

贵金属：市场降息预期小幅修正，贵金属大幅冲高后回落

张晨

期货从业资格号：F0284349

投资咨询从业证书号：Z0010567

辅助研究员：张怡婷

期货从业资格号：F03088168

审核人：寇宁

期货从业资格号：F0262038

投资咨询从业证书号：Z0002132

2023年4月16日



期货投资咨询业务资格：证监许可【2012】38号

市场降息预期小幅修正，贵金属冲高后大幅回落

- 1. 走势回顾：**当周金银冲高回落，纽期银一度重返牛熊分界线26.10美元上方，伦敦金银比价连续5周走弱。经济数据影响一波三折，持有成本两端再度分化，价格持续上涨1个月后分歧初现。
- 2. 宏观面：**当周，尽管美3月CPI年率大幅回落至5%一线，使得实际政策利率接近转正，但核心通胀数据粘性犹存，加之公布的纽约联储以及密歇根大学短期通胀预期数据大幅走高，叠加美联储官员鹰派言论再现，市场乐观预期出现回撤，具体表现在降息预期由75基点收窄至50基点，实际利率及美元同时探底回升，市场预期校准行情或已开启。
- 3. 资金面：**本周，金银投机资金和配置资金出现分化，黄金投机资金和配置资金同时出现减持，白银尽管二者同时增仓，但幅度有限。
- 4. 行情展望：**此前，金融市场全面转向宽松的乐观预期促使欧美银行业风险事件缓和后贵金属持续反弹，即便当周出现了修正，但降息2次的预期仍与联储不降息的表态存在不小差距。我们认为，基于上周公布的3月FOMC会议纪要披露的经济年底或现浅衰退的预测，四季度联储降息1次可能依然不小。因而，当前市场虽存修正空间，但幅度预计也有限。技术上，随着高位新高反跌，金银短期回调或已开启，关注企稳情况，逢低吸纳为主。

提示：鉴于贵金属走势与外汇市场、海外市场高度相关，具体策略可能会发生调整，请投资者及时关注“一德早知道”。

目录

CONTENTS

- 01 市场回顾
- 02 海外热点跟踪
- 03 利率和汇率
- 04 资金情绪
- 05 溢价和比价
- 06 技术分析
- 07 下周重要财经事件



01

市场回顾

全球主要资产走势回顾

表1.1: 全球主要资产走势回顾

	单位	最新	上一周	变化	环比		单位	最新	上一周	变化	环比
伦敦金	美元/盎司	2019.4	2001.9	17.5	0.87%	伦敦银	美元/盎司	26.03	24.94	1.09	4.37%
黄金现货溢价	元/克	0.40	0.78	-0.38	-48.52%	白银现货溢价	元/千克	52	43	9	21.64%
COMEX黄金非商业多头持仓	张	260165	266164	-5999	-2.25%	COMEX白银非商业多头持仓	张	55583	50327	5256	10.44%
COMEX黄金非商业空头持仓	张	67420	70948	-3528	-4.97%	COMEX白银非商业空头持仓	张	31865	29044	2821	9.71%
SPDR 黄金ETF持有量	吨	927.72	930.91	-3.19	-0.34%	SLV 白银ETF持有量	吨	14611.80	14574.65	37.15	0.625%
美元指数		101.57	102.11	-0.54	-0.52%	美日汇率		133.76	132.16	1.60	1.21%
美国实际利率	%	1.22	1.14	0.08	7.02%	标准普尔500指数		4137.64	4105.02	32.62	0.79%
美10年期国债收益率	%	3.52	3.39	0.13	3.83%	TED利差	%	0.12	0.29	-0.17	-57.72%
RJ/CRB商品价格指数		275.59	271.99	3.60	1.32%	金银比		77.59	80.28	-4.49	-5.47%
VIX波动率指数	%	17.07	18.4	-1.33	-7.23%	金油比		24.40	25.15	-0.71	-2.82%
道琼斯工业		33886.47	33485.29	401.18	1.20%	钯金期货	美元/盎司	1504.00	1465.00	39.00	2.66%

