

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

中国数据大幅走强

国际金价冲高回落

市场研究报告

■ 本周视点:

上周国际金价冲高回落，周中国际金价一度触及了 1310.60 的周中高点，不过随着下半周中美两国公布的经济数据大幅超出市场预期，市场风险偏好回归国际金价开始走弱，并没能再次收复 1300 的整数关口。最终国际金价报收于 1290.52 美元/盎司，整个交易周内国际金价下跌了 0.78 美元，跌幅为 0.06%。

在 CFTC 持仓方面，上周 COMEX 黄金期货的总持仓数量，小幅回升 7,400 张至 44.7 万张。在非商业持仓方面，非商业多头持仓小幅回升 5,000 余张至 19.9 万张，非商业空头小幅回落近 5,000 千张至 9 万 4 千张，使得 CFTC 的非商业净多头头寸回升至 10.5 万张。

在实物投资方面，全球最大的黄金 ETF，SPDR 上周共减持了 3.82 吨，至 757.85 吨。

技术走势方面，短期市场风险偏好的回归，会令国际金价会继续考验 1280 的技术关口，但由于中期多空双方的因素仍有一定的不确定性，全球央行宽松的货币政策预期仍在路上，国际金价的走势将会陷入胶着。

中国工商银行贵金属业务部
交易业务部

徐铨翰、孙嘉锐

电话: 021-63307090

Email: quanhan.xu@icbc.com.cn

报告日期: 2019 年 04 月 15 日

相关研究报告:

04 月 08 日

中美制造业 PMI 双双走强 国际金价
震荡走弱

04 月 01 日

美债收益率曲线倒挂影响市场情绪
黄金冲高后继续走低

03 月 25 日

全球经济数据下滑 美元黄金同步上
扬

上周国际金价冲高回落，周中国际金价一度触及了 1310.60 的周中高点，不过随着下半周中美两国公布的经济数据大幅超出市场预期，市场风险偏好回归国际金价开始走弱，并没能再次收复 1300 的整数关口。最终国际金价报收于 1290.52 美元/盎司，整个交易周内国际金价下跌了 0.78 美元，跌幅为 0.06%。

一、中国数据大幅走强 国际金价冲高回落

在经济数据方面，周初公布的美国耐用品订单环比数为-1.6%符合预期，同时低于前值的 0.3%。尽管前一周的劳动力市场数据有所趋稳，但与之相背的耐用品订单数量意味着美国经济增长前景仍有放缓的趋势。劳动力市场数据方面，周四晚间公布的经济数据逆转了黄金上半周走强的趋势。具体来看，上周美国公布的当周首次申请失业金人数跌破 19.6 万人，好于前值和预期，并刷新了 49 年以来的新低。在通胀数据方面，周四晚间美国公布的 PPI 环比数据创下 5 个月以来的新高，并大幅超出市场预期。尽管核心及非核心 PPI 同比数据仍然下滑，但由于此前市场预期美联储的货币政策可能朝着降息的方向运作，超预期的环比 PPI 加上继续回暖的劳动力数据引发了市场对于加息预期的大幅修正，美元及美债收益率大幅走高，并一路打压黄金至 1300 的下方。不过短期的下调，成为市场介入的良机。在周中公布的美国三月份 FOMC 会议纪要显示，美联储官员认为考虑到目前市场的风险，年内都不应该加息。

除了美国的经济数据大幅提振市场的风险偏好，周五中国公布的经济数据同样令人为之一振。一方面中国 3 月份的以人民币口径计算的出口数据同比增加了 21.3%，以美元为口径的出口数据同比增加了 14.2%。另外，社融增量同比上升了 2.34 万亿，显示年初市场对于经济探底回升的预期被得到了证实。在人民币不断走强的情况下，出口数据的增加显示外部经济体的需求也有随回暖。

在油价方面，近期委内瑞拉局势及美国对于伊朗的态度，令这两个国家的石油产出表现出更多的不确定性。对此有市场传言，OPEC 可能会考虑增产。此前，OPEC 和俄罗斯表示会维持减产计划到年底。当然对于市场来说，更加需要担心的是原油的需求。根据 EIA 原油报告显示，近期原油的需求似乎有所下降，这也是打压原油的潜在因素。

在 CFTC 持仓方面，上周 COMEX 黄金期货的总持仓数量，小幅回升 7,400 张至 44.7 万张。在非商业持仓方面，非商业多头持仓小幅回升 5,000 余张至 19.9 万张，非商业空头小幅回落近 5,000 千张至 9 万 4 千张，使得 CFTC 的非商业净多头头寸回升至 10.5 万张。

在实物投资方面，全球最大的黄金 ETF，SPDR 上周共减持了 3.82 吨，至 757.85 吨。

二、全球市场纵览及后市展望

上周 IMF 将全球经济增长预期下调至次贷危机以来的最低水平。在其最近的一篇评论中，IMF 认为受到 2018 年贸易保护主义影响，部分新兴市场国家及欧元区经济增长受到影响，而这种影响延伸至 2019 年初，并导致经济增长疲软。此外，国际货币基金组织还预计 2019 年下半年增速将会回升。其支撑因素是，主要经济体虽然接近潜在增长水平，但没有出现通胀压力，因此，可以实施极为宽松的货币政策。美欧日英等国的货币当局转向更加宽松的政策立场。中国加大了财政和货币刺激力度，以抵消贸易关税的负面影响。

