

贵金属：油价走高推动美名义通胀反弹， 内外价格分化刷新历史纪录

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17日



油价走高推动美名义通胀反弹，内外价格分化刷新历史纪录

- 1. 走势回顾：**当周外盘金银探底回升，纽期金银比价开始回落。人民币汇率有所企稳，内外价格分化已传导至白银，分化程度反复刷新历史纪录。持有成本两端同时走强，外盘金银压制犹存。
- 2. 宏观面：**当周，市场紧缩预期变化不大，但受8月名义通胀反弹影响，市场对来年的降息押注缩减为3次，较之6月点阵图更为谨慎，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月跳过加息概率极大，最新的点阵图预计将维持年内加息一次而进一步缩减来年降息的预测，但无论最终结果如何，与目前市场预期差已较为有限。
- 3. 资金面：**当周，金银配置资金延续分化态势，黄金ETF持仓连续2周回落，白银ETF持仓连续2周增加；白银投机净多水位连续2周下滑，黄金亦跟随下滑，投机空头增大押注或与内外套利持续做宽价差有关。
- 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，外盘短期企稳迹象明显。特别是做宽溢价头寸周五呈现一定获利了结迹象，不宜过分押注。一旦人民币汇率趋稳，则有可能以外盘加速补涨的形式来修正溢价，因此做多内盘需待安全边际出现。策略上，1900美元一线进场的配置头寸暂持，投机交易暂观望为主。

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	1927.70	1927.80	-0.10	-0.01%	伦敦银	美元/盎司	23.06	23.01	0.05	0.22%
黄金现货溢价	元/克	35.85	20.74	15.11	72.85%	白银现货溢价	元/千克	689	422	267	63.24%
COMEX黄金非商业多头持仓	张	235704	235802	-98	-0.04%	COMEX白银非商业多头持仓	张	52963	57558	-4595	-7.98%
COMEX黄金非商业空头持仓	张	111840	97796	14044	14.36%	COMEX白银非商业空头持仓	张	34930	30754	4176	13.58%
SPDR 黄金ETF持有量	吨	880.27	886.64	-6.37	-0.72%	SLV 白银ETF持有量	吨	13726.96	13677.06	49.91	0.36%
美元指数		105.34	105.07	0.27	0.26%	美日汇率		147.85	147.83	0.02	0.01%
美国实际利率	%	1.98	1.93	0.05	2.59%	标准普尔500指数		4450.32	4457.49	-7.17	-0.16%
美10年期国债收益率	%	4.33	4.26	0.07	1.64%	TED利差	%	0.10	0.12	-0.019	-15.39%
RJ/CRB商品价格指数		289.61	284.47	5.14	1.81%	金银比		83.59	83.78	-0.19	-0.22%
VIX波动率指数	%	13.79	13.84	-0.05	-0.36%	金油比		21.33	22.27	-0.94	-4.20%
道琼斯工业		34618.24	34576.59	41.65	0.12%	钯金期货	美元/盎司	1251.00	1200.00	51.00	4.25%

