

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

美劳动力市场数据再次不及预期

国际金价收复 1800 关口

■ 本周视点:

上周国际金价连续第三周走高，并顺利站上 1800 一线。周初国际金价开盘报于 1787.43 美元/盎司，周中金价围绕在 1780 一线展开震荡，周中国际金价最低下跌至 1783.20 美元/盎司，最高价则是 1818.40 美元/盎司，下半周美国公布的一系列经济数据不尽如人意。国际金价最终报收于 1808.19 美元/盎司。

未来来看，我们倾向于全球通胀前景将会出现更多的不确定性。这种不确定性也来自于两个方面，一是德尔塔以及德尔塔加毒株仍然影响着各国的抗疫进程，这导致部分国家也推迟了解封或是重新进入封锁。从此前的经验来看，这意味着在企业库存见底的情况下，商品的需求还会将价格推高。但另一方面，近段时间公布的各国 PMI 数据显示，高企的商品价格已经对企业的销售有所影响。由于需求的短期集中释放有所减缓，企业对于终端产品的议价能力有所降低，这意味着通胀的压力可能并不会因为供给恢复受阻而受到持续支撑。我们认为随着时间的推移，市场也会对这种相对放缓的复苏进行重新定价，包括越来越疲弱的通胀预期，风险资产价走弱，以及向后延伸货币政策转向。这些将利多黄金。因此，综合来看，我们认为黄金仍有反弹的空间，上方的技术性阻力位在 1850 一线。

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 07 月 12 日

相关研究报告:

7 月 07 日

银铂钯每周资讯—2021 第 25 期

7 月 05 日

美失业率意外走高 国际金价有望持续反弹

6 月 30 日

银铂钯每周资讯—2021 第 24 期

6 月 28 日

国际金价低位震荡盘整 市场等待明确方向

上周国际金价连续第三周走高，并顺利站上 1800 一线。周初国际金价开盘报于 1787.43 美元/盎司，周中金价围绕在 1780 一线展开震荡，周中国际金价最低下跌至 1783.20 美元/盎司，最高价则是 1818.40 美元/盎司，下半周美国公布的一系列经济数据不尽如人意。国际金价最终报收于 1808.19 美元/盎司。

一、上周全球市场回顾

上周全球公布的 PMI 数据涨跌不一。中国财新综合采购经理人指数为 50.6 低于前值的 53.8，这是自 2020 年 4 月以来的最低读数。分项数据来看，新订单回落至 14 个月低点，就业人数也出现了小幅下降。在价格方面，通胀压力有所缓解。投入成本增幅回落至 8 个月低点，而终端产品销售价格略有上升。从数据来看，目前国内的生产仍然处于温和扩张阶段，但由于目前东南亚多国的疫情防控仍然处于较为被动的态势，交通封锁和物流阻隔也仍然会成为制约经济复苏的一个潜在因素。欧元区方面，6 月 Markit 欧元区综合采购经理人指数终值较初值的 59.2 略上调至 59.5。美国的 6 月份 ISM 非制造业采购经理人指数从 5 月份的历史高点 64 降至 60.1，而市场预测为 63.5。大多数分项指数都出现了回落，其中就业更是回落至枯荣线的下方。

美国的劳动力市场数据方面，截止到 7 月 2 日，美国当周首次申请失业金人数为 37.3 万人，高于市场预测的 35 万人，且高于前一周的 37.1 万人。一方面，有雇主表示劳动力市场用工十分紧张，福利增加导致的劳动力短缺。另一方面，当周首次申请失业金人数仍是流行前的两倍。从存量数据来看，截至 2021 年 6 月 26 日当周，美国持续申领失业救济金人数从前一周的 348.4 万人降至 333.9 万人。结合美国公布的 ISM 采购经理人数据来看，美国劳动力市场复苏似乎出现了逆风。这也是造成上周国际金价重新走高的重要原因，因为投资者认为美联储可能会延后货币政策正常化的时间。

国内的通胀数据方面，6 月的国内 CPI 同比较 5 月份的 1.3% 下跌至 1.1%，主要是食品价格的下跌带动了通胀水平的整体下滑。6 月，生产者物价指数同比上涨 8.8%，略低于前一个月的 9.0%。这是工业品出厂价格连续第六个月上涨，但增长幅度有所放缓。

另外上周公布的 6 月份美联储会议纪要显示，美联储内部对于缩减 QE 存在明显分歧，美联储在会议纪要中将长债收益率下降，归结于长期利率的隐含波动率带动了期限溢价的下行。此外，美联储官员决定缩减量化宽松的因素来自于两点，一方面部分美联储官员认为，尽管通胀压力强于美联储官员此前的预期，但造成劳动力市场紧俏的因素都是暂时的。因此即便短期供应链紧张，但中期来看美国的通胀水平仍然会恢复正常。另一方面，美联储认为未来

经济的不确定性依然很大,主要是因为目前疫情尚未得到控制,而美国的经济数据有好有坏。因此虽然美联储官员认为缩减 QE 会较此前的几次会议预期来得早,但未来经济的不确定性意味着美联储仍然要保持谨慎。

