

贵金属在通胀预期下走高

光大期货

投资咨询部

分析师:

孙永刚 (宏观、贵金属)

执业资格号: F0260737

电话: 021-22169060-238

E-mail: sunyg@ebfcn.com.cn

要点

- 上上周贵金属基本处于一个平台整理期,在通胀预期不断加强的情况之下,投资者正在进一步关注全球央行的举动,以及通胀的真实速率,当然地缘政治也是重要的扰动因素,在美国介入伊拉克之后,市场也在等待对于当地局势的稳定程度,而俄罗斯与欧盟的博弈也在继续进行
- 上周通胀数据是市场最为关注的,美国5月个人消费支出平减指数PCE同比+1.8%,接近美联储2%的目标,日本5月全国核心CPI增速攀升至3.4%,创1982年以来最大涨幅,明显超出日本央行2%的目标值。日本的经济数据呈现出与美国相同的迹象,而通胀无疑成为最关键的指标
- 伊拉克局势同样复杂,在美国触导下的政府改组,总理更迭能否改变中东的局势还需观察,美股隔夜承压之后与市场低波动率交相辉映,中国两房将推动保障房与棚户区改造,而财政的加码对通胀的抬升将起到重要的作用
- 在全球原油价格预期高位,全球货币政策依旧相对宽松,财政预期加码的情况之下,通胀的预期上涨将与贵金属价格的联动成为高频词汇

报告日期: 2014年6月28日

期市有风险

入市需谨慎

宏观、贵金属

上周行情回顾

上周贵金属基本处于一个平台整理期，在通胀预期不断加强的情况之下，投资者正在进一步关注全球央行的举动，以及通胀的真实速率，当然地缘政治也是重要的扰动因素，在美国介入伊拉克之后，市场也在等待对于当地局势的稳定程度，而俄罗斯与欧盟的博弈也在继续进行。

上周通胀数据是市场最为关注的，美国 5 月个人消费支出平减指数 PCE 同比+1.8%，接近美联储 2%的目标，日本 5 月全国核心 CPI 增速攀升至 3.4%，创 1982 年以来最大涨幅，明显超出日本央行 2%的目标值。日本的经济数据呈现出与美国相同的迹象，而通胀无疑成为最关键的指标。

伊拉克局势同样复杂，在美国触导下的政府改组，总理更迭能否改变中东的局势还需观察，美股隔夜承压之后与市场低波动率交相辉映，中国两房将推动保障房与棚户区改造，而财政的加码对通胀的抬升将起到重要的作用。

在全球原油价格预期高位，全球货币政策依旧相对宽松，财政预期加码的情况之下，通胀的预期上涨将与贵金属价格的联动成为高频词汇。

宏观事件驱动贵金属运行

伊拉克、乌克兰政治局势是重要的扰动因素

上周，伊拉克和乌克兰的地缘政治危机仍在进一步的发展。首先，伊拉克与黎凡特伊斯兰国极端武装占领了伊拉克西部安巴尔省赖瓦、阿纳和鲁特拜三座重要城镇，这意味着从约旦港口通往首都巴格达主干道已经被极端分子控制。之后美国国务卿克里日内突然抵达伊拉克首都巴格达进行访问。伊拉克战火连天，原油期货价格则一路高歌猛进。原油期货价格触及 9 个月的高位 107.68。但油价的一路飙高将影响美国的消费者支出，给美国经济的复苏蒙上了一层阴影，这也导致美元指数一路走软。

乌克兰方面，乌克兰总统新闻局当地时间周六(6月28日)凌晨发表声明说，乌总统波罗申科宣布，将政府与东部民间武装原定于 27 日到期的停火期限延长 72 小时，至本月 30 日结束。欧盟领导人随后发布声明，称给俄罗斯 3 天时间采取支持基辅方面的四步措施，否则将对俄采取更严厉制裁。具体措施包括：在欧洲安全及合作组织(欧安组织)的监督下协商监控停火和有效监控边境的机制，归还乌克兰当局三个边境口岸，释放人质，包括欧安组织的所有观察员，启动采用波罗申科和平计划的谈判”。

美国一季度 GDP 下修无底线 美元噩耗黄金喜讯

美国商务部上周三(6月25日)晚间公布的数据显示，美国第一季度实际 GDP 终值年化季率大幅下修至萎缩 2.9%，创 2009 年一季度以来最大跌幅，这也给全年美国经济增速蒙上了一层阴影。该数据显示，美国第一季度实际 GDP 终值年化季率大幅下修至萎缩 2.9%，创 2009 年一季度以来

最大跌幅，预期为萎缩 1.7%。

5 月个人收入环比增长 0.4%，共识预期环比增长 0.4%，4 月增长 0.3%。

5 月个人消费支出平减指数（PCE）环比增长 0.2%，预期增长 0.4%，4 月下降 0.1%。同比增长 1.8%，预期增长 1.8%，4 月增幅 1.6%。5 月涨幅创 2012 年 10 月以来新高。不计食品与能源在内的核心 PCE 指数环比增长 0.2%，预期增长 0.2%，4 月增幅同为 0.2%。

5 月核心 PCE 同比增长 1.5%，预期增长 1.5%，4 月增幅 1.4%。

美国 5 月耐用品订单环比下降 1.0%，预期持平，4 月增幅由 0.8% 下调至 0.6%。

美国 5 月扣除运输的耐用品订单环比下降 0.1%，预期增长 0.3%，4 月增幅由 0.1% 上调至 0.3%。

美国 5 月扣除飞机非国防资本耐用品订单环比增长 0.7%，预期增长 0.5%，4 月下降 1.2%。

日本 5 月全国 CPI 年率+3.7%，预期+3.7%，前值+3.4%。日本 5 月核心 CPI（除新鲜食品）年率+3.4%，预期+3.4%，前值+3.2%。日本 5 月核心-核心 CPI（除食品和能源）年率+2.2%，预期+2.2%，前值+2.3%。

日本 5 月失业率 3.5%，预期 3.6%，前值 3.6%。日本 5 月求才求职比 1.09，预期 1.08，前值 1.08。日本 5 月所有家庭支出年率-8.0%，预期-2.3%，前值-4.6%。

