

## 工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

## 美就业数据喜忧参半 国际金价继续刷新年内高点

### ■ 本周视点:

上周国际金价高位震荡。周中国际金价继续刷新8年新高至1789.15美元/盎司，下半周美国公布的劳动力市场数据持续走高，国际金价出现回落。不过新冠疫情的二次冲击令市场对于美国政府的刺激政策仍存预期，加上6月份美联储议息会议纪要显示美联储中期宽松立场不变，推动了市场的通胀预期，国际金价从1757.25美元的周中低点反弹，并最终报收于1774.31美元/盎司。

在货币政策方面，上周公布的美联储6月份FOMC会议纪要显示，在6月份的会议上，联邦公开市场委员一致同意维持利率在0-0.25%的区间，以更好地支撑经济。在通胀方面，尽管美国官方公布的5月份CPI数据为0.1%，但不同收入人群所承受的通胀压力却有所不同。根据彭博社对于5月份消费者价格指数重新计算的数据显示，根据疫情重新调整的美国的通胀数据为1.1%，其中10%的低收入家庭承受着1.5%的通胀压力，但对于高收入人群来说通胀压力仅为1%。低利率叠加高通胀预期仍然是目前驱动市场的主要逻辑之一。

展望后市，从价格走势来看，上周国际金价整体呈现高位震荡的格局。在创下了8年新高的同时，超预期的非农数据公布后黄金的大幅回落，也显示了市场情绪的脆弱。黄金价格的持续攀升了，阻止了部分处于观望中的多头，同时也令已经获得收益看多者有获利了结的冲动。不过在一个强劲的牛市结构中，市场的每一次回落幅度都不会很深，看多的投资者仍然会积极配置，并将价格推升至更高的水平。这意味着逢高做空的交易策略并不可取，至少不是在目前的经济环境下。因此，我们仍然坚持看涨黄金，但在冲击更高的点位前，我们认为国际金价会在高位展开盘整，特别当权益类资产获得市场更多青睐的情况下，避险资产的波动率将会持续降低。

## 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06日

### 相关研究报告:

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

6月15日

美疫情二次冲击风险加大 国际金价连续走高

上周国际金价高位震荡。周中国际金价继续刷新 8 年新高至 1789.15 美元/盎司，下半周美国公布的劳动力市场数据持续走高，国际金价出现回落。不过新冠疫情的二次冲击令市场对于美国政府的刺激政策仍存预期，并推动市场的通胀预期，国际金价从 1757.25 美元的周中低点反弹，并最终报收于 1774.31 美元/盎司。

## 一、上周全球市场回顾

在生产数据方面，2020 年 6 月，美国 ISM 制造业采购经理人指数从 5 月份的 43.1 回升至 52.6，超过市场预期的 49.5。在美国部分复工复产后，工厂活动出现了自 2019 年 4 月以来最强劲的扩张。新订单，生产和价格均出现反弹，就业从 32.1 回升至 42.1，新出口订单从 39.5 反弹至 47.6。此外，周初公布的美国达拉斯联储制造业指数为 13.6 好于前值的-28。总体来看，美国的复产复工好于市场预期。

在美国的劳动力市场数据方面，上周公布的美国 ADP 就业人数 236.9 万人。新增非农就业总人数继 5 月份增加 270 万人后，6 月份又增加了 480 万人。劳动力市场继续从疫情中恢复，当时就业人数在这两个月合计减少了 2220 万人。6 月份，非农就业人数为 1470 万人，比 2 月份下降了 9.6%。由于新冠疫情的影响，美国的劳动力市场在 3、4 月份中遭遇重挫。根据非农报告显示，美国 6 月份临时裁员的所导致的失业人数减少 480 万至 1060 万人。永久性失业人数继续上升，6 月份增加了 58.8 万人，达到 290 万人。6 月份劳动力参与率增加了 0.7%，达到 61.5%，但比疫情爆发前的 2 月份的水平低 1.9%。以家庭调查衡量的总就业人数在 6 月份增加了 490 万人，达到 1.422 亿人。就业与人口比为 54.6%，比 2 月份上升了 1.8%，但比 2 月份下降了 6.5%。从分项数据来看，6 月份疫情期间受到重创的三个行业，开始出现复苏迹象。教育健康、零售和休闲娱乐及酒店，在 6 月份分别提供了 14.89 万、73.98 万和 208.8 万就业岗位。

尽管非农数据第二个月走强，不过截至到 6 月 27 日，仍有 142.7 万人首次申领失业救济，跌幅有所放缓但仍然高于市场预期的 135.5 万人。自 3 月 28 日的当周初请失业金人数触及纪录高位 686 万人以来，该数值一直在稳步下降，但却始终高于市场预期。最新的数字是 2007-09 年次贷危机期间峰值的两倍多，而从 3 月 21 日以来首申报告的总人数达到了 4870 万人。消除周与周波动性的四周移动平均数放缓至 150.4 万人，而截至 6 月 20 日的一周，持续申领失业救济金人数增加至 1929. 万人，高于市场预测的 1900 万人。

在国内生产数据方面，2020 年 6 月中国财新服务采购经理人指数，从上月的 55.0 升至 58.4，服务业活动增长为 2010 年 4 月以来最强劲，也是服务行业开始重新回暖的一个重要信

号。从分项数据来看，新订单创下近 10 年来最大增幅，更多企业正在恢复正常运行。此外，在全球需求改善的情况下，出口销售也开始出现年内的首次增长。在价格方面，投入成本略有下降，主要是用工成本下降有关，而终端销售的价格大致保持不变，并结束了此前连续六个月的下降趋势。

