

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

美国非农数据边际下滑
国际金价触底回升

市场研究报告

■ 本周视点：

上周国际金价连续第三周回落，周初国际金价开盘报于 1735.59 美元/盎司，周中国际金价最高触及 1745.52 美元/盎司，最低价为 1688 美元/盎司，最终价报收于 1712.25 美元/盎司。从整个交易周来看，国际金价下跌了 25.09 美元/盎司，跌幅为 1.44%。美联储货币政策态度鹰派是打击国际金价的主要因素，此外美国就业市场略有放缓，又在一定程度上支撑了黄金的价格。

后市来看，一方面美国劳动力市场数据放缓，使得市场对于 9 月份加息 75 个基点的预期可能会进一步回落，因此黄金有望在 1700 上方进一步反弹。另一方面，劳动力市场虽然有边际放缓迹象，但整体强劲的数据仍然为美联储加息提供了必要的空间。同时，美国的通胀并非无虞，工资压力仍然有机会继续推动美国通胀走高。因此，黄金的反弹空间较为有限。对于依赖数据的美联储来说，8 月份的 CPI 数据将会成为其下一步加息力度的重要参考。而在数据公布前，我们认为国际金价会进一步回升，上方的阻力在 1740 一线。

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 9 月 5 日

相关研究报告：

8 月 30 日

银铂钯每周资讯—2022 第 33 期

8 月 29 日

美国非农数据边际下滑 国际金价触底回升

8 月 24 日

银铂钯每周资讯—2022 第 32 期

8 月 23 日

金银月度预测报告 2022 年第 6 期

上周国际金价连续第三周回落，周初国际金价开盘报于 1735.59 美元/盎司，周中国际金价最高触及 1745.52 美元/盎司，最低价为 1688 美元/盎司，最终价报收于 1712.25 美元/盎司。从整个交易周来看，国际金价下跌了 25.09 美元/盎司，跌幅为 1.44%。美联储货币政策态度鹰派是打击国际金价的主要因素。此外，美国就业市场略有放缓又在一定程度上支撑了黄金的价格。

一、上周主要市场经济数据回顾

8 月中国官方制造业采购经理人指数从上月的 49.0 升至 49.4，超过市场预测的 49.2。由于疫情反复带来的防控措施和极端气候引发的用电紧张导致工厂活动连续第二个月收缩。几个主要的分项都处在收缩区间，而新订单、原材料库存和从业人员收缩有所放缓。8 月中国官方非制造业采购经理人指数从一个月前的 53.8 降至 52.6，创三个月以来的新低。新订单、出口新订单和就业三个分项的收缩速度有所放缓。投入成本在 7 月份收缩后有所企稳；产出价格则连续第六个月出现回落。

美国劳动力市场数据方面，7 月份美国的职位空缺数量为 1123.9 万人，远超市场预期的 1037.5 万人，和前值的 1069.8 万人。该数据表明美国劳动力市场缺口依然巨大。此外，同时公布的职工主动离职率为 2.7%，而企业招聘人数为 420 万人，均双双出现下滑。上述数据反应了企业对于用工和个人对于职业前景的谨慎态度。美国的劳动力市场数据方面，8 月美国 ADP 就业人数为 13.2 万人，低于 7 月份的 26.8 万人。这是 2021 年以来的最小增幅，其中服务业增加了 11 万个工作岗位，制造业增加了 2 万 3000 个工作岗位。该报告还显示，年薪同比增长 7.6%，与前值一致。8 月美国新增非农就业人数为 35.1 万人，低于 7 月份的 52.6 万人，但高于市场预期的 30 万。提供就业的主要行业分别是，计算机和相关专业岗位增加了 6 万 8 千个岗位；医疗卫生创造了 4 万 8 千个工作岗位；零售行业则创造了 4 万 4 千个工作岗位。此外，制造业增加了 2 万 2 千个工作岗位，休闲和酒店则增加了 3 万 1 千个。8 月份的失业率为 3.7%，这是今年 2 月份以来的最差月份，且不及市场预期的 3.5%。失业人数增加了 34 万人，总数为 601 万人，就业人数增加了 44 万人，为 1.58 亿人。劳动力参与率从 7 月份的 62.1% 上升到 8 月份的 62.4%，这是五个月的高点。劳动参与率上升而失业率回落，显示美国的劳动力市场潜力较今年稍早时候已经有所降温。

8 月欧元区通胀初值从 7 月份的 8.9% 升至 9.1%，高于市场预测的 9%，并继续刷新历史高点。从分项来看，能源和食品价格仍然是驱动价格的主要因素。剔除能源和食品的核心通胀为 4.3% 同样高于 7 月份的 4%，显示通胀压力是普遍的。从月度来看，CPI 环比上涨了 0.5%。

