

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

美联储货币政策预期转向
国际金价大幅回落

市场研究报告

■ 本周视点:

上周国际金价大幅回落。周初国际金价开盘报于 1877.37 美元/盎司, 最高价 1877.89 美元/盎司, 最低价 1760.50 美元/盎司, 并最终报收于 1763.20 美元/盎司。一周国际金价下跌幅度达到了 6.07%, 创下了去年 3 月份以来的最大单周跌幅。美联储召开的六月份公开市场议息会议释放货币政策转向信号是打压金价的重要因素。

周中召开的联邦公开市场会议上, 美联储维持利率不变, 且没有讨论有关缩减量化宽松规模的话题。不过美联储主席鲍威尔在会后的新闻发布会上所表示, 如果愿意市场可以认为在此次会议上讨论了关于(缩减购债)的讨论的言论, 等于向市场宣布了美联储货币政策的转向。

因此, 后市来看, 由于美联储货币政策已经开始转向, 黄金的趋势性下跌还将继续。通胀预期会有所降温, 但自然利率的走高意味着黄金将难有更多的机会。

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 06 月 21 日

相关研究报告:

6 月 17 日

银铂钯每周资讯—2021 第 22 期

6 月 10 日

银铂钯每周资讯—2021 第 21 期

6 月 7 日

美劳动力市场数据喜忧参半 国际金价冲高回落

6 月 03 日

银铂钯每周资讯—2021 第 20 期

上周国际金价大幅回落。周初国际金价开盘报于 1877.37 美元/盎司，最高价 1877.89 美元/盎司，最低价 1760.50 美元/盎司，并最终报收于 1763.20 美元/盎司。一周国际金价下跌幅度达到了 6.07%，创下了去年 3 月份以来的最大单周跌幅。美联储召开的六月份公开市场议息会议释放货币政策转向信号是打压金价的重要因素。

一、上周全球市场回顾

在美国的消费数据方面，5 月美国零售额环比下降 1.3%，低于 4 月份 0.9% 的增幅，也低于市场预期的 0.8% 的降幅，这是 3 个月来首次出现下滑。5 月美国零售额同比增长 28.10%，由于基数效应的减退，该数据较上个月明显下滑。

在美国的通胀数据方面，5 月份美国生产者物价指数较上月上涨 0.8%，高于 4 月份的 0.6%，并超出市场预期。从结构来看，受有色金属价格上涨的影响，终端商品成本整体上涨 1.5%。与此同时，随着疫苗注射的推广和经济的逐步开放，美国 5 月份服务成本上升了 0.6%，连续五个月上涨。同比数据方面，5 月份生产者物价指数上涨了 6.6%，创下了 2010 年 11 月份以来的新高。而核心生产者物价指数同比增长 4.8%，高于前值。

在美国的生产方面，5 月美国工业生产同比增长 16.30%，不及 4 月份的 17.6%。

在美国的劳动力市场数据方面，截止到 6 月 12 日，美国当周首次申请失业金人数超预期升至 41.2 万人，这是一个多月来首次增加。不过随着美国各州和联邦的财政援助计划缓慢退坡，料该数据仍有改善空间。截止到 6 月 5 日的美国当周续请失业金人数为 351.8 万人，差于前值的 349.9 万人，且不及预期的 343 万人。

国内消费数据方面，2021 年 5 月，中国零售增速从上月的 17.7% 放缓至 12.4%，低于市场预期的 13.6%。5 月份全国规模以上工业增加值同比增长 8.8%，低于市场 9% 的预测。5 月份国内固定资产投资同比增长 15.4%，低于 16.9% 的预测。

二、全球市场纵览及后市展望

上周市场关注的重心无疑是周中召开的美联储议息会议。此前，由于美联储隔夜回购工具使用量屡创新高，且不断挑战美联储政策利率下限，引发投资者对于美联储可能会调整缩减宽松规模的猜测。不过，美联储并没在此次会议上讨论缩减 QE 规模，而是通过上调隔夜回购利率和超额存款准备金率，来设法维持有效联邦基金利率维持在目标区间。虽然缺乏了关于缩减量化宽松规模的讨论，让此次会议显得较为“平淡”。但美联储主席鲍威尔在会后的新闻发布会上关于，如果愿意市场可以认为在此次会议上讨论了关于（缩减购债）的讨论（You can think of this meeting as the talking-about-talking-about meeting, if you like）

的言论,则明确开始引导市场对于美联储货币政策转向的预期。在美联储的季度经济展望中,18位美联储票委中的13位赞成到2023年底至少加息一次,而在3月份的FOMC会议上仅有7位美联储官员持有这样的观点。此外,到2023年底时认为会加息两次的美联储官员数量达到了11位。最后还有7位官员认为2022年会开始加息,但3月份仅有4位官员相信美联储需要在2022年开始加息。美联储货币政策预期管理转向略超市场预期,而出乎市场预计的鹰派利率预测,则来自于美联储整体对于美国经济数据预测的转好。根据经济展望报告,美联储对于2021年和2022年核心PCE通胀预期分别为3.0%和2.1%,3月份的预测为2.2%和2%。美联储对于2021年个人消费支出物价指数的预测从3月的2.4%上调至3.4%,核心消费者支出物价指数也由2.2%上调至3%。将国内生产总值从的预测从6.5%上调至7%。

