

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
宽松货币政策预期支持黄金走高

市场研究报告

■ 本周视点:

上周国际金价震荡走高，周初国际金价开盘报于 1834.58 美元/盎司，周中国际金价最高触及 1846.09 美元/盎司，最低价位 1808.40 美元/盎司，并最终报收于 1843.10 美元/盎司。美国通胀和消费数据超预期，并引发投资者对于美联储货币预测预期的变化，是驱动黄金价格的主要因素。

在未来一段时间内，美国的消费仍将获益于前期从疫情援助计划中结余的储蓄和偿还贷款后腾挪出的家庭杠杆空间。此外，随着经济的重新开放，个人消费支出中服务业消费的比重将会不断加大，这将进一步释放对于劳动力需求。在劳动力市场方面，随着美国财政刺激的消退，劳动力市场的供给也会重新释放。不过考虑全球零售终端产品的价格压力已经出现，工资刚性上升的压力也在加强，这意味着通胀的压力可能会持续。如果未来拜登政府 2 万亿美元的基建计划继续推进，虽然部分商品的价格已经计入了对此的预期，但相信商品价格仍然会受到市场预期影响进一步上扬。在这样的情况下，如果美联储维持货币宽松，相信黄金仍有上涨机会。

从价格走势上来看，再一次站上 1840 后，黄金有进一步走高的空间，上方的阻力仍然维持在 1850 和 1900 美元/盎司。

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 05 月 17 日

相关研究报告:

5 月 13 日

银铂钯每周资讯—2021 第 17 期

5 月 10 日

美经济数据喜忧参半 宽松货币政策
预期支持黄金走高

4 月 27 日

银铂钯每周资讯—2021 第 16 期

4 月 26 日

欧美数据推动黄金价格走高 市场聚
焦四月份美联储议息会议

上周国际金价震荡走高，周初国际金价开盘报于 1834.58 美元/盎司，周中国际金价最高触及 1846.09 美元/盎司，最低价位 1808.40 美元/盎司，并最终报收于 1843.10 美元/盎司。美国通胀和消费数据超市场预期，并引发投资者对于美联储货币侦测预期的变化，是驱动黄金价格的主要因素。

一、上周全球市场回顾

国内的通胀数据方面，4 月份中国通胀同比从上月的 0.4% 升至 0.9%，略不及市场预期的 1%，这是自去年 9 月以来的最高读数。分行业来看，非食品类产品成本增长较快，而受到猪肉价格下行的影响，食品价格连续三个月下降。环比数据来看，4 月份 CPI 下降 0.3%，差于预期的 -0.2%，但好于前值的 0.5%。

在国内的生产者物价指数方面，4 月中国生产者价格指数同比上涨了 6.8%，高于前一个月的 4.4% 和市场预期的 6.5%。这是工业品出厂价格连续第四个月上涨，也是自 2017 年 10 月以来涨幅最大的一个月。海外市场疫苗接种率的不断提高，政府援助计划提供的稳定收入，推动了经济的稳定复苏。同时，大规模的刺激计划，引发的货币超发，以及资源国疫情控制的不力，导致全球供应链受到持续的打压。大宗商品价格上涨，并导致生产资料价格涨幅大于消费品。从环比数据来看，4 月份中国生产者价格指数上升了 0.9%。

国内金融数据方面，4 月我国新增人民币贷款从 3 月份的 2.73 万亿元降至 1.47 万亿元，低于市场预期的 1.6 万亿元。该数据也低于上年同期的 1.7 万亿元人民币的规模。4 月底，人民币贷款余额 181.88 万亿元，同比增长 12.3%，增速分别比上月末和上年同期低 0.3 个和 0.8 个百分点，为 2020 年 2 月以来的最低增速。广义货币供应量 M2 增长 8.1%，为 2019 年 7 月以来的最低水平，远低于 3 月份的 9.4%。

欧洲的数据方面，5 月份欧元区 ZEW 经济情绪指数攀升至 84，这是自 2000 年 2 月以来的最高读数。因为疫苗接种的步伐开始加快，新冠的疫情的冲击正在放缓，人们对于经济重新开放持乐观态度，也推动了情绪指数改善。另外，5 月份德国 ZEW 经济情绪指数较上月上升 13.7，至 84.4，为 2000 年 2 月以来的最高水平，远高于市场预期的 72.0。

美国的通胀数据方面，4 月份美国的消费者物价指数从 3 月份的 2.6% 飙升至 4.2%，远高于 3.6% 的市场预测，并创下了 2008 年 9 月以来的新高。除了基数效应外，经济重启、大宗商品价格飙升和供应链紧张，是推动通胀走高的重要因素。从分项数据来看，能源价格的涨幅是推动通胀数据的主要因素。4 月不包括食品和能源等波动性较大的商品在内的美国核心消费指数上涨了 3.0%，为 1996 年 1 月以来的最大年度涨幅，远高于市场普遍认为的 2.3% 的涨

幅。4月，美国生产者价格指数比上年同期上涨6.20%，高于市场预期的5.9%

在消费数据方面，4月美国的零售额数据意外出现零增长，低于预期1%的增长。另外，不包括汽车、汽油、建材和食品服务在内的核心零售额下降了1.5%。不过，随着家庭储蓄也不断创下新高，而部分的交通限制也是影响零售的因素之一。

美国的劳动力市场数据方面，3月美国Jolts新增就业岗位数量较上月增加59.7万个至812.3万个，为12月开始以来的最高水平，远高于市场预期的750万个。在截至到5月8日的一周里，美国当周首次申请失业金人数下降了3.4万人，降至47.3万人，为2020年3月以来的最低水平，也低于市场预期的49万人。在截至5月1日的一周里，美国持续申请失业救济的人数降至365.5万人，与市场预期一致。

