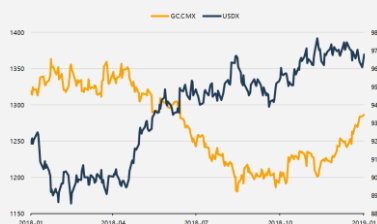


美元即将见顶 黄金由弱转强

板块 外汇&黄金

美元&黄金价格走势：



前海期货有限公司

投资咨询业务资格

投资研究中心

期货分析师：黄笑凡

电话：021-58777768

邮箱：huangxiaofan@qhfc.com.net

从业资格号：F3037570

投资咨询号：Z0013258

报告摘要

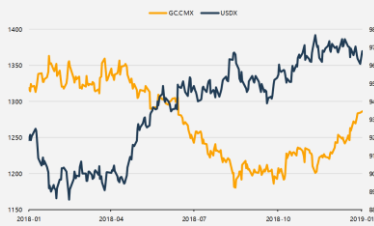
- 2018 年美联储共加息四次，联邦基金利率上升至 2.25%-2.5%区间，2015 年 12 月以来加息 9 次。
 - 美联储 12 月议息会议下调了 2019 年的经济预期和加息预期，市场预期得到部分兑现，黄金有望走强。
 - 贸易战是美国内部矛盾的外部转化；如果贸易战转为长期对峙将可能导致全球性的经济减速甚至衰退。
 - 如果欧元区和英国达成协议脱欧，将抑制美元推升黄金。
- 2018 年美元和黄金走势回顾
 - 加息路径：经济与政策的正反馈循环
 - 中美贸易战：跨年度的不确定因素
 - 弱势美元预期将支撑黄金
 - 中东乱局引领避险情绪
 - 2019 年展望：美元见顶，黄金转强



Sector

Currencies & Gold

USD Index & Gold curve:



QIANHAI FUTURES CO., LTD

Investment consulting qualification

Investment research center

Analyst: Huang Xiaofan

Tel: 021- 58777768

E-mail: huangxiaofan@qhfc.net

Qualification certificate No.: F3037570

Investment consulting certificate No.:

Z0013258

US Dollar Being Too High Strong Gold on the Way

Abstract

- The Fed Funds Target Rate was hiked 4 times in 2018, up to 2.25-2.5% range. The FOMC hiked its rate 9 times since Dec 2015.
 - The FOMC signaled a lower economic forecast and implied 2 hikes instead of 3 hikes in 2019. Part of market prediction came true and gold was supposed to turn stronger.
 - President Trump tried to transfer domestic conflicts to foreign countries through the trade war. If the trade war turns to a long-term confrontation, it may lead to a global economic slowdown or even recession.
 - If the EU and the UK could reach a withdrawal agreement, EUR and GBP would be supported and USD would go down which can make gold rise.
-
- Market review of USD & Gold in 2018
 - The hike path: a positive feedback loop in the economic data and policies
 - The Sino US trade war: the cross-year uncertainties
 - Weak dollar would make gold rise
 - The Mid-east chaos will lead risk aversion
 - Outlook for 2019: weak dollar and strong gold

一、2018 年美元和黄金走势回顾

（一）稳步加息与强势美元

2018 年美联储共加息四次，分别于 3 月、6 月、9 月和 12 月各加息 25 个基点，联邦基金利率从 1.25%-1.5% 上升至 2.25%-2.5%。至此，美联储在 2008 年金融危机后，在 2015 年 12 月第一次加息开始，已经加息 9 次，逐渐远离危机时期的零利率时代。伴随着美联储逐步加息的，是美元指数在 2018 年的整体上扬。经过 2018 年第一季度的探低筑底后，美元指数离开 90 关口，在稳健加息和经济强劲扩张的步伐中，一路高歌猛进，最高触及 97.7，逐渐逼近 100 关口。

图 1 2018 年美联储加息四次，美元指数筑底反弹



数据来源：wind 资讯，前海期货

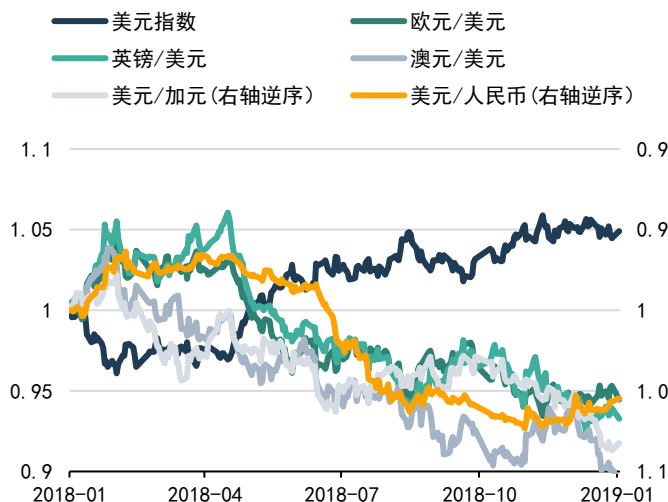
（二）美元一枝独秀，特朗普功不可没

反观其他发达经济体货币，如欧洲央行仍然按兵不动，欧元也在土耳其里拉崩盘和经济增长停滞的担忧中重回低位；英镑则仍然深陷脱欧泥潭，在脱欧协议无法达成一致的情况下，首相还曾一度面临不信任投票危机；加拿大央行在零星的跟随加息后，经济也未能爆发出增长动力，震荡下行；澳元则由于外部需求疲软，外贸出口乏善可陈，从年初的三年高位一路回落至今。

一方面美联储的持续渐进加息与其他央行或按兵不动、或温和表态形成鲜明对比；另一方面美国的经济数据持续稳定地向市场传达出正面信号也是其在今保持强势的重要原因。尽管期间特朗普总统的“退群”举动和贸易战姿态

