

## 和合期货：黄金季报（2023 年四季度）

——欧美经济不乐观，美联储暂停加息支撑黄金高位运行



和合期货  
HEHE FUTURES

作者：段晓强

期货从业资格证号：F3037792

期货投询资格证号：Z0014851

电话：0351-7342558

邮箱：duanxiaoqiang@hhqh.com.cn

### 摘要：

美国劳工统计局公布数据显示，尽管 8 月非农新增就业高于预期，但修正后的 6 月和 7 月新增就业人数合计较修正前低 11 万人，加之愈演愈烈的 UAW 大罢工，美国就业数据不容乐观。8 月 CPI 同比涨幅从 7 月的 3.2% 反弹至 3.7%，为连续第二个月同比增速反弹，而美联储的措施如市场所料，并未连续加息，只是上调此后两年的利率预期，释放了高利率将保持更久的信号，部分官员表态预期更偏鹰派。与此同时，美国政府关门停摆的时间愈发迫近，而季节性用工需求的大幅回落，进一步显现美国假日购物消费的颓势。欧美经济不乐观，支撑黄金价格高位运行。

技术面看，黄金 2 月初回落，在 1800 附近得到支撑，同时在 60 日均线附近横盘整理，3 月初受到欧美银行流动性危机黄金大幅上涨，随着避险情绪的好转，3 月下旬黄金在高位震荡整理，4 月初黄金再次向上突破平台位，但失败告终，COMEX 金在 2000 下方震荡整理，内盘黄金一直在 450 附近震荡，7 月中旬向上破位后震荡回落，回调到 60 日均线得到支撑，9 月中旬内盘黄金再次突破新高，受到汇率影响，黄金走势内强外弱，整体看还是高位运行。

## 目录

一、欧美经济数据不乐观，美联储 9 月暂停加息 .....	- 3 -
1、美国就业数据不乐观，UAW 罢工越演愈烈 .....	- 3 -
2、通胀继续反弹，美联储 9 月暂停加息 .....	- 5 -
3、美国政府关门停摆迫近，季节性用工需求大幅回落 .....	- 9 -
4、无惧经济衰退，欧洲央行继续加息 .....	- 11 -
二、供需端及资金面 .....	- 12 -
三、美元指数震荡 .....	- 13 -
四、后市行情研判 .....	- 14 -
风险揭示: .....	- 15 -
免责声明: .....	- 15 -

## 一、欧美经济数据不乐观，美联储 9 月暂停加息

### 1、美国就业数据不乐观，UAW 罢工越演愈烈

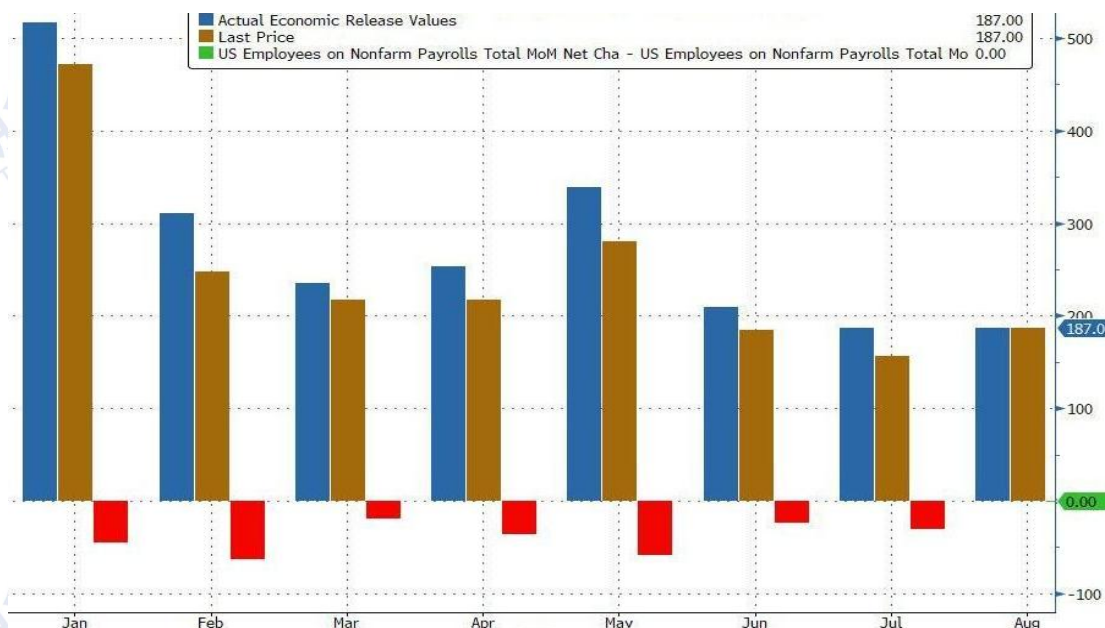
9月1日，美国劳工统计局公布数据显示，美国8月非农新增就业18.7万人，高于预期的17万人，但7月份非农新增就业人数从18.7万人下修至15.7万人，6月份非农新增就业人数从18.5万人下修至8万人，修正后，6月和7月新增就业人数合计较修正前低11万人。

