

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

美数据喜忧参半
国际金价震荡收涨

市场研究报告

■ 本周视点:

上周国际金价大幅震荡。周初国际金价开盘报于 1757.23 美元/盎司，周中金价最高触及 1800.50 美元/盎司，最低价为 1749.20 美元/盎司，并最终报收于 1766.45 美元/盎司。出于对滞涨的担忧，投资者预计美联储会提前收紧货币政策，这是影响国际金价的重要因素。

综上，在大宗商品有进一步上行空间，供应链紧张及就业缺口短期内仍将存在的条件下，我们倾向于滞涨的逻辑仍将是推动黄金走高的重要原因。另一方面，国际金价向下的风险也依旧存在。超预期的消费数据无疑是证明经济复苏向好的最直观的指标，这会推动美债收益率进一步走高，并对黄金价格形成压力。上周五市场已经对超预期的美国零售消费数据有所反映。此外，美国债务上限的延后，也意味着四季度美国财政部需要提高国债发行量以填补现金缺口，这也会会对美债收益率进一步推升。另外，相对与其他的商品，由于黄金的上涨或下跌逻辑的不确定性较大，我们认为资金可能会选择相对上涨趋势更为明确的其他商品。这也会在一定程度上影响资金对于黄金的配置。

可以看到市场的滞胀预期和货币政策预期期间的预期差是决定黄金在未来一段时间的内的一个重要因素，这也是造成黄金波动加大驱动逻辑。因此，我们认为国际金价仍将以区间震荡为主，震荡的幅度可能会加大。在市场波动上升的情况下，控制持仓我们认为是比较好的应对措施。

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 18 日

相关研究报告：

10 月 13 日

银铂钯每周资讯—2021 第 38 期

10 月 11 日

美非农数据不及预期 国际金价冲高回落

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

上周国际金价大幅震荡。周初国际金价开盘报于 1757.23 美元/盎司，周中金价最高触及 1800.50 美元/盎司，最低价为 1749.20 美元/盎司，并最终报收于 1766.45 美元/盎司。出于对滞涨的担忧，投资者预计美联储会提前收紧货币政策，这是影响国际金价的重要因素。

一、上周全球市场回顾

上周公布的国内金融数据方面，9 月份 M1 同比增幅 3.7%，较上个月回落 4.4%。M2 同比为 8.3%，高于上个月的 8.2%。M1 和 M2 的剪刀差进一步扩大反映了经济活力有所下降。9 月份社融存量增速为 10%，比上个月回落了 0.3 个百分点，延续了从 2 月份开始的下降趋势。9 月份新增人民币贷款为 1.66 万亿，相比去年同期增量减少 2327 亿；社融为 2.9 万亿，相比去年同期减少超过 5000 亿，且均低于市场预期。

国内通胀数据方面，9 月中国的消费者物价同比数据从一个月前的 0.8% 降至 0.7%，低于市场预计的 0.9%，食品价格的大幅下降，是影响物价指数最重要的因素。

国内的出口数据方面，9 月中国出口同比增长 28.1%，达到创纪录的 3057 亿美元，比 8 月份 25.6% 的增幅有所加快，超过市场预期的 21%，显示全球需求强劲。9 月中国进口同比增长 17.6%，低于市场预期的 20.0%，也低于 8 月份 33.1% 的增幅。

美国的劳动力市场数据方面，8 月美国职位空缺数从 7 月份的 1109.8 万个降至 1043.9 万个，低于市场预期的 1092.5 万个。这是自 2020 年 12 月以来，职位空缺数量首次下降。另外，截至 10 月 9 日当周，美国首次申领失业救济金人数降至 29.3 万人，这是自 2020 年 3 月疫情冲击美国经济以来的最低水平，远低于市场预期的 31.9 万人。美国 10 月 2 日止当周续请失业金人数降至 259.3 万人，也是疫情爆发以来的最低读数，且低于市场预期的 267.5 万人。

在美国的通胀数据方面，9 月美国的消费者物价同比数从 8 月份的 5.3% 微升至 5.4% 的 13 年高位，高于市场预期的 5.3%。从分项数据来看，房成本和食品价格是影响居民生活成本的主要因素。环比数据方面，消费者物价指数上涨 0.4%，高于预期。9 月美国扣除食品和能源的核心消费者物价指数同比上涨 4.0%，与前一个月持平，符合市场预期。环比核心物价指数上涨 0.2%，符合预期，但高于前值的 0.1%。

9 月美国零售额超预期增长了 0.7%。除医疗及个人护理和电子商品外，大多数商品销售出现增长。

在经济数据方面，10 月欧元区 ZEW 经济信心指数跌至 21，连续第五个月走弱，为 2020 年 3 月以来的最低水平，人们对全球供应链持续中断导致经济增长放缓的担忧依然存在。

二、全球市场纵览及后市展望

从上周的市场表现来看，目前影响国际金价的不确定性因素依然较多。作为传统的抗通胀品种，今年上半年，国际金价因不断走高的通胀数据而出现一轮上涨。因为，不断走好的经济形势，令市场始终与美联储保持统一步调。即便在通胀预期走高的情况下，黄金的价格在量宽缩减的预期下，未能刷新历史高点。不过，下半年新冠变异病毒德尔塔在全球的肆虐，让全球脆弱的供应链雪上加霜。如同我们在上周的报告中谈到的，美联储极度宽松的货币政策，是目前超预期滞涨的重要推手。在大宗商品屡创新高，美国劳动力市场复苏放缓的情况下，市场最终开始放弃相信美联储的“暂时性”通胀的说法，而更偏向于会在未来的一段时间内承受更大的价格上行压力。尽管，供应链引发的通胀问题不能完全归咎于无限宽松，但美联储对于通胀预期管理的脱靶，仍然令目前高通胀的预期持续更久。