不过联邦议息会议后,美国十年期国债收益率不升反降,市场与美联储的经济乐观预期有一定分歧,实际上除了议息会议当日该期限美债收益率出现走高,下半周美债收益率已经跌至1.442%的近期低点。与此同时,美国短债收益率则因为美联储上调利率预期展望出现明显走高。美10-2年期国债利差收敛。市场一方面开始担心美联储货币政策风险,另一方面也对未来的经济预期表现谨慎。我们认为市场对于未来的谨慎一方面来自于近期全球多个国家开始准备调整货币政策来应对通胀压力。另一方面则是投资者对于未来经济的不确定性有所增加。特别是近期疫情又有再次抬头的迹象,新的变异新冠病毒株有在多个国家和地区传播加快。

在美元流动性方面,近期美国财政部在美联储的账户余额已经降至7000亿美元以下,尽管较7月底将账户余额压低至1330亿美元的计划尚有差距,但仍然有希望按计划在6月底将账户余额降至6000亿美元。这也意味着短期内美元流动性仍然会冲击市场。因此即便美联储抬高了隔夜回购利率超额存款准备金利率,我们认为短期美元的流动性依然会对各类资产的价格形成一定的支撑。

因此,后市来看,虽然短期美元流动性无虞,由于美联储货币政策已经开始转向,黄金的趋势性下跌还将继续。另外,随着商品价格的走高,和更多的服务业供给将会令通胀预期会有所降温,但自然利率的走高意味着黄金将难有更多的机会。黄金则将大概率测试1700这一整数关口。

图 1： 不同期限美元 LIBOR

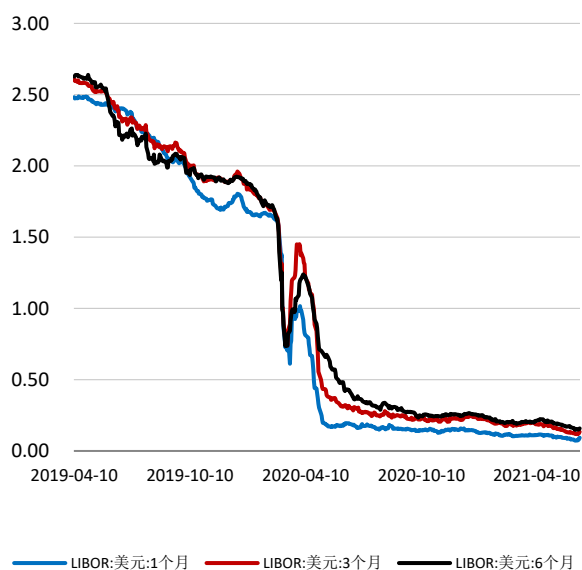


图 2： 黄金与美元指数

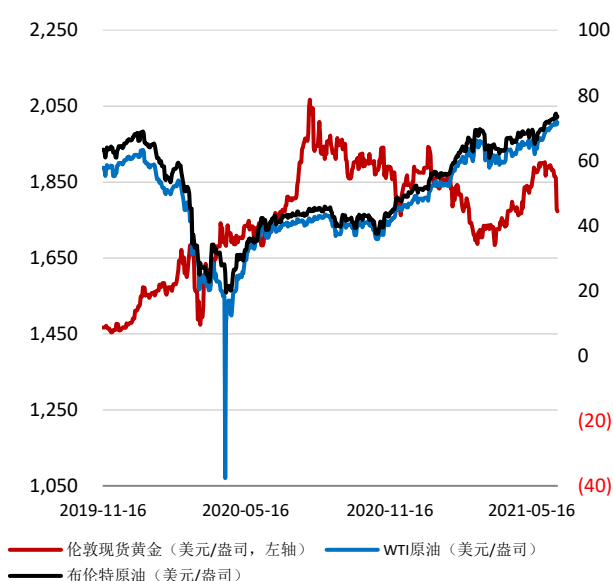


数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

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

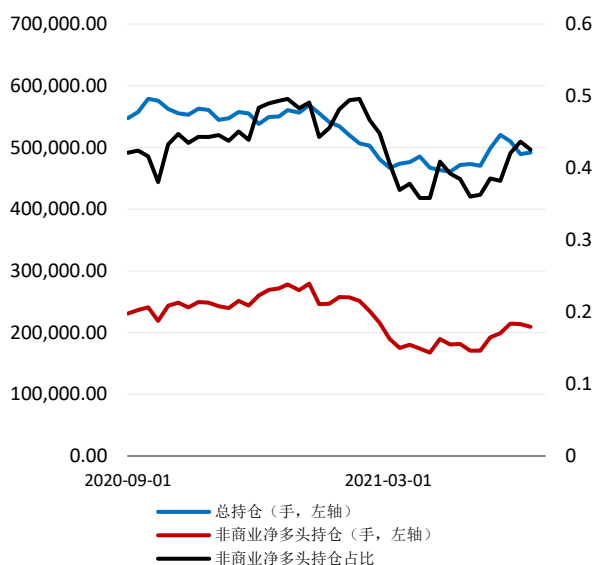
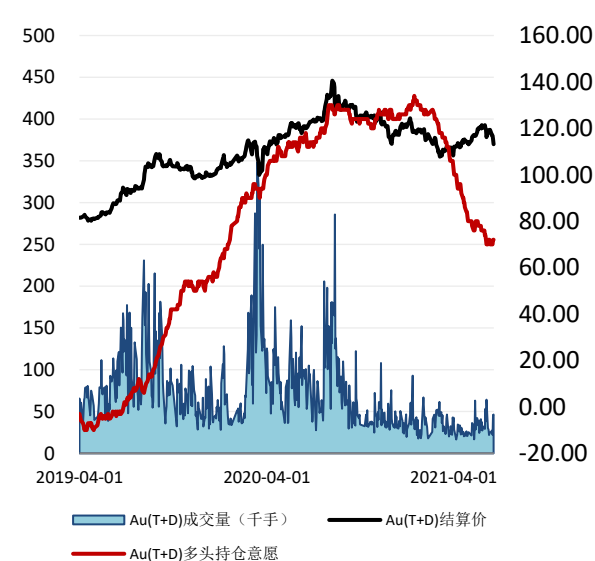


