



黄金投资手册

——黄金投研框架试论

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

手册摘要:

- 一个时代有一个时代的运行方式，2019 年货币层面的新变化不得不触发我们对于黄金市场进一步的观察。本手册试图整理笔者黄金研究过程之中的一些碎片，以供后来者进行批判。
- **黄金资产的市场定位:** 定位在于寻找该类资产的定价锚。如果作为商品资产，则需要根据商品的经济性通过供需进行刻画黄金的状态，显然黄金并不具备一般意义上的经济特征。根据其参与者的特点，我们将其视为一类特殊的金融资产，具备不严格意义上的商品属性。
- **黄金的商品分析框架: 主要依赖于需求侧驱动。** 在《美元边际修复，金银继续筑底》中，我们首次试图通过黄金的信用属性来寻找其需求端的踪迹。通过对资产中的货币、股市、债市以及经济中的通胀等维度构筑黄金对冲信用风险的落脚点，以及加入银行的黄金需求简单反馈金融属性。
- **黄金的金融分析框架: 金价是美元资产的对冲。** 在《贵金属分析框架和近期行情研判》中，我们对黄金资产的性质做了界定: 具备无限偿还能力的零息债券。因而尽管黄金定价无法运用资本资产定价模型，但可以间接通过债券定价获得。在《财政货币变频下的美元展望》中我们初步梳理了对于美元的研究框架，认为可以通过宏观“预期差”和微观“资产差”来定价美元，通过宏观政策来确认美元方向的转变等。
- **黄金的周期分析框架: 黄金是经济周期的对冲。** 在《弱美元下的市场并不悲观》中，我们进一步将商品框架中的需求侧因子和金融框架中的美元资产因子归纳为经济周期因子的波动。长期来看，黄金的配置价值在于对冲经济周期尾部的风险; 中期来看，库存周期驱动黄金价格的波动，并提出了“通胀预期-通胀”模型来刻画这种波动特征。通过对于经济周期的观察，我们认为全球经济处在本轮增长的尾部，在《黄金反弹三阶段论》以及《黄金市场问答录》中，通过“三阶段”的形式来刻画尾部来临前黄金上涨的过程。

联系人:

相关研究:

[黄金市场问答录](#)

2019-01-17

[信用和黄金——兼谈我们如何看当前的黄金价格](#)

2018-12-24

[弱美元下的市场并不悲观](#)

2018-12-03

[财政货币变频下的美元展望](#)

2018-11-06

[黄金反弹三阶段论](#)

2018-11-06

[黄金跨市场套利系列专题 \(之二\)](#)

2018-08-14

[黄金跨市场套利系列专题 \(之一\)](#)

2018-01-22

[不经历风雨，哪能见彩虹](#)

2017-12-25

[贵金属分析框架和近期行情研判](#)

2017-02-15

[站在新时代的十字路口](#)

2016-12-26

[2016 美元边际修复，金银继续筑底](#)

2016-01-04

未尽事宜:

- 本手册中以商品、金融和周期三种角度分析黄金的价格，但是对于黄金市场实物流的研究、对于黄金投资对冲以及配置策略的量化研究仍有待后续的继续完善。

黄金资产的属性

对于一份简明手册，我们认为有必要在开始对于手册所指向的标的进行性质的刻画。市场上争论的较多的是黄金是大宗商品吗？以及相应的，黄金和避险的联系为何？

——引

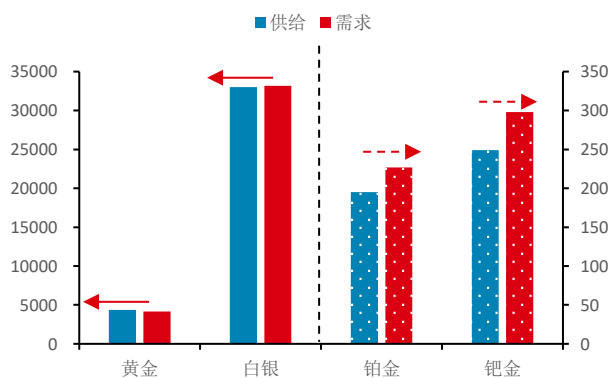
· 黄金具备一般商品的性质，但供需不驱动价格

根据大宗商品电子交易规范(Bulk Stock Electronic Transaction Specification)GB/T18769—2003 中的定义，大宗商品是指：可进入流通领域，但非零售环节，具有商品属性，用于工农业生产与消费使用的大批量买卖的物质商品。在金融投资市场中，大宗商品指同质化、可交易、被广泛作为工业基础原材料的商品，如原油、有色金属、农产品、铁矿石、煤炭等，可以简单划分大宗商品包括3个类别，即能源商品、基础原材料和大宗农产品。

作为具有物理形态的资产——黄金，也存在自身的年度供需平衡表。但是历史上，黄金有别于大宗商品的最大特点在于其在相当长时期内，黄金作为一般等价物——货币，进行实物的流通。这主要源于其特殊的物理化学属性：

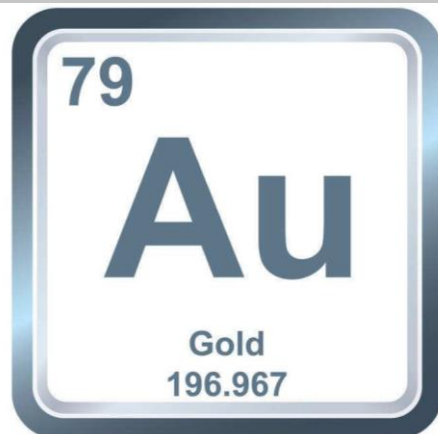
元素周期表中的黄金性质特殊，既没有气体、卤素和液体的不稳定性，也没有碱土金属太强的反应性和爆炸性，以及放射性元素的致癌性。而剩下的过渡金属和过渡后金属中大多数难以熔炼，作为货币太过脆弱，太易腐蚀和/或存量太多。

图 1：贵金属供需对比（单位：吨）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：黄金的元素周期



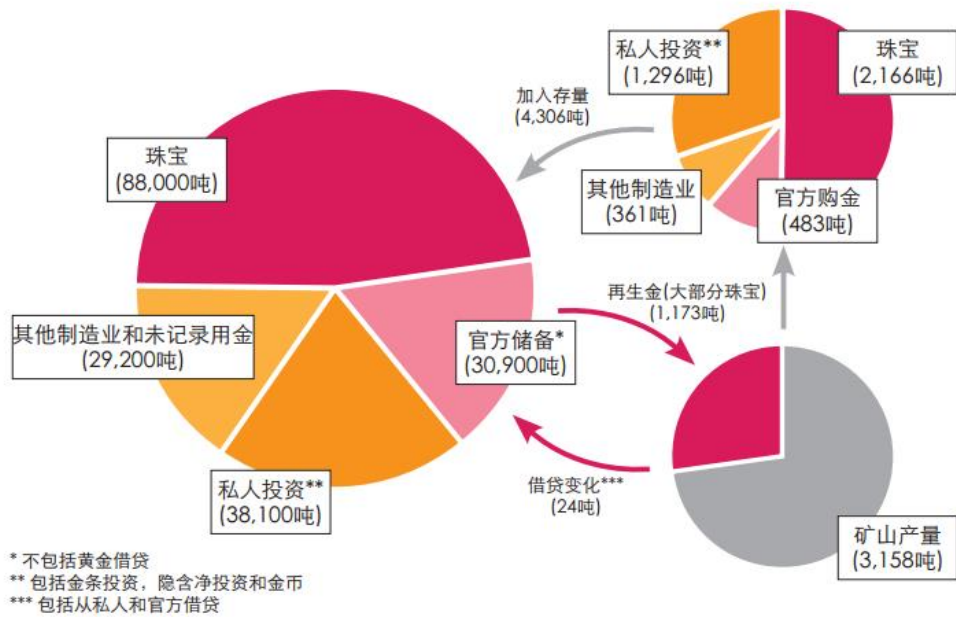
数据来源：网络 华泰期货研究院

由于物理化学上黄金具备了特殊的性质，所以黄金拥有了作为货币属性的价值特征。

作为货币形态存在的黄金和作为商品形态存在的黄金，其最大的不同在于商品的供需变化无法真正有效驱动黄金价格——尤其是在信用本位的今天，虽然也曾发生过交易所的逼仓事件，但是黄金价格对于实物供需的敏感性减弱。黄金的物理特征一方面铸就了黄金的货币化需求，另一方面也改变了黄金的供需基本面，使得黄金的年度平衡表并不驱动黄金价格的运行。

