

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

1920 黄金获得支撑 后市仍将维持整理态势

■ 本周视点:

上周国际金价冲高回落，周初国际金价开盘报于 1965.37 美元/盎司，周中最高触及 1992.63 美元/盎司，最低价为 1915.80 美元/盎司，并最终报收于 1932.80 美元/盎司。整个交易周内美国公布的一系列经济数据喜忧参半，欧洲经济复苏逐步放缓，都是导致金价震荡的重要因素

展望后市，尽管我们看到 1920 美元/盎司这一前期的历史高位对黄金形成了明显的支撑，但是在 9 月份联邦公开市场议息会议召开之前，除非美国两院能就新一轮的刺激法案达成一致，否则在缺乏美联储更加明确的或货币政策，或是持续改善的经济数据的情况下，黄金很难走强。当然如果上述情况未变得话，那么下行的空间也将十分有限。我们预计黄金将在 1900-1950 之间进行震荡。

市场研究报告

中国工商银行贵金属业务部
交易业务部

徐铨翰、朱子坤

电话：021-63307090

Email: quanhan.xu@icbc.com.cn

报告日期：2020 年 09 月 07 日

相关研究报告：

08 月 27 日

银铂钯每周资讯—2020 第 18 期

08 月 31 日

美联储调整货币政策框架 国际金价
有望短期走强

08 月 20 日

银铂钯每周资讯—2020 第 17 期

上周国际金价冲高回落，周初国际金价开盘报于 1965.37 美元/盎司，周中最高触及 1992.63 美元/盎司，最低价为 1915.80 美元/盎司，并最终报收于 1932.80 美元/盎司。整个交易周内美国公布的一系列经济数据喜忧参半，欧洲经济复苏逐步放缓，都是导致金价震荡的重要因素。

一、上周全球市场回顾

美国劳动力市场数据方面，上周公布的美国 8 月份 ADP 新增就业人数为 42.8 万人，低于市场预期的 100 万人，尽管该数据好于前值的 16.7 万人。ADP 就业数据公司副总裁表示，8 月份的招聘信息显示各行业的就业增长还没有接近疫情前的水平。8 月 29 日当周，美国申领失业救济金人数降至 88.1 万人，低于市场预期的 95 万。8 月，美国新增非农就业人数为 137.1 万比前一个月下正的 173.4 万有所放缓，略低于市场预测的 140 万个。此外，美国 8 月份失业率跌至 8.4% 好于市场预期的 9.8%，且低于前值的 10.2%。上周美联储主席鲍威尔在接受全国公共广播电台采访时表示，美国的就业报告显示美国经济复苏良好，但仍然大幅低于疫情前的水平。

在美国的生产数据方面，8 月美国 ISM 制造业采购经理人指数从 7 月份的 54.2 升至 56，超过市场预测的 54.5。这也是制造业自 2018 年 11 月以来最大规模的扩张。从分项数据来看，新订单增速达到 2017 年 12 月以来的最高水平。产量、积压订单和出口订单也较上个月出现了增长。但就业人数仍然处在枯荣线下方，价格压力自 2018 年 11 月以来增长最快，而库存下降同样较快。各行业的复苏程度大相径庭，特别是餐饮类的服务性行业复苏依旧缓慢，但是家用电器等商品则呈现回暖的迹象。美国 2020 年 8 月 ISM 非制造业采购经理人指数从上月的 58.1 降至 56.9，符合市场预期的 57，不过仍然连续第三个月扩张。其中，商业活动和新订单涨幅放缓，价格上涨幅度则录得 2018 年 11 月以来最大。此外，就业仍然处于下滑，但降幅放缓。

国内的生产数据方面，8 月中国官方制造业采购经理指数为 51.0，与前一个月持平，仅微低于市场共识的 51.2，随着经济的复苏，工厂活动连续第六个月维持增长。从分项数据来看，8 月份的产出和新订单数量继续保持增长，但出口销售和就业均低于枯荣线。在价格方面，投入成本连续第四个月上升，同时销售价格也连续三个月录得上涨。非制造业采购经理人指 8 月份录得 55.2，好于上个月的 54.2，这也是自 2018 年 1 月以来服务业增长最快的一个月。从分项数据来看，新业务增长较快，但海外销售和就业人数均出现下降。在价格方面，投入成本连续第四个月上升，而销售价格保持稳定。

8月财新中国综合采购经理人指数从一个月前的54.5升至55.1。其中，制造业扩张幅度为2011年1月以来最大，而服务业活动增长依然稳健。新订单增长放缓至三个月低点，但总体仍然处于扩张中。具体来看，国内8月财新制造业采购经理人指数从上月的52.8升至53.1，超过市场预期。其中，产出和新订单增幅为2011年初以来最大，新出口销售自2019年12月以来首次上升。不过，员工雇佣水平略有下降，暗示就业接近稳定。在价格方面，投入成本和产出费用的增长速度都有所放缓。综合各项指标来看，疫情后中国的经济快速复苏已经解决尾声。8月财新中国服务业采购经理人指数为54.0，与7月份的54.1持平。其中，新订单继续上升，不过较6月份的增幅有所放缓，就业人数也出现了7个月来的首次增长。不过，出口订单连续第二个月下降，而未完成业务在7月份温和上升后有所下降。

在欧元区的劳动力市场方面，欧元区季调后的失业率从前一个月向下修正的7.7%升至7月的7.9%，但略好于市场预期的8%。这是自2018年11月以来失业率最高的一次，同时总失业人数增加了34.4万人，达到1279.3万人。失业率最高的国家依次是西班牙、意大利、法国和德国。整个欧盟7月份的失业率为7.2%，高于前一个月的7.1%。

