

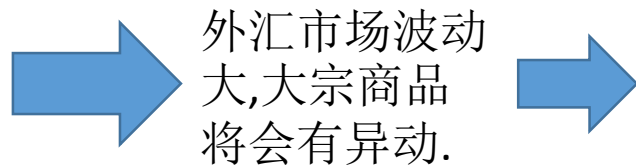
主要央行7月动态及 “黑天鹅”提醒

东方期货研究院 张一心



提要：大环境下的外汇和黄金走势预测

- **美联储：**加息预期不明朗，新总统还未知
- **日本央行：**开始加大经济刺激规模
- **英国央行：**大规模经济刺激即将开启
- **欧洲央行：**英国脱欧后续影响陆续开始
- **澳联储：**降息之门开启



外汇	
美元	美元短期可能走低，总统大选如果出现黑天鹅将会对汇率造成重大贬值。
英镑	降息和加大刺激规模打压英镑
日元	大规模刺激计划会使得日元短期失去上涨动力，但是长期看多。
欧元	欧洲经济刺激计划短期不变，但谁汇率势必受到英镑拖累。
澳元	降息预期和较差的经济数据打压了澳元走强。
大宗商品	
黄金	世界经济不稳定性会让黄金有再次表现的机会。建议逢低做多。

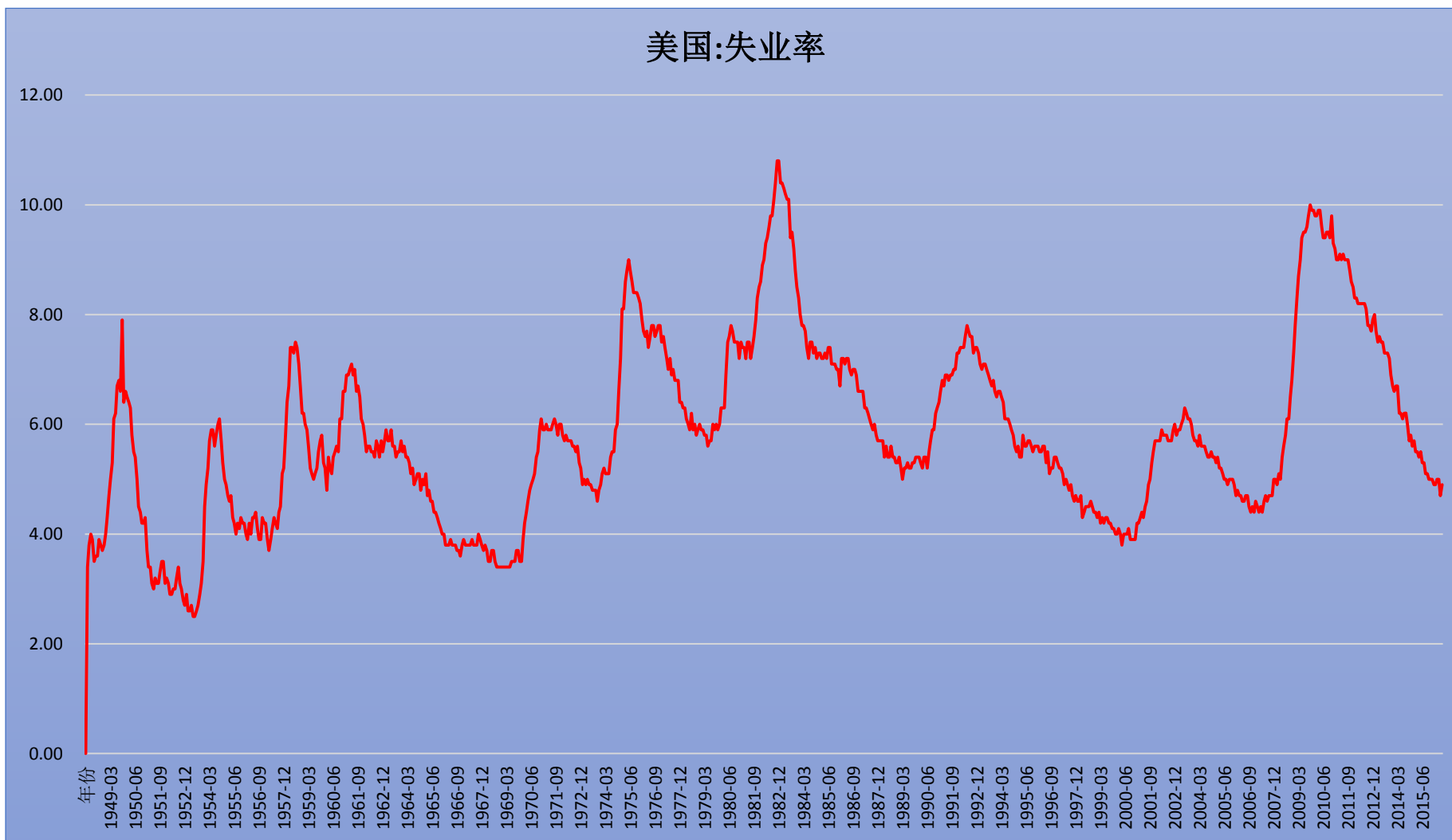
各大央行7月利率会议结果



央行	利率	决议结果	量化规模	下次会议纪要时间	下次会议纪要预测	量化规模
美联储	0.25%-0.50%	维持		9月22日02:00	维持	
中国央行	1.50%	维持			有降息降准的预期	
欧洲央行	-0.40%	维持	维持资产购买规模800亿欧元	9月8日	维持	维持资产购买规模800亿欧元
英国央行	0.50%	维持	维持资产购买规模3750亿英镑	8月4日19:00	下降25基点	维持资产购买规模3750亿英镑
日本央行	-0.10%	维持	a.将ETF购买规模从3.3万亿日元扩大至6万亿日元。 b.将美元贷款计划规模扩大一倍至240亿美元。 c.创立一种向金融机构借出日本国债的工具，以便让日本国债成为美元资金供应操作的质押品。	9月21日	下降	可能有更大规模的经济刺激计划。
澳大利亚央行	1.50%	下降		8月2日12:30	维持	
新西兰央行	2.25%	维持		8月11日15:30	下降25基点	
瑞士央行	-0.75%	维持		9月15日15:30	维持	
加拿大央行	0.50%	维持		9月7日22:00	维持	

- 纪要称:6月人劳动力市场比较强势,经济活动温和扩张。薪水和其他劳动力市场指标指出一些劳动力利用率的增加在近几个月里。家庭指出增长强劲但是商业固定投资较为弱势。通胀继续在低于2%的长期目标中运行, 由于能源价格和非能源进口品的下降。基于市场方式的通胀补偿仍偏低, 大部分基于调查方式的长期通胀预期在近几个月有微小的改变。
- 美联储目标旨在促进充分就业和物价稳定。美联储当前预计随着逐步调整货币政策的立场, 经济活动将会温和扩张, 劳动力市场指标将会强势。通胀预期会保持低位在未来,部分原因是由于先期能源价格的下降, 但是中期来看, 最终通胀将会升至2%因为前期能源和进口品的价格下降的短期影响的驱散和劳动力市场在未来的强势。近期经济的奉献展望已经减少。美联储持续紧密地观察通胀指标和全球经济和金融发展进度。