根据世界黄金协会的数据显示，当前实物黄金的年度供需平衡表在4,000-5,000吨，但是地表存量的黄金在20万吨左右，且随着金矿的开采进一步增加。直观上增量的变动对于存量的边际影响较低，而更进一步去考察这20万吨存量黄金，假设作为民间消费的黄金珠宝首饰流动性较差，以及制造业等领域的使用，扣除这两部分，剩下流动性相对更高的黄金私人投资和黄金官方投资（黄金储备）占整体黄金存量规模的45%左右，增量规模占5%左右。黄金需求存量的特点使得年度增量的变动对于价格影响并没有想象中那么强劲。

图 3：黄金存量(左)和年度增量(右)规模对比



数据来源：WGC 华泰期货研究院

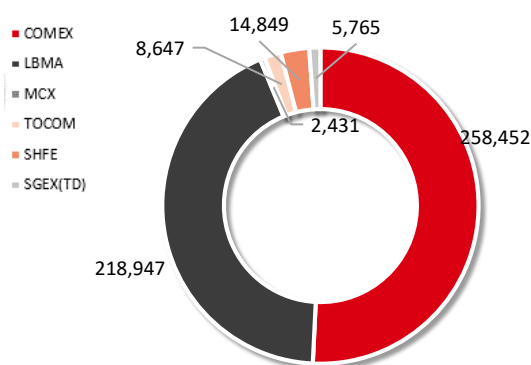
如果仅仅是这样，黄金的定价依然符合商品定价的供需特点，只是由于可见库存的相对占比高，边际定价的驱动从增量转向存量。事实上，相比较庞大的黄金存量市场（约20万吨，按1,300美元/盎司计近8.4万亿美元），金融市场的体量更大。

· **黄金金融市场的规模更大，驱动来源于市场**

相比较 20 万吨实物存量的黄金市场，金融市场的运行效率更高，逐渐获得了各类资产的定价权，对于黄金也不例外。我们统计全球主要黄金交易场所（美国芝加哥交易所 COMEX 分部黄金期货、英国 LBMA 场外市场、上海黄金交易所和上海期货交易所等）的黄金交易数据显示，截止 2018 年全球黄金市场的成交规模在 50 万吨左右，相当于存量黄金市场的 2.5 倍，是增量黄金供需的 100 倍。

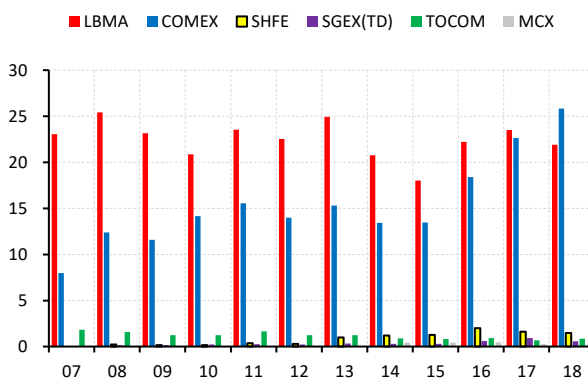
通过规模的对比，可以简单理解为金融市场的交易行为驱动了黄金价格的起伏变化。

图 4：2018 年黄金成交情况（单位：吨）



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 5：主要黄金交易市场黄金成交量（单位：万吨）



数据来源：网络 华泰期货研究院

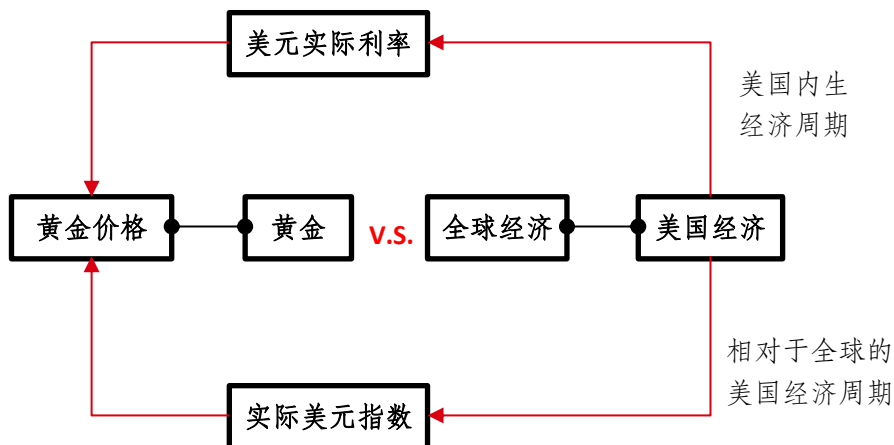
黄金的根本属性在于货币属性。那么下面要回答的是，黄金在金融市场中是如何定价的——我们的观点是，黄金的定价依然脱离不了事物的本质，也就是需要和黄金的内在属性进行挂钩。前美联储主席格林斯潘在离任后的公开演讲中指出，“我认为黄金是主要的全球货币”，即黄金的本质在于其货币属性的发挥。如何理解黄金的货币性质，决定了黄金价格的运行方式，在当前“信用货币体系”下信用（债务）周期驱动了经济周期，黄金的货币属性即表现为对于信用货币的对冲、对于经济周期的对冲。

黄金定价的核心变量在于利率和汇率。经济周期的冷暖可以主要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，而汇率周期更多是开放经济环境下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——华泰期货研究视黄金为**具备自身不可灭失价值的资产或凭证，或简单看成是具备无限偿还能力的零息债券**。这里涉及两个同经济周期映射的核心影响因子：

- 1) 美元货币价值——对应于黄金的价值属性（无限偿还能力）；
- 2) 美元实际利率——对应于黄金的资产属性（债性）。

我们可以简单的通过下面示意图刻画这种结合。

图 6： 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产生影响。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”框架中进行影响的有效性判别。具体的，对于实际利率的考察，我们简单通过分子和分母两端进行。

商品视角的黄金

对于存量角度的商品，我们无法简单的将存量的增减拆成是需求还是供给。当2014年“中国大妈”在黄金价格下跌后入市购买黄金，珠宝首饰用金成为需求端的贡献变量；而当印度开启黄金的货币化项目之时，虽然传统用金需求并没有消失，但是更主导的力量来自于珠宝首饰用金的再回购入市，成为供给端的贡献变量。尽管如此，下文还是根据我们的理解将私人的黄金珠宝首饰持有、官方的黄金储备视为供给端的扰动因素，将私人部门的黄金投资视为需求端的扰动因素。

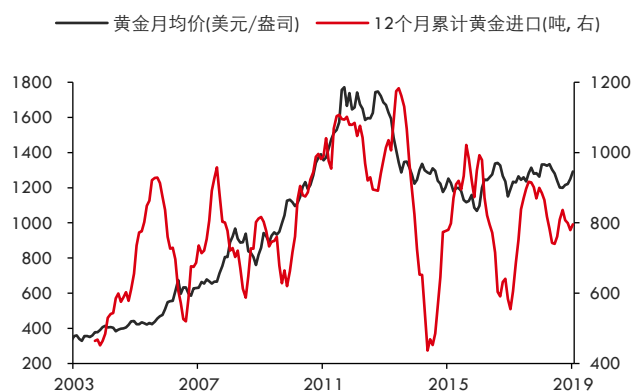
· 供给维度的几个变量

在商品性质一节中，我们从黄金的存量图（图3）中可以看到，相比较年度新增矿山和回收供给而言，当前的黄金持有方是黄金的更大空头——供给端的超预期变动主要来源于两个领域：私人的黄金珠宝首饰持有、以及官方的黄金储备。

