

二零二三年二月十四日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 2022 年，全球主要央行的一系列加息行动有效缓解了价格压力，加息立场亦开始弱化。不过，加息对市场的副作用也开始显现，高昂的资本成本导致购买力下降及失业率上升。
- 经济环境正变得复杂多变，衰退风险上升，在避险情绪升温的刺激下，投资者更青睐于将黄金作为“避风港”和抵押品，黄金开始在投资者的资产组合中发挥更加重要的作用。
- 展望未来，随着美联储接近加息尾声、地缘政治紧张局面持续、美元下挫、股市及债市继续波动，以及全球经济前景黯淡，黄金预计将在 2023 年保持稳步上升的势头。在综合考虑各项正面因素和平衡相关风险后，我们预计，2023 年的金价将上升至每盎司 1900-2000 美元/这一区间。

美联储弱化鹰派立场，利好 2023 年金价走势

全球金融市场正经历一番动荡行情，流动性持续收紧以对抗通胀上行、全球经济衰退风险激增以及俄乌军事冲突仍未平息等主导因素，正加剧市场的波动性风险。而经济前景不确定性上升连同地缘政治紧张情绪升温将继续威胁金融市场的表现。2022 年，全球主要央行的一系列加息行动有效缓解了价格压力，加息立场亦开始弱化。不过，加息对市场的副作用也开始显现，高昂的资本成本导致购买力下降及失业率上升。经济环境正变得复杂多变，衰退风险上升，在避险情绪升温的刺激下，投资者更青睐于将黄金作为“避风港”和抵押品，黄金开始在投资者的资产组合中发挥更加重要的作用。踏入 2023 年，由于美国利率及债券收益率有望见顶，利好金价的行情走势，黄金作为非收益资产的吸引力也将得以提升。展望未来，随着美联储接近加息尾声、地缘政治紧张局面持续、美元下挫、股市及债市继续波动，以及全球经济前景黯淡，黄金预计将在 2023 年保持稳步上升的势头。在综合考虑各项正面因素和平衡相关风险后，我们预计，2023 年的金价将上升至每盎司 1900-2000 美元/这一区间。

通胀回落，美联储放慢加息步伐，金价上行动力增强。美国联邦储备局自 2022 年 12 月以来开始放慢加息步伐，转向采取较为温和的货币紧缩政策。美联储 2022 年以来的一系列加息行动令美国经济进入调整期，高昂的借贷成本在使价格压力降温的同时，也拖慢了经济活动的增长速度，经济衰退风险上升。经济下行压力激增导致流动性正从金融市场流出，投资者的风险偏好受到抑制，进一步削弱美国经济增长前景。由于美联储的货币紧缩周期正接近尾声，预期利率回落将增加黄金的吸引力。除此之外，美联储将结束加息和美国经济形势恶化导致债券收益率收窄，美元进入周期性贬值期，对大多数其他货币走弱。受到利率见顶和公司债券收益率下行的支持，黄金将逐渐成为美元的替代性储备资产。我们看到，市场对作为“避风港”的黄金的需求迅速增加，金价预计将在 2023 年持续反弹。

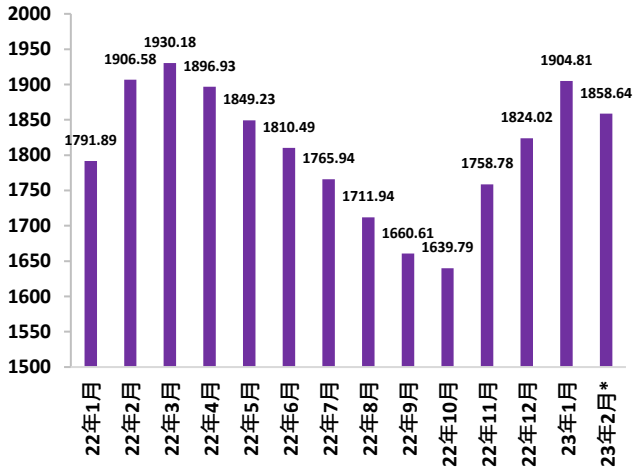
各地央行推动资产多元化，掀起“淘金热”。考虑到美国债务水平上升，以及与其他国家的经济纠纷和地缘政治风险可能衍生出的一系列负面影响，全球“去美元化”趋势正在加速。当前的全球化危机亦促使非七国集团国家开始增加黄金储量，以更好地保护资产储备。近几年来，全球诸多央行，特别是中国、土耳其和印度央行，一直在以创纪录的速度购买黄金，近期的黄金购买速度正不断加快。总的来说，这些央行认为增加黄金储量可以在政经环境动荡时期发挥保值作用，增强资产的稳定性。此外，黄金不依赖于任何发行人或政府机构，与货币和债券的属性不同。对于央行而言，增

