

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

美联储维持利率不变
德尔塔影响经济复苏步伐

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 1802.16 美元/盎司，周中最高价为 1832.68 美元/盎司，最低价为 1792.31 美元/盎司，并最终报收于 1814.15 美元/盎司。美联储七月份议息会议的召开，成为影响黄金价格震荡走高的主要因素。

从美联储的会议纪要以及会后的记者会的内容来看，我们认为美联储在维持宽松的政策同时，实际上给出了更为明确的货币政策路径。一是目前美联储仍然会维持宽松，二是市场需要优先关注劳动力市场，最后是通胀数据仍可能会进一步走高，但不是当前美联储政策考虑的重点。

从价格走势上来看，我们认为黄金将在 1800 上方进一步固整。一方面，从技术走势来看，尽管上周国际金价一度突破了 1820 的技术阻力位，但在周五的再次失守，显示市场做多的情绪仍然不够坚定。另一方面，虽然短期内美联储的货币政策有利于黄金价格的走高，但新冠德尔塔变异毒株是目前市场最为利空的因素。因此，我们认为投资者不宜过于乐观，而黄金也将继续呈现震荡的态势。

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 08 月 02 日

相关研究报告:

7 月 28 日

银铂钯每周资讯—2021 第 28 期

7 月 26 日

黄金升势受阻 多空博弈气氛渐浓

7 月 21 日

银铂钯每周资讯—2021 第 27 期

7 月 17 日

OPEC+周末达成增产协议 黄金将重新
进入调整

上周国际金价震荡走高。周初国际金价开盘报于 1802.16 美元/盎司，周中最高价为 1832.68 美元/盎司，最低价为 1792.31 美元/盎司，并最终报收于 1814.15 美元/盎司。美联储七月份议息会议的召开，成为影响黄金价格震荡走高的主要因素。

一、上周全球市场回顾

在国内的经济数据方面，今年 1 至 6 月中国工业企业利润为 4.22 万亿元，同比增长 66.9%，低于前值的 83.4%。7 月份工业利润同比增长 20%，至 7918 亿元人民币，低于 6 月份 36.4% 的增幅，原因是大宗商品价格高企和供应链冲击导致企业盈利受到冲击。而周末公布的 6 月份官方制造业 PMI 为 50.4 低于前值和预测值，非制造业 PMI 同样低于前值，报于 53.5。

美国经济数据方面，2021 年美国二季度 GDP 环比初值为 6.5%，低于市场预测的 8.5%。劳动力市场数据方面，截至到 7 月 24 日的一周，美国当周首次申领失业救济金人数降至 40 万人，但高于市场预期的 38 万人。截至到 7 月 17 日当周续请失业金人数增至 326.9 万人，高于市场预期的 319.6 万人。种种迹象表明，美国的劳动力市场复苏前景开始变得模糊。6 月美国制造耐用品的新订单增长 0.8%，远低于市场预期的 2.1%，困扰制造商的主要因素是供应链和劳动力短缺以及材料成本持续上涨。与此同时，扣除运输业的新订单仅微升 0.3%，美国的耐用品需求下降明显。6 月美国个人收入小幅上升 0.1%，超出市场预期的 0.3% 的降幅。收入的增加主要来源于薪资，因为政府的福利已经减少，而物价的上升对工资形成了推动。2021 年 6 月，美国个人消费支出价格指数环比上涨 0.5%，同比上涨 4%。6 月，美国不包括食品和能源的核心个人消费支出同比增幅从 3.4% 微升至 3.5%，但低于市场预测的 3.7%。5 月美国标准普尔 20 个城市房价指数同比上涨 17%，将该指数推高至历史记录。总体来看，美国的经济复苏正在见顶，但价格压力仍将对市场形成明显的干扰。

欧元区数据方面，欧元区核心消费者价格比去年同期上涨 0.70%，低于 6 月份的 0.9%，低于市场预期的 0.8%。

石油数据方面，EIA 原油数据显示，7 月 23 日当周美国原油库存减少了 408.9 万桶，而前一周增加了 210.8 万桶，市场预期减少了 292.8 万桶。与此同时，汽油库存减少了 225.3 万桶，超过了 91.6 万桶的预期。

二、全球市场纵览及后市展望

上周驱动市场的最大要素无疑是周四美联储召开的 7 月份议息会议。由于近期美国的通胀数据持续超出市场预期，会前市场对于美联储可能公布的缩减量化宽松的具体措施这一事件表现得十分谨慎。从市场的具体表现来看，对于通胀和美联储货币侦测最为敏感的黄金近

请参阅最后一页的重要声明

期始终围绕在 1800 一线展开反复震荡。不过上周的议息会议公布后，黄金的波动有所加大，市场对于后市的分歧也更加明显。

在 7 月份的议息会议上，美联储除了维持联邦基金利率不变外，还强调了将会继续使用目前的工具来促进充分就业和价格稳定。美联储认为，目前美国的经济继续呈现非对称复苏，因为有一些行业仍然受到疫情的影响。对于未来的经济趋向，美联储认为这需要取决于疫苗接种的情况。在通胀目标方面，美联储将继续锚定长期通胀目标在 2% 这一水平，并支持短期内通胀水平高于 2%，以使得平均通胀水平维持在 2%。此外，美联储还表示自去年 12 月起，美联储保持着每个月 1200 亿美元的购债规模，包括 800 亿美元的国债和 400 亿美元的抵押贷款证券。这些工具的运用，对美国经济实现充分就业和价格稳定的目标起到了一定的作用。同时，美联储还将继续维持当前的购债规模，以促进市场平稳运作，并支持家庭和企业的信贷扩张。在会后回答记者的问题时，美联储主席鲍威尔表示目前美国的经济尚未达到需要缩减量化宽松的那一步。鲍威尔的讲话在一定程度上打消了市场对于美联储准备开始调整货币政策的预期，显示美联储短期继续维持宽松政策的意愿。当谈到过去一段时间内美国长期国债收益率不断下行的情况时，鲍威尔认为名义利率和实际利率下行，可能是受到由于德尔塔病毒扩散引发的对于实际增长的担忧所带来的影响。

