



大有期货研究所
贵金属研究组

美联储缩表将至 金银或将有所回调

摘要：

陈超

从业资格证号： F3031971

Tel: 0731-84409197

E-mail: chenchao@dayouf.com

当前市场对于后市金银价格看涨情绪浓厚。美联储 9 月加息概率为零，年内再次加息的概率也有所下降，且朝鲜试射导弹经过日本上空也让原本暂时消退的半岛局势再次紧张，避险买盘使得金价创近期新高。

美联储将于九月开启缩表的预期虽然已被市场接受，但市场价格并未反映该预期，美元指数处于筑底的阶段，而金银价格连创新高。美联储开启缩表将会使得美国利率曲线“陡峭化”，间接抬升长端实际利率，从而打压金银价格。除美联储缩表外，特朗普税改、欧央行暂缓退出 QE 以及担忧欧元兑美元的快速走强都为美元指数反弹提供了支撑。

预计九月份金银价格或将前高后低。避险情绪以及美国糟糕的 8 月非农就业报告和疲软的通胀数据将会使得金银价格保持强势，但是随着美联储开启缩表的时间越来越近，加之特朗普税改等因素的提振，美元指数将逐步反弹，金银价格将逐步回落。



全国客服热线

4006-365-058

您身边的财富管理专家

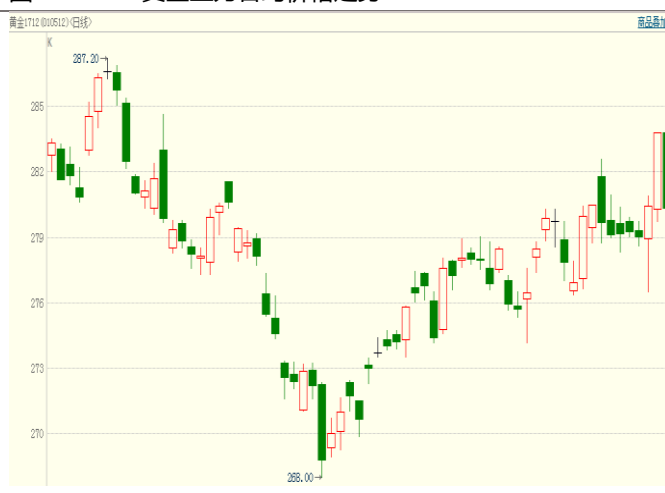
一、8 月市场回顾

8 月初，受到美国 7 月非农数据超预期、失业率创新低的影响，贵金属走出一波下跌行情。随着朝鲜局势紧张以及美联储加息概率下降，金银价格强势上行，并突破前期重要压力位，COMEX 金价创去年 10 月以来新高，并站稳 1300 美元/盎司，COMEX 银价创 6 月以来新高。总体来看，贵金属 8 月整体表现为震荡上行，其中外盘表现强于内盘。COMEX 黄金主力合约涨幅达到 4.01%，白银主力涨幅为 4.94%。内盘金银价格偏震荡，沪金主力合约上涨 0.67%，沪银主力合约上涨 1.89%。

