

云销雨霁 乘势待时

作者：林振龙

投资咨询资格证号：
Z0018476

电话：021-2062 7529

邮箱：

linzhenlong@sd-gold.com

报告导读

一、2023 年行情回顾

2023 年伴随美联储加息放缓，黄金白银震荡上攻，黄金明显强于白银。上半年的硅谷银行破产、下半年的巴以冲突升级进一步拉升价格。截止年末，加息大概率结束，但降息何时兑现，仍将主导 2024 年的贵金属大势。

二、货币属性

(一) 美国通胀持续下行，2024 年或下行趋缓；(二) 美国就业依然坚挺，2024 年就业或持续下行；(三) 美国经济如工业、贸易等出现更多转弱信号，但消费依然坚挺，2024 年经济软着陆概率最大；(四) 美联储长期关注的 3 月和 10 年期美债利差倒挂仍处高位，2024 年经济衰退风险仍存；(五) 梳理 2022-2023 年美联储货币政策路径，2024 年降息之路恐非一帆风顺，加息即便结束，利率高位仍将维持较长时间；(六) 相比其他主要经济体经济和通胀表现，2024 年美元吸引力预计继续下行，但或下行趋缓，因美元资产避险价值上升；

三、避险属性

(一) 2023 年美股波动率相对处于低位，2024 年或重新上升，推升贵金属避险价值；(二) 参考 2022 和 2023，不能忽视潜在地缘异动风险和经济金融风险对贵金属避险扰动；

四、商品属性

(一) 全球黄金 2023 年供给稳定，但需求波动较大，2024 年需求预计同比回升；(二) 全球白银 2023 年供需两弱，2024 年需求预计实物需求回升，但工业需求仍然偏弱；

五、未来的投资逻辑演变

2024 年美联储紧缩这片贵金属头顶盘亘三年的雨云终将远去，云销雨霁，但向上之路恐非一帆风顺，投资者朋友仍需乘势待时。货币属性铺路，最终或仍需避险属性破局。预计美国经济整体继续走弱只不过软着陆概率最大，通胀相比前期下行趋缓，市场抢跑后，联储或继续多次出来踩刹车。在降息最终落地之前，贵金属借助宽松预期逐步兑现阶梯上行，但降息开始之后或进入高位震荡。谨防如美国大选、日本货币政策调整等避险扰动风险。

六、策略：降息前阶梯上行，降息后高位震荡，逢低布多为主，做好仓位管理

七、支撑压力：沪金支撑：455-460，阻力：530-535

沪银支撑：5000-5030，阻力：6970-7000

风险提示：通胀等再次上行、联储官员发言偏鹰、地缘异动等

山金期货官微：



2023 年伴随美联储加息放缓，黄金白银震荡上攻，黄金明显强于白银。上半年的硅谷银行破产、下半年的巴以冲突升级进一步拉升价格。截止年尾，加息大概率结束，但降息何时兑现，仍将主导 2024 年的贵金属大势。

一、2023 年行情回顾

上半年，伦敦金受加息进一步放缓和硅谷银行破产等避险双重推动

2022 年美联储在 11 月利率决议上，如期加息 75bp，更为重要的是表示未来加息会放缓，但降息仍不成熟。随后公布的美国 10 月 CPI 同比 7.7%，低于预期的 7.9%；核心 CPI 同比 6.3%，低于预期的 6.5%。加息放缓外加通胀超预期下行，市场被鹰派加息压制两年的多头情绪反扑，伦敦金开启快速反弹，至 2023 年 1 月末，三个月上行接近 300 美元。

2023 年 2 月美联储进一步放缓加息，暗示要继续加息，通胀已经有所缓解，但仍处于高位。随后公布的非农与通胀均远超市场预期，美国劳工部公布的 2023 年 1 月非农就业数据，新增非农就业 51.7 万人，大幅高于市场预期的 18.9 万人；失业率降至 3.4%，为近 50 年以来的最低位；1 月 CPI 同比增长 6.4%，连续第七个月同比增长放缓，但放缓程度不及预期，市场预期增速为 6.2%；1 月核心 CPI 同比增长放缓至 5.6%，高于市场预期增速 5.5%。伦敦金快速回调，至 3 月初，两个月回调近 150 美元。

图 1：伦敦金 2023 年上半年行情逻辑



数据来源：文华财经、山金期货交易咨询部

请务必阅读文末重要声明

2023年3月10日，全美排名第16的硅谷银行在短短48小时内先是经历了股价暴跌，很快宣布破产并且被接管。破产的导火线是流动性（挤兑）危机和恐慌情绪，而更深层的原因则是美联储激进加息导致银行的债券持仓浮亏，以及科技初创公司（硅谷银行的主要储户）在加息周期中的困境中快速消耗了现金存款。受此影响，美国金融市场猛烈震荡，众多金融机构和企业陷入混乱。市场一度担忧，硅谷银行是否将成为第二个雷曼兄弟，从而进一步引发美国系统性的金融风险，甚至对全球金融体系产生冲击。市场预期也发生快速变化，由预期加息年内结束年末降息，转为预期5月前后即开启降息。伦敦金从低位快速抬头，中间也叠加美债危机，至5月初，第三次站上2000美元大关，两个月上行接近300美元。

5月美联储决议上，联储表态加息可能暂停，降息仍需数据。暗示可能会暂停进一步加息，给决策者们时间去评估最近多家银行倒闭的后果，等待联邦债务上限政治僵局的解决，并监测通胀演变进程。鲍威尔表示，联储仍认为通胀过高，仍对高物价压力感到担忧，因此现在说本轮加息周期已经结束还为时过早。市场预期重新变化，由预期加息结束下半年降息，转为预期年内仍有一次加息。伦敦金从高位持续回撤，至6月末，重新跌破1900美元关口，两个月回调接近180美元。

下半年，伦敦金受加息结束降息前置预期和巴以冲突等避险互相扰动

图2：伦敦金2023年下半年行情逻辑



数据来源：文华财经、山金期货交易咨询部

2023年6月美联储决议中，点阵图和经济展望中暗示，年内还有两次加息且各加息25个基点，市场原

本认为7月或9月是本轮周期最后一次加息。鲍威尔表示，几乎所有与会者都认为，进一步加息是适宜的。加息可能是有道理的，但步伐要更适度。7月会议将根据情况决定是否加息。今年降息不合适，没有政策制定者预计今年会降息。美联储依然坚决致力于2%的通胀目标。比市场预期的更为鹰派，市场继续探底。但在6月29日，鲍威尔表示下阶段加息更难预测，美联储没承诺具体加息次数。6月末，伦敦金重回涨势，收复失地。至7月末，伦敦金上行接近100美元。

7月美联储利率决议比较关键，联储表示紧缩进入观望期，降息仍远。宣布上调25个基点至5.25%-5.50%；鲍威尔表示，经济仍需放缓，劳动力市场仍需疲软，通胀率才能“可信地”回到美联储2%的目标。未来作出任何政策决定都将采取逐次会议逐次分析的方式，在当前环境下，决策者们只能就下一步货币政策给出有限的指引。美联储工作人员不再预测今年会出现经济衰退。预计通胀率到2025年前后才会回落至2%。尤其是对经济衰退担忧不再，远超市场预期，意味着降息重新变得渺茫，贵金属出现了极为罕见的多日连续大阴线。9月决议中点阵图显示，2024年利率只会下降50个基点，6月时预测则是下降100个基点。政策声明称“通胀仍然高企。”大幅上调了经济增长预测。伦敦金快速跳水，至10月初重回1800附近。

当地时间2023年10月7日，加沙地带的巴勒斯坦武装组织向以色列境内发动大规模火箭弹袭击，哈马斯下属卡萨姆旅宣布发动“阿克萨洪水”行动。同日，以色列总理内塔尼亚胡宣布以色列进入“战争状态”。对加沙地带哈马斯目标发起代号“铁剑”的行动，声明指出，巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动（哈马斯）将承担此次袭击的全部责任和后果。巴以爆发近年来最大规模的冲突，避险资产伦敦金重获上行动能，加之之前公布的美国非农差于预期，伦敦金快速反弹。

11月14日美国劳工部公布的数据显示，10月美国CPI同比由3.7%降至3.2%，低于市场预期的3.3%；核心CPI同比由上月的4.1%降至4.0%，低于市场此前预计的4.1%。市场逐步期待加息已经结束。11月29日，美联储沃勒暗示或已完成加息，若通胀持续下降几个月后将开始降息。多位联储官员转鸽。美联储褐皮书显示最近几周美国经济活动放缓，通胀大幅缓解。至12月4日星期一，伦敦金上破历史前高，最高涨至2146.792。12月13日，美联储主席鲍威尔表示，美国货币政策历史性的紧缩周期可能已经结束，讨论降息的问题开始“进入视野”。进一步印证了市场预期。但对于2024年降息何时落地，恐非一帆风顺。

二、2024年货币属性演变逻辑

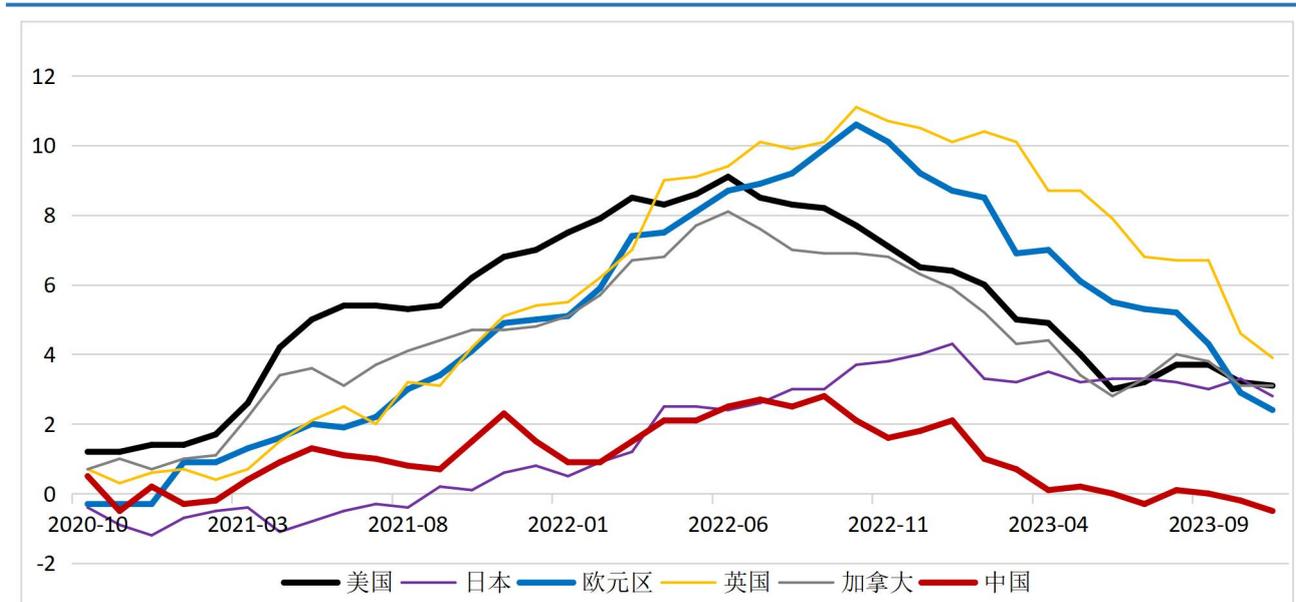
（一）美国通胀持续下行，2024年或下行趋缓

2023年年初的美联储货币政策框架目标特别提到，长期的通货膨胀率主要由货币政策决定，因此委员会有能力为通货膨胀制定一个长期的目标。委员会重申其判断，以个人消费支出价格指数（PCE）的年度变

