

贵金属：利率端似有定价 “二次通胀” 迹象，黄金投机资金实现完全回吐

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

2024年1月21日



利率端似有定价“二次通胀”迹象，黄金投机资金实现完全回吐

- 1. 走势回顾：**当周外盘金银重回弱势，纽期银再创去年12月调整以来新低，纽期金一度逼近2000美元整数关口。人民币汇率继续走低，白银溢价续创历史新高。
- 2. 宏观面：**地缘局势虽未明显恶化，但各方混战航线受阻局面日益放大不确定性，利率端似有定价“二次通胀”迹象，如是，则包括贵金属在内的商品或短期走强，但通胀反复势必进一步打压年内降息预期，令金银最终承压。
- 3. 资金面：**当前投机资金主导价格迹象仍较为明显。当周，金银配置资金连续3周同时流出，其中后者连续5周减持；黄金投机资金完全回吐上周流入。
- 4. 行情展望：**短期关注地缘局势进展及欧、日央行议息会议。技术上，本周反弹未能成型，资金面预示调整尚未结束，纽期金或将下探1988一线支撑。策略上，配置交易持有剩余仓位等待回补机会；投机交易可暂观望为主。

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	2028.55	2055.65	-27.10	-1.32%	伦敦银	美元/盎司	22.80	23.06	-0.26	-1.11%
黄金现货溢价	元/克	16.78	15.42	1.36	8.81%	白银现货溢价	元/千克	720	671	49	7.31%
COMEX黄金非商业多头持仓	张	262360	271665	-9305	-3.43%	COMEX白银非商业多头持仓	张	54001	52886	1115	2.11%
COMEX黄金非商业空头持仓	张	82467	83051	-584	-0.70%	COMEX白银非商业空头持仓	张	28408	26524	1884	7.10%
SPDR 黄金ETF持有量	吨	860.95	863.84	-2.89	-0.33%	SLV 白银ETF持有量	吨	13452.06	13483.38	-31.32	-0.23%
美元指数		103.23	102.44	0.79	0.77%	美日汇率		148.18	144.91	3.28	2.26%
美国实际利率	%	1.81	1.69	0.12	7.10%	标准普尔500指数		4839.81	4783.83	55.98	1.17%
美10年期国债收益率	%	4.15	3.96	0.19	4.80%	TED利差	%	0.13	0.13	-0.001	-0.57%
RJ/CRB商品价格指数		265.38	264.38	1.00	0.38%	金银比		88.97	89.16	-0.19	-0.21%
VIX波动率指数	%	13.30	12.70	0.60	4.72%	金油比		27.67	28.22	-0.55	-1.96%
道琼斯工业		37863.80	37592.98	270.82	0.72%	钯金期货	美元/盎司	952.00	977.00	-25.00	-2.56%

