

# 贵金属：通胀符合预期驱动降息预期回暖，纽期银再创年内新高

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

2024年5月17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

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 (除溢价外截至本周三收盘)

	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	2357.50	2372.45	-14.95	-0.63%	伦敦银	美元/盎司	28.82	28.64	0.18	0.61%
黄金现货溢价	元/克	15.73	13.90	1.82	13.11%	白银现货溢价	元/千克	826	852	-26	-3.11%
COMEX黄金非商业多头持仓	张	——	272144	——	——	COMEX白银非商业多头持仓	张	——	81650	——	——
COMEX黄金非商业空头持仓	张	——	72577	——	——	COMEX白银非商业空头持仓	张	——	27998	——	——
SPDR 黄金ETF持有量	吨	833.36	831.92	1.44	0.17%	SLV 白银ETF持有量	吨	13073.06	13101.49	-28.42	-0.22%
美元指数		154.88	105.33	-1.03	-0.97%	美日汇率		154.88	155.78	-0.90	-0.57%
美国实际利率	%	2.05	2.16	-0.11	-5.09%	标准普尔500指数		5308.15	5222.68	85.47	1.64%
美10年期国债收益率	%	4.36	4.50	-0.14	-3.11%	TED利差	%	0.1483	0.1136	0.0347	30.57%
RJ/CRB商品价格指数		——	289.47	——	——	金银比		81.82	82.84	-1.02	-1.23%
VIX波动率指数	%	12.45	12.55	-0.10	-0.80%	金油比		30.33	30.27	0.06	0.19%
道琼斯工业		39908.00	39512.84	395.16	1.00%	钯金期货	美元/盎司	1014.50	982.00	32.50	3.31%

资料来源: Wind、一德宏观战略部

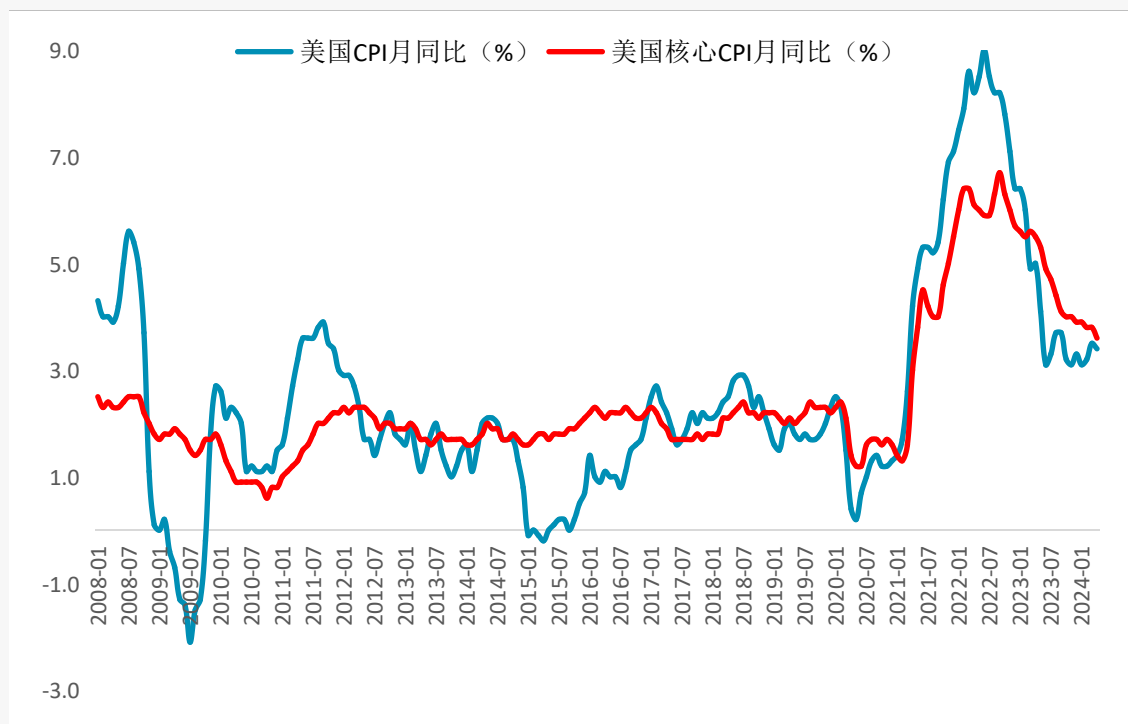
02

# 海外热点跟踪

---

# 美国经济数据

图2.1: 美国 (核心) CPI年率 (%)

