

## 工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

市场期待拜登政府更大规模刺激  
但美元走势将会继续拖累金价

## ■ 本周视点:

上周国际金价震荡走高。周初国际金价开盘报于 1828.65 美元/盎司，周中国际金价最低 1801.47 美元/盎司，最高 1875.11 美元/盎司，并最终报收于 1855.22 美元/盎司。市场对于耶伦即将出任美国下一任财长后，将会推动美国的财政扩张表示乐观。此外美国经济数据表现良好，也提振了国际金价的走势。另一方面，欧洲央行持续对欧元汇率表示关切，也在一定程度上强化了市场对于强势欧元的担忧。由此引发的美元上涨，也在一定程度上对黄金形成了打压。

从后市来看，国际金价仍将维持震荡，目前没有明显的理由支持黄金走出单边趋势。此外，超发美元引发的溢出效应，以及对于未来的宽松，都令市场无可奈何地选择低收益的美债。在无风险收益率偏低的情况下，市场风险不断酝酿，并将成驱动市场新一轮走势潜在因素。而自此风险暴露之前，我们将对市场始终持有谨慎。估计国际金价仍将在 1820-1880 之间运行。

## 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 25 日

## 相关研究报告:

1 月 20 日

银铂钯每周资讯—2021 第 3 期

1 月 18 日

美债收益率曲线进一步陡峭化 国际  
金价连续第二周下跌

1 月 13 日

银铂钯每周资讯—2021 第 2 期

1 月 11 日

美联储官员暗示推出宽松条件 国际  
金价大幅回落

上周国际金价维持震荡。周初国际金价开盘报于 1828.65 美元/盎司，周中国际金价最低 1801.47 美元/盎司，最高 1875.11 美元/盎司，并最终报收于 1855.22 美元/盎司。市场对于耶伦即将出任美国下一任财长后，将会推动美国的财政扩张表示乐观。此外美国经济数据表现良好，也提振了国际金价的走势。另一方面，欧洲央行持续对欧元汇率表示关切，也在一定程度上强化了市场对于强势欧元的担忧。由此引发的美元上涨，也在一定程度上对黄金形成了打压。

## 一、上周全球市场回顾

在国内的经济数据方面，2020 年 12 月中国工业增加值同比增长 7.3%，这是自 2019 年 3 月以来的最大增幅，超出了市场预期的 6.9%。2020 年全年工业产值增长 2.8%。2020 年中国固定资产投资同比增长 2.9%，达到 51.91 万亿元，其中，1-11 月增长 2.6% 低于市场预期。其中，第一产业投资增长了 19.5%，第二产业投资同比增加 0.1%，第三产业投资增长了 3.6%。在零售方面，12 月中国零售消费同比增长了 4.6%，低于市场预期的 5.5%。2020 年四季度中国国民生产总值同比增长 6.5% 高于第三季度的 4.9%，以及 6.1% 的市场预期。2020 年全年，中国 GDP 增长 2.3%，是 40 多年来最慢的增速。不过仍然可能是全球唯一正增长的经济体。

在美国的劳动力市场数据方面，截至 1 月 16 日当周，美国当周首次申请失业金人数从前一周的 5 个月高点 92.6 万跌至 90 万，低于市场预期的 91 万。此外，大约有 42.4 万人向大流行性失业援助计划申请了帮助，而上一期间为 28.5 万人。此外截止到 1 月 16 日当周，美国初请失业金人数四周移动均值(剔除周与周之间的波动性)升至 84.8 万人，为 9 月末以来最高水平。

在生产数据方面，上周公布的 IHS Markit 美国综合 PMI 初值从前一个月的 55.3 升至 2021 年 1 月的 58，创下了 2015 年 3 月以来的第二增速。与此同时，私营部门新订单也出现了增长。1 月美国 IHS Markit 制造业 PMI 从 12 月的 58.3 进一步攀升至 59.1，远高于市场预期的 56.5。从分项数据来看，生产订单和新出口订单创下了 2014 年以来的新高，就业则创下了两年新高。1 月份 IHS Markit 美国服务业 PMI 从前一个月的 54.8 升至 2021 年 1 月的 57.5，创下两个月新高，并超出市场预期的 53.6。

在欧洲的生产数据方面，IHS Markit 欧元区综合 PMI 初值从前一个月的 49.1 降至 2021 年 1 月的 47.5，低于市场预期的 47.6。数据显示，由于疫情所以引发的相关限制导致商业活动连续第三个月下降，并且是自 11 月以来最严重的恶化。工厂产出增速放缓至自复苏开始以来的最低水平，服务业产出创下自 5 月以来第二快的速度。1 月份，欧元区的就业人数连续

第 11 个月下降，但降幅是自大流行开始以来的最低记录。

## 二、全球市场纵览及后市展望

上周初美联储前主席耶伦参加参议院提名听证会，表示将会集中精力解决疫情带来的经济问题。会上她表示，在目前低利率的情况下，将考虑发行更长期限的债券来支撑经济。在耶伦讲话期间，市场出现震荡，十年期国债收益率先跌后涨，美元指数先涨后跌。耶伦的此番讲话，在某种程度上强化了此前美国拜登所宣布的 1.9 万亿美元的计划，并且试图带给市场更多的刺激预期。在她稍后向参议院提交的书面报告中，她谈到拜登政府将优先解决对工薪阶层和基础设施的国内投资。同时，她对增加企业税率持有正面看法，但未给出具体的富人税税率，给未来开征富人税留下了空间。而上周五关于提名耶伦出任美国新一任财长的提名在美国参议院金融委员会获得全票通过，之后将被提交到全体参议院进行投票，最快该任命将在本周获得通过。这几乎宣告了耶伦将会出任美国下一任财长的事实。同时市场也对次做出了明确的反应，推动市场的通胀预期进一步攀升。

