

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

黄金结束四周连涨态势 经济数据推升紧缩预期

市场研究报告

■ 本周视点:

上周国际金价结束连续四周上涨，开始由强转弱。上周国际金价开盘报于 1829.88 美元/盎司，周中国际金价最高 1830.36 美元/盎司，最低价为 1781.40 美元/盎司，并最终报收于 1787.52 美元/盎司。周中公布的美国劳动力市场数据持续改善，通胀压力逐渐成为市场隐忧是推动国际金价下跌的主要因素。

上周美国的劳动力市场数据和物价指数双双走强，都推动了市场的紧缩预期。同时，本周将会公布的美国消费者物价指数，将会是美联储 9 月份议息会议前最重要的数据，除非数据大幅弱于市场预期，我们认为美联储宣布缩减 QE 已经箭在弦上，国际金价反弹阻力将会加大。

从技术走势来看，在经历了 8 月份的大幅反弹之后。9 月以来，国际金价走势开始明显呈现收敛。在反弹动能持续减弱的情况下，黄金可能会进一步下滑，1760 将会成为国际金价的重要价格支撑。

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 13 日

相关研究报告:

9 月 8 日

银铂钯每周资讯—2021 第 33 期

9 月 6 日

美非农数据大幅不及预期 国际金价继续走高

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

上周国际金价结束连续四周上涨，开始由强转弱。上周国际金价开盘报于 1829.88 美元/盎司，周中国际金价最高 1830.36 美元/盎司，最低价为 1781.40 美元/盎司，并最终报收于 1787.52 美元/盎司。周中公布的美国劳动力市场数据持续改善，通胀压力逐渐成为市场隐忧是推动国际金价下跌的主要因素。

一、上周全球市场回顾

国内数据方面，8月，中国贸易顺差为 583.4 亿美元，高于 510.5 亿美元的市场预期，也并高于去年同期 571.4 亿美元的顺差水平。这是自 1 月份以来最大的贸易顺差，伴随着大宗商品价格的飙升，国内进出口数双双创下历史新高。其中，出口同比增长 25.6%，达到 2943.2 亿美元，进口增长 33.1%，达到 2359.8 亿美元。对美贸易顺差从 7 月的 354.3 亿美元扩大至 376.8 亿美元。强劲的出口数据，一方面显示了海外市场的需求旺盛，另一方面也凸显了商品价格上涨对于企业造成的成本压力。8 月，国内消费者物价指数同比增长了 0.8% 低于市场预期的 1%。猪肉价格下跌成为拖累通胀最主要的因素。而在生产者物价方面，8 月中国生产者价格同比上涨 9.5%，高于市场预期和前值。

美国的数据方面，截至 9 月 4 日，美国当周首次申领失业金人数为 31 万人，低于市场预测的 33.5 万人。这是美国联邦失业金发放日（9 月 6 日）前的最后一份报告，意味着之后的报告将会更加真实的反应真实情况。截至 8 月 28 日，美国续请失业金人数从前一周的 28.5 万人降至 27.83 万人。这是去年 3 月以来的最好数据，不过仍然不及市场预期。7 月美国职位空缺数量环比增加 74.9 万个，达到 1093.4 万个，创历史新高，远高于市场预期的 1000 万个，显示企业对于劳动力需求强劲。美国的生产者物价指数及核心生产者物价同比分别为 8.3% 和 6.7%，均高于前值。

石油方面，截至 9 月 3 日，美国原油库存减少 152.9 万桶至 4.239 亿桶，降至 2019 年 9 月以来的最低水平。汽油库存减少了 721.5 万桶，低于市场预期的 339 万桶。

二、全球市场纵览及后市展望

在上周召开的欧洲央行议息决议上，欧洲央行宣布维持利率不变。同时，欧洲央行表示将会在今年四季度开始启动适度缩减疫情紧急购债规模，因为近期的数据显示欧元区的通胀指数已经达标。在经济整体向好的情况下，欧洲央行认为可以考虑驱动缩减计划。这一利多欧元兑美元的消息公布后，黄金一度因为美元走弱而收复 1800 美元的整数关口。不过这种情况并没有维持太久，一方面是因为欧洲央行对于使用缩减一词表现得十分谨慎，拉加德强调欧洲央行仅仅是调整缩减购债规模。另一方面，当日稍晚时间公布的美国当周首次申请失业

请参阅最后一页的重要声明

金继续向好，市场乐于看见美国劳动力市场的进一步复苏。而这两方面的因素进一步推动美元走高，并对金价施压。这也显示了尽管欧洲央行的缩减计划较之前市场预期的明年一季度有所提前，但投资者更多地将关注重点放在美联储的缩减计划上。

从8月初美国公布的大幅不及市场预期的密西根大学消费者信心指数，到9月初令人失望的美国非农就业数据报告。从7月底美联储公开市场会议后联储官员开始不断释放缩减预期，到8月份杰克逊霍尔央行年会上美联储主席鲍威尔释放鸽派言论。市场对于央行货币政策的态度不断转换，是近期驱动国际金价格呈现宽幅震荡的主要因素。而上周公布的劳动力数据和价格数据，则令投资者又更多地看到了美联储的缩减计划就在眼前。

