



弘业期货股份有限公司  
HOLLY FUTURES CO., LTD.

---

研究报告—贵金属月报

金融研究院

---

贵金属月报：更加长久的高  
位利率，贵金属还需耐心等待

报告日期

2023年11月2日

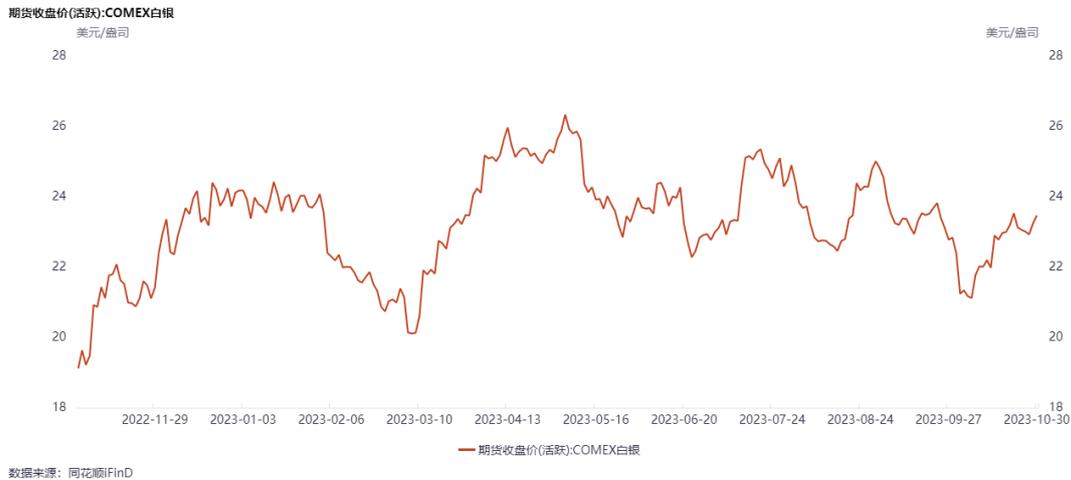
## 目录

一、 走势回顾 .....	1
二、 美联储暂不加息，但维持谨慎 .....	2
三、 美国经济数据依然表现良好 .....	3
四、 投机氛围好转 .....	7
五、 后市展望 .....	10

## 一、走势回顾

九月中下旬贵金属走出了一波幅度较大的回调，COMEX 黄金价格自 1950 美元附近下跌至 1823.5 美元的最低点，跌幅一度超过 6%，连续多日的阴线也让市场对于贵金属未来的走势产生了疑问，但十一假期期间，巴以问题的再度引爆市场，地缘政治问题带动贵金属快速反弹，金价现已回到了 2000 美元上方。沪金价格表现更为强势，在人民币保持较弱的情况下沪金价格创下历史新高。白银方面，银价强度不及黄金，但也维持震荡上涨的走势。八月末我们在报告《探底反弹，贵金属能否持续闪耀——美联储路径展望与贵金属价格》中已经提示，如果美联储加息预期再度反弹，贵金属可能出现回调，但我们依然坚信贵金属中长期的配置价值。





## 二、美联储暂不加息，但维持谨慎

北京时间 11 月 2 日凌晨 2:00，美联储宣布暂停加息，将联邦基金利率目标区间维持在 5.25% 至 5.5% 之间，为连续第二次暂不加息。此次会议没有点阵图和经济数据预测更新，且不加息也都在市场预期之内，总体来说符合市场预期。

对于未来的货币政策路径，美联储主席鲍威尔在发言中表示：

“美联储可能需要进一步加息，暂停后再次加息会很困难的观点是不正确的；美联储目前完全没有考虑降息，也没有讨论过降息。鲍威尔表示，美联储在这次加息周期中取得了很大进展，接近周期结束。中性利率的估计范围内，必须对中性利率的估计持保留态度。”我们认为美联储吸取了年初 SVB 银行风险暴露的经验，较为谨慎的表达观

