

## 工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

## 国际金价低震荡盘整

## 市场等待方向明确

## 市场研究报告

## ■ 本周视点:

在经历了前一周的大幅下挫后，上周国际金价围绕在 1780 一线展开震荡。周初国际金价开盘报于 1764.20 美元/盎司，最高价为 1795.02，最低价为 1763.84 美元/盎司，并最终报收于 1780.55 美元/盎司。上周美国公布的经济数据并没给市场更多方向上的指引，国际金价在很大程度上仅仅是在经历了大幅度的下挫后，进行了技术上的修正。

回顾近期的黄金走势，可以发现进入二季度后，由于商品价格的不断走高以及经济数据的反馈，加上美联储不断向外传递维持宽松货币政策的预期，市场对于美国经济滞胀的预期十分强烈，并导致国际金价大幅攀升。但在 6 月份的 FOMC 会议上，虽然美联储并没有谈及加息或是缩减购债规模，但是向上修正的经济展望，推动了令市场的加息预期。这导致了美元指数近期重新收复 90 关口，并引发黄金价格的大幅回落。

月初将会公布的非农就业数据将会是美联储作为调整货币政策最为关注的的数据，而我们认为该数据的复苏仍然是渐进式的。另外，上周美联储主席鲍威尔在国会听证会中回答议员提问时表示 5% 的通胀不可接受，则向市场给出了美联储对于通胀的具体量化目标，这将成为市场衡量美联储货币政策的另一道基准。再加上 7 月份的 FOMC 会议上，美联储也不大可能出现更多的政策上的变化。因此这段时间国际金价仍将维持震荡偏弱的态势。

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 28 日

## 相关研究报告:

6 月 24 日

银铂钯每周资讯—2021 第 23 期

6 月 21 日

美联储货币政策预期转向 国际金价大幅回落

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

在经历了前一周的大幅下挫后，上周国际金价围绕在 1780 一线展开震荡。周初国际金价开盘报于 1764.20 美元/盎司，最高价为 1795.02，最低价为 1763.84 美元/盎司，并最终报收于 1780.55 美元/盎司。上周美国公布的经济数据并没给市场更多方向上的指引，国际金价在很大程度上仅仅是在经历了大幅度的下挫后，进行了技术上的修正。

## 一、上周全球市场回顾

在经济数据方面，上周公布的美国 5 月存屋销售连续第 4 个月下降至 580 万套，低于预测的 572 万套，创下了 11 个月来的新低。不过房屋成交中值较上个月有所上升，令购房者负担加大。不过价格并非是影响销量的最主要的因素，事实上库存不足是影响存屋销售的原因。2021 年 5 月，美国新屋销售中值继续刷新高点，而材料成本上涨导致的高价格压低了买家的承受能力，美国新屋销量环比下降 5.9%，这也是一年来的最低读数。

在欧元区生产数据方面，6 月 IHS Markit 欧元区综合采购经理人指数初值升至 59.2，为 2006 年 6 月以来的最高水平，并且略高于市场预期的 58.8。随着各国对于新冠限制的放开，产出增长连续第三个月加速。其中服务业的活动增速为 2007 年 7 月以来最高，而制造业生产继续以稳健步伐扩张。新订单加速增长并创下了 2006 年 6 月以来的最快扩张速度，同时就业人数也创下三年来最大增幅，而积压的工作同样以创纪录的速度增加。6 月份，产品供应周期进一步拉长至创纪录水平，企业的库存消耗也加速。在价格方面，由于需求继续超过供应，平均投入成本达了 2000 年 9 月以来的最高水平，收费价格以前所未有的速度上涨。

在美国的生产数据方面，6 月美国 IHS Markit 美国综合采购经理人指数初值从 5 月份创下的 68.7 的创纪录高位降至 63.9，但私营部门的产出扩张速度仍然处于历史高位。服务业活动和制造业产出的增长速度都有所放缓，主要是因为生产受到供应延误的明显影响，并且进一步导致新业务增长放缓至三个月低点。此外，有企业反应很难找到员工，这导致积压的工作继续以创纪录的速度增加。在价格方面，投入成本和终端产品价格均创下有记录以来的第二高。

在劳动力市场数据方面，截至 6 月 19 日，美国当周首次申领失业金人数从前一周的 41.8 万人降至 41.1 万人，但不及市场预期的 38 万人。该报告还称美国各地雇佣情况依然紧张，理由是由于福利增加而导致劳动力短缺。另外，截止到 6 月 12 日，美国持续申领失业救济金人数从一周前的 353.4 万人降至 339. 万人，同样不及市场预期的 347.0 万人。

美国的通胀数据方面，美国核心个人消费支出价格 5 月份同比上涨 3.4%，4 月份上涨 3.1%，符合市场预期。这是自 1992 年以来的最高水平，远高于美联储 2% 的目标。美联储官员

一直重申，由于财政刺激、供应限制和大宗商品价格上涨，这种价格压力是暂时的。

## 二、全球市场纵览及后市展望

回顾近期的黄金走势，可以发现进入二季度后，由于商品价格的不断走高以及经济数据的反馈，加上美联储不断向外传递维持宽松货币政策的预期，市场对于美国经济滞胀的预期十分强烈，并导致国际金价大幅攀升。但在 6 月份的 FOMC 会议上，虽然美联储并没有谈及加息或是缩减购债规模，但是向上修正的经济展望，推动了令市场的加息预期。这导致了美元指数近期重新收复 90 关口，并引发黄金价格的大幅回落。

需要注意的是短期美元流动性外溢的问题并没有在此次会议上得到解决。虽然，美联储上调了隔夜回购利率和超额存款准备金率，以设法维持有效联邦基金利率在目标区间内，但并没有真正的去缩减购债规模来直接影响货币的供给。与此同时，美国财政部账户缩减进程仍在继续，截止到 6 月中旬，美国财政部在美联储的账户余额仍有 7000 多亿，距 7 月底要压缩到 1330 亿的目标仍有距离。因此，虽然短期内美债短期收益率较 FOMC 会议前明显走高，但不排除在未来的数周内仍会因为天量的货币而出现下行。

