



宏观经济日报

2019年8月12日星期一

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

【今日主题】

黄金有继续上行的基础2

【全球股市】9

【南华指数】10

免责声明14

南华期货研究所

黎 敏

limin@nawaa.com

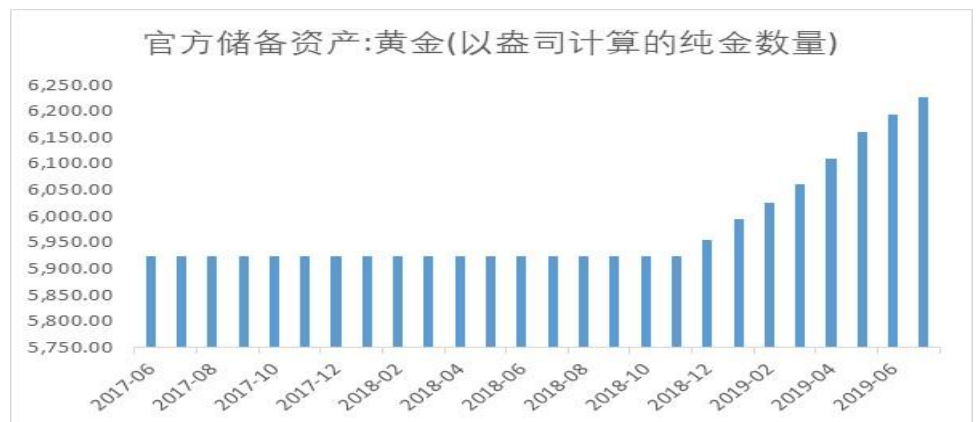
010-631317-855

投资咨询: 20002885

黄金有继续上行的基础

我国7月黄金储备为6226万盎司，环比增加32万盎司，为连续8个月增持。2018年12月至2019年7月，我国黄金储备月度增加额分别为32万盎司、38万盎司、32万盎司、36万盎司、48万盎司、51万盎司、33万盎司、32万盎司，达到历史高值。目前国际金价已经创2013年4月以来新高。

图1、官方储备资产：黄金



数据来源：WIND 资讯

图2、COMEX 黄金



数据来源：WIND 资讯

今年金价是比较看好的商品品种。1、降低黄金持有的交易成本。全球经济增速放缓，降低持有黄金的机会成本。2、贸易摩擦升级凸显黄金的避险属性。3、央行购金起到“风向标”的作用，加大全球黄金需求，推动金价上行。4、金价上行，叠加美元指数大概率下行，央行继续加大购金力度。

历史上美元指数与黄金价格具有较强的负相关性，根源于两个方面：一是美元是黄金的计价货币，美元指数下行将直接推升金价；二是美元与黄金均是国际储备货币，美元指数下行将增强黄金的替代效应，增加全球央行对黄金的需求。

图 3、美元指数与黄金



数据来源：WIND 资讯

美国 10 年的国债的收益率被认为是全球资金拆借成本的基准工具，即 10 年期美债收益率的上涨意味着无风险利率的上升。同时也意味着市场对资金流动性需求的进一步加大，这也可能意味着市场对风险资产抛售力度的加大。但从去年四季度开始，10 年期美债的收益率开始下滑，表明市场资金相对开始乐观。但令人不安的是，三个月期与十年期收益率的倒挂反倒引发市场对美国经济可能衰退的担心。这可能也是引发各国央行增加黄金储备的部分原因之一。

图 4、美债收益率与黄金



数据来源：WIND 资讯

总结：金价或持续上行。

2019 年第二季度中国货币政策执行报告点评

2019 年 8 月 9 日央行发布《2019 年第二季度中国货币政策执行报告》(下文简称《报告》)，其中，《报告》对市场近期较为关注的例如经济增长及其中结构性问题、货币政策取向和空间、汇率、物价、利率市场化、金融供给侧结构性改革等问题做出详细分析