根据当前的全球经济环境来看，尽管中美之间的贸易出现了一些积极因素，但上周初美国总统特朗普表示将会对欧盟价值 110 亿美元的产品征收关税，意味着全球贸易保护主义的阴霾并未散去，全球的经济增长仍然会承受巨大压力，特别是对于出口贸易较为依赖的部分欧元区国家来说。因此对于欧元区来说，可以预见受到美贸易政策的影响欧洲经济数据将会继续承压，与此同时，为了维持市场的流动性，欧洲央行将可能不得不快速行动起来，应对更加严重的经济下滑风险。在美国方面，尽管美联储开始放缓加息及准备暂停缩表等货币政策，但美国的非金融企业债务占 GDP 比例已经到达历史高点，即便是暂缓货币政策正常化，美国的经济增长潜力也接近极限。在目前尚且稳定的就业市场和不断走高的油价影响下，我们认为美国经济的不确定性开始不断增强。市场的焦点可能更多的纠结于美国的劳动力市场和油价的方向。在油价方面，我们认为，OPEC+ 仍然会希望通过供给侧的施压来抬高油价，并对美国的通胀造成影响。但是需求的不确定性，意味着油价上涨的可持续性令人感到怀疑。

此外，美国的劳动力市场的方向除了受到经济扩张的持续影响外，同美国劳动力市场的本身结构有密切关系。特别在生产率并没有显著提高的情况下，美国劳动者工资的增长，以及较为稳定的失业率可能更多地说明了美国劳动力市场参与率仍然维持在较低的水平。

在美国市场内生性动力开始逐渐向弱的情况下，市场开始更加依赖中国的经济数据。上周中国公布的超预期的贸易和金融数据似乎让市场再次看到了新的全球经济上行动力。一方面，大幅度的出口增加显示外部经济环境似乎有所企稳，这也与中国 2018 年下半年开始的大规模减税有关的，全产业链的提升也受惠于中国的经济企稳。另一方面，社融的大规模提高也进一步验证了国内需求的企稳。但潜在的问题在于，减税对于需求的短期刺激强于对于供给端的扩张，通胀水平能否维持稳定，成为财政和货币政策的掣肘。另一个问题在于减税对于经济的持续刺激作用能有多长。受惠于减税，美国 2018 年美国的经济受到了一定程度的支撑，但由于结构的问题，减税的效应在 2019 年已经开始下滑，这种情况是否会在再次发生也是市

场关注的重点。

短期来看，中国经济数据的向好，特别是 PPI 数据的走强如果还能持续，将会向欧美市场进行传导，市场对于美联储的通胀预期将会回升。这会延缓市场对于美联储开始降息货币政策的预期，这可能会对金价形成压力。另一方面，如果欧洲经济也开始受惠于中国经济的回升，欧元兑美元又将帮助黄金走高。不过即便欧元区经济数据没有企稳，我们认为市场前期对于欧元价格的博弈已经十分充足，市场已经充分考虑欧洲央行是否会在 6 月份开始重新考虑货币政策的宽松。美元指数下跌将会成为黄金上涨的重要内因，如果美联储仍然能够维持宽松的货币政策，意味着黄金将会很轻松的上升到 1300 上方。不过，随着市场风险偏好的持续回暖，VIX 指数持续回落，美股的走高会继续分流资金对于避险资产的配置。

黄金的商品或是货币属性的切换，使得黄金成为市场最难以驾驭的品种。在全球化的影响下，黄金受制于各方面因素的影响，走势也开始更加的纠结。我们认为中国向好的数据，无疑会提升市场的风险偏好，以及通胀预期，随着市场对于美联储加息预期的修正黄金的走势会受到压力。另一方面，如果 G10 的经济也能够企稳，美元的走低仍将成为提振黄金的重要因素。

技术走势方面，短期市场风险偏好的回归，会令国际金价会继续考验 1280 的技术关口，但由于中期多空双方的因素仍有一定的不确定性，全球央行宽松的货币政策预期仍在路上，国际金价的走势将会陷入胶着。

图 1：不同期限美元 LIBOR

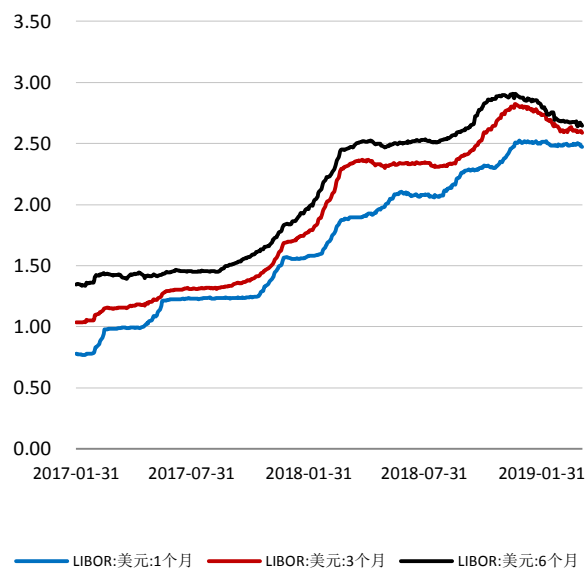
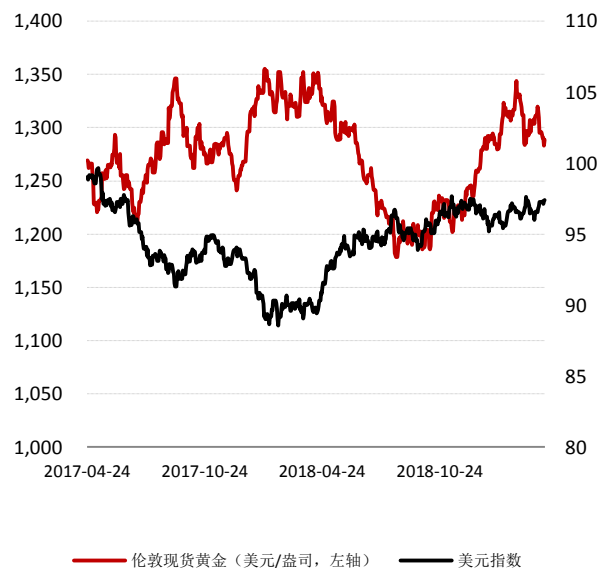


