

研究报告

专题研究

黄金价格的核心驱动因素变了吗？

广州期货 研究中心

联系电话：020-22836112

摘要：

货币天然金银，黄金因其在地壳之中的稀缺性以及稳定的物理、化学性质，自古以来发挥着货币和硬通货的价值储备作用。1971年布雷顿森林体系解体后，黄金在信用货币体系下逐渐形成了商品、货币、金融三大属性。

从黄金三大属性的角度入手，本报告试图对金价的主要驱动因素进行分解，探索金价在不同时间区间内与美元指数、CPI、美十债 TIPS 收益率等多项重要经济指标相关性的变化，试图找出历史不同时期中驱动金价走势的主要因素。我们发现，在历史的不同时期以内，黄金交替体现其商品、货币、金融三大属性，不同时期内驱动金价变化的核心因素均有所不同。

二十世纪七十年代黄金与美元脱钩，货币属性、商品属性驱动金价大涨；二十世纪后二十年美国实际利率抬升，商品属性、金融属性驱动金价回落；二十一世纪后黄金 ETF 成立，黄金的金融属性进一步增强，次贷危机前夕投机热潮涌动，金融属性、货币属性驱动金价上行；次贷危机后期流动性风险扩散，金融属性驱动金价下跌；2016年以后美联储 QE 退坡，金融属性、货币属性驱动金价上行；2020年8月以后美联储货币政策正式转向，金融属性、商品属性驱动金价宽幅震荡。

当前时点而言，金价仍然处于2020年8月以来的宽幅震荡周期，但2022年3月美联储启动加息以后，金价与美元指数、美十债 TIPS 收益率的负相关性明显增强，与 M2 同比的正相关性增强，与 CPI 同比、VIX 和 SPDR 黄金 ETF 持仓的相关性有所减弱。当前驱动金价的核心因素或正在经历从“金融属性为主、商品属性为辅”向“以货币属性为主、金融属性为辅”的转变。

后续我们仍然需要持续跟踪美国经济数据的表现，进而评估美国经济基本面情况。若未来美国通胀能够进一步回落，美联储货币政策重心或逐步从抗通胀转向稳经济，紧缩政策对贵金属的利空或相对转弱。近期美国通胀、就业等数据表现好于预期，美联储官员频放鹰声，贵金属价格短线回调接近年线支撑，海外市场对于美联储加息放缓、年内降息等过度乐观的预期在近期基本已得到修正。三月份沪金或迎来一轮弱反弹行情，多头配置窗口或逐步打开，建议406-410区间附近逢低试多。年内海外或逐步转向围绕衰退预期进行交易，中长期角度金价以偏多看待，避险需求将为贵金属价格带来底部支撑。

风险因素：美国经济基本面超预期走强；人民币汇率大幅升值。

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

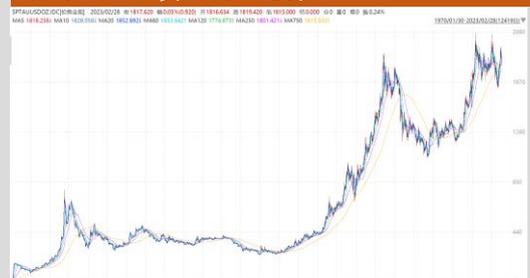
邮箱：li.dai@gzf2010.com.cn

联系人 汤树彬

期货从业资格：F03087862

邮箱：tang.shubin@gzf2010.com.cn

伦敦金现货价格走势



相关报告

广州期货-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-20221223

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-9月议息会议前瞻：通胀压力下美联储将何去何从？-20220921

目录

一、 金价驱动因素分解：黄金的三大属性	1
(一) 1971.06-1980.01 期间：黄金与美元脱钩，货币属性、商品属性驱动金价大涨	4
(二) 1980.02-1999.08 期间：实际利率抬升，商品属性、金融属性驱动金价回落	5
(三) 1999.09-2011.08 期间：次贷危机前夕投机热潮涌动，金融属性、货币属性驱动金价上行	6
(四) 2011.09-2015.12 期间：金融危机期间流动性风险扩散，金融属性驱动金价下跌	7
(五) 2016.01-2020.07 期间：美联储 QE 退坡，金融属性、货币属性驱动金价上行	8
(六) 2020.08 至今：美联储货币政策正式转向，金融属性、商品属性驱动金价宽幅震荡	9
二、 当前金价仍处宽幅振荡周期	10
免责声明	16
研究中心简介	16
广州期货业务单元一览	17

一、 金价驱动因素分解：黄金的三大属性

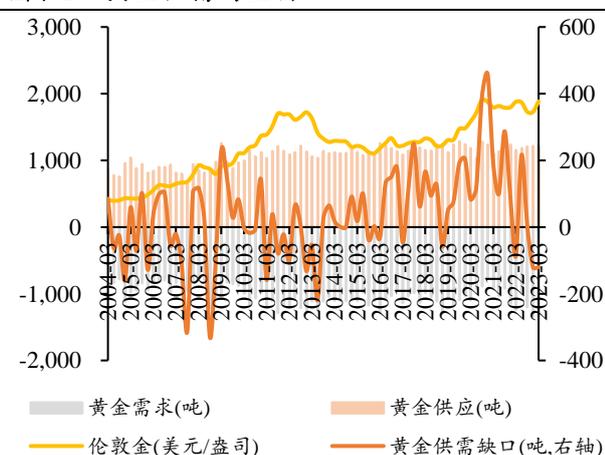
货币天然金银，黄金因其在地壳之中的稀缺性以及稳定的物理、化学性质，自古以来发挥着货币和硬通货的价值储备作用。1971年布雷顿森林体系解体后，黄金在信用货币体系下逐渐形成了商品、货币、金融三大属性。

首先，黄金的买卖具有悠久的历史，作为一种商品而言，一方面用于珠宝、金器、金币金条等日常消费或储藏投资，另一方面也用于工业生产。黄金的化学、物理、电子性能优异，在电子、通讯、航空航天、化工、医疗等部门均有广泛的应用。我们知道，通胀反映的是，商品价格水平持续上涨的现象。黄金作为一种商品，天然地具有抗通胀的作用。黄金作为商品的独特之处还在于，虽然金矿开采的平均成本决定了金价的底部支撑，但由于黄金难以摧毁的特性，黄金供需缺口与黄金价格之间不存在较为显著的联动关系，即黄金的供需并不是决定金价走势的关键因素。

