

贵金属：通胀预期上行推动紧缩预期回温，内外金价分化达历史之最

张晨

期货从业资格号：F0284349

投资咨询从业证书号：Z0010567

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9月10日



通胀预期上行推动紧缩预期回温，内外金价分化达历史之最

- 1. 走势回顾：**当周外盘金银一如预期重启回调，纽期金银比价继续回升。人民币汇率持续偏弱背景下，内外金价分化程度达历史之最。持有成本两端同时走强，令金银承压。
- 2. 宏观面：**当周，市场预期向着联储预期小幅修复，基于近期经济数据欧弱美强背景，美元维持升势；此外，利率端更多的呈现了针对油价反弹后通胀预期上行的定价，这也相应增大了9月FOMC会议联储最终决策的悬念。目前来看9月跳过加息仍为主流预测，唯一的焦点应在于点阵图对于来年降息的预期变化。
- 3. 资金面：**当周，金银配置资金维持分化但强弱逆转，黄金ETF持仓开始回落，白银ETF持仓企稳回升；黄金投机净多水位连续2周增加，但多空同减以及总持仓持续走低的结构显示贵金属对于市场吸引力仍持续下滑。
- 4. 行情展望：**市场延续联储“认可停止加息”前的宽幅震荡特征，预计本轮调整或在8月中旬低位一线获得支撑。技术上，金银调整暂无结束迹象。操作上，配置交易波段低吸高抛为主，投机交易可逢低逐步兑现、空单利润。策略上，1900美元一线进场的配置头寸暂持，白银空单逢低分批获利了结为主。



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	1927.80	1940.55	-12.75	-0.66%	伦敦银	美元/盎司	23.01	24.65	-1.64	-6.63%
黄金现货溢价	元/克	20.74	13.00	7.74	59.51%	白银现货溢价	元/千克	422	245	177	72.15%
COMEX黄金非商业多头持仓	张	235802	236054	-252	-0.11%	COMEX白银非商业多头持仓	张	57558	61744	-4186	-6.78%
COMEX黄金非商业空头持仓	张	97796	112782	-14986	-13.29%	COMEX白银非商业空头持仓	张	30754	34611	-3857	-11.14%
SPDR 黄金ETF持有量	吨	886.64	890.97	-4.33	-0.49%	SLV 白银ETF持有量	吨	13677.06	13619.95	57.10	0.42%
美元指数		105.07	104.28	0.79	0.76%	美日汇率		147.83	146.22	1.61	1.10%
美国实际利率	%	1.93	1.92	0.01	0.52%	标准普尔500指数		4457.49	4515.77	-58.28	-1.29%
美10年期国债收益率	%	4.26	4.18	0.08	1.91%	TED利差	%	0.12	0.13	-0.012	-8.83%
RJ/CRB商品价格指数		284.47	284.36	0.11	0.04%	金银比		83.78	78.74	5.04	6.40%
VIX波动率指数	%	13.84	13.09	0.75	5.73%	金油比		22.27	22.85	-0.58	-2.54%
道琼斯工业		34576.59	34837.71	-261.12	-0.75%	钯金期货	美元/盎司	1200.00	1220.50	-20.50	-1.68%

