

贵金属：联储延续鹰派基调，内盘溢价有所回归

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24日



联储延续鹰派基调，内盘溢价有所回归

- 1. 走势回顾：**当周外盘金银宽幅震荡且后者表现更强，纽期金银比价连续2周回落。人民币汇率持续趋稳，内外价格分化情况有所缓解。持有成本两端延续强势，外盘金银压制犹存。
- 2. 宏观面：**当周，随着美、英、日央行议息会议相继落下帷幕，在三家央行均按兵不动的情况下，市场预期主要跟随基本面数据波动，美国以其经济的“比较优势”使得利率汇率维持强于非美的态势，但源于预期差收窄等因素，贵金属走势也未出现大幅回落，前期调整幅度较深的白银反而修复力度更大。
- 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3周回落，白银ETF连续3周获增持，与价格强弱走势一致；白银投机净多水位连续3周下滑，黄金则有所企稳，持续处于低位的总持仓水平显示市场观望氛围浓厚。
- 4. 行情展望：**在美联储重新确认年内尚余一次加息的背景下，市场延续“认可停止加息”前的宽幅震荡特征，技术上外盘反弹修复格局并未被破坏。此前强势的做宽溢价头寸周内持续回吐，如无极端事件发生，预计前期溢价高位难以再获突破，但回归常态尚需时日。未来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。

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	1927.35	1927.70	-0.35	-0.02%	伦敦银	美元/盎司	23.65	23.06	0.59	2.56%
黄金现货溢价	元/克	27.63	35.85	-8.21	-22.93%	白银现货溢价	元/千克	499	689	-190	-27.54%
COMEX黄金非商业多头持仓	张	237716	235704	2012	0.85%	COMEX白银非商业多头持仓	张	50699	52963	-2264	-4.27%
COMEX黄金非商业空头持仓	张	102553	111840	-9287	-8.30%	COMEX白银非商业空头持仓	张	35468	34930	538	1.54%
SPDR 黄金ETF持有量	吨	877.39	880.27	-2.88	-0.33%	SLV 白银ETF持有量	吨	13980.77	13726.96	253.81	1.85%
美元指数		105.61	105.34	0.27	0.26%	美日汇率		148.38	147.85	0.53	0.36%
美国实际利率	%	2.07	1.98	0.09	4.55%	标准普尔500指数		4320.06	4450.32	-130.26	-2.93%
美10年期国债收益率	%	4.44	4.33	0.11	2.54%	TED利差	%	0.10	0.10	-0.002	-1.81%
RJ/CRB商品价格指数		285.99	289.61	-3.62	-1.25%	金银比		81.49	83.59	-2.10	-2.51%
VIX波动率指数	%	17.20	13.79	3.41	24.73%	金油比		21.53	21.33	0.20	0.92%
道琼斯工业		33963.84	34618.24	-654.40	-1.89%	钯金期货	美元/盎司	1257.00	1251.00	6.00	0.48%

