

宏观策略看资产（一）

——黄金（修订版）

报告摘要：

5月14日的报告《[宏观策略看资产（一）——黄金](#)》中，我们通过大类资产相对比价的角度对黄金当前所处的状态进行了解读，透过金价和利率、美元和利率、道金比、铜金比等市场对比，从资产间相对关系的视角出发，指出黄金定价处在历史相对中性区间。我们知道，大类资产定价有其背后的宏观属性，即大类资产价格仅仅是宏观周期的表现形式，通过对宏观周期的定位，我们可以更为直接地对黄金甚至大类资产的定价因子进行判断。

本篇报告我们按照这一思路，将黄金的定价因子——美元实际利率和实际美元指数——放在宏观周期的视域之下，考察宏观周期对于定价因子的影响。

周期视角下的黄金定价因子：从美国经济周期出发，短期来看我们认为未来中美将开启新一轮的库存周期，从而带来实际利率仍存在回升阶段；中期来看我们依然认为美国信用周期将面临见顶的过程，从而带来信用周期下行状态下实际利率的回落阶段，而全球货币流动性的收紧对于实际美元指数提供支撑；长期来看全球经济全要素生产率的延续回落将拉动实际利率继续向下，而外生的货币信用体系的重构也将提振黄金的对冲。

周期视角下的黄金和资产配置：基于我们对于周期的观点，信用周期的见顶条件等待确认情况下我们认为未来的资产配置实践仍将以避险思路对待，而在信用见顶之前，库存周期仍存在回升的空间，仍将带来对于市场风险偏好的正向扰动；对于避险资产的配置而言，市场的回升对于黄金的配置构造了长期的“黄金坑”。

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：短期数据再超预期悲观

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

蔡超

☎ 021-60827984

✉ caichao@htfc.com

从业资格号：F3035843

相关研究

[宏观策略看资产（一）——黄金](#)

2019-05-14

[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

黄金定价的逻辑

我们在《[黄金投资手册](#)》¹中，建立了黄金分析的三框架模型，其中核心定价因子在黄金债性的“实际利率”和货币性的“美元指数”。这里我们继续通过几组数据来透视市场对黄金进行金融属性定价——债性和货币性——的合理性。

· 黄金的非商品属性

参考《黄金市场问答录》对于黄金内在属性的描述断落。在我们的观察中，黄金属于非增量、非存量、更偏向于金融市场特征的商品品种：

- ✓ **非增量**：黄金年度的增量平衡表在 4 千吨~5 千吨，但黄金的可供流通的存量在 20 万吨²。
- ✓ **非存量**：尽管黄金存量很大，但黄金市场的年度成交量更大，2018 年简单汇总的成交量黄金吨在 50 万吨左右³。
- ✓ **市场化**：金融市场投资属性强于实物黄金的珠宝穿戴属性⁴。尽管当前全球实物黄金 ETF 市场的存量仅为 2 千吨⁵，但其对近二十年的黄金价格形成了不可忽视的影响。

· 黄金资产的金融属性

既然是金融市场定价，那金融市场定价的依据必然仍将来源于黄金自身的属性特点。因其不可灭失性和非官方发行的特点，黄金具备了超主权性质，这点和近十年热门的电子货币去中心化发行较为类似（货币属性）。而又因为黄金作为商品，不具备资本资产定价模型的前提条件——资产的生息特点或不创造剩余价值的特点，黄金可比于一张主权政府发行的零息债券（债券属性或金融属性）。简单归纳为：黄金是一张具有超主权信用的零息债券。

¹ 华泰期货《[黄金投资手册](#)》将黄金价格分析分成三个分析框架：1) 商品分析框架定位于黄金价格依赖于需求侧驱动，通过黄金的信用属性来寻找其需求端的踪迹；2) 金融分析框架定位于黄金的资产属性出发——我们视黄金为具备无限偿还能力的零息债券，因而黄金的债性可以通过债券定价获得，货币属性建立了宏观“预期差”和微观“资产差”的模型来定价美元；3) 周期分析框架定位于黄金价格在不同尺度下的波动相关因子来进行间接刻画。

² 黄金地表的存量在 20 万吨左右，其中主要以珠宝首饰（50%）、官方储备（25%）和私人投资（20%）的形式存在。从黄金的历史来看，无论是 90 年代亚洲金融危机过程中私人形式向官方形式的转化，还是再往前黄金非货币化下官方对于黄金的持续抛售，亦或是金本位下政府对于民间直接持有黄金的禁止，都证明了这部分存量黄金存在流动的可能性。

³ 假定所有的黄金交易进入到交割阶段，相当于全球的存量黄金流通了 2.5 次。

⁴ 标轴一个明显的例证在于 2003 年黄金 ETF 的上市，影响了黄金需求端的边际需求，其强相关性存在数据层面的印证：全球黄金 ETF 持有量和黄金价格之间一度呈现强相关的同向运行特征。

⁵ 截止 7 月底全球实物黄金 ETF 持有量 2,345 吨，中国实物黄金 ETF 持有量为 36 吨。

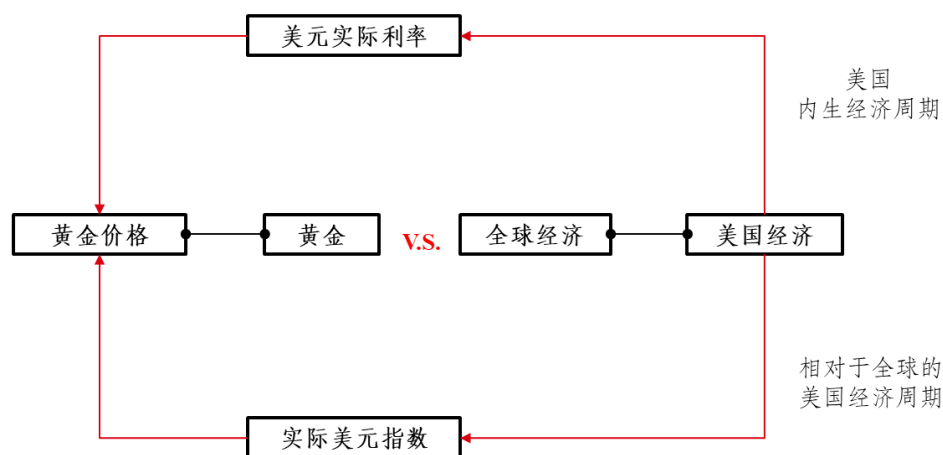
这里我们继续把黄金和经济进行相关性的逻辑映射。

传统意义上而言，经济周期可以通过封闭经济体的利率周期和开放经济体的汇率周期，这两个金融周期变量来进行刻画——在自身经济潜在增长率回升的过程中给驱动利率周期向上，而在经济相对表现强劲的环境中驱动汇率周期向上。

现代经济的运行是通过信用债务的扩张实现的，经济的债务化依附于其运行的信用货币，美国经济的强势特征使得后布雷顿森林体系中，这一信用货币暂时定格在美元之上。全球经济呈现出美元化的运行特征，也就形成了美国的经济周期带动全球经济周期运行的现象。美元的实际利率和美元汇率周期成为全球经济周期重要的变量。

