

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

美联储公布 3 月会议纪要

国际金价震荡走高

市场研究报告

■ 本周视点：

上周国际金价持续走高，一周国际金价开盘报于 1924.75 美元/盎司，盘中金价最高触及 1948.19 美元/盎司，最低价 1914.70 美元/盎司，并最终报收于 1946.93 美元/盎司。周中美联储公布了 3 月份的议息会议纪要，显示美联储可能采取更加激进的货币政策来遏制目前的高通胀。此外，上周俄乌局势并没有出现明显好转，也继续推动资金买入黄金。整个交易周黄金上涨了 22.15 美元，涨幅 1.15%。

从未来来看，作为计价大宗商品的主要货币，美元的走强对于商品价格的拖累，正在被逐渐割裂的全球商品体系所引发的供给冲击所弥补。这主要是因为，乌克兰问题的解决遥遥无期，使得全球商品体系不断遭受冲击。因此，伴随着商品供给冲击不断蔓延，全球通胀压力难以在短期内消散。加上新冠疫情在全球的反复，导致全球供应链持续受到冲击。这使得资金对于抗通胀资产的需求不断增加。这是我们认为今后仍将推动黄金价格的主要因素。不过，我们需要指出的是实际利率的攀升的过程将会持续对黄金价格形成打压，但避险和抗通胀属性，使得资金有望继续涌入金市。价格上来看，本周国际金价有望维持在 1935-1960 这一区间进行交易，交易中枢较上一周有所抬高。

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：2022 年 4 月 11 日

相关研究报告：

4 月 6 日

银铂钯每周资讯—2022 第 13 期

3 月 31 日

贵金属及金融市场量化月报—2022
第 1 期

3 月 30 日

银铂钯每周资讯—2022 第 12 期

3 月 30 日

贵金属及金融市场量化月报—基于多
种机器学习方法的黄金价格分析模型

上周国际金价持续走高，一周国际金价开盘报于 1924.75 美元/盎司，盘中金价最高触及 1948.19 美元/盎司，最低价 1914.70 美元/盎司，并最终报收于 1946.93 美元/盎司。周中美联储公布了 3 月份的议息会议纪要，显示美联储可能采取更加激进的货币政策来遏制目前的高通胀。此外，上周俄乌局势并没有出现明显好转，也继续推动资金买入黄金。整个交易周黄金上涨了 22.15 美元，涨幅 1.15%。

一、上周主要市场经济数据回顾

经济数据方面，上周美国公布的生产数据整体好于前值，防疫政策上的开放，推动美国经济进一步转好。劳动力市场保持强劲，但是通胀依然维持在高位，这进一步推动了市场的紧缩预期。3 月标普全球美国综合采购经理人指数终值为 57.7 较初值有所回落，但仍然高于 2 月份的 55.9。因为制造业和服务业的产出都出现了大幅回升，综合采购经理人指数录得去年 7 月以来最快的增长。其中新订单数创下了 2021 年 6 月以来的最快增幅。随着美国对于新冠封锁的放宽，终端需求进一步攀升，并提振销售。与此同时，随着供应商的成本持续飙升，通胀压力加剧。投入成本的增速继续刷新记录，价格向终端客户的转嫁，推高了销售价格，也刷新了历史最高涨幅。此外，就业大幅增长，但在原材料严重短缺的情况下，产能压力加大，积压的工作继续增加。3 月标普全球美国服务业 PMI 为 58.0，高于 2 月份的 56.5，低于 58.9 的初值。3 月美国 ISM 服务业采购经理人指数，从 2 月份的 56.5 升至 58.3。成本上升和物流受限，导致供应紧张依然存在。商业活动和新订单的增长速度加快，就业人数再次走高。与此同时，价格压力加剧。

截至 4 月 2 日的一周，美国当周首次申领失业金人数减少了 5000 人，降至 16.6 万人，回到了自 1968 年以来的最高水平，且远低于市场预期的 20 万人。4 周移动平均值为 170,000，比前一周的修正值减少了 8,000。

2 月美国贸易逆差维持在创纪录的 891.8 亿美元的水平，1 月份为 892.2 亿美元，强劲的需求和不断上涨的油价导致进口继续大幅增加。其中商品进口增长达到创纪录的 3178 亿美元。服务进口增加到创纪录的 516 亿美元。与此同时，出口增长了 1.8%，也创下了 2286 亿美元的历史新高。

受到疫情的影响，3 月份国内经济活动受到明显限制。3 月，中国财新综合采购经理人指数从上月的 50.1 跌至 43.9，这是自去年 8 月以来的首次下降。新冠疫情再次爆发以及相应的管控措施，成为影响经济活动的主要因素。这也是自 2020 年 2 月以来，私营部门出现的最大幅度收缩，制造业和服务业活动再次出现下滑。新订单出现了两年多来的最大降幅，而出

