

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 7 月议息会议临近

黄金后市入胶着

市场研究报告

■ 本周视点:

上周国际金价维持在 1420 附近小幅震荡。周初国际金价开盘报于 1427.62 美元/盎司, 随后展开回调, 周中受到欧洲央行议息会议影响, 国际金价曾短暂升至 1430 的上方, 随后再次承压, 尽管下半周美国公布的经济数据喜忧参半, 不过面对即将召开的美联储 7 月份议息会议, 投资者依然保持谨慎, 国际金价也小幅回落, 最终报收于 1418.20 美元/盎司, 整个交易周内下跌了 7.18 美元, 跌幅为 0.5%。从技术形态上来看, 国际金价仍有区间震荡的需求。

在 COMEX 黄金期货持仓数据方面, 截止到 7 月 23 日, 美国 COMEX 黄金期货的总持仓量继续攀升至 61.6 万张, 较上一期报告增加了 1.5 万张, 其中非商业多头持仓较前一周增加了 2,000 张至 31.3 万张, 非商业空头头寸则在前一周的基础上减少了 4,000 张至 6 万张, 这也令 COMEX 黄金期货的非商业净多头寸增加了 6,000 张至 25.1 万张, 创下了 3 周以来的新高。

从技术形态上来看, 尽管我们也乐见于黄金的持续走高, 国际金价在前期大幅拉伸之后, 随着美联储给出给出的利率预期不及市场鸽派, 金价短期的上行动力已经开始疲弱。特别是国际金价在上周突破 1420 的整数关口之后, 并没有连续走高, 多方的实力似乎有所消退。因此我们对短期内后市的发展仍然表示谨慎。我们依然坚持逢低做多的中期策略, 但是我们认为尚未入场的多方仍需等待时机。

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 07 月 29 日

相关研究报告:

07 月 22 日

市场全力押注美联储七月降息 投资者仍需保持谨慎

07 月 15 日

美联储继续释放鸽派预期 黄金再次站上千四关口

07 月 08 日

美非农数据大超市场预期 多空争夺千四关口

上周国际金价维持在 1420 附近小幅震荡。周初国际金价开盘报于 1427.62 美元/盎司，随后展开回调，周中受到欧洲央行议息会议影响，国际金价曾短暂升至 1430 的上方，随后再次承压，尽管下半周美国公布的经济数据喜忧参半，不过面对即将召开的美联储 7 月份议息会议，投资者依然保持谨慎，国际金价也小幅回落，最终报收于 1418.20 美元/盎司，整个交易周内下跌了 7.18 美元，跌幅为 0.5%。从技术形态上来看，国际金价仍有区间震荡的需求。

一、美联储 7 月议息会议临近 黄金后市陷入胶着

在经济数据方面，美国公布的二季度 GDP 同比增长值为 2.1%，尽管低于前值的 3.1%，但是好于预期的 1.8%。在通胀数据方面，周末美国公布的核心 PCE 物价指数为 1.8%，低于预期的 2%。在劳动力市场方面，美国 7 月 20 日公布的当周首次申请失业金人数为 20.6 万人，好于上一周的 21.6 万人。在制造业数据方面，美国公布的 7 月份 Markit 制造业采购经理人初值数据下滑至 50，低于前值的 50.6，同时也创下了 2009 年以来的新低。从分项数据来看，下滑的生产数量以及雇佣人数和库存数量的减少都是拖累当期数据的重要原因。周中美国公布的耐用品订单数量在 6 月份增长了 2%，好于前值的 -2.3%。在房屋数据方面，上周公布的美国成屋销售环比数为 -1.68% 低于前值的 2.88%。另外美国 6 月份新屋销售的环比数为 57,000 套低于前值的 58,000 套。

在欧洲方面，周中德国公布的 6 月份制造业采购经理人初值为 43.1，低于前值的 45。受限于汽车制造业的萎缩，6 月份德国的 PMI 中的产出项出现了自 2012 年 7 月份以来最明显的收缩，产出项也出现了 4 个月来以来最大单月下跌。另外，在新订单、雇员以及库存数量方面也均出现了下滑。

在宏观事件方面，在上周召开的欧洲央行议息会议上，欧洲央行行长德拉基表示维持三大利率不变。同时德拉吉表示欧洲的经济前景依然疲弱，欧洲央行对于目前的通胀水平并不满意，并会在今年晚些时候重启大规模资产购买计划。另外，欧洲央行调整了前瞻性指引，预期关键利率至少到 2020 年上半年将保持或低于当前水平。明确向市场给出了半年降息的预期。德拉吉还表示一些政策的制定者甚至认为应该全面调整通胀目标。他表示，目前欧洲央行正在设计一些刺激方案，可能会在 9 月份出台。有匿名人士称在这些工具当中，欧洲央行可能会降低存款利率，以提高欧元区银行存放在欧洲央行的现金的费用。

