

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

美联储货币政策转向打压金价

奥密克戎蔓延引发市场担忧

市场研究报告

■ 本周视点:

上周国际金价冲高回落。上周国际金价开盘报于1808.72美元/盎司,周中国际金价最高触及1790.89美元/盎司,最低价为1761.1美元/盎司,并最终报收于1782.79美元/盎司。美联储主席鲍威尔在国会证词中,出人意料地给出“鹰派”讲话,并推翻了“暂时性”的通胀说法,是导致黄金价格明显回落的重要因素。另一方面,随着奥密克戎病例在美国多地蔓延,市场避险情绪重新回升,国际金价在上周五录得上行,并一改周中颓势。

从黄金的价格来看,除非新冠新病毒奥密克戎被证明能够引发大规模的经济封锁并再次引发供应链冲击,或是美国的劳动力市场恢复进一步放缓,我们认为黄金大幅上涨的空间较为有限。美联储对于通胀的转向,将会令做多黄金的参与者颇为难受。黄金上行压力方面,美国多地发现奥密克戎病例,同时全球航运指数再次大幅上升,导致滞胀预期再次显现。从价格走势来看,在美联储大幅转向后,此前黄金大幅回升的动能已经褪去,因此中期来看,黄金的上行动能较弱。但短期的干扰因素,仍然有可能推动黄金反弹。因此,我们认为国际金价仍会进在1770-1800这一价格区间内进行震荡。

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12月06日

相关研究报告:

12月01日

银铂钯每周资讯—2021 第45期

11月29日

南非发现新冠变异病株 避险情绪回
归黄金先抑后扬

11月24日

银铂钯每周资讯—2021 第44期

11月22日

贵金属及金融市场年报: 疫情冲击不
断央行宽松不停 通胀压力持续黄金

上周国际金价冲高回落。上周国际金价开盘报于 1808.72 美元/盎司，周中国际金价最高触及 1790.89 美元/盎司，最低价为 1761.1 美元/盎司，并最终报收于 1782.79 美元/盎司。美联储主席鲍威尔在国会证词中，出人意料地给出“鹰派”讲话，并推翻了“暂时性”的通胀说法，是导致黄金价格明显回落的重要因素。另一方面，随着奥密克戎病例在美国多地蔓延，市场避险情绪重新回升，国际金价在上周五录得上行，并一改周中颓势。

一、上周全球市场回顾

在国内的经济数据方面，11 月公布的中国官方制造业采购经理人指数从一个月前的 49.2 升至 50.1，超出市场预期的 49.6，这是 8 月份以来的首次增长。电力短缺缓解和原材料价格的大幅下跌，是推动制造业重新扩张的主要因素。从分项数据来看，10 月份的产出和采购水平都出现了三个月来的首次增长。而新订单、出口销售和就业的回落的速度有所放缓。与此同时，由于投入成本的增长有所放缓，销售的价格也出现回落。

11 月财新中国综合采购经理人指数从一个月前的 51.5 微降至 51.2，主要是服务业活动增长放缓抵消了制造业的新一轮增长。新订单增速降至三个月来最低，就业大体保持稳定。在通胀方面，投入价格和产出费用的增长速度都有所放缓，这主要是由制造业增长放缓推动的。11 月财新中国制造业采购经理人指数从上月的 50.6 降至 49.9，低于市场预期的 50.5。新订单在经历了两个月的扩张后略有下降，出口销售和就业连续第四个月萎缩，购买水平进一步下滑。由于供应商库存水平较低且物流出现延误，供应出现了恶化。电力供应缓解，使得产出四个月来首次出现增长。在价格方面，投入成本的下降帮助产出费用回落。11 月财新中国服务业采购经理人指数从前一个月的 53.8 降至 2021 年 11 月的 52.1，这是三个月来最弱的增长。企业活动和新订单扩张速度为三个月来最慢，出口销售保持温和，而就业人数连续第三个月增加，且增速为 5 月以来最快。在成本方面，由于劳动力、原材料和能源成本上涨，投入价格通胀加速升至半年高位。

在美国的劳动力市场数据方面，11 月美国 ADP 新增就业人数为 53.4 万，低于 10 月份向下修正的 57 万人，但超出了市场预期的 52.5 万人的增长。上周公布的美国 11 月份劳动力市场报告显示，11 月美国新增非农就业人数为 21 万，是年内最低增幅。不过劳动参与率小幅攀升至 61.8%，失业率则下降至 4.2%，而上月的劳动者薪资平均增长了 4.8%。此外，截止到 11 月 27 日，美国当周首次申请失业金人数为 22.2 万人高于前值的 19.9 万人。截止到 11 月 20 日的续请失业金人数为 19.6 万人，好于前值的 20.6 万人。综合来看，美国的劳动力市场恢复速度有所放缓，新增非农就业人数减少，首次申请失业金人数增加，劳动参与率回升而

失业率降低，似乎暗示了劳动力人口中非农以外的就业人口数量有所增加。由于非农口径统计外的就业状况并不稳定，这意味当前 4.2% 的失业率数据并不稳固。

在美国的生产数据方面，11 月美国 ISM 制造业采购经理人指数从上月的 60.8 微升至 61.1，这是制造业连续第 18 个月扩张，其中生产、新订单和就业增长较快，通胀压力较前一个月有所缓解。

11 月欧元区消费者物价指数初值从一个月的 4.1% 加速至 4.9%，高于 4.5% 的市场预期。这是 1991 年 7 月以来最高的通货膨胀率，远高于欧洲央行 2% 的目标。从分项数据来看，能源成本，服务价格，非能源工业品价格以及食品和烟酒价格都出现了上涨。欧洲最大的经济体德国、西班牙、意大利和法国的通货膨胀率都升至多年高点。11 月，不包括能源和食品的欧元区的年度核心通胀率升至 2.6%，为 2002 年 3 月以来的最高水平，高于 2.3% 的市场预期。

二、全球市场纵览及后市展望

上周南非报告的新冠新变异病株奥密克戎在全球多地蔓延，搅动资本市场。由于新的变异病毒能够突破现有疫苗的保护，引发了市场对于新一轮疫情冲击的猜测。不过，在市场对于奥密克戎的担忧情绪加剧的同时，上周美联储主席鲍威尔在参议院作证时表示，可能需要考虑加快收缩资产购买，并不应该再考虑“暂时性”通胀。鲍威尔明显“鹰派”的讲话，令市场措手不及，并导致美股美债同时出现了下跌。黄金在失守了 1800 美元的整数支撑后，在周中更多地呈现出了弱势整理的态势。同时，鲍威尔“不同寻常”的讲话也意味着，在本月 14-15 日召开的今年最后一次议息会议上美联储将会大概率公布提速后的资产购买缩减计划。与此同时，伴随着美联储货币政策的逐渐转鹰，黄金市场所承受的压力也越来越大。

