

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

美非农数据大幅不及预期
国际金价继续走强

市场研究报告

■ 本周视点:

上周国际金价连续第三周走高。周初国际金价开盘报 1817.99 美元/盎司，周中最高价为 1834.01 美元/盎司，最低价为 1800.80 美元/盎司，并报收于 1827.29 美元/盎司。美国 8 月份不及预期的非农就业数据是推动国际金价上行的主要因素。

后市来看，我们认为美联储仍然会维持目前的宽松政策。至少在预期引导上美联储会进一步维持较为鸽派的宽松预期。不过，维持目前的宽松政策不代表美联储会推迟缩减量化宽松，我们认为美联储仍然会在今年四季度开始缩减购债规模。同时，由于美联储隔夜逆回购工具用量屡创新高，并不断冲击美联储的政策利率下限。美联储可能会进一步提高单一交易对手用量，甚至取消用量限制，以满足市场对于天量流动性对于资产的追求。但中期来看，由于未来经济不确定性增加，美联储会进一步弱化加息预期。因此我们认为国际金价将会继续走高，并有望挑战 1850 美元这一水平。

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 09 月 06 日

相关研究报告:

9 月 1 日

银铂钯每周资讯—2021 第 32 期

8 月 30 日

美联储释放鸽派信号 国际金价上攻
1820

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

上周国际金价连续第三周走高。周初国际金价开盘报 1817.99 美元/盎司，周中最高价为 1834.01 美元/盎司，最低价为 1800.80 美元/盎司，并报收于 1827.29 美元/盎司。美国 8 月份不及预期的非农就业数据是推动国际金价上行的主要因素。

一、上周全球市场回顾

在国内的生产数据方面，上周公布的 8 月份官方制造业采购经理人指数从一个月前的 50.4 降至 50.1，且低于市场预期的 50.2。这是自 2 月以来制造业扩张速度最慢的一个月。德尔塔变异病毒带来的疫情并导致部分地区经济活动放缓，以及居高不下的材料成本都是导致 PMI 指数下跌的因素。从分项数据来看，产出和采购水平都有所放缓，而新订单、出口销售和就业则出现萎缩。在价格方面，生产投入和终端销售价格继续上涨，但涨幅放缓。另外，官方非制造业采购经理人指数从上月的 53.3 跌至 47.5。这也是 2020 年 2 月份以来服务性行业首次出现萎缩，受到德尔塔变异病株在国内部分省市扩散的影响，服务业承受了一定的压力。从分项数据来看，价格数据显示投入成本价格放缓，销售价格 10 个月来首次下降。

8 月份，财新中国综合采购经理人指数从 7 月的 53.1 降至 47.2。制造业和服务业指数的双双下跌导致了综合 PMI 的下滑。新订单出现了 16 个月以来的首次下降，就业人数也有所下滑。与此同时，供应链继续受到影响，导致原材料价格居高不下，产出价格上升，通胀压力不减。分部门来看，财新中国制造业 PMI 从 7 月份的 50.3 降至 8 月的 49.2，低于市场预期的 50.2，这是去年 4 月以来工厂活动首次出现萎缩。供应链的瓶颈问题和原材料价格高企导致产出出现了自 17 个月以来的首次萎缩。同时，新订单也连续第二个月下降，为 16 个月以来最大降幅。出口销售出现了自 2 月份以来的首次萎缩。就业人数增幅下降，积压工作则以 5 月份以来最快的速度增长。投入价格三个月来首次回升，而零售价格仅小幅上涨，且涨幅有所回升。在服务业方面，财新中国综合服务 PMI 从 54.9 降至 46.7。这是自 2020 年 4 月以来服务活动首次出现萎缩。新订单也出现了 16 个月来以来的首次下降，就业人数在 3 个月内第二次下降。新的出口业务连续第二个月基本保持不变。价格数据显示，由于人工成本上升和运输费用增加，投入品价格小幅上涨，而产出价格在 7 月份稳步上涨后有所下降。

欧洲的通胀数据方面，由于需求的稳步复苏和低基数效应，欧元区的消费者物价指数同比从上月的 2.2% 升至本月的 3%，远高于市场预期的 2.7%。其中价格上涨最主要来源是能源。另外，不包括能源、食品、酒精和烟草价格波动的年度核心通胀率攀升至 1.6%，7 月以来的最高水平，但低于欧洲央行 2% 的目标。

周中美国公布了多个劳动力市场数据。申请失业金人数方面，截至8月28日美国当周首次申请失业救济金的人数降至34万人，为2020年3月以来的最低水平，低于市场普遍预期的34.5万人。与此同时，劳动力供应短缺继续对经济产生影响，但企业仍然难以招到足够的人手来填补空缺。截至8月21日，美国持续申请失业救济人数从之前一周的290.8万人降至274.8万人，低于市场预期的277.5万人。新增就业方面，8月美国ADP就业人数为37.4万名工人，好于7月的32.6万人，但远低于市场预期的61.3万人。8月美国新增非农就业人数为23.5万，为7个月来的最低水平，远低于75万个新增岗位的市场预测。此外，失业率由预期的5.4%微降至5.2%，而劳工参与率则维持在61.7%。最后，人工平均小时收入环比上升0.6%，超过市场预计的0.3%。

