

贵金属：市场降息预期实现完全修正， 外盘金银强弱之势逆转

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2月25日



市场降息预期实现完全修正，外盘金银强弱之势逆转

- 1. 走势回顾：**当周外盘金银强弱较假期逆转，纽期金逼近2050美元关口，纽期银固守22美元上方。人民币汇率继续贬值，金、银溢价同时回落。
- 2. 宏观面：**2月FOMC纪要呈现鹰派基调，加之票委们先后发言未现转鸽痕迹，市场降息预期继续修正至去年12月点阵图水平，在3月FOMC会议公布的新的点阵图之前，降息预期继续下修可能不大，这将为金银提供支撑。
- 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2周同时离场，金、银ETF持仓分别连续8周、2周下滑；金银投机净多持仓同时回暖，结构上均以空减推动为主，邻近周末黄金投机多头现入场迹象。
- 4. 行情展望：**短期关注1月核心PCE物价指数及联储官员讲话情况。技术上，纽期金银维持区间震荡，关注纽期银23.45阻力能否再度收复。策略上，白银配置、投机多单入场后持仓为主，投机交易如收复上述阻力可适度加多。

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（溢价参照2月9日数值）

	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	2027.45	1997.70	29.55	1.48%	伦敦银	美元/盎司	22.72	23.01	-0.30	-1.28%
黄金现货溢价	元/克	16.70	17.44	-0.74	-4.22%	白银现货溢价	元/千克	694	716	-22	-3.10%
COMEX黄金非商业多头持仓	张	211034	217505	-6471	-2.98%	COMEX白银非商业多头持仓	张	57582	56785	797	1.40%
COMEX黄金非商业空头持仓	张	70772	86337	-15565	-18.03%	COMEX白银非商业空头持仓	张	35205	44360	-9155	-20.64%
SPDR 黄金ETF持有量	吨	827.81	837.89	-10.08	-1.20%	SLV 白银ETF持有量	吨	13331.07	13530.27	-199.19	-1.47%
美元指数		103.97	104.28	-0.30	-0.29%	美日汇率		150.54	150.21	0.33	0.22%
美国实际利率	%	1.96	1.97	-0.01	-0.51%	标准普尔500指数		5088.80	5005.57	83.23	1.66%
美10年期国债收益率	%	4.26	4.3	-0.04	-0.93%	TED利差	%	0.13	0.14	-0.003	-2.54%
RJ/CRB商品价格指数		270.82	272.59	-1.77	-0.65%	金银比		89.26	86.83	2.43	2.80%
VIX波动率指数	%	13.75	14.24	-0.49	-3.44%	金油比		26.72	25.89	0.83	3.20%
道琼斯工业		39131.53	38627.99	503.54	1.30%	钯金期货	美元/盎司	975.00	950.00	25.00	2.63%

