

## 工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

## 美联储强调紧缩政策

## 国际金价冲高回落

## 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 1973.07 美元/盎司，最高价 1998.39 美元/盎司，最低价 1925.90 美元/盎司，并最终报收于 1930.88 美元/盎司。美联储强化鹰派货币政策预期是打压国际金价的主要原因。

从黄金的价格走势来看，受到美联储强烈而鹰派预期影响，黄金在上周出现明显的回落。在目前市场已经给予了货币紧缩政策超预期的定价的情况下，后市如果美国的经济数据开始放缓，可能会在一定程度上缓和市场的紧缩预期并对黄金形成支撑。但如果美联储继续保持鹰派并开始向市场的利率路径靠拢，那么放缓的经济环境叠加更加鹰派的货币政策会对黄金形成更大的打压。值得注意的是，当前国内的封控措施同样对全球的供应链造成了负面冲击。一方面国内需求的疲软，导致市场对于石油价格的预期有所走低。另一方面，物流受到的限制，又引发了市场对于产业链再次受到冲击的担忧。这使得未来一个季度全球的通胀仍然存在着很大的不确定性。从外部来看，乌克兰危机的持续发酵也持续推动农产品价格走高，这使得未来一个季度全球的通胀仍然存在着很大的不确定性。这将会引发市场更加强烈的紧缩预期。与过去几次 FOMC 会议不同是，鲍威尔在此次的 IMF 会议上更加坚定了美联储的货币紧缩倾向，这会在短期内进一步对黄金价格行形成打压。本周金价可能会测试 1900 的整数关口。

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 24 日

## 相关研究报告：

4 月 20 日

银铂钯每周资讯—2022 第 15 期

4 月 19 日

金银月度预测报告 2022 年第 2 期 总第 2 期

4 月 18 日

美通胀拐点隐现 国际金价继续走高

4 月 13 日

银铂钯每周资讯—2022 第 14 期

上周国际金价冲高回落。周初国际金价开盘报于 1973.07 美元/盎司，最高价 1998.39 美元/盎司，最低价 1925.90 美元/盎司，并最终报收于 1930.88 美元/盎司。美联储强化鹰派货币政策预期是打压国际金价的主要原因。

## 一、上周主要市场经济数据回顾

上周国内一季度 GDP 数据出炉，整体好于市场预期，不过由于疫情在全国多地出现反复，料会对四季度的经济数据造成影响。2022 年第一季度国内经济同比增长 4.8%，高于市场预计的 4.4%，也快于前一季度 4.0% 的增速。3 月份规模以上工业增加值增长 5%，超过市场普遍预期的 4.5%。今年第一季度的工业增加值同比增长 6.5%。制造业中的化学原料和化学产品，食品加工，通信，电热生产业，纺织业，汽车和通用设备均出现下降。

3 月社会消费品零售同比下降 3.5%，这是 2020 年 7 月以来的首次下降，低于市场预期。从分类数据来看，化妆品，服装，珠宝，个人护理，家用电器，家具，汽车，办公用品，电信和石油产品消费都出现了下降或放缓。考虑到疫情防控，4 月份的数据可能会进一步疲软。就业方面，3 月份城镇登记失业率为 5.8%，为 2020 年 5 月以来的最高水平，高于 2 月份的 5.5%。今年一季度，国内固定资产投资同比增长 9.3%，超过市场预期的 8.5%，公共部门和私人部门的投资都有所放缓。

上周美国公布的数据显示，劳动力市场表现依旧强劲，由于用工紧张服务业扩张受限。同时，制造业扩张不减。此外，由于利率攀升，美国的村务销售进一步回落。4 月标准普尔全球美国综合采购经理人指数初值为 55.1，低于 3 月份的 57.7，这是 3 个月来的最低读数。制造业方面，4 月标准普尔美国制造业采购经理人指数初值从 3 月份的 58.8 升至 59.7，超过市场预测的 58.2。工厂活动出现 7 个月来最强劲的增长，产出、新订单和就业增长加快。通胀压力仍然明显，由于燃料、材料和运输价格上涨，导致成本上涨速度再次加快，并升至自去年 11 月以来的最高水平。产出价格也以创纪录的速度增长。服务业方面，4 月标准普尔全球美国服务业采购经理人指数初值从 3 月份的 58 降至 54.7，为 3 个月来的最低水平，远低于 58 的预期。新业务增长放缓至三个月低点，主要是因为劳动力和供应短缺，价格上涨抑制了消费。上周美国的劳动力市场数据保持强劲。截至到 4 月 16 日，美国当周首次申领失业救济金的美国人数减少了较前一周再次减少了 2000 人至 18.4 万人，低于前值的 18.6 万人，也低于市场预期的 18 万人。

3 月美国新屋开工数出人意料地上升 0.3%，为 2006 年 6 月以来的最高水平。3 月美国的建筑许可同比增长 0.4%，经季节调整后的年率为 187.3 万户，高于市场预期的 182.5 万户。

