

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

全球央行持续加息

国际金价刷新两年半新低

市场研究报告

■ 本周视点:

上周国际金价继续走弱，并继续刷新2年半新低。上周初国际金价报于1675.47美元/盎司，周中国际金价最高报于1688.05美元/盎司，最低价为1638.90美元/盎司，并最终报收于1643.60美元/盎司。美联储9月份议息会议加息75个基点，全球央行同步紧缩货币政策，打消市场的乐观情绪，是上周打压国际金价的主要因素。

上周国际金价经历了动荡的一周。FOMC会议前，国际金价小幅走高，市场乐观情绪令金价维持在1650一线。不过，在FOMC会议后，受到美联储利率政策影响，国际金价震荡加大。日本政府为了延缓日元贬值态势，一度干预汇市推动市场风险偏好回升。不过，受到市场对于全球央行货币政策收缩的担忧，国际金价再次回落并刷新两年半新低，显示了黄金的上行动力较为疲弱。如同前述，尽管市场对于美联储的加息预期计价已经十分充分，不过全球通胀依然面临着很大的不确定性。由于俄乌冲突仍在继续，同时长新冠对劳动力市场来的供给冲击也未消除，因此在供给侧通胀压力依然存在的情况下，未来美联储的货币政策仍有可能超出当前的利率路径而变得更加鹰派。这也依然是目前国际金价面临的最大的潜在利空。所以，在浓重的空头情绪影响下，金价回升的空间较小，趋势扭转的可能性更低。国际金价有望进一步走弱，1600美元/盎司是下方重要的支撑。

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9月26日

相关研究报告:

9月21日

银铂钯每周资讯—2022年第36期

9月20日

金银月度预测报告—2022年第7期

9月19日

美通胀数据居高不下 9月议息会议前金价大幅回落

9月14日

银铂钯每周资讯—2022年第35期

上周国际金价继续走弱，并继续刷新 2 年半新低。上周初国际金价报于 1675.47 美元/盎司，周中国际金价最高报于 1688.05 美元/盎司，最低价为 1638.90 美元/盎司，并最终报收于 1643.60 美元/盎司。美联储 9 月份议息会议加息 75 个基点，全球央行同步紧缩货币政策，打消市场的乐观情绪，是上周打压国际金价的主要因素。

一、上周主要市场经济数据回顾

美国的景气数据方面，9 月标普全球美国综合采购经理人指数初值从上月的 44.6 升至 49.3。分行业来看，服务业采购经理人初值为 49.2，高于前一个月的 43.7，收缩速度放缓。制造商采购经理人初值 51.8，高于前值的 51.5，显示制造业小幅扩张。出口订单持续减少，但新订单出现反弹，同时就业人数上升。在价格方面，投入成本放缓至 2021 年初以来的最低水平，但总体上仍处于高位。

美国的劳动力市场方面，截至到 9 月 17 日，美国当周首次申领失业金人数增加了 5000 人至 21.3 万人，低于市场预期的 21.8 万人，显示劳动力市场吃紧。与此同时，截至 9 月 10 日美国持续申领失业救济金人数从前一周的 140.1 万人减少到 137.9 万人。

7 月份美国制造的耐用品新订单数量，保持持平，低于市场预期的 0.6% 的增幅。同时，6 月份的数据上修至 2.2%。这主要是因为运输设备订单下降了 0.7%。另外，不包括运输的新订单上升了 0.3%；不包括国防的新订单上升了 1.2%。最后，不包括飞机的非国防资本货物订单增长 0.4%，较 6 月份的 0.9% 有所放缓，但略高于 0.3% 的预期。

美国房地产数据方面，6 月美国标准普席勒 20 个城市房价指数同比上涨 18.6%，为六个月来最低水平，远低于 19.5% 的预期。随着美联储的加息，抵押贷款成本不断增加，使得房屋需求下降。7 月美国新屋销售环比下降 12.6%，季调后的年化率为 51.1 万套，是 2016 年 1 月以来的最低数字，远低于 57.5 万套的市场预期。8 月美国存屋房销售小幅下降 0.4%，经季节性调整后折合成成年率为 480 万套，为 2020 年 5 月以来的最低水平，7 月份向下修正后的降幅为 5.7%。这标志着成屋销售连续第七个月下降。

欧洲的景气数据方面，9 月标普全球欧元区综合采购经理人指数初值从 8 月份的 48.9 降至 48.2，私营部门活动连续第三个月收缩。分行业来看，服务业和制造业收缩加剧。与此同时，新订单出现自 2013 年 4 月以来的最大降幅，未完成订单的积压连续第三个月下降。在价格方面，由于能源价格上涨，投入成本加速上涨。其他大宗商品价格的下跌，缓解了部分来自原材料价格的压力，不过产出通胀有所加速。

