



金融投资专业理财

贵金属半年报

2023年6月27号

经济火热预期重置，金银价格先抑后扬

摘要

2023年上半年，贵金属价格在年初受加息预期上调影响承压下行，但在3月后避险情绪在海外银行暴雷事件的影响下飙升，贵金属价格得到相应提振。但在后继风险事件平息后，美国经济数据持续与美联储目标背离，海外央行接连放鹰使市场对年内降息预期下降，贵金属价格再次承压。展望下半年，美国经济数据或缓慢向美联储目标靠拢，但整体进程或相对缓慢。美联储年内大概率将再次加息，同时降息节点或推迟至明年，高利率环境及紧信贷环境或使经济持续放缓，经济增速或于4季度触及低点。贵金属价格在高利率环境抑制及低需求的影响下或先抑后扬，价格拐点或于四季度末浮现。

风险提示：

美国经济衰退程度超预期，美联储降息预期前置；地缘冲突恶化；海外信贷环境收紧导致金融风险。

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

分析师：
王翠冰
投资咨询证号：
Z0015587

咨询电话：059586778969
咨询微信号：Rdqhyjy
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号
了解更多资讯



目录

一、2023 年贵金属上半年行情回顾.....	2
二、 宏观面分析.....	2
1、经济虽有放缓，但软着陆预期增强.....	2
2、通胀稳步下行，后继动力减弱.....	4
3、就业市场火热，薪资下行受阻.....	4
4、经济数据优异，降息节点后置.....	5
三、贵金属供需分析.....	6
1、黄金供需.....	6
2、白银供需.....	8
四、 贵金属持仓分析.....	10
1、ETF 持仓.....	10
2、CTFC 持仓.....	11
五、2023 下半年贵金属行情展望.....	14
免责声明.....	15

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

一、2023 年贵金属上半年行情回顾

回顾 2023 年上半年，贵金属价格在 3 月前受全球通胀降幅放缓及劳动力缺口扩大导致市场对全球央行加息预期上调的影响承压下行后便于高位震荡。直至 3 月硅谷银行暴雷引起一系列风险连锁反应后，市场避险情绪大幅飙升，同时银行暴雷事件也导致市场预测后继信贷环境将进一步紧缩，整体有利通胀得到抑制，贵金属价格于 3 月后便再度得到了提振，黄金价格更是创下了疫情后新高。然而随着时间推移，银行暴雷事件得到平息，更多经济数据显示劳动力市场仍旧火热，市场对年内海外央行降息的预期随之减弱。而最新的美联储会议公布的利率终值预期更是远超市场预期导致加息预期重燃，外加市场对美国经济软着陆预期加强，风险偏好回升，贵金属价格也于近期冲高回落。

图 1 沪市贵金属主力合约走势



图表来源：瑞达期货研究院、wind

二、宏观面分析

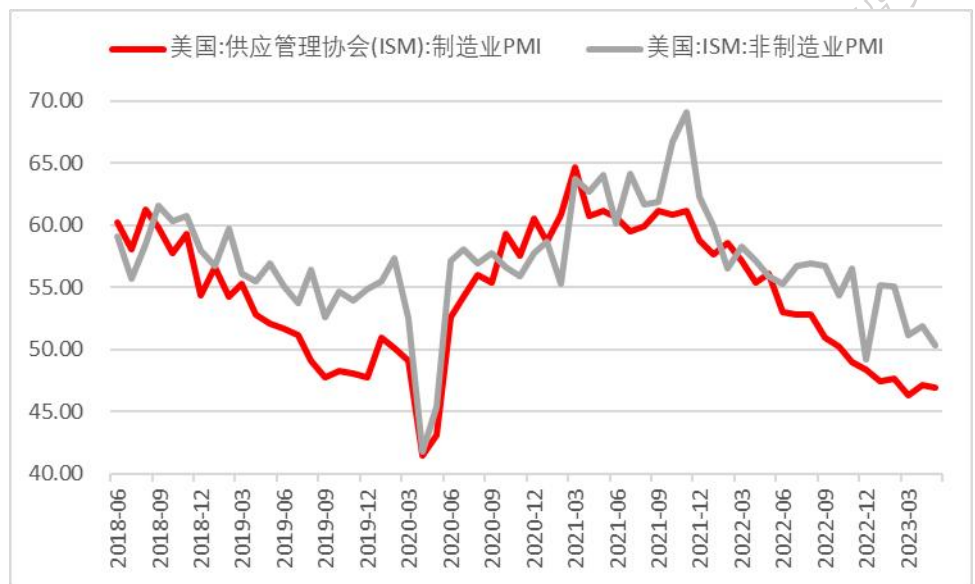
1、经济虽有放缓，但软着陆预期增强

当前美国制造业 PMI 指数在商品需求薄弱及去库存等因素影响下已连续 7 个月维持于萎缩区间，服务业 PMI 则在疫情后服务需求爆发及居民薪资增速的支撑下维持于 50 荣枯线之上，但随着高利率环境逐渐传导至经济，服务业 PMI 也随之承压回落。在 4 月 PCE 数据中，个人收入及消费支出环比增长率分别录得 0.4% 及 0.8%，较前值 0.3% 和 0% 均有大幅抬

