

突进的美元，“失落”的金银

华泰期货研究所

徐闻宇

☎ 021-68757985

✉ xuwenyu@htgwf.com

更多资讯请关注：www.htgwf.com

微信号：华泰期货



2016年7月21日

● 市场概述

国际金价下跌 1.22% 至 1315.5 美元/盎司(沪期金 1612 合约下跌 0.40% 至 287.55 元/克，夜盘下跌 0.90% 至 284.95 元/克)，国际银价下跌 2.53% 至 19.39 美元/盎司(沪期银 1612 合约下跌 0.77% 至 4358 元/千克，夜盘下跌 1.15% 至 4308 元/千克)。

● 市场走势

上期所黄金主力合约价格走势(元/克)

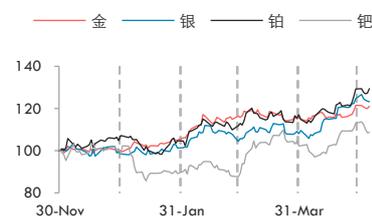


上期所白银主力合约价格走势(元/千克)



数据来源：Wind，华泰期货研究所

相对指数表现：



贵金属市场表现

	20/Jul	D%D	W%W
伦敦金	1315.5	-1.22%	-2.01%
伦敦银	19.39	-2.53%	-4.65%
金银比	67.84	1.34%	2.76%
沪期金	287.55	-0.40%	-1.12%
沪期银	4358	-0.77%	-3.65%
美元	97.07	0.02%	0.80%
美债	1.58%	1.28%	7.48%
WTI	45.75	0.66%	2.23%
S&P	2173.02	0.43%	0.96%
VIX	11.77	-1.67%	-9.7%
SPDR*	965.22	0.00	0.0
SLV*	10,842.07	0.00	0.0

● 每日多空：美股续创新高

利多因素：

1. 土耳其里拉兑美元跌至历史新低；
2. 标普：下调土耳其主权信用评级至 BB（之前为 BB+）；

利空因素：

1. 欧元区 7 月消费者信心指数初值-7.9，预期-8；
2. 英国失业率自 2005 年三季度来首次跌破 5%；

● 操作建议：多单谨慎持有

避险褪去，资产回归基本面，美元因美国经济数据的阶段性良好提振，削弱金银对冲需求。7 月陆续公布的数据显示，5、6 月新增非农可能是噪音，而 6 月地产、消费数据依旧良好，PMI 依旧景气，提振市场对于美国经济的信心。最新公布的企业财报显示，美国银行二季度财报均表现亮眼，虽然市场不确定声音依然广泛存在，美银调查显示 7 月基金现金水平上升至 2001 年 11 月以来最高水平 5.8%；土耳其评级的下调和地缘不稳定因素依旧，但是英国经济受公投影响似乎低于市场此前预期——英国央行报告显示“没有明显证据”显示英国经济急剧放缓，而最新的失业数据降至 2005 年以来低点，显示此前市场对英国经济的担忧有所过度，风险偏好回归也开始修正对于美联储利率预期——虽然市场依然略显谨慎，巴克莱认为 7 月份不会给出加息暗示，德银表示最有可能在 12 月调整利率，而“美联储通讯社”Hilsenrath 认为虽然不确定美联储是否最早会在 9 月份加息，但加息的概率似乎已经上升。预计金银未来依然承压，调整的进程似乎没有停止，建议投资者谨慎持多或减仓观望。

	20/Jul	W%W
黄金 OTC	多头	378081 -2.95%
	空头	80618 9.50%
	净多	297463 -5.86%
白银 OTC	多头	114376 2.72%
	空头	26724 4.42%
	净多	87652 2.21%

* 注：SPDR/SLV 持仓量单位为吨。

近期相关文章：

美元边际修复，金银继续筑底
2016-01-04
去 QE 背景下贵金属弱势运行
2014-11-03

● 套利机会跟踪:

