

## 和合期货:黄金 2023 年报

——欧美通胀回落经济衰退加息放缓，黄金偏强运行



段晓强

从业资格证号：F3037792

投询资格证号：Z0014851

电话：0351-7342558

邮箱：[duanxiaoqiang@hhqh.com.cn](mailto:duanxiaoqiang@hhqh.com.cn)

**摘要：**美国通胀回落，数据表明通胀最糟糕的时期可能已经过去。在连续四次超激进加息后，美联储如市场所料开始放慢加息的步伐，但上调了利率峰值的预期水平，预计利率在加息后会达到的最高水平将超过 5%，暗示未来几个月将继续加息。同时，鲍威尔再次强调，历史告诫不要过早放松政策，继续强调美联储将坚持到底，直到任务完成。

欧元区 11 月通货膨胀率终值为 10.1%，欧盟 27 国 11 月通货膨胀率为 11.1%，均远高于去年同一时期，能源和食品价格上涨仍是推高通胀的主因。同时，欧洲央行公布最新政策决议，如期放缓加息步伐，将三大主要利率均上调 50 个基点。欧洲央行表示，将于明年 3 月以审慎有度、可预测的步伐启动量化紧缩，欧央行下调经济增长预测，预计由于能源危机、高度不确定性、全球经济活动减弱和融资条件收紧，欧元区经济可能在 2022 年四季度和 2023 年一季度陷入萎缩。

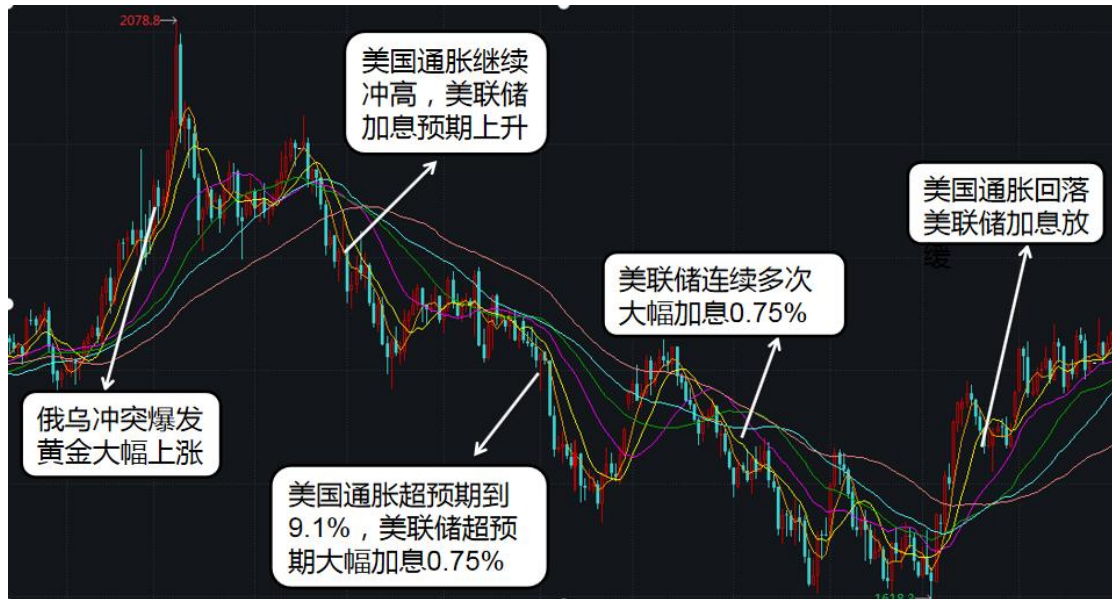
技术面看，黄金在今年初受俄乌冲突影响大幅上涨，3 月冲到 2080 高点后，持续处于回落走势，一直到 9 月底 COMEX 黄金触碰 1620 附近得到企稳，11 月初再次探底得到支撑后反弹，同时，美元指数弱势回落，黄金上涨。12 月 COMEX 金在 1800 附近震荡上涨，成上升三角形态，日 K 均线形成多头排列，当前还处于多头趋势。

## 目录

一、行情回顾 .....	3
二、欧美通胀回落，经济预期衰退，加息放缓 .....	3
1、美国通胀数据回落 .....	3
2、欧元区通胀继续维持高位 .....	6
3、欧美加息预期放缓，但利率水平维持高位 .....	10
4、全球疫情反弹 .....	14
三、黄金供需：全球央行增持黄金 .....	16
四、美元指数高位回落 .....	19
五、后市行情研判 .....	20

## 一、行情回顾

图1 2022年黄金走势回顾

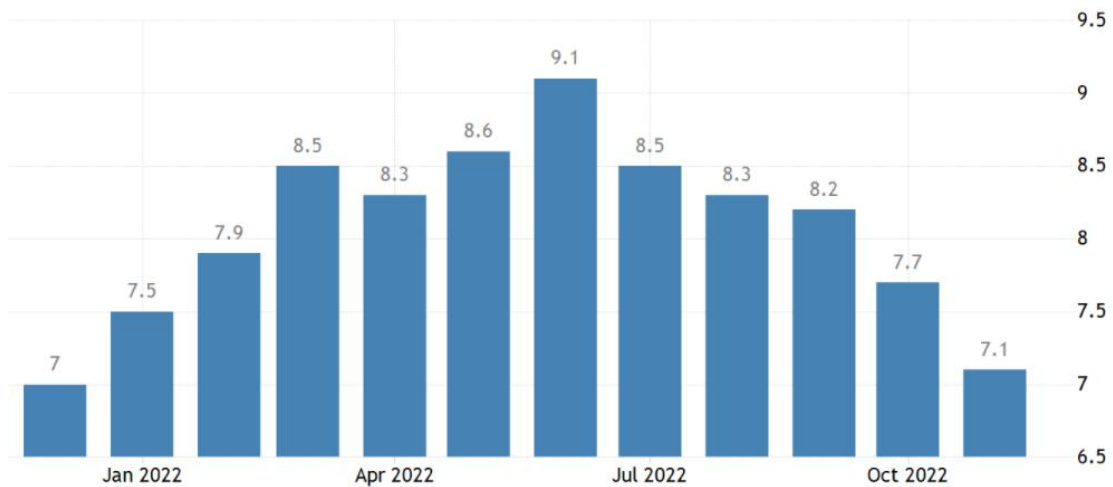


## 二、欧美通胀回落，经济预期衰退，加息放缓

### 1、美国通胀数据回落

12月13日，美国劳工统计局的数据显示，11月CPI同比增长7.1%，低于预期的7.3%和前值7.7%，同比增幅创今年1月以来最低纪录，环比增长0.1%，低于预期的0.3%和前值的0.4%。

图2 美国通胀率持续回落 (%)