口销售额以 22 个月来最快的速度下降。与此同时，就业情况相对稳定。成本压力加剧，整体投入价格通胀速度加快至五个月高位，同时产出价格压力略有缓解。3 月，中国财新服务业采购经理人指数从 2 月份的 50.2 跌至 42.0，这是 7 个月来首次出现收缩。分享数据来看，服务业活动出现了 2020 年 2 月份以来的最大降幅，新订单降幅为两年来最大，出口销售降幅为 2020 年 10 月以来最大。此外，就业人数连续第三个月下降，而未完成业务的增长速度是三个月来最大的。在价格方面，投入成本进一步攀升，产出通胀则跌至 7 个月低点。

二、全球市场纵览及后市展望

上周，美国通胀平衡债券收益率与美元同步走强的情况下，黄金也一起走高。市场预期美联储货币政策紧缩路径，避险资金持续追捧黄金是引发这种不寻常走势的主要因素。一是，尽管美联储开始逐渐加码货币紧缩，但较紧的利率政策路径几乎已经被市场所消化。从 3 月份的议息会议纪要内容来看，美联储暗示了更加紧缩的货币政策路径和缩表计划。根据会议纪要，通胀上升和劳动力市场状况吃紧，使得美联储认为有理由在即将召开的会议上开始评估其资产负债表规模。根据美联储在议息会议上的讨论，与会者支持上限为美元 950 亿美元每月的缩减规模，其中包括美国国债每月约 600 亿美元的国债和 350 亿美元上限的 MBS。该缩减上限将会使得美联储资产负债表的缩减速度远高于 2017-2019 年。同时，美联储认为应该以可预测的方式，通过调整其所持有的证券到期后的再投资额来减少其所持有资产的总量，而美联储将最快在 5 月份的 FOMC 会议之后执行经由讨论的缩表计划。受到会议纪要中更为激进的紧缩路径的影响，上周美国国债收益率曲线整体进一步上移。短端的国债收益率因为加息影响而走强，长端的债券收益率则因为美联储将会开始缩减其所持有的中长期的债券而走高，并推动收益率曲线进一步陡峭。由于美国通胀一直维持在高位，市场在前期已经预期了美联储更加紧缩的货币政策，因此在 3 月份美联储会议纪要公布后，市场反应一般，黄金也没有因为更加紧迫的紧缩预期而出现明显走弱。此外，在名义利率走高的情况下，权益类市场的潜在估值还在受到挤压。美联储会议纪要中所公布的收紧的货币政策路径，更是导致未来的不确定性加大。在这样的情况下，不生息但能够分散波动的安全资产黄金，在流动性依然充沛的当下仍然受到资金青睐。

二是，美元指数的走强更多地反应了美元和欧元之间的经济差，但资金对于安全资产的追逐依然对金价形成支撑。从乌克兰危机来看，由于欧美国家对于俄罗斯的制裁不断升级，导致对于俄罗斯商品出口严重依赖的欧洲国家必须用更高的成本来寻找替代品。这对于已经面临着高通胀的欧洲来说无疑是雪上加霜。同时，美欧之间的经济差对美元形成了支撑。不

过，由于俄乌地缘冲突仍然悬而未决，各类商品价格依然居于高位，这进一步刺激了黄金的避险属性。从全球最大的 SPDR 黄金 ETF 的持仓变化来看，今年以来该基金的持仓量持续攀升，从年初的 975.66 吨增加至目前的 1090.49 吨，而其中接近 50% 的增持是在乌克兰危机爆发后产生的。

从未来来看，作为计价大宗商品的主要货币，美元的走强对于商品价格的拖累，正在被逐渐割裂的全球商品体系所引发的供给冲击所弥补。这主要是因为，乌克兰问题的解决遥遥无期，使得全球商品体系不断遭受冲击。因此，伴随着商品供给冲击不断蔓延，全球通胀压力难以在短期内消散。加上新冠疫情在全球的反复，导致全球供应链持续受到冲击。这使得资金对于抗通胀资产的需求不断增加。这是我们认为今后仍将推动黄金价格的主要因素。不过，我们需要指出的是实际利率的攀升的过程将会持续对黄金价格形成打压，但避险和抗通胀属性，使得资金有望继续涌入金市。价格上来看，本周国际金价有望维持在 1935-1960 这一区间进行交易，交易中枢较上一周有所抬高。

