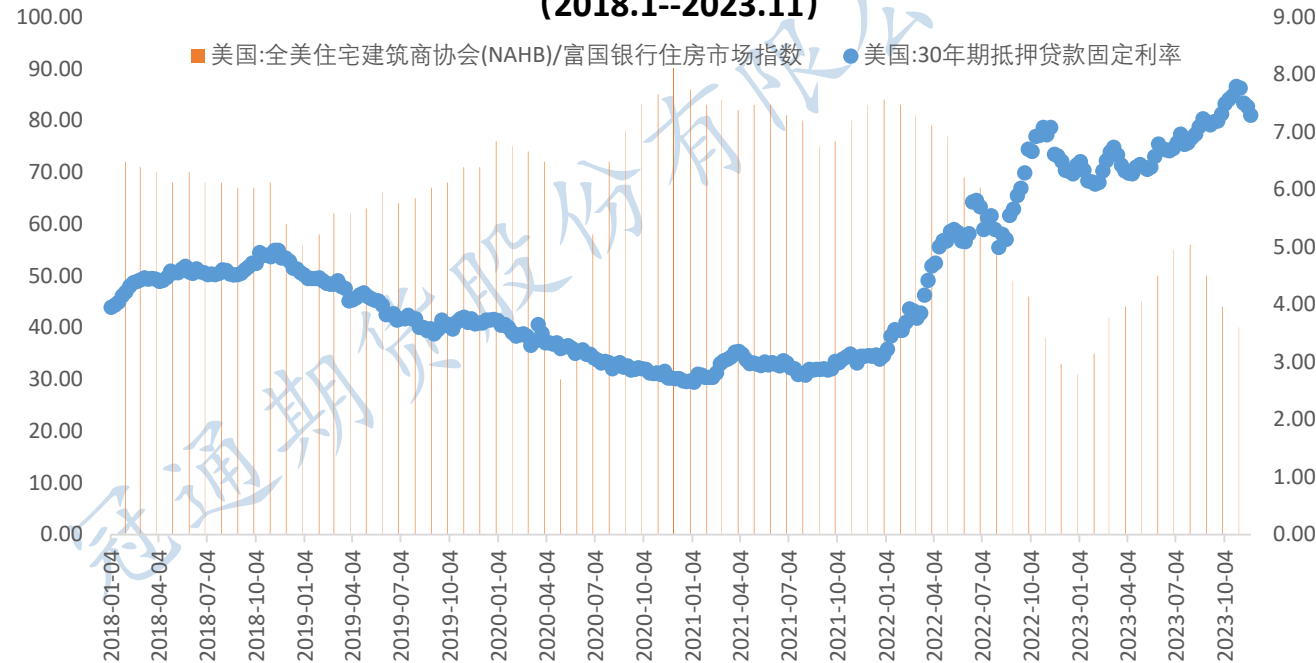
美国费城/达拉斯/堪萨斯制造业指数
(2018.1-2023.10)



