

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

鲍威尔释放鹰派信号

黄金连续两周回落

市场研究报告

■ 本周视点：

上周国际金价震荡走低。周初国际金价开盘报于 1838.16 美元/盎司，周中最高价为 1847.88 美元/盎司，最低价为 1825.90 美元/盎司，并最终报收于 1825.90 美元/盎司。整个交易周国际金价下了 14.34 美元/盎司，跌幅为 0.78%。美联储主席鲍威尔国会证词尽显鹰派，而美国经济数据暗示增长进一步放缓，都是影响国际金价的主要因素。

对于黄金来说，在滞涨周期开始向衰退周期进行换的情况下，不管是经济出现硬着陆还是理想状态中的软着陆，随着通胀预期的回落，黄金都会承受压力。从美元的角度来看，阶段性的货币政策预期的回落，会对美元指数造成打压，并对黄金价格形成支撑。不过相较而言，我们认为经济增长的回落对于黄金的影响更大。从价格走势来看，国际金价仍然处于弱势震荡中，国际金价的交易中枢有望维持在 1840 一线，而下方的重要支撑在 1800 美元/盎司。

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：021-68087732

Email: quanhan.xu@icbc.com.cn

报告日期：2022 年 6 月 27 日

相关研究报告：

6 月 22 日

银铂钯每周资讯—2022 第 23 期

6 月 20 日

美联储 6 月会议未超预期 数据走弱
引发市场担忧情绪

6 月 15 日

银铂钯每周资讯—2022 第 22 期

6 月 13 日

美经济数据不及市场预期 国际金价
震荡走高

上周国际金价震荡走低。周初国际金价开盘报于 1838.16 美元/盎司，周中最高价为 1847.88 美元/盎司，最低价为 1825.90 美元/盎司，并最终报收于 1825.90 美元/盎司。整个交易周国际金价下了 14.34 美元/盎司，跌幅为 0.78%。美联储主席鲍威尔国会证词尽显鹰派，而美国经济数据暗示增长进一步放缓，都是影响国际金价的主要因素。

一、上周主要市场经济数据回顾

从经济数据来看，美国房屋销售数据回落且采购经理人数据下滑，显示经济增长有放缓态势，不过紧张的市场则暗示加息空间依然存在。另外，欧元区采购经理人指数同样回落，虽然数据显示欧元区通胀压力有所缓解，但经济增速明显放缓。

美国的房屋数据方面，5月美国新屋销售为 69.6 万户，略好于市场预期的和前值。5月美国成屋销售下降 3.4%，至 541 万户，为 2020 年 6 月以来的最低水平。美国 5 月份成屋的销售价格中位数为 40.76 万美元，同比涨幅为 14.8%。房地美公布的数据显示，30 年期美国房屋贷款固定利率升至 5.81%。在贷款利率上升和高通胀引发的实际收入下降的情况下，美国成屋销售连续四个月下降。

6 月标准普尔全球美国综合采购经理人指数初值从上月 53.6 降至 51.2 的 5 个月低点，这是过去两年以来经济活动增长第二低的月份。从分项数据来看，服务业产出增长放缓，制造业生产则出现两年以来的首次收缩。就业方面，制造业和服务业的岗位需求增长都出现放缓，总体就业增速放缓至 2 月份以来的最低水平。在价格方面，成本通胀放缓至 5 个月来的最低水平，而产出价格的增幅降至 1 年多以来的最低水平。

美国的劳动力市场数据方面，截至到 6 月 18 日，美国当周首次申领失业救济金人数减少 2000 人至 22.9 万人，低于前值。剔除波动的四周移动均值为 22.4 万人，较前一周的均值增加了 4500 人。整体来看，美国的劳动力市场仍然处于较为紧绷的态势。

欧元经济数据方面，6 月欧元区消费者信心指数从 5 月份的 -21.1 跌至到 -23.6，低于市场预期的 -20.5，并明显低于 -11 这一长期平均值。

6 月标准普尔全球欧元区综合采购经理人指数初值从 5 月份的 54.8 跌至 51.9，且低于市场预期的而 54。从结构来看，商品和服务业的新订单都出现了下跌。制造业扩张幅度跌至 24 个月来最低，产出也出现了两年来的首次下滑。由于新业务流入放缓，服务业增长也大幅放缓。作为欧元区最具代表性的德国，其 6 月制造业采购经理人指数初值从前一个月的 54.8 降至 52 的 23 个月低点，并低于市场预期的 54。其中制造业的新订单数量出现了两年以来的最大跌幅，但生产商的库存水平处于高于。与前一个月相比，成本的价格压力略有缓解。

二、全球市场纵览及后市展望

宏观事件方面，本周美联储主席鲍威尔连续两日出席了美国参众两院的半年度货币政策听证会。在周四参加的参议院的听证会上，鲍威尔表示通胀不回落前不会停止加息，这也是近期鲍威尔向市场释放的较为鹰派的言论。在两周前结束的美联储6月份FOMC会议上，鲍威尔还表示75个基点的加息不是常态，美联储会根据每个月的经济数据进行75个点或是50个点的加息。从美联储的工具箱来看，结合加息和缩表等紧缩手段并配合打压通胀预期是目前美联储管理通胀的主要手段。尽管鲍威尔发出了鹰派讲话，但是我们认为美联储实质加息的幅度仍然不会大幅提高，美联储仍将维持年内3.5%的联邦基金目标。

