

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

美联储加息力度不及预期
国际金价震荡回落

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 1895.34 美元/盎司，最高价 1909.80 美元/盎司，最低价 1849.90 美元/盎司，并最终报收于 1882.99 美元/盎司。美债收益率快速上升对黄金形成了明显的打压，同时美联储 5 月份 FOMC 会议不及市场鹰派，又限制了黄金的跌幅。

尽管美国当前的劳动力市场仍然支撑美联储加息，但由于薪资增速无法完全弥补通胀压力，已经在一定程度上打击了人们的劳动积极性，劳动参与率的下降可能会对未来进一步限制美联储的货币政策紧缩。如果美国本周公布的 4 月份的核心通胀数据开始回落，则市场的加息预期也将会随着降低。但如果通胀进一步超预期走高，则不排除市场的加息预期再次回升。目前市场对于美国四月份的通胀预期为 8.1%，核心通胀预期为 6%，均低于三月。

具体从黄金价格来看，美国国债收益率的快速攀升不断冲击黄金对于通胀的风险溢价，使得过去几周内国际金价出现明显回落。在当前这种高溢价的情况尚未完全回归到正常的情况下，金价仍将会不断受到拖累。加上乌克兰危机和全球供应链持续受到的冲击对通胀带来的影响仍难确定。因此，短期内国际金价依然会维持震荡偏弱的态势，交易的区间 1910-1850。

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 5 月 9 日

相关研究报告：

4 月 27 日

银铂钯每周资讯—2022 第 16 期

4 月 25 日

美联储强调紧缩政策 国际金价冲高回落

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

上周国际金价冲高回落。周初国际金价开盘报于 1895.34 美元/盎司，最高价 1909.80 美元/盎司，最低价 1849.90 美元/盎司，并最终报收于 1882.99 美元/盎司。美债收益率快速上升对黄金形成了明显的打压，同时美联储 5 月份 FOMC 会议不及市场鹰派，又限制了黄金的跌幅。

一、上周主要市场经济数据回顾

上周多个国家和地区的经济数据显示地缘冲突和供应链冲击，是目前影响全球通胀的主要因素，并对各经济体产生了不同的影响。国内因为疫情的关系，制造业和服务业都出现了不同程度的下滑。在美国，经济整体表现强劲，劳动力市场十分紧张，但美联储的货币政策和通胀仍然对生产造了一定的拖累。高通胀在欧洲对经济造成了拖累，生产扩张速度放慢，终端消费价格的高企明显侵蚀了消费者的购买力，导致零售下滑。

国内数据方面，4 月财新中国综合采购经理人指数从 3 月份的 43.9 跌至 37.2，连续第二个月下降，这是 2020 年 2 月以来的最大跌幅。制造业和服务业活动均出现快速回落，其中服务业尤甚，从 43.9 跌至 37.2。新订单增速大幅回落。就业人数略有下降。价格数据显示，投入成本通胀略有缓解，销售价格下降。

美国的生产数据方面，4 月美国 ISM 制造业采购经理人指数连续第二个月下降，从 3 月份的 57.1 降至 55.4，低于市场的预期。这是 2020 年 7 月以来扩张最为缓慢的月份。因为产出、新订单和就业都出现了放缓。成本上升压力有所缓解，但涨幅仍然处于高位。整体来看，美国需求不减，但是供应链和劳动力市场紧张仍然拖累了制造业。4 月美国 ISM 服务业采购经理人指数从 3 月份的 58.3 降至 57.1，低于预期的 58.5，劳动力市场紧张，企业难以找到足够的用人，此外价格压力继续存在，是影响采购经理人数据的主要原因。

美国的劳动力市场数据方面，由于劳动力持续短缺，美国 3 月的职位空缺数量比前一个月增加了 20.5 万个，达到 1154.9 万个，高于市场预期的 1100 万个。一方面强劲的需求令服务业和制造业保持强劲。另一方面，创纪录的离职率，暗示美国薪资增长有限，劳动力市场供给紧张进一步加剧了职位空缺的形势。根据数据显示，3 月份有创纪录的 450 万美国人离职，离职率升至 3%。4 月的美国 ADP 就业数据显示。私营企业雇佣了 24.7 万名工人，这是自 2020 年 4 月以来的最低水平，低于 39.5 万人的预期。其中服务业创造了 20.2 万个就业岗位，制造业增加了 4.6 万个就业岗位。劳动力市场出现复苏放缓的迹象，但这种放缓主要来自于劳动力的供给短缺。由于，劳动力市场改善放缓相关行业的生产活动也有所放缓，并部分拖累了就业需求。4 月美国新增非农就业人数为 42.8 万与 3 月份的数据持平，但高于预期。

不过，在劳动力市场日益紧张的情况下，就业岗位的增幅低于 2 月份。各个部门的就业都有所增加，其中增幅最大的是休闲和酒店业，与此同时制造业的就业增长也录得正值，这与 ADP 就业数据显示的情况相一致。4 月，美国失业率保持在 3.6% 不变，略高于市场预期的 3.5%。但仍是自 2020 年 2 月以来的最低水平，同时这也是疫情大爆发前的充分就业水平。不过，美国劳动力参与率从 3 月份的 62.4% 降至 4 月份的 62.2%，为 3 个月来的最低水平，较疫情前的最高水平仍有 1% 上下的差距。

在其他数据方面，3 月份美国贸易逆差扩大到创纪录的 1098 亿美元，全球的通胀推动了进口商品的价格。截至 4 月 29 日当周美国原油库存增加 130.2 万桶，之前一周为增加 69.2 万桶，市场预期为减少 82.9 万桶。

