

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

美联储官员暗示退出宽松条件
国际金价大幅回落

■ 本周视点:

上周国际金价大幅下挫。周初国际金价开盘报于 1903.71 美元/盎司，周中最高价为 1959.33 美元/盎司，最低价为 1827.85 美元/盎司，并最终报收于 1849.07 美元/盎司。整个交易周国际金价下跌了 48.83 美元，跌幅为 2.57%。创下了去年 11 月底以来的最大单周跌幅。民主党“横扫”两院叠加美联储官员暗示未来缩减宽松货币政策条件，推动了美国中长期债券收益率大幅走高，并成为打压金价的重要因素。

在短期走势上，上周公布的劳动力市场数据成为推动黄金下跌的导火索。尽管可能会有投资者认为美国非农数据自去年 4 以来的首次出现下滑，会对美国经济前景产生负面影响。但非农薪资的增长和好于预期的失业率仍然不利于避险资产的走势。而从技术走势来看，我们认为黄金仍将继续回落。因此 1800 美元的整数关口将会是近期多空争夺的重要点位。不过，目前美国疫情仍在不断扩散尚未出现拐点，一旦病毒再次出现变化，将重新对市场形成新一轮的冲击。另外，虽然美国大选已经尘埃落地，但似乎美国白宫的权力和平移交仍然充满了一些不确定性。这都有可能致短期各类资产价格出现大幅波动，这也是投资者需要保持谨慎的地方。

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: 2021 年 01 月 11 日

相关研究报告:

1 月 6 日

银铂钯每周资讯—2020 第 35 期

1 月 4 日

通胀预期继续推动黄金走高 国际金价维持反弹格局

12 月 30 日

银铂钯每周资讯—2020 第 34 期

12 月 28 日

英国出现变异病毒 国际金价小幅收跌

上周国际金价大幅下挫。周初国际金价开盘报于 1903.71 美元/盎司，周中最高价为 1959.33 美元/盎司，最低价为 1827.85 美元/盎司，并最终报收于 1849.07 美元/盎司。整个交易周国际金价下跌了 48.83 美元，跌幅为 2.57%。创下了去年 11 月底以来的最大单周跌幅。民主党“横扫”两院叠加美联储官员暗示未来缩减宽松货币政策的条件，推动了美国中长期债券收益率大幅走高，并成为打压金价的重要因素。

一、上周全球市场回顾

在经济数据方面，财新中国综合采购经理指数从 11 月份的 57.5 跌至 12 月的 55.8。制造业和服务业的产出均录得较弱但仍明显的增长。新订单增长跌至去年四月份以来的最低水平。服务业创造了更多的就业机会，以弥补停滞的制造业员工人数，使得就业人数略有增长。从价格来看，投入成本升至三年来的最高水平，销售价格也稳步增长。

财新中国制造业采购经理人指数从 11 月份的十年高点 54.9 跌至 12 月的 53，虽然低于市场预期，但仍表明制造业活动强劲增长。产量和新订单增长放缓，因此其企业的用工也较为谨慎。企业购买量增幅也创下了 8 月以来最低。采购库存略有增加，而产成品库存则基本保持稳定。投入成本升至 2017 年 12 月以来最高，成品价格上涨至 2018 年 6 月以来的最高水平。

财新中国服务业采购经理人指数从 11 月份的十多年高点 57.8 微跌至 12 月的 56.3，但扩张依然强劲。新订单增长放缓，但出口销售温和增长。就业连续第五个月增加，并减轻了积压工作的负担。价格数据显示投入成本进一步急剧上升，这导致企业以自 2008 年 1 月以来快速提升销售价格。

美国 ISM 制造业 PMI 从 11 月的 57.5 升至 2020 年 12 月的 60.7，远高于预期的 56.6。该数据显示制造业活动连续第 7 个月增长，并创下了 2018 年 8 月以来最强劲增长。新订单，生产和就业持续改善。其中，就业数据更是重新回到扩张象限。当然这与新一轮的疫情所引发的疫情切实相关，企业在没有关停的情况下，无法招聘足够的人手来完成订单。

在美国方面，Markit 美国制造业 PMI 升至 12 月的 57.1。其中工厂活动增长强劲，尽管分项数据自 11 月的近期高位略有回落，但产量增长仍保持着 2015 年 3 月以来最高水平。由于新一轮新冠冲击导致的各类封锁，使得供应商交货放缓和产能下降，新订单也有所减少。最后为了降低成本负担，在销售放缓的情况下，终端零售产品的价格出现上升。

在美国的劳动力数据方面，12 月新增非农就业人数较前一个月减少了 14 万，远低于市场预期的 7.1 万个岗位增长，这是 5 月份就业市场复苏以来的首次下降。从分项数据来看，

服务行业因为疫情的再次扩散而受到沉重的打击。失业率方面，12月，美国的失业率保持在6.7%的水平，好于市场预期的6.8%。尽管非农就业人数不及预期，但非农就业人口的小时工资数有所上升。12月私人非农就业数据上所有雇员的平均小时工资增长23美分，或月增长0.8%，至29.81美元，11月增长0.3%，高于市场预期的0.2%增长。

石油价格方面，截至2021年1月1日的一周，美国石油协会（API）公布的数据显示，美国原油库存减少了170万桶，此前一周减少了480万桶，这是连续第二周下降。根据EIA报告，截至1月1日当周，美国原油库存下降了801万桶，连续第四周下降，市场预期为下降213.3万桶。

二、全球市场纵览及后市展望

自疫情爆发以来，在美国国会的数轮财政刺激计划和美联储低利率货币政策的保驾护航下，市场对于美国的通胀预期始终保持着较为乐观的态度。通胀预期的走高，往往会带动名义利率的上行，而两者之间的变动速率差则最终对黄金价格形成影响。全球疫情爆发以来，各大央行的宽松政策使得名义利率水平维持在低点，这成为黄金创下历史高点的背后推手。

