



黄金系列报告之一：黄金暴涨下的全球宏观视角

分析师：

王志萍（贵金属）

执业资格号：F0283571

投资咨询资格号：Z0010587

电话：021-22155615

E-mail:wangzhiping@xhqh.net.cn

撰写日期：2019 年 8 月 6 日

要点：

- 从宏观和微观层面来看，黄金价格正处于蕴育趋势性上涨机会的阶段。全球宏观下黄金的投资逻辑在于两个主线：主线一是全球经济周期；主线二是避险。微观层面来看，目前对黄金的配置需求主要来源于两个主体：一是央行；二是机构投资者。
- 在当前美国经济趋弱的状况下，美元的内生性动力不足，美元指数见顶的可能性加大。内美联储将开始降息的预期也在不断强化；
- 在美国单边主义继续透支美元信用以及美国政府巨额债务的背景下，未来全球央行“去美元化”趋势将更加明显。在“去美元化”趋势下，减持美债、增持黄金将成为全球央行的主要选择。黄金作为各国央行的重要储备，在全球“去美元化”进程加速的情况下将获得更多的配置需求；
- 操作上建议在单边策略上可以采用期货端逢低做多的策略，同时也可以考虑在期权端买入略虚的看涨期权，标的均为沪金 1912 合约。同时也可以考虑做多波动性策略。

目录

I. 宏观篇.....	3
一、 全球经济与货币政策.....	12
1. 美国: 主要经济指标趋弱, 就业改善.....	12
2. 欧洲: 经济趋稳, 通胀低迷.....	19
3. 日本: 经济低于预期.....	21
4. 新兴国家: 增长停滞期.....	23
5. 全球央行货币政策走向.....	25
二、 全球风险事件.....	27
1. 全球贸易摩擦加剧.....	27
2. 欧洲政治风险集中.....	27
3. 全球地缘政治.....	28
三、 黄金与大类资产.....	28
1. 汇率: 美元、欧元、人民币.....	28
2. 利率: 基准利率、美债收益率.....	30
3. 避险资产: 黄金、美元、日元、美债.....	30
II. 行业篇.....	32
一、 黄金市场供需平衡情况.....	32
二、 黄金供给.....	32
1. 黄金矿山生产上升.....	32
2. 再生金供应不稳定.....	33
三、 黄金需求.....	34
1. 实物需求.....	34
2. 官方部门——“去美元化”下新兴国家央行增持黄金.....	36
3. 投资需求——资金持续流出.....	37
4. 库存水平: 内外有别.....	38
III. 策略篇.....	40
一、 趋势判断.....	40
1. 宏观视角: 全球宏观下的黄金投资逻辑.....	40
2. 微观视角: 央行和机构对黄金的配置需求.....	40
二、 策略建议.....	41
1. 单边策略.....	41
2. 做多波动率策略.....	41

1. 宏观篇

宏观视角一：全球经济的“迷茫”

1. 美国经济进入波动期

美国经济在 2018 年一度迎来高光时刻，这种“高光”并不能说是美国经济全面开花，而是体现在两方面：一方面是美国经济走出了金融危机时的“谷底”；另一方面是美国经济复苏程度强于其他国家。美国经济增速在去年二季度达到 4% 的高点后，美国经济增速出现逐季放缓态势。

今年以来，美国经济则表现较为波动，一方面，今年以来美国经济总体出现弱复苏状态，总体复苏程度不如去年；另一方面，从 7 月份以来美国经济数据来看，美国经济表现出喜忧参半的状况。

美国经济的波动表现在：一是在经济增长上，美国二季度 GDP 年化率尽管高于预期，但低于一季度增速，同时为 2018 年第四季度以来最低水平。二季度 GDP 增长主要得益于消费者和政府支出，而净出口和企业投资者则对增长构成拖累；二是在就业上，2019 年上半年美国新增非农就业人数累计比去年同期减少 11%。6 月份非农数据超预期，但失业率并未随着非农就业人数的大幅增加而进一步降低；三是通胀上，去年 7 月以来，美国的通胀水平表现疲软，核心 PCE 同比持续下行，美国通胀趋弱。但是 6 月份美国通胀意外强劲，核心 CPI 年率上升 2.1%；四是从其它数据来看，美国制造业指数下滑，新屋开工环比连续两个月下降，营建许可环比创下两年来的新低，6 月成屋销售未达预期，房地产行业仍出现疲弱迹象，美国经济出现疲软态势。不过美国 6 月零售销售环比增长好于预期，核心零售同样好于预期。

2. 欧元区经济疲软

欧元区经济在经历 2016-2017 年的强势反弹之后，2018 年以来开始持续走弱，全球贸易摩擦对欧元区经济的负面影响逐渐显现。欧元区目前的经济特点是，就业市场改善，但是经济增长放缓，通胀显著回落，关键指标未能达到欧洲央行的预期。欧元区经济整体受全球贸易局势恶化与英国“脱欧”不确定性的影响。

欧元区二季度 GDP 环比增速回落至 0.2%，GDP 同比增长 1.1% 创五年多来最低增速，显示出欧元区经济增长失去动能。7 月份欧元区产出和就业都以逾 6 年来最快速度下降，新订单数量继续大幅下滑。分国家来看，欧元区多个国家和地区都呈现经济放缓迹象，核心国家德国 2 季度 GDP 有所减速，德国经济增速为 6 年来最低水平，德国消费者信心连续 3 个月走低，法国、西班牙、奥地利和比利时增长减缓，而意大利经济停滞不前，瑞典第二

季度经济意外萎缩；英国央行下调了 2019 年 GDP 增速预期。

通胀上，欧元区通胀一直低于欧洲央行的目标，国际油价下跌、金融市场动荡以及新兴市场不确定性等因素，使得欧元区通胀下行风险再次增大。欧元区 7 月通胀率放缓至 1.1%，为 2018 年初以来最低水平，能源价格下降是拖累欧元区通胀同比下降的重要因素；扣除能源、食品和烟草在内的核心通胀指标同比只有 0.9%。欧元区通胀的疲软，突显出欧洲央行需要通过大规模的刺激措施来推动通胀回升的必要性。

欧元区就业市场继续改善，失业率稳步下降。2019 年 6 月份欧元区失业率继续维持在 7.5% 低位，为 2008 年 7 月以来的最低值；欧盟 6 月份失业率仍维持在 6.3%，为 2000 年 1 月以来的最低值。

由于全球市场疲软和英国退欧的不确定性，欧元区需求疲软和信心减弱，经济信心降至三年多来的最低水平，7 月份欧元区经济景气度和工业景气指数均差于预期。欧洲 6 月汽车销售下降 7.9%，为去年 12 月以来最大降幅。

3. 日本经济

2019 年上半年，受中国增长放缓和全球贸易保护主义抬头影响，日本经济整体出现增速放缓，工业生产下降，进出口全面下滑。

日本 GDP 第一季环比年率增长 2.2%，其中，私人需求环比上涨 0.4%，公共需求环比上涨 0.7%，而消费、出口、进口分别环比下降 0.1%、2.4% 和 4.6%。不过日本经济增长可能在第二季度放缓。IMF 将今明两年日本经济增长预期分别下调 0.1 个百分点至 0.9% 和 0.4%。日本政府也下修 2019 财年经济增长预测至 0.9%。日本政府计划今年 10 月将消费税从 8% 上调至 10%，在个人消费疲软的背景下，上调消费税可能会冲击民间消费。同时韩国民众“抵制日货”趋势扩大也将冲击日本企业。

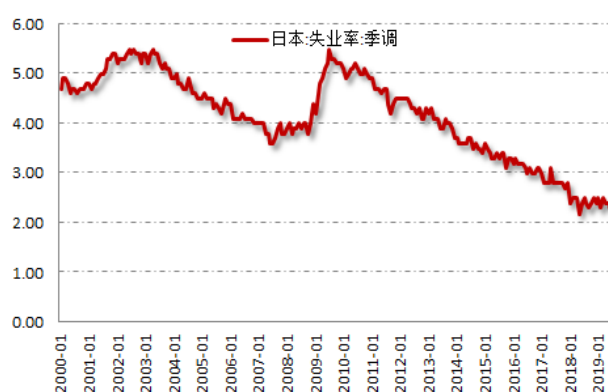
6 月份日本的工业生产大幅下降，环比下降 3.6%，创下 2018 年 1 月来最大跌幅。其中，汽车、生产用机械工业、电气和信息通信机械工业的生产均出现明显下滑，而化学、石油煤炭制品行业生产则有所上升。

就业上，日本国内失业率在 2009 年年中开始逐步走低。2018 年日本平均失业率为 2.4%，2019 年 6 月失业率为 2.3% 强于市场预期，显示日本就业形势改善。男性和女性失业率均出现下降，女性失业率下降程度快于男性失业率。人口老龄化、少子化导致适龄劳动人口减少以及劳动力市场供小于求是日本失业率走低的主要结构性因素，而奥运刺激所带来的用工需求增加在一定程度上提升了日本的就业率。

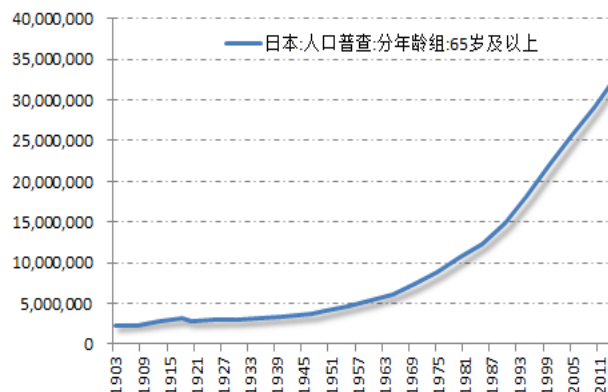
贸易方面，全球贸易局势紧张拖累了日本的出口，而石油制品和非铁金属等商品进口的减少使得日本进口同样出现下降。上半年日本出口同比下降 4.7%，进口同比下降 1.1%。6 月份，日本出口下降 6.7%，为连续 7 个月下降；进口下降 5.2%。

图表 1：日本失业率走低

图表 2：日本老龄化人口



资料来源: WIND、新湖期货研究所



资料来源: WIND、新湖期货研究所

4. 新兴国家经济

2019 年以来,新兴国家经济持续放缓。多数新兴国家外汇储备不足,经常项目赤字比较高,部分国家外债规模较大。全球贸易摩擦以及中国需求的放缓,冲击外向型新兴经济体,对资源生产加工和依赖出口的国家也有较大影响。

俄罗斯 2019 年以来的经济数据比较抢眼:经济增速回升,卢布币值稳定攀升,失业率减少,通货膨胀率大幅下降。2019 年第二季度 GDP 同比增长 0.8%,较第一季度有所加速,但低于 2018 年 2.3% 的经济增速;俄罗斯失业率下降至 4.7%,通货膨胀率下降至 4.7%。

印度经济今年以来出现明显下滑,一季度印度经济增速仅为 5.8%,创下近 5 年最低水平;贸易紧张局势冲击印度出口,6 月份印度出口额同比大幅下降 9.7%,海外需求增速经放缓至 15 个月来的最低水平。IMF 将印度今明两年经济增长预期下调至 7% 和 7.2%。

韩国 7 月进口额同比下降 2.7%,出口额同比大跌 11%,为连续第八个月下降。其中芯片出口额同比下降 28.1%,主要原因是日本从 7 月 4 日开始对韩实施部分半导体关键原材料的出口限制。在全球经济放缓以及贸易争端加剧的背景下,韩国央行将 2019 年韩国经济增长预期由 2.5% 下调至 2.2%。

巴西新政府今年 1 月执政以来,持续面临严峻经济问题。一季度,由于矿业发展受挫、农牧业不景气、国内投资低迷等因素,巴西 GDP 环比萎缩 0.2%,是自 2016 年四季度以来首次出现季度萎缩;二季度,巴西失业率降至 12%,比去年同期下降 0.4 个百分点,而就业人口月平均工资环比下降 1.3%,但与去年同期相比增长 2.4%;7 月份,巴西外贸实现顺差 22.93 亿美元,比去年同期下降 40.8%,创 2014 年以来同期新低。

债务截止 2018 年底,印度公共债务达到约 1.19 万亿美元

整体来看,目前新兴国家政府债务水平较高,。随着近期欧美主要央行货币政策转向宽松,新兴国家贬值压力将缓解。

5. 全球制造业衰退

贸易战与中国经济增长减缓,全球制造业景气指数下滑,欧洲和亚洲主要国家制造业

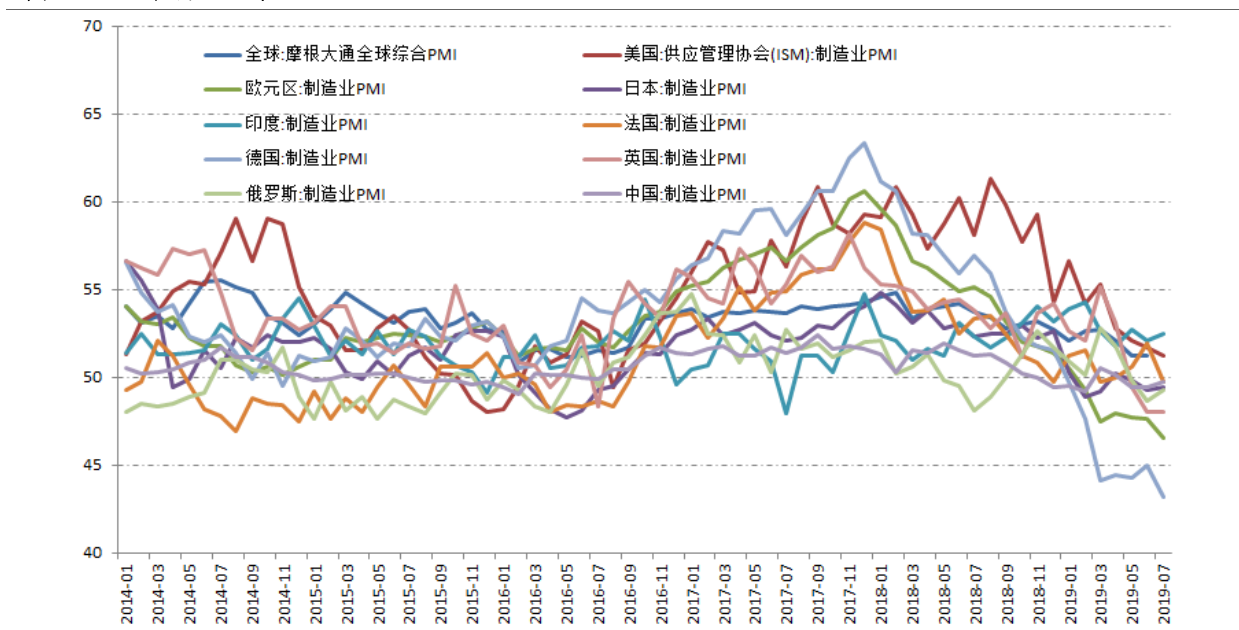
景气进一步萎缩。JP 摩根和英国数据公司 HIS Markit 联合编制的全球制造业采购经理人指数 (PMI) 显示, 制造业景气程度在全球范围内连续三个月下行。

美国 7 月 ISM 制造业指数创三年新低, 其中新订单指数零增长, 客户库存指数处于低水平, 积压订单指数连续第二个月萎缩, 新的出口订单依然疲软, 生产指标、制造业就业和投入价格均出现下降; 美国 7 月 Markit 制造业 PMI 终值为 50.4, 创 2009 年 9 月以来最低。

欧元区 7 月制造业 PMI 从 6 月的 47.6 降至 46.5, 连续第 6 个月萎缩。欧元区制造业连续第 6 个月萎缩, 制造业订单再次大幅减少。德国、法国和英国 Markit 制造业 PMI 均处于荣枯线之下。其中, 德国制造业 7 月创七年来最严重衰退, 工厂生产速度降至 7 年来最低, 出口订单降幅为 10 多年来最大; 法国 7 月制造业 PMI 终值为 49.7, 差于预期; 英国 7 月制造业 PMI 为 48 好于预期, 但工业产出创七年来新低。其他欧元区制造业也表现明显疲软, 意大利、西班牙、爱尔兰和奥地利的产出均出现下降。

亚洲国家中, 日经 / Markit 东盟国家 PMI 下滑至 46.5, 台、日、韩 7 月制造业景气持续萎缩。日本 7 月制造业 PMI 连续第 3 个月萎缩, 工厂产出已连七个月萎缩; 韩国跌至 47.3, 新出口订单萎缩速度为近六年最快; 印尼制造业景气六个月来首度陷入萎缩; 马来西亚与新加坡持续恶化; 财新 7 月份中国制造业 PMI 为 49.9, 继续处于荣枯分界线以下; 中国 7 月官方制造业 PMI 录得 49.7, 高出 6 月 0.3 个百分点; 印度 7 月份制造业采购经理人指数 PMI 升至 52.5。印度制造业的持续扩张和印度央行不断降息有关。今年以来, 印度央行连续降息三次。印度央行的降息以及商业银行对贷款利率的下调, 降低了企业投入成本, 使得印度制造业企业得以扩张; 部分国家受惠于贸易战的转单效应, 迎来发展制造产业的机遇, 越南与菲律宾等国制造业加速扩张。