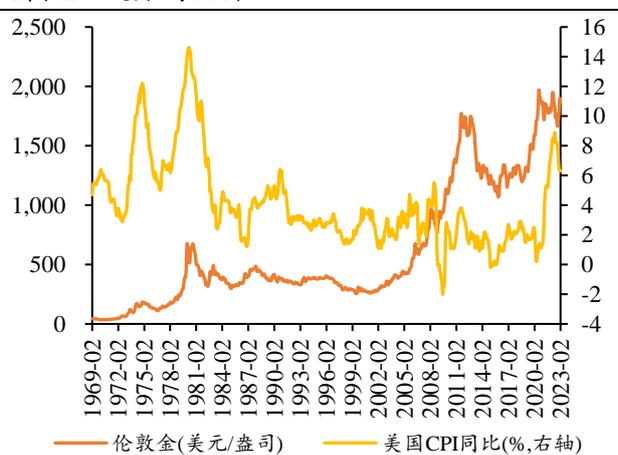
其次，黄金具有稀有、耐腐蚀、性质稳定、便于储存运输、可分割等特性，天然具备货币属性。黄金作为交易媒介的历史已有数千年，即使进入信用货币时代后，其“保值”的硬通货形象依然深入人心。另外，黄金还可作为抵押物向银行融资，或在机构之间拆借流转。目前全球黄金定价由伦敦金银市场及美国黄金期货市场所控制，以美元为结算货币；国内黄金市场以人民币结算，价格跟随外盘走势运行。由于黄金以美元进行定价，美元及黄金从货币角度存在相互替代的关系，金价与反映美元汇率相对强度的美元指数长期呈现负相关。对于美国等拥有黄金定价权的国家或地区而言，不仅可以黄金进口中输出本币，还可以以本币计价的方式实现资产本币化，巩固主权货币作为国际贸易货币的地位。且由于其避险功能，黄金储备能提升国家货币币值的稳定性，通过其超主权信用为本币增信。

再者，黄金作为广泛交易的一种大类资产，从投资的角度还具有金融属性。因其性质非常稳定，黄金可以被视为一种长久期的零息资产。无风险收益率，或者说实际利率，可以视为长期持有黄金的机会成本。我们常用美国十年期通胀保值国债（TIPS）收益率表征实际利率，黄金价格与美十债TIPS收益率长期存在负相关关系，实际利率水平上升时理性投资者倾向于投资其他生息资产而卖出黄金，金价趋于下跌。长期而言，黄金价格与其他风险资产价格的相关性相对较低，黄金具有分散资产组合风险的配置价值。

图表1：黄金供需与金价

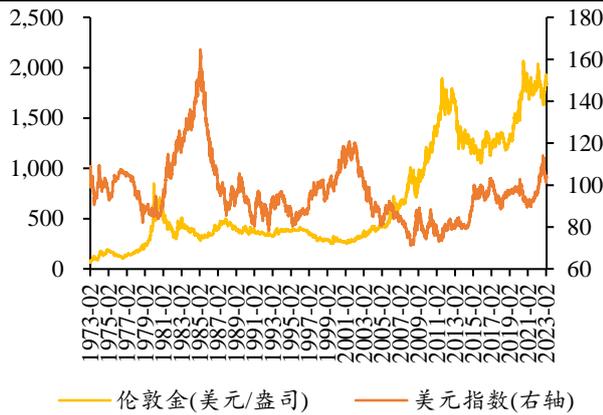


图表2：通胀与金价

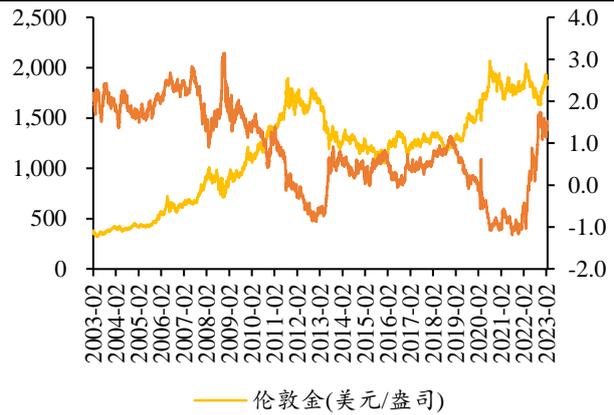


资料来源：Wind 广州期货研究中心整理

图表 3：美元指数与金价



图表 4：十年期美债 TIPS 收益率与金价



资料来源：Wind 广州期货研究中心整理

从周期的角度出发，二十世纪七十年代至今黄金价格的牛熊走势可以划分为以下六个区间：一是1971.06-1980.01的十年牛市，二是1980.02-1999.08的熊市，三是1999.09-2011.08的第二轮十年牛市，四是2011.09-2015.12期间金融危机以来的大熊市，五是2016.01-2020.07期间美联储降息、疫情期间无限量QE等带来的牛市，六是2020.08至今，经历QE退出、欧洲地缘政治冲突、美联储加息的震荡市。

图表 5：伦敦金现货价格各区间走势(1970-2023)



资料来源：Wind 广州期货研究中心整理

图表 6：伦敦金现货价格及区间涨跌幅(1970-2023, 美元/盎司)

时间区间	区间起点	区间终点	涨跌幅
1971.06-1980.01	40.84	653	1498.9%
1980.02-1999.08	676.5	254.8	-62.3%

1999.09-2011.08	254.7	1813.5	612.0%
2011.09-2015.12	1821	1060	-41.8%
2016.01-2020.07	1082.25	1964.9	81.6%
2020.08 至今	1958.55	1836.85	-6.2%

资料来源：Wind 广州期货研究中心整理

黄金所具备的商品、货币、金融属性共同决定了金价的走势。在下文对于金价的分析中，我们从黄金三大属性的角度入手，对金价的主要驱动因素进行分解。考虑数据可得性，选取美元指数、美十债TIPS收益率、美国CPI同比、美国M2增速同比、VIX波动率指数、SPDR黄金ETF持仓等指标，探索金价在上述不同时间区间内与这些指标之间相关性的变化，试图从黄金的商品、货币、金融属性三个方向，找出历史不同时期中驱动金价走势的主要因素。