图 1 美国非农就业及失业率



数据来源：华尔街见闻

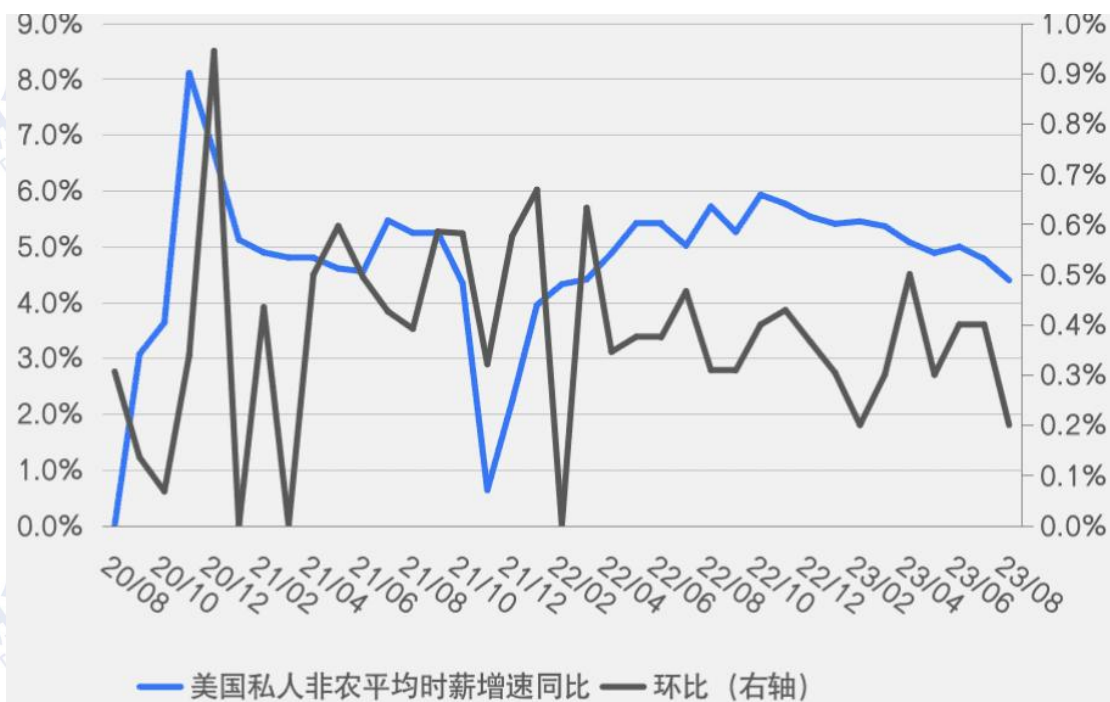
图 2 美国非农就业修正值 (千人)



数据来源：华尔街见闻

8月平均每小时工资同比为4.3%，符合预期，低于前值4.4%，环比增速为0.2%，不及预期的0.3%及前值0.4%。

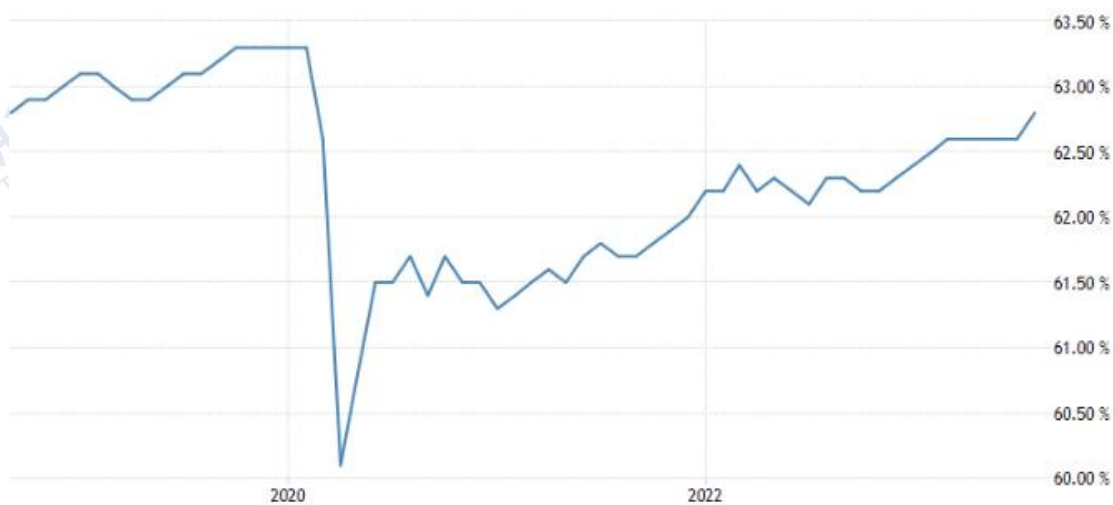
图3 美国薪资增速放缓



数据来源：华尔街见闻

劳动力参与率有所恢复，达到62.8%，达到了自2020年2月疫情袭击以来的最高水平。

图4 美国劳动力参与率有所恢复



数据来源：全球经济指标数据网

但9月15日美国汽车工人联合会（UAW）约12700名工人的开始罢工进入，9月18日劳资局势依然“剑拔弩张”，工会和吉普车制造商斯特兰蒂斯一直在就公司可能关闭18家美国工厂的提议进行相互攻击。