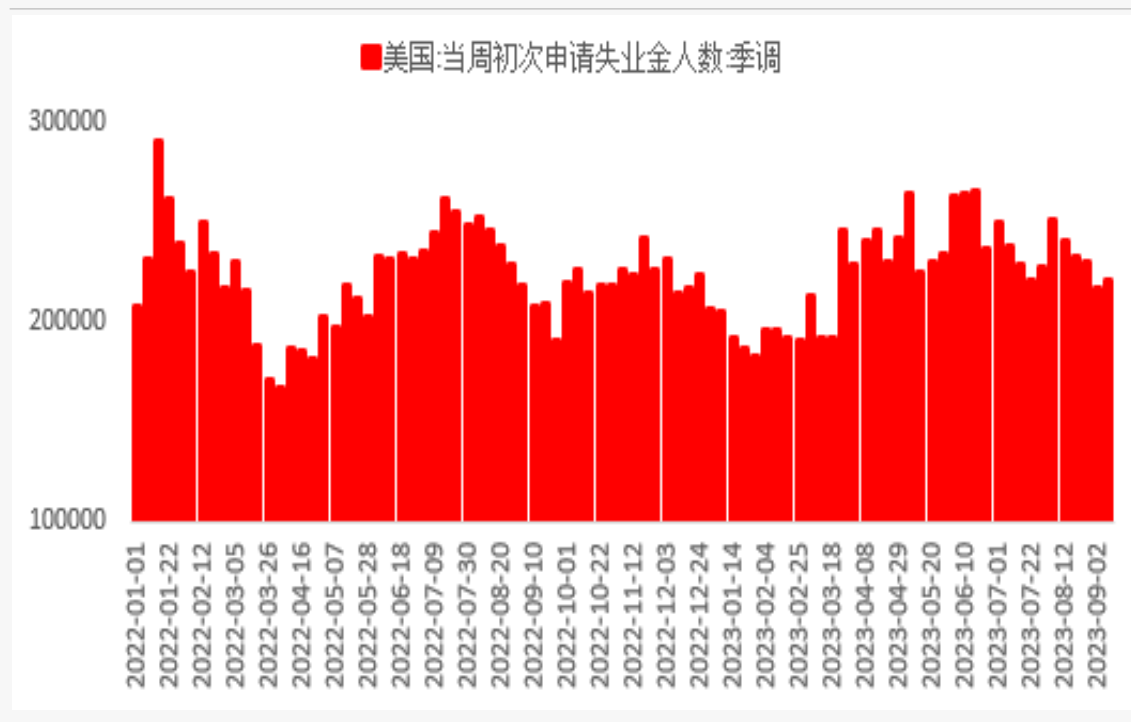
资料来源: Wind、一德宏观战略部

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

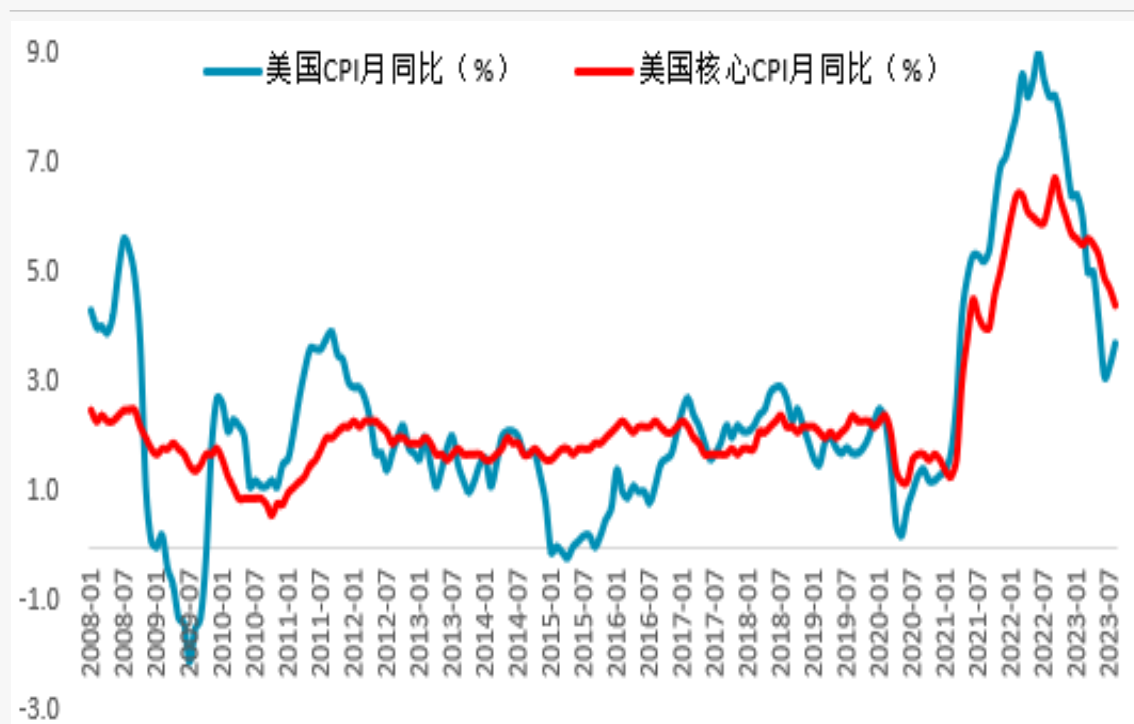


美国截至9月9日当周初请失业金人数小幅回升至22万，低于预期但高于前值，近5周以来首次回升。总体来看，就业市场尽管确立了再平衡的趋势，但需求韧性十足令回归之路稍显曲折。

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CPI及核心CPI年率 (%)



资料来源: Wind、一德宏观战略部

美国8月CPI年率回升至3.7%，高于预期及前值；核心年率继续回落至4.3%，符合预期但低于前值。其中，名义数据的反弹主要受到基数效应消失以及能源价格持续走高的推动；核心数据维持回落则在于二手车及房租价格的走低。总体而言，尽管过程波折，但美国通胀回归趋势依然明朗，但需关注能源价格反弹的持续程度及强度。

美国经济数据

图2.3: 美国8月零售销售年率 (%)