上文我们指出黄金的两个重要属性——债性和货币属性，前者通过实际利率进行反馈，后者可以通过定价货币进行刻画。这样我们通过美元实际利率和实际美元指数架构起了黄金和全球经济之间的联系。

图 1：黄金的宏观定价因子在于映射



数据来源：华泰期货研究院

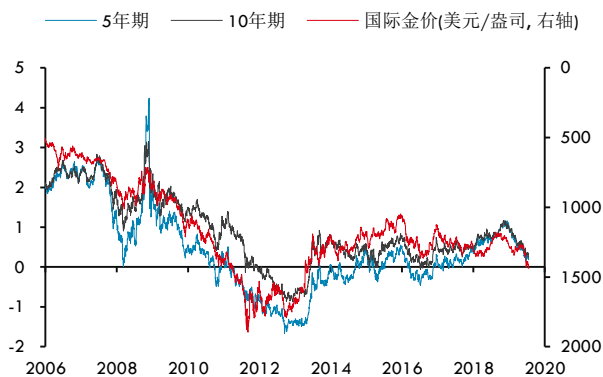
· 黄金金融属性特征

上文，通过全球经济周期的定价因子和黄金的内生属性，我们找到了黄金的定价因子——美元的实际利率和实际的美元指数。黄金价格和这两个定价因子之间形成了逻辑上的“映射”关系，即你不必然知道黄金价格如何运行，但是可以通过观察“实际利率”和“美元指数”可以间接的获得黄金价格运行的信息。

历史上，这种“映射”的效果如何呢。相比较各大类资产因子，我们认为实际美元指数和美元实际利率和黄金价格之间的相关性依然是最强的。观察 2006 年至今的这一轮经济周期中国际黄金价格和定价因子之间的相关性可知：美元实际利率和美元金价之间的相关系数达

到了“-87.1%”，对于资产定价而言，这已经是非常高的相关性了；而实际美元指数和美元金价之间的相关性仅有“-16.7%”，显然样本区间黄金的债性表现的更为强烈。但是若我们将样本考察区间扩展至美元指数推出的全样本，我们注意到实际美元指数和美元金价之间的相关性得到了显著的提升，从“-16.7%”改进到“-50%”，我们简单理解为黄金价格短期的债性更为显著，而长期的货币属性更为显著。

图2： 国际金价和美元实际利率呈负相关性



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图3： 国际金价和美元指数之间的负相关性较低



数据来源：Wind 华泰期货研究院

更一般的，从实际利率的拆分——名义利率和通货膨胀率——来看，实际利率背后反馈的是经济增长的“价格”——通胀和货币的“价格”——利率，这两者之间的强弱关系或引导性⁶。名义利率端我们可以通过观察长端利率构成的利率曲线来跟踪市场的利率和利率预期，主要跟踪央行货币政策调整节奏，落脚点在于对于利率的市场预期。通货膨胀端同样可以通过观察核心通胀和广义通胀组成的通胀谱系得到，这其中历史上央行和经济周期、油价之间的互动带来了很多精彩的故事。而作为定价，我们认为经济周期依然是最为本质和核心的要素。

如果说大类资产挖掘定价因子的过程实现了定价因子到资产价格的映射，那么映射完成之后的主要工作便是分析定价因子的运行规律。本文延续《[宏观策略看资产（一）——黄金](#)》的研究路径，进一步将黄金相对定价因子投射的大类资产放在更本质的经济系统中，试图完善宏观定价模型对于大类资产的定价。

⁶ 所谓利率和通胀之间的赛跑。

周期视角下的黄金定价因子

5月14日的报告《[宏观策略看资产（一）——黄金](#)》中，我们通过大类资产相对比价的角度对黄金当前所处的状态进行了解读，透过金价和利率、美元和利率、道金比、铜金比等市场对比，从资产间相对关系的视角出发，指出黄金定价处在历史相对中性区间。综合来看：

- ✓ 1) 美债利率依然处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。

我们知道，大类资产定价有其背后的宏观属性，即大类资产价格仅仅是宏观周期的表现形式，通过对宏观周期的定位，我们可以更为直接地对黄金甚至大类资产的定价因子进行判断。按照这一思路，将黄金的定价因子——美元实际利率和实际美元指数——放在宏观周期的视域之下，考察宏观周期对于定价因子的影响。从美国经济周期出发：

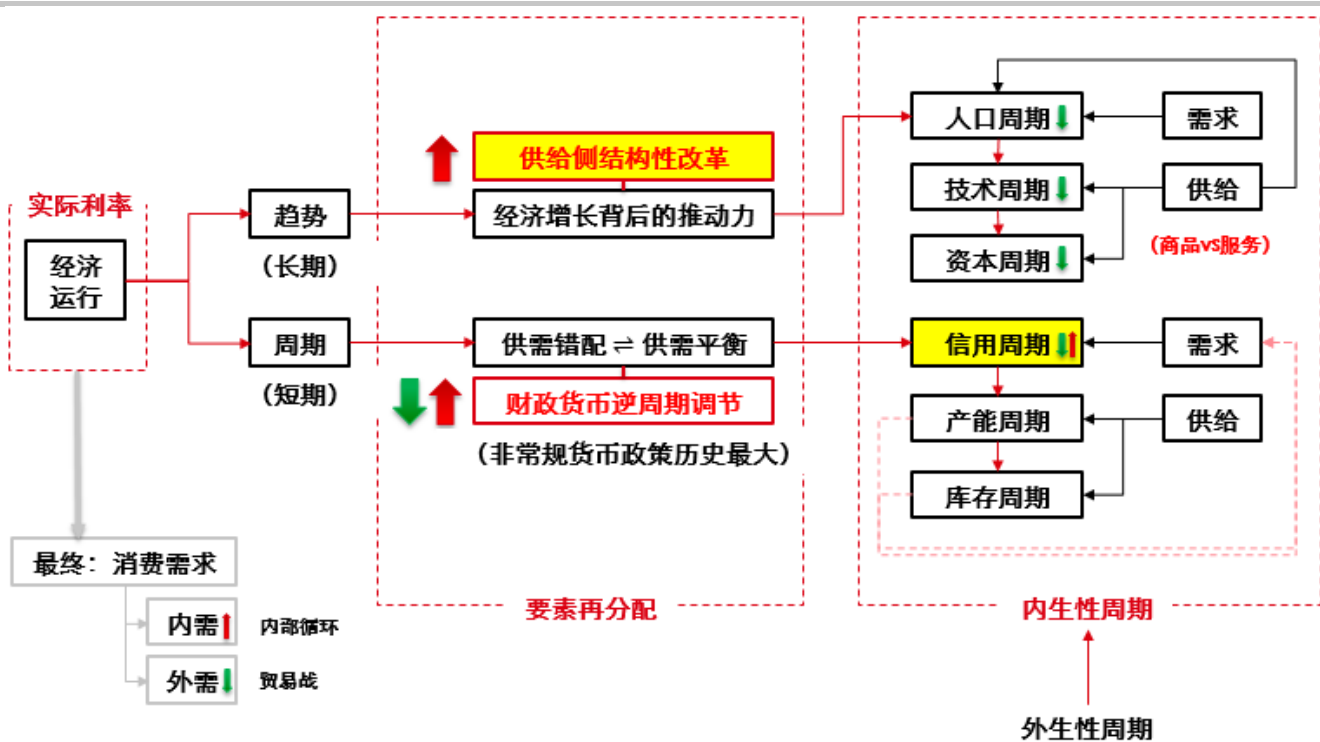
- ✓ 1) 短期来看，我们认为未来中美将开启新一轮的库存周期，从而带来实际利率仍存在回升阶段；
- ✓ 2) 中期来看，我们依然认为美国信用周期将面临见顶的过程，从而带来信用周期下行状态下实际利率的回落阶段，而全球货币流动性的收紧对于实际美元指数提供支撑；
- ✓ 3) 长期来看，全球经济全要素生产率的延续回落将拉动实际利率继续向下，而外生的货币信用体系的重构也将提振黄金的对冲。

