2023 年年报

2023 年贵金属：欲扬先抑

——2023 年贵金属年度市场展望

2022 年 12 月 18 日

华安期货

投资咨询业务资格

证监许可[2011]1776

贵金属研究组

曹晓军　首席分析师

从业/投资咨询证号：

F3008012/Z0010934

刘广远　分析师

从业证号：F03088857

电话：0551-62839752

Email:tzzx@haqh.com

网址：www.haqh.com

华安期货温馨提示：

“期”待诚信

“货”真价实

要点提示：

1. 2023 年经济将进一步放缓，当前消费和净出口对GDP增长起到了主要支撑，但消费的支撑逐渐走弱；
2. 美国劳动力市场降温，薪资增速放缓，工资-通胀螺旋式上升概率较低；
3. 通胀会由核心商品通胀向服务类通胀过渡，考虑劳动力市场供需缺口仍然存在，美联储仍将保持持续收紧态势，退出加息的终点利率或将达到5%+。叠加工资的刚性，确定性回落可能要到明年Q2-Q3季度伴随经济大幅衰退才能够显现；
4. 联邦基金利率已经进入了限制性领域，现阶段货币政策的重点不在于加息节奏，而是政策利率终点以及政策利率达到高点后可能持续的时间。

市场展望与投资策略：

2023年黄金交易节奏可能呈现欲扬先抑走势，交易过程中的两座大山：一是加息的节奏和终点，谨防服务通胀的韧性导向更高的退出终点；二是明年衰退前期，通胀预期的下行速度快于政策利率的下行幅度。

贵金属交易的三个阶段：

1．2023年Q1或维持震荡走势，届时美联储或将考虑高位利率持续时间临近尾声，美联储届时可能转向鸽派；

2．2022年Q2-Q3迎来最后一跌:衰退前期，失业率攀升，衰退预期下，通胀预期快速下行，黄金迎来最后一跌；

3．随后迎来增配期：衰退后期，通胀预期见底，宽松预期推动实际利率下行，黄金迎来反转配置时机。

投资策略：

1． 衰退前期看空黄金，随后多头可增配

2． 衰退交易，看空原油，多黄金，可在比价低位做多金油比

目录

一、行情回顾.....1
二、黄金价格影响因素分析.....3
（一）美国经济基本面.....3
1.1 GDP 数据显示经济需求显著转弱.....3
1.2 美国经济景气度疲弱.....5
1.3 强劲的劳动力市场降温.....6
（二）通胀：美联储货币政策操作的锚定变量.....9
2.1 关注核心商品通胀.....9
2.2 住房服务通胀.....11
2.3 非住房核心服务通胀.....13
（三）美联储货币政策路径：抑通胀与防衰退之间的平衡.....15
3.1 总基调：致力于将通胀率降至 2%的目标.....15
3.2 利率终点视经济数据而定.....15
3.3 未来加息节奏.....16
3.4 美联储转向的可能情形.....16
（四）黄金需求.....16
三、2023 年市场展望与投资策略.....17
免责声明.....18

图表目录

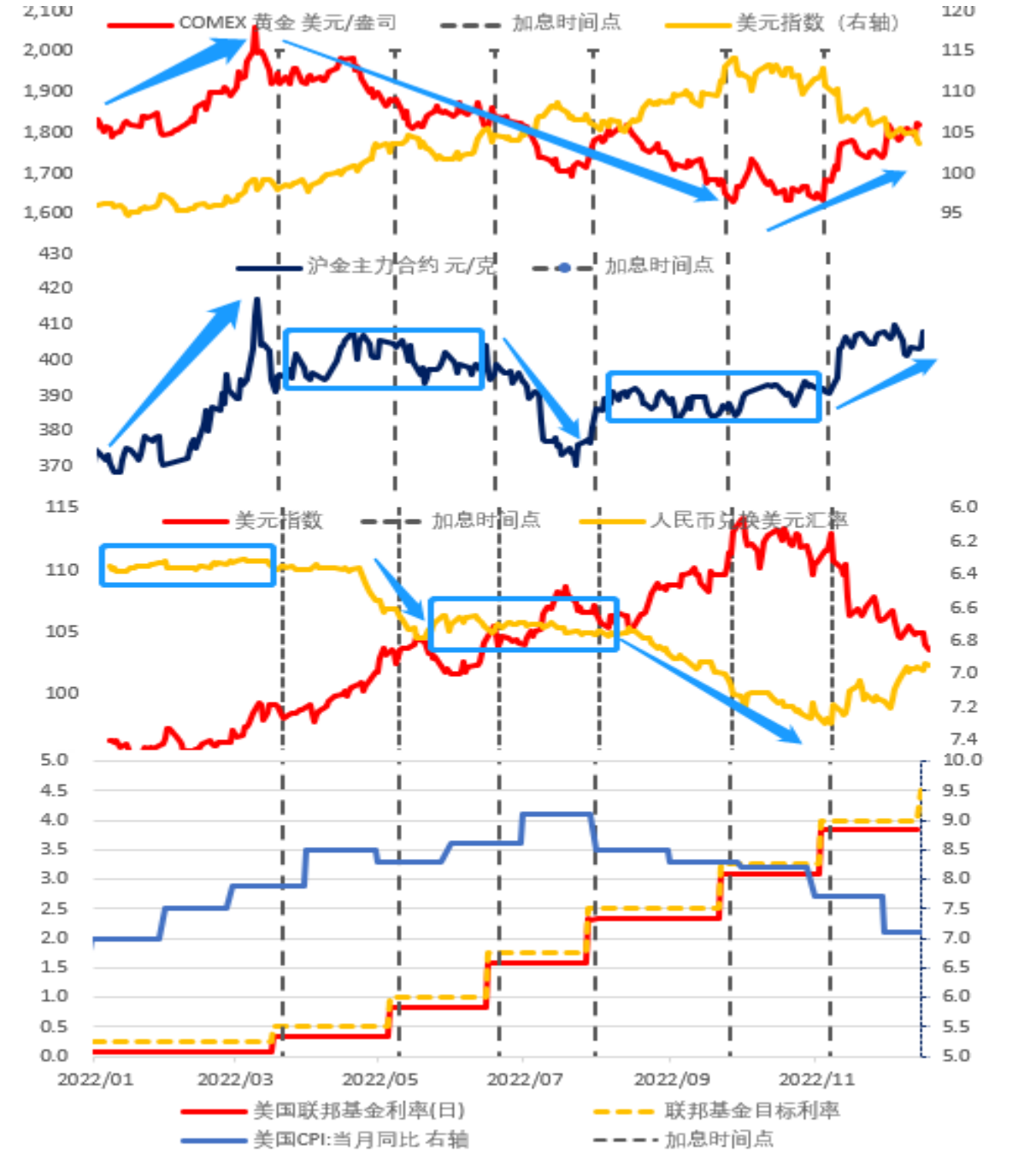
图表 1：2022 年行情回顾图.....1
图表 2：2022 年行情区间划分.....2
图表 3：2022 年美国 GDP 变动情况.....3
图表 4：美国个人消费支出分项环比变动.....4
图表 5：美国个人消费支出中商品分项环比变动.....4
图表 6：美国个人消费支出中服务分项环比变动.....5
图表 7：美国商品出口环比变动.....5
图表 8：美国 12 月 Markit PMI 全线进入收缩区间.....6
图表 9：美国 ISM PMI 新订单持续下滑.....6
图表 10：美国 11 月新增非农就业人数增幅放缓，薪资增速放缓，.....7
图表 11：11 新增非农就业人数增幅放缓，续请失业金的人数持续增加.....8
图表 12：核心 PCE 通胀的组成.....9
图表 13：WTI 价格与通胀预期之间的相关性 R 达到 0.8.....10
图表 14：能源价格回落.....10
图表 15：WTI 月差结构.....10
图表 16:市场租金与住房服务通胀.....11
图表 17：美国 10 个&20 个大中城市标准普尔/CS 房价指数同比变化.....11
图表 18：美国 20 个大中城市标准普尔/CS 房价指数环比变化.....12
图表 10：美国抵押贷款利率与美国新屋销售数据.....12

图表 20：房屋价格的变化对 CPI 传导过程有时滞 13
图表 21:市场租金与住房服务通胀 13
图表 22:劳动力人数与工作岗位缺口 14
图表 23:工资同比增速 15
图表 24：央行黄金需求提升至 55 年高位 17

一、行情回顾

2022 黄金交易的主线逻辑是通胀持续超预期，美联储政策持续收紧导致的实际利率攀升、美元指数强势。通胀、紧缩、强美元均成为贵金属全年定价交易过程的主要因素。根据美联储本年度的加息时间点划分 2022 年全年黄金的走势。我们将 COMEX 黄金划分为三段，沪金划分为五段。

图表 1：2022 年行情回顾图



数据来源：华安期货投资咨询部；WIND

图表 2：2022 年行情区间划分

2022年加息时间	第一次	第二次	第三次	第四次	第五次	第六次	第七次
	2022.3.17	2022.5.5	2022.6.16	2022.7.28	2022.9.22	2022.11.3	2022.12.15
	25Bps	50Bps	75Bps	75Bps	75Bps	75Bps	50Bps
COMEX黄金走势	第一段	第二段				第三段	
	2022.1.1-2022.3.16	2022.3.17-2022.9.22				2022.9.23-至今	
	↑	↓				↑	
人民币兑美元汇率	2022.1.1-2022.4.20	2022.4.20-2022.8.15			2022.8.15-2022.11.3		2022.11.3-至今
	区间横盘震荡	↓			区间横盘震荡		↓
沪金	第一段	第二段		第三段	第四段		第五段
	2022.1.1-2022.3.16	2022.3.17-2022.6.15		2022.6.16-2022.7.27	2022.7.28-2022.11.2		2022.11.3-至今
	↑	区间横盘震荡		↓	反弹后，维持震荡		↑

