

贵金属：无畏身在最高层，卷土重来未可知

——2024 年贵金属年报

张 晨

期货从业资格号：

F0284349

投资咨询从业证书号：

Z0010567

报告制作时间：

2023 年 12 月 7 日

审核人：寇宁

一德期货投资咨询业
务资格：证监许可
【2012】38 号

■ 内容摘要

2023 年，尽管美国经济韧性超出市场预期，但风险事件、地缘危机此起彼伏，市场与美联储预期博弈进入白热化。四季度以来，市场乐观情绪再度占据上风，一度无视联储鹰派预期管理，纽期金再创历史新高后被“美方”势力集中打压。展望 2024 年，“高处不胜寒”抑或“更上一层楼”，详见报告分解。

■ 核心观点

- 2024 年，随着联储维持利率处于限制性区间，经济下行趋势有望继续强化，但能否触发表退尚需观察。而在就业市场出现进一步走弱的迹象前，美联储货币政策转向概率不大，特别是基于软着陆基准预测情形下，当前市场的乐观预期存在一定修正空间。
- 展望 2024 年，根据 R* 计算的名义利率下限中位数为 3.6%，因此，基于软着陆后经济均衡状态的假设，名义利率、实际利率下行空间有限。尽管从“微笑理论”出发，软着陆阶段的美元指数总体趋弱，但考虑到市场对于欧央行降息预期逐步反超美联储，“外部影响”有望部分或完全抵消“周期力量”，令美元维持区间震荡的均衡态势。
- 预计贵金属 2024 年走势将延续“起起落落”的节奏，但价格重心有望进一步上移。多头可回避本轮周线级别调整后再行布局。

目 录

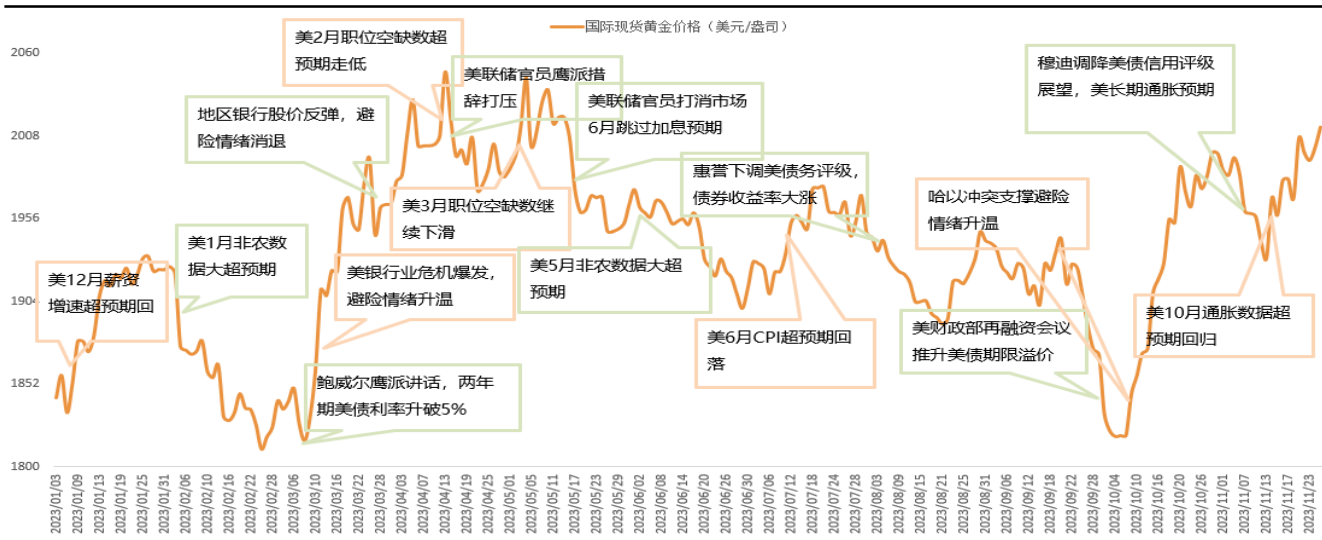
1. 2023 年行情回顾：	1
1.1 贵金属走势回顾	1
1.2 2023 年贵金属与相关品种比价运行分析	2
2. 贵金属 2023 年影响因素分析及 2024 年展望：	3
2.1 美经济韧性有所松动，就业市场降温证据增加	3
2.2 鹰派基调短期难改，实际利率下行空间有限	5
2.3 多空因素交织，美元指数区间震荡格局有望延续	7
2.4 投机情绪两落两起，市场吸引力仍然低迷	8
2.5 西金东移格局延续，虚拟投资需求转折迫近	10
3. 总结、展望及风险提示：	12
3.1 观点归纳	12
3.2 行情展望	13
免责声明	15

1. 2023 年行情回顾:

1.1 贵金属走势回顾

2022 年贵金属总体收涨，其中内外盘黄金均创出历史新高，符合我们在去年年报《云销雨霁，彩彻区明》中的总体判断。其中内盘显著强于外盘，截至 2023 年 12 月 5 日，沪金主力合约较去年上涨 15.4%；沪银主力合约上涨 12%；同期纽期金总体上涨 11.3%，纽期银仅上涨 1.5%。白银内外盘反差的背后是当前内盘溢价仍维持在 400 元历史高位上方尚未回归。

图 1.1：2023 年伦敦金、银走势与重要影响事件回顾



数据来源：wind，一德宏观战略部

具体节奏上，**一季度**，突发的欧美银行业危机中断了市场与联储的预期博弈，避险情绪支撑下市场逐渐转向押注联储年内开始降息，贵金属价格探底回升，纽期金逼近去年俄乌战争爆发时的高位。**二季度**，随着风险事件高潮落幕，债务上限僵局一度影响市场，但最终市场重新回归与联储对于后续货币政策的博弈轨道上来，持续过热的就业市场增大了联储继续紧缩的决心，6 月点阵图较 3 月“拨乱反正”进一步打消了市场的乐观情绪，贵金属价格冲高回落，纽期金冲击历史新高第二次无功而返。**三季度**，美国通胀数据持续回落再度唤醒了市场的乐观，联储再一次“跳过”加息暗示