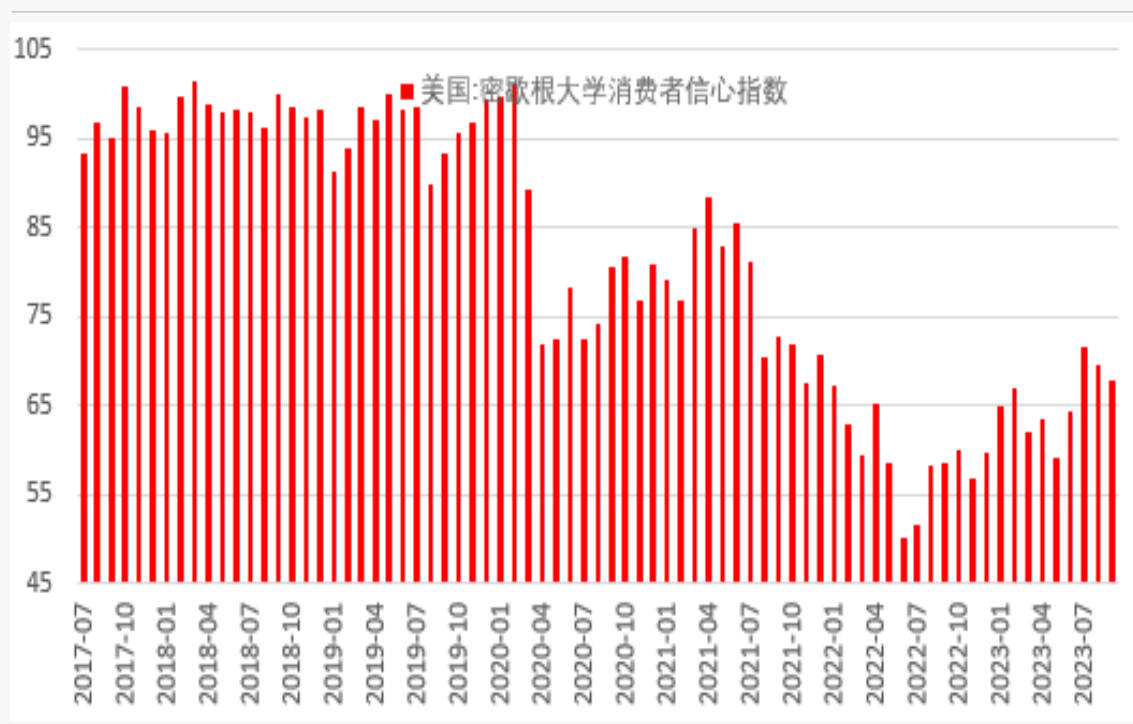


资料来源: Wind、一德宏观战略部

美国8月零售销售年率回落至2.47%，低于前值；月率回升至0.56%，高于预期但低于前值。分项来看，8月零售销售额数据增长主要受到加油站销售额环比大增以及服饰和电子家电产品销售额增长支撑。

美国经济数据

图2.4：美国9月密歇根大学消费者信心指数初值



资料来源：Wind、一德宏观战略部

美国9月密歇根大学消费者信心指数初值回落至67.7，低于预期及前值。此外，备受市场瞩目的一年期通胀预期显著回落至3.1%，低于前值3.5%，为2021年3月以来最低水平。尽管能源价格走强使得消费者短期信心受抑，但对价格中长期回落趋势信心有所增强。

名义通胀有所反弹，来年降息预期转向谨慎

当周，受8月CPI数据反弹影响，市场对来年降息预期继续转向谨慎，而对年内剩余时间依然维持按兵不动的押注。

美联储观察工具显示，9月不加息基本板上钉钉，而随着周末对于美国政府将于四季度初面临关门窘境可能性的揣度使得市场对后续继续紧缩的押注维持谨慎，11、12月不加息的概率边际上升，均位于六成上方。此外，降息预期降为3次，已低于6月点阵图委员们预期的4次水平，起始时点延迟至6月。