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

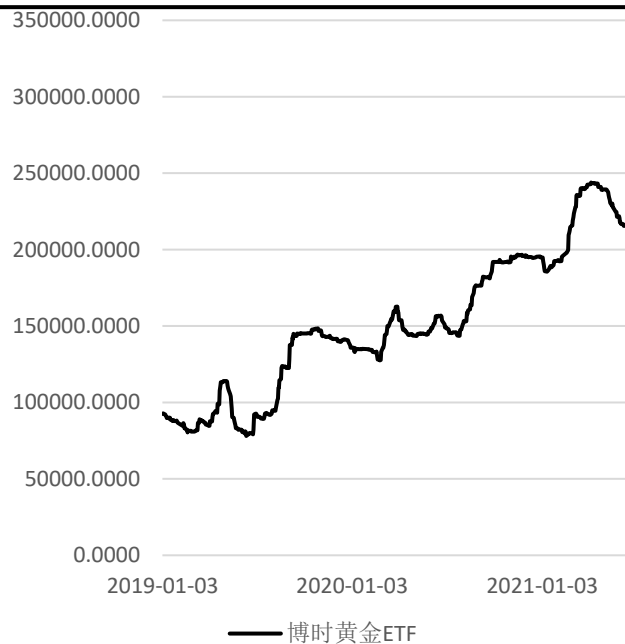


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

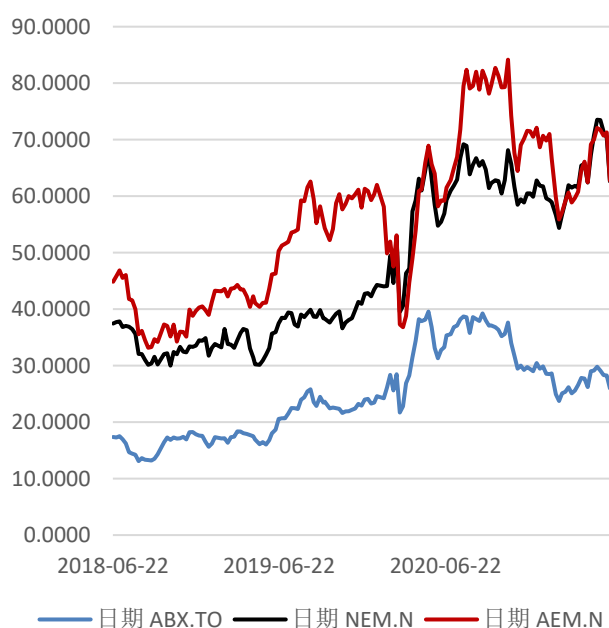


图 12：美国黄金股票指数



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

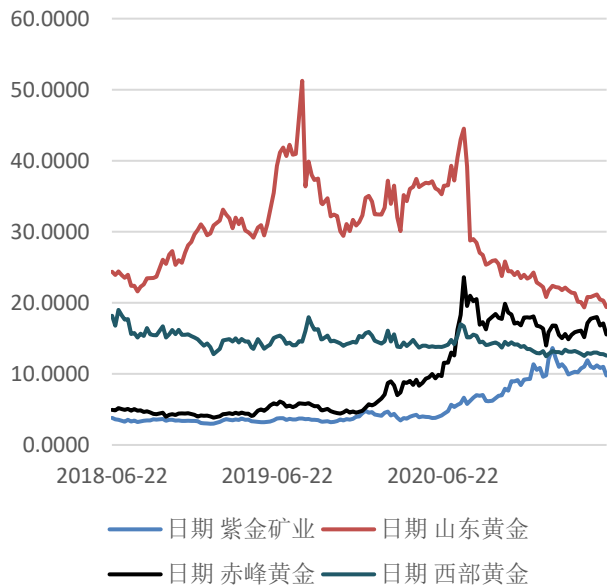
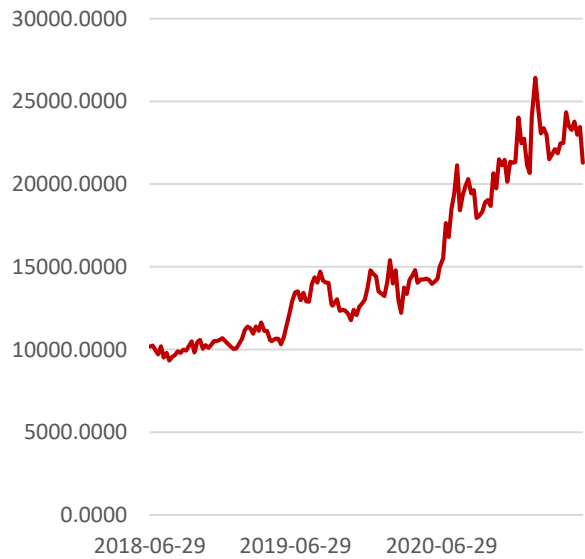
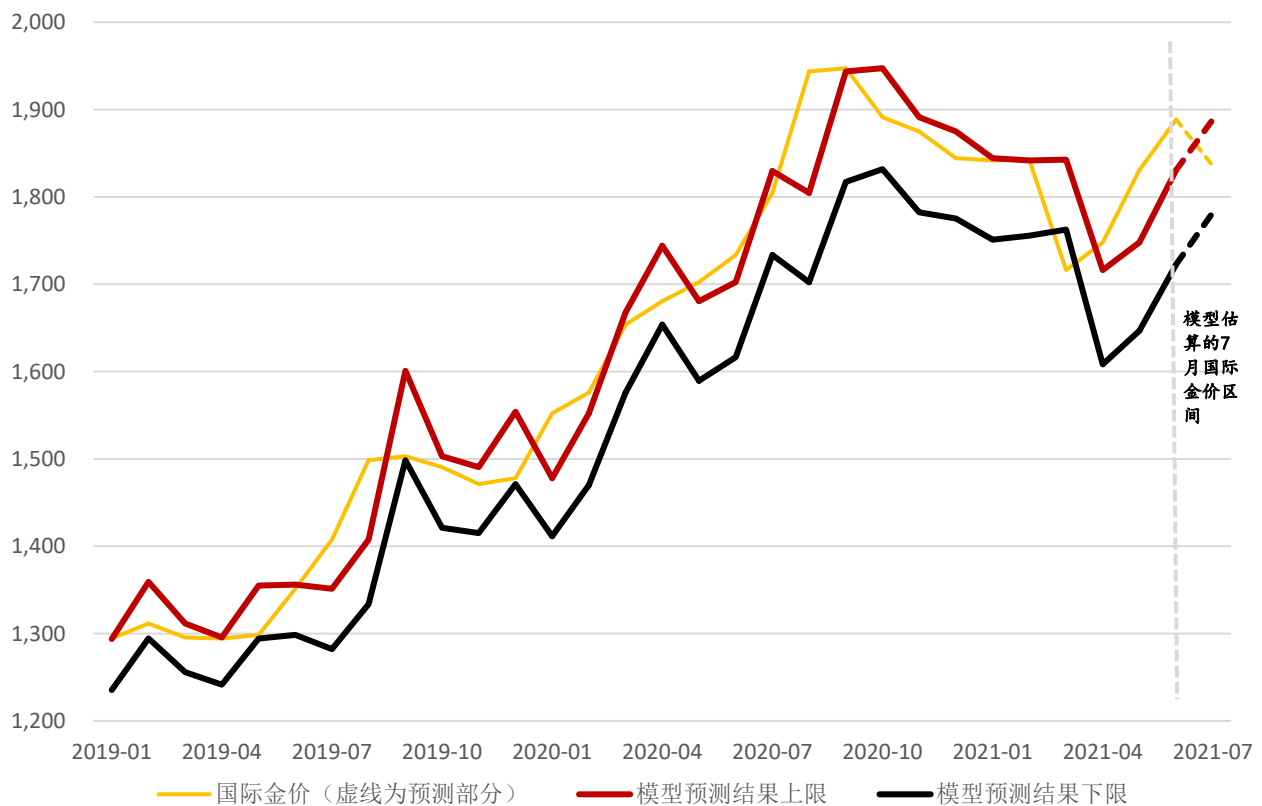


图 14：中国黄金股票指数



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 7 月黄金价格低于 6 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
6 月 21 日	美国 5 月芝加哥联储全国活动指数	0.7	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
6 月 22 日	欧元区 6 月消费者信心指数初值	-2.8	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 6 月里奇蒙德联储制造业指数	18	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
6 月 23 日	欧元区 6 月制造业 PMI 初值	62.6	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 6 月 Markit 服务业 PMI 初值	69.9	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
6 月 24 日	美国至 6 月 19 日当周初请失业金人数(万人)	41.2 (前值)	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 5 月耐用品订单月率(%)	3.00	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
6 月 25 日	美国 5 月核心 PCE 物价指数年率(%)	3.50	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 6 月密歇根大学消费者信心指数终值	86.8	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