在全球低利率的环境下，通胀预期在一段时间内持续引导着黄金价格的走势。不过在去年底黄金价格再次跟随通胀预期上涨前，11月国际金价走势与通胀预期的走势曾出现了背离。尽管从当时的通胀来看，OPEC+恪守减产协定，努力维持原油供应。而疫情再一次蔓延却未对物流产生过多的影响，使得原油的需求稳步上升。当时，国际金价未能跟随走强，主要是因为疫苗的进展令市场避险情绪大幅回落。

进入去年12月份美国大选尘埃落定，由于政治不确定性可能带来的政策风险开始逐渐消退。民主党入住白宫，其将会动用的大规模财政刺激计划以及重新与其他国家修复贸易关系的外交政策，使得市场相信美元前景黯淡。当月举行的美联储12月份的联邦公开市场会议，更是在向市场传递了美联储持续宽松的预期。尽管在12月，利率市场参与者已经不再交易此前的负利率预期。这些成为了影响12月份大宗商品价格的主要逻辑。

进入新的一年，美国5年期国债隐含的通胀预期甚至已经上升至2.1%附近。这意味着市场已经开始计入美联储今年新采取的灵活的平均通胀目标制所给出的理论空间。在名义利率方面，我们在此前的年报中就此进行过阐述，随着疫苗的投放经济开始转向复苏，企业补库存会对商品起到明显的推动作用，加上产能的逐渐释放，经济增长速度将会快于市场的通胀上升速率。另外，随着近期美国参议院选举落下帷幕，略超市场预期的民主党横扫，也令市场对于大规模的美债发行形成预期，这也是近期美债收益率大幅走高的原因之一。而根据美

联储公布的 12 月份的 FOMC 会议纪要的内容来看，美联储票委表示将在最大化就业的同时考虑加息，这也使得过于乐观以及长期的货币政策预期变得不再可信。

当然导致黄金下行的另一重要原因在于美元指数的反弹。事实上由于美元的不断贬值，全球数家央行已经开始采取措施，来设法平抑本币兑美元的升值。其中，欧洲央行就在 2020 年先后多次尝试通过口头干预的方法打压欧元兑美元的单边强势。一直到最近，包括欧洲央行在内的央行干预，并没有对美元形成有效支撑。而占美元指数权重最大的欧元兑美元汇率也没有随着美德债券收益率差的不断拉大而走弱。不过进入 2021 年，由于上述的种种原因，加上经济预期的改善，特别是市场对于美联储宽松货币政策的预期有所消退，使得美元指数在近期出现了小幅反弹，这也是促成上周包括黄金在内的商品承受打压的重要原因之一。尽管更长的维度下，在巨大债务的压力下，美元将会重新走弱，但当前的反弹仍然可能持续一段时间。

从供需来看，作为传统的交易淡季和黄金的消费旺季，12 月份的国际金价往往表现良好。不过，去年 12 月 SPDR 黄金 ETF 的持仓量始终处于净流出的状态，显示海外市场对于黄金的投资需求不断下降。除非全球的黄金实物消费能够弥补投资流出造成的需求缺口。黄金市场过于乐观的投资情绪使得高金价的基础并不坚实。

在短期走势上，上周公布的劳动力市场数据成为推动黄金下跌的导火索。尽管可能会有投资者认为美国非农数据自去年 4 以来的首次出现下滑，会对美国经济前景产生负面影响。但非农薪资的增长和好于预期的失业率仍然不利于避险资产的走势。而从技术走势来看，我们认为黄金仍将继续回落。因此 1800 美元的整数关口将会是近期多空争夺的重要点位。不过，目前美国疫情仍在不断扩散尚未出现拐点，一旦病毒再次出现变化，将重新对市场形成新一轮的冲击。另外，虽然美国大选已经尘埃落地，但似乎美国白宫的权力和平移交仍然充满了一些不确定性。这都有可能导致短期各类资产价格出现大幅波动，这也是投资者需要保持谨慎的地方。

