

东隅已逝，桑榆非晚

——2023 年贵金属半年报

张 晨

期货从业资格号：

F0284349

投资咨询从业证书号：

Z0010567

辅助研究员

张怡婷

期货从业资格号：

F03088168

报告制作时间：

2023 年 7 月 3 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

上半年，伴随市场与联储政策预期激烈博弈，贵金属走势一波三折。欧美银行业风险事件负面溢出效应减弱后，贵金属一如预期开启回调。展望下半年，调整何时结束，上半年距离历史新高一步之遥的纽期金能否再继续辉煌，详见报告分解。

■ 核心观点

- 美国经济韧性犹存，核心通胀回归阻力重重，就业市场明显降温方能推动联储货币政策转向。当前最为乐观的情形是 9 月公布的点阵图正式宣告“停止加息”。年内降息选项基本被排除。
- 加息临近尾声利率端压制减弱，名义利率和实际利率回落大势已然形成，但由于通胀预期回落造成二者可能出现阶段性背离。汇率层面，紧缩幅度差异将被经济相对强弱取代成为新的主导因素，“认可停止加息”前美元暂无大幅走弱的基础。
- 下半年贵金属静待低位买入机会，预计纽期金、银波动区间为 1850-2100 美元、21-27 美元，节奏上探底回升概率偏大。

目 录

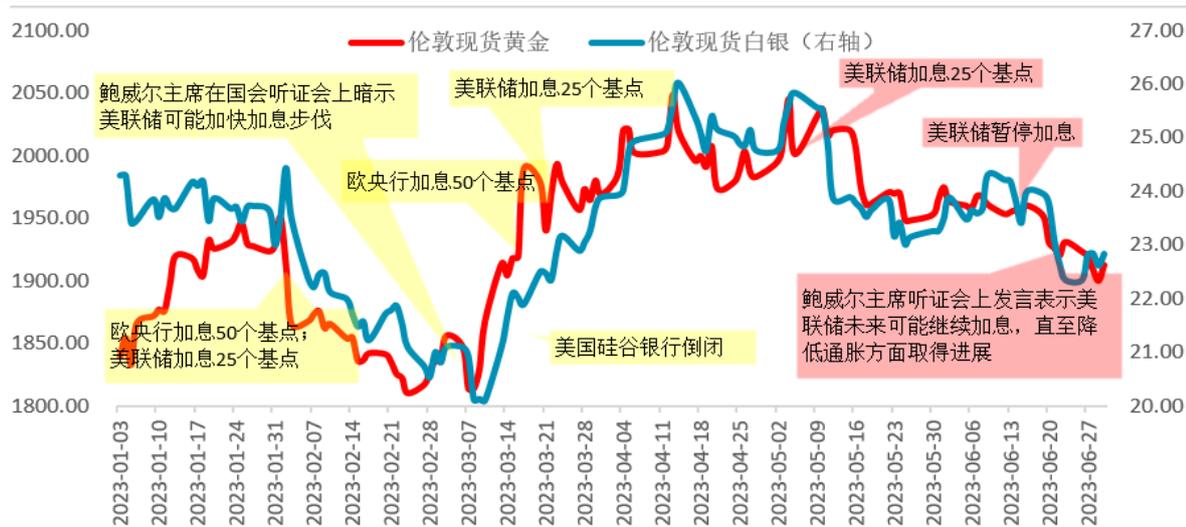
1.行情回顾:	1
1.1 上半年贵金属走势回顾.....	1
1.2 上半年贵金属与相关品种比价运行分析	2
2. 贵金属上半年影响因素分析及展望:	3
2.1 经济韧性超市场预期, 信贷紧缩负面影响有待观察	3
2.2 联储加息进入“加时”阶段, 利率走势或现前高后低	4
2.3 货币政策差异影响淡化, 经济基本面“戏份加重”	8
2.4 投机资金持续出清, 价格承压回落	9
2.5 中国黄金消费需求复苏, 配置资金延续低迷态势	11
3. 总结、展望及风险提示:	13
3.1 观点归纳.....	13
3.2 行情展望.....	14
免责声明	16

1.行情回顾:

1.1 上半年贵金属走势回顾

上半年，贵金属总体呈现冲高回落走势。受欧美银行业危机影响，纽期金刷新去年3月俄乌冲突以来新高，沪金再创历史新高。但由于美国经济韧性强劲，随着银行业危机负面溢出效应减弱，美联储重拾延续紧缩之勇气，市场对于货币政策相对乐观的预期随之修正，贵金属开始回吐之前涨幅。上半年，纽期金上涨5.3%，纽期银下跌4.9%。同期人民币大幅贬值背景下，内盘价格明显强于外盘，上半年沪金、沪银主力合约分别上涨9.6%和2.5%。

图 1.1: 2023 年上半年伦敦金、银走势与重要影响事件回顾



数据来源: Wind, 一德宏观战略部

具体节奏上, 如果说一季度, 市场对于后续货币政策预期一度向联储靠拢后再度被风险事件推向乐观一面的话, 二季度伊始, 贵金属走势总体上比较纠结, 这主要由两方面因素决定: 一是联储受风险事件掣肘出现了鹰鸽基调反复切换; 另一方面, 债务上限谈判一度悬而未决令多空双方均偏向谨慎。但最终, 进入6月以来, 随着不确定事件逐渐趋于稳定, 市场主线重回对货币政策预期的博弈, 特别是6月FOMC会议结束后, 市场预期再度开始向联储靠拢, 贵金属获利回吐迹象明显。