美国失业率：趋于稳定，符合加息标准。

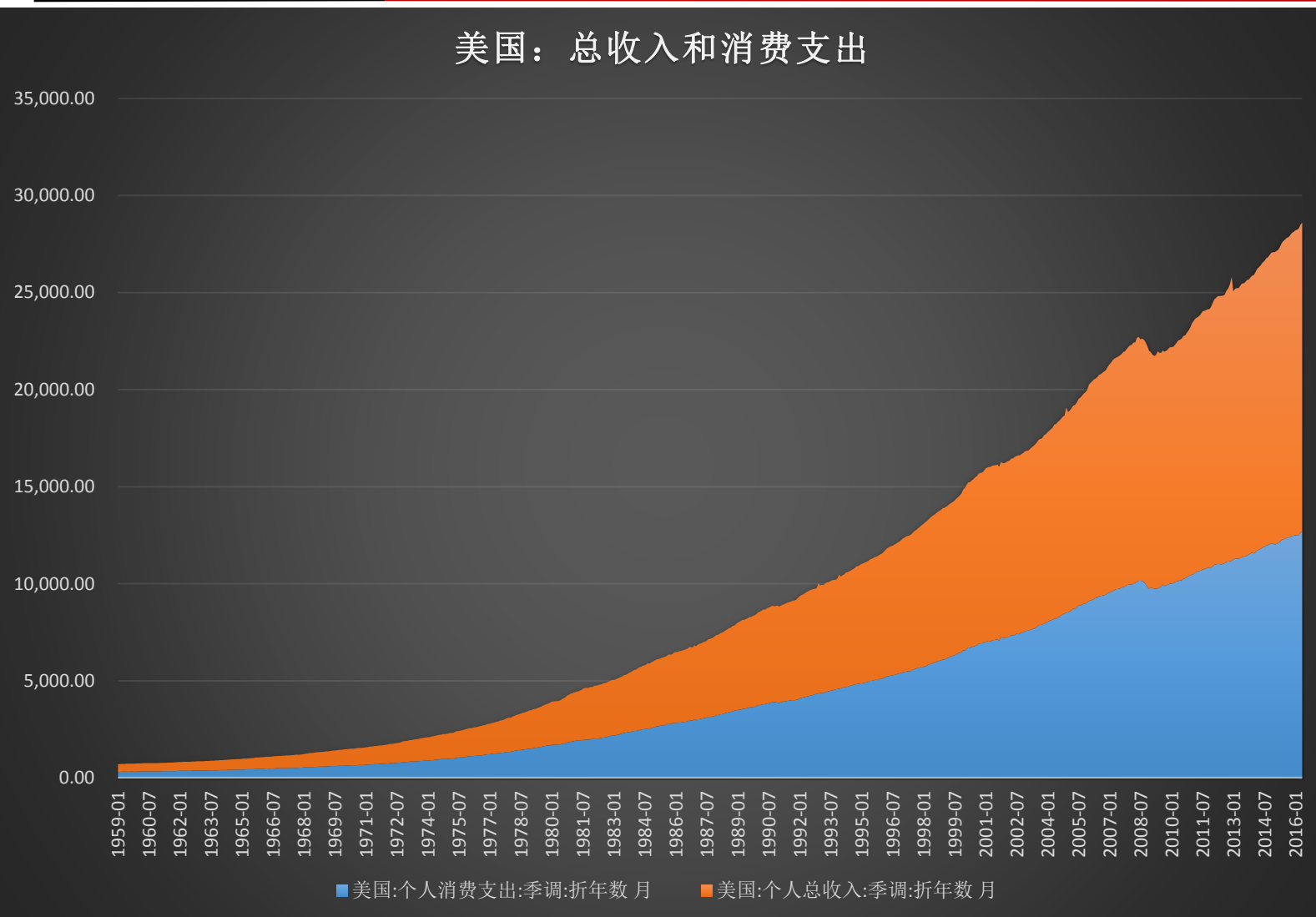


时间	失业率 (%)
2015-01	5.70
2015-02	5.50
2015-03	5.50
2015-04	5.40
2015-05	5.50
2015-06	5.30
2015-07	5.30
2015-08	5.10
2015-09	5.10
2015-10	5.00
2015-11	5.00
2015-12	5.00
2016-01	4.90
2016-02	4.90
2016-03	5.00
2016-04	5.00
2016-05	4.70
2016-06	4.90

美国失业率从2010年6月开始逐月下降，在2015年8月开始失业率逐步稳定在5%，在今年5月时候创下过最好的失业率4.7%，美联储加息预期尚存，可能会延后。

总收入与消费支出比重逐月转多

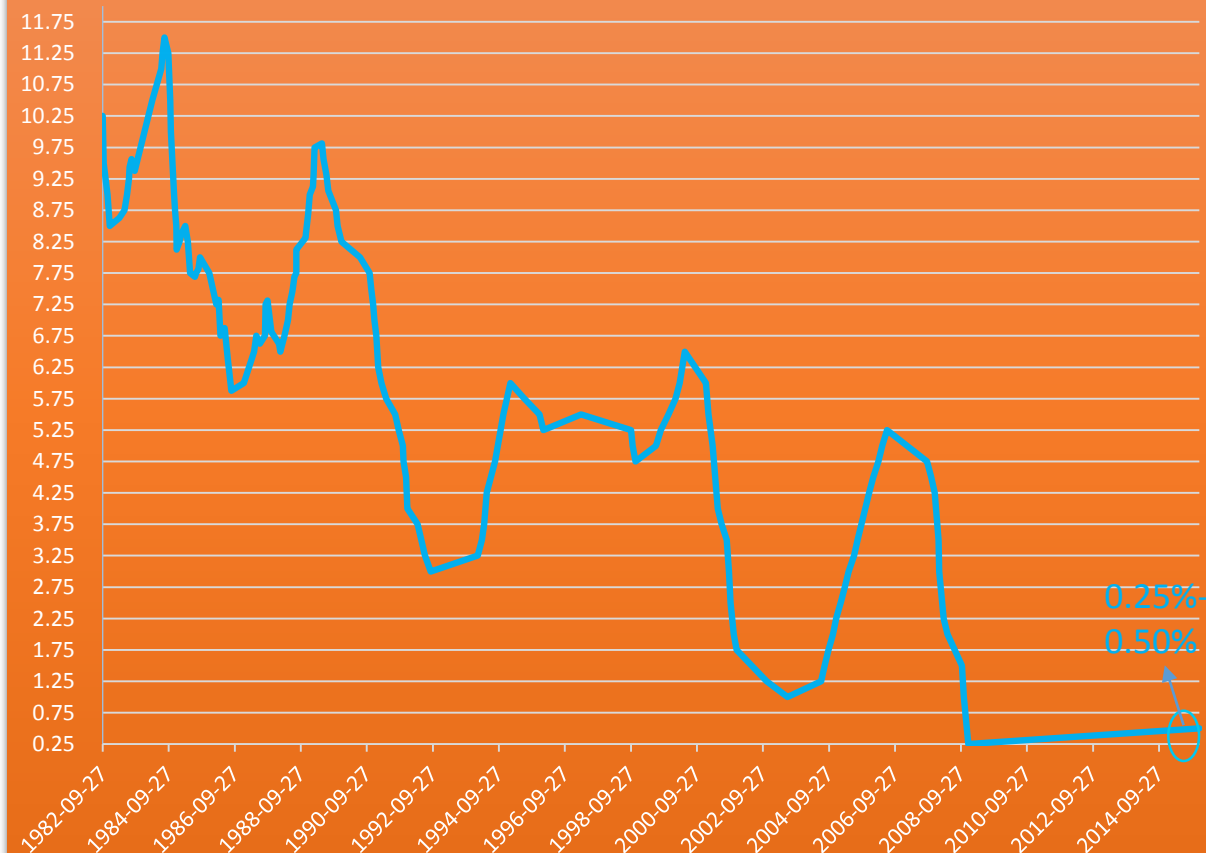
美国：总收入和消费支出



总体上看，美国人民收入增加比较稳定的，同时消费增加也随着收入增加而增加。后期随着美国经济复苏步伐加速，料会使得美国民众收入和支出比重持续上升。

加息之路充满坎坷

美国:联邦基金目标利率



当前利率水平已经处于历史最低。英国脱欧使得美元被迫升值，如果美联储加息，势必会让美元更加强势，到时候可能影响美国经济复苏的速度而被迫做出一些其他的决定，如果其他央行继续保持低利率和扩大经济刺激政策，势必会使得美联储处于两难的境地。加上好坏不一的经济数据使得投资者质疑美国经济恢复进程和速度，还有投资者开始认为美联储明年可能会降息应对不稳定的经济状况。

美联储加息概率：或在今年年底开始加息。

- 美联储在7月议息会议上如市场预没有加息。但是市场预期美联储在今年9月和12月加息概率很大，尤其是2017年6月，加息概率超过50%。

时间	加息概率（现值）	加息概率（前值）
2016.9	27%	20%
2016.11	27%	22%
2016.12	55%	52%
2017.6	68%	64%

