

2023年11月02日

待降息押注加深，金价仍存上涨机会

——贵金属11月月度投资策略

投资要点：

分析师：

刘晨业

从业资格证号：F3064051

投资咨询证号：Z0018826

电话：021-68757223

邮箱：liucy@qh168.com.cn

分析师

杨磊

从业资格证号：F03099217

投资咨询证号：Z0018823

电话：021-68758820

邮箱：yangl@qh168.com.cn

联系人

顾兆祥

从业资格证号：F3070142

电话：021-68758820

邮箱：guzx@qh168.com.cn

联系人

杜杨

从业资格证号：F03108550

电话：021-68758820

邮箱：duy@qh168.com.cn

相关研究

- **短期价格走势不确定加大，关注美对以援助情况。**短期内，由于地缘冲突影响，金价出现较高的风险溢价。由于地缘冲突的不可预测性，短期内金价走势不确定性加大。另一方面，美国若对以持续提供援助，美国政府高额财政赤字以及债务情况可能进一步恶化，经济风险或继续酝酿，同时削减市场对美元信心，后市黄金存潜在利多因素。
- **中期美国经济韧性或仍存，金价难有强上涨动力。**中期来看，经济景气程度及领先指标反映均向好，美国经济韧性仍存。美国整体通胀同比增速仍维持在3字关口，美联储更为关注的通胀指标表现相对更好，美国劳动力市场表现仍较平稳。剔除短期内地缘冲突扰动给金价注入较高的风险溢价，美国经济数据表现尚可市场整体情绪仍偏暖，中期内或较难对美国经济的衰退有过强的押注，金价或难有较强的上涨动力。
- **美联储年内或按兵不动，长期来看或进入降息周期。**尽管目前美国经济数据表现依然靓丽且中期或仍存韧性，但高利率环境持续金融数据方面明显走弱使得长期来看经济增长压力仍存。目前市场押注美联储已无必要如9月点阵图所示般继续加息25个基点，根据CME美联储观察，市场预计美联储年内大概率按兵不动维持当前利率水平，并可能在明年二季度末进入降息周期。此前高利率水平一直是压制金价的主要因素，长期来看若美联储开启降息周期，金价运行重心有望进一步抬升。
- **海外黄金ETF持仓仍降，期市管理基金净多单增加。**目前海外贵金属ETF持仓相对较低，仍维持此前下降趋势，或主要由于美国通胀同比呈降势且风险情绪偏暖，海外个人投资者对贵金属类ETF配置意愿较低，相应的美国股市年内表现较强，债市表现较低迷。由于10月意外事件扰动，金价强势上涨，亦带动银价偏强，管理基金仓位中贵金属空单明显减少，且黄金多单有所增加，目前COMEX管理基金贵金属持仓已由净空转净多。
- **结论：**我们认为短期内黄金价格走势不确定性加大，中期仍承压，长期仍存上涨机会
- **操作建议：**短期观望，中长期等待做多机会
- **风险因素：**美国经济强于预期，美联储超预期鹰派

正文目录

1. 策略概述	4
2. 主要逻辑	4
2.1. 短期价格走势不确定加大，关注美对以援助情况	4
2.2. 中期美国经济韧性或仍存，金价难有强上涨动力	5
2.3. 美联储年内或按兵不动，长期来看或进入降息周期	5
2.4. 海外黄金 ETF 持仓仍降，期市管理基金净多单增加	6
3. 结论及操作建议	7

图表目录

图 1 实际利率与金价	4
图 2 外盘金银主连走势	4
图 3 美国政府财政收支	4
图 4 美国国债总额	4
图 5 美国 ISM 制造业 PMI	5
图 6 美国 OECD 综合领先指标	5
图 7 美国 CPI 同比增速	5
图 8 美国新增非农就业人数	5
图 9 美债收益率曲线	6
图 10 长短期美债利差	6
图 11 美国抵押贷款固定利率	6
图 12 美国贷款同比增速	6
图 13 海外贵金属主要 ETF 持仓	7
图 14 COMEX 管理基金贵金属净持仓	7