图 1：COMEX 黄金主力合约价格走势



图 2：SHFE 黄金主力合约价格走势



数据来源：大有期货研究所，文华财经

图 3：COMEX 白银主力合约价格走势



图 4：SHFE 白银主力合约价格走势



数据来源：大有期货研究所，文华财经

二、事件驱动

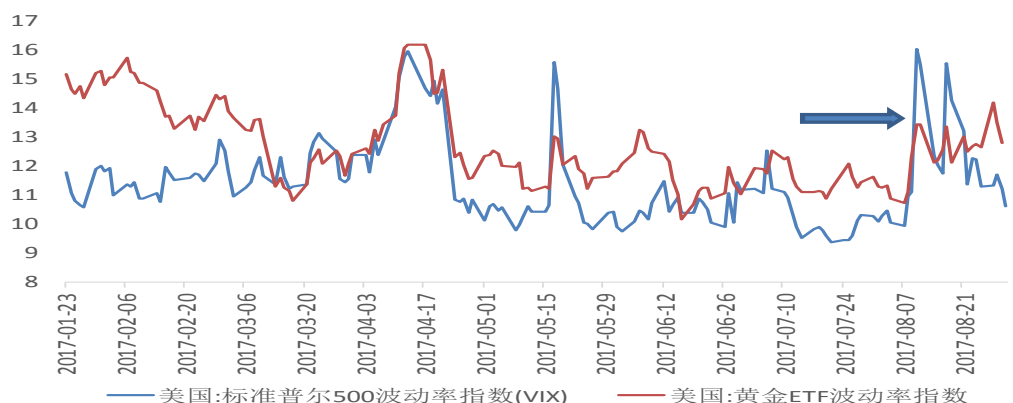
1、半岛局势紧张 市场避险情绪升温

“避险”是本月金银市场的关键词。8月9日，特朗普警告朝鲜，如果对美国做出任何威胁，就会“面对这个世界前所未见的烈火和暴怒。”在数小时后，朝鲜军方发言人通过朝鲜中央通讯社发表声明进行回应。据人民日报，朝鲜人民军战略军发言人在声明中表示，朝鲜人民军战略军正在慎重地考虑用“火星-12”型中远程战略弹道导弹对关岛周边进行围堵射击的作战方案。消息一出，恐慌指数 VIX 一度触及 16.04，创 2016 年 11 月以来新高。全球股市也集体下挫，金价则一路上扬。

而当市场以为美朝紧张局势逐渐消退之际，8月29日，朝鲜发射的一枚导弹从日本上空飞过，并坠入北海道东侧海域。虽然朝鲜此前多次试射导弹以回应国际社会的制裁声音，但本次发射的导弹却首次经过日本领空。日本官房长官菅义伟称这是对日本安保前所未有的重大威胁，特朗普与安倍晋三均同意加大力度向朝鲜施压，安理会也发表声明严厉谴责朝鲜导弹试射。半岛局势瞬间再次成为全球焦点，市场恐慌情绪高涨，金价借此事件影响一举突破前期重要压力位，创去年 10 月以来最高价，并顺利站稳 1300 美元/盎司上方。

朝鲜半岛地区的紧张局势目前仍在发酵，8月31日，朝鲜发表声明称全面反对安理会涉朝声明，并称朝鲜今后还将以太平洋为目标，更多地进行弹道导弹发射训练。展望九月份，美、日、韩三国有可能会对朝鲜采取进一步的制裁措施，半岛紧张局势带来的避险情绪升温仍将为金价提供一定支撑。

图 5：标普 500VIX 指数



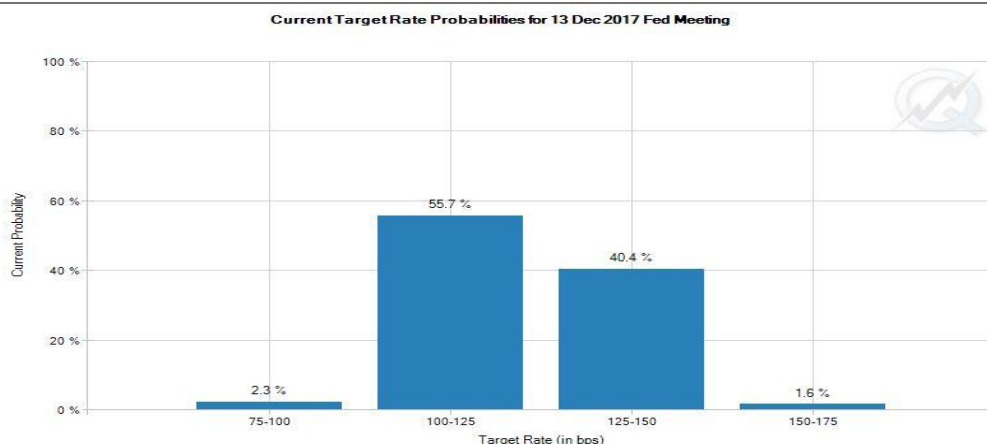
数据来源：大有期货研究所，wind

2、美联储公布 7 月会议纪要，9 月加息概率为零

8 月 17 日，美联储公布了 7 月 FOMC 货币政策会议纪要。会议纪要显示，美联储官员就今年内开启缩表达成共识，绝大多数联储官员预计会在下次会议宣布缩表，其中许多官员认为会相对温和地缩表。在加息路径问题上，联储官员们分歧严重。一些联储官员认为当前的通胀水平不能支持加息，认为通胀风险可能偏下行，建议“美联储可以再多些耐心”，等确认通胀处在正轨后再进行下一步举措。而鹰派官员担心已达到充分就业的劳动力市场或出现过热迹象，未来还会进一步趋紧，可能造成金融状况不稳定，而且表达了对过高风险资产价格的担忧。

