

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

美通胀压力持续不减
国际金价维持震荡

市场研究报告

■ 本周视点：

上周国际金价维持震荡，周初国际金价开盘报于 1852.71 美元/盎司，周中最高金价触及 1874.14 美元/盎司，最低价为 1827.80 美元/盎司，并报收于 1850.34 美元/盎司。原油价格再次走高，美国劳动力市场保持强劲，成为驱动市场的主要因素。

从后市来看，房地产和权益类资产价格的持续回落，让市场开始犹豫美联储是否会持续加息。但在能源价格持续维持在高位的情况下，美国的通胀压力又难以光靠货币政策来进行控制。因此虽然受到偿债条件的约束，美联储加息空间有限，但在有限的选择下，我们认为美联储仍然会优先考虑通胀压力。因此考虑到未来美联储加息空间大于降息空间，而通胀预期的下行空间又大于上行空间的组合下，我们依然对黄金持有较为谨慎的态度。我们继续维持黄金震荡偏弱的判断，整体的交易区间维持在 1840-1870 美元/盎司。

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：021-68087732

Email: quanhan.xu@icbc.com.cn

报告日期：2022 年 6 月 6 日

相关研究报告：

6 月日

银铂钯每周资讯—2022 第 20 期

5 月 30 日

市场加息预期进一步软化 国际金价
高位震荡

5 月 25 日

银铂钯每周资讯—2022 第 19 期

5 月 24 日

金银月度预测报告—2022 年第 3 期

上周国际金价维持震荡，周初国际金价开盘报于 1852.71 美元/盎司，周中最高金价触及 1874.14 美元/盎司，最低价为 1827.80 美元/盎司，并报收于 1850.34 美元/盎司。原油价格走高，美国劳动力市场保持强劲，成为驱动市场的主要因素。

一、上周主要市场经济数据回顾

国内数据方面，5 月中国官方综合采购经理人指数从 4 月份的 42.7 反弹至 48.4，连续第三个月收缩，但收缩幅度降低。制造业和服务业的活动收缩速度都开始放慢。5 月中国官方制造业采购经理人指数从 4 月份的 47.4 升至 49.6，工厂活动连续第三个月出现收缩。从分项数据来看，产出、新订单和出口订单，采购量和就业率水平均较上个月下滑放缓。供应商配送时间也有所改善。投入成本价的涨幅为 4 个月来最低，同时出厂价格自 1 月份以来首次出现下降。5 月中国官方非制造业采购经理人指数从 4 月份的 26 个月低点 41.9 点上升至 47.8，疫情管控措施的逐步取消，使得经济下行压力有所缓解。新订单收缩速度放缓，但是新出口订单和就业人数继续小幅萎缩。投入成本连续第五个月上升，不过涨幅较 4 月份有所放缓，出厂价格降幅放缓。整体来看，随着疫情封锁管控的放开，国内经济的短暂回落已经触底。

美国数据方面，4 月美国职位空缺数量为 1140 万个，低于 3 月份的 1185.5 万个，符合市场预期。其中，升幅最大的行业包括运输、仓储及公用事业，跌幅最大的行业则包括医疗及社会援助、零售业及住宿及饮食服务。同时，4 月份约有 440 万人辞职，离职率保持在 2.9% 与前上一个月保持一致。5 月，美国 ADP 新增就业人数为 12.8 万，远低于 30 万人的预期。截至 5 月 28 日，美国当周首次申领失业金人数减少了 1.1 万人至 20 万人，低于前值和市场预期。此外，4 周移动平均值为 20.6 万人，比前一周修正后的平均值减少了 500 人。5 月份美国新增非农就业数据显示企业用工增加了 39 万，这是去年 4 月以来非农数据增幅最小的一个月，不过增幅仍然超过了市场预期。美国 5 月份的失业率保持在 3.6%，劳动参与率回升至 62.3%。5 月美国非农就业人员的平均时薪涨幅 0.3%，与前一个月持平，略低于市场预期的 0.4%。整体来看，尽管新增非农就业人数进一步回落，但 3.6% 的失业率意味着美国的劳动力市场保持强劲。劳动力市场带来的通胀压力有望继续维持。

二、全球市场纵览及后市展望

上周美联储正式开始缩表。6 月份美联储会抛售 475 亿美元资产，其中包括 300 亿美元美债和 175 亿美元的贷款抵押支持证券。3 个月后，美联储缩表规模将会升至 950 亿美元，包括 600 亿美元的国债和 350 亿美元的贷款抵押支持证券。受此影响，美国中长期国债收益率走高，其中十年期国债收益率上行了 20 个基点，三十年期国债收益率上行了 12 个基点。

不过，国债收益率的走高并不仅仅是因为缩表所造成的。油价的攀升和美国仍然强劲的劳动力市场数据，也推动了美国国债收益率隐含的通胀预期再次攀升。

在油价方面，由于国内疫情封锁的逐步解除和国际社会对于俄罗斯制裁的不断升级，供需错配推动了石油价格的重新走高。根据国外媒体报道，美国总统拜登可能于本月访问沙特，以就居高不下的油价进行商谈。在上周早些时候，OPEC+组织表示将会释放产能，以弥补俄罗斯受到制裁后所引发的供给不足。不过，由于OPEC+中的多个国家的产能已经触及上限，同时没有更多的迹象表明2020年期间出清的，包括美国页岩油在内的原油产能已经恢复，因此原油的供需能否会迅速平衡仍然存在很大的不确定性。料在未来的一段时间内，国际油价仍然是易涨难跌，并对全球的通胀形成持续性的压力。

