

2008.07.07 星期一

## 黄金期货与宏观经济系列研究

## ——美国6月经济评论

翟旭 ☎ 021-52135888 ✉ zhaixu@gtjas.com

## 【导读】

- **美国经济弱势积重难返，通胀仍将延续，中短期反转可能性较低。** 欧洲央行加息将打击美国出口，而出口是近期美国经济的亮点，消费也将因退税效应结束而继续随经济下滑，在全球信贷增长过快、全球化利好出尽、无新科技革命的背景下，通胀仍将延续。
- **美元指数上扬为黄金调整建仓提供了较好的机会。** 上周前半周在市场普遍预期欧央行加息 25 个基点的前提下，美元指数大幅下挫，并跌破了三个月以来的上升趋势线。周四央行如期加息，由于受此前法国等部分关注经济增长力量的压力，特里谢讲话放松了对通胀的态度，导致美元指数利空出尽，大幅反弹，截至发稿，美元指数已经接近 73。我们认为美元指数仅仅一个超跌反弹而已，短期超过 6 月 13 日高点 74.31 的可能性不大。
- **美黄金日线超买，面临技术调整，是中长线资金建仓时机。**

## 主要相关报告

1. 基金持仓与期货价格关系的实证研究
2. 黄金价格的影响因素和中短期定价模型

七月第一周是各种重要重量级经济数据密集发布的一周，包括ISM制造业指数和非制造业指数、非农就业数据以及欧央行的利率决定；下面我们对六月的美国经济数据进行回顾和分析。

表1：2008年6月份美国非制造业指数

Index	Non-Manufacturing					
	Series Index June	Series Index May	Percent Point Change	Direction	Rate of Change	Trend** (Months)
<b>NMI/PMI</b>	48.2	51.7	-3.5	Contracting	From Growing	1
<b>Business Activity/Production</b>	49.9	53.6	-3.7	Contracting	From Growing	1
<b>New Orders</b>	48.6	53.6	-5.0	Contracting	From Growing	1
<b>Employment</b>	43.8	48.7	-4.9	Contracting	Faster	2
<b>Supplier Deliveries</b>	50.5	51.0	-0.5	Slowing	Slower	3
<b>Inventories</b>	53.0	54.0	-1.0	Growing	Slower	2
<b>Prices</b>	84.5	77.0	+7.5	Increasing	Faster	61
<b>Backlog of Orders</b>	49.0	49.0	0.0	Contracting	Same	2
<b>New Export Orders</b>	52.0	54.0	-2.0	Growing	Slower	2
<b>Imports</b>	50.5	48.0	+2.5	Growing	From Contracting	1
<b>Inventory Sentiment</b>	60.0	66.5	-6.5	"Too High"	Slower	133
<b>Customers' Inventories</b>	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

资料来源：美国供应管理协会（ISM），国泰君安期货

7月1日美国供应管理协会（ISM）公布的6月份制造业采购经理指数为50.2，较上月上升0.6个百分点，高于预期。这是该指数在今年以来首次超过扩张和萎缩的分界线50；7月3日公布的ISM非制造业指数为48.2，较上月下跌了3.5个百分点。但我们认为ISM制造业指数的超预期上升不过是其继续下跌途中的“回光返照”。

