

贵金属：二次通胀叠加避险炒作 纽期 银仍止步于重要阻力前

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4月14日



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 趋势分析
- 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	2401.50	2298.55	102.95	4.48%	伦敦银	美元/盎司	29.03	26.78	2.25	8.38%
黄金现货溢价	元/克	20.99	18.46	2.53	13.71%	白银现货溢价	元/千克	804	715	89	12.43%
COMEX黄金非商业多头持仓	张	279799	281399	-1600	-0.57%	COMEX白银非商业多头持仓	张	84826	83565	1261	1.51%
COMEX黄金非商业空头持仓	张	77380	74149	3231	4.36%	COMEX白银非商业空头持仓	张	31614	30418	1196	3.93%
SPDR 黄金ETF持有量	吨	826.72	826.41	0.31	0.04%	SLV 白银ETF持有量	吨	13496.72	13728.48	-231.77	-1.69%
美元指数		106.03	104.30	1.73	1.65%	美日汇率		153.20	151.63	1.57	1.04%
美国实际利率	%	2.11	2.02	0.14	7.45%	标准普尔500指数		5123.41	5204.34	-23.80	-0.46%
美10年期国债收益率	%	4.50	4.39	0.11	2.51%	TED利差	%	0.1393	0.1250	0.014	11.42%
RJ/CRB商品价格指数		297.87	297.58	0.29	0.10%	金银比		82.74	85.83	-3.09	-3.60%
VIX波动率指数	%	17.31	16.03	1.28	7.99%	金油比		27.62	27.09	0.54	1.97%
道琼斯工业		37983.24	38904.04	-613.74	-1.59%	钯金期货	美元/盎司	1057.50	1011.50	46.00	4.55%