图表 1: 全球制造业衰退



来源: WIND、新湖期货研究所

宏观视角二: 全球央行全面宽松环境

2019 年以来, 全球经济的疲软导致了全球央行货币政策的调整, 全球重新进入货币宽松时代。此轮货币宽松潮的特点是: 一是美联储由加息转入降息周期, 奠定了全球货币宽松的格局; 二是宽松范围广泛, 不仅涉及欧美日等发达国家, 还有众多新兴市场国家。

1. 美联储进入降息周期

7 月底美联储将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点至 2%-2.25%, 并决定将于 8 月 1 日结束缩表计划。此次美联储降低利率, 是美国 2008 年以来首次降息。此次美联储降息旨在确保应对下行风险, 并以此支持通胀向目标水平回升。同时此次美联储决定停止国债缩表、MBS 的月度再投资上限 200 亿美元。美联储停止缩减其资产负债表比之前还要快了 2 个月。

美元是全球大类资产的锚定货币, 而美联储货币政策将深刻影响着其它国家央行政策。此次美联储如期降息, 不仅意味着美联储将由加息周期转入降息周期, 同时也将进一步确立全球央行宽松趋势。从影响来看, 美联储由加息转入降息之后, 将降低美国市场借贷成本, 推动房地产市场和股票市场走高。同时, 美联储降息将带动全球市场的资金宽松, 全球流动性将呈现边际扩张, 将对全球资产造成溢出效应, 短期对全球风险资产将有明显利好作用。目前大多数国家的股市处于历史最高位周期, 全球资产价格普遍风险偏高, 在降息潮下, 资产泡沫可能进一步加重。以美股为代表的资产泡沫将进一步膨胀, 进而将加剧未来美股大幅下行的潜在风险, 但中长期来看利好对利率敏感的黄金价格。

2. 欧洲央行宽松预期

欧元区经济自去年以来下行压力持续加大, 因此欧洲央行已一再推迟加息计划, 并表示必要时将加大宽松力度。近期欧洲央行虽然未跟随美联储进行降息, 但是欧洲央行目前存在货币宽松的需求和预期。欧洲央行宽松的理由在于:

一是欧元区经济疲软, 进一步支持欧洲央行货币政策转向。近期欧元区经济表现不佳, 核心国家德国等欧元区主要经济体经济数据疲软, 德国国债收益率全面进入负利率区间。同时欧元区通胀率一直远低于央行目标水平;

二是欧洲央行释放降息信号。欧洲央行 7 月 25 日宣布维持三大大关键利率不变, 并释放明确降息信号。欧洲央行在声明中, 欧洲央行给出了四个宽松信号: 首先, 欧洲央行调整前瞻性指引, 预期关键利率至少到 2020 年上半年将“保持或低于当前水平”, 这是自 2017 年 6 月以来, 欧洲央行首次在货币政策声明中明确释放可能降息的信号; 其次, 理事会强调鉴于欧元区实际通胀和通胀预期持续低于目标水平, 需要采取高度宽松的货币政策立场; 再者, 理事会强调如果中期通胀前景继续低于其目标, 欧洲央行决心按照其对通货膨胀目标对称的承诺采取行动, 这与美联储对于通胀目标的表述趋同; 最后, 欧洲央行已委托相关机构对政策方案进行评估, 包括新资产购买计划的规模和构成。

三是美联储降息，全球主流央行也都降息，欧洲央行难以独善其身。欧洲央行有可能跟随美联储的步伐而开始实行宽松货币政策，预计欧洲央行有可能在9月的会议上宣布新的刺激措施，包括降息、分层存款利率、延长前瞻性指引和重启债券购买计划等。

3. 英国央行宽松预期

自2016年6月以来，英国脱欧的问题在很大程度上阻碍了英国央行的加息步伐。2018年8月份，英国央行将关键利率上调至0.75%。但是至此以后，英国央行一直维持利率不变。2019年7月份，英国央行维持利率于0.75%不变，并一致同意维持4350亿英镑资产购买规模不变，并维持100亿英镑非金融投资级企业债购买规模不变。相比美联储和欧洲央行而言，英国央行没有释放出正在考虑降息的信号，同时也没有显示出通过降息来应对疲软前景的迹象。不过目前英国央行也存在宽松预期，原因在于：

一是全球经济放缓和全球贸易局势紧将拖累英国经济，英国7月制造业产出出现七年来最大降幅。近期英国央行承认全球经济形势疲软，并下调了今明两年英国经济增长预期；

二是英国10月份存在“硬脱欧”风险。英国新任首相已明确表态10月份将无协议脱欧，英国“无协议脱欧”的可能性升高。在“无协议脱欧”风险下，英国央行有可能提前调整货币政策，采取降息防止经济下行，同时不排除各国央行加大货币政策宽松。据CME“英国央行观察”：英国央行9月维持利率在0.75%不变的概率为93%，降息25个基点至0.5%的概率为7%。

4. 日本央行

今年以来日本央行整体上维持按兵不动。日本央行在7月30日的货币政策会议上，以多数票赞成决定维持货币宽松政策，宣布维持-0.1%利率不变，并将通过购买长期国债的方式将长期利率维持在零左右。

日本央行未来有可能采取宽松措施，表现在：首先，全球增长放缓及国际贸易问题冲击日本经济。日本央行下调了2019财年的经济增速和物价走势预期；其次，日本央行暗示可能实施新刺激措施以应对潜在经济恶化前景。日本央行的表述也从“考虑行动”转向了“将毫不犹豫地行动”。日本央行表态如果海外经济前景恶化，严重影响到日本国内经济物价走势，日本央行将“毫不犹豫地”推出新的宽松措施。

5. 新兴国家央行宽松

2019年以来，包括美联储、欧央行在内的全球各大央行开始由鹰转鸽，纷纷释放货币政策转向宽松的信号。今年2月以来，已有马来西亚、新西兰、菲律宾、澳大利亚、印度等国央行通过降息来保持货币政策宽松。特别是自今年2月以来，印度央行已经连续降息3次。7月份美联储议息会议之前，韩国、印尼、乌克兰和南非央行下调利率水平；议息会议之后，阿联酋、沙特、香港金管局、巴西、新西兰、泰国、印度央行接连宣布降息。

新兴国家的接连降息，一方面是美联储开启10年来首次降息后，各国央行都面临着本国货币升值的风险；另一方面是由于自身提升国内经济增长所需要，新兴国家需要主动降

息应对经济下滑。预计下半年新兴国家将开展防御性降息，但降息幅度将受到经常账赤字的限制。

宏观视角三：全球央行“去美元化”加速

1. 欧洲各国央行放弃售金协议

2019年7月26日，欧洲央行（ECB）表示，第4份央行黄金协议（CBGA）的21个签署国决定，在2019年9月协议期满后不再续签新协议。欧洲各国央行放弃了签署了20年的售金协议，称不打算大量出售黄金。CBGA协议终止是全球“去美元化”趋势下的一个缩影。欧洲各国央行从抛售黄金，到主动增持黄金，显示出欧洲各国央行对黄金销售已经不再有需求，欧洲中央银行对其储备中的黄金水平感到满意。

图表 2：欧洲央行售金协议



来源：IMF 国际金融统计、欧洲央行、世界黄金协会、新湖期货研究所

2. 新兴国家集体增加黄金储备

近年来，全球央行储备变化的一个重要特点是，美元储备下降，而黄金储备上升。金融危机后美元信用受到挑战，贸易战加速全球央行“去美元化”，全球央行减持美债、增持黄金。中国、俄罗斯、印度与哈萨克斯坦为主的新兴国家继续增持黄金储备。根据国际货币基金组织（IMF）的数据，截至2018年第四季度，美元在全球外汇储备中的占比降至61.69%。为连续第三个季度下降。新兴国家央行都开始减少对美元的依赖，努力实现资产多元化。根据国际资本流动（TIC）数据，今年4月份全球有16个国家和地区减持美债，中国持有的美债和票据降至2017年5月以来的最低水平，美国10大海外债券持有地区均在减持美国国债（瑞士除外）。美元资产在全球储备体系中的份额持续下降，而与之相对应的是黄金在全球央行中的储备份额上升。俄罗斯是本轮“去美元化”的主要推动者，其黄金储备在不断上升。近8年来，全球央行不断增持黄金资产，特别是2018年全球央行对黄

金的增持达 652 吨，创布雷顿森林体系解体之后的最高水平。2019 年以来全球共有 18 家央行不同程度地增持了黄金，其中俄罗斯央行增幅幅度最大，达 94 吨，目前俄罗斯央行黄金储备达 2207 吨；中国央行在去年 12 月再次开始买入黄金后，今年以来累计增持 74 吨黄金，目前中国央行黄金储备达 1926.5 吨；厄瓜多尔自 2014 年以来首次增加黄金储备，卡塔尔和哥伦比亚也有大量采购。我们认为，在美国单边主义继续透支美元信用以及美国政府巨额债务的背景下，未来全球央行“去美元化”趋势将更加明显。在“去美元化”趋势下，减持美债、增持黄金将成为全球央行的主要选择。黄金作为各国央行的主要储备，在全球“去美元化”进程加速的情况下将获得更多的配置需求。

图表 3：全球主要央行黄金储备变化



来源：Bloomberg、新湖期货研究所

3. 全球贸易的“去美元化”

金融危机后，美元信用受到挑战。近年来，伴随着愈演愈烈的贸易保护主义和全球化潮流“逆行”，“去美元化”也在全球贸易体系内暗流涌动。委内瑞拉成为第一个放弃美元的国家；俄罗斯、土耳其决定用本国货币进行贸易结算。俄罗斯规定自 2019 年起西方国家购买俄罗斯油气必须以欧元或其他货币代替美元来结算，并且直接用人民币结算石油交易；伊朗政府宣布不得接收基于美元的进口订单。

4. Facebook 稳定币“Libra 计划”

Libra 是由一篮子金融资产提供支持的稳定币。一旦 Libra 在全球范围内得到大规模采用，就可能会出现一种全新的交易记账单位，从而减少全球货物和服务报价中对单一货币的依赖，推动全球的“去美元化”进程。

宏观视角四：全球不稳定因素

1. 全球贸易摩擦加剧

2019 年以来，全球贸易摩擦进一步加剧，中美贸易摩擦、欧美贸易摩擦以及日韩贸易摩擦均表现出升级态势。近期中美贸易战超预期，美国宣布将于 9 月 1 日对 3000 亿美元中国输美商品加征 10% 关税，中国相关企业则暂停购买美国农产品；美国威胁对欧洲汽车加

征惩罚性关税，同时公布了一份对欧盟产品征收惩罚性关税的清单，而欧盟也准备好对价值 350 亿欧元的美国商品加征额外关税；日本政府宣布将对韩国实施严格的半导体出口限制，韩国则掀起抵制日货的浪潮，日韩互将对方移出贸易白名单，贸易争端持续扩大。

全球贸易摩擦成为全球经济的不稳定因素。全球贸易摩擦冲击商业信心和金融市场情绪，扰乱全球供应链，拖累全球经济增长。根据 IMF 数据，全球贸易活动在 2019 年第一季仅比上年同期增长 0.5%，为 2012 年的 7 年以来最低增速。而根据 WTO 的统计，2018 年 10 月至 2019 年 5 月，全球贸易摩擦对全球贸易额的影响规模达 2295 亿美元，为历史高位。

根据 WTO 编制的世界贸易展望指数（WTOI），该指数目前为 96.3，且各分项数据多数下滑，指引全球贸易增长陷入衰退

2. 英国无协议脱欧风险

英国“无协议脱欧”的可能性升高

对英国；对欧元；对全球，将导致更高的贸易壁垒

3. 地缘政治

中东局势

伊朗，英国

一、 全球汇率

1. 美元

2. 人民币

二、 对全球宏观的看法

看法一：全球经济

看法二：

三、 机构的投资需求

SPDR 黄金 ETF 作为全球规模最大的黄金 ETF，其持仓量一直受市场所关注。从近十年来 SPDR 黄金 ETF 的持仓变化上来看，SPDR 黄金 ETF 持仓量与黄金价格存在较高的正相关性。2012 年 SPDR 黄金 ETF 持仓量一度达到了 1353 吨的高位，而同期黄金价格保持高位运行，而后 ETF 持仓量逐步下降，黄金价格随后也开启了大幅下滑的过程。2019 年 6 月份以

来, 黄金价格开启了一波强势反弹, SPDR 黄金 ETF 持仓量累计增加 92 吨,

投资需求在很大程度上影响着黄金价格。ETF 市场作为黄金投资的主要市场, 往往成为投资需求的风向标。通过对比近十年来 SPDR 黄金 ETF 持仓量与黄金价格走势关系可以发现, SPDR 黄金 ETF 持仓量在 2012 年达到了顶点的 1353 吨, 同期黄金价格保持高位, 而后 ETF 持仓量逐步下降, 黄金价格随后也开启了大幅下滑的过程。2018 年以来, 全球市场中主要黄金 ETF 均延续了流出态势。资金大幅流出黄金 ETF 市场暗示黄金投资情绪的萎靡, 同时也成为黄金价格低迷的主要推动力。2019 年以来, SPDR 黄金 ETF 持仓量继续走低, 不仅低于 800 吨的水平, 同时累计减少 47 吨。

一、 全球经济与货币政策

1. 美国: 主要经济指标趋弱, 就业改善

美国经济从 2009 年第三季度开始了漫长的复苏之路。此轮美国经济扩张超越了上世纪 90 年代的经济繁荣所缔造的 10 年扩张纪录, 成为美国历史上最长的经济扩张周期。

此轮美国经济扩张周期中, 美国 GDP 增速逐步恢复至危机前平均水平, 消费者和投资信心指数均已缓慢恢复, 房地产市场逐渐回暖, 成屋销售创下八年新高, 这在一定程度上推动了美元的上涨。2014 年底美联储正式结束 QE 政策后, 美国经济复苏与其它经济体相比更为强劲。而进入 2018 年以后, 美国经济增长、就业增加以及通胀前景均出现降温, 美联储加息意愿也逐步削弱。

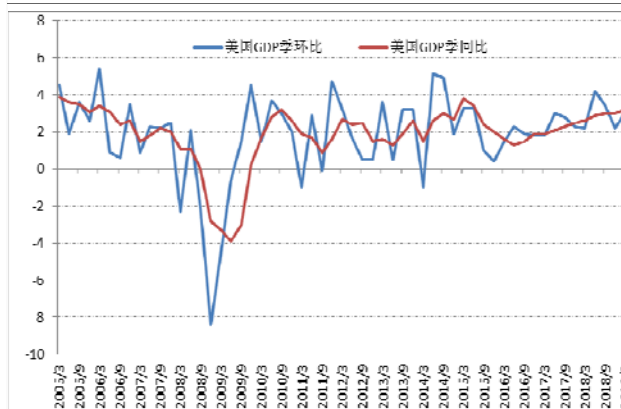
1.1 美国经济增长

自 2009 年经济复苏开始, 美国 GDP 平均每年增长达 2.3%。特朗普上任以来, 采用扩张财政政策, 降低企业和个人的所得税, 为美国经济带来短期刺激效。但是美国经济自去年以来经历了波折, 经济不确定性加大。美国经济增速在去年二季度达到高点后出现下滑, 而今年以来美国经济增速又重新反弹。2019 年一季度美国 GDP 增长达 3.1%, 很大程度上是由净出口大幅改善所拉动, 美国联邦政府部分停摆导致地方政府支出加大, 但住宅固定资产投资消极, 库存投资下调, 消费对 GDP 增长贡献下降。一季度美国出口增速达 4.8%, 特别是服务出口再次意外上升, 而服务进口疲弱, 美国关税政策压低了美国企业的进口需求, 贸易战和内需不足导致美国进口大量减少, 进出口净额大量增加。固定资产投资在特朗普 2017 年初开始执政初期经历了上涨, 但之后开始下行, 特别是固定设备投资增速下滑较为明显, 不过由于美国政府近年来加大了政府基建投资以及军事国防上的投入导致私人投资总额还未明显出现下滑。

总体来看, 美国经济短期见顶, 经济增长后劲不足, 固定资产投资和消费双降, 在投资和消费都乐观的情况下库存激增和通过增加进口商品的关税对美国经济的推动不可持

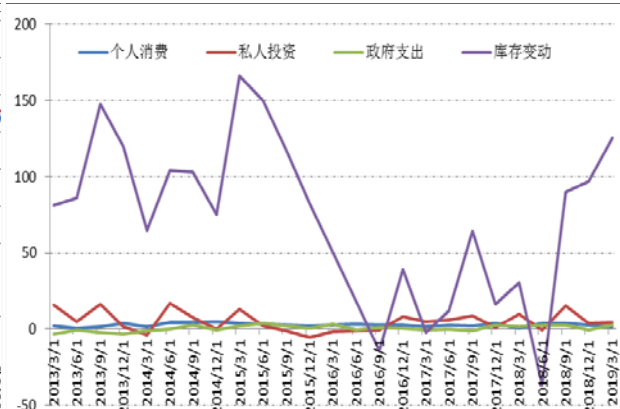
续。贸易战及不断膨胀的预算赤字等因素可能导致美国经济脱轨，特朗普政府施行的扩张财政政策效用边际递减，美国经济出现放缓的风险。同时美国同中国、欧盟及其它国家的贸易摩擦加大，美国通过抑制进口的政策对美国经济的潜在负面作用将逐渐显现。美债收益率倒挂也暗示美国经济衰退风险。

