

# 宏观扰动及降息预期落差，金价高位承压

## ——2024 年黄金年报

2023 年 12 月 29 日 星期五

兴证期货·研究咨询部

金融研究团队

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

周立朝

从业资格编号: F03088989

投资咨询编号: Z0018135

联系人: 周立朝

邮箱: zhoulc@xzfutures.com

### 内容提要

回顾 2023 年，黄金在欧美经济衰退及美联储降息预期的刺激下创历史新高，受人民币汇率贬值的影响，国内金价涨幅大于国际金价，国内外金价剪刀差走阔。存量货币方面，近两年欧美国家加息紧货币，存量 M2 略有下滑，对金价产生压制，但受到降息预期的影响，美元指数回落，金价震荡上涨。在宏观经济与利率方面，美国通胀下行但伴有黏性；工资水平接连创新高，但是增速下降，引起市场对于工资拐点的担忧；失业率偏低与通胀黏性迫使美联储需要继续兼顾通胀调整目标。整体来看美国经济处于“现实坚挺”与“预期走弱”的博弈拉锯中。

展望 2024 年，美联储加息告一段落，降息预期的摆动影响金价走势，美联储下修了 2024 年的 GDP 增速预期、通胀预期以及利率预期。但金价上行不一定顺畅，上方依旧阻力重重：一方面，降息预期早已提前交易，金价涨幅提前透支；另一方面，降息预期刺激股市走好，债市回升，黄金配置的比较优势弱化。此外，美国宏观经济仍然存在韧性以及通胀强粘性的风险，对美联储货币政策观点与降息路劲存在干扰，需要提防预期过高致使预期落差对于金价的压制。预计 2024 年预期落差或将致使金价重心震荡下移。

报告目录

1. 黄金行情回顾.....	3
2. 黄金供需结构.....	3
3. 存量货币支撑金价.....	5
4. 宏观预期及利率预期博弈.....	7
5. 情绪面与事件驱动.....	12
6. 总结与展望.....	14

图表目录

图表 1: 主要黄金标的涨跌幅 (%) .....	4
图表 2: 主要国家金矿产量 (吨) .....	4
图表 3: 主要国家金矿已探储量 (吨) .....	4
图表 4: 全球黄金需求 (吨) .....	5
图表 5: 主要国家黄金储备 (吨) .....	5
图表 6: 美国 M2 与国际金价 .....	6
图表 7: 欧元区 M2 与国际金价 .....	6
图表 8: 英国 M2 与国际金价 .....	7
图表 9: 美元指数与国际金价 .....	7
图表 10: 美国通胀数据.....	8
图表 11: 美国失业率 (%) .....	8
图表 12: 美国私企平均时薪.....	9
图表 13: ISM 制造业 PMI.....	9
图表 14: ISM 非制造业 PMI.....	9
图表 15: 2023 年 12 月美联储经济指标预测 .....	10
图表 16: 联邦基金目标利率.....	11
图表 17: 美债收益率.....	11
图表 18: 实际利率与金价 .....	11
图表 19: 联储委员会参与者对货币政策的评估.....	12
图表 20: COMEX 黄金净多头持仓 (手) .....	13
图表 21: SPDR 黄金 ETF 持仓 (吨) .....	13
图表 22: 标普 500-VIX 恐慌指数 .....	13

## 1. 黄金行情回顾

近几年国内外黄金价格整体呈现上升趋势，在近几年国内外宏观环境剧烈变化的背景下，黄金成为大类资产配置中炙手可热的标的资产。国际金价方面，由于此前市场加息预期的影响，2021年与2022年，国际金价表现一般，随着欧美国家通胀见顶回落，市场逐渐交易欧美经济衰退预期与降息预期，黄金价格重拾升势，期间一度创下历史新高。国内方面，黄金价格走势整体接近国际金价，其中美元兑人民币汇率成为影响国内金价与国际金价剪刀差的重要因素。2022年与2023年，人民币兑美元汇率呈贬值趋势，国内以人民币计价的黄金涨幅高于国际金价。

图表 1：主要黄金标的年度涨跌幅

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年（截止 12 月 26 日）
COMEX 黄金	25.11%	-3.74%	-0.02%	13.61%
伦敦金现	25.07%	-3.60%	-0.35%	13.43%
SHFE 黄金	13.67%	-5.13%	9.61%	17.21%
黄金 T+D	14.50%	-4.74%	9.75%	17.24%
美元兑人民币	-6.12%	-2.55%	9.08%	2.78%