原油方面,根据 EIA 石油状况报告显示,7 月 2 日美国原油库存减少 686.6 万桶,降至 2020 年 2 月以来的最低水平。这是连续第 7 周下降,超过市场预期的 403.3 万桶的降幅。与此同时,汽油库存减少了 607.6 万桶,远远超过减少 217.6 万桶的预期,这是 4 个月来的最大降幅。

二、全球市场纵览及后市展望

回顾 4-5 月份的国际金价走势,滞涨预期是当时驱动市场的主要因素。由于美国劳动力市场复苏受限,但物价水平大超市场预期,导致资金大量进入黄金寻求避险。进入六月,美国劳动力市场数据开始转好,同时美联储在 FOMC 会议上开始向市场释放货币政策转向预期,黄金重新进入跌势。进入七月份,在市场短期内迅速释放情绪后,国际金价在连续确认了 1750 的支撑并开始反弹。除了技术修正的需要外,这可能是投资者开始对于未来经济前景重新陷入焦虑的体现。一方面,这是因为美国劳动力市场复苏的边际效应似乎有减弱,具体表现为非农数据增幅下降,失业率意外走强。另一方面,美国财政部持续压降账户余额,以及美联储的量化宽松,导致美债收益率不断下行,并利多黄金。如同我们在之前的报告中谈到的,在低基数情况下,疫苗帮助部分国家重启经济后所带来的消费增长叠加空前宽松的货币政策所带来的需求复苏正在接近尾声。反馈到生产端上,上周公布的超预期疲弱的美国非制造业 PMI 可能就是复苏见顶的一个迹象。而用工分项重新跌至 50 以下以及首申人数的意外增长,在另一层面暗示复苏可能遭遇逆风。这样在疫情仍未完全控制的情况下,投资者对于未来不确定的预期也在加强,并推动了一部分资金进入了美国国债市场。上周美国十年期国债收益率连续走低,并在周中下破 1.3% 的重要关口。

在未来的两个月里,我们认为市场的不确定性在加大。一是美国的债务上限将会在 7 月 31 日到期,虽然从历史角度来看,美国两院一定会通过关于债务上限的谈判,但市场仍然需要预防可能会出现的任何意外情况。因此,美国债市的波动可能会有所放大。当然,一旦美国的债务上限再次打开,美国财政部将暂停压降账户余额,美债长债收益率有望攀升并对黄金形成不利。另一方面,随着 9 月份各种政府补贴的取消,美国的劳动力市场的推进可能会愈发缓慢,这可能会推动资金进入黄金市场。我们相信随着经济数据的回落,令市场需要重新进行选择。市场可以选择相信通胀水平将持续回落,并对金价形成打压。或是投资者可以

认为，美联储的货币政策转向可能会进一步延后，包括实质性缩减量化宽松规模这样的措施会在更久之后才会实施。这样黄金仍然会从中获益。

我们倾向于全球通胀前景将会出现更多的不确定性。这种不确定性也来自于两个方面，一是德尔塔以及德尔塔加毒株仍然影响着各国的抗疫进程，这导致部分国家也推迟了解封或是重新进入封锁。从此前的经验来看，这意味着在企业库存见底的情况下，商品的需求还会将价格推高。但另一方面，近段时间公布的各国 PMI 数据显示，高企的商品价格已经对企业的销售有所影响。由于需求的短期集中释放有所减缓，企业对于终端产品的议价能力有所降低，这意味着通胀的压力可能并不会因为供给恢复受阻而受到持续支撑。我们认为随着时间的推移，市场也会对这种相对放缓的复苏进行重新定价，包括越来越疲弱的通胀预期，风险资产价走弱，以及向后延伸货币政策转向。这些将利多黄金。因此，综合来看，我们认为黄金仍有反弹的空间，上方的技术性阻力位在 1850 一线。