二、全球市场纵览及后市展望

从黄金的走势逻辑来看，上周投资者仍然纠结于此前糟糕的非农就业数据和大幅超出市场的通胀预期，以及由此可能引发的美联储货币政策的改变。一方面，疲弱的非农数据似乎暗示了美联储的宽松货币政策的必要性。另一方面，超市场预期的通胀水平，也在提醒投资者美联储可能会不得不选择调整货币政策的可能性。不过，上周五公布的大幅不及市场预期的零售数据，令市场对于紧缩政策的担忧愈发降低，也最终帮助黄金再次收复1840的关口。

我们从三个方面来进一步讨论市场关注的重点。在劳动力市场方面，一方面，受到1.9万亿美元刺激计划的影响，美国劳动力人口的就业意愿明显降低。另一方面，受到供应链影响，加上政府的个人失业补助，企业的薪资压力也大幅上升，也在一定程度上降低了企业对于雇员的需求。不过，随着援助政策的到期，和经济复苏的进一步改善，有理由相信美国的劳动力市场仍然有改善的空间。消费方面，上周美国公布的低于预期的零售数据实际并非完全没有先兆。我们在之前的报告中提到过，根据纽约联储最近的一次调查显示，美国消费者更多地将援助资金进行储蓄或是偿还贷款。这也就不难解释为何在上个月支出大幅增加之后，本月美国的零售消费出现放缓。不过，随着美国的财政援助政策退出，相信居民部门的储蓄和失业率的改善会进一步改善零售消费。在通胀方面，与08年居民端需求受损不同，疫情对于需供的双重打击无法仅仅依靠货币政策来修复。因此即便各国政府和货币当局尽全力维护其供给端，但很多企业仍无法避免的退出供应链。在供给不足的情况下，还算稳定的需求，传导至终端价格。而美国4月份3%的核心通胀水平，显然大幅超出美联储2%的长期通胀目标和允许短期通胀超2%的表述，并引发投资者对高通胀有所担忧。不过，我们认为，这其中可能更多地只是短期市场情绪对于美联储货币政策的担忧。因为供给侧的问题，实际上很难完全

通过货币政策来解决。不过，可以肯定的是只要疫情控制向好，那么供给侧的修复也将减轻价格压力。

综上所述，在未来一段时间内，美国的消费仍将受益于前期从疫情援助计划中结余的储蓄和偿还贷款后腾挪出的家庭杠杆空间。此外，随着经济的重新开放，个人消费支出中服务业消费的比重将会不断加大，这将进一步释放对于劳动力需求。在劳动力市场方面，随着美国财政刺激的消退，劳动力市场的供给也会重新释放。不过考虑全球零售终端产品的价格压力已经出现，工资刚性上升的压力也在加强，这意味着通胀的压力可能会持续。如果未来拜登政府 2 万亿美元的基建计划继续推进，虽然部分商品的价格已经计入了对此的预期，但相信商品价格仍然会受到市场预期的影响进一步上扬。在这样的情况下，如果美联储维持货币宽松，相信黄金仍有上涨机会。