在欧洲的经济数据方面，2022 年 4 月，标准普尔全球欧元区制造业采购经理人指数终值为 55.5，低于 3 月份的 56.2。供应限制导致整体产出受限，新订单增长放缓。乌克兰危机和国内疫情对全球供应链持续产生负面冲击。价格方面，随着能源价格飙升，投入价格通胀加速至五个月高位，终端销售价格也水涨船高。在欧元的零售数据方面，3 月欧元区零售额同比增长 0.80%，这是一年来最小的年度增幅，远低于市场预测的 1.4% 的增幅，因为飙升的消费者价格拖累了消费者的购买力。此外，4 月欧元区经济信心指数连续第二个月下降至 105，这是去年 3 月以来的最低读数，低于市场预测的 108。

二、全球市场纵览及后市展望

在 5 月份的议息会议上，美联储不出意料的将加息幅度抬高至 50 个基点。这也是美联储在时隔 22 年后再次启动 50 个基点的加息。此外，美联储还宣布将会在 6 月份开始进行缩表，并计划在下月初缩减 475 亿美元，而在三个月后将缩减规模增加一倍至 950 亿美元。市场在美债市场上反应了对于美联储的缩表举措的看法，上周各期限美国国债收益率都出现了不同程度的走高，收益率曲线也开始重新陡峭。十年期国债收益率对两年期的期限溢价重新回升至 30 个基点上下，5 年期和 10 年期国债收益率均突破 3%。快速回升的名义利率，带动了实际利率的迅速回升。

美联储加息连同缩表，是当前影响资产价格的主要因素之一。虽然在 5 月份的 FOMC 上美联储没有给出未来 75 个基点的加息展望，但是会后市场对于美联储在 6 月份的议息会议上加息 50-75 个基点的预期仍然高达 83%。根据美国目前的经济数据，合意的理论联邦基金目标利率在 2.5%，相对于目前 0.75-1% 的利率水平来看，这意味着还有 6 次每次 25 个基点的加息空间。不过考虑到年内美联储还有 5 次 FOMC 会议，这意味着未来在单次的议息会议上进行 75

个基点的加息空间较小。不过如同我们在之前的报告中所谈到的，鲍威尔在4月份的IMF春季讨论会上强调了美联储遏制通胀的决心。因此在经济基本面支撑的情况下，超预期的通胀仍可能迫使美联储加息至2.5%以上。

从美国数据来看，我们认为美国的通胀水平有继续维持在相对高位的可能。一方面是因为能源受到长期供给因素的制约，导致其易涨难跌。另一方面则是由于全球供应链持续负面冲击，导致产业链上商品供给始终受到影响并对终端价格压力。因此，目前并不能排除美联储为了将通胀带回之2%的平均目标水平，而进一步提速加息。

美联储的持续加息的前提还依赖于坚实的劳动力市场。从数据来看，当前美国劳动力市场充分就业的状态足以支撑美联储当前的加息节奏，但劳动力市场整体却有放缓的迹象。这主要是因为，目前市场薪资增幅有所放缓，导致劳动力供给不足，劳动参与率有所下降。同时由于需求依旧强劲，企业用工需求依旧保持旺盛，特别是服务业。在这种劳动力市场供需失衡的情况下，美国的职位空缺数量持续上升。在理想的情况下，随着美联储货币政策的不断收紧，需求的回落会进一步驱动就业市场更加平衡。由于企业订单的减少，员工工作量的回落，企业的用工需求进一步降低。这会缓解由于薪资增长引发的价格螺旋压力，并最终使得零售终端价格降温。这也是劳动力市场开始重新平衡的过程。

综合上述两点，尽管美国当前的劳动力市场仍然支撑美联储加息，但由于薪资增速无法完全弥补通胀压力，已经在一定程度上打击了人们的劳动积极性，劳动参与率的下降可能会对未来进一步限制美联储的货币政策紧缩。如果美国本周公布的4月份的核心通胀数据开始回落，则市场的加息预期也将会随着降低。但如果通胀进一步超预期走高，则不排除市场的加息预期再次回升。目前市场对于美国4月份的通胀预期为8.1%，核心通胀预期为6%，均低于3月。

从美联储货币政策的空间来看。虽然在未来的至少二个季度，美元的流动性收紧依然是影响全球资产价格的主要原因。即便美联储没有进一步收紧货币政策，但全球金融条件状况也并没有变得宽松。在美元持续收紧的情况下，如果美国经济也开始明显回落，并开始对美国的权益类市场形成明显的冲击，这也会对将维护金融市场稳定作为货币政策框架中重要一环的美联储形成掣肘。

具体从黄金价格来看，美国国债收益率的快速攀升不断冲击黄金对于通胀的风险溢价，使得过去几周内国际金价出现明显回落。在当前这种高溢价的情况尚未完全回归到正常的情况

下，金价仍将会不断受到拖累。加上乌克兰危机和全球供应链持续受到的冲击对通胀带来的影响仍难确定。因此，短期内国际金价依然会维持震荡偏弱的态势，交易的区间 1910-1850。