数据来源：华安期货投资咨询部；WIND

第一阶段：沪金单边上涨

- 时间：2022.1.1-2022.3.16，人民币汇率在稳定在 6.3 附近
- 区间：374.7 元/克→395.44 元/克，涨幅 5.54%，最高达 420.74 元/克
- 交易逻辑：俄乌冲突超预期爆发，美联储对于通胀出现误判，

第二阶段：沪金区间震荡

- 时间：2022.3.17-2022.6.15，期间在 3 月 17 日加息 25Bps，5 月 5 日加息 50bps
- 区间：391.04 元/克—395.76 元/克，涨幅 1.21%，最高达 409.04 元/克，最低 388.50，振幅 5.25%%
- 交易逻辑：俄乌冲突缓和，美联储加息与高企的通胀展开博弈，人民币汇率贬值对冲了 COMEX 黄金的跌幅，令维持区间震荡

第三阶段：沪金单边下跌

- 时间：2022.6.16-2022.7.27，期间在 6 月 16 日加息 75Bps
- 区间：395.76 元/克→376.64 元/克，涨幅-4.83%，最高达 400.10 元/克，最低 369.82，振幅 7.65%
- 交易逻辑：俄乌冲突缓和，但 CPI 数据超预期导致 6 月份加息超预期

第四阶段：沪金反弹后，维持震荡

- 时间：2022.7.28-2022.11.2，期间在 7 月 28 日、9 月 22 日连续两次加息 75Bps
- 区间：376.64 元/克→392.10 元/克，涨幅 4.11%，最高达 398 元/克，最低 375，振幅 6.11%
- 交易逻辑：就业市场等基本面数据超预期，加息预期抬升

第五阶段：沪金小幅上涨后，维持震荡

➢ 时间:2022.11.3-至今,期间在11月3日、12月15日两次分别加息75Bps、50Bps

➢ 区间：392.10元/克→403.10元/克，涨幅2.81%，最高达435.28元/克，最低388.78，振幅11.86%

➢ 交易逻辑：通胀分化、边际回落，围绕着加息幅度放缓与上调未来加息终点利率展开博弈。

二、黄金价格影响因素分析

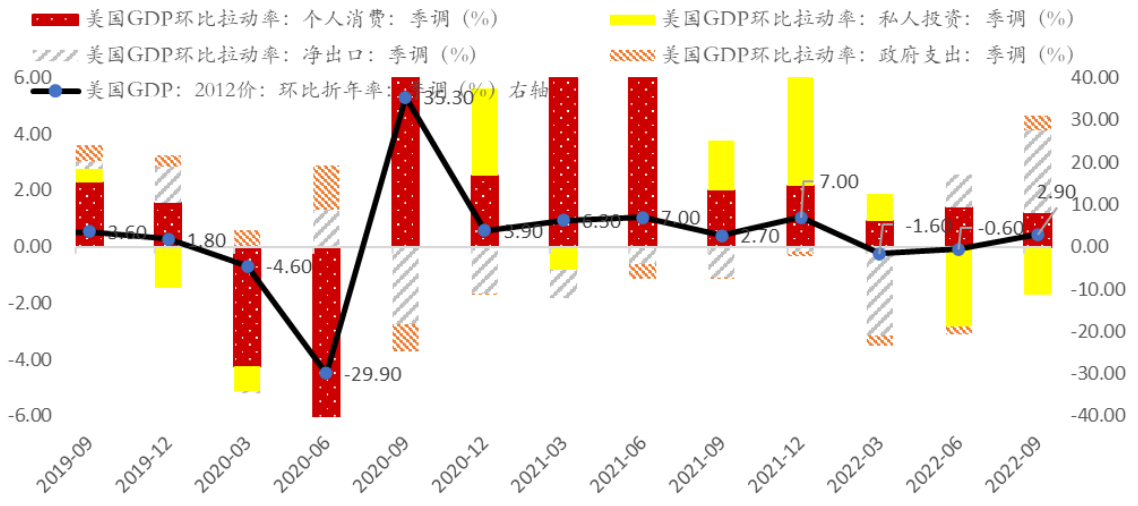
（一）美国经济基本面

2022年即将结束，美联储本年度加息七次，联邦基金利率已经达到4.25%，市场预期的终点利率为调整为5.1%。时至今日，我们一直在思考一个问题，美国当前经济基本面总体情况是什么样子，明年是否会衰退？当前的经济情况是否能够支持美联储继续大幅加息？这对于研判明年贵金属的行情而言十分重要。

1.1 GDP数据显示经济需求显著转弱

美国GDP数据显示，美国经济在今年上半年出现萎缩后，在三季度环比增速2.9%，同比增速1.9%，以高于预期的速度增长。面对高企的通胀和快速提高的联邦基金利率，美国经济整体表现出一定的韧性。

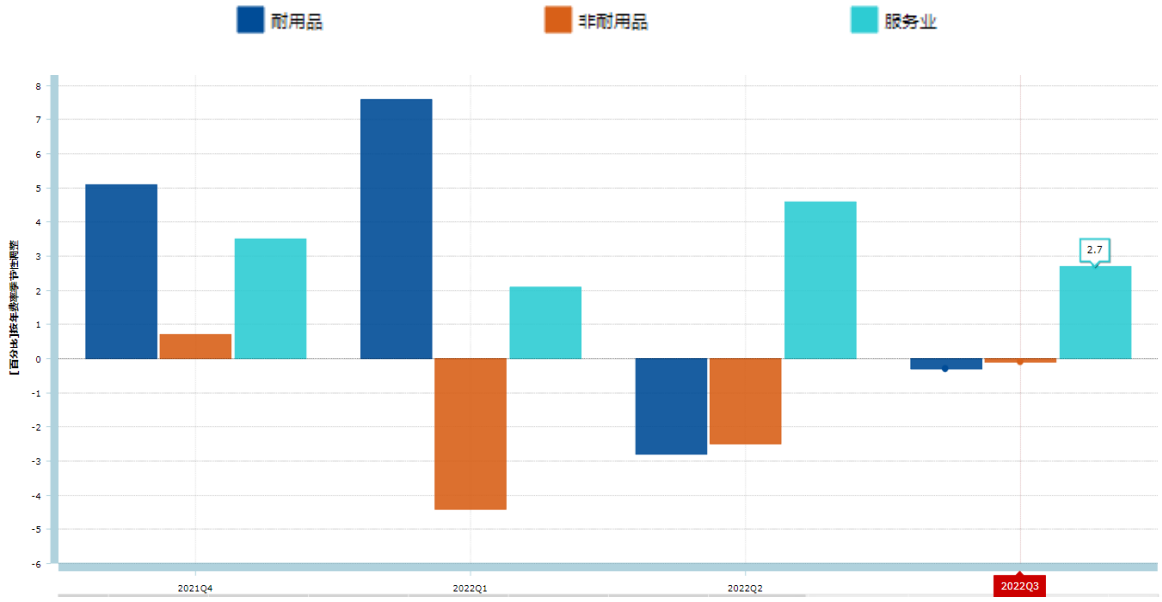
图表 3：2022年美国GDP变动情况



数据来源：华安期货投资咨询部；WIND

从结构上来看，消费具有一定的弹性，但无法改变需求转弱的迹象。三季度消费、投资、净出口和政府支出四大分项对GDP环比拉动率,分别为+1.18%,-1.71%,+2.93%，+0.53%。从上图也可以看到，**个人消费和净出口对GDP增长起到了主要支撑，但消费的支撑逐渐走弱。**

图表 4：美国个人消费支出分项环比变动



数据来源：华安期货投资咨询部；BEA

在个人消费中，商品消费对 GDP 的增长已经开始转弱，但是对于服务的支出的环比是持续为正的，但环比为正的幅度已经有所下降。而耐用品的消费环比折年率也由正转负，非耐用品环比数据在前三个季度已经持续为负值。

图表 5：美国个人消费支出中商品分项环比变动

	2020				2021				2022		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Personal consumption expenditures (PCE)	**-6.2**	**-32.1**	**43**	**3.9**	**10.8**	**12.1**	**3**	**3.1**	**1.3**	**2**	**1.7**
Goods	**0**	**-10.7**	**55.2**	**0.3**	**25.3**	**11.6**	**-7.9**	**2.3**	**-0.1**	**-2.6**	**-0.2**
Durable goods	-11	0.4	103.6	0.6	44.7	10.6	-22	5.1	7.6	-2.8	-0.3
Motor vehicles and parts	-32	-4.2	108.3	1.6	58.3	12.5	-50	7.2	16	-10	-12
Furnishings and durable household equipment	2.9	4.5	84.8	-5.9	40.4	-0.8	-9.3	-6	-3	-0.6	3.5
Recreational goods and vehicles	10.9	49.1	65.4	1.1	33.7	11.6	-2.1	12	11	1.4	9.9
Other durable goods	-17	-61	304.5	9.3	44	25.6	8	6.1	2.6	4.3	2.1
Nondurable goods	6.2	-16	33.7	0.1	14.9	12.2	1.7	0.7	-4	-2.5	-0.1
Food and beverages purchased for off-premises	26.8	-6.7	2.4	-1.5	16.1	2.5	-1.1	0.6	-7	-9.9	-3.1
Clothing and footwear	-31	-51	225.7	4.6	38.2	29.6	-0.2	-3	-5	4	6.1
Gasoline and other energy goods	-19	-56	91.6	-10	11.5	38.1	10.6	3.9	-10	-2.2	-2.8
Other nondurable goods	11.2	-0.4	25.9	2.2	8.4	10.3	2.6	1.4	0.3	2.1	1.5