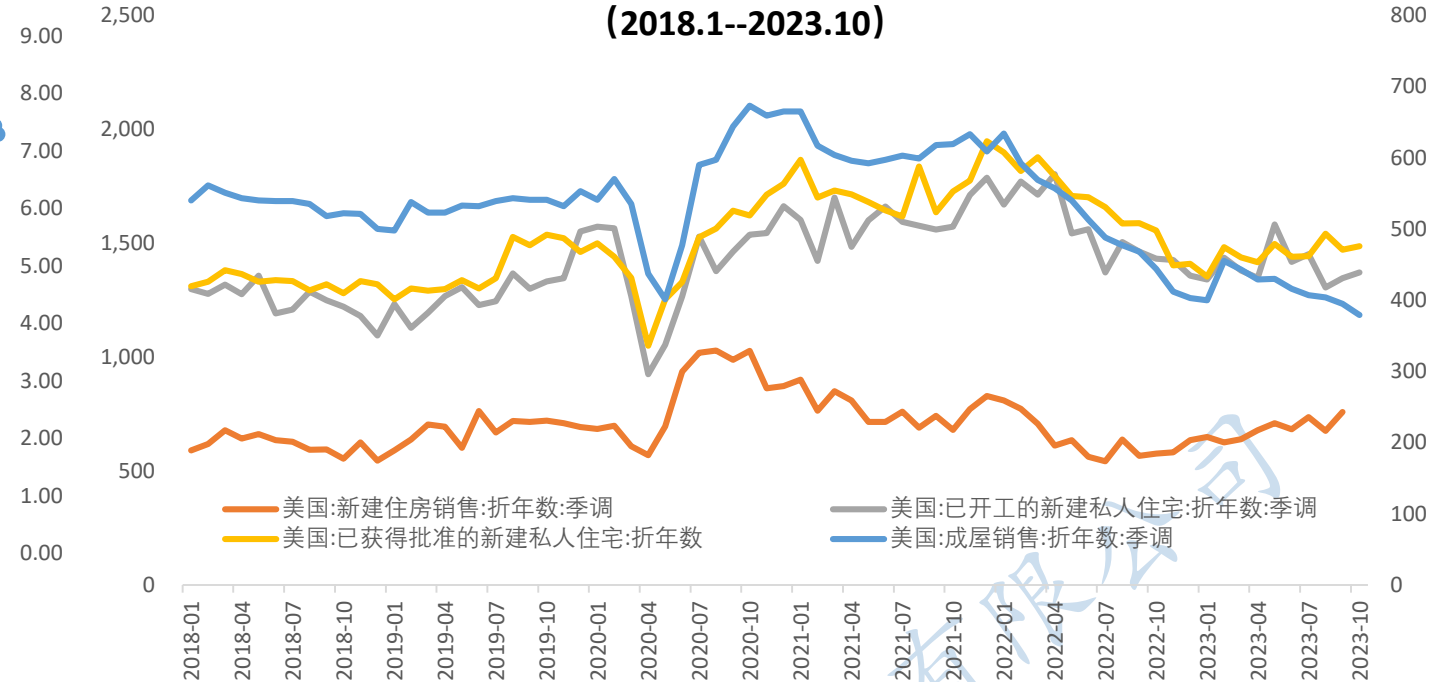
- 11月15日美国商务部数据显示，10月美国零售销售额环比下降0.1%，预期下降0.3%，显示美国消费者支出开始降温；10月剔除汽车及零部件经销商、加油站数据后的核心零售销售额环比增长0.1%；美国国内分析人士认为，随着信用卡利率上升、储蓄减少以及学生贷款的恢复，消费者支出以及零售销售前景仍然不明。美国全国零售联合会（National Retail Federation）认为，上述不利因素将阻碍销售额的增长。
- 11月1日公布的美国10月ISM制造业PMI录得46.7，市场预期值49，相较于前值回落2.3个点，连续第十二个月处于收缩区间，终止了此前连续三个月回升的趋势。10月ISM制造业PMI的五个子项中，就业及新订单对PMI拖累幅度较高。就业分项由上个月的51.2下滑4.4个点至46.8，拖累PMI指数0.88个点，为拖累最高的分项，就业放缓可能反映了美国汽车工人联合会(UAW)针对底特律三大汽车制造商罢工的影响。11月16日公布的费城联储制造业指数-5.9；11月16日公布的堪萨斯联储制造业指数-2；11月27日公布的达拉斯联储制造业指数5；美国各地方联储制造业指数已经长时间处于负值。

实体经济—房地产受高息状态挤压严重（2）

NAHB住房市场指数/30年期抵押贷款固定利率变化
(2018.1--2023.11)