图 1.2: 伦敦金银比价



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 1.3: 纽期金油比价



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

1.2 上半年贵金属与相关品种比价运行分析

黄金白银比价方面: 上半年金银比价主要呈现涨-跌-涨一波三折走势。一季度, 联储强化紧缩预期导致贵金属价格回落以及风险事件引发的避险情绪均支撑金银比价上行。3月中旬美联储 FOMC 会后, 避险情绪开始缓和, 但联储忌惮信贷紧缩影响表现鸽派令市场预期加速向乐观一面偏离, 黄金逼近历史高点后强势震荡令白银加速补涨, 金银比价开启回调。5月上旬后, 债务上限悬而未决支撑比价企稳, 随后联储重拾鹰派预期管理再度令贵金属价格回落, 金银比价开始反弹。展望下半年, 年内降息几无可能, 因而需要关注联储 9 月及 12 月会议何时通过点阵图对外释放“停止加息”预期。在此之前, 通胀水平及通胀预期有望进一步回落, 金银比价支撑因素犹存或现偏强运行。

黄金原油比价方面: 上半年, 金油比价整体震荡上行, 受欧美银行业风险事件、美债务上限僵局和美联储货币政策综合影响, 于 3 月上旬、5 月初、5 月底、6 月中旬几个时间节点, 金油比价出现明显的短期脉冲走势, 年内刷新了 2021 年 6 月以来新高。下半年, OPEC+ 减产影响将持续, 对原油价格形成支撑, 但另一面欧美经济下行背景下, 宏观压制犹存。而黄金或将在联储确认停止加息前总体处于震荡格局。因而, 预计金油比价在下半年的震荡幅度或将超越上半年, 但总体重心上移态势不改。

2. 贵金属上半年影响因素分析及展望:

2.1 经济韧性超市场预期，信贷紧缩负面影响有待观察

上半年，美国 CEO 经济展望指数前高后低，总体回落幅度有限，仍然位于去年四季度创下的阶段性低位之上，这也预示着美国二季度经济增速回落幅度将有限。5 月以来，随着美国银行业风险事件负面溢出效应逐步减弱，6 月 FOMC 会议上，联储一改 3 月边际转鸽的措辞基调，显著调升年内经济增长预期，加之消费、耐用品订单等高频数据依然稳健，美国经济深度放缓乃至衰退时点或进一步延后。而从经济放缓的“定价触发”指标情况看，去年年初以来的放缓，GDP 不变价折年数同比始终未能一如 2015 年末及 2019 年初出现低于阈值 2.5%且连续两月呈现下行趋势的情况，因而所谓的“衰退定价”依据单一经济数据呈现碎片化反应特征明显而总体持续性有限。随着联储紧缩政策继续深化，叠加信贷收缩对实体经济负面影响需穿越时滞在三季度方能逐渐显现。因而，总体来看下半年美国经济面临的下行风险或将进一步增加，触发持续性“衰退定价”的可能性依然存在。

此前，维持美国经济相对稳健的核心关键在于就业市场持续强劲，企业用工需求旺盛，支撑经济韧性的同时也令通胀回归之路并不顺利。尽管从更为高频的当周初请失业金人数以及职位空缺人数显示出美国就业市场已由此前的过热态势开始向均衡状态转变，但衡量薪资增速的指标及其替代指标下行缓慢，联储更为关注的 ECI 薪资增速以及亚特兰大联储薪资增长指数持续高位运行未见明显回落均为下半年核心通胀回归蒙上阴影。此外，从新增就业人数绝对数量上看，当前年内超 30 万人的平均月度增幅加之单月新增数据尚未出现低于 15 万人的情况，使得联储难以扭转当前的紧缩基调，因而也就不难理解市场此前偏乐观的年内降息预期渐行渐远。

下半年，仍然需要密切关注就业市场特别是新增非农就业及失业率情况，一旦其开始转弱，则美国经济深度放缓乃至衰退可期。而在就业市场明显趋弱前，美联储货币政策转向概率不大。特别是主席鲍威尔近日重申下半年仍需加息两次，考虑到此前联储“算无遗策”，则三季度仍将处于紧缩周期内以及加息结束后联储至少维持基准利率 3-6 个月时间以评估通胀和经济前景的惯例，年内降息的可能基本可以排除。

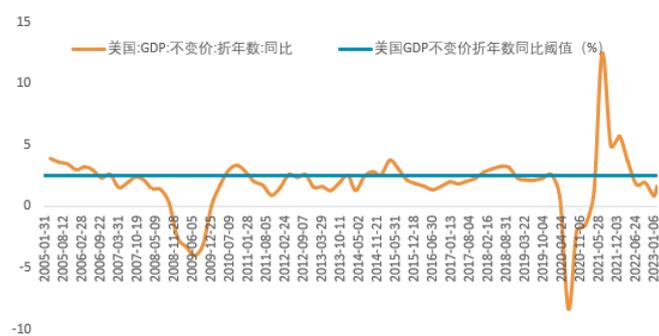
请参阅最后一页的免责声明

图 2.1: CEO 展望指数与 GDP 不变价同比 (右轴) (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.2: 美国 GDP 不变价同比与阈值 (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.3: 美国零售销售年率 (%)



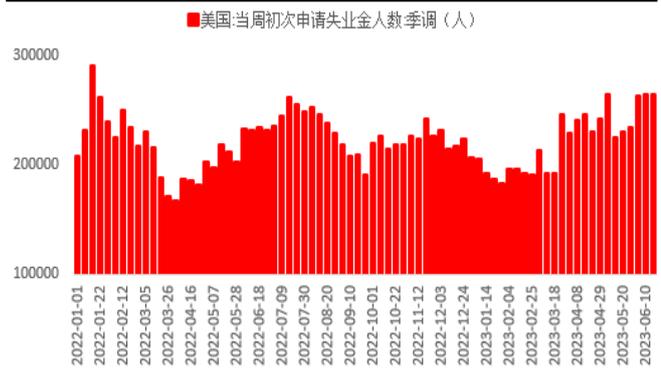
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.4: 美国耐用品除去国防订单年率 (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.5: 美国当周初请失业金人数 (人)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.6: 美国职位空缺数 (千人)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