欧元区通胀方面，8月欧元区核心通胀初值同比进一步放缓至0.4%，这也是有记录以来的最低水平，并大幅低于0.8%的市场预测。这也令市场对欧洲的经济复苏状况产生疑虑。欧元区2020年7月的生产者物价指数同比下降了3.30%。

在美国贸易数据方面，美国贸易逆差从6月份下修的535亿美元升至2020年7月的636亿美元，高于市场预测的580亿美元逆差。这是自2008年7月以来的最高贸易逆差水平，反映出商品逆差增加93亿美元至809亿美元，服务顺差减少8亿美元至174亿美元，为2012年以来的最低水平。

在原油方面，EIA石油状况报告显示，截至2020年8月28日当周，美国原油库存减少936.2万桶，为连续第六周减少，且低于市场预期的减少188.7万桶。与此同时，汽油库存减少了432万桶，而市场此前预测的降幅较小，为303.6万桶。

二、全球市场纵览及后市展望

上周美国公布的经济数据有好有坏。劳动力市场数据方面，美国不及预期的ADP就业人数，在一定程度上影响了市场对于美国经济复苏的预期，但好于预期的失业率数据和不及预期但持续改善的新增非农就业数据，又提振了市场对于美国经济的复苏进程。

美国公布的8月份ISM采购经理人指数也暗示了这种矛盾。从综合数据来看，美国经济仍处于复苏之中，但与就业相关的分项数据显示，劳动力市场的恢复可能还需要更长的时间，

而美国永久失业人数在 8 月份持续增加也印证了上述的观点。由于，疫情对于美国潜在产出的影响是长期存在的，这意味着在短期的快速反弹后，美国经济复苏的持续性仍然令人怀疑。而如果要保证美国经济的持续复苏，就需要维持一定规模的持续性的财政刺激政策。

上周美国众议院院长洛佩西在与美国财长姆努钦通话后，表示美国两党在新一轮刺激法案上继续存在“严重分歧”，这使得市场对于美国两院在短期内达成协议的预期再次落空。我们在此前的报告中阐述过，尽管美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会上表示美联储的新的货币政策框架调整为平均通胀目标制，美国财政政策的退坡将会极大地影响美国经济的复苏。特别是美国 7 月份的核心消费数据仍然呈现下滑的态势。因此，在新一轮的刺激政策迟迟未能落地的情况下，市场曾经一度在 1.8% 这一水平交易美国的通胀预期，显得有些过于乐观。而根据最新的数据显示，上周美国十年期国债收益率在连续 5 天回落后在周五开始重新走高。部分经济数据显示美国的经济维持在一个复苏的态势，但部分数据的疲软以及新一轮财政刺激计划的姗姗来迟，诠释了近期黄金走势的纠结。

其他要注意的方面有，近期欧元部分国家的采购经理人指数显示，这些地区的经济恢复正在面临挑战，特别是西班牙和意大利的数据重新回到了枯荣线的下方，使得近期市场对于欧元的多头押注有所降低。这也支撑了美元指数，并对黄金价格形成了压力。另外，根据世界黄金协会的数据显示，2020 年 7 月，全球各国央行净购金 8.9 吨，创下自 2019 年 7 月份以来的最低月度净购金量。央行购金的减少显示，也令黄金的投资吸引力有所降低。

从上周国际金价的表现来看，1920 美元/盎司这一前期的历史高位对黄金形成了明显的支撑，但是在 9 月份联邦公开市场议息会议召开之前，除非美国两院能就新一轮的刺激法案达成一致，否则在缺乏美联储更加明确的或货币政策，或是持续改善的经济数据的情况下，黄金很难走强。当然如果上述情况未变得话，那么下行的空间也将十分有限。我们预计黄金将在 1900-1950 之间进行震荡。