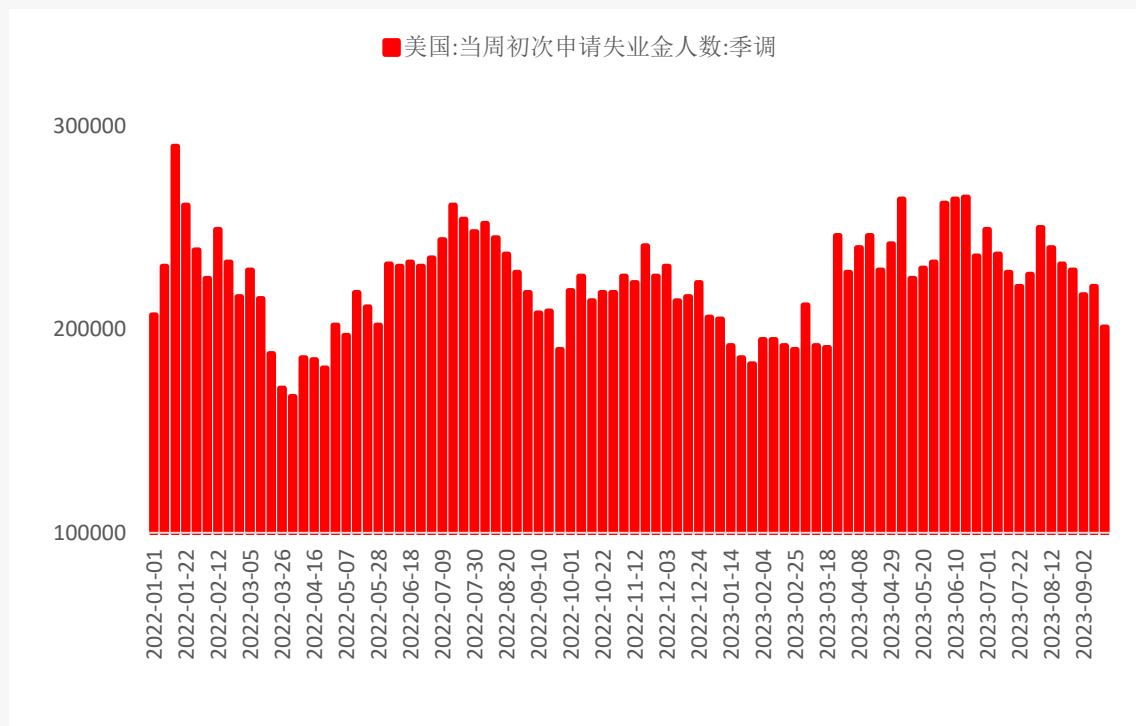
资料来源: Wind、一德宏观战略部

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

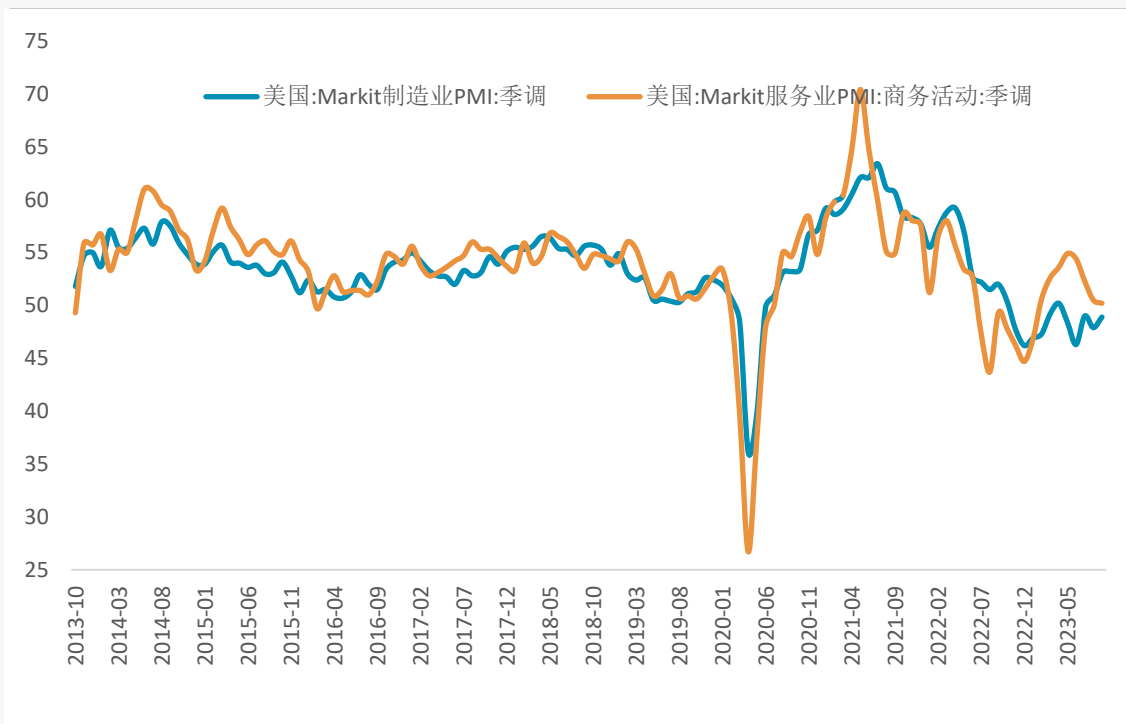


资料来源：Wind、一德宏观战略部

美国截至9月16日当周初请失业金人数回落至20.1万，低于预期及前值，为近半年以来最低。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，这也印证了9月FOMC会议上鲍威尔“劳动力市场仍然偏紧”的观点。

美国经济数据

图2.2: 美国Markit制造业与服务业PMI初值 (%)



资料来源: Wind、一德宏观战略部

美国9月Markit制造业与服务业PMI走势延续分化。制造业PMI升至48.9, 高于预期及前值; 服务业PMI降为50.2, 勉强守住荣枯线。特别是随着后者逐渐失去上行动能, 美国经济进一步下行压力有所增加。

联储鹰派暂停加息，进一步削减来年降息预测

当周，9月FOMC会议如预期般第二次“跳过”加息，同时在经济展望中进一步调升增速预期，使得其在点阵图中调降降息预测顺理成章。受此影响，市场预期一度接近完全贴合联储预测。

美联储观察工具显示，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11月再度加息的押注维持谨慎，12月及明年1月加息的预期反超11月，接近五成一线。此外，来年降息预期维持3次，略超9月点阵图委员们预期的2次水平，起始时点延迟至7月。

