

2017年第32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

朝鲜刺激效果疲弱，黄金四周首遭下挫

市场回顾与展望

国际黄金上周收跌 2%，为四周来首次下降。欧洲央行官员呼吁缩减银行刺激的计划，各央行的“正常化”行动往往驱动利率上涨、推高债券收益率并对黄金等无息资产施加压力。但美国经济数据低于预期，飓风影响导致美国 8 月工业产出创逾八年最大降幅，零售销售数据下降亦对美元形成一定压力，限制了黄金跌幅。

本周将迎来美联储货币政策会议，尽管市场普遍预计美联储将维持利率不变，但市场广泛预期将公布缩表计划，对于金融市场将产生深远影响，美元、黄金、股市等资产短线都可能遭到“缩表冲击波”的影响。美联储主席耶伦也将召开新闻发布会，她的讲话同样可能引发市场巨澜。

本周需要重点关注的事件包括英国、瑞士央行利率决议；数据方面包括建筑许可、房屋开工、现有房屋销售和房价指数等住房报告，经常账户、费城联储制造业指数和制造业 PMI 等数据。

投资建议

基本面上看，朝鲜危机、恐怖事件等对金价的刺激越来越弱，市场还将回归利率基本面，因此美联储议息会议极为关键。随着黄金的避险魅力继续丧失吸引力，金价可能会出现进一步盘整。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[17.2,18.0]美元/盎司，铂金波动区间为[950,1000]美元/盎司。

账户商品点评：人民币账户原油 Brent1711 上周收于 364.07 元/桶，本周开于 363.64 元/桶。人民币账户铜 1712 上周收于 19.36 元/磅，本周开于 19.34 元/磅。人民币账户大豆 1711 上周收于 63.43 元/蒲式耳，本周开于 63.45 元/蒲式耳。

一、 走势回顾

2. 贵金属

上周国际金价开于 1337.67 美元/盎司，收于 1320.18 美元/盎司，下跌 1.96%；国际银价开于 17.97 美元/盎司，收于 17.59 美元/盎司，下跌 2.12%；国际铂价开于 1006.93 美元/盎司，收于 969.05 美元/盎司，下跌 3.83%；国际钯价开于 935.82 美元/盎司，收于 924.93 美元/盎司，下跌 1.14%。

上海黄金交易所 AU(T+D)收于 280.28 元/克，下跌 0.53%；AG(T+D)收于 3914 元/千克，下跌 1.49%；上海期货交易所黄金期货活跃合约 1712 收于 282.45 元/克，下跌 0.44%；白银期货活跃合约 1712 收于 3979 元/千克，下跌 1.83%¹。

上周 SPDR 黄金 ETF 持仓增加 4.14 吨至 838.64 吨；iShares 白银 ETF 持仓维持 3.271 亿盎司。CFTC 公布的 9 月 12 日纽约商品交易所黄金期货非商业净多头增加 9,462 手至 254,760 手，白银期货非商业净多头增加 10,816 手至 74,987 手。

3. 能源、基本金属和农产品

上周 WTI 原油期货活跃合约 1710 开于 47.58 美元/桶，收于 49.83 美元/桶，上涨 4.77%；Brent 原油期货活跃合约 1711 开于 53.82 美元/桶，收于 55.48 美元/桶，上涨 3.22%。

上周伦敦三月期铜开于 6687 美元/吨，收于 6488 美元/吨，下跌 2.88%；上海期货交易所铜期货活跃合约 1711 开于 51700 元/吨，收于 50380 元/吨，下跌 2.63%。

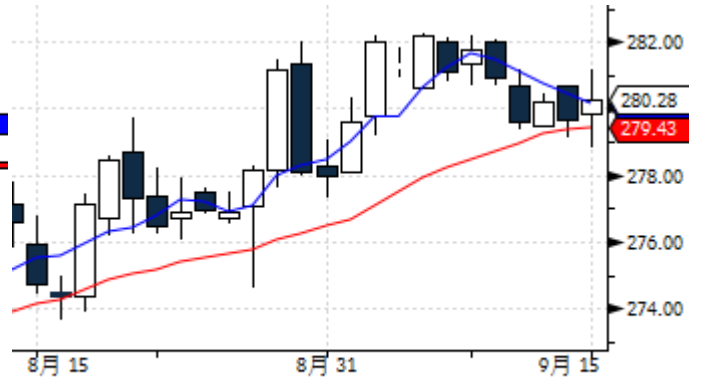
上周 CBOT 大豆期货活跃合约 1711 开于 964 美元/蒲式耳，收于 968.5 美元/蒲式耳，上涨 0.73%；大连商品交易所 1 号黄大豆期货活跃合约 1801 开于 3845 元/吨，收于 3814 元/吨，下跌 0.68%。

