

## 宏观策略看资产（一）

### ——黄金

华泰期货研究院 宏观策略组

徐闻宇

宏观研究员

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

#### 报告摘要：

全球大国博弈在5月进入到了阶段性的高潮，推升了市场对比避险资产的热情。本篇我们试图将黄金作为一类资产，考察其当前和未来的运行。本文是华泰期货“[周聚焦 226期](#)”的文字版。

大类资产中的黄金：综合黄金和各大类资产走势，我们认为目前的黄金定价处在历史相对中性区间。

- 1) 利率经历了加息周期暂停到降息预期，当前处于中性；
- 2) 道金比弱反弹至今，处在上一轮的中位数区间；
- 3) 美元长周期拐点未现，且短期偏好强劲；
- 4) 商品供给下行周期未了，且需求若未来进一步下移将推动供给的二次探底，铜金比短期处于中性，长期下移过程未结束。

黄金定价因子跟踪：宏观模型中，黄金价格由美元实际利率和实际美元指数双因子驱动。

- 1) 美国2010年以来建立的能源路径延续假设下，美元强势仍将延续；
- 2) 而美国延续在2012年复苏路径不变前提下，实际利率的触底推动黄金价格回落风险加大，若库存周期先于经济周期的见顶回落，将触发通胀预期呈现先抑后扬的转折，当前仍未至右侧配置黄金的窗口。

**策略：黄金仍处配置的左侧（美元和美元实际利率上行周期未结束）**

风险点：短期数据再超预期乐观

#### 相关研究：

[黎明前的黑暗](#)

2019-05-13

[过度宁静的波动率](#)

2019-05-06

[风险再次从新兴开始](#)

2019-04-29

[“心”周期的结束](#)

2019-04-22

[信心建立之后的担忧](#)

2019-04-15

[反弹的顶部等确认信号](#)

2019-04-08

[低利率预期——等待波动率触点](#)

2019-04-01

[美联储鸽派信号的两面性](#)

2019-03-25

[等待流动性信号](#)

2019-03-18

[基本面——高处不胜寒](#)

2019-03-08

[关注3月风险中的机遇](#)

2019-03-04

## 大类资产视角的黄金

我们以大类资产为坐标轴，反向观察黄金当前所处的状态。综合来看，1) 美债利率依然在低位宽幅波动的状态，趋势仍未现，相应的黄金价格的趋势也没有到来；2) 权益资产尤其是美股表现依然强劲、外汇资产中美元表现仍维持偏强，降低了黄金作为信用对冲的需求；3) 商品资产中以原油为代表的商品短期预期出现调整，也削弱了黄金作为对冲周期末端通胀的作用。

### · 利率资产

自 2010 年美联储实施非常规货币政策至今，十年期美债收益率持续处在 1.5~3% 的区间波动过程中，显示出周期性力量和趋势性力量对抗在这一阶段加强：

- ✓ **趋势向下过程未结束：**1980s 至今的金融和实体分化、经济贫富分化的过程，在试题精潜在生产率出现上行拐点之前，简单视为过程没有结束。(i↓)
- ✓ **周期向上过程未结束：**我们以美债 2s10s 收益率曲线来说明美国的经济周期，自 2010 年走平的过程是美国经济从衰退中复苏走向增长的过程，目前期限利差维持在 15-20BP，在缺乏宏观需求冲击的假设下，简单视为过程没有结束，本轮美国经济依然处在高位。(i↑)

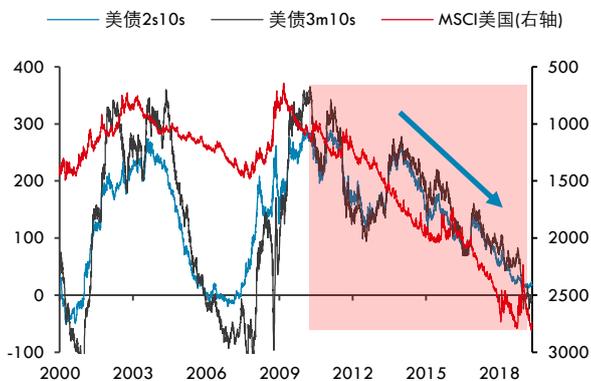
总体上而言，从利率定价的角度，除了 2014 年“美元大幅走强”阶段名义利率和名义金价之间的负相关关系打破，其余时间维持负相关走势。截止 5 月初，十年美债收益率从 3.2% 回落至 2.45% 附近，接近这一阶段的波动中枢。