从政策延续性的角度来看，一般在为期两天的国会作证中，美联储主席的证词不会与美联储的货币政策出现太大的分歧。这类国会听证会的主要目的是对当下美联储的货币政策决策过程进行辩护，以确保货币政策的合理性。在 11 月份的 FOMC 会议上，美联储刚刚决定开启缩减量化宽松，且鲍威尔还强调了缩减购债和加息之间没有联系，令市场视 11 月份的 FOMC 会议上的货币政策调整为鸽派缩减。不过，上周听证会上鲍威尔的讲话，无疑向市场提示了今后一段时间内美联储的政策倾向，将会从保就业向抗通胀进行倾斜。我们问题是，为什么美联储会选择在这个并不寻常的时间点来给出前瞻性的货币政策。我们认为，从宏观变量来看，奥密克戎的出现是导致美联储提早给出前瞻指引的重要因素。因为新的变异病株重燃了市场对产业链的担忧，并导致滞涨预期的再次攀升。往前看，在南非报告新的变异病毒之前，美国拜登政府已经与 OPEC+ 就原油增产一事进行了多轮的交锋。其目的就是为了通过打压油

价，来遏制日益严重的通胀压力。我们在此前的报告中曾谈到，越来越高的房租和工资增长压力已经让市场对于美国的中期通胀形成预期。同时，鲍威尔的暂时性通胀言论，也让市场认为美联储将会放任通胀。不过矛盾的是，虽然在上周的国会作证中鲍威尔多次谈到美联储有足够的工具来对付通胀，但在此前的数次讲话中，鲍威尔都明确表示货币政策并不能影响供给侧带来的滞涨压力。因此，刻意引导市场降低通胀预期，是鲍威尔讲话的目的，同时也是今后一段时间内美联储货币政策的主要目的。

明年美国将会进入到中期大选，众议院所有席位将会进行改选，而参议院也将有 34 个席位进行改选。鉴于拜登的支持率已经创下上任以来的新低，其早先承诺的 3.5 万亿刺激计划目前也已经缩水至还在讨论中的 1.75 万亿，因此对于民众产生广泛影响的通胀压力将会成为拜登政府不得不去面对一个重要议题。从打压油价，到美联储放弃“暂时性”通胀的看法，以及拜登政府宣布不采取封锁措施来应对奥密克戎病毒，都在一定程度上反映了目前美国政府对于通胀的态度。

除了抗通胀外，在 11 月份的 FOMC 会议上，美联储曾明确表示将会在明年一季度的时候重新评估劳动力市场的“充分就业”标准。这也意味着美联储需要在快速结束 QE 后，根据更加真实的经济数据反馈来调整货币政策。因为极度宽松的货币政策在很大程度上扭曲了市场的供需。因此，我们认为在 12 月份的 FOMC 会议上美联储可能会将缩减购债的速度提高一倍，即每月 200 亿美元的国债购买缩减和 100 亿美元 MBS 的购买缩减。这样 12 月份美联储 600 亿美元国债和 300 亿美元 MBS 的购买计划将在明年 3 月到期。届时美联储将会有充分的时间去考察经济的复苏情况。理想的情况是，随着美国经济进一步改善，美联储开始加快放缓购债将不会对美债收益率曲线产生过大的负面冲击。这意味着，市场资金将会承接美联储在美债市场上缺失的买盘。

往后看，由于目前美国劳动力市场复苏距美联储的目标仍有差距，同时奥密克戎对经济的负面冲击还有待观察，我们并不认为美联储会贸然加息。因此，如果现在迫切的押注美联储将会在明年 6 月份加息，我们认为时间尚早。从市场的反应来看，目前各方对于美联储加息的预期已经较为充分，根据芝商所的美元指数期货来看，连续两日的国会听证结束后，市场对于明年 6 月份至少加息一次及以上的预期接近 70%，低于一周前的 80%。市场对于通胀的预期可能会再次发酵，房租和工资的上涨将导致高通胀压力持续的时间更长，但是鉴于高通胀必将导致市场计价更为紧迫的加息路径，我们认为即便短期内美国的通胀可能会进一步上行，其对于金价的支撑力度也会较为有限。

从黄金的价格来看，除非新冠新病毒奥密克戎被证明能够引发大规模的经济封锁并再次引发供应链冲击，或是美国的劳动力市场恢复进一步放缓，我们认为黄金大幅上涨的空间较为有限。美联储对于通胀的转向，将会令做多黄金的参与者颇为难受。黄金上行压力方面，美国多地发现奥密克戎病例，同时全球航运指数再次大幅上升，导致滞胀预期再次显现。从价格走势来看，在美联储大幅转向后，此前黄金大幅回升的动能已经褪去，因此中期来看，黄金的上行动能较弱。但短期的干扰因素，仍然有可能推动黄金反弹。因此，我们认为国际金价仍会进在 1770-1800 这一价格区间内进行震荡。

