

## 非农疾风上阵，黄金急备良药

2020-06-04

### 一、黄金盛夏——炎炎夏日的多空博弈

盛夏 5 月，全球公共卫生事件进入中后半程，各国央行大唱：妖怪，胆敢害我经济？！拿命来！接下来，全球央行们八仙过海，各显神通，货币政策是紧箍咒，财政政策是金箍棒，这是央行长老们降妖伏魔的常规杀器。在过往对经济的逆周期刺激中，货币与财政齐上阵，总能巧妙地化解经济下行的风险。可此次各国央行长老们似乎都忘了，危机是会变异的，历史是相似的，但历史总归是不同，紧箍咒与金箍棒未必能解所有的疾病，此时我们需要寻找新的解药，那就是黄金。黄金作为一剂猛药，本月的表现虽不如上月好，创出新高至 1764 后开始做小幅调整，月波幅也走出 92 美金的空间。为何财政政策和货币政策会生病？黄金又是如何治病的？它治的又是什么病？显然，黄金作为一剂苦口良药，它治的是利率病与财政病。让我们来看看美联储今年的利率决议主要内容：

### 2020年美联储利率决议主要内容



(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。)

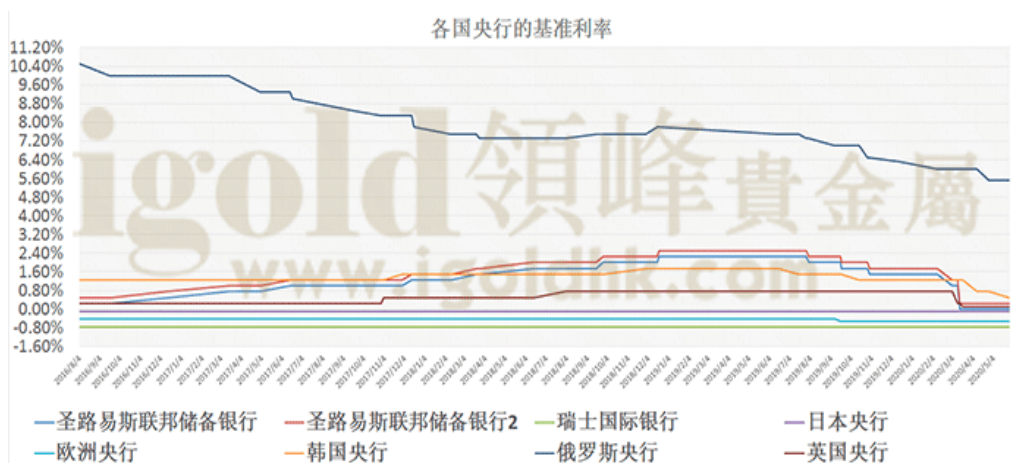


2020年4月的利率决议相比于1月的，美联储的量化宽松规模达到了历史之最。从今年三月至今，美联储还创设了新型流动性信贷工具以解决美国经济的流动性风险。比如商业票据融资工具，一级交易商信贷便利，货币市场共同基金流动性工具，以及市场信贷便利，二级市场信贷便利，工资保障机制信贷便利，市政流动便利等。

而市场对于2020年4月美联储的关注重点是，美联储是否会打破这一传统，执行负利率？这一宏大的议题中，多空各抒己见，最后鲍威尔对美国执行负利率敲下否定的大锤，美联储将不遗余力的使用货币政策工具支持经济、配合财政政策。而在提及目前的财政政策是否会造成财政路径的不可持续性时，鲍威尔也表示当前这一特殊时期下财政政策不需要考虑这些问题，而是应该尽其所能支持经济，由此也可看出美联储在应对紧急状态下的货币政策将尽可能的宽松，立场鸽派。而黄金在本月是高位震荡，多头依旧强势。

## 二、利率之歌到利率之病

随着全球公共卫生事件在不断蔓延，各国央行在对抗其带来的经济冲击，纷纷高唱下调利率之歌，下图为各国的利率，我们可以看到欧洲，日本，瑞士等国家的名义利率已经实施负利率。



