



# 美元完成筑顶 黄金料将扶摇直上

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

- 美联储在 2008 年金融危机后，从 2015 年 12 月开始的加息周期已经结束。美联储下调 2020、2021 年度利率预期。
  - GDP 得以保持相对快速的增长，但是 PCE 通胀却持续下滑。美联储的确担心经济扩张有可能逐渐消退。
  - 贸易战已经导致部分价格上涨和一定程度的贸易损失。
  - 美国若对伊开战将失道寡助，而美伊的紧张关系将成为黄金保值升值的重要基石。
- 
- 2019 年上半年美元和黄金走势回顾
  - 降息在即：是放缓还是衰退
  - G20：中美贸易冲突的经停站
  - 央行：坚定的黄金买家
  - 美伊争端关键词：失道寡助
  - 2019 年下半年展望：美元急转直下，黄金扶摇直上

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 Finished Topping

## Gold Will Keep Rising

### Abstract

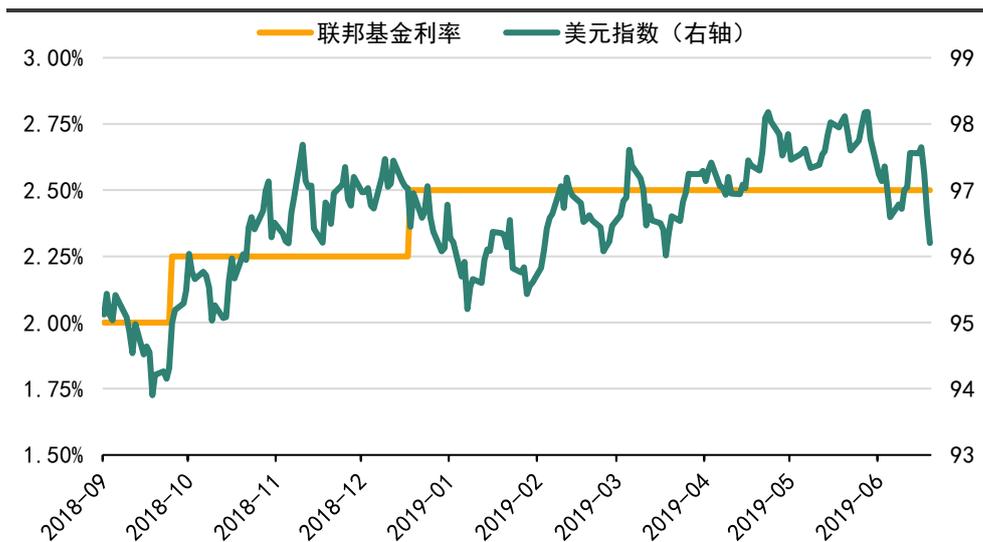
- After the 2008 financial crisis, the Fed's interest rate hike cycle since Dec 2015 was over. The Fed lowered its interest rate expectations for 2020 and 2021.
  - GDP has maintained relatively rapid growth, but PCE inflation has continued to decline. The Fed does worry that the economic expansion may gradually fade.
  - Tariffs have led to some price increases and a certain level of trade losses.
  - If the United States fights against Iran, it will lose its helplessness. The tension between the United States and Iran will become an important cornerstone for the appreciation of gold.
- Review of the trend of US dollar and gold in the 1H2019
  - Rate cuts soon: is it slowing or declining?
  - G20: Stopover of Sino-US trade conflict
  - Central Bank: a firm gold buyer
  - US and Iran dispute keywords: lost help
  - 2H2019: US Dollar finished topping, gold will keep rising

## 一、2019 年上半年美元和黄金走势回顾

### （一）暂停加息，美元见顶

2019 年上半年美联储暂停加息，与 2018 年年内 4 次加息形成鲜明对比，意味着美联储正在考虑经济衰退的可能性。至此，美联储在 2008 年金融危机后，从 2015 年 12 月开始的加息周期已经结束。本次加息周期历时 3 年，共加息 9 次，从 0-0.25% 开始到 2.25-2.50%。随着美联储暂停加息以及经济数据逐渐趋冷，市场对美国经济的担忧逐渐增加，在 2019 年年初美国国债市场出现利率倒挂后，唱衰美国经济的言论渐渐增多。尽管期间美国 GDP 数据时有惊喜，但全球贸易环境和经济前景的不确定性，使市场不断对美元重新评估，并在 98.2 附近经历多次承压回落。

图 1 2019 年美联储暂停加息，美元指数震荡铸顶



数据来源：wind 资讯，前海期货

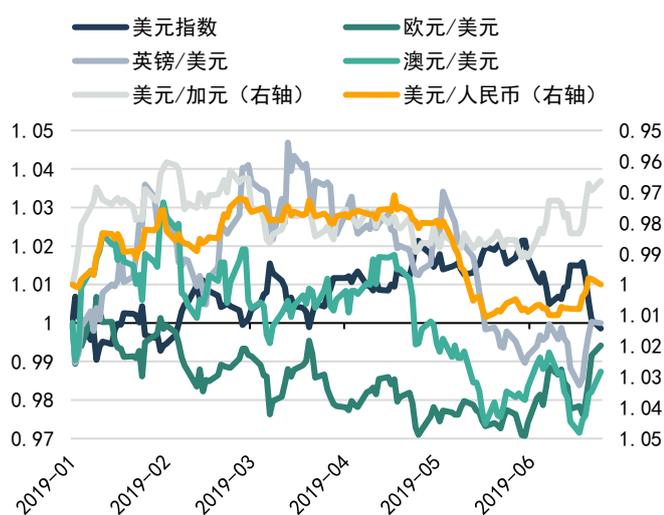
### （二）特朗普遏制强势美元

其他发达经济体多深陷衰退阴霾，仅有加拿大较年初出现好转。欧洲央行下调了 2019-2021 年的经济展望，5 月的通胀预期比 3 月有所下降，欧央行正在考虑新的宽松操作的可行性。英镑则仍然深陷脱欧泥潭，脱欧进程的止步不前和脱欧期限的不断延期让英镑的吸引力大打折扣，导致英镑被大幅低估，脱欧派保守党代表鲍里斯·约翰逊如果当选英国首相可能导致硬脱欧的发生，但最终结果最早将在第四季度才能确定。加拿大央行虽然没有加息，但认为 2018 年末到 2019 年初的经济放缓是暂时的，对经济抱有信心。澳大利亚联储对经