## 二、全球市场纵览及后市展望

上周公布的美联储 6 月份 FOMC 会议纪要显示，在 6 月份的会议上，联邦公开市场委员一致同意维持利率在 0-0.25% 的区间，但票委对于美联储货币政策的锚定侧重有所分歧。一部分委员对美联储的货币政策锚定于前瞻性的通胀指引表示赞同。尽管这可能会导致委员会的长期通胀目标适度暂时超标，但随着时间的推移，通胀波动将集中在 2%。他们认为这种形式的前瞻性指引有助于增强委员会对称的 2% 通胀目标的可信度，并有可能防止过早退出货币政策宽松。几名与会者表示，他们倾向于与失业率挂钩的前瞻性指引。他们认为专注于最近取得的劳动力市场结果会更可信，或者考虑到目前的失业率有多高，这样的指引将清楚地表明，在较长一段时间内会有高度的宽松政策。通常情况下，美联储的货币政策遵循着双目标制，即就业最大化以及 2% 的通胀目标。不过在当前潜在产出受到打压的情况下，实际产出缺口可能因为超常规的货币政策而被迅速弥补，因此需要一个更加长期的稳定的货币政策来支撑潜在产出的恢复。因此对于偏向于通胀目标制的委员来说，给出一个阶段性的 2% 的通胀目标可能更合时宜。而对于希望修复潜在产出的委员来说，则更偏向于锚定失业率，减少永久性失业，并努力恢复潜在产出。但无论是那种方式，我们认为美联储票委的决策都将引导市场预期更加偏向长期的宽松预期和以 2% 为平均值的通胀目标。

美联储官员对收益率曲线控制也进行了讨论，但几乎所有与会者都表示，他们对这种做法的成本和效益有许多疑问。我们认为短期内外市场对于收益率曲线控制的预期会有所落空。虽然，美联储对于收益率曲线控制存疑，但一些与会者强调，在评估不同货币政策工具在支持实现委员会目标方面可能发挥的潜在作用时，重要的是要考虑如何协调使用各种政策工具，以帮助票委员实现其双重目标。因此，多位与会者指出，与公众的清晰沟通对所有政策工具的有效性至关重要。因此委员认为，联邦公开市场委员会应在短期内完成货币政策框架审查，包括修订“关于较长期目标和货币政策策略的声明”。这样一份经修订的声明将向公众传达委员会如何看待其政策目标，并为为议息会议的政策行动提供更多背景。2019 年美联储开始密集讨论其现有的政策框架，从过去讨论的情况来看，美联储的政策引导可能会调整至平均通胀目标制或价格水平目标制。

周四公布的美国劳动力市场数据，在很大程度上解释了当前市场纠结的逻辑。受到美国独立日假期的影响，上周四公布了本应在周五公布的美国 6 月份新增非农就业数据，而当晚同时公布了更加高频的当周首次申请失业金人数。尽管非农数据显示美国的劳动力市场持续向好，但是首申数据显示劳动力市场的扩张动能正在消散。受到疫情的影响，劳动力平均时薪增幅也继续走弱，暗示居民消费能力增长潜力不足。在疫情仍未消散的当下，市场选择相信美国政府会继续向普通民众和企业提供贷款来维持总需求。不过值得注意的是，尽管美联储提供了主街贷款项目，由于贷款条件并不优渥，其使用率却很低，企业更加欢迎财政部直接拨款项目，如薪资保障计划。因此，后续美联储是否会对相关贷款政策条款进行修正，或是美国财政部是否会提供更多直接援助计划，值得市场关注。

在通胀方面，尽管美国官方公布的 5 月份 CPI 数据为 0.1%，但不同收入人群所承受的通胀压力却有所不同。根据彭博社对于 5 月份消篮子变化重新计算的数据显示，根据疫情重新调整的美国的通胀数据为 1.1%，其中 10% 的低收入家庭承受着 1.5% 的通胀压力，但对于高收入人群来说通胀压力仅为 1%。低利率叠加高通胀预期仍然是目前驱动市场的主要逻辑之一。

从价格走势来看，上周国际金价整体呈现高位震荡的格局。在创下了 8 年新高的同时，超预期的非农数据公布后黄金的大幅回落，也显示了市场情绪的脆弱。黄金价格的持续攀升了，阻止了部分处于观望中的多头，同时也令已经获得收益看多者有获利了结的冲动。不过在一个强劲的牛市结构中，市场的每一次回落幅度都不会很深，看多的投资者仍然会积极配置，并将价格推升至更高的水平。这意味着逢高做空的交易策略并不可取，至少不是在目前的经济环境下。因此，我们仍然坚持看涨黄金，但在冲击更高的点位前，我们认为国际金价会在高位展开盘整，特别当权益类资产获得市场更多青睐的情况下，避险资产的波动率将会持续降低。