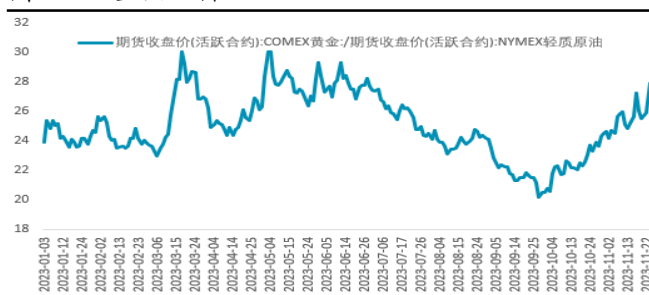
利率水平接近终点。但随着 8 月财政部再融资会议披露的天量借款规模令美债市场备受冲击，加之欧元区濒临衰退边缘对美元形成阶段性支撑，持有成本两端持续走强令贵金属承压回落，外盘金银调整一度逼近年内低点。四季度以来，中东地缘局势紧张再度成为“扭转乾坤”的关键因素，以此为契机加之美国通胀、就业数据持续回归，市场乐观预期阶段性压倒联储鹰派预期管理占据上风，黄金大幅走强再创历史新高，但随后有所回落。

图 1.2：金银比价



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 1.3：金油比价



资料来源：wind，一德宏观战略部

1.2 2023 年贵金属与相关品种比价运行分析

2023 年，金银比价、金油比价走势相反。前者冲高回落，而后者探底回升。

黄金白银比价方面：主要衡量市场避险情绪和通胀预期相对强弱。年内伦敦金银比价宽幅震荡为主，总体位于 80-85 区间：一季度，受通胀预期冲高回落及风险事件快速发酵的共同影响，金银比价震荡上行，触及年内高点 93 附近。二季度，随着欧美银行业危机影响淡化，风险偏好回升令比价一度有所承压，随后，美联储鹰派预期管理加强压制通胀预期在年内低位一线徘徊，金银比价有所回升。三季度，美债抛售风波开始影响市场，随着 8 月财政部再融资会议对外释放发行计划远超市场预期，利率端快速上行令贵金属承压回落，比价再度走升。四季度以来，中东地缘局势紧张短暂影响市场，随后市场再度重启一季度交易的联储政策转向，金银探底回升令比价再度趋弱逼近 80 整数关口后获得支撑。预计 2024 年，伴随美联储相继确认停止加息以及下半年可能出现的降息，金银比价运行节奏或呈现先扬后抑，波动重心有望逐渐下移。

黄金原油比价方面：2023 年金油比价整体呈现探底回升走势。尽管风险事件分别

于上下半年两度对金融市场形成扰动，带动比价脉冲上涨，但均未能较长时间维持高位，总体受制于 30 整数关口。在产业联盟对油价阶段性施加影响之际，金油比价加速回落，这也和美国经济前三季度超预期增长有关。但四季度以来，随着美国经济边际下行迹象愈发明显，金油比价再度企稳回升。展望 2024 年，伴随美联储货币紧缩接近尾声，金油比价上行空间有望进一步打开，在此之前，要防范联储鹰派预期管理强度边际增强给比价带来的回落风险。

2. 贵金属 2023 年影响因素分析及 2024 年展望：

2.1 美经济韧性有所松动，就业市场降温证据增加

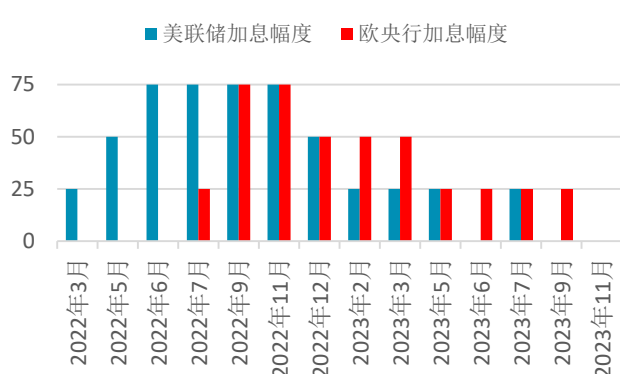
如果说 2022 年为实现抑制通胀目标欧美经济体先后实施紧缩的货币政策是为当年的宏观主题，则 2023 年度的宏观主题则切换至紧缩政策何时转向以及关于美国经济软着陆和衰退的争论上来，这一话题也将随着联储至今未能明确加息周期结束进而延续至 2024 年。

当前，美国经济总体稳健，刚刚修正后的三季度美国实际 GDP 折年数年率较初值继续上升，同时创 2022 年一季度以来最高，但从高频数据方面显示的却并非那么乐观。消费层面，尽管零售销售年率相对稳健，但 10 月年率已进一步回落至近 4 个月以来低位，对经济支撑作用边际减弱；投资层面的下滑速率更为明显，非国防耐用品订单年率已回落至负值区间，为 2020 年 8 月以来最低，显示高利率正在侵蚀企业的信心。此外，前三季度支撑经济韧性的就业市场四季度以来出现了边际弱化的迹象，10 月新增非农就业人数径直回落至 15 万人这一强弱分界线附近，尽管有美国汽车业罢工的“贡献”，但服务业就业环比“腰斩”显示出就业市场整体降温的趋势有所固化，加之职位空缺数震荡回落，企业削减用工需求趋势延续，尽管当前数据距离触发联储货币政策转向尚有距离，但边际转弱态势已十分明显。

展望 2024 年，我们认为，随着联储维持利率处于限制性区间水平，经济下行趋势有望继续强化，但能否触发衰退尚需观察。当前，联储以及市场的基准预测仍然是经济能够实现软着陆——压低通胀至目标区间而令经济下滑程度可控，这也是联储官员