1: 不同期限美元 LIBOR

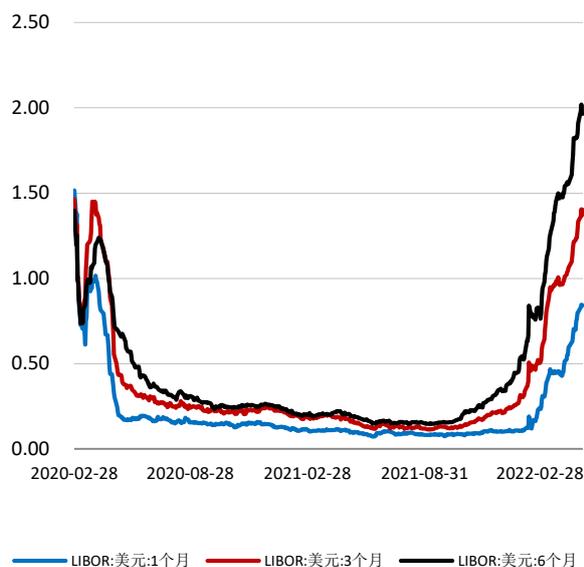


图 2: 黄金与美元指数



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

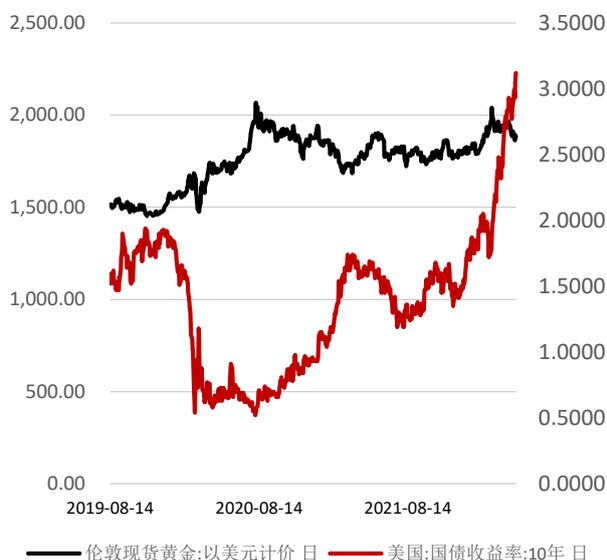
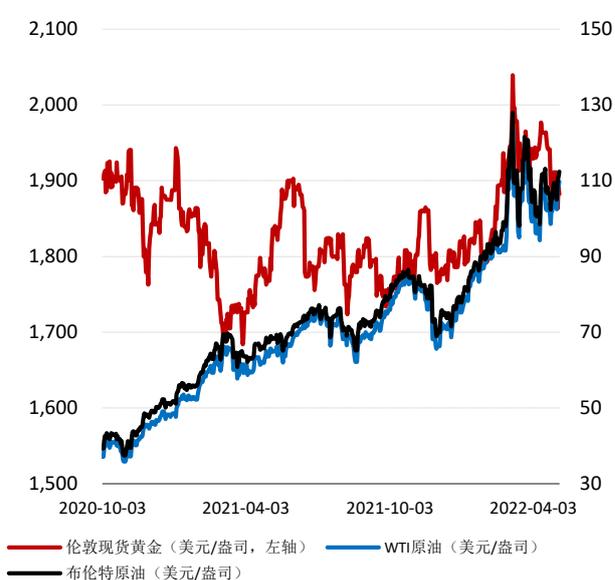


图 4: 黄金与原油价格



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

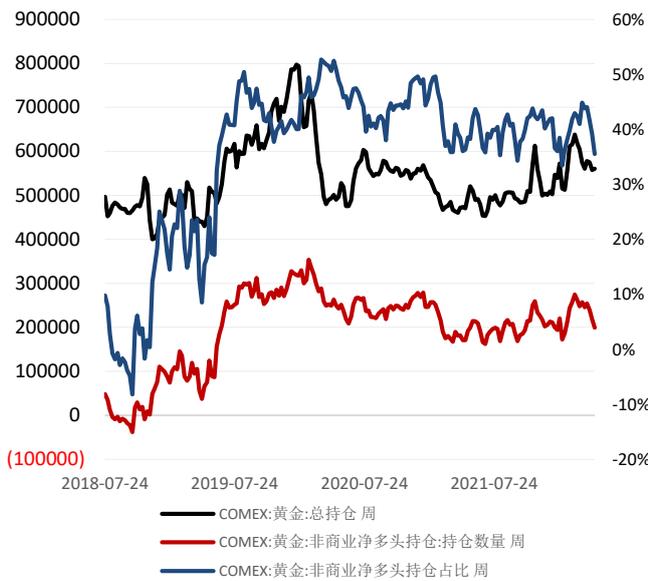
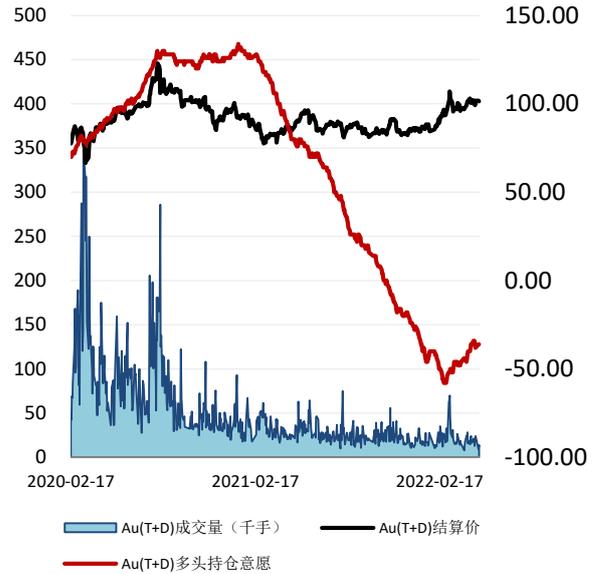


