

黄金市场问答录

——《黄金反弹三阶段论》更新

华泰期货研究院 宏观策略组

徐闻宇

宏观贵金属研究员

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

联系人:

摘要:

- 自去年 11 月我们提出“黄金反弹三阶段论”以来，黄金价格呈现波动向上的状态——国际金价从 2018 年 11 月 12 日的 1200 美元/盎司上行至 2019 年 1 月 3 日的 1294 美元/盎司，上涨 94 美元/盎司或 7.83%；上期所黄金 1906 主力合约从 275 元/克上行至 291.6 元/克，上涨 16.6 元/克或 6.04%。
- 黄金反弹三阶段论指出，本轮黄金上行视为反弹过程，共分为三个阶段——从去年 8 月至 10 月为空头回补阶段，主要体现为伴随着美元强劲预期的减弱，前期积累的黄金空头从增持放缓到平仓的阶段；从 10 月至 2019 年 1 月为美元资产避险阶段，主要体现为随着美国金融压力增强，经济悲观预期下增强了带动利率回落，相应的黄金进入反弹的阶段；从今年 1 月开始预计将进入美元信用修复阶段，主要体现为美联储从“鹰派”货币政策进入到“中性”货币政策，实现弱美元对于金融压力的缓解，关注点为通胀的能否启动。
- 当前市场处在从第二阶段向第三阶段过度的时期。一方面是货币政策的预期转变是否缓和了市场的波动，成为黄金能否走出第二阶段的标准；另一方面是伴随着第三阶段的启动，黄金的再次启动需要得到通胀端的印证，“无通胀型复苏”对于黄金而言并不是好消息。

策略:

反弹第二阶段的应对:当利率定价已经相对充分甚至略过头的时候，我们认为前期依靠利率定价的黄金反弹空间开始压缩——1300 美元/盎司成为比较强的压力。自美联储 12 月会议纪要释放相对温和的预期之后，我们认为尽管未来的经济数据将继续呈现回落状态，但是对于黄金市场利率修正提供的能量将收敛。

反弹第三阶段的应对:当美联储确认了市场波动的担忧，我们近似认为第三阶段已经开启。但是第三阶段的空间需要由信用修复过程中的通胀信号来驱动——即利率的运行（美联储的收紧强度）根据市场通胀的上行来提供，黄金价格呈现螺旋式上涨的过程，进入到我们年报中提到的小周期“通胀-利率”循环模型。但是在我们需要指出在信用修复阶段，尤其是周期见顶前的修复阶段，通胀的启动存在不确定性，若进入“无通胀”复苏，利率的上行和通胀的回落将降低黄金的相对吸引力。

风险:

通胀低于预期

相关研究:

美联储确认放缓节奏，金银等待修复中的通胀

2019-01-15

展望美元风险的修复，贵金属暂维持中性

2019-01-02

弱美元下的市场并不悲观

2018-12-03

黄金反弹三阶段论

2018-11-06

不经历风雨，哪能见彩虹

2017-12-25

问题 1: 黄金的定价依据是什么?

· 答: 在于黄金的内在属性。

早在 2017 年 2 月的报告《贵金属分析框架》中, 我们便对黄金的属性做了相对明确的界定——黄金是一种具备无限偿还能力的零息债券。至少在可见的未来: 1) 理化性质改变的成本依然高昂, 以及 2) 纯粹信用状态没有本质改变的情况下, 这一定义依然有效。

根据黄金的属性, 我们将黄金的定价衍射到对零息债券和主权信用的定价中——前者通过实际利率进行表达, 后者通过货币进行刻画。在当前美元信用货币体系之中, 这里的实际利率主要是美元实际利率, 而这里的货币更主要是指美元货币。

至于说黄金作为一种有形实物, 其供需对于黄金价格并非没有影响, 而是其影响的尺度和实际分析的尺度存在差异。我们比较几个数字便可以看出这种不同。根据世界黄金协会的数据显示, 黄金实物的年度增量供需在 4-5 千吨, 而地表的存量黄金在 18-20 万吨, 显然两者并不处在同一量级上。从统计来看, 存量黄金以黄金珠宝 (近 50%)、实物黄金投资 (金币、金条、ETF 等, 约 20%)、央行黄金储备 (约 17%) 和其他实物黄金形态存在。

触发存量黄金变动的因素在于长期性变量。黄金文化对于黄金珠宝的购买一般意义上很难改变 (像 13 年“中国大妈”越便宜越买), 实物黄金的投资具有追涨杀跌特征, 央行的黄金储备更具有长周期货币体系稳定性的考量。实务中并不将这些视为影响黄金价格短期波动的核心因素, 虽然是重要原因。