图 1： 不同期限美元 LIBOR

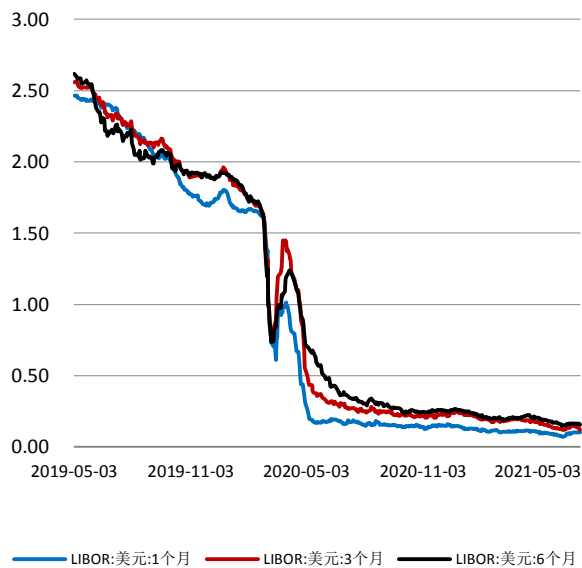


图 2： 黄金与美元指数



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

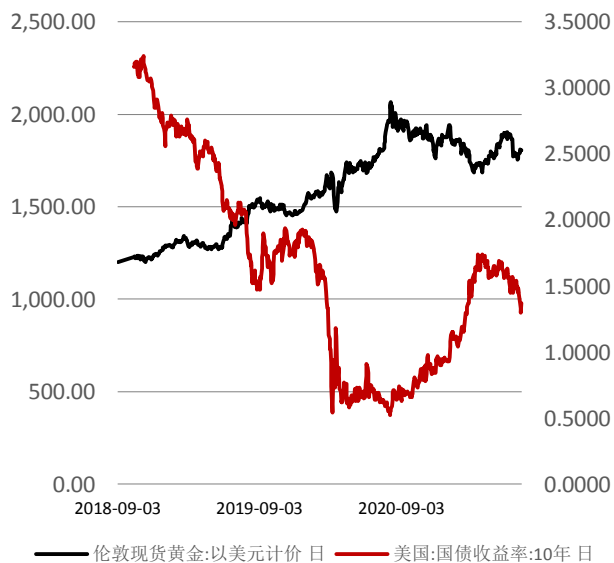


图 4： 黄金与原油价格



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

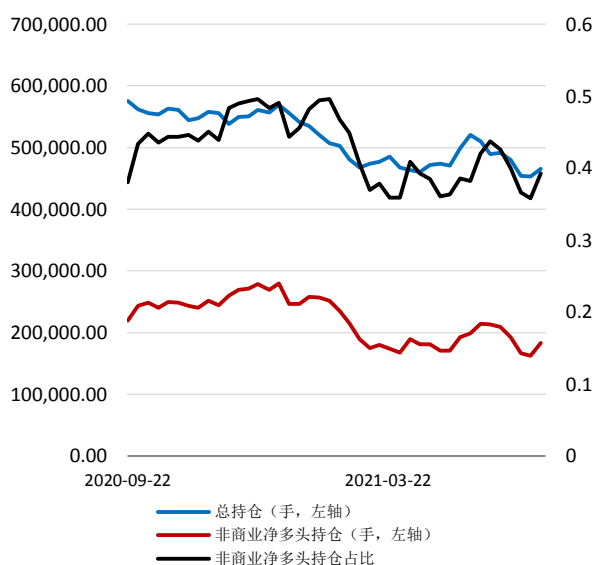
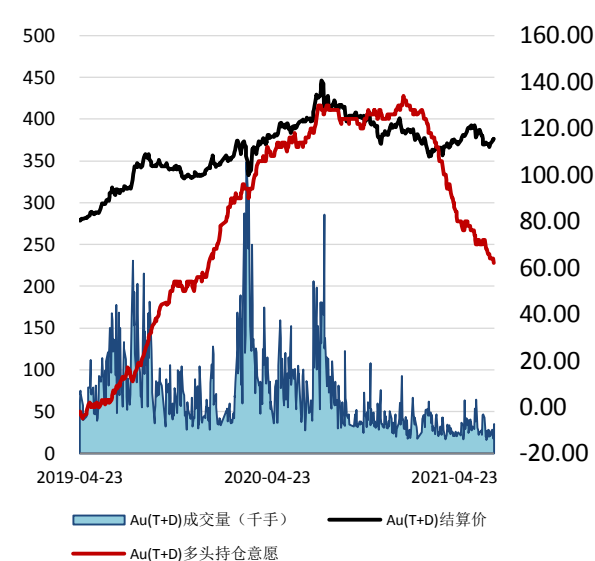