二、全球市场纵览及后市展望

杰克逊霍尔央行年会召开后，市场对于9月份FOMC会议的加息预期进一步走高，通胀预期则有所回落。市场对于未来一年期的通胀预期已经跌至2%，对于长期的通胀预期保持在2.5%。我们认为这主要是因为近期商品价格的下跌，令市场对于短期的通胀压力变得比之前更为乐观。不过，全球产业结构、能源结构和人口结构等影响长期通胀水平的因素，仍将长期通胀维持在一个较高的水平。市场加码短期利率上升的情况下，各期限美债收益率也都出现了走高，但国债收益率曲线的倒挂情况有所改善。长端收益率上涨较多，说明投资者对于未来经济担忧的情绪有所缓和。同时，短端的收益率回落，显示市场的加息预期有所降低。

从芝加哥商品交易所美元利率期货交易的价格来看，周中市场对于美联储12月份加息至4%以上的概率触及70%。对应年内未来3次FOMC的加息幅度分别为75、50和25个BP。该利率水平预期略高于根据目前美国通胀和劳动力市场水平所计算得到3.75%的目标利率，同时也高于6月份美联储议息会议上3.4%的年终预期，这说明市场已经计价了美联储的超预期紧缩。周中美国公布的劳动力市场数据整体强劲，但边际有所放缓，特别是非农数据部分打消了市场的紧缩预期。

目前，美国的职位空缺数量显示每一个失业人员大致对应着2个工作，说明劳动力市场依然紧俏。我们认为导致这种情况的原因有二。一是因为失业人口的劳动技能与缺口岗位的要求不匹配。这样潜在的就业机会虽然充足，但就业缺口无法快速弥合。二是因为美国的劳动参与率不足，失业率则在劳动力人口供给不足的情况下呈现偏紧的状态。不过，近期这种情况有所变化，在劳动参与率回升的情况下，8月美国的失业率也有所走高。当然，这不足以让美联储停止加息，我们认为美联储的加息力度仍然会超过3.5%这一基准水平。从风险来看，除年初外今年以来美国的劳动市场整体保持十分强劲的态势，失业率一直维持在充分就业水平附近。从总体就业数量上来看，美国的非农就业人数回到了疫情前的水平，但较长期就业人口趋势来说仍然有距离。意味着，从长期来看，美国经济要恢复到疫情前的增长趋势，还有待时日。这也与当前全球供给侧受到干扰的情况相符合。

通胀仍然是美联储需要应对的主要问题。受到利率的上行的影响，多项经济数据显示当前美国的制造业和服务业需求已经出现了下滑。因为需求预期的不足所引发的大宗商品价格的回落，也对通胀预期形成了打压。不过，从劳动力市场数据来看，8月份美国平均工资同

比上涨维持在 5.2%，与前值保持一致。工资价格螺旋的压力依然存在，这仍然会是美联储管理通胀预期的重要线索。

后市来看，一方面美国劳动力市场数据放缓，使得市场对于 9 月份加息 75 个基点的预期可能会进一步回落，因此黄金有望在 1700 上方进一步反弹。另一方面，劳动力市场虽然有边际放缓迹象，但整体强劲的数据仍然为美联储加息提供了必要的空间。同时，美国的通胀并非无虞，工资压力仍然有机会继续推动美国通胀走高。因此，黄金的反弹空间较为有限。对于依赖数据的美联储来说，8 月份的 CPI 数据将会成为其下一步加息力度的重要参考。而在数据公布前，我们认为国际金价会进一步回升，上方的阻力在 1740 一线。

