

研究报告

年度视野：贵金属

海外衰退风险隐现，贵金属价格中枢或将上行

广州期货 研究中心

联系电话：020-22836112

摘要：

2021年，贵金属价格宽幅震荡。一二季度通胀预期及避险情绪共同推动金价大幅上涨。三月美联储FOMC议息会议宣布加息，标志着美联储货币政策转向，金价见顶回落。三季度美元指数走强令金价承压进一步回调，直至四季度中美联储向市场传递未来放缓加息节奏的信号，叠加10月CPI通胀超预期回落，黄金多头重获支撑。

展望后市，2023年贵金属价格是否仍有行情机会？我们认为，在美国通胀回落拐点确认、经济增长进一步放缓、衰退风险隐现的宏观背景下，叠加货币政策边际转向开启的政策环境，预计2023年美国名义利率中枢随通胀预期回落而下移、美元指数偏弱运行。受到以上利多因素影响，2023年贵金属价格震荡中枢或将上行。

逻辑观点：

(1) 贵金属供需双增，黄金ETF持仓进入四季度后止跌企稳，海外经济衰退预期利好传统避险资产黄金、白银的表现。中长期角度，在新能源汽车及光伏产业发展的驱动下，预计白银需求将持续实现稳步增长。

(2) 通胀方面，美国长期通胀中枢料将下行，但通胀回落的节奏或较预期更为缓和。

(3) 经济方面，美国制造业经济景气度持续回落，美国经济持续面临衰退压力。未来储蓄对于美国消费支撑的力度或较弱，而消费在美国经济占比超70%，增长前景相对疲软的消费或难以对美国形成推动作用。另外，衰退前瞻指标亦反映美国经济陷入实质性衰退的可能性加大。

(4) 就业方面，近期服务业景气度偏高支撑劳动力市场增长，但若未来经济景气度、GDP增速进一步下滑，2023年美国就业市场存在恶化风险。另外，美国私人非农企业员工的薪水也仍然处于高位，工资的持续增长将带动美国家庭的消费能力上升，使得美国核心通胀水平维持较高水平，不宜对美国通胀水平下降的速率过于乐观。

(5) 2023年需要关注的是欧美等海外主要经济体的经济衰退风险，以及全球金融环境收缩背后可能隐含的流动性紧缺风险。一方面，未来海外经济衰退隐忧有所加重，商品板块整体而言表现或有所承压。另一方面，随着亚洲部分地区防疫政策有所放开，全球供应链压力的缓解将刺激大宗商品需求。具体而言仍需关注国内需求表现以及海外各经济体未来向衰退演变的节奏差异，品种之间表现可能有所分化。

风险因素：全球金融市场出现流动性问题。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】1497号

联系信息

分析师 李代

期货从业资格：F03086605

投资咨询资格：Z0016791

邮箱：li.dai@gzf2010.com.cn

联系人 汤树彬

期货从业资格：F03087862

邮箱：tang.shubin@gzf2010.com.cn

COMEX 黄金主力合约价格走势



COMEX 白银主力合约价格走势



相关报告

广州期货-专题报告-贵金属-美联储如期加息50bp，货币政策确认边际转向-20221215

广州期货-专题报告-贵金属-美联储“先鸽后鹰”，金价短线或维持偏弱震荡-20221103

广州期货-专题报告-贵金属-9月议息会议前瞻：通胀压力下美联储将何去何从？-20220921

广州期货-专题报告-衰退周期内大类资产表现如何-20220709

目录

一、 美联储持续加息，贵金属价格宽幅震荡	1
二、 贵金属供需双增，黄金 ETF 持仓止跌企稳	4
三、 关注海外经济衰退演变	7
免责声明	11
研究中心简介	11
广州期货业务单元一览	12

一、美联储持续加息，贵金属价格宽幅震荡

2021年，贵金属价格宽幅震荡，整体走势可分为一二季度冲高回落、二三季度进一步下行、四季度触底反弹的三个阶段。

一二季度美国通胀持续攀升，欧洲地缘冲突愈演愈烈，通胀预期及避险情绪共同推动金价大幅上涨。三月美联储FOMC议息会议宣布加息，标志着美联储货币政策转向，金价见顶回落。三季度美元指数走强令金价承压进一步回调，直至四季度中美联储向市场传递未来放缓加息节奏的信号，叠加10月CPI通胀超预期回落，黄金多头重获支撑。

图表1：2022年COMEX黄金主力合约价格走势



数据来源：Wind、广州期货研究中心

白银价格跟随金价区间震荡，外盘COMEX银价一季度大幅上涨，一度突破26美元/盎司关键压力，随后于二、三季度进入下行通道，一度接近17.5美元/盎司的疫情前震荡中枢。四季度银价超跌反弹，因白银商品属性及投机属性更强，对市场预期变化的反应更为迅速，在美联储货币政策边际转向的背景下，银价在上涨行情中有更大的向上弹性。

从金价、银价相对强弱对比的角度而言，一季度金银比在78的2021年四季度运行中枢处窄幅震荡。二、三季度随着贵金属价格整体承压，黄金在下跌行情中更为抗跌，金银比大幅上行，并于三季度末录得96.8的年内新高。随着三季度末贵金属价格止跌企稳，金银比开启下行趋势，并于四季度达到74.9的年内新低。

图表2：2022年COMEX白银主力合约价格走势



数据来源：Wind、广州期货研究中心

美国加息周期已处于中后期阶段，美联储12月议息会议宣布加息50个基点，将联邦基金目标利率水平提升至425-450BPS，维持每月减持美债600亿美元、MBS350亿美元的缩表节奏不变。

