

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

黑天鹅首现 2020

国际金价维持避险本色

■ 本周视点:

春节期间国际金价连续走高。1月28日当，市场避险情绪持续提升，国际金价开盘报于1580.86美元/盎司，受到新型冠状病毒疫情影响，春节假期国际金价一度最高触及了1590.83美元/盎司。在周中召开的美联储2020年第一次议息会议上宣布维持利率不变，同时英国于1月31日正式脱欧，扫除了市场上的一大不确定性，最终国际金价报收于1589.69美元/盎司，离开1600美元整数关口仅一步之遥。

在CFTC持仓方面，上周COEMX黄金期货非商业持仓量下滑，其中非商业空头持仓量从5.7万张跌至4.6万张，非商业多头则小幅增仓2千张至37.6万张，这使得COMEX黄金期货净多头升至33万张的历史新高。在黄金ETF持仓方面，上周全球最大的黄金ETF SPDR的持仓量增加了2.63吨至903.21吨。

因此从大类资产配置的角度来看，我们认为一季度商品的价格将明显受到打压，包括全球权益类资产的价格也会出现明显的下修。相反避险类资产会持续收到追捧，包括美债和美股。由于近期欧洲经济数据出现反弹，相对美元来说，欧元更受市场青睐，这也在一定程度上抬升了美元黄金的估值。随着气候的回暖，相信新型冠状病毒疫情将会出现改善，为配合经济企稳相信主要货币当局会在过程中向市场持续提供流动性，并且不排除通过降息来刺激消费。随着消费的有限复苏，在经历了一二季度的经济探底后，三季度得到经济有望出现回暖，但此次经济反弹的强度还有待验证。考虑到此前全球低利率低通胀的经济环境，我们认为各国政府会投入更多的精力在扩大财政支出上。为了保证市场的稳定，货币当局包括美联储的加息前景也愈发渺茫，从2020整年展望来看，这场突然起来的疫情，可能会将去年下半年开始，各大央行抑制宽松政策的努力付之一炬。由于流动性偏好所引发的全球资产价格上涨将会再次出现。就黄金来看，我们认为在经历了一个多月的调整以后，由于突发的疫情刺激，黄金在短期内有具备再次挑战1600的动力。

请参阅最后一页的重要声明

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、平舒宇

电话: 021-63307090

Email: quanhan.xu@icbc.com.cn

报告日期: 2020年02月03日

相关研究报告:

01月20日

宏观数据偏暖 国际金价维持震荡

01月13日

美伊局势趋缓 黄金有望进入盘整

01月06日

市场避险偏好激增 黄金持续冲高后将迎来检验

中国工商银行贵金属业务部

春节期间国际金价连续走高。1月28日当，市场避险情绪持续提升，国际金价开盘报于1580.86美元/盎司，受到新型冠状病毒疫情影响，春节假期国际金价一度最高触及了1590.83美元/盎司。在周中召开的美联储2020年第一次议息会议上宣布维持利率不变，同时英国于1月31日正式脱欧，扫除了市场上的一大不确定性，最终国际金价报收于1589.69美元/盎司，离开1600美元整数关口仅一步之遥。

一、上周全球市场回顾

春节假期期间，美联储及欧洲央行分别召开了2020年1月份的议息会议。其中，美联储的议息会议无疑是市场最为关注的焦点之一。就从会前市场对于美元期货计价的角度来看，市场此前对于1月份美联储利率决议的仅有20%的加息预期。因此，在此次会议上，美联储宣布维持利率不变的决议没有超出市场的预期。美联储在会议声明中表示，从12月份以来美国的劳动力市场依然保持强劲，经济也保持温和扩张，家庭开支保持一定增长，但企业固定资产投资和出口依旧疲软，加上核心通胀年率仍然维持在2%以下，美联储仍然将联邦基金利率维持在1.5%-1.75%的区间。在会后的记者发布会上，美联储主席鲍威尔表示美联储购债会持续到今年二季度。他还谈到了新型冠状病毒，认为这是一件不确定性非常大的事情。他认为一旦中国经济出现滑落将会对全球经济造成明显的影响，包括美国经济，尽管美国85%的经济来自于自身的消费。

在欧洲方面，欧洲央行维持三大利率不变。欧洲央行主席拉加德认为欧元区的通胀趋势向好，贸易风险有所下降。

此外，1月31日，英国正式脱欧，为此前延续多年的脱欧一事画上了句号。接下来英国将与欧盟进行贸易谈判，重新构建对外贸易体系。

在产出数据方面，美国的2019年四季度GDP同比增长2.1%高于预期2.0%。欧元区四季度GDP同比增加1%，低于预期和前值。

消费数据方面，美国2019年12月核心消费支出同比1.3%对于前值和预期。2020年1月份消费者信心指数为131.6高于预期和前值。美国2019年12月，新屋销售数量为69.4万低于预期和前值，不过耐用品订单数量同比增幅为2.4%高于预期和前值。

价格数据方面，美国12月份核心PCE物价指数为1.6%符合预期与前值持平。欧元区国家方面，德国1月份HICP同比1.6%，低于预期的1.7%，但高于前值1.5%。法国CPI同比1.5%与前值和预期一致。

制造业数据方面，根据已经公布的，1月份Markit制造业PMI数据来看，美国PMI为

51.7 低于预期和前值，德国为 45.2 高于预期和前值，法国 51 高于预期和前值，日本 49.3 高于前值。中国官方制造业 PMI 为 50，低于前值得 50.2。总体来看，欧美经济均表现温和，欧洲经济趋势略强于美国。

在 CFTC 持仓方面，上周 COEMX 黄金期货非商业持仓量下滑，其中非商业空头持仓量从 5.7 万张跌至 4.6 万张，非商业多头则小幅增仓 2 千张至 37.6 万张，这使得 COMEX 黄金期货净多头升至 33 万张的历史新高。在黄金 ETF 持仓方面，上周全球最大的黄金 ETF SPDR 的持仓量增加了 2.63 吨至 903.21 吨。

二、全球市场纵览及后市展望

春节期间，突如其来的新型管状病毒令全球资本市场陷入恐慌。作为投资者情绪博弈的场所，资本市场的表现切实反映着投资者的感受。由于春节假期，中国市场休市，为了对冲疫情所带来的风险，投资者在海外市场选择了做空在新加坡交易所挂牌的富时中国 A50 指数期货，（该指数是由富时罗素指数推出的实时可交易指数。）一周内该指数出现巨幅下跌。其中 1 月 27 日该指数期货甚至一度下跌了 5.64%，市场的恐慌达到了短期内的峰值。即便期间出现了短暂的反弹，但一周内 A50 期货仍然下跌超过了 8%。预计中国市场在恢复交易后会出现短期大幅度下跌，并导致市场流动性受到冲击。

我们认为疫情会对在需求和供给侧两个方面对国内经济形成压力。受到疫情扩散影响，从短期需求端来看，租赁和商务服务业、住宿餐饮、交通运输和仓储等行业会受到直接冲击。从 2018-2019 年各行业 GDP 占比变化来看（图一至图二），这些行业在中国的经济占比中的比重已经明显下降，但其带动的就业仍然占据全部就业人口的 14%。由于餐饮住宿行业中占据了大量的小微企业，随着隔离式预防措施的不断深入，在需求锐减的情况下这些企业将会面临极为沉重的现金流压力。从过往的数据来看，春节对相关行业产生的季节性影响尤为明显，这意味着疫情带来的负面影响会更加显著，并最终会导致相关行业企业出现关门大吉的情景。中期来看，伴随短期需求的冲击蔓延，其他行业会受到下游景气度不足的影响而受到影响。这种情况的缓解，还需要对于相关企业给予精准纾困，但银行自身也需要对于不良率有所把握。