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

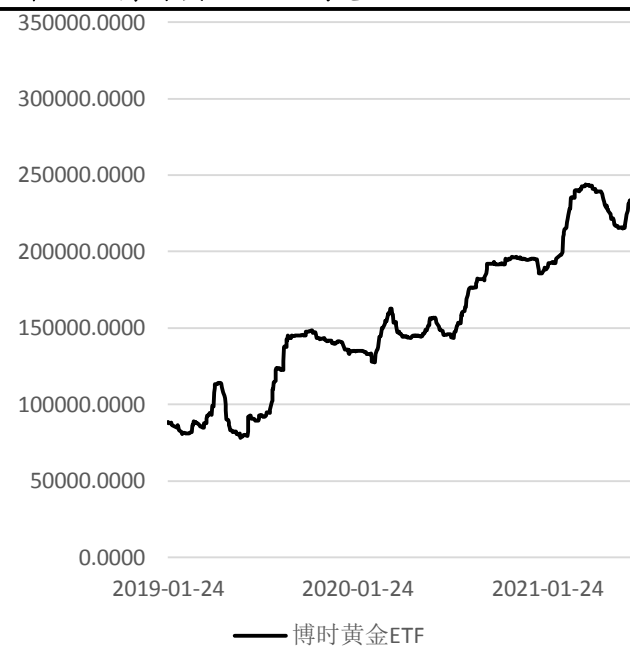


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

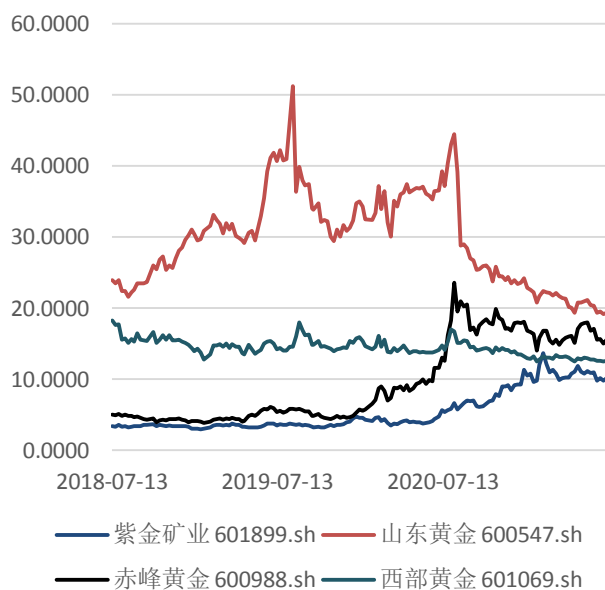
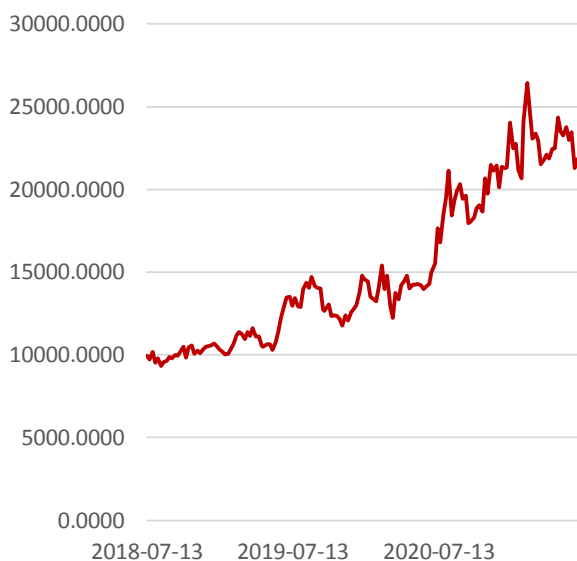
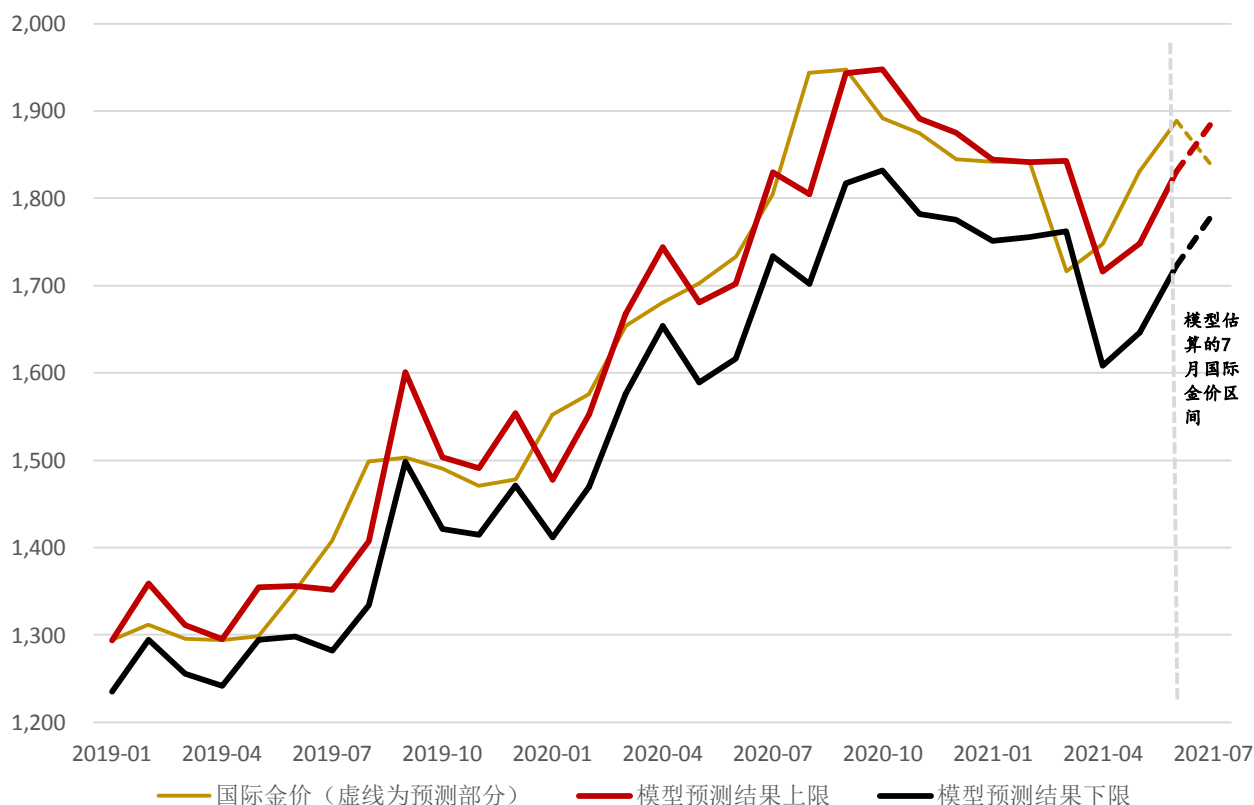