从目前公开的信息来看，美国新一轮刺激资金除了来自于财政部的赤字外，还将依托于现存的美商商业银行在央行的存款。而更大规模的财政刺激计划，以及超长期的债券，意味着更为陡峭的收益率曲线。但尽管拜登和耶伦近期的讲话推动了市场的通胀预期，上周美国国债收益率曲线与前一周相比几乎保持不变，各期限债券收益率维持稳定。这显示了面对高涨的通胀预期，市场并没有对货币政策表现出明显的收紧预期，或可以解读为远端不断攀升的名义利率预期尚未传导至近端。除了美联储的货币政策引导外，这也与非美国家持有的大量美元缺乏安全的投资渠道有关，可以看到近期部分非美央行已经开始重新购买美国国债以丰富外汇储备的结构，这也是支撑当前美国国债的重要因素。

结合上述情况，从实际利率的角度来看，目前黄金拥有一定的上涨空间，但各国货币政策的错配问题，则成为影响黄金的另外一个因素。从目前美国、中国和欧洲央行这三大央行的政策态度来看，除美国之外，欧洲和中国央行相对于美国较为克制的货币政策的边际空间已经较小。由于美国对于宽松政策默许的态度，两个地区的货币政策较此前都不同程度地有所宽松。就欧洲央行来看，在上周的欧洲央行利率会议上，欧洲央行行长拉加德进一步对于欧元汇率进行表态，一方面她强调将会继续保持非常宽松的货币政策，另一方面当在新闻发布会上被问及当前强势欧元是否会成为一种威胁的时候，拉加德表示欧洲央行对于汇率进行非常仔细的监控。中国仍然秉持着货币政策不搞“急转弯”的稳健原则，市场流动性保持充

裕。人民币兑美元也在近期呈现出区间震荡的格局。在短期全球经济复苏仍然坎坷的环境下，非美货币的强势显然对本国经济也有不同程度的影响。

因此，短期美国持续的宽松政策显然已经造成了市场的分歧，一方面短期通胀预期的不断走强，引发实际利率疲弱。另一方面，市场对于中期的经济复苏的预期，令美元的前景又变的乐观。值得注意的是，我们认为尽管短期内美国经济将仍然有走高的机会，但是通胀的问题可能会变得愈发复杂。因为，K型复苏意味着，制造业和服务业的恢复程度大相径庭，财富在不同阶级间的错配，以及虚拟资产和终端商品之间价格的倒置。目前来看，这将会成为扰动市场的基本面因素。

从后市来看，国际金价仍将维持震荡，目前没有明显的理由支持黄金走出单边趋势。此外，超发美元引发的溢出效应，以及对于未来的宽松，都令市场无可奈何地选择低收益的美债。在无风险收益率偏低的情况下，市场风险不断酝酿，并将成驱动市场新一轮走势潜在因素。而自此风险暴露之前，我们将对市场始终持有谨慎。估计国际金价仍将在 1820-1880 之间运行。