图 1: 不同期限美元 LIBOR

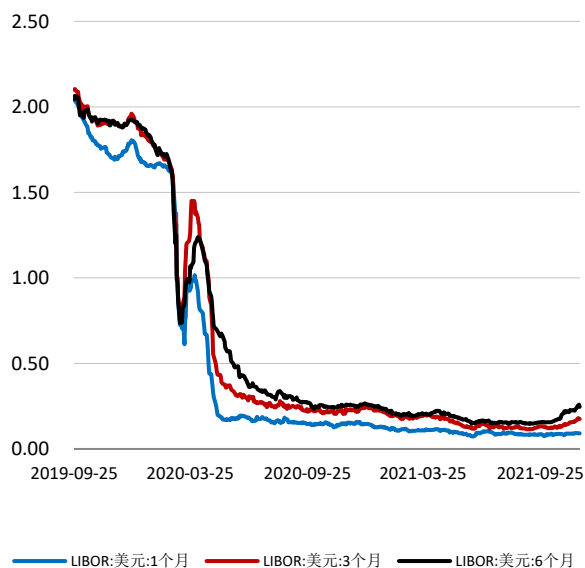


图 2: 黄金与美元指数



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

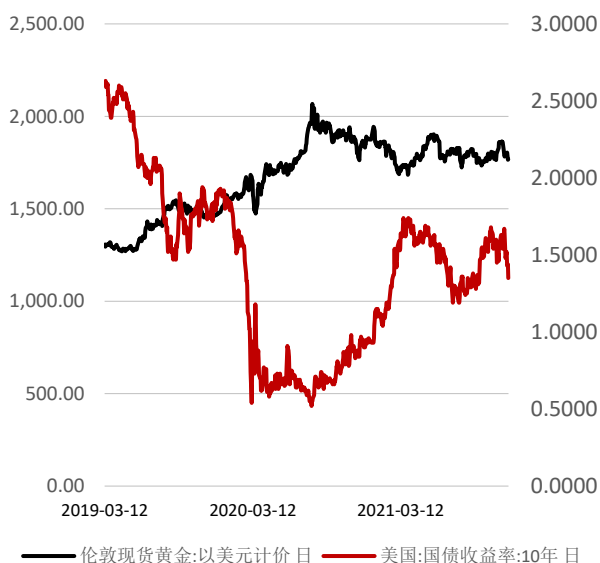
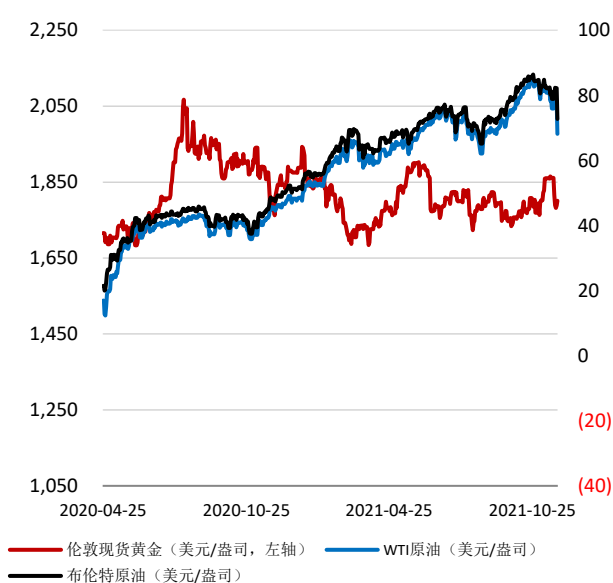


图 4: 黄金与原油价格



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

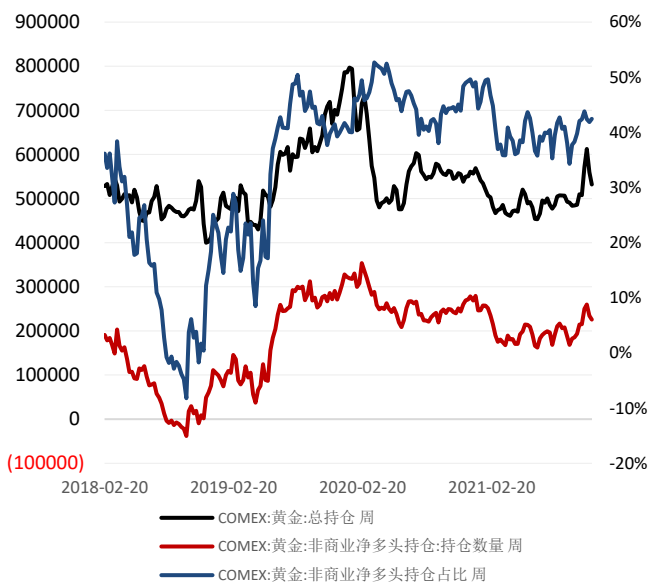
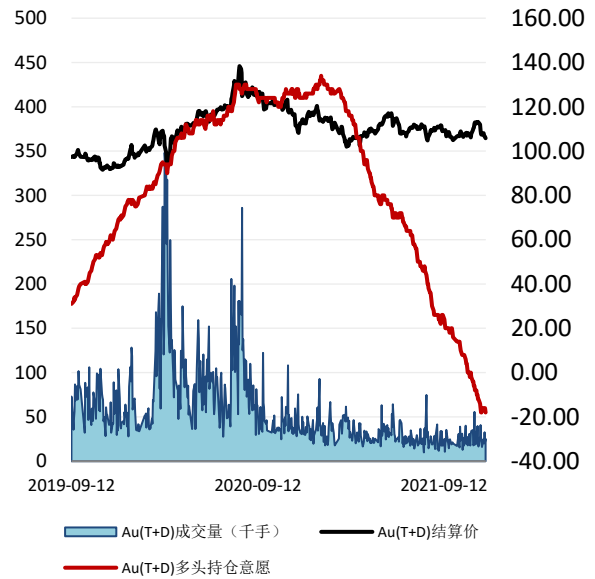