图 2：黄金与美元指数



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

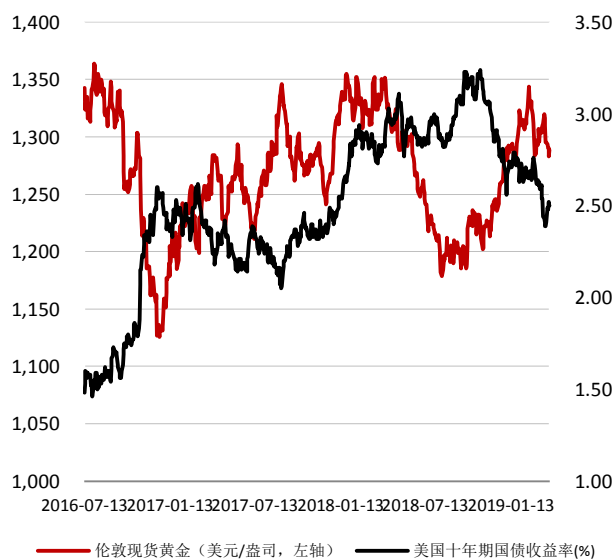
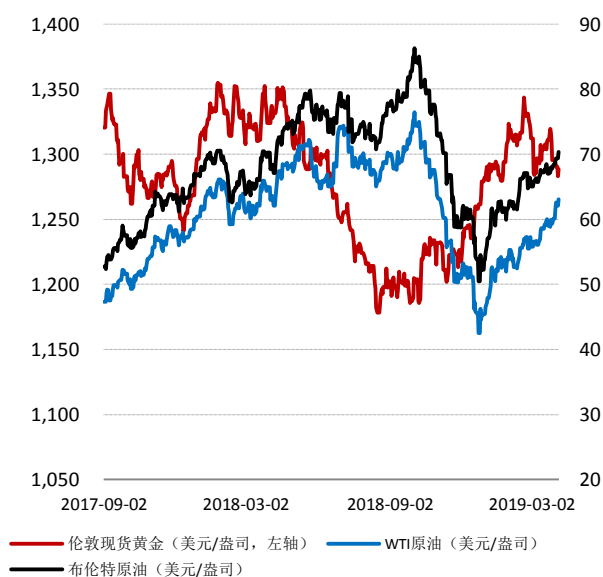


图 4：黄金与原油价格



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

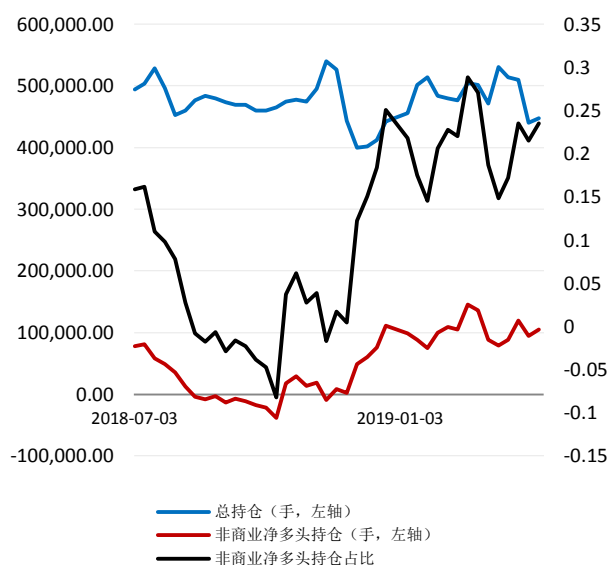
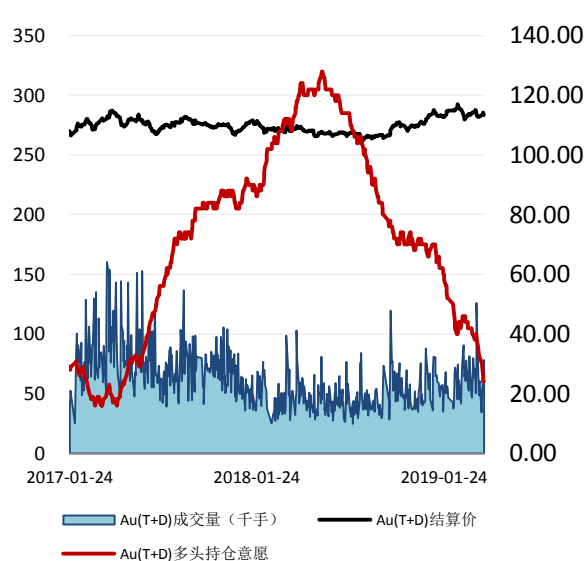


