



全球或同步紧缩货币，贵金属恐将持续承压

投资咨询研究部 李晓彬
电话：020-22827814

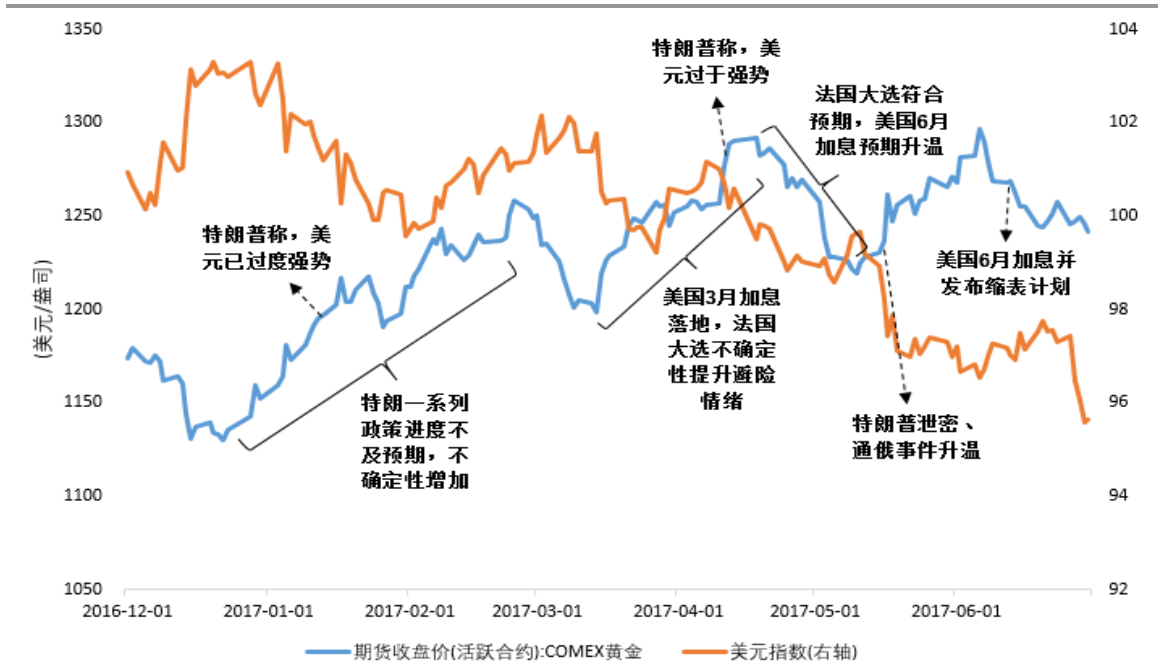
核心观点

- 在下半年全球可能同步紧缩货币的背景下，全球债券收益率的攀升正削弱非付息资产贵金属的吸引力，贵金属或将持续承压。虽然希腊债务问题、英国脱欧谈判、特朗普政策的不确定性等风险点或对市场的避险情绪会有所刺激，但避险所驱动的贵金属上涨或将只是短暂的反弹，且反弹的幅度或将一次弱于一次。
- 三季度，沪金主力合约可在（271, 277）区间进行卖出建仓，止盈区间（259, 266），止损区间（279, 281）；沪银主力合约可在（3850, 4030）区间进行卖出建仓，止盈区间（3580, 3760），止损区间（4075, 4120）。
- 四季度，沪金主力合约可在（274, 284）区间进行卖出建仓，止盈区间（257, 267），止损区间（287, 290）；沪银主力合约可在（3876, 4100）区间进行卖出建仓，止盈区间（3540, 3764），止损区间（4156, 4212）。
- 三季度末和四季度末，贵金属或有短暂的反弹机会，可谨慎参与。