2.2 联储加息进入“加时”阶段，利率走势或现前高后低

上半年，10 年期美债收益率（名义利率）和 10 年期美债实际收益率（实际利率）总体呈现区间震荡格局，具体走势可以划分为四个阶段：第一阶段从年初至 2 月初，

请参阅最后一页的免责声明

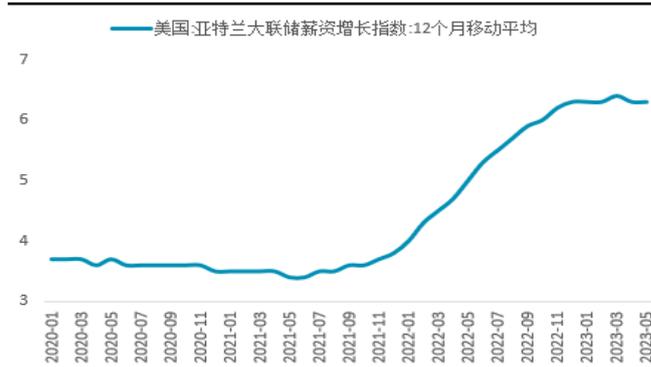
市场与联储定价出现分歧，前者持续押注加息已近尾声并于下半年启动降息，名义利率回落拖累实际利率下行，通胀预期维持区间震荡。第二阶段从2月初至3月初，随着就业市场维持过热叠加通胀数据反复，联储鹰派预期管理令利率市场乐观预期得到纠偏，年内降息预期暂止，重新回到对美联储持续紧缩的定价逻辑。在这一阶段中，名义利率和实际利率以相对温和的势头上行，通胀预期小幅反弹。第三阶段为3月初至4月初，硅谷银行风险事件爆发后，金融压力恶化引发市场对经济衰退乃至联储货币政策转向的炒作，联储呵护市场意图明显，名义利率和实际利率同时回吐2月涨幅。第四阶段为4月初至今，随着银行业危机负面溢出效应减弱叠加美国债务上限谈判达成，市场风险偏好回升以及核心通胀回归进展缓慢令联储紧缩底气恢复，市场年内降息预期完全修复，名义利率带动实际利率震荡上行，对应此阶段通胀预期表现平稳。

图 2.7：美国 ECI 薪资同比 (%)



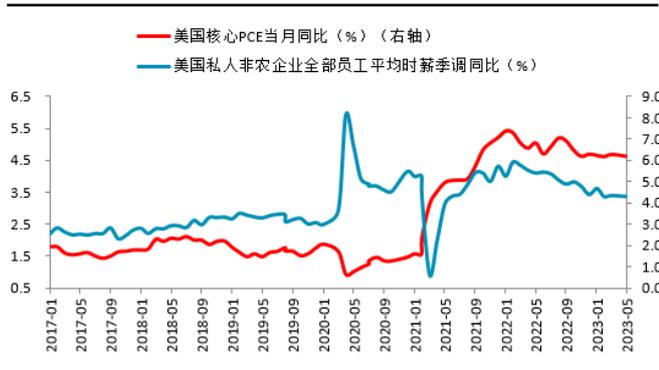
资料来源：Wind，一德宏观战略部

图 2.8：美国亚特兰大联储薪资增长指数 12 月移动平均



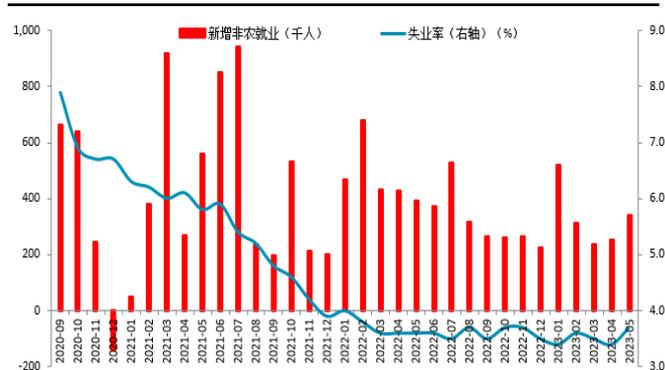
资料来源：Wind，一德宏观战略部

图 2.9：美国薪资同比与核心 PCE 年率 (右轴) (%)



资料来源：Wind，一德宏观战略部

图 2.10：美国新增非农就业人数 (千人) 及失业率 (右轴) (%)



资料来源：Wind，一德宏观战略部

图 2.11: 美国实际利率和名义利率 (右轴) (%)



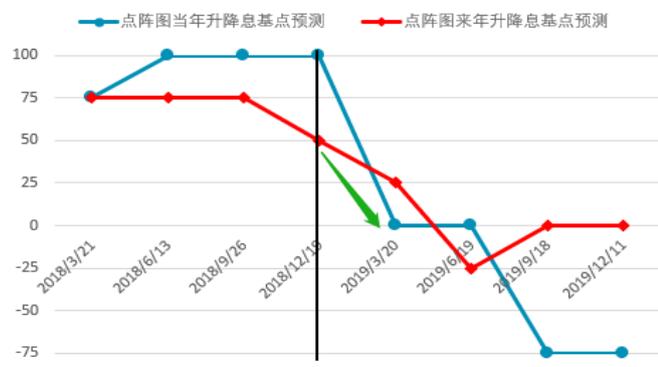
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.12: 美国盈亏平衡通胀率 (%)



