

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

美债收益率大幅走低 货币政策宽松推动黄金持续走高

■ 本周视点:

上周国际金价持续走高。周初国际金价开盘报于 1743.36 美元/盎司，周中国际金价最高触及 1783.85 美元/盎司，最低价报于 1722.60 美元/盎司，并报收于 1775.85 美元/盎司，一周国际金价上涨了 31.65 美元，涨幅为 1.81%。

我们在此前报告中谈到，随着新冠疫苗注射的推广，在美国财政刺激计划的帮助下，受到基数效应的影响，几乎可以肯定今年 2 季度美国的经济数据将会表现亮眼。不过由于市场对于通胀的预期过分乐观，导致美国国债收益率大幅上行，并引发了风险资产普遍遭遇打压。不过，市场的紧缩预期并没有影响美联储的宽松计划。从货币政策的角度来看，可以看到美联储总体措辞仍然保持鸽派。在谈到对于未来经济的增长预期时，美联储强调高通胀是短期现象，相对于目前的劳动力市场水平，美联储仍然需要继续保持宽松以支持经济复苏。关于资产购买，美联储也多次表示会在退出购债计划前与市场保持密切沟通。这在一定程度上缓解了市场对于缩减恐慌的焦虑，同时也逐渐驱动市场资金重新进入中长期美债。

从价格走势上来看，国际金价仍有上行空间，即便在过去的几周内黄金已经反弹逾 100 美元，但我们认为反弹并未结束。不过就更长的周期来看，我们认为黄金尚未进入反转，在 1800 美元/盎司的关口上方，国际金价仍然面临着巨大的抛售压力。

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 19 日

相关研究报告：

4 月 15 日

银铂钯每周资讯—2021 第 14 期

4 月 12 日

美经济数据喜忧参半 国际金价进入拉锯

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

上周国际金价持续走高。周初国际金价开盘报于 1743.36 美元/盎司，周中国际金价最高触及 1783.85 美元/盎司，最低价报于 1722.60 美元/盎司，并报收于 1775.85 美元/盎司，一周国际金价上涨了 31.65 美元，涨幅为 1.81%。

一、上周全球市场回顾

在国内的经济数据方面，一季度我国国内生产总值为 24.9 万亿元，受基数效应影响同比增长 18.3%，但低于市场预期的 18.9%，而环比增长 0.6%。一季度，全国规模以上工业增加值累计同比增长 24.5%，低于预期的 26.5%，环比增长 2.01%。其中，3 月份规模以上工业增加值同比增长 14.1%，低于预期的 17.64%；环比增长 0.60%。一季度，国内社会消费品零售总额 10.5 万亿元，累计同比增长 33.9%，好于市场预期的 31.7%，环比增长 1.86%。其中，3 月份社会消费品零售总额 3.54 万亿元，同比增长 34.2%，高于预期的 28.43%。3 月份，按美元计价的出口同比增加 30.6%，低于市场预期的 38%，进口则大幅上升 38.1%。3 月份贸易顺差 138 亿美元，远低于市场预期的 520 亿美元。一季度，全国房地产开发投资 2.76 万亿元，同比增长 25.6%，低于市场预期的 30%。劳动力市场数据方面，一季度全国城镇新增就业 297 万人，其中 3 月份全国城镇调查失业率为 5.3%。

在国内的金融数据方面，3 月份社会融资规模为 3.34 万亿元人民币，低于市场预期的 3.7 万亿，高于 2 月份的 1.71 万亿。3 月中国新增人民币贷款 2.73 万亿元，高于上月的 1.36 万亿元，高于市场预期的 2.45 万亿元，并突破了 2020 年一季度 7.1 万亿元的峰值。人民币贷款余额同比增长 12.6%，符合预期。广义 M2 货币供应量同比增长 9.4%，低于 9.6% 的预期。

在欧洲的经济数据方面，2 月欧元区零售较上年同期下降 2.9%，好于前一个月的 -5.2%，而市场预期为 -5.4%。2 月，欧元区工业生产较上年同期下降 1.6%，前一个月增长 0.1%，而市场预期为下降 0.9%。4 月欧元区 ZEW 经济情绪指数下降 7.7 点，至 66.3 点，为 1 月份以来的最低水平，原因是市场担心新一轮疫情所引起的封锁。与此同时，欧元区当前经济形势指标上升 4.3 点，至 -65.5 点，通胀预期下降 5.5 点，至 75.1 点。

2021 年 3 月，美国零售额环比上涨 9.8%，超过市场预测的 5.9% 的增长，这是自 2020 年 5 月以来最大的涨幅。大超市场预期的数字，显然与 3 月中旬开始寄出的 1400 美元有着直接关系，另一方面美国多地极端气候改善也是美国零售复苏的重要因素。同比数据方面，3 月美国的零售额比去年同期增长了 27.70%。

在美国的价格数据方面，3 月不包括食品和能源的美国核心消费价格同比上涨 1.6%，高于市场预期的 1.5%。而包含上述分类的，美国的 2 月份的 CPI 从 1.7% 升至 3 月的 2.6%，略

高于市场预测的 2.5%。其中大宗商品价格大幅走高,和产能受限是推动通胀走高的重要因素。3 月美国消费者通胀预期为 3.2% 高于前值的 3.09%。

美国劳动力市场数据方面,截至 4 月 10 日当周,美国当周首次申请失业金人数较一周前减少 19.3 万人,至 57.6 万人,远低于市场预期的 70 万人,也是去年 3 月份疫情大爆发以来的最低水平。疫苗的快速推广,许多州取消了出行限制,同时美国政府的 1.9 万亿美元的刺激计划,促使雇主雇佣更多工人以应对不断增长的需求,这些都支撑了劳动力市场。不过,3 月 27 日当周有 1,690 万人继续领取失业救济金。