图 1：2018 年四季度部分行业占 GDP 百分比

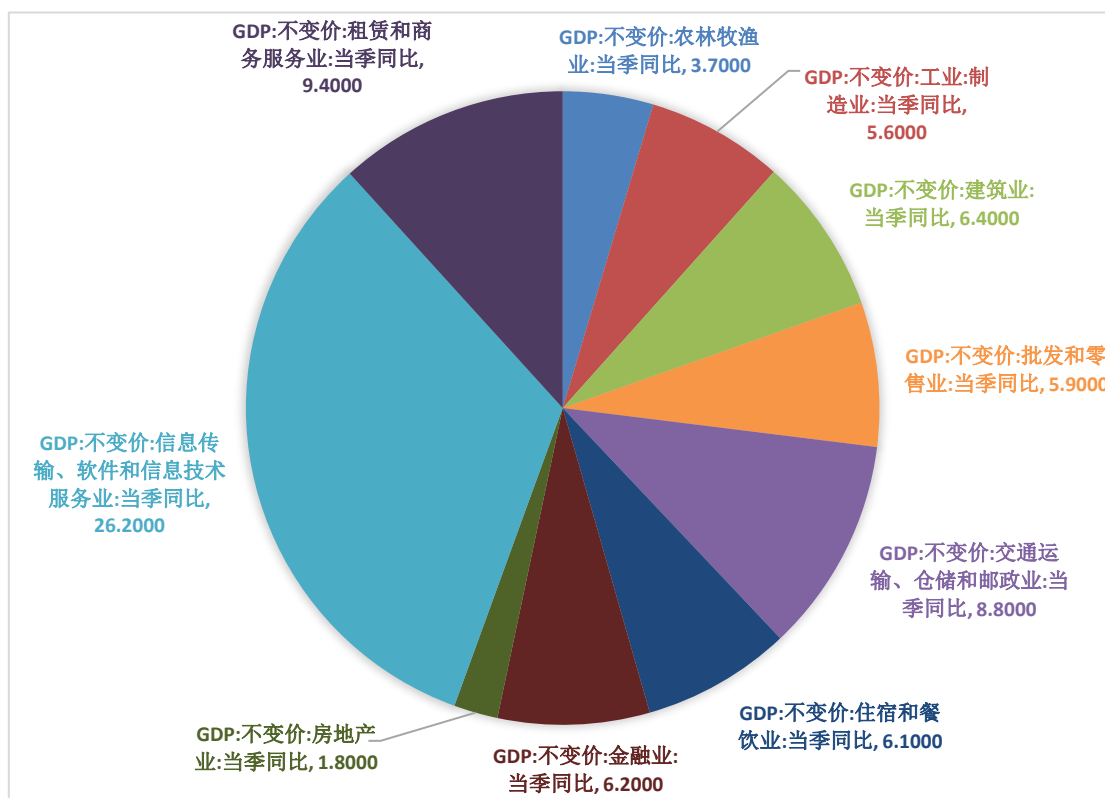
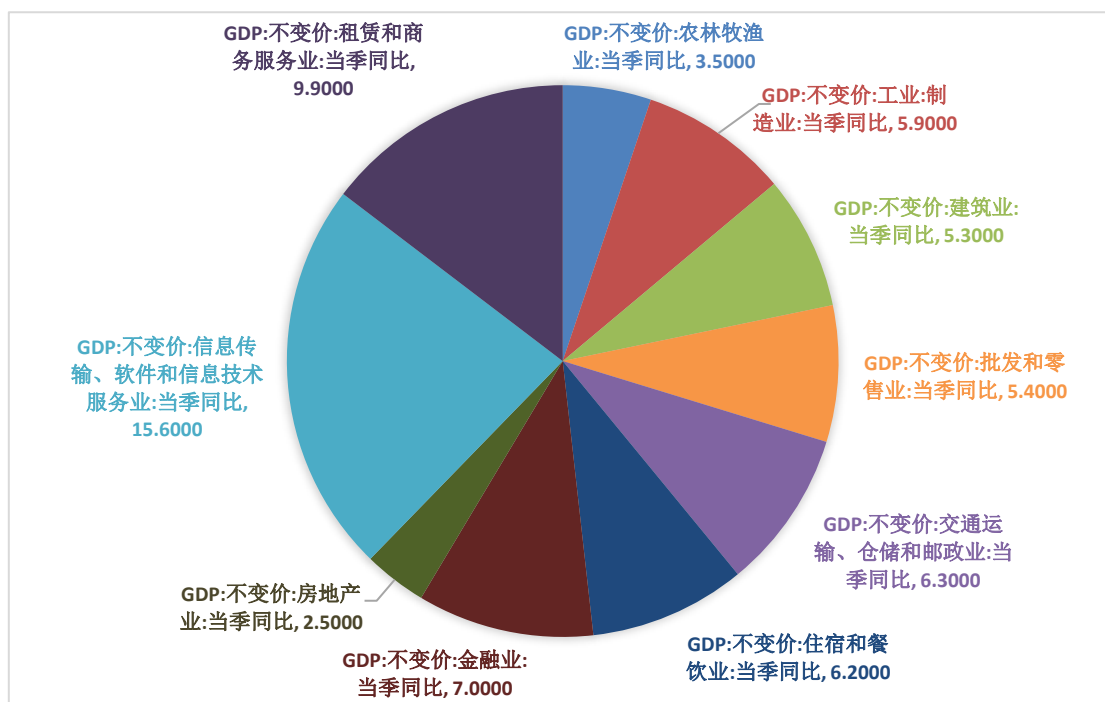


图 2：2019 年四季度部分行业占 GDP 百分比



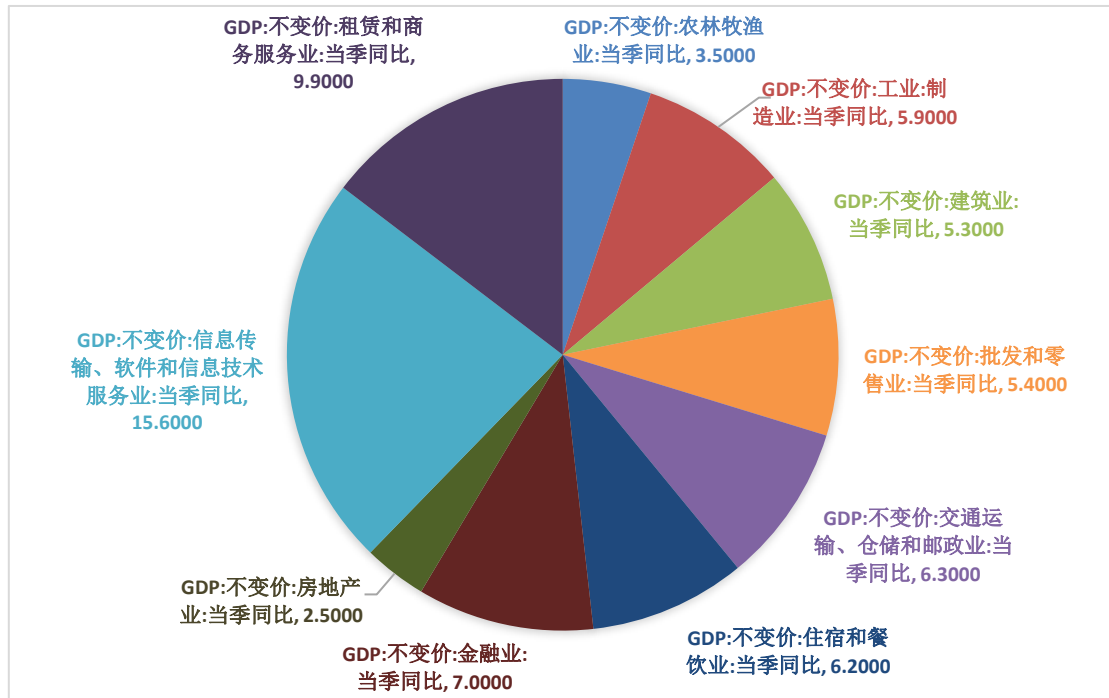
从供给侧来看，原本的春节假期后国内的劳动力市场就会因为结构性问题出现用工荒。在目前人员流动的限制的情况下，料结构性的用人荒会持续性现，企业产能无法有效释放。

