

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

市场押注美负利率
国际金价区间突破

市场研究报告

■ 本周视点:

上周国际金价继续走高，一周内国际金价开盘报于 1701.04 美元/盎司，最高价 1751.72 美元/盎司继续刷新 7 年半以来的新高，最低价为 1690.10 美元/盎司，一周国际金价收盘报于 1741 美元/盎司。市场与美联储主席鲍威尔对于负利率的相左看法成为了市场博弈黄金价格的重要因素。

短期来看，我们认为随着美国对外态度的再次强硬，市场会对已经衰退的经济前景更为担忧。特别是在中美已经签署了第一阶段关税协定的当下，市场的避险情绪可能会因此而重新激发。其次，离岸市场的美元流动性将极有可能引发新兴市场大规模债务危机。目前黎巴嫩和阿根廷已经出现美元债务违约，如果更多的新兴市场国家赴其后尘，全球经济的恢复将会更加遥远。同时美元仍将呈现阶段性强势，这当然会限制黄金的涨幅。但如同 2019 年一样，由于经济的疲软，美联储将大概率在很长的一段时间内维持美元利率在一个较低的水平。这也是低通胀环境下，黄金走强的必要非充分条件。

从技术走势来看，本周黄金再次创下新高达到了 1751.72 美元，尽管周五晚间国际金价并没有收于前期高点 1747.47 美元之上，但是震荡走强的表现符合我们上周的判断，我们认为黄金仍将继续攀升。

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 05 月 18 日

相关研究报告：

05 月 13 日

银铂钯每周资讯 ——2020 年第 2 期

05 月 11 日

美非农数据好于预期 后市金价震荡偏强

04 月 27 日

国际油价低位大幅震荡 投资者看多黄金热情不变

上周国际金价继续走高，一周内国际金价开盘报于 1701.04 美元/盎司，最高价 1751.72 美元/盎司继续刷新 7 年半以来的新高，最低价为 1690.10 美元/盎司，一周国际金价收盘报于 1741 美元/盎司。市场与美联储主席鲍威尔对于负利率的相左看法成为了市场博弈黄金价格的重要因素。

一、上周全球市场回顾

在国内经济数据方面，四月份中国的 CPI 同比为 3.3% 低于前值的 4.3%，PPI 同比为 -3.1% 差于前值 -1.5%。在环比数据方面，4 月份 CPI 环比为 -0.9% 好于前值的 -1.2%，工业品 PPI 环比下跌 1.3% 低于前值的 1%。一方面随着复产复工的有序推进，终端消费品的价格全面走弱，另一方面工业价格也因为国内需求无法弥补海外需求的不足，加上油价的走低而出现了明显的走弱。

在金融数据方面，2020 年 4 月，中国广义 M2 货币供应量同比增长 11.1%，为 3 年多来的最快增速，超过 10.2% 的市场预期。社会融资额从前一个月的 5.15 万亿元降至 2020 年 4 月的 3.09 万亿元，不过仍然远高于 2.65 万亿元的市场预期。人民币贷款新增 1.7 万亿高于预期的 1.3 万亿元，但低于前值的 2.85 万亿。从金融数据上来看，4 月份数据较 3 月份出现小幅回落，但总体表现仍然强于市场预期。其中 M1 对 M2 的剪刀差继续收缩，显示实体经济活力依然有待提升。

在生产数据方面，上周公布的 4 月份中国规模以上工业增加值同比增长 3.9%，扭转了前一个月下降 1.1% 的局面，也高于市场预期的 1.5% 的增长。这是自去年 12 月以来首次出现工业产出增长。当然由于 3 月份的封锁导致部分工业活动开工往后延后也是 4 月份数字走强的重要因素。

在投资数据方面，4 月份，中国固定资产投资同比下降 10.3%，好于前值的 -16.10%，不过仍然低于市场预期的 -10%。其中私人投资萎缩 13.3% 好于前值的 -18.8%，此外公共投资萎缩了 6.9% 好于前置值的 -12.8%。

在消费数据方面，2020 年 4 月，中国零售额同比下降 7.5%，低于市场预期的 -7%，但好于 -15.8% 的上月值。

在美国的经济数据方面，上周美国公布的核心 PPI 同比为 0.1%，低于 0.6%。剔除能源和食品的最终需求 PPI 同比为 0.6% 低于预期的 1.4%。在终端消费方面，上周美国公布的 4 月份 CPI 同比为 0.3% 低于前值的 1.5%，核心 CPI 为 1.4% 低于前值 2.1%。

在劳动市场数据方面，上周公布的美国当周首次申请失业人数为 298.1 万人，低于前值

的 316.9 万人，不过低于预期的 250 万人。

在宏观事件方面，周中美联储主席鲍威尔就目前美国的经济状况进行了讲话。他表示美国的经济前景高度不确定，存在重大的下行风险。他表示新冠疫情会对美国的经济造成持久的伤害，并引发长期衰退和复苏疲弱的局面。为了应对经济的高度不确定性，美联储将会“尽其所能”部署工具以避免可能出现的后果。不过鲍威尔同样表示，美联储将不考虑动用负利率。鲍威尔讲话期间，由于市场对于美联储货币政策预期的摇摆，导致美元黄金大幅震荡。不过，鲍威尔发言之后市场又开始对美国的货币政策预期产生怀疑，通缩预期有所抬头，令黄金重新走弱。

