

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

滞涨预期愈演愈烈

鲍威尔发言打压黄金多头热情

市场研究报告

■ 本周视点：

上周国际金价冲高回落。周初国际金价开盘报于 1782.86 美元/盎司，面对着市场对于美国通胀预期的走强，国际金价不断走高，周中国际金价最高触及 1813.94 美元/盎司，最低价为 1781.70 美元/盎司。上周五美联储主席发表讲话，表示对美国目前面临的高通胀问题表示担心，国际金价快速回落，并最终报收于 1792.28 美元/盎司。

总结来看，我们认为当前的通胀环境仍然将有利于黄金，但是不断走高的通胀压力也意味着市场的加息预期会愈发强烈。这意味着重要的经济数据将会给市场带来更大的波动，黄金可能会维持震荡偏强的走势。但如同我们前文所提示的，市场的波动可能会逐渐加大，贵金属的交易难度也在加大，因此我们维持谨慎。从价格来看，本周国际金价还将继续围绕在 1800 上下进行震荡。

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 10 月 25 日

相关研究报告：

10 月 20 日

银铂钯每周资讯—2021 第 39 期

10 月 18 日

美数据喜忧参半 国际金价震荡收涨

10 月 13 日

银铂钯每周资讯—2021 第 38 期

10 月 11 日

美非农数据不及预期 国际金价冲高回落

上周国际金价冲高回落。周初国际金价开盘报于 1782.86 美元/盎司，面对着市场对于美国通胀预期的走强，国际金价不断走高，周中国际金价最高触及 1813.94 美元/盎司，最低价为 1781.70 美元/盎司。上周五美联储主席发表讲话，表示对美国目前面临的高通胀问题表示担心，国际金价快速回落，并最终报收于 1792.28 美元/盎司。

一、上周全球市场回顾

在国内的经济数据方面，三季度，国内经济同比增长 4.9%，较上一季度 7.9% 的增速大幅放缓，并且低于 5.2% 的市场预期。这是自 2020 年三季度以来增长最慢的一个季度，电力短缺产能受限、供应链瓶颈、房地产持续承压，以及新冠疫情的在不同地区反复出现，是影响产出的几个不利因素。9 月国内工业增加值同比增长 3.1%，低于上一个月的 5.3%，也低于市场预测的 4.5%。这是自 2020 年 3 月以来工业生产增长速度最慢的一次。停电限产，是压低工业产出的重要因素。大多数行业都出现了增长放缓，甚至是减产的情况。国内工业产能利用率较去年同期的 76.7% 有所回升至 77.1%，但低于上个月的 78.4%。今年起三个季度，国内固定资产投资完成额同比增长 7.3%，低于 7.9% 的市场预测。分行业来看，第一、第二和第三产业的固定投资增长均出现下滑。

9 月中国零售额同比增长 4.4%，超过上月的 2.5%，和市场预期的 3.3%。部分地区疫情封锁接触后，消费反弹明显。分行业来看，珠宝、办公用品、电信、石油产品、化妆品、个人护理、家用电器、家具和建材的销售都有所增长，服装和汽车销售额则有所下降。

国内的金融数据方面，一年期贷款最优惠利率(LPR)维持在 3.85% 不变，五年期则维持在 4.65%，连续第 18 个月保持不变。

美国的经济数据方面，9 月美国工业产出同比增长 4.6%。工业产出增长在 4 月份增长 17.8% 后，连续第五个月放缓。其中制造业增长 4.8% 为 6 个月以来最低，而矿业和公用事业分别增长 6.9% 和 1.6%。

在劳动力市场数据方面，截止到 10 月 16 日，美国当周初请失业金人数降至 29.3 万人，为 2020 年 3 月以来最低水平，略低于市场预期。美国劳工部最近的数据显示更好的工资、更好的工作条件、灵活性更高的新工作，导致 8 月份有创纪录的 430 万人辞职，职位空缺接近创纪录的 1040 万。截止到 10 月 9 日当周，美国持续申领失业救济金人数降至 248.1 万人，低于市场预期的 255 万人，并创下了大流行以来的新低。

9 月美国房屋建筑许可环比下降 7.7%，为一年来最低水平，远低于市场预期。报告显示供应链中断和劳动力短缺导致房屋建造困难，另一方面，高通胀推动抵押贷款利率持续走高，

影响了市场的新屋需求。

EIA 石油状况报告的数据显示，10 月 15 日止当周，美国原油库存减少 43.1 万桶，为四周来首次下降，市场预估为增加 185.7 万桶。与此同时，汽油库存减少了 536.8 万桶，超过了预期的 126.7 万桶。

二、全球市场纵览及后市展望

商品价格上涨所带来的滞涨预期，以及市场隐含的对于利率的预期仍然是近期影响黄金价格的主线。虽然，近期大宗商品价格已经出现了松动给短期快速膨胀的通胀预期浇了一盆冷水，但租房价格对于劳动力成本的推高，仍然是未来一段时间内造成滞涨的隐忧。与此同时，1000 万的就业缺口以及 700 万的失业人数，也暗示当前美国企业的工资水平未能起到调解好市场供需的作用。如果未来工资水平也出现进一步上升，那么供给侧的冲击将继续对美国的通胀造成上行压力。实际上美联储也在多个场合承认了目前相对较高的通胀水平，可能会维持更长时间。不过，通胀预期并不一定会推动加息预期，除非有更多的迹象让市场相信货币当局的政策可能会出现转向。而根据 9 月份美联储公布的利率点阵图显示，美联储在 9 月份的加息预期较 6 月份有所提速。这使得市场相信美联储将会因为高通胀而加快货币政策收缩。

