

金价受益于美债倒挂，静待下周鲍威尔演讲

<贵金属> 2019.08.18

上海大陆期货有限公司

地址：上海市徐汇区凯旋路

3131号明申中心大厦26楼

邮编：200030

电话：021-54071958

信箱：dlqhyfb@126.com

研究员

姓名：李迅

投资咨询证号：Z0000029

电话：021-24016033

邮箱：Lexic2004@163.com

研究助理

姓名：吴旖婕

电话：15001970172

从业资格号：F3063111

邮箱：1996lisa@sina.com

主要内容：

1. 8月12日晚，阿根廷上演股债汇三杀，也拖累美股走低，令市场对全球经济衰退的恐慌情绪急剧上升，恐慌指数（VIX）升至21附近高位，避险带动黄金价格刷新1526.98的六年新高，并带动白银冲破17.00关口，刷新17.45新高。

2. 8月14日，继美国三个月与十年期国债收益呈现倒挂后，美国2年期与10年期国债收益率一度呈现倒挂的情况，而这样的迹象是在2007年后的首次，这使得市场对于未来经济展望的担忧继续加剧。美元与黄金一同再度走高。而除去美国方面，德国10年期国债收益率跌3个基点至纪录新低的-0.639%；德国10年期和2年期国债收益率差价报24个基点，为2008年以来最小。英国2、10年期收益率曲线此前亦出现自金融危机以来的首次倒挂。这样大规模地呈现出国债收益率倒挂的情况预示着全球范围内经济衰退的可能性进一步加大。

操作建议：回调买入，择机入场或者多单继续持有

做多渠道：一做多黄金白银期货，二做多黄金白银股票，三做多纸黄金

目录

一. 宏观经济走势与分析.....	4
二. 黄金本周走势.....	13

一. 宏观经济走势与分析

1.1 中国

事件：7 月份 CPI 同比升 2.8%（前值 2.7%），高于市场预期的 2.7%；PPI 同比下降 0.3%（前值 0），低于市场预期的-0.1%，PIRM 同比下降 0.6%，前值-0.3%，预期-0.5%。

1、7 月 CPI 超预期，8 月或将回落。鲜果、猪肉上涨带动食品价格上涨。非食品价格中，仅刚性需求医疗保健涨幅略有扩大，表明消费受到制约。CPI 超预期因猪肉高频数据回落而猪肉项 CPI 涨幅扩大。预计 8 月份 CPI 增速或回落至 2.6%，CPI 阶段性高点已现，三季度总体小幅回落。

2、PIRM 将继续下滑。PIRM 低于预期因燃料动力类价格超季节性下行。PIRM 被低估主要是因为燃料动力类价格超季节性下行，根据季节调整模型 7 月燃料动力类价格仅为下降 1.16%，而实际上燃料动力类价格下降 2.1%。PIRM 回落主要受全球经济增速放缓和世界贸易不确定性增大影响，预计 8 月份 PPIRM 增速或回落至-1.0%。

3. PPI 降幅扩大。PPI 低于预期因石油相关行业价格超季节性下行。PPI 被低估主要是因为燃料动力类价格超季节性下行，使得石油相关行业价格超预期下行。总体看，全球经济放缓，PIRM 价格回落，工业品价格上涨动能不强，叠加未来几个月 PPI 基数较高，预计 8 月份 PPI 增速将回落至-0.8%。PPI 回落不利于工业企业利润回升，恐将使得工业投资进一步下滑，通缩压力需要警惕。预计 8 月份 PPI 增速将回落至-0.8%。

4、以我为主，货币稳健财政发力。房住不炒要求中国货币政策维持稳健。预计央行将继续坚持“以我为主”的原则，通过结构性的定向降准、SLF、MLF 保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定，同时推动深化利率市场化改革等措施，疏通货币政策向贷款利率的传导，促进降低企业融资实际利率。

图 1 中国制造业采购经理人指数

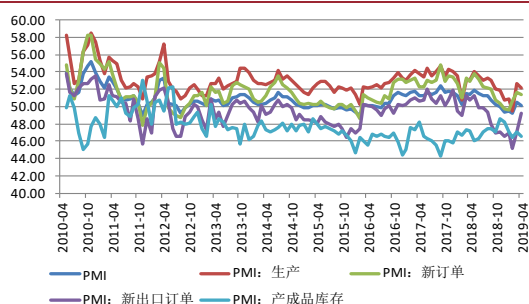
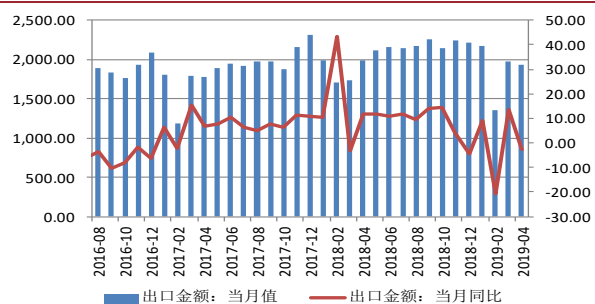


