

2017 年第 41 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

税改进展推升美元，非农亮眼打压黄金

市场回顾与展望

上周美国参议院通过税改法案，特朗普上任后取得的首场胜利为美元涨势奠定了基础，美元开盘跳涨，黄金跳空 8 美元；英国脱欧进程一波三折拖累英镑“上蹿下跳”，加拿大央行谨慎基调致使加元“崩跌”，比特币飙涨，金价跌破多个关键关口。上周数据方面的重头戏无疑是周五的美国非农报告，11 月非农就业人口超市场预期地增加 22.8 万，失业率 4.1%，为美联储 12 月升息再添一份力，美元指数连续第二周上涨。

本周可谓是“超级央行周”，美、欧、英、瑞士等央行均将公布利率决议。目前市场预计美联储将升息 25 个基点，其他央行料继续按兵不动。此外，美联储主席耶伦和欧洲央行行长德拉基也将召开货币政策会议，鉴于四大央行决议将在北京时间周四举行，届时市场料将掀起“惊涛骇浪”。经济数据方面，市场将迎来美、德、英等国通胀数据，英、美还将先后公布重磅零售销售数据和 PPI；中国将召开国民经济运行情况新闻发布会。

投资建议

上周黄金录得日线 4 连阴，跌势惨烈，打破 12 年来最窄交投区间，接连下破 1270、1260 及 1250 关口，录得 5 月以来最大周度跌幅。展望本周，彭博社的最新调查显示，由于美联储本周料将启动今年第三次加息，逾半数接受调查的黄金交易员与分析师看空金价走势。预计本周黄金价格波动区间为[1240,1270]美元/盎司，白银波动区间为[15.5,16.2]美元/盎司，铂金波动区间为[850,900]美元/盎司。

账户商品点评：人民币账户原油 Brent1802 上周收于 419.52 元/桶，本周开于 418.76 元/桶。人民币账户铜 1803 上周收于 19.71 元/磅，本周开于 19.73 元/磅。人民币账户大豆 1801 上周收于 65.55 元/蒲式耳，本周开于 65.35 元/蒲式耳。

一、 走势回顾

1. 贵金属

上周国际金价开于 1280.4 美元/盎司，收于 1248.49 美元/盎司，下跌 2.51%；国际银价开于 16.42 美元/盎司，收于 15.86 美元/盎司，下跌 3.52%；国际铂价开于 940.55 美元/盎司，收于 888.28 美元/盎司，下跌 5.50%；国际钯价开于 1021.99 美元/盎司，收于 1008.74 美元/盎司，下跌 1.23%。

上海黄金交易所 AU(T+D)收于 267.4 元/克，下跌 1.89%；AG(T+D)收于 3596 元/千克，下跌 3.57%；上海期货交易所黄金期货活跃合约 1806 收于 272.35 元/克，下跌 1.94%；白银期货活跃合约 1806 收于 3728 元/千克，下跌 3.47%¹。

上周 SPDR 黄金 ETF 持仓减少 5.30 吨至 842.81 吨；iShares 白银 ETF 持仓增加 363.91 万盎司至 3.228 亿盎司。CFTC 公布的 12 月 5 日纽约商品交易所黄金期货非商业净多头减少 51,088 手至 173,329 手，白银期货非商业净多头减少 27,356 手至 31,426 手。

2. 能源、基本金属和农产品

上周 WTI 原油期货活跃合约 1801 开于 58.32 美元/桶，收于 57.34 美元/桶，下跌 1.63%；Brent 原油期货活跃合约 1802 开于 63.5 美元/桶，收于 63.39 美元/桶，下跌 0.49%。

上周伦敦三月期铜开于 6838.5 美元/吨，收于 6577.5 美元/吨，下跌 3.51%；上海期货交易所铜期货活跃合约 1802 开于 52840 元/吨，收于 51700 元/吨，下跌 2.36%。

上周 CBOT 大豆期货活跃合约 1801 开于 998.25 美元/蒲式耳，收于 990.75 美元/蒲式耳，下跌 0.33%；大连商品交易所 1 号黄大豆期货活跃合约 1801 开于 3589 元/吨，收于 3429 元/吨，下跌 4.00%。

