

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

美伊局势趋缓
黄金有望进入盘整

市场研究报告

■ 本周视点:

上周国际金价冲高回落。上周初国际金价开盘报于 1561.01 美元/盎司，受到美伊紧张局势的影响，周中国际金价一度突破 1600 的整数关口，并触及 1611.34 美元/盎司的 7 年高点，不过随后美伊双方均表示无意开战，市场避险情绪迅速回落，国际金价迅速走低。不过随后市场聚焦的美国 12 月份新增非农就业数据大幅低于潜值，国际金价震荡后重新走高，并最终报收于 1562.08 美元/盎司。从价格走势来看，国际金价在本周冲高后在 1570 上方多方遭遇明显的打压，符合我们前一一周的判断。

展望后市，受到上周末中东地区的冲突摩擦，将会继续对金价形成支撑。与此同时市场对于美联储的货币政策宽松预期也会支撑黄金价格走高。从经济数据来看，下周将会公布中国的社融及 M2，以及多国的 CPI 数据。其中中国的社融数据将给出更多关于国内企业的融资需求，而多国 CPI 则会影响投资者对于各国货币政策的预期。如果中国社融和欧美 CPI 走强，无疑会对黄金价格形成压力。否则金价将有望继续走高，但从价格上来看，我们认为国际金价将很难超过 1600 美元的整数关口，整体仍将维持在 1570 上下进行震荡。。

中国工商银行贵金属业务部
交易业务部

徐铨翰、平舒宇

电话：021-63307090

Email: quanhan.xu@icbc.com.cn

报告日期：2020 年 01 月 13 日

相关研究报告:

01 月 06 日

市场避险偏好激增 黄金持续冲高后
将迎来检验

12 月 30 日

风险偏好继续回升 黄金站上 1510

12 月 23 日

圣诞假期临近 黄金维持震荡格局不
变

上周国际金价冲高回落。上周初国际金价开盘报于 1561.01 美元/盎司，受到美伊紧张局势的影响，周中国际金价一度突破 1600 的整数关口，并触及 1611.34 美元/盎司的 7 年高点，不过随后美伊双方均表示无意开战，市场避险情绪迅速回落，国际金价迅速走低。不过随后市场聚焦的美国 12 月份新增非农就业数据大幅低于潜值，国际金价震荡后重新走高，并最终报收于 1562.08 美元/盎司。从价格走势来看，国际金价在本周冲高后在 1570 上方多方遭遇明显的打压，符合我们前一周的判断。

一、上周全球市场回顾

经济数据方面，价格数据方面，上周公布的欧元区及欧盟的 PPI 同比数据均出现走强。在中国方面，上周公布的 12 月份 CPI 同比为 4.5% 低于预期，PPI 同比为 -0.5% 好于前值的 -1.4%。

工业制造方面，美国方面 11 月制造业新增订单数量以及德国 11 月之制造业订单数量均出现了明显下滑。

上周市场最关心的莫过于美国的劳动力市场数据。周五美国公布的 2019 年 12 月新增非农就业人数为 14.5 万人，创下了去年 5 月份以来的最低水平，并且低于市场预期的 16.4 万人。从下降的原因来看，一是由于 2019 年的感恩节晚于正常，导致季节性招聘有所延后。此外，11 月通用汽车罢工员工返工使得该月的非农就业人数大超常规。从行业分布来看，零售贸易和医疗保健行业的就业人数大幅增加，与此同时采矿业的就业人口有所下降。另外，美国 12 月美国非农生产企业和非管理人员平均时薪环比增幅仅为 0.1%。美国不及前值的非农数据公布后，美股再创历史新高，美债和黄金也在短线震荡后再次走强。对于美联储较为温和的货币政策预期，投资者继续推高各金融资产的价格。

宏观事件方面，美伊事件是上周驱动市场的主要逻辑。受到美伊冲突的影响，上周国际金价出现明显的震荡，周中黄金的振幅超过 70 美元。一方面，黄金价格的巨大波动显示了中东地区地缘政治复的局面。另一方面，黄金的避险属性也得到了充分的体现。不过从市场的走向来看，尽管美伊之间爆发大规模战争的可能性较小，但受制于该地区复杂的宗教势力，以及背后利益集团之间的利益纠葛。料美伊之间的摩擦仍将持续，这会在一定程度上对黄金起到支撑。

在实物投资方面，上周 SPDR 黄金 ETF 大幅削减头寸 20.78 吨，目前其总量维持在 874.52 吨。一方面地缘危机的缓和和市场情绪明显消退，另一方面，1600 美元/盎司的高位，令不少投资者纷纷削减头寸获利了结。

二、全球市场纵览及后市展望

中美贸易的缓和所带来的市场乐观情绪，叠加较为宽松的美联储货币政策预期，以及美伊冲突的暂停使得上周全球风险资产不断走高。在通胀乏力的情况下，市场对于央行的流动性预期性使得黄金也继续获益。不过对于黄金投资者来说，仍然需要谨慎对待美国的经济数据，特别是要当心通胀数据的意外走高。特别是美国的劳动力市场数据需要特别关注。

