



2020.02.27

黄金强势背后：市场与美联储的分野


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：

短期贵金属价格的涨势要归功于技术突破、利率驱动及避险需求等多个利多的合力，但市场和美联储在降息预期上出现的分野是目前核心风险点，后期任一方的预期修正都会引起黄金价格的剧烈波动，中期仍维持单边多头思路。

我们的逻辑：

后期我们可以从两条可能的演变路径去观察市场和美联储双方矛盾的弥合：第一条路径，美联储对美国经济前景的预期转悲观，联储修正预期偏差，贵金属大概率还将继续上涨；第二条路径，市场对经济的担忧情绪消退，降息预期重新回到“按兵不动”的状态，市场修正预期偏差，贵金属下跌。鉴于当前新冠疫情对全球经济的影响尚需时间发酵，这两条路径都有演变的可能。但是如果剥离疫情的影响来看，大趋势上我们依然看美国名义利率及实际利率的下行，这将趋势性利多贵金属价格。

交易策略及风险点：

落地到单边交易策略上，我们认为黄金短期技术依然偏强，但短期价格上涨节奏有可能反复。对于基本面投资者而言，我们认为趋势重于节奏。除非看到美国经济超预期走强，美联储货币政策彻底转向，否则的话，单边中期继续维持多头思路。

近期报告：

20200212-会议纪要-有色金属：元宵过后，供需几何？

20200220-专题报告-“复工”迟缓，钢厂减产去库施压镍价

20200221-有色战“疫”系列策略报告（四）：镍跨期&跨市正套机会可期

近期黄金表现强势，上周至本周初短短一周时间涨幅已经超过 100 美金，并连续突破 1588、1600、1615 等多个关键阻力位置，千七位置“破”在眉睫。黄金此番强势上冲，我们认为最初的引擎来自技术层面的突破，随后利率及避险驱动接力。然而，在黄金涨势如虹的背后，我们注意到市场和美联储却在降息预期上出现了明显的分野。这究竟是市场的非理性，还是美联储的“欲迎还拒”，基本面的这种不确定性会不会成为当前看多贵金属的核心风险点。

1. 此波上涨的引擎：技术突破先行，利率及避险驱动接力

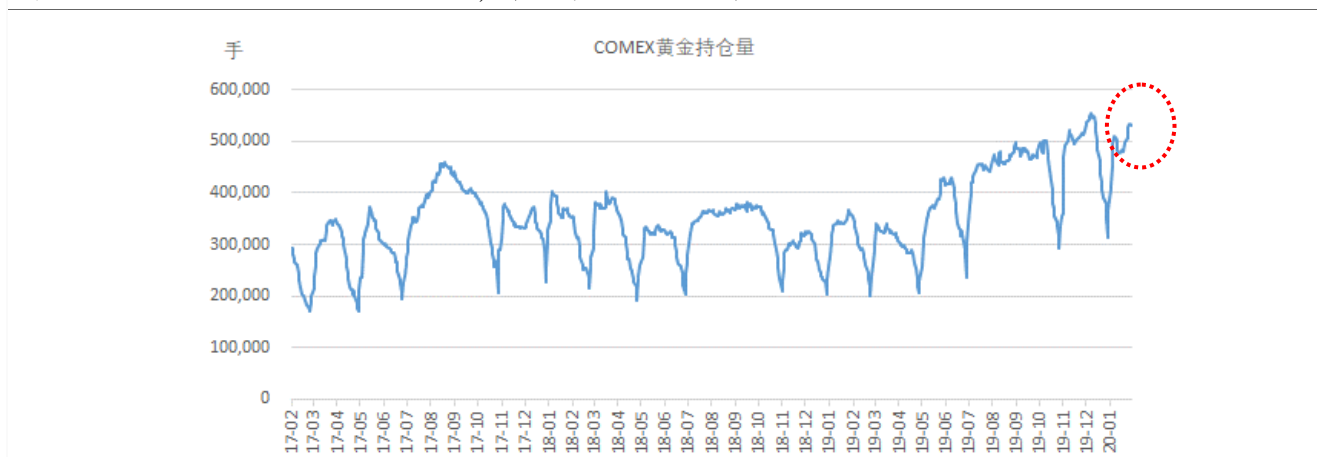
从技术上看，2 月上旬黄金就已经逐渐突破短周期的三角形收敛区间上沿，且在上周轻松突破周线级别上非常关键的 1588 美元/盎司阻力位置（该位置是自 2011 年 9 月份高点 1922 美元/盎司至 2015 年 12 月低点 1045 美元/盎司的周线级别黄金分割线 0.382 位置，今年 1 月初曾经突破后再跌落），以及 1600 美元/盎司整数关口之后，又快速突破了此前 1 月初美伊冲突爆发当时的高点 1613 美元/盎司，截至本周初黄金最高触及近 7 年高点 1691 美元/盎司附近。自黄金突破 1588 关键阻力位置后，持仓量上升明显，也可以看到有技术性买盘的跟进。

