

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

全球疫情扩散加大
黄金反弹后仍会反复

市场研究报告

■ 本周视点:

上周国际金价继续走低。一周国际金价开盘报于 1562.16 美元/盎司，周中国际金价最低触及 1451.13 美元/盎司。随着美联储开始全方位开始向市场投入流动性，国际金价在下半周开始企稳，并最终报收于 1498.70 美元/盎司。整个交易日，国际金价下跌了 31.01 美元，跌幅为 2.03%。

从价格走势来看，在经历了数周的调整之后，我们认为黄金价格的波动率将会开始下降，同时价格也将企稳并出现反弹，但反弹幅度有限。一方面，在美联储的强力干预下，代表投资者情绪的恐慌指数 VIX 在上周创下历史高点后开始下滑，显示投资者将会更多地开始考虑疫情对于实体经济的影响。在这种情况下，资产价格的波动将会更多地反映投资者对于经济的预期，美元流动性对于市场的困扰将会开始降低。二是，从技术走势的角度来看，国际金价在前期录得大幅下挫后有望出现一定程度的反弹。可以看到在 1450 附近，国际金价受到了明显的支撑，但 1530-1540 是上方的阻力区间。值得注意的是，尽管美元流动性得到了一定程度的支撑，由于疫情在全球各国持续的扩散，各国的经济压力将会持续增大。这种负面的经济预期也将会令资本市场持续受到下行压力，这也将会限制黄金的反弹压力。

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 23 日

相关研究报告:

03 月 23 日

全球疫情扩散加大 黄金反弹后仍会反复

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

上周国际金价继续走低。一周国际金价开盘报于 1562.16 美元/盎司，周中国际金价最低触及 1451.13 美元/盎司。随着美联储开始全方位开始向市场投入流动性，国际金价在下半周开始企稳，并最终报收于 1498.70 美元/盎司。整个人交易日，国际金价下跌了 31.01 美元，跌幅为 2.03%。

一、上周全球市场回顾

上周疫情在全球各地继续扩散，各个国家控制疫情的措施也开始不断升级。同时，各国公布的经济数据也开始反馈出经济不振的局面。

领先数据方面，德国的 3 月份，ZEW 经济景气指数从 58.2 跌至 -49.5，为 2011 年 12 月以来最低水平，远低于市场预期的 -26.4。上周末德国媒体报道称，德国感染新冠人数超过 2 万人，也是第五个感染人数超 2 万人数的国家。

投资数据方面，2020 年 1 至 2 月，国内固定资产投资同比下降 24.5%，至 0.33 万亿元人民币，而 2019 年全年增长 5.4%，未能达到 2.8% 的预期。民间投资收缩 26.4%，公共投资收缩 23.1%。受制于人员管控和物流限制，第一产业投资下跌 25.6%。第二产业投资下降 28.2%，其中制造和电力业投资下降 28.2%。第三产业投资收缩 23%。

生产数据方面，作为制造业大国，2020 年 1 月至 2 月，中国工业生产同比值自 1990 年以来首次出现下降，跌幅为 13.5%，低于市场预期的 1.5% 增长率。2020 年 2 月，美国工业生产环比增长 0.6%，从 1 月份修正后的 0.5% 的降幅中恢复过来，超出了 0.4% 的市场共识。3 月费城联储制造业指数从 2 月份的 36.7 跌至 -12.7，远低于市场预期的 10。这也是 2012 年 7 月以来的最低读数，主要是因为本月调查的一般商业活动、新订单以及出货量指标均出现急剧下降。其中，新订单指数也转为负值，从 33.6 降至 -15.5。

消费数据方面，2020 年 1 月至 2 月，中国零售额同比下降 20.5%，这是自 1993 年有数据以来的首次下降，不及 0.8% 的市场预期。不过随着 3 月份起各地开始有序复工，料 3 月份数据将会明显回升。2020 年 2 月，美国零售额环比下降 0.5%，不及预期的 0.2%。

劳动力市场数据方面，1 月份美国 JOLTs 职位空缺数量增加了 41.1 万个，达到 696.3 万个，高于市场预期的 647.6 万个。不过，由于 1 月份疫情尚未在美国全面爆发，料美国职位空缺数据将会迅速恶化。实际上从更加高频的当周首次申请失业金人数来看，上周首次申请失业金的人数为 28.1 万人，远高于预期的 21.1 万人。

通胀数据方面，2020 年 2 月，欧元区核心消费者价格比去年同期上涨 1.20%。低于前一个月 1.4%。

二、全球市场纵览及后市展望

为维持美元流动性，上周美联储动用了多项工具，包括继续降低联邦基金利率和非常规的货币政策操作。具体为，除了早前的 50 个基点的紧急降息，美联储在 3 月 15 日宣布将基准利率紧急降低 100 个基点至 0%-0.25%。同时启动规模为 7000 亿美元的新一轮量化宽松，包括购买 5000 亿美元的美国国债和 2000 亿美元的机构抵押贷款支持证券购买。与次贷危机时期所采取的措施不同的是，美联储还额外采取了一些措施。

一是，将贴现窗口中的一级信贷利率下调 150 个基点至 0.25%。调整后的贴现窗口利率与联邦基金利率目标区间上沿保持一致。同时，存款机构从贴现窗口借款期限最长可达 90 天，而且借款人可以通过每天提前还款来维持续贷。相较 2008 年，此次美联储将贴现窗口工具利率直接降到 25 个基点，并且作为政策基准利率区间管理的上沿是历史首次。加上包括摩根大通，花旗和美国银行等多家银行表示将会使用美联储的贴现窗口来补充流动性，也为今后更多的银行使用该工具起到了示范作用。