美联储多位官员也在上周就市场关切的滞涨预期以及加息预期做出了回应。一些美联储官员暗示加息在未来的很长一段时间内不会发生。另有一些官员则认为，如果明年春季通胀仍然维持在一个较高的水平，那么就on必须重新评估美联储的潜在加息速度。这是 9 月份美联储 FOMC 会议纪要公布后，美联储官员集中对市场的预期做出回应。上周五，美联储主席鲍威尔在参加一场国际清算银行的网络会议中表示，目前美国的经济状况，即高企的通胀和尚未达到目标的劳动力市场并不符合美联储的货币政策框架。面对当前的供应链瓶颈，美联储的货币政策工具作用有限。鲍威尔认为目前美国的经济可以开始进行宽松缩减，但是离开加息还有一定的距离。美联储会继续对高通胀进行监控。鲍威尔的讲话，导致周五国际金价出现了大幅的回落。虽然，我们认为鲍威尔在讲话中并没有给出更加鹰派的加息预期，但是他对未来的通胀的担忧，令市场对于明年美联储的货币政策更加担忧。

我们认为在通胀完全失控前——美国的通胀连续高于 5%——美联储会尽力维持宽松的货币政策。如同，我们在年初的报告中曾谈到，美国财政部和美联储联手救助经济将会大幅推高美国的公共债务负担，而在经济没有完全复苏前，为了降低债务负担，美联储难有大幅加息的空间。加上，较高的通胀能够在一定程度上缓解美国的债务负担，我们相信美联储有

动力维持宽松的货币政策。而如果宽松仍然是一个目前美联储货币政策的主要基调，那么从黄金的价格仍有进一步走高的空间。这里需要进一步考虑，在美联储试图维持需求曲线不变的情况下，供给复苏能否压低通胀。我们认为劳动力市场会随着时间的推移而再平衡，届时通胀会出现走弱，但能源市场结构性的问题，和薪资增长所带来的价格压力，将成为推动中期通胀预期的因素。如果美联储所表示的目前，美联储没有更好应对的方式。另一个巨大的风险是伴随着更加寒冷的冬天，相对较低的疫苗接种率，以及疫苗防护能力的下降，今年冬季新冠疫情可能再次出现反扑。届时将进一步引发全球的供需失衡，并导致各国央行将不得公布继续维持宽松政策来支持经济。我们在此前的报告中，谈到过美联储的货币政策可能进退维谷。

总结来看，我们认为当前的通胀环境仍然将有利于黄金，但是不断走高的通胀压力也意味着市场的加息预期会愈发强烈。这意味着重要的经济数据将会给市场带来更大的波动，黄金可能会维持震荡偏强的走势。但如同我们前文所提示的，市场的波动可能会逐渐加大，贵金属的交易难度也在加大，因此我们维持谨慎。从价格来看，本周国际金价还将继续围绕在1800上下进行震荡。

图 1: 不同期限美元 LIBOR

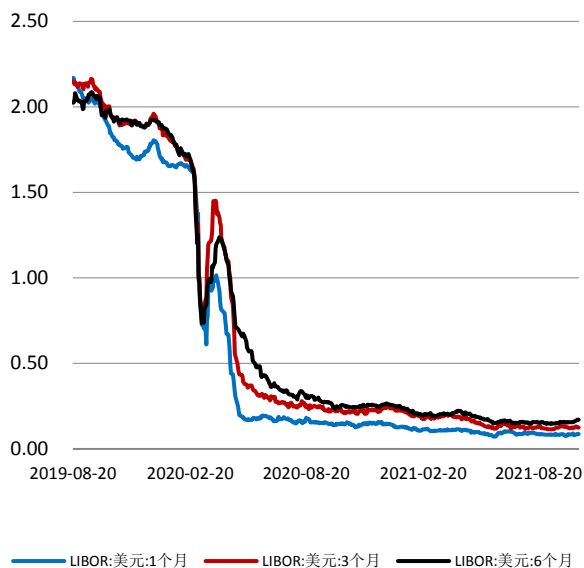


图 2: 黄金与美元指数



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

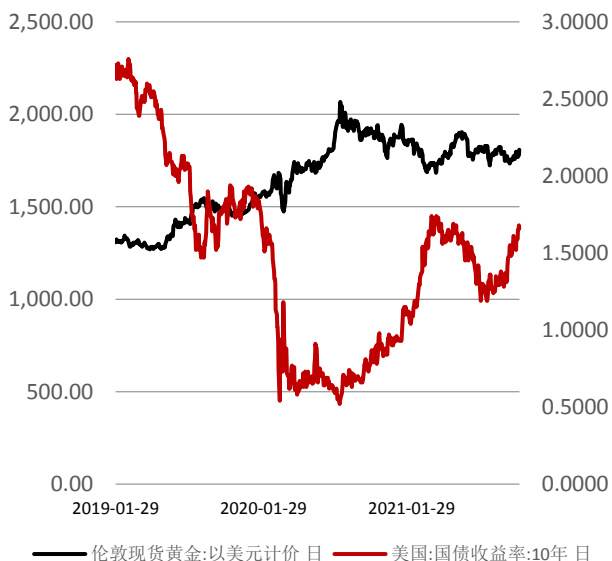


图 4: 黄金与原油价格



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

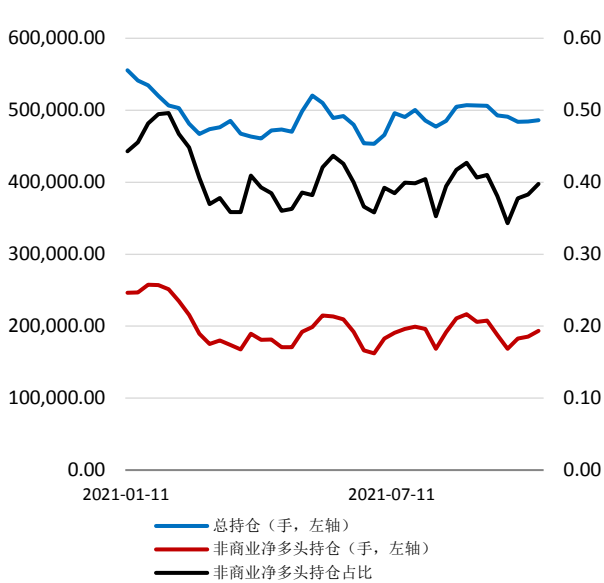
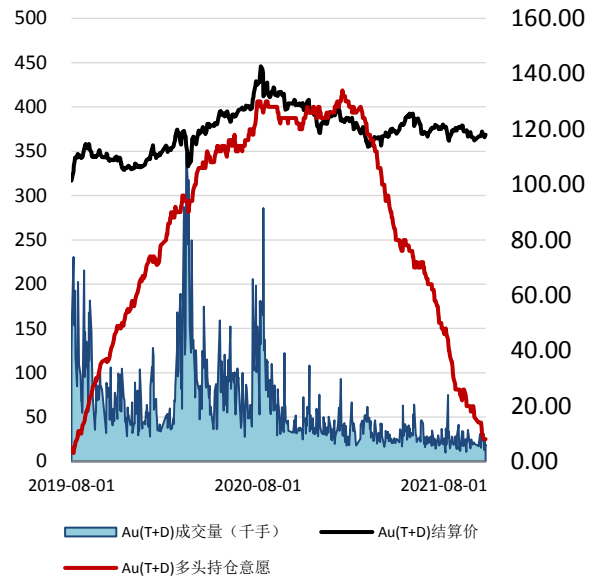