联储鹰派暂停加息，进一步削减来年降息预测

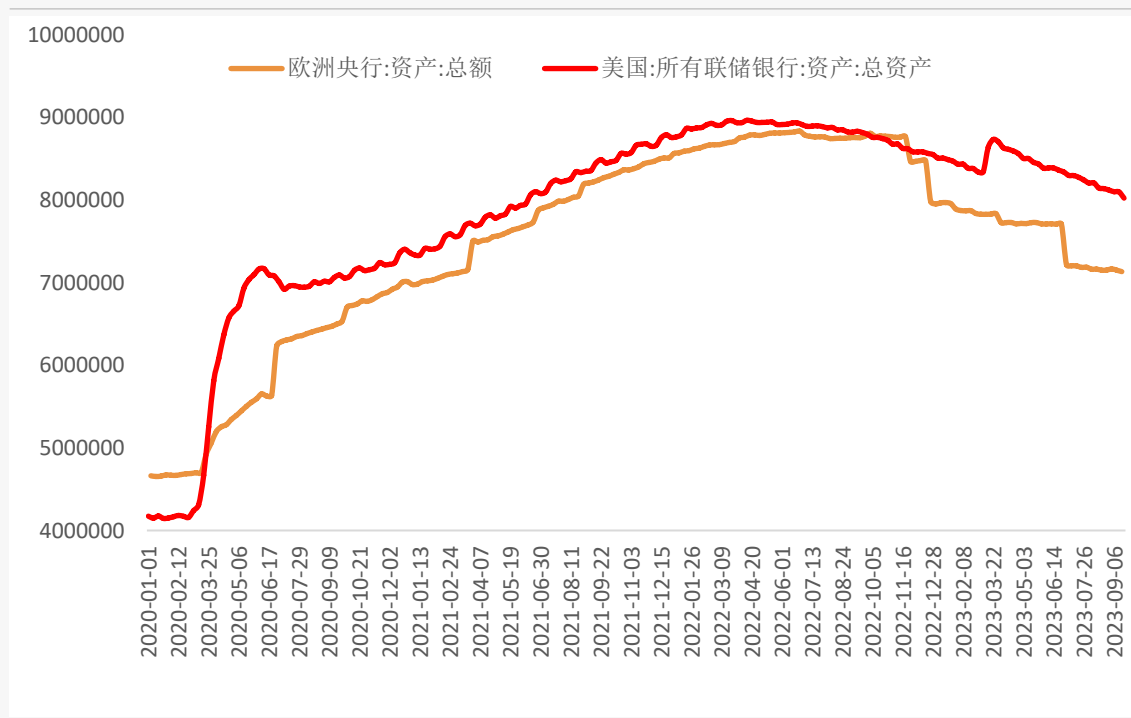
图2.3：美联储未来几次会议加息降息概率

MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600	600-625
2023/11/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	73.7%	26.3%	0.0%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	54.8%	38.4%	6.7%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	53.7%	38.8%	7.4%	0.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.7%	51.0%	33.1%	6.1%	0.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	23.9%	44.8%	23.8%	4.0%	0.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	10.3%	31.0%	37.7%	17.1%	2.7%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	5.5%	20.2%	34.2%	27.9%	10.2%	1.4%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.3%	3.3%	13.7%	28.0%	30.7%	18.0%	5.3%	0.6%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.2%	1.8%	8.6%	21.0%	29.4%	24.3%	11.6%	2.9%	0.3%	0.0%
2024/12/18	0.1%	1.3%	6.5%	17.2%	26.8%	25.8%	15.5%	5.6%	1.1%	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

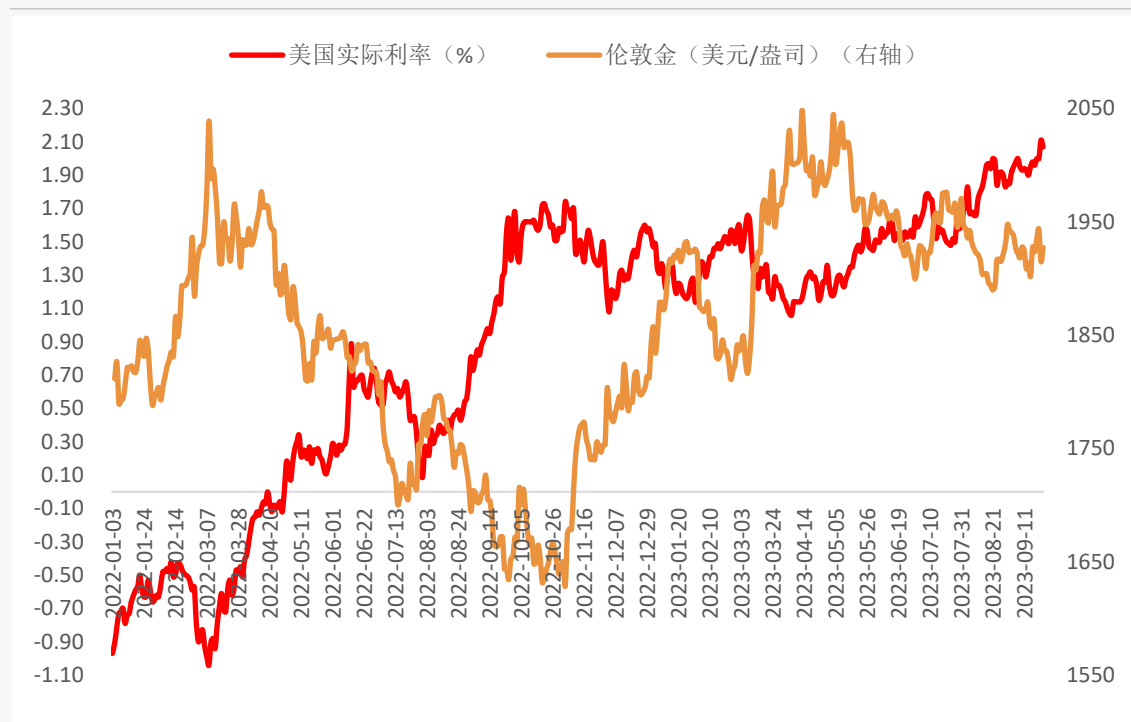
截止9月20日，欧、美央行资产负债表同时收缩且后者收缩幅度更大，对美元形成支撑。