图 1： 不同期限美元 LIBOR

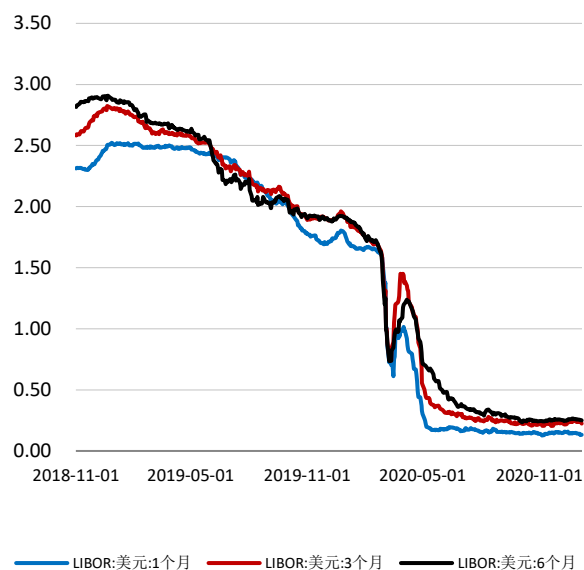


图 2： 黄金与美元指数



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

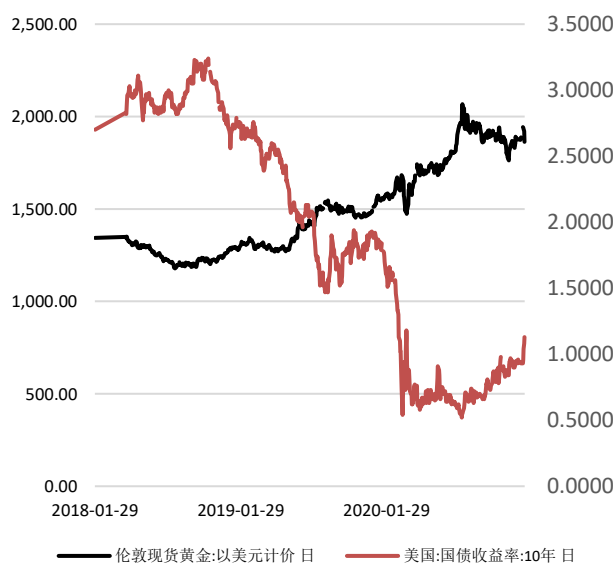


图 4： 黄金与原油价格



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

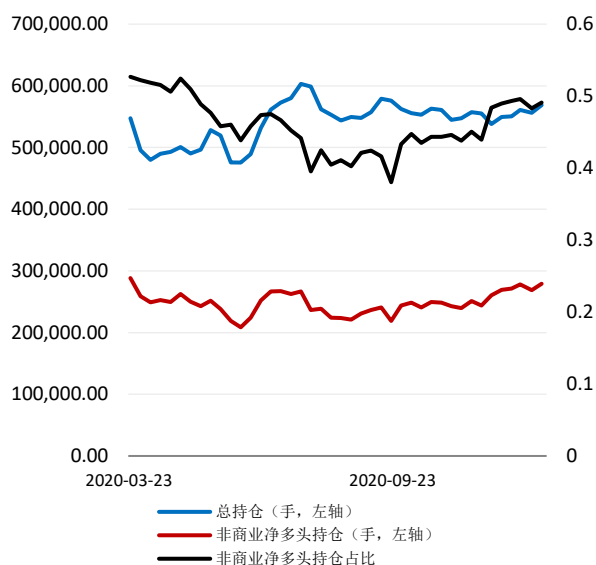
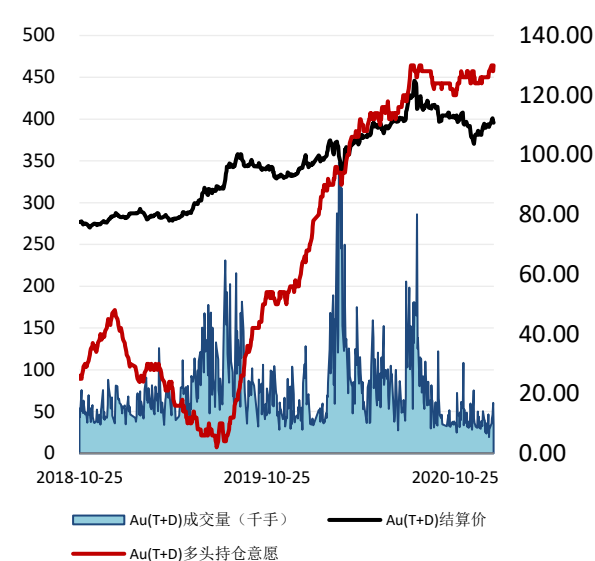