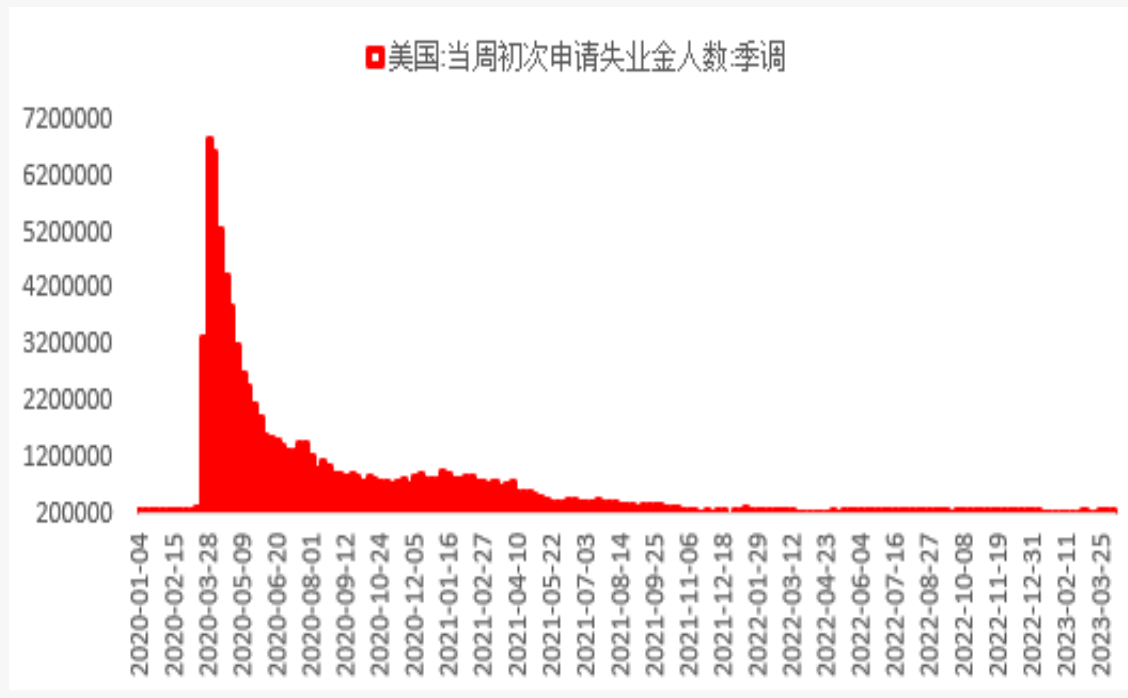
资料来源: Wind、一德宏观战略部

02

海外热点跟踪

美国经济数据

图2.1：美国上周初请失业金人数增添就业市场降温信号

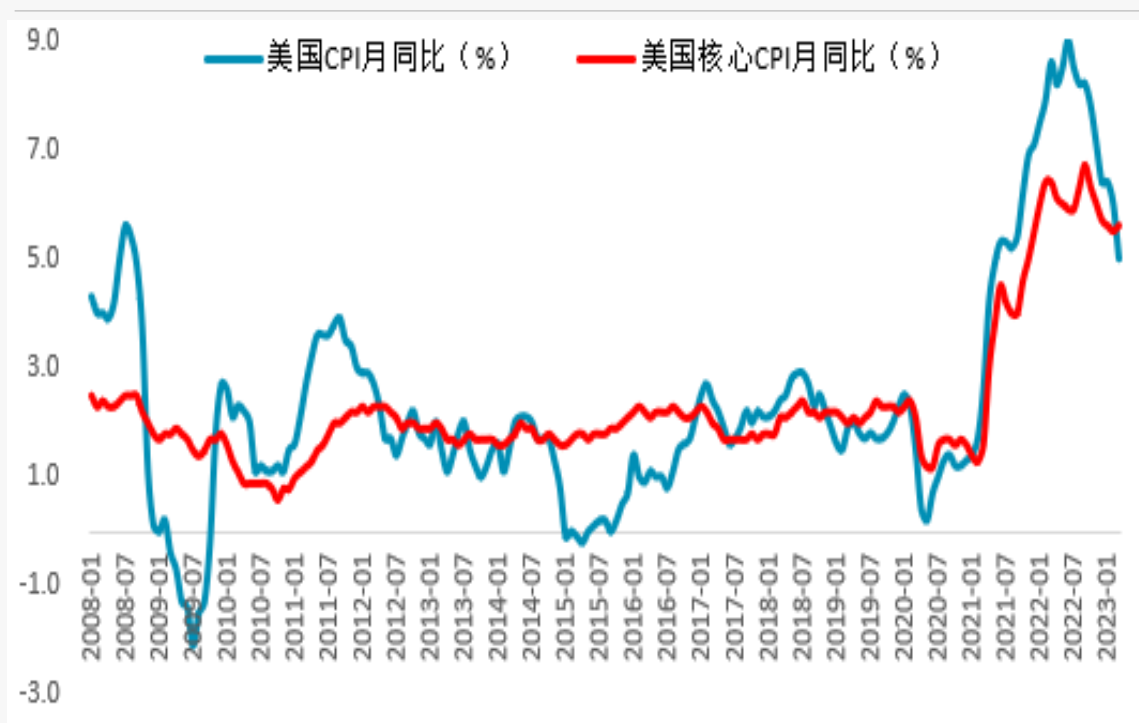


美国截至4月8日当周初请失业金人数升至23.9万，高于预期和前值。美联储持续加息后，就业市场降温预期进一步强化。

资料来源：Wind、一德宏观战略部

美国经济数据

图2.2: 美国3月CPI及核心CPI年率



资料来源: Wind、一德宏观战略部

美国3月CPI年率5%，较前值大幅下滑并低于预期；核心CPI年率5.6%，高于前值及预期，显示粘性犹存。结构上看，核心服务中的房租开启去通胀，而交通服务表现偏强，抵消房屋通缩效应；此外，核心商品中二手车价格回升迹象明显，或将令二季度核心CPI回归步履维艰。

美国经济数据

图2.3: 美国3月零售销售同比 (%)