首先，总体来看美国新增非农数据呈现整体下滑的趋势。根据美国劳工部的数据显示，2019年美国新增非农就业人数210万，低于2018年的270万。另一方面，12月份美国失业率保持在3.5%，同时劳动参与率保持在63.2%的近年高位，显示美国整体劳动力市场仍然保持健康。

不过处于历史低位的失业率数据显然与略有下滑的新增非农数据有所矛盾，这与当前美国经济结构的变化有关。根据美国劳工部统计的数据来看，12月份美国新增农业及相关产业雇员17万人。不论是总的雇员数还是增量都创下了年内的新高。政府雇员数量则与11月持平。农业部门雇员人数大增应该与中美贸易谈判达成第一阶段协议有关，在第一阶段协议中，中国承诺将会进一步加大从美国的农产品进口。

考虑到非农劳动力市场贡献了美国80%的GDP，当前美国劳动力市场结构的变化即农业人口的增加，对美国的经济的直接推动就稍显不足了。同时我们相信尽管美国的劳动力市场目前整体保持平稳，美国非农劳动力市场则可能会在接下来的几个月中继续承受压力。主要是因为我们看到，美国波音公司停产波音MAX737客机，导致波音产业链已经开始出现裁员，其中波音最大的供应商势必锐上周末表示将会裁员2,800人。随着波音裁员的不断发酵，产业链上的裁员可能会持续出现。另外根据美国商业运输研究公司数据显示，2019年美国卡车总体销量从2018年的49万辆下滑至18万辆，卡车订单数量创下十年新低。受到2018年减税政策的影响，运输业曾一度出现大幅扩张，不过随着经济增速放缓减税效应降低，(2019年制造业新增岗5.7万对比2018年新增岗位21.6万人)2019卡车消费则遭遇了明显的寒流。这些迹象都暗示着，美国的非农部门的劳动力市场可能会继续下滑。

那么未来美国的劳动力市场将会如何对通胀形成影响？我们从两个方面来看，一方面，从劳动供给侧来看，如果农业部门新增劳动岗位持续对于非农部门产生挤压，(不断走高的劳动参与率下，美国的失业率能够维持低位)，在需求端企稳的情况下，包括新兴市场和欧洲经济的复苏，会继续支撑美国的非农劳动力市场。从这个方面来看，短期内伴随着新兴市场经济的持续复苏，新能源汽车及手机出货量开始触底，部分美国制造业仍有可能出现企稳的迹

象。当然我们在对 2020 年的展望中认为反全球化仍然是未来数年甚至是数十年主导市场趋势的核心动力。因此，另一方面，我们认为投资者也在等待更多美国本地化制造业企稳的迹象，例如产业链国产化的增加和地方制造业就业的增加。（这仍然需要美国的财政发力，平抑收入分配不均并带动家庭部门加杠杆）如果上述两种情况中的任一场景能够持续发酵，我们认为美国的通胀水平仍有走高的趋势。另外，也许另外一组劳动力市场数据能够更好地说明问题。美联储更为看重的美国 12 月份 ADP 就业人数环比增幅 0.16%，好于前值的 0.1%。

展望后市，受到上周末中东地区的冲突摩擦，将会继续对金价形成支撑。与此同时市场对于美联储的货币政策宽松预期也会支撑黄金价格走高。从经济数据来看，下周将会公布中国的社融及 M2，以及多国的 CPI 数据。其中中国的社融数据将给出更多关于国内企业的融资需求，而多国 CPI 则会影响投资者对于各国货币政策的预期。如果中国社融和欧美 CPI 走强，无疑会对黄金价格形成压力。否则金价将有望继续走高，但从价格上来看，我们认为国际金价将很难超过 1600 美元的整数关口，整体仍将维持在 1570 上下进行震荡。

