

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

美非农数据亮眼
美联储将逐步退出宽松

市场研究报告

■ 本周视点:

上周国际金价大幅走弱。一周国际金价开盘报于 1813.82 美元/盎司, 周中国际金价最高报于 1831.72 美元/盎司, 最低价为 1758.30 美元/盎司, 并最终报收于 1758.30 美元/盎司。整个交易周国际金价下跌了 51.53 美元, 跌幅为 2.84%。美联储货币政策态度转鹰, 美劳动力市场数据趋紧, 是推动黄金价格走高的重要因素。

从未来的路径来看, 美联储的货币政策预期引导, 以及美国财政部恢复债券发行将会进一步打压黄金。一是, 从当下到 9 月份的 FOMC 会议间, 美联储将会不断向市场强化缩减购债规模的预期, 这会对黄金形成利空。二是, 夏季修会期过后, 预计到 9 月底美国两院将会重新讨论债务上限法案。届时, 美债新债发行, 叠加美联储缩减量化宽松, 所带来的收益率上行, 将继续对黄金价格继续形成压力。

上周国际金价的大幅回落, 已经基本明确了此轮黄金反弹行情的结束。而周一亚洲交易时段早盘流动性较为匮乏的时候, 黄金出现的明显回落, 则在短期内快速释放了空头的做空动能, 并推动金价快速反弹。但我们认为, 除非疫情出现重大变化导致经济局势突变, 黄金继续调整下行的态势不变。

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 09 日

相关研究报告:

8 月 04 日

银铂钯每周资讯—2021 第 29 期

8 月 02 日

美联储维持利率不变 德尔塔影响经济复苏步伐

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

上周国际金价大幅走弱。一周国际金价开盘报于 1813.82 美元/盎司，周中国际金价最高报于 1831.72 美元/盎司，最低价为 1758.30 美元/盎司，并最终报收于 1758.30 美元/盎司。整个交易周国际金价下跌了 51.53 美元，跌幅为 2.84%。美联储货币政策态度转鹰，美劳动力市场数据趋紧，是推动黄金价格走高的重要因素。

一、上周全球市场回顾

美国的经济数据方面,7月美国 ISM 制造业采购经理人指数降至 59.5, 低于 6 月份的 60.6 和市场预期的 60.9, 并创下半年新低。从分项数据来看, 工厂增长连续第二个月放缓, 新订单、产量和供应商交货量的增幅均较前一个月均有所放缓, 同时库存数量出现收缩。另一方面, 制造业就业从前一个月的收缩环境中重新扩张, 价格压力也稍有减轻。不过由于招聘以及薪资待遇方面的问题, 供应链仍然无法全面应对市场需求, 意味着终端价格压力依然存在。7月美国 ISM 非制造业采购经理人指数升至 64.1, 大幅高于上月的 60.1 以及市场预期的 60.5。报告数据显示, 7 月份美国的服务业扩张创下了 1997 年以来的最快速度, 原因是商业活动和新订单大幅增长。同时, 就业也恢复增长, 不过在成本方面, 服务业投入支出创下了 16 年新高。

美国的劳动力市场数据方面, ADP 就业数据显示, 7 月份美国私人部门雇佣了 33 万名工人, 远低于市场预期的 69.5 万人的增幅, 这也是 2 月份以来最为疲软的新增就业人数。该数据公布后, 投资者对于美联储收紧货币政策的预期出现了降温, 并对国际金价形成了一定的支撑。不过, 上周公布的另外两个劳动力市场数据却与 ADP 数据相矛盾。其中, 上周公布的截止到 7 月 31 日的美国当周首次申请失业金人数为 38.5 万人, 连续第二周下跌。另外, 7 月美国新增非农就业人数为 94.3 万, 创下了 11 个月来的新高, 并高于市场预期的 87 万个。市场由此预计美国劳动力市场复苏将在未来几个月继续, 因为新一轮疫情冲击导致企业的劳动力人数短缺现象依旧存在。

国内的生产数据方面, 7 月财新中国制造业采购经理人指数连续第三个月下滑至 50.3, 且低于市场预期的 51.0。6 月份国内部分地区受到新冠德尔塔病毒影响, 导致企业开工受到影响, 材料成本上涨, 而极端天气也是拖累 6 月份数据的重要因素。从分项数据来看, 新订单数量自去年 5 月份以来首次录得下跌。出口销售保持稳定, 就业人数变化不大, 未完成的工作量略有上升。供应链延误依然存在, 平均交货时间也出现了增加。价格方面, 通胀压力因为投入成本压力下降而有所缓解, 终端销售价格小幅上涨。7 月中国财新服务业采购经理人指数从 6 月份的 50.3 大幅攀升至 54.9, 显示服务业活动在近期出现加速扩张。从分项数

据来看，新订单数量快速增长，就业人数略有上升。与此同时，出口业务受到海外疫情影响而停滞不前。价格方面，投入成本明显加快，产出费用也录得了年内以来的最大涨幅。

石油数据方面，根据 EIA 报告显示，截止到 7 月 30 日美国原油库存增加了 362.6 万桶，超出市场预期的 310.2 万桶的降幅。

二、全球市场纵览及后市展望

新冠疫情及其变种仍然是当下各国政府关注的重点，同时也是市场关注的核心。从此前一段时间黄金价格的表现来看，市场在过去的一段时间内始终无法对新冠变异毒株带来的影响形成一致性预期，并导致金融市场反复震荡。一方面，新一轮的疫情对全球供应链产生于影响并造成通胀压力，持续干扰着市场对于资产的定价。虽然，消费品价格上行压力巨大，但 K 型经济所带来的结构性失业，只能依靠广泛的财政和货币政策加以支持。这样产出的下降叠加产出价格走高，在一定程度上造成类滞涨的经济环境。当然，站在市场的另一方，投资者也可以相信虽然德尔塔病毒的 R0 接近感染性最强的水痘，并在一定程度上突破了免疫屏障，但是重症和致死率均不及原始毒株。这意味着病毒对于供应链的打压可能不会那么长久。从美国的经济数据来看，喜忧参半的各类数据似乎也证明了市场的矛盾，而矛盾的焦点正是美联储所最为关心的劳动力市场数据。