图 1：不同期限美元 LIBOR

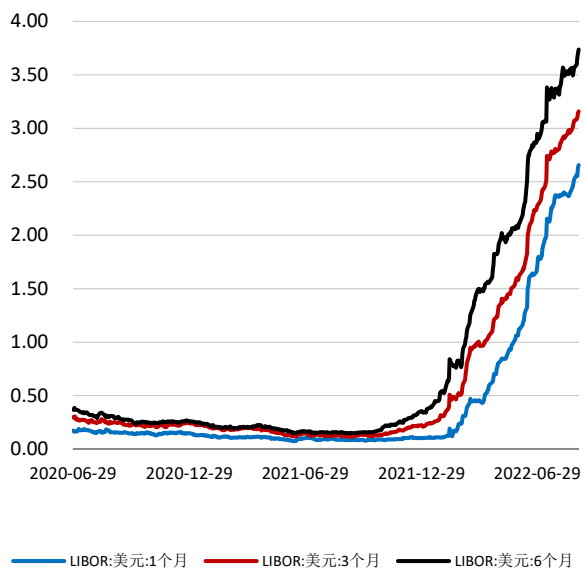


图 2：黄金与美元指数

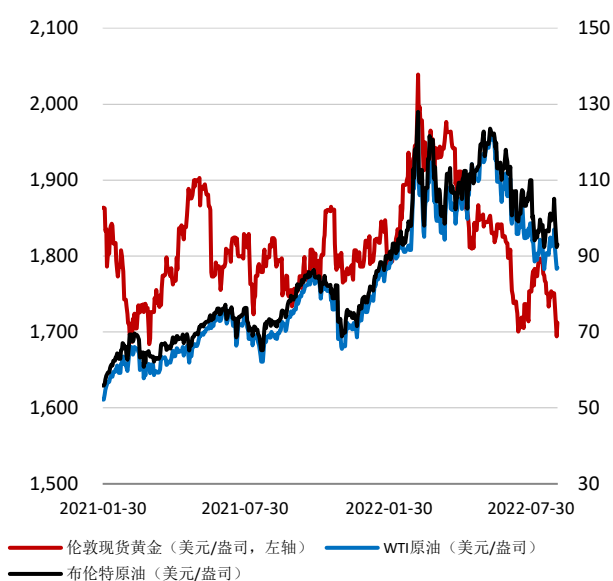


数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

图 3：黄金与美国十年期国债收益率



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

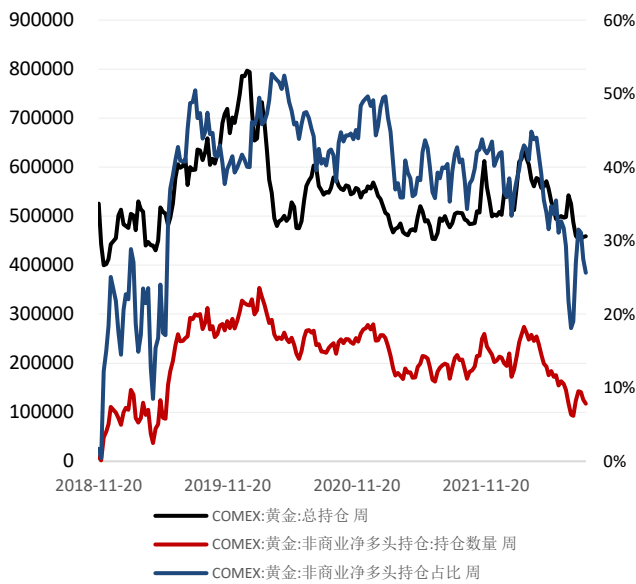
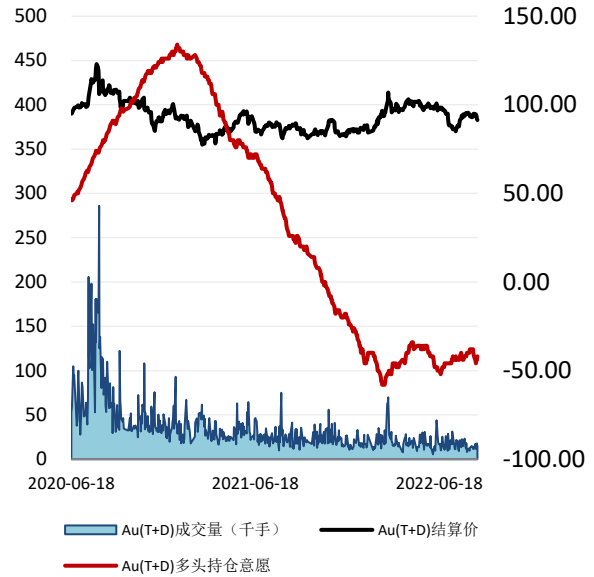