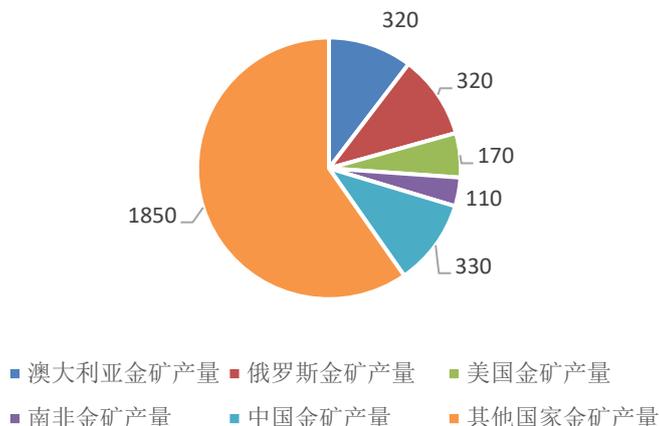
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

## 2. 黄金供需结构

### （一）黄金供应

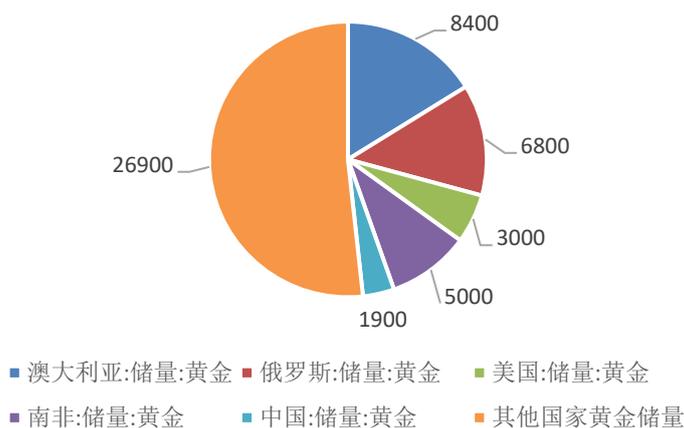
截止 2023 年前三季度，全球矿产金供应量共计 2744 吨，再生金 924 吨，环比 2022 年同一时间段小幅提高，黄金供应端稳定。主要国家金矿存量方面，该年度数据公布到 2022 年，中国年度金矿产量 330 吨，俄罗斯与澳大利亚分别出产 320 吨金矿。在已经探明金矿储量方面，澳大利亚、俄罗斯、南非金矿储量最大，分别为 8400 吨、6800 吨、5000 吨。中国金矿储量为 1900 吨。整体来看，黄金作为稀有贵金属，其供应端平稳，现有勘探技术以及冶炼成本对于金价的影响小。

图表 2: 主要国家金矿产量 (吨)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 3: 主要国家金矿已探储量 (吨)

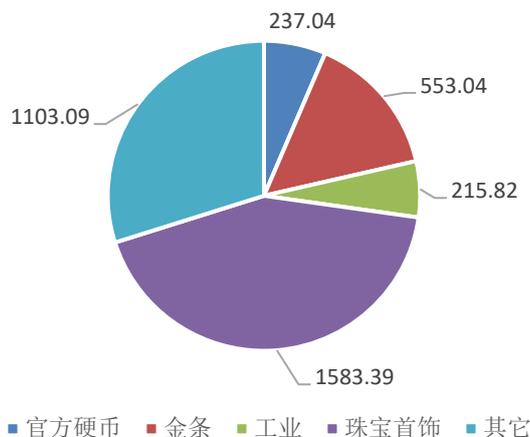


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

## (二) 黄金需求

截止 2023 年前三季度, 全球黄金总需求量为 3692 吨, 其中, 用于珠宝首饰为 1583.39 吨, 用于金条 553.04 吨, 工业黄金使用量为 215.82 吨。从需求端来看, 黄金的工业属性较低, 更多是基于保值增值的储备投资需求, 即使是珠宝首饰消费, 也带有浓厚的保值增值需求。整体来看, 近几年, 黄金市场消费量稳步增长, 央行对于购入黄金的需求显著增加。