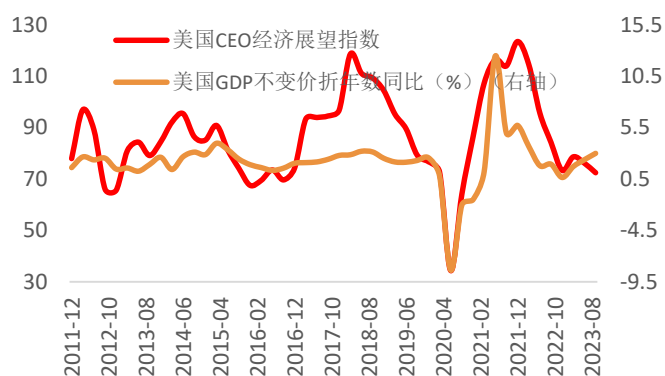
坚持“higher for longer”底气所在。而在就业市场出现“非农就业持续数月低于15万人分界线”等进一步走弱的迹象前，美联储货币政策转向概率不大，即便12月点阵图确认7月为本轮紧缩周期最后一次加息，也至少需要等到明年二季度再行观察货币政策转向的条件是否具备，特别是基于软着陆基准预测情形下，当前实际政策利率与自然利率终值差值约为80基点，这与当前市场3月开始降息、年内累计降息125基点的预测存在一定的预期差。

图 2.1：欧美央行加息情况（基点）



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.2：CEO 展望指数与 GDP 不变价同比（右轴）（%）



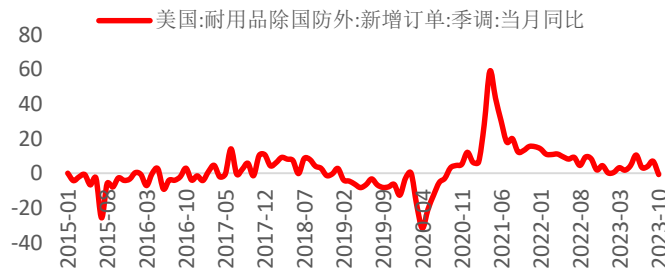
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.3：美国零售销售年率（%）



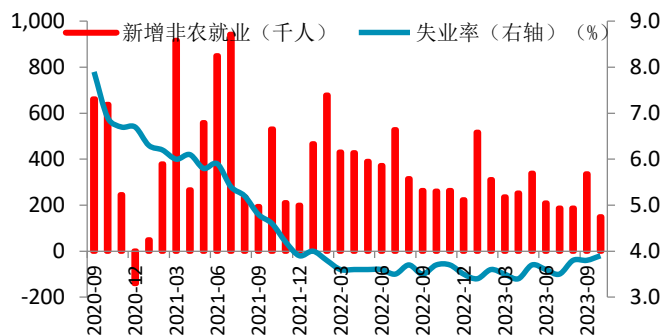
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.4：美国耐用品国防外新增订单年率（%）



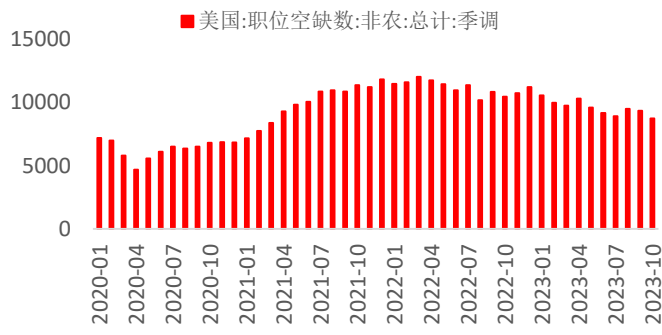
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.5: 美国新增非农就业人数及失业率 (%)



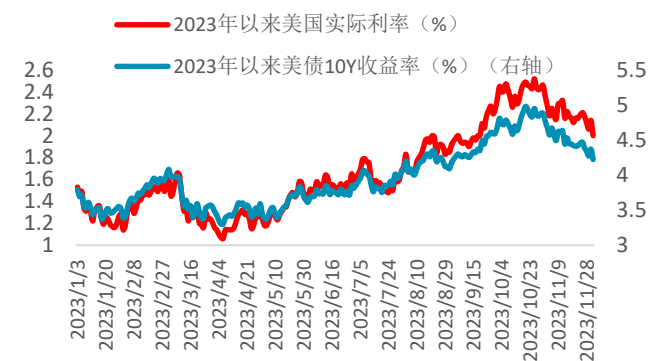
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.6: 美职位空缺数 (千人)



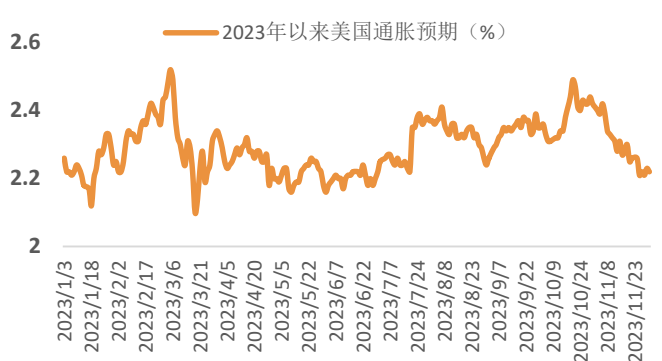
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.7: 实际利率与 10 年期美债收益率 (%) (右轴)



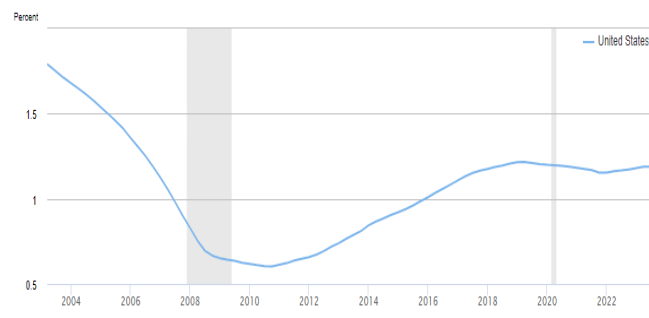
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.8: 10 年期盈亏平衡通胀率 (%)