图表 3：美联储近期 FOMC 议息声明一览

内容	2022年12月	11月	9月	7月
通胀	通胀维持高企，反映疫情导致的供需失衡、粮食和能源价格上涨以及更广泛的价格压力。委员会高度关注通胀风险。随着货币政策立场的适当收紧，预计通胀将回到2%的目标，美联储将坚定致力于此目标的实现。	通胀维持高企，反映疫情导致的供需失衡、粮食和能源价格上涨以及更广泛的价格压力。委员会高度关注通胀风险。随着货币政策立场的适当收紧，预计通胀将回到2%的目标，美联储将坚定致力于此目标的实现。	通胀维持高企，反映疫情导致的供需失衡、粮食和能源价格上涨以及更广泛的价格压力。委员会高度关注通胀风险。随着货币政策立场的适当收紧，预计通胀将回到2%的目标，美联储将坚定致力于此目标的实现。	通胀维持高企，反映疫情导致的供需失衡、粮食和能源价格上涨以及更广泛的价格压力。委员会高度关注通胀风险。随着货币政策立场的适当收紧，预计通胀将回到2%的目标，美联储将坚定致力于此目标的实现。
经济	最近支出和生产指标有所增长。地缘冲突造成了巨大的人力和经济困难，冲突和相关事件正在给通胀带来额外的上行压力，并对经济活动造成压力。	最近支出和生产指标有所增长。地缘冲突造成了巨大的人力和经济困难，冲突和相关事件正在给通胀带来额外的上行压力，并对经济活动造成压力。	最近支出和生产指标有所增长。地缘冲突造成了巨大的人力和经济困难，冲突和相关事件正在给通胀带来额外的上行压力，并对经济活动造成压力。	最近支出和生产指标有所增长。地缘冲突造成了巨大的人力和经济困难，冲突和相关事件正在给通胀带来额外的上行压力，并对经济活动造成压力。
就业	近几个月以来就业增长强劲，失业率维持低位。委员会力求实现充分就业。劳动力市场将保持强劲。	近几个月以来就业增长强劲，失业率维持低位。委员会力求实现充分就业。劳动力市场将保持强劲。	近几个月以来就业增长强劲，失业率维持低位。委员会力求实现充分就业。劳动力市场将保持强劲。	近几个月以来就业增长强劲，失业率维持低位。委员会力求实现充分就业。劳动力市场将保持强劲。
货币政策	将联邦基金利率目标区间提高至 4.25%-4.50% ，为了实现足够限制性的货币政策立场，将通胀逐步降至2%以下，预计目标区间的持续上调将是合适的。在确定未来目标区间的加息速度时，委员会将考虑货币政策的累积收紧程度，货币政策对经济活动和通胀的影响滞后程度，以及经济和金融发展的滞后程度。另外，根据《削减美联储资产负债表规模的计划》，继续减少国债和MBS持有量。	将联邦基金利率目标区间提高至 3.75%-4.00% ，为了实现足够限制性的货币政策立场，将通胀逐步降至2%以下，预计目标区间的持续上调将是合适的。在确定未来目标区间的加息速度时，委员会将考虑货币政策的累积收紧程度，货币政策对经济活动和通胀的影响滞后程度，以及经济和金融发展的滞后程度。另外，根据《削减美联储资产负债表规模的计划》，继续减少国债和MBS持有量。	将联邦基金利率目标区间提高至 3.00%-3.25% ，预计目标区间的持续上调将是合适的。根据《削减美联储资产负债表规模的计划》，继续减少国债和MBS持有量。	将联邦基金利率目标区间提高至 2.25%-2.50% ，预计目标区间的持续上调将是合适的。根据《削减美联储资产负债表规模的计划》，继续减少国债和MBS持有量。
后续展望	在评估适当的货币政策立场时，委员会将继续关注后续公布的信息对经济前景的影响。若出现可能阻碍目标实现的风险，委员会准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估会将广泛的信息纳入考量，包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力与通胀预期，以及金融和国际形势的发展。	在评估适当的货币政策立场时，委员会将继续关注后续公布的信息对经济前景的影响。若出现可能阻碍目标实现的风险，委员会准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估会将广泛的信息纳入考量，包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力与通胀预期，以及金融和国际形势的发展。	在评估适当的货币政策立场时，委员会将继续关注后续公布的信息对经济前景的影响。若出现可能阻碍目标实现的风险，委员会准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估会将广泛的信息纳入考量，包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力与通胀预期，以及金融和国际形势的发展。	在评估适当的货币政策立场时，委员会将继续关注后续公布的信息对经济前景的影响。若出现可能阻碍目标实现的风险，委员会准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估会将广泛的信息纳入考量，包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力与通胀预期，以及金融和国际形势的发展。

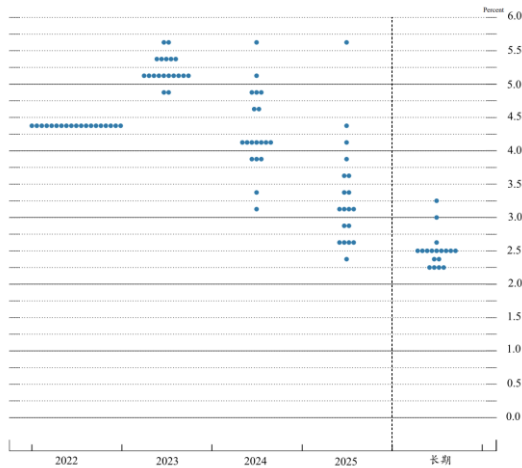
资料来源：FED 广州期货研究中心整理

根据CME FedWatch模型最新数据，由外盘联邦利率期货价格反推的加息概率显示，美联储2023年2月加息25个基点的概率为68.4%，加息50个基点的概率为31.6%。另外，CME FedWatch模型预计，2023年3月议息会议后利率区间达到475-500BPS的几率为56.1%，5月该几率为48.7%；而一个月前市场预期明年3月议息会议后利率区间达到500-525BPS的几率为46.1%，5月时几率为41.0%。即12月会议后，市场预测的终端利率水平有

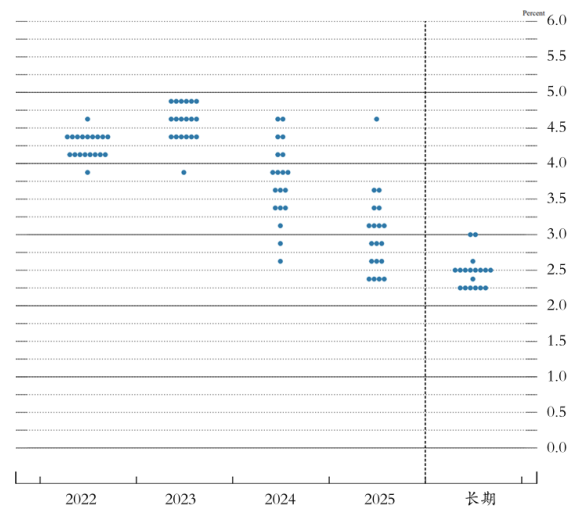
所下降，预计美联储本轮加息或将于明年二季度见顶。

另外，美联储认为未来经济增长前景的不确定性有所增大，12月议息会议美联储公布了12月利率预测点阵图及经济增长预测。一是上调明年的利率峰值至5.1%，预计2024年启动降息。二是下调2023年的增长目标，预计2022年及2023年GDP增长均仅为0.5%，略高于衰退水平，对比9月份的预测，当时FOMC委员会预计今年增长0.2%，明年增长1.2%。三是年内失业率预期小幅下调至3.7%，未来3年的失业率预期均小幅上调0.2个百分点。四是小幅上调PCE通胀预期及核心PCE通胀预期。