1、黄金珠宝首饰的黄金供给

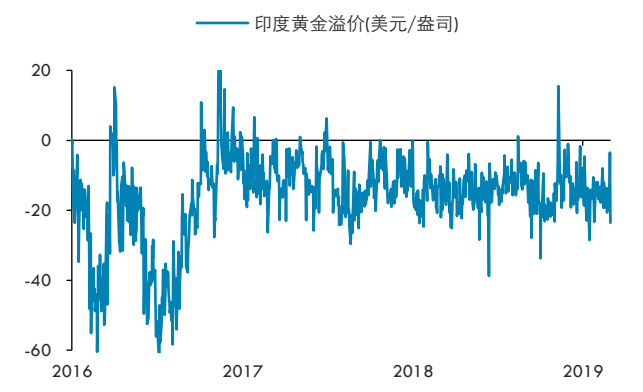
《2016 美元边际修复，金银继续筑底》一文认为，年度平衡表可供分析的前提是假设存量黄金不会涌入市场。随着印度黄金货币化项目在2015年重启，一旦印度市场上的存量黄金（据估计印度民间藏有2万吨黄金，占目前全球存量黄金的11%）流动，势必对这一假定带来冲击。

图7：印度黄金进口和国际金价



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图8：印度市场黄金折溢价情况



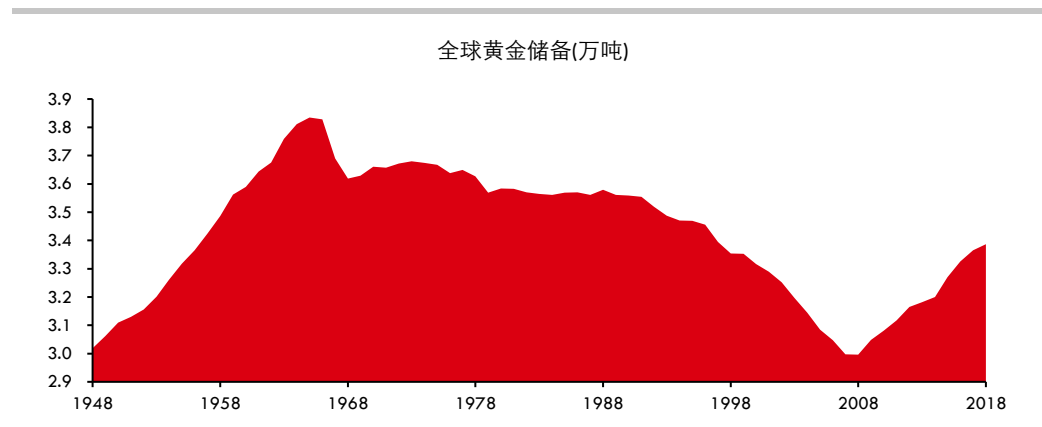
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

我们并不十分看好印度黄金货币化项目对于印度国内存量黄金的吸纳能力¹。虽然货币化项目的推行看似能够降低增量需求（减少进口）、提供存量供给（使民间存量黄金流入市场²）使得黄金的供需面进一步恶化，但是一方面民间对于黄金的传统偏好不宜改变。黄金货币化项目相当于是黄金的再金融化，货币化项目若需要顺利推行，则在存量黄金难以激活的前提下，对于印度国内商业银行而言需要更多的增量黄金提供实物黄金的流动性保证。

2、官方黄金储备的黄金供给

对于官方的黄金储备，趋势上在 2008 年开始已经出现转折。回顾二战以后全球央行黄金储备规模的变化，主要经历了几个阶段：

图 9： 全球央行黄金储备



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

1948-1965 年的持续增持期。在这一阶段全球主要央行共增持了 27% 的黄金储备规模，一方面是为寻求主要货币对于黄金的重新锚定，另一方面全球经济增长的持续放缓增加了对于货币信用的背书需求。

1966-1968 年的快速抛售期。在这三年之中，全球央行共抛售了近 6% 的黄金储备规模，主要是为应对黄金需求快速上升过程中市场对于信用货币的信任度大幅降低，稳定币值。

¹ 参见《印度黄金货币化报告》

² 按照民间存量 2 万吨，最大盘活可盘活的增量需求约占 30%，计算可得未来最大黄金货币化量：6 千吨，相当于目前印度国内 6 年的黄金消费量

1975-2007 年的持续减持期。国际货币基金组织通过的黄金非货币化协议大幅降低了央行对于黄金的持有需求，全球央行呈现出持续抛售黄金的过程。尽管在 1999 年出台了央行售金协定稳定官方机构的抛售行为，但是黄金减持过程仍在持续。

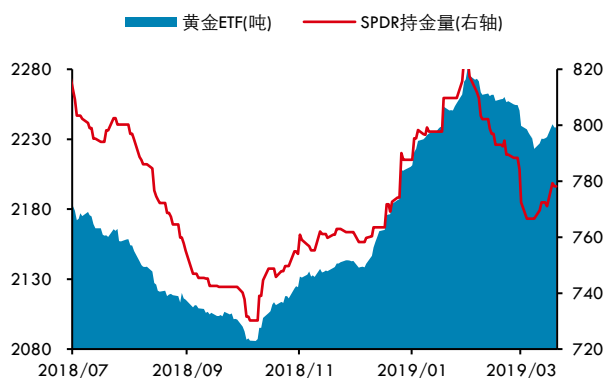
2008 年至今的持续增持期。国际金融危机之后，全球央行对于黄金的态度从前期的净抛售转向了净增持的转变。

· 需求维度的几个变量

黄金 ETF 的设立成为最近一轮黄金价格变动的核心承载因素。自 2003 年第一只实物黄金 ETF 在澳大利亚设立，宣告了黄金金融化的开始。2004 年现世界黄金协会下属的黄金 SPDR 基金的推出，极大地放大了黄金作为资产配置的需求。在全球需求端通胀持续走弱的环境中，黄金 ETF 的边际增量放大了黄金价格的波动。在这一阶段，黄金私人投资成为需求。

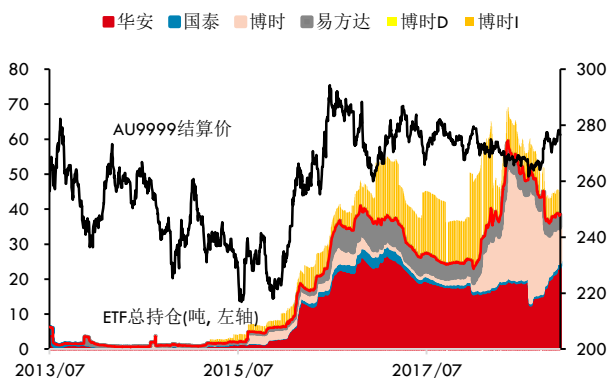
黄金私人投资作为需求变量的暂时结束。自 2011 年美国开始收紧黄金金融化的扩张政策之后，我们认为这一需求变量的贡献开始下降。2011 年 6 月 17 日纽约收盘过后，美国外汇交易商嘉盛集团旗下品牌 FOREX.COM 向所有客户发出了一份重要通告，声称为遵守国会通过的多德—弗兰克法案 (Dodd-Frank Act)，将从美东时间 7 月 15 日起停止向美国居民提供贵金属交易，相应的所有公开贵金属持仓也将关闭。

