



美元黄金携手同涨背后逻辑探讨及展望

报告摘要:

近期美元指数与黄金呈现出了历史罕见的一同且持续大幅走高的情况，而促使该现象发生的因素或许受到以下诸方面之影响：

1. 市场对于未来欧元区经济展望的悲观态度叠加美国方面近期所公布的经济数据相对靓丽致使欧美公债利差¹此前持续走低的情况得到改变，美国与欧洲花旗意外指数²之差也迅速在短小时内扩大。在此背景下，美元指数则是大幅走强，而与此同时市场对于欧元区经济悲观的态度却也同时加大了对于黄金的需求，从而促成了美元与黄金一同走高的现象。
2. 当下全球范围内负利率债券规模在2019年4季度初起出现了较为明显的回落之后，于2019年年底再度出现回升，目前已又接近约14万亿美元的水平，而这对于黄金价格的走高有着较为积极的作用。
3. 虽然近期美国方面经济数据相对靓丽，并且给予了美元较为强劲的支撑，但可以发现长短期美债收益率差则是呈现出明显的走低，甚至部分长短期利差处于倒挂的情形之下（3月期美债收益率高于1至10年期所有债券收益率），这或许说明在中国方面疫情影响之下，市场对于美国长期经济展望同样存在一定的担忧，而这对于黄金而言，又是较为有利的因素。
4. 受到新型冠状病毒疫情之影响，市场对于地理位置与中国较为接近的日本方面或也会逐渐受到疫情威胁的可能性存在较大忧虑，从而削弱了日元的避险功能，美日花旗意外指数之差同样迅速走阔，叠加美债收益率的持续走低，这些因素的综合影响致使在避险需求来临时，黄金以及美元受到市场青睐的概率增加。
5. 观察汇市波动率可以发现，此前波动率几乎接近自2015年以来的最低水平，不过自2020年1月至今，外汇市场波动率开始逐渐呈现出相对明显的上升态势。而根据过往经验，在汇市波动率上升的过程中，黄金与美元期之间的负相关性会出现减弱的情况（可从美元指数50日平均历史波动率与黄金美元比呈现较为明显的负相关性得到验证），这虽然不足以构成近期美元与黄金同时走强的关键性因素，但或许也在一定程度上“默许”了此种状况的发生。

综上所述，在上述因素没有出现明显改变的情况下，美元与黄金共同呈现走强的情况或也将继续维系。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 有色金属组

研究员

师橙

☎ 021-60828513

✉ shicheng@htfc.com

从业资格号：F3046665

投资咨询号：Z0014806

相关研究：

欧元区议息会议纪要公布后美元黄金继续一同走高

2020-02-21

欧元区经济展望依旧较差 美元黄金同涨

2020-02-17

突发事件下市场的不同反应及对后市展望之意义

2020-02-03

圣诞假期前贵金属出现异动 来年一季度行情值得关注

2019-12-25

各类利差(Spread)对贵金属价格影响之探讨及后市展望

2019-08-09

¹文中利差计算方式为美债收益率减去欧洲收益率。

²花旗经济意外指数是一个客观量化地测度经济数据的指数。正值，表示实际经济情况好于人们的普遍预期。负值则表明不及预期。

后市展望：

就黄金本身的投资机会而言，此前已在多份报告中提及，未来全球范围内的低利率情况并不会得到改变。此外央行在公开市场上的业务也同时在进行之中。因此在这样的情况下，投资者即便不立刻从风险资产中撤离，但也同样在求诸如黄金这样的避险品种加入到投资组合的配置之中从而达到对冲风险的目的，故此就黄金中长期展望而言，其仍然具有相对较高的投资价值。

美元黄金一同走高原因探讨

欧元区公债收益率大多呈现负值 经济展望同样偏差

在此前的策略报告中曾经提及，多家机构于 2019 年底对于 2020 年底美债收益率的预期做出了不同的展望中便可以发现，于美国方面的机构相比，欧洲机构所做出的预测大多显得相对悲观。如法兴银行便预测，2020 年底 2 年期美债收益率将会降至 0.8% 的水平，而 10 年期美债收益率也同样会下跌至 1.20%（10 年期与 2 年期美债收益率差则仅为 0.4%）。

表 1：机构对于 2020 年底美债收益率预期

机构名称	2 年期	5 年期	10 年期	30 年期
高盛	1.80%	1.90%	2.25%	2.60%
摩根大通	1.60%	1.75%	2.05%	2.50%
美国银行	1.60%	1.65%	1.80%	2.10%
摩根士丹利	1.55%	1.60%	1.75%	2.25%
道明证券	1.35%	1.40%	1.60%	2.25%
蒙特利尔银行	1.05%	1.20%	1.50%	1.75%
汇丰	1.20%	1.35%	1.50%	1.95%
法国兴业银行	0.80%	0.80%	1.20%	1.75%