1: 不同期限美元 LIBOR

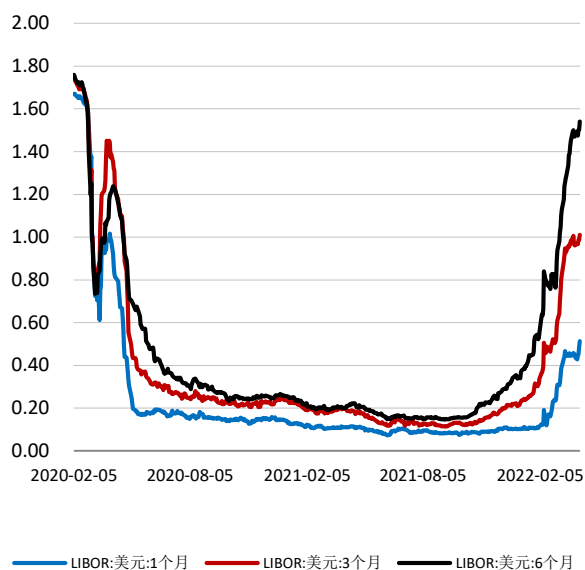


图 2: 黄金与美元指数



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

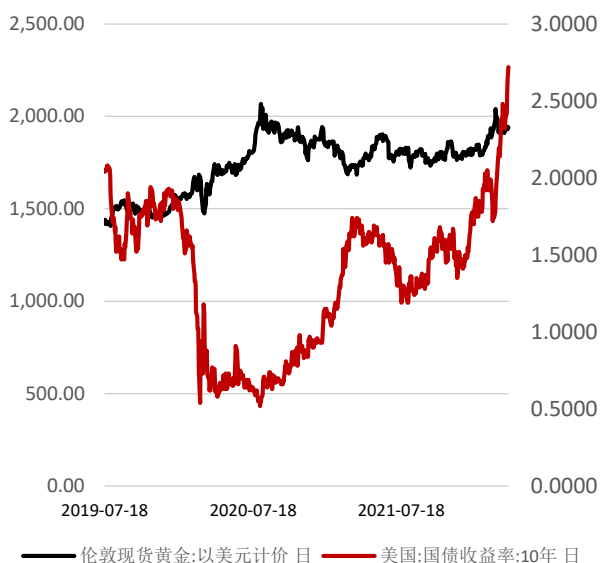
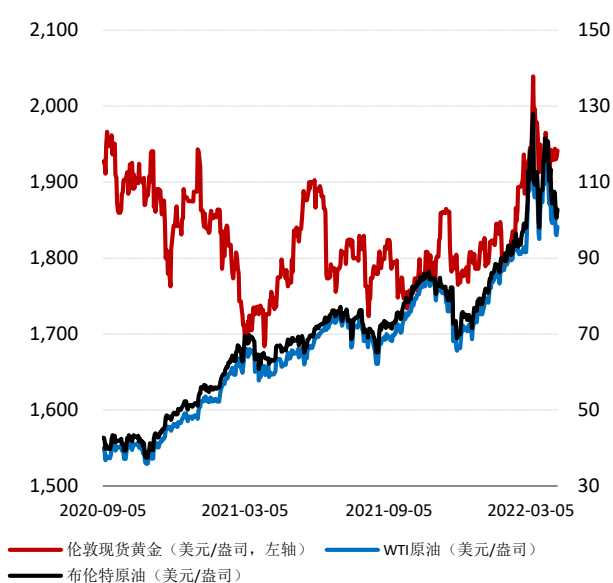


图 4: 黄金与原油价格



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

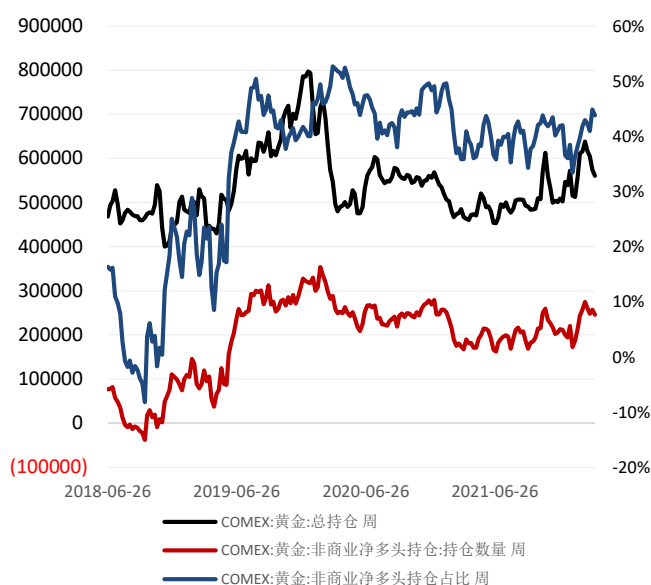
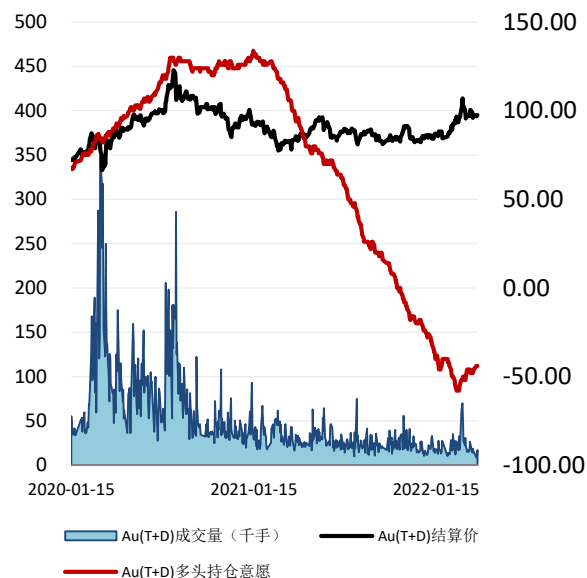


