

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

美联储暗示将会年内缩减量宽
国际金价连续三周回落

市场研究报告

■ 本周视点:

上周国际金价连续第三周下跌，受到疫情反复的影响，各国劳动力市场和供应链紧俏的局面不变，并导致各国经济活动的进一步放缓。周中召开的美联储9月份议息会议上，美联储暗示将会在年内开启缩减购债规模，这也在一定程度上打压了黄金的上升趋势。价格方面上周国际金价开盘报于 1753.91 美元/盎司，最高价为 1787.24 美元/盎司，最低价为 1737.30 美元/盎司，并最终报收于 1749.98 美元/盎司。

中期来看，德尔塔病毒和供应链紧张问题，会令美联储进退维谷。因为，作为货币当局缺乏对于经济结构产生影响的工具，货币政策只能在总需求方面进行调控。但从市场的实际情况来看，疫情管控的困难，加上部分央行的无序宽松，已经导致了供需严重错配。这反映在劳动力市场进展缓慢的情况下，终端商品的价格持续上涨。而大宗商品价格上涨，叠加运输受限，K 型经济复苏已经开始影响各国的产出。中期来看，我们认为美联储对于当前经济结构的态度，特别是正在隐现的滞涨情况的对策，是决定美联储加息节奏的重要线索。

黄金的短期价格走势来看，我们仍然对黄金持有谨慎的态度，我们认为随着美联储缩减购债的到来，美国债券收益率仍将面临着温和的下行压力。我们认为黄金短期的交易区间有望维持在 1700 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 09 月 27 日

相关研究报告:

9 月 22 日

银铂钯每周资讯—2021 第 36 期

9 月 15 日

银铂钯每周资讯—2021 第 35 期

9 月 13 日

黄金结束四周连涨态势 经济数据推升紧缩预期

9 月 8 日

银铂钯每周资讯—2021 第 34 期

上周国际金价连续第三周下跌，受到疫情反复的影响，各国劳动力市场和供应链紧俏的局面不变，并导致各国经济活动的进一步放缓。周中召开的美联储9月份议息会议上，美联储暗示将会在年内开启缩减购债规模，这也在一定程度上打压了黄金的上升趋势。价格方面上周国际金价开盘报于1753.91美元/盎司，最高价为1787.24美元/盎司，最低价为1737.30美元/盎司，并最终报收于1749.98美元/盎司。

一、上周全球市场回顾

欧洲的经济数据方面，2021年9月，欧元区消费者信心指数上升1.3点至-4，这是自6月份以来的最高水平，高于市场预期的-5.8。

欧洲的生产数据方面，9月欧元区Markit综合采购经理人指数初值从8月份的59降至56.1，低于市场预测的58.5。数据显示，私营部门活动增速创下5个月以来新低。受到供应链及疫情反复的影响，新增就业速度从7月份的历史峰值进一步放缓。企业成本速度上升，需求超过供应，而价格的上涨则越来越多地从制造业延伸到服务业。具体从制造业来看，9月欧元区Markit制造业采购经理人指数初值从8月份的61.4降至58.7，低于市场预期的60.3。制造业增速连续第三个月放缓，放缓幅度为2月份以来最慢水平。产出和新订单的增长率都放缓至8个月低点，新出口订单增长缓慢，新增就业数量放缓至六个月低点。受到人工和物流的影响，供应商交货时间在9月份大幅延长。制造业投入成本则接近历史高位的水平。服务业方面，9月欧元区Markit服务采购经理人指数初值从8月份的59降至56.3，低于市场预测的58.5，增速为4个月来最低。一方面，受制于产业链，部分服务业对的扩张受到了限制。另一方面，疫情的反复也使得一些产业的需求进一步下降，特别是在服务业出口方面。新订单降温，叠加投入成本上升到2008年7月以来的最高水平，终端销售价格也有所上升。此外，由于对疫情反复的担忧，就业增长放缓，商业信心也有所下降。

美国的生产数据方面，9月美国Markit综合采购经理人指数初值从8月份的55.4降至54.5。私营部门活动增速降至去年9月以来的最低水平，制造业和服务业增速双双放缓。新订单增长降至去年8月以来的最低水平，用工仍然面临挑战。投入成本创下四个月来最大涨幅，达到历史第二高水平，产出价格创下历史新高。9月，美国Markit制造业采购经理人指数初值从8月份的61.1降至60.5，低于市场预测的61.5。工厂活动增速降至5个月来的最低水平。供应限制和材料短缺抑制了9月份的产出，扩张增加度为11个月来最低。产业链及运力导致交货期大幅延长。用工数量有所增减，新业务和出口订单都强劲增长。投入成本有所缓解，但销售价格则创下纪录。9月，美国Markit采购经理人指数初值从8月份的55.1降

至 54.4，低于市场预测的 54。服务业活动增速为 2020 年 7 月以来的最低水平，新业务连续第 4 个月放缓，原因是需求状况不那么强劲，这应该与疫情反复有关。新出口订单快速下降。9 月份就业水平基本保持不变，并结束了此前连续 14 个月的扩张。成本压力仍然很大，因为供应商价格上涨，工资成本走高。

美国的就业市场方面，截至 9 月 18 日当周，美国首次申领失业救济金人数出人意料地连续第二周上升，达到 35.1 万人，远高于市场预测的 32 万人。截止到 9 月 11 日当周，美国持续申领失业救济金人数从前一周的 27.14 万人增至 28.45 万人。这一数字远远高于市场预测的 26.5 万人。

在美国的房屋数据方面，8 月美国房屋营建许可较前月增长 5.6%，为 4 月以来最高水平。不过，8 月美国存屋销售出人意料地下降了 2%，低于市场预期。价格上涨，供应紧张，是影响销量的主要原因。

石油方面，EIA 石油状况报告的数据显示，截止到 9 月 17 日当周，美国原油库存减少 348.1 万桶，连续第 7 周下跌，降幅超过市场预期的 244.0 万桶。汽油库存增加了 347.5 万桶，是 6 月以来的最大增幅，低于市场预期的 106.7 万桶。