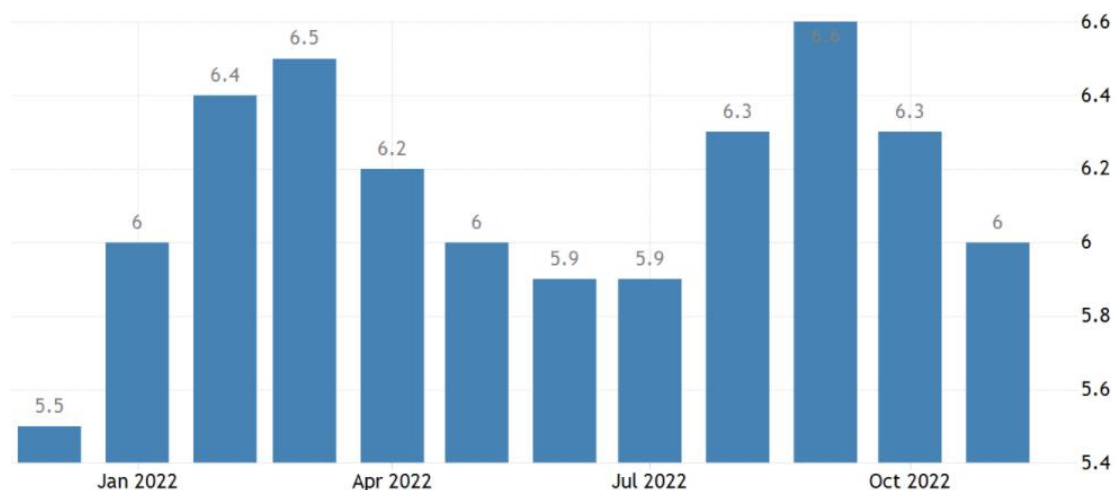


数据来源：全球经济指标数据网

市场关注的核心通胀率也显著下降。数据显示，核心CPI同比增长6%，预

期 6.1%，较前值 6.3%有所回落，同比增幅为今年 8 月以来的最小水平；环比增长 0.2%，低于预期和前值的 0.3%。

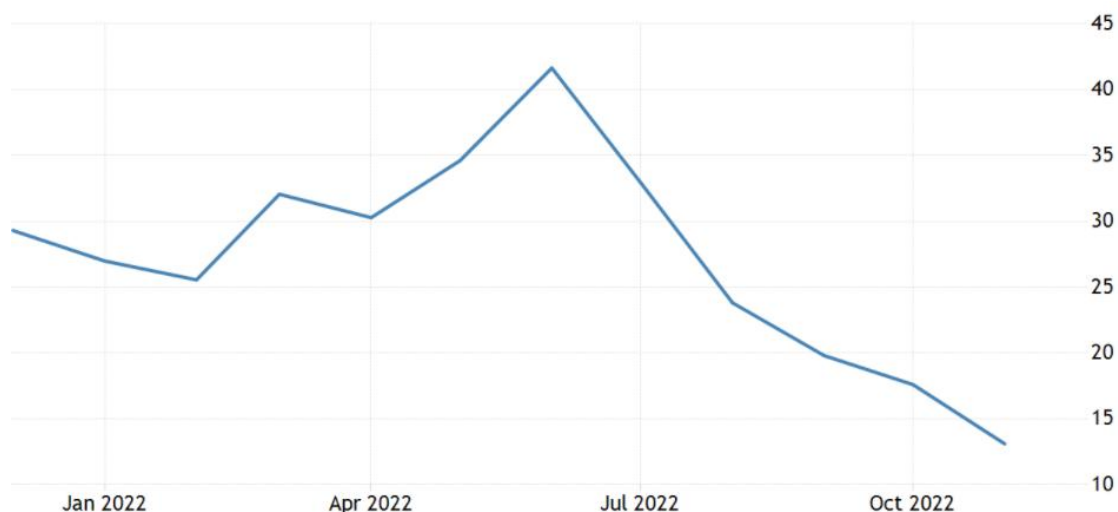
图 3 美国核心通胀率 (%)



数据来源：全球经济指标数据网

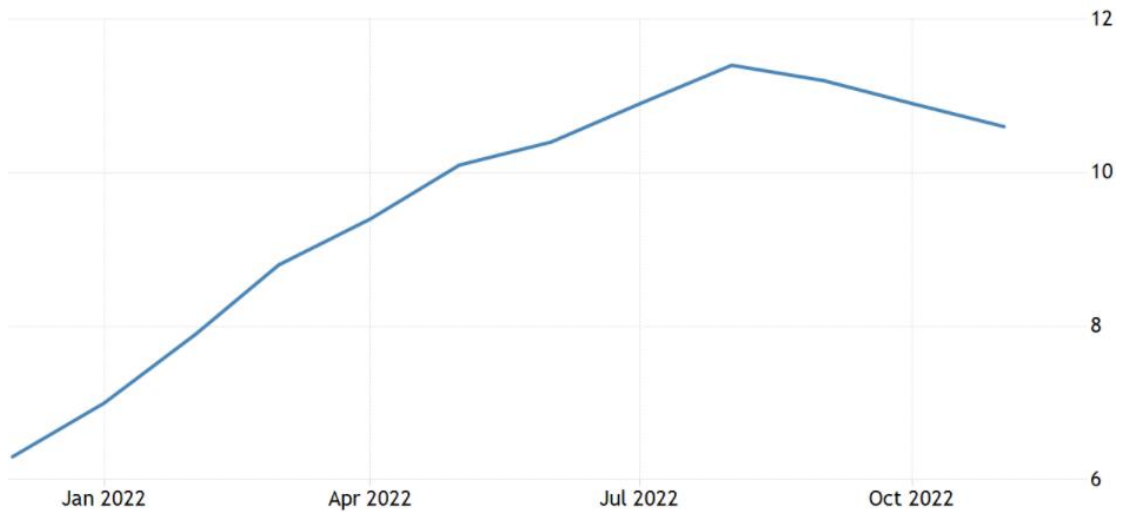
细分项而言，能源商品、二手车、医疗服务价格降幅较大，而食品（环比+0.5%，同比+10.6%，下同）、租金价格（+0.6%，+7.1%）的上涨压力仍然居前。

图 4 美国能源通胀回落 (%)



数据来源：全球经济指标数据网

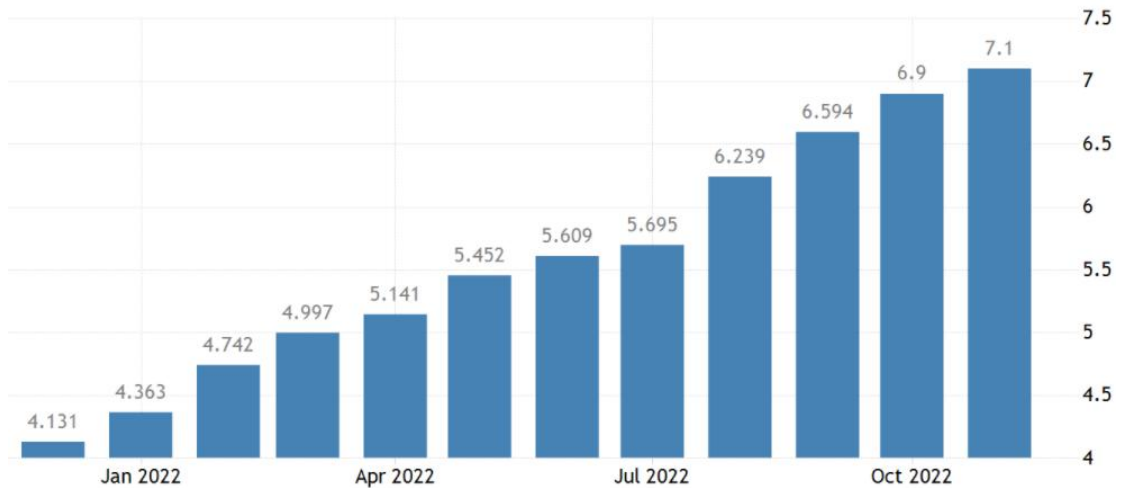
图 5 美国食品通胀回落 (%)



数据来源：全球经济指标数据网

住房成本仍然是通胀压力的主要来源，租金通胀的变化是最需关注的指标，租金通胀在整体通胀中占比较大，且下行更为缓慢。因为租客一般签订的是长期租约，而在租约到期后，更新租约时房东大概率会提价，提价的动作实则已滞后于市场最新租金价格的变化，这也解释了为何租金的领先指标已经开始下降，但CPI中的租金上涨压力仍居高不下。

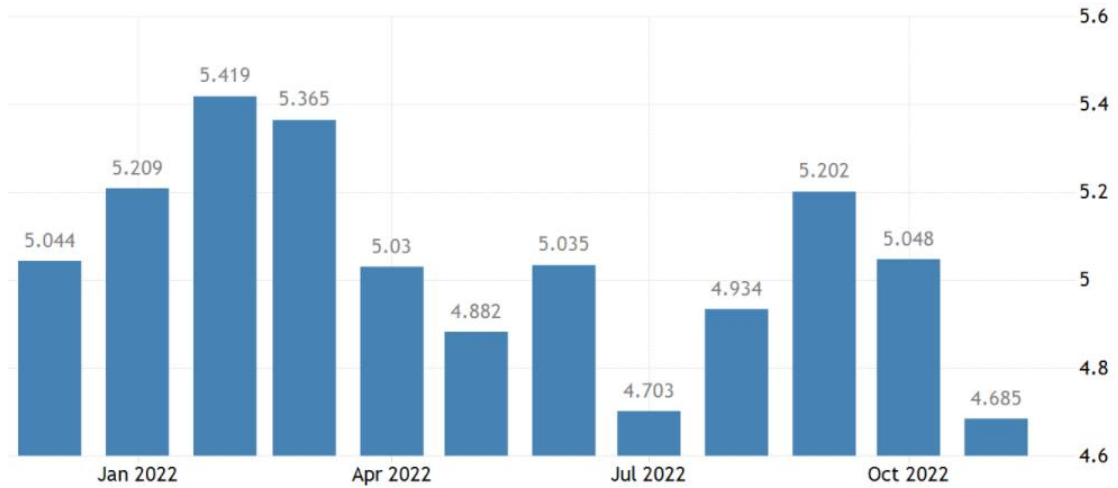
图 6 美国住房通胀继续上涨 (%)



数据来源：全球经济指标数据网

12月23日，美国商务部数据显示，美国11月PCE物价指数同比增长5.5%，与市场普遍预期持平，低于前值6%，为连续第五个月放缓。核心PCE物价指数11月同比增长4.7%，低于前值5%，低于美联储FOMC12月9月预测的4.8%。