除了原油外，美国劳动力市场数据也暗示了美国的通胀难以在短期内回落。一方面，美国新增非农就业人数好于市场预期，暗示边际上美国劳动力市场降温缓慢。二是伴随着巨大的劳动缺口，劳动参与率小幅回升。同时，美国的失业率仍然保持在3.6%，反映了劳动力市场需求强劲，并能够充分吸纳额外的劳动力供给。这也为美联储创造了进一步加息的空间。三是美国非农时薪环比进一步上涨，其中制造业中的采掘业和服务业中的运输和公用事业环比涨幅靠前，也暗示了未来通胀可能会持续显示出“粘性”。

因此，为了对应居高不下的通胀压力。我们认为，除了已经板上钉钉的6月份和7月份的每个月50个BP的加息外，美联储在即将召开的6月份的FOMC会上仍然会进一步引导鹰派的加息预期，以遏制市场的通胀预期。实际上除了美联储，美国白宫和财政部也开始对通胀给予更多的关注。上周美国总统拜登、美国财长耶伦和美联储主席鲍威尔进行了座谈，并各自对当前美国的经济及未来的政策发表看法。美国总统拜登表示，白宫关注通胀问题，但同时他会尊重美联储在货币政策方面的“独立性”。美国财长耶伦则表示在2021年预测通胀的前景时做出了错误的判断。同时还有媒体报道称，美国财长耶伦曾要求削减30%财政刺激规模，以防止通胀压力。随着美国的通胀来到了40年的高点，种种迹象显示通胀对于美国经济压力愈发沉重。因此，下周美国5月份的CPI数据将会成为影响市场的重要因素，如果美国的通胀继续维持在高位，那么市场将会进一步抬升对美联储的加息预期。

从后市来看，房地产和权益类资产价格的持续回落，让市场开始犹豫美联储是否会持续加息。但在能源价格持续维持在高位的情况下，美国的通胀压力又难以光靠货币政策来进行控制。因此虽然受到偿债条件的约束，美联储加息空间有限，但在有限的选择下，我们认为美联储仍然会优先考虑通胀压力。因此考虑到未来美联储加息空间大于降息空间，而通胀预

期的下行空间又大于上行空间的组合下，我们依然对黄金持有较为谨慎的态度。我们继续维持黄金震荡偏弱的判断，整体的交易区间维持在 1840-1870 美元/盎司。

图 1: 不同期限美元 LIBOR

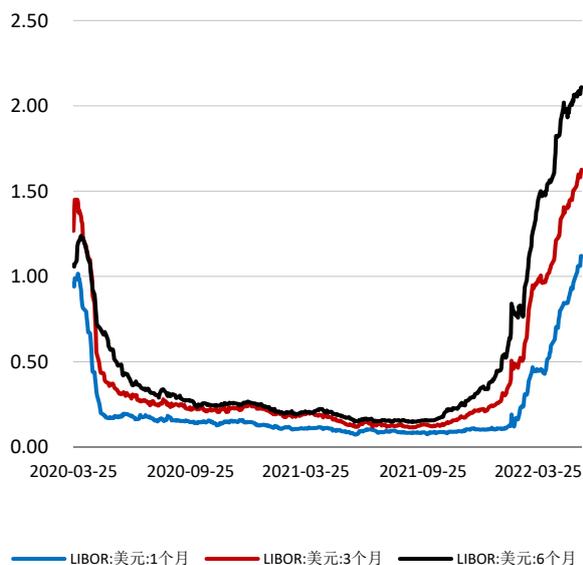


图 2: 黄金与美元指数



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

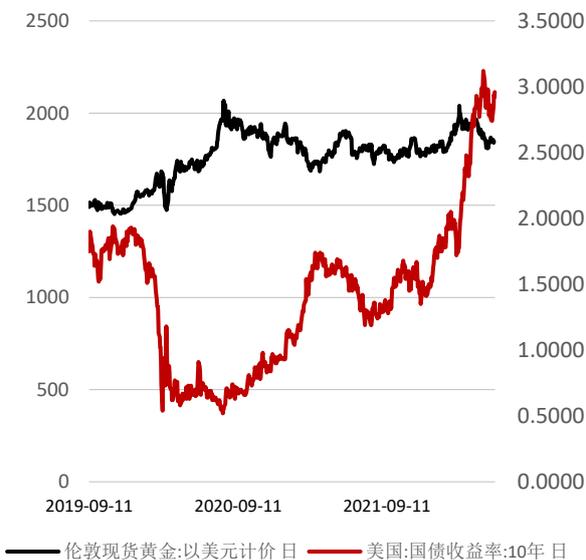
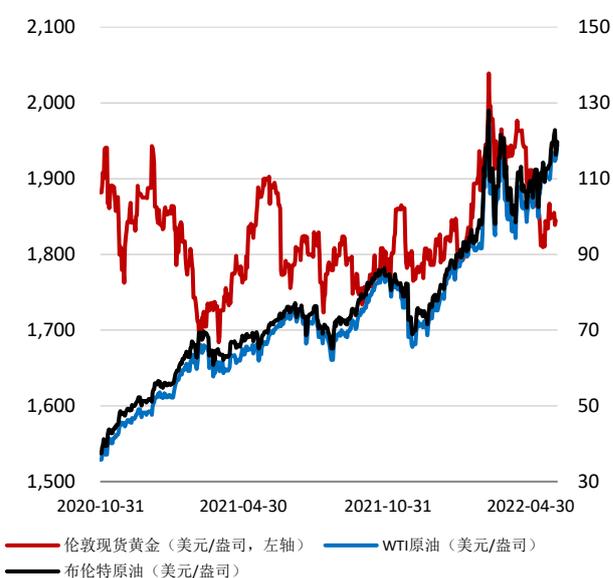