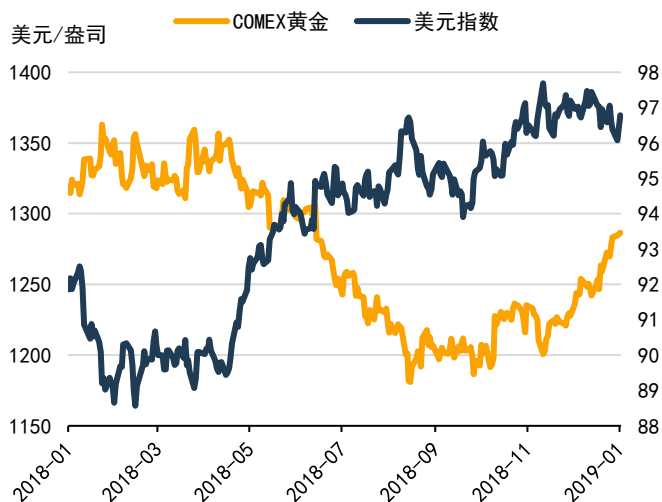
让市场惶惶不安，但减税政策却可谓功不可没，不仅将美国的经济带上的快车道，也给了美联储维持紧缩姿态的操作空间。

图2 美元一枝独秀



数据来源: wind 资讯, 前海期货

图3 黄金下探筑底



数据来源: wind 资讯, 前海期货

(三) 黄金下探筑底

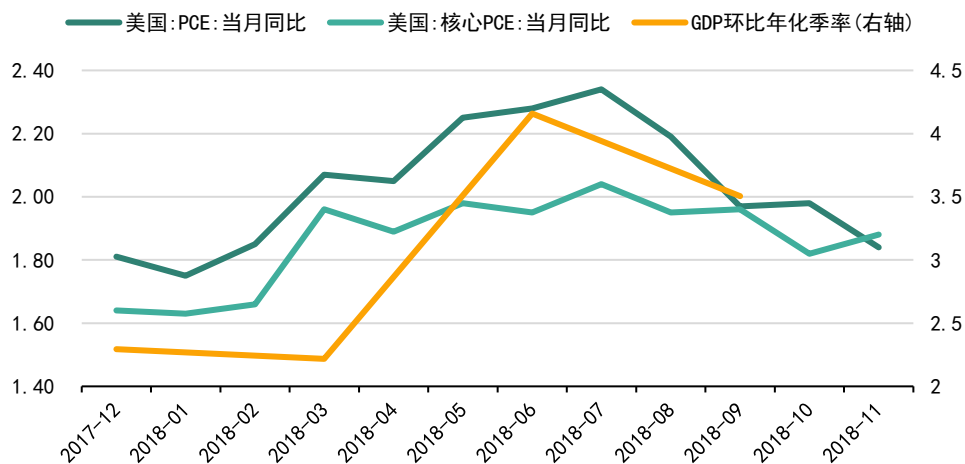
黄金 2018 年整体走势与美元指数呈现出负相关，整体相关性为-0.8826，有较强的负相关性。不过在四季度，美元指数在高位震荡上行的同时，黄金也在底部震荡反弹，呈现出同向波动的特征。黄金四季度的温和反弹与市场了对美联储 2019 年暂停加息的担忧有关，从市场出现担忧到美联储主席鲍威尔的鸽派言论，黄金渐渐摆脱维持了半年的弱势。

二、加息路径：经济与政策的正反馈循环

(一) 美国经济领跑发达经济体

整个 2018 年美国的经济表现良好，二季度 GDP 环比年化季率达到了 4.2% 的高位，给美元带来极大提振，随后的三季度录得 3.5%，继续保持强劲势头，而同期的欧元区 GDP 环比分别为 0.4%和 0.2%，即便是作为出口型发达经济体的澳大利亚，二三季度也仅分别录得 0.9%和 0.25%。与美国相比，差距明显。

与经济增长同样令人瞩目的，还有美国的通胀数据，1-10 月的 PCE 同比均值为 2.07%，达到美联储 2%的长期政策目标，可以说相当成功，而核心 PCE 的 10 个月均值为 1.87%，非常接近 PCE 的同比增长率。

图 4 2018 年 PCE 稳定抬升，GDP 表现亮眼


数据来源: wind 资讯, 前海期货

表 1 美联储季度经济预测逐步走高

	2018 年经济预期中值			2019 年经济预期中值		
	真实 GDP	失业率	PCE 通胀	真实 GDP	失业率	PCE 通胀
2017 年年末	2.5	3.9	1.9	2.1	3.9	2.0
3 月会议	2.7	3.8	1.9	2.4	3.6	2.0
6 月会议	2.8	3.6	2.1	2.4	3.5	2.1
9 月会议	3.1	3.7	2.1	2.5	3.5	2.0
12 月会议	3.0	3.7	1.9	2.3	3.5	1.9

数据来源: 美联储, 前海期货

受 1-9 月国际油价大幅上涨的影响, PCE 整体比核心 PCE 有一定程度的上浮, 也是核心 PCE 在 3-9 月基本持平的同时 PCE 继续抬升的原因, 油价的影响使 PCE 和核心 PCE 的分化在 7 月达到顶峰, 随后出现收敛。另一方面, 通胀的上行与美国持续的就业市场紧缩有关, 10 月的失业率为 3.7%, 已经远远低于美联储的长期政策目标——4.6%, 然而尽管出现了如此之低的失业率, 但美国是否真的达到了充分就业仍然充满争议。从 12 月公布的美国经济褐皮书中, 对企业的调查中发现, 企业难以吸引和留住合格的员工, 劳动力短缺的情况让就业增长逐渐减缓, 而薪资增长有加速的趋势。

美国强劲的经济增长动力在美联储每个季度的议息会议之后公布的经济

预测中也有显著的体现，FOMC 在 3 月、6 月和 9 月的会议中同时上调了 2018 和 2019 年的 GDP 预期。至 9 月会议，与 2017 年年末相比，FOMC 对 GDP、失业率和 PCE 通胀在 2018 和 2019 年预期都有比较大幅度的上调。12 月的经济展望中，调降了 2019 年的真实 GDP 变化和 PCE 通胀，并已经低于 3 月会议的预测，部分验证了市场对美国经济增速将下滑的猜测。鲍威尔在新闻发布会上也提到：“通货膨胀继续出乎意料地下降，但幅度不大。”

