

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

全球市场大幅走弱
流动性致黄金同样走低

市场研究报告

■ 本周视点:

上周国际金价大幅走低，周初金价开盘报于 1579.16 美元/盎司，在周一冲高至 1703.60 美元/盎司的七年半以来的高点之后，国际金价开始回落，周中金价最低跌至 1504.34 美元/盎司，并最终报收于 1529.71 美元。整个交易周内国际金金价下跌了 143.82 美元，跌幅为 8.59%，创下了四十年以来的最大单周跌幅。

CFTC 持仓方面，上周 COMEX 黄金期货总持仓量下降至 63.3 万张，COMEX 黄金期货非商业多头头寸均出现明显下降，非商业多头持仓下降 3 万至 33.6 万，非商业空头持仓下降 1 万至 3.7 万，而非商业净多头头寸也下降至 29.9 万张，为近三个月来新低。受黄金价格周内暴跌影响，全球最大的黄金 ETF，SPDR 上周减少 32.2 吨，其总持仓量降低至 931.59 吨。

从后市来看，目前央行的行为只是为了维护市场的流动性，即便资产价格会得到一定程度的修复，疫情对于全球经济的负面影响已经造成。资产的重新定价，以及部分主权国家对于美元的需求，仍可能会对黄金形成抛压。因此，只有当疫情对于全球经济的负面影响更加确定后，我们才会看到资产交易逻辑的理性回归。因此，在不确定性仍然较强，资产波动仍然较大的情况下，投资人仍然应该维持谨慎。因此对于黄金来说，从价格来看黄金在反弹后，将大概率维持震荡的态势，短期的反弹并不能作为建立大规模多头头寸的理由，但中期上涨的趋势不变。

中国工商银行贵金属业务部
交易业务部

徐铨翰、周弋涛、平舒宇

电话：021-63307090

Email: quanhan.xu@icbc.com.cn

报告日期：2020 年 03 月 16 日

相关研究报告:

03 月 16 日

美联储紧急降息 国际金价维持强势

03 月 03 日

2020 美国总统大选介绍

03 月 02 日

全球资本市场巨幅震荡 国际金价冲高回落

上周国际金价大幅走低，周初金价开盘报于 1579.16 美元/盎司，在周一冲高至 1703.60 美元/盎司的七年半以来的高点之后，国际金价开始回落，周中金价最低跌至 1504.34 美元/盎司，并最终报收于 1529.71 美元。整个交易周内国际金金价下跌了 143.82 美元，跌幅为 8.59%，创下了四十年以来的最大单周跌幅。

一、上周全球市场回顾

在生产数据方面，上周公布的欧元区 2019 年第四季度 GDP 终值环比为 0.1%，低于预期的 0.2%和前值 0.3%；欧元区第四季度实际 GDP 终值同比为 1%，低于预期的 1.2%和前值 1.3%。日本 2019 年第四季度修正后的 GDP 同比为-0.7%，低于前值的 1.7%。

价格数据方面，2 月核心 CPI 环比为 0.2%，与前值一致；2 月核心 CPI 同比为 2.4%，高于前值的 2.3%。2020 年 2 月，美国最终需求 PPI 环比下降 0.6%，前值为上升 0.5%。美国核心 PPI 环比为-0.1%，低于前值的 0.3%；同比为 0.5%，低于前值的 0.3%。中国 2 月 CPI 同比增长 5.2%，略低于前值 5.4%但高于预期的 4.9%；中国 2 月 PPI 同比为-0.4%，低于前值的 0.1%和预期的-0.28%。德国 2 月 CPI 环比为 0.4%，与预期一致，高于前值的-0.6%；2 月 CPI 同比为 1.7%，与预期及前值一致。

劳动力市场数据方面，上周美国公布的至 3 月 7 日当周初次申请失业金人数为 21.1 万人，低于前值的 21.5 万人。

信贷数据方面，根据中国人民银行数据显示，2 月新增人民币贷款 9057 亿元，低于预期的 11960 亿元及前值 33400 亿元。2 月 M2 同比增长 8.8%，高于前值的 8.4%及预期 8.47%；2 月 M1 同比增长 4.8%。社会融资方面，2 月社会融资规模增量为 8554 亿元，前值为 50700 亿元，受疫情影响明显。

上周新冠肺炎疫情在世界范围内大肆蔓延，根据世界卫生组织每日疫情报告数据显示，上周一至周五全球新冠肺炎确诊病例共增加 104084 例，死亡病例增加 4269 例，世界多个国家及组织中都出现高官确诊新冠肺炎，市场极度恐慌，VIX 指数创 2008 年金融危机以来最高，美股周内两次熔断，欧洲股市上周四单日跌幅在 10%以上。之后全球央行携手救市向市场注入流动性，同时各国也开始紧急划拨财政支持抗疫情。受到强力的市场提振措施的影响，上周最后一个交易日中，美股走出暴涨行情，三大股指均涨超 9%，创 2008 年 10 月以来最大涨幅。

在原油市场方面，上周初沙特与俄罗斯开启原油价格战，布油价格周一暴跌 26%，周中俄罗斯态度稍微缓和止住石油颓势，原油价格运行于 35 美元一线的近四年低位。

CFTC 持仓方面，上周 COMEX 黄金期货总持仓量下降至 63.3 万张，COMEX 黄金期货非商业多空头寸均出现明显下降，非商业多头持仓下降 3 万至 33.6 万，非商业空头持仓下降 1 万至 3.7 万，而非商业净多头头寸也下降至 29.9 万张，为近三个月来新低。受黄金价格周内暴跌影响，全球最大的黄金 ETF，SPDR 上周减少 32.2 吨，其总持仓量降低至 931.59 吨。