化来衡量，2%的通胀率与美联储的长期法定使命最为一致。委员会认为，长期通胀预期若能稳定在2%，将有利于物价稳定和长期利率的调整，并增强委员会在面临重大经济动荡时促进最大就业的能力。为了将长期通胀预期稳定在这一水平，委员会寻求实现一段时间内平均2%的通胀。因此判断，在通胀持续低于2%的时期之后，适当的货币政策目标可能是使通胀率在一段时间内保持在2%以上。

通胀是指整体物价水平的普遍上涨。当经济活动繁荣、货币供应增加、需求超过供应时，通常会出现通胀现象。通胀会导致货币的购买力下降，即同样的货币数量所能购买的物品和服务减少。美联储的目标是保持通胀在2%的水平浮动，但是允许短期内高于2%。和CPI相比，PCE衡量的商品和服务类别更为广泛。同时，PCE数据计算过程中考虑了消费者消费习惯的改变。PCE的原始数据来源于企业问卷调查，而CPI的原始数据来源于消费者的问卷调查。一般来说，企业问卷调查获取的数据更为可靠。历史上CPI受到的关注度更高，也是国际上讨论通胀的通用指标，这很大程度上是因为美国劳动统计局发布CPI的时间要早于美国经济分析局(BEA)发布PCE的时间，一般来说CPI对于市场的影响也更大。截止2023年年底，美国通胀已从高位超过8%回落至3%附近，但也出现放缓迹象。

图3:全球主要经济体通胀对比



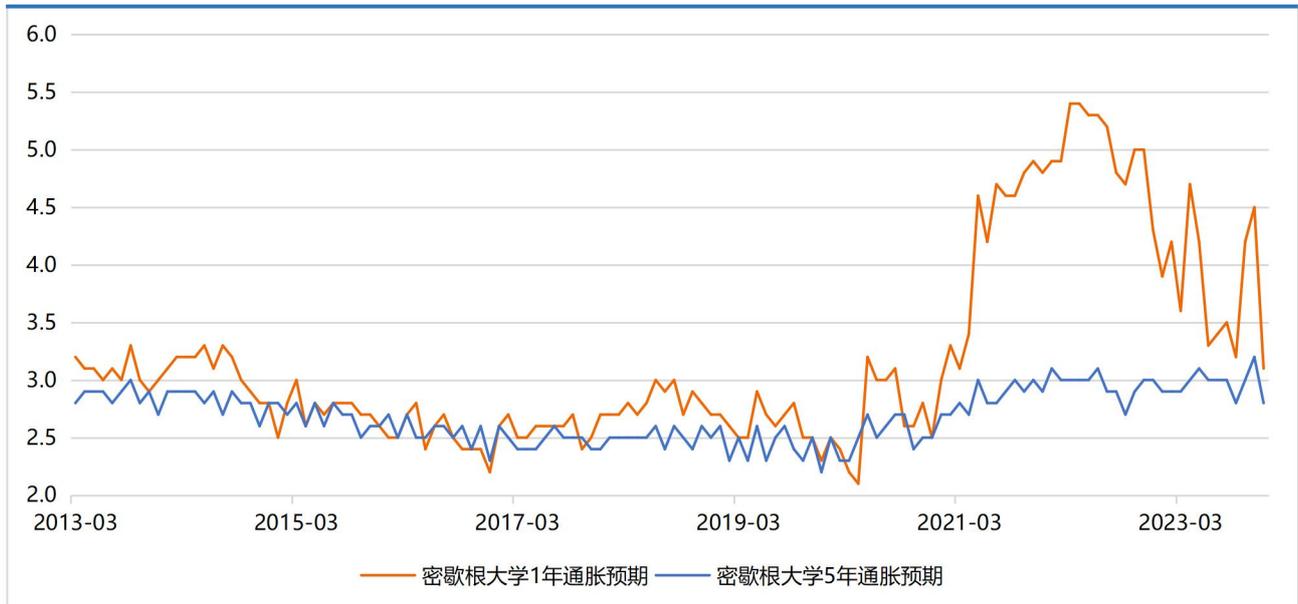
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

美国通胀预期的变化，既影响着美联储的货币路径，也关乎全球投资者的分析决策。密歇根大学、纽约联储调查统计的通胀预期指标因其稳定性与专业性较高，受到市场的广泛关注，其中1年期通胀预期方向的变化能够大致预测当期通胀方向的变化。调查类通胀预期指标能够反映消费者对于未来通胀的实际看法，但消费者的观点有可能与实际通胀表现不符。例如，在2023年4月，因石油输出国组织OPEC+宣布石油减产，消费者对未来汽油价格预期大幅上升，带动密歇根大学1年期通胀预期从3.6%上行至4.6%。但当

月实际油价并未出现大幅上涨，实际 CPI 同比增速较前月下降。

2023 年密歇根大学消费者 1 年期通胀预期两次大幅反弹，主要因能源等波动影响，基本维持下行态势。2024 年预计整体通胀受到能源等影响较大，核心通胀下行趋缓。

图 4: 美国通胀预期



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

（二）美国就业依然坚挺，2024 年就业或持续下行

2023 年年初的美联储货币政策框架目标同时提到，最大就业水平是一个基础广泛、具有包容性的目标，不能直接衡量，而且在很大程度上由于影响劳动力市场结构和动态的非货币因素而随时间而变化。因此，为就业规定一个固定目标是不适当的；相反，委员会政策决定必须根据对就业人数低于其最高水平的评估来作出，但要认识到这种评估必然是不确定的，而且需要加以修订，委员会在进行这些评估时会考虑各种各样的指标。

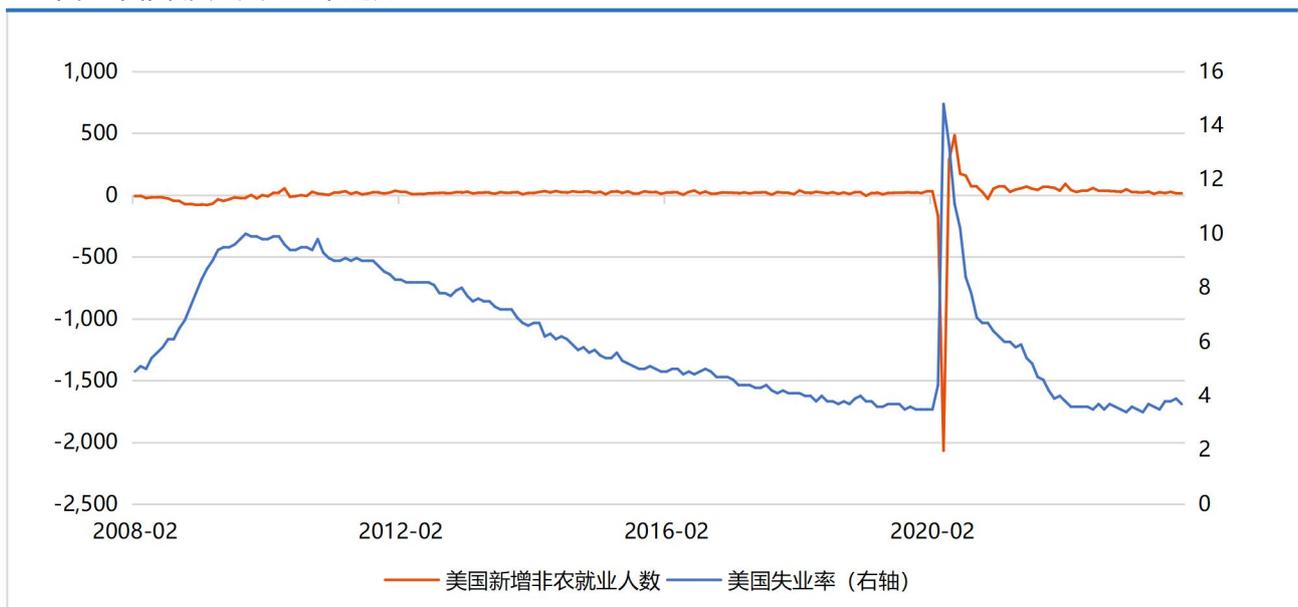
非农就业人口是美联储十分关注的衡量美国就业状况的指标，一旦其有所增加，将支持美联储加息，反之则可能令美联储加息步伐受阻，因而对市场具有很大影响力。非农数据被认为是衡量美国经济健康状况的关键指标之一，其公布结果可能会影响美元汇率、美股美债的表现以及全球经济预期等多个方面，进而影响到贵金属价格。如果非农数据表现良好，市场会认为美国经济持续复苏，美联储紧缩预期增强，美元汇率上行，这会导致贵金属价格下跌，因为贵金属常被视为对冲通胀和经济不确定性的避险资产，其价格与美元走势大概率呈反向关系。反之亦然。

此外，非农代表的就业也会和通胀互相影响。非农与通胀都是美联储货币政策最重要的参考目标。两

者之间互相影响：1. 非农对通胀的影响。通常情况下，非农的增加意味着更多的人有收入，消费能力增强，从而推动经济增长。这可能会导致商品和服务的需求增加，进而推动价格上涨，从而对通胀形成推动作用。另一方面，非农的增长也意味着劳动力市场需求增加，这可能导致工资水平的上涨。当工资上涨时，企业为了维持利润，可能会提升产品价格，从而对通胀产生一定的拉动效应。2. 通胀对非农的影响。当通胀水平过高时，消费者的购买力可能会受到削减，消费需求下降，从而对企业的产出和就业产生负面影响。此外，高通胀还可能导致成本上升，企业可能会面临较高的生产成本。为了降低成本，企业可能会采取裁员措施，从而对非农产生不利影响。