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

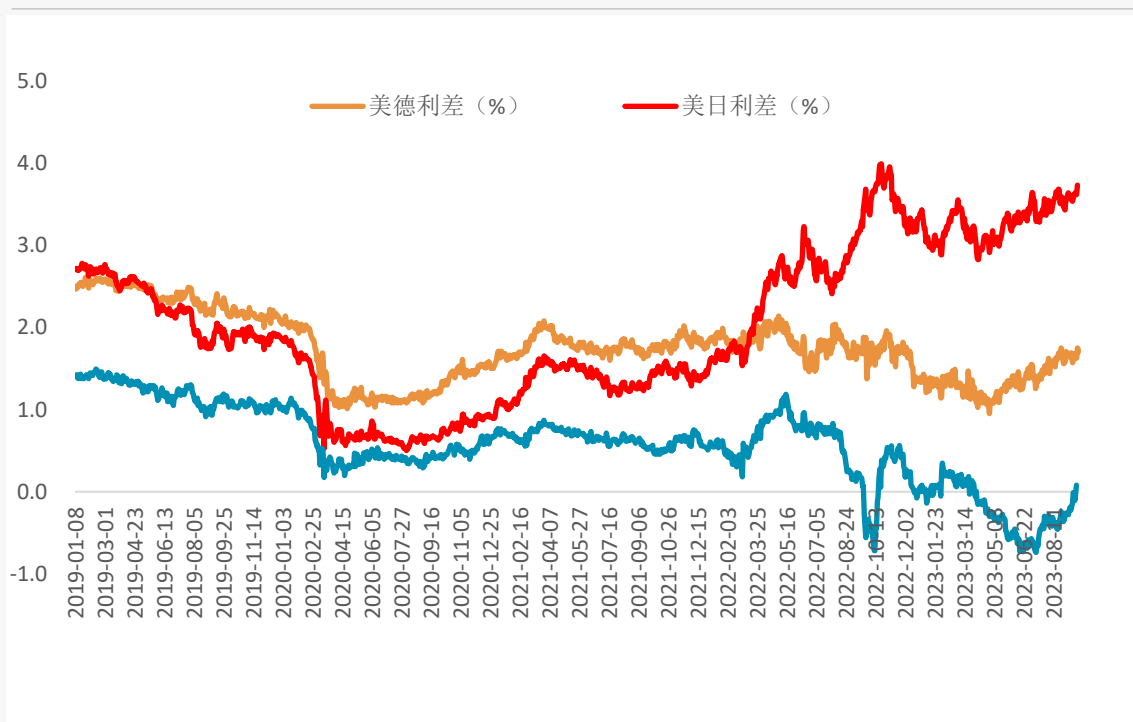


资料来源：Wind、一德宏观战略部

截至9月22日，名义利率上行速率显著快于盈亏平衡通胀率，实际利率刷新2008年以来新高，名义利率更是创2007年以来新高，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

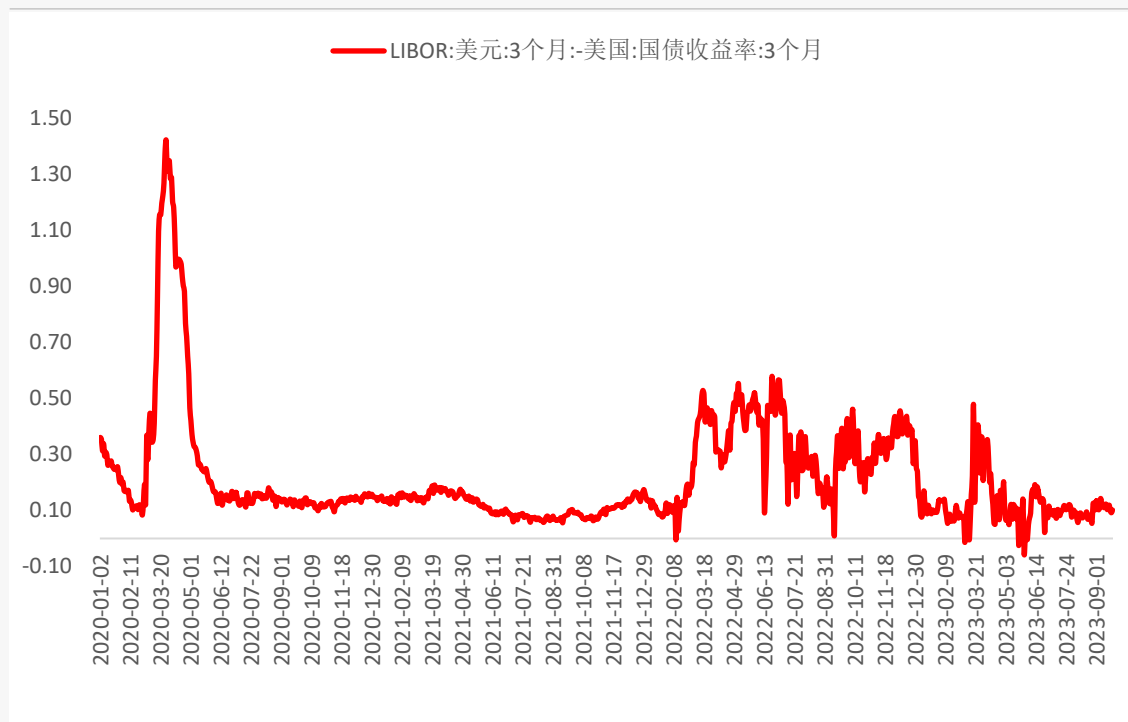


资料来源: Wind、一德宏观战略部

截至9月22日, 美对德、日、英利差同时走强, 对美元影响偏正面。

泰德利差

图3.3: 泰德利差 (%)