图 1：不同期限美元 LIBOR

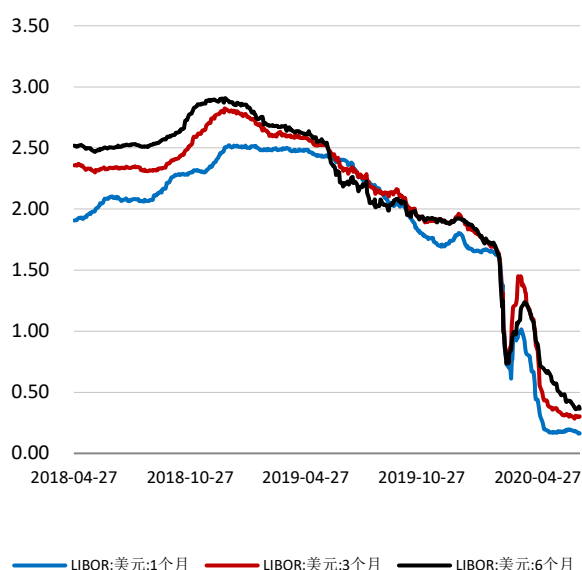


图 2：黄金与美元指数

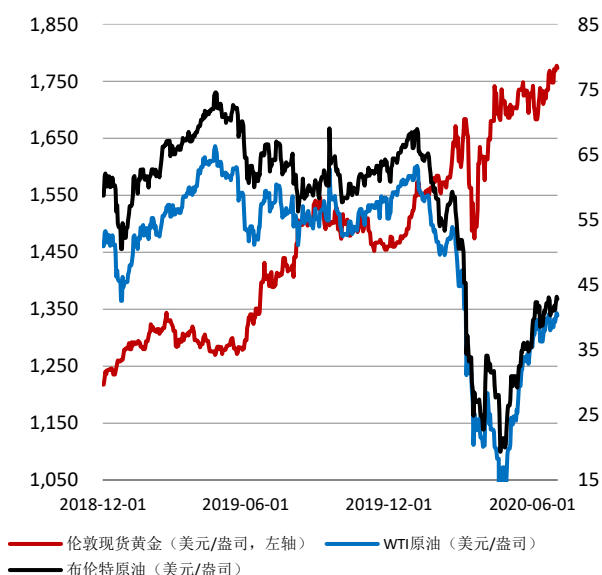


数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

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

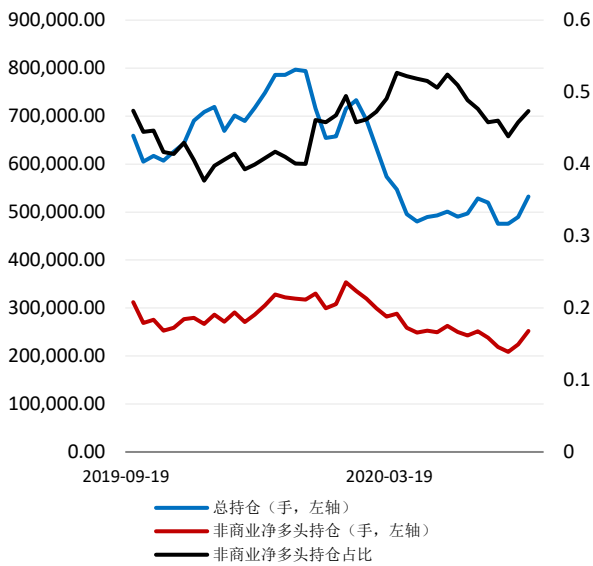
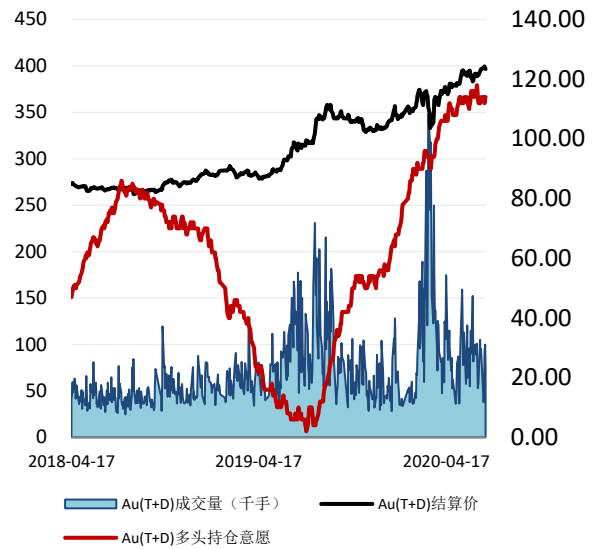