(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。)

## 美国的货币政策——利率之歌

从美国的基准利率来看，从 2018 年底开始了 QE 以后，基准利率最高点 2.5% 下降至最新的 0.25%，从 2019 年 8 月开始，美联储宣布降息 25 个基点，联邦基准利率目标下调至 2.25%—2%。此外，美联储还宣布从当日起停止缩表，并下调超额准备金率 0.25%。这是美联储从鹰派转鸽派的重要标志之一，随后的一个月，美联储的降息之鼓由缓转急，一鼓作气，连续两个月降息，共降息 50 个 BP，幅度之大，时间之短，可以记入美联储调控的史册之中。这个降息之路直到 2020 年 3 月，美联储的基准利率已经接近 0 下限。而美国 10 年期国债收益率同样呈现大幅下跌，现阶段美国国债收益率在 0.75%。



(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。)

## 美国的财政政策——政府的购债之路



美联储的 QE 政策不仅仅在基准利率中，而美联储的大笔购买之路也并非从现在才开始。3月15日美联储推出 QE 以及一系列政策工具后，美联储资产负债表总规模由 4.4 万亿美元提升至 7.05 万亿美元，其中主要扩张的项目仍以中长期国债与 MBS 为主（占比 56%、11%），美联储推出的 PDCF 等一系列货币政策工具占比不大，仅为 4%。近两周初级市场交易商短期贷款与货币市场共同基金流动性便利余额开始出现减少，货币基金市场流动性支持工具需求量减少，反映货币基金市场流动性缓和。商业票据融资便利 CPFF 启动后，商业票据与 OIS 利差显著收窄。QE 的购债规模持续放缓。

而值得我们关注的是，美国的债务规模已经占其经济规模的 20%，而在危机开始之前，美国的债务只占 GDP 不到 10%。



(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。)

### 三、利率病与财政病

利率和通胀是黄金价格的根，今年以后由于发达国家的基准利率几乎都接近 0，而负利率和大规模的政府购债计划也会在未来的时间节点对经济的刺激出现边际效应递减的规律，而黄金是苦口良药。

全球各国的债务都是以政府信用为背书，但各国的财政和货币政策并不是万能的，也就是纯粹以利率为核心的货币政策，以购债为核心的财政政策，以政府



信用为背书。长此以往，各国政府都会生出利率病和财政病，也就是单纯通过货币政策和财政政策去刺激已经进入泥淖的经济，这样的效果会越来越弱。货币政策与财政政策的边际效应递减，但是政府债务和信用的损耗是无限的，当到达这样临界值的时候，黄金的反应会逐步的和实际利率有一定的脱钩迹象，推高政府财政赤字和债务规模会消耗和损耗政府主权信用，推动金价创得新高。也就是黄金接下来并不是简单的反馈利率的资产，还隐含着政府债务和信用的损耗的对冲职能。这就是货币政策与财政政策的逐步失灵并支撑黄金未来上行的底层逻辑。

#### 四、风险因子——VIX 指数



(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。)

从黄金与标准普尔指数的波动率来看，在今年 2 月底，黄金与标普的波动率从波动收敛变为大幅度攀升，黄金和标普的波动率最高分别为 48%和 76%。而从 3 月份至今，VIX 指数快速回落，目前公共卫生事件作为因素对黄金的利好刺激在逐步减弱。