2023年美国非农虽有波动，基本维持高开自走态势，但在年尾重新抬头，失业率整体缓慢上行，年尾再次下行。2024年在加息的滞后作用影响之下，预计非农整体随着美国经济出现更多转弱信号，整体或继续波动，并维持下行态势，失业率重回上行趋势。

图 5: 美国非农和失业率趋势

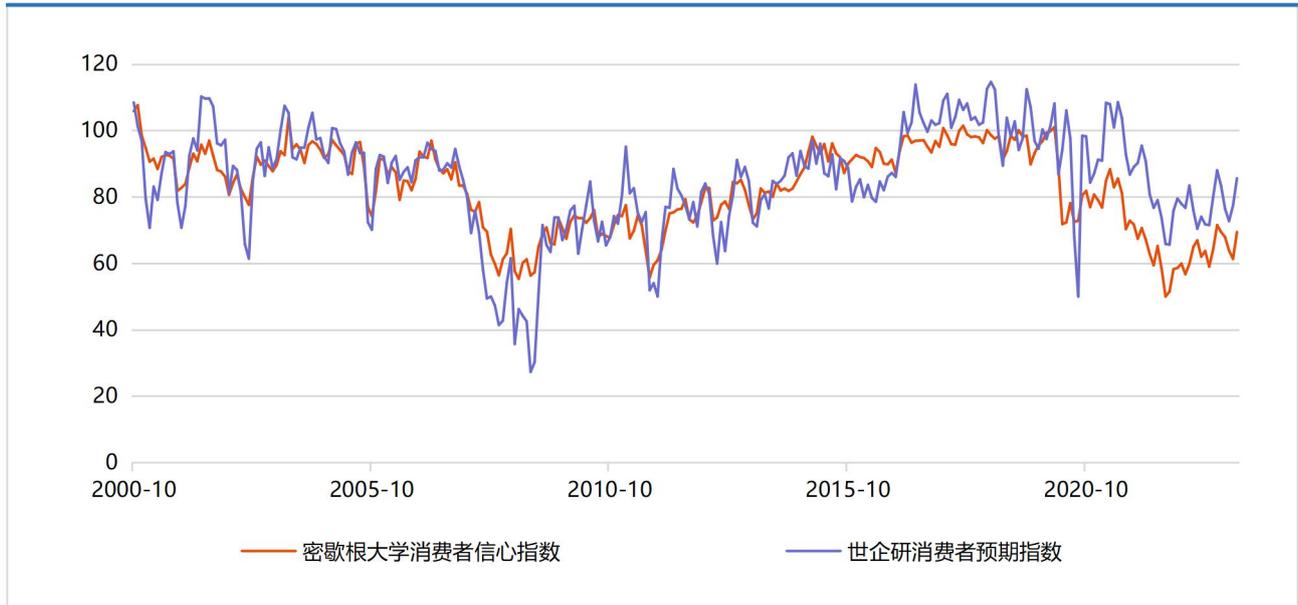


数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

（三）美国经济如工业、贸易等出现更多转弱信号，但消费依然坚挺，2024年经济软着陆概率最大

2023年美国经济的整体表现与市场预期大相径庭，2022年底市场几乎“一致”认定2023年美国将发生衰退。但2023年的美国经济不仅没有着陆，反而还有所企稳。住宅投资、非住宅投资、消费、政府支出拉动经济增长，叠加去库周期接近底部。2024年的美国经济基准情形依然是“软着陆”，上半年经济并没有大幅放缓的风险，整体的走弱需要等待下半年的到来。通过对美国经济贡献最大的消费者信心和预期指数能够对经济做出一定前瞻判断。

图 6: 美国消费者信心和预期指数



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

（四）美联储关注的 3 月和 10 年期美债利差倒挂仍处高位，2024 年经济衰退风险仍存；

资本市场有很多比较重要的指标，短期债券与长期债券收益率倒挂往往预示着即将到来的衰退。如果投资者对短期经济形式并不看好，就会偏向买入长期债券，卖出短期债券，导致短期债券收益率上涨，长期债券收益率下降。长期以来，3 个月和 10 年期美债收益率的反转被广泛认为是美国经济将在未来几年内陷入衰退的重要指标。2023 年以来，3 月和 10 年期美债利差倒挂年初至年终从 1% 之上跌至之下，但在下半年重新上行，预计 2024 年在降息之前仍将处于相对高位，意味着美国经济衰退风险仍存。

图 7: 美国 3 月-10 年利差倒挂



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

（五）梳理 2022-2023 年美联储货币政策路径，2024 年降息之路恐非一帆风顺，加息即便结束，利率高位仍将维持较长时间；

从历史上看，美联储的降息大致可以分为两种，衰退式降息和预防式降息。衰退式降息对应美国境内发生危机事件，对经济造成严重影响，从而倒逼美联储降息“救火”，衰退式降息累计次数多、幅度大。例如，2008 年次贷危机和 2020 年新冠疫情重创美国本土时，美联储大幅降低了基准利率以帮助提振经济和市场信心。预防式降息对应美国境外发生危机事件，对境内经济造成冲击但程度可控，美联储为了降低经济衰退风险而采取预防式措施，预防式降息累计次数少、幅度小。例如，2019 年 8 月，美联储宣布降息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间下调至 2.00%-2.25%，这是美联储时隔 10 年后的首次降息，也标志着美联储从 2015 年启动的货币政策紧缩周期告一段落。当时核心 PCE 从 2018 年中到达 2% 之后持续下跌至 1.6%，且市场对于未来通胀预期仍较悲观。梳理 2022-2023 年美联储货币政策路径，美联储对市场的宽松预期反应冷淡，经常出来踩刹车。相比经济增长，通胀显然是联储最为看重的使命任务。联储一直认为，即便加息结束，如果通胀没有达到预期区间，利率高位仍将维持较长时间。

图 8：2023 年美联储货币政策路径回顾（橙色为偏鸽，红色为偏鹰）

时间	美联储货币政策路径	联邦基金利率
2023/2/1	进一步放缓加息。 ①加息 25bp；②暗示要继续加息③通胀已经有所缓解，但仍处于高位；④鲍威尔表示，可能只需“再加息几次”，就能达到联储认为压低通胀所需的足够限制性水平；⑤美联储并没有探索暂停加息之后再重新开始加息的可能性。	4.5%-4.75%
2023/3/21	不再称“持续”加息是合适的，银行危机未影响加息节奏。 ①加息 25 个基点；②声明指出，美国银行业稳健、有弹性，但一些事件将拖累经济增长；③上调了 2023 年通胀预测，下调了失业率预测，不再称“持续”加息是合适的。④点阵图显示，2023、2024 年底利率预期中值分别为 5.1%，4.3%⑤鲍威尔：考虑过暂停加息，但加息的决定得到了委员会很强的共识支持；今年降息不是我们的基本预期。	4.75%-5.0%
2023/5/04	加息可能暂停，降息仍需数据。 ①美联储周三宣布加息 25 个基点，并暗示可能会暂停进一步加息，给决策者们时间去评估最近多家银行倒闭的后果，等待联邦债务上限政治僵局的解决，并监测通胀演变进程。②鲍威尔表示，联储仍认为通胀过高，仍对高物价压力感到担忧，因此现在说本轮加息周期已经结束还为时过早。	5.0%-5.25%
2023/6/14	如期暂停加息，释放了鹰派信号。 ①点阵图和经济展望中暗示，年内还有两次加息且各加息 25 个基点，市场原本认为 7 月或 9 月是本轮周期最后一次加息。②鲍威尔表示，几乎所有与会者都认为，进一步加息是适宜的。加息可能是有道理的，但步伐要更适度。③7 月会议将根据情况决定是否加息。今年降息不合适，没有政策制定者预计今年会降息。④美联储依然坚决致力于 2% 的通胀目标。	-

2023/7/26	<p>紧缩进入观望期，降息仍远。①宣布上调 25 个基点至 5.25%-5.50%；②鲍威尔表示，经济仍需放缓，劳动力市场仍需疲软，通胀率才能“可信地”回到美联储 2% 的目标。③未来作出任何政策决定都将采取逐次会议逐次分析的方式，在当前环境下，决策者们只能就下一步货币政策给出有限的指引。④美联储工作人员不再预测今年会出现经济衰退。预计通胀率到 2025 年前后才会回落至 2%。</p>	5.25%-5.50%
2023/8/25	<p>可能需要进一步加息，但将“谨慎行事”。杰克逊霍尔全球央行年会上，美联储主席鲍威尔表示：①美联储可能需要进一步加息，以推动仍然过高的通胀降温；②同时承诺在即将举行的政策会议上谨慎行事，他注意到了在缓解物价压力方面取得的进展，以及美国经济意外强劲所带来的风险。</p>	-
2023/9/20	<p>美联储强化鹰派立场，但不是行动承诺。①利率目标区间 5.50%-5.75%，比当前高出 25 个基点。②点阵图显示，2024 年利率只会下降 50 个基点，6 月时预测则是下降 100 个基点。③政策声明称“通胀仍然高企。”大幅上调了经济增长预测，预计 2023 年经济将增长 2.1%，之前预测的增长率仅为 0.4%；预计年底通胀率将为 3.3%，到明年底将降至 2.5%。仍对实现“软着陆”的前景感到乐观。④鲍威尔警告说，最新预测显示货币政策将在更长时间内保持较高水平，但这并不是行动承诺。</p>	-
2023/11/1	<p>美债收益率替代加息，经济韧性出乎意料。①美联储连续两次利率决议按兵不动，符合市场预期。②声明新增指出，美债收益率攀升带来的金融环境收紧可能对经济和通胀有影响，而且，对近几个月的经济增长显得满意。③鲍威尔表示，美联储可能需要进一步加息，暂停后再次加息会很困难的观点是不正确的。美联储目前完全没有考虑降息，也没有讨论过降息。经济增长远超预期。④美联储在本次会议中没有将衰退重新纳入的预测中，经济在其韧性方面表现出人意料的强劲。此外，美联储坚决致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。</p>	-
2023/12/14	<p>点阵图显示明年降息三次，降息已开始进入视野。①连续三次利率决议按兵不动。FOMC 声明显示，将评估需要“任何”额外加息的程度；通胀在过去一年中“有所缓解”，但仍然居高不下。经济活动已从第三季度的强劲势头放缓。②点阵图显示过半美联储官员预计明年至少降息三次，每次 25 个基点，近三成官员预计至少降四次。③美联储主席鲍威尔表示，尽管美联储不排除适当时候进一步加息的可能性，但相信利率可能已经达到或接近峰值。同时美联储正在思考、讨论何时降息合适；降息已开始进入视野。</p>	-
2023/12/18-12/21	<p>多位地方联储主席给降息降温。①纽约联储总裁威廉姆斯，“我们现在并没有真正讨论降息。”“我只是认为现在考虑这个问题还为时过早。”②芝加哥联储储备银行总裁古尔斯比表示，美联储并未预先承诺将很快、迅速地降息，市场对即将降息的预期快速升温，这不符合美联储的运作方式。③克利夫兰联储总裁梅斯特表示，关于何时降息的问题，金融市场已经比央行“超前了一点”。④亚特兰大联储储备银行总裁博斯蒂克表示，鉴于美国经济的强劲势头，以及需要确保通胀回到美联储 2% 的目标，目前并无降息的“迫切性”。⑤费城联储储备银行总裁哈克表示，他仍反对美联储进一步加息，同时暗示对降低短期借贷成本持开放态度，但认为降息并非迫在眉睫。</p>	-