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿

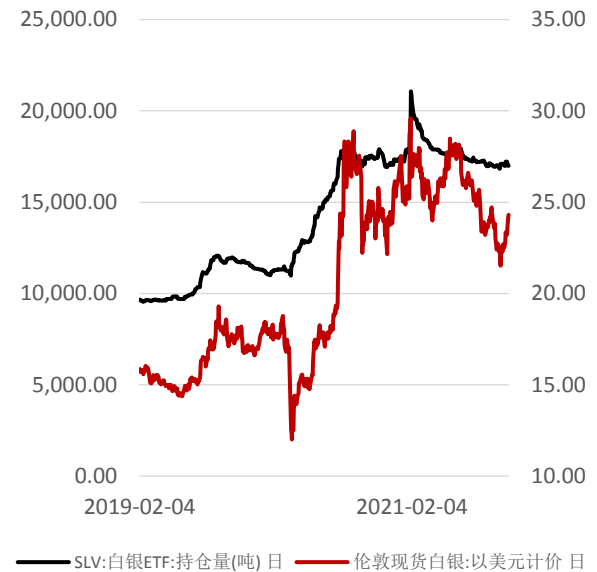


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

图 7: SPDR 黄金持仓与国际金价



图 8: SLV 白银持仓与国际银价

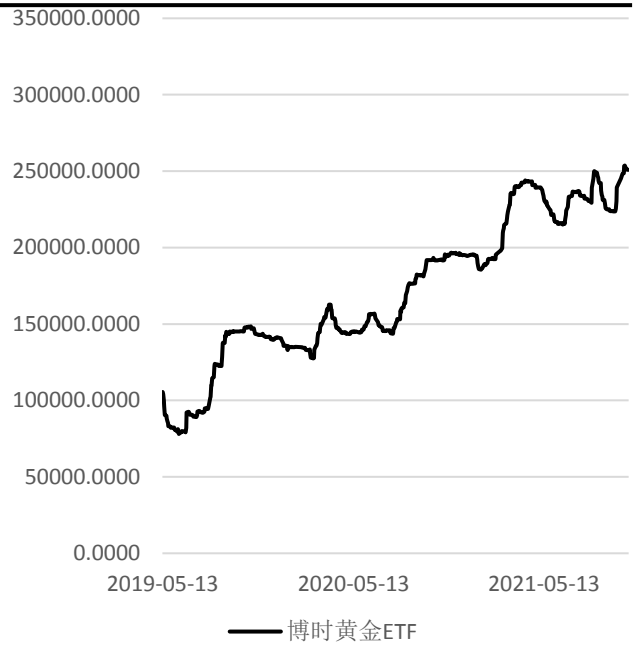


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

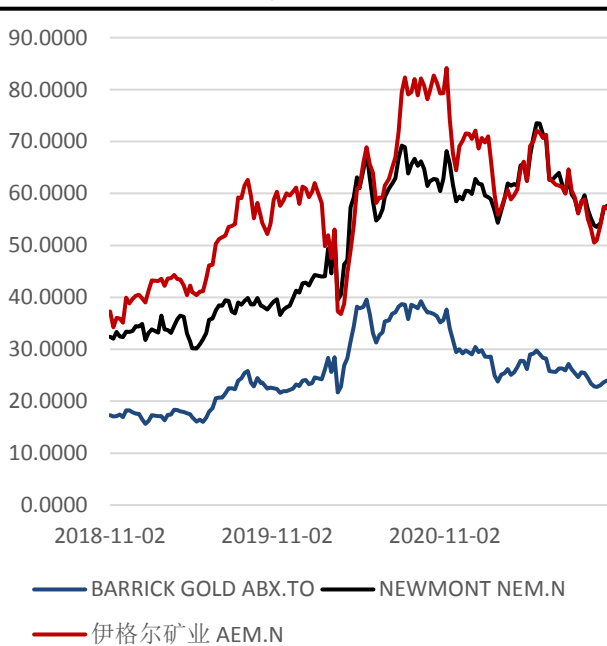
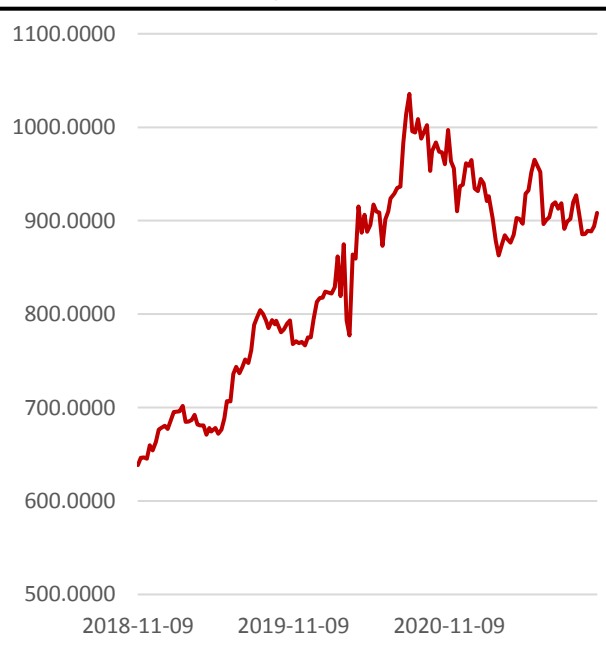