图 1: 不同期限美元 LIBOR

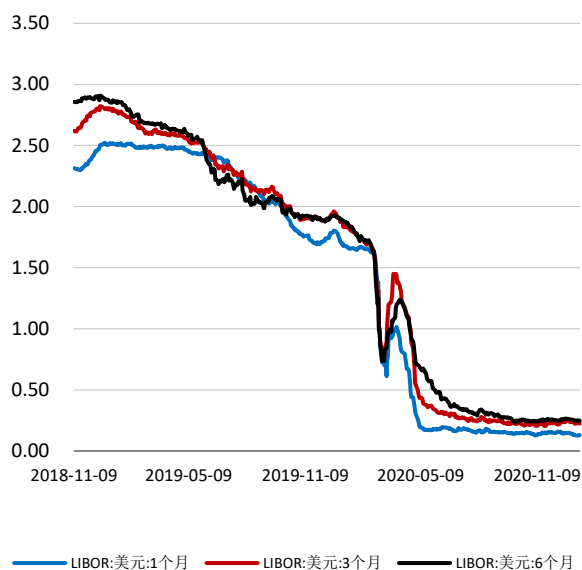


图 2: 黄金与美元指数



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

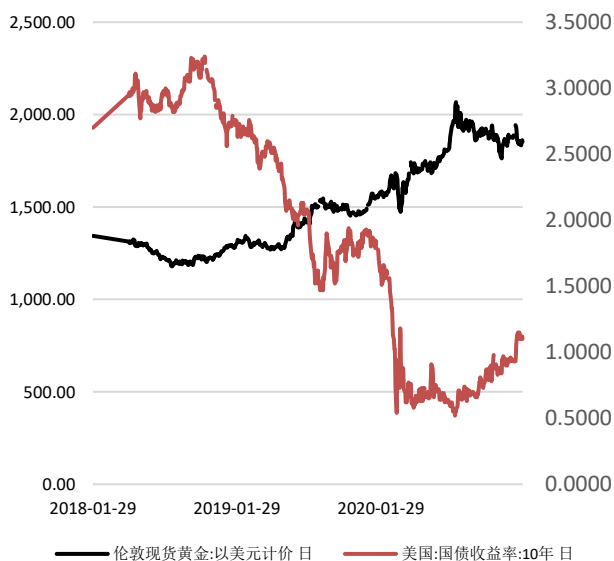
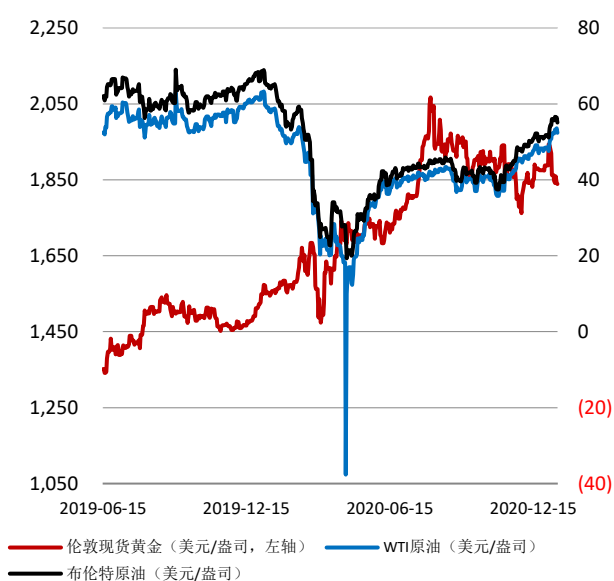


图 4: 黄金与原油价格



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

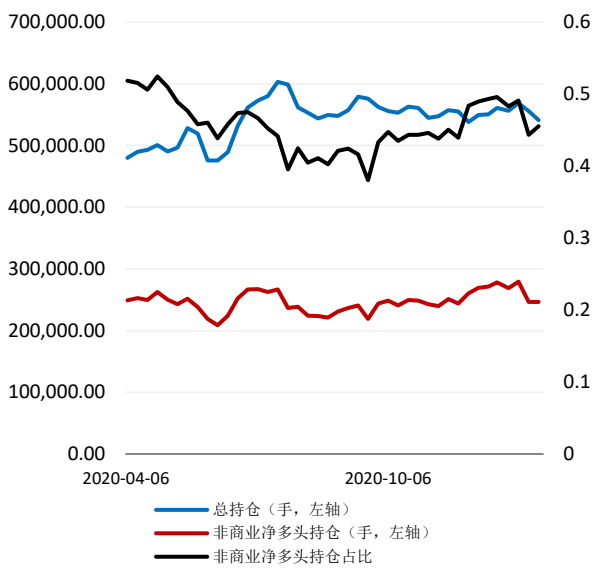
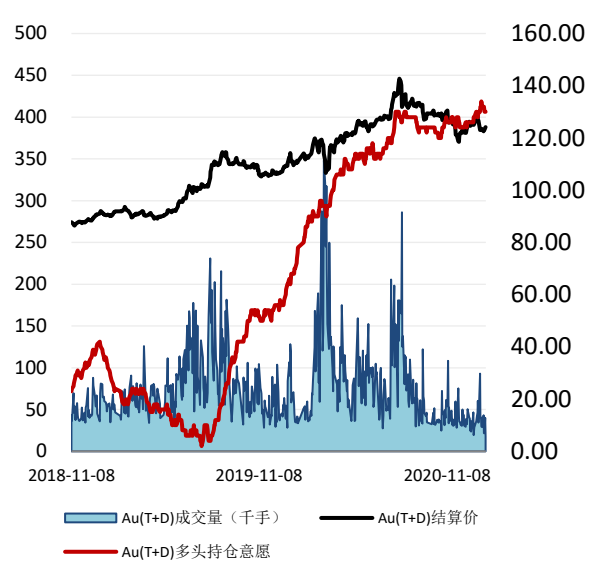