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿

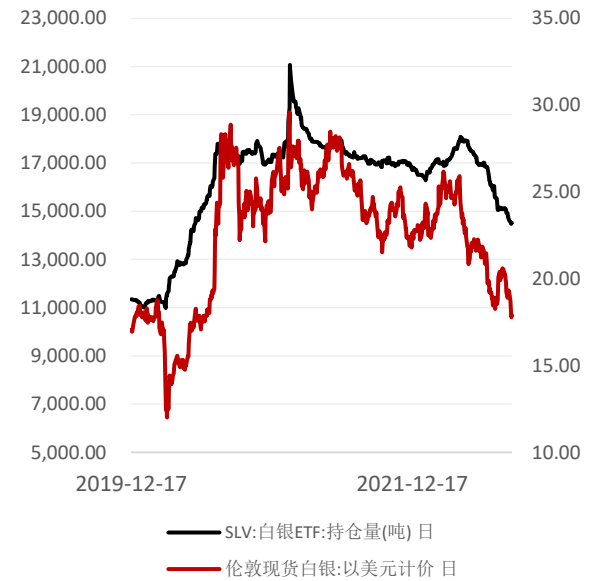


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

图 7: SPDR 黄金持仓与国际金价



图 8: SLV 白银持仓与国际银价

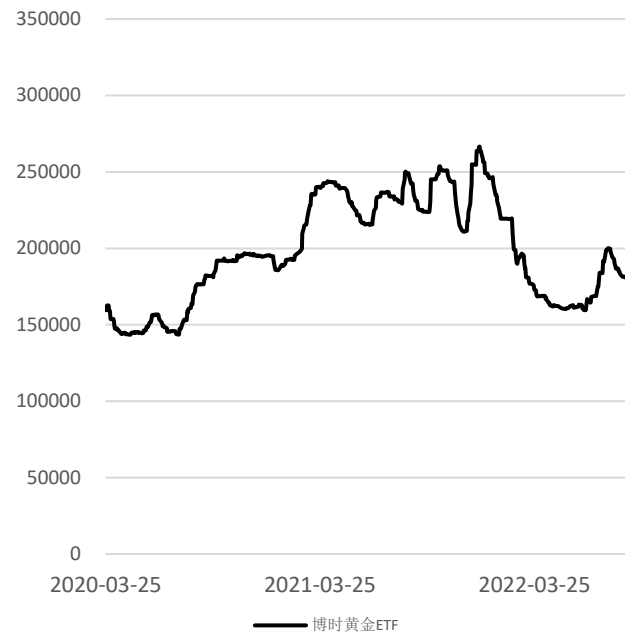


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

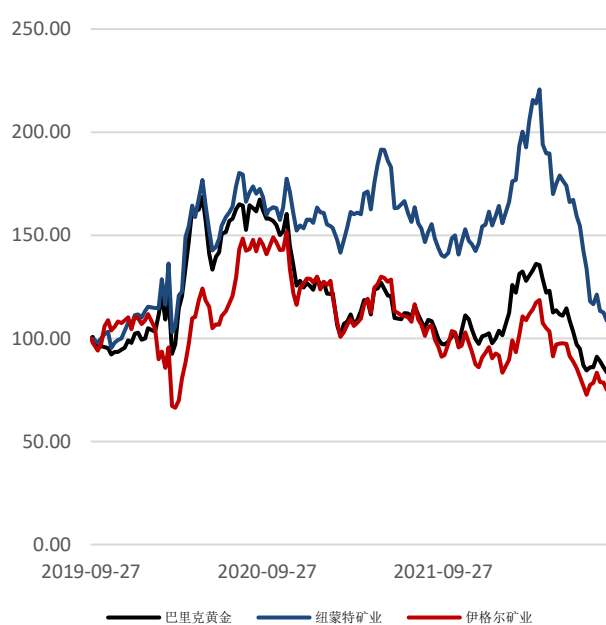


图 12: 美国黄金股票指数



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

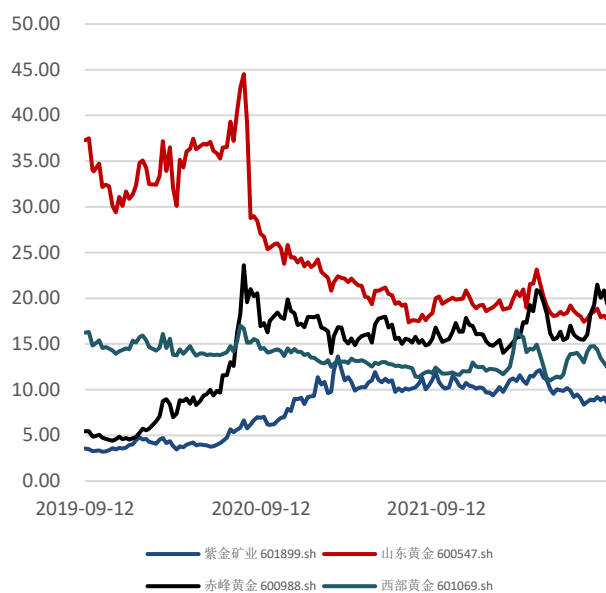
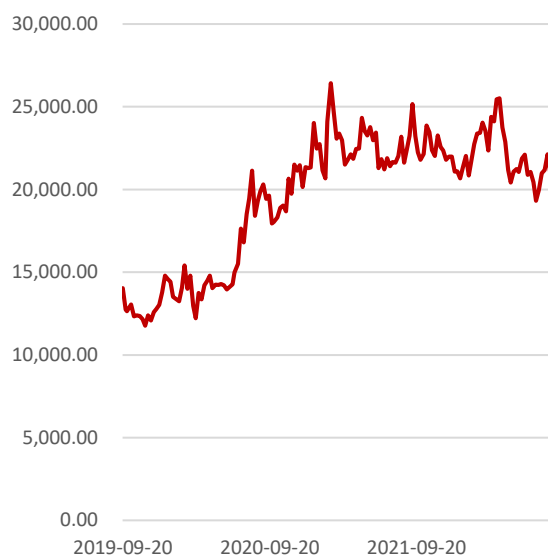


图 14: 中国黄金股票指数



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
9月5日	欧元区8月服务业PMI终值	50.2	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	欧元区7月零售销售月率	0.40%	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
9月6日	美国8月Markit服务业PMI终值	44.2	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国8月ISM非制造业PMI	54.8	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
8月7日	欧元区第二季度GDP年率终值	3.90%	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
	美国7月贸易帐(亿美元)	-723	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国8月纽约联储全球供应链压力指数(GSCPI)	1.84(前值)	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
9月8日	美国至9月3日当周初请失业金人数(万人)	23.2(前值)	公布值>预期值：利空美元，利多国际金价
9月9日	美国7月批发销售月率	1.80%(前值)	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