在 COMEX 黄金期货持仓数据方面，截止到 7 月 23 日，美国 COMEX 黄金期货的总持仓量继续攀升至 61.6 万张，较上一期报告增加了 1.5 万张，其中非商业多头持仓较前一周增加了 2,000 张至 31.3 万张，非商业空头头寸则在前一周的基础上减少了 4,000 张至 6 万张，这也

令 COMEX 黄金期货的非商业净多头寸增加了 6,000 张至 25.1 万张，创下了 3 周以来的新高。

二、全球市场纵览及后市展望

上周市场最关心的莫过于欧洲央行召开的利率决议，通过欧洲央行暂时维持利率不变的决议以及会后声明中可以看出，欧洲央行向市场传达的信息，即在目前全球央行利率宽松空间不大的情况下，大规模的货币刺激方式已经十分有限了。事实上，近期各大央行官员均明确公开表态，宽松的货币政策对于目前的经济的支撑作用有限。与此同时，随着欧洲央行议息会议的召开，欧央行的降息预期似乎并没有能够满足市场，加上经济数据的再次走弱，风险资产的偏好也开始再次转弱。

美元指数在上周继续不断走高，并曾一度突破 98 的整数关口，资金仍然偏好美元选择避险。当然短期利率预期的回升也是引发这一情况的主要推手。这又让我们担心，一旦本周美联储的降息预期不及市场预期的话，那么美元可能会继续强势走高并对国际金价产生压力。

从后市来看，对于本周即将召开的美联储 7 月份议息会议我们认为投资人仍然需要保持谨慎。可以看到，尽管周五晚间公布的美国 GDP 数据大幅弱于前值，但仍然好于市场的预期，而且美国的劳动力市场数据以及通胀数据并没有出现加速的恶化，当前美国经济仍然处于一个缓慢放缓的过程中。美联储的货币政策更多地只是防御性的。

从美国国债收益率曲线来看，目前美国 10 年期国债收益率及两年期国债收益率差为 0.21%，国债收益率曲线的扁平化较此前略有好转。我们看到市场对于美联储于 9 月份降息 2 次的预期仍然高至 60%，而到年底降息 2 次的预期则是 80%，3 次的预期为 40%。从分布上来看，降息两次的预期月美联储在 6 月份的 FOMC 会议上所表述的利率预期基本吻合。如果美联储选择在 7 月份降息，那么年内再次降息的时间可能会选择在 10 月份。如果美联储选择在 9 月份降息，那么下次降息的时间节点可能会出现在 12 月份。只要美国的经济数据没有出现明显下滑，我们觉得 50 个基点的降息是合理的。美联储对于降息时点的选择会影响金价的短期走势，但是除去极端的风险事件 1450 的前期高点可能已经包含了降息 50 个基点的市场预期。如果黄金要继续打开上行空间，则需要持续走弱的通胀数据，或是地缘政治事件的刺激。因此，我们仍然谨慎的给出高位震荡的短期判断，尽管我们中期仍然看多黄金。

从中长期来看，我们认为随着市场的不确定性的增加，特别是美国经济周期进入末期，黄金的上涨动力十分的充足，但是我们也要看到当前市场的环境与过去几年出现了很大的分歧。尽管，美国总统特朗普以及美联储仍在想方设法后置经济衰退的风险，但这样会在很大程度上将原本的经济周期拉长，甚至平抑了原有的波动规律并导致资产价格评估错位。

除了美国自身的经济情况,作为全球第二大经济体,中国经济的外溢效应同样值得注意。周末公布的中国6月工业企业利润同比数为-2.4%,低于前值的-2.3%。该数值从今年3月起由正转负,尽管上月工业企业利润同比数略有好转,但本月的再次下跌可能会令市场对于中国的经济前进继续产生担忧。在当前缺乏房地产行业支撑的情况下,配合金融供给侧改革,中国的总需求受到了极大的抑制,也对全球的经济产生了拖累的作用。汽车需求的萎靡,国内汽车制造业的持续扩张,叠加美国的贸易保护主义,使得欧元区的制造引擎德国的制造业持续承压就是一个比较好的例子。中国工业利润数据的不断下滑还显示了目前全球经济所面临的另一个困境,即内部财富分配的失衡导致总需求的不足并最终影响了货币政策的刺激效应。尽管美国经济尚未进入衰退,但美国内部的这种撕裂也正在酝酿。面对这种情况,各大央行宽松的货币政策也并没有办法解决经济失衡的结构性问题。尽管美联储始终强调,受制于人口老龄化,生产力提升等因素,令中性利率持续承压。市场不得不面对的一个现实问题,即2008年全球央行的超级宽松政策扭曲了资本市场的定价机制,干扰了金融周期和商业周期的同步性,并导致这种超宽松情景可能在下次危机出现时无法再现。更加让人担忧的是,引发低通胀的财富分配不均衡,可能会令西方国家的民粹主义持续升温,并导致地区性的政治矛盾,这也是各国首脑所不愿意看到的局面。那么随着各种不缺确定性的增加,我们觉得黄金的配置需求将继续扩大,并在中期对金价形成支撑。

