

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

美消费者信心指数创下十年新低 空头离场黄金重回 1780

市场研究报告

■ 本周视点:

上周国际金价触底反弹。周初国际金价开盘报于 1763.25 美元/盎司，后快速回落，并最低下探至 1680.23 美元/盎司。不过，在经过了流动性匮乏的周一亚洲交易早盘后，国际金价企稳反弹，并连续三个交易日走高。周中国际金价最高触及 1780.25 美元/盎司，并最终报收于 1779.22 美元/盎司。

往后看，我们认为上周五美国公布的远低于市场预期的密西根消费者信心指数，可能会令再次给市场敲响警钟。根据该份报告显示，美国受调查居民认为不断上行的通胀水平，将会成为未来制约家庭财务状况的主要因素，因为工资增加将不及价格通胀。而同样的受访人群对于未来的商业前景展望也表现出悲观的情绪，认为经济复苏的最好时候已经过去。从目前的数据来看，9 月份美国劳动力市场持续复苏的势头将会延续，不过由此带来的劳动力供给增加，将会令薪资增长放缓，且可能令美国的通胀形势出现拐点。不过我们认为，通胀拐点的出现，并不意味着美联储将会改变其货币政策路径。经济复苏的环境下，美联储调整货币政策仍然是大概率事件。

综上所述，我们觉得目前影响黄金价格的因素异常复杂。从经济基本面来看，我们认为美联储四季度开始着手 Taper 相关事宜的计划不会改变。目前暂时的通胀回落，符合供给冲击逐渐消退环境下的，经济复苏预期环境。美国债务上限谈判的延后，将会令美国货币市场继续上演“资产荒”现象并支撑黄金价格。因此，短期来看国际金价仍有向上修复的空间，但中期市场仍然需要对应美联储的货币政策拐点保持谨慎。另外，在进入 8 月下旬后，全球宏观事件频度将会大幅增多，各类资产的波动也可能会再次加大。

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 16

相关研究报告:

8 月 11

银铂钯每周资讯—2021 第 29 期

8 月 09

美非农数据亮眼 美联储将逐步推出宽松

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

上周国际金价触底反弹。周初国际金价开盘报于 1763.25 美元/盎司，后快速回落，并最低下探至 1680.23 美元/盎司。不过，在经过了流动性匮乏的周一亚洲交易早盘后，国际金价企稳反弹，并连续三个交易日走高。周中国际金价最高触及 1780.25 美元/盎司，并最终报收于 1779.22 美元/盎司。

一、上周全球市场回顾

在国内的通胀方面，7 月国内居民消费者物价指数同比从上月的 1.1% 微降至 1.0%，好于市场预期的 0.8%，涨幅放缓至 4 月份以来新低。从分类来看食品价格中的猪肉价格降幅较大。与此同时，非食品价格继续上涨，而涨价主要来自于交通运输和通信。7 月份居民消费价格环比上涨 0.3%，为 5 个月来首次上涨，高于 0.2% 的上涨预期。在国内生产者物价方面，7 月，中国生产者价格指数同比上涨 9.0%，高于预期和前值。从分项数据来看，生产资料的涨幅依旧大于销售价格的上涨，显示生产者的经营压力不断加大。

在国内的金融数据方面，7 月份银行新增人民币贷款 1.08 万亿元，为 2020 年 10 月以来的最低水平，并低于市场预期的 1.20 万亿元。此外，M2 供应量同比增长 8.3%，低于 6 月份 8.6% 的增幅和 8.7% 的市场预期。7 月份人民币贷款较上年同期增长 12.3%，符合预期。社会融资总额增速放缓至 10.7%，为 2020 年 2 月以来的最低水平。

美国的劳动力市场数据方面，6 月美国新增就业岗位较前一个月增加了 59 万个，总数达到 1007.3 万个，远高于市场预期的 928.1 万个。尽管该数据有所滞后，但是职位空缺数量的扩大，基本确认了美国劳动供应紧张的情况。截至 8 月 7 日，美国当周首次申请失业救济的人数连续第四周下降，并跌至 37.5 万人。另外，截至 7 月 31 日，美国续请失业金人数也从前一周的 298 万人降至 287 万人，低于市场预期的 288 万人。尽管德尔塔病毒变种依然在多地肆虐，但美国劳动力市场仍显示出强劲的复苏迹象。由于美国各地的失业补贴将会在 9 月份到期，预计将会有更多的劳动力进入到就业市场来改善劳动力供应紧缺的局面。

美国的物价数据方面，继 6 月份的通胀预期出现大幅上升后，美国 7 月份消费者通胀预期在 4.8% 的高点。同时，未来三年的通胀预期从上月的 3.6% 升至 3.7%，达到 2013 年 8 月以来的最高水平。7 月份，美国不包括食品和能源的核心通胀同比为 4.3%，低于前值，但符合市场预期。7 月，美国核心消费者物价指数同比上升至 0.3%，为 4 个月来最小月度涨幅。7 月份美国季节性调整后的消费者物价指数环比上涨 0.5% 低于 6 月份的 0.9%。核心 CPI 环比数为 4.3% 低于前值的 4.5%。在美国的生产者物价方面，不包括食品和能源的 7 月份核心生产者价格同比上涨 6.2%，超出前值和市场预期的 5.6%。7 月份美国核心生产者物价指数环比上涨 1%，

与 6 月份持平，并且超出市场预期的 0.5%。最后，上周公布的密歇根大学消费者信心指数从上月的 81.2 降至 2021 年 8 月的 70.2，远低于市场预期的 81.2，为 2011 年 12 月以来最低水平。

在石油方面，上周公布的美国能源信息局公布的报告显示，8 月 6 日当周美国原油库存下降 0.447 万桶，此前一周增加 362.6 万桶，而市场普遍认为下降 127 万桶。与此同时，汽油库存下降了 140 万桶，也低于 165.7 万桶的预测。