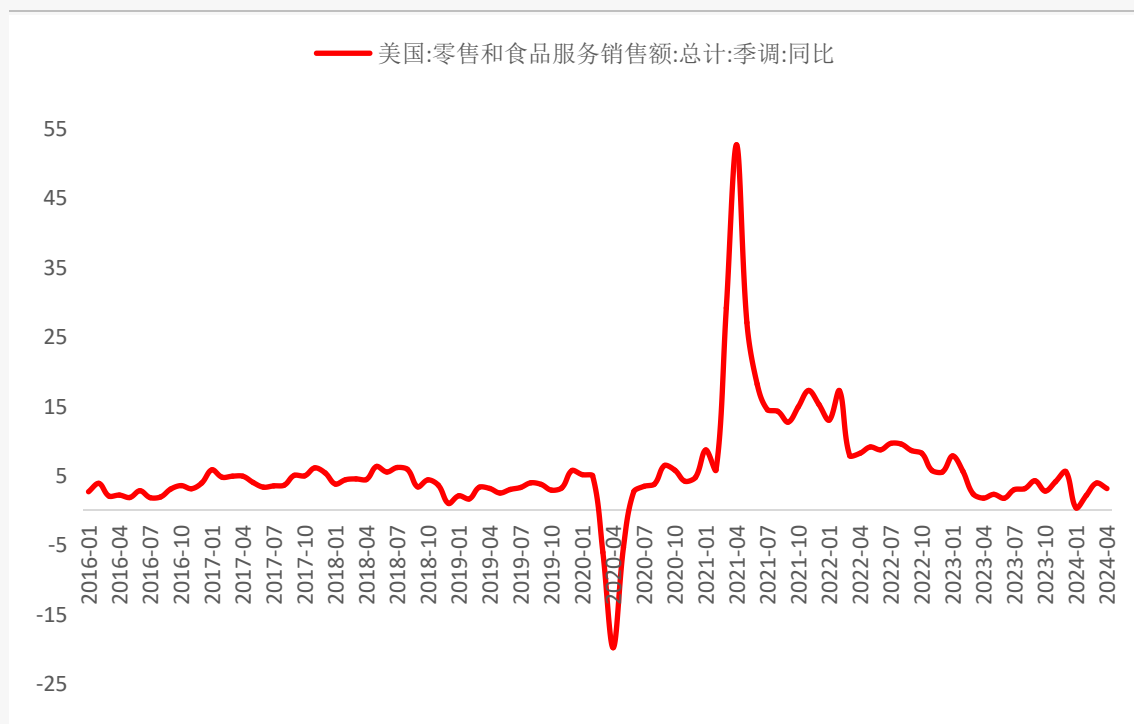


资料来源: Wind、一德宏观战略部

美国4月核心CPI月率0.29% (3月+0.36%)，为6个月以来首次放缓；年率3.61% (3月+3.80%)，市场对于核心通胀二次加速担忧缓解。核心商品层面，由于二手车通胀的意外下滑依然维持通缩状态；核心服务方面，租金通胀环比虽有所回落但幅度有限，剔除房租的核心服务通胀亦出现回落，主要源于医疗保健和运输服务等分项通胀压力的缓解。

# 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4月零售销售月率基本持平，低于前值0.65%，年率降至3.04%，低于前值3.83%。分项13个类别中有7个类别的销售额下降，其中非商店零售商、体育用品及业余爱好用品商的降幅最为明显，此前支撑经济的消费趋冷迹象明显。