回到短期的价格走势。从技术形态上来看,尽管我们也乐见于黄金的持续走高,国际金价在前期大幅拉伸之后,随着美联储给出给出的利率预期不及市场鸽派,金价短期的上行动力已经开始疲弱。特别是国际金价在上周突破1420的整数关口之后,并没有连续走高,多方的实力似乎有所消退。因此我们对短期内后市的发展仍然表示谨慎。我们依然坚持逢低做多的中期策略,但是我们认为尚未入场的多方仍需等待时机。

图 1：不同期限美元 LIBOR

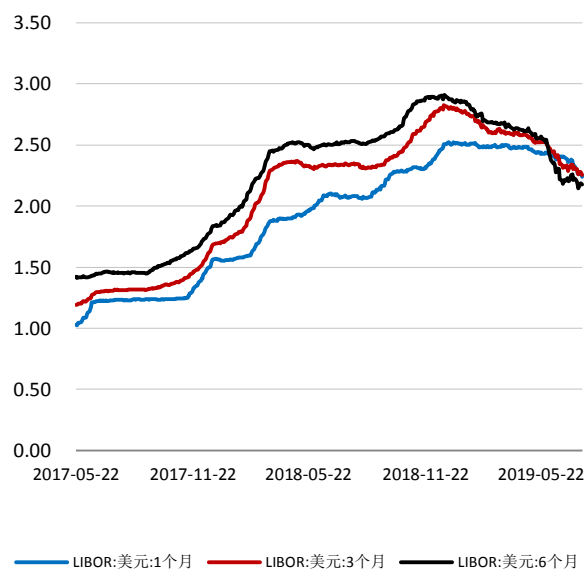


图 2：黄金与美元指数



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

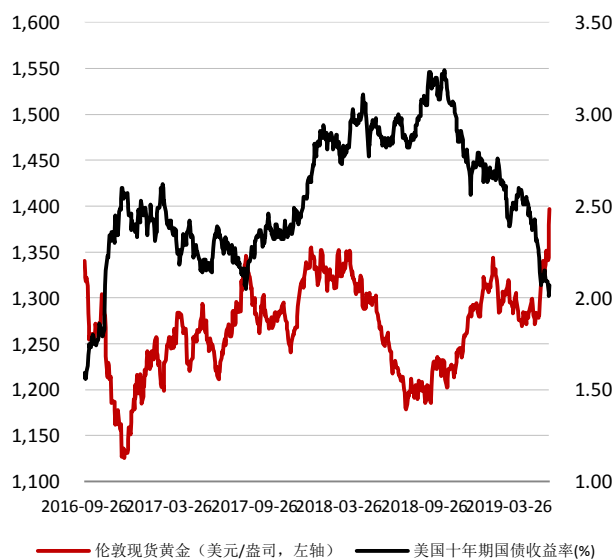
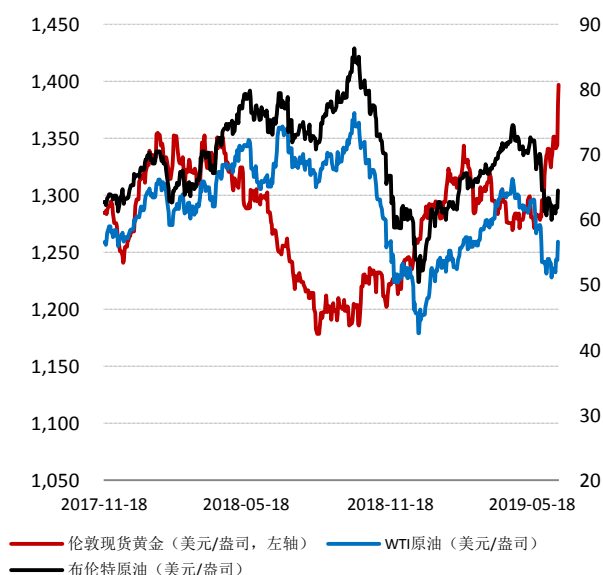


