



## 岔路何去无方向

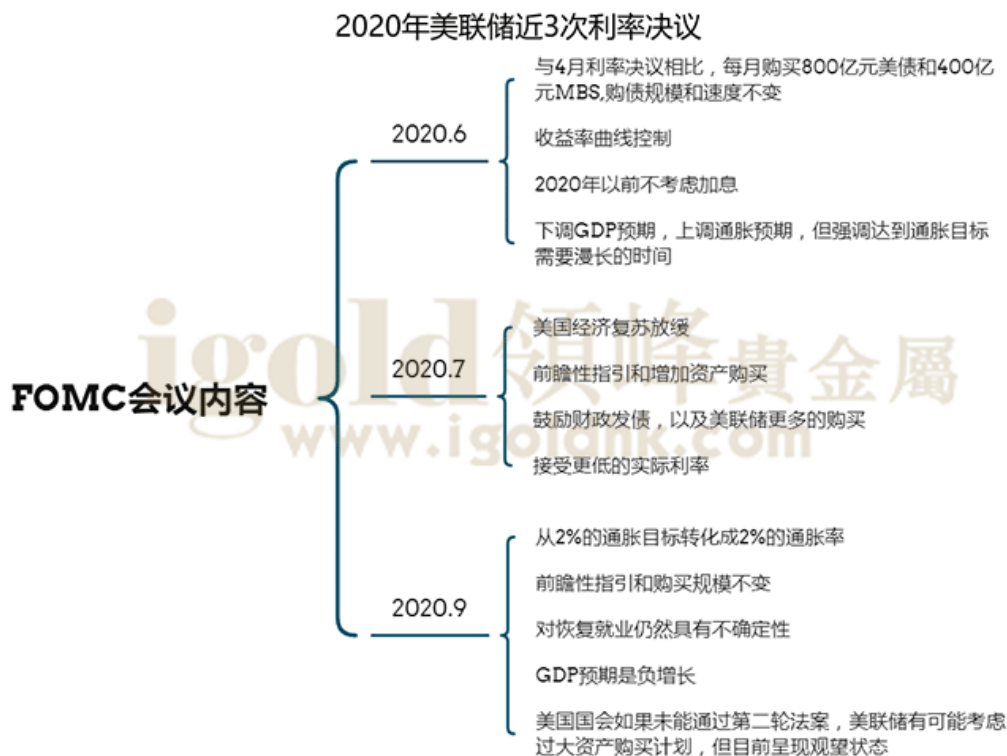
2020-10-01

### 一、秋风起，弹药尽——金市一片凉意

夏秋之际，全球央行爸爸们在货币市场上开闸放水，企图拯救被公共卫生事件袭击的宏观经济。从效果来看，各资产价格在央爹的大水漫灌之下，都有了不错的表现，而黄金是夜空中最亮眼的星之一，但好景不长，随着各国央行爸爸们的三板斧逐一放出，降利率，发债购债，以及前瞻性指引等，黄金也产生了耐药性，这个秋天，美联储有些弹尽粮绝之感。黄金是风萧萧兮易水寒，壮士一去兮不复还。黄金曾经的高峰 2074 也成为多头攀登的目标，对于勇攀高峰的黄金多头们，谨记：蜀道难，难于上青天，西当太白有鸟道，可以横绝峨眉巅！

### 二、各央行的宏观基调

#### (一) 美国



(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。)

从今年6月份以来，美联储3次利率决议时释放的宏观信号略有不同。与3月份的利率决议相比，美联储的购债规模和速度没有变化，其次，加息时间在顺延，最后，美联储对于控制失业率和通胀的平衡出现了两难抉择。从菲利普斯曲线来看，通胀率往往与失业率之间呈现反比关系，近几年美联储的宏观经济政策决策，也在这两个抉择上飘忽不定。而美联储的摇摆的态度也给亢奋的黄金浇了一盆凉水。当我们比较这三次FOMC的会议核心，鲍威尔更强调通胀的控制还是更注重失业率？侧重点仍然有一些反复，但我们可以看出美联储开始允许更高的通胀，尤其是在9月份利率决议后的新闻发布会上，鲍威尔强调允许2%的通胀率，从原来的2%通胀目标转化为允许2%通胀率，但鲍威尔仍然强调对于失业率的不确定仍然是使得美联储在做决策之时会摇摆的重要原因，而允许更高的通胀率这意味着允许更低的实际利率。换言之，黄金上涨的底层逻辑仍然未曾改变，只是或许黄金再难出现疯狂的上涨。