## “按兵不动” 成为联储的基准预测

当周公布的基本符合预期的4月通胀数据对降息预期支撑明显，联储官员总体基调转向乐观：

美联储观察工具显示的年内降息预期升至2次，低于3月点阵图委员们预计的3次水平。此外，市场对于降息起始时点预测维持在9月，较为符合通胀可能运行的轨迹。



# “按兵不动” 成为联储的基准预测

图2.3：联储官员近1周表态

序号	官员 (2024票委*)	主要观点
1	美联储主席鲍威尔*	一季度去通胀缺乏进展，美联储需要耐心，等待更多通胀降温的证据出现。
2	明尼阿波利斯卡什卡利	不确定目前货币政策的限制性有多强，应该维持利率在当前的水平，让决策者有时间评估通胀状况。
3	芝加哥联储古尔斯比	维持“乐观”态度，有证据表明美国的住房通胀将大幅下降，从而使整体通胀率朝着美联储2%的目标回落。
4	美联储副主席杰弗逊*	在经济健康发展的情况下，美联储应保持货币政策不变，直到有明显迹象显示通胀率正在向2%目标回落。
5	克利夫兰联储梅斯特*	美联储在等待物价压力进一步缓解的证据时维持利率不变是合适的。

# “按兵不动” 成为联储的基准预测

图2.4：美联储未来几次会议降息概率

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.7%	91.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	29.2%	68.6%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	16.2%	49.7%	32.9%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.5%	28.2%	43.7%	21.1%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.2%	4.0%	19.1%	37.2%	30.6%	8.9%
2025/1/29	0.0%	0.1%	1.9%	10.7%	27.1%	34.3%	21.0%	5.0%
2025/3/19	0.1%	1.1%	6.9%	20.0%	31.2%	26.8%	11.9%	2.1%
2025/4/30	0.5%	3.4%	12.0%	24.4%	29.4%	20.9%	8.1%	1.3%