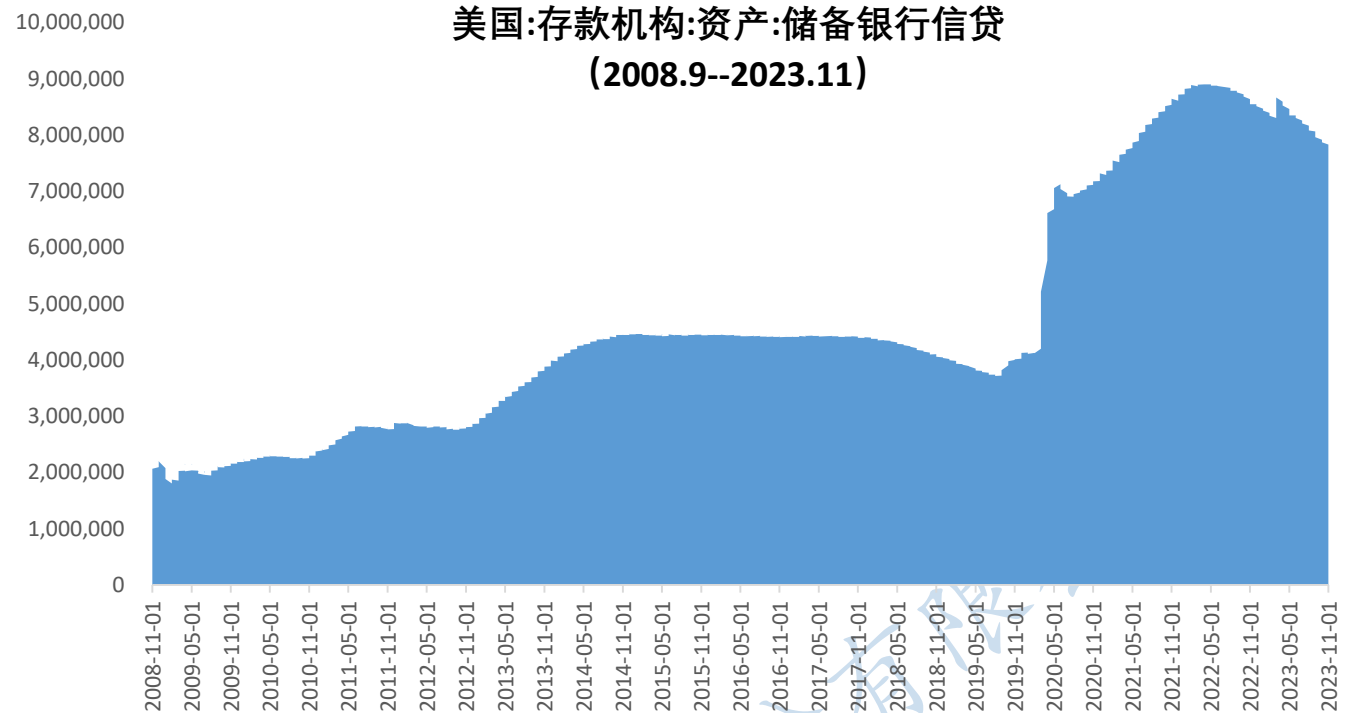


美国新屋销售（万套）/成屋销售/新屋开工/营建许可（千套）
(2018.1--2023.10)



- 11月16日根据美国住房建筑商协会(NAHB)和富国银行共同发布的住房市场指数(HMI)，11月建筑商的信心下降了6个点，降至34分。这一指数低于50分意味着市场情绪偏负面。分析师此前预期该指数将与10月份持平，10月前值为40；上周房地美的数据显示，美国30年期定期按揭贷款利率为7.29%，连续第四周下降，并创9月份以来新低，前周为7.44%。
- 11月17日美国商务部数据显示，10月美国新屋开工量按年率计算增长1.9%至137.2万套，为三个月来最高水平，市场预期135万套；新屋开工年化月率增长1.9%，预期下降0.6%；10月营建许可量上升至148.7万份，预期145万份；营建许可年化月率增长1.1%，预期下降1.4%；虽然美联储加息导致融资成本上升和房价居高不下继续对购房需求造成影响，但由于二手房上市数量有限，购房者正将目光转向新建房屋。

利率达到峰值；未来即便降息美联储资产负债表仍将下降



- 美联储11月议息会议同意将联邦基金利率的目标区间维持在5.25%至5.5%，美联储7月加息之后，9月和11月会议均决定维持利率不变，“不升息也不降息”成为四个多月的基本立场；美联储主席鲍威尔在会后“用嘴加息”，还一再强调“谨慎”对待后续的加息和降息问题；结果成功引导各期限美债利率下行，这实际上结束了美联储本轮加息周期；
- 由于疫情期间大量印钞放水，美联储决定通过缩表来控制通货膨胀。截止2023年10月，美联储的资产负债表规模已从其巅峰时期的8.9458万亿美元减少至7.9331万亿美元，相当于缩表了1万亿美元。据美国国内专家的预测，美联储将继续每个月减持600亿美债和350亿抵押债券，直至2024年。如果缩表继续持续到2025年，缩表规模可能会再次达到1万亿美元甚至更多。美联储的缩表策略虽然有效地抑制了通货膨胀，但也引发了市场流动性不足的担忧。缩表是否会持续下去，将取决于美国经济的表现和美债市场的压力。



