

## 工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

美非数据不及市场预期  
国际金价冲高回落

## 市场研究报告

## ■ 本周视点:

上周国际金价小幅震荡。周初国际金价开盘报于 1761.89 美元/盎司, 周中国际金价最高触及 1781.30 美元/盎司, 最低价为 1744.80 美元/盎司, 并报收于 1756.63 美元/盎司。整个交易周国际金价小幅下跌了 0.23%, 整体处于震荡偏弱的态势。能源价格大幅波动, 美国劳动力市场数据喜忧参半是影响黄金价格的重要因素。

我们认为, 美联储的货币政策大幅度落后于美国的通胀数据, 是导致目前全球滞胀的背后主要推手, 而维持极度宽松的货币政策对于产出端的直接作用十分有限。上周公布的美国劳动参与率持续走弱, 在一定程度上反映了在公共卫生安全没有得到保证的前提下, 大规模的刺激并没能将失业人口继续留在劳动力人口中。甚至由于超发引起的通胀压力, 还会打击失业人员继续寻找工作的积极性。因此, 从这个角度来看, 即便上周公布的 9 月份美国非农就业数据大幅不及市场预期, 我们并不认为美联储应当延后缩减量宽的时间。因为通胀的对于经济的干扰, 实际上也影响了劳动力市场的恢复。

从价格走势来看, 黄金在上周公布美国非农就业数据后出现了明显的反复, 在一定程度上显示了市场的犹豫态度。我们认为国际金价可能继续维持震荡整理, 而交易中枢将会围绕在 1760 一线。

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: 2021 年 10 月 11 日

## 相关研究报告:

9 月 29 日

银铂钯每周资讯—2021 第 37 期

9 月 27 日

美联储暗示年内将会缩减量宽 国际  
金价连续三周回落

9 月 22 日

银铂钯每周资讯—2021 第 36 期

9 月 15 日

银铂钯每周资讯—2021 第 35 期

上周国际金价小幅震荡。周初国际金价开盘报于 1761.89 美元/盎司，周中国际金价最高触及 1781.30 美元/盎司，最低价为 1744.80 美元/盎司，并报收于 1756.63 美元/盎司。整个交易周国际金价小幅下跌了 0.23%，整体处于震荡偏弱的态势。能源价格大幅波动，美国劳动力市场数据喜忧参半是影响黄金价格的重要因素。

## 一、上周全球市场回顾

在经济数据方面，财新中国综合采购经理人指数从一个月前的 16 个月低点 47.1 点回升至 2021 年 9 月的 51.4，这主要是因为部分地区的疫情得到有效缓解。分部门来看，服务业活动再度扩张，制造业产出仍然小幅下降。根据综合数据来看，9 月份新订单和出口业务略有下降，新的工作岗位则出现了增加。投入成本和产出费用都出现了更大幅度的增长，显示供给侧压力不断凸显。从服务业数据来看，9 月财新中国服务业采购经理人指数从前一个月的 46.7 大幅回升至 53.4，新订单和就业都回升至扩张区域。未完成业务继续增长，但增长速度有所放缓。受到疫情的影响，新的出口销售再次萎缩。在成本方面，由于劳动力、运费和原材料成本的上涨，投入价格连续第 15 个月上涨，而且增长速度更快。

在美国劳动力市场数据方面，上周五公布的美国劳动力市场状况报告显示，9 月份美国新增非农就业人数为 19.4 万人大幅不及市场预期。从具体的数据来看，9 月份非农就业人口中私营部门就业人数增幅放缓有限，而属于政府雇员的地方政府教育就业人口出现了大幅减少。9 月份是传统的返校季，但疫情的影响，使得政府教师的雇佣在很大程度上受到了限制。美国 9 月份失业率较前一个月下跌了 0.4%，至 4.8%。9 月美国 ADP 就业数据显示新增 56.8 万个工作岗位是过去三个月以来的最高数字。

在美国生产数据方面，9 月美国 Markit 综合采购经理人指数从 55.4 降至 54.5。从分项数据来看，私营部门活动增速降至去年 9 月以来的最低水平，制造业和服务业均有所放缓。其中，新订单增长降至 2020 年 8 月以来的最低水平，就业人数连续第二个月小幅回升。生产的投入成本创下四个月来最大涨幅，产出价格的增幅则创下历史新高。9 月美国服务业采购经理人指数 55.1 降至 54.4，低于市场预测的 54。服务业活动增速为 2020 年 7 月以来的最低水平，其中新业务连续第 4 个月减少因为需求放缓。9 月份就业水平基本保持不变，结束了此前连续 14 个月的增长态势。成本压力加大，工资的上涨提高了企业的生产成本。企业则试图通过提高费用将成本转嫁给客户。

美国贸易数据显示，7 月美国贸易逆差收窄至 700 亿美元，略低于市场预测的 710 亿美元，其中商品逆差降至 877 亿美元，服务顺差降至 177 亿美元。出口增长 1.3%，达到 2129 亿