林樵基
研究部主管
banny.lam@cebi.com.hk
(852)2916-9630

加黄金储备能够促进除美国国债和美元之外的资产多元化。我们认为，尽管美联储正竭力缩小资产负债表，但近年来美联储资产负债规模已经危及美元作为储备资产的地位。因此，增加黄金储备是各国分散外汇持有量的一种方式，有助于减少对美元的依赖，并对冲货币和金融风险。

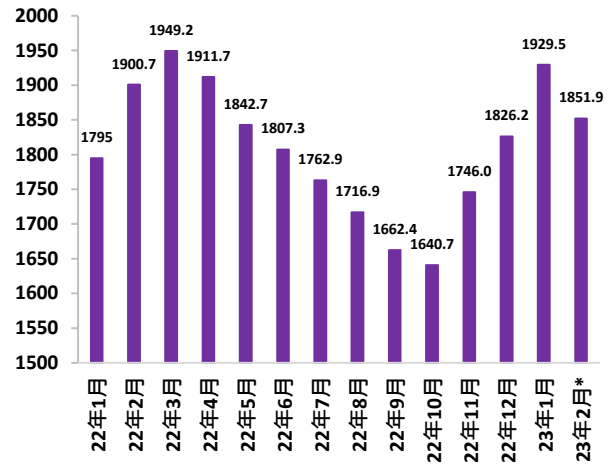
中国迅速重新开放带动珠宝需求增加，黄金市场前景乐观。 中国对黄金首饰的需求主要受到文化信仰及中产阶级财富日益增加等因素驱动。由于具备世代保值的性质，黄金普遍被认作是储存财富的工具。目前来看，得益于国民财富水平逐渐上涨，以及传统社会认为购买黄金是良好的理财方式，同时视黄金为带来好运的象征，中国已成为全球最大的黄金市场。总的来说，中国不断优化新冠防疫措施，积压的需求得以释放，在经济复苏和消费者信心回升的带动下，黄金首饰的消费需求也将反弹。展望未来，随着经济环境逐步改善，居民家庭可支配收入不断增加，黄金首饰的购买和投资需求也有望复苏，商业银行亦将继续推动实物黄金的销售，进而刺激贵金属业务需求释放。

图.1: 现货黄金 (每盎司美元)



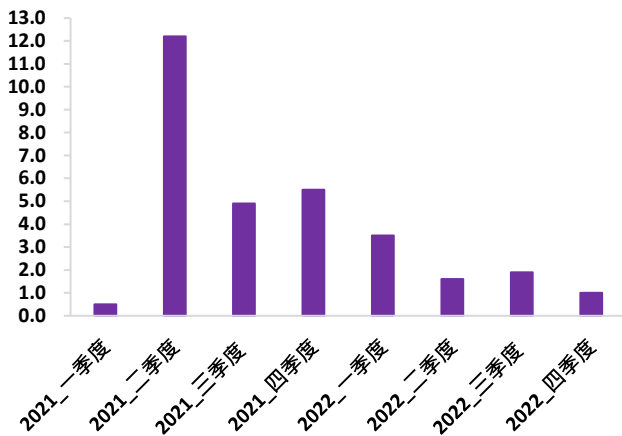
来源: 彭博 *2月13日

图.2: 期货黄金 (每盎司美元)



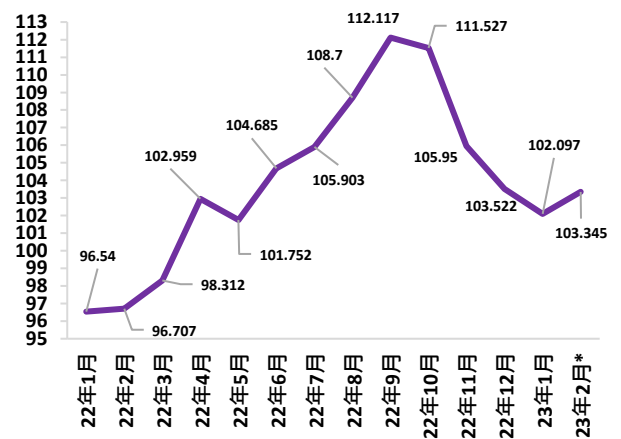
来源: 彭博 *2月13日

图.3: 美国 GDP 增速(季度同比增长%)