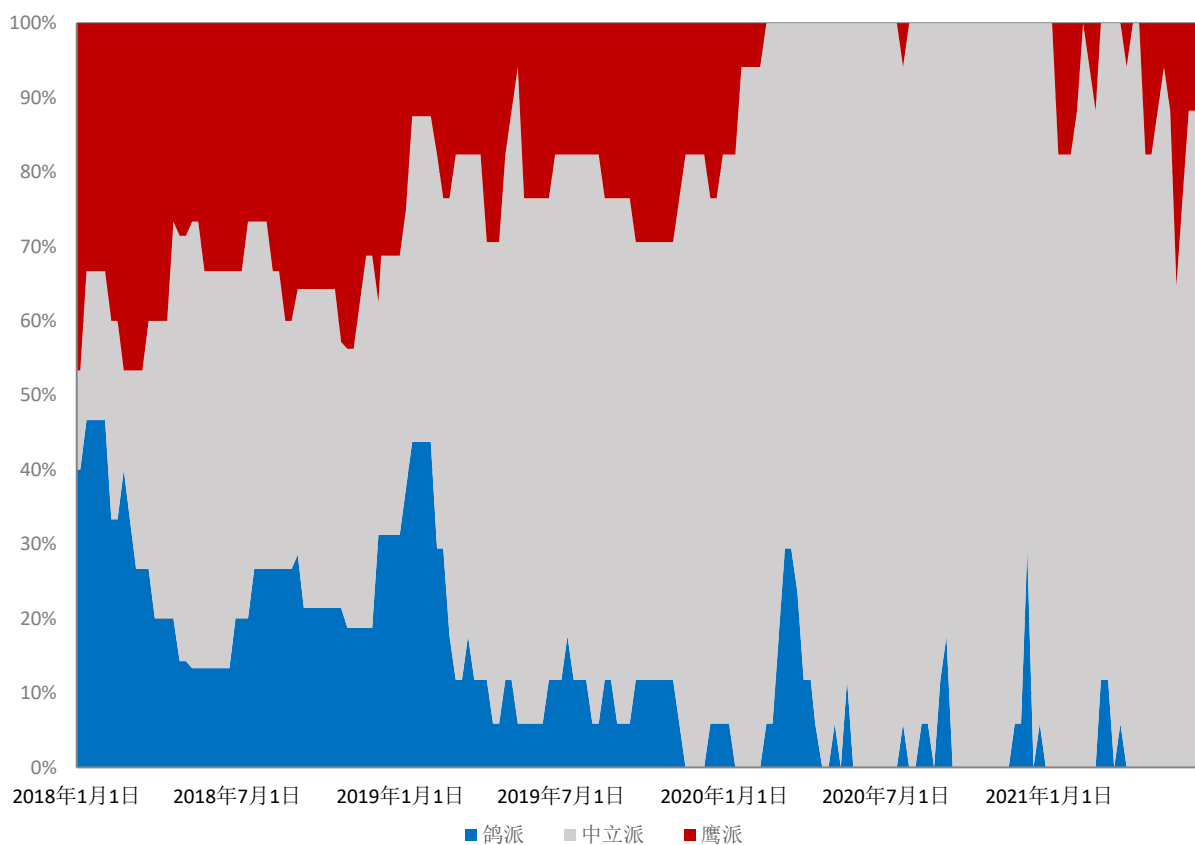
联储委员	是否票委	表态	最新言论
波士顿 罗森格伦	2022	中立	
克兰科夫 梅斯特	2022	中立	
费城 哈克	否	中立	

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	鹰派	通货膨胀可能会比预期更高、更持久。美联储的目标是让通胀率在一段时间内保持在 2% 以上。美联储在改变资产购买计划之前会提前通知。很明显，我们正在走向一个非常强劲的劳动力市场。其他阻碍劳动力供应的因素包括对新冠病毒的担忧，这个影响应该会在未来逐渐减少。由于对疫情担忧，仍有相当多的人没有工作；需要看到更多数据，更耐心一点，预计将在夏季和秋季创造强劲的就业机会。在即将召开的会议上，经济将继续评估进展情况，并在做出任何决定之前给予提前通知。如果进展继续，将在接下来的会议上考虑缩减规模的计划。倾向于看长期通胀预期。长期预期才是影响通胀的因素。通货膨胀预期已经锚定了下来，目前处于良好状态。通货膨胀预期锚定在与目标一致的水平，这一点很重要。广泛的长期通胀预期已经上升。不排除价格继续上涨可能性；不排除通货膨胀会比预期持续更长时间可能性，并助长预期上升；如果看到通胀预期上升，与基本情况相反，美联储将采取行动降低通胀。到 2023 年，美联储认为通胀将会更高，这与高就业率有关；到 2023 年，通胀预测的增长更多地反映了资源利用率的提高；预测可能会反映通胀预期风险。明年经济将不会得到同样程度财政支持；根据预测，明年仍然是非常好的一年，经济仍在以非常健康速度增长，经济增长将创造大量就业机会；通货膨胀风险比想象的要高。当经济取得实质性进一步进展时，就会缩减购债规模；美联储会尽所能避免市场出现过度反应。
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	鹰派	美联储对过去 6 个月（通胀率意外上升）感到意外；因此很自然我们稍微偏鹰派；预计劳动力市场会出现更多改善；近期数据是不错的消息；一些通胀上行风险仍然存在。相信可以在 2021-2022 年实现通胀高于 2% 的目标；美联储主席鲍威尔本周正式开始就缩减购债进行讨论；政策总体上“到目前为止还不错”，但美联储必须保持“灵活”；通胀上行风险“没问题”，因为这正是美联储希望实现的目标；美联储关注股市估值，但不同成员对股市估值如何影响政策有不同看法。美联储需要在必要时做出调整；通胀比预期更加严重；美联储将召开几次会议以讨论缩减购债规模，一场“健康的辩论”即将到来；将给市场充足的时间来应对减码；美国终止保留技术制造业工作岗位相关豁免；需要调整一些政策以实现通胀目标；加密货币的走势并不反映纯粹的通胀押注。本人的点阵图显示，2022 年年底利率将会回升；预计到 2022 年，通胀率将达到 2.5% 至 3%，达到框架目标，并有理由加息。
芝加哥 埃文斯	是	中立	
明尼阿波利斯 卡什卡利	否	鹰派	动力市场仍深陷困境，需要“一段时间”才能让人们重新回到工作岗位。美联储的资产负债表状况良好，可以讨论缩减月度资产购买规模。通胀数据高于预期，但应该是暂时的。到缩减购债规模的时候，最基本的情况是遵循上次的做法。首先减少购买抵押贷款支持的证券的好处将是“有限的”。
美联储理事 沃勒	是	中立	