· 宏观周期的分解

林晓明在《“看得见”的经济周期》⁷中通过对资产和宏观数据进行滤波，印证了传统经济周期存在的数理规律——即得到42个月的基钦周期、100个月的朱格拉周期和200个月的库兹涅茨周期，周期三因子。

⁷ 详细报告查看华泰证券金融工程周期系列报告《[市场的轮回](#)》、《[市场的频率](#)》、《[复杂系统和金融经济周期](#)》等。报告认为，大宗商品（实体）、CPI、PPI、利率（债券）、股市、美元等受系统三周期驱动，但在不同周期上受影响程度和领先滞后关系存在差异。PPI与CPI在三个周期上的相位都稳定落后于实体，符合价值沿生产链条传导的逻辑；利率与实体短周期同向，中长周期存在相位差，可能是由于短期自然资源的供需变化，能快速的影响信贷资源变化，而自然资源中长期的供需变化，引起的信贷变化存在延迟；股票与实体短周

图 4：宏观系统周期视角的简单分解



数据来源：华泰期货研究院

从经济运行的驱动和周期扰动出发，我们将宏观系统通过周期滤波可以简单划分成经济的短期波动——周期项，和经济的长期波动——趋势项。参考经济增长的索罗模型，后者的驱动因素在于人力资本、资金资本和技术创新，即人口周期、长债务周期和技术周期，带动了经济系统的长期起落。而前者的驱动更多是通过短债务周期，即现代信用经济体系之下，可以间接理解为政策有形的手制造着经济短期的周期性摆动，我们以经济由下行转向上行为例来说明⁸：

- ✓ 1) 起始点：宏观周期的持续向下运行；
- ✓ 2) 逆周期调节：触发政策逆周期调节——根据各国条件或采用财政刺激或进入到货币宽松，生成这一过程中第一个周期：利率周期的宽松⁹；
- ✓ 3) 周期起效点：自利率周期的宽松对于实体的资产负债表形成修复，进入到信用扩张周期；

期同向，长周期反向，表明实体与虚拟经济存在短周期上相互引导，长周期上相互竞争的关系。美元在各周期上均与实体反向，可见经济下行时避险价值明显。

⁸ 这里仅考虑需求端的政策周期，暂不纳入供给端的周期变动。

⁹ 从理论上来看，政策的不对冲也创造了周期，只是政策之手通过跨期的主动配置，熨平了市场自发的周期波动带来的短期负面影响，将风险逐渐累积和后置。

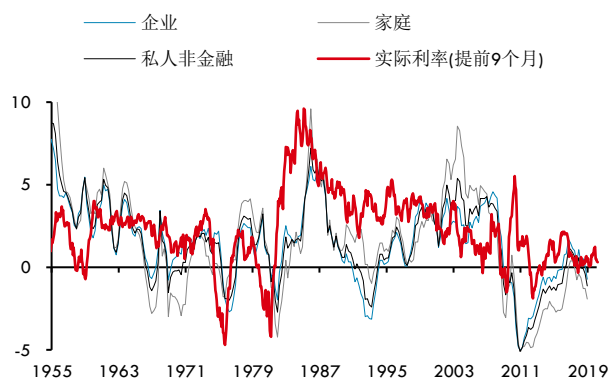
- ✓ 4) **周期强度判断**：信用的修复和改善从实体经济的反馈上得到库存周期扩张和产能周期扩张，前者即经营者在对未来生成需求乐观预期后的类似“囤货奇居”行为；后者的扩张来源于经营者从需求乐观预期过渡到对于供给短缺预期，进入到扩大再生产的过程¹⁰。

这样从周期视角来看，经济的周期性波动可以分解为利率周期、信用周期、产能周期和库存周期等经济不同活动主体的经济行为刻画上。虽然有信用货币的浮动汇率环境也就近 50 年不到一个甲子，但是我们也可以看到短期的逆周期调节在近期出现了近乎失效的表现。宏观体现在全球央行的逆周期调节政策开始深度进入到“负利率政策”、“量化宽松”等非常规货币政策区间，同时市场负利率资产的持续增加。我们未经证明的猜想是经济的驱动项出现了结构性不可调和的问题——即人口、资本和技术周期进入到了塌陷的状态，从这点来看未来驱动这种状态真正转变的触媒也将在这些要素市场发生新的变革。

· 信用周期之私人信用

从图 4 的周期分解，我们进一步认为经济运行最终目的在于实现私人部门的消费。而私人部门相比较主权部门，其经济活动的扩张存在对于“企业家精神”的风险定价，以信用扩张的增量变化和信用扩张的价格水平来衡量私人信用周期的变化。我们以美国私人部门信用对 GDP 占比来刻画私人信用¹¹，通过其同比波动的周期性变化来代表私人信用的运行周期。数据显示，私人部门的信用经历了 2011 年至今的持续向上周期（从修复、改善到扩张），目前的信用扩张过程数据层面仍没有结束。

图 5： 美国私人信用/GDP 的波动和实际利率对比



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 6： 美国银行信贷增速仍在改善中

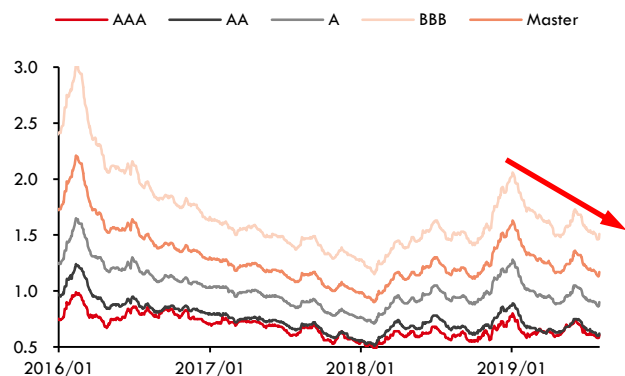


数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

¹⁰ 其实，若经营者对于未来的宏观环境预期改善不大，则产能周期的启动或者继续延后或者继续等待再次下行冲击后形成新的供需错配点。

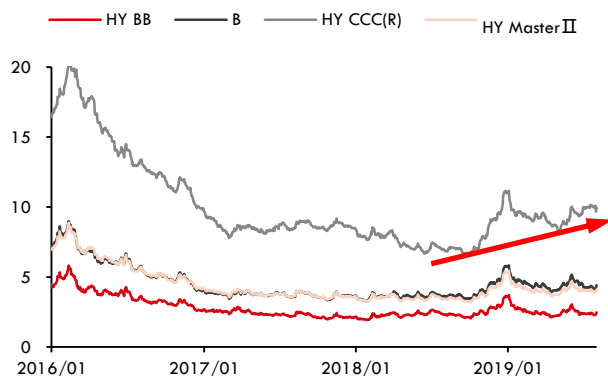
¹¹ 若非特别说明，下文中的周期分解我们均已美国周期性未来刻画，即假定图 1 中的黄金和全球宏观经济之间的映射成立。

