

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

美十债收益率小幅回落
强势美元打压黄金走势

■ 本周视点:

上周国际金价震荡走低。周初国际金价开盘报于 1746 美元/盎司，周中国际金价最高触及 1747.06 美元/盎司，最低价为 1720.60 美元/盎司，并最终报收于 1730.90 美元/盎司。一周国际金价下跌了 13.96 美元，跌幅为 0.8%。从驱动要素来看，美国国债收益率的下行推动了金价的反弹，但美元指数的走强最终拖导致黄金承压。

从后市来看，市场对于美国的通胀预期路径相执不下，使得资产价格更倾向于盘整。这主要表现在以下两个方面，一是，拜登政府对于美国的大规模经济刺激令美国的未来的通胀前景较为乐观。从另一方面来看，美国持续走低的劳动力市场参与率，又令市场怀疑美国的劳动力市场数据失真。上周颇令市场感到意外的是，美联储主席鲍威尔在周中接受美国国家公共电台（NPR）的采访时表示，随着美国经济复苏和美联储在经济目标上取得实质性的进展，美联储将会开始逐步减少债券购买的规模。同时，美联储会在较长期内，着手准备一项能够令美联储加息的测试。鲍威尔的讲话令市场似乎看到了美联储的货币政策的微调，在刚刚结束的联邦公开市场利率决议上，美联储对于加息的预期最快也要到 2023 年年底。

从技术走势来看，国际金价仍然处于震荡偏弱的格局，下方的支撑在 1700，另外上行的阻力位则在 1760。

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 03 月 29 日

相关研究报告:

3 月 24 日

银铂钯每周资讯—2021 第 11 期

3 月 22 日

美联储上调经济增长预期 黄金继续
维持低位震荡

3 月 17 日

银铂钯每周资讯—2021 第 10 期

3 月 15 日

多方反复测试千七关口 金价或呈震
荡走势

上周国际金价震荡走低。周初国际金价开盘报于 1746 美元/盎司，周中国际金价最高触及 1747.06 美元/盎司，最低价为 1720.60 美元/盎司，并最终报收于 1730.90 美元/盎司。一周国际金价下跌了 13.96 美元，跌幅为 0.8%。从驱动要素来看，美国国债收益率的下行推动了金价的反弹，但美元指数的走强最终拖导致黄金承压。

一、上周全球市场回顾

上周美国公布的经济数据喜忧参半。在房屋数据方面，美国 2 月存屋销量较上月下降 6.6%，跌至 622 万套，为 6 个月以来的最低水平，降幅远低于市场预期的 3%。2 月末房屋库存总量为 103 万套，同比下降 29.5%，同时各地区房价均出现上涨，房价中位数较 2020 年 2 月上涨 15.8%。2 月美国新屋销售下降 18.2%，年化 77.5 万套，远低于市场预期的 87.5 万套。

生产数据方面，2 月美国耐用品新订单环比为 1.1%，意外低于市场预期的 0.8% 的增长。这是 10 个月来耐用品订单出现的首次下降。

上周公布的美国 3 月 Markit 美国综合采购经理人指数初值为 59.1。尽管略低于 2 月份的 59.5，但仍然创下了 6 年来的第二快增幅。由于供给端的产能不足导致制造业产出放缓至 5 个月以来的最低。不过，制造业新订单创下了 2014 年 6 月以来最大增幅。此外，随着疫情管控的放松和客户需求的增加，服务业新业务创下了近三年以来的最大增幅。这使得制造业和服务业新订单增幅创下了 2014 年 9 月以来的新高。商业信心指数也在 3 月份有回升，达到过去 7 年以来少有的高水平。

分行业来看，美国制造业采购经理人指数从 2 月份的 58.6 微降至 2021 年 3 月的 59，略低于市场预测的 59.3。由于需求强劲，经营状况的改善是 2010 年 4 月以来第二快的。不过，由于缺乏满足新订单的原材料，供应商的制造生产能力遭到了明显的影响。不过，新业务的好转加速至 2014 年 6 月以来的最高水平，不过就业数量增幅略有放缓。与服务业不同，制造企业录得十年来最快的投入成本增长，而销售价格的增幅则是有纪录以来的最低水平。美国服务业采购经理人指数初值，从 2 月份的 58.8 升至 2021 年 3 月的 60，符合市场预期。从价格来看，投入成本价格创下了 2009 年有数据来的最大增幅。同时，终端产品创纪录速度的销售，也给企业空间将部分高成本转嫁到客户身上。新业务还令企业在 3 月份的用工需求有所增加，并以 2020 年 12 月以来最快的速度增长。

二、全球市场纵览及后市展望

美债收益率和美元指数走势仍然是影响国际金价的重要因素。从美国国债收益率来看，受到石油价格震荡和经济数据增速放缓的影响，市场通胀预期有所降低并压低了名义利率。

具体来看，受到苏伊士运河航运受阻事件的影响，上周石油价格出现大幅波动。市场对于物流端的意外冲击，表现忧心忡忡。在经济数据方面，上周美国公布的房屋销售数据，个人消费支出以及核心 PCE 物价指数均不及前值，成为压低美国美债名义利率的主要因素。加上我们在前一周的报告中写到的，随着美联储决定在 3 月终止补充杠杆率 (SLR)，实际上美债短期的抛售压力有所减缓。虽然美债收益率有所走弱，但黄金也表现平平。这与美元的相对强势有关。