图 1：基准美债收益率自非常规货币政策以来大区间维持在[1.5, 3]%区间波动



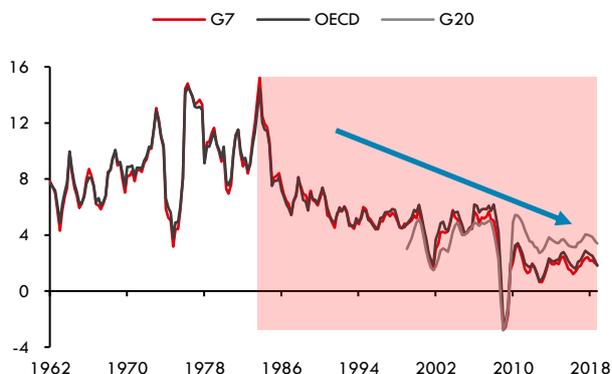
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 2: 美债期限利差维持扁平状态



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3: 全球实际经济增长回落状态



数据来源：Wind 华泰期货研究院

利率提供了大类资产定价的锚。在这一背景下，我们认为从利率市场角度而言，短期内缺乏对于黄金价格的驱动：1) 前期趋势在风险进一步释放下的延续对金价形成支撑；2) 或在中国经济周期出现真实改善、以及全球风险状态缓和下带动利率企稳。

### · 权益资产

我们在报告《[展望盈利共振下的对冲](#)》中引用股利贴现模型对股指进行定价，通过简单的转换我们可以得到如下定价方程

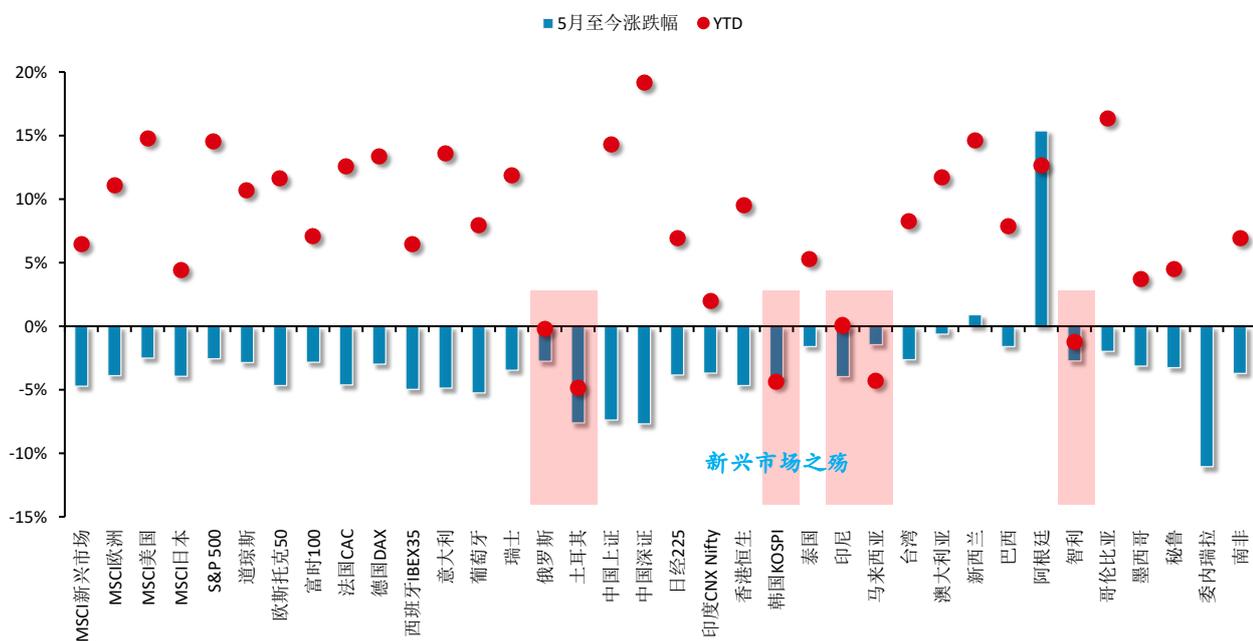
$$P_{\text{指数}} = EPS_{\text{指数}} \times \frac{P}{E}_{\text{指数}} = \frac{\text{全市场盈利}}{E_{\text{全市场}}} = \frac{\text{全市场盈利}(Y)}{\text{市场利率}(i)}$$

年初以来在市场对于美联储降息预期的输入过程中，大幅调降指数的分母 (i)，在美国经济高位表现出高预期韧性（未受到财富效应波及）的情况下，指数的分子 (Y) 维持稳定，从而带来股指的反弹，继而全球发达国家权益指数在美股风向标反弹带动下，提高了风险偏好。而新兴市场在“发达-新兴”对比下涨势落后。