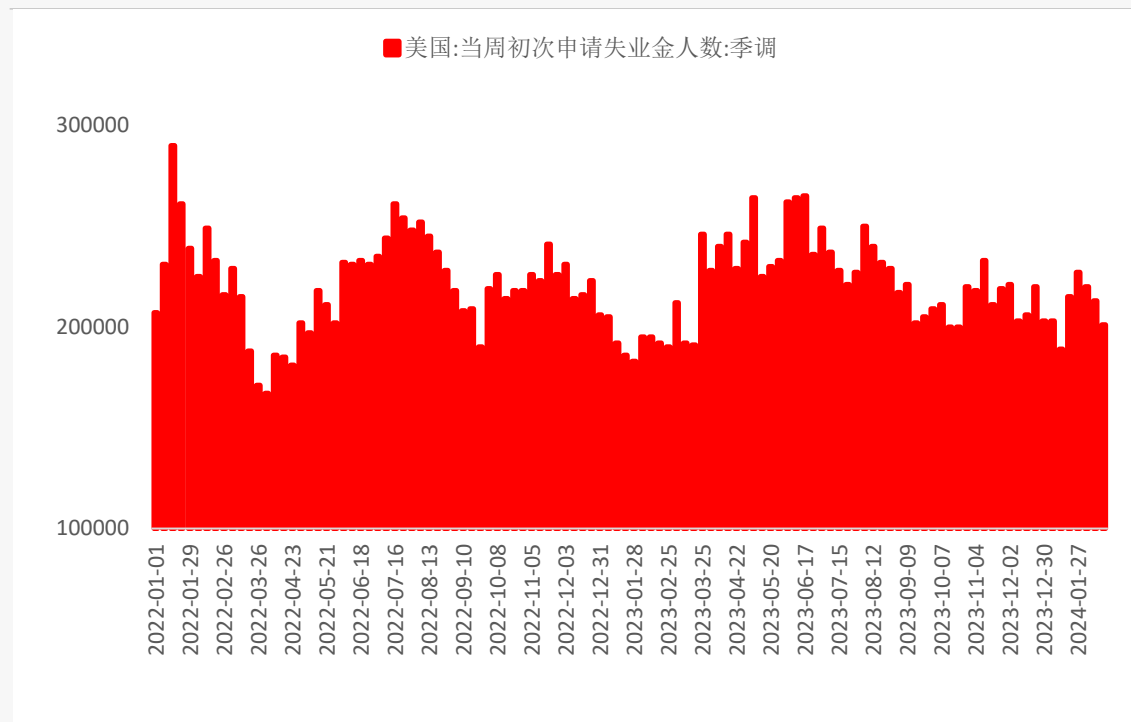
资料来源：Wind、一德宏观战略部

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）

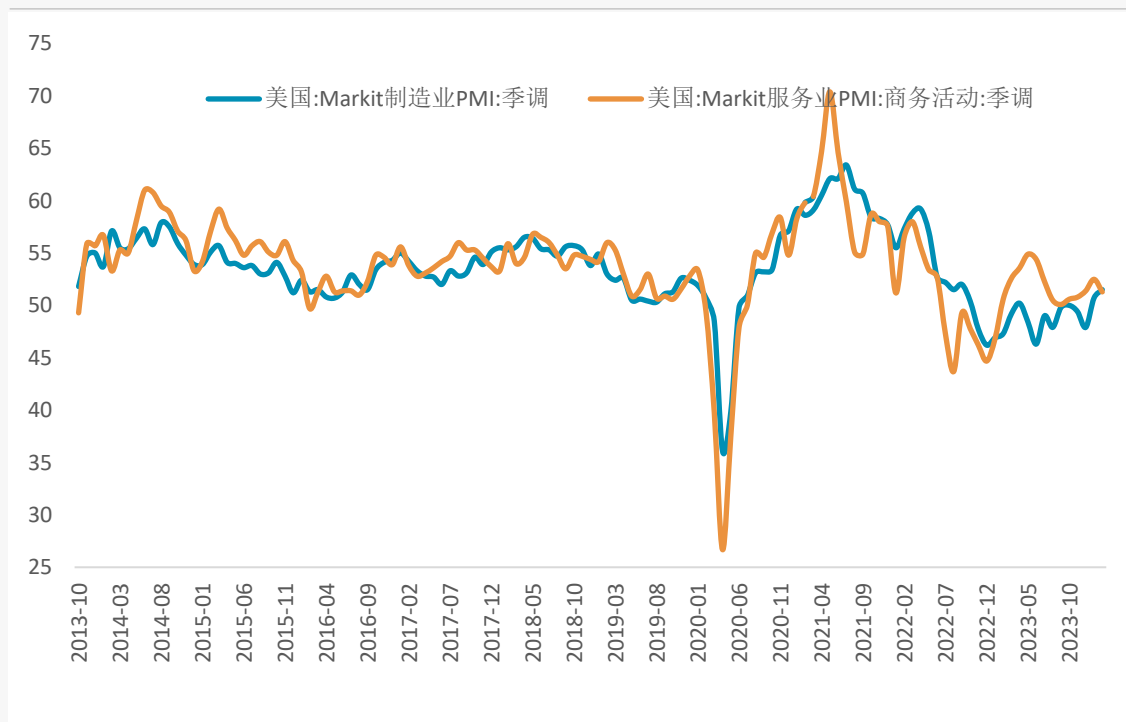


美国截至2月17日当周初请失业金人数回落20.1万，连续2周回落至近1月以来最低水平，低于预期及修正后的前值，总体仍维持偏低水平，显示出美国就业市场再平衡之路依然颠簸。

资料来源：Wind、一德宏观战略部

美国经济数据

图2.2: 美国Markit和制造业PMI



资料来源: Wind、一德宏观战略部

美国2月Markit制造业和服务业PMI初值一升一降，其中前者已连续2月回升，且为17个月以来新高，呼应了1月非农数据中制造业就业广泛复苏的情境；服务业尽管出现回落，但仍位于扩张区间，近一段时间以来经济“软数据”持续好转，令衰退预期持续降温，因而当前能否降息的焦点主要集中在通胀数据方面。

市场降息预期实现完全修正

当周，美联储2月FOMC会议纪要公布，多数委员关注通胀下行停滞及过早降息风险，总体基调偏鹰；此外，票委发言延续偏紧基调，市场降息预期继续修正至与去年12月点阵图持平的水平：

美联储观察工具显示的年内降息预期继续下滑1次至3次，与去年12月点阵图委员们的预期持平；此外，市场对于降息起始时点预测维持在6月，即6月后的剩余4次会议将降息2次。

市场降息预期实现完全修正

图2.3：美联储官员近1周表态

序号	官员 (2024票委*)	主要观点
1	美联储FOMC会议纪要	政策利率可能已抵峰值，多数委员担忧过早降息以及通胀下降停滞的风险，仅有少数几名委员认为需考虑长时间维持限制性利率水平对经济产生的负面影响。
2	费城联储哈克	当前接近降息，但个人预计下半年可能性更大。
3	美联储理事库克*	需要在降息前树立更多（通胀水平回归政策目标）信心。
4	美联储副主席杰弗逊*	对实现通胀目标保持“谨慎乐观”，预计今年早些时候降息，但需防范过度宽松的风险。
5	美联储理事沃勒*	决策者应将降息至少再推迟几个月，以观察近期通胀上升是预示物价稳定进程停滞，还是只是受阻。
6	里奇蒙德联储巴尔金*	1月通胀数据令联储下一步决策更为棘手，目前断言实现软着陆还为时过早。