一、2017年上半年金价走势：避险助推金价震荡走高

受避险情绪推动，2017年上半年金价总体呈震荡上行态势，伦敦现货黄金上涨7.17%，COMEX黄金上涨7.76%。

图1：2017年上半年影响金价走势的主要事件



数据来源：倚天财经，COMEX，广金期货

2017年年初，在中国春节消费旺季的带动下，低吸买盘对金价起到提振作用。与此同时，特朗普的“禁穆令”、医改法案先后遇挫，使得市场对特朗普政策的不确定性担忧升温，刺激金价进一步反弹。虽然美联储3月议息会议前夕，金价承压回调，但在3月加息落地后，法国大选的不确定性再次使得避险情绪升温，金价重回升势。但随着法国大选的顺利推进，避险情绪逐渐消散，市场焦点转向美联储6月的加息行动，使得金价再度承压。5月中下旬，特朗普意外深陷“通俄门”和“泄密门”成了金价的“救星”，市场避险情绪再度升温。直到6月上旬，前FBI局长科米在美国参议院情报委员会公开作证后，市场对特朗普遭弹劾的担忧才显著下降，且随着美联储6月的鹰派加息并提前发布缩表计划，金价重回下行通道。

二、下半年全球或同步紧缩货币，金价恐将持续承压

在美联储6月鹰派加息且提前发布缩表计划后，欧央行、英央行和加拿大央行的行长先后表态即将收紧货币政策，刺激了欧美国债收益率的上行，使得非付息资产贵金属的吸引力降低，贵金属的价格也因此而持续承压。

(一) 美联储9月启动缩表，12月进行年内第3次加息？

1. 年内第3次加息预期推后

虽然从3月开始，美国的核心通胀水平再度走弱，且美联储对通胀疲软的担忧有所加剧，但在6月的议息会议上，美联储依然宣布加息25个基点（年内的第2次加息），而且FOMC委员们还预计，联邦基金利率2017年年底预期为1.4%。这意味着美联储年内还有一次加息。

图2：美国新增非农就业人数

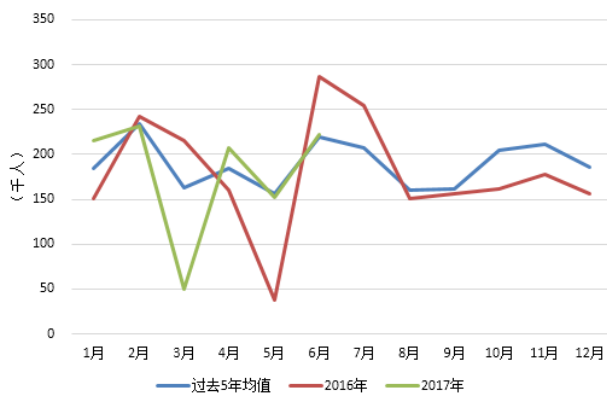
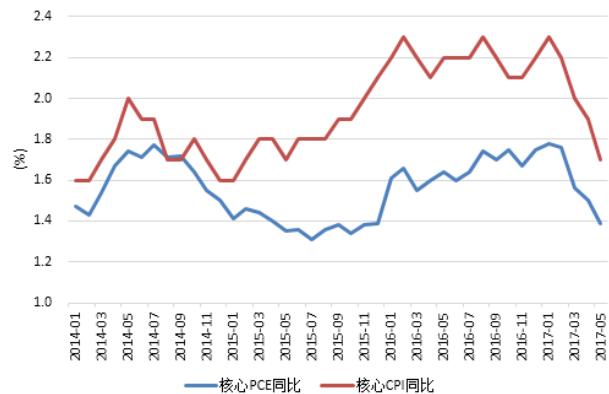


图3：美国核心通胀率



数据来源：美国劳工部，广金期货

数据来源：美国经济分析局，美国劳工部，广金期货

虽然有部分美联储官员认为现有的低通胀环境并不适宜快速加息，但美联储主席耶伦表示，有留意到数个核心通胀率数据疲软，而这可能是受到暂时的因素影响，将会密切监控通胀走势。