纪要发布后，美债收益率集体走低，市场预计 9 月加息概率为零，是年内首次。而预计 12 月加息的概率也由会议前的 50% 降至 40% 左右。加息概率的下降也为金价的上涨提供了动能。

图 6：2017 年 12 月联邦基金目标利率及概率



数据来源：大有期货研究所，Wind

3、全球央行年会 耶伦与德拉吉三缄其口

8 月 26-27 日，全球央行年会在杰克逊霍尔举行，耶伦与德拉吉均发表了主题演讲。但与市场预期不同，两位官员在演讲中均没有对市场关心的货币政策问题发表观点。德拉吉只是在问答环节中肯定了欧洲经济的复苏，并表示在通胀没达到目标前保持警惕，仍需要宽松的货币政策。这也加深了市场对美联储加息放缓以及欧央行推迟退出 QE 的预期，欧元“逞强”，美元走弱，欧元兑美元汇率一度涨至 1.20。

4、小结

8 月的三大重要事件“朝鲜半岛紧张局势”、“美联储 7 月会议纪要”及“全球央行年会”对于推动金价的上涨均起到了重要作用。半岛紧张局势使得黄金避险属性得以提升，预计 9 月份“避险”仍将为金价提供一定支撑；美联储加息放缓打压美元指数的反弹，但美联储开启缩表将会有助于提振美元指数，打压金价。

三、美国经济

1、非农数据大幅不及预期

美国劳工统计局公布的数据显示，美国 8 月非农就业仅新增 15.6 万，远低于预期的 18 万，同样远低于前值。6 月和 7 月的新增非农就业数据被大幅下修，合计下修 4.1 万人。7 月非农就业人口修正为+18.9 万，初值+20.9 万；6 月非农就业人口修正为+21.0 万，初值+23.1 万。

受到矿业等招聘放缓的拖累，美国 8 月平均每小时工资同比及环比数据同样不及预期。美国 8 月平均每周工时为 34.4，略低于预期（34.5）和前值（34.5）。

图 7：美国非农就业数据

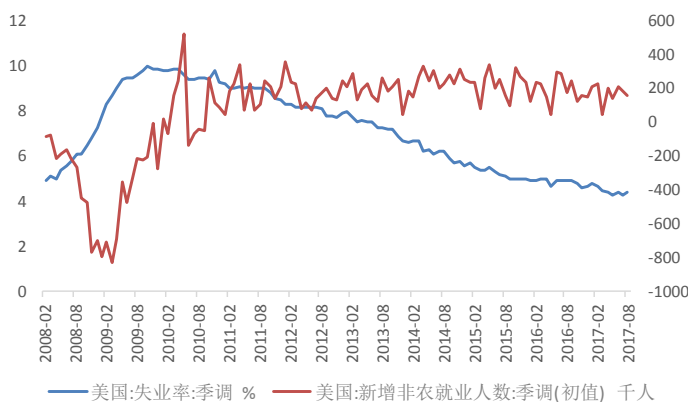
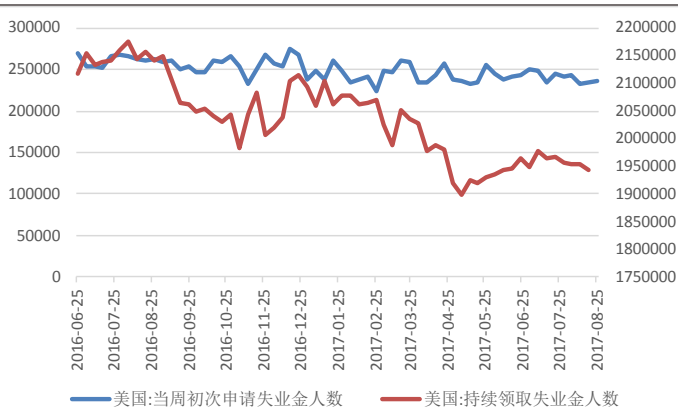