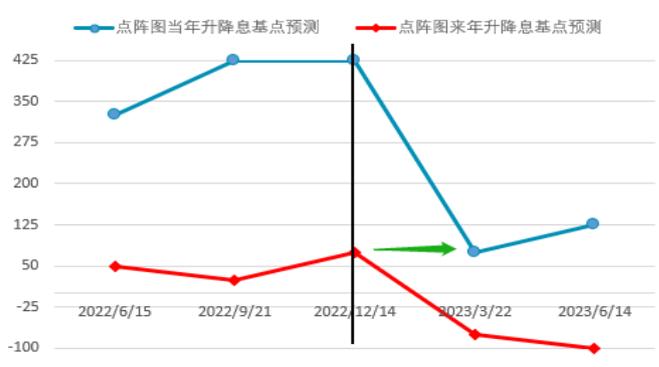
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.13: 2018-2019 年点阵图预期变动情况



资料来源: 美联储官网, 一德宏观战略部

图 2.14: 2022-2023 年点阵图预期变动情况



资料来源: 美联储官网, 一德宏观战略部

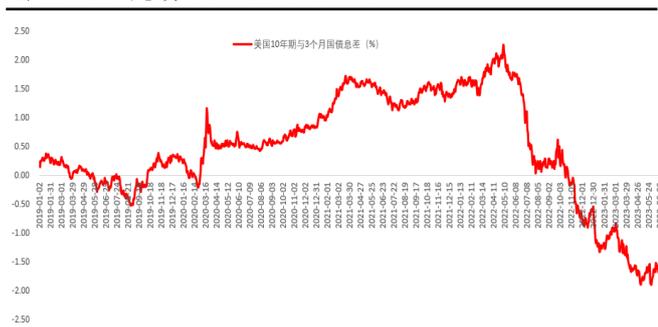
此前, 我们曾回顾了 2018-2019 年上一轮紧缩周期末端, 将联储预期变化与金价走势相结合, 可划分为金价见底、联储鹰派预期打压、联储态度边际转鸽 (以修改利率声明措辞和点阵图不再预期更高的终值利率为代表)、认可停止加息、开始提及降息共计五个阶段。可以看到, 处于“开始提及降息”阶段前对应金价总体呈现震荡上行, 而在进入该阶段后随之迎来加速主升阶段。随着联储在节奏把控上“食言”, 本轮紧缩周期与上轮周期差异明显, 但上述规律仍有一定借鉴意义。大体来看, 由于一季度受美国银行业危机事件掣肘联储 3 月 FOMC 会议基调一度边际转鸽, 但 6 月又出现反复, 使得当前时点再度回到了第四阶段——认可停止加息阶段之前, 因而需要确认联储认可停止加息尚需更多证据。参考上一轮紧缩周期经验来看, 点阵图中终值利率不再上浮乃至下移无疑提供了更为直观的印证。上一轮紧缩周期尾声, 可以清晰找寻出 2019 年 3 月点阵图较 2018 年 12 月出现了明显的预期急转, 即对 2019 年年内加息幅度由 50 基点骤降至 0, 为彼时联储认可停止加息的铁证。因此, 尽管 6 月点阵图给出年内额外 50 基点的加息幅度, 使得此前市场 5 月会议顺势终结本次加息周期的预期再度

请参阅最后一页的免责声明

落空，但基于7、9月连续两次会议加息的假设，最为乐观的情形为9月点阵图可能就本轮紧缩周期进入“认可停止加息”的阶段进行确认。

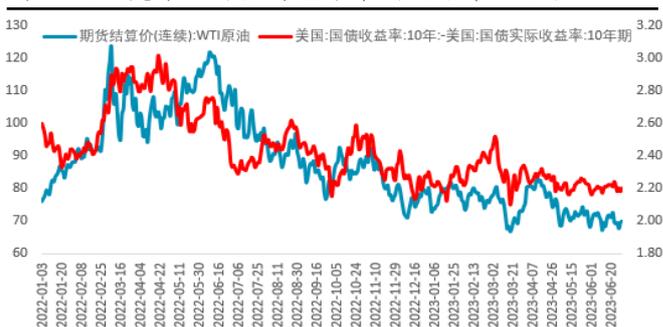
考虑到年内停止加息概率仍大，加之长短利差倒挂此前便已出现，且持续位于一定深度，即便终值利率升至5.75%一线，对于名义利率而言，通胀水平回落叠加经济下行也难令其上行空间较为有限，接近去年高位4.30%一线压力较大，且主要的上修动力——市场与联储的预期差已大部分修正，因而，名义利率尽管二季度维持偏强震荡运行，且短期具备一定上升动能，但后续回落空间远大于上行空间。实际利率层面，由于经济下行过程中通胀预期同时承压，但回落幅度受到油价等相关因素影响，因而可能造成与名义利率下行节奏上的差异，特别是联储至今仍然沿袭紧缩前制定的核心通胀向着2%一线水平回落，加之平衡通胀目标制下势必使得通胀预期一段时间低于2%，因而可能存在实际利率阶段性支撑名义利率的情形，但其总体重心下移态势不改。

图 2.15: 美债 10Y-3M 利差 (%)



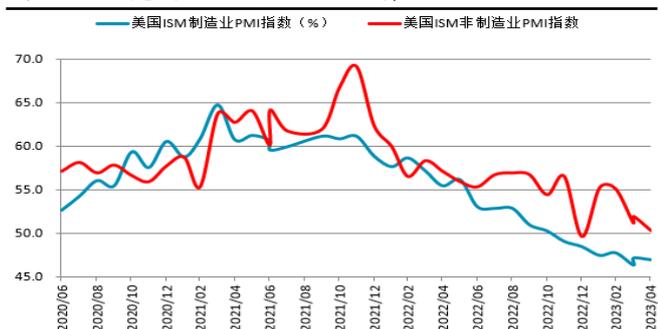
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.16: 美原油价格与盈亏平衡通胀率 (右轴) (%)



