

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

全球数据喜忧参半

国际金价再次走高

市场研究报告

■ 本周视点:

中国春节期间，受到强势多重因素的影响，国际金价围绕在 1310 附近小幅震荡。一方面，美国 1 月份强劲的非农就业数据，使得市场对于美联储降息的预期有所修复，加上非美市场依旧疲软的经济前景，市场开始重新选择美元来进行防守。另一方面，尽管上周美国公布的通胀数据仍然符合美联储目标，不过消费数据的大幅下滑，以及之后美国的 PPI 数据的走弱，包括美国上市公司盈利预期的降低，也令国际金价表现承压。不过随着美国更多经济数据的释出，美国的经济前景不确定性也在不断提升，这使得黄金再次成为市场关注的重点。

非美国家仍然低迷的经济前景，令各大央行不断放松货币政策。相对于进入经济周期默契的美国市场来说，投资者可能加大对非美经济体的押注，并将使得美元再次承压。就美国本身来看，尽管非农数据十分抢眼，但是消费数据的不断走弱，使得美联储的货币政策开始明显转鸽，也同样利空美元。更重要的是，随着全球央行的货币政策重新宽松，为了防止超预期的通胀，资金会开始选择黄金来对抗通胀，这也是中期我们看涨黄金的重要理由。

从短期的走势来看，目前国际金价仍然维持在上升通道中。因此在趋势没有改变之前，国际金价仍有机会持续走高。考虑到国际金价十分接近前期的密集成交区域，其上行走势将不会一帆风顺，主要的价格走势也会维持在 1320 一线展开。

中国工商银行贵金属业务部
交易业务处

徐铨翰、孙嘉锐

电话：021-63307090

Email: quanhan.xu@icbc.com.cn

报告日期：2019 年 02 月 18 日

相关研究报告:

1 月 28 日

市场聚焦美联储缩表计划 突破 1300
黄金重获上升空间

1 月 21 日

风险偏好回归 国际金价承压走低

1 月 18 日

内外盘金价现分化 后市趋势仍将趋
同

中国春节期间,受到强势多重因素的影响,国际金价围绕在 1310 附近小幅震荡。一方面,美国 1 月份强劲的非农就业数据,使得市场对于美联储降息的预期有所修复,加上非美市场依旧疲软的经济前景,市场开始重新选择美元来进行防守。另一方面,尽管上周美国公布的通胀数据仍然符合美联储目标,不过消费数据的大幅下滑,以及之后美国的 PPI 数据的走弱,包括美国上市公司盈利预期的降低,也令国际金价表现承压。不过随着美国更多经济数据的释出,美国的经济前景不确定性也在不断提升,这使得黄金再次成为市场关注的重点。

一、全球数据喜忧参半 国际金价再次走高

从美国的数据来看,1 月份美国新增非农人数为 30.4 万人好于预期的 16.5 万人。失业率则小幅走高了 0.1%至 4%,于此同时劳动参与率小幅走高至 63.2%。强劲的新增非农就业数据显示美国劳动力市场扩张依旧强劲,而略微走高的失业率数据,则反映了在劳动参与率走高的情况下劳动力市场均衡状态。正如美联储理事伯曼在最近一次的讲话中提到的那样,她认为目前美国经济表现良好,其中就业数据和工资增长均表现稳定。

不过良好的劳动力市场数据并不代表美国的通胀前景强劲。事实上,美国其他的一些经济数据又略显差强人意。其中,美 1 月份 ISM 制造业价格指数为 49.6,低于 50 的枯荣线,显示企业对于消费市场的预期并不强烈。这一点也可以从密歇根大学消费者信心指数得以一见。从数据来看,美国 1 月份密歇根大学消费者信心指数从去年 12 月的 98.3 回落至 90.7,显示消费者信心明显降低。当然美国 1 月份政府停摆,对消费者信心也造成了一定的影响。当然,最新的美国 2 月份的密歇根大学消费者信心指数小幅回升至 95.5,较此前有所回升,这也令市场的通胀预期有所回升。但值得注意的是即便去年该数字有所回升,自去年 3 月份以来,美国的消费者信心指数便开始出现明显整体走弱的态势。相较几年前较低的利率,美国当前的利率环境,以及较高的资产价格,显然抑制了部分居民的消费意愿。此外,根据加州大学伯克利分校的经济学教授、美国全国经济研究局学者 Gabriel Zucman 发布的最新研究显示,全美 1%的人口占有 40%的居民财富。长期利率的走高,加上财富分配的极度不均衡,使得美国的零售数据并未获得明显的上升动力,尽管根据数据显示,美国劳动者薪资始终在稳步增长。这也是美国货币政策制定者不得不考虑的问题。

上周美国公布的核心 CPI 同比数据为 2.2%好于预期并与前值相符,同样也符合美联储的货币政策目标,即维持 2%的核心通胀水平。不过上周四美国公布的零售消费环比数据为-1.2%大幅弱于市场预期,并创下了九年以来的新低。该数据也使得市场对于美国一季度的 GDP 向下进行了大幅的修正。尽管美联储理事布里纳德表示不应该过度单次的经济数据,但他同时