美元指数在上周收下了 0.84% 的涨幅，一举创下了去年 12 月份以来的高点。从过去一周来看，支撑美元走强的因素包括以下几点，一是美国经济复苏边际改善有所放缓但好于欧洲。特别是目前欧洲面临着疫情的第三轮冲击，以及疫苗注射工作推进缓慢，使得市场对于欧元兑美元的汇率走势表现谨慎。二是根据上周多位美联储官员的讲话来看，美联储对于美国长债收益率持放任不管的态度。而欧洲央行加快购债规模，导致利差变大推动美元走强。上述宏观面的改变，也推动了新兴市场国家的货币当局，通过不断收紧货币政策来防止资本外流，并抑制供给侧紧俏导致的通胀压力。此外，地缘冲突风险加大，包括大国之间的冲突也在一定程度上推动了美元的避险属性。由此推动的美元走高，并在近几周引发了美元指数期货非商业净空头寸的大幅降低，并引发美元走高的正反馈。

从后市来看，市场对于美国的通胀预期路径相执不下，使得资产价格更倾向于盘整。这主要表现在以下两个方面，一是，拜登政府对于美国的大规模经济刺激令美国的未来的通胀前景较为乐观。从另一方面来看，美国持续走低的劳动力市场参与率，又令市场怀疑美国的劳动力市场数据失真。上周颇令市场感到意外的是，美联储主席鲍威尔在周中接受美国国家公共电台 (NPR) 的采访时表示，随着美国经济复苏和美联储在经济目标上取得实质性的进展，美联储将会开始逐步减少债券购买的规模。同时，美联储会在较长期内，着手准备一项能够令美联储加息的测试。鲍威尔的讲话令市场似乎看到了美联储的货币政策的微调，在刚刚结束的联邦公开市场利率决议上，美联储对于加息的预期最快也要到 2023 年年底。

从技术走势来看，国际金价仍然处于震荡偏弱的格局，下方的支撑在 1700，另外上行的阻力位则在 1760。

图 1：不同期限美元 LIBOR

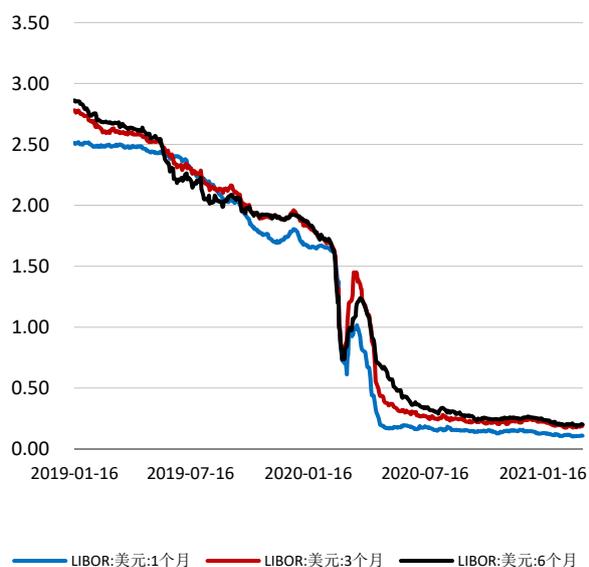
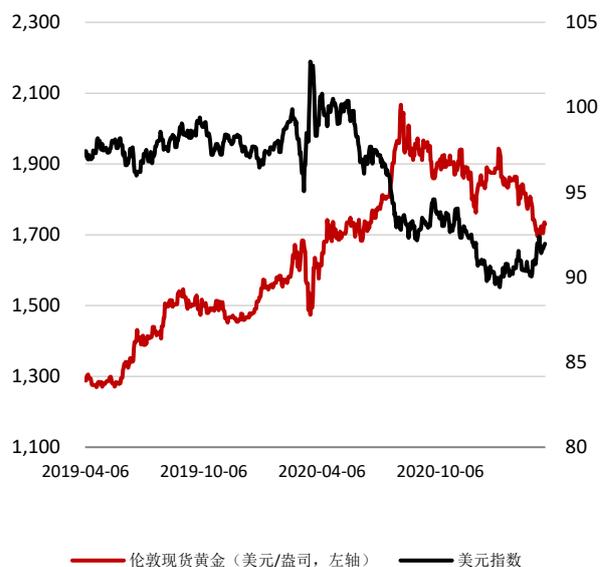


