

贵金属：一颗红心，两手准备

张晨

期货从业资格号：F0284349

投资咨询从业证书号：Z0010567

2023年10月8日



目录

CONTENTS

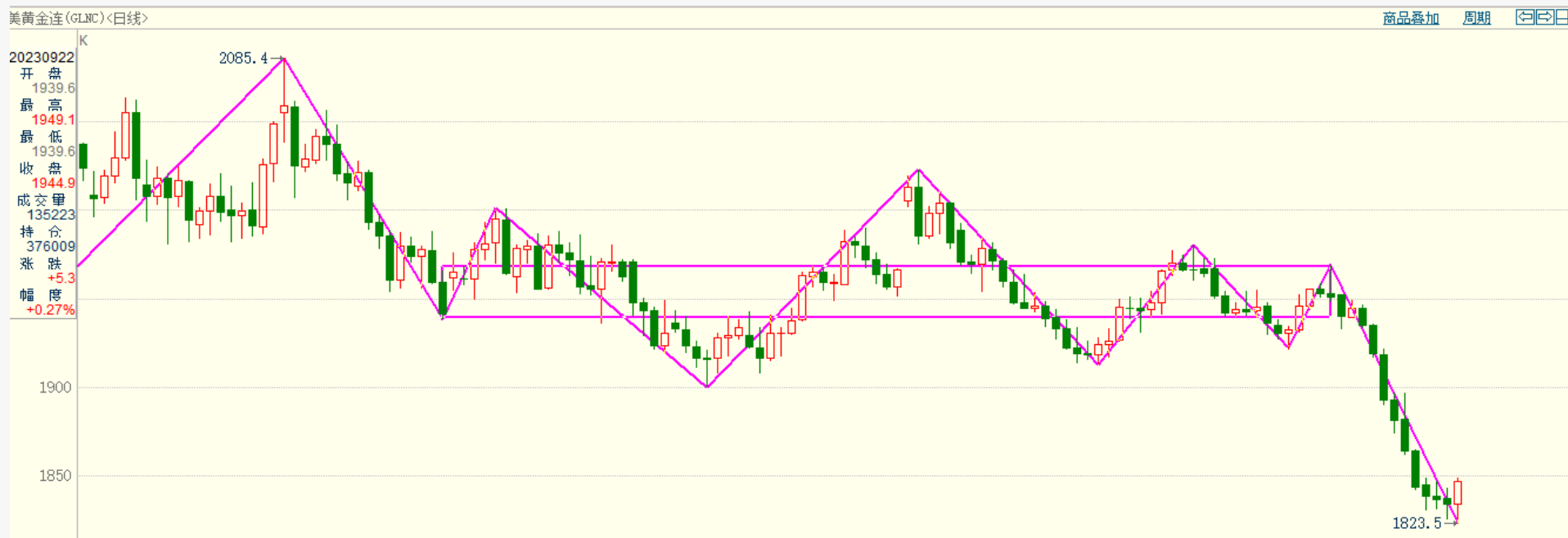
- 01 市场回顾
- 02 影响因素分析及展望
- 03 观点归纳及策略推荐

01

市场回顾

市场回顾：长假期间金银调整逼近临界点

图1.1：黄金日线走势



周线

资料来源：博易大师、一德宏观战略部

- ◆ 长假前纽期金破位，纽期银假期中跟随破位，日线、周线调整结构终于完成。
- ◆ 金银均逼近年内低点，也是中期多空临界点。



02

影响因素分析及展望

美债抛售风波

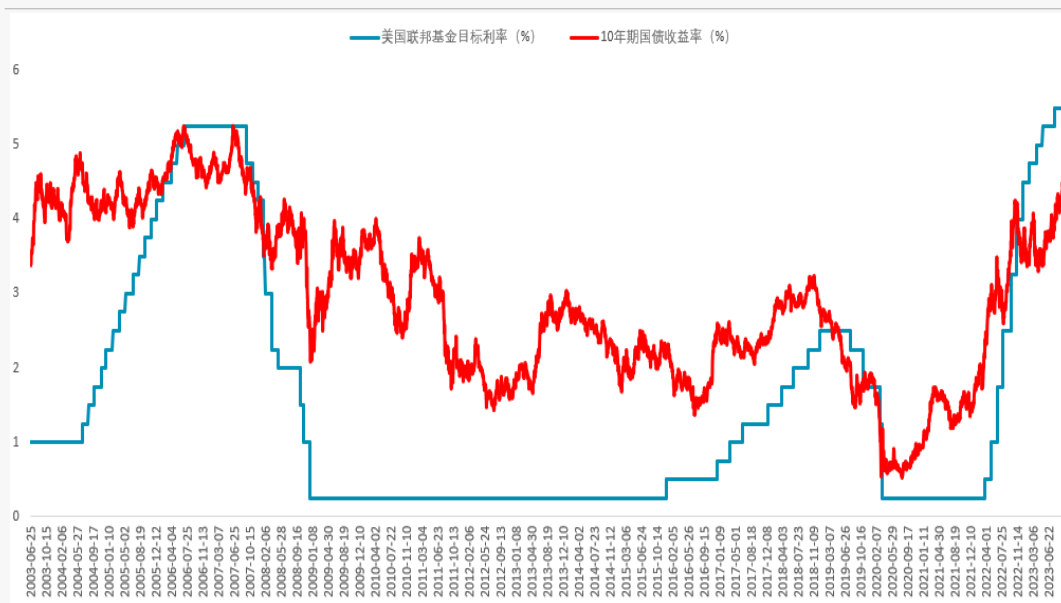


◆ 大规模增发令供给激增。

◆ 地缘因素+逆全球化（杰克逊霍尔年会上的主题）使得配置需求显著降低。

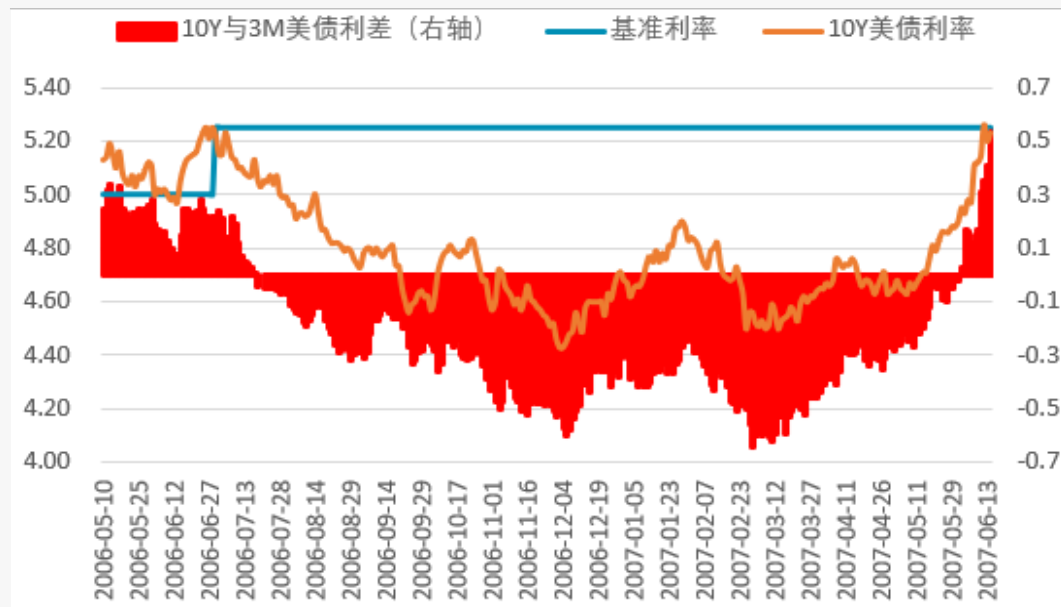
美债抛售风波——极端情况触碰终值利率

图2.1：本轮紧缩与2008金融危机前相似度更高



资料来源：Wind、一德宏观战略部

图2.2：近一年的higher for longer名义利率牛陡切换至熊陡

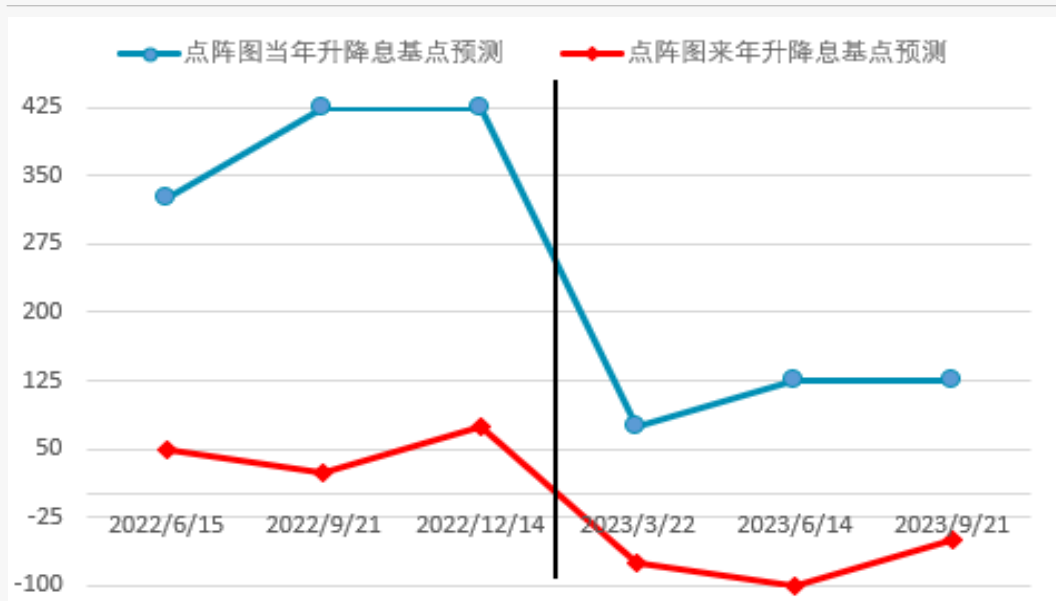


