

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

美通胀拐点隐现
国际金价继续走高

市场研究报告

■ 本周视点：

上周国际金价连续第二周走高，国际金价周初开盘报于 1946.20 美元/盎司，盘中金价最高触及 1981.52 美元/盎司，最低价 1939.30 美元/盎司，并最终报收于 1974.40 美元/盎司。整周国际金价上涨了 27.47 美元，涨幅为 1.41%。乌克兰局势不断恶化，美国通胀压力隐现拐点是影响国际金价的主要因素。

从整体走势来看，黄金价格仍然处于上升区间。乌克兰危机和全球供应链持续受到冲击，是推动通胀预期以及黄金价格的主要因素。不过，走弱的美国经济数据和美联储的鹰派管理，将会对时不时的对金价形成拖累。下周美国将会公布的房屋数据也将市场关注的重点，从美国的 CPI 的构成来看，房租价格和二手车一样是核心通胀部分中占据巨大比重的部分。如果该数据持续上扬，无疑会令当前已经高涨的通胀压力更大。从价格上来看，黄金有望进一步上行，上方的阻力位在 1980 美元/盎司和 2000 美元/盎司，下方的 1965 美元/盎司则是重要的支撑点位。

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 18 日

相关研究报告：

4 月 13 日

银铂钯每周资讯—2022 第 14 期

4 月 11 日

美联储公布 3 月会议纪要 国际金价
震荡走高

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

上周国际金价连续第二周走高，国际金价周初开盘报于 1946.20 美元/盎司，盘中金价最高触及 1981.52 美元/盎司，最低价 1939.30 美元/盎司，并最终报收于 1974.40 美元/盎司。整周国际金价上涨了 27.47 美元，涨幅为 1.41%。乌克兰局势不断恶化，美国通胀压力隐现拐点是影响国际金价的主要因素。

一、上周主要市场经济数据回顾

上周国内消费者通胀数据进一步回升，生产者物价指数维持在高位。同时，3 月份金融数据显示宏观政策整体靠前，信贷总量增长稳定。不过考虑到近期受到疫情冲击，国内经济承受压力，在中美利差持续收窄的情况下，人民银行上周宣布调整存款准备金率，以缓和经济进一步下行的态势。从具体的数字来看，3 月中国消费者物价指数升至 1.5%，为过去三个月以来的最高水平，并高于市场预测的 1.2%。非食品类通胀进一步上升，食品价格降幅收窄为去年 12 月以来最小，猪肉价格降幅放缓。3 月中国生产者物价指数同比上涨 8.3%，较上个月的 8.8% 有所回落，但高于 7.9% 的市场预期，引发价格上涨的主要因素则是原材料成本的持续上升。2022 年 3 月，国内贸易顺差从去年同期的 118.3 亿美元上升至 473.8 亿美元，超过市场预测的 224 亿美元。其中出口延续了两位数的增长，同比增长 14.7%；而进口下降 0.1%，这是自 2020 年 8 月以来的首次下降。金融数据方面，3 月份 M2 货币供应量增长 9.7%，高于预期的 9.2% 和 2 月份的 9.2%。3 月国内新增人民币贷款 3.13 万亿元，远高于 2 月份的 1.23 万亿元和市场预测的 2.675 万亿元，也高于去年同期的 2.73 亿元人民币。人民币贷款余额同比增长 11.4%，与 2 月份持平符合市场预期。3 月社会融资总额从 2 月份的 1.19 万亿元攀升至 4.65 万亿元，超过了 3.7 万亿元的市场预期。这显示了此前货币当局对于实体经济的支撑力度逐渐显现。上周人民银行宣布下调金融机构存款准备金率 0.25%，并对部分农商行额外下调 0.25% 的存款准备金率，并推动共银行机构加权平均存款准备金率达到了 8.1%。此次降准将会释放长期资金约 5300 亿元。

上周美国的经济数据显示，美国的通胀压力持续维持在高位，劳动力市场依然紧张，消费者信心强劲。同时，高频数据显示，美国的消费者对于商品的需求开始降低，因此消费者物价增幅有放缓迹象。在具体的数字方面，3 月美国的消费者物价指数从 2 月份的 7.9% 升至 8.6%，创下了 1981 年 12 月以来的纪录，且高于市场预期的 8.4%。由于乌克兰危机对于能源价格的冲击显著，导致该分类价格同比大幅上涨了 32%。另外，食品价格同比上涨了 8.8%，为 1981 年 5 月以来的最大涨幅。此外，住房和新车价格增速进一步加快，但二手车价格有所放缓。去除能源和食品的核心 CPI 同比上涨了 6.5%，同时创下了 40 年以来的最大涨幅，但