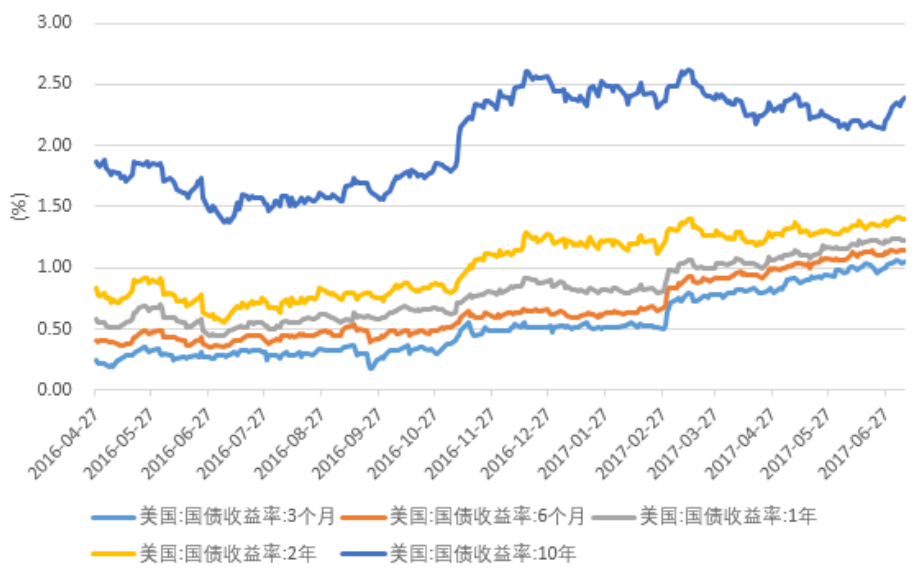
从目前情况来看，市场预期年内的第3次加息将发生在12月（截至7月13日，CME数据显示，12月加息概率为59.1%，而7、9、11月加息的概率均不超过16%）。不过从时间点上来看，9月加息的概率尚未能完全排除，因为在9月议息会议前，美联储将拿到6、7、8三个月的通胀数据，而数据的结果或将显著影响市场的预期。

2. 缩表可能相对较早启动

美联储在6月的议息会议上除了宣布加息，还公布了缩表计划。美联储预计今年起开始缩表，起初每月缩减60亿美元国债、40亿美元MBS；缩表规模每季度增加一次，直到达到每月缩减300亿美元国债、200亿美元MBS为止。预计美联储缩表后，资产负债表规模将由当前的4.5万亿美元缩减至2万亿-2.5万亿美元。而根据纽约联储7月10日发布的报告，美联储资产负债表将在2020年-2023年之间正常化，取决于长期资产负债表的规模，在中等情况下，投资组合将在2021年第四季度正常化，届时其证券投资组合预计为2.9万亿美元。

值得注意的是，耶伦表态，若经济进展符合预期，可能会相对较早实施缩表计划，而且缩表可能会在利率正常化结束之前进行。随后，越来越多的美联储票委也暗示，缩减资产负债表的行动可能比今年的第3次加息来得早，而9月可能是启动缩表的时机。在缩表的预期下，美债的收益率稳步走高，贵金属则表现疲软。

图 4: 美国国债收益率



数据来源：美联储，广金期货

（二）欧元区通缩因素已被通货再膨胀因素所取代

欧元区的经济增长动能正在变强。自 2016 年 9 月以来，欧元区不管是制造业 PMI 还是综合 PMI，均在景气水平上持续攀升。这也促使欧央行在 6 月 8 日的利率决议上，将经济增长面临的风险评估由下行调整至大体平衡，并将欧元区的经济增长预期稍作上调（2017 年 GDP 增速预期由 1.8% 调至 1.9%，2018 年由 1.7% 调至 1.8%，2019 年由 1.6% 调至 1.7%），此外还排除未来可能进一步降息的可能。美中不足的是，受能源价格等因素的影响，欧元区通胀并没有加速迹象，而且欧央行在 6 月 8 日的利率决议上全线下调了 2017-2019 年欧元区的通胀预期（2017 年通胀预期由 1.7% 调至 1.5%，2018 年由 1.6% 调至 1.3%，2019 年由 1.7% 调至 1.6%）。