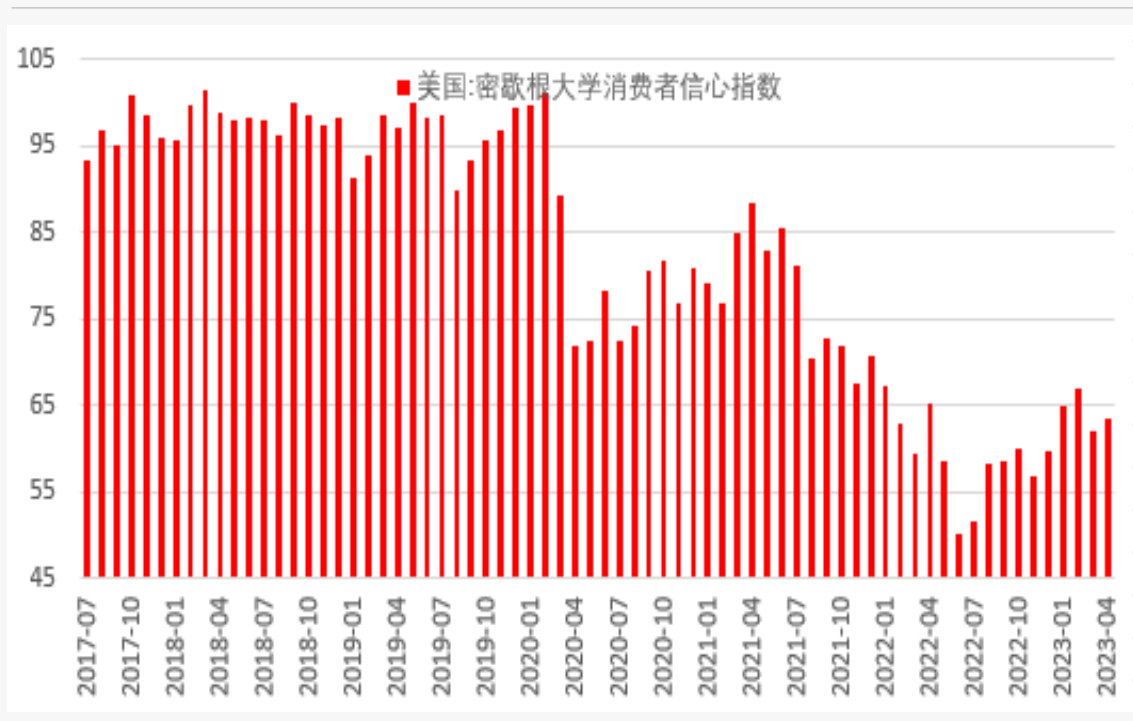


资料来源: Wind、一德宏观战略部

美国3月零售销售年率增2.9%，较前值5.9%显著回落，基本回到疫情前波动区间。环比数据回落至-1%；为连续第2个月回落。分项数据显示，13个零售品类中有8个品类销售额下降，其中加油站、一般商品和电子产品的降幅最大。这表明随着金融环境收紧和通胀高企，美国家庭支出的增长持续放缓。

美国经济数据

图2.4: 美国4月密歇根大学消费者信心指数 (%)



资料来源: Wind、一德宏观战略部

美国4月密歇根大学消费者信心指数初值升至63.5，较3月小幅回升。备受市场瞩目的1年期通胀率预期初值升至4.6%，显著高于预期及前值，加之周初公布的纽约联储短期通胀预期3月调查结果亦出现明显升温，市场对通胀粘性认知进一步强化。

市场预期再获校准，年内降息预期开始降温

本周，尽管3月通胀数据显示名义通胀加速回落，但周初和临近周末公布的两项通胀预期数据预示通胀回归之路依然崎岖，加之联储理事沃勒发表讲话认为当前银行业风险事件初步得到控制，且信贷收缩对总需求抑制作用有限，通胀的粘性意味着货币政策需要在相当一段时间维持紧缩，而紧缩的时间或比市场预期的更持久。上述发言的鹰派基调为3月FOMC会议以来之最，迅速打压了此前偏乐观的市场预期。