图表 1：1588 美元/盎司位置是 COMEX 黄金主力合约周线级别上的黄金分割线 0.382 位置



资料来源：博弈大师，国泰君安期货产业服务研究所

图表 2：在 COMEX 黄金突破 1588 位置后，市场持仓量快速走高



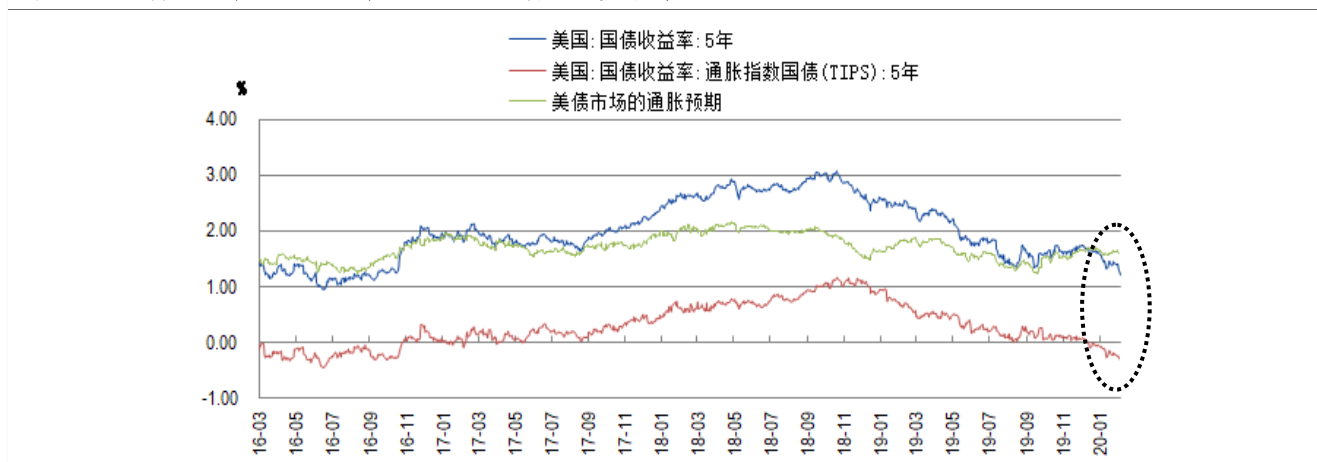
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

而从贵金属的基本面来看，市场多个关键表征显示利率驱动和避险驱动亦在接力。

首先，美债收益率及实际利率（TIPS）近两周均稳步下滑，对贵金属形成向上支撑。近期美国名义利率的下滑，主要驱动在于市场对美国以及美国以外地区经济衰退风险的担忧升温，尤其是新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“新冠疫情”）蔓延全球可能引发的经济冲击，使得全球货币宽松预期得到强化。市场因此基于经济衰退、货币宽松及避险等多种预期，买入美债，令美债收益率短时快速走低。