资料来源：Bloomberg 华泰期货研究院

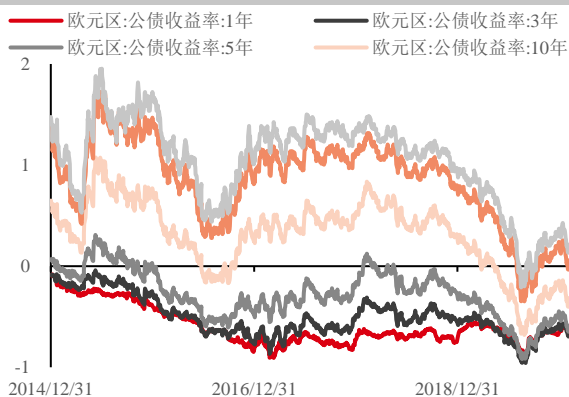
而从近期的行情中可以明显观察到，在近两周美国方面经济数据相对较为靓丽的情况下，美元指数呈现出大幅走强，此前制约美元价格上涨的较为重要的因素，即欧美利差持续呈现出走低的态势，也于近期逐渐出现改变。与此同时，欧元区内通胀过低的问题则始终未能得到解决，虽然在上周公布的欧洲央行会议纪要中称数据显示出积极的信号，但预计经济增速将是温和的，同时欧元区央行认为，英国脱欧带来的影响或许比此前预期的更大，

所面临的经济展望不确定性也随之增加。另外，美国以及欧洲花旗意外指数之差也于近期呈现出大幅增长，从而更加奠定了美元指数大幅上攻的基础。

在欧元区公债方面，当下欧元区内部，除去 30 年期公债收益率仍维持在 0 上方之外，其余各期限公债收益率皆呈现负值。而截止当下，全球范围内负利率债券规模又再度达到约 14 万亿美元的水平。

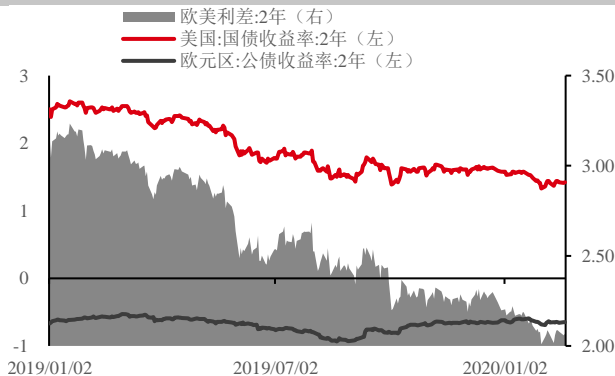
故此在这样的背景下，虽然美元指数在欧元区经济状况相对较为不乐观以及欧洲收益率几乎集体呈现负值的情况下出现了较为明显的走高，但是上述因素实则对于黄金价格的走强同样较为有利，因此黄金价格并未受到美元指数走高的影响而出现承压的情况，相反则是与美元一同出现了十分靓丽的上攻。

图 1：欧元区各期限公债收益率 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：2 年期欧美公债收益率差（美-欧） 单位：%



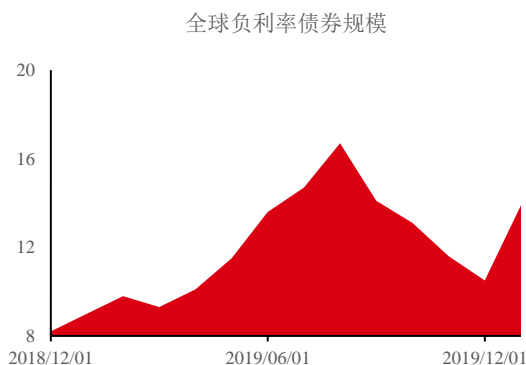
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3：花旗意外指数 单位：点



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 4：全球负利率债券规模大小 单位：万亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