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

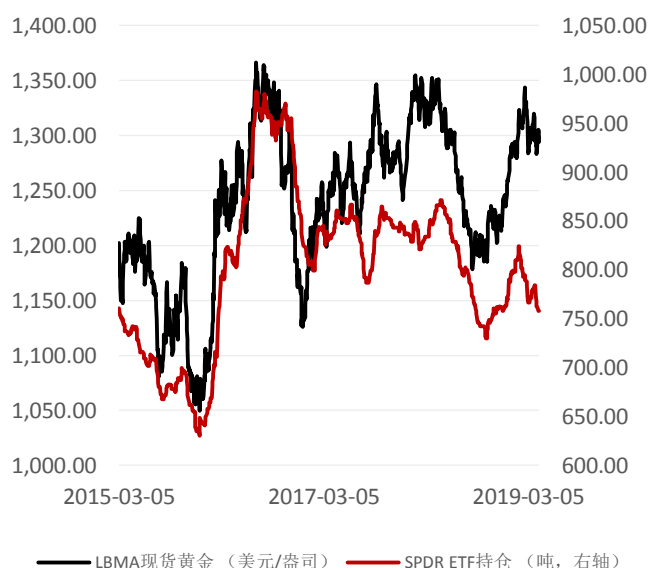
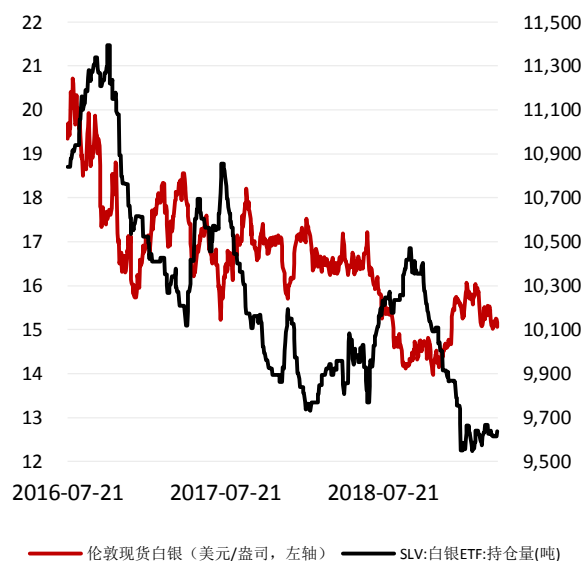