图 5: 欧元区 PMI



数据来源：Wind，广金期货

图 6: 欧元区通胀率



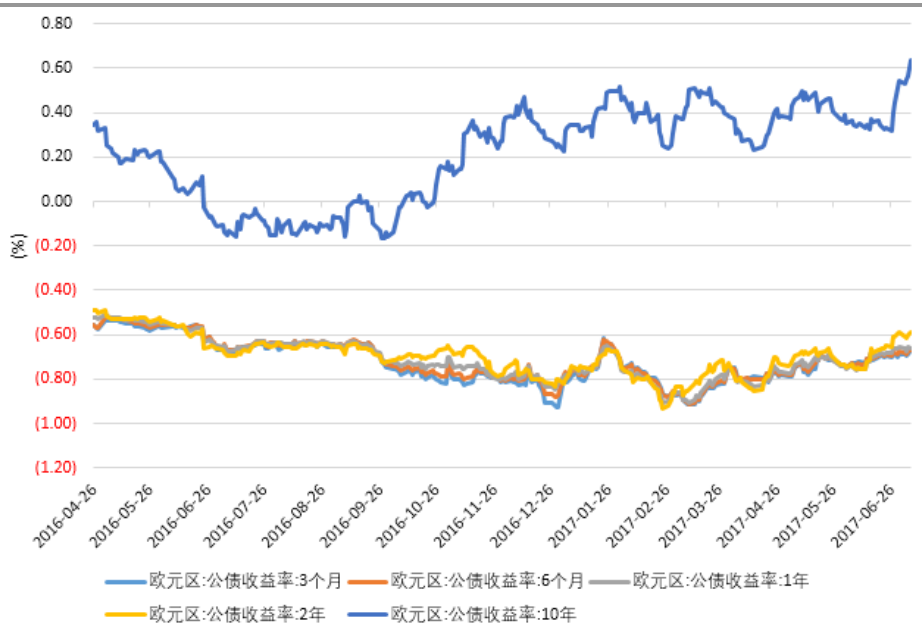
数据来源：欧盟统计局，广金期货

不过欧央行行长德拉吉 6 月 27 日的讲话却令市场颇感振奋：目前所有迹象都表明欧元区的复苏步伐正在加强，且范围正在扩大，通缩因素已被通货再膨胀因素所取代。这令市场对欧央行退出非常规宽松政策的预期进一步升温。

虽然德拉吉一直声称，仍需要很大程度的货币宽松，才能让通胀动能持久、自我持续。

但考虑到欧元区当前经济基本面持续向好，且若按照当前的购债速度，欧央行QE购买的德国国债或将在10月份超过欧央行QE债券持有量的33%这一上限，这降低了欧元区明年继续维持QE的可能性。市场猜测，欧央行可能最早从今年秋天开始进一步缩减购债规模。预计随着市场对欧央行退出非常规宽松政策预期的升温，金价或将受到压制。