通胀预期仍然在高位徘徊



冠通期货
Guantong Futures



IMF/世界银行/欧委会对全球经济的看法

- 10月10日国际货币基金组织(IMF)发布最新《世界经济展望》报告预测，全球经济增长将从2022年的3.5%降至今年的3%，明年将降至2.9%，远低于2000-2019年3.8%的历史平均水平；尽管全球经济继续从疫情、俄乌冲突和生活成本危机中复苏，但IMF表示，全球经济正在蹒跚前行，而不是全速前进。
- 11月7日IMF官网发布最新预测称，中国实际GDP在2023年将增长5.4%，2024年增速为4.6%。相较于其10月“世界经济展望”的预测值，目前2023年和2024年的预测值均上调了0.4个百分点。“中国经济有望实现政府2023年的增长目标，反映出新冠疫情后的强劲复苏。”IMF表示。
- 欧盟委员会发布2023年秋季经济展望报告，下调今明两年欧盟和欧元区经济增长预期。报告预测，2023年欧盟和欧元区国内生产总值增长率均为0.6%，均比夏季经济展望报告预测值低0.2个百分点，并预测2024年欧盟经济增长1.3%，欧元区增长1.2%，均比此前预期低0.1个百分点。欧洲央行副行长金多斯警告称，消费者价格增长可能会短暂回升，不过主要方向是下行；欧元区经济目前将保持低迷，不过之后应该会再次走强，同时有迹象显示劳动力市场开始走弱。
- 11月25日美国国会预算办公室(CBO)在发布的报告中估计，美国未来十年累计预算赤字总额将达到约20万亿美元，仅2023年支出与收入之间就存在1.7万亿美元的缺口，几乎是去年年度预算赤字的两倍；自2013年以来，国债从16.7万亿美元翻了一番多。如果没有重大政策变化，即使在最乐观的情况下，到2053年，公众持有的累积联邦债务也将超过GDP的100%，这一水平远高于历史经验。
- 11月23日高盛经济学家在一份报告中写道，2024年初，美国联邦政府关门的风险可能会更高，并指出国会两党在拟议支出水平上仍存在1200亿美元的差距，并进一步损害美国的金融威望，叠加美国的债务海啸和预算赤字激增，直接影响到数十万亿美元的美国国债的重新定价，并表示他们正在密切关注外国央行是否会背离美元或持续清算美债。
- 初步结论：美国经济是否可以实现软着陆仍不确定，但美国政府财政危机将一直存在并随时爆发；中国经济相对美欧处于更加健康的状态，这可能推进人民币国际化并令美元指数进一步走低。



黄金ETF流入，央行持续增加黄金储备，
全球去美元化持续进行

◆ WGC：黄金ETF持仓在2023年11月明确流入

SPDR黄金ETF持仓量（吨）/伦敦现货金价
(2018.1--2023.11)



- 最大的黄金ETF——SPDR在2023年11月出现持仓流入状态，11月1日SPDR基金持仓黄金861.51吨，至11月22日，持仓量为882.28吨，持仓增加约2.41%。

WGC：白银ETF持仓在2023年11月基本维持稳定

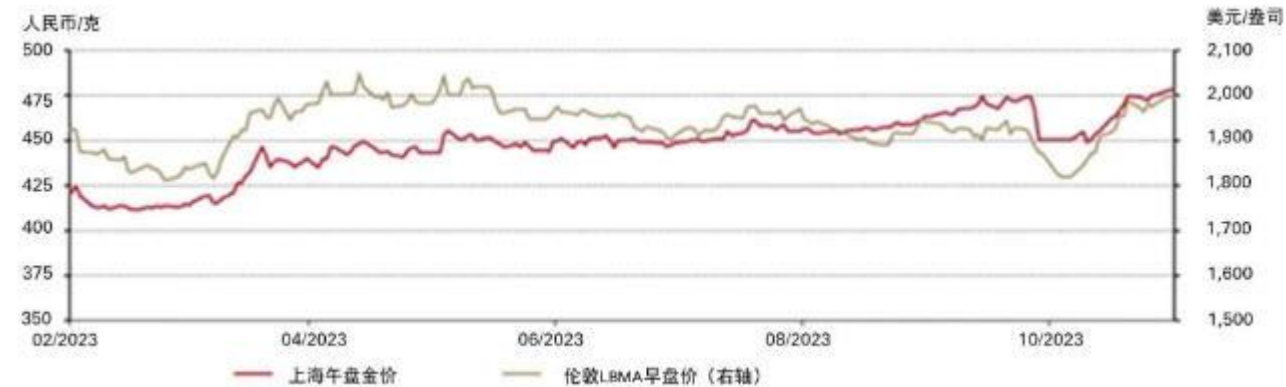
SLV白银ETF持仓（吨）/伦敦现货银价
(2018.1--2023.11)