图表 7：指标与黄金三大属性的逻辑关系

选取指标	1971.06 - 2023 至今 相关性	对应黄金 三大属性	逻辑关系与历史规律
美元指数	0.24	商品属性	全球黄金市场以美元定价和结算，从商品定价的角度而言，若美元贬值，购买一单位黄金需要更多的美元，即黄金升值。反之，若美元升值，黄金贬值。长期角度下，美元指数与金价常呈现负相关的关系，此时主要体现的是黄金的商品属性。
		货币属性	黄金还具备隐含的货币价值，当国际政治局势恶化，或是发生系统性风险事件时，货币体系崩塌风险上升、主权货币信用受到质疑，主权货币贬值、黄金升值，在这种时期之中美元指数与金价呈现出更为明显的负相关关系，此时主要体现的是黄金的货币属性。
美十债收益率	-0.33	金融属性	名义利率可以分解为实际利率和通胀。美十债收益率与金价的关系反映的是黄金的金融属性和商品属性。
		商品属性	
十年期美债 TIPS 收益率	-0.61	金融属性	十年期美债 TIPS 收益率与金价的关系主要体现的是黄金的金融属性。实际利率可以视为长期持有黄金的机会成本。我们常用美国十年期通胀保值国债（TIPS）收益率表征实际利率，黄金价格与美十债 TIPS 收益率长期存在负相关关系，实际利率水平上升时理性投资者倾向于投资其他生息资产而卖出黄金，金价趋于下跌，金价与 TIPS 收益率长期呈现负相关。
美国 CPI 同比	0.65	商品属性	黄金作为大宗商品以及贵金属，具有抗通胀功能和避险功能，通胀上行期间黄金的资产配置需求对金价形成支撑。长期角度，金价与通胀同涨，反映的是黄金的商品属性。

美国 M2 同比	0.56	货币属性	美国 M2 增速反映的是美国的货币供应，货币超发时推升资产价格、助长通胀，单位美元贬值，黄金作为美元的信用替代，其资产配置价值受到提振，此时体现的是黄金的货币属性。
VIX	0.57	金融属性	风险事件爆发时，金价的表现往往好于其他大类资产，当金融市场发生剧烈波动时，黄金的避险属性得以集中体现。
SPDR 黄金 ETF 持仓	0.88	金融属性	本世纪初黄金 ETF 面市后，黄金的金融属性得到强化。全球黄金 ETF 持仓量与美联储货币政策变动密切相关，其与金价走势呈正相关。

资料来源：Wind 广州期货研究中心整理

图表 8：指标与伦敦金现货价格相关系数汇总

时间区间	美元指数	美十债收益率	美十债 TIPS 收益率	美国 CPI 同比	美国 M2 同比	VIX	SPDR 黄金 ETF 持仓
1971.06-1980.01	-0.79	0.90		0.77	-0.50		
1980.02-1999.08	-0.23	0.43		0.73	0.17	-0.55	
1999.09-2011.08	-0.76	-0.73	-0.73	-0.16	-0.27	0.10	0.93
2011.09-2015.12	-0.72	-0.58	-0.82	0.75	0.80	0.42	0.98
2016.01-2020.07	0.13	-0.76	-0.80	-0.41	0.76	0.56	0.81
2020.08-2023 至今	-0.43	-0.45	-0.43	-0.31	0.36	0.12	0.64

资料来源：Wind 广州期货研究中心整理

（一）1971.06-1980.01 期间：黄金与美元脱钩，货币属性、商品属性驱动金价大涨

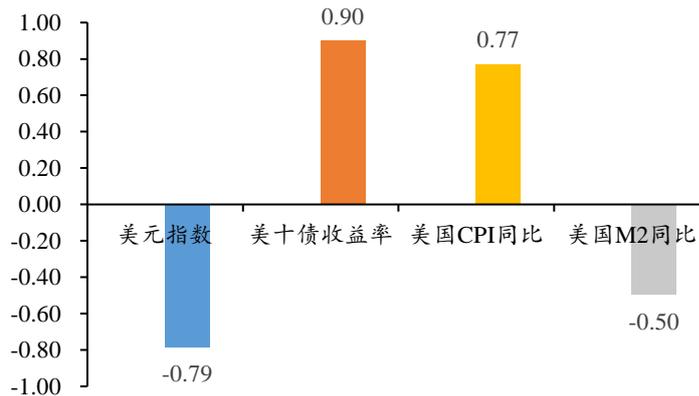
二十世纪七十年代黄金大幅上涨，1980年1月达到850美元/盎司的高位。1971年布雷顿森林体系宣布解体，美元与黄金价格正式脱钩。此后，金价由市场供求所决定，整体迎来大幅上涨。在此期间，欧美各国通胀大幅上行，受黄金固有的抗通胀属性所支撑，金价延续涨势不断攀升。1975-1976年期间，美国财政部及国际货币基金组织宣布将部分黄金储备进行拍卖，主要原因一是限制黄金进口、减少经常账户赤字，二是削弱黄金资产价值，这在一定程度上抑制了当时市场的黄金投机需求，金价一度承压下行，但后续仍然维持高速上涨。

七十年代美国通胀持续上行，这很大程度上与美联储对通胀的忽视密切相关。美联储采取“相机抉择”的货币政策，在凯恩斯主义的指导下，通过逆周期的货币政策对物价和就业进行调控。实际上，当时的货币政策在控制通胀的方面相对滞后。七十年代期间衡量美元表现相对强弱的美元指数大幅回落。1976年至1979年间，美元指数自103的高位下跌16.4%至1979年12月的86.33。整体而言，受到相对宽松的货币环境、高企的通胀以及美元指数的疲弱表现所共同支撑，金价在七十年代后期大幅上行，于1980年1月达到当时的历史峰值850美元/盎司。1978年11月，美国当局开始干预外汇市场，通过向海外资本市场借入美元、运用外汇储备头寸和出售

部分黄金及SDR储备，逐步缓解了美元汇率下降的趋势。

七十年代的黄金十年牛市期间，金价与美元指数和美国M2同比显著负相关（相关系数-0.79、-0.50），而与美国十年期国债收益率、美国CPI同比正相关（相关系数0.90、0.77）。此阶段驱动金价运行的因素主要是黄金的货币属性和商品属性：美国经济陷入长期滞胀阶段且一度进入衰退，资金大幅流出，在高企通胀的主导下实际利率下行，金价大幅上涨。同时由于黄金作为大宗商品，金价与通胀同涨，且因为黄金具有抗通胀功能和避险功能，其资产配置需求对金价形成支撑。

图表 9：指标与伦敦金现货价格相关系数(1971.06-1980.01)



资料来源：Wind 广州期货研究中心整理

图表10：金价与美元指数(1971.06-1980.01)



图表11：金价与实际利率关系(1971.06-1980.01)