图 4：黄金与原油价格



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

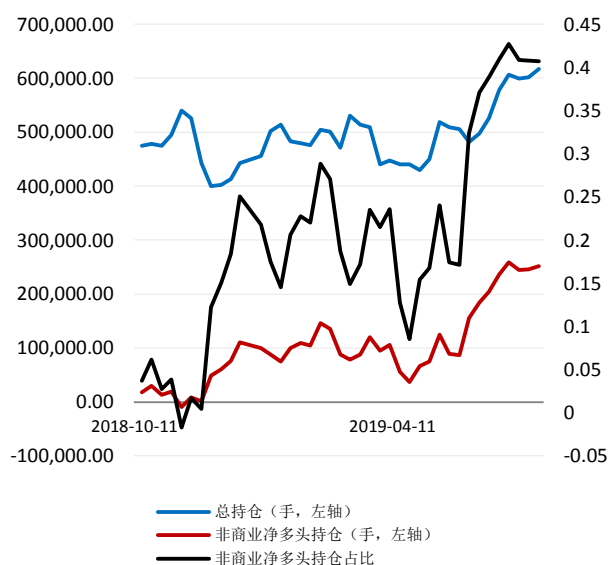
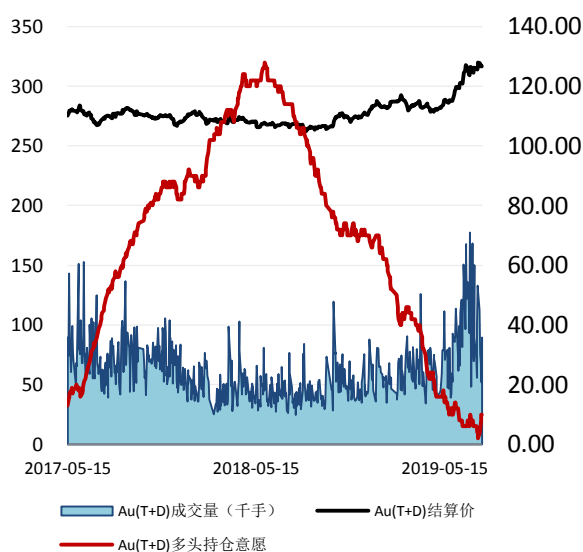