图 10: 全球黄金 ETF 持有量



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 11: 国内黄金 ETF 持有规模



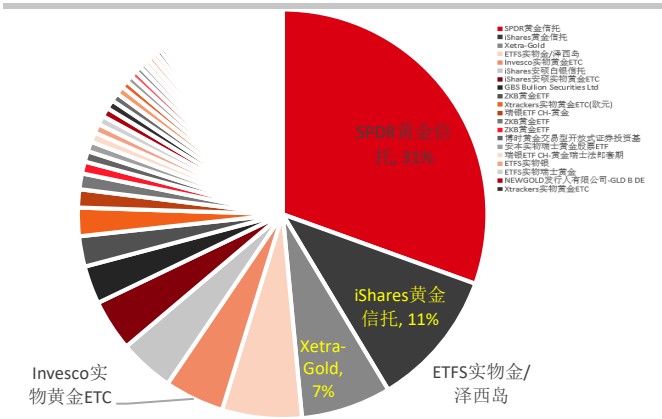
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

但是事情总有转机。在中国推动“一带一路”共荣圈以及金融市场对外开放的背景中，黄金存在再金融化的可能性。2013 年国内第一只实物黄金 ETF 设立，宣告了黄金再金融化的过程再一次开启。随着 2018 年原油期货的推出以及未来商品指数衍生品的进一步推进，我们

认为这一过程将加速。对于“金融服务实体”、“人民币国际化”过程中商品可以达到的金融化程度值得关注。

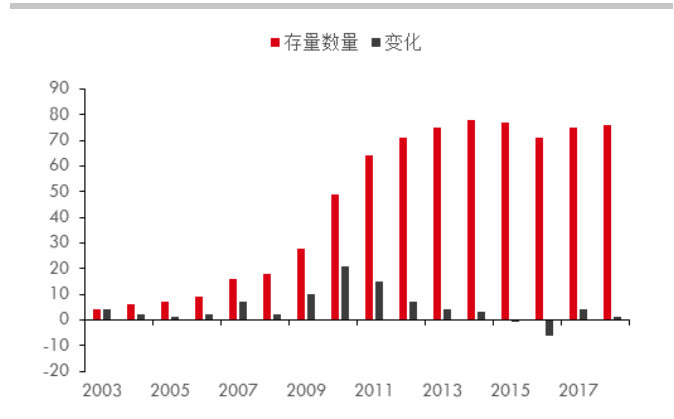
从国际发展情况来看，商品ETF市场是一个头部性质很强的市场。截止2018年底，全球实物黄金ETF持有规模2,100吨，其中最大的SPDR黄金基金持有近750吨，占比高达35.7%。而目前国内黄金ETF发展规模虽然不大，但是头部效应也已经显现。

图 12: 全球黄金 ETF 规模对比



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 13: 全球黄金 ETF 存量和新增变化



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

金融视角的黄金

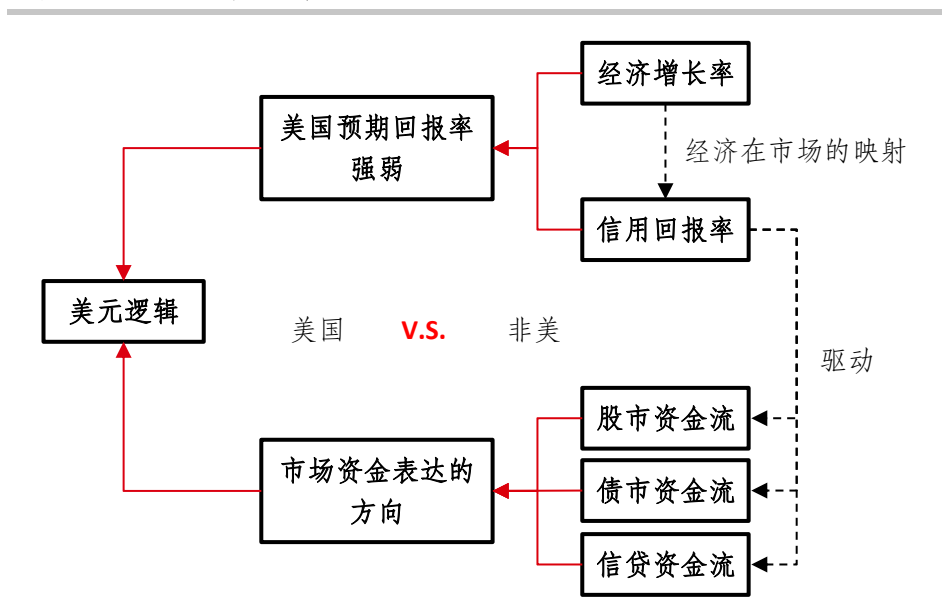
我们回到黄金分析的金融属性维度。上文已经指出，黄金的本质属性在于对冲信用货币的不稳定性，在当前美元本位下便是对于美元资产的信用对冲。简单意义上，我们可以看到美元价格（美元指数）和黄金价格之间的负相关性，以及变化观察的时间敞口可以发现，黄金价格同美元货币的重要衡量指标——美元实际利率——之间的负相关性。这部分我们展开讨论图 6。

· 美元指数：美国对外强弱的镜像³

从宏观的角度来看，经济周期运行可由经典的美林时钟“增长-通胀”二象限来刻画，美元利率更多映射的是美国经济二象限的周期，而美元指数表达的是对美国和非美经济体之间的二象限运行差异波动的映射。

从微观的角度来看，无论是美元指数还是美元利率，均是市场的交易价格。这就涉及对于美元货币的供需和更具体的美元利率产品的供需判断，而由于美元的国际化特征、美债需求的全球化特点，这里的需求主体是全球性的，而供给主体主要是美元资产——美元信用、美元权益和美元利率等。

图 14： 美元分析的简单框架



数据来源：华泰期货研究院

³ 这部分引用自报告《财政货币变频下的美元展望——华泰指数对冲系列（三）》

从金融定价的无套利原则出发，我们认为宏观层面的“市场预期差”将通过各个货币资产的相对套利收益率得到表达，**资本通过流动磨平由于宏观预期分化带来的资产预期回报率的套利收益**。从这一意义上而言，我们注意到无论是2014-15年的大宗商品危机、抑或是2017-18年的新兴市场货币危机，**处于资产安全的考量也会推动资金向当前的安全资产——美元资产进行迁移**，从而构成美元资产的相对吸引力强弱。

而从黄金的定价本质定价来看，黄金对于货币信用的对冲反馈在对于基于货币信用的宏观资产的对冲。宏观角度的对冲我们选取的是“通胀”这一变量；而微观角度的对冲直接映射到三类美元资产——“美股”、“美债”和“美国企业债”。从微观变量上我们可看到了黄金价格同美股、利率和信用利差之间的相关性存在。

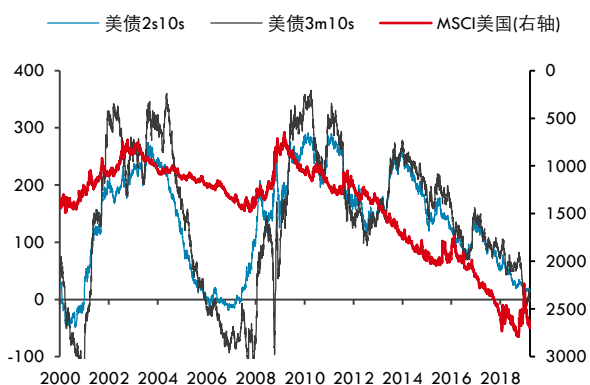
· **美元权益资产（美股）：领先指标显示动能正在趋弱**

我们通过两个指标刻画当前美股的绝对收益和相对收益情况——美债期限利差和美国 ISM 制造业指数。

美债的期限利差反馈了美国的经济周期位置，当前 10BP 左右的低水平显示出美国经济周期处于本轮增长的后期，虽然短端 3 月期和 10 年期在 3 月末已经出现了倒挂，但是整体曲线仍未整体倒挂的现状体现出仍存在一定正向空间，也即从绝对水平上美股上行的阶段依然没有结束。