资料来源：Wind、一德宏观战略部

- ◆ 从加息节奏和高度以及宏观经济情况上看，本轮紧缩周期与08金融危机前更为类似。
- ◆ 名义利率向基准利率一线靠拢以及higher for longer过程中的牛陡转变为熊陡使得倒挂的利差得以修复也对当前存在借鉴意义，彼时的次贷危机压弯了最后一根稻草。

紧缩路径——再加息一次概率大

图2.3：9月点阵图仍偏鹰派



资料来源：Wind、一德宏观战略部

图2.4：美联储观察工具政策预期情况

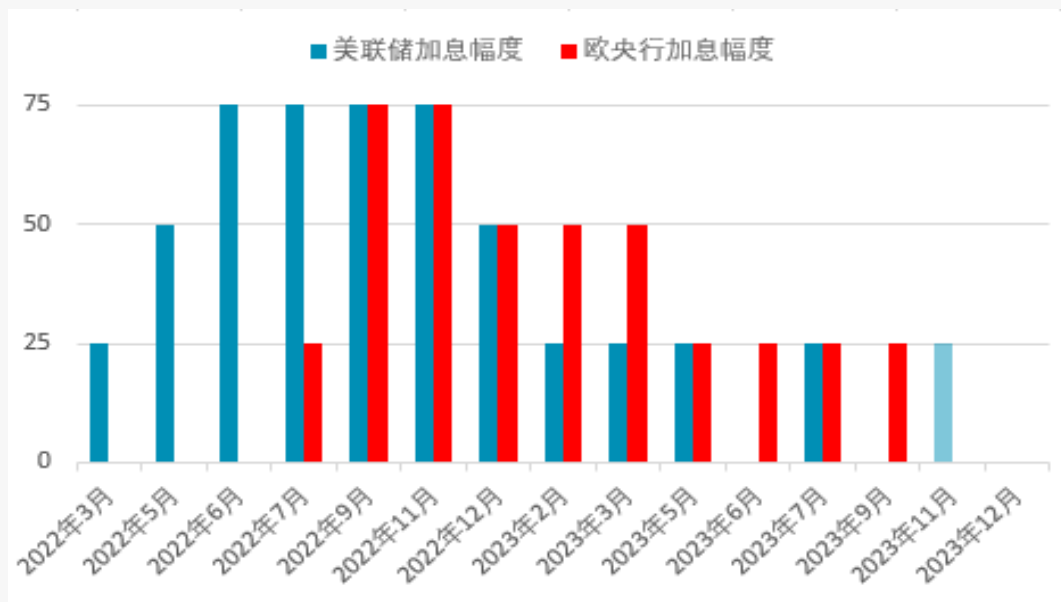
MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES											
	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/11/1					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	88.8%	11.2%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	56.5%	39.5%	4.1%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	55.9%	38.4%	3.9%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	13.7%	52.1%	30.8%	3.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.4%	25.2%	45.7%	22.4%	2.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.3%	14.9%	35.5%	34.0%	12.2%	1.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	8.3%	24.7%	34.8%	23.6%	6.9%	0.6%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	7.5%	22.9%	33.7%	24.9%	8.8%	1.3%	0.1%
2024/11/7	0.3%	2.6%	11.3%	25.6%	31.5%	20.9%	6.9%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.2%	1.6%	7.7%	19.7%	29.1%	25.2%	12.6%	3.4%	0.4%	0.0%