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

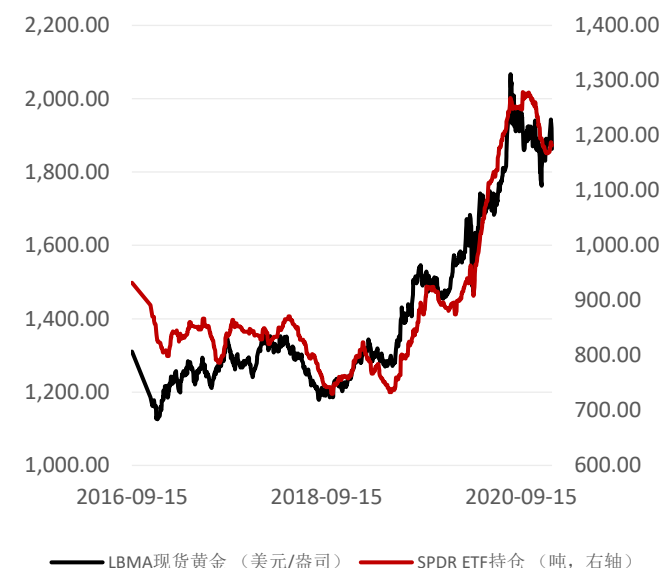


图 8: SLV 白银持仓与国际银价

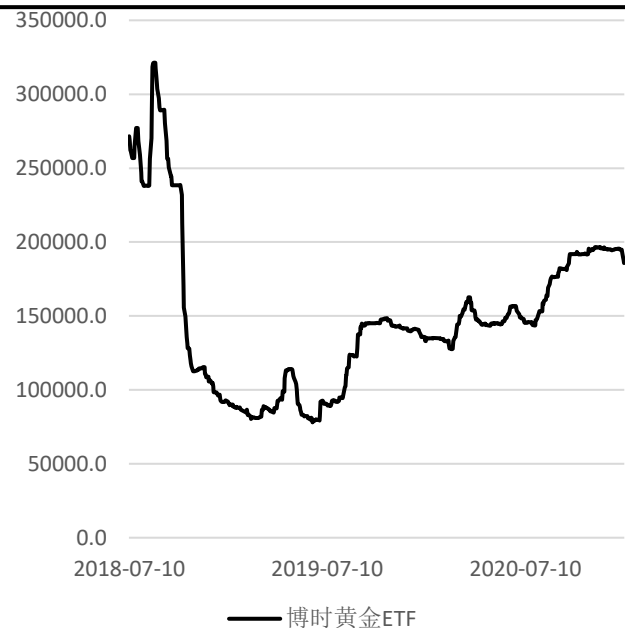


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

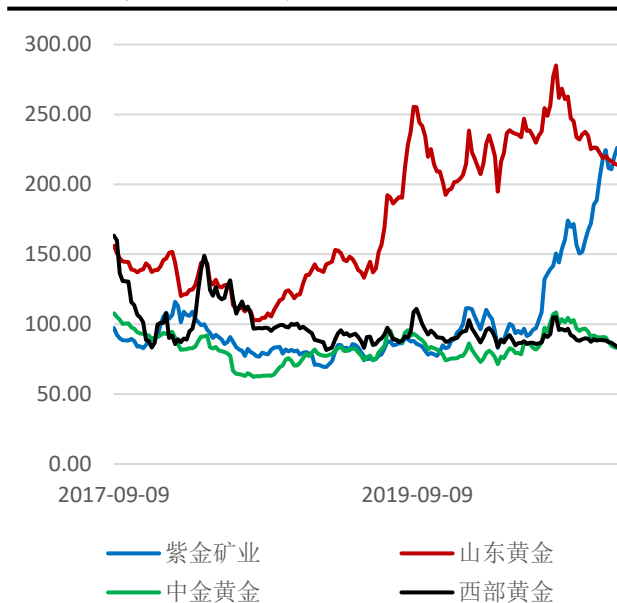
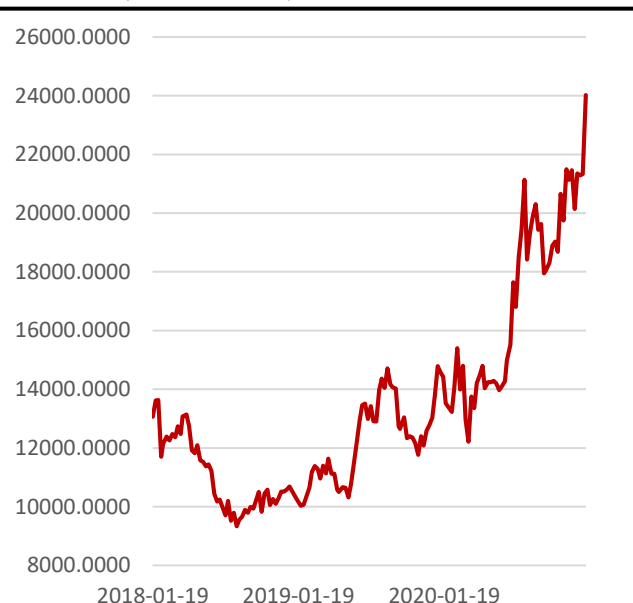
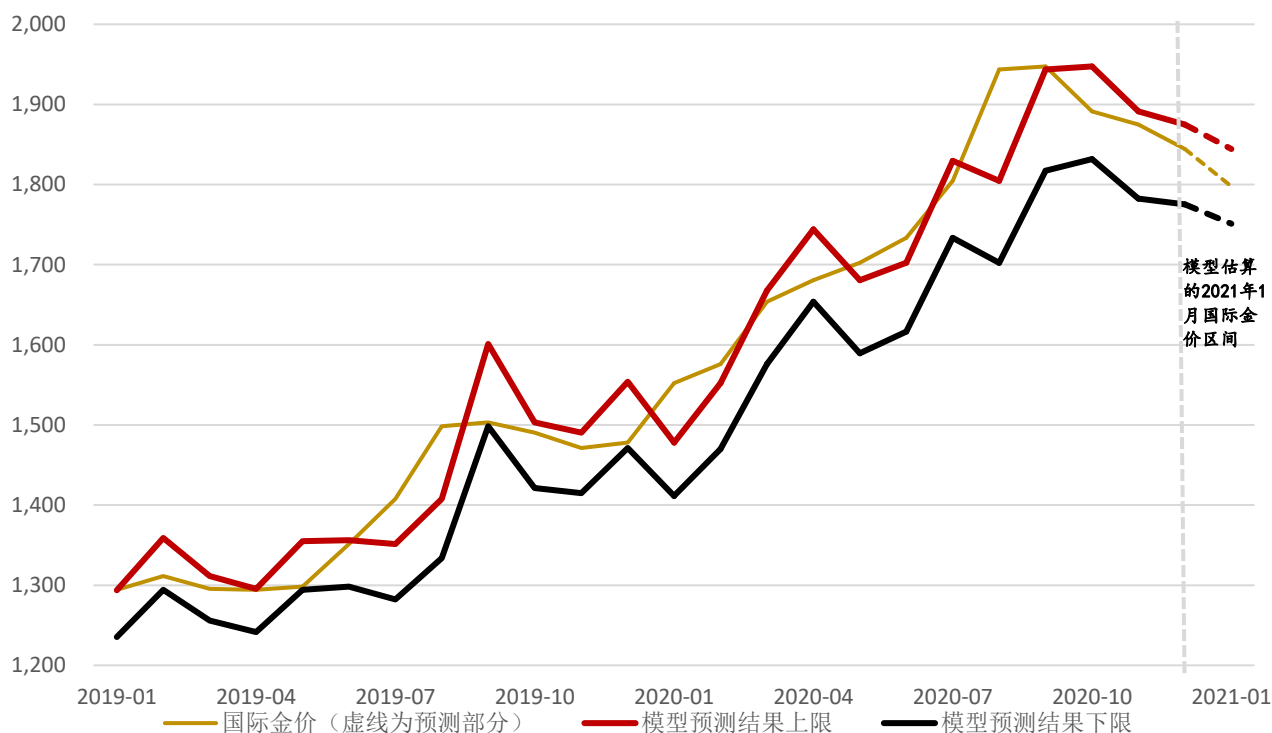