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

► **特朗普签署短期政府融资议案，临时避免政府停摆：**12月8日特朗普签署短期政府融资议案为法律。美国白宫发言人表示，特朗普已经签署持续决议案，以便为联邦政府提供融资至12月22日。周四美国国会参议院、众议院批准过渡性开支法案，朝着避免政府停摆迈出第一步，将递交给参议院表决。该法案将在国会没能在周五通过支出法案的情况下，维持政府运转至12月22日。周四美国总统特朗普承认美国联邦政府关门危机可能迫在眉睫。

► **欧盟和英国宣布第一阶段脱欧谈判达成关键性协议：**12月8日欧盟与英国在布鲁塞尔宣布，双方第一阶段的谈判达成关键性协议，这也为下一步的贸易谈判铺平了道路。欧盟委员会主席容克在新闻发布会上表示，虽然谈判困难，但是大家取得了第一个突破。容克感谢特雷莎·梅的决心，他表示今天的脱欧结果是一个妥协，这对英国和欧盟来讲都是困难的。英国首相特雷莎·梅在发布会上说，需要有所取舍才能到今年这一步，并保证将避免北爱尔兰出现“硬边界”。欧洲理事会主席图斯克则着重强调了应该立刻就过渡期展开谈判，他表示，英国希望过渡期为两年，两年的过渡期内英国应该尊重欧盟所有的法规，欧盟方面则准备好尝试关闭欧盟、英国贸易关系，在过渡期内，欧盟的决策将不再纳入英国。第二阶段谈判将包括脱欧过渡

期、贸易以及英国与欧盟的长期关系等议题。包括欧盟官员在内的诸多人士提醒称，第二阶段更加艰难，而且留给双方的时间不多了，若与欧盟的贸易谈判陷入困境，梅的首相生涯前景可能面临挑战。

► **巴塞尔协议 III 资本框架完成，银行将面临更严监管。**巴塞尔银行监管委员会终于打破长达一年的僵局，在本周四发布声明称，完成巴塞尔协议 III 资本框架，银行将面临更严格的资本监管。作为巴塞尔协议的第三版，协议着眼于通过设定关于资本充足率、压力测试、市场流动性风险考量等方面的标准，从而应对在 2008 年前后的次贷危机中显现出来的金融体系的监管不足。新的框架给银行通过用自己的统计模型衡量资产风险来制定的资本标准设定了最低限制。据 CNBC 报道称，欧盟高层官员曾经一度反对加入该限制，之后妥协表示银行需要达到监管者设定的标准公式收益率的 70%，而美国则要求 80%，之后下降至 75%。最终新的框架要求银行最低资本标准需要达到监管者设定的标准公式收益率的 72.5%。欧洲央行行长德拉吉发言称，巴塞尔协议 III 决定乃“重大里程碑”，该项协议将使资本框架更加稳健，并提高对银行体系的信心。欧洲银行管理局（EBA）也对完成巴塞尔协议 III 资本框架表示欢迎。

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
2017/12/4	23:00	美国	10 月工厂订单环比	-0.1%	-0.4%	1.4%
			10 月耐用品订单环比终值	-0.8%	-1.0%	-1.2%
2017/12/5	18:00	欧元区	三季度 GDP 季环比终值	0.6%	0.6%	0.6%
	21:30	美国	10 月贸易帐（亿美元）	-487	-475	-435
2017/12/6	15:00	德国	10 月季调后工厂订单环比	0.5%	-0.2%	1.0%
	21:15	美国	11 月 ADP 就业人数变动(万人)	19	19	23.5
2017/12/7	待定	中国	11 月外汇储备（亿美元）	31192.8	31235	31092
	21:30	美国	首次申请失业金人数（万人）	23.6	24	23.8
2017/12/8	21:30	美国	11 月非农就业人口变动（万人）	22.8	19.5	26.1
			11 月失业率	4.1%	4.1%	4.1%
	23:00		12 月密歇根大学消费者信心指数初值	96.8	99	98.5

资料来源：Bloomberg

2. 行业动态

贵金属:

➤ GFMS 数据称, 11 月印度仅进口了 55 吨黄金, 去年同期进口 100.6 吨。汤森路透 GFMS 高级分析师 Sudheesh Nambiath 表示: “在排灯节之后需求就走向平淡, 金价的走高影响了散户因为婚礼而带来的需求。” 11 月印度市场上的金价为 29745 卢比/10 克(约 1308 美元/盎司), 较年初上涨了约 8.4%。据印度本地的黄金销售商称, 11 月由于需求平淡, 其本地市场的金价甚至出现了贴水。而分析人士认为, 今年余下时间内, 印度的黄金需求也将相当疲软。去年 12 月印度进口了 50 吨黄金。今年全年印度的黄金需求量可能会跌至 8 年最低水平。