从价格走势上来看，再一次站上 1840 后，黄金有进一步走高的空间，上方的阻力仍然维持在 1850 和 1900 美元/盎司。

图 1：不同期限美元 LIBOR

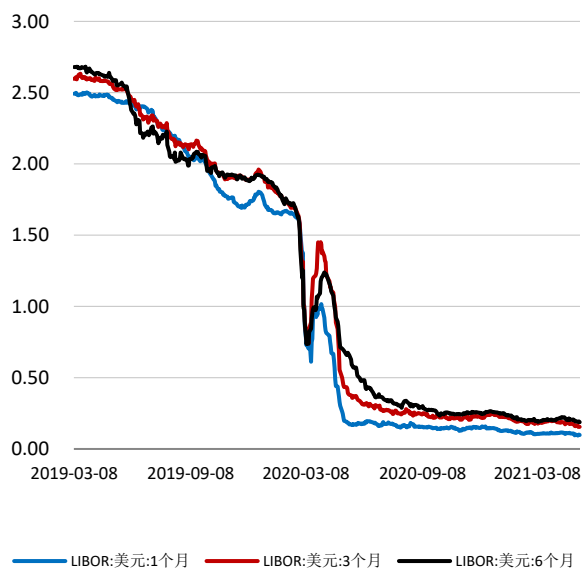


图 2：黄金与美元指数

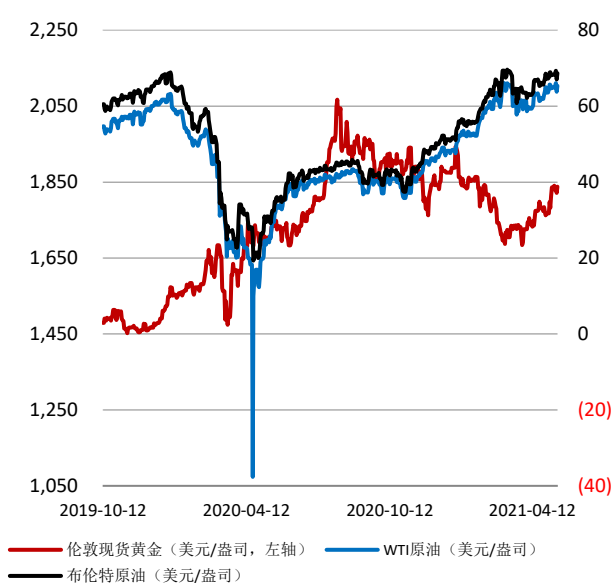


数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

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

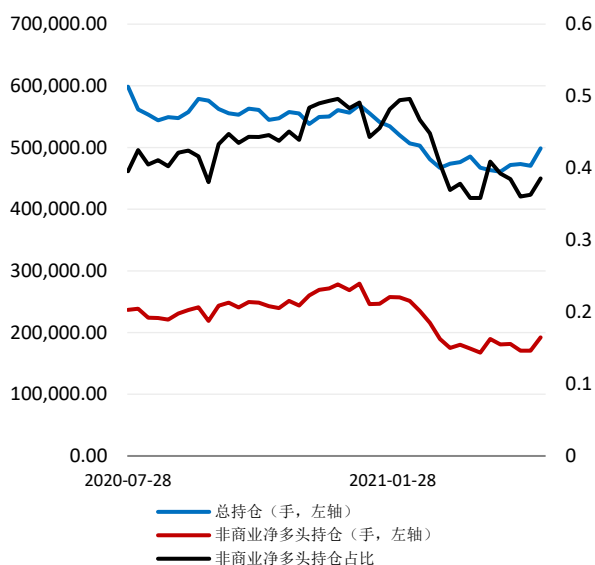
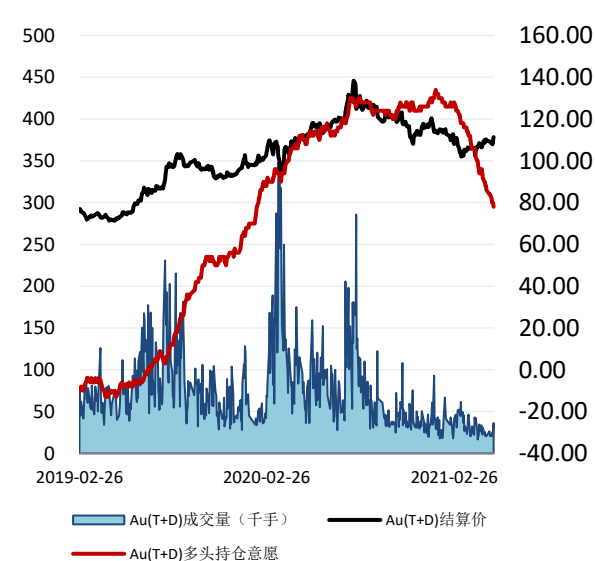