如果从上周美国公布的消费者物价指数的构成来看，美国的通胀也已经愈来愈难与“暂时性”挂上钩。由于通胀的结构不断转变，房租价格已经替代二手车价格成为目前驱动通胀最主要的原因。从上周美国公布的零售消费数据来看，也能看到持续不断的滞涨压力对于消费的负面影响。在供给端，受到芯片短缺的影响，电子产品和汽车的产能不足拖累了终端消费。在需求端，随着传统圣诞购物季的来临，商品的需求可能会进一步放大，并推动原材料价格。而在周中公布的美联储9月份FOMC会议纪要中，美联储官员也表示商品和劳动力缺口所持续的时间将会比预计的更长。

我们在之前的报告中谈到，有越来越多的迹象显示，各国政府正在试图控制日益显著的通胀压力。在供应链方面，上周，应白宫的要求美国三大物流企业开始延长运营时间，来解决美国西海岸港口数千个集装箱的滞留问题。这可能会使得交通运输限制的问题有所缓解。近期，全球一些热门航线的价格已经出现了回落。不过在大宗商品方面，价格压力依然存在。其中，油价则受到天然气价格上涨的影响而继续走高，而OPEC+对于石油需求保持谨慎的态度，意味着极寒天气所引发的能源紧缺局面，可能还会进一步推动天然气走高。

在劳动力市场方面，即便全美的疫情救助补贴已经在9月底完全结束，劳动参与率也没有出现预想中的回升。按此前的设想，失业人员在收入减少的情况下，会更积极地在紧俏的就业市场中寻找工作。但目前走低的参与率，则暗示了疫情对于美国经济结构造成的负面冲击很难在短时间内消除。实际上，部分行业的复苏程度已经回到甚至超过了疫情前的水平，但仍有很多行业的产能受到供应链限制而恢复缓慢。疫情导致部分就业者提前退休和企业无法进一步抬升工资来应对通胀压力，都是阻碍就业缺口弥合的重要因素。对于劳动力市场的

复苏，美联储也持有分歧。部分官员认为，疫情对于劳动参与率的打压是长久的，而还有一些官员则认为，随着供应链限制的缓解，就业市场的不断改善会持续推动劳动参与率回暖。

综上，在大宗商品有进一步上行空间，供应链紧张及就业缺口短期内仍将存在的情况下，我们倾向于滞涨的逻辑仍将是推动黄金走高的重要原因。另一方面，国际金价向下的风险也依旧存在。超预期的消费数据无疑是证明经济复苏向好的最直观的指标，这会推动美债收益率进一步走高，并对黄金价格形成压力。上周五市场已经对超预期的美国零售消费数据有所反映。此外，美国债务上限的延后，也意味着四季度美国财政部需要提高国债发行量以填补现金缺口，这也会会对美债收益率进一步推升。另外，相对与其他的商品，由于黄金的上涨或下跌逻辑的不确定性较大，我们认为资金可能会选择相对上涨趋势更为明确的其他商品。这也会在一定程度上影响资金对于黄金的配置。

可以看到市场的滞胀预期和货币政策预期期间的预期差是决定黄金在未来一段时间的内的的重要因素，这也是造成黄金波动加大驱动逻辑。因此，我们认为国际金价仍将以区间震荡为主，震荡的幅度可能会加大。在市场波动上升的情况下，控制持仓我们认为比较好的应对措施。

图 1：不同期限美元 LIBOR

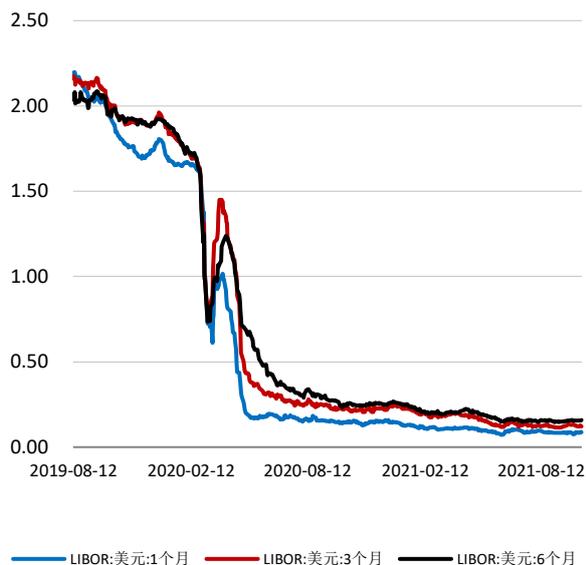
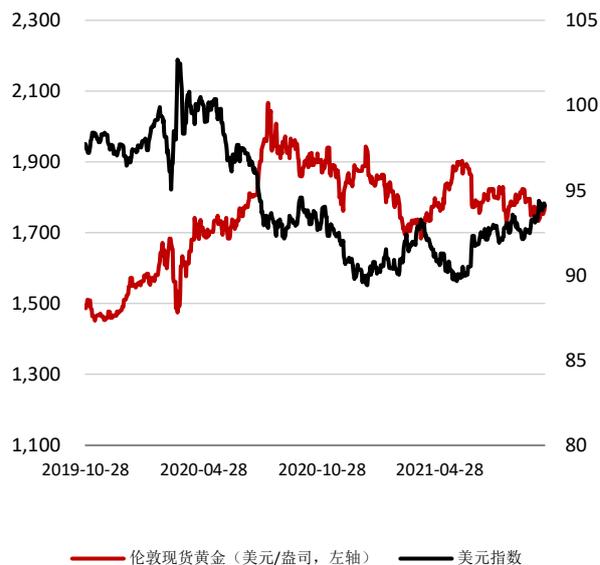