图 7 美国核心 PCE 物价指数

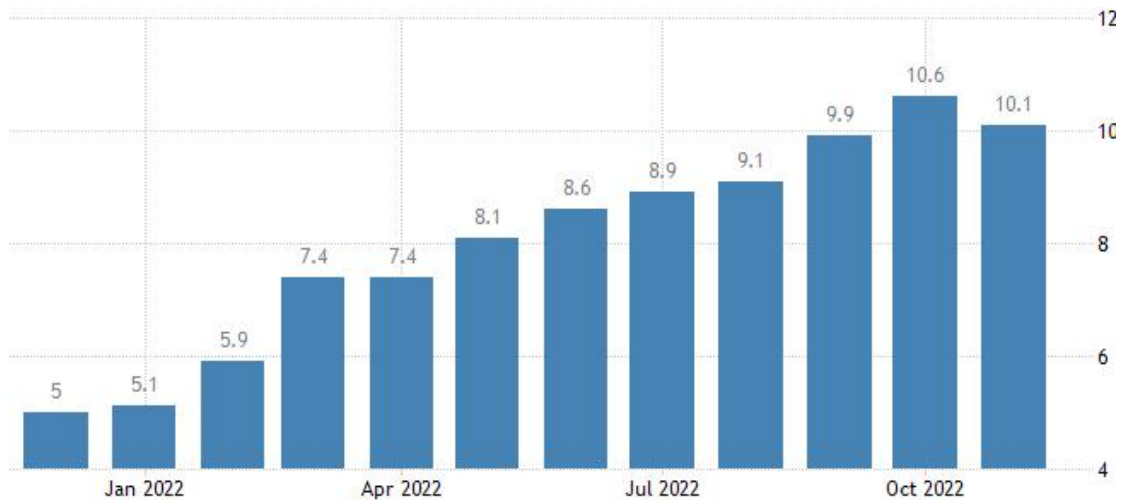


数据来源：全球经济指标数据网

## 2、欧元区通胀继续维持高位

12月16日，欧盟统计局发布修正后的数据显示，欧元区11月通货膨胀率为10.1%，欧盟27国11月通货膨胀率为11.1%，均远高于去年同一时期。报告指出，能源和食品价格上涨仍是推高通胀的主因。

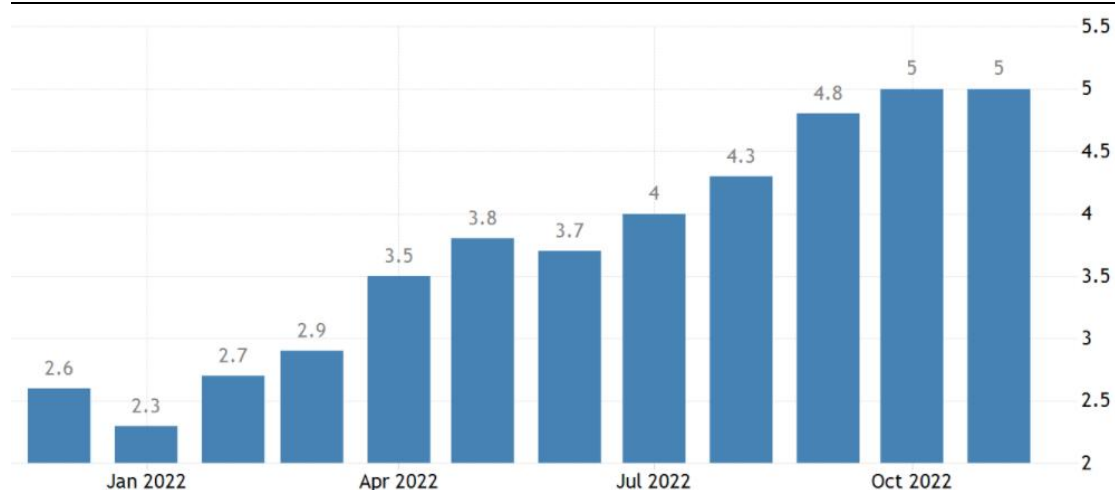
图8 欧元区通胀率维持高位 (%)



数据来源：全球经济指标数据网

而剔除波动较大的能源和食品，11月核心调和CPI同比初值上升5%，与预期和上月持平，依旧为历史最高水平。

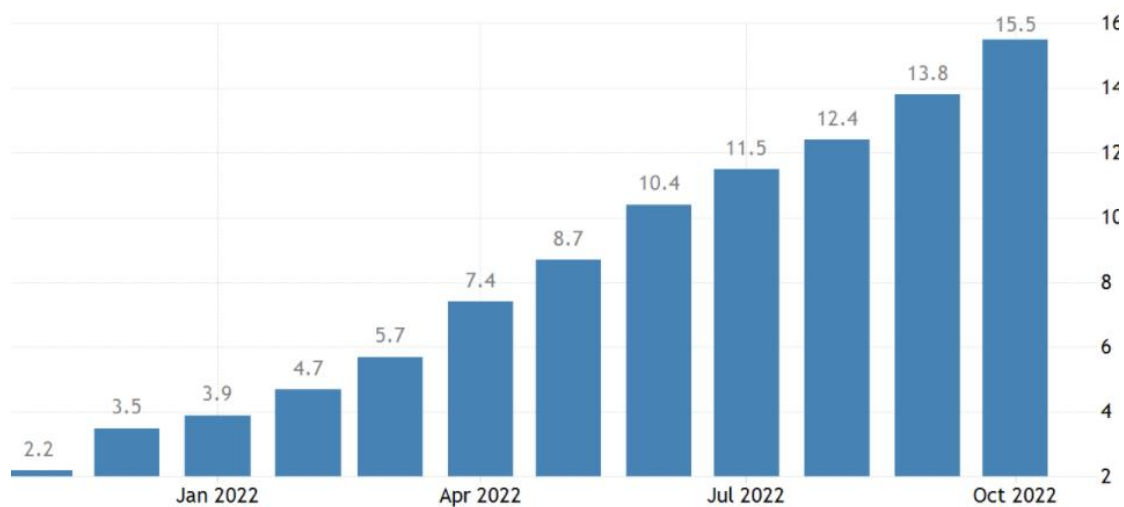
图9 欧元区核心通胀率持平 (%)



数据来源：全球经济指标数据网

数据显示，11月欧元区能源价格同比上涨34.9%，低于10月的41.5%，是推升当月通胀的主因。此外，食品和烟酒价格上涨13.6%，非能源类工业产品价格上涨6.1%，服务价格上涨4.2%。

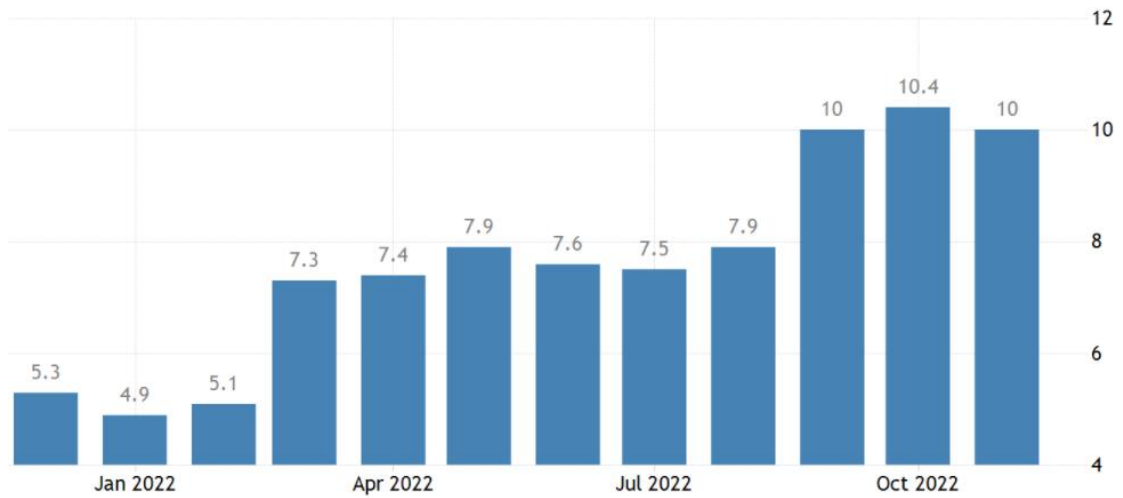
图10 食品通胀继续上升 (%)



数据来源：全球经济指标数据网

德国联邦统计局13日公布的数据显示，德国11月通货膨胀率为10.0%，较10月通胀率略有下降，但连续第三个月保持在两位数。其中，能源和食品价格同比分别上涨38.7%和21.1%。

图11 德国通胀率 (%)