二、全球市场纵览及后市展望

上周国际金价先抑后扬，周初国际金价延续前一周的恐慌情绪快速下探，在跌破 1700 的整数关口后，一度触及 1680 关口，短期市场情绪跌至冰点。不过，周一流动性匮乏的情况下所创下的低点并不能客观反映市场真实的成交意愿。多方迅速组织起买盘，并推动国际金价大幅回升。从金价的走势来看，我们认为前期市场对于美联储可能的 Taper 表现过于谨慎，导致在超预期的非农数据公布后，市场情绪集中释放，成为了黄金快速下行的重要原因。而上周不及预期的消费者物价指数，以及美共和党议员反对提高美国财政部债务上限，又让市场开始重新审视此前的悲观预期。往后看，我们认为周五公布的大幅不及市场预期的美国密歇根消费者信心指数，可能会成为短期推动黄金价格的导火索。

具体来看，从近期黄金的市场表现来看，与黄金呈现明显负相关的实际利率水平并未能成为近期成为驱动黄金价格的重要因素。在进入今年三季度后，持续下行的实际利率并没有对黄金价格形成明显支撑。今年 5 月份美国 5 年期通胀保值债券利率曾一度跌至 -1.8% 这一水平，当时黄金稳定运行与 1850 上方。进入 7 月，美国 5 年期保值债券利率重新回落至 -1.80%，但国际金价最高仅升至 1830 美元/盎司，这反应了市场对于美联储可能会采取缩减资产购买这一操作的谨慎态度。正是因为市场的相对悲观，在超预期的非农数据公布后，国际金价明显走弱。不过，虽然劳动力市场数据推升了市场的紧缩预期，但美国的通胀数据却在一定程度上给市场浇了一盆冷水。显然，不及预期的核心物价指数，令美联储快速启动 Taper 又蒙上了一层阴影。此前，美联储官员在多个场合强调劳动力市场数据达标之后，就会开始制定退出量化宽松的政策。

从市场的表现来看，除了低于市场预期的美国消费者物价指数让市场对于美联储货币政策拐点预期降温外，美国债市供给失衡也是短期支撑黄金最重要的理由。一是，上周美国参议院通过了拜登政府提出的万亿基建计划中涉及 5500 亿美元的基建项目立法，被视作拜登执政以来实现政策承诺的重大一步。不过该法案仍然需要在众议院投票通过以后，才能交由拜

登签署后立法。而众议院主席佩洛西则明确表示，在谈妥拜登 3.5 万亿美元的刺激计划前将不会通过这项刺激方案。这意味着在美国众议院夏季休会结束前，该法案将无法通过。同时，该法案所涉及的相关基建也无法正常开展。另外，美国债务上限问题可能引发的发债缩减，也是推动黄金价格反弹的重要因素之一。我们在此前的报告中谈到过，为了满足美国债务上限重启后该规定对于美国财政部在美联储所开立的财政部一般账户（TGA）余额规定，在过去的几个月中，美国财政部大量进行债券回笼，通过偿还债务和加紧支付各类抗疫支出，来削减 TGA 账户余额，这也是二季度引发美债收益率持续下行的最主要的原因。不过，由于 7 月份新增非农就业人数好于市场预期，投资者普遍认为债务上限提高叠加美联储缩减购债规模将会对美债供需形成明显逆转，美国十年期国债收益率在上周重新升至 1.3% 一线上方。不过，根据最新的消息，美国参议院全体共和党人联名宣称不支持提高债务上限。美国债务上限谈判出现的变数，意味着对于一个充斥着流动性的货币市场，短期内可以追求的资产将十分有限。这会在很大程度上反映在美债收益率以及国际金价的表现上。与上述 5500 亿美元基建计划受阻一样，在 9 月 13 日前，美国众议院休会期结束前，美债上限问题将不会有任何进展，且按照目前的态势，债务上限问题可能会继续延后解决。因此，当美国货币市场充斥着流动性的情况下，市场可能会出现无债可买的局面。这将压低美债收益率，并对黄金价格行形成利多。

往后看，我们认为上周五美国公布的远低于市场预期的密歇根消费者信心指数，可能会令再次给市场敲响警钟。根据该份报告显示，美国受调查居民认为不断上行的通胀水平，将会成为未来制约家庭财务状况的主要因素，因为工资增加将不及价格通胀。而同样的受访人群对于未来的商业前景展望也表现出悲观的情绪，认为经济复苏的最好时候已经过去。从目前的数据来看，9 月份美国劳动力市场持续复苏的势头将会延续，不过由此带来的劳动力供给增加，将会令薪资增长放缓，且可能令美国的通胀形势出现拐点。不过我们认为，通胀拐点的出现，并不意味着美联储将会改变其货币政策路径。经济复苏的环境下，美联储调整货币政策仍然是大概率事件。

综上所述，我们觉得目前影响黄金价格的因素异常复杂。从经济基本面来看，我们认为美联储四季度开始着手 Taper 相关事宜的计划不会改变。目前暂时的通胀回落，符合供给冲击逐渐消退环境下的，经济复苏预期环境。美国债务上限谈判的延后，将会令美国货币市场继续上演“资产荒”现象并支撑黄金价格。因此，短期来看国际金价仍有向上修复的空间，