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

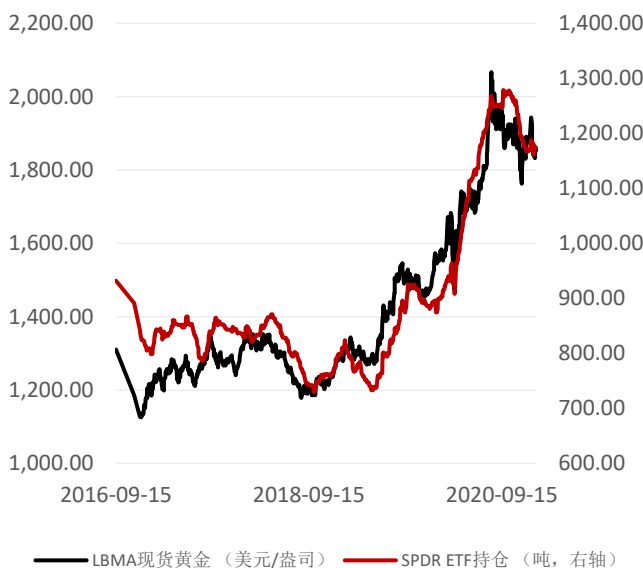


图 8: SLV 白银持仓与国际银价

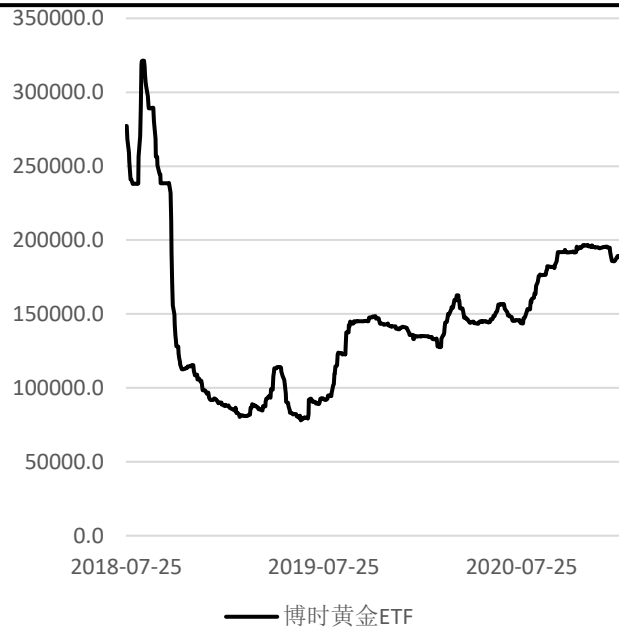


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

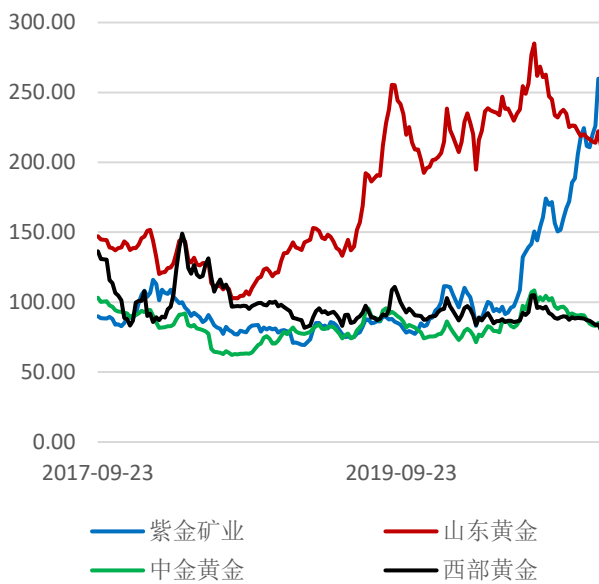
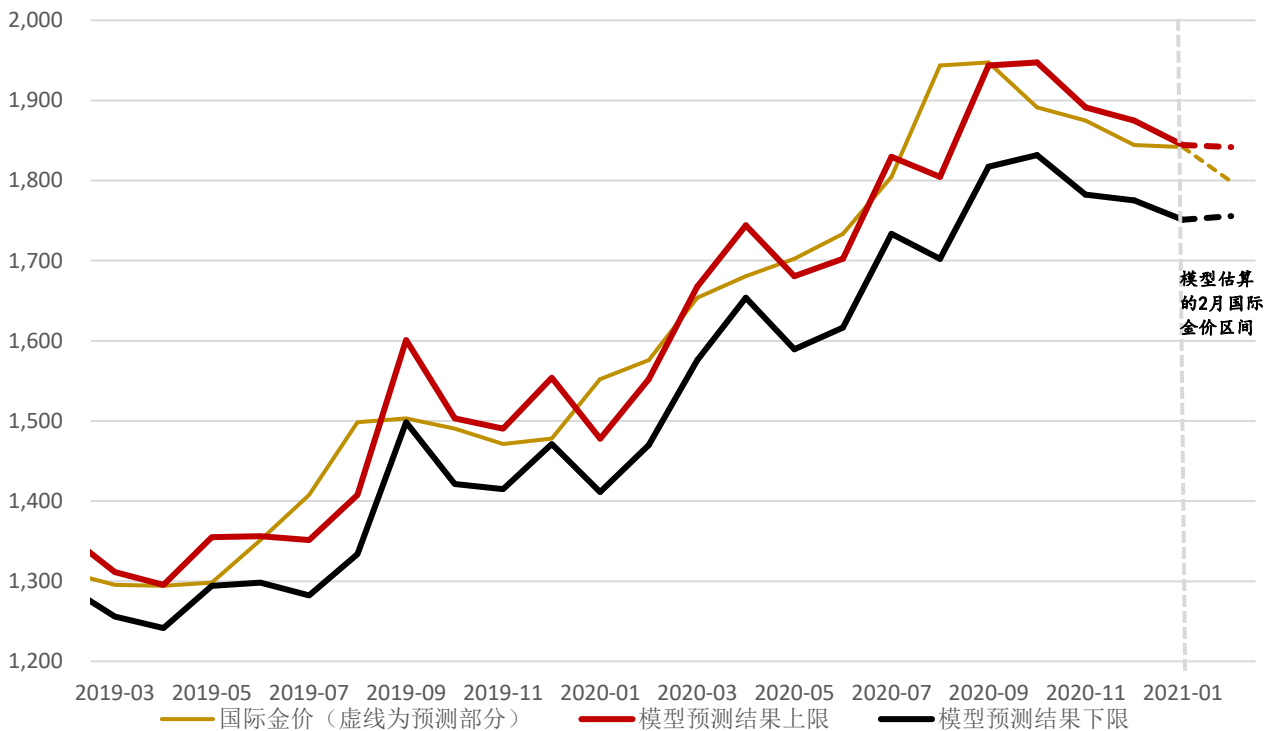


