



2020.03.18

美联储王炸已出，贵金属定价逻辑再推演


王蓉


021-33038639



wangrong013179@gtjas.com

投资咨询资格 Z0002529



重要提示：报告表述内容不构成投资建议。

【报告要点】

我们的观点：

贵金属当前难轻言底部。

我们的逻辑：

从贵金属此轮暴跌最核心的两大逻辑主线——通缩预期定价及流动性挤压来看，未来存在改善的可能性，但当下距离预期照进现实，还为时尚早。

从流动性观察指标如 VIX 期限结构及美元互换基差看，目前仍难言流动性挤兑危机结束。从通缩预期角度看，本质上其实就是在推演未来美国实际利率的走向。我们认为美国名义利率下行的空间是可测的，但是通胀预期继续走低的空间理论上依然广阔，从当前通胀收缩（通胀预期下跌）进入通胀紧缩（通胀预期进入负值区域）的可能性并不是没有。而且在流动性挤兑危机下，避险情绪持续在大宗商品市场蔓延，周三午后国内有色板块多品种触及跌停，也在形成流动性挤压与通缩预期之间的螺旋式加强反馈。在此格局下，我们倾向看美国实际利率向上空间犹存。

交易策略及风险点：

交易策略上，期货单边操作上，金银近期不言底，但要继续空，投资者也有所谨慎，当前行情下我们更推荐利用期权工具来做。目前做期权的方向可以有两个：第一，卖出虚值看涨期权；第二，买入看跌期权，投资者应结合自身风险做选择。

风险点：1、海外疫情超预期得到缓解；2、原油暴涨；3、美联储付诸负利率工具。

近期报告：

20200311-专题报告-有色金属：疫情二轮冲击，内外供需如何动态演绎？

20200313-国泰君安期货-会议纪要-黑色星期五，贵金属及有色大跌行情解读

20200316-事件点评-菲律宾入港禁令分析：镍矿危机再起？

市场对于近期贵金属价格的走势存在诸多疑惑，避险资产“不避险”，美股涨或者跌，贵金属都是下跌以对。在本周一美联储打出重量级流动性救市的“王炸”之后，贵金属跌幅继续扩大，白银更是出现历史性暴跌。从我们的视角来看，贵金属近期大跌的逻辑还是比较清晰的，尽管短时间也经历了几轮频繁切换。大跌至此，未来贵金属定价逻辑将如何演绎，贵金属接近底部，还是跌势延续，本篇报告将与投资者做分享。

1. 贵金属近期大跌逻辑梳理

我们回溯下今年2月下旬至今贵金属的这一轮价格表现，及其背后的驱动逻辑：

第一个阶段：2月最后一周-3月9日（即原油暴跌后的周一），黄金构筑“双重顶”，白银跌势更早确立。此阶段，我们认为贵金属核心的驱动逻辑仍在于美国名义利率及实际利率有向下的空间，对贵金属价格形成向上支撑，尽管我们也注意到了彼时短期黄金价格波动趋向剧烈的风险，但对于2月海外疫情发展及其对通缩预期的传导估计不足。

我们发布于2月27日的专题报告《黄金强势背后：市场与美联储的分野》中提及了对彼时短期黄金价格剧烈波动的担忧，核心风险点是美联储与市场在降息预期上存在劈叉，以及COMEX黄金非商业净多持仓触及历史极值可能预示多头交易过度拥挤。彼时，市场预期3月降息的概率仅在36.5%，4月降息（至少25个基点）的概率略超过70%，市场对年内降息的预期刚刚抬头。我们当时判断美国名义利率及实际利率下降的空间还不小，仍对贵金属持有趋势性看多思路，尽管短期波动会加剧。随后伴随美联储快速向市场预期做出妥协，黄金价格也在3月第一周继续冲高。但现在回过来看，2月最后一周开始海外疫情快速扩散，彼时白银跟随大宗工业品弱势，似乎已经在暗示通缩预期有可能加剧的可能性。