升，整体数据皆暗示上半年作为美国 GDP 支撑的消费项在高涨的薪资推动下仍将展现一定韧性，而一季度美国实际 GDP 环比增长终值便录得了 1.3%，虽较四季度的 2.6% 大幅回落但仍高于市场预期。

在最新的美联储经济指标预期中，美联储官员对年底实际 GDP 增速的预测值较 3 月也有所上修，与之伴随的还有下调的失业率预期。总的来看，即便当前美联储将年内利率终值预期提高并不断向市场暗示将持续加息，但在当前美国劳动力市场供需失衡导致薪资增速高居不下且居民负债水平较低的情况下，本次加息周期或难以使美国经济大幅衰退，年末软着陆概率大幅提升。

图 2 美国 PMI 指数走势



图表来源：瑞达期货研究院、wind

图 3 美国 GDP 环比增长率走势



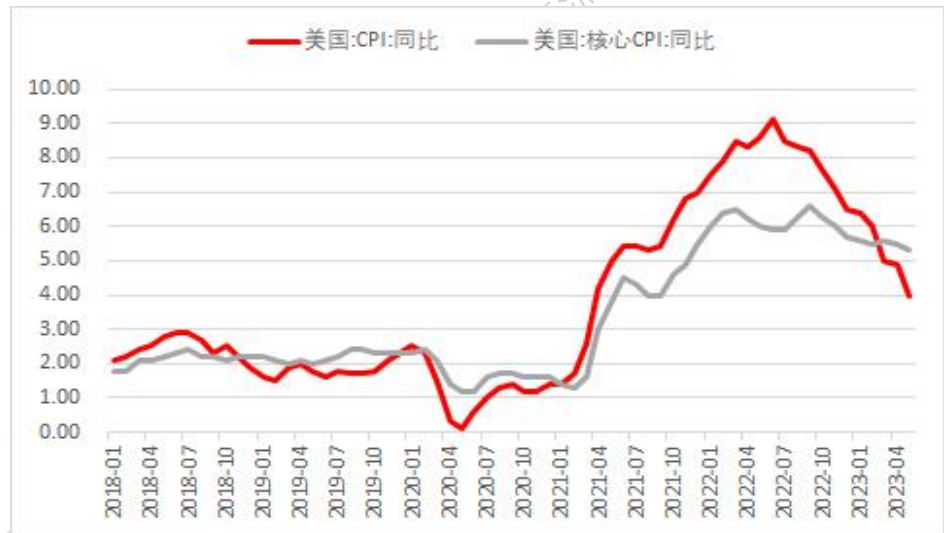
图表来源：瑞达期货研究院、wind

2、通胀稳步下行，后继动力减弱

在最新通胀数据中，美国 5 月 CPI 同比上涨 4%，低于前值的 4.9%和预期的 4.1%。核心 CPI 同比上涨 5.3%，较前值 5.5%小幅回落并与预期持平。5 月季调 CPI 环比上涨 0.1%，低于前值的 0.4%并与预期持平，而核心 CPI 环比上涨 0.4%，较前值与预期持平。整体 CPI 数据在本月超预期显著回落，然而核心通胀在本月虽符合预期但已连续 6 个月环比增幅保持于 0.4%以上并持续展现一定的韧性。

美国上半年通胀水平虽稳步下降但放缓斜率在后期逐渐走平，整体通胀下行趋势有所减弱。同时先前受疫情及地缘冲突影响较大的能源和食品价格回落也是上半年通胀下行的主力推手，下半年在疫情影响淡化供应链恢复的情况下，核心通胀能否稳定下行将成为决定通胀走势的关键因素。好消息是核心服务价格指数中占比较大的住房项受统计样本影响尚未反映早已回落的市场租金价格，因此下半年住房项指数仍有较大下降空间，核心服务价格指数或在住房价格回落后随之下行。