图表 1: 美国经济增长



资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所

图表 2: 美国 GDP 构成及其增速



资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所

1.2 美国就业市场

对美国就业市场的观察，我们从以下四个方面来关注：新增非农就业人数、失业率、劳动参与率以及薪资水平。

非农就业人数主要反映的是美国制造业和服务业的发展和增长情况。从历史数据上看，美国非农就业数据容易受到季节性因素影响而大幅波动。2019 年 1-5 月，美国新增非农就业人数累计达 85.8 万人，比去年同期的 100 万人减少 14%。其中，2019 年 2 月份美国非农就业人数仅新增 2 万人，创 17 个月来最小增幅。2 月份寒冷天气影响新增就业，建筑业就业萎缩明显，叠加美国政府关门的不利影响以及金融市场在 2018 年年底趋紧。3 月份，随着气温回暖，建筑业等部门活动复苏，美国非农就业数据重新回归强劲并且回归到 20 万左右水平，教育和医疗服务行业新增就业明显，而制造业就业人数下降。4 月份，美国天气异常温暖，美国非农就业人数进一步强势反弹，最主要的贡献来源规范专业与商业服务、建筑、医疗、社会援助等行业。5 月份美国非农新增就业再度回落至 7.5 万人，制造业新增就业延续了之前放缓的趋势，服务业新增就业边际走弱，零售业、运输和仓储业也均出现就业增长疲软。

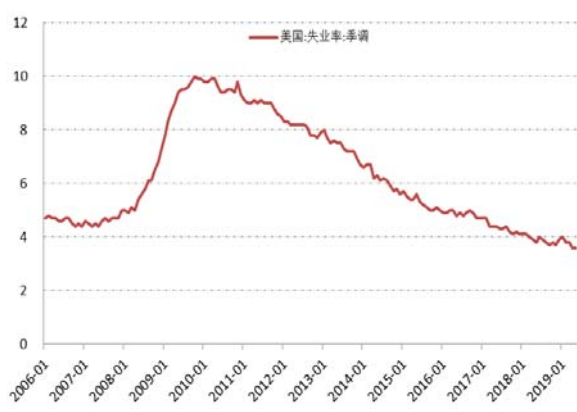
失业率作为滞后性指标，是指失业人口占劳动力人口的比例，旨在衡量闲置中的劳动产能，主要深受劳动市场供需以及经济循环之影响。金融危机期间，美国失业率由原来的 5% 水平急剧攀升并且在 2009 年达到 10% 的高点，随后美国失业率开始下降。2019 年美国失业率稳步下降，并且降至近 50 年来最低的 3.6%。U6 失业率跌至 7.1%，创 2001 年一季度以来最低水平，意味着打短工做兼职的劳动力群体数量的下降。美国失业率下降显示出美国劳动力市场更加活跃，但是尽管美国失业率趋于下行，其下行速度边际放缓。

图表 3: 美国非农就业人数变化



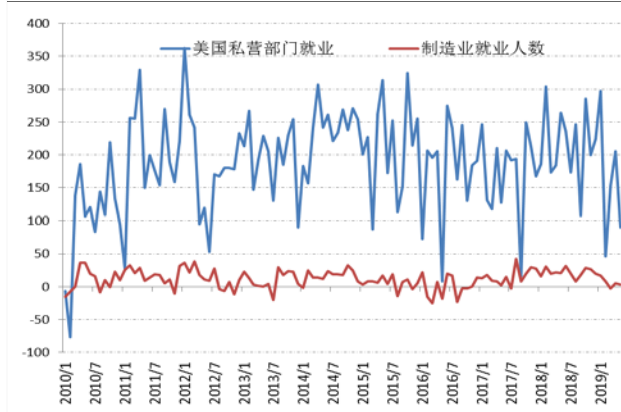
资料来源: Wind、新湖期货研究所

图表 4: 美国失业率变化



资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所

图表 5: 美国私营部门和制造业就业



资料来源: Wind、新湖期货研究所

图表 6: 美国 U6 失业率



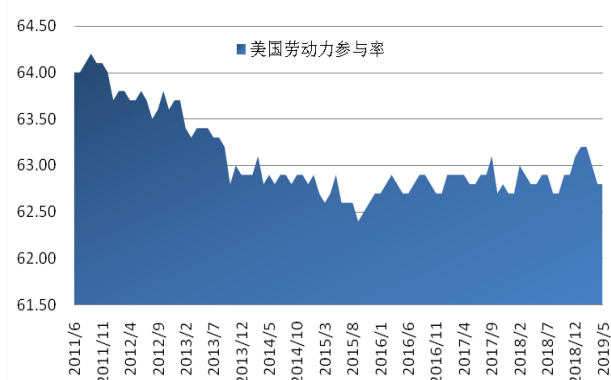
资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所

美国失业率不断下降,但近年来劳动力参与率先是经历了明显下降的过程,而后呈现低位波动。2008 年至 2015 年期间,美国劳动参与率累计下降了 3.8 个百分点,这主要原因有两点:首先是美国人口老龄化的自然结果。美国在二战后“婴儿潮”一代步入老龄,加剧了劳动力的流失;其次由此导致的适龄劳动人口下降,大量劳动年龄人口在经过长期失业后丧失工作能力。特别是金融危机后,部分失业人口长期找不到工作,放弃找工作,这部分人也构成了劳动力流失的很大一部分比例。而进入 2016 年之后,美国劳动参与率却维持在 62-63 之间徘徊,其原因在于美国老龄化退休人员不减,而年轻人由于受教育程度的增加导致参加工作时间变晚。

薪资水平上,作为消费为主导的美国经济,居民整体薪资水平在很大程度上影响居民消费的能力,而消费支出又和就业市场高度关联,进而从根本上影响美国经济的复苏。从以往经验来看,通常在失业率大幅下降的同时,薪资水平也会随之出现上涨。2008 年金融危机后,美国失业率不断走低,但是这一时期由于美国通胀预期比较稳定,因而就业市场紧张并未导致工资有效上升。2018 年全年,美国私营领域员工的平均时薪绝对值继续增加,但增长缓慢。2019 年 1-5 月,美国私营领域员工的平均时薪的平均值为 27.71 美元,相比

去年同期的 26.84 美元略有提升, 薪资增长处于较为温和的状态, 美国薪资增长保持在与温和通货膨胀相一致的水平。美国薪资涨幅略低于预期, 未来难以带动通胀走高。

图表 7: 美国劳动参与率



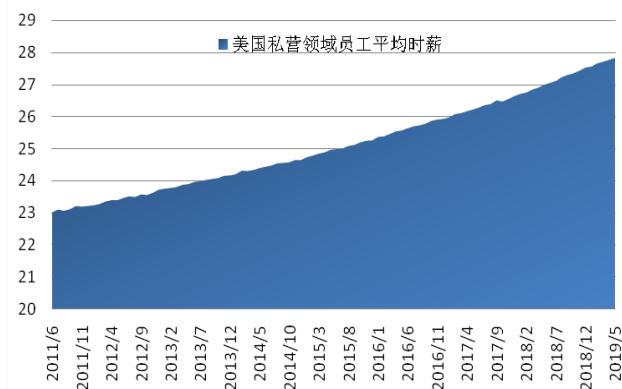
资料来源: Wind、新湖期货研究所

图表 8: 美国薪资水平变化



资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所

图表 9: 美国私营领域员工平均时薪增长



资料来源: Wind、新湖期货研究所

图表 10: 美国私营领域员工平均时薪变化



资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所

综合来看, 美国就业数据边际走弱, 非农就业人数呈现季节性波动, 失业率降至绝对低位但未来下降空间有限, 劳动力参与率低位徘徊, 员工实际薪酬增长缓慢, 美国就业市场存在一定的闲置。

1.3 美国通胀

美国通胀率始终低于美联储所设定的 2% 的通胀目标。2019 年以来, 国际原油价格大幅波动, 美国 CPI 增速逐步走软, 通胀温和。一季度美国通胀率不升反降。作为美联储观察美国通胀的核心指标, 一季度美国核心 PCE 物价指数年化季率升幅 1.0%, 创三年来最低增速。4 月份, 美国核心 PCE 物价指数反弹, 但是由于 4 月下旬以来国际原油价格的下跌进一步抑制了美国的总体通胀。除此之外, 电力和天然气价格也在 5 月份出现下滑, 导致通胀增幅偏低。美国通胀指数国债 (TIPS) 收益率自年初以来处于下行趋势当中。

2018 年以来, 中美贸易摩擦不断加剧, 对美国通胀的影响也在不断深化。2018 年, 美国先后对来自中国的三类商品“清单”征收关税。2019 年 5 月 10 日, 美国正式对中国进口的 2000 亿美元商品加征 25% 关税, 并威胁将对中国进口的剩余 3000 多亿美元商品加

征关税。而中国也对美国征收报复性关税。美国对中国商品大幅提升关税，导致中美贸易减少，同时也导致美国进口成本，提升了美国进口产品的价格，进而将推高美国通胀，其主要传导作用在于：首先，从生产端来看，提升关税对于中间工业品和资本品来说，由于其进入美国国内商品的生产，会增加美国生产者的成本，提高商品价格；另一方面，中国进口商品价格的变化，会影响到美国国内竞争对手或其他国家出口商的价格水平。美国本土企业可能会跟随提高相关商品价格，进而影响美国通胀；其次，从需求端来看，随着进口价格的提升，将会增加美国国内消费者的支出，美国通胀水平带来输入性上行。美国进口的直接消费品将纳入居民消费支出，对 PCE 有直接拉动。

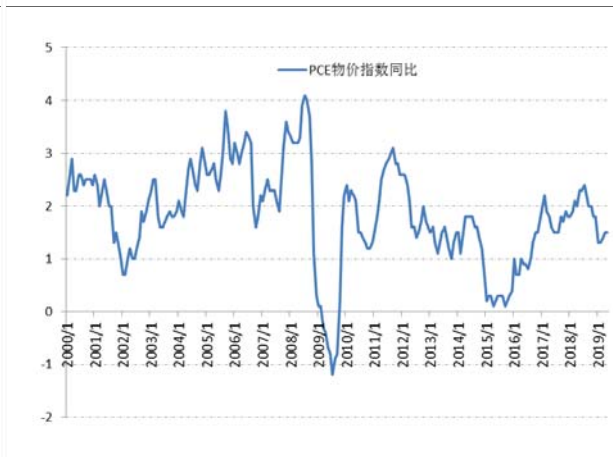
综合目前美国通胀情况来看，美国薪资增长对美国通胀的带动作用不明显，食品价格出现上行，但是国际原油价格的回落制约了美国通胀水平的回升，而中美贸易摩擦问题对美国通胀水平的推升作用短期内还难以显现出来。美国通胀水平中短期内难以有实质性的回升，将进一步加大美联储实行货币宽松的压力。

图表 11：美国 CPI 同比增速



资料来源：Bloomberg、新湖期货研究所

图表 12：美国 PCE 物价指数



资料来源：Bloomberg、新湖期货研究所

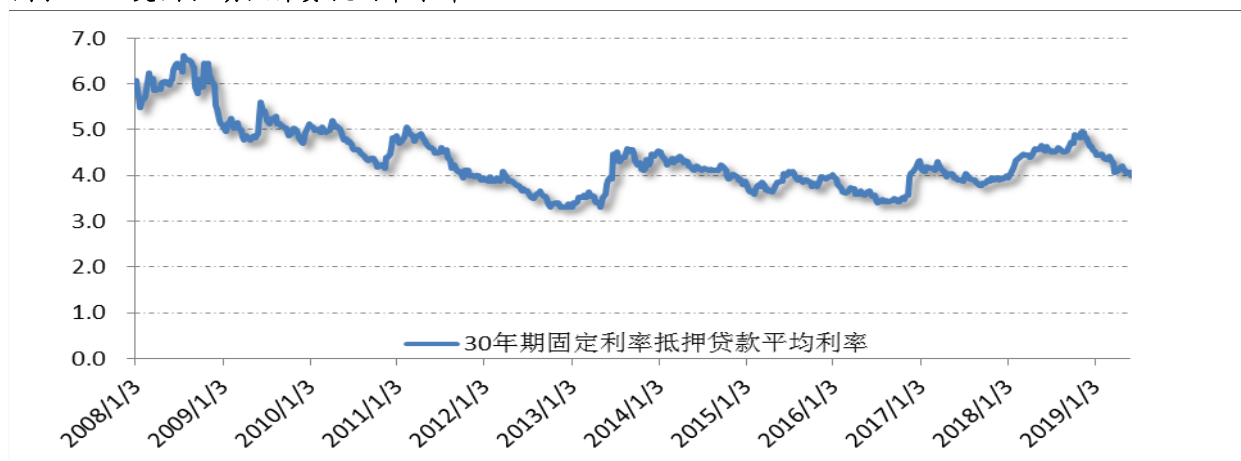
1.4 房地产市场

美国房地产行业增加值占 GDP 的比重占 10%以上，同时美国房地产投资额在私人投资总额中占有较高比重。美国房地产市场在金融危机期间遭受重创。美国房地产价格指数在 2007 年达到峰值后开始一路下行，随后在 2013 年触底反弹，尽管美国建筑业缓慢复苏，但是美国房地产市场逐步恢复。随着美国长期抵押贷款利率趋于下降，2013 年开始美国房价以每年超过个人收入 3%的速度上升。而进入 2018 年后，由于美国抵押贷款利率上升，抑制了居民的贷款需求，抵押贷款的数量也随之下降，地产销售出现下降。2018 年 10 月份之后，美国抵押贷款利率重新下行，使得美国房地产市场的潜在需求重新释放，美国新屋开工和营建许可数据双双超出预期，营建许可还出现自 12 月以来的首次增长，美国 NAHB 房产市场指数 2019 年以来有明显回升。不过由于美国土地和劳动力短缺以及美国经济不确定性加大，房屋销售依旧不佳，住宅投资连续五个季度出现收缩。

2013 年开始, 美国新建住房销售数量每年基本上都能达到 40 万套以上, 但是新建住房销售的月份数据仍然波动较大。2018 年美国新建住房销售数量累计 61.7 万套, 与 2017 年全年基本持平, 不过还是比 2016 年增加了将近 5 万套。2019 年 1-4 月美国新建住房销售数量 24.4 万套, 相比去年同期增加 6.5%。近年来美国成屋销售数据保持基本在 500 万户的水平波动, 但是地区差异比较明显, 南部地区销售数量增长比较明显, 中西部和东北部地区销量下降, 反映出冬季恶劣的天气对美国房屋销售造成抑制。不过 2018 年以来美国每月的营建许可基本在 130 万户左右, 相比前几年有明显回升, 这也预期未来新屋开工数将进一步回升。

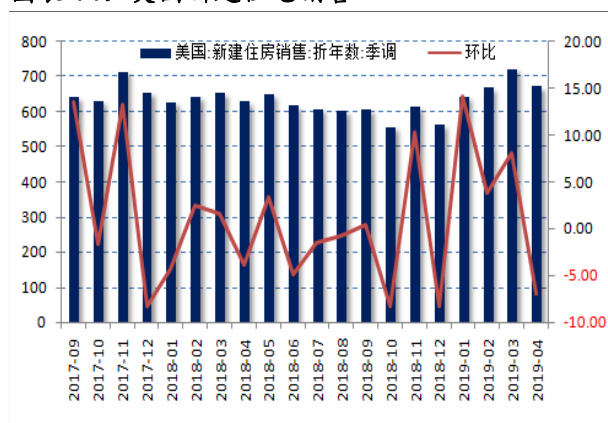
总体来看, 近年来美国房地产市场的特点是, 房价有比较明显回升, 房屋销售呈现的地区差异比较明显。抵押贷款利率的变化对美国居民的购房需求有较大影响, 显示出购房者对利率变化的敏感。随着未来美联储货币政策将由加息转向降息, 住房按揭贷款利率将转向下行, 我们认为美国抵押贷款申请数量将会重新增加。

图表 13: 美国长期抵押贷款利率下降



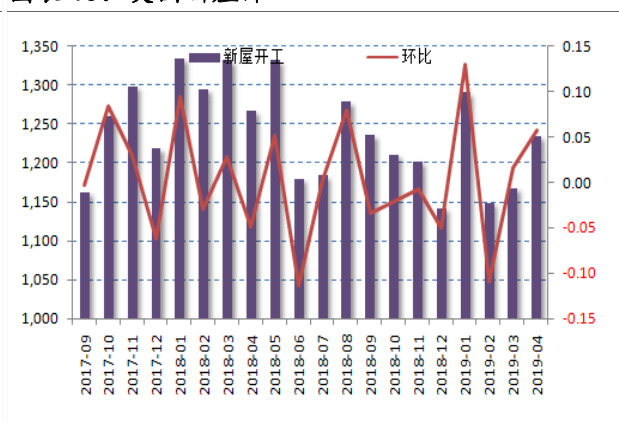
来源: Bloomberg、新湖期货研究所

图表 14: 美国新建住宅销售



资料来源: Wind、新湖期货研究所

图表 15: 美国新屋开工



资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所

1.5 贸易

2018 年以来, 美国同中国、欧盟及其它国家的贸易摩擦加大, 同时美国贸易仍存在结

结构性逆差。2018 年美国商品和服务贸易逆差达 6,210 亿美元,比上年增长 12%,创 2008 年以来最高,其中美国与中国和墨西哥的商品贸易逆差最大,刷新历史纪录,而对印度的贸易总额逆差为 242.5 亿美元,对欧盟贸易逆差也刷新了纪录,贸易赤字占美国国内生产总值(GDP)的比重也由 2017 年的 2.8%上升到 3%。2018 年美国服务贸易则实现顺差。

