

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

高位遭遇抛售金价千八出现震荡

逢低增仓仍是最优策略

■ 本周视点:

上周国际金价冲高回落。一周国际金价最高开盘报于 1774.71 美元/盎司，周中国际金价触及 1818.14 美元/盎司的近 9 年以来的高点，最低价为 1769.55 美元/盎司，并最终报收于 1798.30 美元/盎司。从驱动逻辑来看，各国公布的经济数据持续好于预期，市场在通胀逻辑十分强烈，在货币大宽松的环境下，股票和大宗商品均录得了明显的，黄金作为对抗法币信用的商品也与股票的上涨保持一致。不过由于美国劳动力市场数据持续向好，市场的避险情绪显然有所回落，加上在未经明显调整的情况下黄金连续走强，使得多头在收益颇丰的情况下，开始选择获利了结，黄金也在 1800 的整数关口开始出现震荡。

后市来看，我们认为多空双方将会在 1800 附近进行多次争夺。不过如同我们此前一直坚持的那样，由于中长期支撑黄金走的因素没有出现明显变化，黄金价格仍然有持续走高的空间。从价格动量来看，如果黄金价格跌破 1800 美元，将不排除其会出现 30 美元左右的调整。实际上部分技术指标显示，黄金短期强劲的上涨势头正在减弱。（但并不意味着黄金会立即出现深度调整）因此，尽管我们仍然坚持年内黄金会大概率创下历史新高，但给定目前较高的价格水平，对于没有持仓的投资者来说仍然应该保持多一份理性；而作为长期持有的价值投资者则应该坚定持有，并在在黄金下跌的时候积极的增加持仓。在风险事件方面，本周末召开的欧洲理事会特别会议会成为影响市场的主要事件。

市场研究报告

中国工商银行贵金属业务部
交易业务部

徐铨翰、朱子坤

电话：021-63307090

Email: quanhan.xu@icbc.com.cn

报告日期：2020 年 07 月 13 日

相关研究报告：

07 月 06 日

美就业数据喜忧参半 国际金价继续
刷新年内高点

6 月 29 日

黄金刷新八年高点 中期上涨格局不
变

6 月 22 日

疫情继续冲击风险资产 国际金价再
次走高

上周国际金价冲高回落。一周国际金价最高开盘报于 1774.71 美元/盎司，周中国际金价触及 1818.14 美元/盎司的近 9 年以来的高点，最低价为 1769.55 美元/盎司，并最终报收于 1798.30 美元/盎司。从驱动逻辑来看，各国公布的经济数据持续好于预期，市场在通胀逻辑十分强烈，在货币大宽松的环境下，股票和大宗商品均取得了明显的，黄金作为对抗法币信用的商品也与股票的上涨保持一致。不过由于美国劳动力市场数据持续向好，市场的避险情绪显然有所回落，加上在未经明显调整的情况下黄金连续走强，使得多头在收益颇丰的情况下，开始选择获利了结，黄金也在 1800 的整数关口开始出现震荡。

一、上周全球市场回顾

在经济数据方面，截至 7 月 4 日的一周，美国申领失业救济金人数为 131 万人，低于前一周修正后的 141 万人，也低于市场预期的 138 万人。从合计数来看，自 3 月 21 日以来，该报告总数已经到 5000 万人。四周移动均值从 150 万人放缓至 144 万人。此外，6 月 27 日止当周续请失业金人数减少至 1,806 万人，也低于市场预估的 1,895 万人。整体来看，美国当周首次申请失业金人数似乎没有反应出疫情再度爆发对于美国劳动力市场的冲击，加上美国医药公司在疫苗研发方面的进展，使得市场对于财政政策的宽松预期有所降低，也使得黄金遭遇了短期的冲击。

在国内的价格数据方面，6 月份中国 CPI 从前一个月的 2.4% 上升到 2.5%，符合市场预期。其中食品通胀从 5 月份的 10.6% 加速至 11.1%，猪肉价格继续上涨。另一方面，非食品类价格则呈现放缓的态势，其中医疗保健从前一个月的 2.1% 降至 1.9%，教育、文化和娱乐从上个月的 2.2% 下滑至 1.9%，以及其他商品和服务从 5.3% 下滑至 5.1%。与此同时，运输下降 -4.6% 较上个月的下降速度有所放缓，租金，燃料和公用事业为 -0.6% 和服装为 -0.4%。

2020 年 6 月，中国生产者价格同比下降 3.0%，好于前个月的 -3.7%，而市场预测的降幅为 3.2%。不过这是出厂价格连续第五个月下降。从分项数据来看，采掘行业从上月的 -14.8% 放缓至 -10.5%、原材料从 -9.9% 放缓至 -8.5%，加工行业从 -2.4% 升至 -2%。与此同时，消费品成本价格从 5 月份的 0.5% 上升至 0.6%，其中食品生产成本上涨较快从 2.9 升至 3.2%。与此同时，日用商品成本从 -0.2% 下降至 -0.3%，耐用消费品从 -1.7% 跌至 -1.8%。2020 年 6 月，中国银行业新增人民币贷款 1.81 万亿元，是三个月来最多的，而市场预测为 1.8 万亿元。

2020 年上半年，银行贷款达到创纪录的 12.09 万亿元，而去年同期的最高纪录为 9.67 万亿元。与此同时，广义 M2 货币供应量增长 11.1%，与 5 月份持平，符合预期。社会融资总量，广义的信贷和流动性指标，超出了 3 万亿元的预期。

从经济数据来看，7月中上游产业继续恢复，终端消费则因为结构性问题，其价格水平仍在攀升。

二、全球市场纵览及后市展望

在过去的数周内，全球各国公布的经济数据持续好于预期，令市场的通胀预期持续抬高，并支撑了各国的风险资产价格持续走高。与此同时，流动性对于资产价格的支撑与部分实体经济行业遭受沉重打击并进而引发大规模的失业形成鲜明的对比，这些“异象”开始成为困惑市场的因素。不过我们认为在目前的情况下，此前支撑黄金市场的通胀预期和弱美元逻辑仍然存在。这主要是因为，一方面市场的通胀预期仍然有继续改善的空间，这种改善主要来自于包括中国在内的部分主要经济体积极有效的疫情管控措施，使得经济开始逐渐回归正常。这里要指出的是，美国的通胀预期更多地来自于货币学派对于美元的极限扩张所带来的，并不是常规意义上由于生产力提高所带来的良性通胀。另一方面，弱美元则是美联储超级宽松下，美元相对其他主权货币的弱势表现的一种延续。