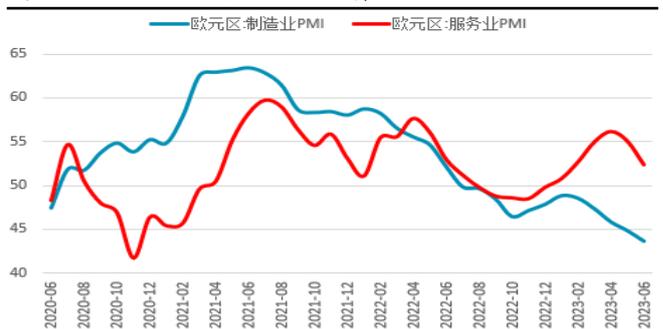
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.17: 美国 ISM 制造业及服务业 PMI (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.18: 欧元区制造业及服务业 PMI (%)



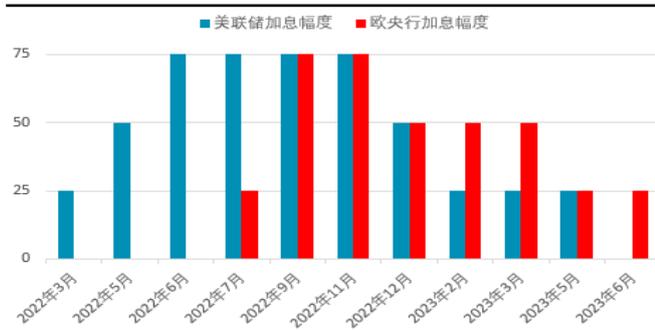
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

总的来看，我们认为下半年联储将大概率按照 6 月点阵图的预测执行两次加息，但究竟 9 月还是 12 月点阵图释放“认可停止加息”的信号目前尚存不确定性。而一旦联储点阵图出现上述确认的情形，届时尽管属于黄金的高光时刻尚未来到，但货币政策紧缩压制的利空影响将再度边际减弱。在此之前，任何货币政策基调边际转鹰驱动其震荡回调形成的低位将成为主升行情启动前绝佳的上车机会。

2.3 货币政策差异影响淡化，经济基本面“戏份加重”

上半年，受银行业危机掣肘，美联储紧缩预期一度出现松动，在欧美货币政策差异主导汇率走势的背景下，美元指数 100 上方区间运行为主，符合我们此前的判断。

图 2.19: 2022 年以来欧美央行单次加息幅度 (基点)



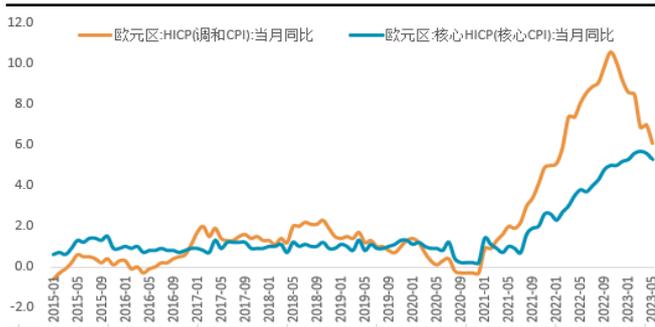
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.20: 欧元区 GDP 不变价季度同比 (%)



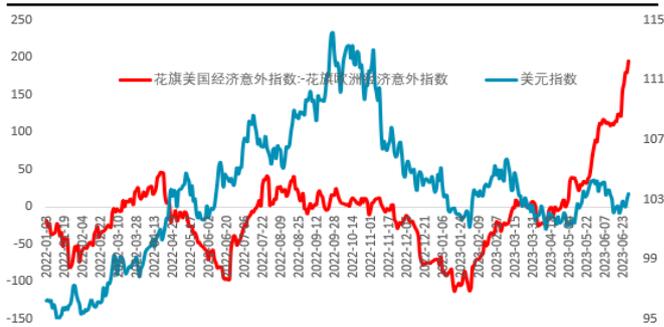
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.21: 欧元区 HICP 及核心 HICP 同比 (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.22: 美欧花旗经济意外指数与美元 (右轴)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

自 2022 年欧美主要经济体相继步入紧缩周期以来，美元指数走势主要依据其与相关经济体加息节奏变化运行，与经济数据相对强弱呈现阶段性背离。特别是其中占比最大的欧元——欧元区相较于美联储的加息节奏，对美元影响更为明显。2022 年一季度，美联储先于欧央行开启紧缩，并于二季度开始加大紧缩力度，这与下半年方开始

请参阅最后一页的免责声明

加息的欧央行形成鲜明对比。因此，美元在去年前三季度走势强劲。去年四季度至今，随着基准利率快速提升至较高水平，美联储开始减缓加息步伐，而欧央行为抑制通胀维持偏快加息节奏，直至今年5月开始收窄至25基点，这使得二者货币政策差异短期扩大后再度趋于收敛。且随着紧缩进程的延续，由于相关经济体均出现了不同程度的经济放缓，后续各央行施政重心极有可能完成切换，经济数据强弱将逐渐取代通胀水平成为后续货币政策的决定性因素，因而也将对汇率施加更为广泛深远的影响。