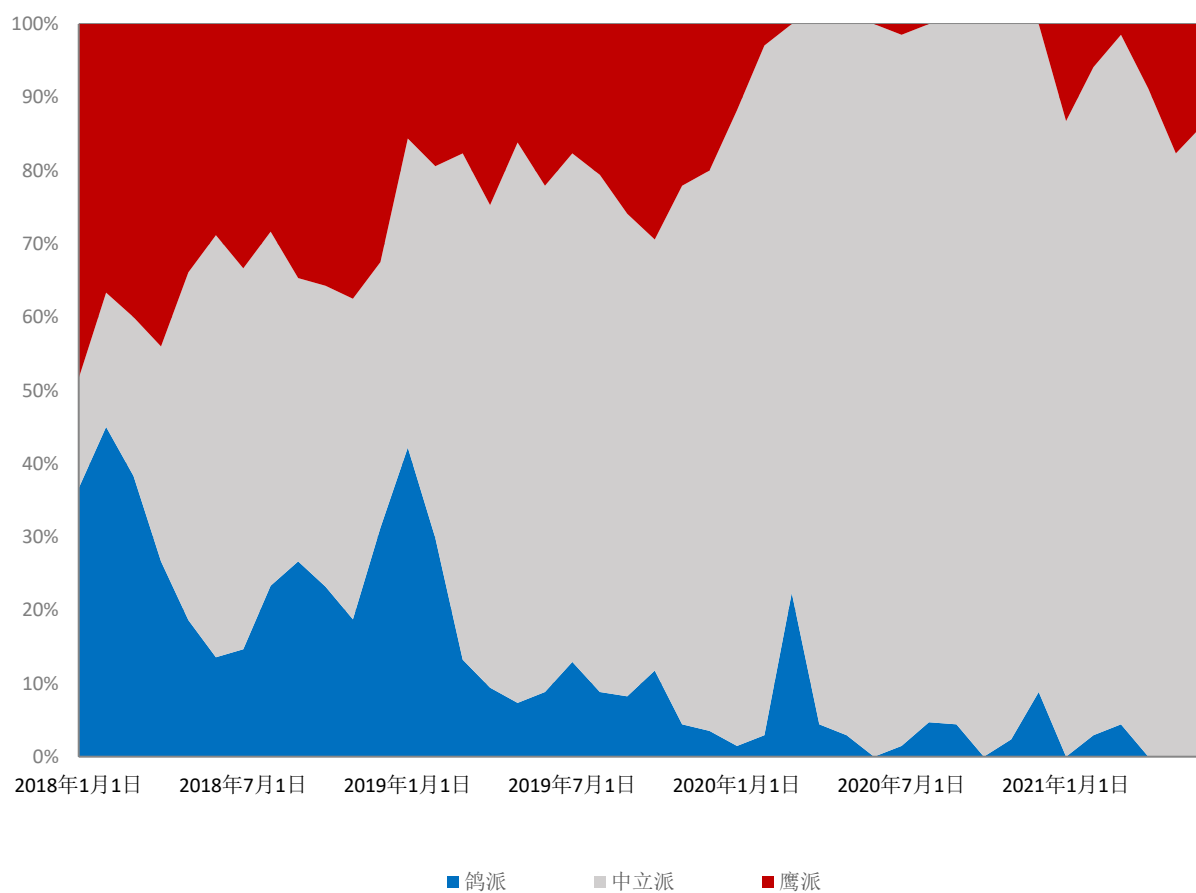
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 21：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