2019 年特朗普贸易政策上继续加强贸易保护倾向。一方面,对 2000 亿美元中国输美商品加征关税税率提高至 25%,同时终止对印度普惠制待;另一方面,与墨西哥达成协议,对欧盟和日本汽车征收关税推迟 6 个月并继续与欧盟和日本谈判。

我们预计,中美贸易战背景下中美双方将减少来自对方的进出口,但美国经济结构决定了美国贸易逆差短时期难以解决,对中国产品的征税将导致美国贸易逆差从中国向其他国家转移。中长期来看,美国通过抑制进口的政策对美国经济的潜在负面作用将逐渐显现,特朗普政府加征关税将导致美国国内物价上涨,将进一步抑制美国国内消费需求。

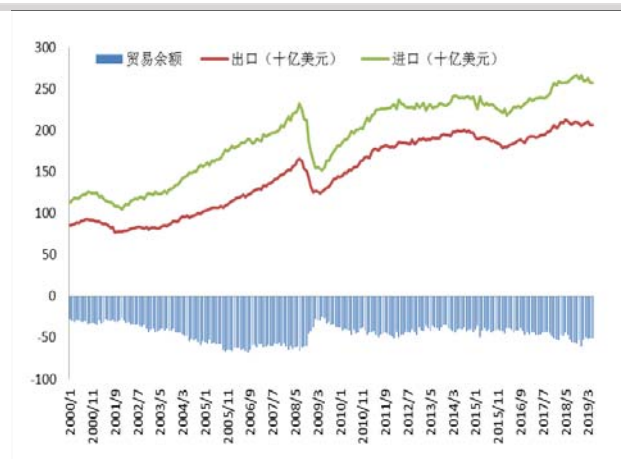
图表 16: 美国与各国贸易总额 (2018 年)

贸易伙伴	总贸易额(\$M)
中国	695,762.00
墨西哥	575,294.00
加拿大	567,635.00
日本	226,166.90
德国	183,241.10
韩国	133,272.40
英国	126,216.20
印度	87,410.50
法国	86,366.80
爱尔兰	76,226.40
意大利	73,576.40
荷兰	70,770.70
新加坡	69,376.20
瑞士	62,442.20
巴西	62,268.50

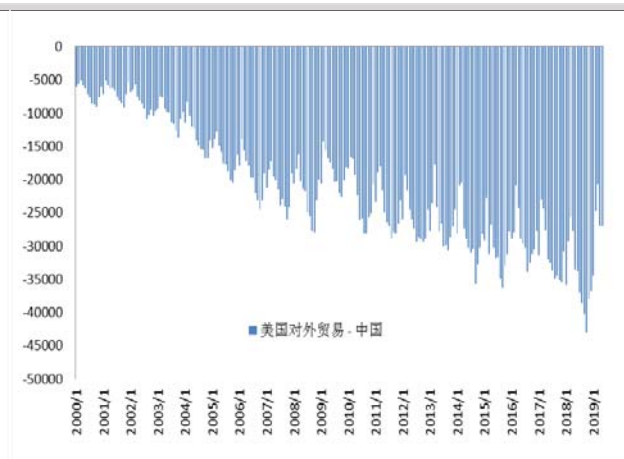
数据来源: Bloomberg, 新潮期货研究所

图表 17: 美国贸易逆差

图表 18: 美国对中国贸易



资料来源: Wind、新湖期货研究所



资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所

2. 欧洲：经济趋稳，通胀低迷

2.1 欧元区主要经济指标

欧元区大致走出债务危机和经济衰退的风险，但也不乐观。2018 年下半年起，受全球贸易局势恶化与英国“脱欧”不确定性的影响，欧元区经济增长几近停滞，经济重回低增长区间，净出口对欧元区经济增速的拉动下降。2018 年欧元区 GDP 增长 1.8%，其中意大利连续两个季度负增长，陷入技术性衰退。2019 年一季度欧元区 19 国 GDP 同比增速 1.2%，环比增速 0.4%，其中消费对经济增长的贡献相对稳定，净出口对经济增长的贡献逐步上升。在全球经济放缓及贸易关税压力下，欧元区整体需求下滑，消费者和工业信心不足，通胀呈现疲软态势。

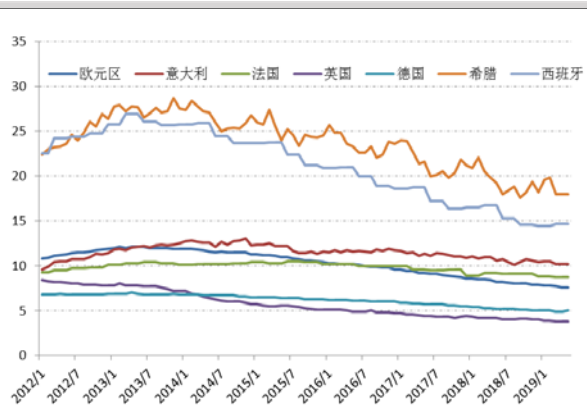
欧元区各国经济增速虽然普涨，但仍存在分化。核心国家中，德国经济反弹，意大利结束技术性衰退，但经济增速均低于 1%，而西班牙表现良好，英国经济增速较为突出。边缘国家中，希腊、意大利、葡萄牙等国经济仍存在较大的产出负缺口。一季度德国 GDP 有所反弹，但实际增速只有 0.6%，制造业出口受阻，制造业出口预期指数连续 7 个月下降；法国一季度 GDP 环比增长 0.3%，同比增长 1.1%，家庭消费表现强劲；英国一季度经济大幅提振，GDP 季环比 0.5%，同比 1.8%，创 2017 年第三季度以来的最高值；西班牙的经济增速达到了 2.4%；意大利经济增速同比下降 0.1%，但环比增速 0.1%，结束了之前两个季度的负增长。

图表 19：欧元区 GDP 增长

图表 20：欧元区各国失业率



资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所

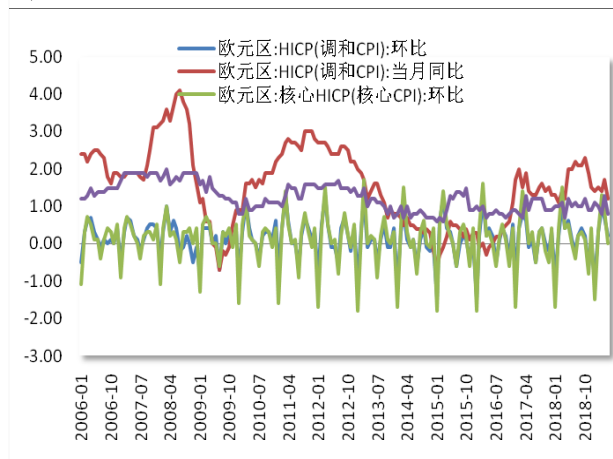


资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所

欧元区失业率在金融危机后整体呈现攀升态势,随后随着欧洲央行继续实施一系列宽松的货币政策,欧元区经济开始好转。2013年欧元区整体失业率在达到12.1%的峰值后开始有所下降,但是降速较慢。2016年欧元区失业率开始回落至10%水平以下,并且随后开始加速下行,25岁以下青年失业率也稳步下降。2018年以来,欧元区失业率缓步下行降至逾十年低位,但欧元区核心国家和周边国家劳动力市场的差距依然存在,同时各成员国之间差异依然较大。成员国当中,法国失业率连续3年下降,希腊失业率仍然最高,西班牙和意大利的失业率超过10%,德国失业率有所回升,5月份失业人数大幅增加至6万人创10年来的最大增幅。

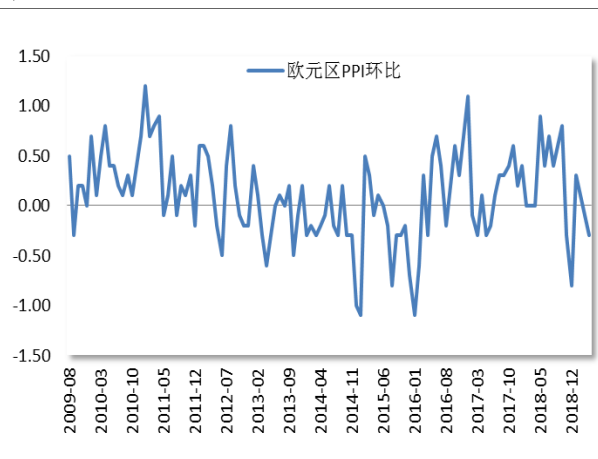
欧元区通胀依旧低迷,核心通胀率不及预期,能源价格对欧元区通胀形成拖累。欧元区5月CPI同比大幅回落0.5个百分点至1.2%,创15个月低位,核心通胀率降至0.8%。德国的通货膨胀率下降至1.4%,法国和意大利通胀率也出现下滑。5月全球原油价格回落,拖累能源项下滑,服务价格也出现下降,欧元区通胀的预期下降。

图表 21: 欧元区通胀



资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所

图表 22: 欧元区 PPI



资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所

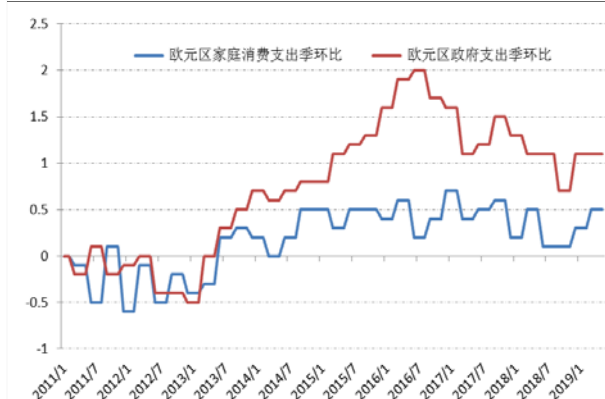
制造业方面,欧元区制造业 PMI 连续4个月低于荣枯线,综合和服务业 PMI 处于3个月低点。欧元区产出连续四个月下降,新订单数量进一步大幅下降。5月份欧元区综合 PMI 指数达51.8好于预期,制造业 PMI 指数持续两年下滑,今年以来其制造业 PMI 指数从未回

到 50 荣枯线上方, 制造业产出连续第四个月下降, 新订单数量进一步大幅下降; 德国制造业 PMI 今年以来始终处于 50 荣枯线以下, 目前接近 2012 年以来最低水平, 不过产出和新订单的下降速度有所放缓; 意大利制造业 PMI 则连续 2 个月出现回升; 英国 5 月制造业 PMI 降至 49.4, 为 2016 年 7 月以来首次跌破 50 荣枯线, 英国“脱欧”久拖不决对其制造业造成负面影响; 法国此 5 月份制造业、服务业和综合 PMI 值均在 50 荣枯线以上。欧元区制造业 PMI 出现回落, 将拖累二季度欧元区的经济表现。

随着全球贸易紧张局势加剧, 欧洲出口下降, 欧盟贸易顺差意外快速下降。欧元区去年 12 月经常项目盈余进一步缩窄, 至远低于上年同期的水平。国际贸易紧张局势削弱欧洲企业盈利, 欧洲汽车行业疲软态势持续。

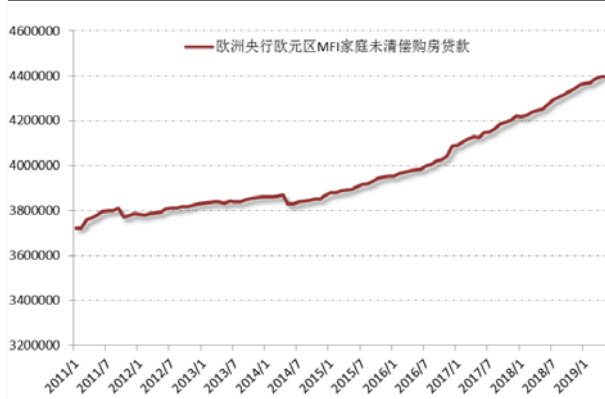
总体来看, 欧元区经济特点是经济总体放缓, 核心通胀依然低迷, 同时欧元区各成员国间复苏仍不均衡, 欧元区内部经济面临分化加剧的风险。由于全球贸易摩擦、英国脱欧、意大利财政预算和全球经济增速放缓等问题困扰欧洲经济前景, 欧美贸易谈判悬而未决以及美国对欧洲产品征税的威胁仍然存在, 欧洲经济形势不乐观。短期欧元区经济难以有回升动力, 欧洲央行货币政策走向仍偏向宽松。

图表 23: 欧元区家庭和政府支出



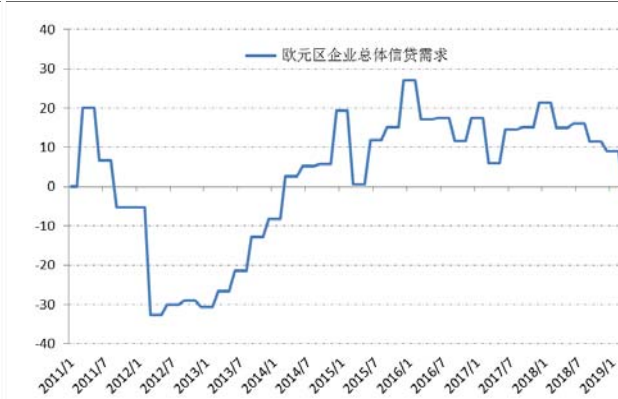
资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所

图表 25: 欧元区购房贷款 (百万欧元)



资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所

图表 24: 欧元区企业信贷需求有所回落



资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所

图表 26: 欧元区零售销售及消费者信心指数



资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所

3. 日本: 经济低于预期

2018 年以来, 日本经济增速仍然低于预期, 通胀率始终低于日本央行设定的 2% 目标, 同时受全球经济放缓影响, 出口出现下滑迹象。2018 年一季度, 由于私人消费和商业投资疲软, 日本经济意外下挫, 折合年率萎缩 0.6%, 结束了连续八个季度的正增长; 二季度日本经济恢复增长, 环比年化正增长 3%, 高于 1.9% 的初步估计; 三季度受西部的强力台风以及北海道地区的剧烈地震等临时性负面因素影响, 日本 GDP 同比萎缩 2.5%, 创四年来最大降幅, 其中家庭消费支出依然疲软, 资本支出则创自金融危机以来最大季度降幅, 出口环比下降 1.8%; 四季度日本经济重现扩张, 实际 GDP 年化季环比增长 1.9%, 资本支出创 2015 年第一季度以来最大升幅; 2019 年一季度, 日本经济超预期, 实际 GDP 环比增长 0.6%, 年率达 2.2%, 资本支出增加, 核心机械订单连续 3 个月增加, 民间住宅消费维持增长势头, 但是进口与出口双双下行, 企业设备投资环比下降, 政府消费也出现减少。一季度日本进口环比下降 4.6%, 创 2009 年第一季度以来最大降幅, 出口季率降幅 2.4% 创 2015 年第二季度以来最大, 进口降速超过出口导致净出口增加。日本出口的减少, 导致日本制造业生产活动较弱。日本新出口订单连续六个月收缩, 日本制造业活动在 5 月份重新陷入萎缩。2019 年 4 月 25 日的货币政策会议中, 日本将 2019 财年的 GDP 增速预期由 0.9% 下调至 0.8%, 将 2020 财年 GDP 增速预期由 1% 下调至 0.9%。

就业方面, 2010 年起日本就业开始改善, 失业率从高处下滑。2018 年失业率为 2.4%, 下降至 1993 年最低水平, 老年人和女性就业人数增长显著。不过进入 2019 年以来, 日本失业率有所抬头。我们认为, 日本失业率长期下降原因在于: 一是日本经济持续温和复苏, 企业用工意愿增强; 二是人口少子老龄化导致适龄劳动力减少。

目前日本经济的挑战在于: 内部方面, 日本面临消费税上涨以及日益严重的老龄化问题。目前日本国内居民消费疲弱, 家庭消费支出连续下降, 实际工资连续 3 个月的负增长。在此情况下, 2019 年 10 月日本将消费税率提升至 10%, 将导致私人支出受到冲击, 需要一定的财政刺激。另一方面, 日本人口老龄化严重, 需要加大资本支出解决劳动力短缺问题; 外部方面, 全球经济降温、贸易形势趋紧, 日本出口受阻。因此, 通胀目标决定货币政策走向, 考虑到日本经济增长的动力有所衰退, 短期内日本央行或维持宽松, 通过收益率曲线控制手段, 继续推行 QQE, 来达到刺激经济、实现通胀的目标。

