

逼近2400美元/盎司关口

哪些力量推动黄金价格节节攀升

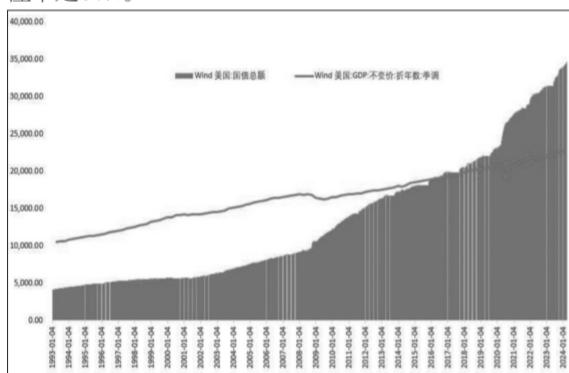
■ 周智诚

包括3月非农就业数据在内,美国近期发布的诸多数据均显示美国经济“良好”,利多美指利空金价,且令美联储降息时点进一步后撤,但国际金价继续连创历史新高,节节攀升。4月9日,COMEX黄金期货已突破2380美元/盎司,最终以上涨0.89%收盘,报收2372.0美元/盎司。COMEX白银站稳28美元/盎司,收涨1.70%,继续在加速上涨。总体来看,COMEX黄金期货自3月25日至今已累计上涨9.81%;COMEX白银期货自3月27日至今更是上攻了14.85%。



利率峰值下的美国实体经济数据出现“逆转”

用美联储自己的话来说,目前的利率水平对经济是有“限制性的”,但从去年下半年降息预期越来越浓厚之后,代表实体经济的数据越来越好看了。4月1日公布的美国3月ISM制造业指数为50.3,预期为48.3,本次数据超出了所有经济学家的预期,2月前值为47.8;虽然3月的制造业PMI仅略高于50大关,但它意味着结束了连续16个月的制造业收缩。由于工厂将更高的成本转嫁给客户,生产商收取的平均售价在3月以11个月以来最快的速度上涨,而通货膨胀率远高于新冠疫情前的平均水平。值得注意的是,消费品价格大幅上涨,速度是16个月以来最高的,这凸显了将通胀率降至美联储2%目标的过程中可能会遇到坎坷。3月ISM制造业PMI数据公布后,市场对美联储6月降息的预期为可能性不足50%。



图为美国国债总额/美国GDP相互变化关系

4月5日公布的美联储3月非农超预期激增30.3万人,创下去年5月以来的最大增幅,预期为21.4万人;美国3月失业率为3.8%,符合预期,失业率已连续26个月保持

在4%以下,创下20世纪60年代末以来最长纪录。新增的就业人数主要由兼职拉动,全职工作总量减少了6000个,而兼职工作总量却猛增了69.1万个;劳动力参与率意外上升至62.7%,较2月上升0.2个百分点。劳动参与率明显上升与美国大批劳动力在疫情后提前退休的数据不符,似乎可以得出推测性结论:劳动参与率上升与大批非法移民重返劳动力市场有关,而且他们的工作是大量兼职劳动,不是正式雇员的全职工作。

3月底费城联储银行发布的最新报告认为,美国劳工统计局(BLS)公布的就业数据存在严重失真,实际新增岗位被大幅高估。2022年3—6月非农就业数据被高估了110万个,2023年被高估了80万个,而2024年这一数字可能会进一步增加。此外,美国劳动力市场结构的质量下滑,新增就业主要由外籍工人和兼职岗位驱动,而全职岗位和本地工人的增长却陷入停滞。美国国内有分析认为,美国劳工统计局可能自2022年夏季开始篡改就业数据。

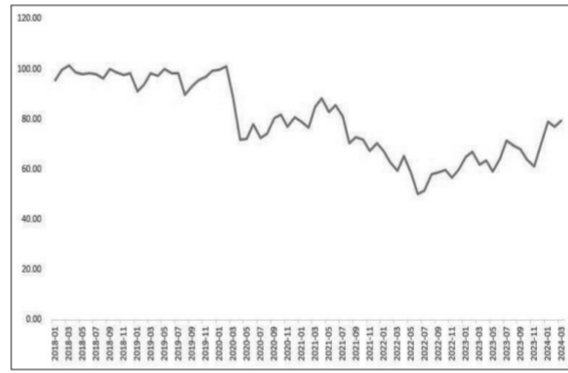
美国政府的负债正在走向最大的“庞氏骗局”