图 8：美国当周首次申请失业金人数



数据来源：大有期货研究所，wind

2、通胀数据疲软

美国劳工部公布数据显示，美国 7 月 CPI 环比和同比双双不及预期。其中，7 月 CPI 环比上涨 0.1%，连续五个月不及预期。此外，美国经济分析局公布数据显示美国 7 月个人收入环比 0.4%，略高于预期。但美国 7 月个人消费支出(PCE)环比 0.3%，不及预期 0.4%。美联储青睐的通胀指标——核心 PCE 物价指数同比增速

降至 2015 年 12 月来最低。上述数据的走软表明美国通胀依旧低迷。疲软的通胀数据也是使得美联储官员对加息路径产生分歧的主要原因，这可能强化市场对美联储将推迟至 12 月份或之后才加息的预期。

图 9：美国 CPI 数据

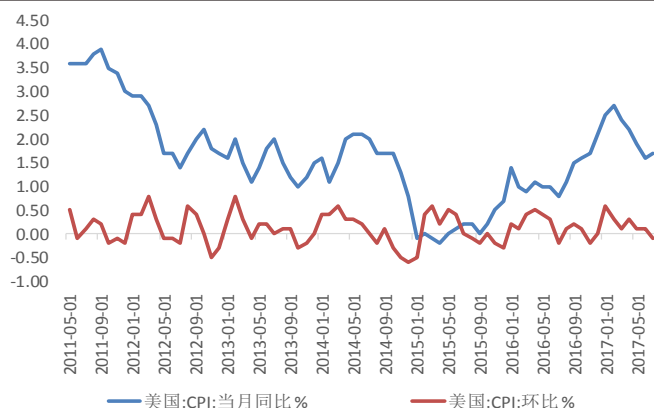


图 10：美国 PCE 数据



数据来源：大有期货研究所，wind

3、制造业指数创 6 年来新高

美国供应管理协会（ISM）美国时间周五公布的数据显示，美国 8 月 ISM 制造业指数 58.8，创 2011 年 4 月以来新高，预期 56.5，前值 56.3。

消费开支与商业投资坚实增长令制造业持续增长，预计将对三季度经济增长产生良好支撑。8 月订单增速略有放缓，但积压订单将确保工厂持续运作并支撑人工需求，就业指标亦显示就业创 5 年最大月度增幅。

图 11：美国 PMI 数据

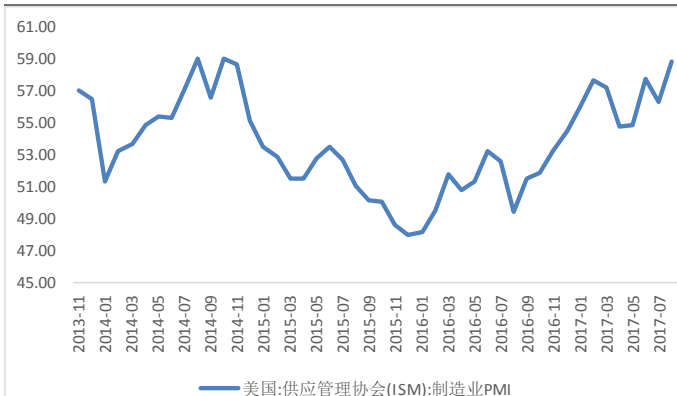
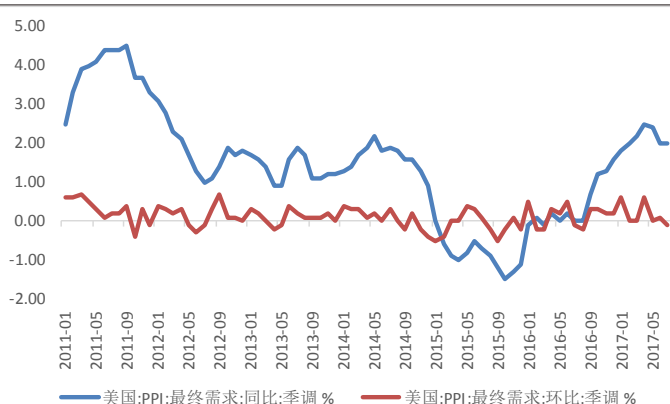