图7：欧元区公债收益率



数据来源：欧洲央行，广金期货

（三）英国释放收紧货币信号，加拿大已追随美联储行动

图8：英国国债收益率



数据来源：英国央行，广金期货

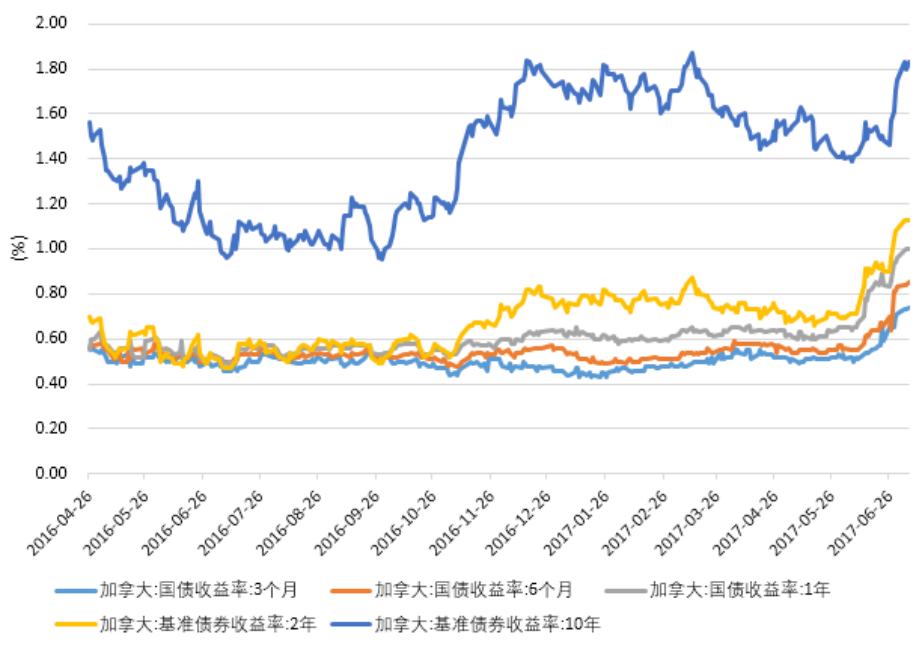
在欧央行行长德拉吉宣布欧元区通缩因素已被通货再膨胀因素所取代后，英国央行行长

卡尼和加拿大央行行长波罗兹也先后释放鹰派信号。

6月28日，英央行行长卡尼的立场意外转鹰，称决策层已明确对通胀超过目标容忍度有限，在一定条件下有必要移除部分刺激，并表示英国央行货币政策委员会的辩论将围绕在未来几个月内提高利率。同日，加拿大央行行长波罗兹称，加拿大经济增速正在稳步消化过剩的产能，暗示不再需要低利率。

7月12日，加拿大央行如市场预期将基准利率上调25个基点至0.75%，为2010年以来首次加息，这也使得加拿大央行成为追随美联储进入加息轨道的第一家主要央行。同美联储一样，加拿大央行认为通胀疲软大部分是暂时的。此外，加拿大央行在利率决议声明中称，当前前景保证加拿大央行撤除部分货币刺激措施。

图9：加拿大国债/基准债收益率



数据来源：加拿大央行，广金期货

(四) 日本货币政策面临被动紧缩压力

自2016年9月日本央行将货币政策框架调整为维持短期利率在负区间和稳定长期利率在0%以上正值以来，日本央行并未改变每年80万亿日元的购债承诺。随着新框架运行平稳，日本央行已开始以较少的资产购买规模达到控制利率的目标，从而在事实上削减资产购买规模。据统计，日本央行5月份只购买了7.89万亿日元的国债，若照此购债速度，今年日本央行的总购债规模将为55万亿日元。日本央行行长近期也承认，日本央行目前每年的债券购买规模仅为60万亿日元。

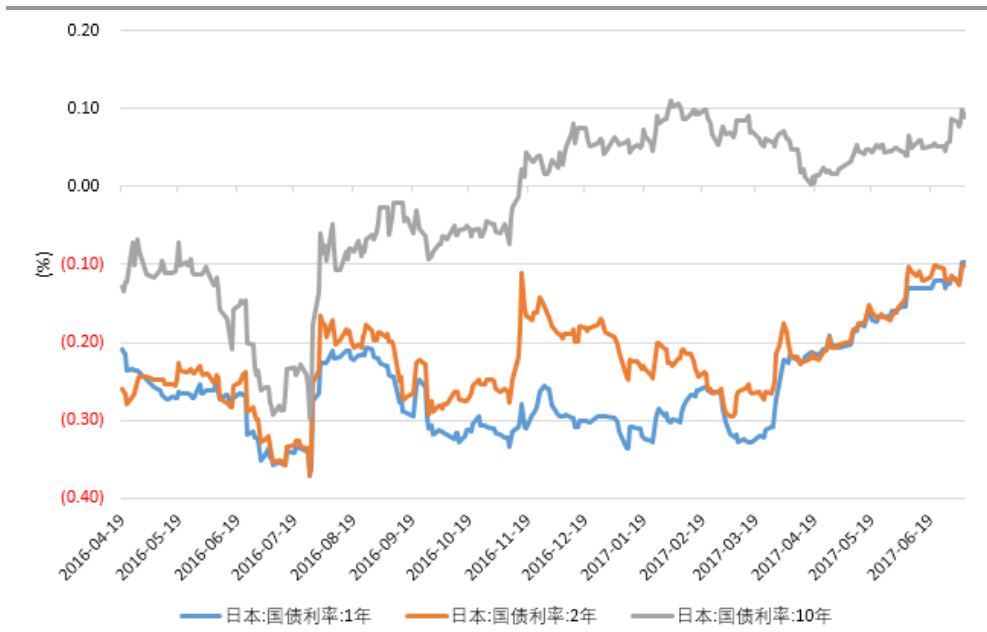
不过在6月中下旬以来全球国债收益率攀升的背景下，7月7日，日本央行却宣布以0.11%的固定利率从市场购买无限量10年期国债，似乎发出不会加入全球紧缩队伍的强烈信号。但实际上这只是日本央行国债购买操作的一个微调，而不是货币政策方向的改变。名义上号称“无限量购买”，但实际并非无限量。这种固定利率的操作以拍卖的形式进行，即日本央行只是提供一个固定的拍卖利率，至于有多少投资者参与这个拍卖以及愿意卖多少国债给日本央行，则由投资者自己决定。