二、全球市场纵览及后市展望

我们看到在过去的三周内，市场对于美国通胀预期缺乏一致性判断使得黄金在 1700 整数关口出现反复拉锯。虽然目前美国已经有超过半数的州开始逐步复工，由于政府的控制不力投资者对于全面复工仍存忧虑，并产生对于未来通胀悲观的预期。市场开始担忧随着经济全面重启的滞后，在生产和消费全面受阻的情况下，美国企业的资产负债表会出现持续恶化。这样，企业的信贷风险往往会向银行部门进行传导，因此可能会引发美国企业的融资环境变得更加不畅。当企业部门风险加大，产出会遭遇打压，同时失业率陡增的压力也会明显限制需求，这将使得美国的通胀前景变得低迷。这也是最近数周来市场对于美国通胀低迷的主要原因。

当然，鲍威尔曾试图与市场沟通表示作为美联储的货币政策目标，通胀将不会成为问题，这使得市场相信负利率也是一种选择，成为了支撑黄金价格的重要因素。不过鲍威尔口中的政策工具，可能与市场的想法略有不同，美联储更加寄希望于美国财政部展开更为紧密的合作来推升通胀和经济水平。

除了通胀预期对黄金形成了影响，美元自身的走势同样影响着黄金的价格。从非美市场来看，由于贸易活动遭遇阻断，非美国家的美元储备受到侵蚀。对于产油国来说尽管近期依靠供给收缩的影响原油的价格有所企稳，但需求的锐减仍然令产油国的外汇储备总量遭受明显挤压。此外，新兴市场国家同样因为疫情进行了社交阻隔，在内外需断崖式下跌的影响下，非美地区的美元债承受着巨大的压力。这使得美元指数始终保持在 100 上下，并对黄金价格形成压力。

从后市来看，市场的逻辑将会逐渐从目前的疫情后的复产复工逐渐开始向中美贸易摩擦转移。随着 11 月份美国大选的逐渐临近，特朗普有通过继续宣扬美国优先的民粹主义，以挽回其在对抗疫情中的不利措施所导致的选票流失的倾向。

根据美国的民调网站显示，目前有 55.6% 的受采访者表示对经济的前景表示担忧，31% 的人存在着一定程度的担忧，剩下的 11.8% 的民众对经济前景没有或是担忧程度很低。在另一个关于民众对于特朗普政府对于此次疫情的应对满意程度的调查中，49.4% 的民众认为特朗普应对得力，46.9% 的民众则认为特朗普应对失策。在党派调查中，82.8% 的共和党人对特朗普的变通表示肯定，39.6% 的独立人士对特朗普的措施表示肯定，另外 12.8 的民主党人认可特朗普的抗疫措施。

根据上述数据来看，目前美国人民对于特朗普政府的应对措施认可度仍然较高，但是对于经济的预期则较为悲观。这意味着一旦疫情开始明显缓解，特朗普将会继续对外施展强力的外交政策，以挽回选民。我们认为目前市场最大的风险已经开始切换至美国大选和中美之间的贸易谈判。如果将时间会拨到 2019 年，除了“失效”的菲利普斯曲线，贸易摩擦可能是各大机构最为关心的话题之一。

短期来看，我们认为随着美国对外态度的再次强硬，市场会对已经衰退的经济前景更为担忧。特别是在中美已经签署了第一阶段关税协定的当下，市场的避险情绪可能会因此而重新激发。其次，离岸市场的美元流动性将极有可能引发新兴市场大规模债务危机。目前黎巴嫩和阿根廷已经出现美元债务违约，如果更多的新兴市场国家赴其后尘，全球经济的恢复将会更加遥远。同时美元仍将呈现阶段性强势，这当然会限制黄金的涨幅。但如同 2019 年一样，由于经济的疲软，美联储将大概率在很长的一段时间内维持美元利率在一个较低的水平。这也是低通胀环境下，黄金走强的必要非充分条件。

从技术走势来看，本周黄金再次创下新高达到了 1751.72 美元，尽管周五晚间国际金价并没有收于前期高点 1747.47 美元之上，但是震荡走强的表现符合我们上周的判断，我们认为黄金仍将继续攀升。

图 1： 不同期限美元 LIBOR

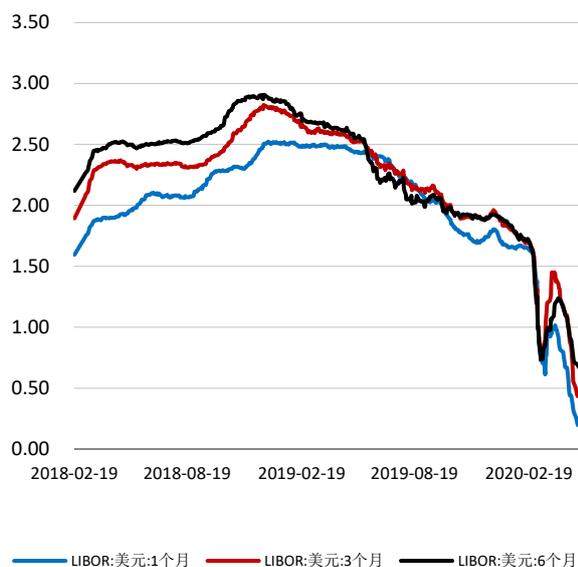
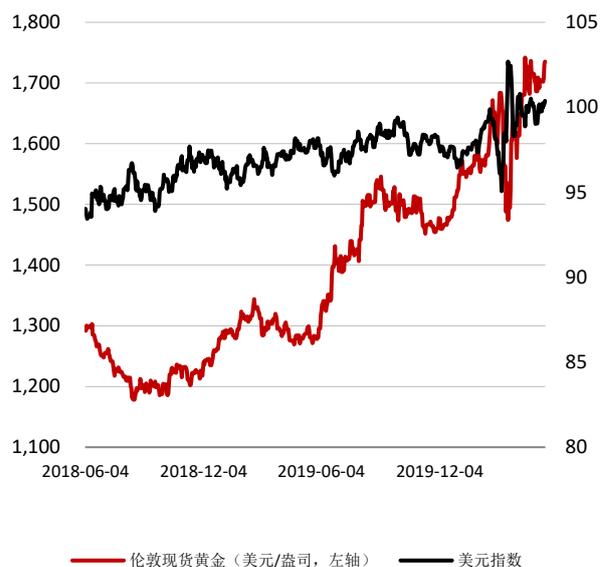