根据国际能源署(EIA)的数据显示,4 月 9 日当周美国原油库存-588.9 万桶,此前一周为-352.2 万桶,而市场预测为下降 288.9 万桶。与此同时,汽油库存增加了 0.309 万桶,低于市场预期的 708.6 万桶。此外,上周 OPEC 上调全球石油需求预期,而俄罗斯副总理诺瓦克表示,欧佩克+国家宣布将在 5 月至 7 月逐步恢复石油产量。这可能会在短期扰动原油价格。

二、全球市场纵览及后市展望

市场对于美国国债和通胀保值债券的均衡配置,推动了名义利率的下行,特别是中长期限的收益率。其中,美国十年期国债收益率在上周下跌了 10 个 bp 至 1.5730%,这是该期限美国国债收益率连续第四个星期出现下跌。美国国债收益率的大幅下行,与上周美国大超出市场预期的经济数据并不相符。市场更愿意相信,随着美国财政刺激补贴的陆续到位,以及美国极端天气的改善,供给所引发的通胀会在边际上开始改善,并开始重新追逐美国国债。就美债收益率具体来看,一方面,如果从劳动力市场的角度来看,就业的持续复苏,将有助于消费的进一步改善,并对产品价格产生压力。另一方面,新增的产能将有利于缓解目前持续走高的,来自于供给侧的通胀压力。因此,供需两端的外扩将会共同作用到产出上,而总供给和总需求的变动幅度将会成为影响均衡价格水平的关键。如果该考虑到目前美国的消费零售数据很大程度上是受惠于美国财政部的刺激方案,随着刺激方案逐步到期,其带来的需求增量将会减少。因此,随着产出缺口的弥合以及总需求的降低,通胀压力会逐渐缓释。另一点可以佐证上述观点的理由在于,根据纽约联储最新的报告显示,在经过了三轮直接的经济援助后,虽然美国家庭部门的救助金使用非常稳定,但其中消费的份额略有下降,而储蓄比例却有上升,边际消费倾向从第一轮的 29% 下降到第二轮的 26%,第三轮则进一步下降到 25%。该报告内容显示,美国居民的消费意愿开始弱化,即便刺激尚未结束,但市场对于通胀预期的判断。

我们在此前报告中谈到，随着新冠疫苗注射的推广，在美国财政刺激计划的帮助下，受到基数效应的影响，几乎可以肯定今年 2 季度美国的经济数据将会表现亮眼。不过由于市场对于通胀的预期过分乐观，导致美国国债收益率大幅上行，并引发了风险资产普遍遭遇打压。不过，市场的紧缩预期并没有影响美联储的宽松计划。从货币政策的角度来看，可以看到美联储总体措辞仍然保持鸽派。在谈到对于未来经济的增长预期时，美联储强调高通胀是短期现象，相对于目前的劳动力市场水平，美联储仍然需要继续保持宽松以支持经济复苏。关于资产购买，美联储也多次表示会在退出购债计划前与市场保持密切沟通。这在一定程度上缓解了市场对于缩减恐慌的焦虑，同时也逐渐驱动市场资金重新进入中长期美债。

从价格走势上来看，国际金价仍有上行空间，即便在过去的几周内黄金已经反弹逾 100 美元，但我们认为反弹并未结束。不过就更长的周期来看，我们认为黄金尚未进入反转，在 1800 美元/盎司的关口上方，国际金价仍然面临着巨大的抛售压力。