图 7: 高等级信用利差继续收敛



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 8: 低等级信用利差出现走阔迹象

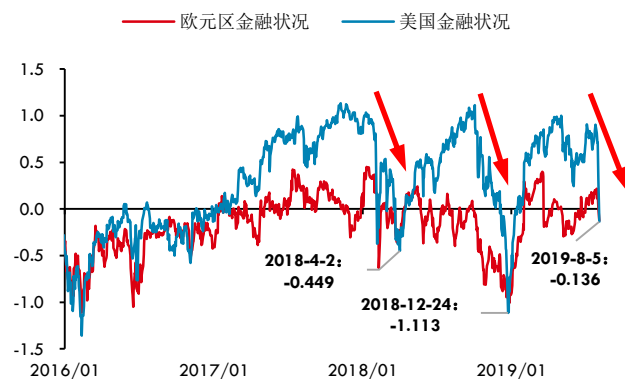


数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

虽然扩张低速，但是当前来看至少在系统性风险冲击未至的情况下，转折点仍未出现。市场对于美国信用周期的反馈当前更多通过信用的价格（信用利差）和通过对于金融稳定进行风险管理需求更强烈¹²的美联储逆转加息周期（降息预期）进行。

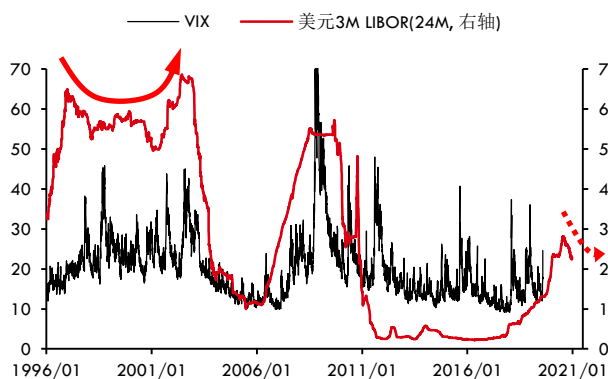
我们注意到逆周期的微调预调带来了实体部门基本面暂未变化的情况下市场开启了波动率上行的过程。当前来看，负面的影响正在逐渐累积，但是仍未形成结束本轮周期的时间状态。

图 9: 美国金融状况的短期快速恶化



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

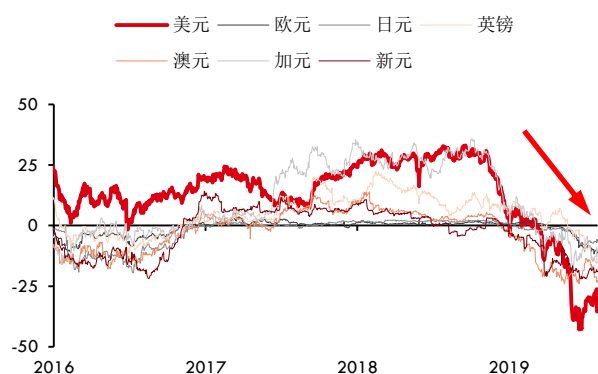
图 10: 提前 2 年的加息周期显示未来金融压力增强



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

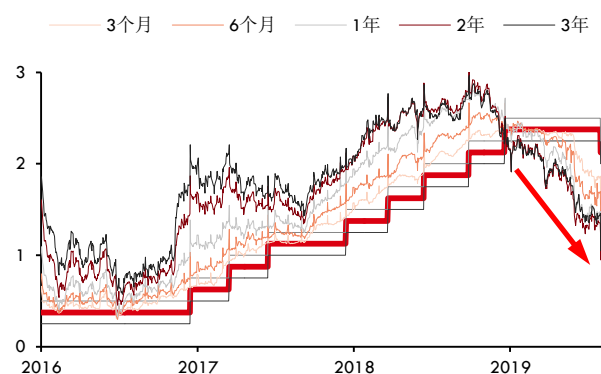
¹² 美联储在 2018 年首次发布了金融稳定报告，释放了政策目标从“就业”和“通胀”向第三个维度“金融稳定”转变的预期，2019 年 7 月议息会议的十年来首次降息的触发因素中也加入了“风险管理”的描述，确认了美联储货币政策目标的转变。

图 11: 主要货币 1y-3m OIS 利差



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 12: 市场定价的隐含未来美元利率水平快速回落



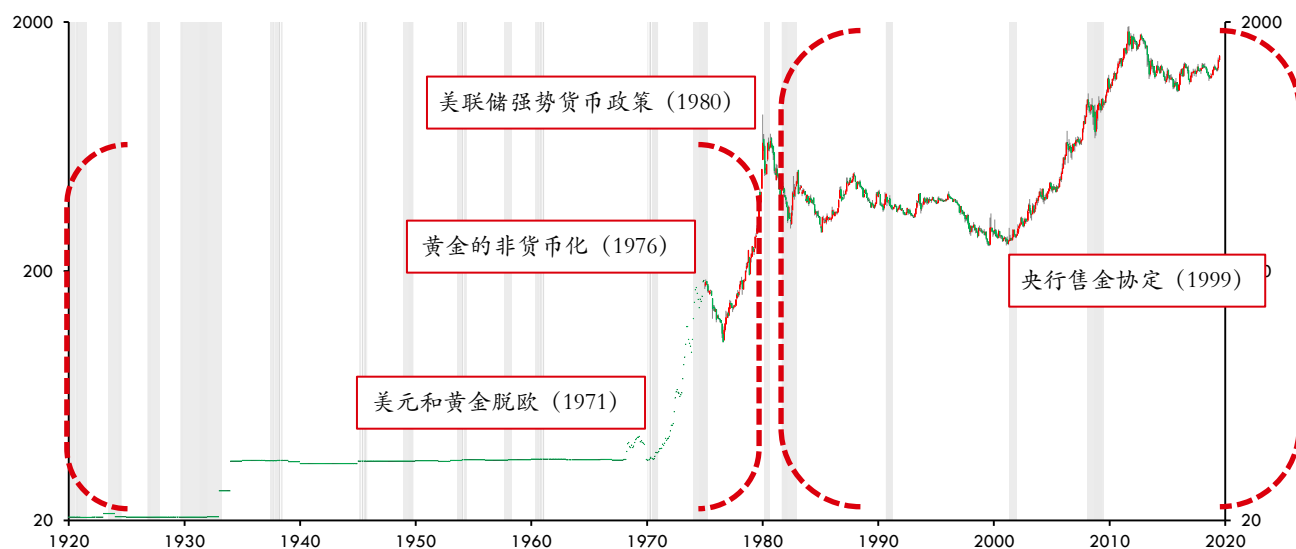
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

未来需要关注的是前期利率上行在 2019 年下半年形成的滞后影响和美联储“风险管理”状态开启后形成的净影响。目前来看我们认为尽管短期市场继续定价“降息”形成实际利率的回落，中期而言实际利率向下的周期仍需等待。