图 2： 黄金与美元指数



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

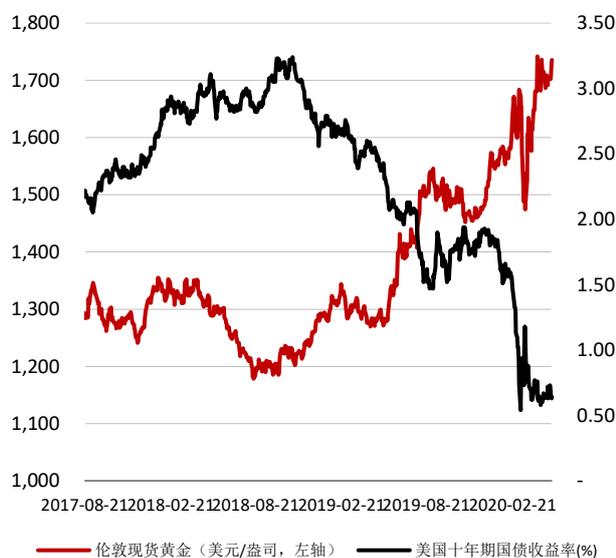
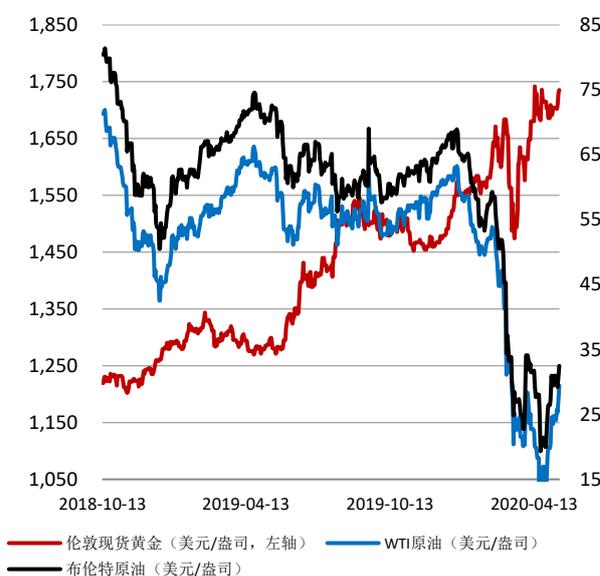


图 4： 黄金与原油价格



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

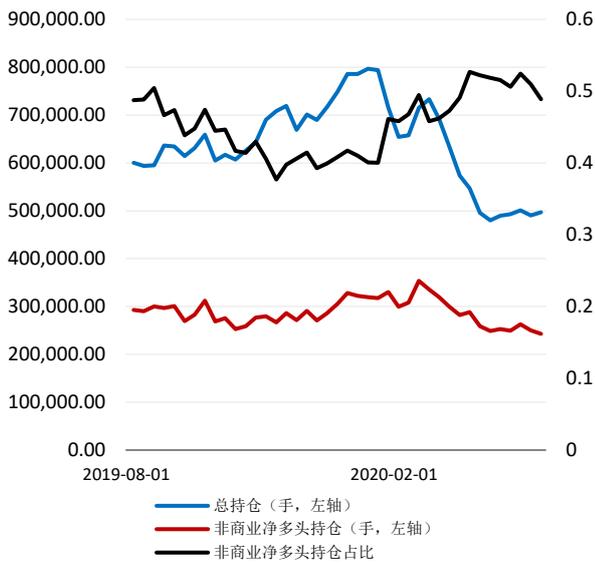
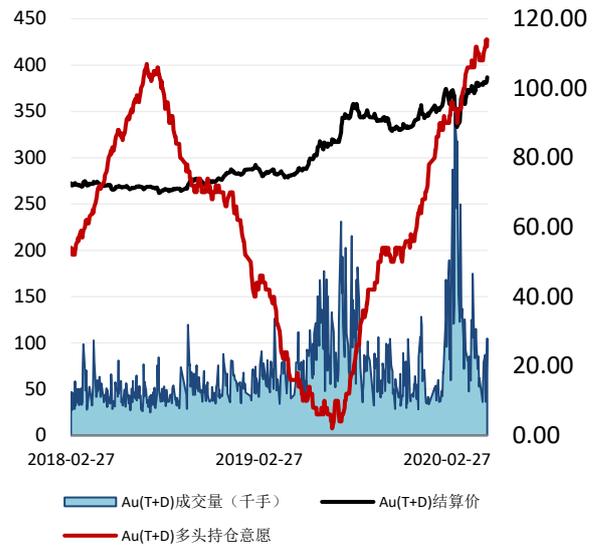