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

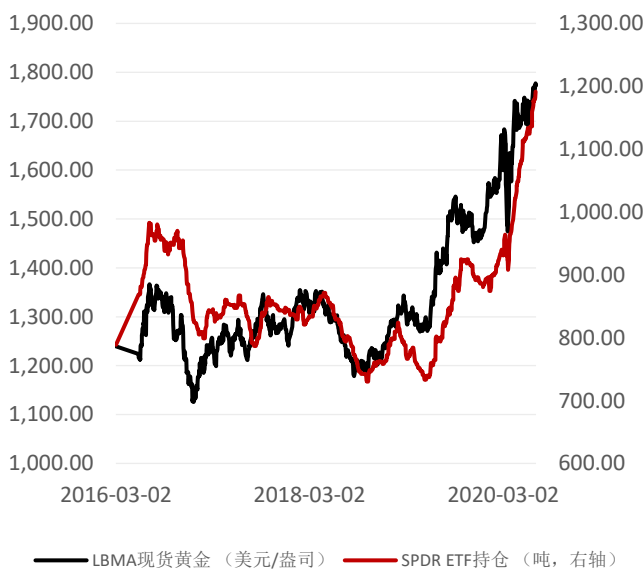


图 8: SLV 白银持仓与国际银价

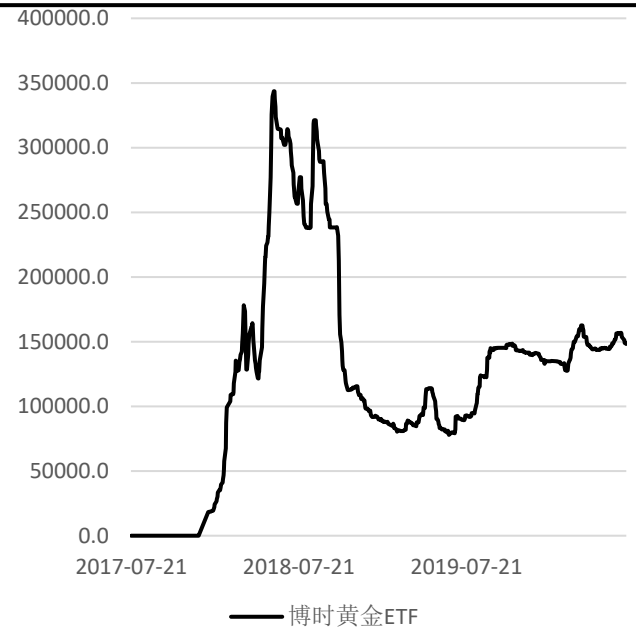


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

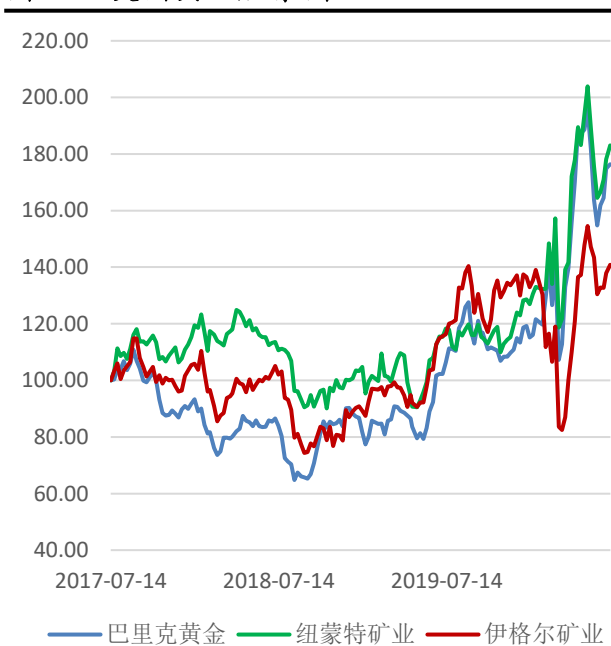


图 12: 美国黄金股票指数



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

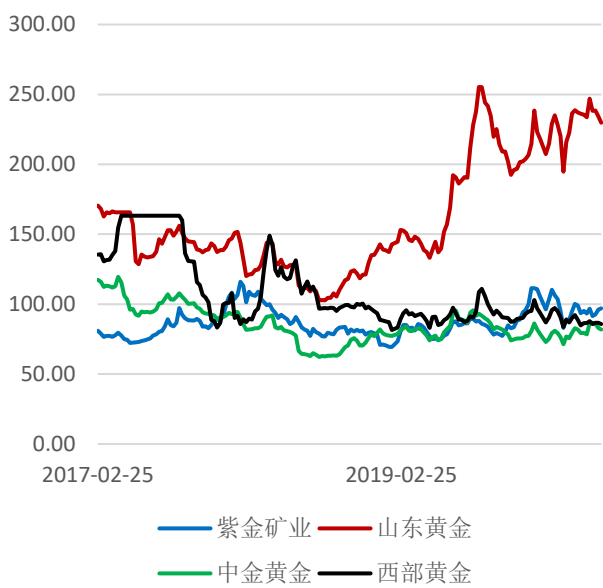
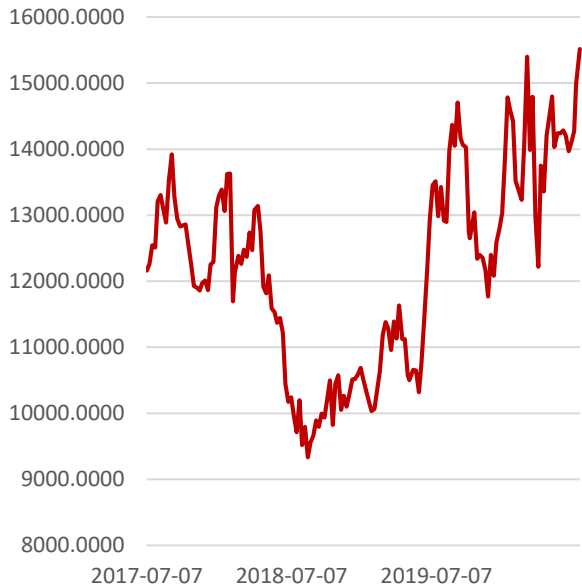
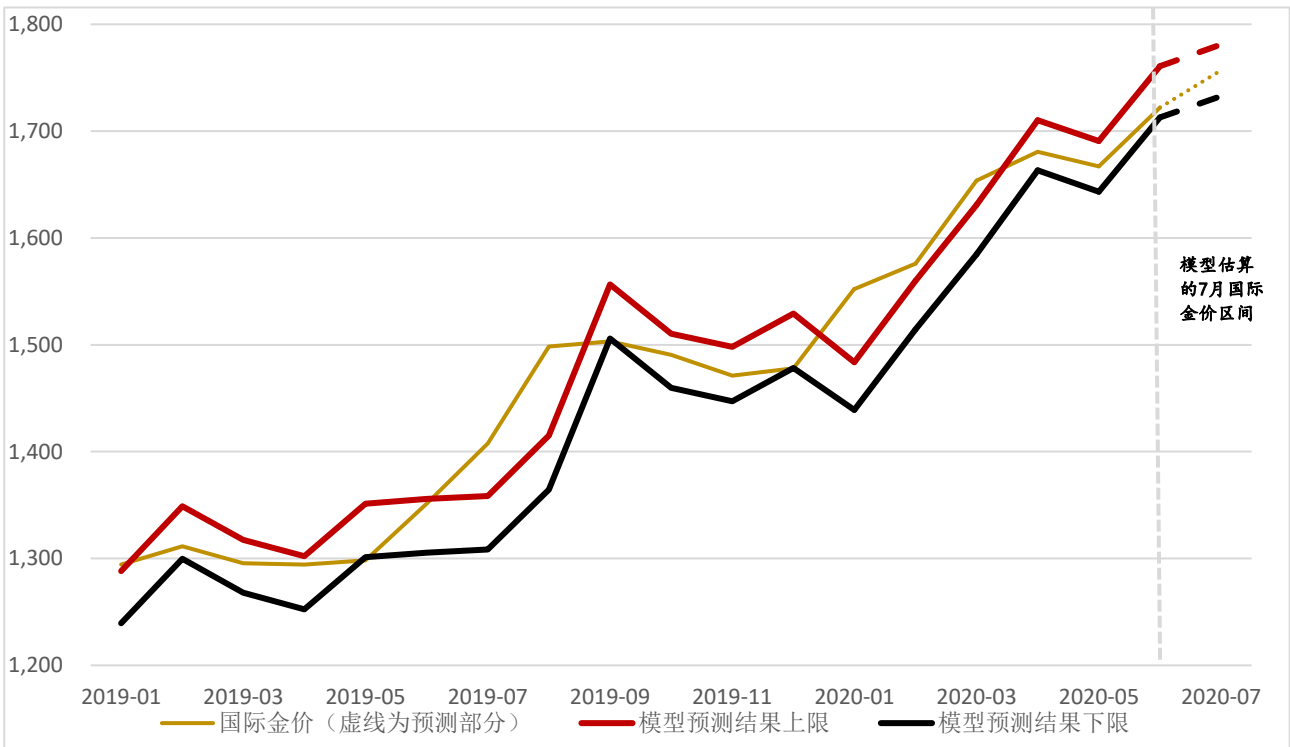