图 1：不同期限美元 LIBOR

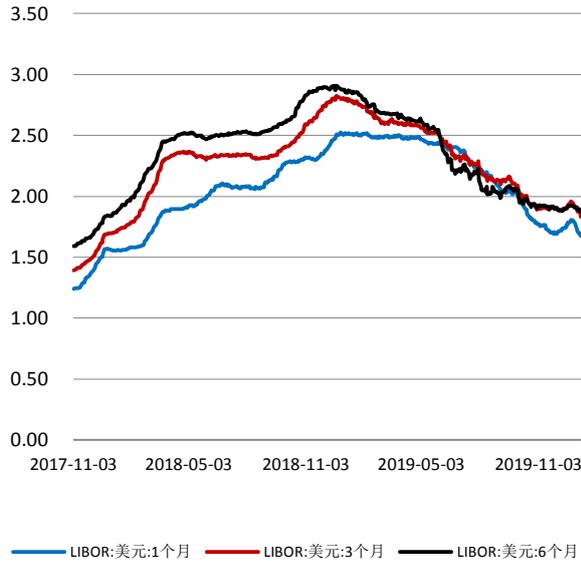
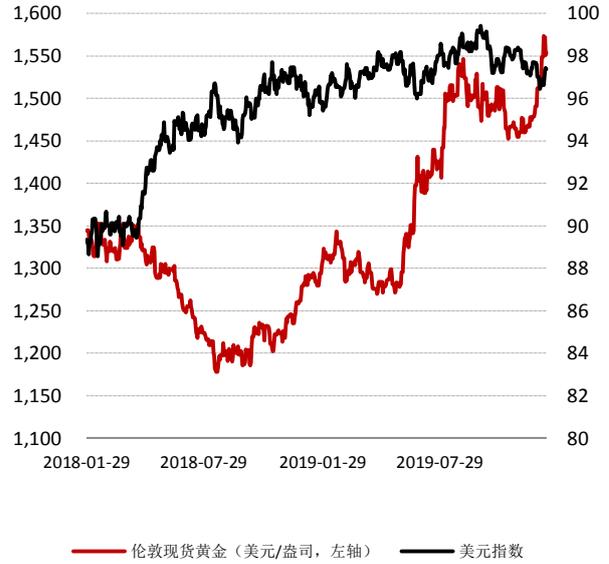


图 2：黄金与美元指数

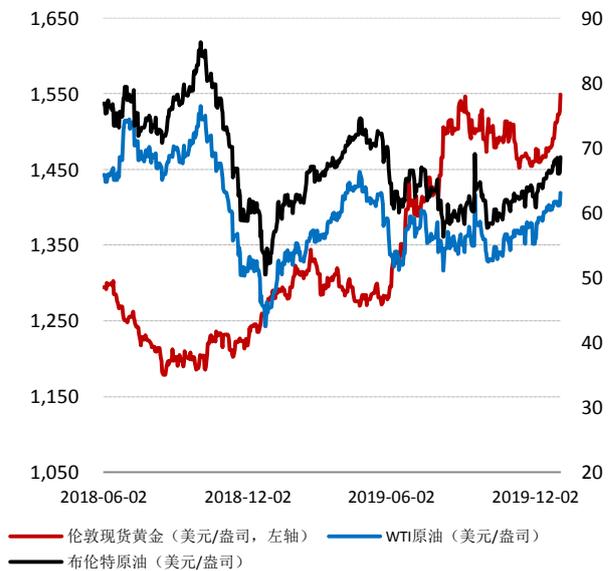


数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

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

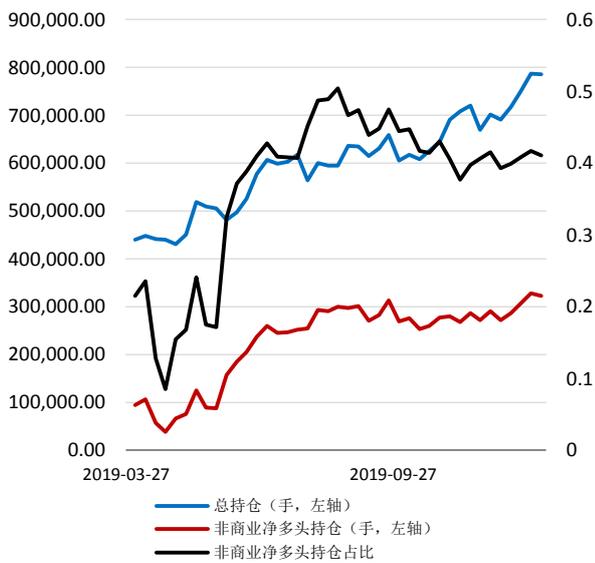
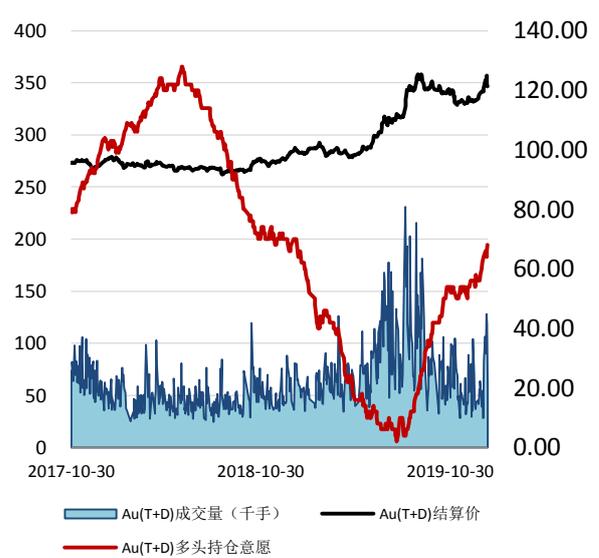