名义通胀有所反弹，来年降息预期转向谨慎

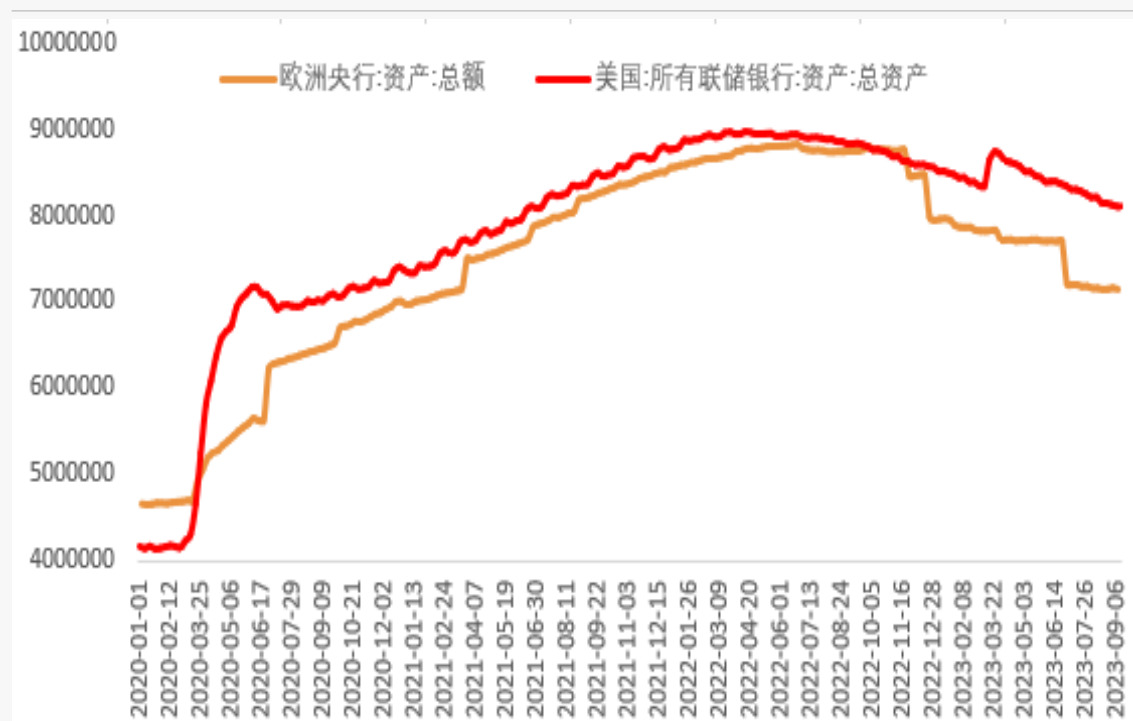
图2.5：美联储未来几次会议加息降息概率

MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	98.0%	2.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	72.3%	27.1%	0.5%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	60.8%	34.4%	4.8%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	59.1%	32.5%	4.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	15.9%	53.3%	26.4%	3.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	6.1%	28.9%	43.9%	18.4%	2.3%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.1%	17.4%	36.3%	31.3%	10.5%	1.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	1.9%	11.4%	28.3%	33.4%	19.3%	5.1%	0.5%
2024/9/18	0.0%	0.1%	1.3%	8.3%	22.9%	31.8%	23.8%	9.6%	2.0%	0.2%
2024/11/7	0.0%	0.8%	5.6%	17.2%	28.3%	26.9%	15.2%	5.0%	0.9%	0.1%
2024/12/18	0.6%	4.3%	14.1%	25.3%	27.3%	18.3%	7.7%	2.0%	0.3%	0.0%

资料来源：CME、一德宏观战略部

美、欧央行资产负债表

图2.6: 美欧资产负债表



资料来源: Wind、一德宏观战略部

截止9月13日，欧、美央行资产负债表同时收缩且前者收缩幅度更大，对美元形成压力。

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

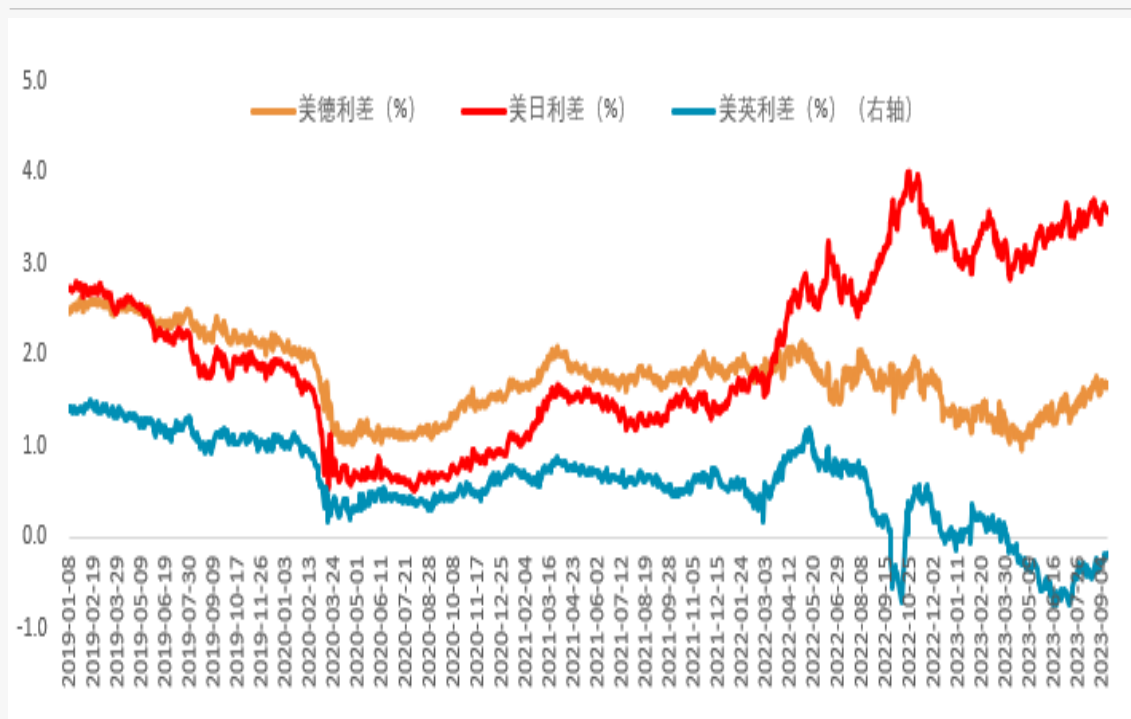


资料来源：Wind、一德宏观战略部

截至9月15日，名义利率走高叠加盈亏平衡通胀率持平，实际利率继续上升，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



