

## 工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

央行年会美联储保持鹰派  
国际金价连续第二周回落

## 市场研究报告

## ■ 本周视点：

上周国际金价连续第二周回落，周初国际金价开盘报于 1745.83 美元/盎司，周中国际金价最高触及 1765.48 美元/盎司，最低价位 1727 美元/盎司，最终价报收于 1737.34 美元/盎司。从整个交易周来看，国际金价下跌了 9.62 美元/盎司，跌幅为 0.55%。全球经济数据进一步放缓，美联储货币政策持续转鹰是打压黄金的主要因素。

往后看，我们认为美联储加息的态度仍将保持鹰派，但是加息的幅度可能会有所放缓。通胀的压力将会随着加息而逐渐回落，结构性的问题将会导致高于 2% 通胀水平的情况会持续更久。债务和供给侧仍然会对货币政策的上限产生硬约束。同时，随着加息的推进，政策利率的上限将会更加明晰，投资者会更加关注长期的通胀水平。因此，目前来看，黄金的下行风险尚未完全化解，国际金价将会进一步回落，下方主要支撑在 1700 美元一线。

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：021-68087732

Email: quanhan.xu@icbc.com.cn

报告日期：2022 年 8 月 29 日

## 相关研究报告：

8 月 24 日

银铂钯每周资讯—2022 第 32 期

8 月 23 日

金银月度预测报告 2022 年第 6 期

8 月 22 日

全球经济数据进一步放缓 美联储加息决心不减

8 月 17 日

银铂钯每周资讯—2022 第 31 期

上周国际金价连续第二周回落，周初国际金价开盘报于 1745.83 美元/盎司，周中国际金价最高触及 1765.48 美元/盎司，最低价位 1727 美元/盎司，最终价报收于 1737.34 美元/盎司。从整个交易周来看，国际金价下跌了 9.62 美元/盎司，跌幅为 0.55%。全球经济数据进一步放缓，美联储货币政策持续转鹰是打压黄金的主要因素。

## 一、上周主要市场经济数据回顾

国内的宏观政策方面，继前一周下调了中期借贷便利（MLF）后，上周中国人民银行分别下调了一年和五年期的贷款市场报价利率（LPR）以提振经济，这也是年内第二次下调。一年期的 LPR 下调 5 个基点至 3.65%，5 年期 LPR 下调了 15 个基点，至 4.30%，均创下历史低点。

欧元区数据方面，8 月份欧元区标普综合采购经理人指数初值，从 7 月份的 49.9 降至 8 月份的 49.2，略高于市场预期的 49，但同时也是欧元区的商业活动连续第二次出现下滑。分行业来看，制造业生产连续第三个月出现下滑，服务业扩降至去年 4 月以来最低。投入成本和产出价格的涨幅都有所回落，暗示通胀高峰可能已度过。随着生产活动的下降，就业岗位增加的速度放缓至近一年半以来的最低水平。制造业方面，标普欧元区制造业采购经理人指数初值从 7 月份的 49.8 微幅降至 8 月的 49.7。其中，工厂活动出现了自 2020 年 6 月以来的最大降幅。产出连续第三个月回落。此外，新订单减少而未售出库存增加。通胀压力变小，因为供给侧压力有所放缓。服务业方面，8 月份标普欧元区服务业采购经理人指数初值从 7 月份的 51.2 降至 50.2，低于市场预期的 50.5。服务业活动连续第四个月放缓，降至 2021 年 4 月以来最低。

美国的通胀数据方面，核心 PCE 价格指数同比增长 4.6% 低于 7 月的 4.8% 和市场预期的 4.7%。

美国的劳动力市场数据方面，上周公布的美国截止到 8 月 20 日的当周首次申请失业人数为 24.3 万人，较前一周减少了 2000 人，低于市场预测的 25.3 万人，这是过去一个月以来的最低读数。截至 8 月 13 日美国持续申请失业金人数为 141.5 万人，比前一周修正后的 143.4 万人减少了 1.9 万人。在经历了几周的下滑之后，美国劳动力市场重现偏紧的态势。

美国的景气数据方面，8 月标普美国综合 PMI 指数为 45，低于 7 月份的 47.7，商业活动连续第二个月下降，降幅为 2020 年 5 月以来的最快。分行业来看，制造和服务业活动均出现减少，导致产出萎缩。服务业受到经济活动减少的影响而出现较快的收缩，而制造业产出也略有下降。分项来看，新订单创下两年来最大降幅，新出口订单也进一步回落。企业招聘有所放缓，就业人数增长创下年内新低。在价格方面，8 月份生产投入价格和销售价格增幅均有