彭博社4月2日报道称,作为华盛顿的官方预算监督机构,美国国会预算办公室(CBO)在其最新预测中警告称,到2034年,美国政府债务占国内生产总值的比例,也就是政府负债率将从2023年的97%升至116%,而且实际前景可能更糟。CBO今年早些时候发布的预测基于有关从税收到国防开支和利率等的乐观假设。按市场目前对利率的看法,2034年的债务与GDP之比将升至123%。假设前总统唐纳德·特朗普的减税政策基本保持不变,债务负担会更大。

彭博社进行了100万次模拟,以评估美国债务前景的脆弱性。模拟结果显示,在88%的模拟中,债务与国内生产总值之比都处于“不可持续的道路上”,即未来10年内会持续处于上涨之中。在最糟糕的5%的结果中,

到2034年,美国债务与国内生产总值之比将超过139%。截至2月19日,美国政府未偿还债务总额已高达34.3万亿美元,但实际上美国的债务大山远不止这些。这些官方债务数字甚至不包括最大的联邦福利计划、社会保障和医疗保险、医疗补助以及其他几个占联邦支出约三分之二的项目固有的巨额无准备金负债。2月,美国米塞斯研究所进一步警告称,在目前活着的美国人的有生之年,没有可行的方法来偿还当前的联邦债务。

美国国会预算办公室认为,2024财年的联邦政府财政赤字在1.6万亿美元左右,到2034年将至少达到2.6万亿美元。未来10年时间,美国政府的财政赤字总额预计会高达20万亿美元。若再算上在此期间“已到期的债务,需要发行新债来偿还旧债”,美债的增速将是之前的很多倍,很多倍。



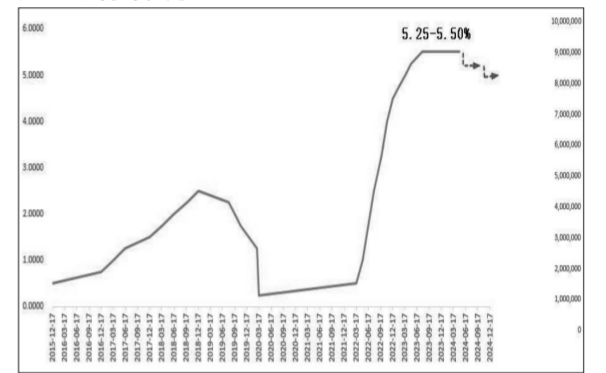
图为美国密歇根大学消费者信心指数走势

仍以CBO的报告为例,美国2023财年的财政收入为44390亿美元,预计2024财年扩大至49350亿美元;在2024财年的财政支出预算中,美国知名财经网站Zero-Hedge预计,美国政府债务利息支出高达9121亿美元,其中各州政府的债务利息支出约为466亿美元,其他地方政府债务利息支出约为768亿美元。也就是说还有大

约7888亿美元的债务利息,是由美国政府来承担的,这一部分占据美国政府财政收入的16%。如果这些在过去低利率甚至是近零利率时期发行的美债及美债利息,要用现在5%左右的新债券来置换,那么要不了多久美国政府可能需要将其25%、30%甚至是更高比例的财政收入用来还债。这个雷,实际上要比彭博社描述的更加危险。

美国总统大选的硝烟给金市增添不确定性

经过2月和3月热闹的党内初选,拜登和特朗普已经成为各自的党内总统候选人。这一次拜登面临着艰难的连任之路。事实上,他连任的概率不超过50%。根据英国《经济学人》周刊的民调平均值,截至3月19日拜登以45%的支持率略微领先特朗普(44%)。至少有三项在3月进行的民调显示,拜登将在今年11月的总统选举中击败特朗普。根据3月最后一周的主流民调,纽约时报、锡耶纳学院、哥伦比亚广播公司、YouGov、福克斯新闻频道和华尔街日报的调查都显示,特朗普的支持率比拜登高2%到4%。虽然这些民调都在误差范围内,但是拜登落后已是普遍事实。特朗普在7个摇摆州仍以47%比43%的优势领先。



图为美国联邦基金目标利率

近期《纽约时报》的民调显示,72%的潜在选民认为拜登的年龄太大,不适合担任有效的总统;相比之下,53%的人认为特朗普犯下了严重的联邦罪行。整体看,冷战结束以来,再也没有哪届美国总统选举像今年的选举一样充满对抗性、激烈的火药味和政策不确定性,这些都大幅推升了市场避险情绪,并助涨金价。