银行破刚兑

央行在报告专栏中提及,认为流动性分层一定程度上是对过去同业业务不规范的纠偏,是打破同业刚兑后市场主体风险意识增强的表现,有助于强化市场风险定价机制,约束机构过度扩张的冲动,符合金融供给侧结构性改革的总体方向。但同时央行也提到要避免非理性收缩,完善对中小银行的制度性支持,优化我国银行体系结构。此外央行也提及要通过补充资本来增强中小银行服务实体、防范风险的能力。在对后续完善金融市场体系上,央行也提及妥善处置债券回购违约交易,防范风险传染,尽快推出到期违约债券转让业务相关制度安排,促进市场有效出清,维护市场秩序和信心。深化金融供给侧结构

性改革上，要构建多层次、广覆盖、有差异的银行体系，并完善风险补偿机制。

包商被接管是银行表内打破刚兑的第一枪，市场担忧的升温 and 蔓延都非常快（甚至超预期）。央行通过两方面化解风险：一是维持流动性总量的合理充裕，通过公开市场等多种政策工具投放流动性；二是对中小银行提供定向的流动性支持。而随着包商问题逐渐被化解，市场关注点转向其他问题银行，目前来看这些银行的处理方式，包括引入其他金融机构作为战略投资者入股注资等，相比包商直接被接管似乎更能令市场接受，市场情绪并未受到大幅冲击。因此我们认为，流动性分层的状况并非不能治理，但相比流动性投放而言，更紧迫的是加快对问题银行的注资和股东结构治理，才能从根本上恢复市场信心。货币政策虽然不是万能，但在治理过程中，保持相对宽松的货币政策环境也是有助于缓解症状。从近期存单的发行情况来看，虽然流动性分层依在，但情况相比于 6 月份最严重的状态已有所改善。

利率与融资：

近期全球主要央行纷纷降息，而我国货币政策仍然相对中性。二季度银行超储率从一季度的 1.3% 大幅提升至 2.0%，明显高于 18 年同期的 1.7% 和 17 年同期的 1.3%，与 16 年二季度接近。历史来看，二季度 2.0% 的超储率属于中上水平，但仍低于 2015、2016 年 2.5% 和 2.1% 的水平。今年二季度，金融机构人民币贷款加权利率较一季度小幅下降 0.03 个百分点至 5.66%，其中一般贷款利率下降 0.1 个百分点至 5.94%，票据融资利率与前值保持不变，个人住房贷款利率下降 0.15 个百分点至 5.53%。更为重要的小微企业普惠型贷款利率下降至 6.82%，较 2018 年平均水平下降 0.58 个百分点，体现出政策意图。报告公布二季度贷款加权平均利率为 5.66%，比上季度环比小幅下降了 0.03 个百分点，其中一般贷款环比下降 0.1 个百分点，票据持平上季度，个人住房贷款降幅相对较为明显，环比上季度下降了 0.15 个百分点至 5.53%。但 7 月份以来银行在信贷指导下开始重新上调房贷利率，预计三季度房贷利率的下行有所放缓。但票据利率 7 月明显下行至低位，融资需求已明显走弱，后续除房贷之外的一般贷款和票据利率预计都将明显回落。

从二季度报告可以看出，央行未来将加速完善利率市场化改革，加速推进贷款利率“两轨并一轨”，我们认为，利率市场化改革的目的是不单单是为了进一步降低实际利率，此前央行公开表示，当前中国通胀水平相对较高，一定程度上支撑贷款实际利率的走低，因此完善利率市场化改革有两方面考量，一是完善商业银行贷款市场报价利率机制（LPR），更好发挥贷款市场报价利率在实际利率形成中的引导作用；二是进一步降低实际贷款利率水平，特别是小微企业贷款利率。此举有助于解决货币堰塞湖的问题，进一步疏通货币信贷传导渠道。我们认为LPR将在今年内启动，央行将适时通过调降MLF利率的方式，使LPR以货币市场基准利率为锚，根据资金供求水平有效调整贷款利率，逐渐或弱化存贷款基准利率对银行实际贷款利率的调控作用。