所放缓。8月美国制造业采购经理人指数初值从7月份的52.2降至2022年8月的51.3，并低于52的预期。工厂活动扩张速度降至为2020年7月以来的最低水平。产出也连续二个月出现收缩。由于价格抑制了客户需求，导致新订单数量也出现了下滑，同时由于海外市场同样受到通胀影响新出口订单同样下降。通胀方面。制造商的成本负担出现了自2021年1月以来的最低增幅，供应链中断得到改善。8月标普美国服务业采购经理人指数初值，从前一个月的47.3降至44.1，这是2020年5月以来最大幅度的收缩。加息和通胀对客户的需求产生了明显的抑制，并导致新订单出现了两年多以来的最大收缩，海外新订单同样以去年年底以来第二快的速度下降。随着积压工作的大幅下降，服务业就业增长速度有所放缓。在通胀方面，投入成本放缓至7个月来的最低水平，但工资压力、运输费用仍在推高企业成本。为了鼓励消费，服务产出的销售价格为17个月来最低。

7月美国耐用品新订单数与前一个月持平，低于市场预期的0.6%，并且为五个月来首次出现没有增长的月份。

美国的房屋数据方面，受到利率走高和价格上涨的影响，7月份美国房屋需求下降。美国新屋销售环比下降12.6%，季调年化数为51.1万套，创下了2016年1月以来的新低，且远低于57.5万套的预期。同时，有46.4万套房屋待售，相当于10.9个月的库存供应。

## 二、全球市场纵览及后市展望

在上周召开的杰克逊霍尔央行年会上，美联储主席鲍威尔发表讲话并强调将通胀水平调控到2%是当前的重中之重。他认为虽然利率上升将会引发经济疲软，也会对企业 and 家庭造成困难，但如果无法恢复价格稳定将意味着更大的痛苦。美联储认为有效需求旺盛，是推动当前通胀的主要因素之一。因此，在劳动力市场依然强劲的情况下，美联储仍然需要进一步加息来控制通胀。我们在过去几周的报告中一直强调，市场对于美联储会因为经济衰退而提早结束加息的预期过于乐观。此次鲍威尔的讲话则验证了，美联储对于管理有自我实现倾向的通胀预期的强烈诉求。

在通胀预期方面，近期多个经济数据显示，美国消费者对于未来的通胀预期已经有所下滑。不过从债券价格来看，投资者对于两年以上通胀预期定价依然偏高，而对于一年以下的预期定价又偏乐观。杰克逊霍尔会议上美联储仍然对于通胀预期有很强的警惕性。我们认为这主要是因为，地缘冲突危机所造成的大宗商品供给的结构性影响和异常气候下传统能源需求大幅增加之间的矛盾依旧存在。此外，美国的劳动力市场强劲薪资进一步增长，高房价带来的高房租仍然没有出现拐点，这些都是中期进一步推动市场通胀预期的主要因素。

从美联储的态度来看，明确了通胀是当前货币政策唯一目标，令美联储较此前的几次议息会议显得更为较鹰派。可以预见，对于在今后的议息会议上会更加关注数据的变动的美联储来说，只要通胀仍然维持高企，就会维持鹰派，只要劳动力市场数据没有出现明显恶化，就会坚持紧缩。当然美联储也谈到了当通胀数据持续回落，在某个时间点放缓加息是可以接受的。美联储的政策路径显示，如果美国的通胀数据开始降温且经济数据进一步放缓，市场由于乐观的通胀预期所定价的较为鹰派的货币政策预期就可能出现缓和，这会对黄金价格形成一定的支撑。

上述的资产定价情况，已经反映在过去一个多月的黄金价格反弹中。不过，我们认为做多黄金的参与者过早地博弈滞涨将会变得更为持久，而且经济衰退的压力导致美联储无法继续加息这种场景。虽然，利率攀升的确会导致美国债务负担加重，利率走高还会压低全球投资和产出并可能会进一步引发供给不足，这些也都是会导致美联储无法持续保持紧缩的约束条件。目前，还前没有更多的数据显示，美联储会在这些约束下放弃调控通胀。实际情况是，尽管目前滞涨是普遍存在的，但是美联储压低通胀的决心也是空前的，这也与近期美国政府已经将解决通胀摆在台面上“不谋而合”。

往后看，我们认为美联储加息的态度仍将保持鹰派，但是加息的幅度可能会有所放缓。通胀的压力将会随着加息而逐渐回落，结构性的问题将会导致高于2%通胀水平的情况会持续更久。债务和供给侧仍然会对货币政策的上限产生硬约束。同时，随着加息的推进，政策利率的上限将会更加明晰，投资者会更加关注长期的通胀水平。因此，目前来看，黄金的下行风险尚未完全化解，国际金价将会进一步回落，下方主要支撑在1700美元一线。