也表示美国经济下行风险开始显现。目前美联储的货币政策是合适的，他同时表示将在 2019 年晚些时候结束资产负债表正常化。

在欧洲方面，上周公布的欧元区 GDP 同比数据为 1.2%，连续 5 个季度出现下滑，此外欧元区 12 月份工业产值较 11 月份下滑 0.9%，同样创下了 2009 年以来的最大年度降幅。

二、全球市场纵览及后市展望

自进入 2019 年以来，包括原油和铜在内的一系列大宗商品开始不断走强，显示了市场对于美联储暂缓加息的预期。我们在此前的报告中也多次提到，全球央行的货币政策放缓，特别是新兴市场的经济政策刺激让投资人遐想联翩。在投资者风险偏好大幅回归的情况下，全球的权益类资产也在今年的一月份录得了明显的上涨。特别是当美联储在一月份的以息会议后明确表示将会暂缓加息，更是给出市场一个强有力看涨信号。

对于黄金来说，从前期受到市场避险资金的追逐，到之后市场对于美联储货币政策转弱的预期，使得去年四季度开始黄金走出了一波强有力的上涨行情。不过，这种强劲的上漲则在近期呈现出一定走弱的迹象。从美国的经济表现来看，2 月 1 日公布的美国 1 月份非农就业数据大幅超出市场数据，使得市场对于美国的加息预期再次有所回升是令金价进入盘整的主要因素之一。

除了自身的经济扩张呈现出一定的压力外，对于美联储来说外部环境的不确定性也是影响其货币政策的主要原因。随着 2019 年的到来，非美经济体的经济状况尚未出现明显改善。尽管各大经济体的通胀水平仍然维持与去年年底相近的水平，各类疲弱的经济信心指数则显示了当前投资人对于市场的困惑。

这是一个令市场疑惑的地方，一方面强劲的劳动力市场数据，理应对美国的通胀形成压力，加上较低的加息预期，市场应该选择权益类资产来进行押注。另一方面，全球依然疲软的经济前景，又令美国的消费市场倍感压力。近期，美国上市公司的财务预警报告似乎也显示出全球经济走弱所带来的问题。

好的迹象是，欧洲央行执行委员，Benoit Coeure 表示欧洲央行正在讨论新一轮的长期再融资操作，令市场的风险偏好大增。叠加中美贸易磋商显示出良好的迹象，商品在上周五开始重新走高，市场的风险偏好也有所回升。

非美国国家仍然低迷的经济前景，令各大央行不断放松货币政策。相对于进入经济周期默契的美国市场来说，投资者可能加大对非美经济体的押注，并将使得美元再次承压。就美国本身来看，尽管非农数据十分抢眼，但是消费数据的不断走弱，使得美联储的货币政策开始明

显转鸽，也同样利空美元。更重要的是，随着全球央行的货币政策重新宽松，为了防止超预期的通胀，资金会开始选择黄金来对抗通胀，这也是中期我们看涨黄金的重要理由。

从短期的走势来看，目前国际金价仍然维持在上升通道中。因此在趋势没有改变之前，国际金价仍有机会持续走高。考虑到国际金价十分接近前期的密集成交区域，其上行走势将不会一帆风顺，主要的价格走势也会维持在 1320 一线展开。