3月美国存屋销售下降2.7%，销售数量来看则是2020年6月以来的最低水平，连续第二个月出现回落，因为美国房屋贷款利率已经升至12年新高。房地产市场开始感受到抵押贷款利率上升和通胀对购买力的影响。

## 二、全球市场纵览及后市展望

上周美联储主席鲍威尔参加了由国际货币基金组织举办的春季讨论会。在此次会议上，鲍威尔进一步强调了当前美联储对于遏制高通胀的态度。具体来看，此次会议上被问及美国的经济状况和美联储的政策时，鲍威尔表示美国当前的经济表现强劲，同时由于价格不断高企，美联储主席鲍威尔明确表示会坚持使用货币政策工具来遏制通胀。

在经济方面，鲍威尔表示目前美国经济十分强劲，而且从历史数据来看，当前美国的劳动力市场十分紧张并且已经出现了不可持续的过热。美国3月的失业率为3.6%，好于美联储4%的长期预期。在通胀方面，鲍威尔表示目前经济中存在通胀压力，虽然他认为美国的通胀水平已经接近见顶，但仍然需要通过货币政策来进行遏制。他表示恢复价格稳定十分重要。只有在价格恢复稳定的情况下，劳动力市场才能在一段时间内保持强劲。值得注意的是，在此次讨论中当被问及通胀时，鲍威尔多次将问题转向过热的劳动力市场。这暗示了在当前全球商品供给和供应链冲击环境下，美联储开始重新聚焦于劳动力市场过热所引发的通胀，并根据重新回归的菲利普斯曲线来调整货币政策。这也意味着除了通胀数据本身外，失业率数据可能会在美联储的货币政策决策中占据更加重要的位置。

在谈到货币政策时，鲍威尔表示，虽然美联储无法影响供给侧冲击，但是可以通过货币政策工具来遏制需求。这说明了地缘冲突和产业链冲击的情况下，美联储开始逐渐对高通胀失去“耐心”，也向市场展现了美联储尝试通过调整货币政策，以遏制需求为代价来稳定价格的决心。对此，鲍威尔还表示美联储将有望迅速将利率抬升到中性的利率水平，也会在下次议息会议上开始讨论加息50个基点的可能性。在当被问及如果经济增速放缓但通胀仍然高企时美联储是否会放缓加息时，鲍威尔表示实现这种经济软着陆十分具有挑战，但美联储仍然会尽力实现。这仍然体现了美联储对于紧缩政策的坚定态度。

我们要指出的是，虽然美联储主席鲍威尔试图向市场市场释放更加鹰派的货币政策预期，我们认为“中性利率”水平依然偏低。根据美联储平均目标通胀制度，美联储的价格目标是在一段时间内将通胀保持在2%这一平均水平。根据中性利率的定义，该理论利率不会遏制通胀，这就意味着在目前大幅超出目标平均水平的通胀环境下，美联储需要将联邦基金目标利率水平升至中性利率水平之上，才有望从整体上拉平美国目前的高通胀，并使得其在一段时

间的均值回落至 2%。除了理论目标利率无法有效遏制通胀外，相对市场目前近 3% 的年内联邦基金利率预期，鲍威尔所描述的美联储希望将利率水平升至 2.4% 的目标也显得较低。目前阶段，美联储的货币政策已经开始向市场目标匹配。因此我们认为，尽管目前市场已经计价了相对美联储的目标更多的紧缩预期，但并不意味着不断攀升的加息预期会就此打住。

从美国债券市场来看，随着上周市场加息预期的不断攀升，美国的通胀预期也开始出现了回落，关键的 5 年期国债隐含通胀预期跌至 3.36% 的近一个月的低点。经通胀调整后的一年期实际利率回升至 -3% 而一周前该数字是 -4%。从外汇市场来看，上周美元的表现好于全球主要货币，欧元兑美元创下了近一年以来的新低，美元兑日元创下了 20 年新高，美元兑人民币也创下了近半年来的新高，显示市场对于美联储激进政策的反应。

从黄金的价格走势来看，受到美联储强烈而鹰派预期影响，黄金在上周出现明显的回落。在目前市场已经给予了货币紧缩政策超预期的定价的情况下，后市如果美国的经济数据开始放缓，可能会在一定程度上缓和市场的紧缩预期并对黄金形成支撑。但如果美联储继续保持鹰派并开始向市场的利率路径靠拢，那么放缓的经济环境叠加更加鹰派的货币政策会对黄金形成更大的打压。值得注意的是，当前国内的封控措施同样对全球的供应链造成了负面冲击。一方面国内需求的疲软，导致市场对于石油价格的预期有所走低。另一方面，物流受到的限制，又引发了市场对于产业链再次受到冲击的担忧。这使得未来一个季度全球的通胀仍然存在着很大的不确定性。从外部来看，乌克兰危机的持续发酵也持续推动农产品价格走高，这使得未来一个季度全球的通胀仍然存在着很大的不确定性。这将会引发市场更加强烈的紧缩预期。与过去几次 FOMC 会议不同是，鲍威尔在此次的 IMF 会议上更加坚定了美联储的货币紧缩倾向，这会在短期内进一步对黄金价格形成打压。本周金价可能会测试 1900 的整数关口。