美国的房屋价格方面，6月美国房屋均价较上月上涨了1.6%，同比飙升18.8%，创下历史最大涨幅。

在宏观事件方面，由于8月份的通胀初值达到了3%的水平并创下十年新高，欧洲央行官员表示将会考虑缩减疫情紧急购债项目规模。

二、全球市场纵览及后市展望

上周国际金价继续上涨，在经历了数日的调整后，大幅不及市场预期的非农就业数据，明显打压了市场的乐观情绪。不过，小幅回落的失业率以及维持不变的劳动参与率，显示劳动力市场维持改善，但是复苏动能有所放缓。根据美国劳动力市场状况报告来看，服务业及政府教育两个部门所提供的就业岗位大幅萎缩，这显然与近期德尔塔变异病毒带来的冲击密不可分。由于美国全国各地的疫情失业救济金即将到期，届时申请失业金人数将会逐级降低，而反应劳动力市场改善情况的非农数据将会更受关注。由于8月份的非农数据远不及预期，市场开始推后对年内美联储缩减量化宽松的预期，并降低了2022年年底启动加息的预期。美元指数和美债收益率双双下滑，国际金价则收复了1820的关口。

我们认为由于劳动力复苏不及市场预期，类滞胀的预期将会重新回到投资者视野中。一方面，德尔塔变异毒株对于供给侧的干扰持续不断，供给冲击导致的产出缺口难以避免，并将继续拖累经济复苏。另一方面，供应链紧俏引发的商品价格上涨也会导致通胀压力不减。在这种经济形势不明朗的情况下，市场更需要关注美联储9月份的召开的议息会议，特别是缩减量化宽松的具体时间。此前，美联储一直在向市场传递供给冲击引发的价格上涨是暂时的。实际情况是，由于部分地区仍受疫情的冲击，因此供给冲击对于通胀的推动仍将维持一段时间。预计在未来的一段时间内，全球高通胀低增长的经济态势仍将维持一段时间。

在美联储的政策方面，我们认为美联储仍然会维持目前的宽松政策。至少在预期引导上美联储会进一步维持较为鸽派的宽松预期。不过，维持目前的宽松政策不代表美联储会推迟缩减量化宽松，我们认为美联储仍然会在今年四季度开始缩减购债规模。同时，由于美联储隔夜逆回购工具用量屡创新高，并不断冲击美联储的政策利率下限。美联储可能会进一步提高单一交易对手用量，甚至取消用量限制，以满足市场对于天量流动性对于资产的追求。但中期来看，由于未来经济不确定性增加，美联储会进一步弱化加息预期。因此我们认为国际金价将会继续走高，并有望挑战 1850 美元这一水平。