（二）政策支撑反弹，增长锦上添花

2018 年美元指数一共出现了 14 次波动幅度超过 0.7% 的情况，其中绝大多数与美国的经济数据和加息政策有关；有一次为特朗普抨击欧盟操纵货币，导致美元下跌；另有一次因为土耳其里拉崩盘拖累欧元，之后有报道称欧洲央行担心持有土耳其国债的欧洲银行将受到巨额损失，从而导致美元指数大幅上涨；鲍威尔当选美联储主席使市场担心他会使美联储变得鸽派而导致美元指数下跌。

表 2 发达经济体中美国基准利率遥遥领先

	利率名称	当前值	公布日期
美国	联邦基金基准利率	2.25%-2.50%	2018-12-19
欧元区	再融资利率	0%	2018-12-13
英国	官方银行利率	0.75%	2018-12-20
加拿大	隔夜目标利率	1.75%	2018-12-05
澳大利亚	现金利率	1.5%	2018-12-04
日本	无担保隔夜拆借利率	-0.10%	2018-10-31

数据来源：公开资源，前海期货

尽管美国亮眼的经济表现给美元的强势表现贡献颇多，但其一枝独秀的本质原因是美联储持续紧缩的货币政策，与其他非美国国家不跟随加息的宽松政策的分化导致的。目前美联储的联邦基金基准利率达到了 2.25%-2.50%，为发达经济体中最高，即便是加拿大和澳大利亚这些出口型国家的基准利率也仅有 1.75% 和 1.5%，与美国的欣欣向荣形成强烈反差。

表 3 美元指数涨跌幅超过 0.7% 的交易日事件一览

日期	美元指数波幅	相关数据及事件
2018-01-12	-1.15%	美国 17 年 12 月 PPI 月率自 2016 年 8 月以来首次下滑
2018-01-24	-0.99%	美国参议院投票批准鲍威尔为下一任美联储主席
2018-02-07	0.71%	ISM 非制造业指数从 12 月的 56 上升至上月的 59.9，为 2005 年 8 月以来最高水平。
2018-02-14	-0.79%	美国 1 月消费者信心指数 (CPI) 远超预期，令人担忧通胀可能上涨到危险的高度。
2018-03-21	-0.80%	美联储加息 25 个基点，至 1.75%
2018-03-28	0.83%	2017 年第四季度美国实际国内生产总值 (GDP) 按年率计算增长 2.9%，高于此前公布的 2.5%
2018-05-30	-0.81%	美国 5 月 ADP 新增就业人数 17.8 万，预期 19 万，前值由 20.4 万修正为 16.3 万。一季度 GDP 和 PCE 数据都经下调。
2018-06-14	1.44%	美联储货币政策委员会 FOMC 会后宣布，FOMC 委员一致投票决定加息 25 个基点，升至 1.75%-2%，符合市场预期。
2018-06-29	-0.80%	
2018-07-20	-0.76%	特朗普称，欧盟等地区一直在操纵汇率，并降低利率，而美国在加息，美元也变得越来越强
2018-08-10	0.74%	欧洲央行担忧一些欧洲银行会受到土耳其货币危机的影响，受到影响的银行包括西班牙外换银行、意大利裕信银行和法国巴黎银行。
2018-09-27	0.72%	美联储加息 25 个基点，至 2.25%；上调超额存款准备金利率 (IOER) 利率至 2.20% (此前为 1.95%)，周四 (9 月 27 日) 生效
2018-11-01	-0.87%	美国 10 月 ISM 制造业指数 57.7，预期 59，前值 59.8；制造业新订单指数 57.4，前值 61.8。
2018-11-12	0.80%	美国 10 月 PPI 环比 0.6%，创 2012 年 9 月以来最大升幅，预期 0.2%，前值 0.2%；同比 2.9%，预期 2.5%，前值 2.6%。

数据来源：wind 资讯，前海期货

总体来看，经济数据和突发事件对美元的短期影响不大，美国与非美国国家的货币政策分化才是年内美元持续反弹的主要动力，而经济的强势增长则在美元上涨中锦上添花。

(三) 2019 年加息预期降温

从美联储分别于 3 月、6 月和 9 月公布的点阵图中，6 月会议上调了 2018 年和 2019 年的基准利率预期，都上调了 25 个基点，而根据 9 月的预期，2019

年将加息三次，2020 年加息一次。不过长期利率目标做了轻微调整，只是 9 月份公布的点阵图中目标中位数由 2.875% 之间上升到 3.00%。然而，12 月利率决议对 2019 年、2020 年和长期利率目标都做了下调，暗示 19 年将会有两次加息，少于 9 月会议预测的三次。

图 5 2018 年美元大幅波动一览



数据来源：wind 资讯，前海期货

而市场此前的预测则更为悲观，截止 12 月 12 日，利率期权的隐含波动率暗示 2019 年底的利率中间价高于 2.625% 的概率只有 15%，而 11 月时的概率为 62%；此外，2019 年底联邦基金利率低于 2.375% 的可能性为 52%，而高于 2.375% 的概率为 33%，也就意味着 2019 年存在降息的可能。

表 4 联邦基金基准利率四季度调降

	联邦基金基准利率中位数			
	2018 年	2019 年	2020 年	长期目标
3 月会议	2.125%	2.875%	3.375%	2.875%
6 月会议	2.125%	3.125%	3.375%	2.875%
9 月会议	2.375%	3.125%	3.375%	3.000%
12 月会议	2.375%	2.875%	3.125%	2.750%

数据来源：美联储，前海期货

目前,3年期-5年期利率倒挂的现象已经揭示出金融市场的情况已经趋紧,并且可能在2019年年初时出现全面的利率倒挂现象。尽管历史上曾有多次利率倒挂之后出现经济衰退的情况,不过这些案例中都存在美联储在利率倒挂之后继续加息这一情况,因此从目前来看从利率倒挂推导美国经济衰退并不合适。