从美联储的会议纪要以及会后的记者会的内容来看，我们认为美联储在维持宽松的政策同时，实际上给出了更为明确的货币政策路径。一是目前美联储仍然会维持宽松，二是市场需要优先关注劳动力市场，最后是通胀数据仍可能会进一步走高，但不是当前美联储政策考虑的重点。

进入 8 月，我们认为在以下几个方面需要持续关注。在美债方面，尽管此前美国十年期债券收益率受到了来自于市场对于未来经济增长担忧，和美国财政部缩减 TGA 账户一事的干扰而持续走低。不过，我们相信随着未来美债发行将会随着美国债务上限谈判解决后而重新增加，美国的长债收益率也将有望回升。另外，上周末美国 1 万亿基建计划已经获得参议院通过，在新一轮开支的支持下，美债收益率也有望进一步走高。这也会为美联储今后的货币政策正常化提供足够的利率空间。另外，第四波疫情的冲击，则是目前全球经济所面临的最大的不确定性。上周末美国疾病控制与预防中心警告称，德尔塔疫苗已经突破了免疫屏障，并建议恢复室内口罩令。根据新的研究显示，注射了辉瑞的 mRNA 疫苗的人群并没有比非接种人群获得更高的免疫力，而就被感染人群的传播力来看也没有明显的改善。在新一轮疫情的冲击下，全球经济和供应链再次受到冲击，部分国家重新进入封锁或是延后解禁封锁，将使

得全球通胀压力进一步加大。各类经济指标的增速放缓，让美联储愈发难以快速退出宽松的货币政策。与此同时，疫情的新一轮冲击，还可能带来全球经济的又一轮下行，这也将不利于黄金的估值，并且是目前市场最为重大的影响变量。而在德尔塔病毒的冲击下，免疫屏障遭遇突破，是否会令美政府出台新的个人财政补贴的计划，也会成为未来需要关注的重点。此外，本周美国将会公布的非农就业数据也将是近期市场押注黄金走势的关键指标。如果非农数据向好，将在一定程度上推升市场对于货币政策正常化的预期，这会对黄金价格形成打压。

从价格走势上来看，我们认为黄金将在 1800 上方进一步固整。一方面，从技术走势来看，尽管上周国际金价一度突破了 1820 的技术阻力位，但在周五的再次失守，显示市场做多的情绪仍然不够坚定。另一方面，虽然短期内美联储的货币政策有利于黄金价格的走高，但新冠德尔塔变异毒株是目前市场最为利空的因素。因此，我们认为投资者不宜过于乐观，而黄金也将继续呈现震荡的态势。

图 1： 不同期限美元 LIBOR

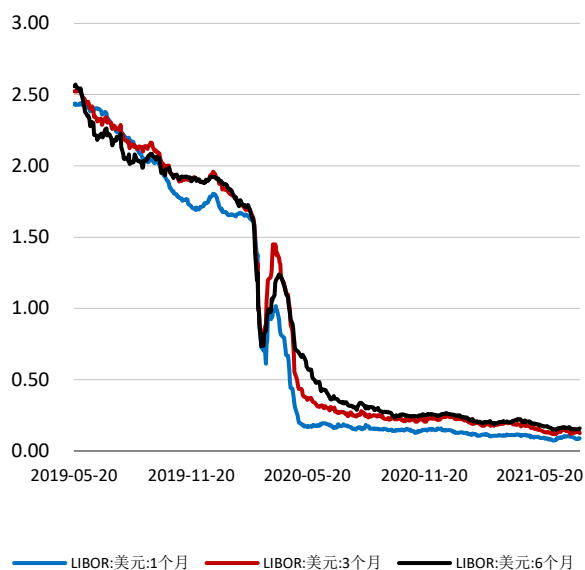


图 2： 黄金与美元指数



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

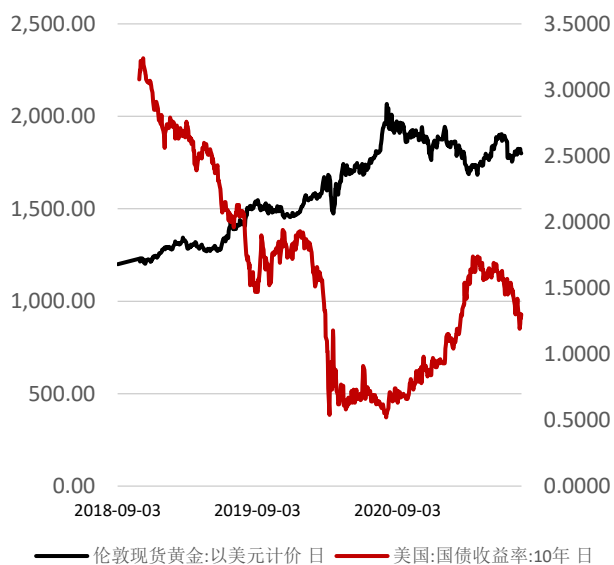
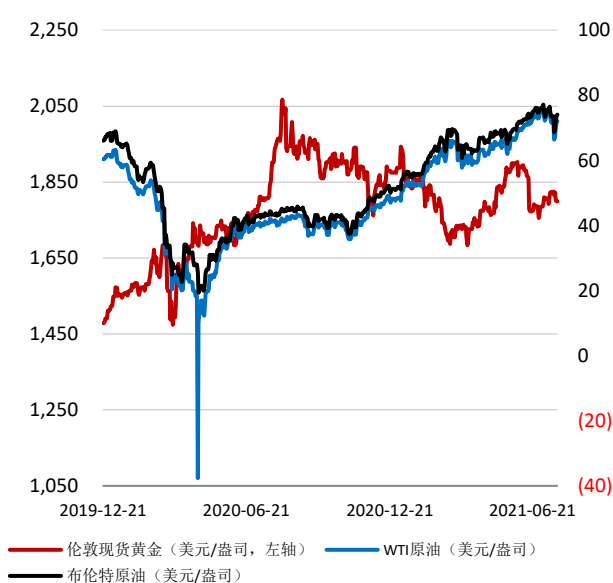