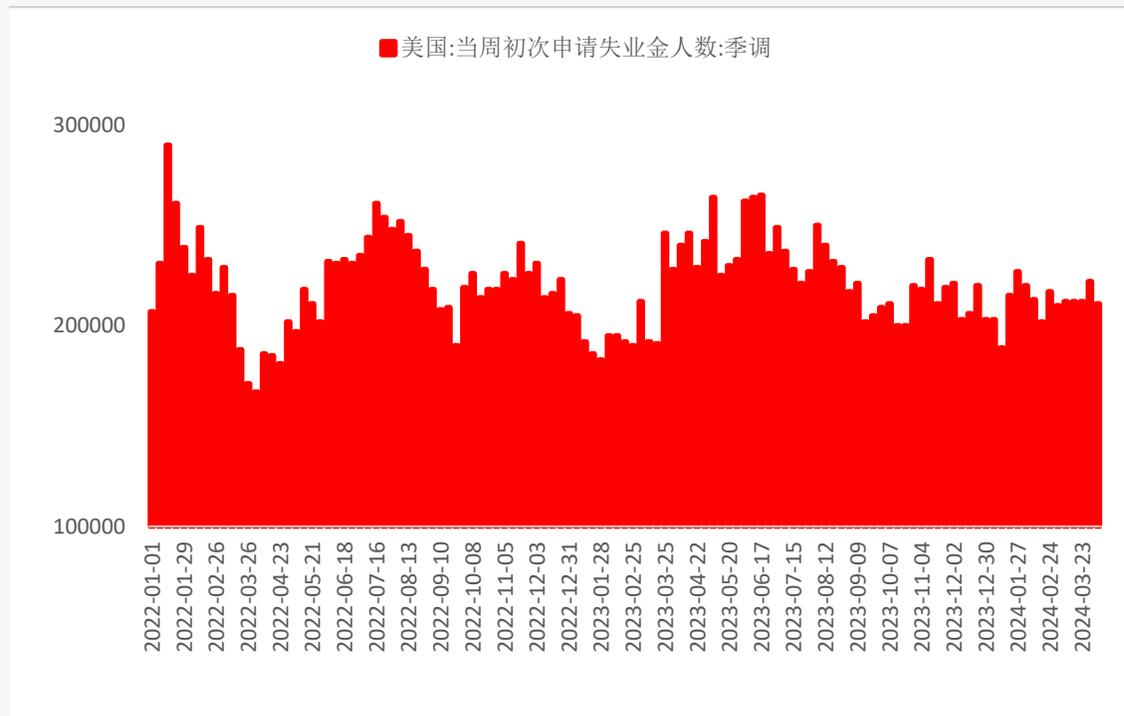
资料来源: Wind、一德宏观战略部

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）

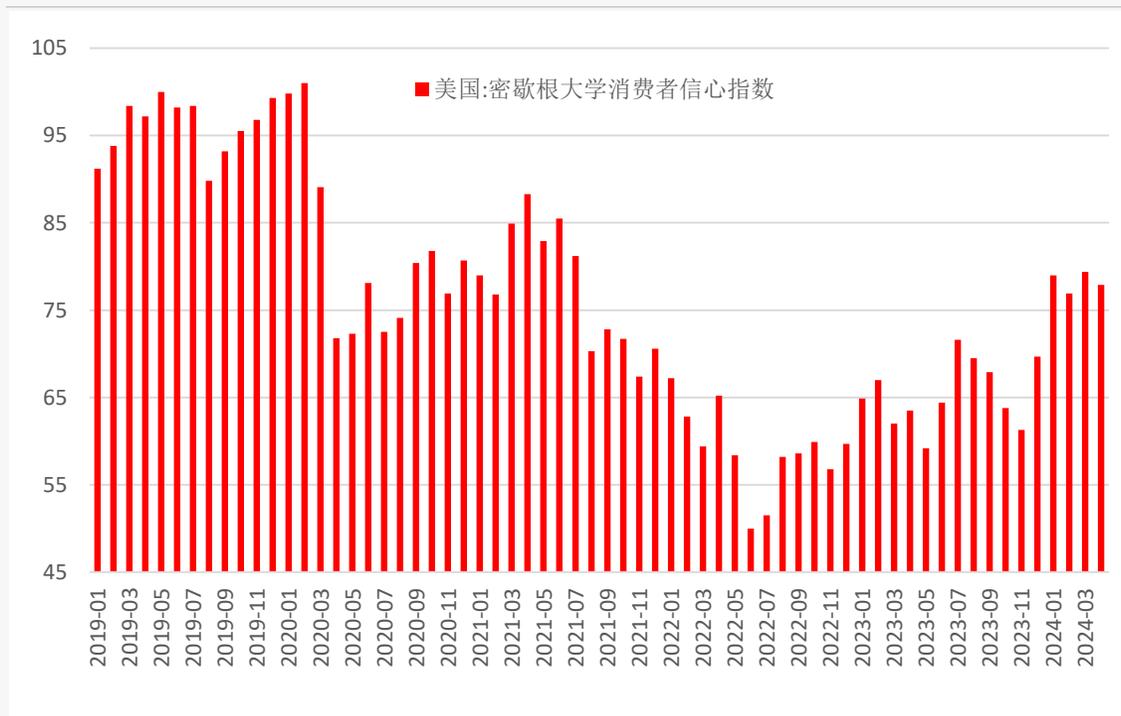


美国截至4月6日当周初请失业金人数回落至21.1万，低于预期及修正后的前值。总体仍维持偏低水平，且持续运行在年初以来的震荡区间内，显示出美国就业市场再平衡之路依然颠簸。

资料来源：Wind、一德宏观战略部

美国经济数据

图2.2: 美国密歇根大学消费者信心指数初值

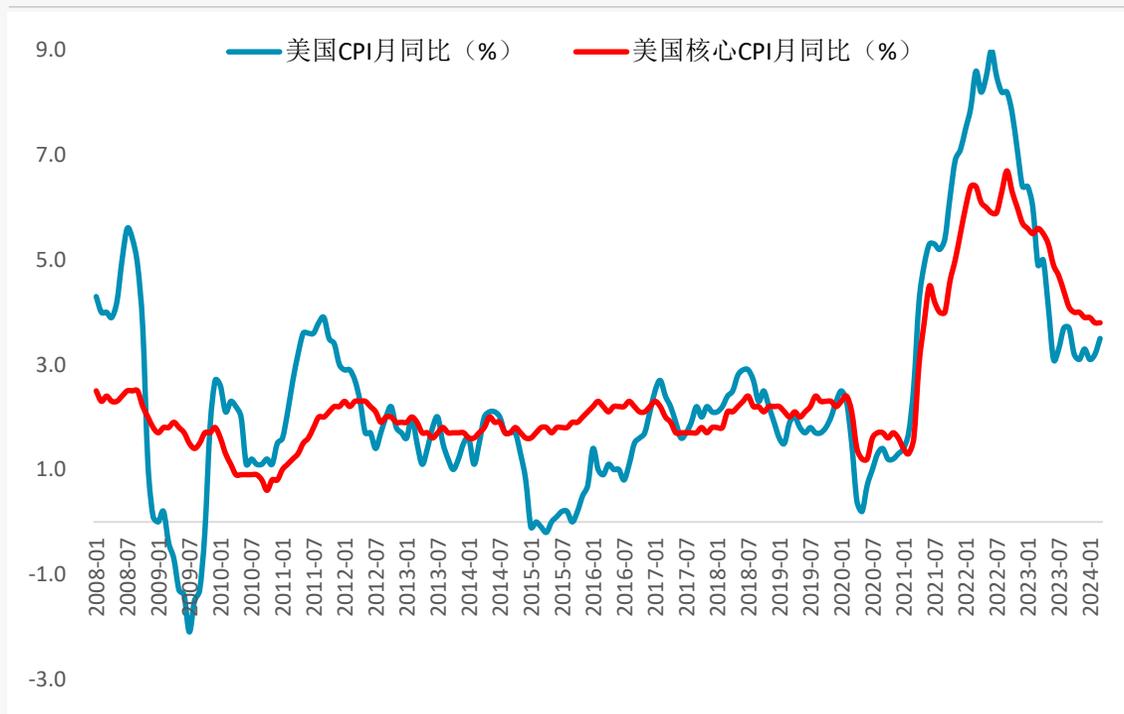


资料来源: Wind、一德宏观战略部

美国密歇根大学消费者信心指数初值回落至77.9，略低于预期及前值。受市场关注的1年期通胀率预期初值为3.1%，高于预期及前值，符合当前去通胀进程停滞的现状。尽管总体数据略有回落，但仍维持偏高水平，显示出消费支出相对强劲。

美国经济数据

图2.3: 美国 (核心) CPI年率 (%)



资料来源: Wind、一德宏观战略部

美国3月CPI年率3.5%，核心CPI年率3.8%，但核心月率升至0.36%，超出市场预期，核心服务通胀强劲仍为当前去通胀进程停滞的主要原因。除去超级核心延续强劲外，房租去通胀进程缓慢，总体形势不容乐观，这也为此前维持乐观基调的联储新增了额外的压力。

3月CPI提升二次通胀风险，市场降息预期开始低于联储预期