图 8: SLV 白银持仓与国际银价

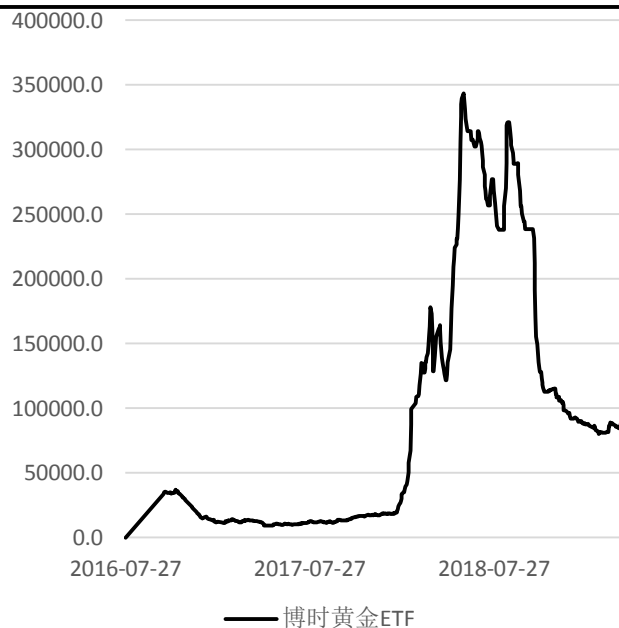


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

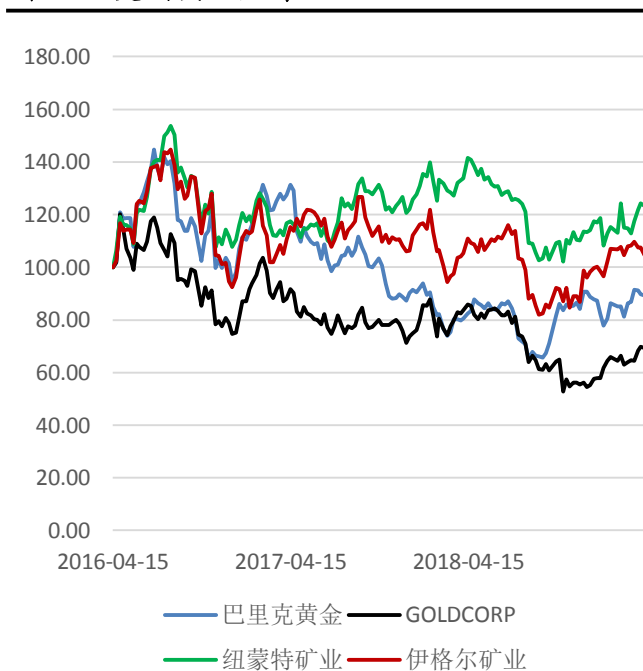


图 12：美国黄金股票指数



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

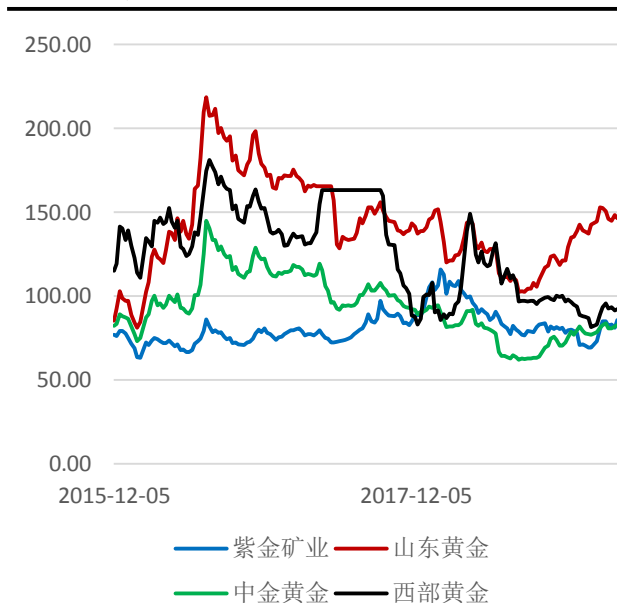


图 14: 中国黄金股票指数



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
4 月 15 日	美国 4 月纽约联储制造业指数	8	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
4 月 16 日	德国 4 月 ZEW 经济景气指数	0.5	公布值>预期值：利多欧元，利多国际金价
	美国 4 月 NAHB 房产市场指数	64	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
4 月 17 日	欧元区 3 月调和 CPI 同比终值	1.4%	公布值>预期值：利多欧元，利多国际金价
	美国 2 月贸易帐(亿美元)	44.1（前值）	公布值>预期值：利多欧元，利多国际金价
4 月 18 日	德国 4 月制造业 PMI 初值	1.9%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 3 月零售销售环比	0.8%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 4 月 Markit 制造业 PMI 初值	53	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
4 月 19 日	美国 3 月营建许可(万户)	130	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 3 月新屋开工(万户)	123	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