希拉里与特朗普的竞选思路对比



竞选者	财政政策	外交政策	贸易政策	货币政策	移民政策	恐怖主义
希拉里	1. 对高收入人群增税； 2. 投资基础设施建设、清洁能源、科学与医学研究； 3. 为小型企业和工薪家庭减轻税负； 4. 增强尤其是女性劳动参与率、扩充就业机会、增加薪水。	1. 强势“干涉主义”倾向； 2. 巩固与北约盟友的关系； 3. 继承奥巴马政府的伊朗政策； 4. 以色列继续是美国在中东最亲密的盟友；俄罗斯和中国都为美国竞争对手，寻找共同的立场。	1. 反对跨太平洋伙伴关系协议 (TPP) ； 2. 质疑北美自由贸易协定 (NAFTA) ； 3. 反对与中国打贸易战，与中国寻求某些共同利益。	1. 增加美联储内部决策人员来源多样性，清除银行家； 2. 对待金融改革实施提早规避风险的方式； 3. 华尔街问责制。	1. 无合法身份的人口只要支付税款，缴纳罚款，背景检查，通过所有合法程序后可以留在美国； 2. 支持奥巴马总统的使大批移民免于遣返的政令。	1. 制定切实的反恐计划，在伊拉克和叙利亚加强对“伊斯兰国”的空中打击和对阿拉伯与库尔德地面武装的支持； 2. 谋求通过外交手段结束叙利亚内战和伊拉克的派别分裂。
特朗普	1. 减少军费和国际事务开支； 2. 压缩美国国内逆向歧视性福利开支； 3. 加强基础设施建设； 4. 不对当前社会福利和医疗保险项目做重大改变。	1. 减少干涉他国内部事务； 2. 放弃对北约盟国的无条件保护，只会帮助对美国“尽职责”的国家； 3. 撤销伊朗核协议 4. 与以色列保持中立关系； 5. 缓和美俄关系，对中国“低调且保持谨慎。	1. 取消TPP； 2. 质疑北美自由贸易协定 (NAFTA) ； 3. 与中国打贸易战； 4. 对墨西哥等国商品征收高额关税。	1. 支持低利率； 2. 限制美联储，支持国会对美联储审计； 3. 撤换美联储主席耶伦。	1. 在长达2000英里的南部边境建高35-40英尺，长1000英尺的围墙； 2. 抓捕并驱逐约1100万非法移民。	1. 暂停“被证明对西方国家有恐怖主义历史”国家的民众移民美国； 2. 接受叙利亚总统阿萨德继续执政。

希拉里VS特朗普支持率

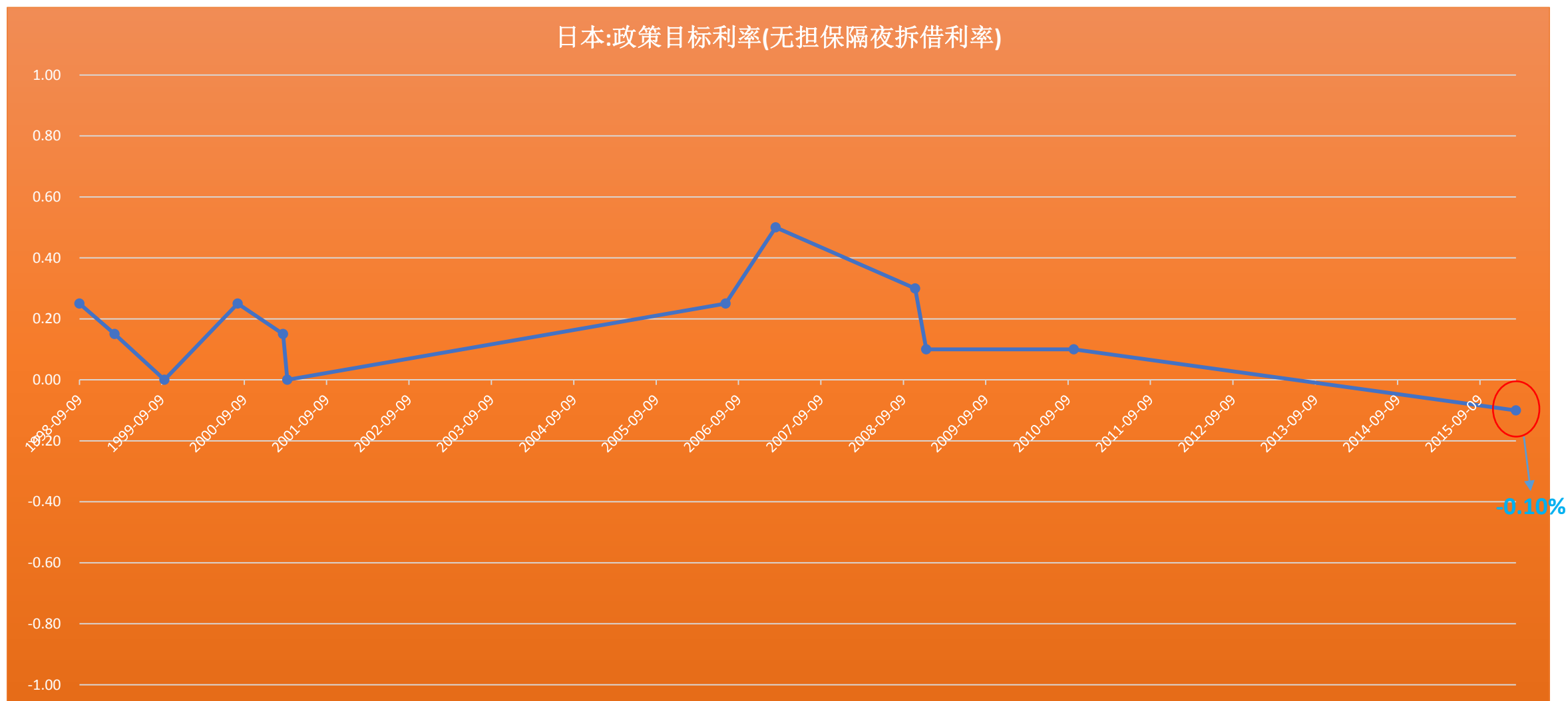
竞争党派候选人	支持率	原因
希拉里	37%	邮件门事件导致支持率降低
特朗普	39%	邮件门事件导致支持率上升
中间派	24%	都不支持

- 不管谁最后成为美国总统，主要目的还是为了恢复美国经济。长期来看美元看涨，抛去短期的利空。希拉里上台后延续着奥巴马的领导思路，而特朗普的主张势必会打破我们对以前美国政府班子的印象。
- 经济数据上，虽然一直好坏参半，但是相对于其他国家目前的经济状况来说，美国目前还是比较稳定适合长期投资地方之一。
- 如果希拉里获胜，建议可以逢低买入美元作为长线投资和保值。
- 如果特朗普获胜了，短线可能黄金作为避险的工具更加受到青睐，很多投资者会将资金抽离美国，美元将暂时承压，黄金将成为赢家。
- 会议纪要显示一旦通胀和劳动力市场指标满足了美联储的设定目标，美联储将会加息。

- 英国脱欧和新兴经济体减速，海外经济体发展的不确定性增加和持续的不稳定的发展在全球金融市场发酵。为了防止这些不确定因素导致商业信心和消费者信心的恶化，同时也为了缓和日本公司和金融机构的以外币融资的情况。因此为了支持这些公司和金融机构前瞻性的经济活动，货币政策决议如下：
 - a. 将ETF购买规模从3.3万亿日元扩大至6万亿日元。
 - b. 将美元贷款计划规模扩大一倍至240亿美元。
 - c. 创立一种向金融机构借出日本国债的工具，以便让日本国债成为美元资金供应操作的质押品。
- QQE和今天的政策将提供宽松环境。
- 政府将与央行密切合作，运用所有的资源以战胜通缩。
- 日本央行将持续宽松直到通胀率稳定在**2%**。
- 日本央行尚未到达政策极限，负利率和量化宽松都没有达到极限。日本央行有空间进一步下调负利率。
- 购债还没有到达极限，日本央行并未持有市场上**2/3**的国债。