数据来源：华安期货投资咨询部；BEA

其中，耐用品中主要由于机动车及其零部件成分项连续两个季度下跌都是比较多；非耐用商品中，食品饮料和汽油能源类商品的消费支出连续三个季度为负值，反映在紧缩的背景下，美国商品需求承受较大的压力。从图表 6 中，服务消费基本上每个分项都很强，整体表现出较强的韧性。

图表 6：美国个人消费支出中服务分项环比变动

	2020				2021				2022		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Personal consumption expenditures (PCE)	**-6.2**	**-32.1**	**43**	**3.9**	**10.8**	**12.1**	**3**	**3.1**	**1.3**	**2**	**1.7**
Services	**-8.9**	**-40.4**	**37.1**	**5.7**	**4**	**12.3**	**9.2**	**3.5**	**2.1**	**4.6**	**2.7**
Household consumption expenditures (for services)	-12	-44	44.9	6.5	5.1	14.3	9.7	3.5	1.7	4.4	3
Housing and utilities	-1.7	4.4	0.7	0.6	1.8	0.3	1.5	-1	3.2	0.9	-0.1
Health care	-14	-52	82.1	13.4	-3.2	11.1	5.2	3.8	-1	0.4	5
Transportation services	-27	-82	87.4	8.3	8.1	62	53.4	7	-1	7.1	5.3
Recreation services	-29	-85	157.8	3.5	26.4	38.8	26.3	16	2.1	9.1	1.9
Food services and accommodations	-31	-80	218.2	-2.8	30.2	62.6	20.1	3.6	0.1	16.1	4.9
Financial services and insurance	2.7	-1.5	7.4	7.4	2.8	0.9	3.7	6.1	-2	1.8	1.6
Other services	-6.1	-49	36.2	13.5	8.5	15.5	15.8	2.4	9.1	9.3	5.1

数据来源：华安期货投资咨询部；BEA

在进出口方面，商品出口依旧强劲，Q2 和 Q3 环比增速达到了 15.5%和 17.7%。耐用品和非耐用品和之间出现分化，耐用品出口显著低于非耐用品的环比增速，而非耐用品中又以原油为主。从出口分项中可见，主要受到石油及相关产品提振，进口主要受到消费品下降的拖累，亦反映出美国内需承压。

展望 2023 年，俄乌冲突缓解，欧盟解除对俄油制裁，欧盟对美国的能源需求量会下降，叠加在欧美央行持续紧缩控通胀的背景下外需持续走弱，**出口或将面临较大的挑战。**

图表 7：美国商品出口环比变动

	2020				2021				2022		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Exports of goods and services	**-15.3**	**-60.9**	**59.5**	**24.2**	**0.4**	**4.9**	**-1.1**	**23.5**	**-4.6**	**13.8**	**15.3**
Exports of goods1	**-3.6**	**-66.2**	**103.2**	**25.5**	**-0.7**	**3.4**	**-3.7**	**23.4**	**-7.2**	**15.5**	**17.7**
Foods, feeds, and beverages	20.2	-2.7	42.3	10.7	-13	-33.7	-23	74.9	-21.8	30.5	-28.4
Industrial supplies and materials	9.8	-51	29.5	34.9	-8.5	-0.5	-7.7	17.5	-9.3	23.7	32.6
Durable goods	4.3	-60	83.2	34.7	18.6	6.3	-10	-4.1	-2.5	5.9	3.3
Nondurable goods	11.9	-47	13.6	35.6	-17	-2.6	-6.5	25.8	-11.2	29	41.1
Petroleum and products	19.3	-64	25	8.7	-28.3	41.3	-30	51.2	-22.7	22.6	41.3
Nondurable goods, excluding petroleum and products	7.2	-29	8	59.1	-7.8	-26.8	18.8	7.5	1.2	36	41
Capital goods, except automotive	-10.5	-68	58.8	24.9	17.7	25.7	-6.3	9.2	5.8	1.4	13.8
Civilian aircraft, engines, and parts	-28.2	-96	87.8	45.4	9.6	111.2	-5.4	41	2.7	13.7	-4.2
Computers, peripherals, and parts	-3.1	-39	53.7	27.5	21.7	-2.4	2.6	6.7	-7.9	-14.5	46.8
Other	-5	-52	55.1	21.4	18.8	17.3	-7.4	3.7	8.3	0.8	14.8
Automotive vehicles, engines, and parts	-11.8	-97	3010	12.6	-8.2	-23.6	-9.3	32.6	-0.7	11.8	0.7
Consumer goods, except food and automotive	-19.9	-73	210	34.4	-1.6	37.5	44.7	42.7	-25.2	21.8	2.6
Durable goods	-31.1	-91	695.1	60.6	-10.2	21.7	16.4	22.2	-4.3	37.5	-16
Nondurable goods	-6.3	-35	52.4	13.3	7.7	54	74.7	61.5	-38.9	9	23.3

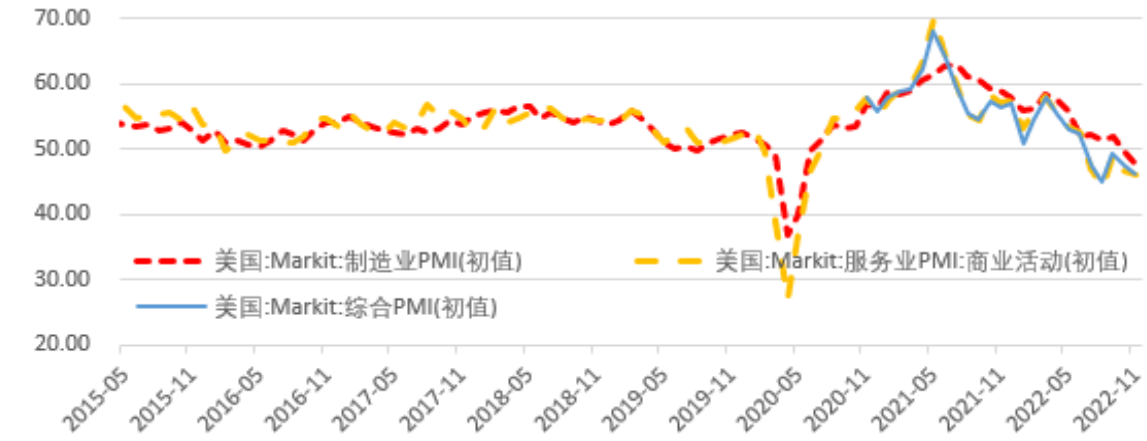
数据来源：华安期货投资咨询部；BEA

1.2 美国经济景气度疲弱

美国 Markit PMI 全线进入收缩区间。12 月 16 日公布的数据显示，美国 12 月 Markit 服务业 PMI 初值降至 44.4，创 2022 年 8 月以来新低，低于市场预期 46.8，

前值 46.2，12 月 Markit 综合 PMI 初值为 44.6，亦创 4 个月新低。

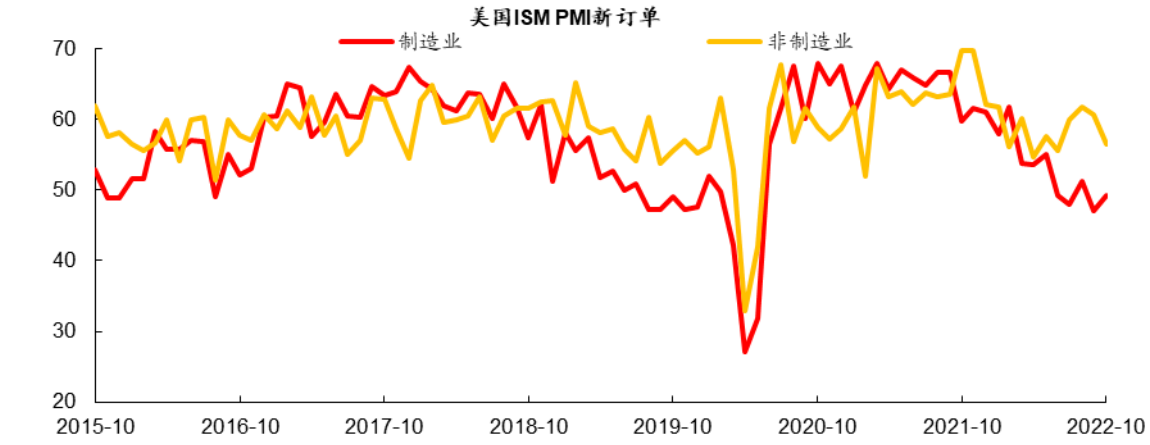
图表 8：美国 12 月 Markit PMI 全线进入收缩区间



数据来源：华安期货投资咨询部；WIND

自 2022 年 5 月开始，美国 Markit PMI 持续下行，表明需求已经开始放缓。这符合加息降通胀的思路，从石油为代表的大宗商品价格回落，说明美联储持续大幅度的加息效果正在起作用。