这些重大转变都是从美联储主席鲍威尔的鸽派暗示的发展而来,促使市场开始重新考虑美联储的货币政策路径,从而在市场数据中提前反应,而美联储也会根据市场以及实际的经济状况对政策实施和调整做考量。目前来看,通货膨胀将是美联储最为关注的焦点,目前整体GDP增速仍然较高,高于美联储认为的美国潜在经济增长率,后者为1.8%;而目前就业市场的紧缩情况,以及随之而来的薪资上涨的压力会推升通胀压力,不过目前油价下跌幅度很大,一定程度上对冲了通胀的上行压力,这也会给美联储在2019年的政策选择上提供更大的操作空间,不必因为通胀预期高企而被迫加息。

三、中美贸易战：跨年度的不确定因素

（一）美国挑起贸易战历史

纵观历史,美国通过挑起贸易战来转移其国内问题已经不是第一次了,20世纪30年代的经济“大萧条”前期,希望借以提高进口关税来组织“大萧条”的发生,但是没有奏效;70年代石油危机带来的经济“滞涨”时期,美国通过对农产品和钢铁施加“反倾销税”与“反补贴税”希望能提振本国经济,最后双边贸易状况得到改善,但第三方市场受损,同时财政赤字明显上升;到了20世纪90年代,美国及欧洲多国经济下行,美国采用对公共采购领域的商品对自产比例进行限制,并且规定自产商品的采购优先权,两种方式希望提高国内生产商的销售,最终美国和欧洲多国都受到了一定的经济损害,然而美国的损失相对较小,算是取得了一定的效果;到了21世纪初,全球钢铁产能过剩,美国针对钢铁施行了根据贸易法条款的调查并实施包括制裁、提高关税、设置进口配额、发放进口许可证以及想WTO申诉等措施来设置贸易壁垒,导致欧盟及亚洲钢铁生产企业受损严重,而美国钢铁企业获益。

（二）美国挑起贸易战原因分析

本次的贸易战美国的目标很多,从中国、俄罗斯到邻居墨西哥,连传统盟友欧盟和加拿大都没放过。贸易战无论对于全球经济还是美国国内的经济状况都

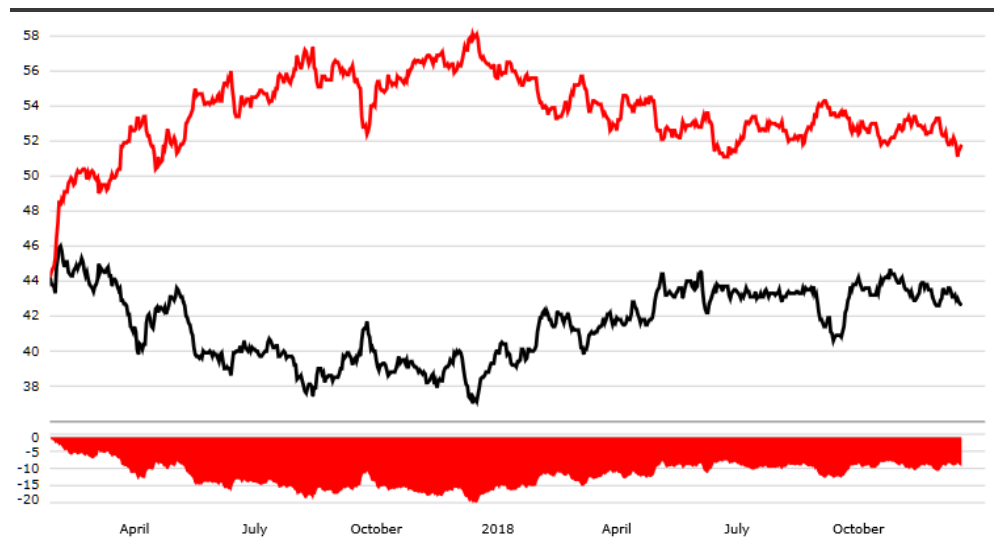
有不可忽视的重大影响，而且这种经济上的影响完全是弊大于利的，那么美国不惜牺牲其国际形象、经济发展以及国内大企业的利益，发起广泛的贸易战，其目的值得深思。

特朗普挑起贸易战主要原因：

1) 为了其本人的政治生涯，即是以支持率与中期选举为目的

然而，发动贸易战也并未能挽救共和党中期选举失利，民主党控制了众议院让特朗普在之后的执政中将会受到更多牵制。不过，民主党在对遏制中国发展方面与共和党的目标是一致的，因此并不会缓解贸易战的紧张关系。

图 6 2018 年特朗普支持率攀升（黑色为支持率，红色为不支持率）



数据来源：wind 资讯，前海期货

事实证明，特朗普的一系列措施，包括贸易战在内，对支持率的提升都行之有效，整个 2018 年特朗普的支持率一路走高并基本保持在 44% 附近。

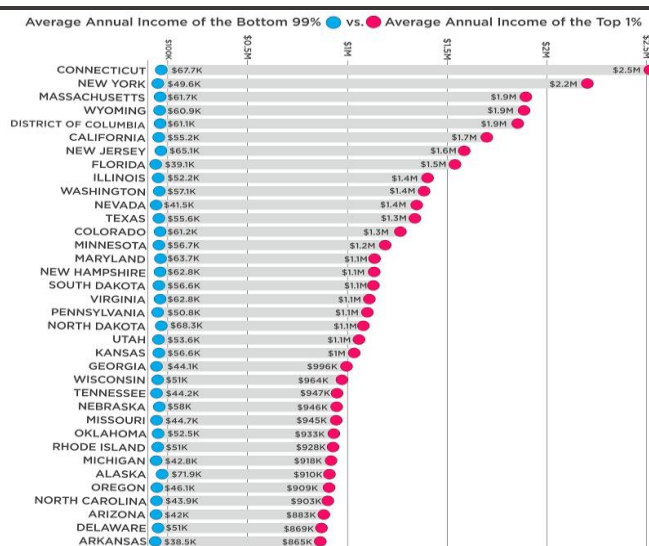
2) 转嫁国家内部矛盾

一方面，在二战战后兴起的自动化工业革命之后，诸如原子能、航天航空和电子计算机等高新技术发展都遇到了瓶颈，缺少新的可以引领市场和带来爆发式增长的科学技术，即便是目前最前沿的诸如人工智能、机器人、云计算和大数据等技术，也都是数十年前就已经出现在实验室里的，只是现在的工业技术可以支持这些前沿技术走出实验室实现商业化而已。12 月 18 日特朗普总统签署命令，成立“太空司令部”，预示着美国将向着航天航空领域的技术突破再次发起挑战，这也映证了该领域遭受瓶颈需要追加投资，大力发展的判断。