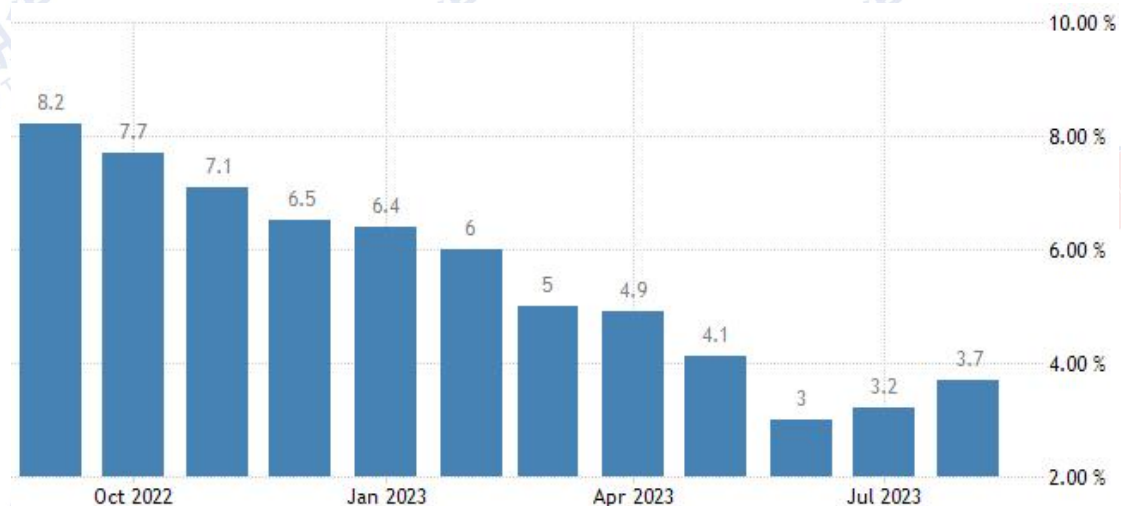
有关工资的讨论是劳资双方谈判的中心议题，各公司与UAW就146000名汽车工人的新四年合同进行平行谈判。这些公司已提出在四年内加薪约20%的提议，而UAW则一直要求将工资提高到30%左右，UAW还希望将生活成本调整纳入基本工资中，而汽车制造商则提供一次性付款以应对通货膨胀。富国银行分析师估计，在合同的四年期限内，这些提议将给每家公司增加约7亿至12亿美元的成本，根据工会提出的30%的加薪要求，加上生活成本调整，这些成本将达到17亿至24亿美元。

9月22日，全美汽车工人联合会（UAW）的主席Shawn Fain宣布，将在通用汽车和Stellantis扩大罢工范围，针对这两家公司在美国的零部件工厂，不会在福特扩大罢工，新的罢工将从美东时间中午12点开始，所在地分布在全美二十个州。这意味着，由于同工会的谈判未取得进展，通用汽车和Stellantis旗下将又有38家工厂面临罢工，而福特通过谈判避免了罢工升级。

## 2、通胀继续反弹，美联储9月暂停加息

9月13日，美国劳工统计局公布的数据显示，美国8月CPI同比涨幅从7月的3.2%反弹至3.7%，为连续第二个月同比增速反弹，超过预期的3.6%。并创下14个月来最大的环比涨幅，环比涨幅6个月来首次加速，增速高于预期，凸显了物价压力。

图5 美国8月通胀继续反弹



数据来源：全球经济指标数据网

经历了长达半年的低迷油价后，因 OPEC+减产等因素已导致原油供需关系持续趋紧，全球原油价格从 7 月开始大幅反弹，自 7 月以来，国际原油基准布伦特原油已从 75 美元涨至 92.5 美元，上涨了约 23%，至去年 11 月来的高位。能源成本成了 8 月美国 CPI 增长的最大贡献项，占 CPI 涨幅的一半以上。

图 6 美国能源通胀大幅收窄 (%)



数据来源：全球经济指标数据网

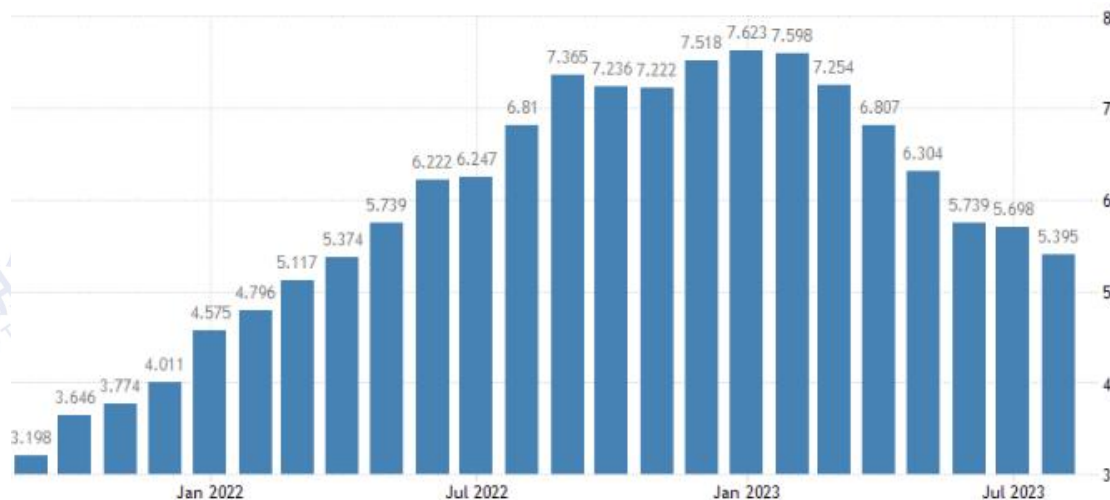
核心 CPI，同比增速从 4.7% 回落至 4.3%，符合预期，为近两年来的最小涨幅。需要注意的是，美联储密切关注的通胀指标——剔除了住房后的核心服务业通胀环比上涨 0.53%，高于 7 月的 0.2%，为 2022 年 9 月以来的最高水平，同比仍保持在 5% 以上。

