



中州期货 | 贵金属策略
ZHONGZHOU FUTURES



黄金避险失灵为哪般？从历史维度看大类资产演绎

联系人：金国强

电话：18607166827

邮箱：jinguoqiang@zzfco.net

中州期货研究所

二〇二〇年三月一日



- 历史维度看，本轮黄金回调将介于1998年模式和2008年模式之间，调整幅度10%以内，持续时间2-3周。
- 黄金历次下跌基本源自三方面：美国实际利率回升、美元升值和加息效应。本轮下跌均未在上述因素中找到原由。
- 黄金避险失灵直接源自极度恐慌情绪、短期流动性冲击和投机度过高导致的踩踏效应；内因在于本轮黄金的上涨并未得到美元贬值和通胀回升的呼应，仅源于美国实际利率的下行，因此与大类资产关系背离，驱动相对脆弱。
- 黄金上涨的核心驱动并未逆转，美联储降息预期亦将带动全球降息潮的再度蔓延。同时大类资产的背离正在修正，疫情冲击担忧将促使避险需求卷土重来。
- 国内外疫情处于不同阶段，国内市场从情绪缓解进入数据冲击阶段，国外市场仍未迈过心理恐慌期，二者叠加将导致资本市场继续下行，黄金仍不能幸免，预计调整周期将持续1-2周。
- 恐慌期过后市场将整体进入忧虑期，届时黄金在忧虑避险和货币宽松助推下涨势再起。

目 录

CONTENTS

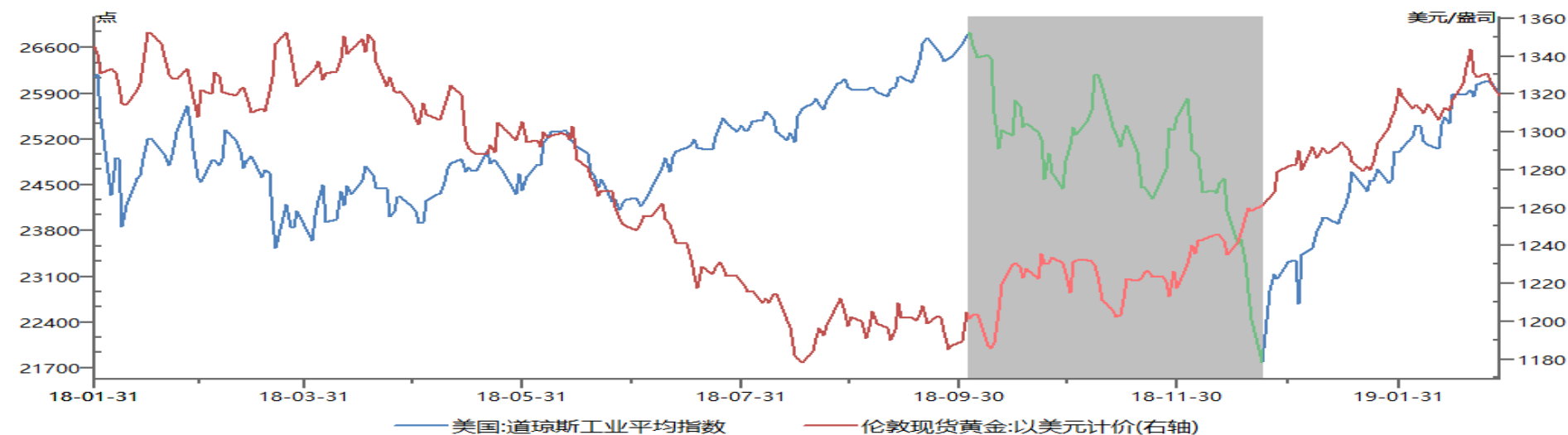
1 历史美股暴跌对大类资产影响

2 黄金历次暴跌原因追溯

3 黄金避险失灵为哪般？

4 黄金牛市要结束了吗？

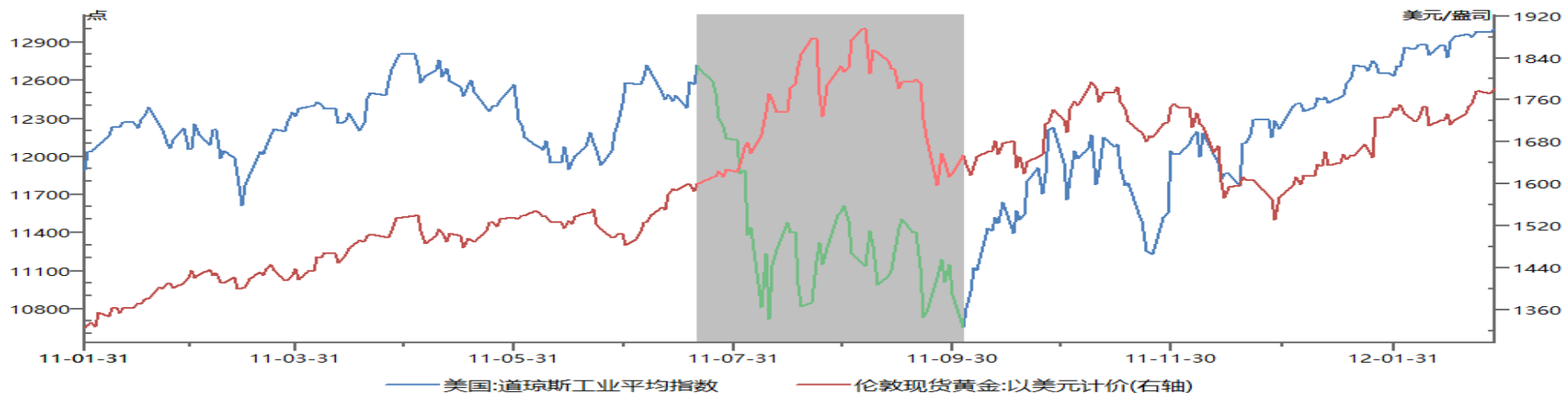
2018年10月3日-12月24日：美股下跌24%



资产类别	首日	10天后	30天后	60天后	90天后	120天后	150天后	180天后	210天后	走势图
标普500	1106.39	899.22	930.99	887.88	825.44	753.89	857.51	939.14	951.13	
美债10年	3.61	3.89	3.83	2.13	2.76	2.97	2.95	3.91	3.61	
美元指数	77.71	82.41	86.09	81.1	85.95	87	85.72	80.87	78.85	
CRB指数	343.22	289.89	256.84	218.87	216.29	213.9	218.2	255.93	248.08	
黄金	888.2	855.4	743	840.5	911	926.2	909.9	952.5	948.8	
原油	96.37	77.99	61.87	42.36	43.92	48.05	50.14	69.03	65.29	

数据来源：wind，中州期货研究所

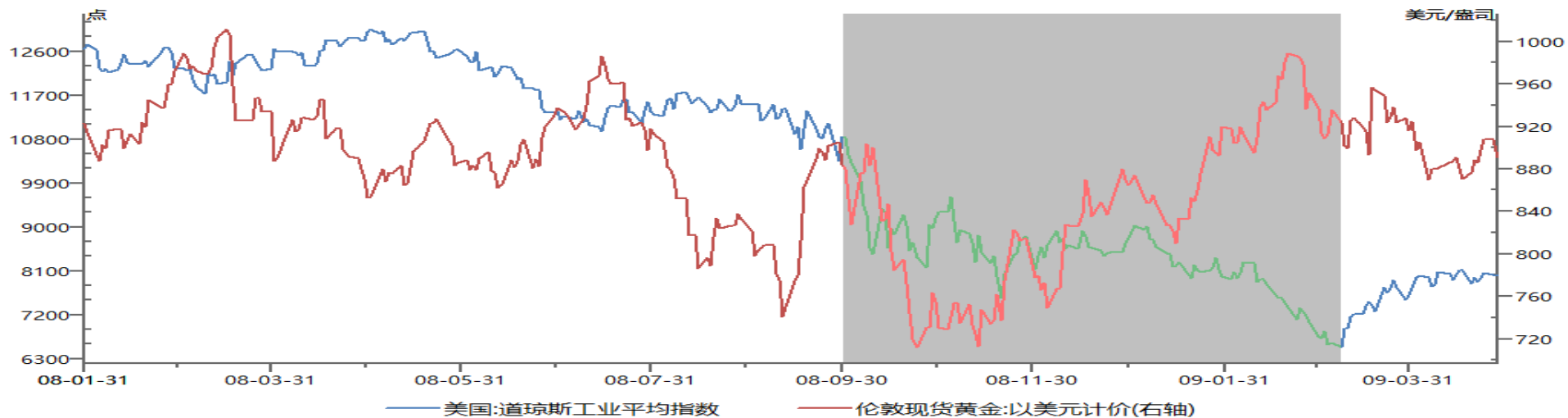
2011年7月21日-2011年10月3日:美股下跌20%



资产类别	首日	10天后	30天后	60天后	90天后	120天后	150天后	180天后	210天后	走势图
标普500	1325.84	1254.05	1212.92	1195.54	1188.04	1277.06	1350.5	1412.52	1363.72	
美债10年	2.96	2.66	2.19	2.18	1.94	1.97	1.92	2.2	1.88	
美元指数	74.82	74.56	73.99	77.62	78.27	79.65	79.38	79.15	79.87	
CRB指数	346.28	341.82	340.95	310.51	310.93	313.37	313.95	315.43	295.13	
黄金	1596.7	1654.1	1826.7	1664.2	1696	1599.7	1715.3	1684.7	1599.8	
原油	98.4	94.2	88.9	86.01	98.01	102.96	100.92	106.84	97.5	