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

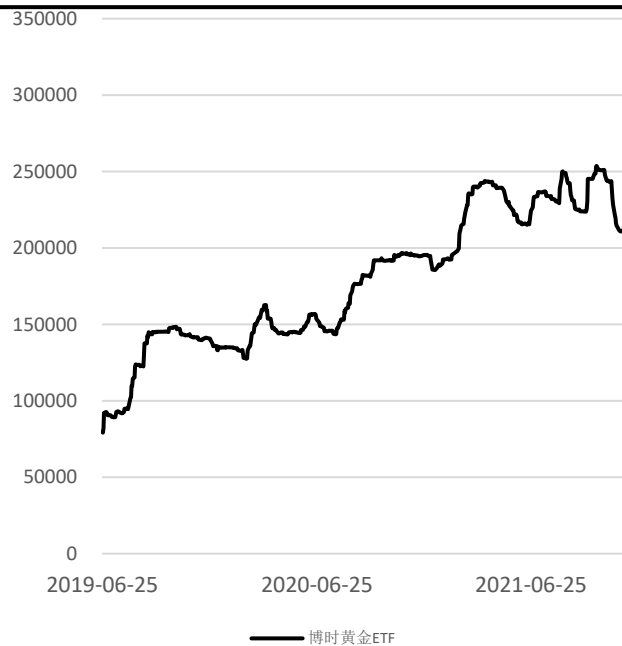


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

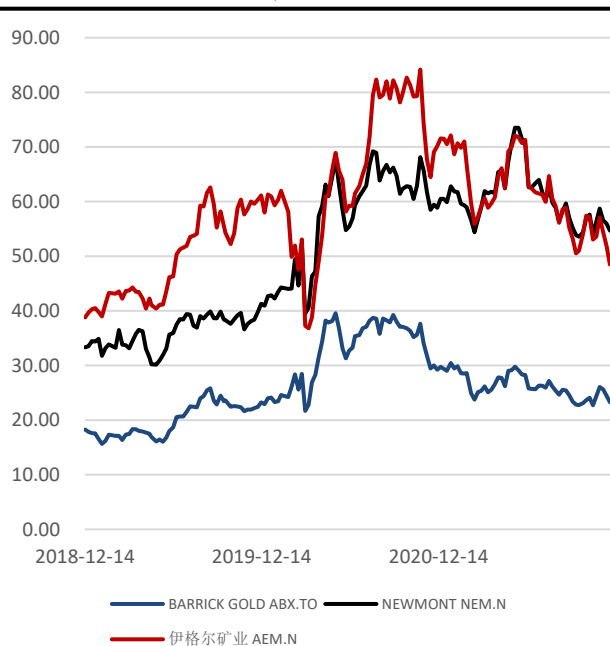


图 12: 美国黄金股票指数



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

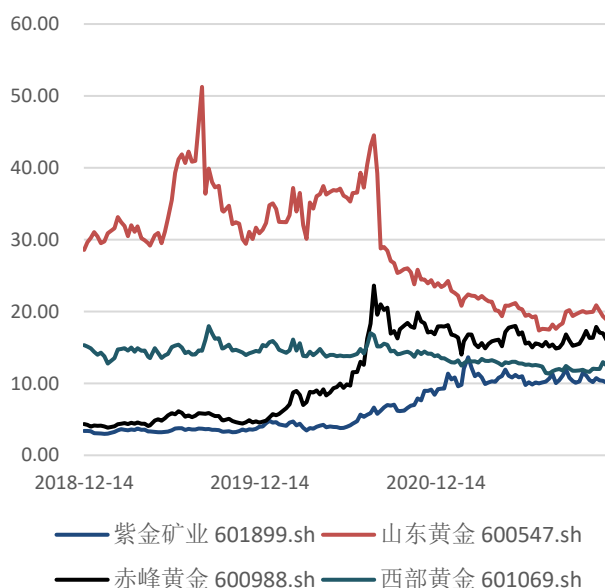
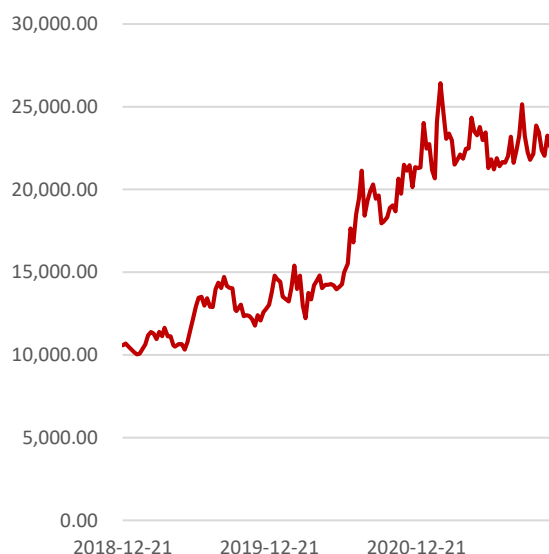
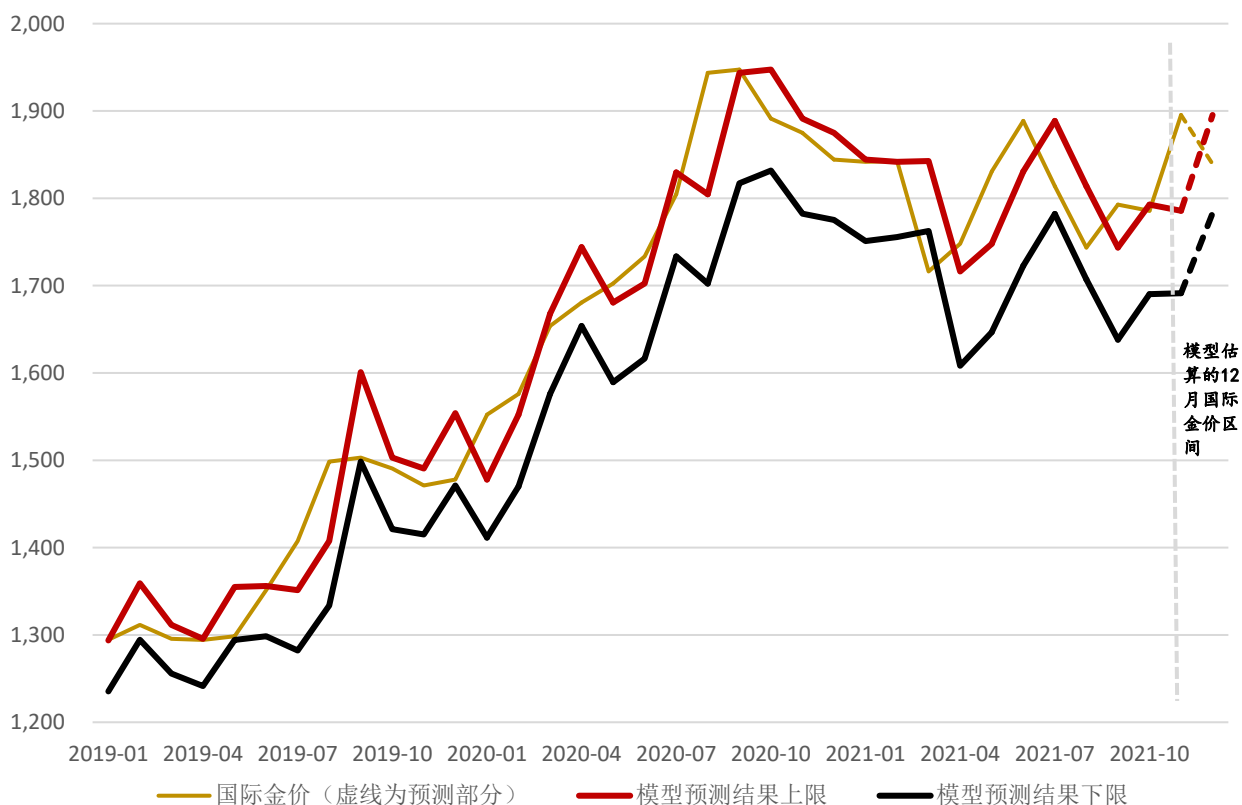