美元，为 2019 年 5 月以来的最高水平。进口小幅下降 0.2%，至 2829 亿美元。

## 二、全球市场纵览及后市展望

通胀走高，产出增幅放缓，是推动国际金价走高的重要因素。尽管，在 9 月份的 FOMC 上美联储曾暗示将会在年内开始缩减量宽，并给出了较 6 月份更为激进的加息起始时点。不过，由于上周公布的美国新增非农就业人数不及预期，市场对于未来的经济增长和货币政策预期，仍然出现了一定的分歧。这种分歧表现为国际金价在一定的交易区间内反复震荡。一方面，全球广泛而普遍出现的能源紧缺现象，导致各国通胀压力陡增。这样即便在美国十年期国债收益率不断走高的情况下，黄金的价格仍然得到了支撑。对于相对乐观的投资者来说，相信通胀可能会掉头，并不是一种毫无根据的猜测。种种迹象显示，全球各国都已经开始行动起来，对抗日益明显的通胀问题。例如，俄罗斯在全球天然气价格飙升之时，明确表示将会提高供气产量来遏制天然气价格的快速抬升。美国也通过了新的基建法案以加强供应链保障。另一方面，经济陷入滞涨的困境也是不争的事实。不断下修的经济增长预期伴随着不断高企的通胀压力，投资者并不相信鲍威尔会成为另外一个沃尔克。因此滞涨环境的延续，成为了目前看涨黄金的理由。按照美联储的说法，在劳动力市场数据没有出现明显进步前，美联储仍将维持宽松。不过关于劳动力市场数据大幅不及预期，将会导致美联储进一步宽松的思考，我们仍然持有谨慎的态度。考虑到通胀对于目前全球的经济复苏的影响越来越大，我们认为即便劳动力市场仍然存缺口，但负责的货币当局应该去考虑如何通过调整货币政策来应对供给冲击。

美联储的货币政策大幅度落后于美国的通胀数据，是导致目前全球滞涨的背后主要推手。去年以来，美联储修订了其货币政策框架，使得通胀水平不再是美联储考虑的首要目标。这意味着在美联储的政策转向对抗通胀前，美联储需要劳动力市场能够出现明显的改善。不过，伴随着新冠病毒的变异以及全球供给侧不断遭受冲击，美联储也开始承认高通胀可能会持续更长的事件，并意识到了通胀的不可控性。在此前的讲话中，美联储主席鲍威尔明确表示 5% 的通胀是不可接受的，并且认为美国的通胀数据已经达到了美联储可以减少购债的条件。此外，从劳动力市场的角度来看，考虑到货币政策对于中长期供给侧的影响有限，极度宽松的货币已经对全球经济产生了严重的干扰。上周公布的美国劳动参与率持续走弱，也在一定程度上反映了在公共卫生安全没有得到保证的前提下，大规模的刺激并没能将失业人口继续留在劳动力人口中。甚至由于超发引起的通胀压力，还会打击失业人员继续寻找工作的积极性。这也在一定程度上证明了货币政策对于产出端的直接作用十分有限。因此，从这个角度来看，

即便上周公布的 9 月份美国非农就业数据大幅不及市场预期，我们并不认为美联储应当延后缩减量宽的时间。因为通胀的对于经济的干扰，实际上也影响了劳动力市场的恢复。

除了非农数据对于市场形成了一定的影响外。不断攀升的能源价格，以及美国债务上限谈判也是上周影响国际金价的主要因素。不过我们认为，债务上限更多的是美国两党的政治博弈，因此即便目前美国两院批准通过暂停债务上限至年底，我们认为届时两院仍然会围绕该问题展开博弈，并引发市场波动。我们目前市场最大的不确定性，仍然来自于商品的价格大幅上升以及供应链冲击所带来的输入性通胀压力，以及美联储的应对态度。因此，本周将会公布的美国 9 月份 FOMC 会议纪要，关于美联储对于目前的通胀的看法将会成为关注重点。若会议纪要能够明确反应美联储对于当前滞涨环境的态度，则有望推动国际金价选择明确的方向。

从价格走势来看，黄金在上周公布美国非农就业数据后出现了明显的反复，在一定程度上显示了市场的犹豫态度。我们认为国际金价可能继续维持震荡整理，而交易中枢将会围绕在 1760 一线。