图 4 美国 CPI 指数走势



图表来源：瑞达期货研究院、Wind

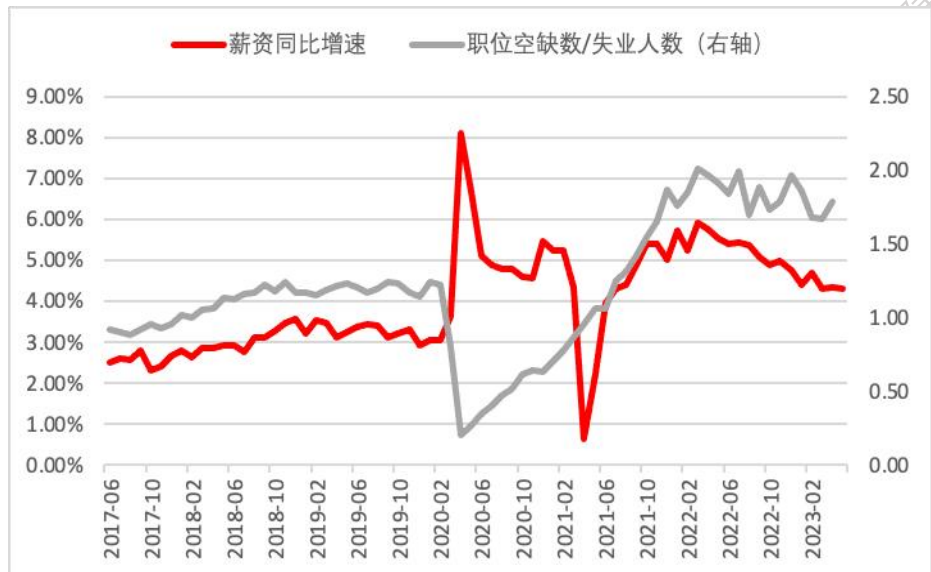
3、就业市场火热，薪资下行受阻

美国 5 月新增非农就业人数录得 33.9 万人，远高于预期的 18.0 万人及前值的 29.4 万人，同时也为连续第 14 个月超出市场预期。失业率在 5 月录得 3.7%，较前值 3.4%有所上升，且高于预期的 3.5%，5 月劳动参与率录得 62.6%，与前值持平。失业率在 5 月明显上调与强劲的新增非农就业人数产生背离，登记失业人数与就业人口两者数量差异的扩大为本次失业率显著上调的主要原因。同时 5 月对经济周期较为敏感的自雇员工为主力离职

群体，而从职位空缺数来看，市场上劳动力需求端尚未出现明显降温，因此短期内美国经济或仍将展现一定韧性。

当前职位空缺与失业人数比仍处于 1.79 的高位，平均每位失业人员拥有约两个职位供其选择，整体劳动力市场需求远高于供给的现象并未如期得到显著改善。往后看，即便当前薪资增速正持续放缓，但 4.3% 的同比增速与美联储 2% 的目标仍有较大差距。同时货币政策对美国经济的影响尚未完全传导，劳动力市场需求并未出现明显降温，总体劳动力缺口在近期或难以显著缩小，薪资下行势能在未来或将受到一定阻扰。

图 5 美国薪资增速及职位空缺与失业人数比例走势



图表来源：瑞达期货研究院、wind

4、经济数据优异，降息节点后置

在 6 月 fomc 会议上，美联储主席鲍威尔宣布在 6 月维持联邦目标基金利率于 5.00% 至 5.25% 的区间。尽管美联储在本月会议停止加息，美联储主席鲍威尔表示几乎所有美联储官员皆赞同于年底前再次加息。而在本月公布的最新美联储点阵图中，美联储官员对 2023 年年底的联邦基金目标利率预期中值由 3 月的 5.1% 上升至 5.6%，这也与鲍威尔的鹰派发言相互映照。在这 18 名美联储官员的利率终值预期中，有 16 名美联储官员预计利率终值将落于 5.25% 至 5.5% 的区间，12 名美联储官员预计年内利率终值将落于 5.5% 至 5.75% 的区间，对比当前的联邦基金目标水平来看，超过三分之二的美联储官员预计年内仍有两次加息 25 基点的空间，整体利率曲线大幅抬升。

除年内利率预期上涨外，美联储 sep 经济指标预期中对年内实际 gdp 增速

的预期也由 3 月的 0.4% 上调至 1%，结合失业率预期的下滑及通胀水平预期的上升也间接反映了美联储对美国经济软着陆的预期有所增加。往后看，若 6 月非农就业数据及通胀数据未朝美联储目标靠拢，同时信贷环境并未出现明显紧缩，美联储 7 月 fomc 会议再次加息 25 基点或成为板上钉钉的共识。整体年内利率预期的抬升或于三季度给予美元及美债收益率一定的支撑。