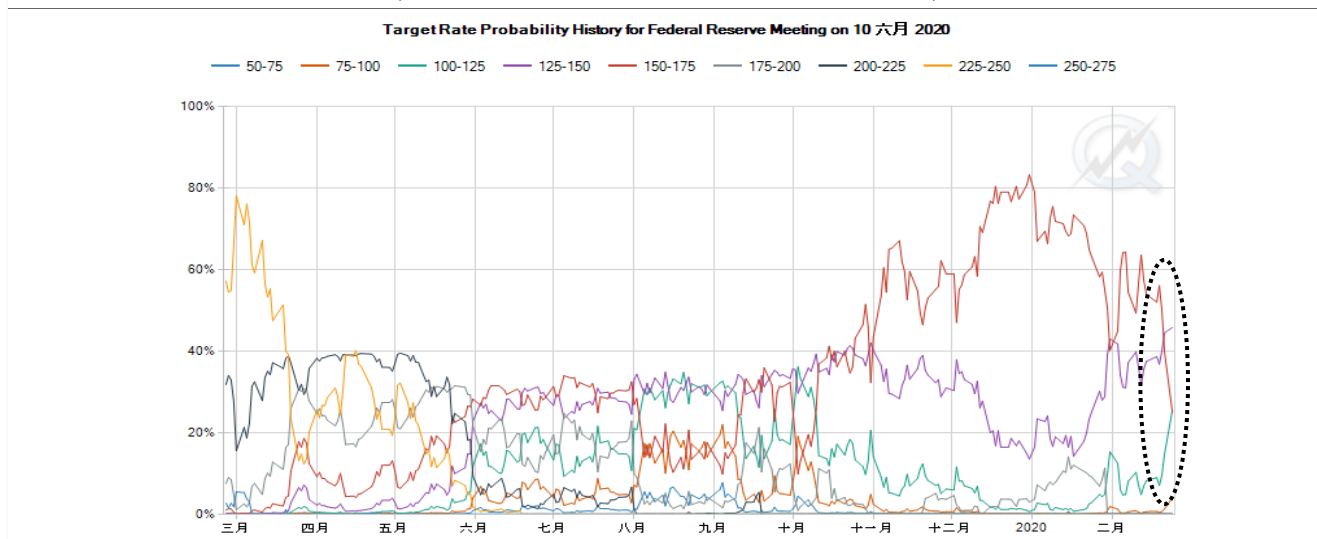
美联储上周发布的 1 月 FOMC 纪要，在“当前政策立场”前加上了“一段时间内是合适的”措辞，并强调了“新冠疫情是前景的不确定因素”。且不论美联储是否已经对经济的评估转向悲观，但市场显然对美国经济衰退风险上升的担忧在进一步加重。此前因为美债长短端利差数次倒挂，以及企业营收预期下调等多个触发因素，市场对美国经济重新转弱的预期本就在升温。在发布这份纪要前后，美联储观察工具（CME FedWatch Tool）显示，市场预期 6 月维持利率不变的概率快速下降，降息 25 个抑或 50 个基点的概率上升。并且预测年内降息至少一次（按 25 个基点）的概率上升到了 93% 左右，降息两次的概率也上升到了 70% 附近的警戒线。

图表 3：美债收益率及实际利率（TIPS）近期均稳步下滑



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 4：发布 1 月 FOMC 纪要前后，市场预期 6 月维持利率不变的概率快速下降，降息 25-50 个基点的概率上升



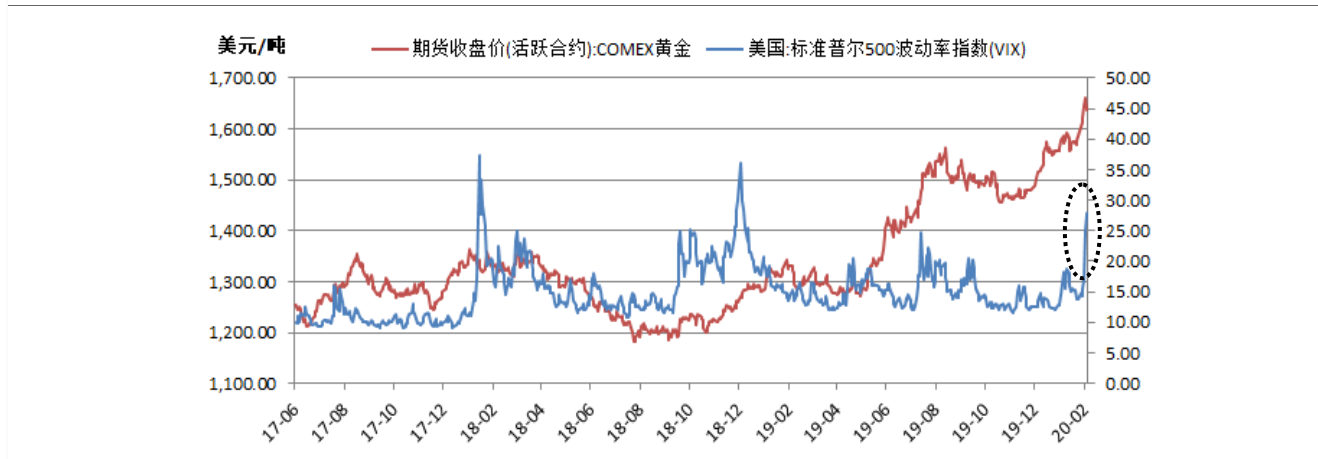
资料来源：CME，国泰君安期货产业服务研究所（注：现行联邦基准利率在 1.5-1.75%）