图 1：不同期限美元 LIBOR

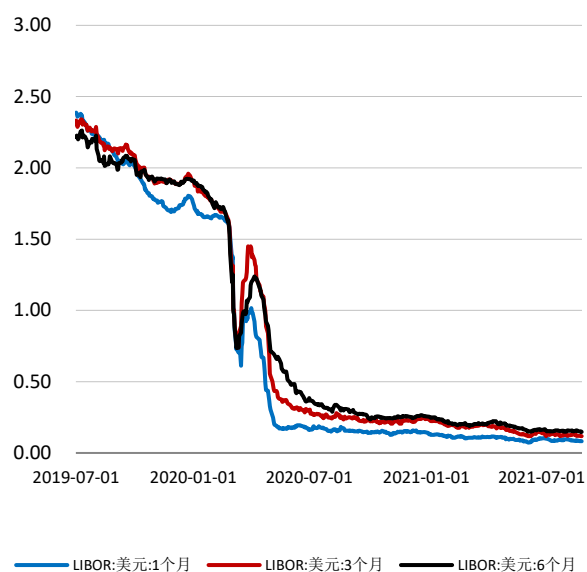


图 2：黄金与美元指数

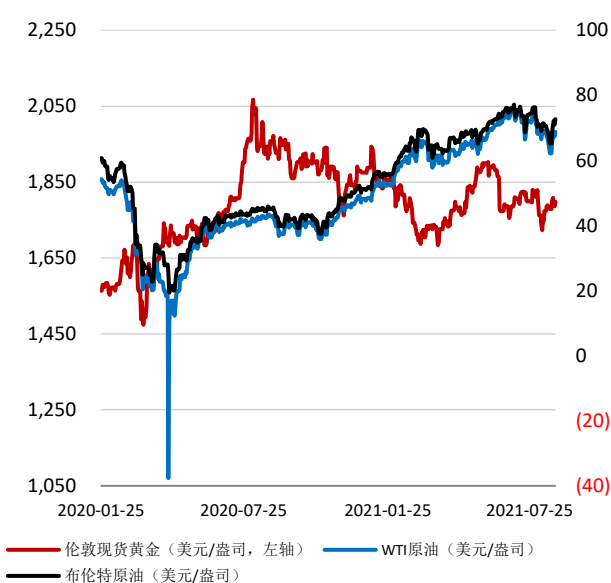


数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

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

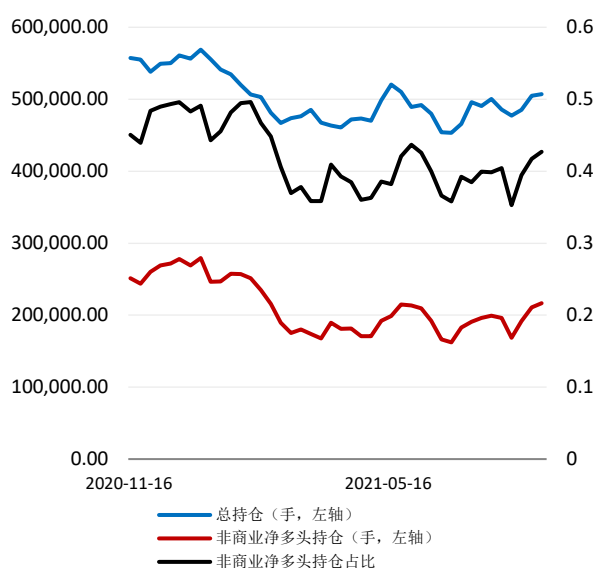
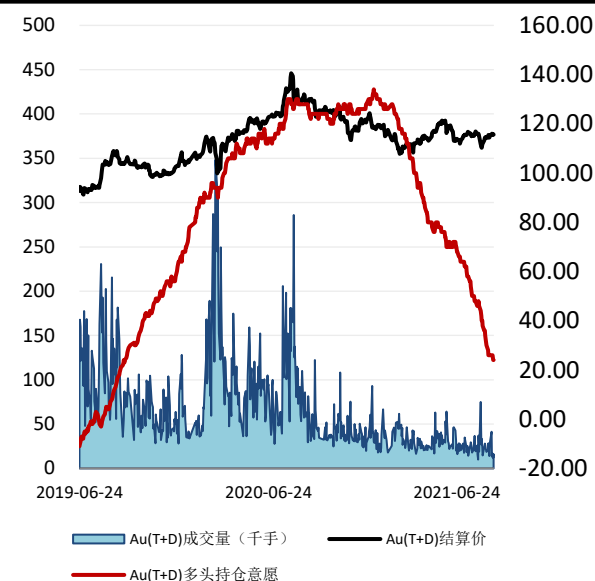