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

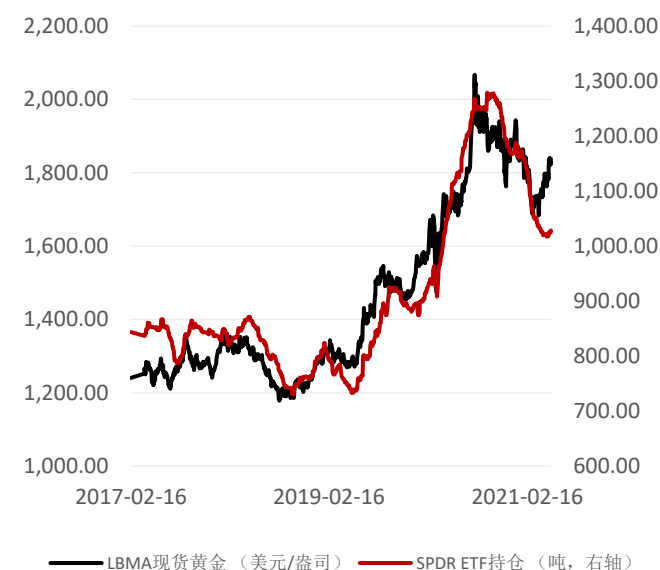


图 8: SLV 白银持仓与国际银价



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

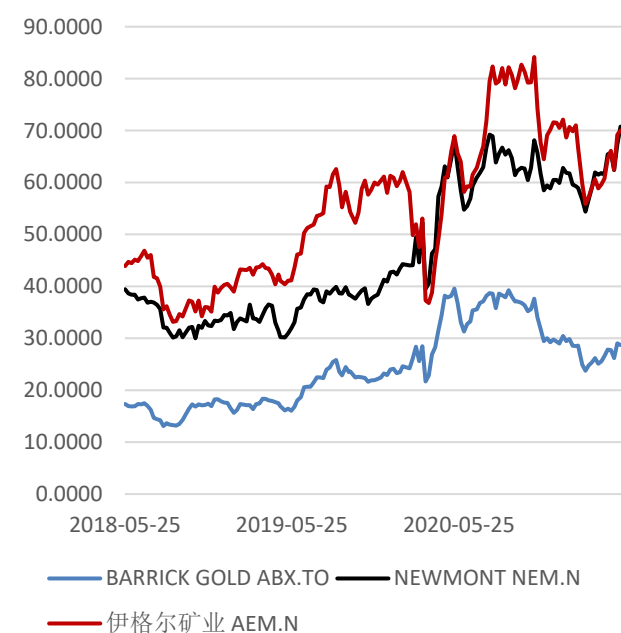


图 12: 美国黄金股票指数



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

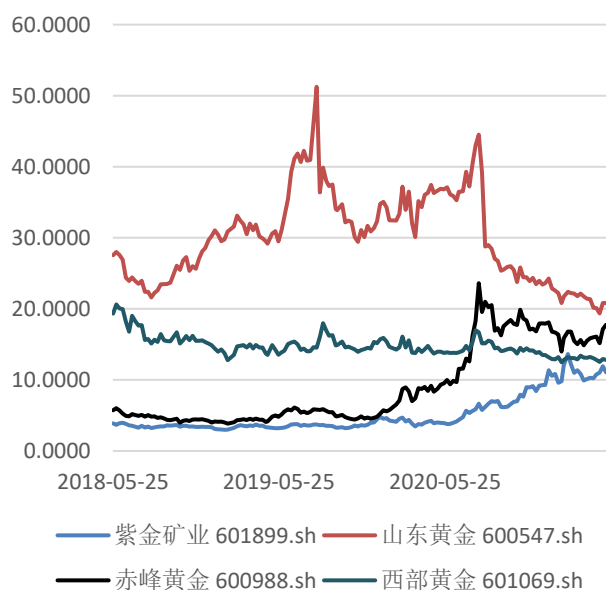
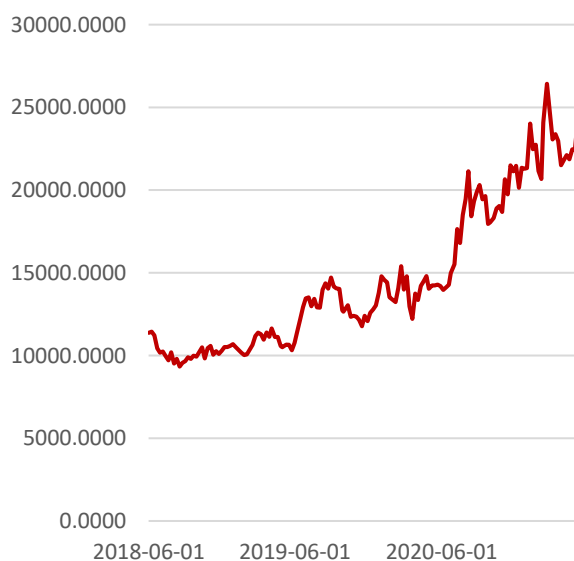
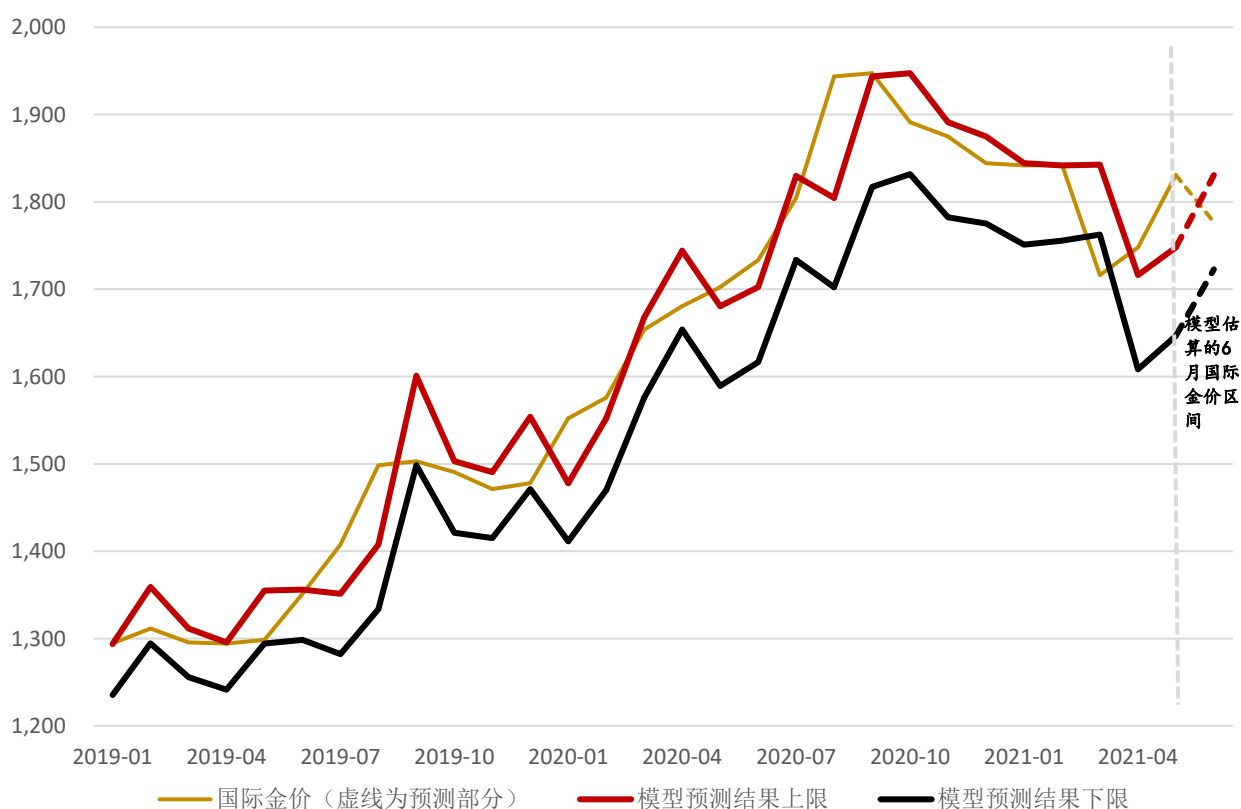


图 14：中国黄金股票指数



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 6 月黄金价格低于 5 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。

请参阅最后一页的重要声明

中国工商银行贵金属业务部

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
5 月 17 日	美国 5 月 NAHB 房产市场指数	83	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
5 月 18 日	欧元区第一季度 GDP 年率修正值(%)	-1.80	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 4 月新屋开工总数年化(万户)	170.5	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
5 月 19 日	欧元区 4 月 CPI 年率终值(%)	1.60	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国至 5 月 14 日当周 EIA 原油库存(万桶)	-42.6 (前值)	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
5 月 20 日	美国至 5 月 15 日当周初请失业金人数(万人)	47.3 (前值)	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 4 月谘商会领先指标月率(%)	1.20	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
5 月 21 日	欧元区 5 月制造业 PMI 初值	62.3	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 5 月 Markit 服务业 PMI 初值	64.9	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