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

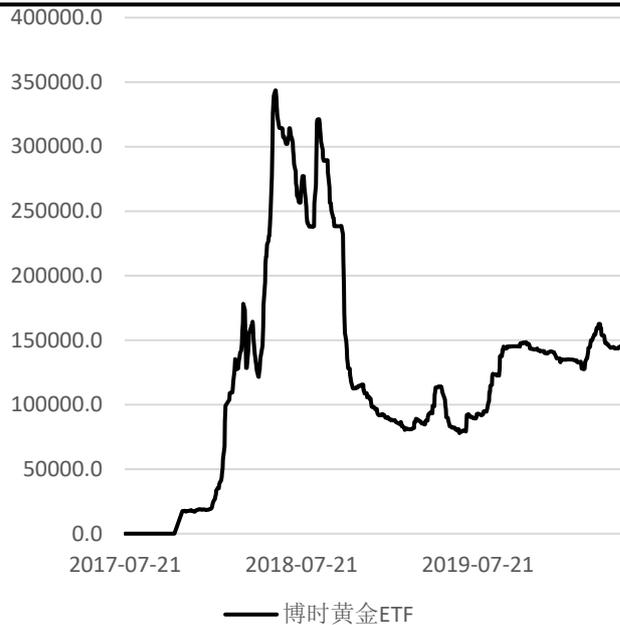


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

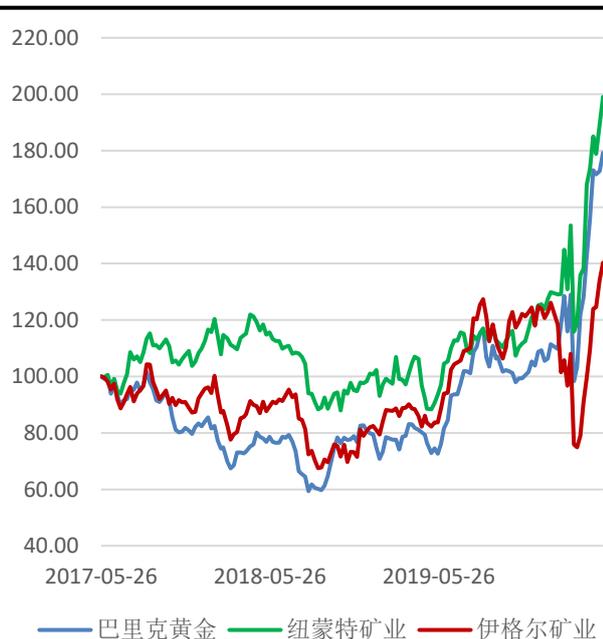


图 12: 美国黄金股票指数



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

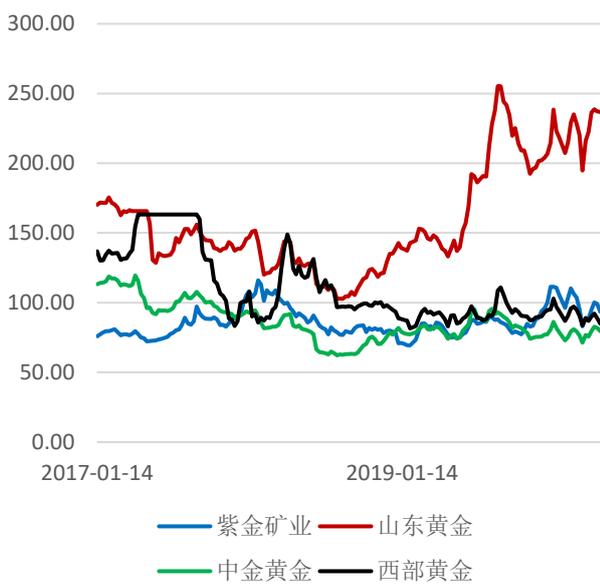
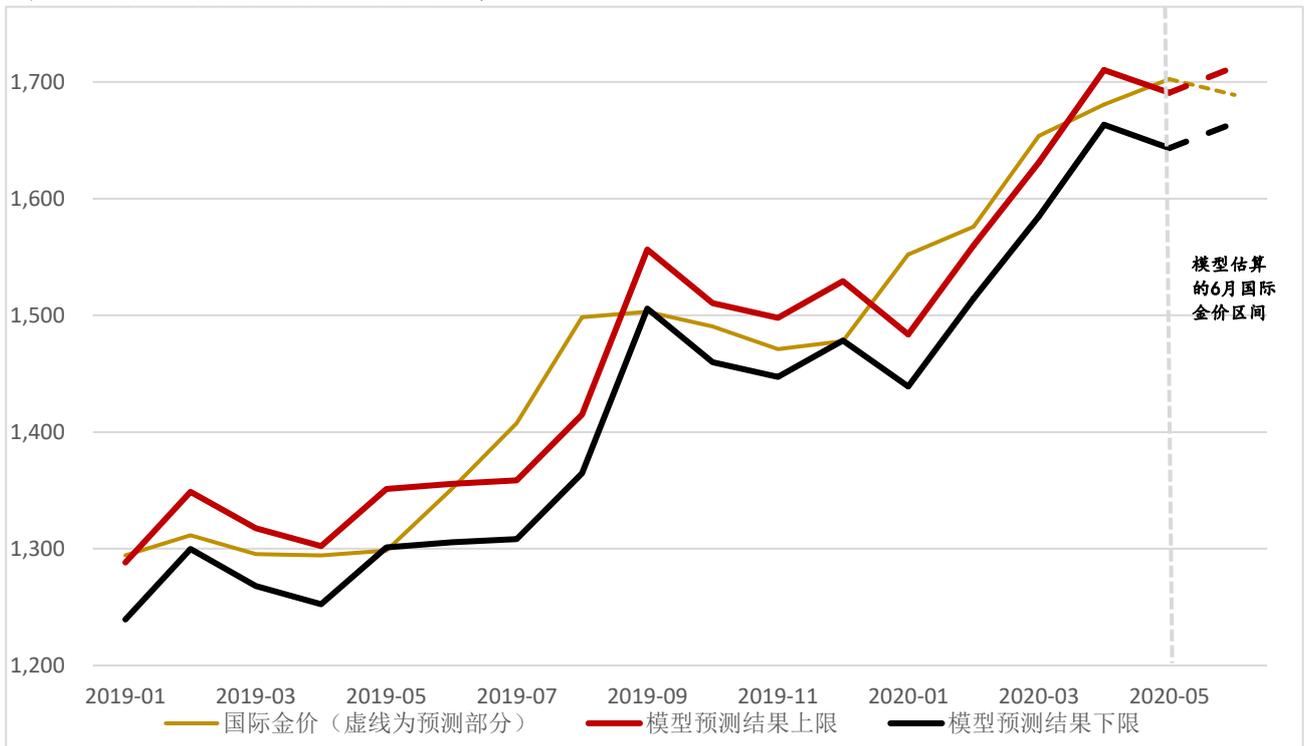