下周重点关注

周一

德国 5 月实际零售销售

欧元区 6 月调和 CPI 初值年率

美国 5 月 NAR 成屋签约销售指数

周二

澳大利亚联储现金利率

美国 6 月 ISM 制造业 PMI

周三

欧元区 5 月 PPI

美国 6 月 ADP 就业人数变动

美国 5 月耐用品订单修正值

周四

美国 5 月贸易帐

欧洲央行利率决议，德拉基新闻发布会

美国 6 月非农就业人数变动

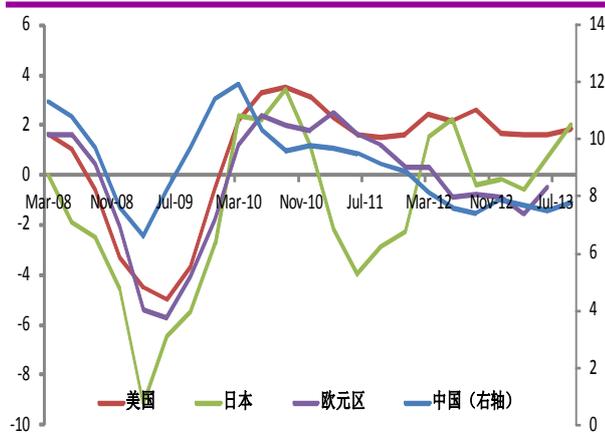
美国 6 月 ISM 非制造业 PMI

一、全球经济运行情况

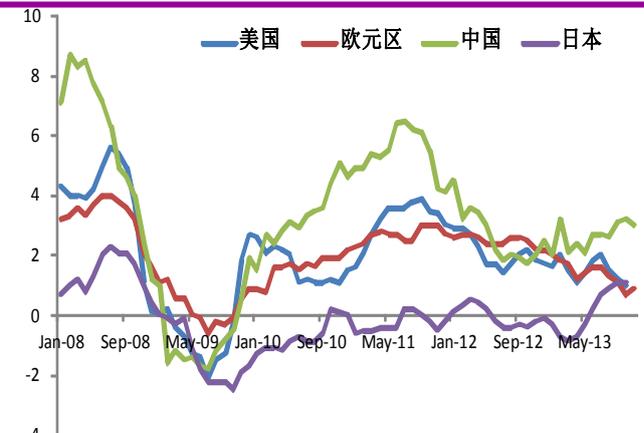
全球经济如果从数据的角度来看，无疑是在一个复苏的阶段，而这种复苏其实最主要是来自于之前企业去杠杆的完成，由于危机的长时间打压，企业已经完成了蜕变，不论这种蜕变是由于自身去杠杆的优化，还是政府的极力维持，但至少企业已经不再像危机时那样羸弱，开始预期的盈利增加也给了市场诸多的信心，这种信心再加上各国的不断加码的货币政策，使得从股市的角度蔓延而来了乐观的态势，让市场忘记了一种诅咒，那就是危机往往在乐观中孕育。

从美国的经济数据的走好无疑印证了美国经济筑底复苏的迹象，尤其是从家庭和私营部门的资产负债率以及企业部门的盈利能力观测，美国经济已经完成去杠杆经济周期的第一步，这也就是笔者对于美国更加乐观一些的原因，当然美国的经济自然也并不像股市表现的那么迷人，目前美股存在巨大的风险泡沫，而这种风险释放也许会引发系统性风险，最为重要的就是因为美国终端消费低迷依然将是一个长期存在的结构性问题，但即便如此，美国依然是全球经济的领头羊。奥巴马从连任至今对于财富再平衡政策的坚持可以看到未来美国经济真正乐观的足迹，这也将使得美国漫长复苏道路不断展开，更为关键的是美国依然拥有最为前沿的科学技术，未来的生产力依然会成为全球的领导者。