图 14: 中国黄金股票指数



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 2021 年 1 月黄金价格低于 2020 年 12 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
1 月 11 日	欧元区 1 月 Sentix 投资者信心指数	0.7	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
1 月 12 日	美国 12 月 NFIB 小型企业信心指数	101.4（前值）	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
1 月 13 日	欧元区 11 月工业产出月率	0.4%	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 12 月季调后 CPI 月率	0.40%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
1 月 14 日	美国至 1 月 9 日当周初请失业金人数(万人)	78.7（前值）	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 12 月进口物价指数月率	0.70%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
1 月 15 日	美国 12 月 PPI 月率	0.40%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 12 月工业产出月率	0.30%	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

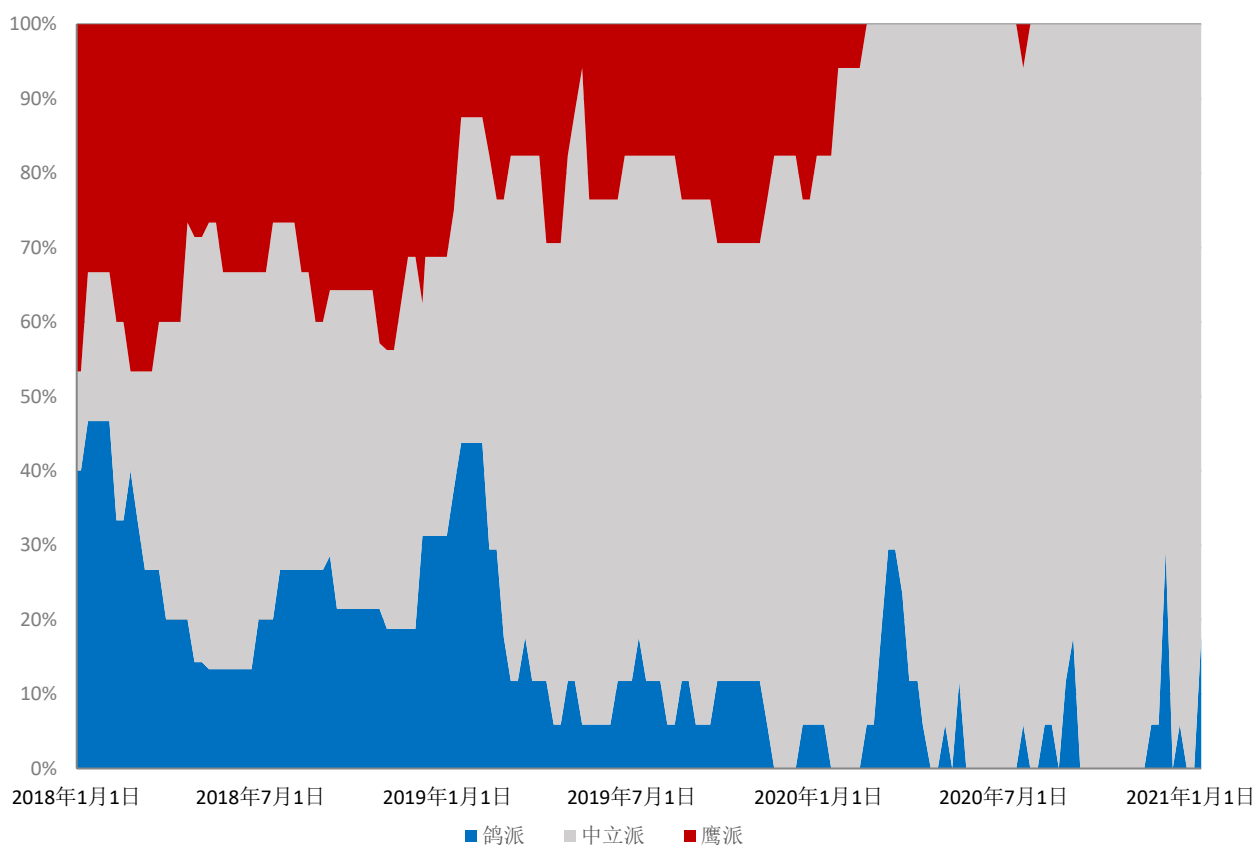
联储委员	是否票委	表态	最新言论
波士顿 罗森格伦	2022	中立	
克兰科夫 梅斯特	2022	中立	因新冠病例激增，近期前景可能疲弱；中期前景将出现显著改善；仍需要财政和货币政策以支撑经济。经济运行动态暗示通胀不会很快升至 2% 上方；预计 2021 年下半年经济活动快速回升，前提是大多数人在第三季度之前接种了疫苗。预计 2021 年下半年经济活动快速回升，前提是大多数人在第三季度之前接种了疫苗。
费城 哈克	否	鹰派	预计美国第一季度 GDP 将“显著放缓”，甚至可能在第一季度内出现负增长；预计 2020 年第四季度将出现温和增长；经济复苏将是不平衡的，各个领域将非常不平等。认为美联储目前不会削减债