资料来源：CME、一德宏观战略部

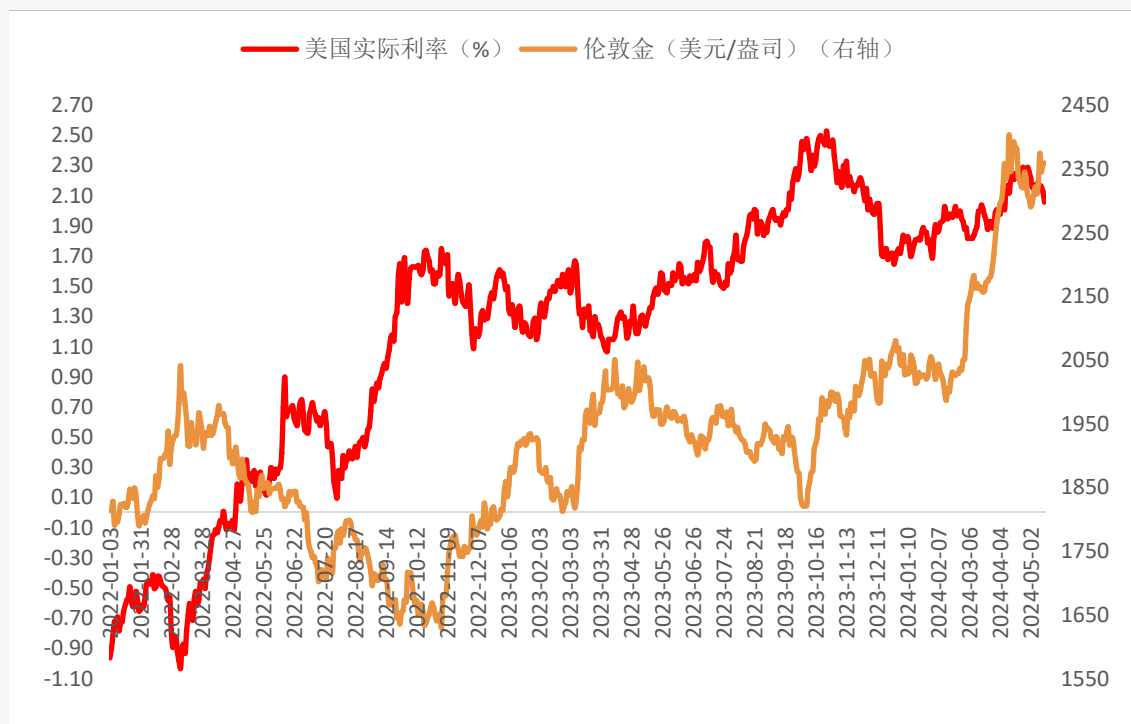
03

# 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

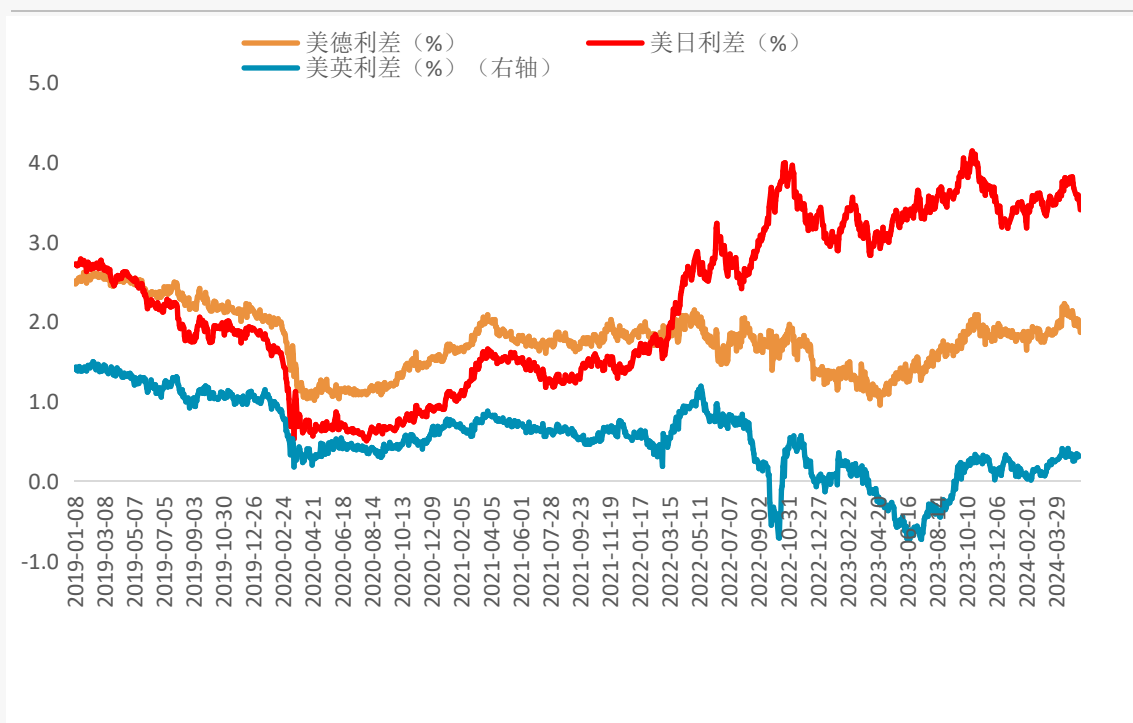


资料来源：Wind、一德宏观战略部

截至5月15日，名义利率、实际利率、盈亏平衡通胀率三者同时回落，对黄金价格影响偏正面。

# 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5月15日，美对德、日、英利差同时回落，令美元承压。

资料来源: Wind、一德宏观战略部

04

# 资金情绪

---