二是，美联储为保证银行间的日内流动性，鼓励存款机构使用美联储提供的日内流动性工具，以保证支付系统的正常运行。从公开的数据来看，去年三季度美国回购市场利率大幅走高的时候，存款机构日内透支额出现攀升，说明银行已经需要日内信贷来支持支付结算。所以，此次美联储提供相关的日内流动性工具也是考虑到对日内流动性的担忧。

三是，美联储史无前例地将存款准备金率降到 0%，并从下一个准备金维持期开始执行，即 3 月 26 日。这意味，美联储以除了对数千家存款机构在美联储的准备金要求，这将大幅增强银行发放贷款能力。

最后，从 3 月 16 日起美联储降低了与其他发达国家中央银行的货币互换利率 25 个基点，新的利率将是美元隔夜指数掉期利率加 25 个基点。该利率水平低于 08 年金融危机期间各国与美联储进行货币互换的成本。同时美联储还与多家央行重新建立了美元互换额度，来保持离岸市场的美元流动性。

通过美联储不遗余力地向市场投放流动性，上周全球资产出现了短期企稳的迹象。我们认为，市场将会开始进入第二阶段，即对全球经济的短期衰退的预估。不过由于全球疫情扩散仍在加剧，经济的衰退周期依然难以判断，风险资产仍然将会面临巨大的抛售压力，届时市场的波动率仍会放大。

从价格走势来看，在经历了数周的调整之后，我们认为黄金价格的波动率将会开始下降，同时价格也将企稳并出现反弹，但反弹幅度有限。一方面，在美联储的强力干预下，代表投

投资者情绪的恐慌指数 VIX 在上周创下历史高点后开始下滑，显示投资者将会更多地开始考虑疫情对于实体经济的影响。在这种情况下，资产价格的波动将会更多地反映投资者对于经济的预期，美元流动性对于市场的困扰将会开始降低。二是，从技术走势的角度来看，国际金价在前期录得大幅下挫后有望出现一定程度的反弹。可以看到在 1450 附近，国际金价受到了明显的支撑，但 1530-1540 是上方的阻力区间。值得注意的是，尽管美元流动性得到了一定程度的支撑，由于疫情在全球各国持续的扩散，各国的经济压力将会持续增大。这种负面的经济预期也将会令资本市场持续受到下行压力，这也将会限制黄金的反弹压力。

图 1：不同期限美元 LIBOR

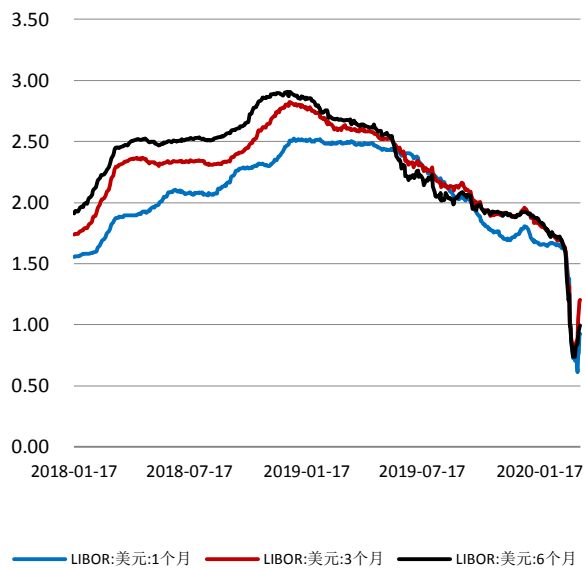
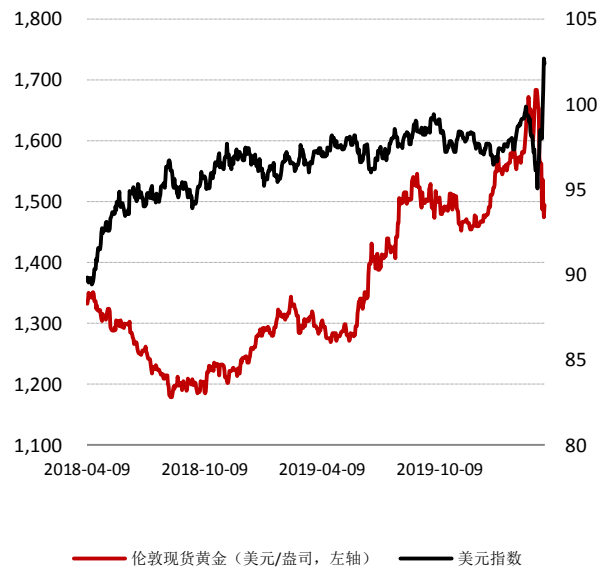