物价与通货膨胀

尽管二季度CPI、PPI、GDP平减指数同比均相比一季度回升，但央行在对通胀形势分析的时候，指出核心CPI稳中略降，企业生产需求边际放缓、大宗商品价格同比下降、上年同期基数较高等因素导致PPI走低。此外，减税措施、贸易问题还可能对不同部门的物价指数产生不同影响，未来一段时间物价水平受到供求两端影响，存在一些不确定性，央行对动态变化会持续监测。作为拉动CPI上涨的食品价格，主要是受到供给端的影响，而非食品 and 核心通胀的稳中略降，主要是由于市场机制作用得到更好发挥，产能过剩问题缓解，也有企业生产需求边际放缓等需求端变动的因素。我们认为，三季度通胀将出现回落，四季度再度回升，但不会超过7月2.8%的高位。全年物价形势大体稳定，不管是CPI纵向变化，还是国际比较，中国通胀并不高（并没有超过政策3%上限，预计年内也不会超过），因此国内货币政策总体基调不会因此发生变化。

汇率：

8月初，人民币对美元有所贬值，突破了7元。按照报告和此前央行的公开声明，此次贬值是受国际经济金融形势、单边主义和贸易保护主义措施及美国对中国加征关税预期等影响，反映了外汇供求和国际汇市的波动。央行在这一过程中较好地引导了市场预期，控制了市场的过度反应。同时，此次报告，央行还指出在香港发行中央银行票据成为常态机制。上半年，央行先后在香港成功发行6期、共700

亿元人民币央行票据，一方面丰富了香港市场高信用等级人民币投资产品系列，更重要的是，对于推动人民币国际化和丰富人民币流动性管理工具做出了积极贡献，有助于未来稳定离岸人民币汇率的稳定。中国汇率形成机制是以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，汇率贬值并非应对贸易摩擦的主要手段，考虑到资本流动和资产价格等与汇率之间的联系，我们认为，未来人民币汇率将大体保持稳定，在 6.8-7.2 之间双向波动。需要关注的是，我们认为，如果未来贸易摩擦演变至“极端情形”，例如额外关税加征，不排除人民币汇率继续出现贬值的可能。

货币政策：

上半年货币政策总体偏宽，银行体系流动性合理充裕，货币市场利率下行，其中 6 月份同业拆借加权利率比上年 12 月低 87 个基点，Shibor 也整体下行。实体经济信用环境也较为友好，结构性工具灵活使用以解决经济结构性问题的改善。社融增速维持相对高位。央行在下一阶段政策展望中表示，稳健的货币政策要松紧适度，适时适度进行逆周期调节，把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”。我们认为，下半年货币政策总体仍将呈现中性，充分表现出政策定力。虽然美国降息周期开启、人民币汇率贬值压力一定程度释放、给予国内货币政策空间，但央行在报告中同时表示，货币政策转向宽松可能在中长期内加大经济出现剧烈调整的可能性，而且借鉴全球金融危机后的国际经验，低通胀的背景下（中国当前 2.8% 的 CPI 也不算很高），主要经济体政策利率处在较低水平，一旦未来发生危机政策调整应对的利率空间有限。因此，叠加上政策放松对国内资产价格和金融市场稳定造成的冲击，预计货币政策基本不会呈现全面宽松的局面。

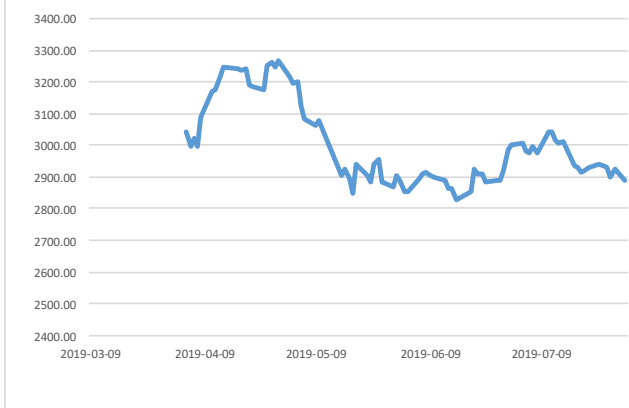
央行表示会注重以供给侧结构性改革的办法稳需求，在推动高质量发展中防范化解风险，紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务。稳健的货币政策要松紧适度，适时适度进行逆周期调节，把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配。这说明央行既会维持一定程度的宽松，发挥逆周期调节的功能；又不会进行大放水强刺激，兼顾防风险。具体来说，央行在短端货币市场，仍会通过降准、公开市场操作等工具维持流动性合理充裕，在经济下行压力增大