二、全球市场纵览及后市展望

可以看到，尽管全球各类经济数据喜忧参半，但显然目前影响市场的主要因素，仍然是在全球持续扩散中的疫情。我们认为，除了市场对于经济预期的看淡造成了全球资产价格的下滑外，市场恐慌情绪叠加短期的流动性缺乏也是造成资产价格大幅下跌的重要因素。由于各类组合标的物的快速下跌，为了保证组合美元的流动性，组合管理人通常会抛售组合中的资产，以保证手中握有充足的美元。在过去的十年中，由于各类被动类 ETF 的快速发展，导致各类资产集中度较高。这样当整个组合标的出现快速下跌的时候，市场对于美元流动性的需求也开始快速放大。就美元流动性的角度来看，上周象征美元流动性的 TED Spread 回到了去年 9 月份美联储重新展开回购的利差水平，尽管尚未达到 08 年是危机金融危机时的水平，但快速走高的隔夜利差也象征了市场对于美元流动性的谨慎态度。

从黄金来看，由于经历了自 2018 年年底以来的一轮较大的涨幅，且前期多头较为拥挤，因此市场对于美元流动性更加关注的情况下，黄金遭到了较大幅度的抛售。另一方面，沙特和俄罗斯对油价的影响，以及市场对于经济预期的恶化导致市场对于全球经济通缩预期开始加深，也恶化了黄金的走势。

为了面对各类资产价格连续大幅的下挫，以及可能到来的美元流动性危机。全球各大央行开始采取救市行动。其中，美联储上周四紧急提供了 5000 亿美元国债回购规模，后在周五又向市场提供了 1.5 兆亿的购债购买计划。日本央行则从市场上展开了 2000 亿日元国债的购入，而欧洲央行同样展开了 1200 亿欧元债券的购债计划。不过从实际的成交情况来看，美国一级交易商对于美联储提供的回购额度认购不足，显示短期美元市场流动性并不如美联储预期的紧张。当然，各大央行此次迅速的救助行动，表现出了与当年欧债危机时欧洲央行行长德拉基所表现出来的同样的救市决心，也在一定程度上对市场的信心起到了支撑作用。

到截稿为止美国三个月期限的国债收益率已经跌至 0.28%，两年期国债收益率跌至 0.5%，这也就意味着在 19 日召开的美联储 3 月份议息会议上美联储将会面临着巨大的降息利率，即便在上周美联储进行了 50 个基点的紧急降息，目前美联储隔夜基金利率仍然在 1.25%，与 3 个月期的国债收益率有 1% 的差异。因此即便美联储再次调低 75 个基点，依然与市场利率差

异颇大。因此我们认为美联储在 3 月份的利率决议上不排除降息 100 个 BP 的可能，以便将隔夜联邦基金利率压低至 0.25%。如果美联储采取这样激进的措施，那么美债的收益率曲线将无限接近 08 年美国次贷危机时的状态。不过与 08 年不同的是，此次美联储在两周内就耗尽了仅有的利率政策空间。如果在 3 月份议息会议上，美联储不选择降息或降息不及市场预期，这意味着美联储将必须要承接债券市场的巨大抛售压力。由此可能会继续引发资本市场的巨幅震荡。

从后市来看，目前央行的行为只是为了维护市场的流动性，即便资产价格会得到一定程度的修复，疫情对于全球经济的负面影响已经造成。资产的重新定价，以及部分主权国家对于美元的需求，仍可能会对黄金形成抛压。因此，只有当疫情对于全球经济的负面影响更加确定后，我们才会看到资产交易逻辑的理性回归。因此，在不确定性仍然较强，资产波动仍然较大的情况下，投资人仍然应该维持谨慎。因此对于黄金来说，从价格来看黄金在反弹后，将大概率维持震荡的态势，短期的反弹并不能作为建立大规模多头头寸的理由，但中期上涨的趋势不变。

图 1： 不同期限美元 LIBOR

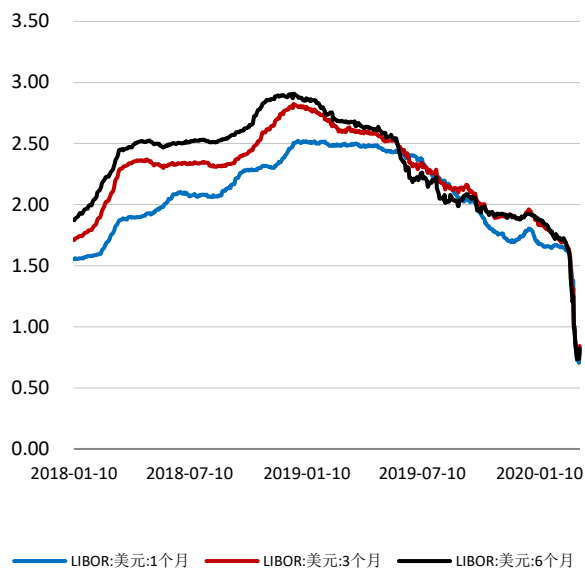
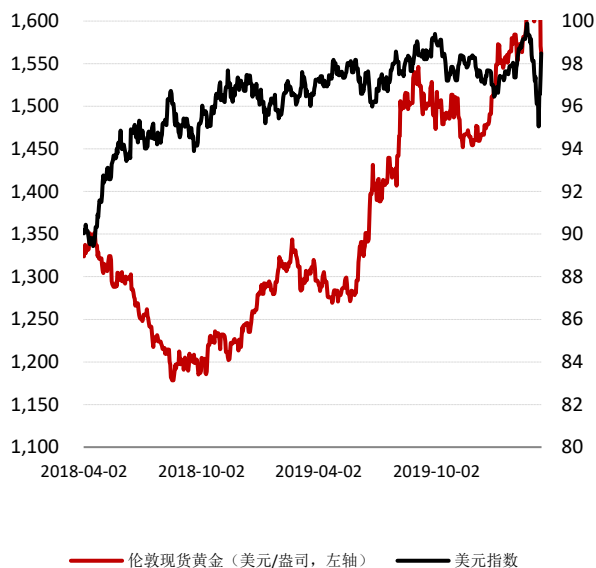