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

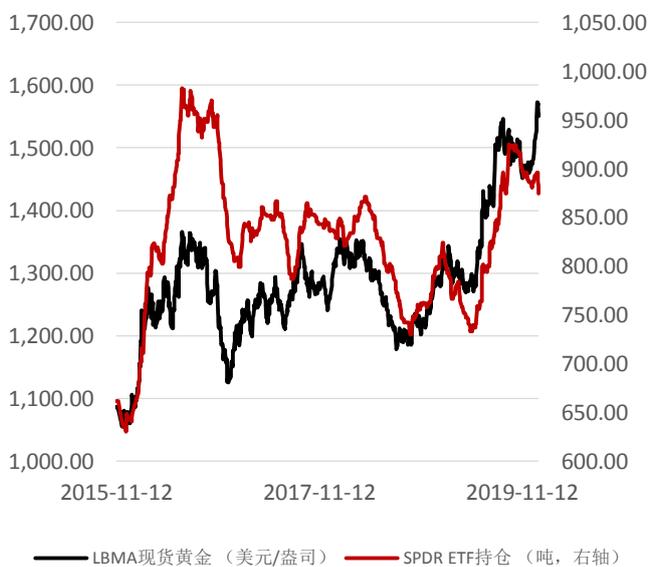


图 8: SLV 白银持仓与国际银价

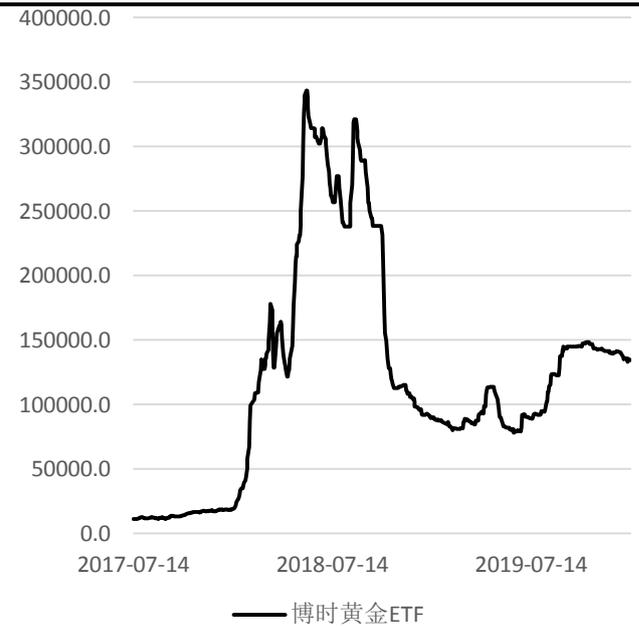


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

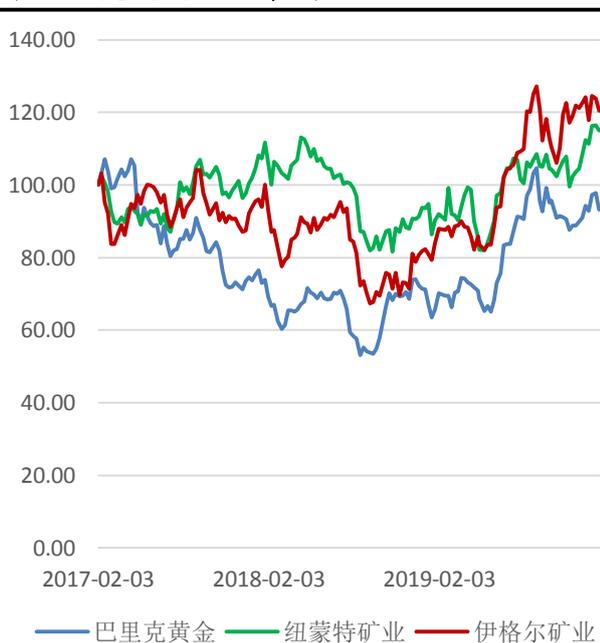
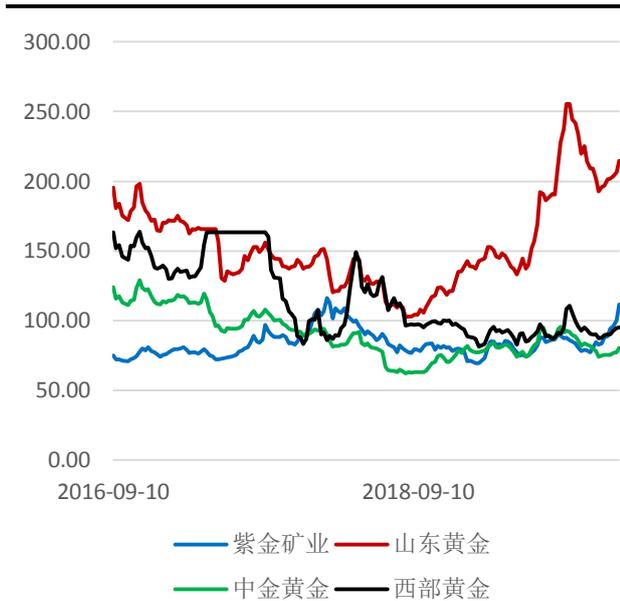