图 2：黄金与美元指数

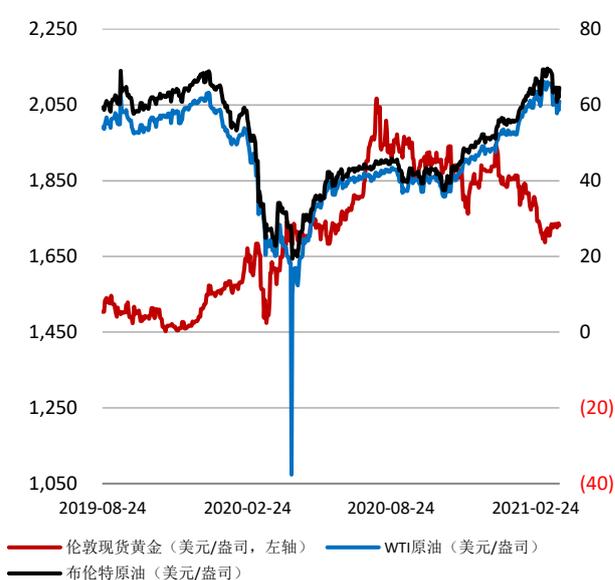


数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

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

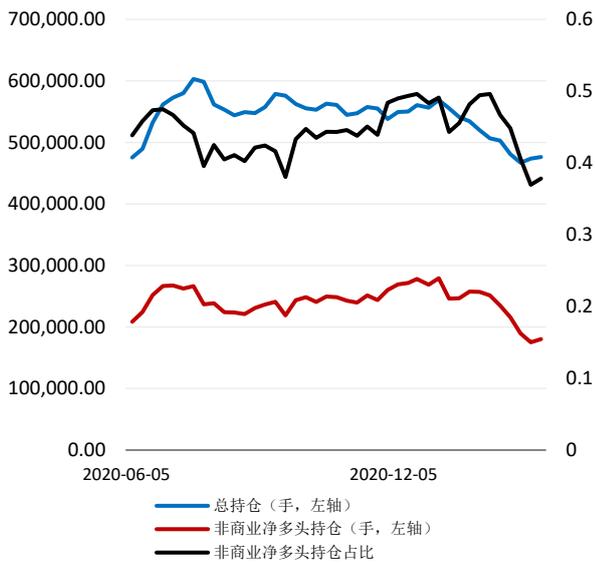
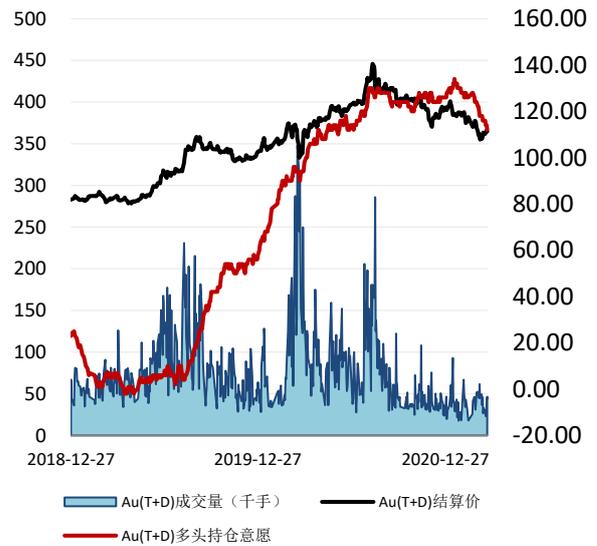