图 14: 中国黄金股票指数



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6日	美国6月Markit服务业PMI终值	47	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
	美国6月ISM非制造业PMI	50	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
7月7日	英国6月Halifax季调后房价指数月率	-0.2% (前值)	公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价
7月8日	美国至7月3日当周EIA原油库存(万桶)	-719.5 (前值)	公布值>预期值: 利空美元, 利空国际金价
7月9日	美国至7月4日当周初请失业金人数(万人)	142.7 (前值)	公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价
	美国5月批发销售月率	-16.90% (前值)	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
7月10日	美国6月PPI月率	0.40%	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价

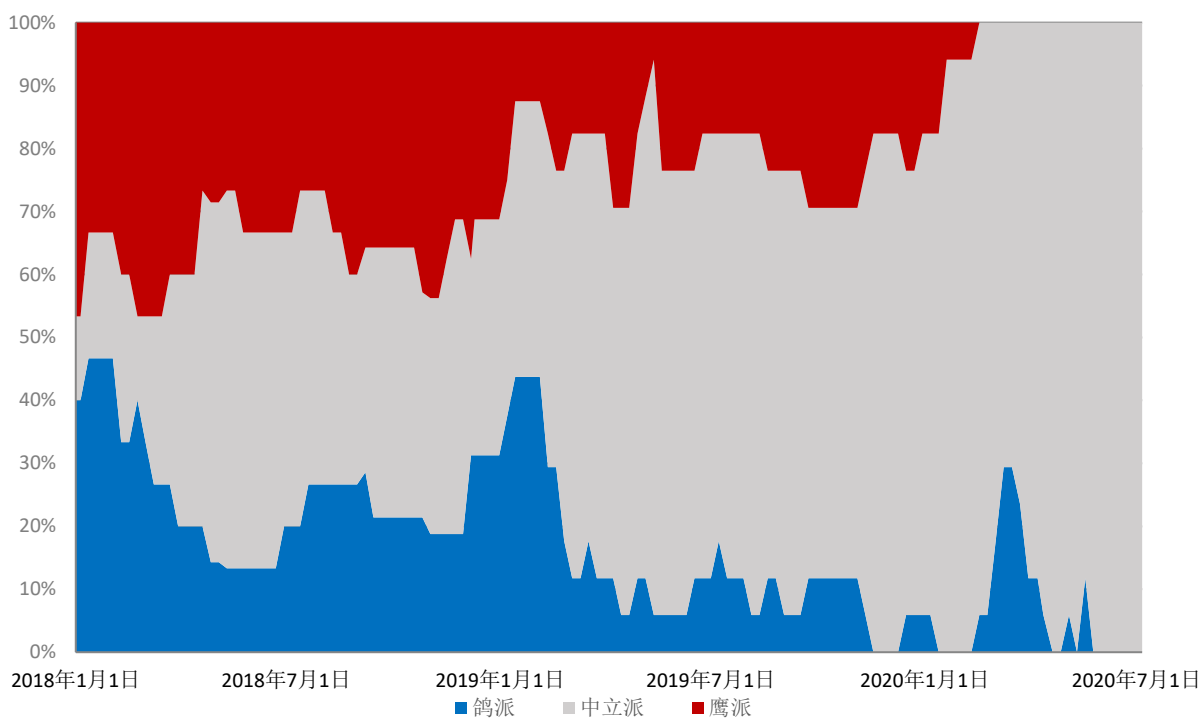
### 三、近一周美联储以及欧洲央行官员的言论分析

联储委员	是否票委	表态	最新言论
波士顿 罗森格伦	否	中立	
克兰科夫 梅斯特	是	中立	
费城 哈克	是	中立	
亚特兰大 博斯蒂克	2021	中立	
美联储副主席 克拉利达	是	中立	
旧金山 戴利	2021	中立	认为不会出现V型复苏; 不认为最近的经济数据显示了复苏的迹象; 在最好的情况下, 预计美国的失业率将在年底前保持在10%以上。必须非常关注财政状况的变化; 美联储提振金融市场的同时, 也要注意可能出现的过度行为。