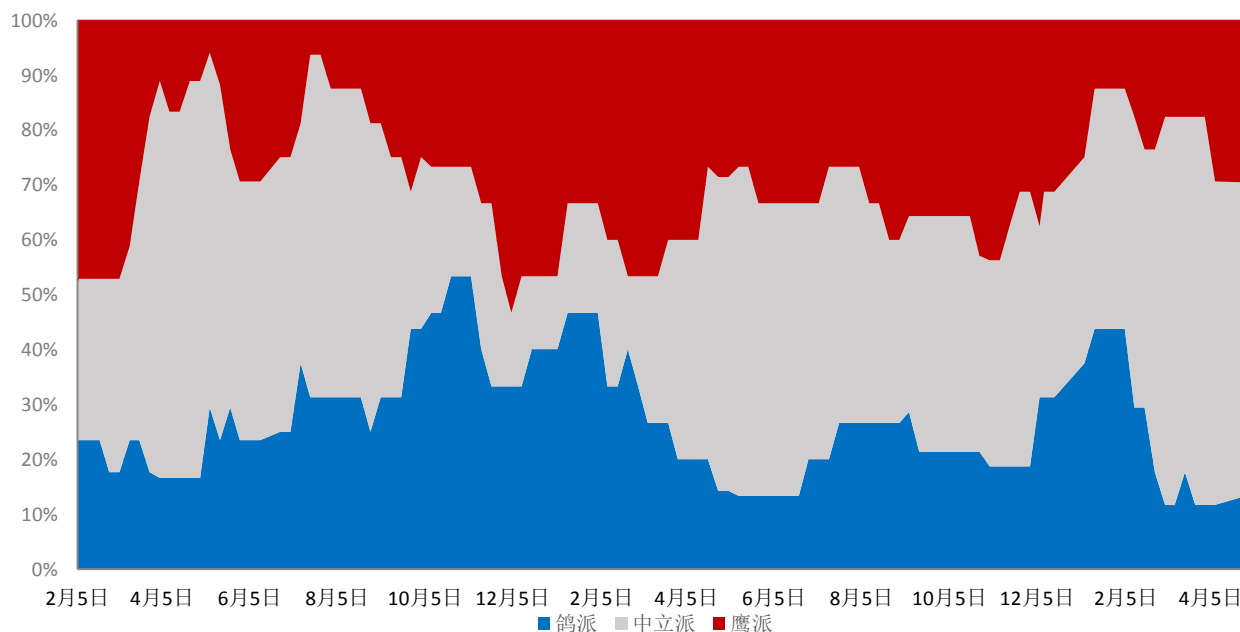
表 2：美联储官员讲话

联储委员	是否票委	表态	最新言论
克兰科夫 梅斯特	2020	偏鹰	
亚特兰大 博斯蒂克	2021	偏鹰	
费城 哈克	2020	偏鹰	
纽约 威廉姆斯	是	偏鹰	当前通胀接近 2%，美国就业市场仍有进一步上行动力，几个月前有关经济的担忧有所消退，美联储有进一步调整货币政策的空间。
美联储副主席 克拉利达	是	偏鹰	美国经济形式良好，失业率可能还存在下行空间，通胀水平接近 2% 目标，美联储并未看到经济衰退风险增加，今年晚些时候全球经济增速将上行，当前不需要向任一方向调整利率。
旧金山 戴利	2021	中立	
美联储主席 鲍威尔	是	中立	
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	
波士顿 罗森格伦	是	中立	
里士满 巴尔金	2021	中立	
达拉斯 卡普兰	2020	中立	
圣路易斯 布拉德	是	中立	美国就业数据良好，虽然一季度 GDP 估计很低，但随着第二、第三季度数据改善，预计收益率曲线将趋陡。美联储的下一步行动将取决于经济数据。
明尼阿波利斯 卡什卡利	2020	中立	美联储当前接近中性率，目前的首要目标是把通胀预期做到最好。维持低利率将有助于刺激薪资增长，并帮助住房市场。

芝加哥 埃文斯	是	偏鸽	
堪萨斯城 乔治	是	偏鸽	

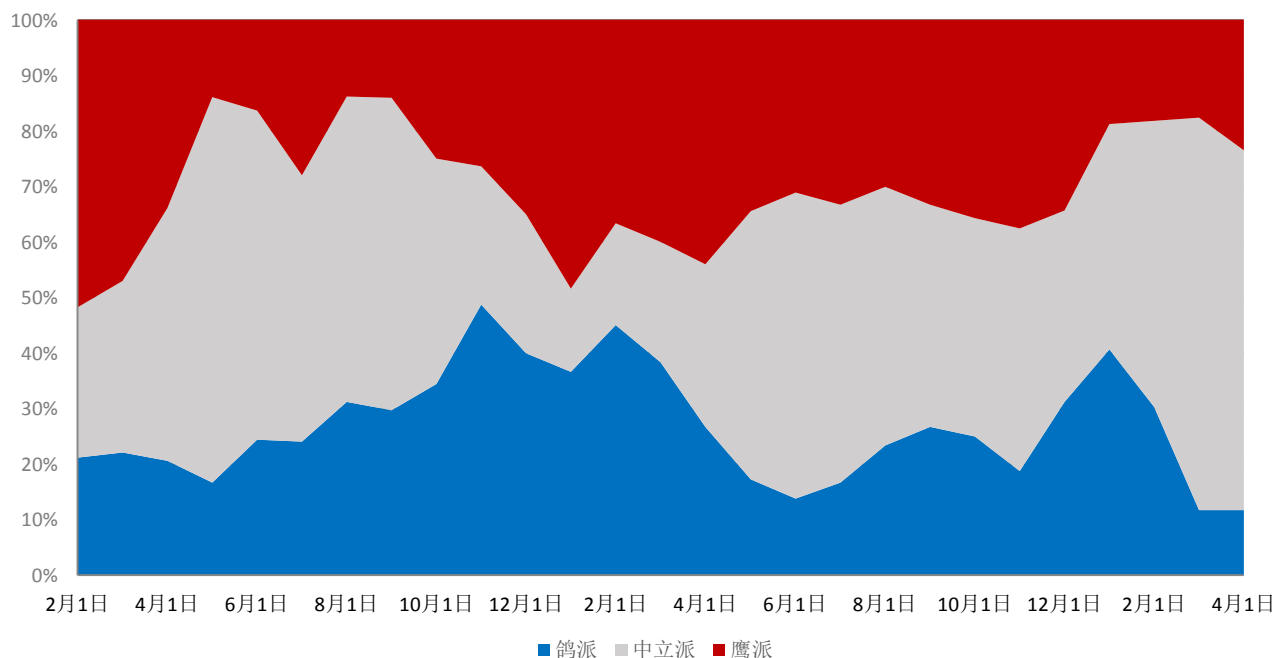
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 15：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