图 1：不同期限美元 LIBOR

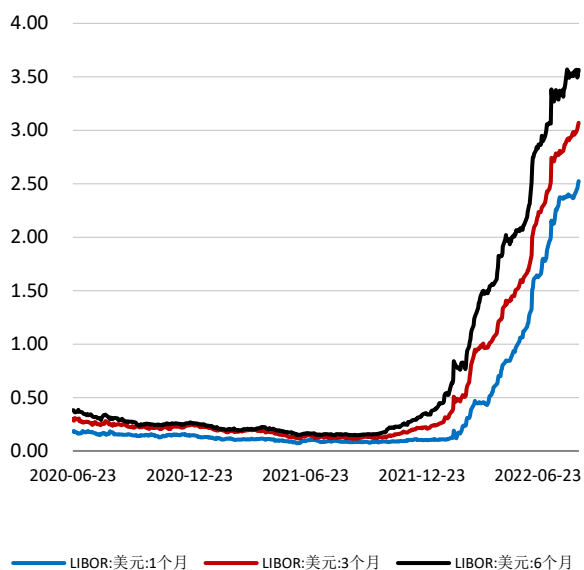


图 2：黄金与美元指数



数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

图 3：黄金与美国十年期国债收益率

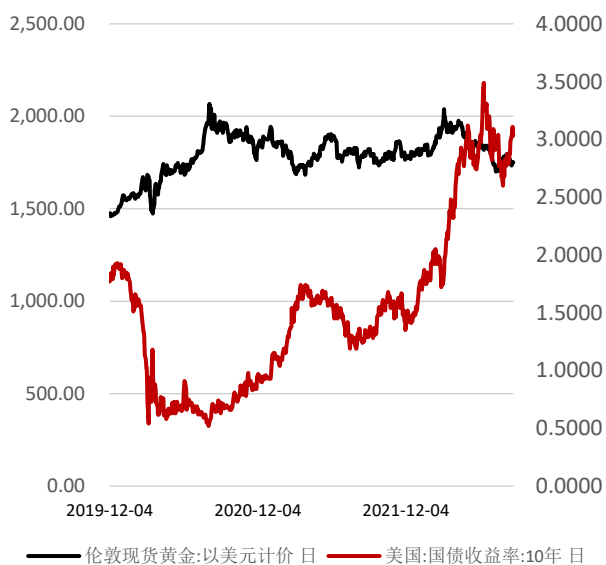


图 4：黄金与原油价格



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

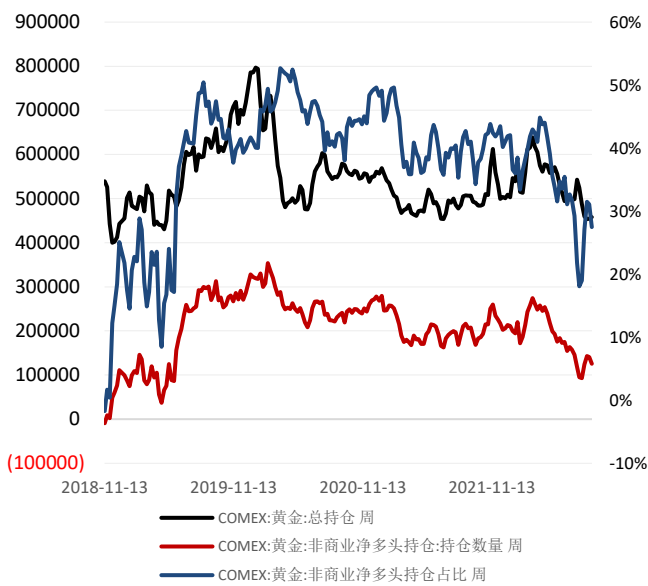
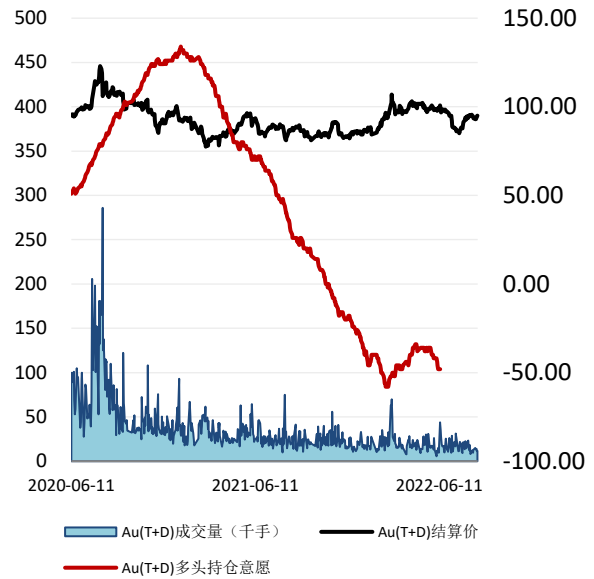


