



预防式降息下的政策摇摆期

2019-07-04

一、降息的潮流

北京时间 6 月 20 日凌晨 2 点，美联储利率决议发布，报告表示“将根据需要采取行动，包括在需要时及时采取行动”，市场将其视为美联储转变态度准备降息的最强信号。此外，有 17 名美联储官员现在认为年底之前降息 50 个基点是合适的。尽管没有明确表态，但在美联储确认鸽派后，市场已经以年内降息预期开始定价。CME 的美联储观察工具显示，市场预计美联储将在 2019 年 7 月选择降息的概率已接近 100%。

降息预期下，国债收益率快速走跌，导致美元实际利率出现下行趋势，金价的压制因素将逐步减弱。过去十年的历史数据表明，黄金价格与美国实际利率走势呈明显负相关关系。

美国实际利率与金价呈反向波动



(注：交易数据仅作为交易密集度的一个反映，不作为真实交易数据解读，数据来源网络相关统计。)

在此前一天，欧洲央行主席德拉基暗示将推出更多刺激举措，而货币市场已将欧央行降息 10 个基点的时间预期从 2020 年 3 月提前至今年 12 月。至此，全球两大货币的经济体均已宣告货币政策的正常化已经失败，降息的风潮汇聚成流，黄金长牛基础已然奠定。



当降息预期打开，美元指数有望下跌。统计不同时间段内的美元指数变化情况发现，过去五轮加息转为降息后，降息周期的初始阶段美元指数会维持较短时间的强势，但在一年时间以上，美元指数均出现下跌趋势。其中仅有第三轮因为降息空间较小而没有产生跌幅。未来，随着美元降息的推进，美元指数的下跌有望进一步推动黄金的上涨。

降息周期	降息幅度 (%)	美元指数表现 (%)			
		3 个月	6 个月	1 年	2 年
第一轮降息	-5.79%	3.38%	9.00%	-1.89%	-23.43%
第二轮降息	-6.93%	6.19%	4.96%	-3.01%	-9.32%
第三轮降息	-0.86%	0.15%	2.86%	7.05%	17.96%
第四轮降息	-5.28%	-3.98%	0.26%	-0.42%	-9.28%
第五轮降息	-5.11%	-3.68%	-5.97%	-10.27%	-1.55%

(注：交易数据仅作为交易密集度的一个反映，不作为真实交易数据解读，数据来源网络相关统计。)

二、美联储的进程

然而，即使降息已成趋势，也不意味着黄金做多就能高枕无忧。在潮水拍打海岸前，仍有不尽的浪花翻涌。降或不降？何时降？降 25 个基点或是 50 个基点？从过去一段时间美联储的表态来看，对于降息的讨论和分歧从未消失，而这些都将影响黄金上涨的节奏和路径。

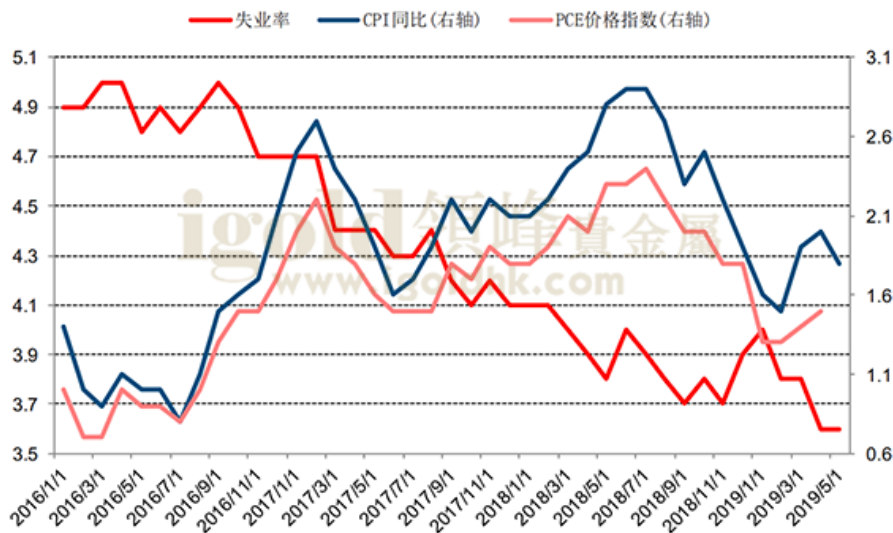
最早提及降息的圣路易斯联储主席布拉德认为，美联储有必要在未来短时期内下调政策利率，为将来经济出现超预期剧烈下滑提供一种“保险”。在他的演讲中提出了以下四点支持降息的理由：