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。

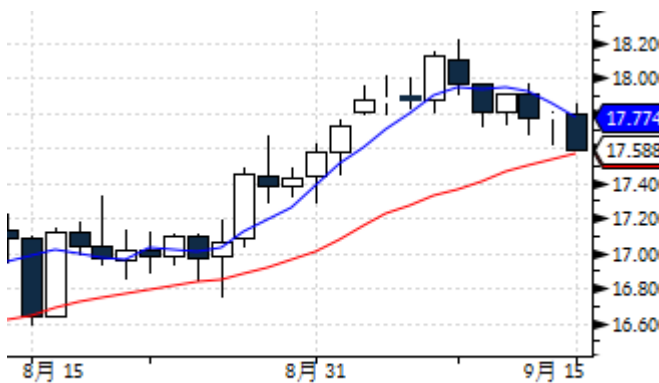
图表 1:国际黄金现货



图表 2:上海黄金交易所 AU(T+D)



图表 3:国际白银现货



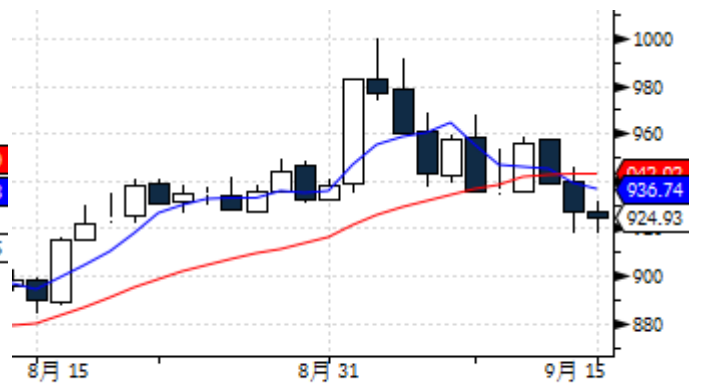
图表 4:上海黄金交易所 AG(T+D)



图表 5:国际铂金现货



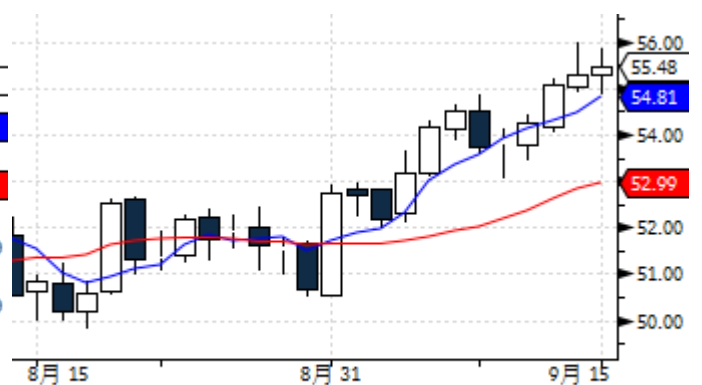
图表 6:国际钯金现货



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 11:CBOT 大豆期货



图表 10:上期所沪铜期货



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

▶ **特朗普税改重要日程公布:** 9月14日, 主导特朗普税改的国会大佬 Kevin Brady 称, 将于本月25日公布税改方案的框架, 文件将囊括“税改的核心元素。”随后, 白宫预算管理办公室主任 Mick Mulvaney 确认此日期; 称国会在税收问题上进展缓慢让特朗普有挫折感, 特朗普坚持要将企业税率降到15%。

▶ **朝鲜半岛局势升温:** 朝鲜誓言加快核武计划, 以回应联合国安全理事会在朝鲜进行第6次威力最强大核试爆后实施的“邪恶”制裁。据新华社援引日本共同社报道, 朝鲜于9月15日当地时间07:16再度发射导弹, 导弹在北海道以东2000公里处坠入太平洋海域, 飞行高度达到770公里, 飞行距离3700公里。据人民日报援引韩军联合参谋本部消息, 朝鲜发射导弹后, 韩军立即向半岛东部海域发射“玄武-2”弹道导弹。

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
2017/9/12	16:30	英国	8月CPI环比	0.6%	0.5%	-0.1%

	22:00	美国	7月 JOLTS 职位空缺 (万人)	617	600	616.3
2017/9/13	20:30	美国	8月 PPI 环比	0.2%	0.3%	-0.1%
2017/9/14	20:30	美国	8月 CPI 环比	0.4%	0.3%	0.1%
			首次申请失业金人数 (万)	28.4	30	29.8
2017/9/15	20:30	美国	9月纽约联储制造业指数	24.4	18	25.2
			8月零售销售环比	-0.2%	0.1%	0.6%
	21:15		8月工业产出环比	-0.9%	0.1%	0.2%
	22:00		9月密歇根大学消费者信心指数初值	95.3	95	96.8

