工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

美联储释放鸽派信号

国际金价上攻 1820

市场研究报告

■ **本周视点：**

上周国际金价连续第三周走高。周初国际金价开盘 1779.94 美元/盎司，周中最高价为 1819.27 美元/盎司，最低价为 1775.30 美元/盎司，并报收于 1816.52 美元/盎司。美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔会议上的鸽派讲话是推动黄金价格走高的重要因素。

本周，市场将会关注周五公布的美国 8 月份的劳动力市场数据。根据杰克逊霍尔会议上鲍威尔的发言来看，目前美联储不但希望非农数据能够进一步向好，还希望看到劳动参与率的同步走高。美联储认为，这样才能证明劳动力市场出现进一步的实质性改善，并开始着手进一步的货币政策调整。9 月份起，美国联邦及各地的失业补贴福利逐渐到期，料会劳动参与率会有所提高。不过另一方面，目前德尔塔变异病毒在美国传播的形势十分严峻。从个人卫生的角度来看，我们认为美国的服务业可能会面临新一轮的冲击。因此，结合上述两个方面来看，短期内就业仍然将成为美联储货币政策的掣肘。同时，市场也可能继续沿着宽松政策的角度来交易黄金。最后，从价格走势来看，国际金价有望进一步走高，并望挑战 1840 一线。

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 30 日

相关研究报告：

8 月 25 日

银铂钯每周资讯—2021 第 31 期

8 月 23 日

美联储公布 7 月份会议纪要 QE 缩减预期阻碍金价反弹

8 月 18 日

银铂钯每周资讯—2021 第 30 期

8 月 16 日

美非农数据亮眼 美联储将逐步推出宽松

上周国际金价连续第三周走高。周初国际金价开盘 1779.94 美元/盎司，周中最高价为 1819.27 美元/盎司，最低价为 1775.30 美元/盎司，并报收于 1816.52 美元/盎司。美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔会议上的鸽派讲话是推动黄金价格走高的重要因素。

一、上周全球市场回顾

在美国的生产数据方面,8 月美国 Markit 服务业采购经理人指数初值连续第三个月下降，从前一个月的 59.9 降至 55.4，低于 58.3 的市场预期。这是 2020 年 12 月以来产出增长最慢的月份。另外，由于产能、材料供应短缺和德尔塔变异病毒传播，制造业和服务业复苏放缓。此外，员工招聘的困难使得新增就业幅度为 7 月以来最低。在价格方面，商品成本增速创下有记录以来第二快水平，同时销售价格也有所增加。

制造业方面，8 月 Markit 美国制造业采购经理人指数从 7 月份的 63.4 降至 61.2，低于 62.5 的市场预期。工厂活动的增速跌至 4 个月以来的最低。不过，虽然新订单数量的增幅放缓，但客户需求依然强劲。在生产端，材料短缺和产能压力导致产出增长放缓，积压的工作也创下了 14 年以来的第二大增幅。在用工方面，由于工资压力加大，雇员数量为年内新低。不过，投入和产出价格上涨的速度都是有记录以来最快的。

服务业方面，8 月 Markit 美国服务业采购经理人指数为 55.2，连续第三个月下降，远低于市场预期的 59.5。劳动力短缺、德尔塔变异病毒的传播以及供应链中断，使得服务业的扩张速度降至去年 12 月以来的最低。新业务增长跌至一年最低，新出口订单自 2 月以来首次下降。招聘难度增加导致新增就业岗位的速度跌至 2 月份以的最低。与此同时，在供应商价格和工资上涨的情况下，投入成本以创记录的速度大幅上升。

在美国的劳动力市场数据方面，截至 8 月 21 日，美国当周首次申领失业金人数较前一个数据增加了 4000 人，至 35.3 万人。此前四周连续下降，略不及市场预期的 35 万人。8 月 14 日当周，美国续请失业金人数降至 286.2 万人，之前一周修正后为 286.5 万人，高于市场预期的 279.0 万人。

在美国的房屋销售方面，7 月美国存屋销售增长 2%，达到 599 万套，远高于 583 万套的市场预测。价格来看，所有住房类型的价格中值为 359,900 美元，较 2020 年 7 月上涨 17.8%，连续 113 个月同比上涨。7 月美国新房销售上升 1%，与市场预测一致。这是过去 4 个月以来的首次增长。尽管如此，2020 年 7 月的新房销售仍远低于 97.2 万套，因为材料成本上涨导致的高房价继续拖累购房者的承受能力。在美国的耐用品订单方面，7 月，美国制造的耐用品新订单下降了 0.1%，低于下降 0.3%的预期。

石油方面，EIA 石油状况报告的数据显示，最近一周，美国原油库存减少了 297.9 万桶，降至 2020 年 1 月以来的最低水平，这是原油库存连续第三次下降，超过了市场预测的 268.3 万桶的降幅。汽油库存减少了 224.2 万桶，也远超预期的 155.7 万桶。

上周国际金价在周五突破了 1800 的整数关口，进一步确立了此轮的反弹走势。美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔会议上的讲话较为“鸽派”，与此前传递给市场的信息并不符合，由此也引发了美元的明显走弱和黄金的走高。

二、全球市场纵览及后市展望

在上周的杰克逊霍尔会议上，美联储主席鲍威尔的鸽派讲话，颇令市场感到意外。自 7 月中旬起美联储便通过各种讲话不断向市场表达缩减 QE 的愿景，所以会议召开前市场表现颇为谨慎。不过，会议上鲍威尔除了表示年内适合缩减 QE 外，并没有就缩减计划给出任何细节。他强调，通胀已经达到了美联储所谓的“实质性进展”且劳动力市场也在持续改善，但由于德尔塔疫情的进一步扩散，使得美联储会更加密切地对经济数据进行跟踪和评估。

此次会议上，美联储就劳动力市场和通胀问题进行了阐述。在劳动力市场方面，美联储表示失业更多地冲击了低薪的服务行业。目前的服务支出仍然较低，这导致了低于 2020 年 2 月就业水平的 600 万失业人口中，有 500 万来自服务部门。此外，目前的失业率虽然已降至 5.4%，但是由于劳动参与率较低，因此仍然需要看到劳动力市场有更加显著的进步才会达到美联储的目标。通胀水平则是美联储花费了更多笔墨来着重谈论的经济指标。美联储仍然认为，通胀是临时性的。根据美联储的评估，当前美国的通胀仍然缺乏广泛性的压力。随着劳动力市场的改进，美联储认为通胀会进步一部回落。