图 2：黄金与美元指数

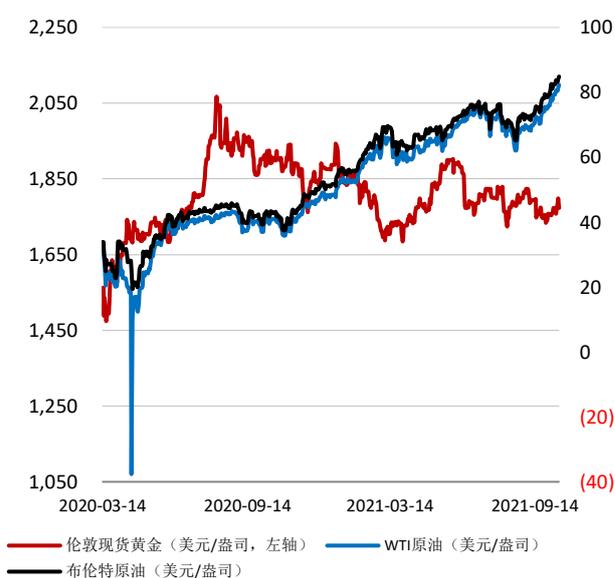


数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

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

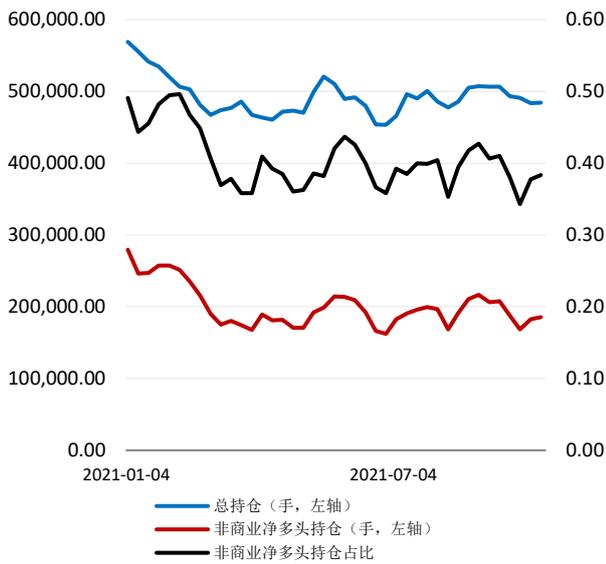
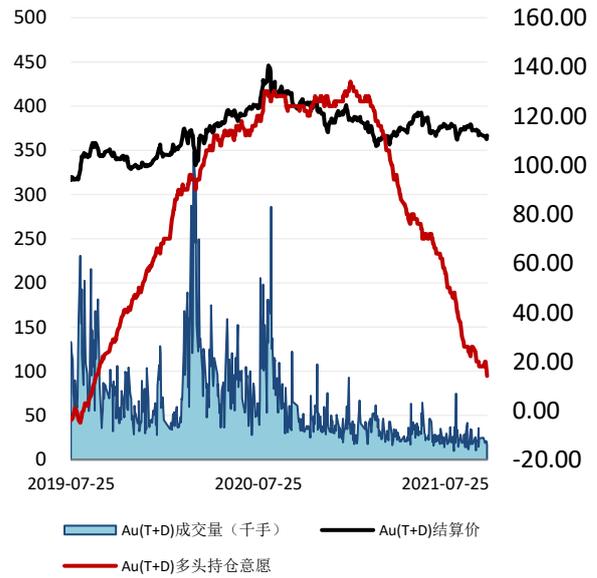