图 1： 不同期限美元 LIBOR

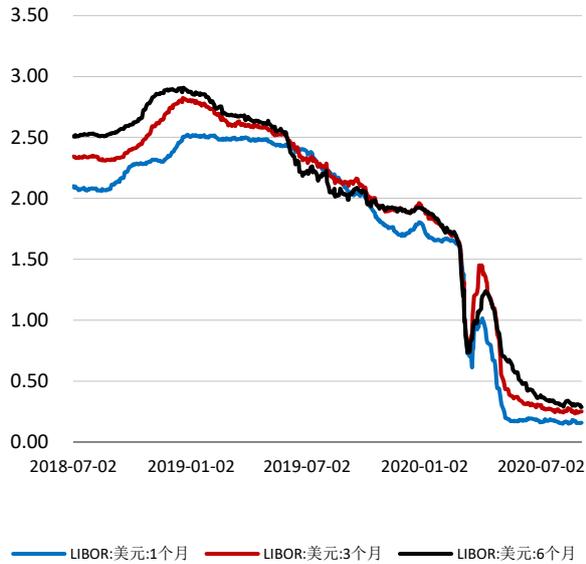


图 2： 黄金与美元指数

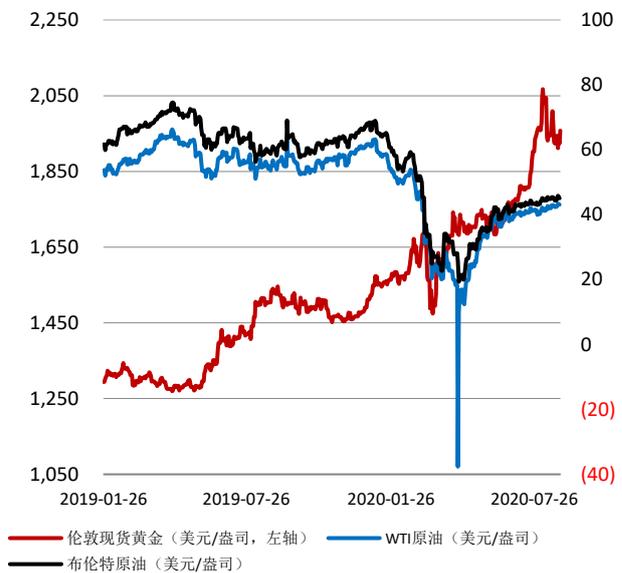


数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

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

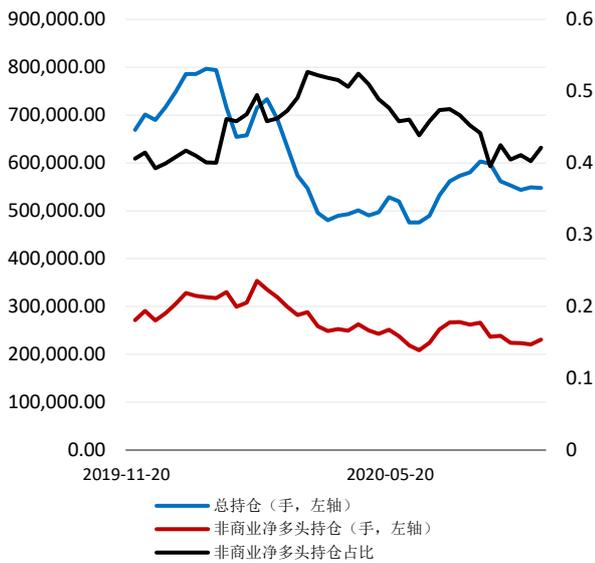
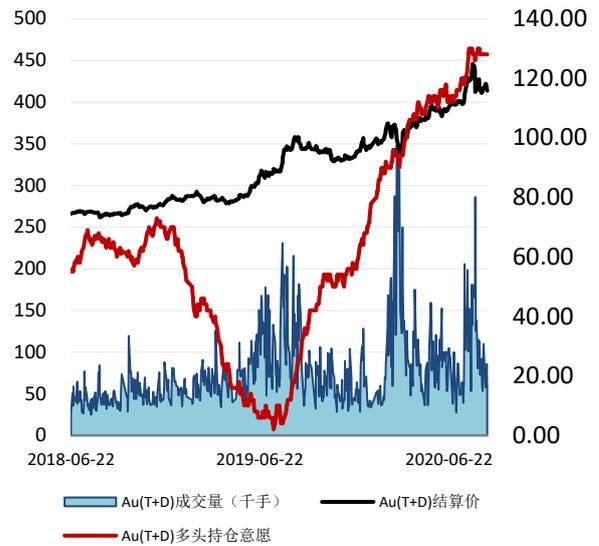