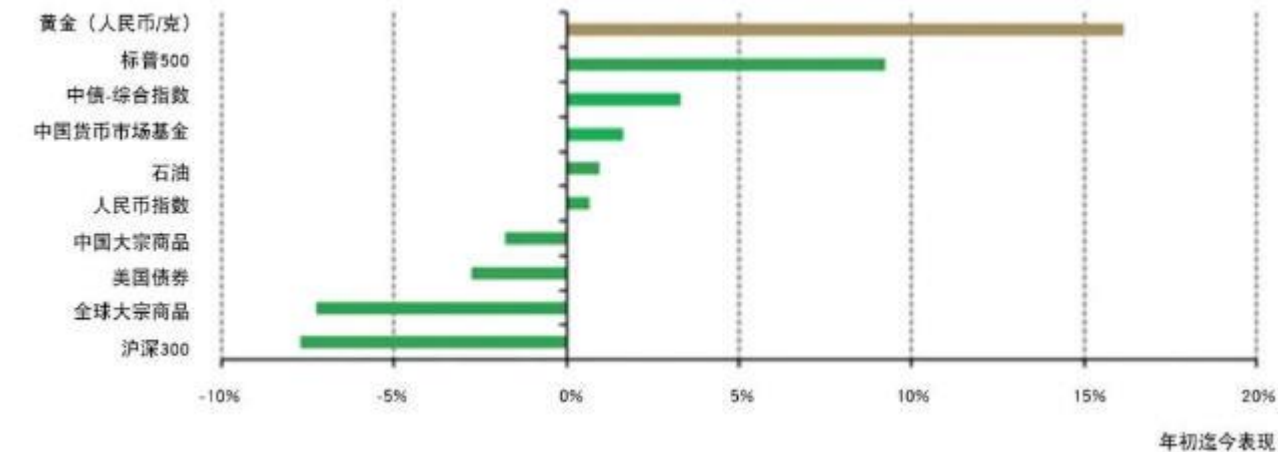
- 最大的白银ETF——SLV在2023年11月持仓微幅流入，11月1日持仓：13685.33吨；截止11月24日持仓：13690.93吨；1月持仓累计上升0.04%；
- 同期银价震荡回落后再次明显反弹，但白银ETF基本没有同步增持，这或许意味着白银的工业属性进一步增强，而白银的避险投资属性有所弱化。

WGC：2023年10月人民币金价明显反弹；人民币黄金收益领先

WGC：2023年10月人民币金价显著反弹



WGC：2023年人民币金价跑赢所有大类资产



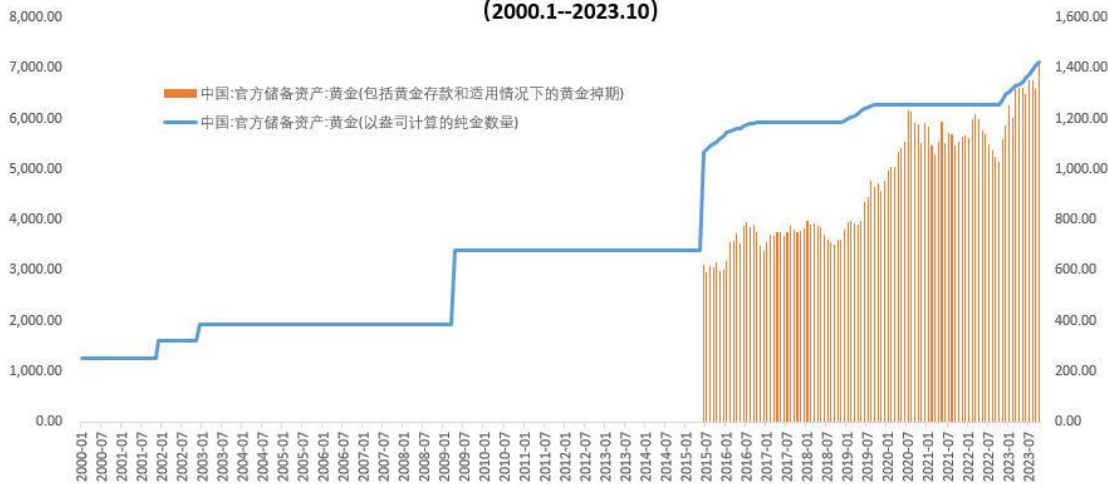
- 2023年10月国际金价出现大幅反弹，以人民币计价的上海金午盘基准价上涨6%，以美元计价的LBMA伦敦金午盘价上涨7%，二者均录得自3月以来最强势的月末收盘价。由于中东局势不稳，避险需求增加，推动国际金价水涨船高，即便是收益率更高的美国国债亦未能抑制金价的走高。

- 截至10月，上海金午盘基准价年初至今涨幅已扩大至16%，跑赢全球及国内各类主要资产；在此期间，伦敦金（LBMA）早盘美元价累计上涨了10%。

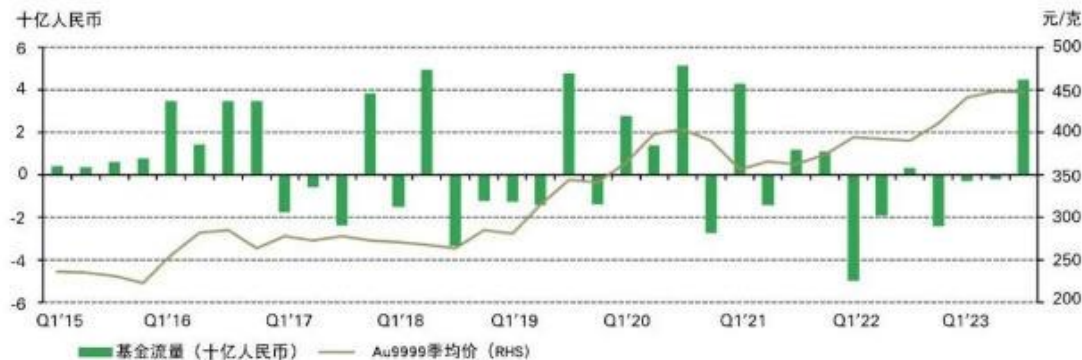
WGC：2023年10月中国央行连续第十二个月增持黄金储备

2023年10月中国央行再次宣布增加黄金储备

中国央行黄金储备（万盎司）/中国央行黄金储备价值（亿美元）
(2000.1--2023.10)