随着 4-5 月份定价方程分子端和分母端的展望发生边际上的转变，市场开启了一轮调整，从 RiskOn 转向 RiskOff 状态：

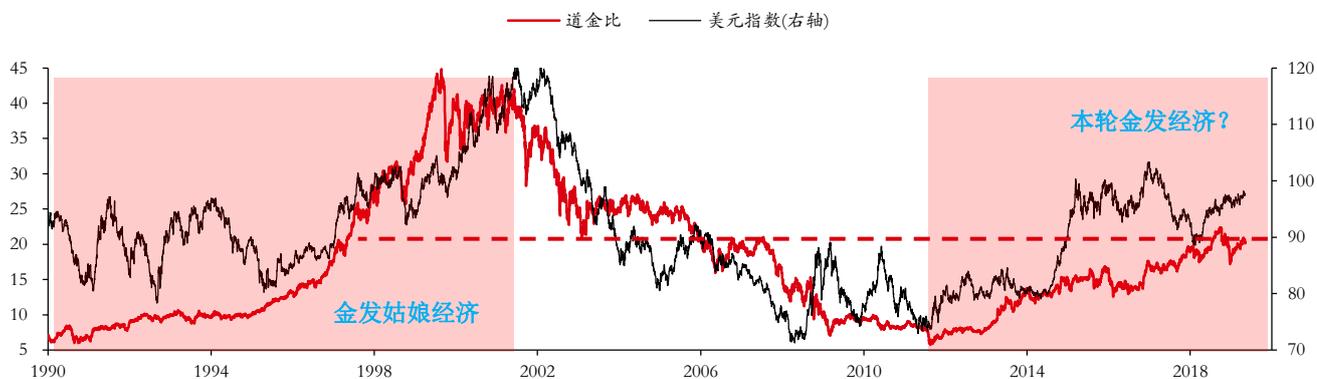
- ✓ **分母端**：美联储 5 月初的议息会议向市场释放了继续调降降息预期的信号。货币衍生品市场对于美联储货币政策逆转的定价继续降低。(i↑)
- ✓ **分子端**：从美国经济复苏十年的历史第二长度来看，未来经济增长展望继续放缓。但是中美贸易冲突压力短期增强的情况下，市场悲观预期调降需求假设。(Y↓)

图 4：年度新兴市场走势悲观，5 月发达市场在内的全市场走势逆转



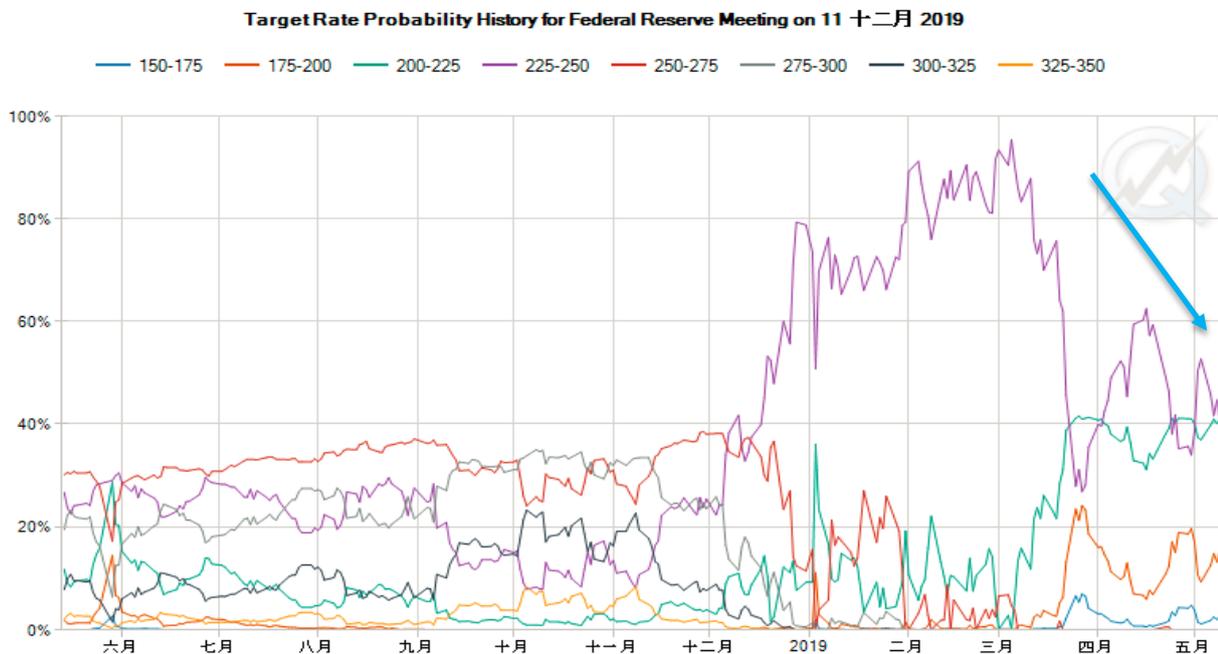
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 5：2010 年以来道琼斯工业指数/金价比值上行状态没有发生逆转