1: 不同期限美元 LIBOR

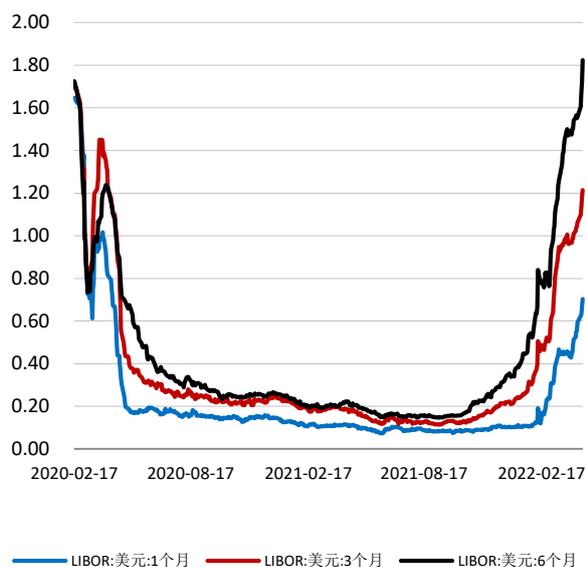


图 2: 黄金与美元指数



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

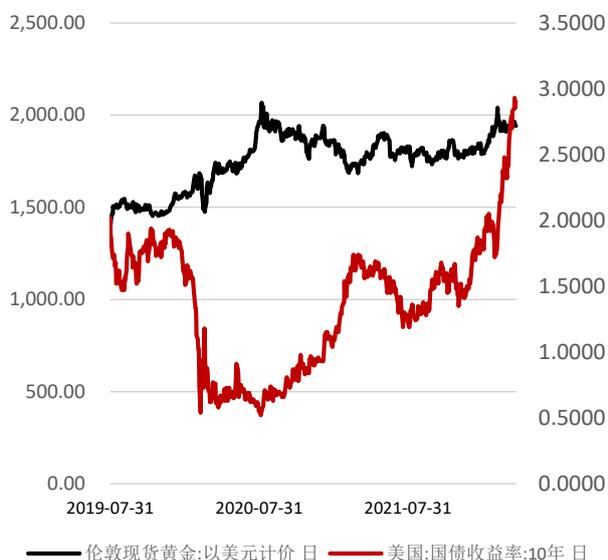
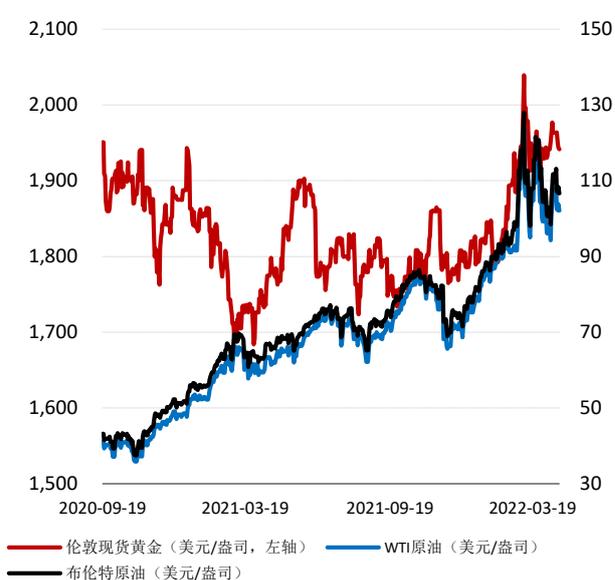