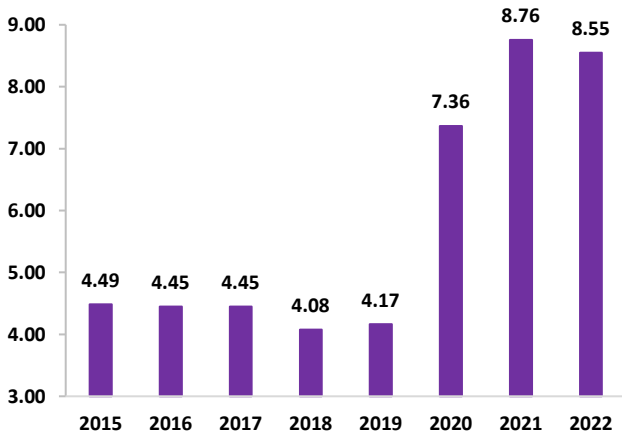
来源: 彭博

图.4: 美元指数



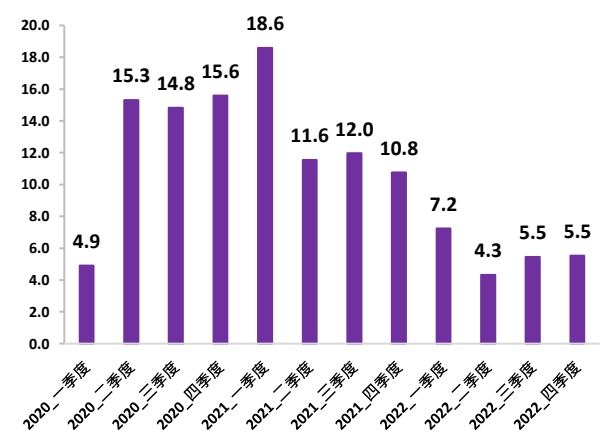
来源: 彭博 *2月13日

图.5: 美联储的资产负债表 (美元万亿)



来源: 彭博

图.6: 美国财政赤字 (占 GDP 的百分比)



来源: 彭博

中国经济数据

	2019	2020	2021	1Q2022	2Q2022	3Q2022	4Q2022	2022
实际国民生产总值 (同比%)	6.0	2.2	8.4	4.8	0.4	3.9	2.9	3.0
制造业 PMI (%)	50.2	51.9	50.3	49.9	49.1	49.5	48.1	47.0
非制造业 PMI (%)	53.5	55.7	52.7	50.4	48.1	52.3	45.7	41.6
出口(人民币/同比%)	5.0	4.0	21.0	13.2	12.7	15.3	2.2	10.5
进口(人民币/同比%)	1.7	(0.2)	21.5	8.5	1.4	5.3	2.4	4.3
贸易余额 (人民币/十亿)	2912.0	3634.2	4330.0	980.4	1459.2	1799.7	1623.8	5863.1
出口增长 (美元/同比%)	0.5	3.6	29.6	15.5	12.4	10.2	(6.6)	7.0
进口增长 (美元/同比%)	(2.7)	(0.6)	30.0	10.6	1.2	0.6	(6.5)	1.1
贸易余额 (美元/十亿)	421.1	524.0	670.4	154.0	225.0	266.5	232.0	877.6
消费物价指数 (同比%)	2.9	2.5	0.9	1.1	2.2	2.7	1.8	2.0
生产者物价指数 (同比%)	(0.3)	(1.8)	8.1	8.7	6.8	2.5	(1.1)	4.1
固定资产投资(年初至今/同比%)	5.4	2.9	4.9	9.2	4.2	5.7	2.7	5.1
房地产投资 (年初至今/同比%)	9.9	7.0	4.4	0.7	(9.0)	(20.7)	(7.1)	(10.0)
工业增加值 (同比%)	5.7	2.8	9.6	6.5	0.6	4.8	2.8	3.6
零售额 (同比%)	8.0	(3.9)	12.5	3.3	(4.6)	3.5	(2.7)	(0.2)
新增贷款 (人民币/十亿)	16815.7	19632.9	19945.1	8338.9	5340.1	4407.0	3227.1	21313.2
广义货币供应量 (同比%)	8.7	10.1	9.0	9.7	11.4	12.1	11.8	11.8
总社会融资 (人民币/十亿)	25673.5	34791.8	31351.0	12049.4	8966.8	6790.8	4202.9	32009.9