日本央行目前已经持有约45%的日本国债，如果按照每年80万亿的购买速度，到2018



年底日本央行将持有约 70% 的日本国债，这将使得日本国债市场的流动性变得更差。以 7 月 7 日日本央行的操作为例，最终结果是没有任何一个投资者参与投标。在欧美央行即将转向缩减货币刺激之际，日本央行或难“独善其身”，其货币政策将面临被动紧缩的压力。

图 10：日本国债利率



数据来源：日本财务省，广金期货

三、避险因素对金价的驱动或将弹性减弱

虽然下半年仍存在部分风险点，或对市场的避险情绪会有所刺激，但在全球货币政策转向紧缩的背景下，金价因避险所驱动的上漲或将只是短暂的反弹，且反弹的幅度或将一次弱于一次。

(一) 欧洲风险因素仍存

上半年欧洲经历了法国大选、英国提前大选，但并未出现“黑天鹅”。下半年欧洲的政治风险已明显下降：9 月德国将举行大选，但现任总理默克尔连任概率较高；而此前颇令市场担忧的意大利五星运动党，却在 6 月中旬的地方选举中惨败，无法晋级第二轮决选投票，使得意大利脱欧的风险大大降低。接下来可重点留意希腊债务问题及英国的脱欧谈判。

希腊方面，其债务的可持续性仍存疑。虽然 6 月 15 日，IMF 与欧元集团达成一致，均履行对希腊债务减免的承诺，帮助希腊避免在 7 月偿还 70 亿欧元公债可能的违约。不过 IMF 认为在希腊债务问题上仍需做更多的努力，其对希腊的贷款将要视债务减免状况而定。而欧央行行长德拉吉亦称，在债务措施的细节被充分公布之前，对希腊国债的可持续性依然存在严重的担忧。

英国脱欧谈判方面，虽然英国和欧盟已同意将涉及公民权利、财政结算和其他若干单独问题作为初步谈判主题，并暂定在 7 月 17 日、9 月 18 日和 10 月 9 日三周进行谈判，但英国

与欧盟间的分歧或将为市场带来不小的波动性，且欧洲经济对英国脱欧的现实或尚未作出回应，这均为英国脱欧的前景蒙上阴影。

（二）特朗普政策落实情况颇令市场失望，且涉俄风波尚未平息

年初以来，特朗普的一些列政策的落实进度均不及预期：奥巴马医保替代法案已接连遇挫，税改方面预计耗时要远远高于医改的耗时，基建计划则“雷声大雨点小”。这使得年前的“特朗普交易”演变成“逆特朗普交易”。此外，9月30日前，美国国会两党还需就债务上限达成协议，否则美国政府将再度陷入关门危机。