未来经济的风险因子，美国种族歧视引起的暴动危机点燃黄金的多头礼炮。2020 年 5 月底，由于美国警察暴力执法使得一名黑人致死，此事衍生出来美国

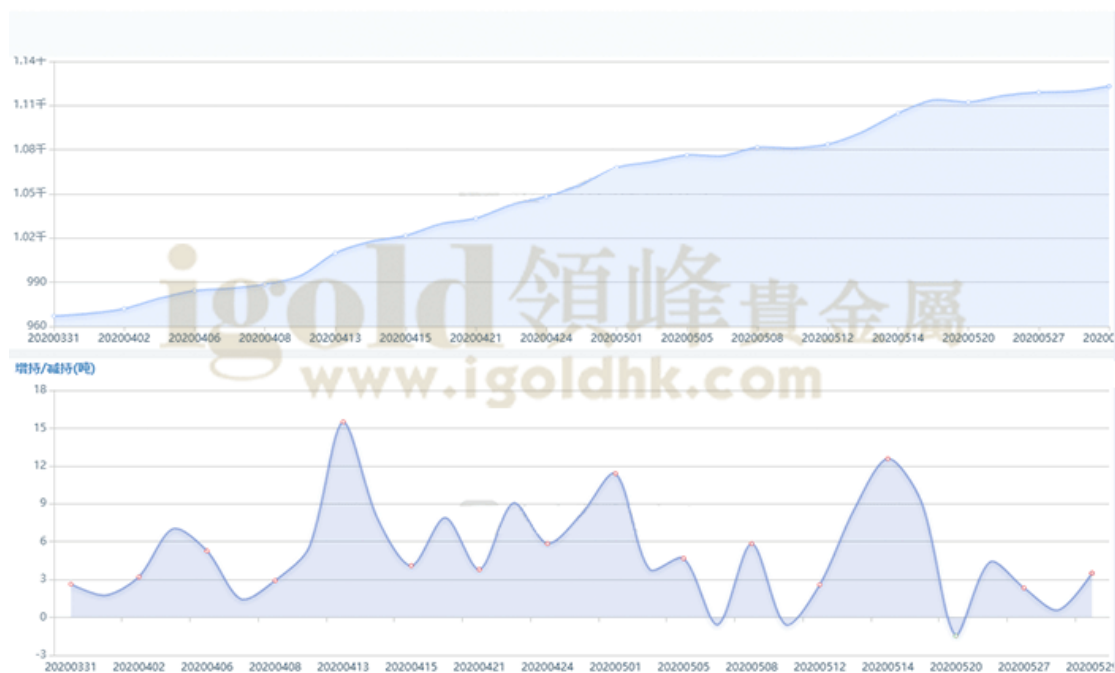


潜在的问题——种族歧视和阶级暴动，此事继续发酵或许会使得黄金的 VIX 指数再次大幅上扬，除此之外，我们也不可忽略暴动的全球化使得美国非农就业人口被动性减少。

## 五、黄金持仓分析

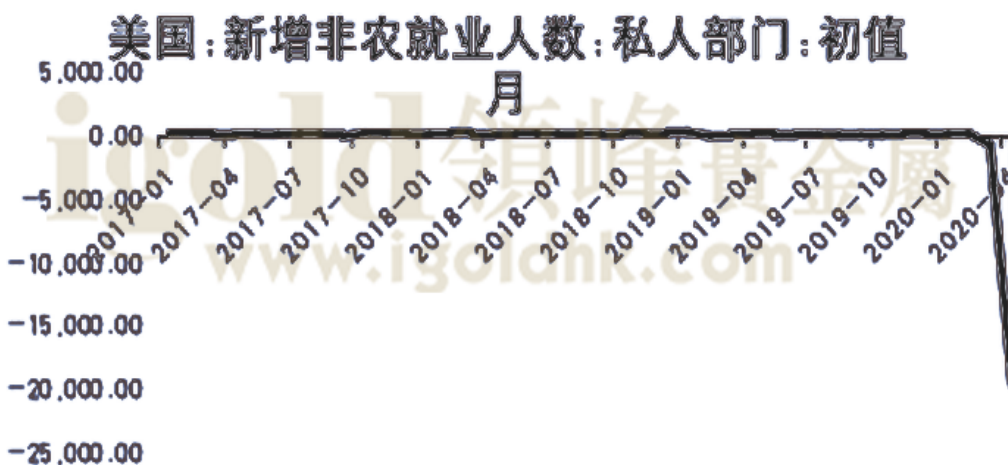
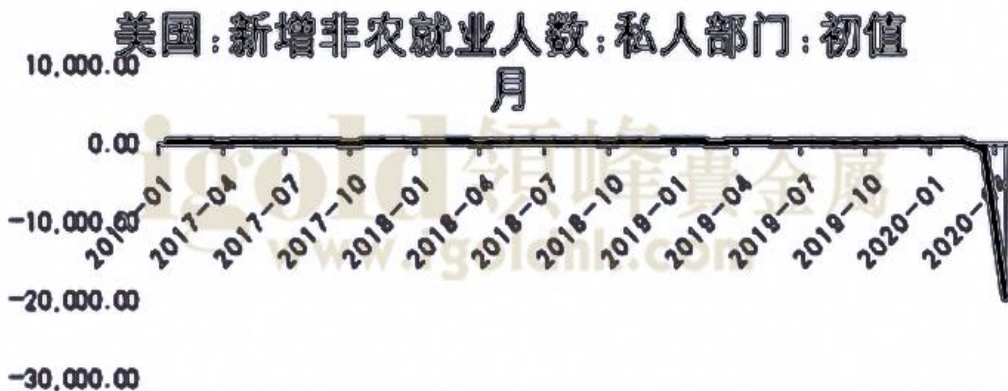
整个 5 月份，黄金高位震荡，但从 ETF 的持仓来看，黄金的持仓总量在不断增加，当前持仓总量在 1119.63 吨，折合美元约为 618 亿。从持仓来看，黄金暂时没有出现任何减仓的迹象。而从美国商品期货交易委员会的非商业持仓报告来看，黄金的多头持仓为 288148 手，空头持仓为 50234 手，对比于 5 月 5 日当周多头持仓为 275571 手，月增幅为 12577 手，空头持仓为 25567 手，月增幅为 24667 手。由此可看出，从空头的增仓幅度远高于多头，从黄金在 5 月表现来看，黄金出现了小幅度的回调，再继续上涨，多头仍然较为强势。