首先从美国自身的角度来看，随着海外市场美元流动性缓解和商业银行对于美联储正回购需求减少，令美联储资产负债表规模持续下降。根据美联储公布的数据显示，截止到7月8日，美联储资产负债表规模下降至6.92万亿，而在6月初该数字曾一度触及7.17万亿美元峰值。尽管资产负债表的扩张速度开始放缓，但目前美国所面临的愈发严重的双赤字问题，则在更长的时间维度上对美元形成制约。

在美国的财政方面，周中美国官员表示，白宫希望在8月初以前通过不超过1万亿美元的经济刺激计划，引发了市场对于美国财政赤字的进一步担忧以及对于未来通胀的预期。根据美国财政办公室最新发布的预测显示，截止到2020年6月份，美国联办预算赤字为8630亿美元，今年前九个月美国财政赤字将达到创纪录的2.7万亿美元，比去年同期增加2万亿美元。2019年美国全年GDP为19万亿美元，考虑到今年美国经济衰退几无悬念，料2020年美国的赤字率将超过GDP的14%。

除了不断高企的财政赤字外，美国的贸易赤字也在不断增加。截止到5月底，今年前5个月美国贸易赤字为-2234亿美元，而去年同期为-2457亿美元。尽管从数字上看今年美国经常项下的贸易赤字似乎有所改善，考虑到去年美国与多个国家签订了贸易协定，因此在去年对外贸易不断改善的情况下，目前美国的贸易情况是比较糟糕的。这也意味着，美元的下行压力将会持续增大。

从非美来看，花旗经济意外指数显示近期多国公布的经济数据实际上要远好于市场的悲观预期，美国、欧盟、日本和中国的经济都在不同程度的进入复苏。由于不同地区对于疫情的整体控制并非同步，不同国家间的经济复苏进程仍然有较大的差异。特别是作为全球储备货币的发行国，美国的疫情发展是干扰市场的最大变量之一。上周，美国总统特朗普发声希望美国经济能够全面重启，但是在疫情的二次冲击下仍然有 20 个州宣布将会暂停重启计划。此前美国松垮的管控措施以及大规模的示威游行所导致的疫情再次爆发，对于美国经济形成了巨大的挑战，和由此引发的经济复苏所面临的不确定性。当然，随着检测手段的不断丰富，以及治疗方案的不断改善，使得美国新冠疫情的致死率在不断下降。这也就不难解释，为何美国总统特朗普在疫情仍然不断扩散的情况下，希望美国能够全面重启。市场对于美国经济的复苏仍然持有疑问。上周美国公布的劳动力市场数据显示，美国的就业情况似乎还在持续改善，至少当周首次申请失业金人数在持续降低，但其边际改善程度已经明显降低。此外，美国又有数家大型零售企业申请破产保护，这无疑反映出疫情扩散下，美国经济复苏的艰难境地。如果有任何可以期许的地方那就是美国多地已经对经济重启喊停，因此未来的 2-3 周内美国的确诊和死亡率将能够更好的让市场了解美国经济能够在何时开始全面重启。不过为了在大选前为了稳定各自的票仓，几乎可以确定两党会在接下来的国会讨论中通过新一轮的刺激计划。

在欧洲方面，虽然部分国家仍然出现了聚集性疫情，但由于疫情整体扩散的水平在不断降低，多国都在继续放松管控措施。法国、比利时、英国等多个国家已经对现有的管控措施进行松绑。今年 5 月，德法两国倡议欧盟能够设立总额为 5000 亿欧元的经济恢复基金。再次之后两国还倡议通过发债方式筹集资金，设立总额为 7500 亿欧元的“恢复基金”。在 6 月 16 日的会议上各方并未就该基金的细节达成一致。7 月 17 日至 18 日，欧盟领导人将会在布鲁塞尔参加欧洲理事会特别会议，讨论相关议题。如果在此次会议上能够就“恢复基金”达成协议，料市场对于欧元的风险偏好将会持续上升，并会对美元形成压力。

后市来看，我们认为多空双方将会在 1800 附近进行多次争夺。不过如同我们此前一直坚持的那样，由于中长期支撑黄金走的因素没有出现明显变化，黄金价格仍然有持续走高的空间。从价格动量来看，如果黄金价格跌破 1800 美元，将不排除其会出现 30 美元左右的调整。实际上部分技术指标显示，黄金短期强劲的上漲势头正在减弱。（但并不意味着黄金会立即出现深度调整）因此，尽管我们仍然坚持年内黄金会大概率创下历史新高，但给定目前较高的价格水平，对于没有持仓的投资者来说仍然应该保持多一份理性；而作为长期持有的价值投

资者则应该坚定持有，并在在黄金下跌的时候积极的增加持仓。在风险事件方面，本周末召开的欧洲理事会特别会议会成为影响市场的主要事件。

图 1：不同期限美元 LIBOR

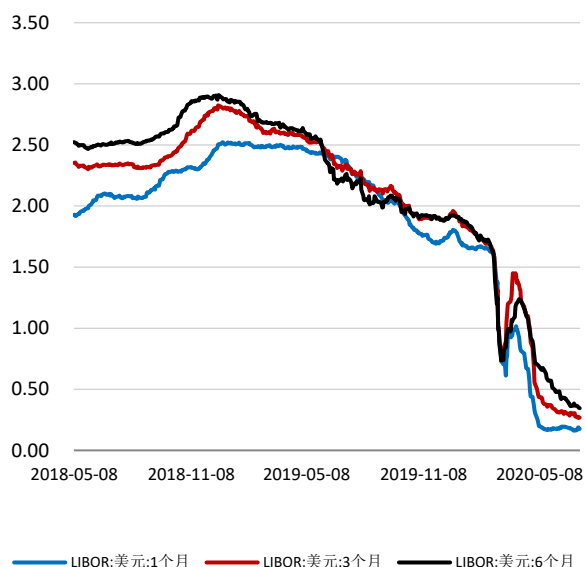
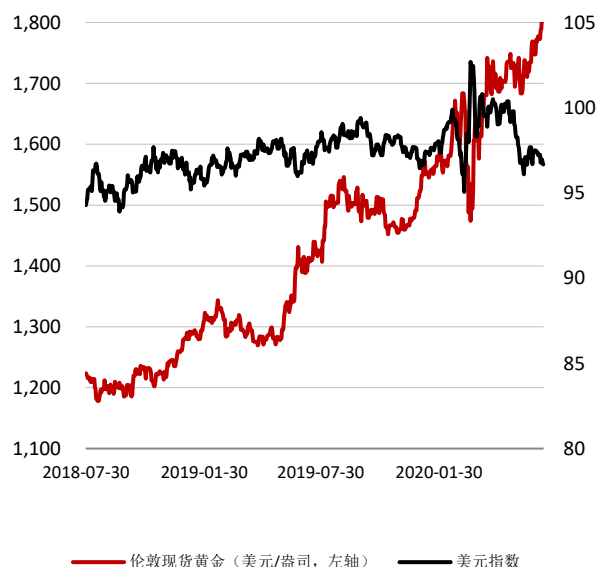