另一方面，在近数十年的发展中，美国中低端制造业外迁基本完成，这直接

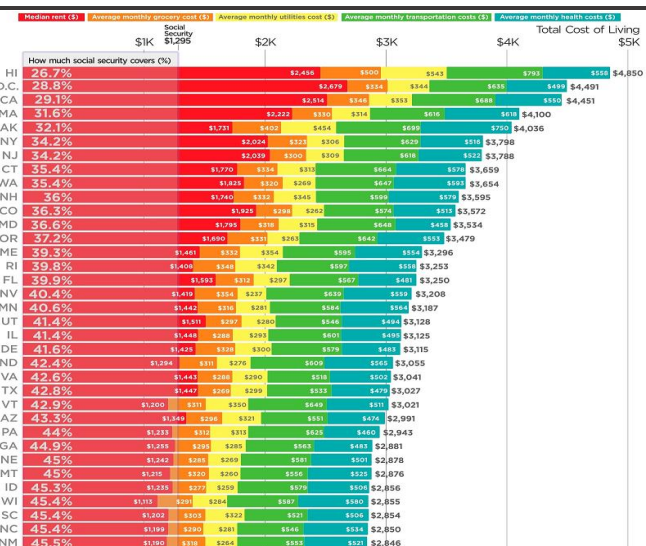
导致国内贫富差距加大，这从特朗普总统当选可以看出，国内贫富差距引发的矛盾已经愈演愈烈。

图 7 美国贫富差异巨大



数据来源: Howmuch.net, 前海期货

图 8 社保金在 45 个州内尚不能覆盖基本生活成本的一半



数据来源: Howmuch.net, 前海期货

贫富差距最大的三个地区分别为康涅狄格州，收入最低的 99% 的人口的平均年收入为 67700 美元，收入最高的 1% 的人口的平均年收入为 250 万美元；纽约州，收入最低的 99% 的人口的平均年收入为 49600 美元，收入最高的 1% 的人口的平均年收入为 220 万美元；马萨诸塞州，收入最低的 99% 的人口的平均年收入为 61700 美元，收入最高的 1% 的人口的平均年收入为 190 万美元。

而美国国内的社会保险金为每月 1295 美元，这在全国总共 50 个州内，仅有 5 个州的基本生活开销低于 2600 美元，即社保金可以覆盖基本生活开销的一半，而在基本生活成本最高的 5 个州内，社保金尚不能覆盖基本生活的 1/3。

由此可见美国的底层公民的生活水平相对较低，且贫富差距巨大，可能成为未来社会不稳定的因素，将原因归咎于接收美国中低端产能的中国转移民众的焦点，可以转移问题并争取更多时间。

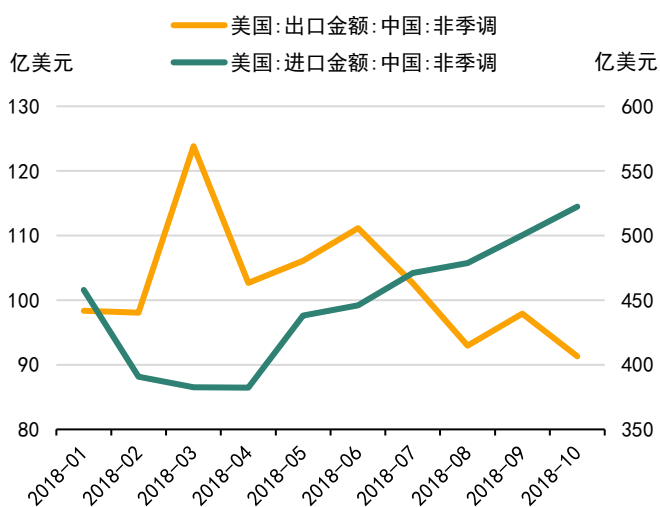
(三) 贸易战并未改变中美贸易结构

在贸易战的初期，就有众多学者和机构对贸易战可能产生的影响做了大量评估，巴克莱银行的经济学家认为对中国商品加征 15% 的关税会导致美国年度 GDP 下降 0.5%；花旗银行的经济学家则表示，贸易战将会对下一年（2019 年）

的 GDP 造成 1% 的拖累。

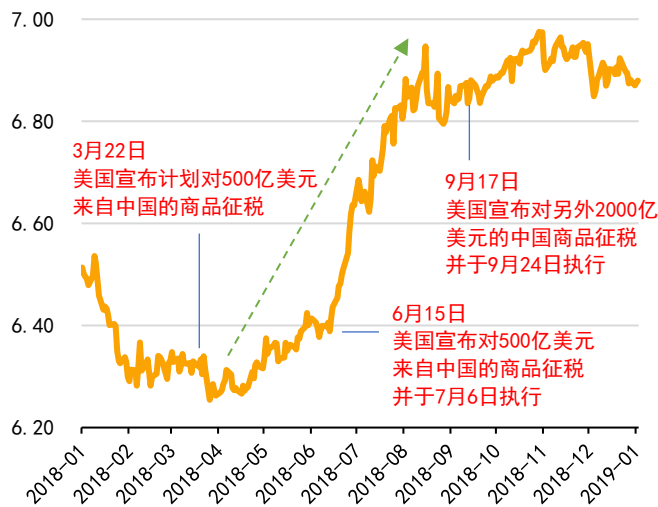
宾夕法尼亚大学的研究则认为，如果展开全面的贸易战，即美国市场开放程度为 0%（当前的市场开放程度为 40%），则 10 年后，相比不展开贸易战美国的整体 GDP 将减少 0.9%，资本服务减少 3%，到 2040 年，美国的 GDP 总量将萎缩 5.3%，资本服务将减少 14.8%；而如果加强开放，开放程度为 70%，则经过 10 年美国 GDP 总量将得到 0.7% 的增加，资本服务会得到 2.3% 的额外增长，而到 2040 年，累积的增幅将达到 4%，资本服务的增幅可以达到 11.1%。

