

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

美联储降低购债规模 鸽派言论支撑黄金上涨

市场研究报告

■ 本周视点:

上周国际金价继续围绕 1800 一线展开震荡。周初国际金价开盘报于 1783.33 美元/盎司，周中金价最高触及 1818.28 美元/盎司，最低价为 1757.60 美元/盎司，并最终报收于 1817.42 美元/盎司。美、欧和英格兰央行维持宽松的货币政策，美联储强调加息和缩减量化没有关系是推动黄金价格的主要因素。

上周美国超预期的非农就业数据公布后，美长债收益率大幅下滑，显然市场对于未来的通胀预期开始有所回落，再加上美联储对于短端货币政策的宽松展望，黄金获得了较明显的支撑。值得注意的是，上周公布的美国三季度 2% 的 GDP 增长数据，显示全球供应链问题对美国的产出所带来的负面的影响，这也是支撑黄金的重要一环。考虑到全球进入了传统的消费季，根据过去数年的数据来看，黄金在 12 月一般会录得不错的成绩。因此短期内，我们认为黄金会在震荡的格局中再次攀升。不过即便上周五黄金再次突破了 1800 美元的重要心理关口，并不意味着黄金已经彻底扭转了此前的回落行情。在经济复苏的大背景下，中期我们依然对黄金保持谨慎的态度。

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 11 月 08 日

相关研究报告:

11 月 03 日

银铂钯每周资讯—2021 第 41 期

11 月 01 日

国际金价维持震荡 市场聚焦非农数据

10 月 27 日

银铂钯每周资讯—2021 第 40 期

10 月 25 日

滞胀预期愈演愈烈 鲍威尔发言打压多头热情

上周国际金价继续围绕1800一线展开震荡。周初国际金价开盘报于1783.33美元/盎司，周中金价最高触及1818.28美元/盎司，最低价为1757.60美元/盎司，并最终报收于1817.42美元/盎司。美、欧和英格兰央行维持宽松的货币政策，美联储强调加息和缩减量化没有关系是推动黄金价格的主要因素。

一、上周全球市场回顾

在经济数据方面，财新中国综合采购经理人指数从一个月前的51.4点微升至2021年10月的51.5点。服务业活动以更快的速度扩张，而制造业生产连续第三个月下降。新订单连续第二个月上升，为5月份以来的最快增速。就业人数则是出现了三个月以来的首次小幅增长。在成本方面，投入价格创下五个月来最大涨幅。

10月财新中国制造业采购经理人指数触及50.6的4个月高位，高于市场预期和前值。从分项数据来看，新订单数量为过去四个月以来的最高；产出因为电力短缺和成本上升而出现下滑；出口销售、就业以及采购也再次下降。在价格方面，通胀压力加剧，平均投入价格涨幅为2016年12月以来最大，而产出费用通胀步伐也明显加快。

10月财新中国服务业采购经理人指数从上月的53.4升至53.8%，服务业连续第二个月扩张，这是7月份以来的最大增速。新订单扩张幅度为三个月来最大，出口销售恢复增长，就业连续第二个月增加。与此同时，积压的工作在连续三个月累积后维持不变。在成本方面，由于劳动力和原材料成本上涨，投入价格连续第16个月上涨，涨幅为三个月来最快，这导致成本通胀升至7月份以来的最快水平。

美国的数据方面，10月美国ISM制造业采购经理人指数从前一个月的61.1小幅降至60.8，但略高于60.5的市场预期。从分项数据来看，产量增速出现了放缓，而新订单分类指数为去年6月以来的最低水平。生产成本从81.2加速至85.7。就业指数从9月份的50.2升至52。10月ISM服务业采购经理人指数从61.9升至66.7的创纪录高位，超过了市场预测的62。生产、新订单、供应商交货、价格等分类指数都出现增长，而就业增长则出现放缓和库存进一步收缩。

美国劳动力市场数据方面，10月美国私营企业雇佣（ADP）了57.1万人，而9月份向下修正后的增幅为52.3万人，远高于市场预期的40万人的增幅。制造业部门增加了11.3万个就业岗位，服务提供部门增加了45.8万个工作岗位。截至10月30日，美国当周首次申领失业金人数降至26.9万人，低于前一时期的修正后的28.3万人，也低于市场预期的27.5万人。这是自2020年3月疫情大爆发以来的最低申领失业救济金人数。10月美国经济新增53.1万

个非农就业岗位，为3个月来最多，高于市场预测的45万个。就业增长最大的行业是休闲和酒店业，商业服务业，制造业，运输和仓储业，而公共教育领域的就业人数下降。自2020年4月以来，美国非农就业人数增加了1820万人，但比大流行前的水平减少了420万人。

9月美国贸易逆差扩大至809亿美元的创纪录新高，略高于市场预测的805亿美元，原因是出口下降，进口跃升至历史新高。

宏观事件方面，上周召开的美联储11月份议息会议上，美联储决定从11月中旬开始，开始将每月净资产购买速度削减100亿美元的国债和50亿美元的机构抵押贷款支持证券。此外，欧洲央行行长，拉加德则继续向市场传递宽松信号。拉加德在上周的一次讲话中表示，将会在12月的欧洲央行会议上宣布对债券购买规模的调整。她还表示在当前购买力被通胀不断侵蚀的情况下，过度收紧货币政策是不可取的。英国央行在上周表示，将会维持利率不变。这与市场之前对于英国央行将会开启加息周期大相径庭。英国货币政策委员会仍认为，需要在劳动力市场数据公布后再决定收紧政策。三大央行集体转鸽，基本确定了短期内全球市场的流动性宽松基调。