对于贵金属投资者来说，分析外汇基本面，掌握市场对美联储利率的预期是极为重要的。若投资者能够预测未来目标利率的趋势走向，也将有利于其交易。芝商所(Chicago Mercantile Exchange, CME)提供了一款免费的分析工具，叫 CME FedWatch Tool。这款工具主要分析联邦公开市场委员会(FOMC)在未来会

请务必阅读文末重要声明

议中调整联邦基金利率目标的可能性。在计算加息减息的概率时，FedWatch 主要利用芝商所上市的 30 天短期联邦基金期货（FedFund Futures, FF）的价格来进行计算。由于该短期期货是以联邦基金利率作为标的物，而联邦基金利率也被限制在一个目标范围值内，因此该期货的价格变化波动相对较小，能更好地反映出市场对该期货合约在月份内的日均联邦基金有效利率水平的预期，从而有助于计算加息减息的概率。除此之外，FedWatch Tool 也提供联储点阵图，而该图主要反映各联储银行行长对于短期和长期内联邦基金利率走向的预期。

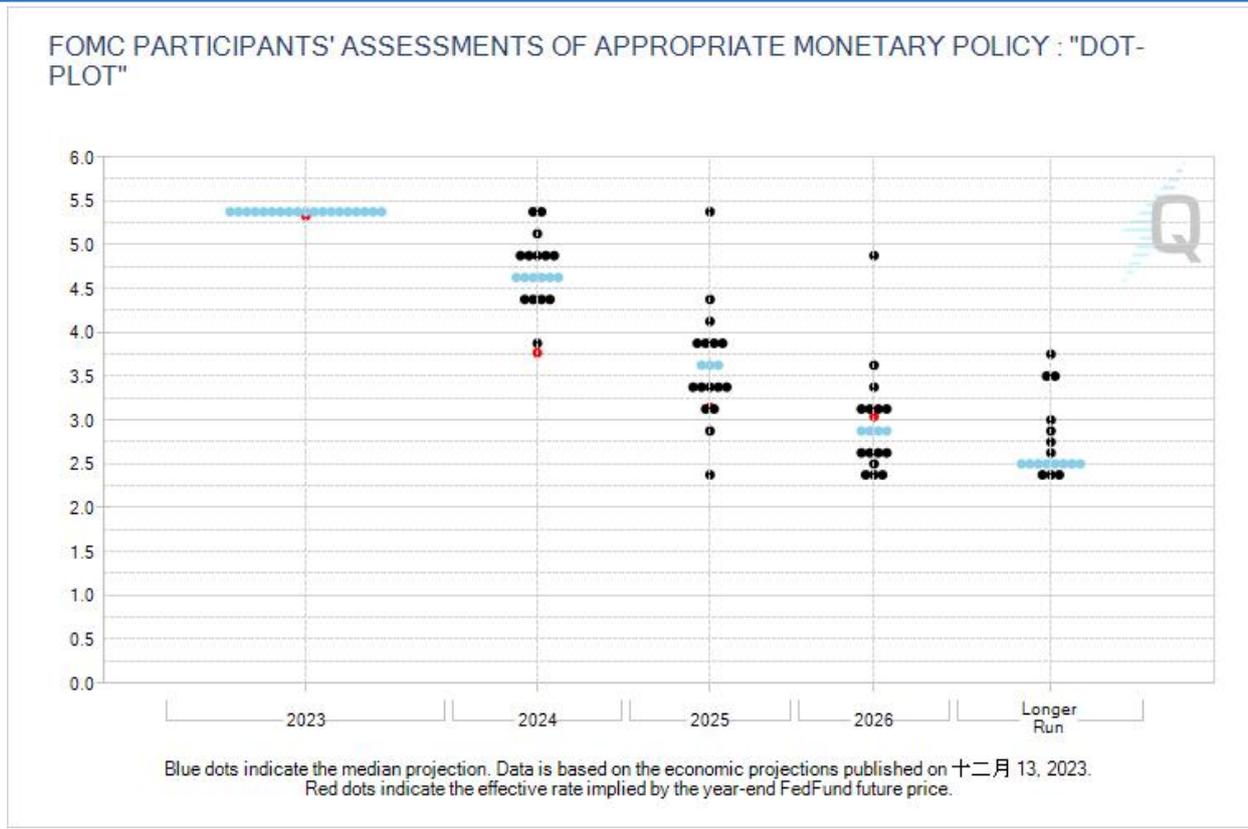
图 9: 美联储利率预期【2024. 01. 02】

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.9%	87.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.1%	70.8%	19.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.5%	67.2%	22.2%	1.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	13.6%	64.0%	20.7%	1.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	11.6%	56.3%	27.3%	4.0%	0.2%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.5%	10.5%	51.9%	30.2%	6.4%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.3%	6.8%	36.4%	38.3%	15.3%	2.7%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.3%	5.4%	30.0%	37.9%	20.2%	5.4%	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%

数据来源：CME、山金期货交易咨询部

近期自从 12 月决议联储将降息纳入视野，近期联储官员虽频繁淡化降息，美国就业通胀等依然坚挺，不改市场宽松预期情绪高涨。截止 2024 年 1 月 2 日，根据芝商所美联储利率观察工具，市场预期 2024 年 1 月利率决议大概率继续维持当前水平，降息预期提前到 2024 年 3 月，空间预期 6 次 25 基点共 150 基点。而根据美联储 12 月点阵图，中位数显示，大多数联储官员表态支持明年降息 3 次 25 基点共 75 基点，市场宽松预期远比联储更为激进。

图 10: 美联储 12 月点阵图与市场利率预期 (红点)【2024. 01. 02】

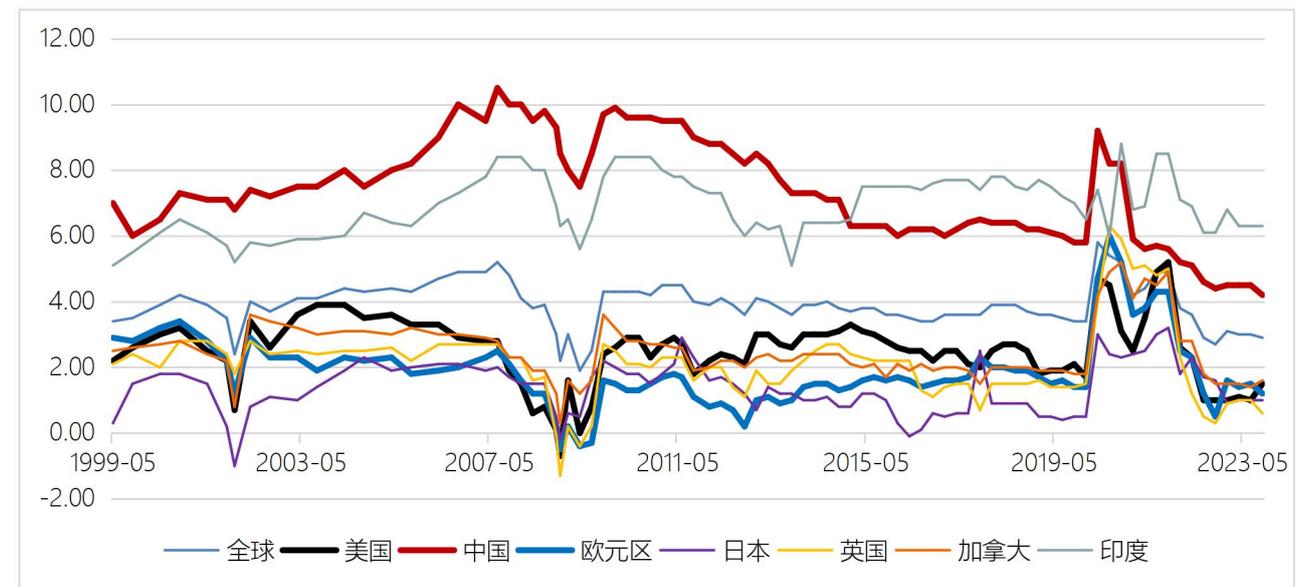


数据来源: CME、山金期货交易咨询部

(六) 相比其他主要经济体经济和通胀表现, 2024 年美元吸引力预计继续下行, 但或下行趋缓, 因美元资产避险价值上升;

展望 2024 年, 支撑美国经济和通胀韧性的产业、消费、就业等经济数据或会逐渐走弱, 受制于大选年两党博弈等政治因素, 美国财政政策扩张的势头或会减退。随着通胀降温, 经济增长降速, 美联储需要平衡较多因素。但考虑欧元区等美指构成一揽子货币所在经济体经济预期更差, 美欧利差更有可能从下行趋缓转为震荡偏强, 以及美元资产和贵金属不遑多让的避险价值, 或支撑美元和贵金属相关性转弱, 乃至出现更多正相关。