更为具体的来看，在过去的几周内，除了美国的劳动力市场数据仍然保持强劲外，几乎所有的经济数据都在转弱。上周美国公布的采购经理人指数初值更是创下了两年新低，显示生产环节扩张乏力。与此同时，全球大宗商品的价格则在过去几周内出现明显的回落，反映出有效需求的不足。这种需求的不足，既是来自于通胀所引发的实际需求下降，也是由于全球央行货币政策转向对需求产生的抑制。而随着供需结构开始出现变化，未来的通胀演绎也会有所不同。

从通胀来看，为应对疫情的发生，在过去的两年间大量企业不断的累计库存，导致大宗商品的价格不断攀升。商品价格的走高还不断强化着市场的通胀预期，并对市场价格形成正反馈。如今随着全球需求的下滑，商品供给侧的产能却有提前释放的端倪。这种供需结构上的转换也开始对商品价格形成冲击，这一点在原油价格上已经有所体现。上周，重要的天然气和石油生产国卡塔尔的能源部长呼吁加大对石油和天然气的投资，此外作为OPEC的重要成员国，科威特国家石油公司则称如有需要科威特可以开采更多的石油。受上述讲话影响，石油价格在上周出现了回落，并带动了大宗商品价格的集体下跌。如同前述，库存周期的变化在终端需求的转弱的驱动下，使得大宗商品的有效需求开始不足。不过，我们还要指出的是，商品价格的暂时性回调，不代表全球商品供应的冲击已经结束。对于传统能源行业来说，由于应对环境保护的长期资本开支不足，导致油企无法在地缘冲突引发的供需失衡环境中快速形成产出仍然是需要有待解决的问题。

不过，随着滞涨的压力有所降低，包括美国在内的部分国家的经济衰退压力并没有缓解。由于工资和房租所存在的刚性因素，所以供给侧中来自劳动短的价格压力仍将持续一段时间。在经济前景不确定的情况下，我们认为随着通胀压力的减小，美联储在今年剩下的4次FOMC会议上仍然会维持相对较小的加息幅度，以保证金融状况的稳定。这可以在供给侧冲击放缓

的同时，保持需求侧的稳定，这也更利于美联储实现经济的“软着陆”。

对于黄金来说，在滞涨周期开始向衰退周期进行换的情况下，不管是经济出现硬着陆还是理想状态中的软着陆，随着通胀预期的回落，黄金都会承受压力。从美元的角度来看，阶段性的货币政策预期的回落，会对美元指数造成打压，并对黄金价格形成支撑。不过相较而言，我们认为经济增长的回落对于黄金的影响更大。从价格走势来看，国际金价仍然处于弱势震荡中，国际金价的交易中枢有望维持在 1840 一线，而下方的重要支撑在 1800 美元/盎司。

图 1: 不同期限美元 LIBOR

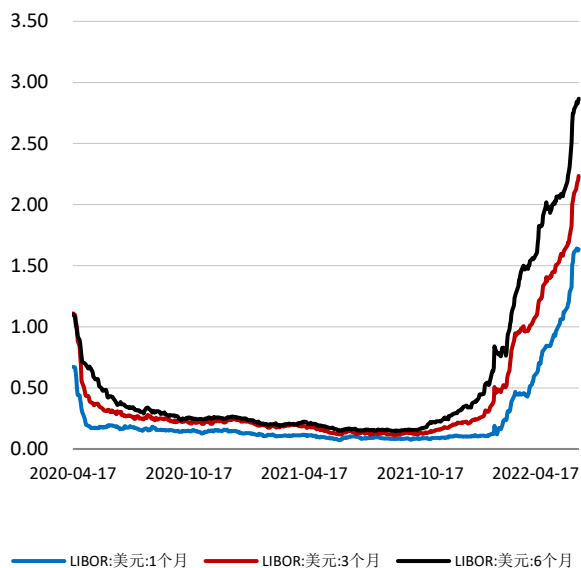
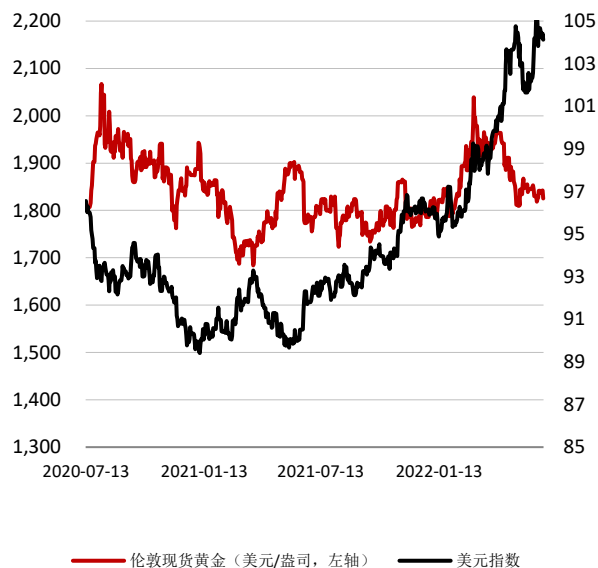