图 2：黄金与美元指数



数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

图 3：黄金与美十年期国债收益率

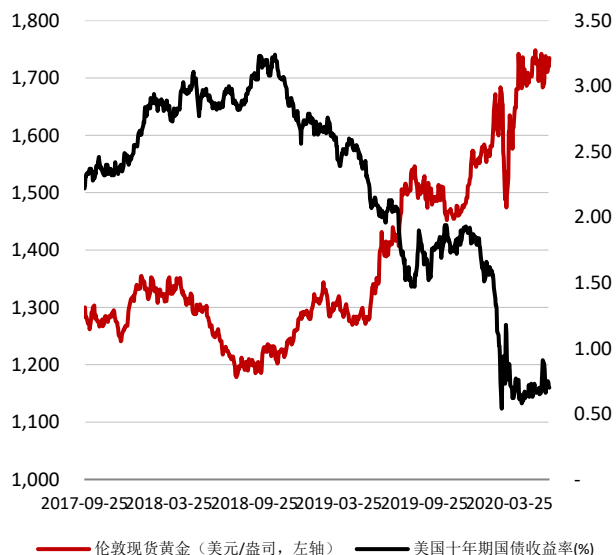
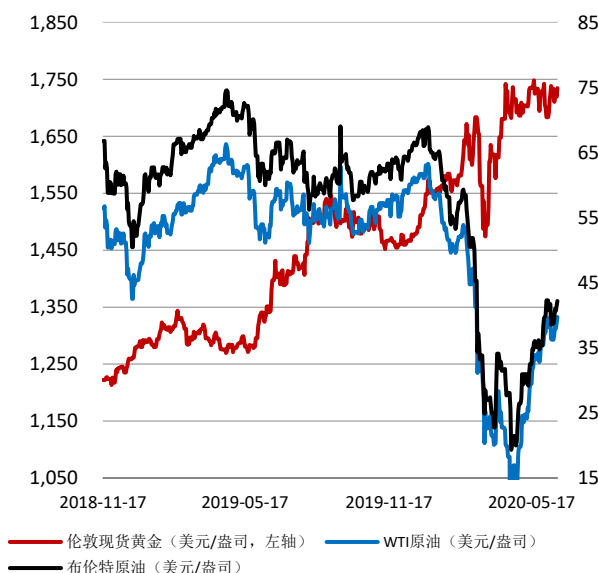


图 4：黄金与原油价格



数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

图 5: COMEX 黄金期货持仓状况

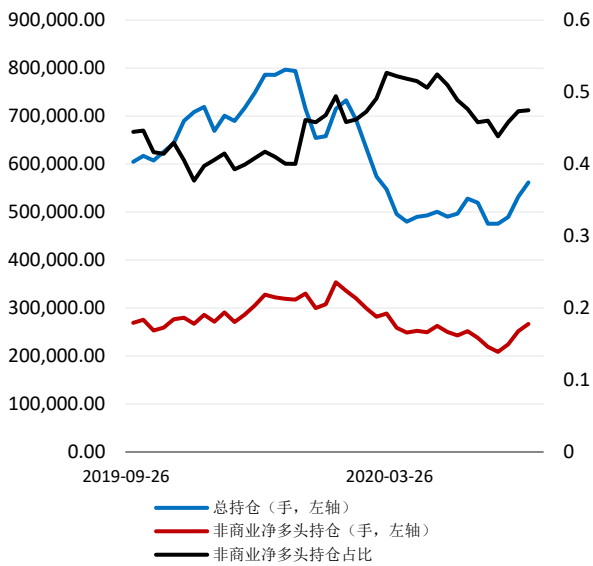
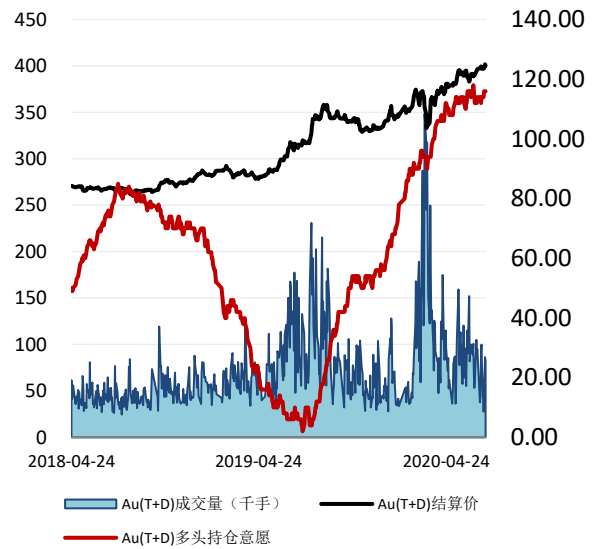