图 14: 中国黄金股票指数



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 12 月黄金价格低于 11 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 |
|--------|-----------------------|------------|-----------------------|
| 12月6日 | 欧元区12月Sentix投资者信心指数 | 15.9 | 公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价 |
| 12月7日 | 欧元区第三季度GDP年率终值 | 3.70% | 公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价 |
| | 欧元区12月ZEW经济景气指数 | 25.9 (前值) | 公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价 |
| 12月8日 | 美国至12月3日当周EIA原油库存(万桶) | -90.9 (前值) | 公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价 |
| 12月9日 | 美国至12月4日当周初请失业金人数(万人) | 22.2 (前值) | 公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价 |
| | 美国10月批发销售月率 | 1.10% | 公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价 |
| 12月10日 | 美国11月未季调CPI年率 | 6.70% | 公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价 |
| | 美国12月密歇根大学消费者信心指数初值 | 68 | 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

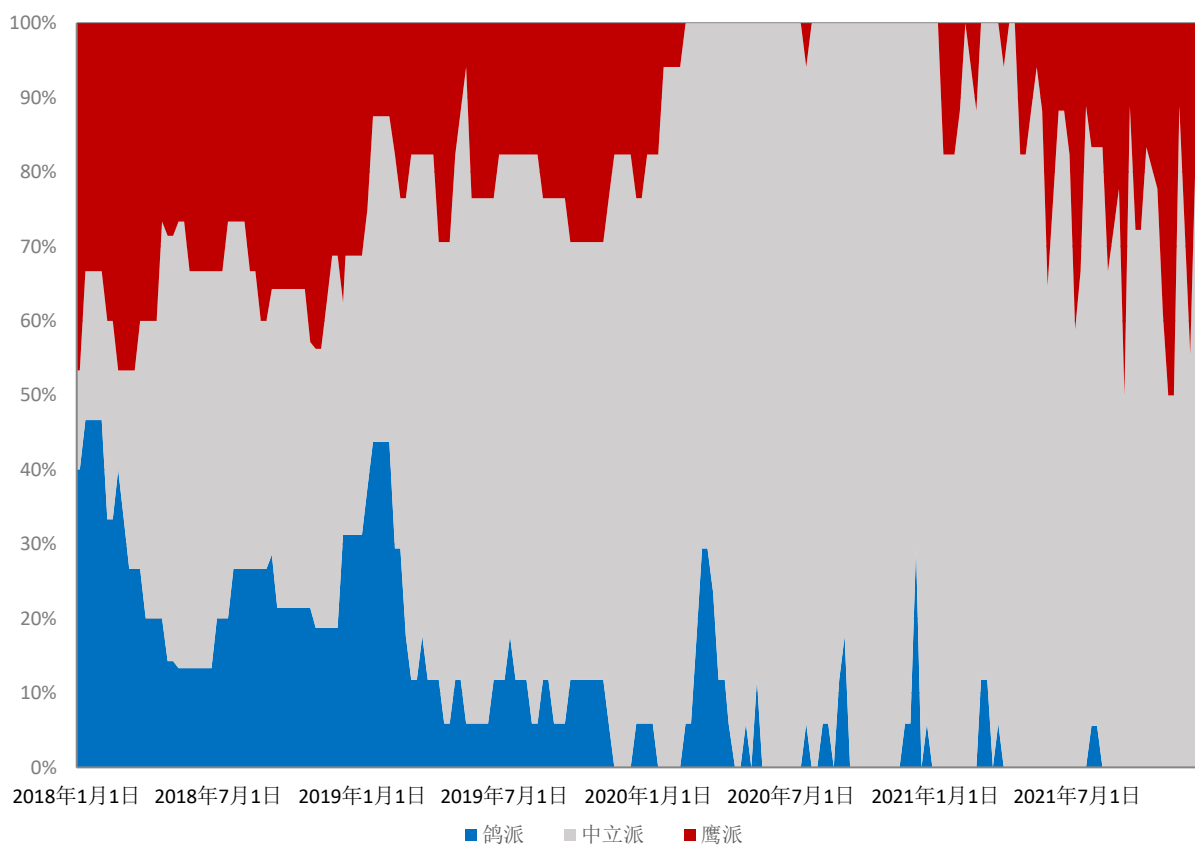
| 联储委员 | 是否票委 | 表态 | 最新言论 |
|----------|------|----|--|
| 波士顿 罗森格伦 | 2022 | 中立 | |
| 克兰科夫 梅斯特 | 2022 | 鹰派 | 对以更快的速度缩减购债保持开放态度, 更快的缩减购债为美联储在必须加息时提供了一个(灵活的)选择; 支持美联储在明年第一季度或第二季度初完成缩减购债; 如果需要的话, 应该可以在2022年内加息数次; 奥密克戎变异株是新风险, 需要更多数据; 经济的势头很明显, 通货膨胀率很高; 经济已经适应如何应对新冠疫情。 |
| 费城 哈克 | 否 | 中立 | |