但中期市场仍然需要对应美联储的货币政策拐点保持谨慎。另外，在进入8月下旬后，全球宏观事件频度将会大幅增多，各类资产的波动也可能会再次加大。

图 1：不同期限美元 LIBOR

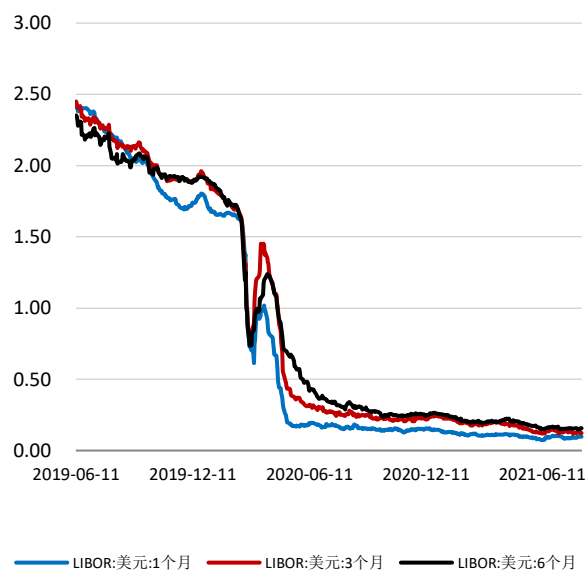


图 2：黄金与美元指数

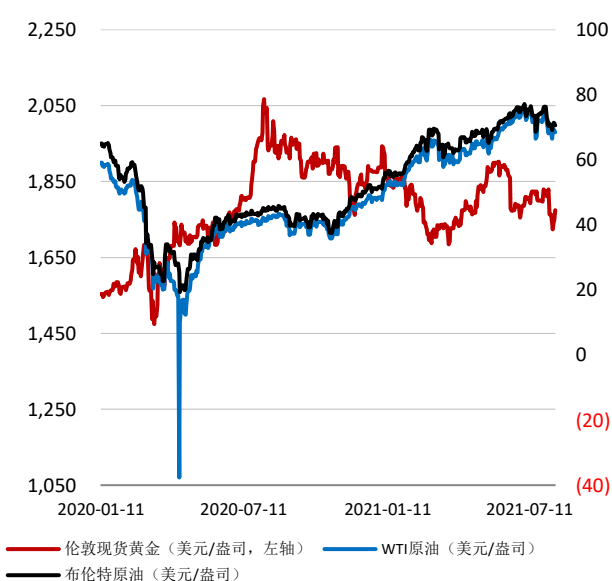


数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

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

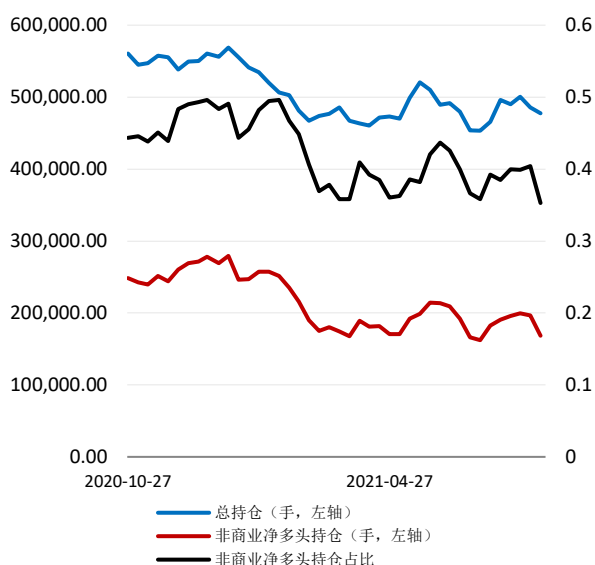
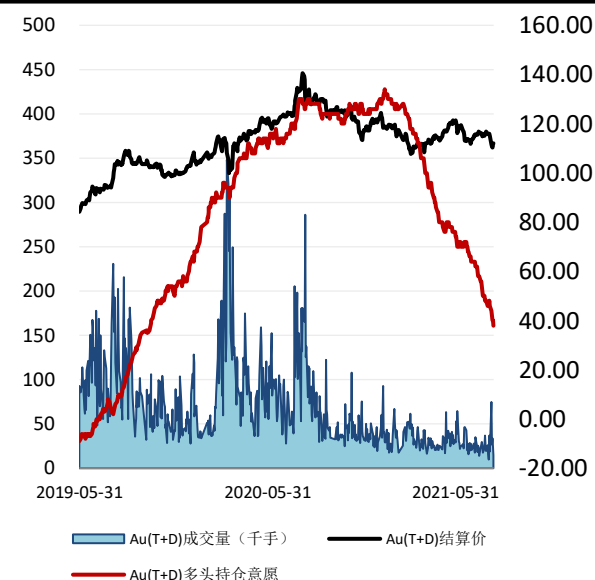