· 信用周期之主权信用

如果说私人信用周期可以通过实际利率来刻画，那么主权信用不仅周期的运行跨度更长，而且影响空间更大。

图 13: 国际金价过去百年价格运行和美国经济衰退期（阴影部分为基于 NBER 模型的衰退区间）



数据来源: Wind 华泰期货研究院

按照康波周期的划分：1800-1860 年为英国主导的第一轮康波周期，1860-1920 年为英国主导的第二轮康波周期，1920-1980 年为美国主导的第三轮康波周期，而 1980 年至今为第四轮康波周期。我们考察美国主导的最近两轮周期。在第二轮康波周期的末端，全球经济进入了一战的阴霾，伴随着战后秩序重建的，是美国非理性繁荣的 1920s，最终以货币大幅收紧的 1930s 大萧条作为终结。

第三轮康波周期伴随着二战以及战后秩序的重建过程，国际主导国由英国向美国过渡的阶段。在新旧更替的阶段，全球秩序的重建¹³在周期末端形成了能源冲突下的滞胀环境。最终以美联储铁腕主席沃克尔的大幅加息政策抵御了高通胀的宏观环境、以里根的供给侧改革刺激了经济的再次启动，叠加了中国改革开放开始进入到全球经济舞台，创造了“令人惊艳的十年”。

图 14： 国际金价过去百年价格运行和央行黄金储备（红色柱状图为全球央行黄金储备变化情况）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

我们注意到，以黄金为媒介，全球央行在 1980 年结束的这轮康波周期尾端对于黄金的态度发生了较大的变化。二战后，全球主要央行在试图重回金本位的过程中，通过增加黄金储备的方式增强自身的货币信用，而这种“美元-黄金”的金汇兑本位对于美国的特里芬难题越发突出，全球央行从此前的买入黄金增强货币信用，进入到了抛出黄金抑制潜在不稳定的金价的过程，最终形成了大国对于美国的黄金挤兑和最终尼克松宣布关闭美元的黄金兑换

¹³ 货币金融秩序从金本位向信用本位过度、贸易秩序重启全球化路径，全球产业链制造业分工从美国逐渐向亚太转移

窗口。而在此后形成美元货币本位的过程中，全球央行间继续通过黄金非货币化的协定大幅削弱了黄金作为货币的流通功能。此后随着 1999 年央行间售金协定的签订，才缓和了信用货币发行方对于黄金的压力。2008 年金融危机后的种种迹象表明，全球至少在某些角落正在为下一轮的黄金再货币化进行尝试——印度 2015 年开始的黄金货币化过程、美国各州逐渐推开的黄金货币化等。

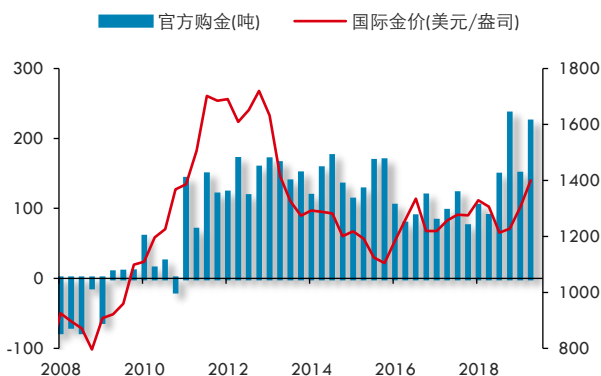
观察央行的黄金市场行为可以间接推及当前的货币信用状况。如果全球央行的这种一致性行为虽然代表了官方的态度，但是从交易维度时间跨度过长的话，那么观察中国人民银行的黄金操作作为中期内的黄金操作提供了依据。我们注意到 2010 年人民币汇改以来，人民币政策的历次变动都在一定程度上对应着央行黄金储备的变动。虽然数字变动和其后汇改之间的时间间隔不固定，但是黄金价格在央行资产再配置的过程中却是实现了上涨。

图 15: 美元指数和人民币金价



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 16: 官方购金和金价对比



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

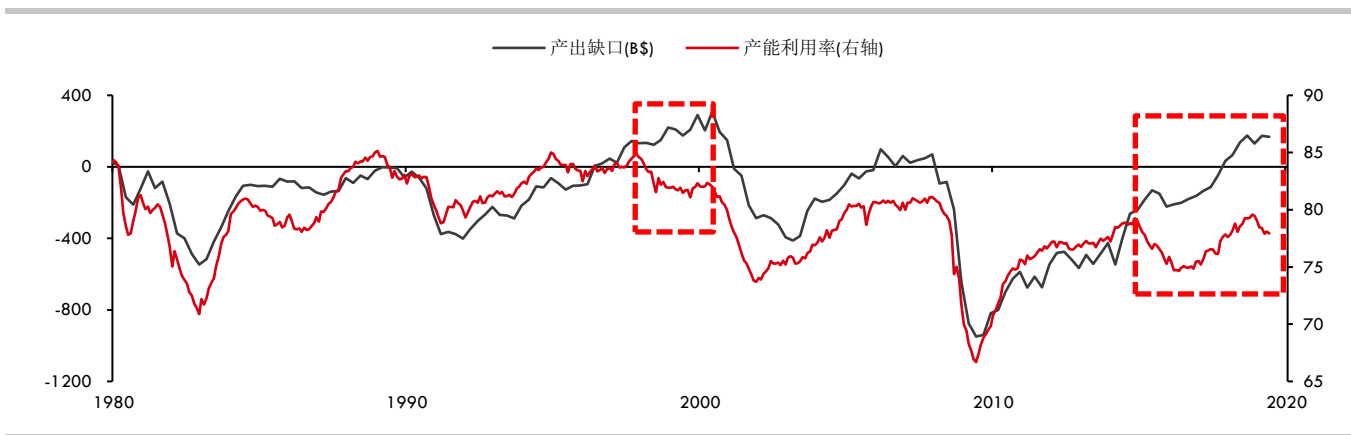
从长期来看，这是对当前信用货币本位带来的重构过程。如果说美元本位建立在美国经济强大和石油美元的机制之上，那么随着美国经济再次进入到见顶周期以及美国页岩油革命之后能源独立带来的全球石油结算机制的转变，美国石油项下对外逆差的收窄以及正在进行的贸易项下对外逆差格局的重塑，将对于当前美元周期形成支撑作用。由于流动性收紧带来的美元将呈现价格层面继续强劲的状态，从而书写本轮美元周期最终的篇章。而硬币的另一面是，美元本位的重塑对于超主权信用资产将带来潜在的支撑，黄金以及当前处在风口浪尖的私人货币信用——Libra 等电子货币，将收获信用体系嬗变的溢价。

· 产能周期

经济的扩张需要生产部门提供满足扩张需求的有效供给——产能。通过观察经济体的产能扩张抑或收缩状态，我们可以窥见企业家对于未来投资的观点，从而得到经济周期的起落过程。可以通过两个指标来刻画美国的产能周期——产出缺口和产能利用率。