为什么说黄金再难出现强势上涨行情呢？由于美联储常规操作从上次联储纪要开始就已经没有什么新闻了，此次市场仍然是有着超预期的预期，当然鲍威尔讲话更多的强调了目前，虽然不能说货币政策已经没空间，但是更多的问题是



财政应该负责的，美联储有买卖权利没有支出权利，针对目前的情况，可以说鲍威尔为美联储能做的事情已经做出了甩给财政支出的铺垫，市场想要的超预期的刺激没有任何表述。因此，黄金就不具备大肆上涨的基调了，但现阶段谈论黄金转空还为时过早。

## （二）欧洲

### 2020年欧洲央行近2次利率决议



（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。）

从欧央行下半年的利率决议来看，欧央行的宏观基调相比于美联储会更为宽松，除了再融资利率，边际贷款便利利率和存款便利利率不变以外，欧央行继续按照原定规模进行资产购买计划。我们不可忽略欧洲区域的公共卫生事件恶化，从下图来看，9月欧洲区域感染人数再达新高，不排除欧洲区域会二度封城，对于本就不乐观的欧元区经济雪上加霜，欧洲央行行长拉加德表明或有可能购买更多的资产，并推出更多的财政政策和货币政策的刺激措施。



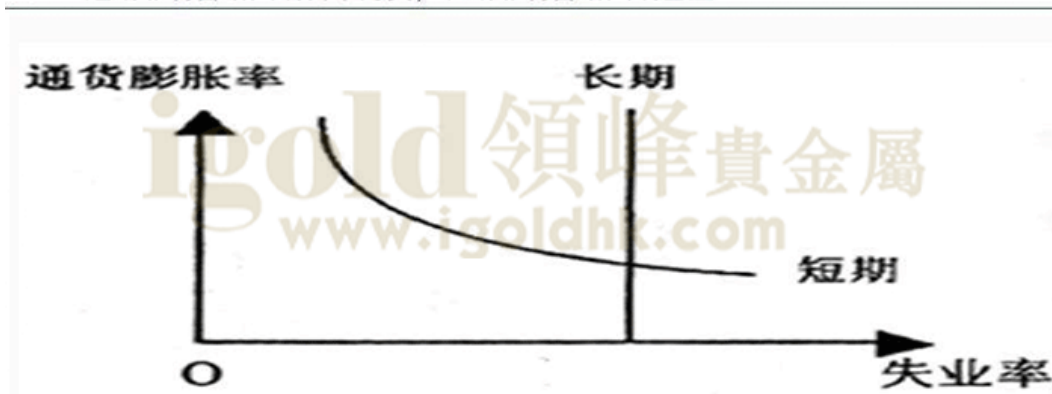
(注：交易数据仅作为交易密集度的一个反映，不作为真实交易数据解读，数据来源网络相关统计。)

但欧元区的货币政策还是否会对经济复苏有效呢？答案是否定的。后续欧元区的货币政策的空间已经形同日本，甚至更加糟糕，内部环境的恶化将迫使其管理层寻求破局之道。但与此同时，欧洲原本相对宽松的贸易环境将变得孤立主义起来，寻求内部的全产业链，回归部分工业端，以及增加对外关税政策等。结果就是欧元资金流出最终还会返还到黄金市场，这也是黄金没有一泻千里的重要原因之一。