图 2: 黄金与美元指数



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

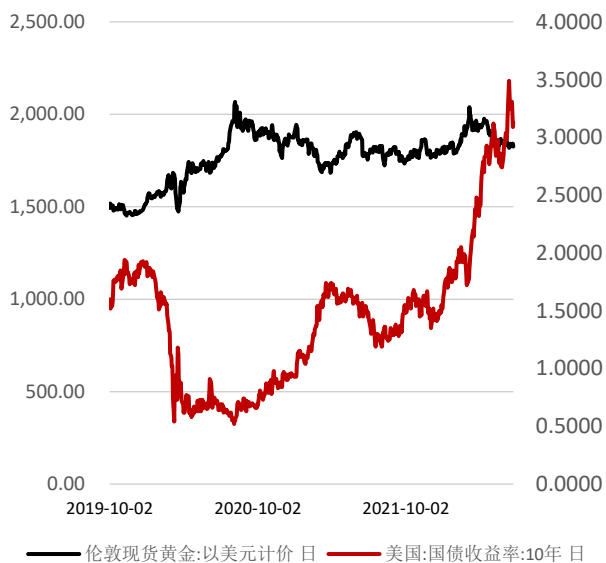
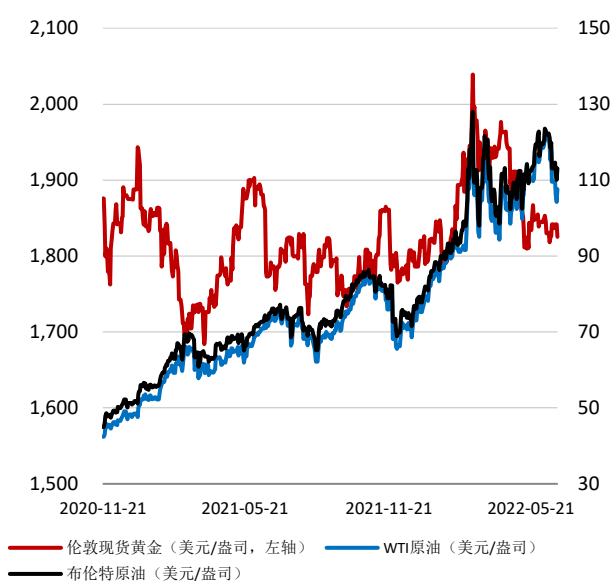


图 4: 黄金与原油价格



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

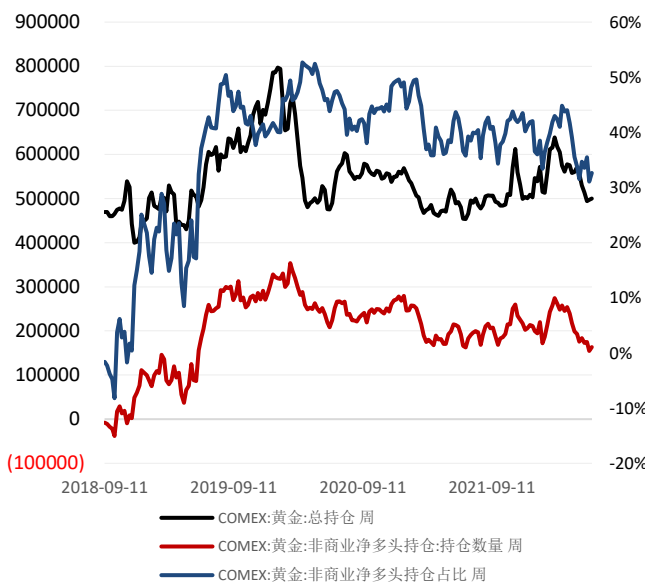
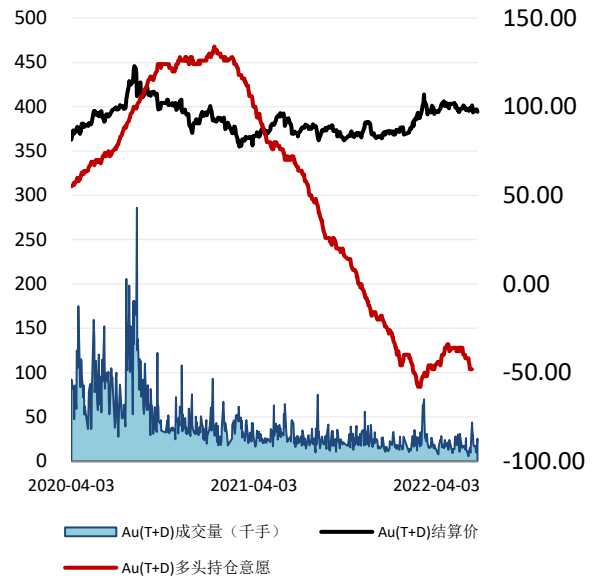


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

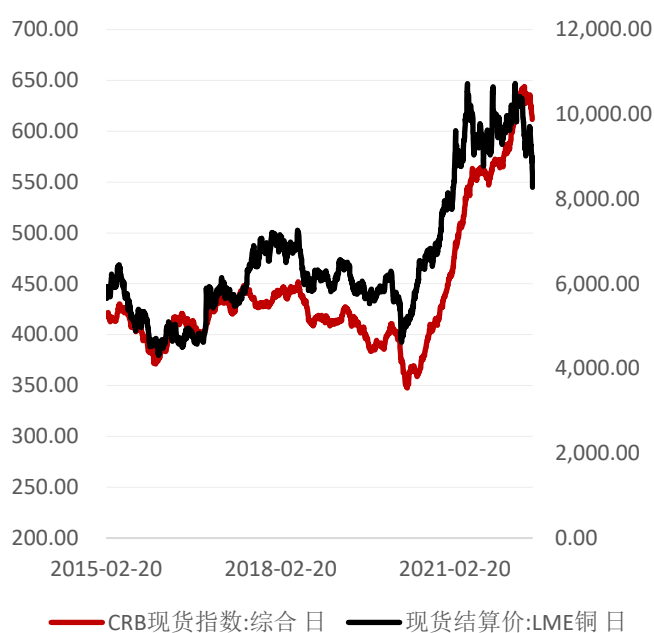
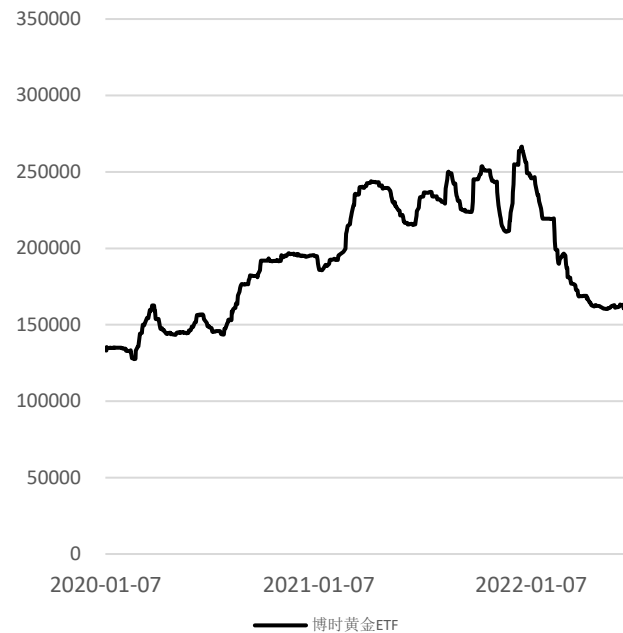