在美债收益率曲线的整体变化方面，虽然美联储给出了货币政策转向的信号，但是美债收益率曲线却在过去的一周内迅速扁平化。我们认为迅速收敛的收益率曲线并不健康，因为长端债券收益率并没有因为短端的利率上行而走高，这实际上隐含了市场对于未来经济的担忧情绪。在今年一季度，由于美国财政部压缩其存款账户，和美联储到期不再豁免银行补充杠杆率要求，导致美国国债收益率曲线出现跷跷板情况，即长端利率快速走高，而短端利率迅速下行。随着二季度的到来，银行对于债券的抛售力度开始减少，加上美联储无限量化宽松的托底，美国长端债券收益率逐步下行。在此次 FOMC 会议上，虽然美联储对于经济的展望十分正面，资金仍然在不断进入长债市场。我们认为，与之前的经济周期不同，目前美国的经济还未完全复苏，产能并未完全释放，所以远端的收益率远未达到充分就业下的水平。特别是最新在印度发现的新冠 Delta 变异病株可能成为主要主流病毒。在疫苗注射无法快速跟上的情况下，全球供应链的复苏前景依然脆弱，届时如果美联储选择退出，那么市场的风险也会再次加大。

月初将会公布的非农就业数据将会是美联储作为调整货币政策最为关注的数据，而我们认为该数据的复苏仍然是渐进式的。另外，上周美联储主席鲍威尔在国会听证会中回答议员提问时表示 5% 的通胀不可接受，则向市场给出了美联储对于通胀的具体量化目标，这将成为

市场衡量美联储货币政策的另一道基准。再加上7月份的FOMC会议上，美联储也不大可能出现更多的政策上的变化。因此这段时间国际金价仍将维持震荡偏弱态势。

图 1：不同期限美元 LIBOR

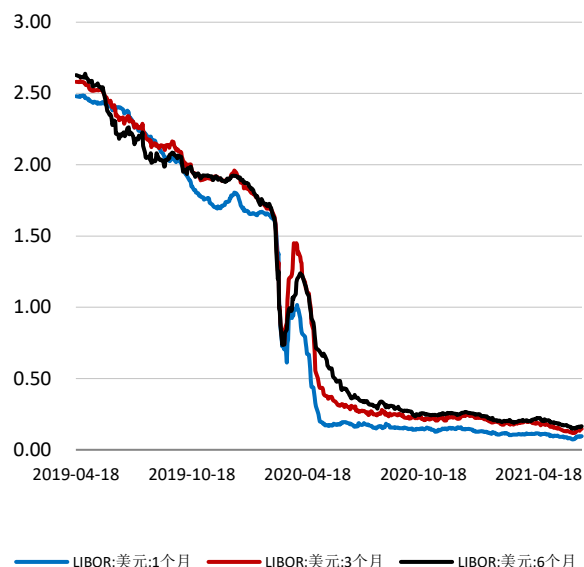


图 2：黄金与美元指数

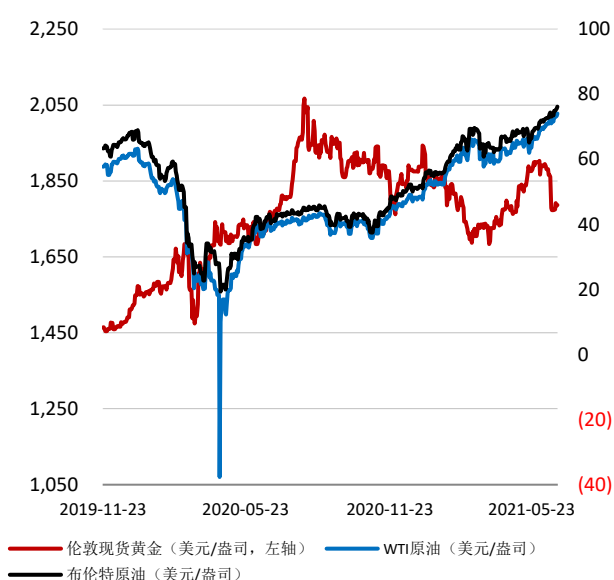


数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

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

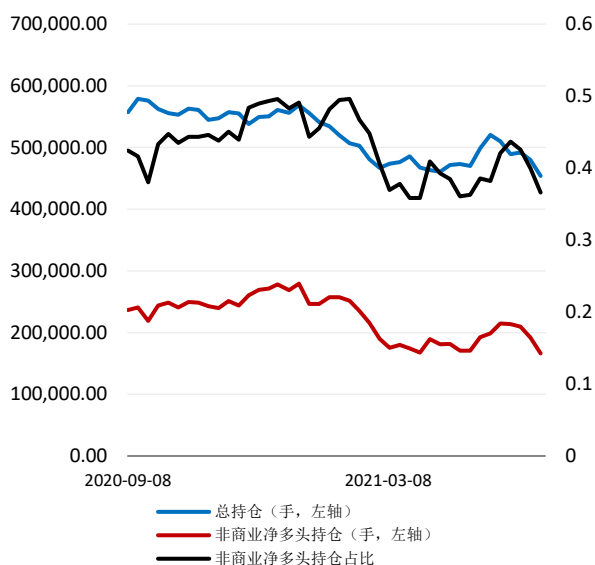
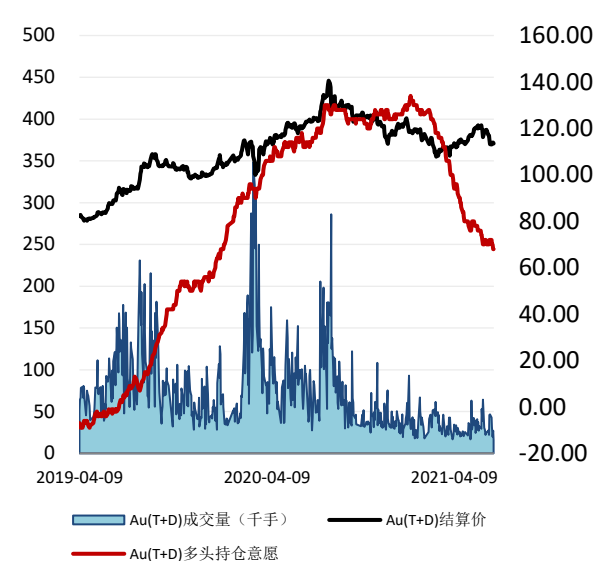