图表 4：全球黄金需求（吨）

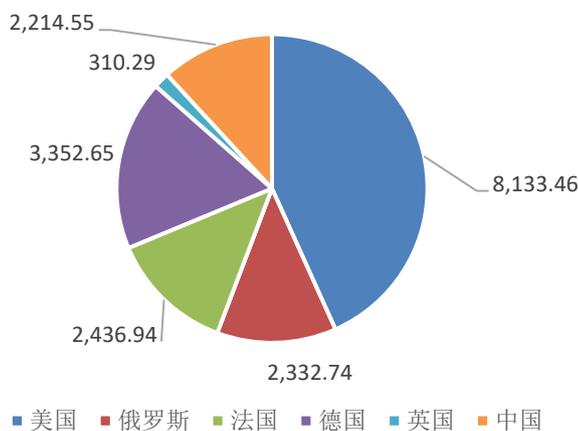


数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

### （三）黄金储备

截止 2023 年 12 月，美国占有最多黄金储备，达到 8133.46 吨，其次，德国黄金储备 3352.65 吨，法国黄金储备 2436.94 吨，中国黄金储备 2214.55 吨，且中国黄金储备连续 13 个月增持储备，当前国际局势及宏观环境不确定性较大，增加黄金储备更多是从战略安全角度出发。

图表 5：主要国家黄金储备（吨）



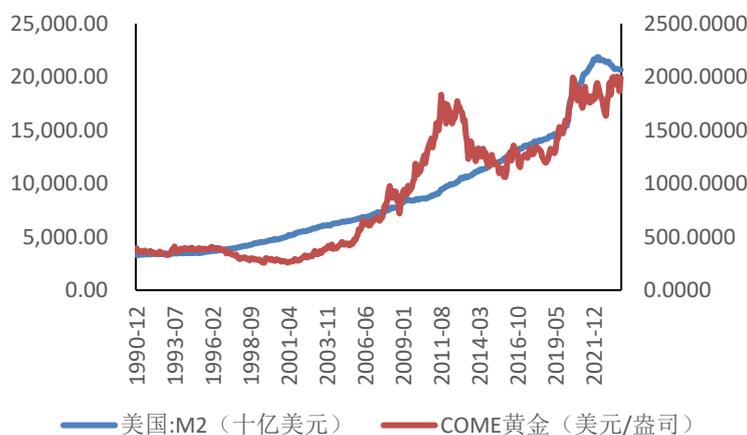
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

## 3. 存量货币支撑金价

黄金具有浓厚的货币属性，从最早的金本位币制，再到布雷登森林体系，发展到现今的信用本位，黄金逐步从直接参与贸易，到美元挂钩，发展成为挂钩一篮子全球货币。目前国际货

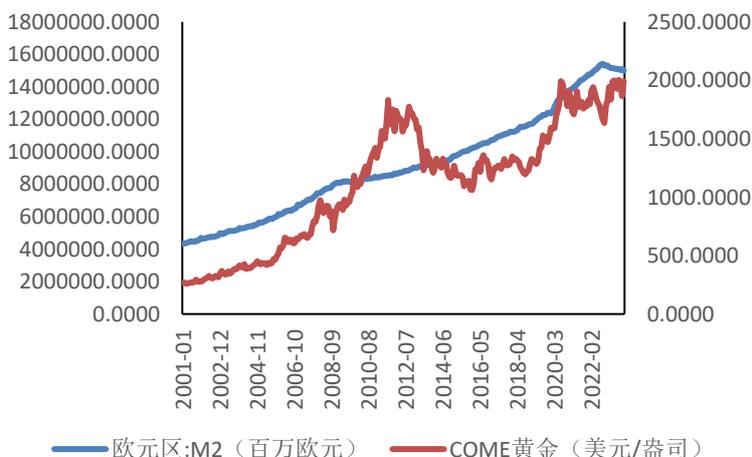
币流通中，美元依然维持着主导地位，其次，欧元与英镑也有重要的地位。黄金价格长期驱动在于其挂钩货币的增长，比如在货币宽松的基调下，存量 M2 增速加快，但对应的黄金供给稳定，金价随着 M2 增长而增加。基于以下图表历史数据来看，近几十年，美元、欧元区、英国存量 M2 整体呈上升趋势，金价在大趋势上跟随 M2 节奏。自 2022 年初以来，美国加息与缩表路径收缩市场 M2，对金价产生一定的压制，伴随着美国通胀拐点出现，市场开始交易经济衰退与降息预期，金价在宽松预期的刺激下，价格支撑较强。2024 年，以美国为主的经济体将以博弈降息预期为主，市场存量 M2 持续下探空间有限，金价有较强的货币体量支撑。此外，降息预期影响下，美元指数持续上行难度较大，以美元计价的国际黄金受益。