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

图 7: SPDR 黄金持仓与国际金价

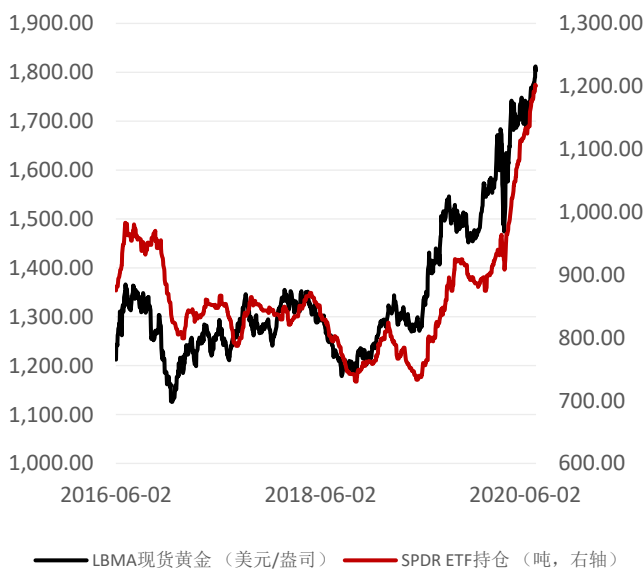


图 8: SLV 白银持仓与国际银价

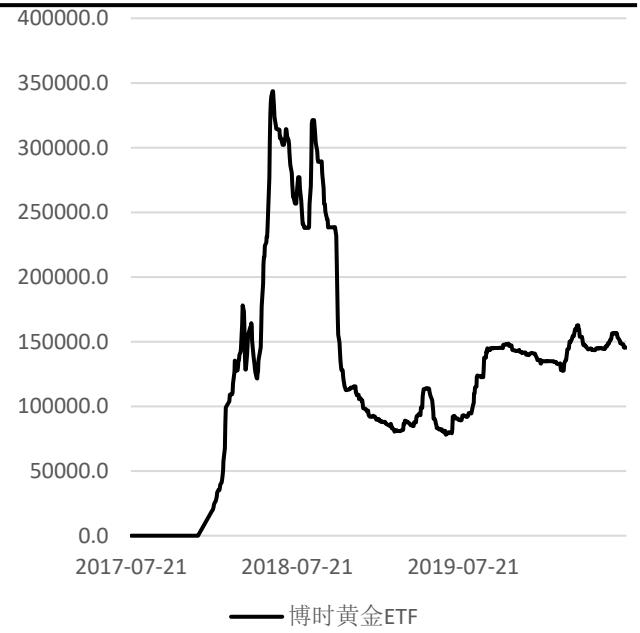


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

图 9: CBR 现货指数与 LME 铜



图 10: 博时黄金 ETF 持仓

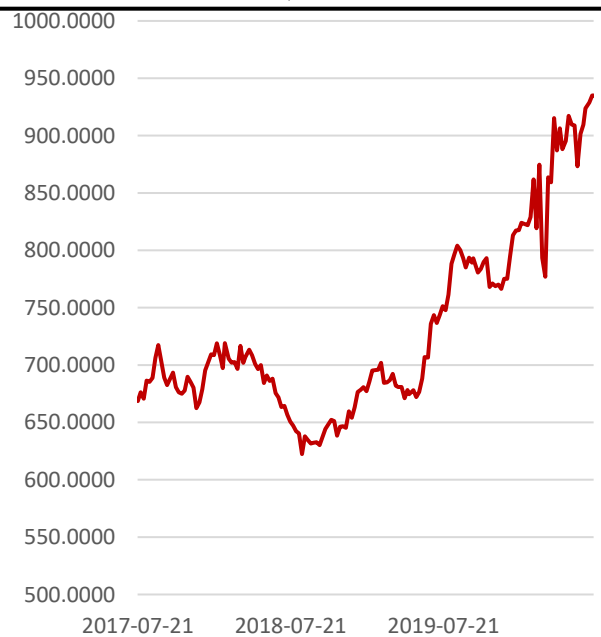


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

图 11: 美国黄金股票图



图 12: 美国黄金股票指数



数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

图 13: 中国黄金股票图

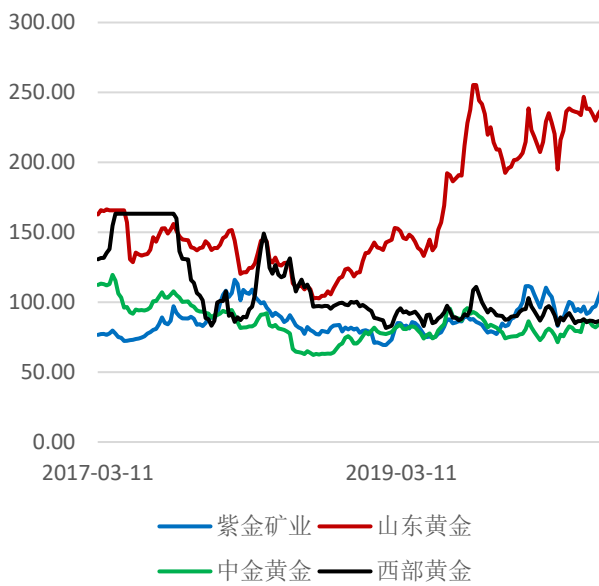
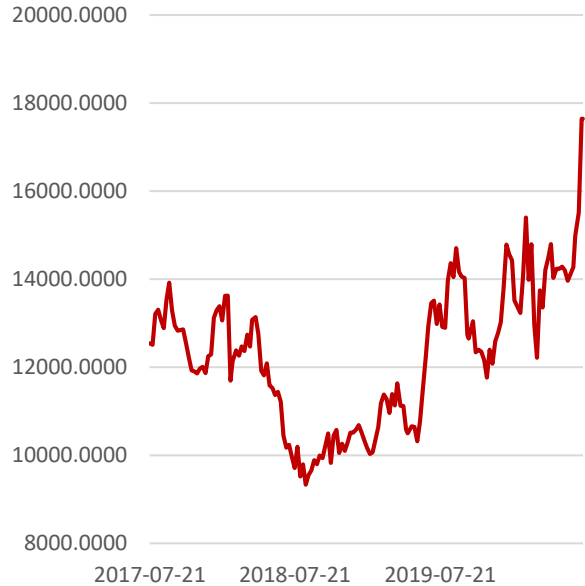
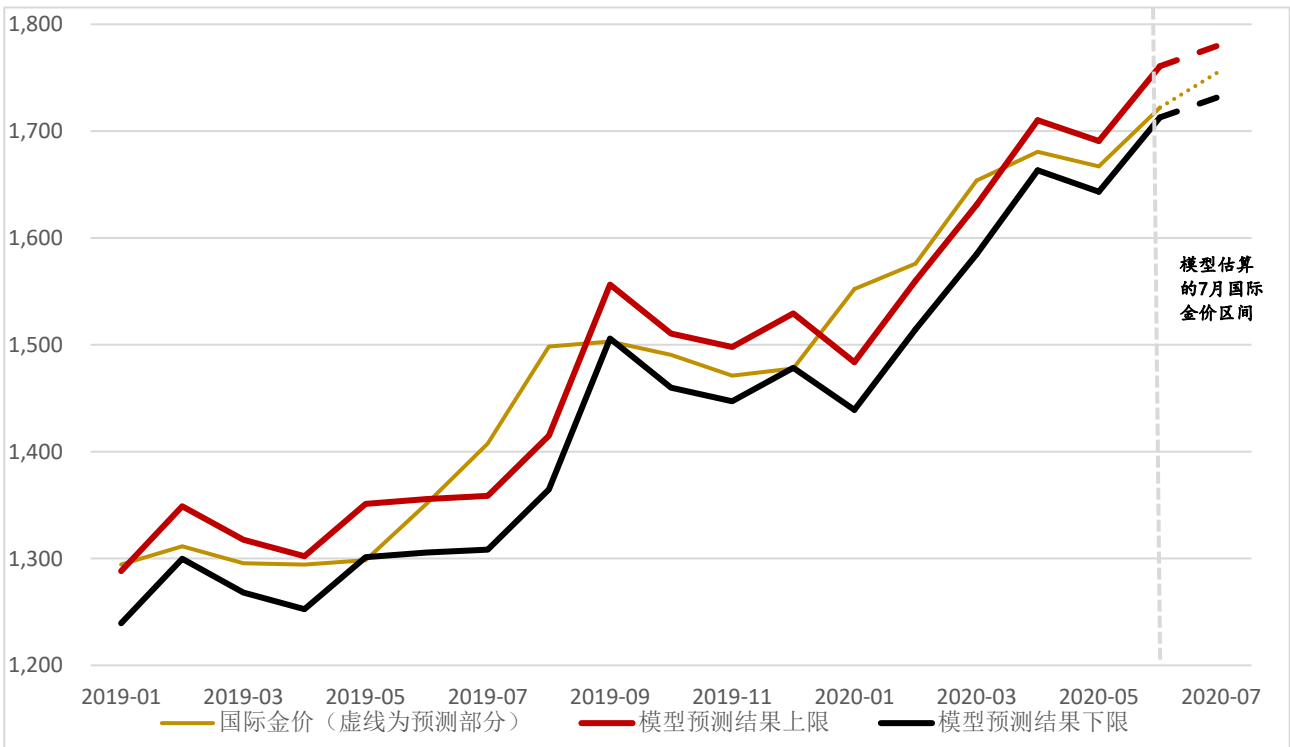