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 6：年初以来的估值修复来源于市场对美联储加息预期的逆转



数据来源：CME 华泰期货研究院

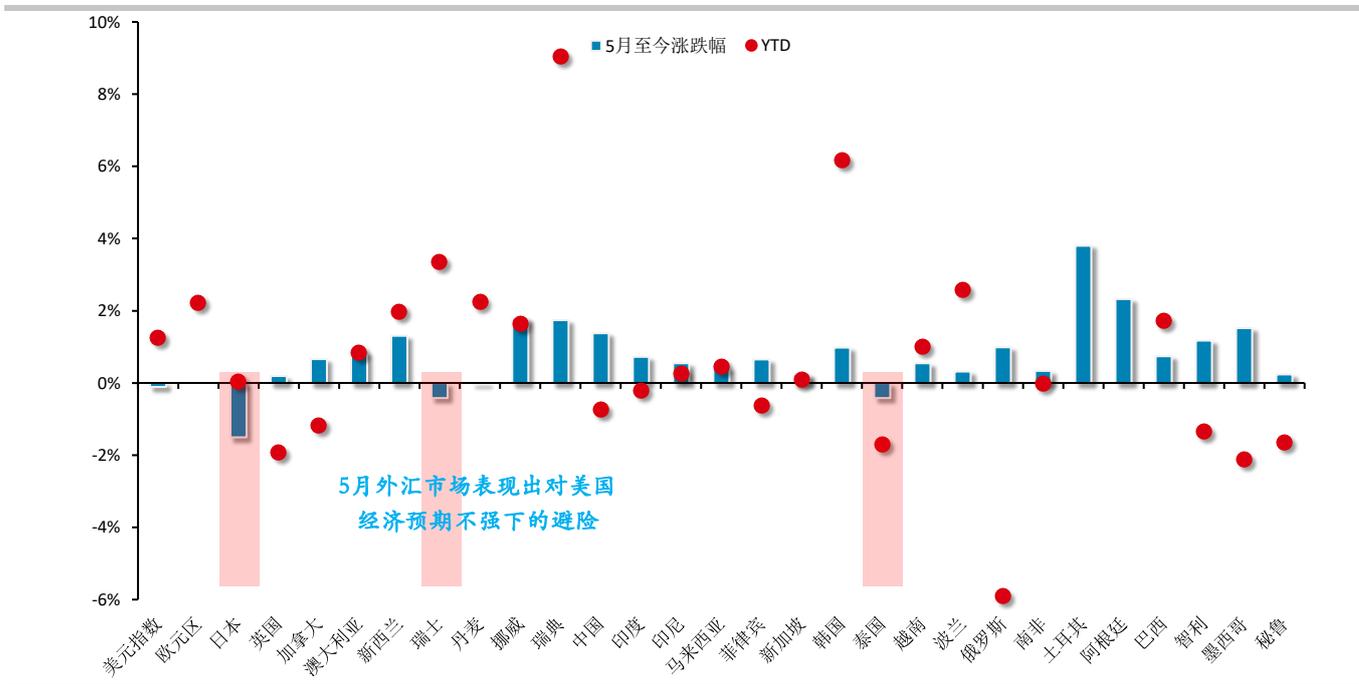
通过道金比这一指标，我们希望建立权益资产和黄金之间的相对估值水平。从上一轮美国所处金发姑娘经济状态下的道金比走势可以发现，本轮始于 2011 年的比价上行时间依然短于上一轮，空间处在上一轮比价中枢以下。

### · 外汇资产

我们在报告《[财政货币变频下的美元展望](#)》中指出，单独来看美元资产的绝对定价，即市场对美国经济增长的强弱来判断市场对于美元资产的绝对回报预期。从这一点上，随着美国本轮向上周期的接近尾部，尽管美国经济在尾部表现出“韧性”的特征（↑↓），但是市场直接加大了低于美元汇率的预期定价（↓）。

