

金价能否再次站上2000美元/盎司关口?

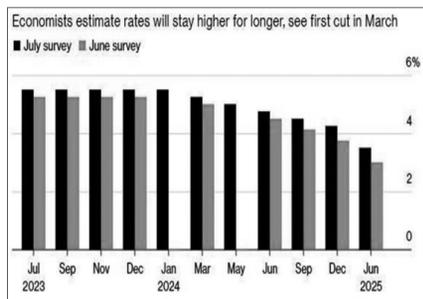
短期维持宽幅波动可能性较大

■ 冠通期货 周智诚

黄金价格在6月底非常短暂地跌破1900美元/盎司的整数关口,这是金价在5月初创造2079美元/盎司的历史高点之后一次非常有限的技术回撤。如果7月加息真是美联储本轮加息周期最后一次行动,那么金价再创历史新高也无需等待太久。



1 美国的利率水平开始逼近峰值



图为CME“美联储观察”预测

7月上旬以后,市场对美联储7月继续加息25个基点的预期始终在80%以上。到7月21日,CME“美联储观察”显示,美联储7月维持利率在5.00%—5.25%不变的概率为0,加息25个基点至5.25%—5.50%区间的概率为99.6%;到9月维持利率不变的概率为0%,累计加息25个基点的概率为82.6%,累计加息50个基点的概率为17.3%。CME的利率预期清楚地告诉我们,7月继续加息25个基点已经板上钉钉,9月虽然也有继续加息的可

能,但可能性始终低于20%,这种情况一般意味着不会发生。

美国的利率水平,到7月已经被美联储连续抬升11次,这已经是非常高的利率水平,除了垃圾债市场和目前的房贷利率比这个更高以外,大多数普通实体经济是难以承受这样的高利率的,这也就是近期美联储官员们经常把“限制性的利率水平”放在嘴边的原因,因为只有利率水平达到“限制”经济发展了,才能把过高的通胀水平真正降下来。但是,美国5月核心PCE通胀仍高达4.6%,这让美联储的委员们非常不满意。

2 美国经济进入衰退已毫无悬念

在债券市场上,经典的2年/10年期美债收益率曲线早在2022年4月便出现了2019年以来首次倒挂,随后从2022年7月以来一直保持深度倒挂状态。此后不久,美联储更关注的3个月/10年期美债收益率曲线也陷入倒挂。

据美国智库The Mises Institute统计,今年6月该曲线平均倒挂幅度为167个基点,是1981年,即42年以来最严重的倒挂事件,此前更是在5月4日触及近200个基点的历史最大倒挂幅度。纽约联储的研究显示,从1968年1月至2006年7月期间的每次经济衰退之前,都会出现3个月/10年期美债收益率倒挂的现象,因此被视为更准确的美国经济衰退信号。看来,美国在利率峰

值到来时,进入衰退已经没有任何悬念了。

接受美国国内机构调查的经济学家预计,美联储将在年底前将利率维持在最高水平。只有大约四分之一的人预计2024年1月会首次降息,大部分人预计将在明年3月首次下调利率,到2024年6月将降至4.75%,2024年年底将降至4.25%。相比之下,美联储官员今年6月预测到2024年年底,利率将以比预期更缓慢的速度降至4.5%—4.75%的区间。荷兰国际集团首席国际经济学家James Knightley表示:“通胀仍将大幅放缓,但我们一直期待的降息在今年年底前不太可能发生。”

3 欧美银行业危机仍在暗流涌动

经季节调整后,上周美国存款总额暴跌787亿美元,这是自3月22日以来最大的单周降幅。非季节性调整后的存款则减少了900亿美元。大型银行上周出现了780亿美元的大规模存款外流,创下了2022年10月以来的最大单周资金外流,而小型银行则出现了12.5亿美元的小幅外流。未经季节性调整,大型银行当周存款流出超过1000亿美元,小型银行存款流出65亿美元。因此在美国国内,银行的存款挤兑又出现了,不论是季节性调整还是非季节性调整,都出现了大量的存款外流。数字还意味着流入货币市场基金的资金和流出银行存款之间的差距开始缩小。