济的前景略有悲观，就业放缓和房价的下滑都表明经济将会继续走软，而低利率对家庭消费的支撑尚未显现，市场则预期澳联储可能会在 7 月降息，以继续刺激经济。

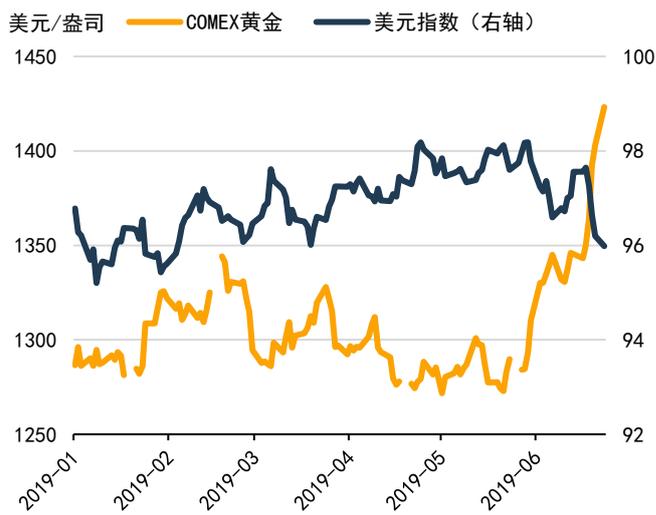
相比之下，美国一季度实际 GDP 仍有 3.1% 的高速增长，美元的升值压力依然很大。特朗普总统对强势美元多次进行打压，并向美联储主席鲍威尔多次施压，甚至考虑撤换。而在降息预期即将兑现之时，对欧央行的宽松暗示进行抨击，可见其对美元强势的激烈不满与为了抑制美元升势的用心良苦。不过美联储货币政策的转向，从加息周期转入降息周期的过程中，会促使美元受到货币政策分化导致的超高溢价逐渐回归本来的价值，加上此前被抑制的衰退预期也会逐渐释放，美元的阶段高点已经在上半年出现。

图 2 美元完成铸顶



数据来源：wind 资讯，前海期货

图 3 黄金确认支撑



数据来源：wind 资讯，前海期货

### （三）黄金确认支撑

黄金 2019 年上半年整体走势与美元指数呈现出较弱的负相关，整体相关性为-0.3090。不过在 5 月份以来，也就是美联储的降息预期逐渐升温并基本落实以后，美元和黄金的负相关性持续快速增强，5-6 月的相关性达到了-0.8311，这也表现为在美元震荡铸顶期间，黄金完成了对 1270 美元/盎司附近支撑的确认。

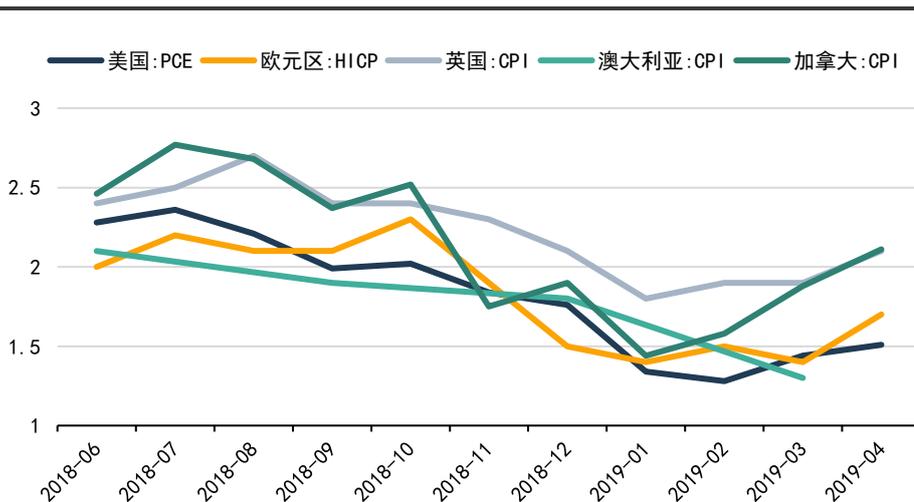
## 二、降息在即：是放缓还是衰退

### （一）美国经济继续领跑发达经济体

2019 年一季度的 GDP 数据上，美国依然大幅领先于其他发达经济体（表中数据为当季同比，美国官方公布的是年化环比，3.1%），仅凭这一点就足以说明盲目唱空美国经济是有较大风险的。

不过美国的通胀已经出现了持续的回落，PCE 在 2019 年 1 月已经回落至 1.34%，远低于美联储 2% 的政策目标。对比其他发达经济体，加拿大的通胀持续扩张，就连欧元区也在美国通胀刷新低点的时候完成了探底，并开始回暖；尽管英国还在脱欧困局中挣扎，但 GDP 增速连续两个季度的增长，通胀虽然回落但依然保持在目标附近。

图 4 美国通胀表现较弱，仅强于澳大利亚



数据来源：wind 资讯，前海期货

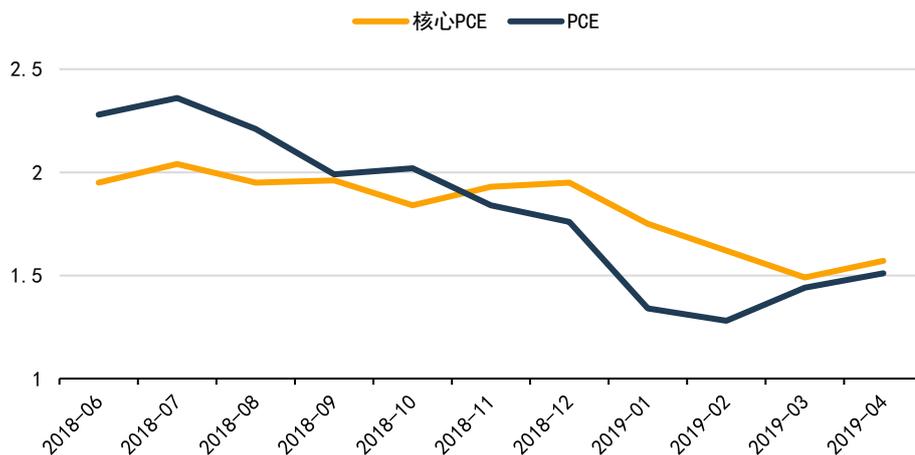
表 1 发达经济体 18/19 季度 GDP 同比增速

	美国:GDP	欧元区:GDP	英国:GDP	澳大利亚:GDP	加拿大:GDP
2019 第一季度	3.18%	1.17%	1.83%	1.81%	1.32%
2018 第四季度	2.97%	1.18%	1.39%	2.38%	1.59%
2018 第三季度	3.00%	1.66%	1.57%	2.75%	1.96%
2018 第二季度	2.87%	2.20%	1.39%	3.13%	1.76%
2018 第一季度	2.58%	2.48%	1.24%	3.06%	2.21%

