

2019 年 06 月 21 日 星期五

宏观周报



联系人 吴晨曦
电子邮箱 wu.cx@jyqh.com.cn
电话 021-68556039

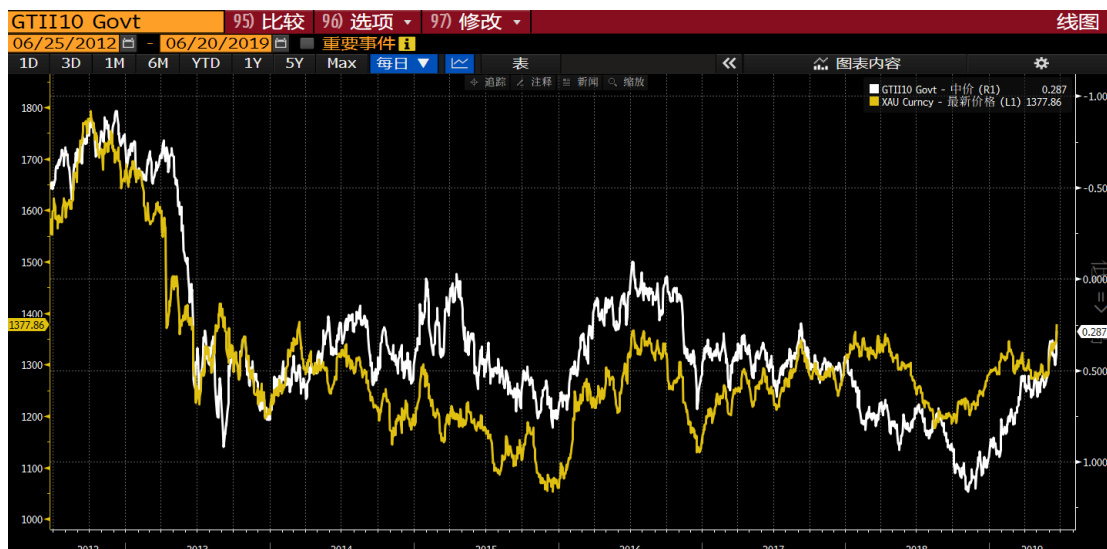
本周要闻

- 原油价格创五个月新低
点评：经济周期转向，需求下滑
- 新一轮 3000 亿降费举措落地在即
点评：内部改革提速，下半年或利好股市
- 金价续创六年新高
点评：逻辑在本报告详述
- 期货隐含概率显示美联储下月降息概率为 100%
点评：市场价格已经包含预期
- 中美两国元首通话
点评：贸易局势或暂时缓和

黄金还能更高

黄金迅速拉升至 1393.72 美元/盎司，为 2013 年 9 月来首次。

图 1，美元黄金（黄线），美国通胀保值债券，十年期（白线）



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图 1 中可见不仅仅黄金创下新高，通胀保值债券也创下新高。更可以见到，过于数年，通胀保值债券和黄金走势呈现了极强的相关性。那么，如果这种相关性的背后具备充足的因果性，我们就可以通过研究通胀保值债券，以探究黄金的未来。

理由其实很直接：通货膨胀保值债券的本金与 CPI 挂钩，于是按照固定票面利率计算的利息随着本金变动而变动。换句话说，CPI 是检测通货膨胀的手段。如果这个检测可信度足够的话，按照费雪公式，实际利率=名义利率-通货膨胀率。通货膨胀保值债券的利率也就意味着实际利率。在图 1 中，可见黄金价格与通胀保值债券利率的反向相关，或者说，黄金与其债券价格的高度正相关，以及黄金利率与其债券利率的高度正相关。

诚然，相关性不足为凭，而思考背后隐含的逻辑才是我们推理未来资产价格变动的钥匙。在期货定价公式中，黄金白银是与其他大宗商品不同的。远期而言持有大宗商品需付出仓储等成本，是负的现金流。而黄金白银可以有租赁业务带来的利率，是正的现金流。换句话说，黄金与货币，债券，股票一样，是可以带来现金流的投资资产。由于具有同样的性质，黄金比其他大宗商品更适合于和货

币比较。

也就是说，通胀保值债券的逻辑可用于黄金走势。那么这会带来一个好处——直接看黄金是没有理论上限或下限的，但是通胀保值债券却有更加被约束的上下限，从而分析到黄金的上下限。

