

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

美经济数据喜忧参半

国际金价进入拉锯

■ 本周视点:

上周国际金价维持震荡。周初国际金价开盘报于 1728.37 美元/盎司, 周中国际金价最高触及 1758.66 美元/盎司, 最低价为 1720.80 美元/盎司, 并最终报收于 1744.20 美元/盎司。一周国际金价小幅上涨了 9.38 美元, 涨幅为 0.54%。从驱动要素来看, 美国经济数据喜忧参半, 减缓了黄金的升势。特别是市场对于通胀预期的分歧, 以及不同场景下投资者对于美联储货币政策的看法, 令多空双方开始拉锯。

短期来看, 市场最通常的交易逻辑可能已经过去。这主要是因为经济在短期快速复苏后陷入了边际增速放缓的局面, 而 K 型经济复苏的结构, 令市场对于通胀预期开始产生犹豫, 并对货币政策方向产生分歧。下一步市场仍然需要通过经济数据进一步观察货币政策对于经济的刺激作用。具体的关注点包括美国的财政刺激是否能够进一步推动消费; 如果消费出现增长美国的通胀压力是否会加大; 以及基建计划是否会推动生产力的提高。因此, 拜登政府的基建计划和税收政策将会成为市场关注的重点宏观事件。

从技术走势来看, 1760 美元/盎司一线, 对于国际金价形成明显的阻碍, 在无重大驱动因素的影响下, 短期内国际金价很难顺利突破。如果突破下一个阻力位则在 1770 上下。于此同时, 金价短期回调的压力加大, 下方的支撑位在 1720 美元/盎司。

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 04 月 12 日

相关研究报告:

4 月 8 日

银铂钯每周资讯—2021 第 13 期

4 月 1 日

银铂钯每周资讯—2021 第 12 期

3 月 29 日

美十债收益率小幅回落 强势美元打压黄金走势

3 月 24 日

银铂钯每周资讯—2021 第 11 期

上周国际金价维持震荡。周初国际金价开盘报于 1728.37 美元/盎司，周中国际金价最高触及 1758.66 美元/盎司，最低价为 1720.80 美元/盎司，并最终报收于 1744.20 美元/盎司。一周国际金价小幅上涨了 9.38 美元，涨幅为 0.54%。从驱动要素来看，美国经济数据喜忧参半，减缓了黄金的升势。特别是市场对于通胀预期的分歧，以及不同场景下投资者对于美联储货币政策看法，令多空双方开始拉锯。

一、上周全球市场回顾

在国内的经济数据方面，财新中国综合采购经理人指数从上月的 51.7 升至 2021 年 3 月的 53.1，这是自去年 12 月以来的最高读数。其中，服务业活动大幅增长，而制造业生产增速则略低于 2 月份的水平。在整体出口销售增长的支撑下，新订单以较快的速度增长。就业人数在 2 月份略有下降后也略有上升。投入成本和产出费用均大幅上升。

财新中国综合服务采购经理人指数从上月的 51.5 升至 2021 年 3 月的 54.3，创下三个月新高，新订单指数为 2020 年 12 月以来新高。此外，就业恢复增长，积压的工作在连续四个月下降后略有增加。出口订单连续第二个月下降，但收缩有限。在成本方面，通胀压力加大，投入连续第九个月上升，产出价格连续 8 个月上涨。

国内的价格数据方面，3 月中国居民消费价格指数同比上涨 0.4%，此前一个月为 -0.2%，而市场预期为上涨 0.3%。这是自 2020 年 10 月以来的最高同比增幅。在价格成分中，非食品类商品价格大幅反弹。环比来看，3 月份居民消费价格下降 0.5%，为 4 个月来首次下降。3 月中国生产者价格指数同比上涨 4.4%，较上月 1.7% 的涨幅加快，远高于市场预期的 3.5% 的涨幅。环比来看，生产者物价指数上升了 0.8%。

美国经济数据方面，3 月美国 IHS Markit 综合采购经理人指数终值为 59.7 高于初值的 59.1，且高于 2 月份的 59.5，这是私营部门自 2014 年 8 月以来商业活动增长最快的月份。分行业来看，服务业活动增长进一步加速至 6 年半以上的高点，而制造业扩张则出现进一步放缓。综合指数中的分项来看，新业务增幅为 2014 年 9 月以来最大，就业继续稳步增长。整个私营部门的生产价格压力仍然较高，而企业对来年产出的预期依然强劲。

美国 3 月份 ISM 服务业采购经理人指数显示，美国服务业从 2 月份的 55.3 升至 3 月份的 63.7，远高于 59 的预测。该数据显示，服务业活动创下了有史以来最强劲的增长。其中分项数据中的商业活动、新订单和就业增长较快，而价格压力则进一步加大。另一方面，库存和新出口订单则出现放缓。尽管，经济的重新开放释放了很多公司对于服务的延迟需求，但产能、原材料紧缺、天气、物流和人力都导致供应链面临着巨大的挑战。

美国的劳动数据方面，截止到4月3日当周，美国当周首次申请失业金人数连续第二周上升，达到74.4万人，高于前一时修正后的72.8万人，高于市场预期的68万人。一方面，该数据仍然低于疫情前的80万人的水平，显示劳动力市场整体向好。另一方面，不断增加的首申数据显示，劳动力市场改善的边际速度正在放缓。

在美国的价格数据方面，美国3月核心PPI同比3.1%，高于预期的2.7%和前值的2.5%。在环比数据方面，美国3月核心PPI环比0.7%，同样高于预期和前值的0.2%。

美国的贸易数据显示，美国贸易逆差从上月修正后的678亿美元扩大至2021年2月的711亿美元，略高于市场预期的705亿美元缺口，该数字也创下了历史新高，同样显示了美国经济的复苏态势。