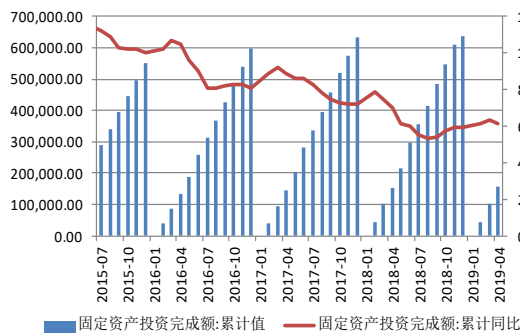
图 2 中国出口数据走势



数据来源：Wind 大陆期货

数据来源：Wind 大陆期货

图 3 中国固定资产投资走势



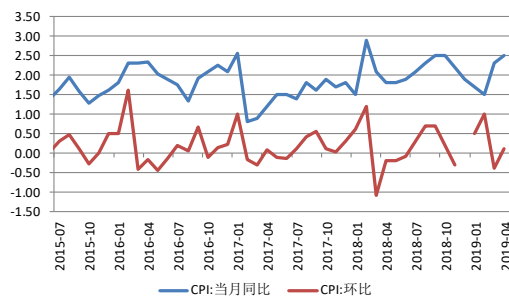
数据来源：Wind 大陆期货

图 4 房地产投资走势



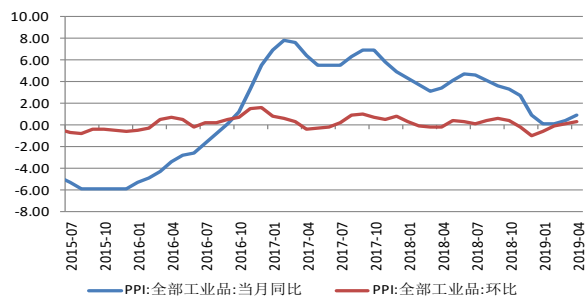
数据来源：Wind 大陆期货

图 5 中国 CPI 当月同比及环比



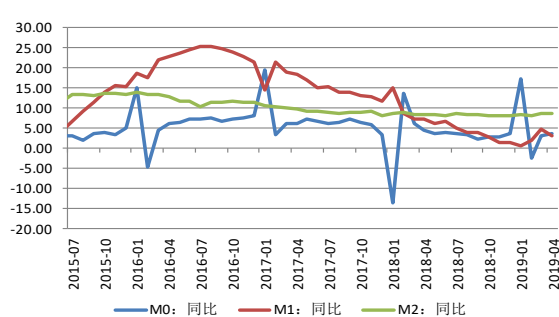
数据来源：Wind 大陆期货

图 6 中国 PPI 当月同比及环比



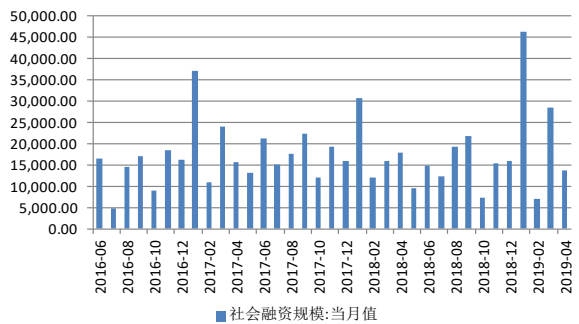
数据来源：Wind 大陆期货

图 7 中国 M2 走势



数据来源：Wind 大陆期货

图 8 中国社融走势



数据来源：Wind 大陆期货

1.2 美国：主要经济指标趋弱，就业改善

政治形势：2019年7月30-31日，美国民主党第二次党内辩论在底特律展开，本轮辩论将很大程度决定9月份下一场辩论谁有资格参加，热门人选有：拜登、沃伦、桑德斯以及哈里斯。本轮的两场辩论主题主要围绕在8个方面，分别是医保、移民/边境墙、气候、国际形势、贸易、特朗普弹劾、枪支管控、种族问题等进行讨论。其中，医保在辩论的过程当中所请务必阅读正文之后的免责声明。

占篇幅最大，也是能对竞选结果造成重大影响的议题。民主党内部的“鏖战”消耗了候选人的精力，民调显示民意愈发向特朗普倾斜。特朗普与民主党“领跑者”拜登的支持率已经从3月的45%：55%到了7月的49%：51%，特朗普后续有望民调领先。从主要媒体的观点来看，此次民主党辩论结束后，媒体的倾向明显更加倒向了特朗普一边，对民主党的竞选成功率持悲观态度，认为民主党候选人的劣势明显，目前来看无人能和特朗普竞争。此外，博彩公司也表示出对特朗普连任的看好。我们认为，在2020年大选中，特朗普连任的概率仍然较大，民主党若想胜出必有一场硬战要打。

经济事件：7月31日美联储会议召开，下调联邦基金利率25bp，并提前两个月停止缩表；美国总统特朗普表示将在9月1日对进口自中国的3000亿美元的商品加征10%的关税。