二、全球市场纵览及后市展望

上周召开的美联储9月份议息会议继续向市场释放鹰派信号。会议上，美联储主席鲍威尔再次强调遏制通胀的必要性。他表示利率走高、经济放缓和劳动力市场走弱都比不上恢复价格稳定来得重要。美联储仍然维持2%的通胀水平，并且除了提高利率外，美联储还会通过继续缩表来实现上述目标。此次会议决议措辞与7月份的内容几乎一致，除了美联储进一步承认近期美国经济增长放缓的事实。在经济预测方面，美联储对多个维度的长期经济预测中值与6月份保持一致，包括维持对于长期联邦基金利率2.5%的预测中值，维持对于长期失业率4%的预测中值，维持对长期实际GDP增长1.8%的预测中值以及维持长期PCE通胀2%的预测中值。不过，美联储对于中短期数据的预测，较六月份变动较大。主要表现在，美联储上调了中短期的失业率和通胀预测，同时下调了对于经济增长的预测。具体来看，美联储将2022-2024的美国经济增长预测中值从1.7%，1.7%，1.9%下调至0.2%，1.2%，1.7%，均低于1.8%的长期经济增长预测中值，核心消费物价指数从4.3%，2.7%，2.3%，上调至4.5%，3.1%，2.3%，意味着美联储预计基准利率抬升后，连续三年的需求放缓所带来的产出过剩会将通胀调整至政策目标，同时结构性通胀压力有所上升。这种价格压力，主要在劳动力市场方面有所体现。因为在被问及美联储上调2023年的失业率至4.4%是否意味着美国经济将会衰退时，鲍威尔表示当前经济状况与之前不同，岗位空缺较高，美国经济可以容忍更高的失业率。从鲍威尔的讲话中不难看出，美国劳动力市场供需情况可能已经出现明显的变化。根据过去几个月的数据来看，我们认为美国失业率保持强劲可能与新冠后遗症所导致的劳动供给不足有关。由于上述的因素，鲍威尔还表示需要实际政策利率脱离负值才能拉低通胀，这需要整条实际利率曲线保持正值。因此美联储将2022年至2024年的联邦基金利率目标区间从3.4%，3.8%，3.4%上调至4.4%，4.6%和3.9%。不过，尽管名义利率有所调高，但是经过调整后的实际利率预测中值分别是-1%，1.1%和1.1%，而根据6月份的预测所计算得到的实际利率则是-0.9%，1.1%和1.2%，这意味着美联储的政策应对仅仅是对走高的通胀水平进行了调整，其货币政策节奏并没有较6月份更加鹰派。

因此，根据美联储9月份议息会议的情况，4.5%终端利率是否会成为此轮加息的终点，目前来看还存在很大不确定性。一方面，劳动力市场整体有所放缓，但是新冠后遗症所带来的劳动力供给缺口，仍然难以在短期内出现弥合，经济活动也需要更长的时间来达成新的平衡。在新的平衡下，劳动力供给的持续紧张，意味着经济均衡状态下的通胀水平可能会高于美联储2.3%的预测。如果是这样，那么4.5%的终端利率显然仍然无法达成美联储将通胀控制

到 2%目标水平这一任务。另一方面，全球供给侧冲击也在激化。受到美联储加息的影响，当前全球央行为防止输入性通胀而采取的竞争性加息，可能会导致全球产能供给的进一步下滑，并对劳动力市场产生破坏，这显然会对进一步对供应链造成挤压。因此中期来看，我们认为不能对美联储此轮加息的终点过于乐观。正如美联储需要根据数据来调整应对策略一样，市场也需要更加关注收益率曲线前端的风险。

上周国际金价经历了动荡的一周。FOMC 会议前，国际金价小幅走高，市场乐观情绪令金价维持在 1650 一线。不过，在 FOMC 会议后，受到美联储利率政策影响，国际金价震荡加大。日本政府为了延缓日元贬值态势，一度干预汇市推动市场风险偏好回升。不过，受到市场对于全球央行货币政策收缩的担忧，国际金价再次回落并刷新两年半新低，显示了黄金的上行动力较为疲弱。如同前述，尽管市场对于美联储的加息预期计价已经十分充分，不过全球通胀依然面临着很大的不确定性。由于俄乌冲突仍在继续，同时长新冠对劳动力市场来的供给冲也未消除，因此在供给侧通胀压力依然存在的情况下，未来美联储的货币政策仍有可能超出当前的利率路径而变得更加鹰派。这也依然是目前国际金价面临的最大的潜在利空。所以，在浓重的空头情绪影响下，金价回升的空间较小，趋势扭转的可能性更低。国际金价有望进一步走弱，1600 美元/盎司是下方重要的支撑。