图 14: 中国黄金股票指数



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
5月18日	美国5月NAHB住房市场指数	30.0 (前值)	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
5月19日	美国4月新屋开工：私人住宅	10.01 万套 (前值)	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	5月欧元区ZEW经济景气指数	25.20 (前值)	公布值>预期值：利多欧元，利多国际金价
5月20日	美国5月15日EIA库存周报：成品汽油(千桶)	22,564 (前值)	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
5月21日	美国5月16日当周初次申请失业金人数	316.90 万人 (前值)	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国4月成屋销售折年数(万套)	527 (前值)	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
5月22日	美国5月Markit制造业PMI	36.10 (前值)	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

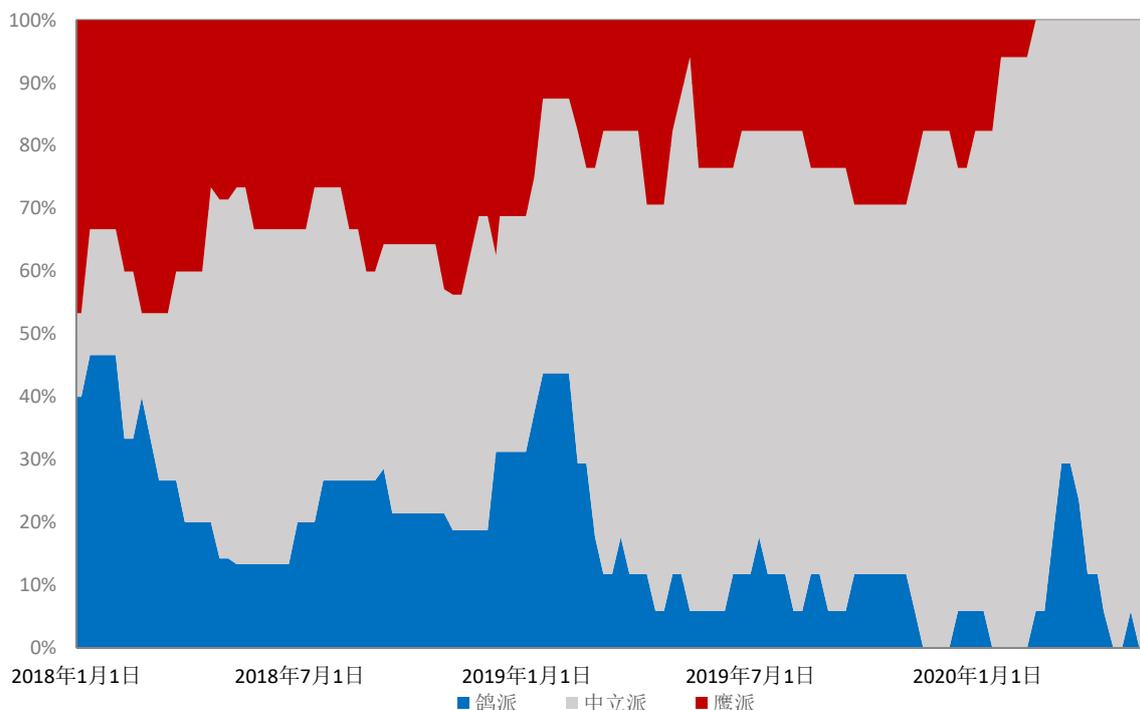
联储委员	是否票委	表态	最新言论
波士顿 罗森格伦	否	中立	
克兰科夫 梅斯特	是	中立	预计美国失业率达到20%甚至更高；将会需要进一步直接的财政支持；预计经济在第二季度将受到来自疫情的更严重的影响；对于经济的基线展望是，随着部分居家令的解除，经济在今年下半年开始恢复增长；预计在今年余下的时间甚至更长的时间内，通胀仍处于低位；更加悲观的情景是，随着新冠肺炎确诊数字的增加，经济迎来更大程度的封锁很可能会成为基线情景；负利率不是我们会使用的一个工具。
费城 哈克	是	中立	如果经济增长过快导致第二波疫情爆发，那么经济复苏的势头就会逆转；美联储的目标是确保经济的每个部门都能获得流动性；可以预期在疫情得到控制前，美国经济都将表现不佳；没有看到

