

# 贵金属：联储“完败”市场，纽期金再创历史新高

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12月3日



# 联储“完败”市场，纽期金再创历史新高

- 1. 走势回顾：**当周外盘金银连续3周走强，纽期金刷新纪录新高，纽期银逼近年内高位。人民币汇率延续升值，内盘金银溢价持续走低，沪金逼近年内高位，沪银再创年内新高。
- 2. 宏观面：**当周，联储预期管理“完败”市场乐观预期，美国制造业数据继续走弱，市场乐观情绪达到近期之最，未来5次加息次数预测追平中小银行业危机期间，降息起始点3月距离当下不过一个季度有余，种种迹象表明短期市场再一次过度乐观，存在修正可能。
- 3. 资金面：**当前投机资金主导价格迹象仍较为明显。当周，金银配置资金同时流出为主，CFTC投机净多持仓持续增加，黄金投机净多持仓刷新年内新高并重返20万张。总持仓方面，二者均延续升势与价格上行一致。
- 4. 行情展望：**基于纽期金“超预期”补涨，并创出历史新高，长周期来看金银再度完成了一个完整的上行周期，则后市在白银站上30.35美元前高之前，市场错位顶底的结构令中期回调风险增大，建议逐步兑现多单为主，此位置再行追买风险较高。策略上，配置、投机交易均可减仓或离场。



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	2045.40	2000.85	44.55	2.23%	伦敦银	美元/盎司	25.16	23.71	1.46	6.14%
黄金现货溢价	元/克	7.33	8.10	-0.78	-9.58%	白银现货溢价	元/千克	392	429	-38	-8.75%
COMEX黄金非商业多头持仓	张	289845	269701	20144	7.47%	COMEX白银非商业多头持仓	张	62880	53372	9508	17.81%
COMEX黄金非商业空头持仓	张	89761	97996	-8235	-8.40%	COMEX白银非商业空头持仓	张	28600	25920	2680	10.34%
SPDR 黄金ETF持有量	吨	878.82	882.28	-3.46	-0.39%	SLV 白银ETF持有量	吨	13480.11	13690.93	-210.82	-1.54%
美元指数		103.20	103.44	-0.24	-0.23%	美日汇率		146.81	149.44	-2.63	-1.76%
美国实际利率	%	2.00	2.21	-0.21	-9.50%	标准普尔500指数		4594.63	4559.34	35.29	0.77%
美10年期国债收益率	%	4.22	4.47	-0.25	-5.59%	TED利差	%	0.21	0.11	0.099	91.18%
RJ/CRB商品价格指数		270.77	272.00	-1.23	-0.45%	金银比		81.30	84.41	-3.11	-3.69%
VIX波动率指数	%	12.63	12.46	0.17	1.36%	金油比		28.12	27.89	0.77	2.86%
道琼斯工业		36245.50	35390.15	855.35	2.42%	钯金期货	美元/盎司	1010.50	1064.00	-53.50	-5.03%