第二个阶段：3月9日迄今，黄金拐头向下，白银加速下跌启动。此阶段，我们认为贵金属核心的驱动逻辑在于两条主线，通缩预期推高实际利率和金融市场流动性挤压，这应该也是目前市场主流相对比较认可的两条逻辑主线。而我们认为，通缩预期推高实际利率是核心中的核心，即使市场风险情绪短时修复（例如上周五欧美股市暴涨），通缩逻辑也依然存在，并不会因为原油或其他大宗商品一天没跌就改变。对于通缩预期的担忧，其实我们认为在上周原油暴跌之前，通缩预期就应该被市场认识到。我们发布于3月4日的事件点评报告《联储紧急大降息，黄金是喜是忧？》中提到，在名义利率逐渐接近底部后，我们预计利率波动率相比通胀预期将有可能下降，一旦出现通缩预期加速，就有可能令美国实际利率反而开始上升，并打压贵金属价格。而在原油价格暴跌之后，通缩预期比我们此前预计的时点更早到来了。从美国实际利率的走势来看，3月6日（原油本轮暴跌启动日）迄今，美国实际利率触底显著走高，主要因美债隐含的通胀预期快速跌落。

图表1：COMEX黄金价格在3月上旬见顶，此前曾构筑“双重顶”



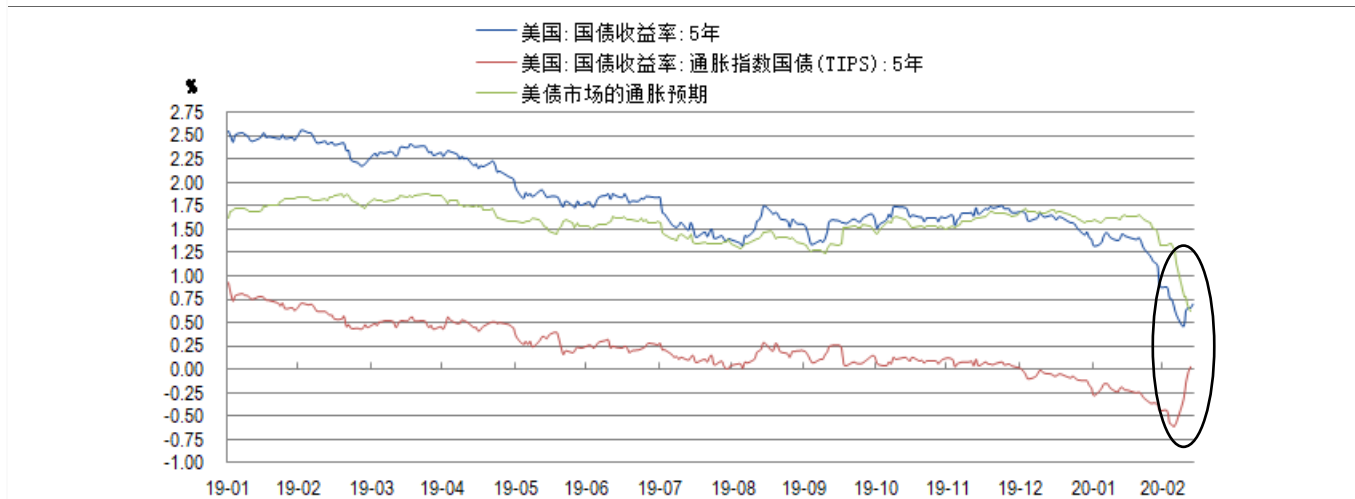
资料来源：博弈大师，国泰君安期货产业服务研究所

图表 2: COMEX 白银价格见顶时间更早, 出现在 2 月最后一周



资料来源: 博弈大师, 国泰君安期货产业服务研究所

图表 3: 3 月 6 日 (原油此轮暴跌启动日) 迄今, 美国实际利率触底显著走高, 主要因通胀预期快速跌落



资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

2. 美联储王炸已出, 贵金属定价逻辑再推演

在本周一美联储打出重量级流动性救市的“王炸”之后, 周二美联储继续发力, 除隔夜回购加码之外, 在得到美国财政部长批准之后, 重启了 2008 年金融危机时期的两大杀招——商业票据融资机制和一级交易商信贷机制。美联储 (通过特殊目的实体 (SPV)) 将直接向合格的企业 (通过票据发行人) 直接购买无担保和有资产支持的 A1/P1 评级商业票据, 为家庭和企业提供信贷流动性支持, 商业票据市场是众多美国非金融企业短期融资的主要来源。在向一级交易商提供贷款时, 美联储也将接受大范围包括商业票据、市政债券以及大范围股票在内的投资级债务担保, 但并不包括 ETF 和共同基金在内的股票抵押品, 此举也将帮助一级交易商支撑市场流动性。

