

贵金属：白银溢价率再抵临界状态，获利回吐驱动金银回落

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27日



白银溢价率再抵临界状态，获利回吐驱动金银回落

1.走势回顾：当周外盘金银冲高回落，纽期金再创历史新高，沪银续创挂牌以来新高，金银比价连续3周走弱。人民币汇率继续回落，金银溢价同时反弹。

2.宏观面：5月FOMC纪要显示联储官员未完全排除进一步加息可能，但因时间滞后，金银高位调整主要源自于资金面（包括白银溢价率攀升至进口窗口打开的临界状态）的获利回吐。考虑到当前美联储仍维持年内降息总体方向不变，通胀数据未改变上述方向前，预计贵金属总体回落空间或有限。

3.资金面：当前投机资金主导价格迹象仍较为明显。金银配置资金延续分化但强弱逆转，前者开始减持而后者有所企稳；金银投机净多持仓连续2周同时回升，但该数据公布后的三个交易日黄金投机资金流出明显。

4.行情展望：短期关注美联储官员讲话及4月PCE数据情况。技术上，关注调整后企稳的机会，需注意纽期金2285如告破调整级别将升级至周线级别，则介入也需延后。策略上，配置交易持仓为主，投机交易离场后静待调整末端的低吸机会。

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”。

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	2342.70	2402.60	-59.90	-2.49%	伦敦银	美元/盎司	30.59	29.68	0.91	3.07%
黄金现货溢价	元/克	16.26	15.99	0.27	1.67%	白银现货溢价	元/千克	993	824	169	20.54%
COMEX黄金非商业多头持仓	张	300729	277642	23087	8.32%	COMEX白银非商业多头持仓	张	94141	87936	6205	7.06%
COMEX黄金非商业空头持仓	张	70923	73146	-2223	-3.04%	COMEX白银非商业空头持仓	张	34497	28475	6022	21.15%
SPDR 黄金ETF持有量	吨	832.21	838.54	-6.33	-0.75%	SLV 白银ETF持有量	吨	13016.22	13014.79	1.43	0.01%
美元指数		104.74	104.49	0.25	0.24%	美日汇率		157.00	155.68	1.32	0.85%
美国实际利率	%	2.14	2.10	0.04	1.90%	标准普尔500指数		5304.72	5303.27	1.45	0.03%
美10年期国债收益率	%	4.46	4.42	0.04	0.90%	TED利差	%	0.1445	0.1274	0.017	13.41%
RJ/CRB商品价格指数		294.28	295.61	-1.33	-0.45%	金银比		76.58	80.95	-4.37	-5.39%
VIX波动率指数	%	11.93	11.99	-0.06	-0.50%	金油比		30.02	30.43	-0.41	-1.35%
道琼斯工业		39069.59	40003.59	-934.00	-2.33%	钯金期货	美元/盎司	968.00	1013.00	-45.00	-4.44%