二、全球市场纵览及后市展望

上周美联储召开的公开市场议息会议上并没有太多超市场预期信息公布。实际上，近期市场已经计价了美联储启动缩减量宽的决定，并开始考虑明年加息的时点。根据美元期货的交易价格推断的加息路径来看，目前市场预计明年6月份美联储加息的概率为60%，9月份的加息概率为72%，而到2022年年底的加息概率高达93%。这也是此前黄金始终无法有效突破1800美元关口的重要因素。当然在11月份的议息会议之后，各时间点加息的预期都有所降低。

在关于加息这一问题上，美联储主席鲍威尔在议息会议之后召开的记者问答环节中反复强调加息和缩减量化宽松并没有直接关系。他表示，需要对目前的高通胀局面更多的耐心，因为美联储的货币政策并不能够解决当前供给侧瓶颈问题。这意味着在目前的环境下，美国的经济状况（尚未实现充分就业）并不能触发美联储加息。

关于就业，鲍威尔认为还要耐心对待，以为劳动力市场可能会在明年下半年达到充分就业。就美联储制定政策的角度来看，他认为充分就业将会以2020年2月份的数据作为基准，并参考后疫情时代更多的常态化问题。例如，由于对新冠疫情的担忧，或是因为需要照顾家人，而导致的劳动参与率下降情况。鲍威尔还强调了，充分就业要与稳定的通胀相吻合。最后，由于目前很难预测全球的供应量状况，鲍威尔认为当前美联储的政策是适合的。鲍威尔

较为鸽派的讲法，也在一定程度上缓和了市场的加息预期，黄金受此提振也在 11 月份美联储议息会议结束之后开启了一轮反弹。

我们认为短期来看，美联储希望在政策层面释放偏鸽派的倾向，来打消市场短期内过度紧缩的加息预期。这意味着即便通胀维持在较高的水平，美联储也不会对此进行过多的干预。因为，美联储正在“等待”全球供应链瓶颈缓解，以及消费结构从商品端向服务端转换所带来的通胀下行。届时，美联储可以更加直观地观察到劳动力市场的变化，并相机选择合适的货币政策工具。从我们的角度来看，这也意味着即便劳动力市场进一步改善也不会在短时间内影响美联储的货币政策预期。即便就目前的情况来看，更好的劳动力市场数据可能会带来更加强劲的通胀预期。此外，影响通胀水平的商品价格，也仍将会是未来一段时间市场关注的重点。目前，各国政府都在采取各种措施来遏制通胀，包括能源在内等主要大宗商品的价格较一个月前都出现了明显的回落。然而今年极寒的冬季所带来的天然气需求大幅抬升，叠加极端气候所导致的绿色发电锐减都会迫使传统化石能源需求增加。不过在供给侧，OPEC+组织目前并没有表示将会提高原油产量。这样全球原油产能的供给不足，仍然会在今年剩下的日子里，对全球的通胀带来的不小的压力。因此，短期内的滞涨压力仍然是推动黄金价格走高的主要因素。

我们还应注意到，比起更快的加息，美联储可能会更快地调整缩减量宽的幅度。美联储主席鲍威尔在记者招待会上表示，如果经济状况出现变化，美联储可能会加快或是放缓缩减购债的进程。这意味着，如果美国的劳动力市场数据持续向好，并出现如同美联储判断的那样的通胀走弱，美联储可能会开始加快缩减量宽，这会导致国债收益率曲线陡峭化。届时，如果市场届时再次反应加息预期，将会对黄金形成利空；如果市场与美联储就短期的货币政策保持一致，国际金价将会上涨。因此中期来看，市场的不确定性仍然很大。

上周美国超预期的非农就业数据公布后，美长债收益率大幅下滑，显然市场对于未来的通胀预期开始有所回落，再加上美联储对于短端货币政策的宽松展望，黄金获得了较明显的支撑。值得注意的是，上周公布的美国三季度 2% 的 GDP 增长数据，显示全球供应链问题对美国的产出所带来的负面的影响，这也是支撑黄金的重要一环。考虑到全球进入了传统的消费季，根据过去数年的数据来看，黄金在 12 月一般会录得不错的成绩。因此短期内，我们认为黄金会在震荡的格局中再次攀升。不过即便上周五黄金再次突破了 1800 美元的重要心理关口，并不意味着黄金已经彻底扭转了此前的回落行情。在经济复苏的大背景下，中期我们依然对黄金保持谨慎的态度。