1. 策略概述

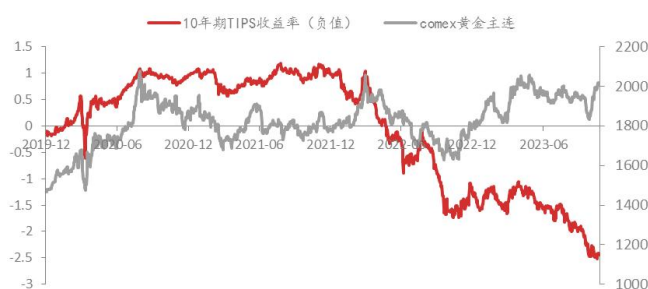
10月初，金价受美国经济数据偏强影响高位下行，但中旬巴以爆发地缘冲突使得金价出现V型反转，目前金价仍处年内高点。展望后市，我们认为地缘政治冲突带来风险溢价，短期内价格走势不确定加大。美国经济韧性仍存，金价中期走势或仍承压。但美联储若在年内余下2次议息会议上按兵不动，后市市场降息押注或增强，利多贵金属价格。建议短期观望，中长期等待做多机会。

2. 主要逻辑

2.1. 短期价格走势不确定加大，关注美对以援助情况

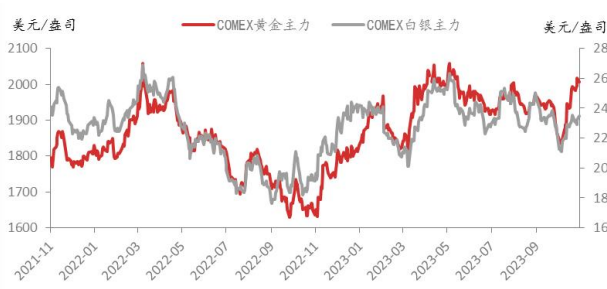
短期内，由于地缘冲突影响，金价出现较高的风险溢价。主要表现为短期内金价走势与10年期TIPS收益率走势以及银价走势劈叉。通常来看，地缘冲突给金价带来的提振较难持续，主要取决于地缘冲突的规模是否升级以及持续时间。由于地缘冲突的不可预测性，短期内金价走势不确定性加大。

图1 实际利率与金价



资料来源：ifind，东海期货研究所

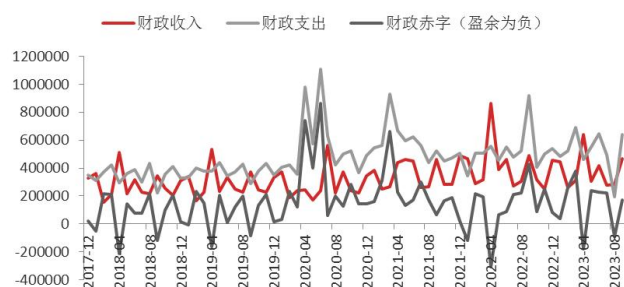
图2 外盘金银主连走势



资料来源：ifind，东海期货研究所

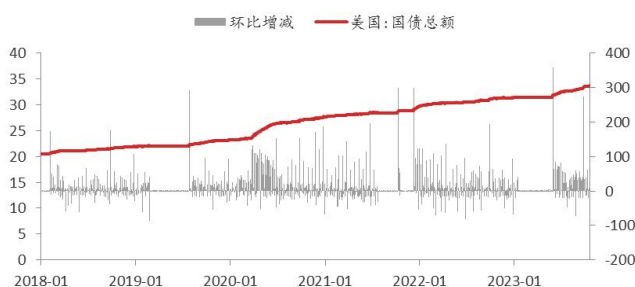
另一方面，据美联社报道，美国总统拜登提议一项总额近1060亿美元的安全计划拨款，其中614亿美元用于向乌克兰提供军事、安全和经济援助，143亿美元用于军事援助以色列。2023财年美国政府财政赤字已近1.7万亿美元，美政府债务规模超33万亿美元。美国若对以持续提供援助，美国政府高额财政赤字以及债务情况可能进一步恶化，经济风险或继续酝酿，同时削减市场对美元信心，后市黄金存潜在利多因素。