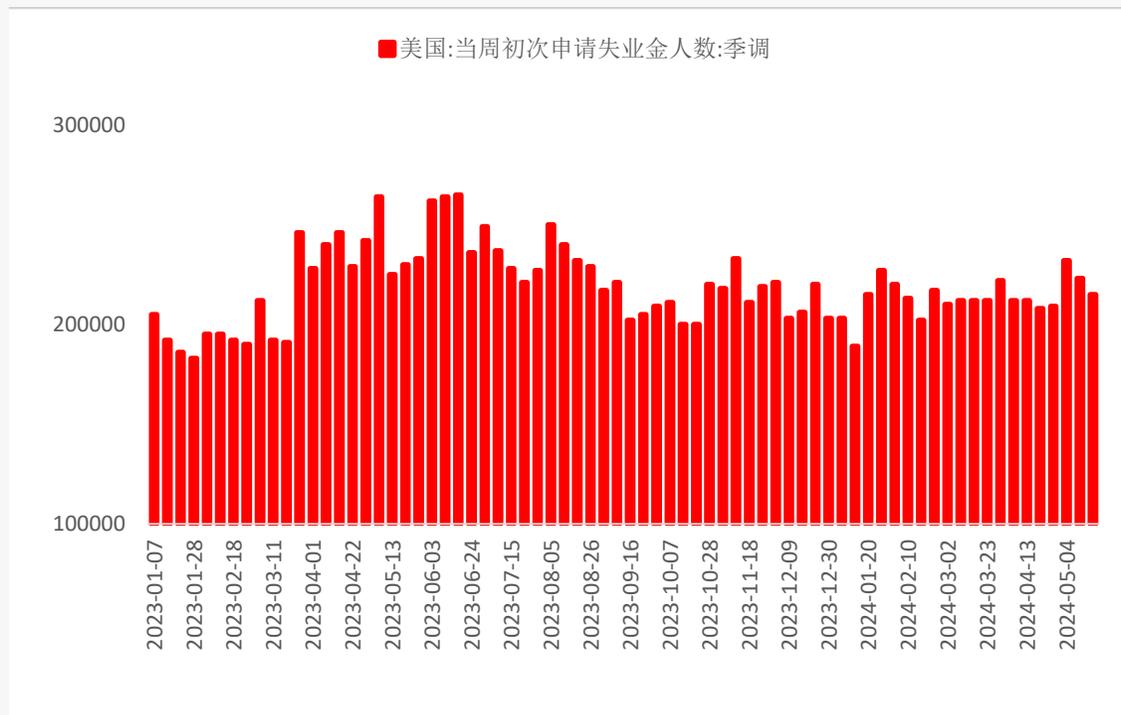
资料来源: Wind、一德宏观战略部

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）

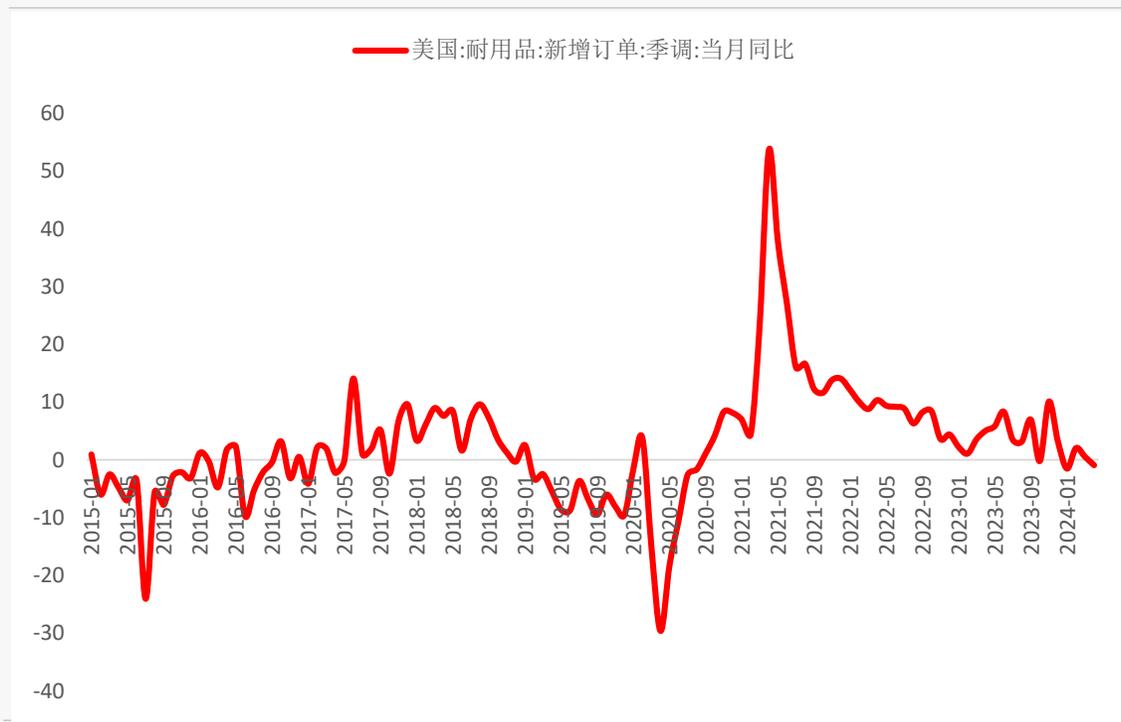


美国截至5月18日当周初请失业金人数降至21.5万，低于预期及修正后的前值，重回下行趋势，显示美国就业市场总体延续偏强态势。

资料来源：Wind、一德宏观战略部

美国经济数据

图2.2: 美国耐用品订单当月同比 (%)

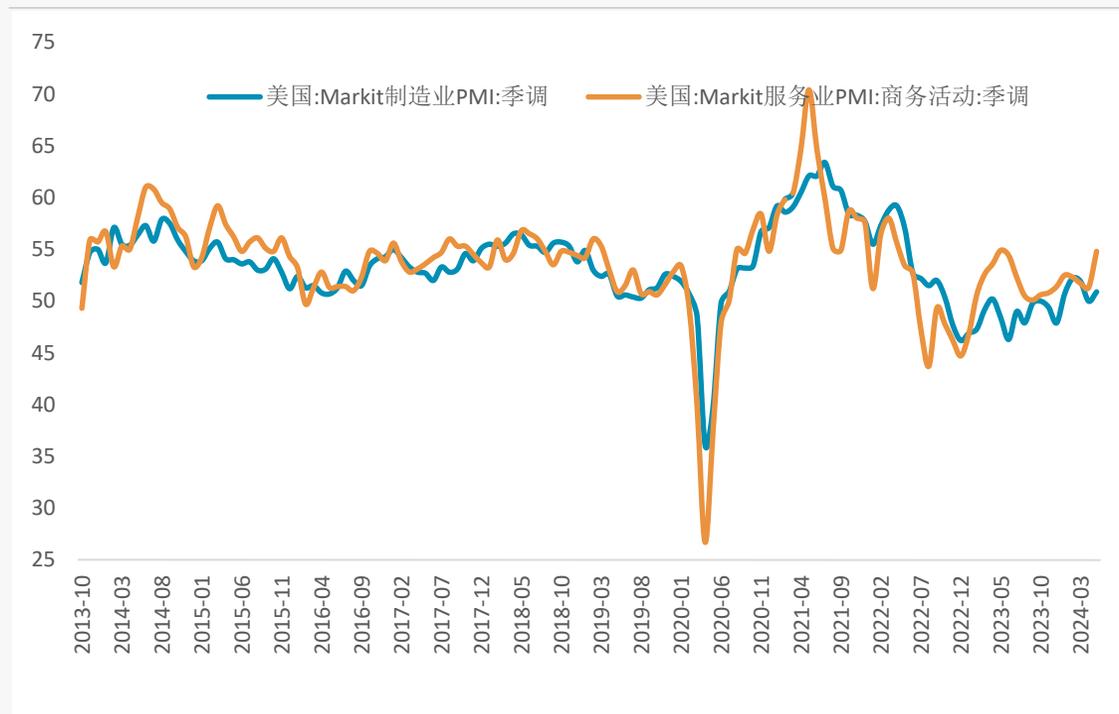


资料来源: Wind、一德宏观战略部

美国4月耐用品订单月率增长0.7%，高于预期但低于前值，年率仅为-0.94%，为近四个月以来第二次转负。扣除飞机非国防资本品订单月率初值为0.3%，高于预期0.1%。分项数据来看，包括汽车、通信设备和机械等多个类别的订单均出现不同程度增长，反映企业投资需求稳健。

美国经济数据

图2.3: 美国SPGI制造业和服务业PMI (%)