资料来源：公开信息、一德宏观战略部

市场降息预期实现完全修正

图2.4: 美联储未来几次会议降息概率

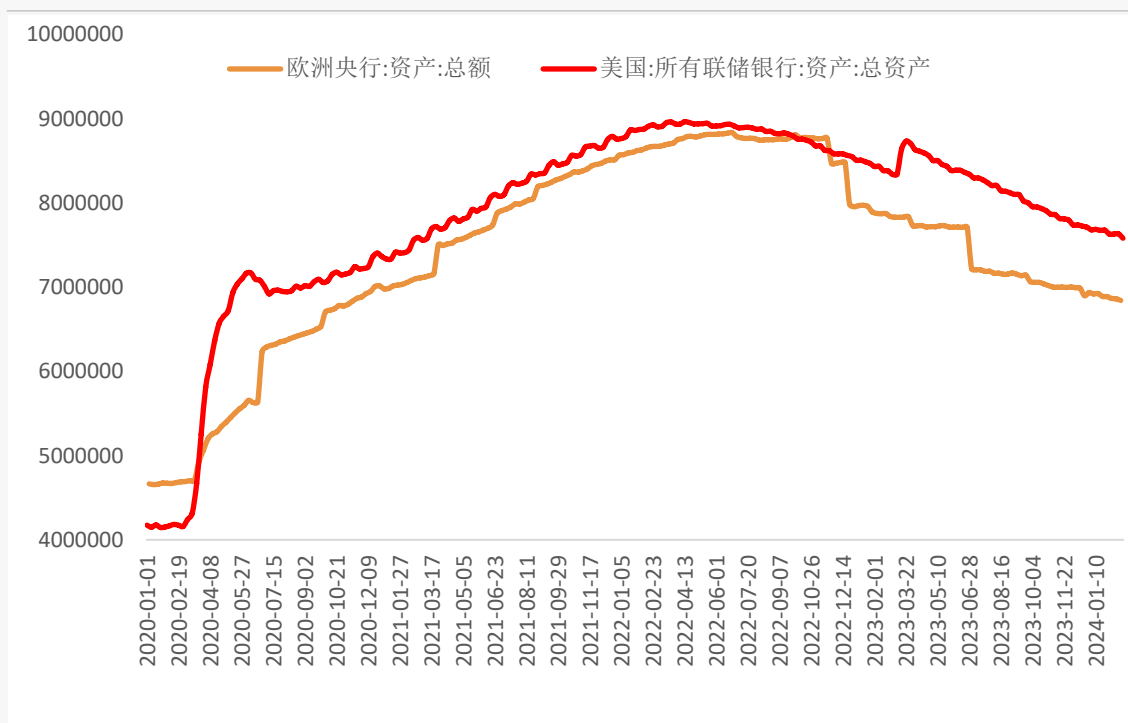
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES

MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	96.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	25.3%	73.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	14.3%	52.0%	33.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	8.2%	35.4%	41.5%	14.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.7%	26.7%	39.5%	23.2%	4.7%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.1%	2.9%	16.2%	33.1%	31.4%	14.0%	2.3%
2024/12/18	0.0%	0.1%	2.0%	11.7%	27.4%	32.0%	19.8%	6.2%	0.8%
2025/1/29	0.0%	1.2%	7.6%	20.8%	30.0%	25.0%	12.0%	3.1%	0.3%
2025/3/12	0.4%	3.4%	12.1%	23.9%	28.3%	20.5%	9.0%	2.2%	0.2%