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

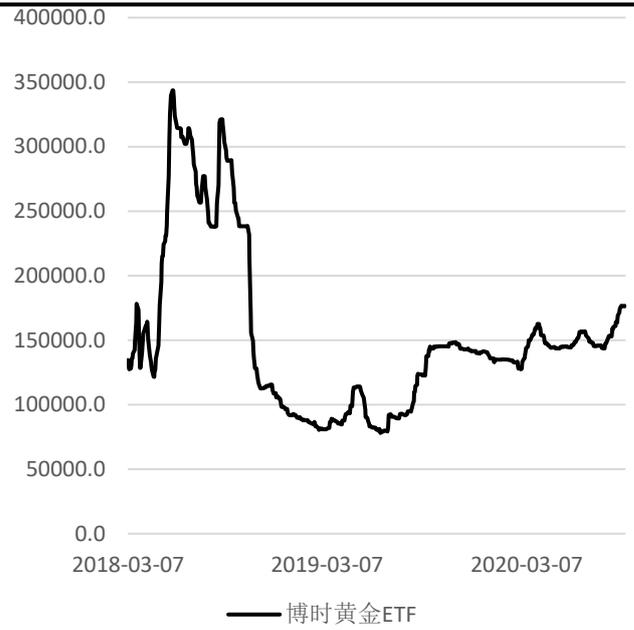


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

图 9: CBR 现货指数与 LME 铜



图 10: 博时黄金 ETF 持仓

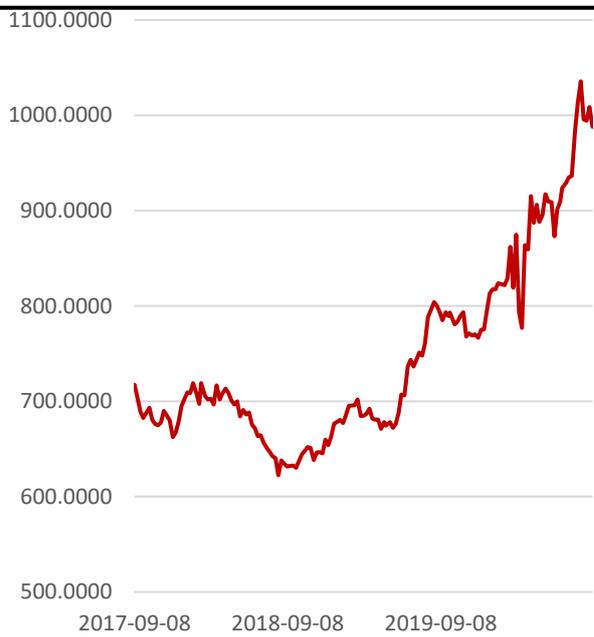


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

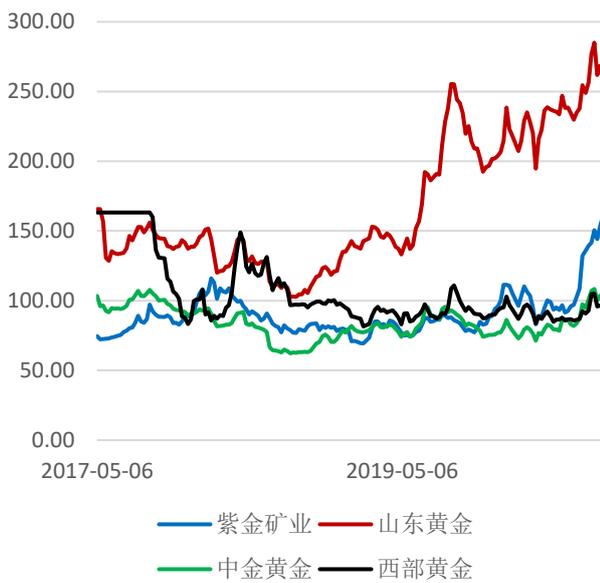
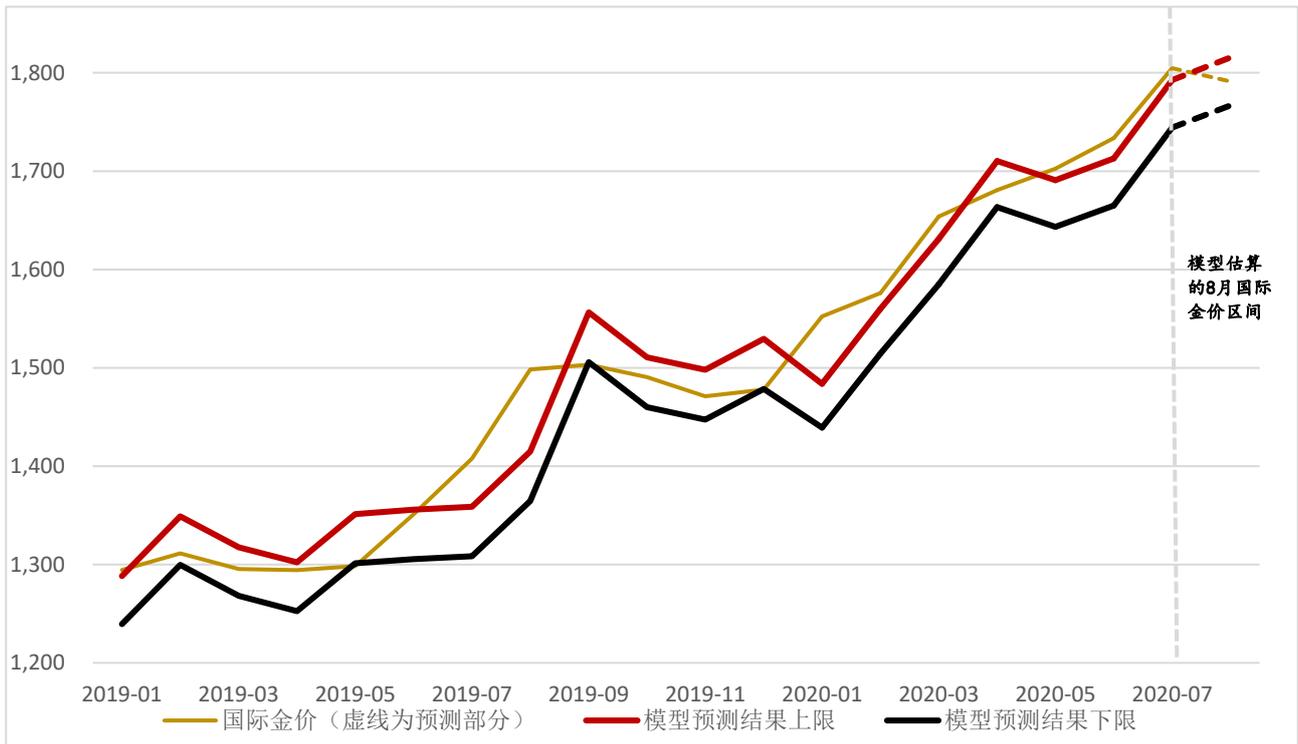


图 14: 中国黄金股票指数



数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

图 15: 量化模型显示 2020 年 8 月黄金价格低于 7 月基准日的价格:



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
8月31日	美国8月达拉斯联储商业活动指数	0	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
9月1日	美国8月Markit制造业PMI终值	53.6 (前值)	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国8月ISM制造业PMI	54.4	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
9月2日	美国8月ADP就业人数(万人)	90	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国7月工厂订单月率	3.80%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
9月3日	美国至8月29日当周初请失业金人数(万人)	100.6 (前值)	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国8月Markit服务业PMI终值	54.8 (前值)	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
9月4日	美国8月季调后非农就业人口(万人)	151.8	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国8月失业率	9.90%	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
波士顿 罗森格伦	否	中立	
克兰科夫 梅斯特	是	中立	一些地区的经济活动正在放缓；企业已经减少了招聘，新冠病毒确实导致了一些后果。美联储的通胀目标仍然是2%，但新的策略将允许在通胀率较低的时期后出现更高的通胀。理解人们对美联储流动性推动股市上涨的担忧，但不认为美联储助长了资产泡沫。美联储希望通胀在低水平运行后能在一段时间内保持在2%以上；将允许通胀适当超过2%，以弥补过去通胀过低的损失；低利率