当周公布的3月CPI数据显示核心通胀改善陷入停滞，二次通胀风险陡然上升，联储官员讲话延续谨慎基调，市场降息预期继续回落，开始低于3月点阵图水平：

美联储观察工具显示的年内降息预期降为2次，此外，市场对于降息起始时点预测推迟至7月，且降息概率不足六成，而剩余的一次降息可能发生在12月。

3月CPI提升二次通胀风险，市场降息预期开始低于联储预期

图2.4：联储官员近1周表态

序号	官员 (2024票委*)	主要观点
1	3月FOMC会议纪要	近期的通胀数据未能增强实现目标的信心，去通胀进程延续但颠簸；如经济如预期发展，年内降息将是合适的，与会者普遍倾向于维持机构MBS的现有上限，并调整美国国债的赎回上限，以减缓缩表的步伐。
2	欧央行议息会议	大多数衡量潜在通胀的指标都在缓解，工资增长也在逐渐放缓。如果管委会对通胀前景的最新评估、潜在通胀的动态和货币政策传导的力度进一步增强信心，则减少目前货币政策限制的水平将是合适的。
3	芝加哥联储古尔斯比	美联储必须权衡在不损害经济的情况下，还能将当前的利率立场维持多久。尽管CPI数据令人担忧，他个人在决策中更倾向于关注后续PCE数据。
4	纽约联储威廉姆斯*	预计通胀回落的道路上会出现波动，但随着时间推移会回归正轨，年内降息将是适宜的。
5	里士满联储巴尔金*	通胀数据使得更加远离宣布抗通胀取得胜利，需要一段时间观测后续数据。
6	亚特兰大联储博斯蒂克*	如通胀进展停滞不前，而经济继续表现出色，美联储今年可能根本不会降息。
7	波士顿联储柯林斯	预计早些时候开启降息，但次数或少于3月点阵图水平及市场预期。

资料来源：公开信息、一德宏观战略部

3月CPI提升二次通胀风险，市场降息预期开始低于联储预期

图2.5：美联储未来几次会议降息概率

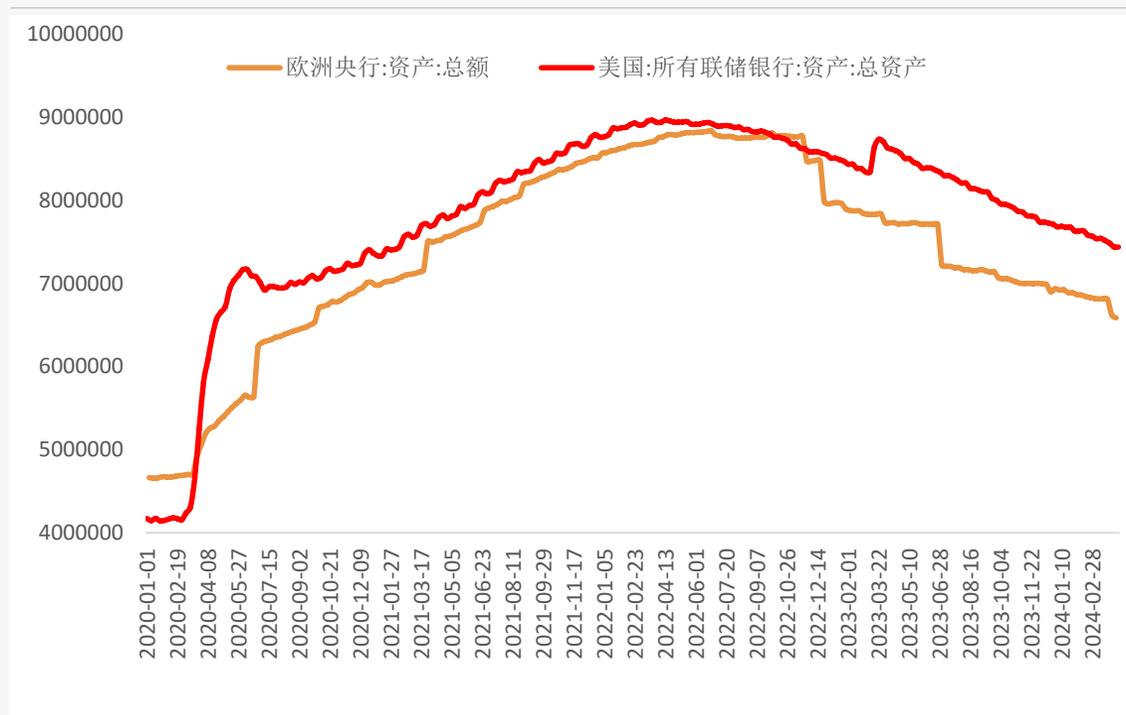
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES

MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	94.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	26.9%	71.7%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	11.4%	44.5%	43.5%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	5.6%	26.6%	44.0%	23.5%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%	11.0%	31.2%	38.7%	17.4%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.8%	6.2%	20.9%	34.8%	28.3%	8.9%
2025/1/29	0.0%	0.3%	2.6%	11.1%	25.5%	32.7%	21.9%	5.9%
2025/3/19	0.1%	1.3%	6.4%	17.6%	28.7%	27.8%	14.7%	3.3%
2025/4/30	0.5%	2.8%	9.7%	20.8%	28.5%	24.0%	11.4%	2.3%

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

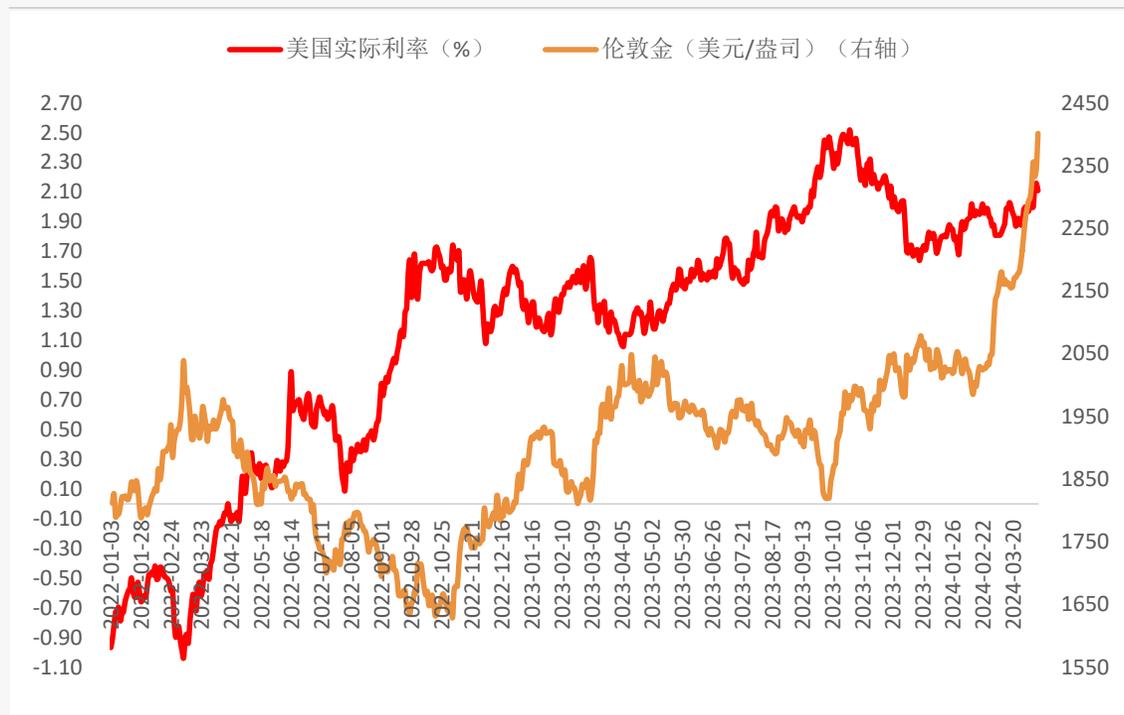
截止4月10日，美联储相对欧央行资产负债表收缩规模边际收窄，对美元支撑减弱。

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

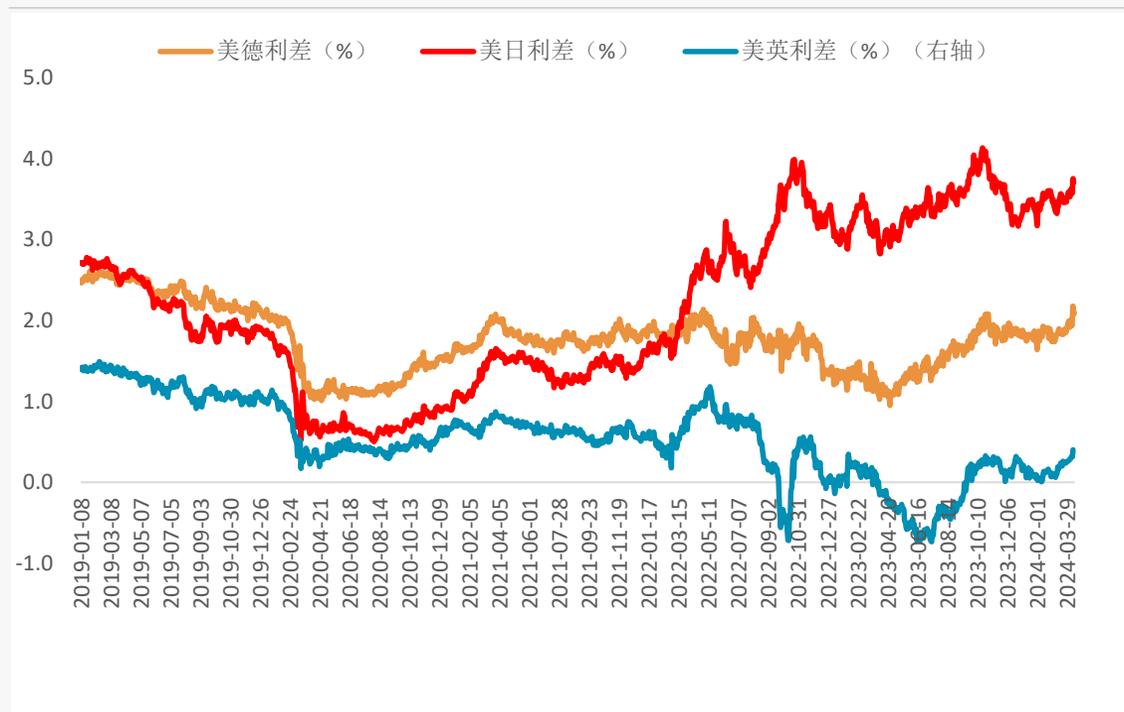


资料来源：Wind、一德宏观战略部

截至4月12日，名义利率、实际利率、盈亏平衡通胀率同时走高，三者均刷新年内新高，利率端定价“二次通胀”阶段对贵金属价格负面影响逐步显现。

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4月12日，美对德、日、英利差同时回升，对美元影响偏正面。

资料来源: Wind、一德宏观战略部

04

资金情绪

金银ETF持仓

当周，金银投资需求延续分化但强弱逆转，白银ETF持仓开始回落，黄金ETF持仓小幅回补。

图4.1：SPDR黄金持仓和伦敦金

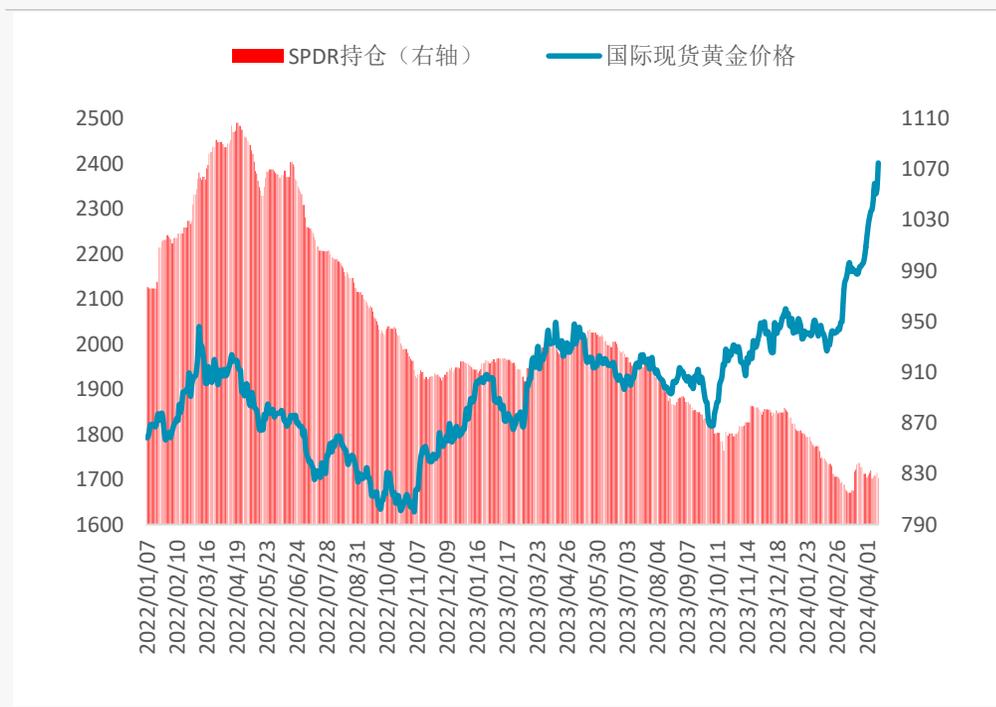
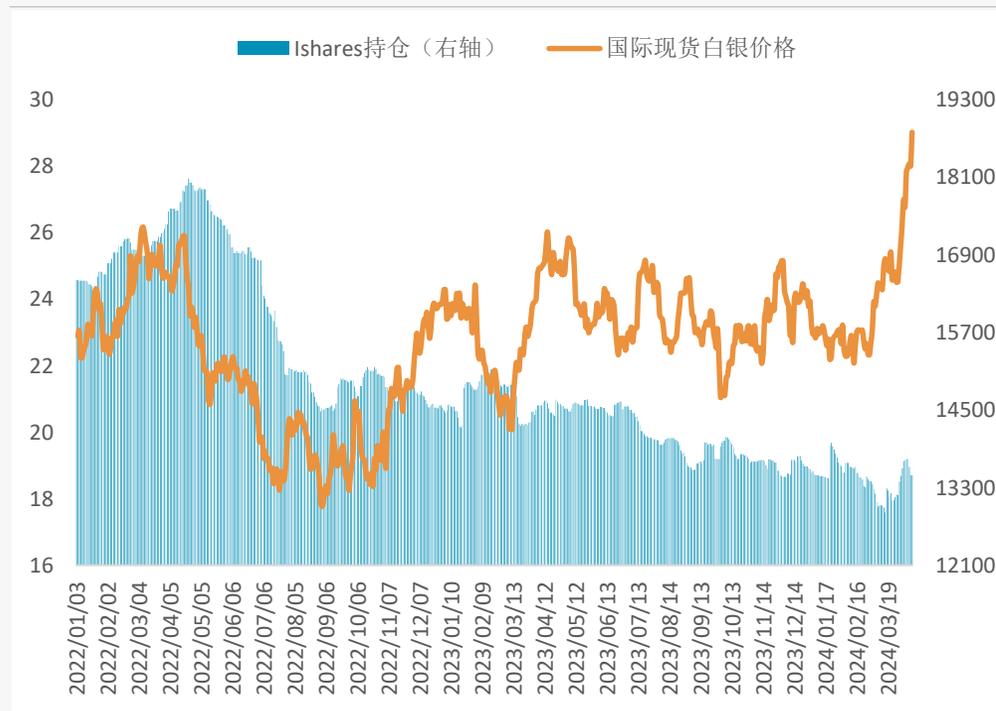


图4.2：Ishares白银持仓和伦敦银



资料来源：SPDR, Ishares、一德宏观战略部

金银CFTC持仓

截止4月12日的数据显示， 纽期金持仓量51.73万张， 较4月6日增加8071张， 4月9日增加12104张； 纽期银持仓量17.99万张， 较4月6日增加4936张， 较4月9日增加5525张， 金银投机资金二次加速入场， 但周五黄金有所减仓。

图4.3: CFTC黄金投机净多和黄金全部合约持仓量

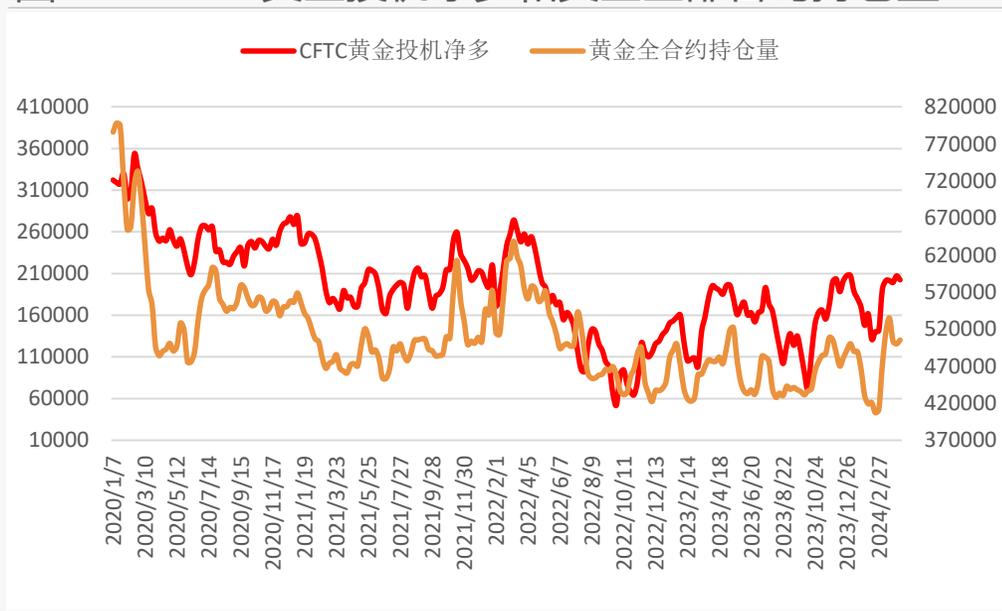
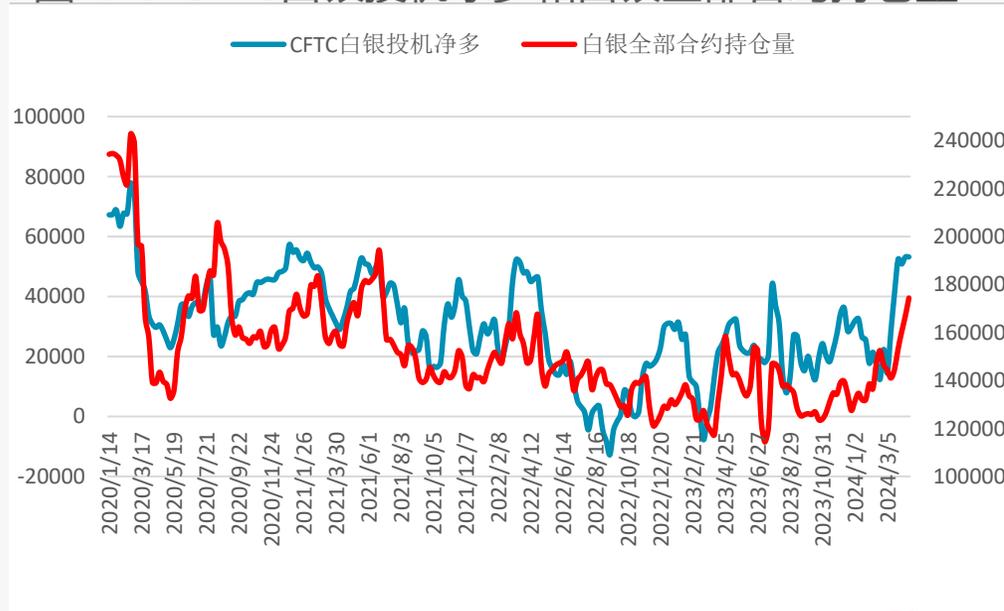