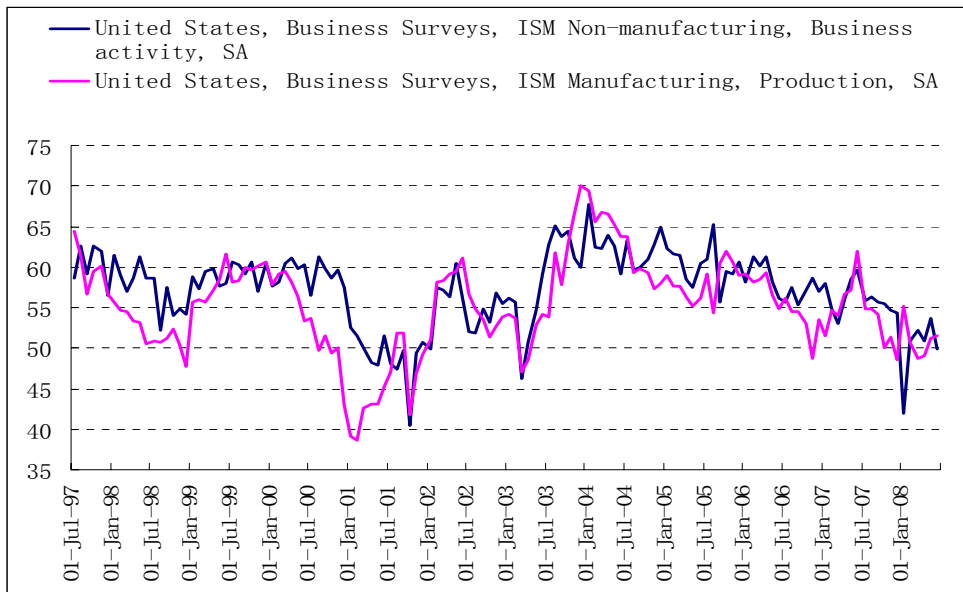
**表2：2008年6月美国制造业指数**

MANUFACTURING AT A GLANCE JUNE 2008						
Index	Series Index June	Series Index May	Percentage Point Change	Direction	Rate of Change	Trend* (Months)
PMI	50.2	49.6	+0.6	Growing	From Contracting	1
New Orders	49.6	49.7	-0.1	Contracting	Faster	7
Production	51.5	51.2	+0.3	Growing	Faster	2
Employment	43.7	45.5	-1.8	Contracting	Faster	8
Supplier Deliveries	55.1	53.7	+1.4	Slowing	Faster	12
Inventories	51.2	48.0	+3.2	Growing	From Contracting	1
Customers' Inventories	55.0	47.0	+8.0	Too High	From Too Low	1
Prices	91.5	87.0	+4.5	Increasing	Faster	18
Backlog of Orders	47.5	46.0	+1.5	Contracting	Slower	2
Exports	58.5	59.5	-1.0	Growing	Slower	67
Imports	46.0	49.5	-3.5	Contracting	Faster	5
<b>OVERALL ECONOMY</b>				Growing	Faster	80
<b>Manufacturing Sector</b>				Growing	From Contracting	1

资料来源：美国供应管理协会（ISM），国泰君安期货

本次发布的ISM制造业采购经理指数的上升并非由生产相关指数的带动而提高，（除出口指数外）而是由存货指数和供应商发货指数带动，存货指数是25个月以来的首次上扬，但存货指数的提高并非是厂商在经济萧条的底部为了应对复苏的经济而准备的存货水平上升所导致的。因为客户的存货水平已经由47上升到了55，其中部分是由于厂商应对不断上升的物价囤积原材料所导致，该指数的提高缺乏稳定性，不能够成为促使ISM制造业指数好转的重要力量。

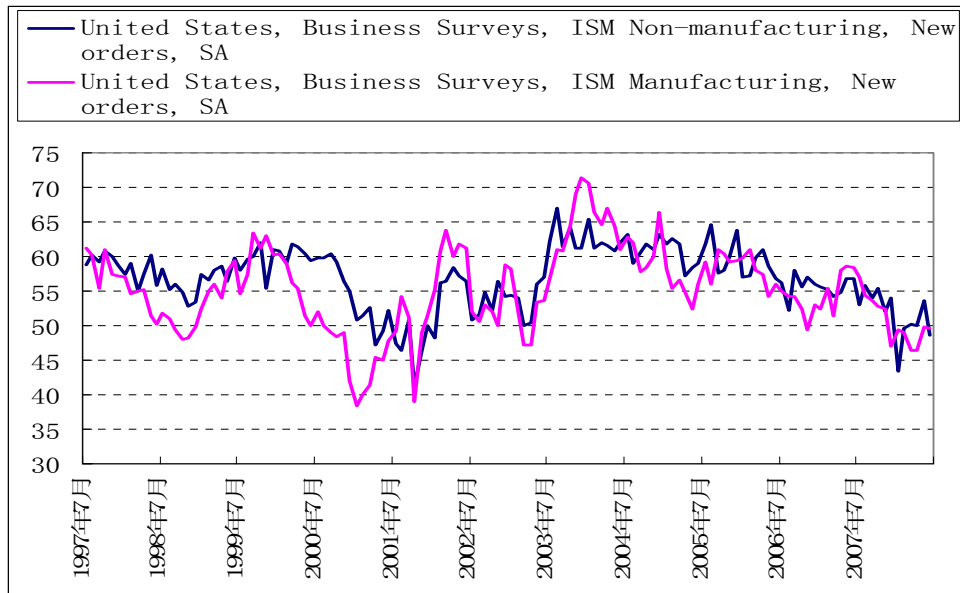
ISM制造业和非制造业指数中的新订单、就业、产量等分项指标依然萎靡不振。产出指数自2004年1月开始趋势性下滑，本月制造业产出略有回暖，但非制造业产出大幅下滑至50以下。