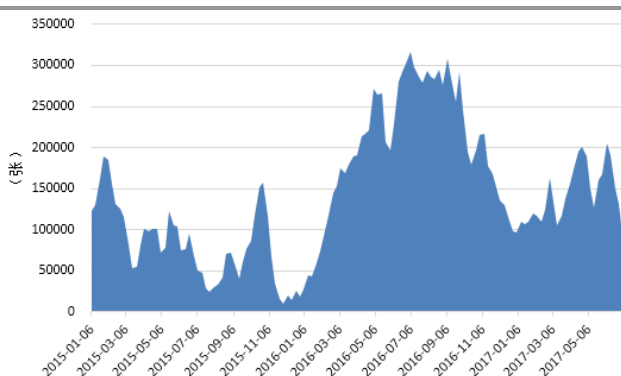
而除了政策推进缓慢外，政治上，特朗普还深陷“通俄”的风波中。6月上旬，特朗普“通俄门”事件暂时趋于平复，使得市场避险情绪大幅降温。但7月11日，随着特朗普长子在公布的电邮中透露大选期间接触俄罗斯人士的细节，使得特朗普“通俄门”危机重燃。美国众议院情报委员会民主党领袖称，特朗普儿子邮件表明俄罗斯政府希望向特朗普团队提供信息，众议院情报委员会将采访所有与特朗普儿子和俄罗斯律师会议相关的人员，希望特朗普儿子前来作证。后续仍需留意该事件的进展，并关注市场情绪的转变。

四、投机性持仓大幅下滑，实物买盘支撑暂弱

从持仓数据来看，自欧美央行陆续表态转向货币紧缩后，贵金属的投机性多头正大举抛售持仓。

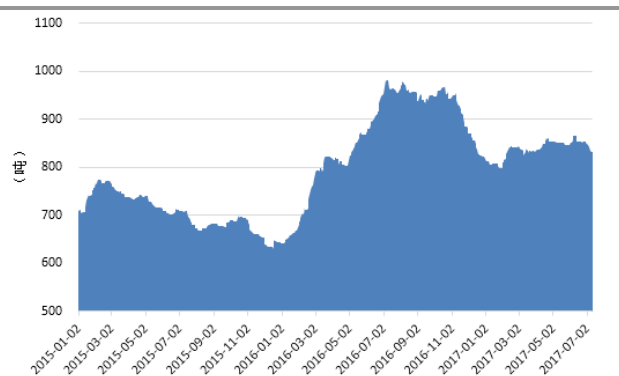
截至7月3日，COMEX黄金的非商业净多头持仓降至93799张，刷新年内低点，较6月初的204465张降幅高达54.12%。此外，截至7月12日，SPDR黄金ETF的持仓减少至832.39吨，较6月中上旬的高点（867吨）下滑近4%。

图 11: COMEX 黄金非商业净多头持仓



数据来源：CFTC，广金期货

图 12: SPDR 黄金 ETF 持仓量

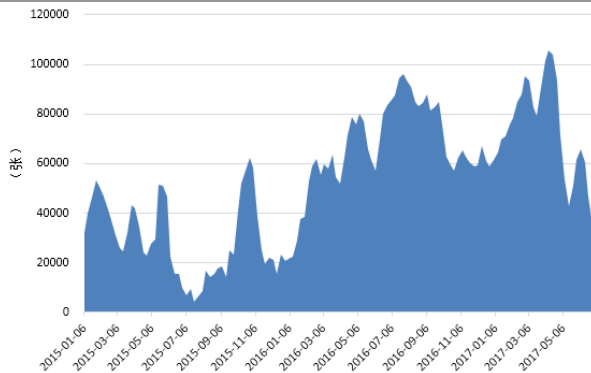


数据来源：SPDR，广金期货

白银方面，截至7月3日，COMEX白银的非商业净多头持仓降至26275张，同样刷新年内低点，较6月初的65941张降幅高达60.15%。不过iShares Silver Trust白银ETF持仓量自7月初以来却呈增长态势，特别是在7月7日白银闪崩后，持仓量有明显增加，或是低吸买盘介入。截至7月12日，白银ETF持仓量升至10855.49吨。