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。

➤ OPEC 在 8 月报预测 2018 年原油需求加大，暗示全球石油市场将会趋紧：8 月 OPEC 原油产量环比减少 7.9 万桶/日至 3276 万桶/日；沙特阿拉伯产量环比减少 1.03 万桶/日至 1003.2 万桶/日；8 月全球石油供给环比减少 41 万桶/日至平均 9675 万桶/日；2017 年全球原油需求增速上调 5 万桶/日至 142 万桶/日。

原油及基本金属：

➤ 美国农业部 9 月供需报告中将美国大豆单产预估上调至 49.9 蒲式耳/英亩，高于 8 月的 49.4 蒲式耳/英亩，亦高于分析师平均预估的 48.8 蒲式耳/英亩。

➤ 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。



专栏：美联储副主席最后的演讲（下）

（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 月的演讲稿件的下半部分（有删节）。

全球关联：为什么利率下降如此广泛？

前文提到的施压均衡利率的因素在全球的其他国家中有过之而无不及。比如劳动生产率的放缓。同样的，人口情况的变迁亦然，劳动适龄人口普遍下降。除去这些因素以外，当下，我们生活在一个整体性的全球化大经济体中，一国的经济发展经由贸易、资本流动以及价格（利率、汇率）渠道传导并溢出到其他国家。一般而言，我们通过观察经常项目余额来捕捉这些细节。如图 4，一般来说，全球经常项目加总为 0，一国的赤字必然匹配于他国之盈余，但这一互相之间的渗透关系可能并不明显。

危机前，人们将美国利率下行归咎于海外的因素。前联储主席伯南克就祭出了“全球储蓄过剩”的论点——新兴市场国家出于锚定汇率、维持盈余、积累外储以及一些财政目的积累美元。最终也成就了“格林斯潘之谜”——即 04-06 年间美国加息也无法影响到长端利率的现象。2000 年代早期美国赤字的恶化是与新兴市场国家（尤其是亚洲新兴市场国家、中国以及 OPEC 国家）的盈余增长匹配的。美国 2001-2006 年间惊人的赤字亦伴随着利率的下行——这就是海外储蓄相比于投资过剩产生的结果。

后危机时代，全球经常项目的分布如何可以解释国际间的溢出效应呢？全球储蓄过剩时期时美国的经常项目赤字的扩张几乎完全逆转。全球储蓄过剩的现象是否已经淡出了呢？美国赤字收窄时期的利率下行情况告诉我们可能没有。如果全球储蓄去化，即全球储蓄供应缩水是美国赤字收窄的背后因素，那么均衡实际利率应当上行。否则，均衡利率的下行只能被美国对海外储蓄需求下降，导致美国经常项目赤字收窄所解释。这一需求的收窄可以被上面提到的放缓的经济增速，人口问题以及疲软的投资需求的因素所解释。

美国经常项目赤字在危机后的明显收窄，是否意味着美国是过去十年间全球利率下行压力的主要驱动力？是的！如果美国得以维持之前的赤字水平，全球利率水平应当会更高。但金融危机告诉我们，美国吸收全球储蓄的速率是不可持续的。还有一种解释是，早在危机前，引致危机后利率下行的因素已然奠基。

什么因素得以终结低利率？

决策者应该如何化解低利率的问题呢？

货币政策可以发挥作用！透明，健全的货币政策可以增强对增长前景稳定的信心，这可以反过来缓解预防性储蓄需求，鼓励投资，推高均衡利率。

然而正如我之前所说，也是伯南克曾对我说的，货币政策不是灵丹妙药。需要重申的是，我们在提高生产增长以及经济潜在增长水平这一问题上更需要有效的财政政策和监管措施，他们优于货币政策！。

图表 14:本周经济日历

日期		时间	地区	数据、事件	市场预期
星期一	2017/9/18	17:00	欧元区	8 月 CPI 同比终值	1.5%
星期二	2017/9/19	20:30	美国	8 月新屋开工 (万户)	118
				8 月营建许可 (万户)	122
星期三	2017/9/20	22:00	美国	8 月成屋销售总数年化 (万户)	547
星期四	2017/9/21	2:00	美国	FOMC 利率决议	--
		11:00	日本	日本央行利率决议	--
		20:30	美国	首次申请失业金人数 (万)	28.4
				8 月谘商会领先指标环比	0.2%
星期五	2017/9/22	0:00	英国	英国首相 May 发表脱欧演讲	--
		16:00	欧元区	9 月制造业 PMI 初值	57.3
		21:45	美国	9 月 Markit 制造业 PMI 初值	52.8

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。