2023年三季度中国市场黄金ETF实现大幅净流入



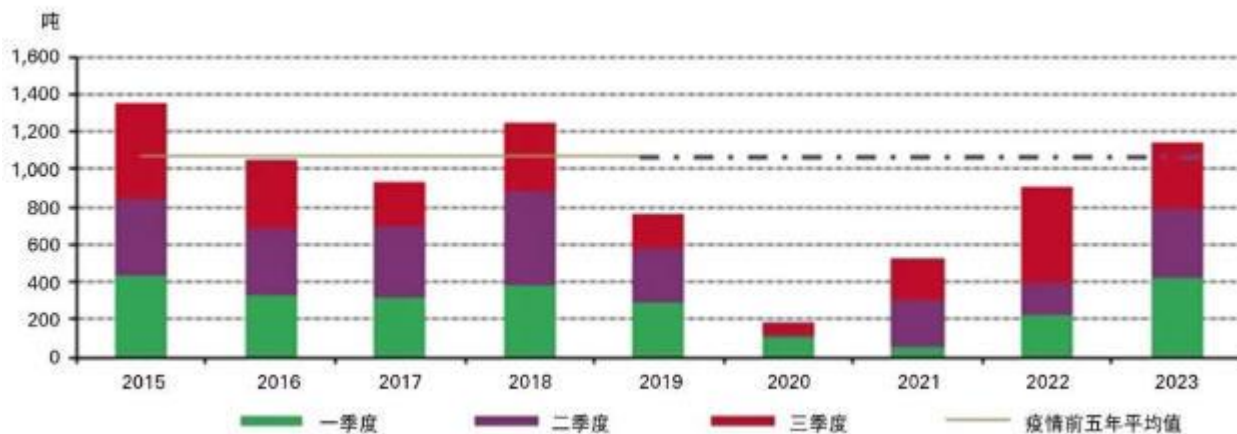
- 截至2023年10月底，中国央行黄金储备报7120万盎司（约2214.57吨），环比增加74万盎司（约23.02吨），为连续第十二个月增加，累计增加856万盎司。10月以来国际金价在2000美元/盎司波动，也就意味着10月央行斥资近15亿元购买黄金。今年以来，中国央行累计增持黄金约608万盎司（约190吨），为全球最大黄金买家。
- 世界黄金协会此前调研还发现，约71%受访央行认为其黄金储备将在未来12个月内上升。这个数值高于2022年的61%与2021年的52%。
- 2023三季度中国市场黄金ETF流入约45亿元人民币（约合6.11亿美元，+9.5吨），这是自2020年三季度以来的最高流入。截至9月底中国市场黄金ETF资产管理总规模达到270亿元人民币（约合37亿美元），持仓达59.7吨。本季度黄金ETF大幅流入的主要原因在于国内金价在三季度大部分时间内保持高涨势头，吸引了投资者的注意力；并且在股市疲软和人民币波动增加之际，投资者的避险需求上升；
- 三季度中国市场强劲的黄金ETF需求完全扭转了上半年的小幅流出，令年初至今的净流入达到了40亿元人民币（约合5亿美元），持仓增量略高于8吨。2023年年初至今，人民币金价回报率达到9%，令其他国内资产相形见绌，这或许也对维持投资者对黄金ETF的兴趣起到了关键作用。