美联储观察工具显示，5月加息25个基点概率上升至78%，但仍押注自9月开始降息，并预期年内降息50个基点，较上周75基点仅小幅回落。

市场预期再获校准，年内降息预期开始降温

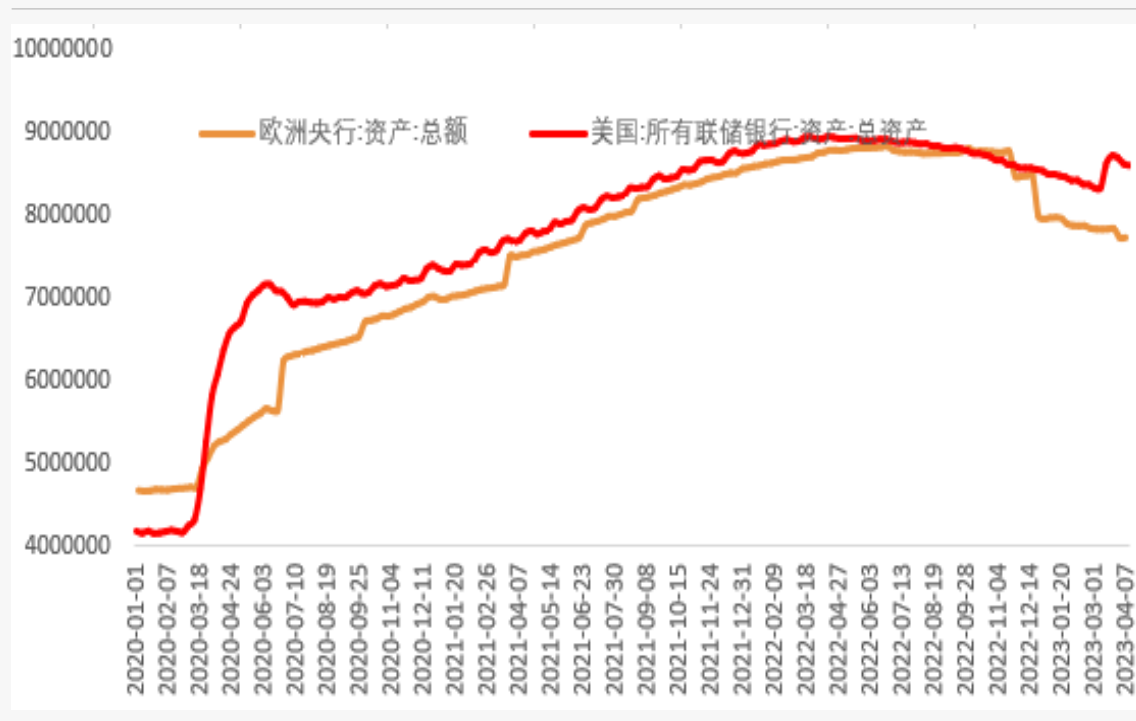
图2.5：美联储未来加息概率总表

MEETING PROBABILITIES														
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/5/3							0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.0%	78.0%	0.0%
2023/6/14		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.4%	66.1%	16.6%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.5%	35.5%	47.7%	10.4%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	22.1%	42.1%	27.5%	4.8%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	15.1%	34.6%	33.0%	13.3%	1.8%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	12.6%	30.8%	33.3%	17.1%	4.0%	0.3%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	11.0%	28.1%	32.9%	19.6%	6.0%	0.9%	0.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	9.8%	26.0%	32.3%	21.2%	7.6%	1.5%	0.2%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.2%	11.6%	26.7%	31.1%	19.7%	7.0%	1.4%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.1%	1.3%	7.2%	19.6%	29.0%	25.1%	13.0%	4.0%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.1%	1.0%	5.8%	16.6%	26.8%	26.0%	15.8%	6.1%	1.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.4%	2.9%	10.1%	20.7%	26.5%	22.0%	12.0%	4.3%	1.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：cmegroup、一德宏观战略部