数据来源：wind，中州期货研究所

2008年9月29日-2009年3月9日:美股下跌44%



资产类别	首日	10天后	30天后	60天后	90天后	120天后	150天后	180天后	210天后	走势图
标普500	1106.39	899.22	930.99	887.88	825.44	753.89	857.51	939.14	951.13	
美债10年	3.61	3.89	3.83	2.13	2.76	2.97	2.95	3.91	3.61	
美元指数	77.71	82.41	86.09	81.1	85.95	87	85.72	80.87	78.85	
CRB指数	343.22	289.89	256.84	218.87	216.29	213.9	218.2	255.93	248.08	
黄金	888.2	855.4	743	840.5	911	926.2	909.9	952.5	948.8	
原油	96.37	77.99	61.87	42.36	43.92	48.05	50.14	69.03	65.29	

数据来源：wind，中州期货研究所

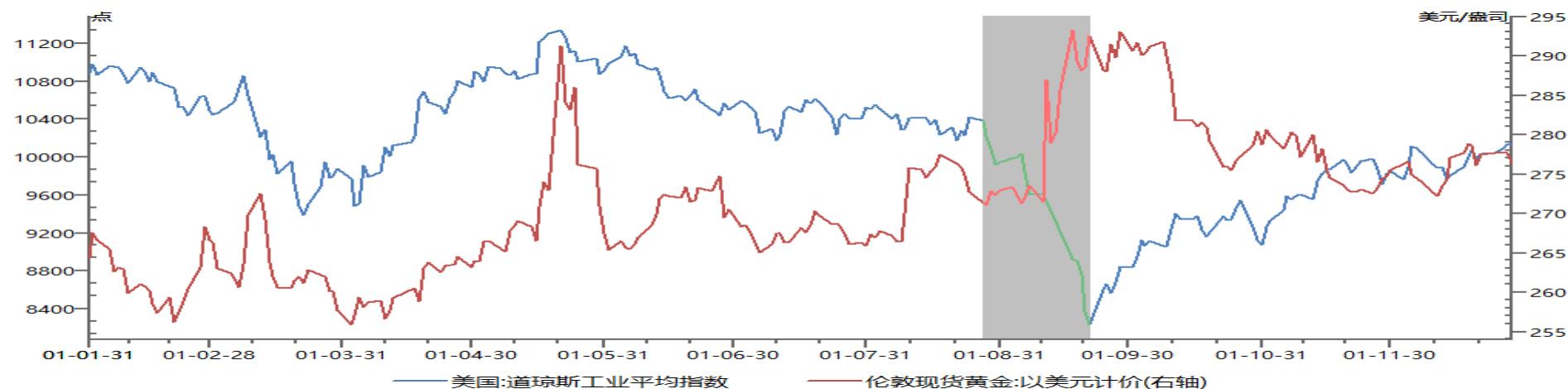
2002年4月26日-2002年10月4日:美股下跌30%



资产类别	首日	10天后	30天后	60天后	90天后	120天后	150天后	180天后	210天后	走势图
标普500	1091.48	1088.85	1049.9	906.04	917.87	776.76	914.15	909.03	817.37	
美债10年	5.1	5.24	5.08	4.71	4.22	3.61	4.08	4.07	3.89	
美元指数	115.45	114.91	111.34	104.42	107.12	106.94	105.87	102.98	99.59	
CRB指数	164.1	165.55	164.6	172.88	176.37	182.26	181.76	198.38	214.12	
黄金	308.1	308.5	321.2	317.7	309.4	319.6	317.6	346.5	357.4	
原油	26.73	27.85	24.89	27.88	28.34	29.35	26.98	31.85	36.36	

数据来源: wind, 中州期货研究所

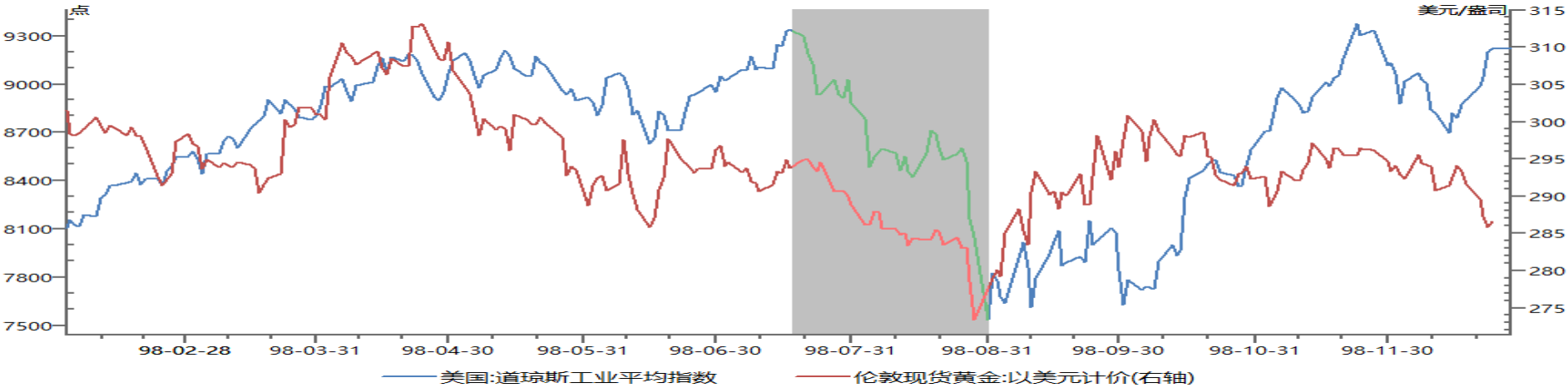
2001年8月27日-2001年9月21日:美股下跌21%



资产类别	首日	10天后	30天后	60天后	90天后	120天后	150天后	180天后	210天后	走势图
标普500	1184.93	1106.4	1069.63	1142.24	1157.13	1096.22	1148.7	1073.43	1007.27	
美债10年	4.93	4.86	4.53	4.79	5.13	4.9	5.4	5.08	4.83	
美元指数	113.33	114.83	113.16	116.51	117.57	118.98	118.05	113.59	110.76	
CRB指数	173.98	171.51	157.41	145.78	151.23	149.46	164.93	163.64	165.32	
黄金	272.5	273.7	290.5	275.3	277.4	303.5	297.6	312.5	319.1	
原油	26.9	27.58	22.63	17.45	20.9	20.26	25.35	26.62	25.94	

数据来源：wind，中州期货研究所

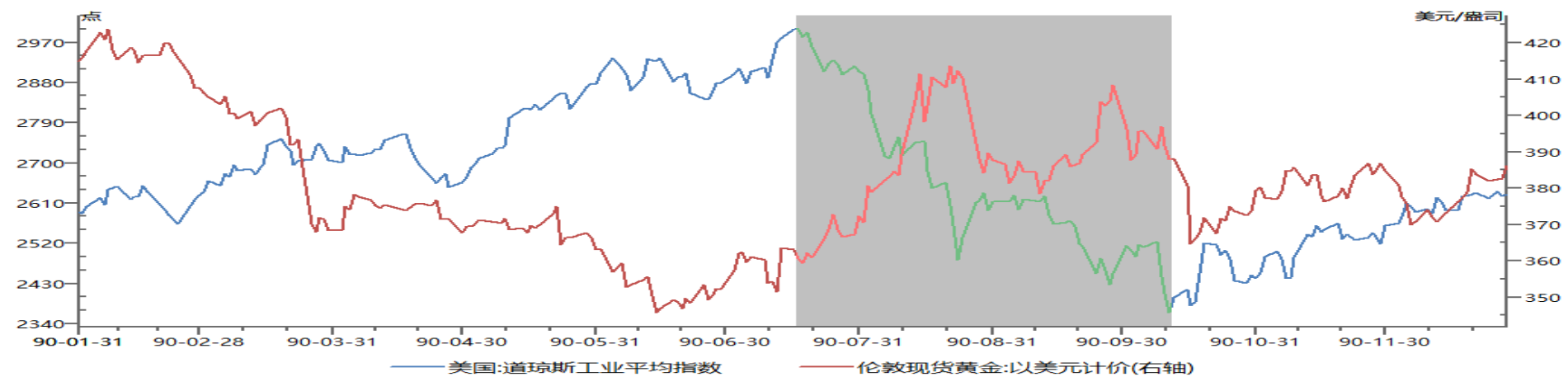
1998年7月17日-1998年8月31日:美股下跌20%



资产类别	首日	10天后	30天后	60天后	90天后	120天后	150天后	180天后	210天后	走势图
标普500	1183.99	1125.21	1084.19	970.68	1144.48	1229.23	1230.13	1282.8	1345	
美债10年	5.5	5.52	5.26	4.34	4.85	4.65	5.06	5.21	5.54	
美元指数	100.82	100.68	102.6	92.62	95.31	94.17	96.08	100.19	99.91	
CRB指数	148.82	145.18	138.42	144.57	135.33	125.43	120.65	133.08	136.6	
黄金	294	289.9	282.2	300.7	298.2	289.2	290.5	279.7	283.7	
原油	14.52	14.09	13.58	15.06	12.14	12.05	11.88	16.17	18.22	