			通胀方面出现任何压力，美联储承诺低利率直到看到经济明显向正常水平迈进。
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	经济前景高度不确定，有重大下行风险；新冠疫情引起了经济遭受长期危害的担忧；可能需要采取额外措施支持经济；美联储将最大限度利用政策工具直至经济复苏；有必要采取更多财政措施限制疫情带来的伤害；失业率可能在下个月左右达到峰值；一旦疫情得到控制经济将开始复苏；复苏耗费的时间可能比希望的要长几个月；持续的财政支持措施仍然是重要的；美联储当前并未考虑负利率；有关负利率效果的证据非常混杂；当前拥有的工具可以起作用。
美联储理事 布雷纳德	是	中立	
美联储理事 夸尔斯	是	中立	当务之急是推出主体街工具和市政便利工具；主体街工具和市政借贷工具将在未来几周内而非几个月内启动；近期的失业率将会处于极度高的位置，正经历很严峻的经济时期。
美联储理事 鲍曼	是	中立	
纽约 威廉姆斯	是	中立	
里士满 巴尔金	2021	中立	预计美国可能会出现滞胀，但不预计会出现通缩；预计2020年下半年经济增长将出现反弹；美联储有充足的空间展开更多的经济援助；目前主要的注意力放在了美联储自身的任务上。
达拉斯 卡普兰	是	中立	负利率将对中介机构和货币市场基金构成影响。
堪萨斯城 乔治	否	中立	
圣路易斯 布拉德	是	偏鸽	美联储的计划对市场产生明显的告示效应，美元互换额度也有助于稳定市场，目的是阻止健康危机演变为金融危机，不能持续太长时间地关闭经济，长时间关闭经济存在破产、遭遇萧条的风险；在不增加破产风险和造成更广泛金融问题的前提下，关闭经济措施可持续120天；在经历第

			二季度创纪录的收缩后，第三季度可或出现创纪录的年化经济增速；负利率对美国而言并不是一个好的选项；更有可能的下一步行动是更明确地回归 QE 以维持低利率水平；更多的财政刺激将是必要的；美联储的行动需要获得财政刺激以及国会拨款补充；美联储致力于实现 2% 的通胀目标；美联储 10 万亿美元的资产负债表“听起来非常高”，但预计随着疫情缓解，负债表的项目将逐渐减少；无论是否使用收益率曲线控制等策略，市场利率都将维持在低位。
芝加哥 埃文斯	是	中立	
明尼阿波利斯 卡什卡利	是	偏鸽	美国政府能够以很低成本的借债，有能力筹集资金来为美国人提供支持；美联储政策制定者在反对负利率问题上“相当一致”，不希望在负利率问题上说“永不”，但美联储还有其他事情要先完成。

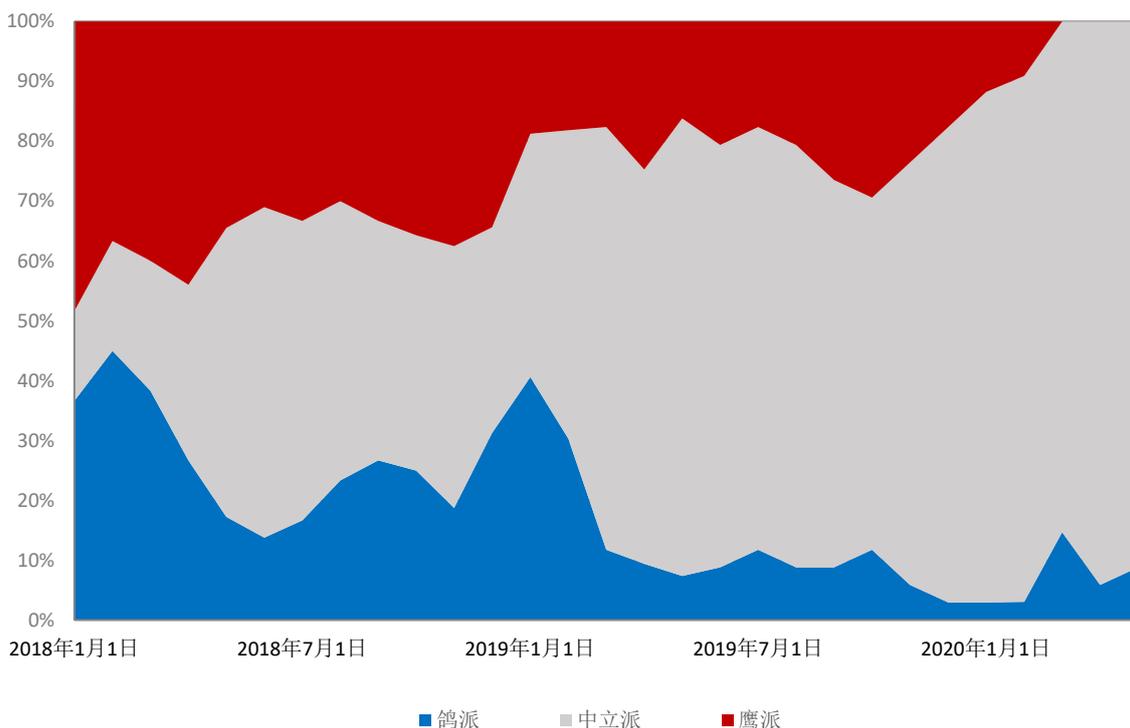
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 21：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