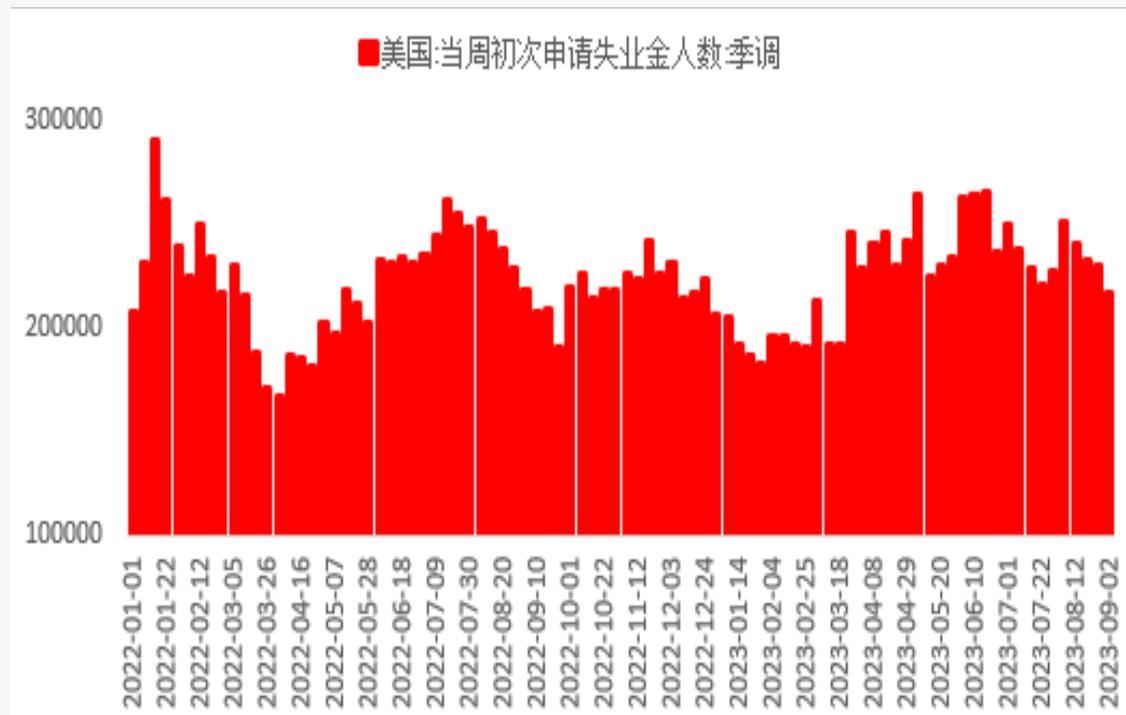
资料来源: Wind、一德宏观战略部

02

海外热点跟踪

美国经济数据

图2.1：美国当周初请失业金人数

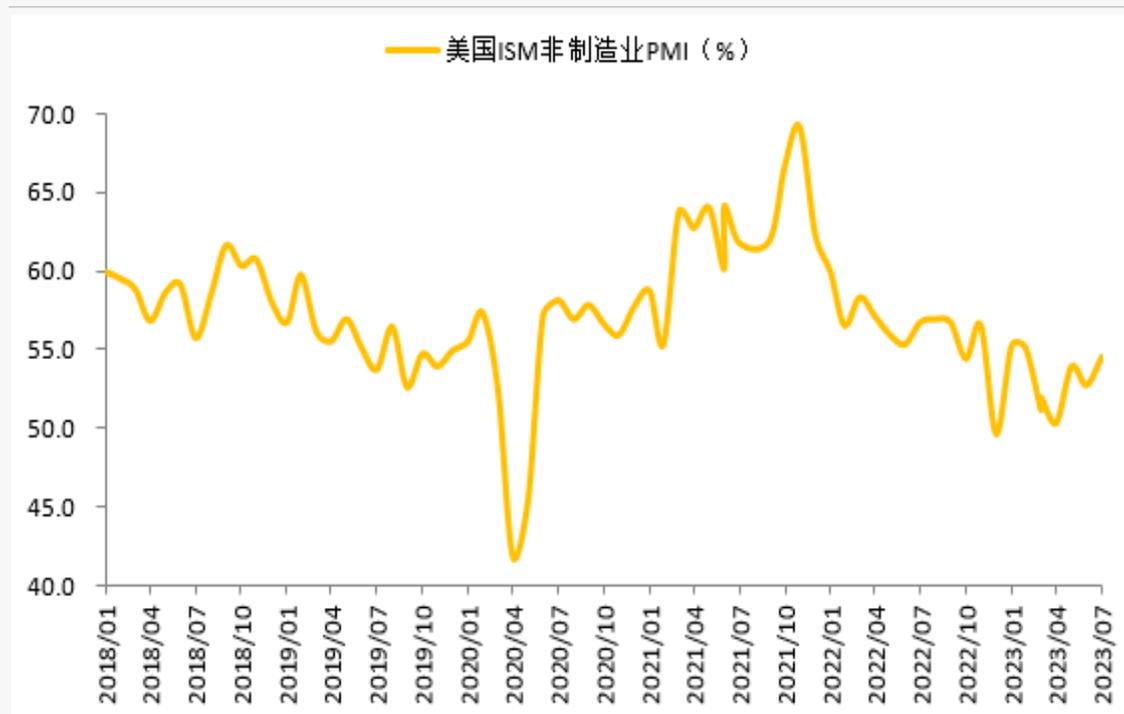


美国截至9月2日当周初请失业金人数继续回落至21.6万，低于预期及前值，为连续第4周回落。总体来看，就业市场尽管确立了再平衡的趋势，但需求韧性十足令回归之路稍显曲折。