图 4: 黄金与原油价格



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

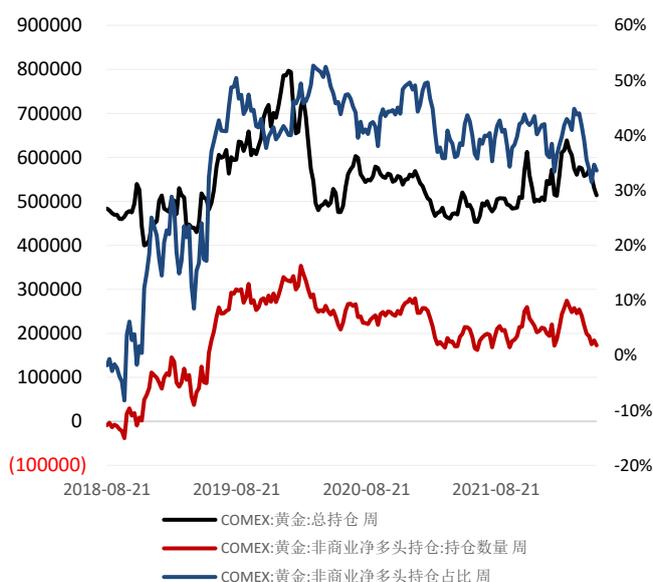
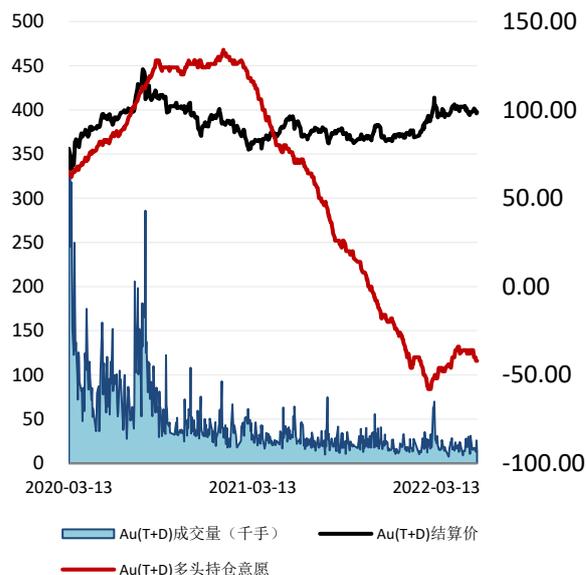