展望下半年，由于联储依照6月点阵图完成年内剩余两次加息概率较大，当下隐含欧元区年内亦有共计50基点加息幅度，则欧央行加息中止时点可能与美联储于9月重合，在货币紧缩幅度差异趋于收敛背景下，美元影响因素有望切换至经济相对强弱上来。而从目前情况看，从经济增速、景气指标以及通胀水平综合考量，欧元区经济相较美国下滑趋势更为明显。因此，我们认为下半年随着各主要经济体开启停止加息，美元受到经济韧性好于欧洲等非美经济体的支撑，下跌空间较为有限，但非美经济体暂无政策转向预期使得其上行动力亦不充足，因而维持区间震荡的概率较大，难以出现明显的单边行情。

从更宏观的维度看，俄乌冲突拉开了全球“去美元化”的序幕，作为以军事霸权、金融霸权、货币霸权凌驾于全球其他国家之上的美国，其封锁制裁胁迫的方式无一不以牺牲美国自身(美元)信用为代价，因而激起了世界上越来越多国家的关切和担忧。因而，我们也看到作为美元对立面的黄金越来越得到认同，尽管均价处于历史高位，但各国央行通过增持黄金多元化外汇储备的步伐并未停歇。从这一点来看，美元世界货币体系中心地位不断削弱将不断成就黄金对冲美元资产信用的功能，也对金价构成中长期利好。

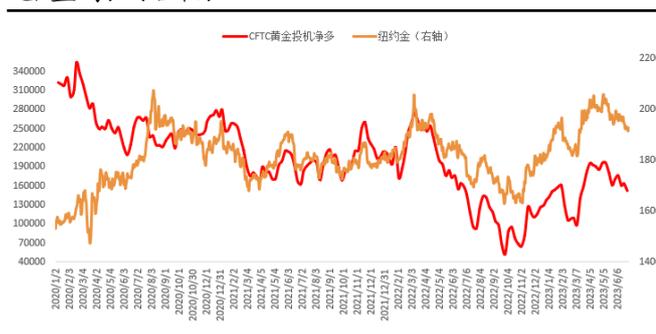
2.4 投机资金持续出清，价格承压回落

上半年，纽期金投机净多持仓水平冲高回落小幅增加，纽期银投机净多持仓水平震荡回落，与价格金强银弱形成对应。此外，与去年三季度类似，纽期银2月末投机净多持仓转负后，再度引发明显反弹，但力度有限。从结构上看，上半年黄金投机持仓多空同减，主要以空头减仓为主推动投机净多持仓增加；而白银投机持仓多减空增，

拖累投机净多持仓下滑。截止6月27日，CFTC黄金投机净多持仓15.2万张，相较一季度减少3.0万张；CFTC白银投机净多持仓1.9万张，相较一季度增加0.6万张。前者当前总体处于历史中位水平，后者则处于历史低位区间。

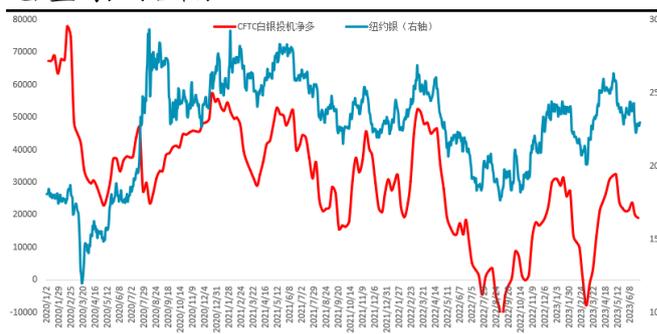
上半年，与投机净多持仓变化趋势一致，纽期金、银总持仓均呈现先流入后流出，且后者流出幅度较大，二者同处于历史较低水平。二季度以来，随着风险事件影响暂歇，投机资金持续出清，持仓水平下滑显著。截至6月末，纽期金总持仓为44.2万张，较一季末减少3%，接近2月末上一波段回调后的低位水平；纽期银总持仓为11.4万张，较一季末减少6%，创银价2021年年初见顶回落以来新低，逼近近10年以来最低。总体来看，经过上半年的出清，当前黄金投机资金水位已较一季度回落至更低水平，重点关注黄金投机多头持仓能否于年内低位20万张一线企稳。总体而言，我们延续二季报的观点，当前投机资金水位进一步出清后使得发动牛市行情的基础得以巩固。

图 2.23: CFTC 黄金投机净多持仓 (张) 与纽期金 (美元/盎司) (右轴)



数据来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.24: CFTC 白银投机净多持仓 (张) 与纽期银 (美元/盎司) (右轴)



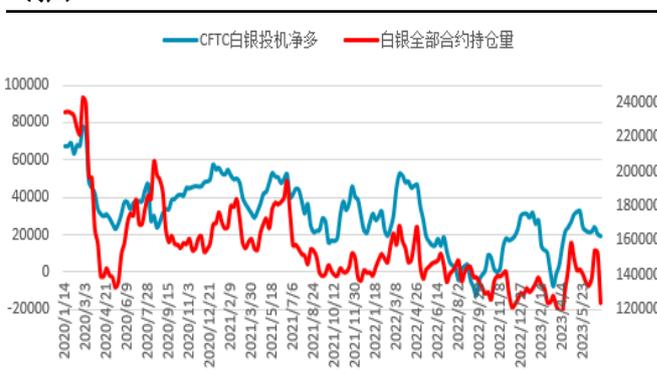
数据来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.25: 纽期金总持仓 (右轴) 与 CFTC 投机净多持仓 (张)



数据来源: Wind, CME, 一德宏观战略部

图 2.26: 纽期银总持仓 (右轴) 与 CFTC 投机净多持仓 (张)



数据来源: Wind, CME, 一德宏观战略部

图 2.27: 纽期金投机多头持仓 (张)