图表 27: 日本经济增长

图表 28: 日本 CPI



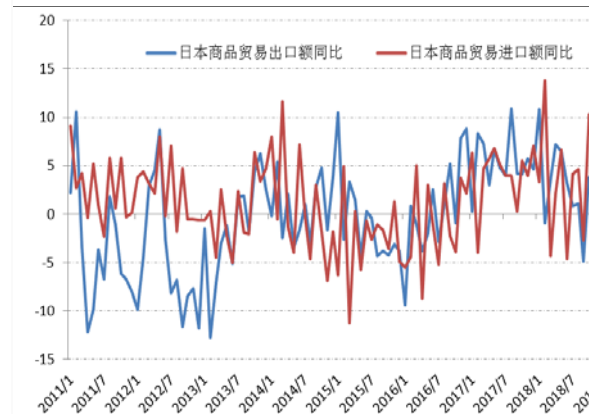
资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所

图表 29: 日本失业率

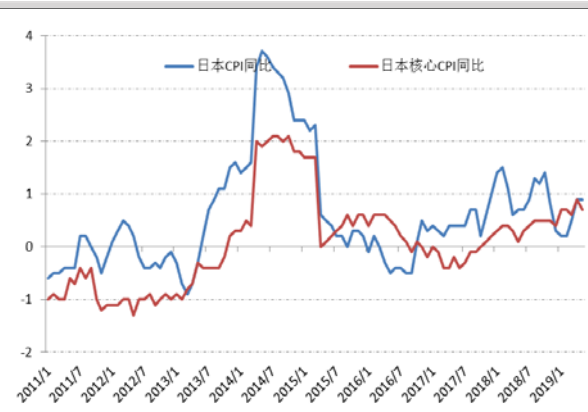


资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所

图表 31: 日本贸易进出口同比变化

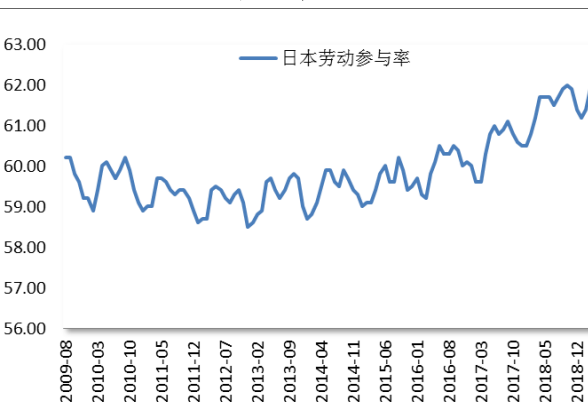


资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所



资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所

图表 30: 日本劳动参与率



资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所

图表 32: 日本消费者信心下降



资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所

4. 新兴国家: 增长停滞期

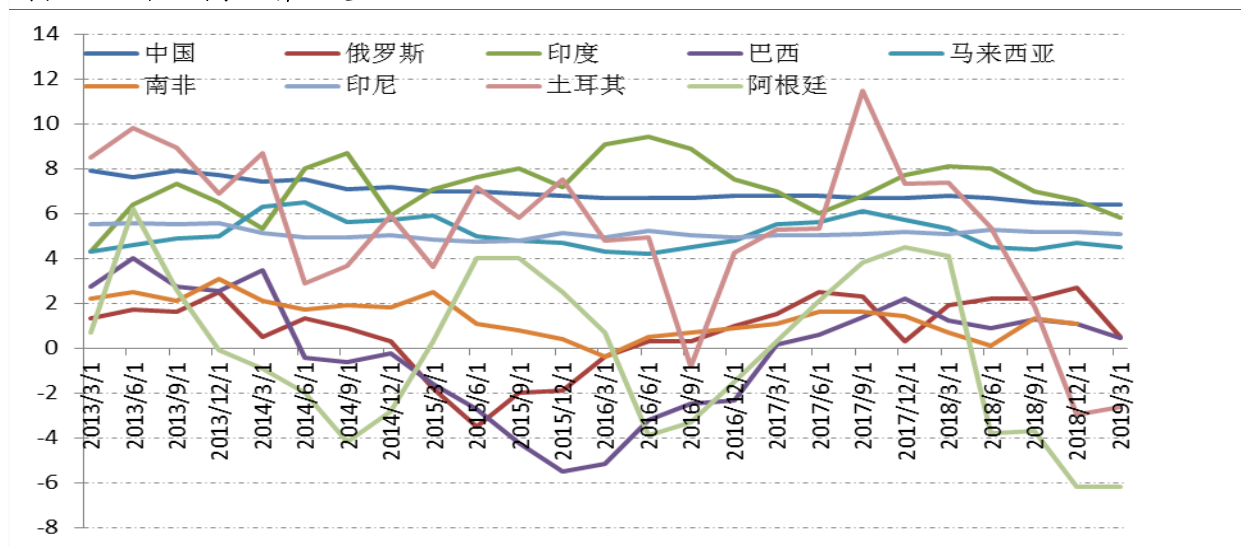
与欧美的经济复苏相比, 2019 年新兴国家经济继续处于增长停滞期。分国家来看, 2019 年一季度俄罗斯经济增速放缓至 0.5%, 为最近两年来最低水平; 在全球贸易保护主义蔓延、经济增长势头趋缓背景下, 一季度巴西 GDP 环比下跌 0.2%, 为 2016 年第四季度以来首次下跌; 印度去年四季度经济增速为 6.6%, 而今年一季度印度经济仅实际增长 5.8%; 韩国政府在去年四季度开始采取了大规模的财政刺激措施, 但是由于对外贸易高度依赖以

及国际贸易形势变化, 韩国出口持续疲软, 经济增幅大幅度下降。韩国出口连续六个月出现下跌, 一季度韩国环比下降 0.4%, 制造业和建筑业下滑明显, 而设备投资 and 建设投资也出现减少; 新加坡 2019 年一季度 GDP 同比增长 1.2%, 其制造业连续数个季度增长疲软, 影响了新加坡经济增长, 而对外贸易出现放缓, 劳动力市场则保持稳定; 中国的经济增速持略有企稳, 2019 年一季度 GDP 增速 6.4%, 与上年四季度持平, 主要是由于净出口的贡献; 由于采矿业持续收到冲击, 马来西亚经济增速出现了下滑, 其一季度 GDP 同比实际增速为 4.5%, 相比去年同期下滑 0.8 个百分点; 菲律宾一季度 GDP 同比实际增长 5.6%, 创近 16 个季度以来的最低水平。

与发达国家相比, 新兴国家经济发展普遍由基建拉动, 制造业和上游原材料业的比重较大, 对出口的依赖度较高, 因此新兴国家经济的特点是, 一是受短周期影响较大; 二是受发达国家经济周期的影响较大。2019 年以来, 新兴国家经济出现停滞, 我们认为主要原因在于: (1) 全球经贸环境不稳定, 中国需求减少, 多个国家出口环比萎缩; (2) 新兴市场高度依赖于资源或者商品出口, 内生增长动力乏力; (3) 新兴国家货币贬值, 偿债压力增大; (3) 部分国家政治动荡, 影响经济发展。

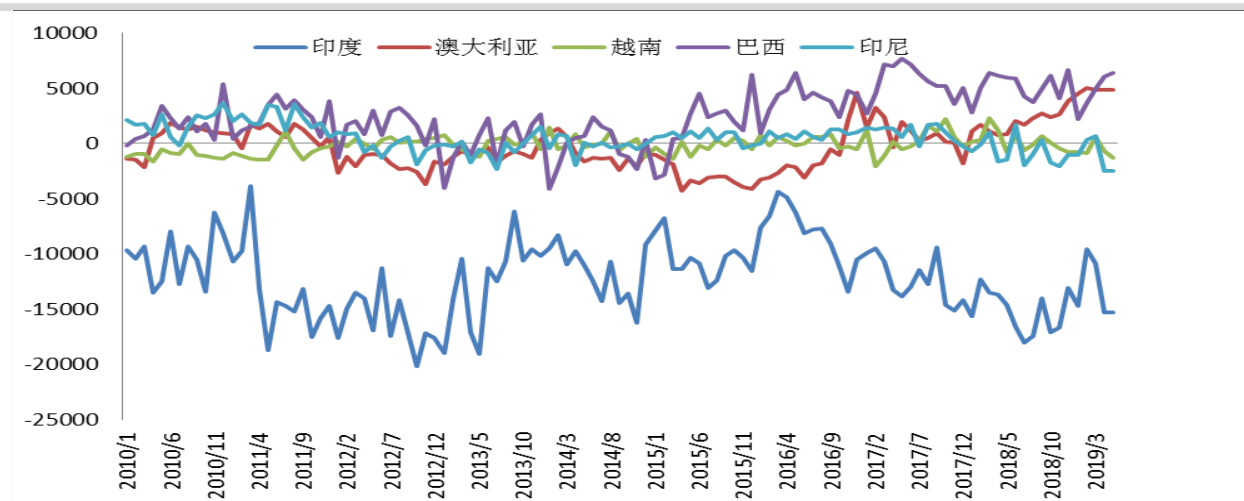
综合目前新兴国家的情况, 我们认为未来一段时间内新兴国家将普遍面临的问题在于: 一是全球贸易摩擦进一步升级会对新兴国家经济形成拖累; 二是中国需求放缓将加剧新兴国家对外出口压力, 特别是以资源品出口为导向的国家; 三是美联储货币政策转向宽松的背景下, 新兴国家汇率是否会扭转贬值趋势取决于各个国家经济以及货币政策的差异。

图表 33: 新兴国家经济放缓



来源: Bloomberg、新湖期货研究所

图表 34: 新兴国家贸易逆差



来源: 网上资料整理、新湖期货研究所

5. 全球央行货币政策走向

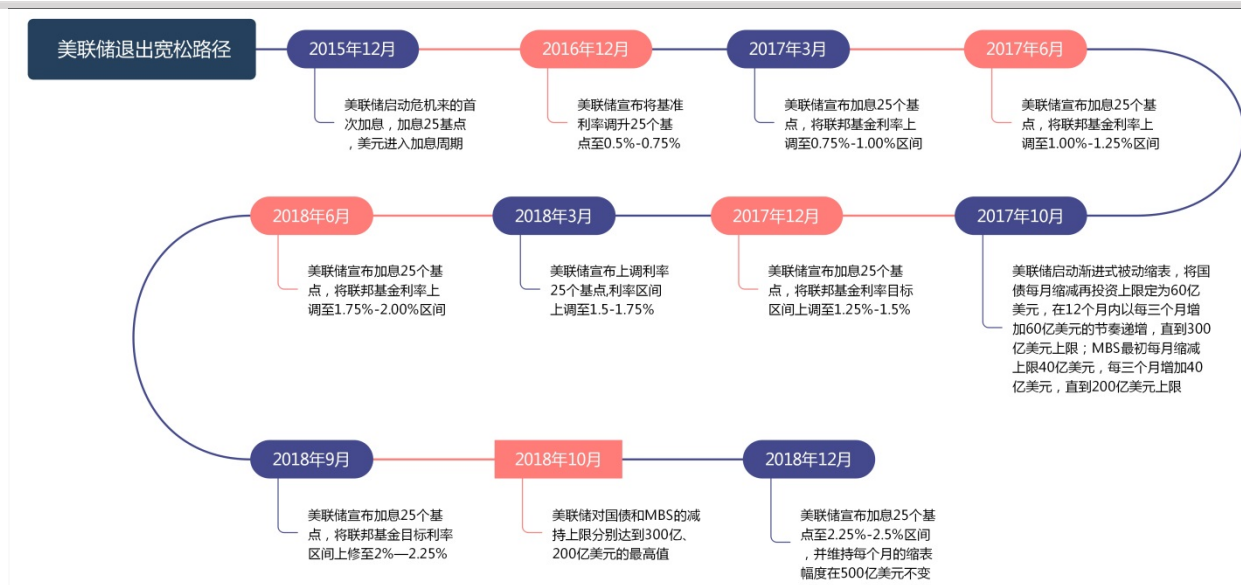
2019 年,伴随着全球经济趋弱,全球央行货币政策扭转了前几年的紧缩政策,开始重新转向宽松。目前全球央行货币政策的特点是:发达经济体央行集体维持观望态度,但同时保持宽松预期,而部分新兴经济体央行在经济下行压力下采取降息。2019 年以来,美联储保持利率不变,同时释放降息预期,欧洲央行也释放鸽派信号并宣布新一轮定向长期再融资操作,日本央行按兵不动,新兴国家大规模率先降息,中国央行采取定向降准措施。

5.1 美元加息周期拐点,美元阶段性见顶

自 2014 年年底美联储启动加息以来,本轮美国加息周期已经长达 4 年,加息周期是历次美联储加息周期中最长的,但同时加息速度最缓慢。从本轮美元加息周期来看,美元指数阶段性走强,美国经济由逐步扩张逐渐转向复苏程度边际弱化。进入 2019 年以来,美元加息的预期开始逆转。6 月份以来,美联储官员密集讲话,均指向可能在年内降息以支持经济的选项,美联储主席鲍威尔也表达了“对必要时降息的开放态度”,美联储结束加息甚至降息的预期越来越强烈。

我们认为,2019 年美联储降息将是大概率事件,即使年内美联储没有采取降息措施,其降息预期将持续影响全球金融市场。从目前情况来看,美联储降息对于全球的影响在于:一是美联储降息将促使全球央行货币政策跟随转向宽松,欧洲央行有可能更为主动宽松,而更多新兴国家料将率先降息;二是美联储降息将重估全球资产价格,美元指数有可能阶段性见顶。从历史数据来看,金价与美元走势绝大部分时候都呈现相反的走势,这点通过金价与美指的相关性,我们也可以观察得到。我们认为,在当前全球避险情绪主导市场的背景下,美元指数阶段性见顶甚至回落对于黄金价格有刺激作用。

图表 35: 美联储退出宽松路径



来源：网上资料整理、新湖期货研究所

5.2 欧洲央行

金融危机以来，欧洲央行货币政策经历了多轮反复，欧洲央行货币政策调整预期在不断演化。欧洲央行的货币政策调整大致经历了五个阶段：

第一阶段是金融危机爆发后，欧洲央行采取了量化宽松政策，并多次下调基准利率，以此来应对冲击。2009年欧洲央行启动600亿欧元资产担保债券购买计划；

第二阶段是2010年开始，随着欧洲经济和通胀逐渐复苏，欧洲央行又重新调整货币，分别于2011年4月和7月分别上调基准利率；

第三阶段2011年11月开始，随着欧洲债务危机引发经济再次疲软，通胀下行，欧洲多次下调基准利率，并且将隔夜存款利率调至负值。2015年1月，欧洲央行行长出台逾1万亿欧元规模资产购买计划；

第四阶段是2017年随着欧元区经济明显复苏以及美联储多次加息，欧洲央行加息呼声渐起；

第五阶段是2018年以来，欧元区经济增速下滑则使得欧元区货币政策愈加不明朗，欧洲央行继续维持超低利率水平，但同时结束了2015年出台的量化宽松政策（QE），正式停止其债券购买计划。2019年，欧洲央行宣布了新一轮定向长期再融资操作（TLTRO）及其细节。

我们认为目前欧元区经济总体较为波动，复苏态势仍未完全确立，欧元区通胀也未达到欧洲央行的目标，同时欧元区内部政治不稳定，预计未来欧洲央行在货币政策正常化进程中趋于谨慎，欧洲央行有可能进一步宽松。今年以来，欧元区主要国家10年期国债收益率一路下行，显示出市场对于未来利率下行走向的预期。

5.3 全球央行降息

在欧美央行货币政策预期调整的背景下，其它国家央行也开始闻风而动。2019年新兴

市场国家迎来降息潮。印度央行三次降息，新西兰成为发达国家中首个降息的国家，随后澳大利亚央行也降息，新兴国家中马来西亚、新西兰和菲律宾央行也都降息；日本央行维持按兵不动，购债速度明显放缓，同时有意将“超低水平的短期利率和长期利率继续维持一段时间，至少到2020年春季”。

图表 36：2019 年以来全球央行降息潮



来源：网上资料整理、新湖期货研究所

二、 全球风险事件

1. 全球贸易摩擦加剧

2018 年开始，美国单边主义倾向加剧，美国单方面对中国、欧盟、加拿大、墨西哥、印度等推行贸易“霸凌”政策，特别是中美贸易摩擦不断，特朗普政府对贸易保护的倾向进一步增强。2019 年，中美贸易战进一步升级，并且向科技领域延伸。中美之间的贸易争端主要由美方单边发起，其诉求体现在扩大市场准入、知识产权保护、解决贸易赤字等方面。中美贸易摩擦的升级，主要源于特朗普政府对贸易保护的倾向进一步增强后中国政府的反制。

中美贸易战是全球贸易摩擦加剧的一个缩影。目前来看，中美之间贸易摩擦料将持续，而欧美之间的贸易方面的博弈也将继续。全球贸易摩擦对全球经济和全球市场的影响在于：一是加剧全球经济下滑风险；二是加剧金融市场的波动。

2. 欧洲政治风险集中

目前欧洲面临的主要政治风险有：（1）欧洲民粹主义风潮兴起；（2）英国脱欧久拖不决；（3）德国总理默克尔即将卸任；（4）希腊将提前举行大选；（5）意大利预算风波；（6）欧洲难民危机。

当前欧洲经济、政治均面临内外交困阶段，民粹政党在欧洲政坛的地位上升。今年欧盟主要机构领导人将换届，而欧洲议会选举所暴露出来的欧洲政治碎片化格局有可能导致欧盟内部在各机构领导人任命、财政预算案及相关法规等方面存在较大分歧，有可能导致