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

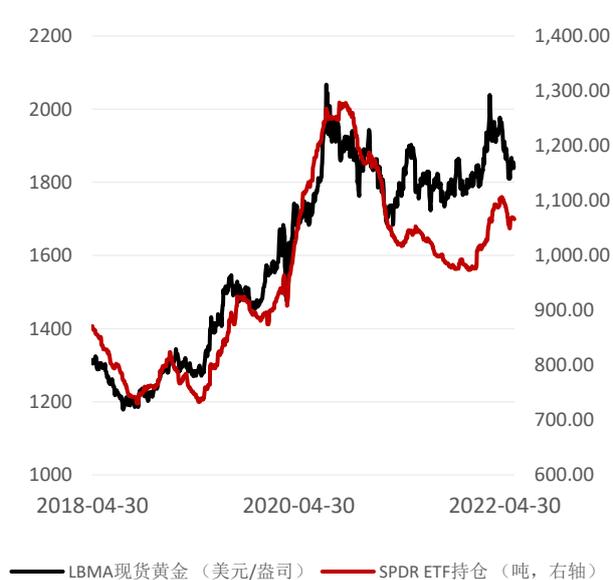


图 8: SLV 白银持仓与国际银价

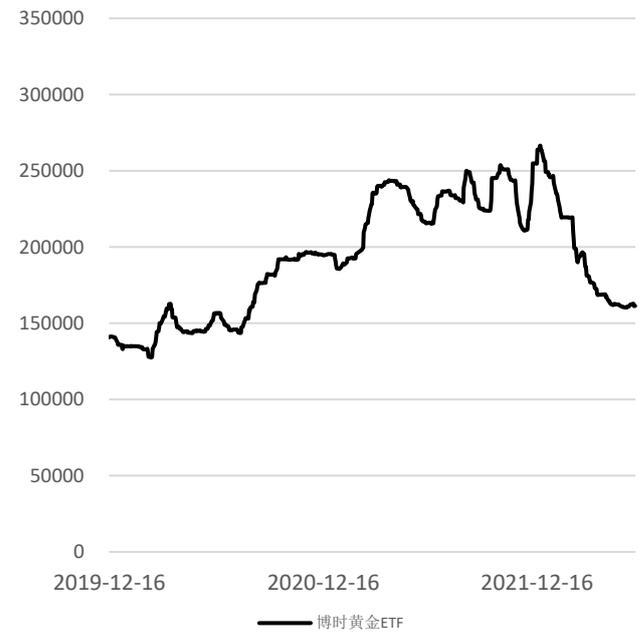


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

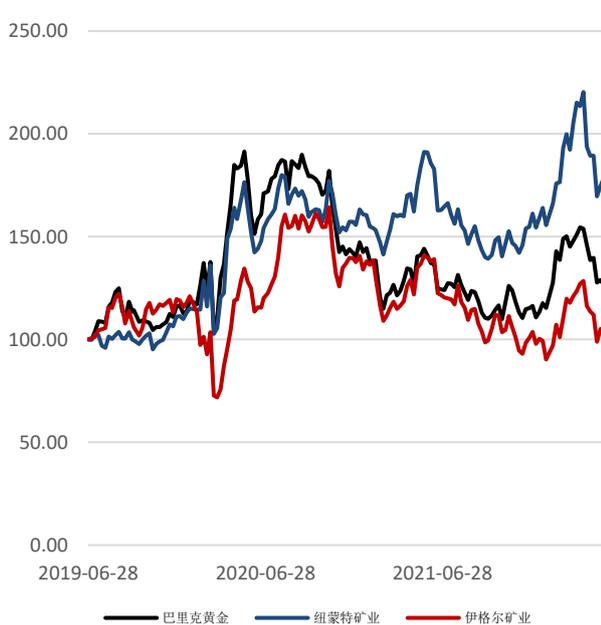
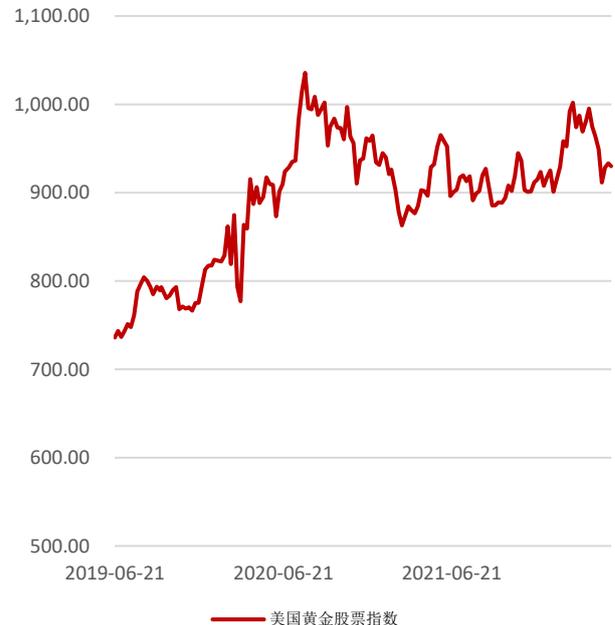


图 12: 美国黄金股票指数



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

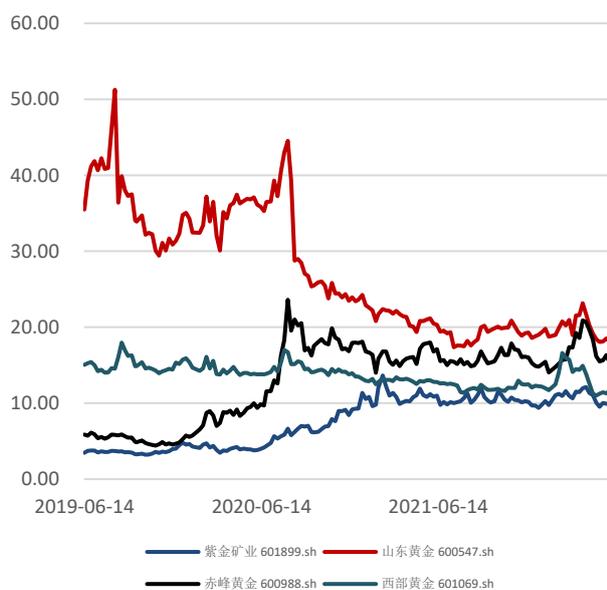


图 14: 中国黄金股票指数



数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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
6月6日	美国5月谘商会就业趋势指数	120.18 (前值)	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
6月7日	欧元区6月Sentix投资者信心指数	-21.7	公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价
	美国4月贸易帐(亿美元)	-903	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
6月8日	欧元区第一季度GDP年率终值	5.10%	公布值>预期值: 利空美元, 利多国际金价
	美国4月批发销售月率	1.70% (前值)	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
6月9日	美国至6月4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
6月10日	美国5月未季调CPI年率	8.20%	公布值>预期值: 利多美元, 利空国际金价
	美国6月密歇根大学消费者信心指数初值	61	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