日本央行现行利率

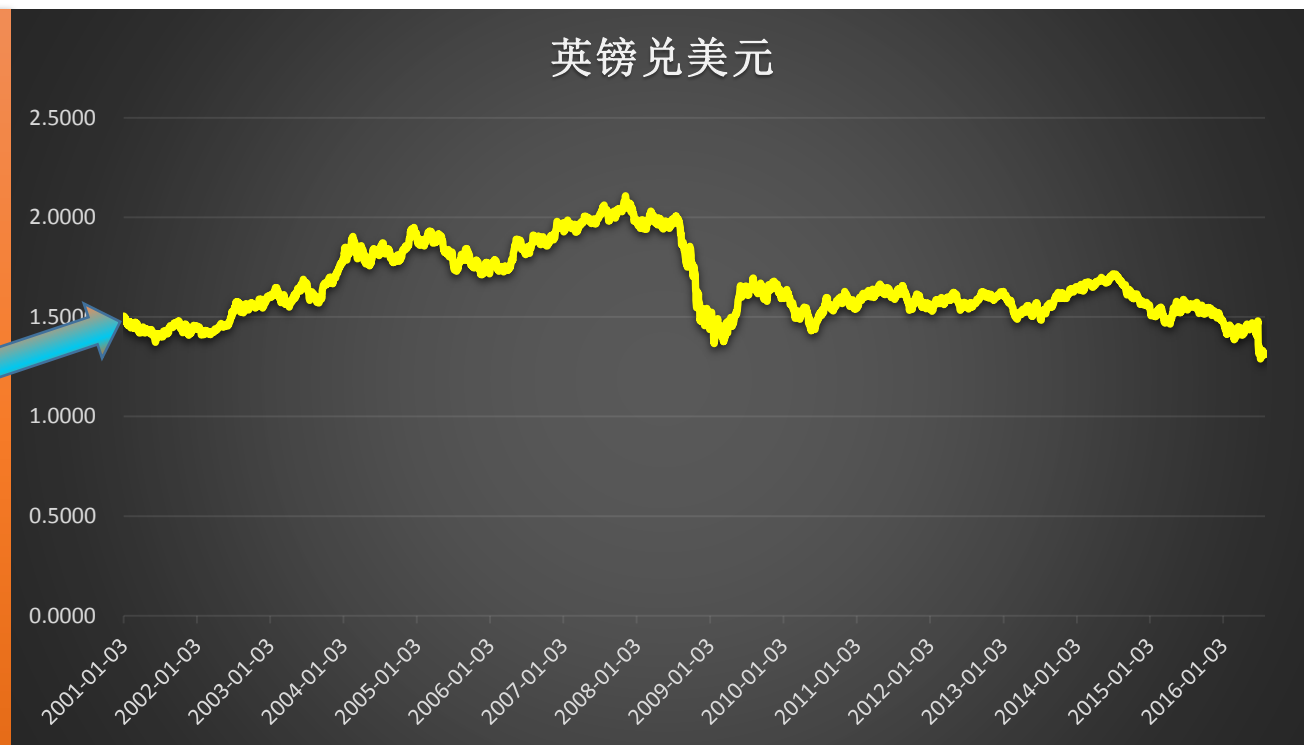
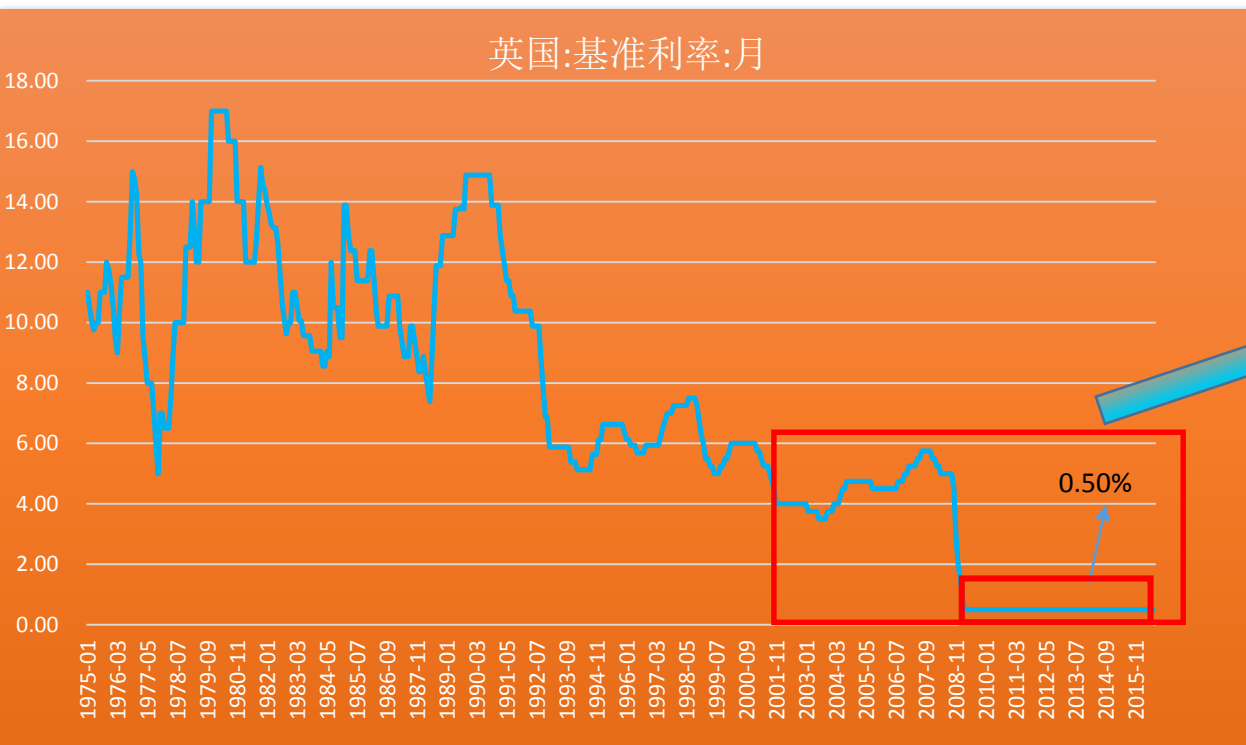
日本:政策目标利率(无担保隔夜拆借利率)



- 日本央行势必将**扩大经济刺激规模和降息**。后市应该也会先观察其他央行的动作后决定自己的动作。
- 后市我们预期到，如果日本央行开始大规模的经济刺激计划，日圆中期里将大幅贬值，但是随着日本经济恢复，长期来看日圆还是有很大的升值空间。
- 另外，日圆作为风险规避的货币，一旦其他国家发生经济危机或者重大风险事件（例如特朗普赢得大选），大部分人还是会选择日圆和黄金避险。

- 会议纪要指出，脱欧公投后市场运行良好。
- 基于英国脱欧公投后的早期迹象，预计短期内英国经济活动将走弱；
- 有迹象表明企业正延缓投资和雇佣员工的决定；若有必要，会运用任何措施来保持经济增长。
- 英镑急剧走弱使通胀面临上行压力；英镑下滑将给出口带来一定支撑，但拖累实质家庭收入增长。
- 贸易条件的变化可能给生产率带来负面影响。
- 英国央行研究人员大幅调降房屋投资预估，并调降近期房价预估；英国央行研究人员预测，近期商业地产价格将大幅下降。