图 12: 美国黄金股票指数



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

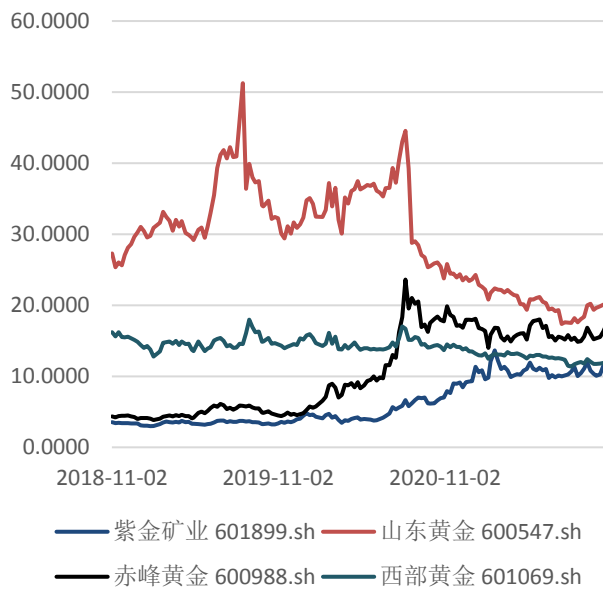
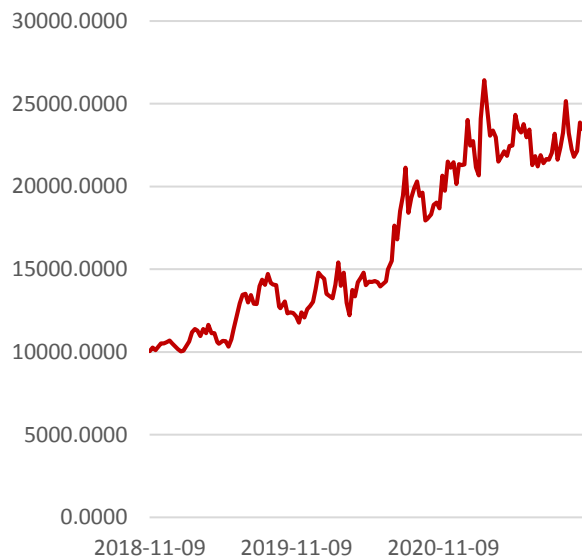
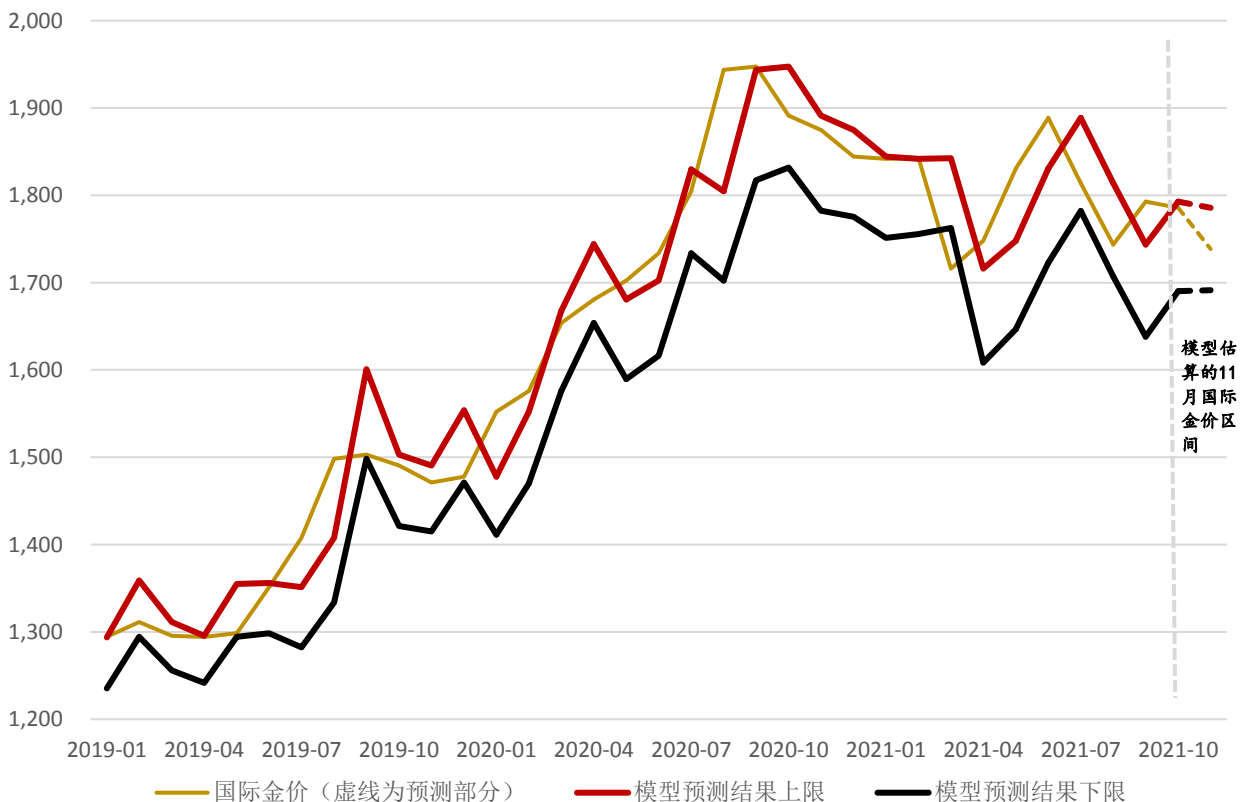