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

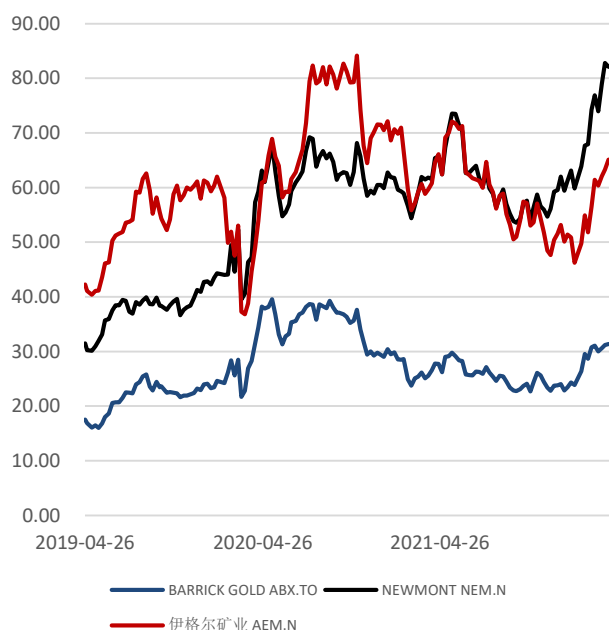


图 12: 美国黄金股票指数



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

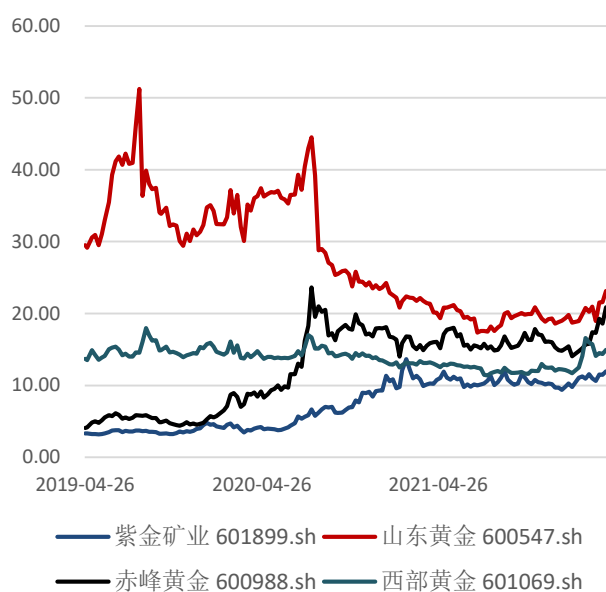


图 14: 中国黄金股票指数



数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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
3 月 21 日	美国 2 月芝加哥联储全国活动指数	0.5	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
3 月 22 日	美国 3 月里奇蒙德联储制造业指数	2	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
3 月 23 日	美国 2 月新屋销售总数年化(万户)	81.5	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国至 3 月 18 日当周 EIA 原油库存(万桶)	434.5 (前值)	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
3 月 24 日	欧元区 3 月制造业 PMI 初值	56	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国至 3 月 19 日当周初请失业金人数(万人)	21.4 (前值)	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国 2 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
	美国 3 月 Markit 制造业 PMI 初值	55	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 3 月 Markit 服务业 PMI 初值	56	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
3 月 25 日	美国 3 月密歇根大学消费者信心指数终值	59.7	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 2 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