近期美国短期融资市场流动性危机加剧, 隔夜三个月期美元 Libor 跳升 16.25 个基点, 创下 2008 年以来最大升幅。一般抵押品回购利率飙涨幅度也超过 2008 年至今新高, 这促使了美联储近两日对隔夜回购规模的追加, 且最终重启了上文提及的两大机制。当然, 除了为企业和整体市场提供流动性支持外, 也有海外机构的观点认为, 美联储此举主要的目的还是为大型基金去杠杆或者应对赎回危机提供充足的流动性, 这其中就包括经常购买商业票据的货币市场共同基金 (MMMFs)。

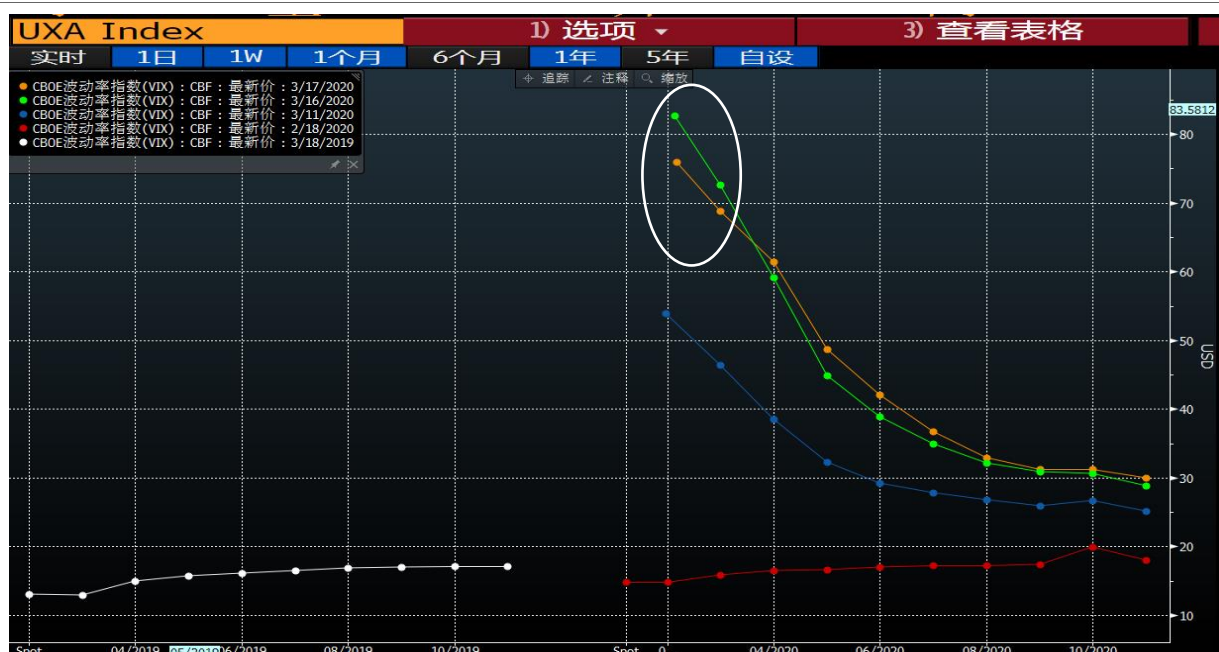
下一步, 美联储工具箱是否还有杀招, 从目前市场观点来看, 美联储还可能使用的工具包括定期标售工具以及货币市场投资者融资平台等。定期标售工具, 主要是向那些不愿转向贴现窗口的银行提供贷款, 支付

的利率将由市场决定。货币市场投资者融资平台，主要是为货币市场共同基金提供流动性，促使它们延长货币市场投资期限，而不会因为流动性担忧而争抢隔夜资产，进而进一步加剧短端市场流动性危机。此外，美联储也在考虑放宽银行业杠杆和会计规则，因为在当前非常时期，银行业资本流动正常维持的重要性超过了信贷活动合规运营的严格性。

从美联储最近一系列的动作来看，贵金属定价的逻辑是否迎来变数。我们认为，从贵金属此轮暴跌最核心的两大逻辑主线——通缩预期定价及流动性挤压来看，未来存在改善的可能性，但当下距离预期照进现实，还为时尚早。