资料来源: Wind、一德宏观战略部

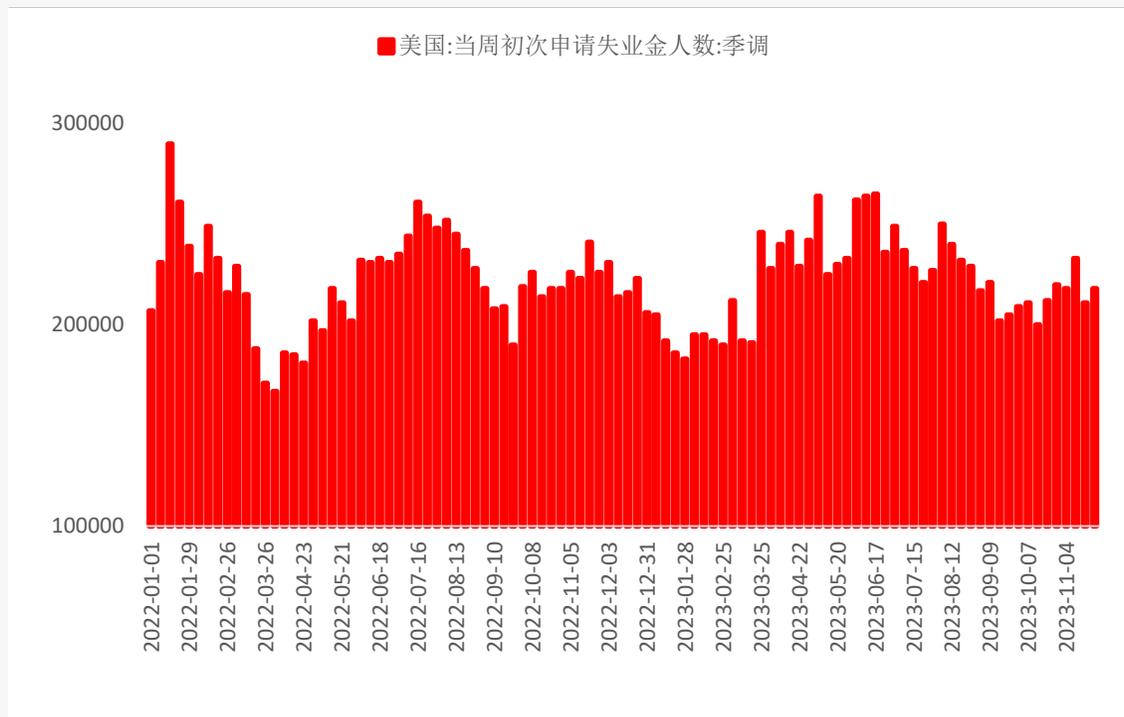
02

# 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（人）

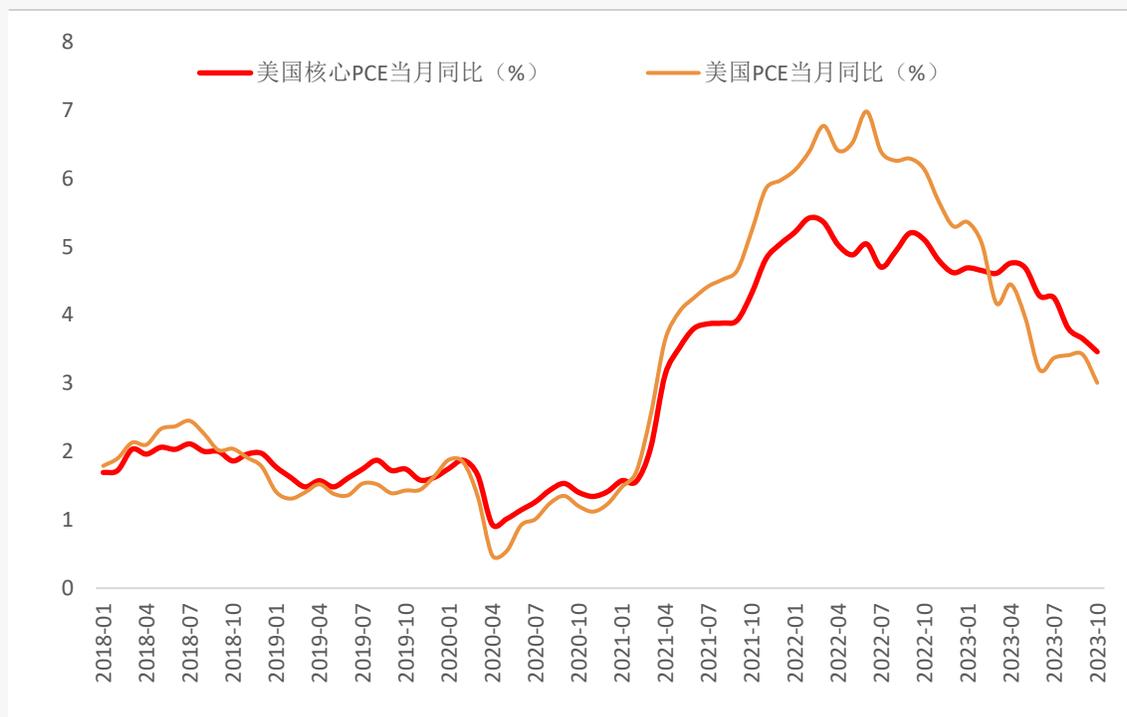


资料来源：Wind、一德宏观战略部

美国截至11月25日当周初请失业金人数小幅升至21.8万，低于预期但高于修正后的前值，总体仍维持低位区间。随着联储连续两次按兵不动，利率长时间维持高位驱动就业市场降温，续请失业金人数升至两年高位，表明寻求新工作的难度正在不断增加。