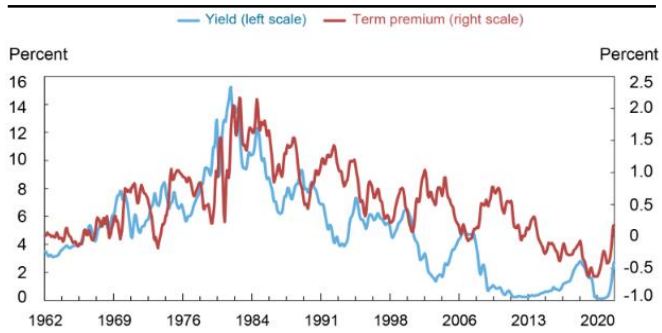
资料来源: 美联储官网, 一德宏观战略部

图 2.9: 美国自然利率 R* (%)



资料来源: 纽约联储, 一德宏观战略部

图 2.10: 利率与期限溢价 (右轴) (%)



资料来源: 纽约联储, 一德宏观战略部

2.2 鹰派基调短期难改, 实际利率下行空间有限

2023 年, 随着联储逐渐放慢加息节奏, 叠加年内银行业危机、债务上限谈判僵局、地缘政治等风险事件反复扰动, 利率端震荡加剧。尽管“Fed pivot”交易两度出现, 但美经济韧性与美债期现溢价阶段性上行共同支撑实际利率与名义利率三季度明显走

升，年内持有成本端运行可划分为五个波段。

从这五个阶段总体情况来看，较 2022 年出现了联储对局面掌控弱化以及总体鹰派基调趋于缓和这两方面变化。一方面，在年初（实质上为 2022 年年末开始）以及今年四季度以来，两度出现的“Fed pivot”交易表面上由经济数据驱动，实质为联储边际放缓加息节奏所致，对应去年 12 月一次加息 50 基点以及 11 月第二次跳过加息，紧缩紧迫感降低。另一方面，8 月杰克逊霍尔全球央行年会以来，联储对“risk management”——加息过度风险占施政权重的考量比重逐渐提升，并逐步逼近过早放松政策相关考量。官员讲话渐趋中性，以上种种迹象均表明联储再度加息门槛相应提高，“higher for longer”或已开始。

当前，市场仍在等待 12 月 FOMC 会议对本轮加息周期以及 2024 年降息情况的最新看法。我们认为再加息一次的可能虽然不能完全排除，但或大概率以削减来年一次降息的形式呈现。如是，则 12 月点阵图对明年的降息次数的预测可能由 9 月的 2 次降为 1 次。

在四季报中，我们对本轮紧缩周期 10 年期美债利率的高点进行了探讨，指出了其上限接近终值利率。10 月末，在市场供需阶段性错配推动的期限溢价上行背景下，10 年期美债利率一度创下了 5.03% 这一本轮紧缩周期、乃至 2008 年金融危机以来的新高。当下，在联储进一步加息概率降低的背景下，加之财政部在 11 月再融资会议上有意压降长端债券的期限溢价，10 年期美债收益率再度欲突破 5% 一线需要联储除弥补 9 月点阵图剩余的一次加息外作出额外鹰派的紧缩动作。因此，展望 2024 年，探讨名义利率的下限或许对现实更有意义。考虑到当前纽约联储测算的自然利率 R^* 约为 1-1.5% 之间以及期限溢价已于年中转正并升至 0—0.5% 一线，基于 2024 年通胀水平继续回归，赋予 10 年期盈亏平衡通胀率较今年均值 2.3% 更低的水平 2—2.2%，同取中值可得出名义利率下限中位数大概为 3.6% 附近，与近期低点 4.12% 一线相差不远。因此，基于软着陆后经济均衡状态的假设，名义利率总体下行空间相对有限，叠加通胀预期总体处于缓慢下降通道，实际利率维持区间震荡概率依然较大。此外，也需要关注美国财政可持续担忧、财政借款规模再调整影响期限溢价对利率端形成的扰动。

综合来看，基于“higher for longer”背景，利率走向将与经济状况形成深度绑

定，从当前联储官员主流观点来看，紧缩效果仍待显现，需求走弱尚处预期之内，预计未来一个季度到半年，联储鹰派基调难有根本性改变。因而基于当下点位，实际利率和名义利率继续下行空间以较为有限。

表 1：2023 年持有成本运行波段概况

指标/时间	1.3-2.1	2.2-3.8	3.9-4.6	4.7-10.19	10.20 至今
名义利率	-	++	--	++	--
通胀预期	=	+	-	+	-
实际利率	-	+	-	+	-
美元	-	+	-	+	-
黄金	+	-	+	=	++
政策	加息幅度进一步收窄	鹰派预期管理加码	欧美银行业危机爆发，联储舒缓市场情绪	开始“跳过”加息+再融资会议增加长债发行规模	继续“跳过”加息+再融资会议调整发债结构
阶段及表现	加息预期弱化，风险偏好回升	就业数据向好市场预期修正	市场激进定价降息预期	去通胀进程延续，市场定价经济软着陆	市场激进定价明年降息预期

资料来源：wind，一德宏观战略部

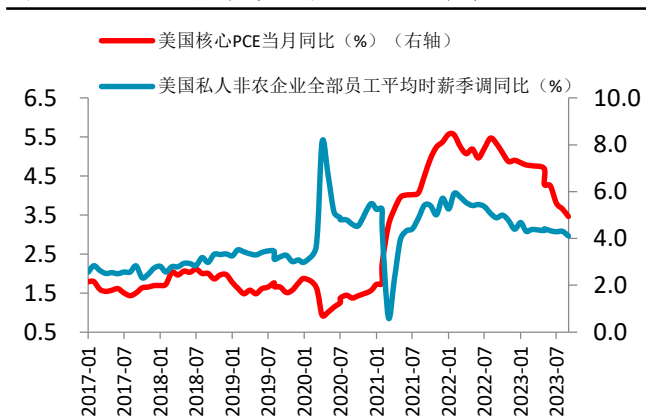
2.3 多空因素交织，美元指数区间震荡格局有望延续

2023 年，随着欧美两大经济体先后步入加息尾声，高利率维持的时间长短比拼的便是货币政策目标的实现情况以及紧缩政策下自身经济的承受力。控制通胀方面，美国核心 PCE 物价指数虽已回落至 3.5% 一线，但由于“超级核心”通胀仍然偏高，总体数据回归速率变慢；而欧元区核心通胀水平后发制人，三季度以来加速回归，目前已回落至 3.6% 一线，基本追平了美国去通胀的进程。经济增长方面，美国三季度 GDP 已开始上修，而欧元区三季度经济接近停滞，因此尽管我们看到近期市场激进押注“Fed pivot”交易，但美德短端名义利差依然延续强势，对美元形成支撑。