美联储在2018年结束了上一轮加息周期后，2019年年中开始了新一轮的降息周期。获益于低收益率的驱动，市场对于未来经济预期乐观，美国国债收益率曲线则逐渐趋陡。尽管2020年新冠爆发导致了全球性的经济衰退，不过美联储开启的“无限量化宽松”以及美国财政部的数轮刺激，使得美债的期限溢价稳定扩大。在短端利率维持在历史低位的情况下，长期债券收益率的变动成为了影响曲线唯一因素。进入2021年，在经历了年初美国的银行不再受到补充杠杆率的豁免，到年中美国财政部为了满足债务上限要求而大量偿还债券，美国长期债券收益率不断下滑。虽然在7月份议息会议上美联储开始向市场释放缩减讯号后，美长债收益率出现了一定的回升，但在近期愈发严重的德尔塔疫情冲击下，关键期限利率开始再次回落。这不但反映了市场对于美未来经济增长逐渐降温的预期，还映射了美联储每月稳定的800亿美元购债计划对于长债收益率的扭曲。

从就业和通胀两方面来看。上周美国公布的当周首次申请失业金人数持续改善，市场乐观情绪不变。不过，申请失业金人数的减少并不等同于劳动力市场的就业环境的整体改善。因此，如果德尔塔病毒在美国持续扩散并导致各地的防疫措施进一步升级，可能会对劳动力市场的复苏造成阻碍。同时，也会导致更长时间的货币宽松预期。因此，德尔塔病毒的持续扩散，投资者预计美联储将会延后紧缩，是目前利多黄金的一个因素。不过从另一方面来看，虽然低增长及供应链冲击带来的滞涨利多黄金，但控制通胀仍然是美联储的双目标制的重要一环，是美联储不得不去应对的经济目标。上周五公布的美国生产者物价指数同比继续上涨，再次引发市场对于美联储再9月份议息会议上缩减量化宽松的预期，也佐证了上述的观点。诚然因为疫情导致的大宗商品和运输产能受限并非美联储能够通过货币政策调节的，超规格的财政刺激，和被扭曲的无风险利率，以及美元的超发引发的商品价格无序上涨也是美联储

的货币政策能够间接影响的领域。从这个维度来看，美联储缩减量化宽松后，美债收益率的反弹将会对黄金的价格形成的负面影响。这也是目前市场的担忧所在。

从技术走势来看，在经历了8月份的大幅反弹之后。9月以来，国际金价走势开始明显呈现收敛。在反弹动能持续减弱的情况下，黄金可能会进一步下滑，1760将会成为国际金价的重要价格支撑。