在石油库存方面，美国石油学会（API）的数据显示，在截至2021年4月2日的一周里，美国原油库存下降了262万桶，而市场预期133万桶的库存减少。而国际能源署（EIA）的数据显示同样的情况。4月2日当周减少了352.2万桶，而市场预测为下降143.6万桶。

二、全球市场纵览及后市展望

从美债收益率来看，由于上周公布的中国PPI数据大超市场预期，在一定程度上推动了美债收益率走高。这主要是因为，考虑到中国的PPI和美国的CPI高度相关，市场有理由相信，美国短期通胀上行风险同样加大。不过另一方面，反应美国劳动力市场的高频数据，美国当周首次申请失业金人数的走弱，则在一定程度上削弱了经济增长的预期，制约了美长债收益率持续走高的势头。而原油价格的止步不前，也暗示了市场正在修正对于需求复苏的预期，也压低了通胀预期。

从美元指数来看，一方面上述美债收益率的走低在一定程度上对美元指数形成了压力。但另一方面，由于近期疫情在欧洲再一次爆发，导致这个市场对于欧洲的经济前景有所看淡。加上英国的阿斯利康疫苗可能引发部分接种人群因血栓而遭受生命威胁，扰乱了部分国家的注射计划。又在一定程度上支撑了美元的走势。

上周，扰动市场的另一个因素是美联储对于货币政策的预期管理。考虑到2013年前美联储主席耶伦在谈论刺激退出之后，所引发的缩减恐慌对金融市场产生的负面冲击，并不符合美联储的货币政策目标。今年以来美联储与市场沟通频繁，但这也加大了市场对于货币政策的不确定性。这主要是因为美联储并不希望市场对于货币政策的一致性预期在短期内形成拐点，美联储更希望是一个循序渐进的过程。在上周公布的美联储3月份会议纪要中，美联储货币政策部分并无太多超出市场预期的部分。美联储认为目前美国经济实现充分就业和通胀

目标还需要一段时间，在此之前美联储不会减少购债规模。不过，在会影响市场预期经济展望部分，美联储认为财政刺激和消费者支出意愿加强都会引发经济的上行风险，而疫情、房地产市场以及疫情救助计划结束时可能对信贷市场产生的冲击则会拖累经济的表现。在通胀前景方面，美联储对于通胀的预测则略低于美联储票委的预测水平，这也强化了市场宽松预期。

所以，短期来看，市场最通常的交易逻辑可能已经过去。这主要是因为经济在短期快速复苏后陷入了边际增速放缓的局面，而 K 型经济复苏的结构，令市场对于通胀预期开始产生犹豫，并对货币政策方向产生分歧。下一步市场仍然需要通过经济数据进一步观察货币政策对于经济的刺激作用。具体的关注点包括美国的财政刺激是否能够进一步推动消费；如果消费出现增长美国的通胀压力是否会加大；以及基建计划是否会推动生产力的提高。因此，拜登政府的基建计划和税收政策将会成为市场关注的重点宏观事件。

从技术走势来看，1760 美元/盎司一线，对于国际金价形成明显的阻碍，在无重大驱动因素的影响下，短期内国际金价很难顺利突破。如果突破下一个阻力位则在 1770 上下。于此同时，金价短期回调的压力加大，下方的支撑位在 1720 美元/盎司。

图 1： 不同期限美元 LIBOR

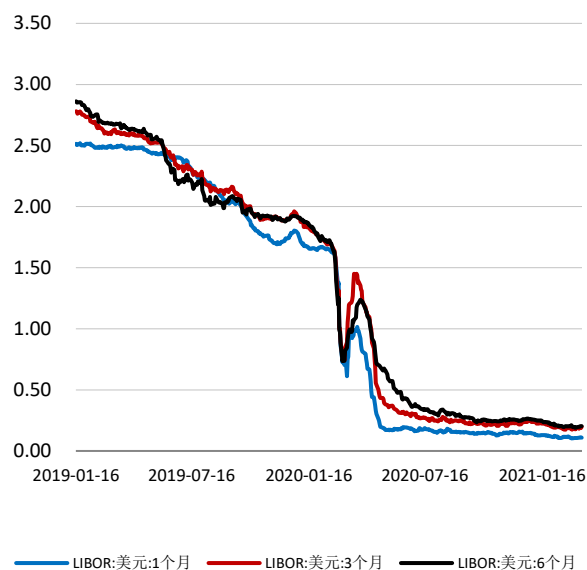
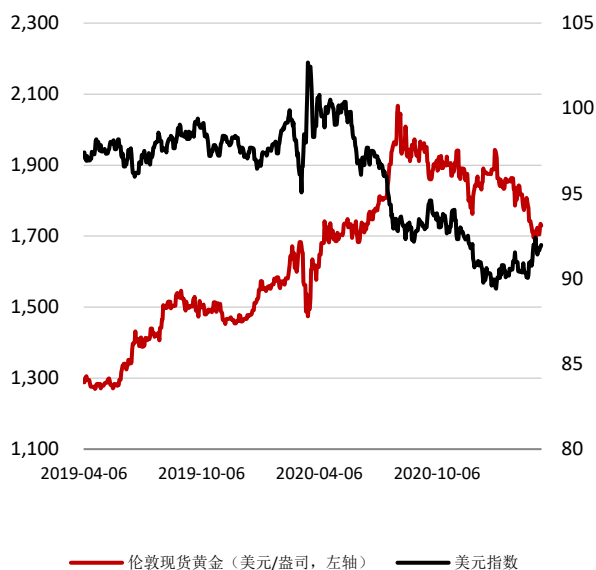