图 14: 中国黄金股票指数



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 2 月黄金价格低于 1 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 25 日	美国 1 月达拉斯联储商业活动指数	9.7 (前值)	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
1 月 26 日	美国 11 月 FHFA 房价指数月率	0.60%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 1 月谘商会消费者信心指数	88.8	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
1 月 27 日	美国 12 月耐用品订单月率	1.00%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
1 月 28 日	美国至 1 月 23 日当周初请失业金人数(万人)	90 (前值)	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国第四季度核心 PCE 物价指数年率初值	1.4% (前值)	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
1 月 29 日	美国 12 月核心 PCE 物价指数年率	1.30%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 1 月密歇根大学消费者信心指数终值	79.2	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价

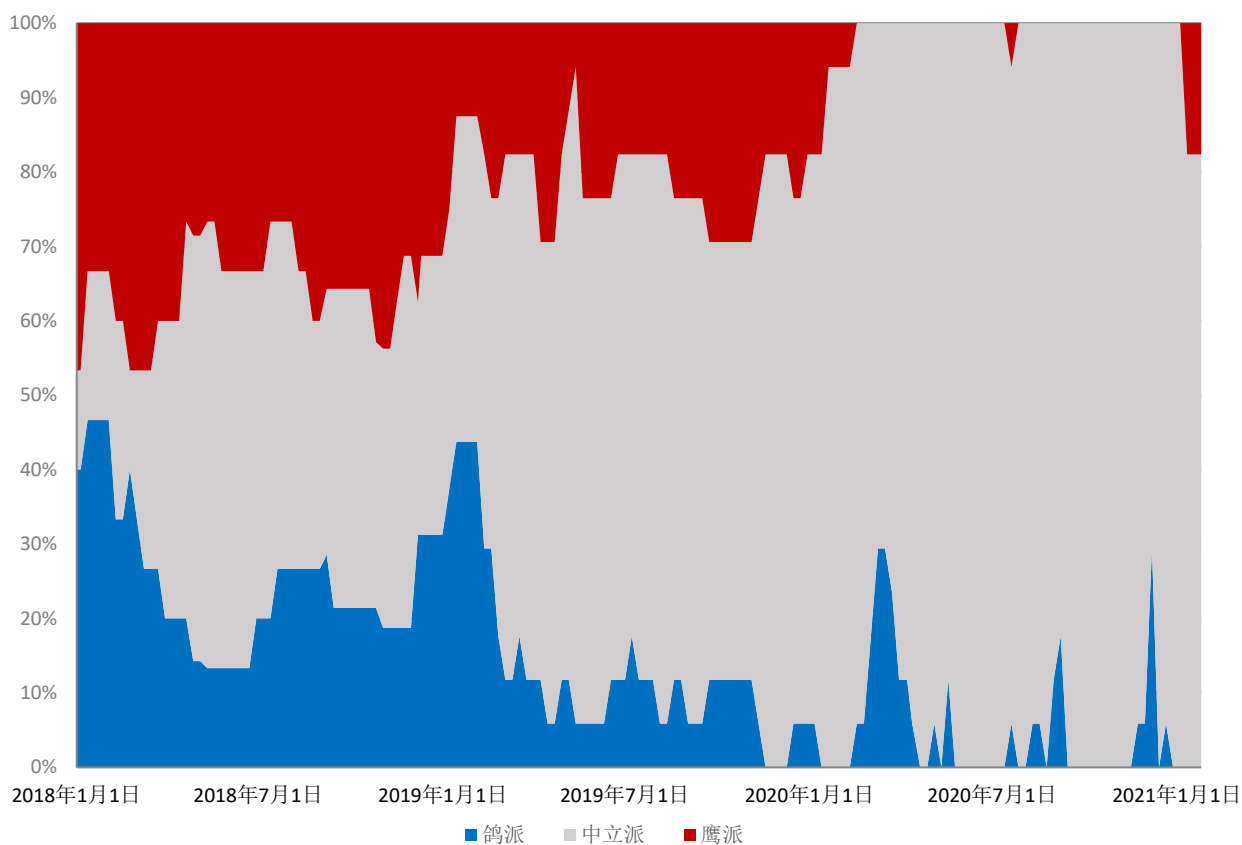
### 三、近一周美联储以及欧洲央行官员的言论分析

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	
费城 哈克	否	中立	
亚特兰大 博斯蒂克	是	中立	
美联储副主席 克拉利达	是	中立	
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	
达拉斯 卡普兰	否	中立	
堪萨斯城 乔治	2022	中立	
圣路易斯 布拉德	2022	中立	
芝加哥 埃文斯	是	中立	
明尼阿波利斯 卡什卡利	否	中立	
美联储理事 沃勒	是	中立	