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

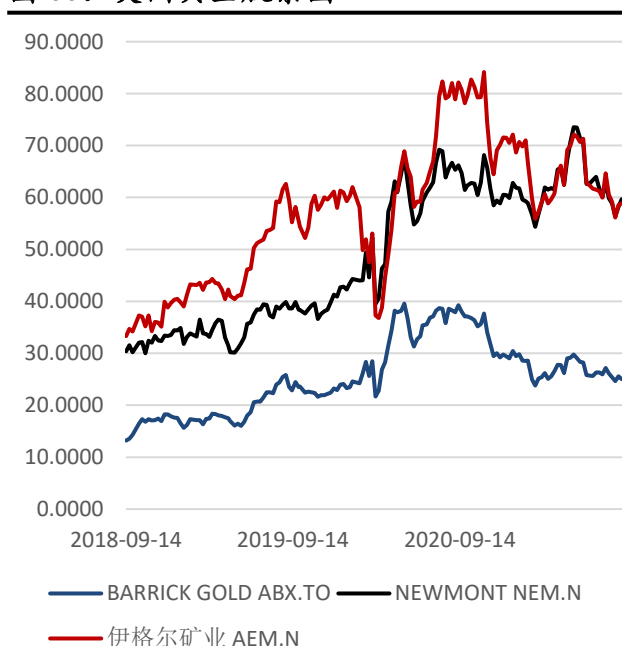


图 12：美国黄金股票指数



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

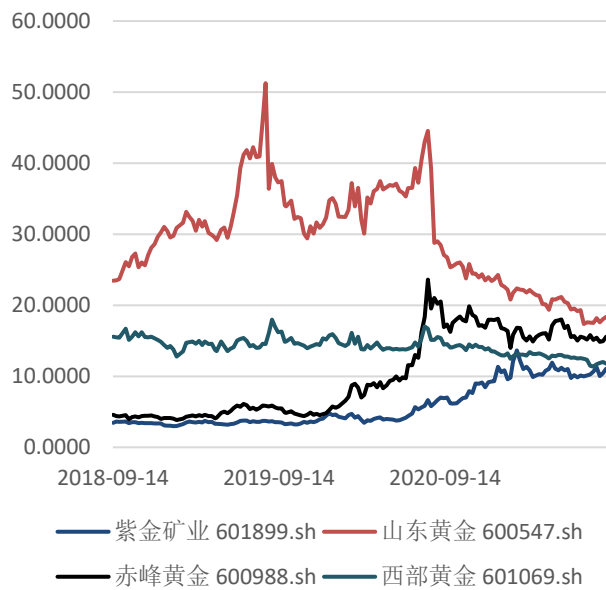
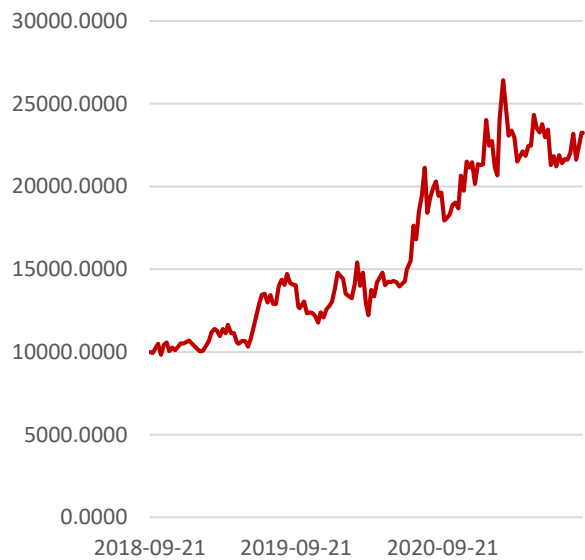
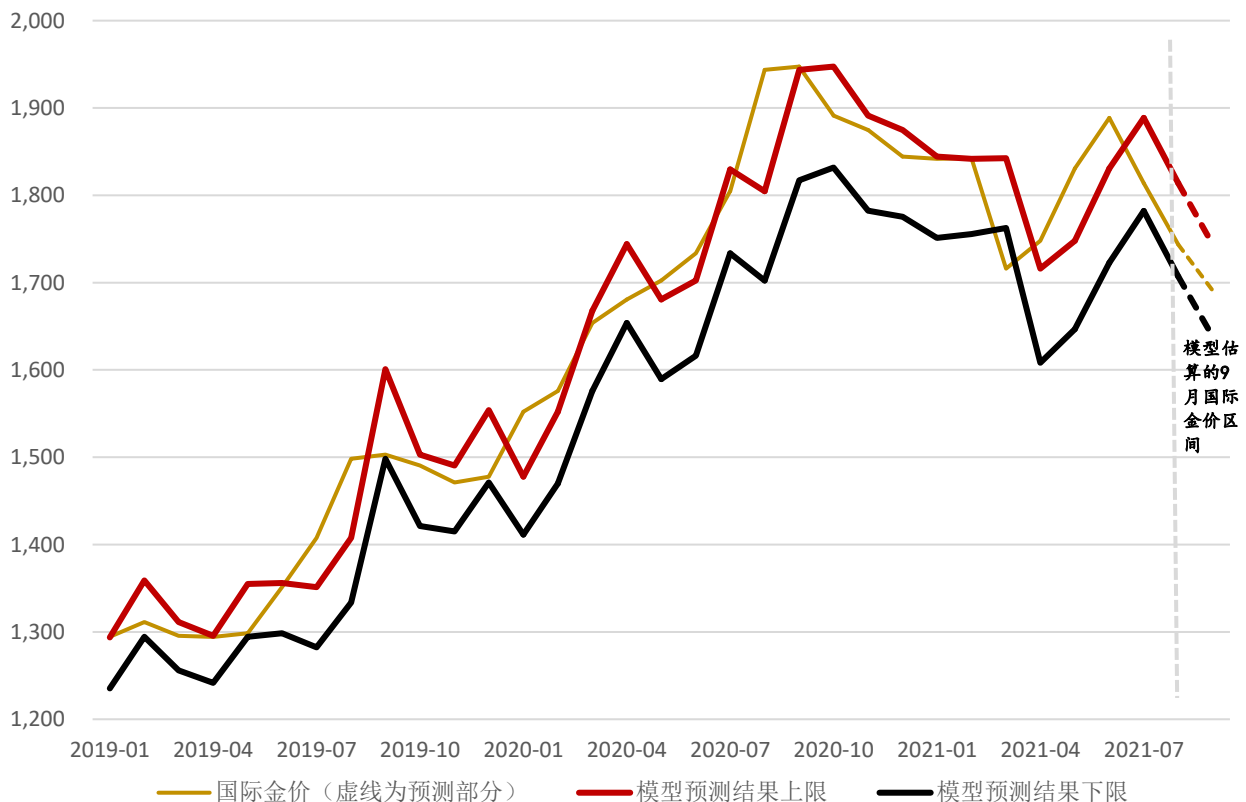


图 14: 中国黄金股票指数



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
9月6日	欧元区9月Sentix投资者信心指数	19.7	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
9月7日	欧元区9月ZEW经济景气指数	42.7（前值）	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	欧元区第二季度季调后就业人数季率	0.50%（前值）	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
9月8日	美国7月JOLTs职位空缺(万人)	1004.9	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
9月9日	美国至9月4日当周初请失业金人数(万人)	34（前值）	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
9月10日	美国8月PPI月率	0.60%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国7月批发销售月率	2.00%（前值）	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价