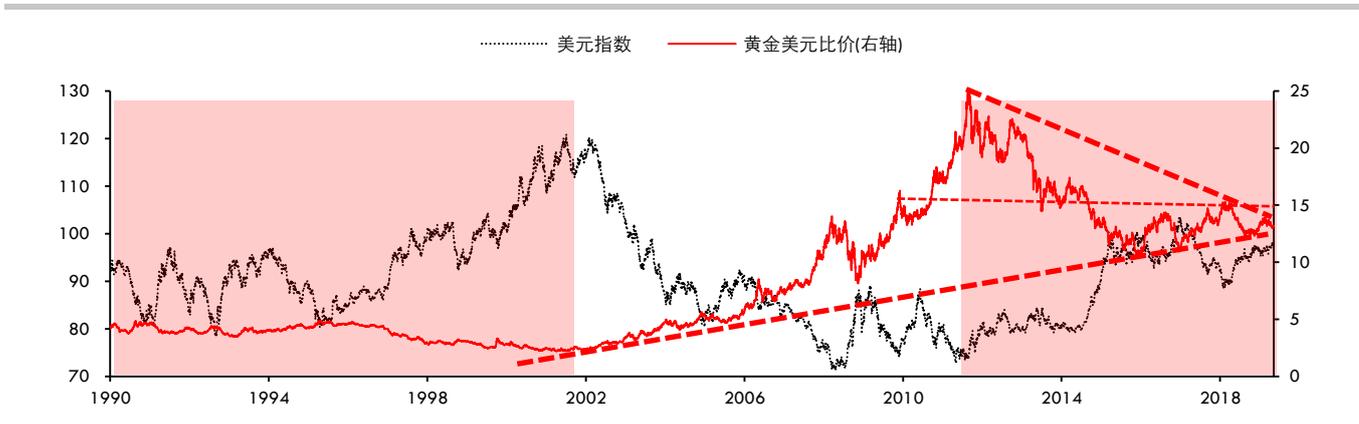
而更一般的美元汇率表达的是美国相对于非美经济预期的强弱，以及由此派生出经济信用资产的相对回报率强弱——通过观察股市、债市和信用市场资金流动的方向判断市场的强弱，以得到美元指数的相对定价。简单的相对强弱对标的是欧元区的情况。在美国经济韧性的环境中（↑↓），市场暂未定价将要到来的美国大选（↓），而是更多关注时间点更近的 5 月欧洲议会选举（↓）。在欧洲外部地缘风险上升、英国脱欧宣儿不退以及核心德国出口预期悲观的影响下，市场给予欧元更多负面的评价。

图 7：年度美元指数仍表现强劲，但 5 月势头出现阶段性放缓



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 8：2019 年以来黄金美元比价的波动再次趋于收敛



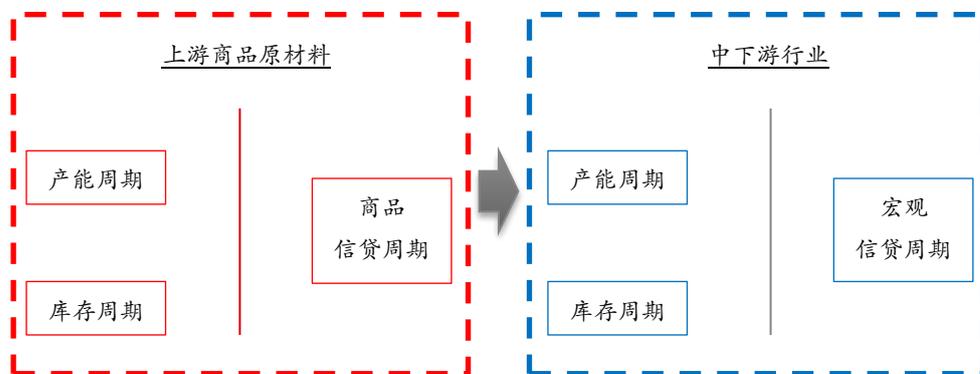
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

黄金美元比价的表现依然处于收敛状态，且形态上位于 2002 年向上和 2011 年回落区间的中枢位置。

· 商品资产

商品资产的定价相对于利率资产或权益资产更为纯粹，依然通过两个维度进行。我们在报告《[周期谢幕，守望余光](#)》中初步拆解了供给端的产能周期和库存周期，以及需求端的信用周期。从供给的维度出发，对于商品市场定价而言库存周期的波动驱动的价格行为更为直接，而近期受到经济周期进入萧条期需求政策转向供给政策影响，以工业化、城镇化进程中主要工业品——黑色系受到产能优化的影响更明显。