数据来源：美联储，前海期货

国际油价的下跌对美国的通胀下滑起到了一定的作用，从 2018 年 10 月以后，去除了食品和能源价格的核心 PCE 变得高于 PCE，但是将通胀下滑全部归咎于能源价格下跌，显然是不合适的。

图 5 核心 PCE 与 PCE 的关系逆转



数据来源: wind 资讯, 前海期货

美联储的经济展望中也体现出了经济增长和通胀的分歧, 经过 2019 年 3 月和 6 月的两次会议, 对 2019 年的真实 GDP 从 2018 年末的 2.3% 下调至 2.1%, 不过 6 月会议与 3 月会议持平, 但 PCE 通胀则两次下调到了 1.5%。2020 年的展望的分歧更大, 6 月会议上调了 GDP 增速 0.1%, 但下调了 PCE 通胀 0.1%。

表 2 美联储逐季度下调通胀展望

	2019 年经济预期中值			2020 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
2018 年年末	2.3	3.5	1.9	2.0	3.6	2.1
2019 年 3 月会议	2.1	3.7	1.8	1.9	3.8	2.0
2019 年 6 月会议	2.1	3.6	1.5	2.0	3.7	1.9

数据来源: 美联储, 前海期货

## (二) 美联储的担忧

在 FOMC 的声明中, 最显著的改变是将“耐心”改为了“采取适当行动来保持扩张”, 意味着美联储的确担心经济扩张有可能逐渐消退。另外, 值得注意的

是 GDP 与 PCE 通胀的分化，GDP 得以保持相对快速的增长，但是 PCE 通胀却持续下滑，远离 2% 的政策目标，并且通胀预期下降至 40 年来的低位，这一点可以从 FOMC 在今年 3 月和 6 月的会议上连续两次下调通胀预期中看出来。与此同时，失业率降到了历史低位，低于了以前美联储 4% 的自然失业率，超过充分就业的水平。

从美联储最新公布的 5 月的经济褐皮书中可以看到，劳动力供给不足已经限制了就业市场的进一步扩张，有理由相信，当前 3.7% 的失业率应该已经很接近或达到充分就业的水平。与以往美联储及其任职者的定义，越过 4% 的失业率目标，将会导致通胀快速升高。原因是超低的失业率增加了群体的总体收入，总体收入的提升将会推升需求总量，从而导致商品涨价来重新使供需回归均衡。但是事实是通胀脱离了美联储的目标，意味着随着经济增长市场中的货币供给增量已经捉襟见肘。PCE 通胀从 2018 年 11 月开始下跌，如果美联储再不采取行动，那么通胀有可能滑落至零通胀甚至通缩水平，将对经济发展产生极大制约。而疲软的通胀预期，也会大大削减美国社会的投资信心和消费信心，导致需求减弱，最后拖累经济增长。

除了经济层面的担忧之外，美联储还需要对美国的贸易政策方向和未来发展做提前准备。由于美国总统特朗普主导的贸易战在与美国主要的贸易伙伴之间展开，基于贸易政策的手段可能引来对方的报复，这种报复将随着需求减弱而不可避免的对美国的生产商的利益、投资者的信心、消费者的信心造成打击。从而拖累经济，并可能导致经济急剧下滑。然而，降息所带来的对经济的刺激，可能会增加特朗普总统的战意，因为经济由于货币政策的刺激，可能会一定程度上粉饰由于贸易战而疲软的经济数据。如此一来，降息也将会成为特朗普总统继续贸易战的间接助手，这也是前者早在经济出现衰退预期之前就希望美联储降息的重要原因之一。

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。

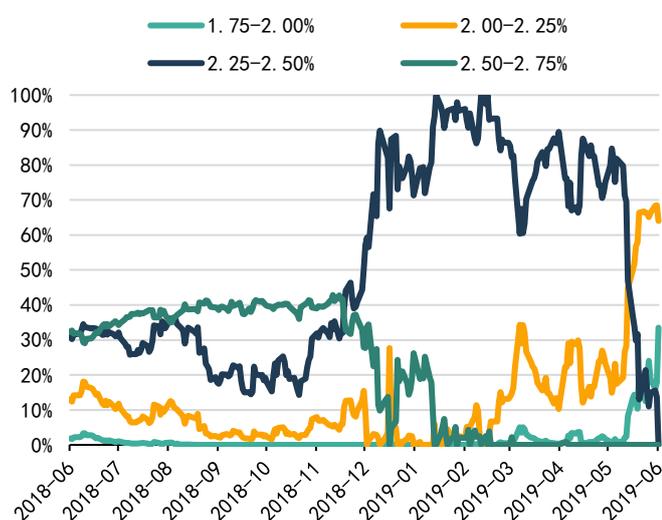
### （三）降息：从预期变为现实

在 6 月 19 日的美联储 FOMC 决定暂不降息，但从公布的利率点阵图来看，降息就在眼前。美联储主席鲍威尔也承认这一次的点阵图，是美联储从 2015 年 12 月开启加息周期以来首次出现降息信号，表示“美联储增加宽松政策的可能