图 7 美国核心通胀小幅回落 (%)



数据来源：全球经济指标数据网

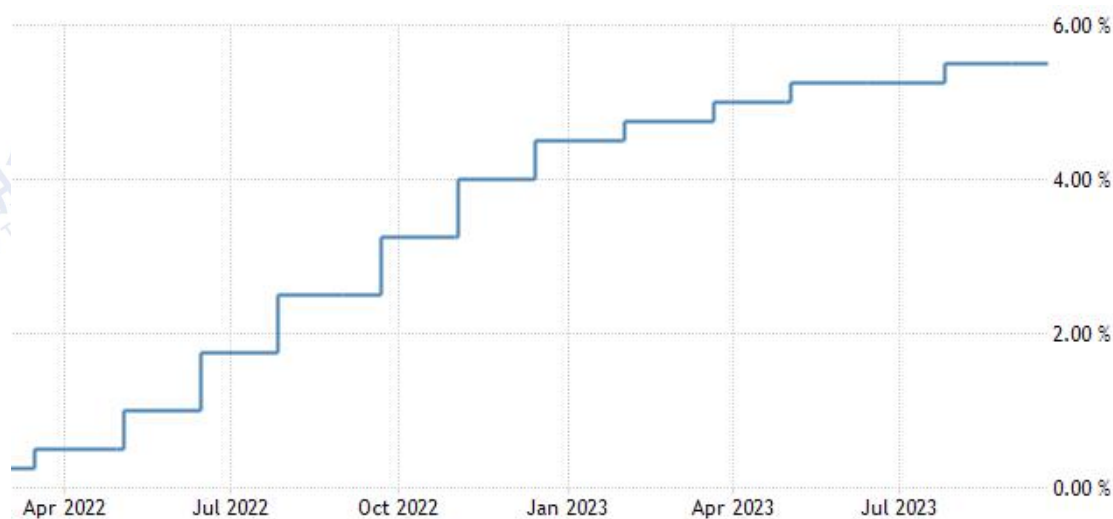
图 8 服务通胀仍在高位 (%)



数据来源：全球经济指标数据网

面对通胀反弹，9月20日美联储货币政策委员会 FOMC 会后宣布，联邦基金利率的目标区间仍为 5.25%到 5.50%，将政策利率保持在二十二年来高位。继今年 6 月后，这是美联储本轮紧缩周期内第二次未延续前次会议的行动继续加息，和去年 7 月以来的前九次会议一样，本次的利率决策得到 FOMC 投票委员全票赞成。如市场所料，美联储并未连续加息，暂时按兵不动，但同时通过上调此后两年的利率预期，释放了高利率将保持更久的信号，联储对明年的利率预期被视为较三个月前的预期明显更偏鹰派。

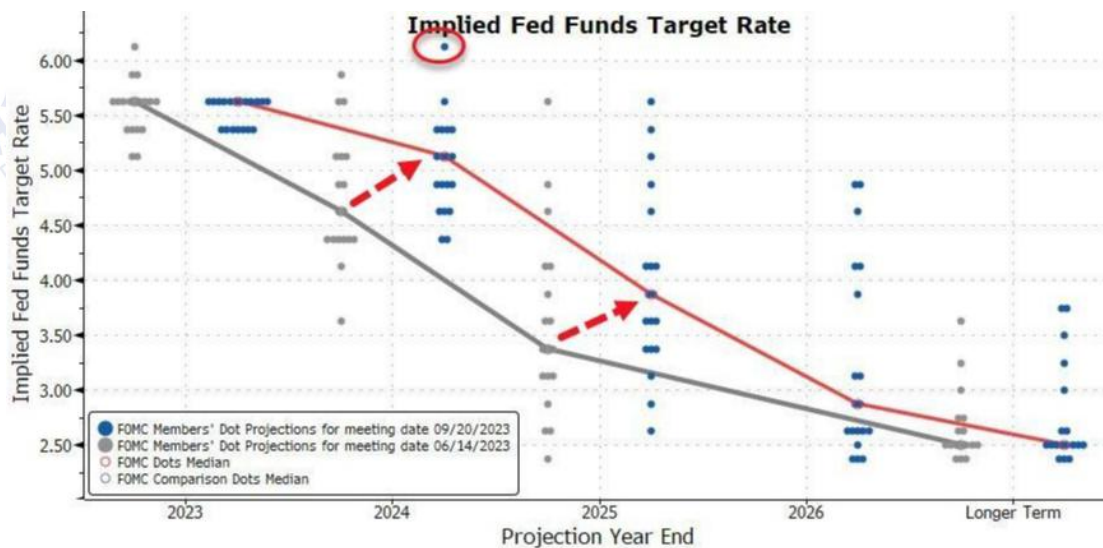
图 9 美国利率



数据来源：全球经济指标数据网

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6月公布的前次点阵图，本次联储决策者预计今年内的利率水平更高，多数都预计今年内还有一次加息，同时，大多数决策者都预计明年可能至少降息一次。