图 2： 黄金与美元指数



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

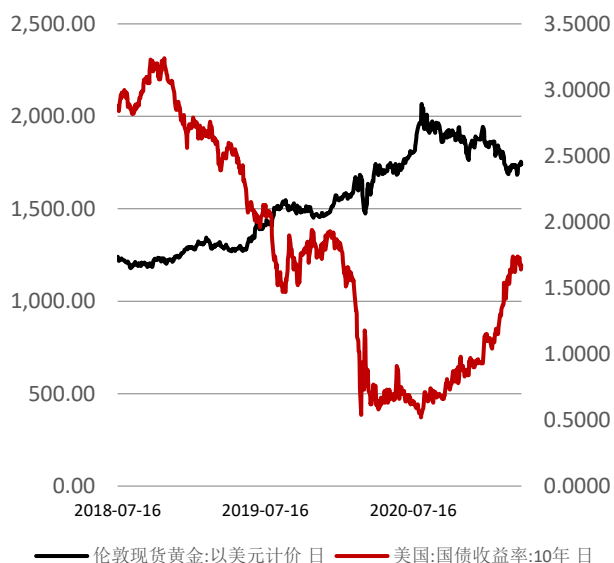
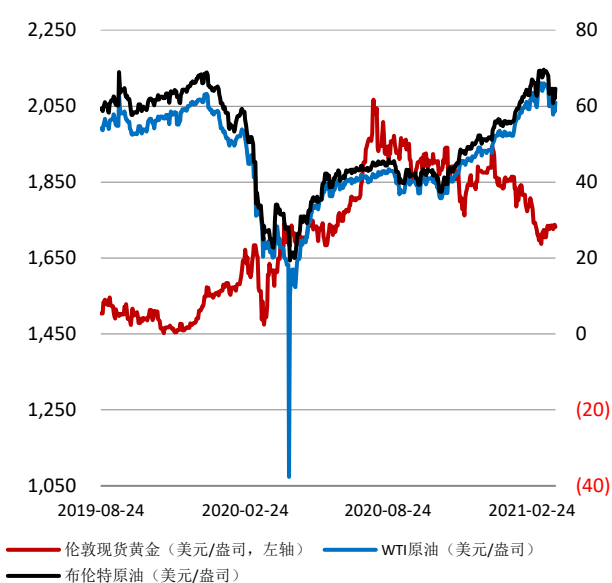


图 4： 黄金与原油价格



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

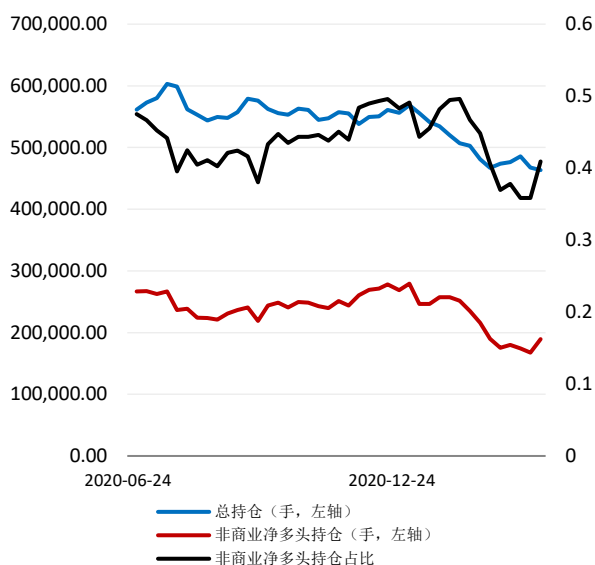
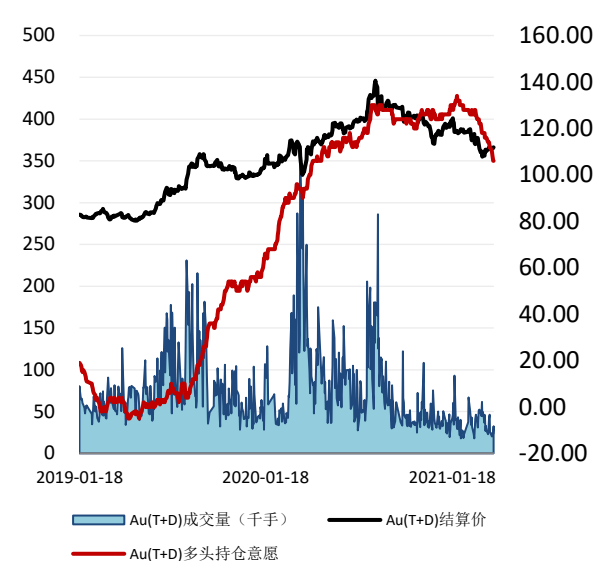