图 1: 不同期限美元 LIBOR

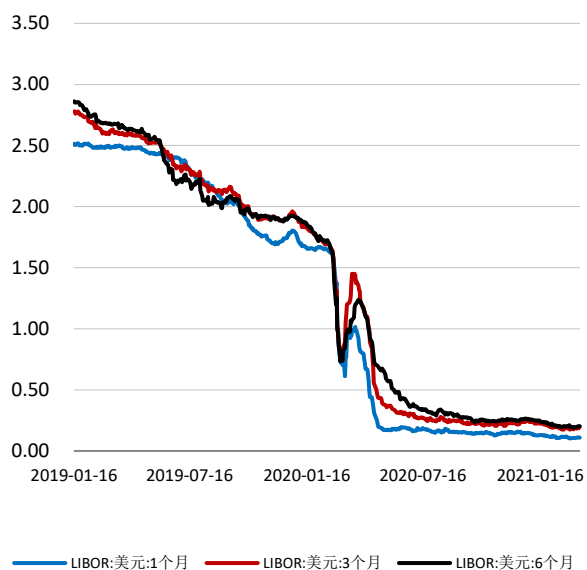


图 2: 黄金与美元指数



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

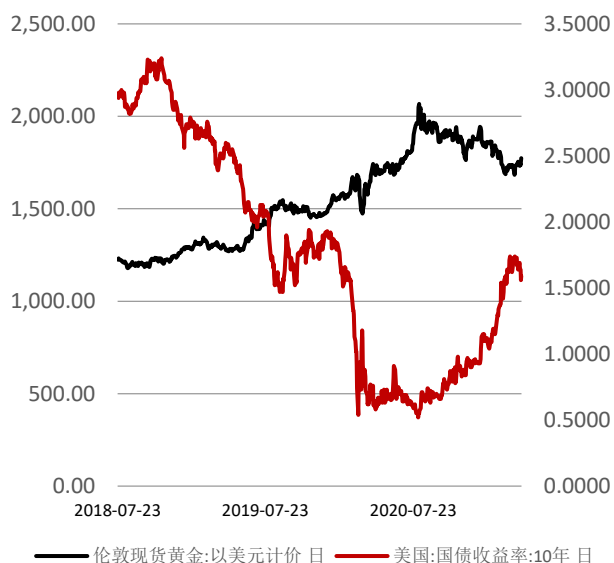


图 4: 黄金与原油价格



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

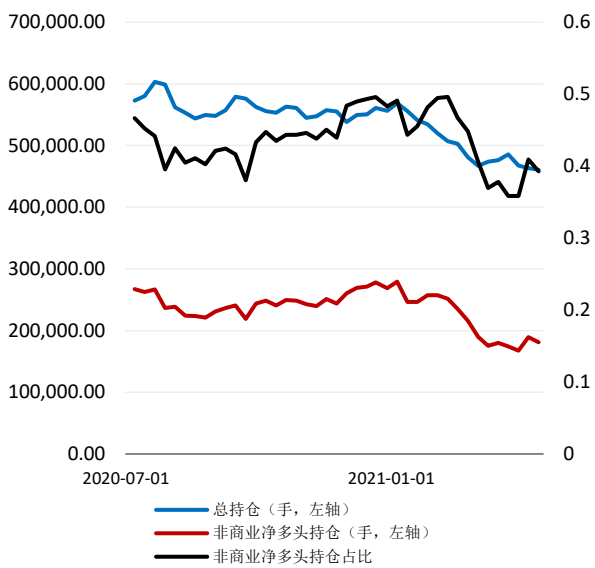
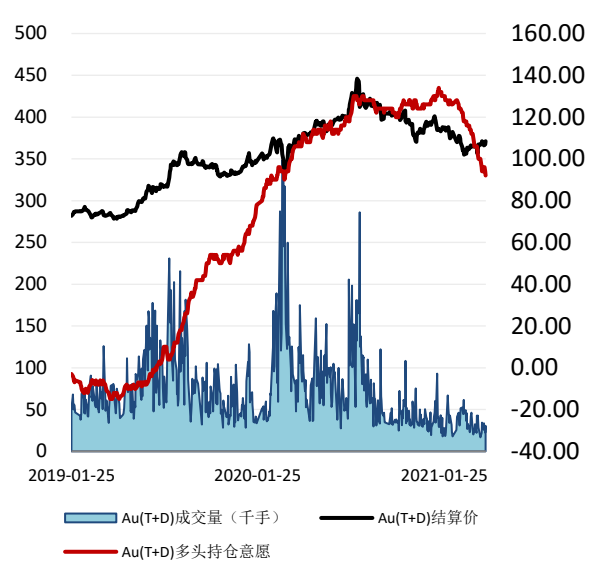