性一定程度上增强了”。在 17 名官员中有 8 名预计 2019 年将降息，另有 8 名官员预计按兵不动，另有 1 人支持加息，总体预期降息 1 次。

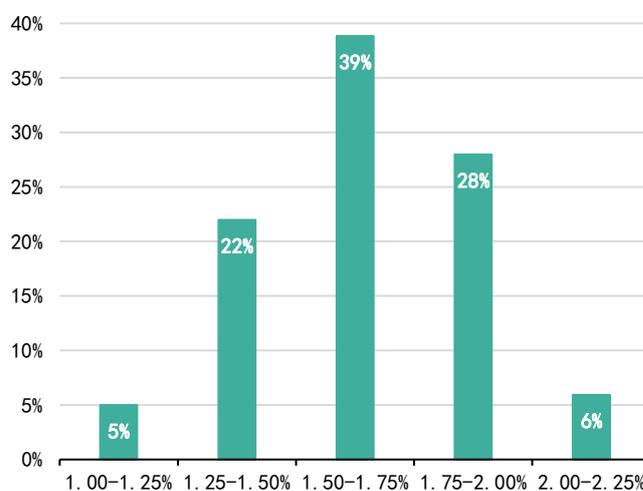
在作为官方确认降息的点阵图公布之前，早在 6 月初，美联储主席鲍威尔在联储活动的公开致辞时，市场就嗅到了降息的暗示。CME 的美联储观察工具上反映出来的，7 月议息会议的降息预期最早从年初开始出现，在 5 月末 6 月初得到极大强化，同时利率保持不变的预期大幅下滑，并在 6 月会议后降至 0%。降息 50 个基点概率也大幅攀升到了 1/3。

图 6 7 月议息会议不同利率水平的概率历史变化



数据来源：CME，前海期货

图 7 12 月议息会议的不同利率水平的概率一览



数据来源：CME，前海期货

表 3 联邦基金基准利率上半年路径

	联邦基金基准利率均值			
	2019 年	2020 年	2021 年	长期目标
12 月会议	2.875%	3.125%	3.125%	2.8%
3 月会议	2.375%	2.625%	2.625%	2.8%
6 月会议	2.375%	2.125%	2.375%	2.5%

数据来源：美联储，前海期货

市场的预期则比美联储更为悲观，由于下月降息已经板上钉钉，现在对 2019 年 12 月的利率预期的分歧主要表现在降息次数上，降息 3 次（每次 25 个基点）的概率最大，达到了 39%；降息 2 次达到了 28%，两者合计超过了 67%。甚至有 22% 的概率，利率将达到 1.25-1.50 的区间内，这将需要在今年剩下的

4 次议息会议窗口上各有一次 25 个基点的降息。

除了 2019 年底的利率预期，2020 年、2021 年以及长期利率目标也发生了变化，至 2020 年末的利率预期降至 2.1%，从 3 月会议预期的 2.6% 大幅下降；2021 年末的利率预期为 2.4%，相比 3 月会议 2.6% 的预期小幅下降，且较 2020 年末的预期有一次升息；长期利率降至 2.5%，相比 3 月的 2.8% 出现大幅下调。

### 三、G20：中美贸易冲突的经停站

#### （一）G20：紧张关系的阶段性喘息

在 6 月 29 日举行的中美元首会晤中，国家主席习近平和美国总统特朗普同意，中美双方在平等和相互尊重的基础上重启经贸磋商。美方表示不再对中国出口产品加征新的关税。两国经贸团队将就具体问题进行讨论。

G20 的缓和已经在市场的意料之中，因此也并不会改变中美长期贸易争端的大方向。“长期对抗，阶段性缓和”将是中美关系的常态，而对抗的领域已经逐渐从关税对抗延伸到商业对抗、科技对抗，未来甚至可能发展成外交对抗。这是一个新兴大国发展过程中，面对一个守成大国的必经之路。当前的缓和并不意味着未来的平稳，守成者一定会尽全力阻击后来者的挑战。这种博弈-对抗关系将是未来数十年里中美关系的总基调，贯穿从中国崛起一直到后美国霸权时代。

不过，目前依然是强势美国的时代，因此整个过程中，人民币汇率将会很大程度上受制于中美对抗关系的紧张与否。一旦美国再次加大力度遏制中国的贸易、商业、科技等领域，那么必然导致市场抛售人民币；而当关系出现缓和，市场得到喘息，那么人民币就会迎来快速修正。这将会使人民币停留在长期宽幅的震荡市场中，就目前来看，7 依然是人民币的铁底，这个位置的多次争夺已经使做空力量有所忌惮。

#### （二）贸易战对美国经济的影响

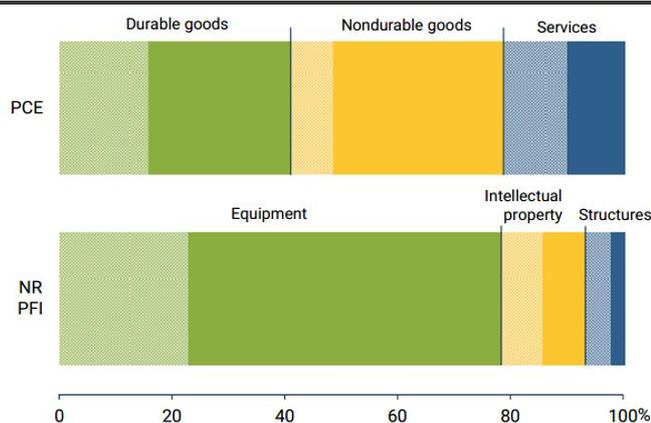
贸易战对经济的影响主要集中在两个方面：第一，关税壁垒直接或间接的推升本地商品价格；第二，关税壁垒的设置导致的贸易损失。

##### 1) 关税对价格的影响

关税对美国国内商品的价格影响，短期来看，主要通过三个直接的渠道：提高进口商品的消费价格、提高使用进口中间产品的公司的整体成本，以及提高企业的投资产品成本。

这些关税对价格的影响，取决于美国在多大程度上依赖从中国进口不同类别的商品和服务。根据旧金山联储的测算，进口商品约占美国 PCE 的 11%，投资支出则对进口的依赖要大得多，即国家进口的投资支出占总量的 26%。来自中国的进口占美国 PCE 进口份额的 16%，占美国非住宅 PFI 进口份额的 21%。

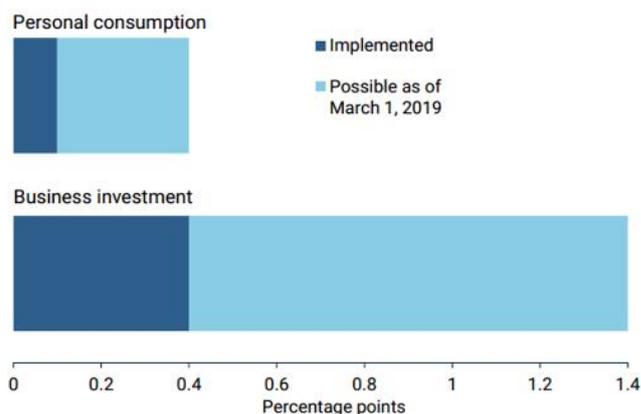
图 8 来自中国进口的消费和投资的贡献



Note: Estimated shares of imports from China to main categories of U.S. personal consumption expenditures (PCE) and nonresidential private fixed investment (NR PFI). Lighter shading indicates portions of each category subject to tariffs through end of 2018.