图 14: 中国黄金股票指数



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 11 月黄金价格低于 10 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
10月25日	美国10月达拉斯联储商业活动指数	6.2	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
10月26日	美国8月S&P/CS20座大城市房价指数年率	20.10%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国10月谘商会消费者信心指数	109.5	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
10月27日	美国9月耐用品订单月率	-0.2%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国至10月22日当周EIA原油库存(万桶)	-43.1(前值)	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
10月28日	欧元区10月经济景气指数	117.8(前值)	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国至10月23日当周初请失业金人数(万人)	29(前值)	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国第三季度实际GDP年化季率初值	3.2%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国第三季度核心PCE物价指数年化季率初值	6.10%(前值)	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
10月29日	欧元区10月CPI年率初值	3.70%	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	欧元区第三季度GDP年率初值	3.50%	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国9月核心PCE物价指数年率	3.70%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国10月密歇根大学消费者信心指数终值	71.4	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

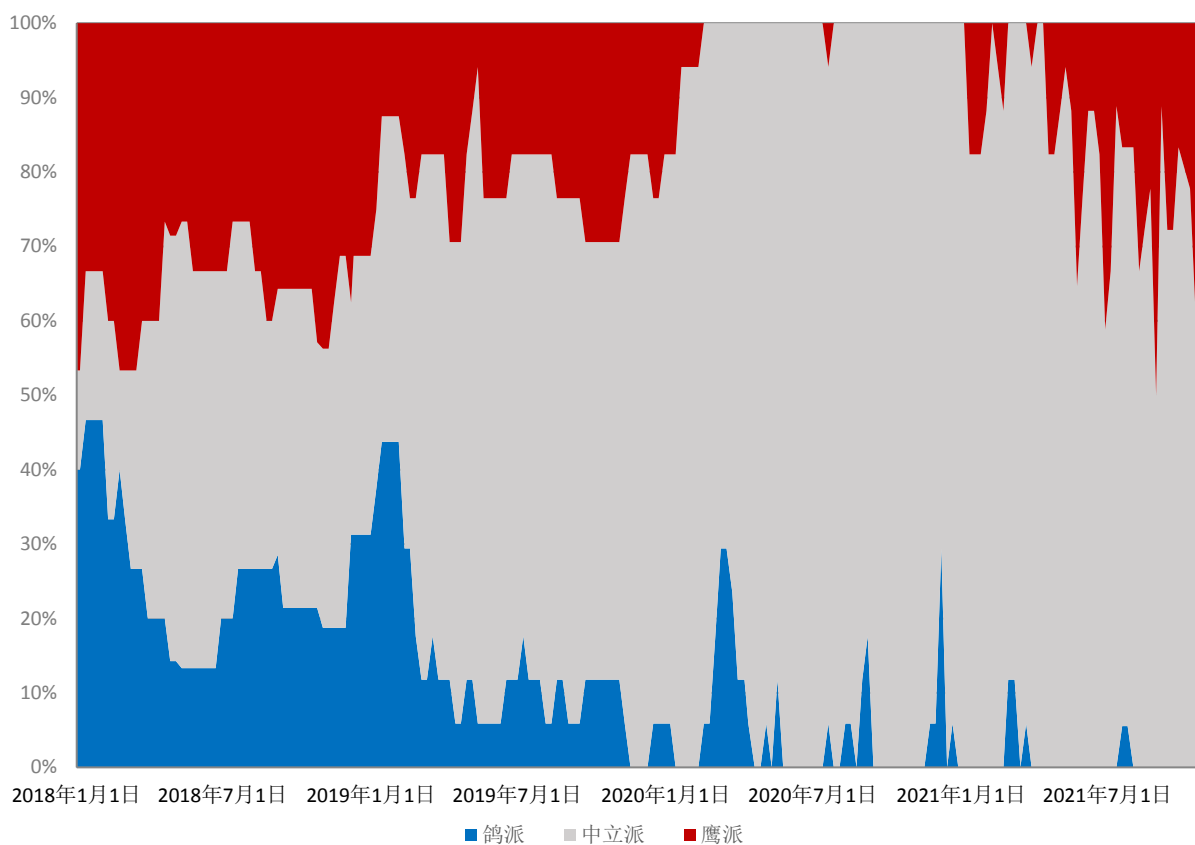
联储委员	是否票委	表态	最新言论
波士顿 罗森格伦	2022	中立	
克兰科夫 梅斯特	2022	鹰派	短期内不会加息；随着资产购买的逐渐减少，将有时间评估通胀和就业情况；上调今年的通胀预期；明年通胀数据将回落。预计供应瓶颈会比最初预期的持续时间更长；如果明年我们看不到通货膨胀率下降，将需要重新评估政策；基本预测是通胀会下降，但也存在上行风险；到目前为止，中长期通胀预期与2%的通胀目标一致。支持美联储开始缩减债券购买规模；美联储的政策是根据前景调整的；对目前的政策非常满意；银行体系相当健康；当前不太担心金融稳定问题。
费城 哈克	否	中立	
亚特兰大 博斯蒂克	是	鹰派	美联储需要尽其所能保持公信力；美联储的新规则承认了美联储在市场中的地位已经改变的事实，此外美联储需要改变其策略。混乱和高通胀将持续到2022年；目前还没有看到经济破坏的迹象，将继续密切关注；没有看到通胀陷入困境的势头，但将继续观察；削减资产购买是第一步，将观察经济和市场的反应。
美联储副主席 克拉利达	是	中立	
旧金山 戴利	是	鹰派	好几个月的通胀数字都比预期的高，持续的时间也比预期的长；“暂时的”通胀意味着随着新冠疫情的减弱，高通胀预计不会持续；全球供应链比任何人想象的都要脆弱。如果美联储提高利率，这不会解决供应链问题，但可能会阻碍美联储实现充分就业。如果我们仅仅根据明年利率将会很高的预测来提高利率，那可能会付出经济和就业方面的代价。
美联储主席 鲍威尔	是	鹰派	潜在的劳动条件不满足充分就业，供应瓶颈仍然存在；认为就业增长将回到去年夏天的高水平，但可能需要比我们想象的更长的时间。供应方面的紧张最近在某些情况下变得更糟了，战胜疫情是全球经济复苏的关键因素；高通胀可能会持续到明年，但仍预期通胀率将回落至接近2%的目标，供应限制问题可能会持续到2022年。如果美联储到2022年年中看到通胀预期上升的严重风险，将提高利率。我们正步入开始缩减购债规模的轨道。通胀远高于目标，就业人数仍比2020年高点低500万，现在