时，我们认为公开市场降息的可能性较大，以引导短端利率的进一步下行。而在长端信用市场，为兼顾房住不炒、防风险的任务，或将延续上半年定向宽松的大基调，尤其是以利率并轨为主要抓手，降低实体经济的融资成本。

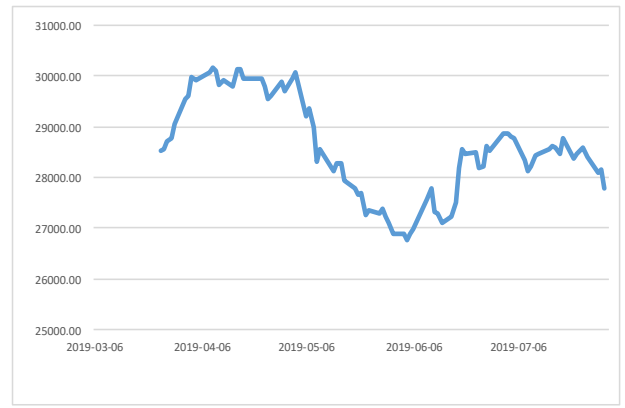
【全球股市】

● 2019年8月12日

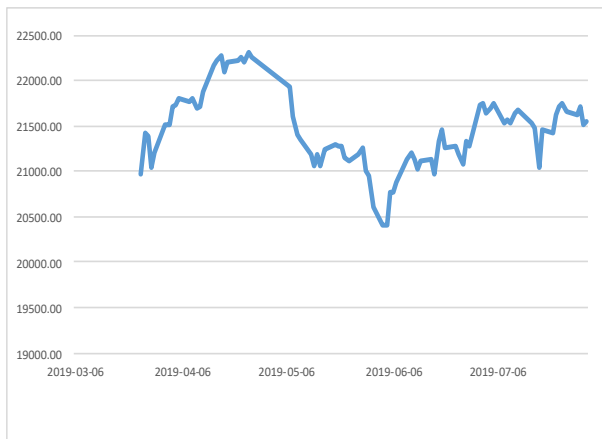
上证综指