# 美国经济数据

图2.2: 美国（核心）PCE物价指数年率（%）

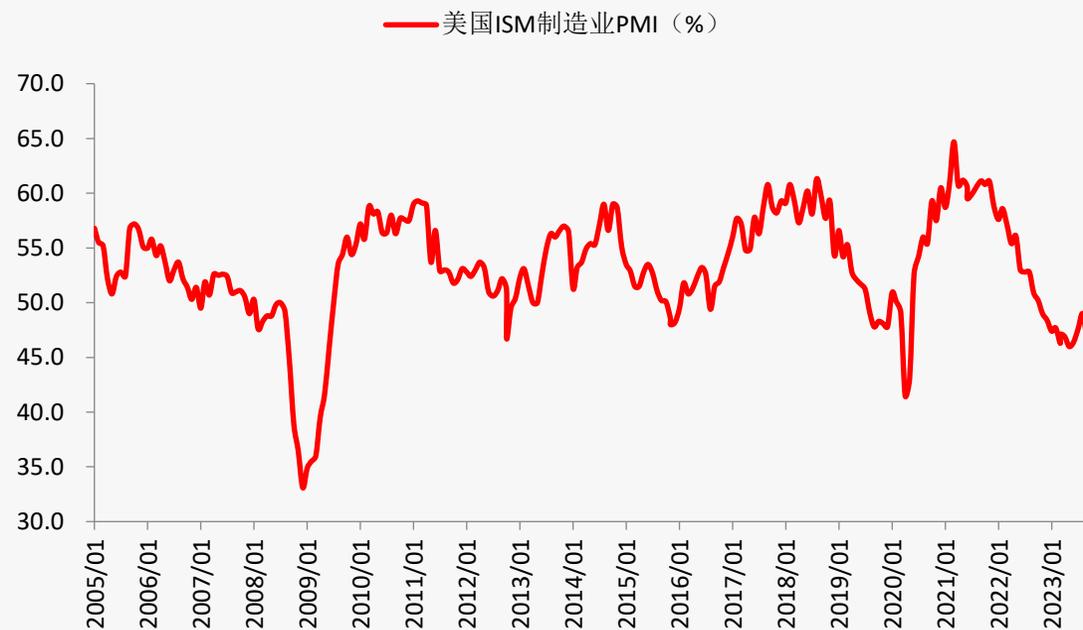


资料来源: Wind、一德宏观战略部

美国10月PCE物价指数年率降至3.01%，核心年率降至3.46%，为2021年4月以来最小涨幅，均符合预期且低于前值。作为联储货币政策的主要依据，后者继续朝着2%一线回落，也进一步强化了当前市场对于联储已结束加息而降息临近的乐观预期。

# 美国经济数据

图2.3: 美国ISM制造业PMI (%)



美国11月ISM制造业PMI为46.7%，低于预期但与前值持平，连续13个月位于荣枯线下方。分项数据显示，新订单指数好于前值，就业指数差于前值，但均已连续十数月位于收缩区间。

资料来源: Wind、一德宏观战略部

# 市场对联储政策乐观预期持续升温

当周，12月FOMC会前官员们最后一次集体亮相阐明观点。综合来看主要包括三方面要点：一是肯定当前政策取得的成果；二是为后续政策保留开放性；三是明确尚未开始讨论降息。但在近期公布的持续趋于下行的经济数据面前，上述表态作用有限，市场对于未来的降息次数的押注追平美国中小银行业危机期间。

美联储观察工具仍预计加息就此结束；来年降息预期再增加2次至5次，远超9月点阵图委员们预计的2次水平，起始时点提前至3月。

# 市场对联储政策乐观预期持续升温

图2.4：美联储官员当周表态

序号	官员 (2023票委*)	主要观点
1	美联储理事沃勒*	劳动力市场虽已降温但仍然紧张，无法确信联储措施已足够实现价格稳定。近期数据令人鼓舞，或已不需再行加息，但注意到近期金融状况再度放松。
2	美联储理事鲍曼*	自身基线预测仍为继续加息，警惕过早宣告抗通胀胜利的风险。
3	美联储副主席威廉姆斯*	预计货币政策将在相当一段时期内维持在具有限制性的状态。
4	克利夫兰联储梅斯特	大范围的金融状况紧缩抑制了需求，是否继续紧缩取决于经济数据。
5	里奇蒙德联储巴尔金	为应对通胀可能出现的抬头，应保有继续加息的选项。
6	亚特兰大联储博斯蒂克	越发相信通胀下行可能具备持续性，而前提是处于限制性的利率政策和收紧的金融条件让美国经济不断降速。
7	美联储主席鲍威尔*	利率水平处于限制性区间但是否足够尚未可知，必要时将进一步紧缩，当前谈及降息为时尚早。