1. **美国总统特朗普表示将在9月1日对进口自中国的3000亿美元的商品加征10%的关税。相比于2500亿，3000亿清单商品美国对中国进口依赖性更强，包含大量的消费品。2018年3000亿清单内商品美国从中国进口总额约为2738亿美元，而以上商品美国对全球的进口金额约为6522亿美元，3000亿商品清单商品美国从中国进口总额占美国对全球进口总额的42%。而全部商品美国从中国进口只占其对全球进口的22%，即说明3000亿清单商品美国对中国的依赖性远高于2500亿清单的商品。3000亿加税清单包含大量消费品，手机、电脑、玩具等为主要商品条目。从加税清单中前十大行业商品来看，前三大商品分别是消费者日常生活中最常见的商品：手机、手提电脑、玩具，三者的金额之和为948亿美元，在整个清单中占比将近1/3，且从对美国全部进口的占比来看，美国进口中国手机在其总进口中的占比为82%，手提电脑的占比高达94%，而玩具的进口占比高达84%，美国在以上商品进口中高度依赖对中国的进口。中美加税对进出口的拖累逐步显现，3000亿商品加税美国企业和消费者受到负面影响可能较大，且对低收入家庭的影响更大。从去年加税开始，被加税清单的商品进出口都出现了显著下降的情况。根据IMF对中美加税的影响测算结果，因关税上升造成的成本几乎全部由美国进口商和消费者来承担。此外，纽约联邦储备银行的研究也显示，美国对中国加税给每个美国家庭带来831美元的额外支出。从中国商品本身的特点来看，大部分情况下物美价廉的中国商品的主要目标群体还是美国的低收入家庭，因此加税可能对美国低收入人群的负面冲击更大。结合对GDP影响的测算及草根调研了解，对3000亿美元商品加税10%对国内经济整体影响比较有限。在不考虑间接、传导效应的情况下（如出口目的地替代、产业链上下游传导等），我们静态评估此次整体加税对GDP的拖累约为0.4个百分点。**

点左右，整体影响比较有限。另外，从对受到加税影响的企业调研了解到，10%水平下大部分行业中美双方均可相互分担，且企业还可以使用销售方法将加税成本对消费者进行转移。因此我们认为后续如果对 3000 亿美元商品加税 10%但不进一步上升到 25%，则整体的需求影响相对可控，但会一定程度影响到企业的销售和盈利。

2. 联储本次行动符合市场一致预期：降息&提前结束缩表。在 6 月联储会议的声明中，去掉“保持耐心”之后，市场对于本次联储行动已有充分预期。在本次会议上，联储决定降息 25bp，并且提前 两个月缩表（“这是为了保持货币政策的简单和一致性”）。在阐述降息的原因中，联储指出是考虑“全球经济前景以及低通胀的问题”。但本次联储对于经济展望与上一次几乎没有变化。但从内容上来看，本次联储声明与上一次会议的相似度非常高，尤其是在经济描述部分几乎没有任何变化。这可能也与近期美国几个经济数据（就业、GDP、耐用品订单）表现良好有关，也与上一次做了充分的前瞻指引有关。**声明及鲍威尔事后的发言指向，未来的货币政策路径是开放的。**声明中对于未来的货币政策路径，联储声明未作出任何有倾向性的描述，只是表示将密切观察未来的经济状况。而在鲍威尔的发言中，更是强调了联储的独立性，称“这次降息只是一次中期调整，并非长周期降息周期的开始”，尽管之后又补充称“我也没有说这只是一次性的降息”，但是至少指向联储现在想表明的态度是未来货币政策的路径是开放的，这让市场非常失望。联储未放出进一步宽松的预期，使得市场大幅动荡。整体来看，尽管本次联储会议的行动完全符合预期。今年以来 G20 集团中已有 8 个经济体降息，而美国成为第一个加入本轮降息浪潮的 G4 国家，这也将为其他经济体的宽松带来更大空间。但联储对于未来利率路径的前瞻指引是模糊的，并没有给出进一步鸽派信号，这也让市场非常失望，美股大幅调整，美债日内也出现大幅波动，美元指数达到年内新高。

图 9 美国 PMI 指数

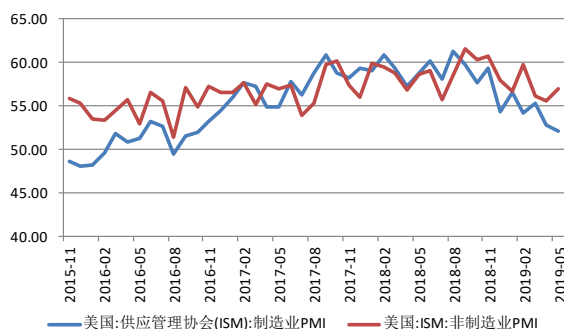
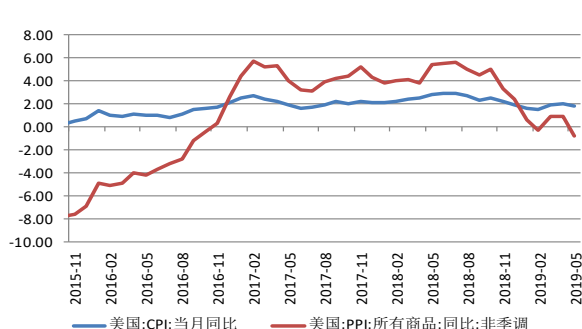