图 6 美联储 6 月经济预测指标

Variable	Percent				Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run
	Change in real GDP	1.0	1.1	1.8	1.8	0.7-1.2	0.9-1.5	1.6-2.0	1.7-2.0	0.5-2.0	0.5-2.2	1.5-2.2	1.6-2.5	0.5-2.0	0.5-2.2	1.5-2.2
March projection	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0-0.8	1.0-1.5	1.7-2.1	1.7-2.0	-0.2-1.3	0.3-2.0	1.5-2.2	1.6-2.5	-0.2-1.3	0.3-2.0	1.5-2.2	1.6-2.5
Unemployment rate	4.1	4.5	4.5	4.0	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.6	3.8-4.3	3.9-4.5	4.0-5.0	3.8-4.9	3.5-4.4	3.9-4.5	4.0-5.0	3.8-4.9	3.5-4.4
March projection	4.5	4.6	4.6	4.0	4.0-4.7	4.3-4.9	4.3-4.8	3.8-4.3	3.9-4.8	4.0-5.2	3.8-4.9	3.5-4.7	3.9-4.8	4.0-5.2	3.8-4.9	3.5-4.7
PCE inflation	3.2	2.5	2.1	2.0	3.0-3.5	2.3-2.8	2.0-2.4	2.0	2.9-4.1	2.1-3.5	2.0-3.0	2.0	2.9-4.1	2.1-3.5	2.0-3.0	2.0
March projection	3.3	2.5	2.1	2.0	3.0-3.8	2.2-2.8	2.0-2.2	2.0	2.8-4.1	2.0-3.5	2.0-3.0	2.0	2.8-4.1	2.0-3.5	2.0-3.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.9	2.6	2.2		3.7-4.2	2.5-3.1	2.0-2.4		3.6-4.5	2.2-3.6	2.0-3.0		3.6-4.5	2.2-3.6	2.0-3.0	
March projection	3.6	2.6	2.1		3.5-3.9	2.3-2.8	2.0-2.2		3.5-4.1	2.1-3.1	2.0-3.0		3.5-4.1	2.1-3.1	2.0-3.0	
Memo: Projected appropriate policy path																
Federal funds rate	5.6	4.6	3.4	2.5	5.4-5.6	4.4-5.1	2.9-4.1	2.5-2.8	5.1-6.1	3.6-5.9	2.4-5.6	2.4-3.6	5.1-6.1	3.6-5.9	2.4-5.6	2.4-3.6
March projection	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1-5.6	3.9-5.1	2.9-3.9	2.4-2.6	4.9-5.9	3.4-5.6	2.4-5.6	2.3-3.6	4.9-5.9	3.4-5.6	2.4-5.6	2.3-3.6

图表来源：瑞达期货研究院、美联储

三、贵金属供需分析

1、黄金供需

在 2022 年，全球黄金需求同比上涨 17% 录得 4706.3 吨，需求量也达到了近十年的新高，其主要得力于各国央行及其他机构于 2022 年大幅提升了购金需求，各国央行和其他机构的购金需求在 2022 年录得 1078.5 吨，同比上涨 140%，而投资总需求则录得 1126.7 吨，同比上涨 12%。在 2022 年疫情反复且地缘冲突爆发导致全球通胀高企的情况下，黄金的抗通胀以及避险属性也进而得到了投资者的青睐，整体投资需求激增。在供给端，金矿产量在 2022 年录得 3649.4 吨，同比小幅增长 2%，黄金总供应量录得 4779.2 吨，同比上涨 1%，整体供给相对稳定。

然而在 2023 年一季度，随着地缘冲突影响缓和，疫情对世界经济影响逐渐消退，外加以美联储为首的海外各国央行开展激进加息政策导致货币供应减少，长端国债收益率走高及强势美元皆对黄金价格造成了一定的压制。同时后期在银行暴雷事件平息后，避险需求逐步回落且经济软着陆预期回升，市场的风险偏好在近期得到了一定的提振，黄金投资需求便逐渐回落。