	1/22	2/22	3/22	4/22	5/22	6/22	7/22	8/22	9/22	10/22	11/22	12/22	1/23
实际国民生产总值 (同比%)	-	-	4.8	-	-	0.4	-	-	3.9	-	-	2.9	-
制造业 PMI (%)	50.1	50.2	49.5	47.4	49.6	50.2	49.0	49.4	50.1	49.2	48.0	47.0	50.1
非制造业 PMI (%)	51.1	51.6	48.4	41.9	47.8	54.7	53.8	52.6	50.6	48.7	46.7	41.6	54.4
出口(人民币/同比%)	20.8	3.9	12.6	1.6	14.8	21.2	24.1	12.1	10.5	6.9	0.6	(0.5)	-
进口(人民币/同比%)	18.0	9.6	(0.9)	(1.8)	2.2	3.8	6.7	4.2	5.0	6.8	(1.1)	2.2	-
贸易余额 (人民币/十亿)	523.4	174.6	282.3	314.3	499.9	645.0	689.1	541.8	568.8	584.9	488.7	550.1	-
出口增长 (美元/同比%)	24.0	6.0	14.3	3.5	16.4	17.1	18.1	7.4	5.6	(0.3)	(9.0)	(9.9)	-
进口增长 (美元/同比%)	21.0	11.7	0.7	0.1	3.5	0.0	1.6	0.0	0.2	(0.7)	(10.6)	(7.5)	-
贸易余额 (美元/十亿)	82.1	27.5	44.5	49.4	78.3	97.3	102.2	80.3	84.1	85.0	69.1	78.0	-
消费物价指数 (同比%)	0.9	0.9	1.5	2.1	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1	1.6	1.8	2.1
生产者物价指数 (同比%)	9.1	8.8	8.3	8.0	6.4	6.1	4.2	2.3	0.9	(1.3)	(1.3)	(0.7)	(0.8)
固定资产投资 (年初至今/同比%)	-	12.2	9.3	6.8	6.2	6.1	5.7	5.8	5.9	5.8	5.3	5.1	-
房地产投资 (年初至今/同比%)	-	3.7	0.7	(2.7)	(4.0)	(5.4)	(6.4)	(7.4)	(8.0)	(8.8)	(9.8)	(10.0)	-
工业增加值 (同比%)	-	7.5	5.0	(2.9)	0.7	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0	2.2	1.3	-
零售额 (同比%)	-	6.7	(3.5)	(11.1)	(6.7)	3.1	2.7	5.4	2.5	(0.5)	(5.9)	(1.8)	-
新增贷款 (人民币/十亿)	3980.0	1233.6	3125.4	645.4	1888.4	2806.3	679.0	1254.2	2473.8	615.2	1213.4	1398.3	4900.0
广义货币供应量 (同比%)	9.8	9.2	9.7	10.5	11.1	11.4	12.0	12.2	12.1	11.8	12.4	11.8	12.6
总社会融资 (人民币/十亿)	6175.9	1217.0	4656.5	932.7	2841.5	5192.6	778.5	2471.2	3541.1	913.4	1983.7	1305.8	5980.0
全国城镇调查失业率(%)	5.3	5.5	5.8	6.1	5.9	5.5	5.4	5.3	5.5	5.5	5.7	5.5	-
31个大城市 城镇调查失业率 (%)	5.1	-	6.0	6.7	6.9	5.8	5.6	5.4	5.8	6.0	6.7	6.1	-