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿

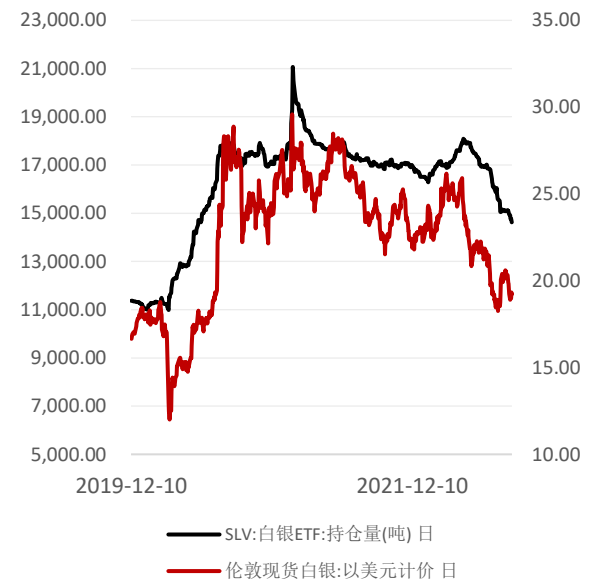


数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

图 7: SPDR 黄金持仓与国际金价



图 8: SLV 白银持仓与国际银价

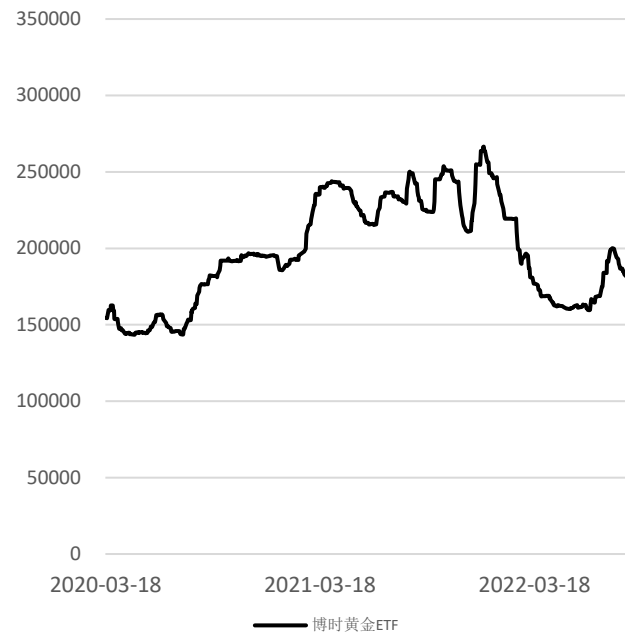


数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

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

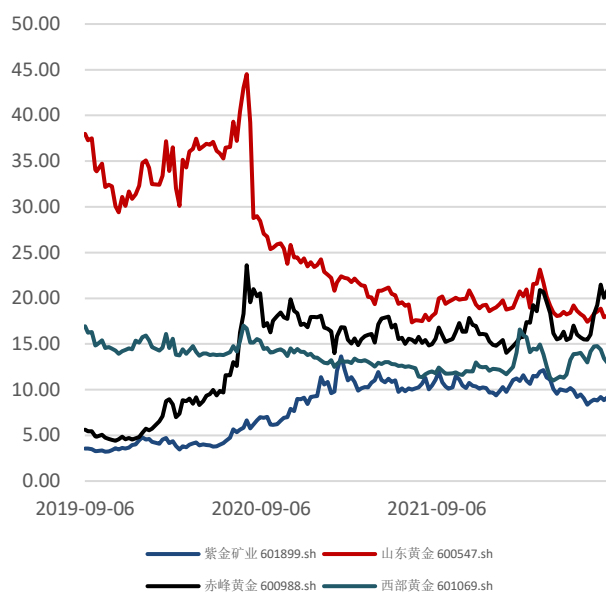


图 14: 中国黄金股票指数



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
8月29日	美国8月达拉斯联储商业活动指数	-12.7	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
8月30日	欧元区8月经济景气指数	97.8	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国6月S&P/CS20座大城市房价指数年率	19.00%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国8月谘商会消费者信心指数	98.2	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国7月JOLTs职位空缺(万人)	1030	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
8月31日	欧元区8月CPI年率初值	8.80%	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国8月ADP就业人数(万人)	20	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国8月芝加哥PMI	53.1	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
9月1日	美国8月挑战者企业裁员人数(万人)	2.581(前值)	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国至8月27日当周初请失业金人数(万人)	24.3(前值)	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国8月Markit制造业PMI终值	51.3(前值)	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国8月ISM制造业PMI	52.6	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
9月2日	美国8月失业率	3.50%	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国8月季调后非农就业人口(万人)	29	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国7月工厂订单月率	0.20%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价