数据来源: Wind, 一德宏观战略部

2.5 中国黄金消费需求复苏, 配置资金延续低迷态势

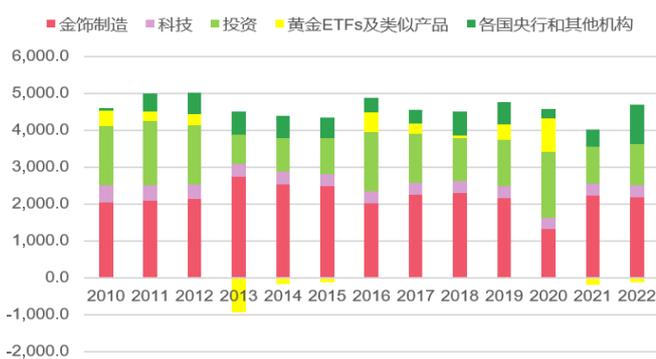
2023年4月,世界黄金协会公布了今年第一季度黄金需求趋势报告,显示一季度黄金总需求同比增长1%,至1174吨。分项指标来看,金饰需求同比增长1%至478吨,主要由于中国消费的增长与印度的需求疲软相抵消(中国同比增长11%,印度同比下降17%)。投资需求方面,一季度为274吨,结构上仍然延续虚拟投资需求掣肘实物投资需求的特征。实物投资方面,金条和金币投资连续第三个季度超过300吨,为2013年以来首次,但不容忽视的是偏高的均价带来的实物投机需求的边际放缓。黄金ETF投资方面,一季度流出29吨,连续四个季度流出。央行购金方面,全球央行购金需求持续增长,官方储备金增至228吨。其中,新加坡金融监管局(MAS)为一季度央行购金最大买家。供给方面,一季度黄金总供应量增长1%,金矿产量同比增长2%,为历年一季度产量最多。在金价上涨的推动下,黄金回收量同比增长5%。展望下半年,在美联储持续紧缩货币政策下,通胀有望进一步回落,金价阶段性重心下移有助于黄金消费需求回暖。而随着美国经济放缓趋势延续,联储或将考虑停止加息,宏观面边际变化有望进一步激发配置资金入场。

根据世界白银协会最新预测数据,预计2023年白银供需缺口为112百万盎司,基本与2022年持平,为连续5年供不应求。具体来看,根据金属聚焦最新数据预测,预计2023年白银供应将延续上行趋势,较2022年小幅增长2个百分点,至1025百万盎司。需求方面,结构上主要呈现工业需求而投资需求萎缩的局面,预计总需求将较2022年回落6%至1167百万盎司,但由于ETF虚拟投资需求萎缩幅度明显收窄,使得实际总需求不降反升,在总供应有所扩张的情况下仍能维持供需缺口相对稳定。

请参阅最后一页的免责声明

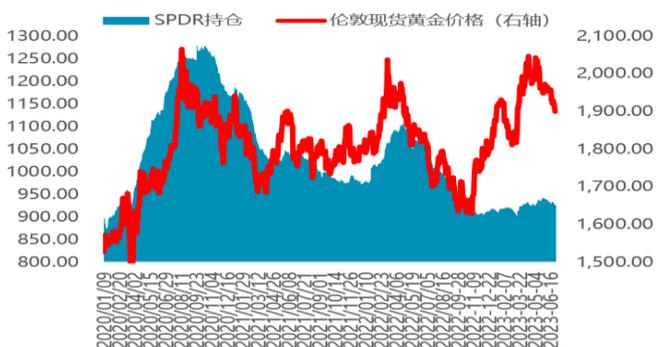
上半年，由于仍然总体处于紧缩周期内，风险事件影响持续性有限，但随着联储放缓加息步伐，叠加地缘政治博弈错综复杂，以北美贵金属ETF为代表的配置资金总体仍然出现小幅增持，但金银具体买入节奏存在差异。具体节奏上，SPDR黄金ETF上半年累计增持4.26吨，其中一季度累计净流入10.38吨，二季度累计净流出6.12吨。安硕白银ETF上半年累计增持21.15吨，其中一季度累计净流出63.72吨，二季度累计净流入84.87吨。可以说二者入场的节奏差异显示出黄金避险而白银趋近于商品的金融属性。展望下半年，随着美国经济持续下行叠加美联储加息周期渐近尾声，在美联储下半年尚存两次加息逐步兑现后，对贵金属利空压制有望进一步减弱，配置资金有望迎来入场时机。而一旦形成配置资金与投资资金共振流入，则贵金属上行空间也将进一步打开。