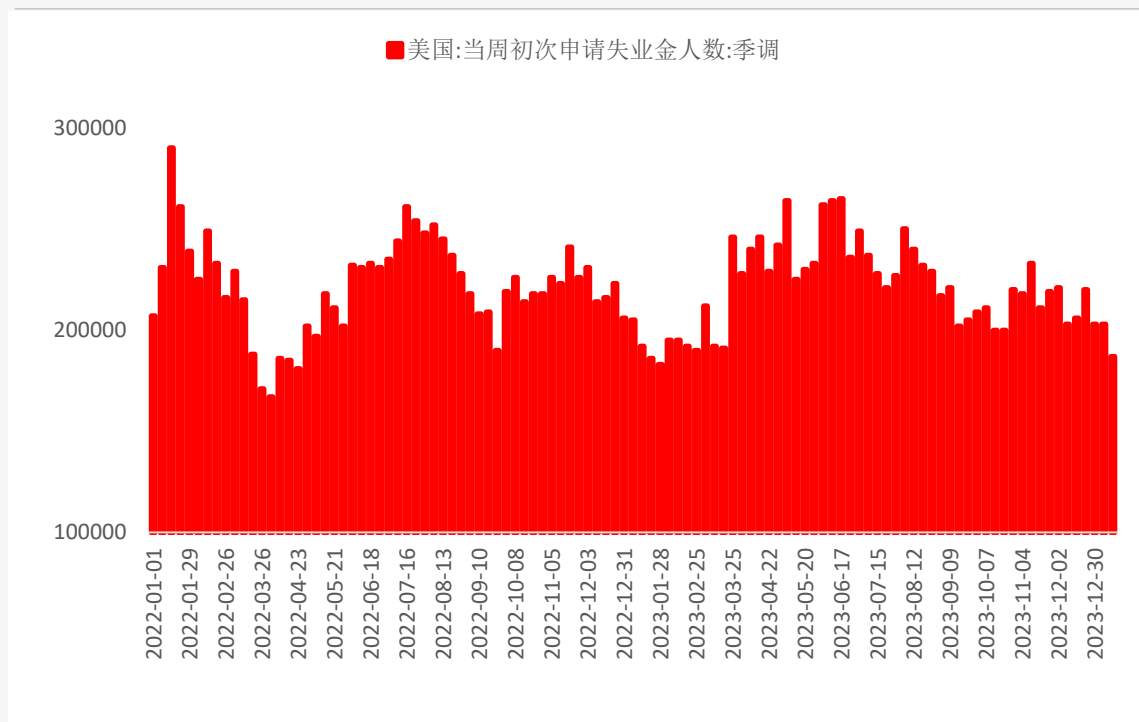
资料来源: Wind、一德宏观战略部

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）



美国截至1月13日当周初请失业金人数降至18.7万，低于预期及修正后的前值，为去年1月下旬以来最低值，总体仍维持偏低水平，显示出美国就业市场再平衡之路依然颠簸。

资料来源：Wind、一德宏观战略部

美国经济数据

图2.2: 美国（核心）零售销售年率（%）

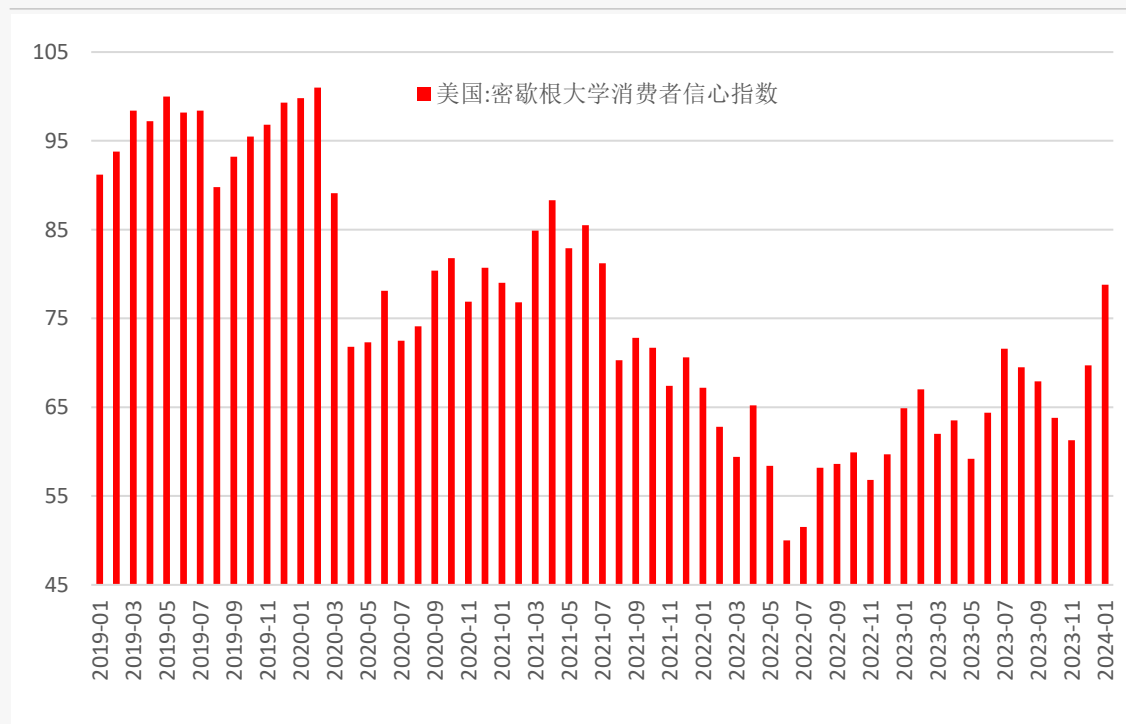


资料来源: Wind、一德宏观战略部

美国12月零售销售月率增长0.6%，年率增长5.6%，核心零售销售月率增长0.4%，均高于预期，传统假期期间消费依然偏强。13个零售列别中，有9个类别实现了增长，服装、百货商店和电商增幅最大。此外，加油站零售额连续三个月下降。

美国经济数据

图2.3: 美国密歇根大学消费者信心指数



资料来源: Wind、一德宏观战略部

美国1月密歇根大学消费者信心指数初值升至78.8，显著高于预期及前值，创2021年以来新高，主要得益于预期指数及现况指数同时刷新2021年以来新高。此外，消费者对未来一年的通胀预期降至2.9%，为2020年以来最低。

经济数据强势驱动降息预期修正

当周，美联储官员讲话鹰鸽各半，美国消费、就业数据延续强势令经济软着陆预期再度升温，此前接近顶点的降息预期明显修正：

美联储观察工具显示的年内降息降至5次，仍超过去年12月点阵图委员们预计的3次水平；此外，市场对于3月降息定价基本消失，降息起始时点推迟至5月。

经济数据强势驱动降息预期修正

图2.4：美联储官员当周表态

序号	官员 (2024票委*)	主要观点
1	美联储理事沃勒*	当下距离美联储2%的通胀目标“近在咫尺”，但在形势明确之前美联储不应急于降息；即便开始降息，也不会像此前所采用的那种大幅、急速降息的方式。
2	亚特兰大联储博斯蒂克*	若通胀回落速度快于预期，则对提前降息持开放态度。
3	芝加哥联储古尔斯比	随着美国通胀的放缓，为了避免货币政策过于紧缩，确实应该考虑降息。
4	旧金山联储戴利*	我们尚未将通胀降至 2%，宣布战胜通胀和降息为时尚早。