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

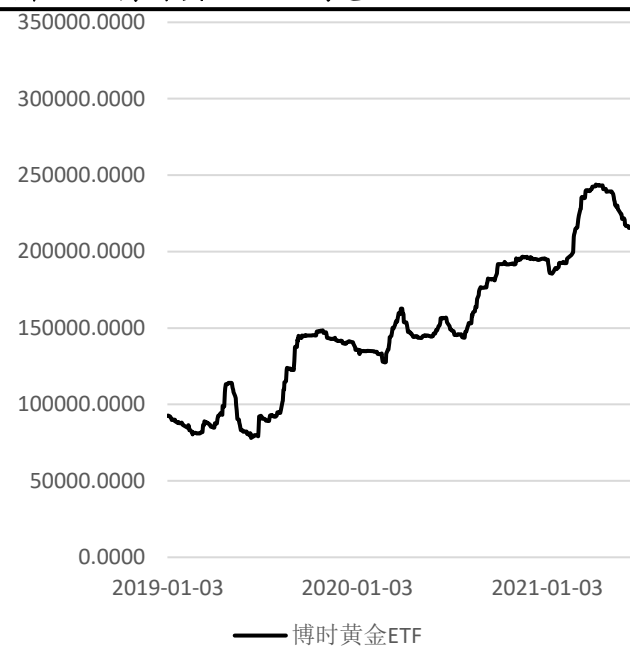


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

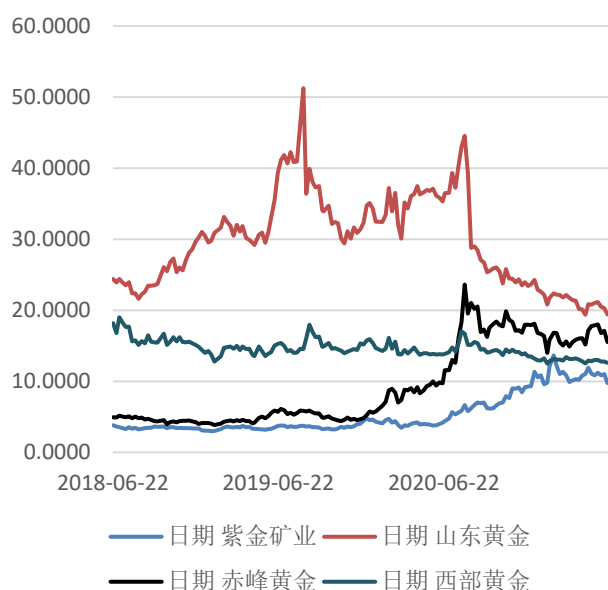
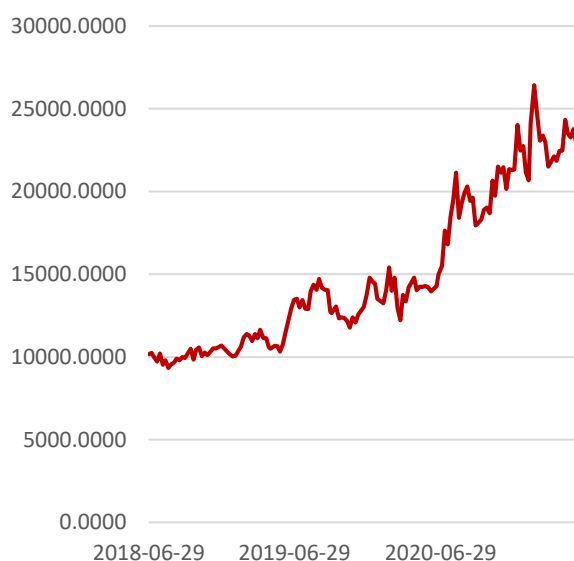
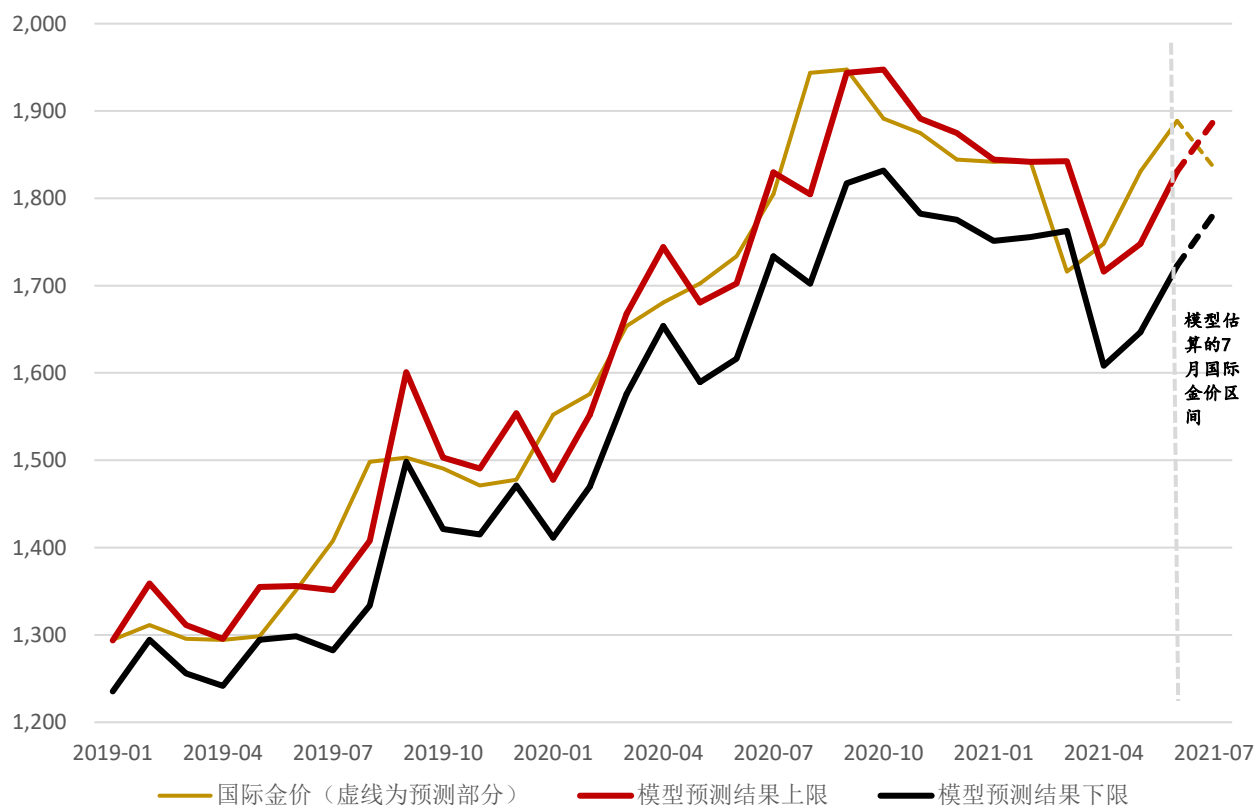