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

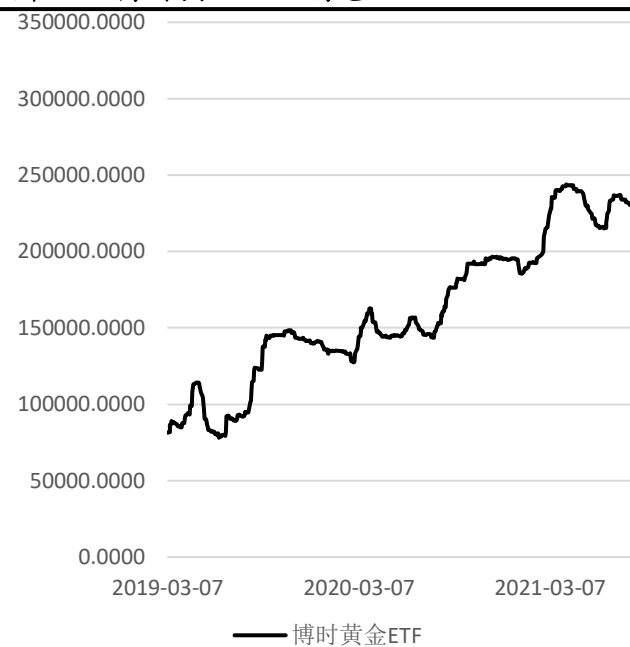


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

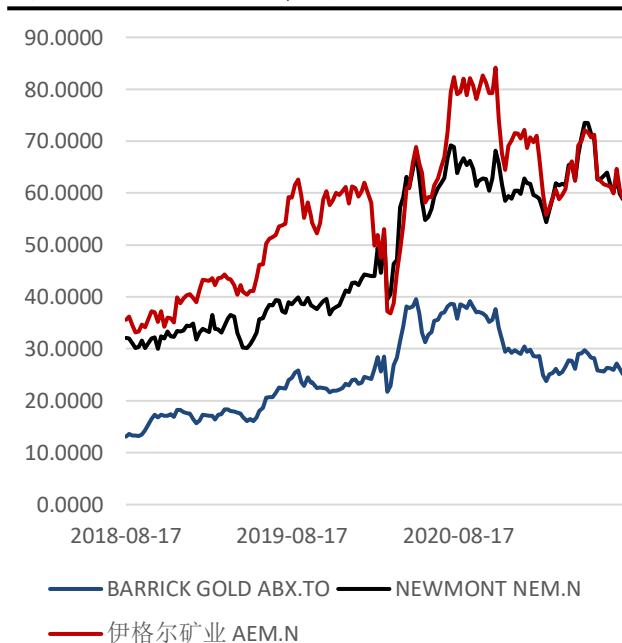
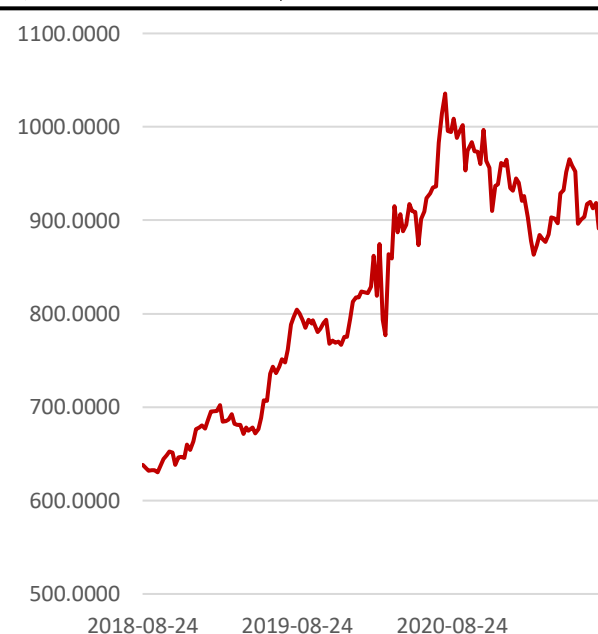


图 12：美国黄金股票指数



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

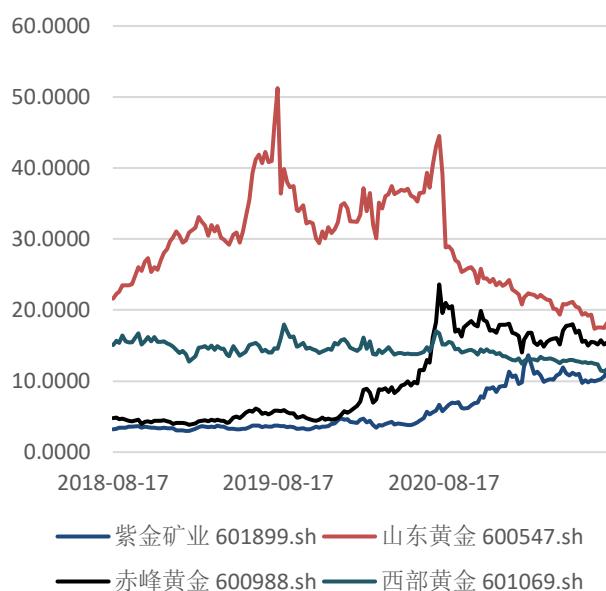
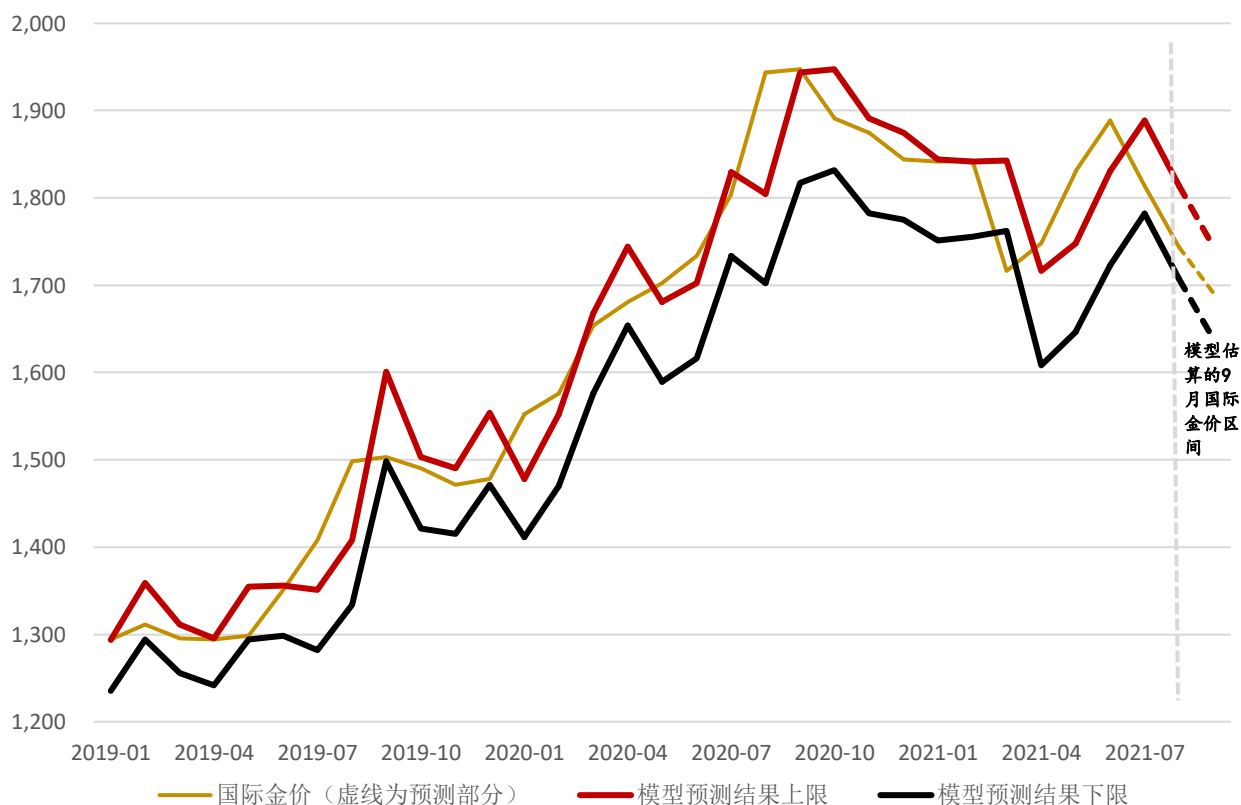