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

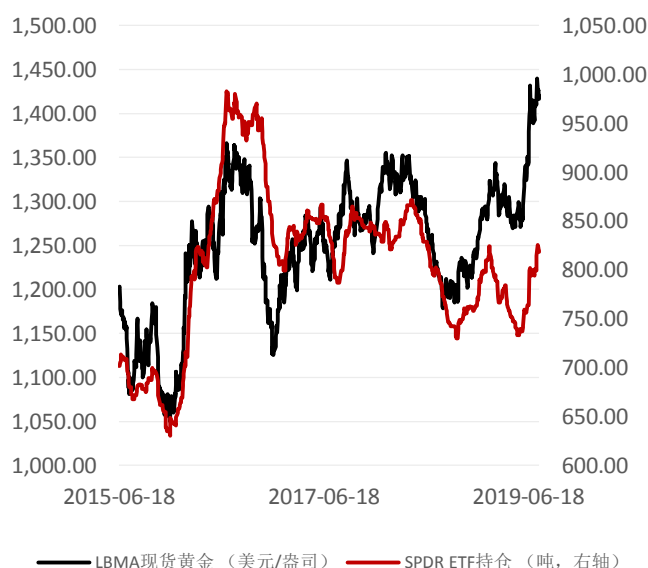


图 8: SLV 白银持仓与国际银价

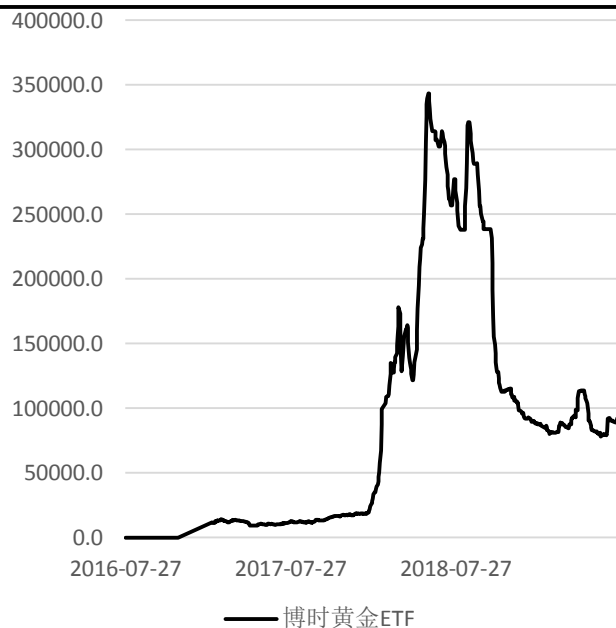


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

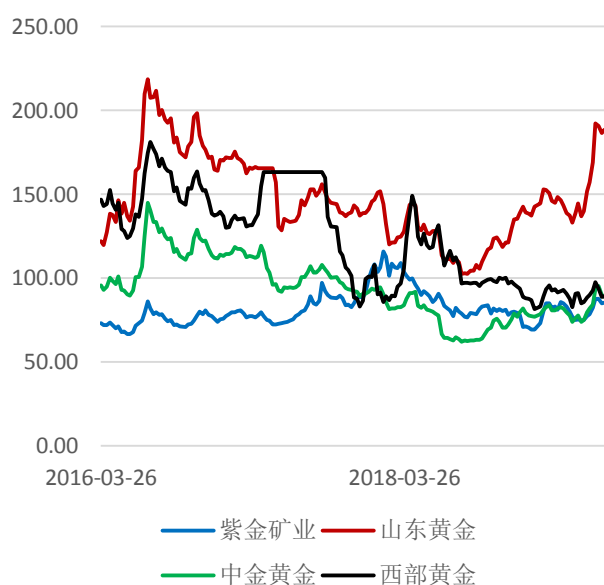
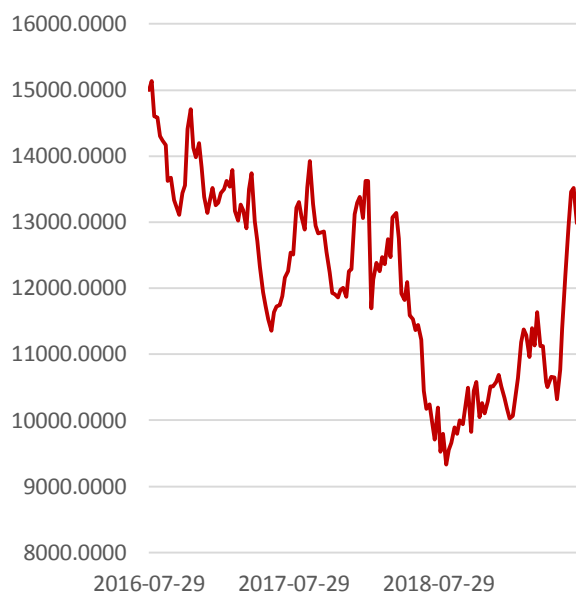


图 14: 中国黄金股票指数



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
7 月 30 日	欧洲 7 月经济景气指数	103.3（前值）	公布值 > 预期值：利多欧元，利多国际金价
	美国 6 月个核心 PCE 同比	1.6%（前值）	公布值 > 预期值：利多美元，利空国际金价
7 月 31 日	德国 6 月失业率	3.1%（前值）	公布值 > 预期值：利空欧元，利空国际金价
	美国 7 月 ADP 就业人数环比	0.08%（前值）	公布值 > 预期值：利多美元，利空国际金价
8 月 01 日	德国 7 月制造业 PMI	45.4	公布值 > 预期值：利多欧元，利多国际金价
	美国 7 月制造业 PMI	51.7（前值）	公布值 > 预期值：利多美元，利空国际金价
8 月 02 日	美国 7 月失业率	3.7%（前值）	公布值 > 预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 7 月新增 非农就业人数（千人）	224.00（前值）	公布值 > 预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 7 月密歇根大学 消费者预期指数	91.2	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

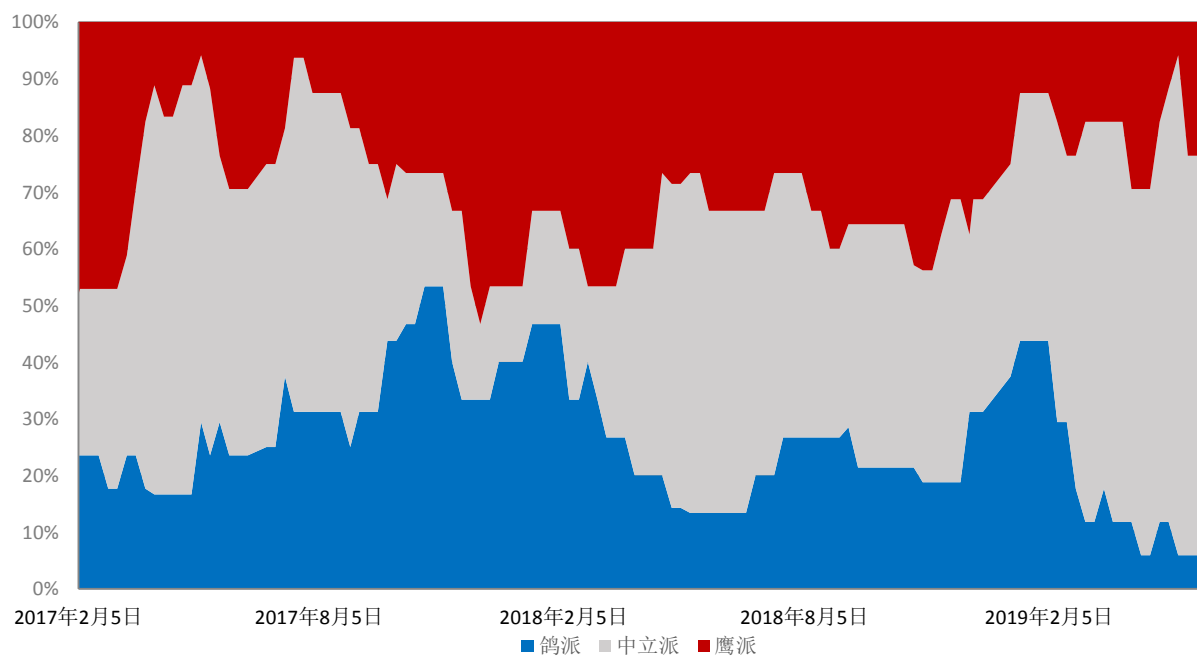
三、近一周美联储以及欧洲央行官员的言论分析

表 2：美联储官员讲话

联储委员	是否票委	表态	最新言论
费城 哈克	2020	偏鹰	
纽约 威廉姆斯	是	偏鹰	
克兰科夫 梅斯特	2020	偏鹰	
亚特兰大 博斯蒂克	2021	中立	
美联储副主席 克拉利达	是	中立	
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	
芝加哥 埃文斯	是	中立	
堪萨斯城 乔治	是	中立	
明尼阿波利斯 卡什卡利	2020	偏鸽	
圣路易斯 布拉德	是	偏鸽	