			券购买规模；2021 年底美联储可能会缩减购债规模。
亚特兰大 博斯蒂克	是	中立	
美联储副主席 克拉利达	是	中立	低失业率本身不足以触发收紧货币政策；由于新冠肺炎疫情，接下来的几个月将充满挑战。在考虑缩减购债规模之前，可能还需要相当长的一段时间；2021 年将保持目前的购债速度；目前不需要调整债券购买期限。对 10 年期国债收益率超过 1% 不感到担忧。美联储没有以美元汇率为目标；有关美元的新闻往往忽略了过去 3-4 年发生的事情；美元现在的水平略低于 5 年来的平均水平；美元汇率现在还没有引起我的担忧。
旧金山 戴利	是	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	中立	
里士满 巴尔金	是	中立	从数据中很难发现通货膨胀的迹象。认为通货紧缩的压力还在继续；预计 2021 年下半年增长将会非常强劲。鉴于家庭储蓄和政府转移支付，今年上半年的增长可能会缓慢，下行空间有限。
达拉斯 卡普兰	否	中立	美联储不应该干预国债收益率上涨。
堪萨斯城 乔治	2022	中立	
圣路易斯 布拉德	2022	鹰派	经济下行风险仍然存在，卫生政策的执行至关重要；美国劳动力市场的复苏速度比上次衰退后的复苏速度快了四年。美国的财政和货币政策一直非常有效，它们是为应对更大的冲击而设计的。债券收益率的上涨反映了疫情结束的希望。联邦公开市场委员会关于债券购买的措辞，让美联储可以对下一步行动做出“视情况而定”的呼吁。
芝加哥 埃文斯	是	鹰派	让通胀率保持在 2.5% 左右对美联储的目标很重要；平均通货膨胀率可能需要数年才能达到 2%。

			在通胀达到 2%之前，不会加息，预计通胀率将会升至 2%以上。预计今年的失业率将降至 5%，甚至可能更低；疫苗让我对今年 4%的经济增长预测更有信心。一旦通胀超过目标，就可以开始温和加息。如果经济好转，美联储可能在 2021 年底和 2022 年初进行刺激减码。美联储在 2024 年年中进行首次加息并非不合理。
明尼阿波利斯 卡什卡利	否	中立	
美联储理事 沃勒	是	中立	

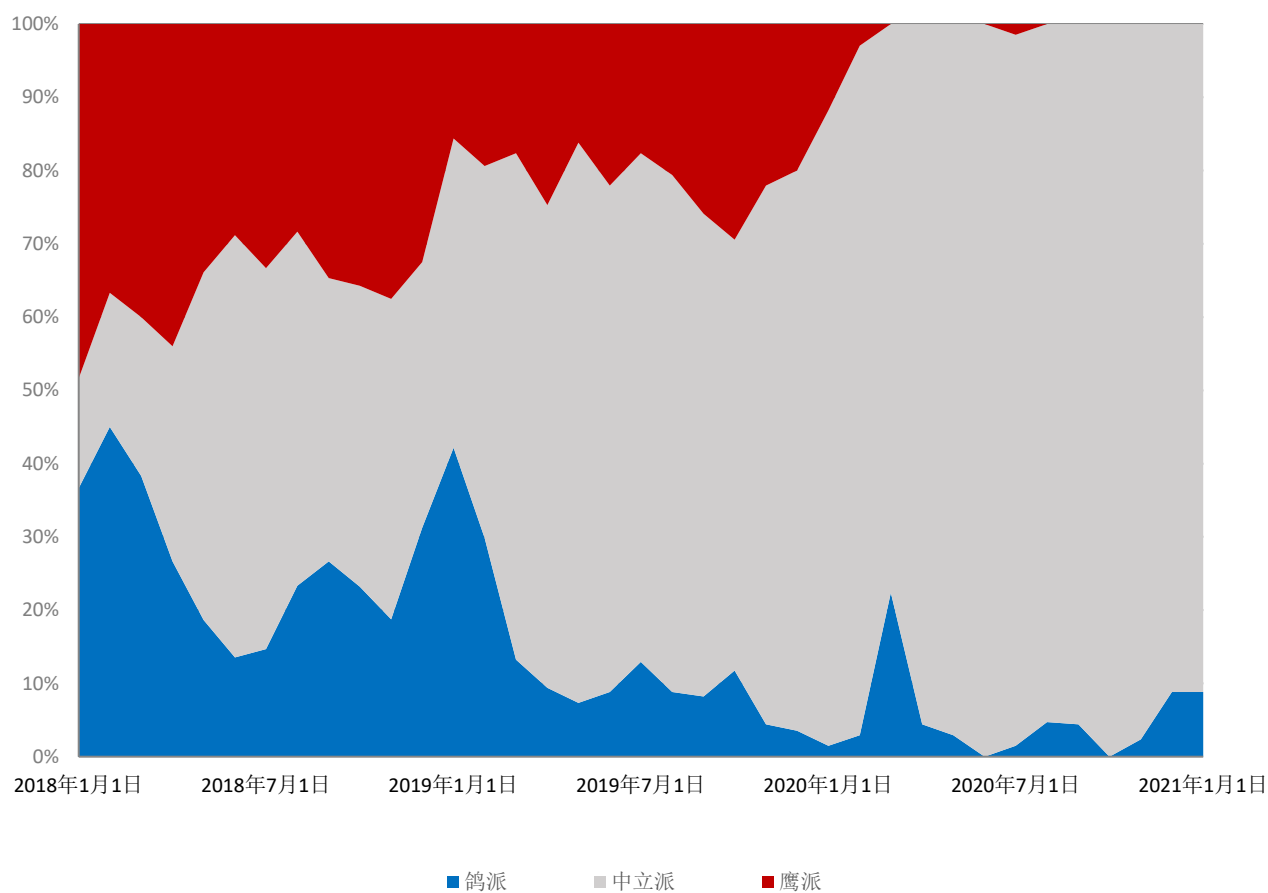
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 21：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