图 1： 不同期限美元 LIBOR

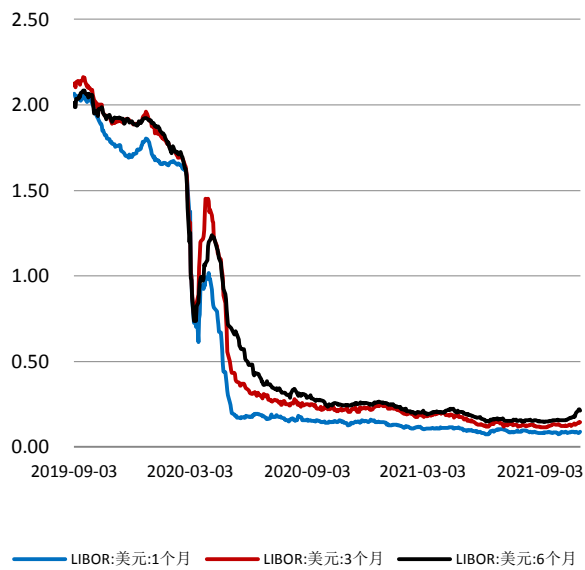


图 2： 黄金与美元指数



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

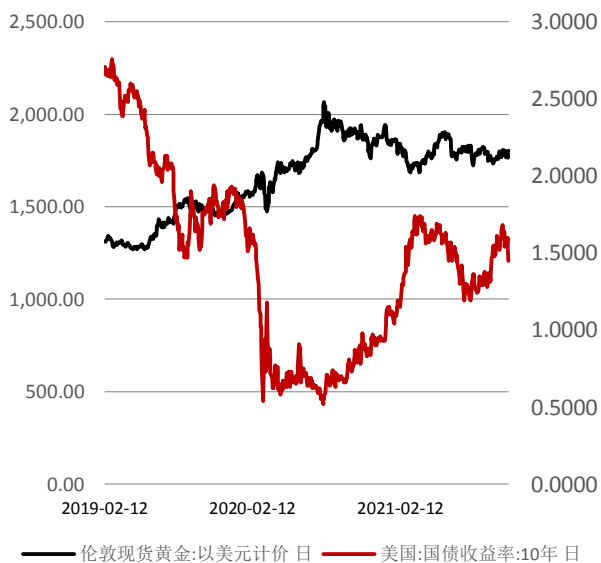
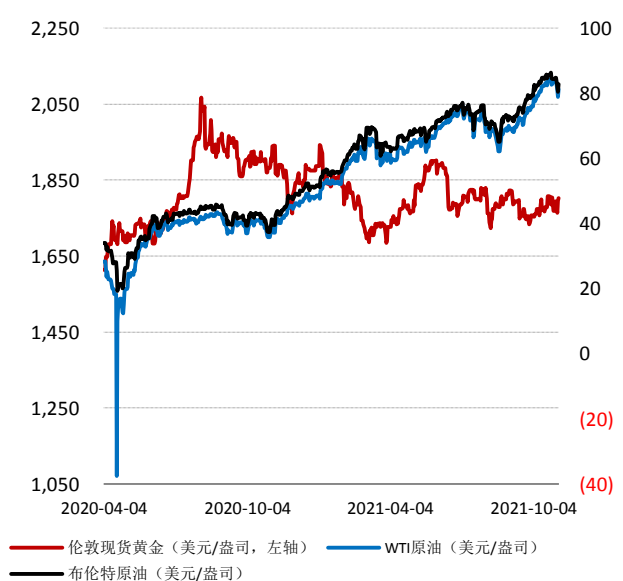


图 4： 黄金与原油价格



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

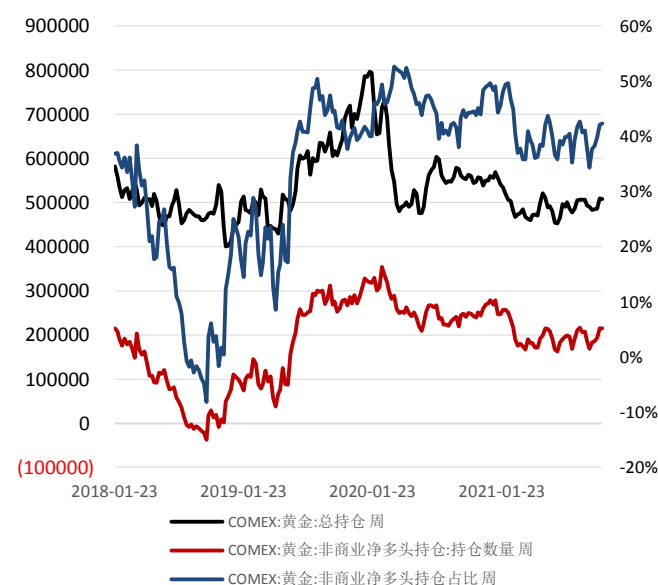
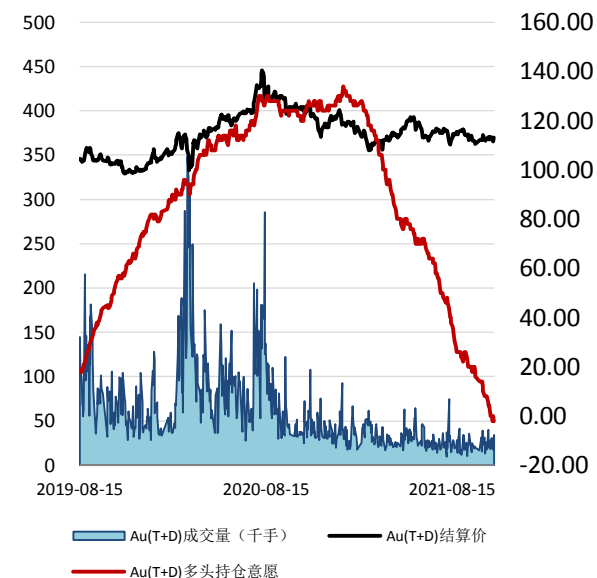