截至9月22日，泰德利差连续3周回落，美元流动性压力维持偏低水平。

资料来源：Wind、一德宏观战略部

04

资金情绪

金银ETF持仓

当周，金银投资需求连续4周分化，黄金ETF持仓水平连续3周下滑，白银ETF持仓水平连续3周回升。

图4.1：SPDR黄金持仓和伦敦金

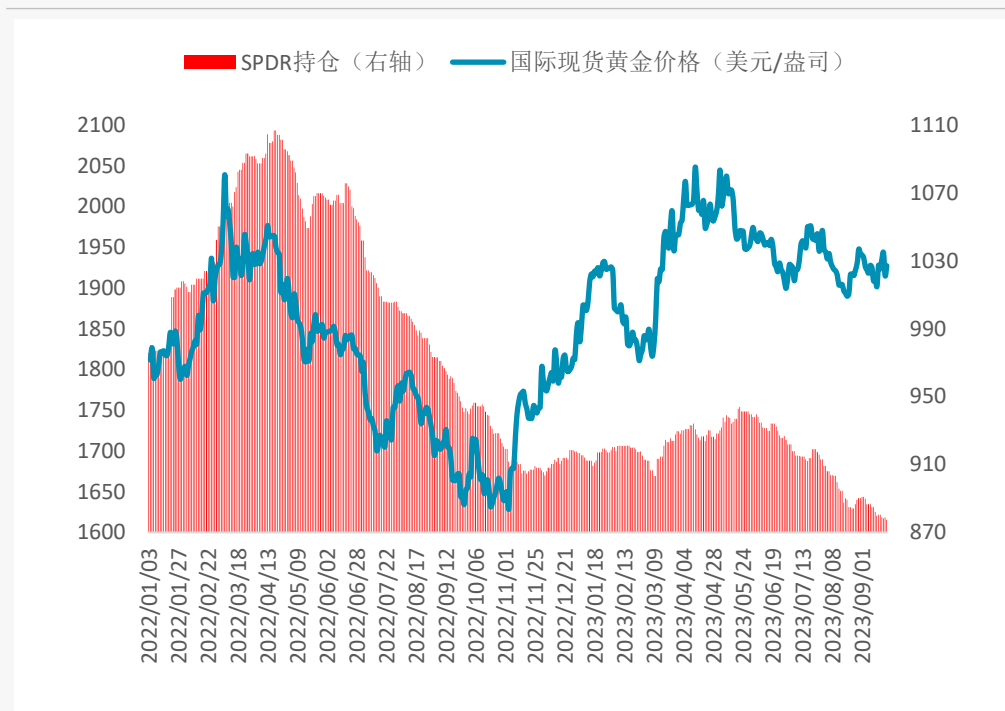
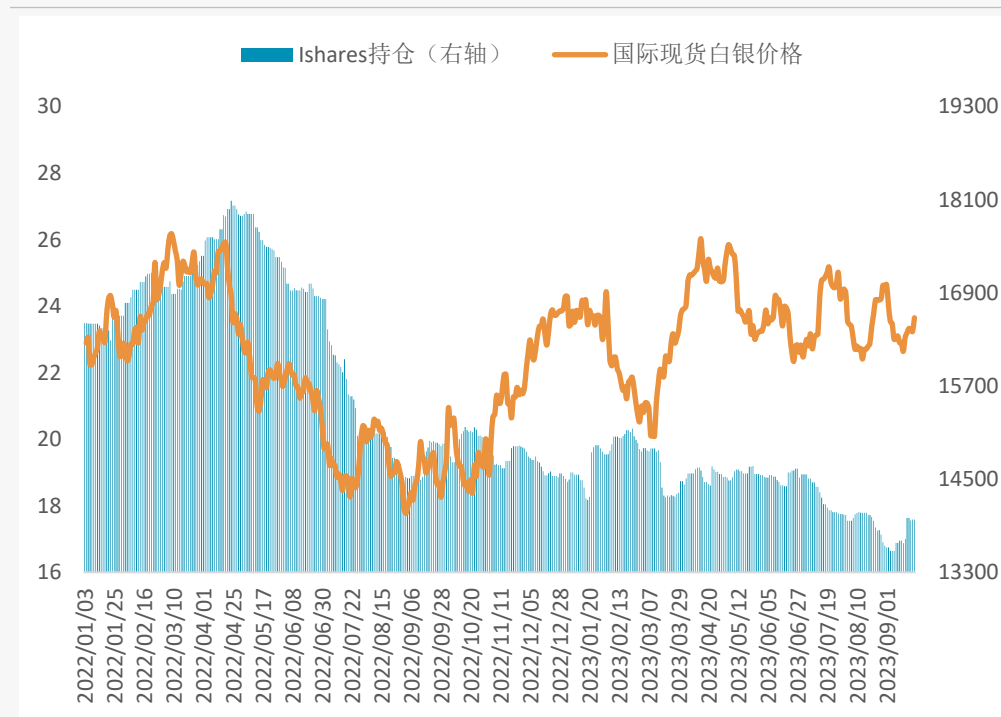