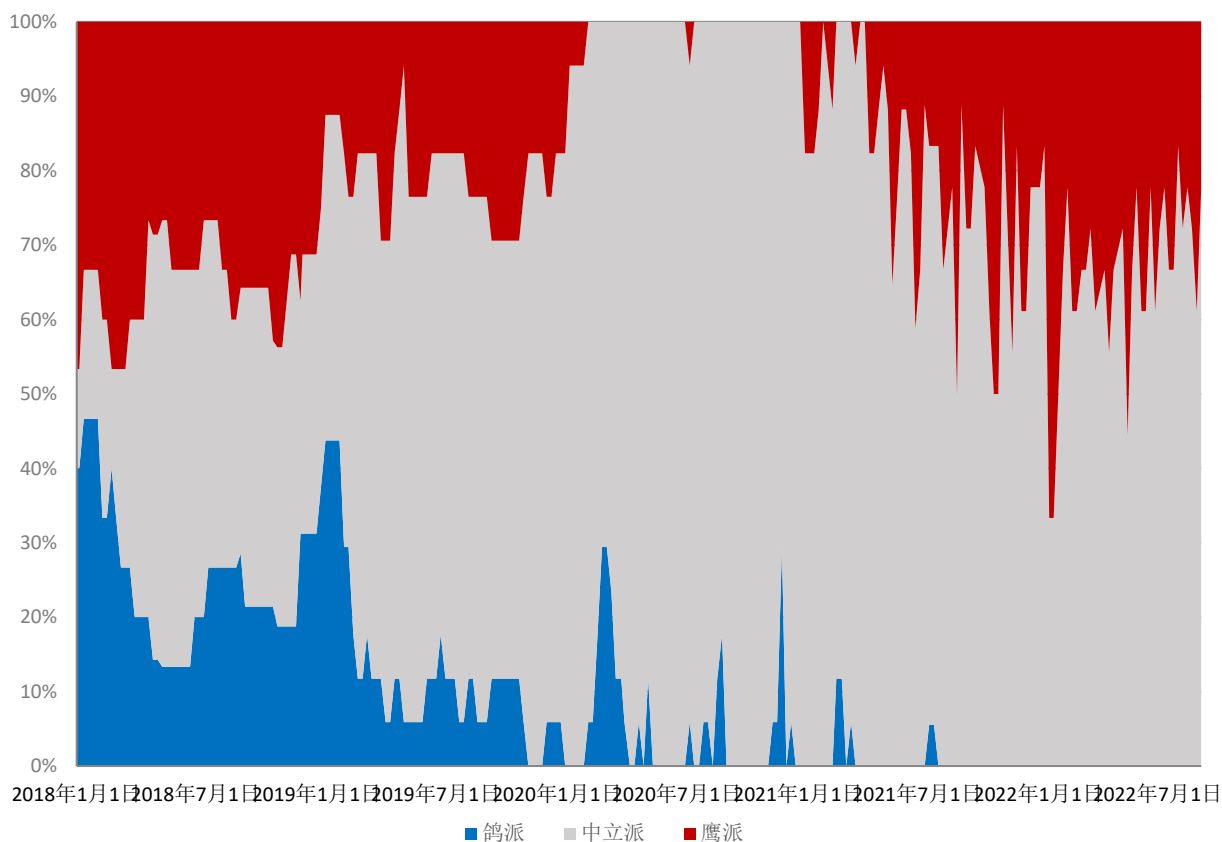
联储委员	是否票委	表态	最新言论
波士顿 肯尼斯	是	中立	
克兰科夫 梅斯特	是	鹰派	随着就业市场降温，年底失业率将超过4%；重申倾向于在2023年初将利率提高到4%以上，得出通胀已经见顶的结论为时尚早，不得不继续提高利率，不认为美联储明年会降息。现在还不能精确地知道美联储的终端利率，即使经济陷入衰退，也必须降低通胀。明年联邦基金利率将位于4%上方。目前联邦基金利率范围在2.25%-2.5%，这意味着还有至少150个基点的提升空间。

费城 哈克	2023	中立	
亚特兰大 博斯蒂克	否	鹰派	总体经济形势仍然“不明朗”，通胀高企问题仍然普遍存在，但就业数据强劲。如果美国物价显著降温，FOMC可能会放弃在未来加息75个基点——放慢加息步伐。在加息方面存在要么过于谨慎，要么过于激进的风险。通胀过高，需要采取限制性政策。美联储将继续迅速而谨慎地采取行动。美联储的抗通胀行动还未结束，仍有一些工作要做，当前的通胀率距离美联储2%的目标还很远，必须让经济放慢下来；政策旨在放缓经济，对利率敏感的领域会首先放缓，其中包括住房业；房地产市场的“减速并不令人意外”。
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	中立	
美联储理事 布雷纳德	是	中立	
美联储理事 沃勒	是	中立	
美联储理事 鲍曼	是	中立	
纽约 威廉姆斯	是	鹰派	当前的经济数据存在矛盾。通胀仍然过高。非常关注通胀的驱动因素，因为这是首要问题。将在下次会议上权衡所有这些因素，加息的决定将取决于总体数据，本人的基准是，需要略高于3.5%的利率。在利率达到合适的水平后，加息的幅度将由未来发布的通胀数据决定。认为美联储需要在明年继续加息并保持利率水平。需要几年时间才能恢复到2%的通胀率。我们离“实际利率高于零”这一目标还有很长的路要走。紧缩政策与美联储的政策方向是一致的。我认为我们需要在明年继续加息并保持利率水平。
里士满 巴尔金	否	鹰派	美国正面临类似于战后的通胀，美联储承诺使通胀回落到2%，其不认为通胀会按预期下降，不确定美联储何时能使通胀回落到2%，美联储的责任是采取行动降低通胀，利率将需要达到限制性水平，现在没有陷入衰退，衰退不一定是灾难性的。美联储关注的是降低通胀，而不是劳动力市场。货币