WGC：2023年前三季度中国黄金进口明显增加

2023年前三季度中国国内金条金币需求明显增加



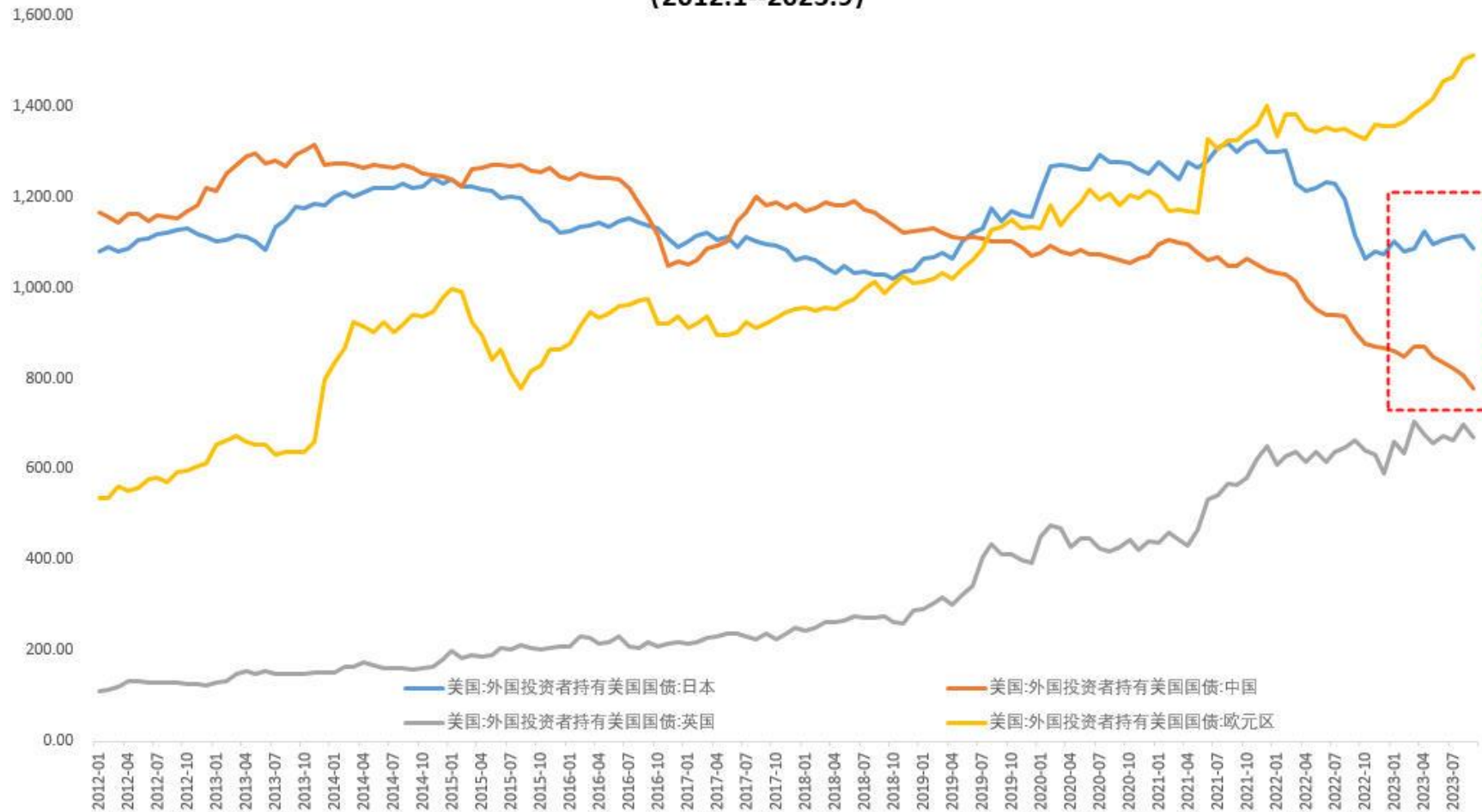
2023年前三季度中国黄金进口量明显增加



- 中国2023年三季度，中国国内金条与金币总需求飙升至82吨，较2022年三季度的高基数同比增长了16%，季环比则飙升66%。这是自2018年以来最强劲的三季度表现，远高于64吨的五年均值以及61吨的十年平均。人民币资产表现疲软，房地产前景不明，加之全球地缘政治的不确定性，令国内投资者对黄金的避险需求上升。
- 2023年前三季度，国内金条和金币需求为197吨，同比增长26%，与10年均值持平。由于经济和地缘政治的不确定性，国民储蓄意愿依然在历史高位徘徊；且相对于其他资产，人民币金价表现强劲，这是提振金条和金币需求的两大主要因素。
- 中国海关总署的数据表明，9月中国境内共进口124吨黄金，与8月（123吨）基本持平。三季度，中国共进口黄金354吨，同比减少31%，主要原因在于2022年三季度基数较高。今年前三季度，中国共进口1,145吨黄金，相比2022年同期增长27%，表明境内黄金需求有所改善，行业在新冠疫情后的第一年积极补充库存。

全球去美元化——日本、英国、中国都在减持美债

外国投资者持有美债日本/中国/英国/欧元区 (10亿美元)
(2012.1--2023.9)