图 10: 博时黄金 ETF 持仓



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

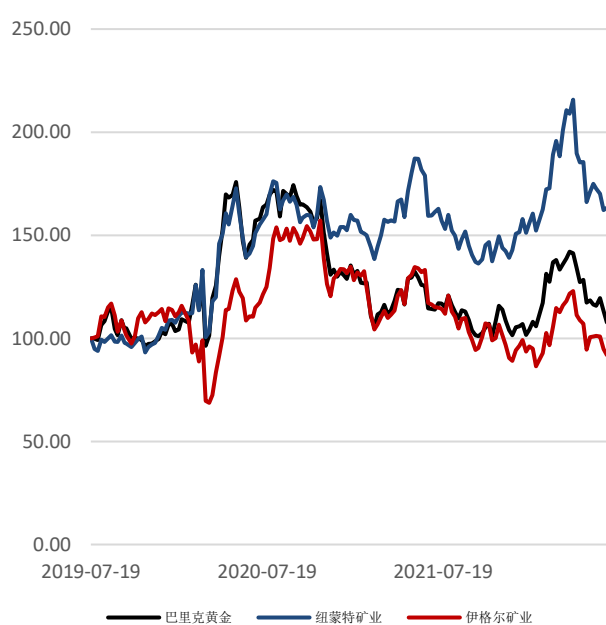


图 12: 美国黄金股票指数



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

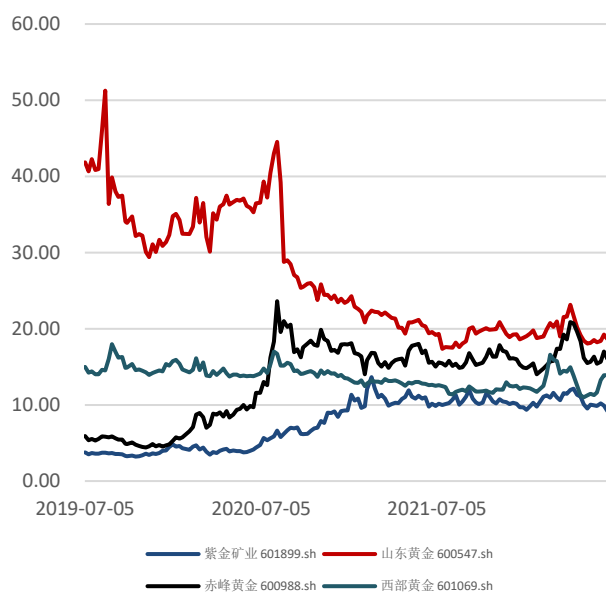


图 14: 中国黄金股票指数



数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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
6月27日	美国5月耐用品订单月率	0%	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
	美国5月成屋签约销售指数月率	-4%	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
6月28日	美国4月S&P/CS20座大城市房价指数年率	21.20%	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
	美国6月谘商会消费者信心指数	100	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
6月29日	欧元区6月经济景气指数	104	公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价
	美国第一季度实际GDP年化季率终值	-1.40%	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
	美国第一季度核心PCE物价指数年化季率终值	5.10% (前值)	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
6月30日	美国至6月25日当周初请失业金人数(万人)	22.9 (前值)	公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价
	美国5月核心PCE物价指数年率	4.80%	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
	美国5月个人支出月率	0.40%	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
7月1日	欧元区6月制造业PMI终值	52	公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价
	欧元区6月CPI年率初值	8.30%	公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价
	美国6月Markit制造业PMI终值	52.4 (前值)	公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价
	美国6月ISM制造业PMI	55.8	公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价