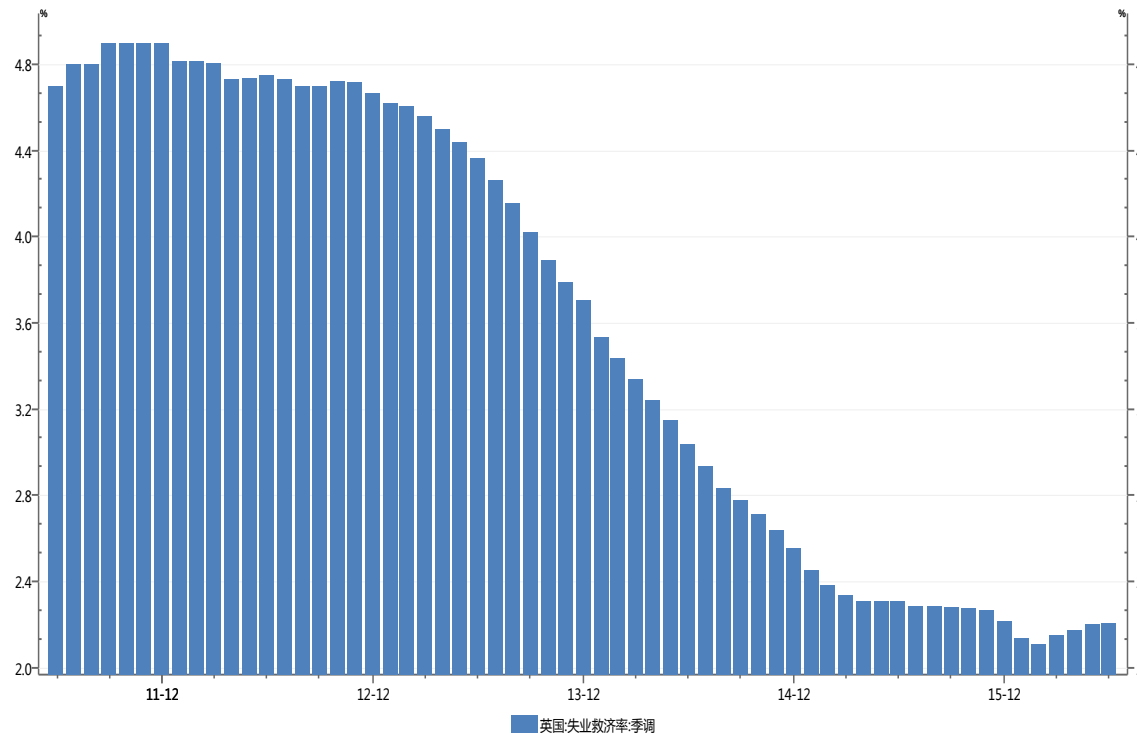
英国央行现行利率



英国央行最担心的是降息导致的汇率再次遭受打击。近期英镑的弱势会导致国内物价上涨，产生较高的通胀。

英国经济数据和劳动力数据对比

英国失业率



数据来源:Wind资讯

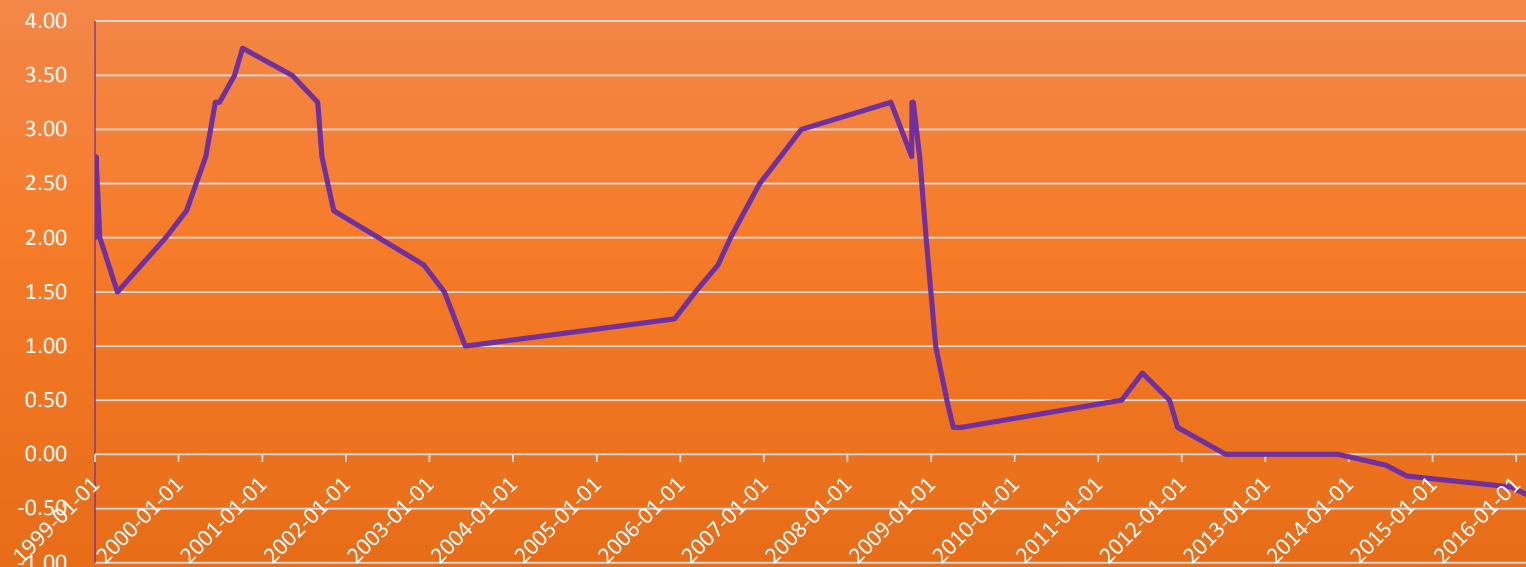
英国近期失业上升，CPI也没有亮点，制造业PMI和服务业PMI都在下降，所以英国央行会有充足的理由在脱欧后进行经济刺激，降息和扩大量化的可能非常大。

- 8月议息会议上，市场预期英国央行将100%降息来维持英国脱欧后的经济发展，此前英国CPI数据不及预期。同时市场还预期英国将扩大QE规模（3750亿英镑），无疑这些对于英镑来说是个打击。
- 英国如果想恢复到退欧前经济水平，这需要取决于英国和其他国家签署贸易协定的速度还有经济刺激计划的力度。

- 由于英国退欧对欧元区经济的影响尚不明朗，欧洲央行维持主要再融资利率为0，隔夜存款利率-0.4%，隔夜贷款利率0.25%不变，并且继续维持资产购买规模800亿欧元/月不变。
- 纪要表示欧洲央行利率水平将会在未来一段时间保持在低位。
- 欧元区经济正持续复苏，未来数月通胀将维持极低状态，预计通胀将在年内稍晚时间回升。对于货币政策的效果，欧央行官员们敦促投资者，保持耐心，等待央行近期政策的影响全部显现。

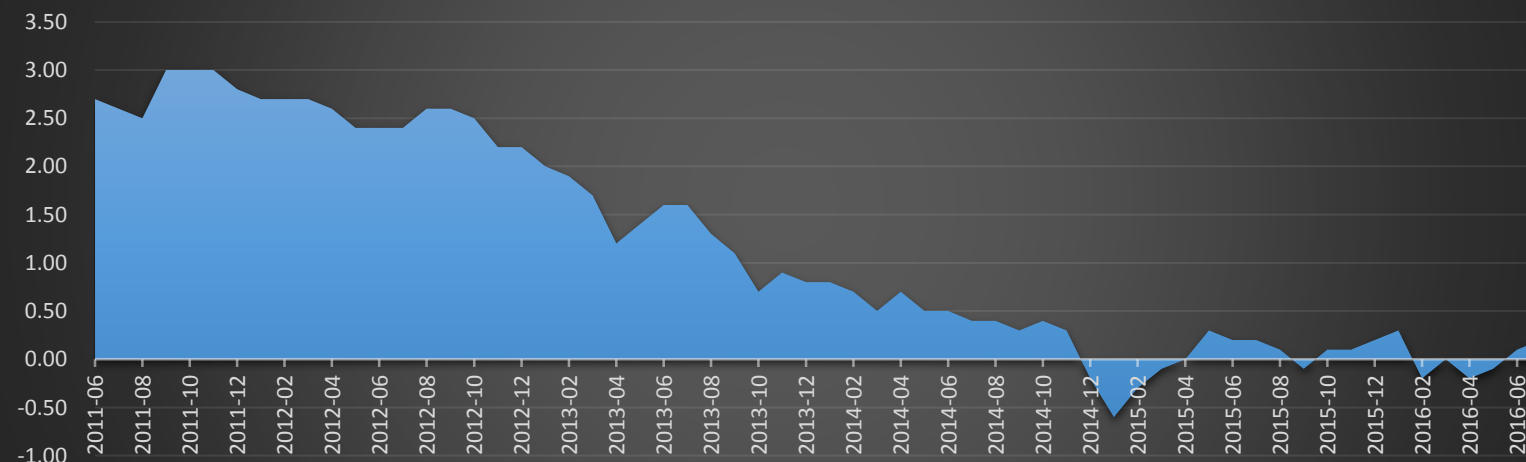
欧洲央行经济数据

欧元区:存款便利利率(隔夜存款利率)



欧洲央行利率水平将会在未来一段时间保持在低位

欧元区:HICP(调和CPI):当月同比



6月欧元区通胀仅有0.1%，远低于欧洲央行略低于2%的目标。相较于经济数据，欧洲央行行长德拉吉已将英国脱欧视作重大风险。

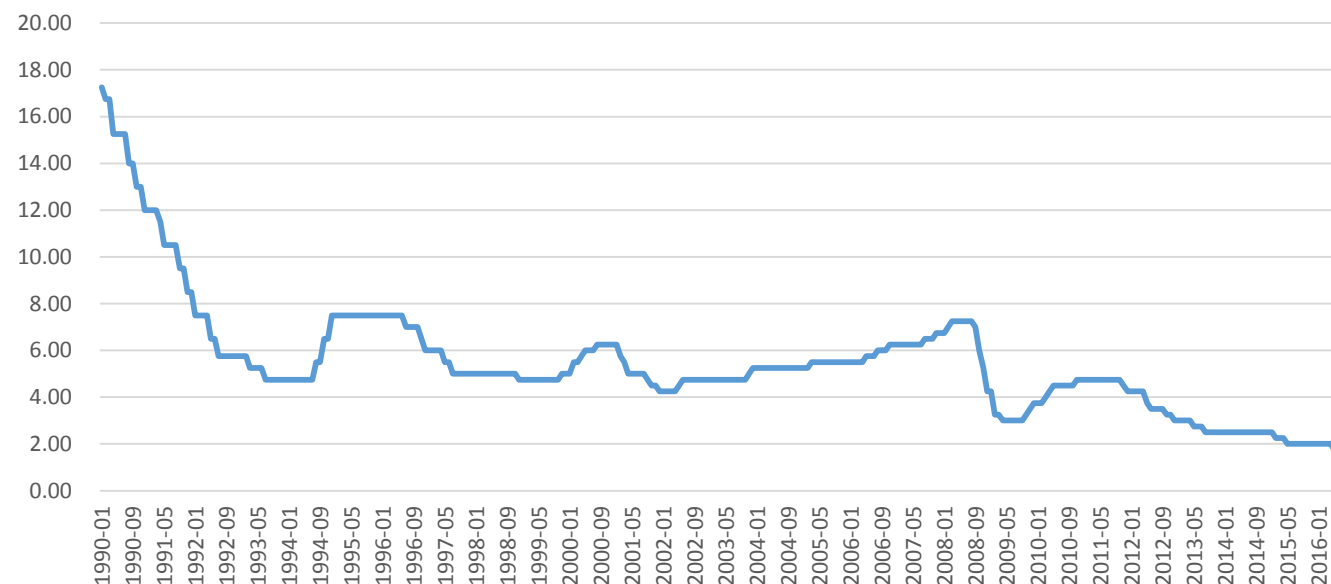
- 目前，意大利银行业危机笼罩着整个欧洲，虽然欧盟承诺会出手相助，但是意大利下半年的选举可能会成为另一个黑天鹅事件席卷全球外汇市场。
- 如果欧元区经济发展速度降速，不排除欧洲央行进行大规模的经济刺激计划，例如继续降息和扩大量化宽松规模。
- 由此可见，欧元存在一定的贬值风险，当前英国脱欧的影响还没有完全显现，欧元暂时失去了避险的功能。