图表 4：美联储 12 月利率预测点阵图



图表 5：美联储 9 月利率预测点阵图

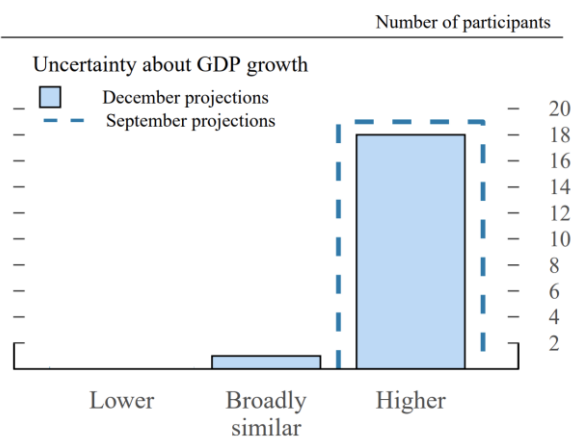


数据来源：广州期货研究中心

图表 6：美联储 12 月经济增长预测

Variable	Median ¹				
	2022	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8
September projection	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
Unemployment rate	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0
September projection	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
PCE inflation	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0
September projection	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	4.8	3.5	2.5	2.1	
September projection	4.5	3.1	2.3	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5
September projection	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5

图表 7：美联储认为经济增长不确定性有所加大



数据来源：广州期货研究中心

美联储主席鲍威尔在12月议息决议公布后的讲话中继续向市场传递明年将维持高利率环境的信号。鲍威尔一方面指出仍然需要更多通胀下降的证据，强调了并未考虑2023年降息的可能性，重申持续加息及维持限制利率十分有必要；另一方面提及劳动力市场维持强劲，工资增速居高不下，核心服务通胀具有粘性，经济增速放缓，整体而言其表态偏向鹰派。

图表 8：美联储鲍威尔主席近期公开讲话回顾

2022.12.14	<p>政策利率方面，在对通胀回落至2%有信心之前，美联储不会降息；需要将利率保持在最高水平，直到我们真正确信通胀正在持续下降；2月加息规模将取决于未来的数据和就业市场。</p> <p>通胀方面，需要更多通胀下降的证据；FOMC继续认为通胀风险倾向于上升。</p> <p>就业方面，没有价格稳定，就没有持续强劲的劳动力市场；劳动力市场仍然极度紧张；希望我们重回疫情前的劳动力市场水平。</p> <p>经济方面，相比2021年，美国经济增速已经在2022年显著放缓；实现“软着陆”的路径很窄，但仍有可能；美联储尚未讨论可以接受的经济衰退程度。</p>	偏鹰
2022.11.30	<p>尽管过去一年政策收紧且增长放缓，但美联储仍未看到通胀放缓的明显进展。目前对工人的需求远远超过了现有工人的供应，名义工资的增长速度远远超过了与2%的通胀率相一致的水平。因此，要寻找的另一个压低通胀的条件是恢复劳动力市场的供需平衡。目前的劳动力缺口大约为350万。这一缺口既反映了人口增长低于预期，也反映了劳动参与率的下降。</p> <p>货币政策对经济和通胀的影响具有不确定的滞后性，迄今为止美联储快速紧缩的政策效应尚未完全显现。因此，当接近足以降低通胀的限制水平时，放慢美联储的加息步伐是有意义的，最早可能将于12月的会议上放慢加息步伐。美联储在“一段时间内”将需要采取限制性政策，FOMC坚定地致力于恢复价格稳定，美联储将坚持到底，直到工作完成。预计利率峰值将略高出FOMC9月预测的4.6%。</p>	偏鸽
2022.11.3	<p>在某个时候，放慢加息速度将是合适的。最快在12月就会放慢加息速度，仍有必要继续加息，现在考虑暂停加息还为时过早。终端利率水平将高于此前预估。坚决致力于降低通货膨胀；没有迹象表明通货膨胀正在下降。美国经济较去年大幅放缓，四季度经济将温和增长。经济软着陆仍有可能，但更严格的政策将缩小实现软着陆的路径。劳动力市场极度紧张，薪资增速仍然偏高，劳动力市场继续失衡。政策的全面效果需要时间才能生效，尤其是对通胀的影响。历史强烈警告不要过早放松政策，在达到足够的利率水平之前，还有一段路要走。</p>	偏鹰
2022.9.27	<p>货币政策正常化暴露了分散金融体系的重大结构性问题，需要对去中心化的金融体系进行谨慎和深思熟虑的监管，确实有必要对加密货币进行适当的监管。</p>	中性
2022.9.22	<p>利率路径：正在将政策调整到足够限制经济增长的水平，加息速度取决于未来数据，在某些时候，会放慢加息速度；历史经验提示不要过早降息；年内或再加息100-125个基点。</p> <p>通胀控制：坚定承诺将美国通胀压低至2%；物价稳定是经济基石，通胀风险偏向上行，通胀预期似乎得到很好控制。推迟实现价格稳定只会导致更多的痛苦；从长远来看，价格稳定对经济有利。</p> <p>经济评估：仍有大量储蓄可以支撑经济增长；在实现软着陆的同时恢复物价稳定是一项挑战，但不消除通胀会更加痛苦；不知道发生衰退的概率是多少；极有可能出现一段低增长时期；经济增长缓慢可能导致失业率上升。</p> <p>就业状况：工资增长加快，就业市场继续失衡，就业增长势头强劲，供需状况会变好。</p> <p>缩表计划：预计短期内不会考虑出售住房抵押贷款支持证券（MBS）。</p>	鹰派

数据来源：广州期货研究中心

二、 贵金属供需双增，黄金ETF持仓止跌企稳

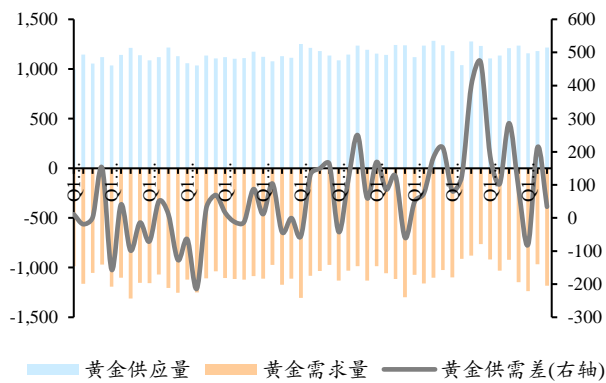
从黄金的供需出发，据世界黄金协会数据，今年一至三季度全球黄金总供应与去年同期相比增长3.05%，恢复至疫情以前水平。其中金矿产量同比增2.04%，回收金供应同比增长3.19%。一至三季度黄金总需求同比增长3.05%，其中黄金实物需求大幅增长17.87%，而黄金场外交易需求大幅萎缩，同比缩减71.01%。

供应而言，三季度全球黄金总供应同比增长0.58%至1215.2吨，供应的上升主要体现在矿生产出的增长，三季度金矿产量同比增长2.34%至949.4吨，回收金供应同比减少5.82%至275.8吨。