展望 2024 年，尽管从“微笑理论”出发，软着陆阶段的美元指数总体趋弱，也易

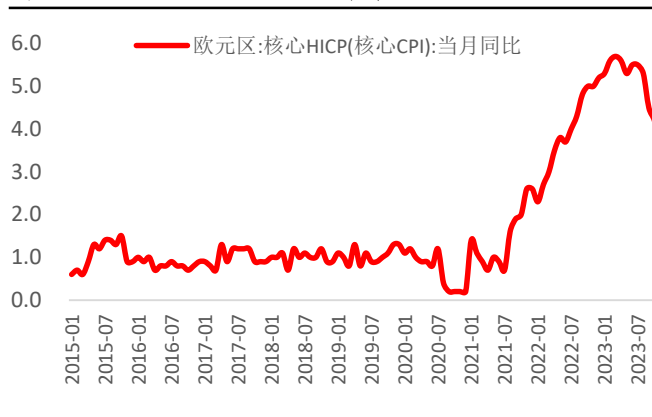
受到外部因素影响。从这一点来看，欧美经济基本面差异进而驱动货币政策转向预期变化仍将会对美元指数产生主要影响。从当前美、欧央行明年降息预期情况看，市场预期二者明年3月开始降息的概率分别为65%和84%，加之欧央行票委中支持“无需再加息”观点的人数越来越多，总体较联储票委观点而言更偏鹰派。因此，如欧央行相对联储降息预期持续发酵并率先行动，则有望部分或全部抵消掉“周期”的力量，令美元维持2023年内区间震荡的均衡态势。

图 2.11: 美国时薪同比与核心 PCE 年率 (右轴) (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.12: 欧元区核心 HICP 年率 (%)



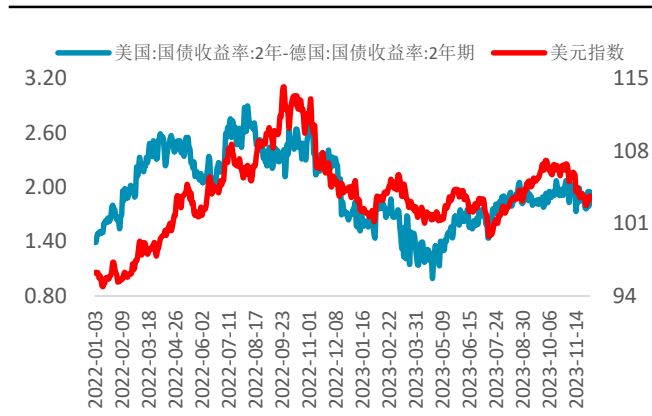
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.13: 欧元区 GDP 不变价当季同比 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.14: 欧美 2 年期名义利差 (%) 与美元指数



资料来源: wind, 一德宏观战略部

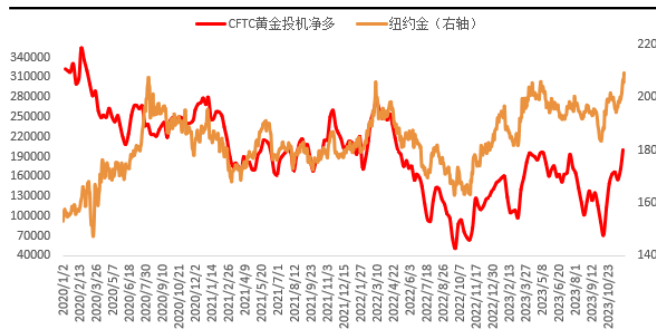
2.4 投机情绪两落两起，市场吸引力仍然低迷

2023 年全年，与金银价格走势基本一致，CFTC 投机净多持仓水平总体呈现两轮起落的运行轨迹：CFTC 黄金投机净多持仓于年末重返 20 万张上方，为近 20 个月以来最

高。从数量看，CFTC黄金投机净多持仓均值为15.1万张，较2022年的15.9万张小幅下滑，仍处于历史中位水平；CFTC白银投机净多持仓均值为2.1万张，较2022年的1.7万张增幅近25%，仍处于历史低位水平。尽管四季度以来价格震荡反弹，但白银投机净多持仓尚未突破年内高点3.7万张，未形成“持仓新高而价格未新高”的背离走势，中线仍有卷土重来的潜力。此外，一季度欧美银行业危机前夕，白银投机净多持仓再度连续三周位于负值区间，这种极度看空情绪随后迎来快速修复，价格也随之反弹。

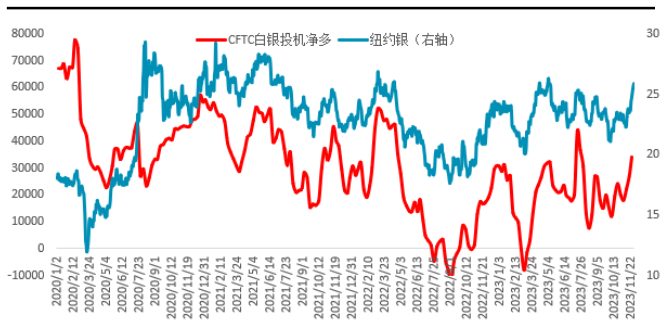
总持仓方面，纽期金总持仓与CFTC投机净多持仓变动趋势一致性明显强于期银。从绝对水平来看，纽期金、银年内平均持仓水平为46.2万和13.4万张，相比2022年平均水平分别下滑9.4%和6.3%，显示出2023年大部分时间内，由于价格相对处于高位，金、银期货市场对资金的吸引力已连续多年下降。