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

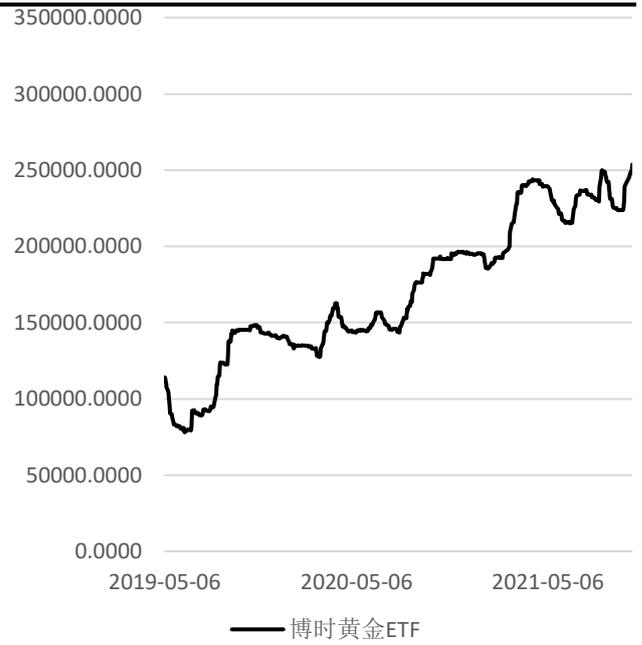


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

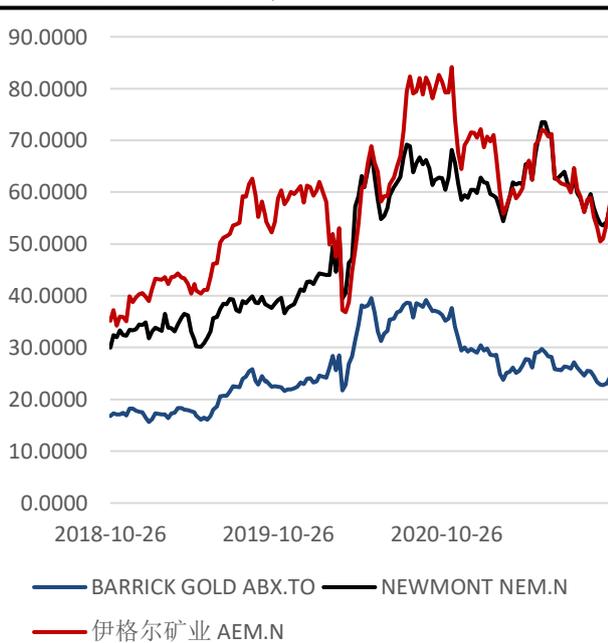
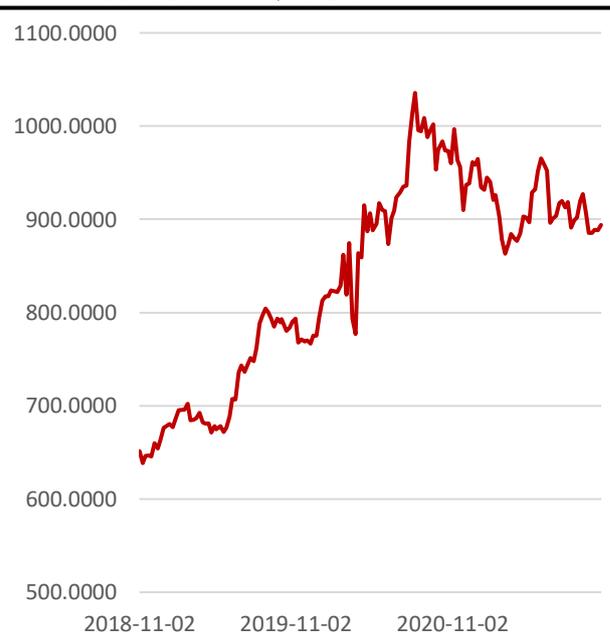