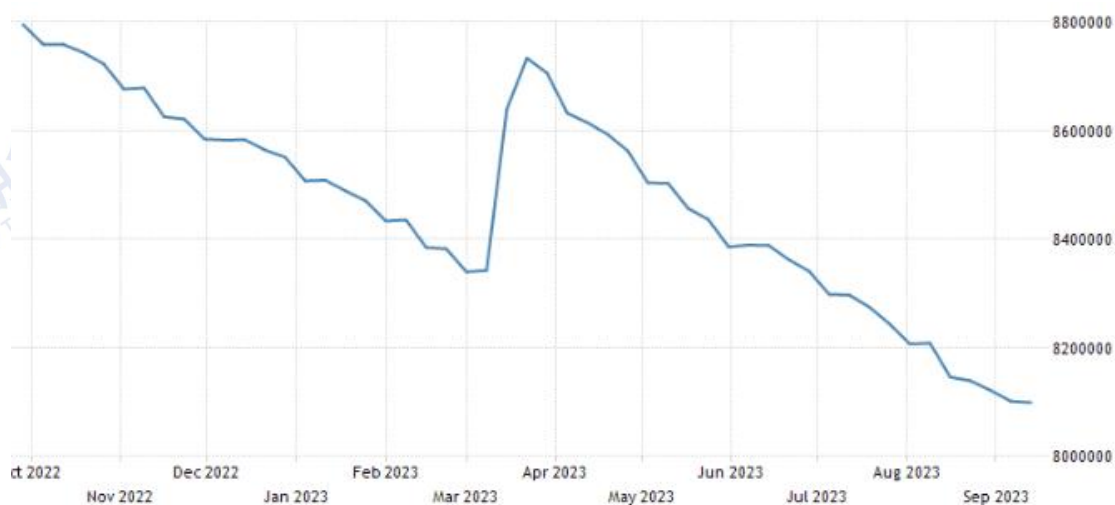
图 10 美联储未来利率水平点阵图



数据来源：华尔街见闻

点阵图显示，本次提供利率预测的19名联储官员中，有12人预计到今年底，政策利率将处于5.50%到5.75%之间，占总人数的63%，剩余七人均预计今年内利率在5.25%到5.50%。这意味着，12名联储官员、六成以上官员预计今年内还有一次加息。

图 11 美联储资产负债表



数据来源：全球经济指标数据网



本次声明对美国银行系统的评价和前三次会后的说辞完全相同。声明继续重申 3 月的说辞“美国银行体系健全且有韧性”，去年 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。和前九次会议一样，本次会议的声明未公布新的路线，继续重申，将按此前公布的计划，继续减持国债、机构债和机构 MBS。

### 3、美国政府关门停摆迫近，季节性用工需求大幅回落

在众议院共和党右翼的强硬反对下，美国国会达成预算协议的可能性越来越小，美国政府可能将从 10 月 1 日起正式关门。届时，除社保支出外的许多政府职能都会中止，包括美联储赖以进行利率决策的数据收集工作。同时，停摆对经济的冲击，也可能让美联储倾向于暂缓加息。

本次预算僵局源于共和党内部在税收和支出问题上的尖锐分歧，包括是否签署对乌克兰的大规模额外援助计划。共和党右翼极力要求削减这部分支出，且态度非常强硬，两党几乎没有妥协的空间，许多分析人士都认为，10 月 1 日美国政府关门的概率基本是 100%。

旷日持久的停摆可能会对整个美国经济产生连锁反应，在人们已经担心经济衰退即将来临的时候打击企业和消费者的信心。据高盛预计，停摆可能会持续 2-3 周，考虑对私营部门的影响，政府全面停摆每持续一周，季度年化增长率将下降约 0.2%。此外，媒体的测算还显示，如果出现极端状况，即停摆持续了整个季度，那么四季度 GDP 因政府停摆而下滑 2.8%。目前，媒体调查中值显示经济学家预计美国四季度 GDP 将增长 0.4%，如果极端的停摆发生，美国经济就会直接陷入衰退。值得注意的是，如果停摆持续的时间达到 1 个月，美国 10 月失业率可能会大幅上升，触发关键经济衰退信号。

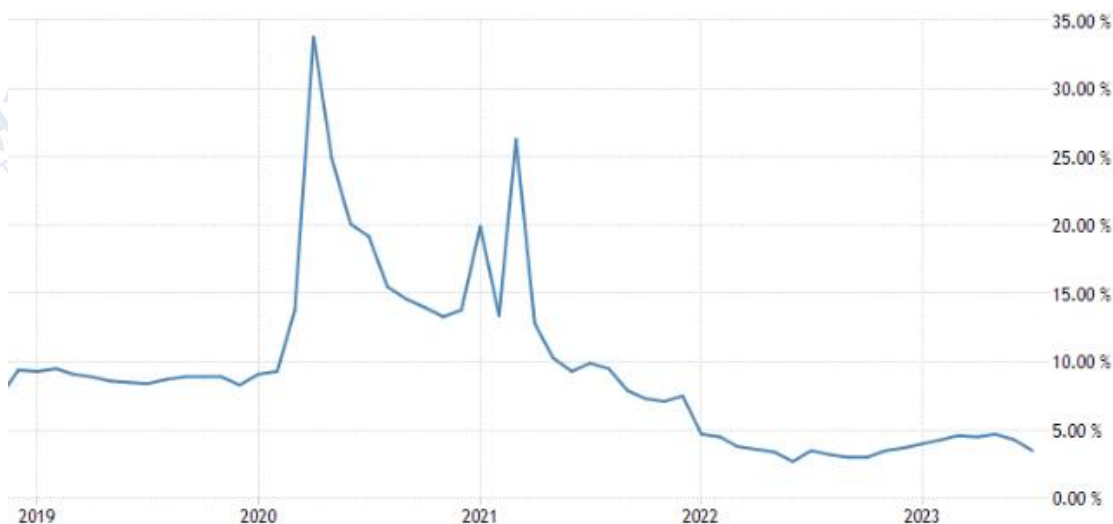
美国就业咨询公司“挑战者”公布的最新报告显示，美国零售业在今年假日购物季的季节性用工需求将收缩至 2008 年以来最低水平。该报告称，2023 年 11 月至 2024 年 1 月期间，美国实体店面和网络渠道的销售额预计将增长 3.5% 至 4.6%，总额在 1.54 万亿至 1.56 万亿美元之间，相比之下，2022 年整体销售额增长了 7.6%。零售销售约占美国全部消费支出的三分之一，通常被视为美国经济的风向标或重要引擎。