图 1: 不同期限美元 LIBOR

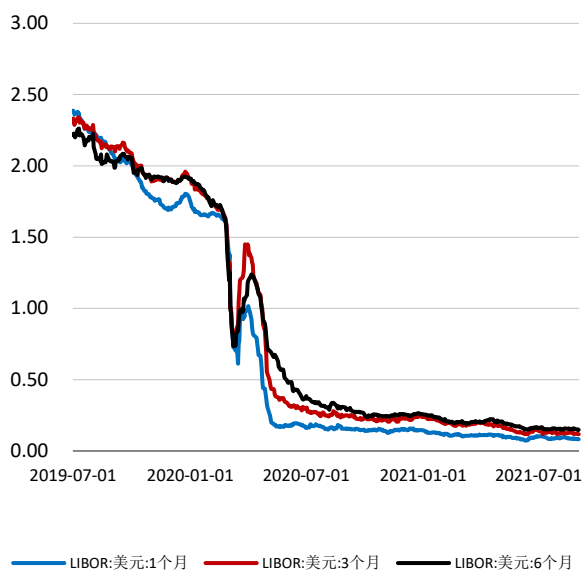


图 2: 黄金与美元指数

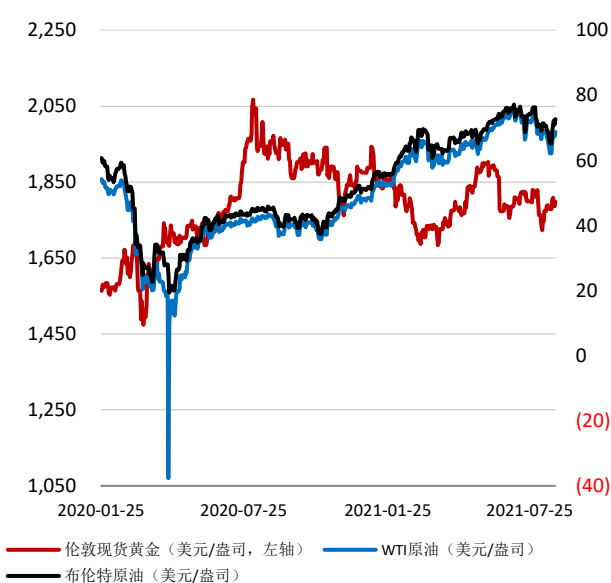


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

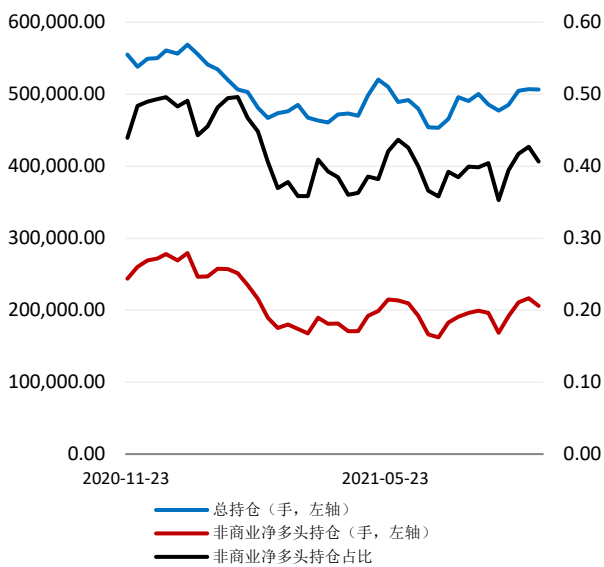
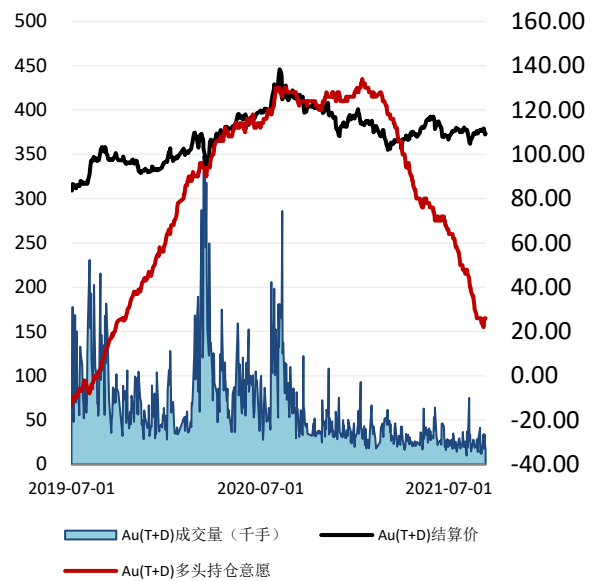