数据来源：Wind 广州期货研究中心整理

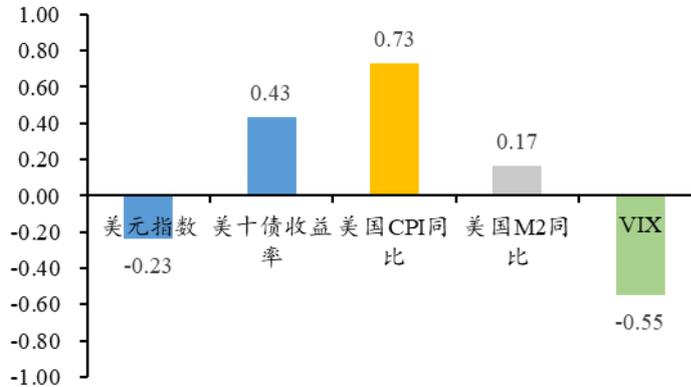
(二)1980.02-1999.08 期间：实际利率抬升，商品属性、

金融属性驱动金价回落

进入八十年代后，金价从1980年1月的850美元/盎司大幅回落，1999年8月下行至252.8美元/盎司低位。此阶段驱动金价运行的因素以黄金的商品属性为主，金融属性为辅：八十年代初期，通胀大幅回落，美十债利率上行，实际利率抬升后投资者倾向于投资其他生息资产而卖出黄金，金价趋于下跌。此时间段以内，金价与美国CPI同比呈现明显正相关。

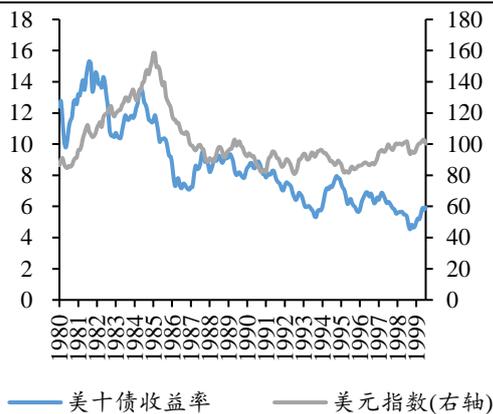
美联储设立利率目标制后名义利率回落带动实际利率下行，金价偏弱震荡。在世界全球化、信息技术革命、财政政策刺激经济等背景下，美国巩固石油美元结算体系，经济飞速增长，美元指数上行，金价持续承压。

图表 12: 指标与伦敦金现货价格相关系数(1980.02-1999.08)



资料来源: Wind 广州期货研究中心整理

图表13: 美十债收益率、美元指数(1980-1999)



图表14: 金价与实际利率(1980-1999)



数据来源: Wind 广州期货研究中心整理

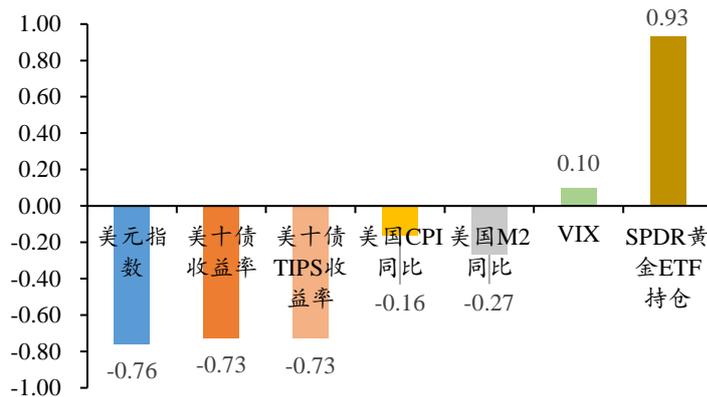
(三) 1999.09-2011.08 期间: 次贷危机前夕投机热潮涌动, 金融属性、货币属性驱动金价上行

进入二十一世纪后黄金ETF成立, 黄金的金融属性进一步增强, 金融属性和货币属性是此阶段金价的主要影响因素。区间内金价与美国CPI同比增速呈现微弱的负相关, 提示此时间段以内黄金的商品属性在三大属性之中体现得相对较弱。

90年代期间美国利率维持相对较低水平, 较低的资金成本为初创公司的飞速发展提供了充分的支持。随着信息技术发展、互联网体系建立, 风投资金加速涌向互联网公司。1997年美国减税法案推出后, 投资者参与资本市场的积极性大幅增长, 网景、雅虎等公司IPO首日股价翻倍增长的盛况亦持续推升市场的投机热情, 2000年下半年纳斯达克综合指数日均成交量环比大幅增长46.3%。2000年初上市的美国互联网企业市盈率平均

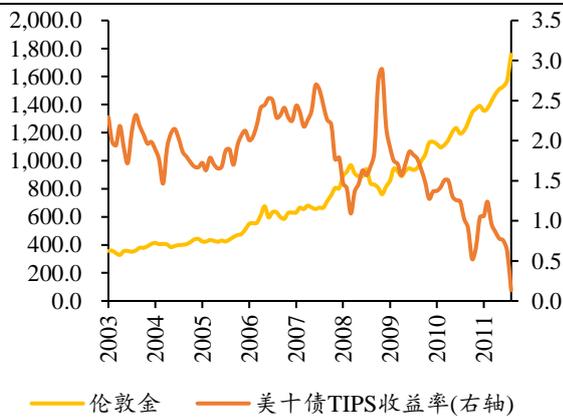
达200倍以上，资本对新兴体系非理性的过度投资催生大量泡沫，脱离实体经济的高估值无法持续。互联网投机热潮最终于2000年3月迎来拐点，3月13日当天纳斯达克指数开盘暴跌，美股迎来连锁抛售，大量互联网企业破产对通讯、电子等上下游产业形成冲击，大量民众失业，工业产值及GDP增速大幅回落，新兴市场亦受风险外溢冲击，全球经济进入衰退。后续美联储持续降息提振经济，低成本的资金流向房产，在刺激房地产投机需求的同时又为次贷危机埋下伏笔。此轮衰退周期内，大宗商品及股指普跌，受避险情绪支撑，COMEX黄金上涨5.33%，受益于黄金的货币属性，金价走势与商品价格有所背离。

图表 15: 指标与伦敦金现货价格相关系数(1999.09-2011.08)