资料来源：公开信息、一德宏观战略部

经济数据强势驱动降息预期修正

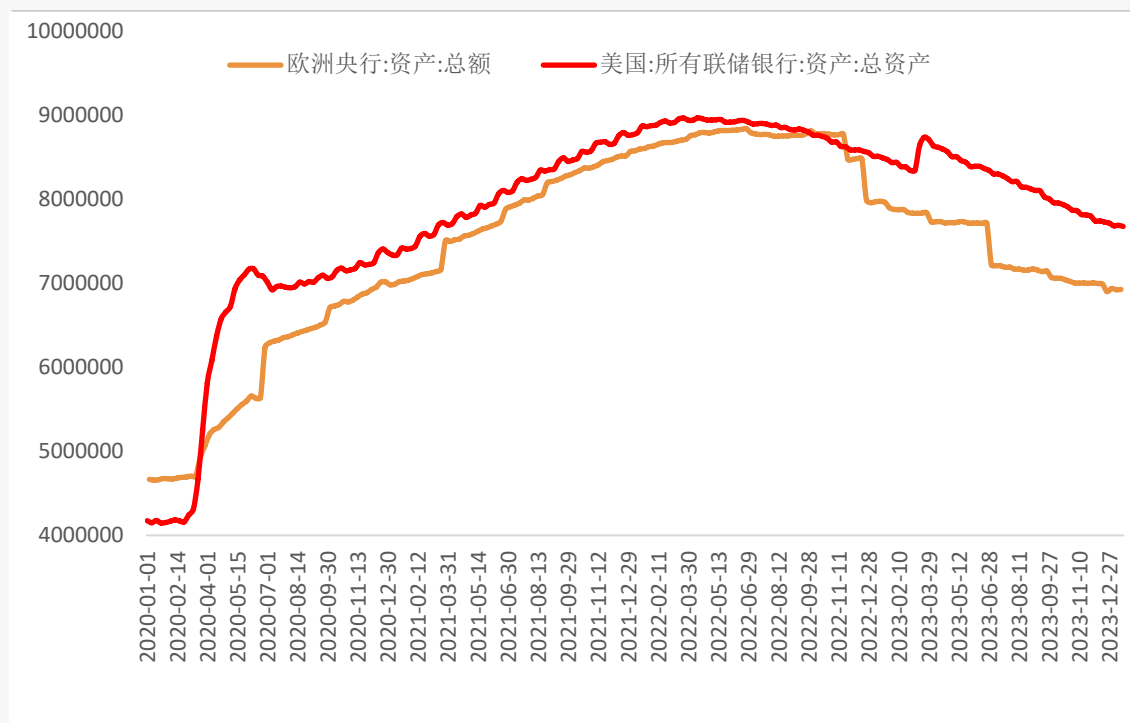
图2.5：美联储未来几次会议降息概率

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
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	97.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	48.1%	50.7%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	6.4%	48.4%	45.1%	0.0%	0.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.4%	28.5%	46.7%	21.3%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.2%	4.3%	29.1%	45.8%	20.6%	0.0%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.2%	3.6%	25.1%	43.1%	24.6%	3.3%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.1%	1.7%	13.1%	33.1%	35.0%	15.2%	1.8%	0.0%	0.0%
2024/12/18	1.5%	11.5%	30.3%	34.7%	18.0%	3.7%	0.3%	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