图3 美国政府财政收支



资料来源：ifind，东海期货研究所

图4 美国国债总额



资料来源：ifind，东海期货研究所

2.2. 中期美国经济韧性或仍存，金价难有强上涨动力

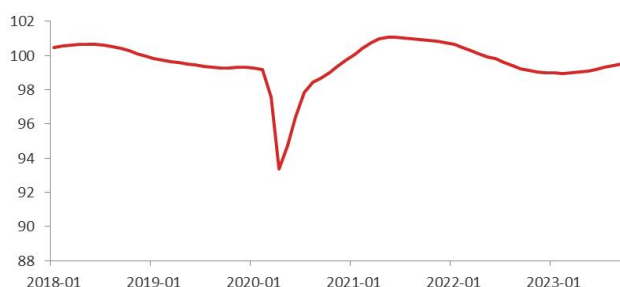
美国三季度实际 GDP 环比折年率录得 4.9%，其中私人投资项环比折年率录得 8.4%。中期来看，经济景气程度及领先指标反映均向好，美国经济韧性仍存。美国 9 月 ISM 制造业 PMI 录得 49.0，较前值上升，服务业 PMI 录得 53.6，今年以来一直维持在扩张区间。美国 9 月 OECD 综合领先指标录得 99.49，较前值上升，维持今年以来缓慢回升态势。

图 5 美国 ISM 制造业 PMI



资料来源：ifind，东海期货研究所

图 6 美国 OECD 综合领先指标



资料来源：ifind，东海期货研究所

美国整体通胀同比增速仍维持在 3 字关口，美国 9 月 CPI 同比增 3.7%，较前值持平，核心 CPI 同比增 4.1%，较前值降 0.2 个百分点。美联储更为关注的通胀指标表现相对更好，9 月 PCE 物价指数同比增 3.44%，较前值下降 0.01 个百分点，核心 PCE 物价指数同比增 3.68%，较前值降 0.16 个百分点。美国劳动力市场表现仍较平稳，9 月新增非农就业人数 33.6 万人，为今年 1 月以来新高，平均周薪环比增 0.2%，同比增 3.5%。但 ADP 新增就业人数仅 8.9 万人，为今年以来新低。周度失业数据反应目前就业仍较稳健，周度初请失业金人数 21 万人，处较低水平，周度续请失业金人数 179.0 万人，略微反弹。

图 7 美国 CPI 同比增速



资料来源：ifind，东海期货研究所

图 8 美国新增非农就业人数



资料来源：ifind，东海期货研究所

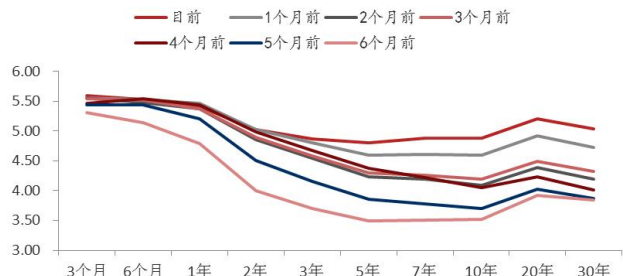
总的来看，剔除短期内地缘冲突扰动给金价注入较高的风险溢价，美国经济数据表现尚可市场整体情绪仍偏暖，中期内或较难对美国经济的衰退有过强的押注，金价或难有较强的上涨动力。

2.3. 美联储年内或按兵不动，长期来看或进入降息周期

11 月 2 日凌晨将举行美联储议息会议，9 月时美联储点阵图所示年内或仍有继续加息。但 10 月长期美债收益率上升幅度较大，今年二季度以来长期美债收益率出现明显抬升，一方面美国经济数据表现较强，市场风险情绪偏暖；另一方面供应端美国国债总量及增量较大，

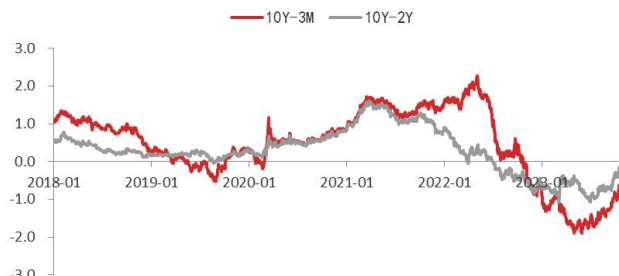
但需求端随着前期部分美国银行破产、美联储缩表以及海外经济主体抛售美债有所走弱；此外美联储几次议息会议上论调始终偏鹰，短期利率提升下整体收益率曲线亦有所抬升。目前 10 年期美债收益率达 4.88%，为多年来新高。