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

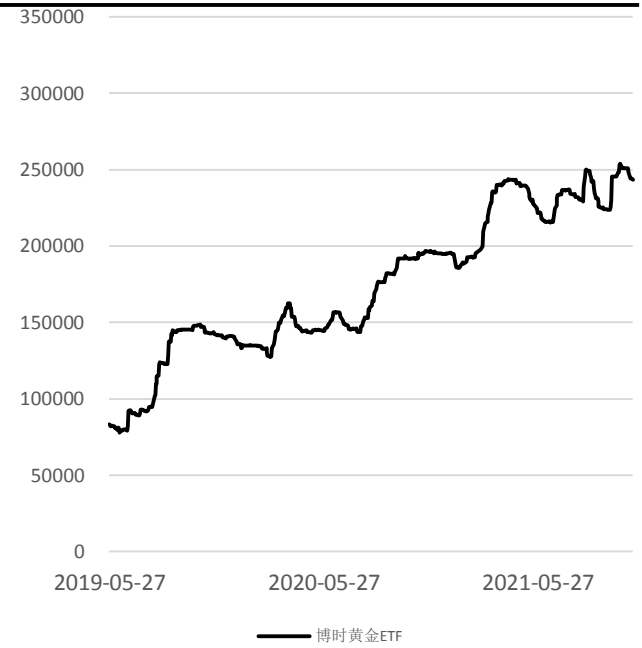


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

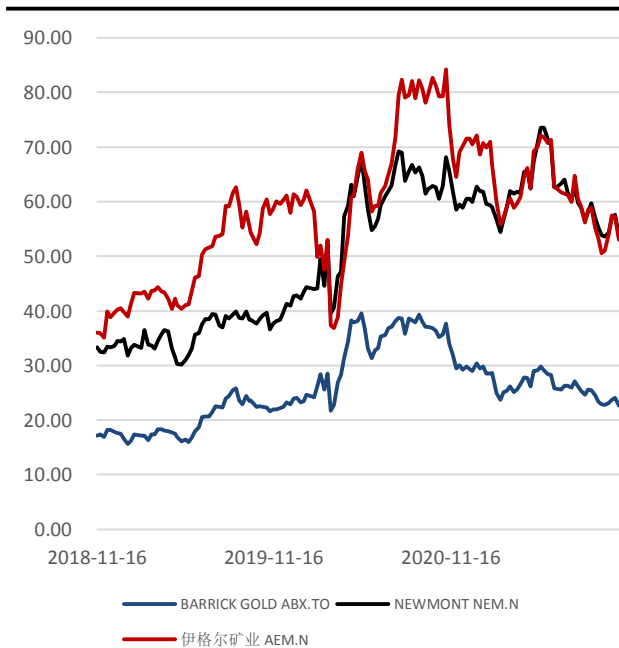


图 12: 美国黄金股票指数



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

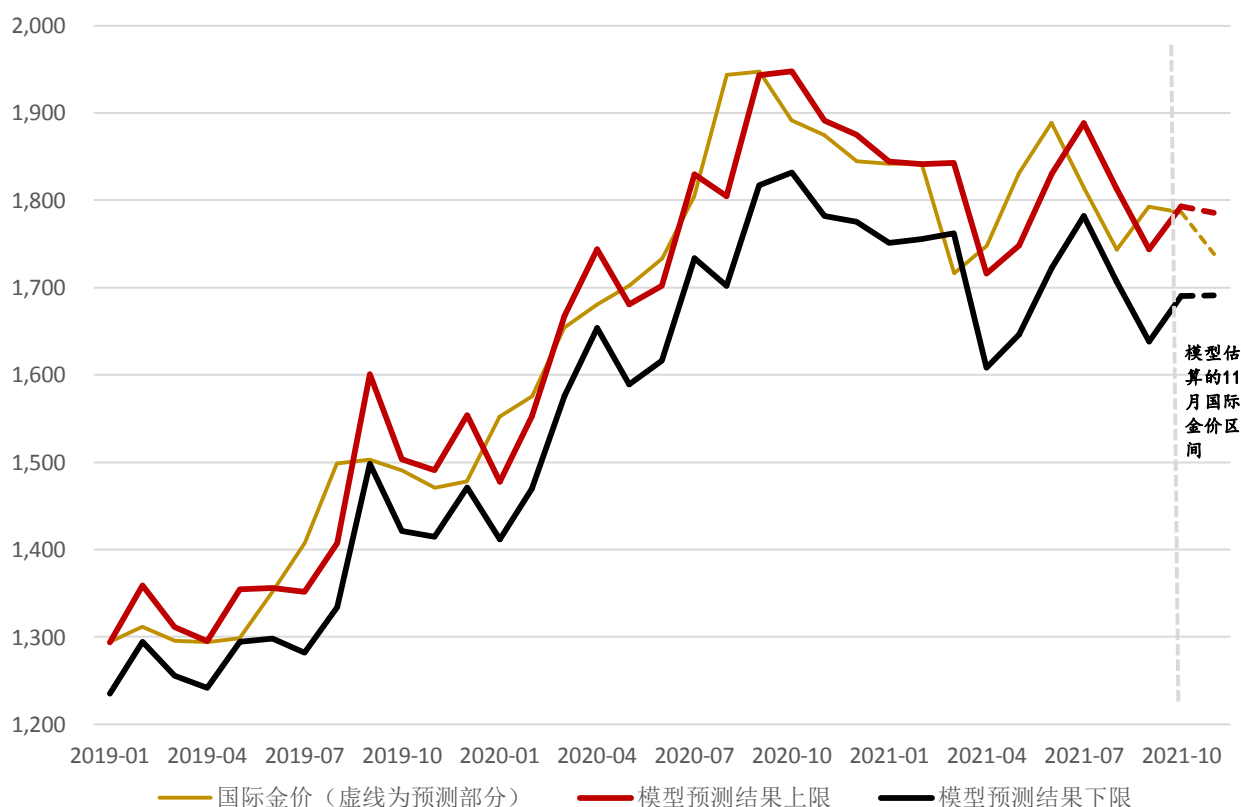


图 14: 中国黄金股票指数



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

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
11 月 8 日	欧元区 11 月 Sentix 投资者信心指数	15.5	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
11 月 9 日	欧元区 11 月 ZEW 经济景气指数	21（前值）	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 10 月 NFIB 小型企业信心指数	98.5	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 10 月 PPI 月率	0.5%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
11 月 10 日	美国至 11 月 6 日当周初请失业金人数(万人)	26.9（前值）	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 10 月未季调 CPI 年率	5.80%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 9 月批发销售月率	-1.10%（前值）	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