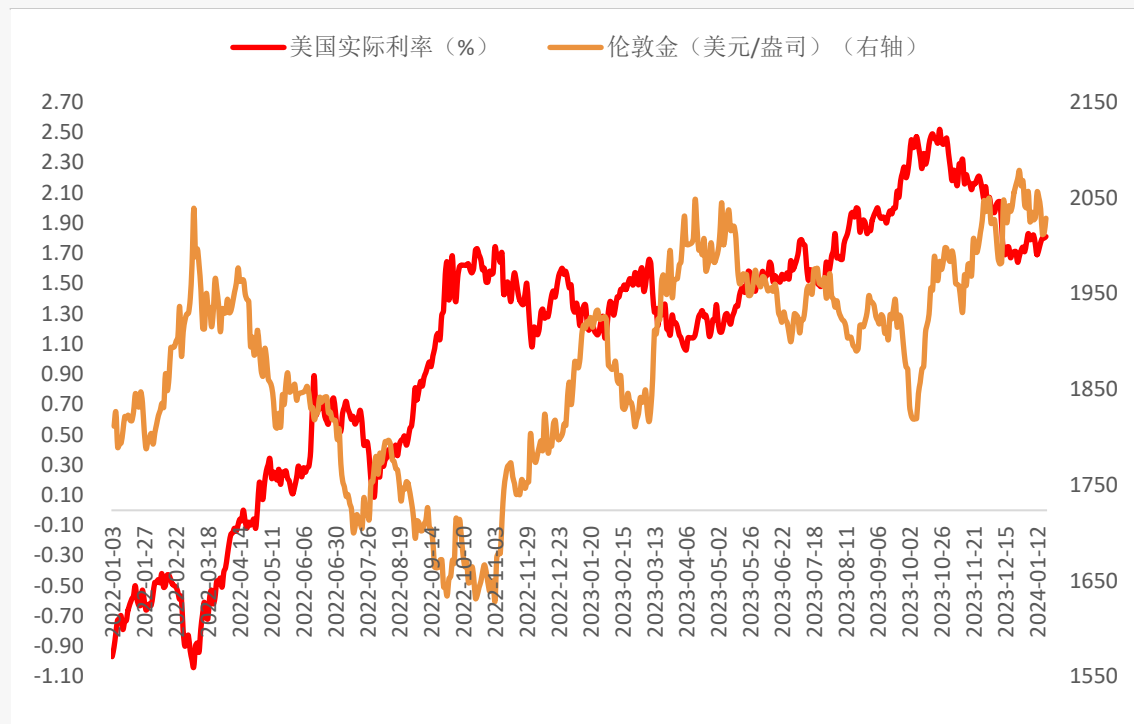
截止1月17日，美联储、欧央行资产负债表一缩一扩，对美元支撑增强。

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

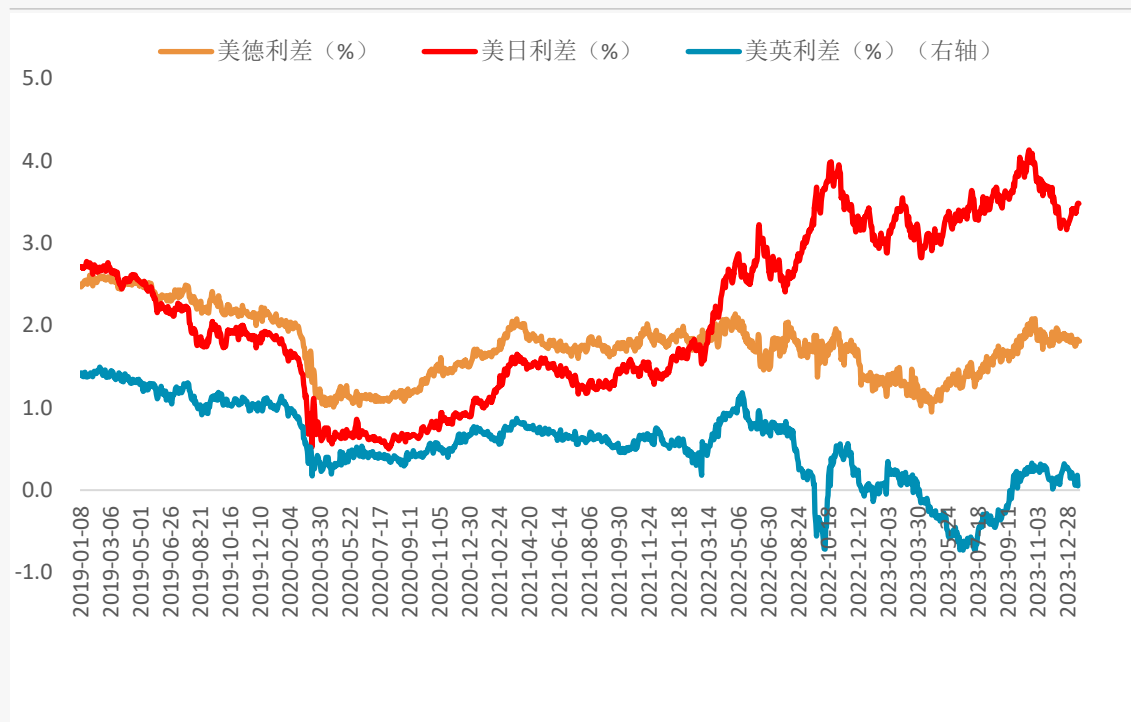


截至1月19日，名义利率、实际利率同时走高，盈亏平衡通胀率似有定价地缘局势推升通胀的迹象，对贵金属价格形成压制。

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

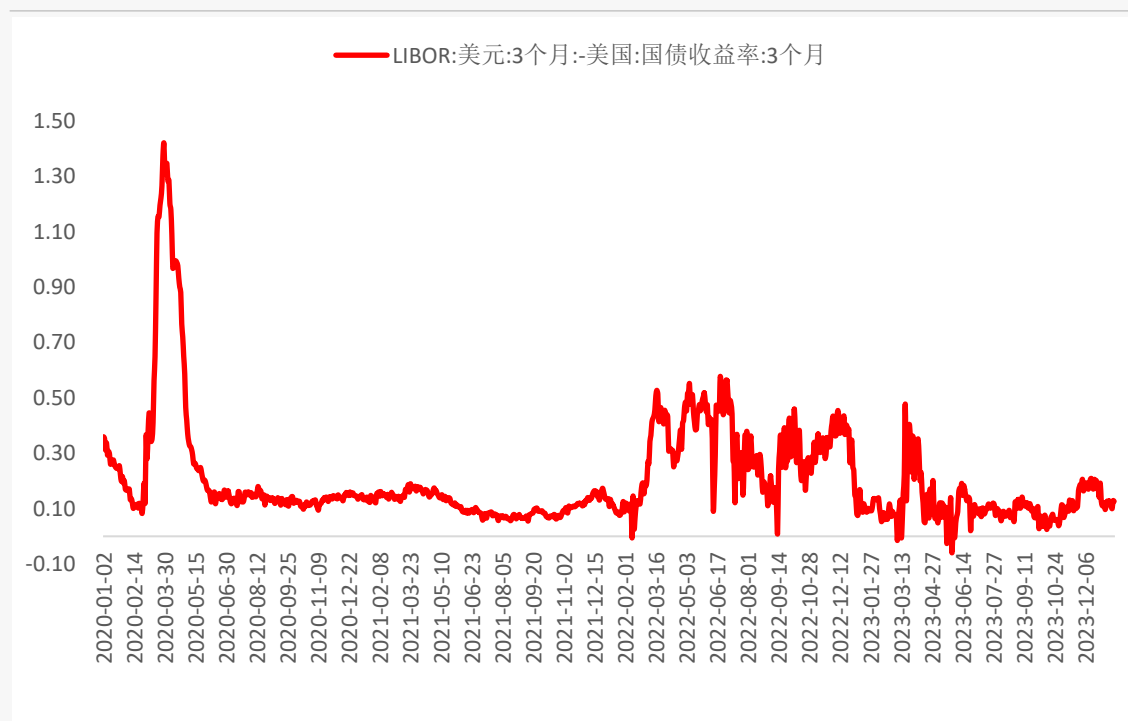


截至1月19日，美对德、日、利差同时回升，对英利差回落，对美元支撑增强。

资料来源: Wind、一德宏观战略部

泰德利差

图3.3: 泰德利差 (%)



截至1月19日，泰德利差小幅回落，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，金银投资需求连续3周同时萎缩，白银ETF持仓连续5周下滑。