略低于 6.6% 的预期。3 月，美国消费者价格环比上涨 1.2%，这是自 2005 年 9 月以来的最大涨幅，符合预期。核心 CPI 环比上升 0.3%，低于预估的 0.5%。3 月美国生产者物价同比上涨了 11.2%，这是自 1981 年 1 月以来的最大涨幅。3 月份生产者物价指数环比上涨 1.4%，这是 2009 年 12 月以来的最大涨幅，高于 1.1% 的市场预测，其中能源价格仍然是推动商品成本上升的主要因素。此外，服务价格上涨 0.9%，运输和仓储服务都是驱动价格上升的原因。3 月美国零售消费环比增长 0.5%，低于 2 月份的 0.8% 和市场预期的 0.6%。消费者支出增加的主要因素是终端价格上涨所带来的。4 月，密歇根大学消费者对美国的信心指数出人意料地从 3 月份 59.4 的 11 年低点升至 65.7，也超过了市场预测的 59.3。3 月美国工业产出环比增长 0.9%，与上个月持平，高于 2 月份 0.4% 的市场预期。其中制造业产出增长 0.9%，高于 0.6% 的预期，但低于 2 月份 1.2% 的四个月高位。劳动力市场方面，截至 4 月 9 日美国首次申领失业救济金的美国人数增加了 1.8 万人，达到 18.5 万人，高于市场预期的 17.1 万人，4 周移动平均值为 17.2 万人，较上周增加 2000 人。

二、全球市场纵览及后市展望

上周国际金价进一步走高基本符合我们的预期。在地缘政治方面，乌克兰危机进一步升级，油价和其他商品价格继续维持在高位，导致市场的避险情绪不断推动资金进一步涌入避险资产。国内货币政策方面，上周中国人民银行宣布降准，在边际上刺激了市场对于商品价格进一步上涨的预期。这些都成为推动黄金价格的主要因素。在美国市场，由于上周公布的美国零售数据略有放缓迹象，市场一度对于美国的通胀预期有所降温。美国 2 年期国债收益率也在周中出现回落。不过，美联储仍然坚持鹰派预期管理，多位美联储官员表示支持 5 月份加息 50 个 BP，并且支持尽快缩减资产负债表。这推动了一度回落的美国短债收益率重新走强。往后看，美联储持续的货币政策预期管理，会再次扁平化美债收益率曲线并进一步抬升近端的紧缩压力，而美联储即将展开的缩表则有望推动中长期债券收益率进一步走高。这意味着美债收益率曲线整体也将进一步上移。从美元的角度来看，除了美联储坚持鹰派的货币政策路径外，上周欧洲央行在 4 月份的议息会议继续跟随美联储并重申会在 3 季度开始停止购买资产并在未来逐渐加息，但由于货币政策节奏整体慢于美联储，美元兑欧元进一步走强，并对黄金形成了压力。综合来看，通胀预期及避险将会进一步支撑黄金，而美联储紧缩的货币政策则会对黄金价格形成打压。另外，一般来看美元的上涨往往伴随着黄金的下跌，但是由于本轮加息周期中，全球通胀压力远高于过去，在目前阶段美元对于黄金的压制作用仍然较为有限。

往后看美联储的货币政策能否遏制通胀，仍然是市场交易的主要逻辑。在生产端，由于欧美多个国家对俄罗斯的制裁还在持续升级，无疑会导致商品价格的进一步攀升。与此同时，由于供给侧的冲击使得美联储的货币政策效果乏力，因此商品价格上升所引发的通胀压力依然普遍存在。除了乌克兰地缘危机外，国内疫情的反复以及相关的管控措施，导致商品交付时间放缓，对于物流产生了一定的拖累，这会降低商品在流通环节的周转率，并形成通胀压力。在需求端，从高频数据来看，美国的核心商品价格出现回落，同时核心服务价格有所上升，显示服务端的消费需求正在增加。目前并没有太多的证据显示这种消费模式的改变会遏制终端价格，美国的人力成本的增加也是驱动物价的重要因素。不过可以明确的是，虽然上周美国的部分经济数据有所放缓，美联储官员的讲话依然鹰派，进一步明确了美联储当前控通胀的政策目标。这意味着，只要市场的通胀预期维持高位，美联储就会维持鹰派政策来打压通胀预期，甚至是更加激进的紧缩政策。不过即便，美联储将联邦基金利率抬升至 2% 的水平，通胀的回落可能依然有限。

从整体走势来看，黄金价格仍然处于上升区间。乌克兰危机和全球供应链持续受到冲击，是推动通胀预期以及黄金价格的主要因素。不过，走弱的美国经济数据和美联储的鹰派管理，将会对时不时的对金价形成拖累。下周美国将会公布的房屋数据也将市场关注的重点，从美国的 CPI 的构成来看，房租价格和二手车一样是核心通胀部分中占据巨大比重的部分。如果该数据持续上扬，无疑会令当前已经高涨的通胀压力更大。从价格上来看，黄金有望进一步上行，上方的阻力位在 1980 美元/盎司和 2000 美元/盎司，下方的 1965 美元/盎司则是重要的支撑点位。