图 14: 中国黄金股票指数



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 9 月黄金价格低于 8 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 16 日	美国 8 月纽约联储制造业指数	28.5	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
8 月 17 日	美国 7 月零售销售月率	-0.20%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 7 月工业产出月率	0.50%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
8 月 18 日	欧元区 7 月 CPI 年率终值	2.20%	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 7 月新屋开工总数年化(万户)	160.8	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
8 月 19 日	欧元区 6 月季调后经常帐(亿欧元)	117 (前值)	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国至 8 月 14 日当周初请失业金人数(万人)	37.5 (前值)	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 7 月谘商会领先指标月率	0.70%	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	美联储应该在 9 月宣布将于今年秋季开始减少购买美债和抵押贷款债券。
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	随着时间的推移，通胀将趋于平均；目前可能达到 5 年核心 PCE 2% 的目标。如果 7 月有 1-2 个月类似的工作报告，取得进展的目标就会实现。支持在缩债方面加快步伐；如果经济继续改善，预计利率将在 2022 年底提高；赞成在比前几轮更

			短的时间内完成缩减购债计划。
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	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	鹰派	在较低的薪资水平来看，目前的薪资压力是“巨大的”；通胀预期接近目标，这支持了近期通胀是暂时性的观点；通胀预期“令人印象深刻地稳定”。在物价方面，美联储在朝着缩减量化宽松取得了实质性的进展；在劳动力方面，人们认为重点应该放在就业与人口的比率上。美国可能还需要几个月才能达到缩减购债规模的基准；在缩减开支的讨论中，并没有关注日程表，而是关注就业市场的进一步改善，特别是就业与人口比例的进一步提高；通胀可能已经“见顶”，但不排除供应冲击的风险，其他因素可能使通胀高于预期的时间更长；秋天将是关键的时刻，如果工人没有大量返回，可能会挑战最大就业的假设。
达拉斯 卡普兰	否	鹰派	美联储仍预期通胀压力将扩大到明年；CPI 数据与美联储的前景展望一致；美联储必须关注通胀继续高于 2% 的问题；无论通胀如何发展，美联储都必须做好反应的准备。美联储对何时缩减购债规模持有不同的看法；FOMC 在缩债方面的情况较两个月前要好得多；资产购买有助于刺激需求，但目前的问题是供应问题。如果经济在现在和 9 月会议之间如我所预期的那样发展，那么赞成在 9 月会议上宣布一项计划，并在 10 月开始逐步减少购债；希望在 8 个月内实现缩债；更愿意加快缩债步伐；不希望美联储以当前的购债速度运行太长时间，随后将不得不采取更激进的行动。

堪萨斯城 乔治	2022	中立	财政政策对经济增长的提振峰值可能已经过去；预计经济增长将放缓，但仍将保持强劲。服务业还没有完全恢复到应有的水平，这需要多种因素的综合作用才能缓解；就业数据表现出连续的“相当不错”的表现。
圣路易斯 布拉德	2022	中立	
芝加哥 埃文斯	是	鹰派	美联储今年晚些时候可能会在就业方面实现缩减购债规模的目标，即“进一步取得实质性进展”；对于结束购债和开始加息之间的间隔应该多长，目前还没有明确的方案；预计明年通胀将在 2.1%左右的水平。美联储不应该仅仅因为担心更高的通胀而停止支持劳动力市场。
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）