从会议内容来看，虽然近期民调数据反映美国消费开始受制于终端价格超工资的上涨而出现了抑制，美联储认为近期通胀的缓和是因为供给的增加而导致的。因此，美联储认为目前宽松的货币政策时合适的。不过在会议上美联储表示年内缩减 QE 是合适的，但并不代表会加息。这在很大程度上安抚了市场的紧张情绪。这也意味着，至少在未来一段时间内，充裕的流动性仍然会对资产价格形成一定的支撑。不过，我们认为一旦美联储开始缩减 QE 叠加美国债务上限重新启动，美债收益率将会重新上行，这也会重新对黄金价格形成打压。

本周，市场将会关注周五公布的美国 8 月份的劳动力市场数据。根据杰克逊霍尔会议上鲍威尔的发言来看，目前美联储不但希望非农数据能够进一步向好，还希望看到劳动参与率的同步走高。美联储认为，这样才能证明劳动力市场出现进一步的实质性改善，并开始着手进一步的货币政策调整。9 月份起，美国联邦及各地的失业补贴福利逐渐到期，料会劳动参与

率会有所提高。不过另一方面，目前德尔塔变异病毒在美国传播的形势十分严峻。从个人卫生的角度来看，我们认为美国的服务业可能会面临新一轮的冲击。因此，结合上述两个方面来看，短期内就业仍然将成为美联储货币政策的掣肘。同时，市场也可能继续沿着宽松政策的角度来交易黄金。最后，从价格走势来看，国际金价有望进一步走高，并望挑战 1840 一线。

图 1： 不同期限美元 LIBOR

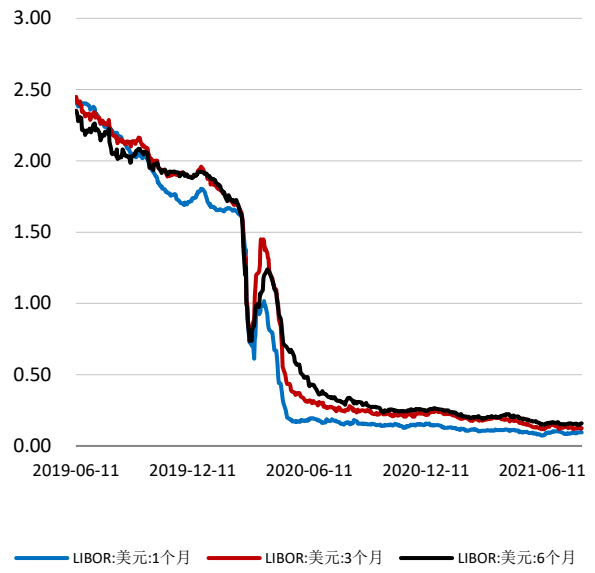


图 2：黄金与美元指数

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

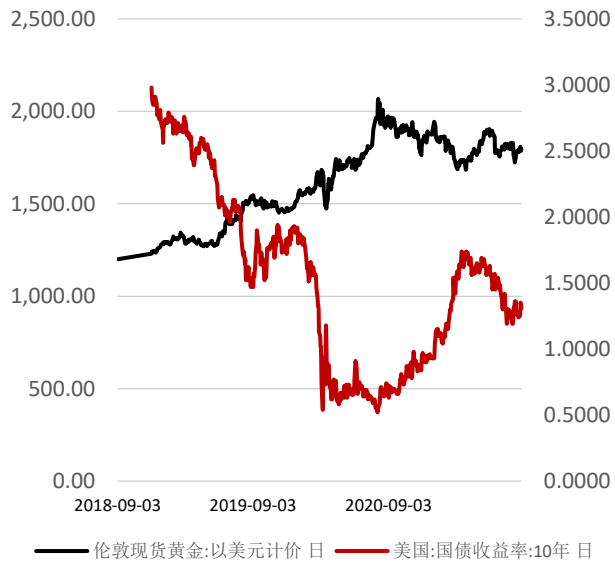
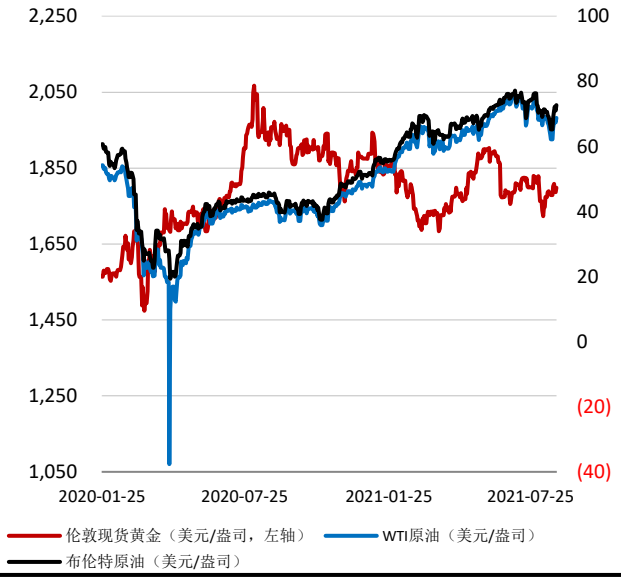