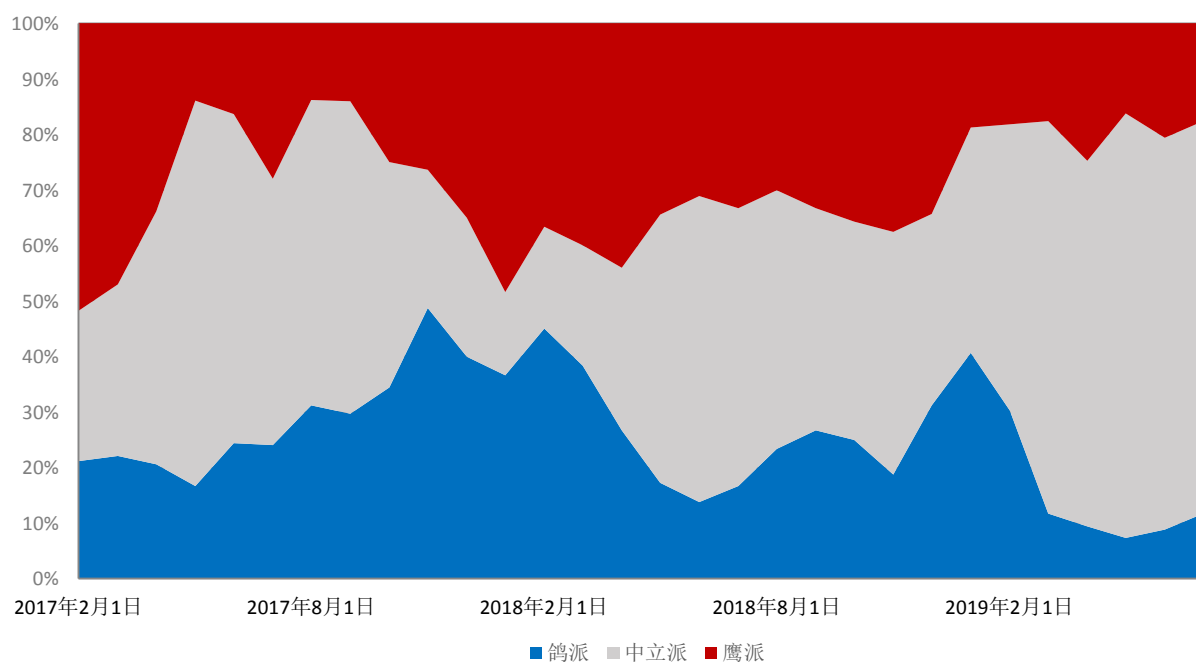
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 15: 近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



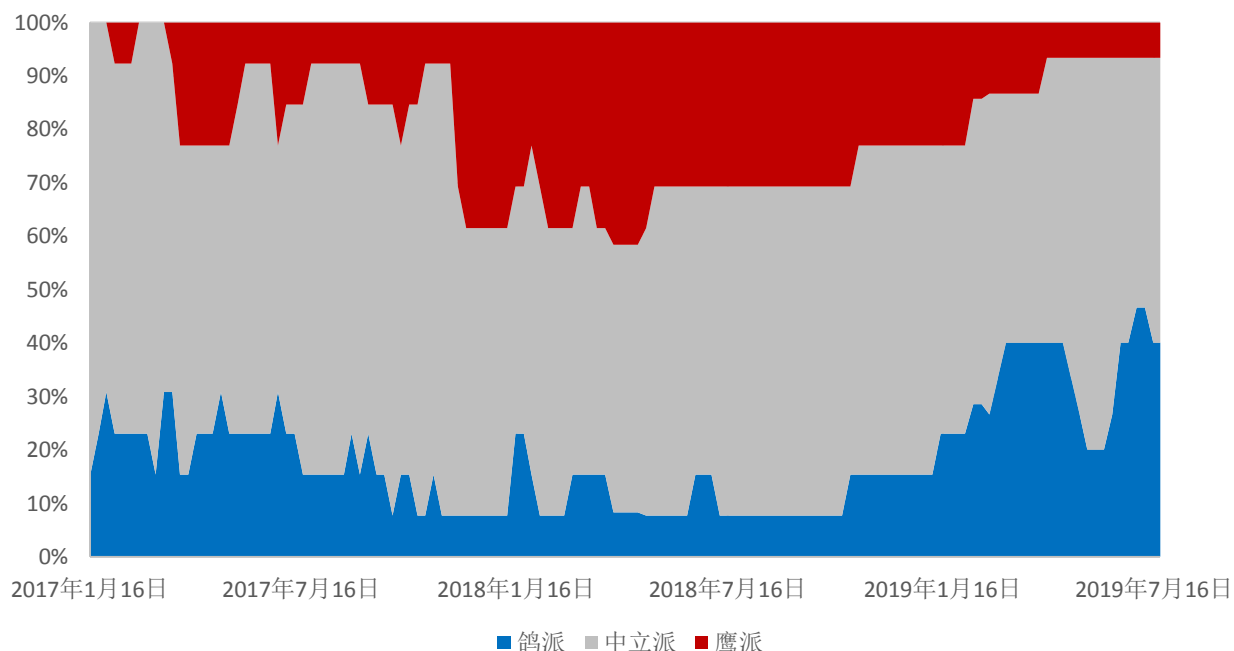
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 16: 近期美联储官员的言论基调（月均/连续）