图 1：不同期限美元 LIBOR

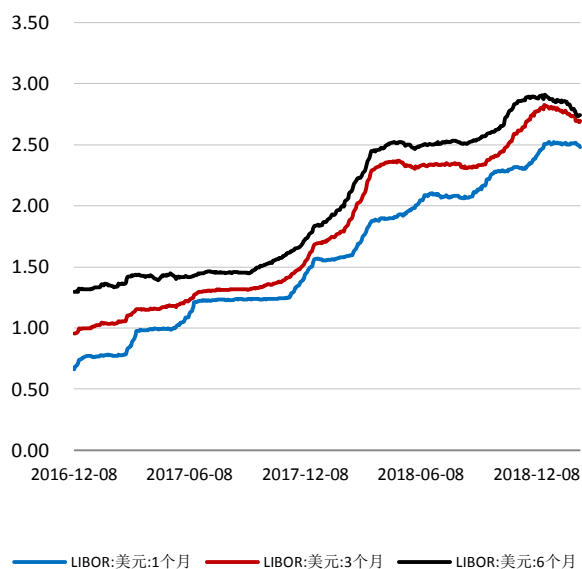


图 2：国际金价与美元指数

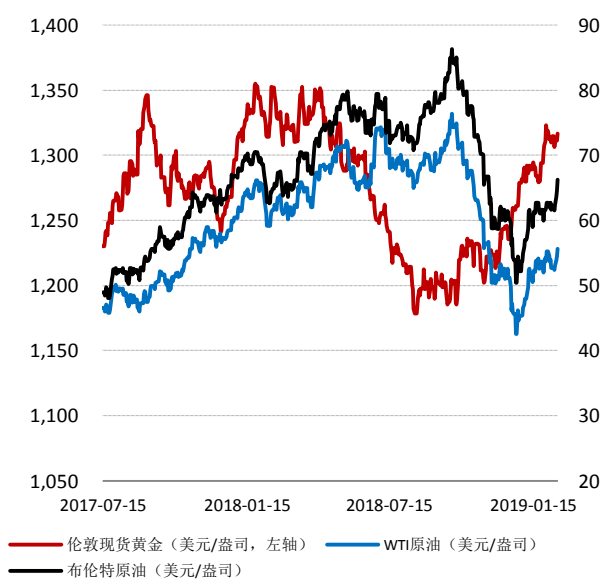


数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

图 3：国际金价与美十年期国债收益率



图 4：国际金价与国际原油价格



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

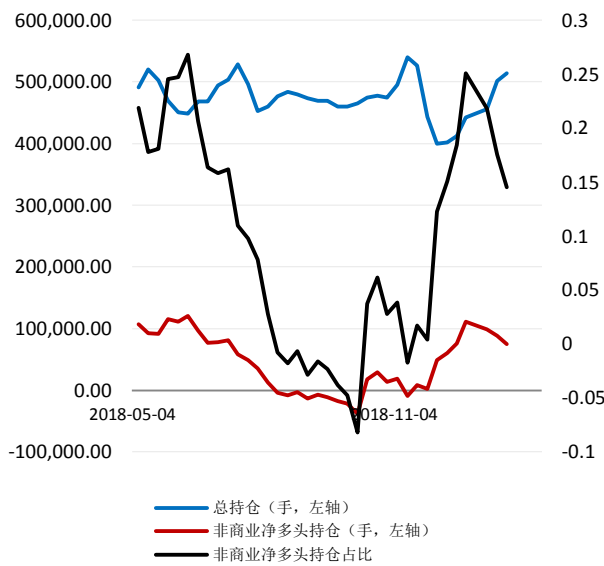
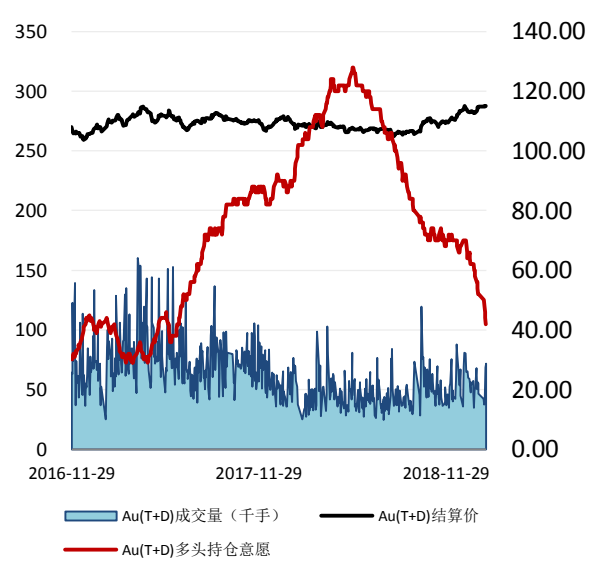


图 6: 上海黄金交易所 Au(T+D) 持仓意愿



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

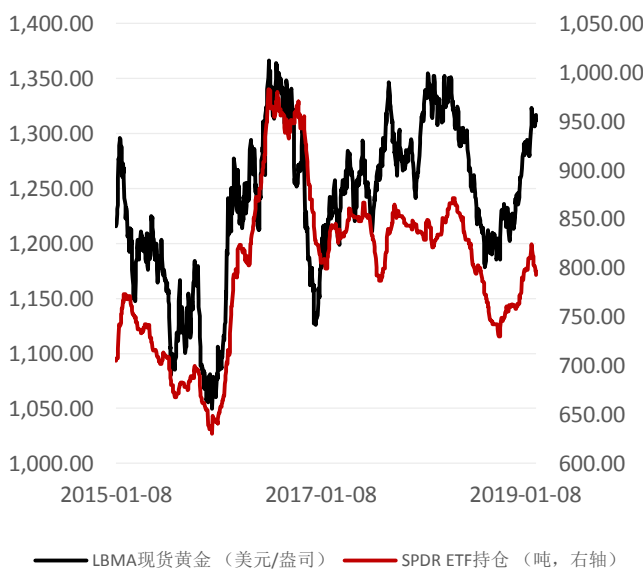
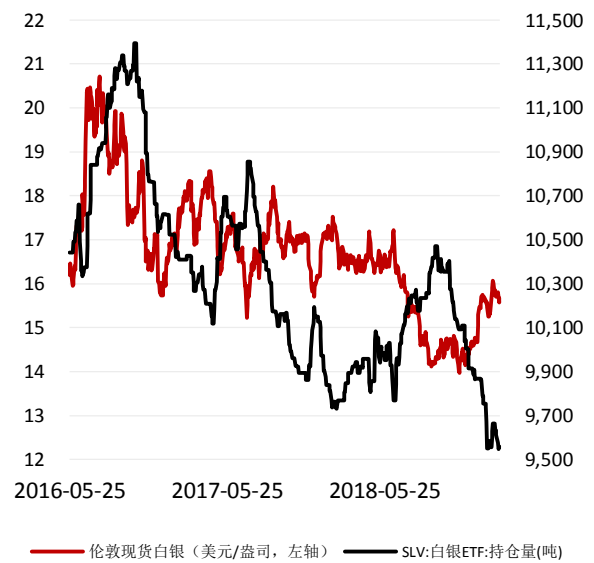