上周美国公布的多个劳动力市场数据中，首先是有“小非农”之称的 ADP 就业人数登场。该数据大幅不及市场预期，导致数据公布后曾一度令市场陷入恐慌，黄金也站上了 1830 一线。不过，市场并没有因为单一数据的高低而进行交易，投资者更希望跟随美联储对于数据的看法而行动。自 7 月份的议息会议以来，美联储官员便开始不断给市场传递可能缩减购债规模的信号，即便在公布了不及预期的劳动力市场数据后，美联储理事克拉里达仍然在一次会议上表示支持美联储在今年晚些时候开始缩减购债规模。而此后公布的 ISM 服务业 PMI 显示美国服务业扩张强劲，其中就业增长分项创下了今年以来的新高，也让美联储的鹰派言论变得更有底气。美国当周首次申请失业金人数是上周公布的第二个美国劳动力市场数据，而连续两个月向好的指标，也进一步推动了市场对于货币政策转向的预期。作为市场最为关注的劳动力市场指标，美国新增非农就业人数则成为了确定市场拐点的型号。虽然逆季节因子给上月的非农数据提供了 110 万的增量，但高于市场预期的新增非农就业数据仍然坚定了市场跟随美联储的决心，投资者开始押注美联储将会开始着手缩减资产购买规模。

从未来的路径来看，美联储的货币政策与其引导，以及美国财政部恢复债券发行将会进一步打压黄金。一是根据当前的数据，到今年 9 月份美国劳动力市场复苏可能将会达到美联

储所预期的实质性进展。由于在9月份FOMC会议前会有多场美联储官员讲话以及杰克逊霍尔央行年会。我们认为从当下，到9月份的FOMC会议间，美联储将会不断向市场强化缩减购债规模的预期，这会对黄金形成利空。二是，自从去年美联储为了对冲疫情导致的经济下行开启了“无限量宽”以来，在其每个月1200亿美元的购债计划中，有包括不低于700亿美元的国债购买。作为美联储重要的货币政策工具，量化宽松的开启就是为了干预收益率曲线，通过降低无风险利率来抬升债务杠杆保证需求。但无风险利率的下行意味着导致各类资产价格多少会受到扭曲，这其中就包括美债收益率。当然，除了大量的购债需求对美债收益率造成了明显的下压，美债的供应的紧张也是引发收益率下行的的重要因素。由于美国债务上限重新开启，在美国两院批准新一轮的债务上限法案前，美国财政部无法通过发债来进行融资。因此在当前市场流动性仍然充沛的情况下，美债收益率能够继续维持在相对较低的位置。当然夏季修会期过后，预计到9月底美国两院将会重新讨论债务上限法案。届时，美债新债发行，叠加美联储缩减量化宽松，所带来的收益率上行，将继续对黄金价格继续形成压力。

上周国际金价的大幅回落，已经基本明确了此轮黄金反弹行情的结束。而周一亚洲交易时段早盘流动性较为匮乏的时候，黄金出现的明显回落，则在短期内快速释放了空头的做空动能，并推动金价快速反弹。但我们认为，除非疫情出现重大变化导致经济局势突变，黄金继续调整下行的态势不变。