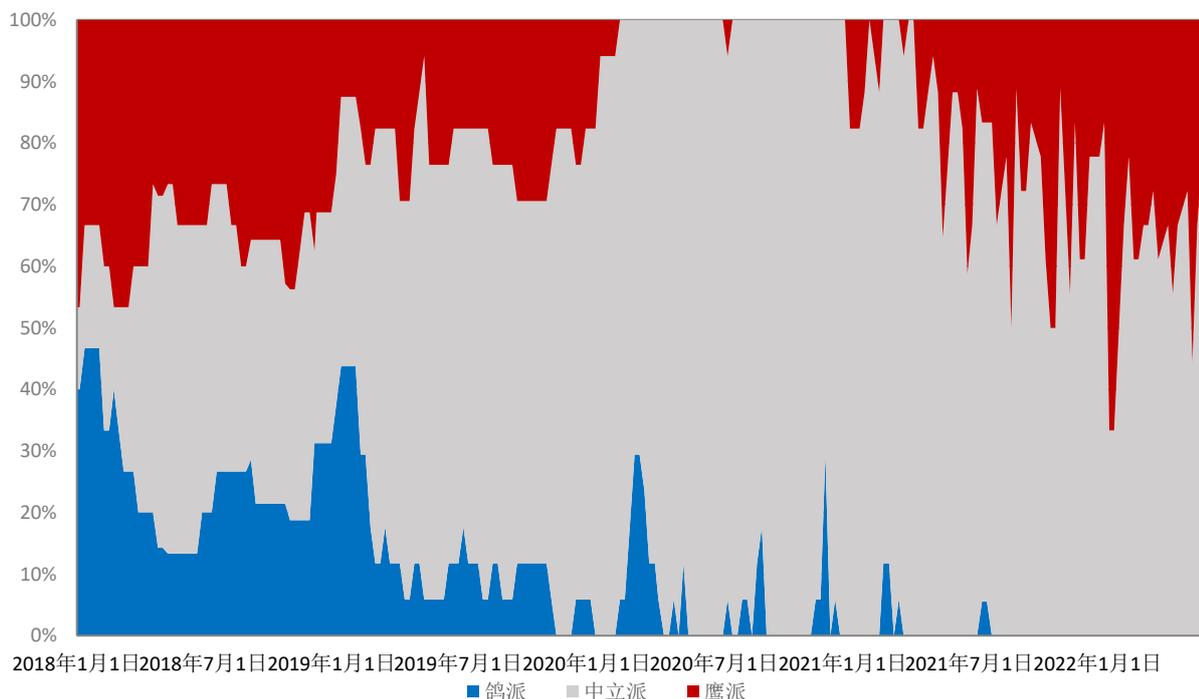
联储委员	是否票委	表态	最新言论
波士顿 肯尼斯	是	中立	
克兰科夫 梅斯特	是	鹰派	经济衰退风险上升, 但仍可以避免经济大幅放缓; 利率可能需要高于中性水平; 支持在6月和7月的会议上加息50个基点; 美联储在9月加快或减慢加息速度, 这取决于通胀。政策利率可能需要超过2.5%, 但目前还无法做出这样的决定, 这取决于需求会在多大程度上放缓, 以及供应会发生什么变化。到目前为止, 消费者支出保持良好; 现在还不能说利率会升到多高; 认为通胀是经济中的头号问题; 需要尽快将利率提高到中性水平; 如果通胀继续保持高位, 预期失控, 美联

			储将不得不猛踩刹车。
费城 哈克	2023	中立	
亚特兰大 博斯蒂克	否	鹰派	今年通货膨胀可能会大幅下降，9月暂停（加息）的想法与任何迫在眉睫的“救市”无关。
美联储副主席 克拉利达	是	中立	
旧金山 戴利	否	鹰派	美联储需要让利率升至中性水平。预计会有数次50个基点的加息。美联储希望利率年底达到2.5%。高通胀持续时间过长。乐于尽一切努力降低通货膨胀趋势。预计中性利率约为2.5%。没有看到工资价格螺旋上升的迹象。美联储需要做好准备，尽一切可能降低通货膨胀；并准备在必要时停止加息。希望通货膨胀已经见顶。预计不会出现经济衰退。美联储必须取消宽松政策，但也要对数据持开放态度。预计资产负债表调整将带来约25个基点或50个基点加息的紧缩效应。正在就利率上升和量化紧缩密切关注金融状况。
美联储主席 鲍威尔	是	中立	
美联储理事 布雷纳德	是	鹰派	随着时间的推移，预计经济会有所降温。很明显，美联储需要降低通胀，目前存在相当多的不确定性。随着经济增长和劳动力市场放缓，是可以做到这一点的，美联储将采取必要措施降低通货膨胀。存在使得需求冷却、通胀下降、劳动力市场仍然强劲的方式。美联储的工具在冷却需求方面非常有效。金融环境已经收紧了很多，比新冠大流行前还要紧俏。在通胀问题上，希望看到核心通胀每月持续减速，此后对实现2%的目标更有信心。美联储的工具已经开始发挥预期作用。市场定价6月和7月加息50个基点是合理的。9月份加息情况比较难说，不清楚9月份时美联储的处境。很难看到暂停加息的理由。
美联储理事 沃勒	是	鹰派	支持在未来几次会议上再加息50个基点的政策。在通胀率降至接近美联储2%的目标之前，不会取消支持加息50个基点的观点；市场预计美联储今年将加息2.5个百分点。美国经济的需求方面非常强劲。美联储现在需要在经济强劲的时候加息。美联储需要前置加息。缩减资产负债表相当于加息1.5至2.5个基点。在通胀“大幅”下降之前，加息50个基点应该是每次会议的议题。如果通胀不消退，政策利率将很快且大幅上升。