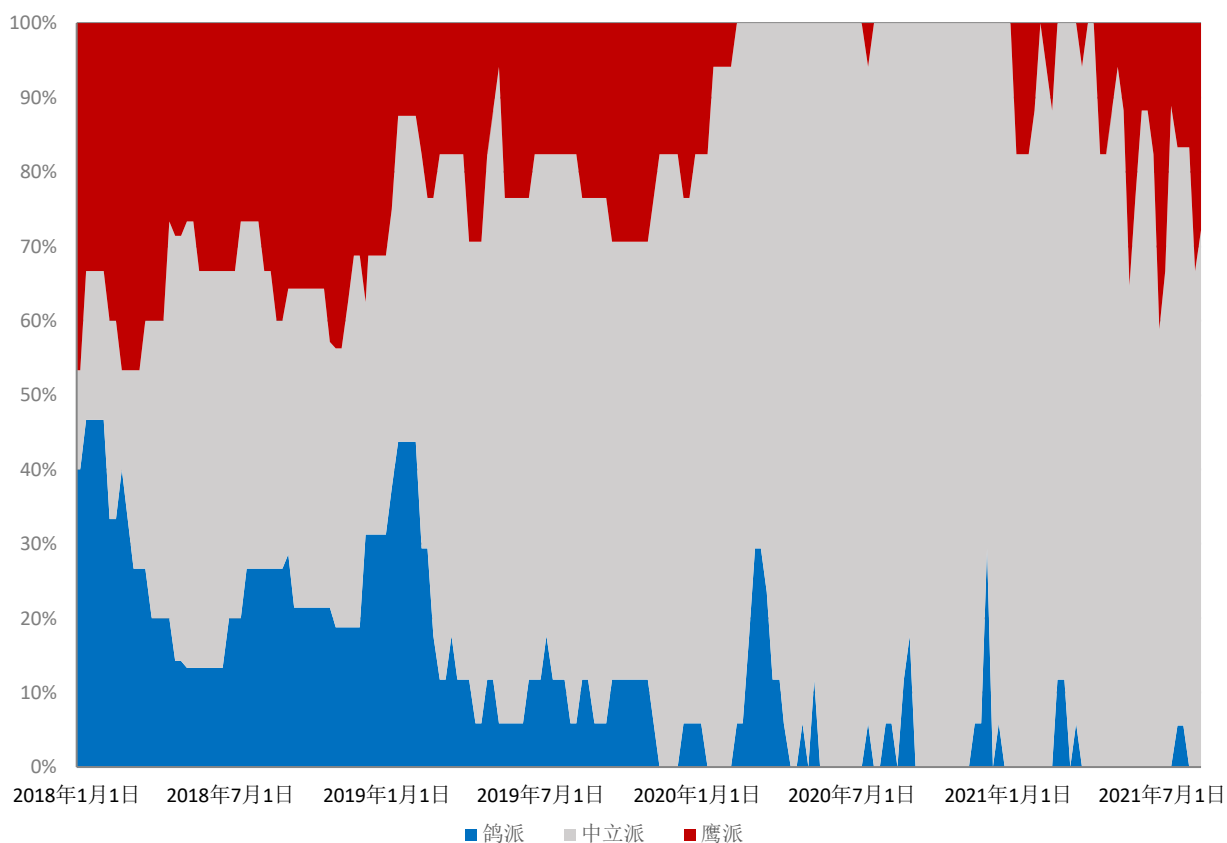
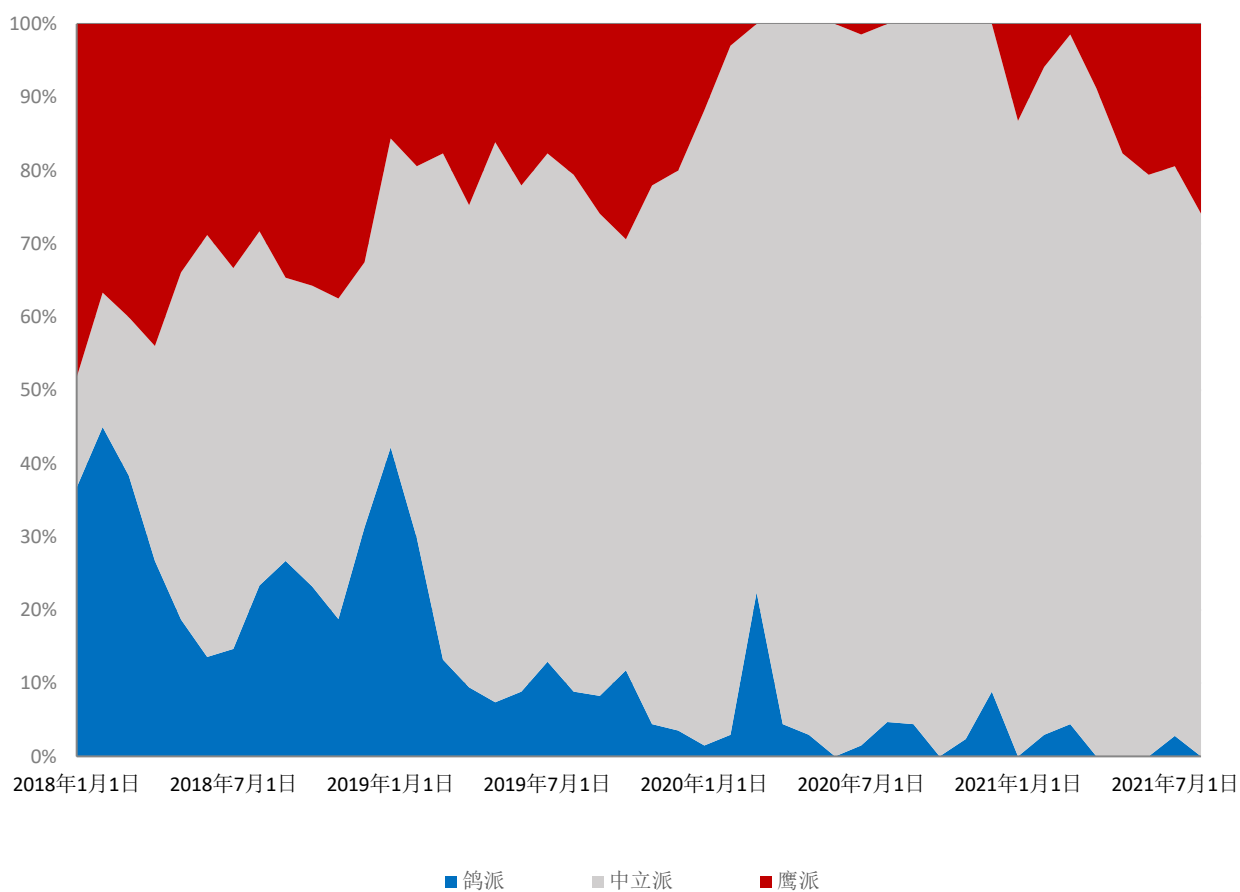