图 4: 黄金与原油价格



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

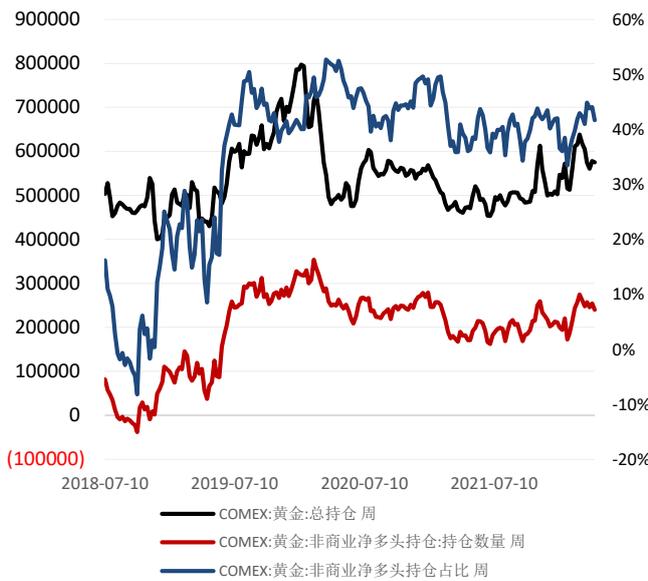
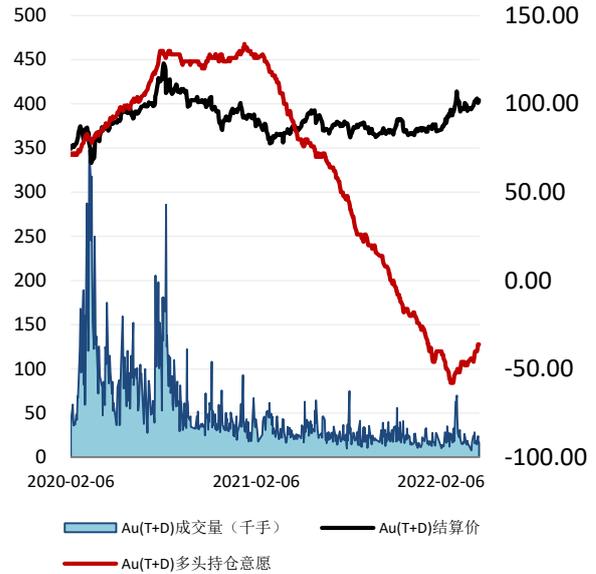


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

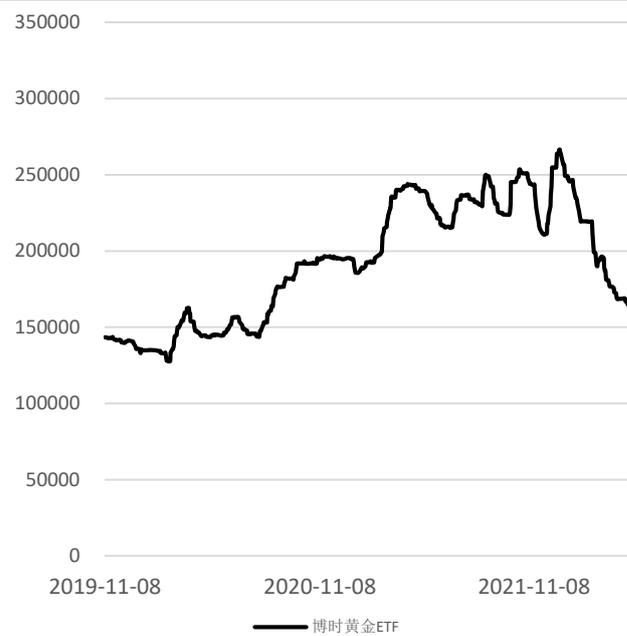


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

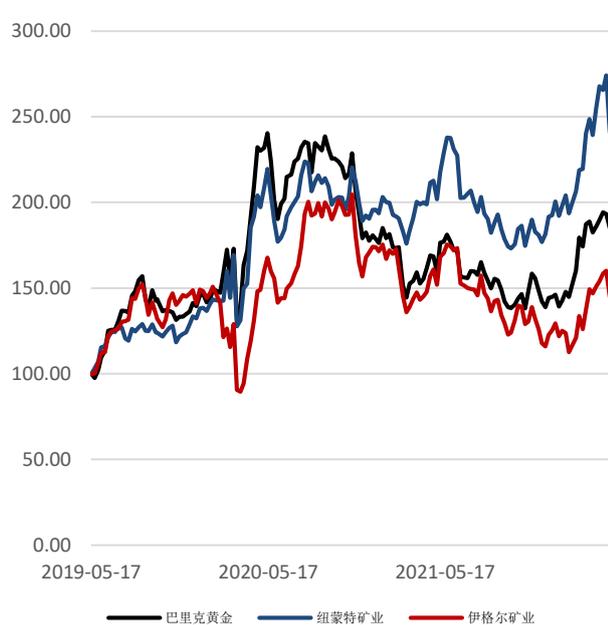
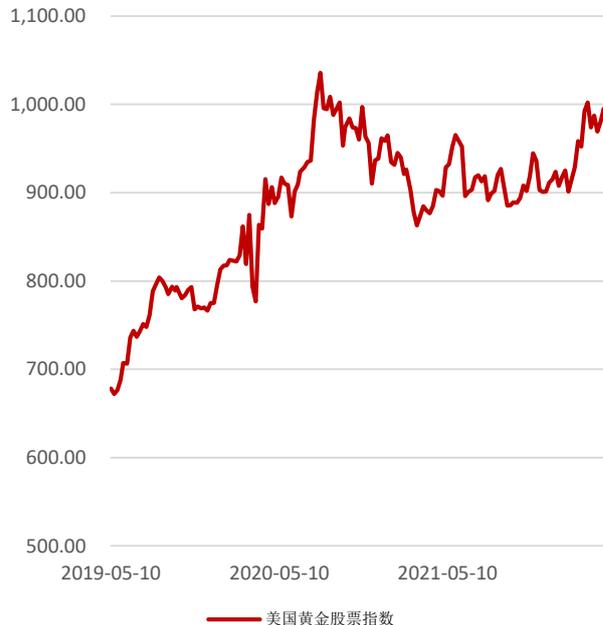