资料来源: Wind、一德宏观战略部

截至9月15日, 美对日利差小幅回落, 对德、英利差有所走强, 对美元影响偏正面。

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15日，泰德利差连续2周回落，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，金银投资需求连续3周分化，黄金ETF持仓水平连续2周下滑，白银ETF持仓水平连续2周回升。

图4.1：SPDR黄金持仓和伦敦金

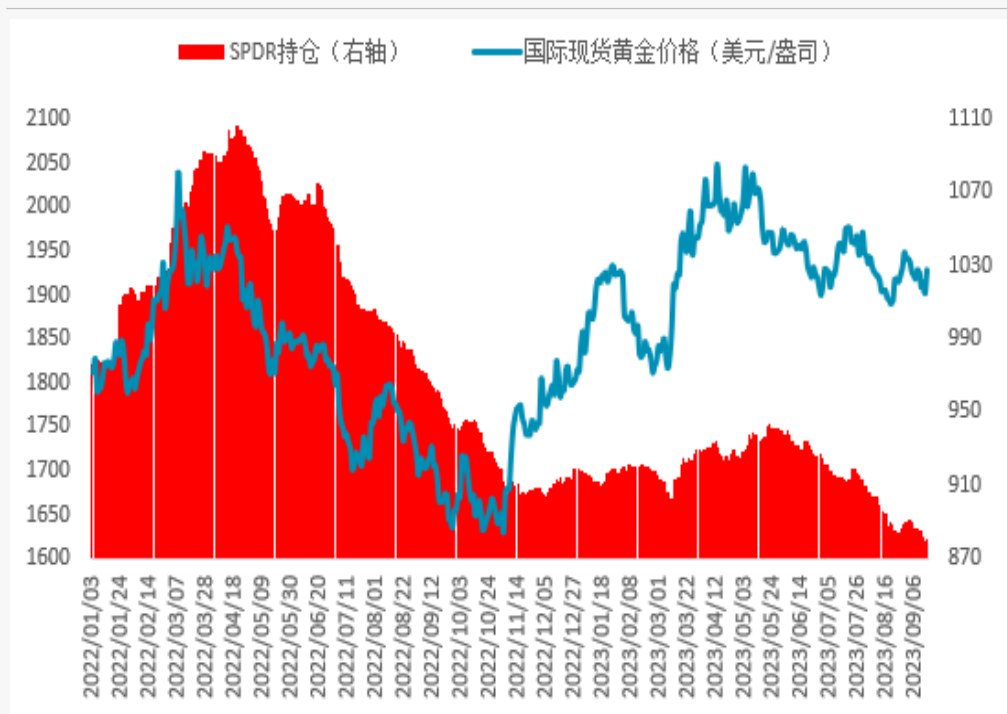
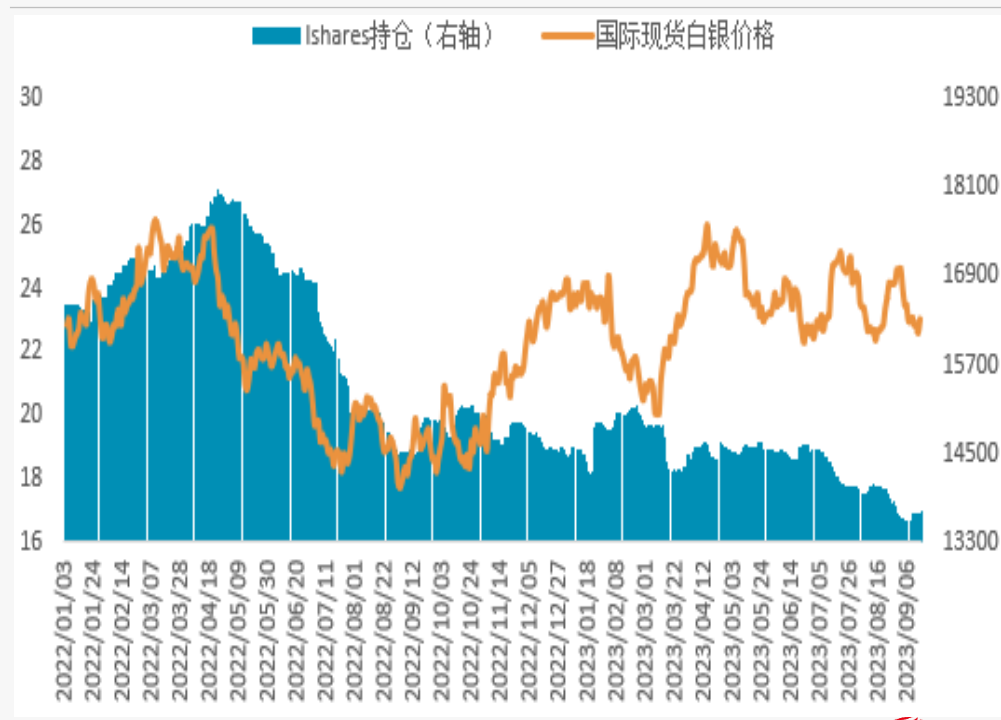