图 1： 不同期限美元 LIBOR

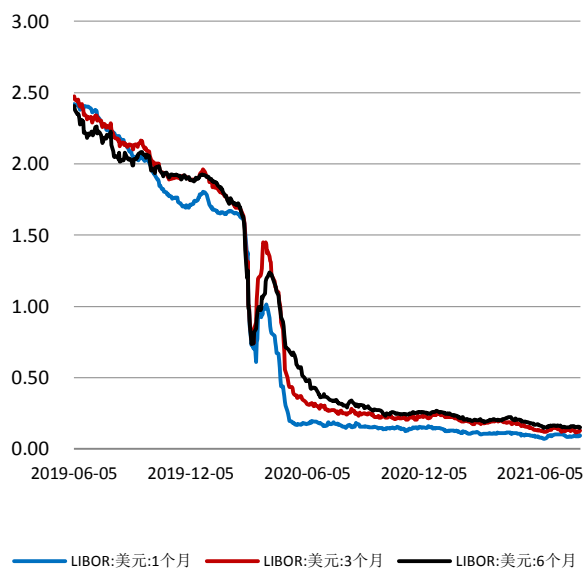


图 2： 黄金与美元指数



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

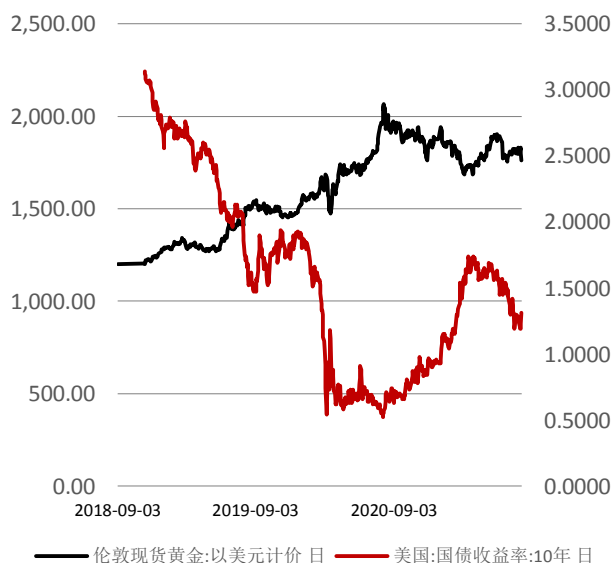
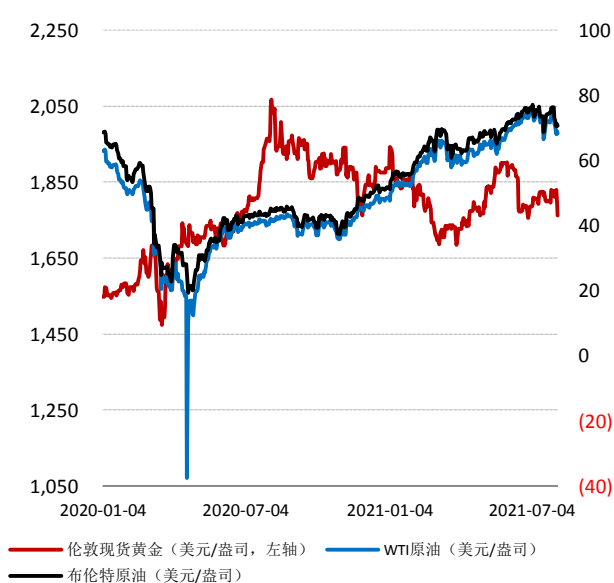


图 4： 黄金与原油价格



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

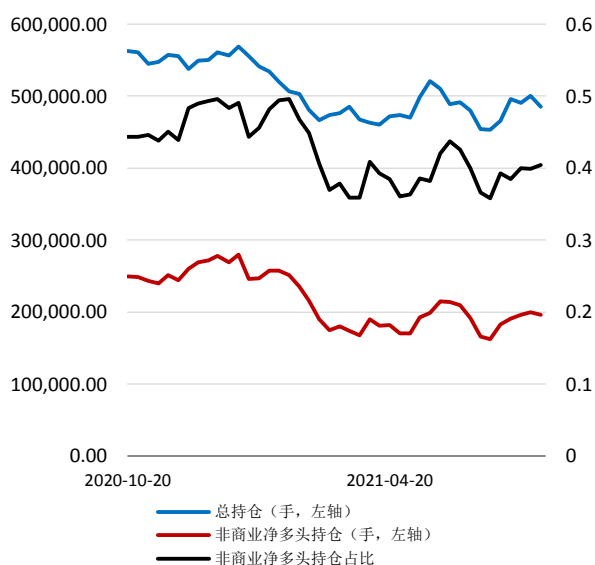
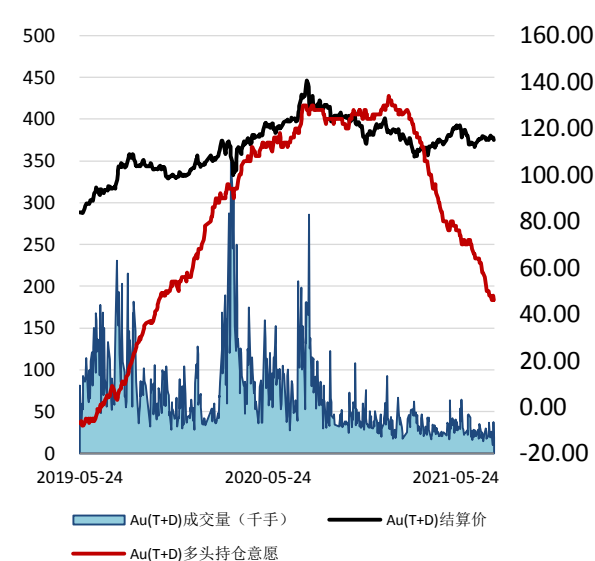