图 9：商品供需分析简单框架



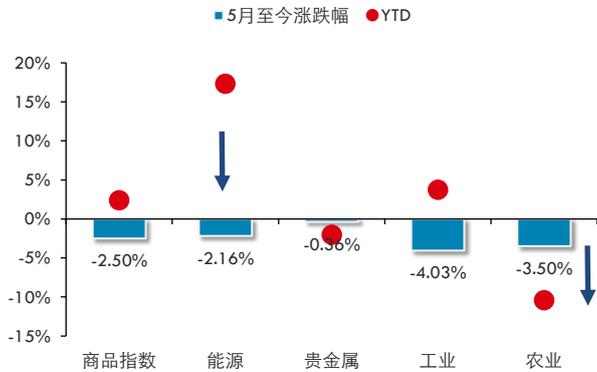
数据来源：华泰期货研究院

从宏观角度而言，目前总量已以上的产能周期（劳动力人口周期、技术周期以及与之相伴随则的长债务周期）处在下行过程中（↓），库存周期仍在最后的下行阶段（↓）；需求侧的信用周期经历了前期的货币宽松之后，一季度的央行数据已经显示信用周期触底（↓↑），展望未来是信用改善（↑）向需求改善传导的库存周期重建过程（↑）。

从商品角度而言，宏观供给的降低形成对于商品需求的传导。当前供给侧结构性改革仍在延续，产能周期方向未变（去产能↓到调结构↓↑），商品库存随着季节性的波动和需求预期的影响维持中性（↓↑）。未来需要关注的依然是经济短期去库存（↓）到中期库存重建（↑）推动的商品需求逐渐改善过程（↑）。这里需要处理的是需求评估中的扰动项——贸易冲突形成的预期。

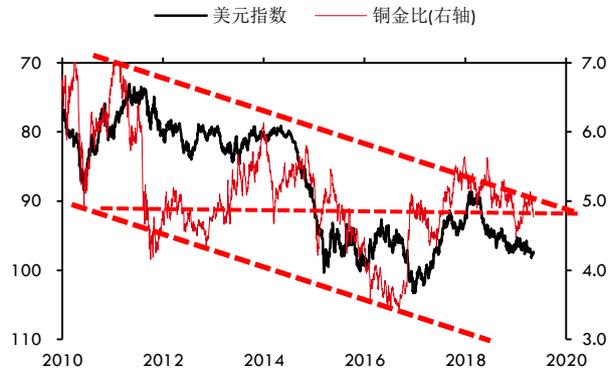
短期而言，冲突的加剧对于需求预期形成下行压力（↓），在概率上偶然的必然事件会改变周期的形状；但是中期而言，经历了压力冲突之后，从需求端压力向供给端调降供给传导带来的周期修复将提供更大的空间（↑）——尽管经济萧条期的资产负债表衰退问题仍在。

图 10: 彭博商品指数呈现回落压力



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 11: 铜金比回归至中性状态



数据来源: Wind 华泰期货研究院

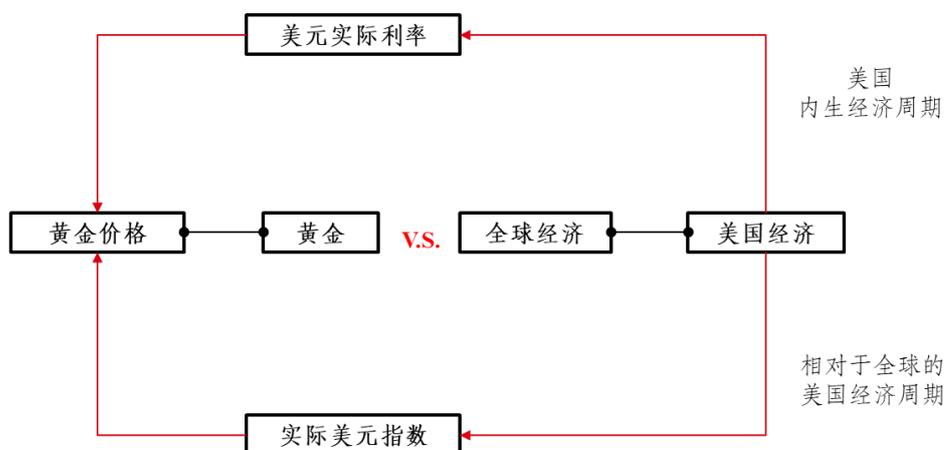
拉长周期来看，2010年以来的铜金比价回落趋势没有发生转变，经历了2016年以来修复性反弹之后，比价在2018年初再次回落，暗示市场继续定价经济预期悲观的宏观环境——铜价回落，以及避险需求上升的风险环境——金价相对回升。

短期而言我们认为随着比价的回归近年来波动的中枢，整体商品市场对黄金的定价偏中性。

## 黄金定价因子的跟踪

在考察了大类资产对黄金价格相对定价的基础上，我们从黄金宏观定价因子的角度来跟踪价格所处的象限。从历史相关性的意义上，我们跟踪美元指数和美元实际利率的走势（参考报告《[黄金投资手册](#)》）。