资料来源：CME、一德宏观战略部

- ◆ 9月点阵图仍显示年内尚有一次加息，但是否就此结束加息悬念留待12月破解。
- ◆ 加息预期并未随名义利率增强，印证了期限溢价短期推升了美债利率。

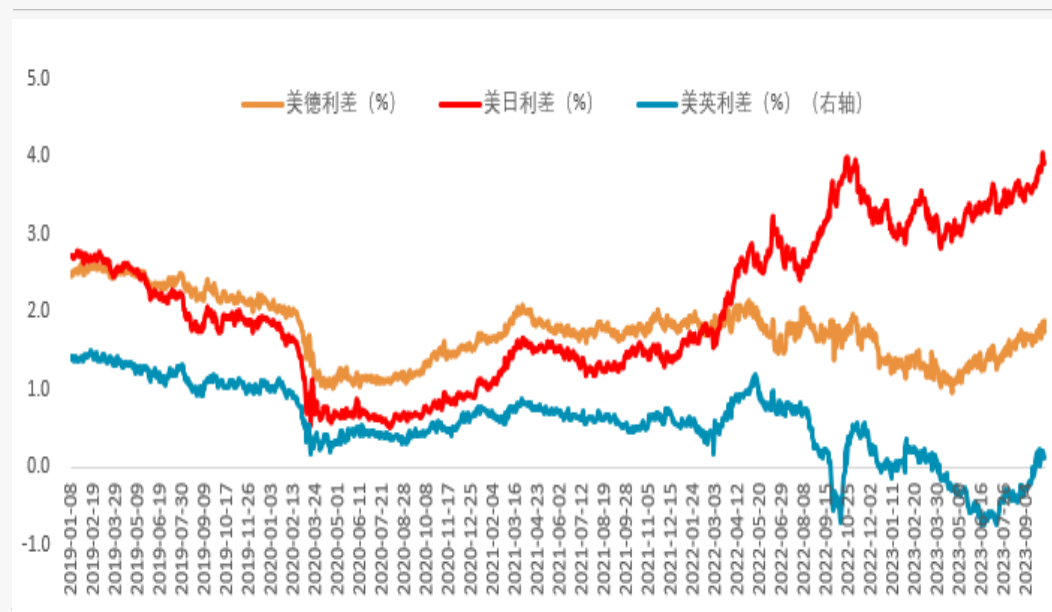
美元指数：利差支撑，本质上还是完成了向经济强弱的切换

图2.5：美欧央行紧缩预期差基本弥合



资料来源：wind、一德宏观战略部

图2.6：美国薪资增速年率与核心PCE年率

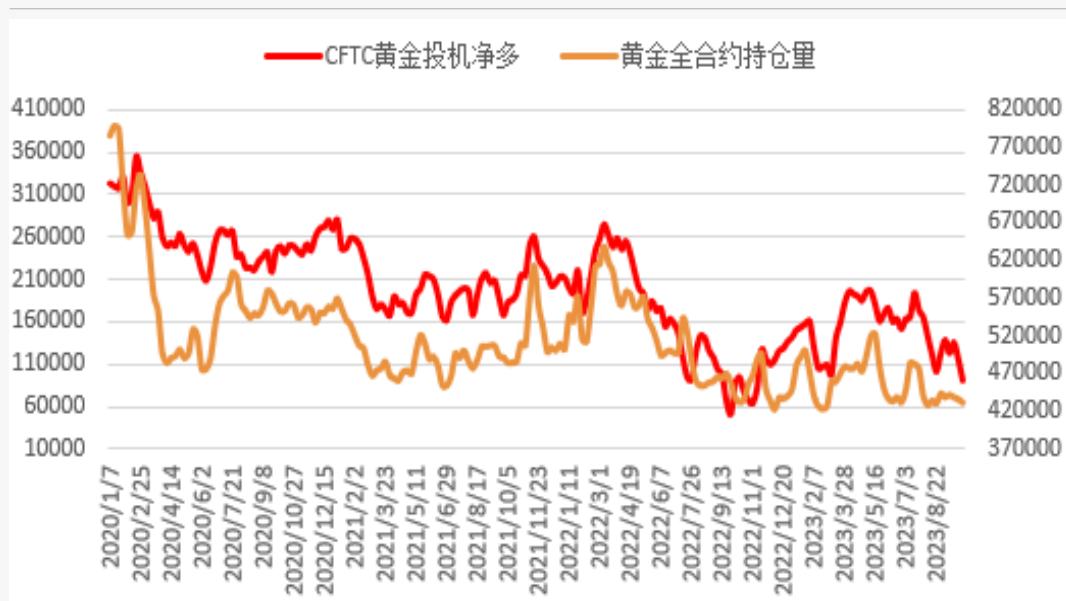


资料来源：wind、一德宏观战略部

- ◆ 预计欧央行加息已至尾声，二者预期差基本弥合。
- ◆ 短期利差支撑汇率，但本质上还是由紧缩节奏差异切换至经济基本面差异。

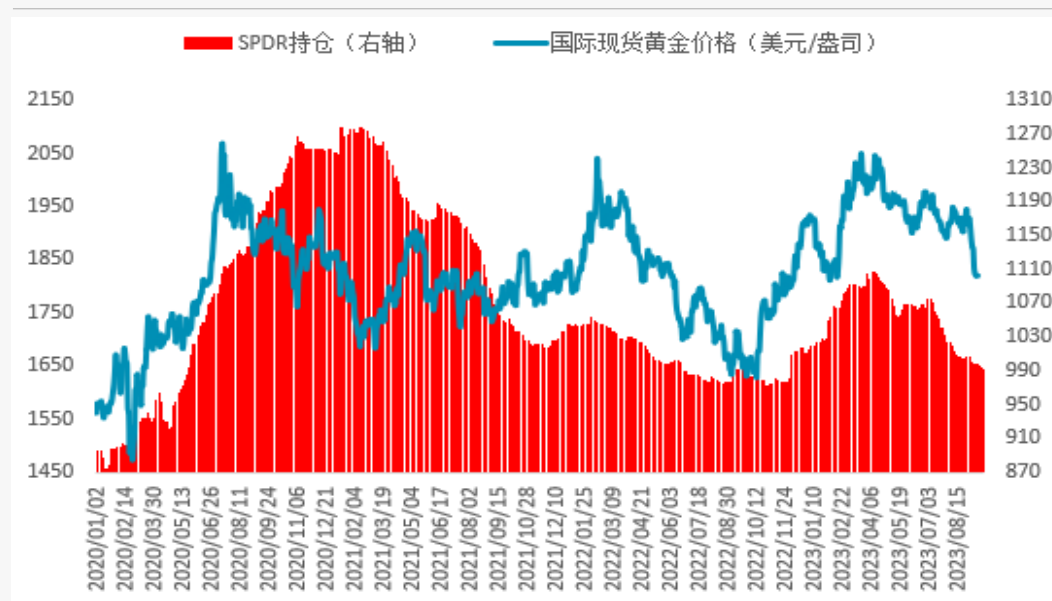
资金面：投机、配置资金同时出清

图2.7：CFTC黄金投机净多持仓与总持仓



资料来源：wind、一德宏观战略部

图2.8：SPDR ETF持仓与伦敦金价



资料来源：wind、一德宏观战略部

- ◆ 投机资金及总持仓水位低位徘徊，关注黄金投机多头20万张支撑情况抑或出现白银投机净多持仓转为净空的极端看空情况出现。
- ◆ 代表中长期配置资金方向的黄金ETF持仓水平持续低迷，持仓水平接近去年四季度低位。

溢价：需求存在下修空间

图2.9：人民币汇率波动运行与黄金溢价统计

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
	2023/9/15	7.3	104.78	35.8	1912	477	7.76	-4600
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

- 1、人民币汇率运行趋势与内外黄金价差及价格走势存在以下规律：人民币下行阶段，美元汇率偏强，金价外盘趋弱而内盘坚挺，因而内外价差通常走强；反之亦然。此外，由于进口存在运保费等原因，折算汇率较实际汇率略微贬值。
- 2、本轮人民币贬值周期打破了以上规律，主要在于金价内外同时走强而内盘走势强更强，使得价差达到历史最大值，也使得折算汇率较实际汇率贬值幅度加深。这里面两方面推动因素：汇率及需求，特别是8日至15日，人民币趋稳，而价差仍快速大幅走强，对应5个交易日拉升近15元，此前半年才上升17元，主要是**国内**需求推动。
- 3、上述阶段对应的镜像即为上表中“升值阶段2”，该阶段由于海外经济走弱，超级宽松政策叠加，**海外**对黄金需求期初强劲，价差在需求的支撑下也未延续传统规律走低，反而大幅走强，应为此前压制溢价为负的海外需求逐渐消退所致。