美、欧央行资产负债表

图2.6: 美欧资产负债表



资料来源: Wind、一德宏观战略部

截止4月12日, 美、欧资产负债表连续2周同时收缩, 欧央行资产负债表收缩速度显著慢于美联储, 对美元构成支撑。

03

利率和汇率

美国实际利率和黄金

图3.1：美国实际利率和伦敦金价走势

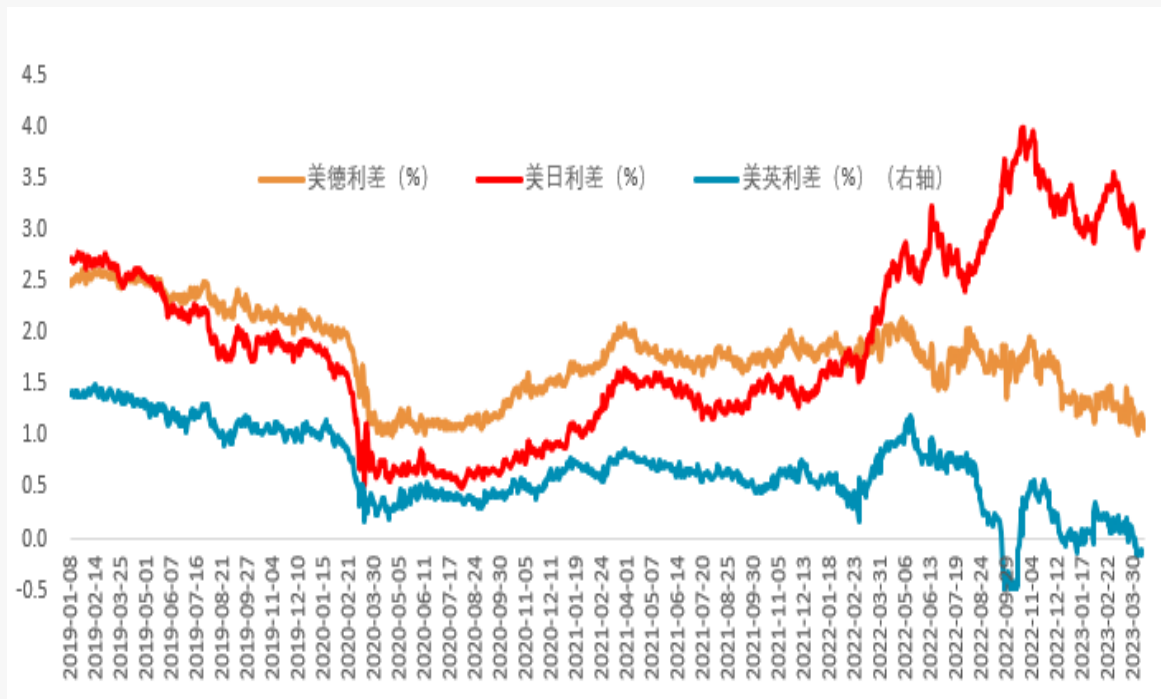


资料来源：Wind、一德宏观战略部

截至4月14日，名义利率和通胀预期同时反弹，名义利率反弹速度更快，实际利率小幅上修，对贵金属形成压力。

美国与主要经济体利差

图3.2: 美国、日本、英国利差



资料来源: Wind、一德宏观战略部

截至4月14日, 美对德、英利差小幅回落, 对日利差明显反弹, 对美元中性偏多。

泰德利差

图3.3: 泰德利差



资料来源: Wind、一德宏观战略部

截至4月14日, 泰德利差继续回落, 为连续4周回落, 显示因欧美银行业风险事件衍生出的美元流动性压力继续趋于缓解。

04

资金情绪

金银ETF持仓

当周，金银投资需求开始分化：黄金ETF持仓小幅减少，白银ETF持仓连续3周增加。

图4.1：SPDR黄金持仓和伦敦金

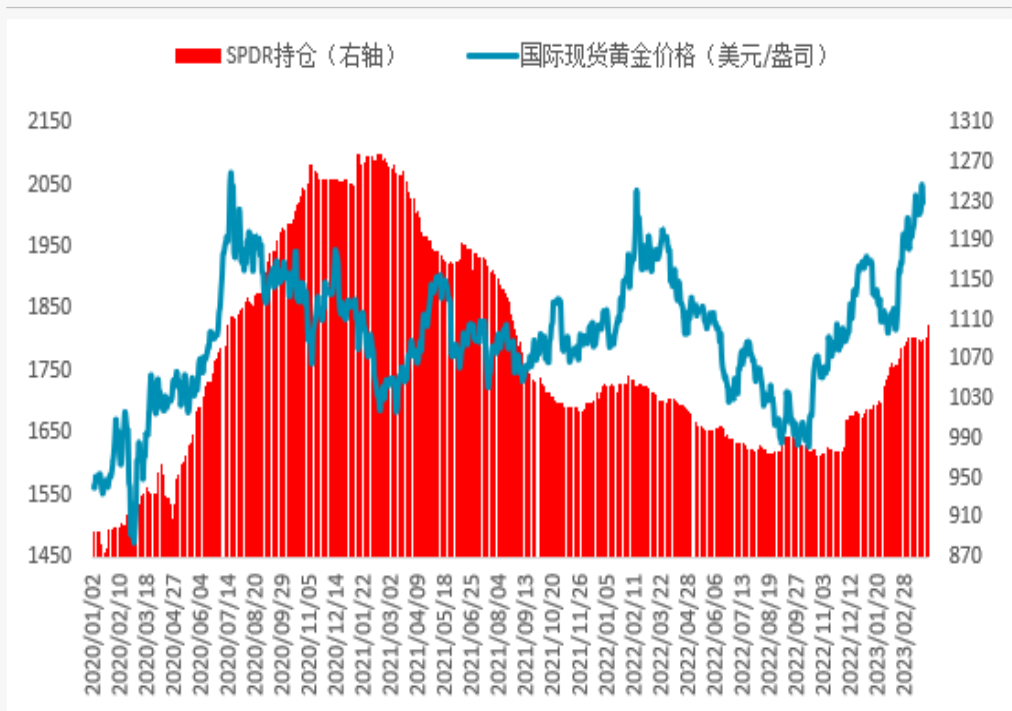
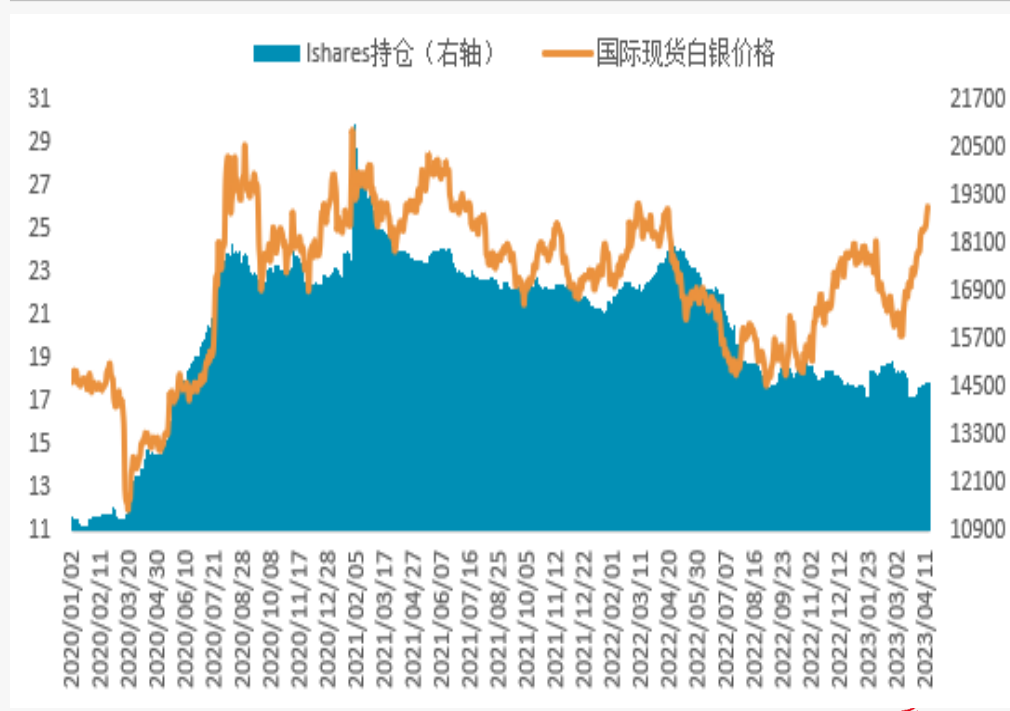