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿

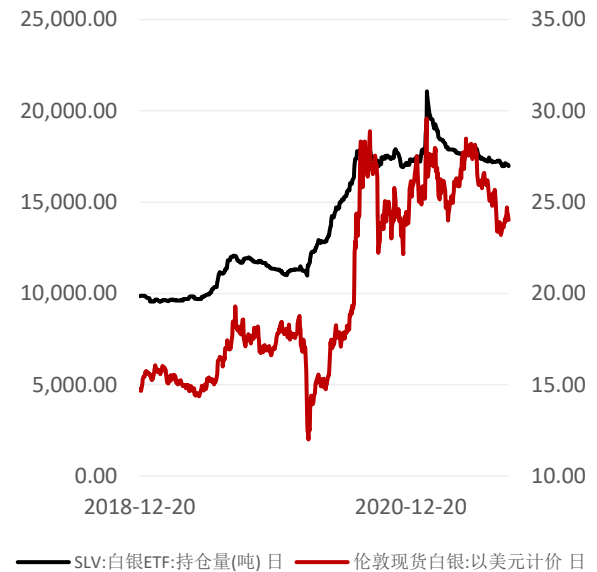


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

图 7: SPDR 黄金持仓与国际金价



图 8: SLV 白银持仓与国际银价

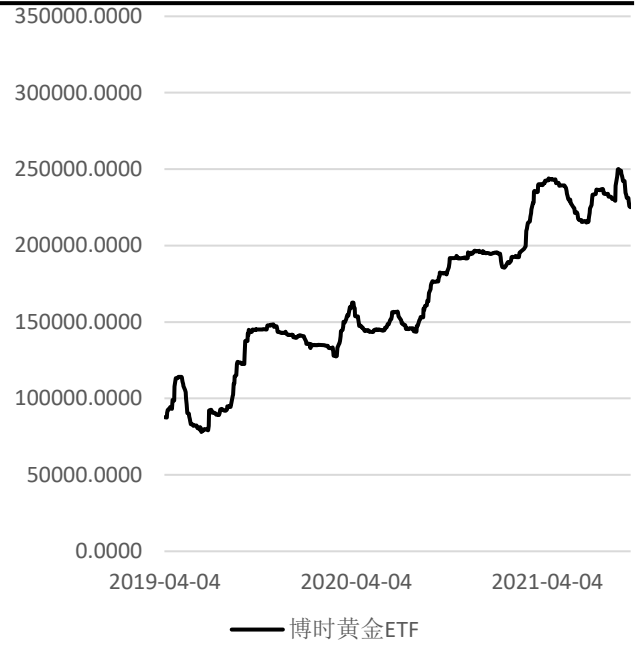


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

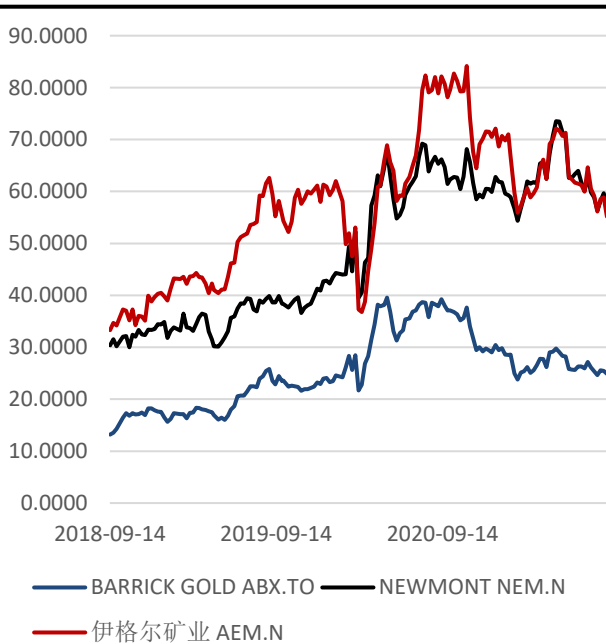


图 12: 美国黄金股票指数



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

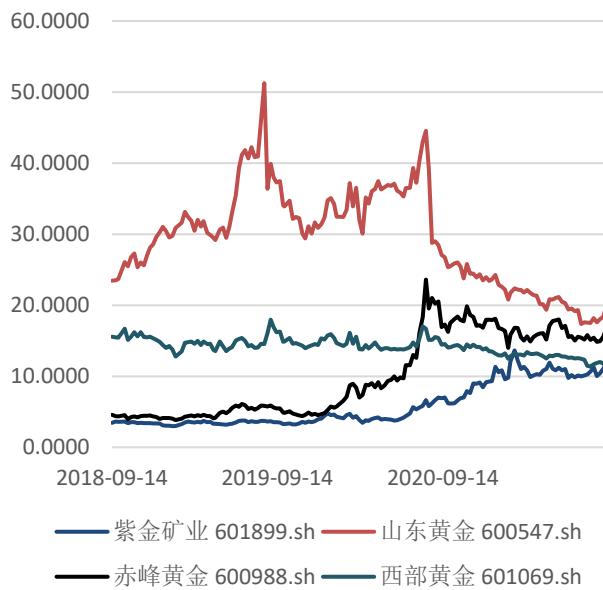
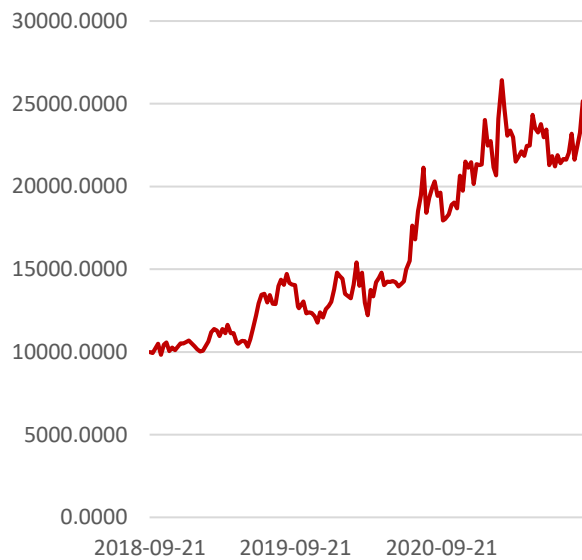
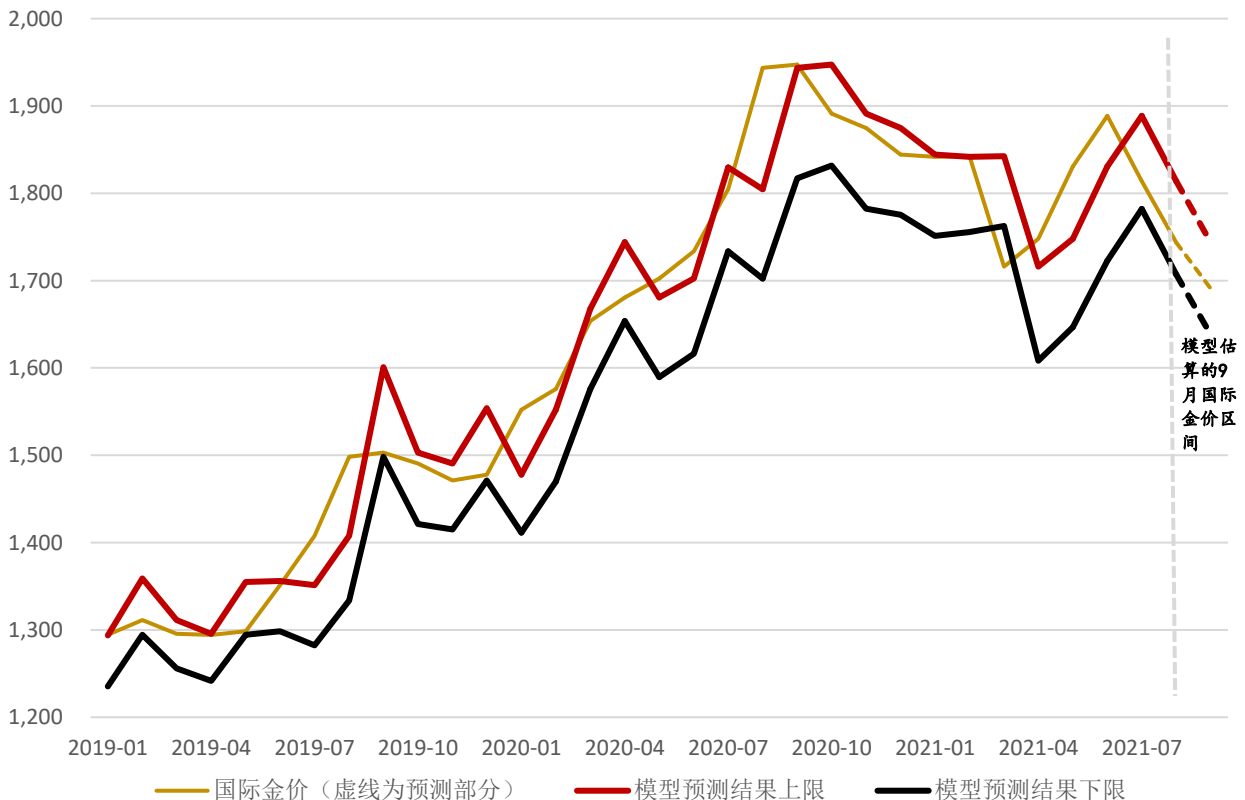


图 14: 中国黄金股票指数



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
9月14日	美国8月NFIB 小型企业信心指数	99	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
	美国8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
9月15日	欧元区7月工业产出月率	0.50%	公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价
	美国8月工业产出月率	0.4%	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
9月16日	美国至9月11日当周初请失业金人数(万人)	31 (前值)	公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价
	美国8月零售销售月率	-0.7%	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
	美国7月商业库存月率	0.50%	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
9月17日	欧元区8月CPI 年率终值	3.00%	公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价
	美国9月密歇根大学消费者信心指数初值	72	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