**图表 6：美国 M2 与国际金价**



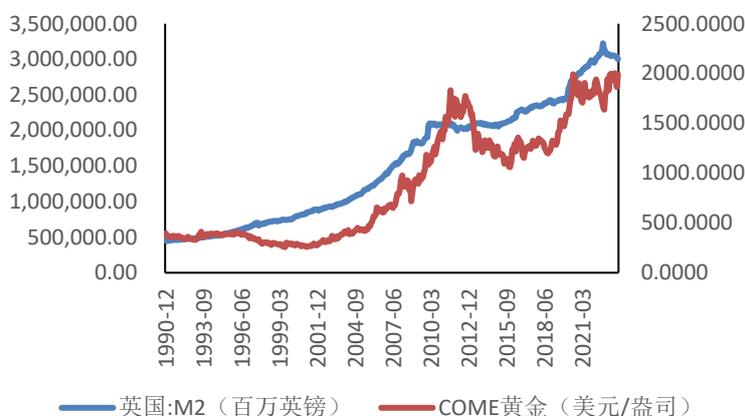
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

**图表 7：欧元区 M2 与国际金价**



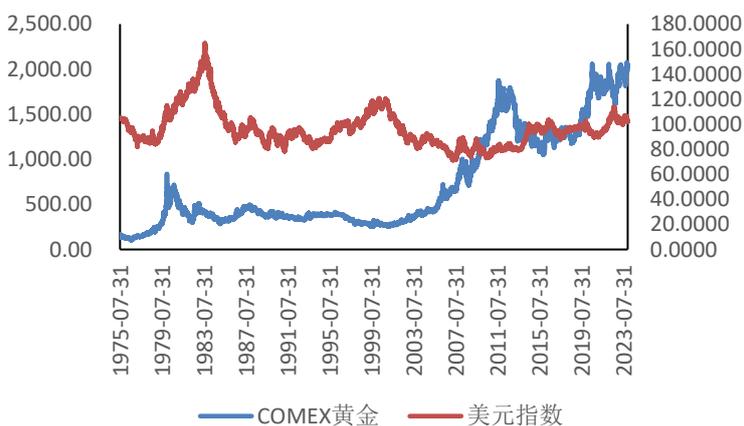
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 8：英国 M2 与国际金价



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 9：美元指数与国际金价



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

## 4.宏观预期及利率预期博弈

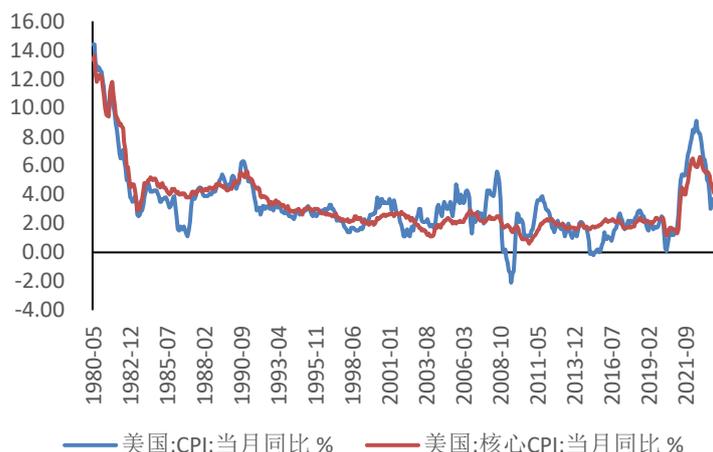
### （一）宏观现状及预期博弈

美国当前 CPI、核心 CPI 数据数值分别为 3.1%、4%，失业率整体偏低，最新数值为 3.7%，处于偏低位置。根据菲利普斯曲线原理中通胀与失业率的反向关系，当前美联储仍然有一定操作空间用来打压通胀，即以美联储预期的慢衰退方式限制通胀率，直到通胀率达到 2% 的目标。美国私企平均时薪数值接连创历史新高，最新达到 34.1 美元/小时，从现实角度来看，美国居民具有较强的消费韧性，但从后市预期来看，该时薪数据同比增速下滑，对于收入拐点预期或将提升市场对于消费萎缩的担忧情绪。行业景气度方面，制造业 PMI 连续低于荣