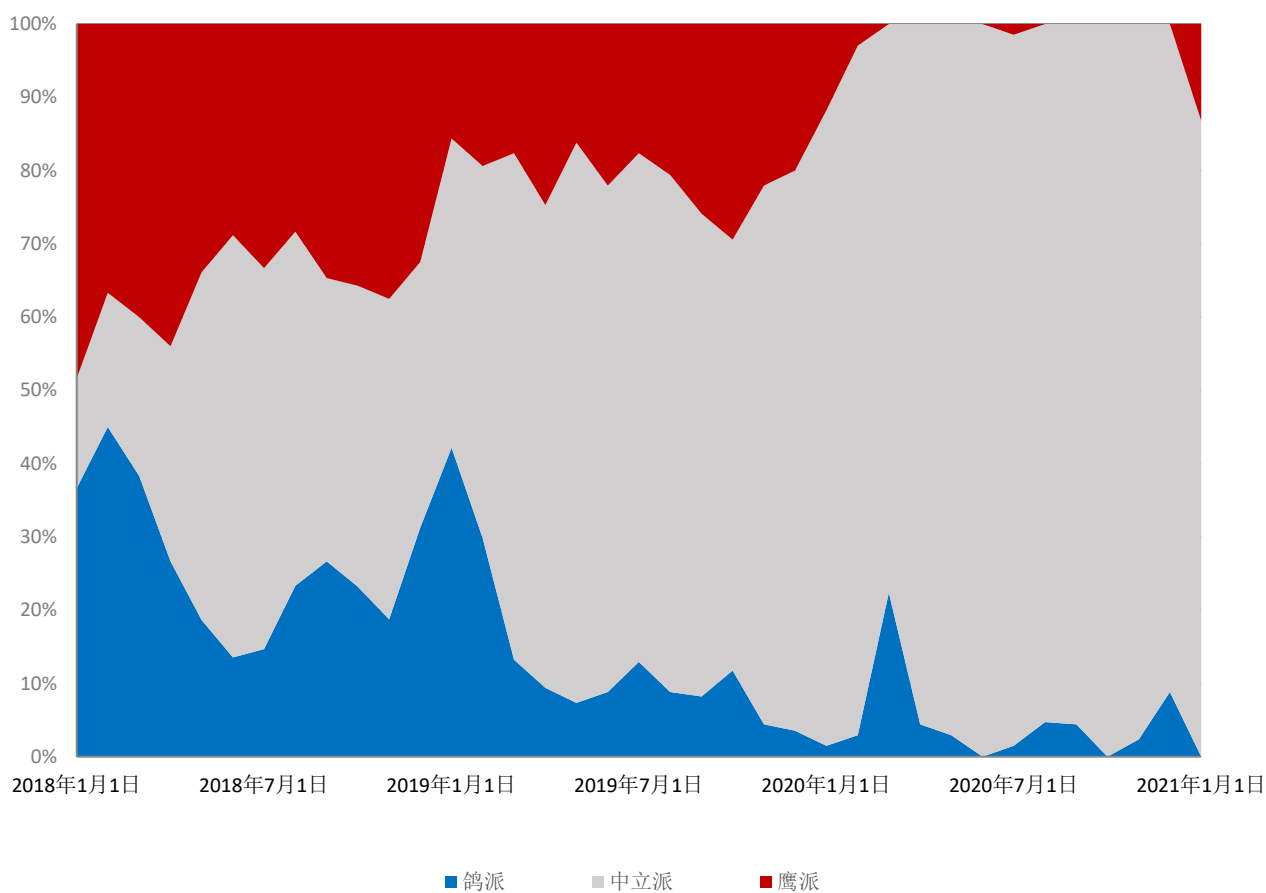
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 21：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