资料来源：公开信息、一德宏观战略部

# 市场对联储政策乐观预期持续升温

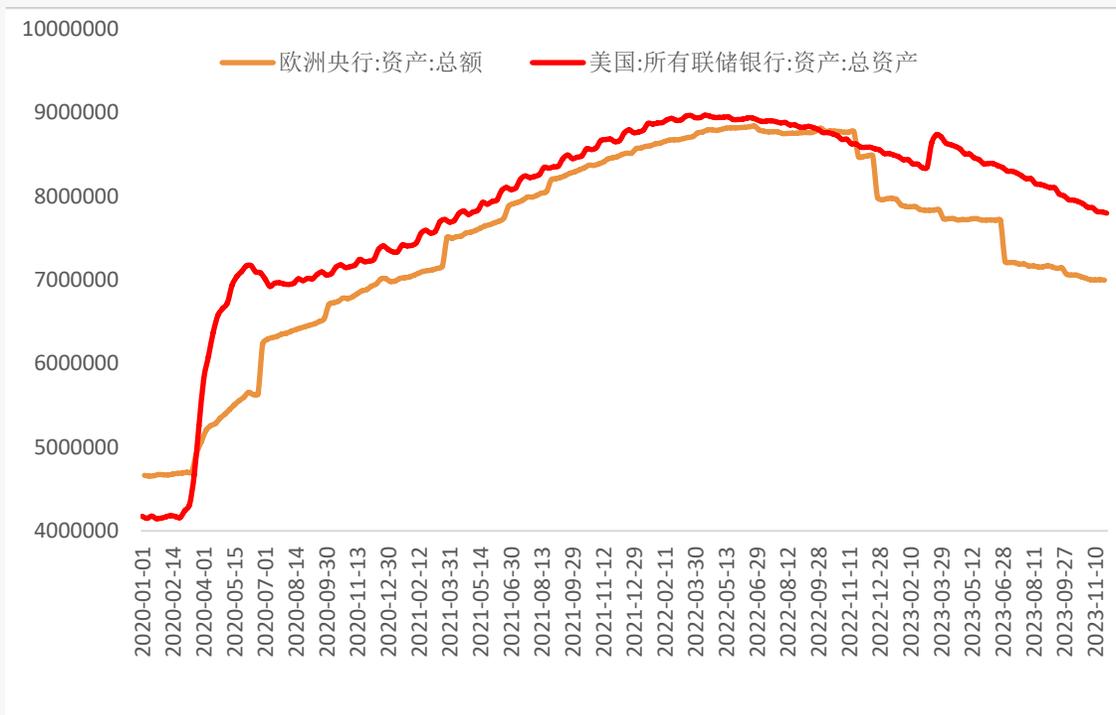
图2.5：美联储未来几次会议加息降息概率

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/12/13				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	98.8%	1.2%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.3%	84.7%	1.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.3%	55.1%	36.2%	0.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	41.9%	41.5%	10.5%	0.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.1%	36.7%	41.6%	15.0%	1.6%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	30.6%	40.6%	20.1%	4.2%	0.3%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	3.4%	25.8%	38.8%	23.8%	7.1%	1.0%	0.1%	0.0%
2024/11/7	0.0%	2.2%	18.0%	34.3%	29.1%	12.9%	3.1%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/12/18	1.6%	13.7%	29.9%	30.5%	17.3%	5.8%	1.1%	0.1%	0.0%	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11月29日，欧央行资产负债表收缩程度边际增大，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