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

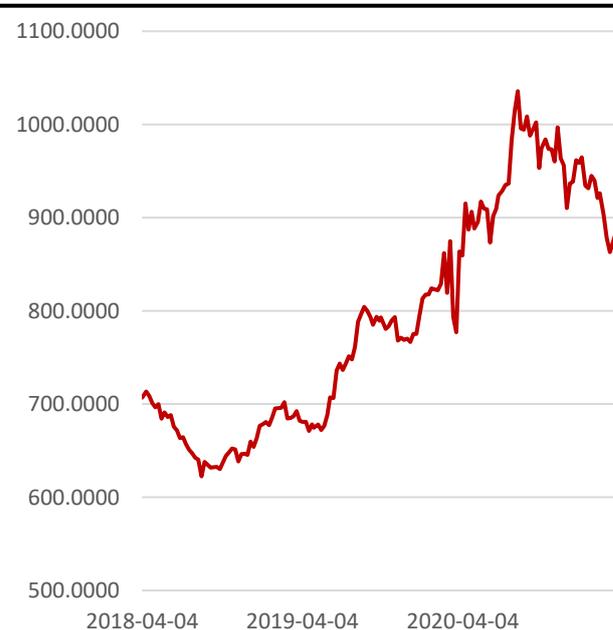


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

图 11: 美国黄金股票图



图 12: 美国黄金股票指数

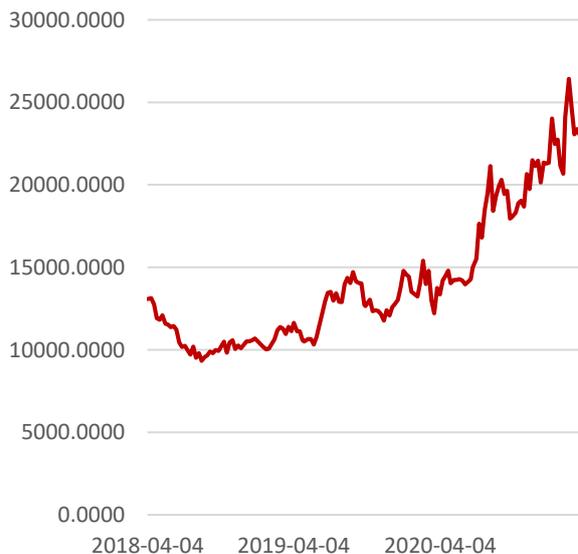


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

图 13: 中国黄金股票图

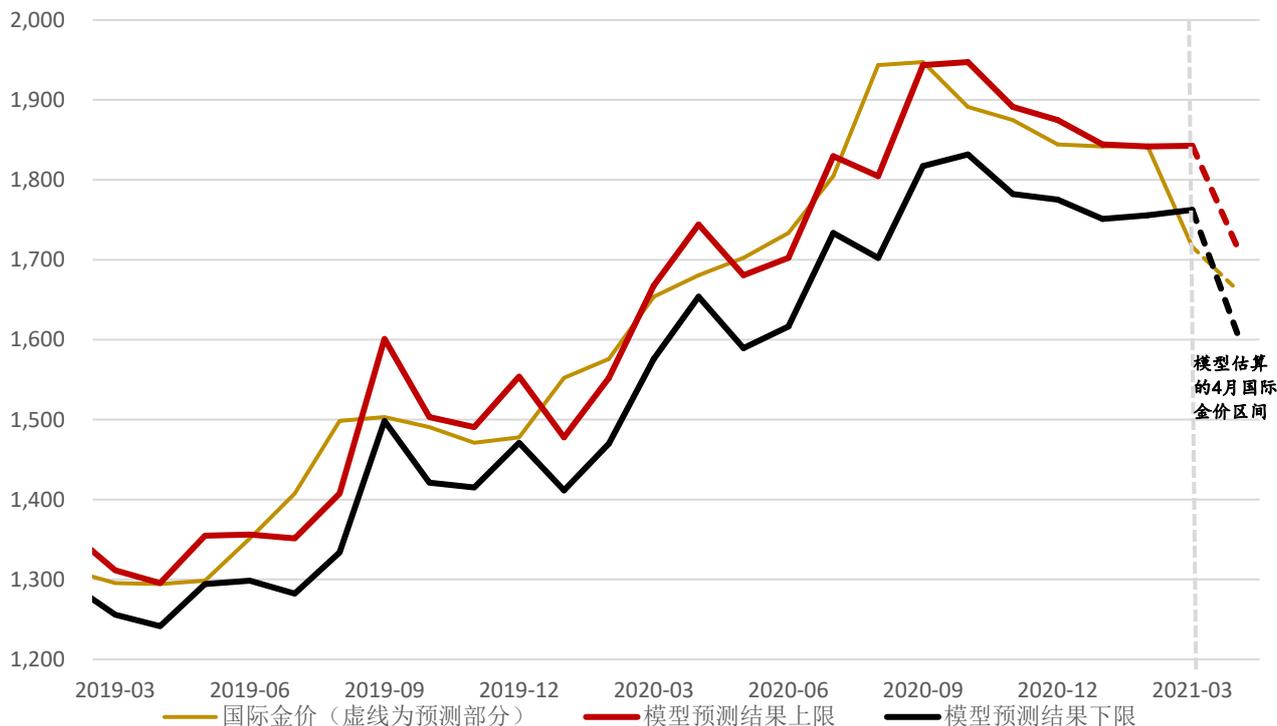


图 14: 中国黄金股票指数



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 4 月黄金价格低于 3 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 |
|-------|-----------------------|-----------|-----------------------|
| 3月29日 | 美国3月达拉斯联储商业活动指数 | 14.5 | 公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价 |
| 3月30日 | 欧元区3月经济景气指数 | 95 | 公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价 |
| | 美国3月谘商会消费者信心指数 | 96 | 公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价 |
| 3月31日 | 欧元区3月CPI年率初值(%) | 1.40 | 公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价 |
| | 美国3月ADP就业人数(万人) | 40.3 | 公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价 |
| 4月1日 | 美国至3月27日当周初请失业金人数(万人) | 68.4 (前值) | 公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价 |
| | 美国3月Markit制造业PMI终值 | 59 (前值) | 公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价 |
| 4月2日 | 美国3月失业率(%) | 6.00 | 公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价 |
| | 美国3月季调后非农就业人口(万人) | 60 | 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 | 经济刺激不会永远持续下去; 通胀肯定值得关注, 但不认为它会回到上世纪70年代的动态; 预 |