枯线，高利率状态上对于制造业的压制效应，或出于巩固制造业基础的出发点，强化后市美联储下调利率的诉求；另一方面，非制造业 PMI 有所下滑，但维持在荣枯线以上，在服务业方面显示出较强的韧性，消费的坚挺可能影响后市美国通胀数据的下行路径，即后市可能存在的通胀黏性问题影响美联储决策。

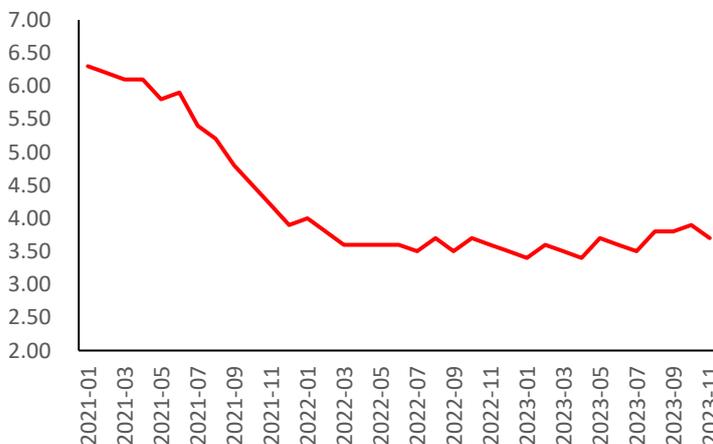
关于美国宏观经济预测方面，本文引用美联储 12 月议息会议上的官方预测作解读。与今年 9 月美联储预期的数据对比，上修了 2023 年的 GDP 增速预期，由 2.1% 上修为 2.6%，反映了现实韧性；但下调了 2024 年的 GDP 增速预期，从 1.5% 下调为 1.4%，即慢衰退预期。失业率的预期维持不变，预期 2024 年 4.1% 的失业率，整体失业可控范围内调节通胀。此外，全面下调了通胀的预期，2023 年度核心 CPI 数据预期为 3.2%，相比今年 9 月的预测大幅下修；此外关于 2024 年核心 CPI 预期为 2.4%，此前预期为 2.6%。因此，美联储对于 2024 年开始转向下调经济预期，并且赋予了更大降息概率与降息空间。

**图表 10：美国通胀数据**



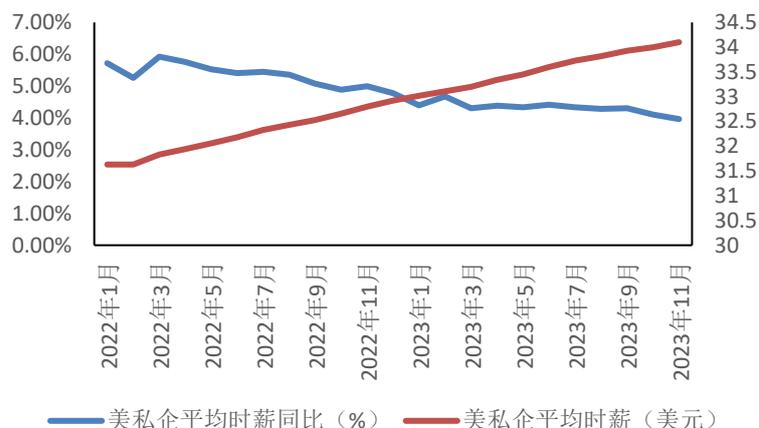
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