美债长短期收益率倒挂情况再度显现

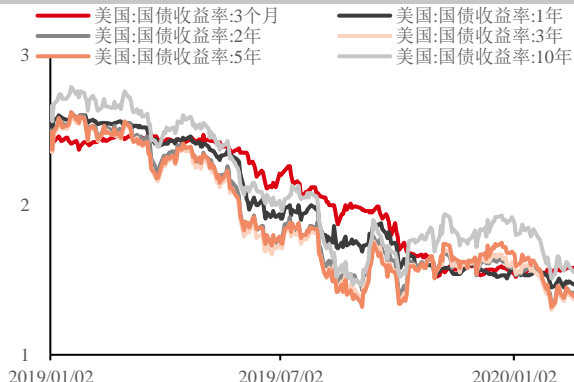
而就美国方面而言，虽然近期所公布的经济数据向好以及欧美国债利差停止走阔等因素促使了美元于近阶段的大幅走强，但是观察美国国债收益率，尤其是长短期国债收益率差则可发现，自2020年1月中旬起，10年期与2年期美债收益率差便再度出现较为明显的拐点，截止当下该利差为0.12%，较年初之时大幅下降约60%。而3个月期限的美债收益率更是高于所有1至10年期美债收益率，并且倒挂程度存在逐渐加剧的迹象。这显然反应出了市场对于未来经济展望的担忧，结合此前在报告中提及的，在中国方面疫情冲击之下，市场当时的反应相较于2020年1月初美伊冲突持续发酵之际所反映出的情况来看，市场显然将中国方面的疫情影响视为将会对于未来经济冲击更为严重的因素，这一点从中国国内疫情逐渐蔓延之后，全球范围内市场反应便可窥测出端倪。而也正是由此影响，市场同样存在对于美国方面长期经济展望的担忧，故此长短期美债收益率倒挂的情况自2020年1月底2月初显现之后，便始终未能得到纠正，甚至存在持续加剧的势头，这对于贵金属价格的走强显然也是相对有利的因素。

图 5：10 年与 2 年期美债收益率差 单位：%



数据来源：wind 华泰期货研究院

图 6：美国各期限国债收益率 单位：%



数据来源：SMM 华泰期货研究院

表 2：冠状病毒蔓延及美伊朗冲突各类资产表现之对比

指数	美伊冲突期间（1月6日当周）涨跌情况	中国疫情蔓延阶段(1月27日当周) 涨跌情况
标普 500	+0.94%	-2.12%
纳斯达克	+1.75%	-1.76%

道琼斯工业	+0.66%	-2.53%
法兰克福 DAX	+2.00%	-4.38%
法国 CAC	-0.12%	-3.62%
英国富时 100	-0.45%	-3.95%
日经 225	+0.82%	-2.61%
香港恒生指数	+0.66%	-5.86%
VIX	-9.31%	+3.35%

资料来源：公开信息 Wind 华泰期货研究院

新冠疫情影响使得市场对于持有日元信心有所减弱

上周五（2月21日）综合日本媒体报道，截至当地时间2月20日23时，日本国内累计确诊新冠肺炎病例728例，死亡3例。其中，“钻石公主”号邮轮上共确诊634例，在日本国内的日本人和中国游客等共80例。日内日本央行行长黑田东彦表示，目前无法量化新冠肺炎造成的影响，疫情将是G20会议上最主要的话题。新冠肺炎疫情可能影响全球经济，影响还可能继续扩大。需要将对新冠疫情的关注程度上升到最高，如有需要将毫不犹豫采取行动。而观察美元兑日元货币对近期的表现来看，其大幅走高的程度以及时间点与黄金价格吻合度相对更高。由于日本长时间的低利率环境，一方面导致日元成为国际套息交易中的主要融资货币。低利率导致日元融资成本极低，加上日元可自由兑换，因此投资者选择借入低息的日元资产，用以购买高收益的资产，而在汇率相对稳定的情况下，投资者的收益即为两者的息差。当风险事件发生，全球避险情绪升温时，投资者卖出高收益资产，然后买入日元偿还贷款，从而导致日元需求在短时间内上升，推升日元汇率，故此日元与美元以及瑞士法郎一样被视为避险属性相对较高的货币，而在日本方面同样受到新冠病毒影响的情况下，市场持有日元的信心受到较大影响，故此削弱了日元所具有的避险属性。

上述情况与2019年3季度时，由于中美贸易争端不断加剧所引发的黄金走高之际的情况较为类似，当时CFTC美元兑日元³甚至呈现出了多头净持仓的情况。可见倘若主要的避险因素与亚洲相关之时，日元所受到的青睐程度则会受到一定影响，从而削弱其避险属性，同