美国以外地区的经济预期，我们认为可以从近期美元与黄金齐涨的资产表现中得以一窥。2 月前三周，美元指数一骑绝尘，自 97.4 的低位一路上涨，最高涨至 99.9。我们认为美元的强势，主要还是来自其权重货币的式弱。首先是日元大跌，美元兑日元从技术上看已经上破自 2015 年年中以来下跌趋势线的上沿，这意味着技术上日元相对美元长周期的跌势有可能已经确立。而日元下跌，除了其本国经济糟糕的表现外，也有日本退休基金巨量抛售日元资产的助推。与此同时，2 月份迄今美国经济意外指数向上，欧元区指数向下，

这个月美国经济边际表现远好于欧元区。2 月份欧元区远期通胀互换利率也下得非常快，相对美国的利差在往下走，也推跌了欧元。美元走强的这一阶段特别是 2 月中旬之后，黄金齐步上涨，对于资产的这种表现，我们认为比较合理的一个解释是，美国以外地区的经济走弱超市场预期，也加大了市场对全球货币宽松的定价，这利多贵金属价格。

最后从避险需求的角度看，我们认为这恐怕是此波贵金属价格上涨启动最晚的一个驱动。上周四，表征金融市场避险情绪的 VIX 指数才开始大涨，本周截至周三已经触及逾 1 年高点。传统避险资产例如日元持续遭遇抛售，技术破位，本周也才开始有所反弹。当然不可否认，随着上周开始全球范围内新冠疫情的密集爆发，避险情绪可能率先已经作用于市场对经济的预期，以及美债的收益率上。而且从影响力来看，避险需求虽然启动晚，但对价格的刺激力度强，黄金价格自上周五到本周一短短两个交易日的价格涨幅就一度逼近 5%。

图表 5：直到上周四 VIX 指数才开始大涨，本周截至周三已经触及逾 1 年高点



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

2. 利率驱动核心风险点：市场与美联储的分野

在黄金涨势如虹的背后，我们注意到市场和美联储却在降息预期上出现了明显的分野。这究竟是市场的非理性，还是美联储的“欲迎还拒”，基本面的这种不确定性会不会成为当前看多贵金属的核心风险点。针对这个问题，我们认为市场与美联储的分野，未必在当下就会成为贵金属重新转弱的利空，但是市场需要关注这个风险。正如当前 COMEX 黄金基金净多持仓也已经触及历史极值，这是否预示着多头交易的过度拥挤，并带来多头踩踏行情，引致贵金属的回调，也是市场需要关注的风险点，但这未必会立即作用于价格，因为历史极值永远会被下一个极值取代。

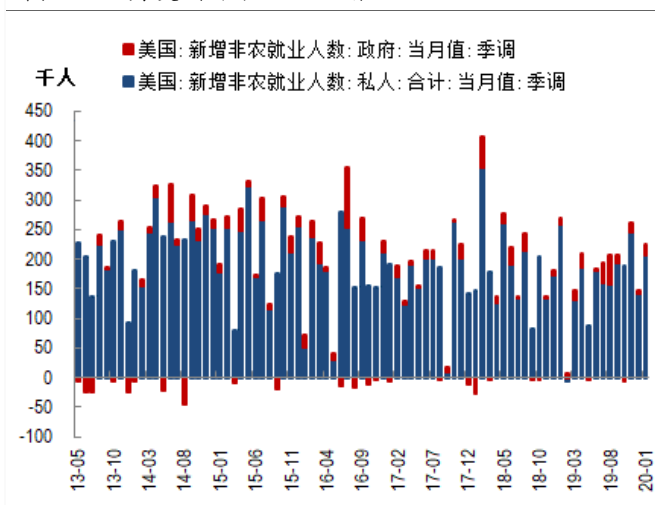
市场对于当前美联储的降息预期已经在前文提及，年内至少降息一次，降息两次的概率也已经不低。但对比美联储本身的预期来看，到目前为止都还是维持“按兵不动”的口风不变。2 月上旬鲍威尔两次国会听证会是如此，上周四美联储发布的 1 月 FOMC 纪要亦如此，基本都是释放对美国经济整体持有信心的论调，现行货币政策适宜，并没有给出超预期的“鸽派”指引。上周五美联储多位票委更是集体发声，直指市场在犯错。这其中就包括素有“联储大鸽派”之称的圣路易斯联储主席布拉德（James Bullard）（2020 年 FOMC 票委），但此次丝毫不见其“鸽派”倾向，其称美国当前经济状况良好，因新冠疫情导致的负面影响只是暂时性冲击，不太可能需要美联储降息。此外，美联储副主席克拉里达（Richard Clarida）（FOMC 永久票委）也是数次对市场降息预期大泼冷水，其表示金融市场单方面传递出的降息信号会被美联储“打折扣来看待”，大部分市场参与者特别是参与问卷调查的经济学家们，实际上并没有像市场价格反映的那样预计今年会降息，美联储官员参考的经济模型也展现出利率至少会在一段时间内保持稳定。克利夫兰联储主席梅斯特（Loretta Mester）（2020 年 FOMC 票委）也提到，当美联储与市场不同步时，政策制定者不应屈服于市场。