			加息还为时过早；我们不知道通胀要多久才能放缓；随着时间的推移，全球供应链将恢复运作。
美联储理事 布雷纳德	是	中立	
美联储理事 夸尔斯	是	鹰派	明年通胀可能大幅下降，但上行风险很大；如果明年通胀没有消退，或者如果预期变得不稳定，美联储的工具可以降低通胀；支持11月会议缩减购债，并在2022年年中结束缩债计划；美联储仍有耐心，等待就业出现更大程度的复苏。美联储在抗击通胀方面并没有落后；目前通胀位于过高水平的时间并不长；如果高通胀持续更长时间，美联储就需要采取行动降低需求；如果明年春季通胀率达到4%，可能需要重新评估政策。
美联储理事 鲍曼	是	鹰派	大流行期间提前退休可能会限制经济发展；儿童保育服务的缺乏可能会继续阻碍女性参与劳动力市场，这可能也会拖累美国经济；许多离开劳动力市场的年长劳动力不太可能再重返，其中包括许多妇女。
纽约 威廉姆斯	是	鹰派	长期通胀预期符合美联储2%的目标，如果通胀预期锚定在太低的水平，那么随着时间的推移，实际通胀就会下降；点阵图并不完美，但可以传达有用的信息；今天的经济存在很大的不确定性。美国房价上涨非常迅速，资产估值也相当高，房价上涨是由低利率环境和疫情因素造成的，房价上涨不会对金融稳定构成风险，银行的资本化程度也比上次危机期间要好。
里士满 巴尔金	是	鹰派	就业最大化是一个不断变化的目标，无法直接衡量；如果女性以较低的比例参与劳动力市场，那就意味着就业最大化的程度可能会有所降低；当前面临的问题是劳动力参与率是否会回升，并缓解工资压力。提高劳动力供应的措施是有帮助的，这可能会影响物价；最好在美联储开始加息之前完成缩减购债计划。
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	鹰派	加息仍需一段时间;在第三季度因新冠疫情而放缓后,经济增长将出现反弹;通货膨胀和就业都取得了实质性进展;预计明年通胀率将回到 2%,但“非常担心”上行风险。美联储应在 11 月会议后开始缩减资产购买;美联储缩减购债规模的决定已经反映在市场价格中,不应该使金融状况变得紧张;支持在 2022 年年中结束缩债计划,以便在必要时加息。第四季度美国可能会有“非常健康的就业增长”;如果通胀在 2021 年内一直居高不下,那么 2022 年很可能需要“更积极的政策回应”;如果到 2022 年通货膨胀率仍远远高于 2%,将支持提前加息。看起来我们并没有进入滞胀;可能会看到通货膨胀过高,但不会伴随着糟糕的劳动力市场;基础设施法案的支出将在 10 年内分摊,对通货膨胀的影响可能较小;目前当局没有必要采取更多的刺激措施;失业率的下降“令人难以置信”。如果到 2022 年通货膨胀率继续保持在 5%,美联储的政策制定者们将会更快地提高加息预期。没有关于央行资产负债表应该有多大的理论;目前的资产负债表规模没有对金融市场或宏观经济造成任何问题;如果我们愿意,就可以在未来几年内大幅缩表;缩表可能是个好主意。

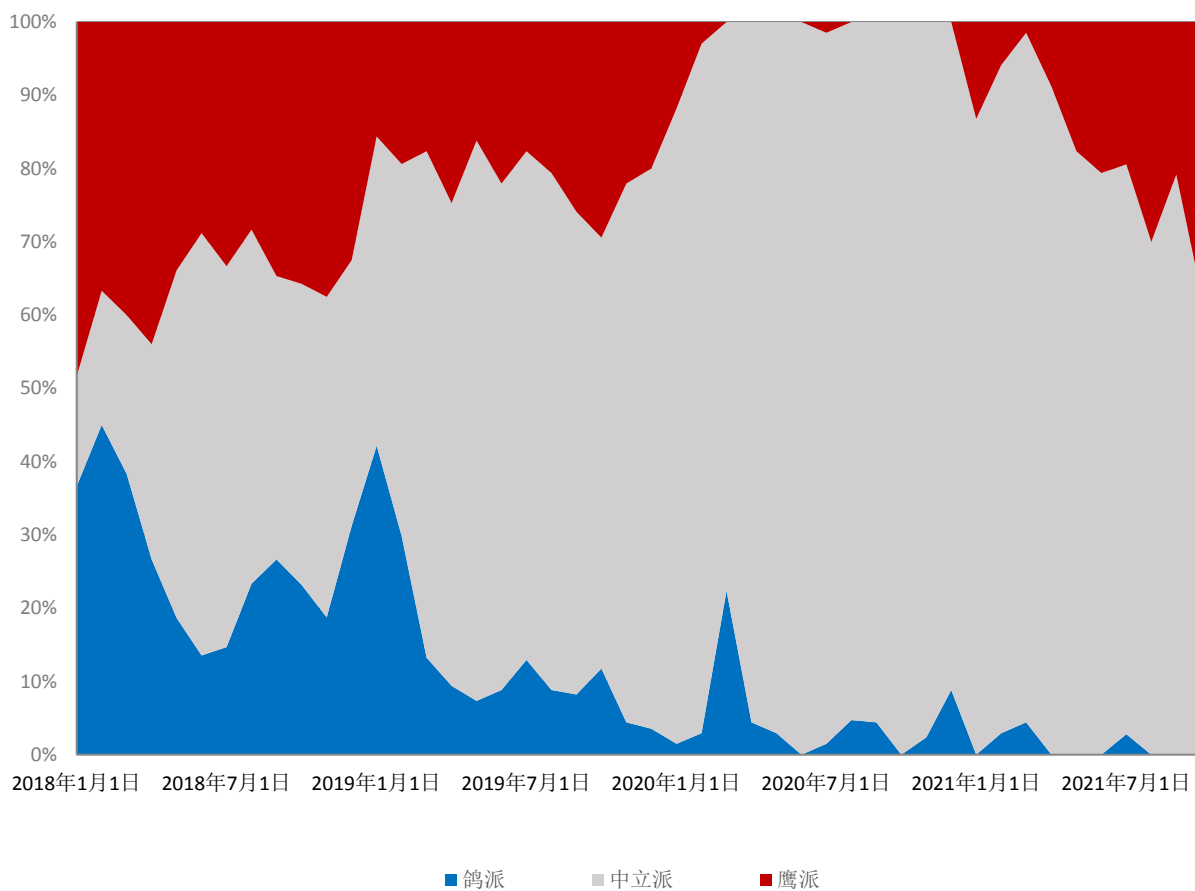
数据来源:中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 21: 近期美联储官员的言论基调 (每周/连续)