- 澳元汇率升值将使得经济调整复杂化。
- 预计通胀一段时间内将维持在相当低的水准。
- CPI因为降息而回到目标的前景改善。通胀水平要涨回在2%-3%之间。
- 就业市场指标好坏参半。
- 降息不大可能使楼市风险恶化。
- 经济整体增速持续温和；可持续增长的前景因降息而改善。
- 信贷机构对部分行业放贷采取更为谨慎的态度。

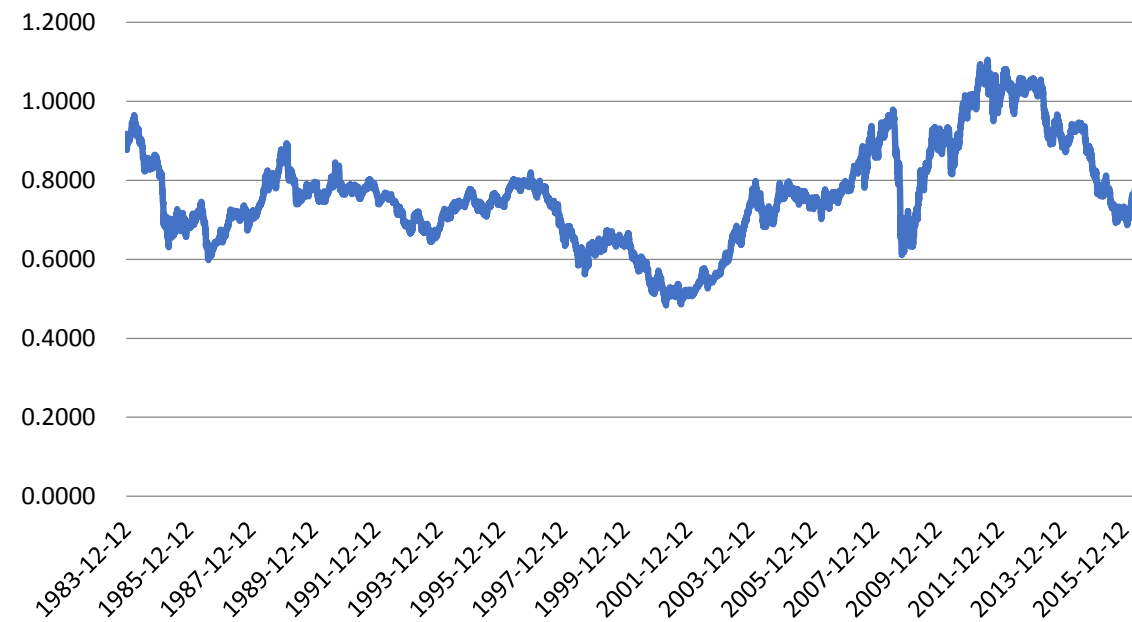
- 上周三公布的澳大利亚第二季度CPI年率为1%，为17年以来的最低水平，且远低于澳洲联储的通胀目标2-3%，这为澳洲联储在下周二（8月2日）降息提供了空间；即使澳洲联储不降息，它也将可能传递出鸽派的言论。澳联储今年已经降息2次，如果仍然达不到预期的目标，那么还可能在今年年底或者明年上半年择时降息。
- 随着澳联储降息，澳元将主动贬值使得澳洲净出口增加，也吸引外资投资开辟了汇率上的优惠。随着澳元的贬值，预期留学，移民或者买房子的人会增加，有条件的可以适当参与一下澳洲REITTS的项目。