难以达成共识的局面。欧洲政治风险给欧元区带来了额外冲击，同时也将为避险资产带来更多机会。

3. 全球地缘政治

目前全球地缘政治的特点是美伊关系持续紧张，而朝美关系略有缓和，而新兴国家政治动乱不断。在全球经济环境疲软的背景之下，地缘政治风险对全球市场的影响将更剧烈，并且延续时间将可能更长。

我们认为 2019 年下半年美伊关系将有可能成为全球地缘政治的主线。伊朗在中东的地理位置以及其原油资源将影响国际原油供应的稳定性，同时一旦美伊之间爆发战争冲突，将增加地区局势不稳定性，也会对全球金融市场产生冲击。

三、 黄金与大类资产

黄金兼具了商品属性和金融属性。作为商品，黄金价格难免受到供需面的影响；而由于其金融属性，黄金价格容易受到货币因素的影响；作为传统避险资产，黄金价格对地缘政治极为敏感。

最近十年来，黄金价格的波动是历史上少见的。2000 年之后，黄金价格走势大致经历了三个阶段：第一个阶段是 2000 年-2009 年间，黄金价格相对比较稳定；第二阶段是 2010 年-2013 年间，这一阶段黄金价格的特点是大涨大跌。COMEX 黄金价格在 2011 年达到了历史高位 1988 美元/盎司，随后黄金价格开始回落，特别是 2013 年上半年黄金价格出现急剧下跌行情；第三阶段是 2014 年至今，黄金价格进入了长达数年的低位运行阶段。不过进入 2019 年以来，黄金价格不仅处于不断筑底的过程，同时反弹动能也在加大。

1. 汇率：美元、欧元、人民币

黄金价格高与低须由汇率表现出来。在不同汇率单位或汇率水平下，黄金价格表现差异非常显著。对于国内投资者，判断黄金价格波动会关注两个价格，一个是黄金的美元报价，如伦敦金或 COMEX 金；另一个是黄金的人民币报价，如上海黄金交易所的 AU T+D 价格或上海期货交易所的黄金期货主力合约价格。从影响上来说，全球黄金的定价权依然牢牢地掌握在海外投行手中，所以国际金价或者说美元金价是投资者在对黄金估值时的必要参考指标。全球汇率体系中，美元占据主导地位，而美元又对黄金价格又有着很有影响。而从实际投资角度考虑，对于大多数尚未开通海外投资账户的国内投资者而言，人民币金价是投资者的实际建仓成本，而人民币兑美元汇率波动是黄金投资过程中不可忽视的重要风险因素。

通过对过去两年全球主要大类资产相关性研究后发现，黄金与原油、美股等呈现较低相关性，而与美元指数、美国国债等总体呈现负相关。在不同汇率单位或汇率水平下，黄金价格表现差异非常显著。通过对比美元、欧元和英镑三种货币衡量的金价走势，我们可以直观的发现，2015 年国际黄金价格触底之后，美元计价的金价回升幅度缓慢，而以欧元

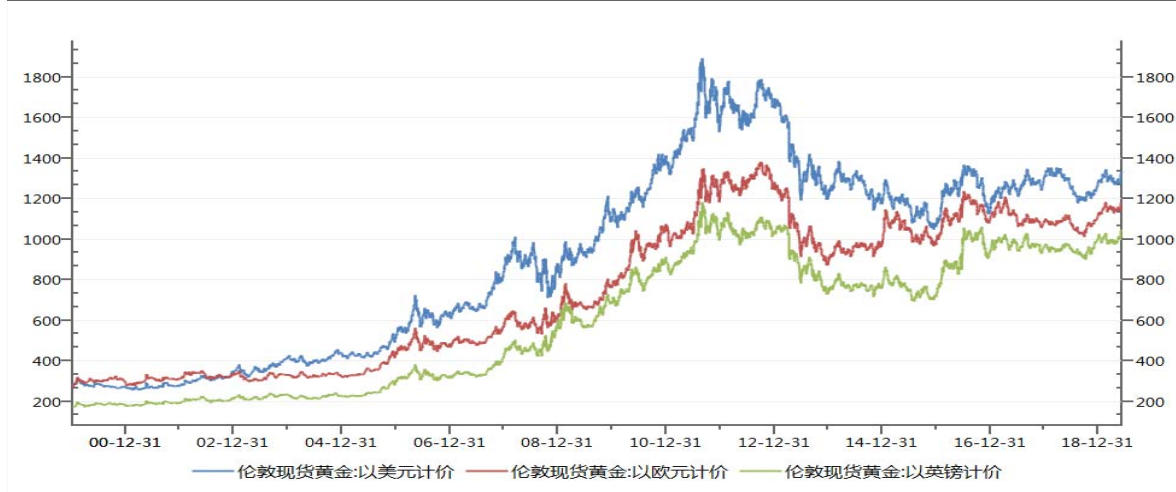
和英镑计价的金价却有明显的抬升, 由于可见美元的走强是对金价很大“硬伤”。从历史数据来看, 金价与美元走势绝大部分时候都呈现相反的走势, 这点通过金价与美元指数的相关性, 我们也可以观察得到。美元指数走势在 2018 年呈现震荡上行阶段, 在此期间黄金价格明显受到抑制。但是进一步分析可以看出, 美元指数与黄金并非高度负相关性。

图表 37: 黄金与其它大类资产的相关系数

相关系数	黄金	白银	原油 (布伦特)	CRB 指数	道琼斯工业 平均指数	S&P 500	美国10年期 国债收益率	美元指数	MSCI 全球 价格指数
黄金	1.00								
白银	0.82	1.00							
原油(布伦特)	0.03	0.12	1.00						
CRB 指数	0.21	0.31	0.81	1.00					
道琼斯工业平均指数	-0.05	0.09	0.31	0.32	1.00				
S&P 500	-0.05	0.09	0.31	0.32	0.96	1.00			
美国10年期国债收益率	-0.26	-0.18	0.18	0.17	0.37	0.36	1.00		
美元指数	-0.54	-0.45	-0.05	-0.20	-0.03	-0.02	0.10	1.00	
MSCI 全球价格指数	0.01	0.17	0.35	0.38	0.92	0.95	0.34	-0.11	1.00

资料来源: Bloomberg、新湖期货研究所

图表 38: 美元计价的金价处于低位



资料来源: Wind、新湖期货研究所

人民币汇率对美元指数的影响相对较小, 因此人民币兑美元的汇率波动往往主要影响国内黄金价格。人民币贬值对国内黄金价格有“溢出”效应, 往往造成黄金价格内强外弱。2019 年以来, 人民币兑美元汇率重新进入贬值区间, 国内沪金价格明显偏强于外盘黄金价格。对于 2019 年下半年而言, 在国内经济下行压力以及中美贸易战升级的背景下, 人民币汇率在总体双向波动的同时贬值压力仍将存在, 在此情况下对黄金的配置能起到对冲贬值风险的作用。

由上述对不同货币汇率及其相关性的分析可以看, 黄金价格尽管与美元指数存在负相关性, 但是从长期来看负相关性程度并不是那么高, 同时在短期内仍有可能出现正相关性。其次, 人民币贬值能对国内黄金价格起到“缓冲”效果, 即使国际价格大幅下跌, 汇率因

素也能对国内黄金价格起到调整作用。

2. 利率：基准利率、美债收益率

利率对大类资产的影响路径在于，真实利率的下降往往伴随着大宗商品价格的上升以及本币的贬值。真实利率的上升也会打压大宗商品价格，高利率促使本币升值，从而降低了国际市场上交易的大宗商品的本国价格。

美国是全球最大的经济体和金融中心，美国的基准利率成为全世界的锚定利率，美联储通过调节联邦基金利率的高低来影响全球资金流向。2014 年美联储启动加息后，实际利率被美联储人为抬升，而其它国家货币紧缩程度又不如美联储，导致这些国家实际利率低于美国，由此导致利率利差以及全球资金重新流入美国。而国债收益率走向不仅是受利率水平主导，同时其持续上升或下跌也是对经济走势的反应。国债收益率对货币政策变化和经济变化的反应更为直接和显著。

当前美国正处于加息周期的拐点，美元降息成为主流预期。通过对 1982 年以来美国历次加息周期的研究，我们发现在美联储加息周期末期，美债收益率会出现异动甚至倒挂，而且在倒挂初期美元指数相对强势，随后美债收益率会出现密集倒挂现象，而在倒挂的后期美元指数会出现相对弱势并伴有回落迹象。通过对 2019 年以来美债收益率美元指数走势分析可以看出，美元指数仍继续处于相对高位，但是美元指数上涨动能弱化，其呈现边际转弱。同时，2019 年 3 月开始，美国国债收益率出现 2007 年以来的首次倒挂。我们认为，美元指数边际转弱的原因在于：一是美国经济基本面是导致美元指数弱化的根本原因。2019 年以来，美国经济放缓迹象明显且不断得以确认，其经济增长或已见顶；二是，各国央行的货币政策差异性导致了各国汇率利差的变化。美联储加息周期进入拐点，美联储开始由鹰转鸽，市场对于年内美联储将开始降息的预期也在不断强化；三是，市场避险情绪对美元指数走强也有一定的抑制作用。

3. 避险资产：黄金、美元、日元、美债

与避险资产相对应的是风险资产。以美股为代表的全球股市是传统意义上的风险资产。全球股市既是经济风向，同时也反映市场风险偏好。股市对于引导大类资产走向的逻辑在于，股市的上涨往往是由于经济复苏所带动，而这会提升市场风险偏好程度，进而带动其它大类资产的走向。当市场风险偏好较高时，投资者偏向于买入风险资产；而当市场风险偏好较低时，资金往往涌入避险资产进行避险。

黄金作为传统避险资产，可以作为“尾部风险”的对冲资产，而日元和瑞郎则是国际外汇市场上的避险货币，美元在部分时间充当避险资产角色，也可以视为避险资产，同时债券（以国债为主）也充当着避险资产的角色。

从历史经验可以看出，当美元处于强周期时，黄金价格往往受压于强势美元，这时期避险情绪对黄金价格的推动作用不明显，避险资金有可能进入日元或债券市场；而当美元

处于弱势时，避险情绪对黄金价格的推动作用有可能才会明显显现出来。当前美元处于高位回调阶段，避险因素对黄金价格的推动作用将更加突出。另外一方面，当市场处于避险行情时，不同避险资产之间存在替代作用，由此导致不同资产类别的相关性得到削弱。作为资产配置的两个品种，美元与黄金，其走势既有可能是负相关性，但也有可能正相关性。

我们认为，2019年下半年，全球风险事件将持续，由此将不断催生市场的避险情绪，市场避险需求将继续存在，从而助推避险资产价格。我们预计美元将处于阶段性见顶阶段，一旦市场避险情绪得到迸发，黄金能有更大机会。

11. 行业篇

一、 黄金市场供需平衡情况

近几年来, 全球黄金市场的总体特点是: 供给端上, 总供给变化不大, 基本上相对比较稳定, 中国国内矿产金产量的下降被原料金进口所抵销; 需求端上, 央行购买有明显增长, 工业需求有下降风险, 实物需求低迷、投资需求波动较大。从供需情况来看, 2018 年以来全球黄金供需仍处于紧平衡状态。

图表 35: 全球黄金供需平衡表 (单位: 吨)

	2017 年 Q1	2017 年 Q2	2017 年 Q3	2017 年 Q4	2018 年 Q1	2018 年 Q2	2018 年 Q3	2018 年 Q4	2019 年 Q1
供给									
矿产金	811.5	851.5	884.1	894.6	843.3	871.9	884.3	903.4	852.4
生产商净对冲额	-15.6	-8.2	8.3	-8.8	35.2	-37.1	-24.1	13.7	10.0
再生金	285.0	280.9	315.8	274.4	274.6	289.5	319.2	284.8	287.6
总供给	1,081.0	1,124.2	1,208.2	1,160.1	1,153.1	1,124.2	1,179.4	1,201.9	1,150.0
需求									
首饰	547.8	546.0	539.3	622.1	528.7	532.8	589.3	631.1	536.8
工业&牙科	78.8	81.4	84.2	88.3	81.8	83.3	85.4	84.3	79.3
金币和金条投资	304.4	248.7	233.4	259.5	261.3	248.5	301.5	284.6	257.8
ETF 产品	98.1	62.5	13.2	32.5	27.1	33.8	-104.5	112.9	40.3
官方购买	82.2	96.4	122.9	75.5	86.7	151.5	253.1	165.6	145.5
黄金需求	1,111.4	1,034.9	992.9	1,077.8	985.6	1,049.9	1,124.8	1,278.6	1,059.7
供需缺口	-30.4	89.3	215.3	82.3	167.5	74.3	54.6	-76.7	90.3

资料来源: 世界黄金协会, 新湖期货研究所

二、 黄金供给

1. 黄金矿山生产上升

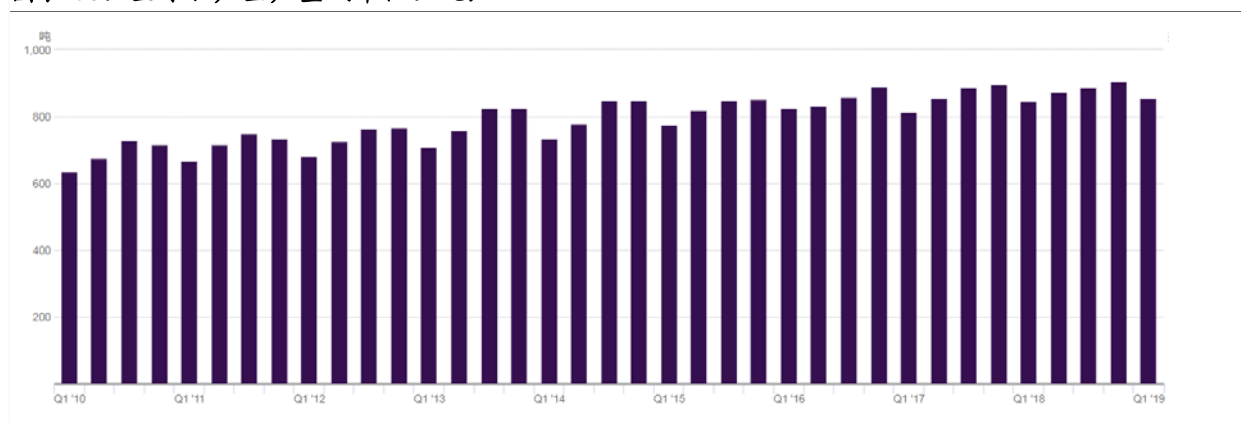
供给上, 全球黄金的供应量出现上升, 而中国国内黄金供应量下降。根据世界黄金协会数据, 2018 全球矿产金供应在 2017 年基础上小幅上升, 其中矿产金的供给量占到了全部供给量的七成以上。2018 年全球黄金总计供应量 4490 吨, 同比增加 1%, 其中金矿产量 3347 吨, 同比增加 0.8%。2019 年一季度全球黄金供应量为 1150 吨, 基本维持不变, 其中矿业产量同比增加 1%至 852.4 吨。

国内方面, 由于不符合环保要求的黄金企业进行减产、关停整改, 导致国内各重点产金省、重点产金企业矿产金均出现不同程度的下跌, 而原料金进口回升。中国黄金、山东黄金、紫金矿业等十二家大型黄金企业集团黄金产量占全国黄金总产量的 50%以上。2018

年,中国累计共生产黄金513.9吨,同比下降0.69%。其中,利用国内原料生产黄金401.12吨,同比下降5.87%;而进口原料产金大幅增长,达到112.78吨,同比增长23.47%。2019年一季度全国黄金产量同比下降2%。其中,利用国内原料生产黄金92.8吨,同比下降5.5%,包括国产黄金矿产金75.9吨、国产有色原料产金16.9吨;利用进口原料生产黄金20.3吨,同比增长29.9%,进口原料持续增长。中国国内黄金产量的减少,主要原因有两个方面:一是在自然保护区矿权退出政策下,部分黄金矿山关停整改;二是自去年以来的环保税及环保督查工作,也关停或暂停了不少涉金企业,影响了黄金产量。与国内矿产金产量下滑相对应的是,进口原料金产量的提升。

由于金矿项目从勘探到实际生产的周期较长,而很多新金矿是在前几年金价处于高位时投产的,因而使得目前矿产金持续增长。不过由于近年来黄金价格低迷,同时生产商削减成本的空间有限,因此全球的金矿产量将继续见顶,黄金矿产量预计保持平稳。

图表 36: 全球矿产金产量 (单位: 吨)