➤ 世界黄金协会(WGC)周三发布月报称, 11 月份全球黄金 ETF 持有量增加了 9.1 吨至 2357 吨, 净流入主要集中在欧洲地区。WGC 表示: “美元在上个月走低推动了欧洲地区的黄金 ETF 买盘。投资者通过欧洲的基金买入 15.8 吨, 价值约 6.22 亿美元的黄金”。北美地区净流出 5.4 吨黄金, 价值高达 1.98 亿美元, 已经连续第二个月下滑。亚洲地区则流出 0.3 吨黄金, 价值达 20 万美元, 其它地区流出了 0.9 吨。在所有的对冲基金中, 北美地区的 iShares Gold Trust 流入的黄金最多, 为 7.0 吨黄金, 价值 2.92 亿美元。在欧洲地区, 有三家货币对冲基金的黄金 ETF 大幅增加, 其中, db Physical Gold Euro Hedged ETC 增加了 5.3 吨。db Physical Gold ETC EUR 和 ETFS Physical Gold 分别增加了 2.3 吨。年初迄今, 全球黄金 ETF 持有量增加了 191.8 吨, 估值 81.49 亿美元。这意味着相比 2016 年 12 月, 今年全球黄金 ETF 资产管理规模增长了 8.3%。同时, WGC 在报告中还称, 欧洲基金继续引领黄金 ETF 的流入, 占到今年全球流入总量的 75%, 即 2017 年一共增加了 143 吨黄金。在亚洲地区流出 13.7 吨的同时, 北美地区流入了 62.3 吨黄金, 价值高达 29 亿美元。在这其中, 德国新增的黄金 ETF 占到今年全球净流入的 34%。仅 Xetra-Gold 基金就增加了 53.3 吨黄金, 今年迄今涨幅达到 49%。

➤ 世界黄金协会(WGC)数据显示, 截至 2017 年 12 月, 全球官方黄金储备共计 33604.1 公吨, 11 月为 33499.6 公吨。其中, 欧元区(包括欧洲央行)共计 10782.0 公吨, 占总国际储备比重的 56.0%, 11 月为 10781.9 公吨; 央行售金协议(CBGA)签约国共计 11947.8 公吨, 占总国际储备比重的 29.9%, 11 月为 11947.6 公吨。

原油:

➤ 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增加 2 座至 751 座, 连续第三周录得上升且触及 9 月来最高, 同时也是今年夏季以来最长的增长周期, 去年同期为 624 座; 石油和天然气活跃钻井总数增加 2 座至 931 座。

➤ 中国海关总署公布数据显示, 中国 11 月原油进口增加至纪录第二高位, 因能源上涨促使国内炼厂提高产量锁定利润。此外, 中国 11 月天然气进口量升至纪录高位, 因国内需求大增。详细数据显示, 中国 11 月原油进口增至 3704 万吨, 约合 901 万桶/日, 为纪录第二高位,

远超 10 月的 730 万桶/日。中国政府近期曾宣布，向三家民营炼厂额外发放 2017 年原油进口配额 150 万吨，有助于扩大国内原油需求。2017 年迄今，中国原油进口已经同比增加 12% 至 3.86 亿吨，约合 844 万桶/日。另一方面，11 月中国天然气进口总量达到 655 万吨，刷新纪录高位，去年 12 月曾创纪录高位 610 万吨。

➤ OPEC 和以俄罗斯为首的非 OPEC 产油国达成协议，共同将减产协议延长至 2018 年年底，从而有效解决全球油市供应过剩问题，但如果市场出现过热情况，双方有望在明年提前做出调整。OPEC 和非 OPEC 产油国发表声明称，延长方案将维持现有的约 180 万桶/日减幅不变，可能会在明年 6 月做出进一步调整。尼日利亚油长确认称，尼日利亚和利比亚的产量上限之和为 280 万桶/日；该两国仍将享受减产豁免，但也在限制产量方面做出了让步。会后俄罗斯能源部长诺瓦克表示将继续每 2 到 3 个月举行会议来分析油市，明年 6 月的会议将给机会来评估需要采取哪些措施，目前正处于平衡油市过程的中期阶段。