三、近一周美联储以及欧洲央行官员的言论分析

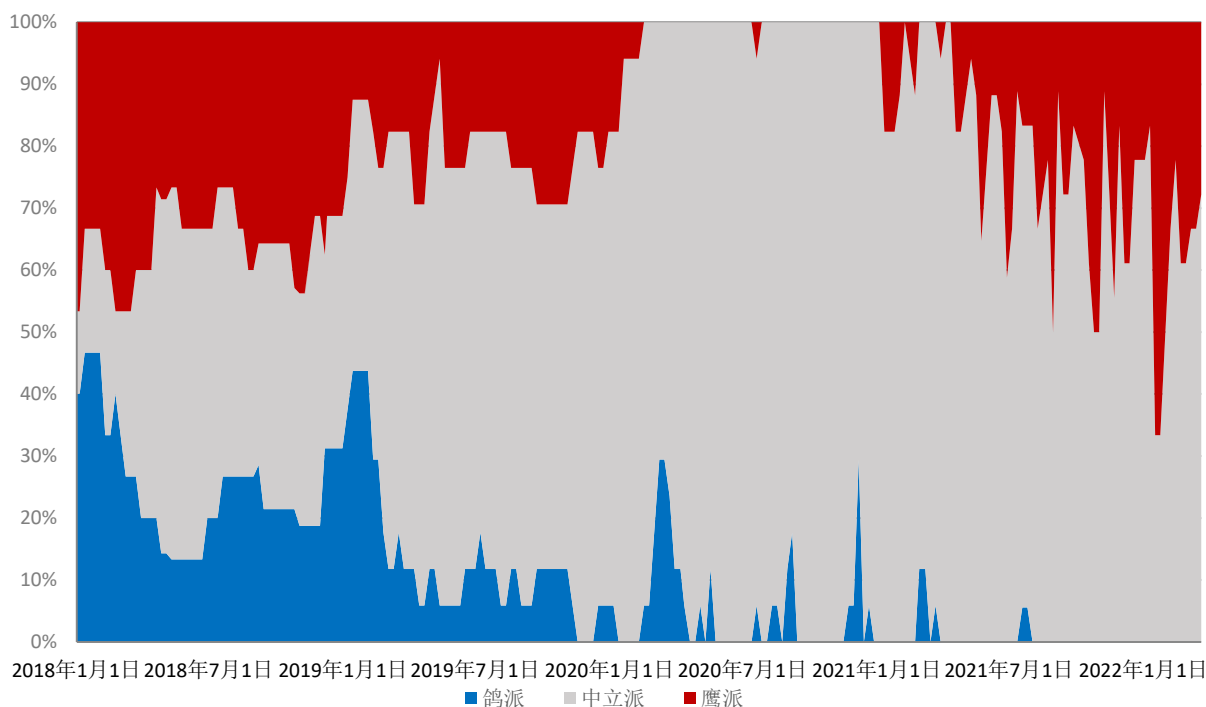
联储委员	是否票委	表态	最新言论
波士顿 肯尼斯	是	中立	

克兰科夫 梅斯特	是	中立	
费城 哈克	2023	中立	
亚特兰大 博斯蒂克	否	中立	
美联储副主席 克拉利达	是	中立	
旧金山 戴利	否	中立	
美联储主席 鲍威尔	是	鹰派	通胀率仍远高于 2% 的长期目标。供应中断加剧，持续时间超过想象。预计在劳动力市场强劲的情况下，通胀率将回归至 2%。通胀需要更长的时间才能达到目标。能源价格上涨推高通胀。政策将继续适应环境变化。地缘局势将在多个渠道打击美国。2.8% 的经济增速预期仍然是非常强劲的预期。如果迅速采取更多行动是合适的，美联储会采取行动。预计今年通胀将走高，但低于去年的通胀数据。加息和缩表的时机已经到来。FOMC 已经意识到需要让通胀回归目标。近期通胀下降的部分原因是供应链恢复。预计通货膨胀率将逐月下降。将采取一切工具，避免通胀长期高企。如果通胀数据显示需要更快地加息，美联储将会这样做。美联储有一个年内稳步加息的计划。
美联储理事 布雷纳德	是	中立	
美联储理事 沃勒	是	鹰派	应该考虑在接下来的某些会议上加息 50 个基点；倾向于在下次或下次会议上开始缩表；希望到 2022 年底利率略高于中性水平。预计供应链问题将在今年年底或明年初开始解决，这将有助于抑制通胀。如果未来两年的通胀预期变得不稳定，我会更担心美联储的信誉，但事实并非如此。
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	否	鹰派	点阵图中的速率路径预测不应引起衰退。设置正确的加息速度是平衡经济的一种行动。预期是将有“很多次”加息。预计美联储将很快就缩表做出决定。收益率曲线是货币政策“便利的预测方式”，但并非“注定的结果”。

达拉斯 卡普兰	2023	中立	
堪萨斯城 乔治	是	中立	
圣路易斯 布拉德	是	鹰派	反对单纯加息 25 个基点，因为加息 50 个基点和削减资产负债表将是应对通胀的“更合适”方式；曾建议今年将联邦基金利率提高到 3% 以上。目前的政策利率“太低，无法审慎管理”这种情况，需要迅速采取行动以维持美联储的信誉。
芝加哥 埃文斯	2023	中立	
明尼阿波利斯 卡什卡利	2023	鹰派	预计到今年年底利率将在 1.75%-2% 之间。认为中性利率为 2%。随着美联储将利率提高至中性利率，将获得更多信息，以确定利率需要进一步提高多少。如果通胀是持久的，随着通胀动态的展开，美联储利率将需要适度地达到中性利率以上。如果经济陷入高压、高通胀均衡的状态，美联储将需要采取更积极的行动。我们必须进行货币政策正常化，使供应和需求达到平衡。
美联储理事 夸尔斯	是	中立	