资料来源：Wind、一德宏观战略部

美国经济数据

图2.2: 美国8月ISM非制造业PMI (%)



资料来源: Wind、一德宏观战略部

美国8月ISM非制造业PMI转为回升,与制造业低迷形成鲜明对比,非制造业数据已连续10个月位于荣枯线之上。分行业看,8月份有13个服务行业报告增长,其中房地产、住宿和餐饮服务业等表现抢眼。分项指数显示,新订单、就业、物价等全线走高,美国经济软着陆预期有所增强。

通胀预期有所反复，市场预期窄区间波动

当周，受国际油价偏强运行支撑，通胀预期有所反复。加之联储官员对年内就此结束加息仍偏谨慎，市场紧缩预期较上周边际转鹰。

美联储观察工具显示，9月加息25基点概率连续两周维持不足10%水平，表明市场对9月跳过1次加息基本形成了共识；年内11月加息概率再度逼近五成，此外，降息预期降为4次，起始时点预期依然位于5月。

通胀预期有所反复，市场预期窄区间波动

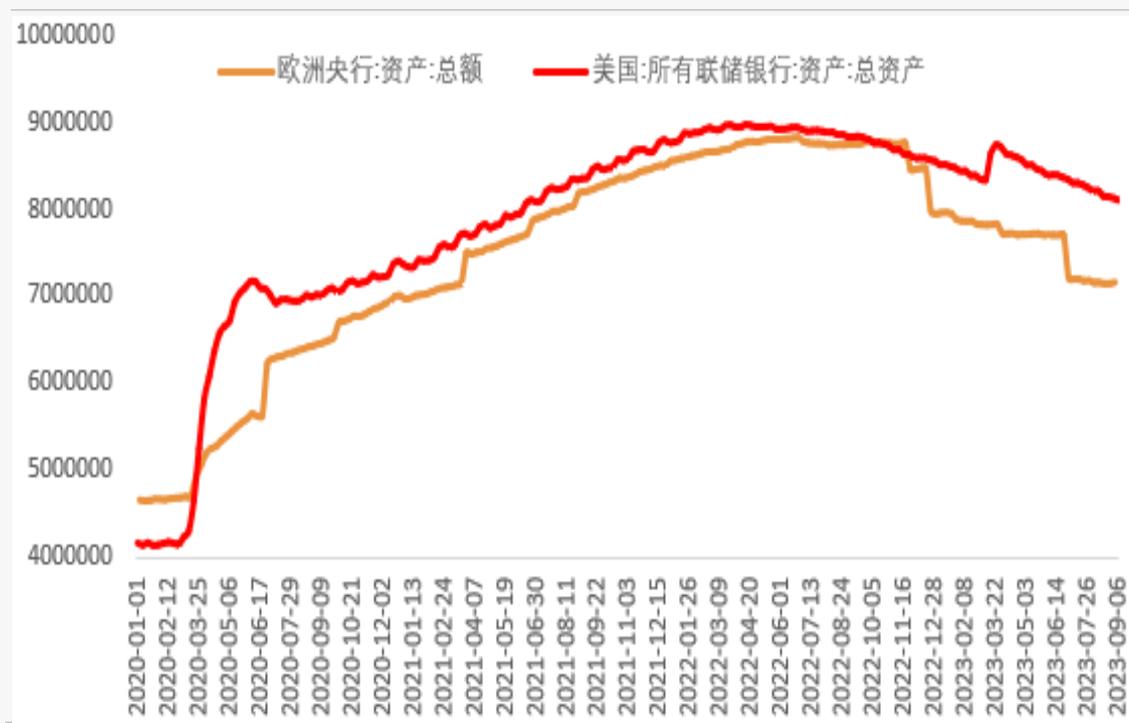
图2.3：美联储未来几次会议加息降息概率

MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	92.0%	8.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	53.1%	43.6%	3.4%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	52.7%	42.0%	3.3%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	10.4%	50.9%	35.6%	2.7%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.0%	25.0%	45.4%	23.8%	1.7%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.8%	18.9%	39.5%	30.0%	8.1%	0.5%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	6.1%	23.1%	37.6%	25.6%	6.6%	0.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.9%	19.5%	34.5%	28.1%	10.6%	1.7%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.4%	3.9%	16.0%	30.9%	29.7%	14.8%	3.9%	0.5%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.3%	2.6%	11.5%	25.4%	30.1%	20.3%	7.9%	1.7%	0.2%	0.0%
2024/12/18	0.2%	2.0%	9.1%	21.6%	28.8%	23.0%	11.3%	3.4%	0.6%	0.1%	0.0%