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

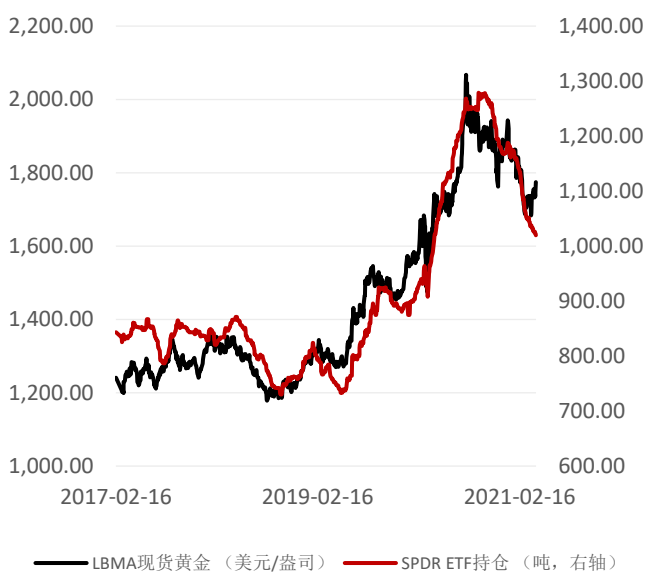


图 8: SLV 白银持仓与国际银价

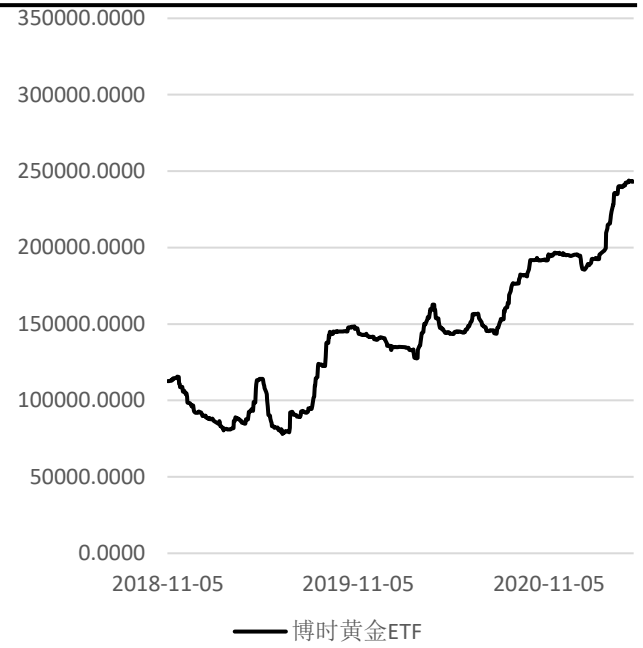


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

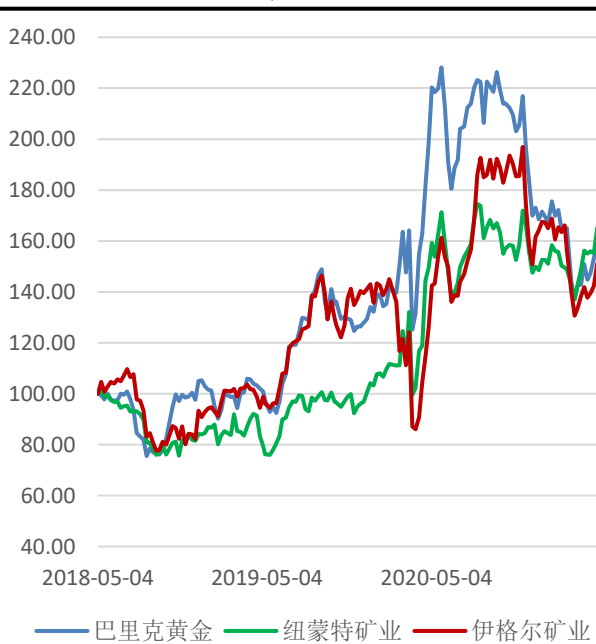


图 12: 美国黄金股票指数



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

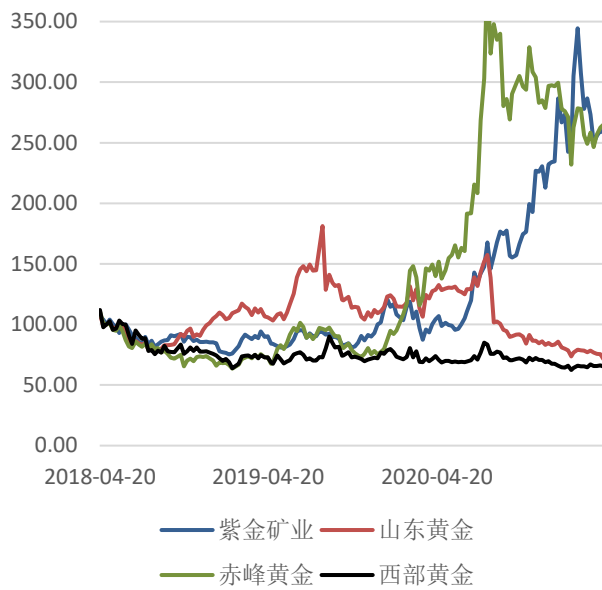
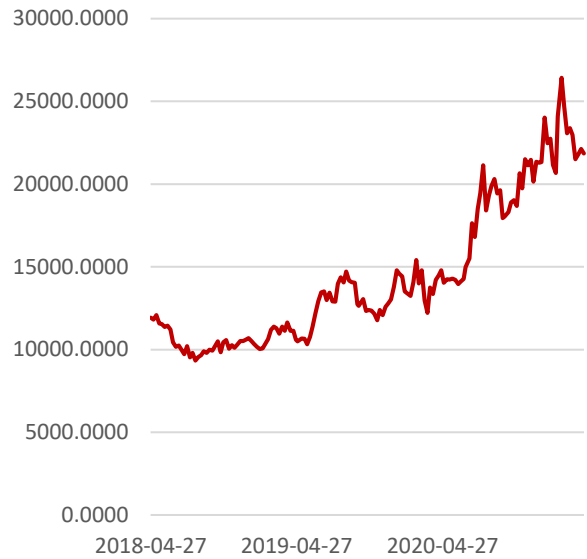
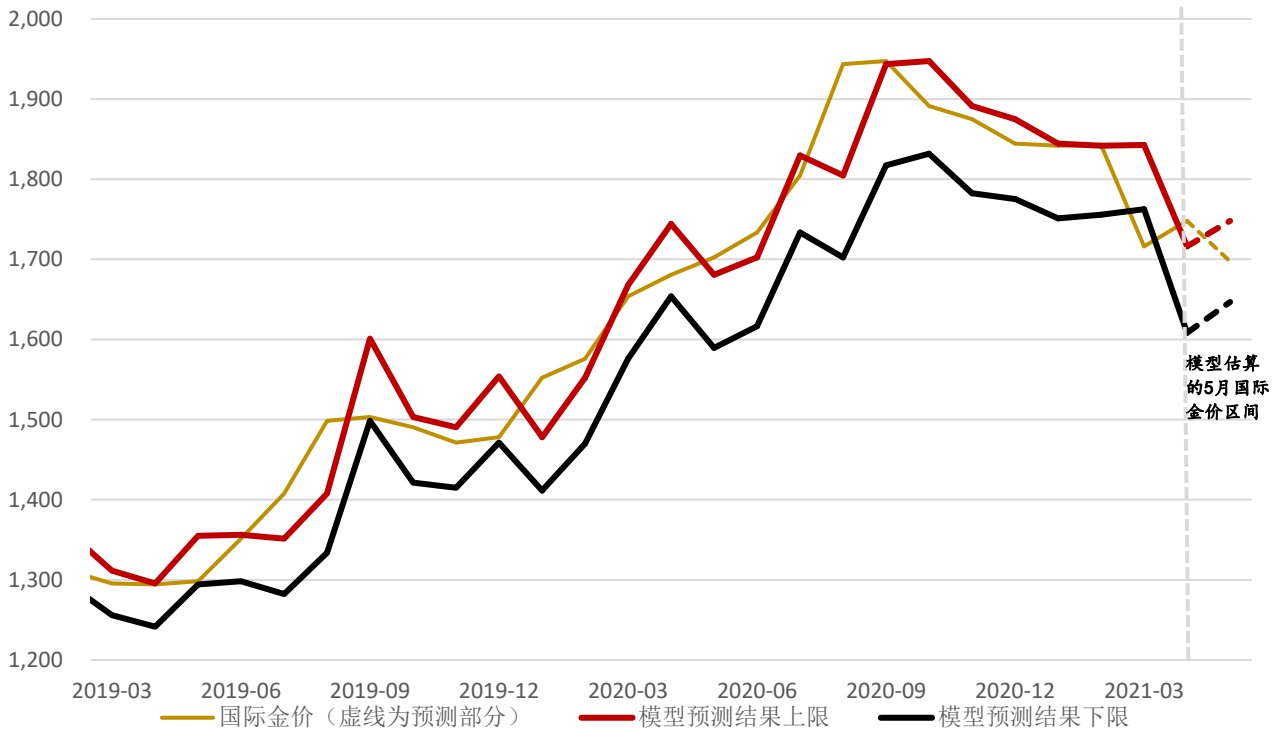


图 14: 中国黄金股票指数



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 5 月黄金价格低于 4 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
4月19日	欧元区2月季调后经常帐(亿欧元)	305 (前值)	公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价
4月20日	德国3月PPI月率(%)	0.70 (前值)	公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价
4月21日	英国3月CPI月率(%)	0.10 (前值)	公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价
	美国至4月16日当周EIA原油库存(万桶)	-589 (前值)	公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价
4月22日	美国至4月17日当周初请失业金人数(万人)	57.6 (前值)	公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价
	美国3月谘商会领先指标月率(%)	0.6	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
4月23日	欧元区4月制造业PMI初值	62.1	公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价
	美国4月Markit服务业PMI初值	60.4	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