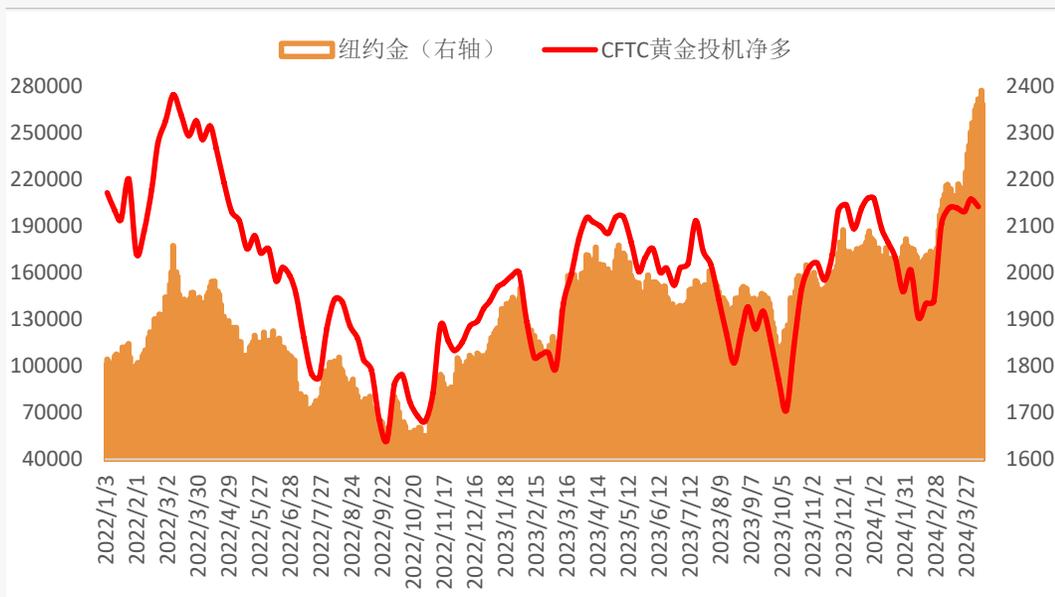
图4.4: CFTC白银投机净多和白银全部合约持仓量



资料来源: CME、Wind、一德宏观战略部

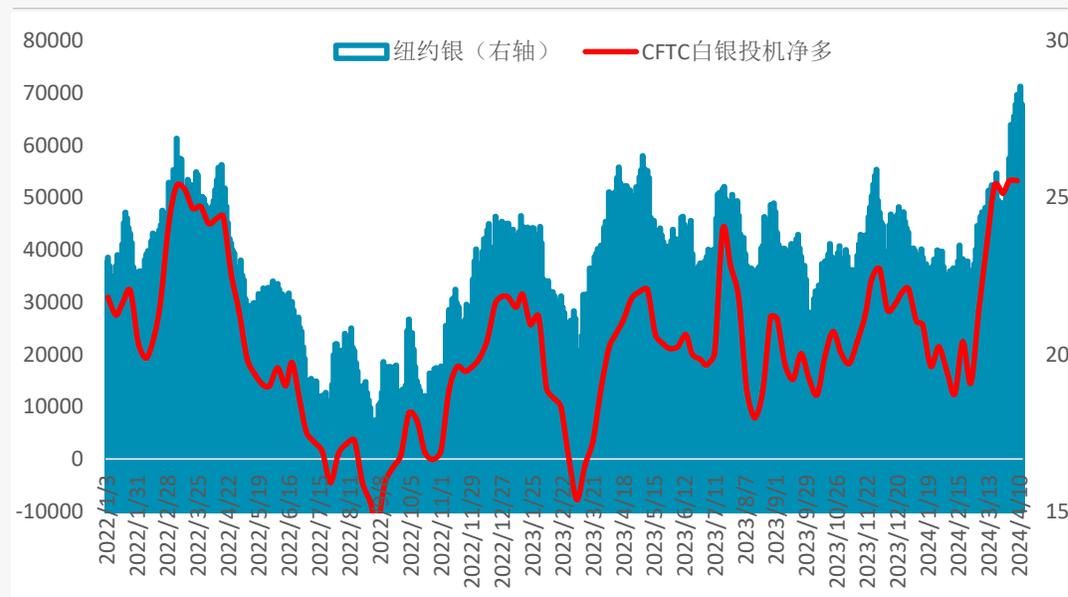
金银CFTC持仓

图4.5: CFTC投机净多持仓与纽期金



资料来源: wind、一德宏观战略部

图4.6: CFTC投机净多持仓与纽期银



资料来源: wind、一德宏观战略部

滞后公布的CFTC持仓数据显示, 金银投机净多持仓一减一增, 前者多空增而后者多空同增。

05

溢价和比价

国内现货金银溢价

当周，人民币中间价小幅回落，外盘金、银价格大幅冲高，金、银溢价同时走强，可待回落做宽内外价差。

图5.1：黄金溢价

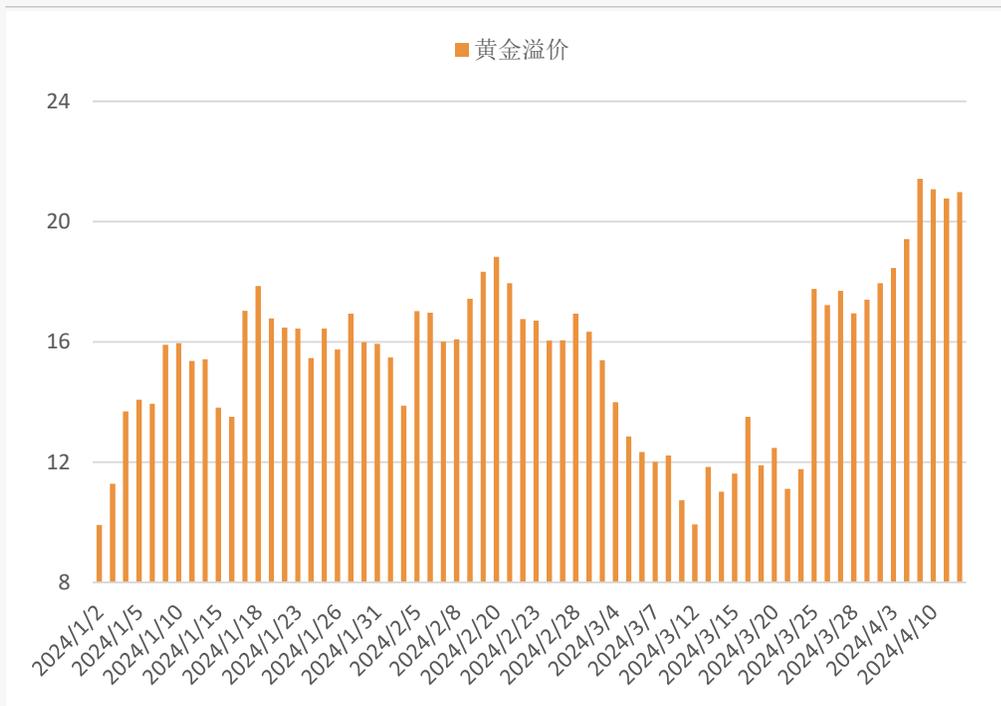
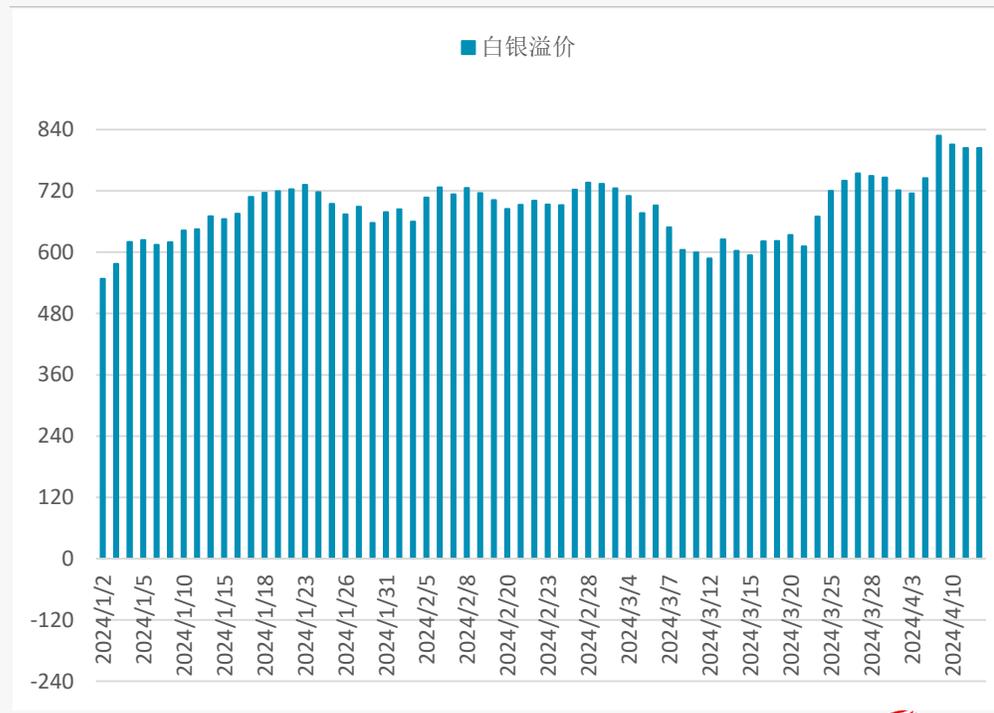