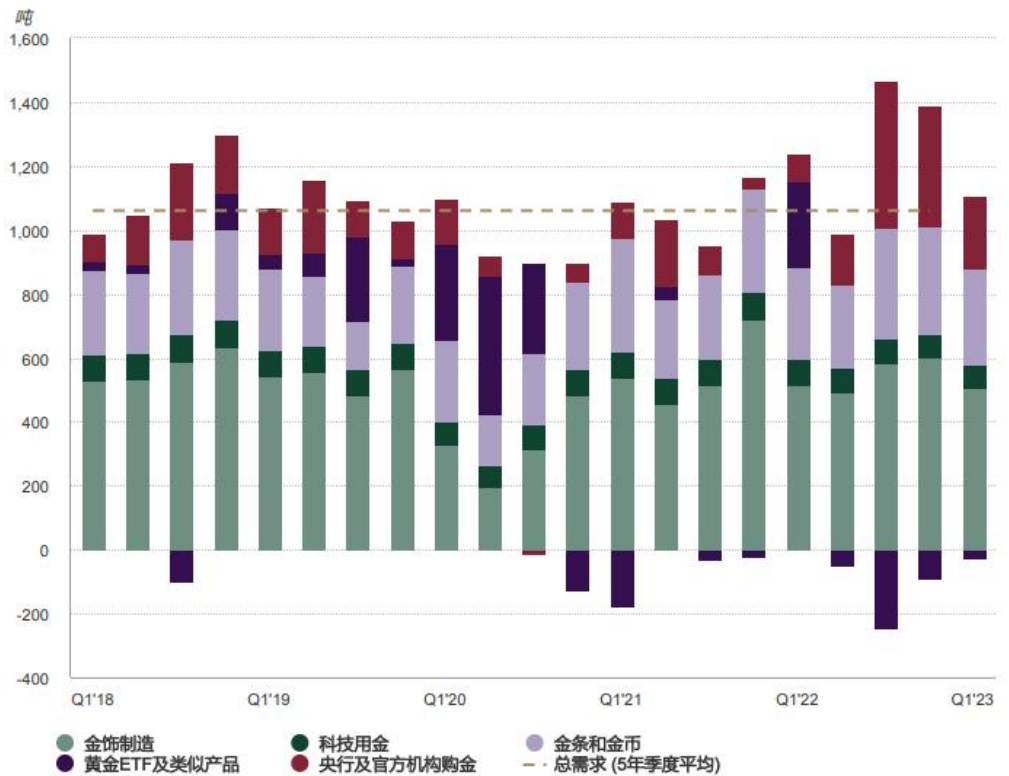
图7 黄金供需统计

	2018	2019	2020	2021	2022	年同比 变化%
供应量						
金矿产量	3,655.8	3,596.3	3,482.1	3,589.5	3,649.4	▲ 2
生产商净套保	-11.6	6.2	-39.1	-6.8	-10.8	-
回收金	1,131.7	1,275.7	1,293.1	1,136.2	1,140.6	▲ 0
总供应量	4,775.9	4,878.1	4,736.1	4,718.9	4,779.2	▲ 1
需求量						
金饰制造	2,290.0	2,152.1	1,324.0	2,230.3	2,192.3	▼ -2
金饰消费	2,250.2	2,126.7	1,398.1	2,147.7	2,089.5	▼ -3
金饰库存	39.8	25.4	-74.1	82.6	102.8	▲ 24
科技	334.8	326.0	302.8	330.2	308.8	▼ -6
电子用金	268.4	262.3	249.3	272.1	252.0	▼ -7
其他行业	51.2	49.8	41.6	46.8	46.6	▼ 0
牙科	15.3	13.9	11.9	11.4	10.3	▼ -9
投资	1,164.2	1,271.2	1,797.6	1,004.1	1,126.7	▲ 12
金条和金币总需求量	1,090.7	871.1	905.2	1,193.2	1,237.2	▲ 4
金条	775.8	583.6	543.2	813.0	804.4	▼ -1
官方金币	241.9	220.7	292.9	295.2	333.9	▲ 13
奖章/仿制金币	73.0	66.8	69.1	84.9	98.9	▲ 17
黄金ETFs及类似产品	73.6	400.2	892.4	-189.0	-110.4	-
各国央行和其他机构	656.2	605.4	254.9	450.1	1,078.5	▲ 140
黄金需求 (制造基础)	4,445.3	4,354.7	3,679.3	4,014.8	4,706.3	▲ 17
顺差/逆差	330.6	523.4	1,056.8	704.1	72.9	▼ -90
总需求	4,775.9	4,878.1	4,736.1	4,718.9	4,779.2	▲ 1
LBMA黄金价格 (美元/盎司)	1268.49	1392.6	1769.59	1798.61	1800.09	▲ 0

图表来源：瑞达期货研究院、wgc

研究报告全部内容不代表协会

图 8 黄金季度需求统计



图表来源：瑞达期货研究院、wgc

2、白银供需

白银总需求量在 2022 年录得 1055.9 百万盎司，同比增长 18%。工业需求在 2022 年录得 556.5 吨，同比增长 5%，而其中光伏产业工业需求保持显著增长，同比涨幅保持 28%。投资需求在 2022 年达到 309 百万盎司，同比上涨 22%，与黄金投资需求相同，白银作为贵金属的抗通胀及避险特性在通胀高企且地缘冲突爆发的背景下也童谣得到了投资者的青睐。需求项中珠宝首饰的总需求量在 2022 年也有所激增，录得 234.1 百万盎司，同比上涨 28%。珠宝首饰需求上涨的主要原因受惠于印度市场在疫情过后的需求累积，同时零售商补库存及市场对高纯度白银的需求也进一步为推动了白银的总体需求。供给方面，白银总供给在 2022 年录得 1004.7 百万盎司，同比增长 0%。银矿生产在 2022 年受秘鲁及中国铅与锌矿的产出下降拖累有所下滑，但白银回收量在工业环氧乙烷工序增加的影响下有所上涨，进而抵消了银矿产量下降的影响。