图 10 美国 CPI/PPI 走势

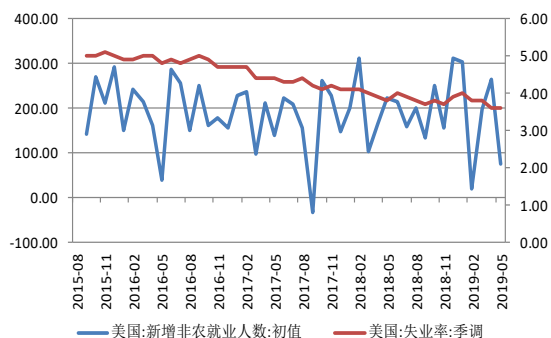


数据来源：Wind 大陆期货

数据来源：Wind 大陆期货

图 11 美国就业数据

图 12 美元指数数据



数据来源：Wind 大陆期货



数据来源：Wind 大陆期货

1.3 其他国家经济数据：

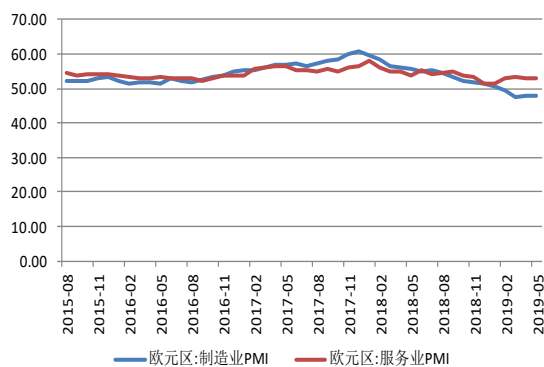
欧央行 7 月会议维持三大基准利率维持不变，修改利率前瞻指引，如期释放货币宽松预期。欧央行行长德拉吉对经济表述偏乐观，降息时点及 QE 计划不及预期。市场鸽派程度明显修正，欧元止跌反弹。预计欧央行 9 月重提存款分层利率系统以及 QE 的部分操作细节，未来分层降息值得期待，同时在 2020 年初重启 QE。

1. 欧央行如期释放降息预期，本次会议相对 6 月会议主要有三点变化：1) 修改利率前瞻指引，对利率前瞻指引的表述由“利率预计在 2020 年上半年之前保持在当前水平”修改为“利率预计在 2020 年上半年之前保持在当前或更低水平”，引入未来降息预期。2) 通胀表述变化，由“确保通货膨胀在中期内持续收敛到低于但接近 2%的水平”修改为“确保通货膨胀在中期内持续收敛于其目标值”，引入类似美联储的“对称通胀”说法，说明欧央行对通胀的容忍度上升。3) 加入了新的表述，强调“在更长时间内维持高度宽松政策的必要性”以及“授权相关欧元委员会研究如何加强其对政策利率的前瞻性指导、采取缓解措施，如设计存款分层利率体系，及潜在可能购买资产的规模和种类”。
2. 会议决议大体符合市场预期，但德拉吉的讲话鸽派程度不及预期。主要体现德拉吉在对经济形势的表达以及货币政策宽松程度的回应上。德拉吉强调了通胀、薪资、劳动力市场的积极进展，没有暗示很快的宽松时点和具体的 QE 计划。1) 对经济形势的预期偏乐观，多次提到薪资和劳动力市场依然强劲，对通胀的表述也高于预期。虽然德拉吉提及欧洲可能面临的贸易战、英国脱欧以及制造业恶化带来的经济下滑风险，但强调对欧洲的经济形势不应感到悲观，经济衰退的可能性非常低。同时多次提到薪资和劳动力市场依然强劲，对通胀的表述也高于预期，预计通胀水平在四季度回升。2) 下一步推行降息时点及 QE 计划不及预期，没有暗示很快的宽松时点和具体的 QE 计划。德拉吉虽然提到未来会有较大程度的货币宽松刺激，但由于市场已经预期 9 月降息以及后续可能推出的资产购买计划，因此在被问及具体计划时，德拉吉强调此次会议并未讨论降息以及新的资产购买计划，仅仅是授权相关委员会研究存款分层利率体系，以及潜在可能购买新资产的规模和种类。
3. 预计欧央行 9 月重提存款分层利率系统以及 QE 的部分操作细节，未来分层降息值得期待，同时在 2020 年初重启 QE。由于此次会议并未公布任何关于存款分层利率系统以及 QE 的部分操作细节的讨论，鉴于欧央行一贯谨慎的态度，可能会在 9 月份与市场沟通分层存款利率系统以及 QE 的下一步操作细节。同时考虑到欧央行的通胀目标制，决议也再次强调在“更长时间内维持高度宽松政策的必要性”以应对低于中期预期的通胀，因此

不排除 9 月在公布“存款利率分层”的同时直接通过存款分层降息。由于负利率对于银行的负面影响限制了欧央行直接降息的空间，在欧央行的货币政策工具中，后续相对更灵活的操作是资产购买计划。德拉吉在之前的讲话也再次提到资产购买计划还有相当大的发展空间，认为当前面临的态势正符合紧急情况的定义。9 月份议息会议更有可能出现更多关于下一步资产购买计划的规模与种类的相关细节，为之后重启 QE 做铺垫，预计大概率在 2020 年初重启 QE。