资料来源：CME、一德宏观战略部

美、欧央行资产负债表

图2.4: 美欧资产负债表



资料来源: Wind、一德宏观战略部

截止9月6日, 欧、美央行资产负债表维持一扩一缩, 对美元支撑明显增强。

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

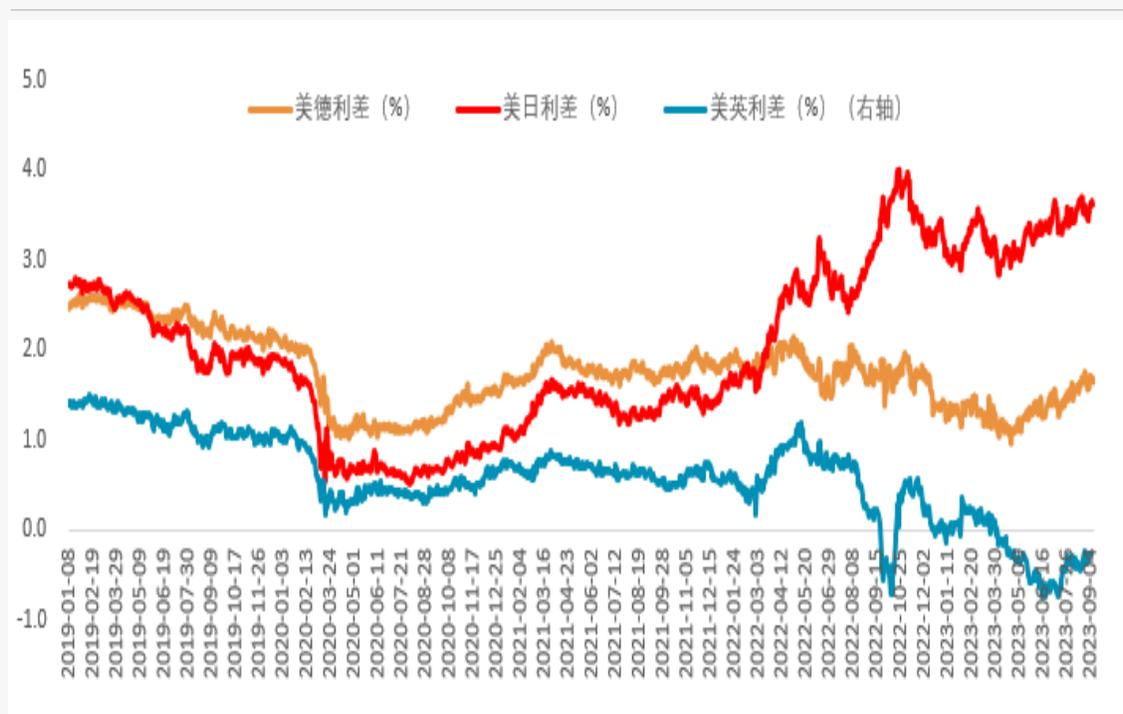


资料来源：Wind、一德宏观战略部

截至9月8日，名义利率与盈亏平衡通胀率几乎同步走高，实际利率微幅上升，对贵金属影响偏负面。

美国与主要经济体利差

图3.2: 美国与德国、日本、英国利差



截至9月8日，美对德、英利差小幅回落，对日利差有所走强，对美元影响偏中性。

资料来源：Wind、一德宏观战略部

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9月8日, 泰德利差小幅回落, 美元流动性压力维持偏低水平。