			政策（对经济）的影响存在滞后性。
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	中立	
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 库克	是	中立	

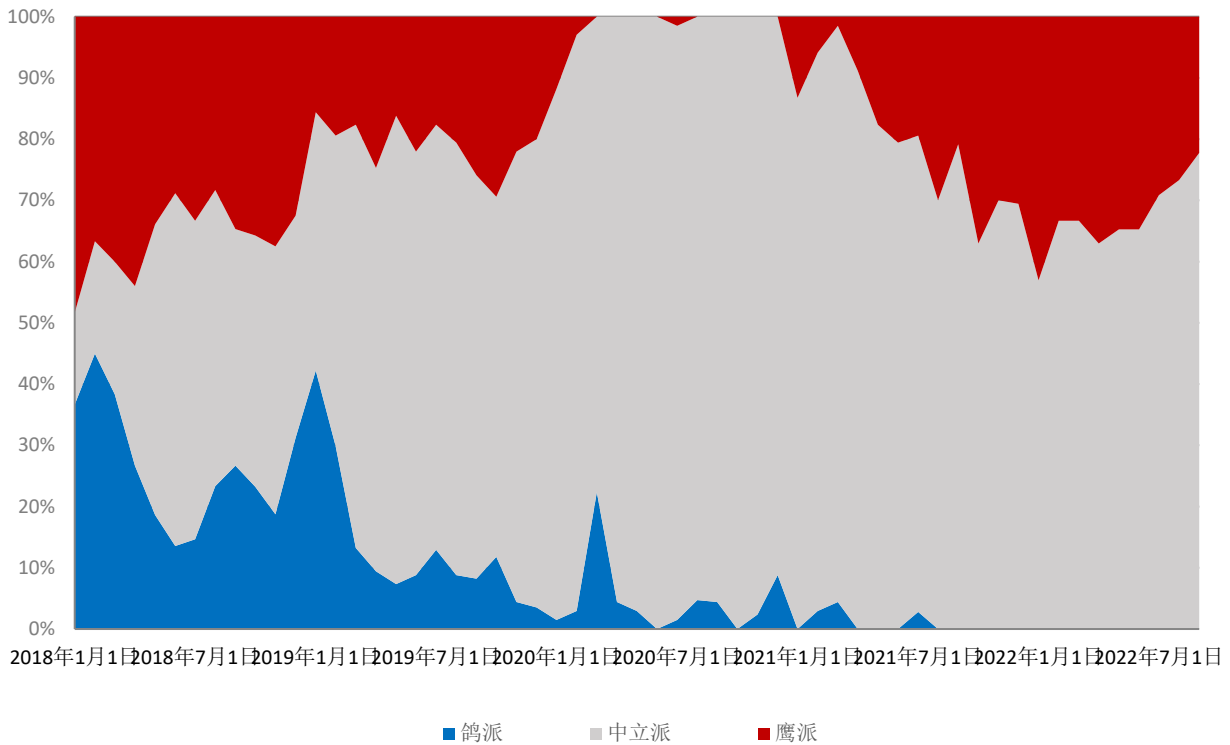
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 15：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



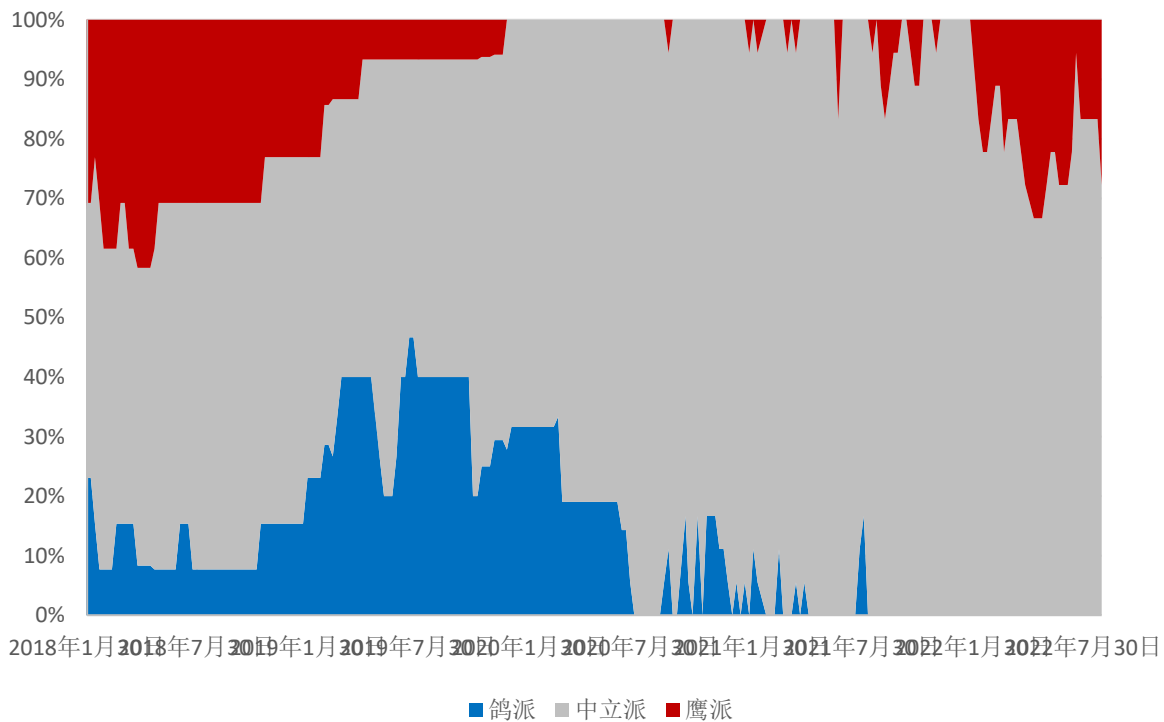
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 16: 近期美联储官员的言论基调 (月均/连续)