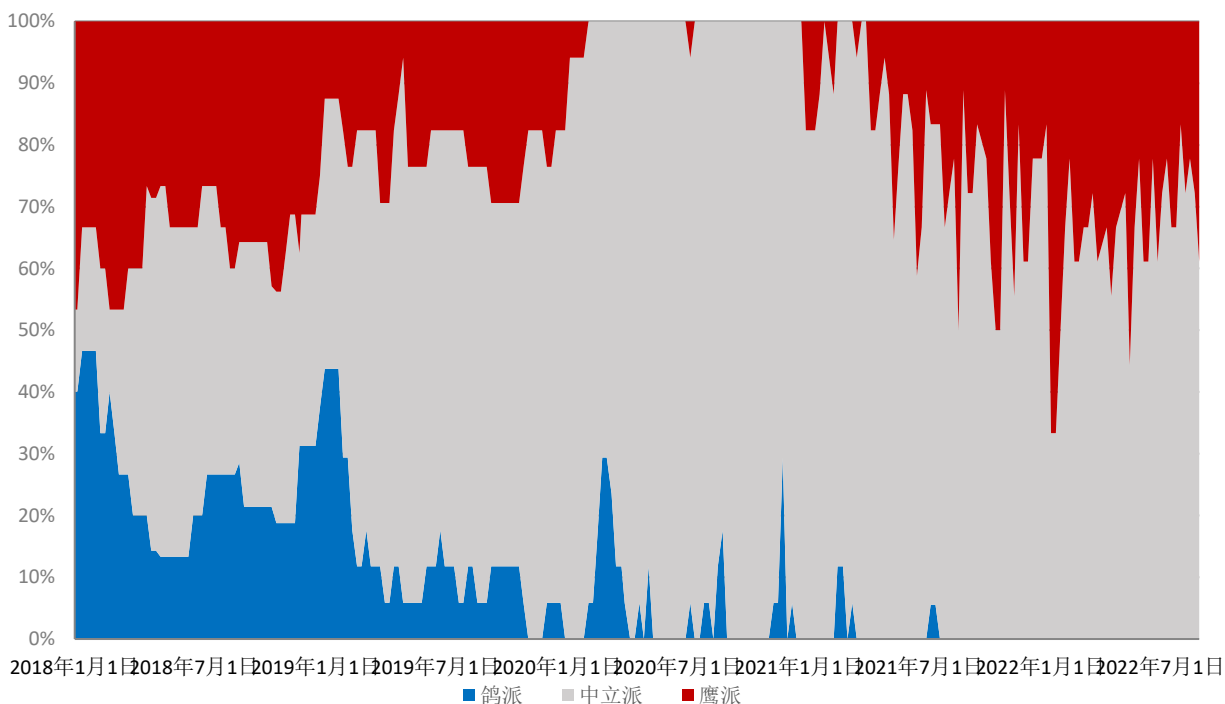
### 三、近一周美联储以及欧洲央行官员的言论分析

联储委员	是否票委	表态	最新言论
波士顿 肯尼斯	是	中立	
克兰科夫 梅斯特	是	鹰派	不要认为现在是宣布抗通胀取得胜利的时候。我认为需要把利率提高到4%以上，然后保持在这个水平。预计经济不会衰退，但预计经济增长低于趋势。
费城 哈克	2023	鹰派	美联储需要采取限制性政策立场，到今年年底就会做到。加息50基点仍将是一个重大举措。鉴于就业市场强劲，不觉得会发生经济衰退。我不赞成大幅提高利率，然后马上降低利率。美联储必须有条不紊地采取限制性立场，限制性的立场是利率显然高于3%，具体高出多少则有待观察，头号风险是通胀预期失控，将尽一切努力控制通货膨胀，在控制通胀方面可能会出现衰退风险，若出现经济衰退也将是暂时的。看到了抑制通胀的一线希望，但我们还没有结束。
亚特兰大 博斯蒂克	否	鹰派	更强劲的经济数据表现可能会促使美联储加息75个基点，在加息50个基点和75个基点之间存在分歧。预计今年的增长率将在2%左右，明年将放缓至0.5%至1%。有关美联储可能会在短期内改变政策方向的预期是错误的。通胀数据显示经济正在回应美联储的政策。我们必须缩小供需失衡，可以在供给侧做一些工作。数据表现将决定下一步加息规模，希望再加息100-125个基点，而且越快越好，应该在“很长一段时间内”保持高利率。美国的就业市场表现已经超出预期，失业率可能会略有上升。
美联储副主席 克拉利达	是	中立	
旧金山 戴利	否	中立	
美联储主席 鲍威尔	是	鹰派	9月加息规模取决于“整体”数据。7月份的较低通胀数据值得欢迎，但还不足以让央行相信通胀正在下降。历史告诫不要“过早”放松政策。在某种程度上，随着政策立场进一步收紧，放慢加息步伐将是适当的。基准隔夜利率2.25%-2.50%的长期中性预期水平“不是让美联储停止或暂停行动的位置”。央行正在“有目的地”将政策调整到足以限

			制通胀的水平，使通胀率恢复到 2%。就业环境很可能会有所疲软，给家庭带来一些痛苦，这些都是降低通胀的不幸代价，但无法恢复价格稳定将意味着更大的痛苦。央行正在“有目的地”将政策调整到足以限制通胀的水平，使通胀率恢复到 2%。
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	中立	
纽约 威廉姆斯	是	中立	
里士满 巴尔金	否	中立	
达拉斯 卡普兰	2023	中立	
堪萨斯城 乔治	是	鹰派	毫无疑问，美联储会将利率保持在 4% 以上；应提高利率，直到有证据表明通胀下降，加息方面还有更多空间；现在讨论 9 月预期为时过早，因有更多关键数据即将出炉。从短期来看，考虑提高利率对我来说似乎是合理的。
圣路易斯 布拉德	是	鹰派	现在利率水平还不够高，3.75-4% 是我今年的利率目标；喜欢前置加息的想法；当前劳动力市场强劲；前置加息表明在对抗通胀方面是认真的。需要将政策利率调整到能给通胀带来下行压力的水平。基线预期是通胀将比许多人预期的更为持久；市场上风险定价过低；市场对美联储表现出极大的信心，希望他们是对的。
芝加哥 埃文斯	2023	中立	
明尼阿波利斯 卡什卡利	2023	鹰派	通胀非常高，美联储的工作是遏制通胀。美国的高通胀有一半到三分之二是由供应方面的冲击造成的。我们从供给侧得到的帮助越多，美联储需要做的就越少，就能更好地避免硬着陆。非常明确必须收紧货币政策，目前没有想要在就业和抗击通胀之间权衡。非常高的通胀可能会让通胀预期失去锚定。
美联储理事 库克	是	中立	