挑战者公司基于美国劳工统计局（BLS）非季节性调整数据的分析，预计本假日季零售商将增加 41 万个季节性工作岗位，这一数字仅略高于 2008 年全球金融危机时的 32.49 万，2022 年第四季度，美国零售商增加了 51.94 万个工作岗位，与 2021 年同期相比下降了 26%。

有美国零售业风向标之称的沃尔玛表示，今年下半年有理由对消费者持谨慎态度，原因是学生贷款偿付恢复、油价再次攀升，以及高利率带来压力，该公司称这些因素可能打压其利润率。

不仅如此，美国人在疫情期间积累的超额储蓄正在减少并即将耗尽。据旧金山联储预估，在 2021 年 8 月达到 2.1 万亿美元左右的峰值后，这些储蓄已降至约 5000 亿美元。数百万美国人将于 10 月 1 日恢复偿还学生贷款，预计这将进一步加重预算压力。

图 12 美国个人储蓄大幅回落



数据来源：全球经济指标数据网

图 13 美国信用卡消费快速增长（万亿）



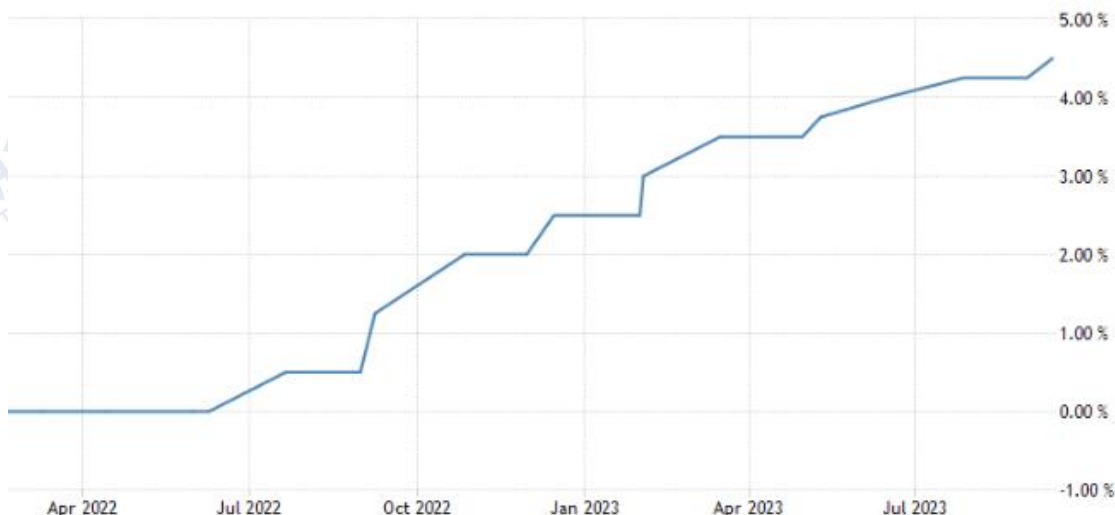
数据来源：全球经济指标数据网

#### 4、无惧经济衰退，欧洲央行继续加息

9月14日，欧洲央行公布最新利率决议，将主要再融资利率、存款便利利率、边际贷款利率均上调25个基点，超出市场预期。“最具悬念”的加息落地，无惧欧洲经济放缓的风险，欧央行继续加息25个基点，存款便利利率达2001年以来最高水平，货币市场预计欧洲央行进一步加息的可能性为30%。

此次加息后，存款便利利率达到4%，为二十二年来的最高水平，再融资利率达到4.50%，边际贷款率达到了4.75%。自去年7月结束长达八年的负利率时代以来，欧洲央行已连续10次加息，累计加息450个基点，为有史以来最快的紧缩步伐。