**图3：美国非制造业商务活动指数与制造业产量指数走势图**


资料来源：Reuters，国泰君安期货

从先行指标新订单指数来看，两者自2004年7月的高点开始趋势性下滑，预先揭示了经济的走向，目前已经接近2001年衰退时的水平，其中非制造业新订单在连续三个月的上升后大幅下挫5个点。

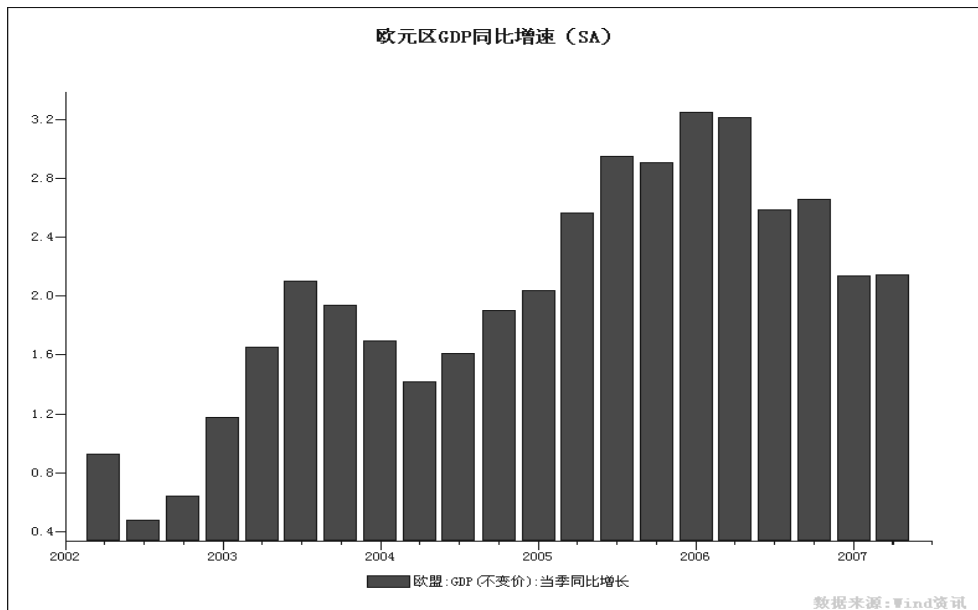
图4：美国制造业与非制造业的订单指数走势图



资料来源：Reuters, 国泰君安期货

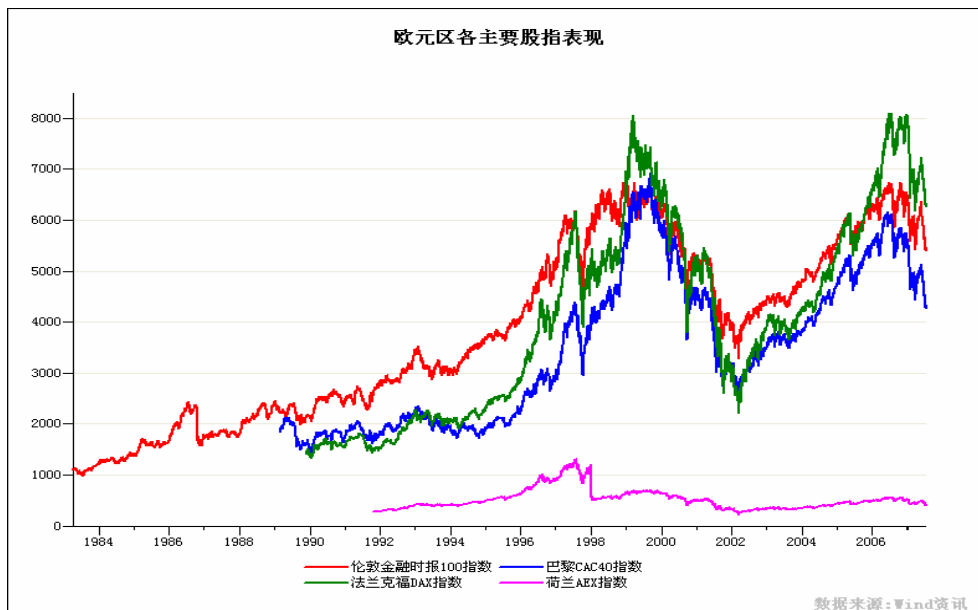
尤其值得关注的是，制造业新订单与出口订单指数相关性很高，而出口订单在美元贬值的影响下成为目前带动经济增长的重要因素之一，一旦出口订单受到打击，我们可以推测，新订单以及制造业指数将再显颓势。目前欧元区仍是欧洲的主要出口地点，欧央行调高基准利率25个基点至4.25%，达到7年以来的最高水平；同时贷款和存款的基准利率分别上调25个基点至5.25%和3.25%。特里谢在会后声明中表示此次升息决定是为了防止大范围的第二轮通胀效应以及抵抗中期的价格上涨压力。从欧元区的经济表现来看，尽管其稍强于美国，但是作为欧元区经济先行指标和晴雨表的主要股指的跌幅均大于美国标普500指数的跌幅，我们可以想象，在欧洲经济面临高资源价格与通货膨胀、全球化利好出尽的共同发展约束下，其经济前景难以脱钩于美国。