图 12: 美国黄金股票指数



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
1月6日	德国12月零售销售同比	1.4% (前值)	公布值>预期值：利多欧元，利多国际金价
	欧元区11月PPI同比	0.10 (前值)	公布值>预期值：利多欧元，利多国际金价
1月7日	美国11月耐用品新增订单环比	0.23%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国12月非制造业PMI	54.50	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
1月8日	美国12月ADP就业人数环比	0.05%(前值)	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
1月9日	欧元区11月失业率	6.3% (前值)	公布值>预期值：利空欧元，利空国际金价
1月10日	美国12月新增非农就业人数(千人)	266 (前值)	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国12月失业率	3.5% (前值)	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价

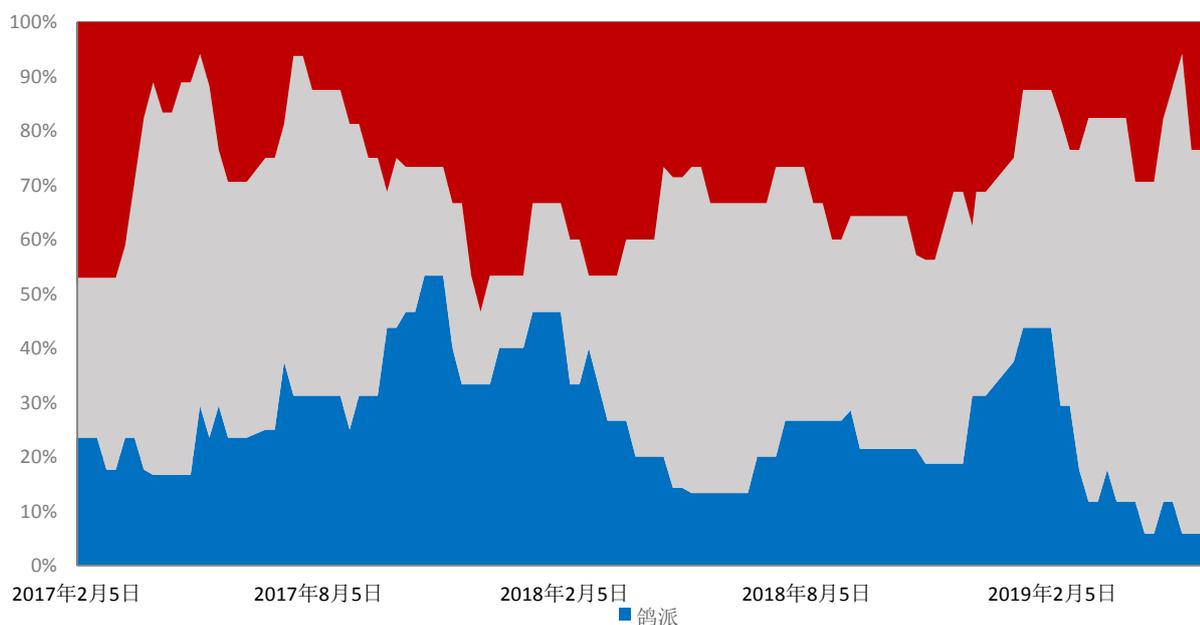
三、近一周美联储以及欧洲央行官员的言论分析

联储委员	是否票委	表态	最新言论
费城 哈克	是	偏鹰	
波士顿 罗森格伦	否	偏鹰	
克兰科夫 梅斯特	是	中立	预计美国今年GDP增长2%；对当前的政策相当满意；预计美联储将在年中的时候提出通胀框架；若经济下行，QE将是有效的，前瞻性指引也会发挥作用；美联储目前正在让资产负债表回到9月初的水平
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	不必担心通胀起飞；中性利率走低以及通胀处于低位意味着美联储在面对下次经济下行冲击时可利用的政策空间更小；美国以外的国家的政策空间更小。
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	
纽约 威廉姆斯	是	中立	全球低利率环境将保持，这可能让全球央行政策制定者更新通胀目标；有信心美联储可以保持市场预期稳定并达到通胀目标；如果通胀继续低于目标水平，通胀预期下行趋势可能持续。
里士满 巴尔金	2021	中立	美国经济在其他方面也趋向于趋势性增长，强劲的消费者支出得到了美联储降息的支持。他仍然关心商业投资的疲软和政策的高度不确定性。鉴于全球事件和国内政治的不确定性，仍然担心美国会宣称我们自己已陷入衰退。
达拉斯 卡普兰	是	中立	美国需要更广泛的经济政策，而不是仅靠货币政策来让经济更快增长。现在猜测下一次利率行动是加息还是降息为时过早。
堪萨斯城 乔治	否	中立	
圣路易斯 布拉德	是	中立	
芝加哥 埃文斯	是	中立	目前美国经济基本面良好，劳动力市场依然强劲，经济将在2020年实现2%至2.25%的增长率。
明尼阿波利斯 卡什卡利	是	偏鸽	