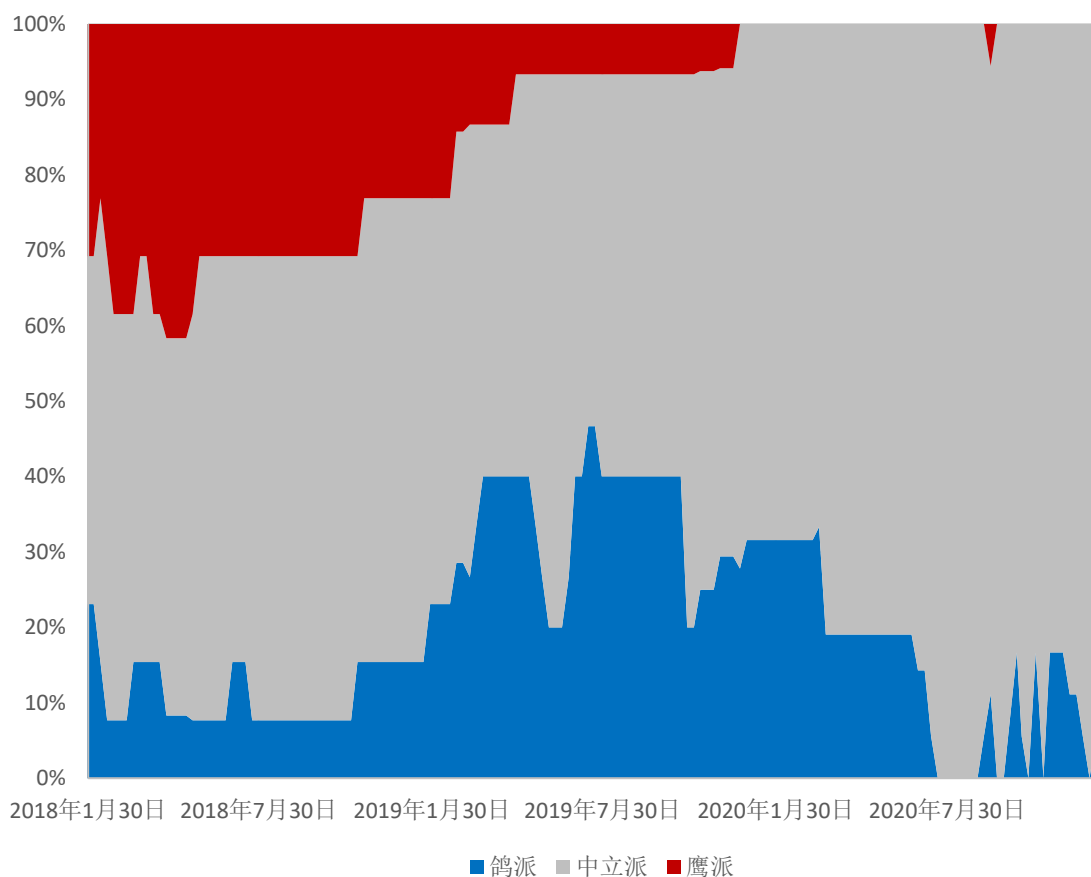
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 22：近期美联储官员的言论基调（月均/连续）



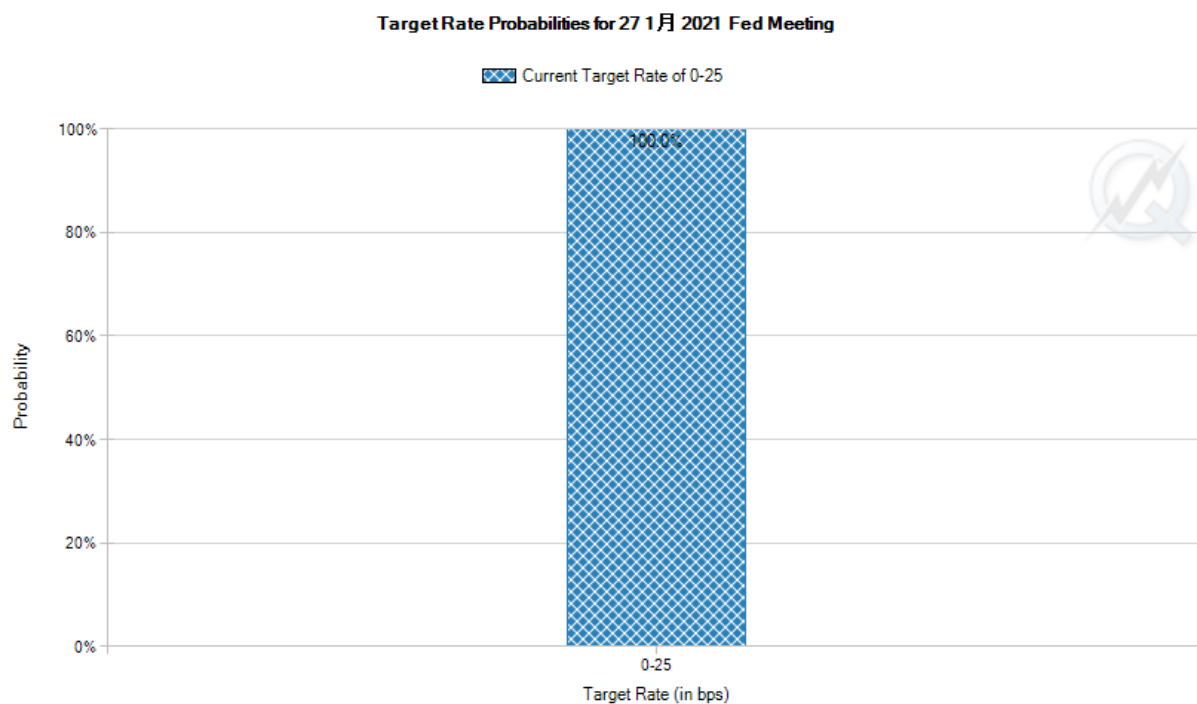
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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）2021 年 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