图 8: SLV 白银持仓与国际银价

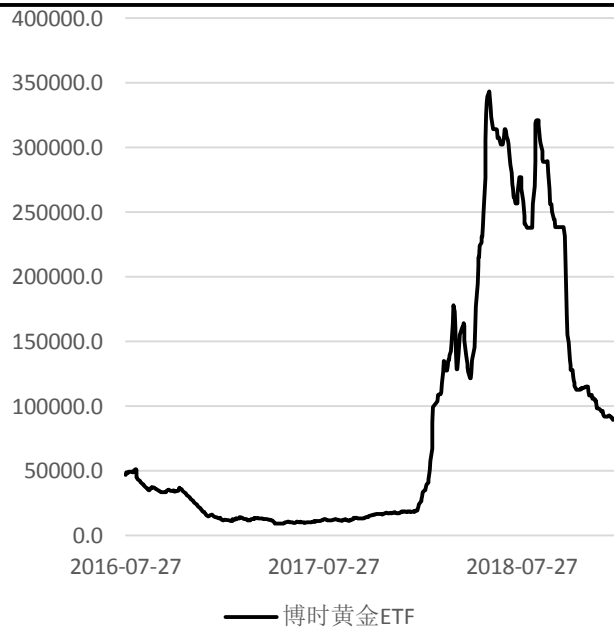


数据来源: Wind 资讯, 工商银行贵金属业务部

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

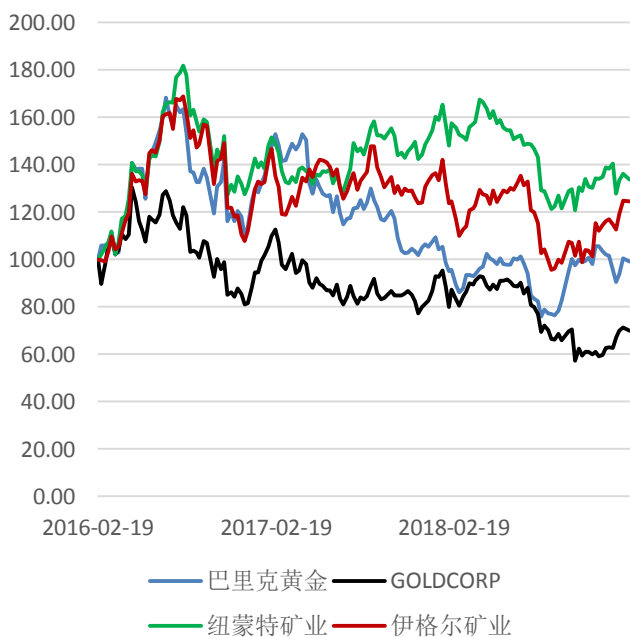


图 12: 美国黄金股票指数



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

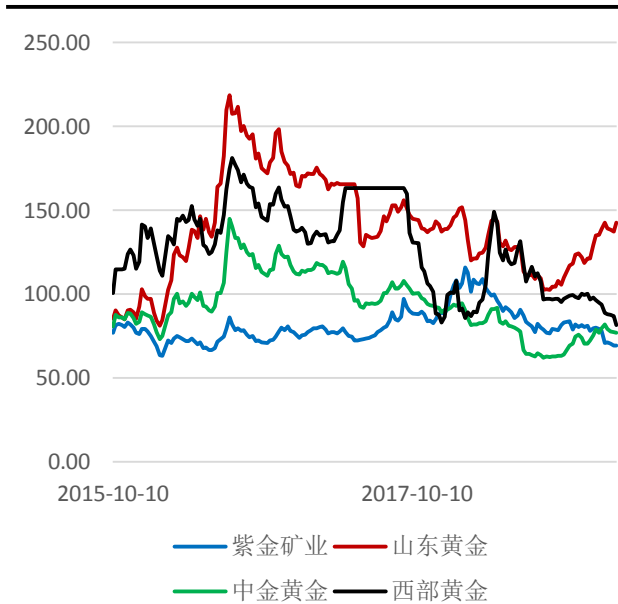


图 14: 中国黄金股票指数



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
2月19日	德国2月ZEW经济景气指数	-15	公布值>预期值：利多欧元，利多国际金价
2月20日	德国1月PPI同比	2.7%	公布值>预期值：利多欧元，利多国际金价
2月21日	德国1月CPI同比初值	1.7%（前值）	公布值>预期值：利多欧元，利多国际金价
	美国12月耐用品订单环比初值	1.7%	公布值>预期值：利多美元，利空国际金价
	美国2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
2月22日	德国2月IFO商业景气指数	99	公布值>预期值：利多欧元，利多国际金价
	欧元区1月调和CPI同比终值	1.4%	公布值>预期值：利多欧元，利多国际金价