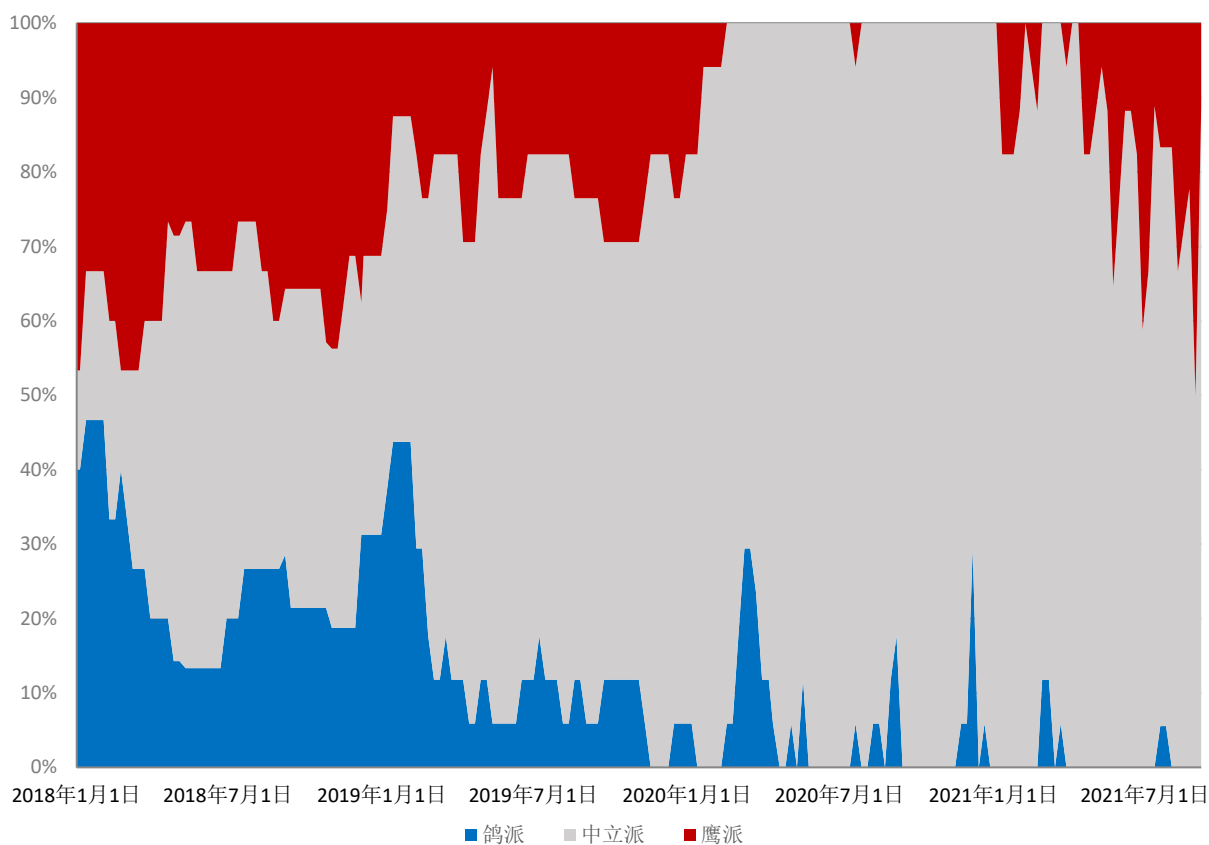
三、近一周美联储以及欧洲央行官员的言论分析

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	鹰派	加息的通胀标准尚未达到；通胀存在上行风险，美联储必须对此保持高度协调；美国劳动力市场尚未达到就业最大化。美联储开始缩减资产购买后，货币政策仍将是宽松的；美联储今年应开始缩减购债规模，并在明年年中结束购债；从就业和通胀方面需要进一步取得实质性进展才能缩减资产购买规模的角度来看，美国经济基本达到了这一状态。
费城 哈克	否	中立	
亚特兰大 博斯蒂克	是	鹰派	担心“租客驱逐禁令”结束带来的影响；人们遭驱逐出户将对经济恢复产生负面影响。美联储将

			允许经济运行直到出现通胀。
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	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	