资料来源: CME、一德宏观战略部

美、欧央行资产负债表

图2.5: 美欧资产负债表



资料来源: Wind、一德宏观战略部

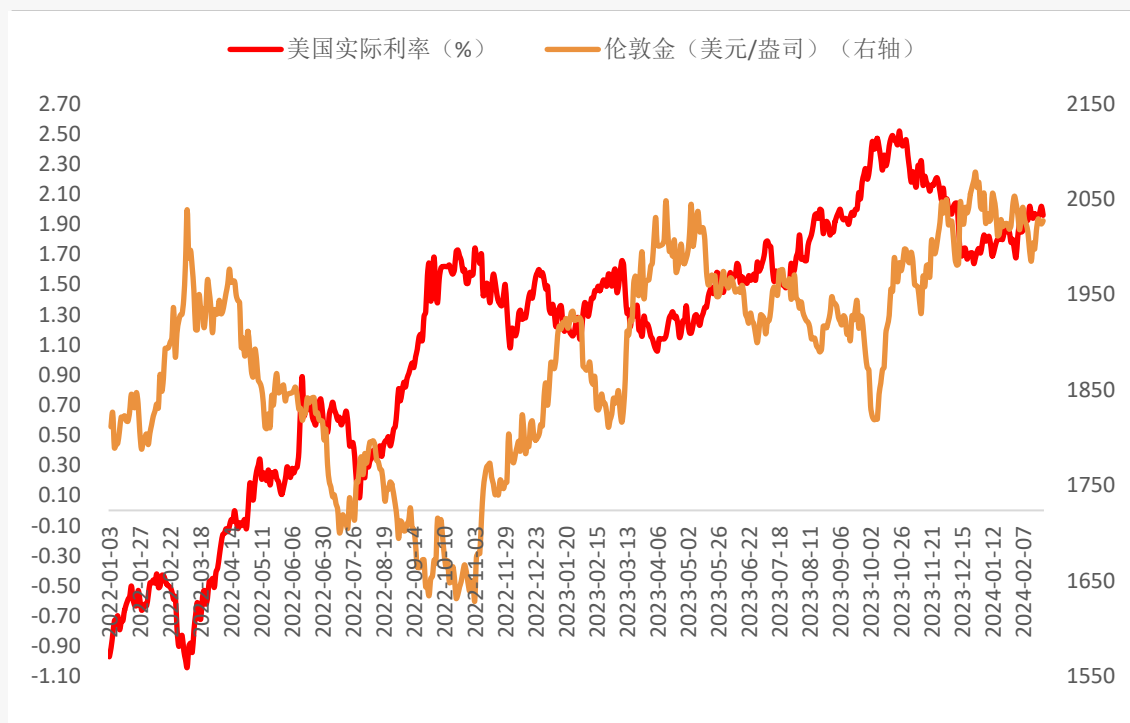
截止2月21日，美联储相对欧央行资产负债表收缩规模增大，对美元支撑增强。

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

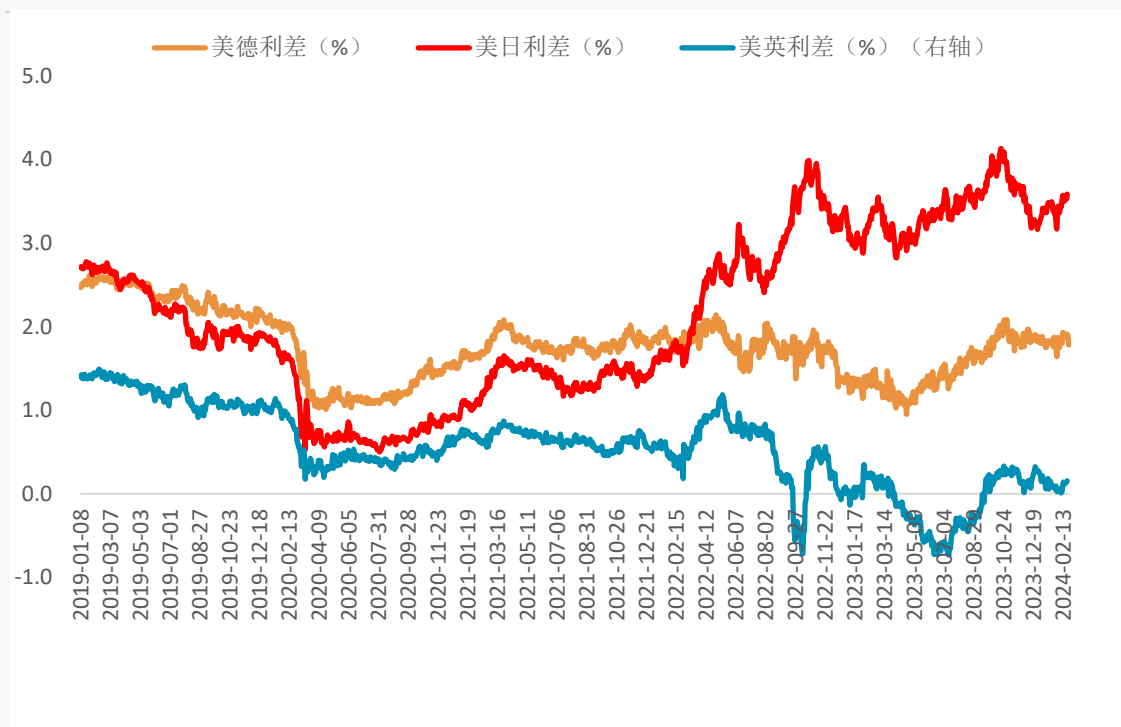


资料来源：Wind、一德宏观战略部

截至2月23日，名义利率、盈亏平衡通胀率同时回落且前者回落更快，实际利率小幅回落，对贵金属价格形成支撑。

美国与主要经济体利差

图3.2: 美国与德国、日本、英国利差

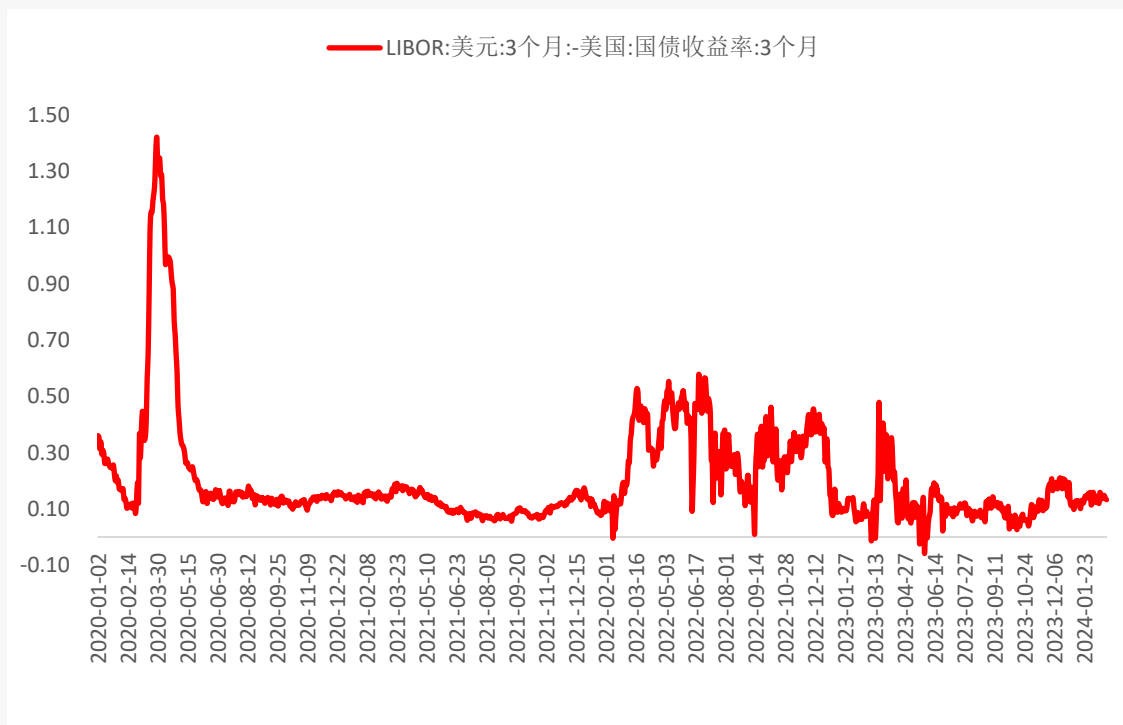


截至2月23日，美对德、日、英利差同时回落，对美元影响偏负面。

资料来源：Wind、一德宏观战略部

泰德利差

图3.3: 泰德利差 (%)