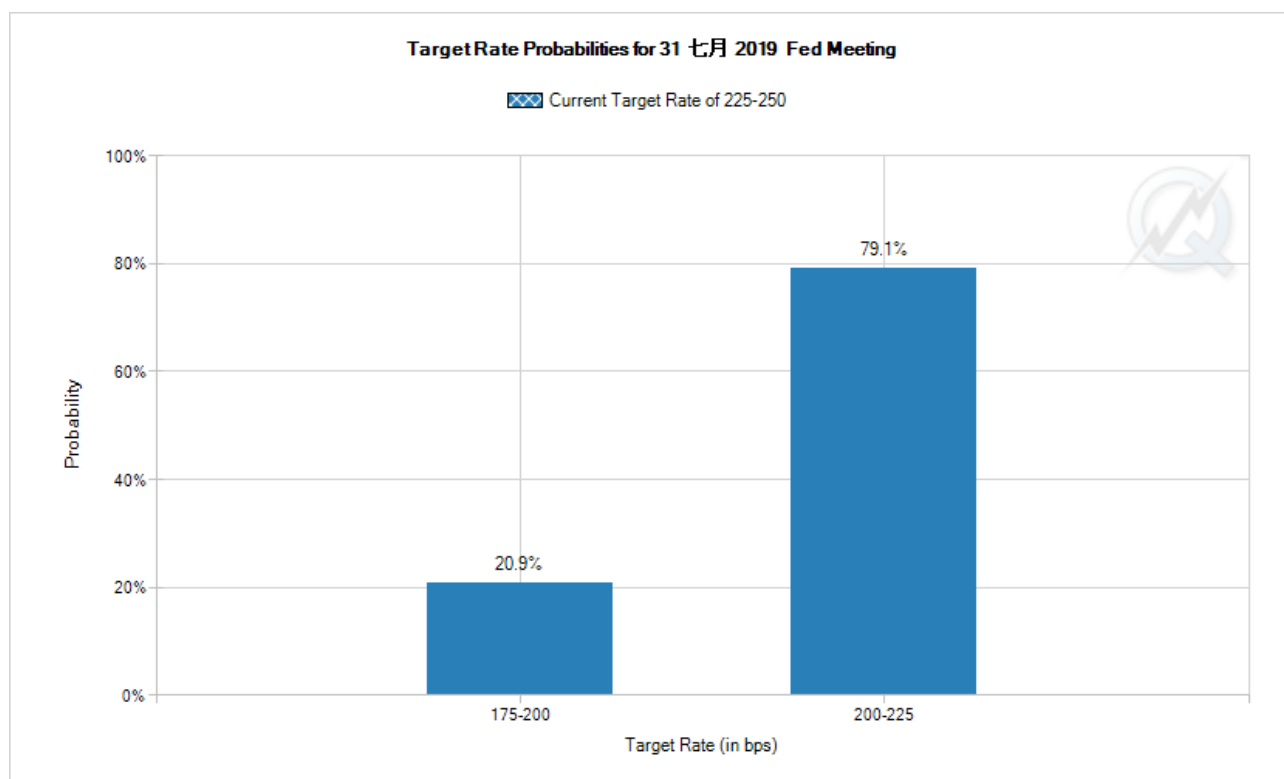
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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）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