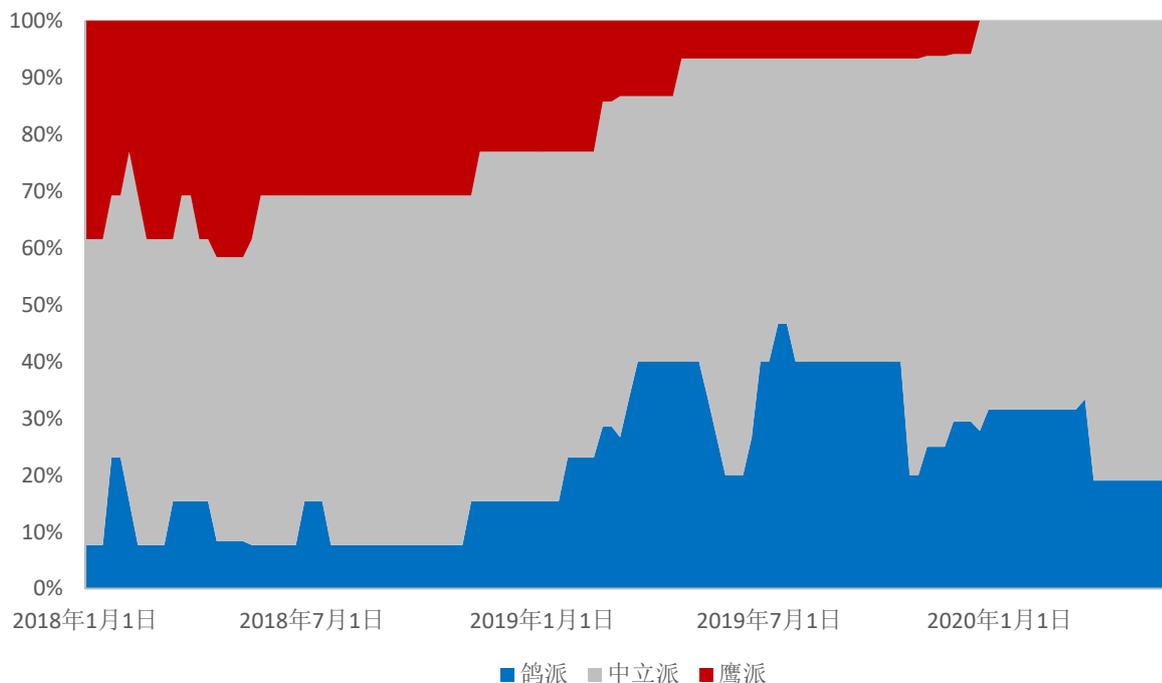
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 22：近期美联储官员的言论基调（月均/连续）



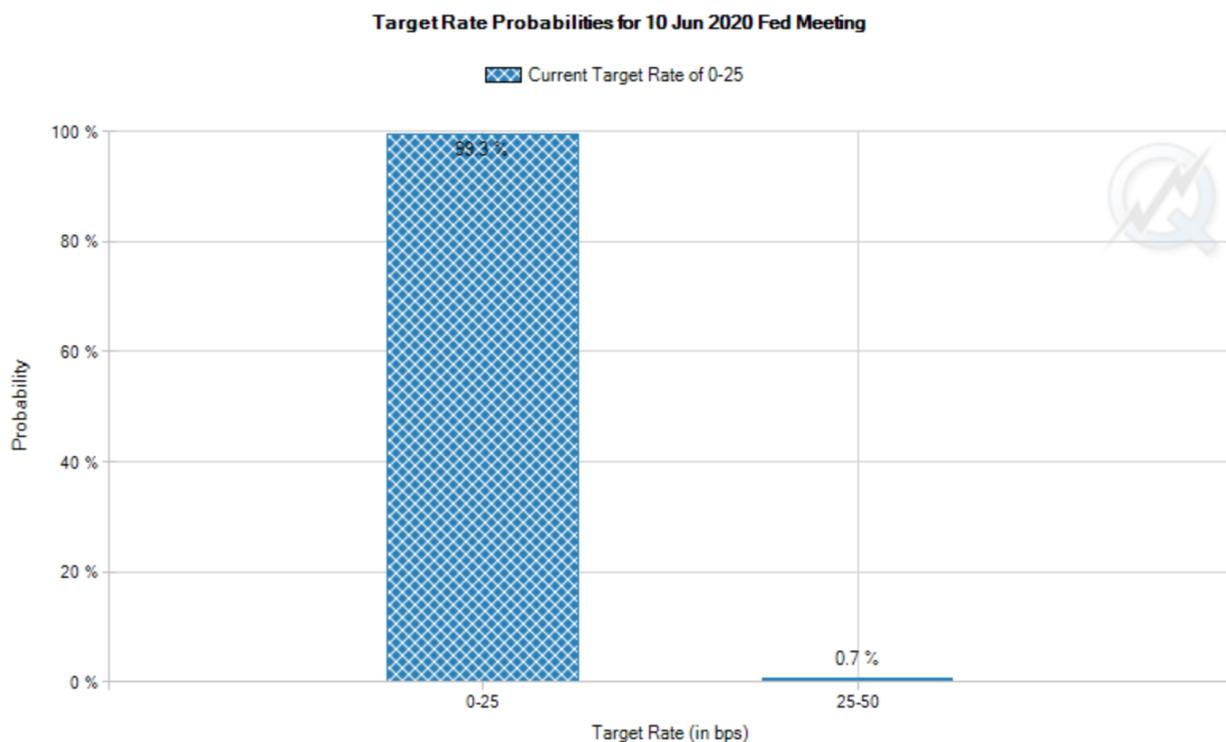
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 23：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 24: 芝商所联邦利率期货隐含的联邦公开市场委员会 (FOMC) 6 月份加息与否概率