图 9 贸易战并未改变中美贸易结构



数据来源: wind 资讯, 前海期货

图 10 贸易战开始后人民币持续贬值



数据来源: wind 资讯, 前海期货

另外从美联储 12 月公布的经济褐皮书上也提到，加征关税的影响已经从制造商和采购商向零售业和餐饮业蔓延，意味着关税带来的通胀压力正在从 PPI 向 CPI 和 PCE 传导。

实际情况是，贸易战以来，美国对中国的出口额逐步下降，从 3 月的峰值超过 123 亿美元下降至 10 月接近 91 亿美元，而来自中国的进口则从 3 月的 382.57 亿美元持续增长至 10 月 522.33 亿美元。贸易战并没有改变美国贸易逆差的情况，反倒促成了中美贸易差的逐月放大。

其中部分原因与美国挑起贸易战导致市场大量抛售人民币有关，从 3 月 22 日美国宣布计划对中国商品征税至 11 月 1 日，人民币贬值幅度最高达 9.71%。这会大大减弱关税对进口商品成本的影响，5 月美国从中国进口商品的环比增幅最大，因为企业预期关税壁垒不可避免，因此调整了进口计划。之后持续升高的进口则受到人民币贬值的支撑，以 7 月 6 日美国开始对 500 亿商品征收 25% 关税

为例，相比 3 月 22 日前的离岸人民币汇率为 6.3，贬值 5%（离岸人民币汇率 6.615 附近），那么被征税 25% 的项目的最终成本增加了 18.75%。而到了 9 月 24 日以后，人民币已经累计贬值 8% 即 6.85 附近，那么之后被征税 10% 的项目实际成本仅仅增加 1.16%。因此对于这部分商品的影响非常小。

（四）贸易战展望

中美领导人在 G20 峰会上已经达成了基本共识，双方决定停止升级关税等贸易限制措施，在 2019 年 1 月 1 日把针对来自中国的 2000 亿美元商品的关税维持在 10%；中国同意从美国购买大量农业、能源、工业和其他产品，并立即开始购买农产品。在 90 天内就强迫技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、网络入侵和网络盗窃以及其他方面的改革进行谈判，如果双方无法达成协议，将把 2000 亿美元商品的关税从 10% 提高到 25%。

就贸易战的未来发展，有以下三条可能路径：

1) 中美未达成协议，美国将 2000 亿美元商品的关税上调至 25%。这将使贸易战全面升级，对中国总共 2500 亿美元的商品征收 25% 的关税，涉及将近一半的美国从中国进口的贸易额（2017 年全年中国对美国的出口额 5054 亿美元，中国的所有出口额为 2.26 万亿美元）。这将对中国的出口造成较大的负面影响，并可能带动人民币进一步贬值。

2) 中美达成部分协议，美国将 2000 亿美元商品的关税保持在 10%。这对中国的贸易出口影响较小，不会有进一步的关税上调，且人民币保持在当前水平，那么外贸情况就不会进一步恶化。那么目前的外贸往来可以维持，并在之后就进一步的谈判提供空间，不过也需要警惕美国采取措施以谋求更快的谈判进度，措施包括再次上调关税、控制中国大型企业的高管（类似孟晚舟事件）以及对其他中国企业提请诉讼（如 5 月的中兴事件）等。

3) 中美达成完整协议，美国部分或全部取消关税壁垒。这对中美贸易将是重大利好，中美贸易额将出现新的高峰，人民币也会因此获得反弹机会，不过这需要中国在谈判中做很多妥协，出让部分利益才能达成。

整体上，贸易战的持续会带来诸多重大影响，关税带来的需求下降会全方位的出现，从而导致世界经济减速，甚至陷入衰退的可能；美元依托美国国内强劲的经济表现，仍然保持对非美货币的强势，但美国的衰退可能性加大，这将大大提振黄金的表现，甚至出现美元和黄金同涨同跌的表现；如果贸易战的预期不减，由于市场对需求的担忧，资产价格将会出现下滑，甚至出现集中抛

售，这将对国内经济造成很大压力，这在涉及贸易战的国家中都有可能出现；大宗商品价格也会受需求不振的预期拖累而走弱，黄金则会成为商品中的强势品种。

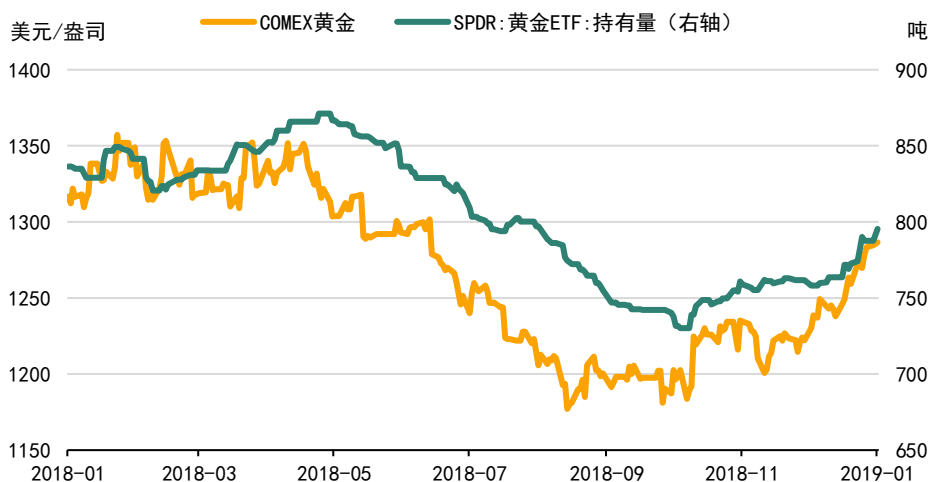
四、弱势美元预期将支撑黄金

（一）美元趋弱金价趋稳

在第一部分的行情回顾中，2018 年黄金和美元的整体相关性为-0.8826，呈现出较高的负相关性，一方面由于美元在 2018 年一整年中处于强势之中，另一方面美国强劲的经济复苏为美元增加了更多避险属性，因此避险属性从黄金流入美元的过程中加剧了黄金的下跌。同时随着金价下跌，黄金 ETF 的持仓量也开始随之下滑，并晚于金价出现拐点。