美联储主席 鲍威尔	是	中立	未来的路径极端不确定，取决于疫情发展；将公布的数据开始表明经济活动恢复；除非人们认为情况安全，否则不可能全面复苏。数据出现部分积极迹象，但美国失去了数以百万计的工作岗位；重申美联储将致力于使用各种货币工具。强调美联储正在使用的是放贷权而非支出权；美联储正在审核市政流动性工具的信贷标准，以扩大借款人范围。
美联储理事 布雷纳德	是	中立	
美联储理事 夸尔斯	是	中立	
美联储理事 鲍曼	是	中立	
纽约 威廉姆斯	是	中立	经济的命运与新冠病毒的发展路径有关，经济复苏取决于对新冠病毒的遏制；美国可能已经过了经济低迷的最低点；有迹象表明，在疫情较为严重的州，经济复苏速度正在放缓。在目前的情况下，美国不需要使用负利率；美国有除负利率以外的其他工具；收益率曲线控制被视为支持前瞻性指引的一种方式，没有就收益率曲线控制做出决定。
里士满 巴尔金	2021	中立	
达拉斯 卡普兰	是	中立	
堪萨斯城 乔治	否	中立	
圣路易斯 布拉德	是	中立	尽管已经度过了3月至4月的最初一波疫情，但这种疾病仍有相当大的能力感到吃惊。在医疗政策方面，如果没有更细致全面的风险管理，可能会出现一波大规模破产浪潮，进而引发金融危机。尽管金融市场的流动性确实已经显著改善，但仍应谨慎地保持目前美国的贷款机制。
芝加哥 埃文斯	是	中立	
明尼阿波利斯 卡什卡利	是	中立	

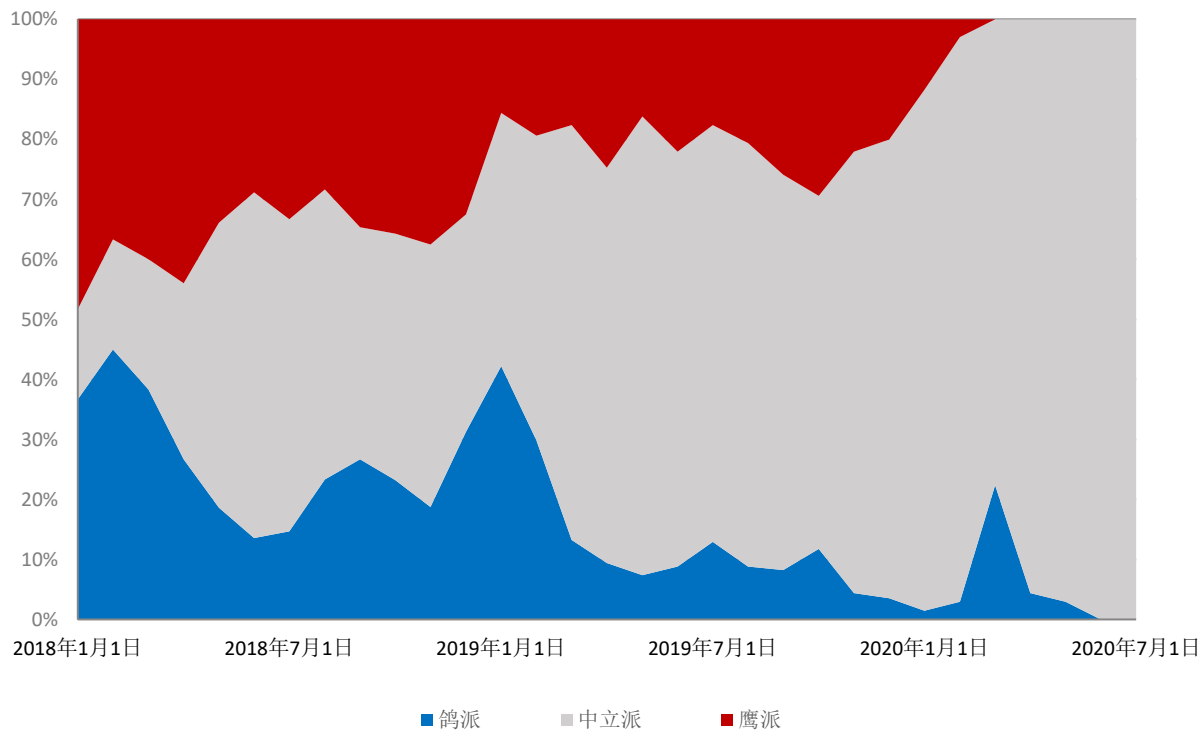
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 21：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