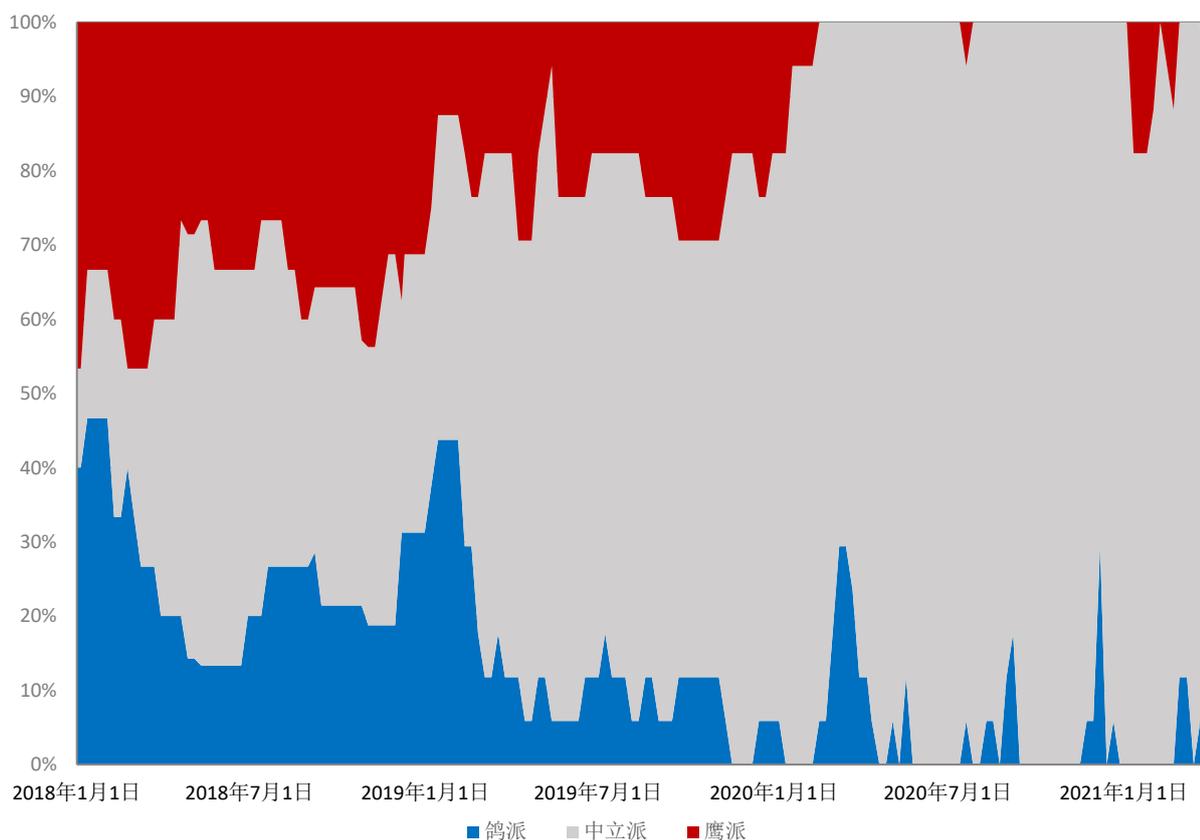
| | | | |
|-------------|---|----|---|
| | | | 计通胀上升是暂时的；美联储肯定会密切关注通货膨胀。 |
| 美联储副主席 克拉利达 | 是 | 中立 | 美国经济和就业市场需要一段时间才能恢复到危机前的峰值；预计通胀率将在今年暂时超过2%；实际的失业率接近10%；美联储将支持经济复苏，直到“工作真正圆满完成”。预计今年全球经济将同步复苏；不认为今年的财政支持会给通胀带来长期的上行风险；目前经济疲软，随着时间的推移，财政支持的影响将会减弱；从宏观的角度看，基础设施是需要的，这将提振经济的供给面。 |
| 旧金山 戴利 | 是 | 中立 | 开始看到经济复苏、失业率下降；希望看到经济增强但不过于乐观；不会过早地“撤销刺激措施”；美联储承诺在真正完成任务前维持宽松措施。预计秋季经济将出现相当强劲的反弹，之后将是更温和的增长；美国经济远未实现目标；并没有看到金融情况泡沫化的广泛普遍迹象；完全没看到过度的薪资压力。 |
| 美联储主席 鲍威尔 | 是 | 鹰派 | 复苏快于预期，看起来势头将要增强；数以百万计的美国人仍在承受困苦；近期劳动力市场情况改善；复苏还远未完成，美联储的支持将继续；活动和就业指标转向上行；6.2%的失业率低估了劳动力市场的短缺，尤其是参与率仍远低于疫情前水平。美联储坚决致力于维护物价稳定的使命；由于基数效应，通胀率今年可能会上升；通胀的影响不会很大，也不会持续很久；如果我们担心，我们有工具可以应对通胀。货币政策是高度宽松的，当前是适当的；部分资产价格较高，银行业资本充足；美联储将提前很长时间就缩减债券购买规模进行沟通。随着经济的好转，将逐步减少所购买的美国国债和抵押贷款支持证券的数量。并在经济几乎完全恢复之时，撤回在紧急时期提供的支持。 |
| 美联储理事 布雷纳德 | 是 | 中立 | 在收紧政策之前，美联储应该展现出“坚决的耐心”，等待经济改善；尽管风险仍存，但美国经济前景“显著改善”。 |
| 美联储理事 夸尔斯 | 是 | 中立 | |
| 美联储理事 鲍曼 | 是 | 中立 | 经济复苏更加全面之前，货币政策将保持宽松；尽管经济复苏取得进展，预计经济将出现强劲增长，但相关的小企业仍面临风险；经济上仍远未实现美联储的通胀目标。 |
| 纽约 威廉姆斯 | 是 | 中立 | 看到美国经济大部分地区都有改善；提高美国失业率仍有“路要走”；休闲和酒店业受到疫情的严重打击，正努力恢复正常；卫生政策决定了经济 |

| | | | |
|-------------|------|----|---|
| | | | 恢复的步伐；预计今年早些时候经济复苏的步伐将很快。 |
| 里士满 巴尔金 | 是 | 中立 | |
| 达拉斯 卡普兰 | 否 | 中立 | 由于供应问题，今年的物价将会飙升，预计今年的通胀率将在 2.25%至 2.5%之间，2022 年的通胀率将会下降一些，供应问题将在明年解决；预计今年的经济增长率为 6.5%，失业率为 4.5%；只有在看到真正的结果后而不仅仅是强劲的预测，才会主张缩减刺激计划，撤回宽松政策的第一步将是减少美联储的资产购买，预计美联储将在 2022 年开始加息，不是点阵图的中位数，而是更激进的加息，不会支持使用货币政策来扭曲美国国债收益率曲线的定价。 |
| 堪萨斯城 乔治 | 2022 | 中立 | |
| 圣路易斯 布拉德 | 2022 | 中立 | 经济复苏强于预期；预计 2021 年经济增长 6.5%，失业率在 4.5%；美元将长期作为国际储备货币。希望看到通胀在 2%的目标水平；预计 2022 年通胀不会下降太多；认为通胀有超过 2%目标的空间；预计美联储维持利率在接近零的水平直至 2023 年；价格预期超过 2%将为美联储政策提供可信度；预计 2021 年经济表现很好；仍存在大量不确定性；但上行风险在增加，而下行风险在消退。通胀走高将会让通胀预期重新回归 2%；预计 2022 年通胀会略微低于 2.5%；现在还不是调整资产购买步伐的时候；在更多数据出炉前，不会调整货币政策预期；如果看到所有有利条件发生，可能在今年早些时候讨论，但现在没有讨论调整政策。 |
| 芝加哥 埃文斯 | 是 | 中立 | 要把失去的工作岗位带回经济中，还有很长的路要走；对美国劳动力市场的复苏持乐观态度，将取得实质性进展；通货膨胀将是真正的考验；一旦通胀率达到 2%并有望超调，美联储就可以缓慢加息；估计要到 2024 年才会加息；2022 年将通胀率调整至 2%仍可能是艰难的；若经济复苏速度快于预期，美联储的加息动作可能会更早开始。长端利率上涨是经济更强劲复苏的迹象；应该对于通胀在一年时间达到 2.5%感到满意；但不需要对通胀感到恐慌，除非上涨到 3%。 |
| 明尼阿波利斯 卡什卡利 | 否 | 中立 | |

| | | | |
|----------|---|----|--|
| 美联储理事 沃勒 | 是 | 中立 | |
|----------|---|----|--|