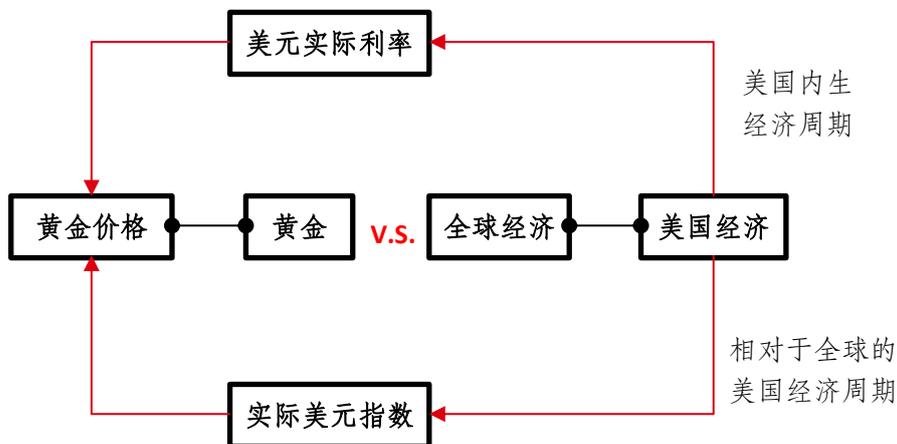
虽然黄金实物市场的规模并不小, 但是相对金融市场的规模而言量级依然不够。从黄金年度市场交易规模来看, 结合美国 COMEX 黄金场内交易市场和伦敦黄金场外流转规模, 其年度交易量折算成黄金吨相当于 50 万吨的交易量, 简单来看就是全球存量黄金每年换手 2-2.5 次, 从交易的角度而言黄金金融市场的影响远强于实物黄金市场。这就赋予了黄金以更强的金融属性。而在当前全球金融市场交易规模依然庞大, 像外汇日交易金额达 5.1 万亿美元, 黄金的定价无怪乎更多以金融市场的对冲属性存在——根据黄金的属性来看, 即对冲金融市场中风险资产和外汇资产面临的风险。

问题 2：如何理解黄金的属性？

· 答：反馈的是经济的方向。

黄金定价的核心变量在于利率和汇率。我们在汇率定价过程中指出，经济的冷暖可以通过两个核心金融变量——利率和汇率来进行表达，利率周期更多反映的一国经济内部的运行，而汇率周期更多是对内外经济强弱起伏的映射。体现在黄金上我们看到其是对这两者的结合。我们可以简单的通过下面示意图刻画这种结合。

图 1： 基于黄金属性出发的黄金定价



数据来源：华泰期货研究院

基于这种认识，我们认为所有其他的宏观变量都需要通过这两个核心变量的传导才能对黄金价格发生影响。简单来说，股市下跌黄金价格是否上涨，通胀上行黄金价格是否上涨，地缘冲突升级黄金价格是否上涨，等等这些问题都需要纳入到上述“利率-汇率”框架中进行考量，更准确的说是放在“美元实际利率”和“实际美元指数”框架中进行影响有效性的判别。

问题 3：现阶段黄金定价的关注点在哪？

· 答：利率定价转向通胀定价

宏观意义上上述两个因子——利率和汇率——依然有利于黄金价格。当前全球经济的前方面临的是下行衰退的风险，在全球衰退的假设中美元实际利率呈现回落状态，但是实际美元指数并不一定回落，带来黄金价格拉长观察的时间周期并不疲弱的现状。尽管如此，周期加顶回落前的宏观波动仍将对黄金价格带来不利的影响。

站在当前时间点，利率的定价已经完成。我们注意到利率价格的回落、风险资产和商品资产的波动和下行反馈的是预期中的经济衰退情景。但是目前实际的经济周期可能仅是增长放缓而并没有到触发衰退。一季度依然是市场预期和经济现实之间博弈的阶段——证实或证伪的过程。

从利率市场来看，当前已经定价了 2019 年后期将要衰退的预期，若经济数据表现稍好于市场预期，则过度悲观的利率将有一定程度的回升；若经济数据表现符合预期或低于预期，则预期落地之后，市场在美联储阶段性安抚市场的影响下也将开启修复的展望。从这个意义上看，利率的定价已经相对充分。

而当利率端的定价完成，市场的关注点预计将转向通胀端。

问题4：所谓的“第二阶段”是否已经结束？

· 答：这一轮已经接近尾声。

黄金反弹三阶段论指出，我们将本轮黄金上行视为反弹过程，共分为三个阶段——从去年8月至10月为空头回补阶段，主要体现为伴随着美元强劲预期的减弱，前期积累的黄金空头从增持放缓到平仓的阶段；从10月至2019年1月为美元资产避险阶段，主要体现为随着美国金融压力增强，经济悲观预期下增强了带动利率回落，相应的黄金进入反弹的阶段；从今年1月开始预计将进入美元信用修复阶段，主要体现为美联储从“鹰派”货币政策进入到“中性”货币政策，实现弱美元对于金融压力的缓解，关注点为通胀的能否启动。

周期循环往复，年尾的市场一致预期悲观发出的是对于未来全球经济进入衰退的预期。预期悲观中，黄金由于避险属性驱动利率端展开对于价格反弹的定价。目前来看，回答避险阶段是否结束，需要解答的引起前期市场避险的条件是否还存在。我们从短期和中期两个视角来看待这个问题。