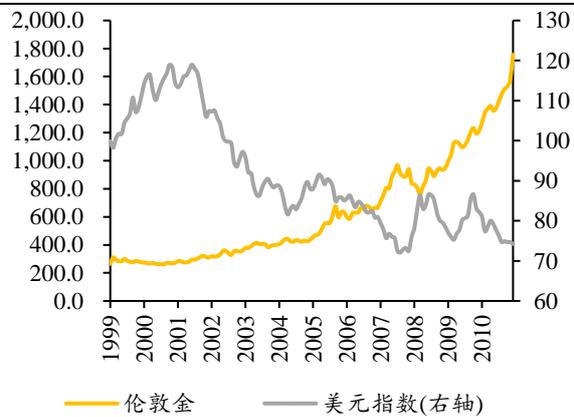


资料来源: Wind 广州期货研究中心整理

图表16: 金价与TIPS收益率(1999.09-2011.08)



图表17: 金价与美元指数(1999.09-2011.08)



数据来源: 广州期货研究中心

(四) 2011.09-2015.12 期间: 金融危机期间流动性风险

扩散, 金融属性驱动金价下跌

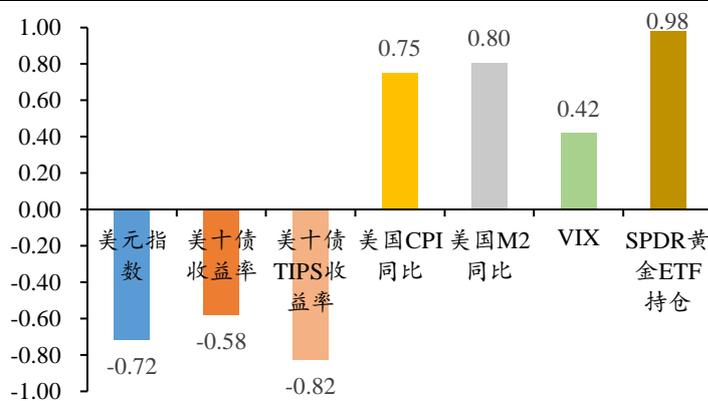
金融危机期间流动性风险扩散至实体经济, 此阶段影响金价的主要因素是黄金的金融属性, 金价与SPDR黄金ETF持仓呈现强烈的正相关, 且与美国十年期国债TIPS收益率负相关。

2007年美国次贷危机的爆发, 引发了国际金融市场上的动荡, 美国经

济增长随即进入衰退阶段。随着利率的抬升，次级贷款人的还债压力与日剧增，违约率大幅提升，拥有大量次贷风险敞口的机构面临破产和赎回风险，流动性风险快速升温，2007年12月美国进入衰退初期。伴随着各大金融机构的破产清算，次贷危机逐步发展成为金融危机，流动性风险传导至实体经济，全球各类资产几乎无差别暴跌。尽管美联储降息至零利率附近，但实际收益率仍快速上升，通缩预期加剧。尽管基准利率已降至0利率附近，但实体经济压力仍然较大，2008年11月25日美联储开启QE，缓解市场流动性压力，刺激实体经济。

危机初期，金融市场率先反映，股市债市大幅下跌，黄金则在避险属性及实际利率走低的背景下快速走高。危机广泛传导至实体经济后，油价快速回落、通缩预期快速升温，经济失速下滑，股市快速下跌，虽然黄金仍受避险属性支撑，但由于通缩预期快速增强，金价仍然承压震荡回落。

图表 18：指标与伦敦金现货价格相关系数(2011.09-2015.12)

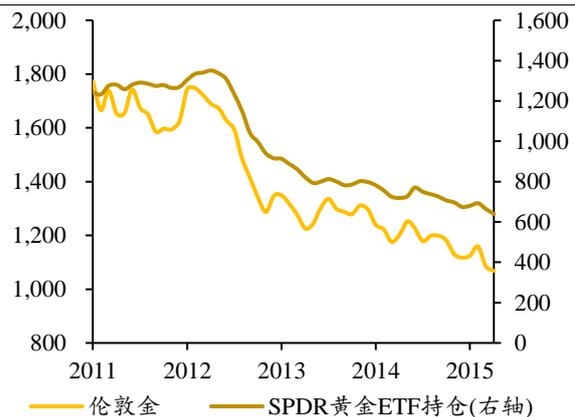


资料来源：Wind 广州期货研究中心整理

图表19：金价与TIPS收益率(2011.09-2015.12)



图表20：金价与黄金ETF持仓(2011.09-2015.12)



数据来源：广州期货研究中心

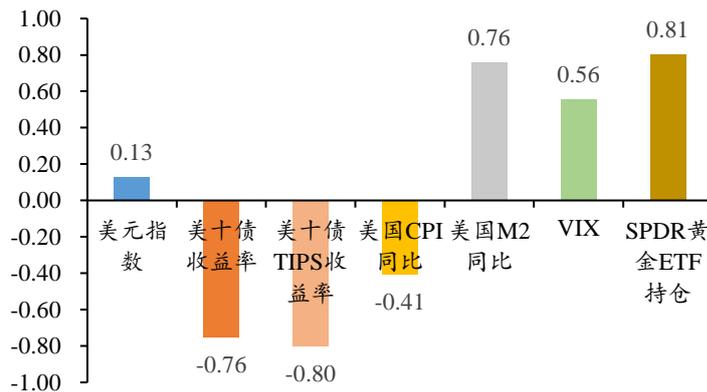
(五) 2016.01-2020.07 期间：美联储 QE 退坡，金融属性、货币属性驱动金价上行

金融危机后美联储实行多轮QE刺激经济，此阶段影响金价的主要因

素是黄金的金融属性和货币属性，金价与美国M2同比增速、VIX波动率指数以及SPDR黄金ETF持仓正相关，且与美国十年期国债TIPS收益率负相关。区间内金价与美国CPI同比增速呈现微弱的负相关，提示此时间段以内黄金的商品属性在三大属性之中体现得相对较弱。

2016年联储货币政策维持紧缩，经济复苏未走上正轨、通胀抬头，实际利率下行支撑金价反弹。此后随着美国经济走强、通胀中枢进一步上行，实际利率仍然维持偏弱。另外，此阶段中美贸易摩擦、英国脱欧等国际事件令市场避险情绪升温，同样对金价有所支撑。

图表 21: 指标与伦敦金现货价格相关系数(2016.01-2020.07)