图 2，美元黄金（黄线），美国通胀保值债券，十年期（白线）



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

例如，在 2011 年黄金史无前例的最高点，通胀保值债券利率也随之下探到负数区间。这也是通胀保值债券几乎唯一的负数区间，实则在当时暗示了黄金牛市气数已尽。

进一步分析，通胀保值债券虽然反映的是通胀预期，但通胀有一定的平滑滞后性，所以可以考虑用美国核心通胀率和美十债利率做一个拟合。

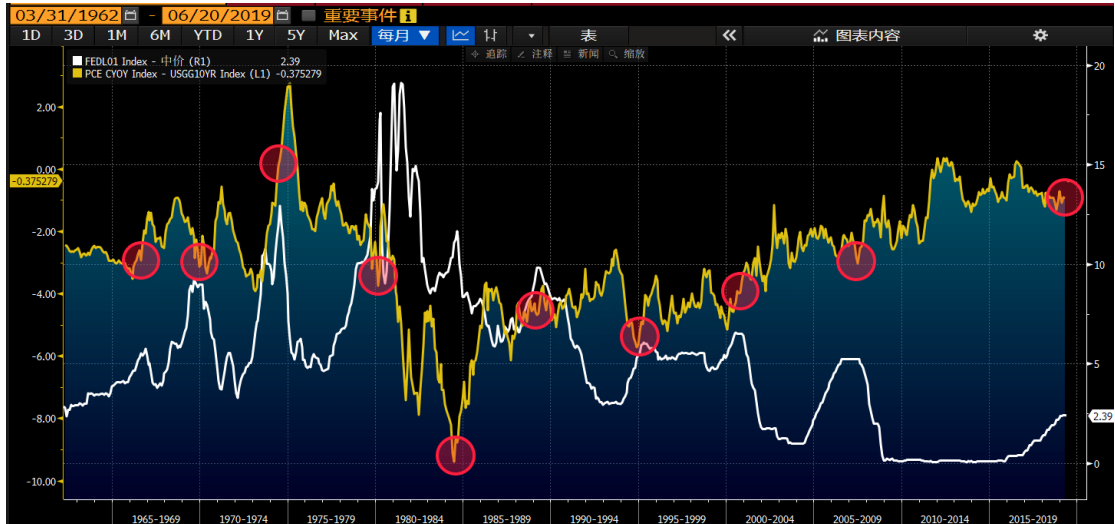
图 3，美国核心通胀率-美十债利率（黄线），美国通胀保值债券，十年期（白线）



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

回溯了过去十九年的数据，可以看到这个拟合在大尺度上是可靠的。进而可以拆分分析，历次加息和降息的转换点，美国核心通胀率和美十债利率是如何表现的？进而以史为鉴，得到黄金的可能性变化。

图 4，美国核心通胀率-美十债利率（黄线），美国联邦有效利率（白线）



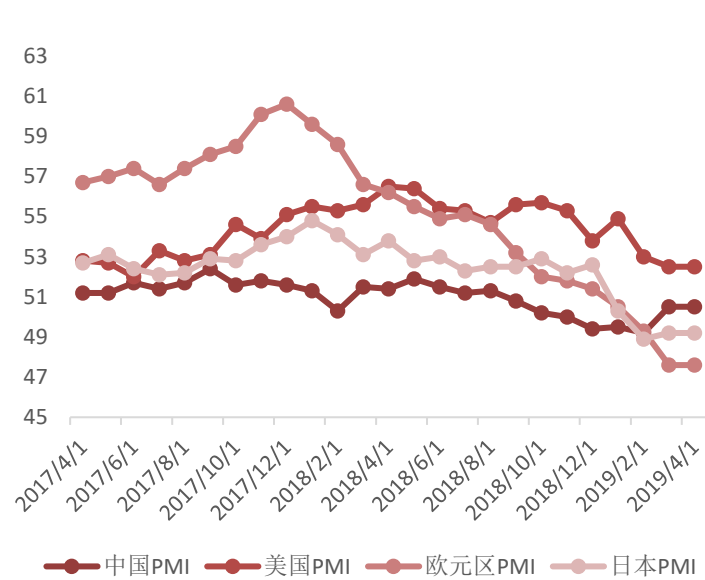
资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

过去 57 年的历史，过去九次相似的转换点，都展现了一个事实。即，美联储即将降息的时刻，都对应着通胀保值债券的相对底部。按照此前的逻辑链条，也很可能同样意味着黄金的相对底部。