图 14: 中国黄金股票指数



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

请参阅最后一页的重要声明

中国工商银行贵金属业务部

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 28 日 | 美国 6 月达拉斯联储商业活动指数         | 32.5      | 公布值>预期值：利多美元，利空国际金价 |
| 6 月 29 日 | 美国 4 月 FHFA 房价指数月率(%)     | 1.70      | 公布值>预期值：利多美元，利空国际金价 |
|          | 美国 6 月谘商会消费者信心指数          | 119       | 公布值>预期值：利多美元，利空国际金价 |
| 6 月 30 日 | 欧元区 6 月 CPI 年率初值(%)       | 1.80      | 公布值>预期值：利空美元，利多国际金价 |
|          | 美国 6 月 ADP 就业人数(万人)       | 47.5      | 公布值>预期值：利多美元，利空国际金价 |
|          | 美国 6 月芝加哥 PMI             | 72        | 公布值>预期值：利多美元，利空国际金价 |
| 7 月 1 日  | 美国至 6 月 26 日当周初请失业金人数(万人) | 41.1 (前值) | 公布值>预期值：利空美元，利多国际金价 |
|          | 美国 6 月 Markit 制造业 PMI 终值  | 62.6 (前值) | 公布值>预期值：利多美元，利空国际金价 |
| 7 月 2 日  | 欧元区 5 月 PPI 月率(%)         | 1.1       | 公布值>预期值：利空美元，利多国际金价 |
|          | 美国 6 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 | 鹰派 | 经济正强劲复苏；疫苗接种速度比预想中要快；经济正接近充分就业水平；虽然很多商品和服务的价格都在上涨，但明年的物价将会温和一些；许多经济部门仍受到疫情造成的影响；部分商品和服务出现短缺现象，因经济重启速度很快。是时候考虑退出宽松的货币政策的速度的；核心通胀率的上升并 |