# 金银ETF持仓

当周，金银投资需求继续分化，黄金ETF连续2周小幅增持，白银ETF持仓连续3周下滑。

图4.1：SPDR黄金持仓和伦敦金

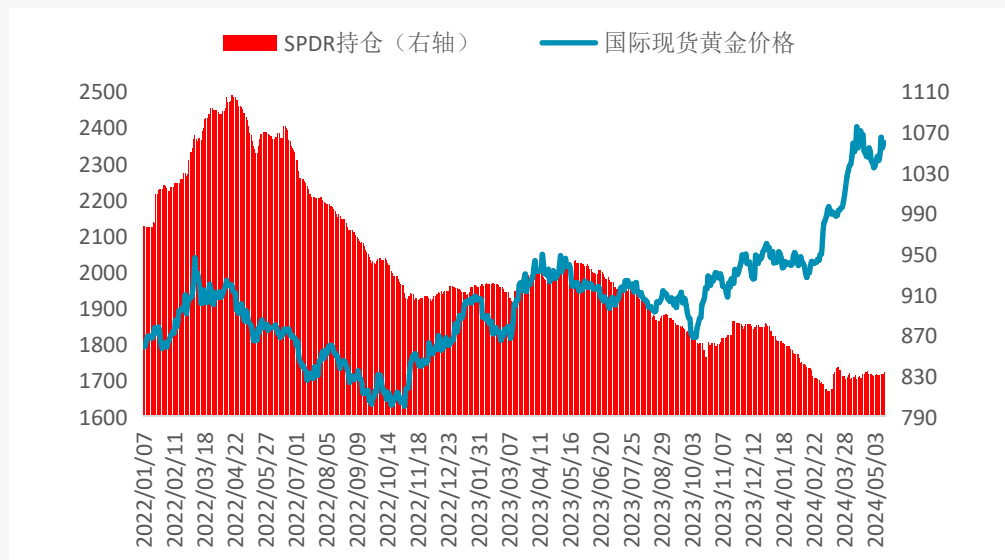
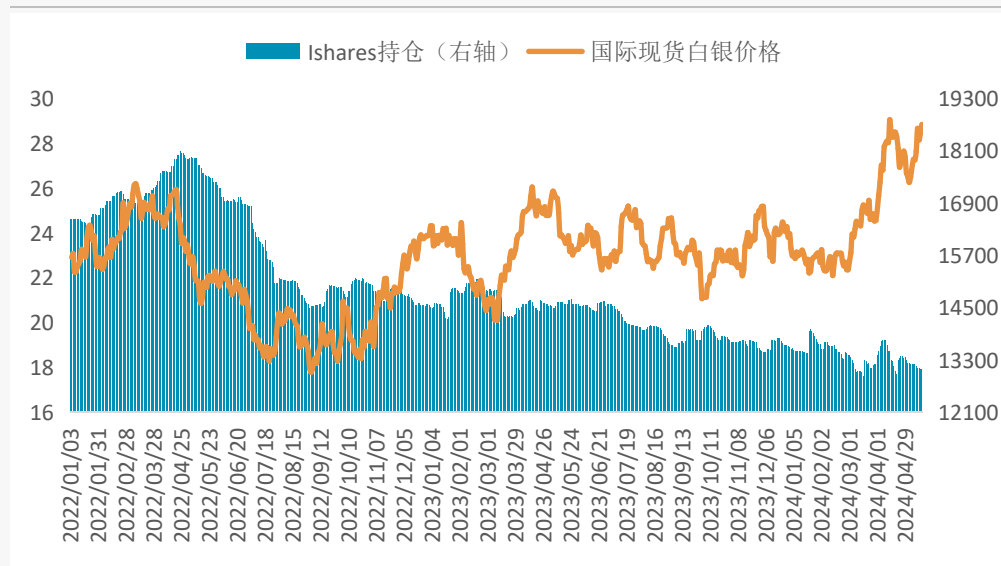


图4.2：Ishares白银持仓和伦敦银



资料来源：SPDR, Ishares、一德宏观战略部

# 金银总持仓

截止5月15日的数据显示，纽期金持仓量53.23万张，较5月10日增加2908张，5月14日增加9323张；纽期银持仓量17.54万张，较5月10日增加7854张，较5月14日增加4038张，周内投机资金返场迹象明显，白银力度较大。