图 2.28：全球黄金季度需求（吨）



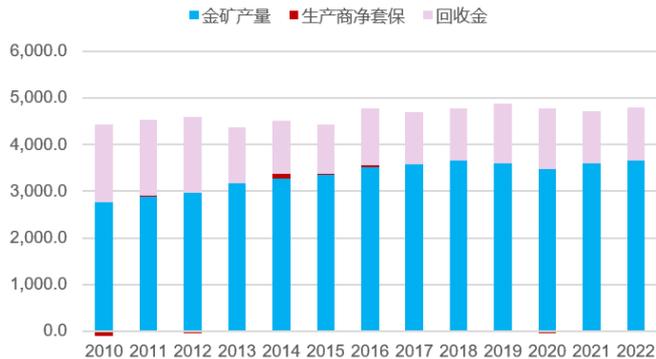
数据来源：世界黄金协会，一德宏观战略部

图 2.30：SPDR ETF 持仓量（吨）与现货金价（右轴）



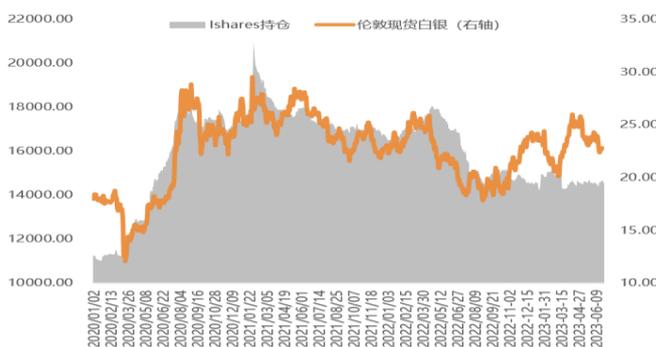
数据来源：Wind，一德宏观战略部

图 2.29：全球黄金季度供应（吨）



数据来源：世界黄金协会，一德宏观战略部

图 2.31：安硕 ETF 持仓量（吨）与现货银价（右轴）



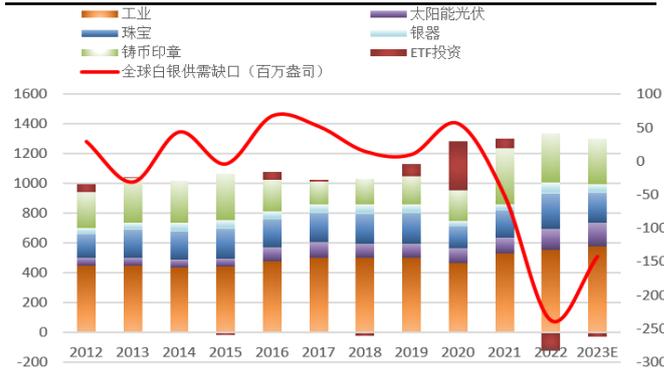
数据来源：Wind，一德宏观战略部

图 2.32: 全球年度白银供给 (百万盎司) 及年度均价



数据来源: 世界白银协会, 一德宏观战略部

图 2.33: 全球年度白银需求 (百万盎司) 及供需缺口



数据来源: 世界白银协会, 一德宏观战略部

3. 总结、展望及风险提示:

3.1 观点归纳

综上所述, 我们对 2023 年上半年贵金属行情走势及下半年行情展望作以下总结:

宏观面, 二季度美国消费、耐用品等高频数据表现稳健, 美国 CEO 经济展望指数整体回落幅度有限, 均表明美国经济深度放缓乃至衰退时点将进一步延后。通胀方面, 美国强劲的就业数据和持续攀升的薪资水平是美国通胀回归之路的最大障碍。站在当前时点, 美国银行业风险事件负面溢出效应逐步减弱, 经济仍具韧性, 核心通胀回归阻力重重, 均支撑联储紧缩周期延续, 年内降息的可能基本可以排除。展望下半年, 仍需密切关注就业市场运行情况以及信贷紧缩对经济的影响情况, 特别是一旦前者其开始转弱, 美国经济深度放缓乃至衰退可期。

利率层面, 上半年货币政策预期和风险事件(欧美银行业危机和美债务上限僵局)成为利率市场区间震荡的主要原因。参考上一轮加息周期规律, 在 7、9 月连续两次加息的假设下, 最早 9 月点阵图将可能释放本轮紧缩周期进入“认可停止加息”阶段的信号。在此之前, 金价或将延续目前的震荡格局为后续“开始提及降息”阶段的主升行情做准备。鉴于当前终值利率继续上移, 但长短利差倒挂已经深化, 名义利率后续回落空间远大于上行空间。而实际利率受通胀预期回落影响运行节奏或阶段性强于名义利率, 但总体重心下移态势不改。

美元汇率层面，上半年欧美货币政策差异主导美元走势。宏观维度层面，地缘政治僵局延续，美元霸权地位持续遭遇挑战，各国央行多元化储备资产配置对黄金构成中长期支撑。中观维度层面，随着欧美下半年在货币紧缩幅度差异趋于收敛背景下，加之临近紧缩末端经济数据将逐渐取代通胀目标成为央行施政的主要考量，经济相对强弱也将取代货币紧缩节奏强弱成为美元汇率的主要影响因素。而欧元区经济下滑趋势较美国更为明显，预计下半年美元下跌空间总体有限，但在非美经济体出现政策转向信号前，美元大幅走强概率也不高，维持当前区间震荡走势的概率较大。

资金流方面，上半年投机净多持仓与总持仓均先流入后流出。二季度，伴随风险事件影响暂歇，投机资金持续出清，持仓水平下滑显著，黄金投机资金回落到较一季度更低的水平，发动牛市行情的基础得到进一步巩固。配置资金层面，在避险需求减缓及货币政策拐点到来前，配置资金难以大举入场。随着联储紧缩周期年内渐近尾声，配置资金捕捉货币政策转折及价格拐点的特质有望进一步凸显，而一旦形成配置资金与投资资金共振流入的局面，则贵金属上行空间也将进一步打开。

3.2 行情展望

上半年，贵金属走势先扬后抑，以纽期金为例，我们在策略中重点提及的短期回调风险基本切中二季度的行情走势。考虑到当下仍然处于联储紧缩周期末端，“认可停止加息”尚未出现，预计短期调整行情仍将延续，但调整后低吸机会或将出现，纽期金有望借此再度挑战历史新高。我们预计下半年贵金属或将演绎出上半年行情节奏的镜像——探底回升，纽期金波动区间为 1850-2100 美元，纽期银波动区间为 21-27 美元，二者跌破上半年低点的概率相对较低。策略层面，配置交易者参考纽期金 1900 美元下方分批入场；投机交易者参考纽期金回调至 1850 一线后关注企稳入场机会。

图 3.1：纽期金止步前高使得月线级别调整隐忧犹存



资料来源：博易大师，一德宏观战略部

图 3.2：基准假设下，我们仍预计当前调整为周线调整



资料来源：博易大师，一德宏观战略部

风险提示：欧美银行业风险事件后续影响超预期

地缘政治博弈超预期

美联储、欧、日央行货币政策超预期

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