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

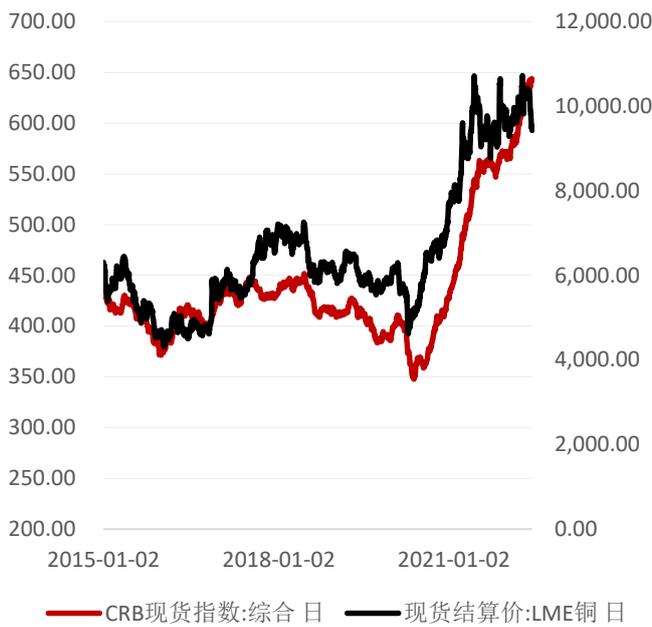
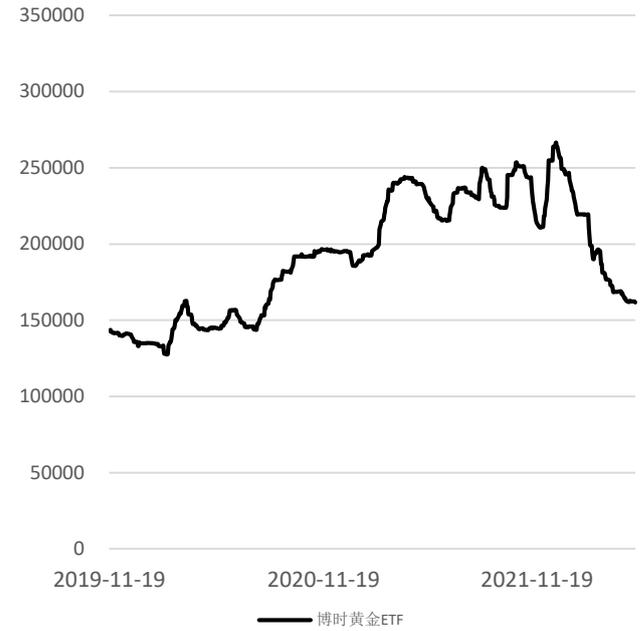


图 10: 博时黄金 ETF 持仓



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

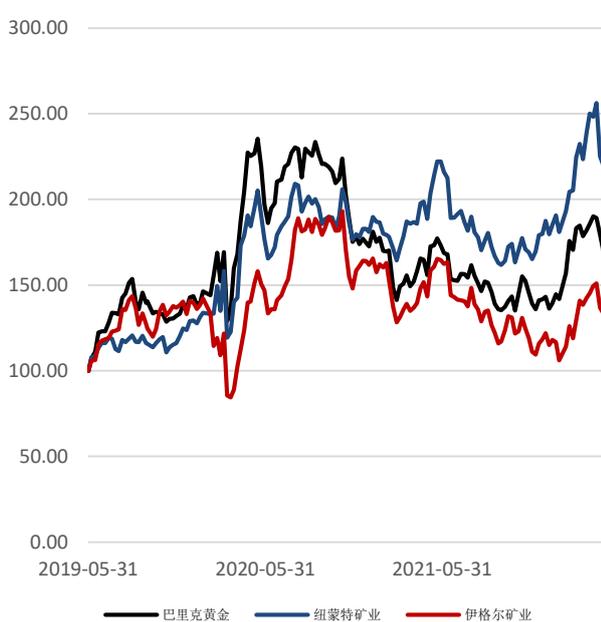


图 12: 美国黄金股票指数



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 |
|-------|----------------------|--------|-----------------------|
| 5月9日 | 美国3月批发销售月率 | 1.80% | 公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价 |
| 5月10日 | 欧元区5月ZEW经济景气指数 | -43 | 公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价 |
| | 美国4月NFIB小型企业信心指数 | 92.9 | 公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价 |
| 5月11日 | 美国4月季调CPI年率 | 8.10% | 公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价 |
| | 美国4月季调后CPI月率 | 0.20% | 公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价 |
| 5月12日 | 美国至5月7日当周初请失业金人数(万人) | 20(前值) | 公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价 |
| | 美国4月PPI月率 | 0.50% | 公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价 |
| 5月13日 | 欧元区3月工业产出月率 | -1% | 公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价 |
| | 美国4月进口物价指数月率 | 0.60% | 公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价 |
| | 美国5月密歇根大学消费者信心指数初值 | 63.8 | 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