| | | | |
|-------------|---|----|---|
| 亚特兰大 博斯蒂克 | 是 | 鹰派 | 我们确实需要逐步减少债券购买，该计划已经达到了预期目的；如果到 2022 年通胀保持在 4%左右的高位，那么就有很好的理由提前加息，并在明年加息不止一次；我将尽快推动缩减购债的计划；在 2022 年第一季度结束缩债“符合我们的利益”。缩债不会给经济踩刹车，只是取消一些刺激措施；我的利率路径是稳定且缓慢的，预计将在 2024 年末、2025 年初达到正常水平。美联储已明确表示，数据将指导我们做出缩债决策；如果需要的话，美联储应该有能力尽快提高利率。 |
| 美联储副主席 克拉利达 | 是 | 鹰派 | 美联储意识到可能会面临紧急贷款便利的损失是很重要的。明年不再出现这种水平的通胀是成功的，供给负面冲击可能对货币政策构成挑战，因为它们会推高通胀和失业率，今年是沟通和执行货币政策充满挑战的一年。通胀预期从去年的低水平上升，这一事实并不令人担忧；对现在通胀预期感到满意；通胀目前已经远超美联储 2%的目标。 |
| 旧金山 戴利 | 是 | 鹰派 | 美联储正面临着高于目标的通胀，官员们必须解决这一问题。联储的目标目前处于紧张状态，官员们总是需要为所有情况制定计划；美联储可能需要比预期更快地缩减资产购买；美联储可能需要开始制定一个计划来考虑提高利率；美联储正面临着高于目标的通胀，官员们必须解决这一问题。 |
| 美联储主席 鲍威尔 | 是 | 鹰派 | 我们将使用我们的工具来支持经济和强大的劳动力市场，并防止更高的通货膨胀根深蒂固。奥密克戎变异株加重经济风险和通胀不确定性，能源价格和租金的上涨加剧了通货膨胀，继续预计通货膨胀率将在明年大幅下降，通货膨胀率远高于 2%的目标，这是由大流行相关的供需失衡所推动的。高通胀风险对恢复充分就业造成风险；通胀持续上升的威胁越来越大；基线预期是，通胀将在明年回落；预计通胀将在明年下半年消失。可以考虑提前几个月结束缩减购债计划；目前无法评估奥密克戎变异株；但该毒株目前是一个风险。认为美联储将在未来会议上称通胀条件已满足。我们不能再用“暂时性”这个词了；高通胀的风险已经上升；由于财政支出和经济快速反弹，需求非常强劲。 |
| 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 | 鹰派 | 由于病毒、疫苗和财政支持，通货膨胀的上升速度比预期的要快。支持美联储正在采取的货币政策正常化。 |
| 达拉斯 卡普兰 | 否 | 中立 | |
| 堪萨斯城 乔治 | 2022 | 中立 | |
| 圣路易斯 布拉德 | 2022 | 鹰派 | 尽管通胀受到冲击，美联储政策仍保持宽松；2021年通货膨胀率大幅上升；现在评估奥密克戎变异株对美国的影响还为时过早；美国经济已经复苏，有望继续增长；劳动力市场非常紧张，但可能会变得更强劲。美联储应取消宽松的货币政策；美联储可能会考虑在即将召开的会议上讨论加速取消宽松政策。危险在于将面临太多的通货膨胀，而这并不是美联储新框架的意图；劳动力参与率不是就业市场的关键指标；劳动力参与率正在略微提高；经济一直非常善于适应新冠疫情，这种情况还会继续。望以一种不太具破坏性的方式取消刺激政策；也不想反应过慢；应该在明年三月份结束缩债；3月结束缩债，就可以选择在必要时加息；也可以考虑在完成缩债之前提高利率。 |
| 芝加哥 埃文斯 | 是 | 中立 | |
| 明尼阿波利斯 卡什卡利 | 否 | 中立 | |
| 美联储理事 沃勒 | 是 | 中立 | |

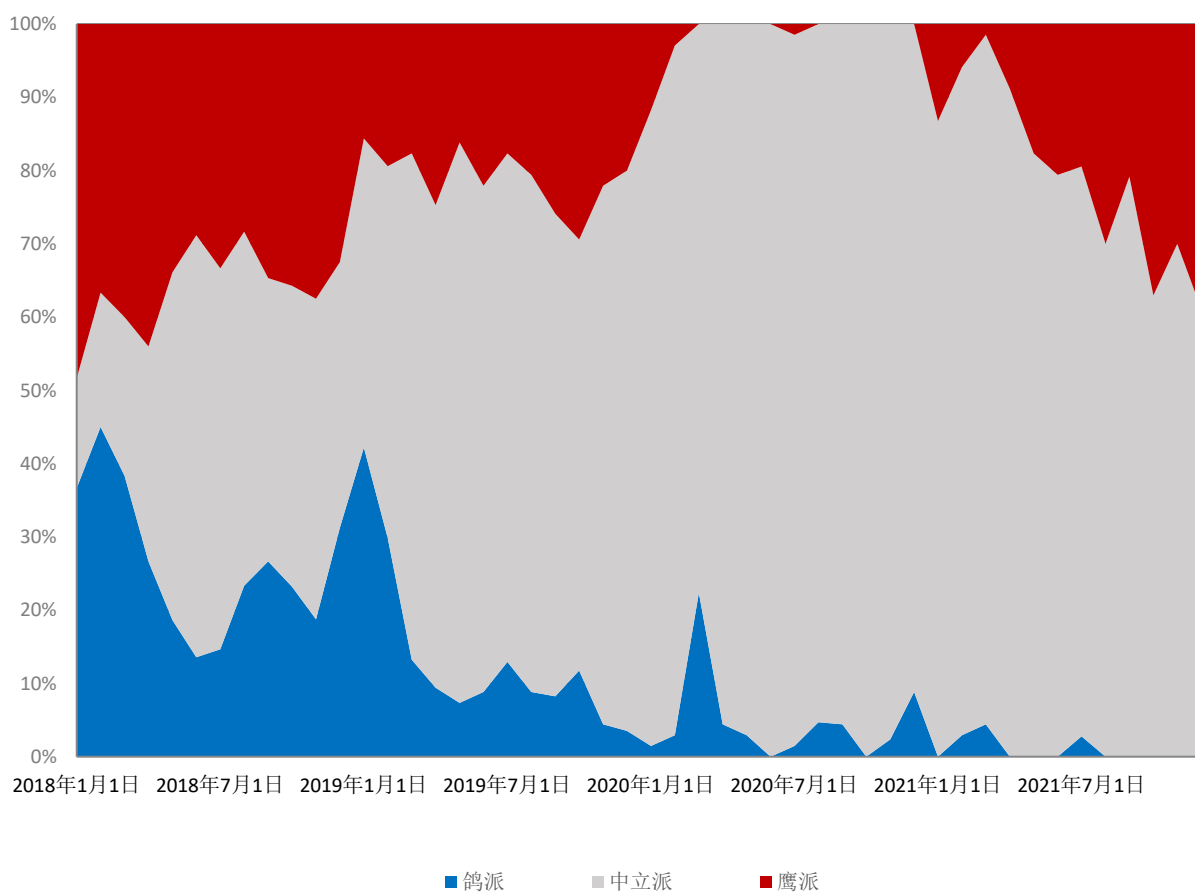
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 21：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