1. 全球贸易争端的持续时间与和解难度都超过了预期；
2. 美国经济增速预计会在 2019 年放缓；
3. 通胀预期持续地低于联邦公开市场委员会设定的通胀目标；
4. 国债收益率曲线正加速走向倒挂。

在这段讲话中，布拉德明确指出了本轮降息的性质——“保险”式降息，也称“预防性”降息，这在格林斯潘时代是常见的操作。

美国国会赋予美联储实施货币政策的双重使命是最大化就业和稳定的物价水平。如图可以发现，美国国内失业率已经下降到历史最低的水平，核心消费物价指数虽然持续地低于美联储设定的 2% 目标水平，但近期已经有回升迹象。当前美国经济的主要指标尚属健康，并无衰退迹象，但经济增速下行趋势较为确定。

美国失业率和 CPI



(注：交易数据仅作为交易密集度的一个反映，不作为真实交易数据解读，数据来源网络相关统计。)

所以，此次美联储的降息动作更接近于 1995 年和 1998 年应对增速下行压力的防御模式，而非应对经济衰退的救市模式。在这种背景下，释放宽松信号存在前瞻性的需求，但真正落地往往还需要充分经济数据的变化，这才是最为合理的操作模式。所以，我们可以看到，美联储在释放降息预期后，措词开始有所反复。

上周，美联储主席鲍威尔表示，“货币政策不应该对市场情绪的短期波动反应过度。”圣路易斯联储主席布拉德也同意了他的观点，他认为 7 月降息 50 个基点并不合适。他还认为，如果美联储确实在 7 月降息，他不觉得有必要同时结束缩表；预计到 2019 年底将累计降息 50 个基点，确保经济软着陆，政策将从轻微紧缩转向轻微宽松。



在过去的一个月时间里，布拉德提及的四点降息理由中，第一条贸易争端已经有所缓解。在上周末大阪举行的 G20 会议的中美元首会晤中，双方同意在平等和相互尊重的基础上重启经贸磋商，美方表示不再对中国出口产品加征新的关税，两国经贸团队将就具体问题进行讨论。通胀方面近两个月已经有反弹迹象，而国债收益率也开始有所缩窄，而非加速扩张。

三、非农的角色

“预防性”降息的本质是对未来应对经济“不确定性”的防御措施。当前美国自身经济和全球政治经济环境也确实都充满了较大不确定性，因此，实施“预防性”降息是有理有据的。但是既然面对的是“不确定”性，就很难判断经济的不确定的风险会在何时爆发，以及爆发的程度如何。所以，美联储是本着相机抉择、灵活把握的应对态度，而并非完全按照既定路线实施降息计划。

据 7 月 5 日 CME “美联储观察”的数据：美联储 7 月降息 25 个基点的概率近期连续下滑，目前是概率为 70.3%，降息 50 个基点的概率则上涨至 29.7%；到 9 月降息 25 个基点至 2.00%-2.25%的概率为 24.9%，降息 50 个基点和 75 个基点的概率分别为 55.9%和 19.2%。。虽然 7 月份降息的概率和基点数有明显的偏向，但目前处于政策的摇摆期，如果数据出现好转或恶化，美联储极有可能适当延缓或加快降息的步伐，而非农就业数据显然是一个非常重要的参考指标。

