



## 近期贵金属大幅波动后关注要点及策略分析

### 报告摘要:

上周贵金属价格与美股的同时大幅回调固然有市场对于流动性风险因素的担忧(Libor OIS spread 与 CDS 报价短小时内飙涨),但目前这类风险因素尚不足以造成大规模的信用违约风险的产生(TED Spread 上涨幅度较为有限)。此外,随着此前原油价格的大幅走弱,使得市场对于通货膨胀的预期同样出现大幅降低,这在美联储尚未实施紧急降息之前,名义美债收益率已被压缩至极低的水准的情况下,致使实际利率(实际利率=名义利率-通胀)水平预期呈现出走高的情况,从而对于贵金属价格产生了一定的打压。不过在美联储于3月3日紧急调降联邦基金利率后,这样的影响因素便已大幅减弱,贵金属价格也随即呈现出了较为强劲的反攻。

伴随着澳洲联储以及美联储相继采取的降息动作,目前全球负利率债券水平再度呈现走高的情况,并且除去降息之外,市场对于美联储加大公开市场操作力度的预期也同样加强,但当下美联储的公开市场采购主要以购入短期美国国债为主,对于诸如 MBS 这类品种的购入却明显有限,而这样便有可能使得宽松货币政策作用于实体经济的效果被打折扣(Wall Street OR Main Street?),后市需关注美联储对于公开市场操作手段上的调整,倘若宽松货币政策无法切实地作用至实体经济之上,则对于贵金属的持续走强则仍是十分有利的条件。

最后,纵观自1976年以来,美股单日跌幅超过10%之后其它资产在此后一年内的表现可以发现,黄金仍然处于表现最为强劲的位置。因此在当前背景下,贵金属或仍将是相对安全的资产配置选择。

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:

美澳联储一同意外降息 黄金走强  
收复上周跌幅

2020-03-03  
各类利差(Spread)对贵金属价格影响之探讨及后市展望

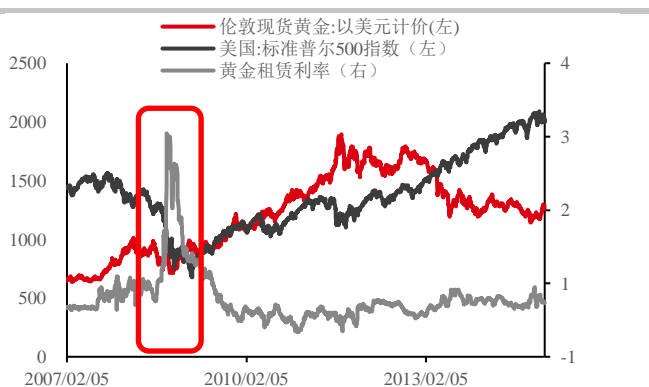
2019-08-09

### 流动性风险显现但尚不足造成大规模信用危机的产生

在上周后半周呈现出了美股以及黄金一同大幅下跌的情况，而市场对此的解释部分认为由于受到流动性紧缺的压力，因此当以股市为代表的核心金融资产出现持续大幅回调的同时，黄金因其相对较好的流动性也或许会遭到一定的抛售。而在2008年金融危机前后的确也曾出现过类似的情况。由于黄金本身除去可以直接被抛售以换取流动性之外，也可以被持有者租赁从而获取相对应的流动性需求，而在2008年金融危机爆发之际，的确观测到了黄金租赁利率呈现出了明显的走高，这是由于在流动性危机到来之际，Libor利率也同样将会出现走高的情况，而这便会增加银行期望通过租赁黄金从而获得流动性的做法。并且在2008年间黄金租赁利率大幅增长之际，也确实伴随了黄金以及美股短时内的一同大幅下挫的情况。

而针对上周后半周的情况，由于上文所提及的黄金租赁利率是通过Libor与黄金远期利率（GOFO）之差得来。不过由于伦敦黄金协会（LMBA）于2015年便停止对外公布GOFO利率，故此只得根据KITCO所公布的隐含黄金租赁利率（implied gold lease rate）进行参考。可以发现，自上周五起直至当下，隐含黄金租赁利率虽然呈现出了一定的上涨，但是其上涨程度相较于2008年而言还是十分有限，甚至不及2019年间中美贸易争端开始逐渐升温时的上涨幅度。因此当下市场对于租赁黄金从而获取现金收益的需求虽然有一定的上涨，但是与2008年期间相比却还是有着较大的差距。

图1：黄金租赁利率（Libor - GOFO） 单位： %



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图2：隐含黄金租赁利率 单位： %



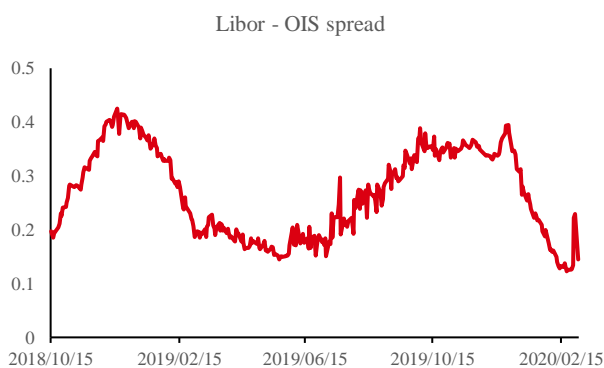
数据来源：Kitco 华泰期货研究院

不过，虽说从黄金租赁利率没有出现太过明显的变化。但是市场对于潜在的流动性紧缺风险却还是作出了反应，例如Libor - OIS spread（通常用于衡量市场流动性风险）便于2月27日起便出现了十分明显的走高，与此同时市场普遍对于信用违约互换（CDS）的报