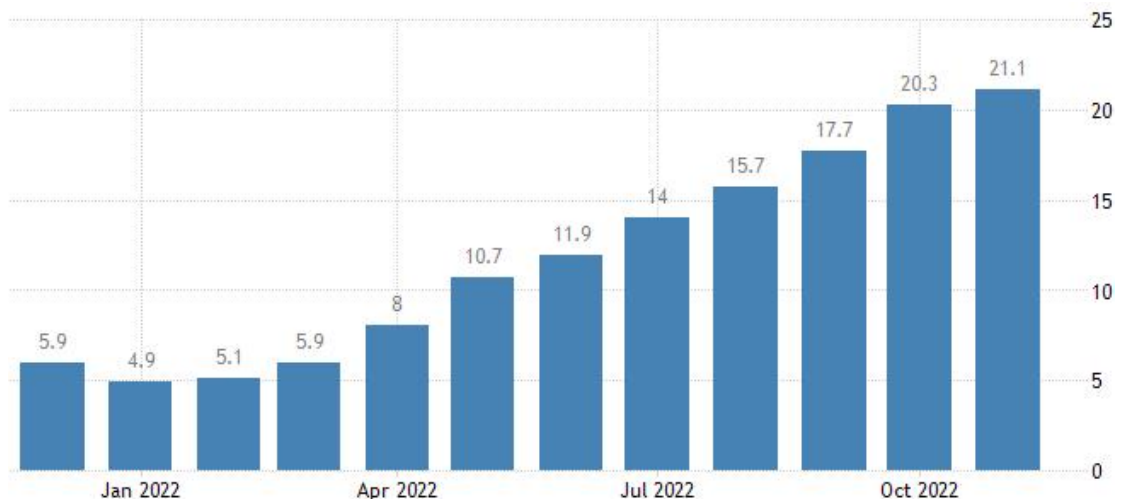


数据来源：全球经济指标数据网

德国联邦统计局表示，11月物价上涨趋势有所放缓，近几个月以来，高昂的能源和食品价格一直在推高通胀率，11月的情况也没有得到根本性改观。根据初步数据，11月的能源价格比去年同期高出38.4%，食品价格则同比上涨了21%，较高的通货膨胀导致实际购买力下降，工人的工资不断贬值。德国第三季度的工资收入比去年同期增长了2.3%，然而这一增长被更高的消费价格所抵消，根据价格发展调整后，德国人的实际收入同比下降了5.7%，这也是自2008年开始统计该数据以来的最大跌幅。

德国联邦统计局局长发表声明说，尽管能源价格上涨略有放缓，但通胀率仍然保持高水平；越来越多的商品出现价格上扬，对家庭而言，尤其值得注意的是食品价格持续上涨。

图 12 德国食品通胀率持续上升 (%)

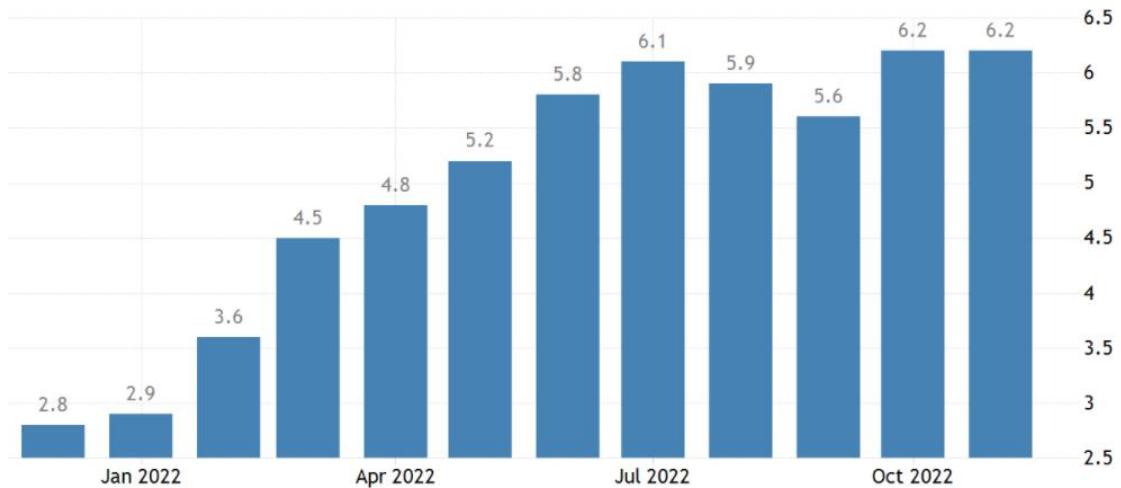




数据来源：全球经济指标数据网

12月15日，法国国家统计与经济研究所（Insee）确认，2022年11月法国的年通胀率为6.2%，与10月份持平。主要是由于能源价格涨幅放缓，继10月同比上涨19.1%之后，11月同比上涨18.4%，与此同时，食品价格继续上行，继10月同比上涨12%之后，11月同比上涨12.1%。

图 13 法国通胀率 (%)



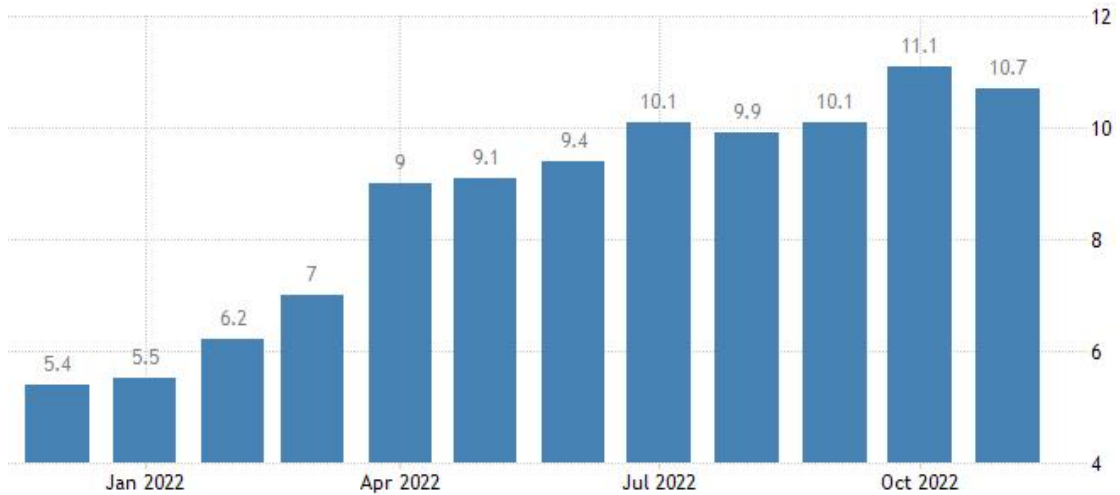
数据来源：全球经济指标数据网

分国别来看，19个欧元区成员国中，有14个的价格增速下降，只有三个国家上涨，两个持平。其中降幅最大的是荷兰，其CPI同比增速从10月的16.8%下滑至11.2%。法国的通胀率最低，拉脱维亚最高，为21.7%。最新报告显示，欧元区价格仍在继续快速上涨，但增速并未进一步上升，这距离通胀得到控制或实现价格稳定还有很长的路要走，并且不能保证通胀率不会再次回升。

欧洲央行公布的最新通胀预测显示，2022年欧元区通胀率由9月预测的8.1%调高至8.4%，2023年通胀率由5.5%升至6.3%，预计2024年、2025年通胀率分别为3.4%、2.3%。

英国国家统计局12月14日公布的数据，英国11月的通胀率为10.7%，较10月份的11.1%略有下降。英国国家统计局表示，汽车燃油价格下跌导致衡量通胀的核心数据消费者价格指数（CPI）下降。

图 14 英国通胀率 (%)



