

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

美联储进入政策观望期

国际金价维持高位震荡

■ 本周视点:

上周国际金价再次冲高回落，周初国际金价开盘报于1284.74美元/盎司，周中多方延续前一周上攻的态势，再次带领黄金冲击1300的整数关口。周中美联储多位官员发表讲话暗示美联储货币政策已经进入观望期，使得市场对于美国的政策利率预期有所降低。在通胀预期方面，OPEC实现承诺的减产，帮助油价走高使得市场对于美国的通胀预期有所恢复。不过，欧洲央行2018年12月份的会议纪要显示，欧央行加息时点可能晚于市场预期，使得美元在下跌关键点位有所反弹并打压了黄金的价格。整个交易周内国际金价上涨了2.58美元，涨幅为0.2%。从技术形态上来看，金价在高位进入了盘整的态势。

在经济数据方面，上周初美国公布12月ISM非制造业PMI为57.6，远低于前值60.7和预期59，同时也创下了6个月以来的新低。回顾此前，美国的制造业数据同样出现走弱，Markit PMI制造业指数也创下了15个月以来的新低至53.8，而ISM制造业指数则是跌至2016年12月份的水平至54.1，各种迹象表明美国的经济增长预期明显放缓。不过周末公布的CPI数据则符合市场预期，尽管较前值略有下滑仍然接近2%的政策目标。

短期来看，市场对于新兴市场国家经济在不断地政策利好刺激下逐渐显示出信心，风险偏好的回归使得美元承压，并使得令美联储进入政策观望对于国际金价形成了一定的支撑。但前期过低的加息预期也意味着，一旦美国有超预期的通胀数据，将会对金价形成较大的压力。就是技术走势来看，国际金价在上攻1300未果后，仍有向下调整的需要，而1280点仍将是多空双方短期争夺的焦点位置。

市场研究报告

中国工商银行贵金属业务部

交易业务处

徐铨翰、孙嘉锐

电话：021-63307090

Email: quanhan.xu@icbc.com.cn

报告日期：2019年01月14日

相关研究报告：

01月07日

美非农数据大超预期 黄金上行势头受阻

12月24日

全球经济形势渐微 静待黄金重放光芒

12月10日

美加息预期降温 国际金价继续高歌猛进

上周国际金价再次冲高回落，周初国际金价开盘报于 1284.74 美元/盎司，周中多方延续前一周上攻的态势，再次带领黄金冲击 1300 的整数关口。周中美联储多位官员发表讲话暗示美联储货币政策已经进入观望期，使得市场对于美国的政策利率预期有所降低。在通胀预期方面，OPEC 实现承诺的减产，帮助油价走高使得市场对于美国的通胀预期有所恢复。不过，欧洲央行 2018 年 12 月份的会议纪要显示，欧央行加息时点可能晚于市场预期，使得美元在下跌关键点位有所反弹并打压了黄金的价格。整个交易周内国际金价上涨了 2.58 美元，涨幅为 0.2%。从技术形态上来看，金价在高位进入了盘整的态势。

一、美联储进入政策观望期 国际金价维持高位震荡

在宏观事件方面，美联储主席鲍威尔在上周举行的华盛顿经济俱乐部上表示出对于美国经济的信心，不过他对于全球经济的增长展现出了一定程度的担忧。特别是在当前贸易环境较为困难的情况下，多个国家的贸易数据出现了明显的下滑，而新订单的数量也开始走低，使得美国经济扩张的前景出现了不确定性。此外，鲍威尔还表示“非常担心正在增长的美国政府债务”。由于美联储正在进行缩表，美国政府不断增加的债务，意味着对于债券市场的供需会造成很大的影响，如果没有更多的资金方能够承担起美联储资金供给意味着美国政府的债务负担将会逐渐加重，同时也将拖累美国经济。这也暗示了，当前美联储的货币政策包括对于政策利率的调整和资产负债表正常化都可能较此前出现缓和的局面。

此外，上周美联储副主席理查德对于 2019 年的美联储货币政策进行了展望，在其发言中，他同样表示美联储对于全球经济的关注程度正在上升。其中更重要的是美联储认为，他明确表示了如果美联储资产负债表正常化对于货币当局的双重目标造成影响，美联储将会对政策做出调整。

最后，上周公布的美联储 2018 年 12 月份的会议纪要中显示，美联储票委对于 12 月的加息存在分歧。根据纪要显示，由于缺乏通胀压力，美联储的货币政策将有待观察。这也暗示了美联储的货币政策正式进入了观察期，与此前的市场预期相符。

在欧洲央行方面，上周公布的欧洲央行 12 月份会议纪要显示，欧洲央行加息的时间窗口已经推移至 2019 年年底，此前市场曾猜测欧洲央行可能会在 2019 年三季度开始考虑加息。上周包括德国和法国两个欧元区重要的核心国家的 PMI 指数也显示欧洲经济趋于疲软，也证伪了此前欧洲央行行长德拉基在 12 月份的央行会议上，对于欧元区经济前景“大致平衡”的表述，上周欧元兑美元曾一度收复 1.15 的关口，不过之后再次失守该关键价位。