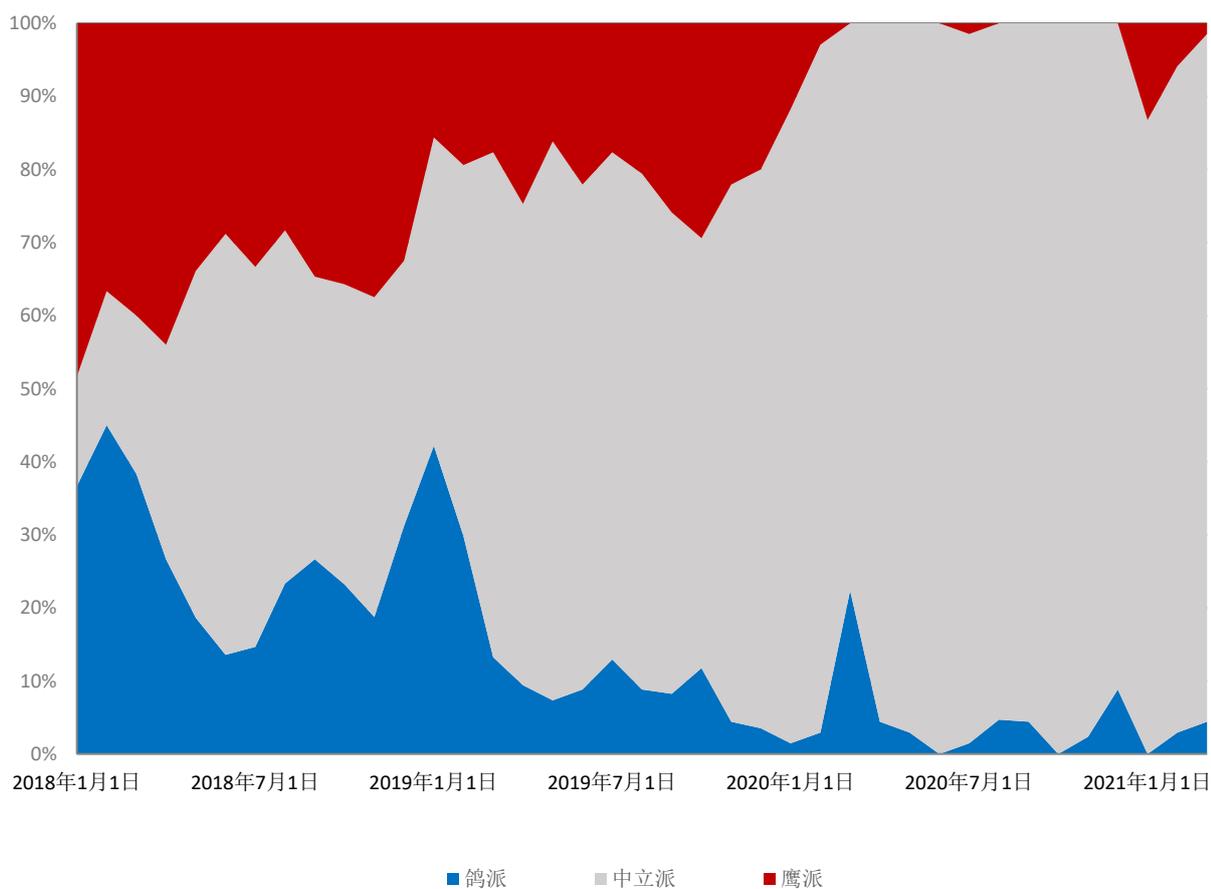
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 21：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



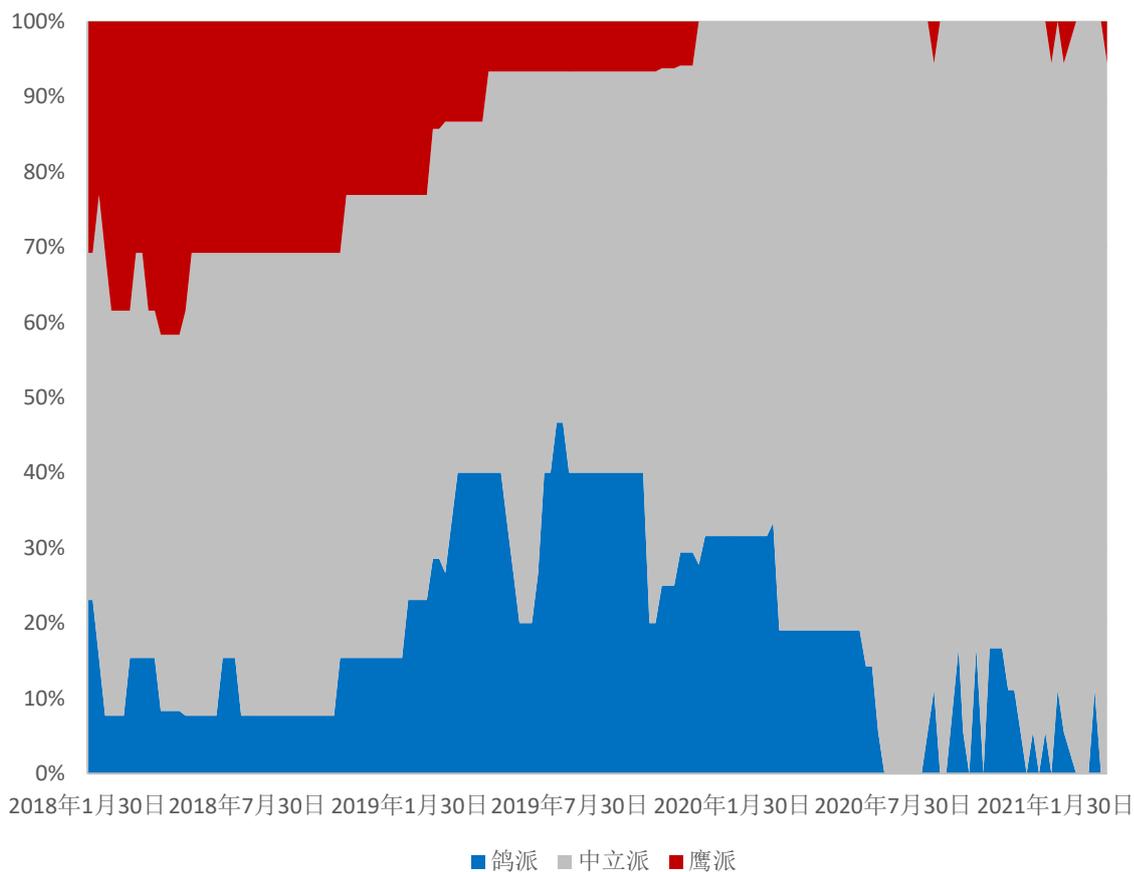
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 22：近期美联储官员的言论基调（月均/连续）