1: 不同期限美元 LIBOR

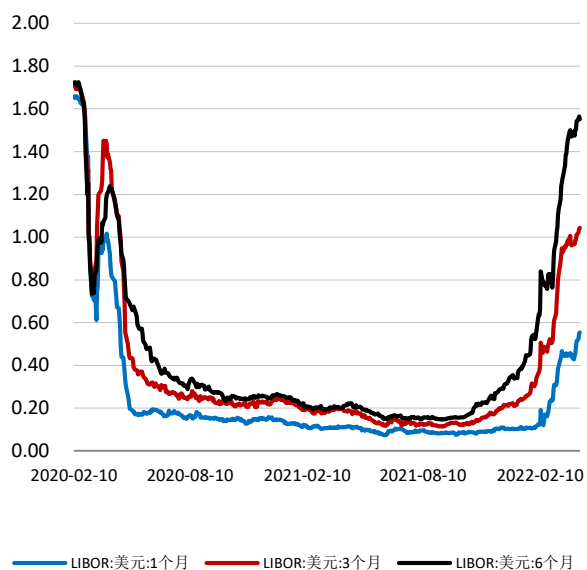


图 2: 黄金与美元指数



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

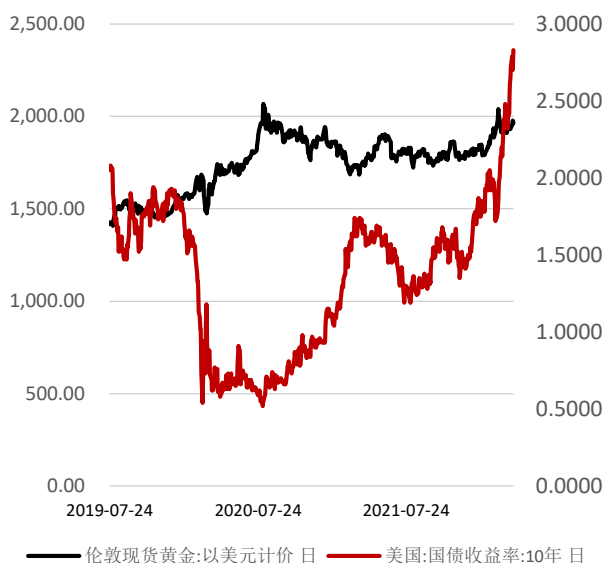


图 4: 黄金与原油价格



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

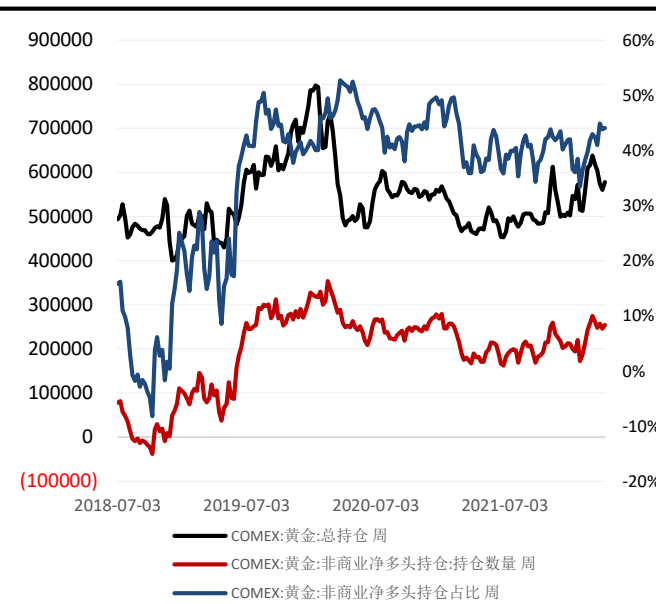
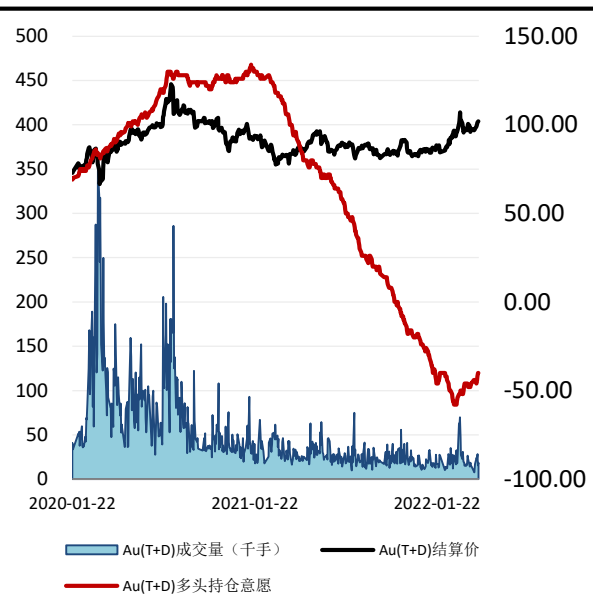