04

资金情绪

金银ETF持仓

当周，金银投资需求继续分化，黄金ETF持仓水平开始下滑，白银ETF持仓水平开始回升。

图4.1：SPDR黄金持仓和伦敦金

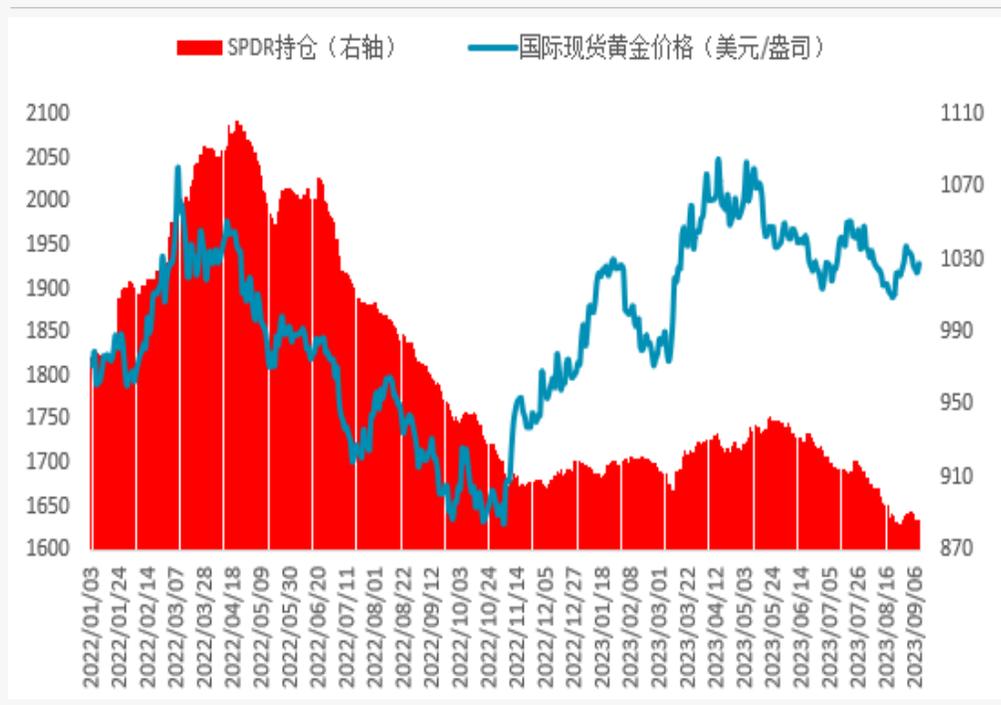
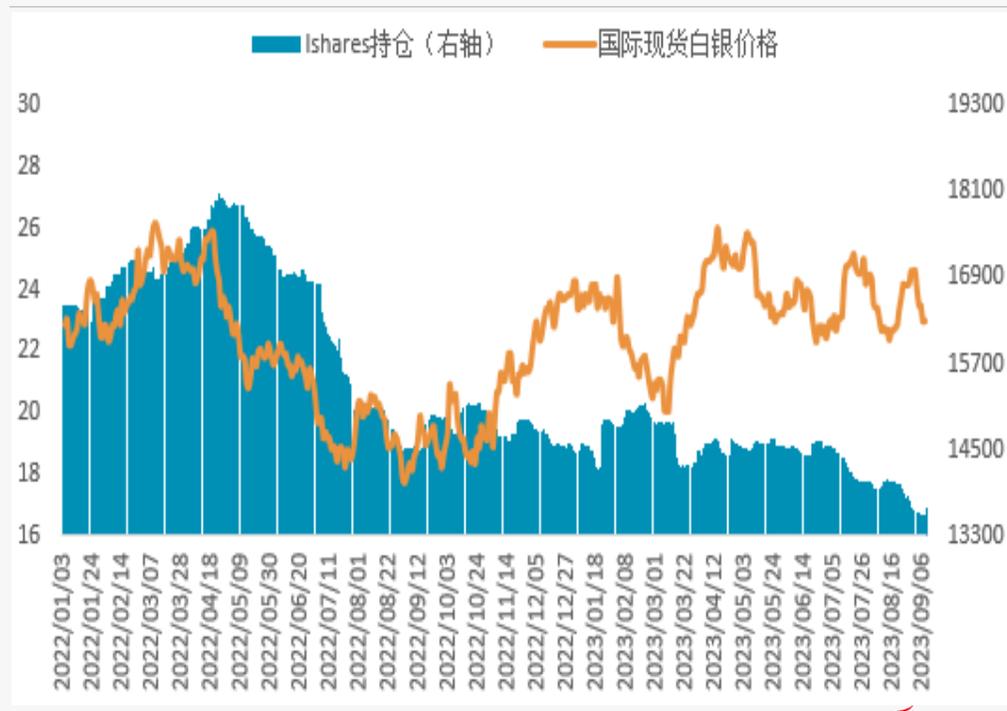