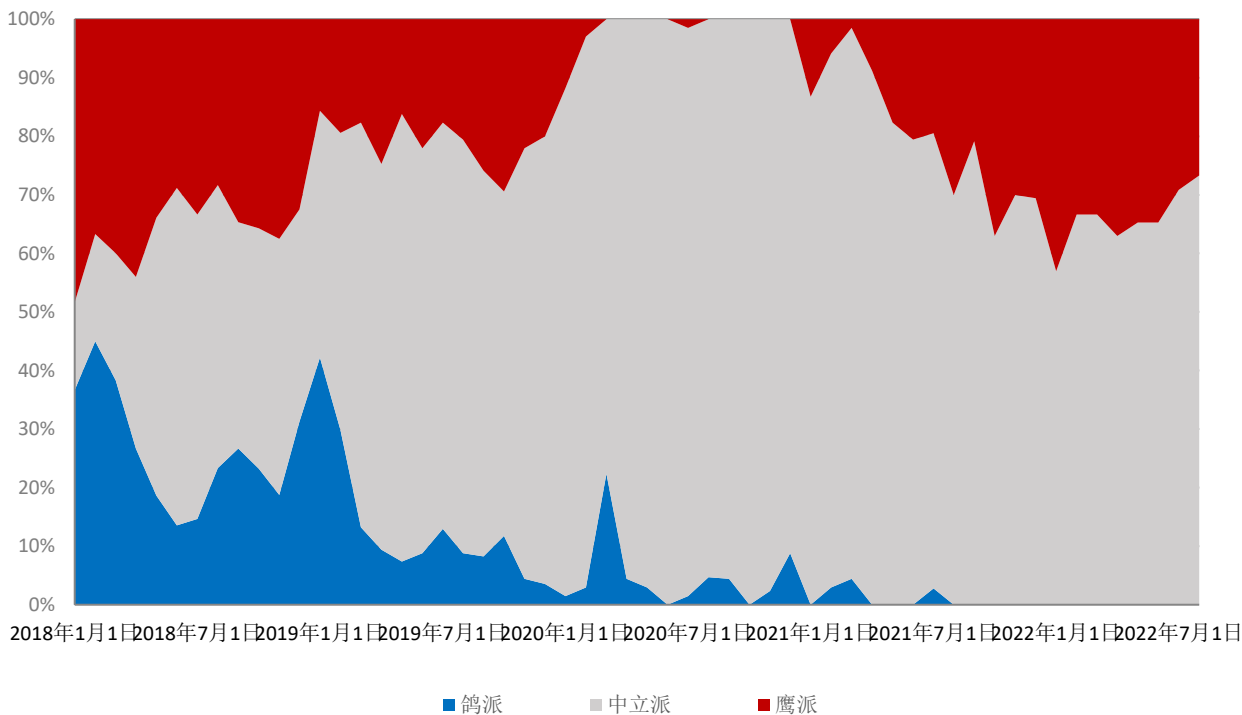
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 15: 近期美联储官员的言论基调 (每周/连续)



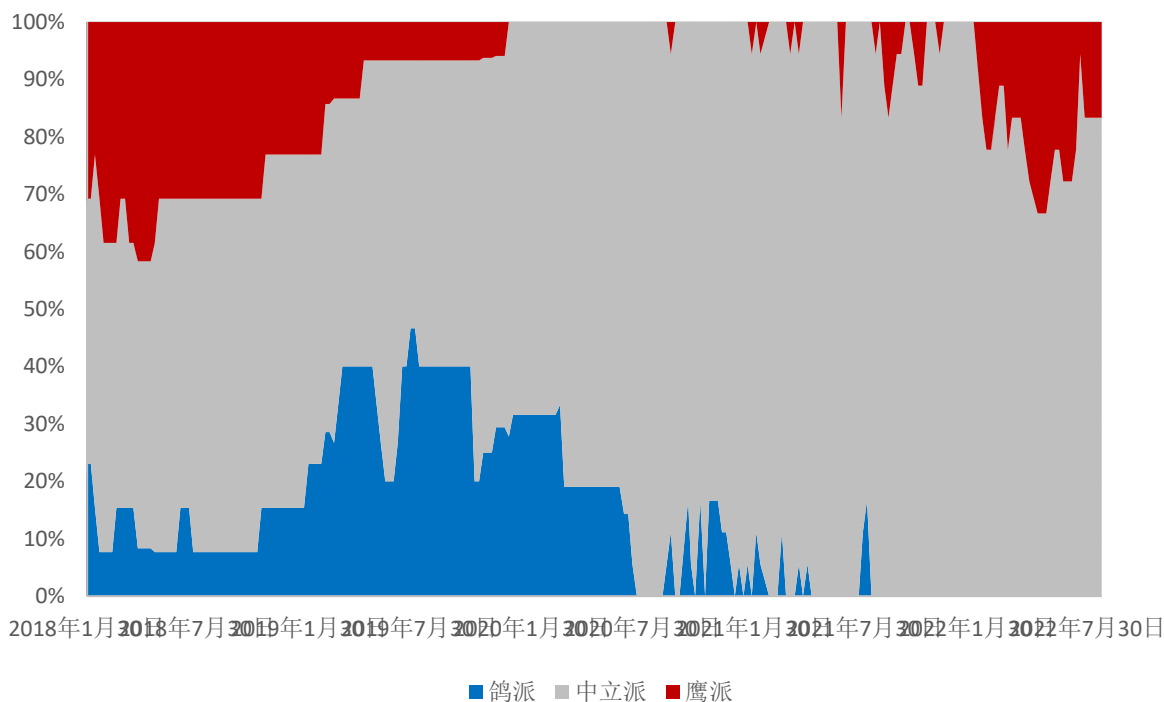
数据来源: 中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 16: 近期美联储官员的言论基调 (月均/连续)