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

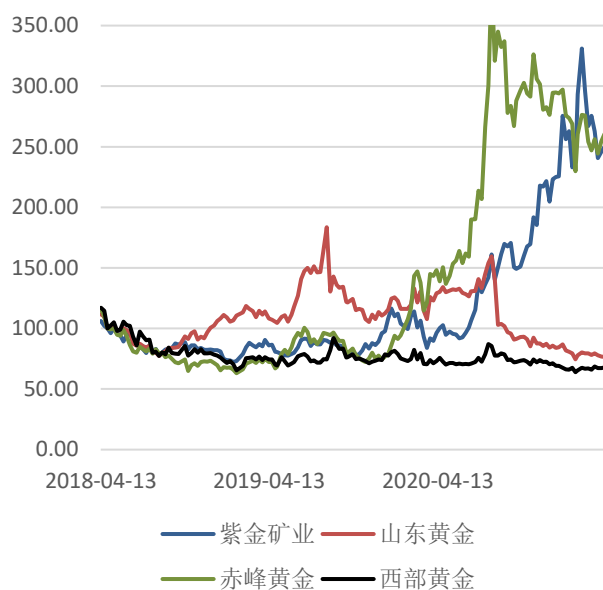
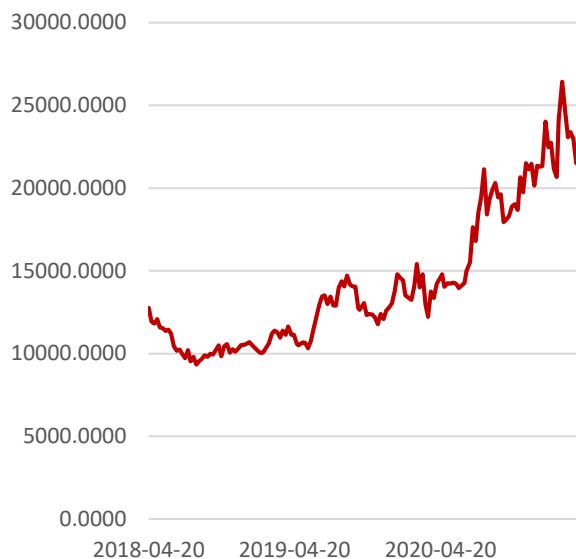
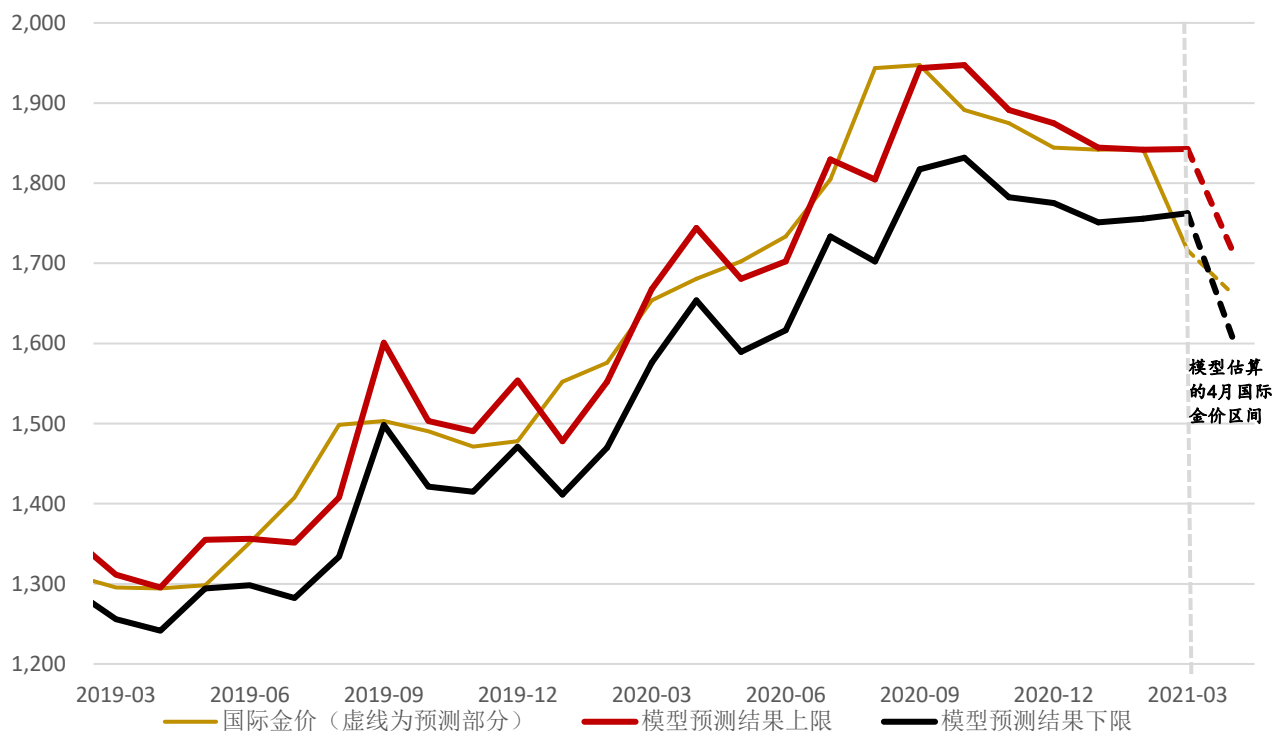


图 14：中国黄金股票指数



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：



模型估算
的4月国际
金价区间

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
4 月 12 日	欧元区 2 月零售销售月率(%)	1.5	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
4 月 13 日	欧元区 4 月 ZEW 经济景气指数	74 (前值)	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 3 月季调后 CPI 月率(%)	0.50	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
4 月 14 日	欧元区 2 月工业产出月率(%)	0.30	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 3 月进口物价指数月率(%)	0.90	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
4 月 15 日	美国至 4 月 10 日当周初请失业金人数(万人)	74.4 (前值)	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 3 月零售销售月率(%)	5.20	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
4 月 16 日	欧元区 3 月 CPI 年率终值(%)	1.30	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 4 月密歇根大学消费者信心指数初值	88.8	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