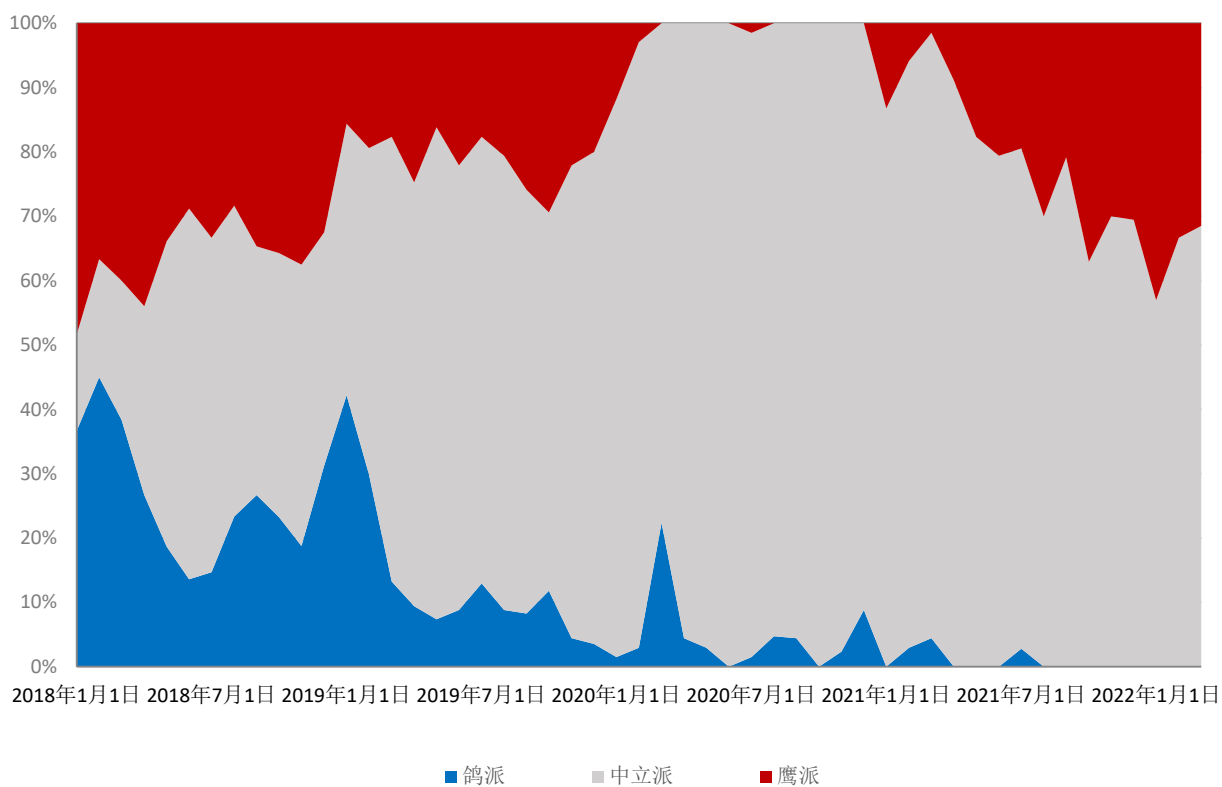
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 15：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



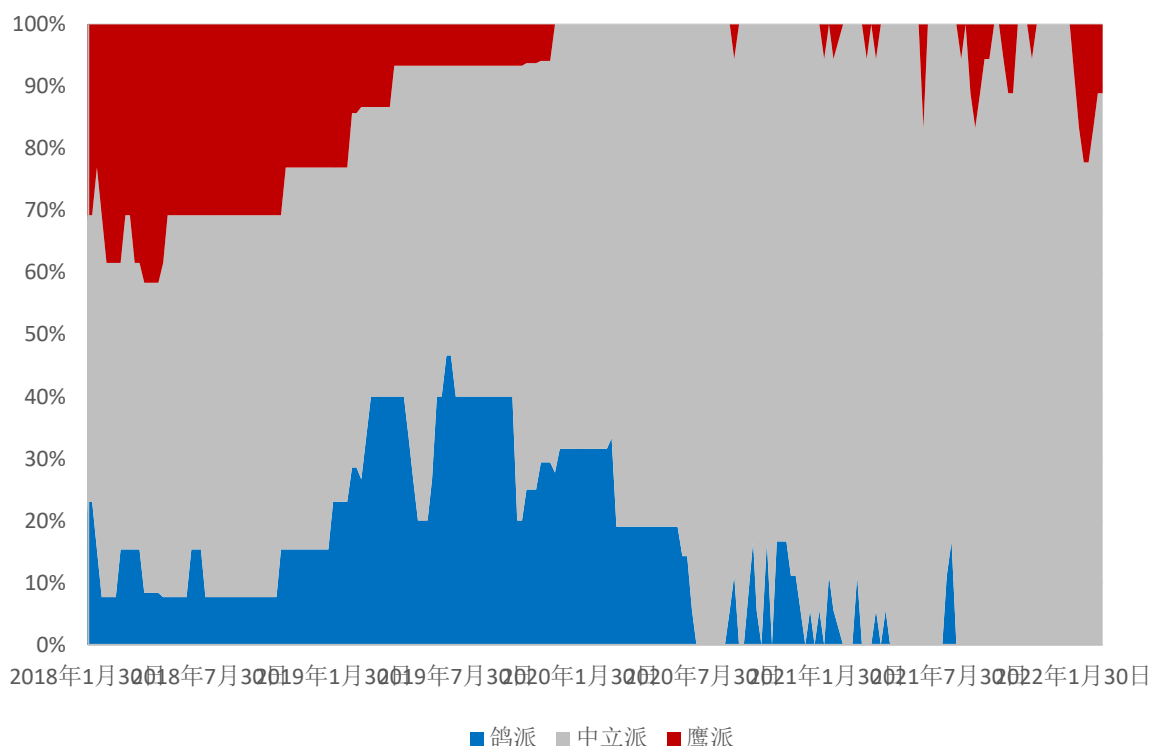
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 16：近期美联储官员的言论基调（月均/连续）