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

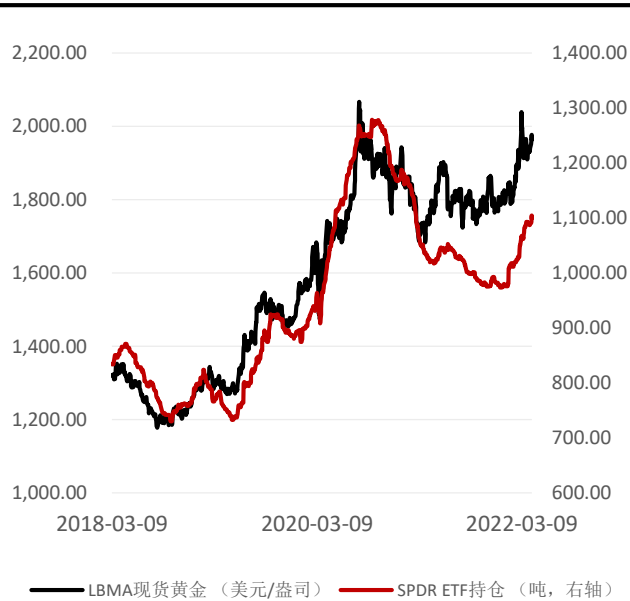


图 8: SLV 白银持仓与国际银价



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

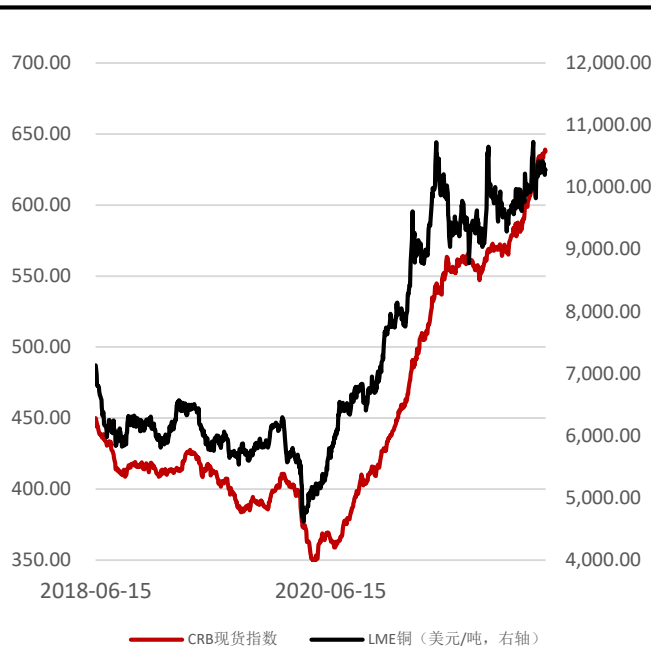
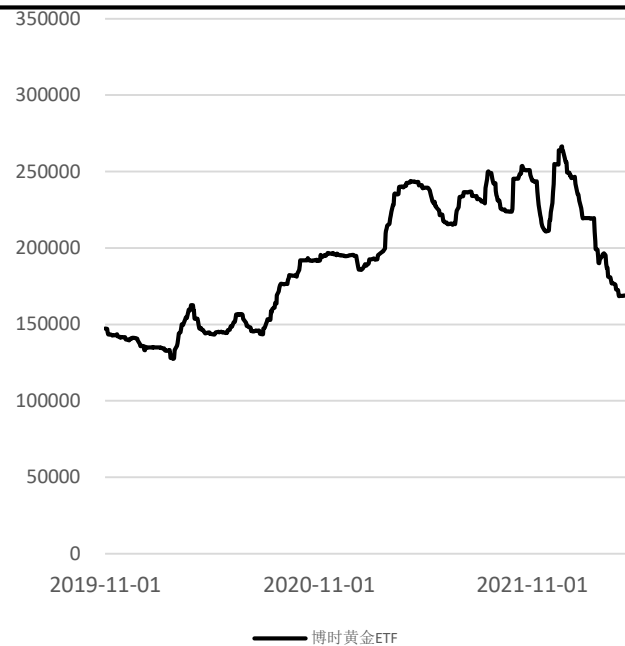