图 12: 美国黄金股票指数



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

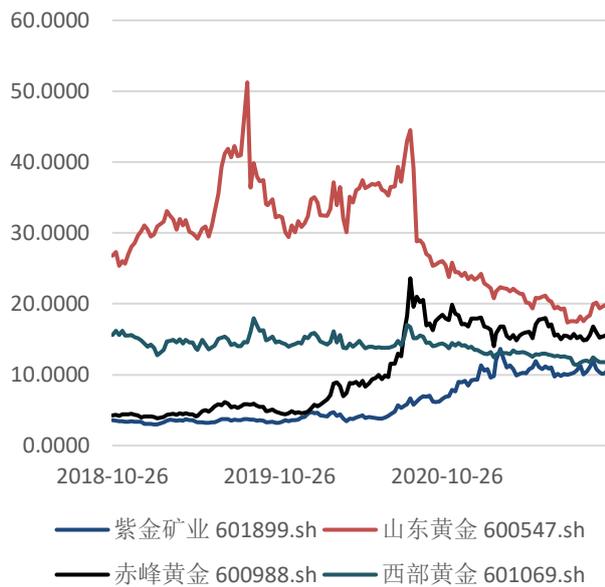
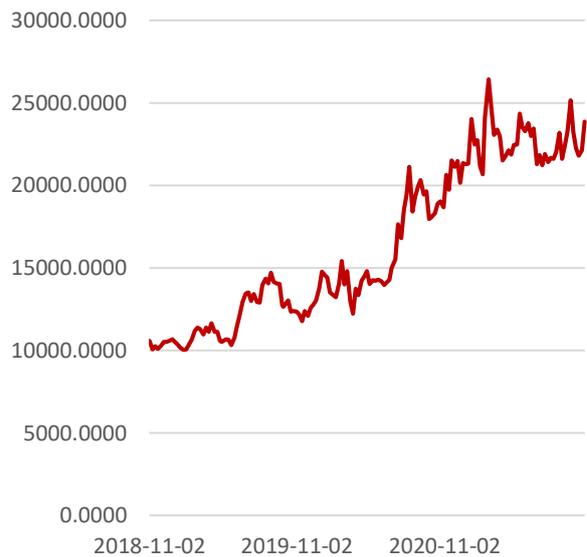
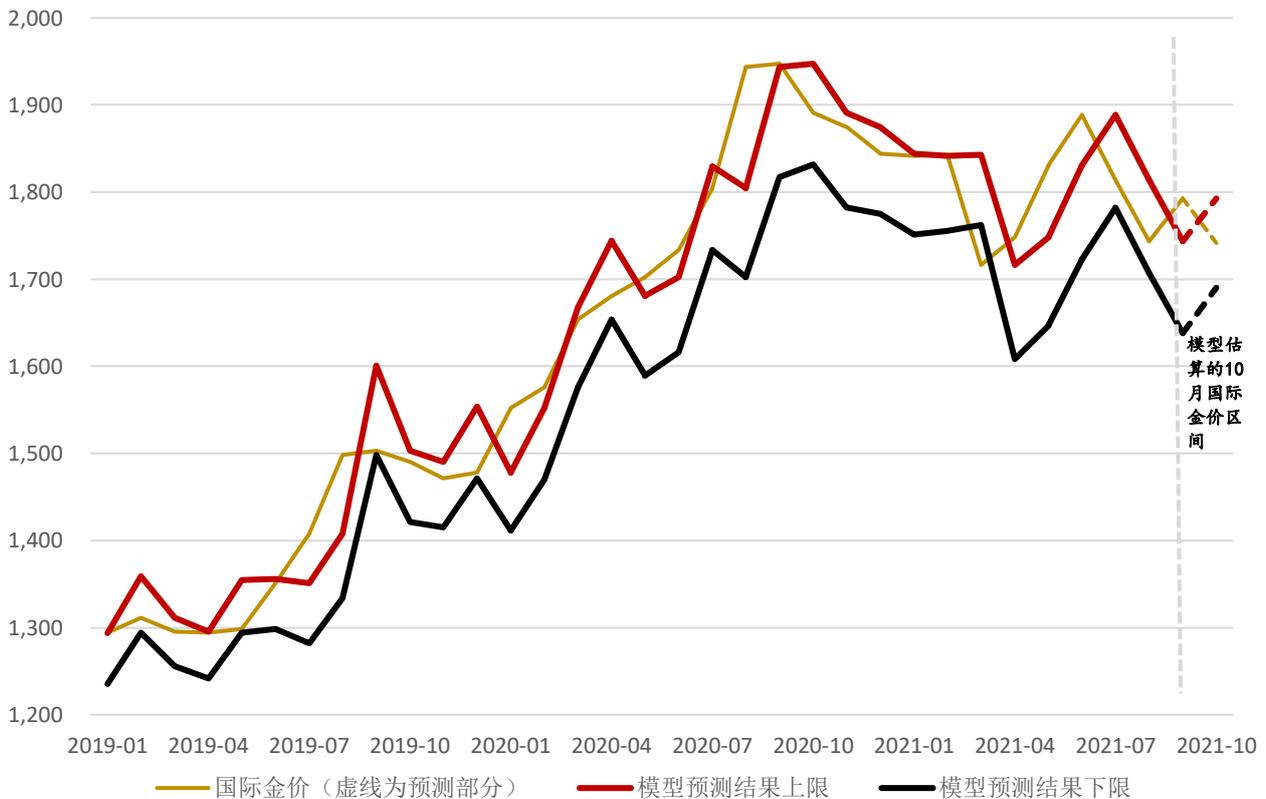