消息面: 1) 离岸人民币触两周新高, 成交放量。离岸人民币(CNH)兑美元持续走强, 截至北京时间 05:00, 较纽约上一交易日收涨约 300 点或 0.48%, 报 6.6785 元, 为 7 月 4 日以来最高位; 外媒援引驻伦敦交易员报道称, 离岸交易量是平日的两倍; CNH 涨幅主要发生在欧洲交易时段, 伦敦交易员看到大型长线投资者买入 CNH, 而部分银行在卖出。2) 分析人士指出, 在英国脱欧影响基本消散、中国经济整体复苏势头平稳延续、美联储加息预期仍旧较弱的背景下, 未来较长时间内, 人民币汇率预计仍将维持稳健格局。

人民币兑美元即期汇率: 6.7150, 较一周前上涨

黄金内外比价

白银内外比价



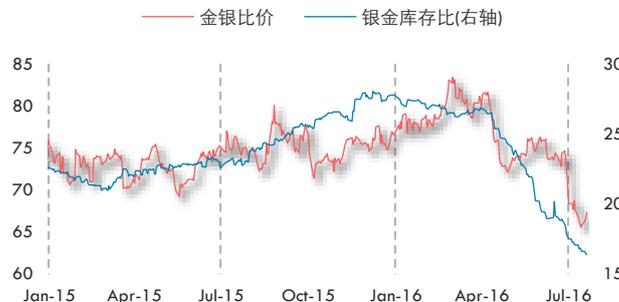
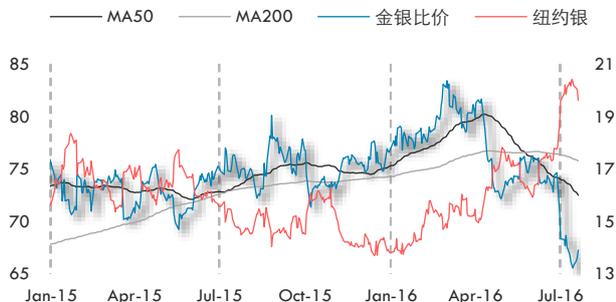
资料来源: Wind, 华泰期货研究所

金银比价: 67.27; M50: 72.49, M200: 75.78 *

* M50/M200 代表金银比价的移动均值

金银比价: 67.27, 较一周前上涨

银金库存比: 16.37, 较一周前下跌



资料来源: Wind, 华泰期货研究所

● 昨日关注：辜朝明：为什么美国 QE 比其他地区更成功

来源：华尔街见闻

野村证券首席经济学家辜朝明近期发布了一份长达 92 页的报告，其中解释了为何英国、欧元区和日本的量化宽松（QE）政策都没有取得预期效果。在最新的一份简报报告中，他又对这些地区的 QE 效果做了进一步阐述，并解释了为什么美国的 QE 更成功。

为何其他地区 QE 是徒劳

在这份简报报告中，辜朝明称，当大多数人听到 QE 这个词时，总会想到弗里德曼和克鲁格曼关于“通胀无处不在且一直是货币现象”的观点，这背后的意思是，负责货币供应的央行能够掌控通胀水平。

但是在日本、英国和欧元区，尽管 QE 让银行体系的流动性增加，但是私营经济在去杠杆，在借款人缺位的情况下，货币只能被困于金融体系，而根本无法进入实体经济。辜朝明称：

在 2008 年资产泡沫破灭后（日本是从 1990 年起），所有这些国家都面临严重的资产负债表衰退，尽管利率为零或者负值，私营部门整体却在大规模去杠杆。

虽然央行总是可以通过 QE 向银行体系注入流动性，但这部分钱要进入实体经济，银行必须就要把钱贷出去：银行不能直接把钱散发出去，因为它们本质上为储户所有。

但是如果私营部门整体在去杠杆，那么在没有借款人的情况下，流动性就无法进入实体经济。这就意味着，流动性依然被困于金融体系内部，导致央行根本无法扩大对实体经济的货币供应。

辜朝明表示，如果私营部门整体不再借款，银行就无法增加放贷，这导致的结果就是货币供应以及银行借贷增速都大大放缓：

在英国，Paul Fisher（2009 年 3 月英国推出 QE 时的央行官员）大胆宣布英国不会重蹈日本覆辙，并将基础货币增加了 400%，但是银行贷款依然比雷曼危机前的水平低了近 15%，英国经济也持续在零通胀和通缩之间徘徊，和日本类似。