图表 9：美国 ISM PMI 新订单持续下滑



数据来源：华安期货投资咨询部；WIND

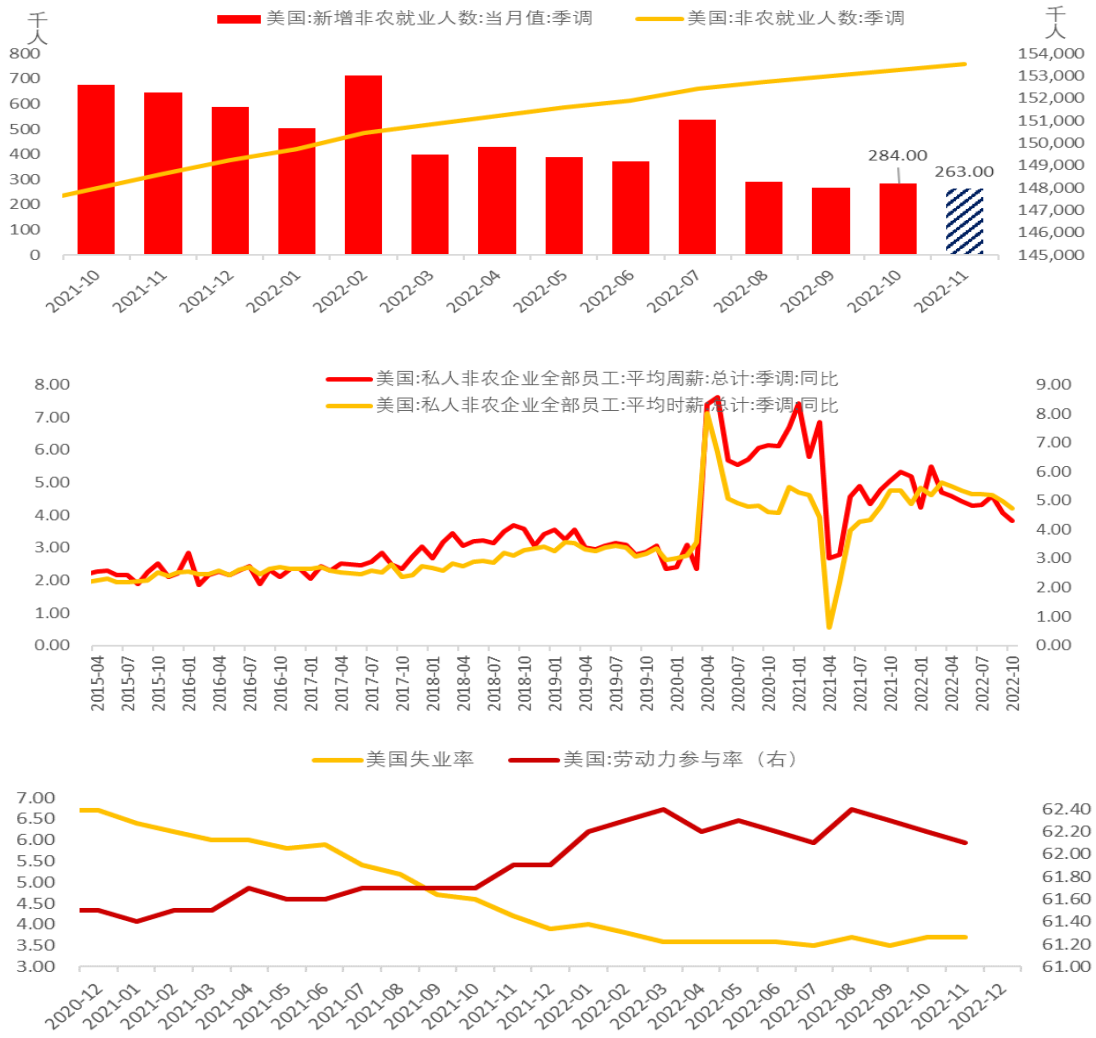
继美国 10 月 CPI 7.7%增幅，低于预期 8%，12 月 13 日美国劳工局又公布 11 月美国 CPI（季调）同比 7.1%，核心 CPI 同比 6.0%，仍然低于市场预期。这使市场看到了通胀回落的希望，并给市场提供了美联储放缓加息的证据。但当前距离美联储 2%的政策目标仍有很大距离，预计美联储仍将延续紧缩政策；但这种紧缩政策所带来的高利率，加剧市场对经济衰退的预期。**展望 2023 年，我们为美国衰退时必然发生的事情，企业的盈利势必会随着外需转弱而下滑。**

1.3 强劲的劳动力市场降温

从劳动力市场数据来看，劳动力市场正在降温，薪资增速同步放缓。当地时间 12 月 2 日数据，美国 11 月新增非农就业好于市场预期，实现新增非农就业 26.3

万人，远强于市场新增 20 万人的预期。同时 11 月私人部门平均时薪同比 5.1%，较上月小幅反弹 0.2 个百分点；失业率持平于 3.7%的相对较低水平。此外美国 11 月劳动参与率下滑 0.1 个百分点至 62.1%，**综合来看，美国劳动力市场正在降温，供需缺口正在收窄。**

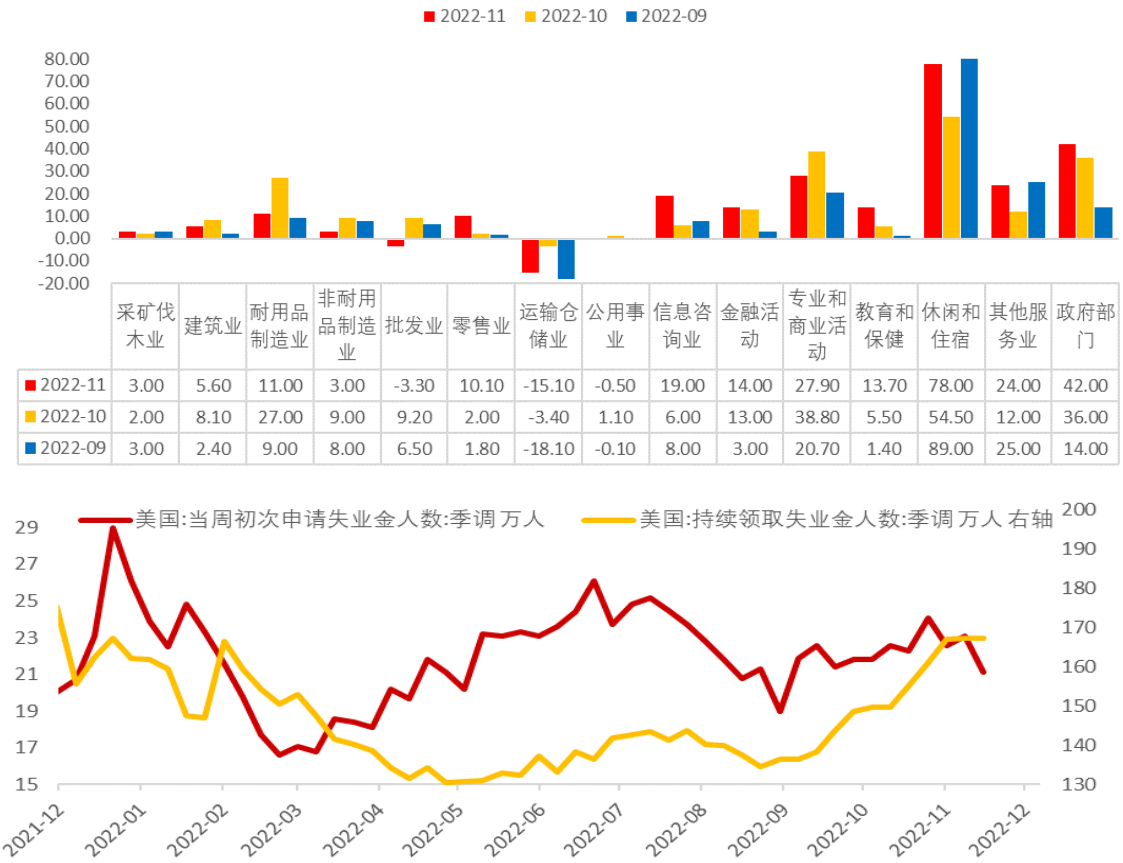
图表 10：美国 11 月新增非农就业人数增幅放缓，薪资增速放缓，



数据来源：华安期货投资咨询部；WIND

具体来看，私人部门新增 22.1 万人，制造业新增就业相对于 9 月和 10 月份的数据放缓至 1.4 万人，对应上节 PMI 数据走缓。而单月新增就业最多的行业是休闲酒店业，较上月继续新增 8.9 万人，但专业和商务服务、教育、医疗、批发零售交运公用事业等领域就业增长较上月普遍较少。该组数据表明在后疫情阶段，个人消费支出中服务的增量需求明显要低于前期，也印证之前 GDP 分析中，消费需求走弱的观点。