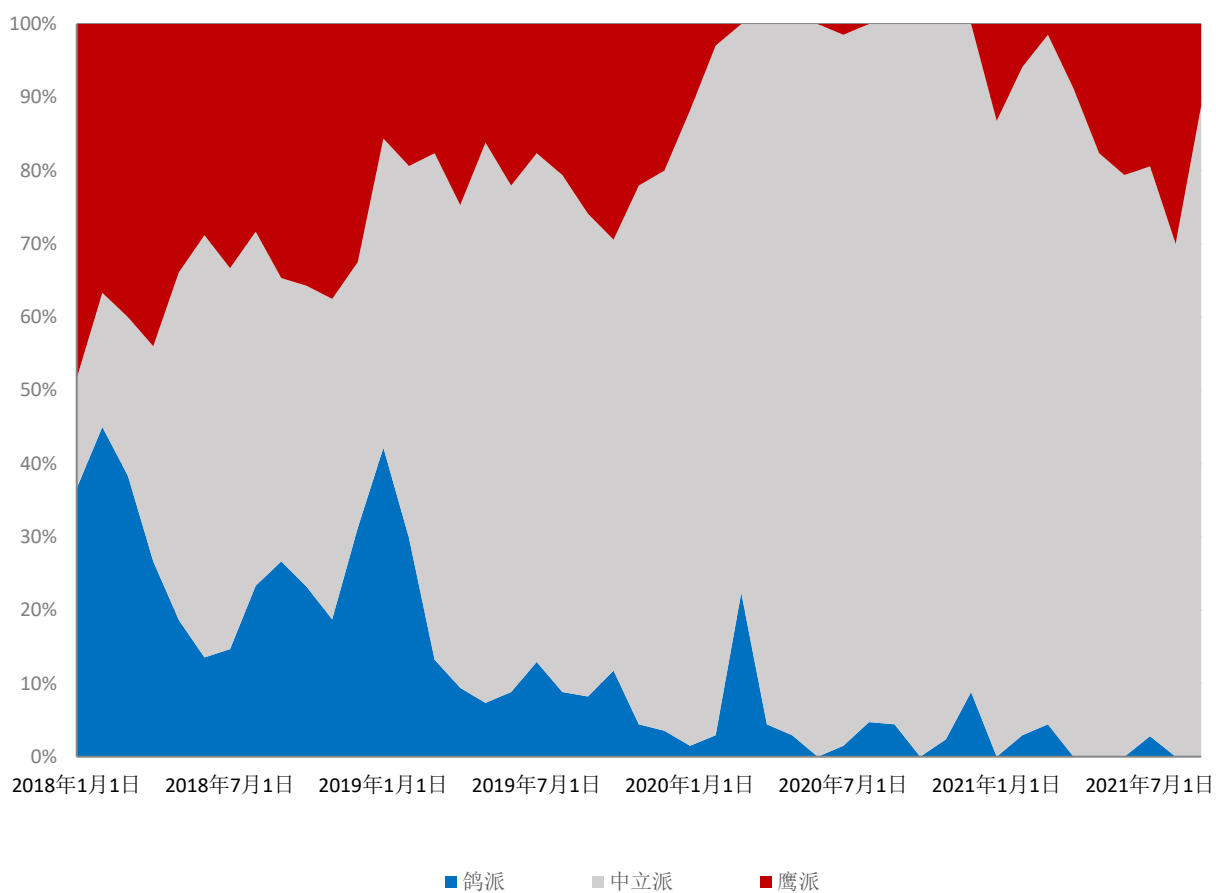
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 21：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



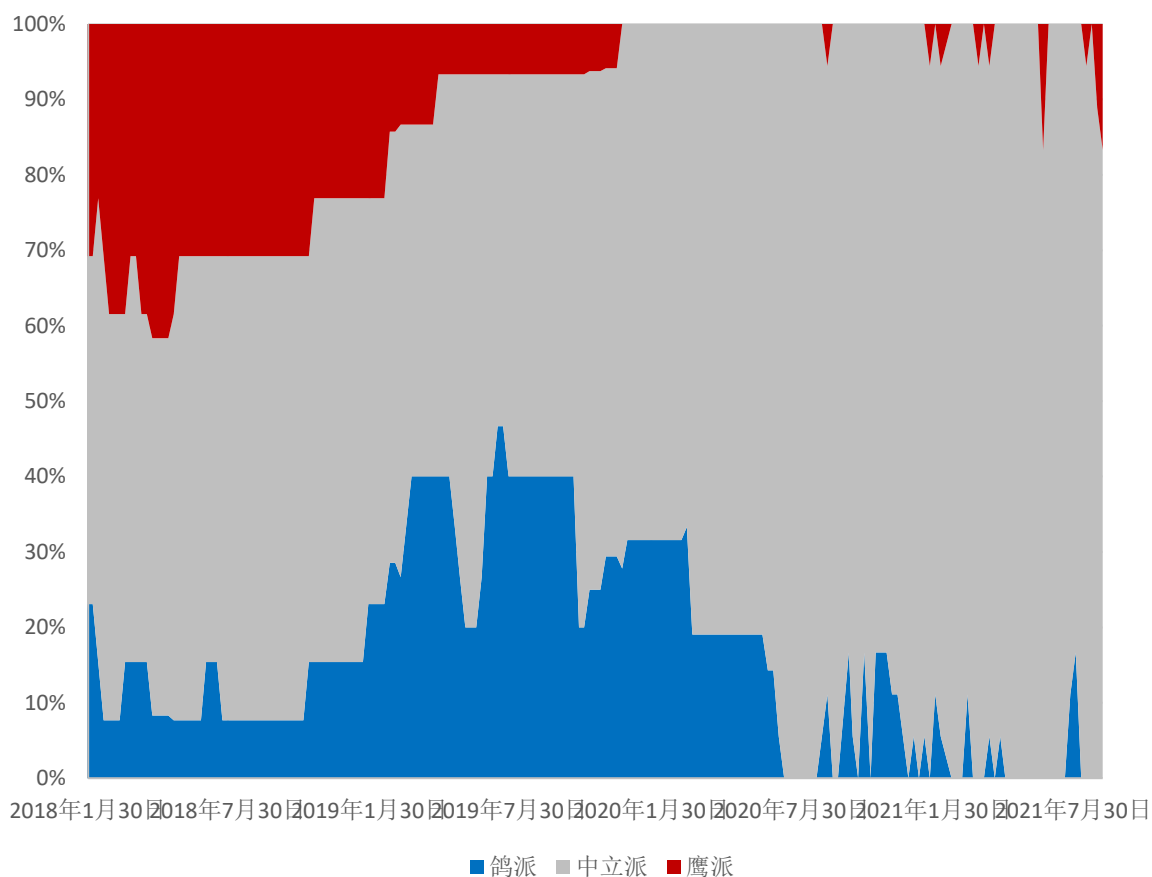
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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