数据来源：wind，中州期货研究所

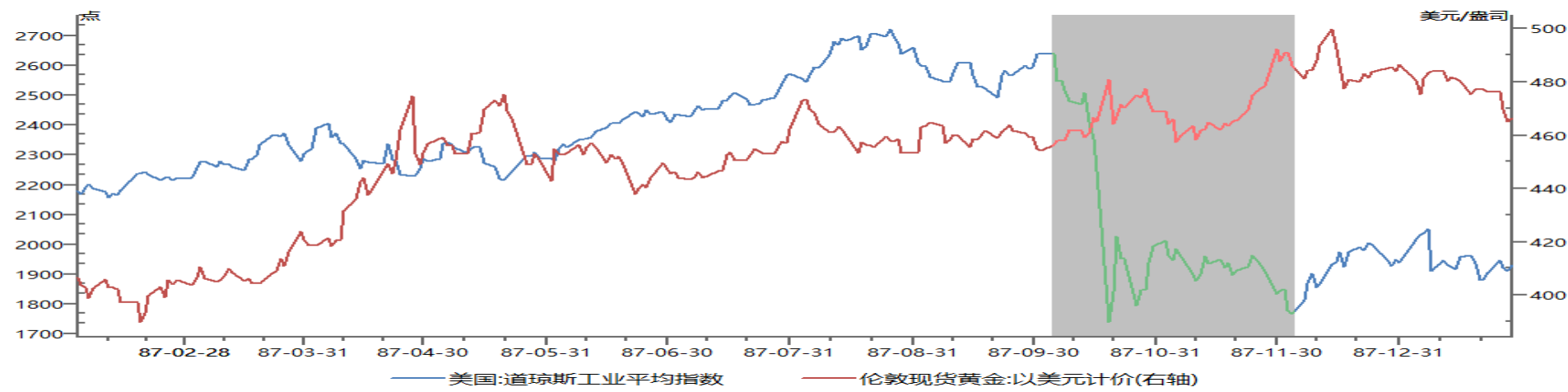
1990年7月17日-1990年10月11日:美股下跌21%



资产类别	首日	10天后	30天后	60天后	90天后	120天后	150天后	180天后	210天后	走势图
标普500	368.95	353.44	311.51	311.5	317.12	330.22	365.5	376.3	378.51	
美债10年	8.44	8.42	9.05	8.65	8.3	8.08	7.78	8.13	8.04	
美元指数	90.28	88.43	85.73	84.28	81.62	83.13	80.76	91.12	92.6	
CRB指数	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
黄金	364.5	368	415	393.6	379.8	396.2	368	357.6	358.5	
原油	18.67	20.04	30.91	37.99	29.78	28.44	22.93	19.76	21.78	

数据来源：wind，中州期货研究所

1987年10月5日-1987年10月19日:美股下跌34%



资产类别	首日	10天后	30天后	60天后	90天后	120天后	150天后	180天后	210天后	走势图
标普500	328.07	298.08	248.52	252.02	249.1	268.74	263	274.45	262.5	
美债10年	9.6	10.18	8.8	8.82	8.19	8.47	8.89	8.71	9.14	
美元指数	98.64	96.6	91.67	88.11	91.14	90.1	89.25	92.21	96.11	
CRB指数	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
黄金	454.5	462.9	464.7	486.1	440.4	450.2	445.1	451.9	433.5	
原油	19.86	19.75	18.91	16.52	17.66	16.49	17.37	16.53	16.16	

数据来源：wind，中州期货研究所

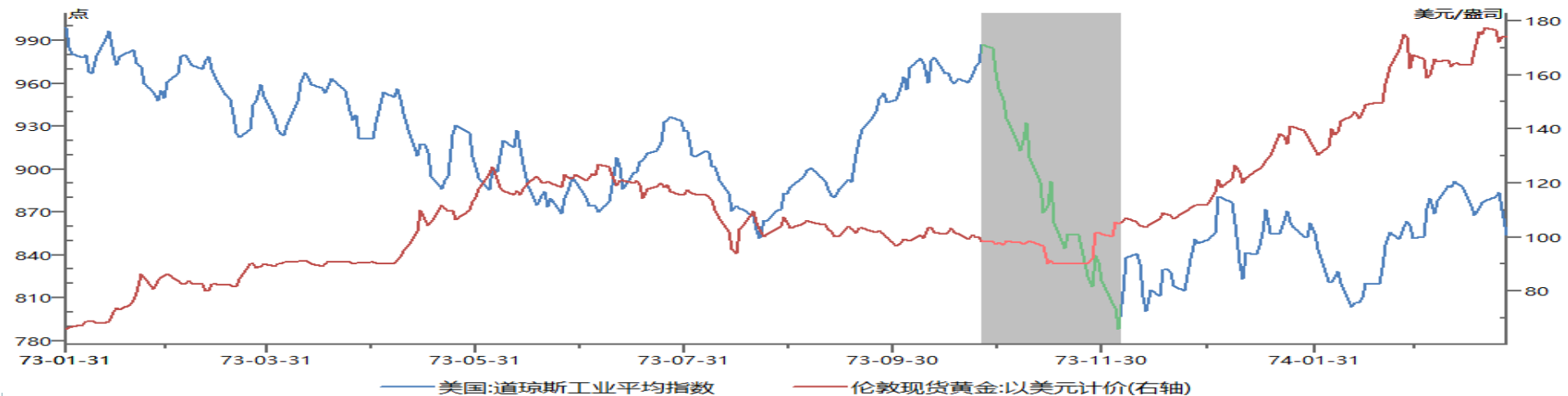
1981年6月25日-1982年8月11日:美股下跌22%



资产类别	首日	10天后	30天后	60天后	90天后	120天后	150天后	180天后	210天后	走势图
标普500	132.66	128.24	131.98	119.77	119.29	124.82	115.75	109.88	116.35	
美债10年	13.66	14.04	14.95	15.08	15.54	13.5	14.62	13.61	13.91	
美元指数	106.51	109.38	114.25	107.41	108.36	104.72	107.22	111.21	115.16	
CRB指数	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
黄金	453.1	406	388	455.6	430.3	409.4	376.5	346.8	365.5	
原油	0	0	0	0	0	0	0	0	0	











数据来源：wind，中州期货研究所

1973年10月26日-1974年12月9日:美股下跌40%













资产类别	首日	10天后	30天后	60天后	90天后	120天后	150天后	180天后	210天后	走势图
标普500	110.5	105.8	92.16	97.3	96.22	92.12	87.29	83.66	75.67	
美债10年	6.73	6.76	6.72	6.97	7.01	7.45	7.52	7.71	8	
美元指数	94.01	97.33	101	107.61	103.03	100.53	98.23	100.24	102.32	
CRB指数	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
黄金	100.1	97.4	105	128.35	162.5	173.5	159.5	134	155.5	
原油	0	0	0	0	0	0	0	0	0	

数据来源：wind，中州期货研究所

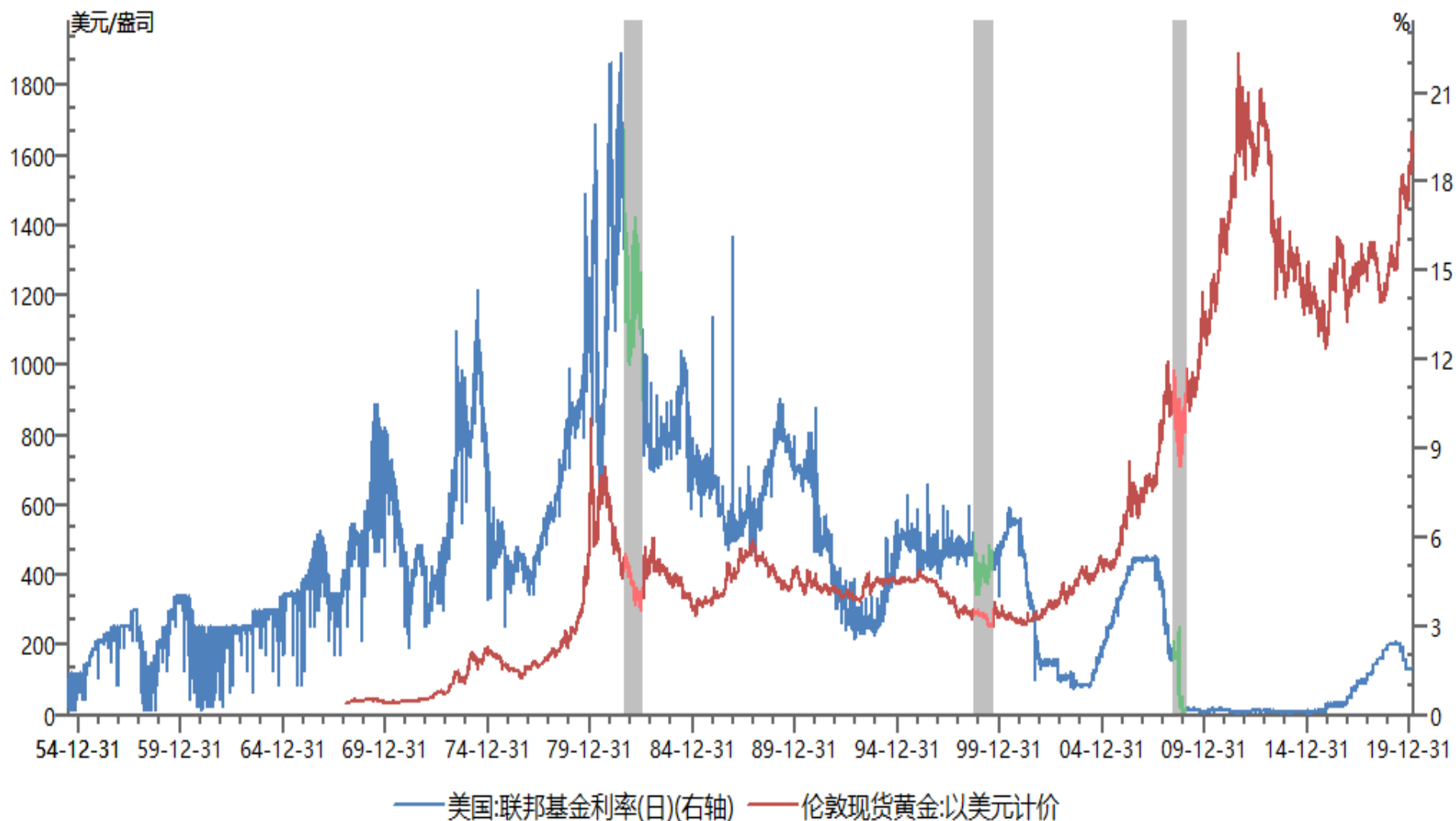
日期	资产类别	首日	10天后	30天后	60天后	90天后	120天后	150天后	180天后	210天后	走势图
2018-10-02	黄金	1189.35	1219.75	1211.4	1258.15	1318.7	1303.5	1284.2	1340.65	1439.7	
2011-07-21	黄金	1586	1637.75	1825	1663	1699	1598	1722	1692	1602.5	
2008-09-29	黄金	902	883.5	754.5	855.25	919.5	928	907.5	962	937.5	
2002-04-26	黄金	307.25	310.5	322	316.15	311.1	319.35	318.85	343.8	352.8	
2001-08-27	黄金	272.8	272.05	290.35	275.45	277.7	304.3	294.25	310.45	322.1	
1998-07-17	黄金	294.95	290.75	283.15	298	296.5	287.45	289.15	279.8	282.4	
1990-07-17	黄金	363.25	366.75	410.3	395.6	376.3	391	364.4	356.6	356.9	
1987-10-05	黄金	454.35	466.6	462.45	483.75	442.1	449.25	445.9	452	432.85	
1981-06-25	黄金	462	405	391.25	456	427.4	415.25	376	346.5	363.25	
1973-10-26	黄金	100.1	97.4	105	128.35	162.5	173.5	159.5	134	155.5	