资料来源: Wind、一德宏观战略部

美国5月SPGI制造业PMI初值升至50.9，高于预期及前值，与4月份相比，产出和就业对PMI的贡献都越来越积极，而新订单和采购库存对PMI的拖累有所减弱，商品生产部门的商业状况整体温和改善。分项数据来看，此外，服务业PMI跳升至54.8，为近一年以来最高。

滞后FOMC会议纪要“打压”市场降息预期

当周公布的5月FOMC会议纪要鹰派程度明显强于联储主席鲍威尔会上措辞，市场乐观情绪回落，降息预期延续1-2次定价波动：

美联储观察工具显示的年内降息预期降至1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推迟至11月，6、7月两次会议按兵不动概率接近九成。

滞后FOMC会议纪要 “打压” 市场降息预期

图2.4：欧美央行官员近1周表态

序号	官员 (2024票委*)	主要观点
1	5月FOMC会议纪要	与会官员承认一季度去通胀进展令人失望，但对其重回正轨仍有信心但预计速率变慢；此外官员们还对当前经济增长偏强背景下政策利率限制性足够与否进行了讨论。
2	美联储副主席巴尔*	在确定通胀将重回2%的目标之前，建议搁置市场高度期待的降息。
3	美联储理事沃勒*	美国中性利率水平较低，但财政支出不可持续可能会推升中性利率。
4	美联储副主席杰弗逊*	当前的政策利率具备限制性，当前需仔细评估未来出炉的经济数据，确保风险平衡。
5	克利夫兰联储梅斯特*	仍认为今年通胀会下降，尽管下降速度比预期的要慢。一季度通胀缺乏进展，加上经济强于预期，这意味着今年降息三次可能性降低。
6	亚特兰大联储博斯蒂克*	美联储可能需要等待更长时间才能降息，即使4月通胀数据略微降温，物价仍面临持续上涨的压力。联储在批准首次降息时需要谨慎行事，确保不会触发企业和家庭此前被压抑的支出，导致通胀开始“反弹”。
7	欧央行行长拉加德	随着能源危机和供应链瓶颈的影响逐渐消退，对欧元区通胀已受控“有信心”。

滞后FOMC会议纪要 “打压” 市场降息预期

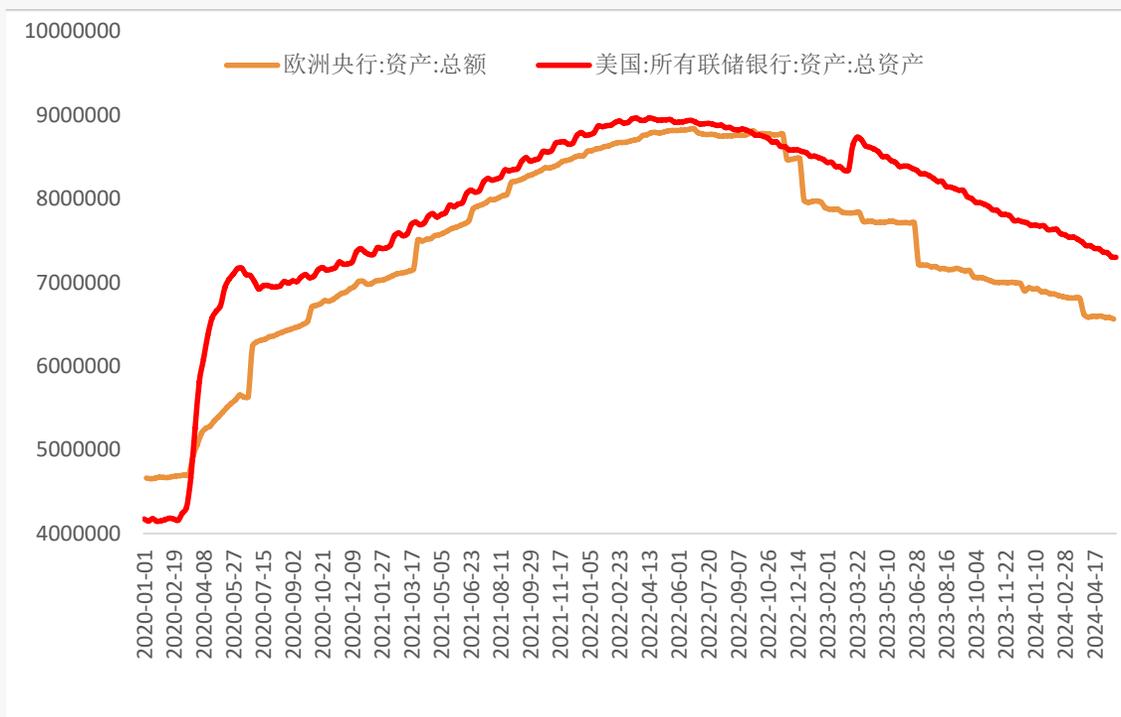
图2.5：美联储未来几次会议降息概率

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2024/6/12		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	99.1%	0.9%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.2%	88.9%	0.8%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%	44.9%	50.2%	0.5%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	14.3%	46.2%	38.1%	0.3%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.6%	8.0%	31.0%	41.9%	18.3%	0.2%
2025/1/29	0.0%	0.2%	3.1%	15.7%	34.6%	34.1%	12.3%	0.1%
2025/3/19	0.1%	1.5%	8.7%	24.2%	34.4%	24.3%	6.8%	0.1%
2025/4/30	0.5%	3.7%	13.5%	27.4%	31.2%	18.8%	4.7%	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