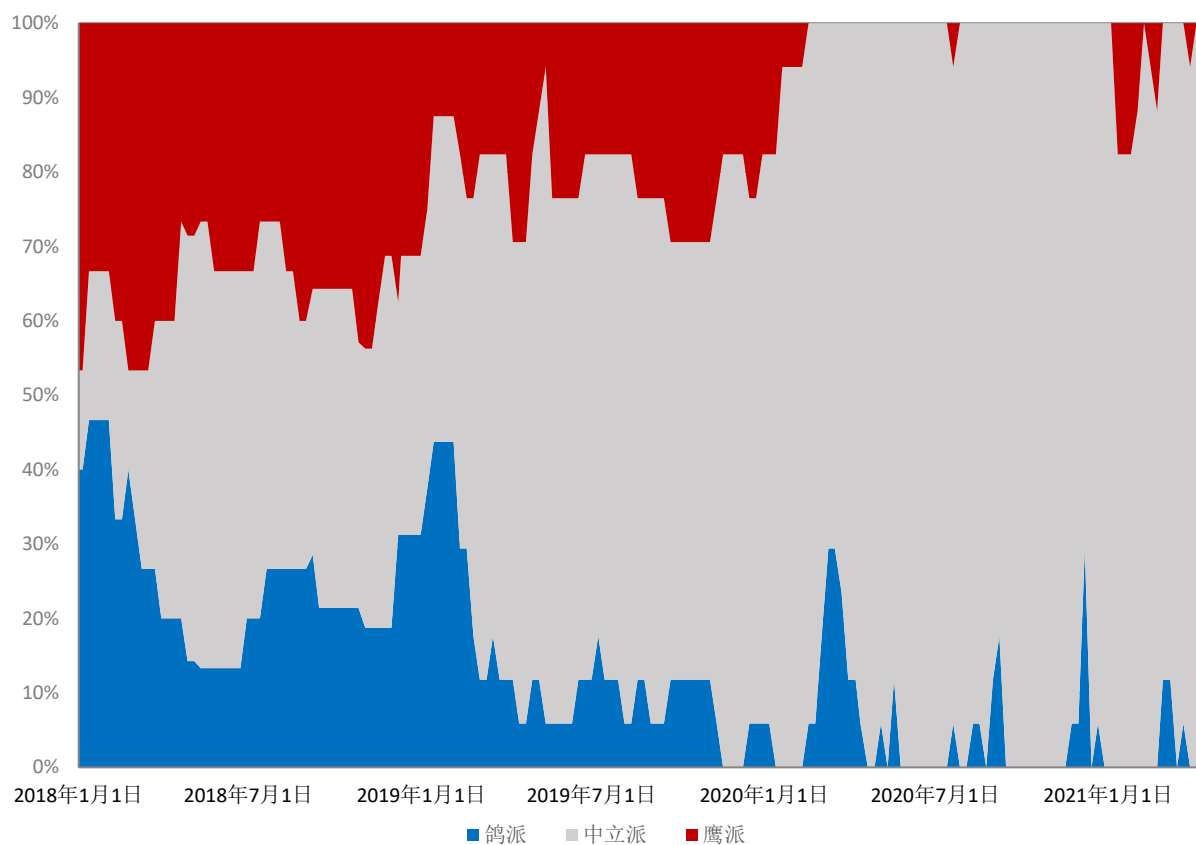
联储委员	是否票委	表态	最新言论
波士顿 罗森格伦	2022	中立	
克兰科夫 梅斯特	2022	中立	美国经济前景光明，预计今年下半年经济将出现强劲增长，但离政策目标仍有距离；3 月就业报告很棒，但仍有 850 万人失业；美联储仍远未达到其政策目标；需要对美联储政策保持谨慎的耐心；高通胀的情况不会持续下去，不担心通货膨胀会失去控制。

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	美联储的新政策框架是以结果为基础的；在达到我们的条件之前，美联储不会提高利率；2%的通胀作为上限不利于美国经济，今年的总体通胀有时可能会超过2%，但这将是暂时的；如果年底的通胀没有从年中的水平下降，那么这可能是通胀不是暂时性的“良好证据”。
旧金山 戴利	是	中立	预计通货膨胀率还需要一到两年才能持续地达到2%；美联储最终可以将资产负债表恢复到更正常的水平。
美联储主席 鲍威尔	是	中立	一次性的价格上涨不是持续的通货膨胀；美国已经经历了25年的低通胀；不要指望由于供应紧张而导致的价格上涨会重复出现；预计高通胀是暂时的；美联储有工具来抑制过高的通胀，对付通货膨胀的传统手段是提高利率；美联储甚至不应该在美国仍处于危机的康复阶段讨论政策变化。
美联储理事 布雷纳德	是	中立	前景已显著改善；在通货膨胀和就业方面实现目标还需要一段时间；美国货币政策的前瞻性指导是以结果而不是前景为前提的；预计通货膨胀会在一段时间内增加，但这是暂时的；不太可能出现持续的通胀飙升。
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	美国经济仍然需要来自美联储的支持；对美国经济保持乐观，预计今年经济增速将达6.5%；同意目前采取的资产购买计划与政策立场；当疫情减弱且经济取得更多进展时，减少刺激措施将有助于保持经济复苏状态；（谈及美联储利率时表示）不一定意味着为零。通胀可能会超过2.5%，然后才会放缓；预计强劲的经济增长部分得益于财政政策。美联储在面对疫情时需要采取积极的货币政策；一旦确定我们已经度过了疫情，将主张开始撤回非常规措施；担心金融市场的不平衡。认为美联储在考虑加息之前会先缩减购债规模；更