在欧元区，自德拉吉 2015 年引入 QE 以来，他将基础货币增加了 125%，但银行贷款仅增长 0.85%，通胀也持续位于零附近。

在日本，自黑田东彦 2013 年的 QE 以来，基础货币扩大了 174%，但是银行贷款也仅增长 9%，和他的前任白川方明时期相比增速并未扩大，通胀也继续位于零。

辜朝明称，这意味着弗里德曼和克鲁格曼关于“通胀无处不在且一直是货币现象”的观点，在私营部门对资金有很强需求时是有效的，而在资产负债表衰退时期，即便利率为零或者为负值，企业都不愿借贷，这时候这种观点基本上就已不再适用。

而在私营部门去杠杆的同时，这些国家的央行却都不约而同地支持财政紧缩。

辜朝明称，英国央行前行长金恩曾强烈支持卡梅伦的教条式紧缩政策，称英国央行 QE 能够支撑经济增长，而当时英国利率处于 300 年低位的同时私营部门储蓄对 GDP 的占比却高达 10%。这个决定直接导致卡梅伦任职前两年的经济灾难，英国财政大臣奥斯本也被迫请来一名加拿大人担任英国央行行长。

在日本，黑田东彦则强烈支持上调消费税，称 QE 能够抵挡这带来的冲击。但 2014 年 4 月日本上调消费税后，日本经济就重新陷入衰退，市场对安倍经济学的热捧随后也完全消失。

法国兴业银行最近尝试了新的方法，试图预测基准美债收益率的最低程度。他们的债券团队认为，十年期美债收益率可能低至 1.1% 下方，但概率还不到 1%。

美国克利夫兰联储发表声明称，梅斯特 7 月 13 日在澳洲悉尼讨论的是 QE 而非直升机撒钱；澳洲媒体对讲话稿进行了错误的引用。

而德拉吉在上任之后，尽管一再下调通胀预期，在每次新闻发布会上却都强调成员国需要遵守《欧盟增长与稳定公约》，避免过度政府赤字。辜朝明称，自 2008 年来，尽管利率为零甚至负值，欧元区私营部门存款对 GDP 的占比平均却高达 5%，德拉吉似乎完全没有意识到财政紧缩带来的危险。

美国的 QE 为什么有效？

从美国的情况来看，美联储官员并未表示他们会通过扩大货币供应来促进通胀的回升。

辜朝明称，值得注意的是，美联储前主席伯南克以及现任主席耶伦位于最早开始执行 QE 者之列，但他们从未宣称会通过扩大货币供应来提振通胀。相反，在 2010 年 11 月 4 日发表于《华盛顿邮报》用来解释 QE2 的文章中，伯南克却只字未提增加货币供应。

相反，他说“我们此前采取的这种措施，对流通中的货币或者广义货币供应，比如银行存款的影响很小。”

这表明，他是在说通过 QE1 供应的流动性，在金融危机消退后仍留在了市场，但是却并未增加货币供应，而这也是 QE2 不会导致通胀的原因。

辜朝明称，伯南克利用和他的老师观点相反的政策，拯救了美国经济。

他表示，伯南克明白美国处于资产负债表衰退状态，在 QE2 推出时美联储发布的资金流动数据显示，尽管利率为零，但是美国私营部门储蓄对 GDP 的占比接近 10%。美国企业和家庭如此高的储蓄水平意味着，私营部门货币乘数已徘徊在负值边缘。

辜朝明解释道，这表明如果没有其他借款人出现，美国货币供应当时就会萎缩。而在 1929-1933 年期间，纽约股市崩溃之后，私营部门开始偿债而无人借款，美国货币供应就萎缩了 33%。在这种情况下，阻止 GDP 和货币供应萎缩的唯一方式，就是由政府借贷并支出。

伯南克和耶伦都明白这一点，他们利用“财政悬崖”这个词来提醒民众关于财政整固的危险。而财政整固正是共和党 and 很多传统经济学家所支持的。

2012 年 4 月 25 日，有人提问如果美国国会将会将美国经济推下财政悬崖，美联储会作何反应。伯南克回答称，如果这种情况发生，美联储根本没有机会抵消这对经济带来的冲击。