资料来源: Wind、一德宏观战略部

截至2月23日，泰德利差小幅回落，美元流动性压力总体维持偏低水平。

04

资金情绪

金银ETF持仓

当周，金银投资需求继续同时萎缩，黄金ETF持仓连续8周下滑，白银ETF持仓连续2周减少。

图4.1：SPDR黄金持仓和伦敦金

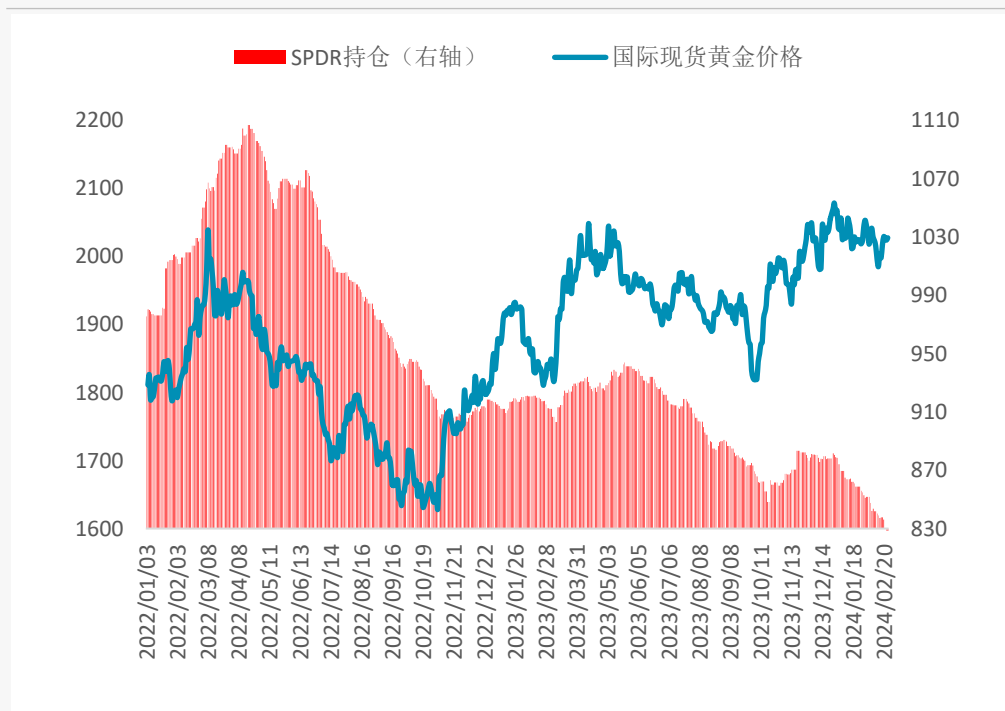
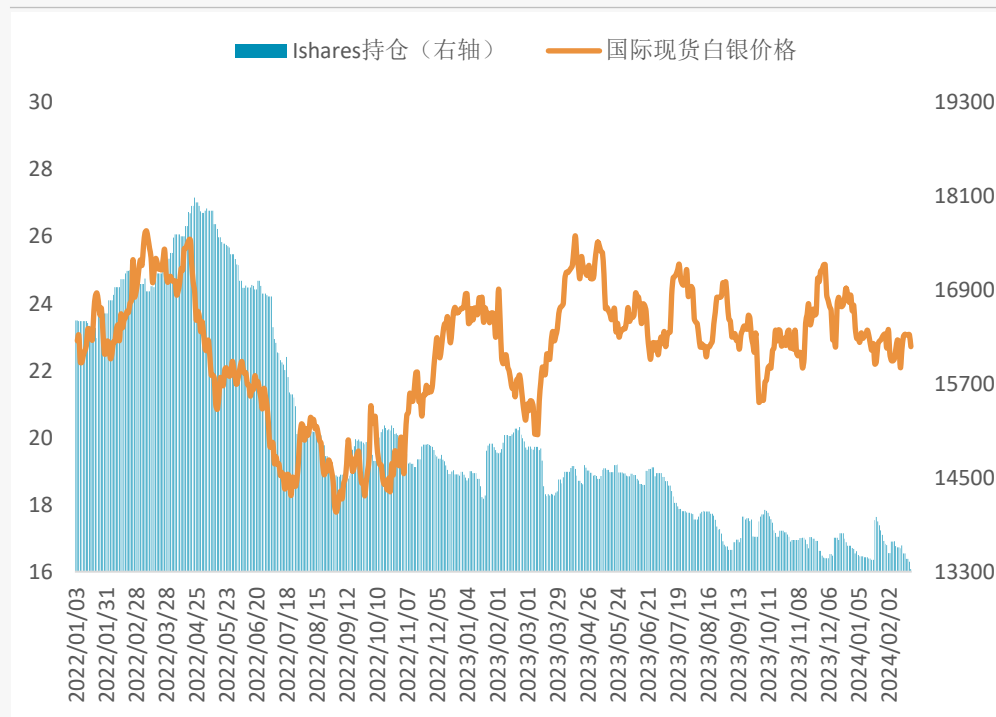