图 2： 黄金与美元指数



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

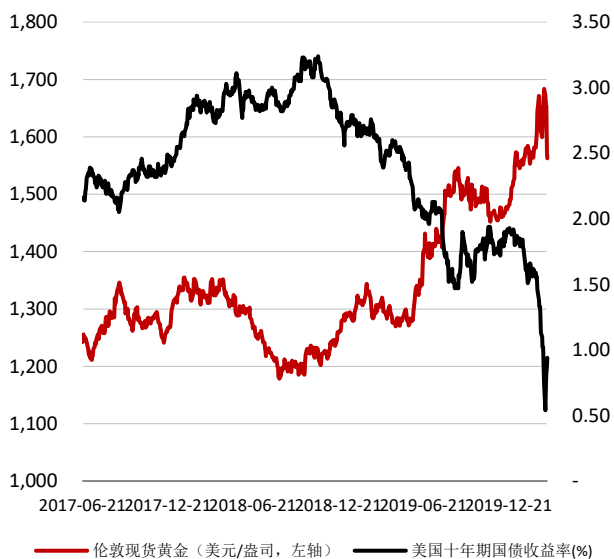
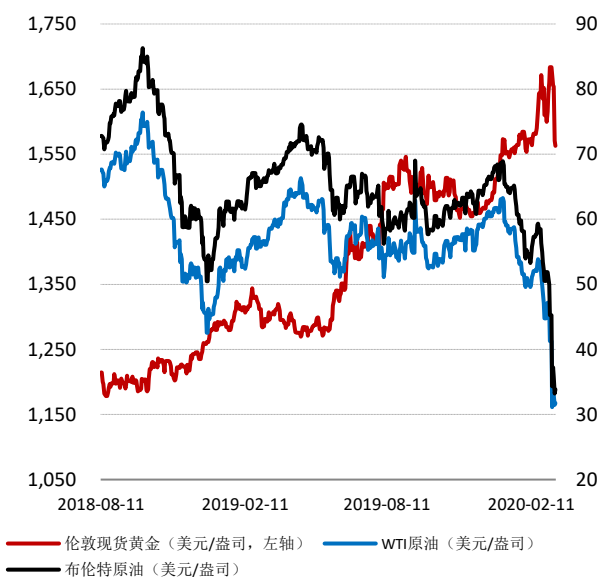


图 4： 黄金与原油价格



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

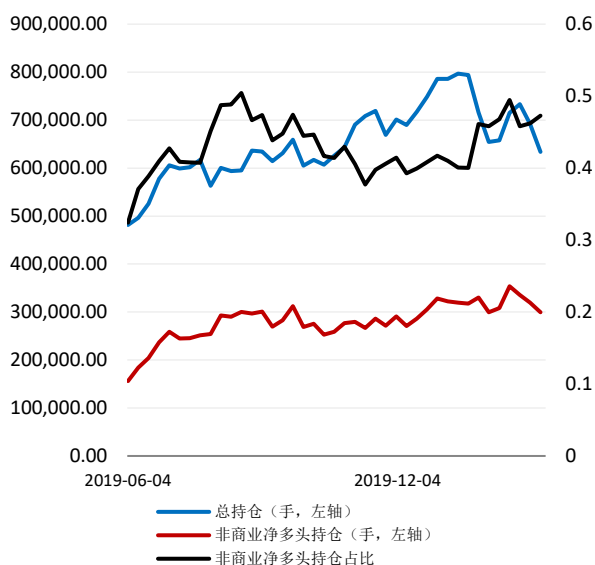
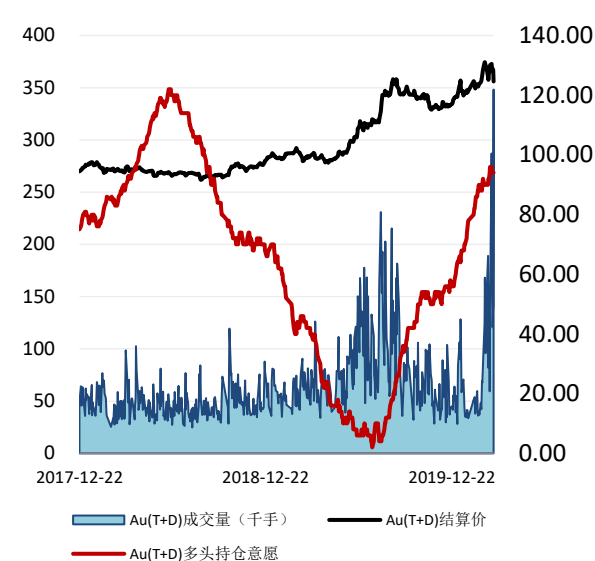