图表 11：11 新增非农就业人数增幅放缓，续请失业金的人数持续增加



	采矿伐木业	建筑业	耐用品制造业	非耐用品制造业	批发业	零售业	运输仓储业	公用事业	信息咨询业	金融活动	专业和商业活动	教育和保健	休闲和住宿	其他服务业	政府部门
2022-11	3.00	5.60	11.00	3.00	-3.30	10.10	-15.10	-0.50	19.00	14.00	27.90	13.70	78.00	24.00	42.00
2022-10	2.00	8.10	27.00	9.00	9.20	2.00	-3.40	1.10	6.00	13.00	38.80	5.50	54.50	12.00	36.00
2022-09	3.00	2.40	9.00	8.00	6.50	1.80	-18.10	-0.10	8.00	3.00	20.70	1.40	89.00	25.00	14.00

数据来源：华安期货投资咨询部；WIND

从就业市场的数据变化可以发现，当前美国就业市场的热度正在降温，但是并没有显著的恶化。同时，美国工资增速具有较高的粘性，美国 11 月份的时薪同比仍维持在 5.1%的高位，仍比疫情前高出一倍有余，这也令市场担忧形成工资-物价螺旋上升。

但我们认为美国 2023 年度形成薪资-通胀螺旋式上升的概率是比较小的。首先俄乌冲突造欧洲能源短缺、工业生产冲击随地缘冲突的缓和也会逐步得以解决，因此美国对欧洲市场的出口需求会放缓，叠加各国加息造成投资成本高企，新增投资带来的需求也会缩减，因此劳动力市场的潜在需求也有所放缓，美国劳动力供给紧张局面进一步会缓解。

展望 2023 年度，由于美联储快速加息，预计 2023 年经济将进一步放缓，我们预计美国劳动力市场降温在所难免，预计到 2023 年，失业率将从目前的 3.7%上升到仍然很低的 4.5%。但高企的物价水平还距离美联储 2%的目标仍相差较远，这也将为美联储加息提供数据支撑。当联邦基金利率达顶后，由于货币政策传导的时滞效应存在，因此美联储大概率会选择维持将利率维持高位一段时间，等待 CPI 进一步走缓。等到劳动力市场显著走弱、通胀预期转头向下形成趋势，美联储

届时可能转向鸽派，考虑降息。**在这种情况下，黄金 Q1 季度或继续维持震荡走势；随后美国经济或迎来经济衰退第一阶段 Q2-Q3，该阶段失业率攀升与通胀预期向下的过程中，黄金或迎来最后一跌，进行二次筑底；随通胀预期见底，货币政策紧缩转向，降息预期到来，届时黄金或迎来上涨走势。**

（二）通胀：美联储货币政策操作的锚定变量

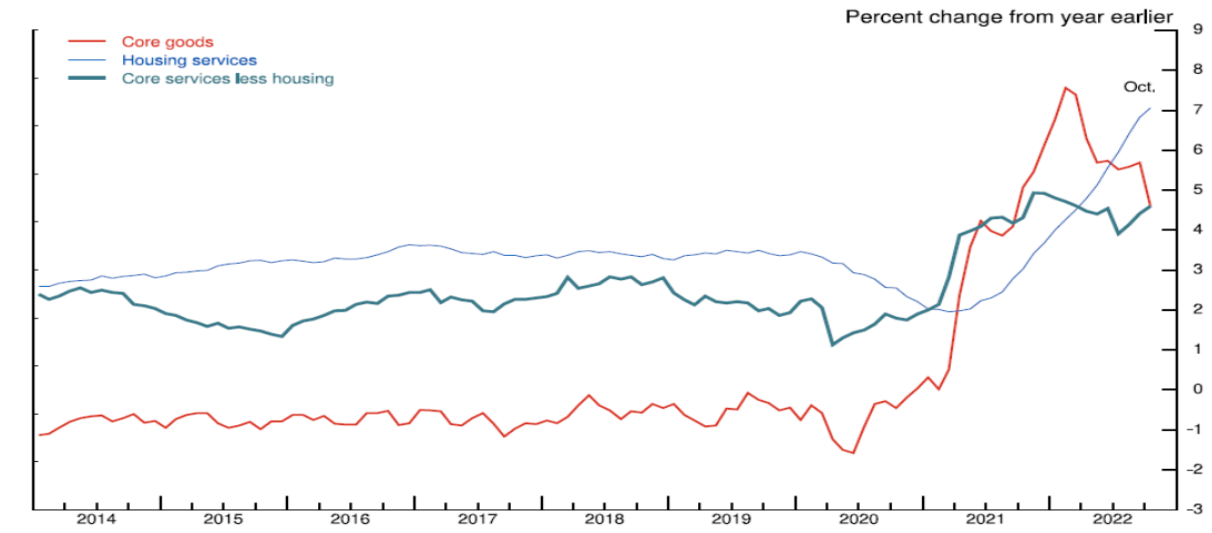
历史警示我们不要过早地放松政策，我们将坚持到底，直到大功告成。这是近期美联储主席鲍威尔的发言中的一段话，表明在通胀未能达到预期的回落前，通胀是核心关注因素，而非增长。因此，通胀的演变将主导美联储明年货币政策操作的重要锚定变量。

值得关注的是 12 月 1 日鲍威尔在布鲁金斯学会发表题为“通胀和劳动力市场”（Inflation and the Labor Market）的演讲，在本次演讲中，鲍威尔详细阐述了他本人及美联储在分析未来通胀及其演变路径的方法。

2.1 关注核心商品通胀

鲍威尔表示，尽管过去一年政策收紧，增长放缓，但通胀仍未明显放缓。因此，为了更好地针对高通胀制定有效的政策，将**核心通胀分为三个部分：核心商品通胀、住房服务**和**住房以外的核心服务的通胀。**

图表 12：核心 PCE 通胀的组成

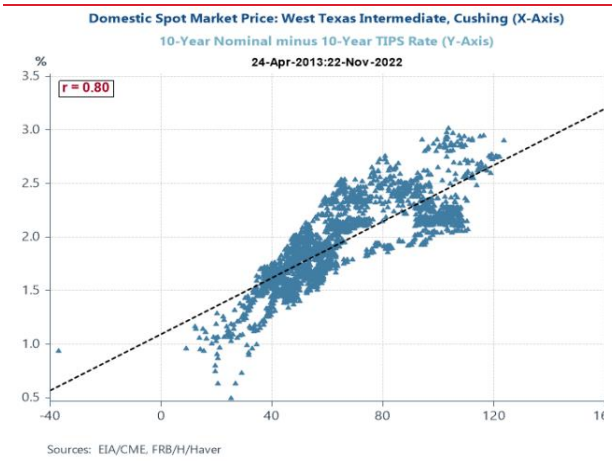


数据来源：华安期货投资咨询部；BEA；Inflation and the Labor Market--Chair Jerome H. Powell

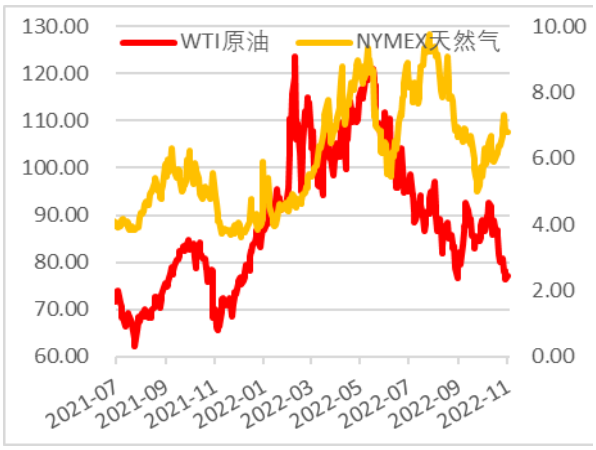
如上图，2022 全年核心商品（Core goods）通胀从高位回落，但是整体仍然处于一个很高的水平，而住房服务(Housing services)通胀迅速上升;住房除外核心服务(Core services less housing)的通胀则处于高位有所波动，但没有明显的趋势，粘性较强。形成这种局面的主要原因是由于疫情导致商品的供应链断裂，叠加物流不畅，令需求无法得以满足，故商品价格快速上涨。

当前，许多指标表明供应链问题正在缓解。近几个月来，以原油为首的能源价格大幅度的回落，制造商支付的价格指标也有所下降。部分原因是因为全球经济需求收缩，经济增长弱于预期，这无疑对于美联储来说是个好消息，油价的下跌也促使通胀预期指标也有所回落。

