

宏观展望及黄金下半年操作策略

东方期货研究院 张一心



央行	利率	现状
美联储	1.00-1.25%	共加息50个几点
欧洲央行	0.00%	维持
英国央行	0.25%	维持
日本央行	-0.10%	维持
澳大利亚央行	1.50%	维持
新西兰央行	1.75%	维持
瑞士央行	-0.75%	维持
加拿大央行	0.75%	加息25个基点

- 上半年风险事件回顾
- 美国经济走势回顾和展望
- 欧洲经济走势回顾和展望
- 黄金总基本面、回顾及展望
- 下半年风险事件展示及策略

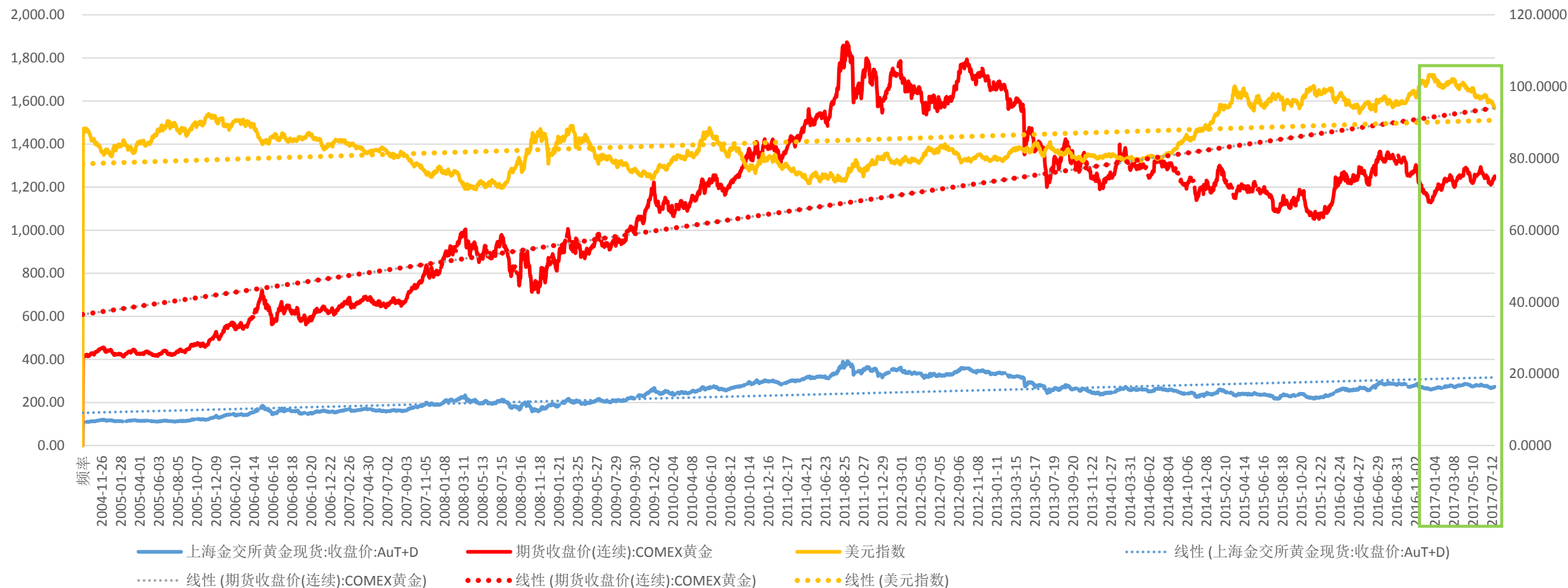
上半年全球风险事件回顾

时间	事件	国家	影响
2016.11.09	美国大选选举人的总统选举，黑天鹅产生，特朗普当选。	美国	美元指数当天暴跌后拉起，开启一轮5.5%的上涨，沪金开启了一轮4%的跌幅，而Comex黄金走出了一轮近9%的单边下跌行情。
2016.12.15	2016年联邦公开市场委员会政策会议时间，宣布加息25个基点。	美国	给予美元继续走高的动能，黄金继续被抛售，深化了美国总统大选黑天鹅对于市场的影响。
2017.3.15	荷兰国会选举	荷兰	黄金再次受到避险需求走强。
2017.3.16	2017年联邦公开市场委员会政策会议时间，宣布加息25个基点。	美国	虽然美联储宣布加息，但是薪资增速放缓成为市场担忧的因素，耶伦讲话仍偏鸽。黄金避险需求增加，Comex黄金走出了一轮7.3%的涨幅、
2017.4.18	英国首相特雷莎·梅18日宣布将于今年6月8日提前举行大选。英国下届大选原定2020年举行，而梅的这一表态令外界颇感意外。梅表示，这样做是为了巩固保守党在议会中的优势，以便新政府更好地代表英国与欧盟进行“脱欧”谈判。	英国	黄金市场明显有着对于对英国脱欧的影响的避险需求，随着市场对于提前选举作为缓解英国脱欧风险的解读，Comex黄金自3.15的反弹开始见顶。
2017.4.23	法国总统大选第一轮，菲永、马克龙和勒庞进入第二轮选举。	法国	留欧派马克龙以绝对的优势进入选举第二轮，避险资金开始出逃黄金。
2017.5.7	法国总统大选第二轮，马克龙以绝对优势获胜。	法国	Comex黄金随后碰触半年线后强势反弹反弹，马克龙当选的利空出尽后，市场将目光转向多事的英国。
2017.6.8	英国保守党、工党均未在大选中赢得下议院过半数席位，根据投票站出口民调数据，保守党将获得314票席位，在野党工党将获得266票。这意味着英国大选出现事前市场预测中最糟糕的结局：悬浮议会！	英国	避险的资金再次出逃，除了避险的因素外，美联储6月加息预期忽然袭来，黄金避险的功能丧失。
2017.6.15	2017年联邦公开市场委员会政策会议时间，宣布加息25个基点。	美国	美联储宣布加息后，黄金继续下跌，最终止跌120周周线。
2017.7.20	欧洲央行维持三大利率不变，但是德拉吉讲话偏鹰派。	欧洲	欧元带领黄金强势反弹，美元资产遭血洗。
2017.7.27	2017年联邦公开市场委员会政策会议时间。	美国	？