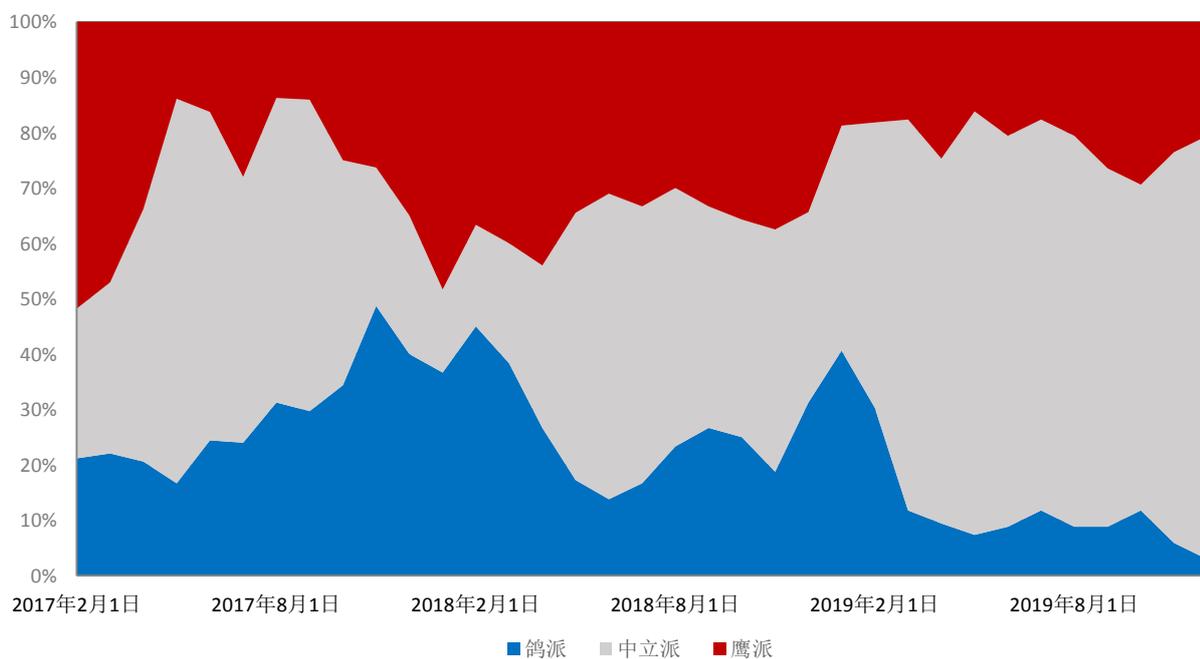
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 9：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



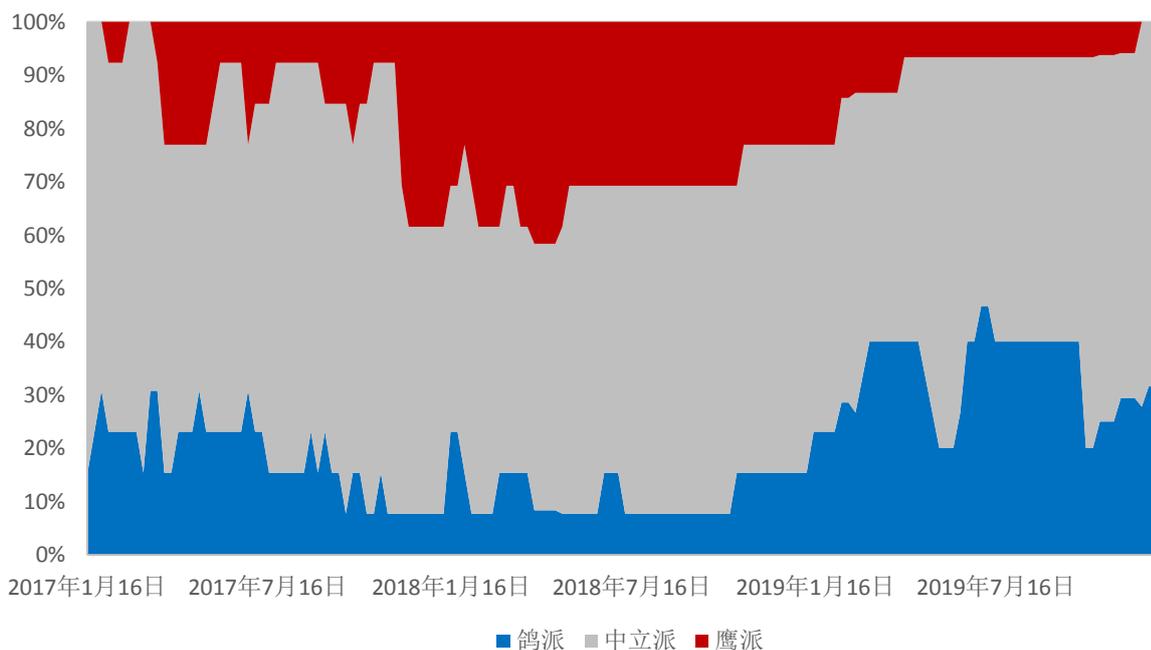
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 10：近期美联储官员的言论基调（月均/连续）