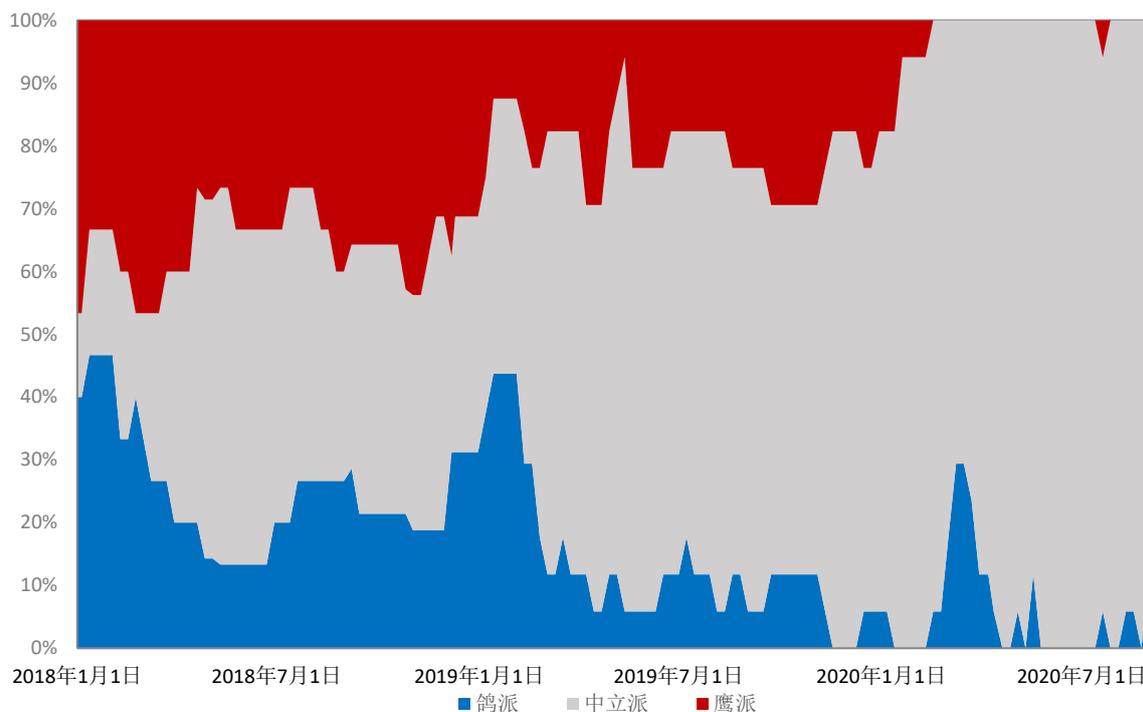
			以及失业率和通胀之间的相关性降低主导了美联储的框架审查。通胀适度超过 2% 将能帮助实现通胀目标；关键是要锚定通胀预期，允许通胀高出 2% 多少将取决于经济状况；前瞻性指导和政策解释将是美联储工具箱中的一部分；市场预计美联储将在一段时间内保持（利率）在低位；需要额外的财政支持来帮助经济。经济关闭造成了巨大的缺口，尽管增长预期乐观，我们仍未能回到 2 月的水平；与去年相比，今年美国经济可能会萎缩 6%，失业率也可能会保持在高位。
费城 哈克	是	中立	劳动力市场的复苏是横向的，我们在很长一段时间内都不会完全恢复到疫情前的水平。美联储的新货币政策更多地着眼于通胀速度，而不仅仅是整体水平。美联储正在寻求让通胀轻微超调，而非过热；预计今年美国经济将下滑 5-6%，失业率在 9% 左右。预计明年失业率在 7% 左右，GDP 增速为 3% 左右。预计美国 2020 年第三季度 GDP 将增长 20%，或会出现美国历史上最大的 GDP 增幅，第四季度与 2021 年继续增长。对于我个人而言，不确定经济刺激因素是否比数周前要强；我们根本没考虑过加息，目前的政策是合适的。
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	鸽派	美联储现在的通胀目标是 2%，美联储没有提供定义平均 2% 通胀率的公式，将在未来 5 年内对政策策略进行公共审查，美联储希望通胀在一段时间内“平均”增长 2%。美联储的新策略是“灵活形式的平均通胀目标制”，持续疲软的通胀给经济带来风险，美联储希望阻止通胀预期下降的周期；美联储将“高度关注”促进强劲就业市场；仍然认为货币政策必须具有前瞻性；在新的货币政策策略中，美联储将就业置于通胀之前，表示将寻求确保就业不会低于最高水平。如果通货膨胀上升到“高于我们的目标水平”，美联储将“毫不犹豫地采取行动”；将允许通胀率“适度”高于 2%，以抵消疲弱期的影响；不会设定就业目标，最大就业的数字无法直接衡量，这是随时间变化的。美联储对不平问题的最佳贡献是强劲的劳动力市场，解决不平问题需要的不仅仅是美联储；在主体街项目上正