图 2.15: CFTC 黄金投机净多持仓 (张) 与纽期金 (右轴)



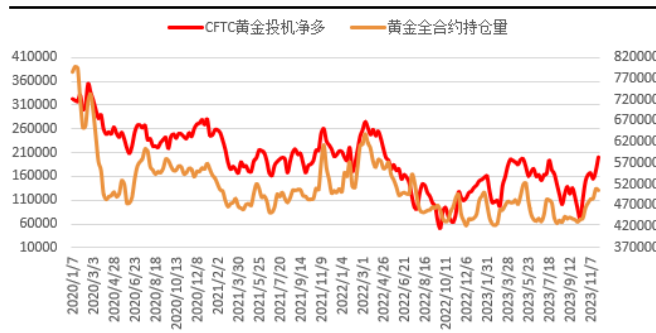
数据来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.16: CFTC 白银投机净多持仓 (张) 与纽期银 (右轴)



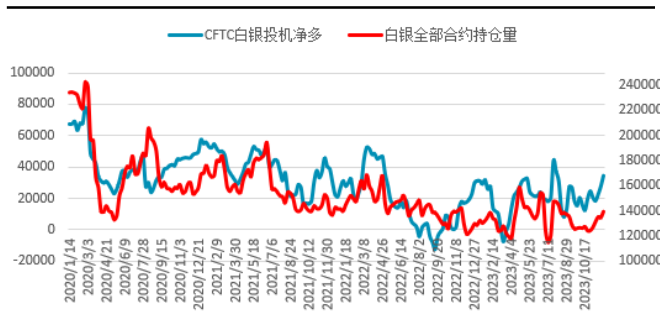
数据来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.17: 纽期金总持仓 (右轴) 与 CFTC 投机净多持仓 (张)



数据来源: wind, CME, 一德宏观战略部

图 2.18: 纽期银总持仓 (右轴) 与 CFTC 投机净多持仓 (张)



数据来源: wind, CME, 一德宏观战略部

2.5 西金东移格局延续，虚拟投资需求转折迫近

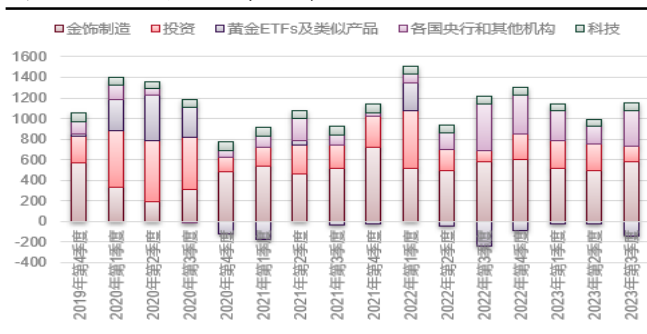
2023年，东方与西方经济周期分化造成黄金需求细分结构差异依然明显。伴随欧美紧缩周期渐近尾声，即便政策转向尚需时日，但经济边际下行动力增强仍然对黄金需求构成支撑，虚拟投资需求有望一定程度抵消高价格对实物需求形成的抑制，维持总体需求相对稳定。

从黄金总体供需情况看，前三季度全球黄金总需求为3692.5吨，较去年同期增长4.6%。分项指标中，前三季度金饰需求为1583.4吨，同比基本持平，尽管以不同货币计价的金价持续高企，但全球金饰消费仍旧强劲。偏高的金价对投资需求影响更偏负面，前三季度金条金币等实物投资和虚拟投资需求总计686.9吨，同比大幅回落20.7%，两类需求同时走弱而后者下滑更为明显。其中，随着三季度金价走低，实物投资需求有所回暖，达到296.2吨，环比增长7%。而黄金虚拟投资需求三季度再度下滑139.3吨，为连续第6个季度萎缩。世界上最大的黄金ETF-SPDR基金三季度累计流出48.6吨，带动欧美持仓下降151吨，与此同时，亚洲基金持仓增持超13吨，其中近10吨来自与中国。央行购金层面，前三季度累计净购入800吨，同比增长14%，中国、波兰、新加坡购金量遥遥领先。从季度增持数据来看，央行购金延续了逢低配置的风格，在季度均价偏低的三季度购入量较高，而在均价偏高的二季度出手相对较少。科技需求层面也受到偏高的价格拖累，前三季度累计需求215.8吨，同比减少8.8%，电子等行业用需求边际减少最大，同比降幅10.6%。供给层面，受偏高的价格提振，前三季度黄金总供给为3692.5吨，同比增长4.7%。分项指标中，前三季度矿产金产量2744吨，为历史最高水平，较去年同期增长2.5%；回收金前三个季度供应923.7吨，同比增长8.7%。展望2024年，随着欧美经济体结束紧缩周期，经济边际走弱成为支撑黄金需求的新动力，这也将改变黄金需求的地域和国别结构，进而结束消费和投资领域维持近两年的“西金东移”格局。

白银方面，预计2023年全球白银仍将延续近三年供不应求的局面，但缺口或面临边际收窄。根据Metals Focus最新预测，2023年世界白银总需求将较2022年同比下滑10%至1143百万盎司，除工业需求维持8%的正向贡献外，银饰、投资等方面需求将分别出现22%及21%的下滑。与黄金相似的是，白银虚拟投资需求亦成为拖累总投资需