二、全球市场纵览及后市展望

上周美联储召开了公开市场议息会议。9 月份美联储的政策申明较 6 月份的内容来看变化有限，较为明显的措辞上的改变包括近期的疫情扩散对于美国部分行业的复苏产生了限制，通胀在临时性因素的影响下进一步走高，并导致美联储对于经济的展望有所调低。针对缩减量化宽松，只要经济继续向美联储的平均通胀目标的方向来运行，那么将会在之后讨论减少购债的规模。而美联储下一次议息会议将会在 11 月 4 日召开。

此次会议上，美联储对于未来的经济预测也进行了调整。相较于 6 月份的 FOMC 会议，美联储分别上调了 2021 年就业和价格水平预期，其中失业率从 4.5% 上调至 4.8%，消费者物价指数从 3.4% 上调至 4.2%。同时，美联储还将 2021 年的实际 GDP 增长从 7% 下调至 5.9%。这反映了近期德尔塔病毒对于美国经济造成的影响。当在会后的记者招待会上被问及相关的调整和美联储的货币政策时，鲍威尔表示，大多数美联储官员认为通胀已经达到了美联储所认可的足够的进步。关于劳动力市场的情况，他表示相较 2020 年年初，目前美国的劳动力市场进程已经恢复至此前 50-60% 的水平，部分官员包括鲍威尔本人认为劳动力市场已经实现了充足的进步。他表示由于大量的用工需求因为德尔塔引发的人们对于公共卫生安全的担忧，导致劳动力市场在 8 月份表现的异常疲弱。不过，如果就业和通胀指标都达到美联储的目标，

美联储将会在下一次会议上讨论缩减量化宽松。在被问及关于对于今后的劳动力市场报告时，鲍威尔表示他自己和很多票委已经觉得美联储的劳动力市场已经达到了显著的进步，部分票委认为还需要更强劲的报告。他还表示除了失业率外，美联储还会参考更多的经济指标来更加全面的评估劳动力市场。鲍威尔强调短期来看，美国的劳动力市场和通胀水平之间的不匹配是因为德尔塔病毒所导致的。值得注意的是，鲍威尔还谈到，目前量化宽松较疫情初期的作用已经不那么明显，我们认为这也是美联储向市场坚定释放缩减预期的又一个重要信号。

在加息方面，鲍威尔表示，目前美联储仅仅在考虑缩减量宽阶段，目前的经济情况较加息测试仍然相去甚远。总结来看，只要9、10月份的美国劳动市场数据不要出现太大的偏差，美联储将大概率在11月份宣布缩减量化宽松。而根据鲍威尔讲话的内容来看，美联储可能会以100亿美元债券和50亿美元MBS每月的速度来开始缩减购债，这与我们之前的判断完全一致。这也意味最晚到明年8月份，美联储将会将目前每个月1200亿美元的购债规模清零。从美联储对于利率预测的点阵图来看，2021年6月的FOMC会议上，美联储有7位票委认为会在2022年采取加息。到了9月份的会议上，有9位票委有加息预期，美联储整体加息提前。从2024年甚至更长期限的利率变化倒推来看，9月份议息会议上美联储票委对于22-23年加息的频度较6月份更为温和。换言之，虽然美联储票委对于加息启动的时间点有所提前，但并没有调整23年之后的加息频次，这可能与新冠疫情对于未来经济造成的较大的不确定性有关。从联邦市场公开市场议息会议后的市场反应来看，投资者在利率掉期上所隐含的对于未来两三年的加息预期甚至较美联储更为谨慎。这也与新冠疫情的不确定性有关。特别是，疫情在一定程度上对于未来经济结构所造成的长期影响。

从市场的情况来看，我们认为影响市场对于长端利率的预期的因素包括以下几个方面。一是迫在眼前的财政悬崖。根据最新的消息，目前美国众议院已经拟定了延长债务上限到明年12月16日，同时该议案将会交由美国参议院，且需要2/3的审核通过。对此鲍威尔在上周召开的议息会议上，表示美国无法承受债务上限所引发的违约，美国国会应该按节奏调高债务上限。二是因为根据美国财政部借款咨询委员会的报告，明年美国财政部将会减少7500亿美元的债务发行。这与美联储缩减购债的总规模的相似，这意味着美联储在美债市场的缺席将不会明显的影响到美债供需结构的平衡。因此即便在9月份的FOMC会议上，美联储已经释放了较为明显的准备缩减的信号，但市场的表现比较平稳。

中期来看，德尔塔病毒和供应链紧张问题，会令美联储进退维谷。因为，作为货币当局缺乏对于经济结构产生影响的工具，货币政策只能在总需求方面进行调控。但从市场的实际

情况来看，疫情管控的困难，加上部分央行的无序宽松，已经导致了供需严重错配。这反映在劳动力市场进展缓慢的情况下，终端商品的价格持续上涨。而大宗商品价格上涨，叠加运输受限，K型经济复苏已经开始影响各国的产出。中期来看，我们认为美联储对于当前经济结构的态度，特别是正在隐现的滞涨情况的对策，是决定美联储加息节奏的重要线索。

黄金的短期价格走势来看，我们仍然对黄金持有谨慎的态度，我们认为随着美联储缩减购债的到来，美国债券收益率仍将面临着温和的下行压力。我们认为黄金短期的交易区间有望维持在 1700 一线。