			取得进展,小企业需要的支持不仅仅是美联储的支持。除了受疫情影响的地区,经济仍然健康;美国需要在旅游业和酒店业等高接触性行业给予员工支持;问题出在实体经济,而不是金融领域;就业复苏将在未来几年出现“长尾效应”。
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	经济显著反弹,但仍远低于正常水平;复苏的进程和所需时间仍然面临高度不确定性;许多企业将在未来几个月为生存而战,新冠肺炎疫情持续对美国经济施压;刺激法案和额外的失业救济金一直是支撑经济增长的重要来源,复苏的进程将是缓慢且不平衡的。
纽约 威廉姆斯	是	中立	
里士满 巴尔金	2021	中立	在疫苗接种后,一些服务行业可能面临需求下降。企业表示,不预计会很快恢复正常;由于存在不确定性,企业在招聘和投资方面犹豫不决;市场理解美联储支持经济的承诺。目前零利率是合适的。没有看到美联储资产负债表导致出现通胀的证据,公共卫生状况是经济复苏的关键。经济在完全战胜疫情前不会完全复苏;尽管受到疫情影响,但住宅建设仍在蓬勃发展。
达拉斯 卡普兰	是	鸽派	实现通胀目标对美联储的信誉而言至关重要;新的框架反映了美联储的“谦逊程度”;通胀“温和”高于目标水平可能意味着其处于2.25%-2.50%之间。市场不能永远依赖美联储的紧急贷款计划。通胀可能需要一段时间才能达到2%;在美联储给出更多的前瞻性指导之前,更愿意等待疫情发展路径的进一步明朗;失业率将在年底接近8%,除非经济出现更大程度的复苏。愿意通货膨胀再高一点,这样劳动力市场就能得到加强,并吸引到一些代表性不足的群体。
堪萨斯城 乔治	否	中立	
圣路易斯 布拉德	是	中立	在杰克逊霍尔年会上公布美联储的评估结果是合理的;美联储将努力弥补过去在通胀方面犯下的失误;失业率越低越好。接近零利率使通胀面临下行风险。
芝加哥 埃文斯	是	中立	

明尼阿波利斯 卡什卡利	是	中立	
-------------	---	----	--

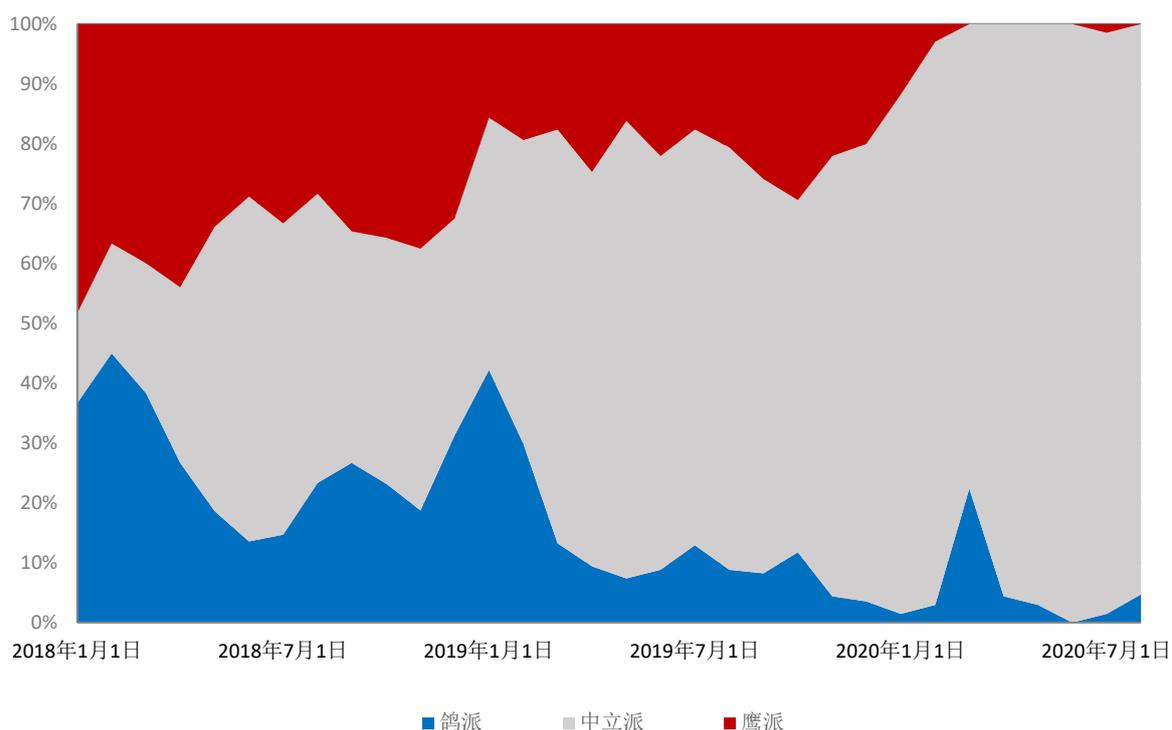
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 21：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