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	是时候让货币政策正常化了；对未来几次会议的加息路线非常满意；在加息的基础上，缩减资产负债表对收紧政策起到了更多作用；要改变加息的节奏，通胀预期就必须改变。
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	美联储必须继续努力，重新制定前瞻性指引。美联储的前瞻性指引已经在影响经济。美联储实现2%通胀目标的可信度受到了压力。如果美联储不采取可信的行动，通胀预期可能会失控；美联储2%通胀目标的可靠性正面临考验；不建议行动过快；已经宣布将在每次会议上加息50个基点，这是一条好的路径。“很快”有望将通货膨胀率降至2%；希望尽快提高政策利率；对经济衰退的可能性持怀疑态度；尽管担心经济衰退，美国消费者的财务状况仍然健康。3.5%的联邦基金利率是最好的政策利率峰值最低门槛；理想情况下，今年联邦基金利率将达到峰值；美联储可以在2023年或2024年末下调政策利率。现在判断通胀是否达到峰值还为时过早；支持“迅速”将利率上调至中性水平。
芝加哥 埃文斯	2023	中立	
明尼阿波利斯 卡什卡利	2023	中立	
美联储理事 夸尔斯	是	中立	

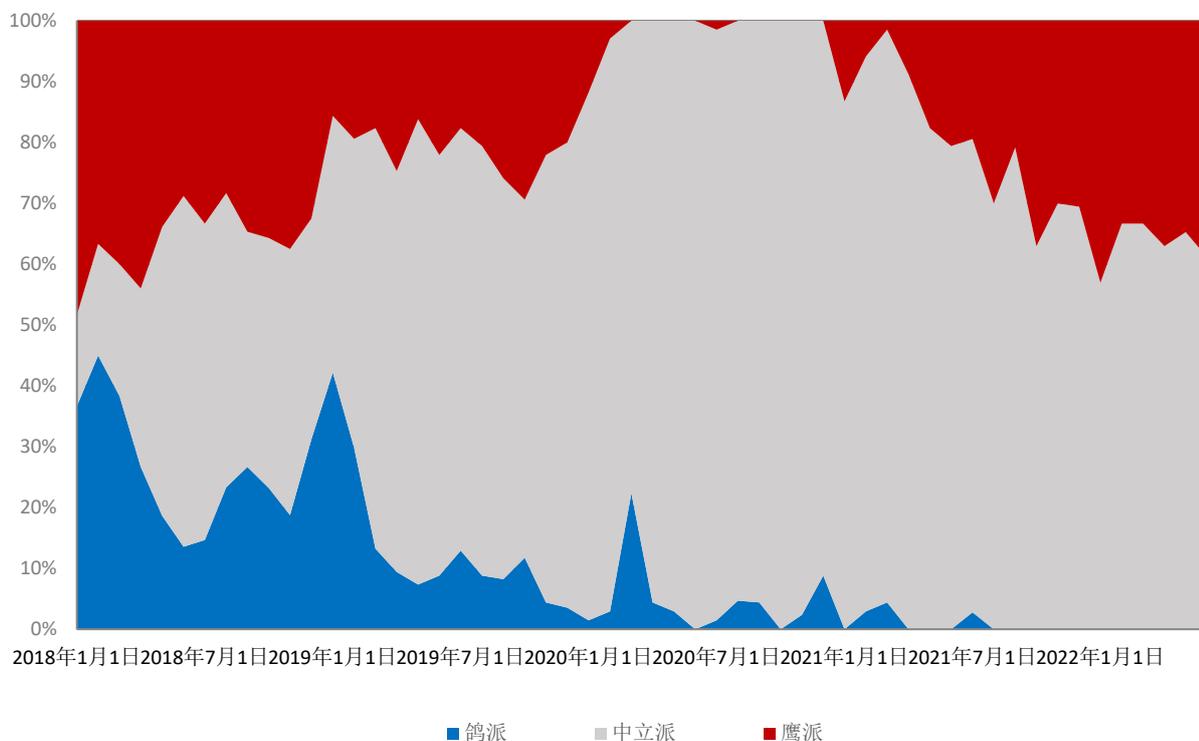
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 15: 近期美联储官员的言论基调 (每周/连续)