辜朝明称，尽管美国多次距离跌入财政悬崖近在咫尺，但在美联储官员的努力下都成功予以避免。这也是为何美国的表现比欧洲更好，在欧洲几乎所有国家都跌入了财政悬崖。

伯南克曾称他是弗里德曼的门徒，而弗里德曼却明确反对财政刺激。最终，他通过支持和他老师观点相反的政策，拯救了美国经济。

辜朝明表示，简单来说，伯南克明白如果没有政府充当最后贷款人，处于资产负债表衰退的经济就要完蛋，而 QE 的影响也仅限于资产组合的再平衡，远不足以抵消财政紧缩带来的冲击。

美国经济表现更好，正是因为伯南克让政府没有放弃最后借款人的责任。

欧元区市场整体上看是在正常运行，七月份宣布下一步宽松政策还太早。欧洲央行的态度应该是严肃的暗示急需进一步货币政策的宽松，比如可能会继续延长 QE。不过具体政策的宣布至少要等到九月。

● 沪金价差：跨期价差回落，期现价差回落

沪金期现价差：1.5 元/克

沪金跨期价差：1.5 元/克



资料来源：Wind，华泰期货研究所

● 沪银价差：跨期价差上升，期现价差回落

沪银期现价差：85 元/千克

沪银跨期价差：100 元/千克

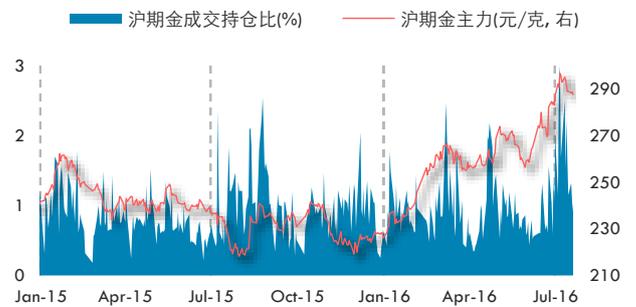
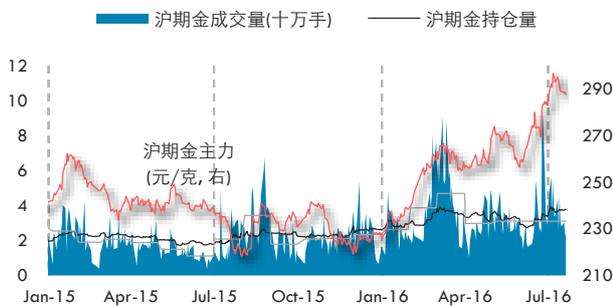


资料来源：Wind，华泰期货研究所

● 沪金主力：成交持仓比下降

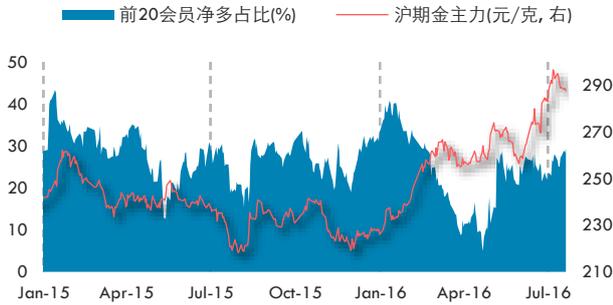
沪金主力成交量减少 2.0 万手至 21.95 万手

沪金成交持仓比下降 (-13%)