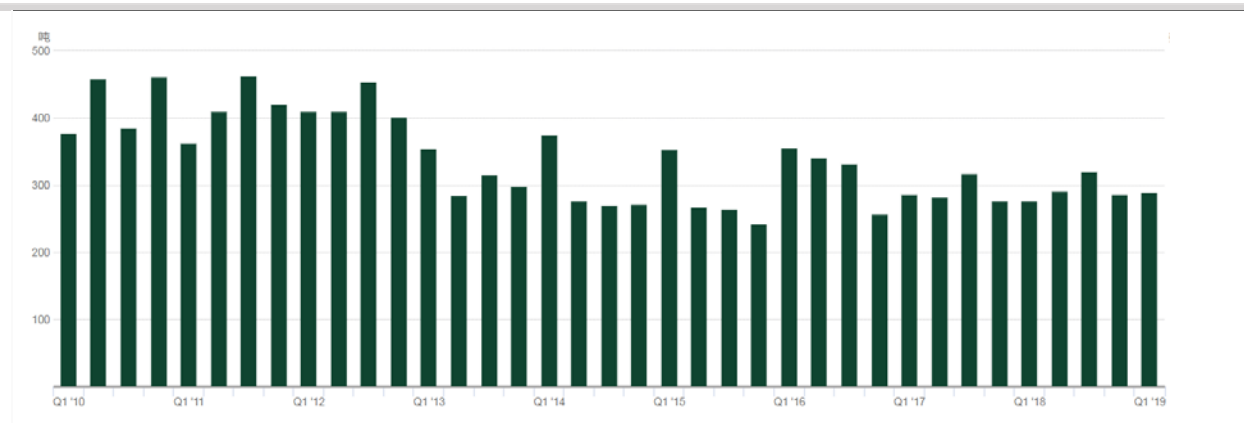
资料来源: 世界黄金协会、新湖期货研究所

2. 再生金供应不稳定

再生金是指通过回收首饰以及其它含金产品提炼出的黄金。再生金占全球黄金供应量三分之一, 其中印度及中国的黄金回购占据全球总量的绝大部分。由于亚洲的黄金存量的持续增长, 再生金市场的重心逐渐向东转移。

相比新产天然黄金增长的有限性和央行售金的政策性, 再生金的供应更具有弹性。再生金的供应量对价格具有很强的敏感性。2018 年国际现货黄金平均价格相比 2017 年出现回升, 而 2018 年回收黄金的供应量为 1168 吨, 相比 2017 年同比增加 1%。2019 年一季度, 全球回收金小幅上升至 287.6 吨, 但仍低于去年四个季度的平均值。

图表 37: 全球回收金数量 (单位: 吨)



资料来源: 世界黄金协会、新湖期货研究所

三、 黄金需求

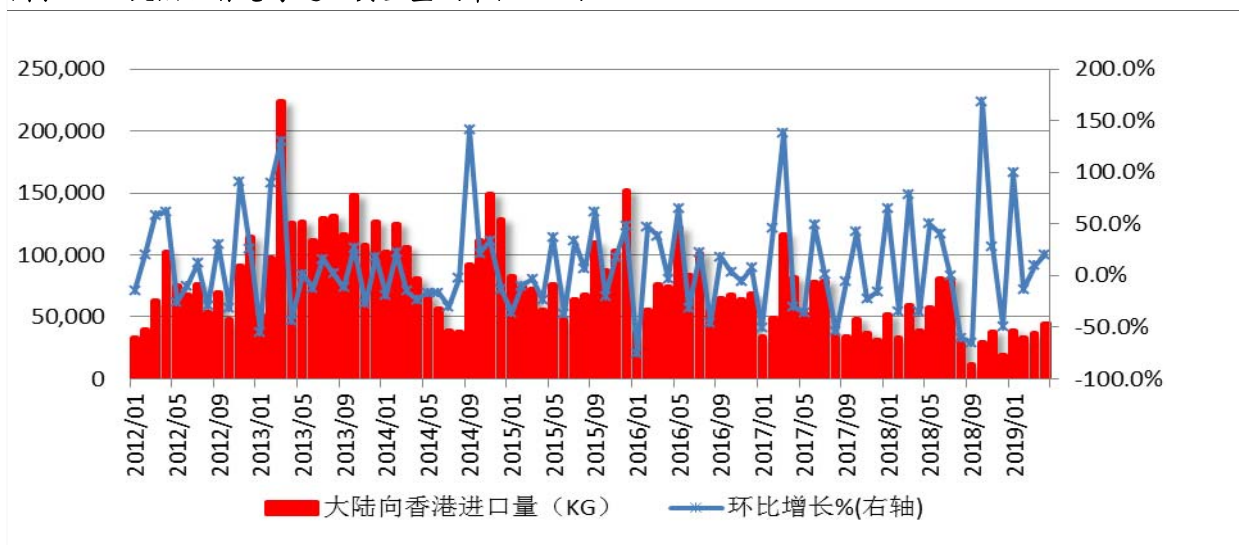
2018 年以来,全球黄金需求出现增加。2018 年全年,全球黄金需求同比增长 4%至 4345.1 吨,其中金饰需求基本稳定在 2,200 吨左右,黄金 ETF 则出现大幅流出,而央行购金大幅增长 74%。2019 年一季度,全球黄金需求增至 1053.3 吨,同比增长了 7%,各国央行持续购金以及黄金 ETF 流入量的增长提振了一季度全球黄金市场的需求。

1. 实物需求

2.1 中国

2019 年以来,中国国内黄金需求表现出趋软,黄金进口减少。由于中国经济放缓以及国际贸易摩擦,中国黄金需求表现疲软。2019 年一季度中国金饰需求量 184.1 吨,同比下降 2%;金条与金币的需求量 71.2 吨,同比下降 8%。据香港统计处发布的数据,2019 年 1-4 月,香港向中国内地净出口黄金量合计 152 吨,相比去年同期的规模 183 吨减少 17%。

图表 38: 大陆从香港净进口黄金量 (单位: KG)

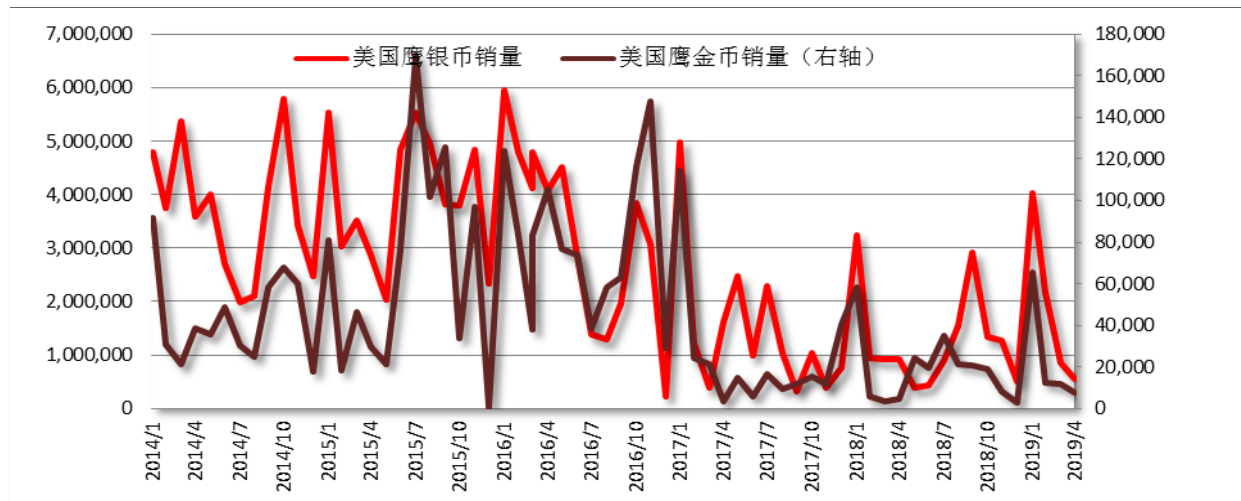


资料来源: 香港统计处、新湖期货研究所

2.2 美国

2018 年以来,美国仍然缓慢地拉动着金饰需求。2018 年,美国鹰金币销量累计共销售 22 万盎司,相比 2017 年的 29 万盎司减少 23%,创近年来的新低。从季度分布来看,前三季度金币销量均保持高位,但是四季度金币销量大幅下滑,从而拖累了全年销量。2019 年 1-5 月份,美国鹰金币 10 万盎司,略高于去年同期的 9.6 万盎司。从历年美国金币销售数据来看,美国金币销售表现出一定的季节性特点,但同时各月份销量变化波动较大。总体来看,美国市场贵金属市场人气依然不足。

图表 39: 美国鹰金币他银币销量(单位:盎司)



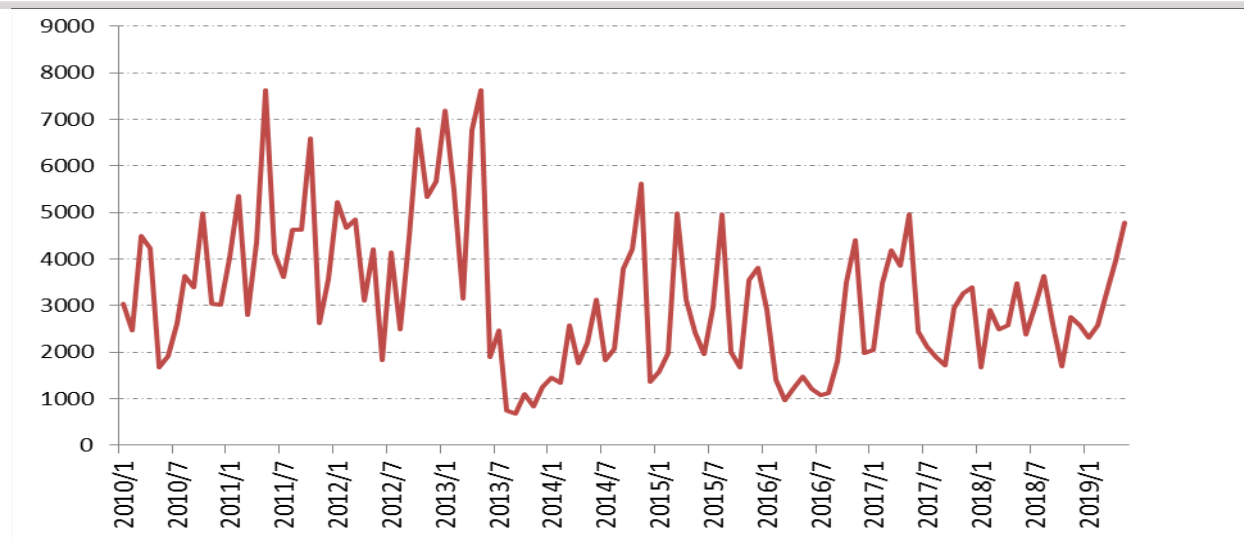
资料来源:美国铸币局、新湖期货研究所

2.3 印度

长期以来,印度政府一直以税收的方式限制着黄金进口量,以期控制该国的经常账户赤字(CAD)水平。2013 年开始,印度政府将黄金进口关税上调至 10%,而后 2014 年 11 月印度废除了黄金进口的 80:20 限制,2017 年则额外增加了 3%的销售税。高额的进口关税也导致了印度黄金走私猖獗。

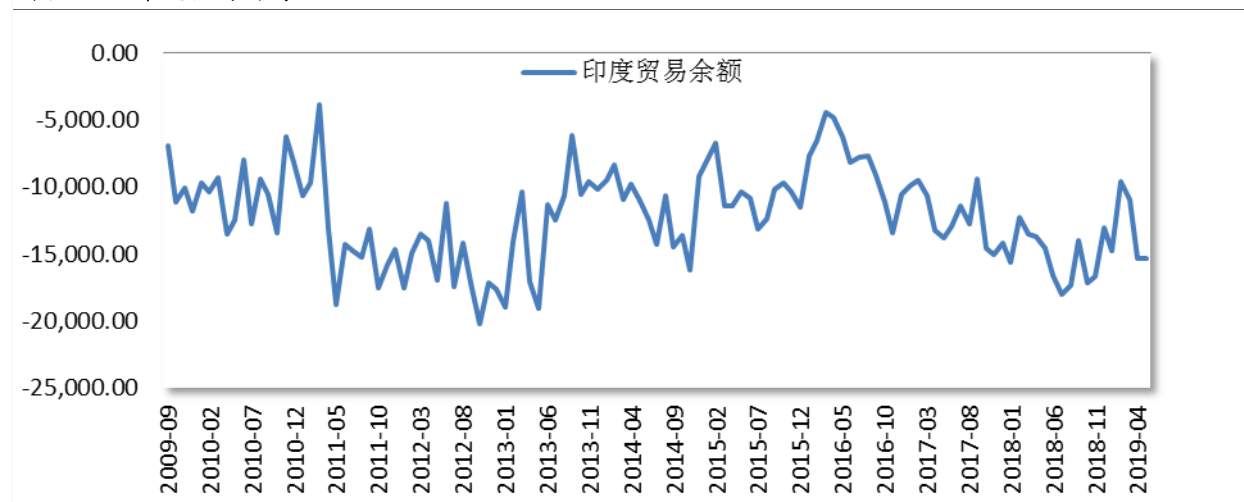
2018 年,印度黄金需求下降 1.4%至 760 吨。2018 年印度总计进口了 762 吨黄金,同比下降 20%,创近 10 年来次低,主要是由于卢比疲软。2018 年印度卢比兑美元跌破 70 关口,同时印度外贸的经常帐赤字达到了 GDP 的 2.4%。2019 年以来,印度黄金进口增加。由于价格下跌和印度结婚旺季,3 月份以来印度黄金进口飙升,5 月黄金进口同比增长 49%至 116 吨。印度黄金进口的增加,导致 4 月印度贸易赤字上升至 5 个月最高水平 153 亿美元。若印度贸易赤字继续上升,印度政府有可能会遏制黄金进口。

图表 40: 印度黄金进口(百万美元)



来源: Bloomberg、新湖期货研究所

图表 40: 印度贸易赤字



来源: Bloomberg、新湖期货研究所

2. 官方部门——“去美元化”下新兴国家央行增持黄金

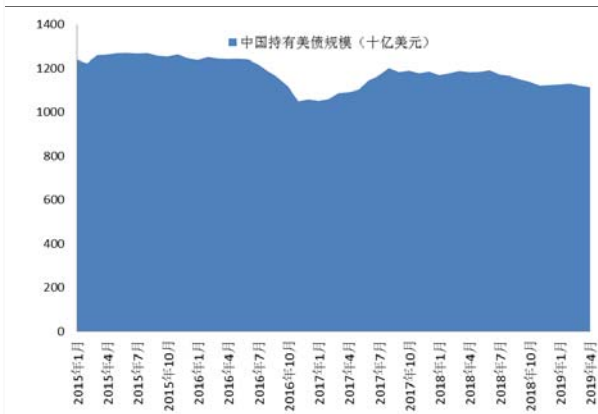
央行购金一直是黄金市场上不可忽视的力量。从近年来央行黄金储备变化上看,中国、俄罗斯、印度与哈萨克斯坦为主的新兴国家继续增持黄金储备,而发达经济体的黄金储备保持平稳。2019年以来全球共有18家央行不同程度地增持了黄金,中国、俄罗斯、印度与哈萨克斯坦均增持黄金。其中,俄罗斯央行增幅幅度最大,达70.4吨,目前俄罗斯央行黄金储备达2183吨;中国央行在去年12月再次开始买入黄金后,今年以来累计增持47.9吨黄金,目前中国央行黄金储备达1900吨。中国黄金增持的渠道主要包括国内杂金提纯、生产收贮、国内外市场交易等方式;厄瓜多尔自2014年以来首次增加黄金储备,卡塔尔和哥伦比亚也有大量采购;美国继续维持着世界第一的黄金储备,目前美国的黄金储备量达到8133.5吨。

全球央行配置黄金的目的在于:一是,黄金储备是一个国家的国际储备资产的重要组

成部分,其储备量的多寡关系到一国对外经济贸易的资信程度。黄金储备在稳定一个国家的国民经济、抑制通货膨胀、提高国际资信等方面有着特殊作用。央行增持黄金储备可以增强金融系统稳定、增加市场信心;二是,全球地缘政治和经济不确定性加剧,促使全球央行重新将关注点聚焦到了储备资产的安全性和流动性,全球央行储备资产进一步多样化,而黄金储备符合央行的安全性和流动性要求;三是,金融危机后美元信用受到挑战,贸易战加速全球央行“去美元化”,全球央行减持美债、增持黄金。

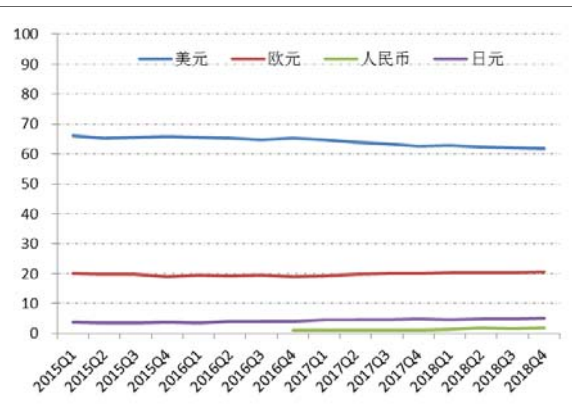
近年来,全球央行储备变化的一个重要特点是,美元储备下降,而黄金储备上升。根据国际货币基金组织(IMF)的数据,截至2018年第四季度,美元在全球外汇储备中的占比降至61.69%。为连续第三个季度下降。新兴国家央行都开始减少对美元的依赖,努力实现资产多元化。根据国际资本流动(TIC)数据,今年4月份全球有16个国家和地区减持美债,中国持有的美债和票据降至2017年5月以来的最低水平,美国10大海外债券持有地区均在减持美国国债(瑞士除外)。美元资产在全球储备体系中的份额持续下降,而与之相对应的是黄金在全球央行中的储备份额上升。俄罗斯是本轮“去美元化”的主要推动者,其黄金储备在不断上升。近8年来,全球央行不断增持黄金资产,特别是2018年全球央行对黄金的增持达652吨,创布雷顿森林体系解体之后的最高水平。我们认为,在美国单边主义继续透支美元信用以及美国政府巨额债务的背景下,未来全球央行“去美元化”趋势将更加明显。在“去美元化”趋势下,减持美债、增持黄金将成为全球央行的主要选择。黄金作为各国央行的主要储备,在全球“去美元化”进程加速的情况下将获得更多的配置需求。