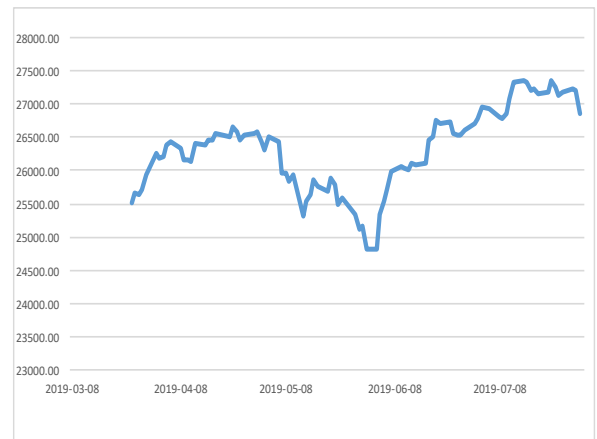
恒生指数



日经 225

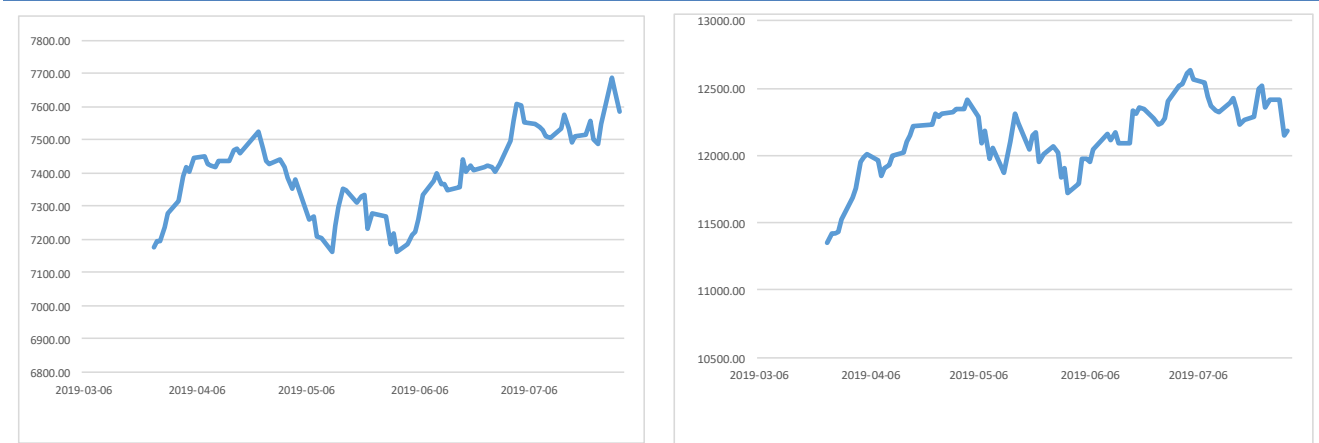


道琼斯工业指数



富时 100

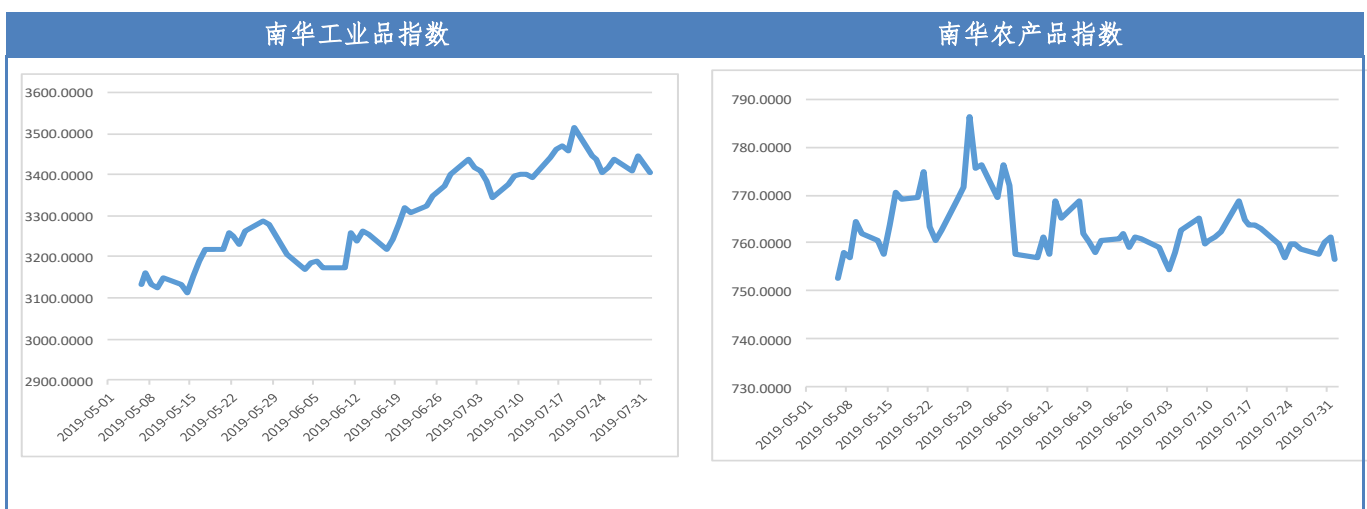
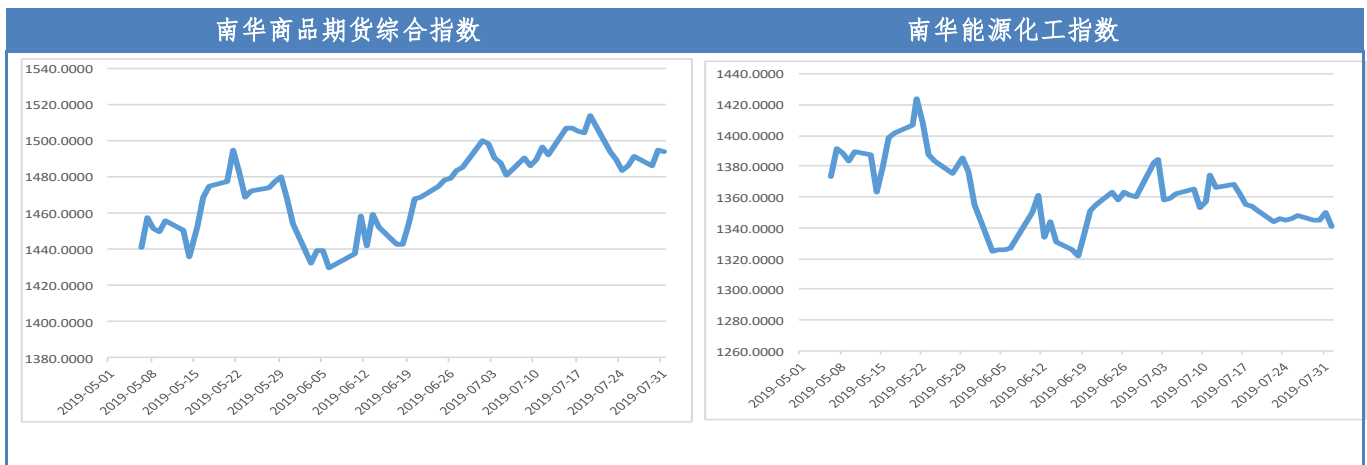
德国 DAX