在石油方面，本周全球油价总体冲高回落，在 60 美元/桶价格附近。OPEC 达成减产承

诺，特别是沙特能源部长法利赫承诺 2019 年 1 月起减产力度更大，也是刺激油价连续走高的主要因素。

在经济数据方面，上周初美国公布 12 月 ISM 非制造业 PMI 为 57.6，远低于前值 60.7 和预期 59，同时也创下了 6 个月以来的新低。回顾此前，美国的制造业数据同样出现走弱，Markit PMI 制造业指数也创下了 15 个月以来的新低至 53.8，而 ISM 制造业指数则是跌至 2016 年 12 月份的水平至 54.1，各种迹象表明美国的经济增长预期明显放缓。不过周末公布的 CPI 数据则符合市场预期，尽管较前值略有下滑仍然接近 2% 的政策目标。

在 COMEX 黄金期货的持仓方面，由于美国政府仍然关门，因此 CFTC 继续不公布黄金的持仓报告。从 SPDR 的数据来看，上周 SPDR 黄金 ETF 的总持仓量较上一周小幅下跌了 0.54 吨，但投资者对于黄金依然保持热情。

二、全球市场纵览及后市展望

目前市场对于美联储加息预期较低。根据 CME 的数据显示，当前市场对于 3 月份的加息 25 个 BP 的预期仅为 0.5%。在 2018 年的议息会议期间该预期还保持 30% 以上。不过目前市场对于 3 月份美联储降息没有预期，而 12 月份仍然强劲的非农数据使得市场对于美国的通胀水平仍然保持良好的预期。强劲的劳动力市场是目前仍然能够令市场放心的地方，不过随着美国市场消费数据的疲弱，美国企业盈利能力的下降，劳动力市场的紧张情况可能会开始出现反转。

最近公布的美国失业率数据已经因为劳动力市场参与率的抬升有小幅回升的情况。关于失业率，美联储副主席理查德在上周关于 2019 年美联储货币政策的展望中表述到，当前美国的劳动力市场表现稳健，由于生产力的提高，劳动者薪资逐步提升，特别是对于低薪者来说薪资增长更快，从总体来看 2018 年全年升幅来到了 3% 左右。他还表示目前劳动力薪资增长符合当前美国充分就业水平下，生产率的增长，并且目前薪资的增长还不会成为成本推动型通胀的因素。事实是，从去年的四季度开始，美国的消费需求包括房地产和汽车，以及一些零售企业的销售数据已经明显走弱，同时油价和其他大宗商品价格的走低对于终端产品价格的拖累，而非美经济体的弱增长对于美国的通胀水平支撑力度也显得不足。根据具体数据来看，除去房屋和医疗的核心服务是支撑美国个人消费支出的重要因素。尽管，贸易摩擦导致部分生产链环节的供给不足引发价格上涨，但总体来看充分就业情况下，美国的通胀水平维持在一个微妙的平衡之间。所以，尽管目前美国企业的薪资增长尚未完全成为物价指数走高的推手，但如果白宫对外的贸易政策无法快速改善，非美市场国家的货币政策或经济复苏依

旧缓慢,需求端的疲弱会最终使得美劳动力市场数据也将开始逐渐恶化,通胀水平也将走弱。当然,从理查德副主席的角度来看待这个问题的话,如果 2019 年供给侧仍然积极,薪资增长对于通胀的影响则将被考虑到货币政策之中。即美联储需要提防成本推动型通胀的产生。

短期来看,市场对于新兴市场国家经济在不断地政策利好刺激下逐渐显示出信心,风险偏好的回归使得美元承压,并使得令美联储进入政策观望对于国际金价形成了一定的支撑。但前期过低的加息预期也意味着,一旦美国有超预期的通胀数据,将会对金价形成较大的压力。就是技术走势来看,国际金价在上攻 1300 未果后,仍有向下调整的需要,而 1280 点仍将是多空双方短期争夺的焦点位置。