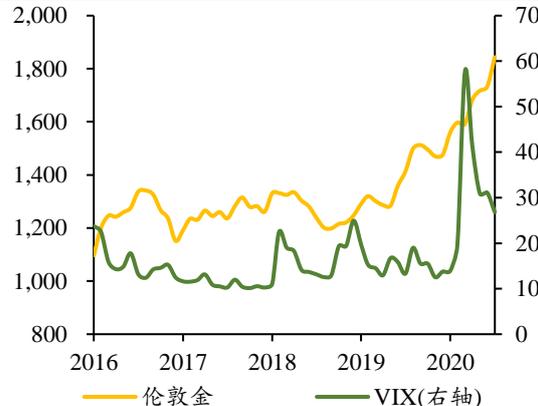


资料来源: Wind 广州期货研究中心整理

图表 22: 金价与TIPS收益率(2016.01-2020.07)



图表 23: 金价与VIX波动率指数(2016.01-2020.07)



数据来源: 广州期货研究中心

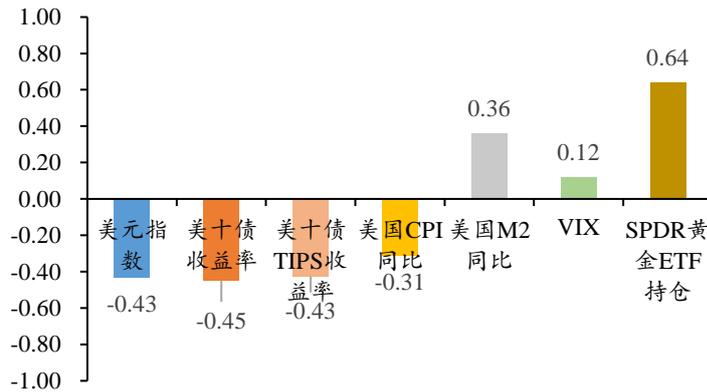
(六) 2020.08 至今: 美联储货币政策正式转向, 金融属性、商品属性驱动金价宽幅震荡

此阶段经历新冠疫情爆发、美联储启动无限量QE以及货币政策转向, 驱动金价的核心因素以金融属性为主、商品属性为辅, 在此期间金价与美国M2同比、VIX、SPDR黄金ETF持仓的正相关性减弱, 与实际利率、CPI同比的负相关性有所减弱, 与美元指数的负相关性增强。

2021年, 金价整体呈现震荡下行。一季度全球疫情有所缓解, 叠加美

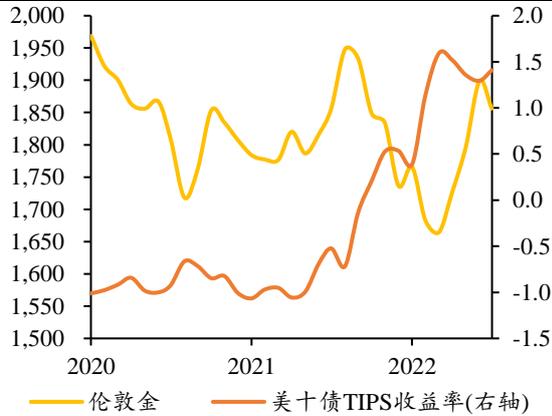
国财政刺激、市场避险情绪降温，金价自高位回落。其中二季度疫情反弹、资金面宽松、通胀保持较高水平，贵金属价格受益于黄金的商品属性而获得有利支撑，金价大幅反弹。三季度后美国货币政策收紧预期逐步增强，美国经济基本面复苏较为稳健，金价震荡下行。四季度以来市场逻辑经历转向，由交易美国滞胀预期转为交易加息预期，金价冲高回落。后续美国通胀长时间维持高企，美联储启动加息以抑制通胀表现，美国经济景气度下滑，海外经济衰退预期持续发酵。

图表 24：指标与伦敦金现货价格相关系数(2020.08 至今)

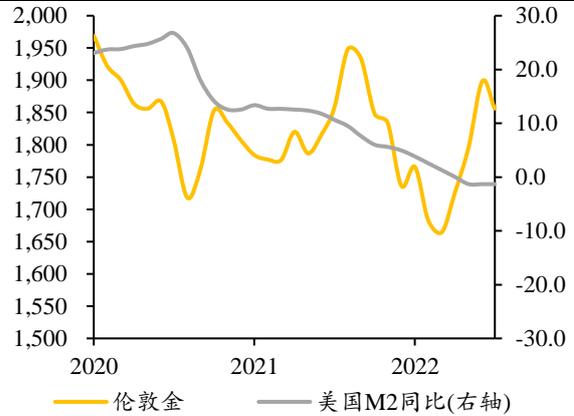


资料来源：Wind 广州期货研究中心整理

图表 25：金价与TIPS收益率(2020.08至今)



图表 26：金价与美国M2同比(2020.08至今)



数据来源：广州期货研究中心

二、当前金价仍处宽幅振荡周期

目前时点来看，金价仍然处于上述时间区间划分之中的第六个区间，2020年8月以来的宽幅震荡周期，在1600-2050美元/盎司区间之间作箱体震荡。2023年1月美联储如期加息25bp，预计今年以内不会启动降息。鲍威尔主席承认通胀有所缓和，其表示未来或仍有两次加息。议息会议声明之中，关于未来加息的表述从“速度”调整为“幅度”，增加了关于通胀“有所缓和”的表述，暗示联储内部正在考虑停止加息的节奏安排，市场解读认为美联储的表态属于鸽派。受此影响美债收益率、美元指数一度走低。

然而后续公布的美国经济、通胀数据表现偏强，强化海外市场对于美

联储可能上调加息终值利率水平的鹰派预期，贵金属价格受此影响而大幅回落。受到服务业复苏的提振，美国1月非农就业数据表现大超预期，美国1月失业率创出3.4%的半个世纪以来新低，新增非农就业人数51.7万人，远好于市场此前预期的18.5万人，休闲酒店业、教育医疗业等服务业就业增长为主要拉动项。1月劳动参与率上升0.1个百分点至62.4%，平均时薪同比增4.4%，环比增0.3%。1月ISM非制造业PMI录得55.2，当前回升至荣枯线上方。美国2月Markit制造业PMI初值为47.8，服务业PMI及综合PMI初值回升至荣枯线上方，分别录得50.5和50.2，均高于预期及前值。美国1月CPI同比涨幅回落至6.4%，创2021年10月以来最低，但高于预期的6.2%；环比增0.5%，符合预期。核心CPI同比增5.6%，略高于预期；核心CPI环比增0.4%，符合预期。美国1月PCE同比增5.4%、环比增0.6%，核心PCE同比增4.7%、环比增0.6%，均高于预期。美国1月PPI同比增6%，PPI环比增0.7%，均高于预期，反映美国生产端通胀依旧高企。美国1月工业产出环比持平，为三个月以来首度止跌。

图表 27：美联储主席鲍威尔近期公开讲话一览

时间	内容	态度
2023.2.7	通胀正开始缓解，反通胀的过程已经开始，而且开始于占我们经济四分之一的商品领域，但还有很长的路要走。如果我们继续得到强劲的劳动力市场报告或更高的通胀报告，我们很可能需要采取更多措施，加息的幅度可能超过市场预期。在利率下降之前，我们需要在一段时间内将利率保持在限制性水平。	偏鹰
2023.2.1	利率前景方面，FOMC会在讨论暂停加息前再加息几次；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；美联储今年不会降息。 通胀方面，通胀预期似乎很稳定，这令人安心；美联储坚决致力于让通胀达到2%的目标；长期通胀预期保持稳定；如果通胀下降速度比我们预期的快，这将影响我们的政策决策。 就业方面，劳动力市场仍然“极度紧张”；就业增长势头强劲。 经济前景方面，通胀可以回落到2%，而不会出现真正严重的经济衰退；经济增长将继续保持温和；建设支出将支持今年的经济增长。 金融状况方面，我们一直仔细监控金融状况；自去年12月以来，金融状况基本保持不变。 债务上限方面，国会必须提高债务上限；不要假设美联储可以在发生债务违约时保护经济。	鸽派
2022.1.10	价格稳定是健康经济的基石，随着时间的推移会给公众带来不可估量的好处。但在通胀高企的情况下，恢复价格稳定可能需要采取短期内不受欢迎的措施，因为我们上调利率以放缓经济。	中性
2022.12.14	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。 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。 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俏；希望我们重回疫情前的劳动力市场水平。 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。	偏鹰

资料来源：FED Wind 广州期货研究中心整理

图表 28：美联储近期议息会议声明对比

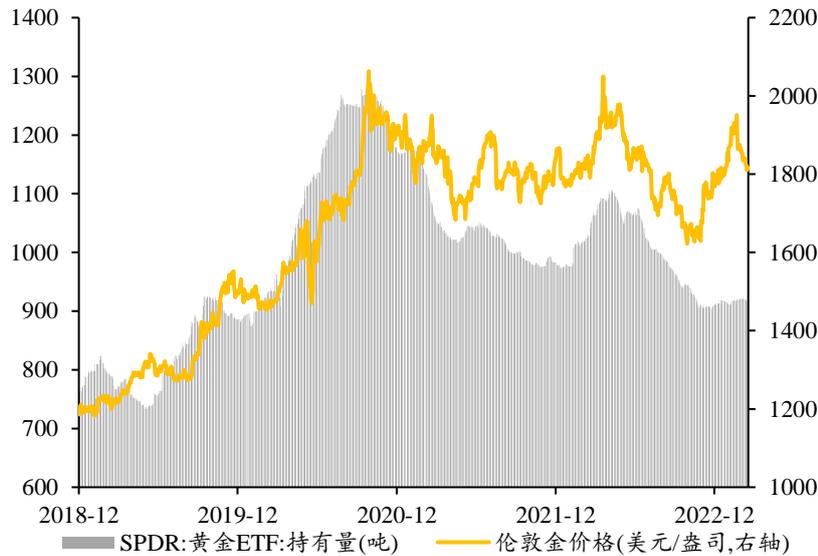
内容	2023年1月	2022年12月	11月	9月
通胀	通胀 有所缓和 但仍维持高企。委员会高度关注通胀风险。随着货币政策立场的适当收紧，预计通胀将回到2%的目标，美联储将坚定致力于此目标的实现。	通胀维持高企，反映疫情导致的供需失衡、粮食和能源价格上涨以及更广泛的价格压力。委员会高度关注通胀风险。随着货币政策立场的适当收紧，预计通胀将回到2%的目标，美联储将坚定致力于此目标的实现。	通胀维持高企，反映疫情导致的供需失衡、粮食和能源价格上涨以及更广泛的价格压力。委员会高度关注通胀风险。随着货币政策立场的适当收紧，预计通胀将回到2%的目标，美联储将坚定致力于此目标的实现。	通胀维持高企，反映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， 并提高全球不确定性。	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 4.50%-4.75% ，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 幅度 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，根据此前公布的计划，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 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。
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 Wind 广州期货研究中心整理

截至2月27日，SPDR黄金ETF持仓报917.32吨，月内小幅流出2.05吨；SLV白银ETF持仓报15005.2吨，较上月流入69.54吨。自2022年3月以来SLV白银ETF持仓持续下滑，2022年9月后整体止跌持稳，维持窄幅震荡。贵金属

属ETF持仓止跌反弹，反映了中长期配置资金在当前时点对于贵金属价格未来走势的态度有所改观。

图表 29: SPDR 黄金 ETF 持仓反弹



数据来源: Wind 广州期货研究中心

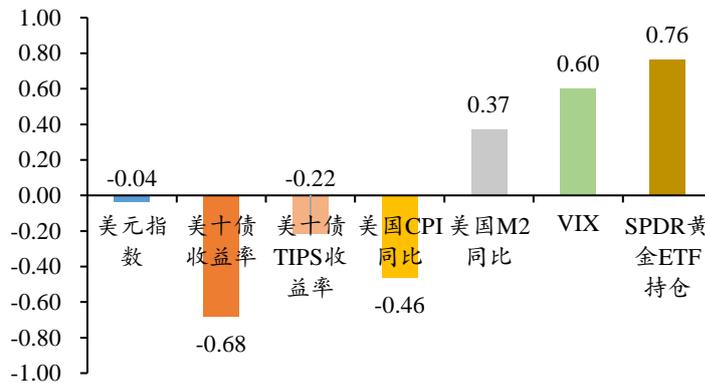
近期驱动金价的核心因素是否发生变化?我们以美联储启动加息的2022年3月作为分界点,将2020.08至今的第六个区间划分为两个子区间。对比2022年3月前后各指标与金价的相关性,我们发现,2022年3月以后,金价与美元指数、美十债TIPS收益率的负相关性明显增强,与M2同比的正相关性增强,与CPI同比、VIX和SPDR黄金ETF持仓的相关性有所减弱。因此我们认为,当前时点而言,驱动金价的核心因素或正在经历从“金融属性为主、商品属性为辅”向“以货币属性为主、金融属性为辅”的转变。年内海外或逐步转向围绕衰退预期进行交易,而黄金的货币属性以及避险功能将为贵金属价格带来底部支撑,从中长期角度而言,思路仍以偏多看待为主。