11 月 12 日	欧元区 9 月工业产出月率	0.4%	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 11 月密歇根大学消费者信心指数初值	72.5	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

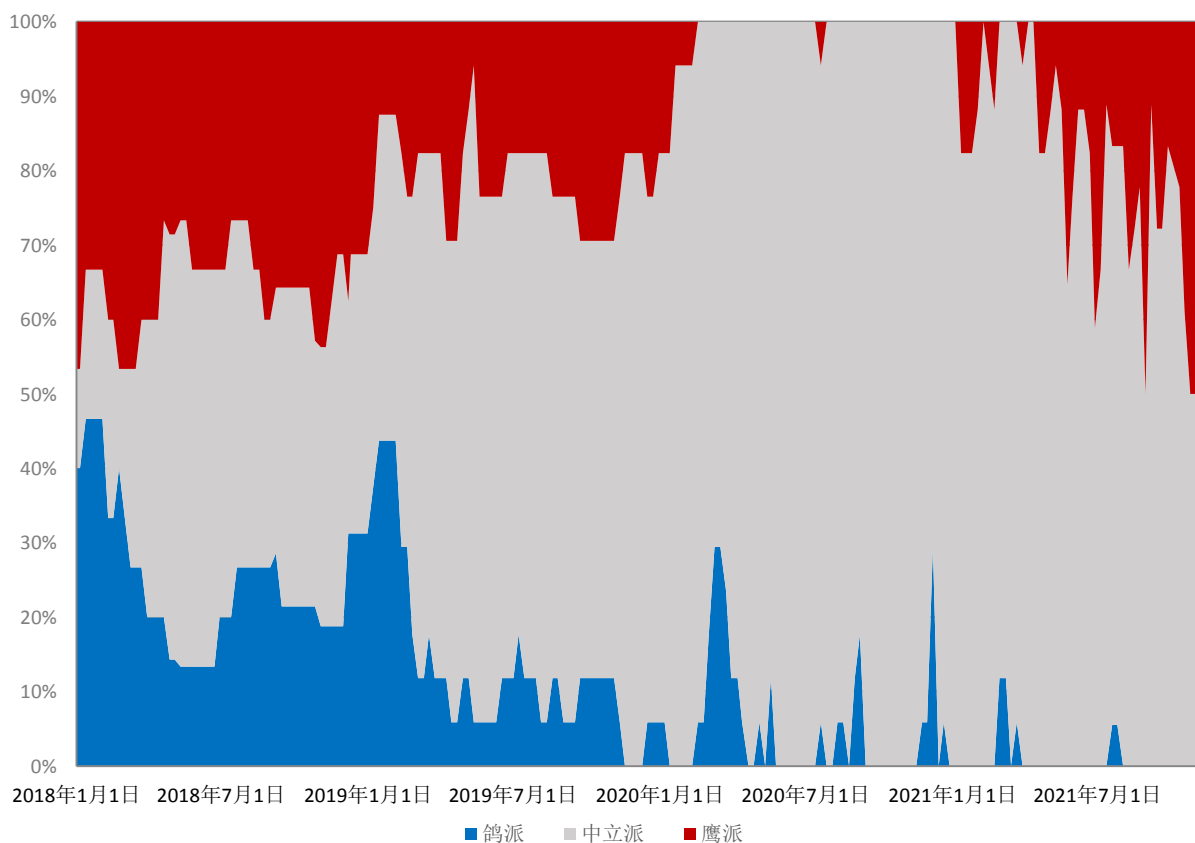
联储委员	是否票委	表态	最新言论
波士顿 罗森格伦	2022	中立	
克兰科夫 梅斯特	2022	中立	
费城 哈克	否	中立	
亚特兰大 博斯蒂克	是	中立	

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	经济朝着目标取得了进展;继续为复苏提供支持的 政策;美国联邦公开市场委员会(FOMC)仍然关注 风险;期将在一小时内宣布;实际 GDP 增长明显放 缓。相信随着经济的调整,通胀率将下降到接近 2% 的目标;我们的政策工具不能缓解供应限制;未来 的通胀问题很难预测,时机仍不确定;全球供应链 将恢复正常,但时间还不确定。缩减购债计划将在 明年年中结束;减码时机对加息没有直接信号意 义。准备根据经济情况调整债券购买步伐。现在不 是加息的时候;如果需要作出回应,我们将毫不犹 豫;正在密切关注经济如何发展,并将相应作出调 整;我们可以保持耐心。必须意识到价格大幅上涨 的风险;必须意识到在通胀和就业之间进行权衡的 风险;认为更高的通胀将持续下去,我们必须采取 措施应对这一风险。我们对中期通胀负责;人们对 “暂时的”这个词有不同的定义;目前的通胀水平 与物价稳定完全不一致;将在适当的时候使用工具 来控制通胀;“暂时”的意思是物价不会永久上涨; 随着时间的推移,我们将使用政策工具来确保通货 膨胀不会成为出现永久性上涨。
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	有理由预计通胀最终会缓和,但长期高通胀的风 险已经增加;通货膨胀率远高于长期平均水平, 劳动力市场似乎还有进一步复苏的空间;供应中 断导致了价格上涨;对于政策制定者来说,通胀 和劳动力市场摩擦将持续多久的前景不确定性使 选择变得复杂;现在可能是美联储目标出现冲突