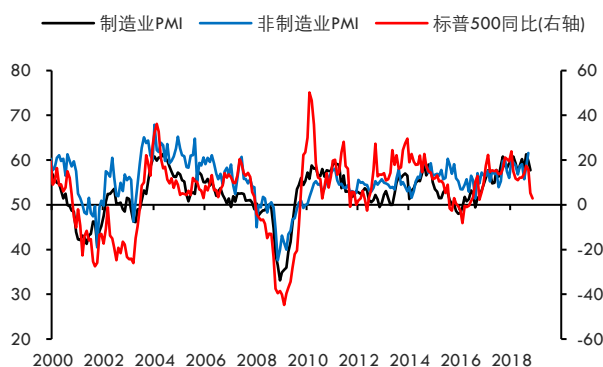
美国 ISM 制造业指数作为美国经济的领先指标，预示着美国经济仍处于扩张状态，对于资产价格而言意味着美股的同比波动仍将保持一定的正回报水平。

图 15: 美债期限利差和美股走势



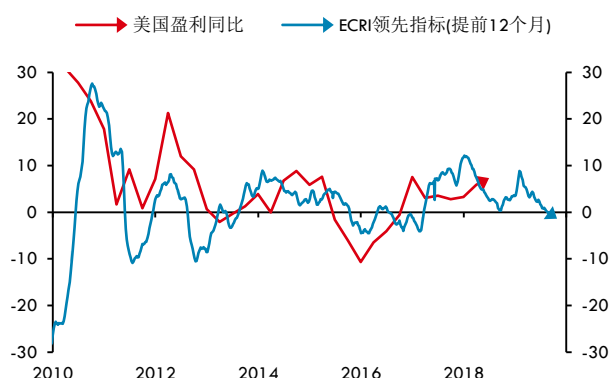
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 16: 美国制造业 PMI 和美股波动



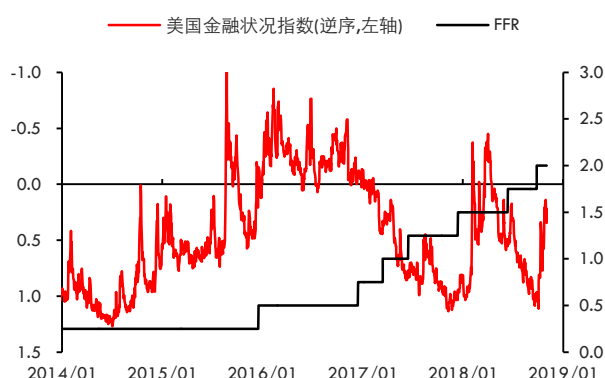
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 17: 美股盈利预期在减弱



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 18: 联邦基金利率和金融状况



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

但是我们也注意到，美股的**投资回报率预期**正在下降——

一方面，从领先指标上来看，美国经济的盈利预期继续弱化，削弱美股的分子收益；

另一方面，从金融市场环境上来看，美联储的持续收紧流动性对于美股的负面影响正在显现。

2018 年伴随着美国产出缺口的封闭，潜在通胀压力的上升持续推动着美联储货币政策从过度宽松走向中性，甚至存在偏紧的预期。利率水平的抬升以及资产负债表规模的缩减对于市场而言意味着持续的流动性收紧，只是市场结构的表现不同——在美联储超额准备金依然充裕的情况下，流动性的收紧更多的反馈在美元的离岸市场；而随着流动性的继续收缩，对于在岸美元市场也将带来收紧的影响。**2018 年 2 月和 10 月美股的两次波动在我们看来并不是偶然现象，未来伴随着美元流动性的继续收紧⁴，对于美股而言风险仍在继续积聚。**

· 美元利率资产（美债）：供大于求状态料加剧

从美元的发行机制来看，在岸美元通过美国货币当局——美联储的信用背书进行货币的扩张；而离岸美元主要通过金融机构在事实上承担“影子美元中央银行”职能的背景下以货币互换等形式进行信用的扩张。这其中，利差在“美国-非美”经济预期的差异中推动了离岸美元的流动性扩张和收缩，而美国官方机构（美国财政部/美联储）的资产负债表变化带动在岸美元基础流动性的扩张和收缩。

⁴ 尽管市场波动，但是这种波动带来的金融压力依然没有强烈冲击到美国实体经济，我们认为在美联储的眼中将当前的波动视为金融风险的释放，其对于经济前景仍保持乐观。

正如上文所述，在美国经济处于繁荣到过热阶段，在美元相对非美货币利差继续走阔的带动下，离岸美元市场料继续呈现阶段性流动性不足——供需紧张的状态料将延续。而对于在岸美元市场，我们预计这种**供需的结构性矛盾也将进一步恶化**。

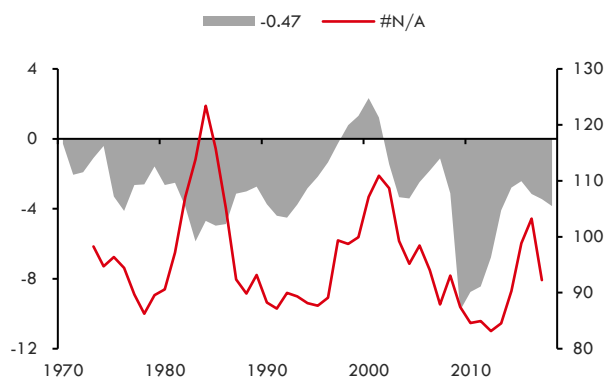
从美债的供给端来看，美国经济的**双赤字结构扩大了美债的供给**。一方面，美国长期处于财政赤字的状态，增加了对于赤字融资的需求。2017 年特朗普的财政刺激政策加剧了短期赤字率上升的忧虑⁵，也加剧了短期内美债的扩大供给。另一方面，美元作为全球储备货币，美国对外账户势必形成赤字状态。

图 19: 美国贸易逆差和资金净流入美国



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 20: 美国财政赤字和美元指数走势



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

从美债的需求端来看，预计未来主要依然是**减量逻辑占主导**。

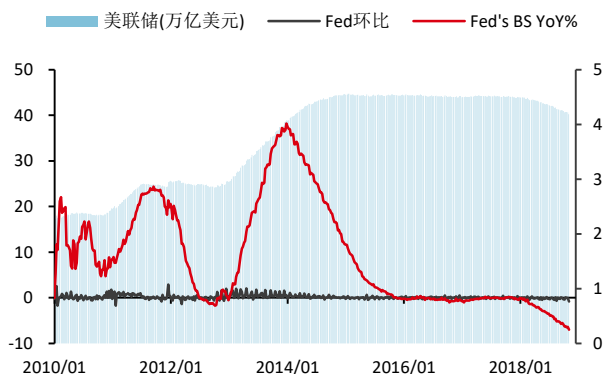
首先，从市场关注的角度而言，美债需求的美国官方机构——美联储自 2017 年 10 月开始执行货币政策正常化框架的资产负债表缩减步骤——由 QE 转向 QT，开始降低美债的净需求。按照美联储 QT 的设计，2018 年四季度将达到最大规模的每月 300 亿美元结束债券到期再投资，结合美联储持券的到期规模，2018 年 11 月将有超过 300 亿美元的债券到期，使得市场流动性收紧达到最大。尽管当前美联储将继续按照最大 300 亿美元的规模结束债券到期再投资，但是按照当前美联储持券的久期，**未来的需求减少量将趋于缓和**，直至 5 月份资产负债表政策发生变动。

其次，从美债需求的美国私人部门角度，伴随着近 40 年的利率牛市周期结束，**市场对于利率品的边际持有倾向将继续降低**——虽然从未来的路径来看，由于信用利差的走阔带来部分的配置转换，但是我们预计在利率大方向预期发生切换的背景下这种影响相对有限。