图表 13：WTI 价格与通胀预期之间的相关性 R 达到 0.8



图表 14：能源价格回落

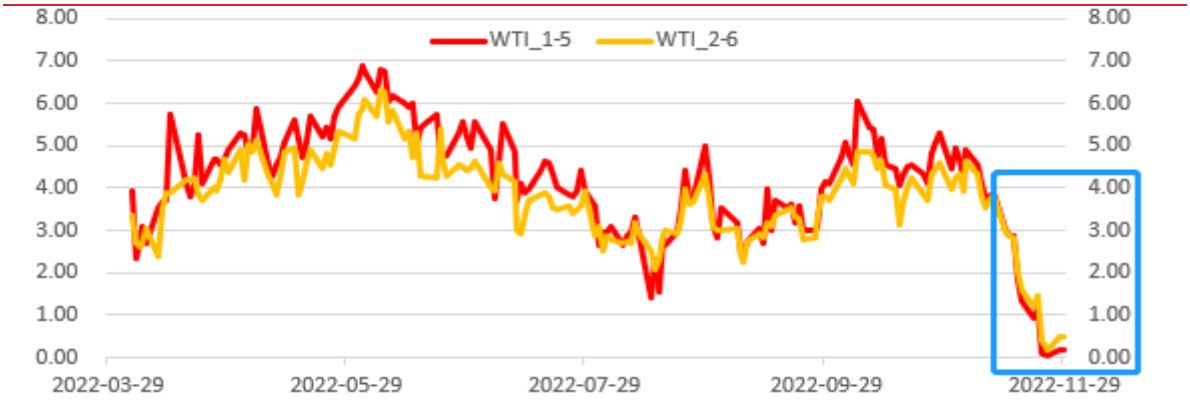


数据来源：华安期货投资咨询部；Haver；WIND

WTI 原油价格在 6 月 14 日达到 123.68 美元的峰值，就一路下跌至今。截至 12 月 16 日，WTI 原油价格已跌至每桶 74.28 美元。

从 WTI 月差结构来看，目前 WTI 近远月间的价差已经回落，说明之前短期的供需矛盾导致近端价格偏高的情况得到了修复。

图表 15：WTI 月差结构



数据来源：华安期货投资咨询部；WIND

但鲍威尔在演讲中明确表示，商品通胀消失还为时过早，但若趋势继续下去，商品价格应该在未来几个月开始对整体通胀施加下行压力。

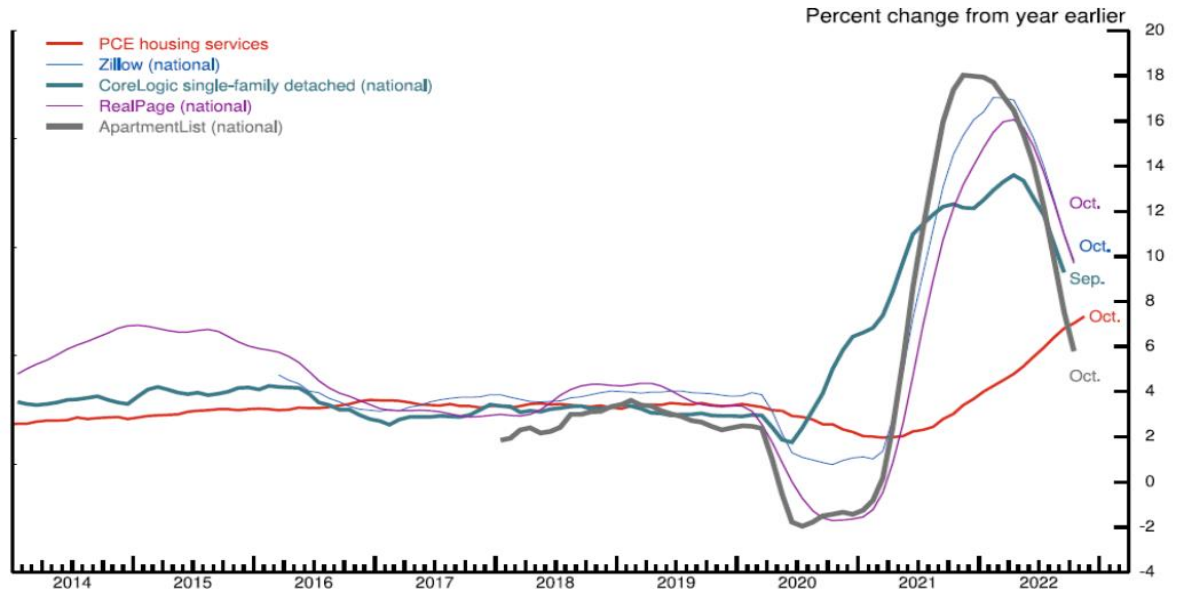
展望 2023 年，我们认为加息会促使未来能源价格演绎逻辑由供求矛盾切换到需求下滑的逻辑上来，而原油价格的下降将助力商品通胀问题的解决。未来商品性通胀问题逐渐向服务性通胀过渡。

2.2 住房服务通胀

关注服务性通胀，核心就是要关注住房服务通胀。

住房服务通胀衡量的是租金的上涨和自住房屋的租金等值成本的上涨。与商品通胀不同，2022 年全年住房服务通胀持续攀升至 7.1%。从图中可见市场租金价格拐点形成时间领先于住房服务通胀的拐点，主要因为原先的租赁合同价格重置缓慢。

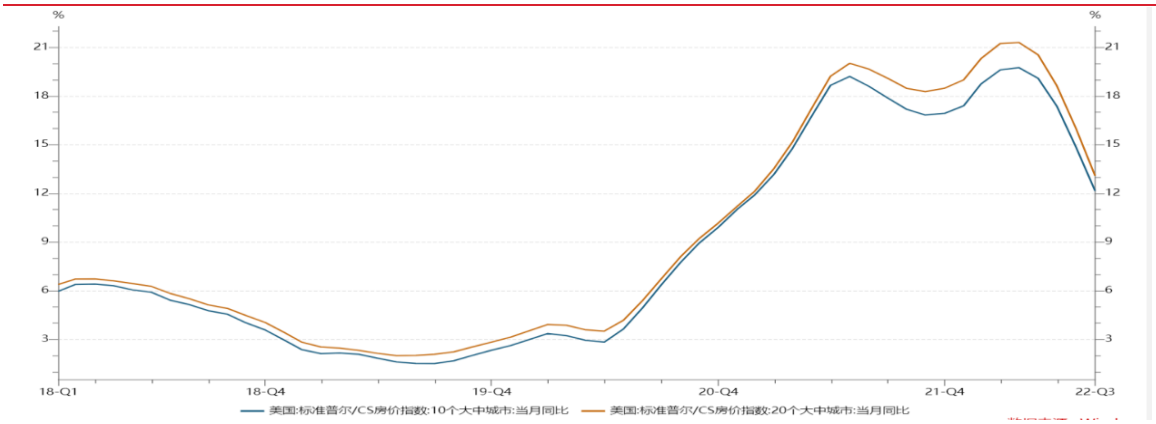
图表 16:市场租金与住房服务通胀



数据来源：华安期货投资咨询部；BEA；Inflation and the Labor Market--Chair Jerome H. Powell
注释：ApartmentList,CoreLogic,RealPage, Zillow 衡量的是市场租金

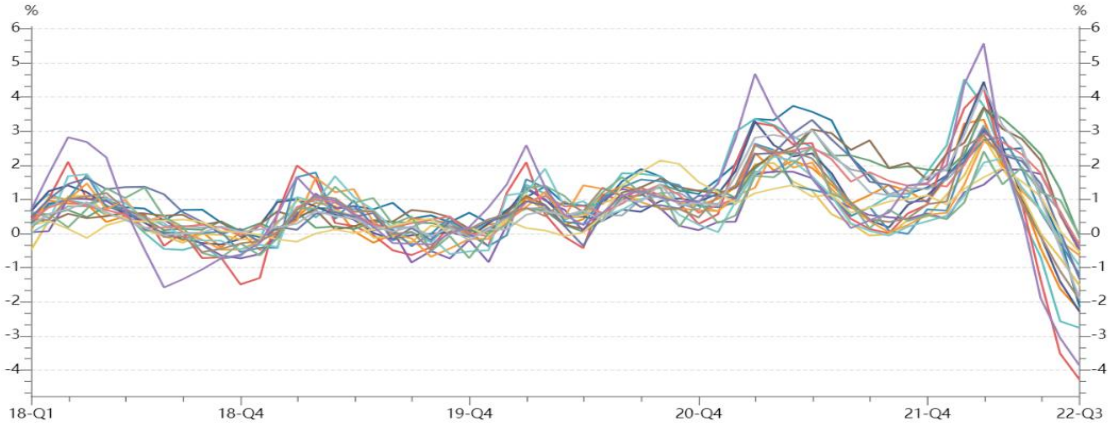
由于今年下半年以来房价的持续下跌，美国 20 城房价指数已连续回落；7 月起全美公寓房租价格环比已在放缓，9 月起环比转负，并且连续三个月跌幅扩大。因此，从 11 月 CPI 住房价格环比增速放缓情况看，明年 CPI 住所的放缓趋势大概率已经形成。

图表 17：美国 10 个&20 个大中城市标准普尔/CS 房价指数同比变化



数据来源：华安期货投资咨询部；WIND

图表 18：美国 20 个大中城市标准普尔/CS 房价指数环比变化



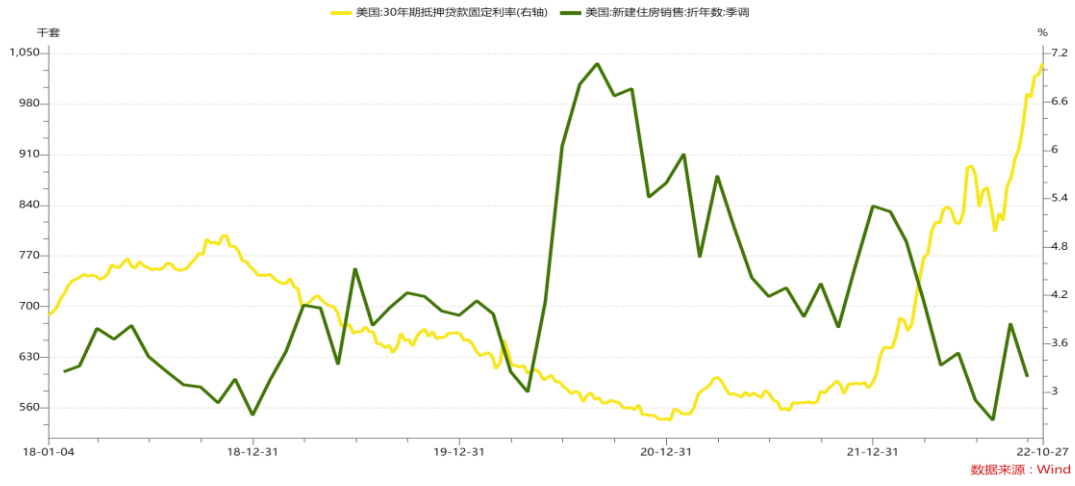
数据来源：华安期货投资咨询部；WIND

由于租金重置需要等旧租赁合同的到期后，才会以市场最新的租金水平缔结新的新租赁合同，租金价格才会变化，**因此整体住房服务通胀不会随房价立即下跌，可能会进一步上升，这种情况可能会持续到明年。但只要新租赁合约的租金通胀继续下降，预计住房服务通胀将在明年某个时候开始下降。**