点以求获得金融系统的稳定。对于合适降息的问题，美联储短期预计不会提及，防止市场过度提前交易。

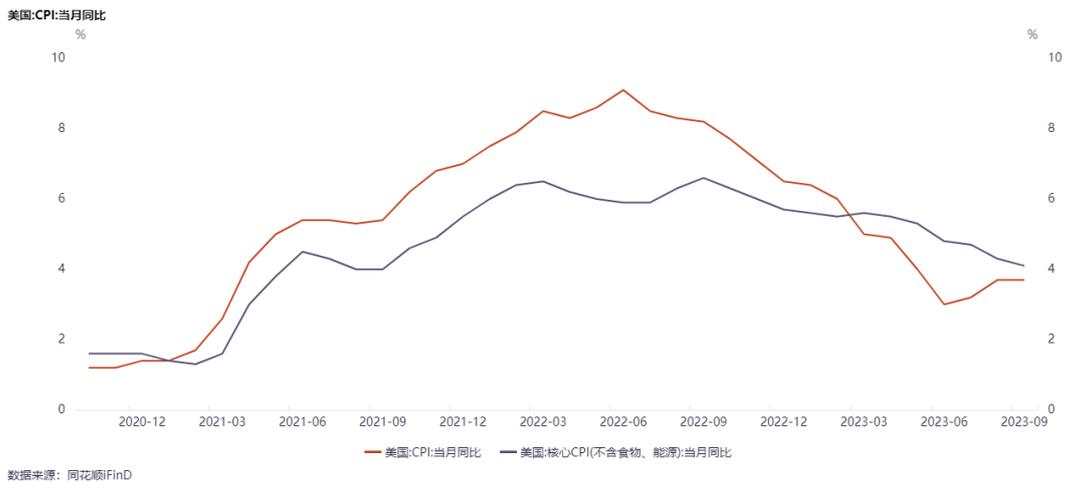
虽然此次会议亮点不多，但是我们从中可以观察到，美联储对于通胀的放缓速度依然不满意，会议声明中对于经济的评估有所提高，但美联储对于通胀目标完全没有松口。

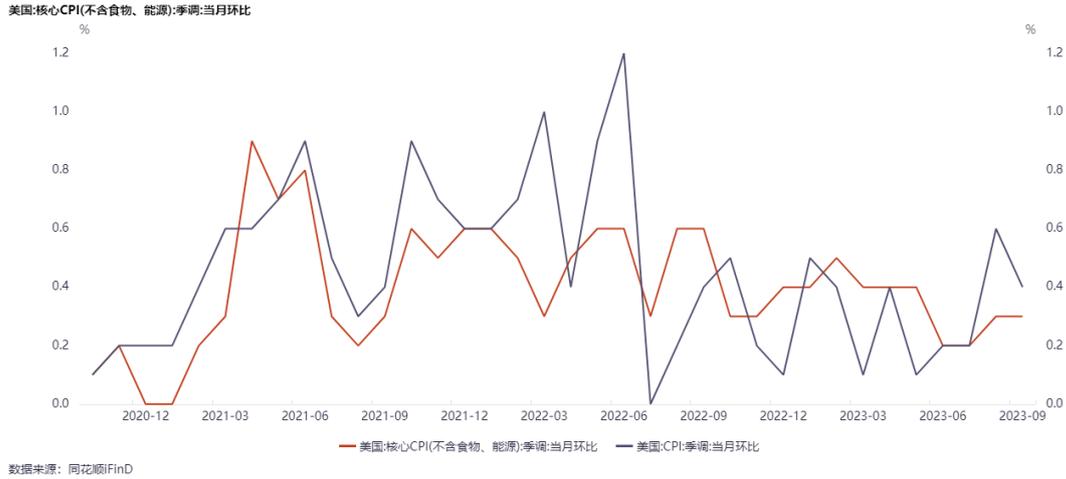
综合来看，美联储预计会更加持久的维持利率高位，如果市场上信贷和货币政策能够持续影响通胀，那么美联储或许未来不会再加息，但是如果现有的平衡被打破，例如市场过早交易降息导致美债大幅回落，或者通胀等经济数据再度大幅超预期，那么加息很可能会再度出现。现有时点降息依然遥远，对于美债来说还不太可能出现趋势性下行，对于看多贵金属的投资者来说我们建议保持耐心。

### 三、美国经济数据依然表现良好

美国 9 月未季调 CPI 同比上升 3.7%，预期 3.6%，前值 3.7%；季调后 CPI 环比升 0.4%，预期 0.3%，前值 0.6%。剔除波动较大的食品和能源价格后，美国 9 月核心 CPI 同比上升 4.1%，符合预期，前值 4.3%；环比升 0.3%，与预期及前值一致。虽然九月通胀强于预期，但我们认为其大方向依然在放缓的路径上。九月主要是受到了原油价格波动的影响。九月燃油（+8.5%）和汽油（+2.1%）环比均