- 美元指数与黄金
- 美国PMI数据回顾
- 美国非农数据回顾
- 美国通胀与黄金走势

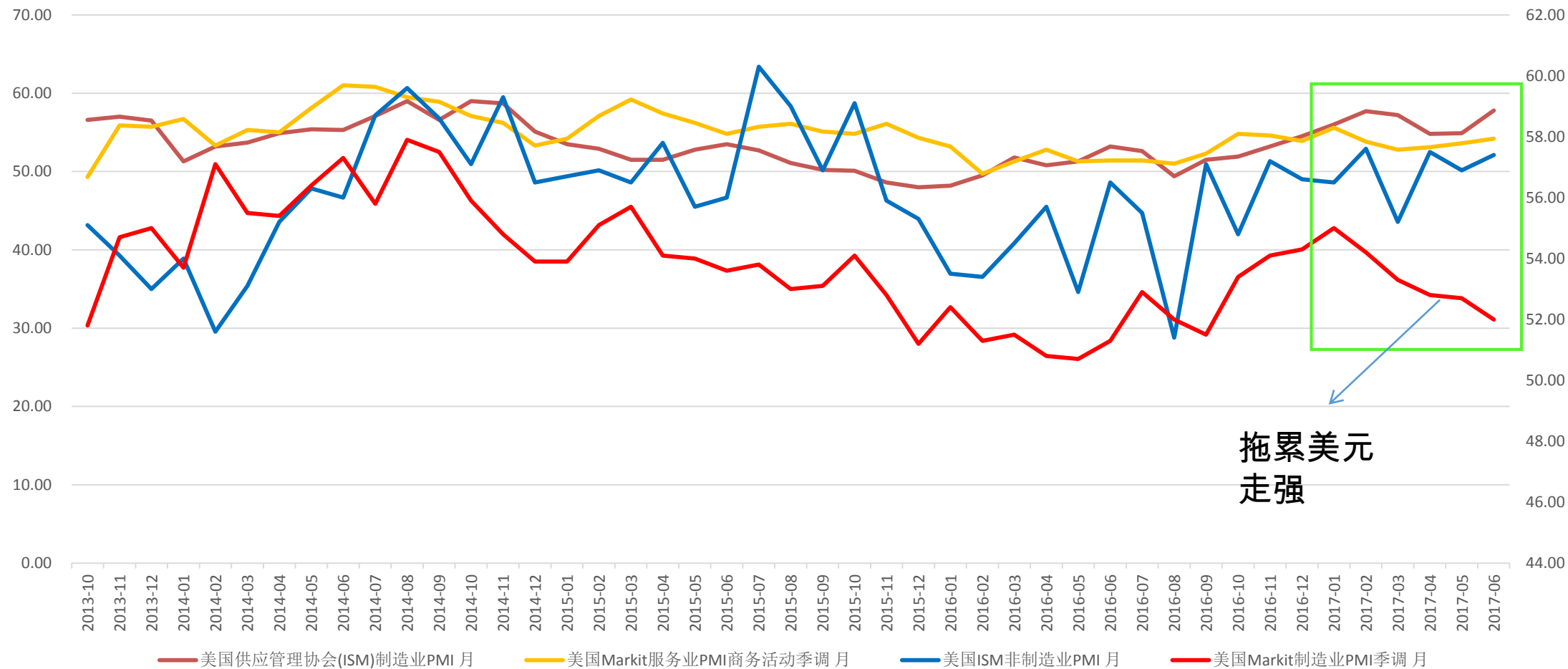
美元指数与黄金走势

美元指数与黄金走势



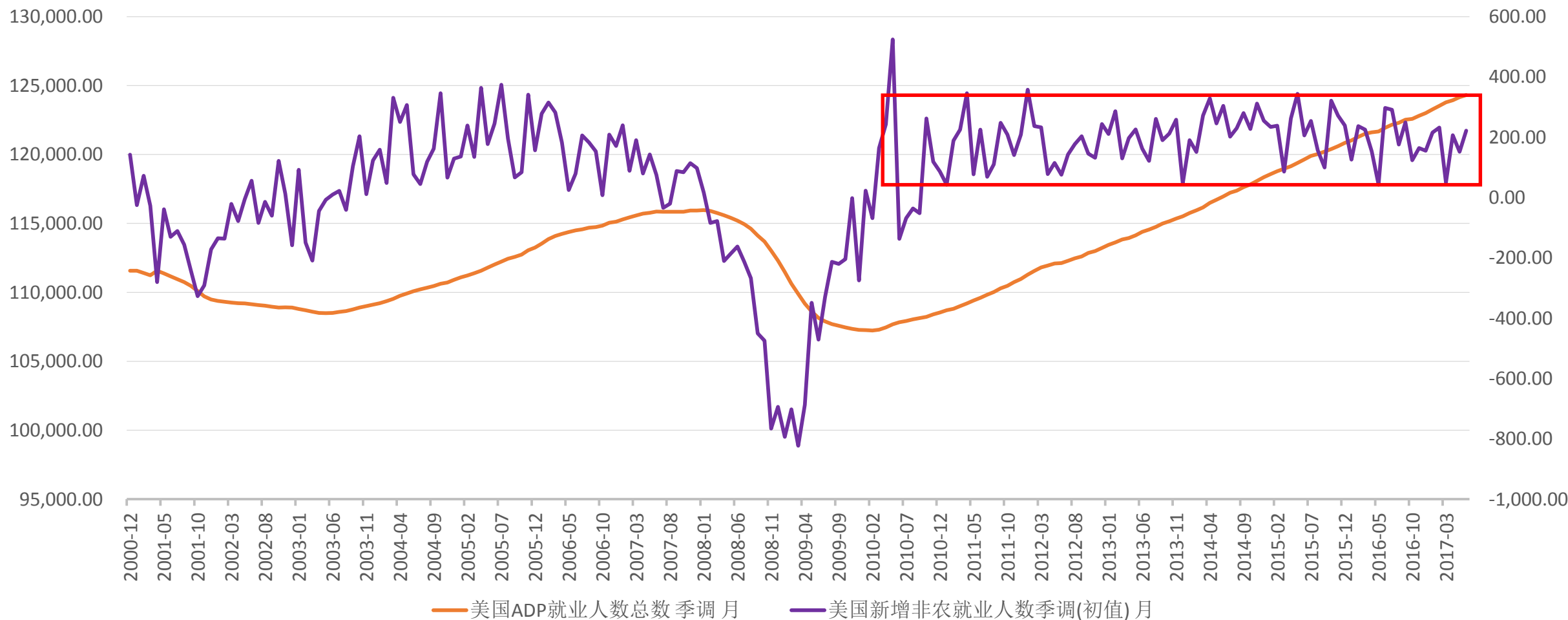
美国PMI数据分歧开始加大

美国PMI

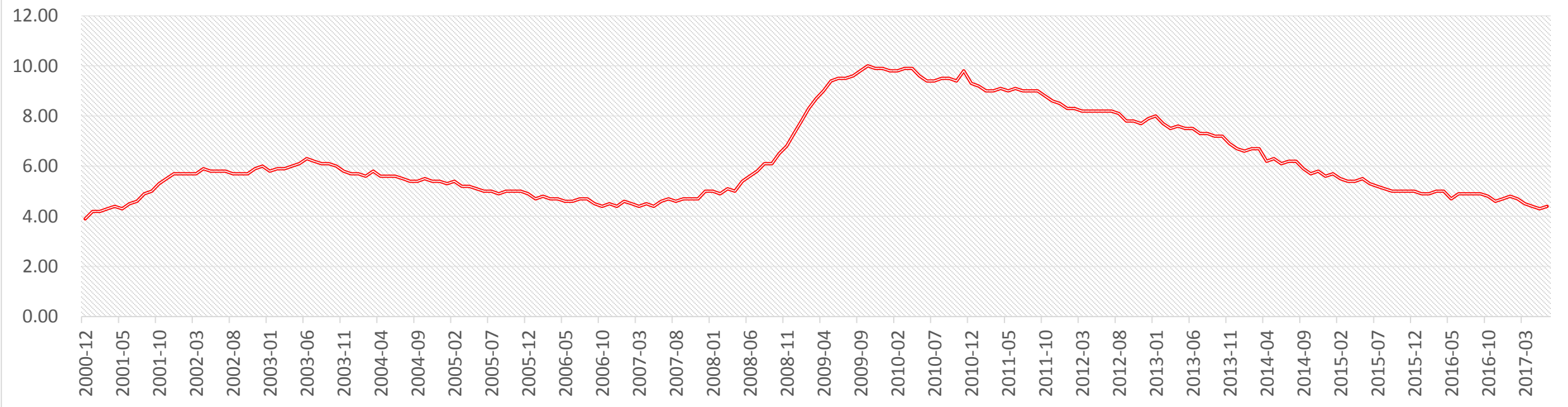


美国每月非农就业人数数据稳定

美国非农就业人数数据

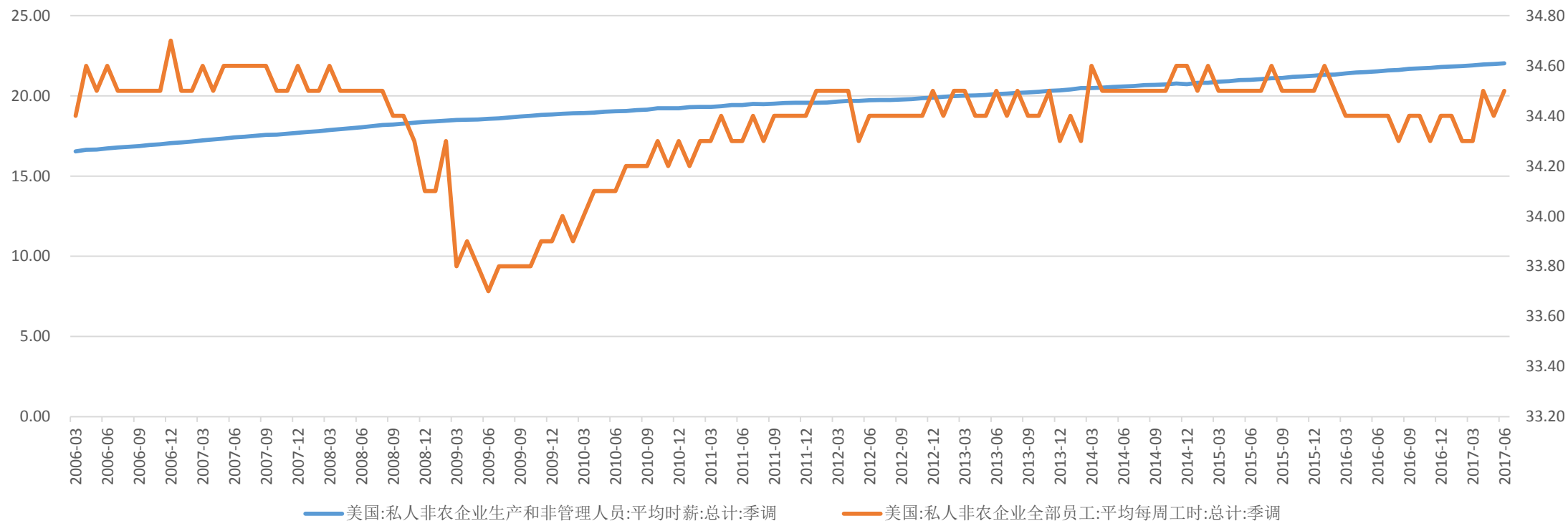


美国失业率



美联储主席耶伦和其他几位联储主席都在公开场合表示过，美国目前已经处于充分就业状态。失业率从2009年开始呈现震荡下行的趋势，预计下半年失业率还会保持住当前水平或者进一步下跌。

薪资与工作时间



随着每周工作用时的增加，但是平均薪资仍在34.2-34.6之间浮动。薪资水平上涨幅度不大也成为市场对于美国经济复苏担心的点之一。

美国通胀对黄金影响



从美国通胀对黄金价格的走势对比可以看出，2015年和2017上半年的美国通胀数据对于黄金的价格走势影响比较明显，但是2016年一年中，黄金行情多数是政治因素、美联储或欧洲央行动态和突发恐怖袭击有关系。

- 2017年7月议息会议：为下半年开始点燃第一把火
- 欧元区CPI数据情况
- 欧元区PMI数据情况

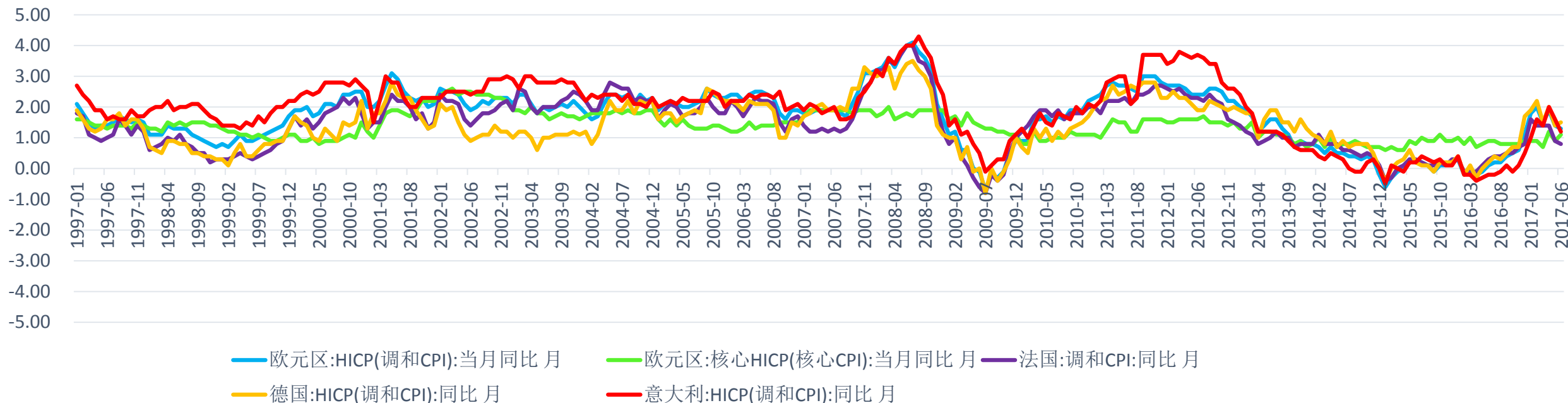
2017年7月欧洲央行议息会议：维持三大利率、购债计划规模不变

- **【欧洲央行维持三大利率、购债计划规模不变，符合预期】**欧洲央行维持主要再融资利率 0.0% 不变，符合预期。维持隔夜贷款利率 0.25% 不变，符合预期。维持隔夜存款利率 -0.4% 不变，符合预期。资产购买规模 600 亿欧元不变，符合预期。
- 欧洲央行声明：每月 600 亿欧元的净资产购买计划（QE）若有必要将持续到 2017 年 12 月或以后（欧洲央行在 2016 年 12 月议息会议上宣布自 2017 年 4 月起，缩减 QE 至每月 600 亿欧元）。预计利率将在较长一段时间内维持在当前水平，远超 QE 实施期限。QE 将一直实施到通胀路径出现可持续的调整之时。若前景恶化，或金融条件与通胀持续调整道路不相符，可以提高 QE 规模和延长持续时间。净购买将和到期资产再投资同时进行。

德拉吉会后讲话凸显乐观，欧元强势反弹。

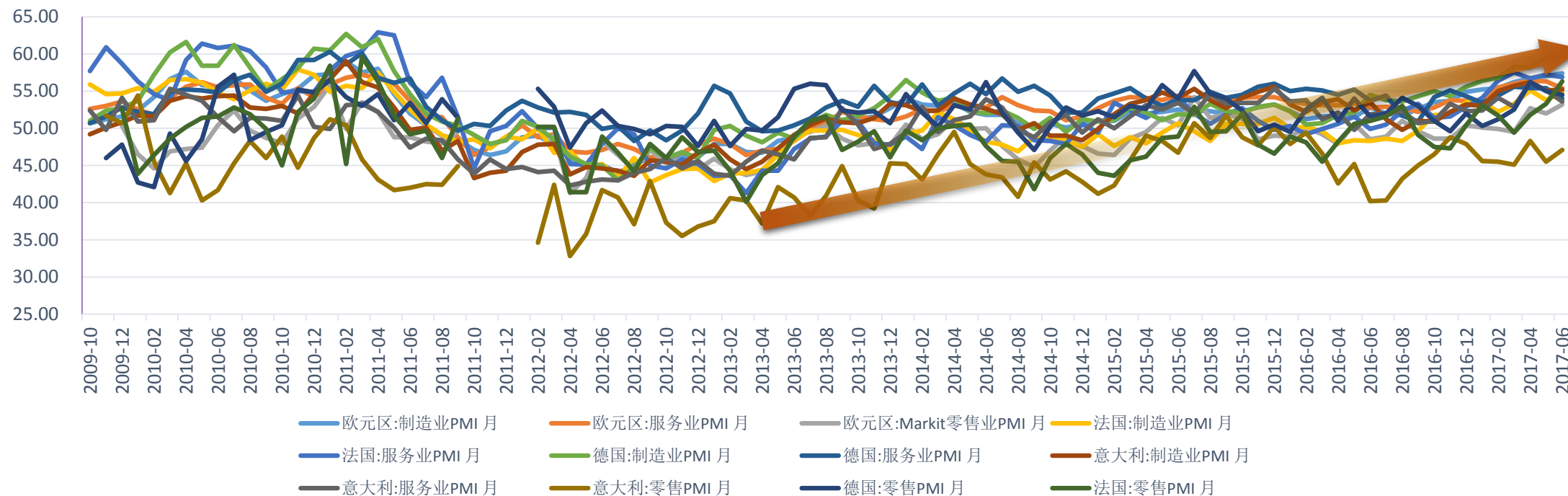
- 经济复苏范围已经变得更广泛。最新数据确认经济正在走强，调查数据显示扎实和广泛的增长。就业率上升提振了私人消费。全球经济复苏为贸易与出口提供了支撑。经济扩张尚未传导至物价，整体通胀受能源价格疲软打压，潜在通胀压力维持受到抑制。
- 仍需要维持非常宽松的货币政策。如有必要，欧洲央行将提高QE规模和延长持续时间。
- 欧元区经济增长受改革步伐缓慢拖累。受全球因素影响，下行风险仍然占据主要位置。通胀未来数月将基本维持在当前水平。潜在通胀指标仍然偏低。核心通胀将在中期逐步回升。
- 欧洲央行的措施显著支撑了借贷条件。必须以更大幅度推进结构性改革，敦促其他政策机关更加果断地做出贡献。欧洲央行考虑到了经济持续改善的因素。
- 相信经济增长动能出现改善。基础通胀率未来数月将出现波动。欧洲央行的讨论是围绕概念进行，例如信心。
- 欧洲央行管委一致同意不调整指引，也一致同意不设定QE调整日期。欧洲央行将在秋季讨论并作出决定。长期利率仍然很低。
- 通胀率尚未达到我们希望看到的水平。欧洲央行相信通胀率将逐步达标。经济终于出现强劲复苏，需要等待薪资和物价跟上复苏。
- 拖累通胀的因素将持续一段时间，但不会永久持续下去。欧洲央行相信一揽子政策的力量。
- 没有讨论缩减（Taper）情境，并未要求员工准备各种选项。秋季决议时将首先检视通胀，并作为重点。没有触发QE决议的具体数据点位。
- 各大央行选择2%为通胀目标的理由仍然有效。需要保持耐心，不需要调整通胀目标。即便只是讨论调整CPI目标也会造成不稳定。

欧元区及主要国家CPI



从2016年3月开始，欧元区及其主要国家的CPI数据就开始出现反弹。其中，不难发现德国的数据较强势，尤其是在英国脱欧投票后，德国的强势复苏的确让欧元区放心不少。但是CPI数据能否达到央行2%的目标暂时未知，但是CPI的全线反弹也预示着欧元区的QE正在发挥作用，并为在不久的将来可能会进一步缩减QE的规模打下重要基础。

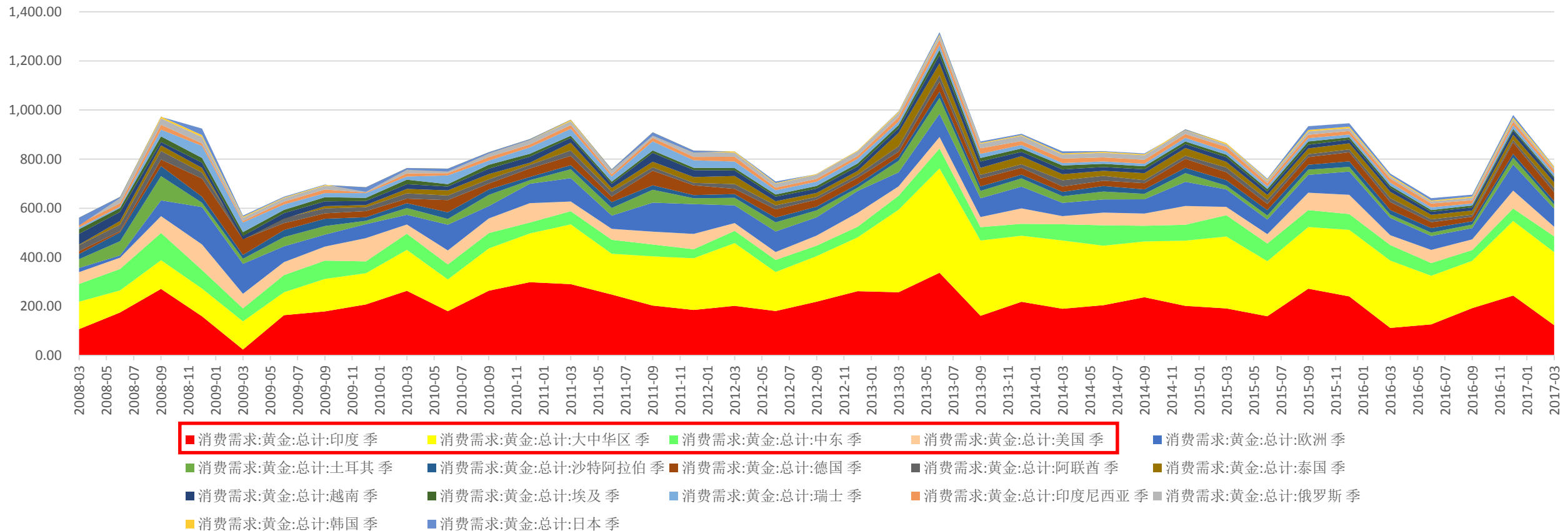
欧元区PMI



欧元区及欧洲主要国家PMI数据总体趋势是往上的，虽然波动起伏比较大，但是趋势往上的态势十分明显，不可否认，欧洲的经济正在恢复的道路上，虽然恢复的速度是平稳的。

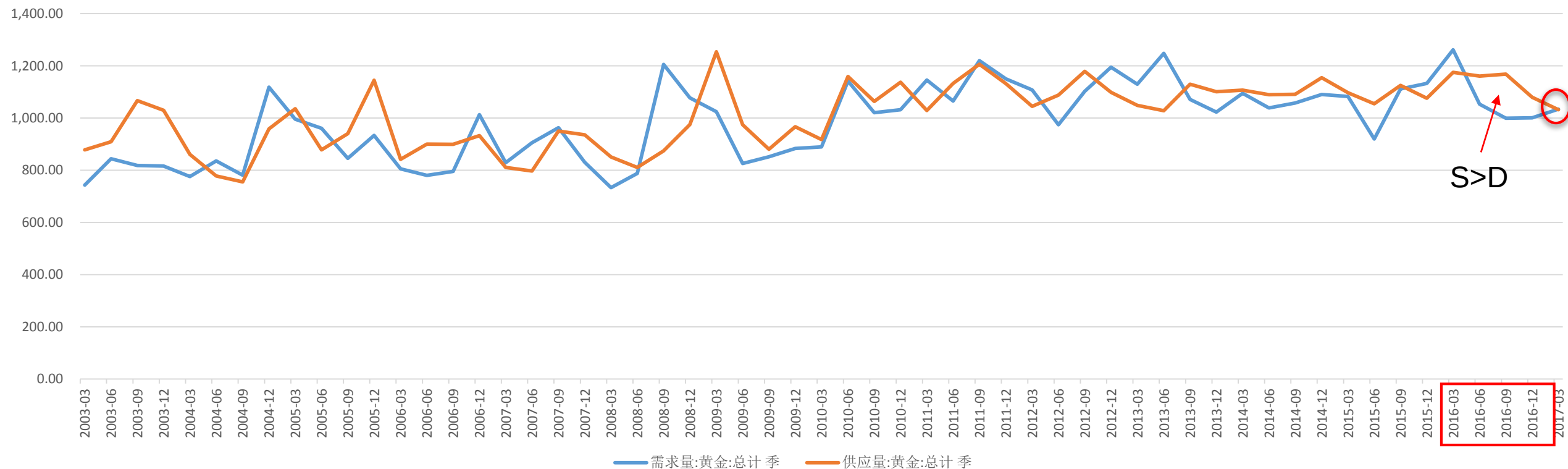
- 世界黄金需求表
- 历史黄金供求关系
- 国家黄金储备情况

世界黄金需求



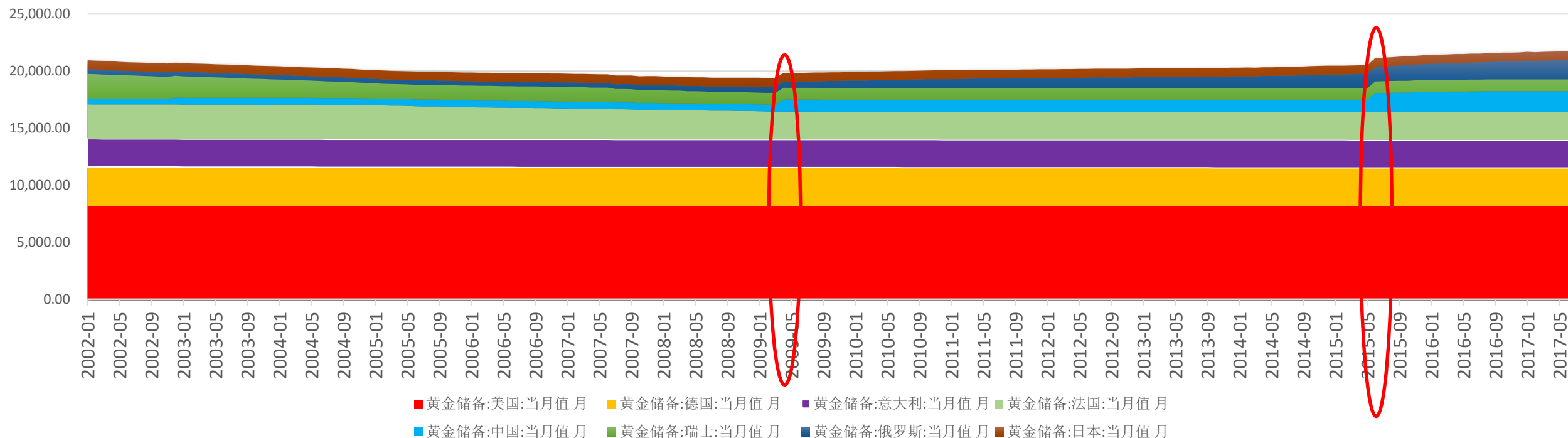
对于黄金的需求，印度、中国（大陆、港澳台）、中东、美国、欧洲是最旺盛的，尤其是中国和印度对于黄金的喜爱难以言喻。自2013年后，中国对于黄金的需求开始超过印度，成为消费黄金的主力。自2008年至今，黄金的需求虽然震荡比较大，但是总体趋势呈现上升的态势。值得注意的是2016年对于黄金的需求是2009年来最低水平，但去年黄金涨幅却很大，足以证明2016年点燃黄金的是政治因素。而且下半年中国和印度对于黄金会有高于上半年的需求，所以黄金下方支撑依然存在。

黄金供求关系



2017年3月公布的季度数据来看，黄金在经过2016年一年的供大于求的情况下有所改观，2017年6月的季度数据虽然没有出来，但是历史上第二季度的数据通胀较高，从上半年黄金走势也能看出第二季度对于黄金的需求会超过供给，同时，由于去年对于黄金的需求减少，也会有企业减少供给去平衡其利润，目前国际市场上对于黄金的需求多数还是以避险为目的进行的投资或投机。

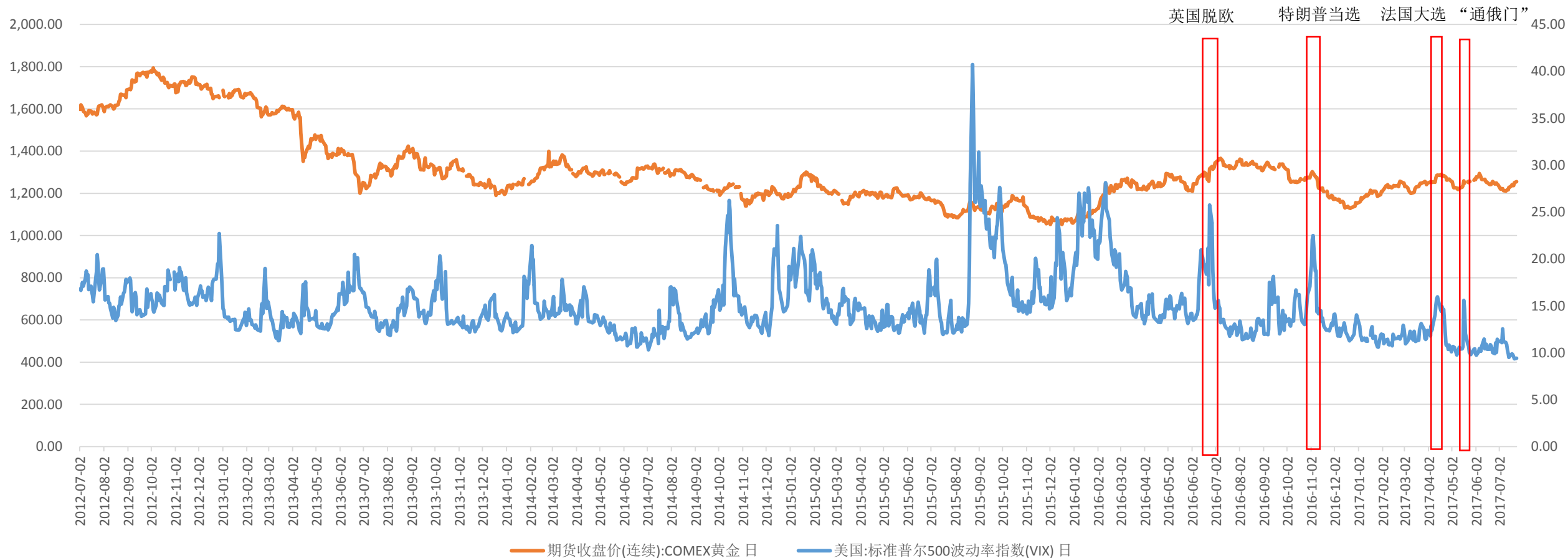
各个国家黄金储备



论黄金储备，美国及欧洲大国的央行对于黄金的储备较多，其中美国排第一。从图中可以看出，中国、瑞士、俄罗斯以及日本都在同一个时间点增加黄金储备，央行对于黄金的需求间接也会增加对黄金的需求，对金价造成支撑。近些年各国央行还是比较注重黄金储备的，尤其是欧美的央行。

VIX和金价

VIX与金价



- 美联储考虑缩表
- 欧洲央行缩减QE或加息预期
- 其他央行加息预期
- 特朗普事件持续发酵影响其执政及竞选承诺
- 德国总统大选或现黑天鹅
- 意大利大选极右翼势力抬头
- 苏格兰独立公投

- 今年美联储6月会议上，美联储不但在6个月内进行第三次加息，同时也宣布了一项缩减债券规模计划（**缩表**），最初停止再投资的到期公债规模每月不超过60亿美元，在12个月内每三个月增加60亿美元；此外还表示，对于机构债和MBS，最初上限为每月40亿美元，一年内每季度增加40亿美元，直至达到每月200亿美元。
- **影响**：作为对冲商品的美元可能上涨（影响美元因素不单单只有美联储货币政策），那么现货黄金就会下跌。美联储缩表是美联储变相加息的表现，若美联储真的实行缩表那么预示美联储已经收紧货币政策，美元指数可能上涨，现货黄金承压。
- **阻碍**：美联储内部意见不统一，以及经济数据的不一致（下降的失业率和正在偏离美联储2%目标位置的通胀数据）。
- 美联储下半年的态度应该是中性偏鹰为主，年底第三次加息的概率还是比较大的，市场预期目前第三次加息将在12月，而缩表则可能在9月开始。

- 最大的风险在于特朗普遭到弹劾或司法部调查确认其涉嫌违法。前FBI局长柯米首次听证的证词不足以指控特朗普妨碍司法，特朗普遭弹劾的风险暂时缓解。不过调查仍在进行，特朗普遭弹劾的风险尚不能完全排除。另外，特朗普有比较明显的弱美元偏好（与竞选时相反），如果通过政治手段迫使欧元、日元等兑美元升值，则利好贵金属。
- 特朗普上台半年内，对于竞选的诺言实现的少之又少，预计到今年年底，其政策主张实现的通过率依旧会很低，这对去年11月其成为美国总统后市场对于其大力发展基建的主张偏离，会让资金转出美元去欧元或者黄金避险。

- 欧洲央行似乎也有可能逐步退出货币宽松政策，该行有可能在今年晚些时候决定何时缩减每月购债规模。在欧洲央行上月暗示其可能开始收紧政策后，全球长期债券收益率跳涨，而且有可能继续上扬。
- 德国总理大选目前看来黑天鹅飞出的概率较低，德国总理默克尔所在的保守党支持率升至40%，并创下2015年9月欧洲难民危机以来的最高水平。避险情绪可能受影响而利空黄金。
- 苏格兰独立公投如实现，增加了英国的政治风险，将推升对于黄金的避险需求。
- 一旦美国政府或美联储发生了出乎市场意料外的事情后，全球目光将会转向欧洲或黄金资产进行避险。

- 加拿大央行宣布上调央行基准利率至0.75%，这是自2010年8月以来第一次上调。为继美国之后首个加息的七大工业国(G7)成员。议息结果公布后，美元/加元急跌，跌破1.29关口，直将到1.28，创去年3月以来低点。
- 加拿大央行预计今年第二季度GDP增速为3%，此前为2.5%，今年第三季度GDP增速料为2%。加拿大上调今明两年的GDP增速预期，预计2017年GDP增速为2.8%，此前为2.6%，而预计2018年GDP增速为2%，此前为1.9%。出口或企业投资将有助于GDP增速上升。
- 加拿大央行声明表示，近期经济数据提振了未来经济增长可能高于预期的信心，今后进一步调整利率将取决于新的经济数据表现。