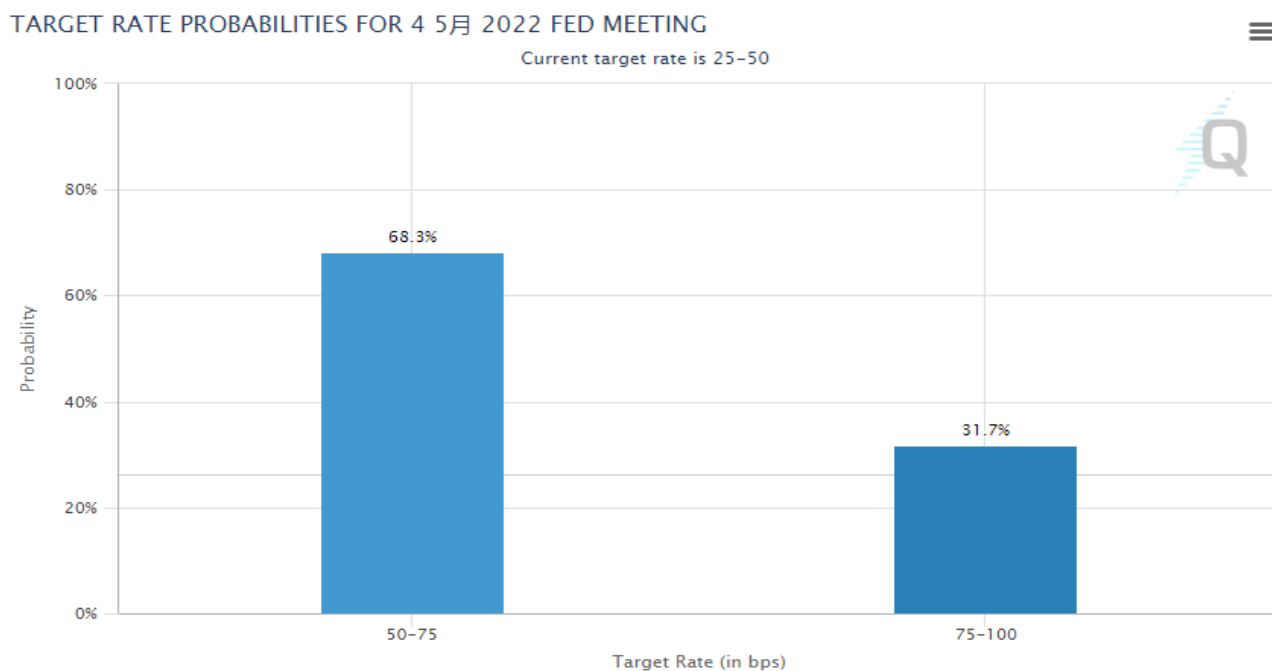
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 17：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 18：芝商所联邦利率期货隐含的联邦公开市场委员会（FOMC）2022 年 3 月份加息与否概率