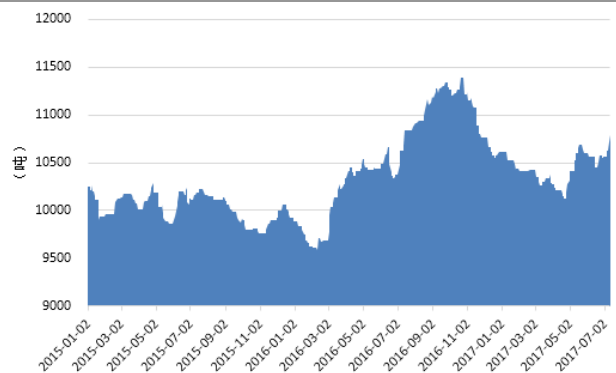


图 13: COMEX 黄金非商业净多头持仓



数据来源: CFTC, 广金期货

图 14: SLV 白银 ETF 持仓量



数据来源: iShares Silver Trust, 广金期货

实物需求方面, 夏季是黄金传统需求淡季, 而当前贵金属的价格对于低吸买盘来说还缺乏吸引力, 预计要到四季度末, 中印的节假日消费需求或才会给贵金属带来改善。值得注意的是, 作为黄金消费大国之一的印度, 从7月1日起将会用简单的商品和服务税(GST)来替换之前复杂的税制。这将使黄金消费者面临更高的税率(原先 10%的关税未受影响, 但原先 1%的货物税和 1.2%的增值税将被替换为 3%的 GST 税)。在新税法即将实施之际, 印度不少交易商都在囤积黄金库存以防新税法下被征收更高的珠宝税。这刺激印度 5 月的黄金进口量较去年同期激增 3 倍有余(2016 年 5 月进口量为 25.3 吨, 2017 年 5 月进口量为 103 吨)。但此盛况或在下半年难以持续。税收提高后, 印度的黄金消费需求短期或将受到冲击。此外, 印度还对黄金进口做出新的规定, 没有通过印度标准局授权的炼厂将禁止进口黄金。而目前印度 31 家大炼厂中只有 3/4 取得认证, 其余预计在审查后需要 3-4 个月才能获得认证。

五、后市展望

在下半年全球可能同步紧缩货币的背景下, 全球债券收益率的攀升正削弱非付息资产贵金属的吸引力, 贵金属或将持续承压。虽然希腊债务问题、英国脱欧谈判、特朗普政策的不确定性等风险点或对市场的避险情绪会有所刺激, 但避险所驱动的贵金属上涨或将只是短暂的反弹, 且反弹的幅度或将一次弱于一次。

具体操作上可作如下安排:

操作时间	操作标的	操作方向	建仓区间	止盈区间	止损区间
2017Q3	沪金主力合约	卖出	(271, 277)	(259, 266)	(279, 281)
	沪银主力合约	卖出	(3850, 4030)	(3580, 3760)	(4075, 4120)
2017Q4	沪金主力合约	卖出	(274, 284)	(257, 267)	(287, 290)
	沪银主力合约	卖出	(3876, 4100)	(3540, 3764)	(4156, 4212)

注: 3 季度末和 4 季度末或有短暂的反弹机会, 可谨慎参与。



六、风险提示

特朗普涉俄风波再度激发市场避险情绪。
全球央行同步货币紧缩导致股市出现较大幅度调整，激发市场避险情绪。
全球央行货币紧缩延后。
德国选举或意大利选举出现“黑天鹅”。
中东、朝鲜半岛局势激化。
人民币贬值刺激内盘贵金属较外盘溢价。

免责声明：

本报告中所引用的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的完整性和准确性不做任何保证，也不保证所载的信息与建议不会发生任何改变。我公司力求保证研究报告的客观性和公正性，但报告中的观点、结论与建议仅供参考，报告中出现的信息或建议并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策均与本公司和作者无关。本报告版权仅为广州金控期货有限公司所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式刊载或转发。