图 1： 不同期限美元 LIBOR

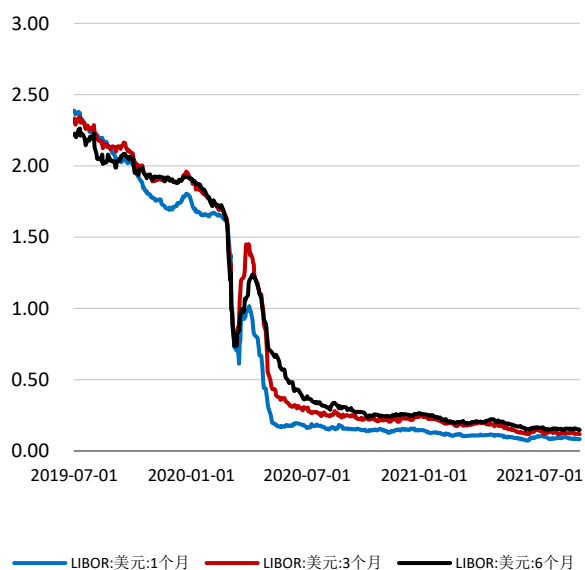


图 2： 黄金与美元指数



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

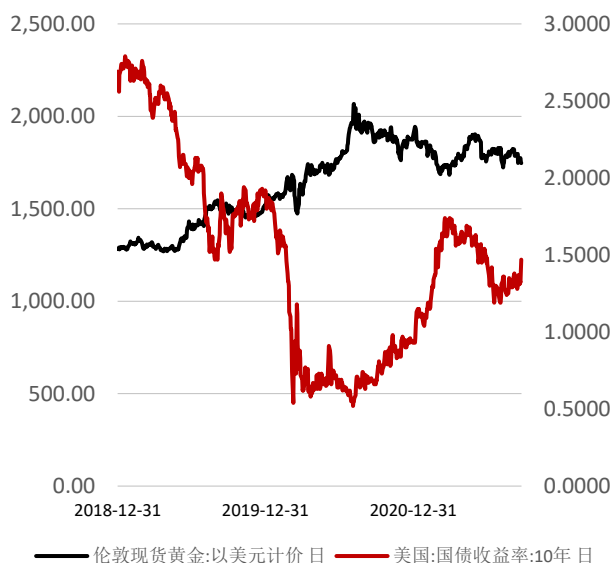
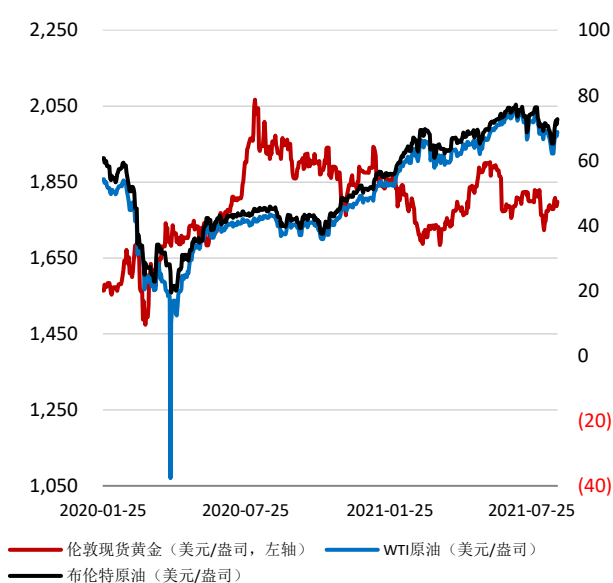


图 4： 黄金与原油价格



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

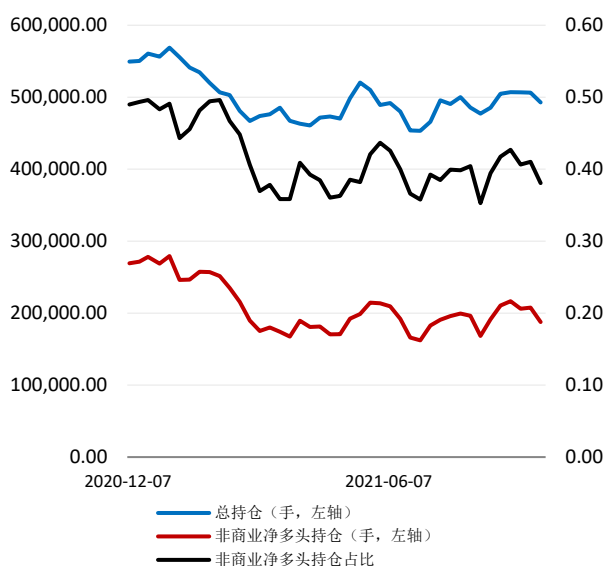
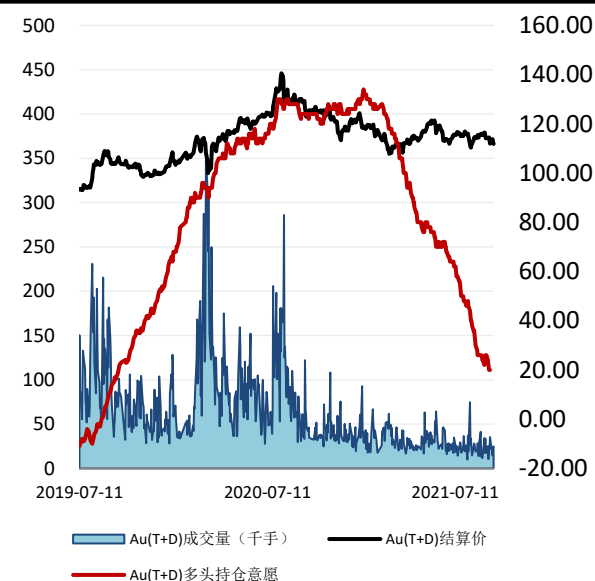