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

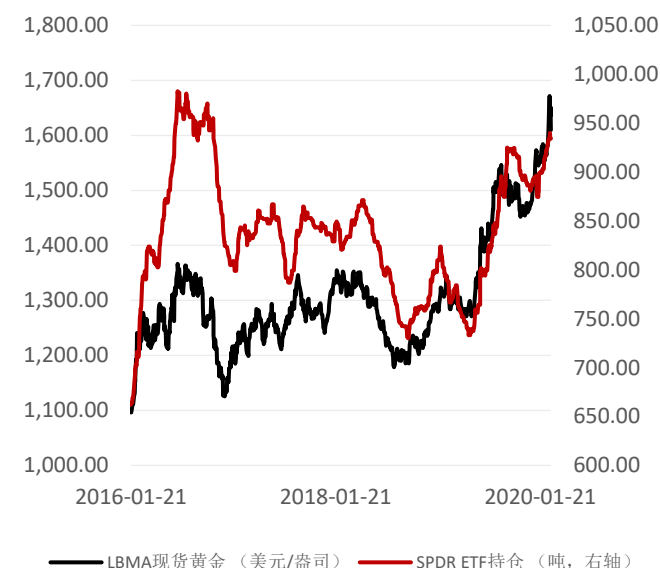


图 8: SLV 白银持仓与国际银价

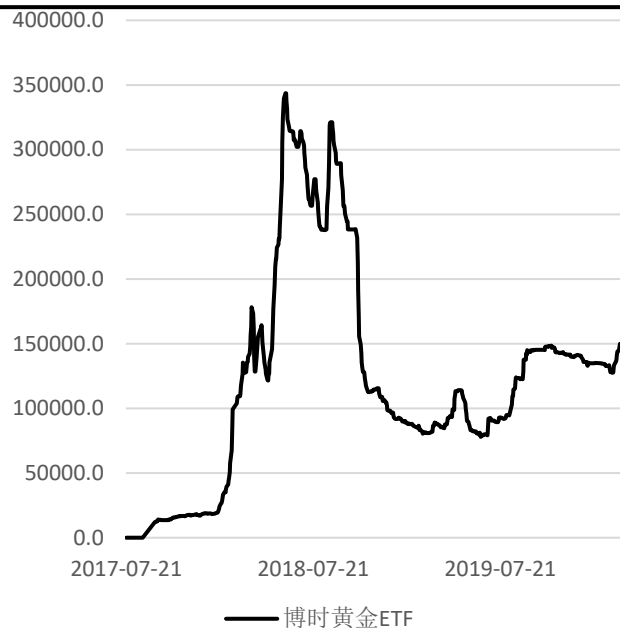


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

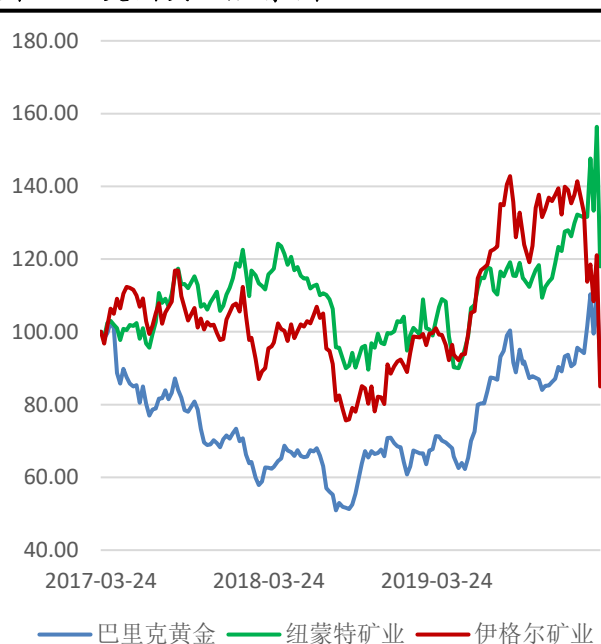
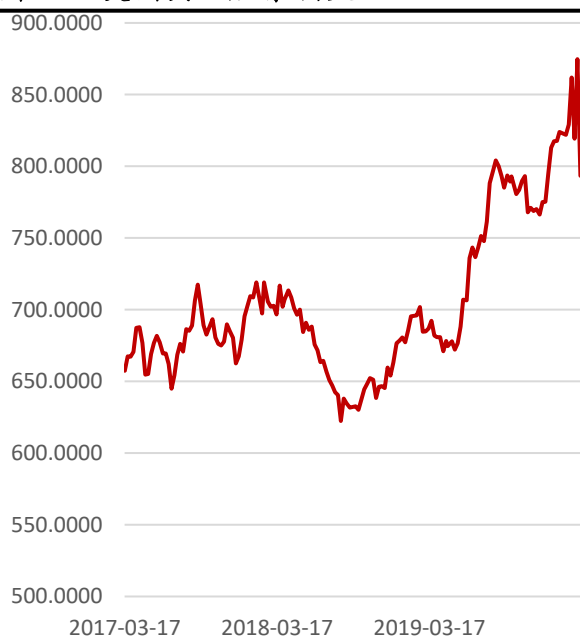