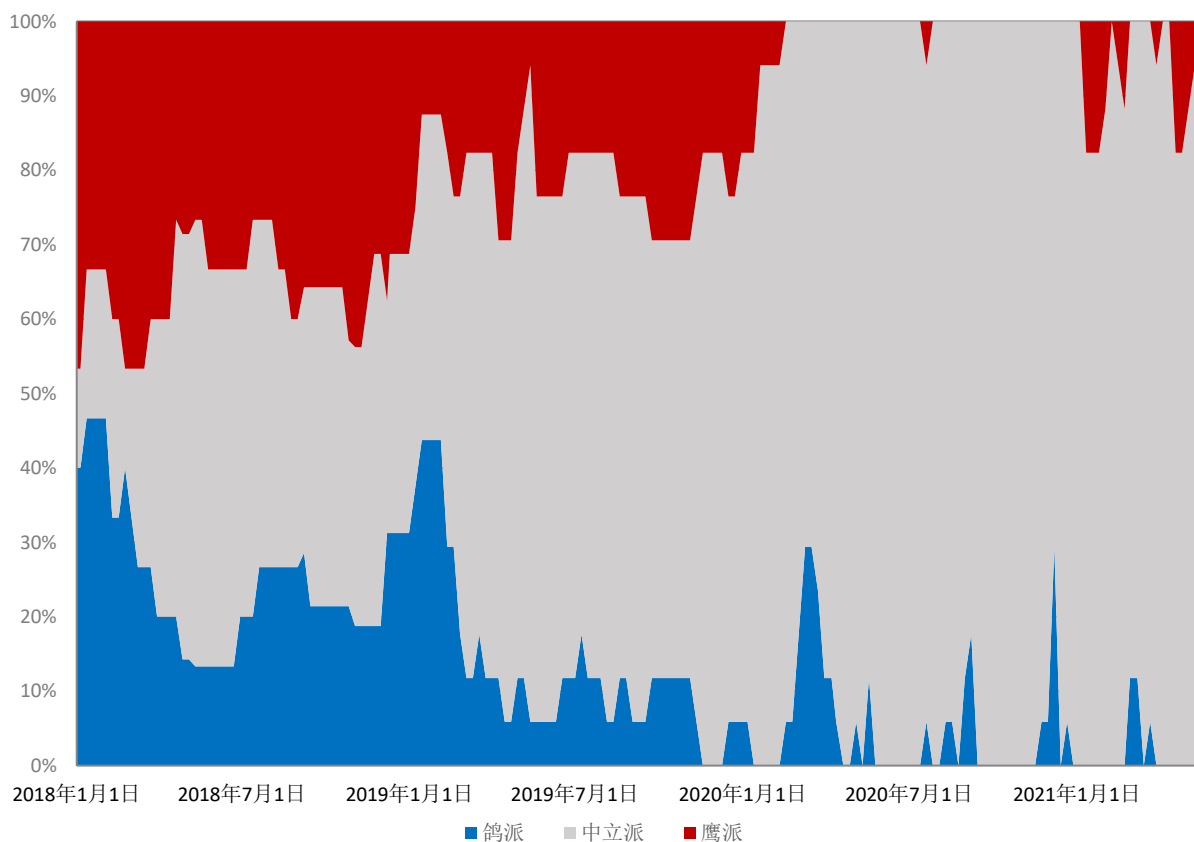
联储委员	是否票委	表态	最新言论
波士顿 罗森格伦	2022	中立	
克兰科夫 梅斯特	2022	中立	4 月份的就业报告令人失望，但前景依然光明；各个行业的恢复情况各不相同，学校没有开学，卫生问题影响了劳动力供应；希望看到更多更广泛的进展；毫无疑问，经济正在复苏，但会出现一些起伏。

费城 哈克	否	中立	预计 2021 年的整体通胀率为 2.3%，核心通胀率为 2%；通胀上升存在一些上行风险，美联储将密切关注；增加疫苗接种、美国确诊下降和财政刺激措施应该会推动 2021 年的经济增长；美国 GDP 今年可能增长 7%，明年将放缓至 3%。美联储有应对正在加速的通胀的工具。
亚特兰大 博斯蒂克	是	中立	我们正走在复苏的道路上，但还有很长的路要走；美国劳工市场比疫情前少了 8 百万就业岗位；美联储保持宽松政策是合适的；通胀的任何飙升都可能是暂时的。美国正处于“波动期”，预计通胀将出现波动；并不需要对通胀的短暂波动作出反应；如果通胀以令人不安的方式发展，美联储会注意到的；新增判断通胀趋势是否令人担忧还为时过早；大多数企业预计价格压力不会持续，但经济仍处于“过渡”阶段。
美联储副主席 克拉利达	是	鹰派	经济仍远未达到美联储的目标，需要花一些时间来取得实质性的进一步进展；预计今年经济复苏将加速；就业市场前景比经济增长前景更不确定；由于暂时性因素，通胀率将升至 2% 以上，通胀将在 2022 或 2023 年回到 2% 甚至超标；如果通胀被推到与政府指令不一致的水平，将使用工具将其降下来；对高于预期的通胀数据感到惊讶；如果价格压力不是暂时的，美联储就会采取行动。美联储对通胀没有无限的容忍度；良好的通胀预期至关重要；预计美国经常账赤字将扩大，贸易逆差是物价压力的“安全阀”。
旧金山 戴利	是	中立	供给不平衡将使物价高于 2%，然后下跌；可以看到股票市场的估值相当高；美联储的政策对于恢复经济增长速度是必要的，但也需要确保金融系统能够承受冲击；目前首要目标是提高就业率，使通胀上升至 2%；认为距离正常化还很远。
美联储主席 鲍威尔	是	中立	
美联储理事 布雷纳德	是	中立	4 月份就业数据提醒我们复苏将是不平衡的，且很难预测；希望就业更接近充分就业评估的标准；预计通胀率将持续接近 2%；将继续保留资产购买计划和负利率；尽管 4 月份就业数据疲弱，但招聘仍有可能出现“强劲反弹”；通胀前景略有改善，但并非根本好转。有充分的理由认为高通胀是暂时的；将密切关注一系列针对通胀的措施；通胀动态不会快速改变；如果通胀持续、过度地高于目标，美联储将毫不犹豫地使用美联储的工具，温和地引导其回落；通胀预期仍然牢牢锚定在 2%。