通常情况下，住房服务的价格主要是由**购房成本（抵押贷款利率）**和**劳动力市场的强度**两个因素共同影响的。

从购房成本的角度来看，由于美联储今年 3 月份以来激进的加息政策，美国房地产市场的抵押贷款利率飙升，30 年起的抵押贷款利率由年初的 3%已经飙升至 7%，购房成本的大幅度上升导致房地产市场的需求遭遇严重打击。

图表 19：美国抵押贷款利率与美国新屋销售数据



数据来源：华安期货投资咨询部；WIND

图表 20：房屋价格的变化对 CPI 传导过程有时滞



数据来源：华安期货投资咨询部；WIND

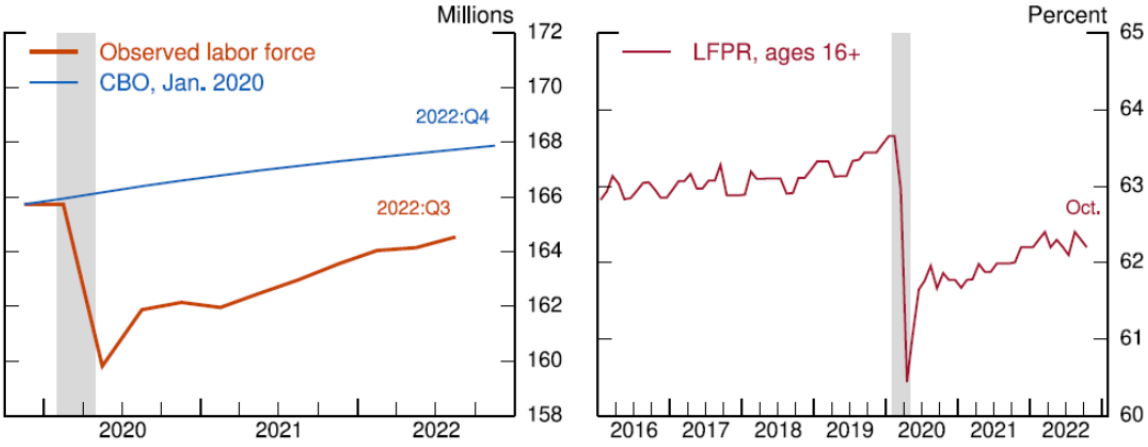
考虑到房价对住房 CPI 的传导具有时滞性，整体住房服务通货膨胀率在明年将继续上升，可能会持续到明年。但只要新租赁通胀继续下降，预计住房服务通胀将在明年某个时候开始下降，这将有助于其它通胀分项的下降。

2.3 非住房核心服务通胀

非住房核心服务涵盖了医疗保健、教育、理发、酒等服务。非住房核心服务是三个类别中最大的分项，占核心 PCE 指数的一半以上。因此，该分项是分析核心通胀未来演变的最重要的分项。**由于工资是提供这些服务的最大成本，因此劳动力市场是分析此类通货膨胀的关键。**

将当前的劳动力水平与国会预算办公室（CBO）在疫情前对劳动力增长的预测进行比较，目前的劳动力短缺约为 350 万人（左图）。该缺口反映实际人口增长低于预期，其次劳动参与率较低（右图）。由于疫情原因，大多劳动力对疾病、护理和感染的担忧，导致劳动参与率急剧下降。

图表 21:市场租金与住房服务通胀



数据来源：华安期货投资咨询部；Inflation and the Labor Market--Chair Jerome H. Powell

但随疫情的消退，劳动参与率有望快速回升，但总体参与率难以回到疫情前的趋势。可能原因有以下几点：

①受到疫情的影响。部分劳动者由于感染新冠或受到新冠的后遗症的长期影响，而不能参与劳动。

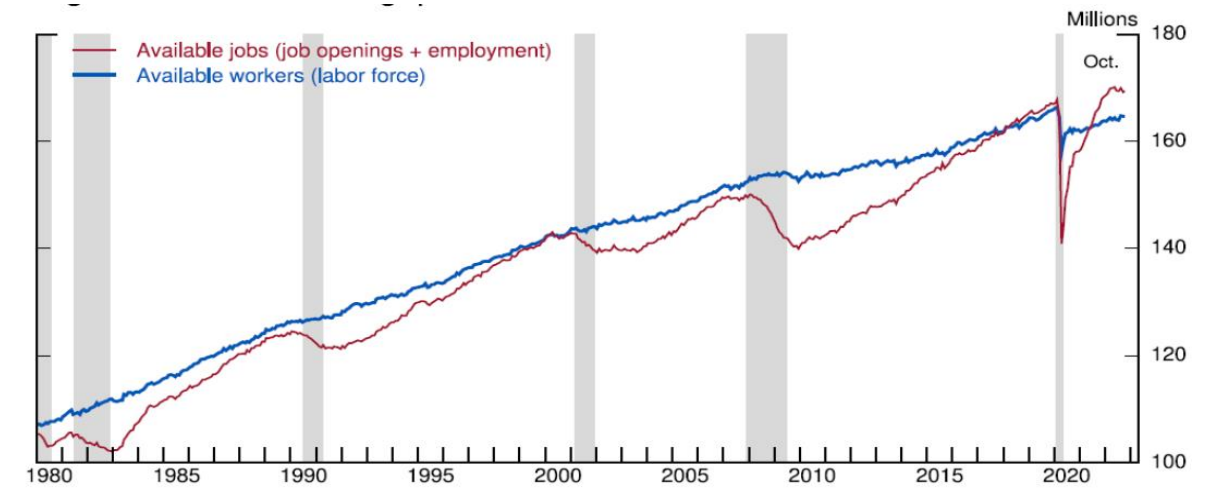
②由于超额退休，即退休人数超过了仅人口老龄化的预期。美联储经济学家最近的研究发现这部分可能占到劳动力 320 万缺口中的 200 万以上，而健康问题很大程度上导致了超额退休。部分高龄劳动力在疫情早期就处于失业状态此，后期虽然疫情缓和，但综合考虑工作环境和健康问题，高龄劳动力重新走上工作岗位的成本可能特别大。

③此外，疫情前两年股市的上涨和房价上涨也促进了财富的增加，促进了这部分人群提前退休，而这部分退休群体再走上工作岗位的概率是比较低的。

④劳动年龄人口增长放缓造成劳动力供应短缺。疫情期间净移民人数的暴跌和死亡人数的激增，可能造成大约 150 万劳动力缺口。

美联储的货币政策工具主要作用在需求端，因此短期内，美联储还是要通过打压总需求的方式令劳动力需求增速放缓，以达到劳动力市场的平衡。

图表 22:劳动力人数与工作岗位缺口



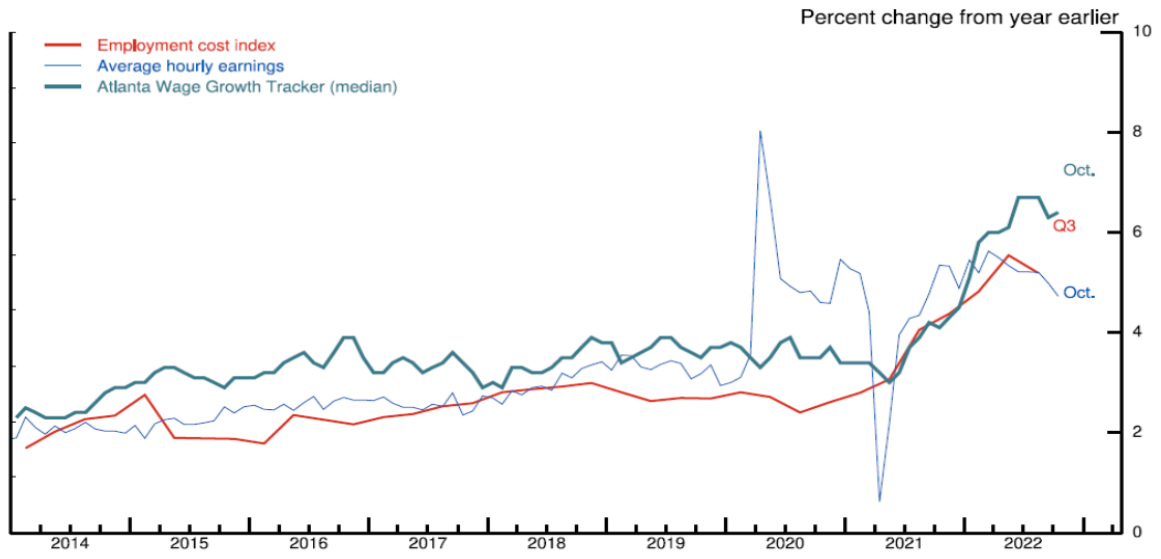
数据来源：华安期货投资咨询部；Inflation and the Labor Market--Chair Jerome H. Powell