图 12：美国黄金股票指数



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

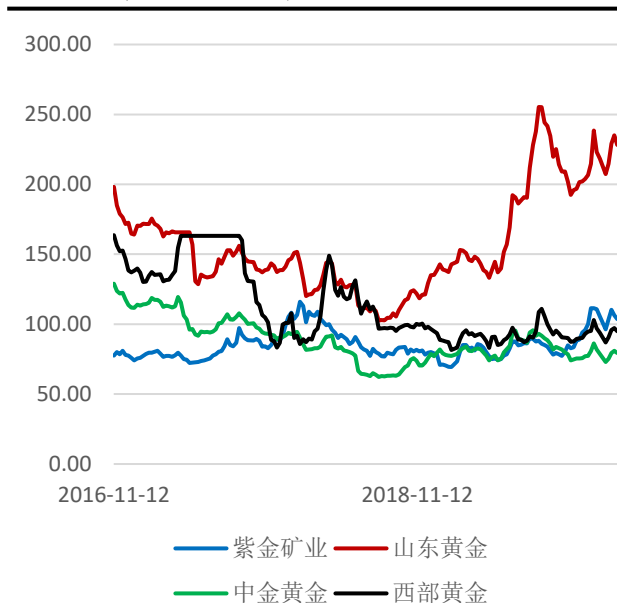
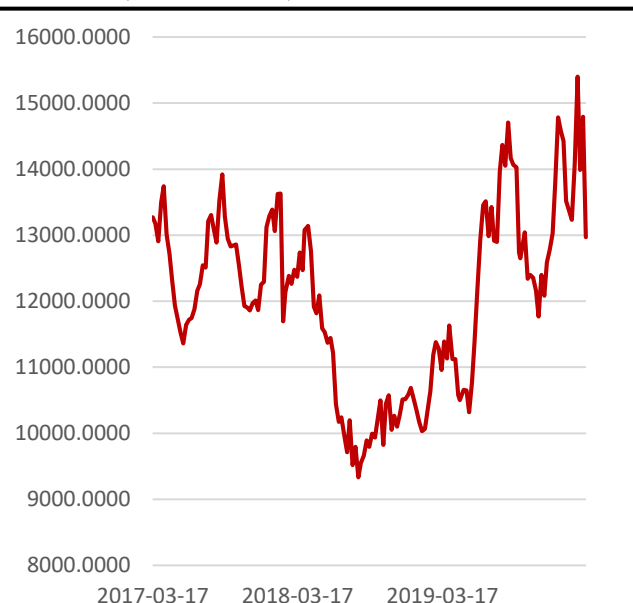
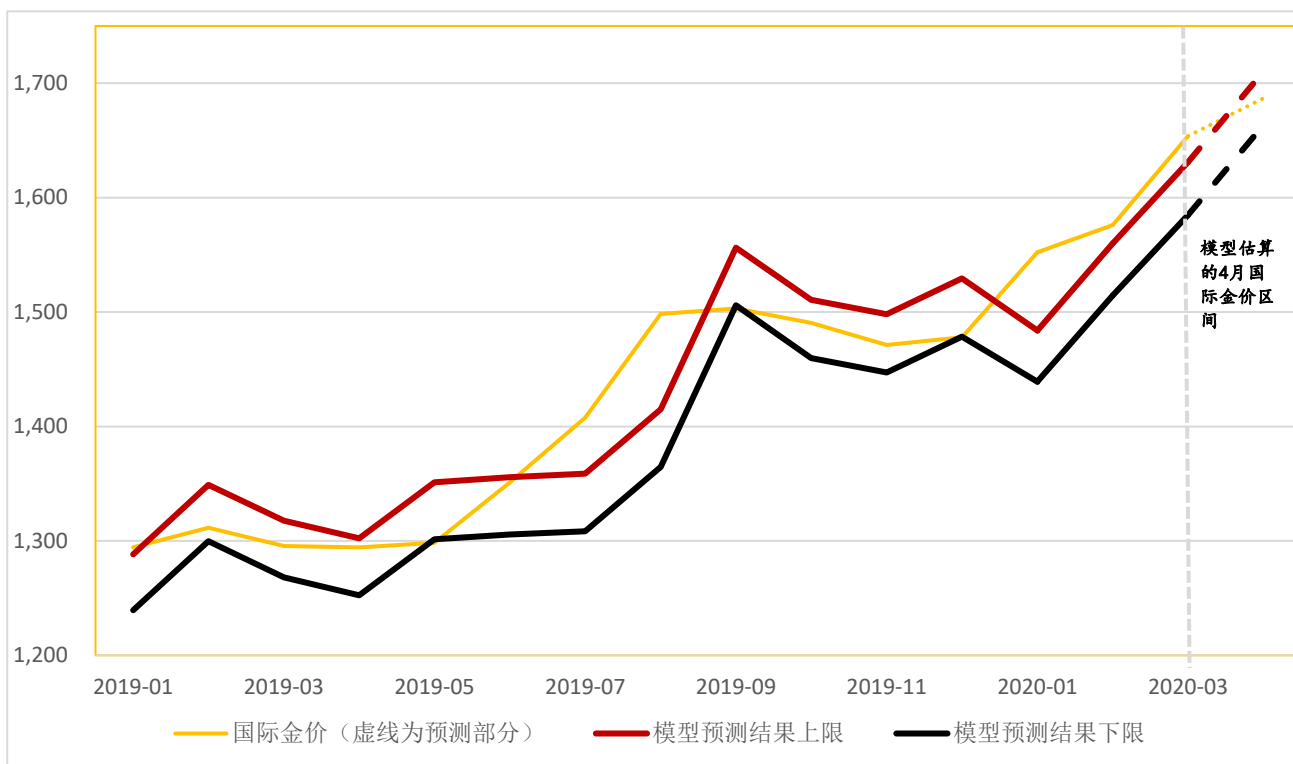