图 4： 黄金与原油价格



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

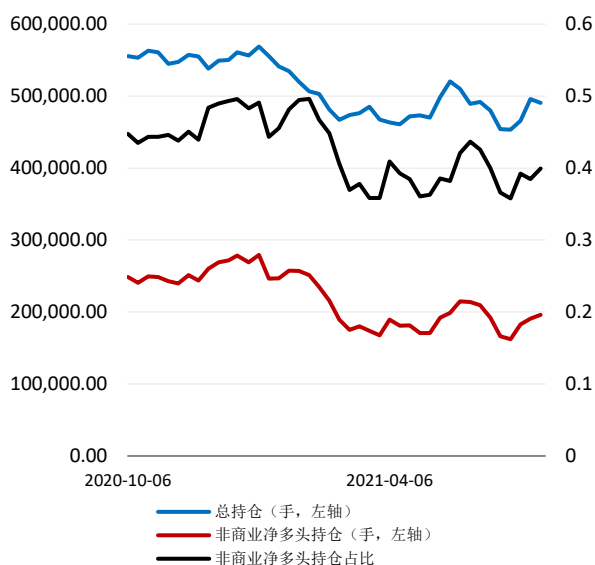
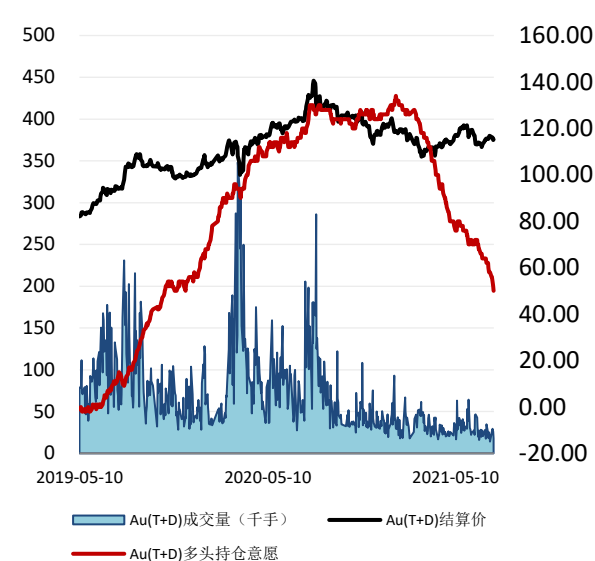