数据来源：旧金山联储，前海期货

图 9 来自中国商品的关税如何影响通胀



Note: Dark blue portions indicate estimated tariffs implemented as of the end of 2018. Light blue portions of bars indicate estimates of tariffs expected to become effective on March 1, 2019 if no new trade agreement is enacted.

数据来源：旧金山联储，前海期货

图 8 总结了从中国主要消费品和投资品类别的进口份额。顶部的条形图显示，来自中国的进口对 PCE 的所有主要类别都有贡献，尤其是耐用品和非耐用品。底部条形图显示，从中国进口的投资品主要集中在设备和知识产权领域。图 8 还显示了目前受 2018 年实施的关税影响的 PCE 和非住宅 PFI 类别（浅色阴影区域）的份额。在美国进口的所有设备和知识产权中，有近一半已经被征收了关税，耐用品进口中也有很大一部分已经被征收了关税。总体而言，中国对 PCE 的进口贡献之 34% 和对非住宅 PFI 的进口贡献之 42% 已经被征收关税。

旧金山联储在研究中发现，实施关税后，PCE 通货膨胀率上升 0.1 个百分点，非住宅 PFI 通货膨胀率上升 0.4 个百分点，如图 9 所示。由于大部分新关税是在 2018 年下半年实施的，这些增长可能已经反映在 2018 年第四季度的通胀数据中。

如果中美不能达成协议，那么关税从目前的 10% 提高到 25%，并扩大到所有其他从中国进口的商品，那么 PCE 和非住宅 PFI 通胀的额外增幅将分别为 0.3 和 1 个百分点。因此，对 PCE 通胀的总体影响为 0.4 个百分点，对非住宅 PFI 通胀的总体影响为 1.4 个百分点。

以上的论证的结果是对物价水平影响的估算，而不是通胀率。如果不受关税影响的生产商也提高价格以利用竞争减少的优势，总体影响可能比以上的估计更大。

## 2) 关税直接导致贸易损失

根据美国经济研究局的报告，2018 年前 11 个月，以关税收入转移至政府的形式给国内消费者和进口商带来的额外成本为 123 亿美元。贸易战还造成国际供应链的急剧调整，因为大约 1650 亿美元的贸易（1360 亿美元的进口和 290 亿美元的出口）损失或重新定向，以避免关税。美国的关税几乎完全转嫁到美国国内的价格中，所以到目前为止，关税的全部影响都是针对国内消费者和进口商，而对国外出口商所收到的价格没有影响。另外研究还发现，美国生产商通过提高价格来应对进口竞争的减少。

关税对行业经济的影响还有两个特点：首先，关税转嫁到国内生产者价格并不完全，因为较高的投入成本往往会导致企业降低溢价，并以较低的利润吸收部分较高的成本。尽管溢价调整了，但关税有一个明显的成本推动渠道，导致国内生产者价格上涨，因为它们的投入成本上升了。其次，关税会导致明显的整体溢价或竞争效应，即当外国竞争对手因关税提高而被迫提价时，国内生产商也会提价。

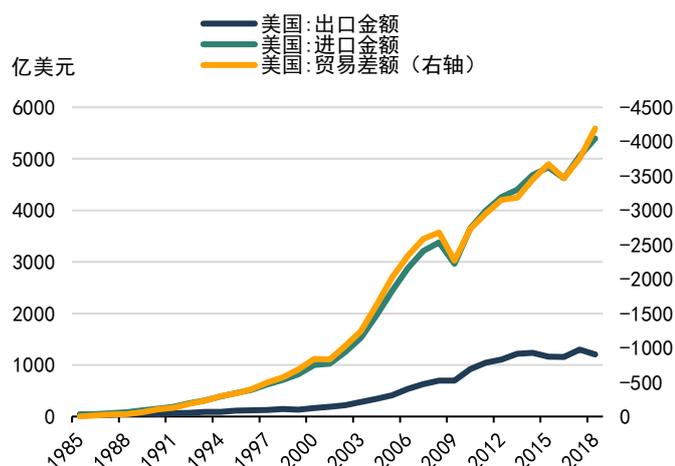
### （三）贸易战并未改变中美贸易结构

除了给美国国内的经济带来直接和间接的损害之外，贸易战策略并未像特朗普总统宣称的那样改变中美贸易结构。

美国总统特朗普从 2018 年开始对中国商品施加关税，按照上文中提到的旧金山联储的论点，这些关税的影响可能已经计入了 2018 年的经济数据。从整个年度的中美贸易情况来看，2018 年的贸易逆差加速增长，幅度超过 11%，是 2011 年以来的最高水平，且高于过去 14 年的平均水平。当然，其中有一部分是企业担心未来的贸易形势而提前进口导致的。

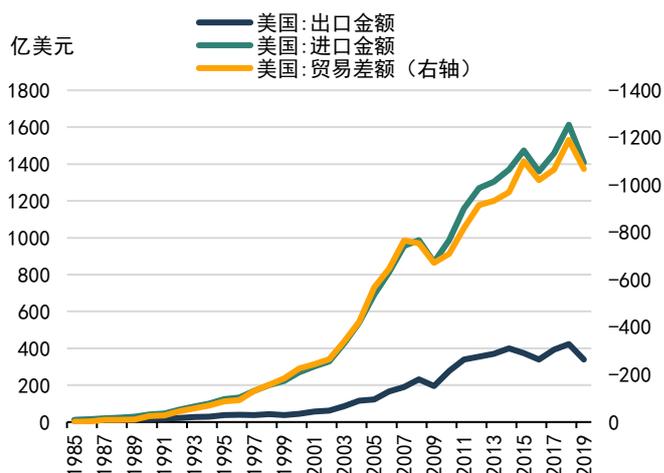
然而观测了历年 1-4 月的累积贸易情况，则可以发现，尽管 2019 年 1-4 月的贸易逆差相比 2018 年有所收窄，幅度达到了 10%，但依然高于 2017 年前四个月的水平。而且，贸易逆差的收窄是由于美国缩减了进口，且幅度小于对中国的出口的萎缩，实质上并没有改变中美逆差的结构。