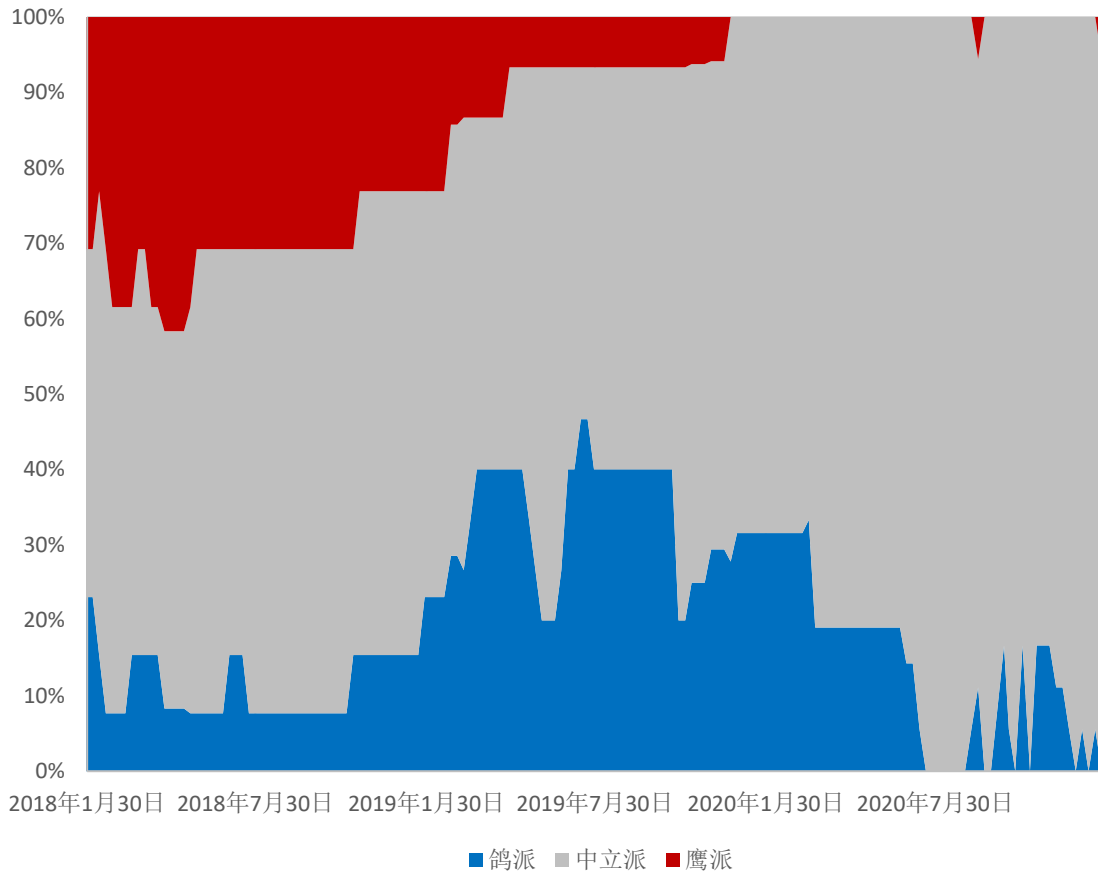
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 22：近期美联储官员的言论基调（月均/连续）



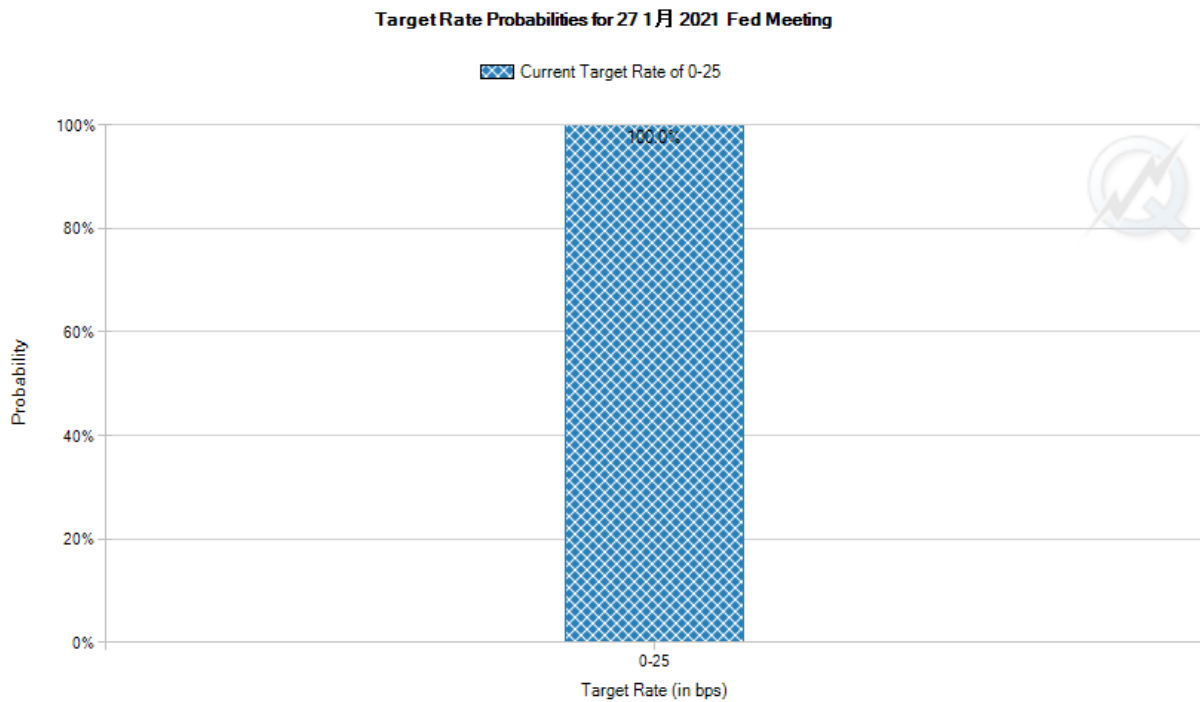
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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