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

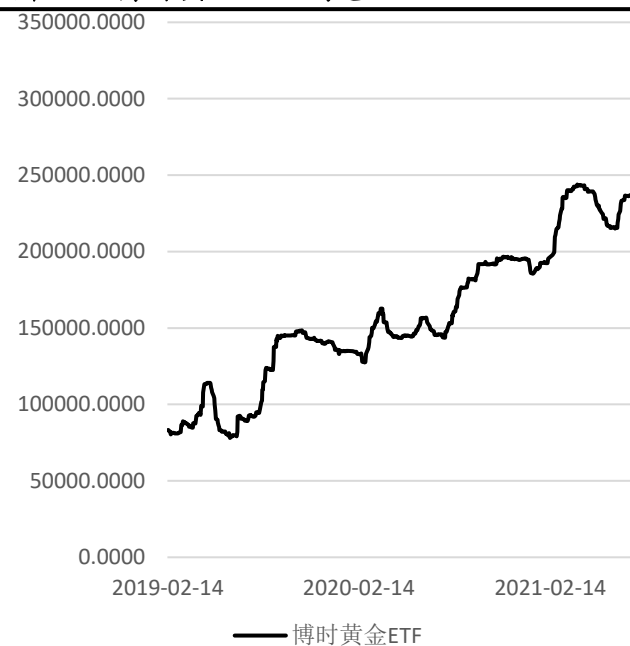


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

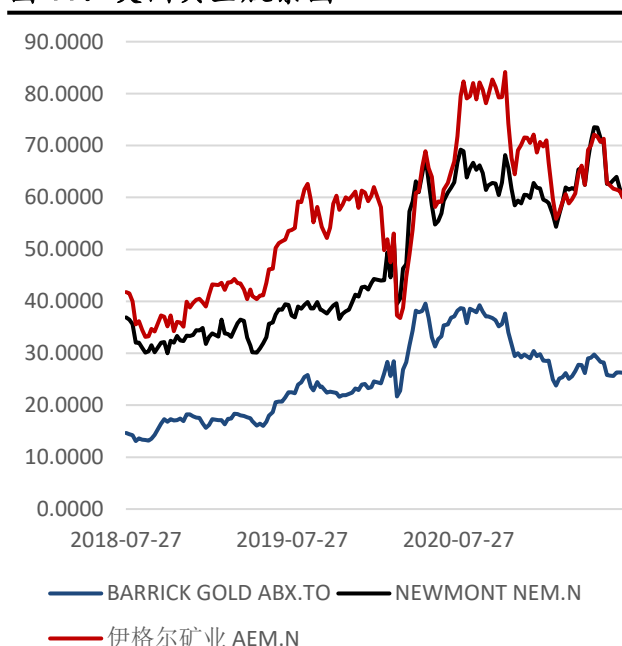


图 12：美国黄金股票指数



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

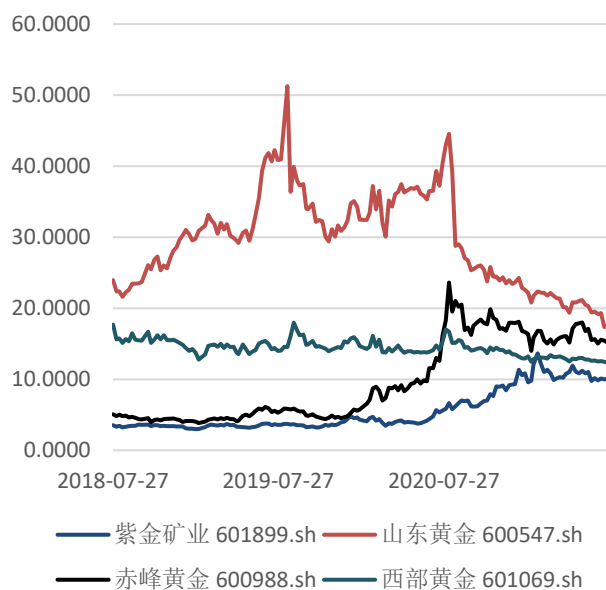
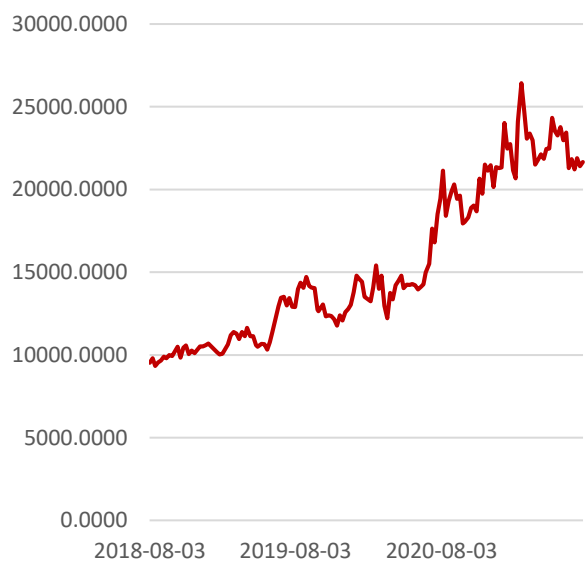
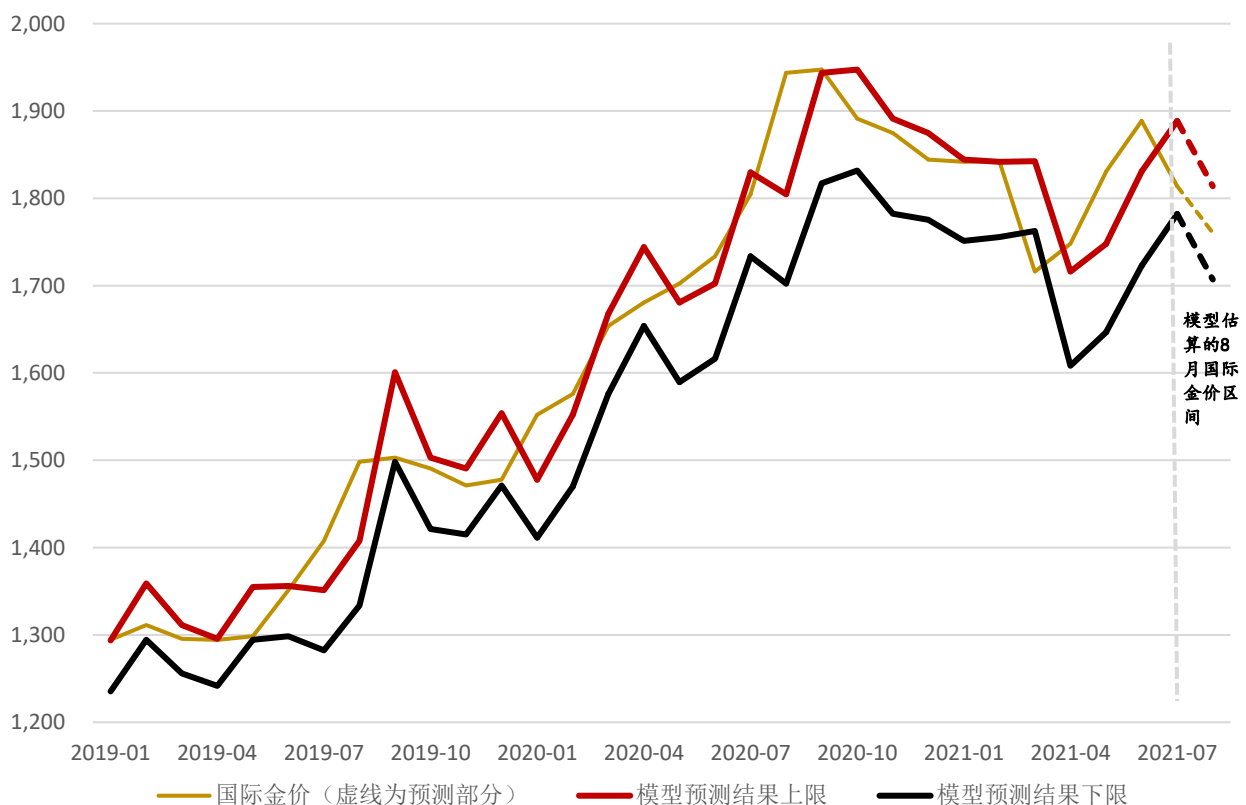


图 14: 中国黄金股票指数



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 8 月黄金价格低于 7 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
8 月 2 日	欧元区 7 月制造业 PMI 终值	62.6	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 7 月 Markit 制造业 PMI 终值	63.1	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
8 月 3 日	欧元区 6 月 PPI 月率	1.30% (前值)	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 6 月工厂订单月率	1.50%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
8 月 4 日	欧元区 6 月零售销售月率	1.9%	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 7 月 ADP 就业人数(万人)	65	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 7 月 Markit 服务业 PMI 终值	59.8 (前值)	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
8 月 5 日	美国 7 月挑战者企业裁员人数(万人)	2.0476 (前值)	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国至 7 月 31 日当周初请失业金人数(万人)	40 (前值)	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 6 月贸易帐(亿美元)	-715	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
8 月 6 日	美国 7 月失业率	5.70%	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 7 月季调后非农就业人口(万人)	92.6	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 6 月批发销售月率	0.80% (前值)	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