图 9 美债收益率曲线



资料来源：ifind，东海期货研究所

图 10 长短期美债利差



资料来源：ifind，东海期货研究所

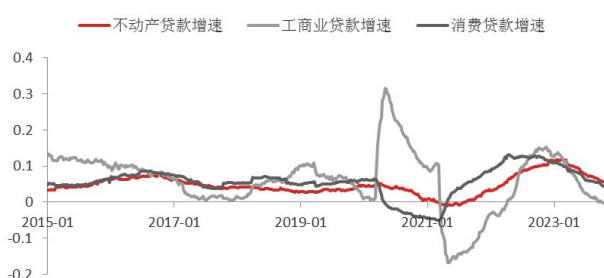
由于长期美债收益率的攀升，美国 30 年期固定利率抵押贷款利率已升至 7.79%，高利率环境下贷款同比增速明显放缓，截至 10 月 18 日，不动产贷款同比增速放缓 5.6%，工商业贷款同比增速放缓至 -0.2%，消费贷款同比增速放缓至 4.5%。尽管目前美国经济数据表现依然靓丽且中期或仍存韧性，但高利率环境持续金融数据方面明显走弱使得长期来看经济增长压力仍存。

图 11 美国抵押贷款固定利率



资料来源：ifind，东海期货研究所

图 12 美国贷款同比增速



资料来源：ifind，东海期货研究所

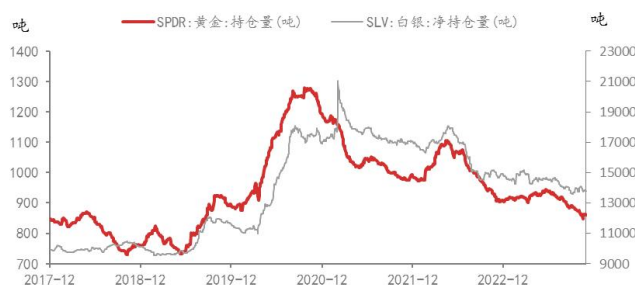
故目前市场押注美联储已无必要如 9 月点阵图所示般继续加息 25 个基点，根据 CME 美联储观察，市场预计美联储年内大概率按兵不动维持当前利率水平，并可能在明年二季度末进入降息周期。此前高利率水平一直是压制金价的主要因素，长期来看若美联储开启降息周期，金价运行重心有望进一步抬升。

2.4. 海外黄金 ETF 持仓仍降，期市管理基金净多单增加

目前海外贵金属 ETF 持仓相对较低，仍维持此前下降趋势，或主要由于美国通胀同比呈降势且风险情绪偏暖，海外个人投资者对贵金属类 ETF 配置意愿较低，相应的美国股市年内表现较强，债市表现较低迷。截至 10 月 30 日，SPDR 黄金 ETF 持仓 859.49 吨，较 9 月底减少 14.15 吨；SLV 白银 ETF 持仓 13773.68 吨，较 9 月底增加 29.57 吨。

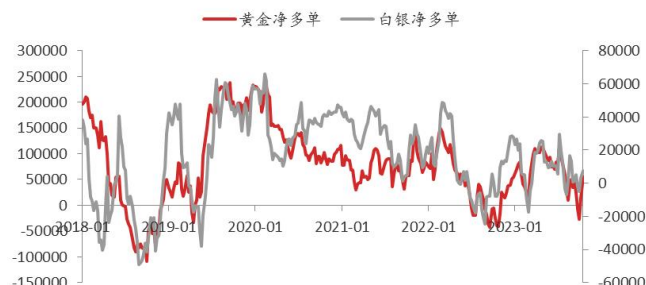
由于 10 月意外事件扰动，金价强势上涨，亦带动银价偏强，管理基金仓位中贵金属空单明显减少，且黄金多单有所增加，目前 COMEX 管理基金贵金属持仓已由净空转净多。截至 10 月 24 日，COMEX 管理基金黄金净多单 55748 张，较 9 月底增加 32310 张，其中多单增加 7788 张，空单减少 24522 张；COMEX 管理基金白银净多单 3918 张，较 9 月底增加 1977 张，其中多单减少 3102 张，空单减少 5079 张。

图 13 海外贵金属主要 ETF 持仓



资料来源：ifind，东海期货研究所

图 14 COMEX 管理基金贵金属净持仓



资料来源：ifind，东海期货研究所

3. 结论及操作建议

总的来说，我们认为地缘政治冲突升级，短期出现风险溢价，金价走势不确定性加大。中期来看，美国经济韧性尚存谨防美联储超预期加息，金价或仍承压。长期来看，高利率状态若继续维持美国经济增长前景仍难言乐观，后市降息押注或增强，贵金属价格或仍存上涨机会。

操作建议：短期观望，中长期等待做多机会

风险因素：美国经济强于预期，美联储超预期鹰派

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL:Jialj@qh168.com.cn