全球最大黄金ETF—SPDR Gold Trust持仓报告



(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。)

## 六、非农数据回顾与分析



(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。)

2020年4月的非农业就业人口为-70.1万人，5月份非农就业人口为-2050万人，也就是失业人口翻了近3倍。而从美国持续申领失业人数也翻了2倍有多。2020年5月新增非农就业仅7.5万人，低于预期的下限8万人，失业率3.6%，平均小时工资环比增长0.2%，低于一致预期0.3%。伴随着美国失业率不断下行，劳动参与率上行，其劳动力缺口逐渐收紧，这意味着其非农增长本身就将放缓。随着美国各地的复工潮将性将至，本次市场预测非农业失业人口为800万人，低于上个月2050万人。

下图是2020年以来5次非农数据公布后黄金的价格波动：今年5次非农一共3次利空黄金，2次利多黄金，非农数据公布以后黄金4次上涨，1次下跌。



(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。)

## 七、6月非农策略

黄金日线图在 5 月份仍然处于上升通道之中, 低点在抬高, 高点也在抬高, 创出月内新高至 1764 附近开始震荡向下, 上升趋势线 1702 已在周三晚间被跌破, 接下来黄金需要向 1670 附近寻找支撑力度。我们可以预估黄金在非农数据公布后价格出现的几种可能, 第一种, 黄金在周五非农前先行回落至 1670 获得支撑, 并且非农就业人口数据低于预期, 利好黄金, 那么可以考虑在非农公布之后考虑多单入场。第二种, 非农前黄金已经提前走出了数据利空出现的下跌行情, 数据公布后反而可考虑做多黄金。从今年黄金的 5 次非农数据表现来看, 即便是数据利空黄金, 黄金上涨的概率也大于下跌的概率, 只是如果数据利空黄金, 黄金的向上的空间表现有限。





(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。)

如果本次非农数据大于预测值-800 万人, 非农业就业人口有所好转, 虽然利空黄金, 但仍然可以考虑在 1690 附近轻仓做多, 止损在 1685, 向上看 1700 以上。

如果本次非农数据小于预期值-800 万人, 非农业就业人口出现恶化, 那么利多黄金, 可以考虑做多黄金, 1670 附近轻仓做多, 止损 1665, 向上看 1690 以上。

【以上观点建议, 仅供参考, 不代表公司立场, 据此操作, 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。】