图 1: 不同期限美元 LIBOR

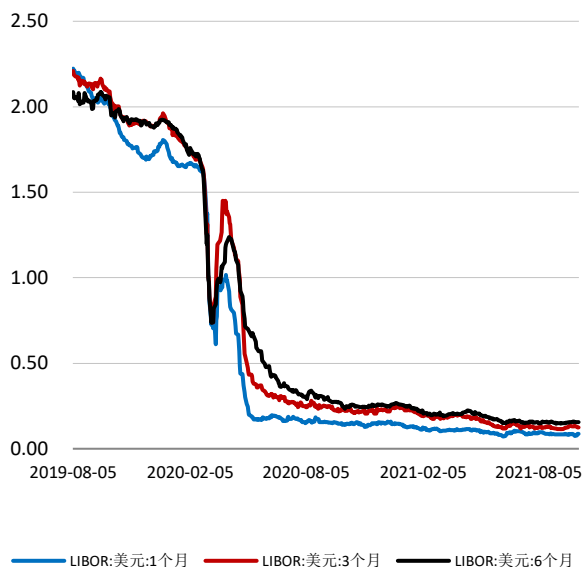


图 2: 黄金与美元指数



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

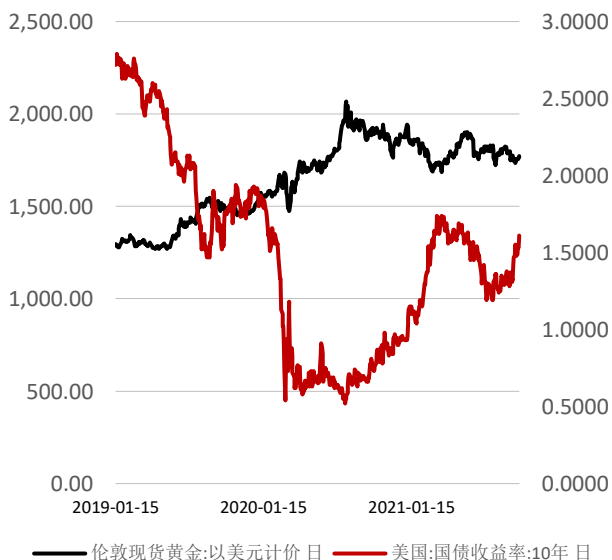
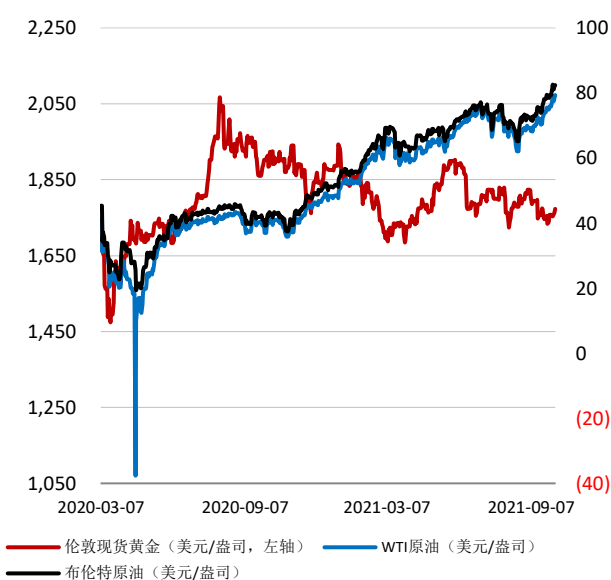


图 4: 黄金与原油价格



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

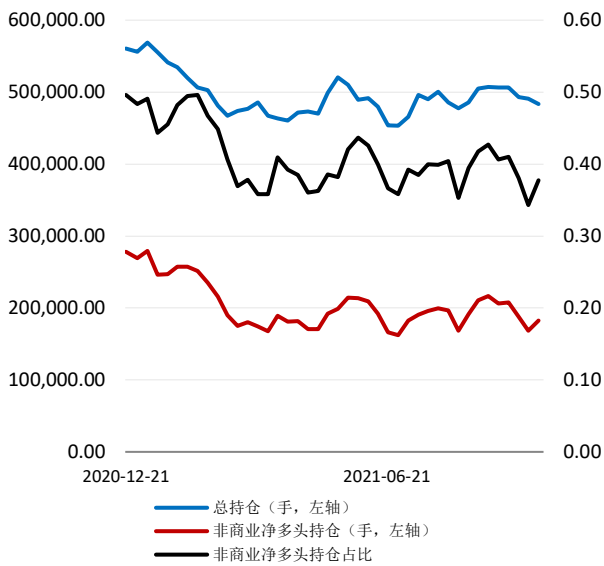
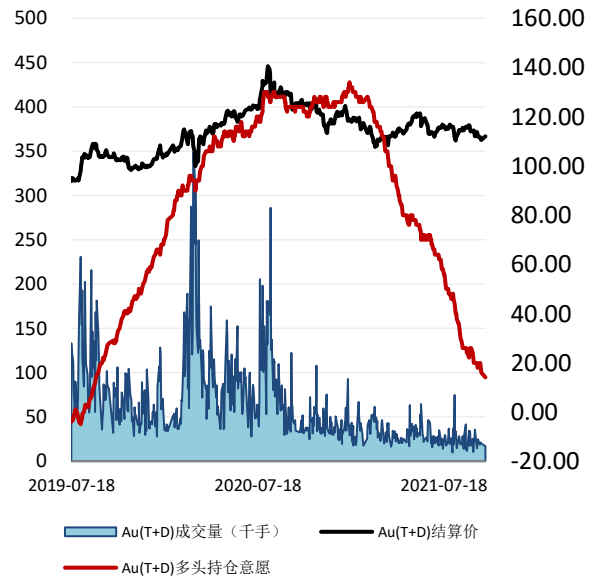