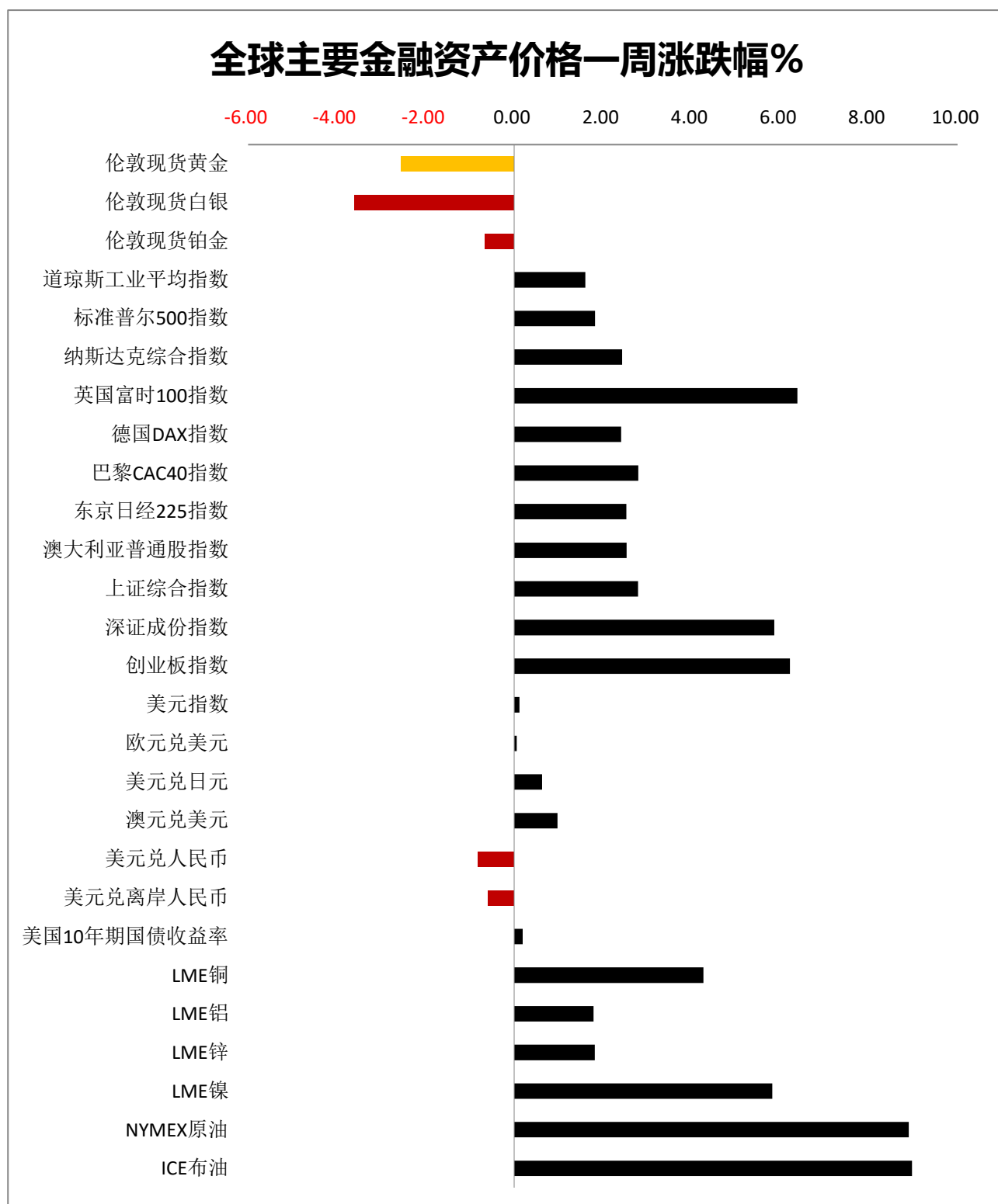
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1903.71	1959.33	1827.85	1849.07	-2.55
伦敦现货白银	26.34	27.92	24.45	25.42	-3.59
伦敦现货铂	1080.00	1130.66	1041.87	1065.00	-0.65
道琼斯工业平均指数	30627.47	31193.40	29881.82	31097.97	1.61
标准普尔 500 指数	3764.61	3826.69	3662.71	3824.68	1.83
纳斯达克综合指数	12958.52	13208.09	12543.24	13201.98	2.43
英国富时 100 指数	6460.52	6903.61	6460.52	6873.26	6.39
德国 DAX 指数	13890.22	14131.52	13566.47	14049.53	2.41
巴黎 CAC40 指数	5614.04	5721.89	5530.48	5706.88	2.80
东京日经 225 指数	27575.57	28139.03	27002.18	28139.03	2.53
澳大利亚普通股指数	6850.60	7024.24	6850.60	7024.24	2.53
上证综合指数	3474.68	3588.06	3457.21	3570.11	2.79
深证成份指数	14516.12	15453.18	14486.25	15319.29	5.86
创业板指数	2977.32	3194.37	2963.41	3150.78	6.22
美元指数	89.81	90.25	89.22	90.07	0.12
欧元兑美元	1.22	1.24	1.22	1.22	0.06
美元兑日元	103.11	104.10	102.59	103.96	0.63
澳元兑美元	0.77	0.78	0.76	0.78	0.97
美元兑人民币	6.52	6.52	6.43	6.47	-0.82
美元兑离岸人民币	6.50	6.50	6.41	6.46	-0.59

美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	0.1948
LME 铜	7784.00	8238.00	7784.00	8084.50	4.27
LME 铝	1980.00	2074.50	1978.00	2016.00	1.79
LME 锌	2749.50	2897.00	2749.50	2799.00	1.82
LME 镍	16640.00	18200.00	16640.00	17535.00	5.82
NYMEX 原油	48.40	52.75	47.18	52.73	8.90
ICE 布油	51.50	56.36	50.56	56.36	8.97

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。