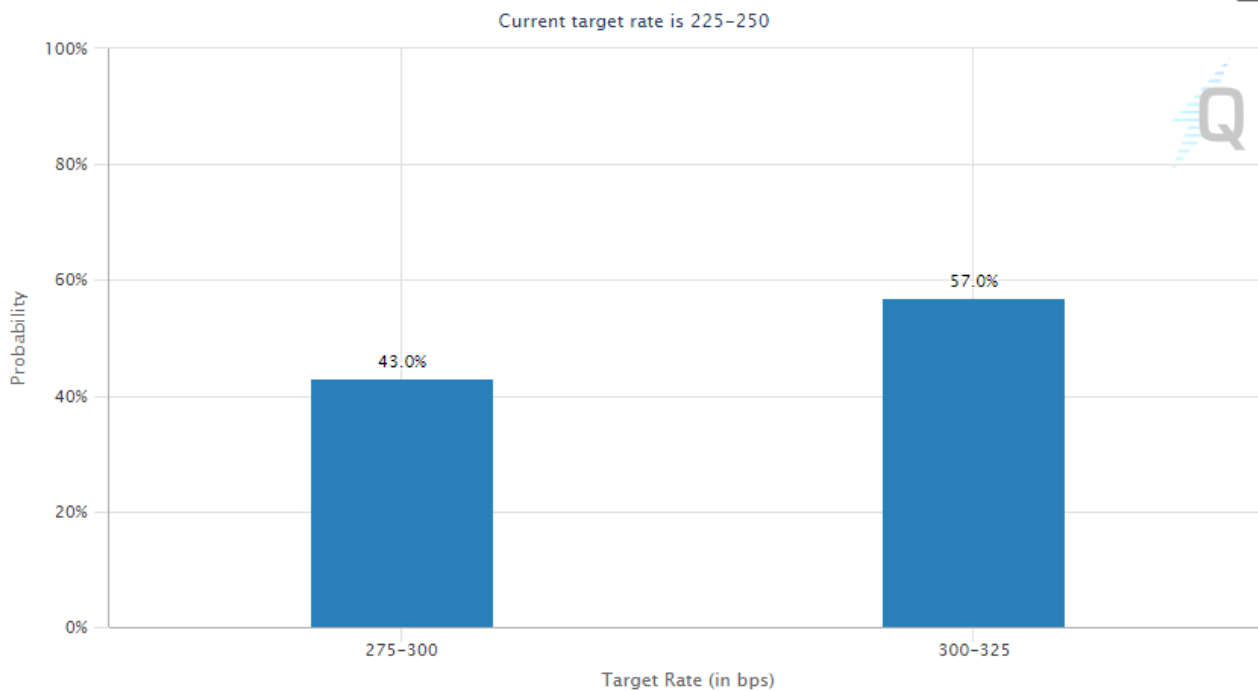
数据来源: 中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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 9 月份加息与否概率
 TARGET RATE PROBABILITIES FOR 21 9月 2022 FED MEETING