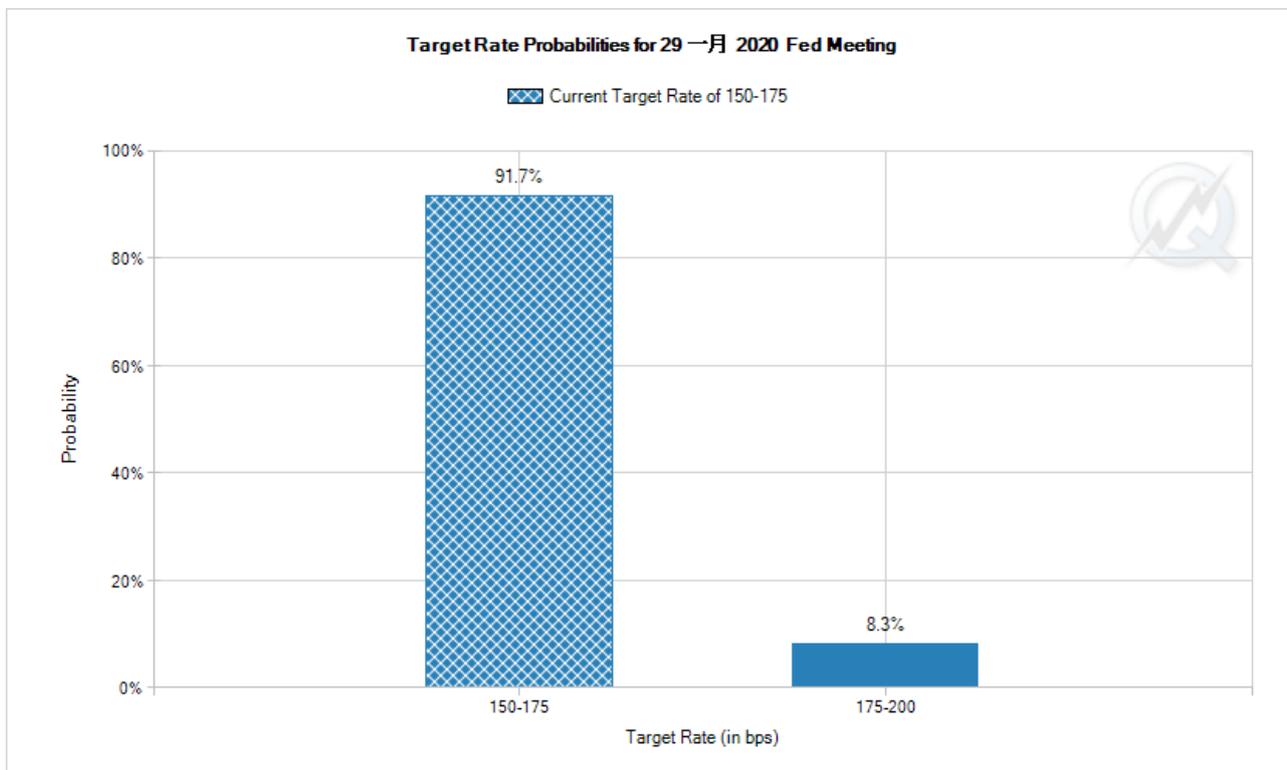
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 11：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 12：芝商所联邦利率期货隐含的联邦公开市场委员会 (FOMC) 2020 年 1 月份加息与否概率