资料来源：Wind，华泰期货研究所

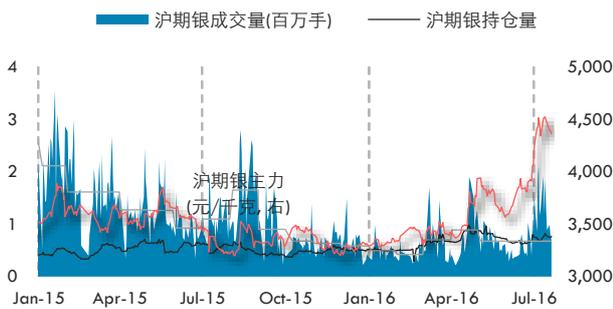
上期所前二十名会员多空持仓



资料来源: Wind, 华泰期货研究所

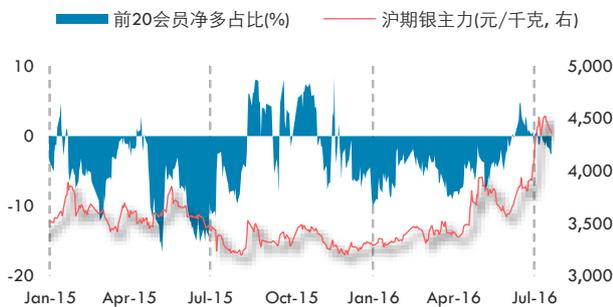
● 沪银主力：成交持仓比下降

沪银主力成交量减少 7.6 万手至 69.37 万手



资料来源: Wind, 华泰期货研究所

上期所前二十名会员多空持仓

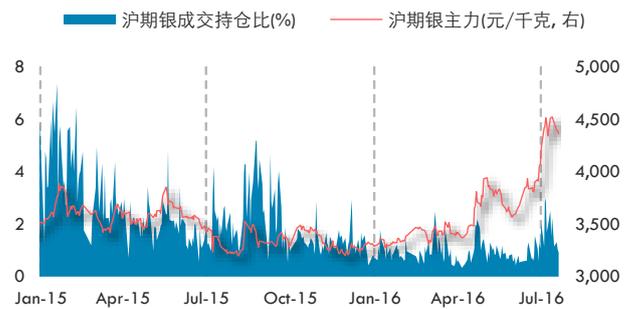


资料来源: Wind, 华泰期货研究所

黄金递延费方向：维持多付空



沪银成交持仓比下降 (-13%)