图4.2：Ishares白银持仓和伦敦银



资料来源：SPDR, Ishares、一德宏观战略部

金银CFTC持仓

截止2月23日的数据显示，纽期金持仓量41.41万张，较2月16日增加7052张，较2月20日增加6988张；纽期银持仓量14.60万张，较2月16日减少7199张，较2月20日减少563张。滞后公布的CFTC持仓数据显示，金、银投机净多持仓同时回升，结构上均以空减为主，邻近周末的数据显示黄金多头入场迹象相较白银明显。

图4.3：CFTC黄金投机净多和黄金全部合约持仓量

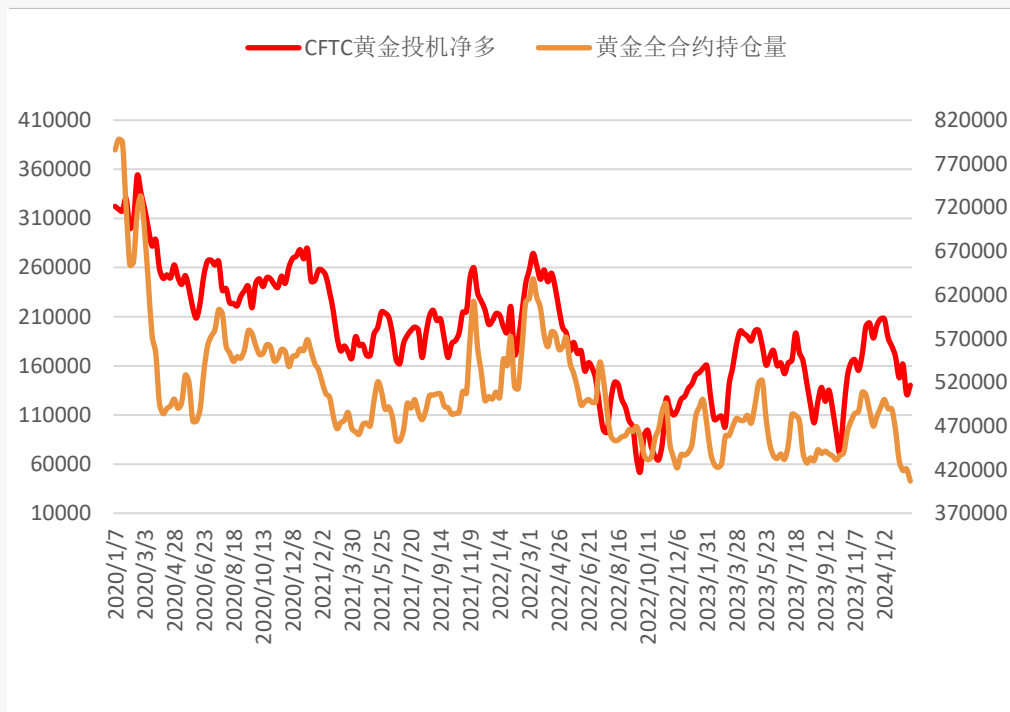
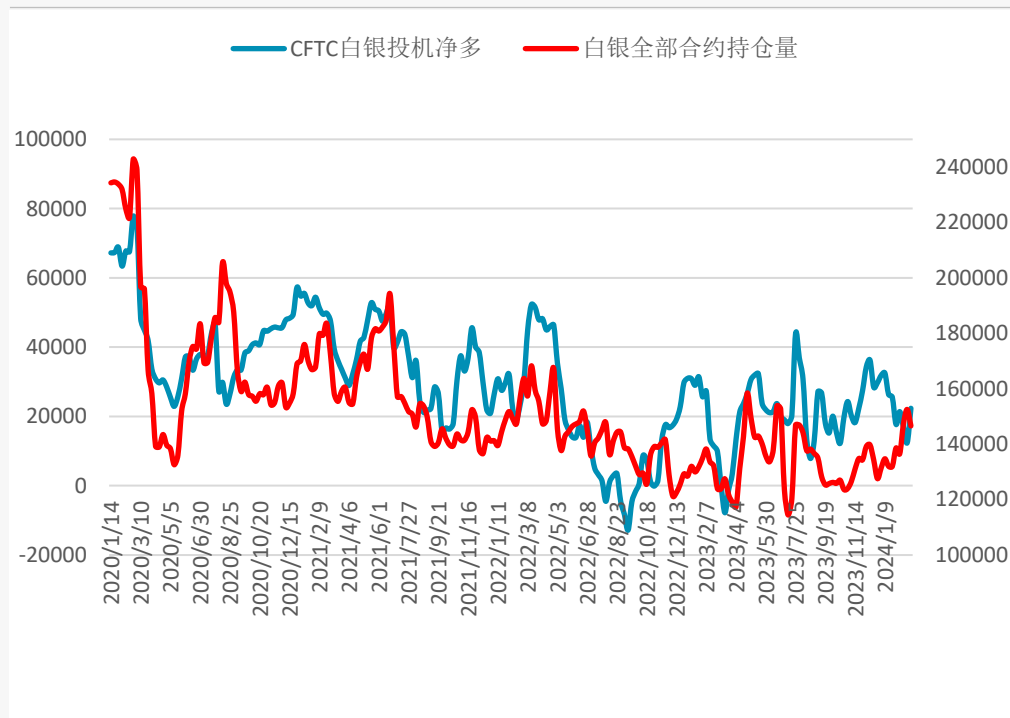