数据来源：wind，中州期货研究所

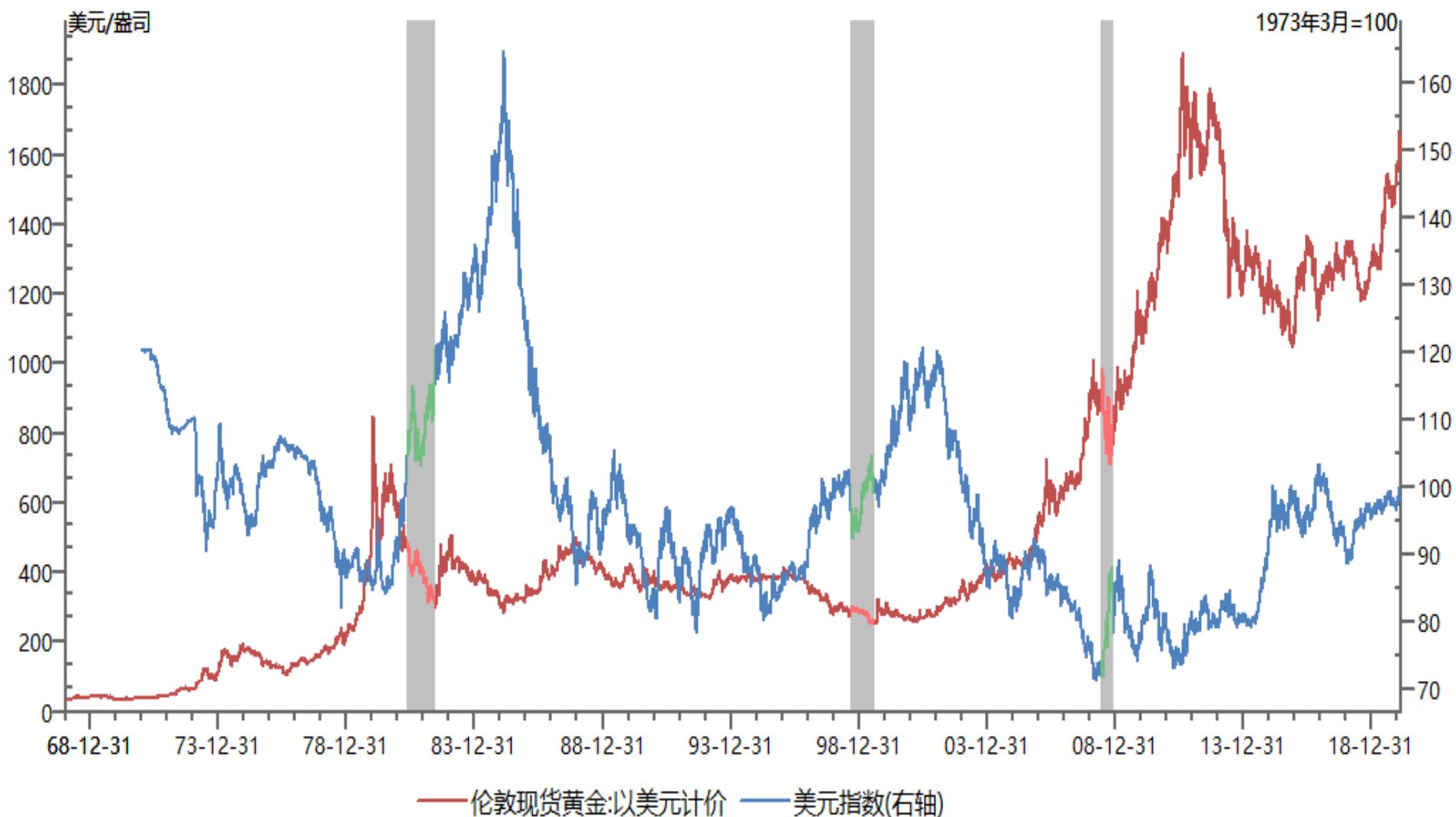
其中，黄金表现三次下跌时资产表现

日期	资产类别	首日	10天后	30天后	60天后	90天后	120天后	150天后	180天后	210天后	走势图
2008-09-29	黄金	902	883.5	754.5	855.25	919.5	928	907.5	962	937.5	
2008-09-29	美债10年	3.85	3.84	3.75	2.08	2.87	2.89	3.03	3.84	3.67	
2008-09-29	美元指数	76.95	81.4	86.222	79.78	85.84	87.26	84.76	80.67	79.48	
2008-09-29	原油	106.89	86.62	61.47	41.67	41.68	47.03	51.55	69.35	64.58	
1998-07-17	黄金	294.95	290.75	283.15	298	296.5	287.45	289.15	279.8	282.4	
1998-07-17	美债10年	5.5	5.52	5.26	4.34	4.85	4.65	5.06	5.21	5.54	
1998-07-17	美元指数	100.82	100.68	102.6	92.62	95.31	94.17	96.08	100.19	99.91	
1998-07-17	原油	14.52	14.09	13.58	15.06	12.14	12.05	11.88	16.17	18.22	
1981-06-25	黄金	462	405	391.25	456	427.4	415.25	376	346.5	363.25	
1981-06-25	美债10年	13.66	14.04	14.95	15.08	15.54	13.5	14.62	13.61	13.91	
1981-06-25	美元指数	106.51	109.38	114.25	107.41	108.36	104.72	107.22	111.21	115.16	