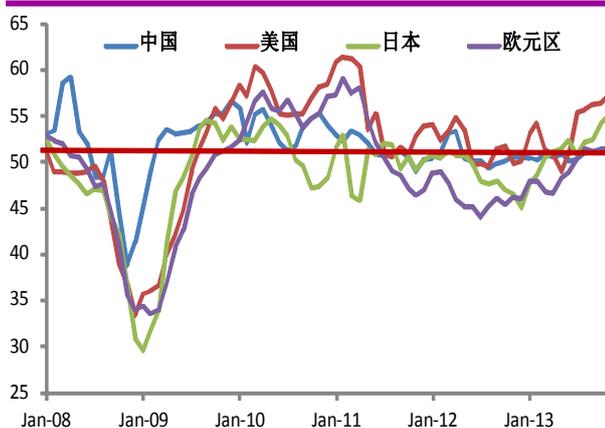
图表 1: 全球 GDP



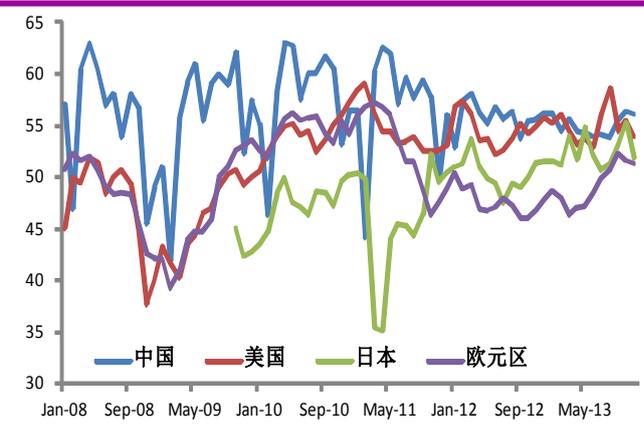
图表 2: 全球通胀水平



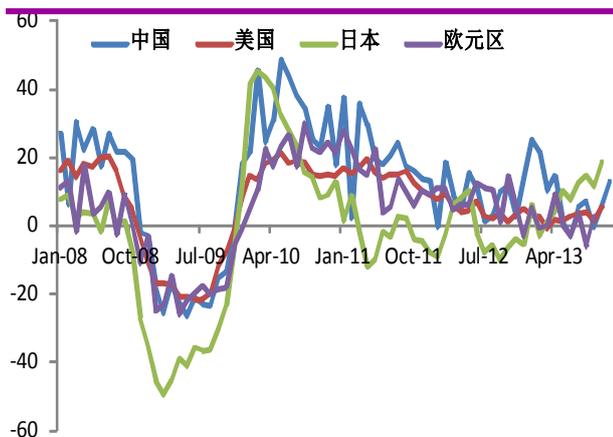
图表 3: 全球制造业 PMI



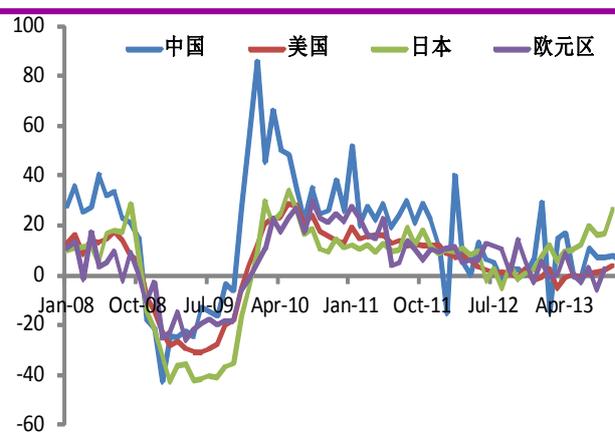
图表 4: 全球非制造业 PMI



图表 5: 全球出口



图表 6: 全球进口



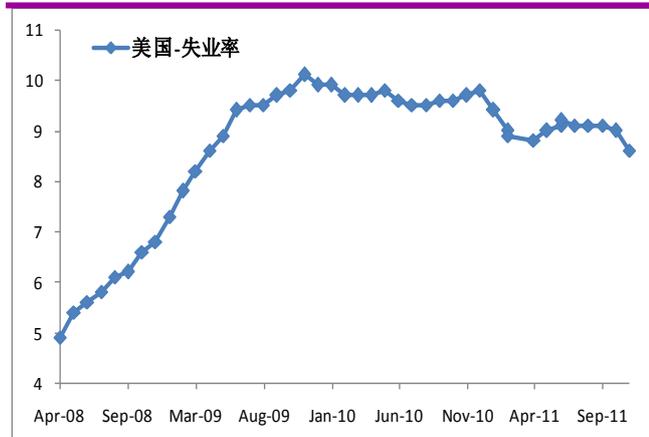
资料来源: 光大期货研究所

在人类的历史长河之中,总是习惯性的希望通过改变自然来提高生活方式,并最终去战胜自然,不过最终的结果却是被自然惩罚。近代人类的经济史依然遵循着这样的一个基本规律,那就是希望通过政府这张有形的手去改变市场那张无形之手,进而使得经济更加健康的发展,经济的自然回归被误认为偏而偏误被偏误之后就成为了更大的执迷不悟。

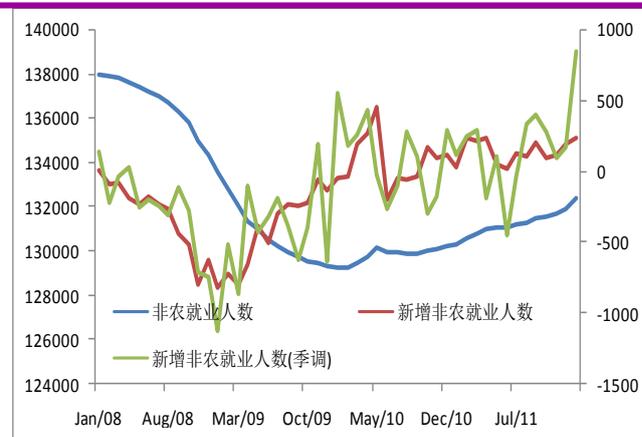
债务的源泉来自于对于信贷消费的无限累计,而当过度信贷消费之后的偿付能力出现问题之时,尤其是这种信贷能力是依附于某种变动的资产价格的时候,那么危机其实就是源自于人类内心贪婪的过度泛滥。这种贪婪泛滥之后的修复将是一个长期的痛苦过程。

欧洲政府之间的结构性顽疾将促使局部地区必须同时进行企业和政府的去杠杆过程,从现在欧洲企业的运行来看,这样的问题还将持续更长的时间,由于欧元区内部又缺少转移支付、或者称之为财富平衡的有效机制,这更加剧了企业未完成去杠杆的过程,也迫使一些政府进入去杠杆的阶段,这也就带来的财富效应的双重挤压,进而出现了目前的社会问题。虽然目前市场对于欧洲依然相对乐观,但是关于欧洲长久期的结构性问题依然不可小觑,因为风险并未完全释放。

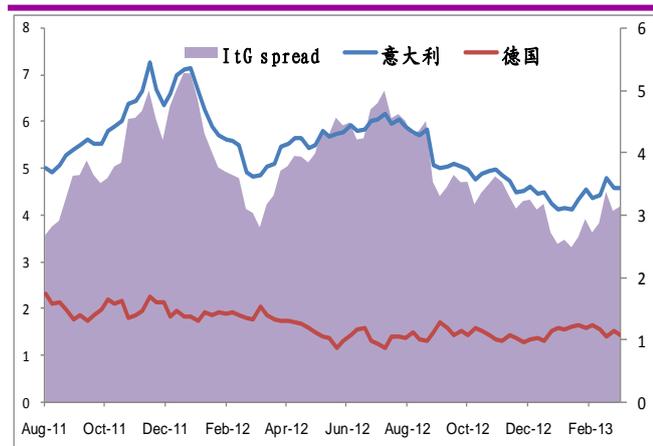
图表 7: 美国失业率



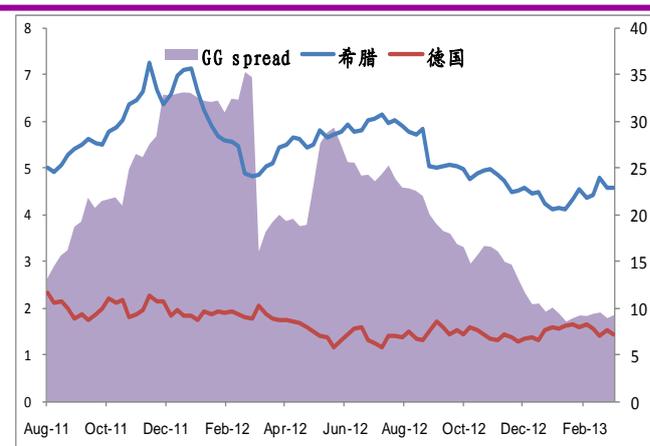
图表 8: 美国非农就业数据 (单位: 万人)



图表 9: 意大利-德国国债收益率息差 (单位: %)



图表 10: 希腊-德国国债收益率息差 (单位: %)