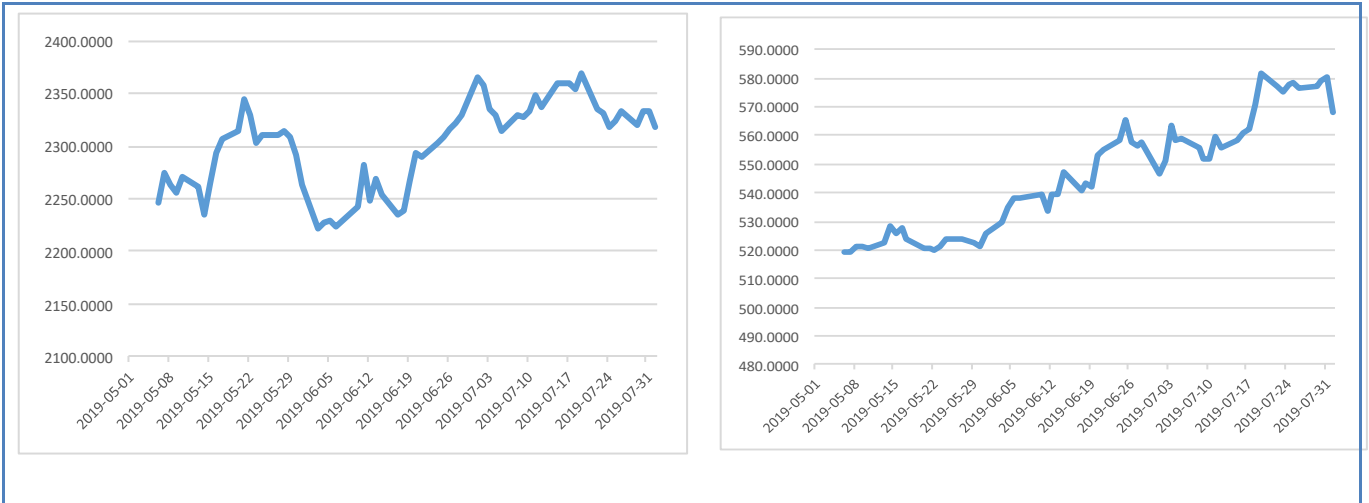


资料来源：WIND 南华研究

【南华指数】

● 2019年8月12日





资料来源：WIND 南华期货研究所

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线：400 8888 910

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
电话：021-20220312

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
电话：021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话：0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

南通营业部

南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室
电话：0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房，2009 房
电话：020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
电话：022-28378072

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
电话：0351-2118001

浙江分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话：0579-89292777

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话：0571-83869601

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区 昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话：0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
电话：0577-89971808

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话：028-86532609

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
电话：0574-63925104

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87274729

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

合肥营业部

合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心 3302

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 555 号交易中心大楼
三层 3232、3233 室
电话：0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼
1405 室
电话：0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802 室
电话：010-63161286

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话：024-22566699

嘉兴营业部

嘉兴市蓝湖区文桥路 505 号融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连
期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话：0411-39048000

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话：0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话：0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话：0451-58896600

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心
2701、2702 室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82577909

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话：025-86209875

济南营业部

山东省济南市历下区泺源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505 室
电话：0531-80998121

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及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达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所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和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他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南华期货公司的立场，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南华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。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、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。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net