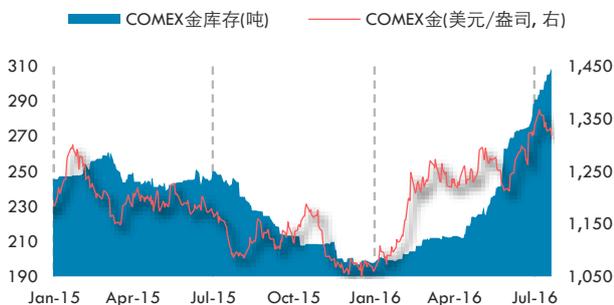


白银递延费方向：维持多付空



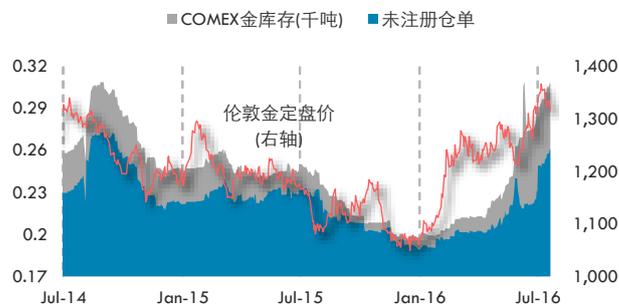
● 贵金属库存：COMEX 黄金库存增加，白银库存增加

COMEX 黄金库存 309 吨（上一交易日增加 1.1 吨）



资料来源：Wind，华泰期货研究所

COMEX 黄金未注册仓单 261 吨（上一交易日增加 1.1 吨）



COMEX 白银库存 4,799 吨（上一交易日增加 12.8 吨）



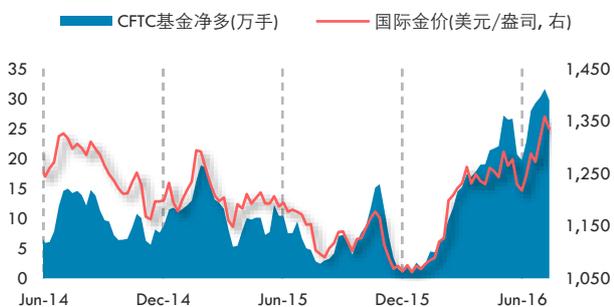
资料来源：Wind，华泰期货研究所

上期所白银仓单 1923 吨（上一交易日增加 3.0 吨）



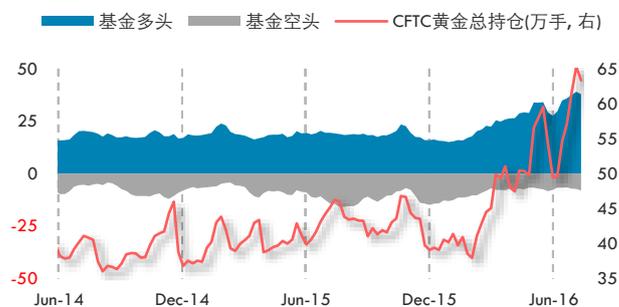
● 黄金基金持仓：CFTC 基金净多持仓下降

黄金 CFTC 基金净多持仓（下降 5.9%）



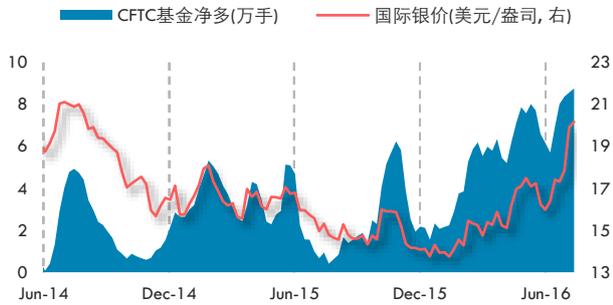
资料来源：Wind，华泰期货研究所

CFTC 基金多空对比（净多头变化-18500 手）

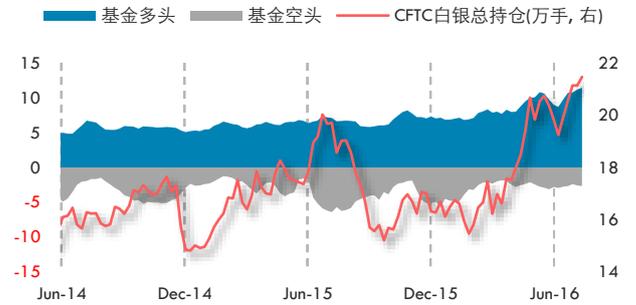


● 白银基金持仓：CFTC 基金净多攀升

白银 CFTC 基金净多持仓（攀升 2.2%）



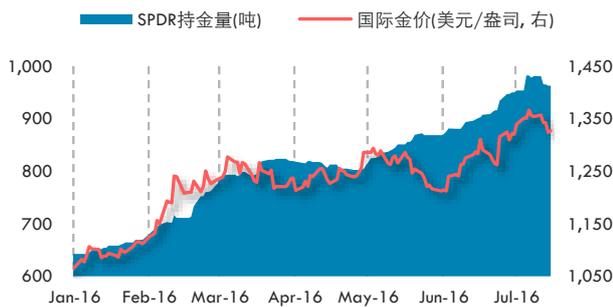
CFTC 基金多空对比（净多头变化 1898 手）



资料来源：Wind，华泰期货研究所

● ETF 基金持仓：SPDR 持平，SLV 持平

SPDR 持银量 965.22 吨（上一交易日持平，0.0 吨）



SLV 持银量 10,842.07 吨（上一交易日持平，0.0 吨）



资料来源：Wind，华泰期货研究所