图4.4：CFTC白银投机净多和白银全部合约持仓量



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2周贬值，外盘金银价格继续收涨，金、银溢价同时回落，但后者仍处于高位。

图5.1：黄金溢价

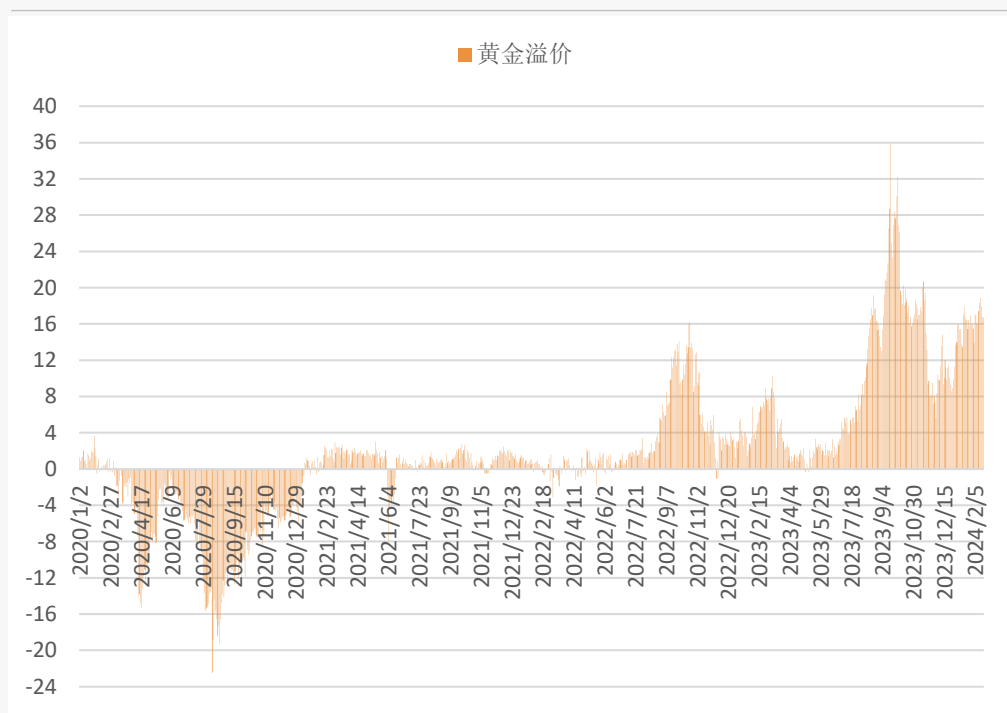
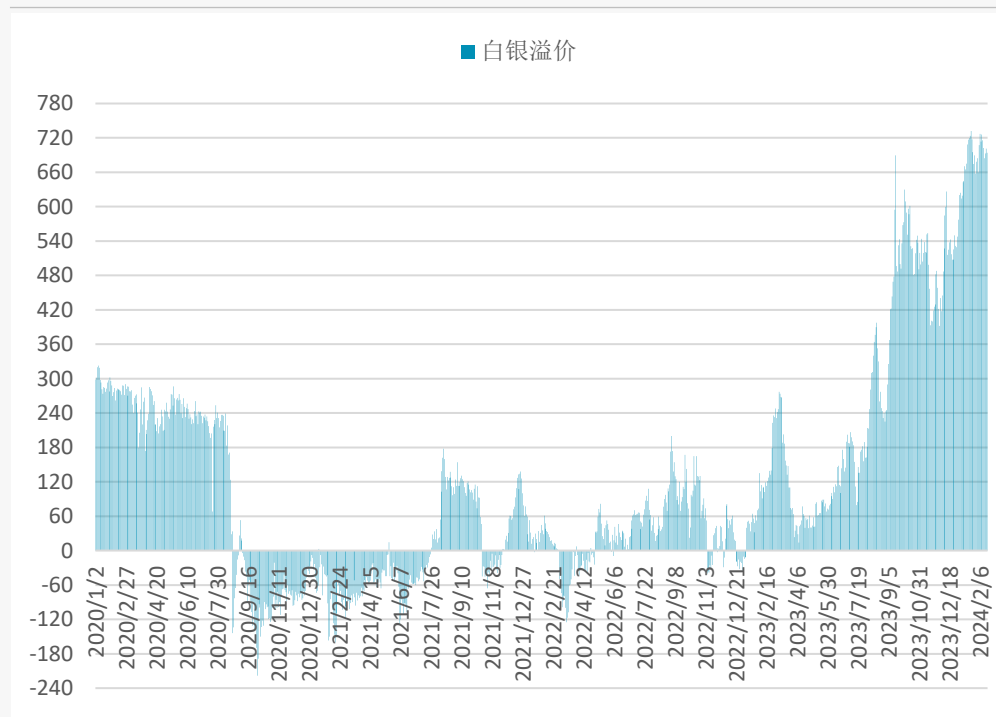