- 11月17日凌晨，美国财政部公布最新的国际资本流动报告(TIC)显示，美国前三大海外“债主”——日本、中国和英国在9月均选择减持美国国债。
- 其中，9月日本减持285亿美元美国国债，持有美债总规模降至约1.09万亿美元；中国减持273亿美元美国国债，总持仓规模降至7781亿美元，创下2009年5月以来的最低值；英国也减持292亿美元美国国债，持仓规模降至6689亿美元。
- 中国在过去的23个月内，有21个月呈现抛售美债的状态，特别是进入2023年以来，中国抛售美债的速度正在加快，这表明，中国正式拉开了新一轮大幅度抛售美债的浪潮。目前中国仍为美债的第二大海外持有者。

全球去美元化——中俄双边贸易本币结算达95%



人民币和俄罗斯卢布

- 据今日俄罗斯电视台网站11月21日报道，俄罗斯第一副总理安德烈·别洛乌索夫表示，俄罗斯和中国近95%的双边贸易使用卢布和人民币结算。
 - 专家解释称，在西方施加限制的背景下，莫斯科和北京开始更多地用本国货币来代替美元和欧元，以最大程度降低风险。同时，据政府估计，今年两国贸易额将首次超过2000亿美元，2030年有望增至3000亿美元。
 - 值得注意的是，在2013年至2014年，莫斯科和北京仅有2%至3%的相互贸易使用本国货币结算。2020年，这个指标提高到24%至25%，2022年达到50%。俄罗斯经济发展部副部长弗拉基米尔·伊利乔夫说，在美国和欧盟采取前所未有的制裁政策的背景下，俄中开始积极使用本币来代替美元和欧元。
- 俄罗斯全球自由金融公司高级分析师纳塔利娅·米利恰科娃说：“谈到莫斯科和北京的结算，许多俄罗斯银行已经与SWIFT(环球银行间金融通信协会)断开，所以双方现在通过自己的支付系统用本币进行贸易结算。同时，由于中国对俄罗斯能源的需求较大，我们看到双边贸易正在稳步增长。”
 - 据中国海关总署统计，今年1月至10月，中俄贸易额同比增长27.7%，达到1965亿美元。其中，中国自俄罗斯进口1064亿美元，增长12%以上；中国对俄出口901亿美元，增长52%。俄联邦海关署预测，俄中贸易额今年将跨过2000亿美元关口，达到约2150亿至2200亿美元。政府的评估与之相似。同时，俄政府不排除未来7年双边贸易额再增长50%的可能。
 - 初步结论：中俄作为两个世界大国，双边贸易本币结算超过95%，几乎完全排除美元影响，将成为金砖集团和其他新兴市场国家去美元化的典范。

全球去美元化——新兴市场国家全力拓展美元以外支付手段

Arkansas Law Makes Gold and Silver Legal Tender in the State



- 11月29日媒体报道，国际货币基金组织（IMF）的调查显示，美元在全球跨国贸易结算中的占比已经下降到40%。美国的外交政策专家本杰明和《货币战争》的作者里卡兹都对美元的前景表示担忧，他们认为美国对其他国家的“单边制裁”是导致美元信用下降的一个重要原因。
- 据美国铸币局在11月27日公布的数据，截至11月15日的2023年内，美国金币（Gold Eagle）总销量为212.6万盎司，较去年同期增长20.3%，除了美国消费者和一些精英正在囤积金币外，还出现了一件让华尔街意外的事情。
- 美国的堪萨斯州和阿肯色州更在11月初签署了一项法案，赋予黄金在该州成为独立性的法定货币，与美元并驾齐驱，并取消交易税，这也意味美国已经有23个州正式宣布在货币上独立于美元，迄今为止美国已经有43个州取消了购买黄金的全部税收，出乎市场预料。
- 目前，人民币已经超越欧元成为全球第二大贸易融资货币，受全球去美元化趋势形成和美元融资成本高企等因素，越来越多跨国企业都在考虑发行人民币熊猫债。央行数据显示，今年前8个月，熊猫债同比增长58.2%。
- 最近，委内瑞拉政府也公开支持“去美元化”的倡议。总统马杜罗在接受采访时说，美国政府长期以来利用美元作为非法制裁主权国家的工具，但是世界必须走向多极化、多中心化，新的金融力量也在崛起。马杜罗表示，他已经让副总统兼经济与财政部长去处理这件事，并且他们正在研究金砖国家提出的方案的可行性。玻利维亚总统路易斯·阿尔塞上周也表示，他观察到在对华贸易中使用人民币结算已经成为南美地区的趋势，因此玻利维亚也在研究这一问题的可行性，有评论认为：“东盟之后又是南美洲，都表达了他们对美元不再信任的想法；金砖国家这一经济体有能力动摇美元体系，……如果他们能够团结起来，会让更多不满美元的地区有其他选择。”
- 初步结论：金砖合作机制和人民币正在成为全世界新兴市场国家去美元化的主要渠道，全球去美元化进程不可逆转。

免责声明

本报告发布机构

——冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货交易咨询业务资格）

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

THANK YOU