首先从流动性挤压的角度来看，我们观察两个指标，一个是 VIX 指数的期限结构，目前处在高 Back 状态，昨日 Back 结构略有走平，但仍处在近年较为陡峭的 Back 结构中。本周五也将迎来“四巫日”，即美国市场每个季度末第 3 个星期五衍生性金融商品到期结算日，一般情况下这天市场交易量会放大，也可能带来不确定的流动性扰动。第二个指标是欧元和日元对美元的互换基差，近期也出现极端性走阔，周二在美联储继续发力之后有所收窄，不过目前仍难言流动性危机结束。本周三亚洲盘下午时段，美股盘前再度触及跌停熔断。

图表 4：目前 VIX 指数处在高 Back 状态



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货产业服务研究所

图表 5：近期欧元和日元对美元互换基差出现极端性走阔



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货产业服务研究所

其次从通缩预期角度看，考察通缩预期的持续性，本质上其实就是在推演未来美国实际利率的走向。当下从名义利率的角度来看，在美联储不付诸负利率工具的前提下，即使目前美联储推QE，并重启商业票据融资机制和一级交易商信贷机制，我们认为美国名义利率下行的空间都是可测的。按照当前美债2年期、5年期及10年期的收益率来看，往下的空间在50-100个基点左右。但是通胀预期继续走低的空间理论上依然广阔，从当前通胀收缩（通胀预期下跌）进入通胀紧缩（通胀预期进入负值区域）的可能性并不是没有。这个可能性发生的概率大小，将很大程度上取决于此轮疫情对全球经济的冲击程度，而对于疫情的影响当前在量级评估上具有非常大的不可控性和不可预知性。尽管包括美联储在内的全球央行近期密集出手救市，但短期对通胀预期的扭转似乎还难以看到。而且，在流动性挤兑危机下，避险情绪持续在大宗商品市场蔓延，周三午后国内有色板块多品种触及跌停，也在形成流动性挤压与通缩预期之间的螺旋式加强反馈。

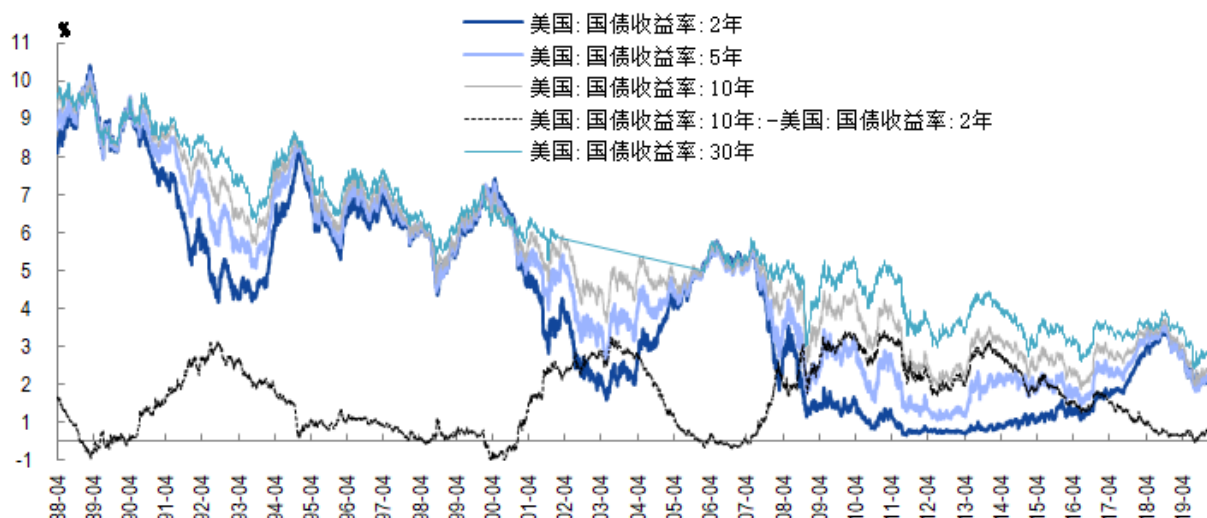
在此格局下，我们倾向看美国实际利率向上空间犹存，贵金属基于利率定价的驱动，当前难轻言底部。