			希望美联储在调整利率之前大幅缩减资产购买规模，但希望保持灵活性；不希望美联储落后于收益率曲线；美联储不会像过去那样对通胀采取先发制人的行动。过度的宽松政策如果超过我们所需的时间，就会产生副作用；未来几个月的一些通胀上升将是暂时的，但也有一些可能不是；股市市值与 GDP 之比处于历史高位水平，信贷息差趋紧，房地产市场也处于高位；一旦疫情过去，看到就业和通胀方面的进展，就会主张逐步减少量化宽松。
堪萨斯城 乔治	2022	中立	
圣路易斯 布拉德	2022	中立	美联储正期待着这场疫情的结束，“但它还没有发生”，所以政策仍将继续；预计今年将是美国经济“繁荣的一年”；在经济形势变得更加明朗之前，需要美联储提供支持；对过早撤回支持措施持谨慎态度。
芝加哥 埃文斯	是	中立	货币政策将在一段时间内保持宽松；实现美联储的通胀目标可能会更加困难，预计美联储的就业目标很快就会实现；还需要达到更高的通胀率，巩固 2% 的通胀预期，在一段时间内还无法达到减少资产购买所要求的“取得实质进展”。财政一揽子计划的规模意味着美联储最终可以做得更少，2.5% 的通胀不应该被认为是不可能的；如果通货膨胀过高，美联储将调整政策，美联储将采取行动防止不受欢迎的过高通胀。
明尼阿波利斯 卡什卡利	否	中立	劳动力市场仍然存在大量闲置问题；不会对 2.5% 的通货膨胀率感到意外，甚至可能更高；美联储将容忍美国通胀短期性地过冲；预计通胀将暂时性地上扬，长期通胀预期被牢牢地锚定；新冠肺炎变异毒株对美国复苏构成头号风险。
美联储理事 沃勒	是	中立	

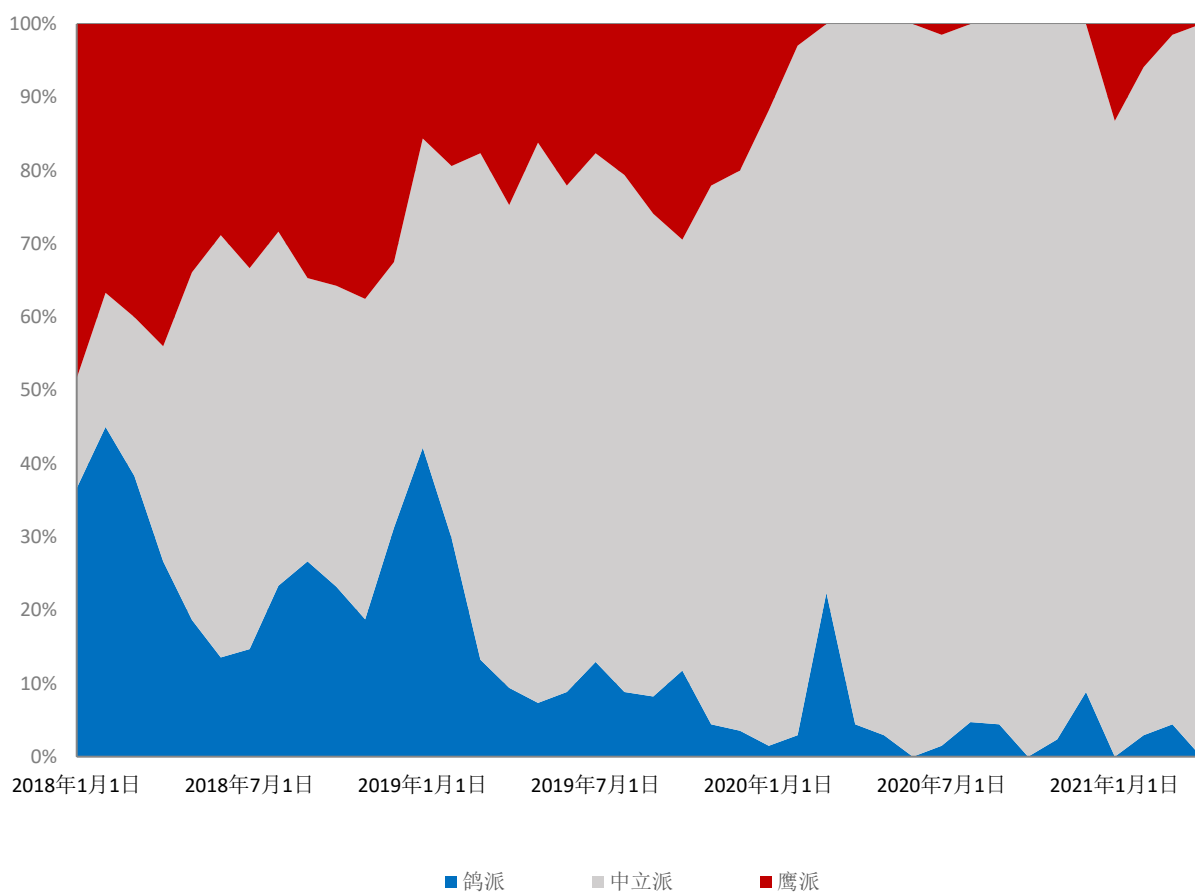
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 21：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