图 9 白银需求统计

Silver Supply and Demand												
Million ounces	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2022	2023F
Supply												
Mine Production	882.0	896.8	899.8	863.6	850.3	836.6	782.2	827.6	822.4	842.1	-1%	2%
Recycling	160.4	146.9	145.6	147.0	148.5	148.0	166.0	175.3	180.6	181.1	3%	0%
Net Hedging Supply	10.7	2.2	-	-	-	13.9	8.5	-	-	-	na	na
Net Official Sector Sales	1.2	1.1	1.1	1.0	1.2	1.0	1.2	1.5	1.7	1.7	13%	-1%
Total Supply	1,054.2	1,046.9	1,046.4	1,011.7	1,000.0	999.5	957.9	1,004.5	1,004.7	1,024.9	0%	2%
Demand												
Industrial (total)	440.9	443.4	477.4	515.3	511.2	509.7	488.7	528.2	556.5	576.4	5%	4%
Electrical & Electronics	269.8	272.3	308.9	339.7	331.0	327.3	321.8	351.0	371.5	382.3	6%	3%
...of which photovoltaics	48.4	54.1	93.7	101.8	92.5	97.8	100.0	110.0	140.3	161.1	28%	15%
Brazing Alloys & Solders	53.3	51.0	49.0	50.8	51.9	52.3	47.4	50.4	49.0	49.8	-3%	2%
Other Industrial	117.8	120.1	119.5	124.8	128.3	130.1	119.4	126.8	136.0	144.4	7%	6%
Photography	41.0	38.2	34.7	32.4	31.4	30.7	26.9	27.7	27.5	26.4	-1%	-4%
Jewelry	193.5	202.5	189.1	196.2	203.1	201.4	150.5	181.5	234.1	199.5	29%	-15%
Silverware	53.5	58.3	53.5	59.4	67.1	61.3	31.2	40.7	73.5	55.7	80%	-24%
Net Physical Investment	283.0	309.3	212.9	155.8	165.5	187.0	204.8	274.0	332.9	309.0	22%	-7%
Net Hedging Demand	-	-	12.0	1.1	7.4	-	-	3.5	17.9	-	409%	na
Total Demand	1,011.9	1,051.7	979.7	960.2	985.7	990.0	901.9	1,055.6	1,242.4	1,167.0	18%	-6%
Market Balance	42.3	-4.8	66.7	51.5	14.4	9.5	56.0	-51.1	-237.7	-142.1	365%	-40%
Net Investment in ETBs	-0.3	-17.1	53.9	7.2	-21.4	83.3	331.1	64.9	-125.8	-30.0	na	-76%
Market Balance less ETBs	42.6	12.3	12.9	44.3	35.8	-73.8	-275.1	-116.1	-111.9	-112.1	-4%	0%
Silver Price (US\$/oz, London price)	19.08	15.68	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	21.30	-14%	-2%

Source: Metals Focus

图表来源：瑞达期货研究院、TSI

3、贵金属供需展望

往后看，下半年以美国为首的海外经济体衰退风险下降，同时为抑制顽固的通胀水平及火热的劳动力市场，投资者对海外央行加息预期普遍上升，年内货币政策拐点也有所推迟。若下半年经济数据如期反映整体衰退程度相对温和且地缘冲突并未显著恶化，贵金属投资需求或相对承压并缓慢回落，转机或多于年底海外央行向市场放出货币政策转向的信号后出现。珠宝首饰需求方面，整体需求在去年疫情后激增的影响下于年初有所回落，同时以印度及中国为首的主要需求贡献经济体在 2023 年经济复苏或不及预期，居民消费能力或相对受限，整体贵金属珠宝首饰需求或在下半年或持续下降。而工业需求方面，高利率环境下企业营收能力或受到负面影响，同时对经济衰退不确定性的顾虑或使企业缩减工业产出预期，整体工业需求或将相对承压。