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿

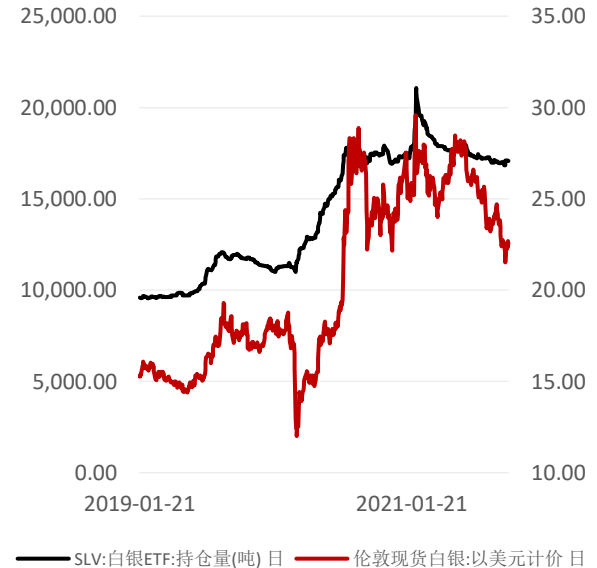


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

图 7: SPDR 黄金持仓与国际金价



图 8: SLV 白银持仓与国际银价

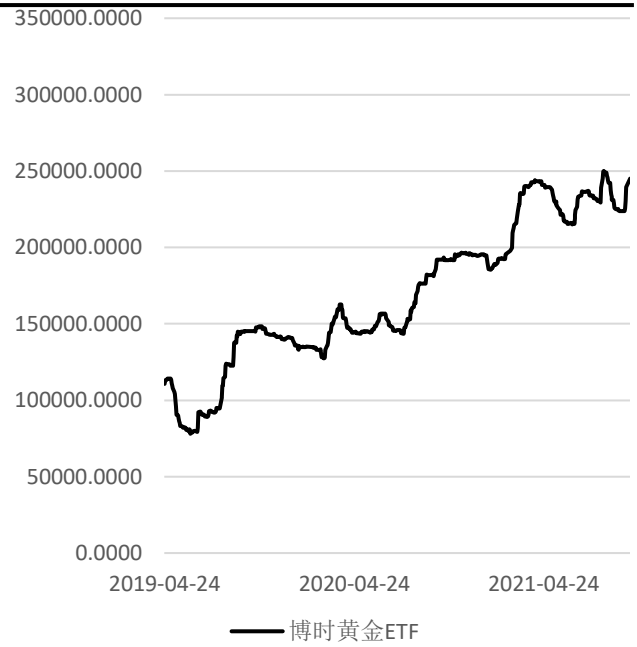


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