由此可以得出一些结论：第一，美联储的态度已经非常的明确，没有更多的货币政策空间来进行应对，在应对持续的公共卫生事件过程中，货币的有效性，仅仅是解决流动性危机。但对于居民负债表能起到的作用已经非常的有限了，所以鲍威尔更多的是甩锅给了财政问题，由于缺少了更多的预期支撑，这对于风险偏好的支撑影响还是很大的；财政分歧过大，美联储甩锅更多的货币政策预期没给，整个市场的风险偏好一点点的转变，市场完成了转换过程中的震荡但潜在的风险已经逐步的抬升。第二，不管是美联储还是欧央行，目前的困境就是鱼与熊掌如何兼得，未来的侧重点是在控制通胀率还是控制失业率，这就陷入了菲利普斯曲线的陷阱中了。

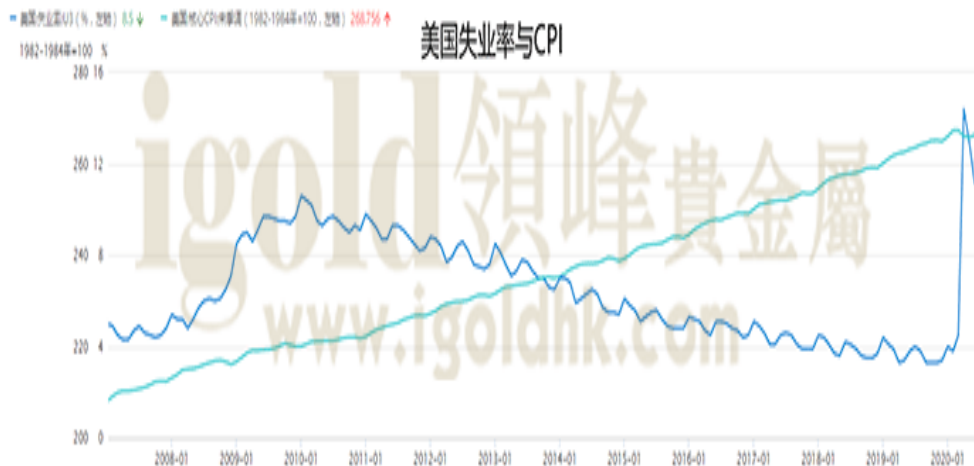
### 三、菲利普斯曲线之难

短期菲利普斯曲线斜率为负，长期菲利普斯曲线垂直



(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。)

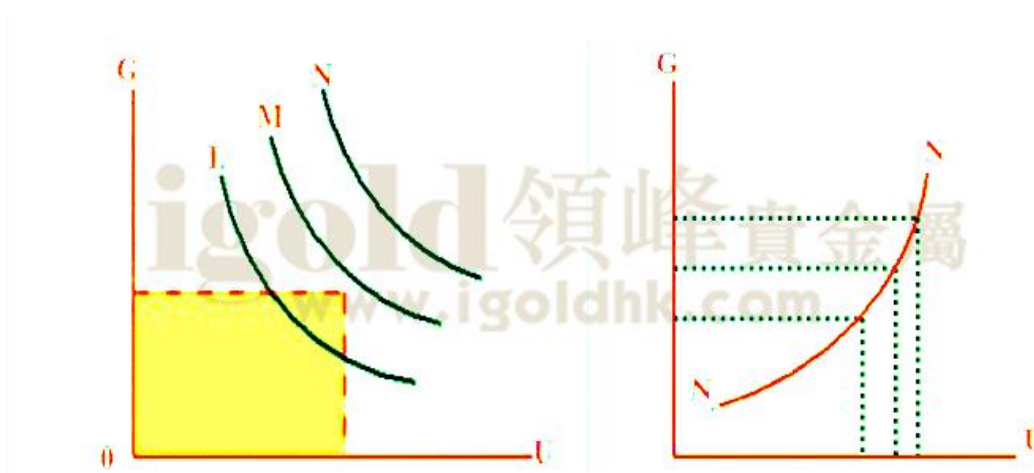
菲利普斯曲线可以表示失业率与通货膨胀率之间的交替关系。即失业率高表明经济处于萧条阶段，这时工资与物价水都较低，从而通货膨胀率也就低；反之失业率低，表明经济处于繁荣阶段，这时工资与物价水平都较高，从而通货膨胀率也就高。从短期来看，失业率和通货膨胀率之间存在着反方向变动的关系。如下图所示，美国的失业率与CPI在短期来看确实呈现反向变动的关系。