图4.2：Ishares白银持仓和伦敦银



资料来源：SPDR, Ishares、一德宏观战略部

金银CFTC持仓

截止9月15日的数据显示，纽期金持仓量44.15万张，较9月8日增加6759张，较9月12日增加263张；纽期银持仓量12.52万张，较9月8日增加529张，较9月12日增加406张。CFTC投机净多持仓变化上，白银投机净多持仓连续2周下滑，黄金亦开始下滑，结构上同为多减空增。

图4.3：CFTC黄金投机净多和黄金全部合约持仓量

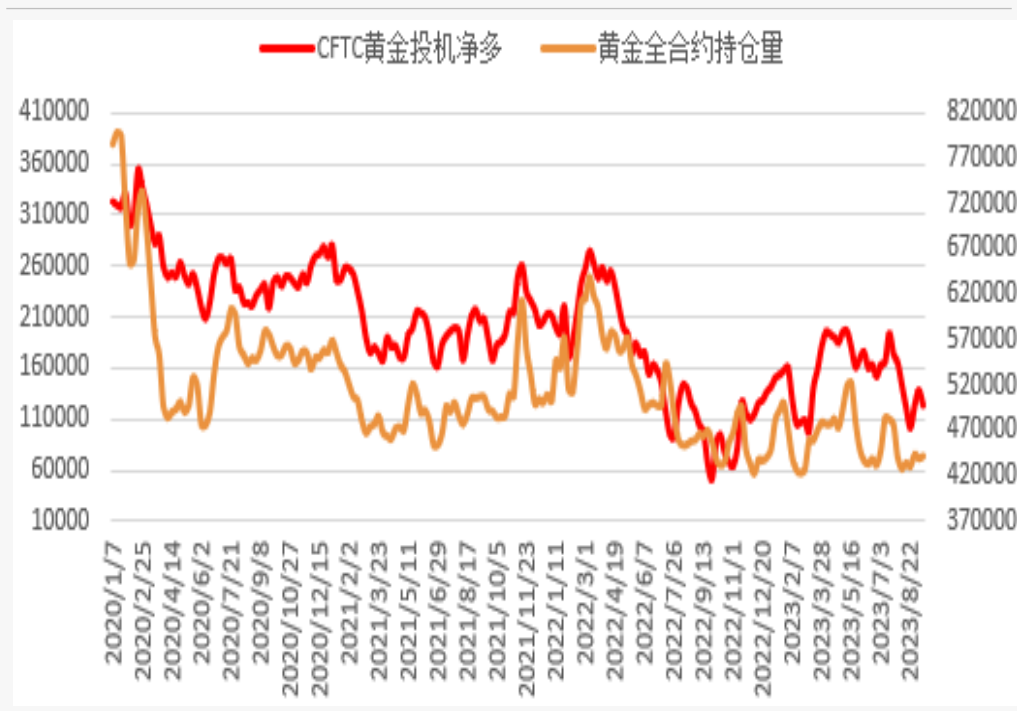
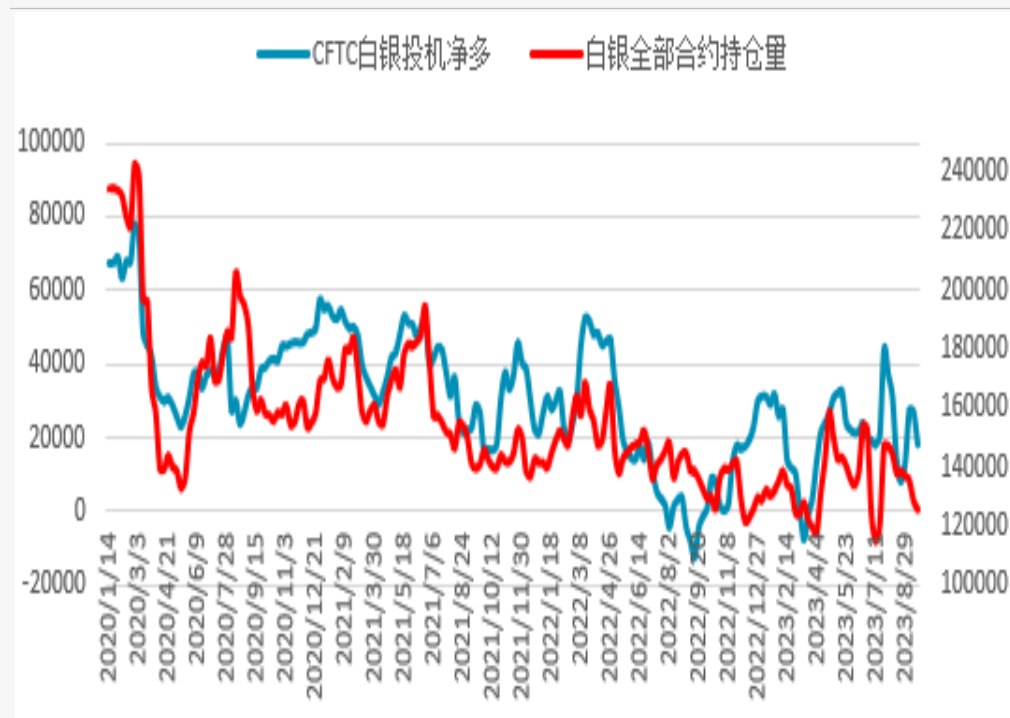


