

宏观逆风短期弱化 库存去化持续支撑

张晨

期货从业资格号：

F0284349

投资咨询从业证书号：

Z0010567

助理分析师：张怡婷

期货从业资格号：

F03088168

报告制作时间：

2023 年 6 月 9 日

审核人：寇宁

一德期货投资咨询业

务资格：证监许可

【2012】 38 号

■ 内容摘要

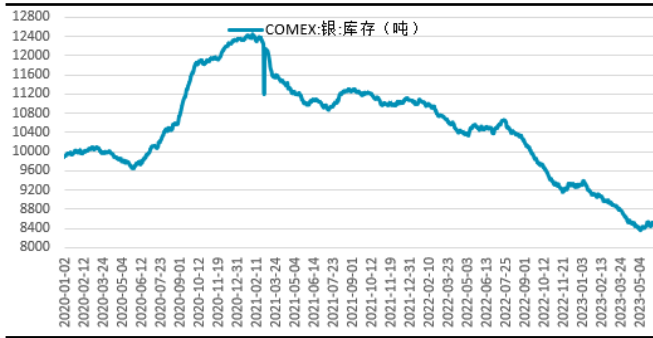
■ 核心观点

隔夜，海外贵金属市场波动放大。受公布的美国当周初请失业金人数跳升的影响，市场对联储后续紧缩定价紧迫感有所下降，美元和 10 年期美债联袂下行，驱动贵金属大幅走高；白银涨幅更为显著，驱动金银比价大幅下行。

年初至今，纽期金、银主力合约分别上涨 8% 和 1%，上期所金、银期货合约分别上涨 10% 和 6%。应该说，总体上黄金涨幅领先于白银，且内盘涨势优于外盘的特征符合海外美国经济处于下行而货币紧缩接近尾声，以及人民币汇率略有贬值的宏观环境，但内外白银涨幅差异如此之大却不折不扣反映出其商品属性的特质。特别是从海外库存持续去化以及内盘溢价震荡偏强运行的特征，均显示出以中国和印度为代表的“东方”需求对价格支撑不容忽视。

从短期面临的宏观面因素来看，尽管 6 月 FOMC 会议暂停加息的乐观预期逐渐强化，但已被市场充分计价。而备受市场关注的应为届时公布的点阵图情况，预计年内终值利率最新预测将成为市场关注的焦点。而从最新的市场预期定价情况看，25 基点的幅度也基本符合联储的预期。而对于后续货币政策预期，当前市场至明年 11 月 7 次降息的定价也与 3 月点阵图时委员们的 4 次预测（按照上浮 25 基点后的终值利率计量，如基于会议时 5.25% 终值利率计量实为 3 次），后续市场预期修正仍将构成贵金属价格回调的主要动力。因而，基于美联储加息周期近尾声的总体背景，贵金属价格走势将愈发偏向于经济数据“路径”，而昨晚的上涨也正是源于就业数据弱化令经济下行预期强化所致。特别是在货币政策层面压制力度趋弱的背景下，我们需要做的是抓住任何源于经济下行预期阶段性弱化带来的“逆风”，以待海外经济现实倒逼央行货币政策转向的到来。在此之前，建议仍以宽幅震荡思路应对，特别是参考纽期金银 1950 美元和 23.5 美元震荡区间中位上方位置，以快进快出为主，多单不做趋势性持有。

图 1: Comex 白银库存 (吨)



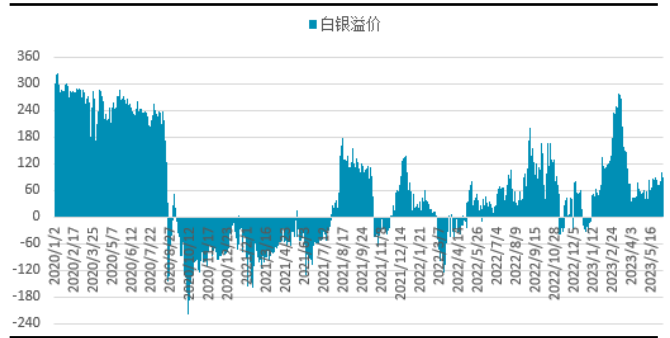
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3: 美联储观察工具显示后续利率预期

	MEETING PROBABILITIES													
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	
2023/6/14						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	77.6%	22.4%	0.0%	
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	34.3%	53.2%	12.5%	
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	35.6%	50.4%	11.6%	
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	16.7%	42.0%	33.7%	6.6%	
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	8.7%	29.1%	37.9%	20.4%	3.4%	
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	5.8%	21.7%	34.7%	26.7%	9.5%	1.2%	
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	4.3%	17.6%	31.4%	28.8%	14.0%	3.4%	0.3%	
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	5.1%	18.4%	31.2%	28.0%	13.4%	3.2%	0.3%	0.0%	
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.3%	13.1%	26.2%	29.2%	19.1%	7.2%	1.4%	0.1%	0.0%	
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.2%	2.7%	11.3%	23.8%	28.7%	21.0%	9.4%	2.5%	0.4%	0.0%	0.0%	
2024/9/25	0.0%	0.2%	2.2%	9.4%	20.9%	27.5%	22.7%	12.1%	4.1%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%	
2024/11/6	0.1%	1.7%	7.5%	17.9%	25.8%	24.0%	14.8%	6.1%	1.7%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	

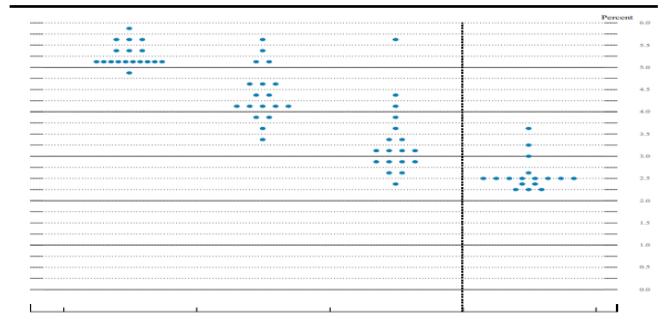
资料来源: CME, 一德宏观战略部

图 2: 白银内外现货溢价 (元/千克)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 4: 3 月点阵图 (%)



资料来源: 美联储官网, 一德宏观战略部

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