图表6：在美联储不付诸负利率工具的前提下，降息空间已经殆尽



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货产业服务研究所

图表7：美联储资产购买及商业票据购买，均无法把名义利率推到负利率



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

3. 交易策略及风险点

我们认为，从贵金属此轮暴跌最核心的两大逻辑主线——通缩预期定价及流动性挤压来看，未来存在改

善的可能性，但当下距离预期照进现实，还为时尚早。在此格局下，我们倾向看美国实际利率向上空间犹存，贵金属基于利率定价的驱动，当前难轻言底部。

技术层面，黄金本周初大跌后仍在 200 日均线（1500 整数关口附近）磨盘，如果有效跌破，周线级别下一个相对较强的支撑在 1380；白银本周历史性暴跌之后，技术非常弱势，技术层面指引有可能会弱化。

交易策略上，期货单边操作上，金银近期不言底，但要继续空，投资者也有所谨慎，当前行情下我们更推荐利用期权工具来做。目前做期权的方向可以有两个：第一，卖出虚值看涨期权；第二，买入看跌期权，投资者应结合自身风险做选择。

风险点：1、海外疫情超预期得到缓解；2、原油暴涨；3、美联储付诸负利率工具。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格**分析师声明**

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货产业服务研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本研报发布的观点和信息仅供风险承受能力合适的投资者参考。若您并非风险承受能力合适的投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或者服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话: 021-33038635 传真: 021-33038762

广东分公司天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 1102 房
电话: 020-38628010 传真: 020-38628583**机构金融部**上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼
电话: 021-33038803 传真: 021-33038720**上海期货大厦营业部**上海市自由贸易试验区松林路 300 号期货大厦 2001B 室
电话: 021-68401886 传真: 021-68402738**国际业务部**上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼
电话: 021-33038895 传真: 021-33038683**深圳营业部**深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 15 楼 1502、1503、1504 室
电话: 0755-23980587 传真: 0755-23980597**大连营业部**大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2703
电话: 0411-84807755 传真: 0411-84807759**宁波营业部**宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 <6-1>
电话: 0574-87916522 传真: 0574-87916513**天津营业部**天津和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层
电话: 022-23304956 传真: 022-23300863**郑州营业部**郑州市郑东新区商务外环路 30 号 1105 房间
电话: 0371-65600697 传真: 0371-65610168**青岛营业部**青岛市崂山区香港东路 195 号 11 号楼杰正财富 5 楼 501 室
电话: 0532-80993629 传真: 0532-80993630**北京三元桥营业部**北京曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 单元
电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907**济南营业部**济南市历下区草山岭南路 975 号 11 层 1107-1108 室
电话: 0531-81210190 传真: 0531-81210177**厦门分公司**厦门市思明区湖滨东路 95 号华润大厦 B 座 1508-1509 单元
电话: 0592-5886138**北京分公司**北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元
电话: 010-58795771 传真: 010-58795787**产业发展部**上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼
电话: 021-33038719**上海国宾路营业部**上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室
电话: 021-55892500 传真: 021-65447766**上海中山北路营业部**上海市中山北路 3000 号长城大厦 507、508 单元
电话: 021-32522836 传真: 021-32522823**长春营业部**吉林省长春市净月开发区生态大街 2188 号川渝泓泰国际环球贸易中心 1 号楼 23 层 2302、2303 室
电话: 0431-81907955 传真: 0431-85916622**杭州营业部**杭州江干区五星路 185 号泛海国际中心 6 幢 1 单元 501-B 室
电话: 0571-86809289 传真: 0571-86922517**南京营业部**南京市建邺区庐山路 168 号 1911 室
电话: 025-87780990 传真: 025-87780991**武汉营业部**武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室
电话: 027-82886695 传真: 027-82888027**西安营业部**西安市高新三路 12 号中国人保金融大厦 1802 室
电话: 029-88220218 传真: 029-63091956**石家庄营业部**石家庄市裕华区裕华东路 133 号方北大厦 B 座 8 层 803 室、804 室
电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907**长沙营业部**长沙市芙蓉中路一段 442 号新湖南大厦产业楼 3404 室
电话: 0731-82258088 传真: 0731-82256453**上海延安东路营业部**上海市黄浦区延安东路 58 号 14 楼 1403、1404 室
电话: 021-63331738 传真: 021-63332282**上海银城路营业部**中国(上海)自由贸易试验区银城路 88 号 27 楼(实际楼层 24 楼) 06 单元
电话: 021-58590368国泰君安证券各营业部受理 IB 业务 客户服务中心: 95521 <http://www.gtjaqh.com>

国泰君安期货客户服务电话 95521