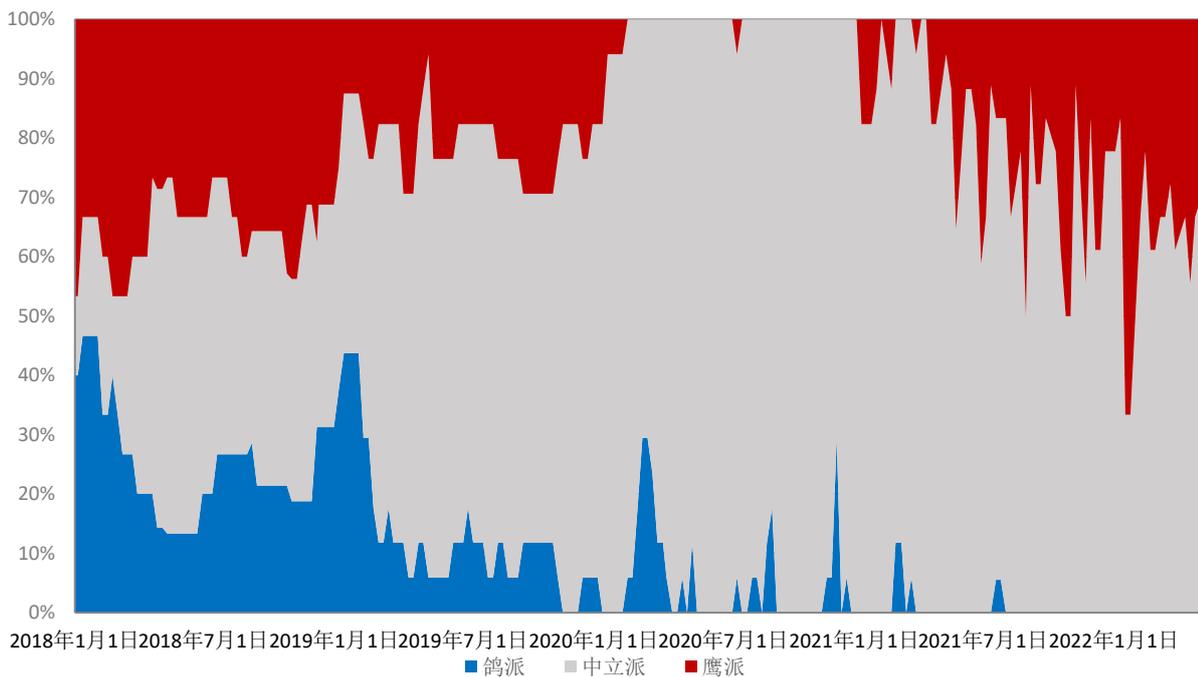
| 联储委员 | 是否票委 | 表态 | 最新言论 |
|----------|------|----|------|
| 波士顿 肯尼斯 | 是 | 中立 | |
| 克兰科夫 梅斯特 | 是 | 中立 | |
| 费城 哈克 | 2023 | 中立 | |

| | | | |
|-------------|------|----|--|
| 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 | 通胀过高，必须降低通胀以保持劳动力市场强劲。美联储理解困难，并迅速行动降低通胀。FOMC 有降低通胀的工具。预计继续加息是合适的。联邦公开市场委员会的政策将继续调整。未来几次会议加息 50 个基点也是选项。美联储正在迅速将政策利率提高到更正常的水平。缩减资产负债表也将发挥重要作用。主要关注是将通胀降低到 2% 的目标。FOMC 认为在接下来的几次会议上，加息 50 个基点是可能的。准备按需调整政策的任何部分。存在让劳动力市场的需求温和，而失业率不会上升的路径。通过降低需求，我们可以看到闲置劳动力下降。有一个软着陆的“好机会”。看起来并没有接近经济衰退。75 个基点的加息并不值得考虑。广义上来讲，接下来几次会议应该加息 50 个基点。可能会在加息 50 个基点之后加息 25 个基点。预计将开始看到通货膨胀趋于平缓。一些证据表明核心 PCE 达到峰值。需要看到通货膨胀得到控制。 |
| 美联储理事 布雷纳德 | 是 | 中立 | |
| 美联储理事 沃勒 | 是 | 鹰派 | 美联储的前瞻性指导实际上从去年 9 月开始收紧货币政策；美联储的前瞻指引在 2021 年 9 月-12 月产生了相当于 2 次 25 个基点加息的影响；美联储在过去的 8 月、9 月从劳动力市场得到了综合性的信号；如果过去能知道如今会发生的事情，会更快地采取行动。 |
| 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 | 目前的加息步伐已经加快。不排除一次性加息 75 个基点的可能。 |
| 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 | 美联储需要提高利率，以批准其前瞻性指导方针中的政策紧缩；重申美联储必须在接下来几个季度加息至 3.5%；美联储方针指引已经使市场利率显著上升；如果通胀预期上升，可能很难控制通货膨胀。 |
| 芝加哥 埃文斯 | 2023 | 中立 | |
| 明尼阿波利斯 卡什卡利 | 2023 | 鹰派 | 美联储必须遵循其前瞻性指引。个人对中性利率的估计仍然是 2%至中等水平之上。长期实际利率而非短期利率对信贷需求的影响最大。美联储将继续评估中性利率位于哪里。如果供应限制迅速缓解，可能只需要将政策恢复到中性或适度高于以降低通胀。如果供应链问题未能迅速得到解决，美联储将不得不将长期实际利率推至收缩状态。中性长期实际利率可能已经上升，这将需要更高的利率才能达到限制性立场，并使经济保持平衡。相信美联储会做需要做的事情，把通货膨胀率降到 2%。仍然乐观地认为劳动力参与率将进一步提高，但首要任务是降低通货膨胀。 |
| 美联储理事 夸尔斯 | 是 | 中立 | |