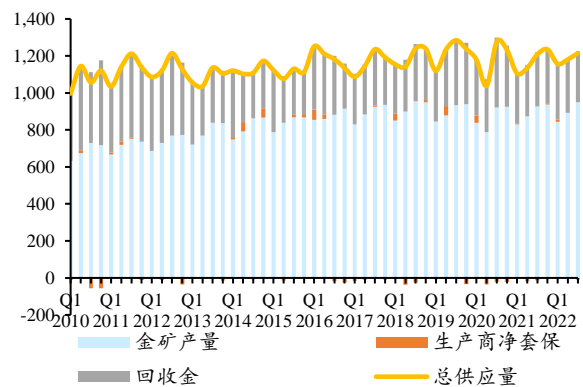
需求而言，三季度全球黄金实物需求增长28.15%至1181.5吨。珠宝需求同比增12.92%至581.7吨，金币和金条需求同比增35.65%至351.1吨。中国、印度及中东地区市场对金饰等黄金实物需求的提振较为显著。总需求

的拖累项主要体现在黄金ETF持仓规模的下降，全球黄金ETF持仓三季度净流出227.3吨。其中，全球最大黄金ETF（SPDR）持仓三季度净流出50.31吨，同比下降5.08%。电子产业等科技行业黄金需求同比下降8.07%至76.7吨，略低于疫情前水平。2022年一至三季度全球央行购金673.0吨，其中三季度央行购金399.3吨。

图表9：2010-2022全球黄金季度供需

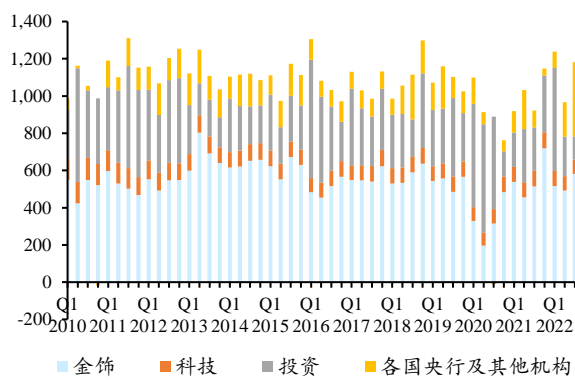


图表10：2010-2022全球黄金季度供应

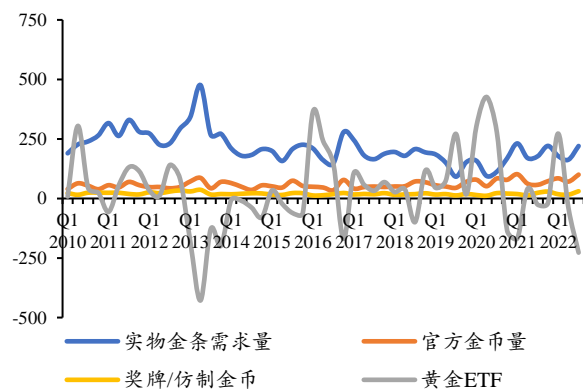


数据来源：世界黄金协会、广州期货研究中心

图表11：2010-2022全球黄金季度需求



图表12：全球黄金投资需求分项



数据来源：Metals Focus、世界黄金协会、广州期货研究中心

白银供需层面，据世界白银协会测算，预计在疫后复苏、新能源产业蓬勃发展的背景下，2022年全年白银需求增长约5%，实物销售及光伏产业需求保持强劲；总供给增长约3%。

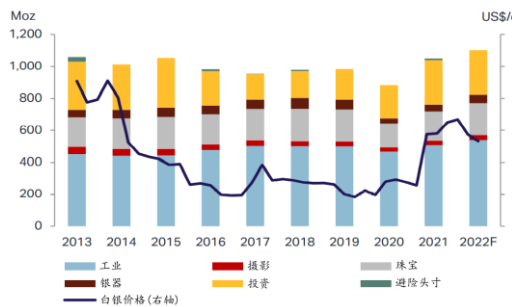
供给而言，随着海外疫情管控放开、银矿复工复产持续推进，预计矿生银供给年增2%至约26226吨。受珠宝、银器价格上涨推动，再生银产量预计年增4%至约5614吨。

需求而言，预计白银工业需求年增6%至约16783吨。在新能源、光伏产业加速发展的背景下，光伏用银需求预计将增长12%至约3950吨。珠宝消费需求预计增11%至6276吨，银器消费需求预计增23%至1639吨。银条和银币等白银实物投资需求预计较上年持平于约8684吨，白银ETF持仓预计将持续回落。中长期角度，在新能源汽车及光伏产业发展的驱动下，预计白银需求将持续实现稳步增长。

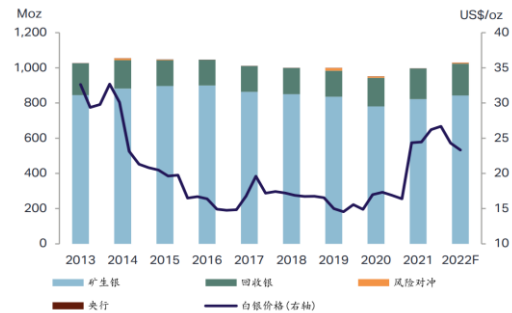
四季度贵金属ETF持仓情况显示，中长期配置资金依旧维持相对谨慎。一至三季度全球最大黄金ETF——SPDR持仓净流出35.96吨，截至12月22日四季度SPDR黄金ETF持仓净流出25.82吨，其中进入11月末以后持仓止跌企稳。一至三季度全球最大白银ETF——SLV持仓净流出1552.70吨，截至12月22日四季度SLV白银ETF持仓净流出417.11吨。短期资金投机情绪

大幅升温，截至12月22日，四季度COMEX黄金资产管理机构持仓转为净多仓，累计增加80543手至37449手；四季度COMEX白银资产管理机构持仓转为净多仓，累计增加27791手至19698手。

图表13: 全球白银需求

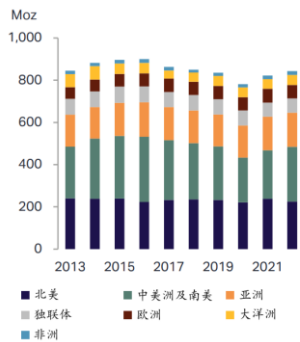


图表14: 全球白银供给

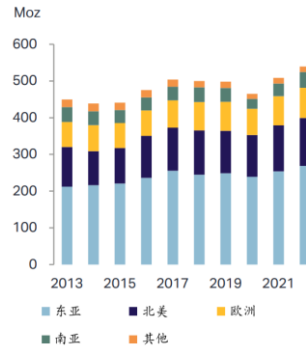


数据来源: Metals Focus、Bloomberg、世界白银协会、广州期货研究中心

图表15: 全球白银矿产供给(分地区)