图 2：黄金与美元指数



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

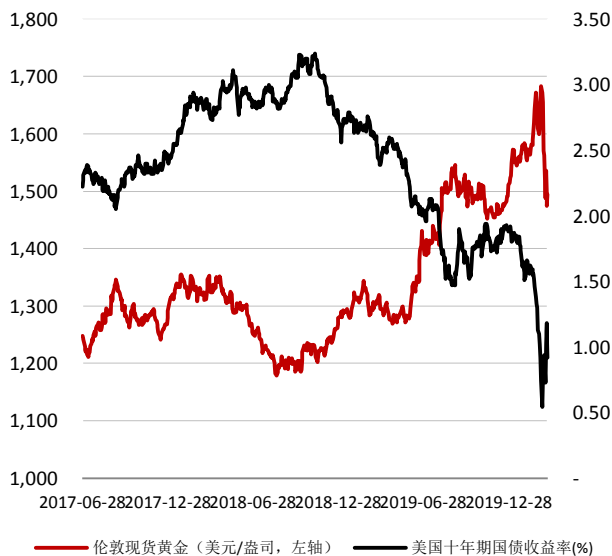
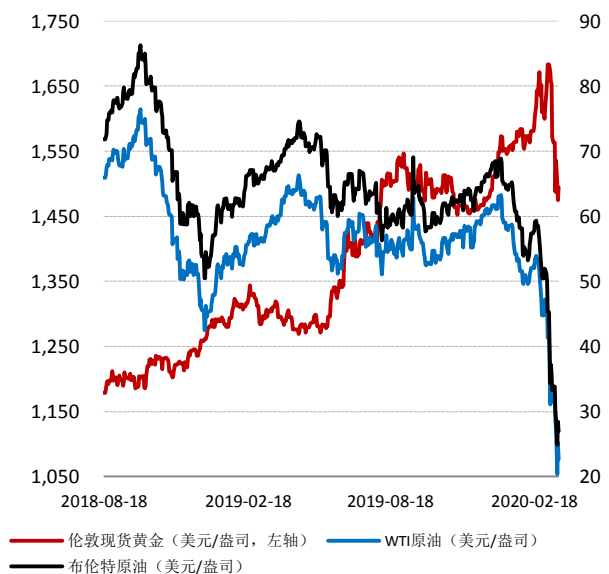


图 4：黄金与原油价格



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

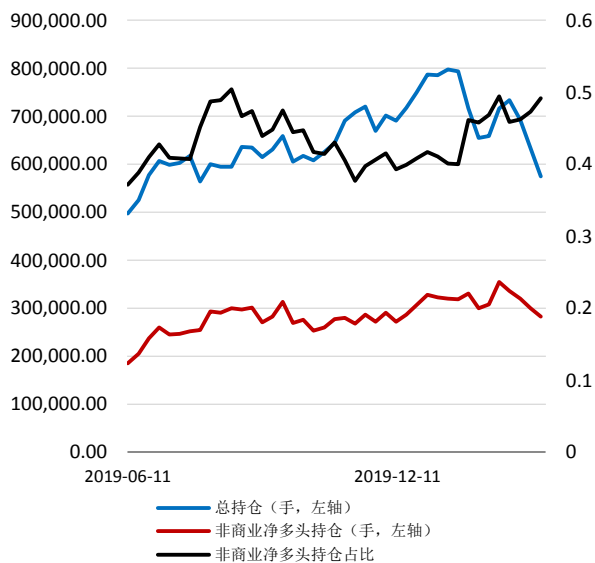
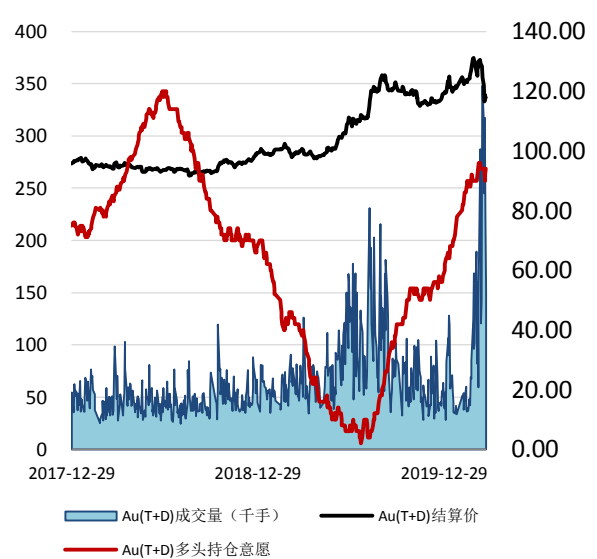