请参阅最后一页的重要声明

中国工商银行贵金属业务部

如果需求端迟迟无法释放，会导致企业复产延后，企业家扩充产能的信心和动力不足，并最终导致产能缩减。

图 3：2018 年部分行业城镇就业人数（万人）

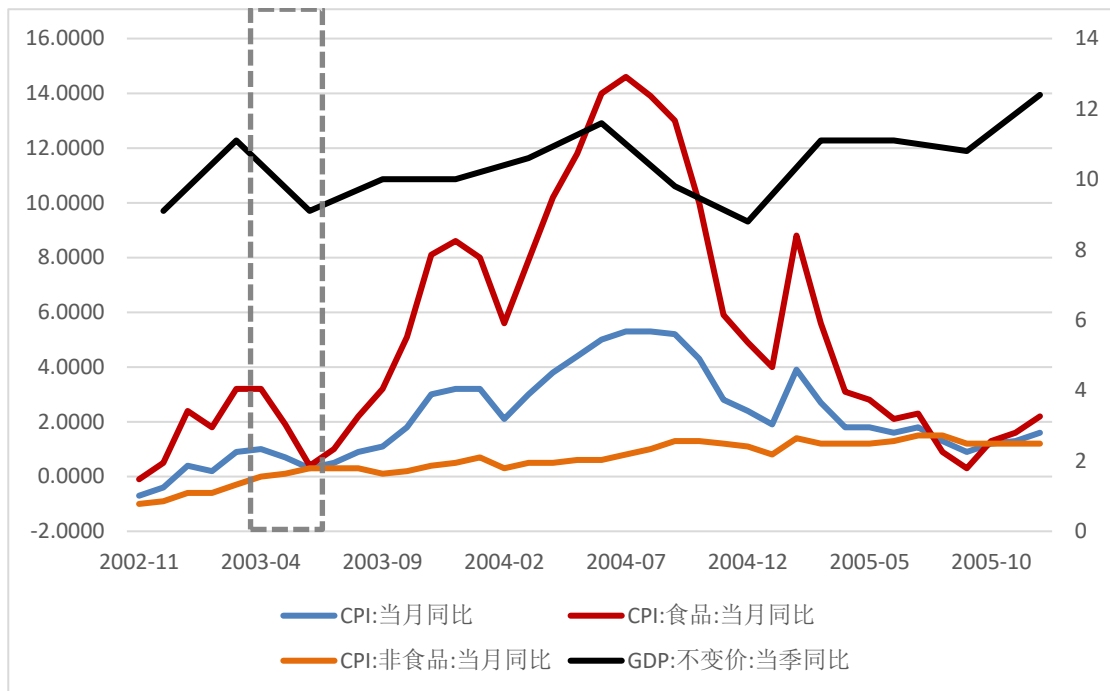


综合供需两个方面结合当前物流运输方面的压力，对于价格我们有以下两个方面的思考。在终端食品类价格方面，我们认为短期的通胀下行压力巨大。从整个行业来看，餐饮行业的需求受到严重打击，这会食品饮料行业形成广泛的冲击。尽管部分城市市民感受到终端食品零售价格偏高，这主要是受到物流运输的影响。目前国家已经开始设法全力保障相关农产品的生产和运输。考虑到需求端总体下滑的压力，食品类价格受到下行压力巨大。对于非食品商品来说，由于企业家对于市场前景的悲观，叠加物流和用人成本的增加，会导致企业复工延后，企业的产能释放将会受到明显影响，并进而小幅推升非食品类产品价格。

值得注意的是 2019 年四季度开始，随着国内汽车和半导体行业的景气程度回升，贸易谈判第一阶段协议的敲定，制造业企业刚刚出现补库存的迹象。不过，在弱反弹机构过程中遭受的需求打压，将会导致 2 月份起的 PPI 下行成为定局。与此同时，尽管终端价格可能上行，但产能无法有效释放，叠加需求下行将加大将对企业的现金流产生巨大压力，一旦企业出现大面积停工，将会导致经济失速。在可以预见的情况下国家会要求金融机构给财务状况困难的企业增信。我们复盘 2003 年 SARS 期间中国的 CPI 数据的话也看到同样的情况。即随着疫情的扩散，GDP 和 CPI 将会掉头向下，这当然为央行的货币政策打开了空间。（图四）

因此，在这种情况下，受到短期人口流动的限制，继续通过扩大财政赤字是政策工具箱里的必要操作。具体措施为进一步加大减税降费，同时为了缓解企业的信贷难题，货币当局可能会继续放宽货币政策以较为宽松的货币政策加以支撑。后续随着疫情的消散，基建托底叠加深化供给侧改革的经济措施仍将延续。除非疫情超预期（未能在5月前遏制）发展，否则大规模的货币政策刺激并不可行。

图 4：“非典”期间中国 GDP 和 CPI：



从后续的场景来看我们认为此次疫情对于经济的影响较 SARS 所造成的负面影响更为广泛。回顾 2003 年的 SARS 影响，可以看到随着疫情的结束，国内的 GDP 和 CPI 重新快速走强。从大的宏观环境来看，本次新冠肺炎与 SARS 疫情时我国所处的国际经济环境有较大差别。尽管从历史数据来看，SARS 疫情爆发后三个月国内经济重新复苏，但当年 SARS 疫情是在中国“入世”后两年发生的。在全球化的加持下，受到强大的外需支撑，当年中国的 GDP 呈现两位数的快速增长。

从当前中国的经济结构来看，目前三驾马车中，投资、消费和外贸这三个部门都已经在 2019 年承受着巨大的压力，疫情的发生经济承压更甚。从疫情对经济影响后续推进的路径上来看，由于可以看到的消费需求压力，制造业投资扩张动力的弱复苏势头可能遭遇打压，因此对外贸易成为了可以预见的支撑经济的重要手段。这也就不难理解春节期间为何管理层会与 WHO 官员频繁进行高级别谈话。不过，根据我们的了解，尽管 WHO 并没有将中国列入“疫区国”，但是我国对外出口过程中，卫生检疫和物流成本的上升将成定局。这意味外贸短时间

出现大幅度的复苏也缺乏理论依据。因此，当年在整体经济体量还不大的情况下，在遭遇了 SARS 之后，我国经济依靠能够外贸仍然能够快速恢复。时至今日，中国的经济结构已经趋于稳定，经济增速也开始换挡，经济的发展也更加注重质量。这意味着在经济软着陆的过程中，当前经济所面临的需求端的压力将会对经济的复苏造成更大的拖累。因此我们认为即便可以预见的宽松的货币政策会对经济减速起到缓冲作用，但中国全年 GDP 将大概率破跌至 5% 左右。