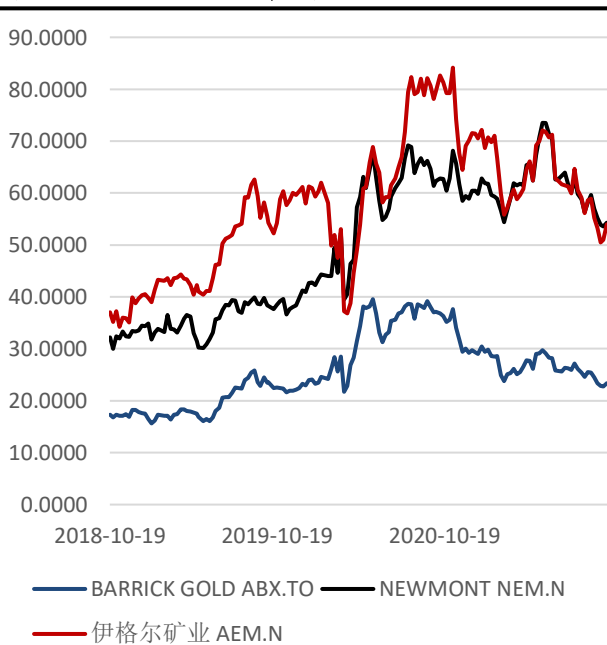


图 12: 美国黄金股票指数



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

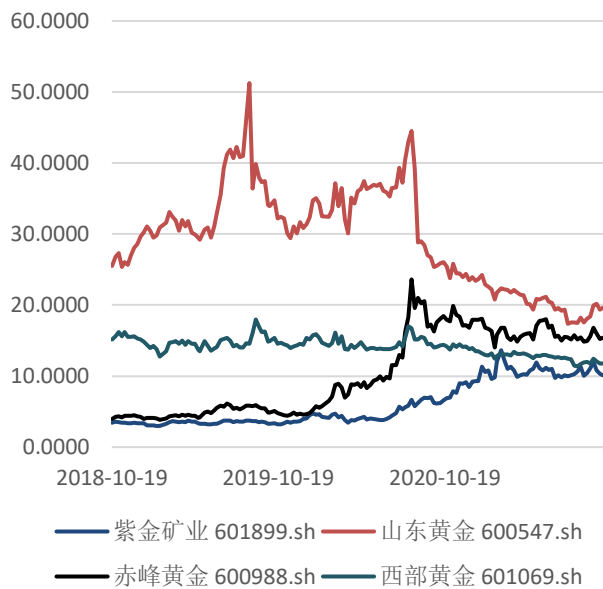
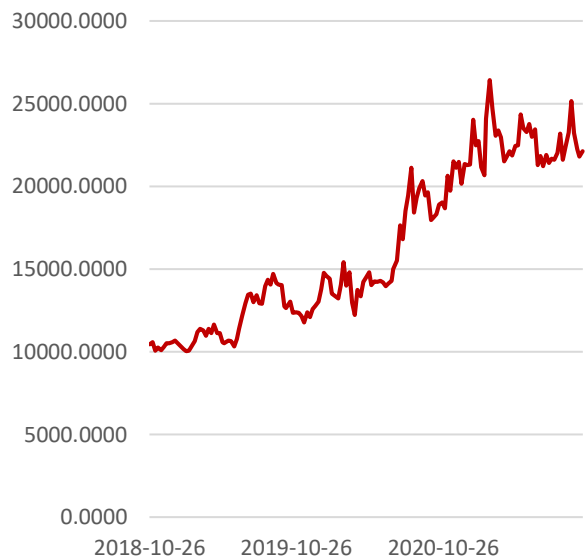
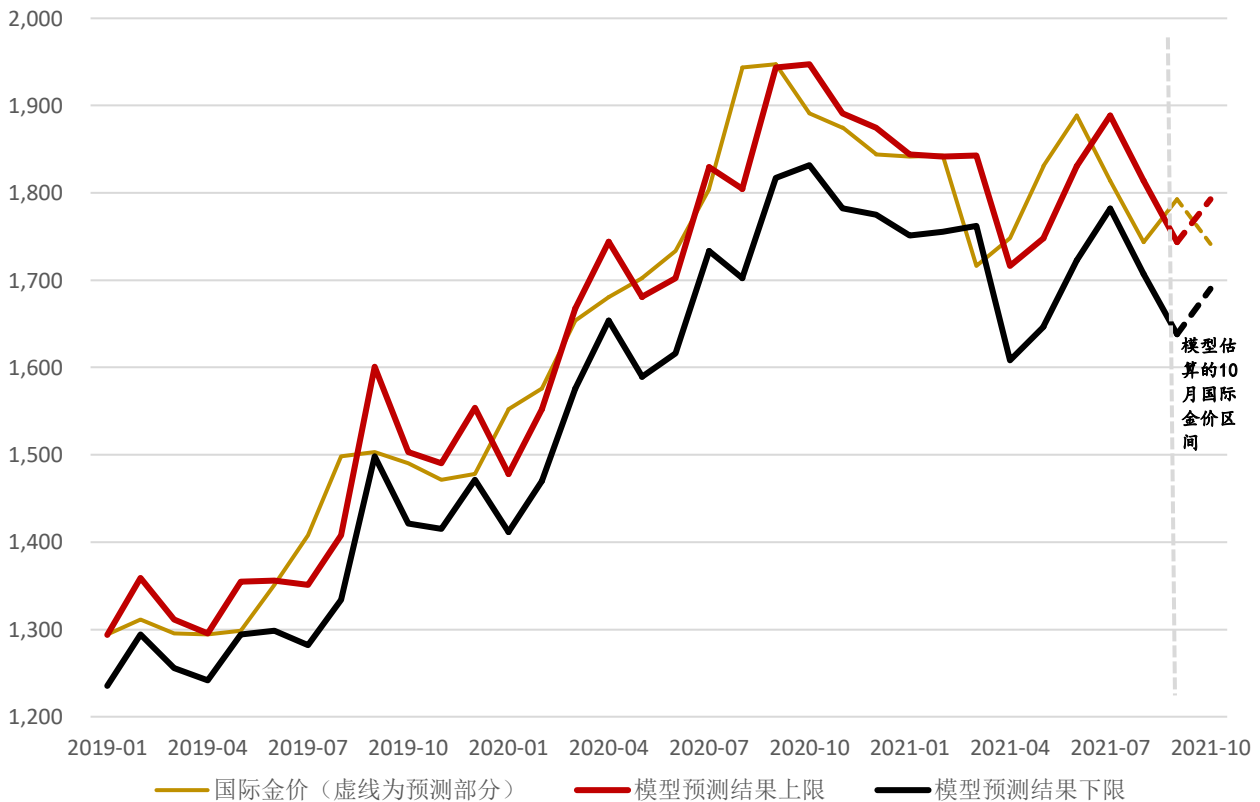