(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。)

而美联储一直的调控目标就是通胀率和失业率都控制在把菲利普斯曲线中的临界点以内的安全范围中，这也是为什么美联储和欧央行一直强调 2%的通胀率，

这是因为如果菲利普斯曲线如果突破临界点，按照原有惯性上升的时候，那么会出现恶性通胀和失业率激增，甚至有可能出现政府干预失灵迹象。



(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。)

从今年 3 月份至今，全球各央行都不同程度的下调过基准利率，并进行了大量的资产购买，做出更多宽松型的前瞻指引，而黄金市场早已反应过量化宽松出现的疯狂上涨。此时，各央行陷入了进退两难的困境，原有的货币政策和财政政策对经济的刺激逐步呈现边际效应递减规律，而此时，央行的侧重点都在于对通胀的控制，但由于菲利普斯曲线规律，如果允许更高的通胀，那么或许要以牺牲就业为代价，而如果通胀控制不好，超出了临界点，那么接踵而来的很有可能是政府干预失灵，市场陷入无序的混乱之中。而黄金，这是最后的解。央行头子们当然也知道这样的结果，所以我们可以看出央爹的谨慎，这也是黄金无法大幅度上涨，也无法转空的根因。



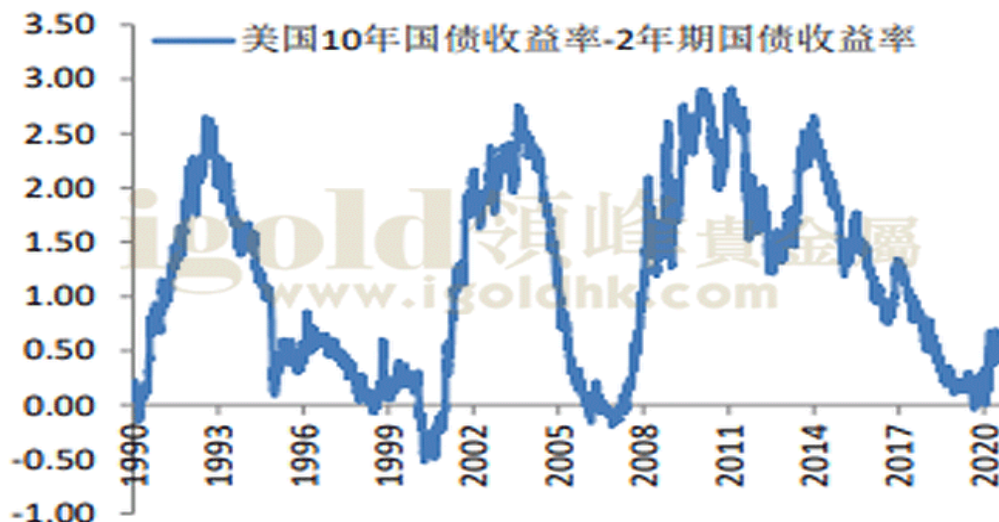
(注: 交易数据仅作为交易密集度的一个反映, 不作为真实交易数据解读, 数据来源网络相关统计。)

另外, 我们可以对美国通胀率做更细致预测, 如上图所示, 根据核心 PCE 指数建立的多因子模型, 在中性假设下, 核心通胀主要也就是受到薪资增速的拖累, 但随着经济逐渐正常化, 需求的回升也将推动包括餐饮、住宿、运输、休闲等行业的物价回升, 海外经济的修复对美国核心商品通胀有一定提振, 医疗服务价格在公共卫生事件反复的情况下依然保持较高增速, 而住房服务在失业率和薪资的压制下难有起色。预计美国核心 PCE 物价指数 2020 年底为 1.2%, 2021 年底为 1.5%。也就是未来的通胀有机率温和性增长, 在名义利率不变的情况下, 美国的实际利率仍然是走低的, 黄金上涨的底层逻辑仍然未能改变, 但年内再难见到黄金勇攀高峰。