图4.2：Ishares白银持仓和伦敦银



资料来源：SPDR, Ishares、一德宏观战略部

金银CFTC持仓

截止4月14日的持仓显示，纽期金持仓量48.29万张，较4月7日增加5832张，较4月11日增加6353张；纽期银持仓量15.58万张，较4月7日增加20536张，较4月11日增加13116张。投机资金多头加速流入白银迹象明显，白银非商业多头持仓及总持仓同时大幅增加，而黄金投机多头持仓有所回落，与白银短期跑赢黄金趋势一致。

图4.3：CFTC黄金投机净多和黄金全部合约持仓量

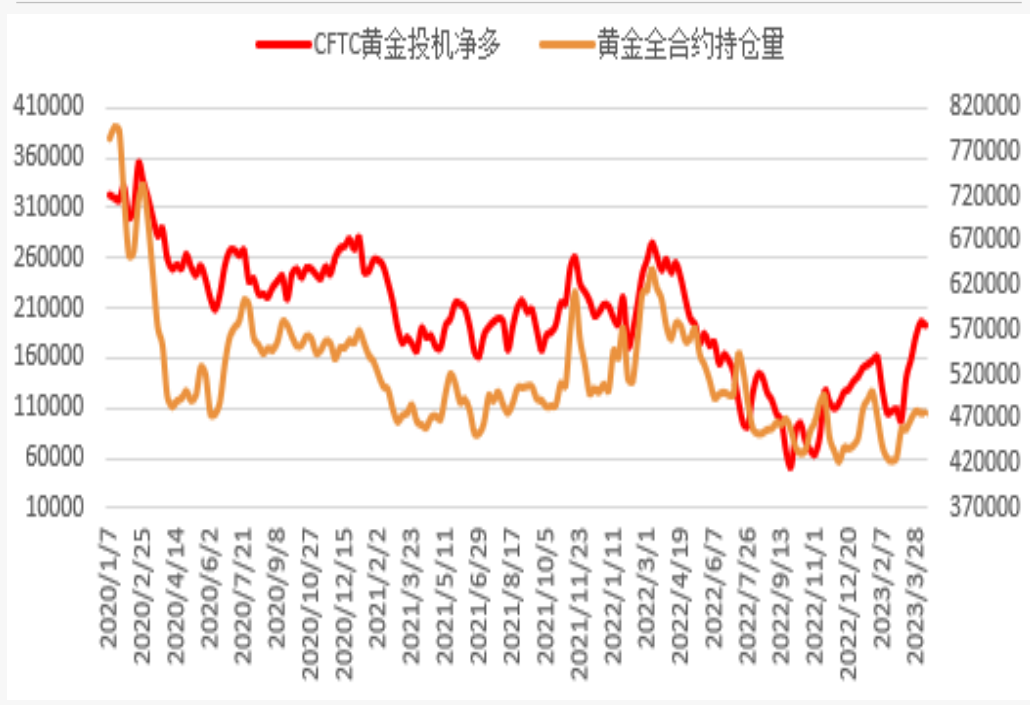
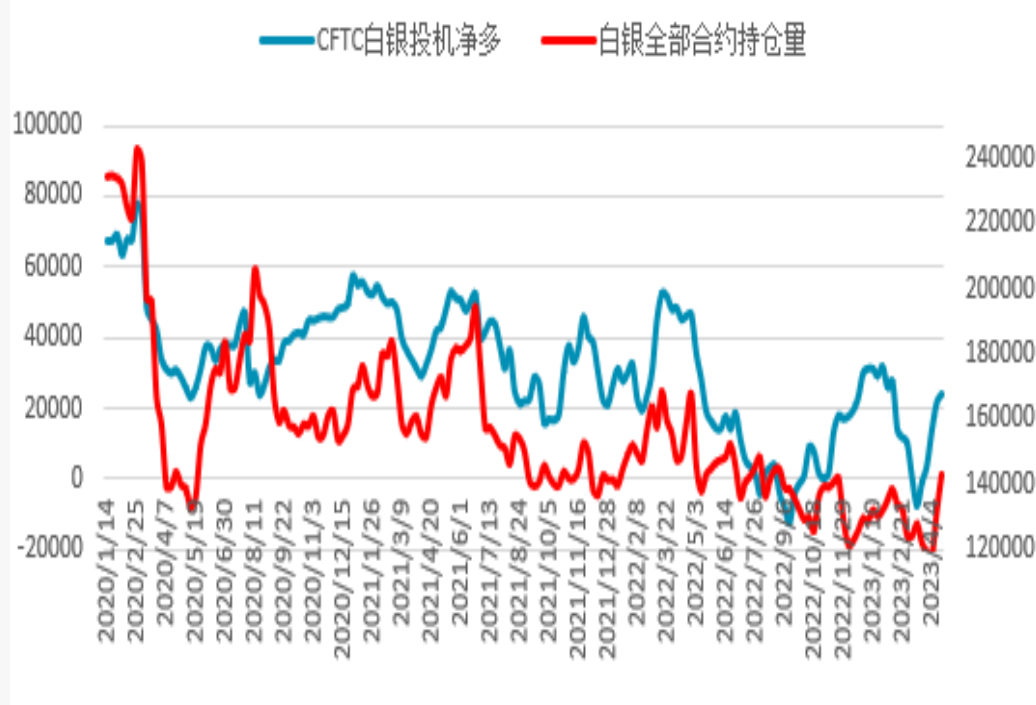