图 1：不同期限美元 LIBOR

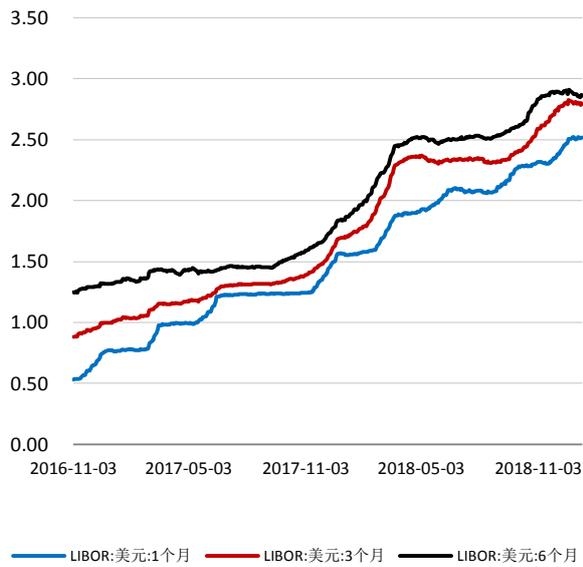


图 2：黄金与美元指数



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

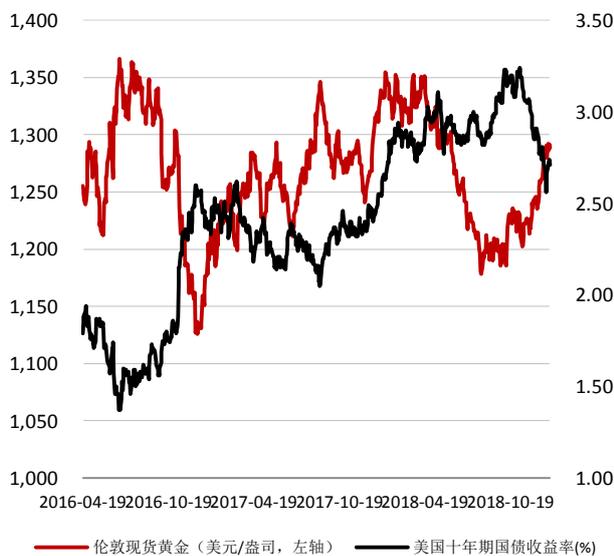


图 4：黄金与原油价格



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

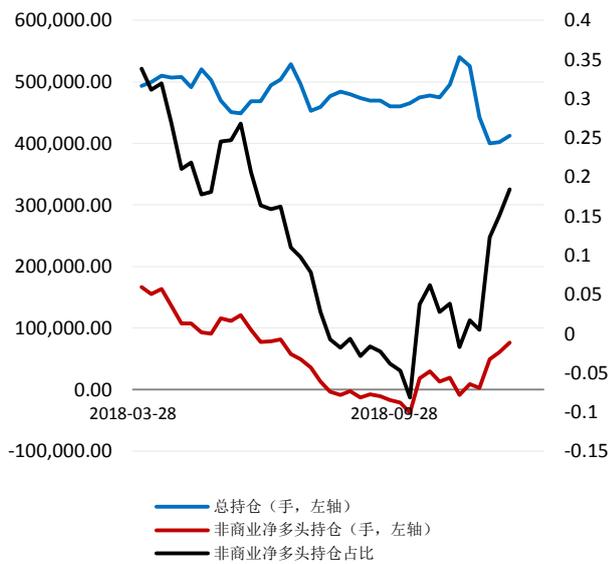
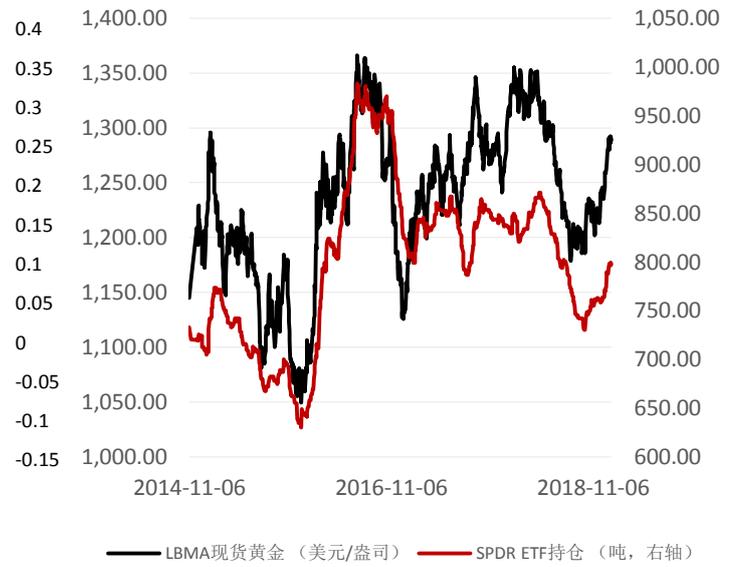