图 10: 博时黄金 ETF 持仓



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

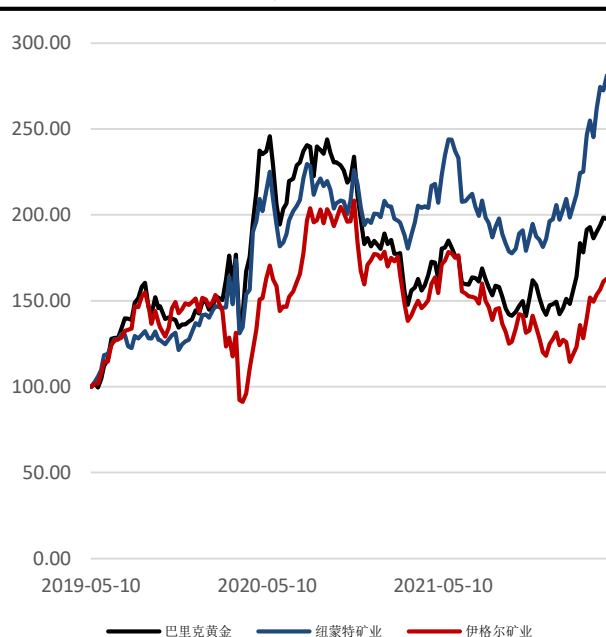


图 12: 美国黄金股票指数



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

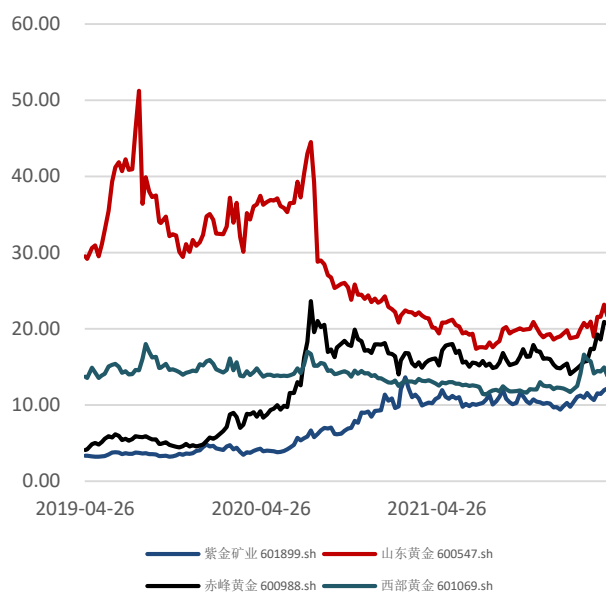
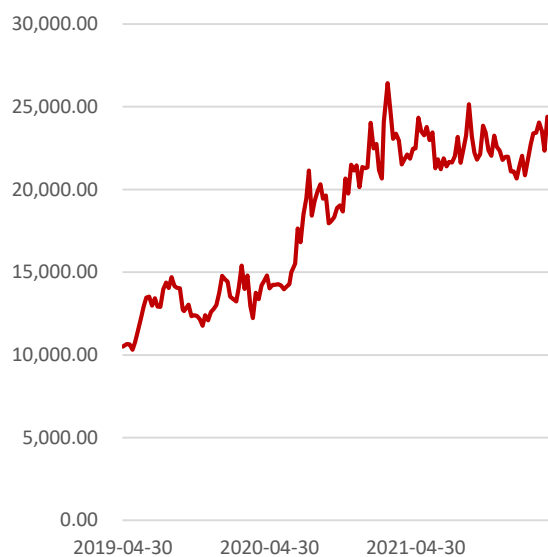