⁵ 理论上来说，减税只有在拉弗曲线的右端才能形成有效刺激。

最后，从非美部门配置美债的角度，我们跟踪的 TIC 报告显示外国投资者持有美债的规模随着美联储货币政策正常化操作已经“见顶”，边际净流入量回落。

图 21: 美联储资产负债表同比增速



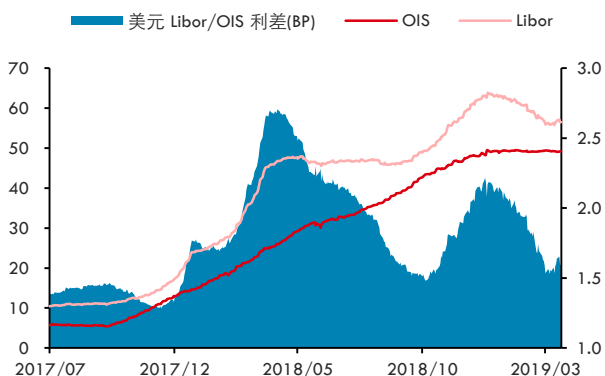
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 22: 美债持仓和利率走势



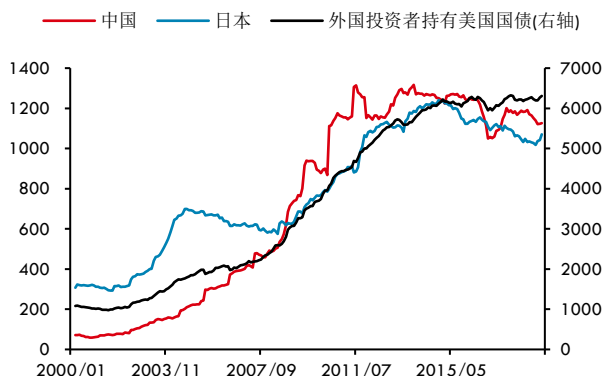
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 23: LIBOR/OIS 利差



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 24: 国外投资者持有美债净流入趋缓



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

· 美元信用资产（企业债）：仍是市场担忧的“泡沫”

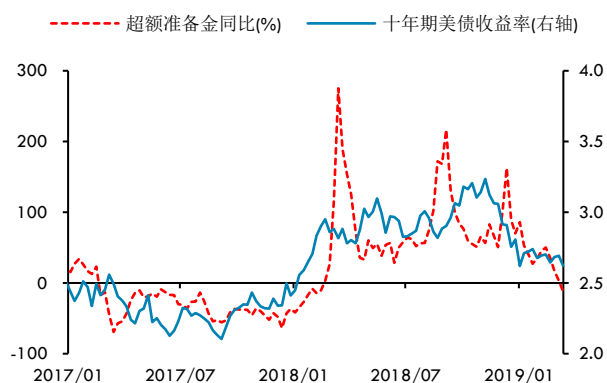
在本轮美联储的加息周期中，我们注意到由于政策依然是处在环比削减前期 QE 的过程，流动性在美元离岸市场和在岸市场是一种分化的状态。其中，

离岸美元市场——贸易美元和套利美元——美元资金主要驱动因素在于跨境的套利利差。从全球产业分工的角度而言，随着资产负债表的修复，下游消费型经济体——美国等首先开始复苏和扩张，带动美元利率先于非美经济体利率水平回升。这种经济周期的差异性反

债在市场上便是美元-非美之间利差的扩大。而利差的扩大对于套利资金而言收缩了其继续持有套利组合的潜在收益，对于产业资金而言意味着：**即使非美资产端收益预期不变，但是美元负债端的成本在不断上行，带来国际美元借贷主体信用的被动收缩。**随着美联储在2017年开始逐渐加快加息节奏，这种利差对于美元流动性的冲击逐渐显现。

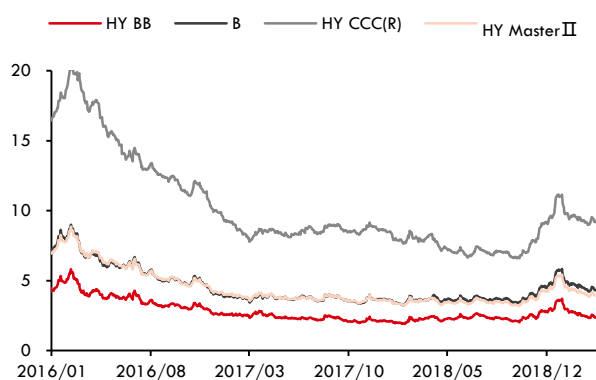
而在岸美元市场的流动性同美联储资产负债结构宽松有密切联系。自美联储三轮QE开始，我们便注意到银行在美联储的超额准备金一直维持在高位。这种基本现状的存在，使得尽管美联储自2015年开始执行货币政策正常化框架，抬升美元利率水平、逐渐缩减美联储资产负债表，但是银行的超额准备金水平依然保持充裕。而即使2016年前受到货币基金改革的影响冲击了美元流动性，总体的美元在岸流动性依然保持相对充裕。以美国内部的信用扩张角度来看，**在美国实体经济继续维持高景气的现状中，叠加着美国财政端的需求刺激以及美国监管端对于银行监管的放松，整体金融到实体的流动性保持相对平衡。**

图 25: 超额准备金波动和利率



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 26: 美国高收益债利差维持在低位



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

在岸美元市场流动性的充裕大大缓解了美联储持续加息过程中对于私人部门的冲击。我们注意到，**尽管扩张疲软，但是美国银行信用仍处于扩张的状态。**而从信用债和主权债的利差维度来看，整体美国信用利差处在相对于基准利率水平的低位。而展望未来，随着美联储继续加息对于美国在岸金融市场压力的继续抬升，信用利差的低水平状态将难以延续，信用市场面临周期见顶的风险。**伴随着风险的上升，尽管当前美国无论住房贷款、消费贷款抑或是工商企业贷款违约率均处在低位，但是货币流动性环境的改变对于实体信用而言负面影响将逐渐显现。**前美联储主席耶伦近期也公开表示，非金融企业债务的上升令人担忧。

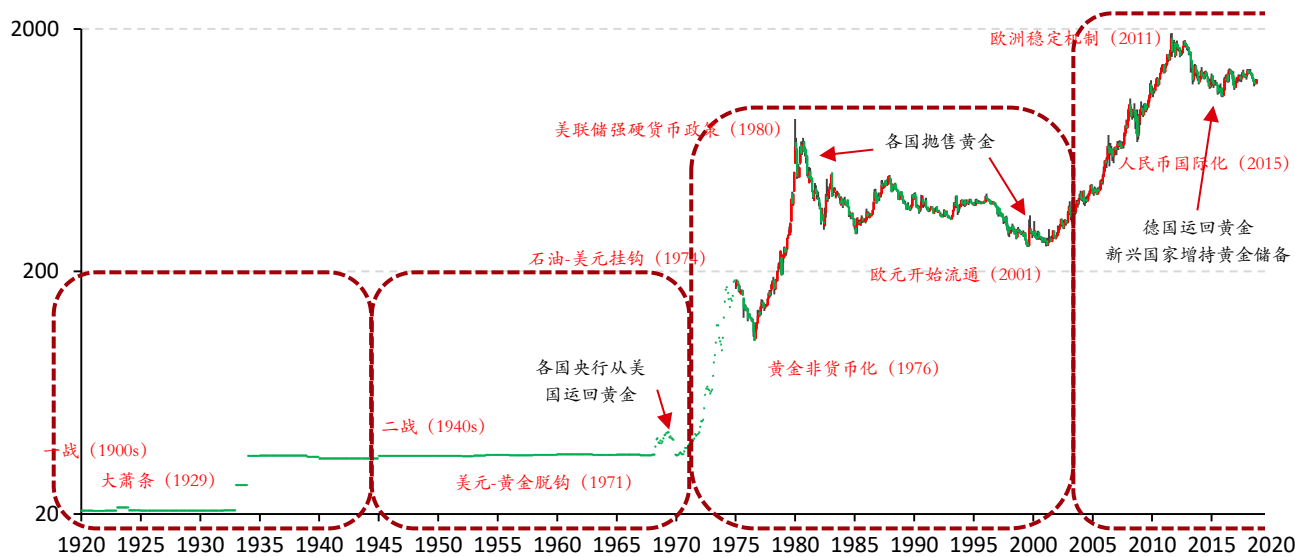
周期视角的黄金

“全球经济”是影响黄金价格的核心变量，而当前美元信用货币体系之下的经济格局中，美元（美国经济的对外映射变量）以及美元利率（美国经济的对内映射变量）成为驱动全球经济整体波动的两个主要影响因子——通胀、避险等变量都通过这两个因子传导至黄金价格上。