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

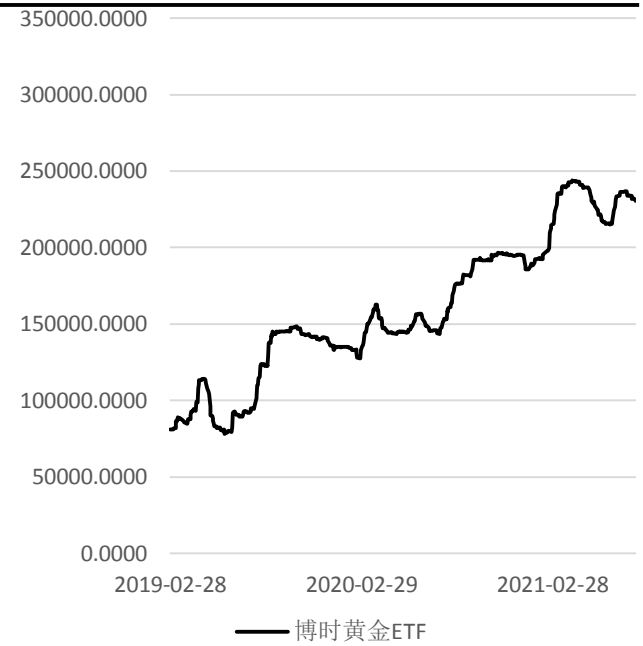


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

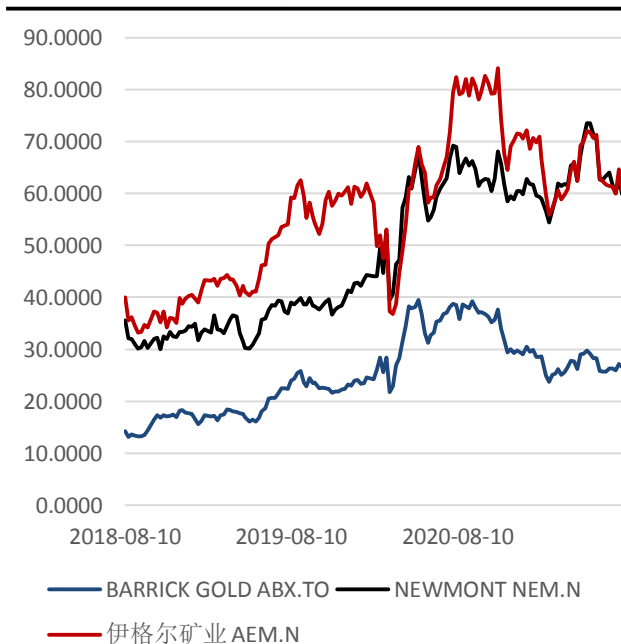


图 12: 美国黄金股票指数



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

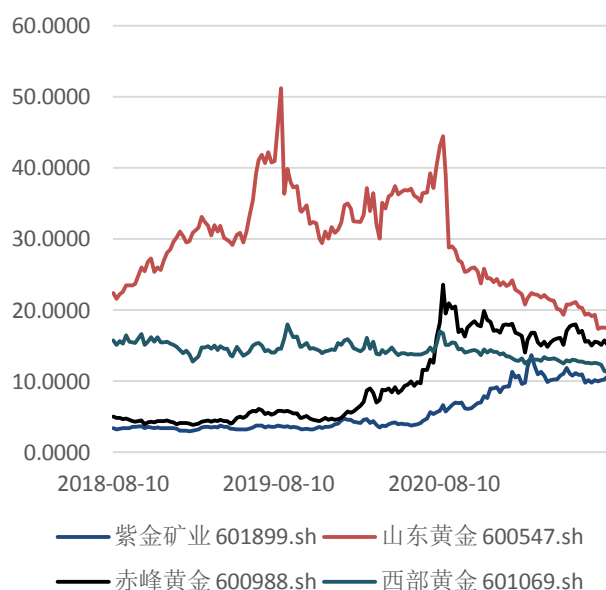
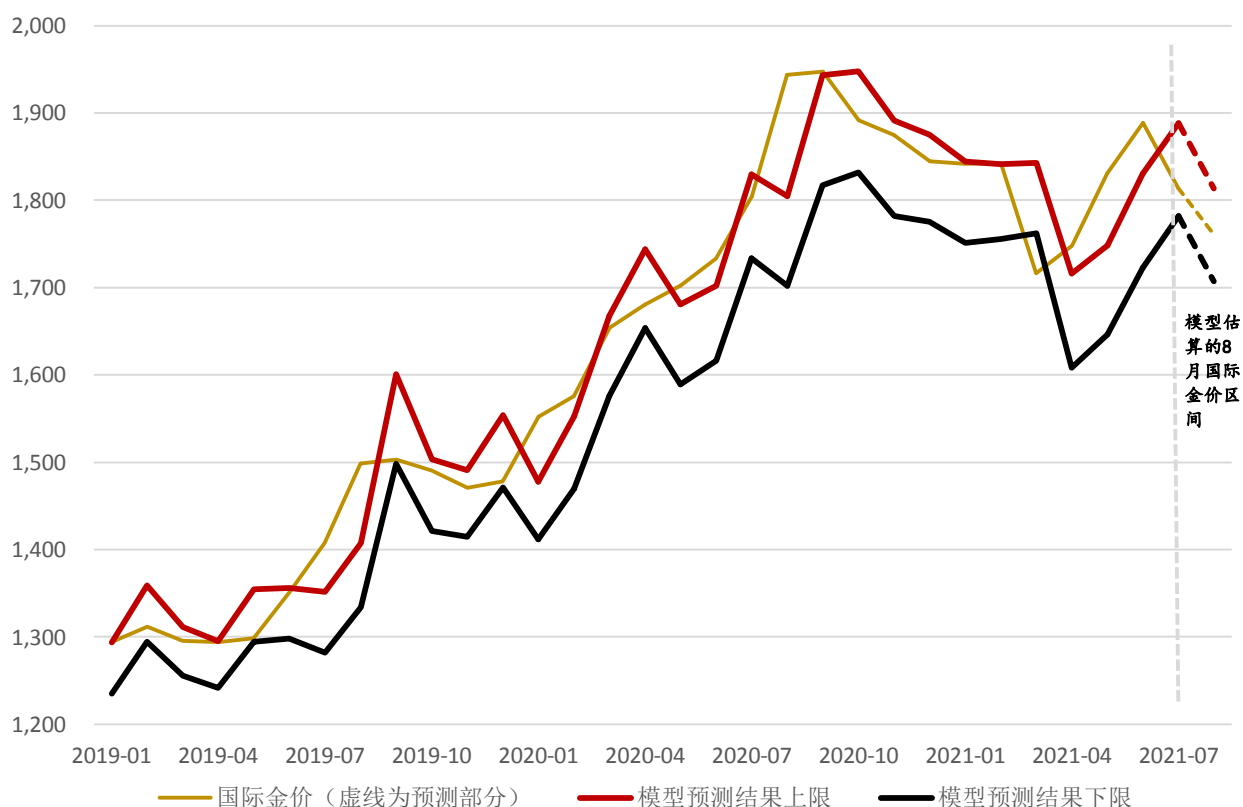


图 14: 中国黄金股票指数



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 9 日	欧元区 8 月 Sentix 投资者信心指数	62.6	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
8 月 10 日	欧元区 8 月 ZEW 经济景气指数	61.2（前值）	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 7 月 NFIB 小型企业信心指数	102	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
8 月 11 日	美国 7 月末季调 CPI 年率	5.30%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国至 8 月 6 日当周 EIA 原油库存(万桶)	362.7（前值）	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
8 月 12 日	欧元区 6 月工业产出月率	0.6%	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国至 8 月 7 日当周初请失业金人数(万人)	38.5（前值）	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 7 月 PPI 月率	0.60%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
8 月 13 日	欧元区 6 月季调后贸易帐(亿欧元)	94（前值）	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 7 月进口物价指数月率	0.60%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 8 月密歇根大学消费者信心指数初值	82	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	