图 12: 美国黄金股票指数



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

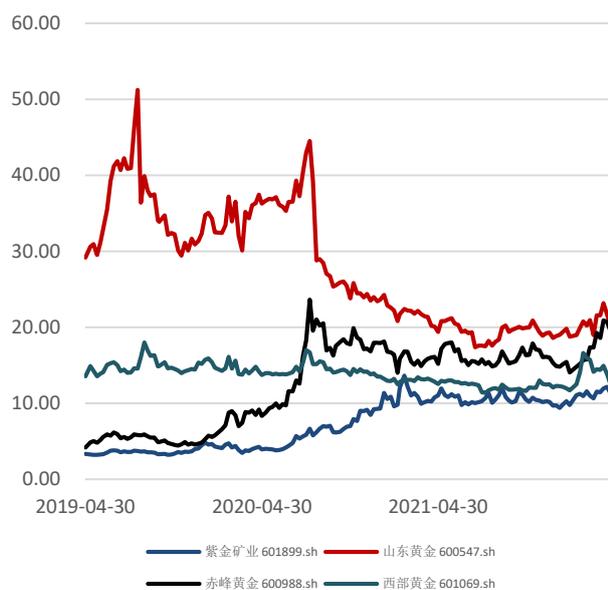


图 14: 中国黄金股票指数



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

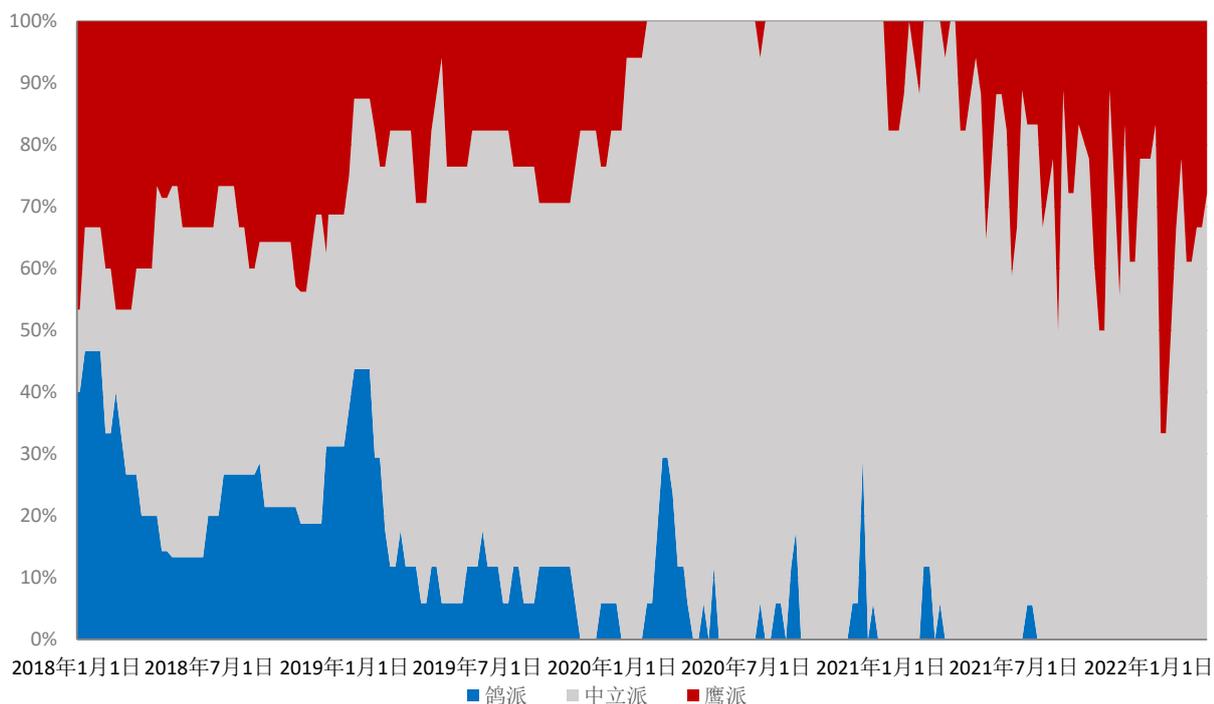
联储委员	是否票委	表态	最新言论
波士顿 肯尼斯	是	中立	