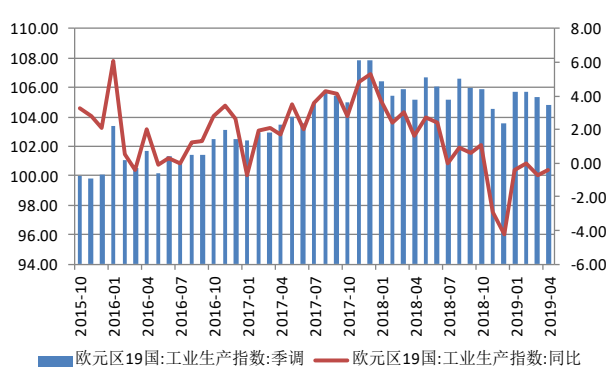
4. **美元指数 2019 年整体偏弱，后续欧元走势取决于两个预期差。**预计本周美元将维持震荡走势，短期走势需静待 7 月 31 日美联储议息会议决议，欧元在此期间走势也将维持相对强势。我们认为，2019 年下半年欧元兑美元汇率取决于两个预期差。一是欧洲与美国经济增长的预期差，欧美经济放缓已成共识，但只要欧洲没有超预期恶化，欧元相对美元就是边际利好；二是欧央行和美联储货币政策宽松程度的预期差，全球宽松周期正在酝酿，但欧央行和美联储货币条件不同，欧央行 2014 年至今维持“负利率”不变，相对于已经结束一轮加息周期的美联储，利率可操作空间较窄。因此 2019 年美元会相对走弱，我们依然维持美元指数 2019 年整体偏弱（运行区间 92-98）的判断。

图 13 欧元区 PMI 走势



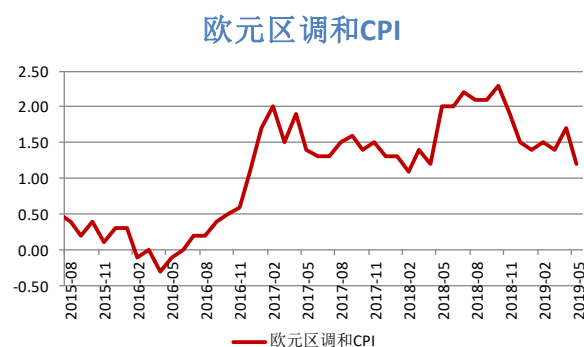
数据来源：Wind 大陆期货

图 14 欧元区工业生产指数



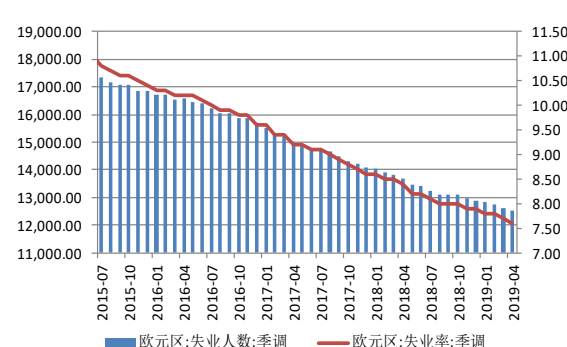
数据来源：Wind 大陆期货

图 15 欧元区 CPI 走势



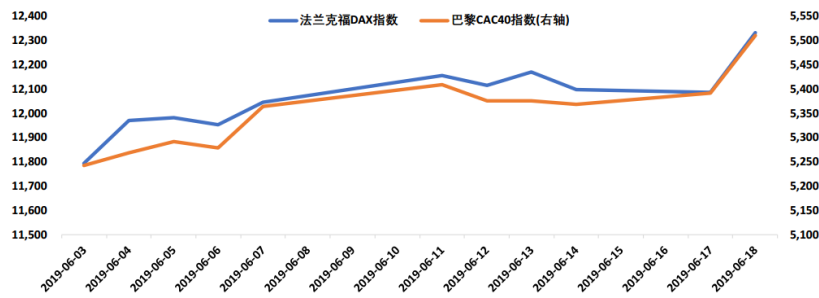
数据来源：Wind 大陆期货

图 16 欧元区就业数据



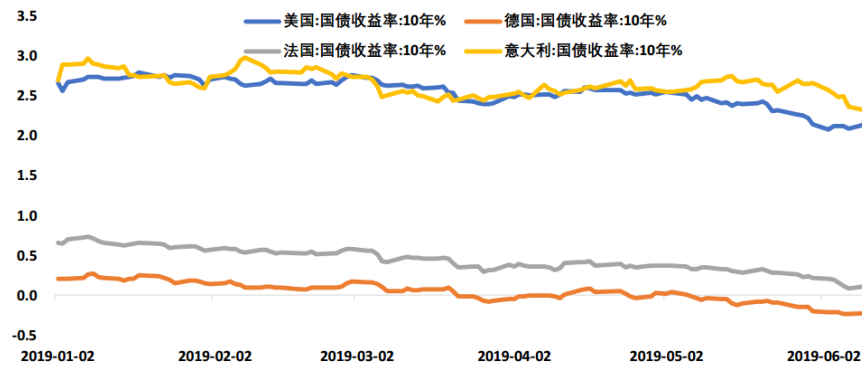
数据来源：Wind 大陆期货

图 17 欧洲股市指数



数据来源：Wind 大陆期货

图 18 美法德意国债收益率



数据来源：Wind 大陆期货

图 19 欧元兑美元汇率



数据来源：Wind 大陆期货

图 20 最近三次加息末期与首次降息联储表态

时间	决议	利率水平	会议声明表态
1997/3/25	加息 25BP	5.50%	需求持续强劲，增加通胀上行风险，对长期经济扩张构成侵蚀，加息。
1998/9/29	降息 25BP	5.25%	外部经济走弱，国内金融环境 less accommodative，降息。
2000/5/16	加息 50BP	6.50%	需求增速大于产出，可能加强通胀，进而侵蚀经济。通胀压力还将增加，降息
2000/6/28	维持	6.50%	总需求的扩张是适度的，尽管通胀有升压力，但生产率的提高对冲了部分商品价格压力，对经济表述乐观。
2000/8/22	维持	6.50%	基本与 6 月表述一致。
2000/10/3	维持	6.50%	同 6 月和 8 月，增加了油价上升的影响。
2000/11/15	维持	6.50%	油价尚未对价格产生明显影响，但可能提升通胀预期，通胀存在上行压力，但经济低于潜在增速。