图 1: 不同期限美元 LIBOR

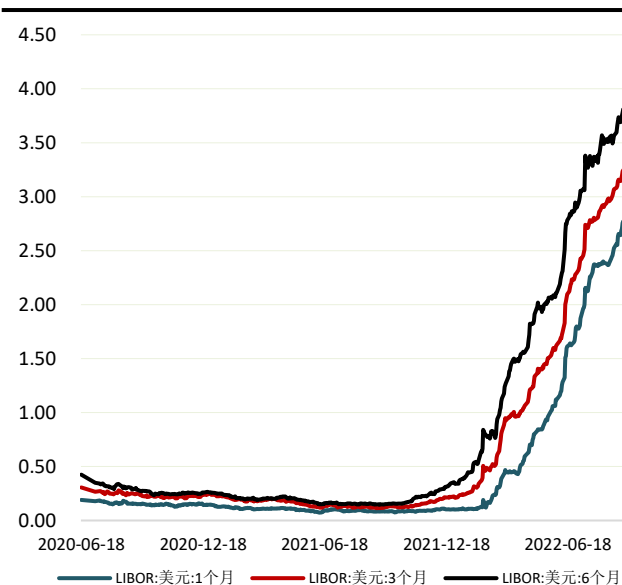
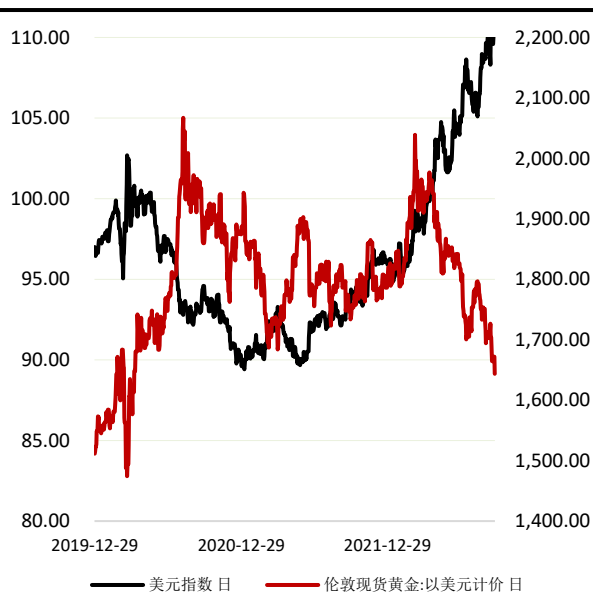