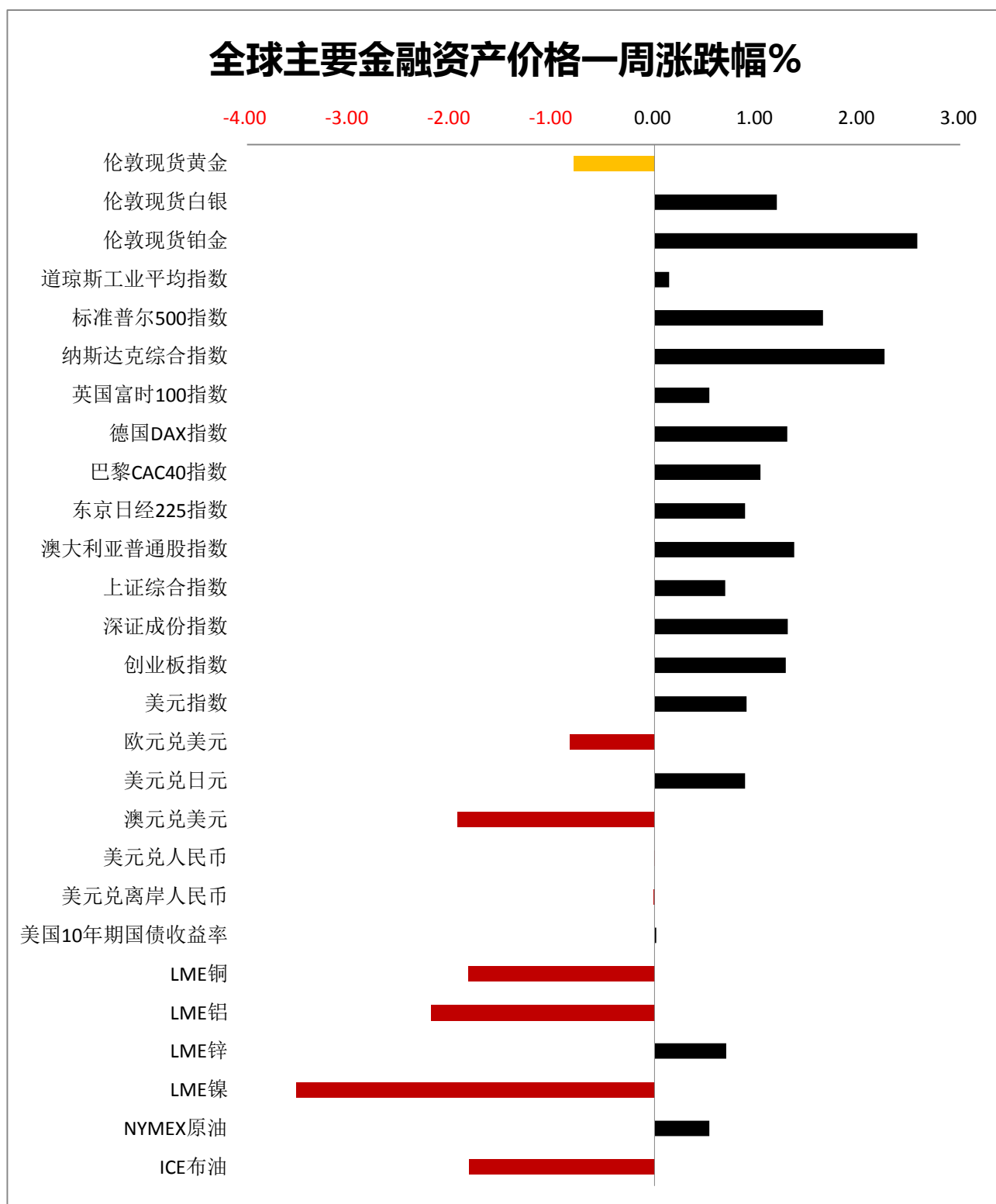
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1427.62	1433.80	1410.90	1414.10	-0.79
伦敦现货白银	16.22	16.65	16.15	16.39	1.20
伦敦现货铂	846.56	884.93	842.00	865.00	2.58
道琼斯工业平均指数	27174.18	27368.81	27062.48	27192.45	0.14
标准普尔 500 指数	2981.93	3027.98	2976.65	3025.86	1.65
纳斯达克综合指数	8171.99	8339.64	8171.54	8330.21	2.26
英国富时 100 指数	7508.70	7598.60	7462.73	7549.06	0.54
德国 DAX 指数	12243.58	12599.93	12236.70	12419.90	1.30
巴黎 CAC40 指数	5550.30	5672.77	5545.61	5610.05	1.04
东京日经 225 指数	21394.75	21823.07	21317.85	21658.15	0.89
澳大利亚普通股指数	6786.20	6901.90	6763.80	6879.35	1.37
上证综合指数	2925.79	2948.33	2879.69	2944.54	0.70
深证成份指数	9247.28	9363.27	9073.49	9349.00	1.31
创业板指数	1545.91	1567.33	1511.52	1561.86	1.29
美元指数	97.17	98.10	97.12	98.00	0.90
欧元兑美元	1.12	1.12	1.11	1.11	-0.83
美元兑日元	107.78	108.84	107.70	108.68	0.89
澳元兑美元	0.70	0.71	0.69	0.69	-1.93
美元兑人民币	6.88	6.89	6.87	6.88	-0.00
美元兑离岸人民币	6.88	6.89	6.87	6.88	-0.01

美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0145
LME 铜	6068.50	6095.50	5950.00	5966.00	-1.83
LME 铝	1846.00	1847.50	1794.00	1806.50	-2.19
LME 锌	2421.00	2473.50	2398.00	2441.00	0.70
LME 镍	14655.00	14685.00	13930.00	14135.00	-3.52
NYMEX 原油	56.20	57.64	55.33	56.16	0.54
ICE 布油	62.94	64.62	62.49	63.27	-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。