图4.1：SPDR黄金持仓和伦敦金

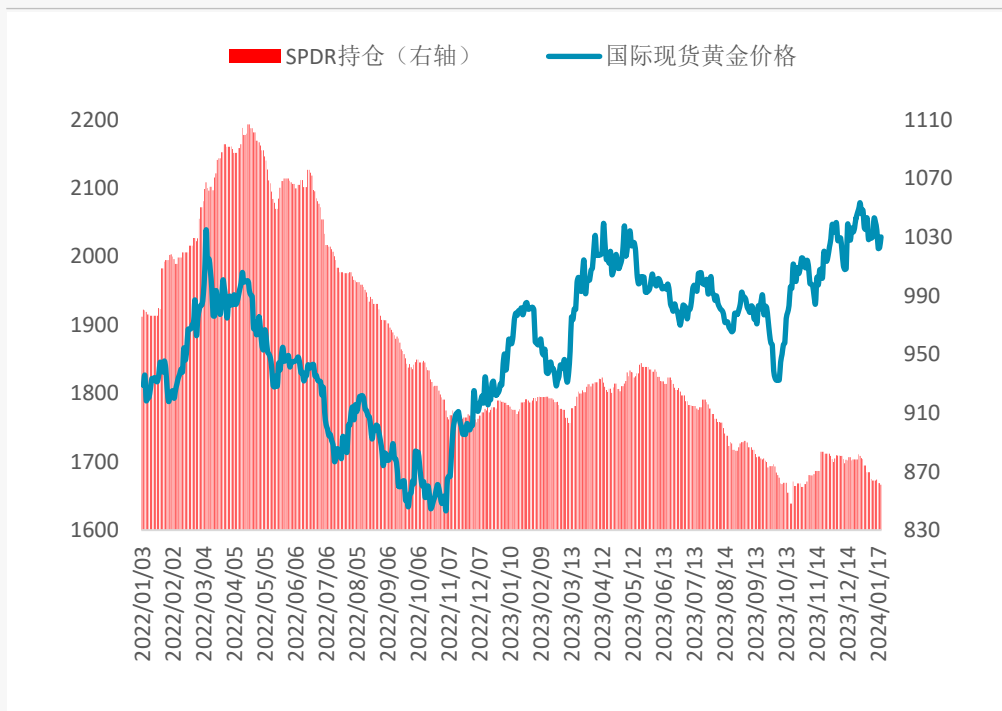
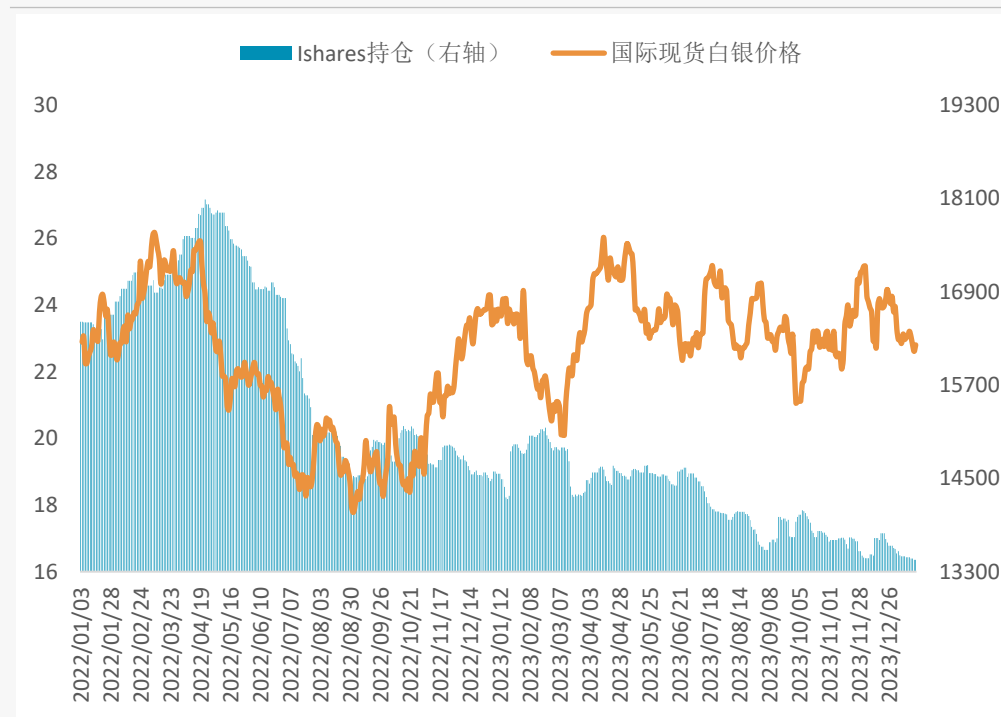


图4.2：Ishares白银持仓和伦敦银



资料来源：SPDR, Ishares、一德宏观战略部

金银CFTC持仓

截止1月19日的数据显示，纽期金持仓量46.65万张，较1月12日减少31260张，较1月16日减少22855张；纽期银持仓量13.58万张，较1月5日增加3506张，较1月16日增加3818张。滞后公布的CFTC持仓数据显示，金银投机净多持仓连续2周同时减少，结构上分别为多减和空增，黄金投机资金流出迹象明显。