图 10 2018 年度美国贸易逆差继续增长



数据来源：wind 资讯，前海期货

图 11 2019 年 1-4 月贸易逆差仍高于 2017 年水平



数据来源：wind 资讯，前海期货

#### 四、央行：坚定的黄金买家

##### (一) 多国央行持续购金

相比全球衰退预期对金价的脉冲式影响外，央行大体量的购金举动也是支撑金价的重要原因。

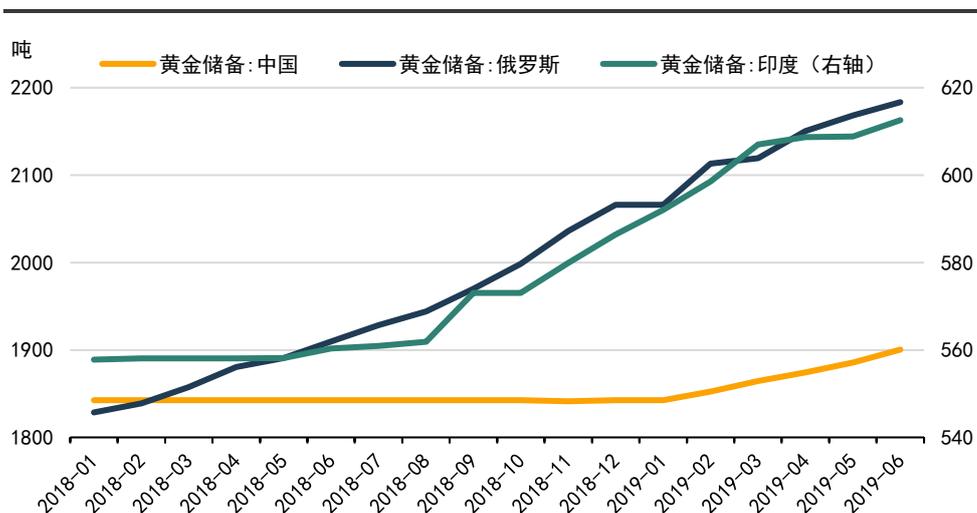
俄罗斯央行是黄金的坚定买家，从 2006 年就开始购买黄金，在 2014 年国际金价接近腰斩的时候，该央行加大了每月购买的力度，加速累积黄金储备。在 2018 年 11 月，俄罗斯黄金储备就超过了 2000 吨。逐渐接近法国和意大利的黄金储备。一方面，俄罗斯经济存有较大的根本问题，增加黄金储备可以增加俄罗斯的国家信用；另一方面，俄罗斯是积极的美元体系反对者，将美元储备和持有的美债换成黄金也在情理之中。

印度央行从 2018 年年初开始增持其黄金储备，维持这平均每月数吨的购买力度，至今黄金储备已经增长了 9.8%。体现出印度央行对美元资产的悲观看法。

中国央行曾经的黄金增持都是脉冲式的，2009 年 4 月增持了约 400 吨黄金，之后在 2015 年 6 月增持了约 600 吨，之后每月持续购买到 2016 年 10 月停止。最近，中国央行在 2019 年 2 月重启每月购金。此前中国央行两次增持黄金的时机都相当不错，2009 年是美国次贷危机爆发半年多，黄金上涨前的震荡过程中，2015 年则是黄金最后探底，将要突破 1100 美元之前，至今收益都很可观。而今年以来的购买，可能是对全球经济的谨慎以及对贸易战的持续做

出反应。

图 12 印度和俄罗斯长期增持黄金



数据来源: wind 资讯, 前海期货

## (二) 欧元区将保持宽松

在 2018 年四季度, 欧元区的 GDP 为 0.2%, 非常疲软, 而 2019 年一季度, 欧元区的经济增长有小幅改善, 录得 0.4%。欧央行预期 2019 年三季度, 在全球上期不确定性的环境下, 国际贸易将持续疲软, 尤其对欧元区制造业不利。不过欧元区的服务业和建筑业表现出韧性, 劳动力市场正在持续改善。

2019 年 6 月的宏观经济预测显示, 2019 年年度的实际 GDP 增长为 1.2%, 2020 年为 1.4%, 2021 年末 1.4%。与 3 月会议时的情况相比, 2019 年的 GDP 展望上调了 0.1%, 2020 年和 2021 年则分别下调了 0.2% 和 0.1%。

2019 年 5 月的年度 HICP 为 1.2%, 4 月为 1.7%, 主要受能源和服务价格通胀下降的拖累。根据目前原油的价格, 整体通胀将会在未来几个月下降, 然后转为上升, 并持续到年底。在中期内, 宽松的货币政策、持续的经济扩张和更强劲的薪资增长将会推高通胀。6 月的预测显示, 2019 年的 HICP 年通胀率为 1.3%, 2020 年为 1.4%, 2021 年为 1.6%; 与 3 月会议时相比, HICP 展望在 2019 年上调了 0.1%, 2020 年下调了 0.1%。

总体而言, 欧元区的通胀表现不佳是央行最大的担忧, 也因为通胀低迷和经济增长平缓, 欧央行预计至少在 2020 年上半年之前将保持目前的利率水平, 并且会采取必要措施确保通胀在中期趋于 2% 的水平。

尽管欧元区的情况并不好, 相比美国要糟得多, 但是由于美国处于政策转

向的关键点，加上贸易政策的不确定性使得市场对美国经济的放缓比实际数据悲观的多。这将会导致美元此前的溢价在降息前后快速流失，同时将推升欧元和黄金。但是由于欧洲的情况并没有多少改善，相比 2018 年年底已经出现放缓，因此欧元的反弹将远远弱于黄金的升势，这也可以从 6 月欧元和黄金的表现中看出来。