产出缺口和产能利用率从历史走势上呈现走势的强相关性，可以用来表征美国的产能周期¹⁴。从美国的产能周期来看，我们观察 1980 年以来的康波周期序列，我们注意到不同维度的产能周期在两个时间区间发生了较大的背离——上世纪 90 年代和当下。而进一步探究这两个阶段全球经济活动来看，80 年代以后进入到全球产业链分工的制造型经济体——中国——正在进行去产能的经济活动¹⁵。90 年代美国产能利用率的见顶对应着亚洲金融危机，而此后产能利用率回落和产出缺口之间的回归撕破了科网泡沫的“非理性繁荣”。当前美国产能利用率自 2014 年见顶后新兴市场危机，而 2019 年的再次见顶使得其和产出缺口之间的背离持续拉大，历史不会简单的重演，未来是否对应着当下主要泡沫¹⁶的再次刺破，这是我们认为值得注意的。

图 17： 美国产出缺口和产能利用率的对比



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

历史上来看，产能周期和实际利率之间存在长期相关，但是短期的不稳定性也很大。进一步地，观察产能周期的回升，并不必然带来通胀的上行，但是产能周期的回落却是能够推动未来一年左右通胀的回落趋势。我们认为由于名义利率更多受库存周期的影响，产能扩张带

¹⁴ 从构造上来看，产出缺口一般通过统计学的方式对于实际经济产出进行描述，产能利用率往往通过调查的方式得到经济体的产能状况。所以可以从两个间接的维度刻画美国的产能周期情况，以增加有效性。

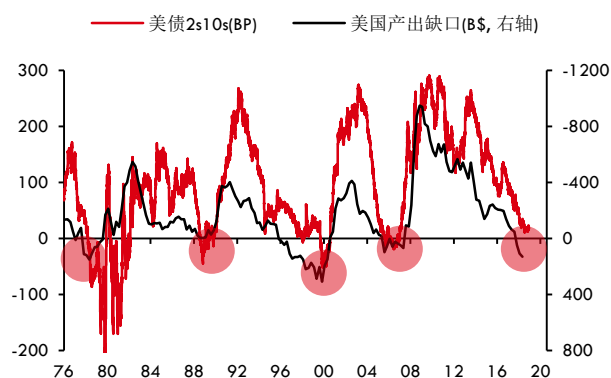
¹⁵ 有关中国经济两次去产能的情况，可以参考我们此前的报告《1998 年供给侧改革的回顾》、《本轮供给侧改革和未来改革方向》和《金融供给侧改革点评》

¹⁶ 美国的股市、中国的楼市和日本的债市。

来的边际影响较低。另一方面，我们也可以通过观察美债的期限利差来实现对于产能周期的跟踪。历史上来看，美债 2 年期和 10 年期之间的利差和美国产出缺口之间存在着较强的周期相关特性，通过观察美债的期限利差可以获取市场对于美国产能周期的观点信息。

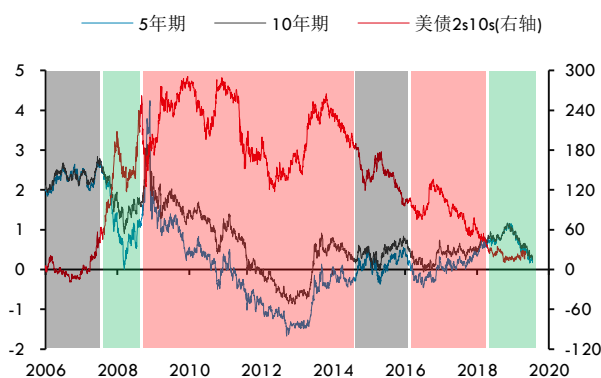
以美债期限利差的视角来看，当前利差的倒挂体现出市场认为美国的产能周期进入到尾声，未来大的运行方向将发生转变。而进一步观察期限利差和美元实际利率的相关性来看，产能周期进入到扩张区间，实际利率和期限利差之间的相关性会显著加强（图 19 中的红色区间），而在产能周期方向发生转变的情况下，两者之间的相关性往往呈现出更多不确定性（灰色区间）和在周期见顶之后呈现出更多的负相关性（绿色区间）。从相关性的角度而言，目前相关系数的逐渐减弱到负相关意味着当前产能处在周期等待变化的阶段，对于实际利率的影响也呈现出对应弱化的特征。

图 18: 美债期限利差和产出缺口对比



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 19: 美债期限利差（产能周期）和实际利率相关性



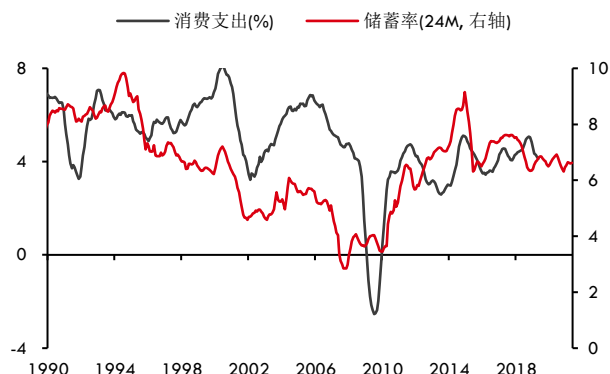
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

· 库存周期

和产能周期的跟踪相仿，我们通过观察美股的同比波动来跟踪美国的库存周期变动情况。2000 年以来美国的库存周期呈现出较为规律的三年周期特征，以制造业 PMI 的订单/库存差值来对经济的库存周期进行前瞻发现，当前美国的库存周期处在本轮周期的低点位置，或意味着从环比的角度未来库存周期存在着改善的空间。

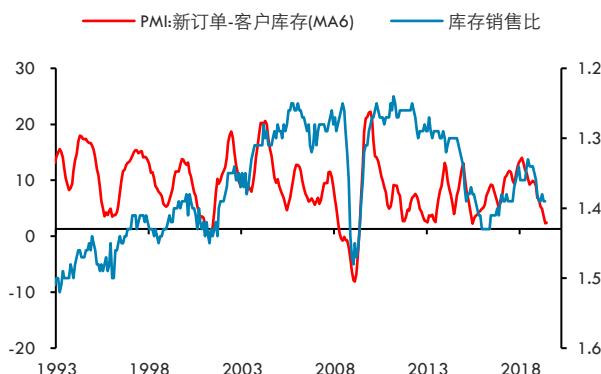
从历史数据来看，未来若美国经济进入到建库存的阶段，订单/库存的改善或意味着库销比的回落，对于实际利率而言短期的反向关系或意味着实际利率仍在着阶段性的反弹空间。

图 20: 美国储蓄率的额改善支撑消费支出



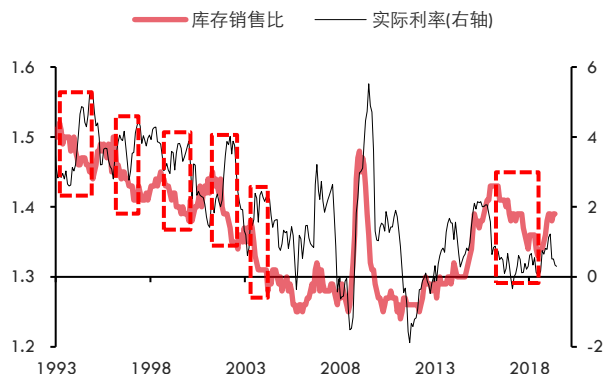
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 21: 库存周期未来的触底反弹带动库销比回落



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 22: 库销比的回落短期内对应着实际利率的反弹



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 23: 前期库存上扬意味着核心通胀存在反弹风险



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

我们从美联储7月的议息情况来看，相比较市场的预期依然是较为鹰派的，除了降息25BP稳定金融市场以外，实体经济的潜在通胀风险依然是美联储大幅进入到降息周期的制约因素。