图4.3：CFTC黄金投机净多和黄金全部合约持仓量

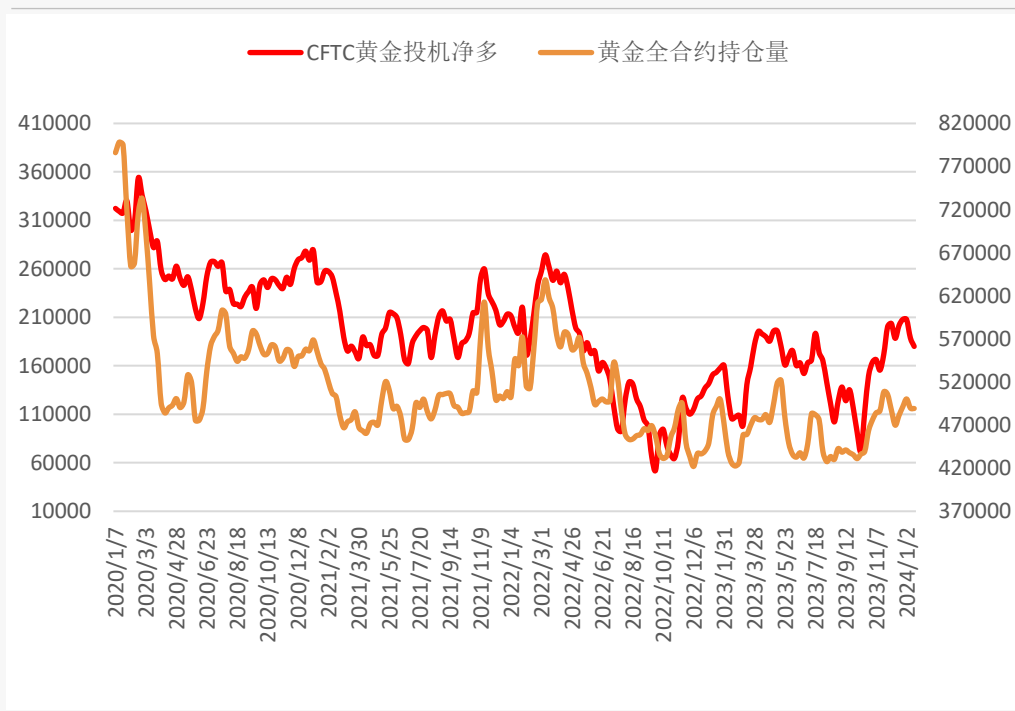
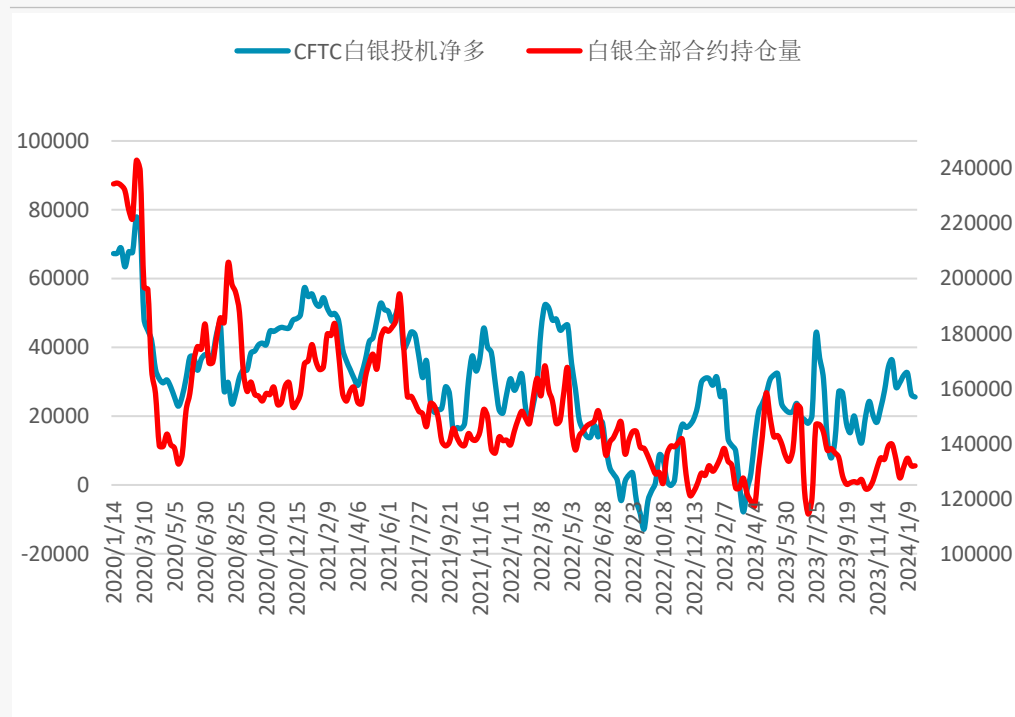


图4.4：CFTC白银投机净多和白银全部合约持仓量



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，人民币中间价连续3周贬值，外盘金银同时回落，金、银溢价连续3周同时走高且后者为连续4周上行，并再度刷新历史新高。