图 14: 中国黄金股票指数



数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

图 15: 黄金价格预测量化模型结果



1: 我们以基准日的国际黄金价格为基础, 通过大数据和深度学习的方法, 以宏观数据为依据结合波动率模型, 估算出下一个月基准日国际金价的区间。

数据来源: 工商银行贵金属业务部策略分析团队

表 1: 本周重点经济数据公布时点

请参阅最后一页的重要声明

中国工商银行贵金属业务部

日期	重要资讯	市场预期值	数据影响
7月13日	德国6月批发物价指数年率	-4.3%	公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价
7月14日	美国6月季调后CPI月率	0.60%	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
7月15日	美国7月纽约联储制造业指数	5.5	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
	美国6月工业产出月率	4.80%	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
7月16日	美国至7月11日当周初请失业金人数(万人)	131.4 (前值)	公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价
	美国6月零售销售月率	5.50%	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
7月17日	美国6月新屋开工总数年化(万户)	118	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
	美国7月密歇根大学消费者信心指数初值	80	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价

三、近一周美联储以及欧洲央行官员的言论分析

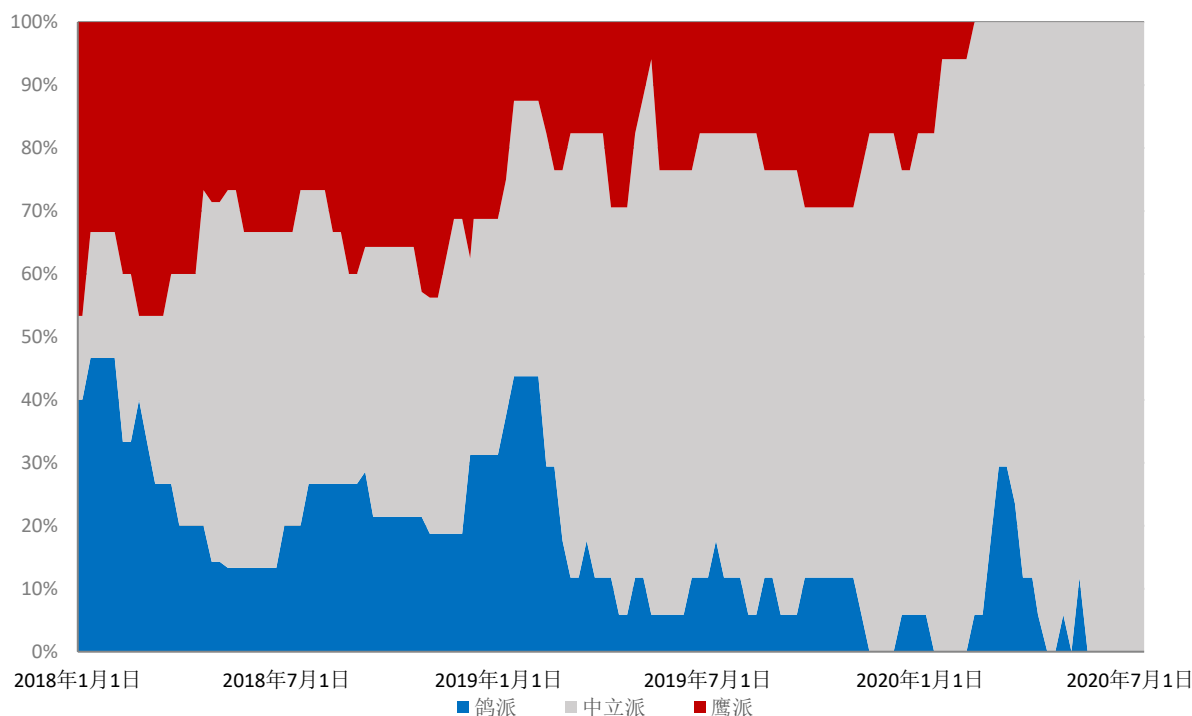
联储委员	是否票委	表态	最新言论
波士顿 罗森格伦	否	中立	预计整个夏季和秋季, 美国经济将比许多人预期的还要疲软; 由于经济正在和新冠病毒作斗争, 预计美联储将看到主体街贷款项目的贷款数量将非常可观。大多数主体街贷款计划的贷款都是通过社区银行发放的, 但预计随着时间的推移, 会出现一些规模更大的贷款。
克兰科夫 梅斯特	是	中立	(经济) 恢复到疫前水平将需要很长时间, 预计宽松的货币政策将会维持一段时间。美联储对于采取更多行动来支撑经济持开放态度; 如果我们得不到进一步的财政支持, 经济状况就不会恢复到原来应有的水平。
费城 哈克	是	中立	