由于前文提到的 2019 年的美联储加息预期和经济增长预期双双降温，将会在 2019 年给黄金带来反弹机会，而实际上在美联储主席鲍威尔鸽派暗示之后，黄金已经完成底部盘整，并在四季度走出相当不错的反弹。

图 11 金价先于持仓量到达拐点



数据来源：wind 资讯，前海期货

（二）欧元区正在面临转变

在 12 月 13 日的欧央行利率决议公布后的新闻发布会上，欧央行行长德拉基表示资产购买计划（APP）——即欧版 QE，将会在 2018 年 12 月结束净购买，之后到期的债券将再投资，以维持目前的资金投放规模。由于目前欧元区的整

体通胀表现尚可，11月HICP同比增长1.9%，与中期2%的目标相匹配，但第三季度的GDP环比增长0.2%，弱于此前欧央行的预期，并且12月的法国制造业PMI指数居然出现了远低于市场预期的49.7，显示法国的制造业正在经历萎缩。

德拉基表示，内在宽松的货币政策的支持下保证了欧元区经济的扩张，而外部需求则会全球经济活动的扩张的支撑，但增速会有所放缓。央行对欧元区经济的预测也经过了下调，预测2018年实际GDP增长1.9%，2019年增长1.7%。

预计在2019年，欧元区的通胀将在目前宽松的货币环境里继续保持在接近央行中期目标2%附近；而经济仍然会保有一定的不确定性，特别是作为欧元区主要经济动力来源的法国出现了制造业收缩的情况，这并不是一个好的预兆；另外，利率将根据经济形势灵活调整，并且还设置了2019年夏天的时间节点，因此可以预见的是在2019年二季度结束前很难看到欧央行提高利率，而缩减购债规模则将会需要更长时间才能出现。不过由于美国的强势预期正在减弱，边际上，将会给欧元以比较好的表现机会，因此欧央行一旦表现出鹰派，那么欧元将会收复此前的下跌，应对美元形成压制，从而提振黄金的表现。

（三）英国脱欧就在眼前

英国脱欧当前的最棘手的问题是北爱尔兰和爱尔兰的边境问题，由于北爱尔兰是英国的一部分，其与爱尔兰的边界目前由于同属欧盟的关税同盟和单一市场而开放这自由边界，人员和货物可以自由往来。而一旦英国退出欧盟，这条自由边界是继续保持还是恢复边境检查，将成为大问题。

英国曾希望可以与欧盟建立自由贸易区，英国继续受到欧盟贸易规则的限制，并享受单一市场的利益，这收到了国内“脱欧派”和欧盟的反对，“脱欧派”认为这是对此前“强硬脱欧”的“背叛”，而欧盟则认为英国在不接受欧盟其他限制的情况下享有自由贸易的利益。

而现在，如果继续保持北爱—爱尔兰自由边界，那么英国对北爱尔兰的控制将大大削弱，威胁到英国的领土完整，增加北爱脱离英国与爱尔兰合并的可能性。另一方面，如果设置边境检查，则会加剧已经缓和的北爱—爱尔兰的和平进程，同时还会损害两国之间的经济。

因此这个问题牵涉的范围包括英国国内的“脱欧派”、“留欧派”，爱尔兰和北爱的和平或异见人士，又涉及英国本国内和欧盟的利益，各方达成妥协并不容易，因此这也是目前市场低估英镑的重要原因之一——担忧英国将无协议脱欧，

这也是最糟的情况。而一旦达成协议，则英镑和欧元将双双反弹，对美元构成较大压力。

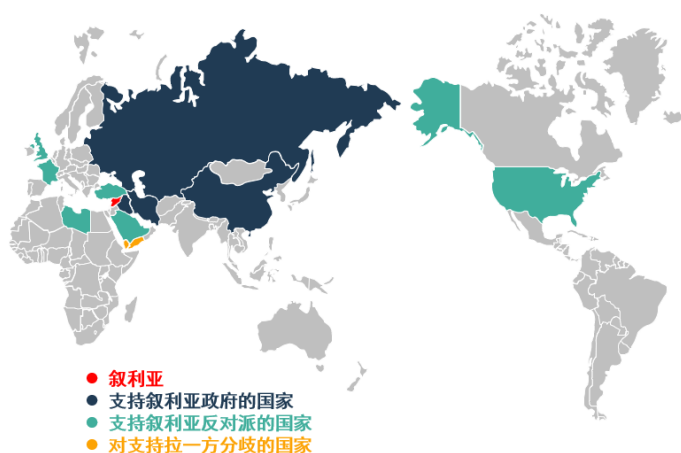
除此以外，英格兰银行也难以在脱欧问题达成以前贸然转变货币政策，在当前工资增长良好的情况下，因为央行并不想冒在退欧的动荡时期加息可能打击经济的风险。并且目前英国的通胀压力正在减弱，预计在 2019 年还会下降，油价的下跌会进一步缓解压力，可以给央行更多回旋余地，因此即便议会在 2019 年 1 月通过退欧协议，英格兰银行最早可能在 3 月跟进加息，但更大概率是央行会等到 5 月。因此“脱欧协议一加息路径”将是 2019 年主导英镑的关键，两者渐进的达成，将会给英镑和欧元带来很大的提振，这会使美元远离前期高点，同时大幅支撑国际金价。

五、中东乱局引领避险情绪

（一）美国从叙利亚撤军

12 月 19 日，美国总统特朗普以“已经打败伊斯兰国（ISIS）”的名义宣布美军将从叙利亚撤出，而后 20 日，美国总统特朗普宣布国防部长马蒂斯辞职，之后又将马蒂斯离职的时间提前到 2018 年年底。国防部长辞职暗示美国国内对美军撤离叙利亚分歧较大，反对者认为美军撤出是背弃盟友的决定。