**图表 11：美国失业率 (%)**



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 12: 美国私企平均时薪



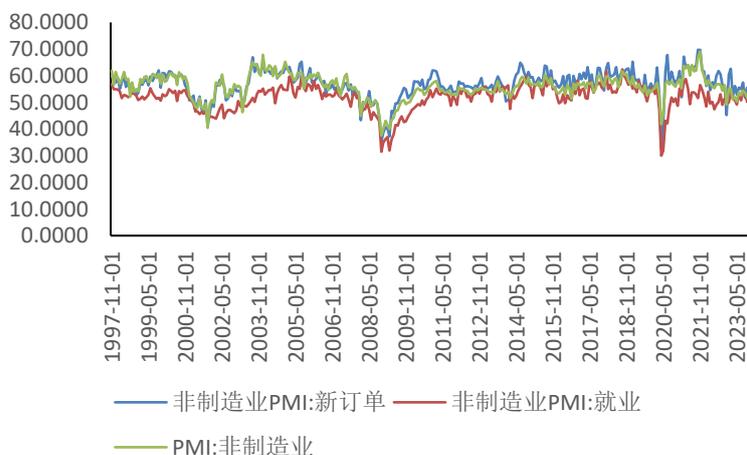
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 13: ISM 制造业 PMI



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 14: ISM 非制造业 PMI



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 2023 年 12 月美联储经济指标预测

Variable	Median <sup>1</sup>				
	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8
September projection	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1
September projection	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
PCE inflation	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0
September projection	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	3.2	2.4	2.2	2.0	
September projection	3.7	2.6	2.3	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5
September projection	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5

数据来源: FED, 兴证期货研究咨询部

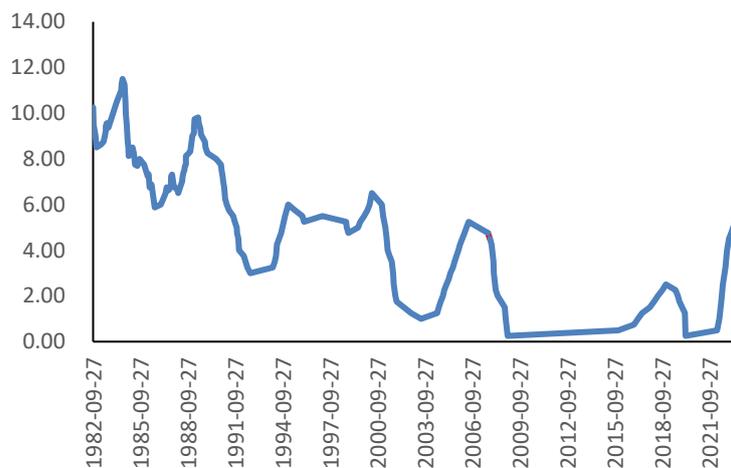
## (二) 美联储利率预期

美联储在 2023 年的加息路劲与预期相近, 但是受到通胀黏性与经济数据韧性现状的影响, 维持了 5.5% 的利率水平, 但是美债市场提前反映了市场对于后市降息的预期, 10 年期与 2 年期美债收益率近期下行, 其中, 前者数值一度回落至 3.9% 以下, 此前最高接近 5%。伴随着市场名义利率下行, 实际利率亦步亦趋, 通胀指数国债收益率 TIPS 下行至 1.7% 附近, 此前最高接近 2.5%。由于实际利率回落, 市场资产配置偏好发生变化, 黄金价格近期震荡上行。

根据今年 12 月份美联储委员会对于未来货币政策评估结果来看, 超过四分之三的参会人员认为 2024 年的联邦基金目标利率将位于 4.375% 至 4.875% 的区间, 即预期 2024 年将有三到五次降息动作。降息对于金价影响, 一方面, 直接增加货币供应量, 再度推高通胀, 利多金价; 另一方面, 降息引起市场利率下行, 部分资产收益回报率下行, 黄金配置优势凸显。