图 14: 中国黄金股票指数



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

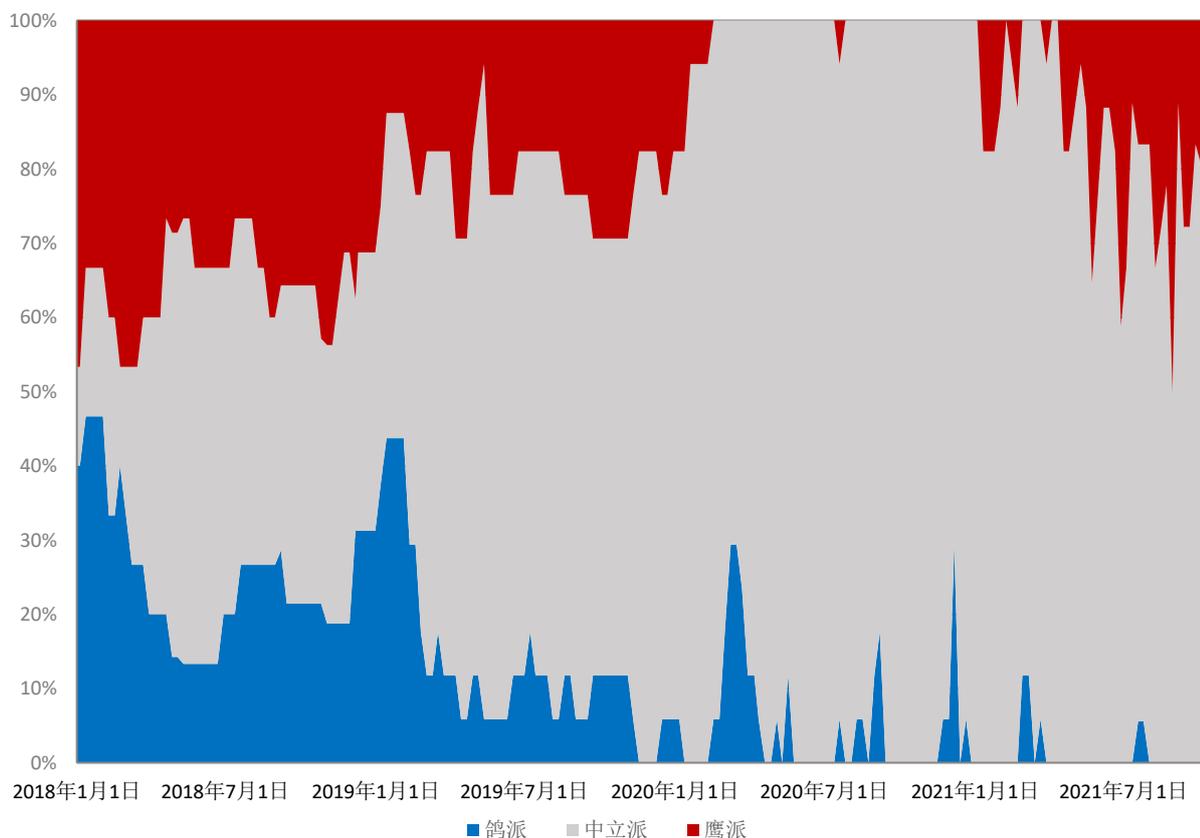
三、近一周美联储以及欧洲央行官员的言论分析

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	

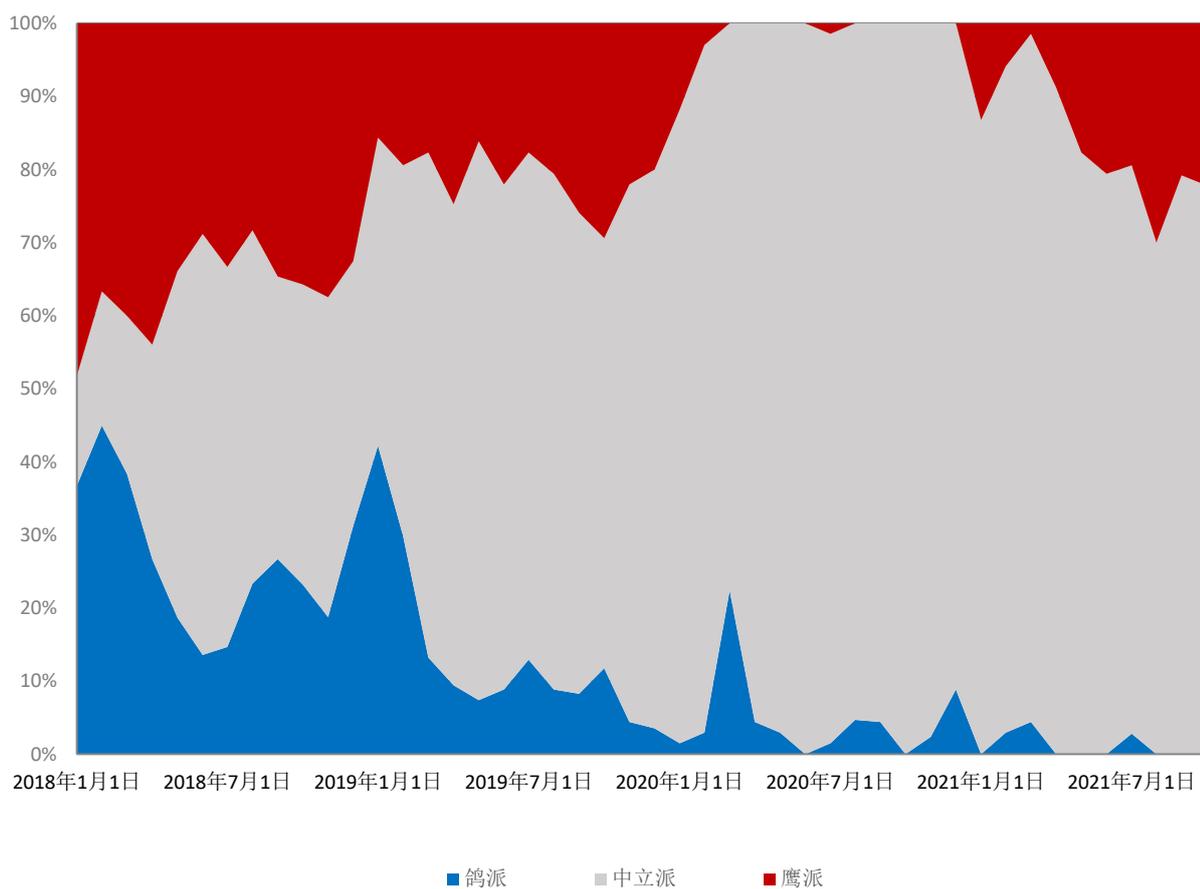
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 21：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