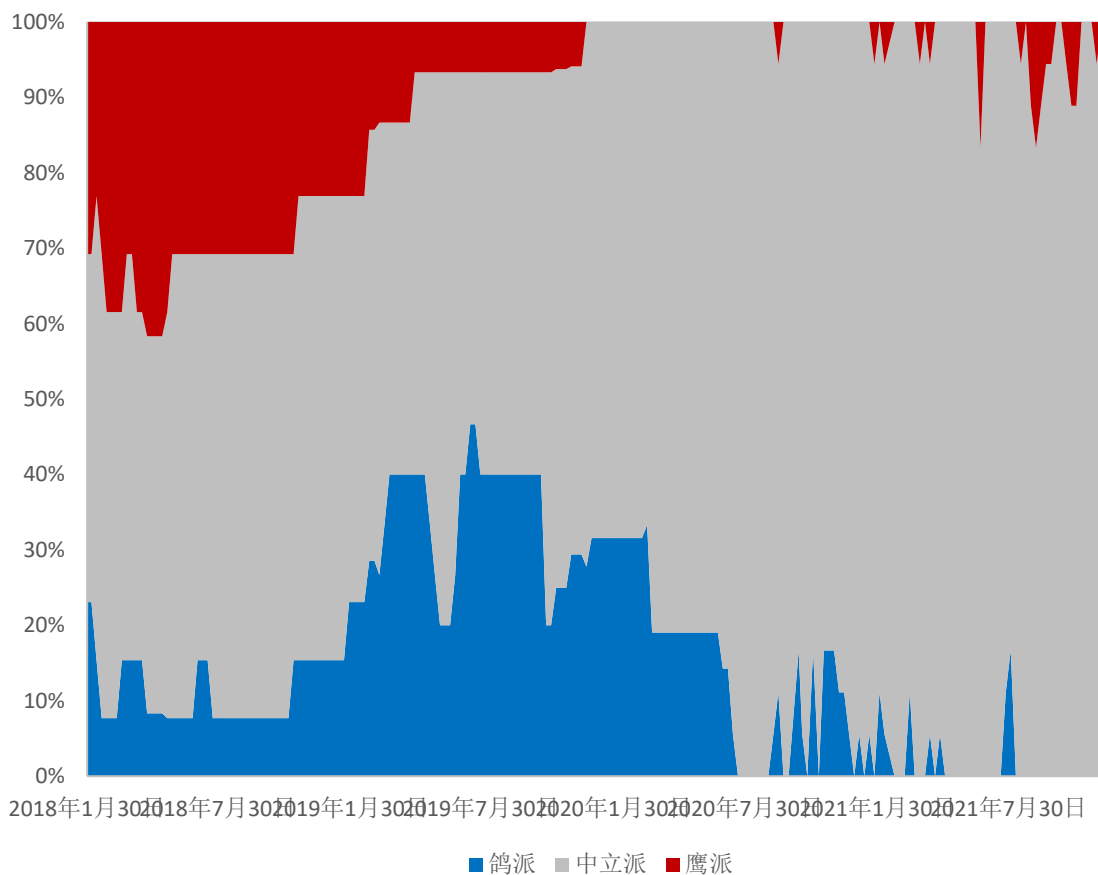
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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