#### 四、美债收益率——震荡下行



(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。)



(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。)

从美国近期的国债收益率走势来看, 美国 10 年期国债收益率在 0.5% 以下震荡, 可以预判近几年美债收益率都难以做大幅度抬升。另外, 从长短期国债利差来看, 美国 10 年期国债与 2 年期国债的利差在今年出现倒挂后, 利差扩大, 流动性危机解除。一般来说, 国债收益率的长短利差倒挂是经济危机的预示, 而长短利差的抬升可以侧面反映美国经济已经从最糟糕的情况出现了好转。所以现在对于黄金的矛盾点在于, 由于美债收益率无法做大幅上涨, 黄金转空的基调不存在, 但美国经济的复苏这也不利于黄金长期上涨, 所以我们可以认为黄金整体趋势仍然是多头, 但在美国大选前创出历史新高的几率较低。

## 五、美国大选前瞻—— 黄金的不确定性

美国大选将在 11 月初进行, 美国共和党和民主党的斗争已经进入了白热化阶段, 虽然现在美国民调显示民主党人士拜登小幅领先, 但因为美国大选实行选举团制度, 赢者通吃是核心原则, 也就是如果拜登没有赢得摇摆州的选举人票, 即便是赢了普选票, 也无法成为总统。以下是两位总统候选人的政治主张:





领域	特朗普 口号: 为你而战 ("FIGHTING FOR YOU!")	拜登 口号: 重建辉煌 ("BUILD BACK BETTER")
就业	<ol style="list-style-type: none"> <li>在 10 个月内创造 1000 万个新工作;</li> <li>创建 100 万个新的小型企业;</li> <li>减税以增加实得工资并在保住美国的工作岗位;</li> <li>制定保护美国工作机会的公平贸易协议;</li> <li>"美国制造"税收抵免;</li> <li>扩大工作机会区域;</li> <li>继续实施能源独立管制条例。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>创造 100 万优越岗位;</li> <li>向州、地方和部落政府提供所需的援助;</li> <li>扩展 COVID 危机失业保险, 以帮助那些失业的人;</li> <li>为所有企业提供恢复计划。</li> </ol>
疫情	<ol style="list-style-type: none"> <li>在 2020 年底前研发出新冠疫苗;</li> <li>2021 年疫情恢复正常;</li> <li>为美国的医护人员生产所有关键药品和用品;</li> <li>补充库存并为将来的流行病做好准备。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>加快治疗和疫苗的开发;</li> <li>制定有效的紧急响应措施;</li> <li>消除应对疫情的经验障碍;</li> <li>采取果断措施, 以帮助受重创的工人, 家庭和小企业;</li> <li>召集世界面对这场危机, 同时为未来奠定基础。</li> </ol>
卫生保健	<ol style="list-style-type: none"> <li>降低处方药价格;</li> <li>让患者和医生重新负责我们的医疗系统;</li> <li>降低医疗保险费;</li> <li>结束额外收费;</li> <li>覆盖所有已存在的疾病;</li> <li>保护社会保障和医疗保险;</li> <li>保护我们的退伍军人并提供世界一流的医疗保健和服务。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>培训 35,000 名专业人士, 解决药物滥用问题;</li> <li>为国家卫生局提供资源, 创造新的医疗保健工作;</li> <li>建立建立公共卫生紧急工作队。</li> </ol>

(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。)