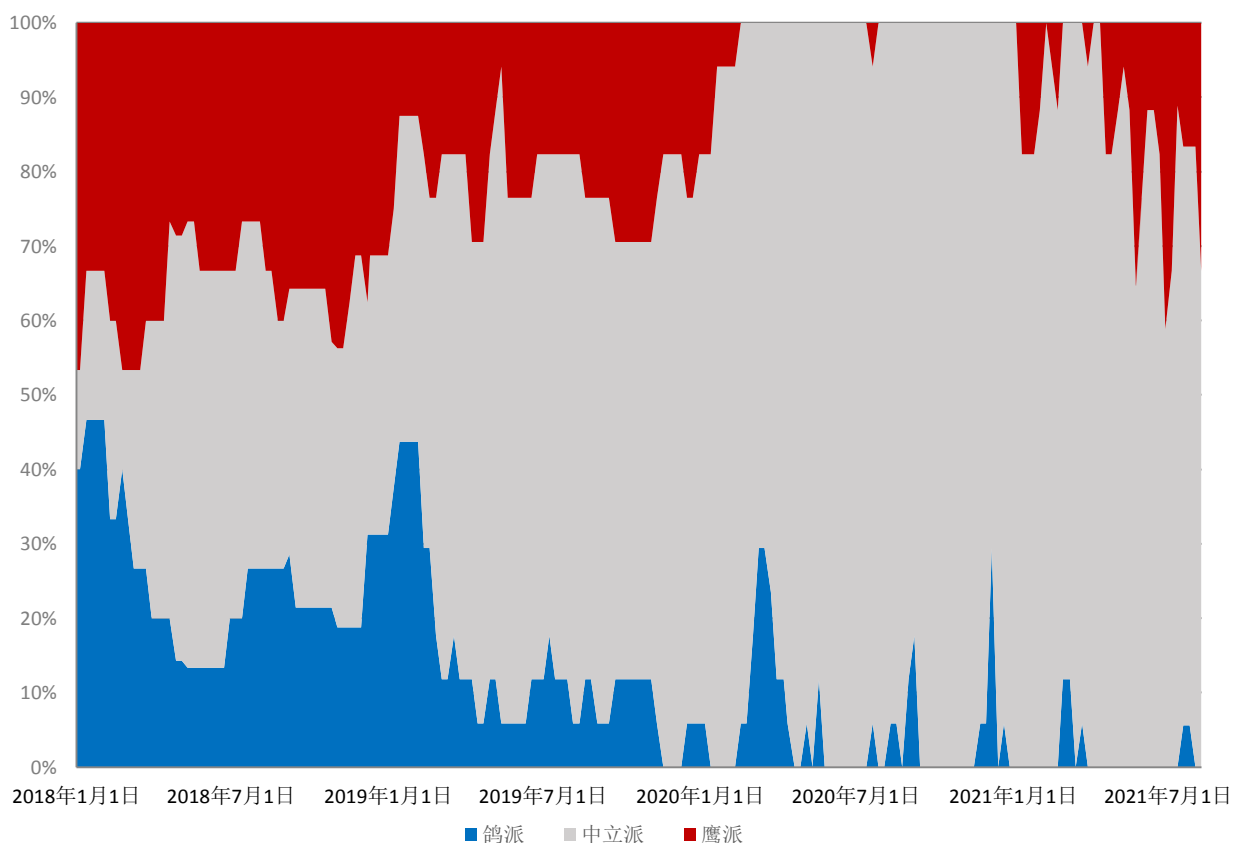
克兰科夫 梅斯特	2022	中立	
费城 哈克	否	中立	
亚特兰大 博斯蒂克	是	中立	
美联储副主席 克拉利达	是	鹰派	美联储将在未来几次会议上评估减码 QE；财政政策的支持，加上货币政策的支持，可以抵消有效利率下限的约束；2023 年加息符合新的框架；可能加息的条件在 2022 年底能满足。通胀超过目标可能是暂时的；通胀预期风险是上行的；经济不平衡可能会在一段时间后缓解。对债券收益率下降的幅度感到惊讶；债券收益率的全球变化相当明显；债券走势并非由通胀预期下降推动；债券走势可能是由于对病毒的担忧，目前仍在分析；现在就把长期经济停滞作为债券收益率变动的理由，还为时过早。缩债和加息是完全不同的决定；将支持在今年晚些时候宣布适度减少资产购买；肯定会看到美联储在今年晚些时候宣布缩减购债规模；加息启动门槛指标对美联储很有帮助；美联储没有让任何人感到意外的缩减计划。
旧金山 戴利	是	鹰派	房价上涨是供需关系问题，这个问题将随着供应增加得到解决；低利率支持了经济中的许多活动；高通胀并不意味着美联储需要改变方向；预计通胀会暂时飙升，可能会持续到明年；预计美联储将能够在今年晚些时候或明年初缩减购债。
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	让一些人重新进入劳动市场可能需要一段时间；招聘遇到困难，就业率仍然远远低于原来的水平；创纪录的职位空缺数量是令人鼓舞的迹象；要使美国经济恢复强劲，还有更多工作要做。
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	美联储应该很快开始逐步缩减债券购买规模；预计缩减购债规模需要大约 8 个月时间；缩减购债