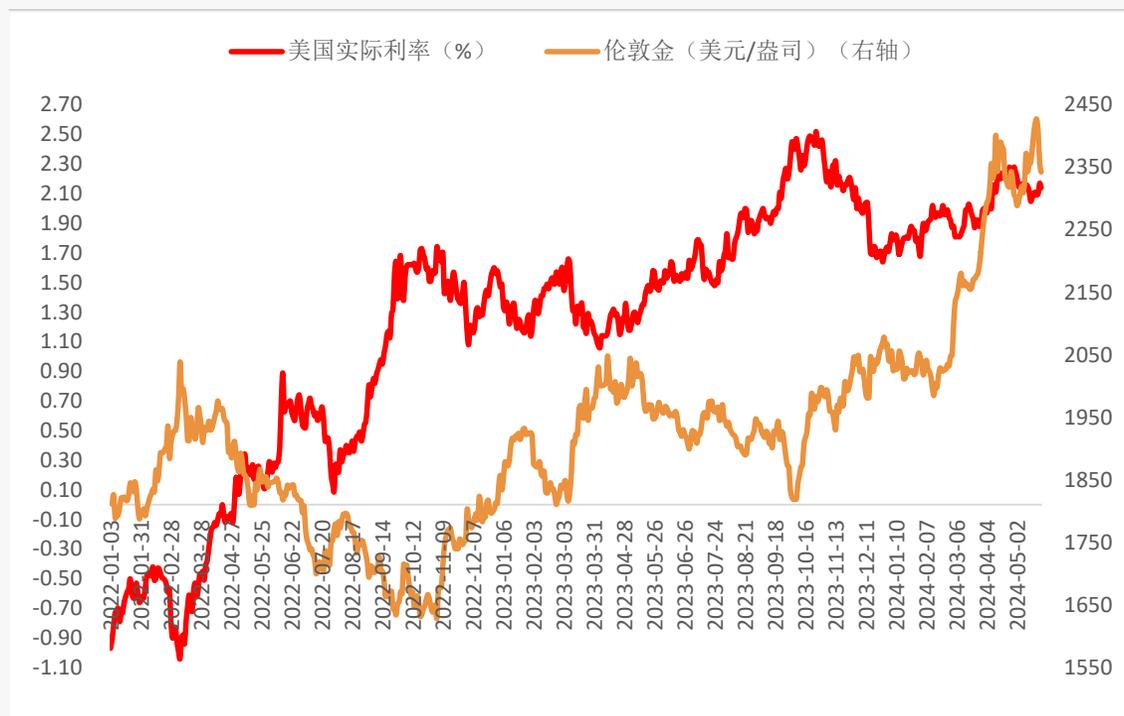
截止5月22日，美联储相对欧央行资产负债表收缩规模边际收窄，对美元支撑减弱。

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



截至5月24日，名义利率、实际利率同时回升，对黄金价格压力增强。

资料来源：Wind、一德宏观战略部

美元指数

当周，经济数据与货币政策相对强弱分别指向美、欧，美元指数小幅反弹。

图3.2：美欧花旗经济意外指数差值与美元（右轴）

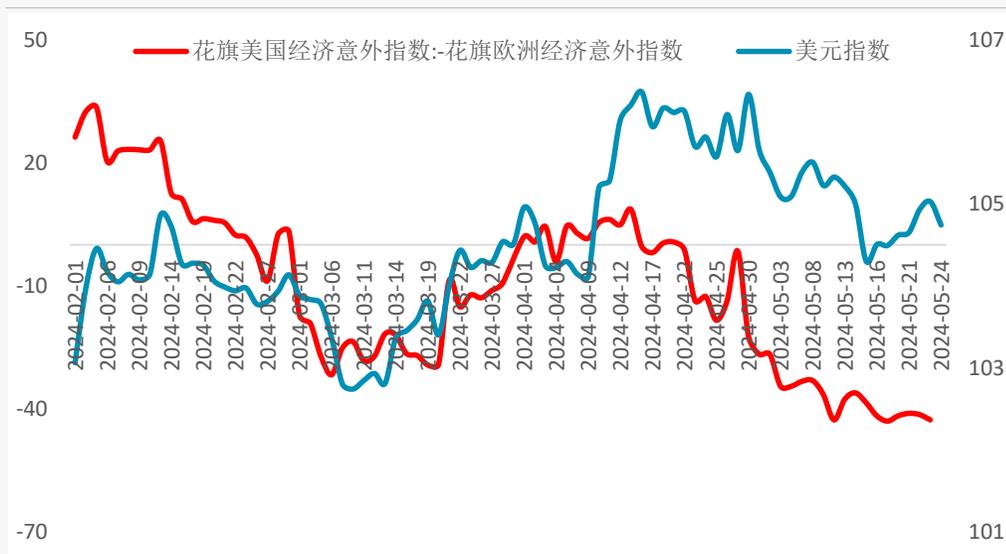
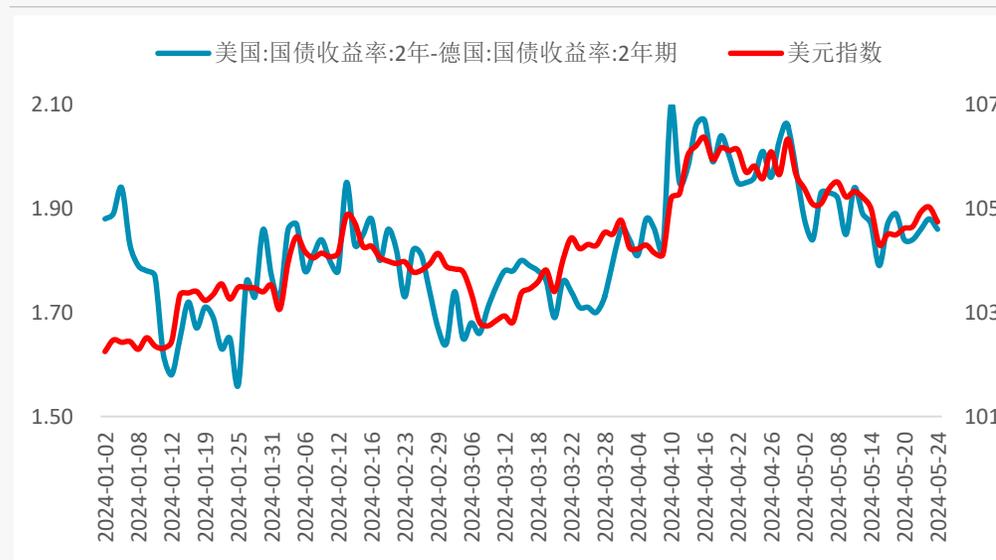