图4.4：CFTC白银投机净多和白银全部合约持仓量



资料来源：CME、Wind、一德宏观战略部

05

溢价和比价

国内现货金银溢价

本周，人民币汇率小幅升值，金银内外价格均创年内新高，国内买盘力量持续分化，白银连续2周增强而黄金连续5周走弱。

图5.1：黄金溢价

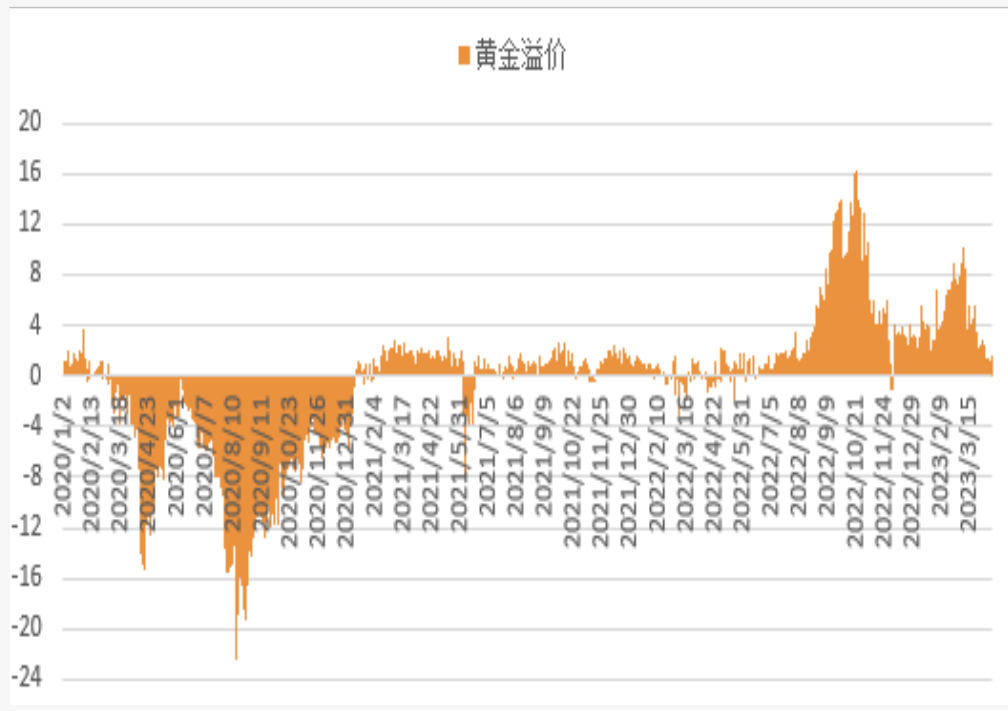
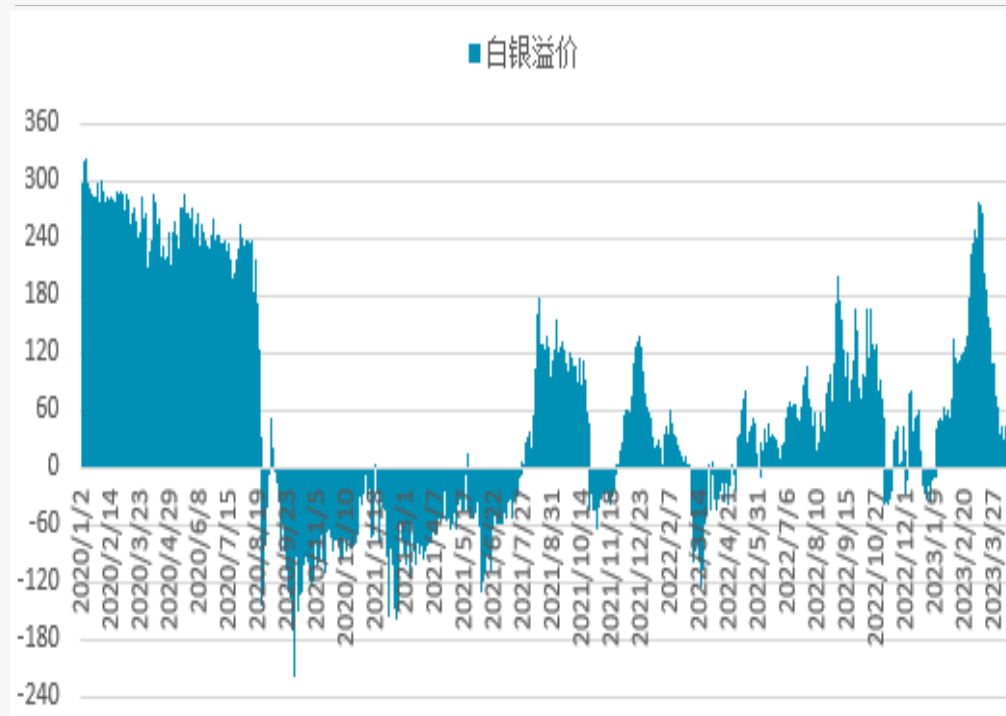