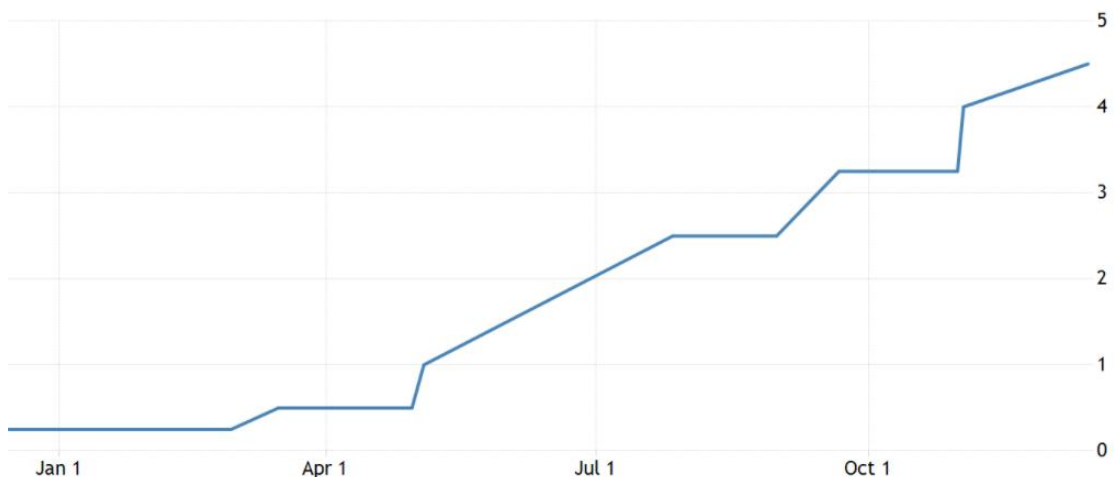
数据来源：全球经济指标数据网

英国的高通胀仍维持高位。一方面，英国超过一半的能源供应依靠进口，俄乌冲突造成的能源价格上涨导致英国通胀大幅飙升，负面影响已经蔓延至居民生活领域，食品、住房和水电等价格均较年初大幅增长。另一方面，英国劳动力市场持续收紧，英国 10 月剔除红利三个月平均工资同比涨幅为 6.1%，不考虑新冠疫情高峰期的数据，这是自 2001 年有记录以来的新高，“工资-通胀”螺旋式上升压力不断加大。

### 3、欧美加息预期放缓，但利率水平维持高位

12 月 14 日周三，美联储货币政策委员会 FOMC 会后宣布，将政策利率联邦基金利率的目标区间从 3.75%至 4.00%上调到 4.25%至 4.50%，加息幅度 50 个基点。和 7 月、9 月及 11 月的前三次会议一样，本次的加息决策得到了 FOMC 投票委员的全票赞成通过。

图 15 今年美联储已加息七次

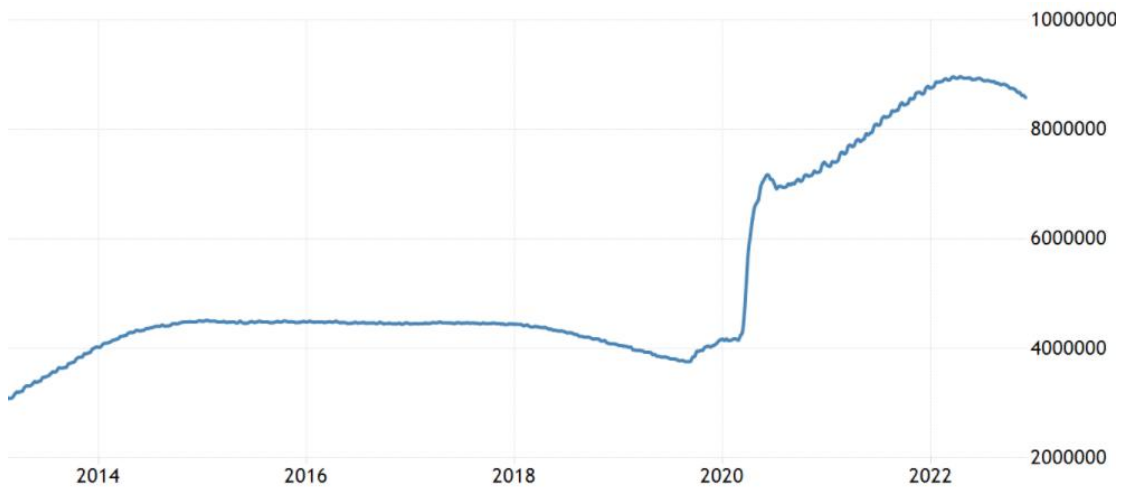


数据来源：全球经济指标数据网

这是美联储今年 3 月启动本轮加息周期以来首次放慢加息速度，也是自 5 月初以来联储首度一次加息 50 个基点，在本周会议前，自 6 月到 11 月，联储已连续四次会议每次都决定加息 75 个基点、保持着 1994 年 11 月以来的最大单次加息幅度。今年以来，美联储已加息 7 次，累计加息幅度达 425 个基点，此前，6 次加息分别在 3 月、5 月、6 月、7 月、9 月、11 月，分别加息 25、50、75、75、75、75 个基点。

今年 5 月美联储公布了缩减资产负债表（缩表）的路线，从 6 月 1 日起减少债券持仓，最初每月最多减少 300 亿美元美国国债、175 亿美元机构抵押支持证券（MBS），三个月后月度减持最高规模提升一倍。和前四次会议一样，本次会议的声明未重申上述路线，而是说，将继续按 5 月公布的缩表路线减持国债、机构债和机构 MBS。

图 16 美央行资产负债表回落



数据来源：全球经济指标数据网

在美联储公布最新利率决议后，美联储主席鲍威尔召开记者会称，10 月和 11 月通胀数据显示通胀录得“可喜的下降”，尽管如此，美联储还有更多的工作要做，没有价格稳定，就没有持续强劲的劳动力市场，对未来通胀的展望，美联储需要看到更多通胀下降的证据，FOMC 继续认为通胀风险倾向于上升。本轮高通胀持续时间越长，预期变得根深蒂固的可能性就越大，美联储将坚定地致力于将通胀率恢复至 2% 的目标。

关于本次加息，鲍威尔称，加息 50 个基点仍然是很大的幅度，加息还有一

段路要走。和上几次发布会的表态一样，鲍威尔再次强调，历史告诫不要过早放松政策，继续强调美联储将坚持到底，直到任务完成。

对于未来的利率调整计划，以及今年以来大幅加息行动的回顾，鲍威尔称：今年早些时候，迅速提高利率很重要，现在我们走得多快并不重要，我们将继续在逐次会议上做出决定，我今天无法告诉你下一次加息的规模，2月加息规模将取决于未来的数据和就业市场，不过美联储强烈考虑将下次加息幅度调整到25个基点。到目前为止，我们预计通胀会有更快的进展。

关于点阵图，鲍威尔说，今年的每一次经济预测摘要，美联储都提高了对峰值利率的估计。美联储对2023年利率的预测将代表当前利率峰值的预期，根据美联储所知，经济预测摘要是对峰值的最佳估计。

12月15日周四，欧洲央行公布最新政策决议，如期放缓加息步伐，将三大主要利率均上调50个基点。加息后，欧洲央行边际贷款利率为2.75%，主要再融资利率为2.5%，存款便利利率为2%，达2008年12月以来最高。

图 17 欧洲央行加息



数据来源：全球经济指标数据网

拉加德今日多次重申欧央行鹰派立场，称“我们没有转向，也并未动摇，将比美联储（在加息时长上）走得更远。预计明年2月的下次会议再度加息50个基点，此后可能还会再有两次各加息50个基点。这是一场长期比赛。”

拉加德表示，鉴于欧元区通胀前景“已经显著上调”，预计将进一步加息，

利率仍需按照稳定的步伐“显著提升”并达到足够限制经济增长的水平，才能确保通胀及时回落至 2% 的中期目标。

欧央行今日还公布了被动式缩表原则，即从 2023 年 3 月起，常规购债项目 APP 将以有节制和可预测的速度减少债券持有，方式是不再将到期证券的所有本金都用来再投资，明年二季度的按月缩表规模为 150 亿欧元，此后速度定期审议调整，明年 2 月会议将公布更多细节。到 2023 年底，欧央行将审查指导短期利率的操作框架，提供有关资产负债表正常化进程终点的信息。

图 18 欧央行资产负债表



数据来源：全球经济指标数据网

同时，如预期一样，欧央行保持一定的灵活性，指出至少在 2024 年底前对紧急抗疫购债计划（PEPP）收益进行再投资，传导保护工具（TPI）可用来对抗无序的市场动态。其中 PEPP 再投资是防止不必要的利差扩大的主要工具，而 TPI 是欧央行在 7 月会议提出的“反金融分裂”工具，旨在“对抗毫无根据的、无序的市场动态”。

英国央行 12 月 15 日宣布，将基准利率上调 50 个基点，从 3% 上调至 3.5%。这是自去年 12 月以来英国央行连续第 9 次加息，加息幅度较 11 月货币政策会议上的 75 个基点明显放缓。

图 19 英国央行 9 次加息



数据来源：全球经济指标数据网

整体而言，英国央行可算是“起了个大早，赶了个晚集”，去年12月便已经开始加息，但9次加息总幅度仅为340个基点，利率升至3.5%，而美联储今年3月才开始加息，7次加息总幅度高达425个基点，利率已升至4.25%-4.5%。主要原因英国经济基本面比美国要差，在加息上难免束手束脚，英国央行行动也格外艰难。