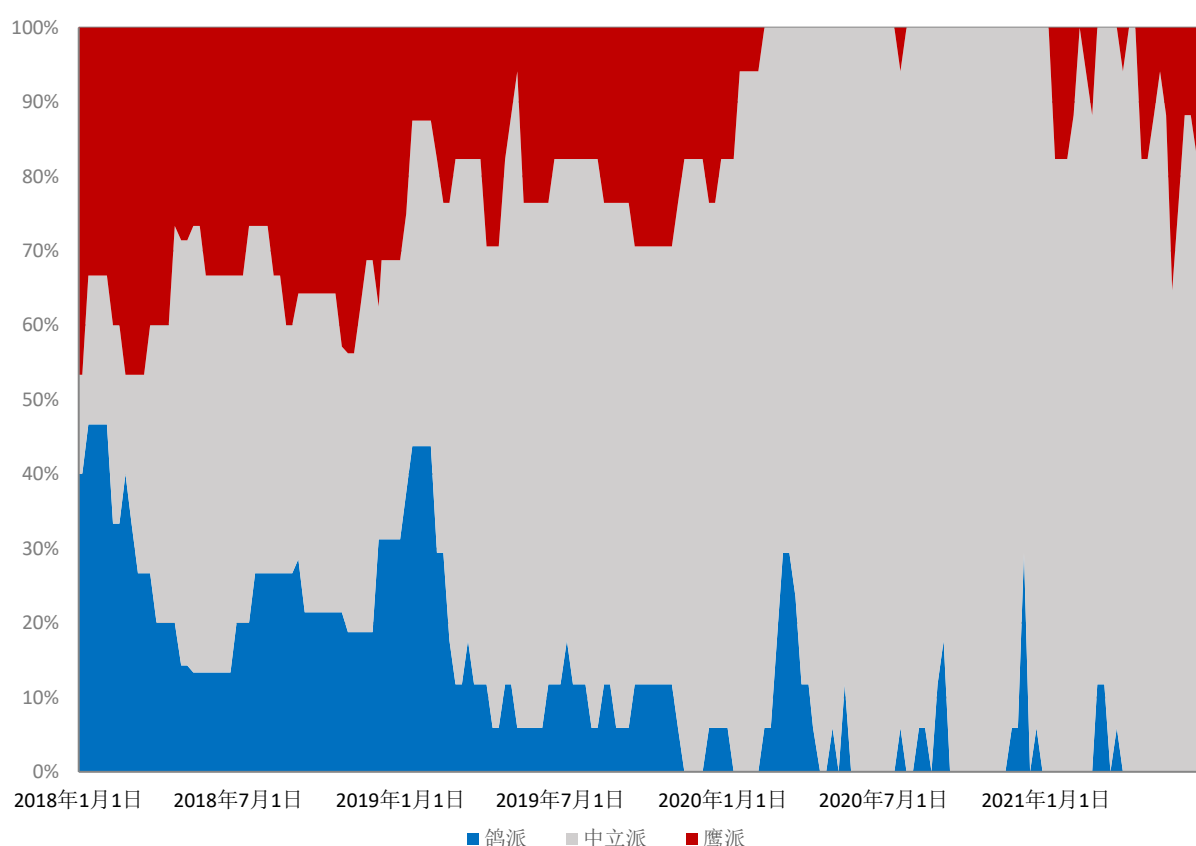
|             |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|-------------|------|----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|             |      |    | 不完全令人意外；预计通胀的攀升是暂时的；预计今年美国 GDP 增长将达到 7%；价格上涨的持续时间可能比我们预期的要长一些。                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| 克兰科夫 梅斯特    | 2022 | 鹰派 | 有证据表明一些泡沫仍然存在；由于金融稳定的风险，经济还没有达到美联储需要撤回支持性措施的水平；包括美国国债市场在内的一些结构性问题将需要得到解决。通胀预期有所上升，但尚未达到令人担忧的水平。当时机成熟时，美联储应开始使用上次衰退后使用的缩减购债的模式，并在必要时进行调整。                                                                                                                                                                                                                                   |
| 费城 哈克       | 否    | 中立 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| 亚特兰大 博斯蒂克   | 是    | 鹰派 | 预计 2023 年将加息两次。预计美联储将在 2022 年加息。关于缩债的问题可能在 3-4 个月内做出决定。不希望过早退出债券购买，但“市场运转良好”。还是更愿意推迟加息，直到购债缩减计划完成。房地产市场没有达到泡沫的水平。                                                                                                                                                                                                                                                          |
| 美联储副主席 克拉利达 | 是    | 中立 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| 旧金山 戴利      | 是    | 鹰派 | 看好美国经济，预计势头相当强劲。开始讨论何时降低资产购买速度是合适的。今年晚些时候，明年初可能会达到缩减购债的“实质性进一步进展”门槛。                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 美联储主席 鲍威尔   | 是    | 鹰派 | 最近几个月通胀显著上升；五月份失业率有所上升，但就业增长应该会加快；疫情继续对经济前景构成风险；通胀预期将会回落到美联储的目标水平；经济活动以及就业持续加强。美联储将竭尽所能支持经济完成复苏。我们可以通过我们的工具来解决贫富差距，但需要国会取得更多进展。预计今年劳动力供应和就业状况良好。5%的通货膨胀是不可接受的。通货膨胀的很大一部分，或者可能是所有的过度膨胀都来自于那些直接受到经济重启影响的行业类别。它们并不代表广泛紧缩的经济。但这些影响更大，持续时间可能比预期更长。如果通胀继续过高，美联储将采取行动。仍预计通胀会降温。预计一系列强劲的就业数据即将出炉。认为我们将在秋季看到就业机会强劲增长。美联储已做好充分准备，将利用其工具将通胀率控制在 2%附近。劳动力需求非常强劲。强劲的劳动力需求应该会提高工资以及抑制失业。 |
| 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 | 通胀已经上升，未来还会上升；还有超过 1000 万人找不到工作，供应链瓶颈可能需要些时间才能克服；随着瓶颈问题的解决，价格上涨的压力可能会减轻；将“密切”监控通胀，根据需要调整政策观点。                                                                                                                                            |
| 纽约 威廉姆斯     | 是    | 中立 | 我们可以根据全球形势的变化调整货币政策。美联储不仅可以在需要的时候扩大资产负债表，还可以在不需要支持经济的时候将资产负债表恢复到适当的水平。美联储正在就“讨论缩减购债规模”进行讨论；隔夜逆回购完全按照我们所设计的那样运作；我们距离取得实质性进展还有一段距离；前景仍具有高度不确定性。缩债的时机将取决于数据的变化，多年前缩减购债规模的经验教训之一是，把握正确的时机和向公众透明沟通很重要。                                        |
| 里士满 巴尔金     | 是    | 中立 |                                                                                                                                                                                                                                          |
| 达拉斯 卡普兰     | 否    | 鹰派 | 预计今年 GDP 增速将为 6.5% 左右，疫苗接种加速和实质性的财政政策提高了流动性，点阵图反映出前景“显著改善”。赞成尽早踩下“刹车”；我们正处在一个通胀高于目标的新时代，2021 年通胀高于目标似乎没有太多疑问，问题是通胀高于目标的情况会以多快的速度消失；预计 2022 年通胀率将降至 2.4%。预计美联储将在 2022 年首次加息。2022 年通胀将有所缓和，但范围会扩大。预计 2021 年 PCE 通胀将为 3.4%，2022 年将放缓至 2.4%。 |
| 堪萨斯城 乔治     | 2022 | 中立 |                                                                                                                                                                                                                                          |
| 圣路易斯 布拉德    | 2022 | 鹰派 | 预计 2022 年核心 PCE 通胀将为 2.5%，美联储必须像一年前一样灵活地应对危机，就业市场吃紧的情况不言而喻。委员会现在才开始讨论缩债的问题，需要一些时间；美联储提高利率的时候，我们将清楚地看到，我们有一个强劲的劳动力市场。美国经济很明显已经处于“繁荣”状态，现在的 GDP 已经超过了疫情前的水平。                                                                               |
| 芝加哥 埃文斯     | 是    | 中立 |                                                                                                                                                                                                                                          |
| 明尼阿波利斯 卡什卡利 | 否    | 中立 | 美国经济有望开始强劲复苏；一些高通胀数据并不令人意外；部分价格上涨可能是暂时的；预计一些非常高的通胀数据将回落到正常水平。目前仍有                                                                                                                                                                        |