当前市场与美联储在降息路径上的预期劈叉，究竟是新冠疫情冲击下，市场的非理性“超前”预期，还是美联储的惯性“落后”，又或者是美联储的“欲迎还拒”，站在当下时点，我们认为可以从两条可能的演变路径去观察。

第一条路径，伴随疫情对经济负面冲击的持续，美联储对美国经济前景的预期转悲观，美联储修正与市场的偏差。当前美联储“按兵不动”的态度之所以看起来如此坚定，其一在于就业数据坚挺，1 月非农就业大增 22.5 万人，且趋势上看劳动参与率上升的同时，失业率处在低位；其二是美联储当前也在密切关注外

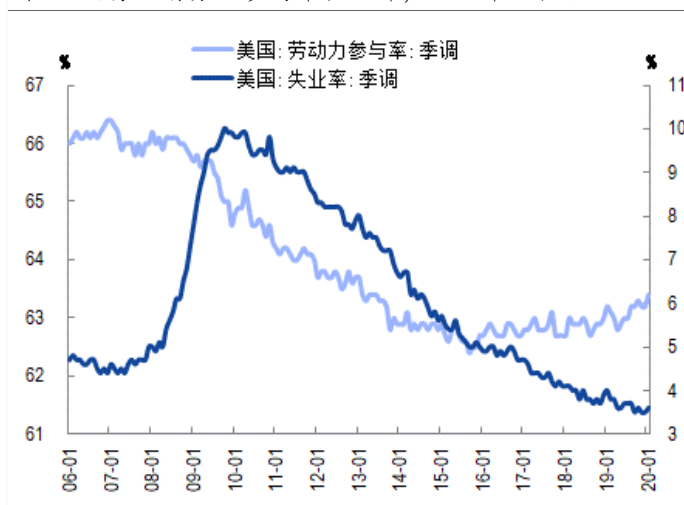
部环境中存在的前景风险，但是评估疫情对经济的负面影响仍需要一段观察期。这凸显了美联储在货币决策上一以贯之的数据依赖，但是数据依赖的最大槽点是有滞后性，很可能在降息问题上已经导致美联储在落后于市场。