图 14: 中国黄金股票指数



数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

图 15: 黄金价格预测量化模型结果



1: 我们以基准日的国际黄金价格为基础, 通过大数据和深度学习的方法, 以宏观数据为依据结合波动率模型, 估算出下一个月基准日国际金价的区间。

数据来源: 工商银行贵金属业务部策略分析团队

表 1：本周重点经济数据公布时点

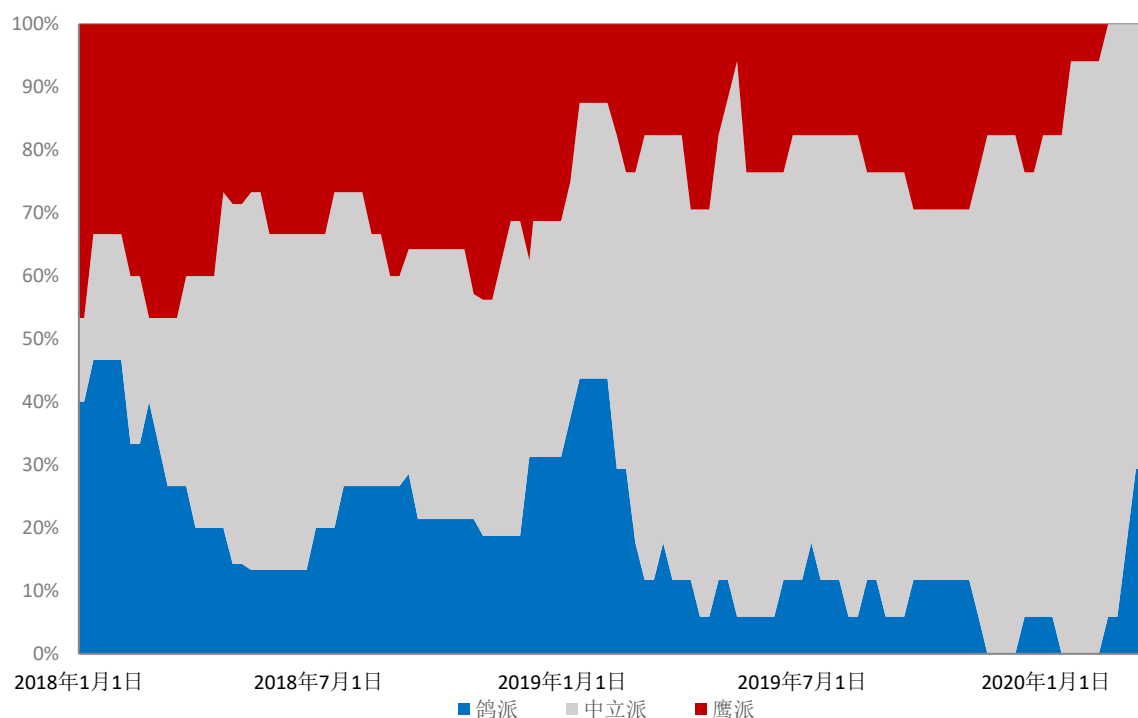
日期	重要资讯	市场预期值	数据影响
3 月 16 日	美国 3 月纽约 PMI	12.90（前值）	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
3 月 17 日	美国 2 月零售和食品服务销售	4.38%（前值）	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	欧元区 3 月 ZEW 经济景气指数	10.40（前值）	公布值>预期值：利多欧元，利多国际金价
3 月 18 日	美国 2 月新屋开工:私人住宅	109.10 千套（前值）	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	欧盟 2 月 CPI 同比值	1.70（前值）	公布值>预期值：利多欧元，利多国际金价
3 月 19 日	美国 3 月费城联储制造业指数	36.70（前值）	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 3 月 14 日当周初次申请失业金人数	21.10 万人（前值）	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
3 月 20 日	美国 2 月成屋销售折年数	546.00 万套（前值）	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	德国 2 月 PPI 同比值	0.20%	公布值>预期值：利多欧元，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
波士顿 罗森格伦	否	中立	如果短期利率和 10 年期国债收益率都接近零利率下限，那么传统 QE 的效力将会减弱，美联储应被允许购买范围更广的资产。
克兰科夫 梅斯特	是	中立	
费城 哈克	是	中立	
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	
纽约 威廉姆斯	是	偏鸽	
里士满 巴尔金	2021	中立	
达拉斯 卡普兰	是	偏鸽	
堪萨斯城 乔治	否	中立	
圣路易斯 布拉德	是	偏鸽	
芝加哥 埃文斯	是	偏鸽	
明尼阿波利斯 卡什卡利	是	偏鸽	

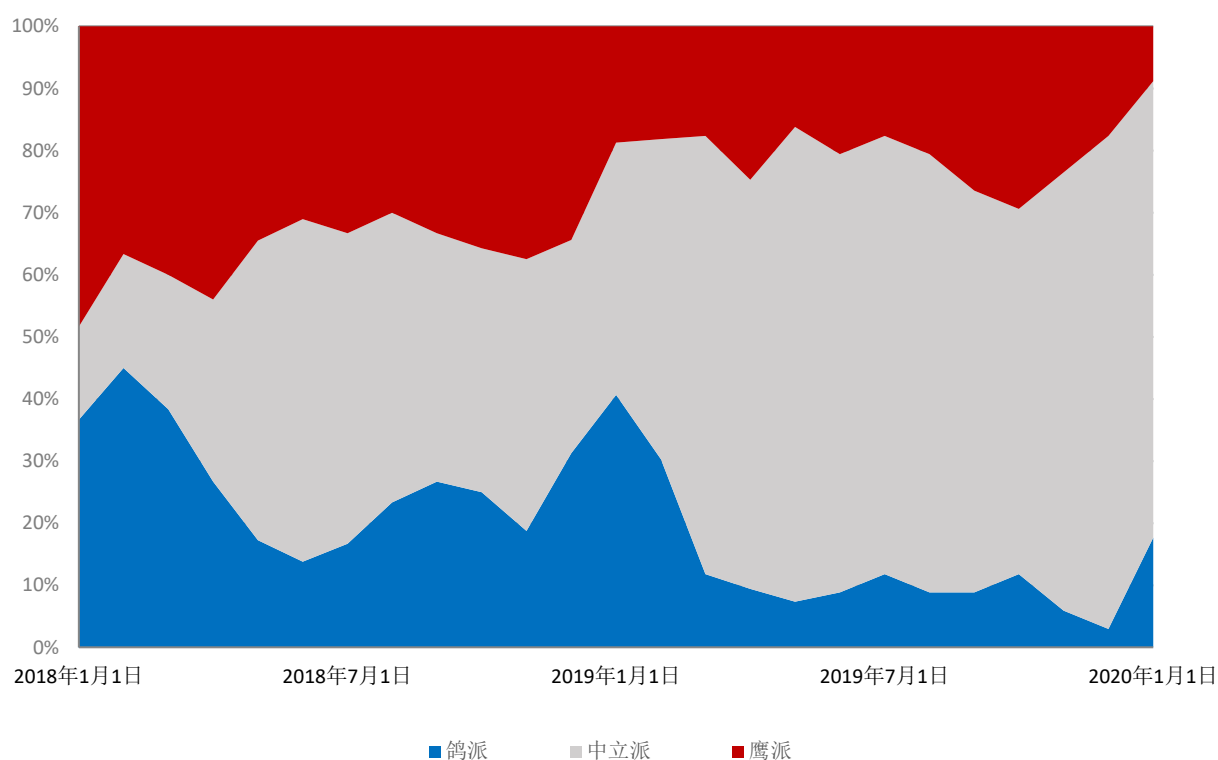
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 16: 近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