除了对国内的经济形成冲击外，我们认为对于投资者来说，还要衡量疫情对于全球市场的影响。伴随着中国各大城市开始限流，导致全球原油需求明显下降。春节期间 OPEC 宣布将会继续坚持减产，但油价依然疲弱。北海布伦特原油在春节期间下跌了超过 12%。原油价格对于通胀的影响，显然会影响到各大央行的货币政策。另一方面，随着中国产品在全球供应链上可能出现的缺失将会对全球的产品供给造成影响，也会对全球的经济回升造成负面影响。更不要提如果疫情在海外市场出现大规模蔓延，将会对全球经济造不可估量的影响。目前，已经有意大利宣布进入紧急状态。原因是有一条载有 7000 名游客的邮轮在意大利靠岸，船上有两位疑似新型肺炎的患者。

因此从大类资产配置的角度来看，我们认为一季度商品的价格将明显受到打压，包括全球权益类资产的价格也会出现明显的下修。相反避险类资产会持续收到追捧，包括美债和美股。由于近期欧洲经济数据出现反弹，相对美元来说，欧元更受市场青睐，这也在一定程度上抬升了美元黄金的估值。随着气候的回暖，相信新型冠状病毒疫情将会出现改善，为配合经济企稳相信主要货币当局会在过程中向市场持续提供流动性，并且不排除通过降息来刺激消费。随着消费的有限复苏，在经历了一二季度的经济探底后，三季度得到经济有望出现回暖，但此次经济反弹的强度还有待验证。考虑到此前全球低利率低通胀的经济环境，我们认为各国政府会投入更多的精力在扩大财政支出上。为了保证市场的稳定，货币当局包括美联储的加息前景也愈发渺茫，从 2020 整年展望来看，这场突然起来的疫情，可能会将去年下半年开始，各大央行抑制宽松政策的努力付之一炬。由于流动性偏好所引发的全球资产价格上涨将会再次出现。

就黄金来看，我们认为在经历了一个多月的调整以后，由于突发的疫情刺激，黄金在短期内有具备再次挑战 1600 的动力。

图 6：不同期限美元 LIBOR

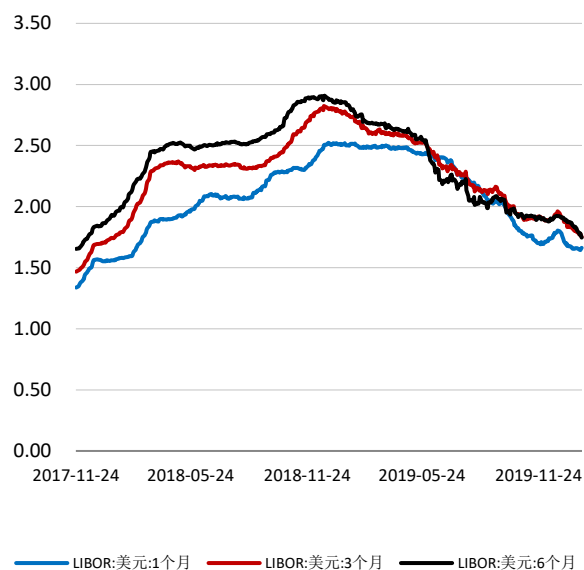
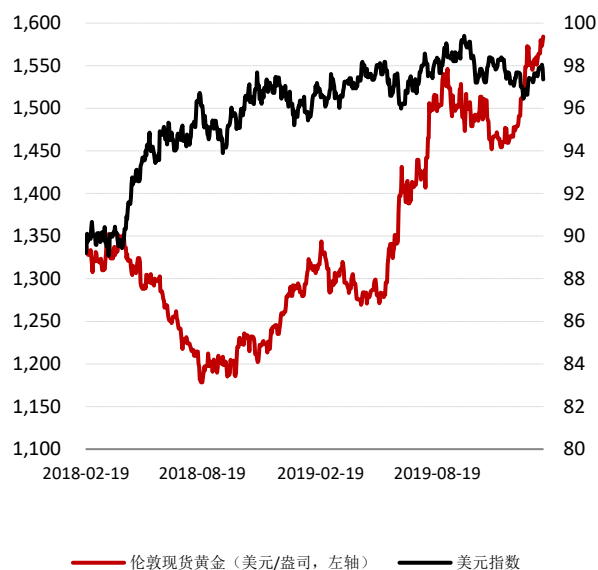


图 7：黄金与美元指数



数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

图 8：黄金与美十年期国债收益率

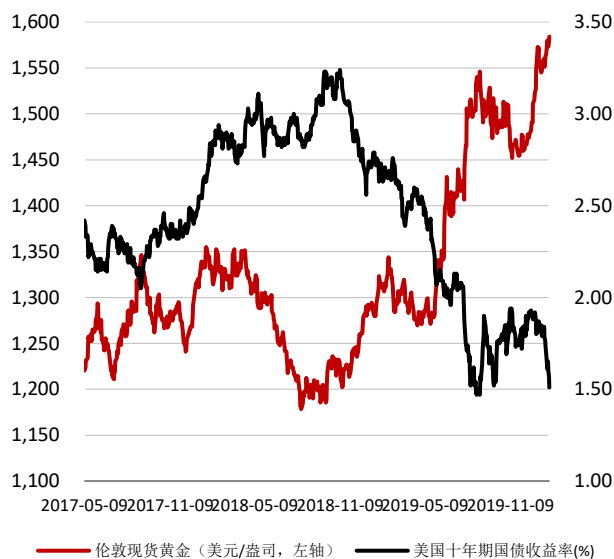
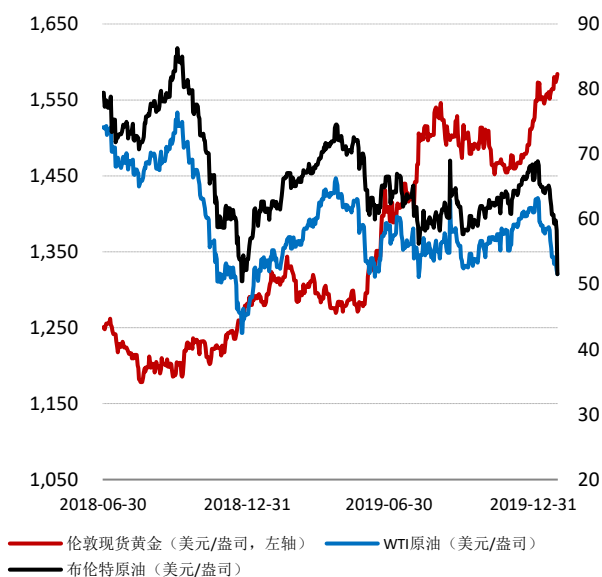