从需求侧周期来看，短期的私人信用周期未见顶意味着库存周期存在上行的空间，而产能周期的面临范式转换意味着短期“产能-实际利率”关系存在的不确定因素。关注当前经济风险释放¹⁷之后，短期实际利率回升带来对于黄金价格的压力¹⁸。

¹⁷ 参见华泰近期宏观报告《不把房子当短期刺激经济的手段——中央政治局会议点评》、《关注风险！预期的自我实现开始——美联储议息会议点评》、《风险仍将延续，关注人民币资产——人民币破“7”点评》等。

¹⁸ 从国内宏观角度而言，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（↑）。

从主权信用周期的角度来看，8月5日人民币兑美元的快速破“7”确认了新一轮汇改的开启，前期交易央行黄金购买的头寸面临逻辑上的止盈点，另一方面也确认了国内风险新的释放过程，参考 811 汇改带动的全球金融市场动荡过程，我们认为市场的避险情绪仍有释放空间。

· 技术周期

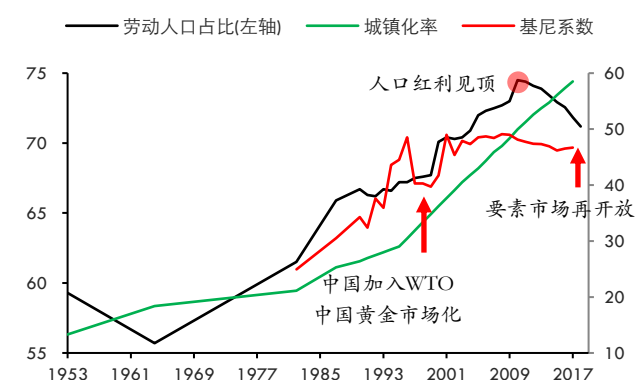
摩尔定律¹⁹的失效或许说明了当前技术周期仍将持续向下的现实——

- ✓ 过去：每 5 年增长 10 倍，每 100 年增长 100 倍；
- ✓ 现在：每年只能增长几个百分点，每 10 年可能只有 2 倍。

· 人口周期

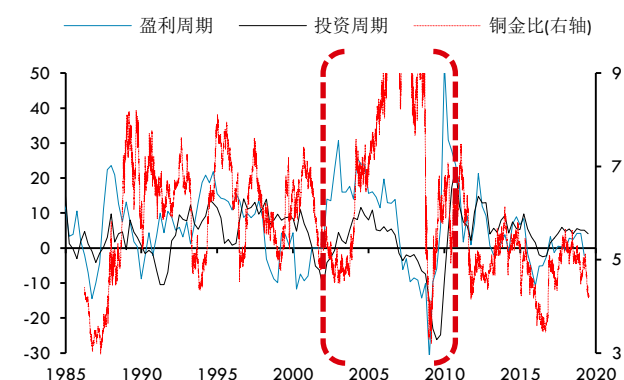
从康波周期的角度，全球（不含中国）经济周期已经进入到了衰退和萧条阶段，触发了需求政策的无效和中游进入到供给侧改革的过程。而最近 10 年全球经济没有陷入深度衰退的原因之一是全球经济享受了中国深入进入全球产业分工带来的要素红利释放——从土地到劳动力等。而当中国要素红利的释放，全球经济重新进入到了康波周期的衰退过程，等待萧条的降临。我们注意到市场对这一过程进行了很好的注脚。

图 24： 2010 年中国人口红利的见顶意味着周期见顶



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 25： 铜金比价和美国盈利周期和投资周期



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

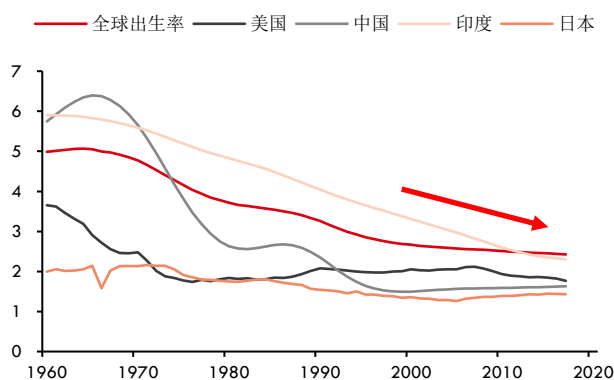
¹⁹ 摩尔定律指出，集成电路上可容纳的元器件数量每隔 18 至 24 个月就会增加一倍。

观察铜金比的运行规律可以对这一段历史进行很好的诠释。图 25 显示在 1990-2002 年和 2010-至今的时间区间内，铜金比和美国盈利周期和投资周期（资本支出周期）之间存在着波动的驱动，但是在 2003-2010 年这种关系受到较大的冲击，可能的原因之一是中国自 2002 年²⁰加入 WTO 后承担了全球制造业分工的职能，开启了深度全球化的过程，市场定价转向了“中国需求”；而自 2010 年中国人口红利接近顶点，市场定价重新回到了美国周期。

从人口的角度，不仅中国人口结构和趋势走向恶化，全球的人口周期也在持续回落的过程中。自 1970 年开始，全球人口出生率呈现逐渐回落的态势，截止目前越来越趋向于 2，而主要国家中印度、美国、中国和日本出生率分别为 2.30、1.77、1.63 和 1.43，已经低于警戒线。分年龄的人口增速情况来看，2000 年开始全球新出生人口增速出现断崖，而自 2010 年，全球老龄化问题越发突出和严重——65 岁以上人口年化增速接近 4%。

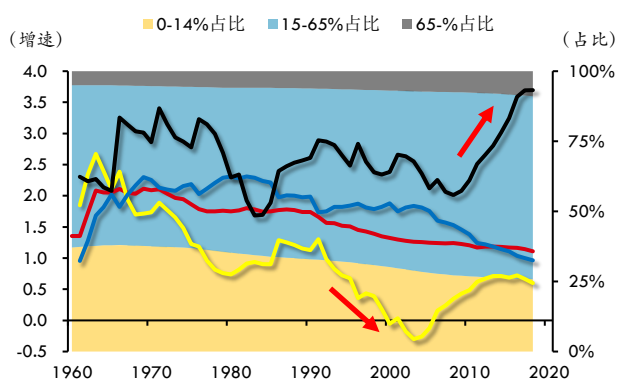
人口结构的恶化和技术进步的停滞，带来全球生产力的回落。如果黄金对冲全球经济这一命题成立的话²¹，那么在当前全球生产力回落周期未有结束的情况下，黄金的对冲属性仍将成立。我们以英国近两百年的全要素生产率为例，当前生产率增速再次回落至了零增长的水平线上，成为“百年未有之变局”。从历史来看，1810 年前后爆发的拿破仑战争、1910 年前后爆发的两次世界大战，都成为这百年节点的风险释放的窗口，而当前全球逆全球化的环境料也在为新的冲突创造土壤。长周期来看，在技术进度和人口结构均没有改善的情况下，我们认为劳动生产率将延续下滑，带动未来的实际利率水平进一步走低。