图 12： 黄金的宏观定价因子



数据来源：华泰期货研究院

### · 美元指数

在大类资产（外汇）部分我们对于美元的绝对和相对定价维度探讨了美元仍将延续强势的可能。这里我们从美元流动性的角度来跟踪未来美元指数的运行逻辑。

全球三级分工体系暗含着美国作为需求方进行着消费品的进口，背后的支付和结算方式是借助于“美元”。美元货币获取全球定价权的历史可以简单概况为三个阶段：

- 1) 二战后重新建立的“黄金-美元”体系；
- 2) 石油危机后建立的“石油-美元”体系；以及
- 3) “石油-美元”体系未来解体后的新的货币分配格局。

全球来看，当前我们依然处在该体系向新体系转变的过程中，也就意味着石油市场的状况依然驱动着全球美元流动性的分配。而将视角移至国内，人民币当前的流动性扩张体系依然来源于中国作为中游制造国形成的“美元-人民币”传导机制——虽然这一机制正在逐渐发生变化。

图 13: 美国对外石油贸易逆差和美元指数走势、全球美元流动性 (阴影面积对应石油逆差收缩期间)



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 14: 美元指数走势和全球美元流动性 (阴影面积对应石油逆差收缩期间)



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

在“石油-美元”体系下，美国贸易逆差，尤其是能源项下的逆差提供了全球美元流动性的分发。当前来看，随着页岩油革命推动美国实现能源独立，这一流动性偏紧的状态仍将延续，表现在资产上便是弱势美元过程仍需等待，除非：

- 1) 美国石油行业发生信用冲击，或者
- 2) “石油-美元”体系完成第三代货币体系转换。

#### · 实际利率

直接的，可以参考美国通胀保值债券（TIPS）利率得到美元实际利率的市场值。进一步的，我们可以拆解实际利率为名义利率和通胀水平两个维度。

从利率水平来看，[利率资产](#)一节图 1 显示，当前利率水平处在长周期下行的底部区间、和中期上行的中枢：

对于长周期的利率而言，除非逆转 1980s 以来的金融自由化路径（技术革命等），我们认为利率回落的趋势并没有改变；

对于中周期的利率而言，美国始于 2010 年的经济复苏叠加长周期的回落，形成利率阶段性（2010 年至今）反弹；

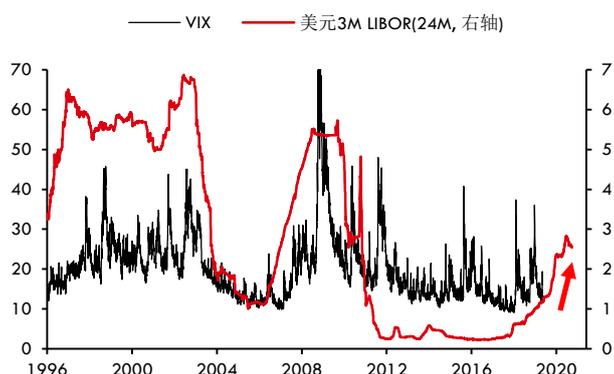
对于短周期的利率而言，随着美国产出缺口封闭（美债 2s10s 利差趋于倒挂）生成的周期末端结束预期，长周期力量逐渐强于中周期力量而开始压制利率水平，压缩了中周期上行的空间，市场对于回落的定价频率将增加。

从通胀水平来看，截止 4 月美国核心 CPI 同比增速+2.1%，维持稳定。且从非农人口薪资增速来看，4 月持稳于+3.2%的增幅，仍保持在去年四季度以来的高位区间。尽管如此，受到油价波动的影响（布油从 74 美元/桶回落至 70 美元/桶），5 月以来的通胀预期出现高位回落，5 年期通胀预期从 1.87%下行至 1.76%。

展望未来，尽管当前利率维持一定程度的稳定，且在美国经济数据“韧性”的发挥下出现阶段性强势，但是我们认为未来回落的风险在继续增加。将欲取之，必先予之。我们预计未来利率回落的触发依然在于利率快速回升下的市场压力上升，即“利率↑→金融压力↑→实体预期↓→利率↓”。从美国名义利率和实际利率情况来看，在潜在经济增长低速的情况下，名义利率在更多时间内定价的是通胀预期的变化，这便将问题转化为对通胀预期的跟踪上。未来需要关注的是前期触发通胀预期再次回升的媒介：