图 14: 中国黄金股票指数



数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

图 15: 量化模型显示 2021 年 10 月黄金价格低于 9 月基准日的价格:



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

日期	重要资讯	市场预期值	数据影响
10月11日	美国9月谘商会就业趋势指数	110.37 (前值)	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
10月12日	欧元区10月ZEW经济景气指数	31.1 (前值)	公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价
	美国9月NFIB小型企业信心指数	99.5	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
10月13日	欧元区8月工业产出月率	-1.2%	公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价
	美国9月未季调CPI年率	5.4%	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
10月14日	美国至10月9日当周初请失业金人数(万人)	32.6 (前值)	公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价
	美国9月PPI月率	0.5%	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
10月15日	美国9月零售销售月率	-0.30%	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
	美国9月进口物价指数月率	0.5%	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
	美国8月商业库存月率	0.70%	公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价
	美国10月密歇根大学消费者信心指数初值	73.5	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价

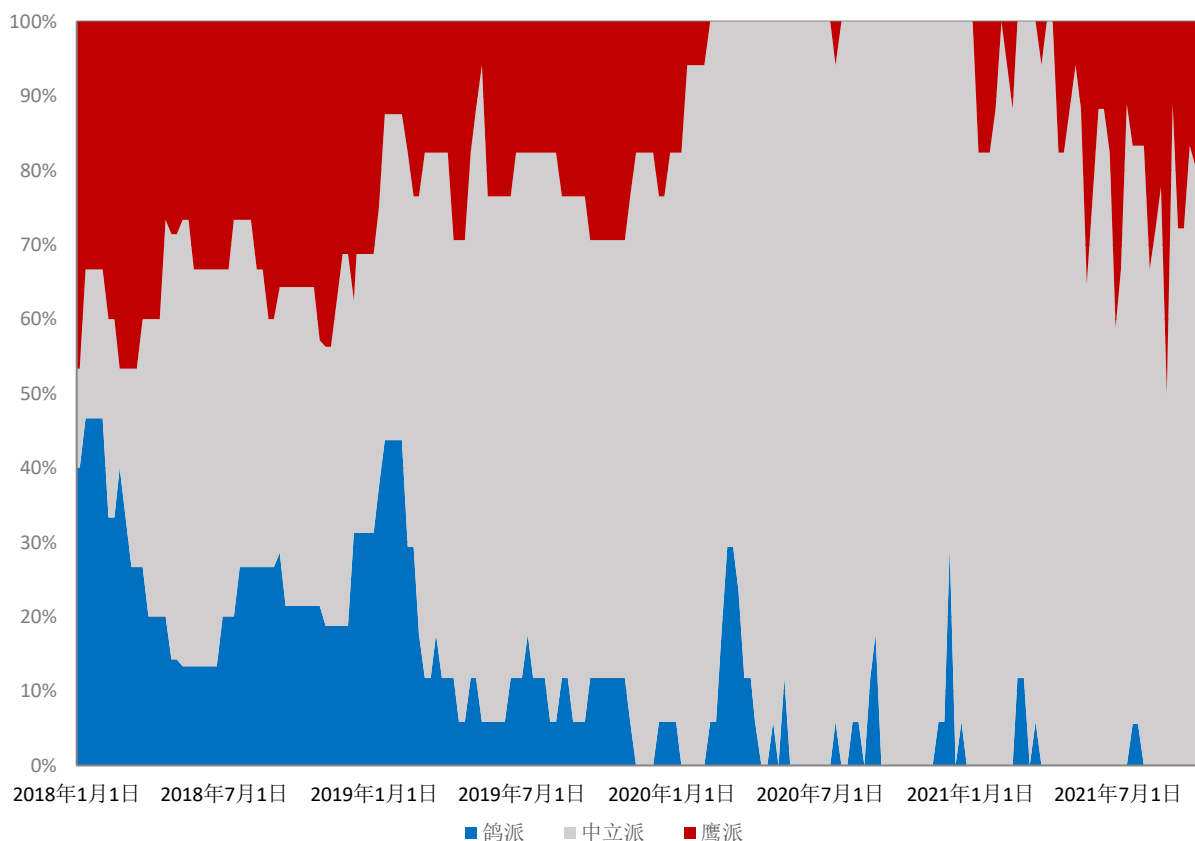
### 三、近一周美联储以及欧洲央行官员的言论分析

联储委员	是否票委	表态	最新言论
波士顿 罗森格伦	2022	中立	

克兰科夫 梅斯特	2022	鹰派	经济通胀前景的不确定性增加；供给侧和需求侧因素都在影响通胀；预计通胀会逆转，但风险会上升；今年出现的大部分通胀是由与疫情有关的因素造成的，这些因素可能不会导致通胀继续上升；美联储的预测没有显示利率会大幅上升；美联储的新策略是，在平均通货膨胀率达到 2% 并基本完成部分任务之前，它不会采取行动。
费城 哈克	否	中立	
亚特兰大 博斯蒂克	是	中立	
美联储副主席 克拉利达	是	中立	
旧金山 戴利	是	中立	
美联储主席 鲍威尔	是	鹰派	
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	
里士满 巴尔金	是	中立	
达拉斯 卡普兰	否	中立	
堪萨斯城 乔治	2022	鹰派	
圣路易斯 布拉德	2022	中立	
芝加哥 埃文斯	是	鹰派	可以预见，到 2022 年中期至秋季这段时间，缩减购债计划将会结束。预计明年的失业率将达到 3.5% 或 3.7%。
明尼阿波利斯 卡什卡利	否	中立	
美联储理事 沃勒	是	中立	

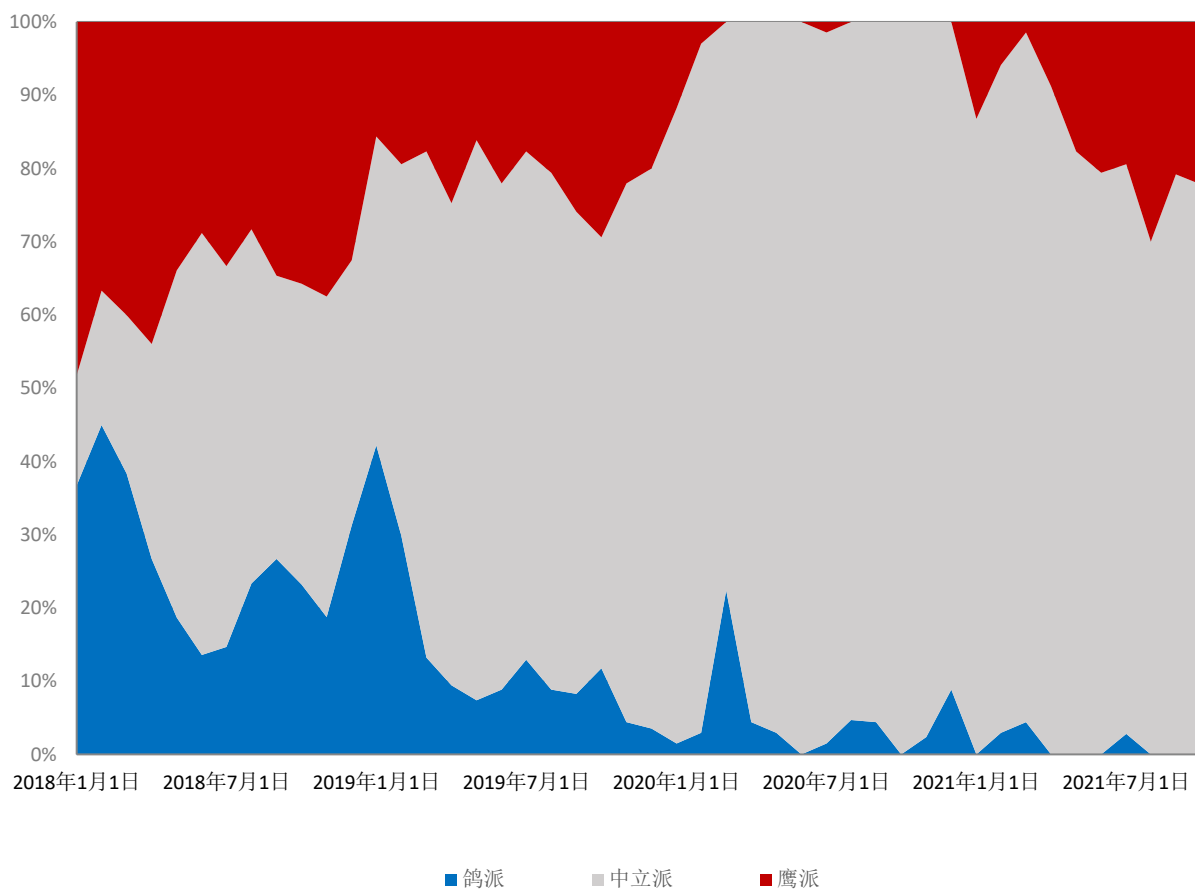
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 21：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