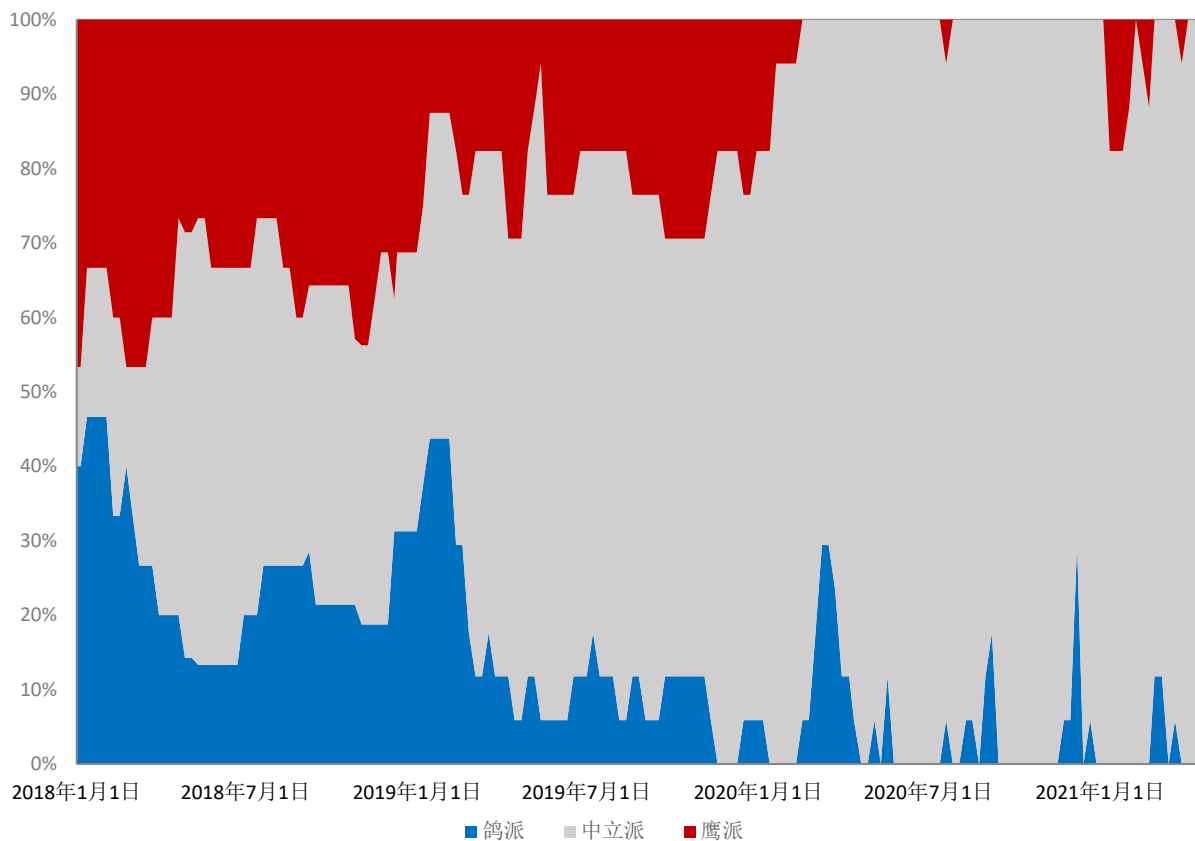
联储委员	是否票委	表态	最新言论
波士顿 罗森格伦	2022	中立	金融稳定风险是下一次衰退的威胁;全面复苏可能需要比预期更长的时间;美联储高度宽松的货币政策是合适的;美国经济可能在今年快速增长。未来几年内失业率将回落至疫情前水平;劳动力市场依然疲软,通胀率仍然低于美联储2%的目标;经济复苏取决于疫苗对新变种病毒是否有效。
克兰科夫 梅斯特	2022	中立	预计美国今年经济增速为6%或更高,失业率到年底将降至4.5%或更低;随着供应链中断问题得到解决,价格将趋于稳定或下降;如果对疫苗产生抗药性的变种病毒感染病例没有激增,劳动力市场状况将会改善。

费城 哈克	否	中立	预计今年通胀将略高于 2% 的目标水平；预计通胀不会失控；经济复苏有点脆弱。美联储有时间采取行动，因为通胀并没有失控；如果通胀真的失控，美联储将采取相应的行动。
亚特兰大 博斯蒂克	是	中立	
美联储副主席 克拉利达	是	中立	美联储不会仅仅因为失业率下降而收紧货币政策；美联储将对通胀数据作出回应。政策必须是稳健的；通胀预期至关重要；美联储将在较长时间内维持利率在低位，并推迟加息；如果美联储的通胀预期指数“持续上升”，那就意味着政策需要调整。
旧金山 戴利	是	中立	需要做更多的工作来确保金融基础设施健康和稳定；公共和私人债务的增加导致金融系统的脆弱性；美联储干预市场的频率令人担忧；如果不进行改革，美联储可能不得不频繁干预以援助市场；美联储应该是压力市场的最后一道防线，而不是第一道防线；美联储频繁干预市场代价高昂。需要仔细研究可能的国债市场改革，包括让 FIMA 回购机制永久化的常备回购安排；担心美国国债市场在压力时期的弹性；随着时间的推移，低利率将导致金融公司追求收益。
美联储主席 鲍威尔	是	鹰派	美联储正在努力研究数字货币，但尚未做出决定，数字货币可能带来好处，但涉及一系列“微妙、复杂”的问题；2008 年金融危机重演的可能性“非常低”，过快重启经济是复苏的“主要风险”；美联储将支持经济，直到复苏完成，的确希望通胀在一段时间内“适度”高于 2%。美国经济正处于拐点；我们将进入一个增长更快、创造更多就业机会的时期；主要的风险是疫情的另一个高峰。在 2022 年年底之前加息的可能性非常小，大多数美联储官员认为 2024 年前不会加息；预计将在加息前开始减少购债规模。失业率能够在不触发高通胀的情况下继续降低；低通胀、通缩降低了央行应对经济下行的能力；美联储寻求让通胀适度高于 2%。
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	经济将恢复到强劲水平，尽管还存在未知因素；增加新冠疫苗接种和加强商业活动可能会抑制长