图 14: 中国黄金股票指数



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

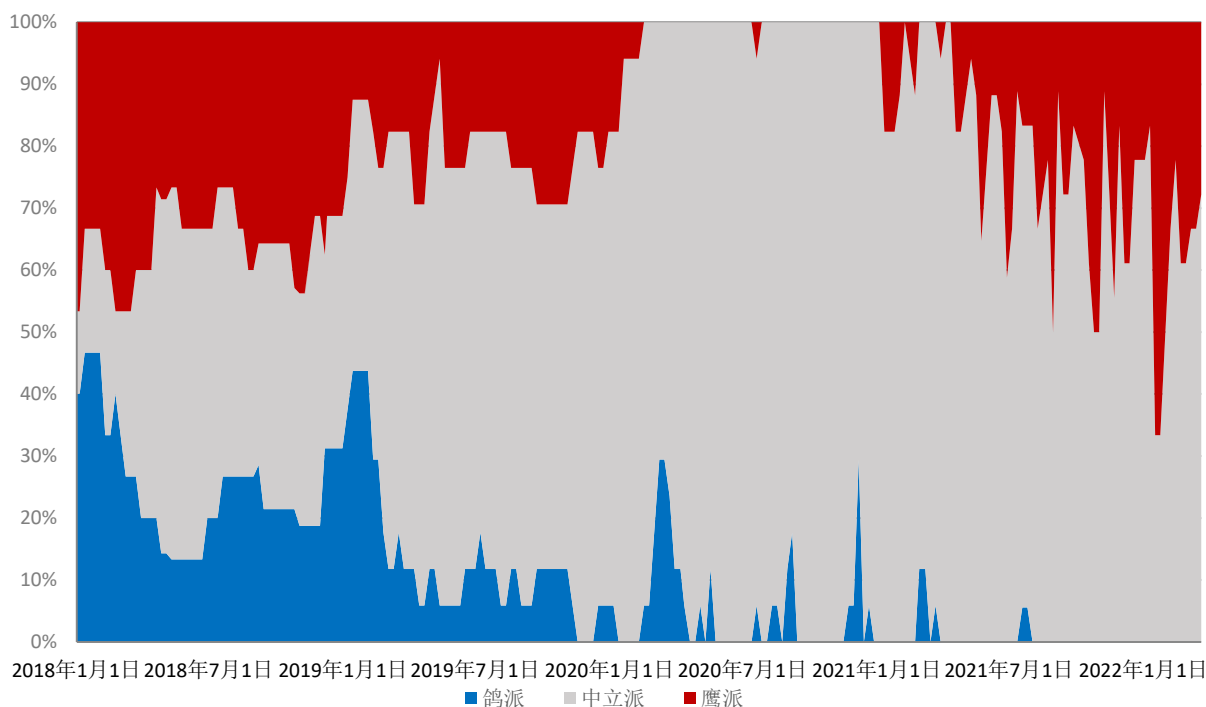
联储委员	是否票委	表态	最新言论
波士顿 肯尼斯	是	中立	

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	

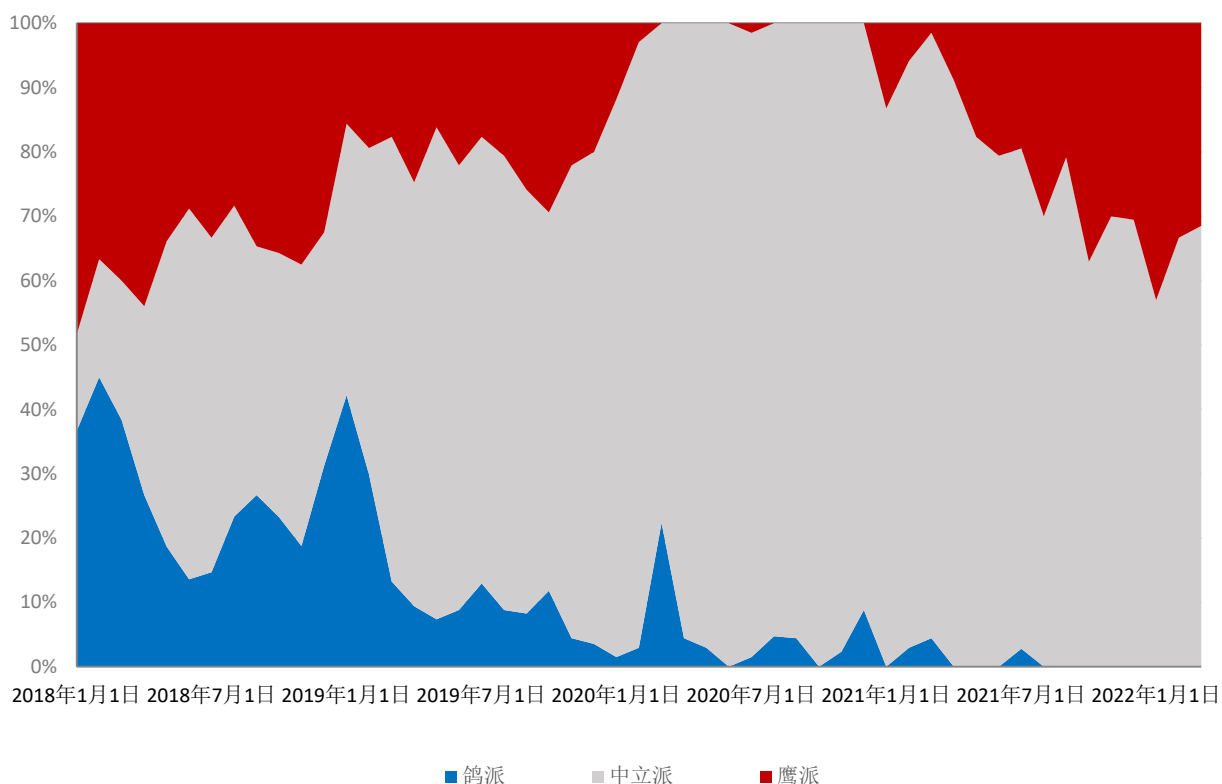