图 6: LBMA 现货黄金与 SPDR 黄金持仓



数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

图 7: SPDR 黄金持仓与金价



图 8: SLV 白银持仓与银价



数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

图 9：上海黄金交易所 Au (T+D) 行情汇总

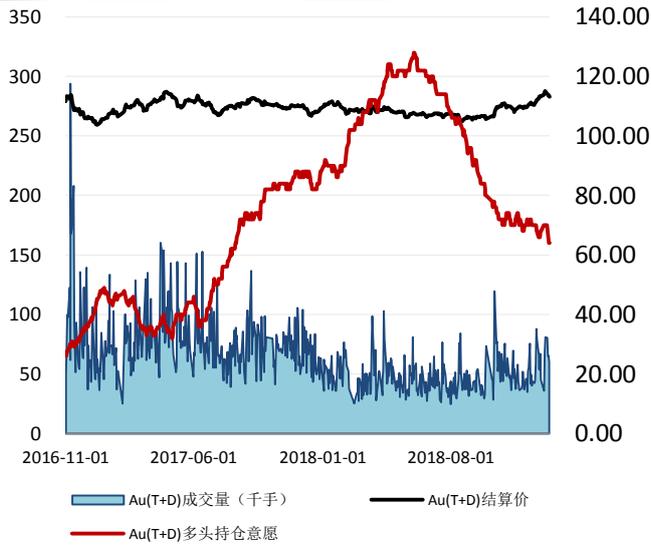


图 10：上交所 Au (T+D) 与上期所 AuSHFE

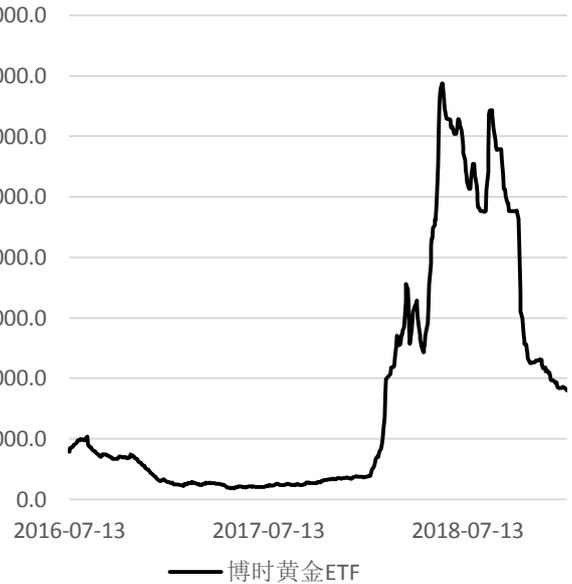


数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

图 11：CBR 现货指数与 LME 铜



图 12：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 13: 美国黄金股票

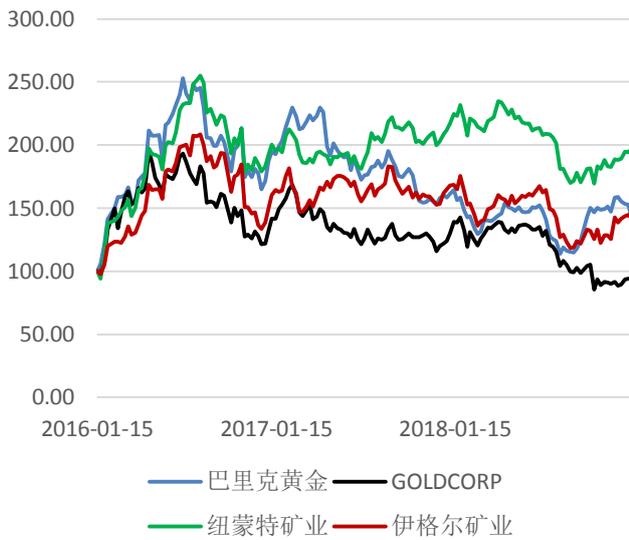
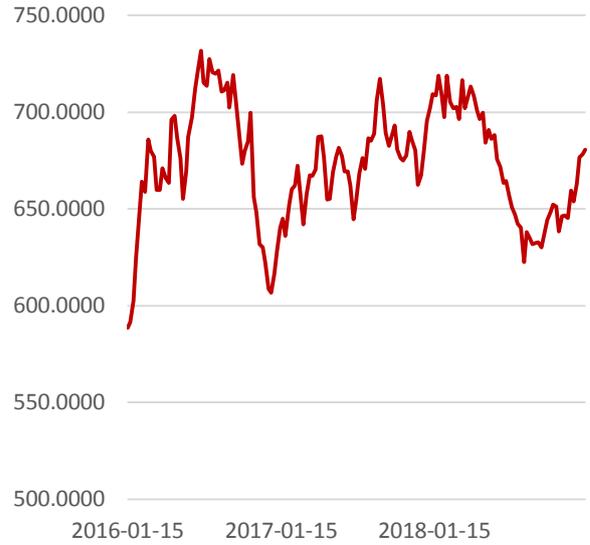


图 14: 美国黄金股票指数



数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

图 15: 中国黄金股票



图 16: 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
1月14日	欧元区11月工业产出同比	-2%	公布值>预期值：利多欧元，利多国际金价
1月15日	法国12月CPI同比终值	-1.6%	公布值>预期值：利多欧元，利多国际金价
	美国12月核心PPI同比	3%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
1月16日	德国12月CPI同比终值	1.7%	公布值>预期值：利多欧元，利多国际金价
	美国12月零售销售环比	0.3%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
1月17日	欧元区12月调和CPI同比终值	1.6%	公布值>预期值：利多欧元，利多国际金价
	美国12月新屋开工(万户)	125.3	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
1月18日	美国12月工业产出环比	0.3%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国1月密歇根大学消费者信心指数初值	96.4	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价