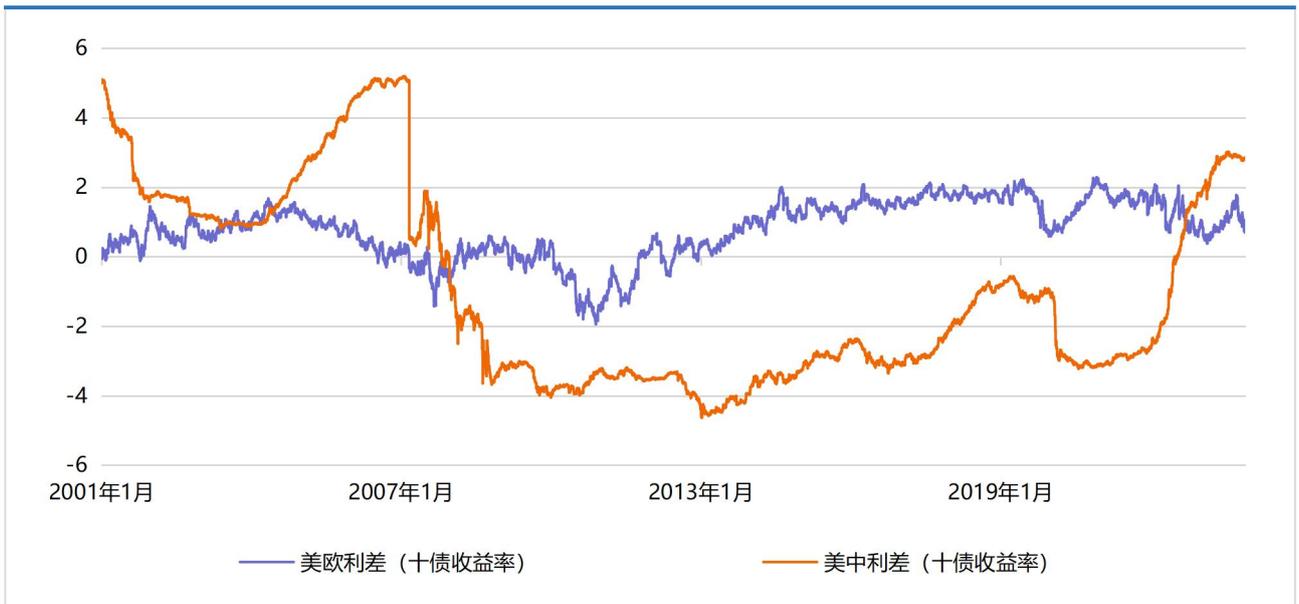
图 11: IMF 经济增速预测 (2024 年)



数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

对人民币来说,随着国家政策重心从货币政策转向财政和产业政策,经济增长预期上行。各项政策合力稳增长,将在 2024 年支撑汇率和国际收支。上半年,经济基本面趋于稳定,人民币汇率贬值压力缓和,但美国基本面韧性较强,美联储政策转向时点不确定。受外部环境压制,人民币升值幅度可能不会太大。下半年,预计美联储转向信号清晰,美元指数、美债收益率回落,人民币汇率渐进升值。总的来看,人民币并不具备单边贬值基础,未来仍会保持双向波动的走势。预期美元/人民币 2024 年或在 6.9-7.25 区间宽幅偏弱震荡。

图 12:美欧利差与美中利差



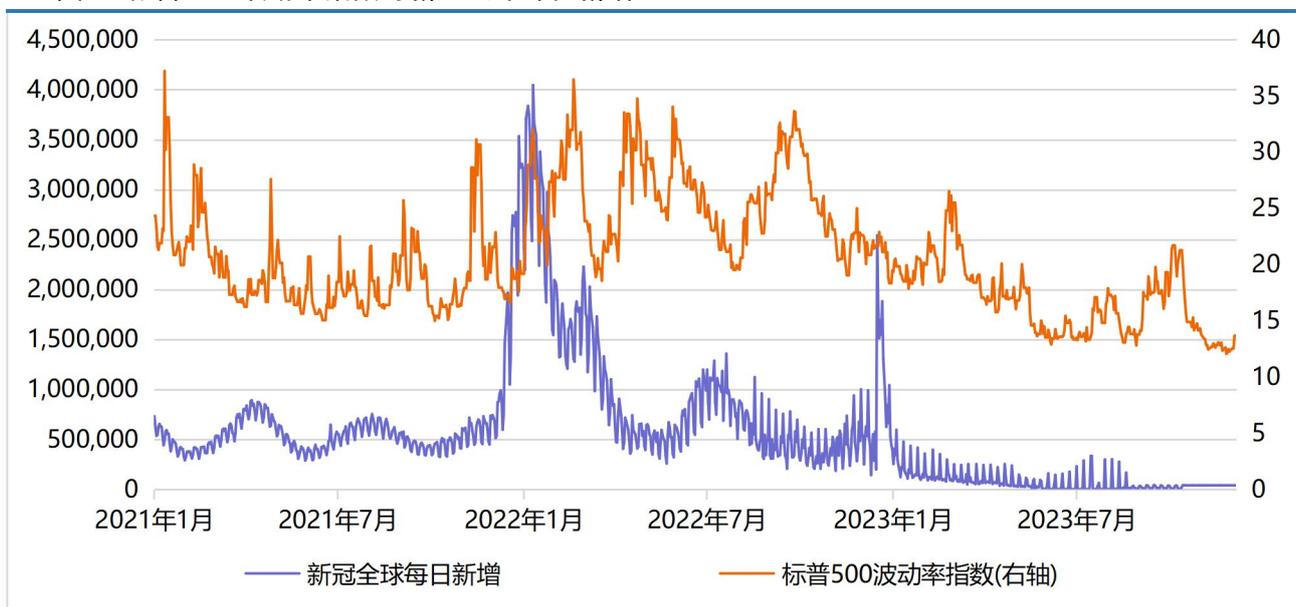
数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

三、2024 年避险属性演变逻辑

（一）2023 年美股波动率相对处于低位，2024 年或重新上升，推升贵金属避险价值；

在经历 2022 年的低迷之后，美国股市 2023 年暴涨，其中标普 500 指数和纳斯达克 100 指数分别上涨超过 20% 和 50%。美股 2023 年上涨的驱动力包括经济的坚挺、通胀率的下降，以及利率触峰的预期。不过，现在投资者最关心的是，美股的强劲上涨趋势是否会延续至 2024 年，亦或者经济开始减速并拖累股市暴跌？考虑到美国经济 2024 年软着陆概率最大的基本面，以及好于其他主要经济体的经济面和利率面预期，美指或继续偏强震荡，并伴随波动率的上升，从而推升贵金属的避险价值。

图 13: 标普 500 波动率指数与新冠全球每日新增



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

（二）参考 2022 和 2023，不能忽视潜在地缘异动风险，如美国大选特朗普卷土重来；经济金融风险，如日本央行退出负利率政策给全球经济金融体系产生负面冲击的风险；

在金融领域，“黑天鹅”一般指那些出乎意料发生的小概率风险事件；“灰犀牛”指那些经常被提示却没有得到充分重视的大概率风险事件。经济下行周期往往伴随更多的黑天鹅事件，贵金属的避险价值也应受到提前关注。2022 年的俄乌战争、2023 年的硅谷银行破产和巴以冲突无不如此。

2024 年美国大选在 1 月份将正式拉开帷幕，大选比较重要的时间节点有六个：（1）1 月 15 日的爱荷华州共和党总统预选、1 月 23 日的新罕布什尔州总统初选。重要性在于，这两个选举事件最先发生，是候选人观察民意的好窗口，会影响候选人后续的竞选活动以及竞选资金的使用；也可能会影响后续其他州的初选和预选结果。（2）3 月 5 日超级星期二，有 16 个州进行初选和预选。（3）7 月 15-18 日，共和党全

国代表大会，确定共和党的总统候选人和政治纲领。(4) 8月19-22日，民主党全国代表大会，确定民主党的总统候选人和政治纲领。(5) 三场总统辩论，分别于9月16日、10月1日、10月9日进行，候选人在总统辩论中的表现，可能对最终大选结果产生重要影响。(6) 11月5日，总统大选日。

当前美国大选的民调结果如何？拜登和特朗普在各自党内的支持率遥遥领先。虽然目前民主党和共和党的主要总统竞选人都有7-8位，但据各类民意调查综合，拜登在民主党内部（截至最新的支持率为56.5%）、特朗普在共和党内部（截至最新的支持率为60.6%）的支持率均明显领先于其他竞选人。

综合各项民意调查，目前特朗普已领先于拜登，市场必须做好特朗普可能卷土重来对国际金融市场以及贵金属的冲击准备。从2023年9月份以来，特朗普的支持率反超拜登。综合民调网站（Race to the WH）根据民调中各州的支持率进行选举人票估算，270票为获胜门槛，目前拜登的票数为235票，而特朗普的票数为301票（2016年大选，特朗普304票 VS 希拉里227票；2020年大选，拜登306票 VS 特朗普232票）。

灰犀牛事件经常符合预期，但时间上和范围上的不确定性也会对贵金属产生巨大扰动，需要提前关注。

在2023年12月18-19日的年终议息会议上，日本央行将基准利率维持在历史低点-0.1%，并将10年期国债收益率目标值和上限参考值分别维持在0%附近和1%不变。与此同时，日本政府宣布日本经济再生大臣新藤义孝出席本次年终议息会议，引发市场揣测。虽然美联储已经释放出降息信号，但随着日本在2024年告别其实施多年的负利率政策，美联储带给全球资本市场的暖意将在一定程度上被抵消。这主要是因为，未来一段时期，全球主要储备货币（美元、日元、欧元与英镑）的利率水平依然会处于高位，即全球流动性整体上仍处于相对偏紧的状态。长期以来，在零利率或负利率政策的影响下，日本资本在日本国内能够获得的利差空间呈明显收窄态势，从而不得不通过对外投资、走向国际市场来弥补。随着日本逐步放弃其实施多年的负利率或零利率政策时，出于安全性与收益性等综合因素的考虑，日本海外投资必然会出现一定程度的回流，这对于日本资本较为依赖的新兴经济体乃至全球经济金融体系来说，无疑会产生重大冲击。

四、2024年商品属性演变逻辑

（一）全球黄金2023年供给稳定，但需求波动较大，2024年需求预计同比回升；

图 14: 全球黄金供需平衡表

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	同比
供应量														
金矿产量	2,754.5	2,876.9	2,957.2	3,166.8	3,270.5	3,361.3	3,509.6	3,573.1	3,655.3	3,594.5	3,472.4	3,568.9	3,611.9	▲ 1

生产商净

套保	-108.8	22.5	-45.3	-27.9	104.9	12.9	37.6	-25.5	-11.6	6.2	-39.1	-22.7	-1.5	▲ -
回收金	1,671.2	1,626.3	1,636.8	1,195.3	1,129.6	1,067.1	1,232.1	1,112.4	1,131.7	1,275.7	1,293.1	1,136.2	1,144.1	▲ 1
总供应量	4,316.8	4,525.7	4,548.6	4,334.1	4,505.0	4,441.3	4,779.3	4,660.0	4,775.3	4,876.3	4,726.4	4,682.4	4,754.5	▲ 2