|          |   |    |                                                                                    |
|----------|---|----|------------------------------------------------------------------------------------|
|          |   |    | 700 万的职位空缺；相信数以百万计的美国人会重新回到劳动力市场；抑制劳动力供应的因素到 9 月份应该会有所改善；就业最大化至少意味着要恢复到新冠疫情前的就业水平。 |
| 美联储理事 沃勒 | 是 | 中立 |                                                                                    |

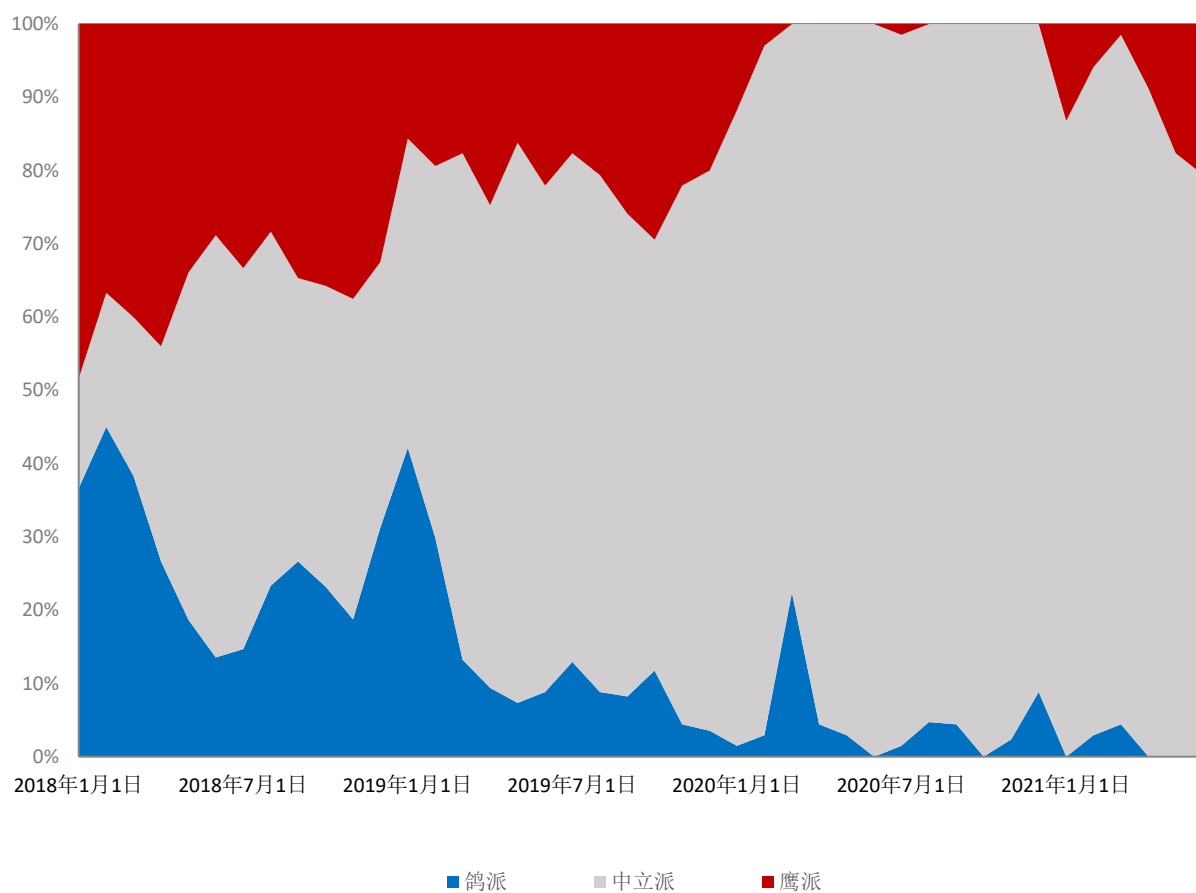
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 21：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