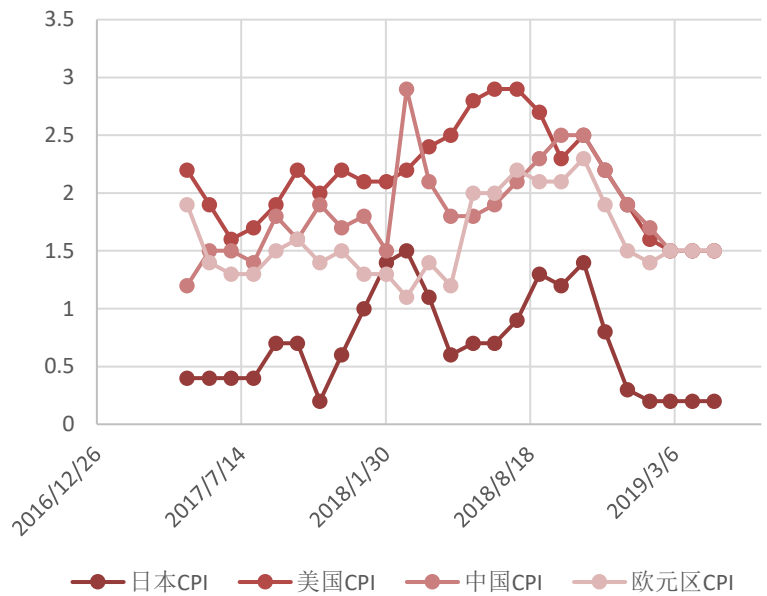
换言之，黄金虽然突破六年新高，却还能更高。

经济活动指标

图表 1 全球经济同步复苏

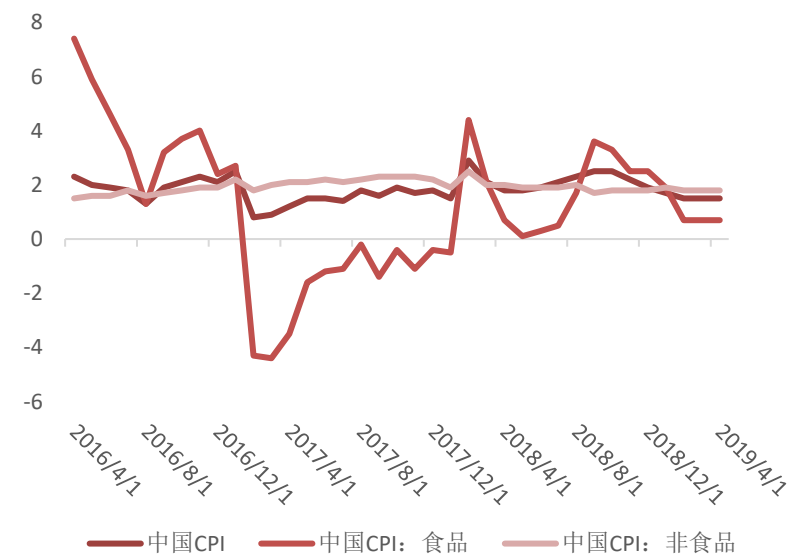


图表 2 全球通胀预期升温

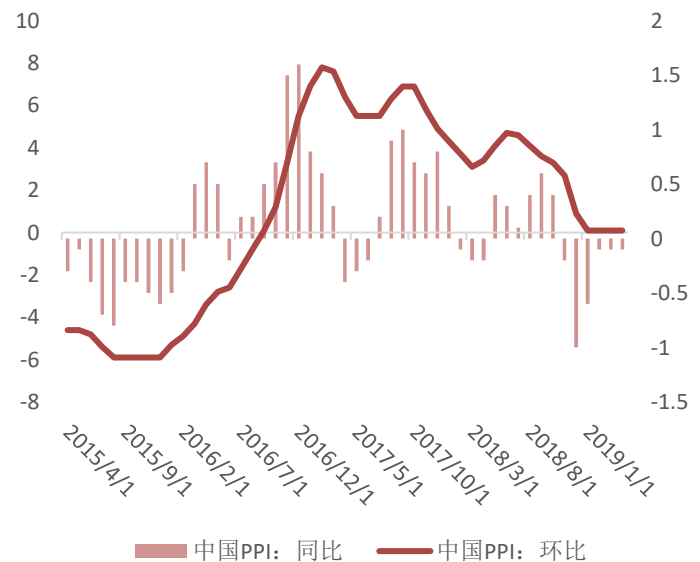


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 3 CPI 增速回落



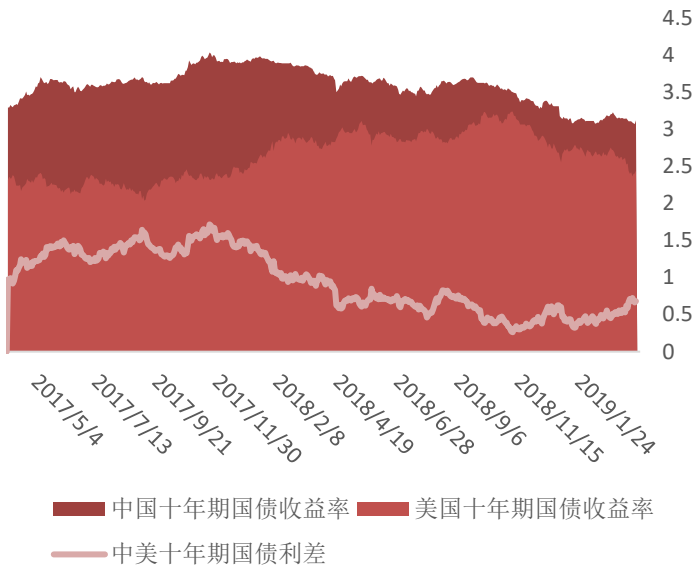
图表 4 PPI 同比结束五个月下行态势



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

金融市场动向

图表5 美国十年期国债走低，利差扩大



图表6 人民币兑美元贬值，兑一篮子升值

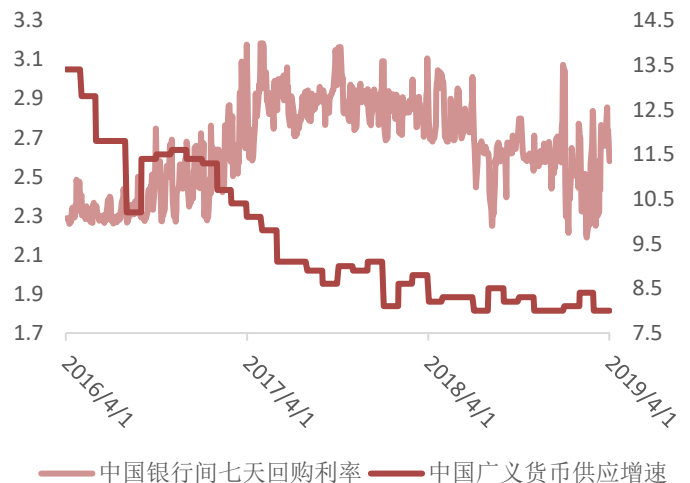


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表7 中国十年期与五年期国债价差走高



图表8 货币增速回落，利率高企