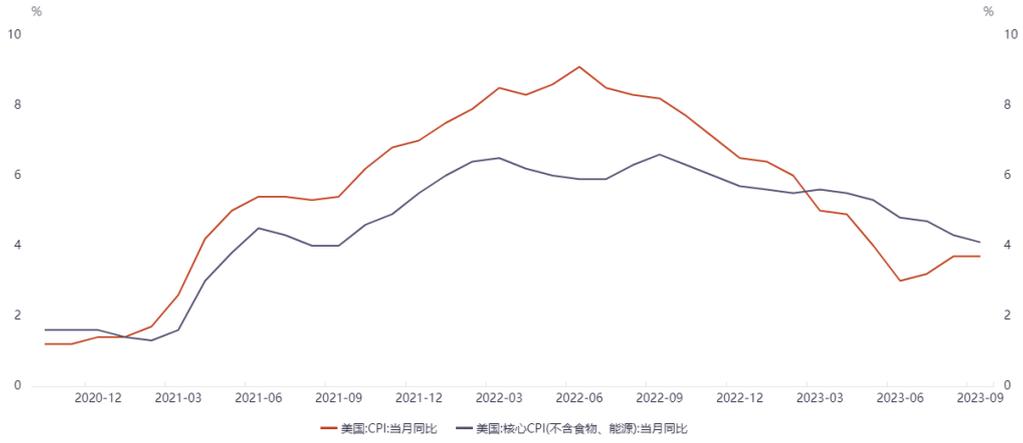
明显上升，带动能源商品价格环比上行，天然气服务（-1.9%）虽有所下跌，但电力价格（+1.3%）上涨仍带动能源服务价格环比上涨0.6%。汽油价格上涨是7月以来全球油价冲高的结果，进入10月后，由于中东地区地缘政治风险加剧，油价在短暂回落后再度上冲，这加大了汽油价格走势的不确定性。油价的上涨不仅直接影响通胀还会通过传导至商品及服务的价格影响核心通胀。





就业方面，美国 9 月非农新增就业飙升 33.6 万人，是预期 17 万人的两倍，较 8 月上修后的前值增超 10 万人，不仅完全打消了招聘速度放缓的预期，还创下今年 1 月以来最大月度增幅；前值由增 18.7 万人上修至增 22.7 万人。美国 9 月平均每小时工资环比升 0.2%，预期升 0.3%，前值升 0.2%；同比升 4.2%，预期升 4.3%，前值升 4.3%。强势的就业数据推动了当时市场对于加息的预期，市场对于 24 年 1 月加息的预期在月初一度达到了超过 40%，但现已回落至 30%附近。

美国:CPI:当月同比



数据来源: 同花顺FinD

美国:CPI:季调:当月环比



数据来源: 同花顺FinD

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/11/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	98.3%	0.0%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	74.3%	24.4%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	65.3%	30.6%	3.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	12.0%	59.4%	25.9%	2.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.2%	31.9%	45.3%	16.1%	1.5%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	19.1%	38.9%	30.1%	8.5%	0.7%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	12.4%	30.8%	33.7%	17.3%	3.9%	0.3%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.9%	7.8%	22.9%	32.4%	24.4%	9.7%	1.8%	0.1%
2024/11/7	0.0%	0.4%	4.1%	14.7%	27.3%	28.7%	17.6%	6.1%	1.0%	0.1%
2024/12/18	0.3%	2.7%	10.7%	22.5%	28.2%	21.8%	10.5%	3.0%	0.4%	0.0%

数据来源：CME

#### 四、投机氛围好转

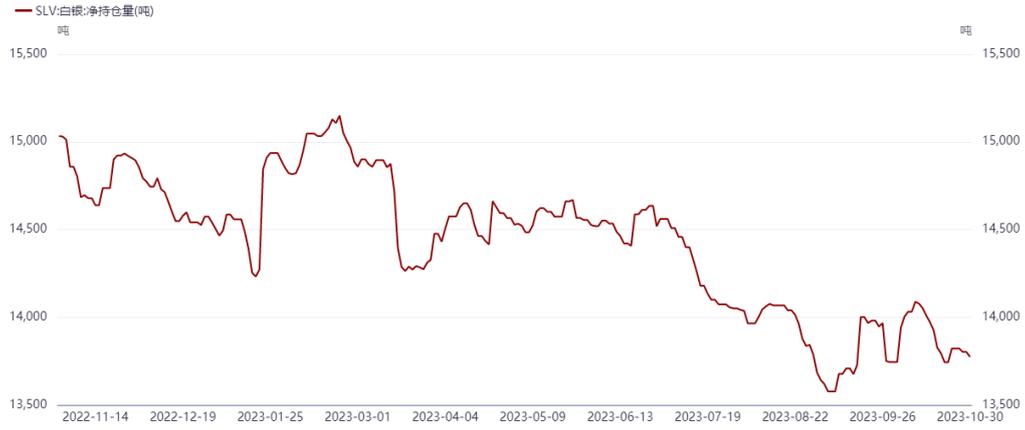
截至 10 月 30 日，SPDR 黄金 ETF 持有量月度减少 14.15 吨，至 859.49 吨，相比上月末减少 1.62%。白银方面，全球最大的白银 ETF—SLV 白银 ETF 本月持有量增加 29.57 吨，月末持仓量为 13,773.68 吨，相比 9 月末增加 0.22%。整体来看，ETF 市场的投机需求依然不强。