### （三）脱欧继续拖累英镑表现

与 5 月相比，经济增长下行的风险有所增加。全球范围内的贸易紧张局势加剧是最重要的外部因素。在国内，英国脱欧的可能性已经上升。主要经济体的远期利率大幅下降的背景下，英国脱欧的不确定性给英国远期利率带来了下行压力，并导致英镑下跌。

近期英国经济数据的波动，很大程度上由于英国脱欧对金融市场和企业的影响导致。5 月 CPI 为 2%，但是英国货币政策委员会认为今年晚些时候可能会跌破 2% 的目标，主要反应了近期能源价格的下跌。不过，随着需求过剩，国内的通胀压力走强，CPI 将会在两年内回升至 2% 的目标以上，并在三年预测期结束时持续上升。

根据英国货币政策委员会的预测，整个 2019 年的 GDP 增长将略低于其潜力，反应出全球经济增长疲软和英国脱欧的不确定性。经济前景将继续在很大程度上取决于英国退出欧盟的性质和时间，特别是：欧盟与英国之间的新贸易安排；向他们过渡是否突然或顺利；以及家庭，企业和金融市场如何应对。

鲍里斯·约翰逊目前获选首相的可能性最高，而他的硬脱欧立场导致他的当选会使英国无协议脱欧的概率激增。除了对英国本国经济以及跨国企业的伤害之外，北爱-爱尔兰的自由边界问题也会带来非常大的不确定性。

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。

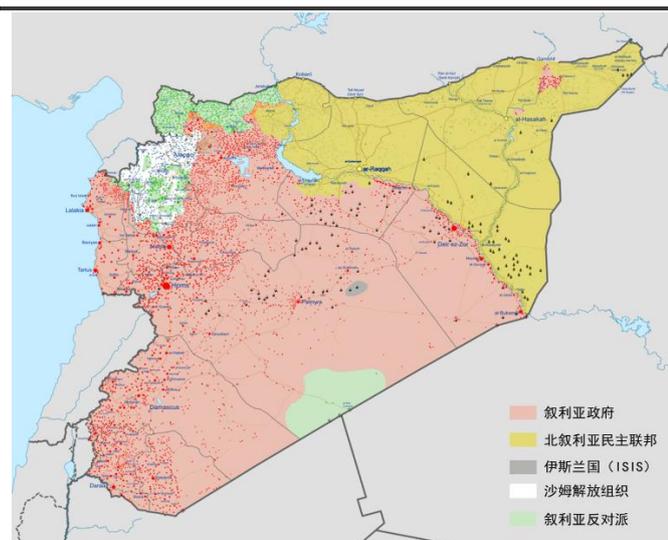
目前，英国货币政策委员会的所有政策假设都是建立在英国脱欧事件结果的基础上的。如果之后的时间发展朝着有协议脱欧的方向发展，那么对英镑和欧元都将是坚强的支撑；而如果最终无法达成协议而发生硬脱欧，英镑将很难出现较好的表现，且黄金将会借势大幅上涨。

## 五、美伊争端关键词：失道寡助

### （一）美国撤军促成“什叶派之弧”

2018年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，国内的反对者认为美军撤出是背弃盟友的决定。此举加速了叙利亚政府军对全境的控制，目前已经取得绝对优势，而反对派则已经退缩至边境附近的狭小区域。伊朗、伊拉克、土耳其和俄罗斯都是美国撤军的获益方。此外，还促使“什叶派之弧”形成，什叶派领地占据了整个中东的中心陆地位置，加上土耳其实质上已经倒向俄罗斯，欧亚非三大洲的交汇点已经被伊朗-俄罗斯控制。北约控制地区和沙特为首的逊尼派阿拉伯世界已经被隔开。

图 13 叙利亚政府军占优，反对派式微



数据来源：公开信息，前海期货

图 14 什叶派之弧（绿色为什叶派，浅蓝为逊尼派）



数据来源：公开信息，前海期货

美国为了应对已经出现倾斜的中东均势，于是在2019年4月8日将伊朗革命卫队列为“恐怖组织”。而伊朗革命卫队是伊朗国家军队之外的另一个政府军事组织，主要服务于政权稳定。因此可以视为美国变相对伊朗宣战的信号。随后，5月21日，伊朗在遵守伊朗核协议框架的情况下，进行了铀浓缩活动作为回应。5月24日，美国总统特朗普借口中东游轮被炸，美国利益和其盟友受到威胁为由，宣布向中东增兵1500人，中东紧张局势进一步升级。6月21日，叙利亚外长请求中方协助打击国内恐怖主义。

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。

## （二）深受制裁伤害的伊朗

来自美国的制裁严重打击了伊朗经济。在这个石油资源丰富的国家原油出口量下降的同时，通货膨胀和失业率急剧上升。

2016 年国际制裁的取消刺激了伊朗经济的快速增长，当年该国经济增长率超过 12%。但去年重新实施的制裁使伊朗经济遭受了巨大打击。国际货币基金组织（IMF）估计，作为区域仅次于沙特阿拉伯的第二大经济体，伊朗的经济去年萎缩了 3.9%，预计 2019 年将萎缩 6%。

制裁对伊朗人来说异常痛苦，他们手中的货币价值在过去的一年中贬值月 60%。根据欧盟的数据，通货膨胀高达 37%，食品和药品成本飙升 40% 至 60%。可以说制裁的大棒并没有打在具体的公司或者统治者身上，反而劫掠了伊朗境内的平民。经济制裁和外国公司的进驻推高了伊朗的失业率，整体失业率目前徘徊在 12% 左右。伊朗的年轻人更是承受着失业的冲击——青年失业率接近 30%，而国内的 8000 万人口中有近 40% 不到 25 岁。伊朗议会与 2018 年 9 月出具过一份报告称，如果伊朗的经济增长在未来几年保持在 5% 以下，失业率可能会达到 26%。伊朗总统哈桑鲁哈尼说，他的国家正面临“经济战争”。但美国方面却强调，对伊朗的经济压力是针对政府的，而不是针对伊朗人民的。

尽管不少美国的欧洲盟友反对美国的制裁，但企业却有更多的受政治牵制的贸易顾虑。在特朗普退出核协议后，德国、法国和英国设立了一个名为 INSTEX 的特殊支付渠道，以规避美国制裁并继续与伊朗进行贸易。该机制于 2019 年 1 月成立，但迄今未能实现。虽然支付渠道理论上可以保护欧洲公司免受美国与制裁相关的处罚，但他们担心与伊朗继续贸易将导致可能会失去美国市场的风险，因此许多企业因为害怕美国的制裁而一直不愿与伊朗进行贸易。