图 4：黄金与原油价格



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

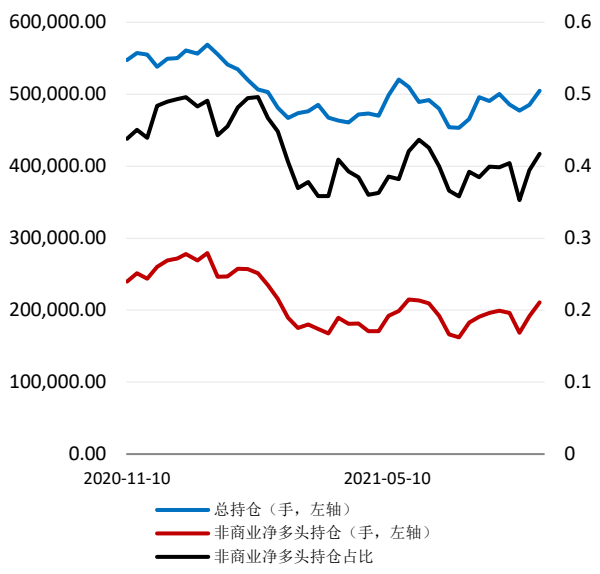
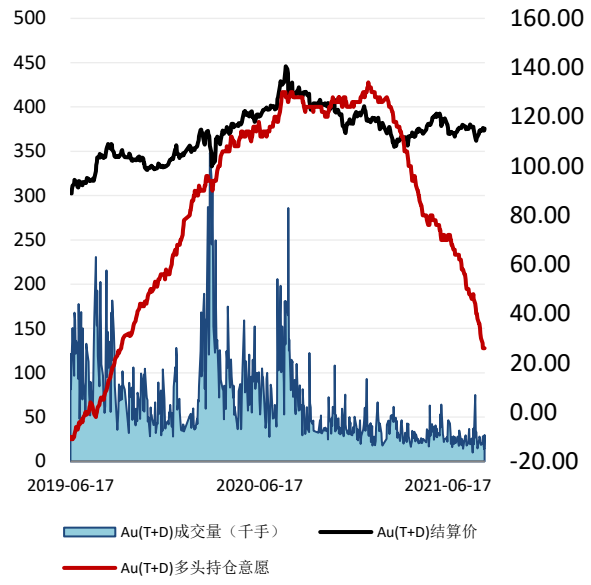