· 长周期的黄金“货币-经济”定价模型

对于长周期而言，尽管我们可以拉长通胀波动时间维度继续通过“通胀预期-通胀”来进行黄金定价，但是我们这里准备从“货币-经济”维度重新审视长周期的黄金价格运行逻辑。

图 27： 长周期维度（30-40 年）下的黄金价格因子分解



数据来源：华泰期货研究院

全球经济的冷暖构成了对于黄金需求的强弱，在金本位和当期信用本位环境下这种属性依然存在。

在经济的正常波动中，黄金对于“经济-货币”系统的对冲需求是较低的，比较明显的判例在 1980s 开始以美国为代表的繁荣十年“金发姑娘”时期，在这阶段，我们注意到全球央行均呈现出抛售黄金的过程。最后一次伴随着英国央行大量的抛售，黄金价格在 1999 年见底。

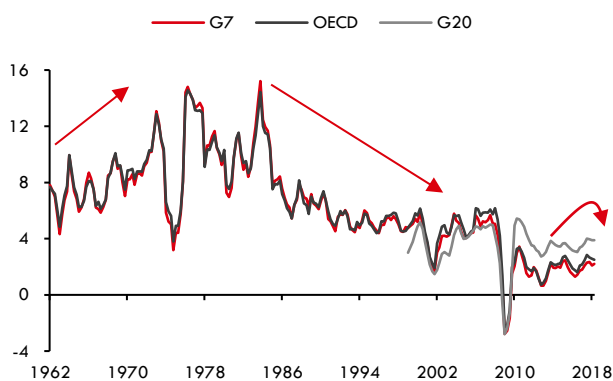
在经济发生异常的情况下，央行做出的选择是相异的——如 1971 年时任美国总统尼克松宣布黄金和美元脱钩前，由于全球经济尤其是美国经济的高赤字状态，带来美国黄金的外流。站在全球角度而言，便是黄金储备的回流机制。那么回顾当前央行的行为，我们也可以看到央行的动作取向更接近于 1970s 做出的选择——德国等国选择从美国将黄金储备运回，而中亚等国家在继续增加黄金储备的规模。种种迹象表明，本轮周期的结束，可能面临着更大的不确定性，2015 年开始有所加速的人民币国际化可能只是这种周期转变过程中的一个“触媒”。在未来，由于我们仍处于经济增长相对停滞，全球类存量经济状态下的经济运行风险——仍需要持续关注经济供给端出现异常的风险。

图 1：全球贸易处于停滞状态



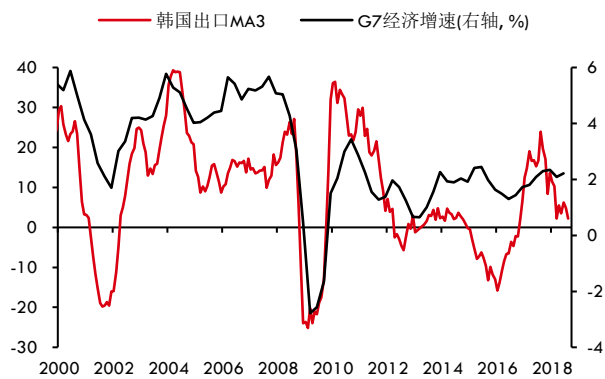
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 2：全球经济增长停滞



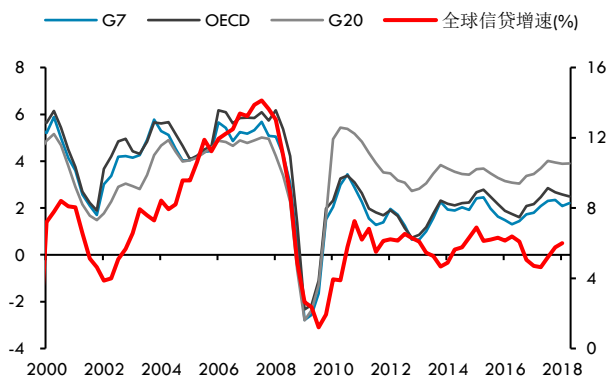
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 3：金丝雀出口失速



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 4：信用增速低位和经济增速放缓

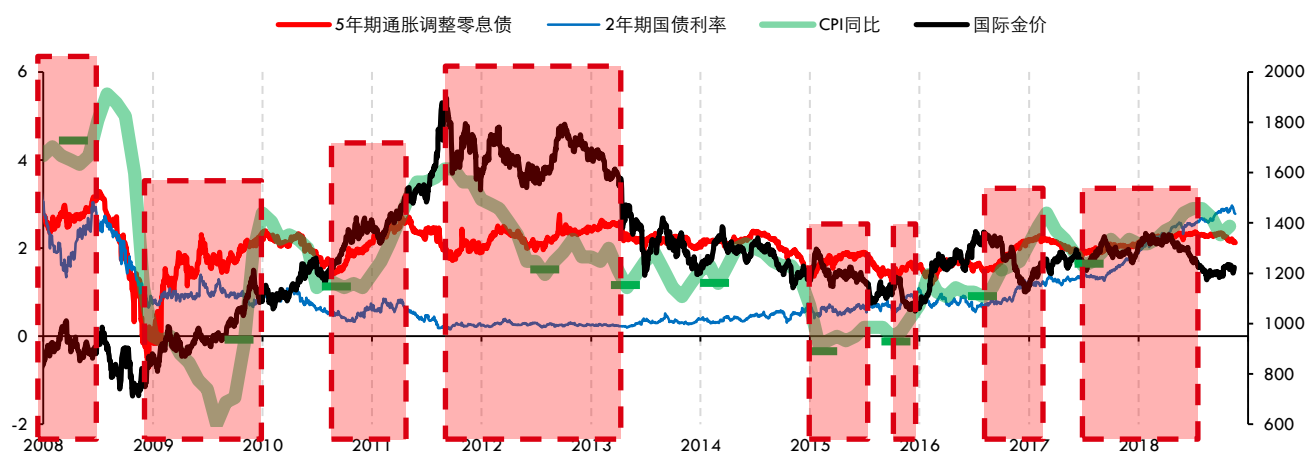


数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

· 中周期的黄金“基钦-朱格拉”定价模型

十年的这把标尺反馈的是经济周期的波动状态，其中包含了 3 个偏短周期的基钦周期或 1 个中周期的朱格拉周期。我们通过价格维度来标识中短周期的波动——通胀。

图 28： 中周期维度下的黄金价格因子分解



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

在基钦周期尺度，基钦扩张阶段在基钦周期扩张阶段，形成一轮正向的循环反馈，如 2009-2012 年以及 2015-2018 年；而在基钦周期回落阶段，反馈循环将逆转，如 2012-2015 年以及即将到来的 2019-2022 年。

黄金价格伴随周期扩张震荡上行。在基钦扩张阶段，循环表现在经济信用开始扩张，带动市场通胀预期和利率回升，由于信用扩张在利率市场和实物领域传导的不同时滞特点，形成实际利率的回升，阶段性对于黄金价格形成抑制。而当市场消化了利率上行的影响之后，由于供需扩张推动的市场通胀水平开始回升，再次形成实际利率回落的周期性运行状态。而这种实际利率的起落构成了黄金价格先抑后扬的波动。而由于扩张阶段通胀中枢的持续抬升，最终形成了黄金价格螺旋式上行的模式。