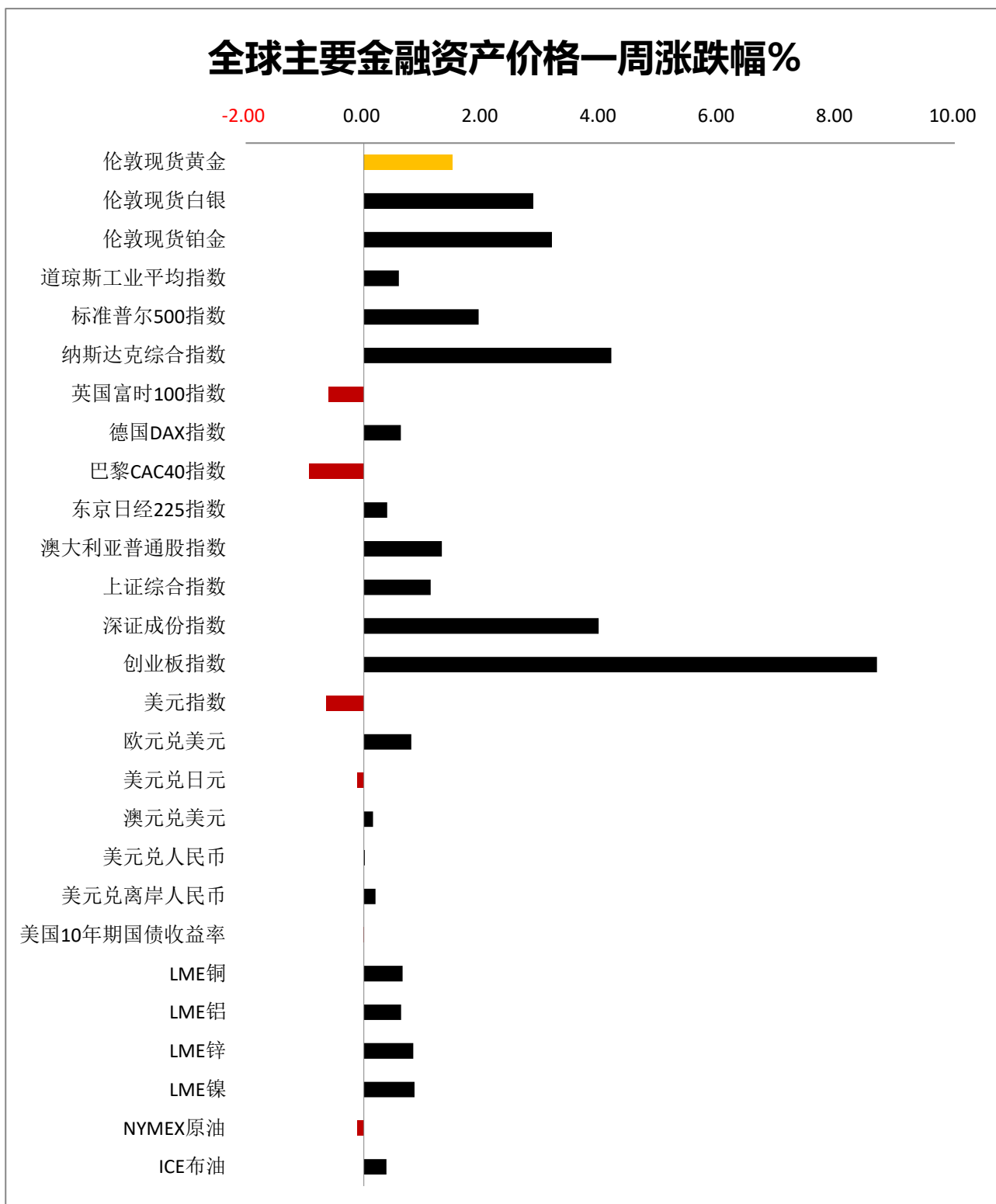
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1828.65	1875.11	1801.47	1855.22	1.50
伦敦现货白银	24.76	26.04	24.01	25.47	2.87
伦敦现货铂	1072.50	1154.09	1062.50	1102.50	3.18
道琼斯工业平均指数	30887.42	31272.22	30865.03	30996.98	0.59
标准普尔 500 指数	3781.88	3861.45	3780.37	3841.47	1.94
纳斯达克综合指数	13132.73	13567.14	13078.70	13543.06	4.19
英国富时 100 指数	6735.71	6776.92	6651.71	6695.07	-0.60
德国 DAX 指数	13701.98	14026.35	13701.74	13873.97	0.63
巴黎 CAC40 指数	5584.85	5665.98	5511.44	5559.57	-0.93
东京日经 225 指数	28238.68	28846.15	28111.54	28631.45	0.39
澳大利亚普通股指数	6986.00	7113.60	6923.40	7078.94	1.32
上证综合指数	3554.80	3636.24	3544.26	3606.75	1.13
深证成份指数	14980.50	15632.33	14898.88	15628.73	3.97
创业板指数	3078.03	3366.69	3056.81	3358.24	8.68
美元指数	90.73	90.95	90.04	90.21	-0.64
欧元兑美元	1.21	1.22	1.21	1.22	0.80
美元兑日元	103.84	104.10	103.33	103.76	-0.11
澳元兑美元	0.77	0.78	0.77	0.77	0.16
美元兑人民币	6.48	6.50	6.46	6.48	0.02
美元兑离岸人民币	6.48	6.51	6.46	6.50	0.20

美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.0090
LME 铜	7937.00	8094.00	7864.50	7986.00	0.66
LME 铝	1993.00	2006.50	1945.00	1994.50	0.63
LME 锌	2695.00	2747.50	2655.50	2708.50	0.84
LME 镍	18120.00	18515.00	17860.00	18205.00	0.86
NYMEX 原油	52.00	53.83	51.44	51.98	-0.12
ICE 布油	54.75	56.64	54.48	55.21	0.38

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。