数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

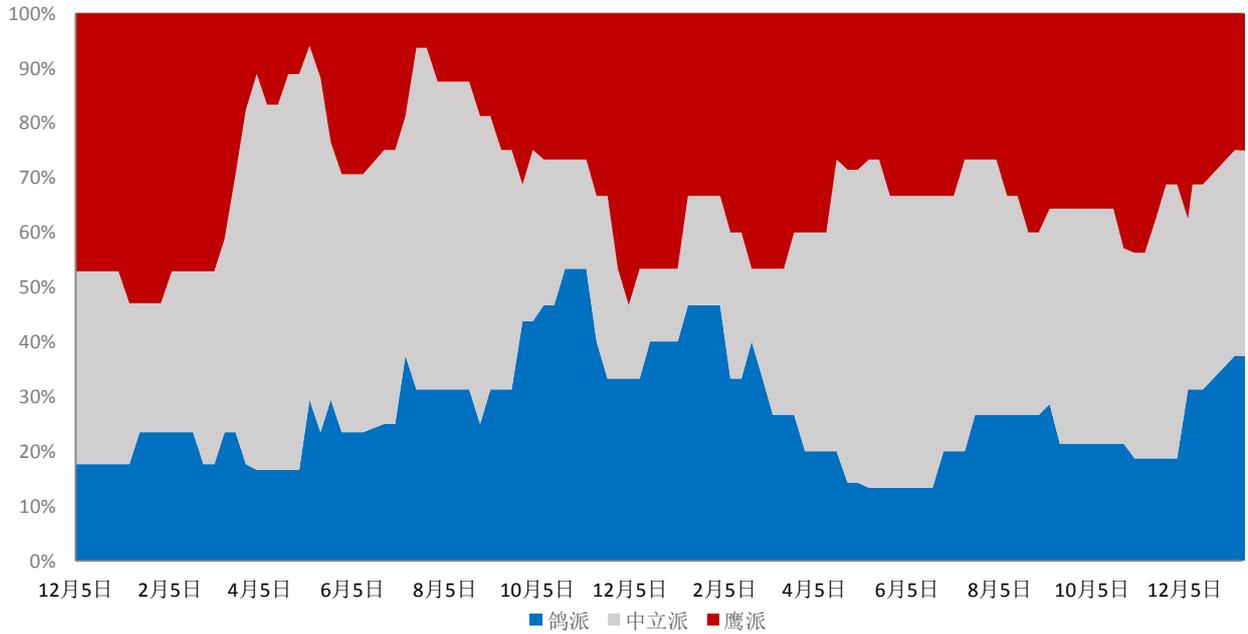
三、近一周美联储以及欧洲央行官员的言论分析

联储委员	是否票委	表态	最新言论
堪萨斯城 乔治	是	偏鹰	
克兰科夫 梅斯特	是	偏鹰	
纽约 威廉姆斯	是	偏鹰	
芝加哥 埃文斯	是	偏鹰	预计美国 2019 年经济增速将高于 2%，预计利率最终将会升至 3%~3.25% 区间，美联储 2019 年将会加息 3 次。
美联储理事 克拉利达	是	中立	近期全球经济前景有一定程度的放缓，金融环境在逐步收紧，美联储会保持耐心，观察 2019 年数据表现。目前美国经济状况良好，通胀有回到 2% 以上的趋势。
波士顿 罗森格伦	是	中立	美联储不会预设政策路径，美联储是以经济数据为基础判断是否加息。预计美国不会出现经济放缓的情况。
旧金山 戴利	是	中立	
美联储主席 鲍威尔	是	中立	预计美国通胀将保持在 2% 左右，并未看到美国经济出现衰退的风险。美联储将密切关注全球经济走势情况，不存在预设的利率路径。目前缩表的时间节点仍不确定。
美联储理事 布雷纳德	是	中立	
里士满 巴尔金	是	中立	预计 2019 年美国经济增长有所放缓，不过仍将会继续增长，目前利率已经接近中性水平，但仍未达到。
亚特兰大 博斯蒂克	是	偏鸽	美联储 2018 年 12 月的加息使得利率接近中性水平，预计美国 2019 年经济增长将逐步放缓，但并非出现衰退。美联储没有预设利率路径，下次利率调整可能是上调或者下调。
美联储理事 夸尔斯	是	偏鸽	
达拉斯 卡普兰	2020	偏鸽	