图 9：黄金与原油价格



数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

图 10: COMEX 黄金期货持仓状况

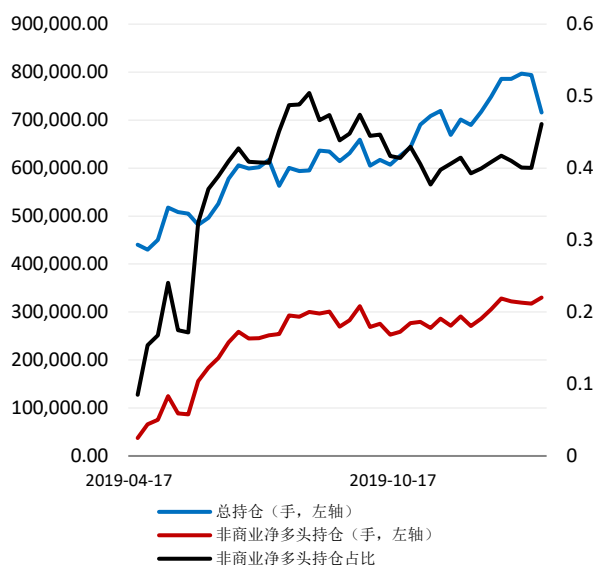
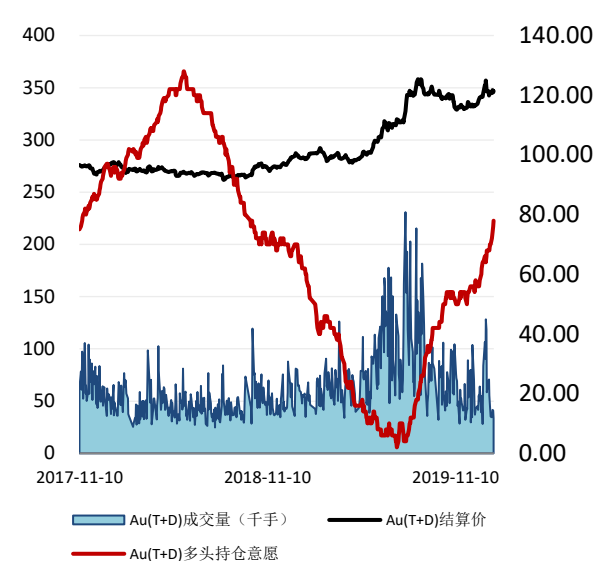


图 11: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

图 12: SPDR 黄金持仓与国际金价

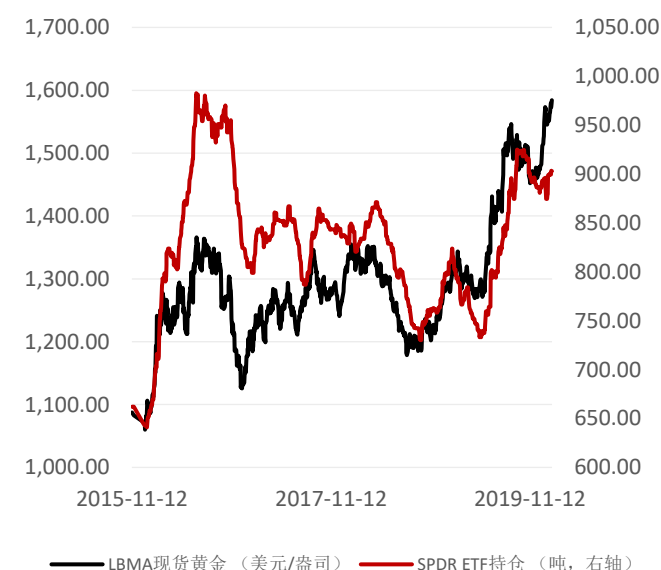
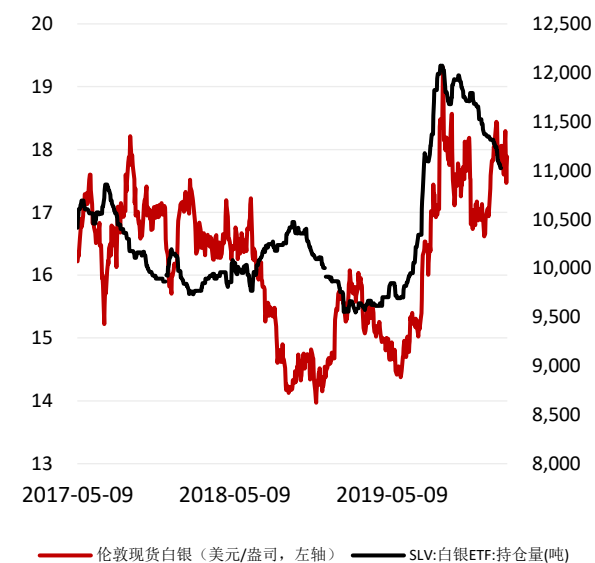