数据来源：wind，中州期货研究所

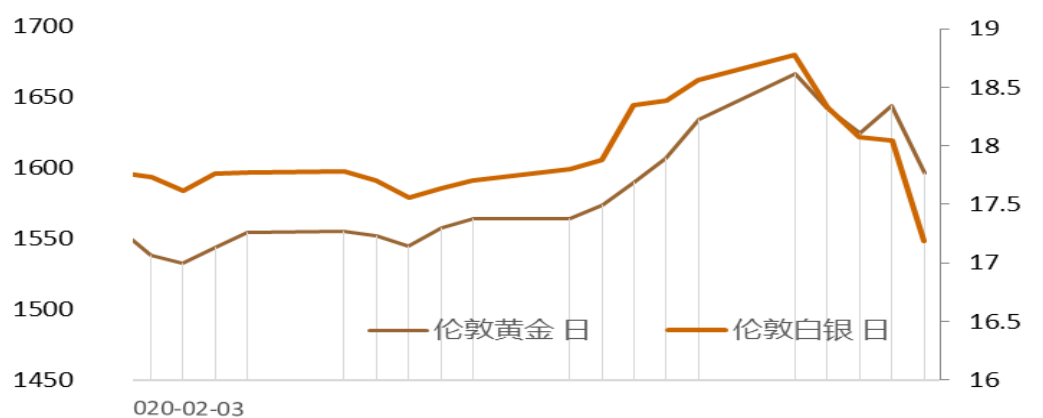
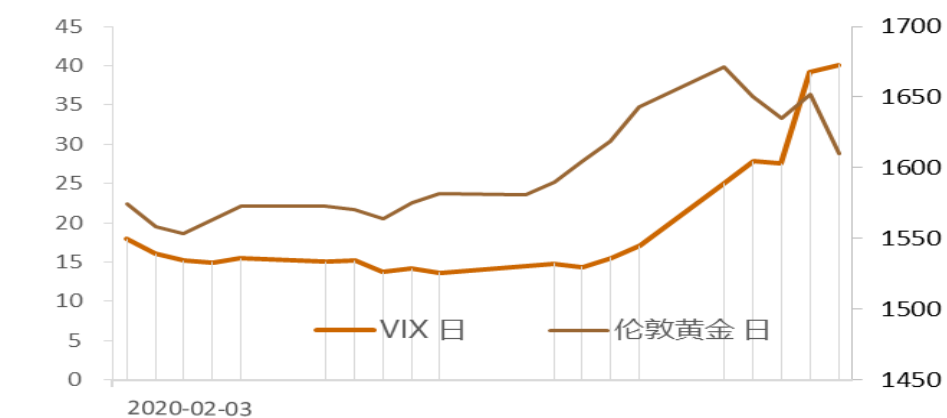
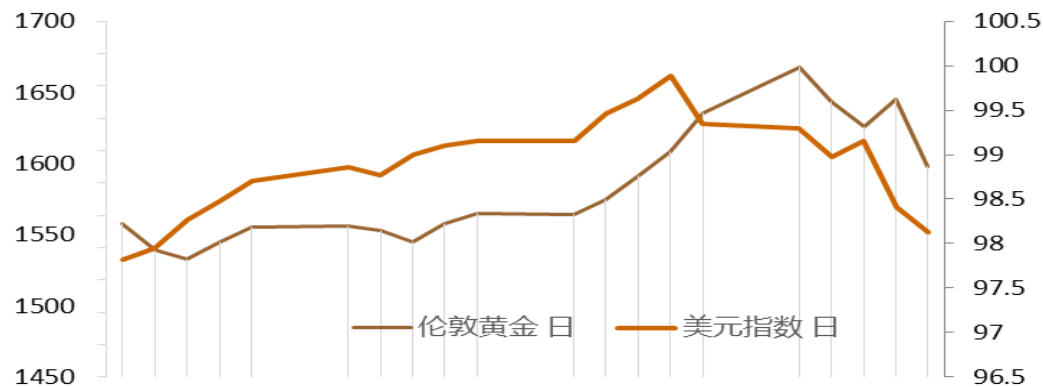
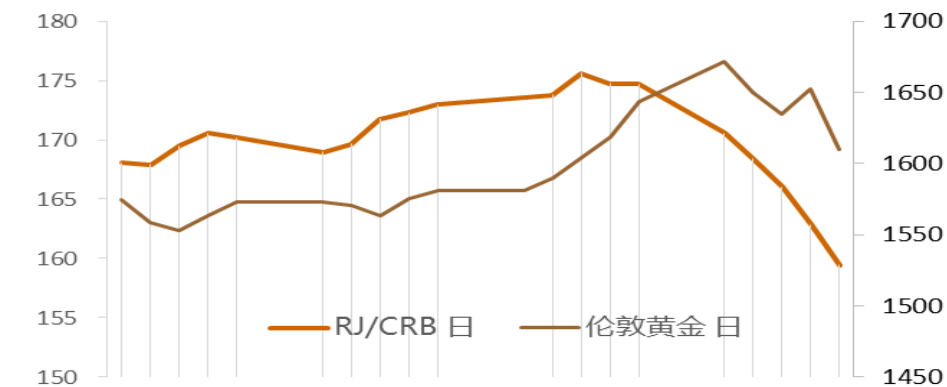
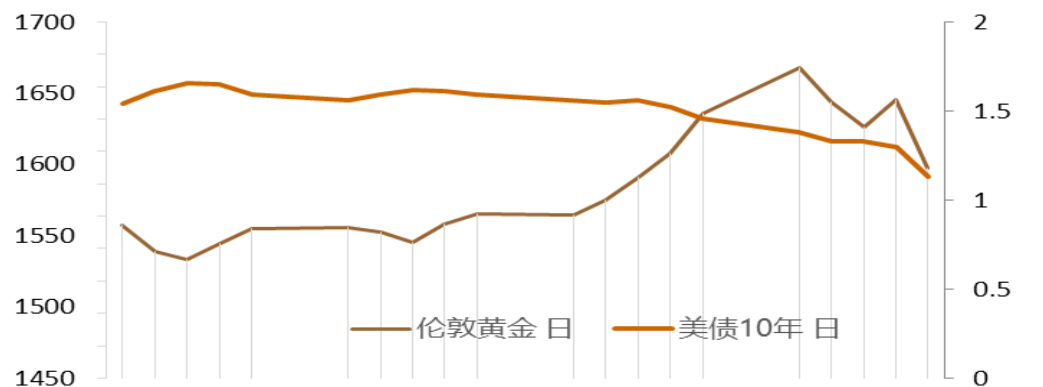
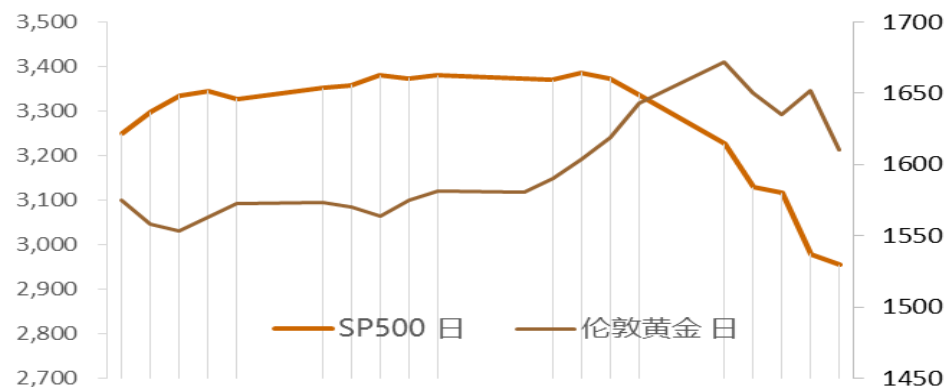


数据来源：wind，中州期货研究所



数据来源：wind，中州期货研究所

本轮下跌大类资产表现



70年代以来美股跌幅超过20%的有10次，其中有三次黄金出现下跌，分别是2008年，1998年和1981年。

在这三次下跌中，后两次处于熊市末期，2008年处于牛市中期；美债前两次上涨，1981年下跌；美元除98年均出现上涨，原油价格均出现下跌。其中，出现债券、黄金背离的有两次：2008年和1998年；出现美元、黄金背离的只有1998年。