在贷款端,美国各地的银行和贷款机构预计到2024年年底,合计将有1.4万亿美元的商业房地产债务到期。由于疫情期间远程办公的流行,这些用贷款建成的办公楼许多是空置的。有美国“酒店之王”之称的喜达屋资本集团(Starwood Capital Group)董事长巴里·斯特恩利特(Barry Sternlicht)表示:“我们(商业地产行业)正处于‘五级飓风’中,在我们压力有所缓解或对美联储长期打算采取的措施有所了解之前,整个行业都笼罩在一片黑暗之中。”他还说:“你可能会看到400或500家银行倒闭,这些银行将不得不出售(其持有的房地产)。”整体来看,目前美国的银行业,无论大银行还是小银行,都面临在利率峰值时期存款流出、关键贷款可能出现大面积违约的困境,这也预示着美联储在利率峰值很有可能维持不了多久,因为美联储肯定也不愿意再看见3月硅谷银行倒闭的事件重演。

细心的市场参与者肯定已经注意到,金价距离历史高点还有100美元/盎司左右,但人民币盘面金价已经在7月19日突破所有历史新高,进入“无前高”震荡上行状态,目前虽然处于小幅技术回撤状态,但这也说明市场对黄金的信心之强。因为在美国自身内部面临如此之多的内部问题的情况下,只有黄金才是最安全、最可信的对冲美元中长期下滑的最佳工具,这是市场和美国之外各国央行的共识。



芝商所投资教育专栏

宏观环境边际改善 有色金属反弹可期

■ 程小勇

2023年上半年,国内外有色金属走势整体偏弱,唯独锡价收涨。国内市场制造业补库启动,以及未来逆周期政策调控力度加大和适时调整优化房地产政策,会带动有色金属消费出现环比回暖,从而推动有色金属价格反弹。

美元利率触顶下有色金属投资需求恢复

不同于以往加息周期,这一轮美联储加息周期从整体来看,由于疫情期间美国财政补贴带来居民的超额储蓄率偏高,高利率对美国私人部门尤其是居民部门的冲击有一定的缓冲,利息支出的大幅增长在一段时间内还处于居民部门可以承受的范围之内。

根据我们的模型测算,2023年下半年,由于经济内生需求走弱,美国经济大概率会陷入负增长,时间大约在四季度。2023年一季度,美国GDP环比折年率为2.0%,较2022年四季度的2.6%明显下降。美国经济的内生需求包括住宅投资、设备投资和居民消费。2023年下半年,居民个人消费支出对GDP环比拉动会明显走弱,这是美国经济在下半年出现衰退的最大风险点。随着美国居民超额储蓄(疫情期间财政补贴带来的)消耗殆尽,美国居民消费支出同比增速在上半年持续下滑。

美国房地产市场下半年预计继续低迷,5月地产数据反弹并不改变高利率下美国居民房产购买力指数下降的趋势。美国住房按揭利率在4—5月短暂回落再度回升,这意味着美国房屋销售改善缺乏持续性。7月6日,30年期抵押贷款固定利率反弹至6.81%,是有记录以来次高纪录。

从长端利率来看,一旦美国经济在四季度出现负增长,那么意味着长端美债收益率将明显下行。短端利率取决于美联储的货币政策,从通胀角度来看,美国高通胀还会持续一段时间,尽管6月高通胀回落势头超预期,

且核心通胀增速高达4.8%,但离美联储2%均值的目标还很远。但是美国经济下行压力意味着美联储大概率在7月最后一次加息,但年内不会很快降息。

“金九银十”或带来国内需求阶段性回暖

2023年上半年,由于私人部门资产负债表受损,美国经济“先上后下”,表现为净资产缩水(过去三年收入增长低于负债增长)和收入预期不稳(就业困难),导致居民主动去杠杆、利润下降和信心不足削弱企业加杠杆意愿、土地财政低迷和偿债压力上升倒逼地方政府被动去杠杆,预防性储蓄和债务偿还阻碍货币向宽信用传导。

从国内市场来看,下半年有两大利好因素带动有色金属消费的回升。首先是经济内生动力驱动制造业补库。历史经验表明,制造业补库的条件包括需求回暖、盈利改善和资金充足,目前后两个条件逐步具备:一方面,6月底规模以上工业企业利润降幅触底,1—5月同比降幅缩减至18.8%;另一方面,上半年高技术制造业中长期贷款增速高达41.5%,政策对高技术制造业支持力度很大。“金九银十”可能带来需求阶段性回暖。