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

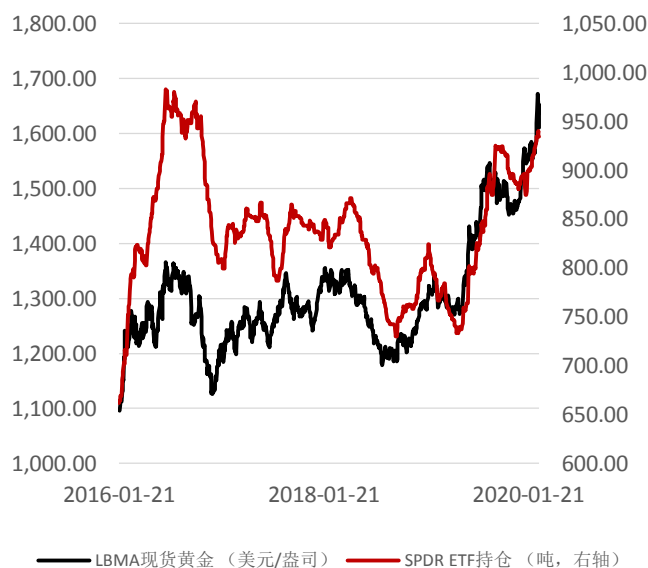


图 8: SLV 白银持仓与国际银价

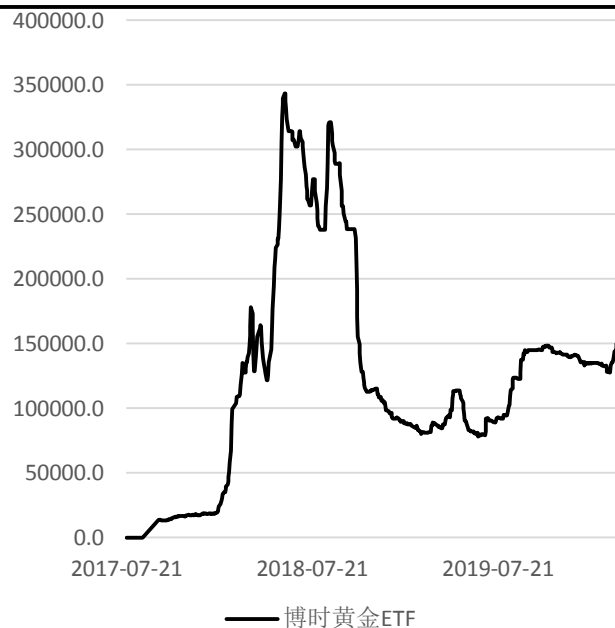


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