图4.2：Ishares白银持仓和伦敦银



资料来源：SPDR, Ishares、一德宏观战略部

金银CFTC持仓

截止9月8日的数据显示，纽期金持仓量43.53万张，较9月1日减少4540张，较9月5日减少3332张；纽期银持仓量12.52万张，较9月1日减少4810张，较9月5日减少3101张。CFTC投机净多持仓变化上，黄金投机净多持仓连续2周反弹，白银小幅下滑，结构上均呈现多空同减。

图4.3：CFTC黄金投机净多和黄金全部合约持仓量

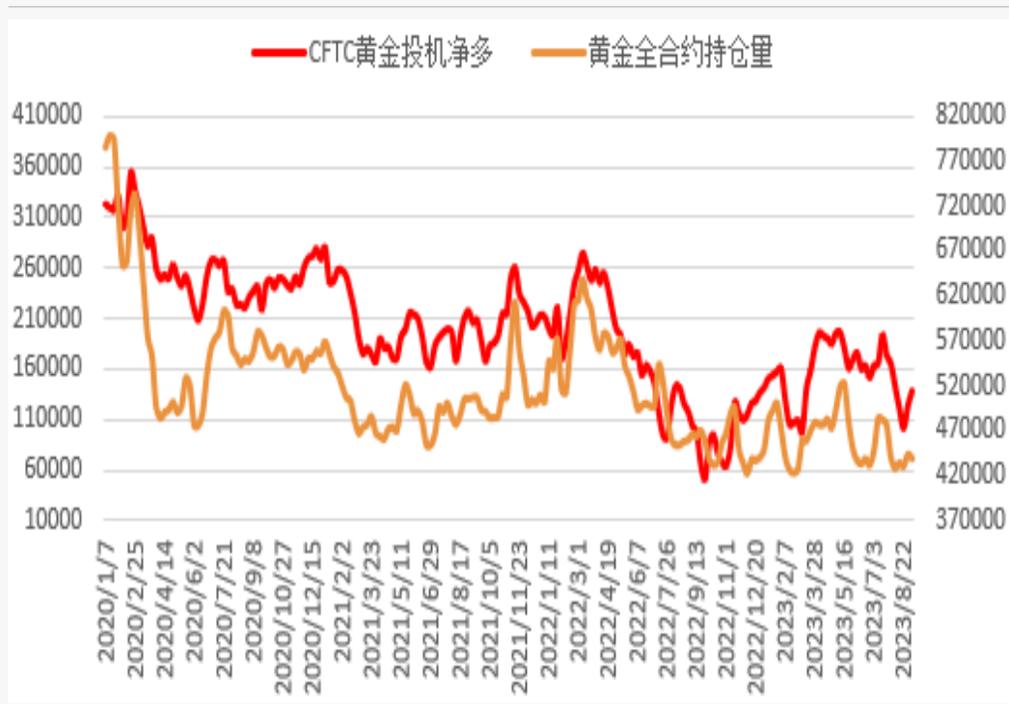
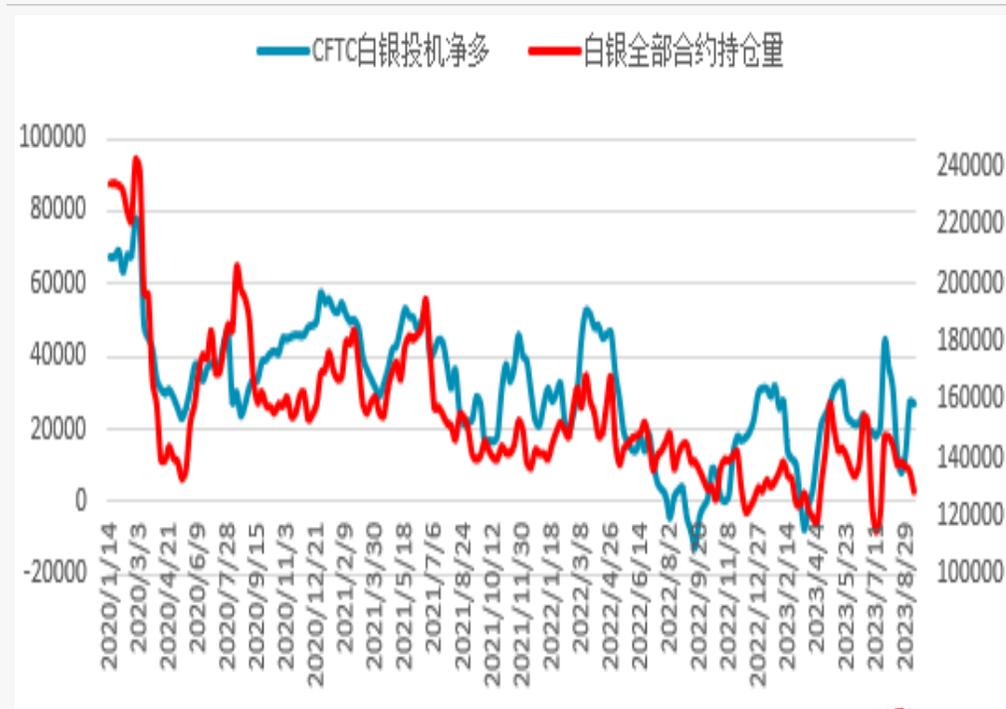