图 6：上海黄金交易所 Au(T+D)持仓意愿



数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

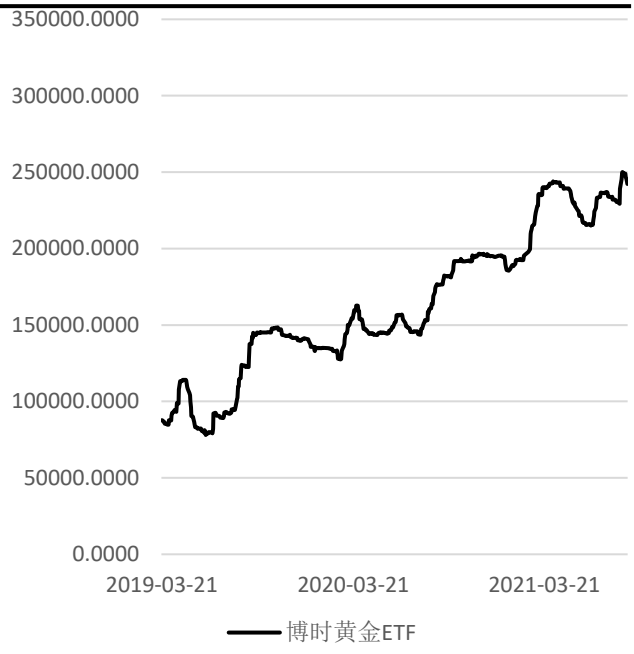
图 7： SPDR 黄金持仓与国际金价

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

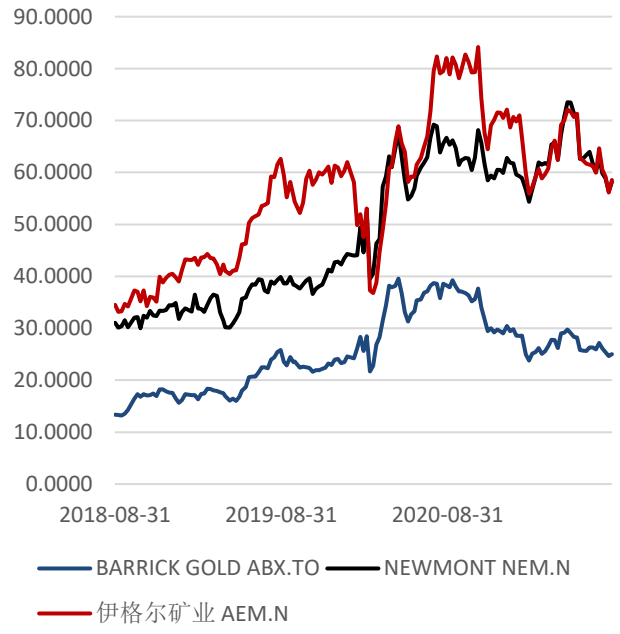


图 12：美国黄金股票指数

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

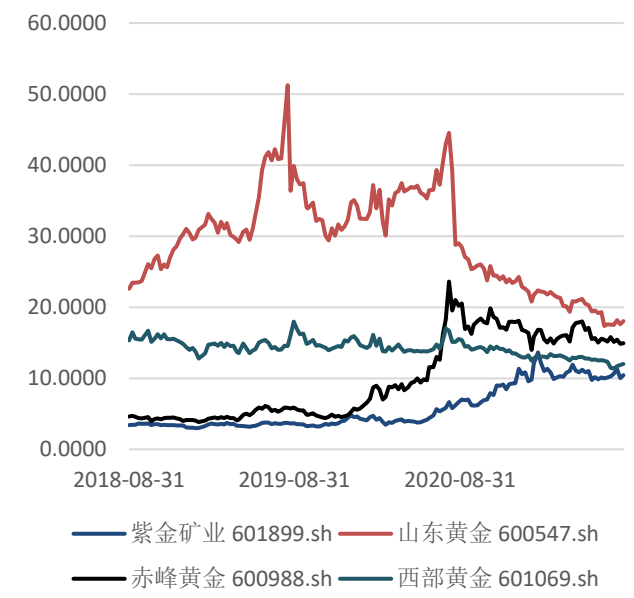
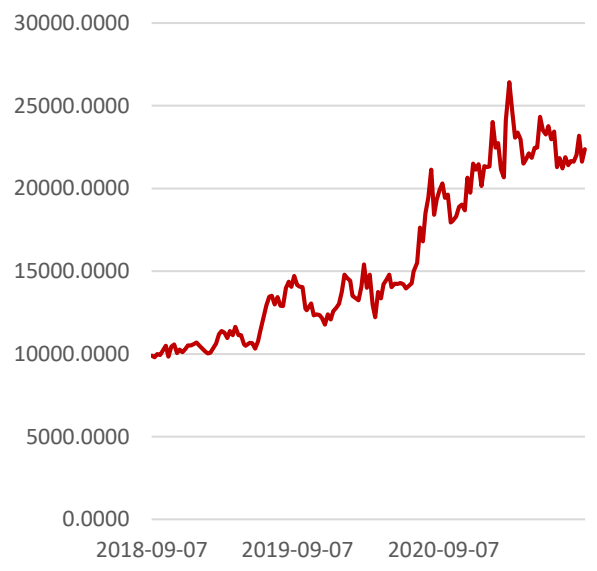
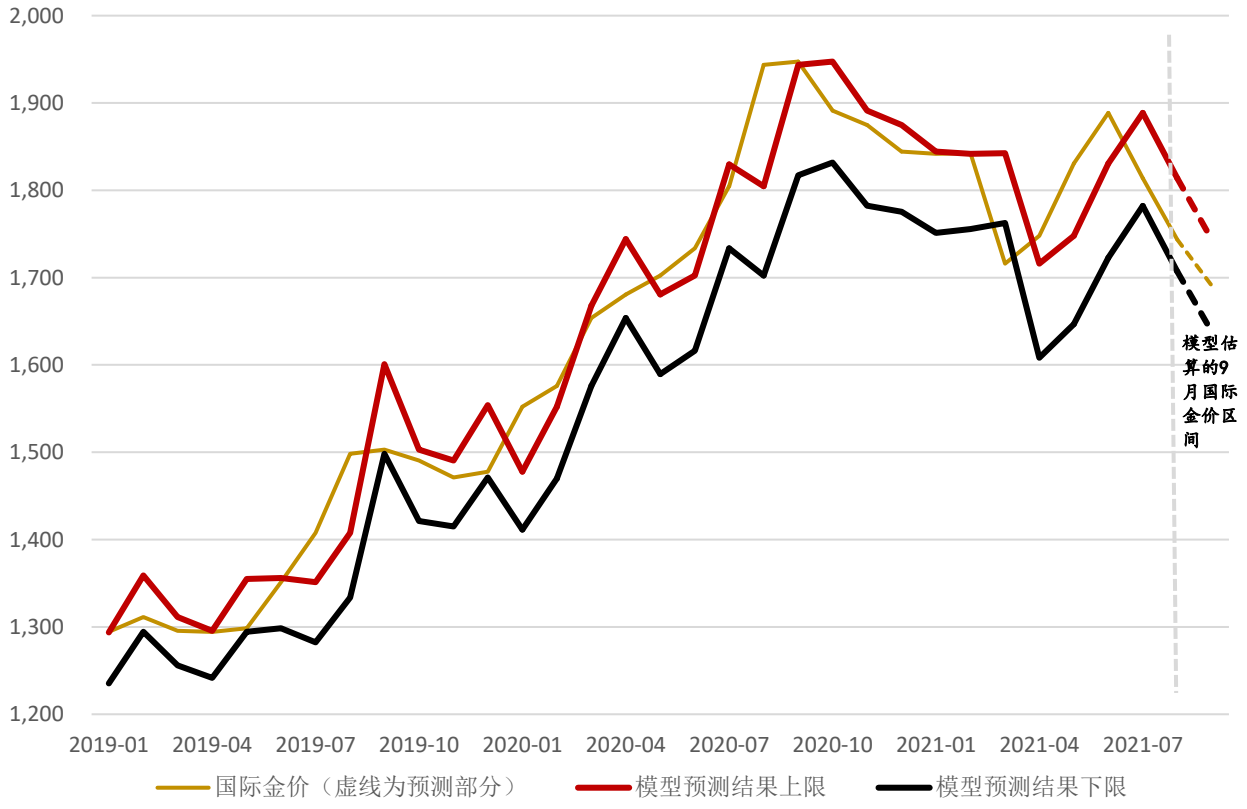


图 14：中国黄金股票指数



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 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

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 30 日	欧元区 8 月经济景气指数	117.9	公布值＞预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 8 月达拉斯联储商业活动指数	23	公布值＞预期值：利多美元，利空国际金价
8 月 31 日	欧元区 8 月 CPI 年率初值	2.7%	公布值＞预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 8 月芝加哥 PMI	69.8	公布值＞预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 8 月谘商会消费者信心指数	124	公布值＞预期值：利多美元，利空国际金价
9 月 1 日	美国 8 月 ADP 就业人数(万人)	57.5	公布值＞预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 8 月 Markit 制造业 PMI 终值	61.2（前值）	公布值＞预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 8 月 ISM 制造业 PMI	59.1	公布值＞预期值：利多美元，利空国际金价
9 月 2 日	欧元区 7 月 PPI 月率	1.40%（前值）	公布值＞预期值：利空美元，利多国际金价
	美国至 8 月 28 日当周初请失业金人数(万人)	35.3（前值）	公布值＞预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 7 月工厂订单月率	0.60%	公布值＞预期值：利多美元，利空国际金价
9 月 3 日	欧元区 8 月服务业 PMI 终值	59.7	公布值＞预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 8 月季调后非农就业人口(万人)	76.3	公布值＞预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 8 月 Markit 服务业 PMI 终值	55.2（前值）	公布值＞预期值：利多美元，利空国际金价

	美国 8 月 ISM 非制造业 PMI	63	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	鹰派	美国经济基本上取得了进一步的进展；9 月份就开始讨论缩减购债规模的计划是合适的；希望可以在今年某个时候开始缩减购债规模，并在 2022 年年中完成缩债；没有必要采取危机最严重时的那种宽松政策。五年平均通胀率远高于 2%；美联储在宏观层面已经达到了缩减购债规模的标准；德尔塔毒株是一个问题，但现在这一问题因疫苗接种变得不同；基准仍然是通胀将回落，但何时回落尚不确定；接触人士表示，德尔塔毒株没有改变他们的经济前景，仍然看到强劲的需求。经济已经取得了很大进展，是时候减缓脚步了；“基本已经达到了”开始缩债的标准；真正的风险是，德尔塔变异株是否会导致需求比预期更大的回落；希望利用 9 月的美国联邦公开市场委员会（FOMC）会议来讨论缩债的速度和时机。利率的改变需要更长的时间；加息不是今天的话题，是在缩债之后；即使出现一些回落，认为经济仍将保持强劲；美国经济还未达到就业最大化；美联储需要让经济继续向前发展，然后评估利率是否需要调整。
费城 哈克	否	鹰派	有一些证据表明，通胀压力可能并非如此短暂，货币政策目前无法明确解决阻碍经济发展的供应限制问题；美联储已经在通货膨胀方面取得了实质性的进一步进展；支持尽早缩债，但德尔塔等变异株仍然是威胁。美联储应在考虑加息前结束缩债；仍然支持缩减购债规模，不认为目前这对经济有所帮助；美联储应该关注数据的变化，看看加息是否合适。希望缩债过程尽可能简单。鲍威尔的讲话阐明了美国联邦公开市场委员会（FOMC）的关注点在政策；问题在于货币政策是否是解决当前失业问题的正确工具。美联储已经达成共识，认为缩减购债规模应该在今年某个时点进行；预计 8 月份会有更多的职位开放，填补