图5.1：黄金溢价

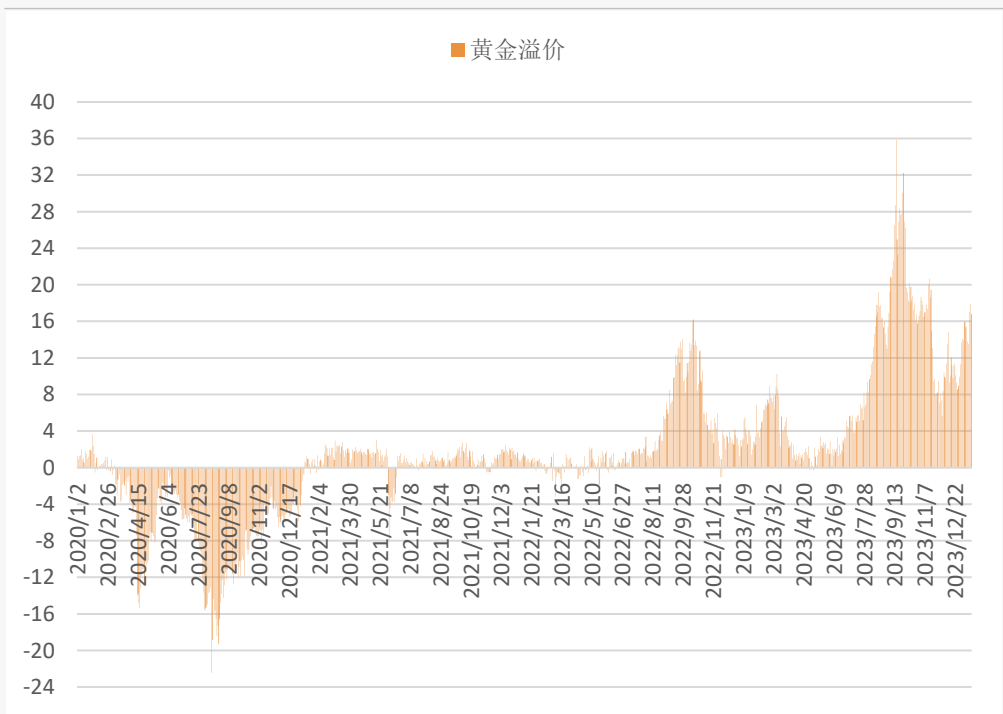
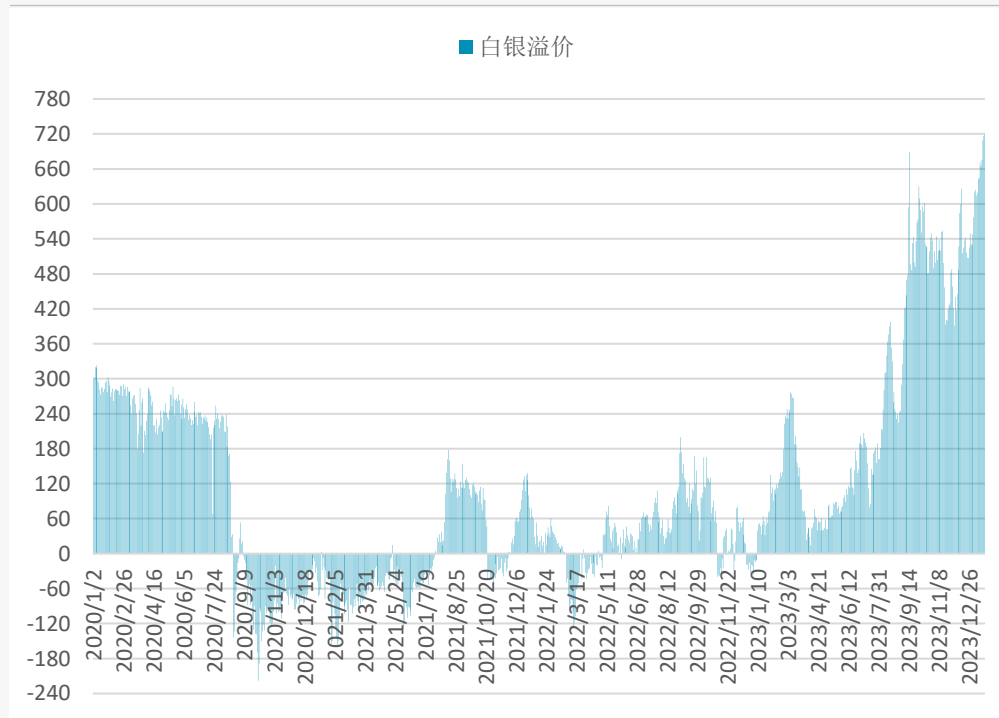