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 15：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



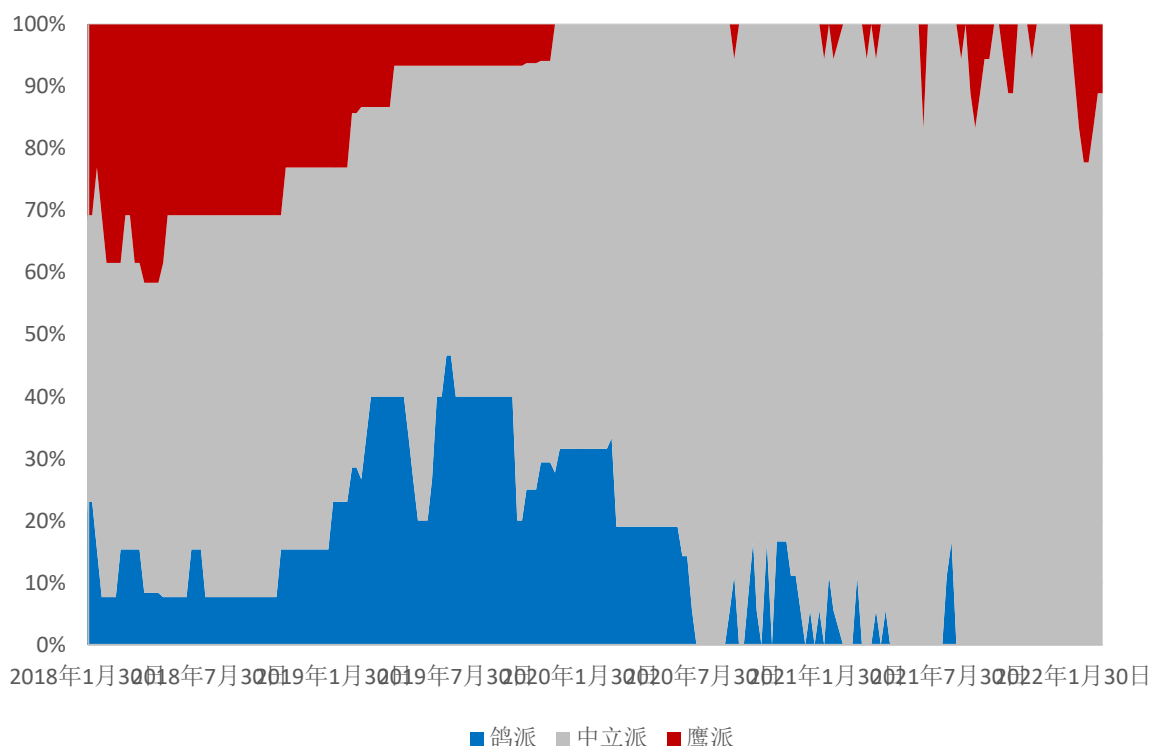
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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