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	鹰派	随着我们接近“实质性的进一步进展”，尽早开始谈论缩减购债规模将更健康；讨论购债的有效性、副作用与意想不到的后果是有益的。我更愿意早点讨论放弃购买抵押贷款；担心商品（供给）不平衡对通胀预期产生了影响。
堪萨斯城 乔治	2022	中立	
圣路易斯 布拉德	2022	中立	希望通胀预期稳定在 2%，是部分而不是全部通胀都是暂时的；预计 2021 年通胀率在 2.5%-3% 之间，到 2022 年的通胀率可能为 2.5%，但并非所有的情况都是暂时的，因为美联储正试图提高预期；现在预测大规模的就业增长还为时过早，疫情尚未结束。
芝加哥 埃文斯	是	中立	就业报告显示，随着经济重新开放，情况变得复杂；预计到 2021 年，就业将持续强劲增长；随着时间的推移，美联储将不得不仔细观察工资对通胀的影响；不担心 2.5% 的通胀率。美联储希望确保货币政策不会阻碍充满活力的劳动力市场；我们还有一些超越美联储通胀目标的空间；美联储希望在接近“实质性的进一步进展”之前，看到持续良好的月度就业报告；还需要一段时间才能满足讨论缩债的条件。
明尼阿波利斯 卡什卡利	否	中立	
美联储理事 沃勒	是	中立	尽管就业报告表现疲弱，但美国经济仍在强劲增长；还需要几个月的数据才能知道经济是否取得了“实质性的进一步进展”，这是美联储缩减资产购买计划的基准；预计美国联邦公开市场委员会（FOMC）将在一段时间内维持宽松政策。美联储对通胀的反应不会和过去一样；不想行动过快以追逐“通胀幽灵”；在我们认为通胀是个问题之前，不会做出回应；更高的资产价格并不一定是泡沫；预计未来两年的通胀率为 2.25% 或 2.5%。

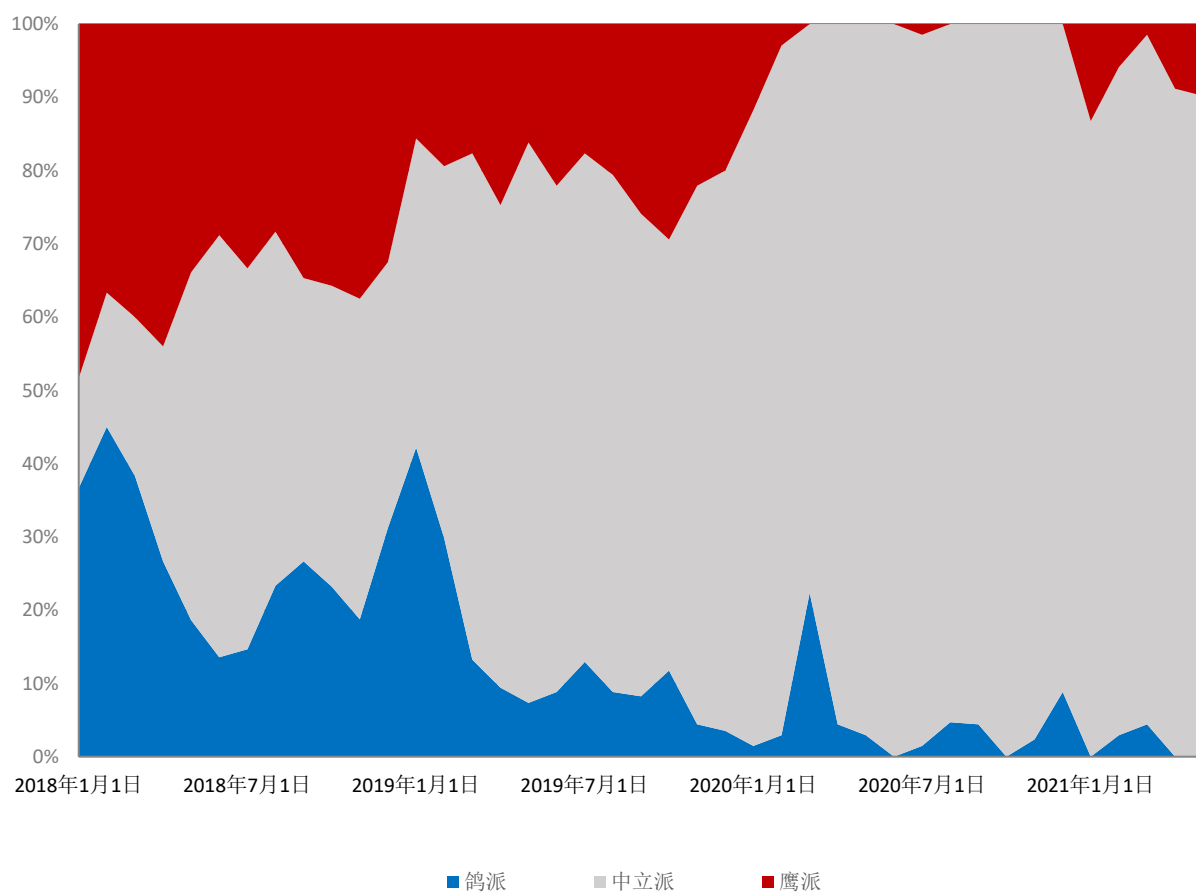
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 21：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