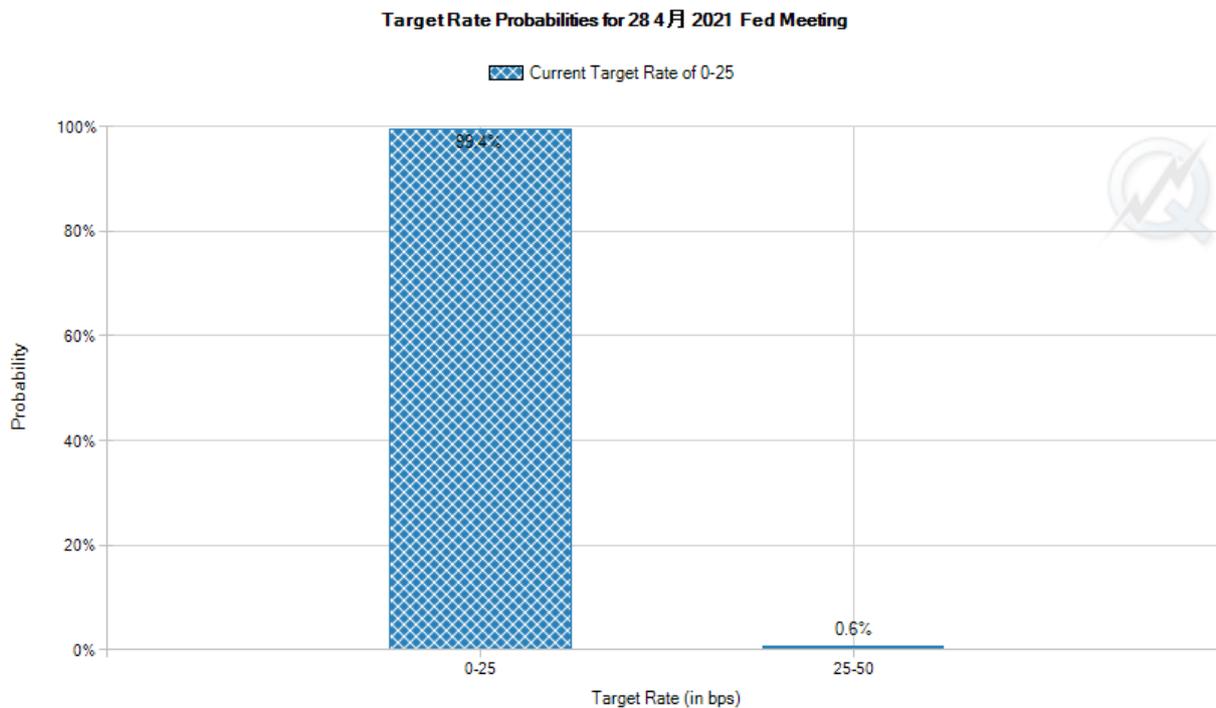
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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 4 月份加息与否概率