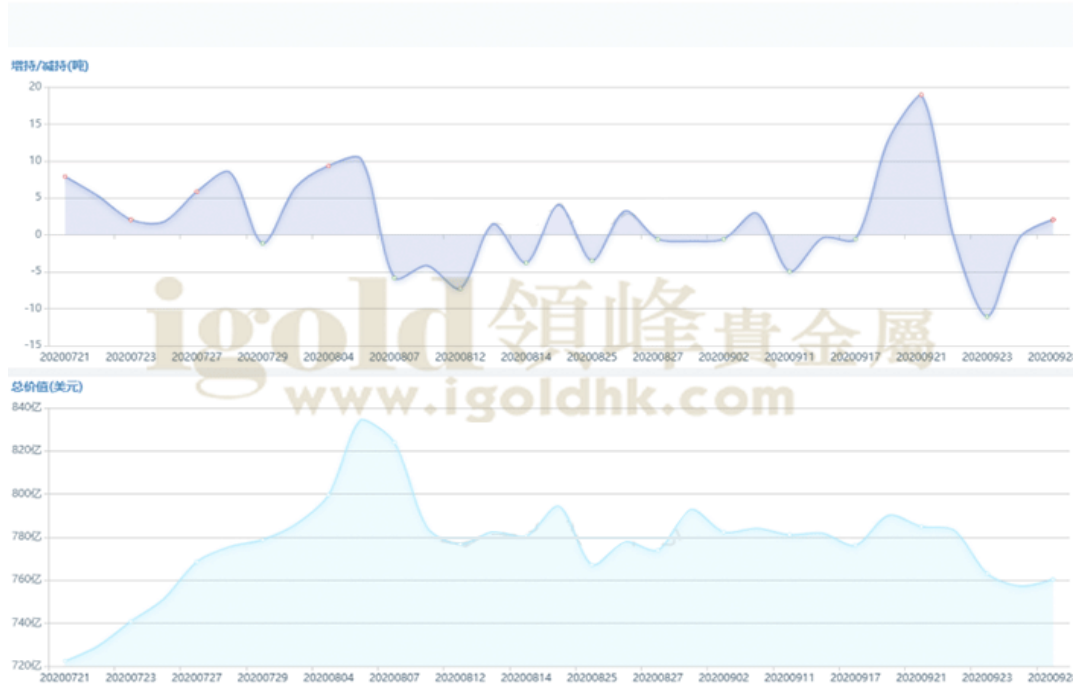
由于还有五分之一的摇摆州选民未曾投票, 而本次收场辩论两位总统的表现或许会影响着五分之一的摇摆州选民, 尤其是俄亥俄州, 从历届两党的竞选来看, 得俄亥俄州者得天下。而摇摆州选民目前更关注经济形势这一议题, 远远超过公共卫生事件和种族歧视。而从第一场总统辩论的结果来看, 只能用混乱不堪去评价, 从民调显示, 48%的观众认为拜登赢了, 41%的观众认为是特朗普赢了。但历史数据表明 电视辩论通常难以逆转民调大势, 电视辩论通常难以逆转民调格局, 1960 年以来涉及电视 辩论的 12 次大选辩论中, 10 次在大选辩论前民调领先的候选人, 9 次在三轮大选 辩论后仍保持领先优势, 8 次胜选。电视辩论对于候选人民调支持率的影响在统计 学意义上并不显著, 或源于选民的立场相对稳定。

从大选的当选结果来看, 对黄金的价格影响可能存在以下两种可能性。若拜登胜选, 无论国会分布情况如何, 其自由贸易立场下中美争端形势或相对缓和, 若形成统一国会, 更有助于推进财政加税, 催化美元走弱, 提振黄金市场。若特朗普胜选, 或在贸易保护的基础上, 推进其税改 2.0, 提振美元与美股盈利能力, 黄金走弱的几率更大。

## 六、黄金持仓分析



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。)

8月与9月，黄金创出年内高点 2074 后快速跳水，历经一个多月的震荡后，继续下跌。黄金的高位滞胀以及跳水信号也可以从 ETF 持仓中窥得一二。黄金在这两个月之中增持的立场并不坚定，增持和减持交错运行，而黄金的总价值在不断降低，从 2020 年 8 月 5 日的高峰值 834.6 亿元下降至 760.3 亿。截至 2020 年 9 月 29 日黄金的库存为 1268.9 吨，虽然比起高峰值 1278.8 有所下降，但对比于半年前，黄金的总库存和总价值都呈现上涨态势。