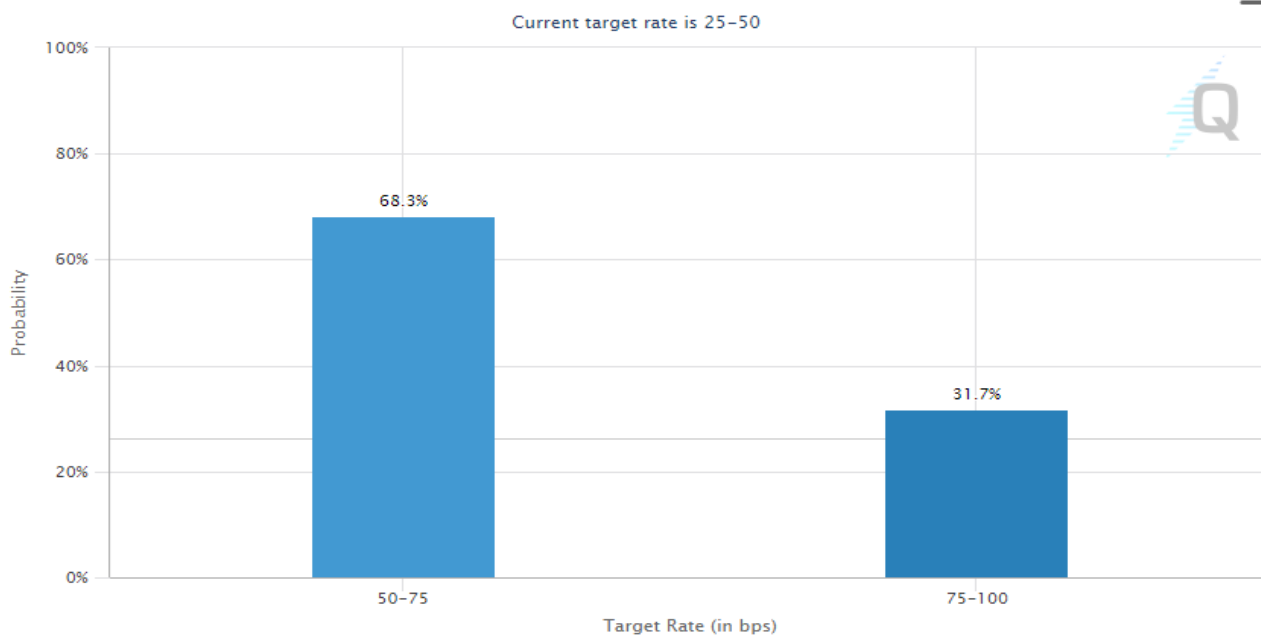
图 17：近期欧洲央行官员的言论基调（每周/连续）



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

TARGET RATE PROBABILITIES FOR 4 5月 2022 FED MEETING



数据来源：芝加哥商业交易所集团，CME Group

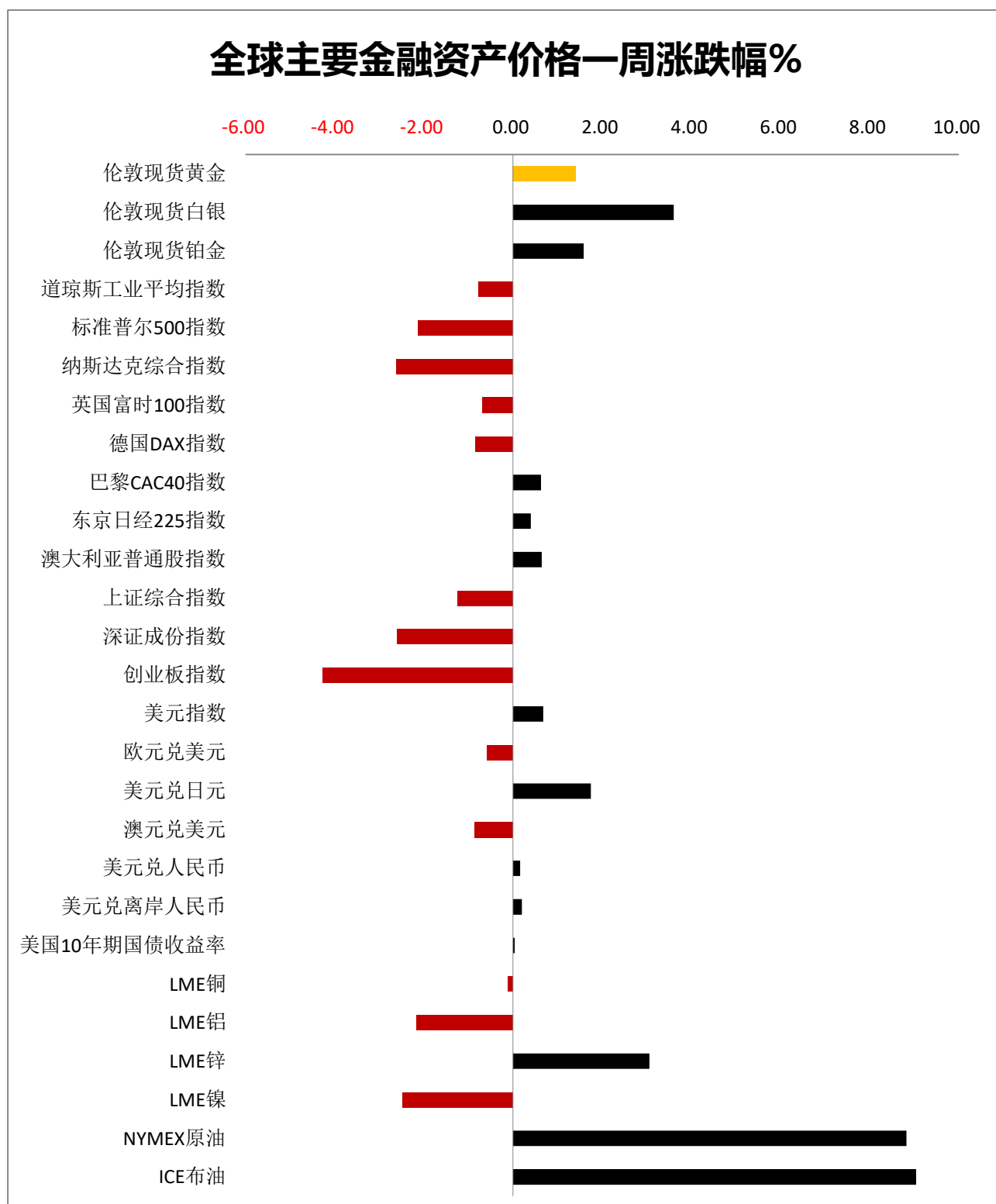
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1946.20	1981.52	1939.30	1974.40	1.41
伦敦现货白银	24.77	25.87	24.64	25.64	3.60
伦敦现货铂	978.50	996.50	958.50	992.00	1.59
道琼斯工业平均指数	34630.27	34889.17	34102.81	34451.23	-0.78
标准普尔 500 指数	4462.64	4471.00	4381.34	4392.59	-2.13
纳斯达克综合指数	13547.29	13685.95	13317.74	13351.08	-2.63
英国富时 100 指数	7669.56	7669.56	7543.03	7616.38	-0.69
德国 DAX 指数	14162.97	14298.02	13887.11	14163.85	-0.84
巴黎 CAC40 指数	6558.53	6614.96	6424.97	6589.35	0.63
东京日经 225 指数	26877.60	27203.77	26304.08	27093.19	0.40
澳大利亚普通股指数	7772.00	7826.80	7713.50	7822.24	0.65
上证综合指数	3239.86	3240.00	3140.90	3211.24	-1.25
深证成份指数	11876.18	11876.18	11439.59	11648.57	-2.60
创业板指数	2536.15	2536.15	2416.70	2460.36	-4.26
美元指数	99.84	100.74	99.57	100.52	0.68
欧元兑美元	1.09	1.09	1.08	1.08	-0.58
美元兑日元	124.22	126.68	124.22	126.46	1.75
澳元兑美元	0.75	0.75	0.74	0.74	-0.87
美元兑人民币	6.36	6.38	6.36	6.37	0.16
美元兑离岸人民币	6.37	6.40	6.37	6.38	0.20

美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0396
LME 铜	10309.00	10403.00	10153.00	10332.00	-0.12
LME 铝	3361.00	3372.00	3221.00	3299.00	-2.16
LME 锌	4286.00	4521.50	4234.00	4429.50	3.06
LME 镍	33300.00	33500.00	32120.00	33145.00	-2.49
NYMEX 原油	98.40	107.64	92.93	106.54	8.83
ICE 布油	103.21	112.39	97.57	111.66	9.04

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。