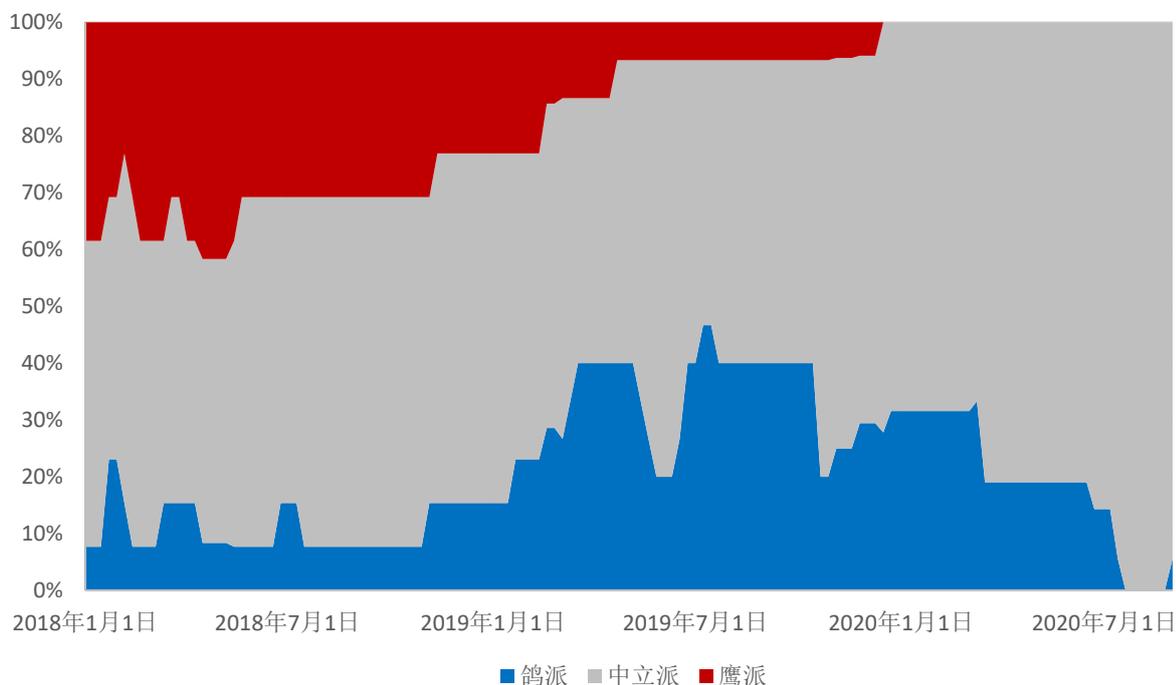
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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