如果 6 月非农就业数据有恶化迹象，7 月降息 50 个基点的概率将大幅上升，但反之如果有进一步改善的迹象，7 月降息概率可能会大幅降低。

四、黄金持仓数据

持仓数据方面，全球最大黄金 ETF—SPDR Gold Trust 持仓报告数据显示如下图，自 2019 年 5 月中旬至今，持仓总量不断上行，目前总持仓 798.4 吨。黄金非商业多头持仓数量占比也在创出去年以来的新高。

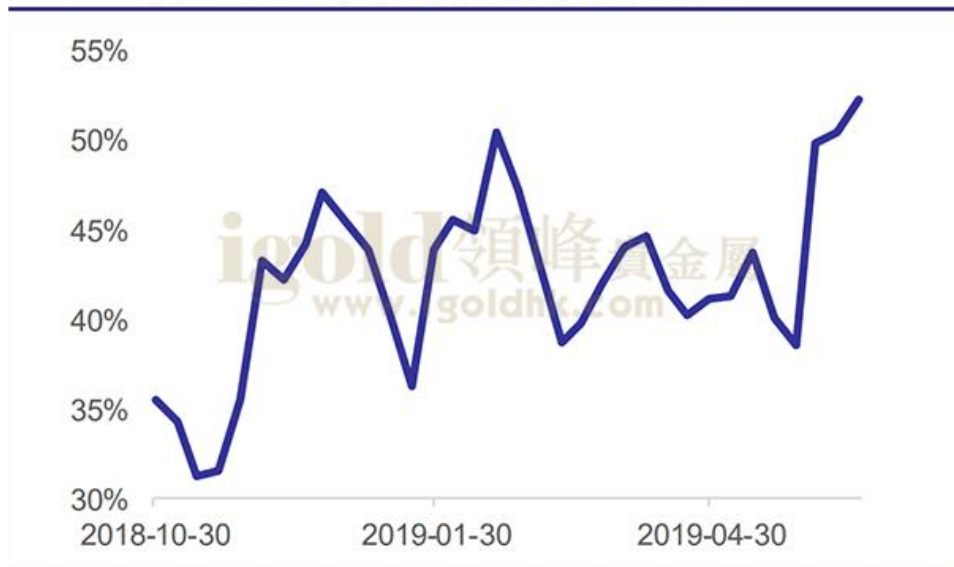


最新美国SPDR Gold Trust黄金ETF持仓量:



(注: 交易数据仅作为交易密集度的一个反映, 不作为真实交易数据解读, 数据来源网络相关统计。)

黄金 CFTC 非商业多头持仓数量占比



(注: 交易数据仅作为交易密集度的一个反映, 不作为真实交易数据解读, 数据来源网络相关统计。)

五、操作策略

技术分析: 黄金在近期的走势中表现的极为强势, 继本周初利空低下行后, 连续两天震荡再度上涨至前高位置附近。周线级别上, 黄金上周已经突破近 6 年多的高点, 中长期上升趋势已经形成。日线图形看, 黄金在年初创出高点后开始震荡, 低点仍然在抬高, 高点略有下移, 目前处于宽幅震荡阶段。如图为黄金 1 小时周期图, 震荡下沿在 1382 附近, 上沿在 1436 附近, 中间成交密集区在 1407 附近。



操作策略上，本次非农就业人数预期增加 16 万，前期为 7.5 万。由于周三 ADP 就业人数大幅低于预期值，预计市场情绪将偏悲观，故结合技术面，作推演如下：

如数据低于 16 万但高于 7.5 万，则小幅利好黄金，技术上可参考 1436 附近的高点平台压力是否突破，如果利好但依然承压，建议在 1436 附近依托压力做空；如突破压力可等待回调追多。

如数据出现低于 16 万且低于 7.5 万的极端现象，将极大增加 7 月降息 50 个点的概率，可盘中轻仓追多。

如数据高于 16 万，则利空黄金，可依托 1436 附近压力适度追空，同时观察震荡的箱体中部 1407 是否击穿，如有支撑，可继续延续做多思路。

【以上观点建议，仅供参考，不代表公司立场，据此交易风险自担。建议投资者朋友保持乐观谨慎态度，根据具体盘面来具体分析应对。】

分析师：里昂

2019 年 7 月 4 日