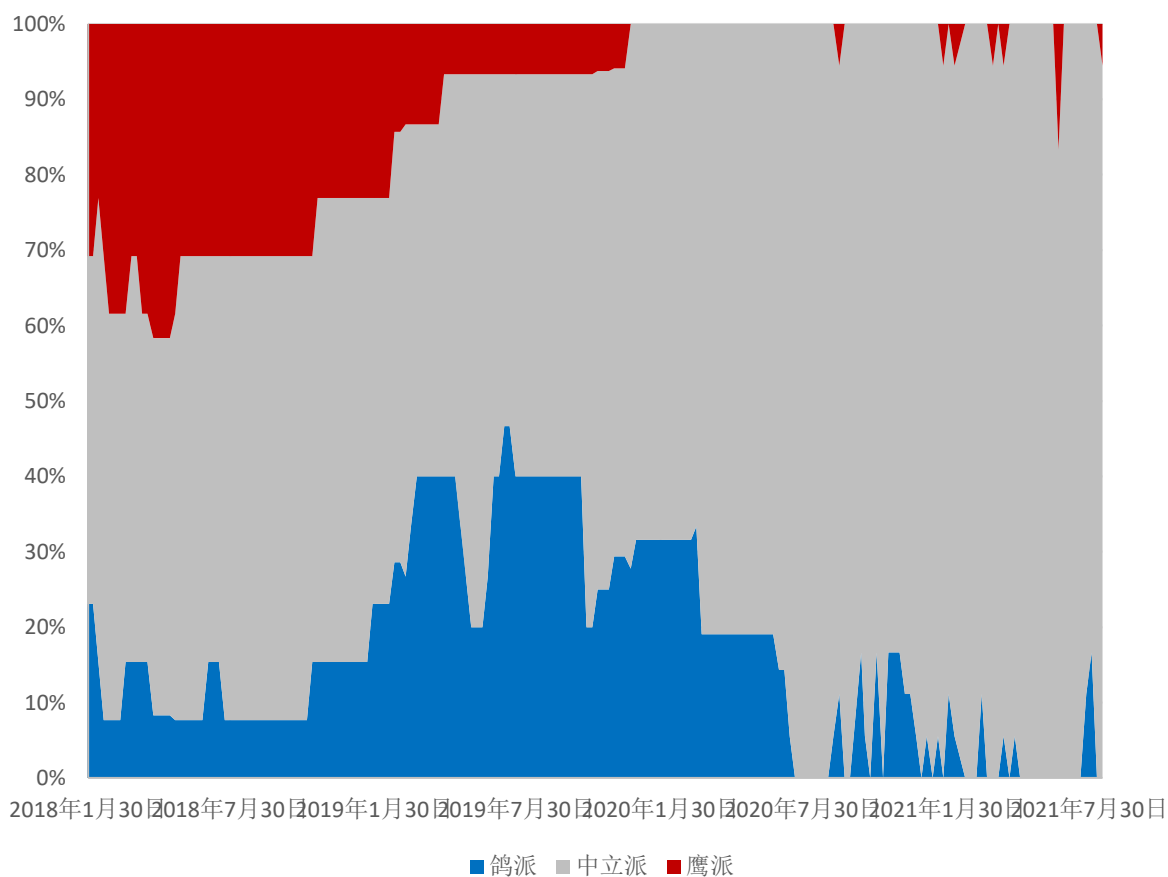