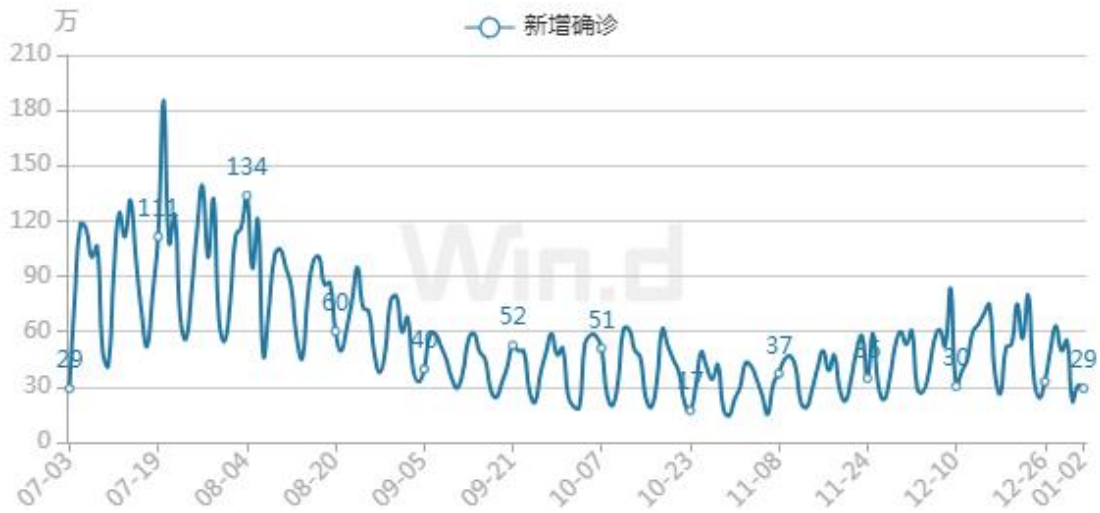
#### 4、全球疫情反弹

美国疾控中心于2022年12月30日公布的数据显示，当周美国有40.5%新冠病毒感染病例是由高传染性的奥密克戎亚型毒株XBB.1.5引起的，XBB突变株于2022年8月在印度首次被发现。此后，XBB突变株逐渐演变成奥密克戎亚分支，包括XBB.1和XBB.1.5等。约翰斯·霍普金斯大学的病毒学家安德鲁·佩科斯表示，XBB.1.5与同族的毒株不同，它有一个额外的关键突变F486P，可以更好地与人类的细胞相结合。研究显示，XBB致病力并未明显增强，但由于毒株突变能更好地与人体细胞受体结合，XBB.1.5免疫逃逸能力更高。美国研究结果显示，奥密克戎亚型毒株XBB.1.5等变异毒株的增加可能“进一步削弱当前新冠疫苗的效力，并导致突破性的感染和再次感染的激增”。

根据世卫组织最新实时统计数据，截至欧洲中部时间1月1日17时，累计确诊650419750例，较昨日新增41万例，死亡6659521例，较昨日新增1150例。

图20 全球每日新增确诊人数（万人）

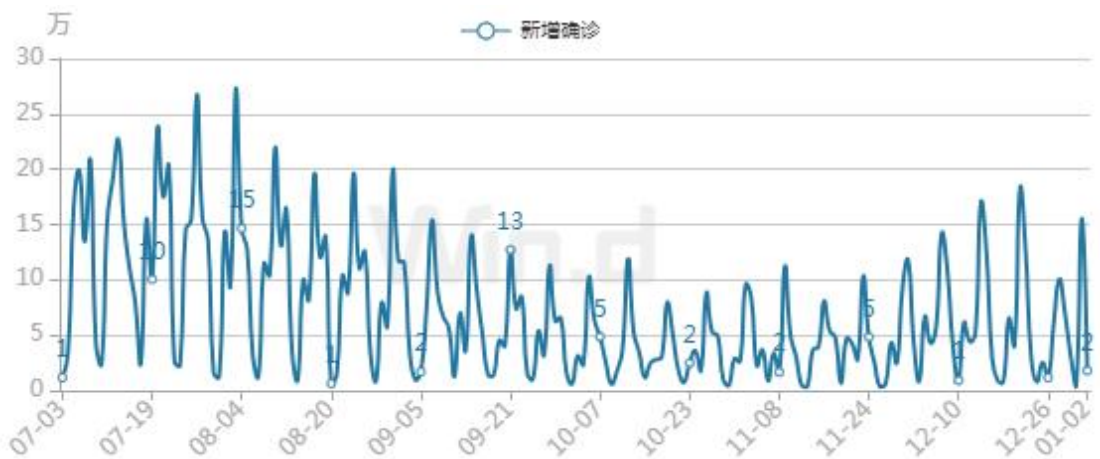




数据来源: wind

根据美国约翰斯·霍普金斯大学统计数据,北京时间1月2日7时,美国累计新冠肺炎确诊病例100,752,629例,累计确诊人数超1亿例。累计死亡病例1,092,674例,两项数据与24小时前相比,新增确诊病例2,898例,新增死亡0例。过去28天确诊1,754,287例,死亡10,913例,整体死亡率超1.1%。根据美国卫生与公众服务部的数据,12月30日,美国新冠阳性患者占用病床总数为45245张,而前一天为44926张,住院率从6.6%上升到6.7%。

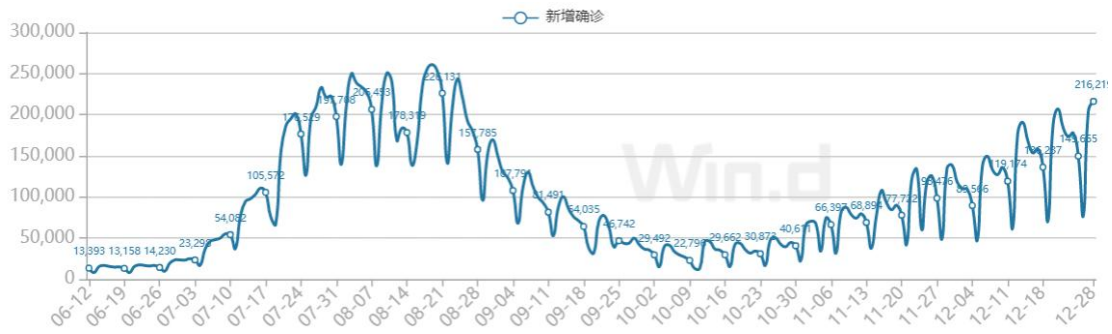
图 21 美国每日新增确诊人数



数据来源: wind

据《朝日新闻》报道,12月27日,日本全国新增新冠肺炎确诊病例20万8235例,山口、爱媛、岛根、岐阜四县再次刷新最高纪录。当天新增死亡病例438例,单日新增首次超过400例。现有重症病例582例。

图 22 日本每日新增确诊人数



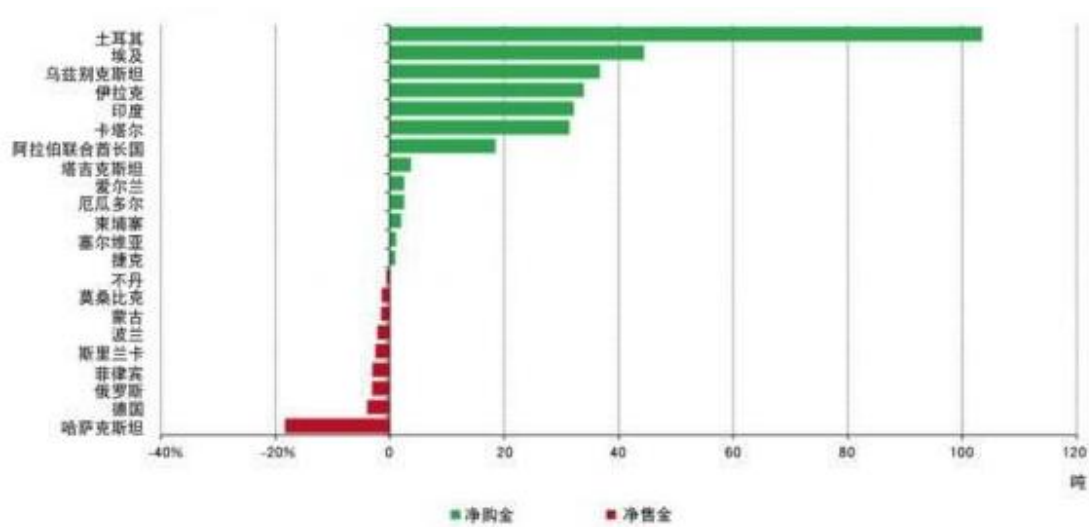
数据来源: wind

### 三、黄金供需：全球央行增持黄金

世界黄金协会发布的最新数据显示，2022 年前 10 个月，全球央行净买入黄金高达 704 吨，其中，第三季度购买约 399 吨黄金，创下 2000 年以来全球央行单季最大购金记录。