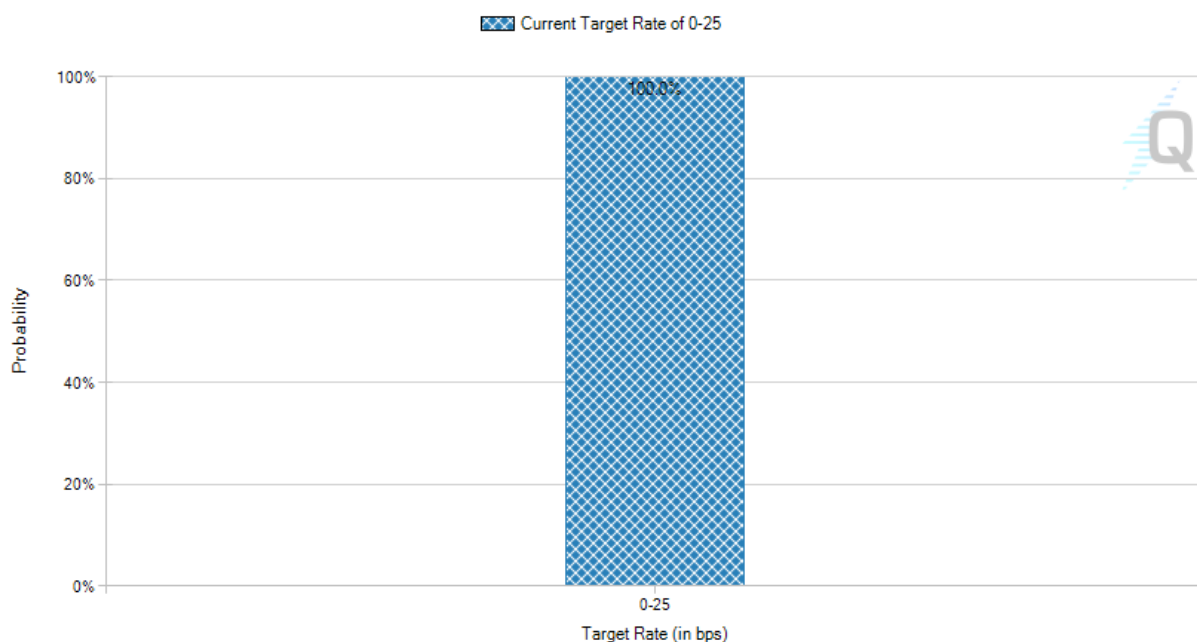
图 23：近期欧洲央行官员的言论基调（每周/连续）



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 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	1817.99	1834.01	1800.80	1827.29	0.59
伦敦现货白银	23.99	24.87	23.73	24.72	3.03
伦敦现货铂	1013.50	1030.45	988.00	1023.00	1.04
道琼斯工业平均指数	35471.80	35510.71	35269.40	35369.09	-0.24
标准普尔 500 指数	4513.76	4545.85	4513.76	4535.43	0.58
纳斯达克综合指数	15165.94	15380.07	15165.12	15363.52	1.55
英国富时 100 指数	7148.01	7187.34	7092.03	7138.35	-0.14
德国 DAX 指数	15856.71	16006.76	15690.02	15781.20	-0.45
巴黎 CAC40 指数	6690.28	6784.66	6650.90	6689.99	0.12
东京日经 225 指数	27867.60	29149.65	27602.21	29128.11	5.38
澳大利亚普通股指数	7760.10	7841.80	7734.20	7826.72	0.86
上证综合指数	3535.07	3613.95	3496.39	3581.73	1.69
深证成份指数	14482.97	14546.74	14058.25	14179.86	-1.78
创业板指数	3275.97	3316.63	3088.78	3102.14	-4.76
美元指数	92.69	92.79	91.95	92.13	-0.62
欧元兑美元	1.18	1.19	1.18	1.19	0.71
美元兑日元	109.85	110.43	109.59	109.73	-0.11
澳元兑美元	0.73	0.75	0.73	0.75	2.00
美元兑人民币	6.47	6.47	6.43	6.45	-0.27
美元兑离岸人民币	6.46	6.47	6.43	6.44	-0.37