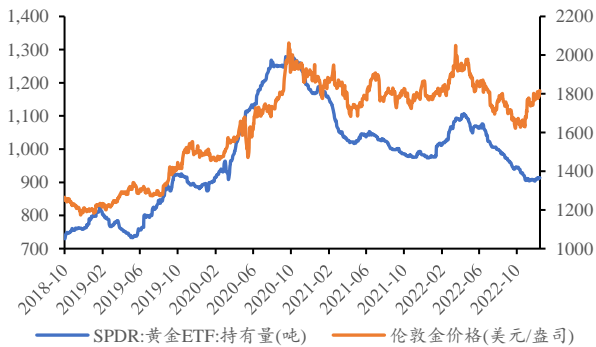


图表16: 全球白银工业需求(分地区)



数据来源: Metals Focus、Bloomberg、世界白银协会、广州期货研究中心

图表17: SPDR黄金ETF持仓量与伦敦金价

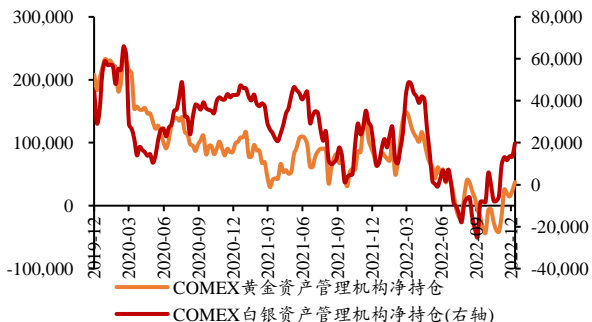


图表18: SLV白银ETF持仓量与伦敦银价

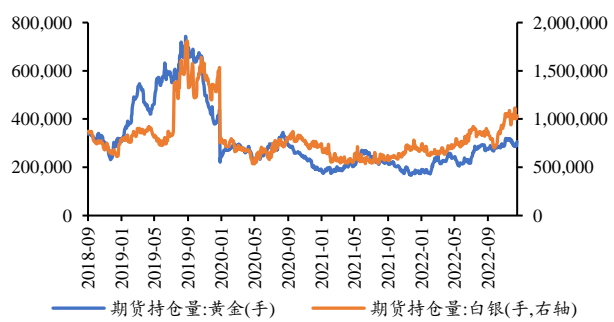


数据来源: Wind、广州期货研究中心

图表19: COMEX黄金、白银非商业净多头持仓



图表20: 上期所黄金、白银期货持仓量

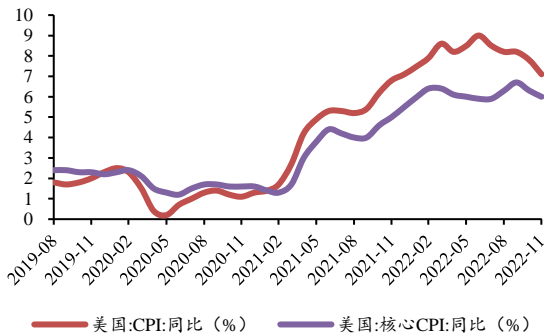


数据来源: Wind、广州期货研究中心

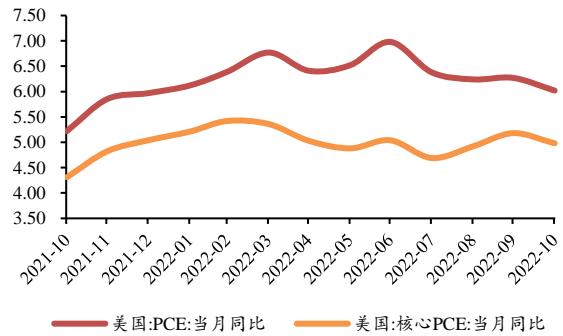
三、关注海外经济衰退演变

美联储今年以来持续、大幅度的加息，主要是希望通过调升利率而对通胀进行抑制。最新数据进一步确认美国通胀回落拐点已现，美国11月未季调CPI同比增7.1%，低于预期的7.3%和上月前值7.7%；季调后CPI环比增0.1%，预期为0.3%，前值0.4%；未季调核心CPI同比增6%，核心CPI环比增0.2%，均低于预期和上月前值。调查也显示近期美国民众通胀预期回落，11月美国消费者一年期通胀预期为5.2%，较上月回落0.7个百分点；美国12月密歇根大学消费者一年期通胀指数亦大幅回落至4.6%。