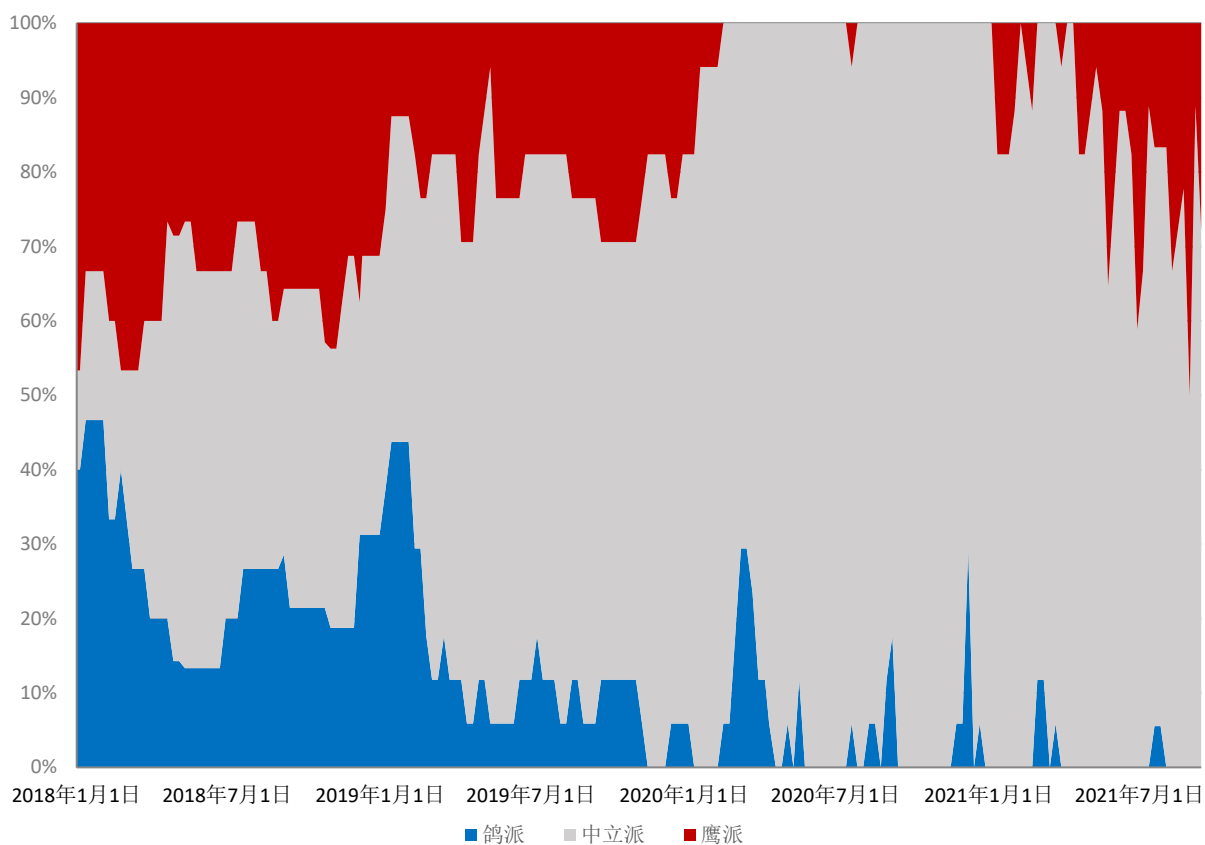
联储委员	是否票委	表态	最新言论
波士顿 罗森格伦	2022	中立	
克兰科夫 梅斯特	2022	鹰派	通胀预测存在上行风险; 可能无法恢复至大流行前的劳动力参与水平; 会议后政策声明如果能评估经济和金融数据的变化对中期前景的影响, 将更有意义; 预期今年的通胀率将保持在高位, 明年将回落。尽管8月份就业报告疲弱, 仍希望在今年某个时候开始减少资产购买; 德尔塔毒株对前景是一个风险, 但不一定不会对经济活动产生重

			大影响；愿意在 2022 年上半年逐步减少资产购买；预计今年剩余时间就业人数将继续增加。
费城 哈克	否	中立	
亚特兰大 博斯蒂克	是	鹰派	近期疲弱的数据可能推迟了紧缩计划的开始，仍着眼于 2022 年底美联储加息，没有看到过度金融冒险的迹象，当缩债发生时，最好便尽快结束，今年缩减债券购买规模的大门仍然敞开，预计本月 FOMC 不会提出逐步缩减资产购买。
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	鹰派	美国在稳定物价方面取得了“巨大进展”，“非常接近”实现最大就业的目标；如果数据符合预期，今年可能会开始缩减资产购买。鉴于强劲的需求和“紧张”的供给面，通胀上升并不令人惊讶；通胀缓和需要更多时间。
纽约 威廉姆斯	是	鹰派	预计美国 2022 年通胀率将放缓至约 2%；根据就业情况，今年开始缩债可能是合适的。长期通胀预期符合目标；重新实现就业最大化的目标还有很长的路要走；经济复苏需要时间，德尔塔病毒会带来不确定性。希望在就业目标上看到进一步进展；德尔塔病毒使支出和就业面临压力，2021 年美国 GDP 增速预计为 6%。如果劳动力市场复苏的速度快于预期，或者通货膨胀率高于预期，美联储将需要调整货币政策。使自然利率走低的因素还在持续；资产估值非常高；关注的是美联储双重目标的实现。从 7 月初到 8 月，美国经济增长略微放缓至温和水平。任何关于缩债的决定都不能代表加息的时机；缩债的节奏和时机将在美联储未来的讨论中根据取得的实质性进展来决定；美联储不必遵循过去所采用的时间表或方法来逐步缩减购债规模。
里士满 巴尔金	是	中立	