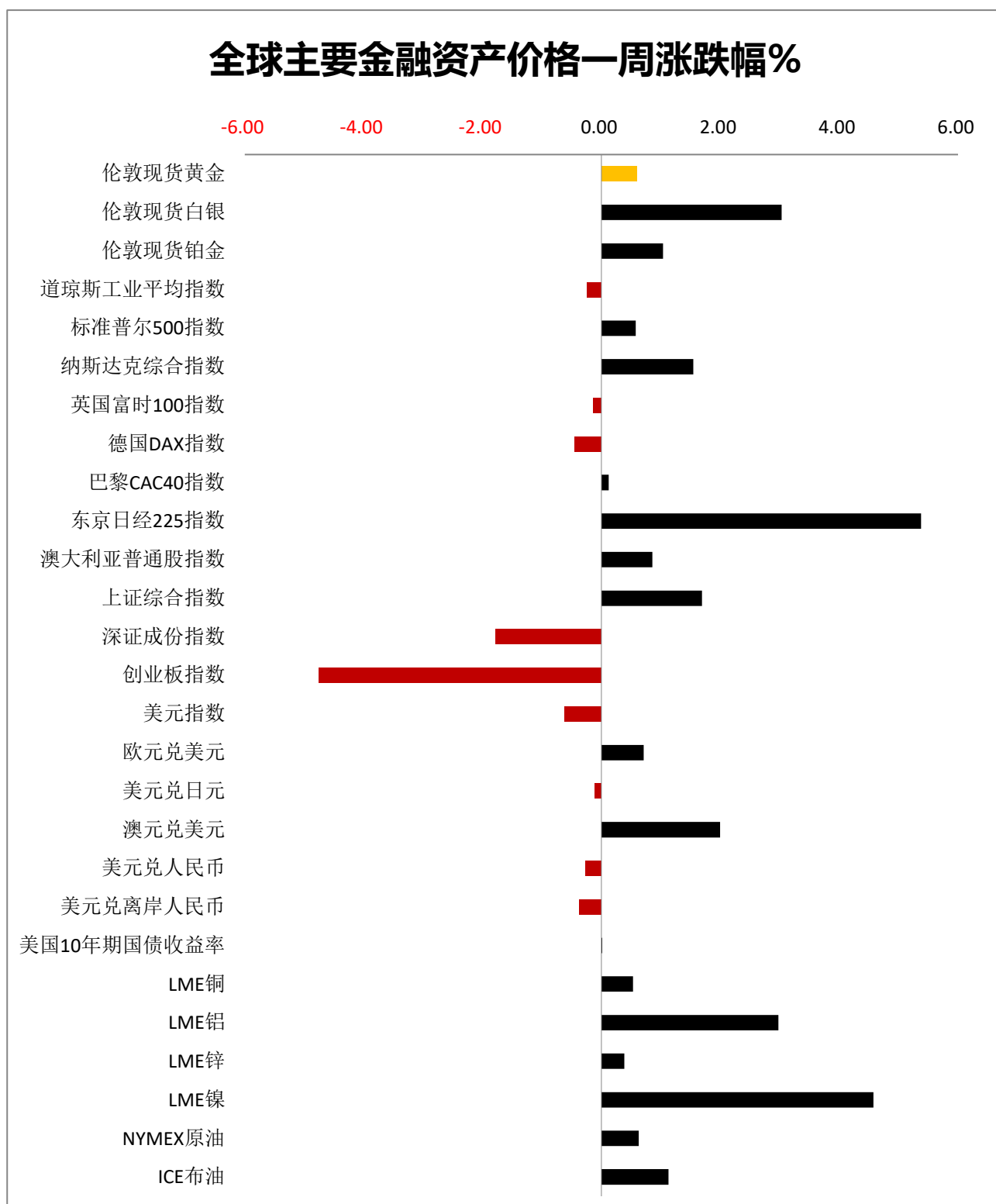
请参阅最后一页的重要声明

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	0.0152
LME 铜	9499.00	9546.50	9275.00	9470.00	0.53
LME 铝	2686.00	2734.50	2661.00	2733.00	2.98
LME 锌	3004.00	3018.50	2965.00	2999.00	0.38
LME 镍	19550.00	19940.00	19155.00	19875.00	4.58
NYMEX 原油	69.30	70.61	67.12	69.10	0.63
ICE 布油	71.98	73.69	70.42	72.48	1.13

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。