图5：欧元区GDP同比增速



资料来源：Wind资讯, 国泰君安期货

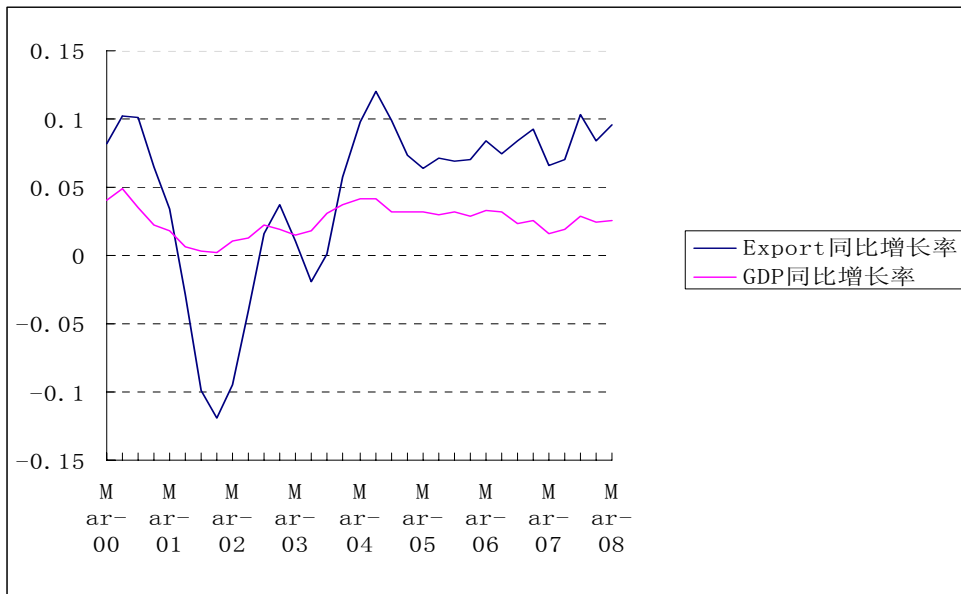
图6：欧元区各主要指数表现



资料来源：Reuters, 国泰君安期货

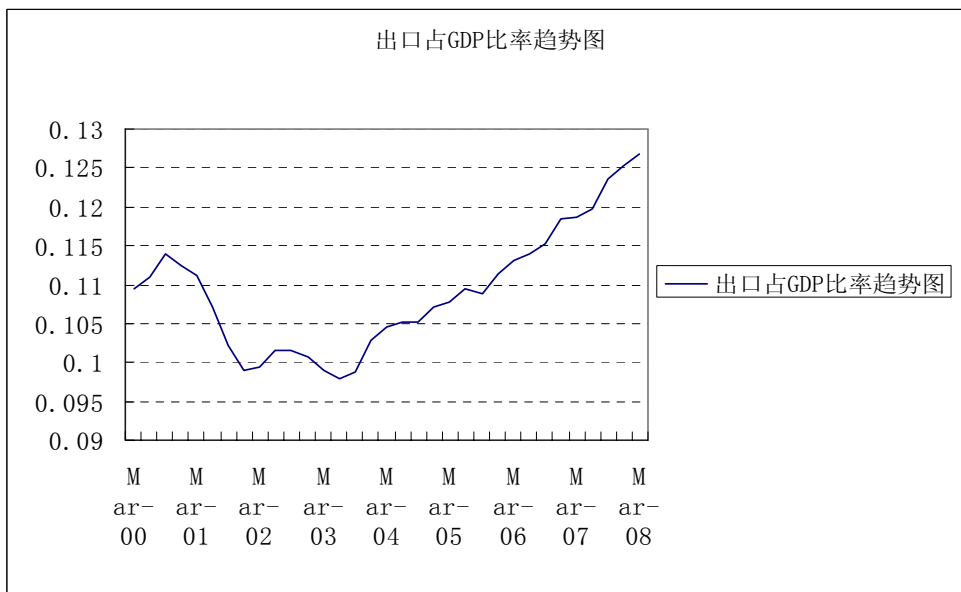
而本周四欧洲央行加息25个基点，加息对欧元区的经济增长构成打击，从而降低欧元区的进口支付能力，从而间接打击美国出口。由此，我们判断，在三季度，美国经济进一步收缩的概率将增加。