在 WGC 公布的三季度数据中，土耳其央行购买了 31 吨黄金，最新黄金储备为 489 吨。同期，除了央行外，土耳其零售买家对金条和金币的需求也飙升至 46.8 吨，同比增长 300%以上。排在第二的是乌兹别克斯坦央行，三季度购买了 26 吨。排在第三的是卡塔尔，于 7 月购买 15 吨黄金，是该行有纪录以来最大的月度购买量。此外，印度也购买了 17 吨，黄金储备飙升至 768.8 吨，位列全球第 9 位。三季度 399 吨黄金中，只有 99 吨有明确购买对象，而 300 吨被神秘国际机构扫货。有市场猜测，可能是沙特、阿联酋等中东土豪，亦或是俄罗斯。

图 23 22 年央行净购买和卖出量

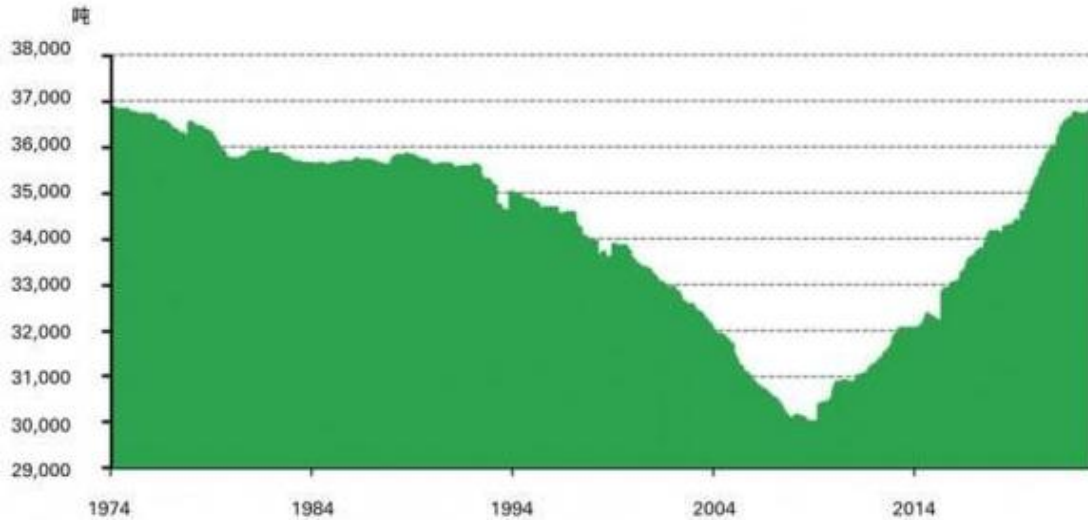


数据来源: wind



在第三季度黄金储备创历史新高后，全球央行第四季度开始买入更多黄金。最新数据显示，10月全球央行在官方储备中又增加了31吨（约109万盎司）黄金，目前全球央行的黄金持有量处于1974年以来的最高水平。

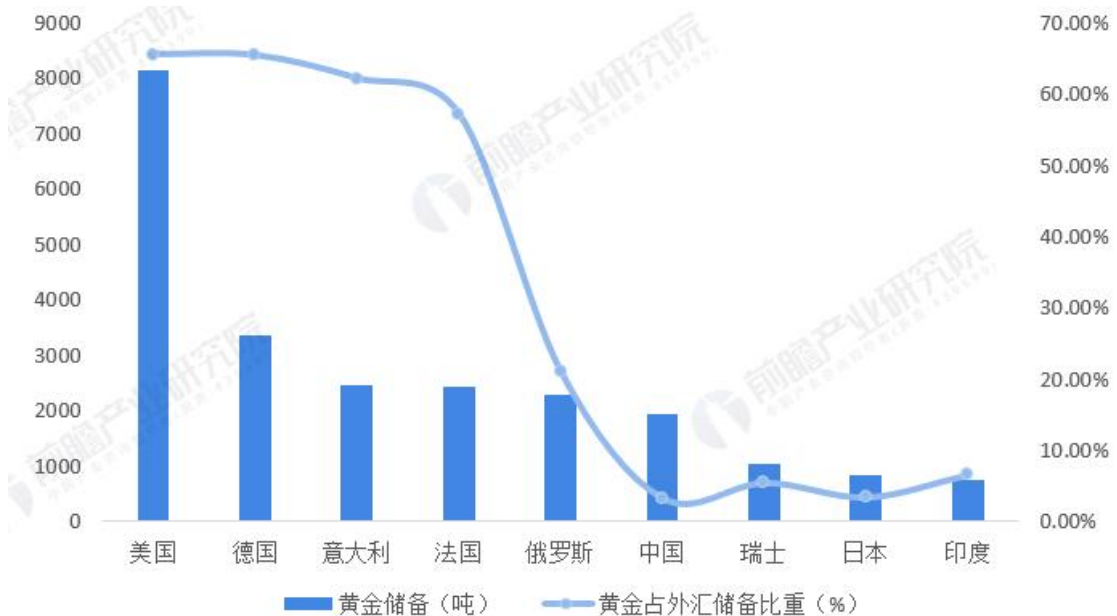
图 24 全球央行黄金储备恢复至 1970 年代中期水平



数据来源: wind

11月末，中国黄金储备3年多以来首次增加。从数据来看，11月中国增持黄金103万盎司，持有黄金达到6367万盎司。黄金是今年以来表现最好的资产之一，今年以来，以人民币计价的黄金价格上涨了9%，超越债券、货币基金、商品等国内主流资产。

图 25 全球前几大央行黄金持有量 (吨)



数据来源: 前瞻产业研究院

避险需求成增持黄金主因，“避险”和“安全”，是各国央行和投资者看好黄金的重要原因。俄乌冲突后，西方国家悍然冻结俄罗斯几千亿美元外汇储备，令越来越多国家意识到外汇储备新的安全性问题。因此各国央行外汇储备以美债为主的配置格局将会逐步发生一些变化，降低美债额度，进行更加多元化配置将会是必然。

今年全球央行加大力度抛售美债，据美国财政部数据，截止今年8月的12个月以内，包括日本、中国、德国、韩国、瑞士、比利时、加拿大、意大利、新加坡、瑞典等20多个国家减持了不同数额的美债，总计高达3569亿美元。抛售美债最多的是日本，据BWC中文网统计，从3月至今，日本财政部、央行、养老金、主权财富基金以及大银行在内的官方机构累计抛售了2450亿美元的美债，并创下2005年以来最长连续抛售纪录。

我国从去年12月至今年6月，一共减持了1130亿美元的美债，在7月和8月则分别小幅增持22亿美元、18亿美元，目前，中国持有美债规模为9718亿美元，创2010年以来最低水平。

除了第一二债主外，今年至少有25个主要经济体净减持美债。其中一部分原因是，抛售美债，消耗外储来支撑本国汇率。据统计，今年以来，全球外汇储备今年以来缩水约1万亿美元至12万亿美元，降幅高达7.8%。

图 26 全球外汇储备缩水约 1 万亿美元



数据来源：wind

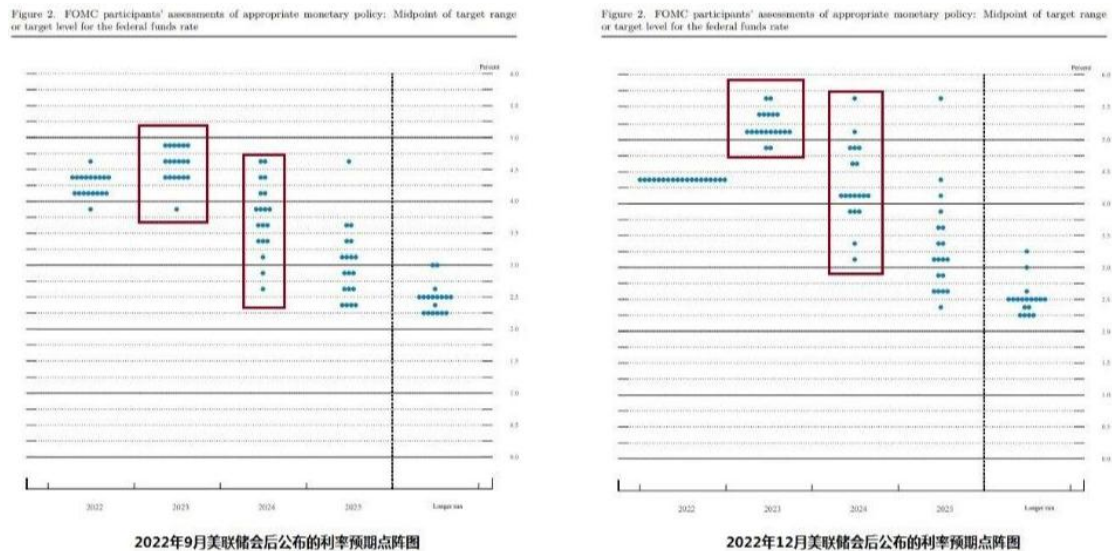
目前俄罗斯央行外汇储备中的黄金占比正稳步提升。俄罗斯央行在 2022 年 2 月披露的数据显示，黄金储备约占俄罗斯外汇储备的 20.9%。在西方国家冻结俄罗斯外汇储备后，各国央行持续加大黄金购买量，表明他们对地缘政治所带来的不信任和不确定性的担忧与日俱增。尤其是西方国家通过制裁冻结俄罗斯 3000 亿美元外汇储备后，各国央行必须思考一个问题——当美国和西方政府随时可以“没收”各国欧元美元外汇储备时，全球其他政府是否应该持有巨额的欧元美元风险？