图 14 欧央行继续加息



数据来源：全球经济指标数据网

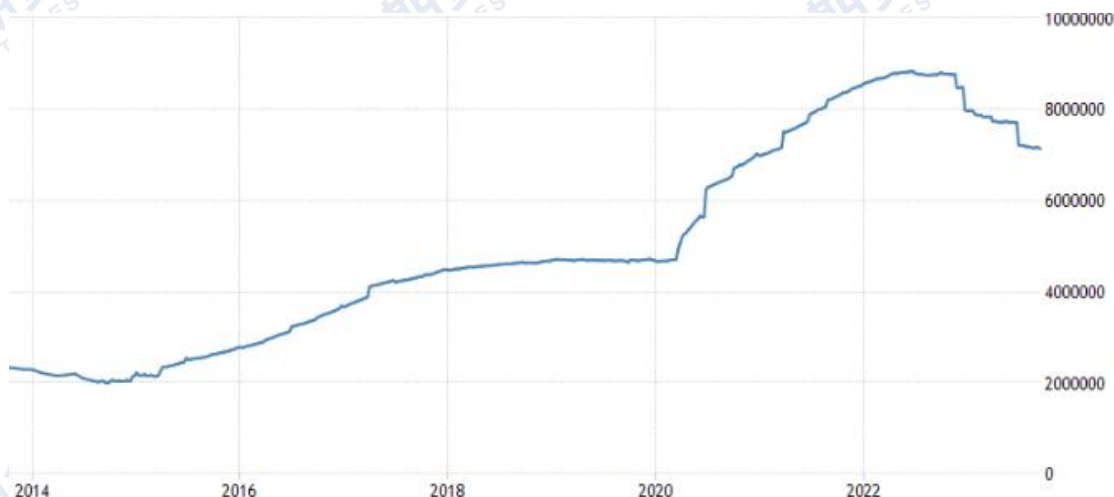
欧洲央行行长拉加德在新闻发布会上再次强调，通胀率在长时间内保持了过高的水平，确保通胀回归2%的目标，利率并非已达到峰值。拉加德指出，大多数潜在通胀指标开始下降，但能源和食品成本上涨或让通胀面临上行风险，到2025年，欧洲央行的总体通胀率预计不能回到2%目标。

经济疲软与通胀顽固让欧央行此次加息颇具争议，一方面欧元区通胀难降，8月份，由于能源价格反弹等因素，欧元区总体通胀率停滞在5.3%，欧元区的核心通胀略有下降，至5.3%，但这一水平仍接近3月份创下的历史新高。而另一方面，欧元区经济数据普遍疲软，欧元区8月HCOB综合采购经理人指数跌至46.7，为33个月低点，低于50的荣枯线，此外，欧元区第二季度GDP从0.3%下修至

0.1%。

此外，欧央行紧急抗疫购债计划（PEPP）的再投资计划将持续到 2024 年底，将继续在紧急抗疫购债计划上保持灵活性，资产购买计划投资组合以可预测的速度下滑。市场认为，欧央行的这一举措意味着对欧元区经济活动的进一步限制，或将是使欧洲经济雪上加霜。

图 15 欧央行资产负债表（百万）



数据来源：全球经济指标数据网

欧元区经济普遍疲软，欧洲央行下调 GDP 增速预期：预计 2023 年 GDP 增速为 0.7%，此前预计为 0.9%；预计 2024 年 GDP 增速为 1%，此前预计为 1.5%；预计 2025 年 GDP 增速为 1.5%，此前预计为 1.6%。

## 二、供需端及资金面

我国黄金协会数据显示，今年上半年全国黄金消费量 554.88 吨，同比增长 16.37%，其中黄金首饰消费量 368.26 吨，同比增长 14.82%。另外，今年以来全球央行强劲的购金热潮，自去年 11 月起，我国黄金储备已连续第十个月增长，截止 8 月末环比增加 93 万盎司。过去十个月，中国央行黄金储备累计增持规模达 698 万盎司，今年前 7 个月，中国央行累计增持黄金约 126 吨，是全球最大黄金买家。