图7：美国出口、GDP同比增长率走势图



资料来源：Reuters, 国泰君安期货

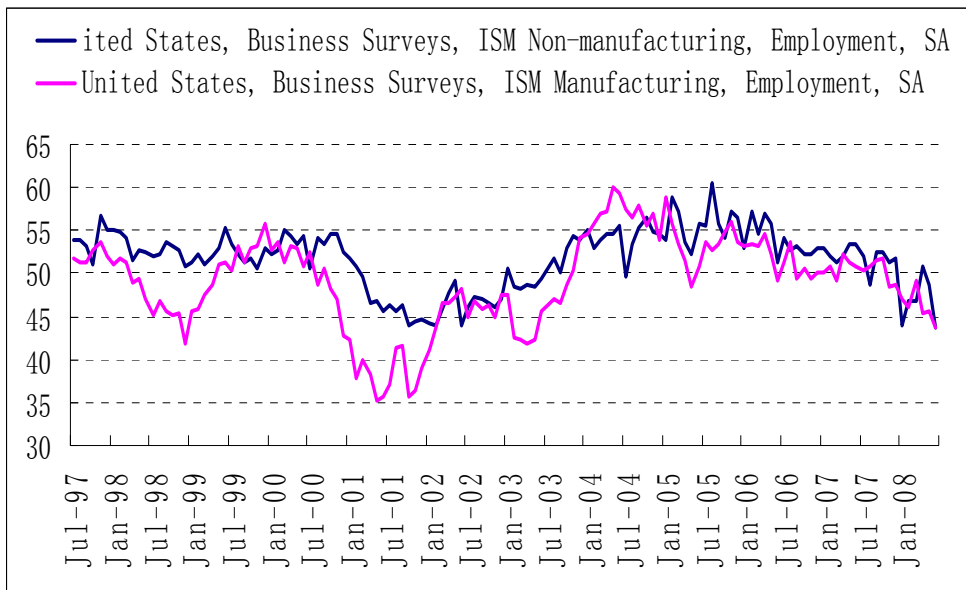
图8：美国出口占GDP比例走势图



资料来源：Reuters, 国泰君安期货

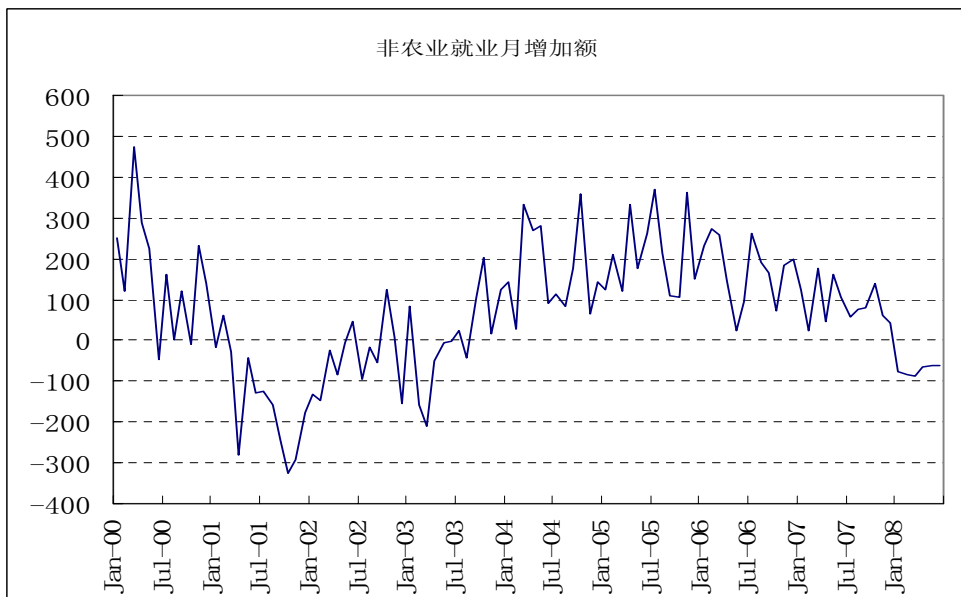
另一方面，ISM制造业和非制造业指数中的就业分项指数继续萎缩，与整个美国经济糟糕的就业情况相一致。其中非制造业就业指数大幅下滑了5个点，结合高资源价格导致企业裁员削减成本的需要和金融服务糟糕的现状，我们预期短期就业情况在未来仍有进一步下滑的风险。这意味着消费支出在经历了短暂的退税效应后，3季度可能超预期收缩。