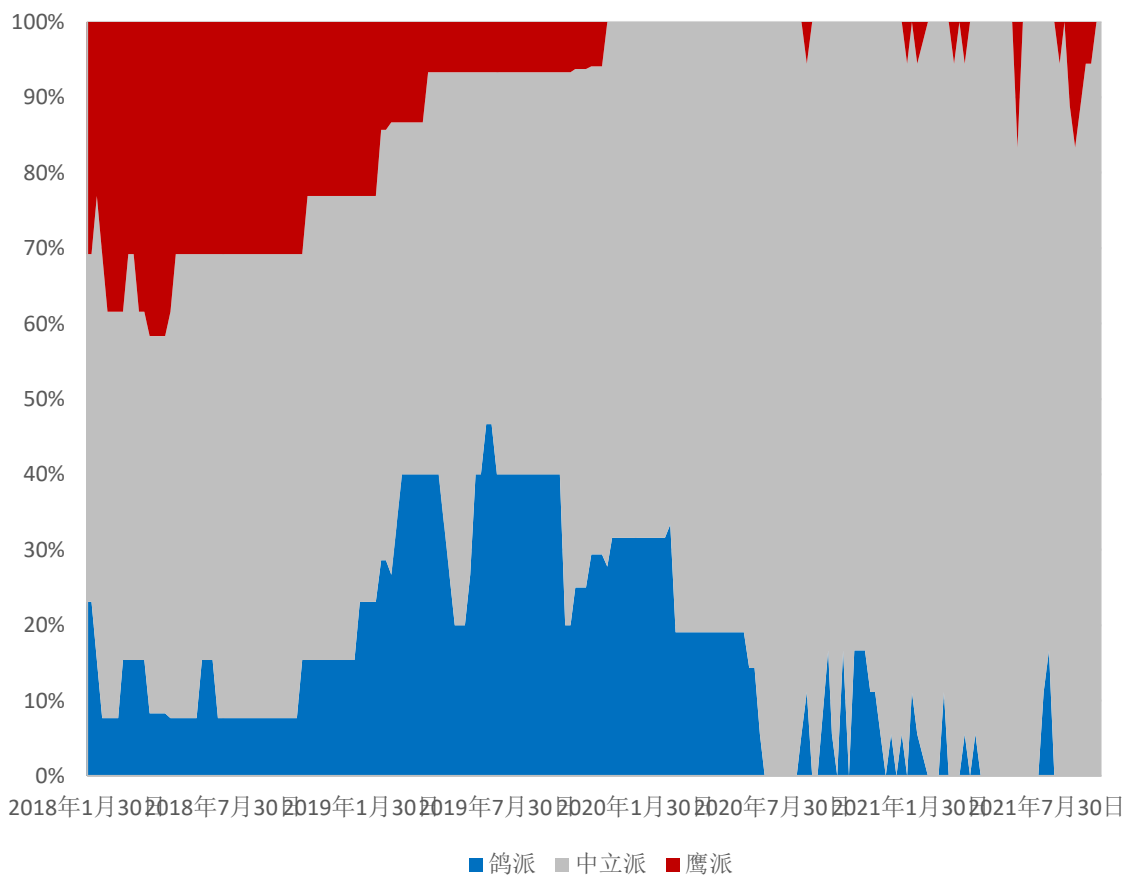
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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

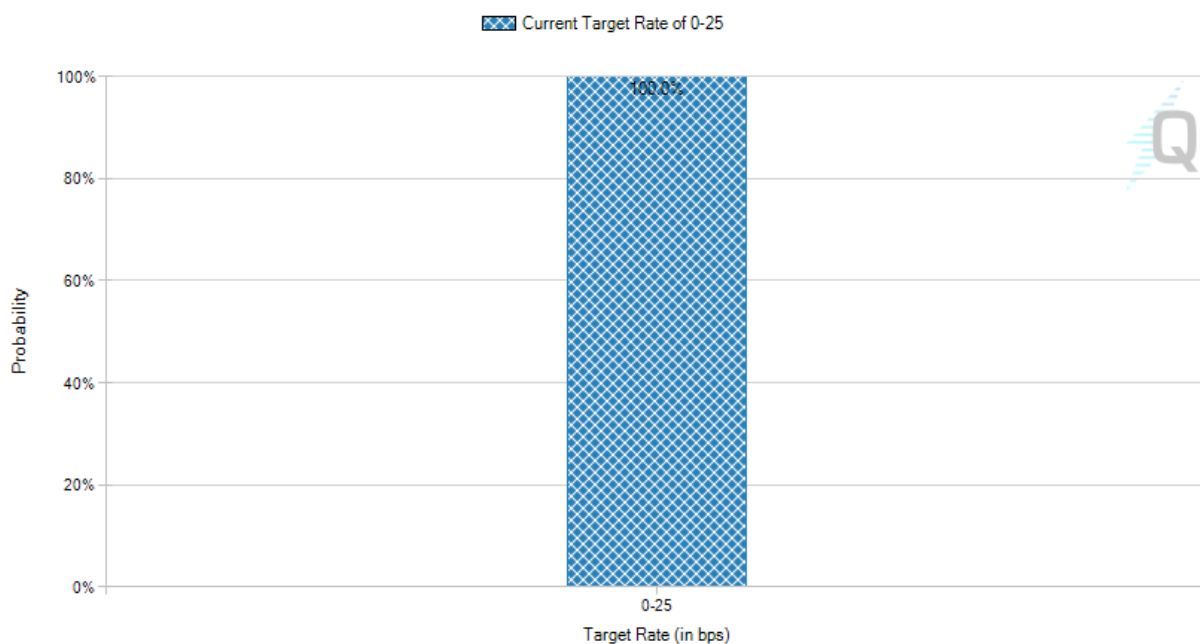
图 23: 近期欧洲央行官员的言论基调 (每周/连续)



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）2021 年 9 月份加息与否概率

TARGET RATE PROBABILITIES FOR 3 11月 2021 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