数据来源：芝加哥商业交易所集团，CME Group

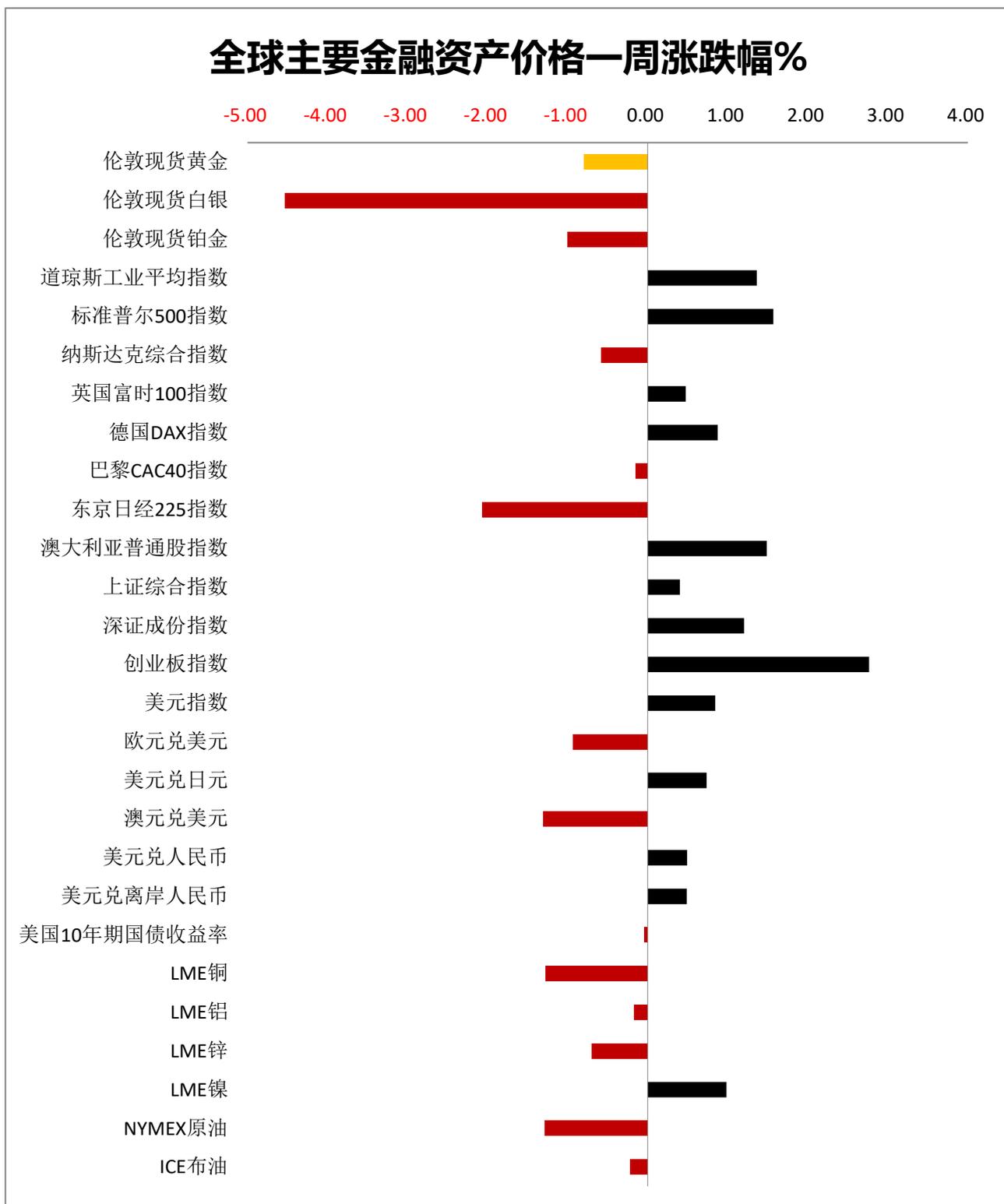
表 3：上周全球主要金融资产表现

| 品种 | 开盘价 | 最高价 | 最低价 | 收盘价 | 涨跌幅% |
|-------------|----------|----------|----------|----------|-------|
| 伦敦现货黄金 | 1746.00 | 1747.06 | 1720.60 | 1730.90 | -0.80 |
| 伦敦现货白银 | 26.24 | 26.24 | 24.39 | 25.05 | -4.53 |
| 伦敦现货铂 | 1192.50 | 1194.54 | 1140.00 | 1184.50 | -1.00 |
| 道琼斯工业平均指数 | 32601.82 | 33098.83 | 32071.41 | 33072.88 | 1.36 |
| 标准普尔 500 指数 | 3916.48 | 3978.19 | 3853.50 | 3974.54 | 1.57 |
| 纳斯达克综合指数 | 13278.78 | 13455.64 | 12786.81 | 13138.73 | -0.58 |
| 英国富时 100 指数 | 6708.71 | 6742.14 | 6618.61 | 6740.59 | 0.48 |
| 德国 DAX 指数 | 14551.17 | 14776.32 | 14422.65 | 14748.94 | 0.88 |
| 巴黎 CAC40 指数 | 5960.85 | 6002.95 | 5886.00 | 5988.81 | -0.15 |
| 东京日经 225 指数 | 29444.10 | 29496.83 | 28379.06 | 29176.70 | -2.07 |
| 澳大利亚普通股指数 | 6959.60 | 7071.30 | 6938.50 | 7063.09 | 1.49 |
| 上证综合指数 | 3406.12 | 3445.42 | 3344.97 | 3418.33 | 0.40 |
| 深证成份指数 | 13605.70 | 13810.97 | 13252.24 | 13769.68 | 1.20 |
| 创业板指数 | 2683.64 | 2754.30 | 2603.94 | 2745.40 | 2.77 |
| 美元指数 | 91.95 | 92.92 | 91.71 | 92.73 | 0.84 |
| 欧元兑美元 | 1.19 | 1.19 | 1.18 | 1.18 | -0.93 |
| 美元兑日元 | 108.89 | 109.86 | 108.40 | 109.68 | 0.73 |
| 澳元兑美元 | 0.77 | 0.78 | 0.76 | 0.76 | -1.30 |
| 美元兑人民币 | 6.51 | 6.55 | 6.50 | 6.54 | 0.49 |
| 美元兑离岸人民币 | 6.52 | 6.55 | 6.50 | 6.54 | 0.49 |

| | | | | | |
|---------------|----------|----------|----------|----------|---------|
| 美国 10 年期国债收益率 | N/A | N/A | N/A | N/A | -0.0411 |
| LME 铜 | 9020.00 | 9145.00 | 8702.00 | 8950.00 | -1.28 |
| LME 铝 | 2271.50 | 2301.00 | 2190.50 | 2273.50 | -0.18 |
| LME 锌 | 2841.00 | 2899.00 | 2762.00 | 2828.00 | -0.70 |
| LME 镍 | 16250.00 | 16685.00 | 15945.00 | 16410.00 | 0.98 |
| NYMEX 原油 | 61.60 | 62.04 | 57.25 | 60.72 | -1.28 |
| ICE 布油 | 64.38 | 64.97 | 60.33 | 64.22 | -0.22 |

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。