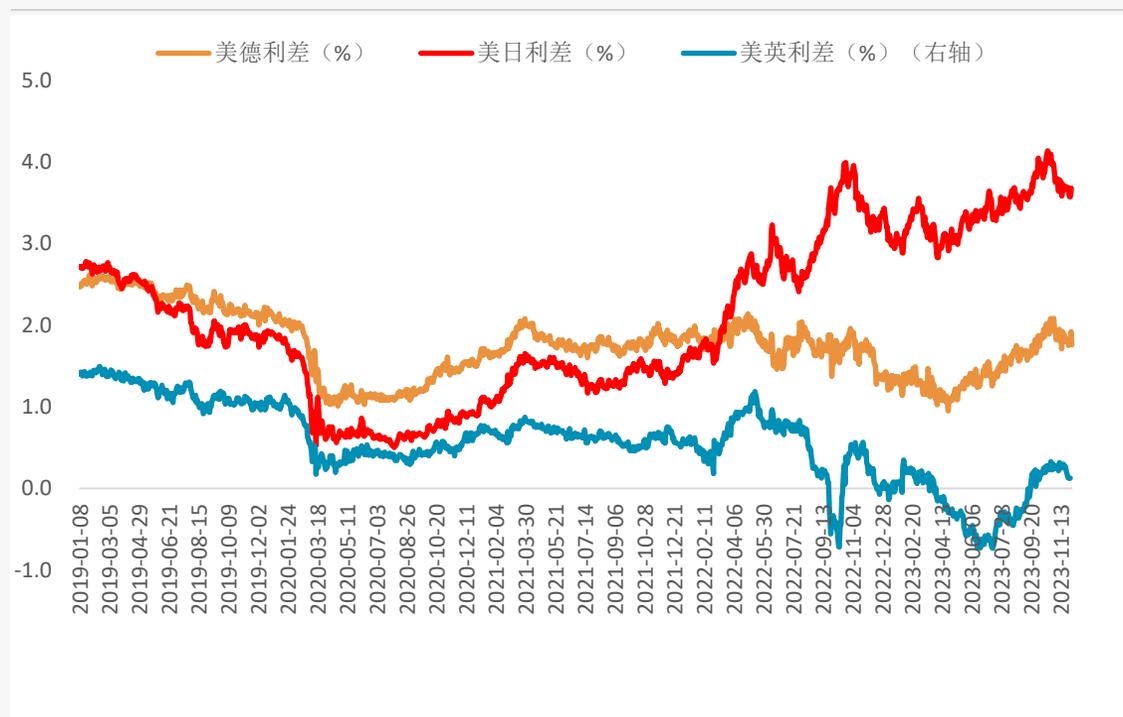


截至12月1日，名义利率、实际利率同时回落，盈亏平衡通胀率小幅回落，对贵金属价格形成支撑。

资料来源：Wind、一德宏观战略部

# 美国与主要经济体利差

图3.2: 美国与德国、日本、英国利差

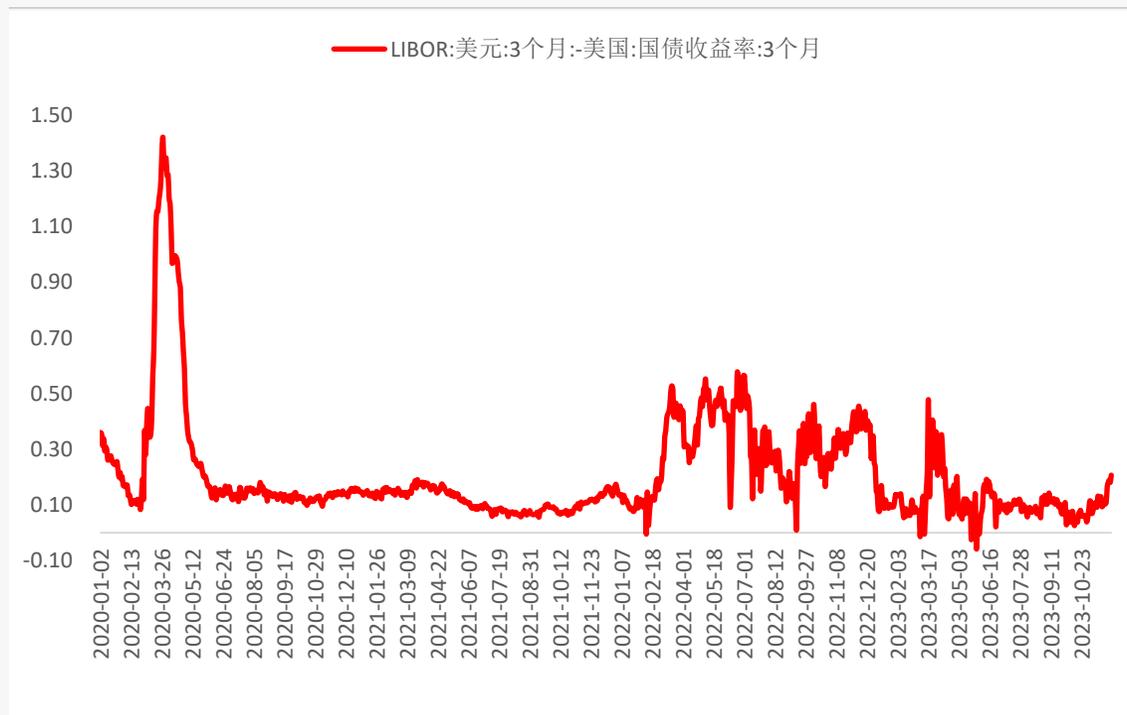


资料来源: Wind、一德宏观战略部

截至12月1日, 美对德利差回落, 对日、英利差持平, 对美元总体影响偏负面。

# 泰德利差

图3.3: 泰德利差 (%)