数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

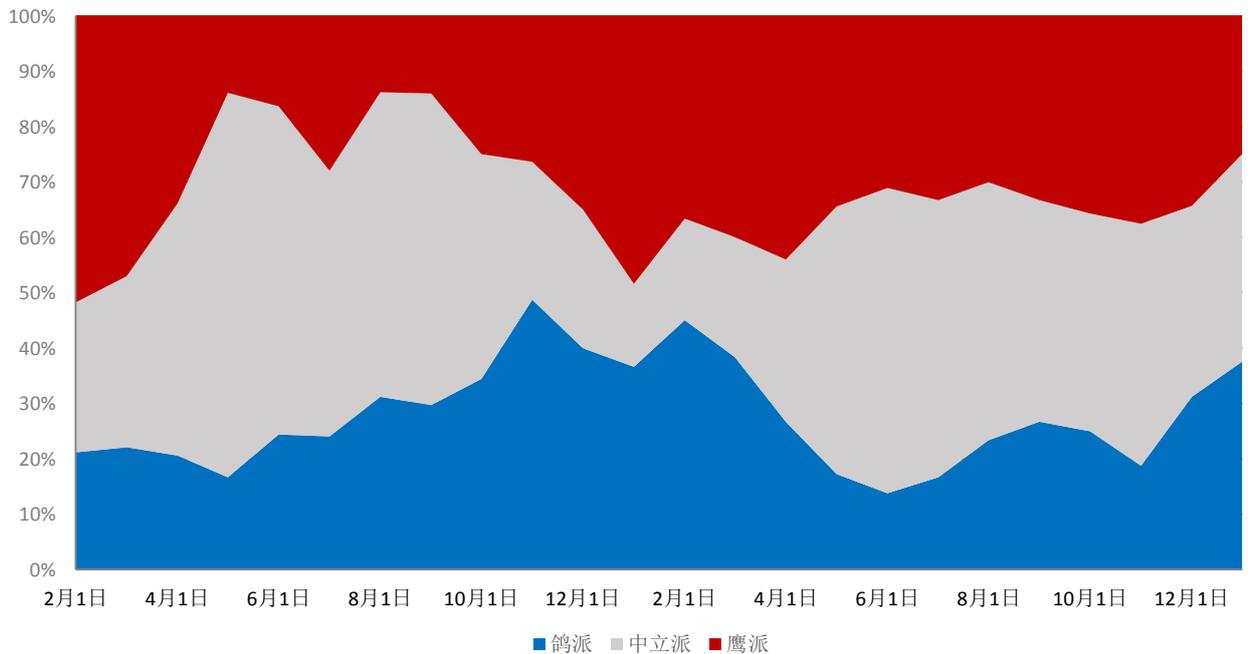
明尼阿波利斯 卡什卡利	2020	偏鸽	反对进一步加息，当前停止加息的理由愈加充分。
费城 哈克	2020	偏鸽	
圣路易斯 布拉德	是	偏鸽	预计 2019 年美国增速将保持在 2.25%附近，当前利率处于合适水平，美联储正在考虑停止加息。

图 17: 近期美联储官员的言论基调 (每周/连续)



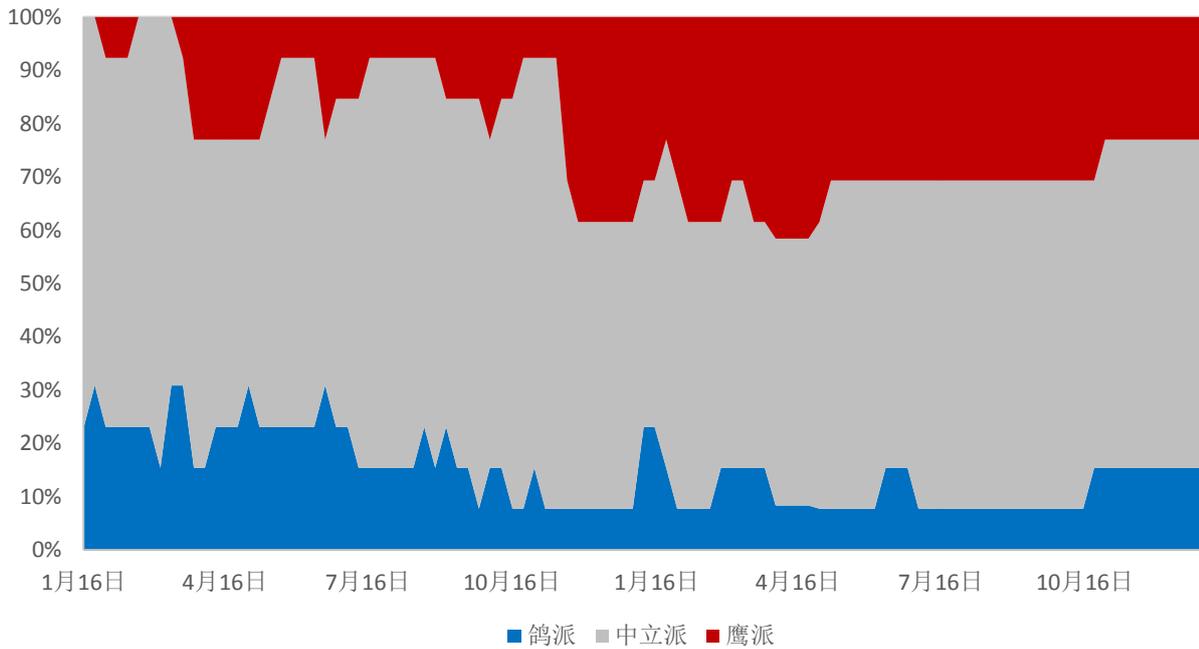
数据来源: 中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 18: 近期美联储官员的言论基调 (月均/连续)