图表 21：美国 CPI 通胀拐点已现

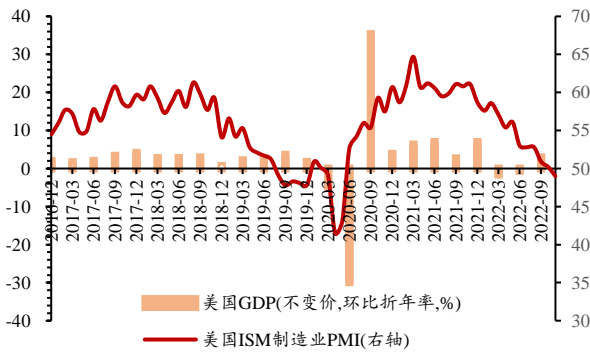


图表 22：美国核心 PCE 维持韧性

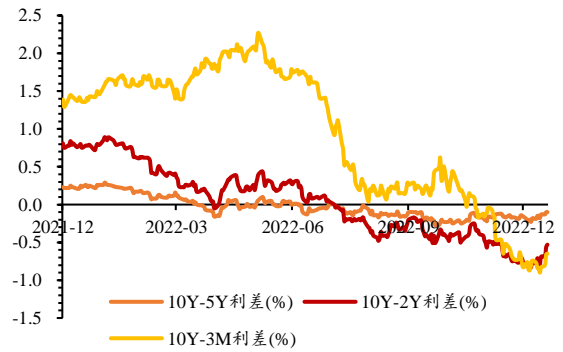


数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 23：美国经济景气度回落

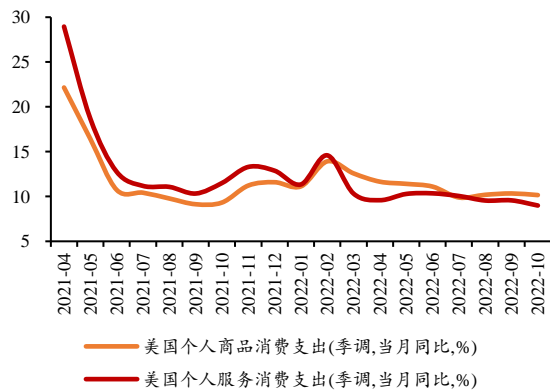


图表 24：美国国债期限利差倒挂

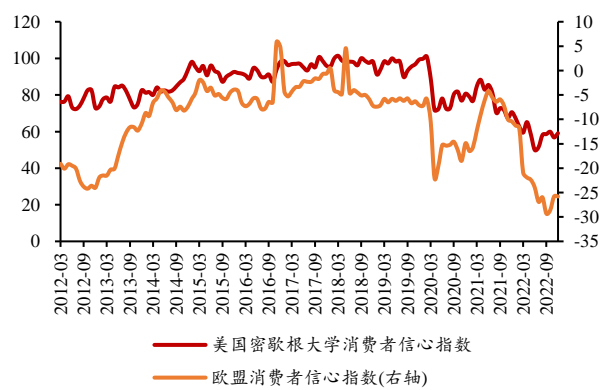


数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 25：美国个人消费支出增速回落



图表 26：欧美消费者信心指数下滑



数据来源：Wind 广州期货研究中心

近期市场对于美联储后续放缓加息节奏有充分预期，美联储货币政策处于紧缩的中后期阶段。2023年需要关注的是欧美等海外主要经济体的经

济衰退风险，以及全球金融环境收缩背后可能隐含的流动性紧缺风险。一方面，未来海外经济衰退隐忧有所加重，商品板块整体而言表现或有所承压。另一方面，随着亚洲部分地区防疫政策有所放开，全球供应链压力的缓解将刺激大宗商品需求。具体而言仍需关注国内需求表现以及海外各经济体未来向衰退演变的节奏差异，品种之间表现可能有所分化。

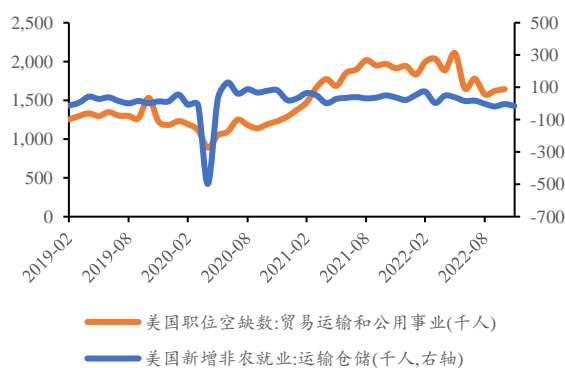
展望后市，2023年贵金属价格是否仍有行情机会？我们认为，在美国通胀回落拐点确认、经济增长进一步放缓、衰退风险隐现的宏观背景下，叠加货币政策边际转向开启的政策环境，预计2023年美国名义利率中枢随通胀预期回落而下移、美元指数偏弱运行。受到以上利多因素影响，2023年贵金属价格震荡中枢或将上行。

通胀方面，美国长期通胀中枢料将下行，但通胀回落的节奏或较预期更为缓和，原因在于：第一，目前美国房屋租金价格已有所回落，二手车、休闲商品等价格涨幅处于下行趋势之中；第二，美国民众消费倾向从商品转向服务后，核心服务通胀或将维持韧性；第三，目前美国时薪同比仍维持5.1%的高增速，人力成本也将对核心服务通胀形成上升压力；第四，随着亚洲部分地区防疫政策有所放开，全球供应链压力的缓解将刺激大宗商品需求。

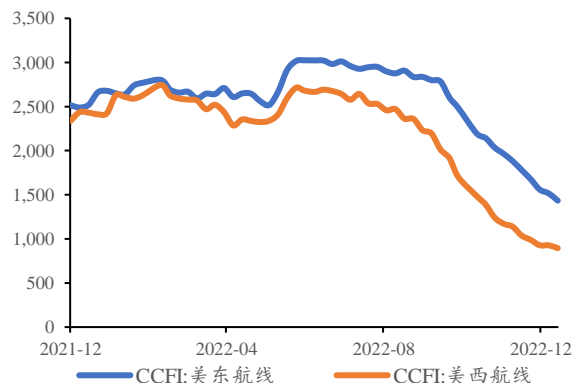
经济方面，近期数据表现反映，美国经济持续面临衰退压力。美国制造业经济景气度持续回落，美国11月ISM制造业PMI降至49，11月Markit制造业PMI终值录得47.7，均回落至收缩区间，续创两年以来新低。美国10月个人储蓄率为2.3%，已经接近历史前低，未来储蓄对于美国消费支撑的力度或较弱，而消费在美国经济占比超70%，增长前景相对疲软的消费或难以对美国形成推动作用。另外，衰退前瞻指标美债10Y-3M期限利差持续维持倒挂，反映美国经济陷入实质性衰退的可能性加大，衰退担忧持续发酵。

就业方面，疫情扰动影响逐渐消退，劳动力重返就业的意愿有所增强，美国就业市场表现偏强劲，但最新非农数据有趋弱的态势。随着民众的消费偏好从商品转向服务，近期服务业景气度偏高支撑劳动力市场增长，但若未来经济景气度、GDP增速进一步下滑，2023年美国就业市场存在恶化风险。另外，美国私人非农企业员工的薪水也仍然处于高位，工资的持续增长将带动美国家庭的消费能力上升，使得美国核心通胀水平维持较高水平。从工资增长的角度来看，我们认为市场不宜对美国通胀水平下降的速率过于乐观。