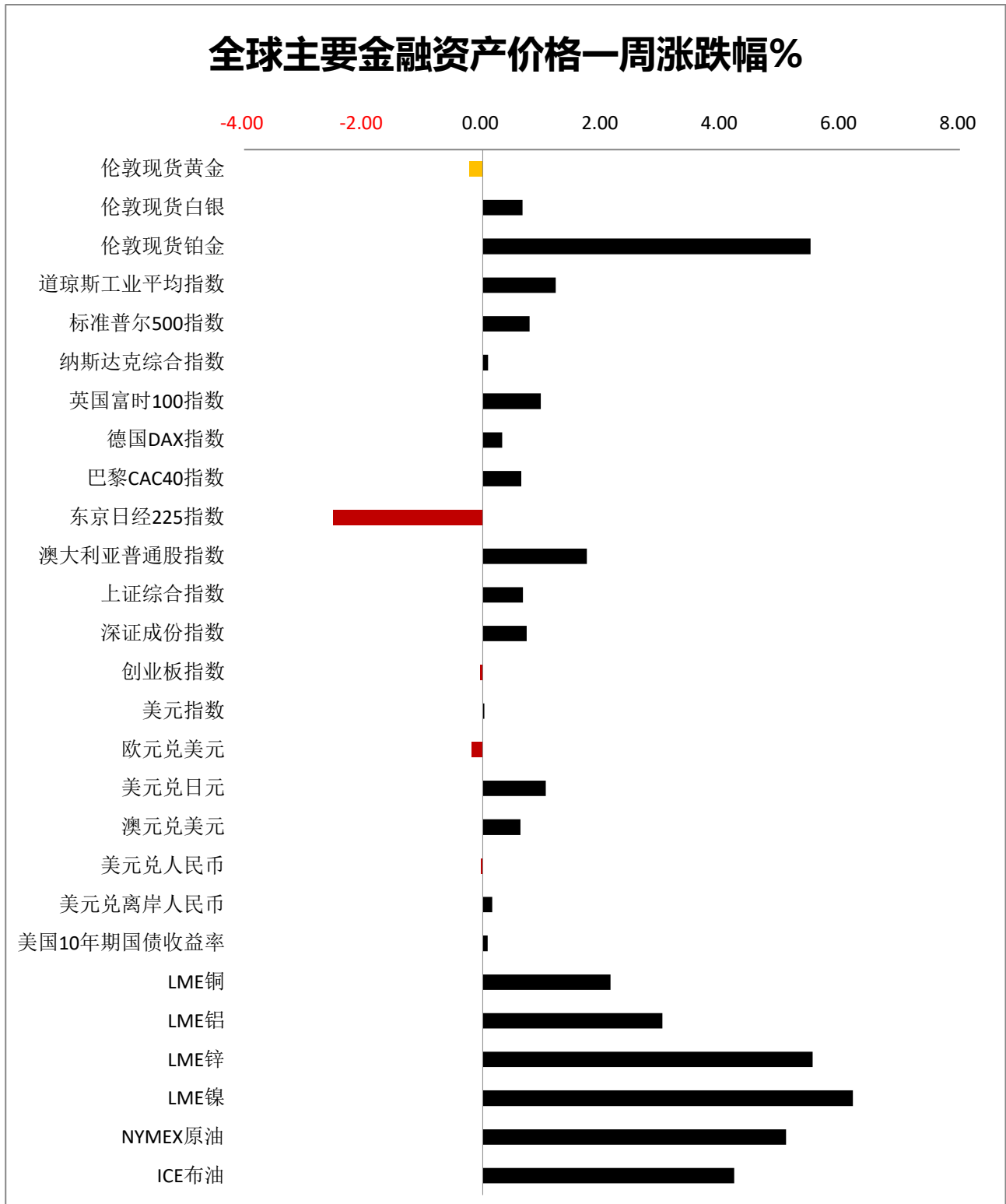
品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1761.89	1781.30	1744.80	1756.63	-0.23
伦敦现货白银	22.53	23.19	22.19	22.66	0.67
伦敦现货铂	972.50	1040.85	940.50	1027.00	5.50
道琼斯工业平均指数	34312.96	34975.19	33821.58	34746.25	1.22
标准普尔 500 指数	4348.84	4429.97	4278.94	4391.34	0.79
纳斯达克综合指数	14493.12	14755.72	14181.69	14579.54	0.09
英国富时 100 指数	7027.07	7109.34	6945.50	7095.55	0.97
德国 DAX 指数	15061.86	15267.92	14818.71	15206.13	0.33
巴黎 CAC40 指数	6484.90	6617.34	6421.64	6559.99	0.65
东京日经 225 指数	29044.47	29046.06	27293.62	28048.94	-2.51
澳大利亚普通股指数	7486.60	7618.50	7473.30	7617.32	1.75
上证综合指数	3609.09	3612.55	3571.73	3592.17	0.67
深证成份指数	14457.94	14489.33	14348.98	14414.16	0.73
创业板指数	3259.46	3285.73	3224.06	3243.20	-0.04
美元指数	94.07	94.45	93.69	94.10	0.03
欧元兑美元	1.16	1.16	1.15	1.16	-0.18
美元兑日元	110.93	112.27	110.82	112.23	1.06
澳元兑美元	0.73	0.73	0.72	0.73	0.63
美元兑人民币	6.45	6.45	6.44	6.44	-0.03
美元兑离岸人民币	6.45	6.47	6.44	6.45	0.16



美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0842
LME 铜	9195.00	9390.00	8992.00	9350.00	2.14
LME 铝	2856.00	2989.00	2856.00	2959.50	3.01
LME 锌	3008.00	3179.00	3004.00	3168.50	5.53
LME 镍	18080.00	19270.00	17750.00	19160.00	6.21
NYMEX 原油	75.90	80.11	74.96	79.59	5.08
ICE 布油	79.49	83.47	78.75	82.58	4.22

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。