图9：，美国非制造业、制造业就业指数走势图



资料来源：Reuters, 国泰君安期货

图10：非农业就业变化情况



资料来源：Reuters, 国泰君安期货

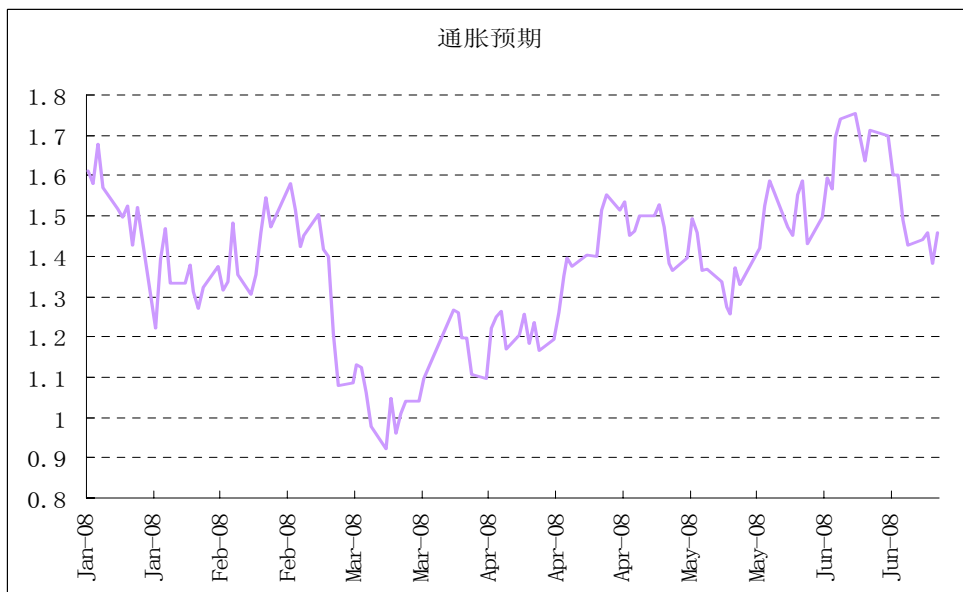
图11：美国失业率



资料来源：Reuters, 国泰君安期货

ISM制造业和非制造业指数中的价格指数上升速度超越市场预期,制造业价格大幅上升至91.5,是1979年以来的最高点,而非制造业价格则创下了该报告发布以来的历史高点,对企业构成了极大的成本压力以及裁员的压力,对应着上面糟糕的就业情况。从市场的通胀预期来看,自3月以来10年期TIPS债券对应的通胀预期又在趋势性上扬,目前已经回到了1月份的位置。