达拉斯 卡普兰	否	鹰派	由于新冠肺炎疫情，将向下修正第三季度 GDP 预期，目前全年 GDP 增长预期为 6%，而之前为 6.5%；仍然预计明年 GDP 的增长率为 3%；预计未来就业增长将放缓；美国经济在近期将放缓，尤其是在第三季度；预计总体个人 PCE 通胀将在 4% 左右，PCE 通胀将在明年达到 2.6%。有大量的财政刺激政策（支持）经济复苏；没有预计经济复苏将持续放缓，可能会在第四季度看到改善；预计明年通胀率将继续保持在 2% 以上，若未来几年经济增速放缓至 2%，将不会出现问题；美联储的资产购买计划不太适合目前的形势；如果在 9 月的美联储会议前（政策）没有根本性的变化，将支持在 10 月开始缩减购债规模。
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	

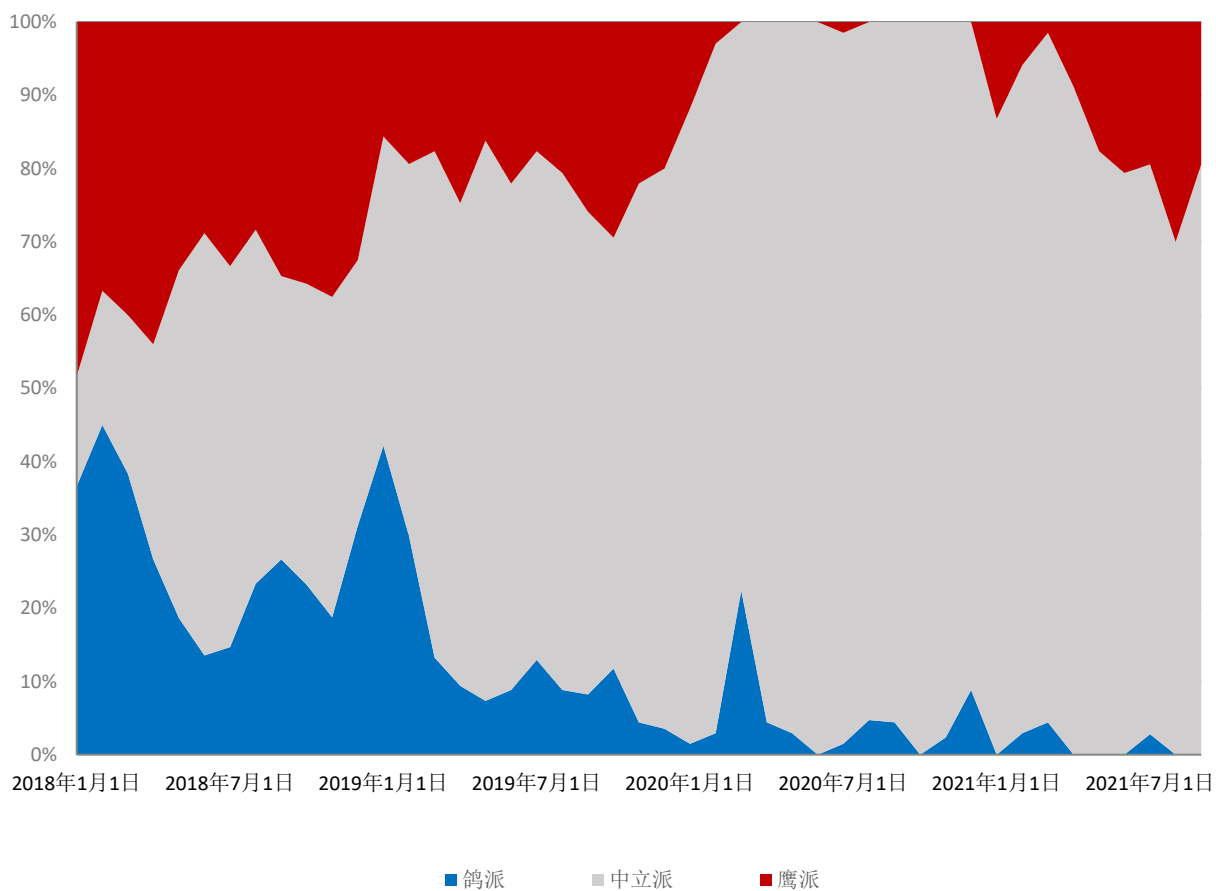
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 21：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