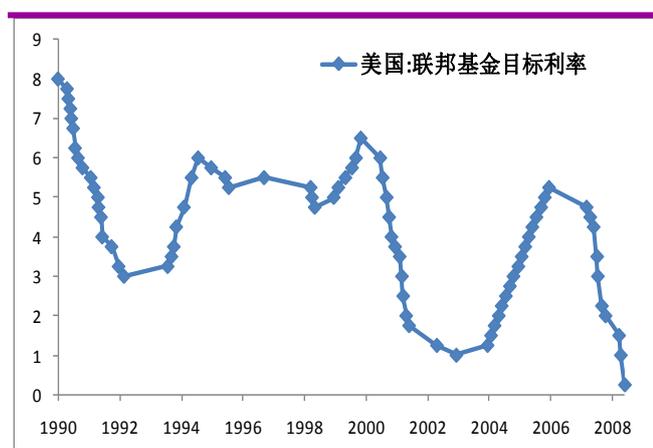


资料来源: 光大期货研究所

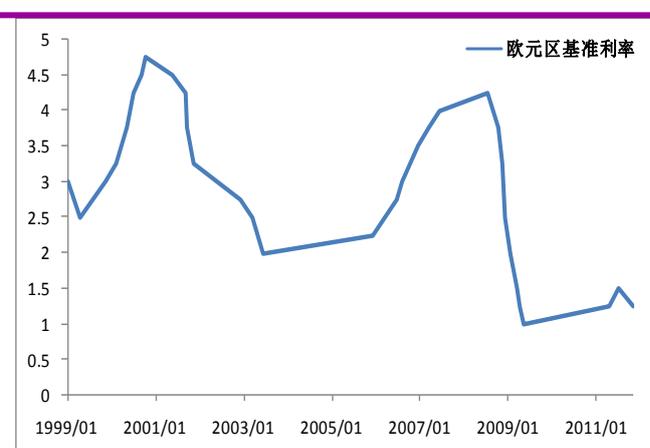
二、全球资金流动性状况

黄金一直是衡量全球流动性水位的高低的标尺, 全球流动性肆意蔓延必然会给贵金属生长提供足够的营养, 如果没有流动性, 恐怕贵金属就有干涸枯萎的可能性, 政府的选择和经济的发展, 将决定流动性的高低, 当然经济的吸纳性也必须要考虑, 流动性的溢出效应决定了贵金属营养的真正来源。本次危机缘由美国房地产的崩溃, 而房地产市场的破灭更加本质的是影响到了美国中产阶级的消费能力。经济危机的出现后, 政府为了让企业部门避免由于过快收缩而导致的破产, 因而推出了量化宽松的货币政策, 使得企业可以在低利率、低成本的环境中逐步完成内部贬值, 在经济最恶劣的情况之下完成生存蜕变, 同时使得金融体系不至于崩溃, 引发更加难以预估的链式反应。而从另一个角度上来看, 就是政府通过宽松的货币政策将私营部门的负债转移至政府部门, 使得经济体系中最为企业以及私营部门完成去杠杆化, 这也将促使经济数据出现筑底走好的迹象, 但是这绝对不能就此称之为经济复苏了, 因为终端消费还没有重铸, 经济的回流还并未完全打通。

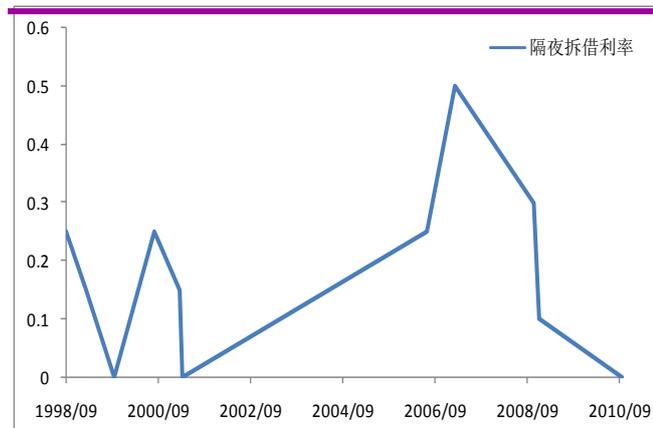
图表 11: 美国基准利率



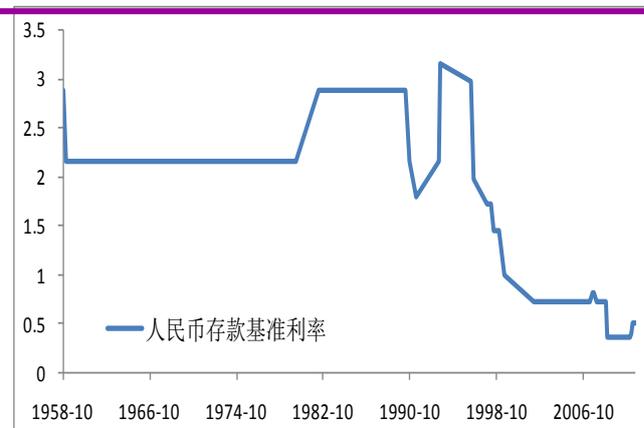
图表 12: 欧洲基准利率



图表 13: 日本基准利率



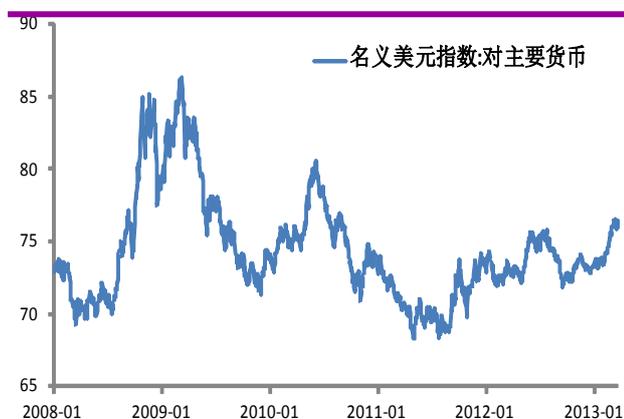
图表 14: 中国基准利率



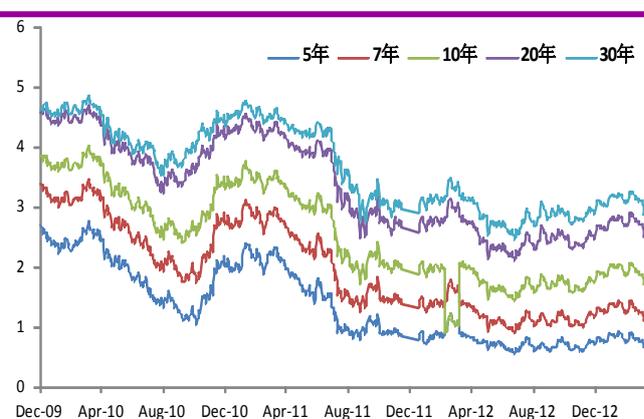
资料来源: 光大期货研究所

由于货币政策只能使得经济筑底, 而没有办法使得经济复苏, 因此货币政策的有效性只能维持在特定的环境之下, 当企业部门完成去杠杆化之后, 退出超宽松的货币政策是一种必然, 因为接下来要经历政府部门的去杠杆, 以及终端消费的重铸过程, 也就是财富再平衡的过程, 在这样的过程中, 如何将富人的钱通过转移支付的手段再造中产阶级, 并且使得政府部门的负债削减将成为进入复苏周期的关键。由于经济周期的必然性, 我们看到了美国这个全球最大的经济体已经走到了复苏的边缘, 因为它的政策适应了经济规律, 虽然其他经济体也推出了类似的救助措施, 但是其目的只是暂时缓解经济下行, 尤其是新兴市场经济体的财政政策, 并不是让企业部门去杠杆, 而是继续加杠杆, 造成更加无端消费的高产能, 使得肿瘤愈加的庞大, 而后期的危机也将愈埋愈大。