从资产表现看，本轮下跌和1998年模式最为类似，有可能向2008年模式演变，最可能介于二者之间。

目 录

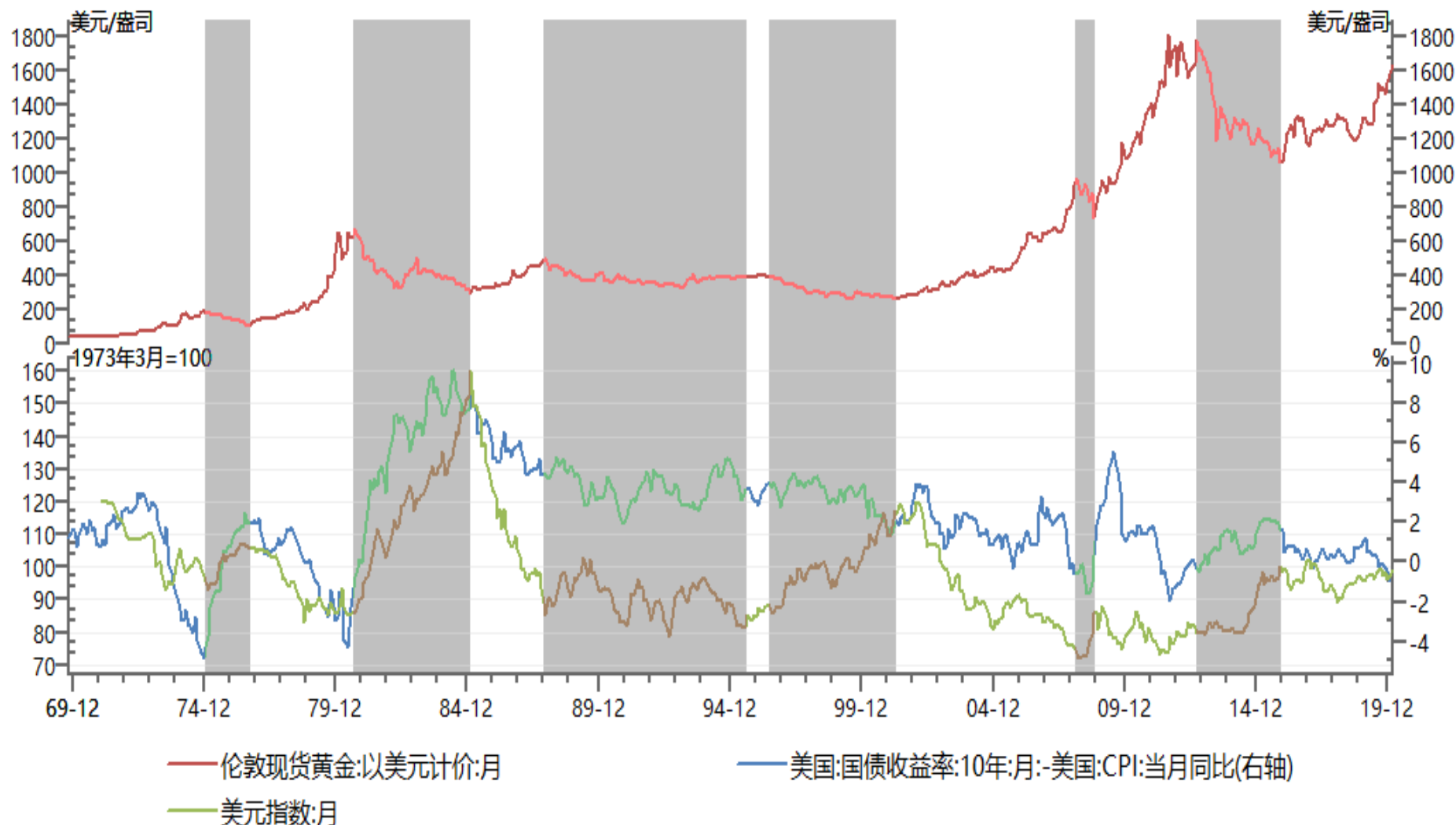
CONTENTS

1 历史美股暴跌对大类资产影响

2 黄金历次暴跌原因追溯

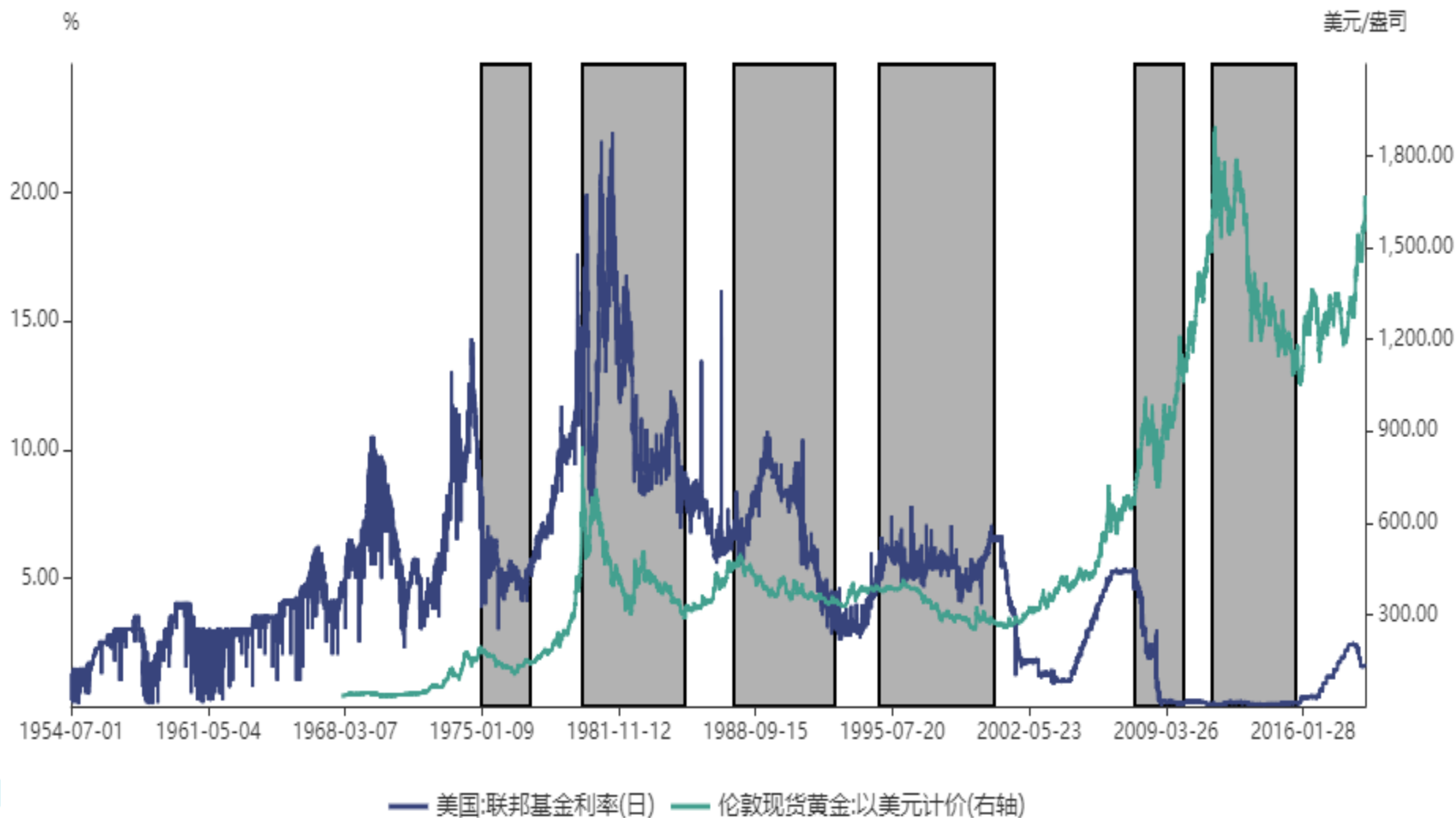
3 黄金避险失灵为哪般？

4 黄金牛市结束了吗？



数据来源：wind，中州期货研究所

历次黄金下跌原因追溯：美国加息周期维度



数据来源：wind，中州期货研究所

黄金历次下跌基本源自三方面：美国实际利率回升、美元升值和加息效应。

本轮下跌均未在上述因素中找到原由，那么到底是什么导致黄金避险失灵了呢？

目 录

CONTENTS

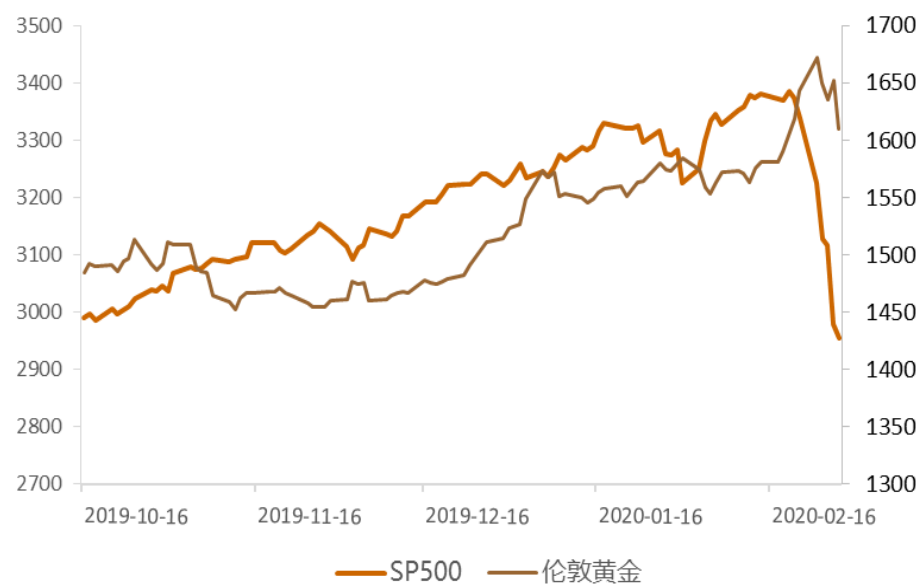
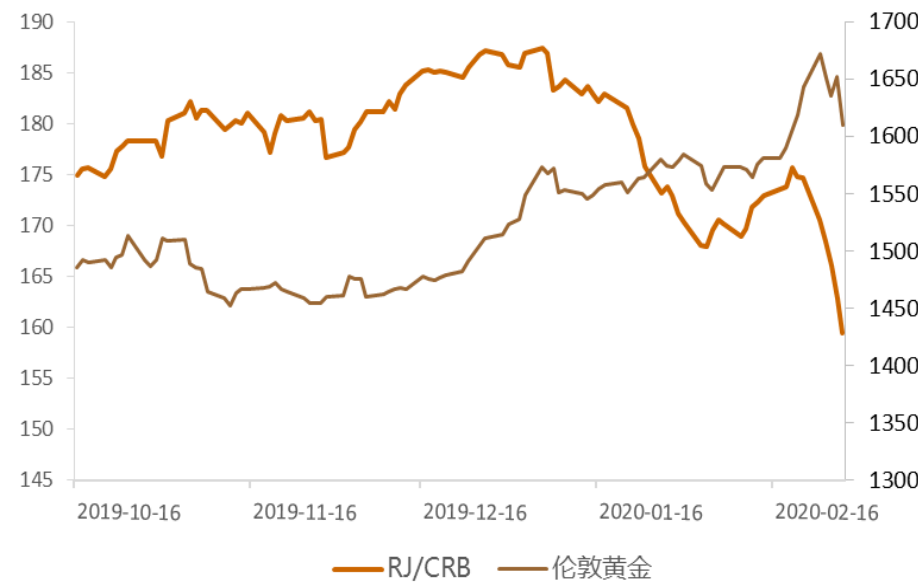
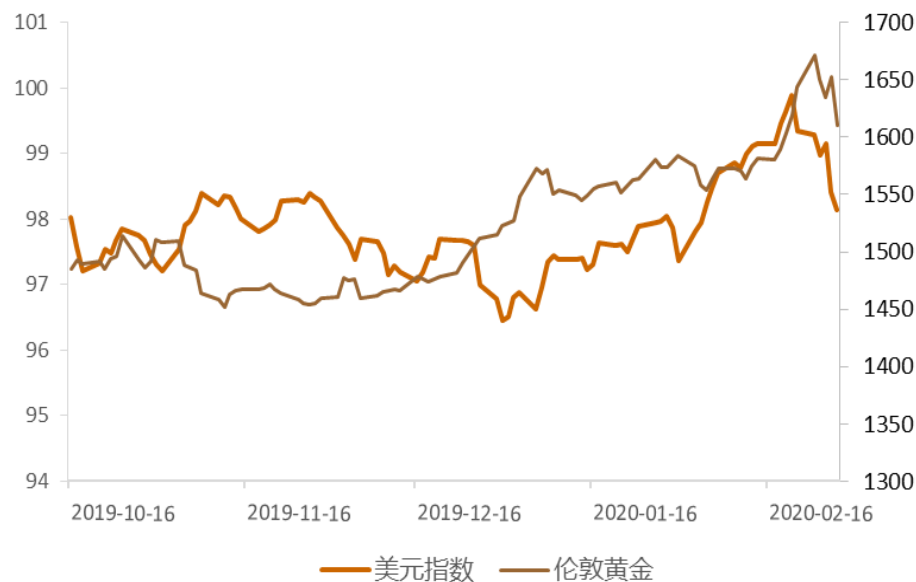
1 历史美股暴跌对大类资产影响

2 黄金历次暴跌原因追溯

3 黄金避险失灵为哪般？

4 黄金牛市结束了吗？

黄金避险失灵为哪般？一切皆背离

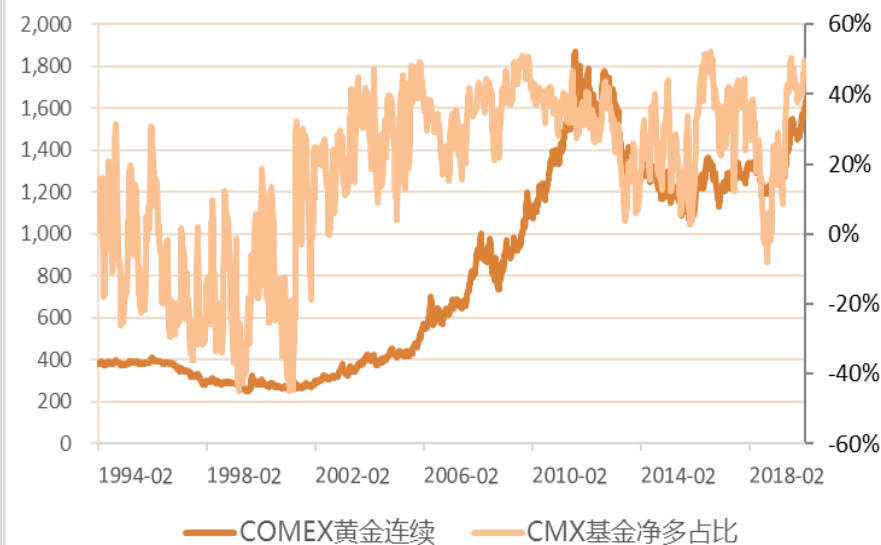




数据来源：wind，中州期货研究所



数据来源：wind，中州期货研究所



www.zzfco.com

本轮黄金的上涨并未得到美元贬值和通胀回升的呼应，仅源于美国实际利率的下行，因此驱动相对脆弱。

黄金的避险属性主要体现为规避货币信用风险，部分用以对冲资产组合的尾部风险，但无法规避流动性风险；当市场极度恐慌时，黄金自身的价格波动风险同样会让其成为风险厌恶者。