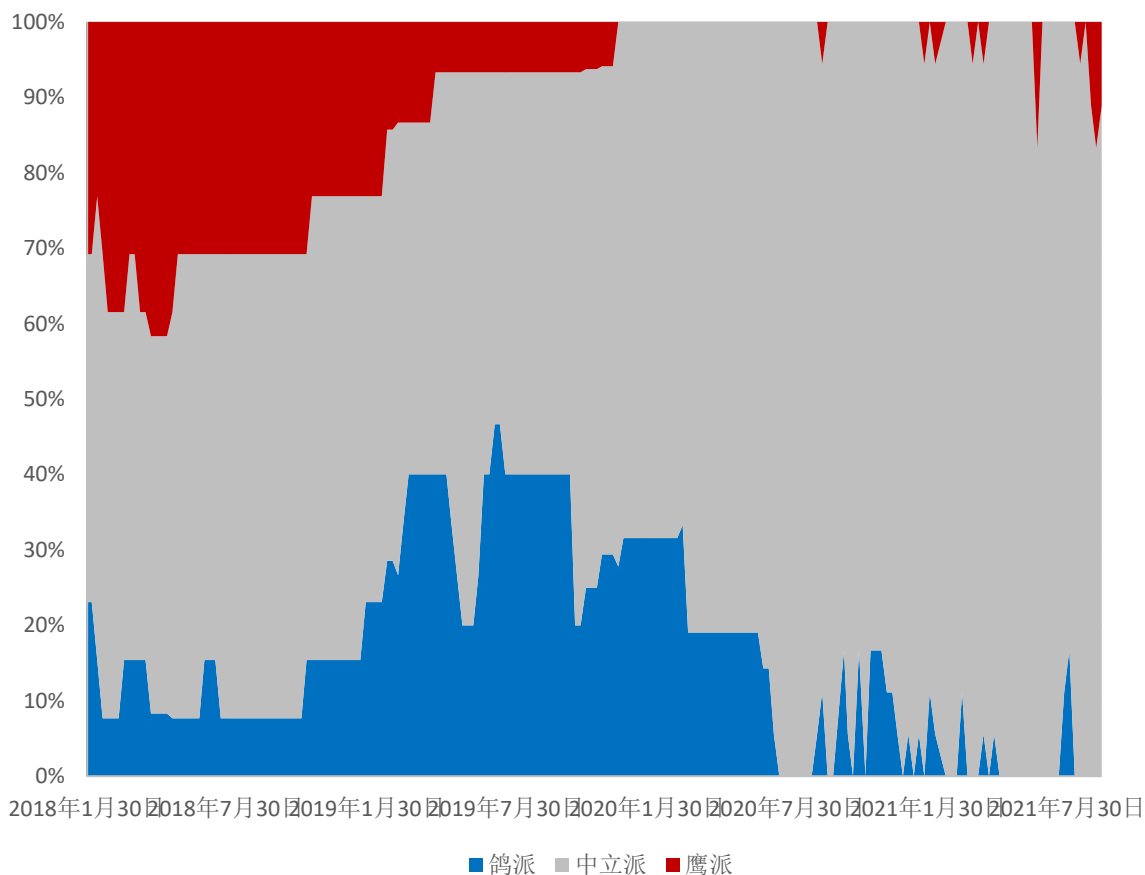
数据来源: 中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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

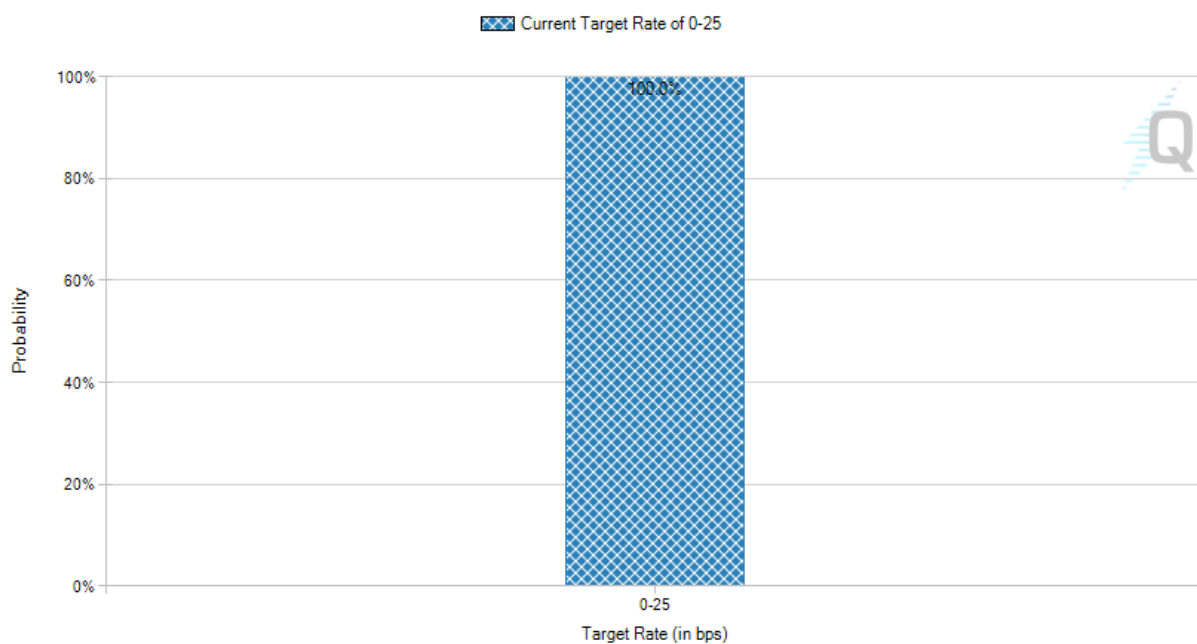
图 23: 近期欧洲央行官员的言论基调 (每周/连续)