经济层面之外影响黄金市场的另一个不确定因素是高度紧张的地缘形势。4月1日,以色列的导弹袭击了伊朗驻叙利亚大使馆领事部门建筑,造成多名伊朗伊斯兰革命卫队高级指挥官在内的人员死亡。在巴以加沙冲突持续近半年仍然难以平息,以及红海紧张局势外溢的背景下,以色列的袭击行为将使巴以冲突朝着螺旋式上升的恶性循环方向发展,使中东地区局势雪上加霜。俄乌冲突更是已经进入第三个年头,事态正朝着整个北约和俄罗斯对抗的方向发展,莫斯科音乐厅恐袭事件似乎是极其危险的战场冲突的外溢,这令整个俄乌冲突的走向更加让市场不安。另外,中国央行3月末黄金储备7274万盎司,2月末为7258万盎司,这是中国央行连续第17个月增持黄金储备。

综上所述,尽管有很多事情并不明朗,但金价在“无前高、无上限”的上升途中一路“狂奔”,肯定不是单纯的抢跑降息及降息预期推动。美债窟窿濒临坍塌的拐点,而金价节节上升恰如一面镜子,照出美元十分不美好的未来。

(作者单位:冠通期货)

芝商所投资教育专栏

缺乏强劲需求配合 油价站上100美元/桶并不易

■ 程小勇

在地缘政治冲突升级、市场对中东局势和石油等能源供应中断担忧升温的驱动下,国际原油价格一度大幅冲高,其中NYMEX的WTI原油期货5月合约在4月5日最高突破87美元/桶,收于86.72美元/桶;ICE的Brent原油期货6月合约在4月5日一度突破91美元/桶,收于90.86美元/桶,创下2022年11月8日以来最高纪录。

从供需格局来看,需求低迷导致OPEC+持续减产也没能实现大规模去库存。而美国原油趁机抢占市场份额,大幅增产和增加出口,全球原油供应并不紧张,原油价格上涨主要来自地缘政治危机和美联储降息预期下的投机性买盘。展望后市,我们认为美国经济增长意外强劲,叠加OPEC+延长减产,地缘政治危机只是暂时缓和但并没有彻底结束,原油价格将保持高位,不过能否冲上100美元/桶,还需要强劲需求配合。

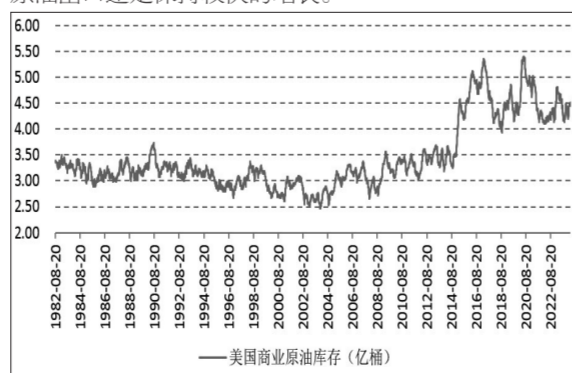
OPEC+减产并没有导致供应紧张

疫情后,国际原油价格波动的主导力量来自供应端,尤其是能源过剩背景下,OPEC+和美国页岩油产量下降,试图实现原油市场再平衡,而地缘政治危机给原油供应和价格带来新的变数,能源危机一度导致天然气和原油价格大涨,但是需求不足使得原油价格最终呈现冲高回落的走势,高点出现在2022年3月。从未来原油市场供需角度看,供应依旧是重要变量,但需求不足使得减产对原油价格的提振作用大打折扣。

4月3日,在OPEC+联合部长级监督委员会(JMMC)会议上,由沙特阿拉伯领导的OPEC+关键成员小组决定维持现有的减产政策不变,这意味着约200万桶/日的减产将持续到6月底。部分成员国再次被敦促遵守他们的承诺,伊拉克和哈萨克斯坦承诺为超产进行额外削减,并被要求在4月底前提交详细计划。

从产量来看,据OPEC发布的数据,2月OPEC原油产量约为2657.1万桶/天,较1月回升20.3万桶/日,较去年12月下降11万桶/日。由此可以看出,OPEC虽然在减产,但是减产的执行情况并不好。3月,OPEC并没有进一步扩大减产。彭博调查显示,3月,OPEC原油日产量2686万桶,与之前一个月相比几乎没有变化。沙特阿拉伯和科威特等几个OPEC成员国遵守了减产协议,但其他一些国家没有遵守。伊拉克、阿联酋和加蓬的日产量合计比商定的配额高出数十万桶。