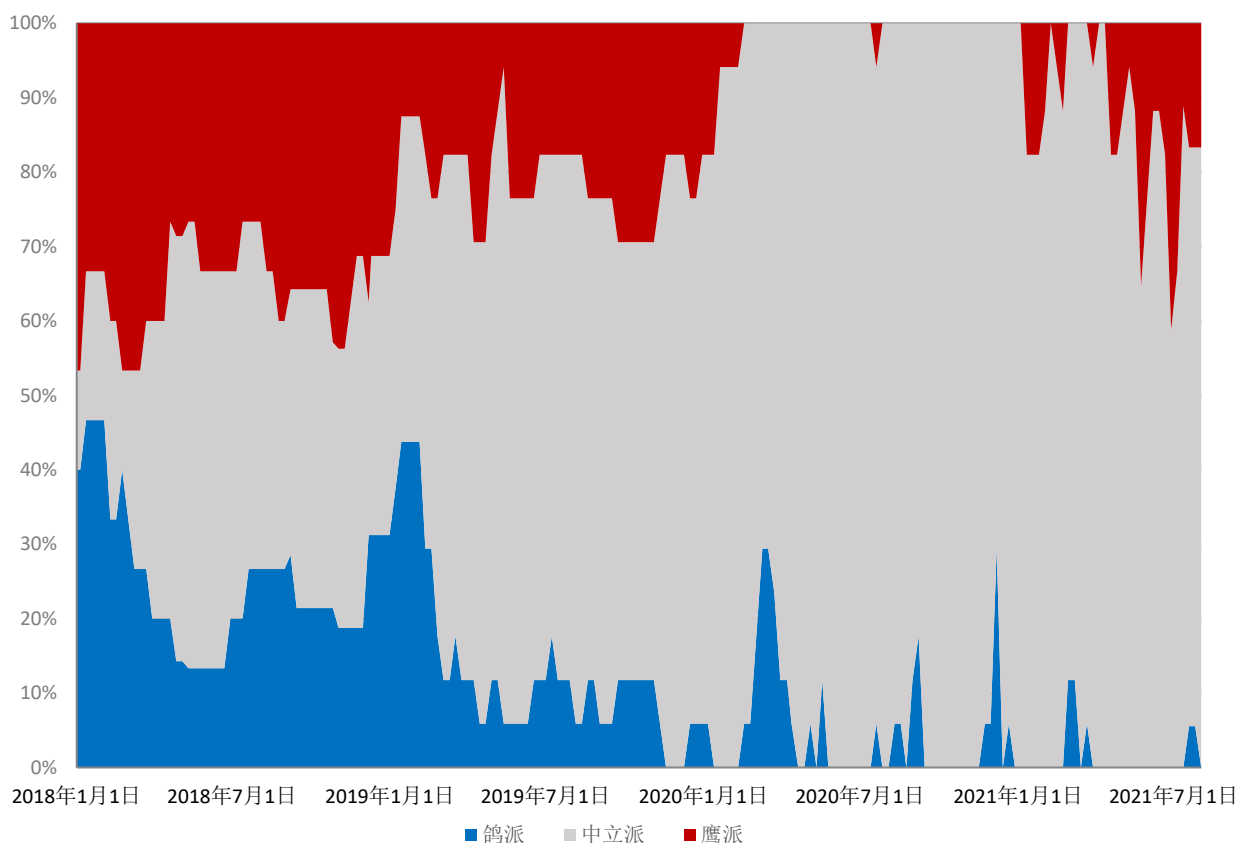
联储委员	是否票委	表态	最新言论
波士顿 罗森格伦	2022	中立	
克兰科夫 梅斯特	2022	中立	
费城 哈克	否	中立	
亚特兰大 博斯蒂克	是	中立	
美联储副主席 克拉利达	是	中立	
旧金山 戴利	是	中立	
美联储主席 鲍威尔	是	鹰派	美联储的措施确保政策支持经济;实际 GDP 有望实现数十年来最快的增长;劳动力市场复苏还有一段路要走;家庭支出正在以特别快的速度增长;受疫情影响最严重的部门尚未完全恢复。美联储在实现就业市场取得实质性进展方面还有一定的距离;无法围绕充分就业这个目标设置单一的数字目标。新一波德尔塔毒株可能会重新让劳动力市场承压,正在仔细监控;德尔塔毒株将对公共健康产生影响,但最近一波疫情对经济的影响较小;美联储显然还不到加息的时候;美联储将在接下来几次会议上评估经济进展,将进一步进行解释。对于债券市场走势的原因没有达成共识;没有在债券市场看到任何挑战框架可信度的活动;美联储的框架得到了市场很好的理解;正在谨慎监控通胀;在考虑加息时将进行框架测试;未来几年内将在实现就业最大化方面取得良好进展;在进入强劲的就业市场前不会特别久,但我们需要一定时间来实现目标。现在考虑加息还不是时候,美联储正在考虑购买资产的变动;理想情况下加息不会发生在缩债前面;有大量的职位空缺,这是不寻常的。真的只有一小部分的因素导致了通胀超出预期;这些因素不会对通胀或经济产生长期影响;想看看某些商品的价格是否会趋于平缓;美国经济重启需要一些时间,将非常不平衡;应该不久后就能知道通胀的理论是否正确。认为将会同时缩减住房抵押贷款支持证券和国债购买;很少有人支持比缩减国债更早地去缩减住房抵押贷款支持证券;预计美联储将以同样的速度削减美国国债和住房抵押贷款支持证券;美联储逆回购工具(RRP)将为货币市场利率提供下限;并不