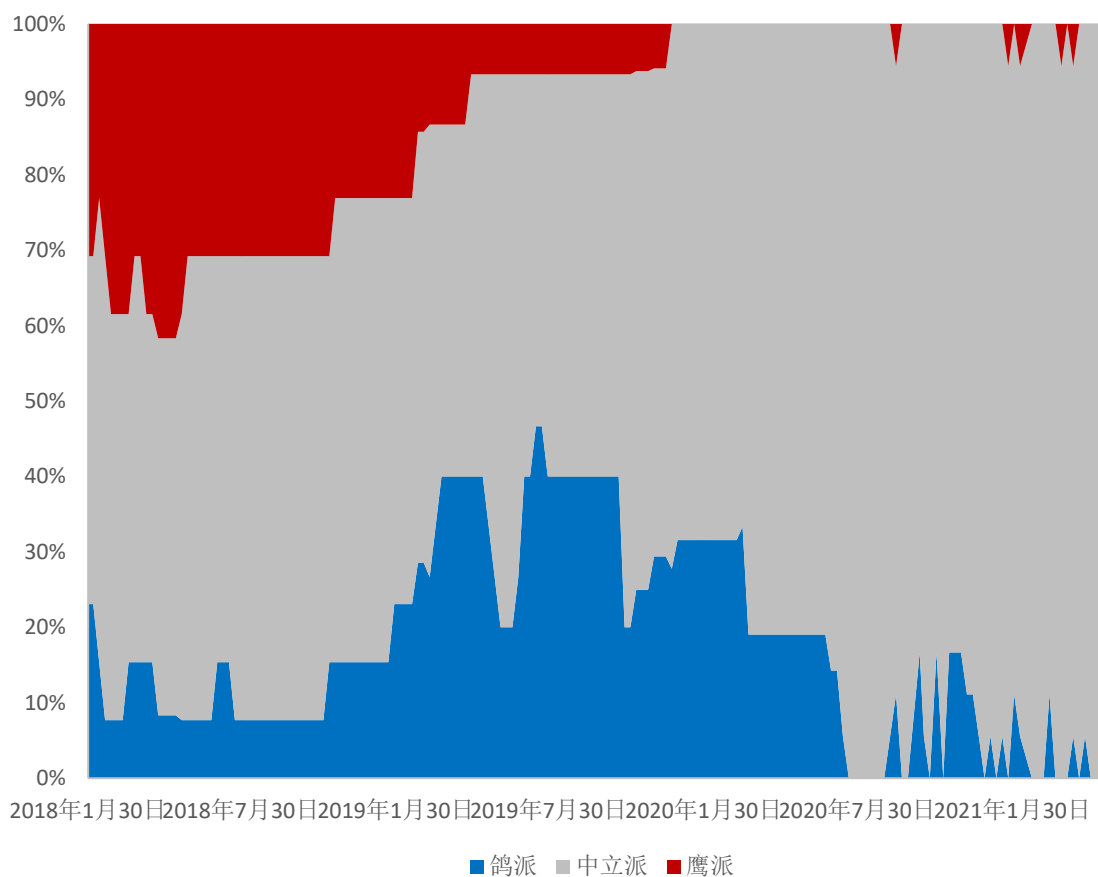
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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