数据来源：芝加哥商业交易所集团，CME Group

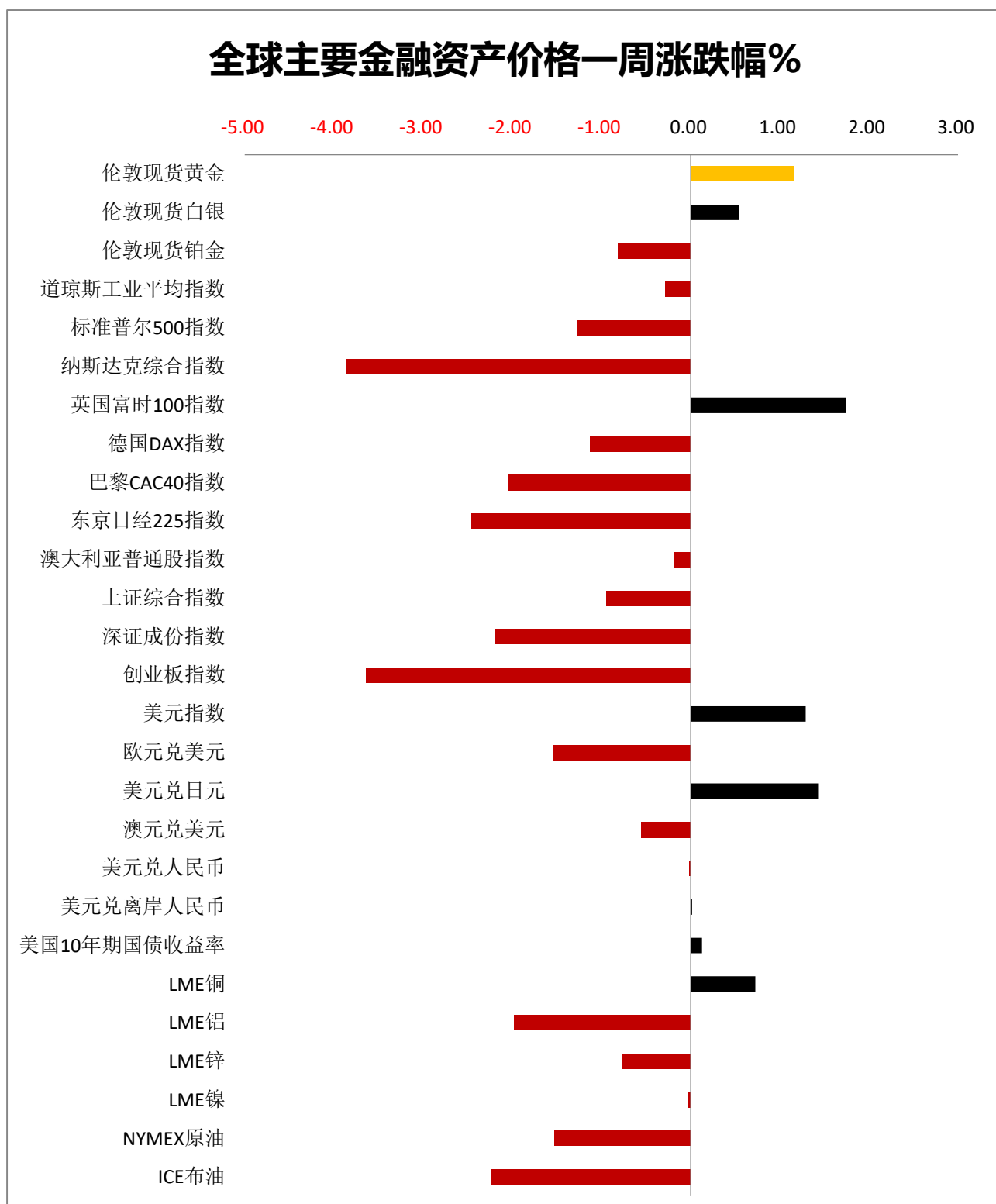
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1924.75	1948.19	1914.70	1946.93	1.15
伦敦现货白银	24.60	24.94	24.11	24.75	0.54
伦敦现货铂	984.50	997.50	941.50	976.50	-0.81
道琼斯工业平均指数	34799.98	35112.21	34190.95	34721.12	-0.28
标准普尔 500 指数	4547.97	4593.45	4450.04	4488.28	-1.27
纳斯达克综合指数	14304.35	14534.38	13689.23	13711.00	-3.86
英国富时 100 指数	7537.90	7669.56	7532.23	7669.56	1.75
德国 DAX 指数	14503.96	14603.44	14027.18	14283.67	-1.13
巴黎 CAC40 指数	6709.60	6745.22	6442.44	6548.22	-2.04
东京日经 225 指数	27685.65	27965.94	26764.36	26985.80	-2.46
澳大利亚普通股指数	7785.90	7880.10	7730.50	7772.02	-0.18
上证综合指数	3269.43	3290.26	3208.35	3251.85	-0.94
深证成份指数	12220.78	12238.02	11799.02	11959.27	-2.20
创业板指数	2662.28	2662.62	2546.51	2569.91	-3.64
美元指数	98.56	100.19	98.52	99.84	1.29
欧元兑美元	1.10	1.11	1.08	1.09	-1.54
美元兑日元	122.49	124.67	122.38	124.29	1.43
澳元兑美元	0.75	0.77	0.74	0.75	-0.55
美元兑人民币	6.36	6.38	6.35	6.36	-0.02
美元兑离岸人民币	6.37	6.39	6.36	6.37	0.02

美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	0.1293
LME 铜	10287.00	10580.00	10230.00	10344.00	0.73
LME 铝	3424.00	3515.00	3340.00	3372.00	-1.98
LME 锌	4335.00	4435.00	4150.00	4298.00	-0.76
LME 镍	34000.00	34355.00	32500.00	33990.00	-0.03
NYMEX 原油	98.95	105.59	93.81	97.90	-1.53
ICE 布油	104.08	109.90	98.41	102.40	-2.24

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。