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

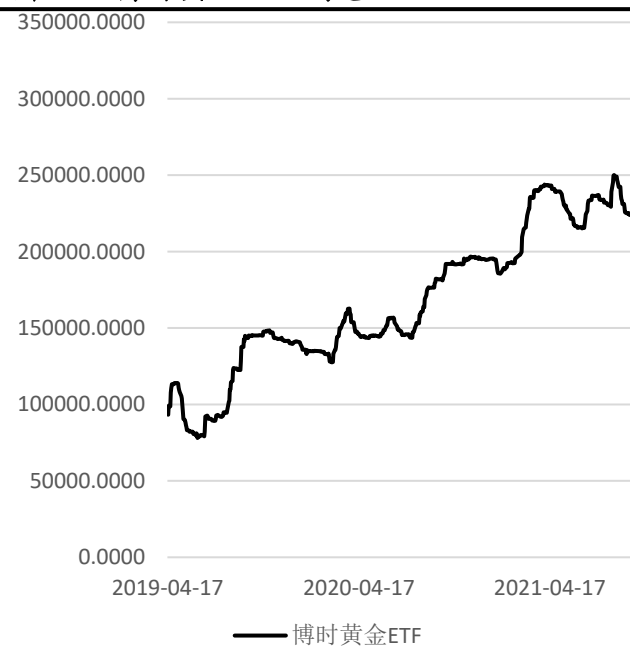


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

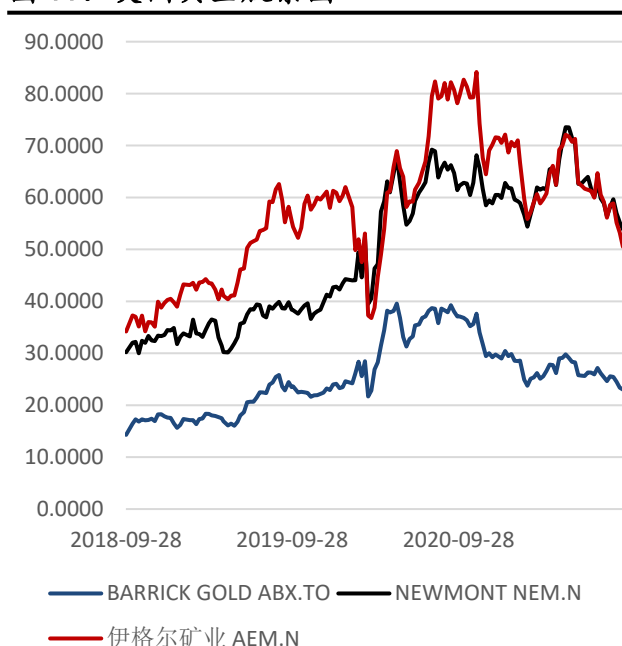


图 12: 美国黄金股票指数



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

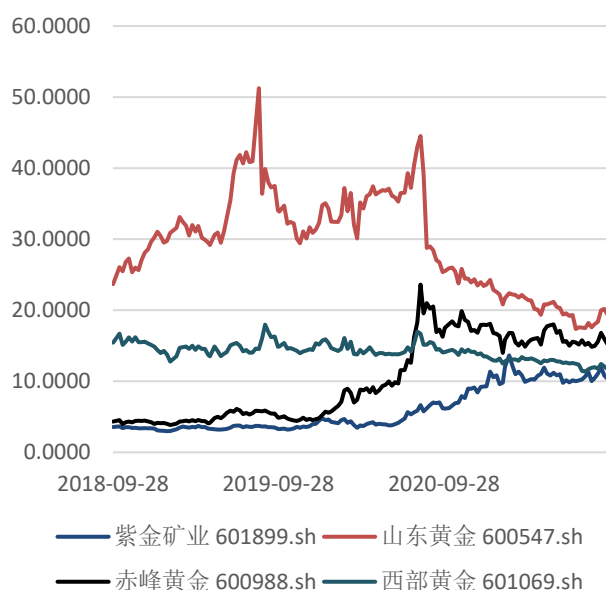
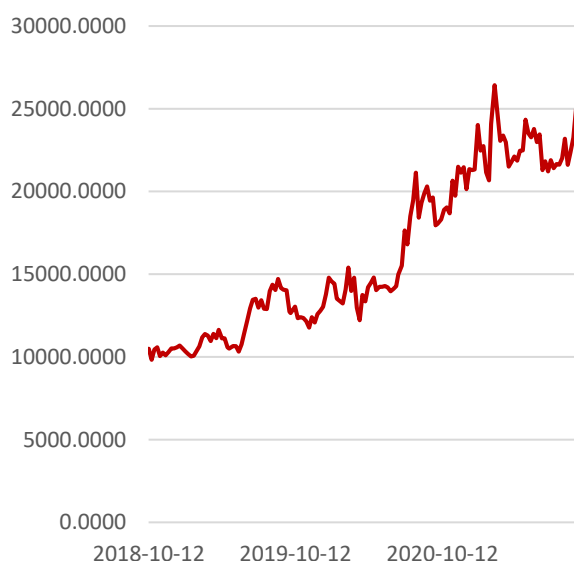
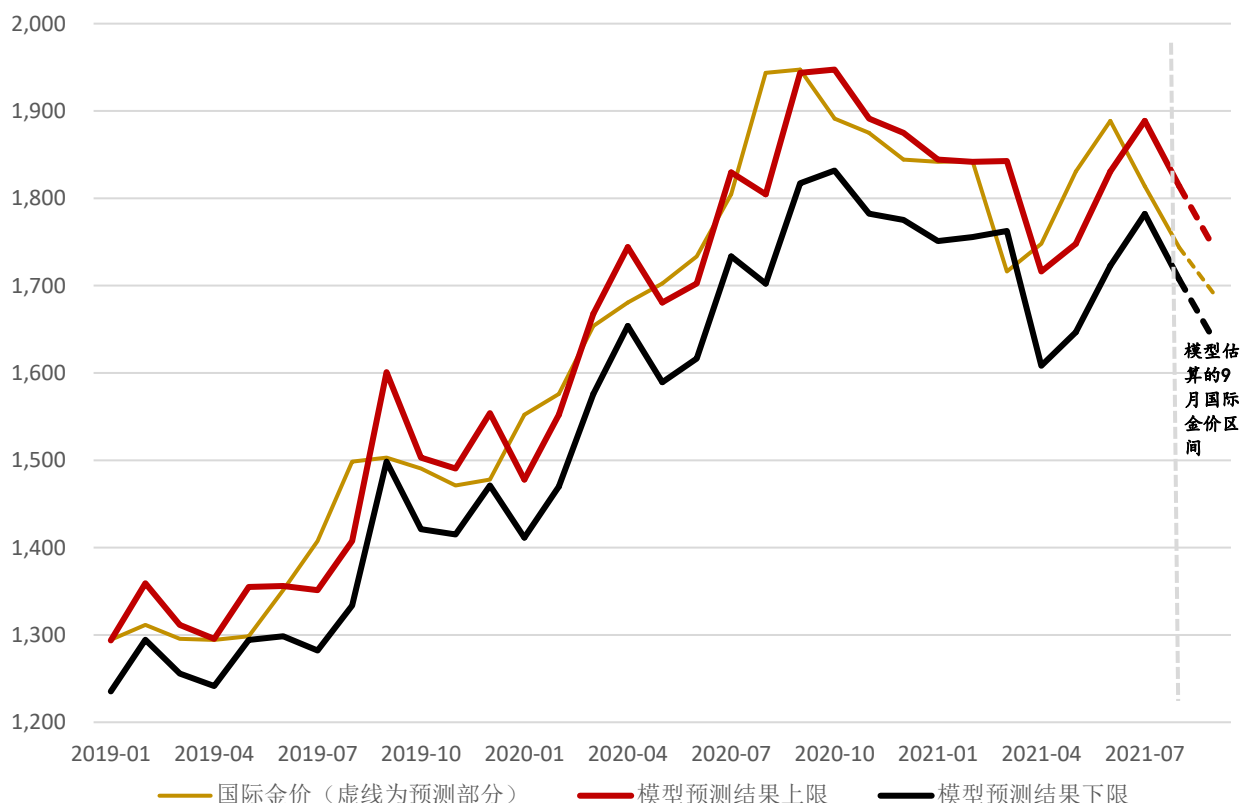