			期经济损害。美国离充分就业还有很长的路要走；在未来一两年内，美国应该能重新恢复因疫情失去的岗位；通货膨胀将是不稳定的，但预计将在2%的目标附近保持相对稳定。
里士满 巴尔金	是	中立	预计美国经济将在春季和夏季出现强劲增长；供应短缺可能限制GDP的上行。美联储的政策目前将保持稳定。预计美联储将先调整资产购买计划，然后才会调整利率。
达拉斯 卡普兰	否	鹰派	预计2021年美国GDP增长在6.5%以内；预计价格水平会在2021年进一步升高，不清楚是否会持续到2022年；劳动力市场依然疲软，将需要一段时间才能恢复充分就业，移民是我们长期劳动力增长的一部分。认为美联储加息的时间会早于预期中值；一旦经受住了疫情的考验并达到了其他标准，我们将提倡取消采取非常措施；美国10年期国债收益率的上升是有道理的，而不是令人震惊的；不希望美联储妨碍收益率走高。预计年底失业率将接近4%，完全失业率有望大幅下降；即将到来的通胀飙升是会平息下来，还是会持续到明年，目前还没有定论。
堪萨斯城 乔治	2022	中立	
圣路易斯 布拉德	2022	鹰派	一直在关注金融稳定问题；系统性风险不会造成大规模担忧；美联储现在有更好的工具来应对金融失衡。现在考虑缩减购债规模还为时过早，但美联储已经制定了路线图；成功让75%的美国人接种疫苗将是新冠危机即将结束的信号，这也是美联储考虑缩减购债计划的必要条件。
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	美联储理事沃勒表示，预计今年美国经济将增长6.5%、通胀率为2.5%，预计失业率将进一步下降，正在看到持续的增长；我们还有很长的路要走；没有理由停止美联储的支持。如果市场认为我们正面临通货膨胀失控，我们将在通胀保值债券（TIPS）定价中看到这一点。“点阵图”现在是个问题，美联储关于利率预测的点阵图对我们没有帮助；美联储不会坐视通货膨胀不管。

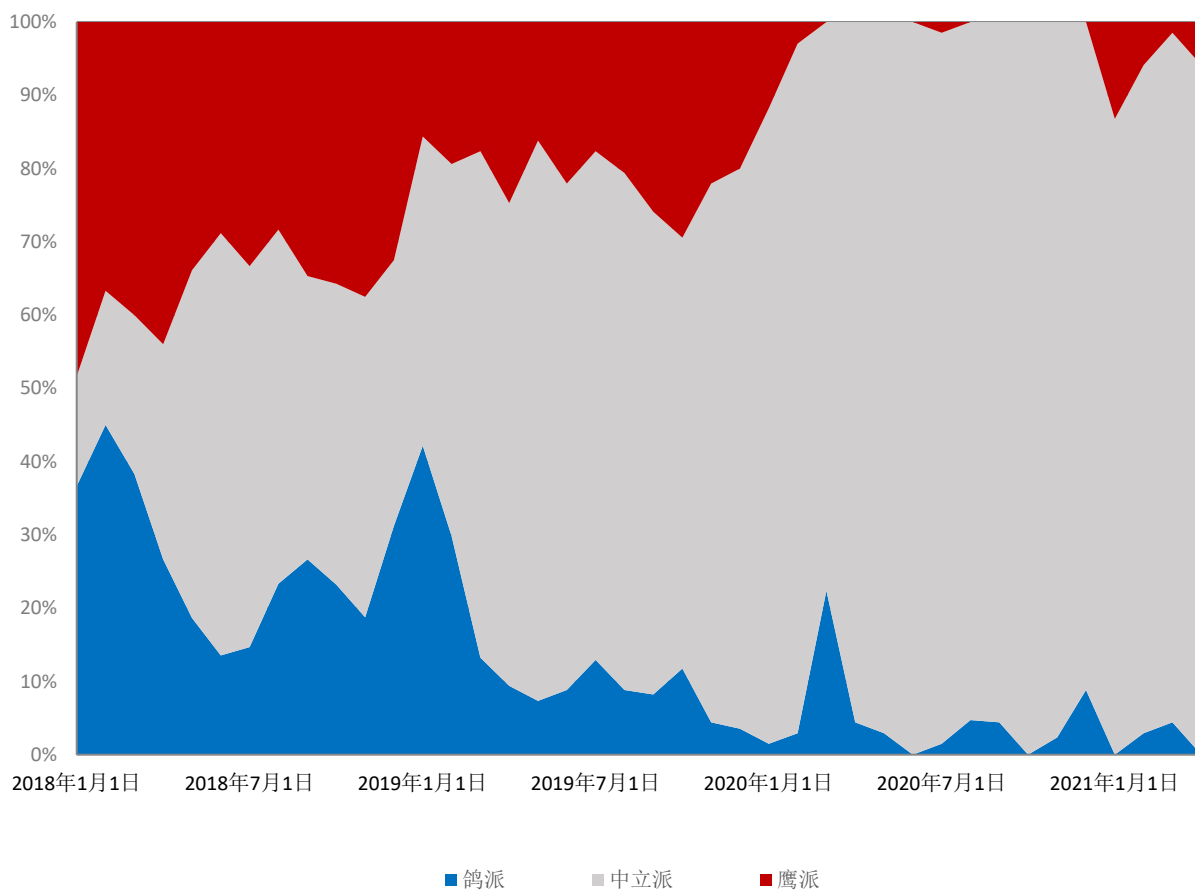
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 21：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