图 13: SLV 白银持仓与国际银价

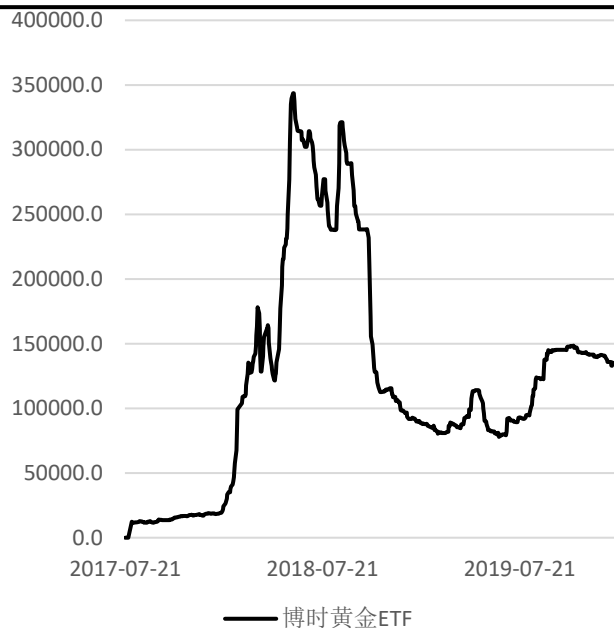


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

图 14: CBR 现货指数与 LME 铜



图 15: 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 16: 美国黄金股票图

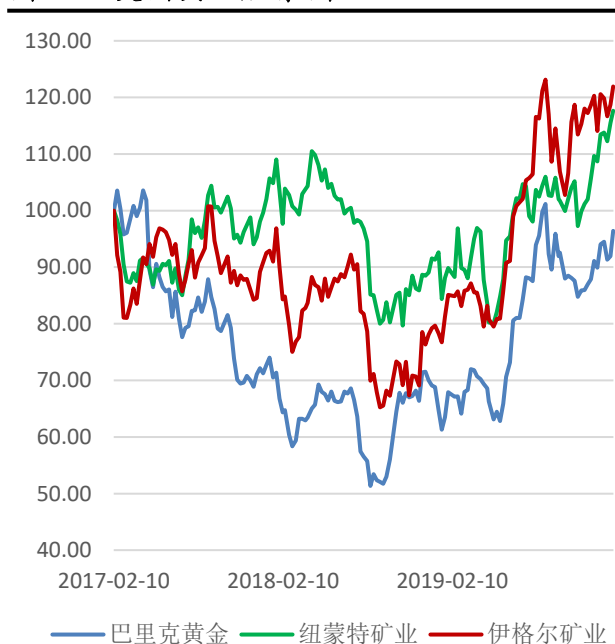


图 17: 美国黄金股票指数



数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

图 18：中国黄金股票图

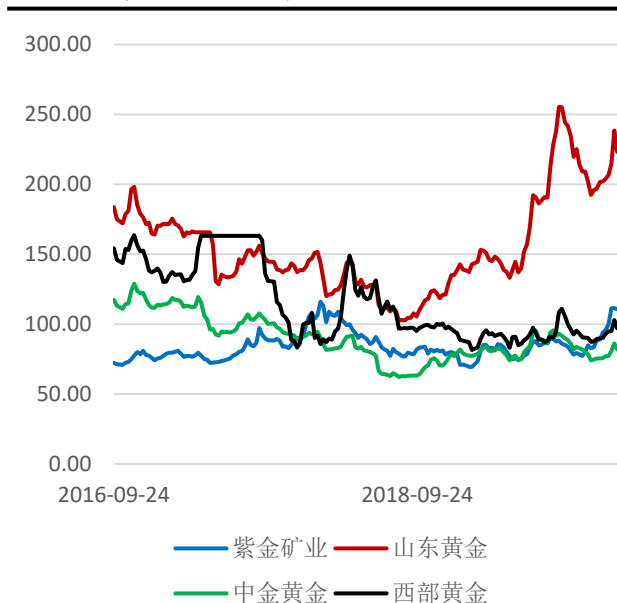
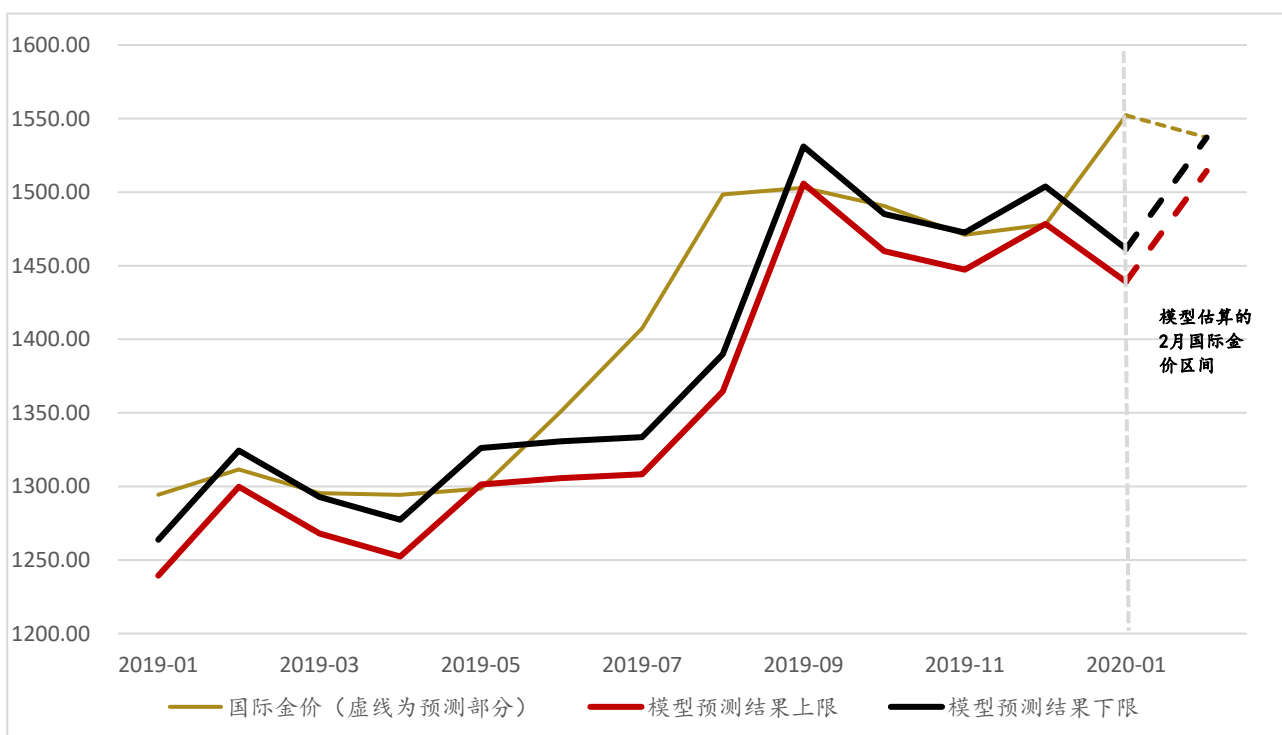


图 19：中国黄金股票指数



数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

图 20：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
2 月 3 日	美国 1 月份 ISM 制造业 PMI	47.8	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 1 月份 Markit 制造业 PMI 终值	51.7	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
2 月 4 日	美国 12 月工厂订单月率	0.7%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	欧元区 12 月 PPI 月率	0.2%（前值）	公布值>预期值：利多欧元，利多国际金价
2 月 5 日	美国 1 月 ADP 就业人数	15.5 万人	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	欧元区 12 月零售销售月率	-0.2%	公布值>预期值：利多欧元，利多国际金价
2 月 6 日	美国 2 月 1 日当周初次申请失业金人数	21.6 万人（前值）	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 1 月挑战者企业裁员人数	3.2843 万人（前值）	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
2 月 7 日	美国 1 月季调后非农就业人数	15.6 万人	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 1 月失业率	3.5%	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价

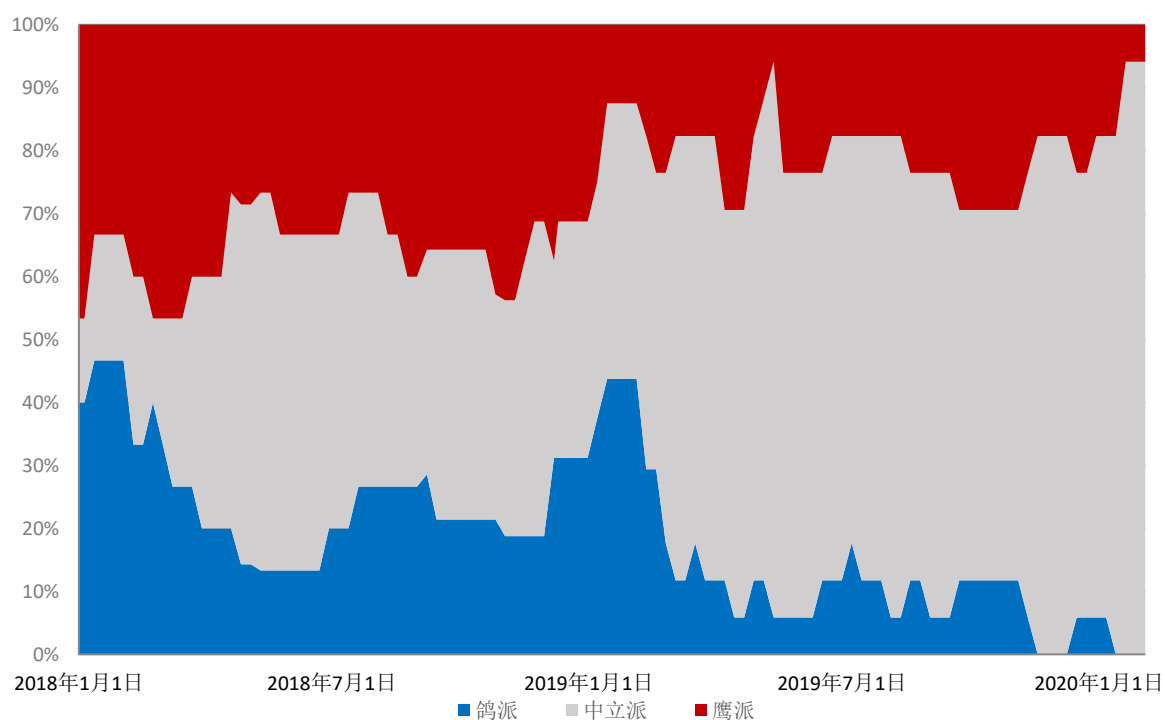
三、近一周美联储以及欧洲央行官员的言论分析

联储委员	是否票委	表态	最新言论
波士顿 罗森格伦	否	偏鹰	
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	相信政策将很好地支持美国经济,迹象表明全球增长可能迎来稳定,但不确定性仍存在;当前政策立场合适,将根据情况调整货币市场计划,料 2020 年中期结束政策框架评估;对通胀低于目标感到不满,预计未来数月内通胀更接近 2%,决心避免通胀持续低于 2%;希望储备金规模的底部位于 1.5 万亿美元左右;将在上半年调整回购操作规模,最终放缓购债速度,直至 4 月份仍将继续提供回购支持;新型冠状病毒是一个严重的问题,不确定它将蔓延到何种程度,美联储对这方面的问题保持密切的关注。
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	
里士满 巴尔金	2021	中立	
达拉斯 卡普兰	是	中立	
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	
明尼阿波利斯 卡什卡利	是	中立	