澳大利亚央行现行利率：尚有再次降息空间

澳大利亚:Interest Rate

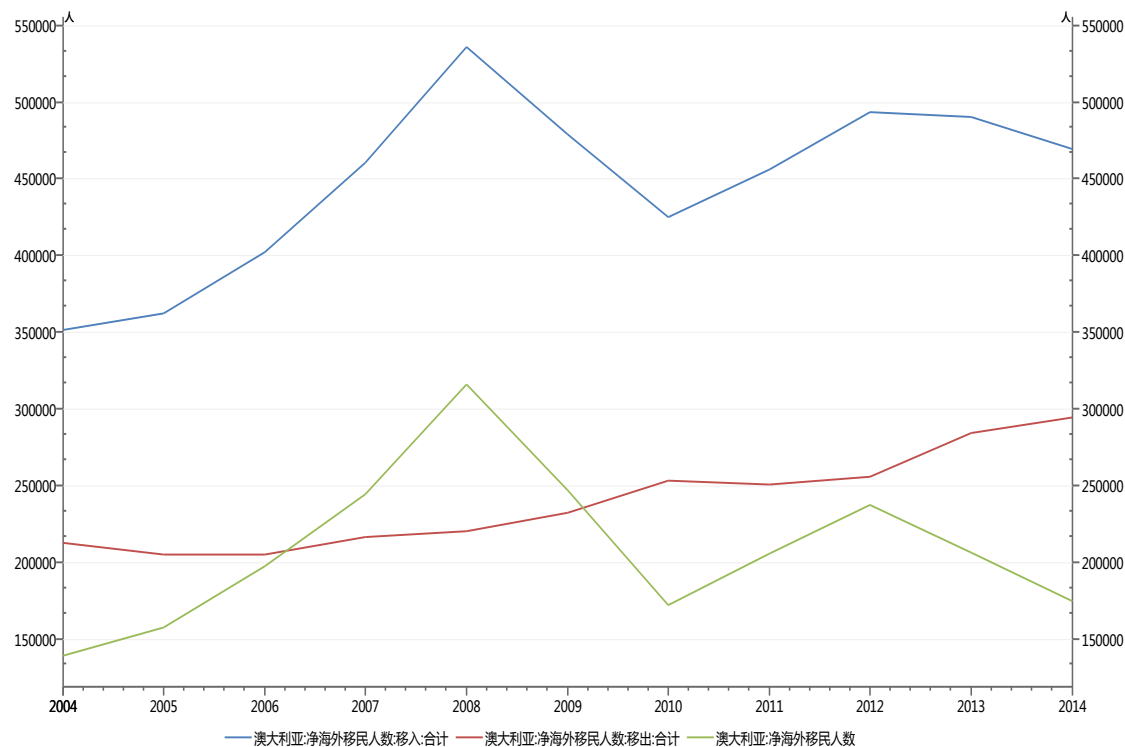


澳元兑美元

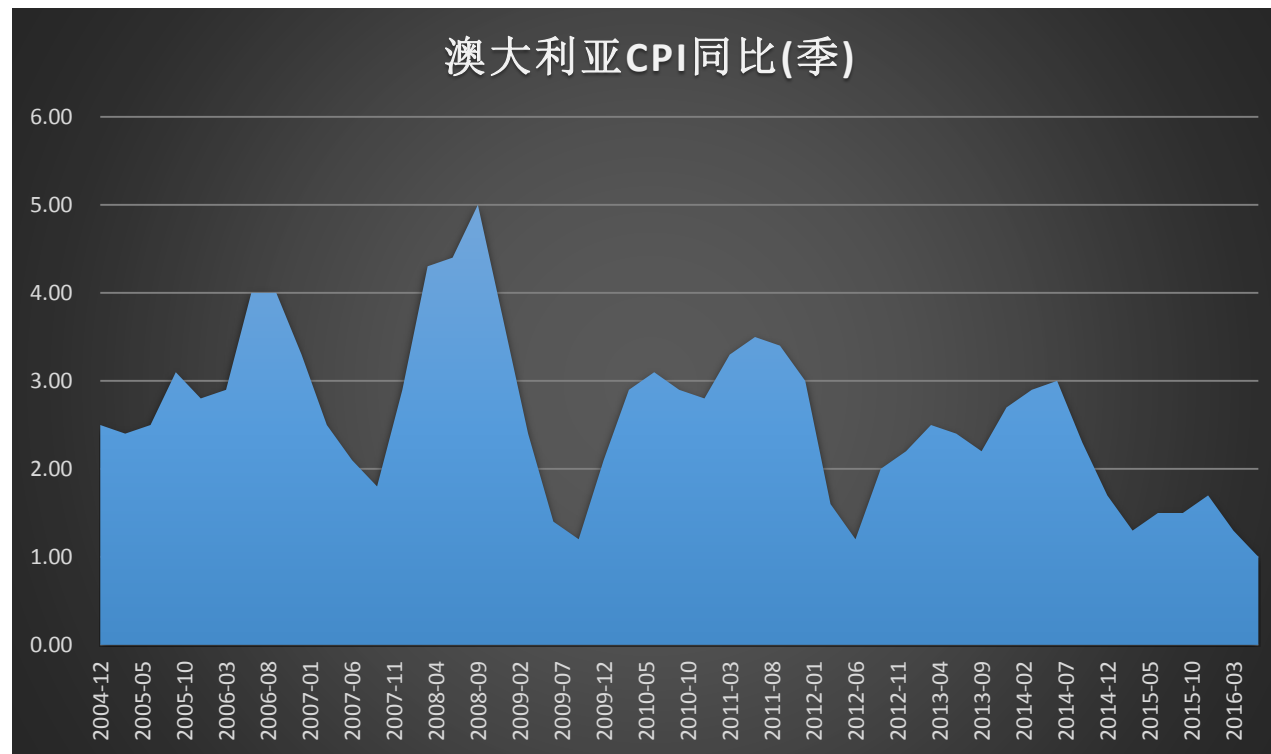


澳联储虽然利率水平不是很高，但是前些年其他国家利率水平较低，导致汇率偏高，澳联储8月降息后，澳元之后会走低，以达到澳联储刺激经济的目的。

移民净人数及CPI通胀



数据来源:Wind资讯

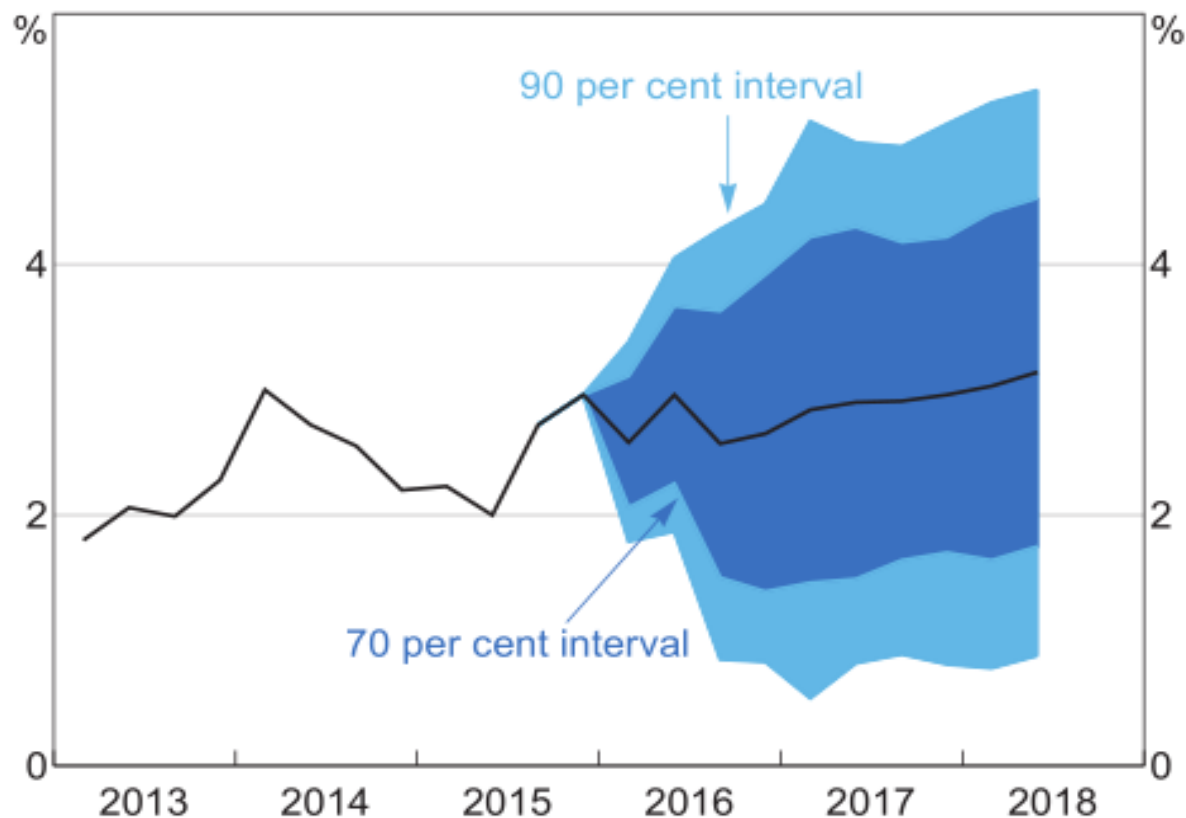


随着澳联储维持低利率导致的澳元贬值，我们发现澳元在高位时候，选择移入澳洲的人数明显下降。当下澳元可能持续走低将刺激移民的需求。

澳联储官方经济数据预测（GDP和失业率预测）

GDP Growth Forecast*

Year-ended

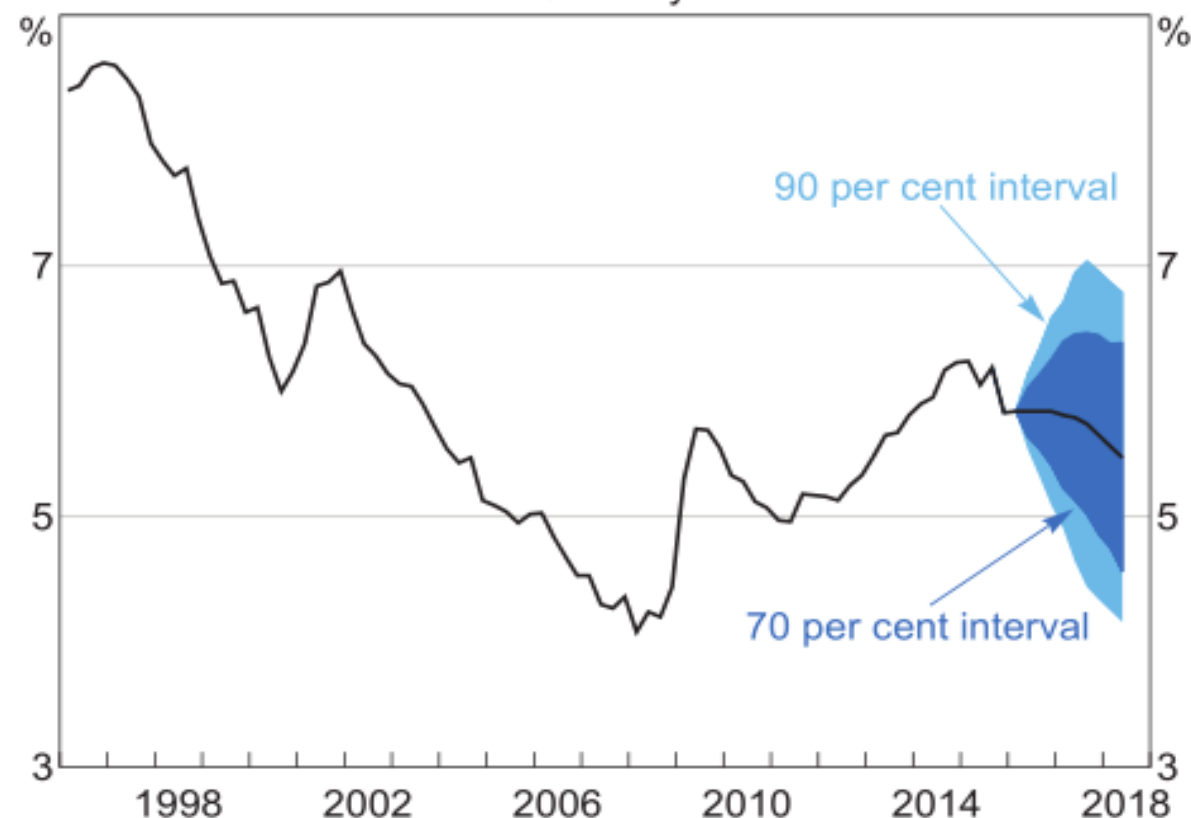


* Confidence intervals reflect RBA forecast errors since 1993

Sources: ABS; RBA

Unemployment Rate Forecast*

Quarterly



* Confidence intervals reflect RBA forecast errors since 1993

Sources: ABS; RBA

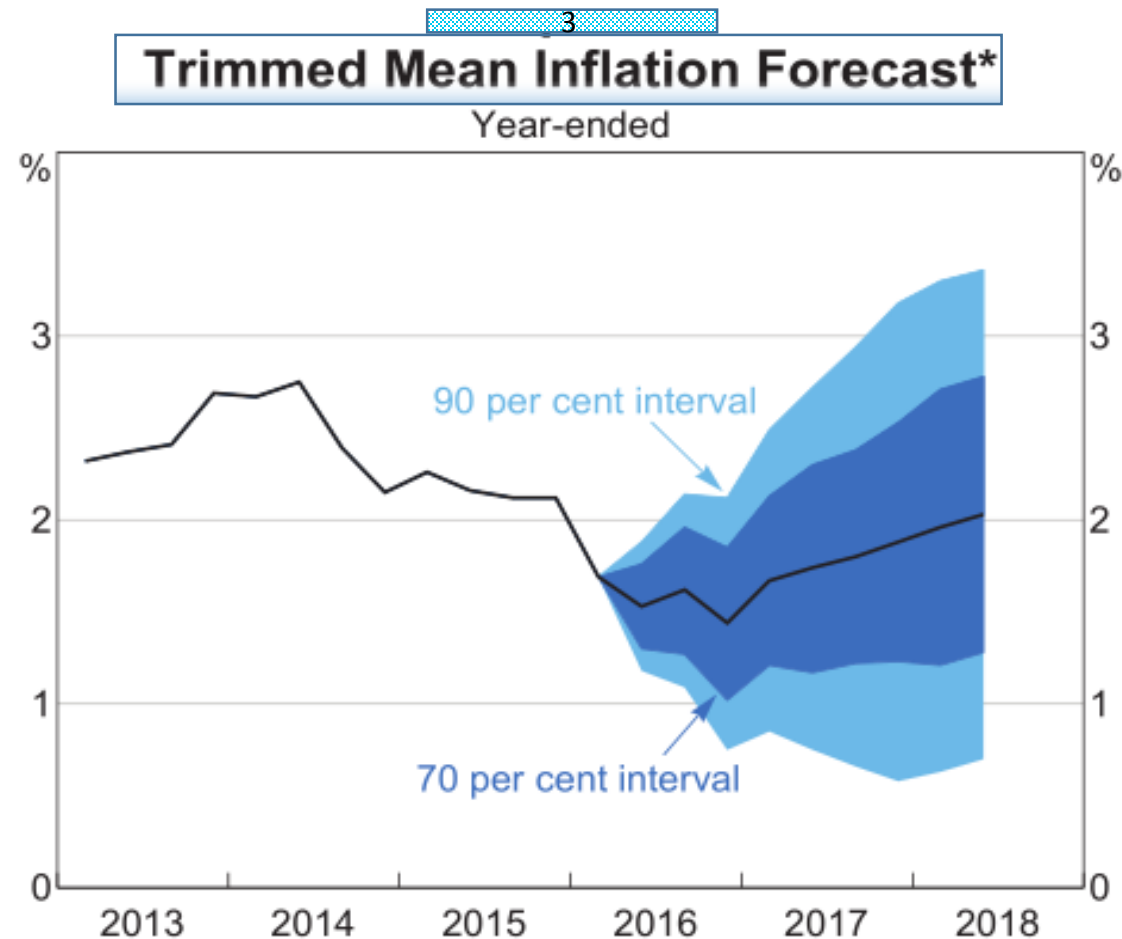
澳联储官方经济数据预测（通胀预测）

	Year-ended					
	Dec 2015	Jun 2016	Dec 2016	Jun 2017	Dec 2017	Jun 2018
GDP growth	3	2½-3½	2½-3½	2½-3½	2½-3½	3-4
CPI inflation	1.7	1	1-2	1½-2½	1½-2½	1½-2½
Underlying inflation	2	1½	1-2	1½-2½	1½-2½	1½-2½
	Year-average					
	2015	2015/16	2016	2016/17	2017	2017/18
GDP growth	2½	2½	2½-3½	2½-3½	2½-3½	2½-3½

(a) Technical assumptions include A\$ at US\$0.75, TWI at 62.5 and Brent crude oil price at US\$47 per barrel; shaded regions are historical data

Sources: ABS; RBA

从官方给出的预测数据来看，澳联储对未来经济的恢复有信心，但是澳联储方面如果想达到这样的效果，此次降息后会经历几个月的观察期，如果到时候不能扭转经济形势，那势必会再次降息来刺激经济达到通胀的设定目标。



* Confidence intervals reflect RBA forecast errors since 1993