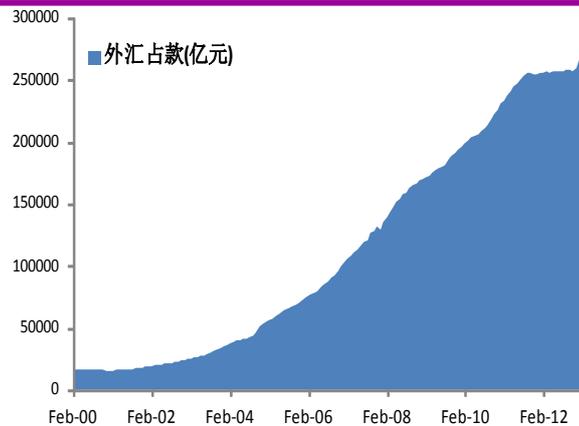
图表 15: 美元指数



图表 16: 美国国债收益率

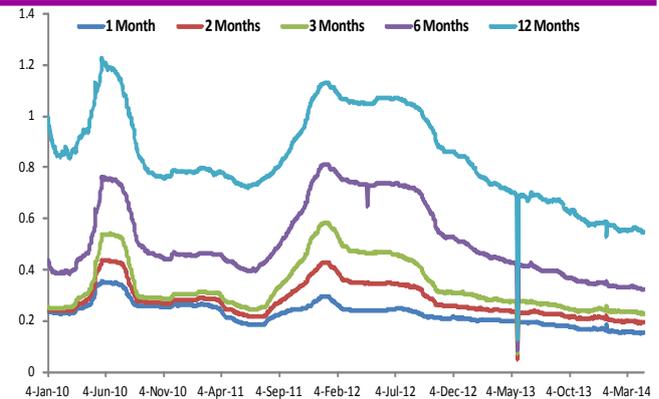


图表 17: 中国外汇占款



资料来源: 光大期货研究所

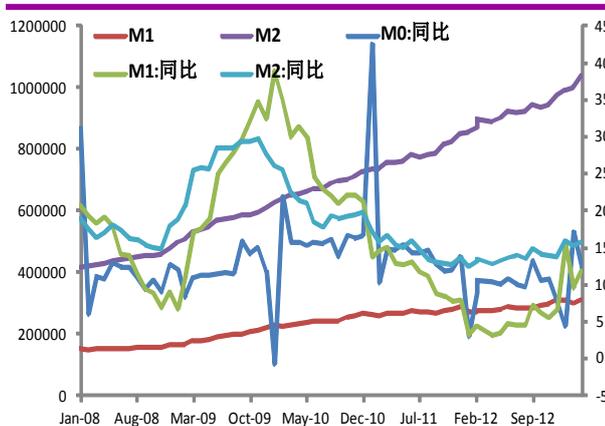
图表 18: LIBOR



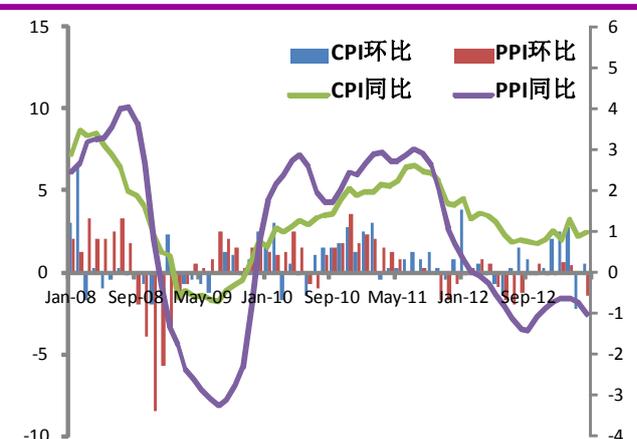
纵观历史政府的债务问题将最终导致巨大的经济问题, 因此从某种程度上讲经济规律迫使全球政府进入资产负债表的修复周期, 这也是政府内在控制的必然需求, 但是由于经济问题的桎梏迫使政府出现内在与外在的平衡难题, 诸多政府体现出人类不愿意承担责任的人生缺陷, 并且在这场危机发生之后的政府行为, 更加由于对于经济学理解的不同, 而导致了政策最终效果的极端异化, 这也就造成了全球经济周期的齿轮出现了不合拍的运行, 而这样的差异将导致未来市场经济脉络出现结构性的变革。

对于新兴市场经济体的未来而言或许是非常不乐观的, 由于逆周期的政策的选择带来并不是依照经济规律所执行的企业部门去杠杆, 并且也有由于政府存在较高的继续负债能力, 使得政府可以拖延结构性改变, 而选择更为容易的经济学政策去对抗周期, 但是殊不知原有的全球性红利已经逐步消失, 大宗商品可能将在未来的一个长周期里处于熊市, 外需拉动的经济模式将不得不进入转轨期, 而这种变革需要一个相对快的协奏, 让自身桎梏与经济枷锁解除, 从而释放国内的消费活力, 进而使得经济可以进入另一个轨道的增长期, 当然这种增加或将不会再持续之前的喷发式增长。