## （三）失道寡助：缺少盟友的军事行动注定失败

6 月 20 日，伊朗击落了一架美国的无人机，然而美国总统特朗普却说不相信是伊朗故意为之，刻意淡化事件的严重性。6 月 24 日，美国总统特朗普宣布取消对伊朗的导弹袭击。

美国似乎在对伊开战的考量上变得更加谨慎，相比进攻伊拉克时的“先打后喊话”，只是与伊朗展开口水仗显得不那么强势了。所有可能的因素里，盟

友的态度可能是最重要的一环，即美国的欧洲盟友并不希望其与伊朗开战。

德国总理默克尔于 6 月 22 日公开表示，德国将努力推动事情朝着政治和外交途径解决的方向发展，并不点名地批评了企图将自己孤立于国际社会之外的国家。之后，法国总统马克龙也表示，希望通过外交途径解决问题。可见德国和法国在对伊朗的态度上与美国有根本性分歧，并且两国目前也都继续执行伊核协议的内容。

6 月 28-29 日的 G20 峰会期间，特朗普总统表示“不急于”结束冲突，意味着美国还有筹码可用，也正如上文中提到的，美国主导的制裁对伊朗人民来说相当痛苦。法国总统马克龙表示，他将要求美国总统考虑暂停对伊朗的一些制裁：“我想让特朗普相信，重新开启谈判进程符合他的利益，撤销某些制裁，以便给谈判带来机会。

除此以外，5 月 22 日，在联合国大会上，公布决议要求英国要在 6 个月之内将查戈斯群岛归还毛里求斯。在联合国 193 个会员国中，有 116 个投赞成票，56 个包括德国、法国等英国的“欧洲盟友”在内的国家弃权，只有英国、美国、澳大利亚、匈牙利、以色列和马尔代夫等 6 国反对。

图 15 查戈斯群岛战略位置对关键



数据来源：公开信息，前海期货

该岛在 1965 年，毛里求斯寻求从英国独立之时，被迫将查戈斯群岛以 300 万英镑代价卖给英国，作为英国同意毛里求斯独立的条件。而后，英国将该岛租借给美国。此后，查戈斯群岛就成为了美国在印度洋的关键军事基地、全球军事部署的关键中转站和监听中心，号称“不沉航母”。

与盟友的分歧、伊朗本身势力的壮大以及失去海外战略要地的压力，让美国对与伊朗开战变得难以决断。即便美国选择动武，也将掉进“失道寡助”的不利战局，最终逐渐失去在中东的影响力，被渐渐排挤出“世界岛”也将成为现实。

对于黄金而言，争斗的双方实力越接近，不确定性越大，其避险功能的发挥也将越充分，美伊局势将是接下来数年中最重要的地缘政治事件，也将成为黄金保值升值的重要基石。

## 六、2019 年下半年展望：美元急转直下，黄金扶摇直上

### （一）降息落地是美元下挫的起点

2019 年下半年美元下行的主要动力来自于宽松的货币政策，降息政策的逐步实现将把弱化美元的强势，美元的贬值也会给美国的出口带来显著支撑。然而，值得注意的是其他发达经济体的经济前景并没有实质性好转，特别是欧元区的宽松预期和澳大利亚的降息预期。因此美元兑欧元的贬值，实质上是对前期持续加息和超速增长所带来的高估的修正，美国经济强于其他发达经济体的现实并没有改变。除此以外，加上美国的宽松政策可能还会刺激经济维持在高位，并提振通胀，唯一需要警惕的是就业市场，低失业率加上劳动力紧张背景下，薪资却没有显著上涨、通胀快速走弱，这样环境下的经济增速是否可以维系，值得思考，而一旦经济增速快速回落，那么对美元将是沉重打击。短期的大幅贬值还可能影响美债的吸引力。

美国已经有不少机构对中美贸易战如何影响美国经济做了大量研究，结论都是负面的，且大多数的论证仅考量了有限条件下对经济数据的影响。而实际影响会跟复杂，潜在的损失会更大。因此谨慎对待中美贸易战背景下的美国经济数据是非常有必要的，尽管诸如商品价格上涨和外贸损失已经被计入了 2018 年四季度以来的经济数据，但不确定性导致的供应链调整和长期投入带来的额外成本短期难以估计，况且特朗普总统的贸易大棒已经延伸到了越南等东南亚生产代工厂的聚集区。动荡的贸易环境还将持续很长时间，经过数十年完善的生产加工链条面临剧烈调整，美国企业的海外收入将受到很大挑战。这也将对美元造成持续的损害。

## （二）黄金即将转强

综合以上两个重要的方面，美元顶部区域已经形成，不过真正的跌势需要宽松货币政策的兑现、贸易战的反复拉锯、经济数据的持续走弱才能逐渐展开。而在这个过程中，黄金将是很好的替代资产。作为美元和美债避险属性的替代品，黄金早在 2018 年四季度就显现出强劲的上漲动力，因此，在之后美元的利空因素逐步实现时，黄金也将是最好的保值增值的资产。并且近期黄金已经突破了金价跌至 1100 美元之后反弹的高位，大周期的方向性行情已经开启。

除了美国自身的经济状态、与外部的贸易冲突之外，其中东地区的影响力也在逐渐衰弱，从叙利亚撤军就是最好的证据，美国在面对远离本土的国际事务中的干涉能力逐渐下降。伊朗是远比叙利亚政府军更强大的对手，在没有盟友的帮助下，与伊朗开战将是非常不明智的举动，这将是一场打不赢的战争。但是不开战并不意味着僵持，美国会不断对伊朗施加制裁，寄希望于内忧外患的共振颠覆伊朗的统治阶级。这个不断拉锯、反复施压的过程将会阶段性的给黄金以坚强的支撑，脉冲式地推升金价。

无论从美国本身还是全球局势来看，黄金都将是 2019 年全年表现最好的大类资产，2019 年的上半场结束，而黄金还仅仅稍作表现，下半场来临，在多方面风险事件的作用下，黄金将继续领跑大类资产，迎来 2011 年后最好的年度表现。

## 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>