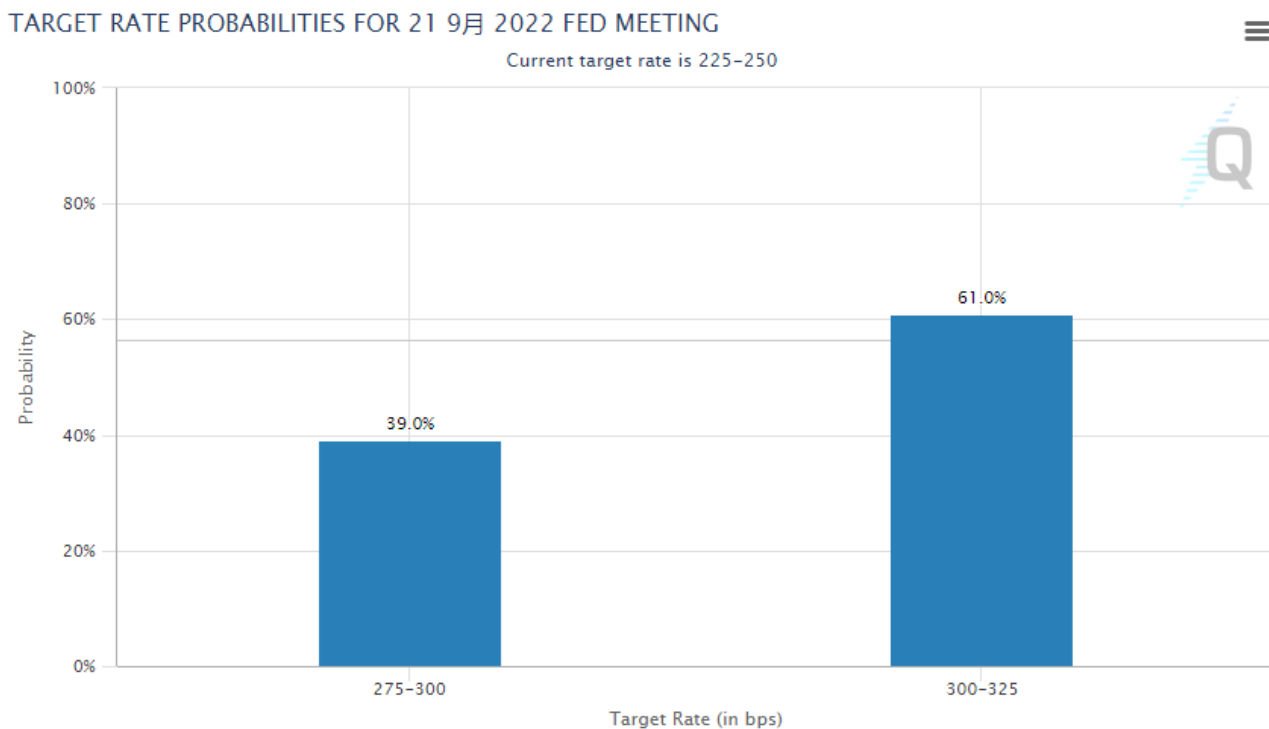
数据来源: 中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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 9 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