黄金避险暂时失灵还在于其投机度过高，过度拥挤的交易在恐慌来临时，容易产生踩踏效应。

目 录

CONTENTS

1 历史美股暴跌对大类资产影响

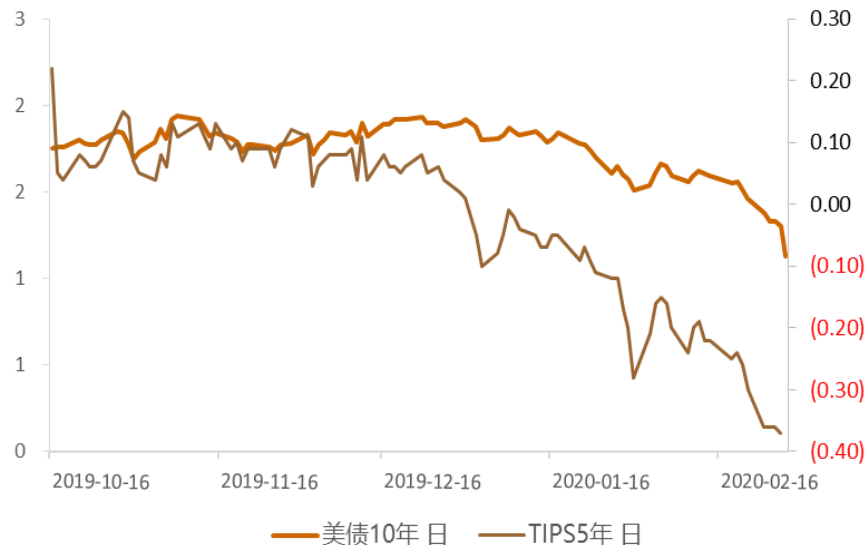
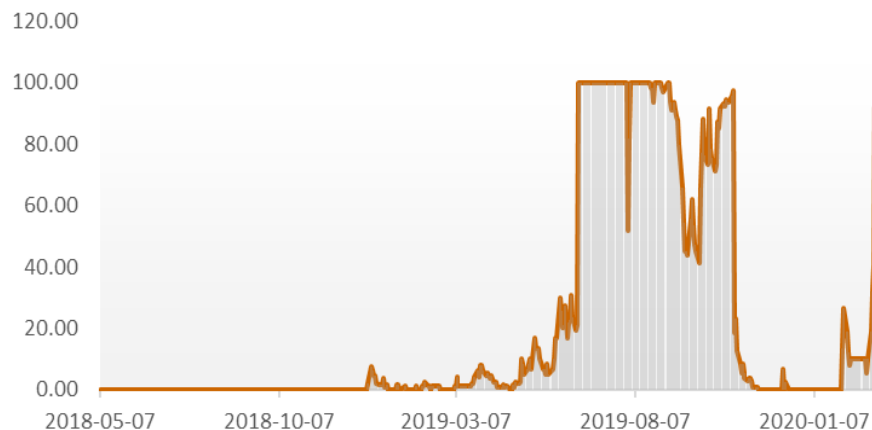
2 黄金历次暴跌原因追溯

3 黄金避险失灵为哪般？

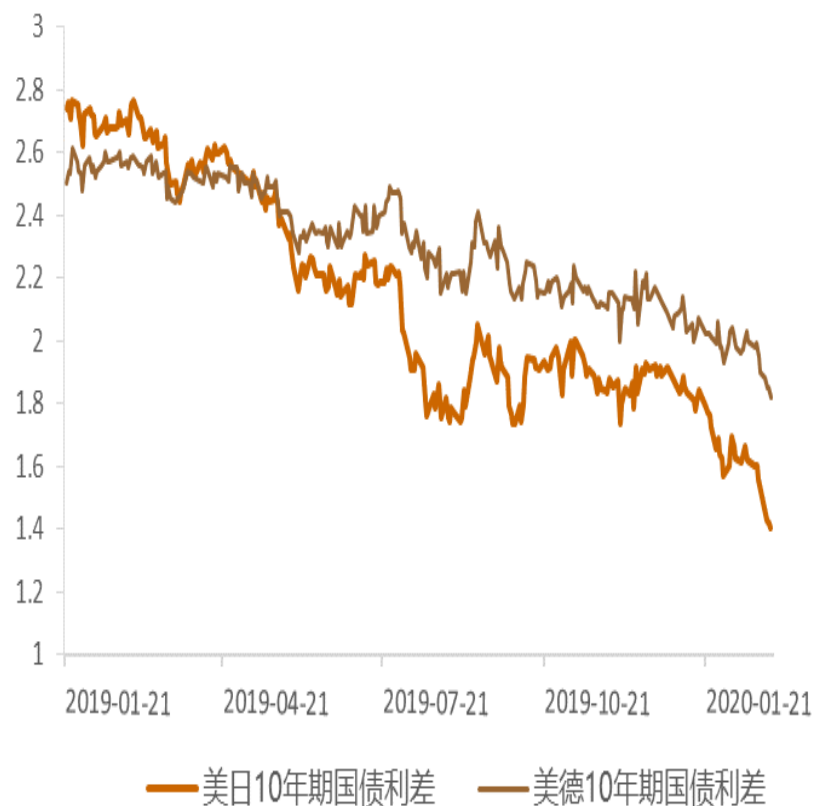
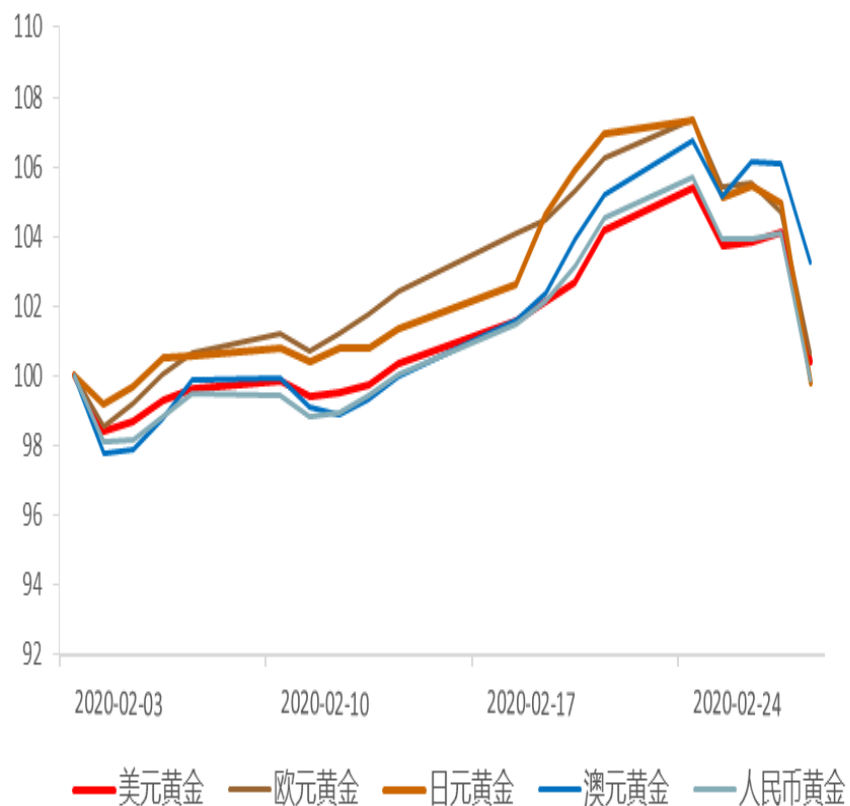
4 黄金牛市结束了吗？