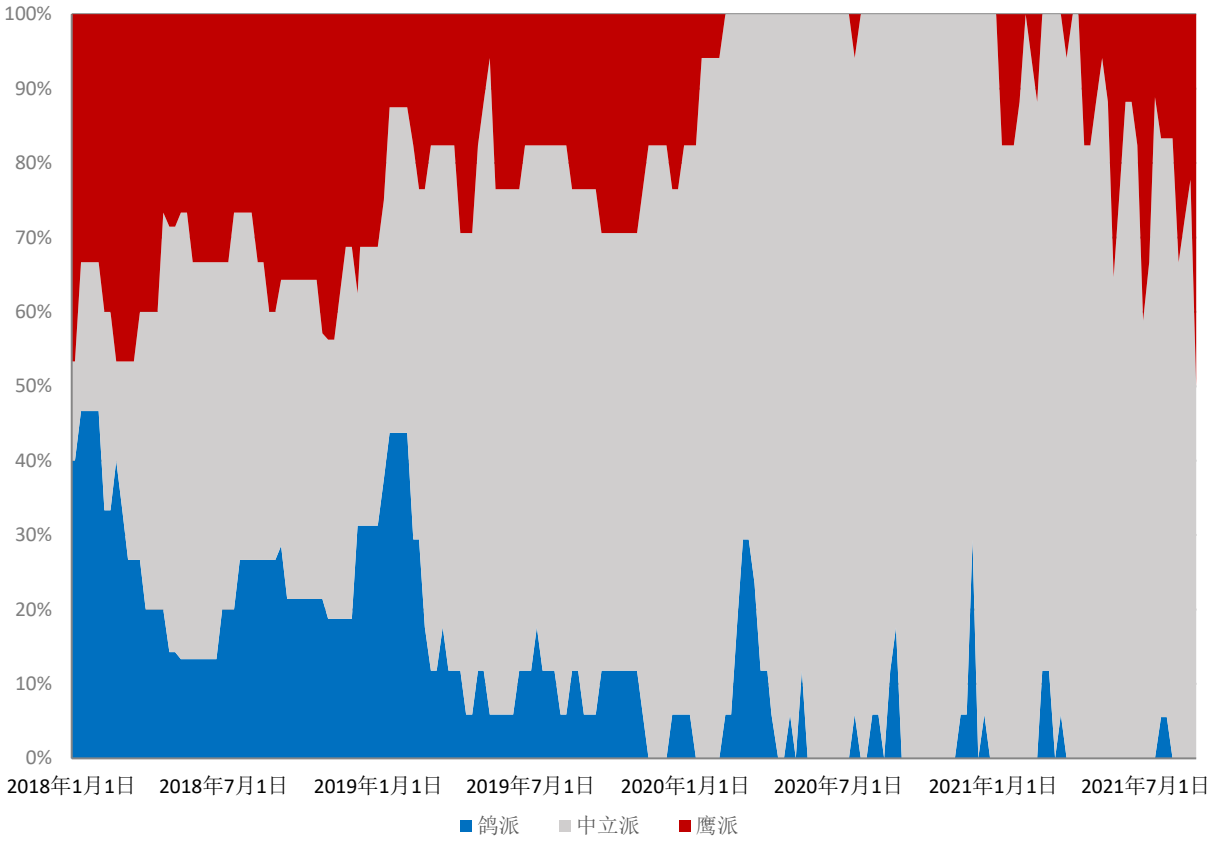
			这些职位空缺会遇到更多困难。通胀上升持续的时间可能比我们想象的要长；正在关注出现了更高通胀的行业，以及通胀是否会波及其他未受新冠疫情影响的行业；通货膨胀的风险明显高于美联储所预计的水平。
亚特兰大 博斯蒂克	是	鹰派	如果美国就业增长保持强劲，从 10 月份开始缩减债券购买计划是合理的；重要的是美联储要开始讨论在应用新的平均通胀框架时将使用什么时间范围，并在实践中如何应用时保持透明；如果 8 月份的就业增长与 6、7 月份类似，那么衡量开始缩减购债规模的指标就会取得实质性进展；希望缩减计划一旦开始就尽快结束，在 2022 年第一季度结束不会令人反感。经济的前景并没有因德尔塔毒株而发生实质性改变，认为经济增长会有所放缓，但这是从非常高的水平开始的；通胀的基础相当牢固，合理的指标显示，美联储已经实现了平均 2%的通胀目标；一旦明确可能加息的时间即将到来，对实现广泛、包容性的充分就业的判断将是一个博弈决策。最新的通胀数据并不令人意外；高通胀持续时间超出预期；相当稳健的经济增长处于良好轨道上；经济的强劲要求美联储减少经济支持；由于经济强劲，可以比上次更快地进行缩债。
美联储副主席 克拉利达	是	鹰派	如果劳动力市场继续如预期增长，将支持缩减债券购买；通胀已经经受了实质性的进一步考验；劳动力市场已经取得进展，预计劳动力市场将在秋季继续增长；预计高通胀是暂时的。如果看到通胀持续上升的证据，美联储将使用工具引导它回到目标水平；有充分的理由相信，在 2022 年和 2023 年，通胀率将回到接近 2%的目标。财政政策将是我们评估何时应该加息的重要因素；财政政策配合货币政策对需求的支持，可以使美国经济在明年初恢复到危机前的增长轨道。
旧金山 戴利	是	中立	
美联储主席 鲍威尔	是	鹰派	今年开始缩债是合适的；就业持续增长，通货膨胀回归目标；政策时机不合时宜的行为可能特别有害。缩债不会直接传递加息的时机信号；为了达到最大限度的就业，政策需要覆盖很多领域。当前的通胀是个问题，但是暂时性的；长期通胀预期与 2%的目标相一致；不能想当然地认为短期通胀会消退。希望看到持续强劲的就业增长；我们去年在长期目标和货币政策方面所做的改变足以应对当前的挑战；自 7 月以来，在就业方面取得了更多进