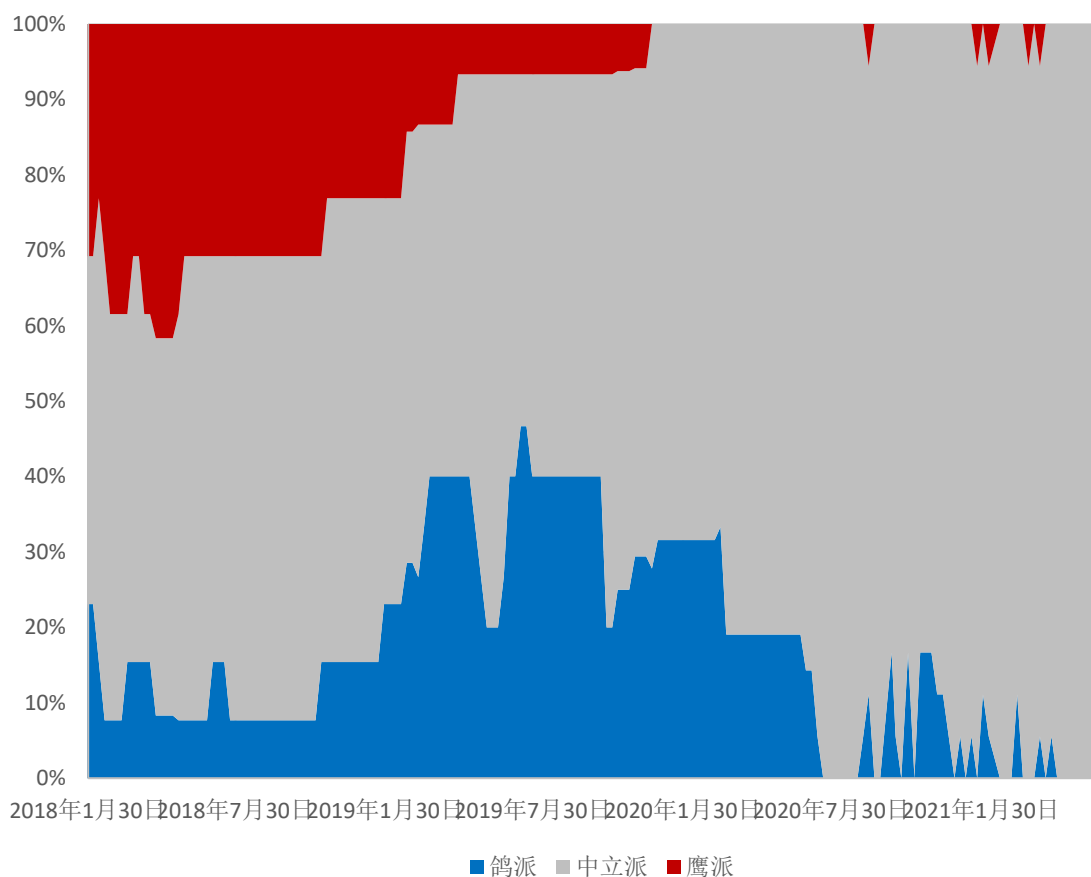
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 22：近期美联储官员的言论基调（月均/连续）



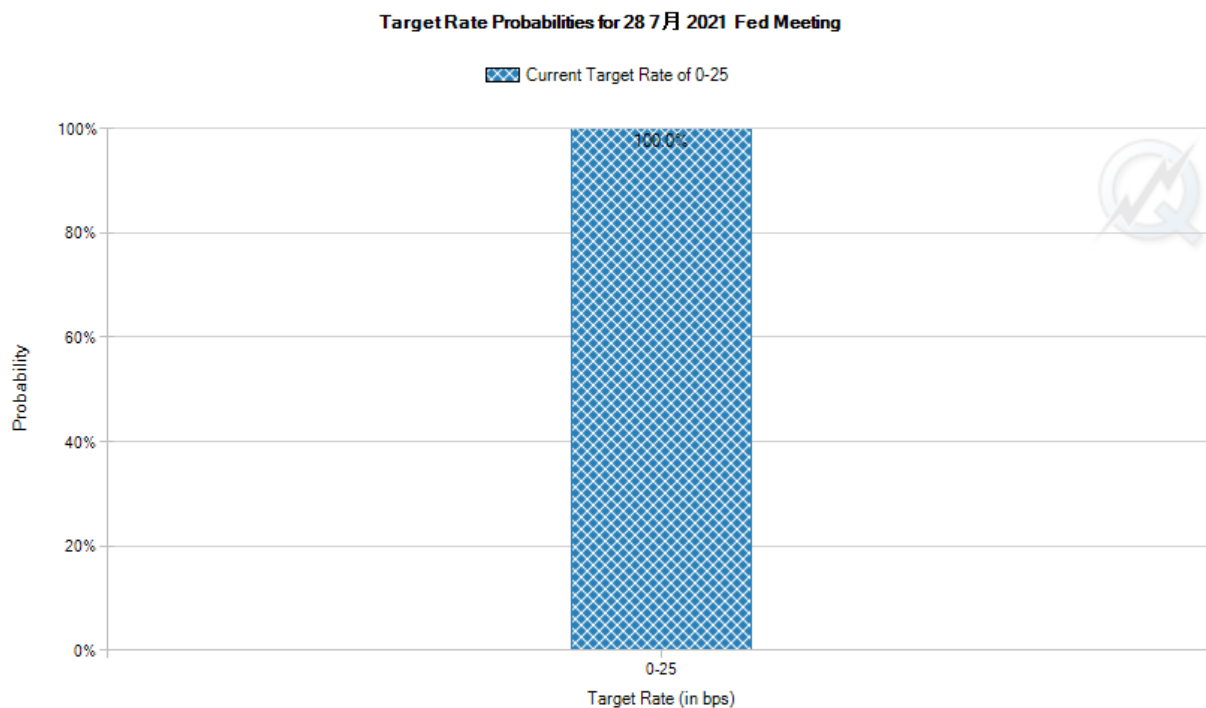
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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