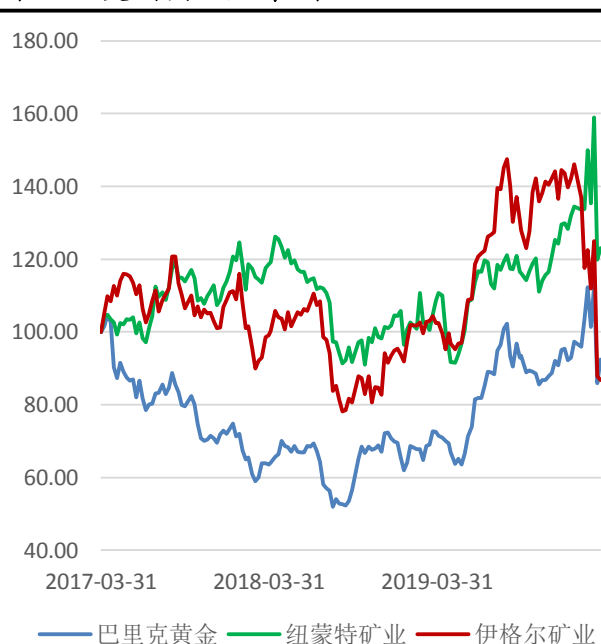


图 12: 美国黄金股票指数



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

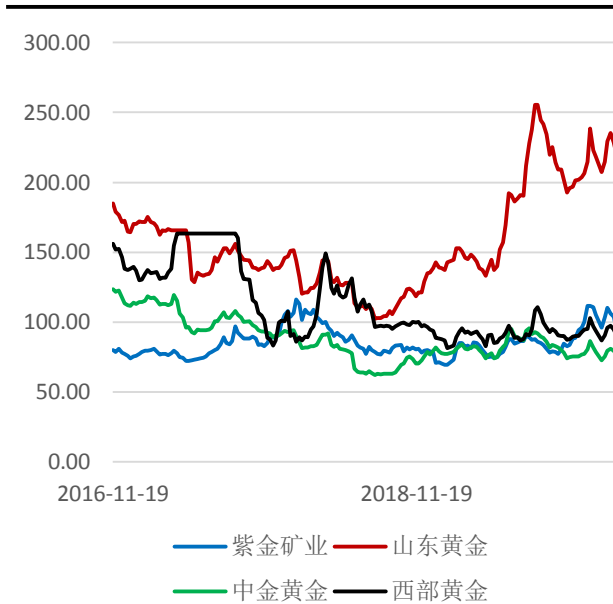
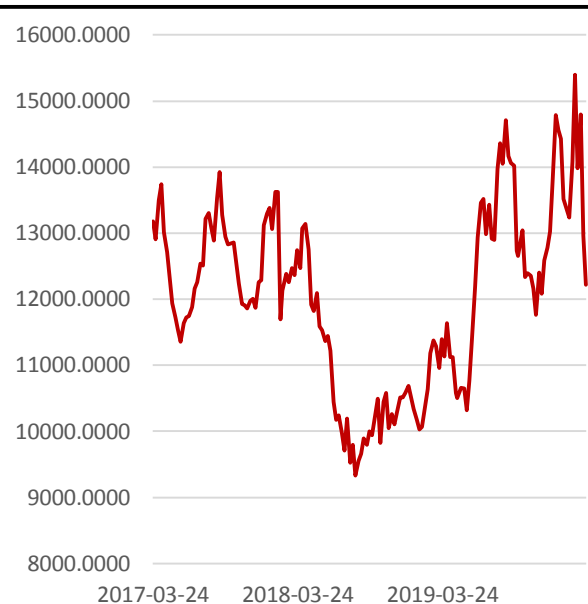
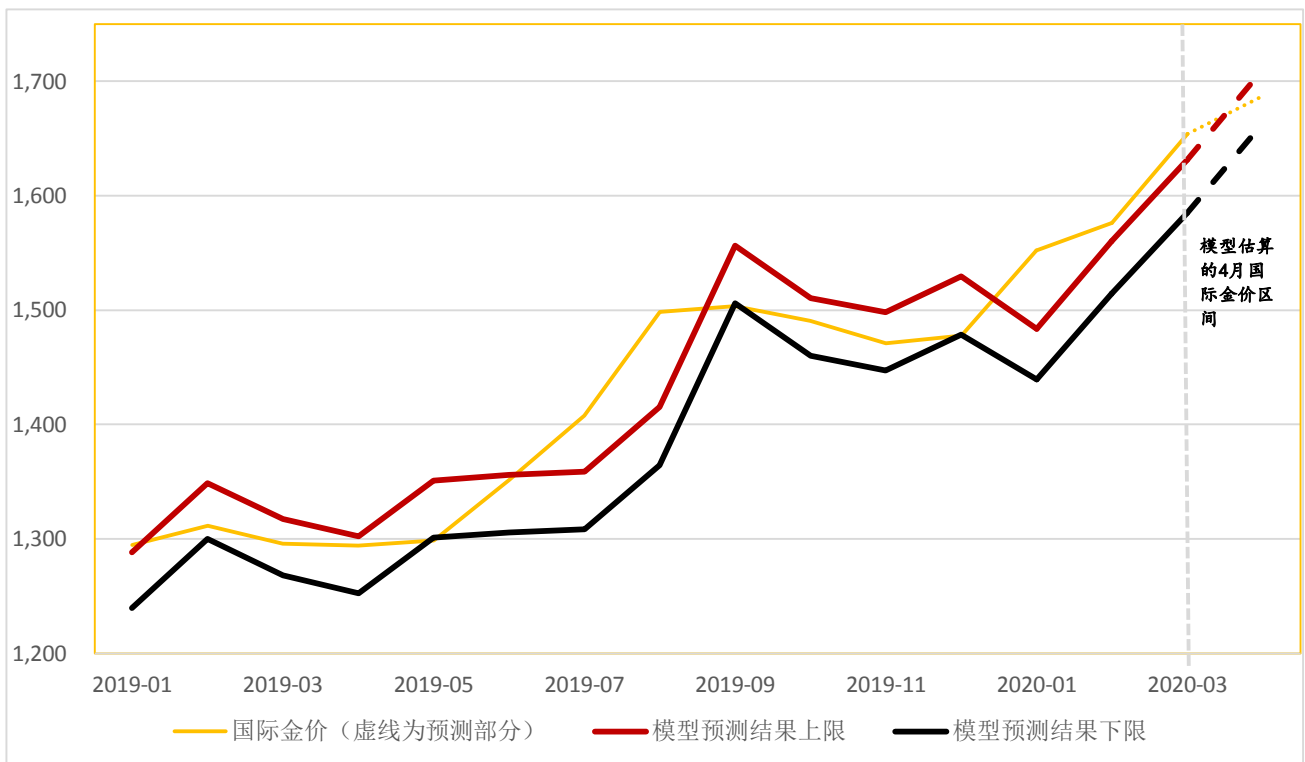