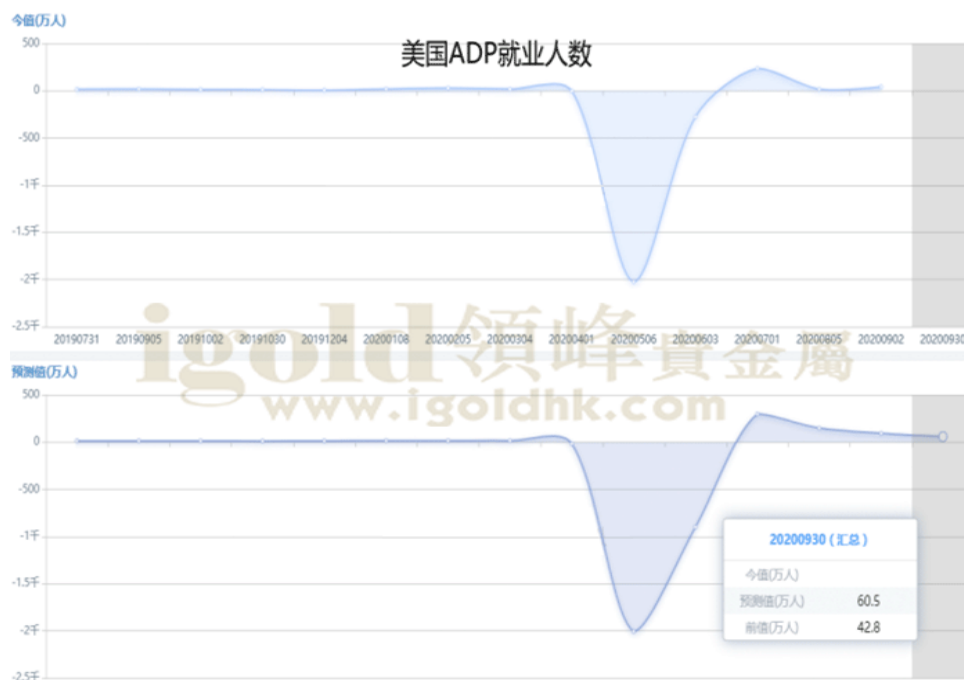


(注: 交易数据仅作为交易密集度的一个反映, 不作为真实交易数据解读, 数据来源网络相关统计。)

从美国商品期货交易委员会的非商业持仓报告来看, 截至 2020 年 9 月 28 日, 黄金的多头持仓为 309015 手, 空头持仓为 89955 手, 净持仓为 219060, 对比于 7 月 7 日黄金的多头高峰持仓 337030 手, 多头已经减持 28015 手, 与此同时, 空头增仓 20283 手。从黄金的持仓中不难看出, 黄金近两月多头减仓迹象明显, 空头增仓迹象明显, 黄金出现高位调整, 但不改变黄金整体多头趋势。

## 七、非农数据回顾与分析

### (一) 前菜——美国 ADP 就业数据



(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 8 月份 ADP 就业人数增加 42.8 万人, 前值增加 16.7 万, 创下记录以来的第三大增幅, 虽然不及预期的 95 万人。作为非农的前哨战, ADP 数据几乎可以为周五的大非农定基调, 也就是从两者数据的统计的相关性来看, 两者呈现了高度正相关性。那么 ADP 公布后黄金是如何表现, 是否会提前走出预期行情呢? 可以看看下图的统计数据:



(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 2019 年以来，美国 ADP 数据公布以后，黄金出现了 8 次上涨，5 次下跌，3 次震荡。而数据对黄金的影响来看，利多黄金比利空黄金是 50%：50%，由此可见，不管 ADP 数据是利多还是利空，黄金在数据公布后的 24 小时内呈现上涨的几率高于下跌的几率。

## (二) 主菜——非农就业数据



(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。)