亚特兰大 博斯蒂克	2021	中立	美联储的借贷便利缓和了市场压力，楼市紧张情况不如预期般严重，看到企业和消费者担忧情绪增加的信号，经济复苏的步伐可能会在低于预期的水平上趋于平稳。只要救济仍有需要，美联储将维持贷款工具。新冠病毒财政救助确实起到了作用；如果信心受损，经济复苏将减弱；疫情爆发引发了人们对重启经济前景的质疑。在一年内经济仍然处于复苏模式；各地区和社区的复苏将是不平衡的。在2021年中或2022年之前，经济不会回到新冠肺炎疫情前的水平。
美联储副主席 克拉利达	是	中立	看到经济在5月，6月开始反弹的一些迹象；如有需要，美联储可以并且将会做得更多；若有需要，美联储的借贷便利将会一直有效；美联储购买住房抵押贷款支持证券和国债的数量没有限制；二次衰退不是美联储的基准前景预测，许多经济部门的信贷流动状况良好。经济的道路取决于新冠肺炎疫情的发展。
旧金山 戴利	2021	中立	重点关注主体街贷款工具是否如所需的那样有效，暂不知道是否需要为主体街贷款计划上做更多努力；主体街贷款计划是否拥有合适的条款使其发挥作用，关于这一点仍有一些疑问。目前的就业水平可能与美国经济整体需求下降相称；劳动力市场的状况比预期要好，但还远未达到其应有的水平；新冠病毒造成的影响很大程度上取决于行业，科技行业是净受益者；美国经济将遭受多大的损害还存在不确定性。
美联储主席 鲍威尔	是	中立	
美联储理事 布雷纳德	是	中立	
美联储理事 夸尔斯	是	中立	在经历了新冠肺炎疫情导致的波动之后，市场正在有序运转；市场动荡表明，我们需要更好地理解非银行领域的风险。在危机的下一阶段，银行将面临不良贷款和条款增加的局面。
美联储理事 鲍曼	是	中立	
纽约 威廉姆斯	是	中立	
里士满 巴尔金	2021	中立	美国失业率如此之高，美联储还有更多事情要做；不担心美联储的资产负债表会导致通货膨胀。
达拉斯 卡普兰	是	中立	预计美国第三、第四季度经济将录得增长，而第二季度则猛烈下跌；基准预期是2020年经济萎缩

			4.5%-5%；对新冠病毒的控制情况是影响经济前景的关键。未来某个时候美联储会需要表现克制，但在当前的危机期间，美联储的行动是合适的。
堪萨斯城 乔治	否	中立	
圣路易斯 布拉德	是	中立	尽管新冠病毒感染再度增加，仍然对前景相当乐观；相信口罩将无处不在，死亡人数将下降，疾病将得到控制；预计到今年年底，失业率将降至8%以下；这一次的危机和战后的危机完全不同；预计大多数人可以在未来90天内重返工作岗位；相信立法者将在有充足资源的情况下提出新的财政刺激法案。
芝加哥 埃文斯	是	中立	
明尼阿波利斯 卡什卡利	是	中立	

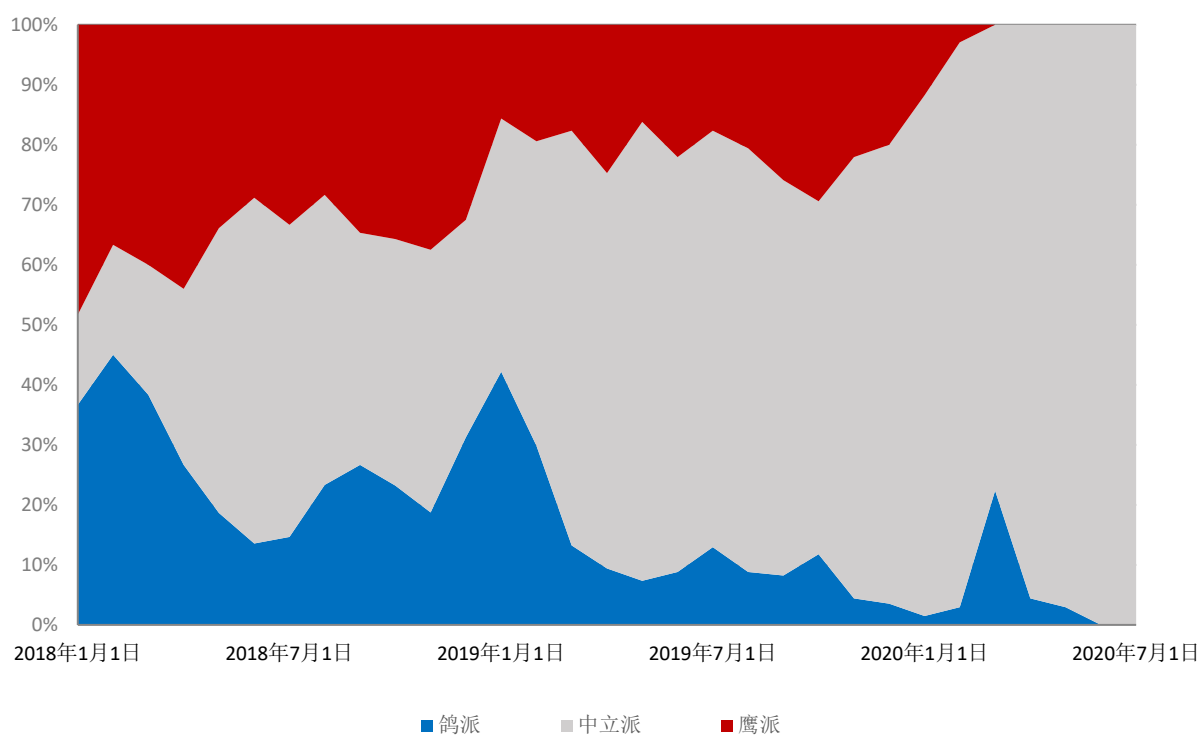
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 21：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