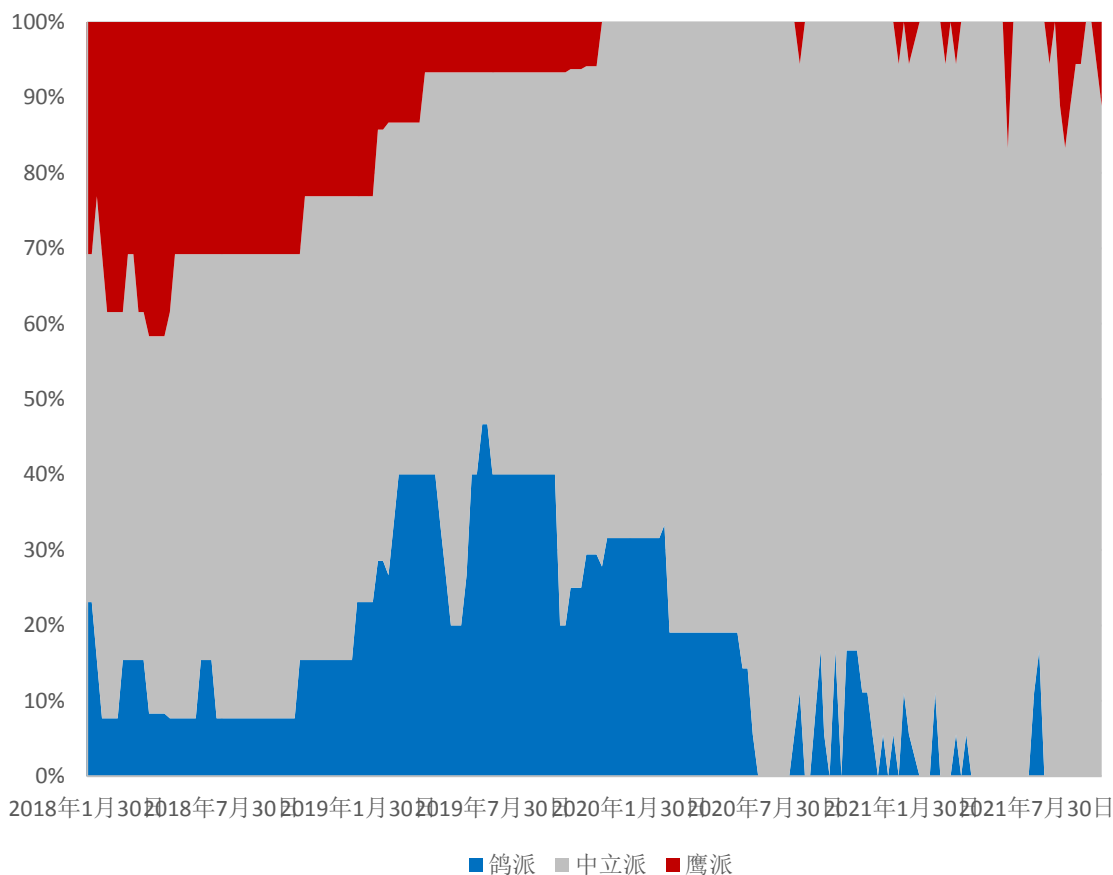
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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