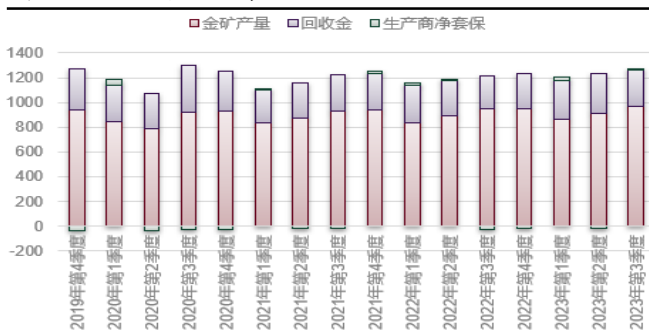
求的主要因素。截至目前，世界上最大的白银ETF—安硕白银基金年内累计流出超1059吨，尽管较2022年的近2000吨流出量有所减少，但相比历史其他年份而言依然偏高。同时，预计总供给回落2%至三年低位1002百万盎司，其中矿产银由于墨西哥、秘鲁、阿根廷等国产量下滑的影响对总供应形成拖累。展望2024年，与黄金类似，白银价格面临的宏观因素变数较大，一旦货币政策边际转松，则对于虚拟投资需求而言，或一举扭转近两年的颓势。

图 2.19：全球黄金季度需求（吨）



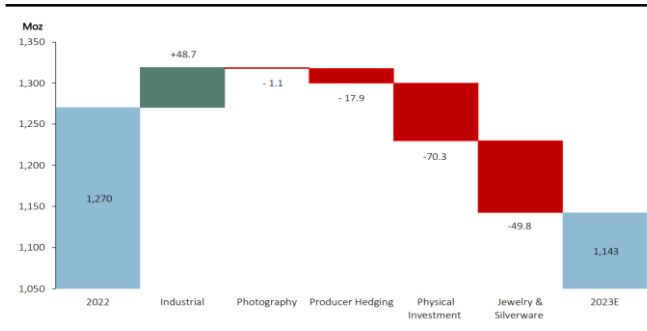
数据来源：世界黄金协会，一德宏观战略部

图 2.20：全球黄金季度供应（吨）



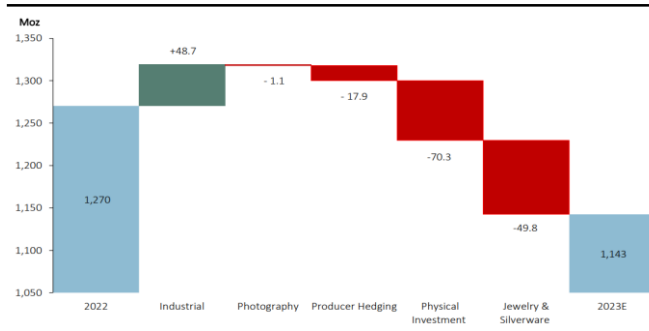
数据来源：世界黄金协会，一德宏观战略部

图 2.21：2023 年白银分项需求变动情况（百万盎司）



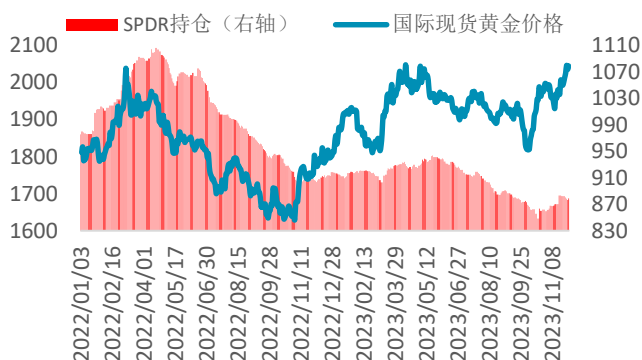
数据来源：世界白银协会，一德宏观战略部

图 2.22：2023 年白银分项供应变动情况（百万盎司）



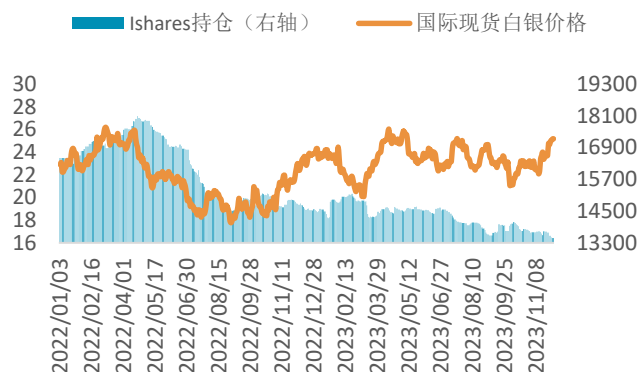
数据来源：世界白银协会，一德宏观战略部

图 2.23: SPDR ETF 持仓量 (吨) 与现货金价 (右轴)



数据来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.24: 安硕白银 ETF 持仓量与现货银价 (右轴)



数据来源: wind, 一德宏观战略部

3. 总结、展望及风险提示:

3.1 观点归纳

综上所述,我们对 2023 年贵金属行情走势影响因素作以下总结:

宏观面,当前美国经济总体稳健,但从消费、投资高频数据方面显示的却并非那么乐观。此外,前三季度支撑经济韧性的就业市场四季度以来出现了边际弱化的迹象。展望 2024 年,我们认为,随着联储维持利率处于限制性区间水平,经济下行趋势有望继续强化,但能否触发衰退尚需观察。而在就业市场出现“非农就业持续数月低于 15 万人分界线”等进一步走弱的迹象前,美联储货币政策转向概率不大,特别是基于软着陆基准预测情形下,当前市场 3 月开始降息、年内累计降息 125 基点的预测存在一定修正空间。

利率层面,2023 年,利率端震荡加剧,且较 2022 年出现了联储对预期管理效果弱化以及总体鹰派基调趋于缓和这两方面变化。当前,我们认为再加息一次的可能虽然不能完全排除,但或大概率以削减来年一次降息的形式呈现。展望 2024 年,根据 R* 计算的名义利率下限中位数为 3.6%,较为接近近期低点 4.17%。因此,基于软着陆后经济均衡状态的假设,名义利率总体下行空间相对有限,实际利率维持区间震荡概率依然较大。此外还需关注期限溢价对利率端形成的扰动。