图3.3：2年期美债德债利差与美元（右轴）



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但强弱逆转，黄金ETF开始减持，白银ETF持仓进出基本平衡。

图4.1：SPDR黄金持仓和伦敦金

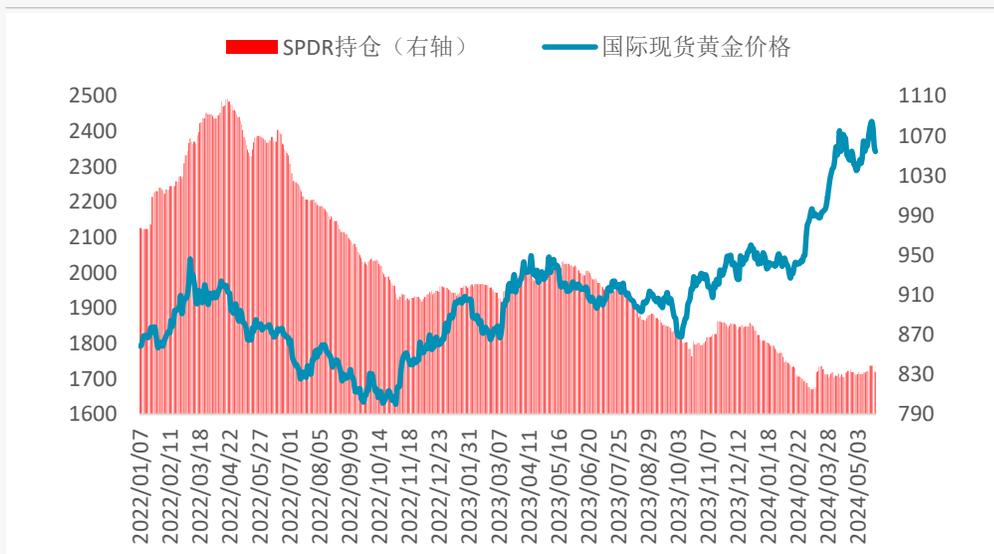
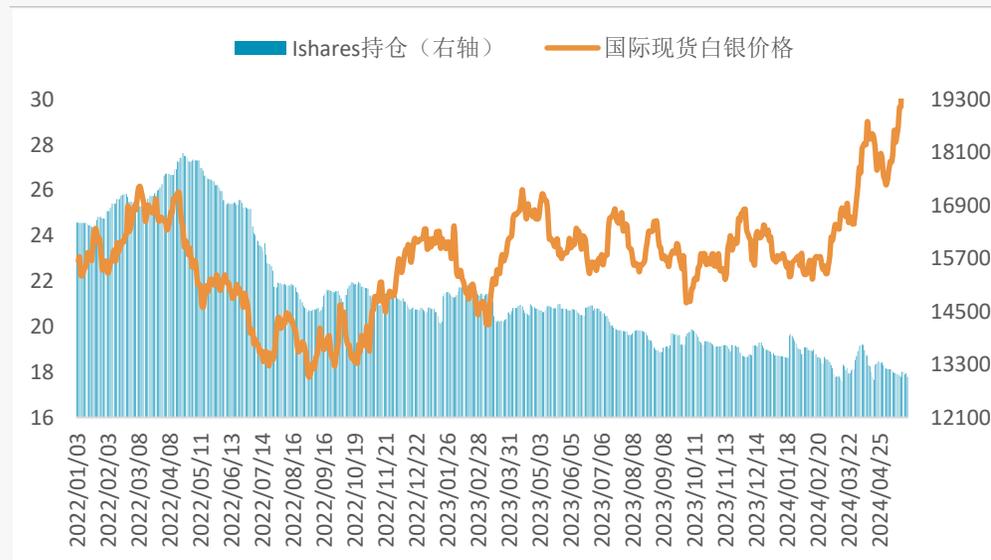


图4.2：Ishares白银持仓和伦敦银



资料来源：SPDR, Ishares、一德宏观战略部

金银总持仓

截止5月24日的数据显示，纽期金持仓量49.80万张，较5月17日减少40790张，较5月21日减少32591张；纽期银持仓量18.63万张，较5月17日减少2869张，较5月21日减少669张，周内投机资金开始离场，前者减持力度大与价格偏弱一致。