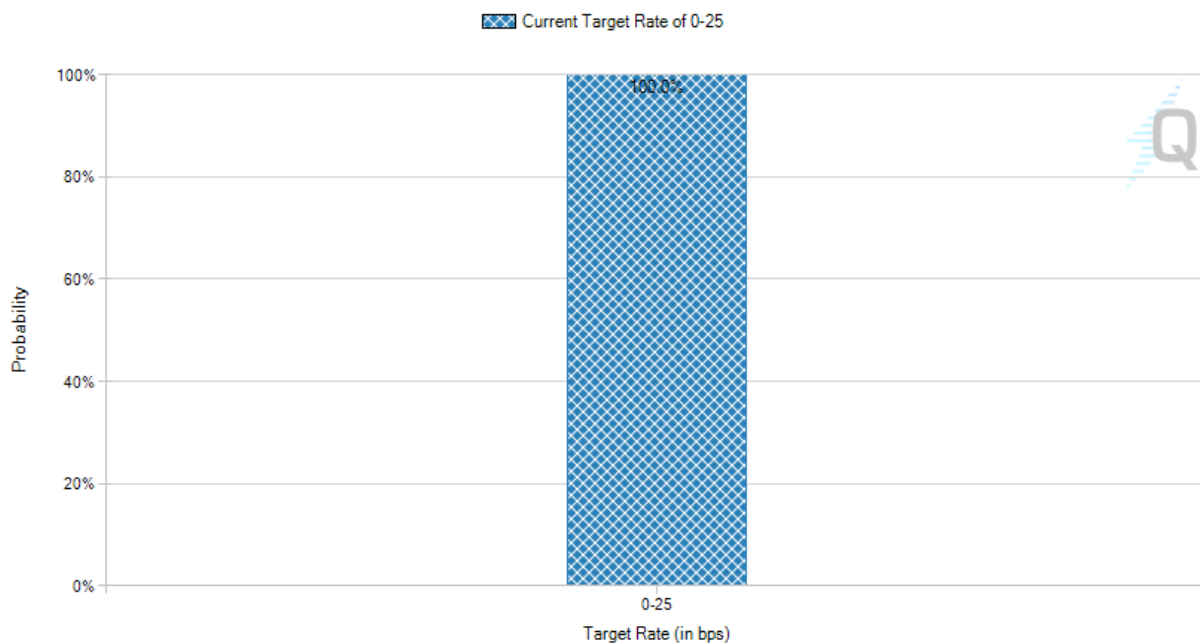
图 23：近期欧洲央行官员的言论基调（每周/连续）



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

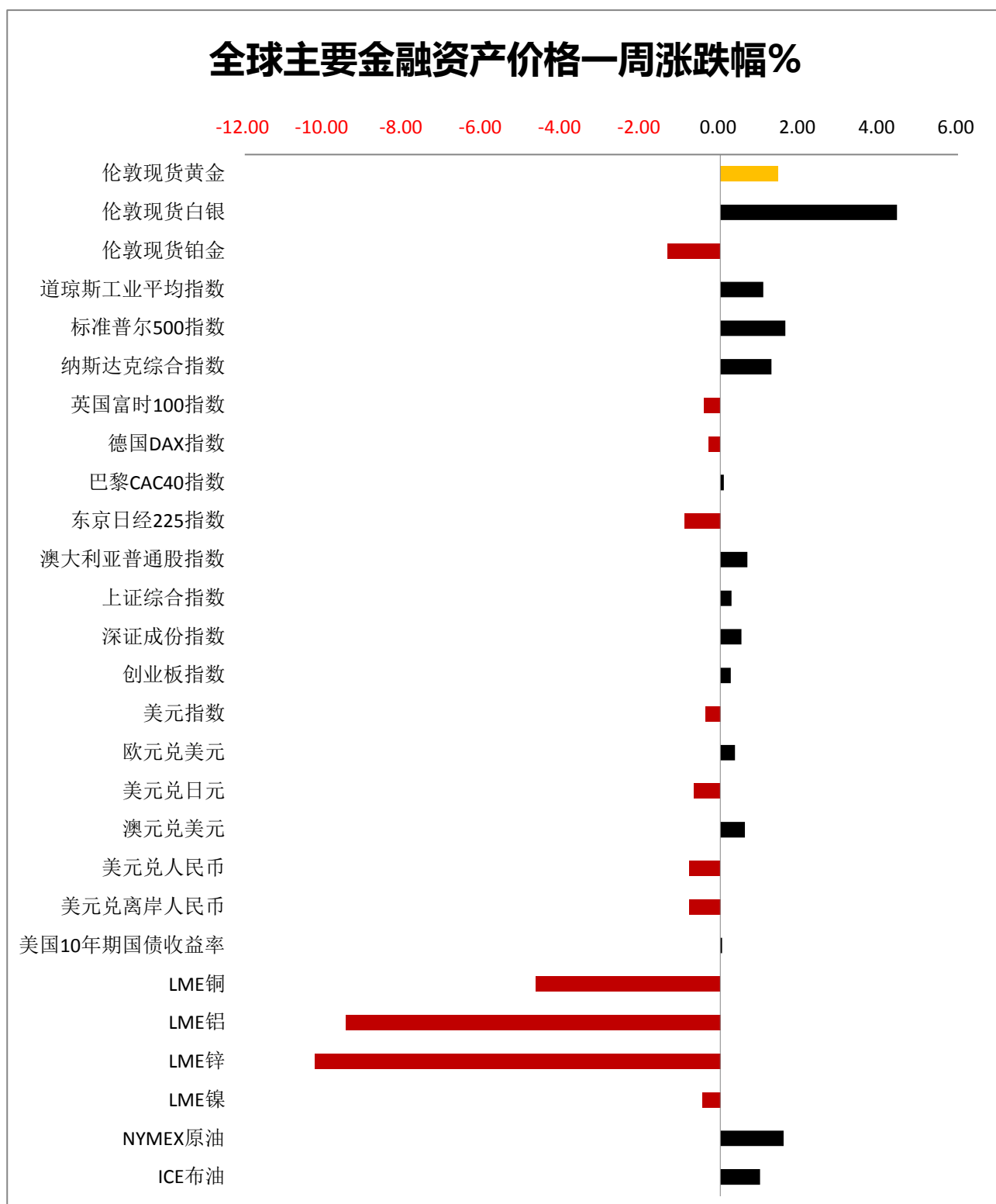
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1766.81	1813.94	1759.10	1792.28	1.46
伦敦现货白银	23.30	24.82	22.99	24.30	4.46
伦敦现货铂	1058.48	1077.68	1031.00	1041.00	-1.33
道琼斯工业平均指数	35221.02	35765.02	35035.94	35677.02	1.08
标准普尔 500 指数	4463.72	4559.67	4447.47	4544.90	1.64
纳斯达克综合指数	14839.74	15222.25	14833.28	15090.20	1.29
英国富时 100 指数	7234.03	7235.19	7180.20	7204.55	-0.41
德国 DAX 指数	15518.59	15614.76	15406.59	15542.98	-0.28
巴黎 CAC40 指数	6697.29	6765.46	6636.61	6733.69	0.09
东京日经 225 指数	29093.82	29489.11	28546.57	28804.85	-0.91
澳大利亚普通股指数	7674.20	7765.00	7665.20	7726.78	0.69
上证综合指数	3571.05	3610.96	3539.48	3582.60	0.29
深证成份指数	14393.18	14582.79	14218.61	14492.82	0.53
创业板指数	3287.04	3320.33	3231.05	3284.91	0.26
美元指数	93.97	94.17	93.50	93.61	-0.38
欧元兑美元	1.16	1.17	1.16	1.16	0.37
美元兑日元	114.25	114.72	113.39	113.50	-0.66
澳元兑美元	0.74	0.75	0.74	0.75	0.62
美元兑人民币	6.43	6.44	6.38	6.38	-0.77
美元兑离岸人民币	6.43	6.44	6.37	6.38	-0.79

美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0431
LME 铜	10322.00	10452.50	9690.00	9740.00	-4.65
LME 铝	3180.00	3229.00	2856.00	2875.00	-9.45
LME 锌	3820.00	3852.00	3364.00	3429.00	-10.24
LME 镍	19960.00	21425.00	19620.00	19810.00	-0.45
NYMEX 原油	82.00	84.22	80.78	83.98	1.60
ICE 布油	84.95	86.10	83.36	85.77	1.00

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。