图 2: 国际金价与美元指数

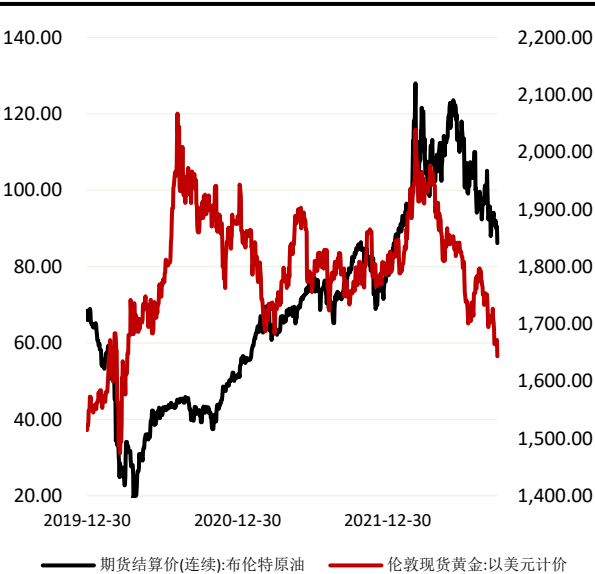


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

图 3: 国际金价与美国十年期国债收益率



图 4: 国际金价与国际油价



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

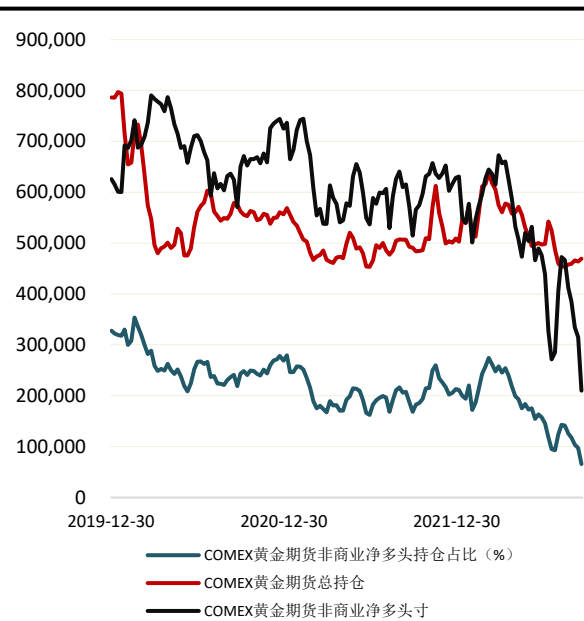


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿

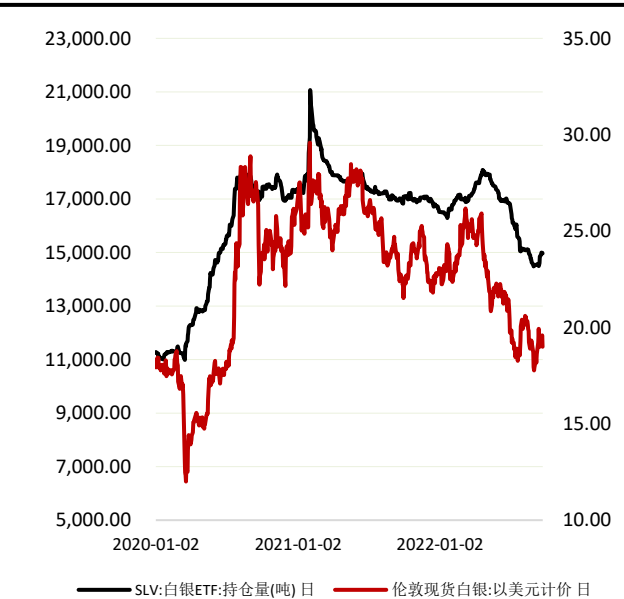


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

图 7: SPDR 黄金持仓与国际金价



图 8: SLV 白银持仓与国际银价

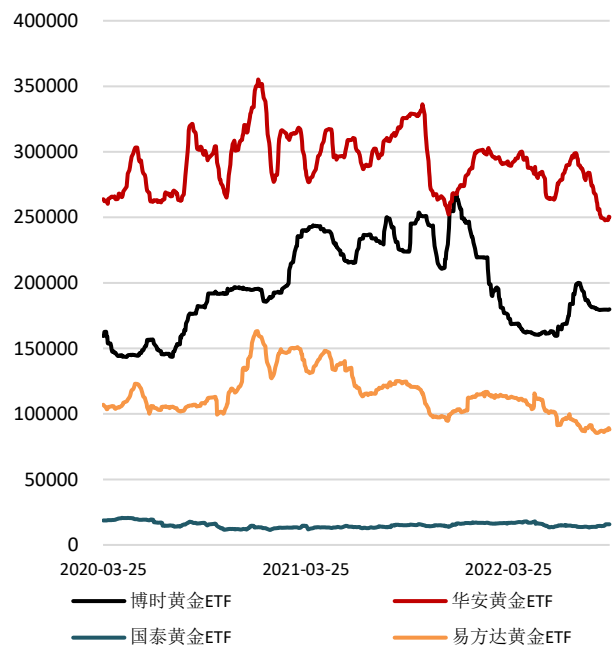


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

图 9: CBR 现货指数与 LME 铜



图 10: 国内黄金 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

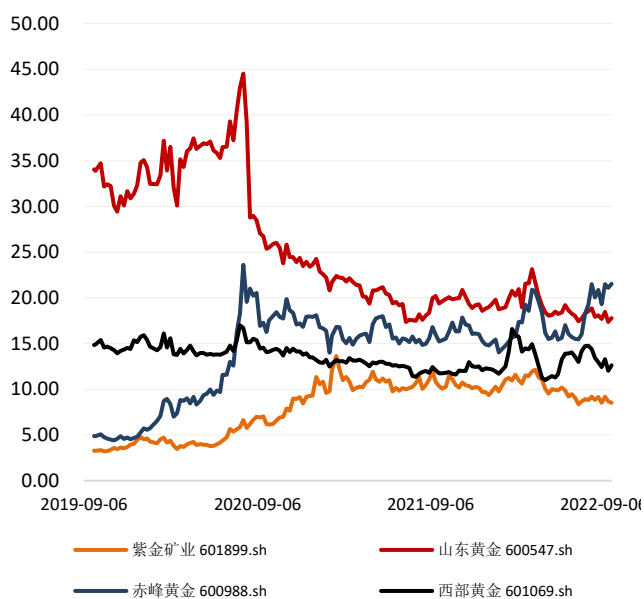
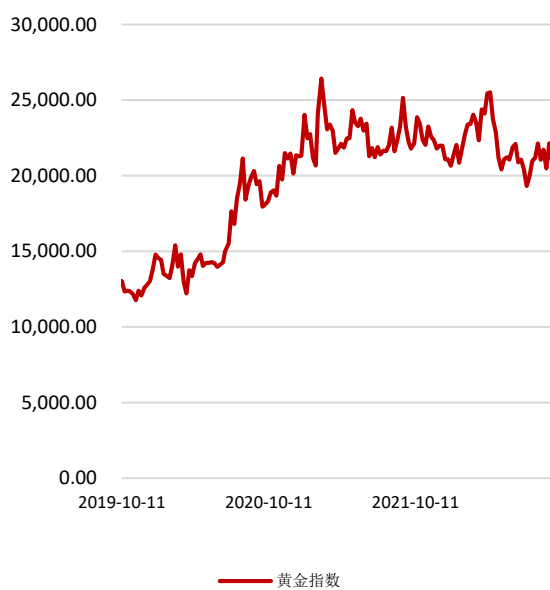


图 14: 中国黄金股票指数



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
9月26日	美国9月达拉斯联储商业活动指数	-10	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
9月27日	美国8月耐用品订单月率	-1.1%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国7月S&P/CS20座大城市房价指数年率	16.90%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国9月谘商会消费者信心指数	104	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
9月28日	美国8月批发库存月率	0.40%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国8月成屋签约销售指数月率	-0.50%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
9月29日	欧元区9月经济景气指数	96	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国至9月24日当周初请失业金人数(万人)	21.3 (前值)	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国第二季度实际GDP年化季率终值	-0.60%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国第二季度核心PCE物价指数年化季率终值	4.40%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
9月30日	欧元区9月CPI年率初值	9.70%	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国8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8月个人支出月率	0.20%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国9月密歇根大学消费者信心指数终值	59.5	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