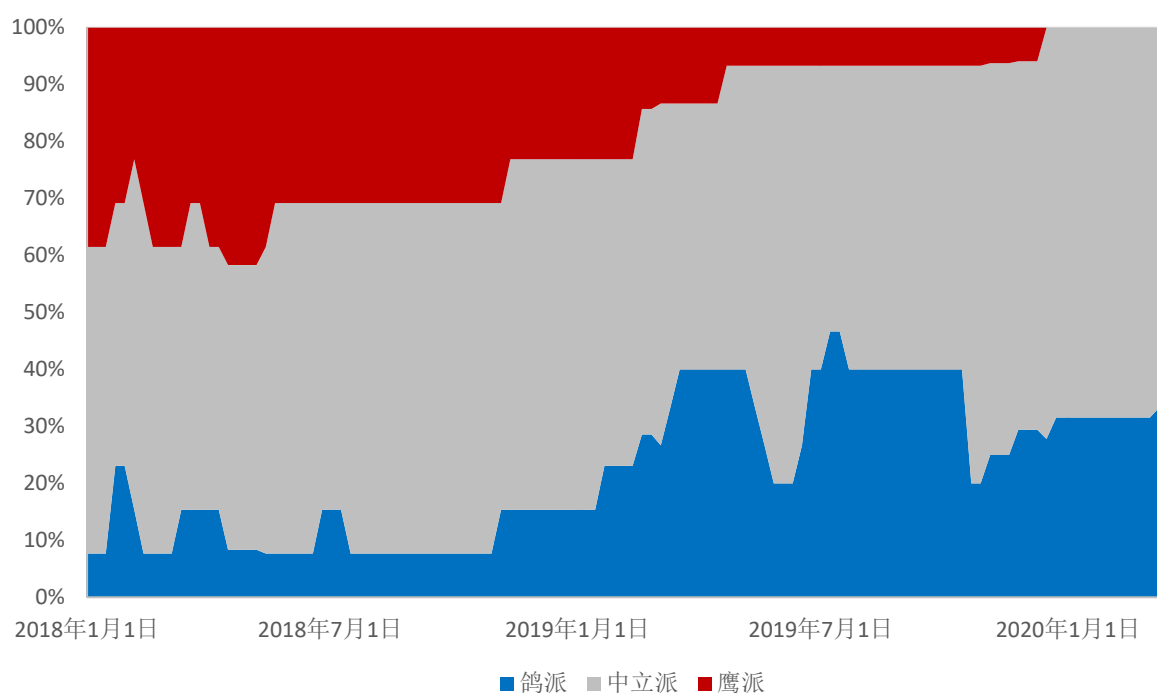
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 17: 近期美联储官员的言论基调（月均/连续）



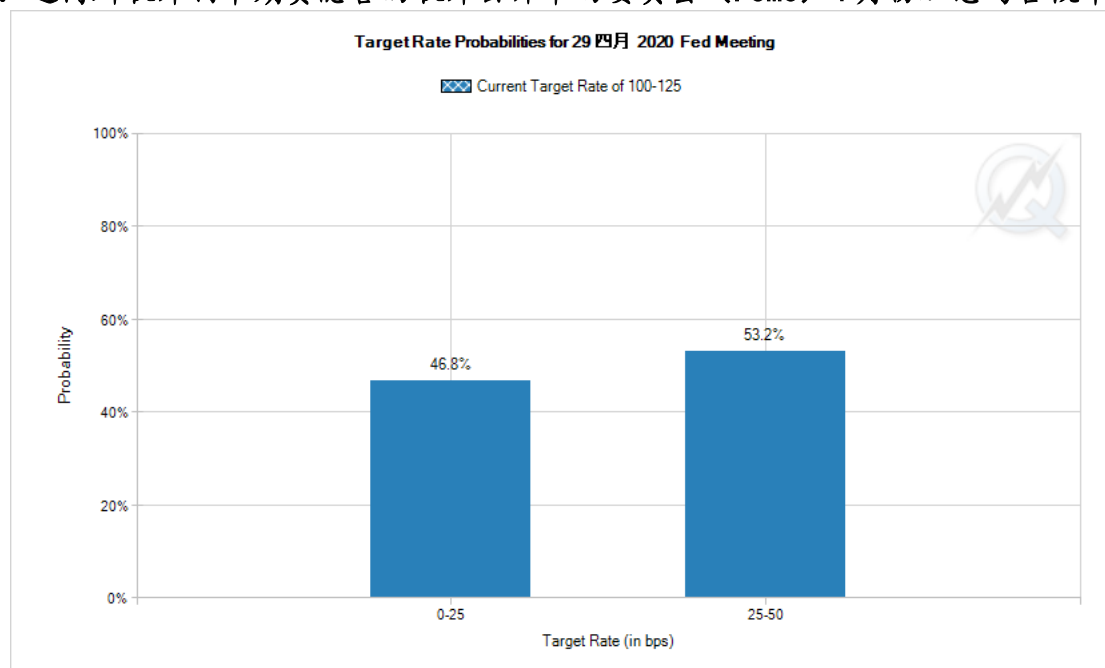
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 18：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 19：芝商所联邦利率期货隐含的联邦公开市场委员会（FOMC）4 月份加息与否概率