图 12：美国 PPI 数据



数据来源：大有期货研究所，wind

总体而言，美国经济数据好坏不一，制造业表现强劲但 8 月非农就业人数远低

预期，失业率小幅上涨且通胀数据持续疲软。相对偏差的就业以及通胀数据有可能拖累美联储年内的第三次加息，利空美元，利多金银价格。

四、美联储缩表

1、美国经济温和复苏 美联储缩表将至

2008 年开始，为应对日益蔓延的金融危机，美联储连续 7 次降息，将联邦基金利率从 4.25% 降到 0.25%，并启动三轮 QE 政策，向信贷市场注入流动性，目的在于稳定信贷市场、降低失业率、刺激经济复苏。

图 13 美国联邦基金目标利率

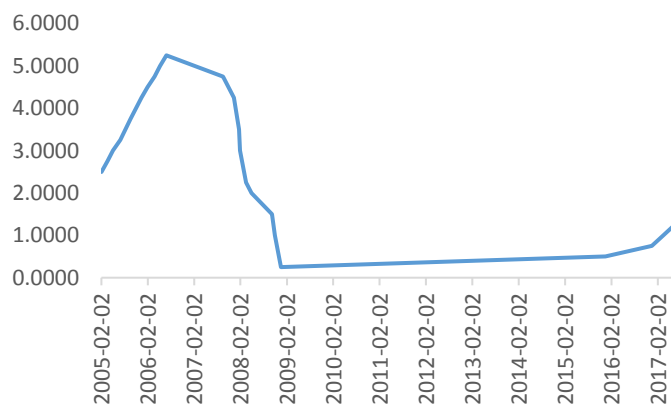
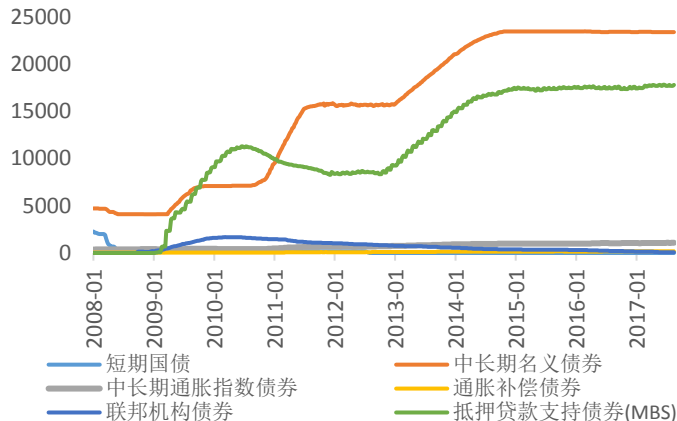


图 14 美联储资产扩张情况



数据来源：大有期货研究所，wind

随着美国失业率不断降低，经济持续向好，美联储希望使包括利率水平以及资产负债在内的货币政策正常化，这是因为三轮 QE 形成了庞大的超额准备金，使得美联储公开市场操作已经难以有效影响联邦基金利率。此外，美联储在本轮加息周期中已经加息四次，短端利率得到抬升，但长短端利差却逐渐收窄。平坦化的利率曲线意味着美国经济存在着投资过热的风险，美联储希望通过缩减资产中的中长期国债来拉升长端利率水平，获得陡峭的利率曲线。

2、缩表影响：长端利率抬升 金价或将回落

从今年 3 月份开始美联储开始不断向市场“通气”，称今年年内将开启缩表。之后分别在公布的 3 月、5 月、6 月及 7 月的议息会议纪要中均表明了年内开始缩表的计划。