图4.4：CFTC白银投机净多和白银全部合约持仓量



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，人民币中间价转为升值，内外白银价格差异步黄金后尘刷新历史极值，金银内盘溢价同创历史新高，在汇率相对稳定情况下国内市场买兴仍然旺盛。

图5.1：黄金溢价

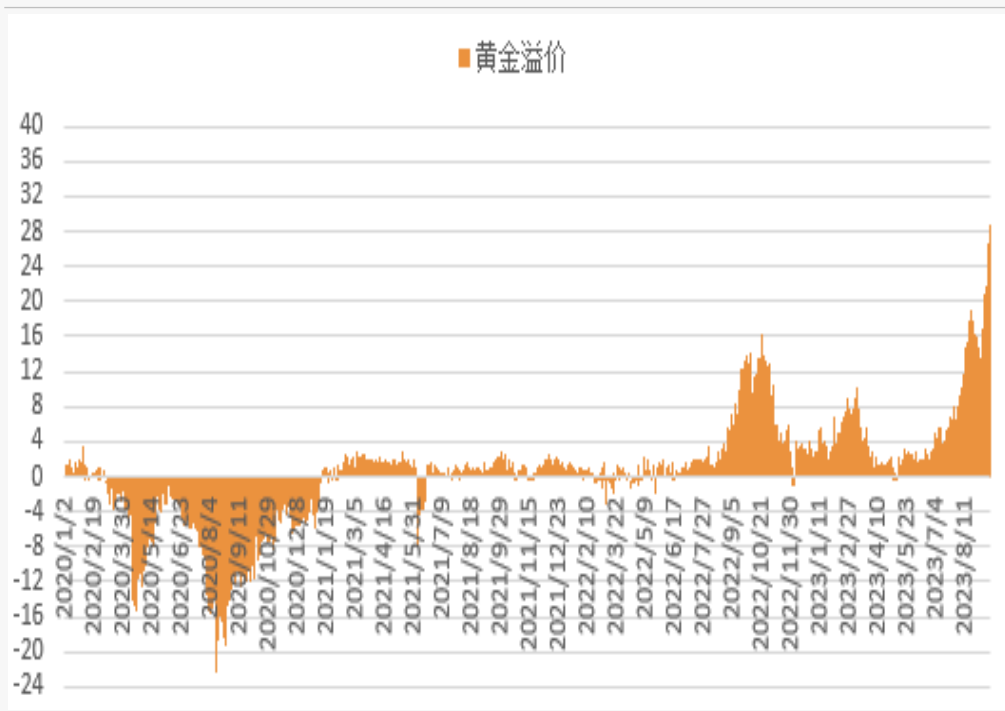
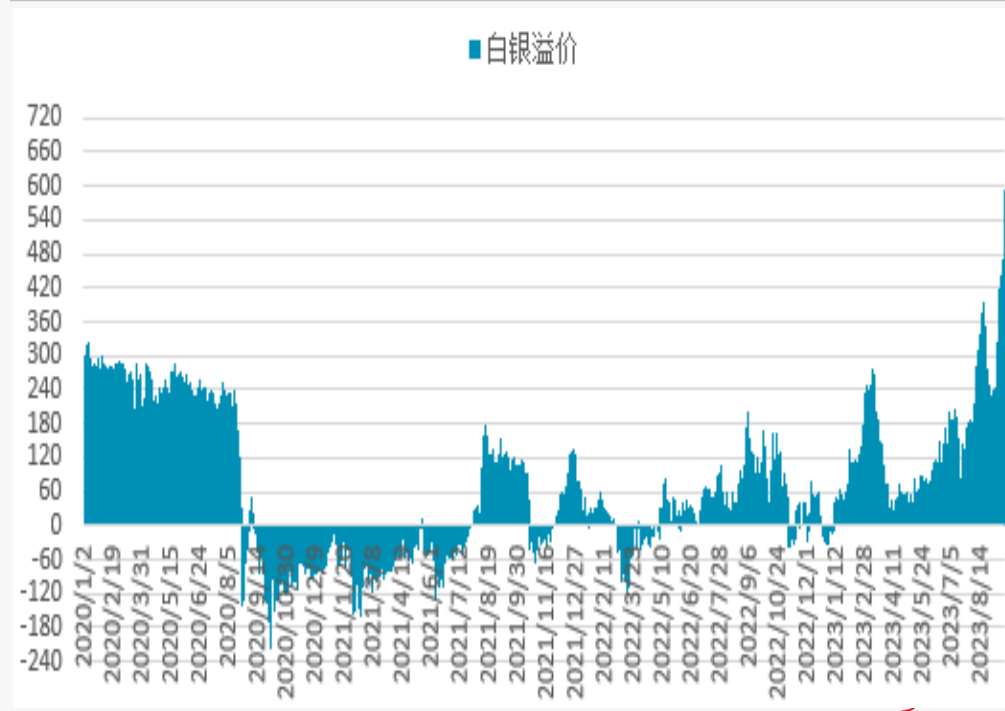