截至12月1日，泰德利差显著回升，美元流动性压力总体维持偏低水平。

资料来源：Wind、一德宏观战略部

04

# 资金情绪

---

# 金银ETF持仓

当周，金银投资需求同时走弱，与价格高歌猛进趋势相悖，黄金ETF持仓水平连续2周回落，白银ETF持仓水平亦开始减少。

图4.1：SPDR黄金持仓和伦敦金

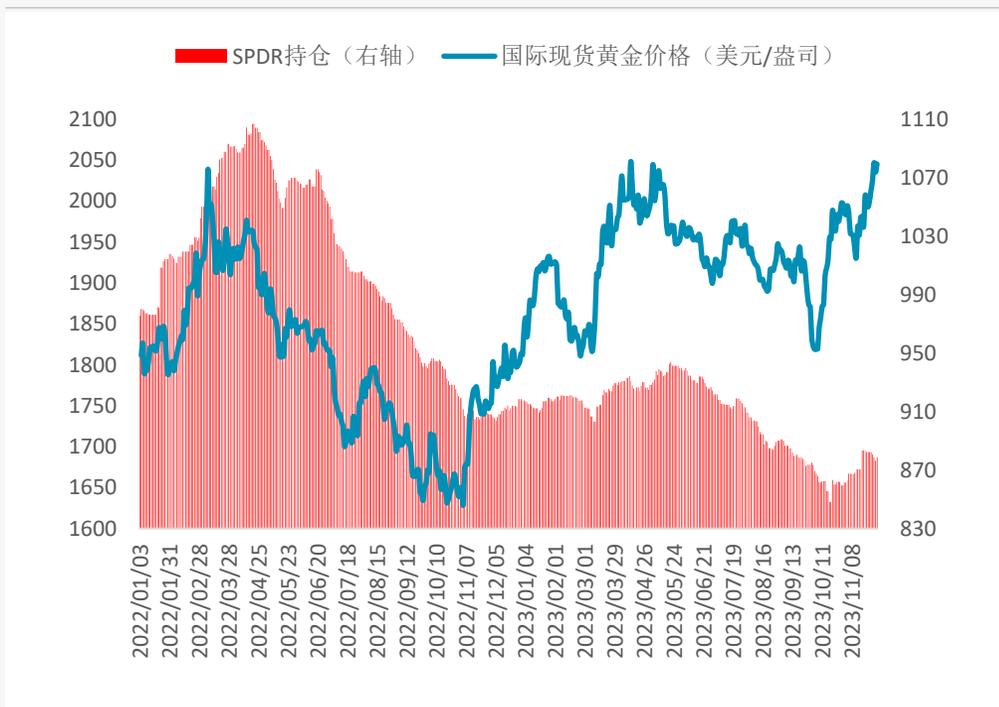
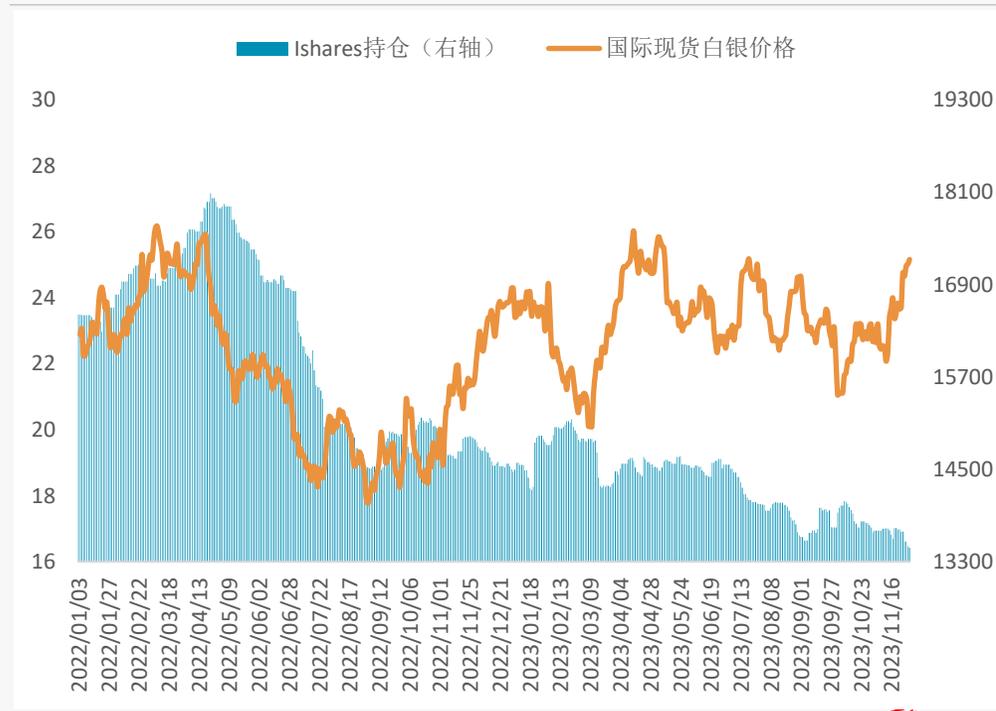


图4.2：Ishares白银持仓和伦敦银



资料来源：SPDR, Ishares、一德宏观战略部

# 金银CFTC持仓

截止12月1日的数据显示，纽期金持仓量51.06万张，较11月24日增加11017张，较11月28日增加4939张；纽期银持仓量13.63万张，较11月24日增加7789张，较11月28日增加7148张。截至11月28日的CFTC数据显示，金银投机净多持仓分别连续2周、3周增加，多头仍持续进场。