图4.3：黄金全部合约持仓量

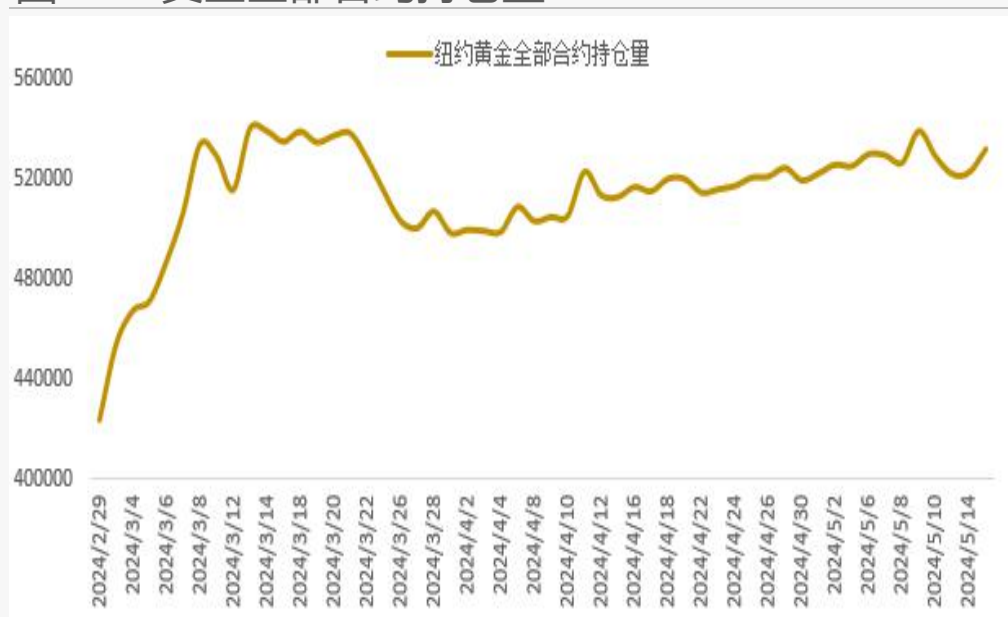
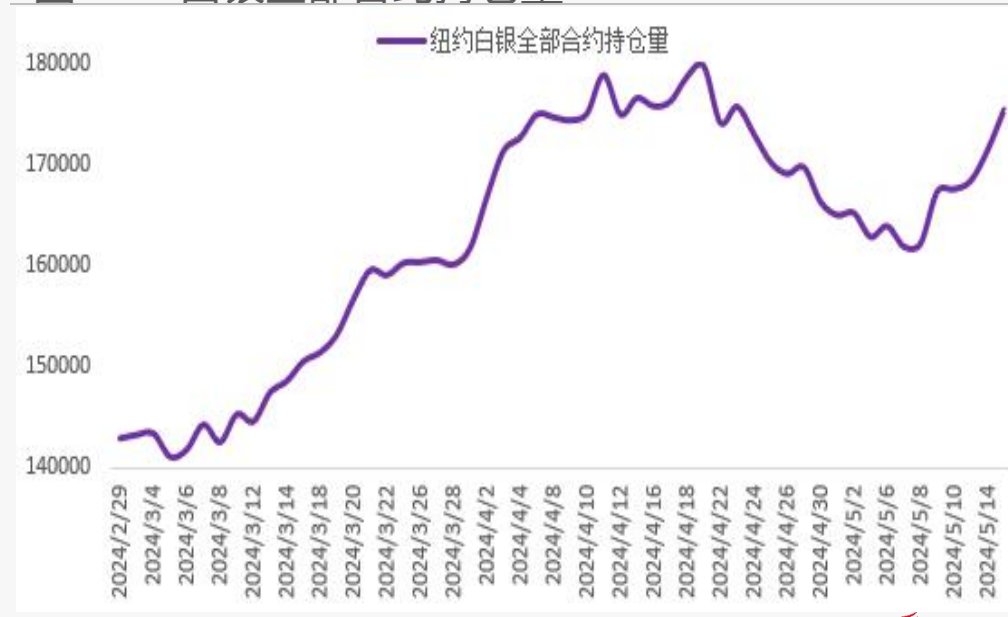


图4.4：白银全部合约持仓量



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，人民币中间价继续回升，外盘金、银价格继续反弹为主，金、银溢价表现分化，国内黄金买盘边际加强，仍可逢低做宽内外价差为主。