			的时候了。将密切关注通胀预期、工资通胀；要判断就业最大化，政策制定者需要考虑通货膨胀和工资压力；继续取消宽松政策将是经济发展的关键；如果不存在泡沫的话，资产估值已上升。
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	

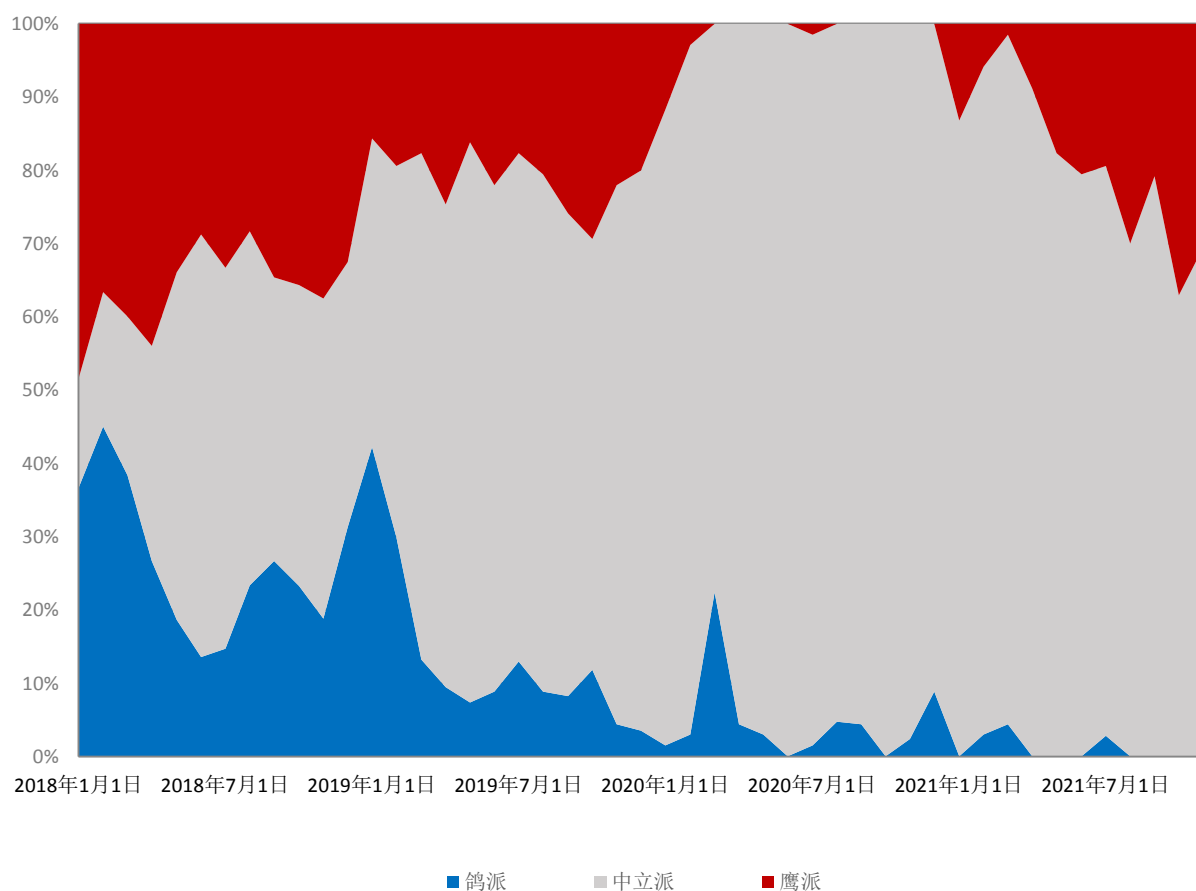
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 21：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