³ 日元采取间接标价法，即标记方式为美元/日元，因此美元兑日元空头头寸实则为看涨日元汇率的头寸。

时叠加美债收益率同样走低的情况下，使得美元以及黄金的避险需求被更大程度激发，进而间接促成了黄金与美元的一同走高。

图 7：日本确诊新冠肺炎人数

单位：个

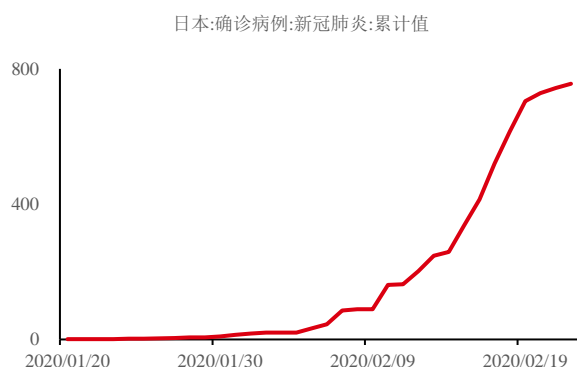


图 8：美日花旗意外指数差

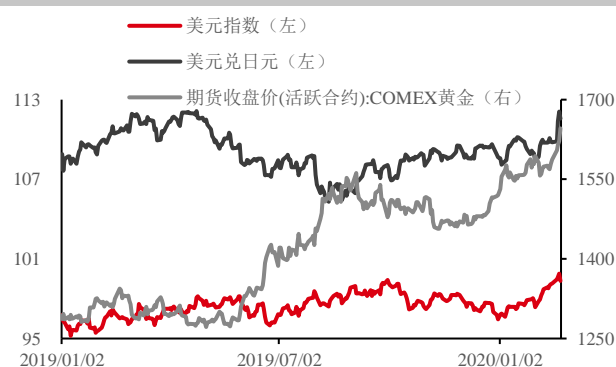
单位：点



数据来源：wind 华泰期货研究院

数据来源：Wind 华泰期货研究院

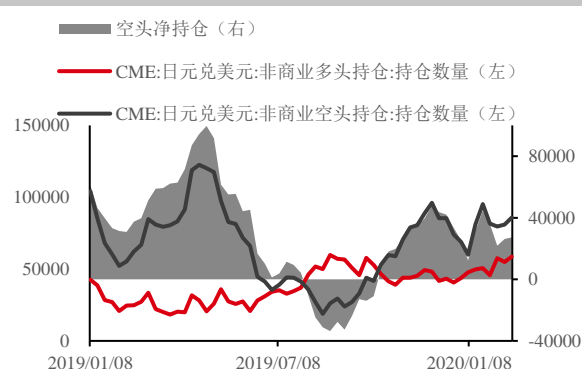
图 9：美元兑日元走势



数据来源：wind 华泰期货研究院

图 10：CFTC 非商业机构日元持仓

单位：张

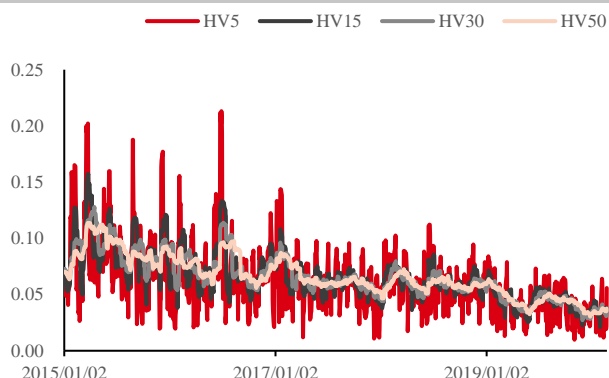


数据来源：Wind 华泰期货研究院

汇市平均历史波动率自 2020 年 1 月起呈现逐渐走高态势

最后，观察汇市波动率可以发现，此前波动率几乎接近自 2015 年以来的最低水平，不过自 2020 年 1 月末至今，外汇市场波动率开始呈现出较为明显的抬升。而根据过往经验，当汇市波动率上升并处于较高位置时，黄金与美元之间的负相关性会出现减弱的情况（美元指数 50 日历史平均波动率与黄金美元比呈现出较为明显的镜像），这虽然不足以构成近期美元与黄金同时走强的关键性因素，但是也在一定程度上“默许”了此种状况的发生。

图 11: 美元指数平均历史波动率



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 12: 黄金/美元对比 50 天美元指数平均历史波动率



数据来源: Wind 华泰期货研究院

后市展望

综上所述，美元与黄金于近期呈现出了较为明显的一同上攻态势。后市需要重点关注的因素包括欧元区经济展望以及欧美公债利差变化情况、世界范围内负利率债券规模大小的变化、美债收益率倒挂情况是否能够得到修复、日本方面疫情蔓延情况是否能够得到有效控制，而在上述因素均没有明显的改变或是拐点出现的情况下，黄金与美元则或将维持当下一同走强的态势。

而就黄金本身的投资机会而言，此前已在多份报告中提及，未来全球范围内的低利率情况并不会得到改变。此外央行在公开市场上的业务也同时在进行之中。因此在这样的情况下，投资者即便不立刻从风险资产中撤离，但也同样在求诸如黄金这样的避险品种加入到投资组合的配置之中从而达到对冲风险的目的，故此就黄金中长期展望而言，仍然具有相对较高的投资价值。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司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

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com