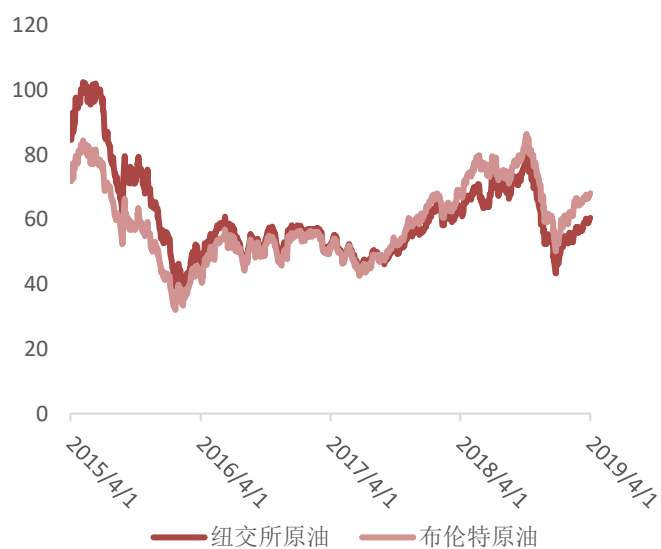
资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

工业品价格

图表9 螺纹钢与铜价均居高位



图表10 国际原油价格反弹

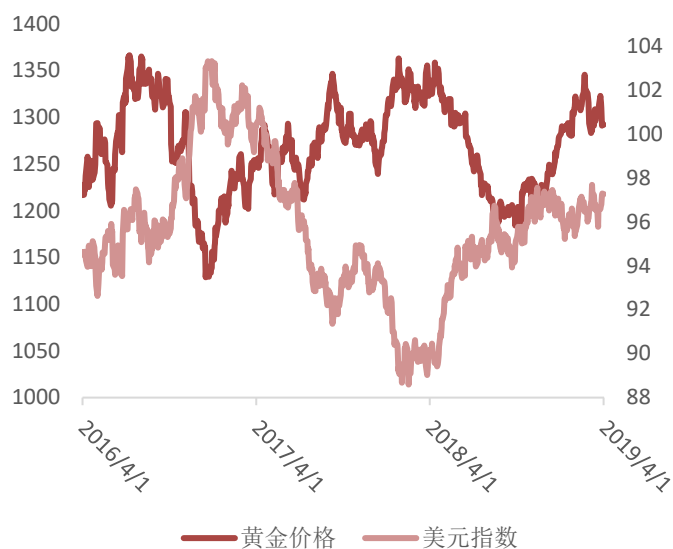


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 11 动力煤与焦煤价格震荡



图表 12 美元企稳，黄金上扬



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号
1803、2104B 室
电话：021-68400688

深圳营业部

深圳市福田区彩田路 3069 号星河
世纪大厦 A 栋 2908 室
电话：0755-82874655

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号期货
大厦 2506B
电话：0411-84803386



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。