数据来源：芝加哥商业交易所集团，CME Group

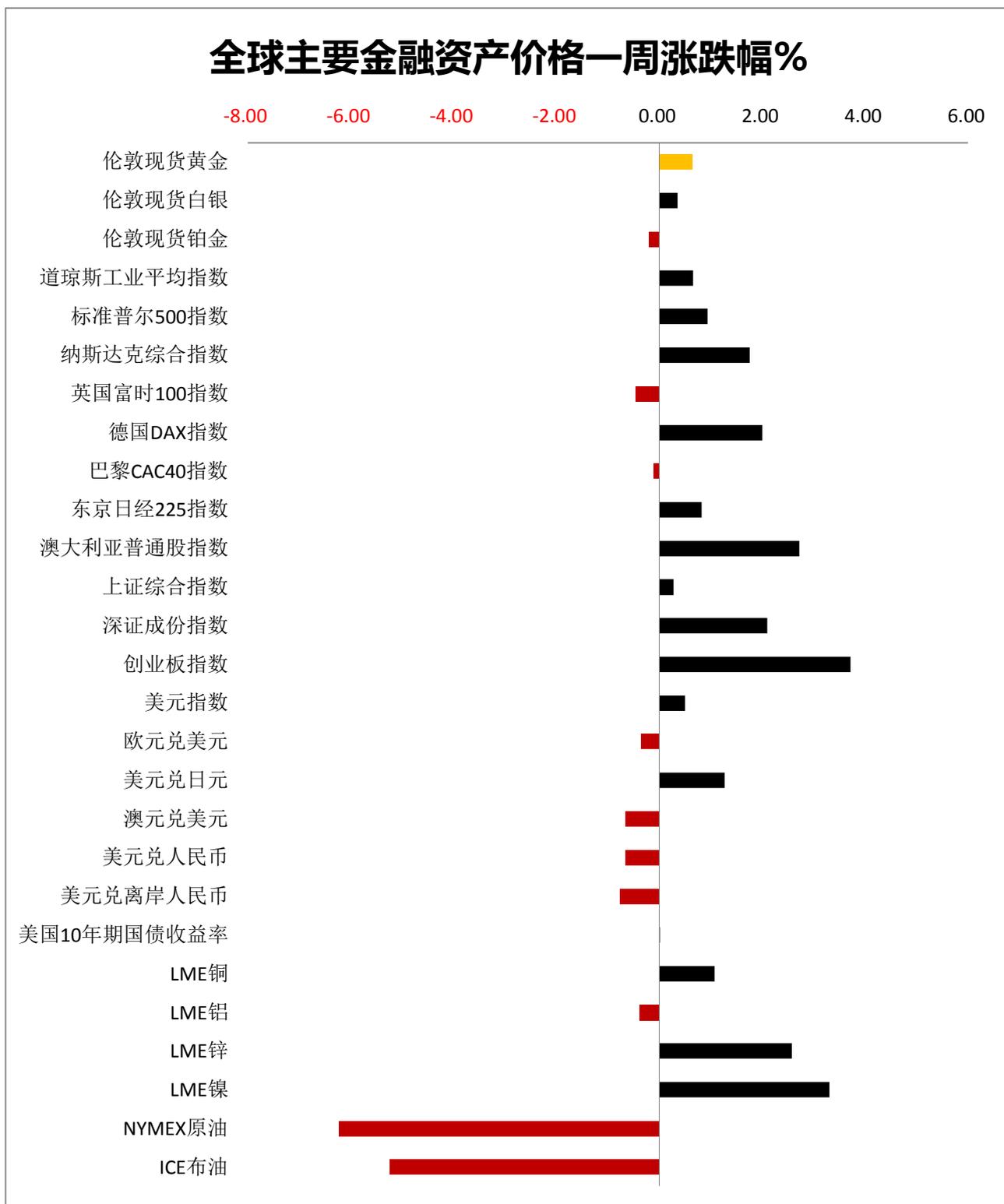
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1561.01	1611.34	1540.05	1561.90	0.65
伦敦现货白银	18.11	18.85	17.78	18.09	0.36
伦敦现货铂	982.00	993.07	947.00	977.50	-0.20
道琼斯工业平均指数	28465.50	29009.07	28418.63	28823.77	0.66
标准普尔 500 指数	3217.55	3282.99	3214.64	3265.35	0.94
纳斯达克综合指数	8943.50	9235.20	8943.50	9178.86	1.75
英国富时 100 指数	7622.40	7631.96	7524.96	7587.85	-0.45
德国 DAX 指数	13085.49	13548.20	12948.17	13483.31	2.00
巴黎 CAC40 指数	6001.21	6071.66	5955.25	6037.11	-0.12
东京日经 225 指数	23319.76	23903.29	22951.18	23850.57	0.82
澳大利亚普通股指数	6855.20	7046.20	6796.20	7041.88	2.72
上证综合指数	3070.91	3107.20	3059.13	3092.29	0.28
深证成份指数	10599.41	10933.81	10577.78	10879.84	2.10
创业板指数	1825.55	1917.83	1824.35	1904.19	3.71
美元指数	96.81	97.59	96.54	97.38	0.50
欧元兑美元	1.12	1.12	1.11	1.11	-0.36
美元兑日元	107.89	109.70	107.64	109.48	1.27
澳元兑美元	0.69	0.70	0.68	0.69	-0.66
美元兑人民币	6.97	6.98	6.92	6.92	-0.66
美元兑离岸人民币	6.97	6.98	6.91	6.91	-0.77

美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0165
LME 铜	6124.00	6243.50	6100.50	6203.50	1.08
LME 铝	1818.00	1835.00	1791.50	1812.00	-0.38
LME 锌	2307.00	2416.00	2307.00	2369.50	2.58
LME 镍	13750.00	14250.00	13625.00	14230.00	3.30
NYMEX 原油	63.71	65.65	58.66	59.12	-6.22
ICE 布油	69.35	71.75	64.56	65.10	-5.24

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。