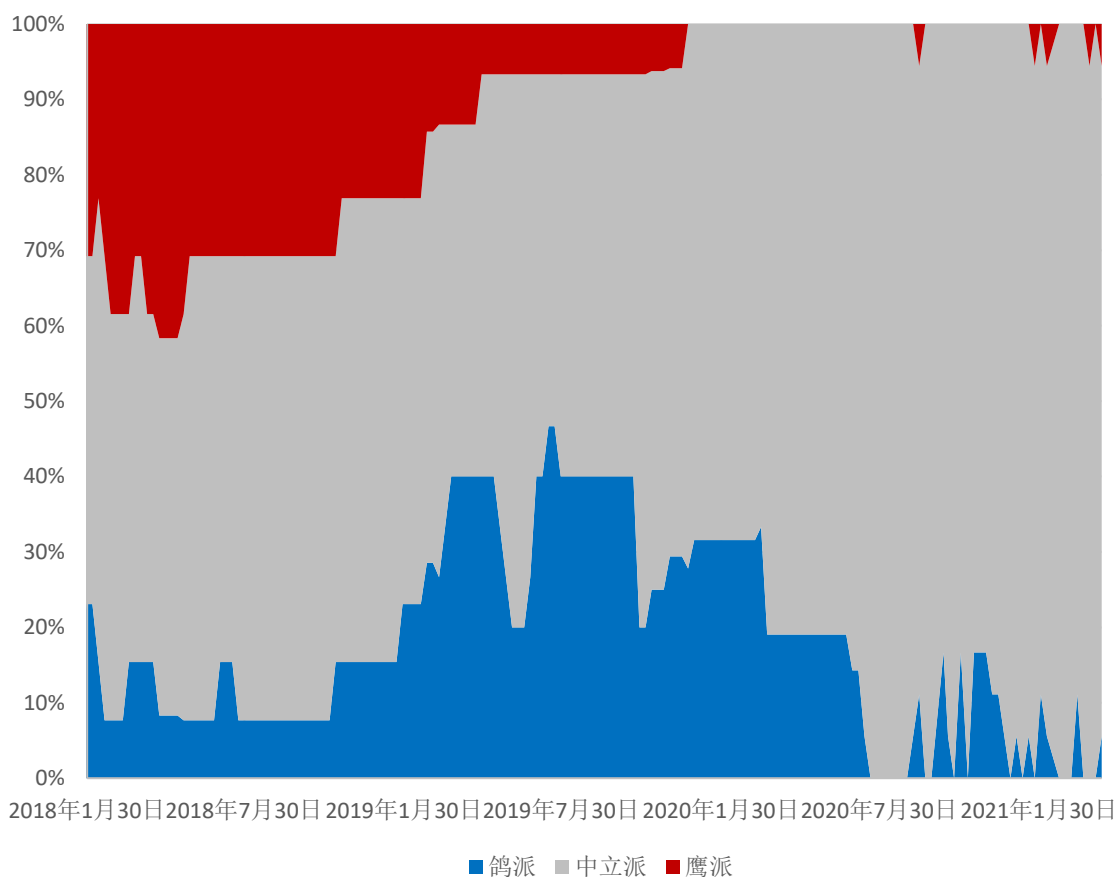
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 22：近期美联储官员的言论基调（月均/连续）



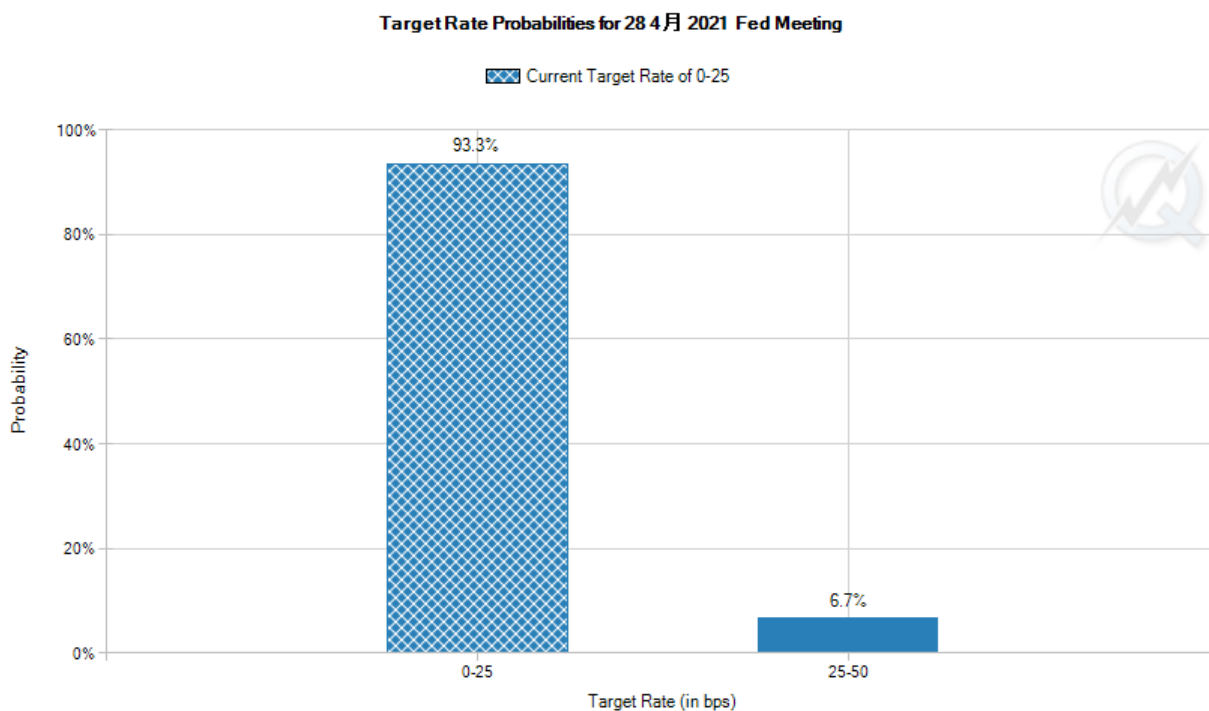
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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