图表 6：1 月美国非农就业大增 22.5 万人



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 7：趋势上看劳动参与率在上升，就业率处在低位

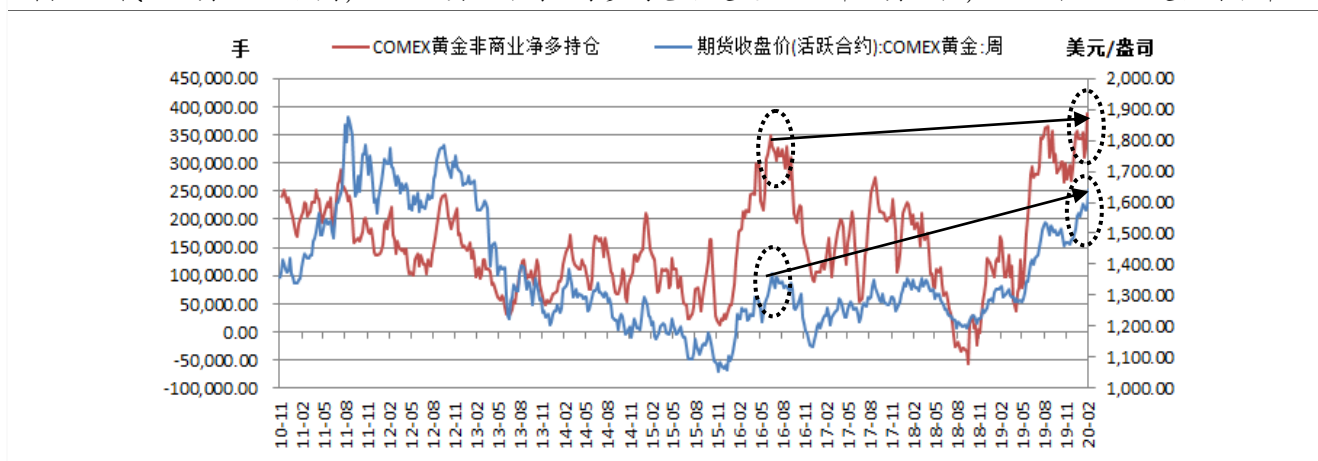


资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

第二条路径，美国经济向好，疫情对全球经济的冲击温和且短暂，市场担忧情绪消退，降息预期重新回到“按兵不动”的状态。按照当前联邦基金利率期货价格所显示的降息概率，市场已经预期年内至少 1-2 次降息，从以往来看，市场降息预期一旦上升到超过警戒线的位置，联储几乎没有不兑现市场预期的先例。然而现在的问题是，3 月降息（至少 25 个基点）的概率仅在 36.5%，4 月降息（至少 25 个基点）的概率略超过 70%，6 月和 7 月的概率更高，但是时间太远，利率期货价格的远期交易相对不活跃，有可能出现数据失真。而一旦市场重新修正预期，考虑到黄金 COMEX 非商业净多持仓已经处在记录峰值，多头踩踏就有可能引致黄金价格显著回挫。

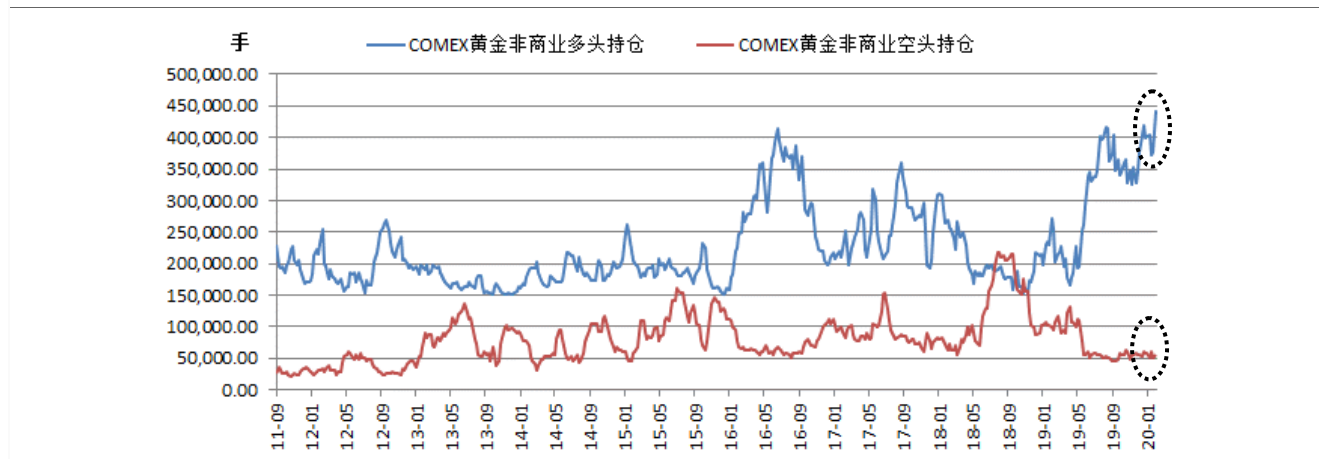
不过这里值得一提的是，我们并不认为黄金非商业净多持仓创下历史峰值，就势必会引致黄金价格下跌，价格下跌的充分条件是市场修正当前的降息预期，而持仓的高水位只是有可能助推并加剧价格的跌幅而已。另外，通过对比黄金净多持仓与金价的走势，我们发现目前黄金净多持仓（多头持仓亦如此）只是略超过 2016 年 8 月当时的历史极值，但是黄金价格却远超当时水平，这其实是有利于提振基金多头信心的。因此，对于当前黄金非商业净多头的攀高我们并没有过分担心，市场降息预期的调整才是关键。

图表 8：截至 2 月 18 日当周，COMEX 黄金非商业净多持仓略超过 2016 年 8 月极值，但金价已经远超当时水平



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 9：截至 2 月 18 日当周，COMEX 黄金非商业净多持仓走高，主要因多头增仓，而空头处在低位



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

不论是哪一条路径，任一方的预期修正，都会引起黄金价格的剧烈波动。第一条路径，美联储修正与市场的偏差，那么贵金属价格大概率还将继续上涨。第二条路径，市场修正与美联储的偏差，贵金属价格下跌。鉴于当前新冠疫情对全球经济的影响尚需时间发酵，这两条路径都有演变的可能。

但是如果我们剥离疫情的影响来看，在没有这场疫情冲击经济的情况下，大趋势上我们依然看美国名义利率及实际利率的下行，最核心的驱动逻辑在于美国通胀预期的趋势向下，且名义利率下得比通胀更快，实际利率大方向还是向下。