图4.3: CFTC黄金投机净多和黄金全部合约持仓量

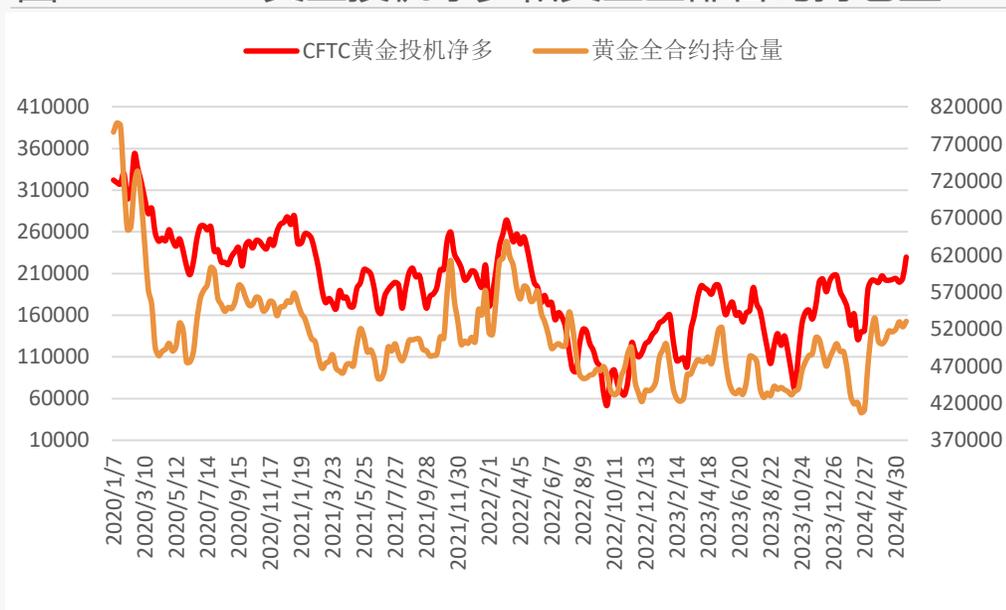
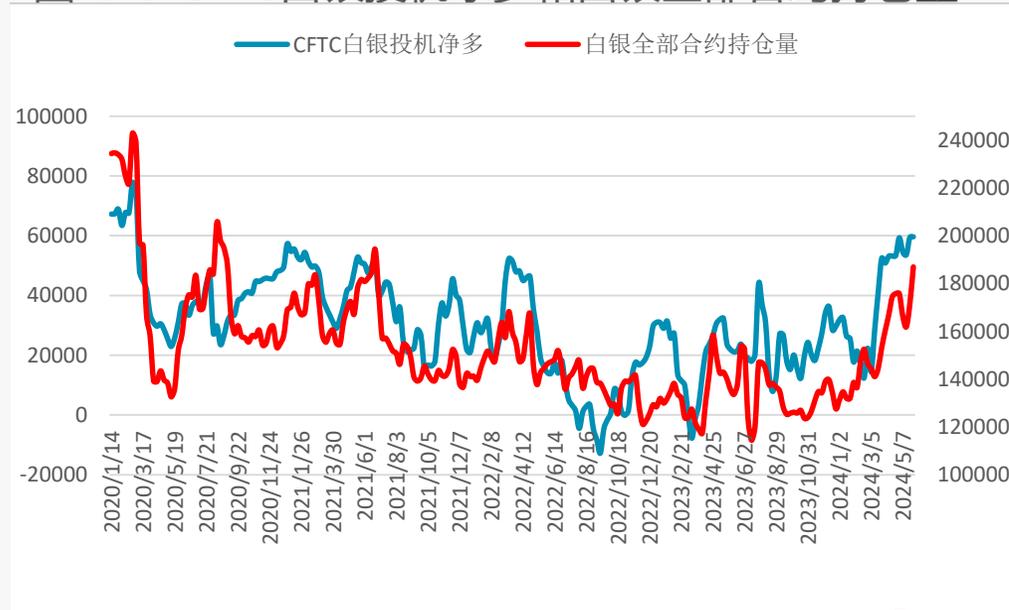