图4.3：CFTC黄金投机净多和黄金全部合约持仓量

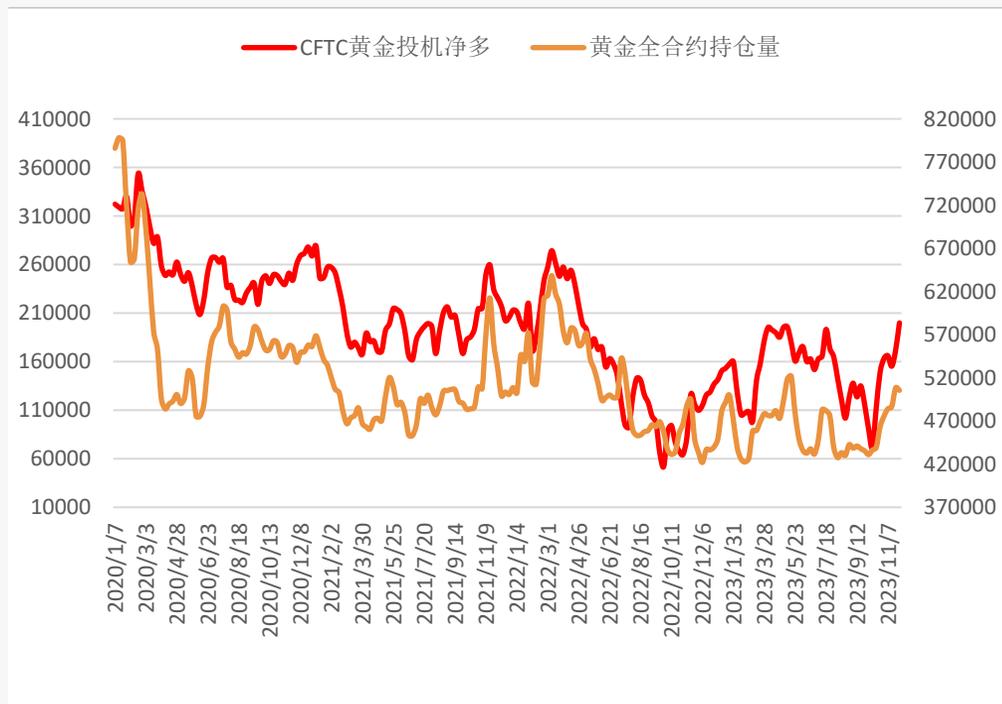
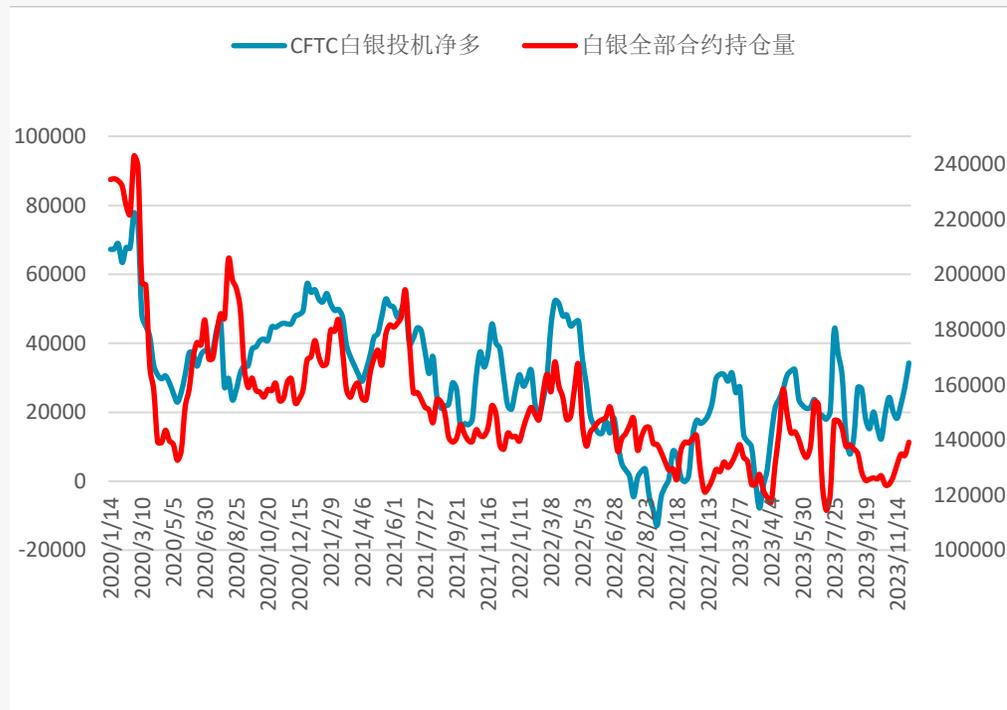


图4.4：CFTC白银投机净多和白银全部合约持仓量



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，外盘金银同时走强令国内买盘力量弱化，金、银溢价同时走低，其中前者已连续4周回落。