图4.2：Ishares白银持仓和伦敦银



资料来源：SPDR, Ishares、一德宏观战略部

金银CFTC持仓

截止9月22日的数据显示，纽期金持仓量44.04万张，较9月15日减少647张，较9月19日增加2348张；纽期银持仓量12.65万张，较9月15日增加1278张，较9月19日增加776张。CFTC投机净多持仓变化上，白银投机净多持仓连续3周下滑，结构上仍为多减空增；黄金则开始回升。

图4.3：CFTC黄金投机净多和黄金全部合约持仓量

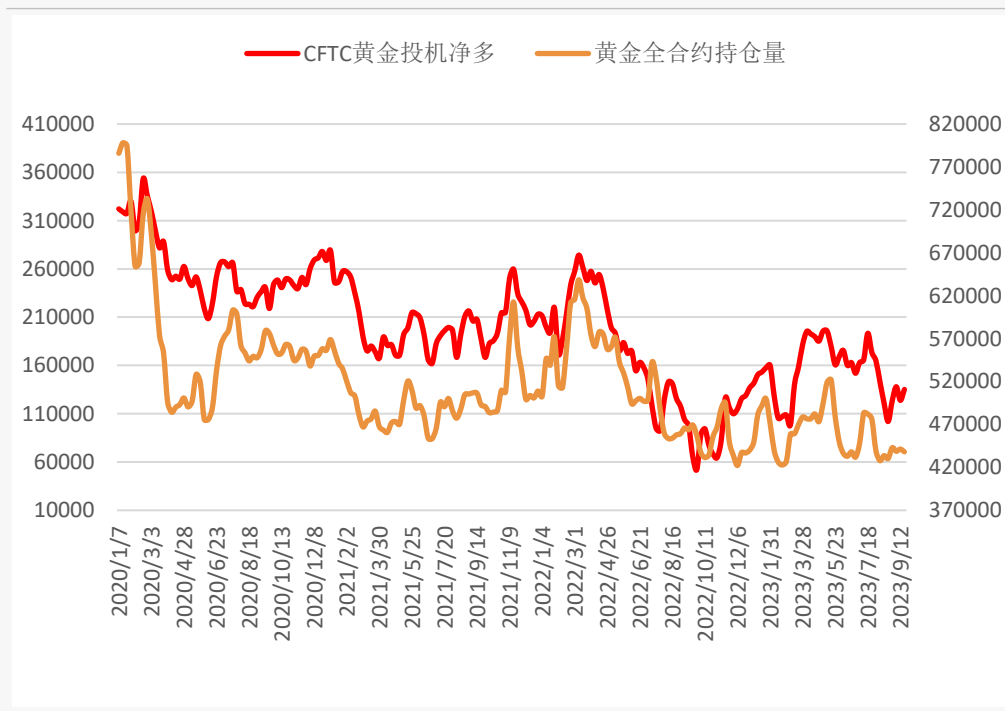
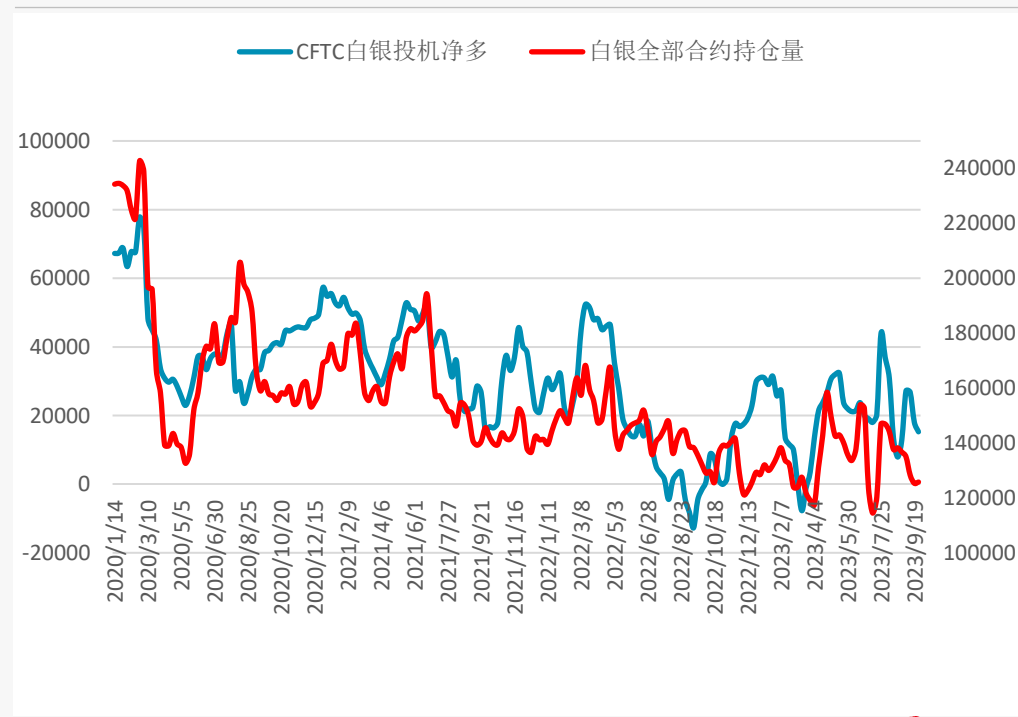