2022年至今中国黄金储备变化

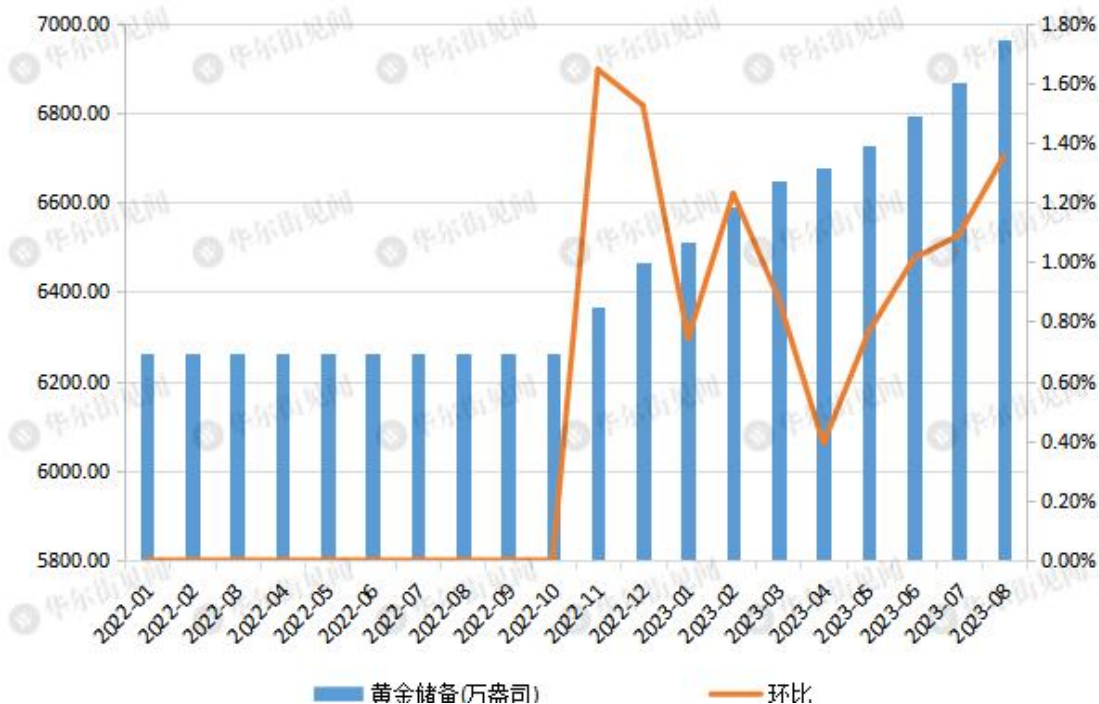


图 16 数据来源：华尔街见闻

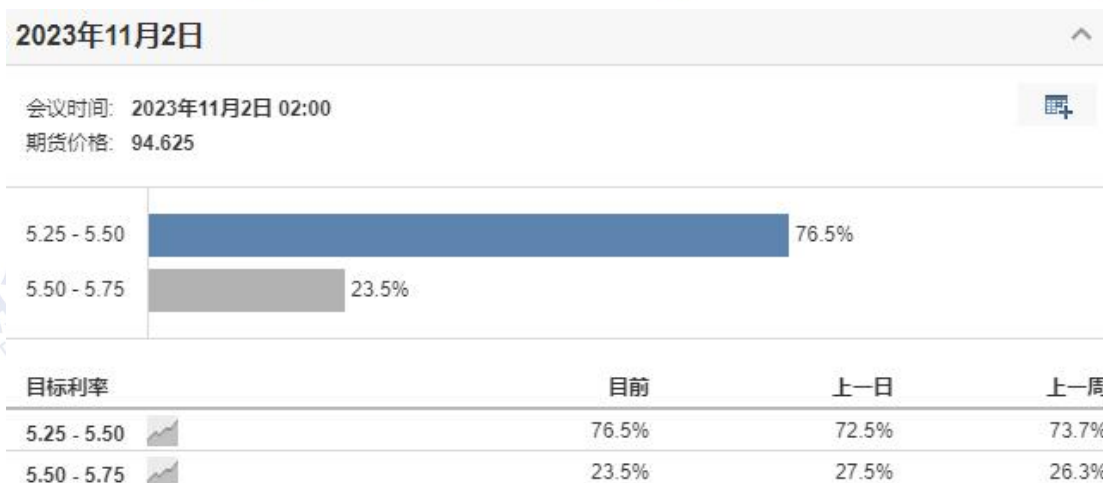
受国际形势变化的影响，根据世界黄金协会发布的《全球黄金需求趋势》报告，全球各国央行的购金需求在 2023 年上半年达到了 387 吨，创历史新高。对于全球官方增持黄金的原因，仲量联行中国区首席经济学家庞溟表示，黄金具有避险、抗通胀、长期保值增值等属性，在国际储备组合配置中增加黄金储备，有利于动态平衡国际储备的安全性、流动性和收益性。

### 三、美元指数震荡

美联储 9 月暂停加息，但议息会议释放偏鹰派信号，美联储官员就当前货币政策发表讲话，释放偏鹰派信号。具体来看，美联储理事鲍曼表示，可能需要继续加息，以实现 2% 通胀目标，需要重申，货币政策并没有处于预设模式。波士顿联储主席柯林斯表示，美联储未来加息的可能性肯定还存在。

鹰派讲话利好美元指数和美债收益率，然而美联储 9 月 PMI 数据表现差强人意，美债收益率震荡偏下行，美国通胀因原油价格上涨和低基数效应而延续反弹行情，美国经济虽有韧性但仍偏下行，市场认为美联储 11 月和 12 月再度加息可能性依然较小，市场预计美联储 11 月再度加息的预期只有 23%，12 月再度加息预期只有 34%。

图 17 市场预期 11 月加息概率



数据来源: 英为财经

图 18 美元指数震荡



数据来源: 和合期货 文化财经

#### 四、后市行情研判

美国劳工统计局公布数据显示, 尽管 8 月非农新增就业高于预期, 但修正后的 6 月和 7 月新增就业人数合计较修正前低 11 万人, 加之愈演愈烈的 UAW 大罢工, 美国就业数据不容乐观。8 月 CPI 同比涨幅从 7 月的 3.2% 反弹至 3.7%, 为连续第二个月同比增速反弹, 而美联储的措施如市场所料, 并未连续加息, 只是上调此后两年的利率预期, 释放了高利率将保持更久的信号, 部分官员表态预期更偏鹰派。与此同时, 美国政府关门停摆的时间愈发迫近, 而季节性用工需求的大幅回落, 进一步显现美国假日购物消费的颓势。欧美经济不乐观, 支撑黄金价格高位运行。

技术面看, 黄金 2 月初回落, 在 1800 附近得到支撑, 同时在 60 日均线附近

横盘整理，3月初受到欧美银行流动性危机黄金大幅上涨，随着避险情绪的好转，3月下旬黄金在高位震荡整理，4月初黄金再次向上突破平台位，但失败告终，COMEX金在2000下方震荡整理，内盘黄金一直在450附近震荡，7月中旬向上破位后震荡回落，回调到60日均线得到支撑，9月中旬内盘黄金再次突破新高，受到汇率影响，黄金走势内强外弱，整体看还是高位运行。

### 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。