			展，但德尔塔毒株也进一步扩散了；在实现就业最大化前还有很长的路要走。经济的迅速恢复带来了通货膨胀的急剧上升。如果持续的高通胀成为一个严重的问题，美联储肯定会做出反应，并使用工具确保通胀保持在与我们的目标相符的水平；到目前为止，美联储的政治立场是正确的。
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	鹰派	目前没有看到任何事情会让实质性地改变自己的看法，仍然认为，在 9 月份的会议上，是时候宣布缩减购债计划，并在 10 月份或之后不久开始缩债。更倾向于在 8 个月内左右内缩减购债规模；宁愿尽早开始缩债并逐步完成缩债；美联储已经准备好开始缩债；经济中不存在需求问题，经济具有很强的弹性。美联储应该尽快开始资产购买调整；缩债决定应该与利率决定分开。
堪萨斯城 乔治	2022	鹰派	美联储应在今年开始缩减债券购买，预计近期的高通胀数据将有所缓和；尽管德尔塔堵毒株存在风险，但经济仍以强劲的速度增长；是时候开始调整美联储的宽松政策，对缩债的步伐以及何时结束持开放态度，认为“有充分理由”比上次更快地缩减购债规模，9 月会议的沟通将反映关于缩减的讨论。
圣路易斯 布拉德	2022	鹰派	通货膨胀比预期的要高；预计 2022 年通胀率至少为 2.5%；美联储应该“开始”缩减购债规模，到 2022 年第一季度结束缩债；经济已经适应了疫情；认为德尔塔毒株会推迟缩减量化宽松的风险不大。快速结束缩债为加息提供了选择，如果通胀有所缓和，结束缩债可以推迟；在 2022 年第一季度末完成缩债将给美联储带来选择；经济正在蓬勃发展，不需要更多的经济刺激；不想要太多的通胀，这会影响美国穷人；寻求金融稳定是缩减购债规模的一个好理由。美联储应在缩减购债计划完成后，允许其到期持有的资产流出，让资产负债表逐渐缩水。如果通胀迅速缓和，则美联

			储做法是好的，但如果通胀持续时间更长，美联储可能需要对通胀施加下行压力。美联储需要有选择性，以防通胀没有缓和下来；如果今年 GDP 增长 6%，2022 年增长 4%，就业机会就会增加；最令人担忧的是，企业高管们的言论将会传导到物价上。支持美联储以较快的速度缩减购债规模；支持每月缩减 200 亿美元的国债，缩减 100 亿美元的住房抵押贷款支持证券。
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	鹰派	在通胀问题上确实取得了进展;再多一份好的就业报告就足以让我们开始缩债了;希望今年尽早开始缩债，没有理由再等下去了。除非新冠疫情的影响蔓延到经济领域，否则不会查看疫情的数据；德尔塔毒株或使复苏面临下行风险,但经济将一如既往地向前发展。认为恢复 85%的就业就是重大进展，但这还不足以支持加息;若下周五公布的报告显示 8 月就业岗位增加至少 85 万个，美联储将可以开始缩减其每月 1200 亿美元的资产购买计划。

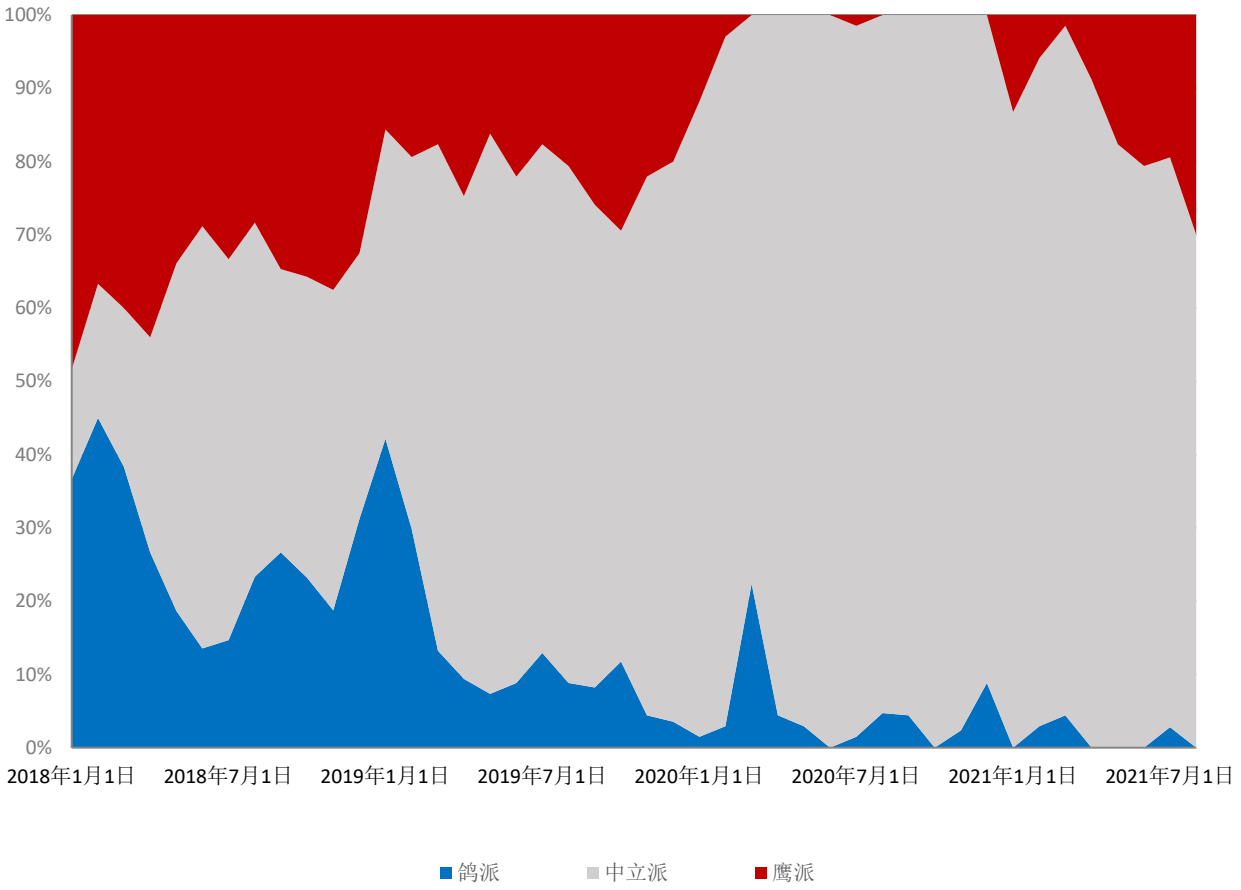
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 21：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