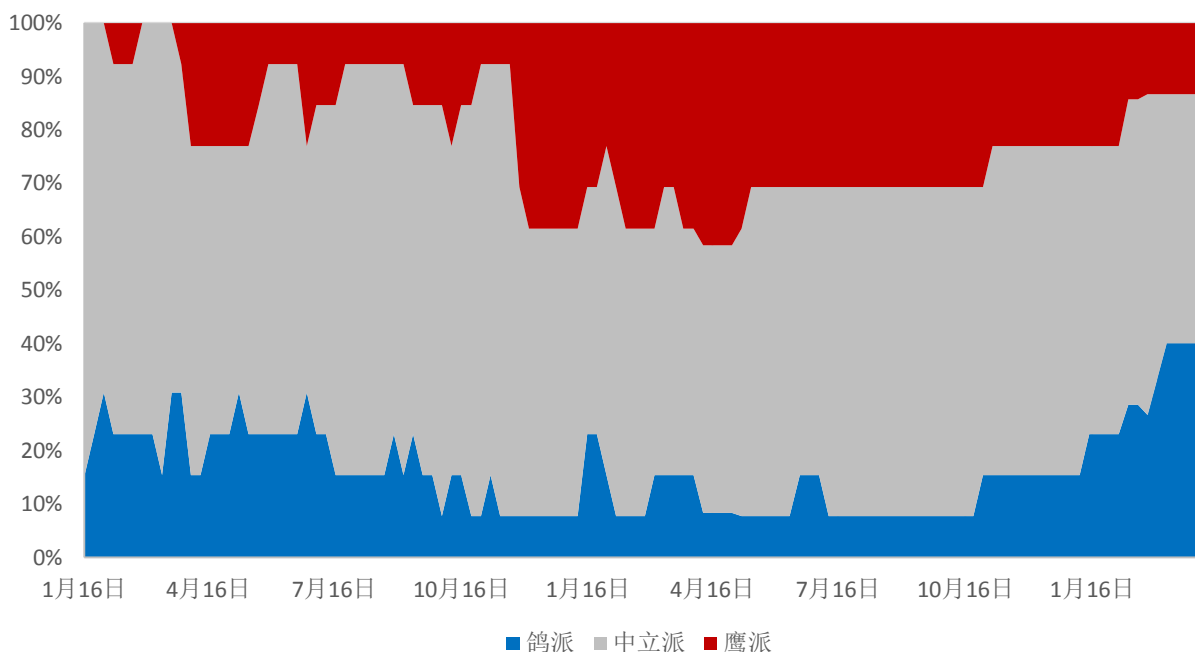
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 16：近期美联储官员的言论基调（月均/连续）



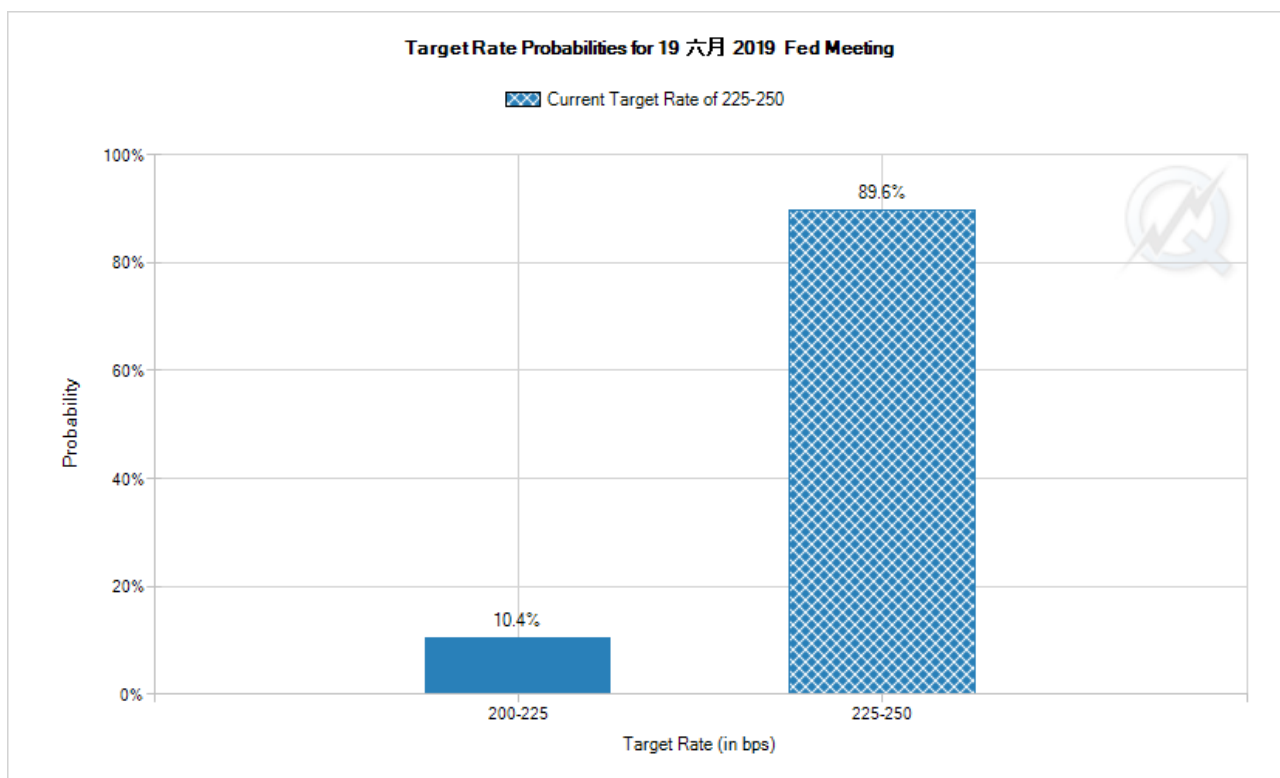
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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）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