三、近一周美联储以及欧洲央行官员的言论分析

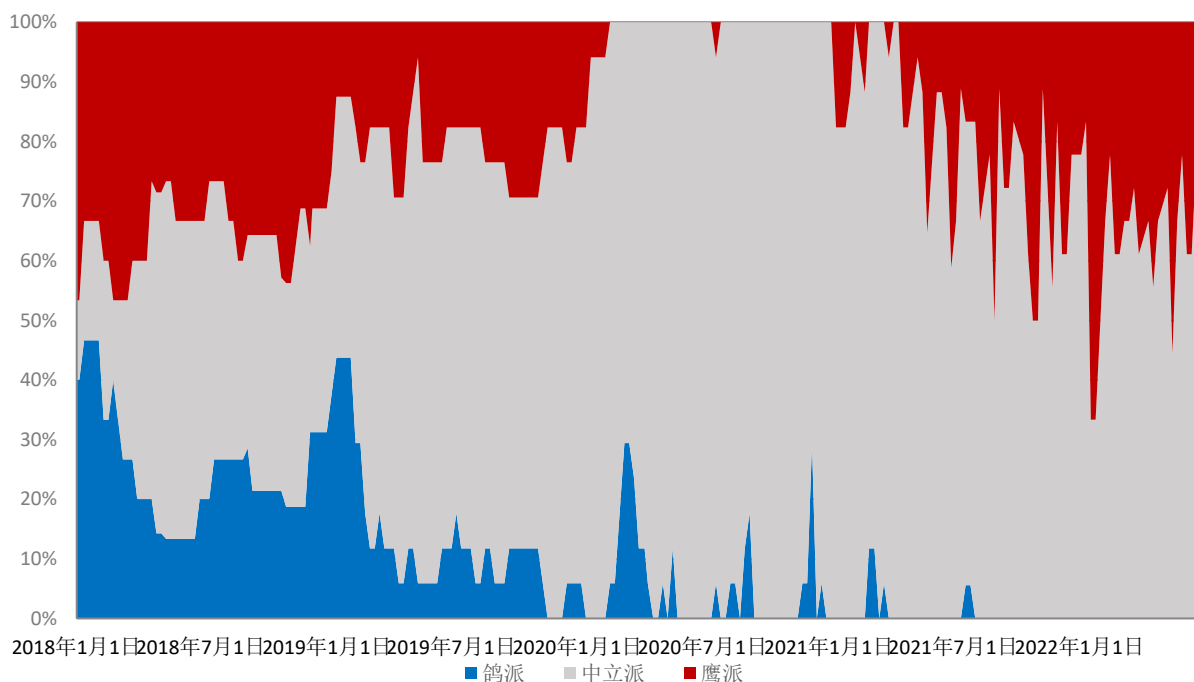
联储委员	是否票委	表态	最新言论
波士顿 肯尼斯	是	中立	
克兰科夫 梅斯特	是	中立	
费城 哈克	2023	鹰派	需要迅速达到中性利率，即 2.5%；加息 75 个基点有助于到达中性利率，利率应该在年底前超过 3%；还没有准备好决定 7 月份是加息 75 个基点还是 50 个基点，如果需求比预期的更快走软，7 月加息 50 个基点可能是好消息；明年通胀率仍可能高于 5%，然后在后年降至 2.5%；GDP 可能会出现几个季度的负增长。
亚特兰大 博斯蒂克	否	中立	
美联储副主席 克拉利达	是	中立	
旧金山 戴利	否	鹰派	也许会在 2024 年开始讨论缩表终点。将支持 7 月进行再次大幅加息以抗击通胀，美联储希望在此过程中避免损害经济。
美联储主席 鲍威尔	是	鹰派	美联储坚决承诺将通胀率恢复到 2%。一连串额外的加息已被市场消化，这是合适的。最新的通胀指标表明，美联储需要加快加息步伐。美联储完全理解通胀问题，并正在积极应对通胀。价格稳定是经济发展的基石。美联储正在“非常积极地”使用其工具。只有在非常短的时间内，实际利率才会为负。需要限制性政策，这是美联储的方向。价格通胀是一个宏观经济问题。美联储对油价真的无能为力，这不是美联储对石油行业竞争的判断。专注于美联储可以解决的部分通胀。可以减少需求。美国的通货膨胀相比其他国家，需求是更大的因素。通货膨胀在很大程度上是全球现象。降低通货膨胀将使经济恢复正常，从而确保最大限度的就业。不想降低工资，美联储想要更可持续的增长速度。现在工资增长与 2% 的通胀率目标不一致。随着时间的推移，美联储希望工资以最高可持续的速度增长，与 2% 通胀数据的目标保持一致。美联储的目标是实现软着陆，这将是一个非常具有挑战性的目标。本人对于预测未来三年的经济非常谨慎。美联储的目标是在不造成经济衰退的情况下降低通货膨胀。永远不会排除任何幅度的加息（被问及加息 100 个基点

			的可能性时)。将采取一切必要措施恢复价格稳定。
美联储理事 布雷纳德	是	中立	
美联储理事 沃勒	是	中立	
美联储理事 鲍曼	是	鹰派	支持在7月会议上加息75个基点。认为7月之后进行数次50个基点的加息是合适的。随着资产负债表缩小，支持最终出售MBS。在此之后可能还需要进一步加息，具体将取决于经济情况。美联储的首要责任是降低通货膨胀。
纽约 威廉姆斯	是	中立	
里士满 巴尔金	否	鹰派	在6月会议上支持加息75个基点。通货膨胀高涨且普遍。美联储希望在不损害其他数据的情况下尽快回到2%的目标。由于过去两年的各种事件，通胀指数飞速上升。美联储必须坚持到底，以控制通胀预期。7月会议上加息50个基点或75个基点在本人看来是合理的。美联储需要尽可能快地加息，但不想损害其他数据。在利用资产负债表加大紧缩力度方面门槛很高。调整资产负债表缩减可能是明智的，但这是“未来的方案”。关于是否出售抵押贷款支持证券的任何决定都还有待做出。美联储的利率路径取决于供应问题的缓解，而这种情况何时会发生是很难知道的。看来金融危机不会重演。在目前的环境下，长期利率已经有了很大的变化。软着陆是可能的，但经济衰退也是可能的。
达拉斯 卡普兰	2023	中立	
堪萨斯城 乔治	是	中立	
圣路易斯 布拉德	是	鹰派	美联储必须遵循和批准之前的前瞻指导。如果美联储不采取行动，美国物价预期有失控的风险。美联储前瞻指引对经济及CPI的影响仍在发挥作用。当前美国宏观经济形势使美联储在实现通胀目标方面的可信度受到影响。目前实际通胀数据与基于通胀保值债券(TIPS)的预期通胀数据之间的分歧必须得到解决。高通胀“像风暴一样”出现。美联储现在要做一些工作来降低通货膨胀。对美国市场对美联储政策的反应感到满意。对全球央行的行动将有助于遏制通胀抱有希望。美联储在利率方面做了很多调整，但是从一个非