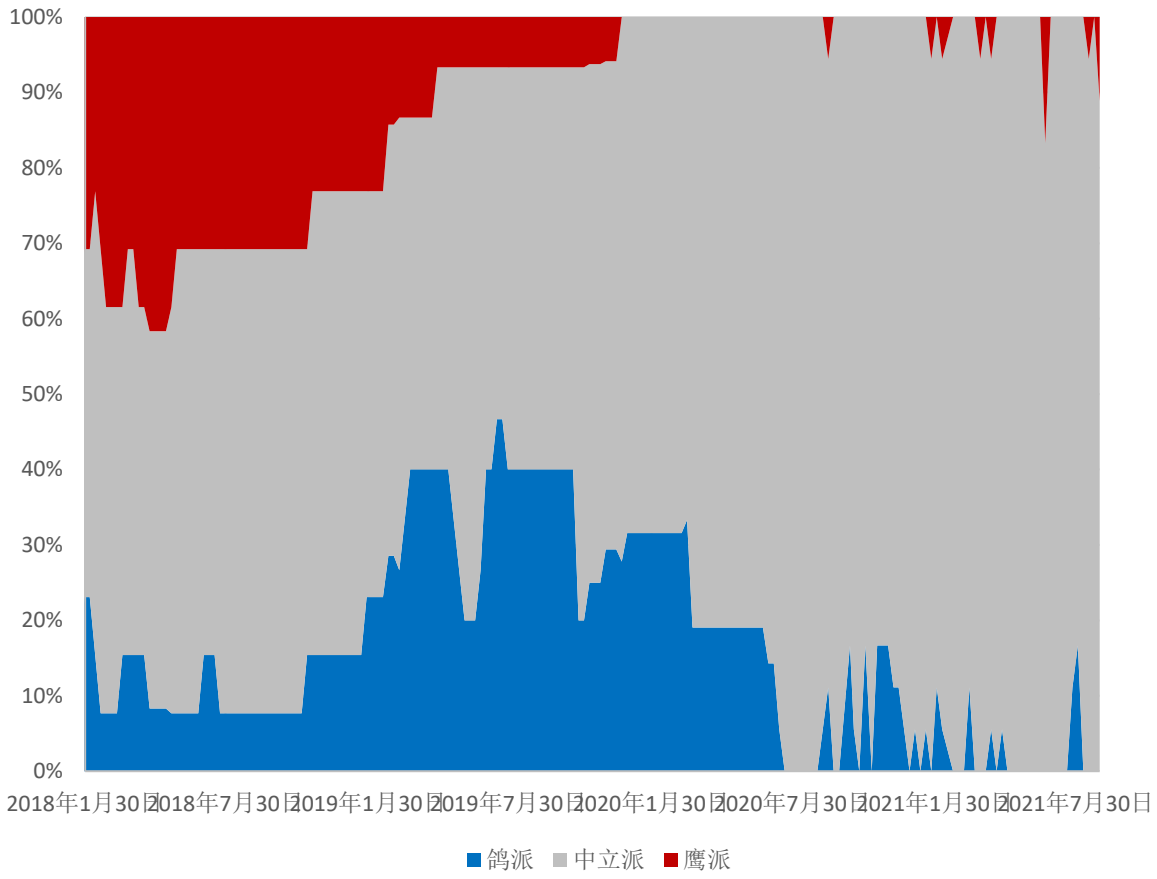
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 22：近期美联储官员的言论基调（月均/连续）



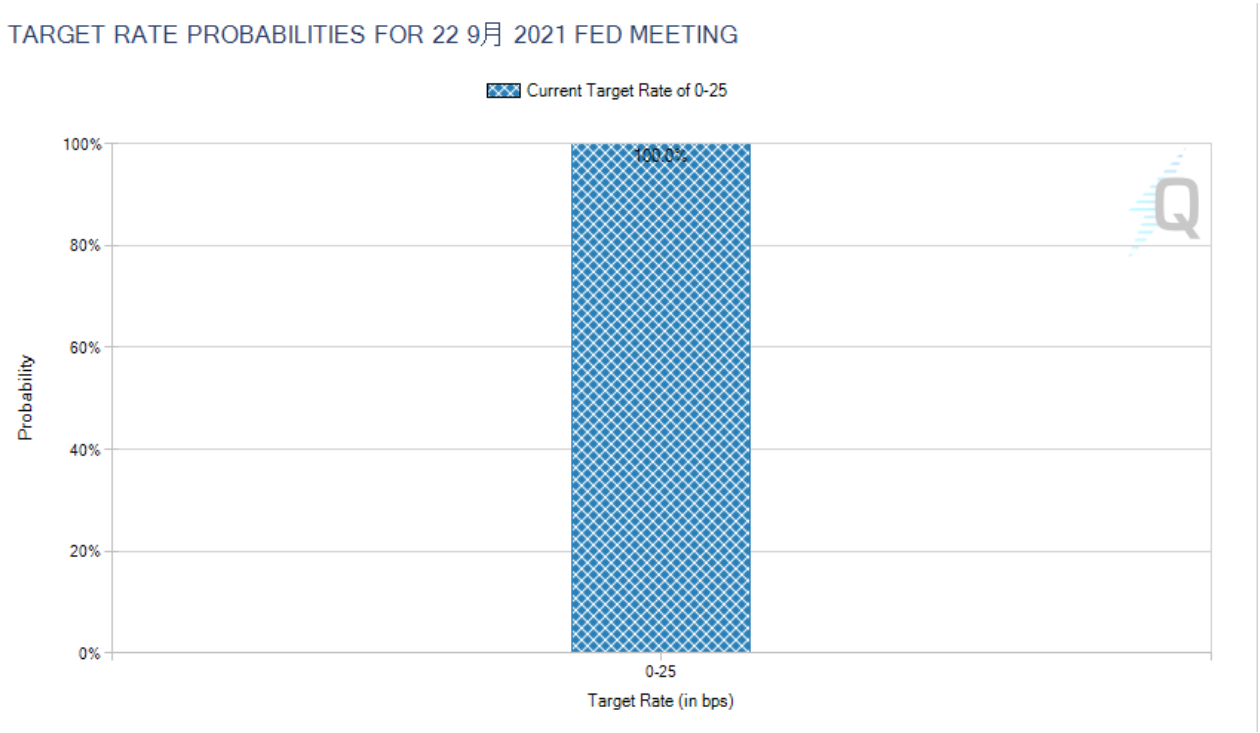
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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