图 14: 中国黄金股票指数



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 23 日	美国 2 月芝加哥联储全国活动指数	-0.25（前值）	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
3 月 24 日	美国 2 月新房销售(千套)	57.00（前值）	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	德国 3 月制造业 PMI 初值	44.80	公布值>预期值：利多欧元，利多国际金价
3 月 25 日	美国 3 月 Markit 制造业 PMI	50.70（前值）	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	英国 2 月 CPI 同比值	1.60	公布值>预期值：利多英镑，利多国际金价
3 月 26 日	美国第四季度 GDP 终值	2.10%（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	28.10 万人（前值）	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
3 月 27 日	美国 2 月 PCE 物价指数	1.63%（前值）	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	3 月密歇根大学消费者预期指数	92.10	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价

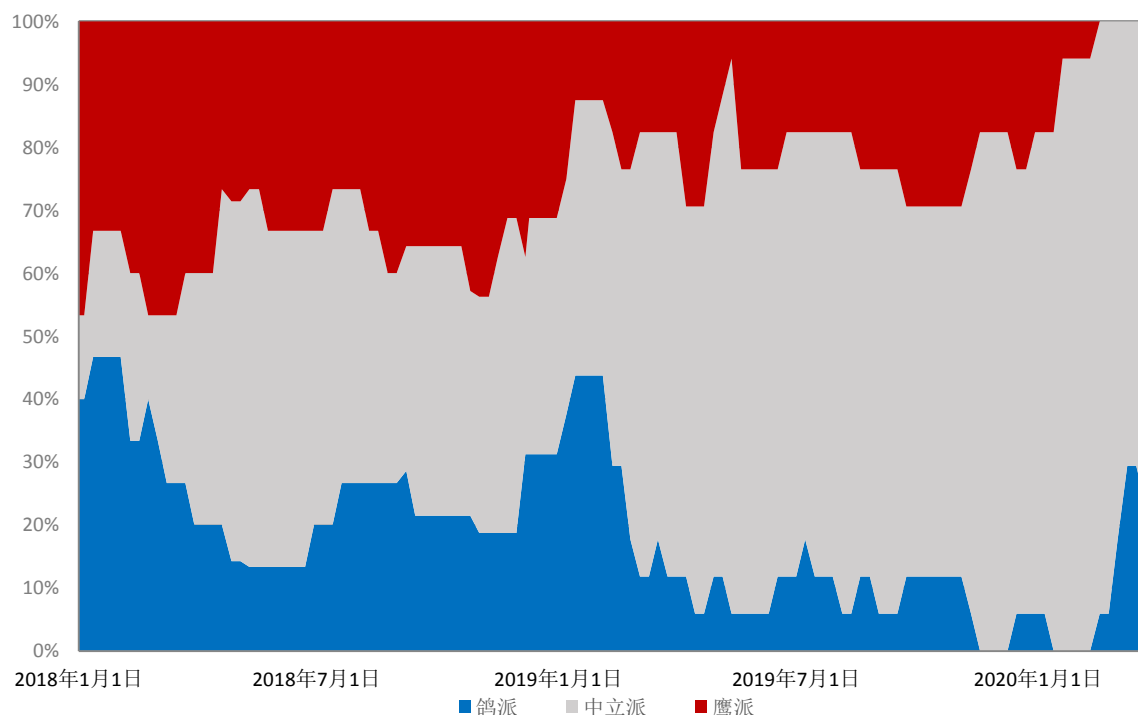
三、近一周美联储以及欧洲央行官员的言论分析

联储委员	是否票委	表态	最新言论
波士顿 罗森格伦	否	中立	预计市场将在接下来一周或两周稳定下来；美联储对货币市场的支持应该能够解决市场的功能失调问题；所有选项都应在桌上，包括企业债的购买；我们将会看到失业率大幅上涨；在未来一两周可能会看到有更多裁员；货币市场流动性工具旨在让人们相信，他们所持的“货币市场基金具有流动性和安全性”这一观点是正确的
克兰科夫 梅斯特	是	中立	若流动性不佳的状况持续，将支持采取进一步行动；不支持将利率降至零，以保持政策空间；如果市场流动性继续不足，会支持商业票据、定期拍卖和其它工具。
费城 哈克	是	中立	新冠病毒带来的影响与 2008 年金融危机时期不同；美联储和美国政府需要一起尽其所能来解决新冠病毒带来的影响，并维持市场的流动性；我们开始看到多个市场在一定程度上的稳定；美联储致力于将利率维持在低位，直至看到实现通胀和就业双重目标的信号；将支持通胀在加息之前略微高于美联储 2% 的目标；政府给美国人发放支票是有意义的；债券市场仍然波动，但是流动性趋好；
亚特兰大 博斯蒂克	2021	中立	第二季度将是困难的，但目前还不预计美国经济会出现衰退；美联储致力于提供一切我们可以提供的支撑；如果疫情得到控制，衰退可以被避免，第三季度经济将出现反弹；定期拍卖工具是美联储下一步应对危机的可能推出的措施之一。
美联储副主席 克拉利达	是	中立	
旧金山 戴利	2021	中立	我们的工具开始在中发挥作作用，将继续监测以判断是否需要采取进一步行动，正主动联系银行、议员、地区领导人等来帮助小企业和家庭；如果我们作出正确的举动并抵消短期的经济中断影响，这也将能减轻长期经济中断带来的影响；美联储与财政机构合作以考虑如何减轻家庭和企业的负担，这绝对是合适的
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	市场问题变得明显时，美联储致力于解决这些问题，重点是确保流动性和市场功能；首要任务应该是进行“大规模”检测，这样就可以让人们安全返回工作岗位，让企业重新开业
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	中立	新型冠状病毒的爆发将迅速成为美国的一个经济危机，可能很快成为经济衰退；这可能会成为一个时间很长的危机，并对经济产生重大影响；财政政策制定者应该帮助尽可能多的企业，并维持就业。

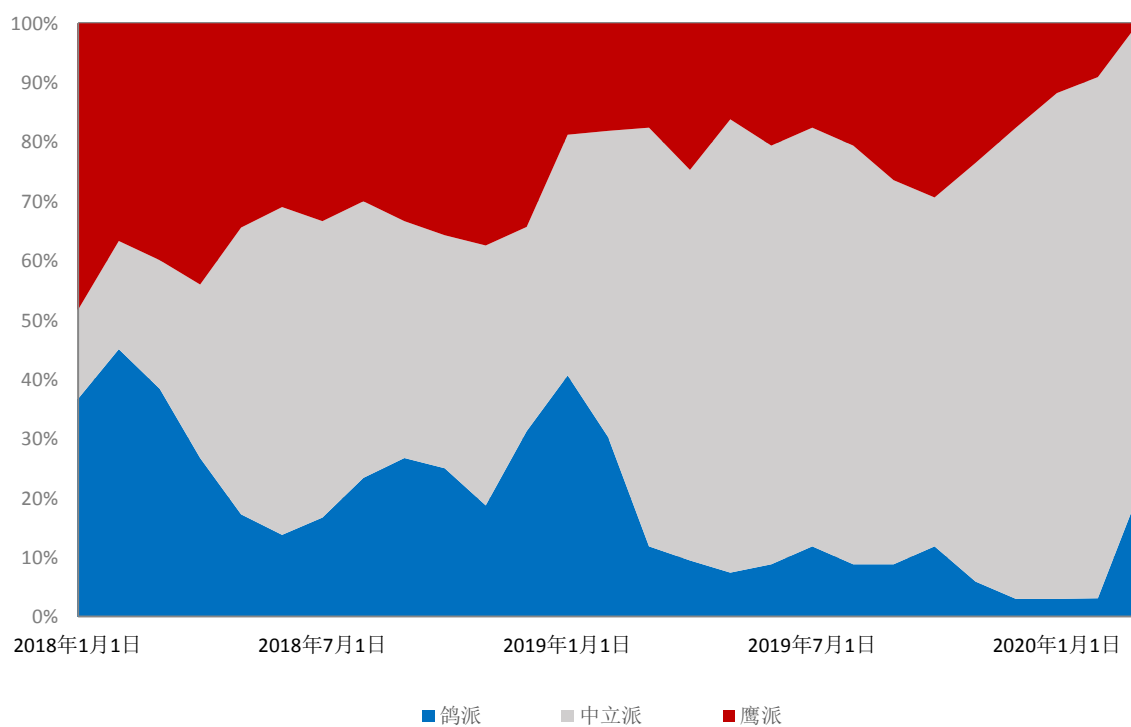
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 16: 近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