图5.2：白银溢价



资料来源：Wind、一德宏观战略部

黄金与相关资产比价

图5.3: 伦敦金银比



当周，伦敦金银比、金油比企稳回升，银铜比连续2周回落。风险情绪维持高位但商品有所分化，中国权益市场反弹对铜等有色金属支撑明显。

图5.4: 纽期银铜比

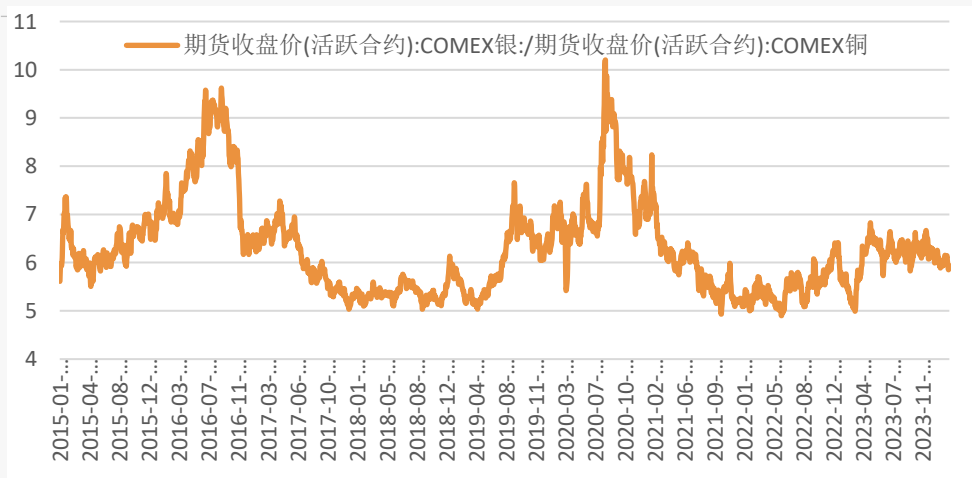


图5.5: 纽期金油比



资料来源: Wind、一德宏观战略部



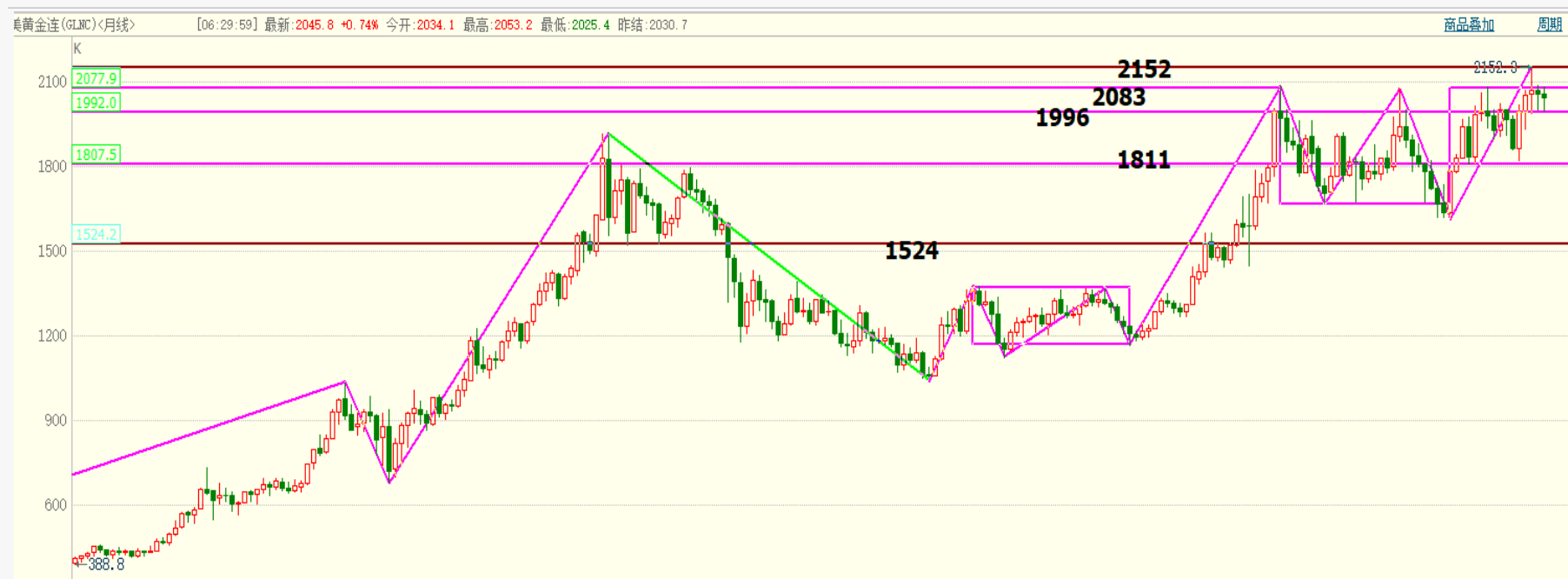
06

技术分析

技术分析

黄金中期阻力2152，中期支撑1811，短期阻力2083，短期支撑1996，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21.98，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 (2.26-3.2)

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
2024/2/26	美国1月季调后新屋销售年化总数(万户)
2024/2/27	美国1月耐用品订单月率初值(%) 2025年FOMC票委、堪萨斯联储主席施密德发表讲话。
2024/2/28	美国第四季度实际GDP年化季率修正值(%)
2024/2/29	美国截至2月24日当周初请失业金人数(万)
	美国1月(核心)PCE物价指数年率(%)
	2025年FOMC票委、波士顿联储主席柯林斯发表讲话。
	2024年FOMC票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克发表讲话。 FOMC永久票委、纽约联储主席威廉姆发表讲话。
2024/3/1	2024年FOMC票委、克利夫兰联储主席梅斯特发表讲话。
	美联储理事沃勒发表讲话。
	2025年FOMC票委、芝加哥联储主席古尔斯比发表讲话。
2024/3/2	美国2月ISM制造业PMI
	2024年FOMC票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克发表讲话。
	2024年FOMC票委、旧金山联储主席戴利发表讲话。 美联储理事库格勒发表讲话。

资料来源: 汇通财经、一德期货宏观战略部

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