			可能意味着每月美国国债购买规模减少 100 亿美元，抵押贷款支持证券减少 50 亿美元；更快的减码 QE 并不意味着美联储会更快地加息。
堪萨斯城 乔治	2022	中立	
圣路易斯 布拉德	2022	鹰派	希望尽快结束危机时期的政策，以便美联储能够以较小的增量行动，而不是在高通胀持续的情况下冒“混乱”的风险；未来几年更高的增长可能性是“好兆头”，但美联储风险管理需要谨慎；美国正在出现更不稳定的经济“体制”，美联储将不得不应对更快的变化。已经经历了一次重大的通货膨胀冲击；认为通胀将比一些人预期的更持久；预计 2022 年的通胀率将达到 2.5% 至 3%；通货膨胀会下降，但不会像一些人希望的那样快。个人想法是更早、更快地采取缩债措施，这样美联储就能在 2022 年更好地应对强劲的通胀；认为不会出现缩债恐慌，市场已经做好了充分准备。在完全结束资产购买后，美联储将能够在明年上半年评估资产购买的情况；美联储应该在 2022 年第一季度结束债券购买；目前并不真的需要购买资产，经济正在大量复苏；需要从现在开始用不同的方式思考在 2022 年会是什么样子。
芝加哥 埃文斯	是	中立	
明尼阿波利斯 卡什卡利	否	鹰派	美国在就业方面还没有取得实质性进展；自去年 12 月以来，我们大约有三分之一的人失业；如果秋季就业市场如预期般强劲，则将达到“实质性进一步进展”的门槛。呼吁进行渐进式的均衡化的缩债。
美联储理事 沃勒	是	鹰派	通胀显著高于 2% 的目标；美联储可能会在 9 月 15 日前宣布缩减购债；如果我们在接下来的两份就业报告中新增 80-100 万个工作岗位，将恢复失去工作岗位的 85%，这是一个重大的进一步进展；劳动力市场将在 8 月、9 月“真正起飞”；即使在最糟糕的情况下，美国经济也表现得非常好。预计通胀将在今年下半年降温；如果无法完成就业目标，将会推迟宣布缩债；美联储可能会以比上次更快的速度缩减购债规模；没有理由减缓缩减购债。本人赞成先缩减购买住房抵押贷款支持证券，但委员会多数成员不想这么做。对美国经济走出疫情的前景持乐观态度；对星期五和下个月的就业报告抱有很高的期望；美国经济实际上失去了 2000 万个工作岗位，而这些人将会回归岗位；这是一个快速发展的经济、劳动力市场，在未来 16-18 个月将表现良

好。

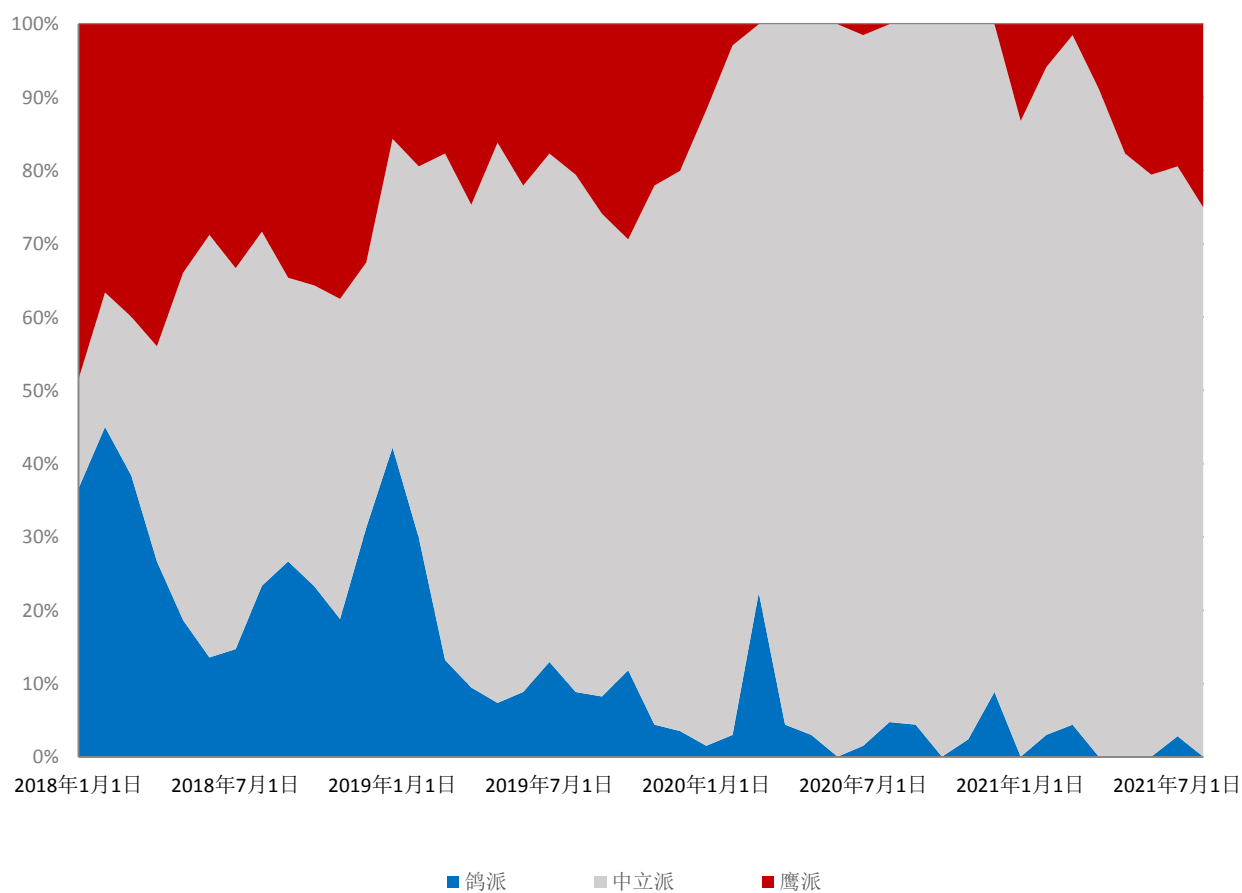
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 21：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