数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

三、近一周美联储以及欧洲央行官员的言论分析

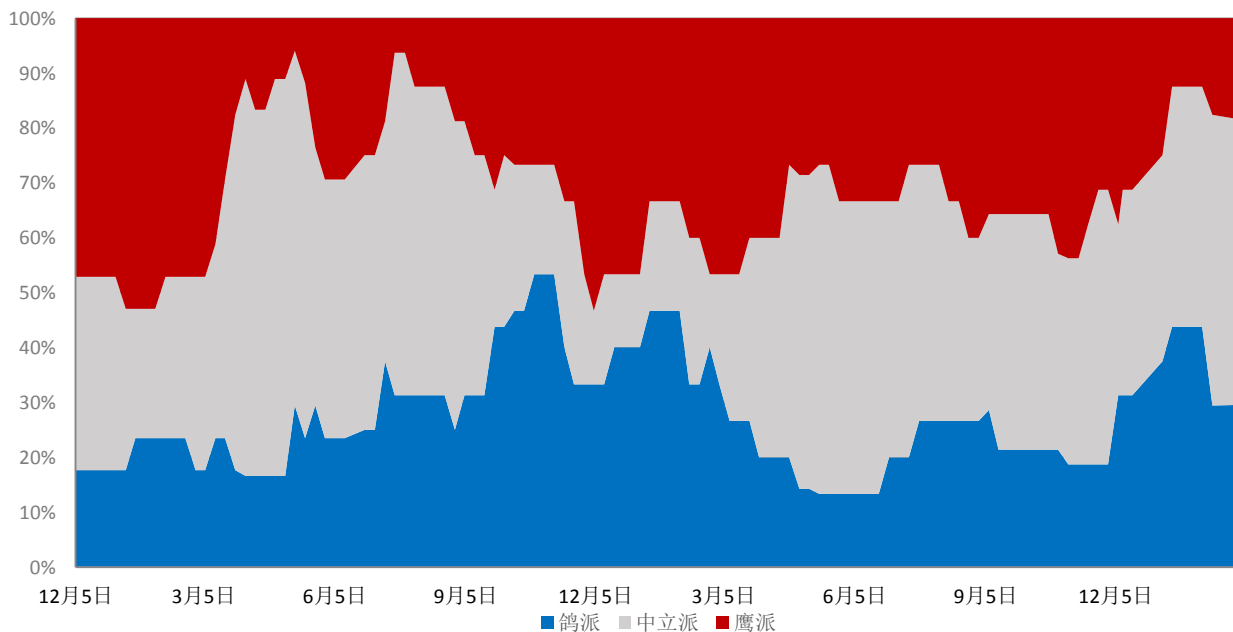
表 2: 美联储官员讲话

联储委员	是否票委	表态	最新言论
克兰科夫 梅斯特	否	偏鹰	美联储一直采取渐进缩表，对市场没有造成不利影响。美国经济在 2019 年增速虽然有所放缓，不过仍将维持良好的表现，预计 2019 年经济增长将达到 2.5%。
纽约 威廉姆斯	是	偏鹰	
费城 哈克	2020	偏鹰	预计美联储在 2019 年、2020 年分别加息一次，美国 2019 年 GDP 增幅将略超过 2%。
美联储副主席 克拉利达	是	中立	
波士顿 罗森格伦	是	中立	
旧金山 戴利	是	中立	
美联储主席 鲍威尔	是	中立	美国经济形式良好，失业率接近半世纪以来的低位，并不认为经济衰退的风险很高。
美联储理事 布雷纳德	是	中立	
美联储理事 夸尔斯	是	中立	
美联储理事 鲍曼	是	中立	美国经济状况良好，就业和薪资可能会继续增长，对当前的政策立场感到舒适。
亚特兰大 博斯蒂克	否	中立	预计美国经济 2019 年不会像 2018 年那样表现强劲，根据模型显示，2019 年将加息一次。
里士满 巴尔金	是	中立	
达拉斯 卡普兰	2020	偏鸽	
明尼阿波利斯 卡什卡利	2020	偏鸽	
芝加哥 埃文斯	是	偏鸽	