2022 年 11 月美国失业率持平于 3.7%，仍处于历史低位，接近 50 年来的最低点，职位空缺超过可用工人约 400 万。即每个寻找工作的人约有 1.7 个职位空缺。

当前劳动力需求有初步放缓迹象（1.3 节）。随着 2022 年 GDP 增速放缓，就业增长已从今年前七个月每月超过 45 万人下降到近三个月的每月约 29 万人。2022 年的职位缺口已经缩减了约 150 万个，但仍高于疫情之前的水平。

工资增速初步显现放缓迹象。如下图所示，时薪与工人雇佣成本指标有所下降，但下降幅度较缓，整体还是高于 2%通胀目标。

图表 23:工资同比增速



数据来源：华安期货投资咨询部；Inflation and the Labor Market--Chair Jerome H. Powell

综合考虑核心商品通胀、住房服务和非住房服务的通胀，展望2023年的通胀，会由核心商品通胀向服务类通胀过渡。考虑劳动力市场供需缺口仍然存在，美联储仍将保持持续收紧态势，退出加息的终点利率或将达到5%+。叠加工资的刚性，确定性回落可能要到明年Q2-Q3季度伴随经济大幅衰退才能够显现。

（三）美联储货币政策路径：抑通胀与防衰退之间的平衡

3.1 总基调：致力于将通胀率降至2%的目标

2022年12月14日，美联储如期加息50Bps，至此美联储完成本年度第七次加息，将联邦基金利率上调至4.25%-4.75%。

鲍威尔在新闻发布会上再次强调，美联储将坚定地致力于将通胀率降至2%的目标，稳定物价是美联储的责任，也是经济增长的基础。鲍威尔表示，过去一年采取了紧缩性的货币政策，但到目前为止政策效果尚未完全体现出来，因此还有很多工作需要做。未来一段时间经济可能会持续一段低于趋势水平的增长，劳动力市场状况的一些恶化。鲍威尔表示，历史记录强烈警告不要过早放松政策，我们要坚持到底，直到工作完成。

12月FOMC声明表示，持续加息将是适当的，鲍威尔也在新闻发布会上重申这一观点。鲍威尔认为，美联储会持续加息直至利率达到足够限制性水平并且通胀确定性回落至2%目标水平以实现货币政策的立场，此外，美联储会继续大幅缩减资产负债表的规模；恢复价格稳定可能需要在一段时间内保持限制性政策立场。

3.2 利率终点视经济数据而定

鲍威尔在新闻发布会上答记者问环节，明确表示无法保证下一次经济预期摘

要（SEP）时不提高终点利率。这将取决于未来的数据,当前的 5%的利率预期是基于当下美联储所了解的最佳估计。本次有 19 位委员会官员填写了 SEP，有 17 位认为 2023 年终端政策利率会大于等于 5.125%。未来如果数据——通胀数据变得更糟，那利率峰值可能会上升，如果通胀数据疲软，它可能会下降。

3.3 未来加息节奏

鲍威尔表示，当前联邦基金利率已经提高 425Bps,联邦基金利率已经进入了限制性领域，现阶段货币政策的重点不在于加息节奏，而是政策利率终点以及政策利率达到高点后可能持续的时间。这需要根据公布的数据、通胀方面的进展、金融状况、经济状况在明年 2 月份的再做出相关判断。

3.4 美联储转向的可能情形

展望 2023 年，我们认为美联储转向存在三个时间节点。

第一阶段：商品通胀进一步回落，利率达顶并维持在高位，等待政策利率向实体经济传导，工人工资增速放缓，服务业通胀边际放缓，通胀从 7%回落至 5%。届时美联储或将考虑高位利率持续时间临近尾声。该时间可能发生在 2023 年 Q1。

第二阶段：美国经济面临衰退前期，美联储致力于要将通胀由 5%将至 3%，工资增速需要降到 3.5-4%，失业率显著上行，衰退预期下，通胀预期快速下行，黄金迎来最后一跌，市场利率将领先于美联储政策利率下行，美联储届时将开始下调政策利率。该时间可能发生在 2023 年 Q2-Q3。

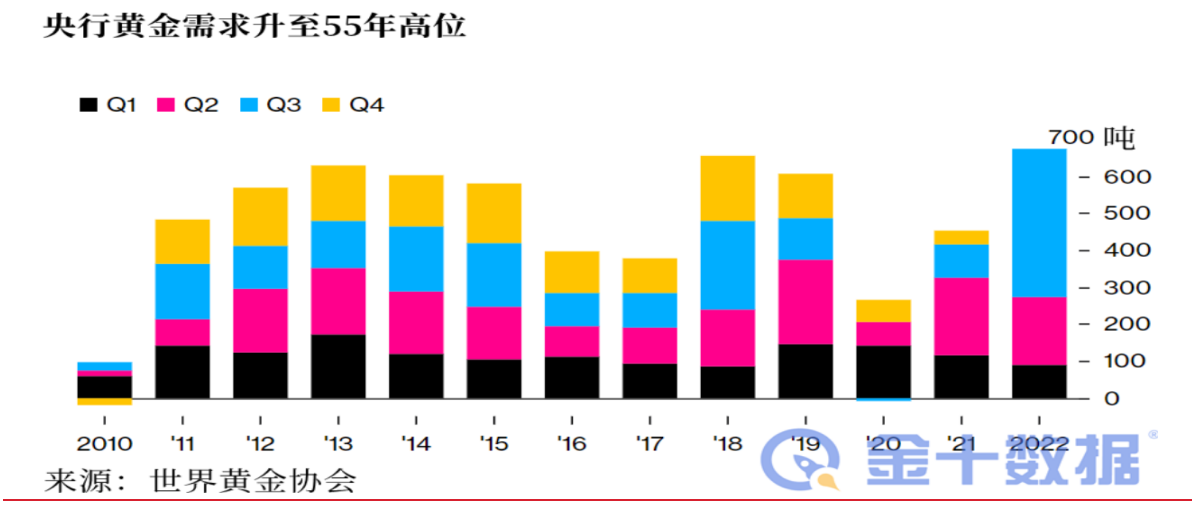
第三阶段：衰退后期，通胀预期见底，宽松预期推动实际利率下行，黄金迎来反转配置时机。该时间可能发生在 2023 年 Q3-Q4。

（四）黄金需求

世界黄金协会最新发布的《全球黄金需求趋势报告》显示，2022 年三季度全球黄金需求（不含场外交易）同比大增 28%至 1,181 吨。三季度的强势表现也将今年迄今为止的黄金总需求拉回至疫情前水平；其中，尽管投资需求收缩显著，但消费需求和央行购金还是有力地提升了黄金的整体表现。

报告显示，2022 年第三季度全球各国央行黄金购买量为 399 吨，价值约 200 亿美元，是去年同期 4 倍以上。截至目前，2022 年全球各国央行累计购买黄金达 673 吨，购金量创近 55 年新高。加纳政府正在制定一项新政，用黄金而非美元购买石油产品。这一行为，让黄金的货币属性再度提升。

图表 24：央行黄金需求提升至 55 年高位



数据来源：华安期货投资咨询部；World Gold Council；金十数据

由于今年美国大幅加息导致黄金价格出现一定程度的下跌，这也令部分投资者抛售这种无收益资产。

但今年以来，面对美联储强势加息，导致众多非美货币大幅贬值。由于各国货币的下跌幅度超过了黄金的贬值幅度，因此非美货币的贬值幅度对冲了黄金价格的下跌，导致以非美货币计价的黄金都出现不错的涨幅。截止 11 月底，日元对美元贬值幅度达到 22%，而日元计价的 TCE 黄金涨幅达到 17%。

货币贬值的过程中，也会导致大宗商品的进口价格大幅上涨，出现部分的零售买家和央行，提出要使用黄金进行贸易结算，使得黄金的货币属性得以提升。从避险属性的角度来说，当下衰退预期正在发酵，世界环境复杂多变，黄金抵御货币贬值的功能得以体现出来，构成对黄金价格的下方支撑，适合长期配置。

三、2023 年市场展望与投资策略

（1）2023 年黄金交易节奏：欲扬先抑

（2）交易过程中的两座大山：一是加息的节奏和终点，谨防服务通胀的韧性导向更高的退出终点；二是明年衰退前期，通胀预期的下行速度快于政策利率的下行幅度

（3）贵金属交易的三个阶段：

① 2023 年 Q1 或继续维持震荡走势:商品通胀进一步回落，利率达顶后，由于货币政策传导的时滞效应存在，因此美联储大概率会选择维持将利率维持高位一段时间，等待政策利率向实体经济传导，工人工资增速放缓，服务业通胀边际放缓，通胀从 7%回落至 5%，届时美联储或将考虑高位利率持续时间临近尾声，美联储届时可能转向鸽派；

② 2022 年 Q2-Q3 迎来最后一跌:衰退前期，美联储致力于要将通胀由 5%将至

3%，工资增速需要降到 3.5-4%，失业率攀升，衰退预期下，通胀预期快速下行，黄金迎来最后一跌；

③ 随后迎来增配期：衰退后期，通胀预期见底，宽松预期推动实际利率下行，黄金迎来反转配置时机。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货投资咨询部力求准确可靠，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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。