● 相关品种：美元上升，伦铜下降

美元指数（上涨至 97.07 点，0.02%）



金银比价（上涨至 67.84 ， 1.34%）



资料来源：Wind，华泰期货研究所

银铜走势（下降至 4966 美元/吨， -0.36%）



资料来源: Wind, 华泰期货研究所

WTI 原油（上涨至 45.75 美元/桶， 0.66%）

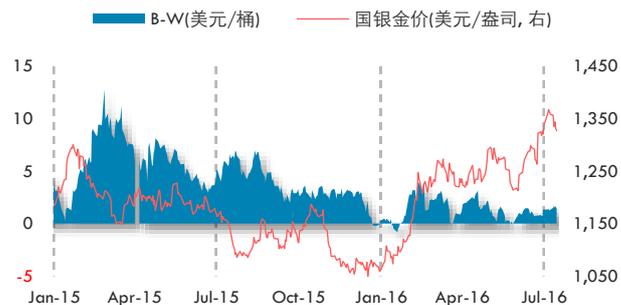


CRB 指数（下降至 185.09 ， -0.55%）



资料来源: Wind, 华泰期货研究所

B-W 价差（下降至 0.91 美元/桶， -25%）

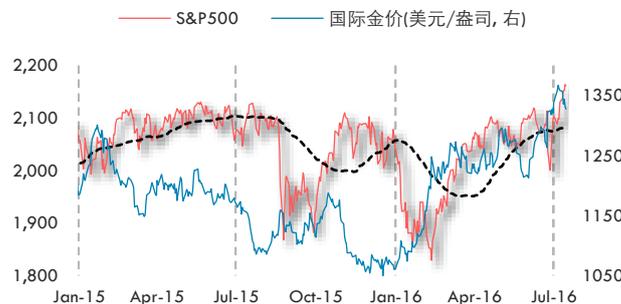


道琼斯工业指数（上升至 18595.03 点， 0.19%）



资料来源: Wind, 华泰期货研究所

标普 500 指数（上涨至 2173.02 点， 0.43%）



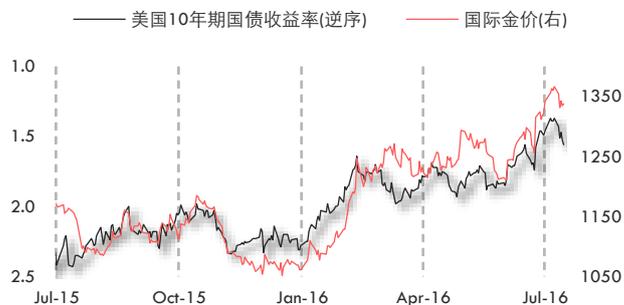
● 市场情绪：避险情绪下降，利率上升

恐慌指数走势（下降至 11.77 点，-1.67%）

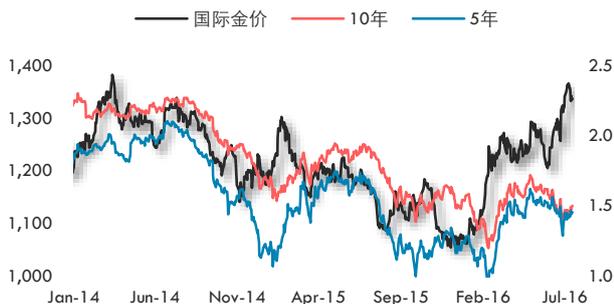


资料来源：Wind，华泰期货研究所

国债收益率（上涨至 1.58%，1.28%）

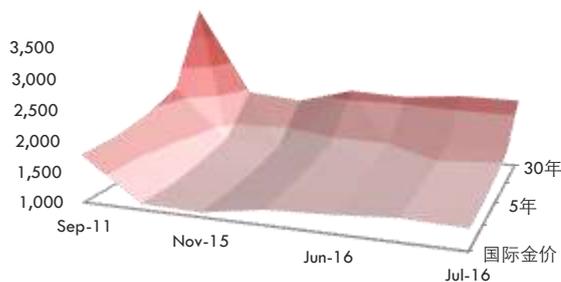


盈亏平衡通胀率（5 年期-0.07 BP，10 年期 0.71 BP）



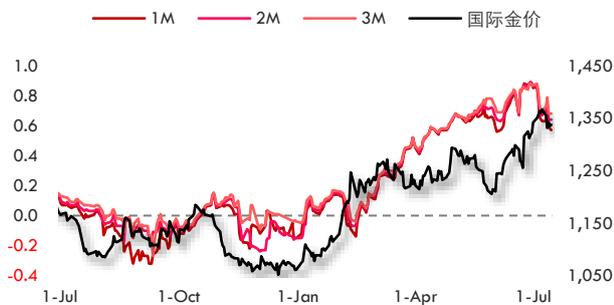
资料来源：Bloomberg，华泰期货研究所

盈亏平衡通胀率预测的金价



● 市场流动性：TED 利差较上周变动 0.53%

黄金借贷利率（1M=0.63%；2M=0.73%；3M=0.83%）