2000/12/19	维持	6.50%	消费受拖累，但通胀上行风险因油价存在，按兵不动。
2001/1/3	降息 50BP	6%	销售和生产进一步走弱，消费者信心降低，金融市场部分条件收紧，高油价侵蚀购买力，降息。
2006/6/29	加息 25BP	5.25%	经济从强劲到适度，通胀上行压力，油价和商品价格上涨支撑通胀。
2006/8/8	维持	5.25%	经济从 quite strong 到 moderate，住房市场降温以及加息和能源价格上涨的滞后效应导致通胀上行，但预计未来通胀将温和上涨
2006/9/20	维持	5.25%	基本与8月一致。
2006/10/25	维持	5.25%	基本与8月一致。
2006/12/12	维持	5.25%	住房市场降温，经济增速回落，但预期未来温和扩张，通胀在上行，但程度温和，油价和通胀预期上行动力减少。
2007/1/31	维持	5.25%	对经济表述乐观。
2007/3/21	维持	5.25%	观望状态，住房部门调整，但整体经济仍在扩张。通胀似乎在上行。
2007/5/9	维持	5.25%	对经济未来展望乐观，判断核心通胀仍在回升。
2007/6/28	维持	5.25%	通胀压力的缓和还未被信服，仍然担心通胀的上行压力。
2007/8/7	维持	5.25%	准备降息：金融市场状况恶化，信贷条件收紧，不确定性增加对潜在的经济增长构成威胁。尽管当前经济表现尚可，但判断下行风险明显增加。信贷条件收紧，通胀预期仍然存在，金融市场的表现增加了经济展望的不确定性，
2007/9/17	降息 50BP	4.75%	降息。
2019/6/20	维持	2.50%	删去货币政策保持耐心的措辞，表态转为 appropriate

二、黄金本周走势

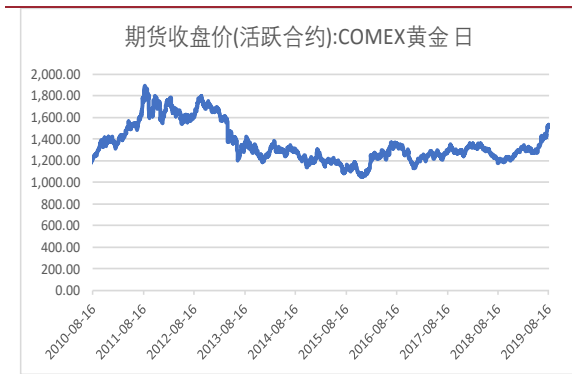
2.1 期货走势

本周贵金属走势尤为抢眼，Comex 黄金价格收盘于 1523.6 美金/盎司，Comex 白银价格收盘于 17.09 美金/盎司。黄金周 K 线涨幅已达 3.8% 左右，白银周 K 涨幅则在 5.8% 附近。主要受市场对贸易摩擦的担忧、地缘政治的不确定性以及全球经济增速放缓预期的影响，投资者涌向避险资产。

上周，世界黄金协会表示，全球黄金 ETF 和类似产品上月净流入 26 亿美元，持有量增加 52 吨至 2600 吨，这是 2013 年 3 月以来的最高水平。报告称“上个月的流量延续了 5 月中旬开始的积极趋势，因为不确定性上升，无论是经济问题，贸易紧张局势还是地缘政治风险，以及全球货币政策开始转向更加宽松的立场。”

另外，2019 年第二季度的全球黄金需求量为 1123 吨，同比上涨 8%。而上半年的需求总量则跃升至 2181.7 吨，创下三年来的新高。破纪录的央行黄金购买量是主要原因。全球各国央行在 2019 年第二季度买入了 224.4 吨的黄金，使得上半年的央行购金总量达到了 374.1 吨。在 19 年的季度历史数据中，这是全球官方黄金储备净增幅最大的上半年。更多的央行加入了购金的行列，主要为新兴市场国。