另外,下半年逆周期政策加大力度叠加适时调整优化房地产调控政策,意味着房地产对经济的拖累减弱。不过,房地产市场也不会出现再次繁荣,主要是长周期拐点已经出现。从居民杠杆率来看,中国居民部门房贷收入比在2022年略微回落,但是依旧超过74%,远高于发达经济体。人口老龄化和城镇化超过65%,这意味着地产新增的需求是边际减弱的。

供需基本面不同导致反弹力度不一致

铜方面,上半年铜供应是增长的,1—6月,中国电解铜产量累计同比增长10%,而铜精矿供应也是相对宽松的。CSPT小组敲定三季度的现货铜精矿采购指导加工费为95美元/吨及9.5美分/磅,较二季度现货铜精矿采

购指导加工费90美元/吨及9.0美分/磅增加5美元/吨及5.0美分/磅,并创CSPT小组2017年四季度现货铜精矿采购指导加工费的新高。

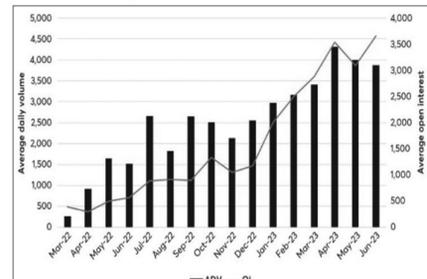
数据显示,1—4月,世界铜矿产量增长了约2.5%,其中精矿产量增加约2%,溶剂萃取电积(SX-EW)增加约5%。在铜供应增长的同时,国内铜消费也在增长,这也是国内铜显性库存和隐性库存都偏低的主要原因,铜消费增长并非来源于传统的房地产,而是来源于风电、光伏、新能源汽车和充电桩。由于在地产业领域用铜占比较小,下半年地产环比改善对铜消费提振有限。

铝方面,上半年由于四川、云南电力紧张问题导致国内电解铝产量增速放缓,国家统计局公布的数据显示,1—5月,中国电解铝累计产量为1670.5万吨,同比仅增长3.4%,产能利用率偏低,运行产能只有4126万吨。下半年,如果电力供应没有出现问题,叠加氧化铝、预焙阳极等原材料成本下降,预计电解铝复产会带来供应出现较大的增量。而需求方面,地产环比改善会带来铝消费的增量,但是下半年随着汽车产销增速的回落会导致需求存在较大的不确定性。

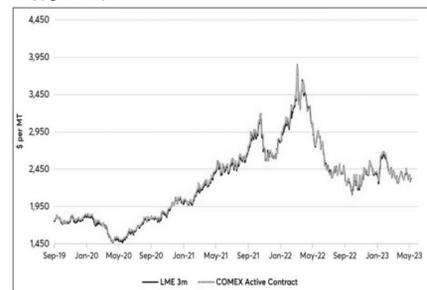
综上所述,下半年,随着海外美联储停止加息以及美元利率触顶,虽然海外经济增长大概率还处于疲软状态,但是投资需求的回暖会利好有色金属。而在制造业补库和逆周期调控政策力度加大的情况下,国内经济会利于有色金属消费的回暖,有色金属反弹具有宏观利好的支撑。不过,由于有色金属各个品种供需基本面不同导致反弹力度不一样,铝反弹力度可能不够强劲,而铜反弹力度可能最强劲。投资者可以运用芝商所旗下COMEX铝期货(合约代码:ALI)和上期所有有色金属期货捕捉反弹的投资机会,或者下游企业可对冲原材料上涨风险。COMEX铝期货合约流动性强,二季度成交量创下历史新高,日均成交量(ADV)超过4000份合约,同比增长179%;未平仓合约于6月21日创下3886份合约的新高。

另外,COMEX铝期货和LME铝期货在结算基础上具有99.96%的高度相关性,这种相关性创造了两个市场

之间的套利机会。



图为COMEX铝期货和LME铝期货相关性(单位:美元/吨)



图为COMEX铝期货和LME铝期货价差(单位:美元/吨)

COMEX铝期货和LME铝期货之间的价差平均落在40美元/吨的COMEX溢价和30美元/吨的COMEX折扣之间。从2019年7月至2023年4月,COMEX铝期货与LME铝期货的平均价差约为14美元/吨。

(作者单位:广州金控期货)