- 1) 油价依然是隐含的因素。当前中东地缘问题不可谓不热闹，加剧了原油端供给至少出现结构性短缺的风险增加。
- 2) 输入性通胀。伴随着贸易摩擦的持续升级，作为消费国输入性通胀的上升带来预期的恶化。

图 15: 前期加息累计的压力增加市场波动率



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 16: 波动率增加下市场承压



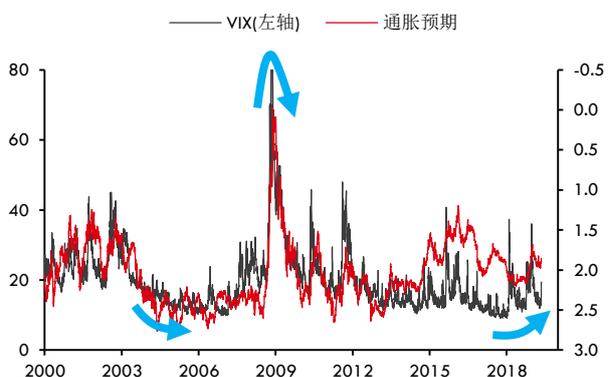
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 17: 压力通过财富效应传导至实体



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 18: 最终形成通胀预期的回落

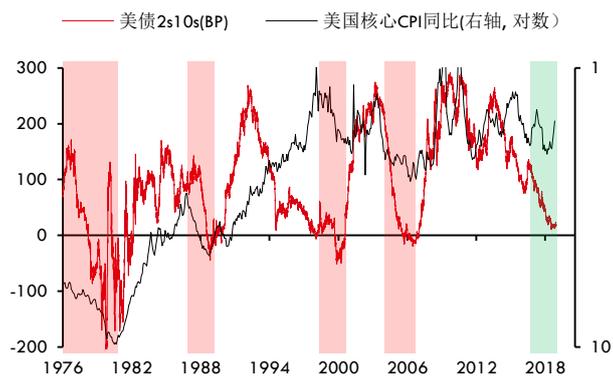


数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

而对于驱动美联储货币政策的“核心通胀”而言，从周期的角度出发，我们观察到美国中周期经济周期的上行将带动核心通胀的回升（背后是经济的持续增长：1、从生产消费环节推动产出缺口封闭，形成通胀；2、从劳动力环节，美联储相信的菲利普斯曲线带来工资上升）。但是本轮中周期的高位至今仍未触发从工资端传导的核心通胀上行，我们认为一个可能的原因是长周期的循环接近尾声的信号。未来需要关注的是尾部节奏的演绎：

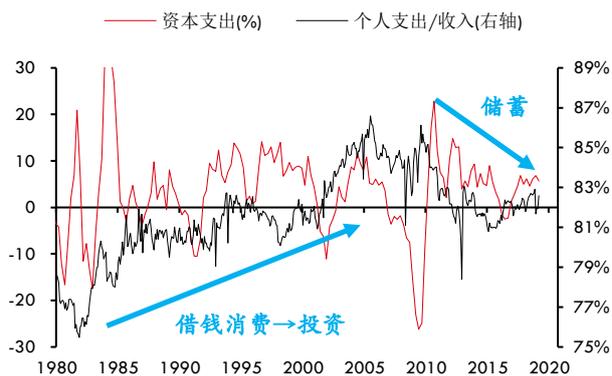
- 1) 若叠加短周期的库存周期回落形成共振，则通胀回落的压力将进一步放大；
- 2) 若叠加贸易摩擦因素形成的输入性通胀加强，则阶段性通胀回升的风险在美国中周期的尾部将放大。

图 19: 本轮中周期对通胀带动不显著



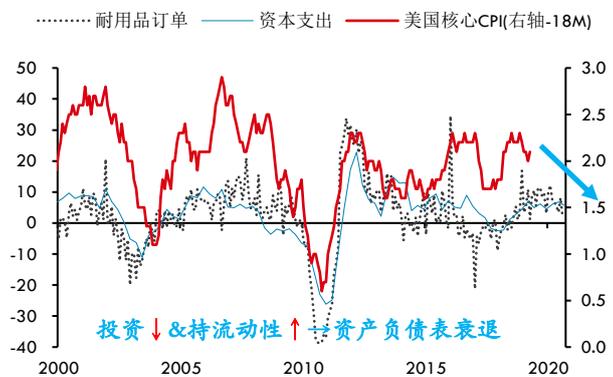
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 20: 08 年危机可能触发美国“储蓄-消费”转移



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 21: 投资 (资本支出) 回落料增加核心通胀压力



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 22: 投资 (库存) 回落料增加核心通胀压力



数据来源: Bloomberg 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](http://www.htfc.com)