需求量

金饰制造	2,043.8	2,092.1	2,140.9	2,735.3	2,544.4	2,479.2	2,018.8	2,257.5	2,290.0	2,152.1	1,324.0	2,230.6	2,189.8	▼ -2
金饰消费	2,057.2	2,104.4	2,157.2	2,728.0	2,534.2	2,460.8	2,105.2	2,242.0	2,250.2	2,126.7	1,398.0	2,147.7	2,086.2	▼ -3
金饰库存	-13.5	-12.3	-16.3	7.3	10.2	18.4	-86.5	15.5	39.8	25.4	-74.0	82.9	103.6	▲ 25
科技	460.7	429.1	382.3	355.8	348.4	331.7	323.0	332.6	334.8	326.0	302.8	330.2	308.5	▼ -7
电子用金	326.7	316.6	289.1	279.2	277.5	262.1	255.6	265.6	268.4	262.3	249.3	272.1	251.7	▼ -7
其他行业	88.3	76.4	64.7	53.7	51.2	51.0	49.8	50.7	51.2	49.8	41.6	46.8	46.6	▼ 0
牙科	45.6	36.2	28.4	22.8	19.6	18.6	17.6	16.3	15.3	13.9	11.9	11.4	10.3	▼ -9
投资	1,616.6	1,744.3	1,621.0	797.7	900.7	967.0	1,614.2	1,315.0	1,164.0	1,271.1	1,796.3	1,001.9	1,106.8	▲ 10

金条和金

币需求量	1,204.3	1,502.0	1,322.4	1,729.7	1,066.6	1,090.7	1,072.9	1,044.1	1,090.4	870.9	903.8	1,190.9	1,217.1	▲ 2
金条	921.2	1,189.5	1,023.2	1,357.4	780.5	790.4	797.4	779.9	775.6	583.5	541.8	810.8	790.9	▼ -2
官方金币	195.9	228.3	187.5	270.9	205.5	224.3	207.9	188.1	241.9	220.7	292.9	295.2	334.8	▲ 13

奖章/仿

制金币	87.2	84.2	111.7	101.4	80.6	76.0	67.7	76.1	73.0	66.8	69.1	84.8	91.4	▲ 8
-----	------	------	-------	-------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	-----

黄金

ETFs 及类似产品	412.4	242.3	298.7	-932.0	-165.9	-123.7	541.3	270.9	73.6	400.2	892.4	-189.0	-110.4	▲ -
------------	-------	-------	-------	--------	--------	--------	-------	-------	------	-------	-------	--------	--------	-----

各国央行

和其他机构	79.2	480.8	569.2	629.5	601.1	579.6	394.9	378.6	656.2	605.4	254.9	450.1	1,135.7	▲ 152
-------	------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	---------	-------

黄金需求

(制造基础)	4,200.2	4,746.4	4,713.3	4,518.2	4,394.6	4,357.4	4,350.8	4,283.6	4,445.0	4,354.5	3,677.9	4,012.8	4,740.7	▲ 18
--------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	-------------

顺差/逆

差	116.6	-220.6	-164.7	-184.1	110.4	83.8	428.5	376.4	330.3	521.8	1,048.5	669.6	13.8	▼ -98
---	-------	--------	--------	--------	-------	------	-------	-------	-------	-------	---------	-------	------	-------

总需求	4,316.8	4,525.7	4,548.6	4,334.1	4,505.0	4,441.3	4,779.3	4,660.0	4,775.3	4,876.3	4,726.4	4,682.4	4,754.5	▲ 2
------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	------------

LBMA 黄

金价格	1224.52	1571.52	1668.98	1411.23	1266.4	1160.06	1250.8	1257.15	1268.49	1392.6	1769.59	1798.61	1800.09	▲ 0
-----	---------	---------	---------	---------	--------	---------	--------	---------	---------	--------	---------	---------	---------	-----

年度涨跌

幅	-	28.34%	6.20%	-15.44%	-10.26%	-8.40%	7.82%	0.51%	0.90%	9.78%	27.07%	1.64%	0.08%	-
---	---	---------------	--------------	----------------	----------------	---------------	--------------	--------------	--------------	--------------	---------------	--------------	--------------	---

数据来源：世界黄金协会、山金期货交易咨询部

(二) 全球白银 2023 年供需两弱，2024 年需求预计实物需求回升，但工业需求仍然偏弱；

图 15: 全球白银供需平衡表

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2022	2023F
供应														
量														
银矿产量	795.7	845.3	882	896.8	899.8	863.6	850.3	836.6	782.2	827.6	822.4	842.1	-1%	2%
回收银	208.7	180.3	160.4	146.9	145.6	147	148.5	148	166	175.3	180.6	181.1	3%	0%
生产商净套保	-	-	10.7	2.2	-	-	-	13.9	8.5	-	-	-	-	-
官方净出售	3.6	1.7	1.2	1.1	1.1	1	1.2	1	1.2	1.5	1.7	1.7	13%	-1%
供给合计	1,008.00	1,027.30	1054.2	1046.9	1046.4	1,011.70	1,000.00	999.5	957.9	1004.5	1004.7	1024.9	0%	2%
需求														
量														
工业需求合计	445.2	449.6	440.9	443.4	477.4	515.3	511.2	509.7	488.7	528.2	556.5	576.4	5%	4%
电子电气	270.9	275.4	269.8	272.3	308.9	339.7	331	327.3	321.8	351	371.5	382.3	6%	3%
光伏	55	50.5	48.4	54.1	93.7	101.8	92.5	97.8	100	110	140.3	161.1	28%	15%
钎料	51.1	52.4	53.3	51	49	50.8	51.9	52.31	47.4	50.4	49	49.8	-3%	2%
其他工业	123.2	121.8	117.8	120.1	119.5	124.8	128.3	130.1	119.4	126.8	136	144.4	7%	6%
摄影	52.5	45.8	41	38.2	34.7	32.4	31.4	30.7	26.9	27.7	27.5	26.4	-1%	-4%
珠宝首饰	159.2	186.9	193.5	202.5	189.1	196.2	203.1	201.4	150.5	181.5	234.1	199.5	29%	-15%
银器	40.7	46.5	53.5	58.3	53.5	59.4	67.1	61.3	31.2	40.7	73.5	55.7	80%	-24%
银条														
银币需求	240.7	300.6	283	309.3	212.9	155.8	165.5	187	204.8	274	332.9	309	22%	-7%
净对	40.4	29.3	-	-	12	1.1	7.4	-	-	3.5	17.9	-	409%	-

冲需
 求

需求合计	978.8	1,058.70	1011.9	1051.7	979.7	960.2	985.7	990	901.9	1055.6	1242.4	1167	18%	-6%
-------------	-------	----------	--------	--------	-------	-------	-------	-----	-------	--------	--------	------	-----	-----

供需平衡	29.2	-31.4	42.3	-4.8	66.7	51.5	14.4	9.5	56	-51.1	-237.7	-142.11	365%	-40%
-------------	------	-------	------	------	------	------	------	-----	----	-------	--------	---------	------	------

ETP

等产品净投资	53.6	4.7	-0.3	-17.1	53.9	7.2	-21.4	83.3	331.1	64.9	-125.8	-30	-	-76%
---------------	------	-----	------	-------	------	-----	-------	------	-------	------	--------	-----	---	------

最终

供需缺口	-24.4	-36.2	42.6	12.3	12.9	44.3	35.8	-73.8	-275.1	-116.1	-111.9	-112.1	-4%	0%
-------------	-------	-------	------	------	------	------	------	-------	--------	--------	--------	--------	-----	----

白银
价格

(美	31.15	23.79	19.08	15.68	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	21.3	-13.56%	-2%
----	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	------	---------	-----

元/盎司)
年度

涨跌幅	11.80%	-23.63%	-19.80%	-17.82%	9.31%	-0.53%	-7.86%	3.18%	26.77%	22.34%	-13.56%	-1.98%	-	-
------------	---------------	----------------	----------------	----------------	--------------	---------------	---------------	--------------	---------------	---------------	----------------	---------------	---	---

数据来源：世界白银协会、山金期货交易咨询部

五、技术分析

伦敦金自 1991 年以来，至 2000 左右处于低位宽幅震荡。2000 年后从 252.10 美元/盎司开始，技术上处于大周期上行通道中。第一波上行至 2011 年最高上冲至 1921.175 上涨接近八倍，之后因联储紧缩预期至 2015 年年末跌至 1046.39。之后加息靴子落地，自 2016 年伦敦金开启新的上行趋势。中间又有 2018、2020 和 2021 年阴线收盘，基本站稳 5 年年线这条上行趋势线。2022 年 K 线伴随着联储加息放缓最终以十字星收盘，2023 年突破历史前高，历史上第三年上破 2000 大关，并且收在其上。自 2015 年年尾低点 1046.39 经过 2020 年新高 2074.71 回踩 2022 年低点即 5 年年线支撑附近 1614.20 做波浪尺分析，2024 年需要关注 0.382 附近 2009 和 5 年年线 1937 附近支撑，另外关注 0.5 一线 2130 和 0.618 一线 2250 压力突破情况。技术上，年线 KDJ 的 J 值已经超过 100 进入超买区间，2024 年需关注降息利多兑现后回调风险。

图 16：伦敦金 34 年历史走势



数据来源：文华财经、山金期货交易咨询部

黄金是白银的锚。伦敦银自 1994 年以来，至 2000 年前后和黄金同样区间宽幅震荡。2000 年后，借助全球经济工业需求增长以及美联储宽松货币政策，至 2011 年最高涨至 49.84，涨幅超过十倍，但当年收盘仅收在 27.862 一线。至 2015 年年末跟随黄金跌至 13.644 一线。2016 年开始，白银沿着 20 年年线震荡上行。特别值得注意的是，2020 年年初疫情扩散到全球，伦敦银一度跌至 11.615，但当年收盘依然收在 20 年年线之上。从 2020 年收盘开始，K 线更是追随黄金，沿着 5 年年线震荡上行。同样自 2015 年年尾低点 13.644 经过 2020 年高点 29.863 回踩 2022 年低点 17.54 做波浪尺分析，2024 年需要关注 0.382 附近 24 和 20 年年线 19.5 一线支撑，另外关注 0.618 一线 27.8 和整数大关 30 一线压力突破情况。由于白银一半以上用量是工业用量，全球经济增长乏力，白银追上黄金任重道远，但波动性值得期待。