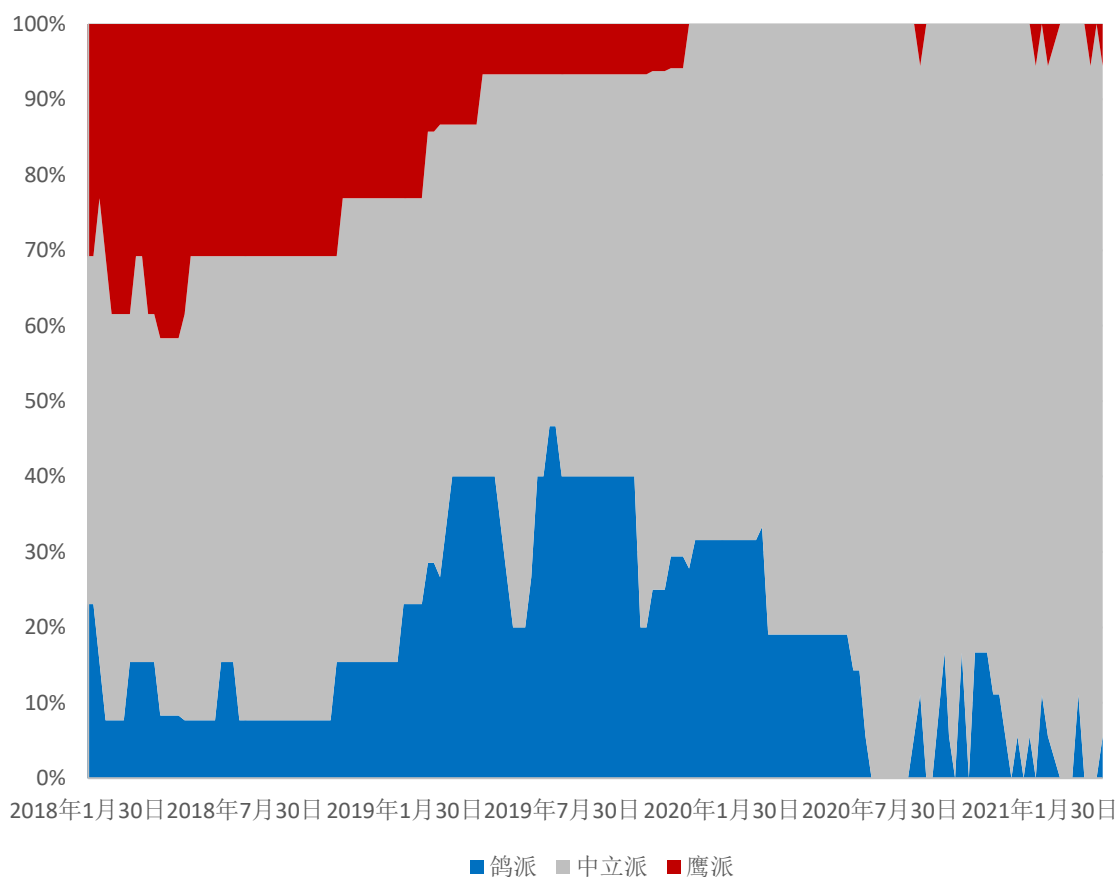
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 22：近期美联储官员的言论基调（月均/连续）



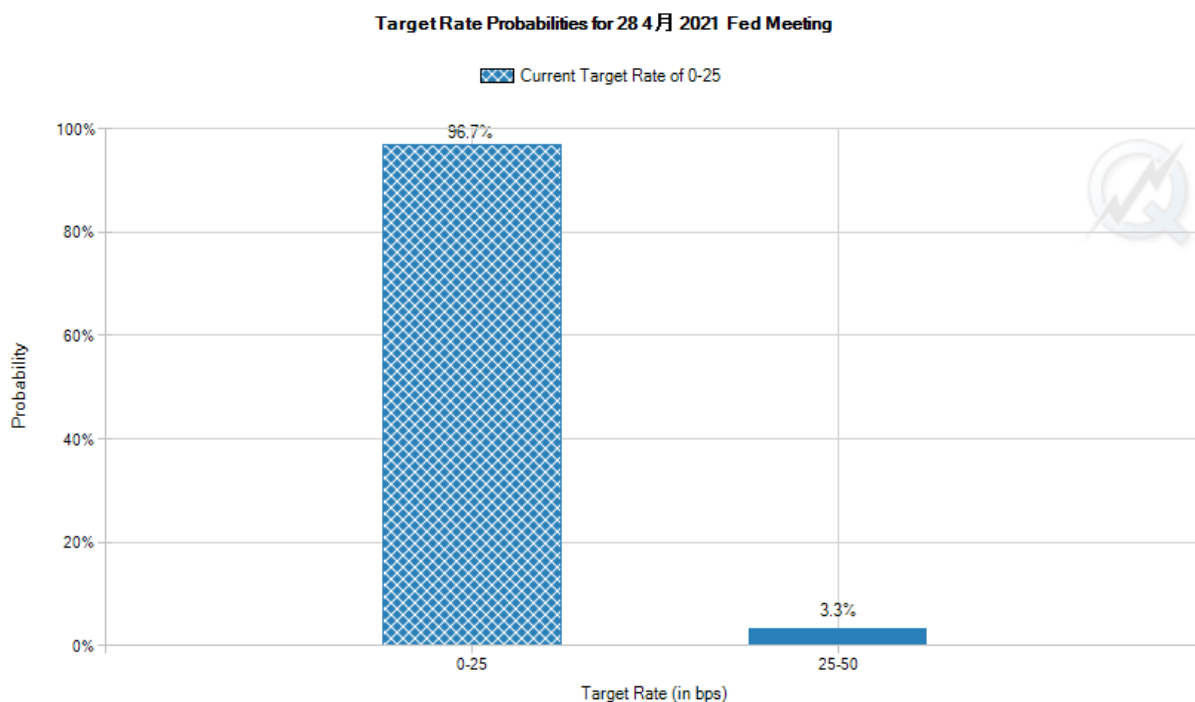
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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%
品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1728.37	1758.66	1720.80	1744.20	0.54
伦敦现货白银	24.96	25.62	24.59	25.27	1.33
伦敦现货铂	1211.50	1246.81	1188.00	1198.50	-0.93
道琼斯工业平均指数	33222.38	33810.87	33222.38	33800.60	1.95
标准普尔 500 指数	4034.44	4129.48	4034.44	4128.80	2.71
纳斯达克综合指数	13594.90	13905.41	13582.76	13900.19	3.12
英国富时 100 指数	6737.30	6949.56	6737.30	6915.75	2.65
德国 DAX 指数	15289.97	15311.86	15144.11	15234.16	0.84
巴黎 CAC40 指数	6155.22	6188.48	6118.91	6169.41	1.09
东京日经 225 指数	30084.61	30208.89	29516.42	29768.06	-0.29
澳大利亚普通股指数	7064.20	7260.60	7064.20	7252.25	2.66
上证综合指数	3491.63	3495.91	3442.14	3450.68	-0.97
深证成份指数	14176.21	14194.36	13769.19	13813.31	-2.19
创业板指数	2865.44	2871.87	2772.31	2783.33	-2.42
美元指数	93.00	93.11	92.01	92.18	-0.88
欧元兑美元	1.18	1.19	1.17	1.19	1.19
美元兑日元	110.66	110.75	109.00	109.67	-0.92
澳元兑美元	0.76	0.77	0.76	0.76	0.17
美元兑人民币	6.57	6.57	6.54	6.55	-0.23