图 21 沪金收盘价



数据来源：Wind 大陆期货

图 22 COMEX黄金收盘价

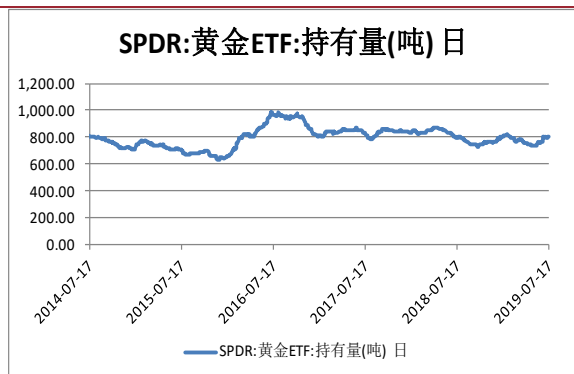


数据来源：Wind 大陆期货

2.2 持仓情况

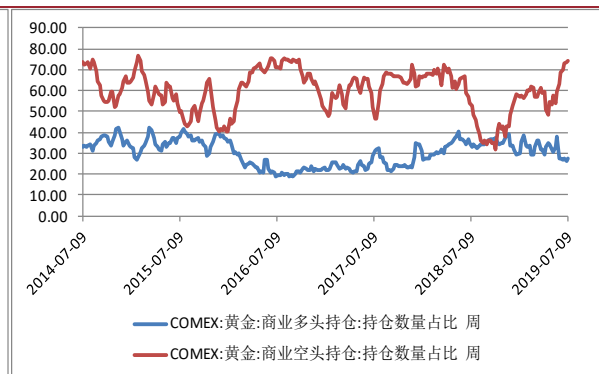
截止 2019 年 8 月 8 日，全球最大的黄金基金 SPDR Gold Shares 黄金持有量为 839.85 吨，较上周末增加 9.09 吨。同期，白银基金 iShares Silver Trust (SLV) 白银持有量为 11300.25 吨，较上周末增加 209.58 吨。

图 23 SPDR黄金持有量



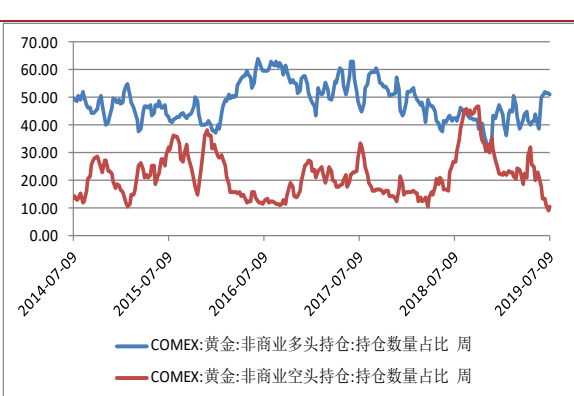
数据来源：Wind 大陆期货

图 24 COMEX商业多头空头持仓占比



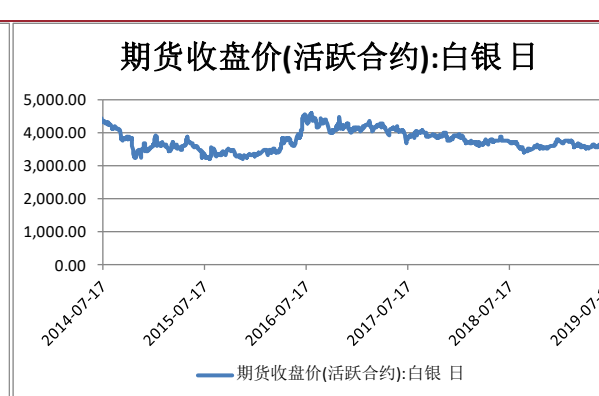
数据来源：Wind 大陆期货

图 25 COMEX商业多头空头持仓占比



数据来源：Wind 大陆期货

图 26 沪银收盘价



数据来源：Wind 大陆期货

图 27 COMEX银收盘价

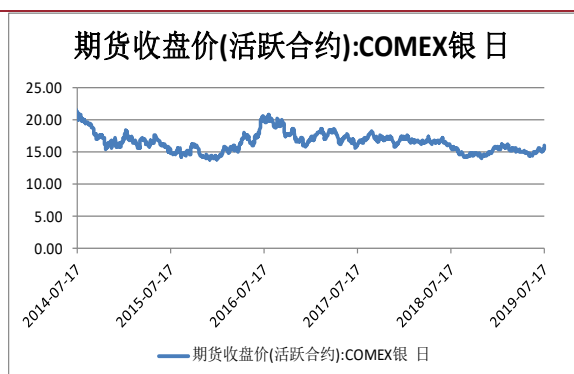
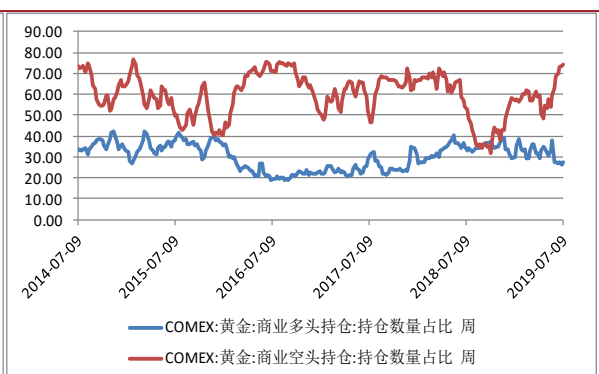