图 14: 中国黄金股票指数



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 27 日	美国 8 月耐用品订单月率	0.60%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
9 月 28 日	美国 7 月 S&P/CS20 座大城市房价指数年率	20.20%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 9 月谘商会消费者信心指数	114.5	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
9 月 29 日	欧元区 9 月经济景气指数	116.5	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 8 月成屋签约销售指数月率	1.00%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
9 月 30 日	美国至 9 月 25 日当周初请失业金人数(万人)	35.1 (前值)	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国第二季度核心 PCE 物价指数年化季率终值	6.10%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 9 月芝加哥 PMI	66.7	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
10 月 1 日	欧元区 9 月 CPI 月率	0.40% (前值)	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 8 月核心 PCE 物价指数年率	3.7%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 9 月密歇根大学消费者信心指数终值	71	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 9 月 ISM 制造业 PMI	59.9	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

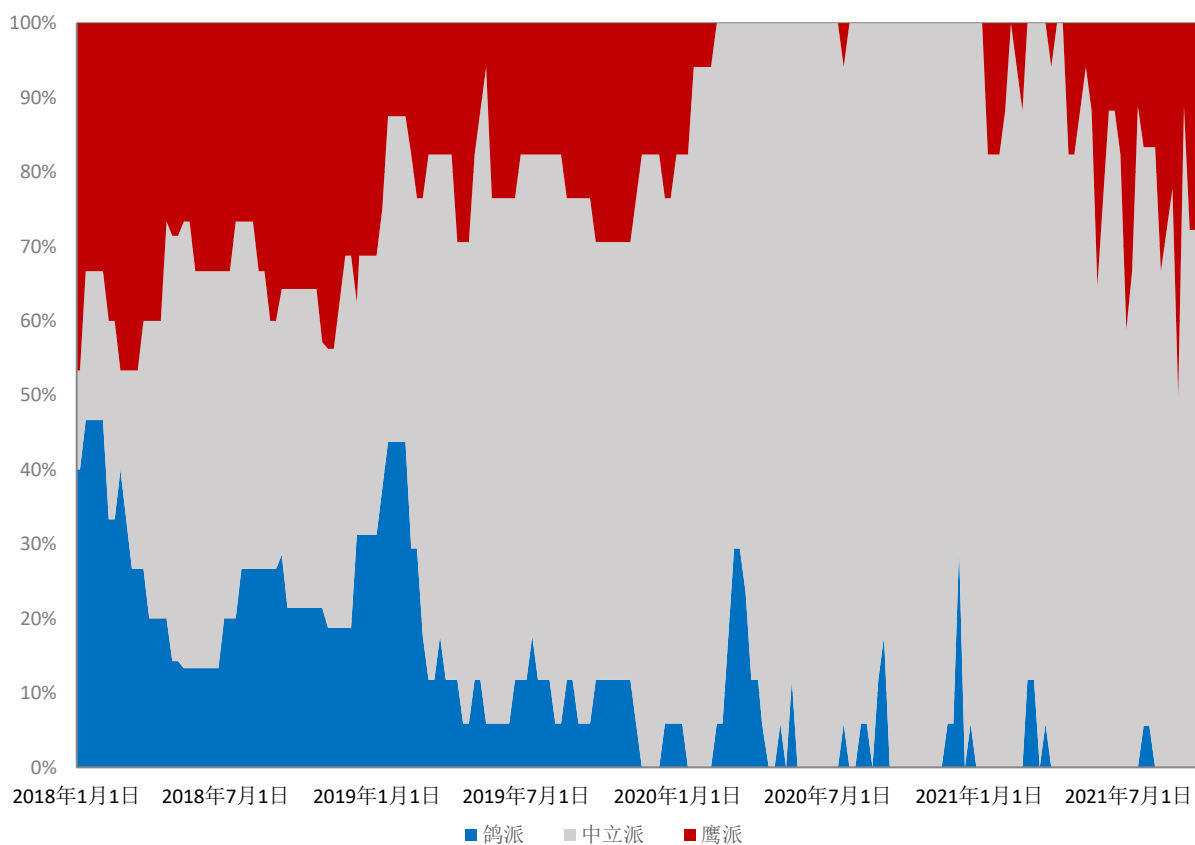
联储委员	是否票委	表态	最新言论
------	------	----	------