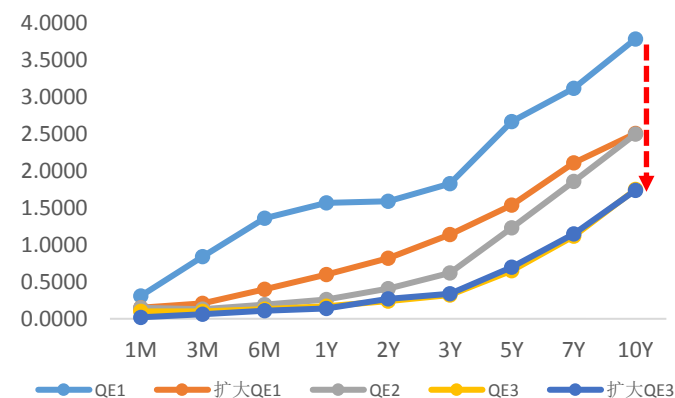
表 1: 美联储不断释放年内开启缩表的信号

美联储会议纪要	加息动态	缩表动态
3 月会议纪要	美联储 3 月份决议声明上宣布加息 25 个基点至 0.75-1% 区间	2017 年稍晚开始调整再投资政策可能是“适宜之举”，这将允许缩减资产负债表规模
5 月会议纪要	暗示美联储可能再次加息	几乎所有决策者都赞成 2017 年开始缩表，倾向于循序渐进而可预见地缩表
6 月会议纪要	美联储 6 月份决议声明上宣布加息 25 个基点至 1-1.25% 区间	FOMC 讨论开始缩表的时间，但并未达成共识
7 月会议纪要	对加息路径存明显分歧	绝大多数官员同意下次会议宣布缩表

数据来源：大有期货研究所，美联储

随着美联储最近三次加息，美元指数没有走强，反而是不断走弱，目前在 92-94 区间内震荡徘徊。而伦敦现货金价却不断走高。虽然市场对于美联储 9 月缩表已有预期，但从资产价格以及美元指数来看，缩表的影响并未完全被市场价格反映（Price-in）。而且经过自年初以来的持续走弱后，美元指数目前正处于筑底阶段，随着美联储缩表的开启，我们预计美国利率曲线将变得陡峭化，10 年期国债收益率将逐步增大，美元指数将会迎来反弹。由于实际利率等于名义利率与通胀率的差值，考虑到缩表带来名义利率的升高以及目前通胀的疲软现状，长端实际利率也将跟随名义利率增大。黄金属于无息资产，所以黄金价格与长端实际利率呈现高度的负相关，所以随着缩表的到来，长端实际利率走高，金价或将逐步走弱。

图 15 三轮 QE 期间，美国利率曲线结构变化



数据来源：大有期货研究所，wind

图 16 本轮加息周期中，美国利率结构的变化

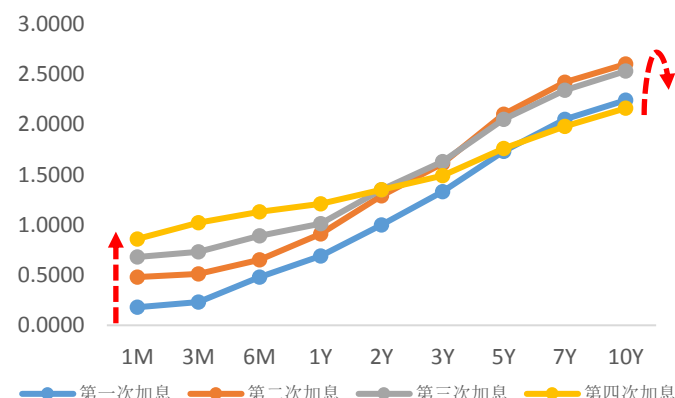
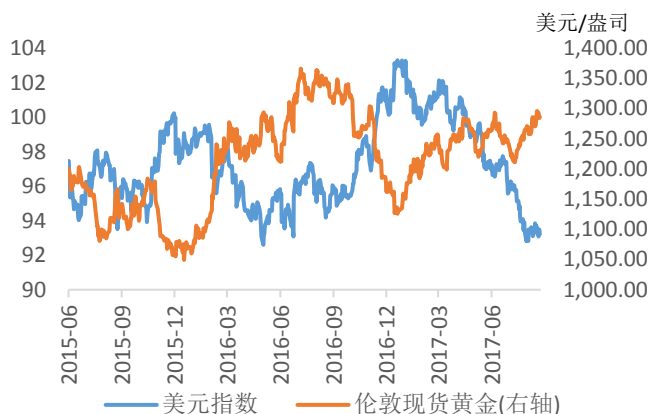