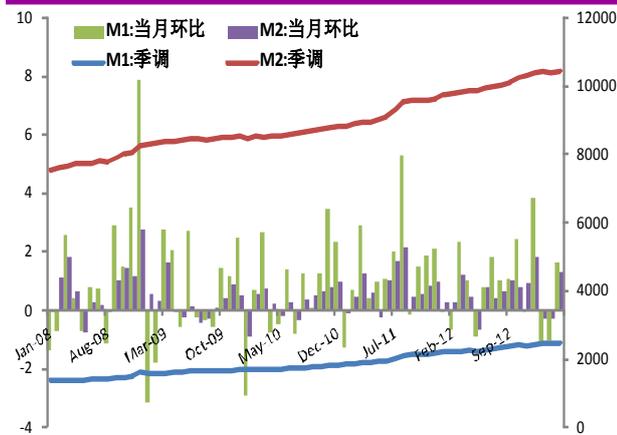
图表 19: 中国货币供应量



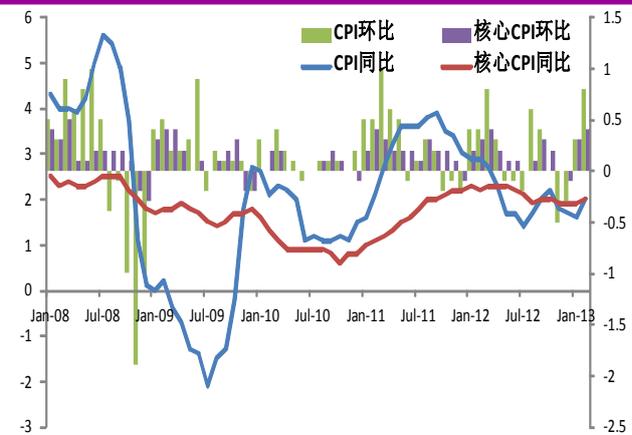
图表 20: 中国通胀数据



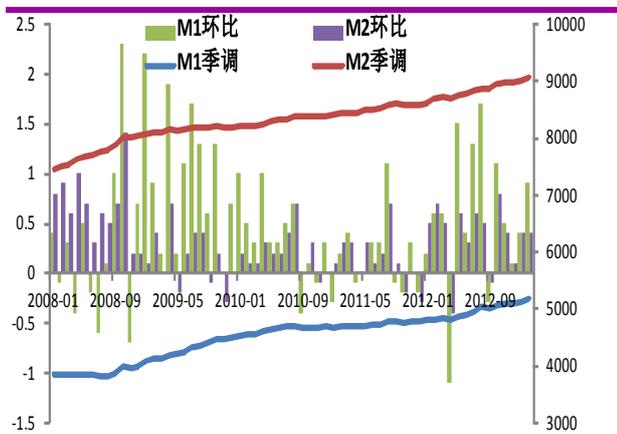
图表 21: 美国货币供应量



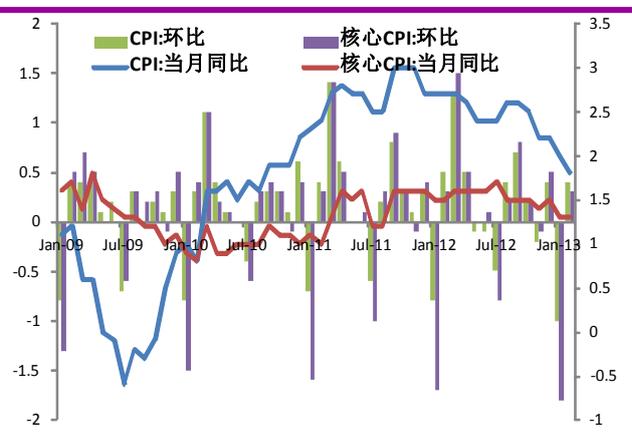
图表 22: 美国通胀数据



图表 23: 欧洲货币供应量



图表 24: 欧洲通胀数据



资料来源: 光大期货研究所

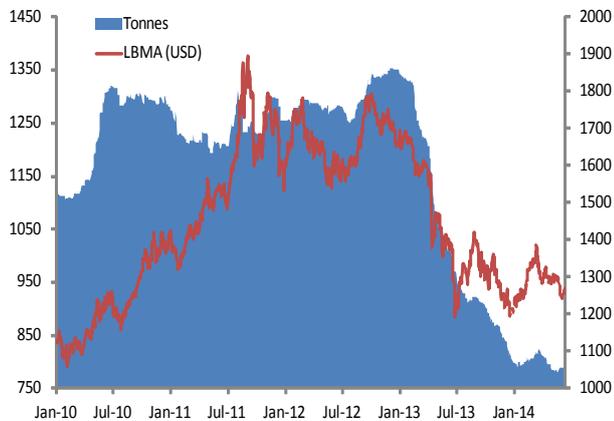
三、贵金属的投资需求

市场行为将直接主导贵金属涨跌, 在 ETF 持仓量和 CFTC 持仓报告中, 可以深刻的反映出投机资金的流动情况, 目前 CFTC 总持仓和非商业多头的趋势反差可以明显的看出多头的势力正在不断的增加, 而总持仓也相对稳定, 这更加说明了市场对于短期贵金属价格的预期乐观, 当然在黄金和白银的持仓上有时候会出现一定的上涨。从全球黄金、白银 ETF 基金持仓上不难看出, 贵金属 ETF 已经出现了相当大规模的流出后又有所抬升, 黄金市场最大的 ETF 基金 SPDR 的在大量流出后出现了回升, 也说明资金疯狂逃离后再次回归。相对而言, 全球最大的白银 ETF 基金 SLV 流出的情况较小, 近期也同样出现了回升, 其实这也更加体现出了 ETF 是一个价格的滞后指标, ETF 产品本身是一个被动型的跟踪, 对于价格的验证意义远大于指导意义。

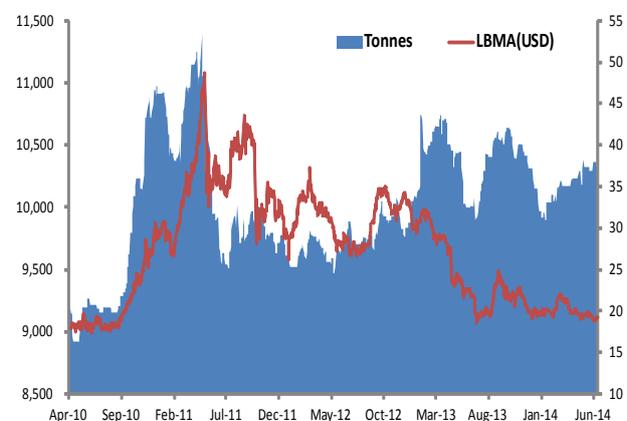
近期黄金与白银 CFTC 的持仓继续着乐观的迹象, 黄金总持仓和多头持仓都持续呈现相对的上行趋势, 尤其是多头持仓的占比增加较多; 相对的白银总持仓和多头持仓也出现了一定幅度的

回升，并且空头持仓下行幅度更大。

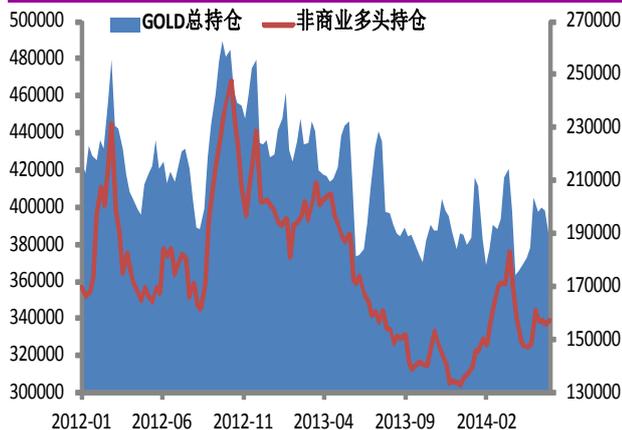
图表 25: SPDR 持仓量 (单位: 吨)



图表 26: SLV 持仓量 (单位: 吨)



图表 27: CFTC 黄金持仓量 (单位: 张)



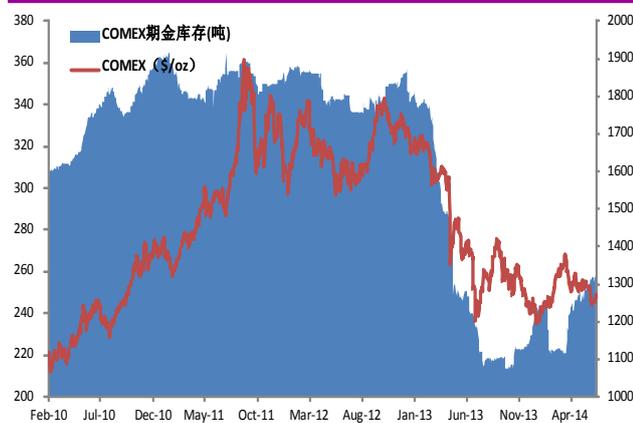
图表 28: CFTC 白银持仓量 (单位: 张)