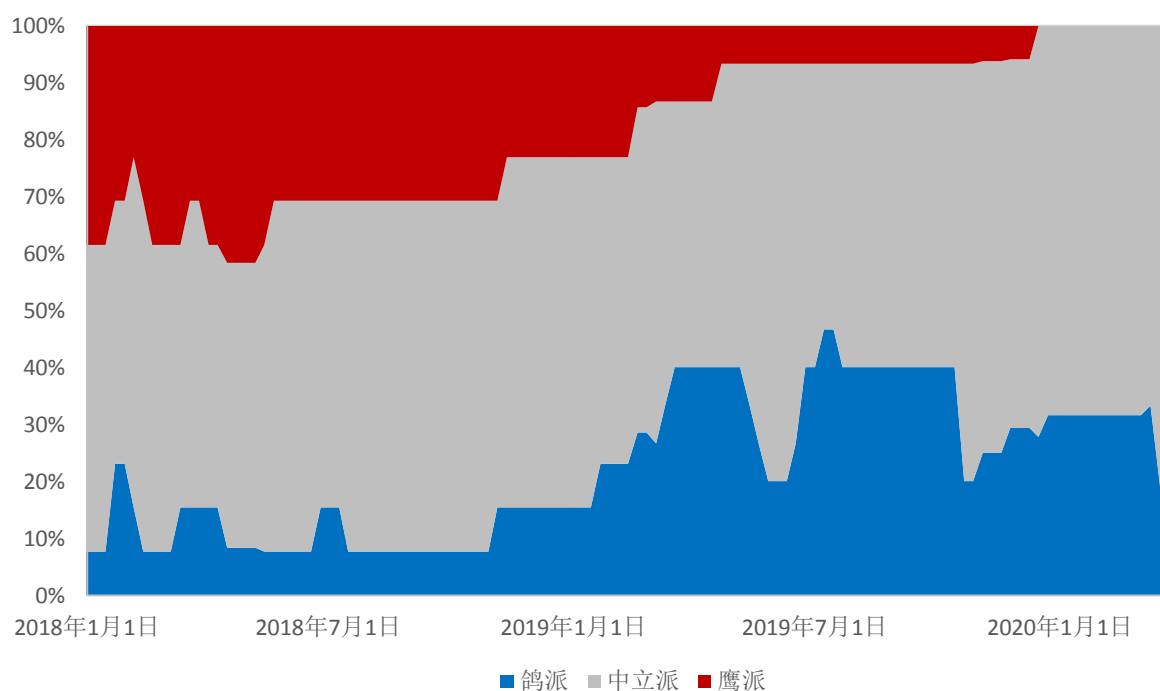
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 17: 近期美联储官员的言论基调（月均/连续）



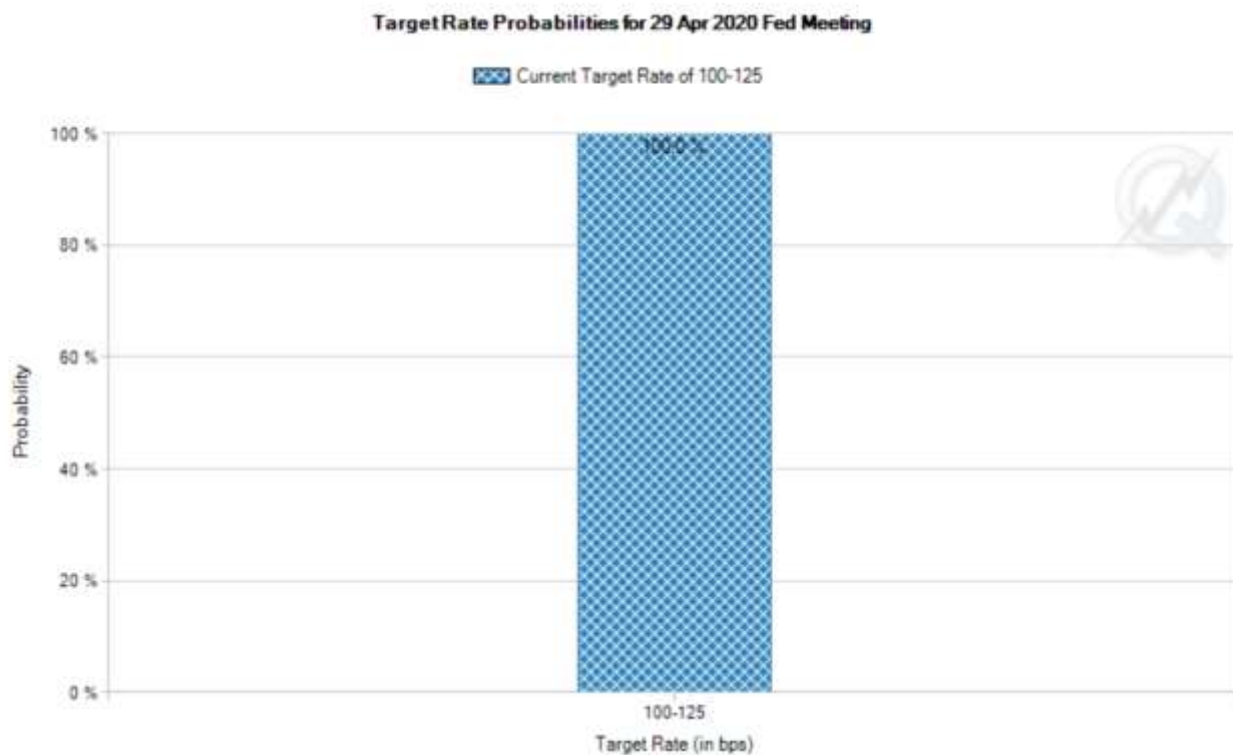
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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