波士顿 罗森格伦	2022	中立	
克兰科夫 梅斯特	2022	鹰派	通胀上行风险大于下行风险，通胀将在接下来的几年中略高于 2%；支持在 11 月缩债；预计将在 2022 年底前满足加息条件；加息之后还需要一段时间的宽松政策；预计明年 GDP 增速为 3.75%-4% 之间。经济正在强劲复苏，但风险依然存在；从某些指标来看，劳动力市场“相当疲软”；从其他方面看，劳动市场似乎是“紧缩的”。如果通胀与美联储的目标不一致，我们将采取行动。
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	中立	
旧金山 戴利	是	中立	
美联储主席 鲍威尔	是	鹰派	美联储的措施将确保货币政策支持经济直到复苏完成；美联储坚定地致力于实现其目标；在今年剩下的时间里，增长可能会继续保持强劲的步伐；受疫情影响的行业复苏缓慢；供应限制抑制经济活动。尽管进行了修正，美联储仍然看到了快速的经济增长；劳动力需求非常强劲；劳动力市场状况继续好转；失业率高估了就业缺口；（儿童）护理需求、对病毒的恐惧影响就业增长。委员会今天讨论了实现目标的进展；瓶颈效应持续时间超过预期；如果持续出现进展，缩减购债规模可能很快就会得到保证；将逐步减少购债，大约在 2022 年年中结束。在通货膨胀方面已经取得了实质性进展；减码时机对加息没有直接信号意义；许多联邦公开市场委员会成员表示，就业问题取得了实质性进展。声明中的措辞意味着，缩减购债规模最早可能在下次会议上得到满足；通胀预测反映出持续的瓶颈；预计未来几个月，直到 2022 年，我们都将面临供应瓶颈；大部分 FOMC 成员支持缩债的时间和速度；资产购买仍有其用途，但现在是缩减资产购买的时候了。美联储还远未达到加息的条件；由于德尔塔毒株的影响，8 月份没有出现就业复苏；如果经济继续与预期一致，我们可以在下次会议上轻松地采取缩减购债的计划。
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	鹰派	一旦“缩债”计划完成，美联储将面临关于资产负债表规模的复杂讨论；缩债的标准已经达到，继续每月购买债券的可能性“已经减弱”；进一步取得实质性进展的标准已经达到。新冠疫情和政策应对已经将消费和劳动力选择推到了失衡状态；正常的模式可能会重新出现，但可能需要时间；恢复“正常化”应该会使经济继续增长，通货膨胀缓和，但新冠疫情带来的一些变化可能会持续下去。我不想把重点放在资产购买的组合上；购买住房抵押贷款支持证券的政策选择与信贷分配无关。
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	

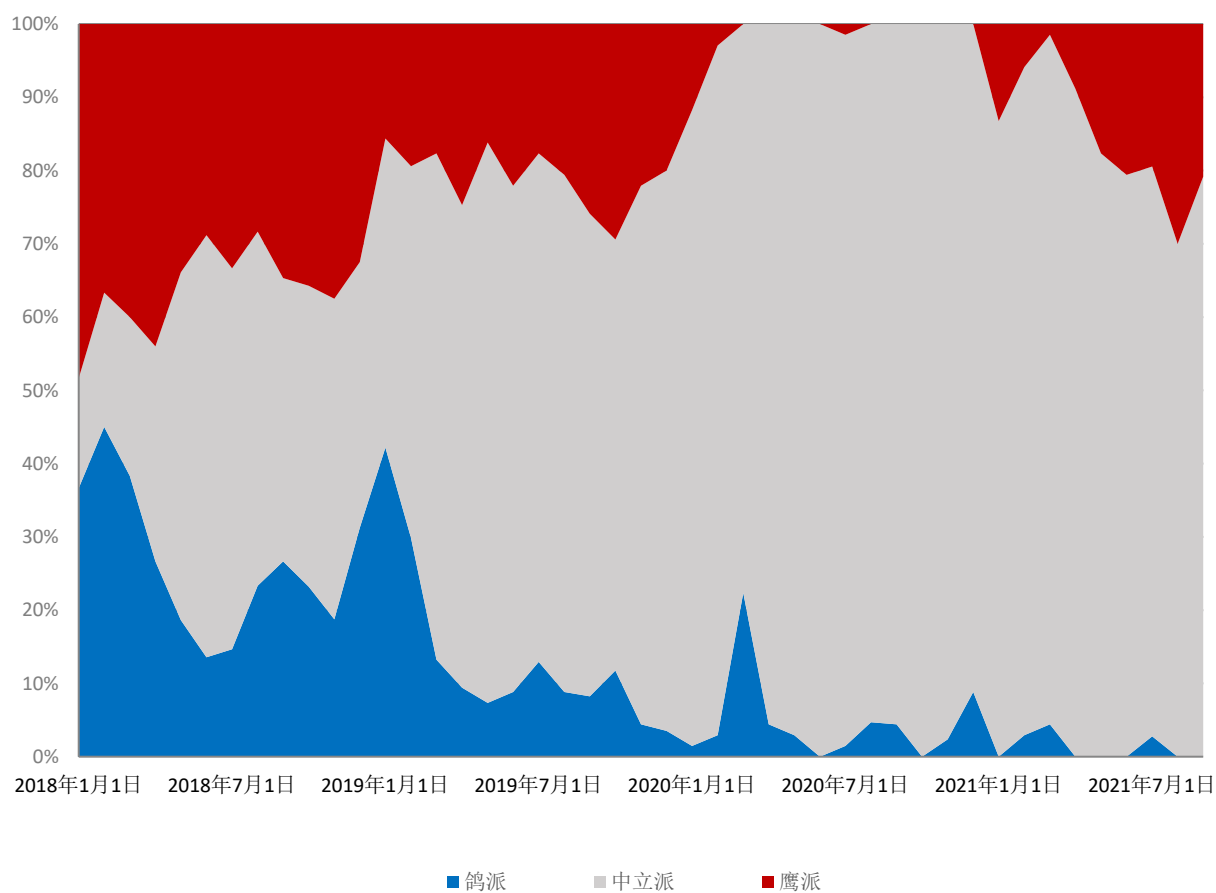
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 21：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