图5.2：白银溢价

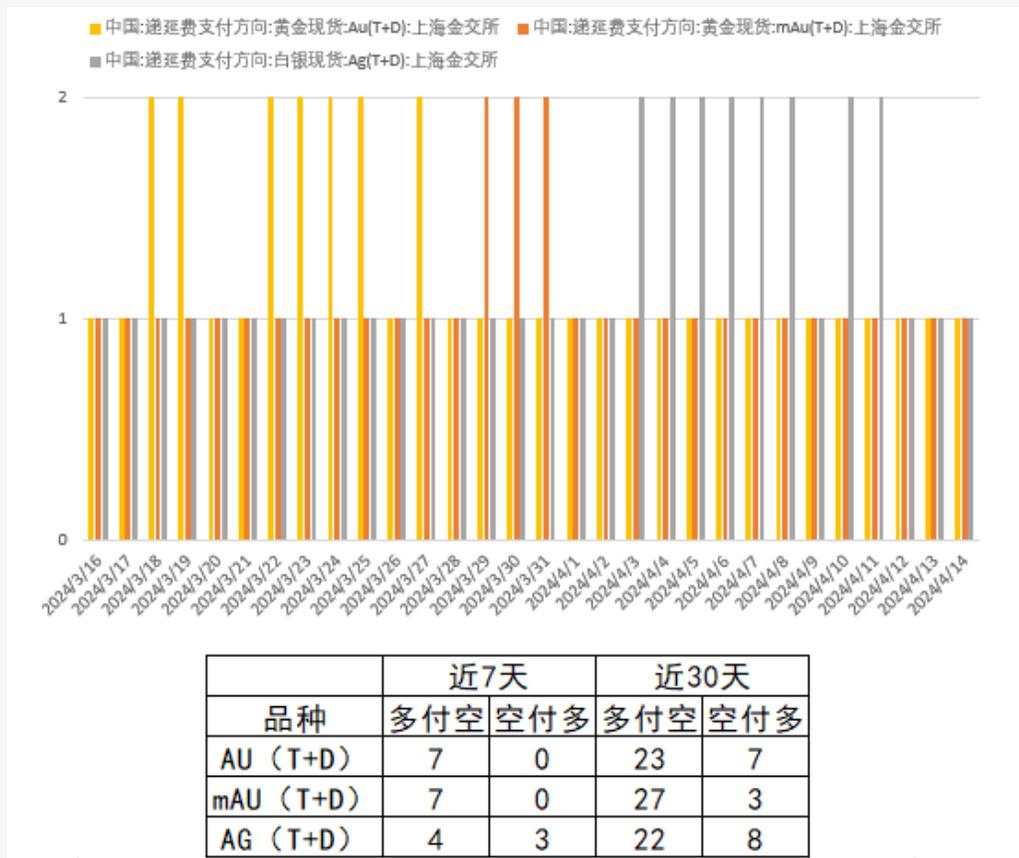


资料来源：Wind、一德宏观战略部

国内现货金银延期交割情况

当周Au (T+D)、mAu (T+D) 递延费空头占优，Ag (T+D) 多空平衡，近30日三者均为空头占优。

图5.3：上周金银延期交割情况



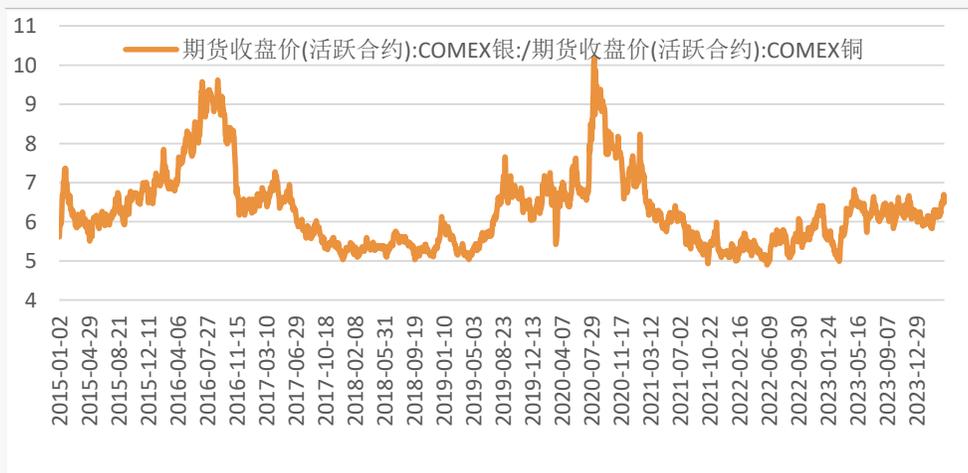
资料来源：Wind、一德宏观战略部

黄金与相关资产比价

图5.4：伦敦金银比



图5.5：纽期银铜比



当周，伦敦金银比继续回落，金油比开始回升，银铜比开始回落。联储依然“放任”二次通胀风险，叠加地缘局势恶化预期炒作令贵金属走势总体强于商品。

图5.6：纽期金油比



资料来源：Wind、一德宏观战略部

06

趋势分析

温故：上一轮紧缩周期尾声金价走势



图6.1：2018年加息尾声金价走势节奏

资料来源：博易大师、一德宏观战略部

- ◆ 首次提及降息后开启主升，起点1274。
- ◆ 首次降息落地、第二次降息前金价见顶；首次降息后约有10%上涨空间。

知新：本轮紧缩周期尾声金价走势



图6.2: 本轮加息尾声金价走势节奏

资料来源: 博易大师、一德宏观战略部

- ◆ 首次提及降息节点为去年12月FOMC, 起点1988。
- ◆ 软着陆预期下即便年内降息预期继续削弱, 降息落地前即便调整, 金价也大概率不会跌破上述起点价格, 但是需防范年内不降息或转而加息这类小概率风险事件的发生。

07

下周重要财经事件

下周重要财经数据与事件 (4.15-4.19)

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
2024/4/15	美国3月（核心）零售销售月率(%)
2024/4/16	美国3月营建许可与新屋开工年化初值（万户）
	2024年FOMC票委、旧金山联储主席戴利发表讲话。 美联储副主席杰斐逊发表讲话。
2024/4/18	美国截至4月13日当周初请失业金人数(万)
	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、克利夫兰联储主席梅斯特发表讲话。
	美联储理事鲍曼发表讲话。 FOMC永久票委、纽约联储主席威廉姆斯发表讲话。
2024/4/19	2025年FOMC票委、芝加哥联储主席古尔斯发表讲话。
	2024年FOMC票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克发表讲话。

二次通胀叠加避险炒作 纽期银仍止步于重要阻力前

1. 走势回顾：当周外盘金银冲高回落，内外黄金再度刷新历史新高，纽期银逼近30关口，沪银创上市以来新高。人民币汇率小幅走低，溢价与价格同时上涨，国内做多情绪与现货供需情况背离。

2. 宏观面：周前期市场延续定价“二次通胀”，名义利率与通胀预期续创年内新高，商品联袂走强与之形成了互相强化的闭环。周五随着市场预期中东地缘局势紧张程度加剧，避险情绪升温，但金银快速上行后大幅回落，可能与盘面已过度计价周末爆发的地缘局势升级有关。

3. 资金面：当前投机资金主导价格迹象仍较为明显。金银配置资金再度分化；金银投机净多持仓亦出现分化，周五黄金投机资金开始小幅流出。

4. 行情展望：短期关注中东局势。技术上，短期纽期银在30.35美元阻力前回落，仍未打破黄金补涨白银的周期。如地缘局势随后持续升级，黄金续创新高概率仍大，否则，金银将开启阶段性调整。策略上，配置交易剩余仓位持有为主，投机仓位等待调整企稳后的入场机会。

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”。

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