专栏：FT社评：只“济富”的美国税改法案

（英国《金融时报》社评）

美国共和党的税改计划很快将成为法律。上周六凌晨，该法案在参议院获得通过，现在将与大同小异的众议院版本进行协调，随后递交给总统签署。投票严格按照党派站队，在最后一秒匆匆加入了很多修正（疯狂的“马拉松连续投票”程序）。甚至连参议员们自己都并非准确知道自己在为怎样的法案投票。因此现在有必要退一步，大致考虑一下，这项税改计划将带来哪些变化。

变化主要有三类：对企业大幅减税，这将大幅增加预算赤字；重新调整个人税率，这对预算平衡的最终影响要有限得多；以及朝着真正的改革方向做出的多项不温不火的努力。

在经济方面，最重要的问题是把企业税从35%削减至20%的举措对于经济增长和投资的影响。关于这个问题，一切几乎都不确定。一种影响是，削减企业税将使未来10年赤字大幅增加——至少增加1万亿美元。认为削减企业税可以“自己为自己买单”的想法在理论上的依据有限，在历史上没有先例可循。此外，可以肯定削减企业税将带来一定的增长：至少相当于向经济注入资金。问题在于，它带来的经济增长是否足以补偿它的成本。在该问题上，已经形成了对立的两派。只有经验才能最终为这场辩论敲定胜负。

然而，需要注意的是，减税带来的额外资金将在如下情况下进入企业的金库：企业利润已经接近历史高点、很多企业现金充裕。尽管如此，固定投资仍然低迷。利润进一步增加可能无法改变这种模式。另一个无助于模式改变的因素是，最近几十年高管薪酬制度已经改变，鼓励把利润拿出来分配、而不是投资。

对个人而言，据美国国会税收联合委员会(Joint Committee on Taxation)表示，工资的平均税率将降低1个百分点。边际税率（工资每额外增加1美元需要支付的税款）将减少2.4个百分点。具体税率增减项情况非常复杂。比如，儿童税收抵免提高，但一些重要的应税收益额抵免被取消了。无论如何，从长期来看影响都会消失：个人所得税的所有变化都会在十年后消失。由于削减企业税的巨大支出，个人所得税的税率变化设置废止时间对于满足参议院的赤字规定来说必不可少。

该法案尽可能地为富人服务，这令人沮丧但并不意外。附带权益税收优惠仍然保留，遗产税降低，最高一档边际税率的适用人数将减少（税率也很可能降低）。对于富人来说，最有利的可能是来自“过渡法人企业”(pass-through business)结构——此类企业不缴纳企业税——的收入税收减少。该做法名义上是帮助中小企业，因为大多数中小企业都属于这类结构。然而，十有八九，绝大部分好处将流向富有的投资者和专业人士。试图制定规则来区分这两类群体，将增加复杂度，并且可能收效甚微。在参议院和众议院协调各自的税改法案版本的过程中，仍然有空间来限制对富人的税收优待。中间派共和党议员应该努力促成这一点的实现。

该法案中有多处地方做出了进行真正改革的姿态。按揭利息、企业债务成本以及州和地方税收对应税收益额的抵免都将被削减。该法案中还有从全球系统部分迈向区域系统的举措。这些都力度不够。但它们确实提醒了人们，一项富有远见的税改法案——而不是这样一份实际上等同于大幅削减企业税的法案——可能会是什么样。

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	2017/12/11	23:00	美国	10月 JOLTS 职位空缺 (万人)	609.3
星期二	2017/12/12	17:30	英国	11月 CPI 环比	0.1%
		21:30	美国	11月 PPI 环比	0.4%
星期三	2017/12/13	15:00	德国	11月 CPI 环比	0.3%
		21:30	美国	11月 CPI 环比	0.4%
星期四	2017/12/14	3:00	美国	FOMC 利率决策	1.25-1.5%
		16:30	德国	12月制造业 PMI 初值	62.5
		20:00	英国	英国央行利率决议	--
		20:45	欧元区	欧洲央行利率决议	--
		21:30	美国	首次申请失业金人数 (万人)	23.6
星期五	2017/12/15	21:30	美国	12月纽约联储制造业指数	18
		22:15		11月工业产出环比	0.2%

资料来源: 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。