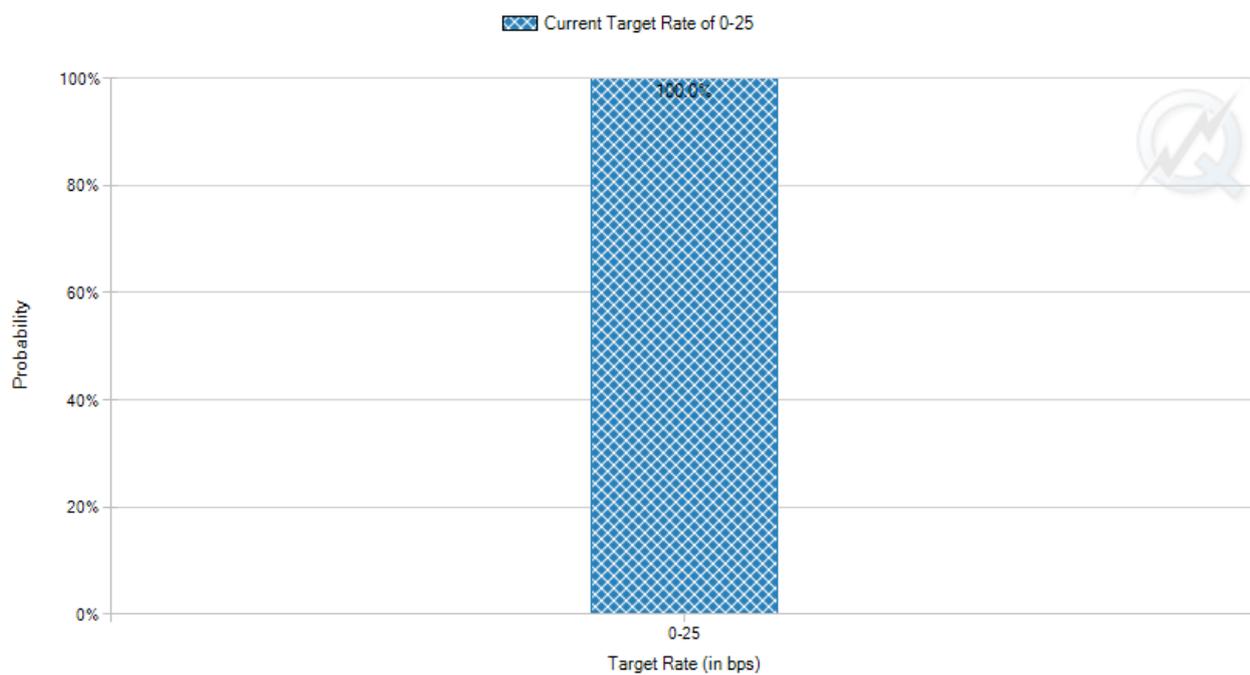
图 23：近期欧洲央行官员的言论基调（每周/连续）



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）9 月份加息与否概率

Target Rate Probabilities for 16 9月 2020 Fed Meeting



数据来源：芝加哥商业交易所集团，CME Group

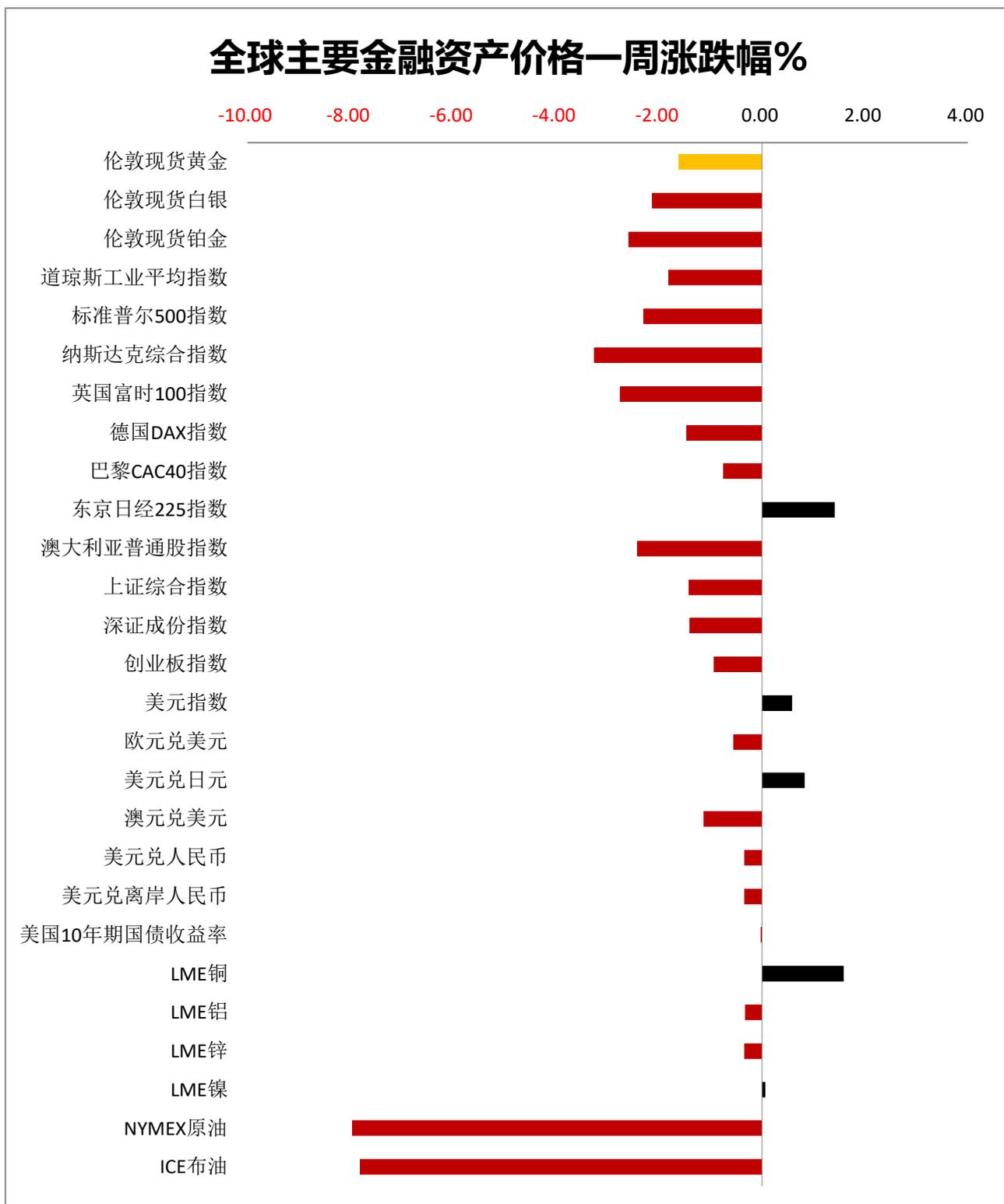
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1965.37	1992.63	1915.80	1932.80	-1.61
伦敦现货白银	27.51	28.90	26.28	26.90	-2.13
伦敦现货铂	935.50	962.02	879.61	903.50	-2.59
道琼斯工业平均指数	28643.66	29199.35	27664.68	28133.31	-1.82
标准普尔 500 指数	3509.73	3588.11	3349.63	3426.96	-2.31
纳斯达克综合指数	11718.81	12074.06	10875.87	11313.14	-3.27
英国富时 100 指数	5963.57	5996.24	5778.40	5799.08	-2.76
德国 DAX 指数	13103.93	13460.46	12753.69	12842.66	-1.46
巴黎 CAC40 指数	5041.34	5131.39	4892.83	4965.07	-0.76
东京日经 225 指数	23147.14	23580.51	23047.77	23205.43	1.41
澳大利亚普通股指数	6262.50	6316.20	6097.00	6108.76	-2.43
上证综合指数	3416.55	3442.74	3328.55	3355.37	-1.42
深证成份指数	13929.75	13994.14	13487.69	13656.66	-1.41
创业板指数	2769.83	2789.12	2686.87	2732.15	-0.93
美元指数	92.27	93.24	91.74	92.82	0.58
欧元兑美元	1.19	1.20	1.18	1.18	-0.56
美元兑日元	105.41	106.55	105.29	106.24	0.83
澳元兑美元	0.74	0.74	0.72	0.73	-1.14
美元兑人民币	6.86	6.86	6.81	6.84	-0.35

美元兑离岸人民币	6.86	6.86	6.81	6.84	-0.34
美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.0274
LME 铜	6722.00	6830.00	6546.50	6780.00	1.59
LME 铝	1803.00	1824.00	1769.50	1792.00	-0.33
LME 锌	2525.50	2583.00	2479.00	2507.50	-0.34
LME 镍	15435.00	15810.00	14995.00	15330.00	0.07
NYMEX 原油	42.91	43.57	39.35	39.51	-7.97
ICE 布油	45.80	46.53	42.30	42.35	-7.81

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。