数据来源: 芝加哥商业交易所集团, CME Group

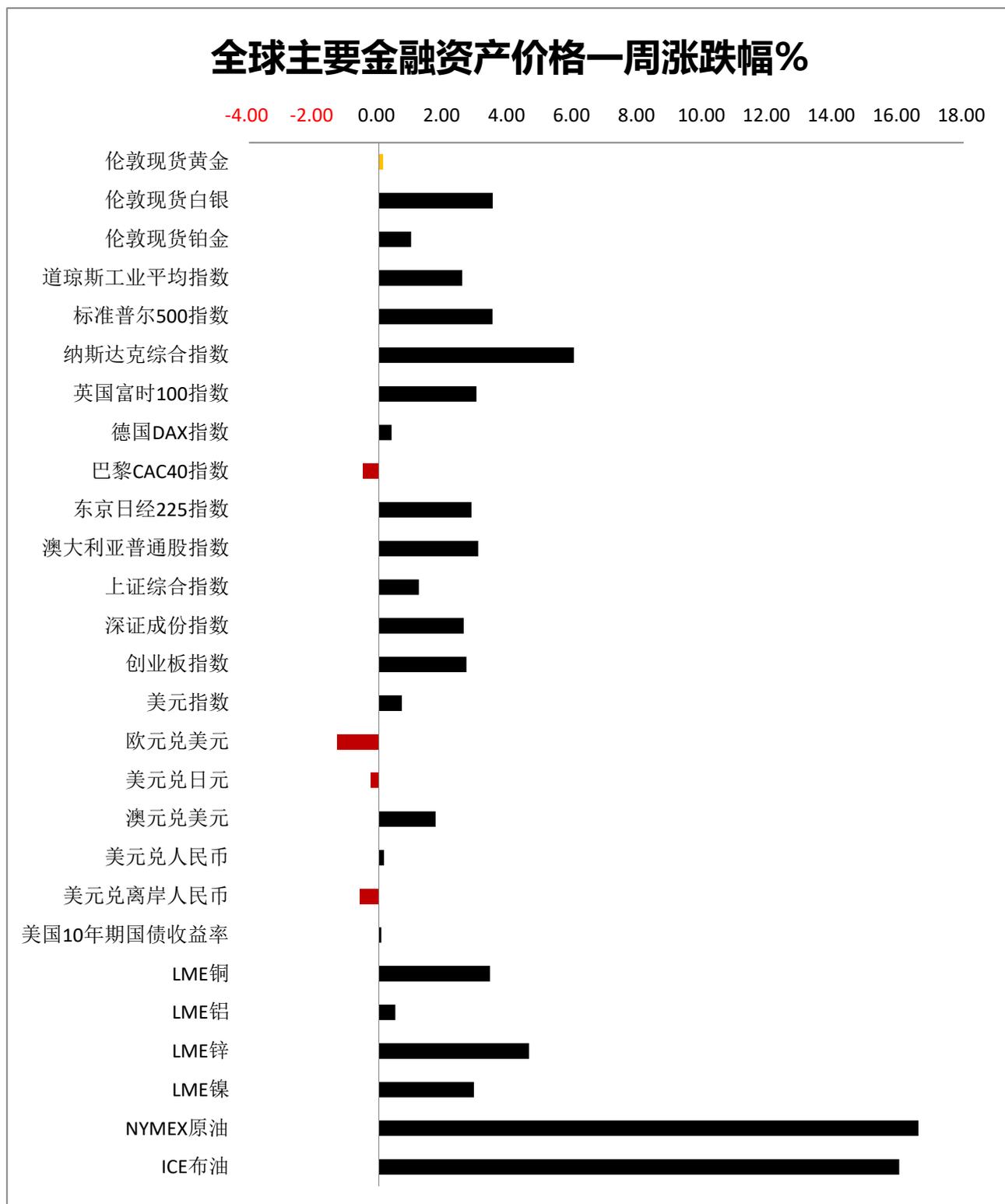
表 3: 上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1697.88	1723.54	1680.32	1700.60	0.14
伦敦现货白银	14.94	15.63	14.68	15.46	3.51
伦敦现货铂	756.75	779.61	742.75	765.25	0.99
道琼斯工业平均指数	23581.55	24349.90	23361.16	24331.32	2.56
标准普尔 500 指数	2815.01	2932.16	2797.85	2929.80	3.50
纳斯达克综合指数	8555.32	9125.98	8537.83	9121.32	6.00
英国富时 100 指数	5763.06	5941.86	5702.03	5935.98	3.00
德国 DAX 指数	10543.36	10918.32	10426.06	10904.48	0.39

巴黎 CAC40 指数	4413.14	4560.19	4362.13	4549.64	-0.49
东京日经 225 指数	19468.52	20179.09	19448.93	20179.09	2.85
澳大利亚普通股指数	5325.00	5521.20	5246.40	5487.99	3.06
上证综合指数	2831.63	2903.80	2830.65	2895.34	1.23
深证成份指数	10618.17	11054.31	10613.89	11001.58	2.61
创业板指数	2052.39	2137.79	2051.29	2125.24	2.70
美元指数	99.10	100.41	99.08	99.75	0.71
欧元兑美元	1.10	1.10	1.08	1.08	-1.29
美元兑日元	106.86	107.07	105.95	106.62	-0.26
澳元兑美元	0.64	0.65	0.64	0.65	1.74
美元兑人民币	7.06	7.11	7.06	7.07	0.16
美元兑离岸人民币	7.14	7.16	7.08	7.09	-0.60
美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0752
LME 铜	5085.00	5295.00	5060.00	5280.50	3.42
LME 铝	1482.50	1496.50	1472.00	1492.00	0.51
LME 锌	1909.00	2029.00	1893.00	2002.50	4.62
LME 镍	11885.00	12400.00	11800.00	12295.00	2.93
NYMEX 原油	21.87	27.98	20.84	26.04	16.61
ICE 布油	26.10	32.27	25.50	30.86	16.02

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。