请参阅最后一页的重要声明

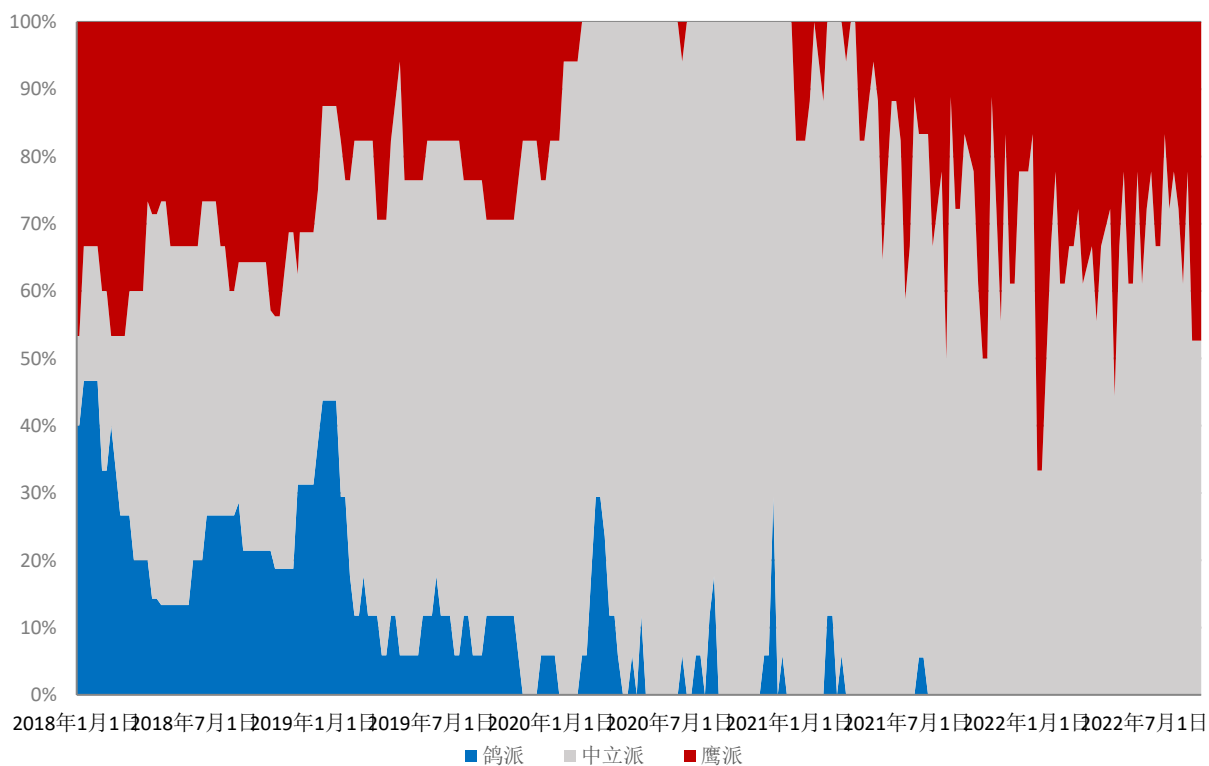
中国工商银行贵金属业务部

联储委员	是否票委	表态	最新言论
波士顿 柯林斯	是	中立	
克兰科夫 梅斯特	是	中立	
费城 哈克	2023	中立	
亚特兰大 博斯蒂克	否	中立	
美联储理事 杰弗森	是	中立	
旧金山 戴利	否	中立	
美联储主席 鲍威尔	是	鹰派	<p>坚决致力于降低通货膨胀；物价稳定是经济基石，缺乏价格稳定，经济就无法运转；有意改变政策立场；美国经济从 2021 年开始放缓；正在将政策调整到足够限制经济增长的水平；国外经济增长疲软限制出口。劳动力市场仍然非常紧张；通货膨胀率仍远高于我们的 2% 目标；FOMC 认为通胀风险偏向上行。通胀预期似乎得到了很好的控制；加息的速度取决于未来的数据；在某些时候，我们会放慢加息速度；可能需要在一段时间内实施限制性政策；历史记录告诫我们不要过早降息。我们的重点是让通胀回落；考虑到高通胀，我们认为我们需要将基金利率降至限制性水平，并在一段时间内保持这一水平；希望看到通胀回落到 2% 的明确证据。在降息之前，我们必须非常有信心通胀会回落到 2%。在实现软着陆的同时恢复物价稳定是一项挑战；没人知道这个过程是否会导致经济衰退。或者如果会，衰退会有多严重。不得不降低通货膨胀；不知道发生衰退的概率是多少；极有可能出现一段低增长时期；经济增长缓慢可能导致失业率上升；要摆脱通货膨胀，没有不痛不痒的办法。</p>
美联储副主席 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 洛根	2023	中立	
堪萨斯城 乔治	是	中立	
圣路易斯 布拉德	是	中立	
芝加哥 埃文斯	2023	中立	
明尼阿波利斯 卡什卡利	2023	中立	
美联储理事 库克	是	中立	
美联储理事 巴尔	是	中立	