四、贵金属持仓分析

1、ETF 持仓

ETF 持仓方面，截至 2023 年 6 月 26 日 SPDR Gold Shares 黄金 ETF 持仓录得 925.66 吨,较年初 917.64 吨上涨 1%;iShares Silver Trust 则录得 14635.04 吨,较年初的 14539.67 吨同样上涨 1%，整体 ETF 持仓在 2023 年上半年受海外银行暴雷事件以及美债上限危机等风险事件的影响下虽有所上涨但并未出现显著变化。在 2022 年海外央行开启加息周期后，贵金属 ETF 持仓数量便承压回落，并于 2023 上半年维持低迷状态。

图 10 黄金 ETF 持仓



图表来源：瑞达期货研究院、wind

图 11 白银 ETF 持仓

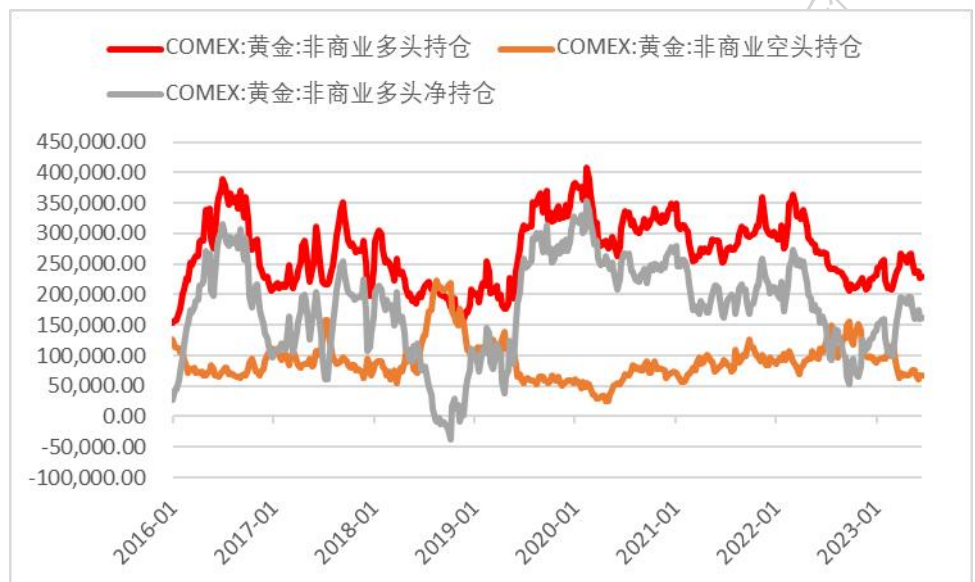


图表来源：瑞达期货研究院、wind

2、CTFC 持仓

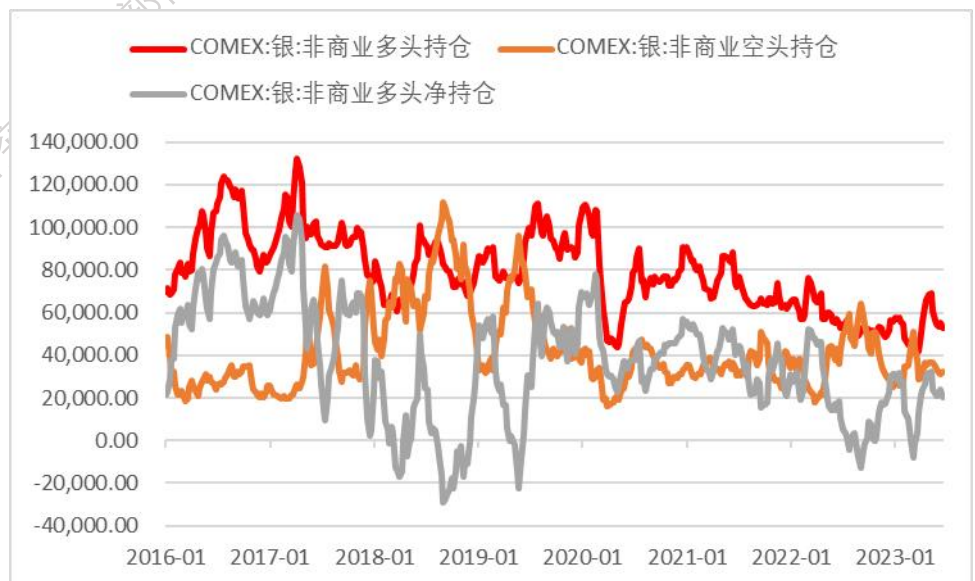
CTFC 持仓方面，截至 2023 年 6 月 20 日 COMEX 黄金多头净持仓录得 162975 张，较年初的 141666 张上涨约 15%，而 COMEX 白银多头净持仓则录得 20058 张，较年初的 30934 下降约 35%。整体来看，在上半年风险事件爆发后，市场对贵金属避险属性的需求预期上升，进而引导投机持仓升高。但在风险事件平息后，避险需求持续下降，同时市场也一改年初对海外央行政策转向置前的乐观预期，整体投机情绪随之回落。从 VIX 以及金银比等数据中我们也可以看出当前市场避险情绪较 3 月时已显著下调，同时美国国债收益率的上涨也进一步反映了市场对利率走势的预期，综上利空因素或进一步对贵金属净持仓数量施压。