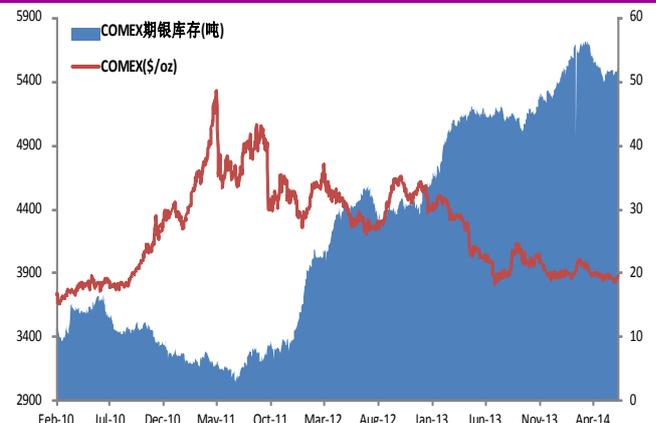
资料来源: 光大期货研究所

COMEX 金银的库存与全球最大的 ETF 之前的分歧同样明显, 近期黄金的库存增加后又回落, 白银的库存更是不断增加, 这似乎仍然在反应出实体经济存在的资金与扩张的悖论。

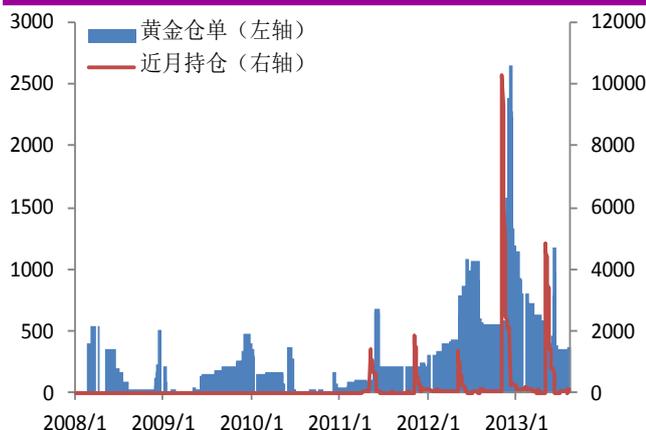
图表 29: Comex 期金库存 (单位: 吨)



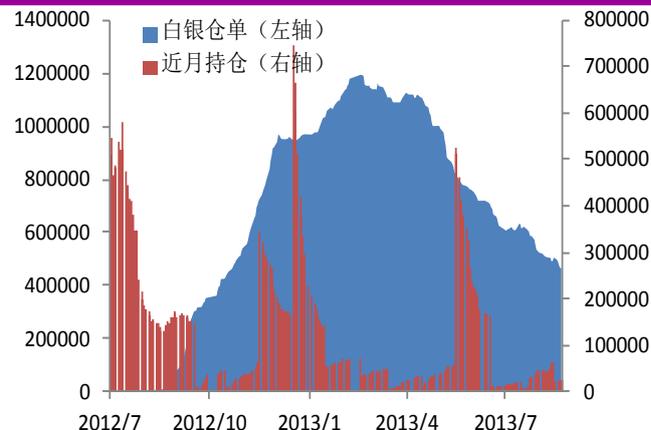
图表 30: Comex 期银库存 (单位: 吨)



图表 31: SHFE 期金库存



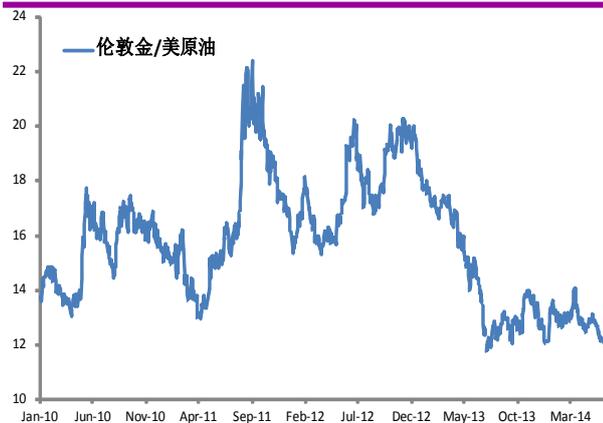
图表 32: SHFE 期银库存



资料来源: 光大期货研究所

黄金和原油的比价近期出现了抬升的迹象; 黄金和美元的负相关性依旧相关性不高; 金银比价持续震荡; CRB 指数是一个可以剔除个别大宗商品供需基本面影响的全球大宗指数, CRB 指数与黄金的高度相关, 也同样印证了黄金是衡量全球金融水位的浮标。

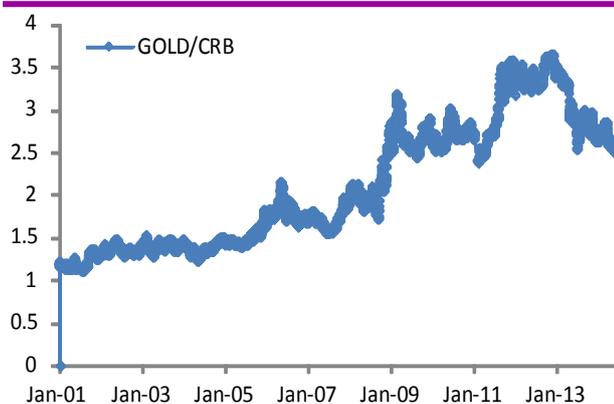
图表 33: 黄金原油比价



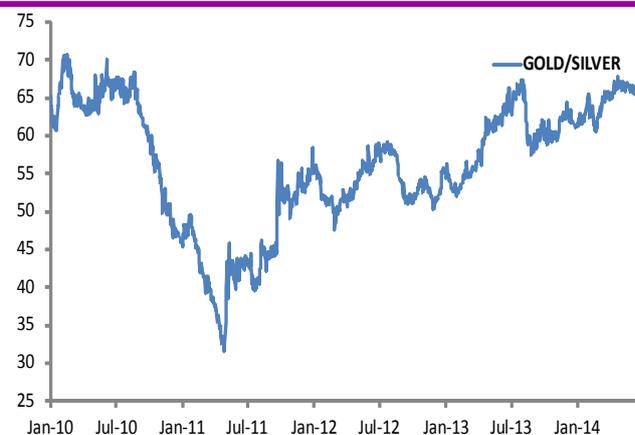
图表 34: 黄金美元比价



图表 35: 黄金 CRB 比价



图表 36: 金银比价



资料来源: 光大期货研究所

综上所述，市场对于贵金属未来预期寄托于 QE 政策的变化，这其实也是投资贵金属的重要逻辑，但是这种逻辑并不能过度拘泥，因为 QE 只是政策的一个表现，而货币超发是一个相对难以估量的参数，一个政府的最终政策将使一个长期的叠加效应，这种效应是否能最终促使货币收紧以及财富再平衡才是真正的关键。当然现在全球政府已经达到了资产负债表的上限，政府如何通过自身的政府打通经济的回流，促发新的经济活力是一个关键，而这种关键最终也将反映在财富的相对平衡之上。对于美国经济来讲，政策的叠加效应将使得社会利率抬升、紧缩货币成为一种必然。黄金是金融水位浮标，其价格的主导是来自于基础货币的对冲，而政府的货币政策将主导基础货币的多寡。