图 17：伦敦银 31 年历史走势



数据来源：文华财经、山金期货交易咨询部

六、从多空博弈的角度看未来行情发展的方向

2024 年美联储紧缩这片贵金属头顶盘亘三年的雨云终将远去，云销雨霁，但向上之路恐非一帆风顺，投资者朋友仍需乘势待时。货币属性铺路，最终或仍需避险属性破局。预计美国经济整体继续走弱只不过软着陆概率最大，通胀相比前期下行趋缓，市场抢跑后，联储或继续多次出来踩刹车。在降息最终落地之前，贵金属借助宽松预期逐步兑现阶梯上行，但降息开始之后或进入高位震荡。谨防如美国大选、日本货币政策调整等避险扰动风险。

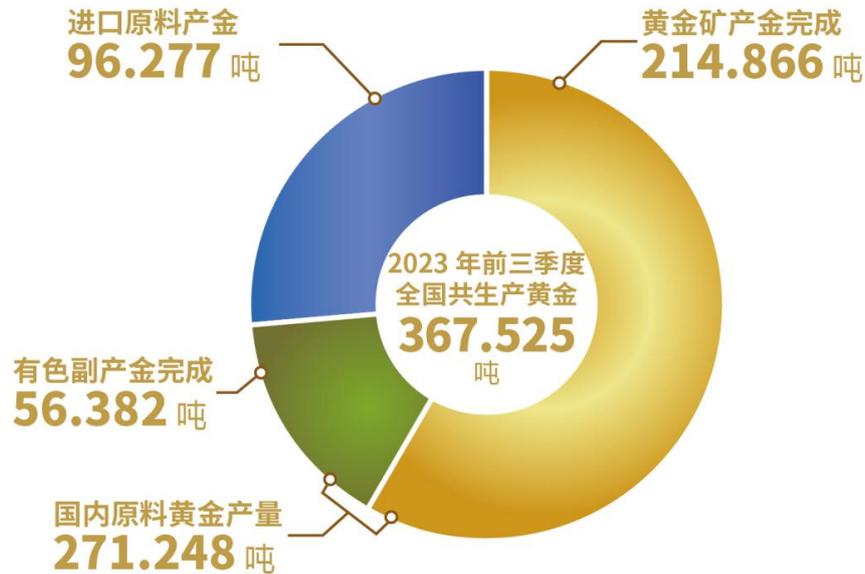
七、国内贵金属产业链概况

（一）国内 2023 年前三季度黄金生产和消费情况；

2023 年前三季度，在全国黄金生产平稳运行的基础上，黄金行业在地质找矿、科技创新、整合并购等方面稳步推进：山东莱州西岭金矿在探明的 382.58 吨金金属量基础上，新增金金属量 209.61 吨，累计探获金金属量 592.19 吨；中国黄金集团在生物冶金、尾矿资源化方面的两项成果获第二十四届中国专利优秀奖；山东黄金、紫金矿业、山东招金等通过并购、竞标获甘肃西和大桥金矿、西藏朱诺铜矿和甘肃敦煌北山金矿等多项金、铜矿项目。大型黄金企业(集团)境内矿山矿产金产量 107.058 吨，占全国的比重为 49.83%。

紫金矿业、山东黄金和赤峰黄金等企业境外矿山实现矿产金产量 43.067 吨，同比增长 18.10%。

图 18:国内 2023 年前三季度黄金产量

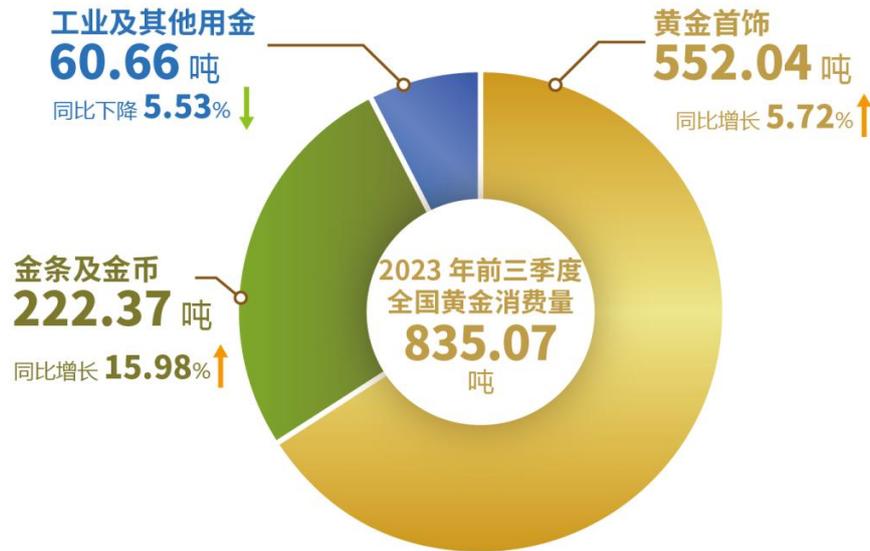


数据来源：中国黄金协会、山金期货交易咨询部

2023 年前三季度，上海黄金交易所全部黄金品种累计成交量双边 3.15 万吨（单边 1.58 万吨），同比增长 3.08%，成交额双边 13.86 万亿元（单边 6.93 万亿元），同比增长 16.52%；上海期货交易所全部黄金品种累计成交量双边 9.22 万吨（单边 4.61 万吨），同比增长 40.55%，成交额双边 35.27 万亿元（单边 17.64 万亿元），同比增长 51.81%。前三季度，国内黄金 ETF 持仓规模总体呈先抑后扬的趋势，其中三季度，国内黄金 ETF 持仓规模大增 9.53 吨。截至 9 月末，国内黄金 ETF 持有量约 59.69 吨。

2023 年前三季度，全国黄金消费量 835.07 吨，与 2022 年同期相比增长 7.32%。其中：黄金首饰 552.04 吨，同比增长 5.72%；金条及金币 222.37 吨，同比增长 15.98%；工业及其他用金 60.66 吨，同比下降 5.53%。前三季度，国民经济持续恢复向好，市场需求持续扩大，国家统计局数据显示，金银珠宝类商品零售额增幅继续领跑其他品类商品。三季度黄金价格持续处于高位，黄金首饰消费增速有所放缓，特别是 9 月底临近“双节”黄金价格大幅波动，黄金首饰消费观望情绪加重，但硬足金、古法金等升级类商品仍有较快增长。而黄金价格的高位波动令实物黄金投资获得较高关注度，金条及金币消费继续较快增长。

图 19:国内 2023 年前三季度黄金消费量



数据来源：中国黄金协会、山金期货交易咨询部

2023 年前三季度，中国人民银行累计增持黄金 181.02 吨。自 2022 年 11 月至 2023 年 9 月，中国人民银行已连续 11 个月增持黄金，截至 9 月底，我国黄金储备达到 2191.55 吨。

(二) 国内黄金企业产量排名;

图 20:A 股上市黄金企业经营情况对比

	资源量	2022 年黄金业务营收 (亿元)	黄金业务营收占比 (%)	黄金业务毛利率 (%)	矿产金成本 (元/克)	2022 年黄金产量 (吨)	2023 产量
紫金矿业	储量 1191 吨 资源量 3117 吨	矿山产金 224.19 冶炼加工及贸易金 1005.80	45.5%	金精矿 59.65% 金锭 34.81%	191.77	矿产金: 56.36 吨 冶炼加工贸易金: 258.55 吨	矿产金 67 吨
山东黄金	资源量 1318.6 吨	黄金业务 474.84 其中自产金 151.83	94.4%	黄金行业 14.42% 其中自产金 43.33%		矿产金: 38.67 吨 外购金: 53.05 吨 小金条: 30.62 吨	
中金黄金	保有资源储量金金属量 507.3 吨	黄金业务 372.40	54.1%	7.45%		矿产金: 19.93 吨 冶炼金: 40 吨	(计划) 矿产金 19.37 吨 冶炼金 34.22 吨
招金矿业	黄金资源量 1190.81 吨 可采储量为 482.13 吨	黄金业务 71.19	90.3%	整体销售毛利率 33.68%		自产金: 13.61 吨 总黄金产量: 27.35 吨	
赤峰黄金	金矿石资源量 111.91 百万吨 (折)	黄金业务 53.05	84.73%	27.64%		矿产金: 13.57 吨	(计划) 矿产金 14.6 吨

	金金属量约 424.36 吨)						
中国黄金国际	金金属量 340.51 吨	18.63	24.21%	25.81%	总生产成本 1340 美元/盎司, 现金生产成本 803 美元/盎司	矿产金: 7.43 吨	
银泰黄金	金金属量 173.9 吨	合质金业务 27.09	32.33%	合质金 57.37%	167.54	矿产金: 7.06 吨	
湖南黄金	金金属量 144.90 吨	186.52	88.65%	4%		矿产金: 4.61 吨 标准金 44.88 吨, 含量金 3.18 吨	(计划) 标准金 47.027 吨
灵宝黄金	金金属量 135.079 吨	97.97	96.19%	公司整体 7.75%		矿产金: 5.421 吨 金锭: 24.353 吨	
西部黄金	金资源量 29.23 吨	30.14	63.45%	10.97%		矿产金: 1.16 吨 冶炼金: 6.56 吨	(计划) 标准金 5.81 吨(含金精矿折算金属量)
四川黄金	金金属资源(储量) 81.723 吨	4.72	100%	51.31%		矿产金: 1.61 吨	
恒邦股份	金资源量 150.38 吨	147.04	35.67%	2.46%		矿产金 0.1 吨 46.76 吨 (含自产金、冶炼金和合质金)	(计划) 标准金 47.7 吨
华钰矿业	金资源量 118.515 吨	0.28	4.9%			金锭 75.07 千克, 金精粉 4,165 吨	

数据来源: 公开资料、山金期货交易咨询部

(三) 国内 2023 年前三季度白银生产和消费情况;

国内生产方面, 据咨询机构百川盈孚数据显示, 三季度, 国内白银生产总体保持稳定, 1-7 月, 国内生产白银合计 7391.6 吨, 开工率保持在 80%以上。截至 9 月 30 日, COMEX 白银库存量 2.70 亿盎司, 较年初减少 0.29 亿盎司, 降幅 9.59%, 上海期货交易所白银交割库存 1251.03 吨, 较年初减少 899.92 吨, 降幅 41.83%, 国内外库存水平出现分化, 主要原因一方面是我国今年经济复苏企稳, 国内工厂加大开工力度对库存消耗较大, 另一方面是由于国际白银价格震荡弱化了国际资本市场的做多意愿。根据海关公布数据显示, 1-8 月, 我国银精矿进口量为 1051.2 吨, 同比增长 17.8%, 其中, 7 月当月进口 173.5 吨, 创下 2020 年以来近 30 个月最高值, 反应出国内白银加工行业需求旺盛; 银制品进口总量为 1974.5 吨, 较去年同期下降 14.9%; 其中, 重要产品银粉进口量为 1573.3 吨, 同比下降 16.9%, 主要原因是国内银粉生产能力增强, 国产替代率进一步提升; 银出口总量为 2678.9 吨, 同比增长 4.5%, 第三季度较上半年出口增速有所下滑, 其中主要产品未锻造银出口量为 2658.9 吨, 同比增长 4.7%。