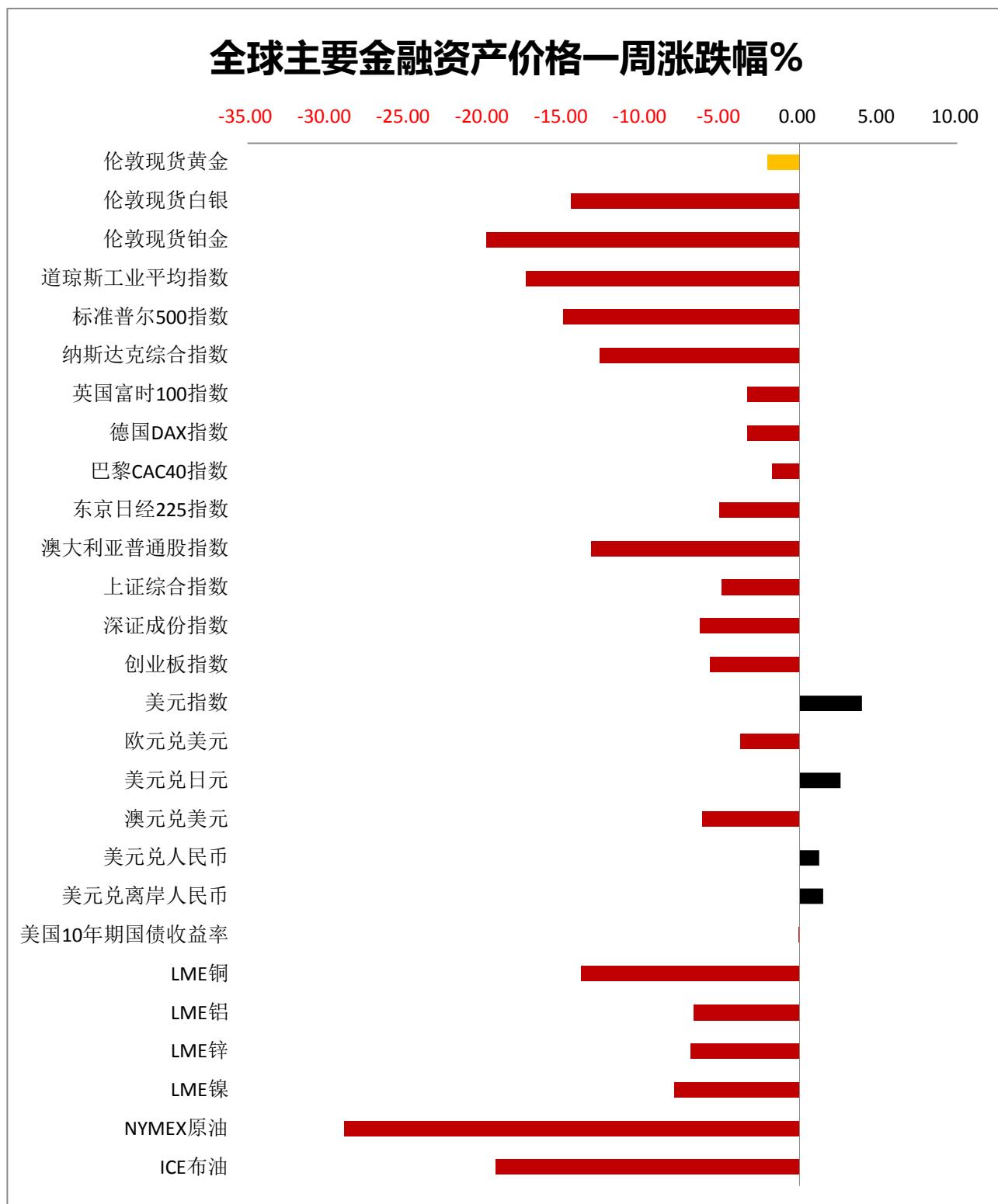
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1562.16	1575.48	1451.13	1498.70	-2.03
伦敦现货白银	15.09	15.23	11.61	12.61	-14.47
伦敦现货铂	766.50	771.00	558.00	608.50	-19.83
道琼斯工业平均指数	20917.53	21768.28	18917.46	19173.98	-17.30
标准普尔 500 指数	2508.59	2562.98	2280.52	2304.92	-14.98
纳斯达克综合指数	7392.73	7422.20	6686.36	6879.52	-12.64
英国富时 100 指数	5366.11	5419.30	4898.79	5190.78	-3.27
德国 DAX 指数	8728.48	9201.07	8255.65	8928.95	-3.28
巴黎 CAC40 指数	3886.82	4109.11	3632.06	4048.80	-1.69
东京日经 225 指数	17586.08	17785.76	16358.19	16552.83	-5.04
澳大利亚普通股指数	5590.70	5590.70	4768.70	4854.32	-13.17
上证综合指数	2897.30	2898.03	2646.80	2745.62	-4.91
深证成份指数	10867.66	10867.66	9719.49	10150.13	-6.29
创业板指数	2034.75	2036.73	1838.31	1915.05	-5.69
美元指数	98.64	103.01	97.44	102.39	3.96
欧元兑美元	1.11	1.12	1.06	1.07	-3.76
美元兑日元	107.09	111.51	105.41	110.82	2.61
澳元兑美元	0.61	0.63	0.55	0.58	-6.14
美元兑人民币	7.00	7.13	6.99	7.10	1.26
美元兑离岸人民币	7.03	7.17	6.99	7.13	1.51

美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.0215
LME 铜	5401.00	5436.50	4371.00	4700.00	-13.82
LME 铝	1685.50	1691.00	1575.00	1577.00	-6.69
LME 锌	1977.00	1978.00	1763.00	1845.00	-6.91
LME 镍	12225.00	12465.00	11085.00	11330.00	-7.92
NYMEX 原油	32.69	33.80	20.52	23.64	-28.86
ICE 布油	36.00	36.97	26.35	29.35	-19.26

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。