图4.4：CFTC白银投机净多和白银全部合约持仓量



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

当周，人民币中间价继续升值，随着外盘价格企稳回升，国内市场买兴减弱，金银溢价自高位快速回落。

图5.1：黄金溢价

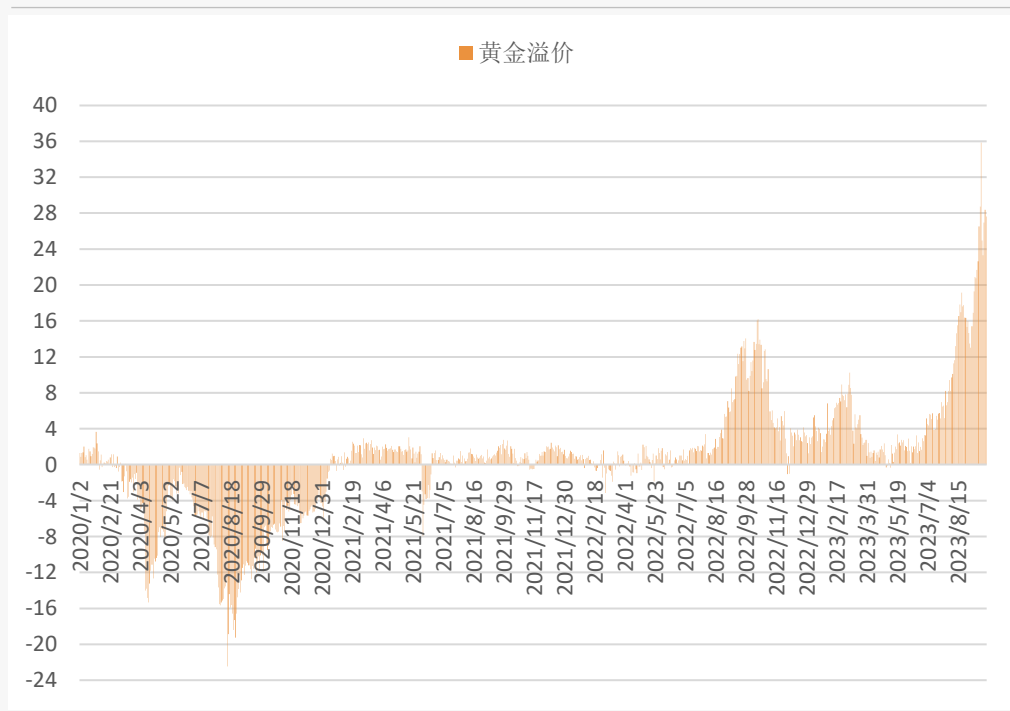
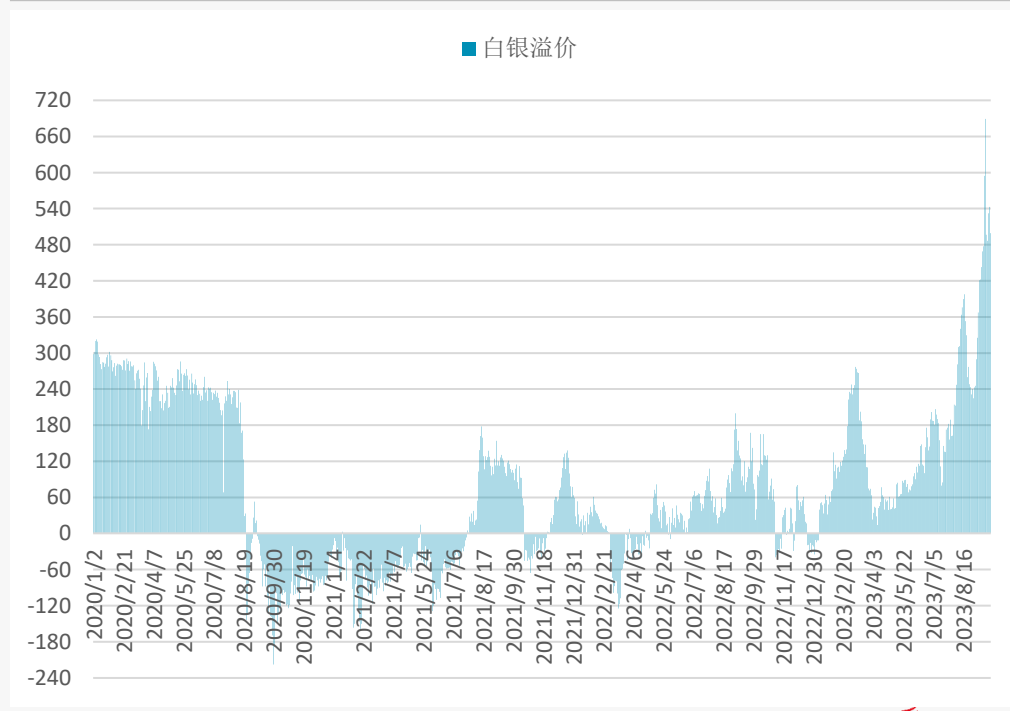