八、全球贵金属产业链概况

(一) 全球黄金产业链概况;

图 21: 黄金分国别供应和需求

(百万盎司)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	年同比
供应 矿产金	96.5	102.3	105.1	108.1	113.0	115.0	117.5	115.6	112.0	115.1	116.6	1%
前 5 位国家												
中国	13.3	14.1	14.9	14.8	14.9	13.8	13.0	12.3	11.8	10.7	12.1	13%
俄罗斯	7.5	8.0	8.1	8.2	8.41	9.0	9.5	10.5	10.7	10.6	10.4	-2%
澳大利亚	8.1	8.6	8.8	9.0	9.2	9.4	10.1	10.5	10.5	9.91	10.1	2%
加拿大	3.41	4.2	4.9	5.1	5.2	5.5	6.2	6.0	5.6	6.2	6.3	1%
美国	7.5	7.41	6.8	7.0	7.4	7.61	7.2	6.41	6.2	6.0	5.6	-8%
回收金	52.3	38.2	36.3	34.3	39.6	35.8	36.4	41.0	41.6	36.5	36.7	0%
前 5 位国家												
中国	4.5	3.2	3.8	3.4	4.7	4.6	4.7	5.4	6.1	5.4	5.0	-8%
印度	3.8	3.1	3.0	2.6	2.6	2.8	2.8	3.8	3.1	2.4	3.1	30%
意大利	3.9	3.41	2.8	2.7	2.7	2.6	2.5	2.7	2.8	2.6	2.8	9%
美国	7.2	5.2	3.4	2.8	2.7	2.6	2.6	2.7	2.3	2.4	2.2	-8%
埃及	5.0	3.0	3.9	5.3	4.2	2.7	3.6	3.7	2.4	1.7	1.7	4%
净对冲供应	-	-	3.4	0.4	1.2	-	-	0.2	-	-	-	
总供应	148.9	140.5	144.8	142.8	153.8	150.7	153.9	156.8	153.5	151.7	153.3	1%
需求												
首饰制造	71.1	88.9	81.8	79.7	64.9	72.6	73.6	69.2	42.6	71.7	70.5	-2%
前 5 位国家												
印度	20.9	20.4	21.7	23.3	16.1	21.4	20.5	18.4	9.3	22.6	22.5	-1%
中国	21.5	34.7	27.9	26.4	21.3	22.3	23.8	21.7	14.0	22.1	18.5	-16%
土耳其	3.7	4.7	4.5	3.81	3.7	4.4	4.3	4.6	2.5	4.5	5.2	16%
意大利	3.0	3.7	4.0	3.9	3.5	3.8	4.1	4.0	2.9	4.3	4.8	12%
美国	1.8	2.0	2.0	2.0	1.9	2.0	2.1	2.1	1.8	2.3	2.2	-2%
其他制造业	11.7	11.3	11.2	10.7	10.4	10.7	10.8	10.5			9.9	-7%
电子工业	9.3	9.0	8.91	8.4	8.2	8.5	8.6	8.4	9.7	10.6		-8%
牙科业	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.51	0.4	8.0	8.7	8.1	-9%
装饰品和其他工业	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	0.4	0.4	0.3	-1%
净实金投资	41.8	55.3	34.1	34.5	34.2	33.3	34.3	27.3	1.3 28.9	1.5 38.0	1.51 39.1	3%
前 5 位国家												
中国	8.0	13.1	6.4	7.3	9.1	9.9	9.9	6.8	6.4	9.2	7.0	-24%
德国	3.5	4.31	3.3	3.7	3.6	3.4	3.1	2.8	5.0	5.2	6.0	14%
印度	10.4	10.9	6.6	6.3	5.2	5.4	5.2	4.7	4.2	6.0	5.6	-7%
美国	1.7	2.51	1.5	2.31	2.9	1.1	0.8	0.6	2.2	3.7	3.5	-7%
土耳其	1.9	2.1	1.2	1.0	0.1	0.6	2.0	1.3	1.2	0.81	1.3	64%

净对冲需求	1.5	0.8	-	-	-	0.8	0.4	-	1.3	0.2	0.3	60%
净官方买入	18.7	21.0	19.3	18.6	12.7	12.2	21.1	19.5	8.2	14.5	34.8	141%
总需求	144.9	177.2	146.5	143.5	122.1	129.6	140.2	126.4	90.7	135.01	154.6	15%
市场平衡	3.9	-36.7	-1.6	-0.7	31.7	21.2	13.7	30.4	62.8	16.6	-1.3	na
ETP 基金净投资	9.6	-30.0	-5.3	-4.0	17.4	8.7	2.4	12.9	28.7	-6.1	-3.6	-42%

数据来源：世界黄金协会、金属聚焦、山金期货交易咨询部

图 22: 全球排名前 20 位的产金国家

(吨)	2021	2022	年同比
中国	332.0	375.0	13%
中国*	329.0	372.1	13%
俄罗斯	330.9	324.7	-2%
澳大利亚	307.2	313.9	2%
加拿大	192.9	194.5	1%
美国	186.8	172.7	-8%
加纳	124.7	127.0	2%
秘鲁	127.3	125.7	-1%
印度尼西亚	116.4	124.9	7%
墨西哥	124.8	124.0	-1%
乌兹别克斯坦	104.9	110.8	6%
马里	99.3	101.7	2%
布基纳法索	102.7	96.2	-6%
南非	113.6	92.6	-18%
巴西	93.1	86.7	-7%
哈萨克斯坦	76.6	81.9	7%
苏丹	85.1	80.1	-6%
几内亚	65.0	63.5	-2%
哥伦比亚	59.9	60.4	1%
玻利维亚	45.7	53.4	17%
坦桑尼亚	50.4	50.9	1%
其他	841.6	867.1	3%
全球总计	3580.7	3627.7	1%

*为中国黄金协会数据，并经过了四舍五入

数据来源：世界黄金协会、金属聚焦、山金期货交易咨询部

图 23: 全球排名前 20 位的产金企业

(吨)	2021	2022	Y/Y
纽蒙特矿业公司	185.7	185.3	-0.3%
巴里克黄金矿业公司	138.0	128.8	-7%
伊格尔矿业公司	64.9	97.5	50%
纳沃伊矿冶联合公司	82.9	86.8	5%

英美黄金阿山帝公司	76.9	85.3	11%
极地黄金公司	84.5	79.0	-6%
金田公司	68.6	70.5	3%
纽克雷斯特矿业公司 2	58.7	67.3	15%
金罗斯黄金公司 3	62.2	64.2	3%
紫金矿业集团股份有限公司	47.5	56.4	19%
北极星资源公司	49.1	48.4	-2%
自由港麦克莫兰铜金公司	35.0	45.8	31%
多金属国际公司	44.2	45.1	2%
哈莫尼黄金矿业公司	48.8	45.0	-8%
山东黄金集团有限公司	29.0	44.9	55%
奋进矿业公司	47.8	43.9	-8%
中国黄金集团有限公司	35.7	34.4	-4%
加拿大公共金矿公司	32.6	32.0	-2%
诺德黄金公司 4	31.9	29.5	-7%
亚马纳黄金公司	27.5	27.8	1%

1.2022 年的预估值； 2.包含纽克雷斯特矿业公司持有的伦丁黄金公司 32% 股票权益下弗鲁塔北矿山的产量； 3.黄金销售； 4.预估值。

数据来源：世界黄金协会、金属聚焦、山金期货交易咨询部

(二) 全球白银产业链概况；

图 24: 全球排名前 20 位的产银国家

百万盎司	2021	2022	Y/Y
墨西哥	196.0	199.2	2%
中国	112.9	111.8	-1%
秘鲁	115.5	107.0	-7%
波兰	42.0	42.4	1%
智利	41.2	41.9	2%
俄罗斯	39.0	41.1	6%
玻利维亚	41.5	38.7	-7%
澳大利亚	42.8	38.5	-10%
美国	32.6	32.4	-1%
阿根廷	27.9	30.9	11%
印度	22.2	22.3	1%
哈萨克斯坦	15.0	14.8	-1%
瑞典	13.9	14.8	6%
印度尼西亚	10.2	11.4	11%
加拿大	9.1	8.7	-5%
摩洛哥	8.0	8.5	6%
乌兹别克斯坦	6.8	7.0	3%
土耳其	5.5	4.7	-14%
多米尼加共和国	3.4	2.9	-16%
巴拿马	2.5	2.8	12%

其他	39.7	40.4	2%
总共	827.6	822.4	-1%

数据来源：世界白银协会、金属聚焦、山金期货交易咨询部

图 25:全球排名前 20 位的产银企业

百万盎司	2021	2022	Y/Y
Fresnillo	50.0	51.11	2%
KGHM Polska Miedz	43.9	42.7	-3%
Newmont	31.4	29.7	-5%
Glencore	31.5	23.8	-25%
Hindustan Zinc	22.2	22.3	1%
Polymetal International	20.4	21.0	3%
Codelco	22.9	19.28	-16%
Southern Copper	19.0	18.6	-2%
Pan American Silver	19.2	18.5	-4%
Industrias Penoles	14.5	15.9	10%
Volcan Cia Minera	15.0	14.31	-5%
Hecla Mining Company	12.9	14.2	10%
South32	14.4	12.3	-14%
Boliden	11.9	12.1	2%
BHP	12.5	11.7	-6%
Hochschild Mining	12.2	11.0	-10%
First Majestic Silver	12.8	10.5	-18%
Sumitomo Corporation	13.5	10.3	-24%
Nexa Resources	8.8	10.0	13%
Coeur Mining	10.1	9.8	-2%

NB: 1 - Excludes Silverstream contract, 2-Payable production,3 -KGHM Group figures including Polish and international operations, 4 -Hindustan Zinc is a Vedanta Group company, 5- Production from integrated operations only, 6 - Refined Silver, 7 -Excludes 100% Fresnillo, 8-Estimate Source: Company Reports, Metals Focus

数据来源：世界白银协会、金属聚焦、山金期货交易咨询部

免责声明

本报告由山金期货交易咨询部制作，未获得山金期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在山金期货有限公司及其研究人员知情的范围内，山金期货有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。