图 14: 中国黄金股票指数



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。

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
7 月 13 日	美国 6 月 NFIB 小型企业信心指数	99.5	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 6 月未季调 CPI 年率(%)	4.90	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
7 月 14 日	欧元区 5 月工业产出月率(%)	0.3	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 6 月 PPI 月率(%)	0.50	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
7 月 15 日	美国至 7 月 10 日当周初请失业金人数(万人)	37.3 (前值)	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 7 月纽约联储制造业指数	18	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
7 月 16 日	美国 6 月零售销售月率(%)	0	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 5 月商业库存月率(%)	0.40	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价

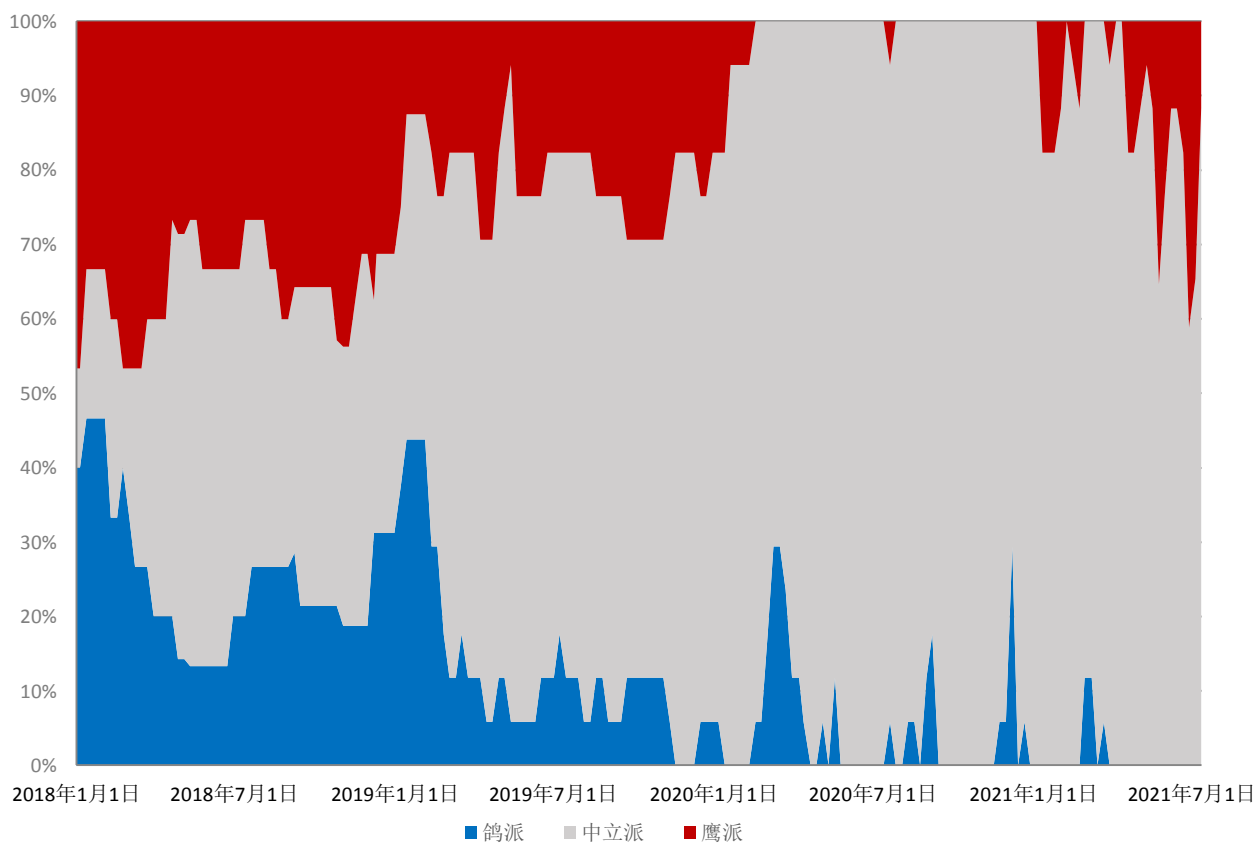
三、近一周美联储以及欧洲央行官员的言论分析

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	鹰派	正在接近缩减购债的合适时机，工作人员正在分析应该以什么样的形式缩减购债。美国可能处于一个与以前不同的通胀“机制”中，仍然不确定价格上涨是否都是暂时的；需要“大量工作”来理解过去几个月的高通胀是否会成为“新常态”。

美联储副主席 克拉利达	是	中立	
旧金山 戴利	是	鹰派	上调目前接近零水平的利率将需要等到资产购买结束后。毫无疑问，美联储将坚持其在 2020 年 8 月采用的货币政策框架。
美联储主席 鲍威尔	是	中立	
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	中立	
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	