圣路易斯 布拉德	是	偏鸽	
堪萨斯城 乔治	是	偏鸽	当前美国经济与过去差别很大，支持美联储暂停加息，并对市场做出评估。

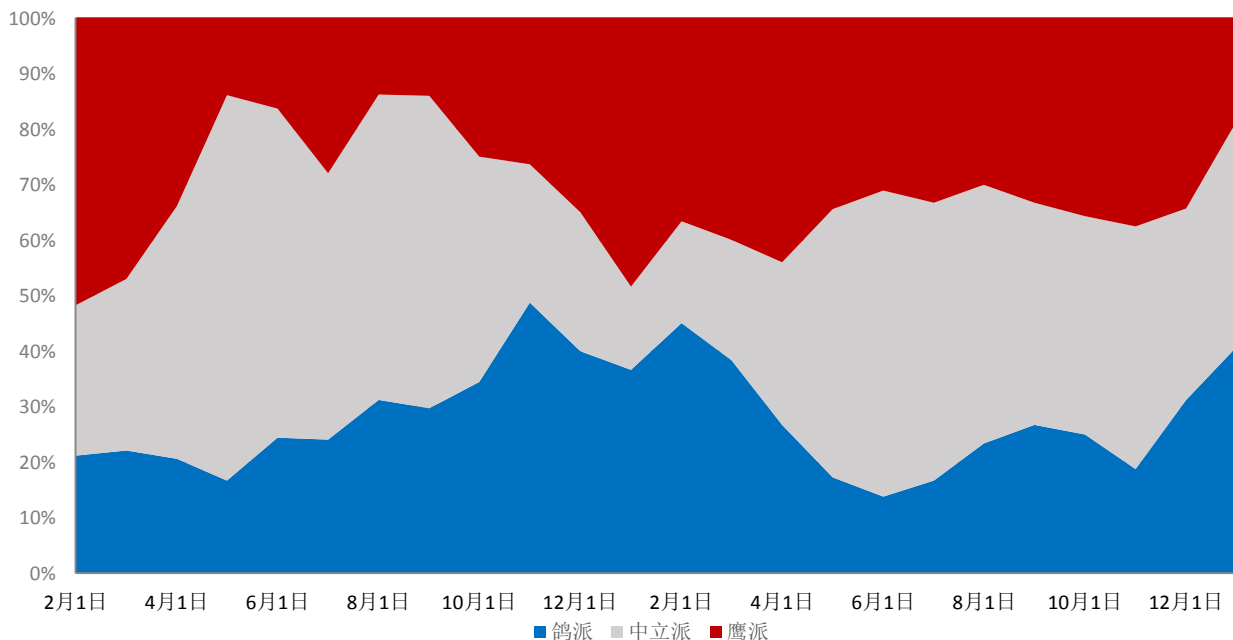
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 15: 近期美联储官员的言论基调 (每周/连续)



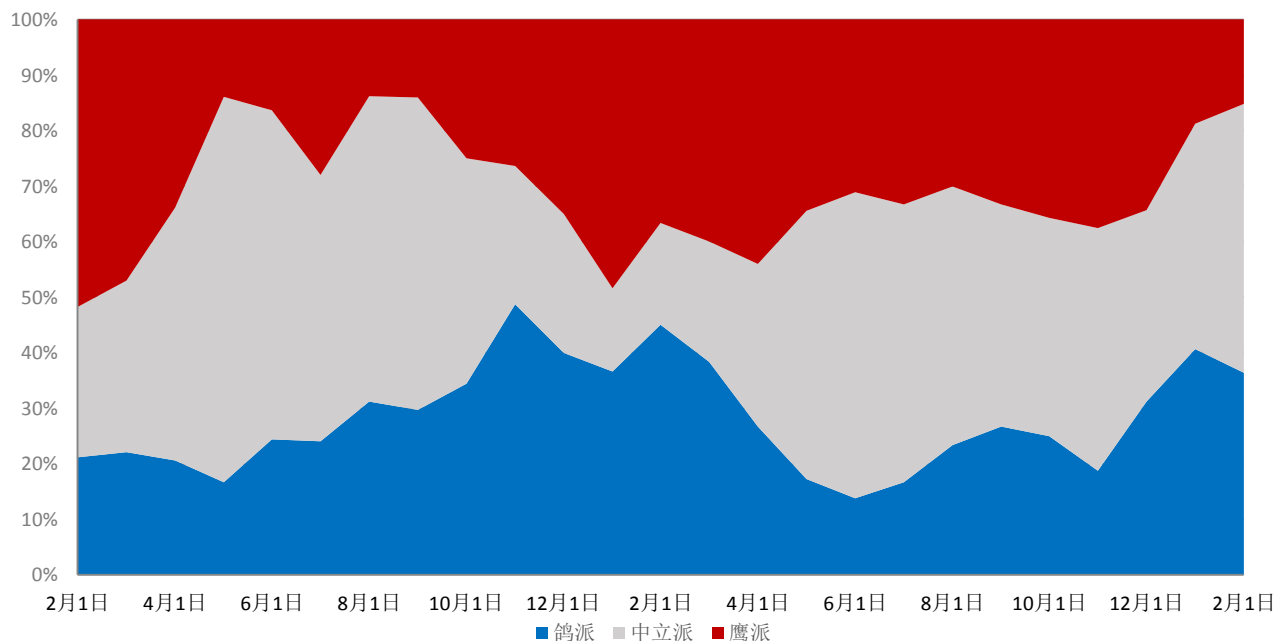
数据来源: 中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 16: 近期美联储官员的言论基调 (月均/连续)