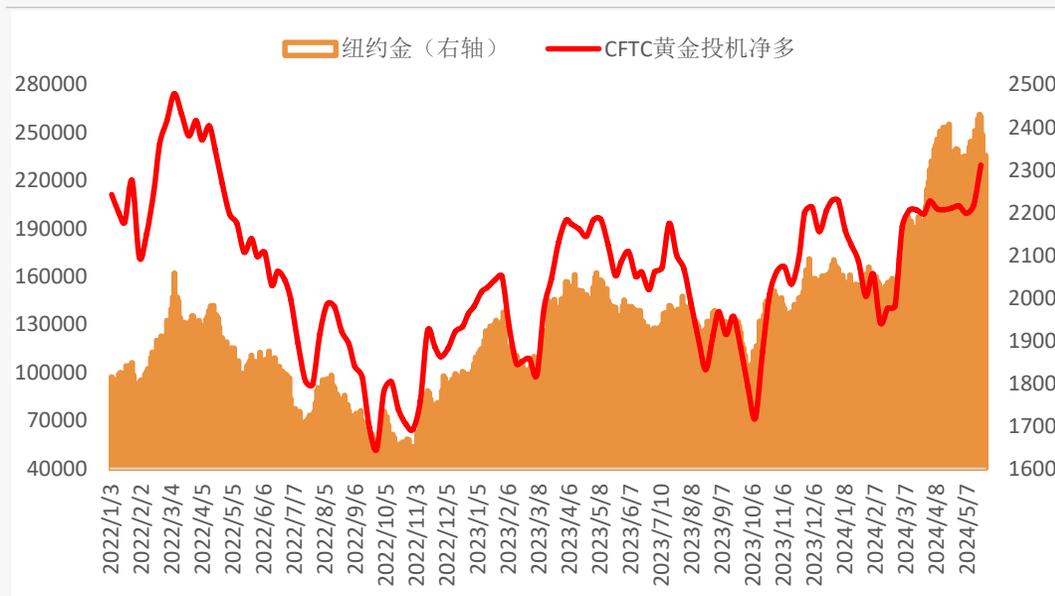
图4.4: CFTC白银投机净多和白银全部合约持仓量



资料来源: CME、Wind、一德宏观战略部

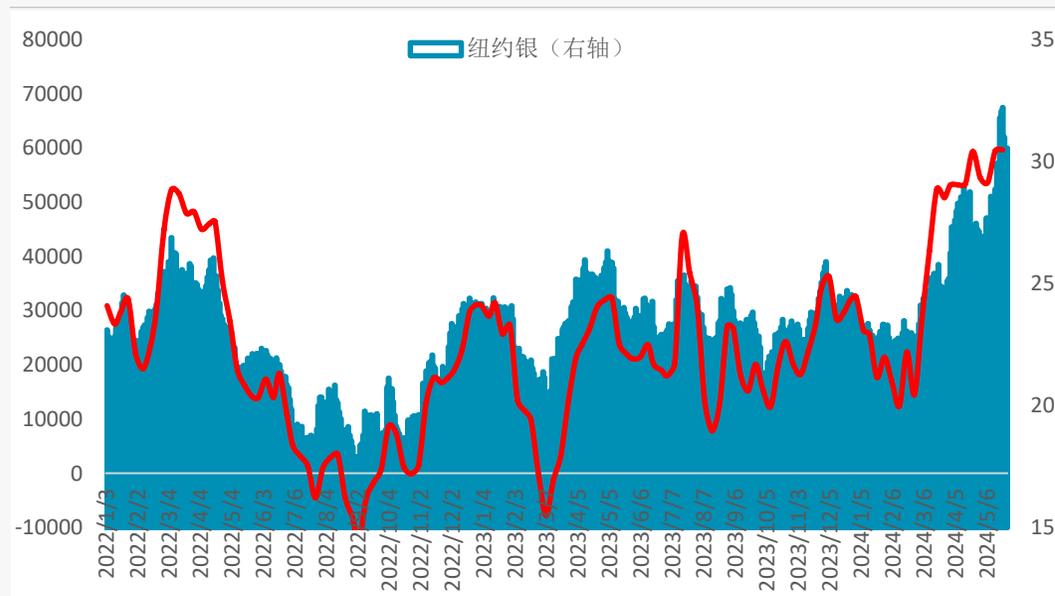
金银CFTC持仓

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，金银投机净多持仓连续2周同时增加，二者分别刷新2022年及2020年以来新高，且结构上均以多增为主。

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落，外盘金、银价格强弱分化，国内白银买盘力量再度达到历史极值，可逢高做窄白银溢价。

图5.1：白银溢价

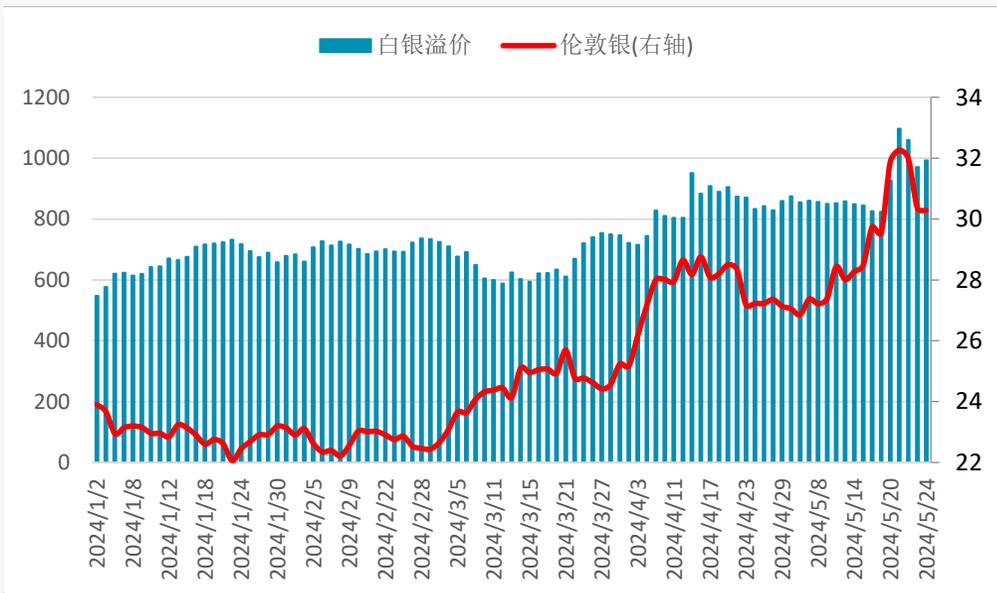
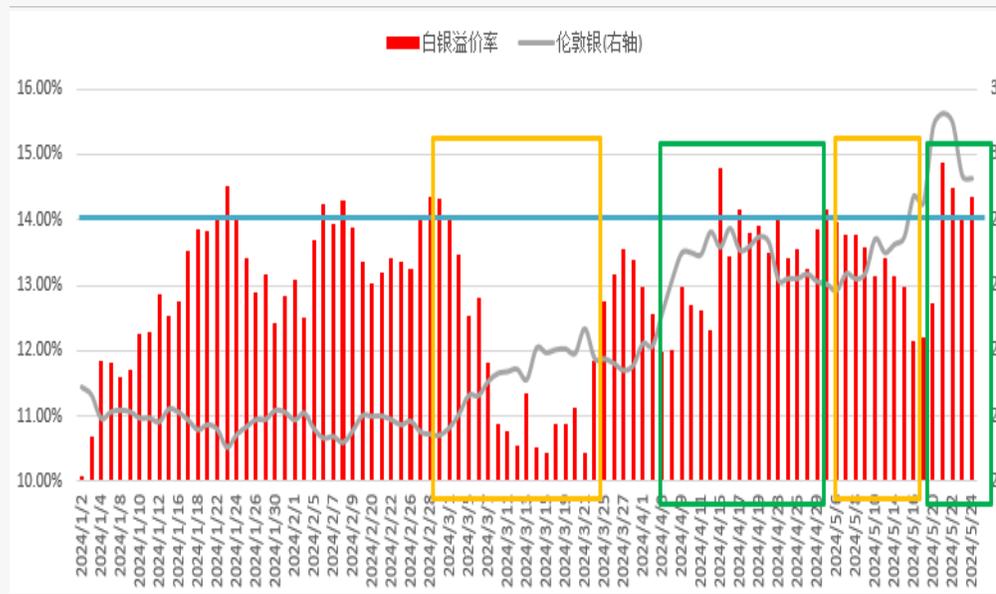