图5.1：黄金溢价

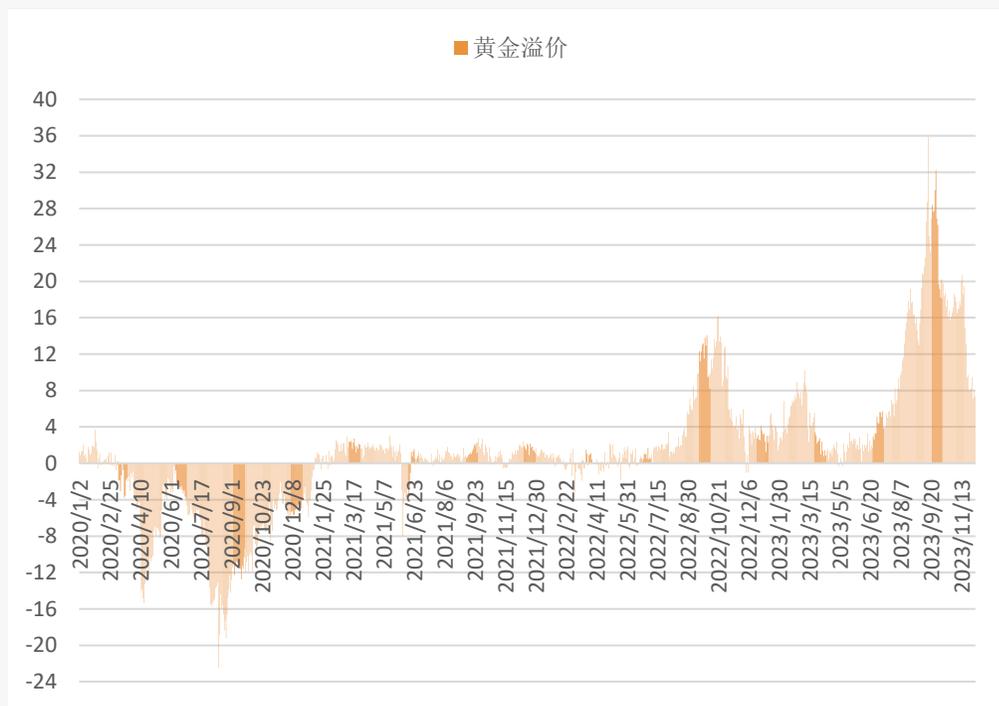
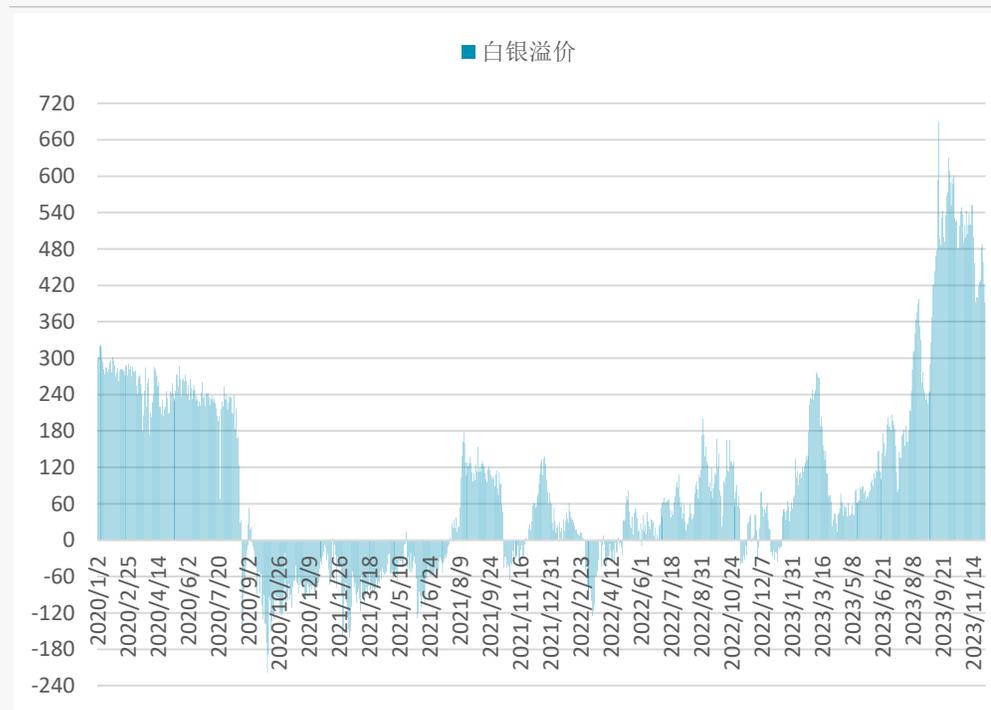


图5.2：白银溢价



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，伦敦金银比大幅回落，金油比连续7周回升，银铜比连续3周走高。美国经济增长趋弱令市场对于联储即将降息的乐观情绪持续升温，避险资产相对其他资产持续强势。

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

黄金中期支撑1810，短期阻力2096，短期支撑2020，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30.35，中期支撑17.40，短期阻力26.44，短期支撑23.88，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

# 金银顶底规律

黄金顶部不领先于白银、白银底部不领先于黄金的规律依然存在，当前化解错位见顶的核心在于白银突破30.35美元前高，在此过程中黄金依然可以履行“补涨”程序。

图6.3、6.4：金银顶底规律

序号	时间	金	时间	银	顶/底
1	2023/12/1	2095.7*	2021/2/1	30.35	顶
2	2015/12/3	1045.4	2020/3/18	11.64	底
3	2011/9/6	1922.6	2011/4/28	49.50	顶
4	2008/10/24	681.7	2008/10/28	8.44	底

序号	时间	金	时间	银	顶/底
1	2023/12/1	2095.7*	2021/2/1	30.35	顶
2	2020/3/16	1450.9	2020/3/18	11.64	底
3	2020/3/9	1704.3	2020/2/24	18.92	顶
4	2019/11/12	1446.2	2019/12/9	16.57	底
5	2019/9/4	1566.2	2019/9/4	19.75	顶
6	2016/12/15	1124.3	2018/11/14	13.86	底
7	2016/7/6	1377.5	2016/7/4	21.23	顶
8	2015/12/3	1045.4	2015/12/14	13.60	底
9	2015/1/22	1307.8	2015/1/21	18.51	顶
10	2014/11/7	1130.4	2014/12/1	14.16	底
11	2013/8/28	1433.5	2013/8/28	25.10	顶
12	2013/6/28	1179.6	2013/6/28	18.19	底
13	2012/10/5	1798.1	2012/10/1	35.40	顶
14	2011/12/29	1523.9	2012/6/28	26.07	底
15	2011/9/6	1922.6	2011/4/28	49.50	顶
16	2008/10/24	681.7	2008/10/28	8.44	底

资料来源：自行统计、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 (12.4-12.8)

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
2023/12/4	欧洲央行行长拉加德发表讲话。
2023/12/5	美国11月ISM非制造业PMI 美国10月JOLTs职位空缺(万)
2023/12/6	美国11月ADP就业人数变动(万)
2023/12/7	美国截至12月2日当周初请失业金人数(万)
2023/12/8	美国11月非农就业人数变动(万)及失业率、时薪年率(%) 美国12月密歇根大学消费者信心指数初值

# 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](http://www.ydqh.com.cn)