世界经济/金融指标

全球股指			
指数	收市价格	市盈率	一周变动 (%)
美国			
道琼斯工业平均指数	34,245.93	20.21	1.05
标准普尔 500 指数	4,137.29	19.60	0.64
纳斯达克综合指数	11,891.79	31.69	0.04
欧洲			
富时 100 指数	7,947.60	13.52	1.42
德国 DAX 30 指数	15,397.34	12.57	0.34
法国 CAC 40 指数	7,208.59	11.74	1.00
斯托克 600 价格指数	462.03	13.40	1.07
亚洲			
香港恒生指数	21,164.42	12.46	(0.27)
恒生中国企业指数	7,144.45	10.68	(0.62)
上海深圳沪深 300 指数	4,143.57	14.71	1.39
上海证券交易所综合指数	3,284.16	14.31	1.40
深证综合指数	2,190.54	39.31	2.11
日经 225 指数	27,427.32	22.61	(0.96)
韩国 KOSPI 指数	2,452.70	11.62	0.60
台湾证交所加权股价指数	15,544.28	11.43	0.98
标普/澳证 200 指数	7,417.75	15.00	(1.61)
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2,810.04	17.80	0.59
MSCI ACWI 指数	652.26	17.01	0.51
MSCI 新兴市场指数	1,013.53	12.52	(0.09)
MSCI 美国指数	3,931.16	19.86	0.56
MSCI 英国指数	2,285.65	10.87	1.83
MSCI 法国指数	204.59	13.07	0.81
MSCI 德国指数	154.21	12.33	(0.59)
MSCI 中国指数	70.58	15.88	0.30
MSCI 香港指数	13,668.00	16.99	(0.89)
MSCI 日本指数	1,208.56	15.63	(0.19)

*所有市场根据 2023/02/13 收市价。

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	4.75	0.00
美国最佳利率	7.75	0.00
联储贴现率	4.75	0.00
欧洲央行最低再融资利率 1 周	3.00	0.00
日本央行政策利率	(0.10)	0.00
美国综合国债 1 个月收益率	4.5734	0.0306
美国综合国债 1 年收益率	4.8839	0.0401
美国综合国债 5 年收益率	3.9104	0.0821
美国综合国债 10 年收益率	3.7016	0.0617
美国综合国债 30 年收益率	3.7728	0.0992
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	4.5780	0.0061
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	4.8694	0.0353
日本综合国债 1 年收益率	(0.104)	(0.027)
日本综合国债 10 年收益率	0.511	0.006
德国综合国债 1 年收益率	2.977	0.316
德国综合国债 10 年收益率	2.368	0.072
中国贷款市场报价利率(1 年期)	3.65	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	2.170	0.040
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.678	(0.008)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.897	(0.010)
上海银行同业拆放利率- 隔夜	1.412	(0.370)
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.199	0.025
香港基本利率(贴现率)	5.00	0.00
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.8000	(0.4118)
香港银行同业拆放利率- 一个月	2.2136	(0.2572)
离岸人民币拆放利率-隔夜	2.4446	0.6068
离岸人民币拆放利率-1 个月	2.4514	0.1286
公司债(穆迪)		
Aaa	4.60	0.25
Baa	5.59	0.23

全球商品			
	价格	一周变动 (%)	
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	80.14	8.14
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	86.61	6.94
天然气期货	美元/百万英	2.41	(2.12)
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	2,378.75	(4.77)
铜期货	美元/磅	405.75	0.56
LME 钢筋期货	美元/吨	709.50	0.78
LME 铅现货(\$)	美元/吨	2,087.50	(0.01)
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,858.64	(0.73)
黄金期货	美元/盎司	1,863.50	(0.85)
现货银	美元/盎司	21.91	(2.35)
现货铂	美元/盎司	945.19	(3.47)
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	682.25	0.66
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	800.75	5.09
11 号糖(全球)	美元/磅	19.68	0.92
大豆期货	美元/蒲式耳	1,536.00	1.42

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	103.35	(0.27)
欧元/美元	1.0680	(0.80)
英镑/美元	1.2041	0.12
澳大利亚元/美元	0.6926	0.48
美元/加拿大元	1.3362	(0.58)
美元/日元	132.56	0.25
美元/瑞士法郎	0.9231	(0.36)
人民币中间价指数	6.8151	0.61
美元/人民币	6.8183	0.32
美元/人民币-交割远期	6.6769	0.34
美元/中国境外即期汇率	6.8332	0.50
美元/港币	7.8500	0.02
人民币/港币	1.1513	(0.27)
中国境外即期汇率/港币	1.1487	(0.48)
美元/韩元	1,277.50	1.94
美元/新台币	30.24	0.85
美元/新加坡元	1.3325	0.54
美元/印度卢比	82.73	(0.01)

权益披露

分析员保证

分析员，林樵基(香港证监会中央编号:AGH217)作为本研究报告全部撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。光银国际资本有限公司不负责文中信息的更新。光银国际资本有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与光银国际资本有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。光银国际资本有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2023 年光银国际资本有限公司

该材料的任何部分未经光银国际资本有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发；

办公地址：香港，干诺道中1号，友邦金融中心22楼，光银国际资本有限公司

电话：(852) 2916 9600