Sources: ABS; RBA

预测澳元走势先跌后涨，不排除再次降息或其他经济刺激手段。

- 降息对澳元短期来说势必利空，但是长期来看，本国和世界经济的恢复产生对于矿产的需求会让澳元再次强势。
- 如果经济继续达不到澳联储的预期，利率上刺激的空间还是比较大，所以预测澳联储还会降息。如果届时降息无法达到澳联储刺激经济的预期，可能澳联储将会开启QE的道路。

- **G20财长和央行行长会议：**这次会议的公报提出，“鉴于近期形势变化，我们重申决心将各自以及共同使用所有政策工具，包括货币、财政和结构性改革政策，以实现我们的强劲、可持续、平衡和包容性增长的目标。”公报明确提出，货币政策将继续支持经济活动，保持价格稳定。这意味着为了支持经济增长，G20国家的货币政策将开足马力，为实体经济注入充足流动性。尽管公报也指出，仅靠货币政策不能实现平衡增长，但宽松货币政策为实体经济“供血”的特殊作用是其他政策所不能比拟的。
- **流动性陷阱：**央行调查统计司司长盛松成近日表示，从6月份M1和M2的货币“剪刀差”趋势看，中国企业已经出现“流动性陷阱”现象。
- 货币政策是“有效”的，然后才说是“有限”且需要财政政策配合。 **货币政策+财政政策以及结构性改革政策**就能实现政策的最佳效果了。
- 货币政策无论是在保持经济增长还是推进供给侧结构性改革方面，都有着其他政策难以替代的作用。

- 下一阶段要坚定不移地推进供给侧结构性改革，大力推动“大众创业、万众创新”，积极培育新的经济结构，壮大新的发展动能，力促中国经济稳中向好。
- 目前，央行最基本的任务之一就是保持流动性的合理充裕，从而为经济企稳回升、深化改革创造适宜的货币环境。
- 央行可采取的措施除了继续用好各种定向货币政策工具外，降准降息的基础也是存在的（传言许久的降准降息可能就在某一天）。

- 虽然各个央行对于本国持有不一样的货币和财政政策。但是不难发现，全部央行对于通胀的目标要求都要到达2%以达到经济恢复的目的。
- 虽然美国经济数据好坏很难断定，但是长期来看，却无法打断强势美元的地位。
- 如果中国经济持续下行，不排除中国央行降准降息。
- 英国经济受脱欧影响变得难以预测，但是降息和增加量化宽松规模的话利空英镑并且会持续拖累欧元。
- 非美货币可能因为美元强势而被做空。**但是**如果美国经济复苏减缓，那么资金可能会流入日元黄金等标的进行避险。

- 对于下半年，我们对汇率市场和大宗市场有这样的预期：
- 美元加息不是板上钉钉的事情，而且有美国大选这样类黑天鹅的事件，所以**利多黄金**，中长期日圆的走强。
- **英镑，澳元，纽元**会因为本国央行经济恢复的需要而主动选择降息贬值本国货币。
- 欧洲央行的行动可能需要等待到9月或者在之后，但是**欧元**可能被英镑下跌而拖累。
- 日本虽然会加大刺激力度，但是长期看好日本经济发展，**短期利空日圆**，但是长期却**利多日圆**。

谢 谢！

研究员 张一心

电话：021-80232040

微信：15921115786

QQ：569121249