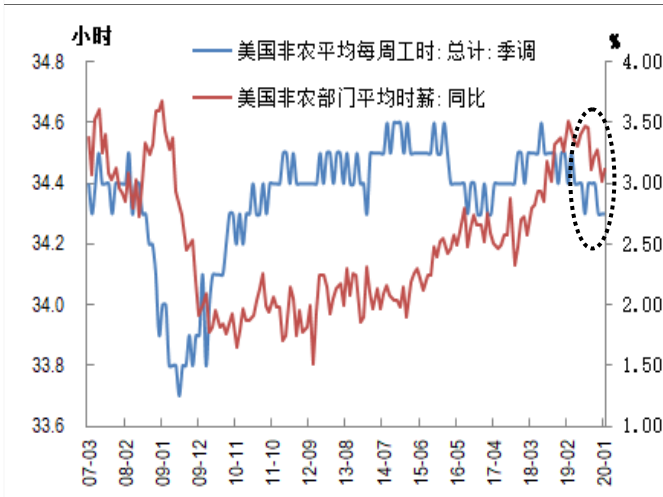
近期从美国多个通胀预期指标来看，仍在延续自 2018 年 4 季度之后的下行趋势，今年 2 月中旬之后也是急速走低。而尽管 1 月美国非农新增就业超预期，平均时薪同比增速也略有回升，但平均每周工时及平均时薪从整体趋势上看仍往下。鉴于美国就业率与-U3（即官方失业率）之间的缺口依然较大，这说明美国劳动力市场仍存在闲置问题，未来通胀加速抬升的动力并不足。此外，原油价格难有趋势性上涨动力以及美国个人储蓄习惯的改变，也都会拖累物价的表现。在通胀表现疲弱的情况下，我们预计美国名义利率及实际利率继续向下的空间犹在，这将趋势性利多贵金属价格。

图表 10：美国多个通胀预期指标仍在延续自 2018 年 4 季度之后的下行趋势，今年 2 月中旬之后也是急速走低



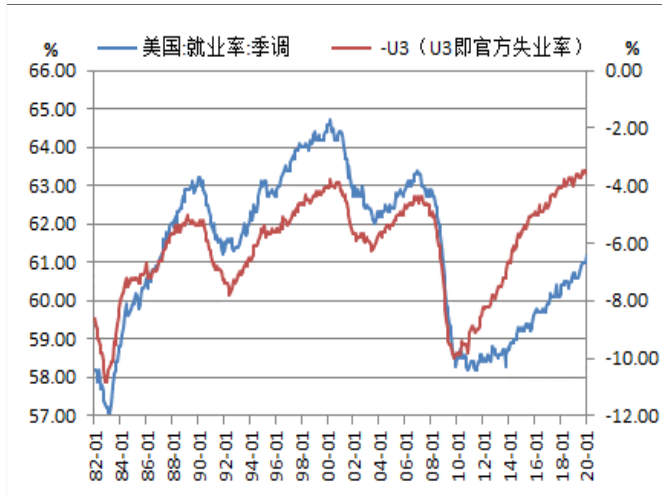
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货产业服务研究所

图表 11：美国非农时薪及每周工时趋势仍往下



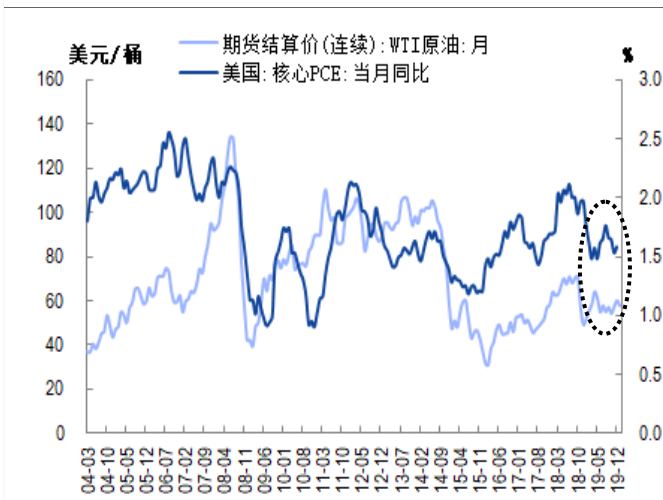
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 12：美国就业率与-U3 之间的缺口依然较大