图 22: 近期美联储官员的言论基调 (月均/连续)



数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

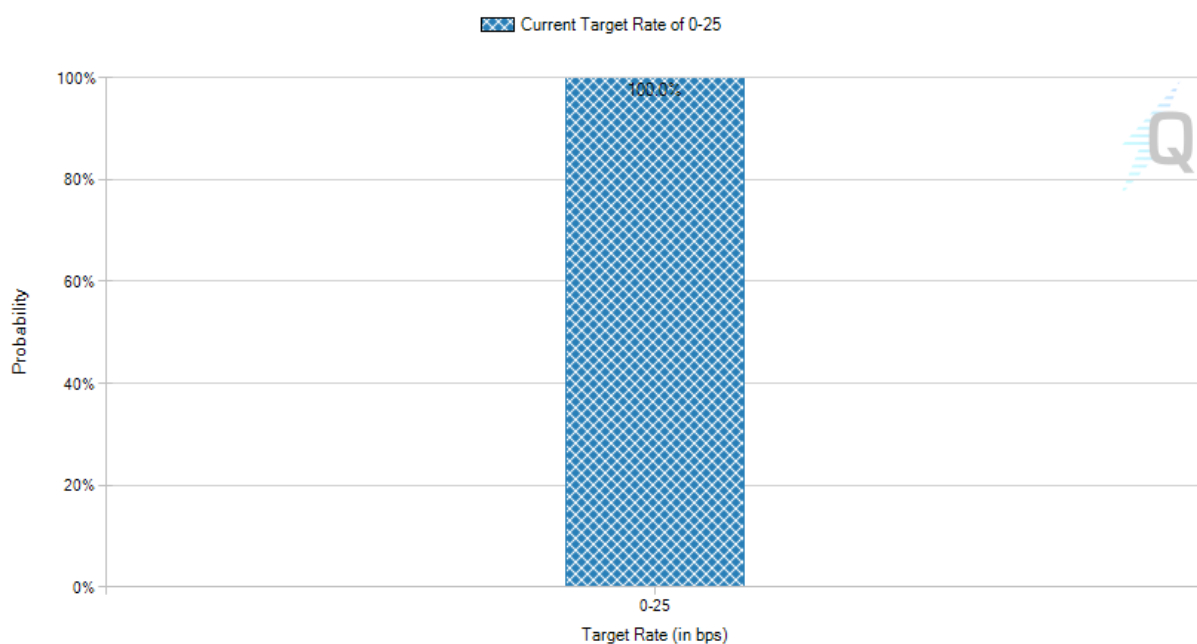
图 23：近期欧洲央行官员的言论基调（每周/连续）



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

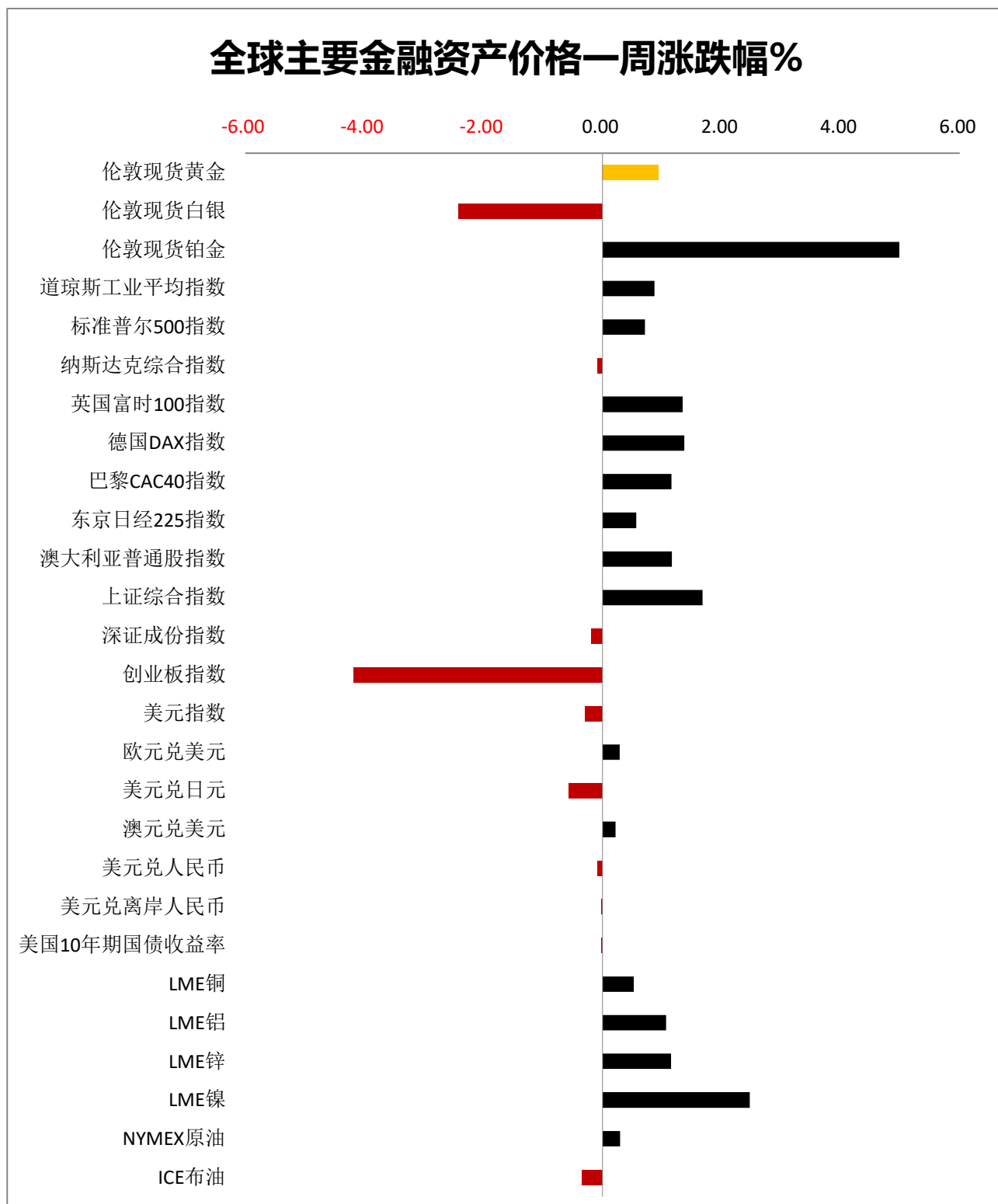
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1763.25	1780.25	1680.23	1779.22	0.94
伦敦现货白银	24.30	24.36	22.29	23.71	-2.42
伦敦现货铂	978.50	1033.73	959.09	1028.81	4.98
道琼斯工业平均指数	35229.67	35610.57	35041.24	35515.38	0.87
标准普尔 500 指数	4437.77	4468.37	4424.74	4468.00	0.71
纳斯达克综合指数	14855.75	14894.61	14692.41	14822.90	-0.09
英国富时 100 指数	7122.95	7224.46	7089.74	7218.71	1.34
德国 DAX 指数	15773.51	16030.33	15699.27	15977.44	1.37
巴黎 CAC40 指数	6818.54	6913.67	6806.98	6896.04	1.16
东京日经 225 指数	27887.03	28279.80	27808.54	27977.15	0.56
澳大利亚普通股指数	7805.90	7902.20	7799.60	7897.68	1.17
上证综合指数	3441.75	3544.09	3438.70	3516.30	1.68
深证成份指数	14738.37	15101.13	14682.94	14799.03	-0.19
创业板指数	3455.70	3471.94	3328.70	3345.13	-4.18
美元指数	92.78	93.19	92.47	92.51	-0.29
欧元兑美元	1.18	1.18	1.17	1.18	0.29
美元兑日元	110.21	110.82	109.53	109.61	-0.56
澳元兑美元	0.74	0.74	0.73	0.74	0.22
美元兑人民币	6.48	6.49	6.47	6.48	-0.09
美元兑离岸人民币	6.48	6.49	6.47	6.48	-0.02

美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.0154
LME 铜	9400.00	9620.00	9273.00	9520.00	0.53
LME 铝	2574.50	2622.50	2538.00	2611.00	1.06
LME 锌	2974.50	3055.50	2946.00	3025.00	1.15
LME 镍	19150.00	19765.00	18540.00	19685.00	2.47
NYMEX 原油	67.88	69.62	65.15	68.03	0.29
ICE 布油	70.26	71.90	67.60	70.25	-0.34

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。