			认为美联储货币市场影响过大有何问题。
美联储理事 布雷纳德	是	鹰派	在未来的会议上，我们将继续评估进展情况，以及降低资产购买速度的条件。到今天为止，就业恢复还有一段路要走；在今年接下来至 2022 年的时间内，顺风因素可能会转变为逆风因素；缩减购债的时机将主要取决于就业方面是否存在取得实质性进展的证据。如果通胀持续大幅高于目标，美联储将调整政策，引导通胀温和回落至 2%；关注通胀压力可能扩大或持续的风险；最近的高通胀很可能是暂时的，长期通胀预期不会被推高。
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	GDP 报告总体上“非常好”；这一数字略低于 6 或 8 周前的预期，但仅将增长推至半年来看，意味着年底增长将更加强劲；仍预计 2021 年美国经济增长 7%；预计美国经济增长将在“相当长一段时间内”高于趋势水平。到明年夏天，就业可能会完全恢复，这将满足美联储加息的条件；即使在就业增长的“良性”假设下，劳动力市场复苏的水平也将比许多人预期的更快达到；通胀冲击吓坏了所有人；某些通胀冲击将延续到 2022 年；预计到 2022 年，物价会有所缓和，但不会完全回落；将允许通胀率维持在 2% 的目标以上；预计 2022 年核心 PCE 通胀在 2.5%-3%。今年的通胀率足以弥补过去的一些下降，美联储应该宣布成功达到平均通胀目标；美联储在为可能出现的高通胀冲击做准备方面“略显不足”；认为美联储应该在今年秋季缩减资产购买规模，并相当迅速地进行，金融市场对此已经做好了充分的准备；美联储应在 2022 年第一季度结束缩减购债计划；在 2022 年初结束紧缩政策将为当年必要时加息铺

			平道路。
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	

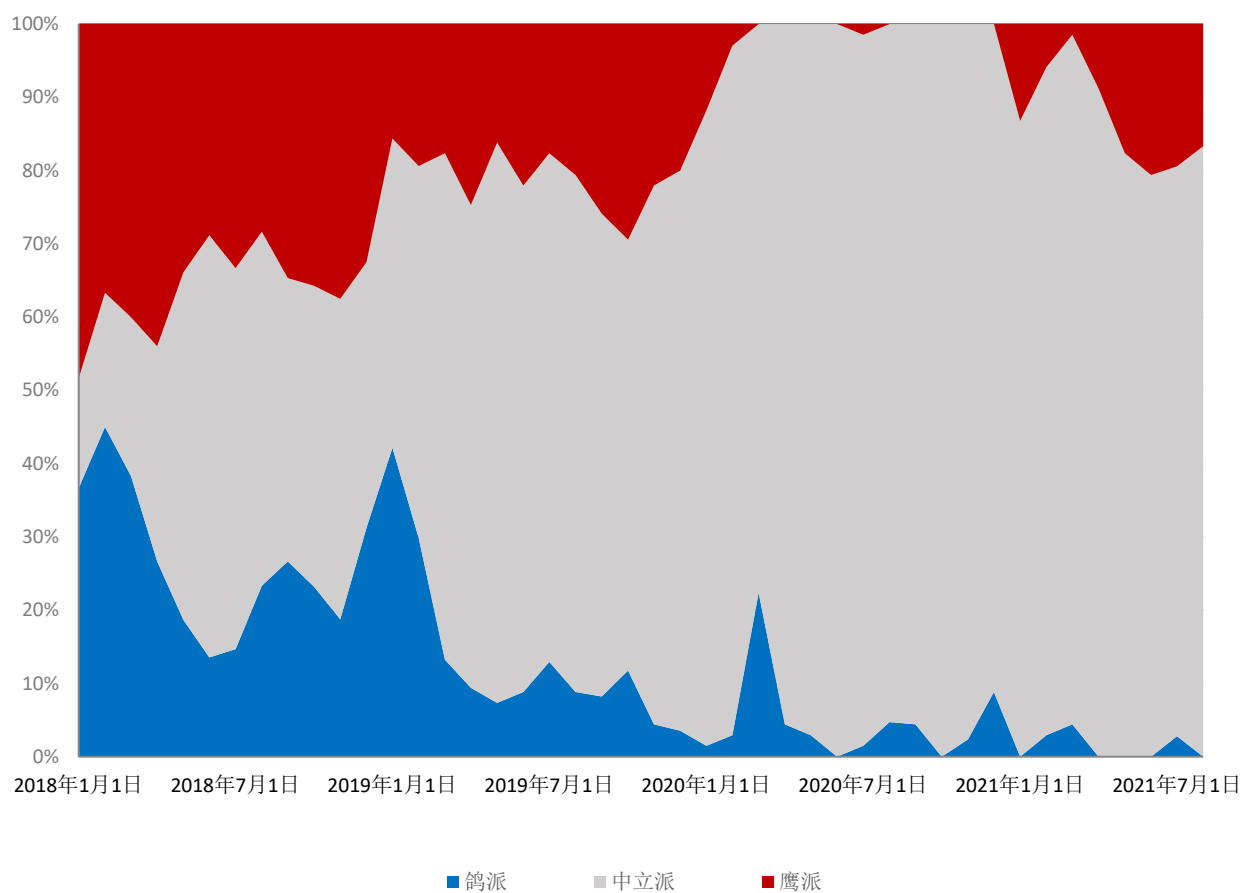
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 21：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