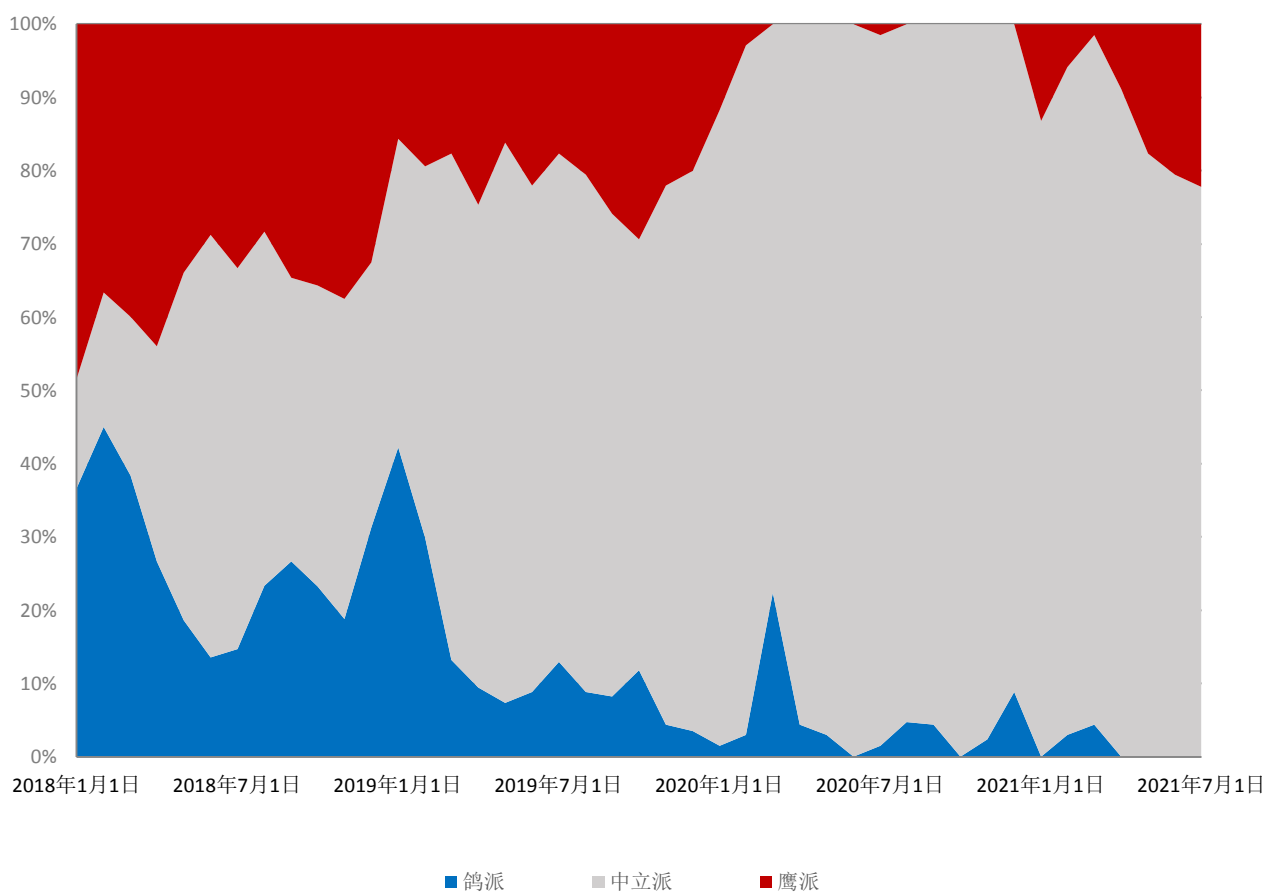
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 21：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



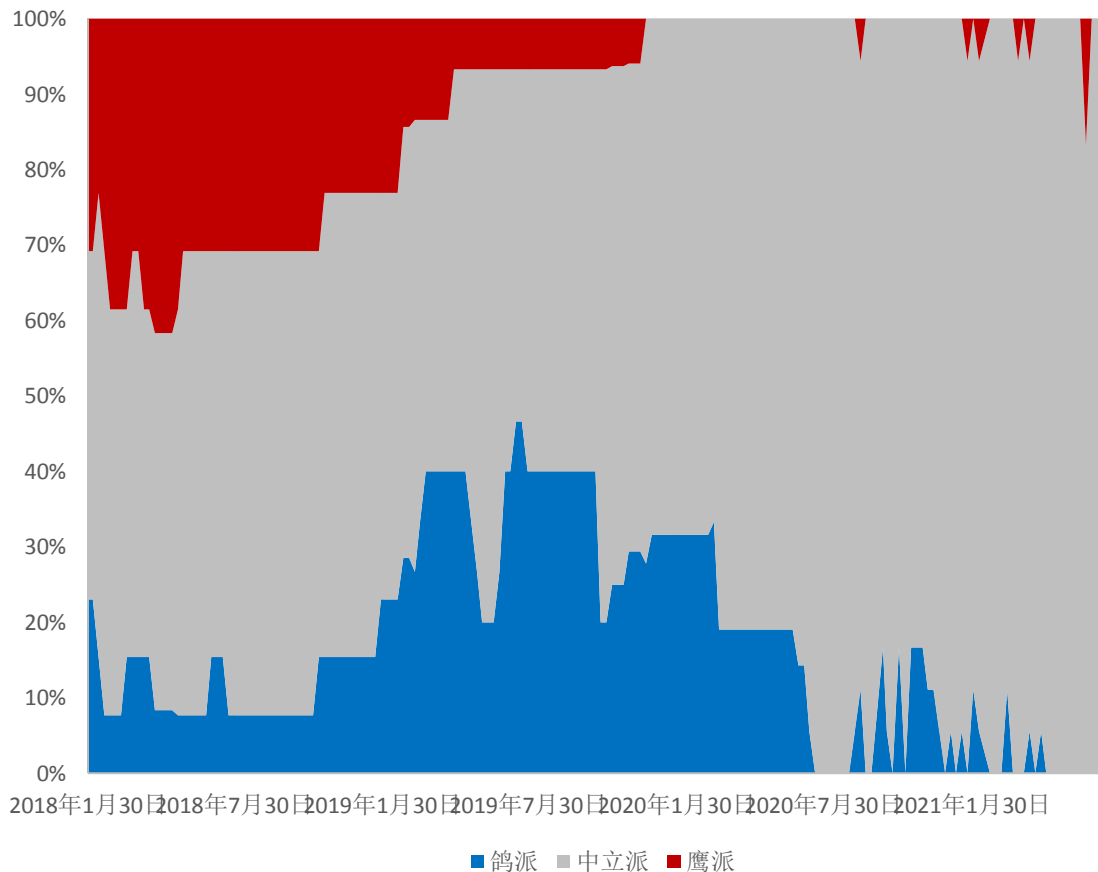
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 22：近期美联储官员的言论基调（月均/连续）