			常低的水平开始的。当前缩表是一个良好的开端。目前的模型可能不是预计衰退风险的良好指标；没有迹象表明美国家庭即将开始显著的支出紧缩；GDP的某些组成部分表现异常；库存调整是非常不寻常的；认为美国将会很好，加息将减缓经济增长速度；就衰退可能性展开辩论为时尚早。
芝加哥 埃文斯	2023	鹰派	下行风险很多，要保持警惕，准备调整政策立场；通货膨胀显然太高了；通胀的坏消息是6月份支持75个基点加息的一个重要因素；我自己的观点与预期大致一致，2022年年底政策利率为3.25%-3.5%，2023年底前达到3.8%；利率没有预设轨道，美联储将对数据作出回应。7月加息75个基点将符合对通胀没有放缓的持续担忧；认为没有必要加息100个基点；也许数据出来后会表明7月会议可以加息50个基点；没有必要像1995年那样将利率推高至6%，当时的通货膨胀率高得多。
明尼阿波利斯 卡什卡利	2023	中立	
美联储理事 库克	是	中立	

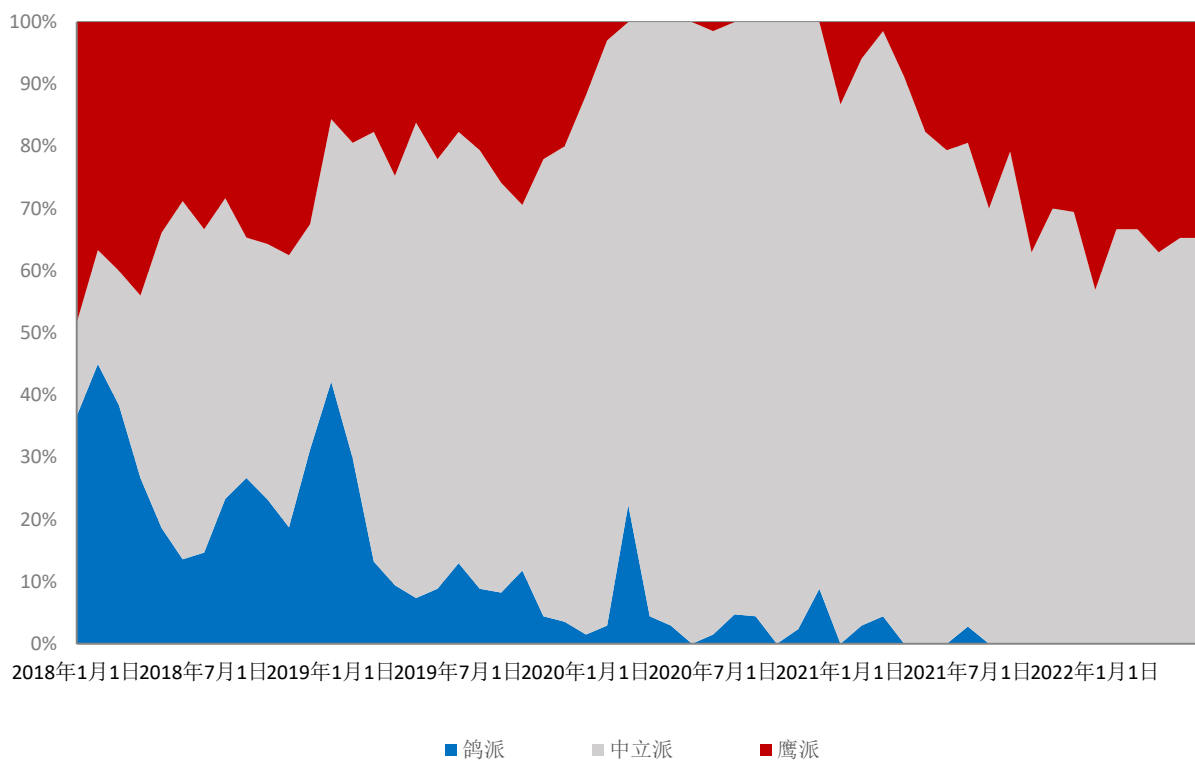
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 15：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