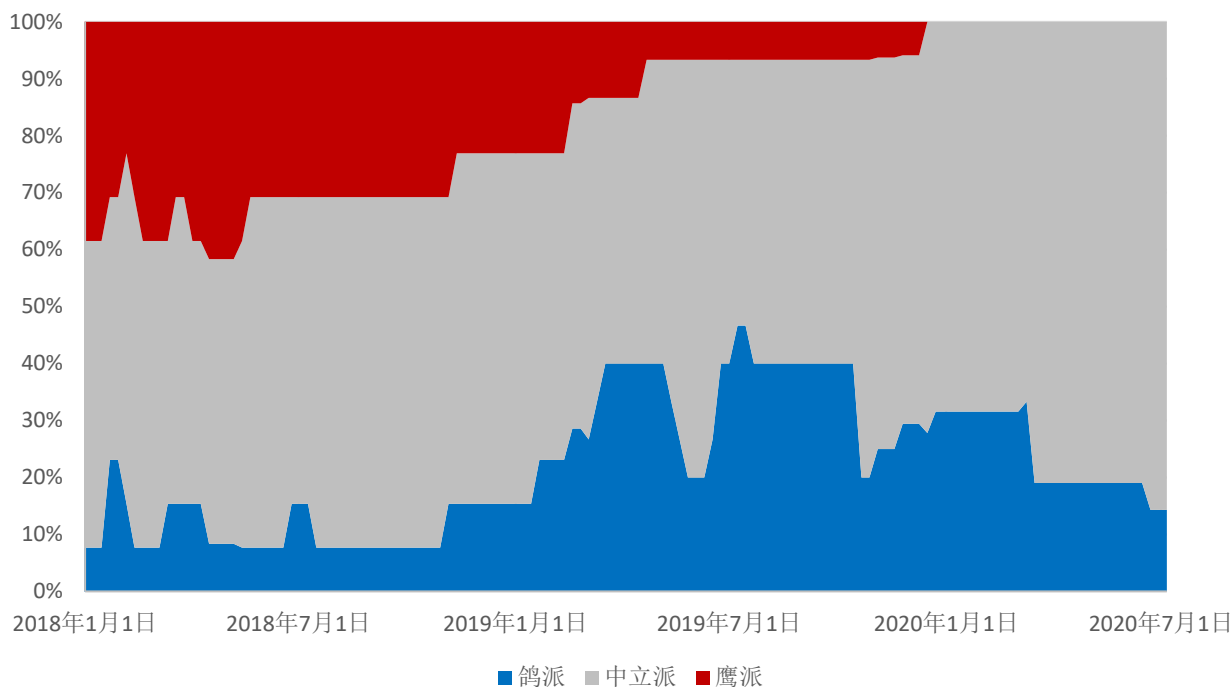
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 22：近期美联储官员的言论基调（月均/连续）



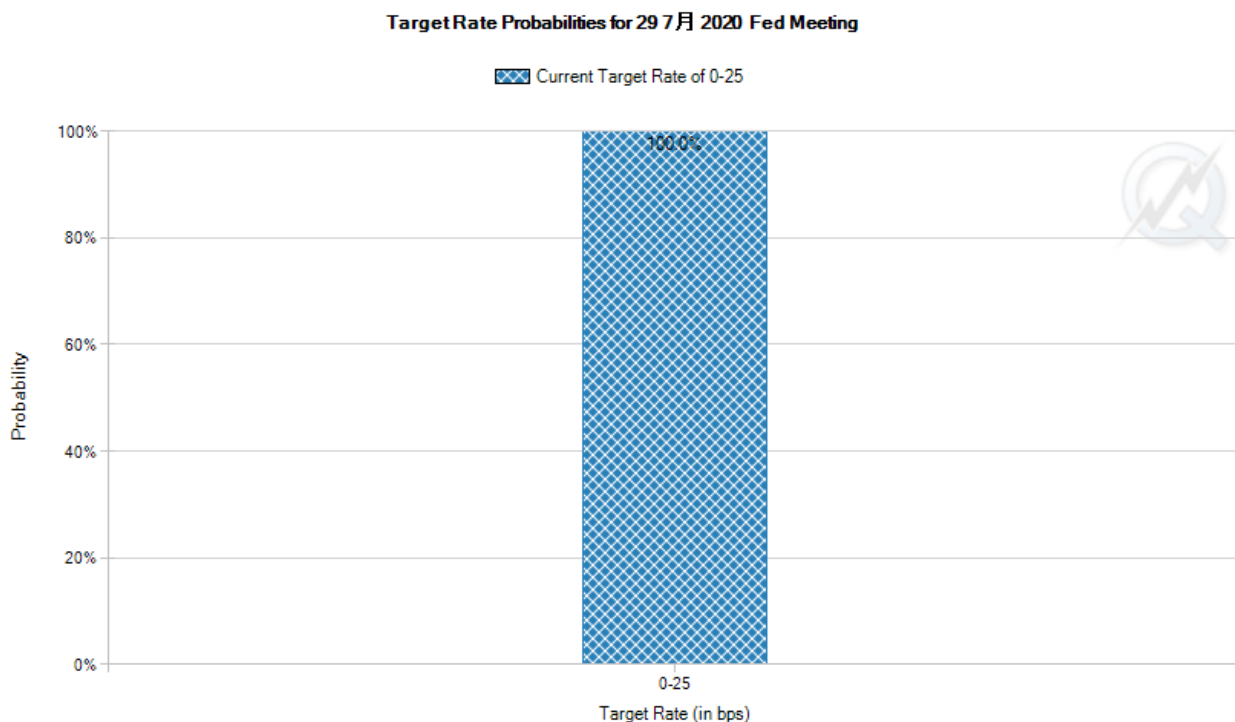
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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