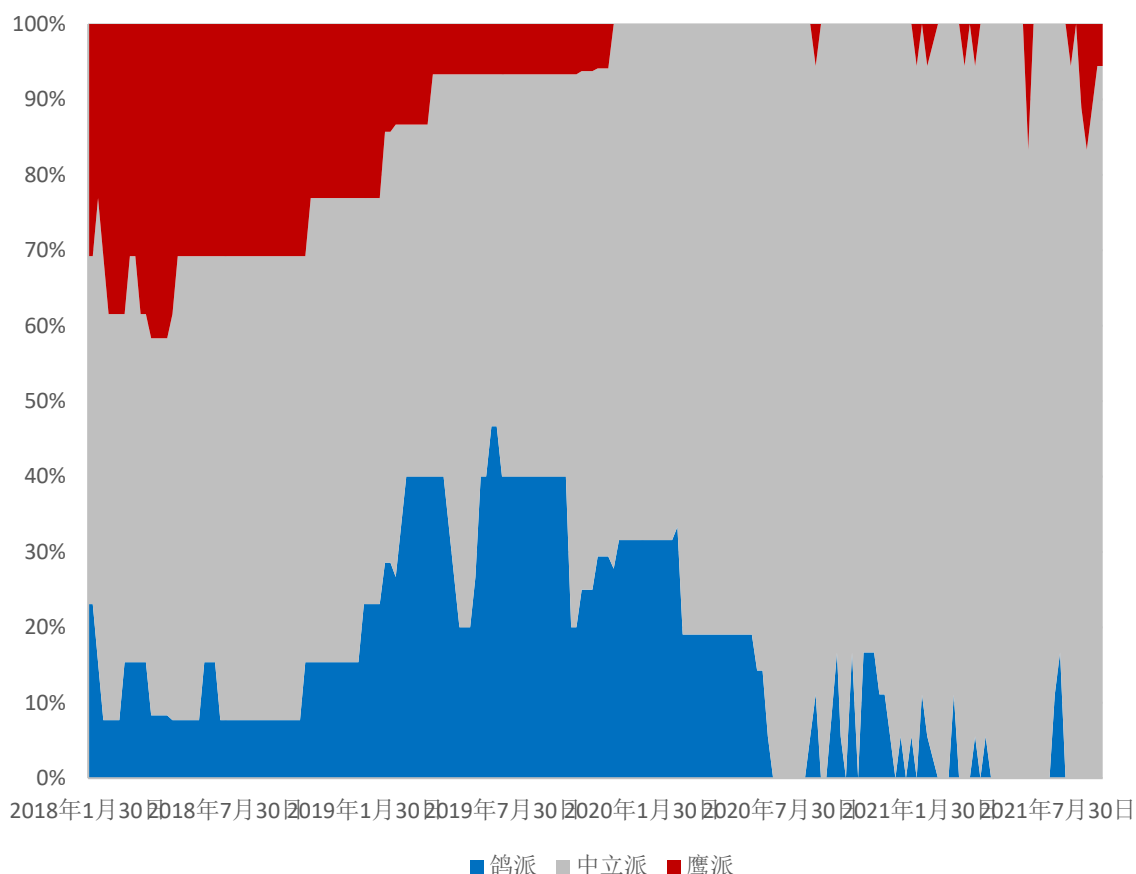
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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