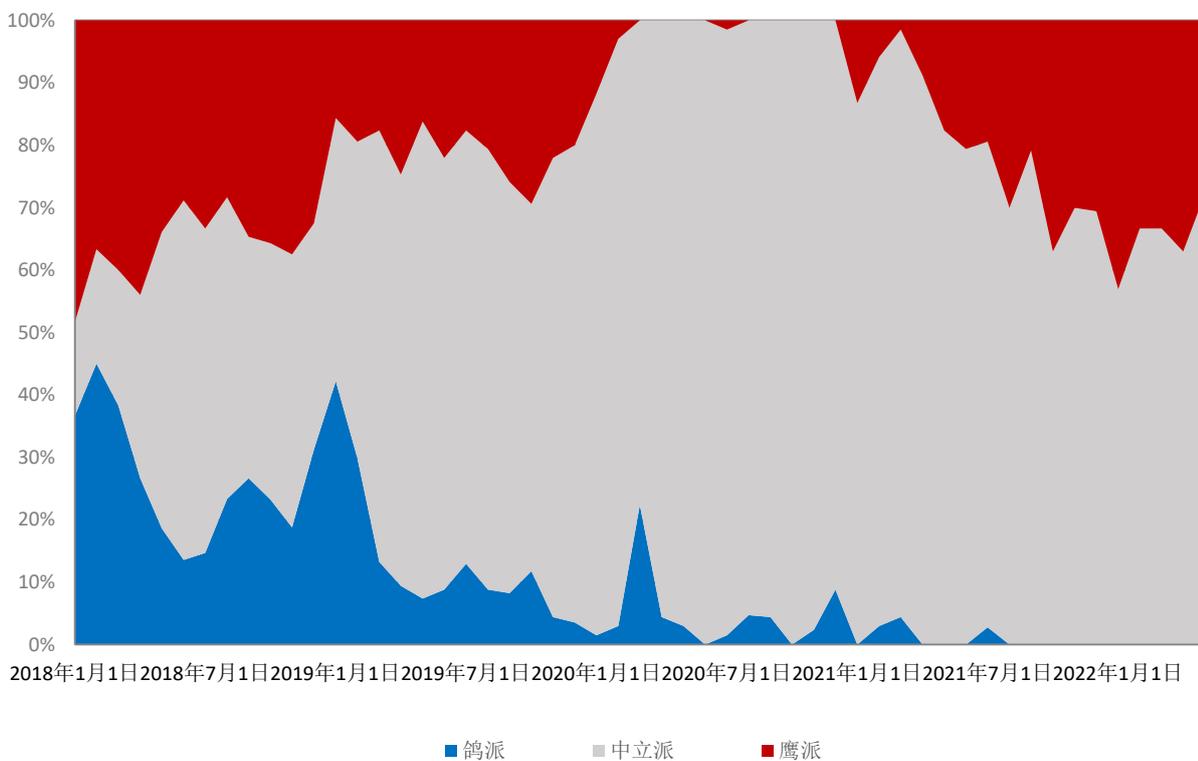
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 15: 近期美联储官员的言论基调 (每周/连续)



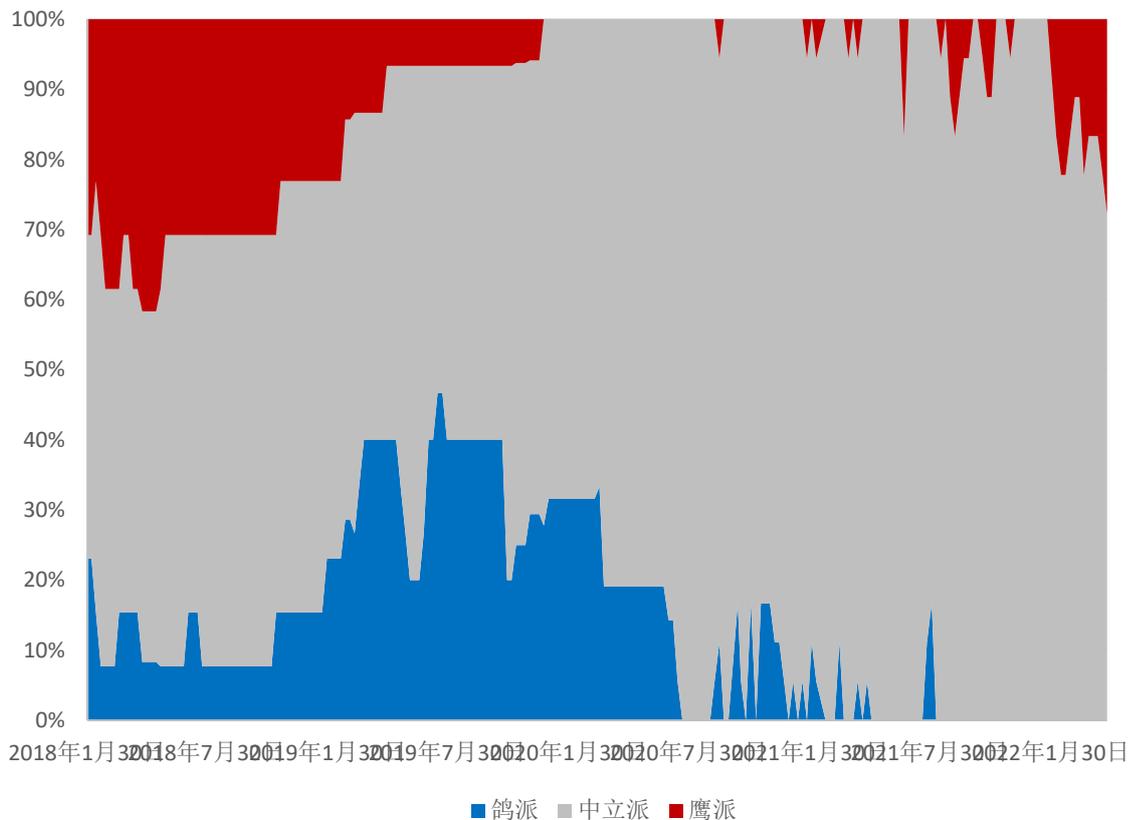
数据来源: 中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 16: 近期美联储官员的言论基调 (月均/连续)