数据来源：芝加哥商业交易所集团，CME Group

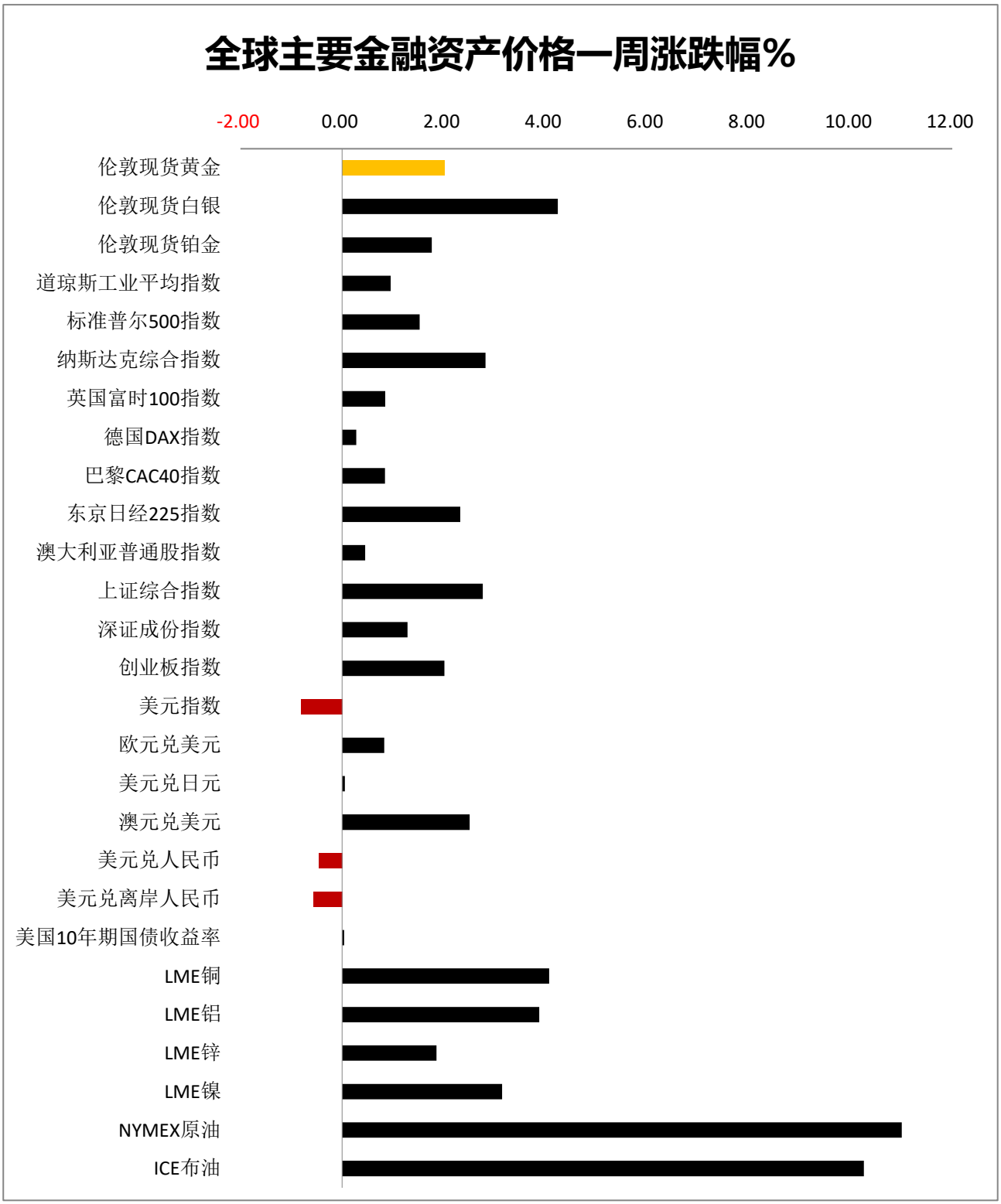
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1779.94	1819.27	1775.30	1816.52	2.01
伦敦现货白银	23.00	24.11	22.95	23.99	4.24
伦敦现货铂	995.00	1024.32	974.50	1012.50	1.77
道琼斯工业平均指数	35160.97	35501.14	35160.97	35455.80	0.96
标准普尔 500 指数	4450.29	4513.33	4450.29	4509.37	1.52
纳斯达克综合指数	14776.98	15144.48	14776.98	15129.50	2.82
英国富时 100 指数	7087.90	7157.60	7076.06	7148.01	0.85
德国 DAX 指数	15930.72	15932.62	15701.85	15851.75	0.28
巴黎 CAC40 指数	6699.32	6717.77	6618.69	6681.92	0.84
东京日经 225 指数	27193.10	27897.72	27193.10	27641.14	2.32
澳大利亚普通股指数	7725.10	7818.90	7725.10	7760.07	0.45
上证综合指数	3436.80	3540.39	3436.67	3522.16	2.77
深证成份指数	14296.95	14710.01	14260.08	14436.90	1.29
创业板指数	3218.97	3368.65	3202.81	3257.07	2.01
美元指数	93.46	93.51	92.63	92.70	-0.81
欧元兑美元	1.17	1.18	1.17	1.18	0.83
美元兑日元	109.79	110.31	109.41	109.85	0.05
澳元兑美元	0.71	0.73	0.71	0.73	2.51
美元兑人民币	6.49	6.50	6.47	6.47	-0.46
美元兑离岸人民币	6.50	6.50	6.46	6.46	-0.57

美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0389
LME 铜	9073.00	9458.50	9058.50	9420.00	4.07
LME 铝	2557.50	2697.00	2557.50	2654.00	3.87
LME 锌	2939.00	3046.00	2919.50	2987.50	1.86
LME 镍	18445.00	19285.00	18445.00	19005.00	3.15
NYMEX 原油	61.96	69.05	61.74	68.67	11.01
ICE 布油	64.97	72.42	64.60	71.67	10.26

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。