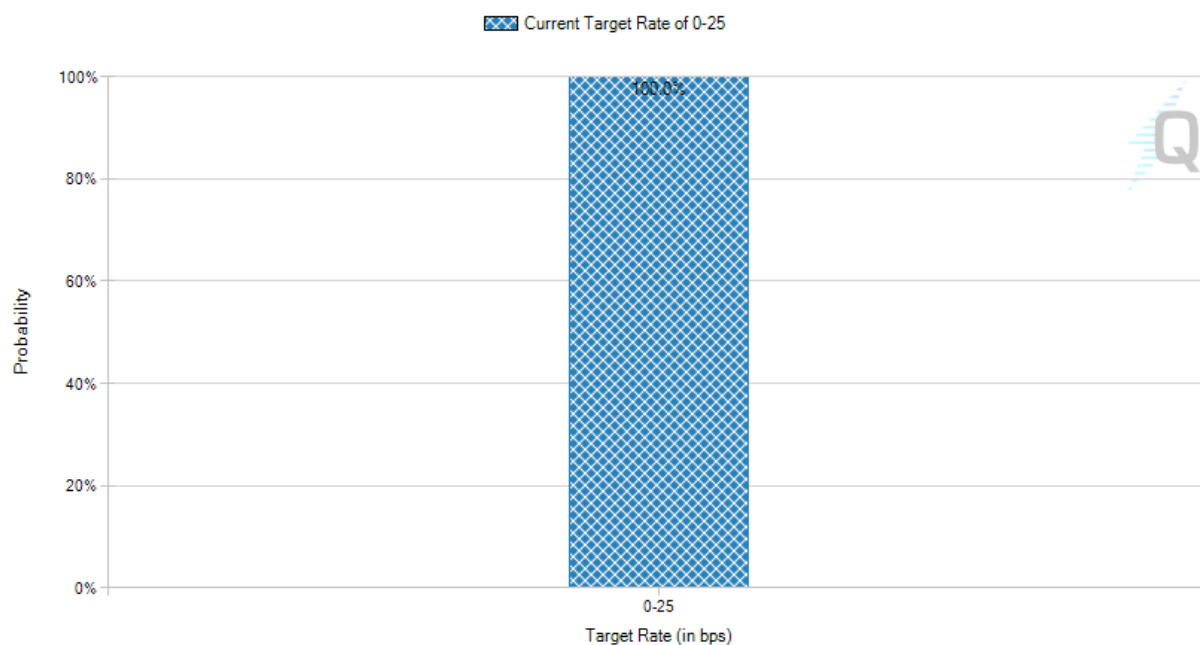
图 23：近期欧洲央行官员的言论基调（每周/连续）



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 11 月份加息与否概率

TARGET RATE PROBABILITIES FOR 3 11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	1753.91	1787.24	1737.30	1749.98	-0.25
伦敦现货白银	22.34	23.14	22.01	22.38	0.10
伦敦现货铂	942.50	1013.67	901.00	984.50	4.85
道琼斯工业平均指数	34459.72	34879.78	33613.03	34798.00	0.62
标准普尔 500 指数	4402.95	4465.40	4305.91	4455.48	0.51
纳斯达克综合指数	14758.14	15085.44	14530.07	15047.70	0.02
英国富时 100 指数	6963.64	7131.43	6828.28	7051.48	1.26
德国 DAX 指数	15259.50	15695.65	15019.49	15531.75	0.27
巴黎 CAC40 指数	6450.39	6718.80	6389.62	6638.46	1.04
东京日经 225 指数	30021.25	30276.38	29573.88	30248.81	-0.82
澳大利亚普通股指数	7691.10	7695.80	7474.10	7649.31	-0.70
上证综合指数	3563.21	3670.95	3560.50	3613.07	-0.02
深证成份指数	14139.90	14514.39	14117.63	14357.85	-0.01
创业板指数	3144.45	3250.14	3141.24	3207.82	0.46
美元指数	93.26	93.52	92.98	93.29	0.03
欧元兑美元	1.17	1.18	1.17	1.17	-0.04
美元兑日元	109.92	110.81	109.12	110.74	0.66
澳元兑美元	0.73	0.73	0.72	0.73	-0.19
美元兑人民币	6.47	6.47	6.45	6.47	0.01
美元兑离岸人民币	6.47	6.49	6.45	6.46	-0.17

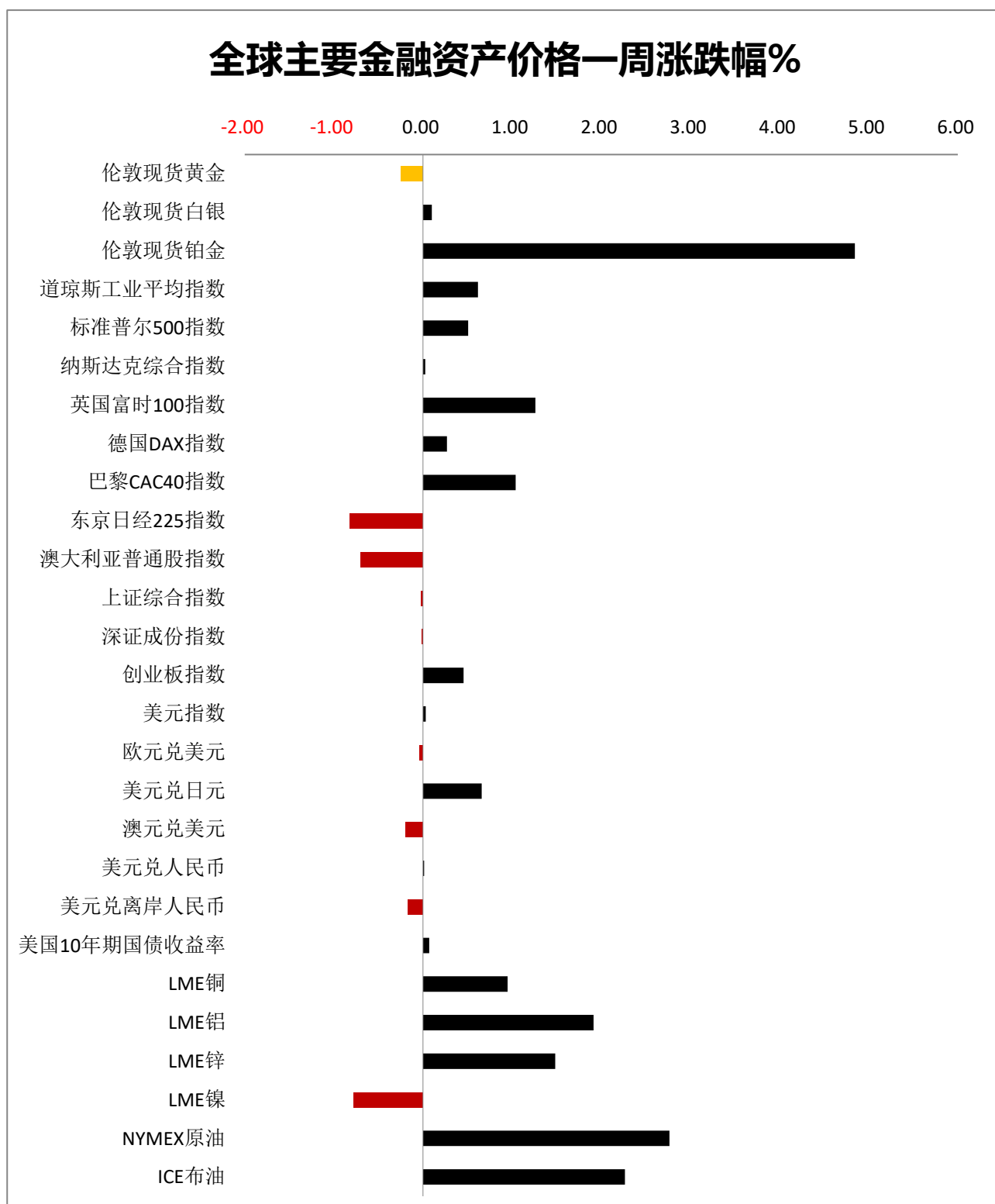
请参阅最后一页的重要声明

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	0.0705
LME 铜	9250.00	9407.00	8810.00	9355.00	0.95
LME 铝	2868.50	2977.50	2831.00	2929.00	1.91
LME 锌	3070.00	3138.00	2959.00	3112.00	1.48
LME 镍	19360.00	19545.00	18395.00	19205.00	-0.77
NYMEX 原油	71.81	74.27	69.39	73.95	2.77
ICE 布油	75.33	77.40	73.26	77.20	2.27

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。