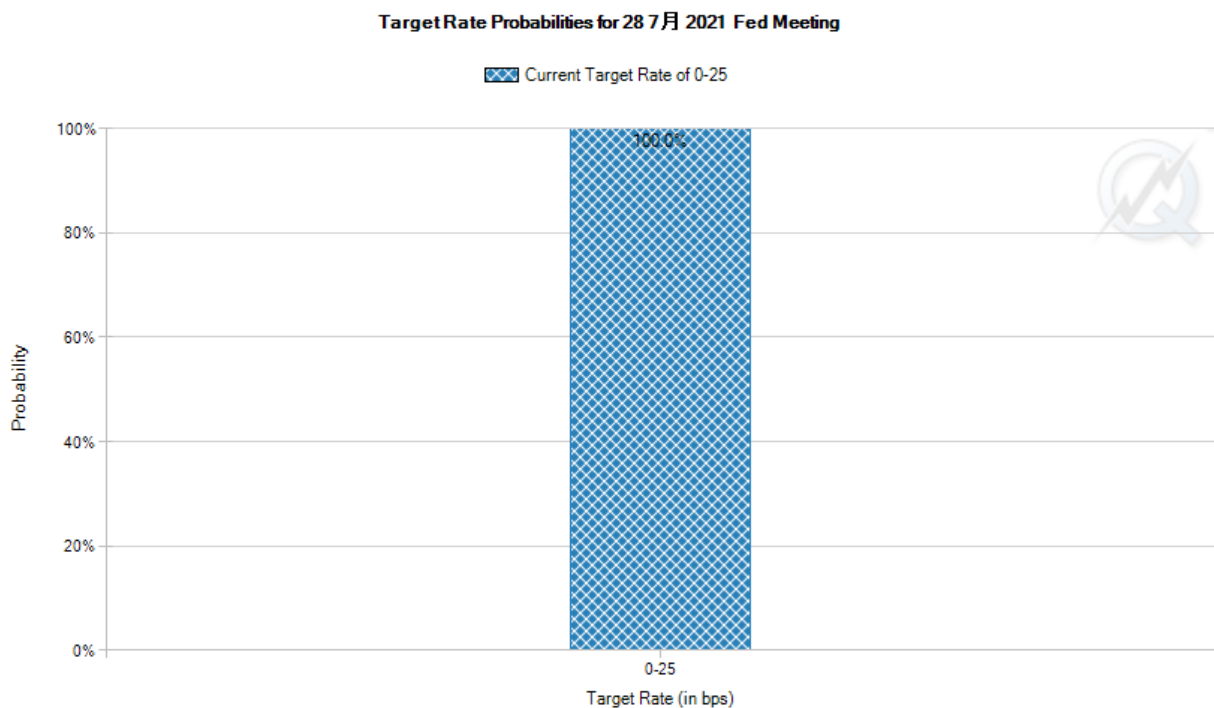
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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