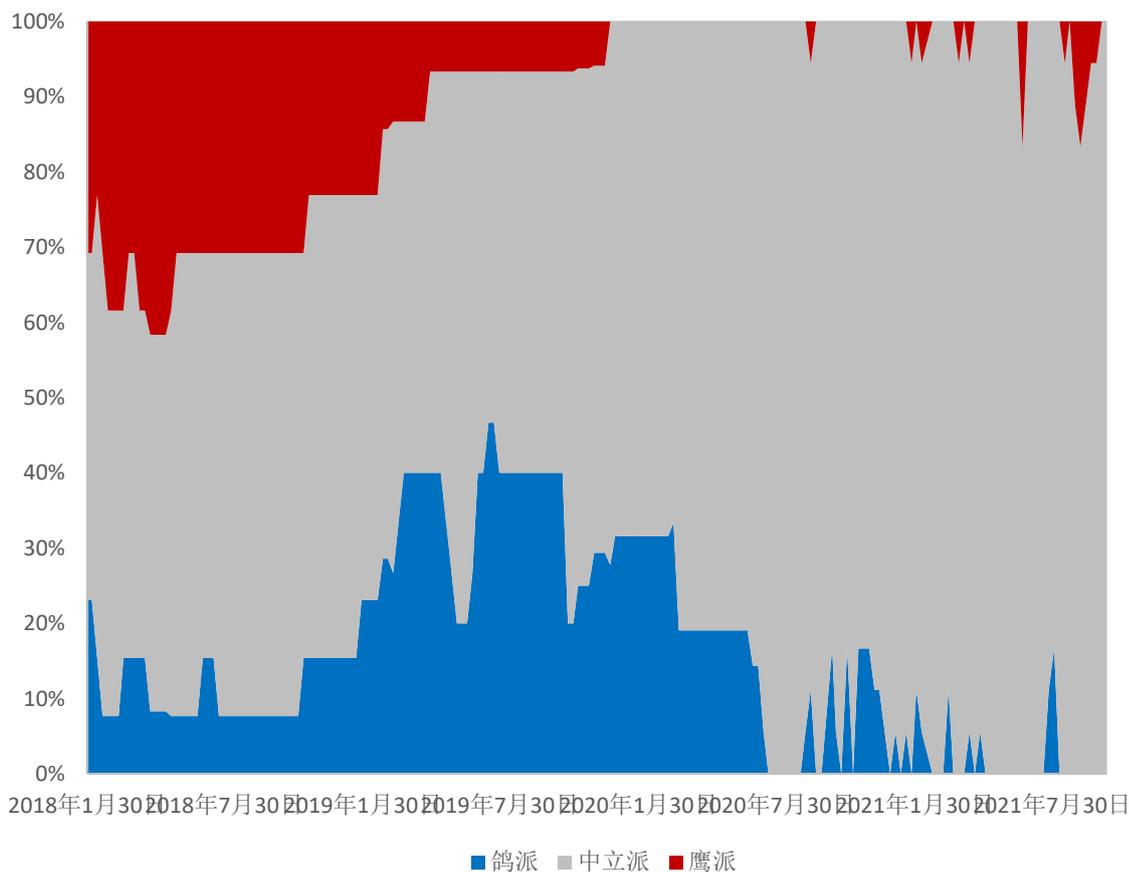
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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