图 17 近三次加息，美元走低，金价上涨



数据来源：大有期货研究所，wind

图 18 缩表对于金价影响的逻辑



图 19 2007 年以来，金价与 10 年期美国国债实际收益率高度负相关



数据来源：大有期货研究所，Wind

四、其他影响因素分析

1、黄金避险属性对金价有支撑

除了事件驱动中介绍的朝鲜半岛紧张局势外，九月份可能影响金银价格的因素还包括中印边境对峙事件、美国政府关门风险以及德国大选。

中印边境对峙在持续了超过两个月后最终以印方人员及装备全部撤出中国洞朗地区，回到印方边境线一侧结束。虽然后期不排除印方再次出现越界事件，但目前来看，短期内再次越界的可能性较小，且事件导致局部地区出现战争的概率业相对较小，对于金价影响不大。

特朗普之前声明称宁愿政府关门也要关闭边境墙，对于美元美股形成打压，

利多金价，但据华盛顿邮报透露，特朗普近期暗示不会因为边境墙建设资金问题而让政府关门。边境墙资金无需被纳入 9 月份权宜之计的议案。这也提升了国会通过债务上限的概率，美国政府关门是小概率事件，对金价影响较小。

德国将于 9 月举行大选，从民调结果显示，默克尔连任几乎是板上钉钉的事情。这也为今年纷乱的欧洲大选画上了句号。相对法国大选，德国大选对金价影响甚微。

图 20：9 月可能的风险事件及影响

风险事件	对金价影响
◆ 朝鲜问题：朝鲜发射导弹经过日本领空使得半岛局势再次升温。	避险情绪升温，利多黄金
◆ 中印边境对峙问题：印度撤回印方边界一侧，但后期不排除再出现越界事件。	影响较小
◆ 美国政府关门：特朗普称宁愿政府关门也要建造美墨边境墙。	打压美元美股，利多黄金
◆ 德国大选：民调显示德国现任总理默克尔顺利连任似乎并无困难。	出现意外概率低，影响小

数据来源：大有期货研究所，华尔街见闻

2、美国税改取得重大进展

特朗普的竞选纲领的主要内容包括扩大基建投资、税改、废除奥巴马医保等。前期医改接连受挫，基建投资暂无踪影。近期美国多位官员透露特朗普税改将取得重大进展，如果税改能够取得重大进展则有望提振市场信心，有助于美元指数反弹。

图 21：近期美国官员关于税改的讲话



数据来源：大有期货研究所，华尔街见闻

3、欧央行量化宽松政策短期仍将延续

德拉吉称在通胀没达到目标前仍需宽松货币政策。此外，欧元对美元的快速走强，令越来越多的欧洲央行委员感到担忧。这可能会导致欧洲央行退出 QE 的步伐放缓。通过欧央行官员的近期表态可知，欧央行或许不会很快调整 QE。在美联储宣布缩表而欧央行并未调整 QE 期间，美元指数或将持续上行，而金价将逐步走弱。

图 22：欧央行关于 QE 的观点



数据来源：大有期货研究所，华尔街见闻

五、本月观点

预计九月份金银价格或将前高后低。避险情绪以及美国糟糕的 8 月非农就业报告和疲软的通胀数据将会使得金银价格保持强势，但是随着美联储开启缩表的时间越来越近，加之特朗普税改的提振，美元指数将逐步反弹，金银价格将逐步回落。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表述的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点及见解以及分析方法，如与大有期货公司发布的其它信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了大有期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映大有期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经大有期货公司允许批准，本报告内容不得以任何形式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处“大有期货有限公司”，并保留我公司的一切权利。

湖南省证监局、期货业协会温馨提示：期市有风险，入市需谨慎。



公司总部地址：湖南省长沙市芙蓉南路二段 128 号现代广场三、四楼

全国统一客服热线：4006-365-058

电话：0731-84409000

网址：<http://www.dayouf.com>