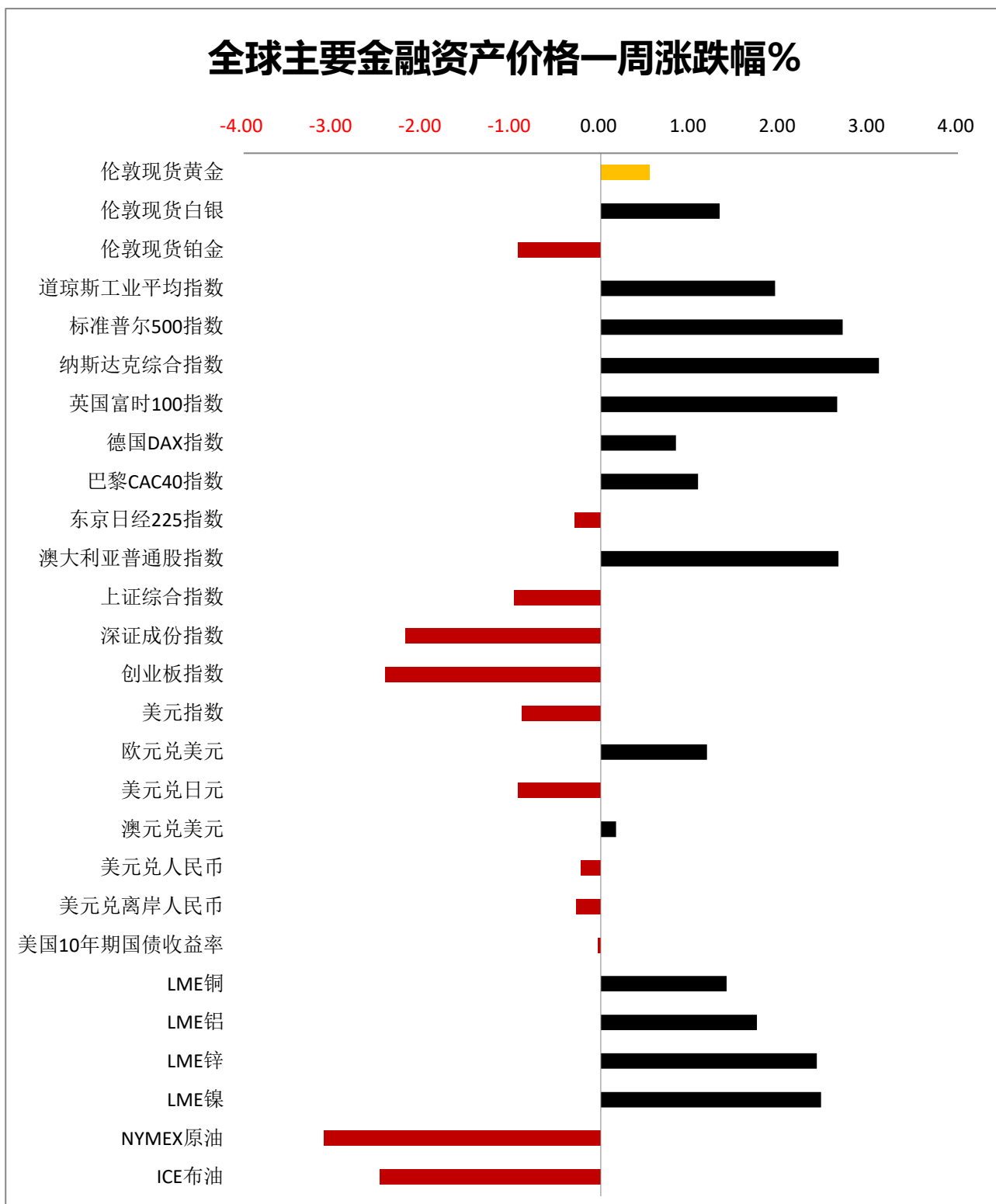
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1743.36	1783.85	1722.60	1775.85	1.81
伦敦现货白银	25.22	26.30	24.66	25.94	2.66
伦敦现货铂	1200.00	1210.48	1151.50	1203.00	0.38
道琼斯工业平均指数	33775.06	34256.75	33545.84	34200.67	1.18
标准普尔 500 指数	4124.71	4191.31	4114.82	4185.47	1.37
纳斯达克综合指数	13854.44	14062.50	13783.95	14052.34	1.09
英国富时 100 指数	6915.75	7037.65	6853.75	7019.53	1.50
德国 DAX 指数	15238.85	15473.83	15184.95	15459.75	1.48
巴黎 CAC40 指数	6167.32	6299.56	6151.52	6287.07	1.91
东京日经 225 指数	29874.43	29897.11	29538.73	29683.37	-0.28
澳大利亚普通股指数	7253.80	7331.10	7209.20	7325.77	1.01
上证综合指数	3445.97	3456.16	3373.09	3426.62	-0.70
深证成份指数	13811.59	13867.16	13454.27	13720.74	-0.67
创业板指数	2789.78	2813.49	2711.84	2783.37	0.00
美元指数	92.18	92.33	91.48	91.54	-0.69
欧元兑美元	1.19	1.20	1.19	1.20	0.68
美元兑日元	109.72	109.79	108.58	108.79	-0.80
澳元兑美元	0.76	0.78	0.76	0.77	1.50
美元兑人民币	6.56	6.56	6.52	6.52	-0.49
美元兑离岸人民币	6.56	6.57	6.52	6.53	-0.48

美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.0491
LME 铜	8938.50	9353.50	8800.00	9182.00	2.83
LME 铝	2265.00	2359.00	2240.00	2321.00	2.29
LME 锌	2840.00	2885.00	2751.50	2858.00	0.78
LME 镍	16700.00	16700.00	16045.00	16180.00	-2.68
NYMEX 原油	59.35	63.94	58.73	63.11	6.35
ICE 布油	63.03	67.38	62.41	66.72	5.82

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。