图5.2：白银溢价



资料来源：Wind、一德宏观战略部

白银溢价刷新历史新高

汇率及国内库存同时阶段性走低背景下，溢价与库存负相关性增强的历史性规律再现。2024年以来期货库存再度跌破1000吨，溢价随之突破去年9月高点。

图5.3：库存与白银溢价

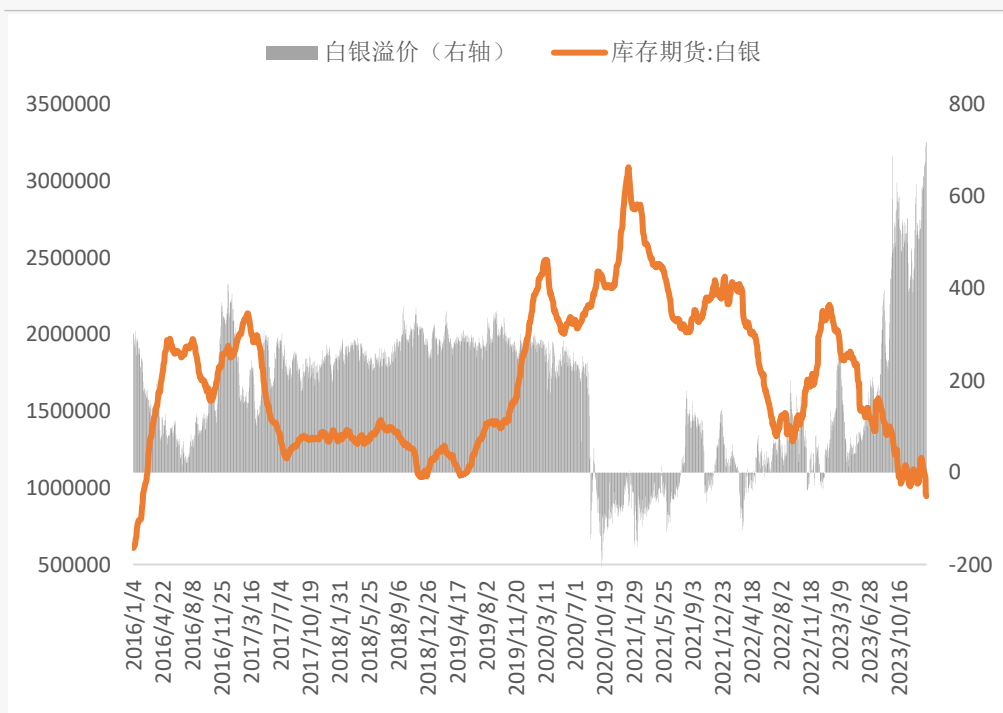


图5.4：白银溢价、库存与人民币汇率走势归纳

年份	库存期货:白银	白银溢价	相关性	离岸人民币
2016	增加	先减后增	库存单边增加时明显，高位震荡时不明显	贬值
2017	先增后减	探底回升后区间震荡	库存增加时明显，单边下行时不明显	升值
2018	先增后减	先减后增	明显	先升后贬
2019	先减后增	区间震荡	不明显	先贬后升
2020	震荡上行	震荡回落至负值	明显	升值
2021	震荡下行	震荡上行修复回正	明显	小幅升值
2022	先减后增	减增减	明显	大幅贬值
2023	震荡下行	大幅上行创历史新高	明显	先升后贬

资料来源：Wind、一德宏观战略部

黄金与相关资产比价

图5.5: 伦敦金银比



本周，伦敦金银比继续回落，金油比、银铜比亦开始走低。红海地缘事件暂时稳定，风险情绪提升令风险资产相对避险资产走强。

图5.6: 纽期银铜比

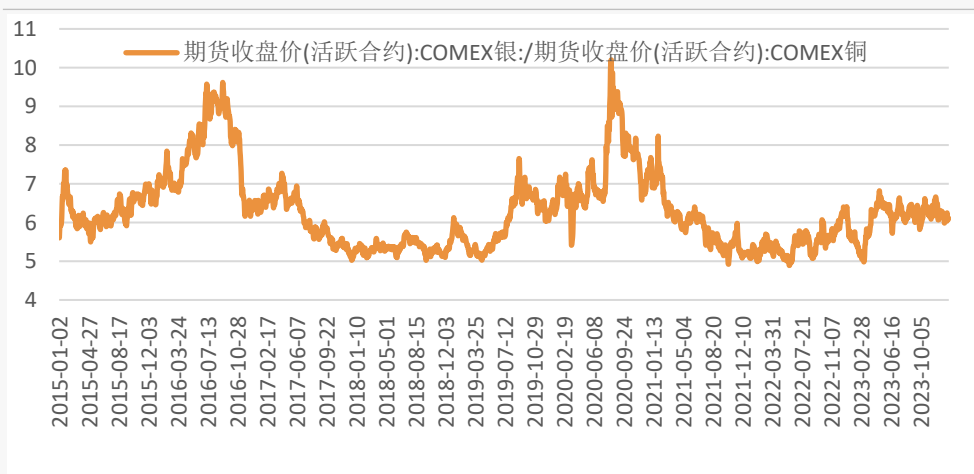
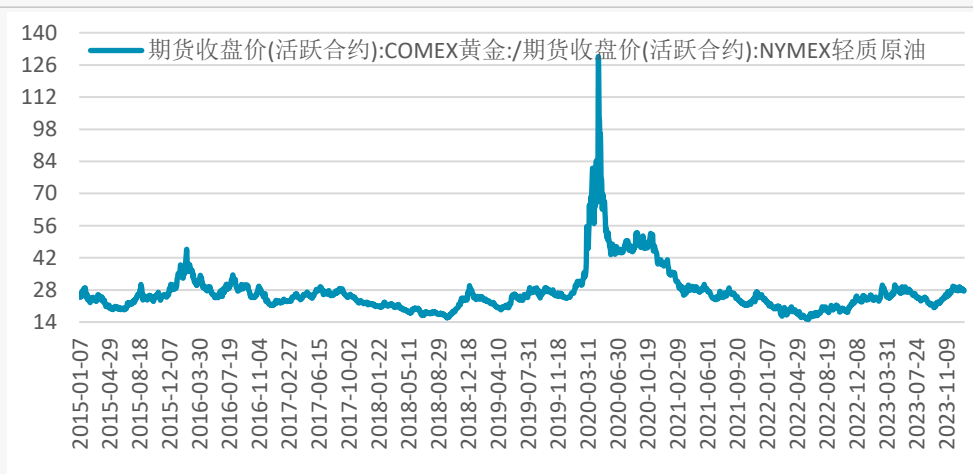


图5.7: 纽期金油比



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2152，中期支撑1811，短期阻力2098，短期支撑2004，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26.44，中期支撑17.40，短期阻力24.90，短期支撑22.52，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 (1.22-1.26)

表7.1: 下周重要财经数据与事件

日期	下周重要财经数据与事件
2024/1/23	日本央行公布利率决议及行长新闻发布会。
2024/1/24	美国1月Markit制造业PMI初值
	欧元区1月Markit制造业PMI初值
2024/1/25	欧央行利率决议及行长新闻发布会。
	美国截至1月20日当周续请失业金人数(万)
	美国12月耐用品订单月率初值(%)
2024/1/26	美国第四季度实际GDP年化季率初值(%)
	美国12月 (核心) PCE物价指数年率(%)


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