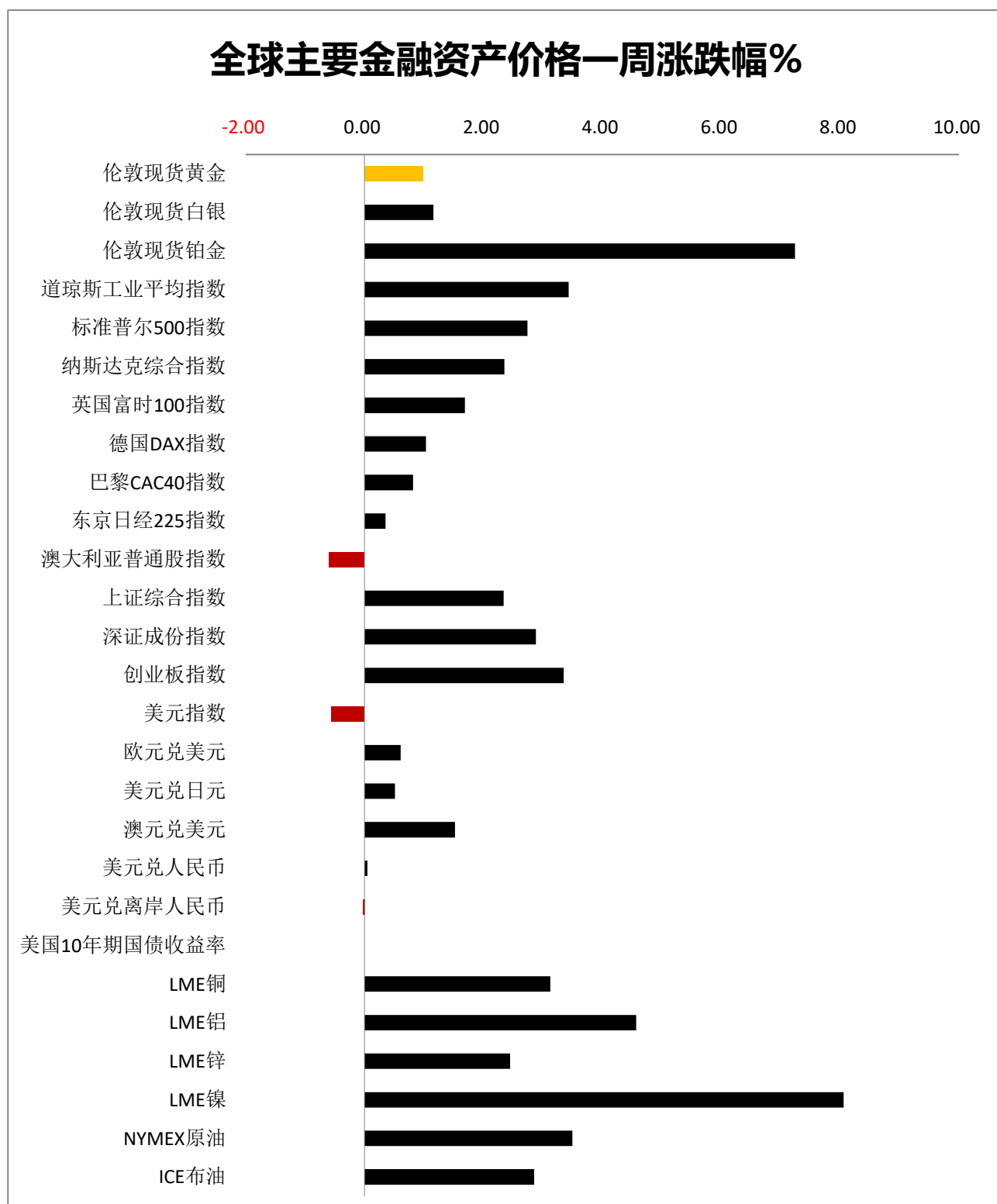
| 品种          | 开盘价      | 最高价      | 最低价      | 收盘价      | 涨跌幅%  |
|-------------|----------|----------|----------|----------|-------|
| 伦敦现货黄金      | 1764.20  | 1795.02  | 1763.84  | 1780.55  | 0.98  |
| 伦敦现货白银      | 25.79    | 26.30    | 25.53    | 26.08    | 1.16  |
| 伦敦现货铂       | 1033.50  | 1114.50  | 1019.00  | 1111.00  | 7.24  |
| 道琼斯工业平均指数   | 33312.07 | 34501.02 | 33312.07 | 34433.84 | 3.44  |
| 标准普尔 500 指数 | 4173.40  | 4286.12  | 4173.40  | 4280.70  | 2.74  |
| 纳斯达克综合指数    | 14047.42 | 14414.46 | 13960.04 | 14360.39 | 2.35  |
| 英国富时 100 指数 | 7017.47  | 7139.08  | 6948.63  | 7136.07  | 1.69  |
| 德国 DAX 指数   | 15391.50 | 15675.90 | 15309.44 | 15607.97 | 1.04  |
| 巴黎 CAC40 指数 | 6525.03  | 6641.90  | 6511.93  | 6622.87  | 0.82  |
| 东京日经 225 指数 | 28506.84 | 29174.17 | 27795.86 | 29066.18 | 0.35  |
| 澳大利亚普通股指数   | 7624.30  | 7624.30  | 7467.70  | 7578.58  | -0.60 |
| 上证综合指数      | 3515.50  | 3614.30  | 3504.01  | 3607.56  | 2.34  |
| 深证成份指数      | 14563.05 | 15036.77 | 14468.74 | 15003.85 | 2.88  |
| 创业板指数       | 3235.69  | 3355.88  | 3205.36  | 3347.70  | 3.35  |
| 美元指数        | 92.32    | 92.36    | 91.51    | 91.81    | -0.56 |
| 欧元兑美元       | 1.19     | 1.20     | 1.18     | 1.19     | 0.61  |
| 美元兑日元       | 110.24   | 111.12   | 109.72   | 110.80   | 0.51  |
| 澳元兑美元       | 0.75     | 0.76     | 0.75     | 0.76     | 1.52  |
| 美元兑人民币      | 6.45     | 6.49     | 6.45     | 6.46     | 0.05  |
| 美元兑离岸人民币    | 6.46     | 6.49     | 6.45     | 6.46     | -0.03 |



|               |          |          |          |          |         |
|---------------|----------|----------|----------|----------|---------|
| 美国 10 年期国债收益率 | N/A      | N/A      | N/A      | N/A      | #VALUE! |
| LME 铜         | 9133.00  | 9517.00  | 9011.00  | 9435.00  | 3.13    |
| LME 铝         | 2381.00  | 2498.00  | 2355.00  | 2494.50  | 4.57    |
| LME 锌         | 2835.50  | 2927.50  | 2810.00  | 2909.50  | 2.45    |
| LME 镍         | 17190.00 | 18595.00 | 17175.00 | 18575.00 | 8.06    |
| NYMEX 原油      | 71.15    | 74.25    | 70.78    | 74.00    | 3.50    |
| ICE 布油        | 73.33    | 75.41    | 72.98    | 75.31    | 2.85    |

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。