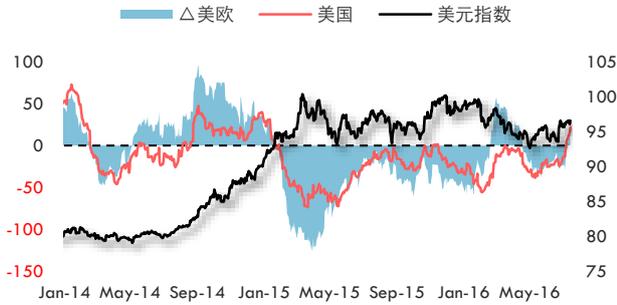
资料来源：Reuters，Bloomberg，华泰期货研究所

TED 利差（最新：38.2；变动-0.56，-1.44%）

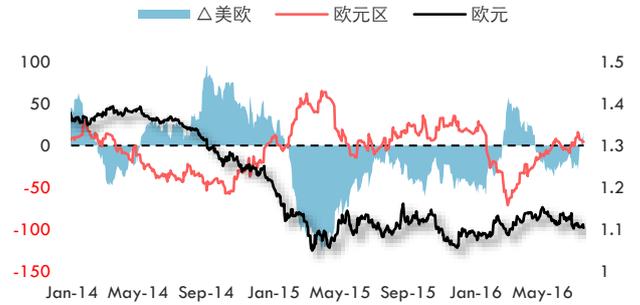


● 外汇市场：花旗经济意外指数与汇率变动

美国 (28.6; 变动 2.51%) 美元 (变动 0.06%)

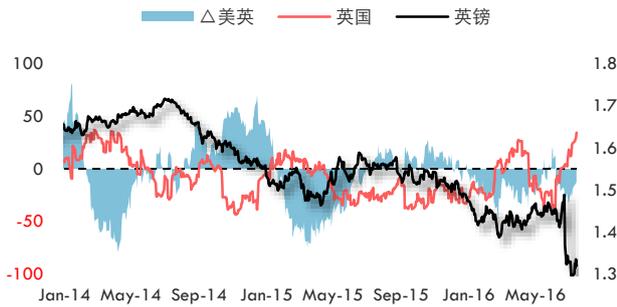


欧元区 (-2.1; 变动-25.00%) 欧元 (变动-0.06 BP)

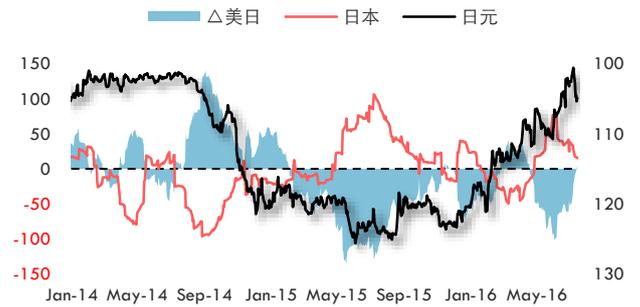


资料来源: Bloomberg, 华泰期货研究所

英国 (50.7; 变动 4.11%) 英镑 (变动 0.97 BP)

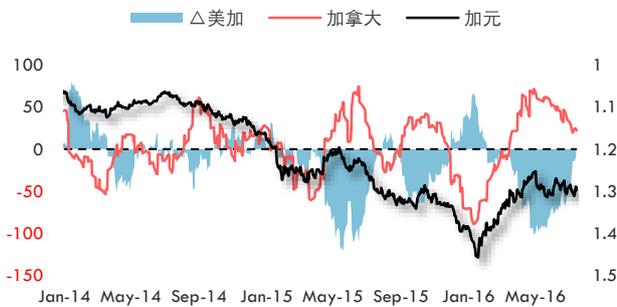


日本 (11.2; 变动-8.20%) 日元 (变动 77.00 BP)

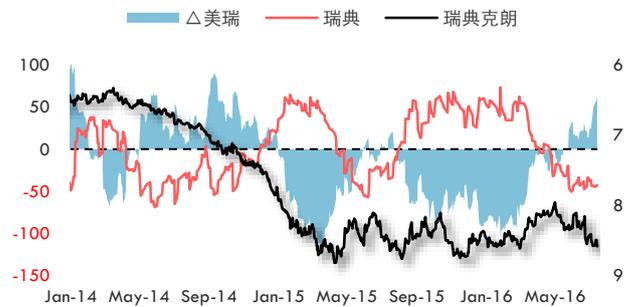


资料来源: Bloomberg, 华泰期货研究所

加拿大 (10.2; 变动-32.89%) 加元 (变动 0.37 BP)



瑞典 (-38.1; 变动-2.81%) 克朗 (变动-1.26 BP)



资料来源: Bloomberg, 华泰期货研究所

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2016版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区先烈中路65号东山广场东楼5、11、12层

电话：400-6280-888

网址：www.htgwf.com