图5.2：白银溢价



资料来源：Wind、一德宏观战略部

黄金与相关资产比价

图5.3: 伦敦金银比

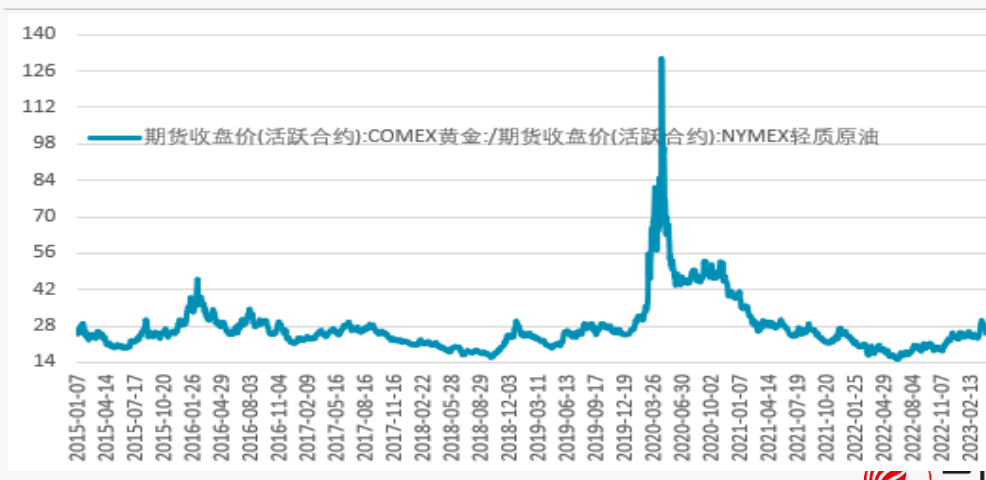


图5.4: 纽期银铜比



本周，伦敦金银比、金油比、银铜比同时回落。显示风险偏好持续修复下，通胀预期有所反弹，加之联储官员讲话重燃鹰派基调，金融属性更强的黄金表现偏差。

图5.5: 纽期金油比



资料来源: Wind、一德宏观战略部



06

技术分析

技术分析

黄金中期阻力2089，中期支撑1618，短期阻力2063，短期支撑1975，牛熊线1524。

图6.1：纽期金价格走势（月线）



资料来源：博易大师、一德宏观战略部

技术分析

白银中期阻力27.50，中期支撑17.40，短期阻力26.10，短期支撑24.78，牛熊线26.10。

图6.2：纽期银价格走势（月线）



资料来源：博易大师、一德宏观战略部

07

下周重要财经事件

下周重要财经数据与事件 (4.17-4.21)

表7.1: 下周重要财经数据与事件

日期	本周重要财经数据与事件
2023/4/18	美国3月营建许可月率初值 (%)
	美国3月新屋开工月率初值 (%)
	2024年FOMC票委、里士满联储主席巴尔金发表讲话。
2023/4/20	美国截至4月15日当周初请失业金人数(万)
	美联储公布褐皮书
	2023年FOMC票委、芝加哥联储主席古尔斯比发表讲话。
	FOMC永久票委、纽约联储主席威廉姆斯发表讲话。 美联储理事沃勒发表讲话。
2023/4/21	欧元区4月Markit制造业PMI初值 (%)
	美国4月Markit制造业PMI初值 (%)
	2023年FOMC票委、费城联储主席哈克就经济前景发表讲话。
	亚特兰大联储主席博斯蒂克就经济状况发表讲话。
	克利夫兰联储主席梅斯特就经济和货币政策前景发表讲话。
2023/4/22	美联储理事丽莎·库克就经济研究发表讲话。

免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路188号信达广场16层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn