

2017年第31期

金融市场研究周刊

Financial Markets Weekly Focus

本期作者 Author:

涂涵

TU Han

021-60637065

tuhan.zh@ccb.com

天灾人祸重创美元，黄金延续上涨势头

市场回顾与展望

进入9月，适逢多事之秋。9月3日朝鲜进行第六次核试后，美韩等国态度更趋强硬，声称将加大制裁力度。地缘政治更加剑拔弩张，市场纷纷抢进日元及黄金等避险资产。人祸如斯，天灾亦盛，飓风哈维重创美国德州之后，飓风 Irma 将登陆佛州，不仅危及民生，亦将给经济带来新的冲击。美联储多名官员近日相继对加息表达质疑看法，在鸽派声浪不断升高、加息预期日渐衰微的影响下，美元短期内料难扭转颓势。欧洲央行宣布按兵不动，但暗示可能在10月决定开始缩减购债规模，欧元闻讯上破1.20美元，今年涨幅已逾14%，美元进一步下挫。

本周需要重点关注的事件包括英国、瑞士央行利率决议；数据方面，美、英、德、法等国CPI、PPI等重要数据，中国零售、工业增加值等数据，值得关注。

投资建议

目前，黄金上涨的催化剂包括美国白宫经济顾问科恩被排除任命为美联储主席的可能性、美国经济数据疲软拉低美国加息预期、飓风 Irma 带来的潜在损失、朝鲜地缘危机等，但需警惕黄金短期回调风险。预计本周黄金价格波动区间为[1300,1350]美元/盎司，白银波动区间为[17.2,18.2]美元/盎司，铂金波动区间为[980,1030]美元/盎司。

账户商品点评：人民币账户原油 Brent1711 上周收于 348.72 元/桶，本周开于 350.18 元/桶。人民币账户铜 1712 上周收于 19.74 元/磅，本周开于 19.75 元/磅。人民币账户大豆 1711 上周收于 62.43 元/蒲式耳，本周开于 62.51 元/蒲式耳。

一、 走势回顾

1. 贵金属

上周国际金价开于 1336.39 美元/盎司，收于 1346.59 美元/盎司，上涨 1.61%；国际银价开于 17.80 美元/盎司，收于 17.97 美元/盎司，上涨 1.35%；国际铂价开于 1008.95 美元/盎司，收于 1007.6 美元/盎司，上涨 0.00%；国际钯价开于 982.94 美元/盎司，收于 935.59 美元/盎司，下跌 4.80%。

上海黄金交易所 AU(T+D)收于 281.76 元/克，上涨 0.77%；AG(T+D)收于 3973 元/千克，上涨 1.15%；上海期货交易所黄金期货活跃合约 1712 收于 283.7 元/克，上涨 0.67%；白银期货活跃合约 1712 收于 4053 元/千克，上涨 1.27%¹。

上周 SPDR 黄金 ETF 持仓增加 3.29 吨至 834.50 吨；iShares 白银 ETF 持仓减少 467.34 万盎司至 3.271 亿盎司。CFTC 公布的 9 月 5 日纽约商品交易所黄金期货非商业净多头增加 14,251 手至 245,298 手，白银期货非商业净多头增加 10,526 手至 64,171 手。

2. 能源、基本金属和农产品

上周 WTI 原油期货活跃合约 1710 收于 47.56 美元/桶，上涨 0.44%；Brent 原油期货活跃合约 1711 开于 52.85 美元/桶，收于 53.75 美元/桶，上涨 2.01%。

上周伦敦三月期铜开于 6860 美元/吨，收于 6680.5 美元/吨，下跌 2.42%；上海期货交易所铜期货活跃合约 1711 开于 52630 元/吨，收于 51740 元/吨，下跌 2.17%。

上周 CBOT 大豆期货活跃合约 1711 收于 961.5 美元/蒲式耳，上涨 1.18%；大连商品交易所 1 号黄大豆期货活跃合约 1801 开于 3855 元/吨，收于 3840 元/吨，下跌 0.23%。

¹国内交易所数据取自周五收盘价，周五夜盘数据计入下周一交易日。

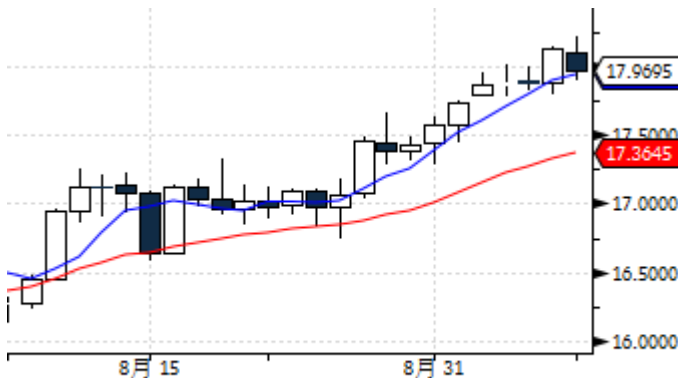
图表 1:国际黄金现货



图表 2:上海黄金交易所 AU(T+D)



图表 3:国际白银现货



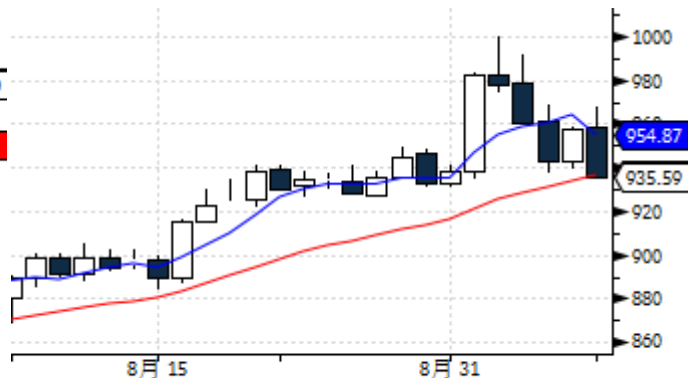
图表 4:上海黄金交易所 AG(T+D)



图表 5:国际铂金现货



图表 6:国际钯金现货



图表 7:WTI 原油期货



图表 8:Brent 原油期货



图表 9:LME 三月铜远期



图表 10:上期所沪铜期货



图表 11:CBOT 大豆期货



图表 12:大商所 1 号黄豆期货



数据来源: Bloomberg

二、 市场信息要点

1. 宏观经济

➤ **美国参议院批准延长债务上限至 12 月 8 日:** 美国国会参议院以 80-17 票批准特朗普和国会参众两院民主党领袖所撮合的措施, 将推迟债务上限和政府融资至 12 月 8 日, 并将向 Harvey 灾后救援提供 152.5 亿美元资金, 修订版的方案将返回众议院。预计众议院将在周末之前针对参议院修正案进行投票。

➤ **美联储三号人物表示支持继续加息, 低通胀或源于“结构性变化”:** 纽约联储主席杜德利 (William Dudley) 表示, 即便通胀低于美联储的目标, 但继续逐步的退出宽松货币政策是合理的。但他并未重申对 2017 年加息的预期。同时, 杜德利指出, 今年通胀低迷可能是源于“结构性变化”, 暗示美联储或将下调通胀预期。

➤ **美联储“二号人物”意外辞职:** 美国时间 9 月 6 日, 美联储副主席费希尔 (Stanley Fischer) 向总统特朗普和白宫递交辞呈, 称因“个人原因”, 提前辞去美联储副主席和联储理事职务。美联储官方网站此后确认, 费希尔的辞职将于 10 月 13 日生效。费希尔的任期原本截止于明年 6 月 12 日, 耶伦本届任期截止于明年 2 月。美国媒体认为, 费希尔提前离职给特朗普再造美联储领导层留下了空间。今年 7 月, 特朗普提名股权投资公司凯雷 (The Cynosure Group) 的

执行合伙人 Randal Quarles 为美联储史上首位主抓银行系统监管的副主席。在费希尔离职后，特朗普现在至少得再提名两个美联储高官的人选，才能填补明年 3 月联储高层的空缺。

➤ 9 月 7 日，欧洲央行如期维持利率不变，并重申超宽松政策立场，甚或在必要时扩大购债计划。行长德拉基表示可能会于 10 月公布有关削减 QE 的计划，决策官员将在今年秋季决定开始缩减购债规模。该行接下来将在 10 月 26 日和 12 月 14 日召开决策会议。

图表 13:上周经济数据回顾

日期	时间	地区	数据	实际值	预期值	前值
2017/9/5	22:00	美国	7 月工厂订单环比	-3.3%	-3.3%	3%
			7 月耐用品订单环比终值	-6.8%	1%	-6.8%
2017/9/6	20:30	美国	7 月贸易帐 (亿美元)	-437	-447	-436
	22:00	加拿大	加拿大央行利率决策	1%	0.75%	0.75%
2017/9/7	9:00	中国	8 月外汇储备 (万亿美元)	3.0915	3.095	3.0807
	19:45	欧元区	欧洲央行主要再融资利率	0.0%	0.0%	0.0%
	20:30	美国	首次申请失业金人数 (万)	29.8	24.5	23.6

资料来源: Bloomberg

2. 行业动态

贵金属:

➤ 8 月全球黄金 ETF 持仓增加 31.4 吨至 2,295 吨。区域资金流向方面: 8 月, 北美基金推升了全球 ETF 的流入: 投资者净增持 27.8 吨 (+13 亿美元, +2.6%AUM); 欧洲市场净流入为 6.4 吨 (+322 百万美元, +0.8%AUM); 亚洲基金减持 2.4 吨 (-80 百万美元, -3.0%AUM)。个别基金资金流向方面: SPDR Gold Shares 持仓增加 22.4 吨 (+10 亿美元, +3.2%AUM); iShares Gold Trust 位居第二, 持仓增加 4.6 吨 (+266 百万美元, +3.1%AUM); 欧洲 Source Physical Gold 增加 6 吨 (+245 百万美元, +5.5%AUM), ETFs Physical Gold 增加 2.1 吨 (+109 百万美元, +1.9%AUM)。年初至今趋势: 全球黄金 ETF 总计持仓 2,295 吨, 增加 143.5 吨 (合 53 亿美元), 全球 AUM 上升 5.5%; 欧洲基金的流入占全球总净流入的 79%, 至 8 月末, 今年欧洲基金的 AUM 增加了 12%, 而亚洲的资产规模降低了 16%。

➤ 美国铸币局数据显示, 8 月鹰扬金币的销售量仅为 9,500 盎司, 较 7 月的 17,500 盎司与去年同期的 58,500 盎司分别减少了 45.7% 与 83.8%; 1-8 月, 美国鹰扬金币的销售量较去年同期的 598,000 盎司减少 63.1% 至 220,500 盎司。8 月, 鹰扬银币的销售量为 102.5 万盎司, 较

7月的232万盎司与去年同期的128万盎司分别减少了55.8%与19.9%；1-8月，美国鹰扬银币的销售量较去年同期的28,900,500盎司减少46.1%至15,578,500盎司。8月，美国水牛金币的销售量为3,000盎司，相比7月及去年同期的销售量分别为6,000盎司与9,000盎司，1-8月销售量较去年同期的131,500盎司减少43%至75,000盎司。

➤ 澳洲伯斯铸币厂数据显示，8月金条金币的销量较7月的23,675盎司减少2.3%至23,130盎司，银币销量较7月大减66.4%至392,091盎司，为去年八月以来的新低。矿业咨询机构瑟比顿联合公司报告表示，截至六月底的2016/17财年，澳洲黄金产量年增2.5%至299公吨，或为960万盎司；其中，截至六月的上季黄金产量为75公吨。

原油及基本金属：

➤ 美国油服公司贝克休斯（Baker Hughes）公布数据显示，截至上周，美国石油活跃钻井数减少3座至756座，为今年6月以来最低水平，过去四周内有三周录得下降，因能源公司开始削减开支，以及飓风气候的影响；石油和天然气活跃钻井总数增加1座至944座。

➤ 中国8月进口大超预期，除大豆和原油外，8月主要大宗商品进口量均环比上涨，煤炭、铁矿砂、钢材等大宗商品进口量齐升。海关总署数据，中国8月铁矿砂、铜矿砂和煤炭进口量环比分别上涨了2.79%、2.86%和29.86%，钢材进口量环比上涨1.02%，但同比延续7月趋势，下跌10.81%。原油同比涨幅回落至3.44%，环比跌幅2.19%。成品油进口273万吨，环比上涨16.67%，同比大涨35.15%。今年前8个月，铁矿砂、原油等主要大宗商品的进口量均出现攀升，而进口均价累计上涨幅度最大的是铁矿砂，涨幅达41.9%。前8个月大宗商品累计进口数据如下：铁矿砂7.14亿吨，增加6.7%，进口均价为每吨494元，上涨41.9%；原油2.81亿吨，增加12.2%，进口均价为每吨2573.2元，上涨35.3%；成品油2011万吨，增加2.8%，进口均价为每吨3231元，上涨29.1%；天然气4246万吨，增加25.5%，进口均价为每吨2244.3元，上涨12.7%；初级形状的塑料1845万吨，增加11.6%，进口均价为每吨1.15万元，上涨10.4%；未锻轧铜及铜材301万吨，减少12.7%，进口均价为每吨4.36万元，上涨28.4%。

专栏：美联储副主席最后的演讲

（根据相关内容整理）

美联储二号人物费希尔 9 月 6 日因个人原因递交辞呈，下月正式卸任。他的任期原本截止于明年 6 月。如下为费希尔在 8 月的演讲稿件（有删节）。

全球实际利率的水平目前处于低位，这已然成为了全球经济环境当中一大重要而又显著的特征。在美、欧、日、英，十年期国债收益率接近于历史性低位。许多新兴市场国家的收益率也有所下降。

为什么利率下行的情况在全球如此普遍？低通胀解释了一部分名义利率的下行。长期利率反映了市场对未来通胀以及未来实际（或通胀调整）利率的双重预期。由于通胀水平在下降，且可信的央行通胀目标得以被稳定，这使得通胀预期相比于上个世纪更为稳定。通胀调整收益率同样也下降了。利率的下行似乎并非经济周期的结果。以美国为例，虽然 FOMC 已经加息了四次，且失业率已经降至 FOMC 长期水平的中位数以下，但长期利率仍然无动于衷。

下行的大部分因素是均衡实际利率导致的，即我们通常所说的自然利率（ r^* ）。维克赛尔在其 1898 年的著作《利息与价格》中写到：“利率的平均水平即一般价格水平没有向上或向下趋向时的水平。”放眼当下，低通胀和低利率的情况表明，自然利率的水平可能很低。美联储同事 John Laubach 和 John Williams 测度了长期的自然利率，发现金融危机以来，美国的自然利率下降了约 150 个基点，目前为 50 个基点。

如何看待均衡利率下行？一个很好的分析均衡利率下行的切入点是：当经济充分就业时，将自然利率视为在长期中平衡经济中储蓄的供应以及投资的需求的一种价格。低利率不是反映了储蓄的增长，就是反应了投资需求的抑制，亦或两者皆有之。

放眼美国，三个因素交织导致了低利率水平：趋势经济增长放缓，老龄化、人口问题以及疲软的投资。美国的均衡利率处于低位的一大原因就是经济的潜在增长（趋势增长水平）水平在放缓。更低的增长速度会促进储蓄的积累，并抑制投资。由于居民部门下调了对未来收入的预期，他们的借贷意愿下降，储蓄意愿则上升。同时，更低的经济增速使得商业投资机会稀缺，施压投资需求。

老龄化会通过影响劳动力以及趋势增速来施压均衡利率。居民部门在临近退休时需要更多的储蓄。联储经济学家估算，这种储蓄效应迫使长期均衡联邦基金利率相较于 1980 年代的水平下跌了 75 个基点。

投资的疲软也会施压均衡利率。为什么伴随着历史性低利率的却是温和的资本支出呢？前文提到的生产率因素是一大原因，因为企业更难找到有利可图的投资机会了。经济和政治上的不确定性同样影响了企业（投资），比如政府医保、监管、税收以及贸易政策的前景不明朗，企业会选择延迟其商业规划，直到政策明朗化。

企业对新技术的行业破坏力也感到不确定性，技术创新重塑了许多传统行业，如零售、运输和通信业。长期性商业模式的可变性和不确定性使得企业在投资决策时更为犹豫。此外，随着科技的进步，与之前相比，目前的生产中资本集中度没那么高了。

还有一个因素是美国行业内竞争情况导致的，企业进入和退出率在降低，且行业集中度在提高。低竞争水平使得企业得以在维持高利润水平不受市场份额侵蚀（进而不得不扩产）的压力。

根据量化测算，经济增长放缓似乎可能是抑制长期均衡利率的主要因素，尽管人口和投资需求疲软的贡献也相当大。

图表 14:本周经济日历

日期		时间	地区	数据、事件	市场预期
星期二	2017/9/12	16:30	英国	8 月 CPI 环比	0.4%
		22:00	美国	7 月 JOLTS 职位空缺 (万人)	595
星期三	2017/9/13	20:30	美国	8 月 PPI 环比	0.3%
星期四	2017/9/14	2:00	美国	8 月政府预算 (亿美元)	-1240
		19:00	英国	英国央行利率决议	--
		20:30	美国	8 月 CPI 环比	0.3%
		20:30	美国	首次申请失业金人数 (万)	29.8
星期五	2017/9/15	20:30	美国	9 月纽约联储制造业指数	19
				8 月零售销售环比	0.1%
		21:15		8 月工业产出环比	0.1%
		22:00		9 月密歇根大学消费者信心指数初值	96.5

源: Bloomberg



欢迎读者提出宝贵建议，我们的联系方式如下。

金融市场交易中心研究发展处：

陆怡烽	021-60637061	luyifeng.zh@ccb.com
袁匡济	021-60637071	yuankuangji.zh@ccb.com
陈浩	021-60637057	chenhao1.zh@ccb.com
徐俊	021-60637063	xujun4.zh@ccb.com
左其龙	021-60637064	zuoqilong.zh@ccb.com
张航	021-60637068	zhanghang1.zh@ccb.com
涂涵	021-60637065	tuhan.zh@ccb.com
赵海啸	021-60637059	zhaohaixiao.zh@ccb.com
崔悦	021-60637062	cuiyue1.zh@ccb.com

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本期作者对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，报告中的观点或意见仅代表作者个人看法，仅供参考。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。