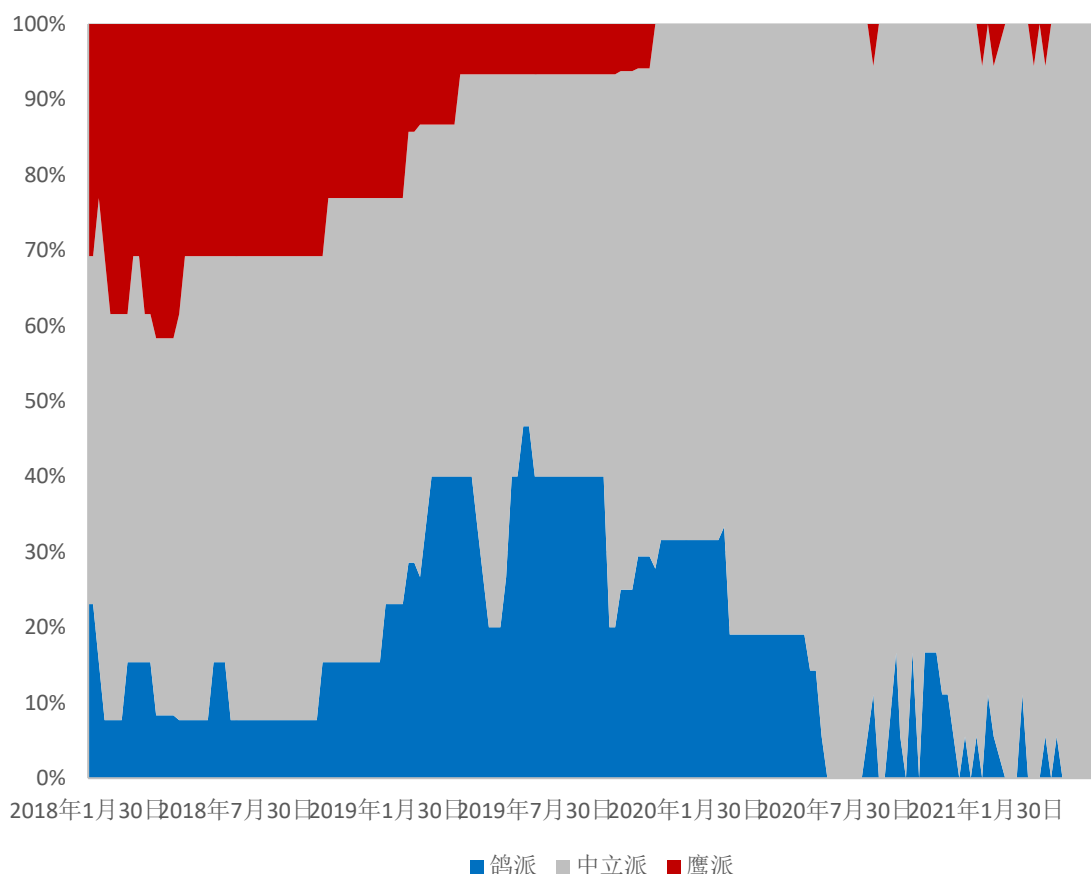
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 22：近期美联储官员的言论基调（月均/连续）



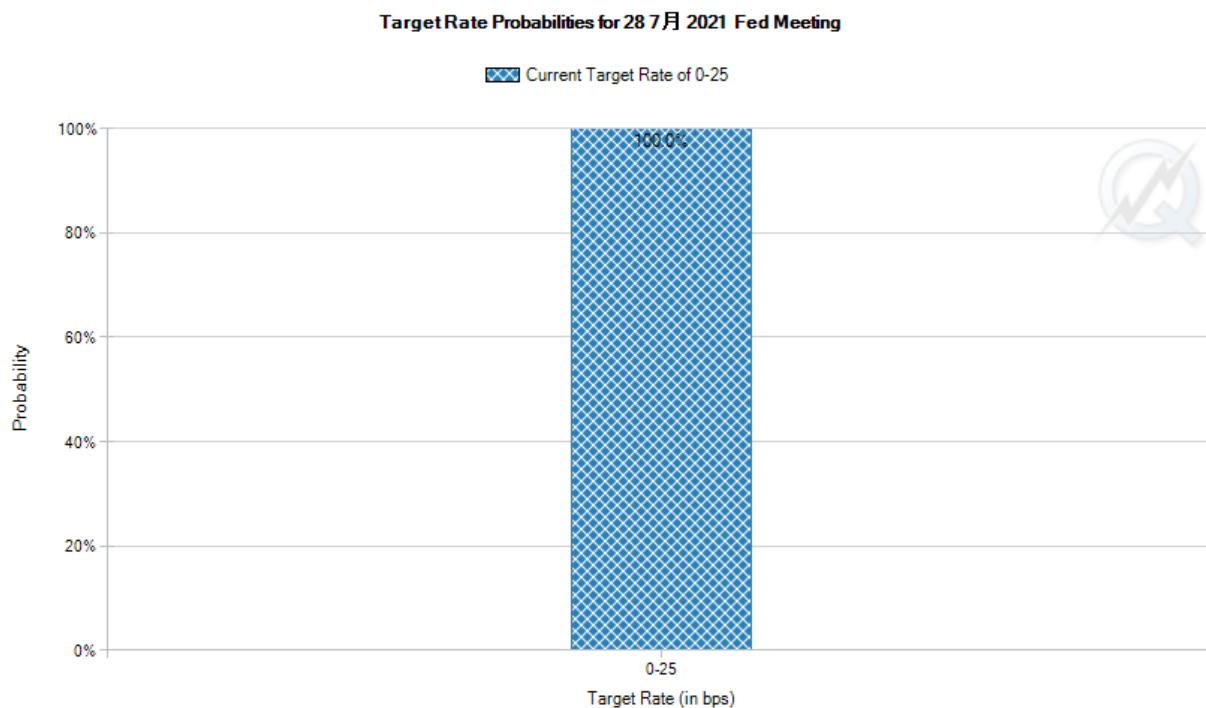
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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 7 月份加息与否概率