图表27：美国运输业就业结构性短缺边际修复

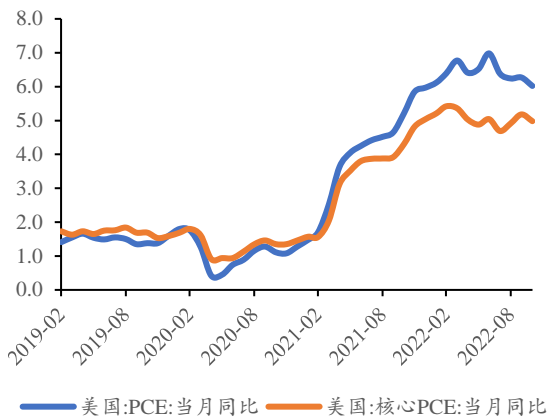


图表28：海运价格指数回落，供应链瓶颈缓解

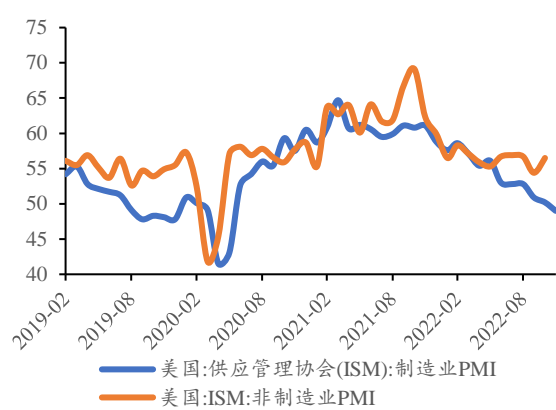


数据来源：Wind、广州期货研究中心

图表29: 美国PCE、核心PCE同比

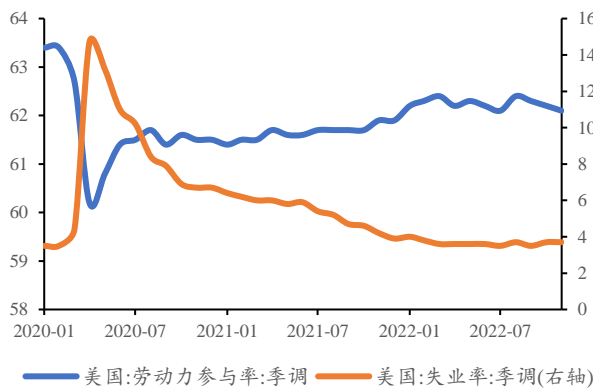


图表30: 美国ISM制造业、非制造业PMI

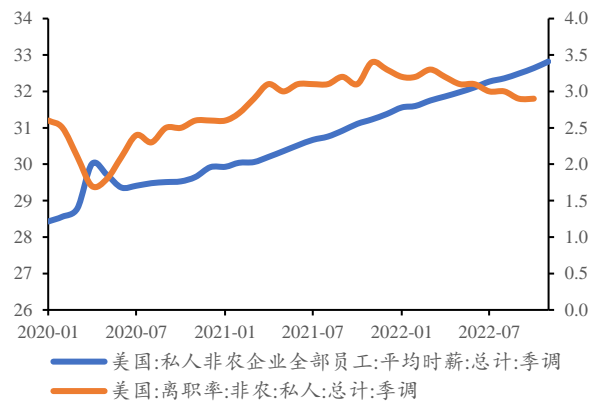


数据来源: Wind、广州期货研究中心

图表31: 美国劳动力参与率及失业率

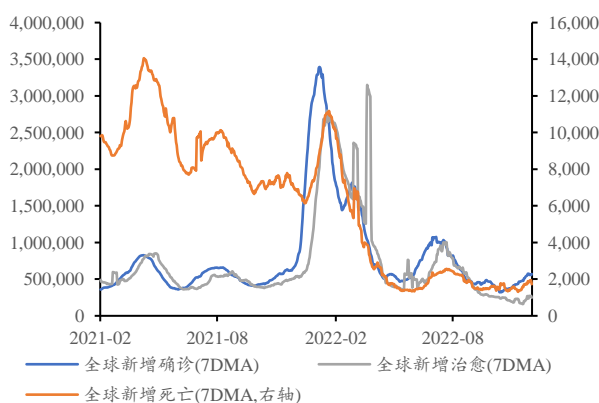


图表32: 美国非农私人部门离职率及平均时薪



数据来源: Wind、广州期货研究中心

图表33: 全球新冠疫情相对缓和



图表34: 欧美新冠疫情新增确诊情况

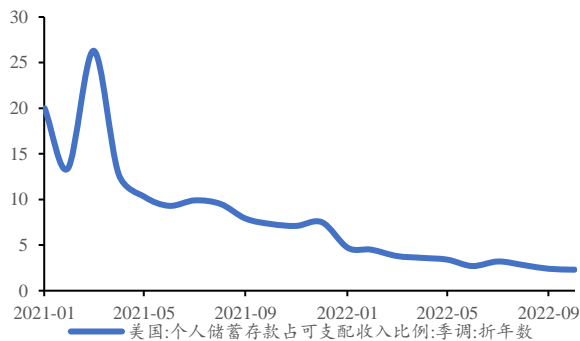


数据来源: Wind、广州期货研究中心

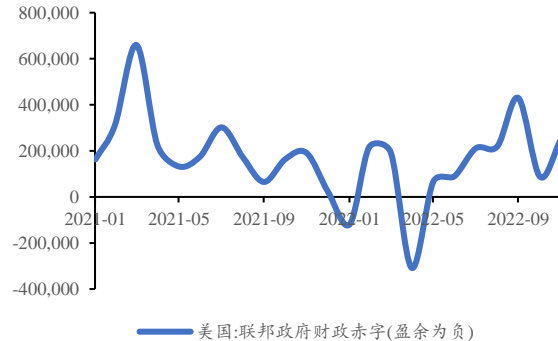
在当前时点而言,美联储货币政策边际转向,海外经济衰退风险逐步显现。随着通胀预期回落,未来市场交易逻辑或将围绕衰退预期进行交易,且一定程度上或将提前对2024年可能的降息进行定价,预计2023年长端美债利率中枢或有所下行。另外,目前而言欧央行货币政策整体偏向鹰派,欧央行近期表态称加息50bp将是未来一段时间的新常态,在欧美货币政策

转向节奏存在差异的背景下，欧元兑美元汇率或维持偏强运行。在此逻辑支撑下，预计2023年美元指数将于98-105区间维持偏弱震荡。美元指数走弱以及美联储货币政策边际放缓、海外经济衰退的预期均相对利好贵金属价格表现，预计COMEX黄金主力合约价格或于1730-1930美元/盎司区间波动，COMEX白银主力期货合约价格或于22.0-27.0美元/盎司区间波动，整体维持震荡偏强格局。