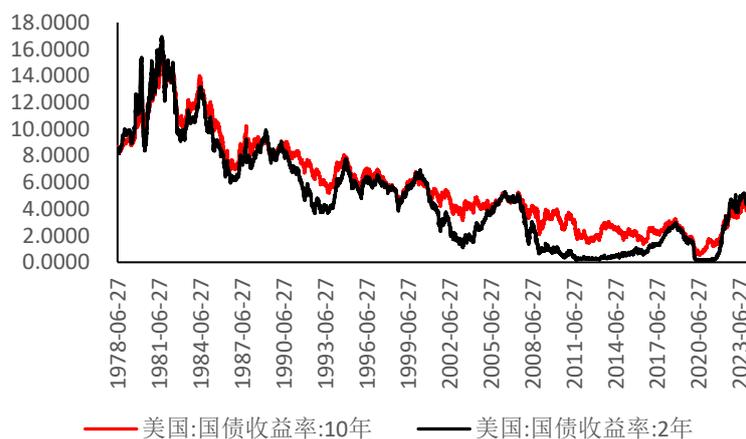
当前市场普遍达成了明年降息的预期, 但并非意味着金价由此顺利上涨, 市场关于美联储降息的预期此前已经提前开始交易, 早在硅谷银行事件时期, 市场对于美国经济衰退与降息进行过多次博弈, 最终基于美国经济就业数据坚挺与通胀黏性的原因, 而继续保持高利率。显然 2024 年美国就业数据围绕现实与预期的博弈仍会反复多变。且当前黄金价格处于历史级别高位, 经济就业、通胀数据存在超预期的可能性, 并扰动市场关于货币政策的观点。因此, 我们认为 2024 年, 在降息预期提前交易的情况下, 受到宏观经济数据的现实与预期的博弈, 金价容易受到预期落差的负面影响。

图表 16: 联邦基金目标利率



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 17: 美债收益率



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 18: 实际利率与金价



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 19：联储委员会参与者对货币政策的评估

Midpoint of target range or target level (Percent)	2023	2024	2025	2026	Longer run
5.500					
5.375	19	2	1		
5.250					
5.125		1			
5.000					
4.875		5		1	
4.750					
4.625		6			
4.500					
4.375		4	1		
4.250					
4.125			1		
4.000					
3.875		1	4		
3.750					1
3.625			3	1	
3.500					2
3.375			5	1	
3.250					
3.125			2	4	
3.000					1
2.875			1	4	1
2.750					1
2.625				4	1
2.500				1	8
2.375			1	3	3
2.250					

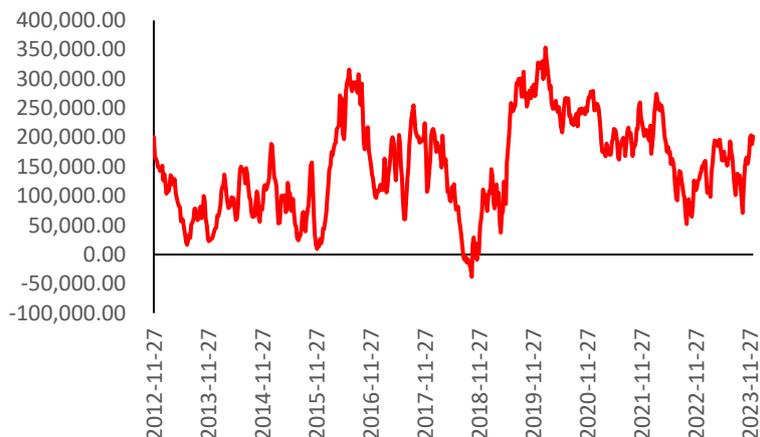
数据来源：FED，兴证期货研究咨询部

## 5.情绪面与事件驱动

在近期日益高涨的美联储降息预期刺激下，近两个月 COMEX 黄金期货净多头持仓快速增加，截止 2023 年年底，净多头持仓一度超过 20 万手，接近 2020 年至 2022 年时间段的数值，反映出当前市场看涨情绪浓厚。除了 COMEX 黄金净多头持仓数据之外，SPDR 黄金 ETF 持仓近期也呈现出反弹上升势头，当前已达到 880 吨数值附近。此外，降息预期刺激欧美股市等大类资产市场走好，股市避险情绪下降，其中，标普 500-VIX 波值接近 12%，位于极低值区域，通常波动率指数服从均值回归特征，对于后市，在股市指数高位，VIX 波指极低的情况下，突发政治经济事件容易造成 VIX 指数拉升回归均值，而在这个过程中，黄金避险属性或将发挥作用，此类突发事件属于小概率因素，但不可忽视。