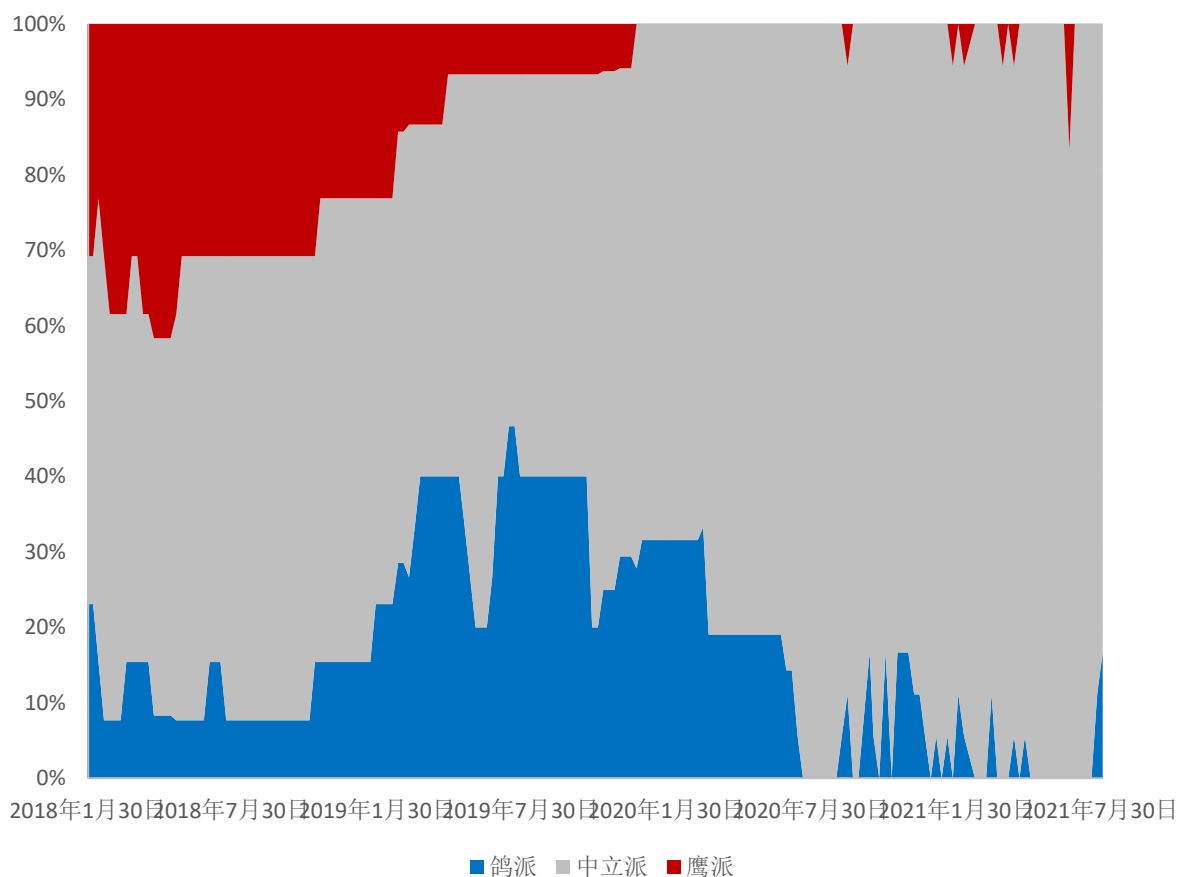
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 22：近期美联储官员的言论基调（月均/连续）



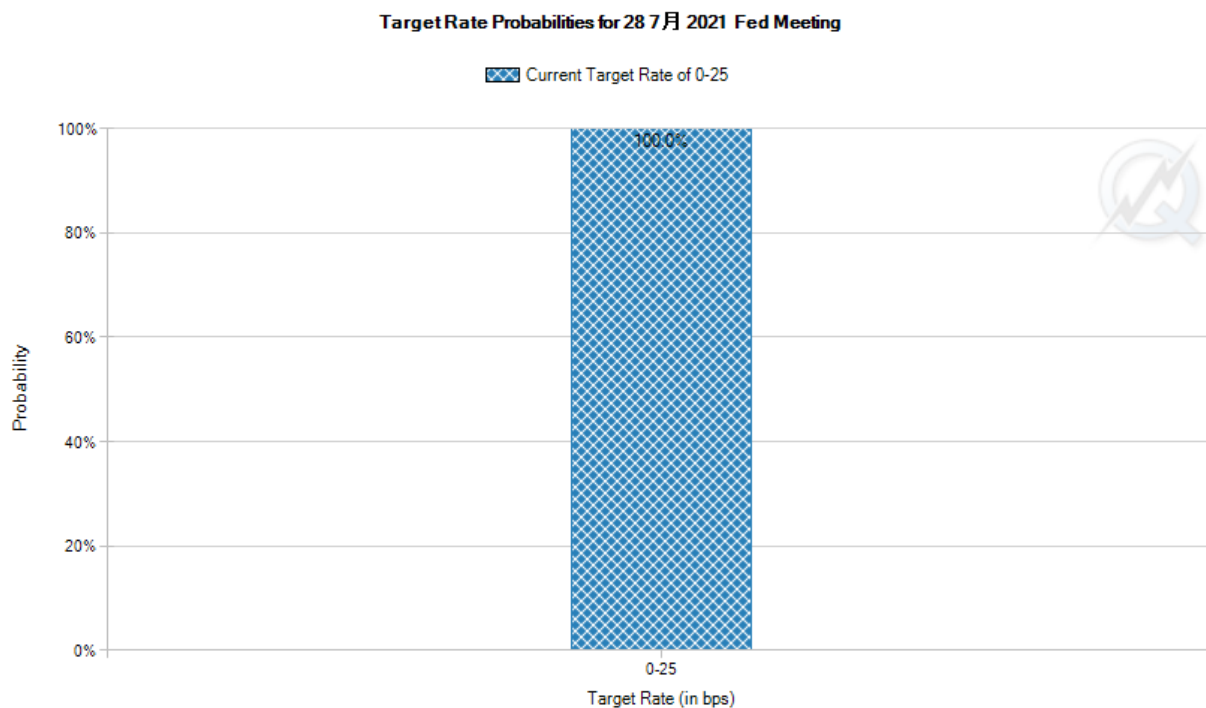
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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