数据来源: 芝加哥商业交易所集团, CME Group

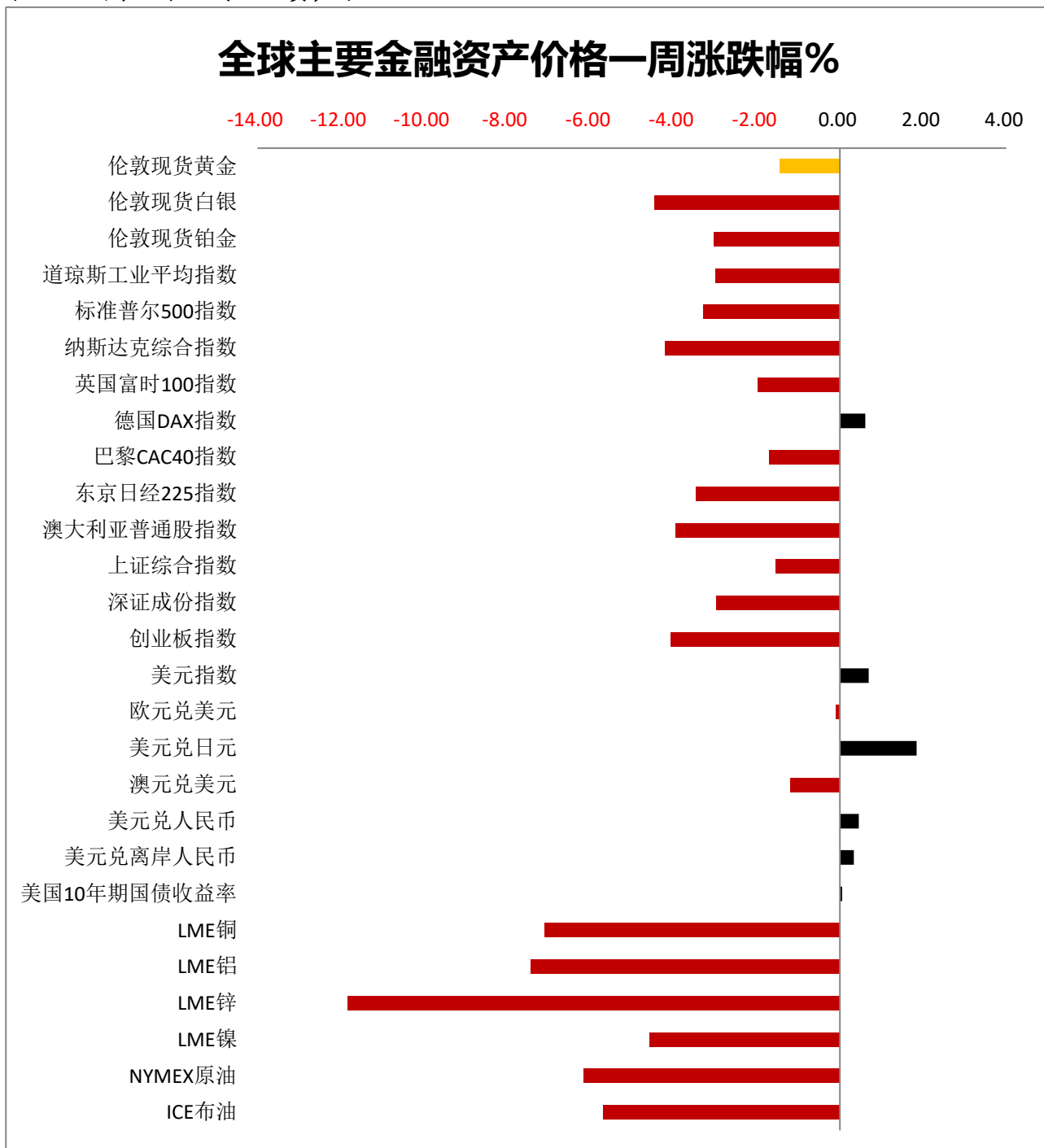
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1735.59	1745.52	1688.00	1712.25	-1.44
伦敦现货白银	18.86	18.91	17.54	18.03	-4.46
伦敦现货铂	859.50	875.16	816.50	833.40	-3.04
道琼斯工业平均指数	32188.00	32325.16	31182.09	31318.44	-2.99
标准普尔 500 指数	4034.58	4062.99	3903.65	3924.26	-3.29
纳斯达克综合指数	12021.05	12124.87	11546.52	11630.86	-4.21
英国富时 100 指数	7427.31	7486.40	7131.69	7281.19	-1.97
德国 DAX 指数	12838.42	13154.15	12603.58	13050.27	0.61
巴黎 CAC40 指数	6199.11	6303.66	6009.09	6167.51	-1.70
东京日经 225 指数	28161.06	28233.80	27570.74	27650.84	-3.46
澳大利亚普通股指数	7345.80	7345.80	7048.30	7056.32	-3.94
上证综合指数	3203.10	3243.75	3173.79	3186.48	-1.54
深证成份指数	11911.17	12044.52	11644.03	11702.39	-2.96
创业板指数	2599.84	2641.17	2517.46	2533.02	-4.06
美元指数	108.86	109.99	108.27	109.61	0.69
欧元兑美元	1.00	1.01	0.99	1.00	-0.09
美元兑日元	137.59	140.81	137.59	140.20	1.84
澳元兑美元	0.69	0.70	0.68	0.68	-1.19
美元兑人民币	6.90	6.92	6.89	6.90	0.45

美元兑离岸人民币	6.89	6.93	6.89	6.92	0.34
美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0513
LME 铜	8000.00	8007.00	7510.00	7552.00	-7.10
LME 铝	2475.00	2478.00	2288.00	2305.00	-7.43
LME 锌	3534.00	3557.50	3093.50	3137.00	-11.83
LME 镍	21115.00	21900.00	20050.00	20715.00	-4.58
NYMEX 原油	92.96	97.66	85.98	87.25	-6.15
ICE 布油	98.96	103.48	91.81	93.28	-5.68

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。