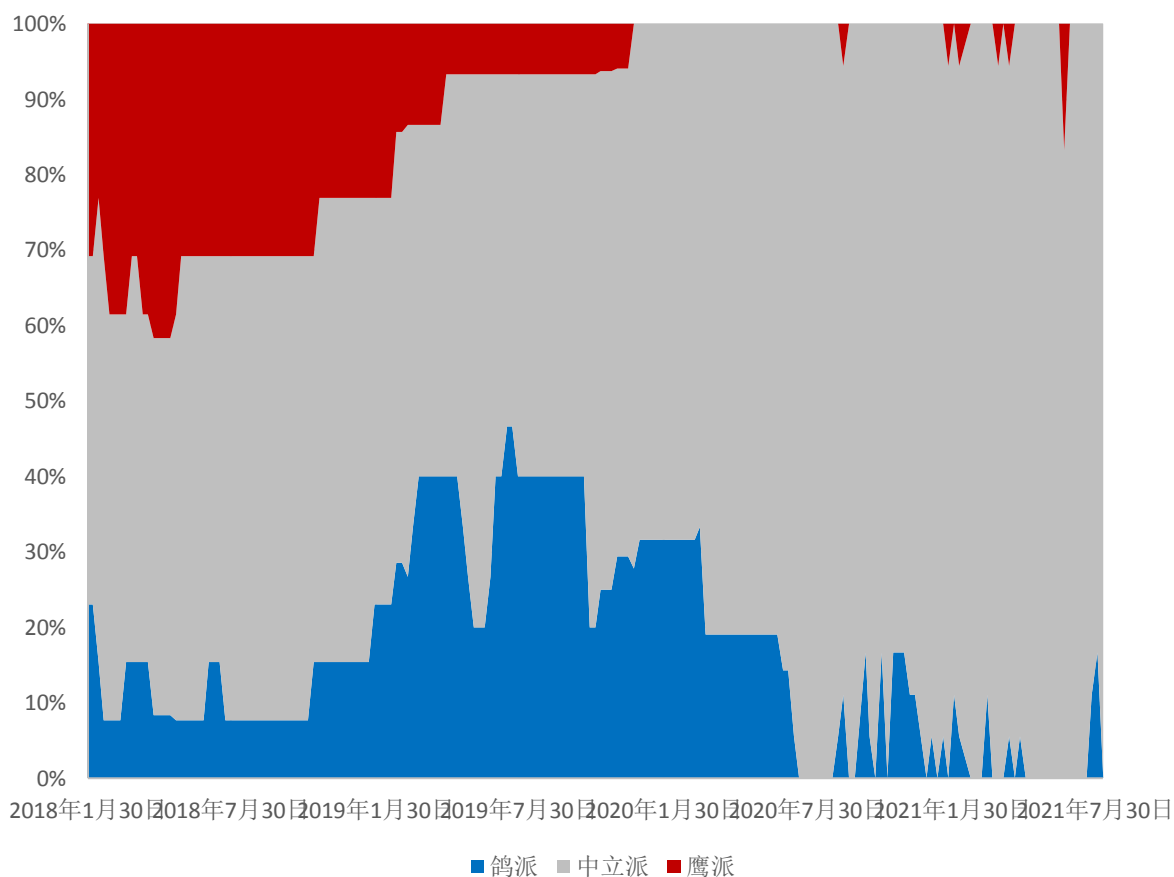
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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