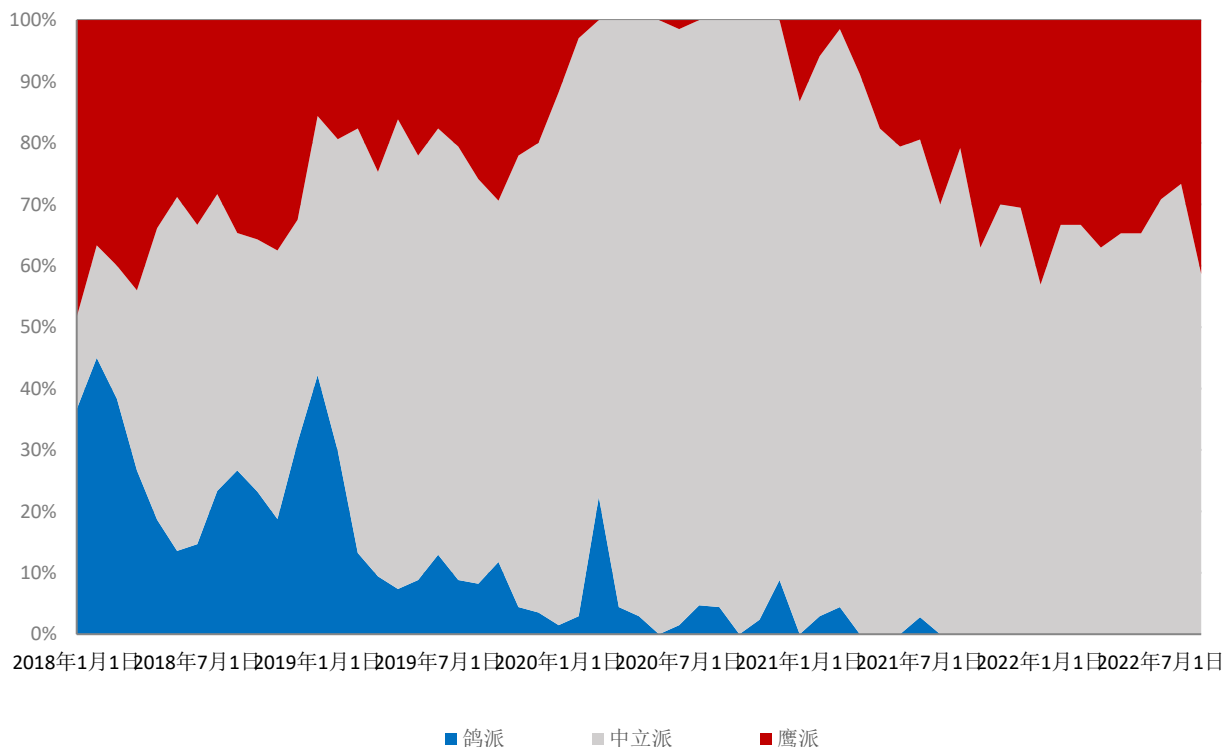
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 15：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



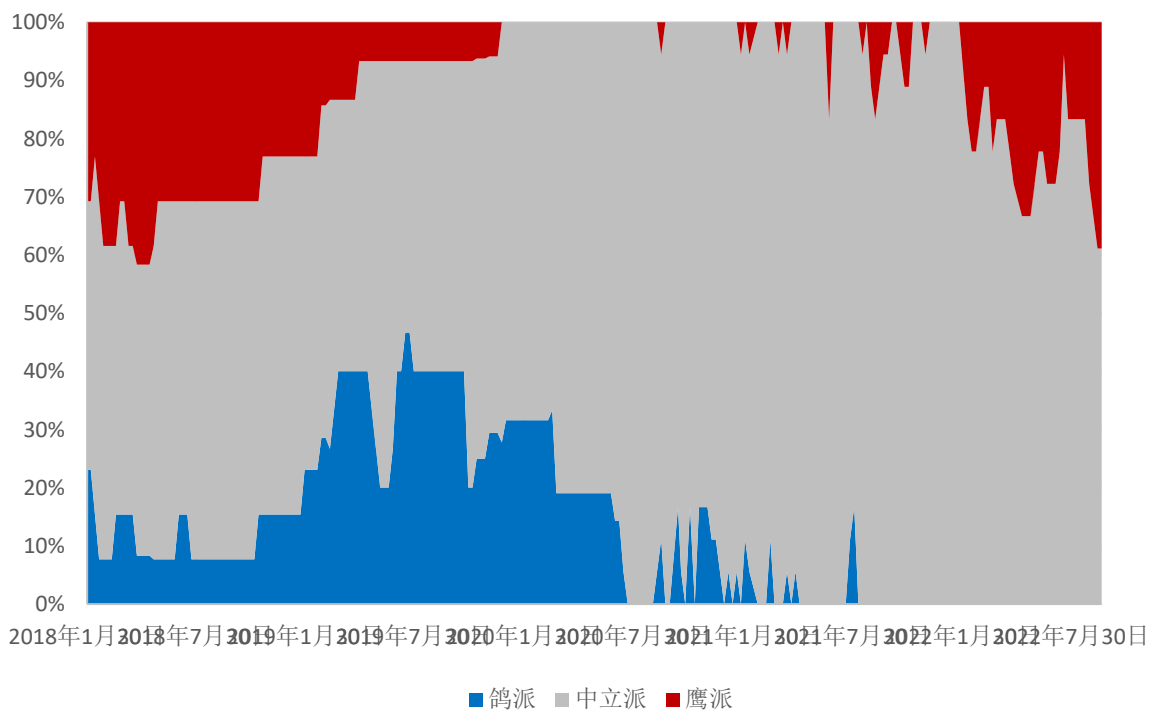
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 16: 近期美联储官员的言论基调 (月均/连续)