图表 42: 中国持有美债规模



资料来源:美国财政部网站、新湖期货研究所

图表 43: 主要外汇在全球外汇储备中的占比变化



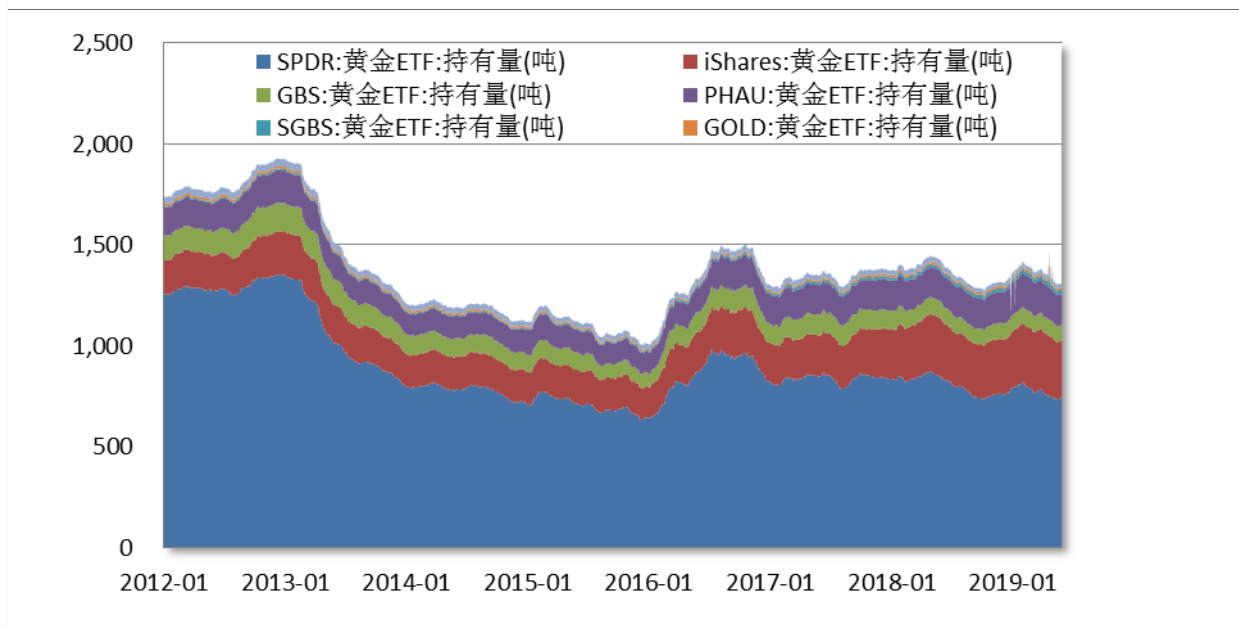
资料来源:WIND、新湖期货研究所

3. 投资需求——资金持续流出

投资需求在很大程度上影响着黄金价格。ETF 市场作为黄金投资的主要市场,往往成为投资需求的风向标。通过对比近十年来 SPDR 黄金 ETF 持仓量与黄金价格走势关系可以发现,SPDR 黄金 ETF 持仓量与黄金价格存在较高的正相关性。SPDR 黄金 ETF 持仓量在2012年达到了顶点的1353吨,同期黄金价格保持高位,而后ETF持仓量逐步下降,黄金价格随

后也开启了大幅下滑的过程。2018 年以来，全球市场中主要黄金 ETF 均延续了流出态势。资金大幅流出黄金 ETF 市场暗示黄金投资情绪的萎靡，同时也成为黄金价格低迷的主要推动力。2019 年以来，SPDR 黄金 ETF 持仓量继续走低，不仅低于 800 吨的水平，同时累计减少 47 吨。

图表 44：全球主要黄金 ETF 持仓量均有不同程度下降（单位：吨）



来源：WIND、新湖期货研究所

4. 库存水平：内外有别

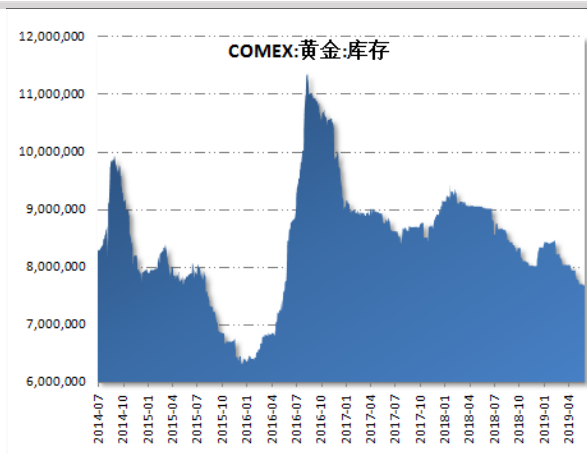
通过对比近年来 COMEX 黄金和上期所黄金库存变化可以发现，COMEX 黄金库存总体呈现下降趋势，而上期所黄金库存稳中有增。

2016 年以来 COMEX 黄金库存呈现逐步减少的过程。2019 年以来 COMEX 黄金库存进一步减少至 3 年来低位。COMEX 黄金库存减少，主要是由于合格和注册黄金库存减少所致，不过注册黄金库存减少幅度更加明显。今年以来 COMEX 黄金库存累计减少 75.7 万盎司，其中，合格黄金库存减少 33 万盎司，注册黄金库存减少 43 万盎司。

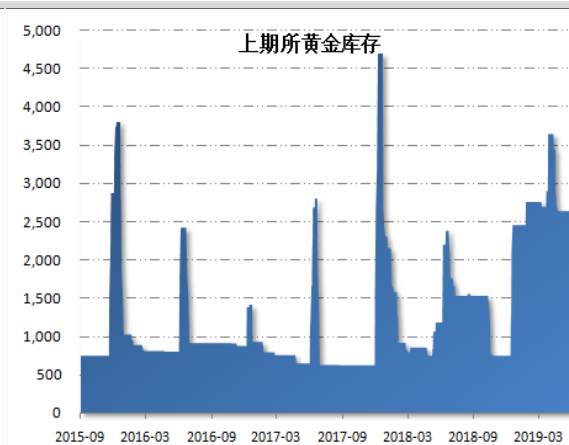
上期所黄金库存水平近几年波动比较大，总体趋势是处于不断抬升的状态，目前上期所黄金库存达 2730 千克，今年以来累计增加 270 千克。

图表 45：COMEX 黄金库存（单位：盎司）

图表 46：上期所黄金库存（单位：千克）



资料来源: WIND、新湖期货研究所



资料来源: WIND、新湖期货研究所

III. 策略篇

一、趋势判断

综合宏观层面和微观层面因素,我们认为2019年开始黄金价格将由逐步筑底的过程转化为逐步抬升的过程,黄金价格反弹甚至反转的机会大。其主要逻辑在于:

1. 宏观视角:全球宏观下的黄金投资逻辑

我们认为,全球宏观下黄金的投资逻辑在于两个主线:主线一是全球经济周期;主线二是避险。

今年以来,全球经济呈现趋软态势,各主要经济体增长乏力,中美贸易摩擦持续,地缘政治危机不断,英国脱欧久拖不决,市场信心严重缺失。在全球经济集体出现减速的情况下,各主要央行也纷纷重新选择宽松货币政策。总体来看,多种风险因素导致全球经济动荡不安,全球经济前景面临诸多不确定性。

我们认为,全球经济的疲软对黄金价格的影响在于:

首先,全球经济形势迫使央行货币政策的调整,从而传导至黄金价格。全球经济疲软将推动全球央行货币政策重新走向宽松格局。在全球经济趋软的背景下,主要发达国家央行货币政策重新出现宽松苗头,美联储暂缓加息,欧央行有可能将公布新一轮定向长期再融资操作。今年美联储鹰转鸽后,新兴经济体降息潮不断,全球政策组合重新逐渐向“宽财政紧货币”格局转变,各国汇率竞争性贬值。全球货币宽松环境下,对黄金价格反弹比较有利;

其次,全球经济形势引发大类资产估值的调整将影响黄金价格。全球经济增长总体上决定了大宗商品的需求,在供给稳定的情况下,全球经济调整将带来大宗商品需求的变化。同时,全球经济状况也将影响到各国股市和汇率变化。而各国经济增长的差异将导致各国汇率的变化,而汇率变化将影响包括黄金在内的大宗商品价格。在当前美国经济趋弱的状况下,美元的内生性动力不足,美元指数见顶的可能性加大,美股也有引发挤兑泡沫的过程。目前全球经济状况引发的大类资产价格变化总体上对黄金价格是比较有利的。

第二个主线是避险。当前全球经济不确定性以及全球地缘政治事件决定了风险资产价格将受到抑制,而避险资产价格将有表现机会。今年以来,中美贸易摩擦、地缘政治风险等不确定性因素加剧了全球经济的潜在风险,美股呈现剧烈波动,市场避险情绪升温,资金涌入黄金、债券市场避险的迹象明显。2019年下半年,欧洲政治风险和中东地缘政治有可能集中爆发,而2020年美国总统选举前美国国内政治也将不稳定。黄金作为传统避险资产,其价格在过去几年处于低位,而成本不断抬升,目前黄金价格的下跌空间有限。因此投资黄金有比较高的安全边际。

2. 微观视角:央行和机构对黄金的配置需求

从微观层面来看,目前对黄金的配置需求主要来源于两个主体:一是央行;二是机构投资者。

当前全球央行的储备要么是美元,要么黄金。黄金是全球央行的重要储备资产,并且对各国金融稳定起着重要作用。在全球经济不稳定、美国单边主义边强的背景下,我们认为新兴国家央行最有可能增持黄金,全球央行对黄金储备的增加趋势仍将延续。特别是在全球“去美元化”的趋势下,黄金将成为更为央行的储备首选。一旦有更多央行增持黄金储备,黄金价格将会有反应。

机构投资者对黄金的配置需求主要受制于其风险偏好。机构投资者对黄金的配置需求也可以理解为投资需求。在经济复苏背景下,机构投资者倾向于持有风险资产,对避险需求不高;而一旦经济形势逆转,机构投资者对避险资产的需求将增强。一旦美股出现趋势性回调,机构投资者对黄金的配置需求将增强。另一方面,全球风险事件也会影响到机构投资者的风险偏好选择。在当前欧美政治风险和中东地缘政治风险集中的情况下,将迫使机构投资者增加对避险资产的配置。

二、 策略建议

1. 单边策略

基于以上影响黄金价格的宏观层面和微观层面主要逻辑分析,我们认为黄金价格正处于蕴育反弹机会的阶段,年内突破2016年以来的强阻力线的可能性较大,并且有可能创阶段性新高。操作上建议在单边策略上可以采用期货端逢低做多的策略,同时也可以考虑在期权端买入略虚的看涨期权,标的均为沪金1912合约。该策略的逻辑在于:1、美元阶段性见顶;2、央行对黄金有配置需求;3、避险主题对黄金有利;4、下方有成本支撑;5、人民币汇率贬值对沪金价格有利。从建仓时间点来看,我们6月底美联储议息会议前后是其中一个比较好的时机,而之后需要关注宏观层面的变化以及美元降息能否落地。

2. 做多波动率策略

基于我们的判断,黄金价格虽然在趋势有突破阶段性新高的可能,但是我们也可以考虑做多波动性策略。例如在波动率趋于上升时同时买入看跌期权和看涨期权(跨式或宽跨式期权组合)。其逻辑在于:1、下半年宏观风险事件较多,市场整体波动有可能加大。只要波动率上涨幅度超过时间损耗,通过买入波动率(如买入跨式期权)的方式,赚取Vega收益;2、黄金价格的波动率对风险事件的反应更为敏感,做多波动率相比有更多机会。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。



总部及分支机构联系方式



XINHU APP



新湖期货官方微信



新湖期货研究所



新湖期货微博服务

公司总部

地址: 上海市裕通路100号洲际商务
中心36楼、38层3801-5室
邮编: 200070
电话: 400-8888-398
传真: 021-22155688

上海新湖瑞丰金融服务有限公司

地址: 上海市浦东新区浦电路500号
期货大厦1801-B
邮编: 200120
电话: 021-68401847
传真: 021-68400281

新湖国际期货(香港)有限公司

地址: 香港湾仔告士打道128号祥丰
大厦23楼D座
电话: 852-23598188
内地转接香港号码: 150225250
传真: 852-25298016

北京分公司

地址: 北京市朝阳区朝阳门外大街
20号联合大厦610室
邮编: 100007
电话: 010-64008506
传真: 010-64006010

大连分公司

地址: 大连市沙河口区会展路129号
大连国际金融中心A座2701、3205
号
邮编: 116023
电话: 0411-84807691
传真: 0411-84807519

青岛分公司

地址: 青岛市崂山区石岭路39号1号
楼907户
邮编: 266000
电话: 0532-85790096
传真: 0532-85796000

上海分公司

地址: 中国(上海)自由贸易试验
区世纪大道1589号1801-02单元
邮编: 200000
电话: 021-61657561
传真: 021-61657211

深圳分公司

地址: 深圳市福田区莲花街道金田
路4018号安联大厦B1803-1804室
邮编: 518035
电话: 0755-23811808
传真: 0755-23811800

哈尔滨营业部

黑龙江省哈尔滨市道里区上海街6号
海上银座A栋4层6号
邮编: 150016
电话: 0451-58868902
传真: 0451-58868902

乌鲁木齐营业部

新疆乌鲁木齐市高新区高新街217号
盈科广场A座1801室
邮编: 830011
电话: 0991-3660759
传真: 0991-3660726

沈阳营业部

地址: 沈阳市沈河区北站路55号财
富中心C座4单元20层2001、2002
室
邮编: 110013
电话: 024-31060016
传真: 024-31060013

济南营业部

地址: 济南市历下区经十路9777号
鲁商国奥城3号楼15层1507室
邮编: 250102
电话: 0531-55767106
传真: 0531-55767107

太原营业部

地址: 太原市小店区亲贤北街31号
太航世纪23幢4层13号
邮编: 030006
电话: 0351-2239777
传真: 0351-2239771

郑州营业部

地址: 郑州市未来大道69号未来大
厦806、810、812、910室
邮编: 450000
电话: 0371-65612628
传真: 0371-65612810

西安营业部

地址: 西安市高新区高新一路2号国
家开发银行大厦1105室
邮编: 710075
电话: 029-88377355
传真: 029-88377322

苏州营业部

地址: 苏州工业园区苏惠路98号国
检大厦11楼1116室
邮编: 215011
电话: 0512-86867711
传真: 0512-86867322

上海陆家嘴营业部

地址: 上海市浦东新区东方路899号
10楼1011-1012室
邮编: 200122
电话: 021-58207877
传真: 021-58207877-810

嘉兴营业部

地址: 嘉兴市中环广场东区A-1203
室
邮编: 314000
电话: 0573-82090359
传真: 0573-82052419

杭州营业部

地址: 杭州市江干区剧院路358号宏
程国际大厦1202室
邮编: 310020
电话: 0571-87782180
传真: 0571-87782193

宁波营业部

地址: 宁波市江北区江安路钻石商
业广场18号1107室
邮编: 315020
电话: 0574-83068858
传真: 0574-87633939

台州营业部

地址: 浙江省台州市椒江区市府大道
557号万家灯火都市广场6层
邮编: 318000
电话: 0576-88053555
传真: 0576-89892901

温州营业部

地址: 浙江省温州市鹿城区新城大厦
新城大厦801室
邮编: 325000
电话: 0577-88991588
传真: 0577-88988180

成都营业部

地址: 成都市青羊区锦里东路2号宏达
大厦23楼B2、C1座
邮编: 610015
电话: 028-61332568
传真: 028-66154680

重庆营业部

地址: 重庆市江北区建新东路36号平
安国际大厦10幢10-1
邮编: 404100
电话: 023-88518979
传真: 023-88518951

武汉营业部

地址: 武汉市武昌区和平大道336号金
宁国际大厦18层11、12号
邮编: 430060
电话: 027-88310966
传真: 027-88310966

长沙营业部

地址: 长沙市芙蓉区五一大道447号湖
南投资大厦(泰贞大厦)1804室
邮编: 410015
电话: 0731-82277979
传真: 0731-82776031

福州营业部

地址: 福州市鼓楼区古田路60号福晟
财富中心12层03、05、06单元
邮编: 350005
电话: 0591-83337962
传真: 0591-83337962

厦门营业部

地址: 厦门市思明区厦禾路中国外运
大厦1032-1034号A栋802单元
邮编: 361000
电话: 0592-5835135
传真: 0592-5835135

海口营业部

地址: 海南省海口市国贸路2号海南时
代广场15层A
邮编: 571000
电话: 0898-36627000
传真: 0898-36627135