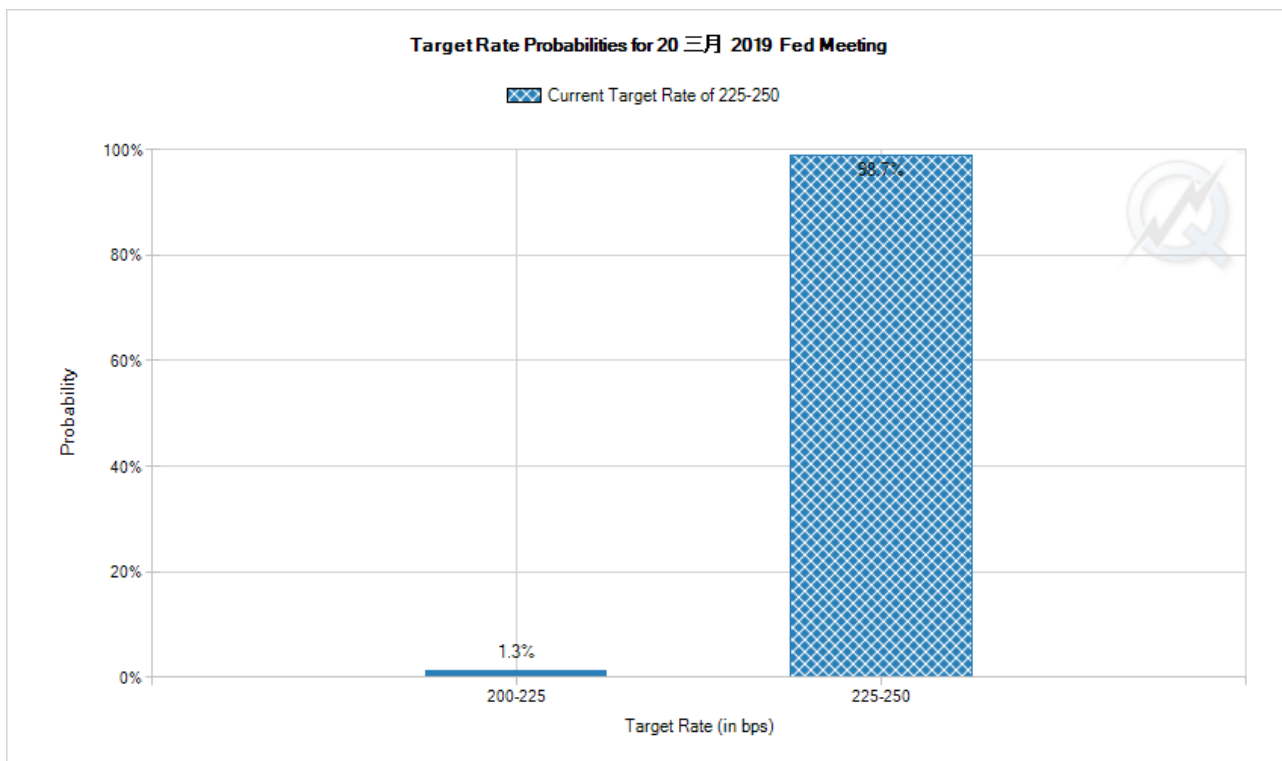
数据来源: 中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