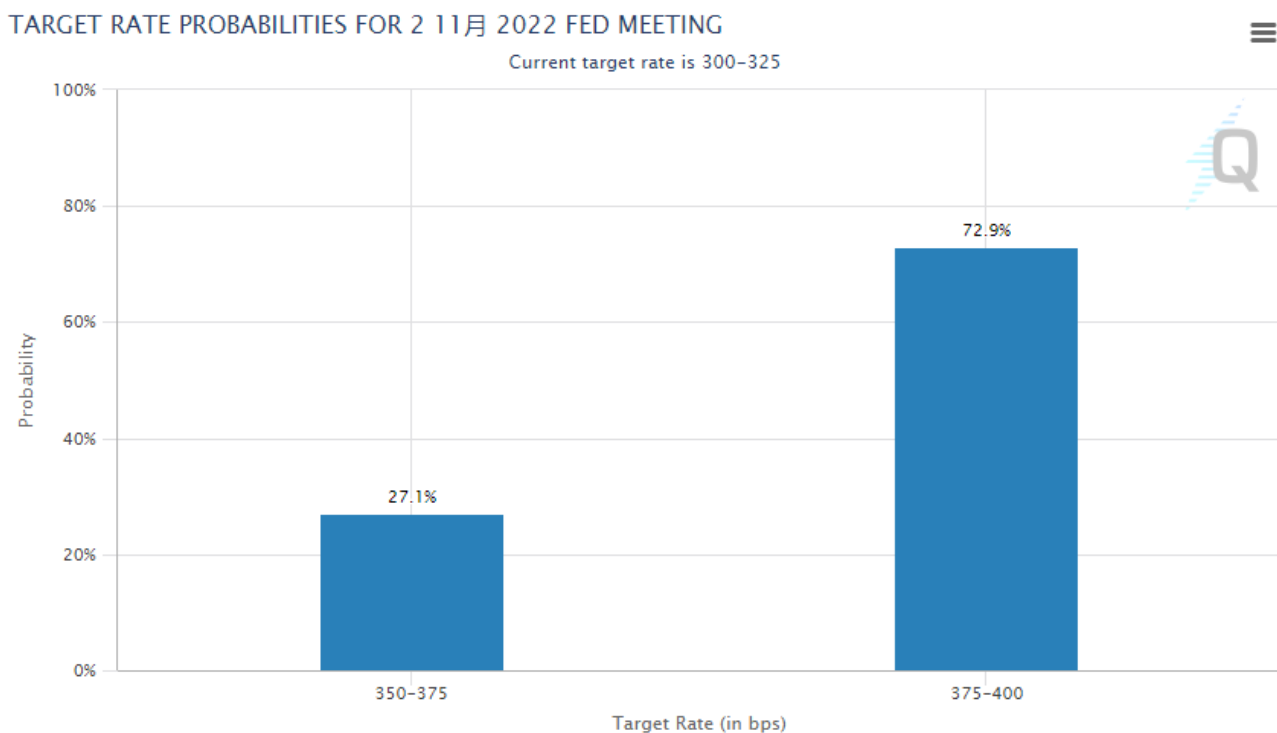
数据来源: 中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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 11 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