图5.1：黄金溢价

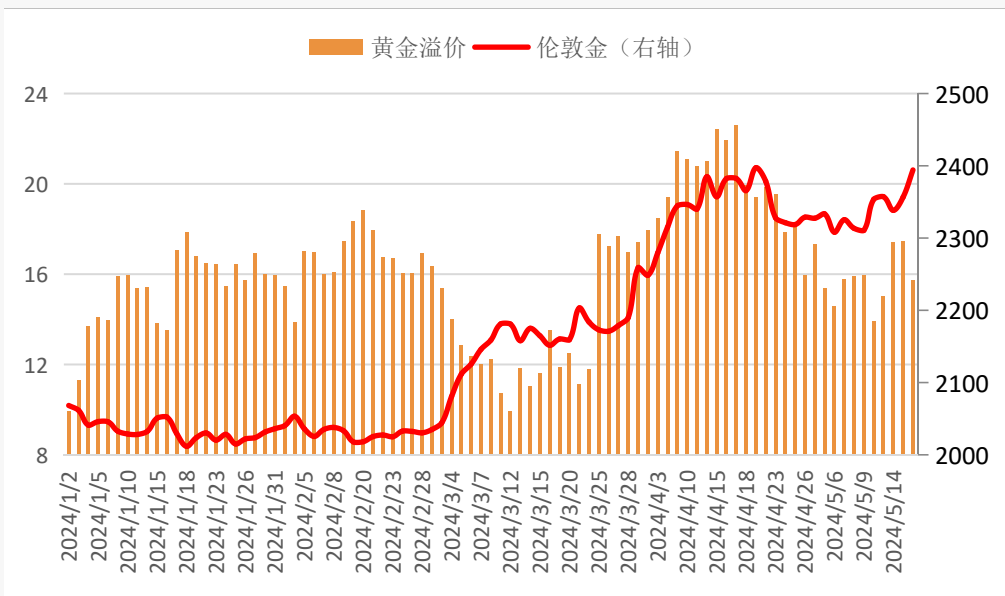
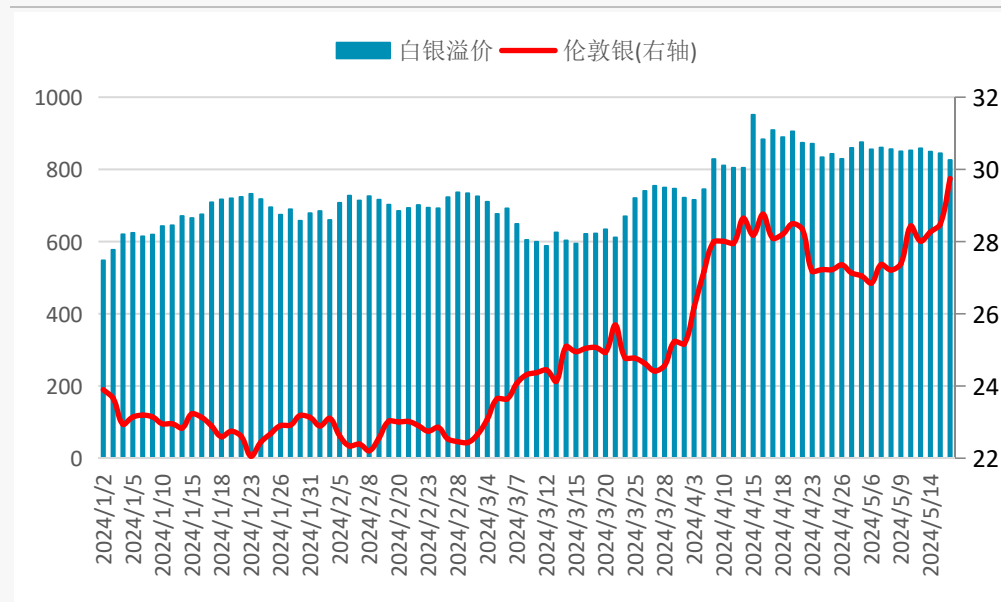