图5.2：白银溢价



资料来源：Wind、一德宏观战略部

黄金与相关资产比价

图5.4: 伦敦金银比



本周，伦敦金银比连续2周小幅回落，金油比、银铜比探底回升。随着联储延续鹰派基调，市场风险情绪有所回落，避险资产先期调整后相对风险资产率先企稳。

图5.5: 纽期银铜比

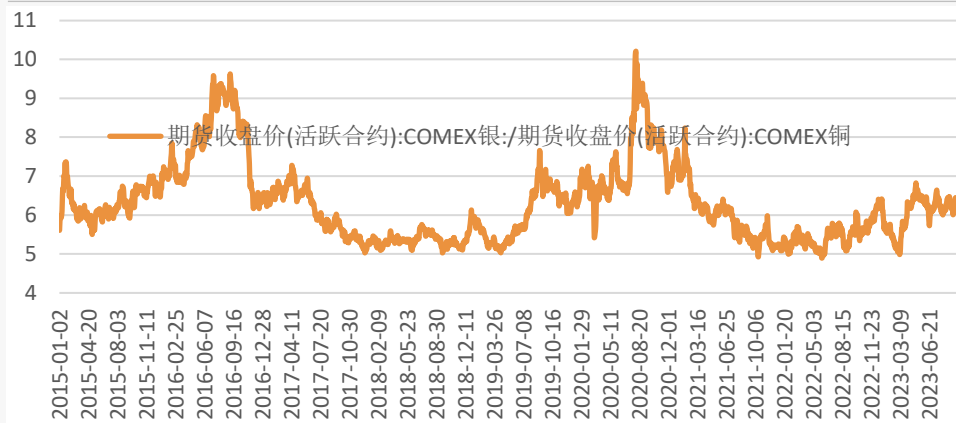


图5.6: 纽期金油比



资料来源: Wind、一德宏观战略部



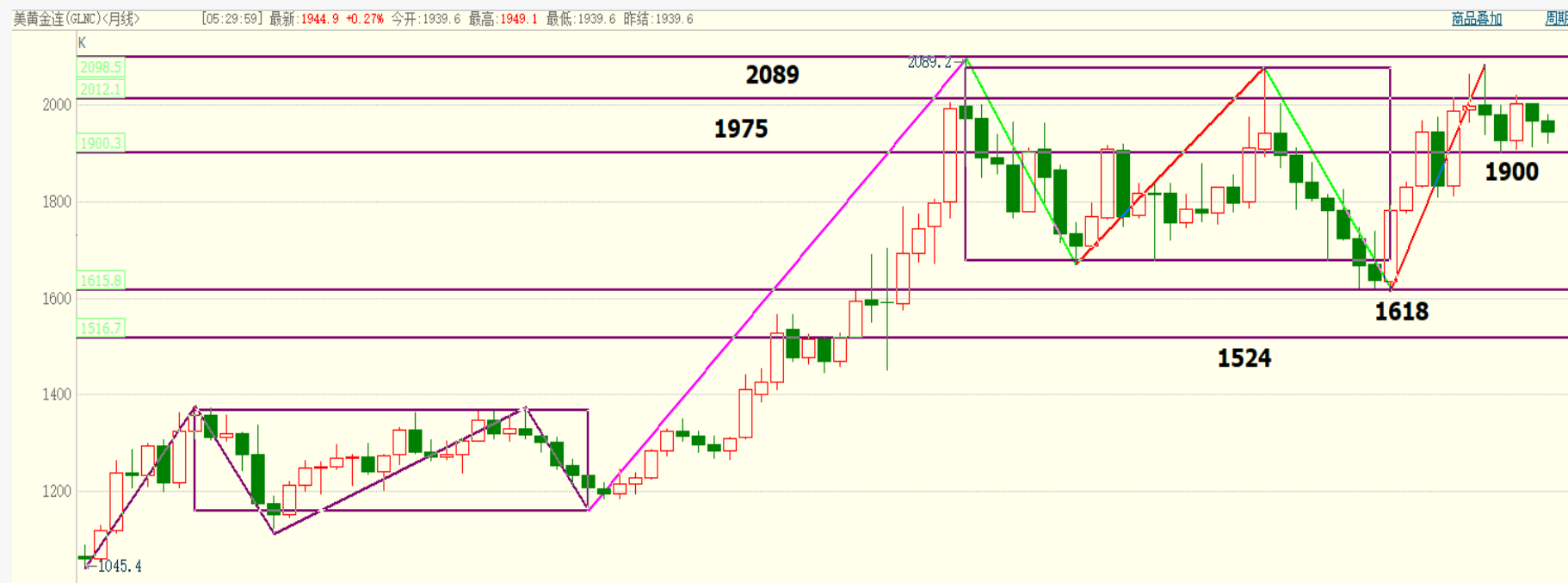
06

技术分析

技术分析

黄金中期阻力2089，中期支撑1618，短期阻力1975，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22.56，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 (9.25-9.29)

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
2023/9/25	日本央行行长植田和男举行新闻发布会
	欧洲央行行长拉加德在听证会发表介绍性声明
2023/9/26	美国9月谘商会消费者信心指数
	2023年FOMC票委、明尼阿波利斯联储主席卡什卡利发表讲话
2023/9/27	日央行7月会议纪要
	美国8月耐用品订单月率初值(%)
2023/9/28	美国截至9月23日当周初请失业金人数(万)
	2023年FOMC票委、芝加哥联储主席古尔斯比发表讲话
2023/9/29	欧元区9月调和(核心)CPI年率初值(%)
	美国8月(核心)PCE物价指数年率(%)
	欧洲央行行长拉加德发表讲话
	美联储主席鲍威尔将参加会议并回答参与者提出的问题
	2024年FOMC票委、里奇蒙德联储主席巴尔金就货币政策发表讲话

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