受到乌克兰无人机的袭击,俄罗斯原油产量受到一定的影响。4月,俄罗斯将日产量减少35万桶,出口量减少12.1万桶/日;5月,俄罗斯日产量将减少40万桶,出口量减少7.1万桶/日。不过,过去的一季度,俄罗斯原油出口还是保持较快的增长。



图为美国商业原油库存

美国原油产量持续位于高位,在OPEC+减产挺价背景下继续抢占市场份额,使得OPEC+减产对全球原油价格的提振效果大打折扣。据美国能源信息署(EIA)公布的数据,截至3月29日当周,美国原油产量为1310万桶/日,尽管较2月的1330万桶/日略微回落,但还是处于历史高位。与此同时,美国原油钻机数量较去年四季

度和今年1—2月回升,这都有利于美国原油产量保持稳定增长。贝克斯斯公布的数据显示,截至4月5日当周,美国原油钻机数量回升至508部。

从库存角度来看,全球原油库存去化比较缓慢,这可以验证今年一季度全球原油并不存在供应短缺。截至3月29日当周,全美原油商业库存依旧高达4.51亿桶,较去年年底增加2000万桶左右。整体来看,2023年全球石油供应同比增加约183万桶/日,其中主要是美国和南美洲分别贡献了102万桶/日和55万桶/日的原油产出增量,完全抵消了OPEC+原油产量同比减少的46万桶/日。

能源转型长期影响不可忽视

由于一季度美国经济增长好于预期,原油需求存在上修的可能。EIA将全球原油需求预估上调了48万桶/日,达到了每日约1.0291亿桶。EIA的预测与国际能源署(IEA)给出的每日1.032亿桶的需求预测基本一致,进一步强化了对全球原油需求增长的共识。数据显示,美国3月ISM制造业指数上升至50.3,2月为47.8,为2022年9月以来首次进入扩张区间,远高于去年同期的46.3,意味着美国制造业出现明显复苏,但复苏的持续性还有待观察,因制造业就业增长并不明显,美国就业增长主要来自医疗保健、休闲和酒店业以及建筑业。

欧洲制造业继续疲软,这意味着欧元区原油需求还保持疲软的态势。标普全球及汉堡商业银行发布的欧元区制造业PMI终值为46.1,高于市场预期的45.7,但不及前值46.5,创下3个月新低,连续第21个月处于萎缩区间。作为欧洲经济的火车头,德国制造业PMI下滑至41.9%,创下5个月新低。2月,欧洲16国炼钢厂开工率仅有80.3%,低于去年同期的86.8%。

由于能源转型、新能源汽车发展,以及脱碳趋势开始蚕食化石燃料的消费,中国的原油需求已进入低增长

阶段。2024年1—2月,中国原油进口累计增速仅有5.1%,远低于2023年全年的11%。4月,我国地方炼厂炼油利润继续下滑,主营炼厂炼油利润增加,但部分主营炼厂仍处于季节性检修期,原油加工需求释放不足。

印度在新兴经济体中原油需求增长潜力较大,但短期需求增长并不强劲,且面临很大不确定性。当前,印度炼油产能仍为580万桶/日,计划到2028年再增加110万桶/日。印度总理莫迪最近宣布了一项计划,到2030年将国内炼油产能提高到900万桶/日,但实现这一目标需要大量投资。

综上所述,2月至今的原油价格大幅冲高,并非供应短缺所致,而是地缘政治危机引发的避险买盘,尤其是以色列和伊朗的开战风险上升,触发了市场对伊朗原油产出和出口的担忧。随着4月7日以色列从加沙南部撤出大部分地面部队,局势有所缓和,原油价格出现回落。然而,未来巴以冲突是否会再次升级,存在很大的不确定性。由于美国就业市场强劲,美联储降息预期降温,短期经济预期改善提振油价,但是中期高利率对原油需求的抑制还会持续,因此油价要站稳100美元/桶并不容易,需要消费需求改善或者投资需求配合。

从风险管理角度来看,境外投资者可以运用芝商所旗下的微型WTI原油期货合约来对冲风险,境内投资者可以运用上海国际能源交易中心的原油期货及期权进行风险对冲。例如,担心原油大幅调整,可买入看跌期权对前期的期货多单进行利润保护;担心油价冲击100美元/桶,那么下游企业可以买入看涨期权锁定采购价格。

芝商所逐步推出的相对较新的工具旨在满足客户不断变化的需求。由于波动性增加,风险增加和利率上升使得传统石油期权交易变得更加繁琐,因此对于较小的客户而言,微型WTI原油期货合约的规模为标准WTI原油期货的十分之一,具有成本效益。

(作者单位:广州金控期货)