#### 四、美元指数高位回落

12 月 14 日，美联储货币政策委员会 FOMC 会后宣布，将政策利率联邦基金利率的目标区间从 3.75%至 4.00%上调到 4.25%至 4.50%，加息幅度 50 个基点。和 7 月、9 月及 11 月的前三次会议一样，本次的加息决策得到了 FOMC 投票委员的全票赞成通过。

本次会后公布的美联储官员预期未来利率水平点阵图显示，相比今年 9 月发布的上次点阵图，本次美联储决策者预计的明后年利率水平都高于 9 月预期，显示明年的紧缩程度超过联储此前预期水平。

图 27 两次点阵图比较

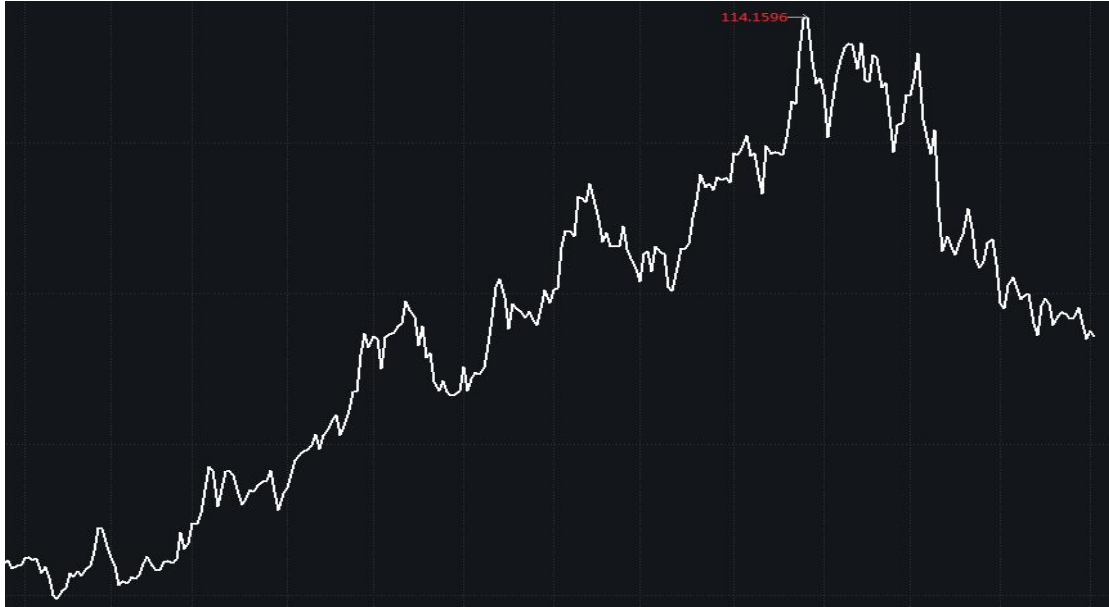


数据来源：华尔街见闻

12 月会后公布的更新后经济展望显示，美联储官员继续上调 2023 年、2024 年的利率预期，预计的三年间利率最高水平中位值超过 5%，联储还上调了 2025

年的利率预期水平，显示届时利率中位值还远超联储的通胀目标 2%，较目标高出 100 个基点以上。

图 28 美元指数回落



数据来源：wind

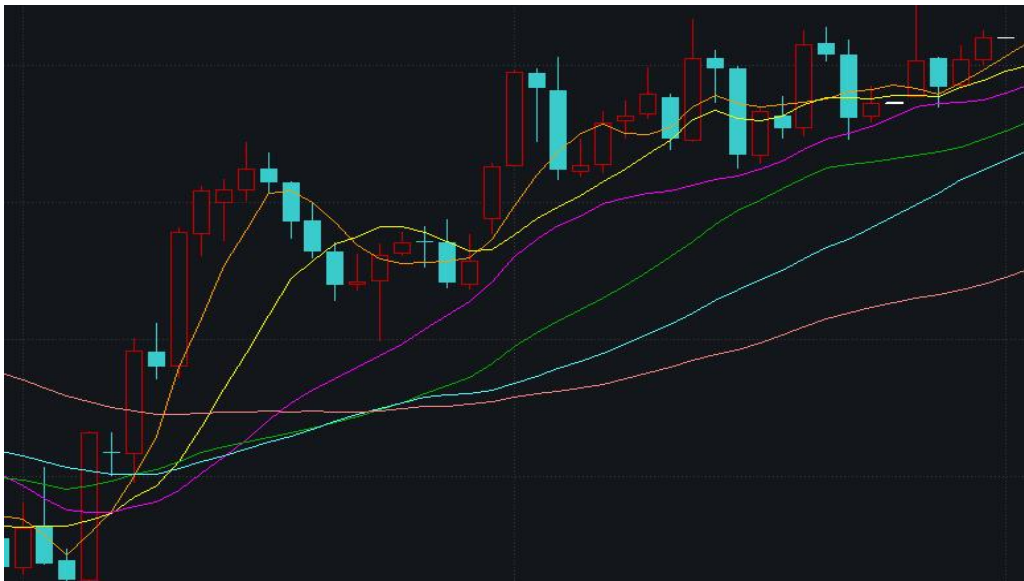
## 五、后市行情研判

美国 11 月 CPI 同比增长 7.1%，增幅创年内最小且低于预期值 7.3%和前值 7.7%；美国 11 月核心 CPI 同比增长 6%，增速也低于预期值 6.1%和前值 6.3%，数据表明通胀最糟糕的时期可能已经过去。在连续四次超激进加息后，美联储如市场所料开始放慢加息的步伐，但上调了利率峰值的预期水平，预计利率在加息后会达到的最高水平将超过 5%，暗示未来几个月将继续加息。同时，鲍威尔再次强调，历史告诫不要过早放松政策，继续强调美联储将坚持到底，直到任务完成。

欧元区 11 月通货膨胀率终值为 10.1%，欧盟 27 国 11 月通货膨胀率为 11.1%，均远高于去年同一时期，能源和食品价格上涨仍是推高通胀的主因。同时，欧洲央行公布最新政策决议，如期放缓加息步伐，将三大主要利率均上调 50 个基点。欧洲央行表示，将于明年 3 月以审慎有度、可预测的步伐启动量化紧缩，欧央行下调经济增长预测，预计由于能源危机、高度不确定性、全球经济活动减弱和融资条件收紧，欧元区经济可能在 2022 年四季度和 2023 年一季度陷入萎缩。

技术面看，黄金在今年初受俄乌冲突影响大幅上涨，3月冲到2080高点后，持续处于回落走势，一直到9月底COMEX黄金触碰1620附近得到企稳，11月初再次探底得到支撑后反弹，同时，美元指数弱势回落，黄金上涨。12月COMEX金在1800附近震荡上涨，成上升三角形形态，日K均线形成多头排列，当前还处于多头趋势。

图 29 COMEX 黄金 日 K 图



数据来源：文华财经 和合期货

**风险提示：**您应当客观评估自身财务状况、交易经验，确定自身的风险偏好、风险承受能力和服务需求，自行决定是否采纳期货公司提供的报告中所给出的建议。您应当充分了解期货市场变化的不确定性和投资风险，任何有关期货行情的预测都可能与实际情况有差异，若您据此入市操作，您需要自行承担由此带来的风险和损失。

**免责声明：**本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表作者对价格涨跌或市场走势的确定性判断，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

和合期货投询部 联系电话：0351-7342558

公司网址：<http://www.hhqh.com.cn>

和合期货有限公司经营范围包括：商品期货经纪业务、金融期货经纪业务、期货投资咨询业务、公开募集证券投资基金销售业务。