数据来源：芝加哥商业交易所集团，CME Group

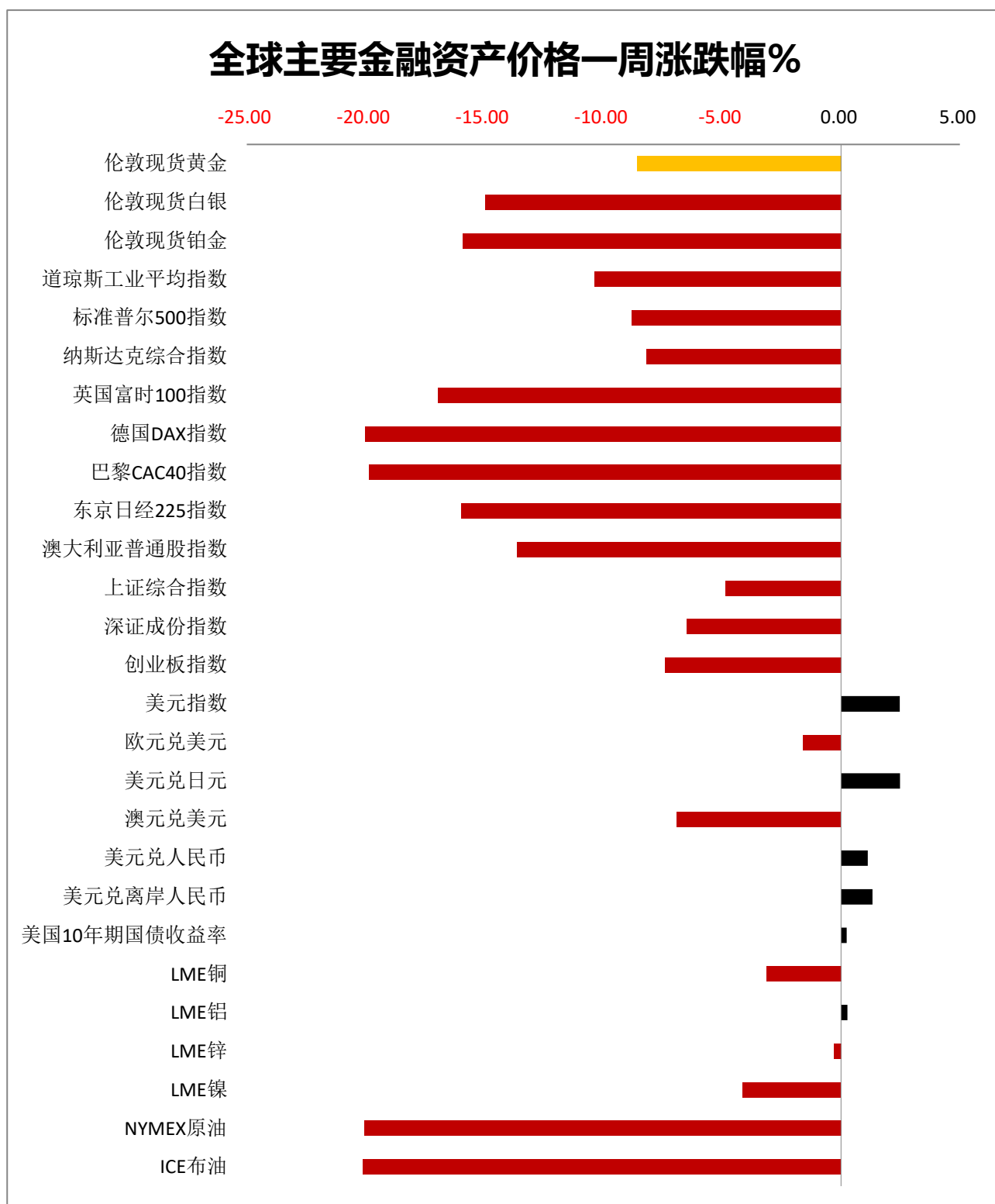
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1694.99	1703.60	1504.34	1529.71	-8.59
伦敦现货白银	17.44	17.59	14.42	14.75	-14.98
伦敦现货铂	902.00	914.32	733.50	759.00	-15.92
道琼斯工业平均指数	24992.36	25020.99	21154.46	23185.62	-10.36
标准普尔 500 指数	2863.89	2882.59	2478.86	2711.02	-8.79
纳斯达克综合指数	7957.93	8347.40	7194.67	7874.88	-8.17
英国富时 100 指数	6462.55	6462.55	5237.48	5366.11	-16.97
德国 DAX 指数	10690.08	11032.29	9064.68	9232.08	-20.01
巴黎 CAC40 指数	4845.27	4924.84	4025.89	4118.36	-19.86
东京日经 225 指数	20343.31	20347.19	16690.60	17431.05	-15.99
澳大利亚普通股指数	6287.51	6287.51	4940.10	5590.68	-13.62
上证综合指数	2987.18	3010.03	2799.98	2887.43	-4.85
深证成份指数	11363.79	11444.78	10380.17	10831.13	-6.49
创业板指数	2151.27	2163.73	1937.95	2030.58	-7.40
美元指数	95.70	98.82	94.63	98.49	2.47
欧元兑美元	1.14	1.15	1.11	1.11	-1.60
美元兑日元	104.23	108.50	101.18	107.99	2.48
澳元兑美元	0.66	0.67	0.61	0.62	-6.90
美元兑人民币	6.94	7.04	6.93	7.01	1.13
美元兑离岸人民币	6.92	7.05	6.91	7.02	1.32

美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	0.2392
LME 铜	5535.00	5653.50	5319.50	5453.50	-3.14
LME 铝	1678.00	1714.00	1644.00	1690.00	0.27
LME 锌	1969.50	2045.00	1913.00	1982.00	-0.30
LME 镍	12760.00	12995.00	11735.00	12305.00	-4.13
NYMEX 原油	32.43	36.35	27.34	33.23	-20.06
ICE 布油	38.28	39.70	31.02	36.35	-20.11

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。