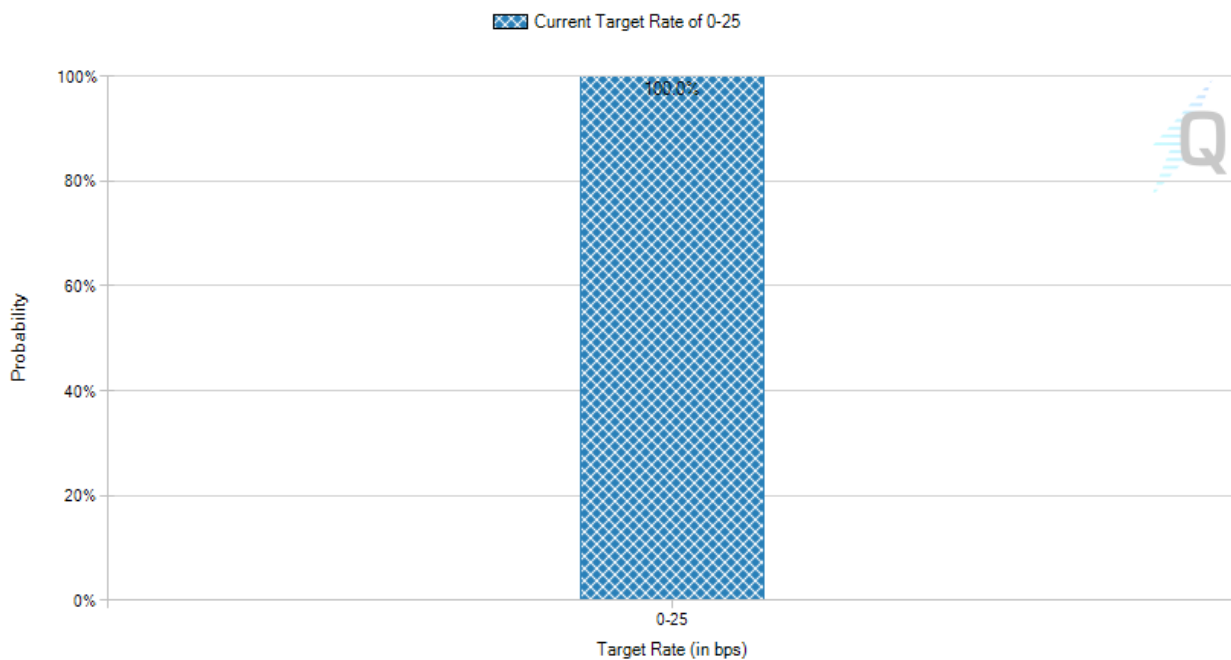
图 23：近期欧洲央行官员的言论基调（每周/连续）



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 12 月份加息与否概率

TARGET RATE PROBABILITIES FOR 15 12月 2021 FED MEETING



数据来源：芝加哥商业交易所集团，CME Group

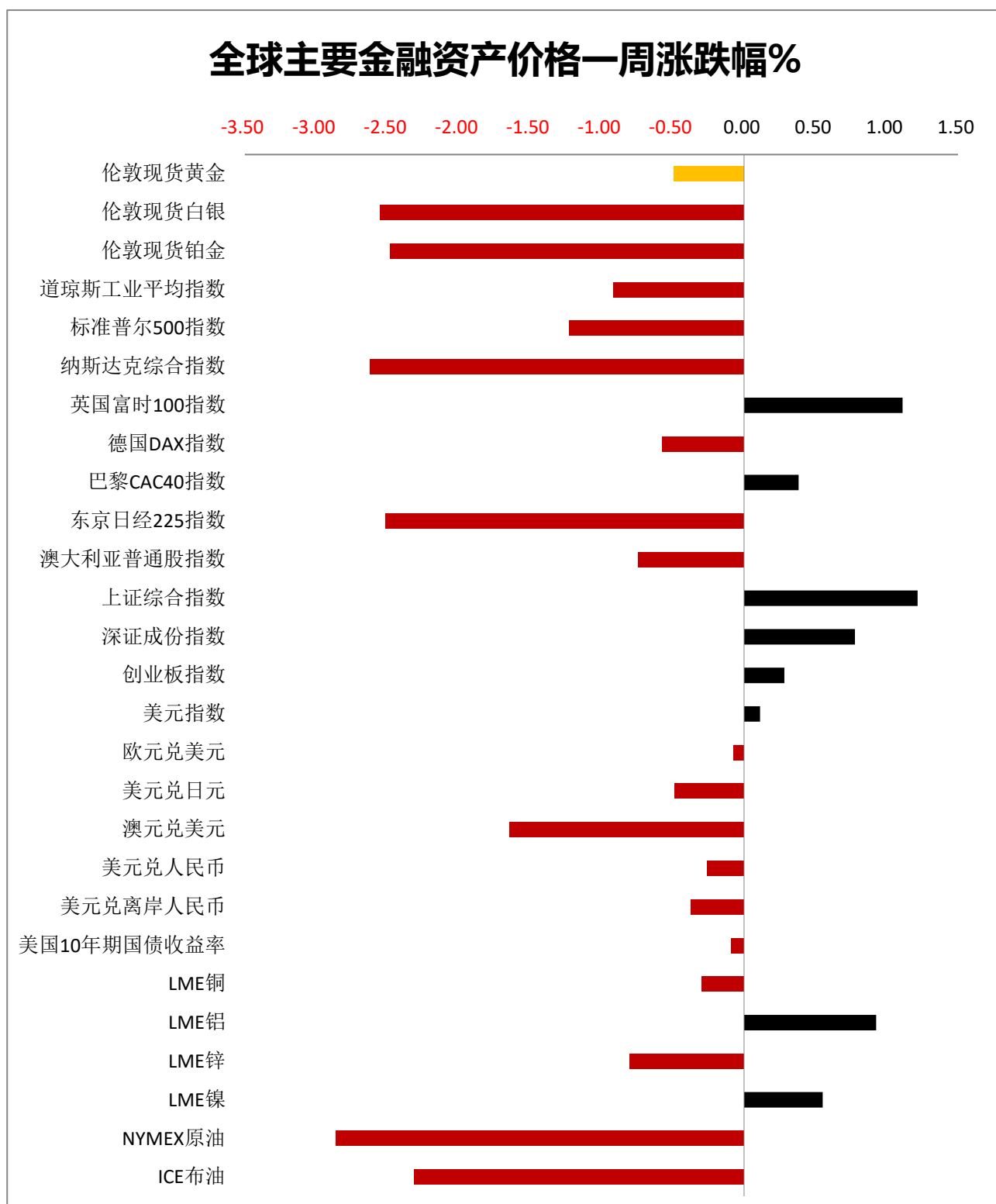
表 3：上周全球主要金融资产表现

| 品种 | 开盘价 | 最高价 | 最低价 | 收盘价 | 涨跌幅% |
|-------------|----------|----------|----------|----------|-------|
| 伦敦现货黄金 | 1790.89 | 1808.72 | 1761.10 | 1782.83 | -0.49 |
| 伦敦现货白银 | 23.11 | 23.44 | 22.01 | 22.52 | -2.55 |
| 伦敦现货铂 | 974.00 | 981.00 | 921.00 | 930.50 | -2.48 |
| 道琼斯工业平均指数 | 35017.71 | 35287.91 | 34006.98 | 34580.08 | -0.91 |
| 标准普尔 500 指数 | 4628.75 | 4672.95 | 4495.12 | 4538.43 | -1.22 |
| 纳斯达克综合指数 | 15719.42 | 15833.11 | 14931.06 | 15085.47 | -2.62 |
| 英国富时 100 指数 | 7044.03 | 7196.05 | 6989.66 | 7122.32 | 1.11 |
| 德国 DAX 指数 | 15418.28 | 15509.46 | 15015.42 | 15169.98 | -0.57 |
| 巴黎 CAC40 指数 | 6831.41 | 6902.46 | 6655.86 | 6765.52 | 0.38 |
| 东京日经 225 指数 | 28337.96 | 28776.34 | 27588.61 | 28029.57 | -2.51 |
| 澳大利亚普通股指数 | 7599.90 | 7661.70 | 7482.80 | 7543.63 | -0.74 |
| 上证综合指数 | 3528.67 | 3608.47 | 3526.36 | 3607.43 | 1.22 |
| 深证成份指数 | 14635.48 | 14892.05 | 14633.06 | 14892.05 | 0.78 |
| 创业板指数 | 3455.61 | 3522.50 | 3446.95 | 3478.67 | 0.28 |
| 美元指数 | 96.19 | 96.61 | 95.56 | 96.17 | 0.11 |
| 欧元兑美元 | 1.13 | 1.14 | 1.12 | 1.13 | -0.07 |
| 美元兑日元 | 113.70 | 113.97 | 112.53 | 112.83 | -0.49 |
| 澳元兑美元 | 0.71 | 0.72 | 0.70 | 0.70 | -1.64 |
| 美元兑人民币 | 6.39 | 6.39 | 6.36 | 6.38 | -0.26 |
| 美元兑离岸人民币 | 6.40 | 6.40 | 6.36 | 6.37 | -0.37 |

| | | | | | |
|---------------|----------|----------|----------|----------|---------|
| 美国 10 年期国债收益率 | N/A | N/A | N/A | N/A | -0.0919 |
| LME 铜 | 9553.50 | 9655.00 | 9349.00 | 9417.00 | -0.30 |
| LME 铝 | 2602.50 | 2677.50 | 2594.50 | 2616.00 | 0.93 |
| LME 锌 | 3206.00 | 3276.50 | 3142.00 | 3157.50 | -0.80 |
| LME 镍 | 20050.00 | 20440.00 | 19830.00 | 20075.00 | 0.55 |
| NYMEX 原油 | 69.23 | 72.93 | 62.43 | 66.22 | -2.86 |
| ICE 布油 | 72.65 | 75.94 | 65.72 | 70.14 | -2.31 |

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。