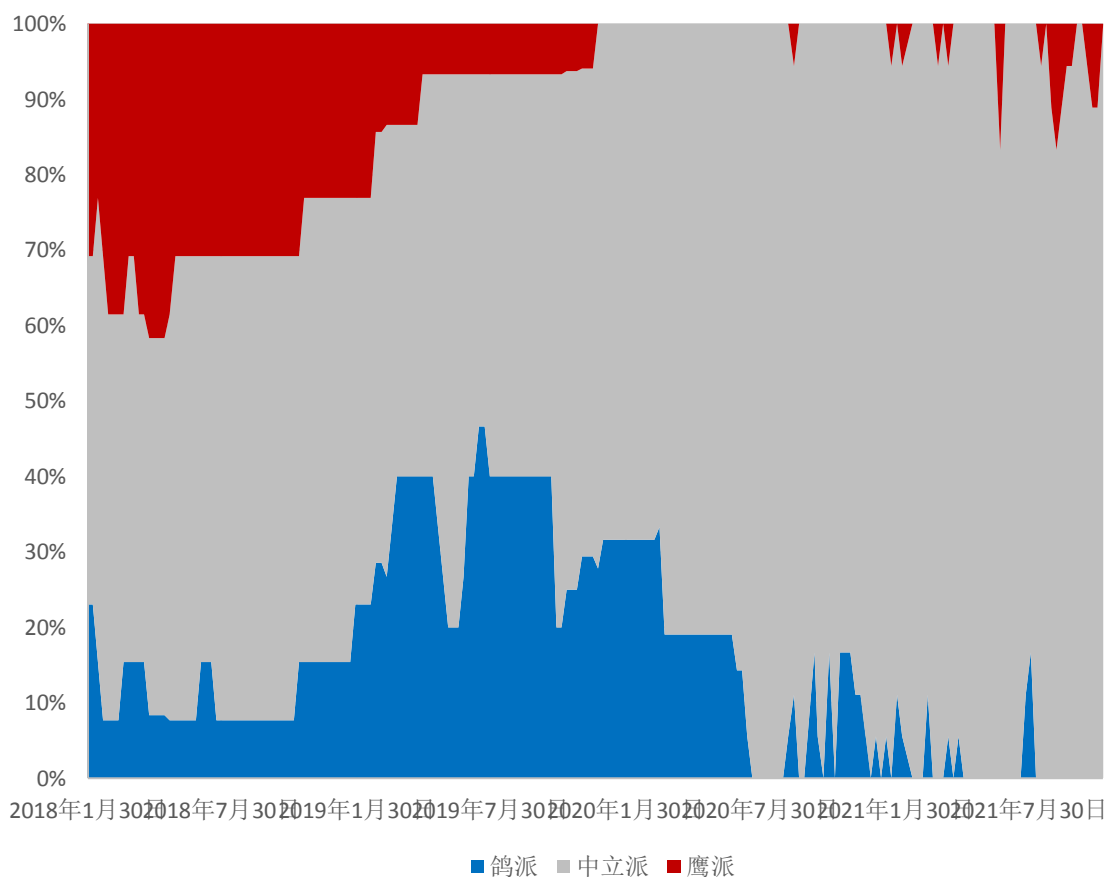
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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