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) 12 月份加息与否概率



数据来源: 芝加哥商业交易所集团, CME Group

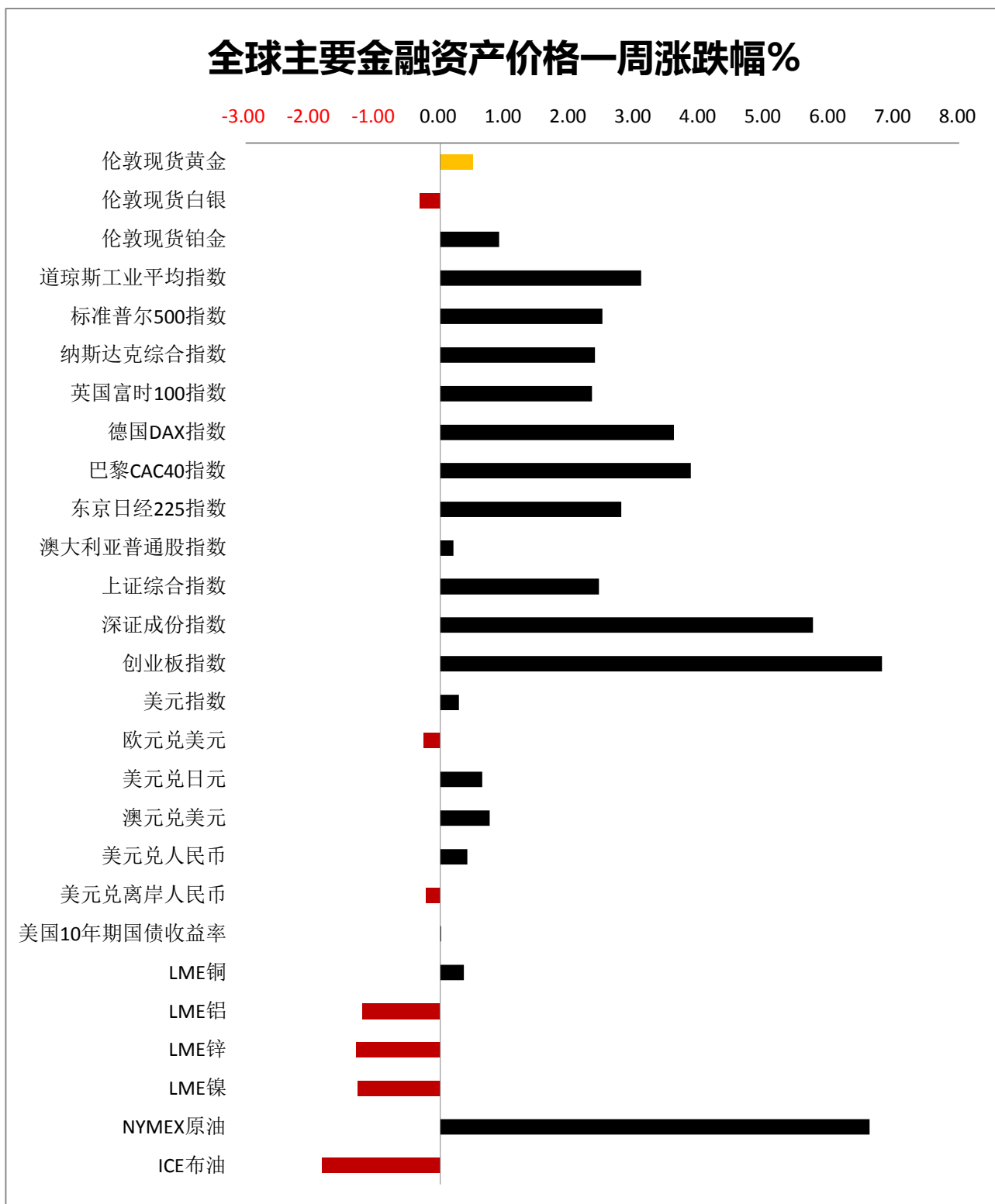
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1313.62	1322.62	1302.16	1320.76	0.51
伦敦现货白银	15.79	15.84	15.47	15.78	-0.32
伦敦现货铂	801.04	808.10	777.00	805.73	0.91
道琼斯工业平均指数	25142.81	25883.72	25009.10	25883.25	3.09
标准普尔 500 指数	2712.40	2775.66	2703.79	2775.60	2.50
纳斯达克综合指数	7327.37	7477.28	7290.03	7472.41	2.39
英国富时 100 指数	7071.18	7261.63	7071.18	7236.68	2.34
德国 DAX 指数	10955.83	11323.05	10944.58	11299.80	3.60
巴黎 CAC40 指数	4988.09	5164.58	4986.30	5153.19	3.86
东京日经 225 指数	20442.55	21235.62	20428.57	20900.63	2.79
澳大利亚普通股指数	6136.20	6170.50	6098.60	6148.58	0.20
上证综合指数	2613.17	2729.46	2613.17	2682.39	2.45
深证成份指数	7695.17	8260.33	7695.17	8125.63	5.75
创业板指数	1275.22	1371.96	1274.73	1357.84	6.81
美元指数	96.66	97.38	96.62	96.92	0.29
欧元兑美元	1.13	1.13	1.12	1.13	-0.26
美元兑日元	109.84	111.14	109.77	110.46	0.65
澳元兑美元	0.71	0.71	0.71	0.71	0.76
美元兑人民币	6.76	6.80	6.74	6.77	0.42
美元兑离岸人民币	6.78	6.81	6.76	6.77	-0.22

美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0113
LME 铜	6192.50	6226.00	6085.00	6224.00	0.36
LME 铝	1882.50	1886.00	1846.00	1855.50	-1.20
LME 锌	2694.00	2694.00	2575.50	2664.00	-1.30
LME 镍	12570.00	12730.00	12080.00	12415.00	-1.27
NYMEX 原油	52.66	56.26	51.23	56.20	6.62
ICE 布油	62.11	66.39	60.90	66.39	-1.82

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。