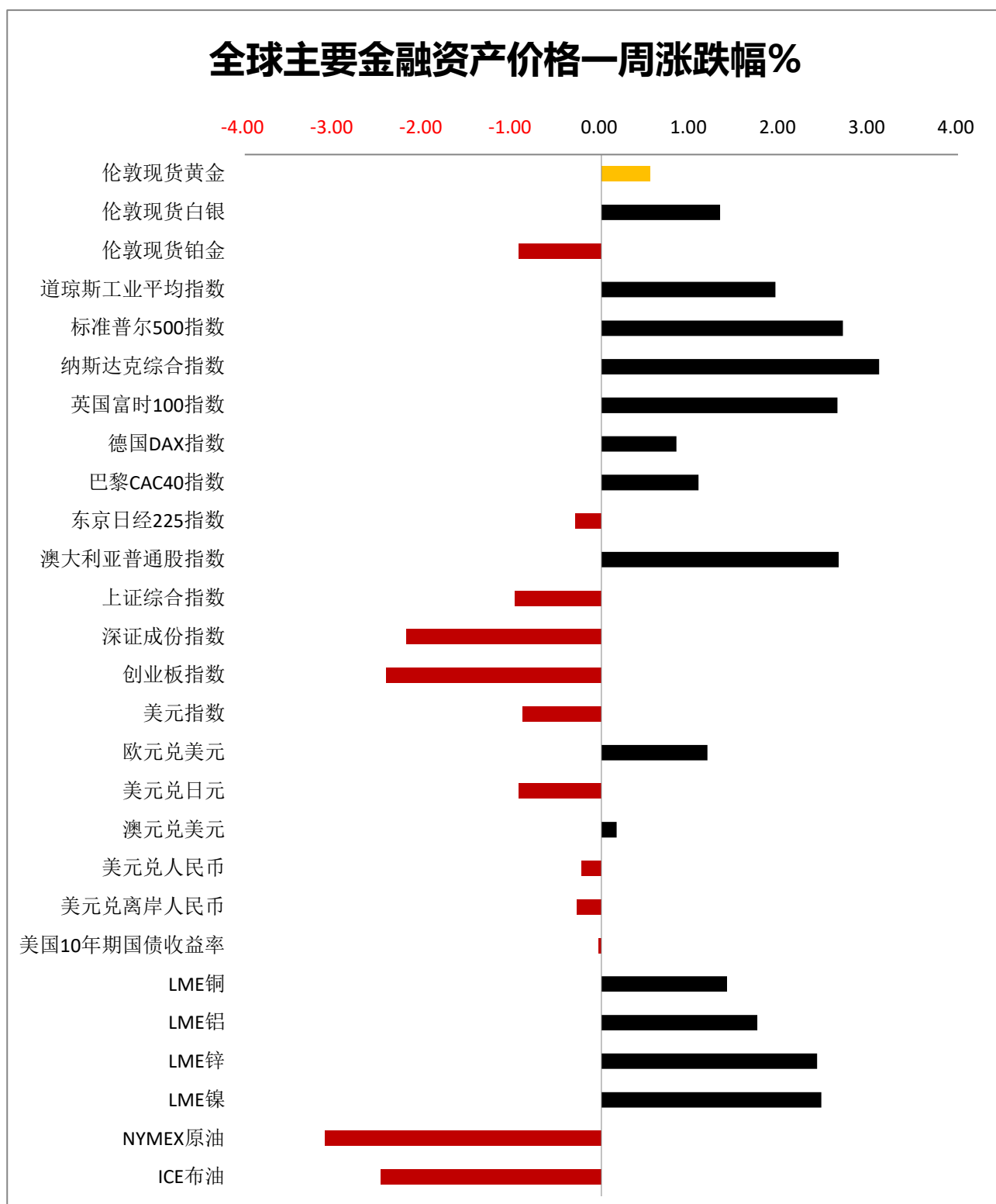
请参阅最后一页的重要声明

中国工商银行贵金属业务部

美元兑离岸人民币	6.58	6.58	6.54	6.56	-0.27
美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.0295
LME 铜	8925.00	9104.00	8891.50	8929.00	1.41
LME 铝	2240.00	2289.00	2240.00	2269.00	1.75
LME 锌	2807.00	2869.50	2796.50	2836.00	2.42
LME 镍	16370.00	16875.00	16330.00	16625.00	2.47
NYMEX 原油	61.50	61.50	57.63	59.34	-3.10

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。