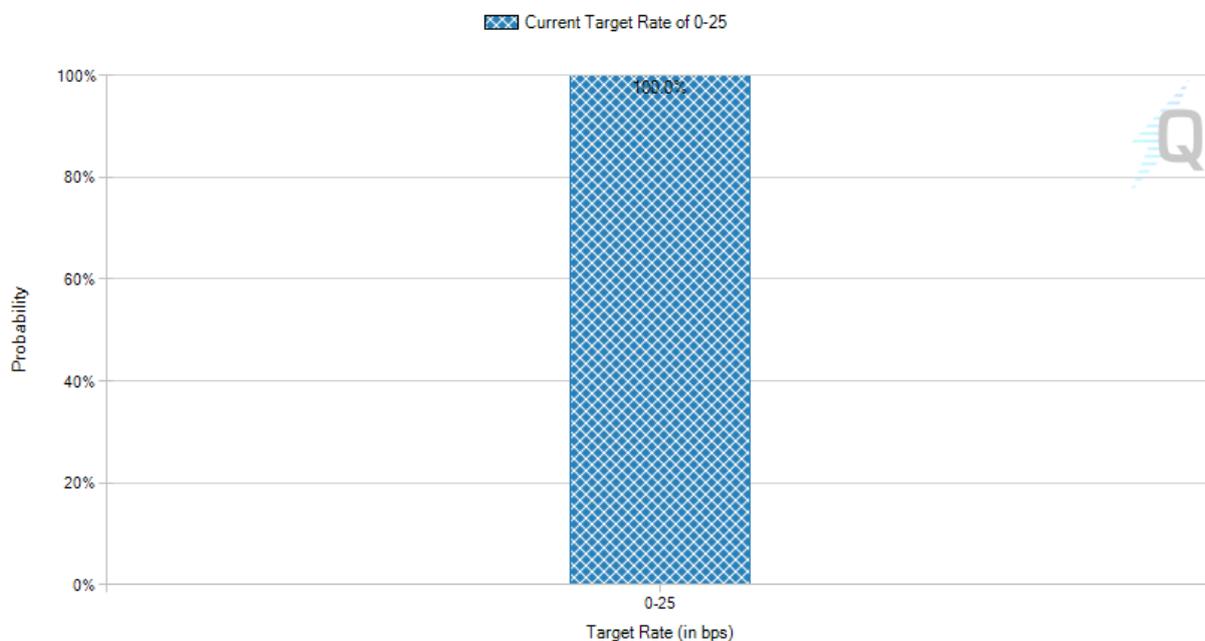
图 23：近期欧洲央行官员的言论基调（每周/连续）



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

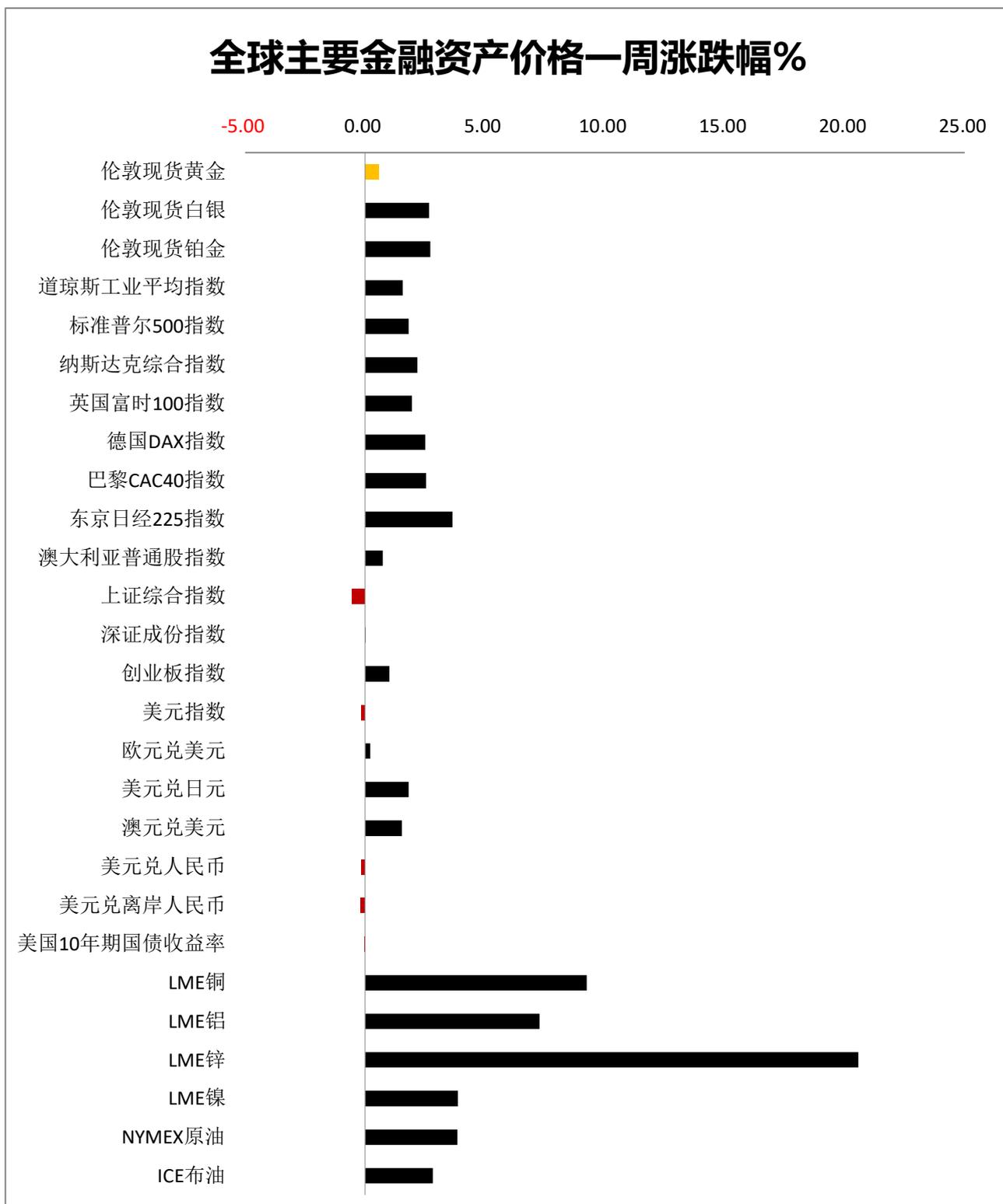
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1757.23	1800.50	1749.20	1766.45	0.56
伦敦现货白银	22.66	23.59	22.32	23.26	2.67
伦敦现货铂	1028.85	1063.54	1002.00	1055.00	2.73
道琼斯工业平均指数	34723.79	35320.97	34115.10	35294.76	1.58
标准普尔 500 指数	4385.44	4475.82	4329.92	4471.37	1.82
纳斯达克综合指数	14540.08	14904.98	14441.60	14897.34	2.18
英国富时 100 指数	7095.55	7243.85	7063.43	7234.03	1.95
德国 DAX 指数	15115.46	15598.58	15012.07	15587.36	2.51
巴黎 CAC40 指数	6546.07	6746.81	6491.58	6727.52	2.55
东京日经 225 指数	27977.57	29082.35	27893.32	29068.63	3.64
澳大利亚普通股指数	7617.30	7684.00	7548.00	7674.16	0.75
上证综合指数	3600.36	3614.70	3515.14	3572.37	-0.55
深证成份指数	14440.82	14484.39	14006.65	14415.99	0.01
创业板指数	3242.18	3284.65	3106.47	3276.32	1.02
美元指数	94.10	94.56	93.76	93.97	-0.15
欧元兑美元	1.16	1.16	1.15	1.16	0.22
美元兑日元	112.24	114.48	112.18	114.26	1.81
澳元兑美元	0.73	0.74	0.73	0.74	1.55
美元兑人民币	6.44	6.46	6.42	6.43	-0.15
美元兑离岸人民币	6.45	6.46	6.42	6.43	-0.17

美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.0125
LME 铜	9325.50	10328.50	9308.00	10215.00	9.25
LME 铝	2958.50	3215.00	2945.00	3175.00	7.28
LME 锌	3161.00	3944.00	3126.00	3820.00	20.56
LME 镍	19160.00	20120.00	18830.00	19900.00	3.86
NYMEX 原油	79.59	82.66	79.42	82.66	3.86
ICE 布油	82.65	85.10	82.20	84.92	2.83

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。