图5.2：白银溢价率与银价

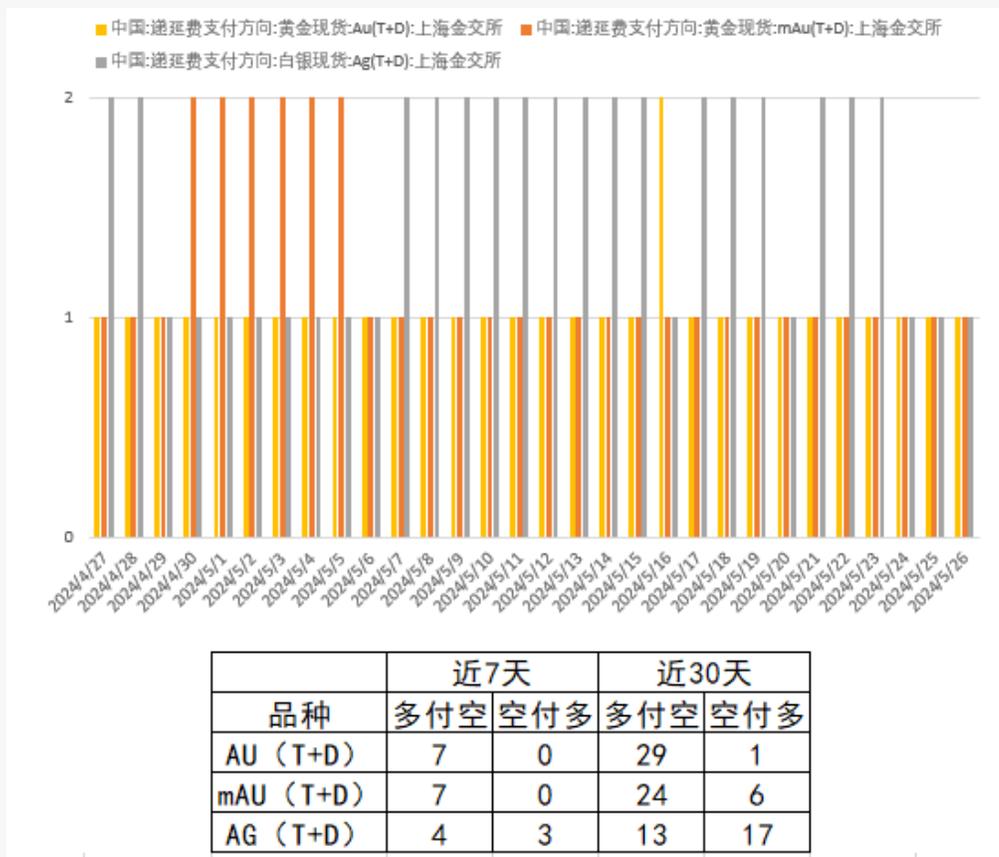


资料来源：Wind、一德宏观战略部

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) 递延费多空博弈; 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



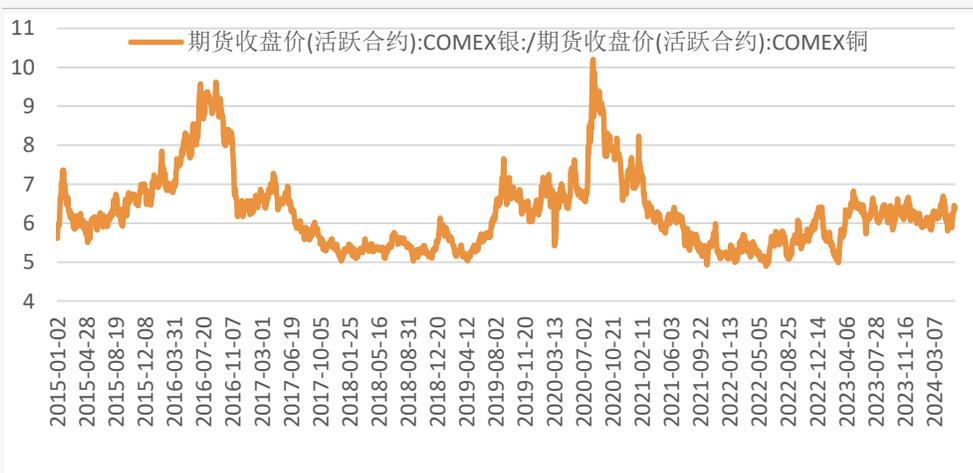
资料来源: Wind、一德宏观战略部

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，伦敦金银比连续3周大幅回落，金油比开始走低，银铜比连续3周回升。随着当周公布的经济数据趋于向好，避险资产高位承压，国内买盘对银价仍存支撑。

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。

金银同创新高后预示着黄金将形成一个异于白银的顶部

图6.3：金银波段运行情况统计

序号	时间	金	时间	银	顶/底
1	2024/5/20	2454.2	2024/5/20	32.75	顶
2	2015/12/3	1045.4	2020/3/18	11.64	底
3	2011/9/6	1922.6	2011/4/28	49.50	顶
4	2008/10/24	681.7	2008/10/28	8.44	底

资料来源：博易大师、一德宏观战略部

- ◆ 纽期金、银同创新高，消除了“白银顶部领先于黄金”带来的调整隐患，意味着金银中长期升势的延续，短期调整后黄金将通过再创历史新高以实现二者错位见顶的闭环。

07

下周重要财经事件

下周重要财经数据与事件 (5.27-5.31)

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
2024/5/28	美国5月谘商会消费者信心指数
	2024年FOMC票委、克利夫兰联储主席梅斯特发表讲话。
	2026年FOMC票委、明尼阿波利斯联储主席卡什卡利发表讲话。
2024/5/30	美国第一季度实际GDP修正值(%)
	美国截至5月25日当周初请失业金人数(万)
	FOMC永久票委、纽约联储主席威廉姆斯发表讲话。
	美联储公布经济状况褐皮书。
2024/5/31	欧元区5月 (核心) CPI年率初值(%)
	美国4月 (核心) PCE物价指数年率(%)
	FOMC永久票委、纽约联储主席威廉姆斯发表讲话。
	2026年FOMC票委、达拉斯联储主席洛根发表讲话。

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