图4.4：CFTC白银投机净多和白银全部合约持仓量



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，人民币中间价再度开始贬值，外盘金银价格同时走弱，国内买盘显著强化驱动溢价蹿升，黄金溢价刷新历史新高，白银溢价距离近10年高位一步之遥。预计人民币汇率企稳前，上述局面有望延续。

图5.1：黄金溢价

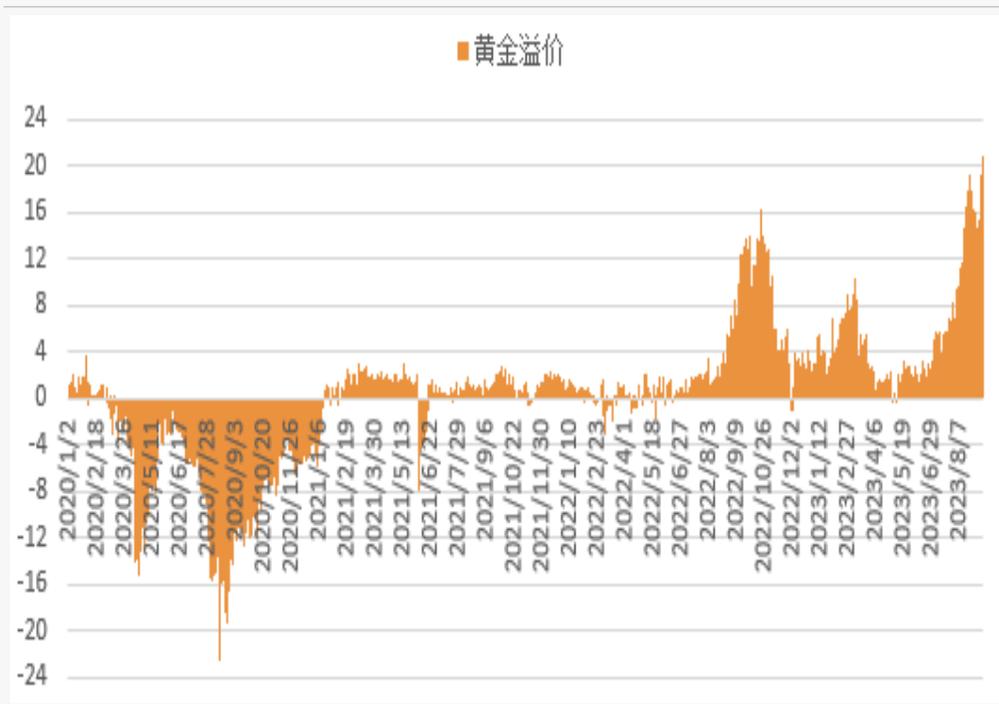
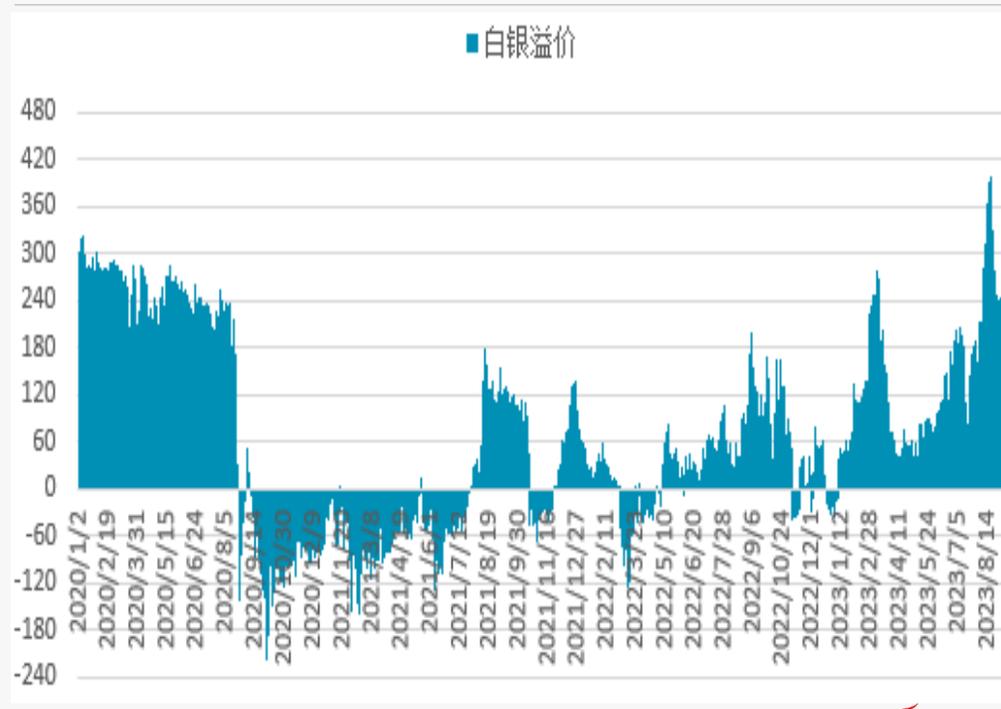