期货方面，CFTC 报告显示，截止 10 月 24 日 CFTC 黄金非商业多头相比上月末增加 6.75% 至 251,469 手，空头减少 14.75% 至 102,084 手，净多持仓增加至 149,385 手。白银 CFTC 非商业的净多持仓增加 21.02%，持仓数为 24,332 手。从多空持仓来看，多头增加

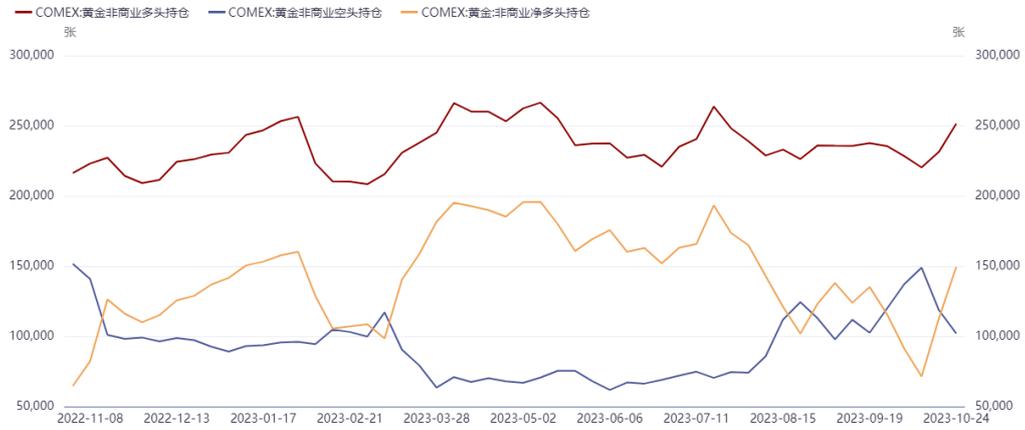
0.62%至 51,860 手，空头持仓减少 12.43%至 27,528 手。综合来看，  
期货投机情绪稍有好转。



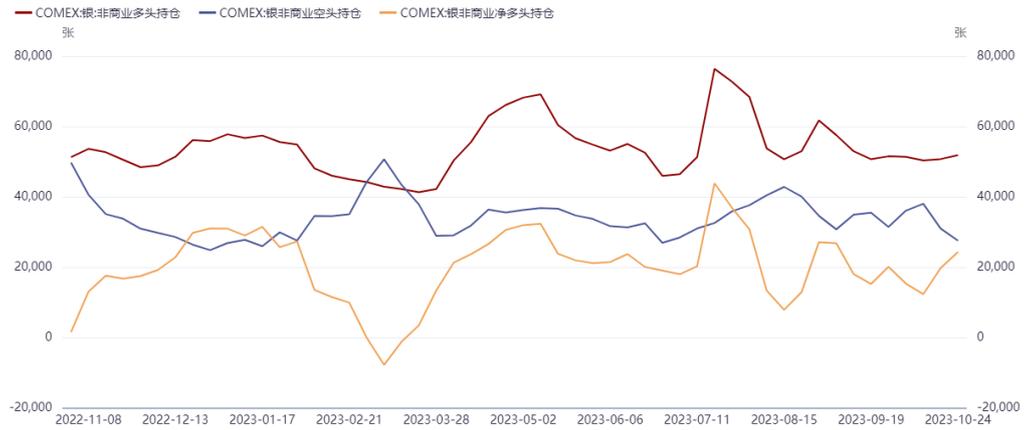
SLV:白银:持仓量(吨)



COMEX黄金非商业持仓



COMEX白银非商业持仓



## 五、后市展望

对于美债收益率来说长端国债对经济韧性和财政发债供给增多使投资者需要更多风险补偿，同时降息路径延后的重新定价也加大了市场的波动。短期来看美债的快速上行后出现小幅回调，但是走出大幅回调的可能性不大。月初再度爆发的巴以问题推动了贵金属尤其是黄金价格的走强，外盘金银比维持在 85 上方，但是随着市场对于地缘政治问题的计价，关注的重点依然还是美国经济、货币政策和美债收益率的逻辑，贵金属短期持续走强的机会并不大。

## 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我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变更。

我们已力求报告内容的客观和公正，但文中的观点和建议仅供参考，客户应审慎考量本身需求。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告版权归弘业期货所有，未经书面许可，任何机构和个人不得翻版、复制和发布；如引用、刊发需注明出处为弘业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。