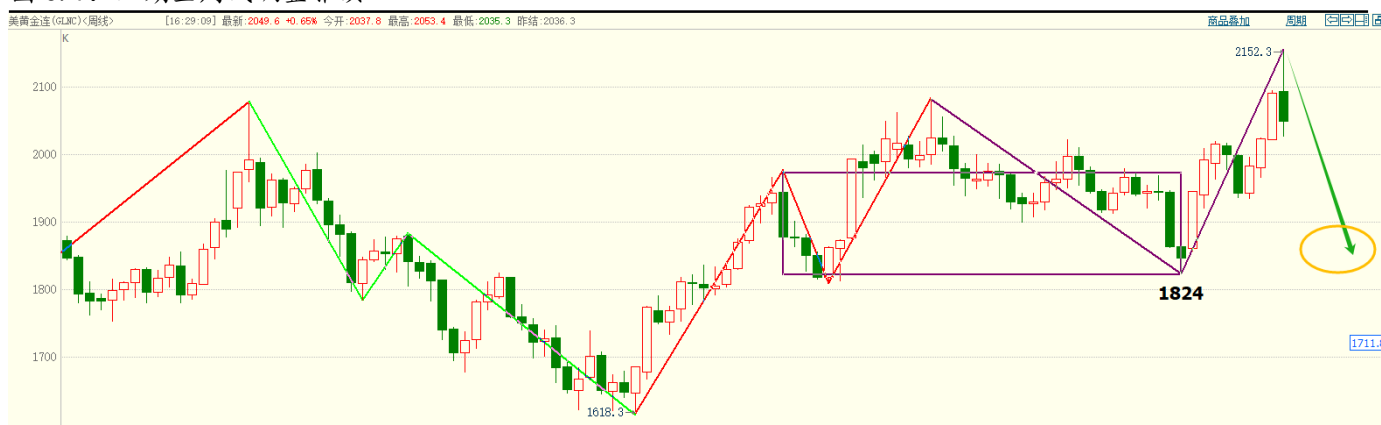
美元汇率层面，2023 年，随着欧美两大经济体先后步入加息尾声，基本面支撑美德短端名义利差延续强势，对美元形成支撑。展望 2024 年，尽管从“微笑理论”出发，软着陆阶段的美元指数总体趋弱，但考虑到市场对于欧央行降息预期逐步反超美联储，且票委观点更为明确，“外部影响”有望部分或完全抵消“周期力量”，令美元维持区间震荡的均衡态势。

资金面和供需面，2023 年，中短期投机资金“两落两起”，持仓水平总体上升，但中长期配置资金依然低迷。展望 2024 年，货币政策拐点迫近有望驱动“西金东移”及投资需求低迷这两大延续近两年的特征出现改变。

3.2 行情展望

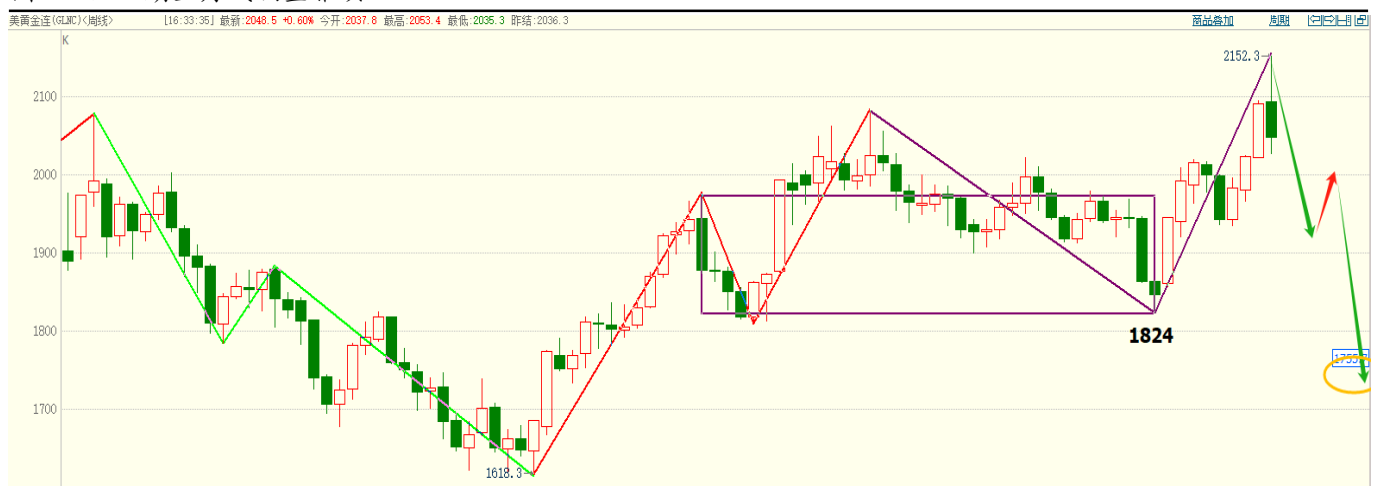
四季度以来，贵金属显著上涨，纽期金再创历史新高后回落，从金银走势关系来讲，由于纽期银本轮反弹高位与 2021 年年初高点 30.35 美元相去甚远，甚至没有突破年内高点 26.44 美元，错位见顶情况再度出现预示着阶段性调整的开始。从历史经验看，“阶段性”常对应着周线级别起步，甚至有可能升级为月线级别。预计 2024 年贵金属可能将延续今年年内的“起落”节奏，但价格重心上移态势不改。对应调整级别而言，1824、1673 美元分别可作为纽期金周线、月线级别调整的底线。结合基本面情况看，我们认为周线级别调整概率偏大。调整结束后，纽期金银将有望再度走强，前者刷新历史高点的机会依然较大，但从空间上，一旦货币政策转向确认，白银涨幅或超黄金。投资者可依托上述支撑，密切关注阶段性调整末端的入场机会。

图 3.1：纽期金周线调整推演



资料来源：博易大师，一德宏观战略部

图 3.2：纽期金月线调整推演



资料来源：博易大师，一德宏观战略部

风险提示：美、欧经济超预期

地缘政治博弈超预期


美联储、欧、日央行货币政策超预期


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