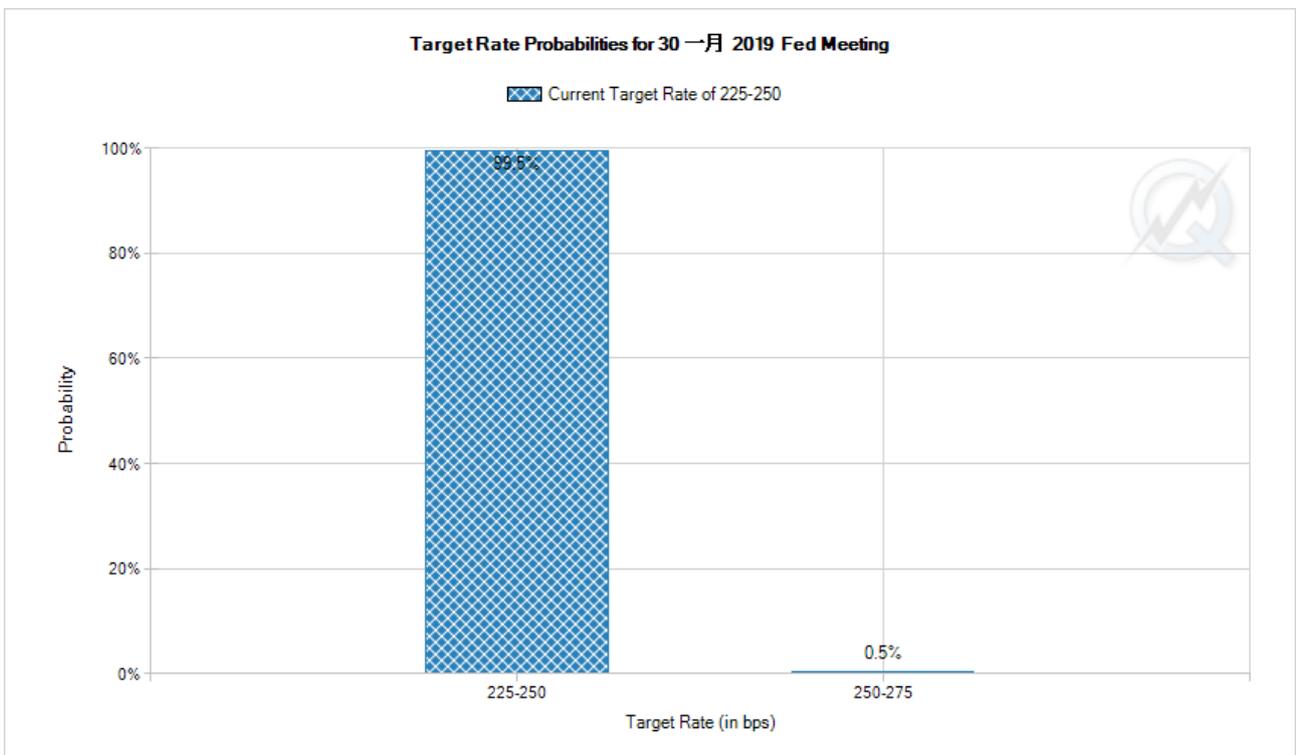
数据来源: 中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 19: 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 20: 芝商所联邦利率期货隐含的联邦公开市场委员会 (FOMC) 12 月份加息与否概率