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

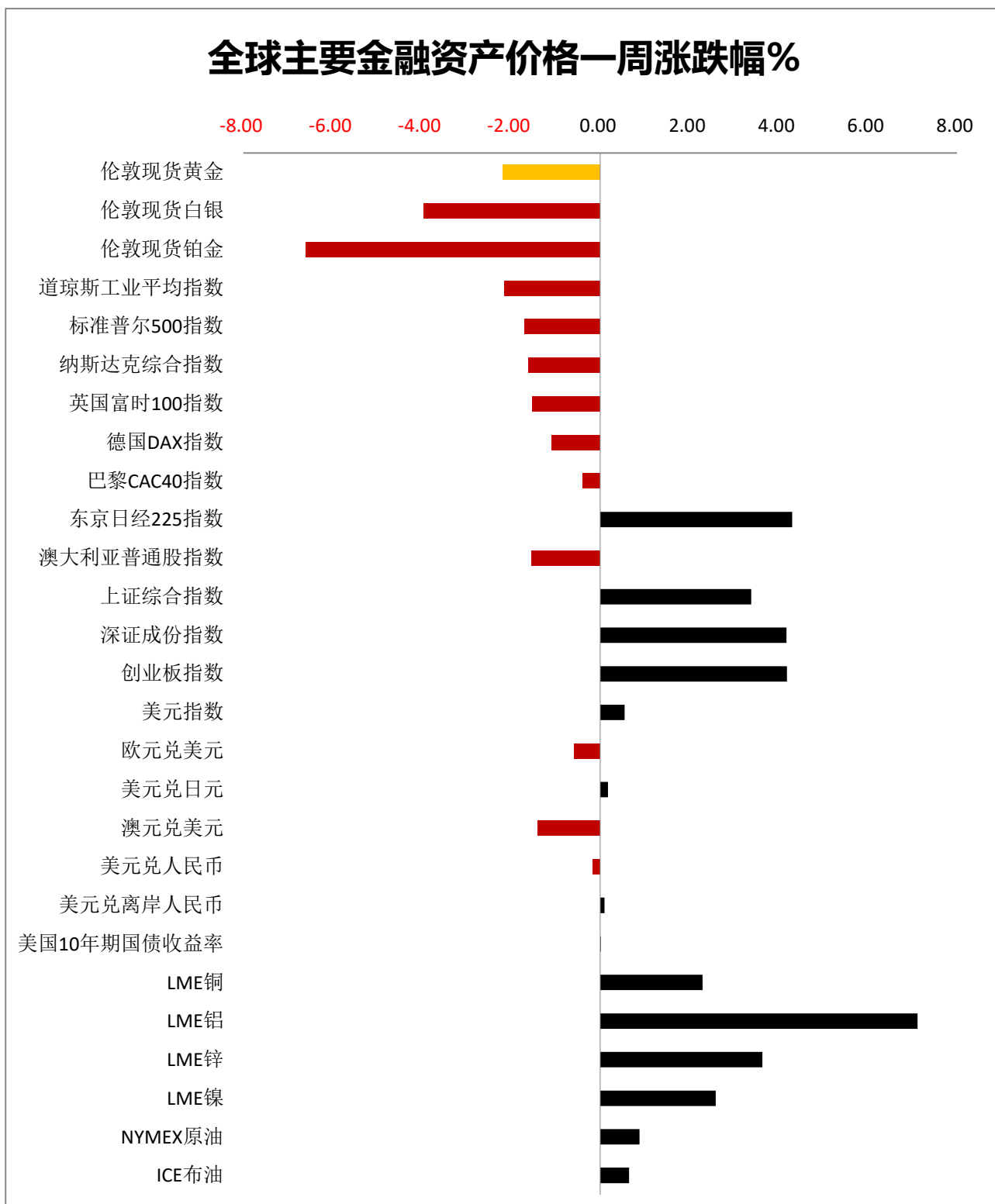
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1829.88	1830.36	1781.40	1787.52	-2.18
伦敦现货白银	24.71	24.82	23.70	23.74	-3.96
伦敦现货铂	1022.50	1030.65	950.33	955.50	-6.60
道琼斯工业平均指数	35373.24	35373.24	34599.61	34607.72	-2.15
标准普尔 500 指数	4535.38	4535.38	4457.66	4458.58	-1.69
纳斯达克综合指数	15375.98	15403.44	15111.31	15115.49	-1.61
英国富时 100 指数	7138.35	7195.62	6998.62	7029.20	-1.53
德国 DAX 指数	15818.44	15959.74	15453.96	15609.81	-1.09
巴黎 CAC40 指数	6704.35	6756.40	6605.09	6663.77	-0.39
东京日经 225 指数	29501.22	30381.84	29469.35	30381.84	4.30
澳大利亚普通股指数	7826.70	7833.40	7635.80	7706.20	-1.54
上证综合指数	3580.14	3722.87	3580.14	3703.11	3.39
深证成份指数	14184.42	14811.51	14145.63	14771.87	4.17
创业板指数	3106.26	3282.45	3085.15	3232.01	4.19
美元指数	92.13	92.86	92.09	92.64	0.55
欧元兑美元	1.19	1.19	1.18	1.18	-0.58
美元兑日元	109.77	110.47	109.62	109.92	0.17
澳元兑美元	0.74	0.75	0.73	0.74	-1.41
美元兑人民币	6.45	6.47	6.43	6.44	-0.16
美元兑离岸人民币	6.44	6.46	6.43	6.45	0.10

美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0149
LME 铜	9440.50	9738.00	9208.00	9687.50	2.30
LME 铝	2737.00	2937.00	2734.00	2927.50	7.12
LME 锌	3002.00	3133.50	2990.50	3108.00	3.63
LME 镍	19900.00	20705.00	19415.00	20390.00	2.59
NYMEX 原油	68.88	69.96	67.56	69.71	0.88
ICE 布油	72.57	73.20	70.88	72.95	0.65

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。