数据来源：芝加哥商业交易所集团，CME Group

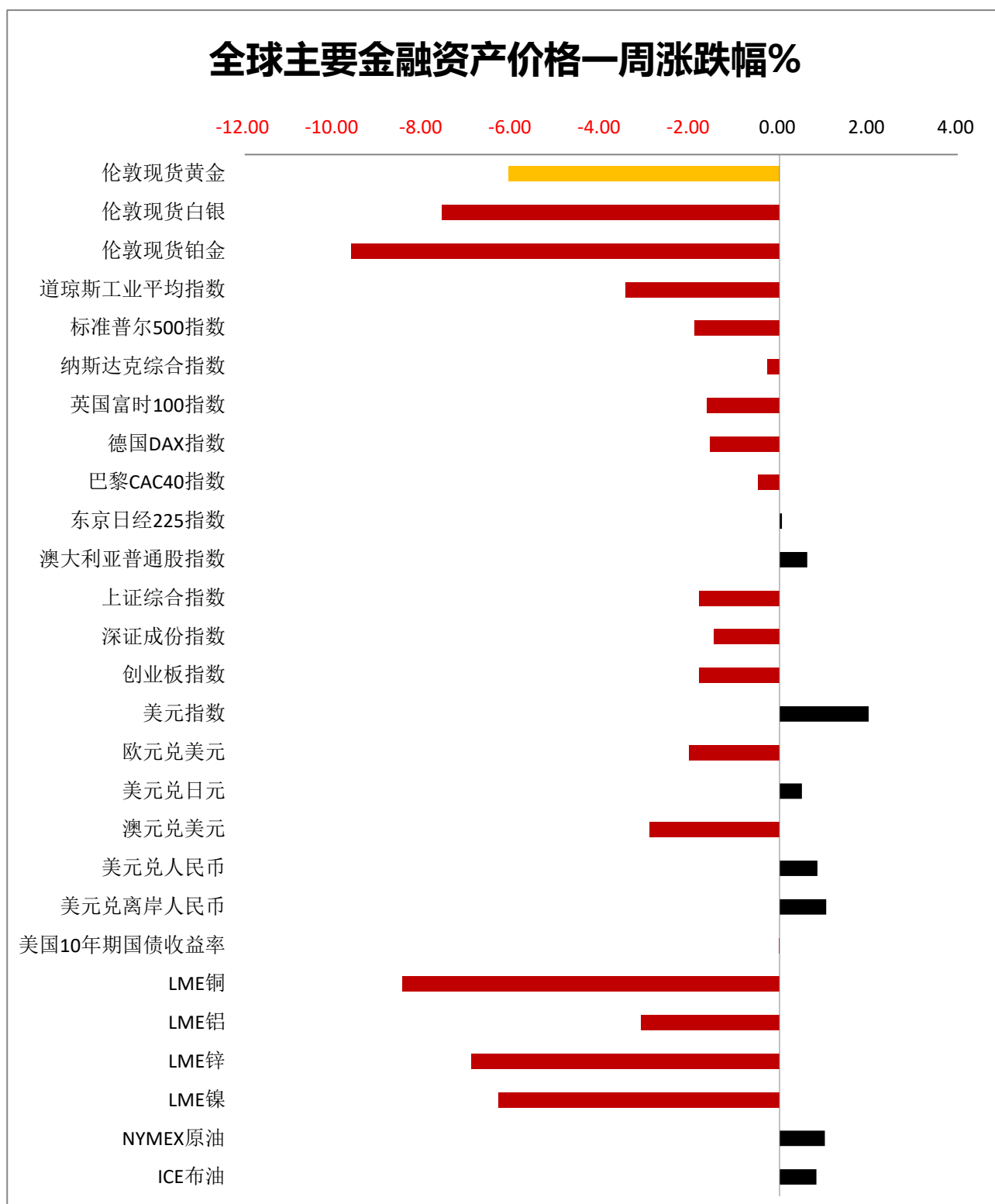
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1891.40	1877.89	1760.50	1763.20	-6.07
伦敦现货白银	27.76	28.02	25.73	25.78	-7.57
伦敦现货铂	1164.50	1178.55	1127.50	1146.00	-1.76
道琼斯工业平均指数	34766.20	34820.91	34328.65	34479.60	-0.80
标准普尔 500 指数	4229.34	4249.74	4208.41	4247.44	0.41
纳斯达克综合指数	13802.82	14069.42	13784.89	14069.42	1.85
英国富时 100 指数	7069.04	7140.70	7042.19	7134.06	0.92
德国 DAX 指数	15661.58	15732.06	15505.15	15693.27	0.00
巴黎 CAC40 指数	6509.98	6607.61	6485.80	6600.66	1.30
东京日经 225 指数	29214.00	29241.20	28799.74	28948.73	0.02
澳大利亚普通股指数	7543.30	7593.40	7517.70	7577.24	0.45
上证综合指数	3597.14	3624.34	3563.25	3589.75	-0.06
深证成份指数	14879.49	14973.81	14625.29	14801.24	-0.47
创业板指数	3240.95	3320.26	3183.06	3298.50	1.72
美元指数	90.14	90.62	89.84	90.51	0.41
欧元兑美元	1.22	1.22	1.21	1.21	-0.48
美元兑日元	109.48	109.81	109.18	109.68	0.15
澳元兑美元	0.77	0.78	0.77	0.77	-0.49
美元兑人民币	6.40	6.40	6.38	6.40	0.06
美元兑离岸人民币	6.39	6.40	6.38	6.40	0.10

美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.0137
LME 铜	9960.50	10049.50	9109.00	9149.00	-8.46
LME 铝	2455.00	2505.00	2410.00	2462.00	0.29
LME 锌	3011.50	3053.00	2963.50	3051.00	1.56
LME 镍	18040.00	18430.00	17655.00	18345.00	2.00
NYMEX 原油	69.52	71.24	68.47	70.78	2.03
ICE 布油	71.82	73.09	70.71	72.62	1.11

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。