图 26： 全球人口出生率持续回落



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 27： 全球人口结构继续恶化

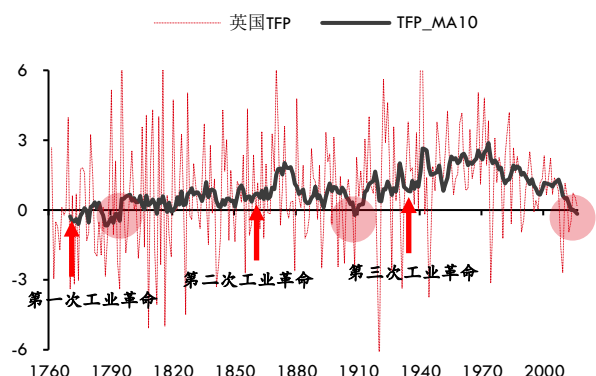


数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

²⁰ 经过 15 年的谈判，2001 年 11 月 10 日，在卡塔尔多哈举行的世界贸易组织（WTO）第四届部长级会议通过了中国加入世界贸易组织法律文件，2001 年 12 月 11 日，中国正式加入 WTO，成为第 143 个成员。2002 年 4 月 15 日，中国正式加入国际货币基金组织数据公布通用系统（GDPS），2002 年 10 月 30 日上海黄金交易所正式成立。

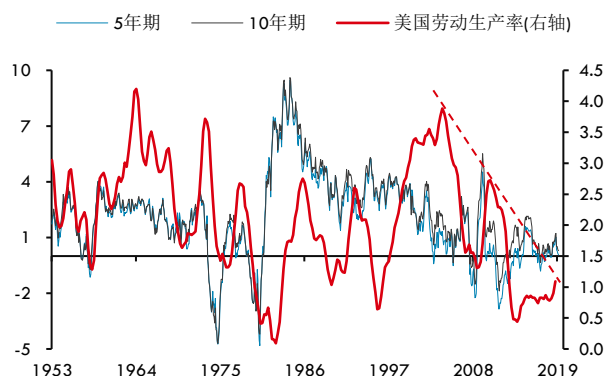
²¹ 我们从技术和人的角度出发，认为实际利率背后反馈的经济是：需求侧的经济增长是结果，供给侧的全要素生产率是原因。

图 28: 英国 TFP 再次跌落至原点



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 29: 美国劳动生产率和实际利率走势对比

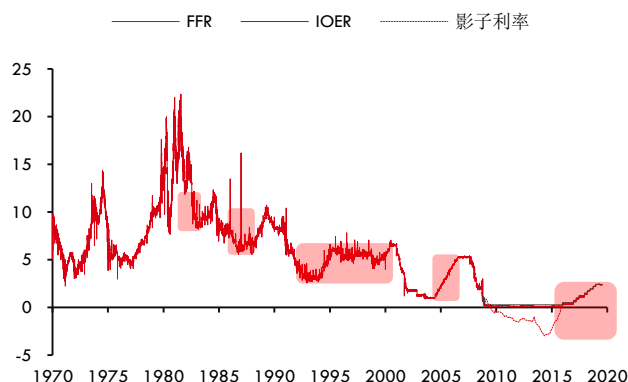


数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

· 资本周期

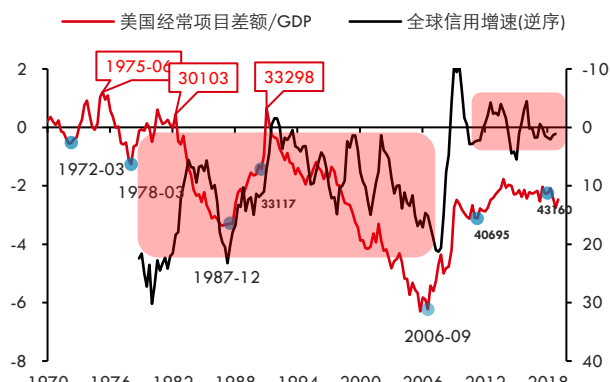
所以综合上述对于人口和技术周期的初步判断，我们认为资本周期也将呈现回落的过程。我们观察 1980 年以来美联储历次加息，可以发现，本次加息周期名义利率水平的加息幅度是最弱的，但是考虑到美联储非常规货币政策的影响，影子利率的抬升幅度是所有加息过程中收紧幅度最大的。这种收缩程度带来的负面影响也是更为明显的——全球经济流动性同比增速的中枢回落，同时全球进入到去杠杆化时代。

图 30: 本次利率抬升对于市场的流动性冲击风险



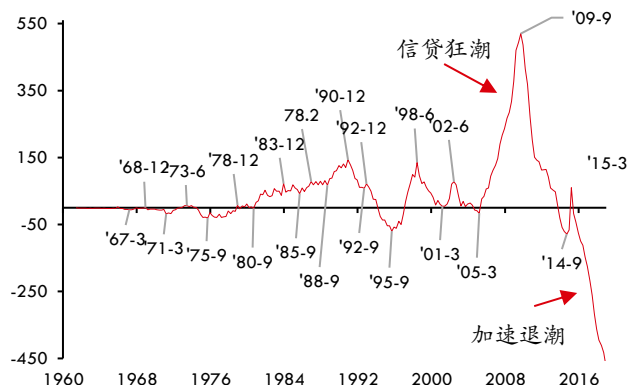
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 31: 全球信用增速处在低位



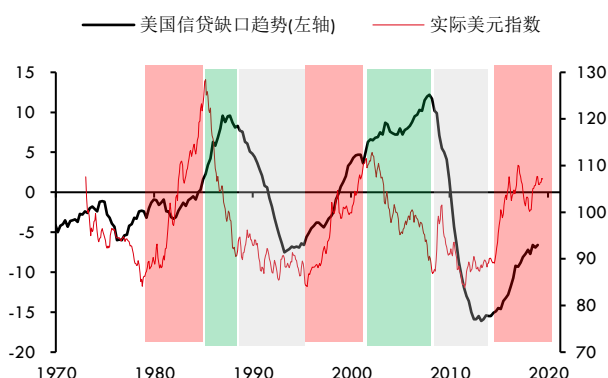
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 32: 全球资本进入快速回潮期



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 33: 美国信贷缺口趋势和美元指数



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

我们延续对于美国周期的分析，虽然全球信贷处在回落状态，但是美国信贷缺口呈现逐渐向增长趋势回归的过程。回顾前两次美国信贷扩张的过程，我们发现其和美元周期之间存在着较强的相关性，美国资本周期分为三个阶段：

- ✓ **第一阶段：**伴随着美国经济相对强势的特征，非美资本回流美国，美元走强，实现了信贷缺口的修复的前半部分；
- ✓ **第二阶段：**美国资本周期修复到强于增长中枢的位置，无论是否相信，这一阶段是通过弱美元来实现的，1985 年的广场协议、以及 2001 年后的中国因素；
- ✓ **第三阶段：**资本周期在过热的区间进行均值回归，美元震荡等待下一次启动。

假若历史可以重演，则当前美国资本周期若进一步修复，则对应着美元周期进入到弱美元状态下。但是在这之前，“石油-美元”联系的逐渐脱钩对于全球美元流动性环境带来负面影响²²，弱美元的启动仍有风险事件待释放。

²² 我们在报告《[宏观策略看资产（一）——黄金](#)》中指出，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。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。

● 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