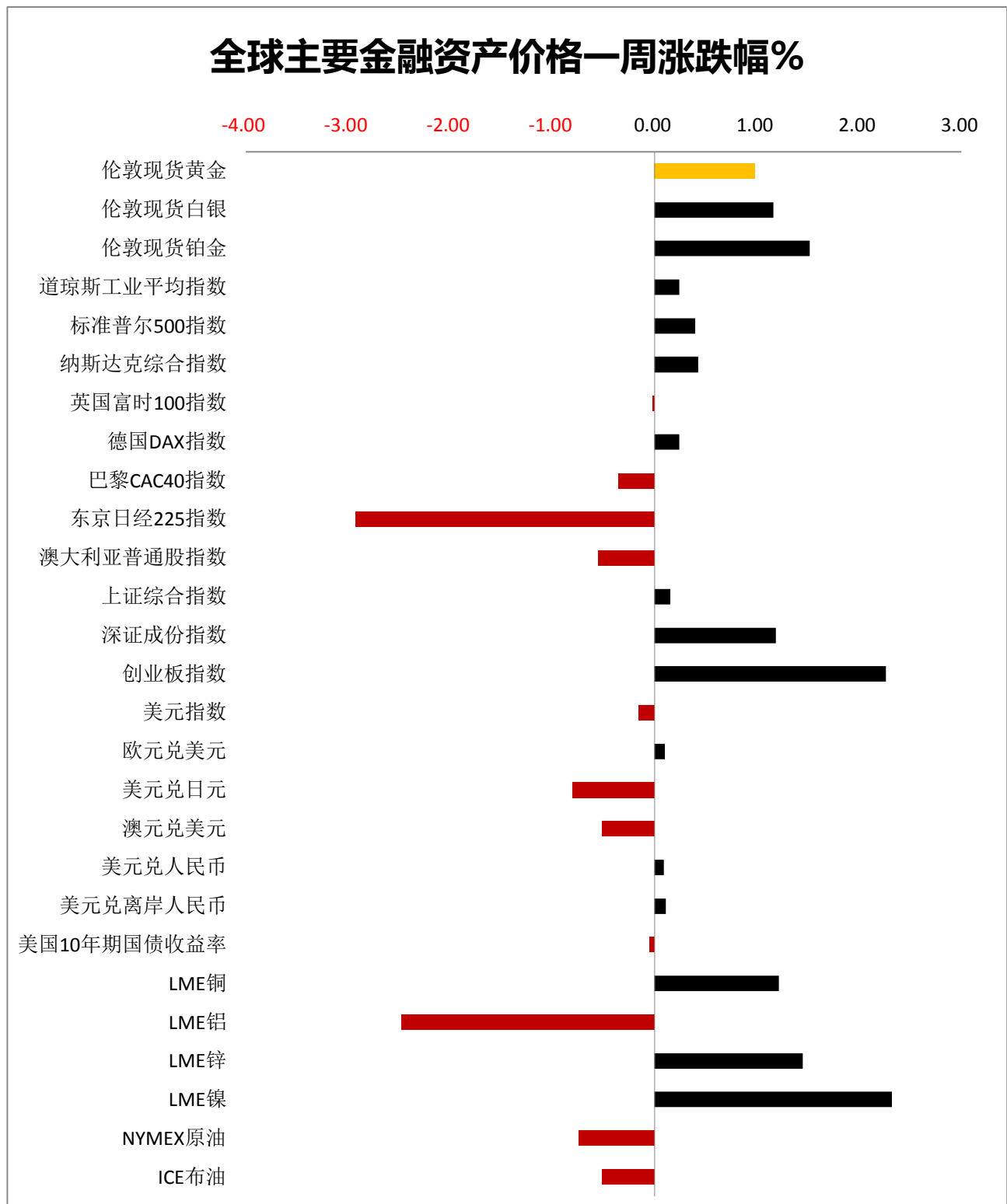
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1787.43	1818.40	1783.20	1808.19	0.98
伦敦现货白银	26.46	26.77	25.74	26.10	1.16
伦敦现货铂	1089.00	1118.75	1065.00	1105.00	1.52
道琼斯工业平均指数	34790.16	34893.72	34145.59	34870.16	0.24
标准普尔 500 指数	4356.46	4371.60	4289.37	4369.55	0.40
纳斯达克综合指数	14661.55	14755.33	14371.59	14701.92	0.43
英国富时 100 指数	7123.27	7170.60	6981.57	7121.88	-0.02
德国 DAX 指数	15628.42	15700.95	15304.41	15687.93	0.24
巴黎 CAC40 指数	6545.98	6582.87	6348.64	6529.42	-0.36
东京日经 225 指数	28709.57	28748.23	27419.40	27940.42	-2.93
澳大利亚普通股指数	7587.10	7654.00	7498.90	7545.25	-0.55
上证综合指数	3516.92	3558.68	3485.05	3524.09	0.15
深证成份指数	14666.68	15033.34	14480.87	14844.36	1.18
创业板指数	3332.49	3469.60	3240.87	3409.31	2.26
美元指数	92.29	92.84	92.01	92.10	-0.16
欧元兑美元	1.19	1.19	1.18	1.19	0.10
美元兑日元	110.97	111.20	109.53	110.12	-0.81
澳元兑美元	0.75	0.76	0.74	0.75	-0.52
美元兑人民币	6.47	6.49	6.46	6.48	0.09
美元兑离岸人民币	6.47	6.50	6.46	6.48	0.11

美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.0498
LME 铜	9384.00	9632.50	9268.00	9493.00	1.22
LME 铝	2560.00	2581.50	2432.00	2494.00	-2.48
LME 锌	2943.50	3000.00	2905.00	2978.00	1.45
LME 镍	18280.00	18780.00	17930.00	18755.00	2.32
NYMEX 原油	76.35	76.98	70.76	74.63	-0.74
ICE 布油	76.23	77.84	72.11	75.58	-0.51

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。