数据来源: 芝加哥商业交易所集团, CME Group

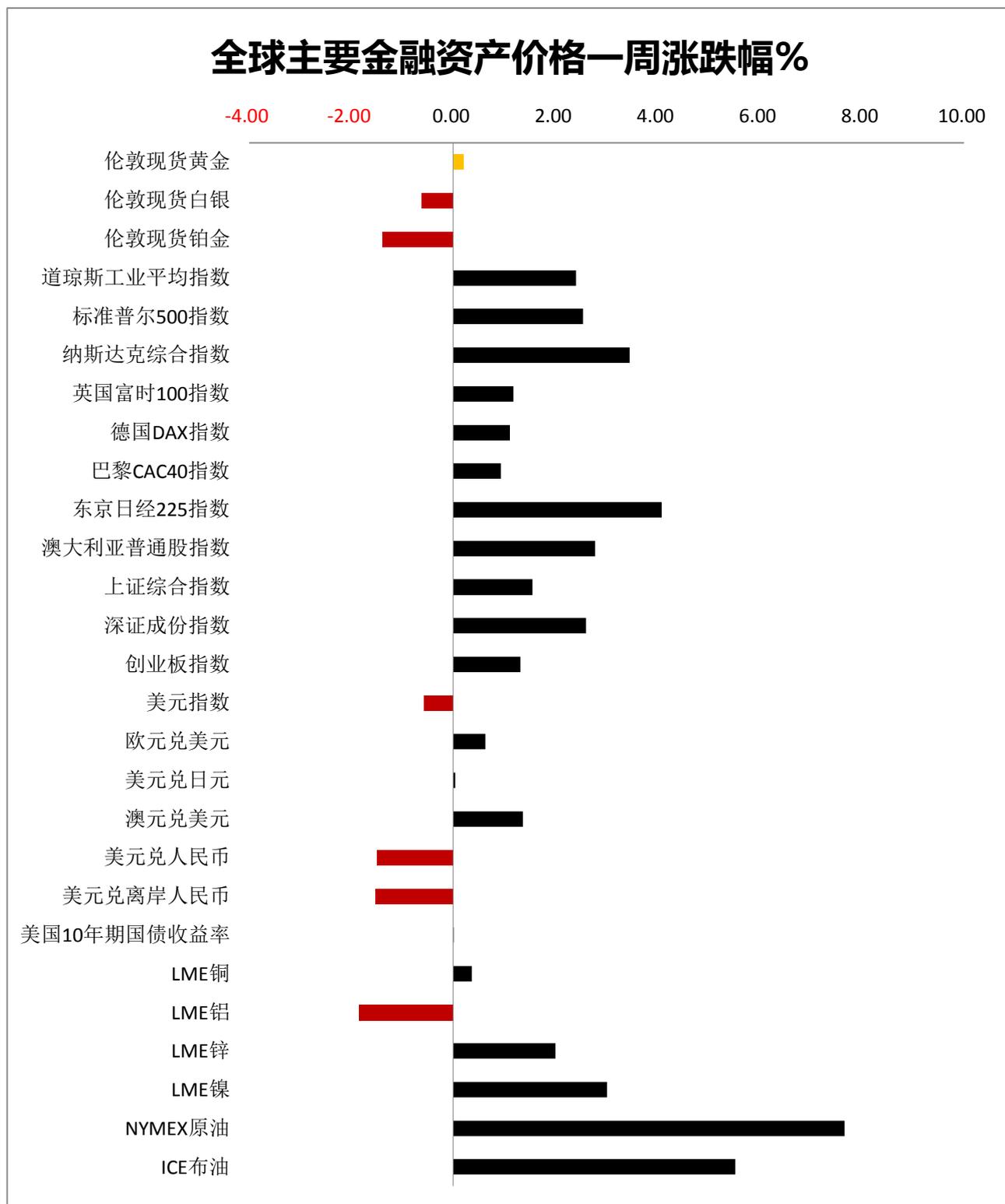
表 2：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1284.74	1297.07	1279.20	1287.17	0.20
伦敦现货白银	15.67	15.81	15.48	15.57	-0.61
伦敦现货铂	819.00	831.26	806.97	808.00	-1.39
道琼斯工业平均指数	23474.26	24014.78	23301.59	23995.95	2.40
标准普尔 500 指数	2535.61	2597.82	2524.56	2596.26	2.54
纳斯达克综合指数	6757.54	6991.37	6741.40	6971.48	3.45
英国富时 100 指数	6837.42	7001.94	6778.01	6918.18	1.18
德国 DAX 指数	10814.39	10961.92	10681.27	10887.46	1.11
巴黎 CAC40 指数	4757.01	4843.48	4690.22	4781.34	0.93
东京日经 225 指数	19944.61	20494.35	19920.80	20359.70	4.08
澳大利亚普通股指数	5677.00	5867.40	5677.00	5834.84	2.78
上证综合指数	2528.70	2574.41	2515.51	2553.83	1.55
深证成份指数	7333.32	7552.20	7303.46	7474.01	2.60
创业板指数	1250.40	1285.31	1244.82	1261.56	1.32
美元指数	96.21	96.21	95.02	95.66	-0.58
欧元兑美元	1.14	1.16	1.14	1.15	0.63
美元兑日元	108.53	109.09	107.77	108.56	0.04
澳元兑美元	0.71	0.72	0.71	0.72	1.36
美元兑人民币	6.87	6.87	6.73	6.76	-1.49
美元兑离岸人民币	6.87	6.87	6.74	6.76	-1.52

美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0149
LME 铜	5929.00	6008.00	5885.50	5957.50	0.36
LME 铝	1871.50	1885.00	1831.00	1833.50	-1.85
LME 锌	2441.00	2511.00	2424.50	2497.00	2.00
LME 镍	11120.00	11515.00	11040.00	11460.00	3.01
NYMEX 原油	48.30	53.61	48.11	52.01	7.66
ICE 布油	57.41	62.49	57.13	60.59	5.52

数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

表 3: 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。