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	

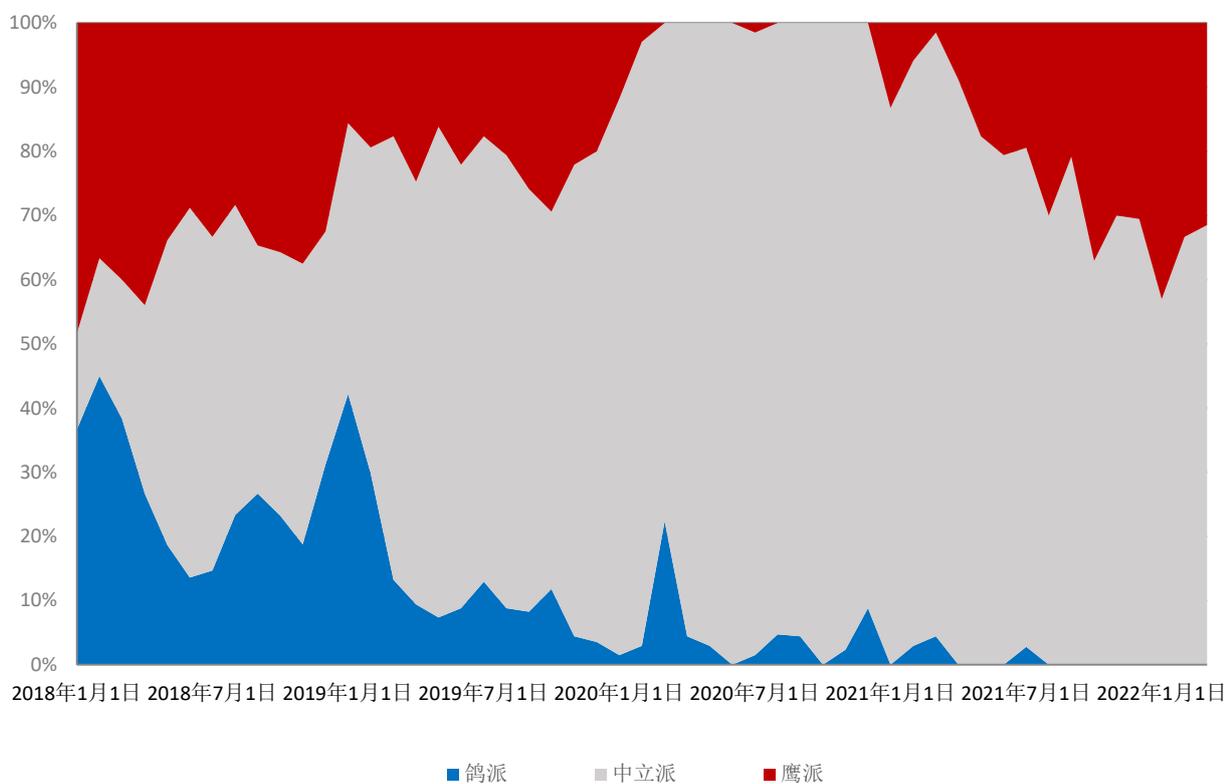
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 15: 近期美联储官员的言论基调 (每周/连续)



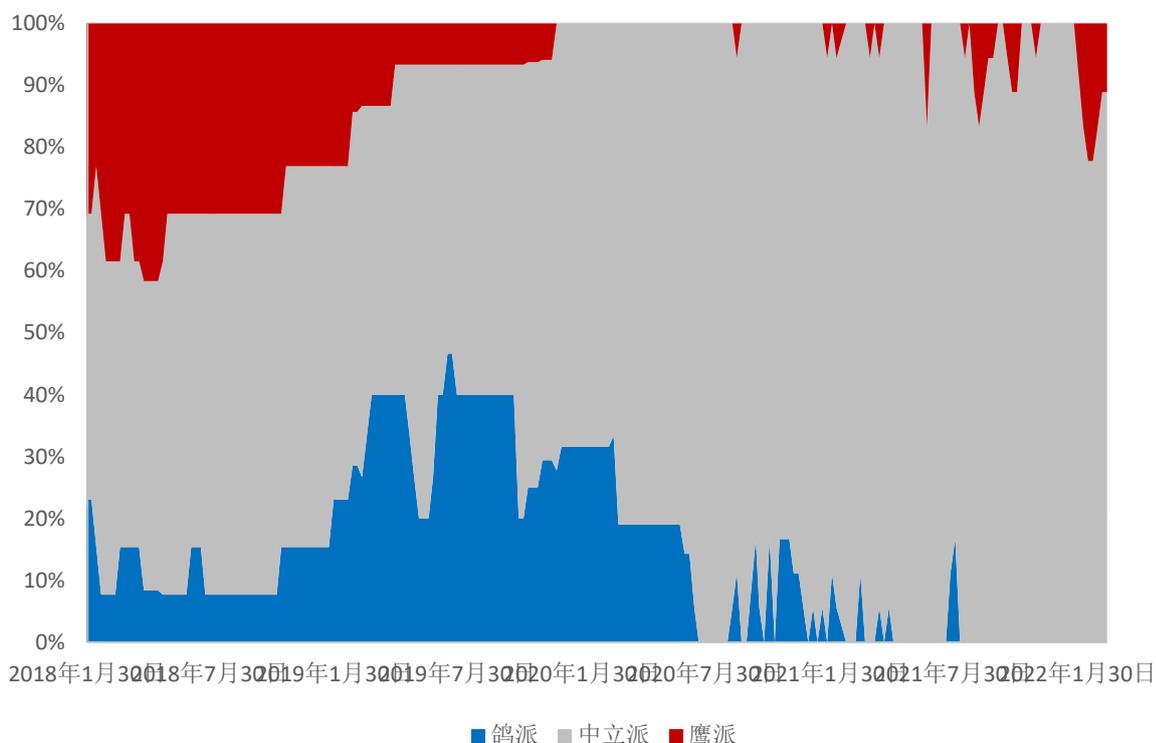
数据来源: 中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 16: 近期美联储官员的言论基调 (月均/连续)