图表35: 美国个人储蓄占可支配收入比例

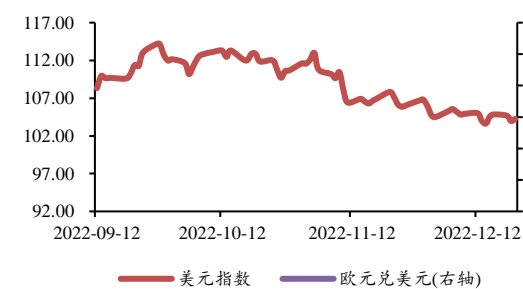


图表36: 美国联邦政府财政赤字

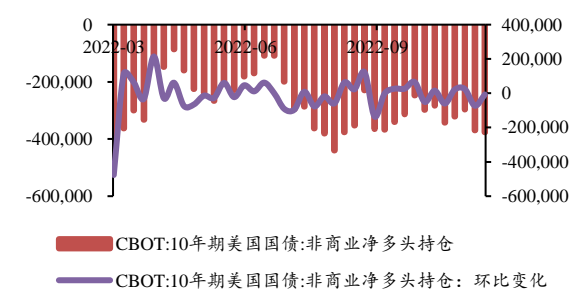


数据来源: Wind、广州期货研究中心

图表37: 美元指数及欧元兑美元汇率

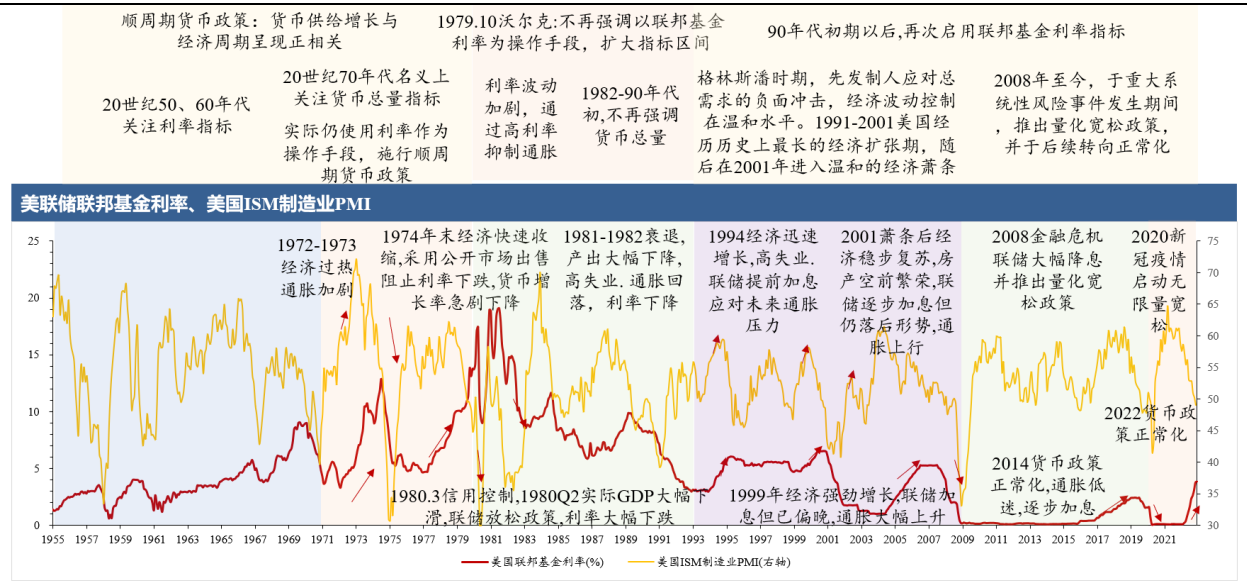


图表38: CBOT美十债期货非商业净多头持仓



数据来源: Wind、广州期货研究中心

图表 39: 美联储货币政策历程回顾



数据来源: Wind 广州期货研究中心

免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本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。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

研究中心简介

广州期货研究中心秉承公司“不断超越、更加优秀”的企业精神和“简单、用心、创新、拼搏”的团队文化，以“稳中求进、志存高远”为指导思想，在“合规、诚信、专业、图强”的经营方针下，试图将研究能力打造成引领公司业务发展的名片，让风险管理文化惠及衍生品投资者，回报客户、回报员工、回报股东、回报社会。

研究中心设立农产品研究团队、金属研究团队、化工能源研究团队、金融衍生品研究团队、创新研究团队等五个研究团队，覆盖了宏观、金融、金属、能化、农牧等全品种衍生工具的研究，拥有一批理论基础扎实、产业经验丰富、机构服务有效的分析师，以满足业务开发及机构、产业和个人投资者的需求。同时，研究中心形成了以早报、晨会、周报、月报、年报等定期报告和深度专题、行情分析、调研报告、数据时事点评、策略报告等不定期报告为主体的研究报告体系，通过纸质/电子报告、公司网站、公众号、媒体转载、电视电台等方式推动给客户，力争为投资者提供全面、深入、及时的研究服务。此外，研究中心还会提供定制的套保套利方案、委托课题研究等，以满足客户的个性化、专业化需求。

研究中心在服务公司业务的同时，也积极地为期货市场发展建言献策。研究中心与监管部门、政府部门、行业协会、期货交易所、高校及各类研究机构都有着广泛的交流与合作，在期货行业发展、交易策略模式、风险管理控制、投资者行为等方面做了很多前瞻性研究。

未来，广州期货研究中心将依托股东越秀资本在研究中的资源优势，进一步搭建适合公司发展、适合期货市场现状的研究模式，更好服务公司业务、公司品牌和公司战略，成为公司的人才培养基地。

研究中心联系方式

金融衍生品研究团队：(020) 22836116

金属研究团队：(020) 22836117

化工能源研究团队：(020) 22836104

创新研究团队：(020) 22836114

农产品研究团队：(020) 22836105

办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层

邮政编码：510627

广州期货业务单元一览

广州期货是大连商品交易所（会员号：0225）、郑州商品交易所（会员号：0225）、上海期货交易所（会员号：0338）、上海国际能源交易中心（会员号：8338）会员单位，中国金融期货交易所（会员号：0196）交易结算会员单位，可代理国内所有商品期货和期权、金融期货品种交易。除从事传统期货经纪业务外，公司可开展期货投资咨询、资产管理、银行间债券市场交易以及风险管理子公司业务。公司总部位于广州，业务范围覆盖全国，可为投资者提供一站式的金融服务。

广州期货主要业务单元联系方式

上海分公司	杭州城星路营业部	苏州营业部	上海陆家嘴营业部
联系电话：021-68905325 办公地址：上海市浦东新区向城路69号1幢12层（电梯楼层15层）03室	联系电话：0571-89809624 办公地址：浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	联系电话：0512-69883586 办公地址：中国（江苏）自由贸易试验区苏州片区苏州工业园区苏州中心广场58幢苏州中心广场办公楼A座07层07号	联系电话：021-50568018 办公地址：中国（上海）自由贸易试验区东方路899号1201-1202室
广东金融高新区分公司	深圳营业部	佛山分公司	东莞营业部
联系电话：0757-88772666 办公地址：广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2302房	联系电话：0755-83533302 办公地址：广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场（南区）A座704A、705	联系电话：0757-88772888 办公地址：佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	联系电话：0769-22900598 办公地址：广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
广州营业部	清远营业部	肇庆营业部	华南分公司
联系电话：020-31953184 办公地址：广州市海珠区新港西路105号大院2号1306房	联系电话：0763-3808515 办公地址：广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	联系电话：0758-2270761 办公地址：广东省肇庆市端州区信安五路2号华生商住中心商业办公楼1704、1705办公室	联系电话：020-61887585 办公地址：广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
北京分公司	湖北分公司	山东分公司	郑州营业部
联系电话：010-63360528 办公地址：北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	联系电话：027-59219121 办公地址：湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	联系电话：0531-66671202 办公地址：山东省济南市历下区泺源大街8号绿城金融中心B楼906	联系电话：0371-86533821 办公地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）普惠路80号1号楼2单元23层2301号
青岛分公司	四川分公司	机构业务部	机构事业一部
联系电话：0532-88697833 办公地址：山东省青岛市崂山区秦岭路6号农商财富大厦8层801室	联系电话：028-83279757 办公地址：四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	联系电话：020-22836158 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836155 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
机构事业二部	机构事业三部	广期资本管理（上海）有限公司	
联系电话：020-22836182 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836185 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：021-50390265 办公地址：上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室	