黄金逻辑逆转了吗？降息预期再起，美国实际利率仍将继续下行

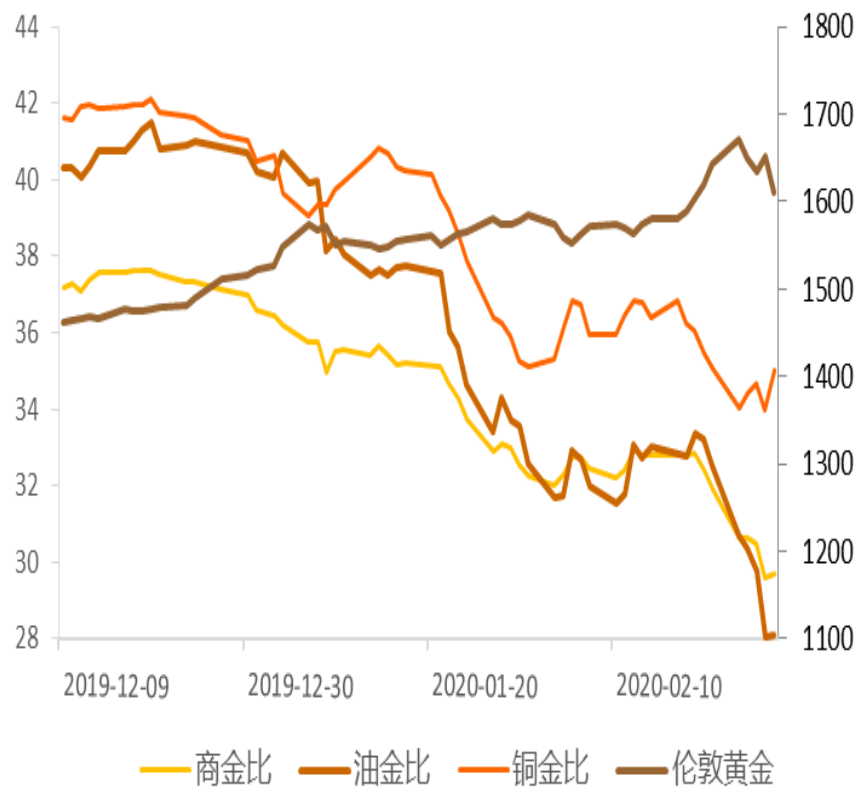
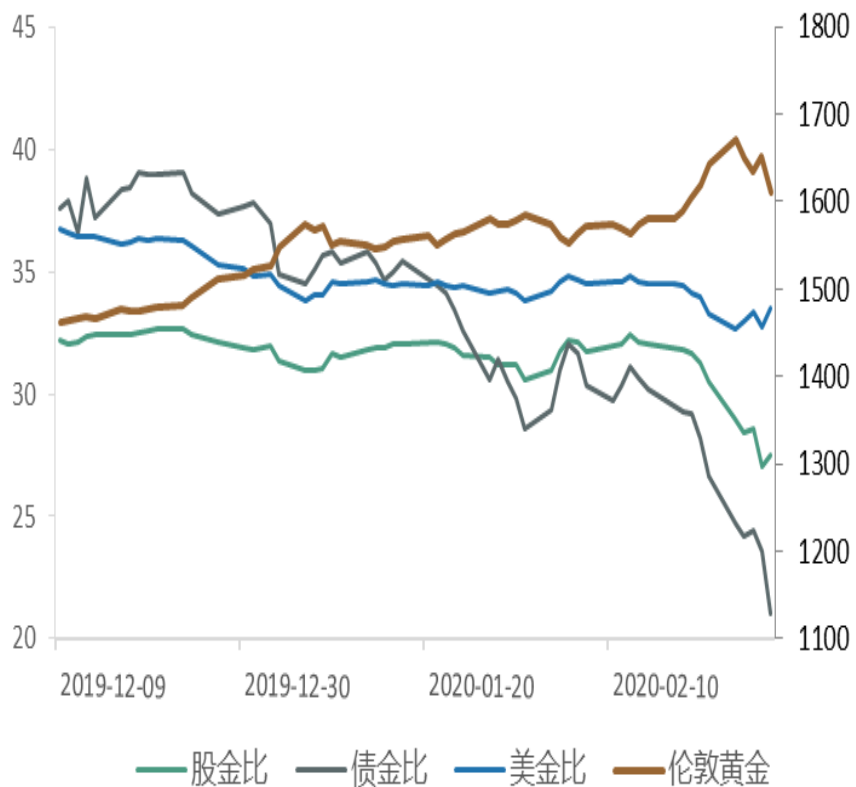
美国:联储观察工具:下次联邦公开市场委员会
会议目标利率变动可能性:下降 日



黄金逻辑逆转了吗？息差缩窄加剧，美元难以趋势走强



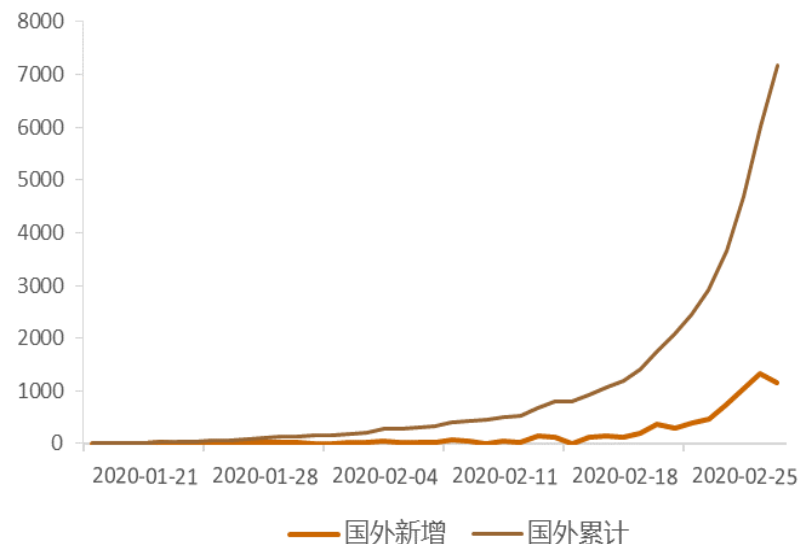
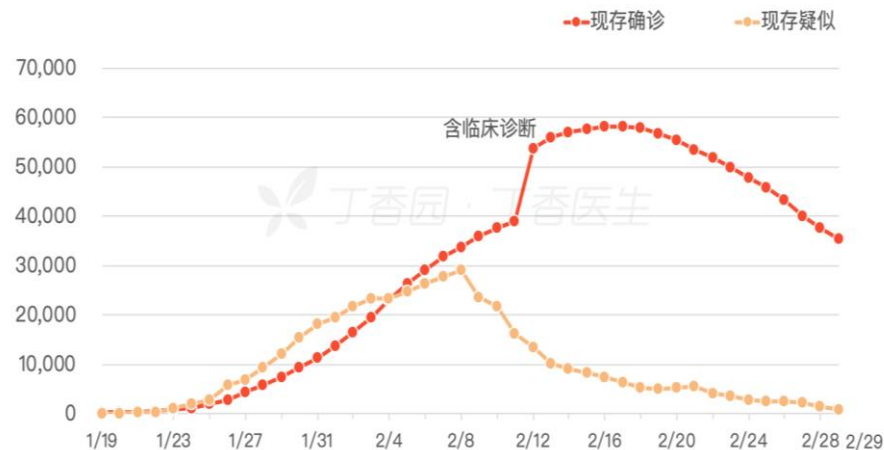
黄金逻辑逆转了吗？资产背离正在修正

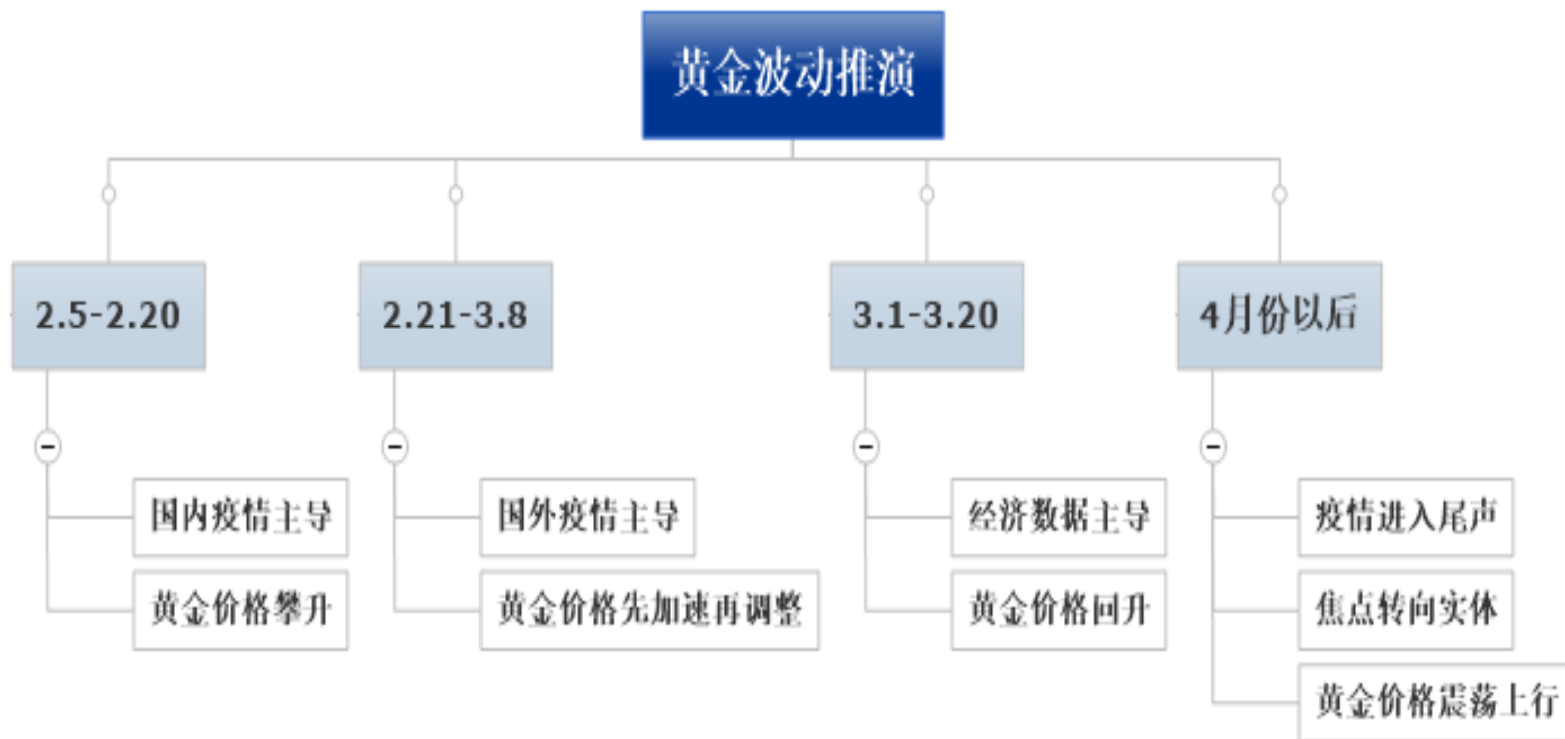


黄金逻辑逆转了吗？恐慌过后，避险需求将卷土重来

图表制作：丁香园·丁香医生

全国疫情现存疑似/确诊趋势图





数据来源：wind，中州期货研究所

黄金上涨的核心驱动并未逆转，美联储降息预期亦将带动全球降息潮的再度蔓延。同时大类资产的背离正在修正，疫情冲击担忧将促使避险需求卷土重来。

国内外疫情处于不同阶段，国内市场从情绪缓解进入数据冲击阶段，国外市场仍未迈过心理恐慌期，二者叠加将导致资本市场继续下行，黄金仍不能幸免，预计调整周期将持续1-2周。

恐慌期过后市场将整体进入忧虑期，届时黄金在忧虑避险和货币宽松助推下涨势再起。



扫码关注【中州宏观订阅号】

联系方式

电话：400-653-5377 邮箱：44337292@qq.com

声明：本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为中州期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。