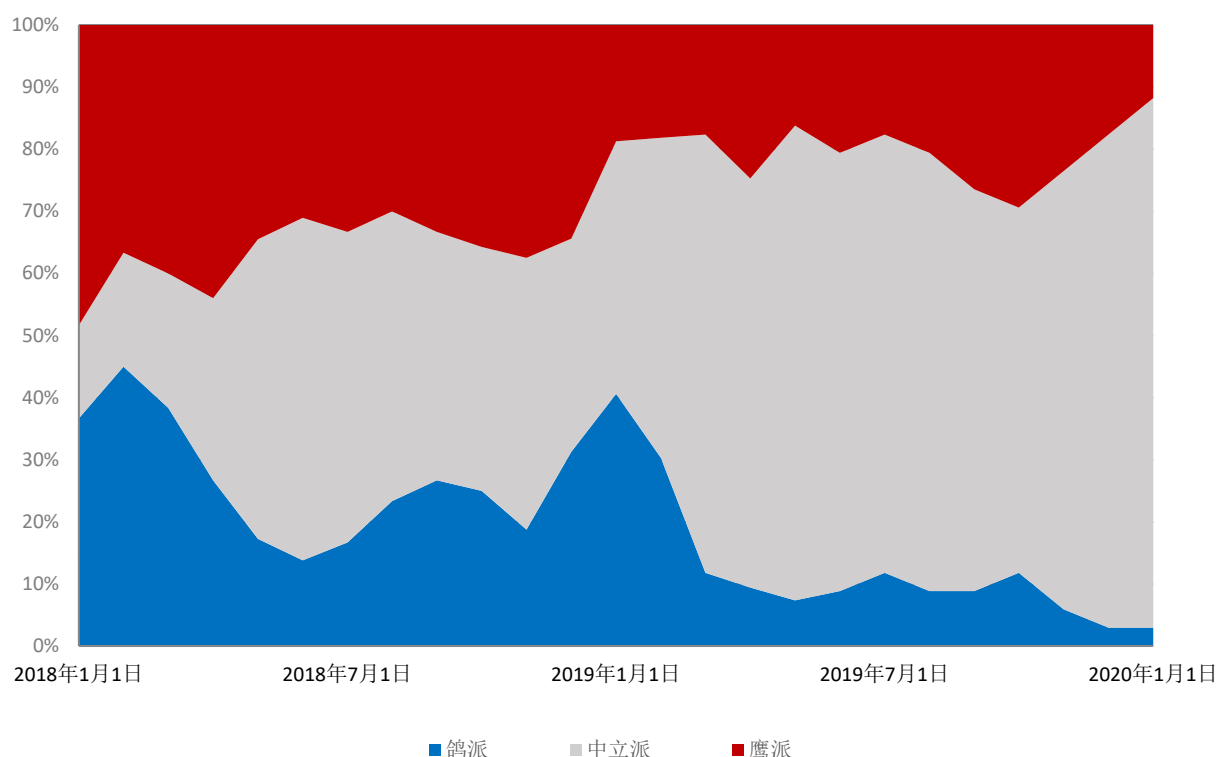
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 21：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



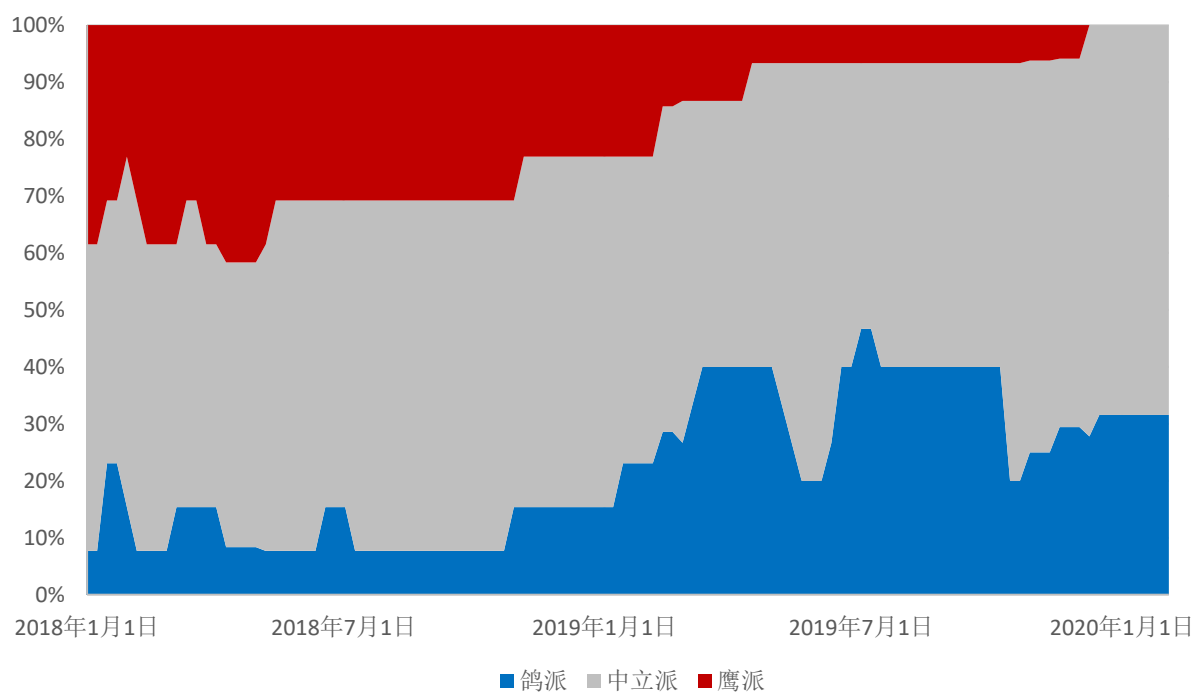
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 22：近期美联储官员的言论基调（月均/连续）