图 12 COMEX 黄金合约非商业持仓



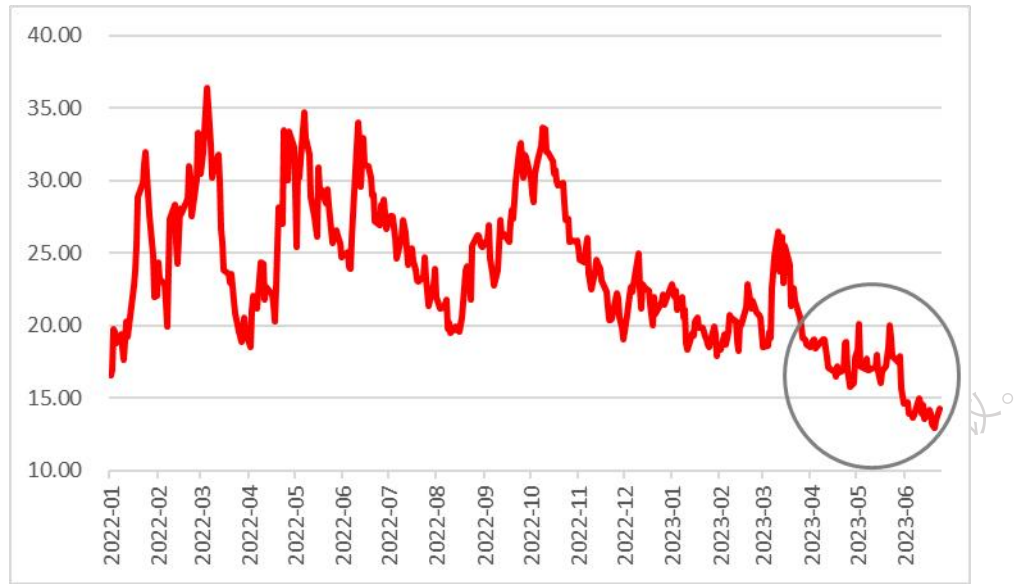
图表来源：瑞达期货研究院、wind

图 13 COMEX 白银合约非商业持仓



图表来源：瑞达期货研究院、wind

图 14 VIX 指标显著回落，避险情绪下降



图表来源：瑞达期货研究院、wind

图 15 市场一改对美联储政策转向置前的乐观预期



图表来源：瑞达期货研究院、wind

研究报告

图 16 金银比回落，避险情绪下降



图表来源：瑞达期货研究院、wind

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不作为

五、2023 下半年贵金属行情展望

展望 2023 年下半年，以美国为首的海外经济体通胀水平或持续回落，但整体降幅或相对走平，后期住房项价格指数将逐渐向市场价格靠拢并带动核心通胀回落。劳动力市场供给受制于人口结构影响或难以大幅修复，但需求在高利率环境逐渐传导至经济后大概率将得到显著抑制，然而主导本次劳动力修复的多数服务业商业体对利率的敏感度相对较低，因此劳动力市场数据得到显著改善的节点或相对滞后并于四季度显现。

在经济数据未能如期朝美联储目标靠拢的情况下，美联储为抑制通胀及劳动力市场大概率将再年内再次加息，并将高利率水平维持至年底，降息节点或于明年出现。在高利率预期的引导下，美国国债收益率或在三季度将得到一定的支撑，而下行拐点或于 4 季度经济数据得到改善使市场上降息预期上升时出现。而美国经济在本轮加息周期中虽或避免严重衰退现象，但企业营收及居民消费水平在高利率及信贷环境收紧的影响下或仍将相对承压，经济增速在 4 季度或达到年内低点。

贵金属需求在全球央行避险需求下降后或持续回落，同时工业需求及珠宝首饰需求在下半年经济及居民消费大概率受高利率环境影响承压的情况下或将相对下滑。结合以上因素来看，我们认为三季度贵金属价格或将持续承压下行，整体价格在四季度经济衰退现象愈加显著且市场对美联储降息预期上调后逐渐回涨。沪金合约价格运行区间建议关注 400-440 元/克，沪银合约价格运行区间建议关注 4770 至 5600 元/千克。

风险提示：美国经济衰退程度超预期，美联储降息预期前置；地缘冲突恶化；海外信贷环境收紧导致金融风险。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。