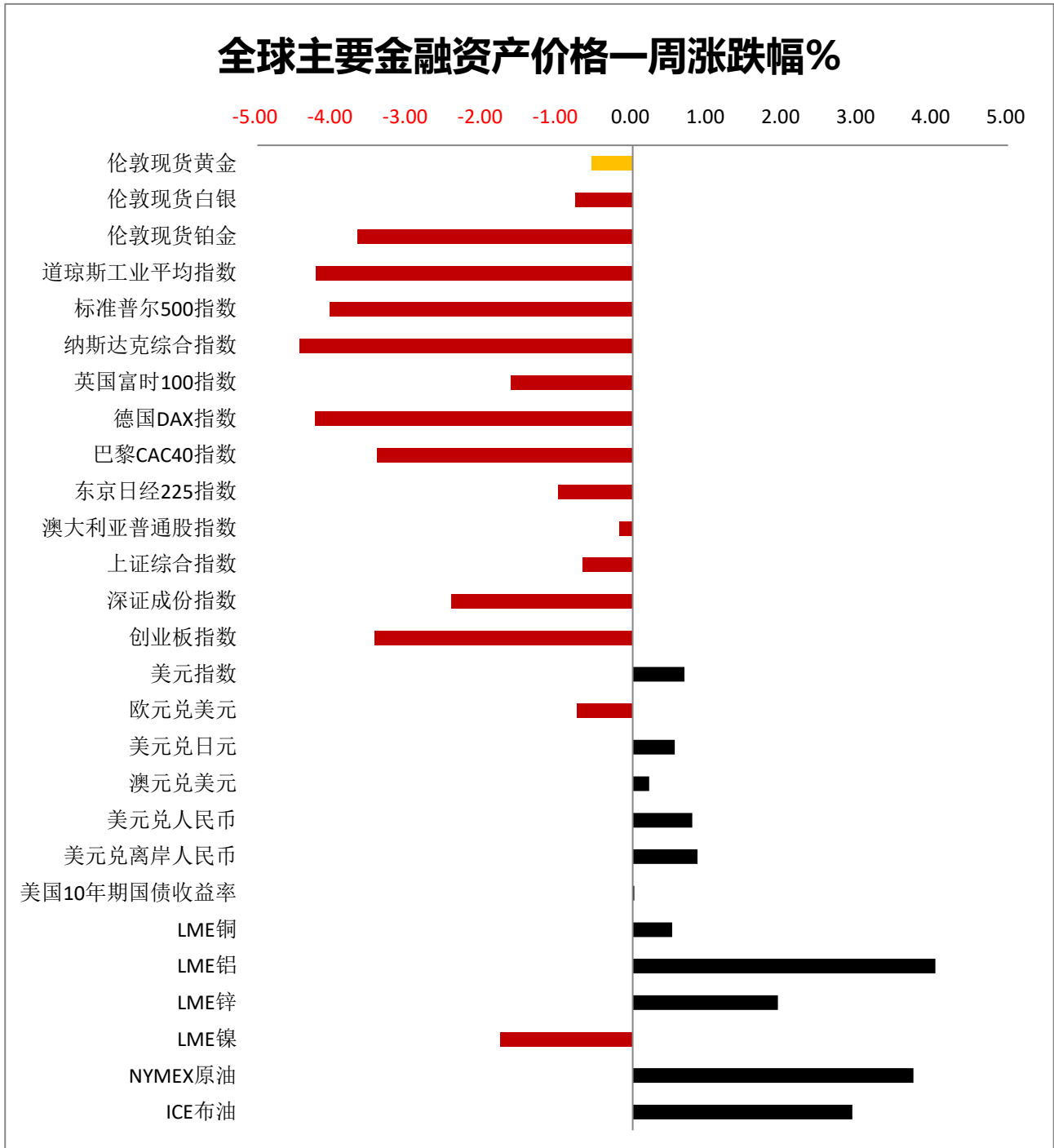
品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1745.83	1765.48	1727.00	1737.34	-0.55
伦敦现货白银	19.02	19.43	18.70	18.88	-0.77
伦敦现货铂	892.20	899.60	858.50	859.50	-3.67
道琼斯工业平均指数	33586.59	33586.59	32278.22	32283.40	-4.22
标准普尔 500 指数	4195.08	4203.04	4057.66	4057.66	-4.04
纳斯达克综合指数	12523.16	12655.84	12141.52	12141.71	-4.44
英国富时 100 指数	7550.37	7550.41	7410.40	7427.31	-1.63
德国 DAX 指数	13471.44	13510.29	12939.96	12971.47	-4.23
巴黎 CAC40 指数	6448.81	6459.36	6252.59	6274.26	-3.41
东京日经 225 指数	28654.07	28828.21	28282.21	28641.38	-1.00
澳大利亚普通股指数	7358.70	7368.90	7199.20	7345.81	-0.18
上证综合指数	3249.70	3284.60	3199.12	3236.22	-0.67
深证成份指数	12320.88	12525.01	11949.76	12059.71	-2.42
创业板指数	2730.42	2803.43	2634.43	2640.29	-3.44
美元指数	108.11	109.27	107.54	108.86	0.69
欧元兑美元	1.00	1.01	0.99	1.00	-0.75
美元兑日元	136.82	137.75	135.81	137.67	0.56
澳元兑美元	0.69	0.70	0.69	0.69	0.22
美元兑人民币	6.83	6.87	6.82	6.87	0.79



美元兑离岸人民币	6.83	6.90	6.83	6.90	0.86
美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0199
LME 铜	8067.00	8318.00	7966.00	8129.00	0.53
LME 铝	2405.00	2515.00	2374.00	2490.00	4.03
LME 锌	3495.00	3623.50	3450.00	3558.00	1.93
LME 镍	22315.00	22455.00	21300.00	21710.00	-1.76
NYMEX 原油	89.63	95.76	86.28	92.97	3.74
ICE 布油	95.95	101.90	92.36	98.90	2.92

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。