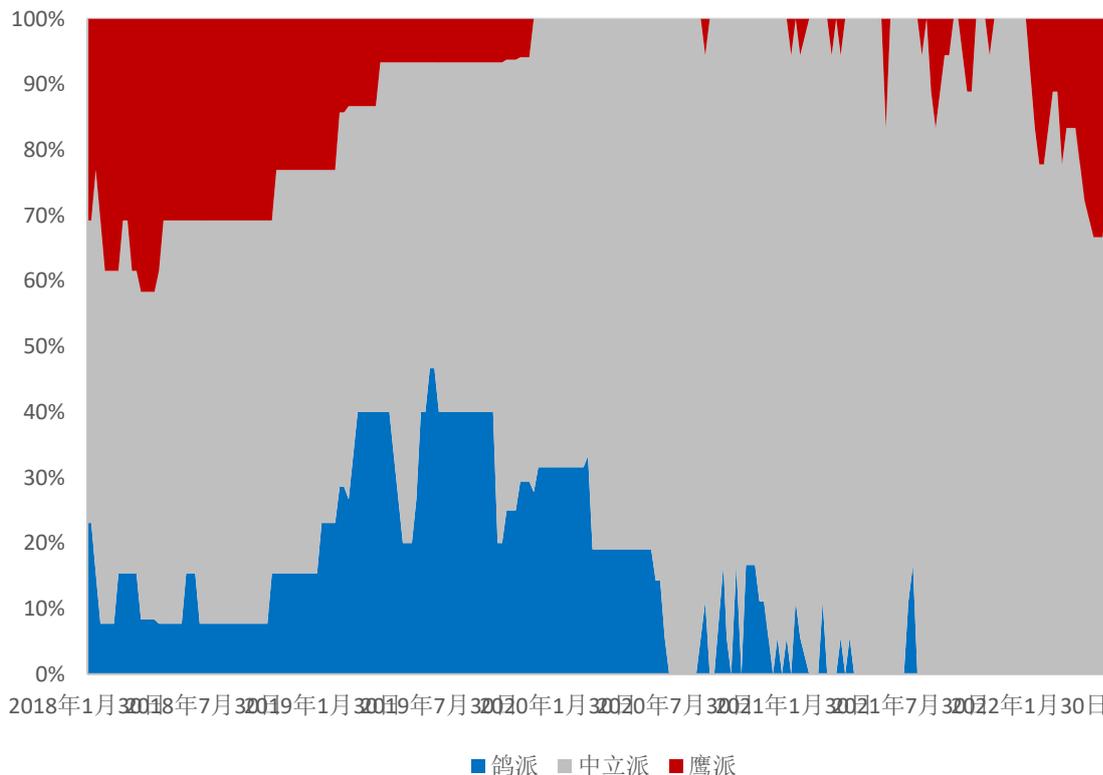
数据来源: 中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 16: 近期美联储官员的言论基调 (月均/连续)



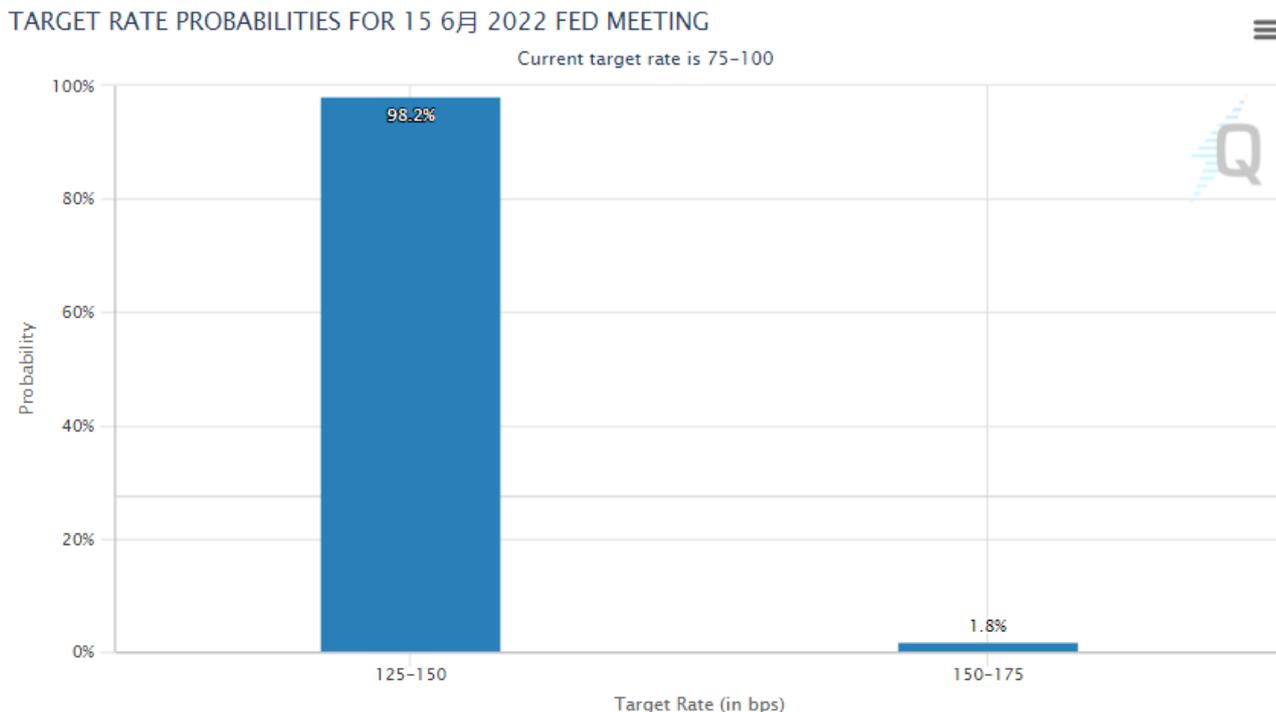
数据来源: 中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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