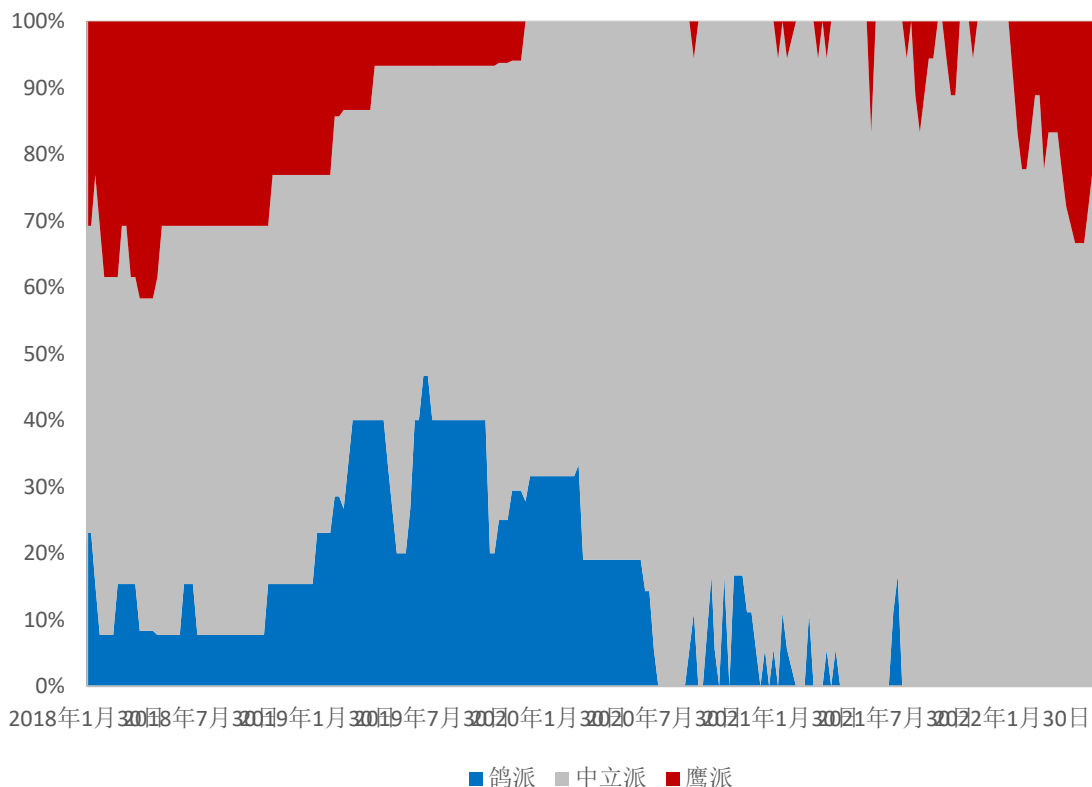
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 16: 近期美联储官员的言论基调 (月均/连续)



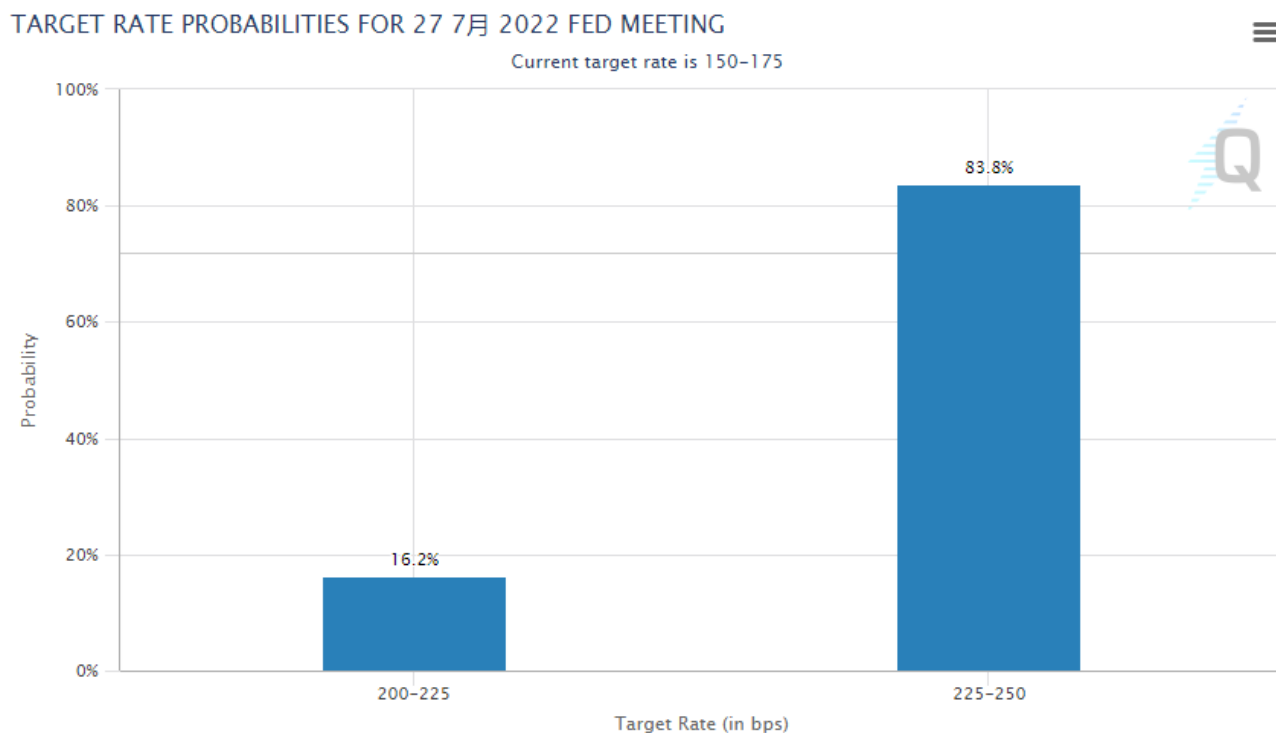
数据来源: 中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 17: 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 18：芝商所联邦利率期货隐含的联邦公开市场委员会（FOMC）2022 年 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