图 12 叙利亚政府军和反对派支持者



数据来源：公开信息，前海期货

图 13 什叶派之弧（绿色为什叶派，浅蓝为逊尼派）



数据来源：wind 资讯，前海期货

美国撤军的导火索与沙特阿拉伯记者卡舒吉遇害有关，事件中的主要冲突来自于土耳其与沙特阿拉伯之间，土耳其方面开始对事件调查之后，逐步公开进展，其中的证据对沙特阿拉伯越来越不利，而一旦证明沙特是刺杀卡舒吉的主使那么这将引起美国国内对特朗普总统与沙特关系的极大反感，进而影响特朗普的支持率，而如果美国因此而决定谴责甚至制裁沙特，那么特朗普之前与沙特达成的军售协议将被迫取消。

因此，就在土耳其不断释放出调查进展的当下，特朗普总统宣布美国撤军，既是对土耳其的妥协，也是希望继续保持与沙特的关系的同时减少国内的反对声音。但是此举将加速叙利亚政府军对全境的控制，另一方面纵容土耳其有机会进攻库尔德人武装，伊朗、伊拉克、土耳其和俄罗斯都是美国撤军的获益方。

借由叙利亚政府军重新夺回领土的控制权，一旦结束战争，则叙利亚仍然将是一个由什叶派控制的国家，加上伊朗、伊拉克以及黎巴嫩真主党，中东地区的“什叶派之弧”重新稳定下来，使什叶派与逊尼派之间形成新的均势，并可能对以沙特为首的逊尼派穆斯林国家以及以色列的国家安全造成威胁。

中东的均势将会增加区域的不稳定性，逊尼派与什叶派，以及库尔德人建国问题可能给地缘政治带来诸多不确定因素，这将给黄金带来一定支撑。日后，区域内的冲突也会通过抬升避险情绪而助推黄金，且因为美国已经退出叙利亚，因此避险情绪选择黄金而非美元的概率更大。

（二）美国退出伊核协议只是开始

美国在 2018 年 5 月宣布退出伊朗核协议，并在 11 月恢复对伊朗的制裁措施，另外还号召其盟友停止进口伊朗原油。5 月以后，伊朗的原油出口逐月下降，从 5 月 270 万桶/日下降至 10 月的 185 万桶/日。这将给伊朗的经常账目带来巨大压力，国内物价特别是进口商品价格将受汇率影响而上涨，伊朗政府受到较大的制裁压力。

不过，美国重启制裁伊朗只是针对伊朗施压的一个开头，历史上共和党总统上任后，通常会“重返中东”，增加对中东的战略布局和政策倾斜。从这个角度看，美军撤出叙利亚，似乎与“重返中东”的战略相悖，然而从 5 月开始宣布制裁伊朗，除了随后按照既定时间表施加制裁之外，并没有其他进展。

因此，伊朗可能是美军撤出叙利亚之后，美国“重返中东”的焦点，从经济制裁开始，未来可能进一步加重制裁力度，给伊朗更大的压力，然后重新回到谈判桌，提出对伊朗核设施和生产能力更多条件，以直接遏制伊朗，来维护

受“什叶派之弧”威胁的沙特和以色列等盟友。

如果美国加重对伊朗的制裁，将加剧中东的不稳定性，同时增加市场的避险情绪，从而对黄金形成支撑，不过这种影响更可能将以脉冲形式出现。

六、2019 年展望：美元见顶，黄金转强

（一）加息预期降温拖累美元

美联储在 12 月会议上对加息的态度变得温和，但没有市场预期的那么温和，但从经济展望中表现出了很多鸽派信号，例如下调了联邦基金利率的预期路径，暗示 2019 年加息两次而不是三次；FOMC 还下调了联邦基金利率的长期预期。声明中还表示，央行会密切关注全球经济和金融发展，并评估其对经济前景的影响，这一点将扩大美联储政策的可操作空间。

美联储目前采取的紧缩政策相当有力，同时从两个方面收紧货币政策——加息和“量化紧缩”（与此前的 QE，量化宽松相对），这会加大利率过度上升的风险，从而损伤商业活动。美联储正在尝试给经济降温，目前美国的经济增速远高于潜在增长率（美联储的长期 GDP 增长预期是 1.8%-2.0%），因此，为了防止经济过热或者经济和金融市场的失衡发展，美联储持续加息。美联储希望能够放缓经济，并强调其政策将更加依赖数据。伴随国际油价下跌导致通胀趋于缓和，美联储于市场的沟通将面临考验，通胀放缓会增加制定政策的压力。不过，美联储并不会立即试图阻止通胀放缓，因为美联储将当前的通胀放缓归因于全球商品价格下跌，且定义为暂时性因素，美联储可能最早于 3 月就暂停加息。

另外，中美贸易摩擦还有 90 天的贸易谈判窗口期，美联储有理由稍作停顿，暂缓加息，针对贸易谈判对美国金融市场和经济的潜在影响做更多了解，不过前提是在议息会议前没有就贸易问题达成任何协议。那么由此可以推断，美元的顶部将在 2018 年的四季度到 2019 年的一季度出现，而后美元将出现震荡，乃至回落的可能。而随着美国的经济降温和暂缓紧缩，美元的内在看多逻辑消失，支撑也将仅有非美国国家经济衰退提供。

（二）黄金即将转强

黄金在 2018 年里主要与美元负相关运行，而在 2019 年美元内在的看多逻辑逐渐消退之后，将对黄金构成支撑。加上 2019 年全球政治风险超过平均水

平，以及中美贸易摩擦的不确定性，都会对黄金带来实质支撑。

我们的黄金评估模型显示，2018 年最早的看涨信号出现在 8 月 20-22 日，而最近从 11 月 21 日开始频繁出现。主要源于长短期利率差收敛，并在部分期限上出现倒挂，市场开始担心经济滞涨甚至衰退风险；美国国债表现强于美元，市场短期避险情绪持续升温；国际市场上避险货币持续走强，美元的避险功能受加息预期降温的拖累，被逐渐削弱；原油为首的大宗商品持续走弱，黄金逆势走强。以上这些因素的共同作用将会在 2019 年给黄金带来较好的配置和投资机会。

免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。

关于我们

总部地址：深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

邮政编码：518052

全国统一客服电话：400-686-9368

网址：<http://www.qhfco.net>