数据来源：芝加哥商业交易所集团，CME Group

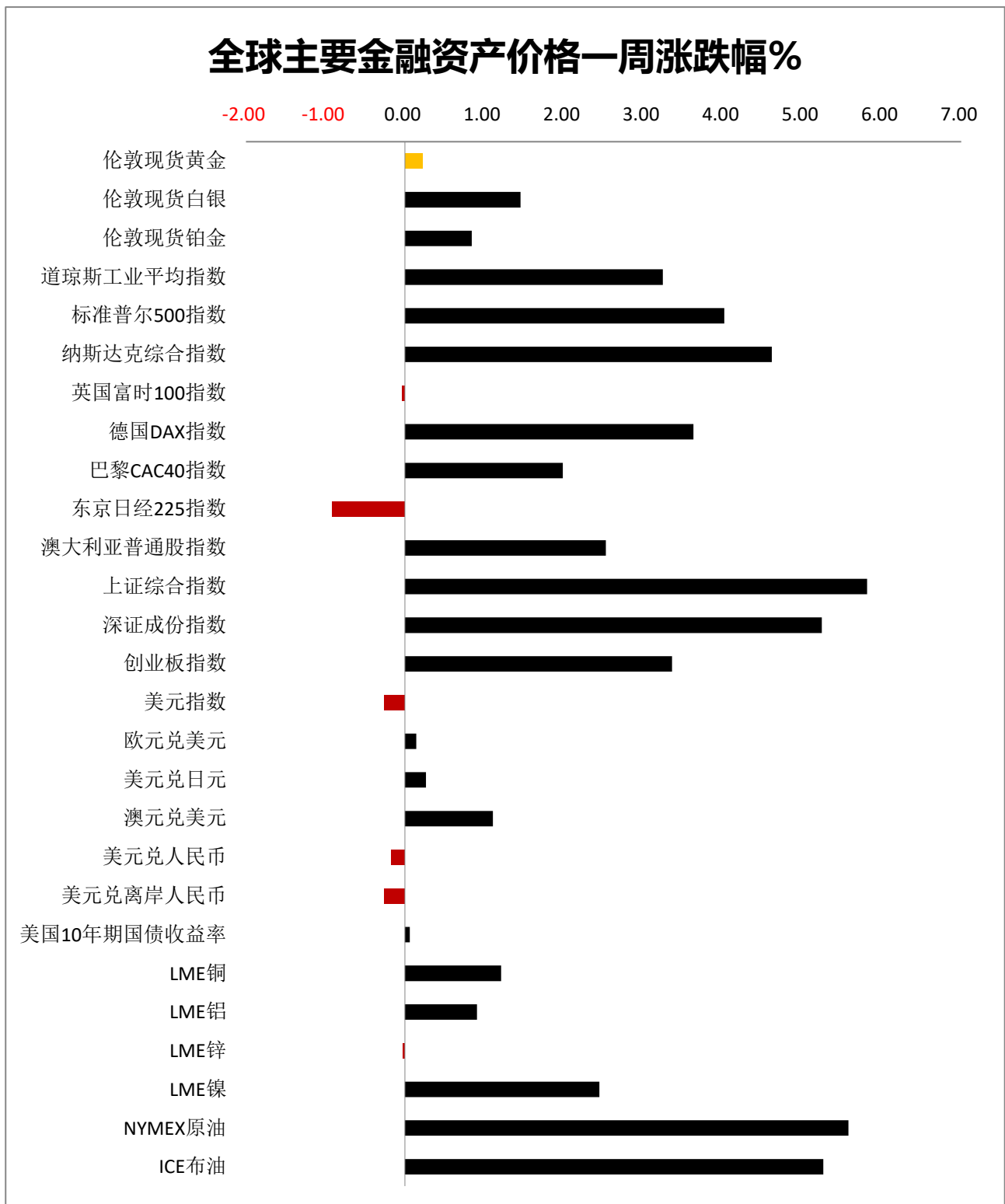
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1775.36	1789.15	1757.25	1774.31	0.22
伦敦现货白银	17.82	18.44	17.67	18.01	1.45
伦敦现货铂	801.50	836.00	798.97	809.75	0.84
道琼斯工业平均指数	25152.45	26204.41	25096.16	25827.36	3.25
标准普尔 500 指数	3018.59	3165.81	2999.74	3130.01	4.02
纳斯达克综合指数	9771.72	10310.36	9663.61	10207.63	4.62
英国富时 100 指数	6159.30	6262.71	6084.48	6157.30	-0.03
德国 DAX 指数	12090.41	12658.17	12045.26	12528.18	3.63
巴黎 CAC40 指数	4887.23	5072.71	4851.37	5007.14	1.99
东京日经 225 指数	22255.05	22448.30	21969.59	22306.48	-0.91
澳大利亚普通股指数	6011.80	6209.30	5875.50	6163.73	2.53
上证综合指数	2973.08	3152.81	2951.77	3152.81	5.82
深证成份指数	11780.65	12433.68	11695.45	12433.26	5.25
创业板指数	2375.99	2467.50	2360.16	2462.56	3.36
美元指数	97.47	97.81	96.80	97.24	-0.26
欧元兑美元	1.12	1.13	1.12	1.12	0.14
美元兑日元	107.13	108.15	107.04	107.51	0.27
澳元兑美元	0.69	0.70	0.68	0.69	1.11
美元兑人民币	7.08	7.08	7.06	7.07	-0.17

美元兑离岸人民币	7.09	7.09	7.06	7.07	-0.26
美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0606
LME 铜	5926.00	6120.00	5924.50	6015.00	1.21
LME 铝	1597.50	1630.00	1597.00	1612.00	0.91
LME 锌	2037.00	2076.00	2016.50	2035.50	-0.02
LME 镍	12685.00	13130.00	12565.00	12975.00	2.45
NYMEX 原油	37.96	40.74	37.50	40.29	5.58
ICE 布油	40.50	43.23	40.01	42.78	5.27

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。