短期角度而言,虽然1月议息会议结束后美联储鲍威尔主席在讲话中表示通胀有所缓和,但最近多项数据表现超出市场预期,美国通胀仍维持韧性。美联储梅斯特讲话称,最新通胀数据佐证了美联储未来需要进行更多加息,美联储需要将利率水平提高到5%以上,并保持一段时间,直到通胀趋势下降。受此影响,海外市场对于美联储或将上调利率终值的鹰派预期持续发酵,贵金属价格短线承压下行。CME FedWatch模型显示,由外盘联邦基金利率期货价格反推的加息预测中,3月加息50bp的几率为24.0%,加息25bp的几率为76.0%;5月议息会议后累计加息75bp的几率升至32.1%,累计加息100bp的几率为3.7%,累计加息50bp几率为64.2%。

后续我们仍然需要持续跟踪美国经济数据的表现,进而评估美国经济基本面情况。若未来美国通胀能够进一步回落,美联储货币政策重心或逐步从抗通胀转向稳经济,紧缩政策对贵金属的利空或相对转弱。2月初鲍威尔主席在讲话中表示,预计通胀将降温,但降低通胀或将是漫长的过程,其讲话中未提及加息停止的时间点。另外,鲍威尔表示联储将持续对经济数据作出反映,若就业市场维持

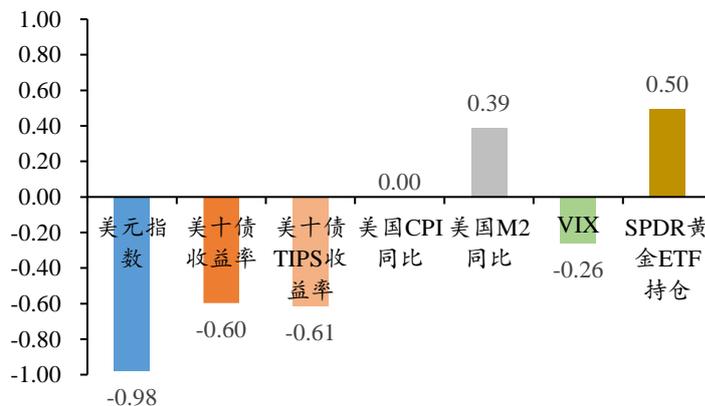
强劲、通胀更高，加息幅度或将超出市场预期。近期美国通胀、就业等数据表现好于预期，美联储官员频放鹰声，贵金属价格短线回调接近年线支撑，海外市场对于美联储加息放缓、年内降息等过度乐观的预期在近期基本已得到修正。三月份沪金或迎来一轮弱反弹行情，多头配置窗口或逐步打开，建议406-410区间附近逢低试多。年内海外或逐步转向围绕衰退预期进行交易，中长期角度金价以偏多看待，避险需求将为贵金属价格带来底部支撑。

图表 30: 指标与伦敦金现货价格相关系数(2020.08-2022.02)



资料来源: Wind 广州期货研究中心整理

图表 31: 指标与伦敦金现货价格相关系数(2022.03-2023.02)

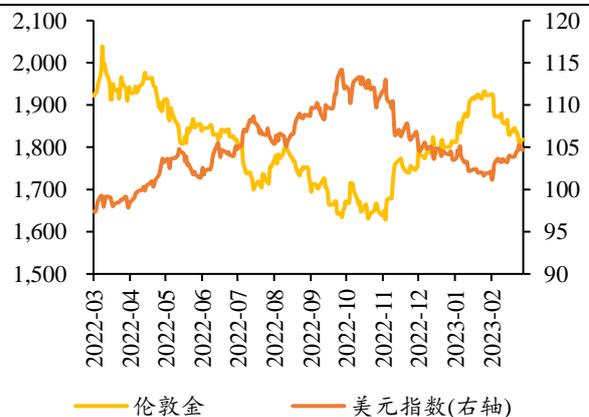


资料来源: Wind 广州期货研究中心整理

图表32: 金价与TIPS收益率(2022.03-2023.02)

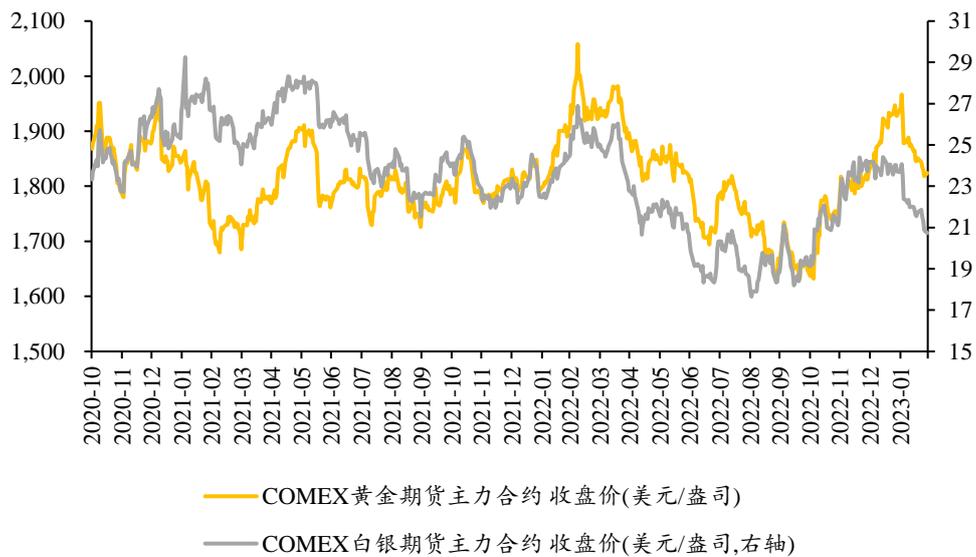


图表33: 金价与美元指数(2022.03-2023.02)



数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 34: 外盘 COMEX 黄金、白银价格表现



数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 35: 短期金价多空影响因素汇总

利多因素	中性	利空因素
美联储加息边际放缓	VIX 波动率指数维持低位	美联储官员维持偏鹰立场
全球央行加速购金		美联储或考虑上调利率终值水平
COMEX 黄金期货投机性持仓增长		美国就业维持强势
贵金属 ETF 持仓反弹		美国非制造业 PMI 景气度回升, 仍需等待美国经济基本面走弱信号
时薪增速回落		
欧央行货币政策转向节奏慢于美联储, 欧央行维持鹰派打压美元表现		
亚洲地区防疫放开后提振黄金实物消费需求		

数据来源: 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	