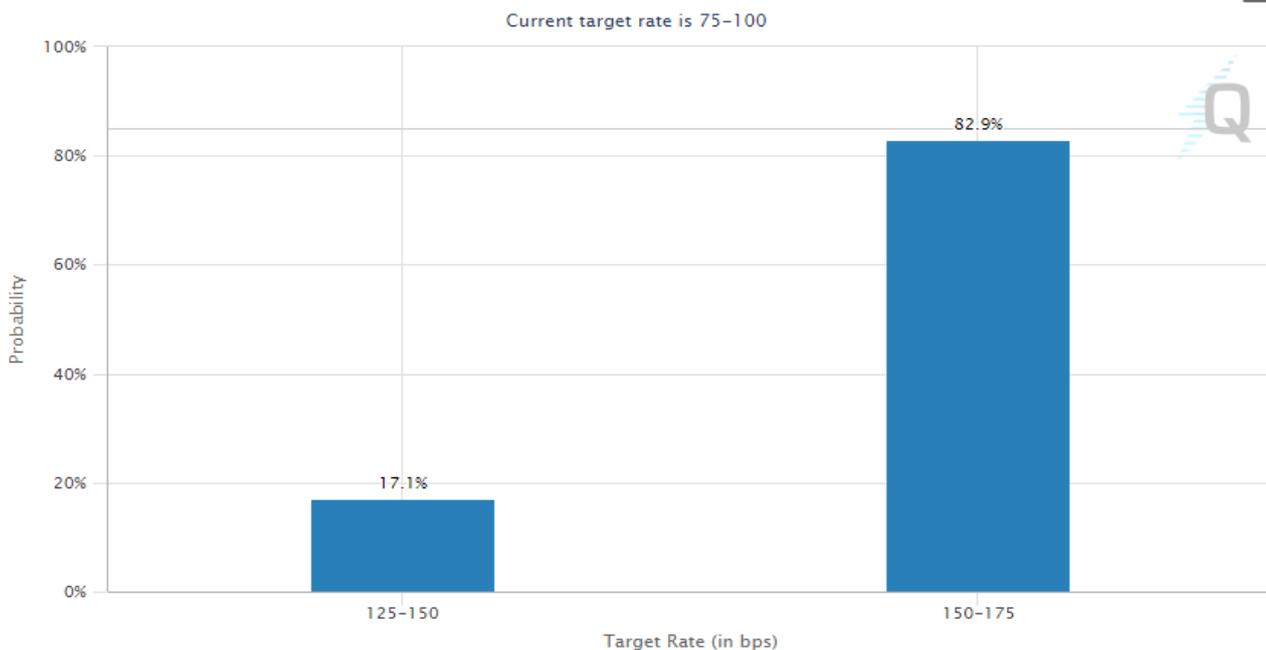
数据来源: 中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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 6 月份加息与否概率
TARGET RATE PROBABILITIES FOR 15 6月 2022 FED MEETING