图5.2：白银溢价

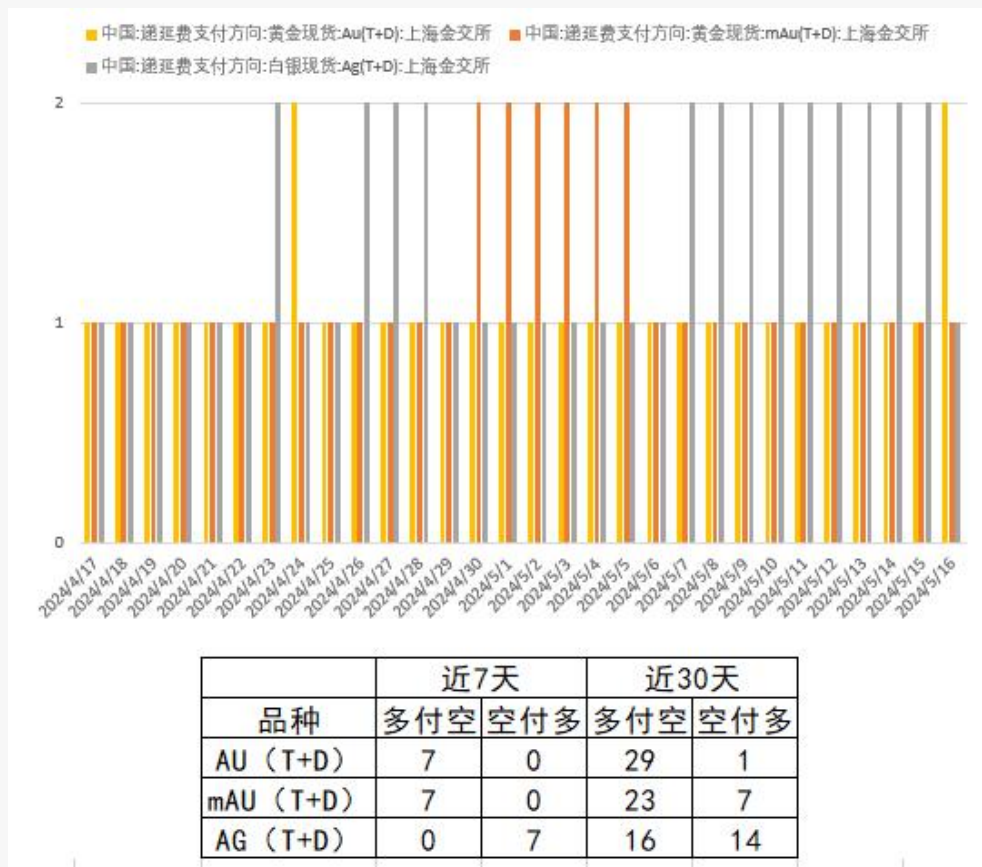


资料来源：Wind、一德宏观战略部

# 国内现货金银延期交割情况

截至周四收盘，当周Au (T+D)、mAu (T+D) 递延费空头占优，Ag (T+D) 递延费多头占优；近30日Au (T+D)、mAu (T+D) 递延费空头占优，Ag (T+D) 多空博弈。

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

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。

## 白银突破30.35美元与否决定上涨周期能否延续

序号	时间	金	时间	银	顶/底
1	2024/4/12	2448.8	2021/2/1	30.35	顶
2	2020/3/16	1450.9	2020/3/18	11.64	底
3	2020/3/9	1704.3	2019/9/4	19.75	顶
4	2016/12/15	1124.3	2018/11/14	13.86	底
5	2016/7/6	1377.5	2016/7/4	21.23	顶
6	2015/12/3	1045.4	2015/12/14	13.60	底
7	2012/10/5	1798.1	2012/10/1	35.40	顶
8	2011/12/29	1523.9	2012/6/28	26.07	底
9	2011/9/6	1922.6	2011/4/28	49.50	顶
10	2008/10/24	681.7	2008/10/28	8.44	底

图6.3：金银波段运行情况统计

资料来源：博易大师、一德宏观战略部

- ◆ 短周期纽期银反弹再创年内新高，后续黄金存在补涨机会。
- ◆ 如纽期银突破30.35，则意味着金银波段涨势的延续，黄金刷新历史新高的概率将在中线得到加强。



# 通胀符合预期驱动降息预期回暖， 纽期银再创年内新高

**宏观面：**本周公布的美国4月CPI和PPI基本符合预期，特别是核心CPI环比近半年以来首次出现回落，支撑了市场降息预期回升的同时，也支撑了此前以美联储主席鲍威尔在内的一众票委“加息非基准考量，仍预计年内降息”的乐观措辞，驱动持有成本两端美元与实际利率同时走低，对包括白银在内的贵金属价格形成提振。

**资金面：**投机资金近一周以来持续涌入白银，同期增幅近万张，较好地支撑了当前的上涨行情。

**行情展望：**在美国经济放缓程度有限的情况下，通胀因素仍为博弈的关键。在降息方向既定的前提下，维持“阶段性回落过后仍将是多头进场良机”的总体判断。技术上，随着纽期银逼近30.35美元阻力，后续关注的焦点即为其能否收复该阻力进而将金银波段上涨周期再度延长，但无论站上与否，逻辑上对应黄金续创新高的机会仍然相对充分。策略方面，基于此前我们提示了贵金属多头配置和投机交易的入场机会以及续持的策略，持续反弹后，建议配置交易继续持有为主，投机交易可将部分白银多头切换至黄金上来，以期捕捉后者的补涨机会。



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