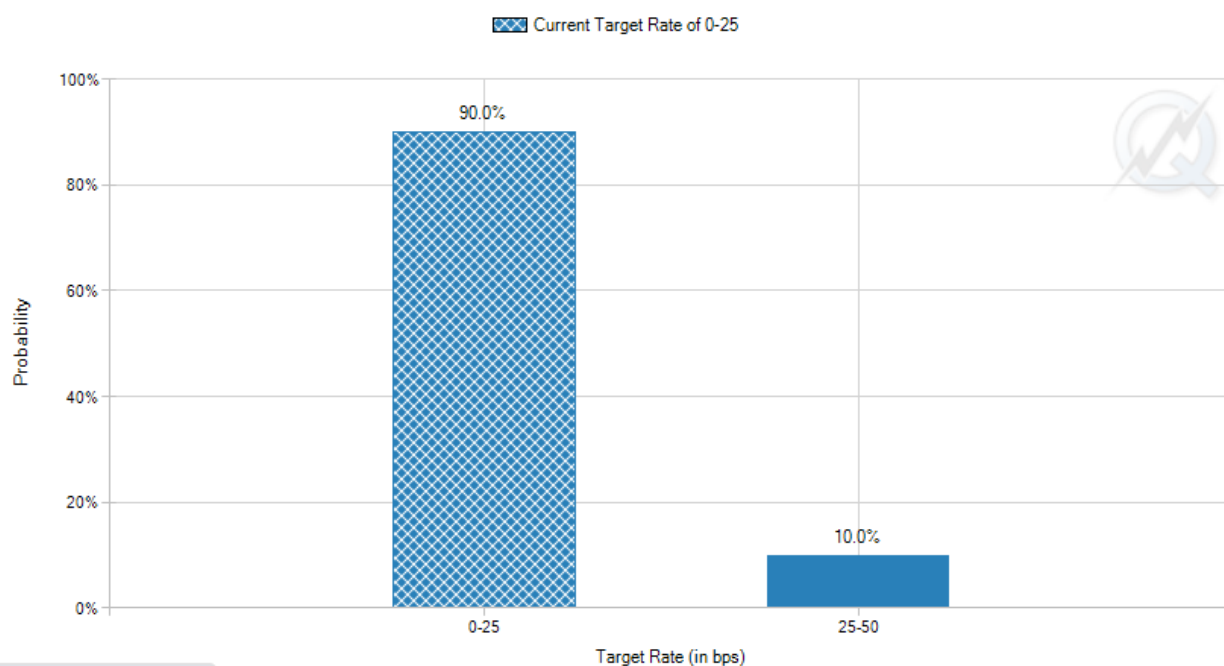
图 23：近期欧洲央行官员的言论基调（每周/连续）



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 6 月份加息与否概率

Target Rate Probabilities for 16 6月 2021 Fed Meeting



数据来源：芝加哥商业交易所集团，CME Group

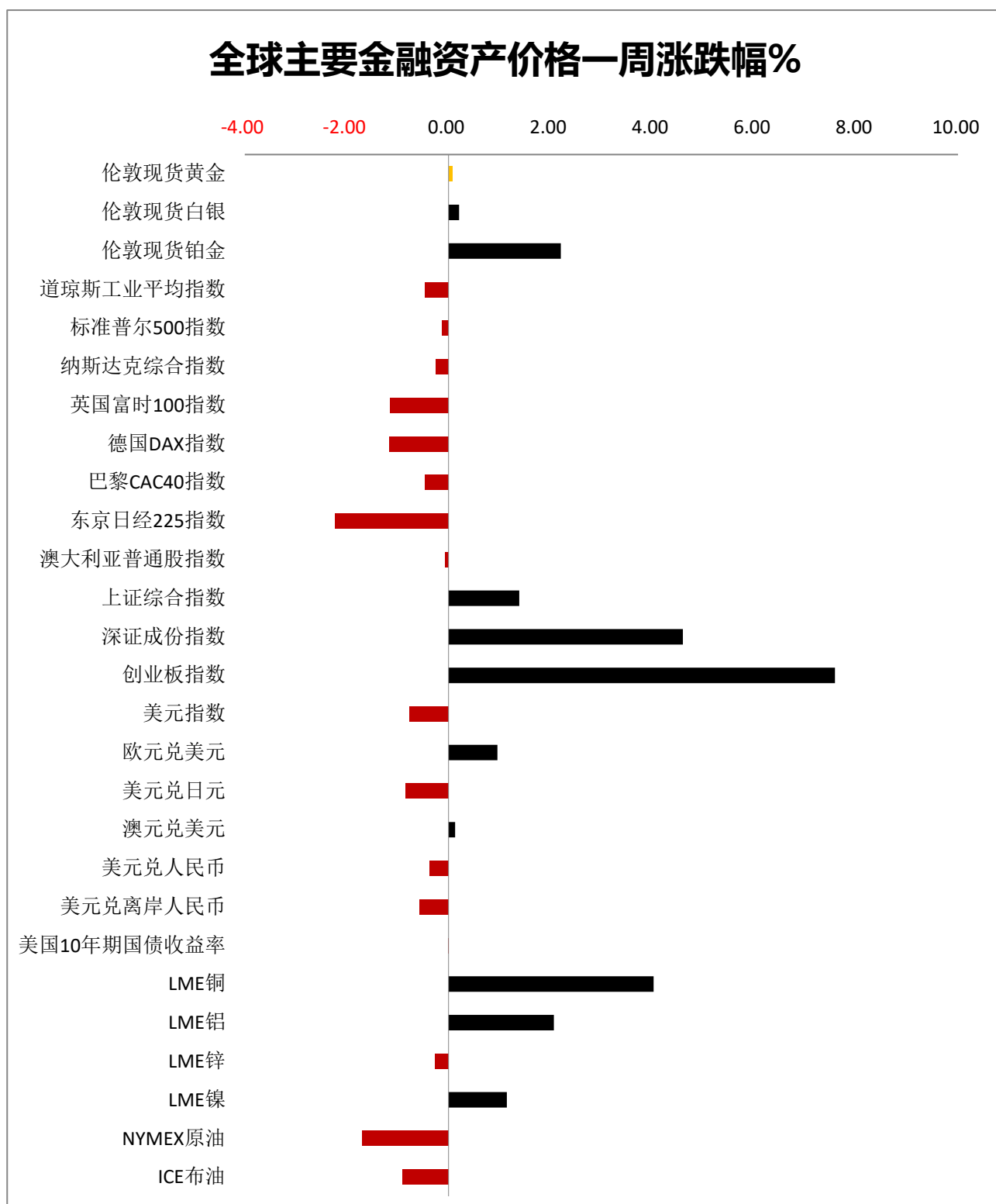
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1834.58	1846.09	1808.40	1843.10	0.65
伦敦现货白银	27.51	27.88	26.70	27.40	-0.04
伦敦现货铂	1252.50	1275.00	1196.00	1224.50	-2.16
道琼斯工业平均指数	34785.27	35091.56	33555.22	34382.13	-1.14
标准普尔 500 指数	4228.29	4236.39	4056.88	4173.85	-1.39
纳斯达克综合指数	13687.59	13687.93	13002.54	13429.98	-2.34
英国富时 100 指数	7129.71	7164.18	6823.60	7043.61	-1.21
德国 DAX 指数	15417.53	15419.43	14816.35	15416.64	0.11
巴黎 CAC40 指数	6395.38	6395.60	6150.43	6385.14	-0.01
东京日经 225 指数	29376.89	29685.41	27385.03	28084.47	-4.34
澳大利亚普通股指数	7325.20	7419.82	7193.20	7239.37	-1.17
上证综合指数	3423.59	3490.64	3384.70	3490.38	2.09
深证成份指数	13945.78	14214.14	13696.73	14208.78	1.97
创业板指数	2920.42	3039.73	2864.05	3033.81	4.24
美元指数	90.24	90.91	89.99	90.31	0.08
欧元兑美元	1.22	1.22	1.21	1.21	-0.16
美元兑日元	108.61	109.80	108.35	109.36	0.70
澳元兑美元	0.79	0.79	0.77	0.78	-0.83
美元兑人民币	6.43	6.46	6.41	6.44	0.06
美元兑离岸人民币	6.42	6.46	6.40	6.44	0.37

美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0186
LME 铜	10478.50	10747.50	10145.00	10233.50	-1.72
LME 铝	2542.00	2603.00	2407.00	2446.50	-3.38
LME 锌	3035.00	3063.00	2882.00	2938.00	-2.89
LME 镍	18150.00	18265.00	17060.00	17640.00	-2.38
NYMEX 原油	65.57	66.63	63.09	65.51	1.06
ICE 布油	68.74	69.90	66.48	68.83	0.82

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。