资料来源：wind、一德宏观战略部

03

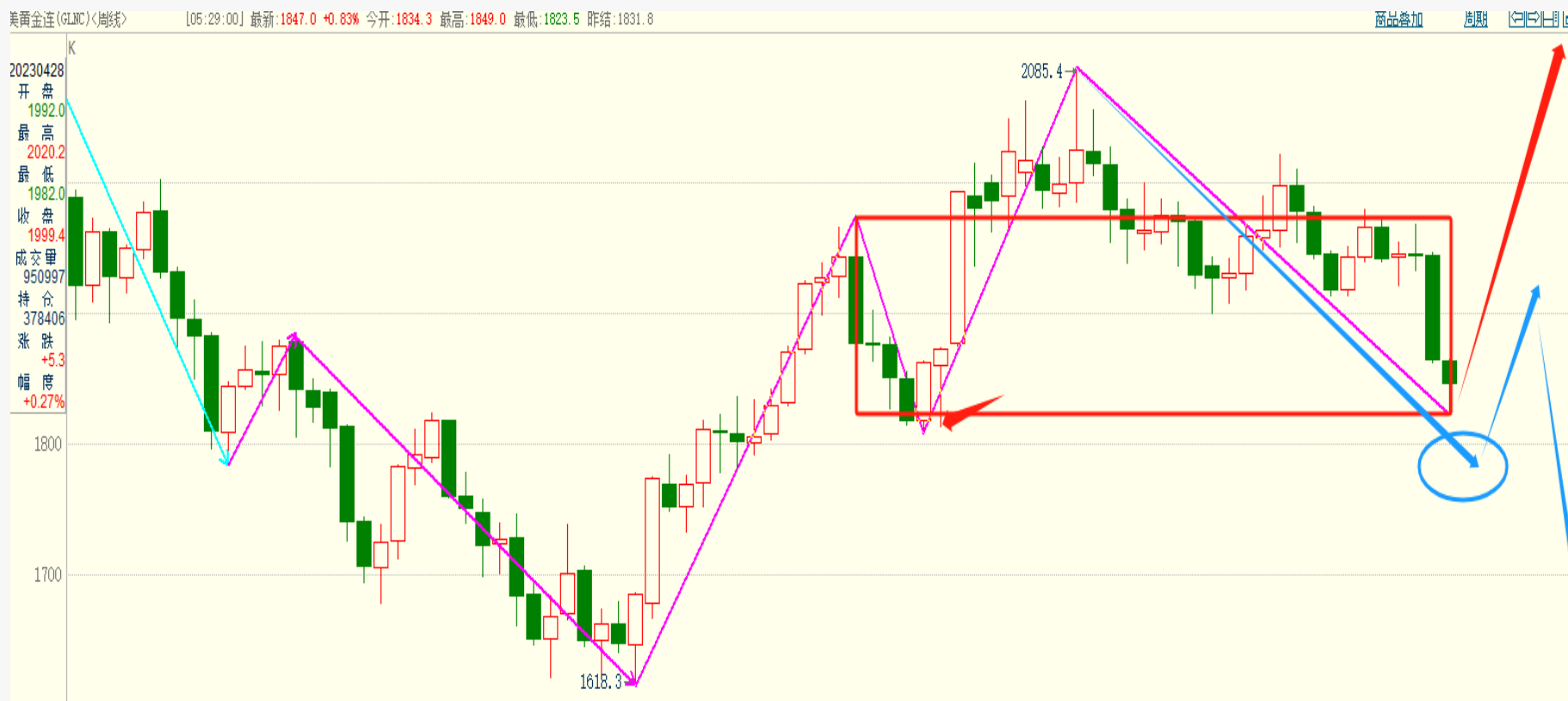
观点归纳和策略 推荐

观点归纳

- ◆ **短期利多**：美元和利率端的超买调整。
- ◆ **中短期利空**：经济（就业）+ 通胀双韧性引发持续鹰派预期管理叠加当前期限溢价走高令利率、汇率维持强势。
- ◆ **中长期利多**：美联储加息行将结束，货币政策紧缩负面效应渐显；后续经济下行（危机）将令避险情绪及货币政策转向再度升温。

策略建议：守正、待时、出奇

图3.1：纽期金周线



资料来源：博易大师、一德宏观战略部

- ◆ 红色路径——逢低做多。
- ◆ 蓝色路径——杜鹃不啼则待之啼。

感谢聆听!