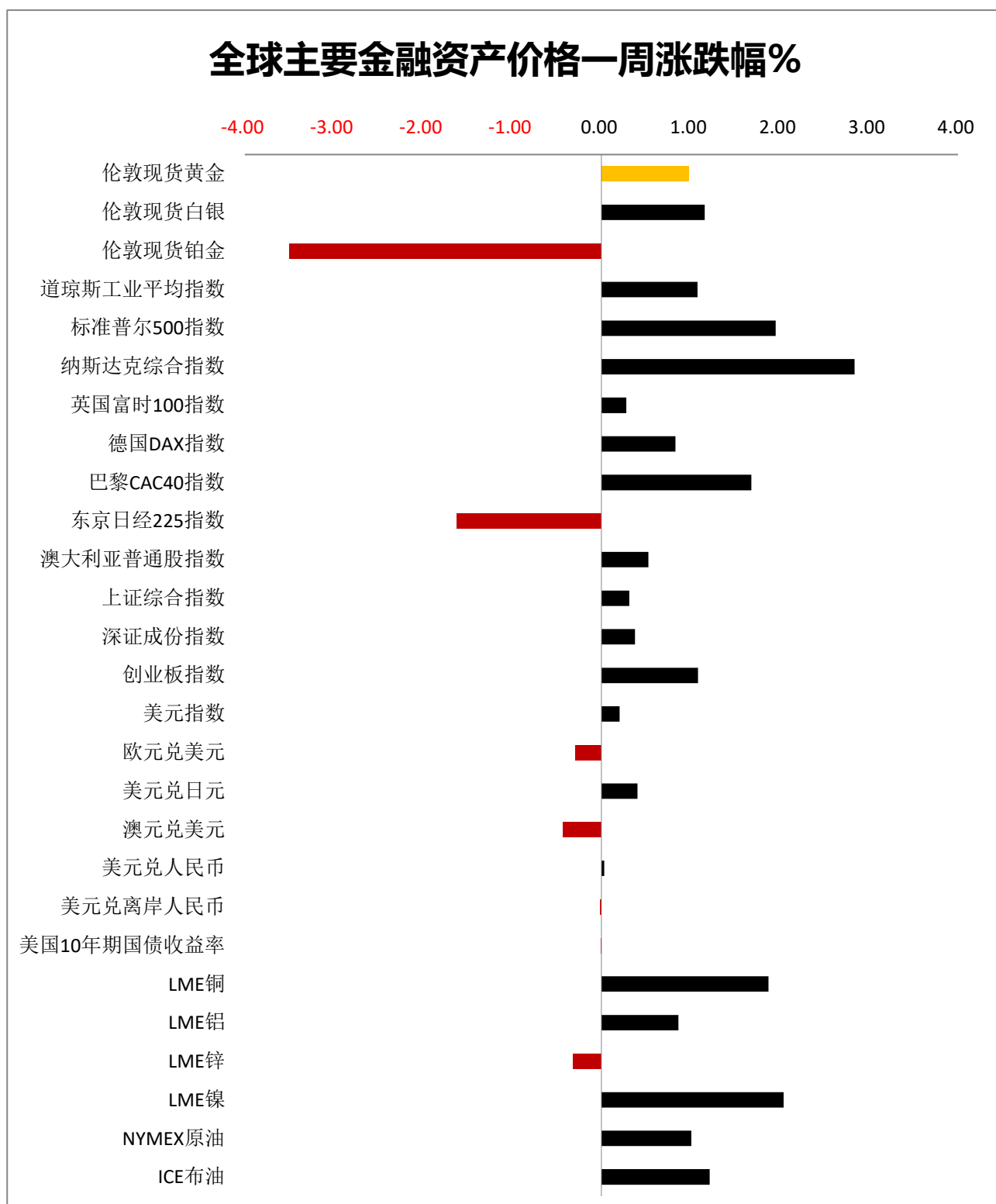
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1811.04	1825.02	1789.47	1802.05	0.98
伦敦现货白银	25.65	25.76	24.74	25.16	1.16
伦敦现货铂	1100.00	1109.53	1043.50	1062.00	-3.50
道琼斯工业平均指数	34528.48	35095.33	33741.76	35061.55	1.08
标准普尔 500 指数	4296.40	4415.18	4233.13	4411.79	1.96
纳斯达克综合指数	14235.98	14846.06	14178.66	14836.99	2.84
英国富时 100 指数	7008.09	7033.27	6813.03	7027.58	0.28
德国 DAX 指数	15420.14	15681.41	15048.56	15669.29	0.83
巴黎 CAC40 指数	6398.84	6574.86	6253.25	6568.82	1.68
东京日经 225 指数	27663.40	27882.43	27330.15	27548.00	-1.63
澳大利亚普通股指数	7630.70	7676.20	7478.00	7670.88	0.53
上证综合指数	3530.49	3576.47	3506.34	3550.40	0.31
深证成份指数	14958.62	15290.06	14856.64	15028.57	0.38
创业板指数	3438.20	3576.12	3418.76	3469.87	1.08
美元指数	92.71	93.19	92.50	92.90	0.20
欧元兑美元	1.18	1.18	1.18	1.18	-0.29
美元兑日元	110.09	110.60	109.07	110.52	0.40
澳元兑美元	0.74	0.74	0.73	0.74	-0.43
美元兑人民币	6.48	6.49	6.46	6.48	0.03
美元兑离岸人民币	6.47	6.50	6.46	6.48	-0.01

美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.0077
LME 铜	9410.00	9632.00	9131.00	9624.00	1.87
LME 铝	2487.00	2510.00	2416.00	2508.50	0.86
LME 锌	2989.50	2999.00	2923.00	2978.50	-0.32
LME 镍	19065.00	19500.00	18275.00	19470.00	2.04
NYMEX 原油	71.09	72.21	65.01	72.17	1.01
ICE 布油	72.86	74.22	67.44	74.19	1.21

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。