图5.2：白银溢价



资料来源：Wind、一德宏观战略部

国内现货金银溢价

需要注意的是，内外供需相对扭曲可能会阶段性超过汇率运行趋势对溢价的影响。如2020年5月至2021年2月人民币升值阶段溢价“逆势”走强，主要受海外需求激增所致，而上周人民币汇率企稳回升后溢价仍然加速上行或与国内买兴不减相关，不宜过度投机做宽价差。

图5.3：人民币汇率升值贬值阶段黄金溢价运行统计

阶段	日期	离岸人民币	美元指数	黄金现货内外价差 (元/克)	外盘金价(美元/ 盎司)	内盘金价 (元/克)	内外折算汇率	偏离离岸价基点 数(负为贬值)
贬值阶段1	2022/2/24	6.3016	96.17	-0.1	1912	389	6.32	-184
	2022/10/21	7.375	112.83	16.2	1626	389	7.44	-650
贬值阶段2	2023/1/13	6.695	102.26	3.7	1897	414	6.78	-850
	2023/9/8	7.368	105.02	20.8	1925	467	7.55	-1820
	2023/9/14	7.3	104.78	28.7	1912	470	7.65	-3500
升值阶段1	2019/9/6	7.196	98.39	5.1	1518	351	7.19	60
	2020/1/24	6.84	97.69	1.8	1560	347	6.91	-700
升值阶段2	2020/5/29	7.197	98.48	-2.4	1716	391	7.08	1170
	2021/2/19	6.396	90.57	2.6	1762	369	6.51	-1140

资料来源：wind、一德宏观战略部

黄金与相关资产比价

图5.4: 伦敦金银比



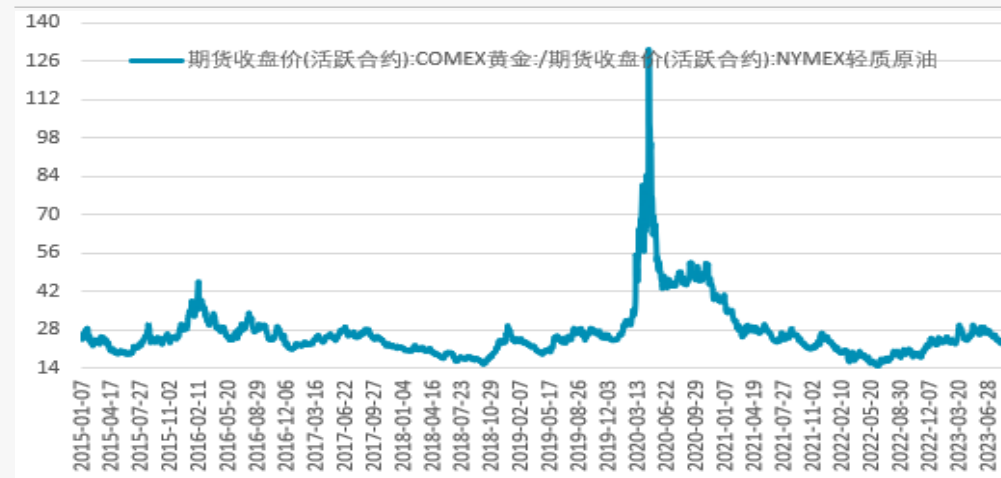
图5.5: 纽期银铜比



资料来源: Wind、一德宏观战略部

本周, 伦敦金银比开始小幅回落, 金油比、银铜比连续3周走低, 油价持续打出空间带动商品反弹令通胀反复预期重燃, 降息预期趋于谨慎, 令贵金属相对弱势。

图5.6: 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 (9.18-9.23)

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
2023/9/19	美国8月营建许可月率及新屋开工年化月率初值 (%)
2023/9/21	美联储FOMC会议、点阵图和经济展望及主席新闻发布会
	美国截至9月16日当周初请失业金人数(万) 英国央行议息会议及会议纪要
2023/9/22	日央行议息会议及行长新闻发布会
	欧元区9月Markit制造业PMI初值 (%) 美国9月Markit制造业PMI初值 (%)
2023/9/23	2023年FOMC票委、芝加哥联储主席古尔斯比发表讲话

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