图12：美国通货膨胀预期走势图

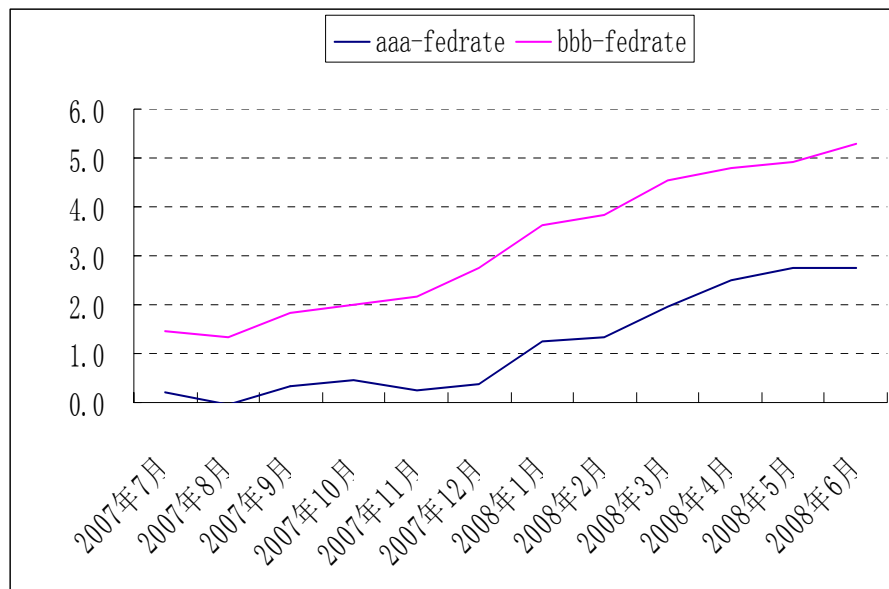


资料来源：Reuters, 国泰君安期货



从金融市场来看，伯南克作为研究大萧条出身的宏观经济学家，深知信用融通成本上升会将经济推向衰退的边缘，于是在3月份美联储采取了各种措施缓解金融市场压力，包括创新使用了TAF工具等，但是从债券市场的风险溢价来看，金融风险溢价依然不断上升，对投资和消费继续形成压力。

图13: aaa&bbb债券风险溢价图



资料来源: Reuters, 国泰君安期货

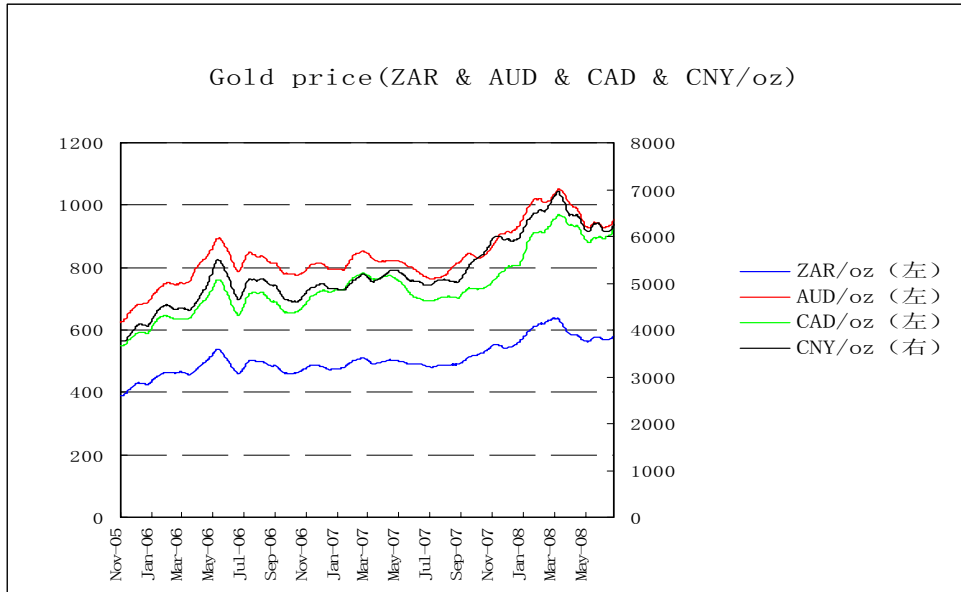
总的来看，我们认为在未来一段时间中，美国经济将继续弱势调整，通胀问题作为全球性的共性问题短期难以解决，这些都为黄金价格提供了有力的支撑。

### 【美元走势】

上周前半周在市场普遍预期欧央行加息 25 个基点的前提下，美元指数大幅下挫，并跌破了三个月以来的上升趋势线。周四央行如期加息，但由于受此前法国等部分关注经济增长力量的压力，特理谢讲话中对通胀的态度有所缓和，导致美元指数利空出尽，大幅反弹，截至发稿，美元指数已经接近 73。