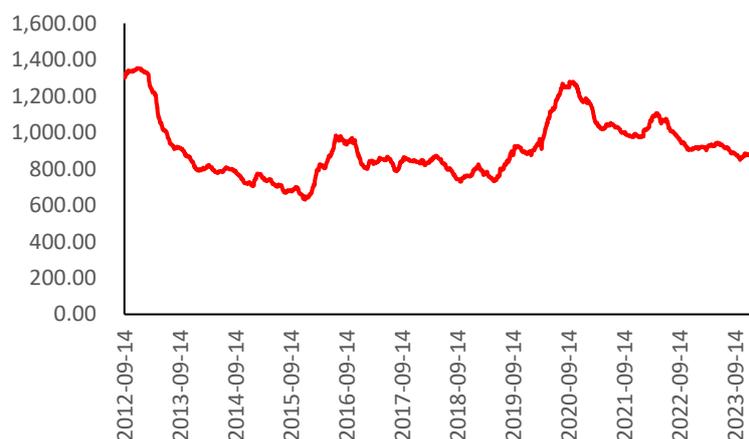
综合来看，当前黄金短多情绪主要受降息预期刺激，如果接近一年的净多头持仓均值来看，明显低于前两年，因此，处于历史级别高位的黄金价格，后市对于大类资产配置的需求吸引力或将边际下降，包括观察近一年 SPDR 黄金 ETF 的持仓均值也是如此，短多情绪恐不能长久。

图表 20: COMEX 黄金净多头持仓 (手)



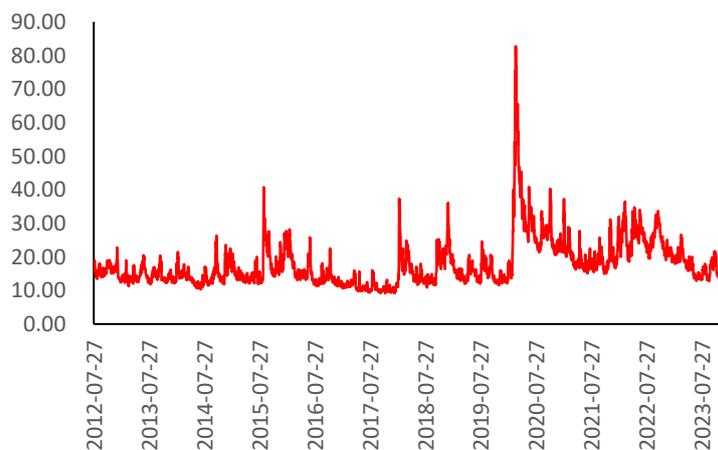
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 21: SPDR 黄金 ETF 持仓 (吨)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 22: 标普 500-VIX 恐慌指数



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

## 6.总结与展望

回顾 2023 年，黄金在欧美经济衰退及美联储降息预期的刺激下创下历史新高，且受人民币汇率贬值的影响，国内金价涨幅大于国际金价，国内外金价剪刀差走阔。黄金供给端平稳，需求端仍然以珠宝首饰以及储备投资需求为主，供需对于金价的影响效果不大。存量货币方面，近两年欧美国家加息紧货币，存量 M2 略有下滑，对金价产生一定压制，但受到降息预期影响，强美元边际弱化，美元指数回落，整体利多金价。在宏观经济与利率方面，美国通胀下行但伴有黏性；工资水平接连创新高，但是增速下降，引起市场对于工资拐点的担忧；失业率偏低与通胀黏性让美联储需要继续兼顾通胀调整目标。整体来看美国经济处于“现实坚挺”与“预期走弱”的博弈拉锯中，这种宏观预期摆动造成金价上涨并不顺畅。

展望 2024 年，美联储加息告一段落，降息预期主导金价走势，美联储委员会主要官员对于 2024 年的联邦基金目标利率的预期主要集中在 4.375% 至 4.875%，这一预期相比此前议息会议偏鸽，同时美联储下修了 2024 年的 GDP 增速与通胀预期。当前跨年时间窗口，市场降息预期正旺，但是金价涨幅一般，一方面，降息预期早已提前交易，金价涨幅提前透支；另一方面，降息预期刺激股市走好，债市回升，黄金配置的比较优势弱化。此外，美国宏观经济仍然存在韧性以及通胀强粘性的风险，对美联储货币政策观点与降息路劲存在干扰，需要提防预期过高致使预期落差对于金价的压制。预计 2024 年预期落差或将致使金价重心震荡下移。

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，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。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将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。

### 免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。