图 28 COMEX商业多头空头持仓占比

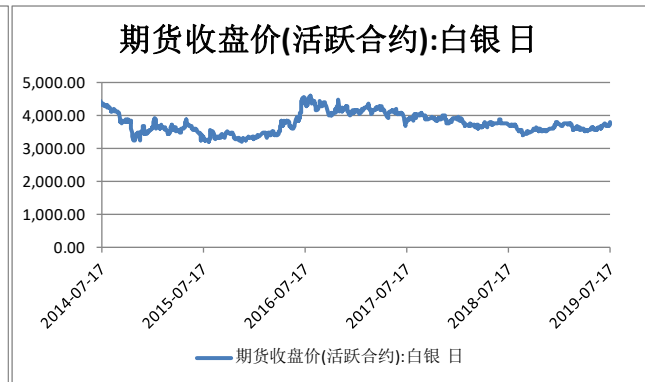
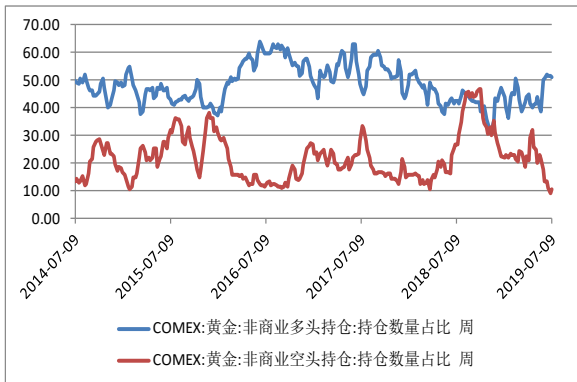


数据来源：Wind 大陆期货

数据来源：Wind 大陆期货

图 29 COMEX商业多头空头持仓占比

图 30 沪银收盘价



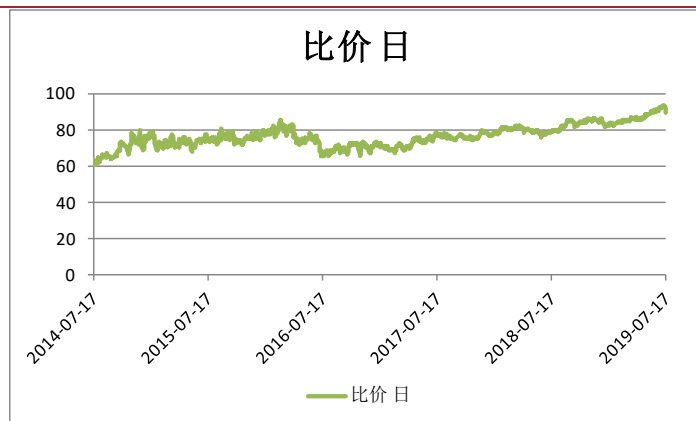
数据来源：Wind 大陆期货

数据来源：Wind 大陆期货

2.3 套利机会

如果从商品属性的角度看白银，不论是 comex 的库存还是注册仓单比，白银并不一定具有比黄金更强的上涨动能。但是要注意的问题是，白银是波动率和投机属性都比较强的品种，资金控盘的影响也比较大。白银定价可以走库存路径，也可以走波动率路径。而且从白银今年的 Contango 期限结构看，也比去年中和去年底要平缓，这也就意味着空头持仓的意愿就不会那么强，不像去年 3 季度可以出现那么长时间的净空。此外，从金银比和美债长短端利差的走势看，2008 年之后，二者走势呈反向关系，这其实也说明贵金属现在定价走的是利率预期路径。后面如果联储降息周期持续，那么金银比确实有往下修复的空间，白银上涨的动能可能也会强于黄金。

图 31 COMEX金银比价



数据来源：Wind 大陆期货

2.4 综合分析

美国7月的零售月率增长0.7%高于预期，部分缓解了市场对于衰退的担忧，美元走高给予美元计价金银价格一定压力。但市场做多情绪浓厚，全球经济衰退风险和贸易环境恶化仍然是市场主要关注点，风险事件频出下避险情绪高涨推动黄金，市场在风险激化之际可能演绎“风险事件提升经济下行风险-市场提前反应宽松预期-央行妥协于-再度加码宽松力度”的逻辑。市场越来越相信美联储会屈服于市场和特朗普的压力在今年推出超出预期的宽松政策。从利率市场上看，目前市场对于进一步货币宽松政策的计价实际已经相对完全，但是金银的价格弹性要好于债券，因此有继续上行的可能。避险情绪降温 and 黄金的CFTC投机者净多头表现的多头拥挤状态可能给黄金带来一定的回调压力。但是市场中长看期涨热情高涨下完全有可能以当前水平位的震荡走势代替回调行情，因此不宜参与回调做空，但未来上下行波动都会加大，建议降低多头仓位以避免波动，整体仍以多头思路对待。

操作建议：回调买入，择机入场或者多单继续持有

做多渠道：一做多黄金白银期货，二做多黄金白银股票，三做多纸黄金

联系我们

大陆期货研究所

地址：上海市徐汇区凯旋路 3131 号明申中心大厦 26 楼

电话：021-54071958



微信：DLQH-YJS



大陆期货研究所

免责声明

本报告的信息均来源于已公开的资料，公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。且报告并不能完全阐述出市场变动的所有影响因素，期货市场相关品种波动剧烈，存在较大的不确定性与投资风险，我们也无法就市场行情做出确定性判断，报告中的信息或提供的投资建议并不构成期货品种买卖的依据，由于该报告编写时融入分析师个人观点，并不代表上海大陆期货公司的立场，请谨慎参考。投资者必须认识到期货交易是一种高风险的经济活动，我公司不承担因根据本报告所进行的期货买卖操作而导致的任何形式的损失，一切买卖风险自负。

另外，本报告版权仅为上海大陆期货公司所有，未经我公司允许批准，本报告不得以任何形式传送、翻版、复印、刊登、发表或派发此报告的材料、内容予以其他任何人，或投入商业使用。如引用、刊发，须注明出处为上海大陆期货公司，且不得有悖本报告原意的引用、删节、修改。