通过上面的专题研究，我们认为美元指数仅仅一个超跌反弹而已，短期超过 6 月 13 日高点 74.31 的可能性不大。美元指数上扬为黄金调整建仓提供了较好的机会。

图 14: 不同币种的黄金价格



资料来源: Reuters, 国泰君安期货

图 15: 黄金价格与美元指数走势图

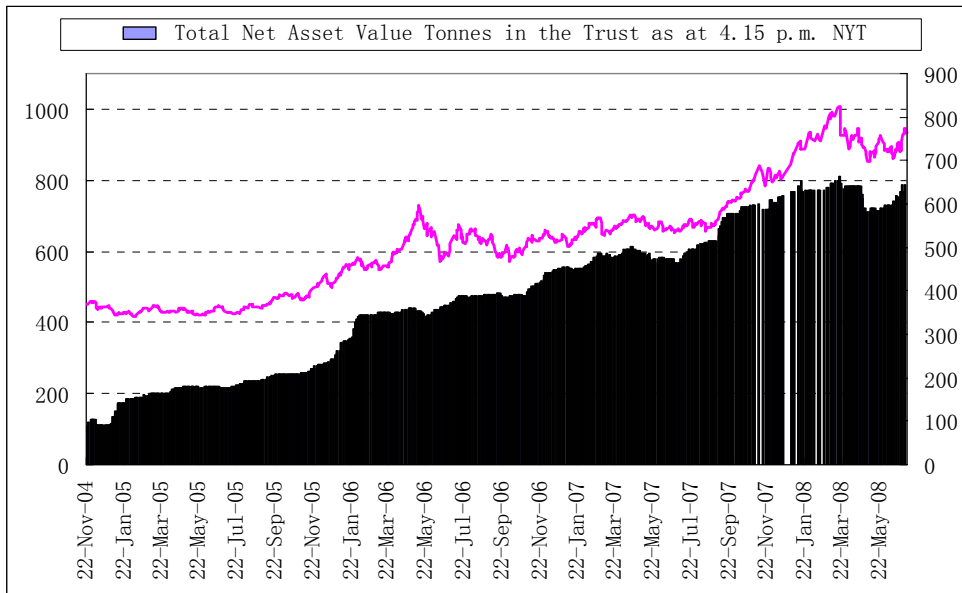


资料来源: Reuters, 国泰君安期货

### 【基金持仓】

主要黄金 ETF 最近增长显著，近十个交易日 SPDR 增仓近 5% 约 28 吨，显示了浓厚的兴趣。

图 16：黄金价格与 SPDR 黄金持有量走势图



资料来源：SPDR, 国泰君安期货

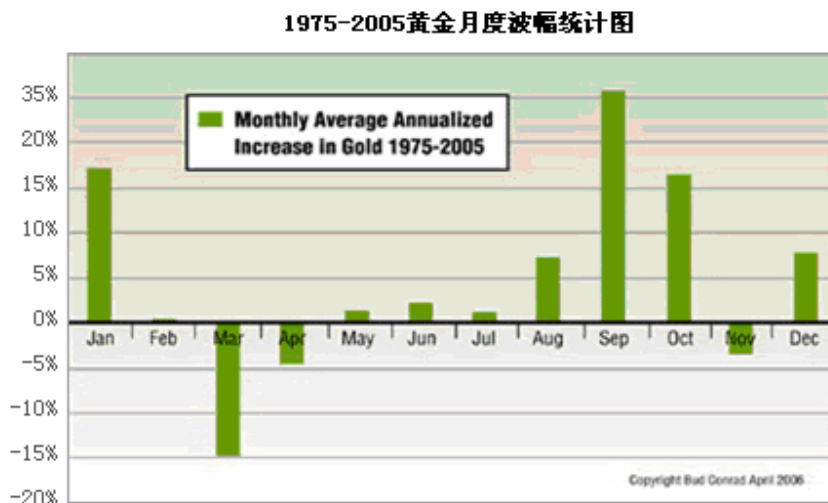
### 【技术分析】

美黄金日线超买，面临技术调整，短期支撑位为 917 美元/盎司、907 美元/盎司和 900 美元/盎司，短期阻力位分别为 947 美元/盎司、955 美元/盎司、960 美元/盎司。相对应的国内价格的支撑位为 202.15 元/克、200 元/克、198.4 元/克，阻力位为 211.6 元/克、210.5 元/克、208.7 元/克。

### 【展望】

美国经济的走向在未来数月中依然迷茫，消费面临萎缩、私人投资意愿低迷、出口有下行的风险，物价水平不断上升，通胀二次效应可能发生；这些都为黄金价格奠定了坚实的上行基础。

图 17：黄金价格月度波动特点



资料来源：国泰君安期货

从历史的角度来看，黄金夏末秋初波动加剧，配合我们的基本面、技术面、流动性分析，我们预计黄金价格有望在夏中或者夏末发动攻势，目前的调整为中长线投资者提供了建仓机会。

---

## 作者简介

翟旭：经济学硕士，毕业于上海财经大学期货研究中心，2006年进入国泰君安期货，现从事宏观经济和黄金期货研究工作，参加交易所、中期协课题多项；在上证报、期货日报等主流媒体上发表报告多篇。