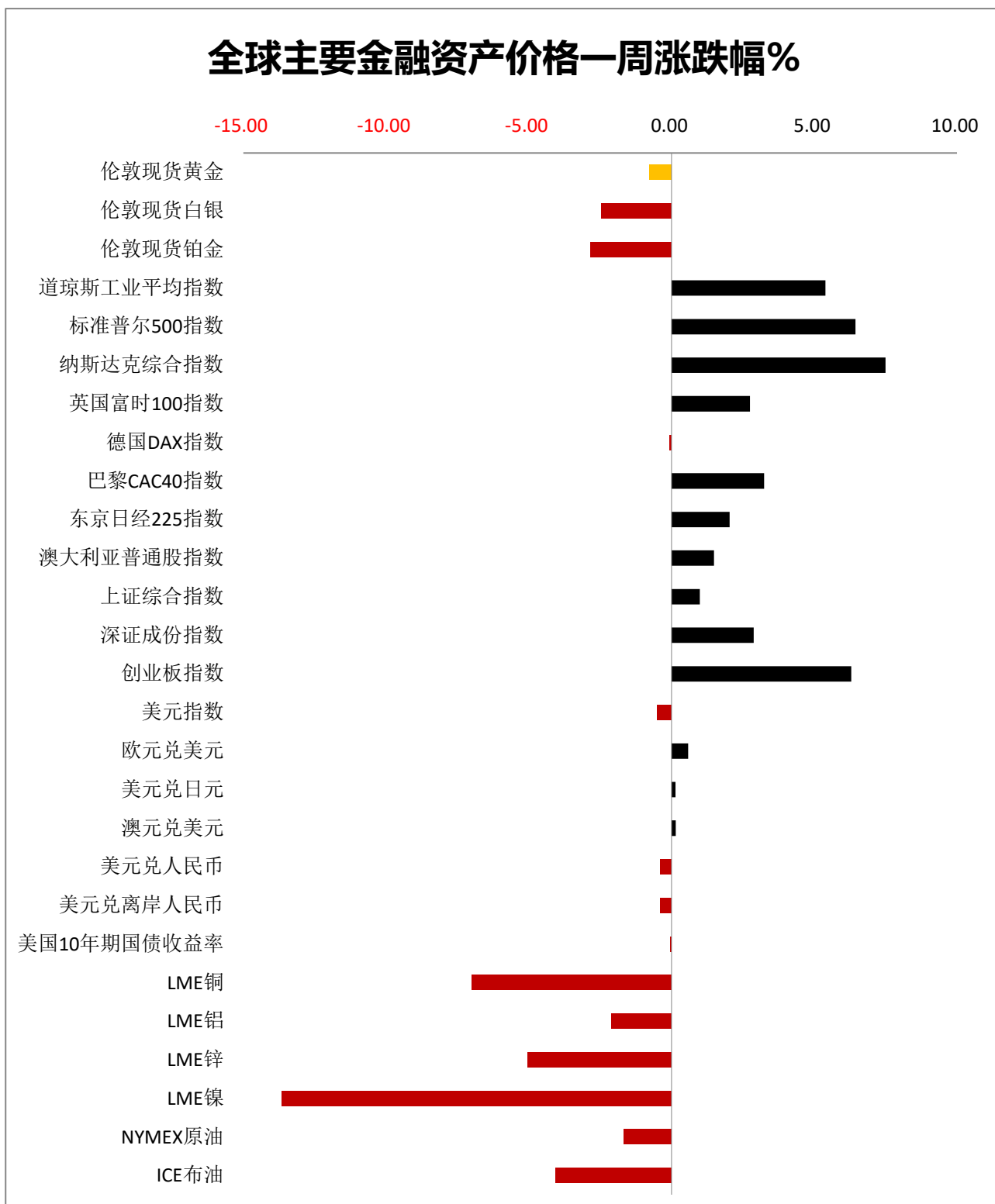
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1838.16	1847.88	1816.10	1825.90	-0.78
伦敦现货白银	21.57	21.94	20.59	21.13	-2.46
伦敦现货铂	930.00	955.00	903.50	906.50	-2.84
道琼斯工业平均指数	30074.69	31517.29	30074.69	31500.68	5.39
标准普尔 500 指数	3715.31	3913.65	3715.31	3911.74	6.45
纳斯达克综合指数	10974.05	11613.23	10938.06	11607.62	7.49
英国富时 100 指数	7016.25	7211.07	7014.19	7208.81	2.74
德国 DAX 指数	13207.79	13443.77	12904.86	13118.13	-0.06
巴黎 CAC40 指数	5901.58	6085.99	5830.87	6073.35	3.24
东京日经 225 指数	26156.62	26519.16	25520.23	26491.97	2.04
澳大利亚普通股指数	6663.30	6768.40	6581.60	6762.38	1.49
上证综合指数	3315.78	3356.71	3262.29	3349.75	0.99
深证成份指数	12405.12	12690.54	12177.26	12686.03	2.88
创业板指数	2672.77	2824.44	2664.69	2824.44	6.29
美元指数	104.67	104.95	103.87	104.13	-0.51
欧元兑美元	1.05	1.06	1.05	1.06	0.58
美元兑日元	134.94	136.73	134.27	135.22	0.14
澳元兑美元	0.69	0.70	0.69	0.69	0.14
美元兑人民币	6.71	6.73	6.67	6.69	-0.40
美元兑离岸人民币	6.72	6.74	6.67	6.68	-0.38

美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.0376
LME 铜	8991.50	9062.00	8122.50	8322.00	-7.01
LME 铝	2500.00	2560.00	2421.00	2450.00	-2.12
LME 锌	3528.50	3629.50	3272.00	3346.00	-5.05
LME 镍	25450.00	26100.00	21650.00	22100.00	-13.66
NYMEX 原油	108.86	111.16	101.53	107.06	-1.67
ICE 布油	113.88	116.25	105.03	108.99	-4.07

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。