短期内，大类资产已经开始反馈信用修复阶段的展开。

我们在报告《信用和黄金》中指出，信用的修复将以弱美元为标志。美元的波动也作为因子驱动黄金的波动。全球货币体系的再次寻锚仍有待时日，目前状态下，美元体系下的经济金融运行状况对于黄金价格的影响依然是我们关注的焦点。

从这个角度出发，继2011年-2015年美元市场定价美国货币政策，2016年至今的美元市场将进入到对于欧洲货币政策的节奏上来。虽然期间存在着间断性的由于美国财政的扩张形成市场对于美联储货币政策形成阶段性的超预期定价，但是总体方向没有发生根本性的转变——伴随着市场对美国财政扩张和美联储政策收紧超预期定价的减弱，大类资产将进入到预期修复的阶段，风险资产的短期波动虽不可排除但我们认为英逐渐弱化这些影响。

中期内，信用修复并不意味着信用的重启。

政策的调节可以改变市场运行的节奏但无法扭转根本的方向。从美债收益率曲线出发我们看到的美国经济增长周期依然处在后期，也就意味着后周期的实体经济运行方向暂时没有发生方向上的转变，价格压力或者基于价格的金融市场稳定依然是政策关注的焦点。

从市场的传导来看，伴随着经济周期未转向，美联储货币政策大的收紧方向没有发生本质上的改变（短期节奏修正）。也就意味着利率抬升的方向没有改变，带来金融市场的波动率上升周期还没有结束。也就意味着市场修复过后仍将进入到波动率再次启动的状态。

问题5：进入到“第三阶段”需要关注什么？

· 答：通胀！通胀！还是通胀！

按照此前我们对于本轮黄金价格反弹的理解，反弹的第三阶段将伴随着弱美元展开——即全球经济阶段性修复可能性下，**黄金对弱美元的对冲**。

宏观信用的修复将沿着“利率市场”向“信用市场”和“权益市场”进行传导，最终达到实物消费端的“商品市场”上，从而推升通胀的回升。这种情形类似于2016年-2017年这一周期中，弱美元状态下全球经济共振复苏带来的通胀预期上行。另一个原因在于全球仍存在加杠杆的空间，结合着供给侧改革对于“价格-利润”的拉动，从而带来信用修复过程中的价格传导。

目前看市场信用修复的路径已经开始，但能否引起通胀价格的回升市场依然是怀疑的——即未来是否发生供给的再收缩、需求的再扩张，或者两者同时发生——尽管从历史上来看，后周期的经济体由于供需矛盾的加剧带来实物资产价格的回升风险是较大概率的。

从需求侧来看，经济后周期的杠杆已在相对高位，需要等待信用改善后杠杆边际上继续增的时间点，而增量的展望路径在于财政或主权资产负债表的扩张带动私人部门信用的改善。

从供给侧来看，环保因素叠加下的供给收缩阶段性有所缓和，但贸易冲突的格局依然困扰着结构性供给的压力。另外值得关注的是农产品的供给，除了贸易因素限制外，疫情之下猪周期的启动形成动物蛋白供给的短缺风险在上升；洋流因素不可排除的情境中对于农产品的供给带来叠加的干扰。

假定经济体从信用修复进入到了通胀价格回升的阶段，则可以参考我们年报中提出的“通胀-利率”循环模型来对黄金价格进行定价预设。

问题 6：如何看待 PBC 再次开启黄金购买？

· 答：跟随央行买入，但需考虑时间周期

央行作为信用货币的发行单位，是黄金信用的天然空头。当其开始黄金购买的时候，我们认为这是向市场发出了强烈的信号——货币体系的不稳定性已经不是能够通过简单的修补解决的，信用货币系统将发生巨大的变化。在这种前提下我们认为持有黄金具有天然的对抗未来货币系统波动的作用，但是风险在于货币系统发生真实变化之前持有期的价值变动。

2019 年 1 月 7 日中国外管局公布 2018 年外汇储备数据，其中黄金储备数据再次发生变动——中国 12 月末黄金储备 5956 万盎司，较 11 月末的 5924 万盎司增加 32 万盎司，为 2016 年 10 月以来首次上升。我们认为作为全球第二大经济体的央行增持黄金储备，释放了对当前货币信用体系的再次面临修复的信号。

自 08 年危机以来央行的黄金储备规模已经发生了三次——2009 年从 600 吨上升至 1054 吨；2015 年 7 月至 2016 年 10 月从 1054 吨持续上升至 1842 吨；以及 2018 年 12 月从 1842 吨上升至 1852 吨。前两次都对应着汇率机制改革——

2010 年 6 月汇率改革在金融危机之后重启，人民币双向波动增加。2015 年 8 月完善中间价形成机制，人民币波动再次上升。而伴随着 2018 年进博会的召开，中国料将再次开启开放进程，预计人民币汇率将朝着进一步市场化的方向发展。

而从黄金定价的角度而言，2018 年黄金远期价格曲线的对外发布显示出通过国内黄金市场定价来为人民币背书的功能进一步增强。

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司 2019 版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层、29层04单元

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com