图5.2：白银溢价



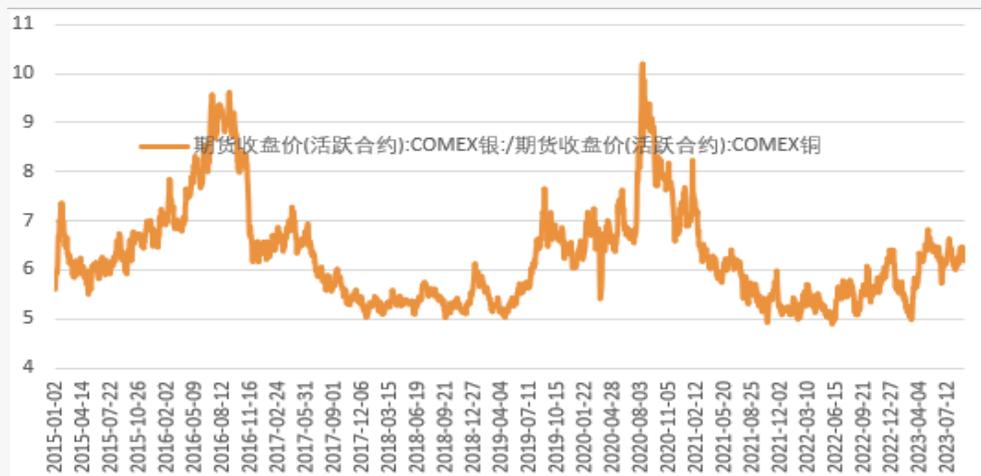
资料来源：Wind、一德宏观战略部

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



资料来源: Wind、一德宏观战略部

本周, 伦敦金银比开始显著回升, 金油比、银铜比连续2周回落, 随着原油价格受减产支撑持续坚挺, 通胀预期缓慢走高从而推动加息预期小幅回暖, 贵金属相对承压。

图5.5: 纽期金油比





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1980，短期支撑1900，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25.22，短期支撑22.27，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 (9.11-9.15)

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
2023/9/13	美国8月未季调 (核心) CPI年率 (%)
2023/9/14	欧央行议息会议及行长拉加德新闻发布会
	美国截至9月2日当周初请失业金人数(万)
	美国8月 (核心) PPI年率(%)
	美国8月 (核心) 零售销售月率(%)
2023/9/15	美国9月密歇根大学消费者信心指数初值
	美国8月工业产出月率(%)

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