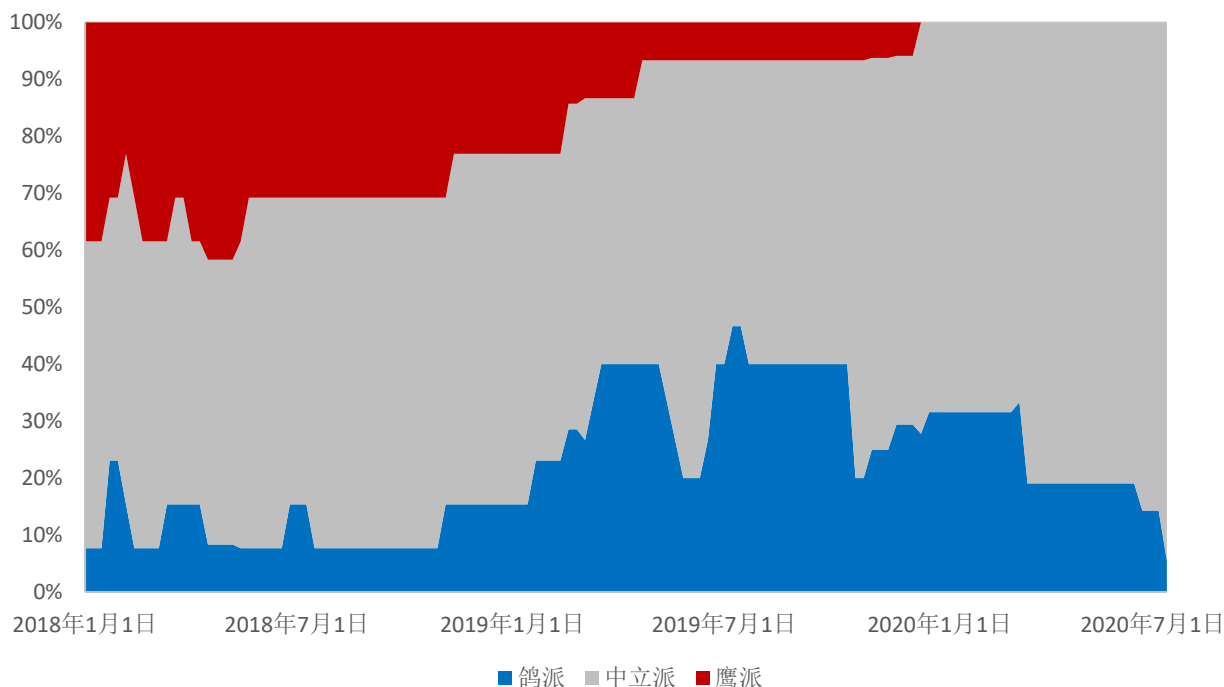
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 22：近期美联储官员的言论基调（月均/连续）



数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

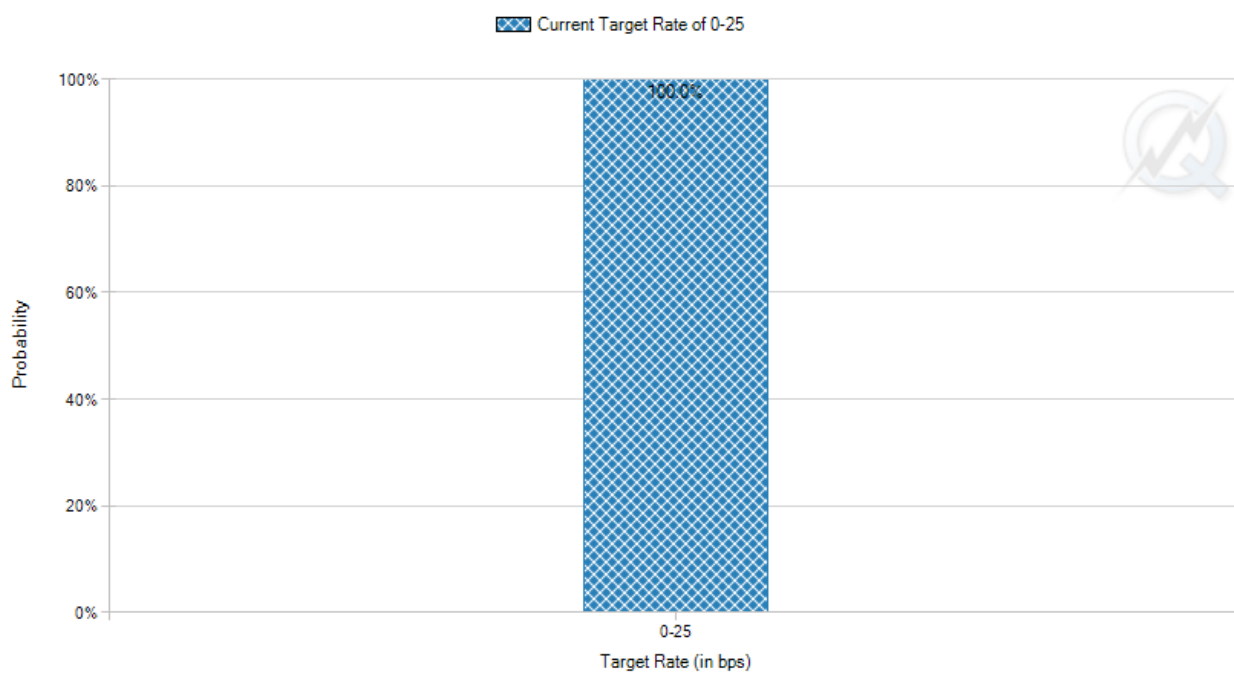
图 23：近期欧洲央行官员的言论基调（每周/连续）



数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 24：芝商所联邦利率期货隐含的联邦公开市场委员会（FOMC）7 月份加息与否概率