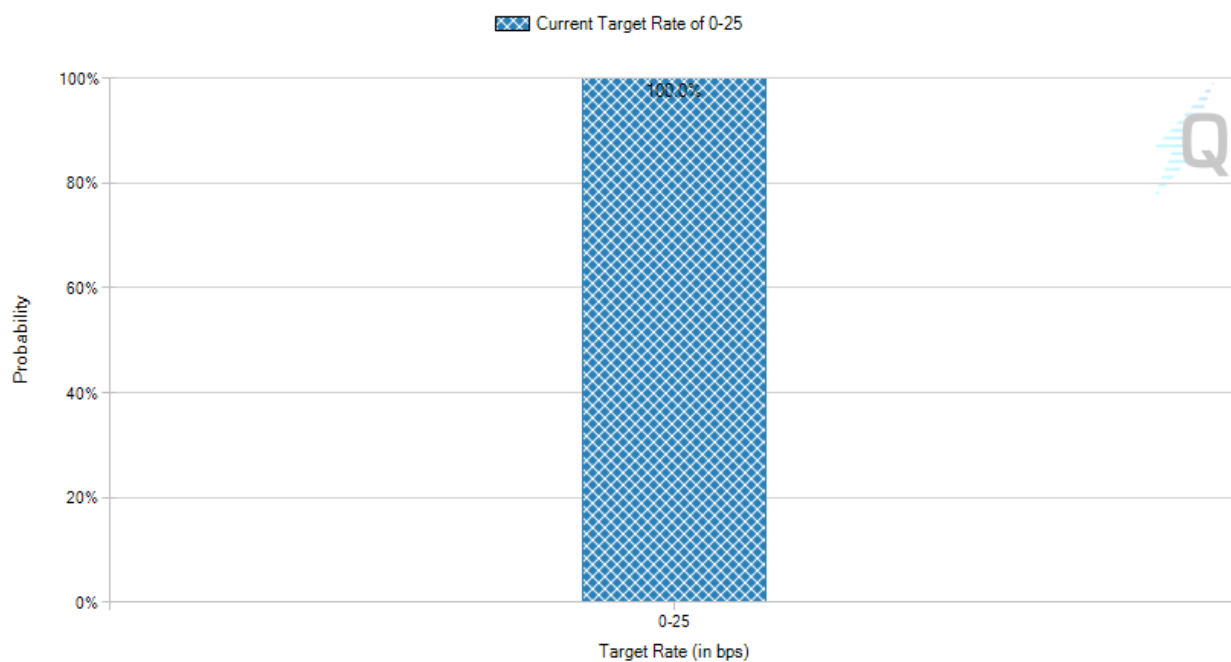
图 23：近期欧洲央行官员的言论基调（每周/连续）



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 12 月份加息与否概率

TARGET RATE PROBABILITIES FOR 15 12月 2021 FED MEETING



数据来源：芝加哥商业交易所集团，CME Group

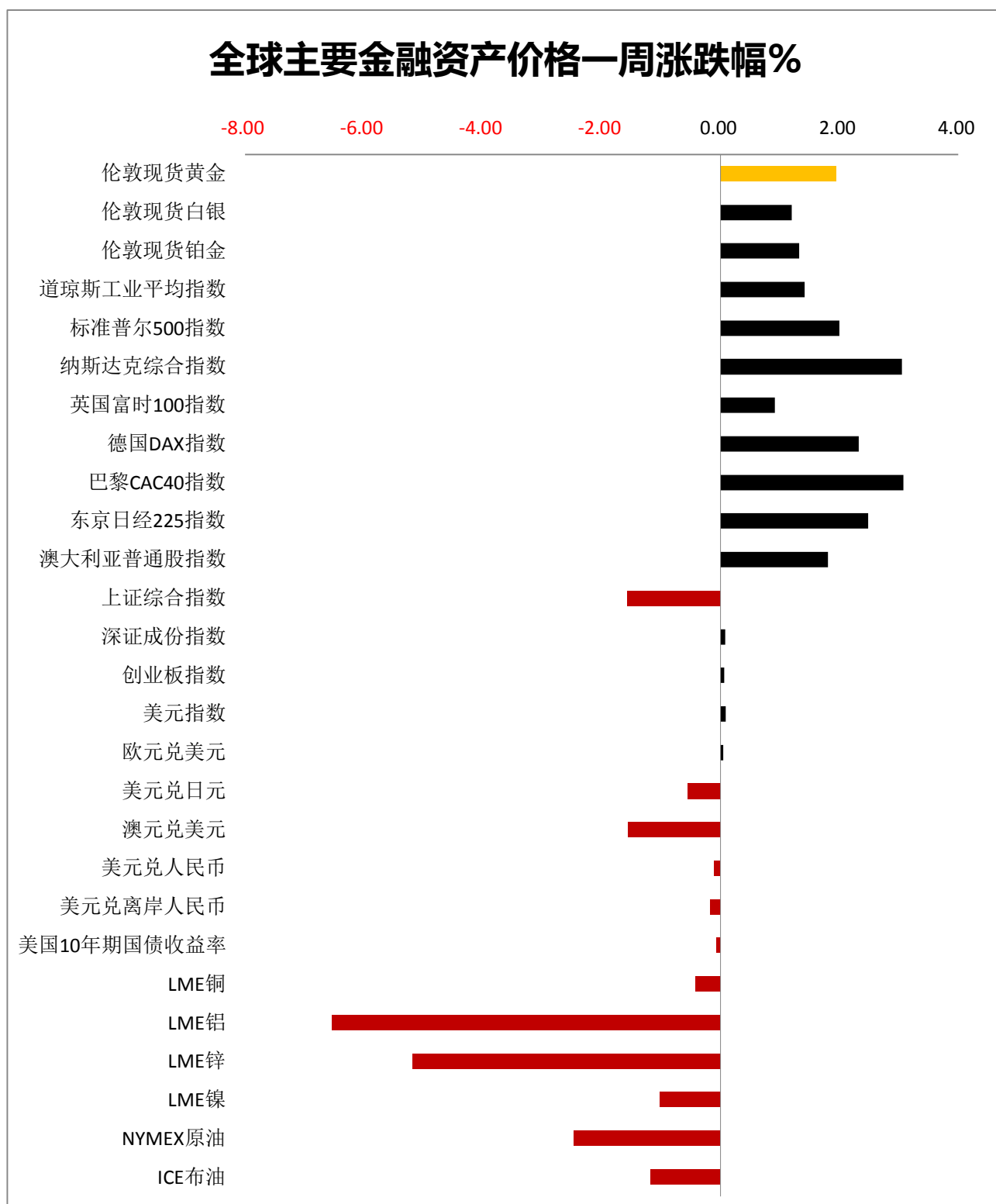
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1783.33	1818.28	1757.60	1817.42	1.94
伦敦现货白银	23.88	24.17	23.00	24.15	1.20
伦敦现货铂	1018.50	1066.94	1016.00	1034.00	1.32
道琼斯工业平均指数	35833.65	36484.75	35797.97	36327.95	1.42
标准普尔 500 指数	4610.62	4718.50	4595.06	4697.53	2.00
纳斯达克综合指数	15541.26	16053.39	15470.82	15971.59	3.05
英国富时 100 指数	7237.57	7331.25	7235.32	7303.96	0.92
德国 DAX 指数	15764.55	16084.90	15760.35	16054.36	2.33
巴黎 CAC40 指数	6870.28	7063.40	6859.44	7040.79	3.08
东京日经 225 指数	29330.68	29880.81	29267.63	29611.57	2.49
澳大利亚普通股指数	7639.10	7797.80	7636.90	7777.22	1.81
上证综合指数	3530.40	3559.05	3477.66	3491.57	-1.57
深证成份指数	14393.58	14623.48	14248.00	14462.62	0.08
创业板指数	3341.47	3383.30	3301.44	3352.75	0.06
美元指数	94.14	94.64	93.82	94.22	0.09
欧元兑美元	1.16	1.16	1.15	1.16	0.04
美元兑日元	114.09	114.47	113.30	113.40	-0.56
澳元兑美元	0.75	0.75	0.74	0.74	-1.56
美元兑人民币	6.41	6.41	6.39	6.40	-0.10
美元兑离岸人民币	6.41	6.41	6.39	6.39	-0.18

美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.0667
LME 铜	9525.00	9679.00	9360.00	9504.00	-0.42
LME 铝	2742.00	2767.00	2510.00	2555.00	-6.53
LME 锌	3388.50	3411.00	3148.00	3221.50	-5.18
LME 镍	19590.00	19880.00	18970.00	19435.00	-1.02
NYMEX 原油	83.36	84.88	78.25	81.17	-2.46
ICE 布油	83.63	85.23	80.20	82.55	-1.17

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。