(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8月的非农业就业人口为137.1万人, 7月份非农就业人口为176.3万人, 失业人口增加了39.6万人。但已经是5月解封以来连续4个月就业的改善。此前3个月封锁期间, 美国共有2216万人失业; 而解封后半年内就业共回升1061万人, 也即公共卫生事件冲击造成失业已有一半左右重返工作。而8

月的失业率是 8.4%，相比于上个月 10.2%显著回落。整体来看，美国就业在好转，但好转程度并无预期高。

#		非农就业 (千人)				小时工资 (美元, 2020年8月)
		2020/7/31	2020/8/31	2020年2月底以来变化	2020年8月变化	
1	非农就业	139,543	140,914	-11,549	1,371	
2	私人部门整体	117,973	119,000	-10,718	1,027	29
3	产品生产部门	19,920	19,963	-1,242	43	30
4	制造业	12,103	12,132	-720	29	29
5	建筑	7,198	7,214	-425	16	32
6	采矿	619	617	-97	-2	35
7	服务部门	98,053	99,037	-9,476	984	29
8	教育医疗	22,982	23,129	-1,457	147	29
9	商业服务	19,878	20,075	-1,475	197	35
10	休闲住宿	12,554	12,728		174	17
11	零售	14,768	15,017	-655	249	21
12	金融	8,618	8,654	-191	36	38
13	其它服务	5,336	5,410	-531	74	26
14	批发	5,593	5,606	-328	14	33
15	交通运输	5,219	5,297	-381	78	26
16	信息	2,567	2,582	-312	15	44
17	公用事业	538	539	-7	1	44
18	政府	21,570	21,914	-831	344	

(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。)

从上图来看，8 月份非农就业数据好转主要在零售业，医疗教育，休闲住宿就业复苏最快，8 月服务业继续是新增就业 主力军，共增加 98.4 万人。其中，零售新增最多，不过这些接触性行业的就业人数水平依然明显低于 2 月时期；尤其是休闲住宿行业，依然相比 2 月低 414 万人。产品生产部门中，制造业新增就业 2.9 万，建筑业新增 1.6 万。不过，制造业就业依然较 2 月时期低 72 万人。所以我们得出这样一个结论，随着美国的失业率在逐步好转，黄金的上行天花板或许会出现，而美联储延后加息的决策，也给黄金下跌空间托了个底。

2020 年以来 9 次非农数据公布后黄金的价格波动：今年 5 次非农一共 4 次利空黄金，5 次利多黄金，非农数据公布以后黄金 4 次上涨，2 次下跌，3 次震荡。从非农数据统计来看，今年黄金在非农后呈现震荡和上涨的几率较高。

## 八、10月非农策略



(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。)

黄金日线9月份跌破了对称三角形的整理区间，创出本月新低至1849附近，随后开始反弹，预计上方1915-1920附近有较强的压力，黄金有几率冲高遇阻回落，下方支撑在1850附近。黄金趋势上仍偏向大的震荡。从周三出来的ADP数据我们可以预估本次非农大概率还是利空黄金的，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上冲至1915-1920，并且非农就业人口数据好于预期，利空黄金，那么可以考虑在非农公布之后考虑空单入场。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，接多点位考虑在1875或1850。第三种，如果本次的非农出现了小概率事件，非农就业人数大幅度弱于预期，非农前黄金呈现震荡走势，那么考虑做黄金的突破追多单。从今年黄金的9次非农数据表现来看，即便是数据利空黄金，黄金在非农后呈现震荡和上涨的几率较高。

如果本次非农数据大于预测值85万人，非农业就业人口有所好转，利空黄金，可以考虑在1915附近轻仓做空，止损在1922，向下看1900以下。



如果本次非农数据小于预期值 85 万人，利多黄金，但黄金先行跳水，那么可以考虑在可以考虑做多黄金，1875 附近轻仓做多，止损 1868，向上看 1890 以上。

如果本次非农数据大幅度弱于预期值，则利多黄金，可以考虑突破 1900 追多，止损在 1895，目标看 1915 附近。

**【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。】**