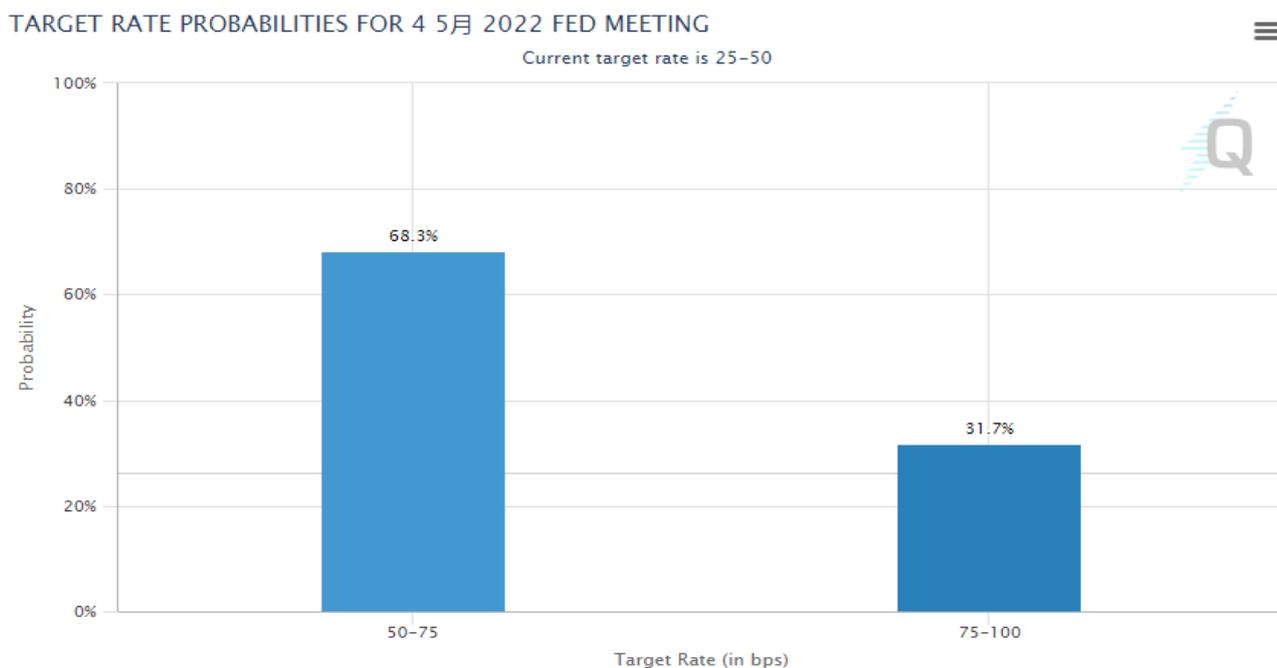
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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