数据来源: 芝加哥商业交易所集团, CME Group

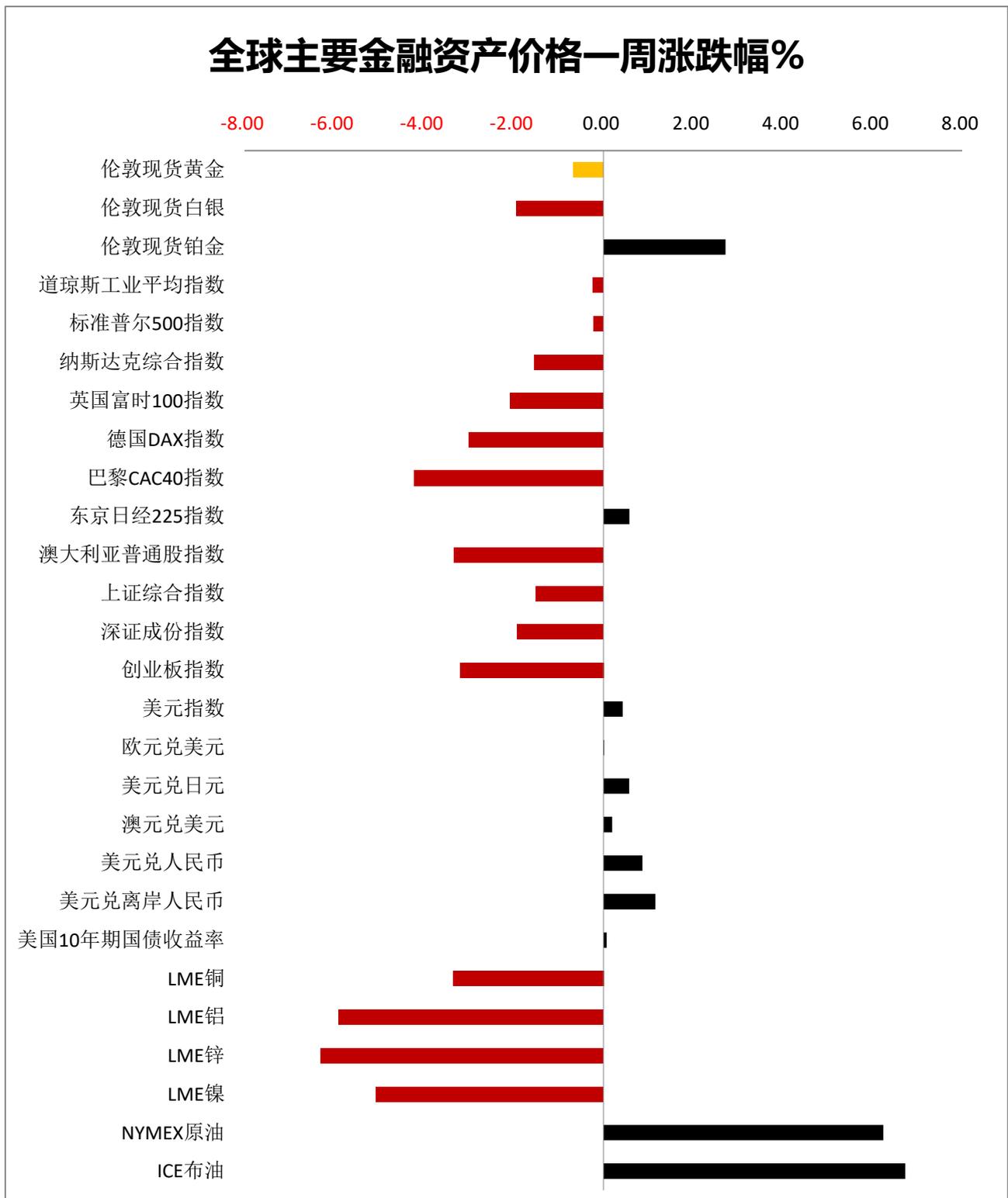
表 3：上周全球主要金融资产表现

| 品种 | 开盘价 | 最高价 | 最低价 | 收盘价 | 涨跌幅% |
|-------------|----------|----------|----------|----------|-------|
| 伦敦现货黄金 | 1863.32 | 1909.80 | 1849.90 | 1882.99 | -0.67 |
| 伦敦现货白银 | 22.63 | 23.27 | 22.08 | 22.31 | -1.93 |
| 伦敦现货铂 | 937.00 | 1004.00 | 932.50 | 962.00 | 2.72 |
| 道琼斯工业平均指数 | 32978.49 | 34117.74 | 32449.87 | 32899.37 | -0.24 |
| 标准普尔 500 指数 | 4130.61 | 4307.66 | 4062.51 | 4123.34 | -0.21 |
| 纳斯达克综合指数 | 12331.69 | 12985.01 | 11990.15 | 12144.66 | -1.54 |
| 英国富时 100 指数 | 7544.55 | 7619.39 | 7354.06 | 7387.94 | -2.08 |
| 德国 DAX 指数 | 13996.82 | 14315.24 | 13592.15 | 13674.29 | -3.00 |
| 巴黎 CAC40 指数 | 6469.31 | 6558.91 | 6213.64 | 6258.36 | -4.22 |
| 东京日经 225 指数 | 26851.10 | 27072.59 | 26543.29 | 27003.56 | 0.58 |
| 澳大利亚普通股指数 | 7724.80 | 7724.80 | 7420.20 | 7467.59 | -3.33 |
| 上证综合指数 | 3044.85 | 3082.23 | 2992.72 | 3001.56 | -1.49 |
| 深证成份指数 | 10928.68 | 11146.02 | 10748.87 | 10809.88 | -1.92 |
| 创业板指数 | 2263.92 | 2317.17 | 2222.49 | 2244.97 | -3.20 |
| 美元指数 | 103.17 | 104.07 | 102.37 | 103.66 | 0.43 |
| 欧元兑美元 | 1.05 | 1.06 | 1.05 | 1.05 | 0.02 |
| 美元兑日元 | 129.87 | 130.82 | 128.63 | 130.56 | 0.58 |
| 澳元兑美元 | 0.71 | 0.73 | 0.70 | 0.71 | 0.20 |
| 美元兑人民币 | 6.61 | 6.69 | 6.59 | 6.67 | 0.87 |
| 美元兑离岸人民币 | 6.65 | 6.73 | 6.61 | 6.72 | 1.16 |

| | | | | | |
|---------------|----------|----------|----------|----------|--------|
| 美国 10 年期国债收益率 | N/A | N/A | N/A | N/A | 0.0766 |
| LME 铜 | 9535.00 | 9770.00 | 9370.00 | 9388.00 | -3.36 |
| LME 铝 | 3007.00 | 3041.50 | 2832.00 | 2835.00 | -5.91 |
| LME 锌 | 4012.50 | 4065.00 | 3740.00 | 3791.00 | -6.30 |
| LME 镍 | 31650.00 | 32000.00 | 29800.00 | 30370.00 | -5.06 |
| NYMEX 原油 | 104.00 | 111.37 | 100.28 | 110.61 | 6.24 |
| ICE 布油 | 106.30 | 114.00 | 103.10 | 113.22 | 6.73 |

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。