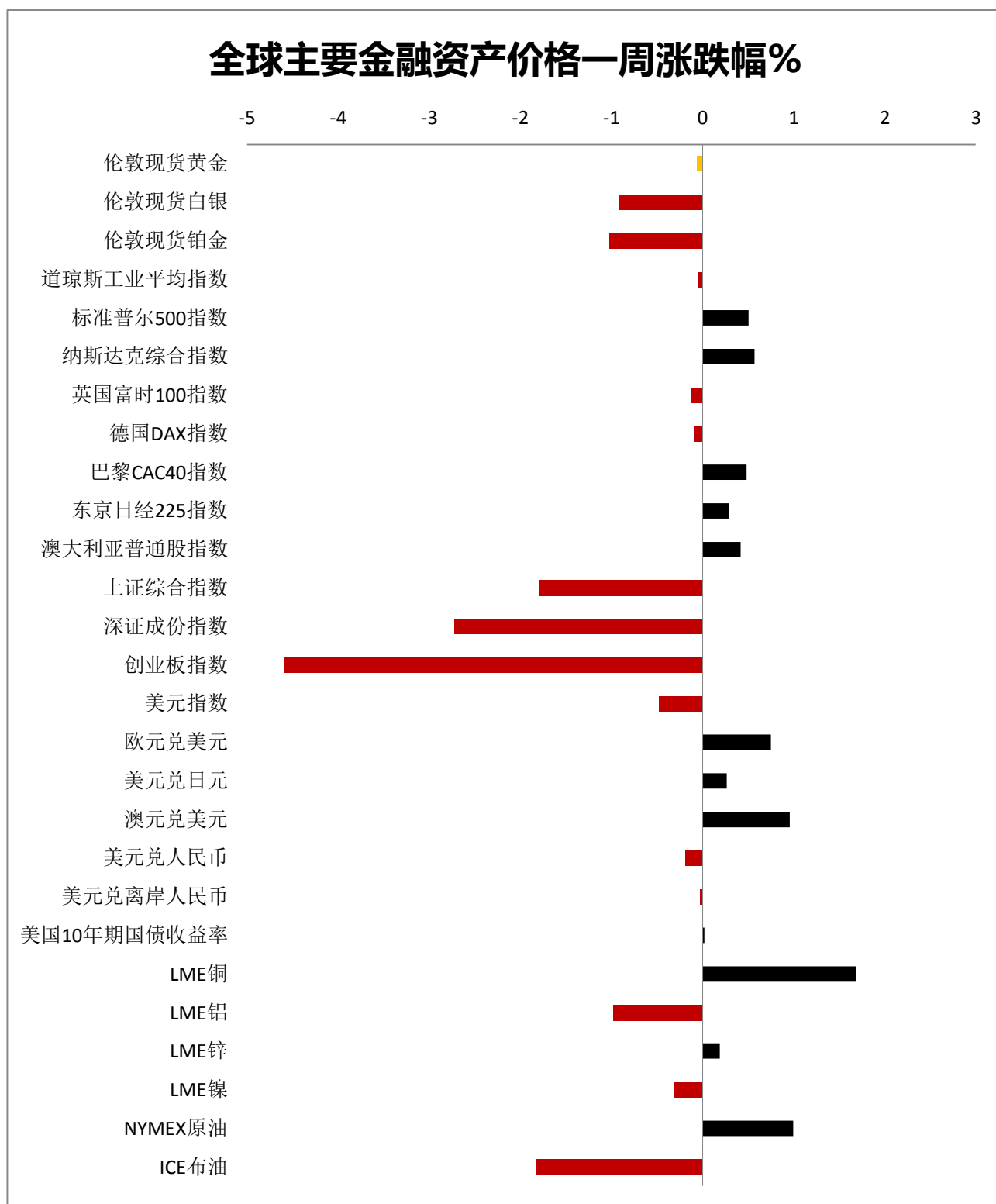
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1291.52	1310.60	1289.40	1290.52	-0.06
伦敦现货白银	15.11	15.34	14.88	14.94	-0.91
伦敦现货铂	899.88	915.50	883.45	888.35	-1.02
道琼斯工业平均指数	26312.67	26436.68	26062.59	26412.30	-0.05
标准普尔 500 指数	2888.46	2910.54	2873.33	2907.41	0.51
纳斯达克综合指数	7924.89	7992.09	7891.85	7984.16	0.57
英国富时 100 指数	7446.87	7477.62	7383.47	7437.06	-0.13
德国 DAX 指数	11979.73	12031.15	11846.60	11999.93	-0.08
巴黎 CAC40 指数	5471.74	5510.99	5436.42	5502.70	0.48
东京日经 225 指数	21900.55	21900.55	21571.67	21870.56	0.29
澳大利亚普通股指数	6270.60	6347.00	6270.60	6347.00	0.42
上证综合指数	3271.27	3288.45	3168.04	3188.63	-1.78
深证成份指数	10510.43	10541.19	10053.81	10132.34	-2.72
创业板指数	1787.96	1792.03	1683.29	1695.73	-4.59
美元指数	97.38	97.38	96.74	96.95	-0.48
欧元兑美元	1.12	1.13	1.12	1.13	0.75
美元兑日元	111.71	112.11	110.85	112.02	0.26
澳元兑美元	0.71	0.72	0.71	0.72	0.96
美元兑人民币	6.72	6.72	6.70	6.71	-0.19
美元兑离岸人民币	6.71	6.73	6.70	6.71	-0.02

美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0237
LME 铜	6407.50	6540.00	6392.00	6505.50	1.69
LME 铝	1884.00	1895.50	1846.00	1864.00	-0.98
LME 锌	2915.50	2938.00	2842.00	2925.50	0.19
LME 镍	13080.00	13325.00	12865.00	13020.00	-0.31
NYMEX 原油	63.33	64.79	63.13	63.89	1.00
ICE 布油	70.56	71.87	70.30	71.55	-1.82

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。