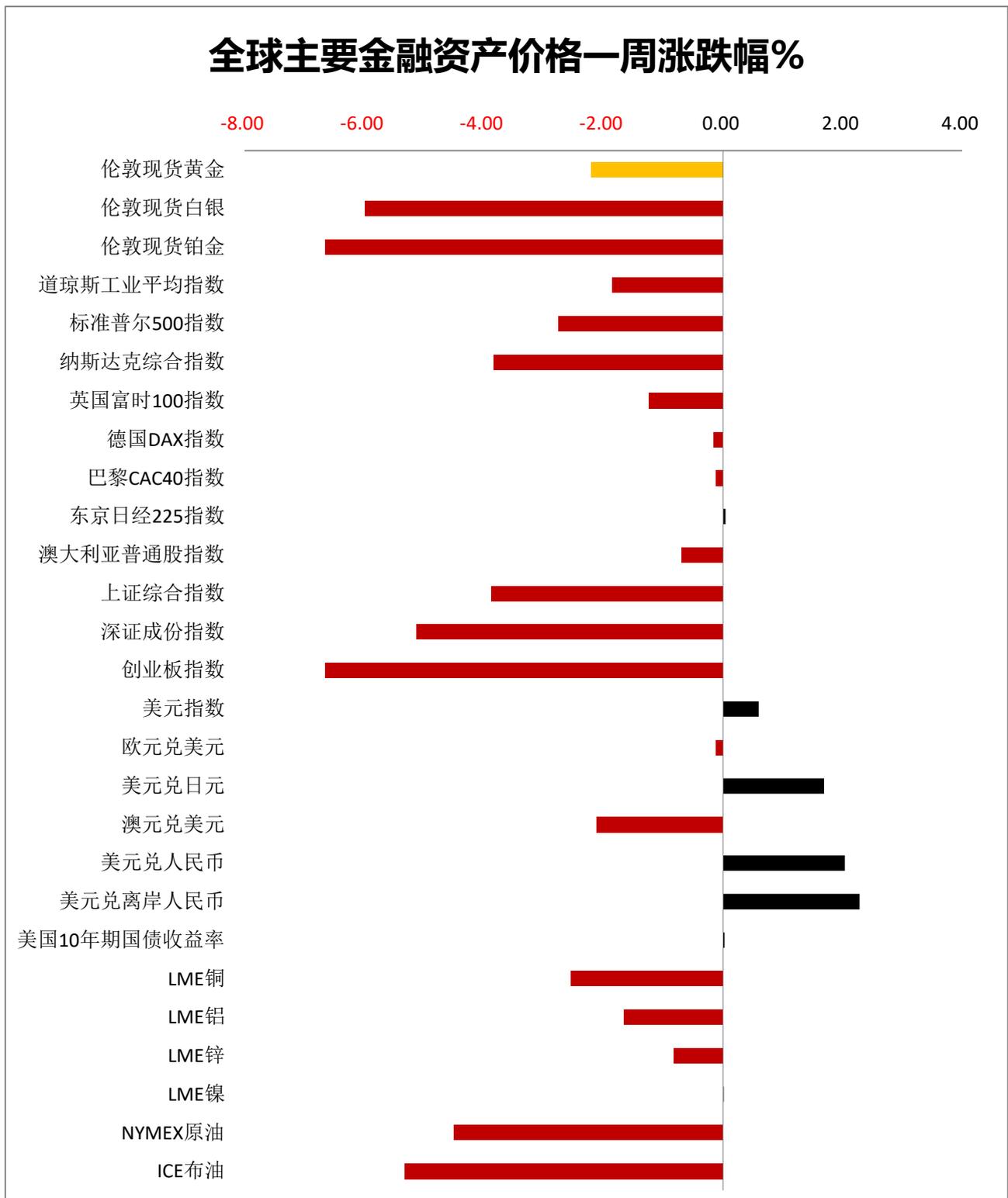
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1973.07	1998.39	1925.90	1930.88	-2.20
伦敦现货白银	25.64	26.22	24.03	24.11	-5.99
伦敦现货铂	999.00	1023.50	925.50	926.00	-6.65
道琼斯工业平均指数	34411.49	35492.22	33773.39	33811.40	-1.86
标准普尔 500 指数	4385.63	4512.94	4267.62	4271.78	-2.75
纳斯达克综合指数	13319.39	13710.70	12828.02	12839.29	-3.83
英国富时 100 指数	7616.38	7656.47	7521.68	7521.68	-1.24
德国 DAX 指数	14057.43	14598.11	13991.70	14142.09	-0.15
巴黎 CAC40 指数	6545.97	6757.75	6494.33	6581.42	-0.12
东京日经 225 指数	26831.45	27580.64	26571.38	27105.26	0.04
澳大利亚普通股指数	7822.20	7923.40	7746.70	7768.16	-0.69
上证综合指数	3185.94	3207.83	3049.36	3086.92	-3.87
深证成份指数	11557.52	11771.55	10896.92	11051.70	-5.12
创业板指数	2435.85	2510.41	2279.78	2296.60	-6.66
美元指数	100.52	101.34	99.83	101.12	0.60
欧元兑美元	1.08	1.09	1.08	1.08	-0.12
美元兑日元	126.40	129.42	126.25	128.60	1.69
澳元兑美元	0.74	0.75	0.72	0.72	-2.11
美元兑人民币	6.37	6.51	6.36	6.50	2.04
美元兑离岸人民币	6.38	6.55	6.37	6.53	2.28

美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0244
LME 铜	10425.00	10516.00	10060.00	10069.00	-2.55
LME 铝	3295.00	3355.00	3225.50	3244.50	-1.65
LME 锌	4489.50	4540.00	4359.00	4393.00	-0.82
LME 镍	34000.00	35115.00	32950.00	33150.00	0.02
NYMEX 原油	107.03	109.81	99.88	101.75	-4.50
ICE 布油	112.32	114.84	104.65	105.72	-5.32

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。