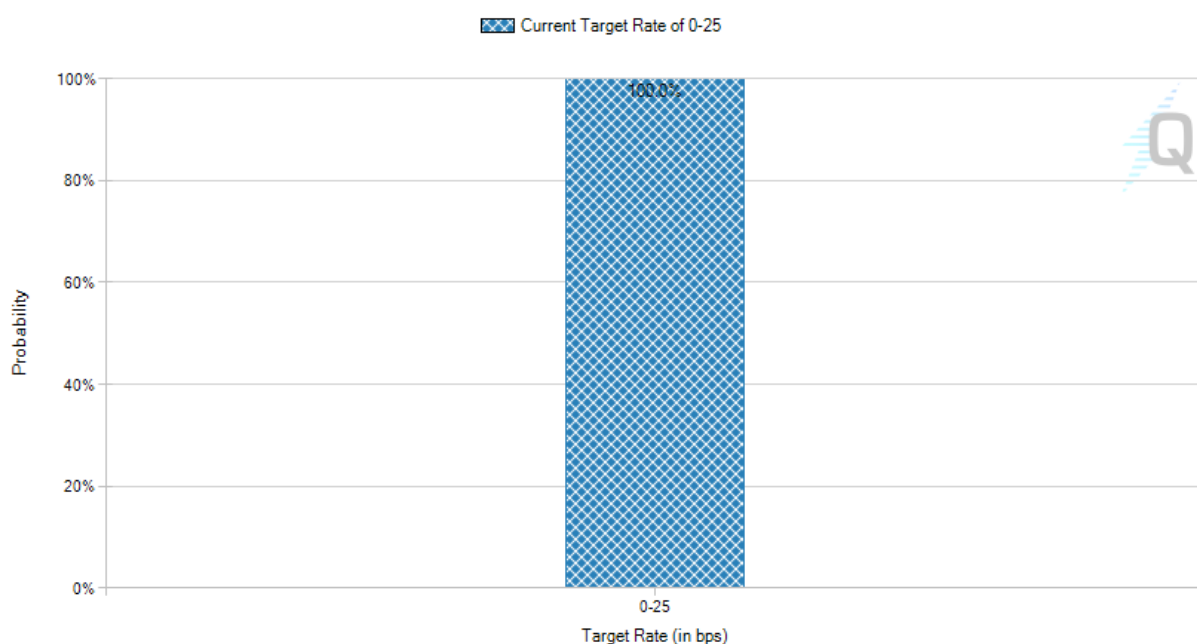
图 23：近期欧洲央行官员的言论基调（每周/连续）



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 9 月份加息与否概率

TARGET RATE PROBABILITIES FOR 22 9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	1813.82	1831.72	1758.30	1762.62	-2.84
伦敦现货白银	25.50	26.00	24.18	24.30	-4.54
伦敦现货铂	1048.00	1069.04	973.50	980.00	-6.58
道琼斯工业平均指数	34968.56	35246.79	34714.33	35208.51	0.78
标准普尔 500 指数	4406.86	4440.82	4373.00	4436.52	0.94
纳斯达克综合指数	14758.60	14896.47	14584.09	14835.76	1.11
英国富时 100 指数	7032.30	7142.54	7032.30	7122.95	1.29
德国 DAX 指数	15631.70	15808.24	15492.58	15761.45	1.40
巴黎 CAC40 指数	6657.95	6832.94	6639.31	6816.96	3.09
东京日经 225 指数	27493.32	27888.87	27488.74	27820.04	1.97
澳大利亚普通股指数	7689.30	7806.50	7688.50	7806.48	1.86
上证综合指数	3385.69	3486.16	3367.64	3458.23	1.79
深证成份指数	14463.21	14990.65	14395.33	14827.41	2.45
创业板指数	3448.26	3569.84	3399.64	3490.90	1.47
美元指数	92.09	92.85	91.82	92.78	0.74
欧元兑美元	1.19	1.19	1.18	1.18	-0.93
美元兑日元	109.64	110.38	108.72	110.23	0.52
澳元兑美元	0.73	0.74	0.73	0.74	0.14
美元兑人民币	6.46	6.48	6.46	6.48	0.34
美元兑离岸人民币	6.46	6.48	6.45	6.48	0.24

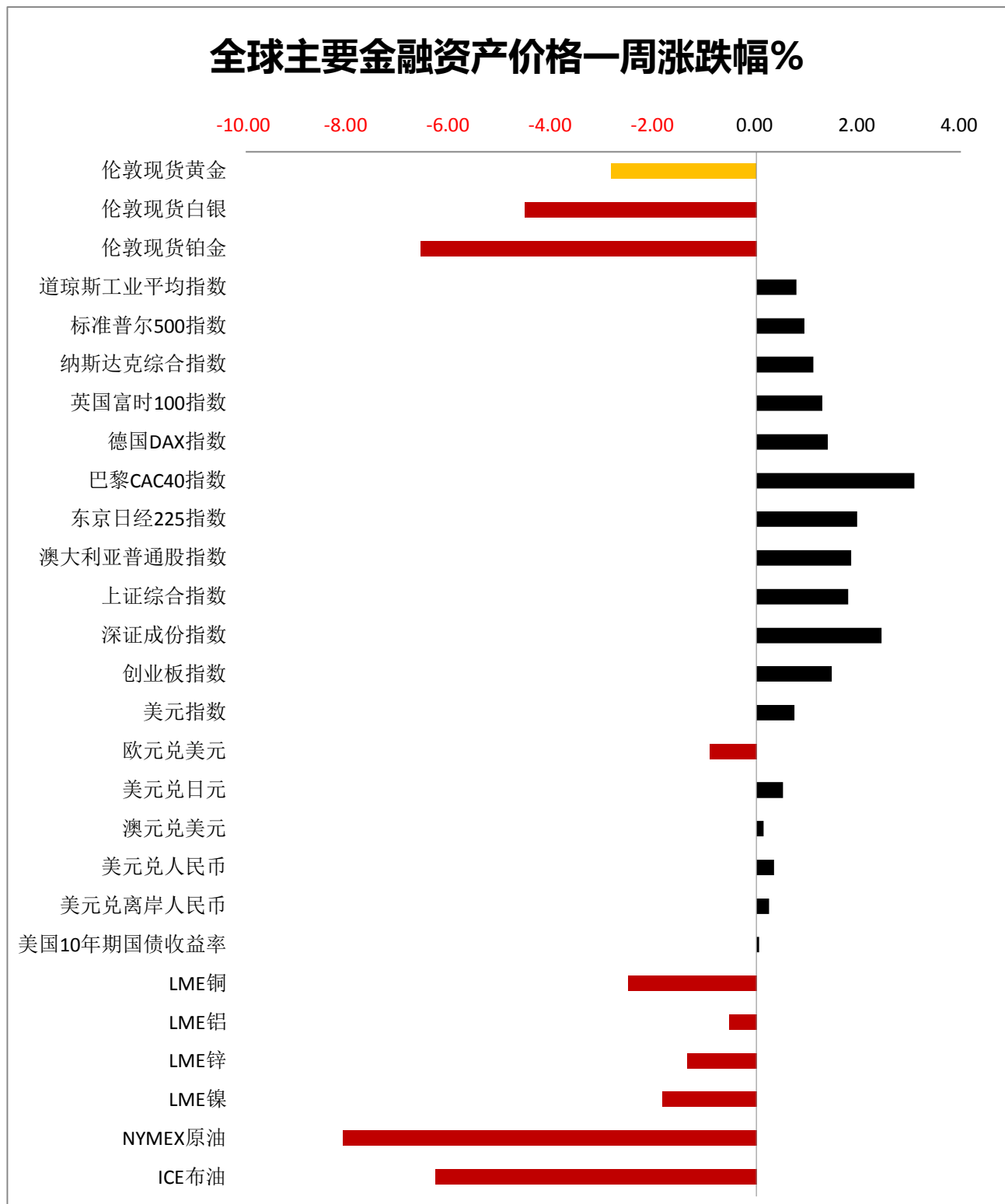
请参阅最后一页的重要声明

中国工商银行贵金属业务部

美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0549
LME 铜	9735.00	9810.00	9410.00	9470.00	-2.51
LME 铝	2600.00	2632.00	2562.00	2583.50	-0.54
LME 锌	3022.50	3059.50	2955.50	2990.50	-1.35
LME 镍	19595.00	19760.00	19125.00	19210.00	-1.84
NYMEX 原油	73.91	73.95	67.61	67.83	-8.10
ICE 布油	75.39	75.39	69.75	70.49	-6.29

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。