Target Rate Probabilities for 29 7月 2020 Fed Meeting



数据来源：芝加哥商业交易所集团，CME Group

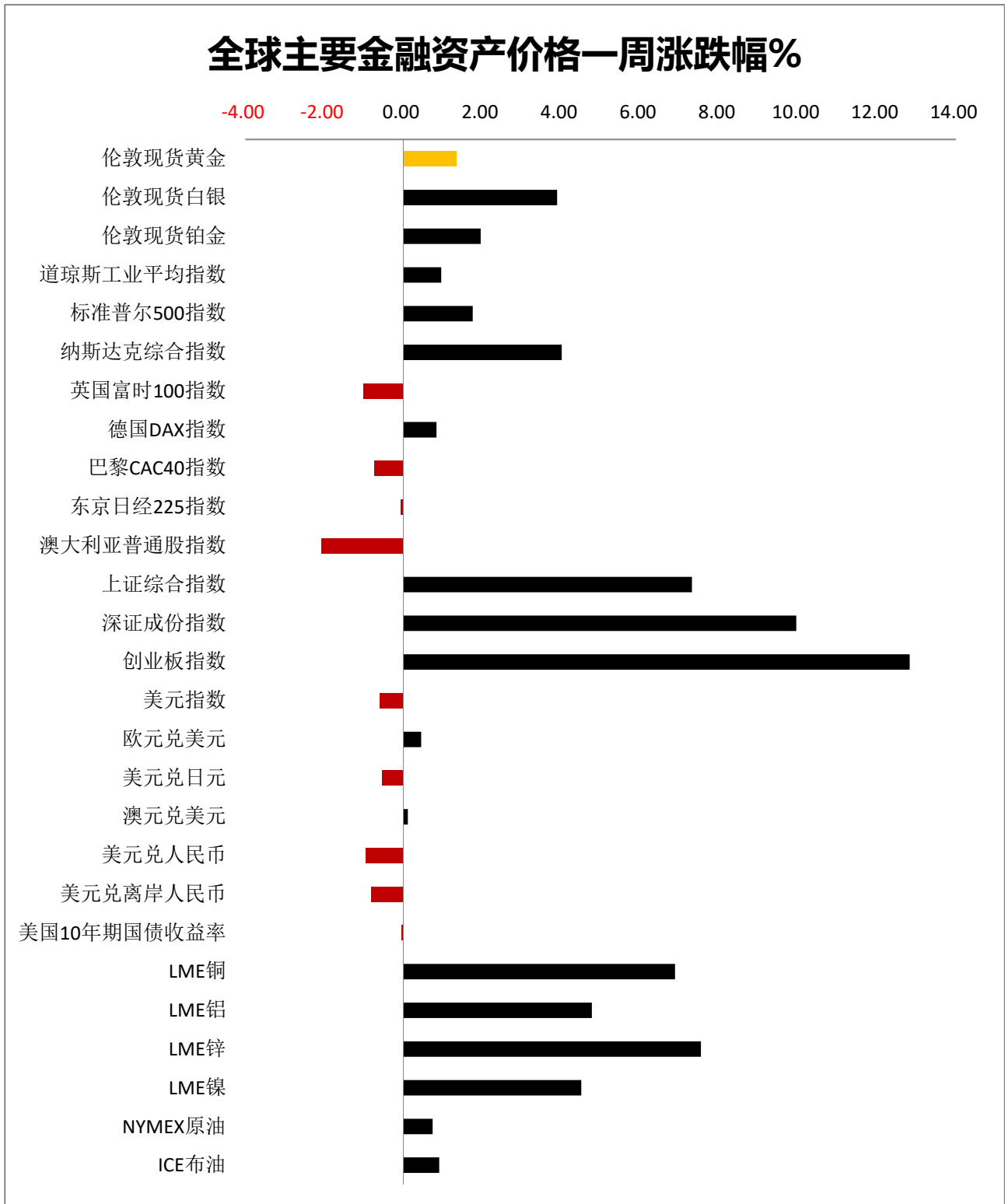
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1774.71	1818.14	1769.55	1798.30	1.35
伦敦现货白银	18.00	19.04	17.92	18.71	3.90
伦敦现货铂	808.00	858.98	805.50	825.62	1.96
道琼斯工业平均指数	25996.08	26297.53	25523.51	26075.30	0.96
标准普尔 500 指数	3155.29	3186.82	3115.70	3185.04	1.76
纳斯达克综合指数	10360.38	10622.35	10337.98	10617.44	4.01
英国富时 100 指数	6157.30	6304.19	6003.19	6095.41	-1.01
德国 DAX 指数	12774.77	12842.59	12416.69	12633.71	0.84
巴黎 CAC40 指数	5112.50	5121.72	4882.50	4970.48	-0.73
东京日经 225 指数	22341.27	22742.28	22285.07	22290.81	-0.07
澳大利亚普通股指数	6163.70	6192.90	6017.00	6036.28	-2.07
上证综合指数	3187.84	3456.97	3187.84	3383.32	7.31
深证成份指数	12519.50	13831.61	12519.50	13671.24	9.96
创业板指数	2469.24	2799.00	2460.13	2778.46	12.83
美元指数	96.79	96.99	96.23	96.67	-0.59
欧元兑美元	1.12	1.14	1.12	1.13	0.45
美元兑日元	107.51	107.79	106.65	106.92	-0.55
澳元兑美元	0.69	0.70	0.69	0.69	0.12
美元兑人民币	7.07	7.07	6.98	7.00	-0.95

美元兑离岸人民币	7.07	7.07	6.98	7.01	-0.81
美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.0451
LME 铜	6040.50	6429.50	6031.00	6429.00	6.88
LME 铝	1615.50	1695.50	1613.50	1689.00	4.78
LME 锌	2026.00	2194.00	2024.00	2189.00	7.54
LME 镍	12985.00	13570.00	12985.00	13560.00	4.51
NYMEX 原油	40.31	41.08	38.54	40.59	0.74
ICE 布油	42.79	43.71	41.32	43.17	0.91

数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

表 4：上周全球主要金融资产表现



数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。