数据来源: 芝加哥商业交易所集团, CME Group

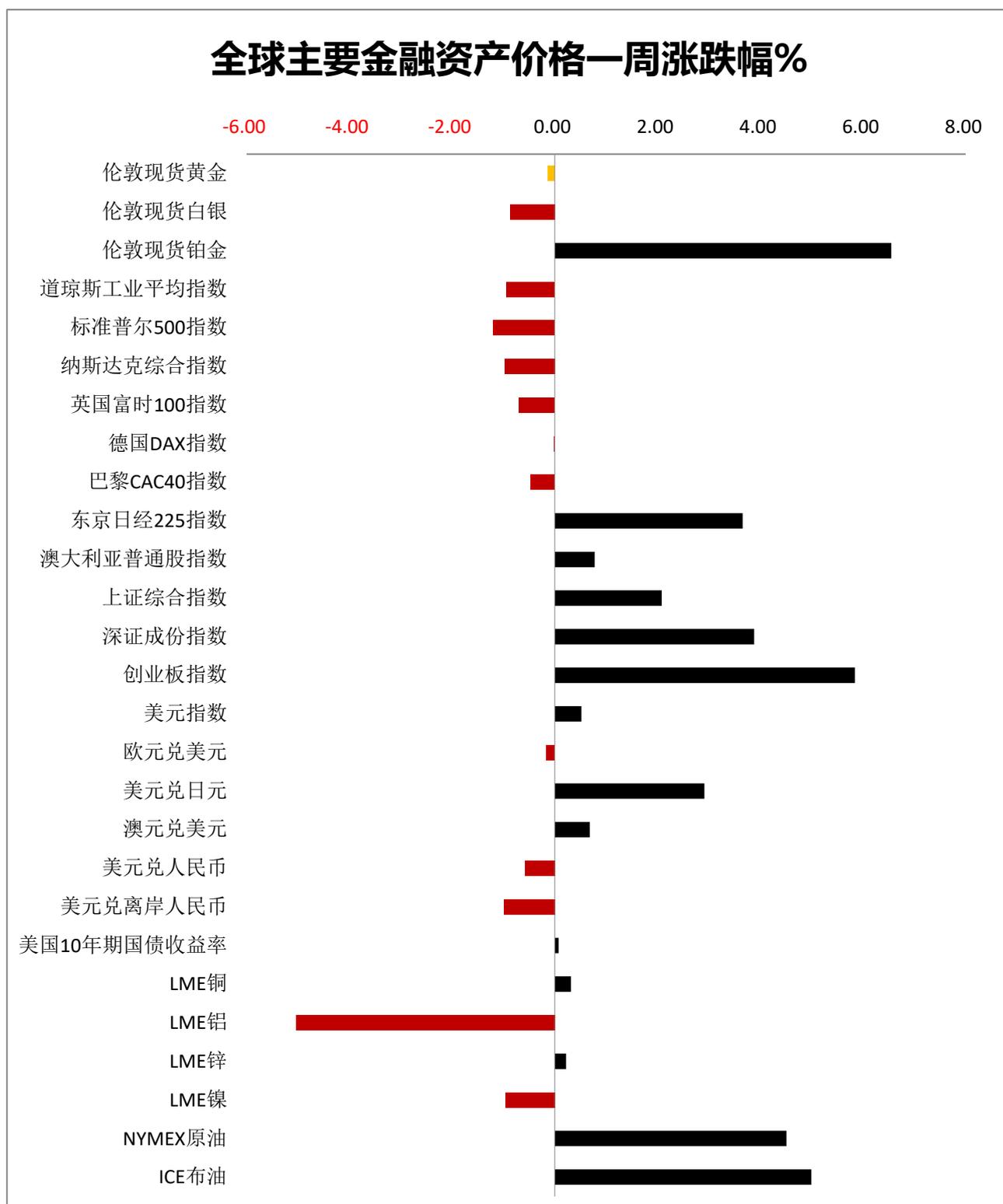
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1852.71	1874.14	1827.80	1850.34	-0.13
伦敦现货白银	22.09	22.48	21.40	21.92	-0.87
伦敦现货铂	952.50	1032.00	949.00	1016.50	6.55
道琼斯工业平均指数	33160.59	33272.34	32509.43	32899.70	-0.94
标准普尔 500 指数	4151.09	4177.51	4073.85	4108.54	-1.20
纳斯达克综合指数	12137.54	12320.12	11901.44	12012.73	-0.98
英国富时 100 指数	7585.46	7648.26	7529.23	7532.95	-0.69
德国 DAX 指数	14572.80	14589.91	14353.70	14460.09	-0.01
巴黎 CAC40 指数	6547.86	6582.05	6414.22	6485.30	-0.47
东京日经 225 指数	27092.82	27776.33	27057.20	27761.57	3.66
澳大利亚普通股指数	7413.10	7524.50	7376.70	7470.80	0.78
上证综合指数	3141.96	3197.28	3123.15	3195.46	2.08
深证成份指数	11248.51	11637.53	11185.95	11628.31	3.88
创业板指数	2338.35	2463.35	2323.35	2458.26	5.85
美元指数	101.83	102.72	101.34	102.17	0.52
欧元兑美元	1.07	1.08	1.06	1.07	-0.16
美元兑日元	127.12	130.98	126.86	130.82	2.91
澳元兑美元	0.72	0.73	0.71	0.72	0.68
美元兑人民币	6.70	6.71	6.64	6.66	-0.58
美元兑离岸人民币	6.72	6.73	6.62	6.65	-0.99

美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0772
LME 铜	9500.00	9591.50	9384.00	9520.00	0.32
LME 铝	2885.00	2919.00	2720.00	2724.00	-5.04
LME 锌	3858.00	3995.50	3851.00	3872.50	0.22
LME 镍	29000.00	30610.00	27605.00	28270.00	-0.96
NYMEX 原油	117.56	120.46	111.20	120.26	4.51
ICE 布油	115.47	121.45	112.45	121.08	4.99

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。