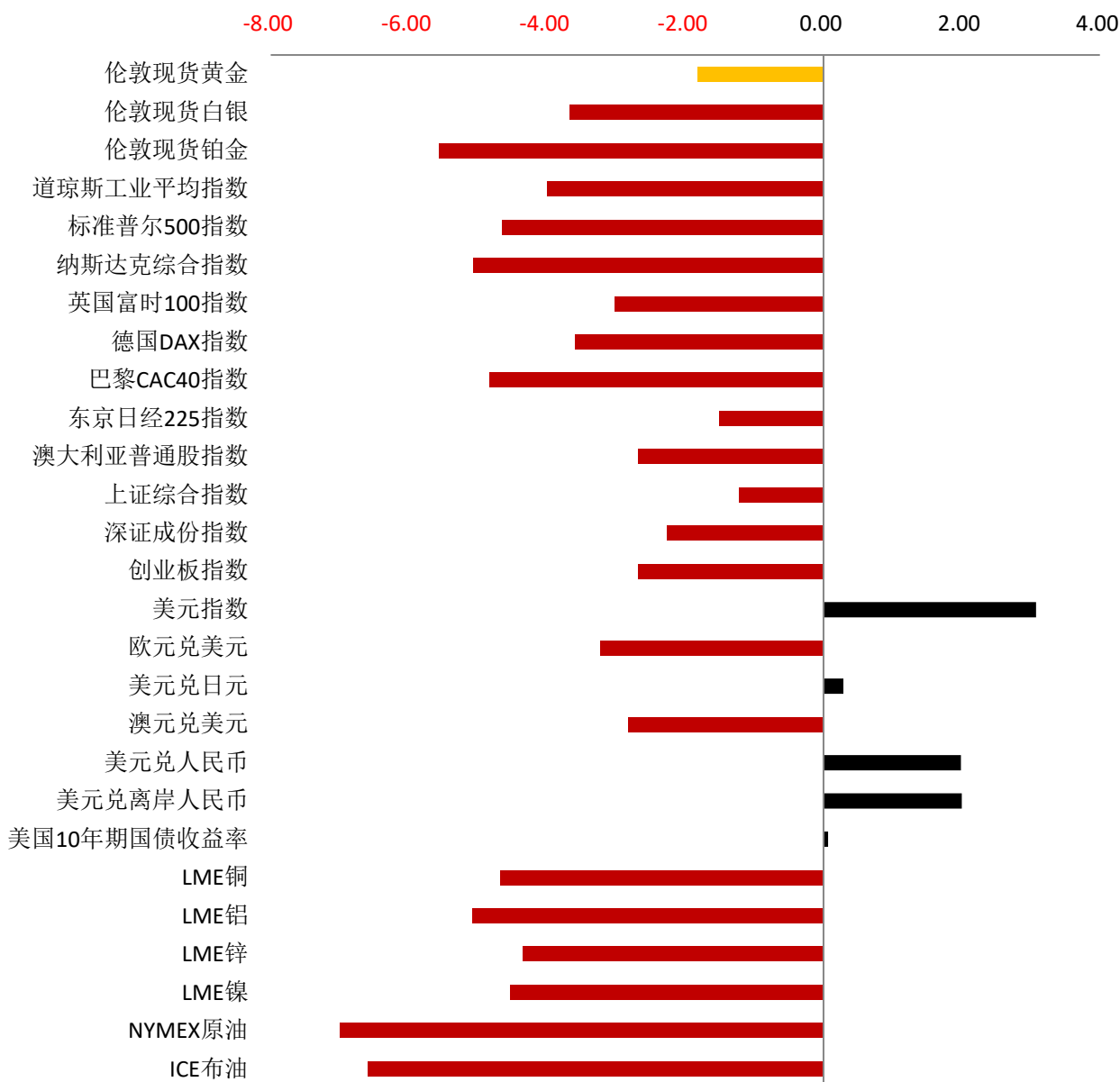
品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1675.47	1688.05	1638.90	1643.60	-1.82
伦敦现货白银	19.53	19.92	18.76	18.84	-3.67
伦敦现货铂	901.60	938.23	851.50	851.50	-5.56
道琼斯工业平均指数	30722.86	31026.89	29250.47	29590.41	-4.00
标准普尔 500 指数	3849.91	3907.07	3647.47	3693.23	-4.65
纳斯达克综合指数	11338.57	11613.57	10732.72	10867.93	-5.07
英国富时 100 指数	7236.68	7326.54	6981.50	7018.60	-3.01
德国 DAX 指数	12685.29	12936.57	12180.76	12284.19	-3.59
巴黎 CAC40 指数	6049.00	6118.25	5765.65	5783.41	-4.84
东京日经 225 指数	27788.68	27907.45	26955.18	27153.83	-1.50
澳大利亚普通股指数	6975.20	7035.90	6756.60	6788.72	-2.67
上证综合指数	3122.75	3140.03	3072.24	3088.37	-1.22
深证成份指数	11241.78	11364.16	10899.59	11006.41	-2.27
创业板指数	2360.58	2397.92	2275.29	2303.91	-2.68
美元指数	109.66	113.24	109.35	113.03	3.08
欧元兑美元	1.00	1.01	0.97	0.97	-3.23
美元兑日元	142.89	145.91	140.35	143.35	0.29
澳元兑美元	0.67	0.68	0.65	0.65	-2.83
美元兑人民币	6.98	7.13	6.98	7.13	1.99

美元兑离岸人民币	7.00	7.15	6.99	7.14	2.00
美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0673
LME 铜	7850.00	7875.00	7394.00	7444.50	-4.67
LME 铝	2284.00	2293.00	2158.00	2167.00	-5.08
LME 锌	3172.00	3200.00	3002.00	3017.50	-4.34
LME 镍	23940.00	25700.00	23200.00	23380.00	-4.53
NYMEX 原油	84.81	86.68	78.04	79.43	-6.99
ICE 布油	91.43	93.05	84.55	85.54	-6.59

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

全球主要金融资产价格一周涨跌幅%



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。