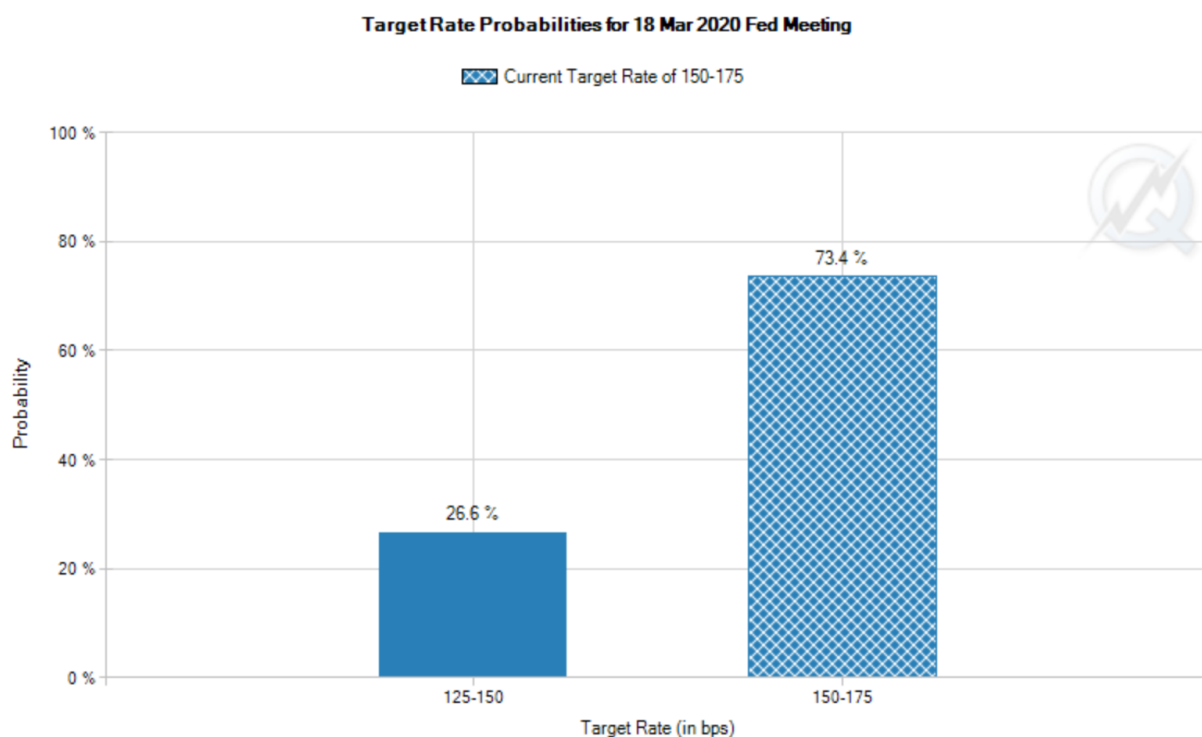
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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）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

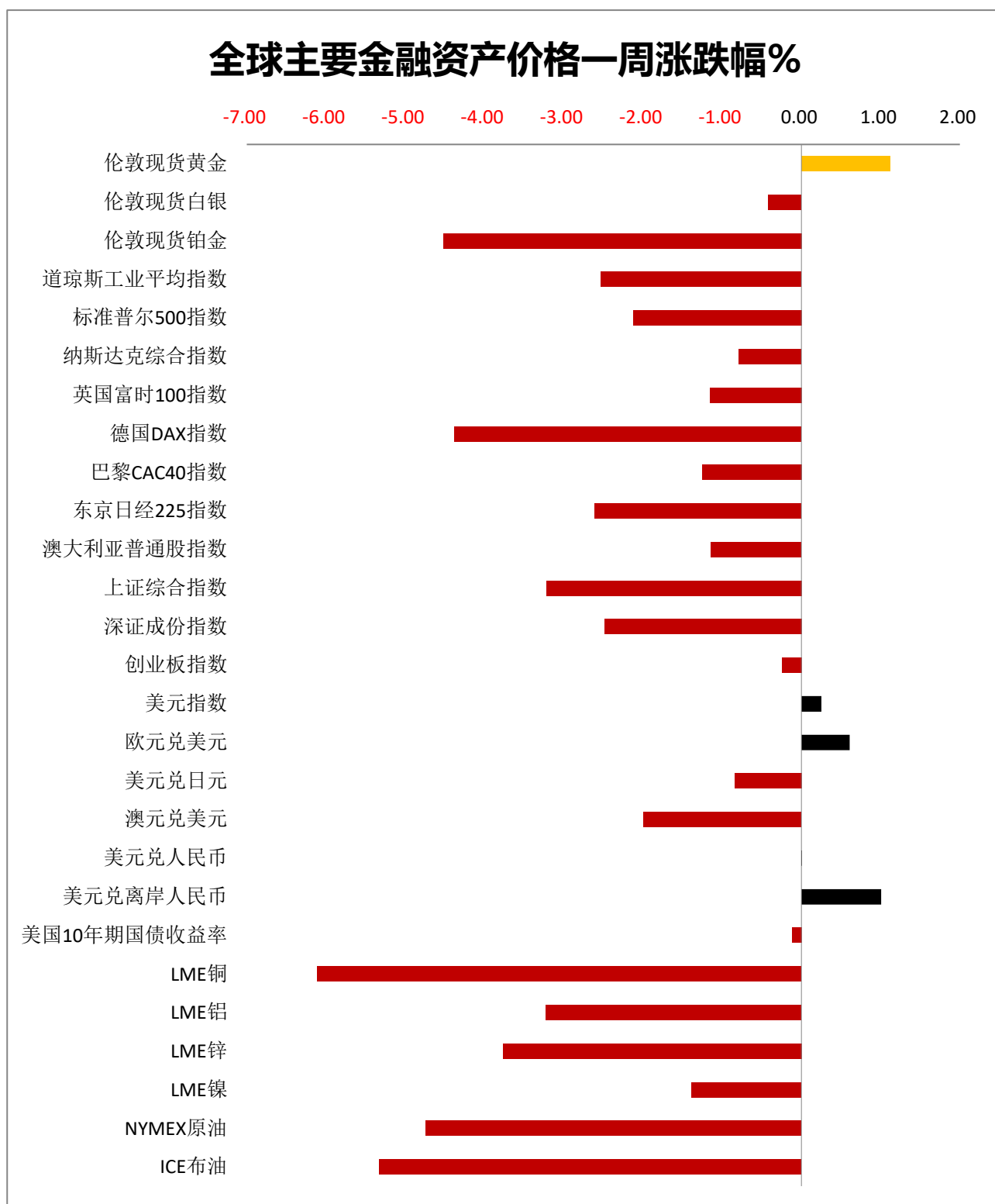
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1580.86	1590.53	1563.20	1588.89	1.12
伦敦现货白银	18.24	18.35	17.36	18.02	-0.42
伦敦现货铂	1007.00	1011.00	954.50	958.62	-4.52
道琼斯工业平均指数	29131.95	29300.32	28169.53	28256.03	-2.53
标准普尔 500 指数	3302.97	3317.11	3214.68	3225.52	-2.12
纳斯达克综合指数	9361.07	9451.43	9273.23	9314.91	-0.79
英国富时 100 指数	7674.56	7682.77	7503.17	7585.98	-1.15

德国 DAX 指数	13463.46	13492.74	12973.70	12981.97	-4.38
巴黎 CAC40 指数	6092.97	6094.09	5961.87	6024.26	-1.25
东京日经 225 指数	23960.20	23975.38	22892.95	23205.18	-2.61
澳大利亚普通股指数	7166.30	7166.30	7072.30	7121.16	-1.14
上证综合指数	3082.11	3096.31	2955.35	2976.53	-3.22
深证成份指数	10981.50	11115.88	10572.27	10681.90	-2.49
创业板指数	1940.12	2004.39	1904.28	1927.74	-0.25
美元指数	97.63	97.95	97.39	97.89	0.25
欧元兑美元	1.10	1.11	1.10	1.11	0.61
美元兑日元	108.91	109.27	108.32	108.36	-0.84
澳元兑美元	0.68	0.68	0.67	0.67	-1.99
美元兑人民币	6.94	6.94	6.94	6.94	0.01
美元兑离岸人民币	6.93	7.01	6.93	7.00	1.01
美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.1185
LME 铜	5836.00	5850.00	5533.50	5560.50	-6.11
LME 铝	1784.00	1784.00	1714.00	1725.00	-3.23
LME 锌	2427.00	2459.50	2316.00	2338.00	-3.77
LME 镍	12920.00	13040.00	12510.00	12790.00	-1.39
NYMEX 原油	53.70	54.37	50.97	51.63	-4.74
ICE 布油	60.16	60.16	55.93	56.66	-5.33

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。