从交易的角度出发，这种运动在 2015-2018 年这一轮循环中体现的更为明显。危机后的美联储开始更加依靠“前瞻指引”引导市场利率的波动——从“未来的一段时间”到“2013 年年末或 2014 年年末”到最后的“就业市场明显改善，通胀率达到 2%”，其体现出的特点便是越来越精确、越来越短期化。这种精确的导向带来 2015-2018 年的美联储货币政策正常化区间对于市场的运行更加有迹可循：

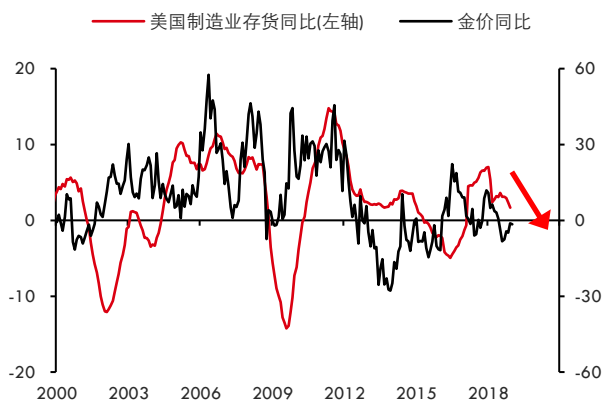
美联储加息前，释放的准备加息信号推动市场利率水平抬升，实际利率回升对于黄金价格带来负面冲击；

美联储加息落地后，市场对于利率的定价告一段落，对于通胀回升的信号调降了市场利率水平，黄金价格形成“利空出尽”后的反弹。

黄金价格伴随周期的向下震荡回落。这体现在 2012-2015 年这一时间区间，虽然美国经济依然处于复苏状态，但是全球经济的不稳固拖累了周期依然处于向下运行的状态。一方面，受到 2011 年欧债危机的冲击，欧洲的主权信用总体处于缩减状态；另一方面，在美联储释放加息预期的过程中，外围市场的高杠杆经济体首先受到冲击，市场受到了大宗商品危机。周期向下过程中，尽管市场由于阶段性经济的好转或事件的冲击形成通胀预期的改善期盼，但是总量上而言，通胀水平依然受到受到周期向下的拖累影响而往下。“通胀预期-通胀”机制的打破对于黄金价格而言意味着持续震荡向下的压力。

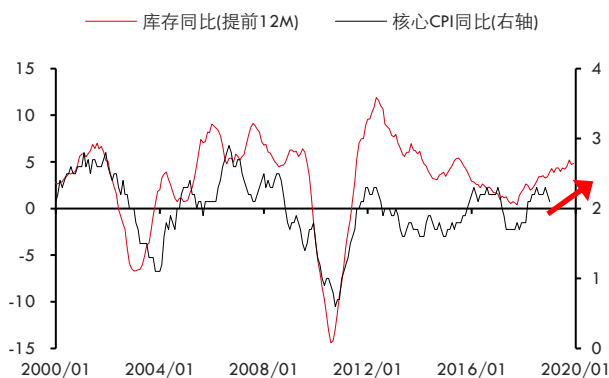
当前的库存周期来看，盈利周期的减弱和需求预期的放缓将继续驱动实体进入到去库存的阶段，从而拖累经济的名义价格。但是从传导的角度而言，库存周期的转折略领先于名义价格的变动，因而虽然我们认为库存周期存在向下的压力，但是价格的压力是否在二季度体现依然存在不确定性。

图 29: 制造业库存和金价同比增速



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

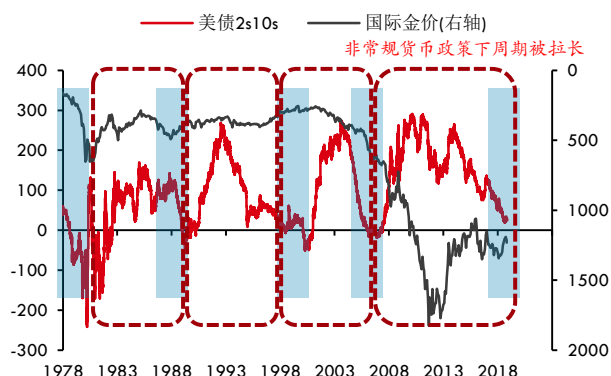
图 30: 流通库存和核心 CPI 同比



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

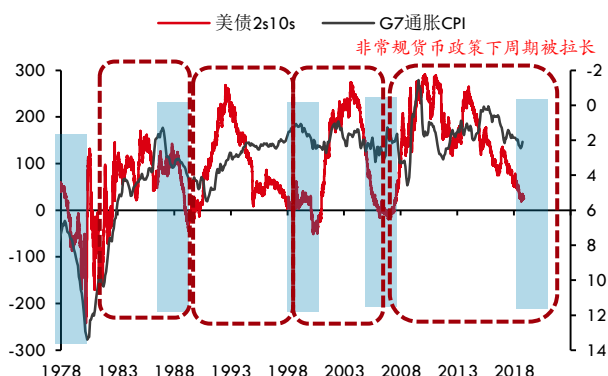
但是在朱格拉周期尺度，在周期扩张的尾端往往带来通胀压力上行的影响。这种通胀的逐渐向上形成了对于黄金价格的正向激励。

图 31: 美国经济周期和黄金价格



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

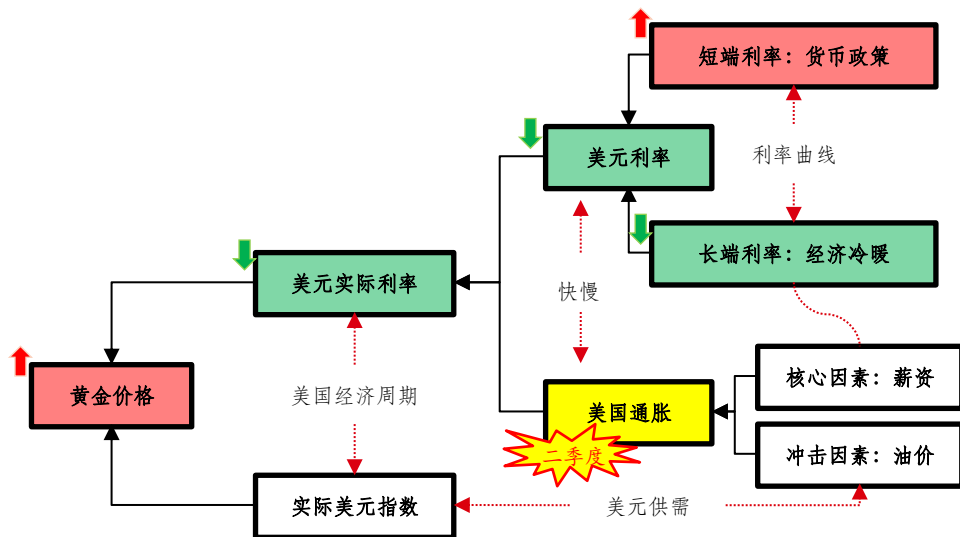
图 32: 美国经济周期和通胀水平



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

展望 2019 年开始的阶段面临基钦周期下行的拖累而令黄金价格存在下行的压力——但是从朱格拉周期的角度而言, 2019 年也接近一轮朱格拉的尾声, 从更大尺度上看, 将带来通胀上升的压力——即这一轮的基钦周期下行会更类似于 2006-2009 年而非 2012-2015 年, 那么在两种力量的博弈中, 黄金的波动性将抬升, 从而挣脱持续多年的低波动状态。

图 33: 黄金定价的“通胀-利率”模型显示未来关注通胀端的变化



数据来源: 华泰期货研究院

● 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