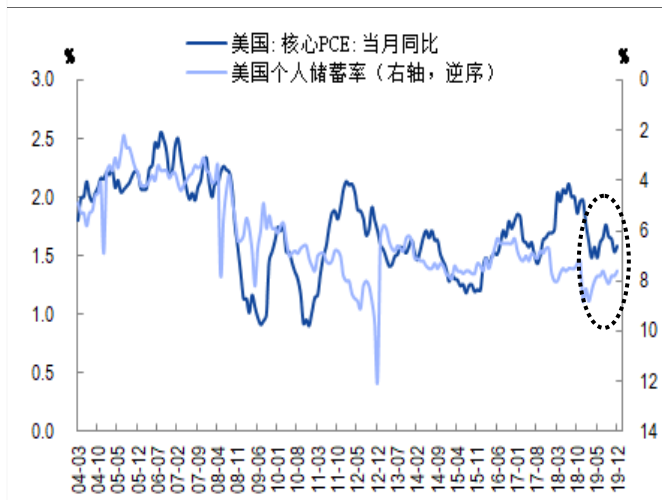
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 13：原油价格难以走高，拖累物价水平



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 14：美国个人储蓄习惯改变，压低物价水平



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

3. 结论及交易策略：单边中期继续维持多头思路

短期贵金属价格的涨势要归功于技术突破、利率驱动及避险需求等多个利多的合力，但市场和美联储在降息预期上出现的分野是目前核心风险点。后期我们可以从两条可能的演变路径去观察矛盾的弥合，而不论是哪一条路径，任一方的预期修正，都会引起黄金价格的剧烈波动。当下我们无法断定一定是美联储向市场“妥协”，还是市场主动来修正，但是如果剥离疫情的影响来看，在没有这场疫情冲击经济的情况下，大趋势上我们依然看美国名义利率及实际利率的下行。最核心的驱动逻辑就在于美国通胀预期的趋势向下，且名义利率下得比通胀更快，实际利率大方向还是向下，这将趋势性利多贵金属价格。

落地到单边交易策略上，我们认为黄金短期技术依然偏强，周线级别上 1588 美元/盎司位置附近应有较强的支撑。黄金下一个强阻力位可参考 1715 美元/盎司附近，从当前价格到该阻力位有可能会呈现震荡调整局面，短期节奏有可能反复。但对于基本面投资者而言，我们认为趋势重于节奏。除非看到美国经济超预期走强，美联储货币政策彻底转向，否则的话，单边中期继续维持多头思路。

在黄金投资标的的选择上，我们从市场流动性、资金利用率及其与金价的对应关系来看，目前黄金期货相对而言具有一定优势，可尽量选择远期合约。此外，未来黄金期权市场空间可期，特别是突发事件爆发时可作为波动率买卖工具，只是现阶段因上市时间较短，流动性有待提高。

图表 15：主要黄金投资标的对比

资产类别	代表性投资标的	优势	劣势	总结
黄金期货	上海期货交易所黄金期货（简称“沪金”，代码 au）	1、高杠杆，资金利用率高 2、市场流动性好 3、与金价完全对应	1、高杠杆，更适合风险偏好型且风控能力较强的投资者 2、合约有到期日	在黄金投资标的的选择上，我们从市场流动性、资金利用率及其与金价的对应关系来看，目前黄金期货相对而言具有一定优势，可尽量选择远期合约。此外，未来黄金期权市场空间可期，特别是突发事件爆发时可作为波动率买卖工具，只是现阶段因上市时间较短，流动性有待提高。
黄金期权	上海期货交易所黄金期权	1、高杠杆，资金利用率高 2、波动率工具 3、投资组合丰富多样	1、高杠杆，更适合风险偏好型且风控能力较强的投资者 2、合约有到期日 3、目前场内黄金期权上市时间较短，流动性尚不足 4、对投资者专业能力要求较高	
黄金公司股票	A 股或境外市场黄金上市公司股票	1、国内股票无杠杆，海外有杠杆 2、持有股票无到期日（除非退市）	1、黄金公司股票价格并不完全对应黄金价格，因为股票价格受到公司治理、业绩能力等众多因素影响	
黄金现货电子盘	上海黄金交易所黄金现货 Au（T+D）	1、高杠杆 2、交易时间相对期货更长	1、高杠杆，更适合风险偏好型且风控能力较强的投资者 2、市场流动性略不及期货 3、可能需要交付递延费	
黄金 ETF	境内外上市黄金 ETF	1、有效跟踪金价表现 2、交易门槛低 3、专业管理人管理	1、国内无法做空 2、资金利用率低	
实物金条	银行出售金条或者上海黄金交易所交割金条	1、无杠杆	1、无杠杆 2、流动性差 3、回购费率高	

资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

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