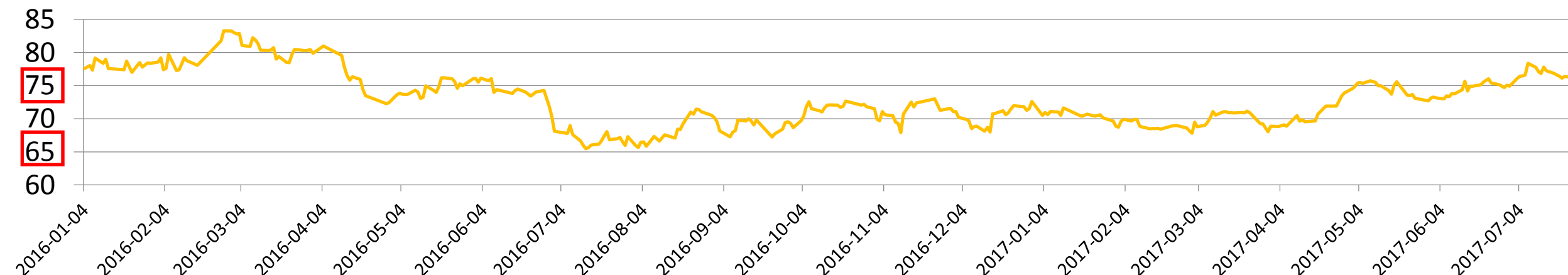
跟随美联储加息的央行将会越来越多，随着全球利率的上涨，尤其是欧洲央行的利率决议，都会让美元的利好因素减弱，间接也会影响到黄金的走势。

- 美联储已经不是最为核心的变量，美元指数及黄金价格的关键在于特朗普。按照重要性排序，分为以下三点为：
- 一是特朗普政策，包括经济究竟能否真正改善、减税增支政策对美元信用影响、特朗普是否会干预美元汇率，这从根本上决定美元指数能否突破16年12月的高点；
- 二是2017年美联储加息的频率与节奏，重点是加两次还是加三次，目前市场的预期是12月将引来今年第三次加息；
- 三是欧央行货币政策的走势对美元指数的影响，主要看欧央行退出货币宽松的意向及欧洲央行是否有持续偏鹰的态度。

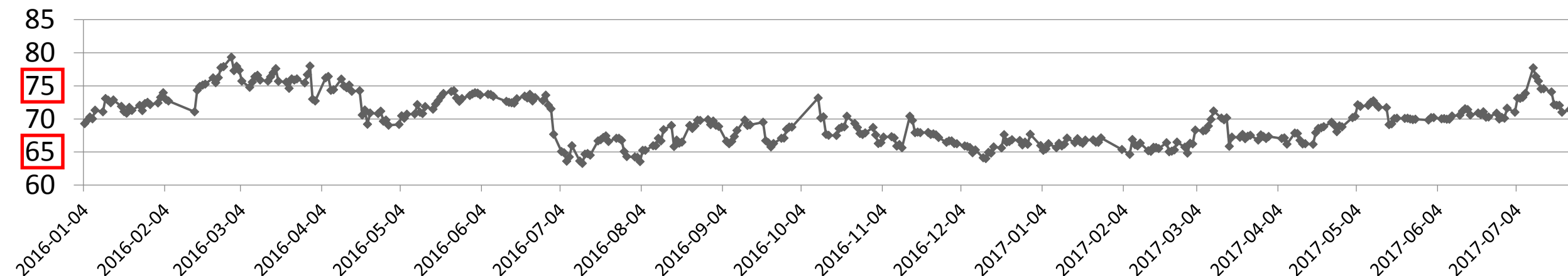
- 下半年风险事件对于贵金属行情驱动的力度和持续时间都较为有限，只能带来短暂的脉冲式上涨行情，**警惕**风险事件爆发后金价快速冲高回落。
- 尽管下半年面临美联储加息和缩表的压力，但贵金属价格仍有波段做多（或做空）的机会。主要理由是：
 - (1)美元指数大幅走弱、向下挑战90关口的可能性仍存；
 - (2)美国实际利率大幅上行的可能性不大；
 - (3)地缘政治风险有所缓解，但远未消除，可能随时会有黑天鹅飞出；
 - (4)下半年为中国和印度黄金实物消费季节性高峰，易于形成看多的市场情绪。
 - (5)特朗普竞选政策与现实的差距，就目前来看，其任期内想完成困难较大。
- 具体操作上主要把握美元指数贬值波段。关注特朗普推出财政刺激政策的时点或关于特朗普负面的新闻。由于市场已经下调对特朗普财政政策的预期，如果财政政策推进较为顺利，将使得特朗普交易复苏，利空贵金属；反之，将推动贵金属走高。如关注特朗普自身新闻的话，市场目前正在等待美国对于特朗普通俄门的调查结果，如果特朗普被证明清白，利多美元利空贵金属；反之将推动贵金属继续走高。

下半年黄金策略之二：跨品种套利（金银比）

COMEX金银比



上海金银比



- 一般来说，金银比高于75或更高水平时，往往会向下修复，但是金银比在65左右会有较强支撑，继续向下空间不大，除非是特大利空黄金的消息会造成黄金下跌，所以在技术面的支持下，还应关注实时新闻。当金银比处于高位时，可做多白银、做空黄金套利;反之，在金银比处于低位时可做多黄金、做空白银套利。
- 此方法适用于国外以及国内市场，建议同国家市场操作，避开开盘和收盘时间不一致的风险。

• 权的责公，所任司授用有限任面使有责书中纪限司告纪有公报货纪任此期经责，方货限明东期有说海方纪有上东纪另。海货非记上期除标致方。及导东容记能海内标可上、务有经料服或未材、制。分标限司部商何公或的任任部司有责全公播限的任传有告责告纪报限报纪此有究货播纪研期传经对方或货给域东制期供区海复方提辖上、东告管属送海报律权发上此法作为将它著方均的其的何记性或告任标对区报以及针地本或记有、改标或家，更务意国说得服故何有不、会任另人标不的非何商司法除任有公违

公责论经任何结货责任同方有限不方有承有东纪失或海经损致上货的一表期成不代方造料不东而资并海料载点上材所观但载告的，所报载，可靠及本所可告与告观报供报客此提本出使司法的因公方的因公方点对任析观不责分源公有解来任纪见的责经、料限货想、载纪方同场。告经东不立所经东不立报期上人司此方。写公为东断编营认海判映联司上立反或公。独仅属任性的告附责整人报其限完个述何有或代上任纪性取和或经确应告司货准不报公期其告本任方保报。责东担此告限海不。报有上司任的纪

- 网址: <http://www.sheast.cn>

谢 谢！

研究员 张一心

电话：021-80232040

微信：15921115786

QQ：569121249