从另一个角度来看，危机的一个本源在于全球财富的极端分配不公，由于资产泡沫的破裂使得财富集中到了少数利益集团之中，这些利益集团成为了世界经济的债权人，中央政府一直跟随供给学派和凯恩斯理论从事经济刺激，寄希望于扩大政府资产负债表来推动经济增长，进而最终降低政府的资产负债率（负债/GDP），可现阶段政府的资产负债率已经达到上限，并且经济已经进去去杠杆化的周期中，终端消费的低迷使得继续扩张财政及货币失效，可行的方法或许就是增加富人税收平衡财富分配，在政府降低资产负债率的同时让资产价格下跌，进而使得企业产生利润空间，并将通过转移支付有效充实中产阶级的规模，让经济可以正常运转。

这样的逻辑在于民众的收入只有通过两个途径获得：1、工资收入，来源于企业盈利；2、政府福利，来源于政府的转移支付。现阶段全球经济财富分配极端不平衡，并且政府的资产负债率已经飙升至 100%以上，通过原有的凯恩斯和货币学派无法改变经济的命运，而企业也不会增加投资，更不会增加就业，因为企业知道终端消费的低迷，使得扩张最终将累计为负债，并且企业刚刚完成了去杠杆的过程，这也从美国股市大幅的回购股票可以体现出来。这个时候政府就必须通过向富人增加税收进行转移支付，让穷人不至于没有生活依靠，进而降低自身的资产负债率，同步的收紧货币，让资产价格下挫。

企业的盈利其实也是来自于两个部分：1、销售价格的上涨；2、成本的下降。如果全球资产价格重心下降，并且在低成本中去除之前的过度投资，那么企业将重新产生利润，这一点从目前全球大宗商品的熊市可以体现的非常明显，并且随之跟进的中产阶级重塑，将进一步使得企业有意向扩大规模进行增加投资，并且增加就业、提高工资最终的达到消费增加的目的，最终使得经济进入可运转的模式之中。所以从这个角度上来看，贵金属的牛市基础恐怕已经不在。

分析师：孙永刚，现任光大期货宏观贵金属分析师。曾被评为 2012 年上海期货交易所贵金属优秀分析师。在中国证券报、证券时报、期货日报等媒体上发表专业文章数十篇，同时也是新华社、东方财经、第一财经、财富天下、IPTV 等频道特约嘉宾，中央人民广播、中国国际广播、第一财经广播等连线嘉宾。

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。

联系我们

公司总部

地址：上海市新闻路 1508 号静安国际广场 2 楼

邮编：200040

电话：021-22169060

传真：021-22169061

机构渠道部

地址：上海市浦东新区福山路 458 号同盛大厦 3 楼

邮编：200122

电话：021-20231712

传真：021-20231732

大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心

A 座大连期货大厦 2002、2003、2410 号房间

邮编：116023

电话：0411-84806837

传真：0411-84806843

福州营业部

地址：福州市鼓楼区东大路 92 号华源大厦 15 层 1503 室

邮编：350003

电话：0591-87875103

传真：0591-87875119

宁波营业部

地址：浙江省宁波市海曙区华楼巷 19 号 3-11 室

邮编：315010

电话：0574-87269819

传真：0574-87367237

北京营业部

地址：北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 5 层

邮编：100045

电话：010-68084002

传真：010-68084131

郑州营业部

地址：河南省郑州市金水区未来大道 69 号未来大厦 1208 室

邮编：450008

电话：0371-65612257

传真：0371-65612515

上海肇嘉浜路营业部

地址：上海徐汇区肇嘉浜路 680 号金钟大厦 811 室

邮编：200031

电话：021-64155171, 64155173

传真：021-64736784

青岛营业部

地址：山东省青岛市市南区香港西路 67 号 12 层 JKLM 室

邮编：266071

电话：0532-86129091

传真：0532-86129089

天津营业部

地址：天津市河西区解放南路 376 号富裕大厦 2 号楼 17 层 A 室

邮编：300202

电话：022-58780708

传真：022-58780708

长沙营业部

地址：长沙市开福区芙蓉中路三段 142 号光大大厦 1210、1211、1213

邮编：410011

电话：0731-82906096

传真：0731-82906097

长春营业部

地址：吉林省长春市解放大路 2677 号光大大厦 15 层

邮编：130061

电话：0431-88405567

传真：0431-88405587

广州营业部

地址：广州市天河区天河北路 689 号 1808、1809、1810、1411 房

邮编：510635

电话：020-38731485

传真：020-38731323

重庆营业部

地址：重庆市渝中区解放碑民族路 168 号光大银行大厦 3F

邮编：400010

电话：023-86618100

传真：023-86618133

南京营业部

地址：南京市玄武区中央路 288 号 5 楼 501 室

邮编：210008

电话：025-83122055

传真：025-83122059

深圳营业部

地址：深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 2701、2702

邮编：518026

电话：0755-82767979

传真：0755-82767970

上海新闻路营业部

地址：上海市新闻路 1508 号静安国际广场 2 楼

邮编：200040

电话：021-22169060

传真：021-22169061

南宁营业部

地址：广西壮族自治区南宁市民生路 131 号绿都商厦 31 层

邮编：530012

电话：0771-2862803

传真：0771-2862803

海口营业部

地址：海南省海口市国贸大道北京大厦 20F、G、H

邮编：570000

电话：0898-68538658

传真：0898-68507358

武汉营业部

地址：湖北省武汉市张之洞路 224 号紫阳大厦 10 层

邮编：430060

电话：027-88312095

传真：027-88312078

杭州营业部

地址：杭州市江干区富春路 308 号华成国际发展大厦 11 层

邮编：310020

电话：0571-89910727

传真：0571-89910733

世纪大道营业部

地址：上海市浦东新区世纪大道 1501 号 1301、1309 室

邮编：200122

电话：021-50192126

传真：021-50192155

成都营业部

地址：成都市武侯区领事馆路 7 号保利中心南塔 905 室

邮编：610000

电话：028-86032288

传真：028-86032668

西安营业部

地址：西安市高新区唐延南路都市之门 C 座 1 单元 10 层

11010-11015 号

邮编：710065

电话：029-88606880

传真：029-88600929