价也呈现出了明显的走高。可见当时，在新型冠状病毒肺炎疫情逐渐蔓延至全球范围以及全球股市大多呈现出恐慌性的持续大幅下挫的情况下，市场的确对于出现流动性风险存在一定的担忧。故此也不排除的确存在机构抛售黄金头寸从而满足自身流动性需求的情况，只是这样的流动性紧缺的情况，目前似乎暂时还不足以造成太过大范围信用违约风险的产生，这是因为无论是观察 TED spread 还是美银美国 BB 级企业债期权调整利差（两者通常被用来作为市场信用风险的衡量）与 2008 年时相比均仍处于绝对偏低的位置。

图 3: Libor – OIS spread

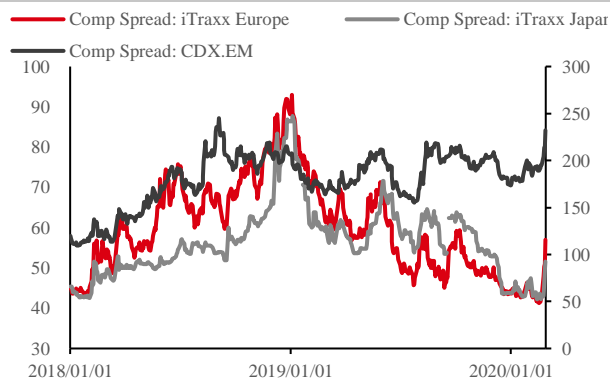
单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: 欧洲、日本以及新兴市场 CDS 报价

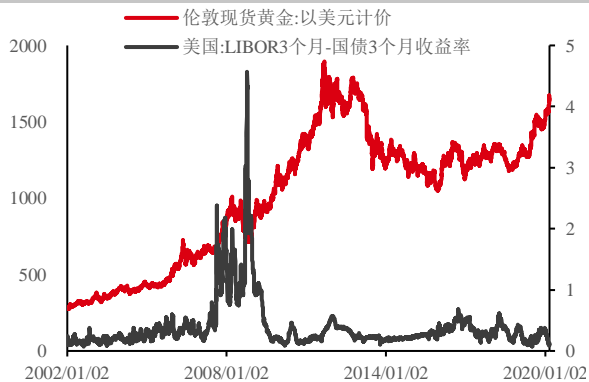
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: TED spread

单位: %



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 6: BB 级企业债期权调整利差

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

### 通胀预期回落致使实际利率水平短时期内走高

在此前新冠疫情逐渐蔓延之际,原油价格则是经历了大幅的下挫,2月间的跌幅便超过12%。而随着原油价格的大幅走低,市场对于通胀水平的预期也呈现出了大幅下降的情况,10年期美债收益率与 TIPS 利差于2月末下降至1.41%,较月初之时走低14.55%。而上周美联

储尚未采取紧急降息的措施，故此以当时联邦基金利率的水平，名义美债收益率已然被压缩至极低的位置，而在这样的情况下，随着市场对于通货膨胀水平预期的大幅走低所产生的影响便是预期的实际利率水平出现大幅回升（实际利率=名义利率 - 通胀），而这也是造成此前黄金价格走低的一个相对重要的因素。

图 7：布伦特原油价格

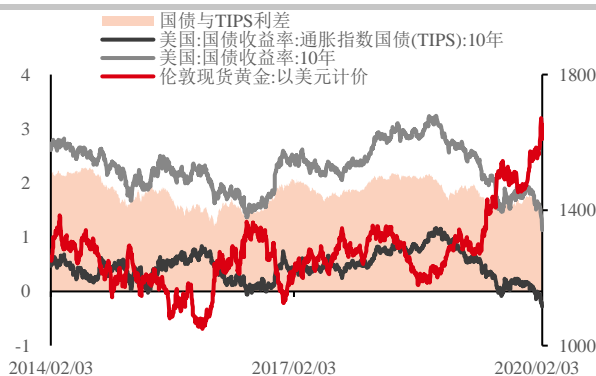
单位：美元/桶



数据来源：wind 华泰期货研究院

图 8：10 年期美债与 TIPS 利差

单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

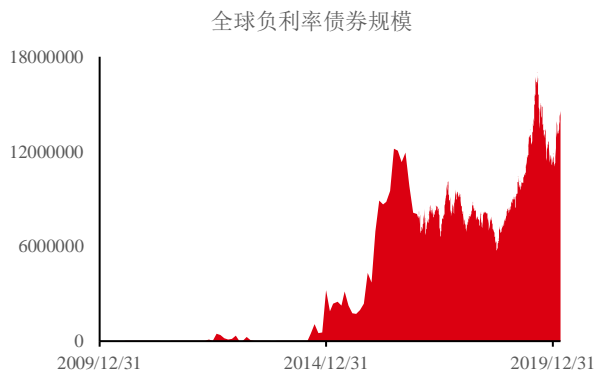
### 全球范围内央行更大规模降息或开启

北京时间 3 月 3 日，澳洲联储以及美联储均出人意外地采取了降息的动作，澳洲联储宣布下调基准利率 25 个基点至 0.50%，而美联储则是下调基准利率 50 个基点至 1.00% 至 1.25%。这使得美债收益率再度创出新低，10 年期美债收益率一度跌破 1%。

而这样的举措无疑会使得全球范围内负利率债券规模进一步增加，不过与此同时，仍然可以注意到，美债多头头寸却仍在持续呈现出增长的态势。即便在此前美联储并未突然采取降息动作之前，美债收益率便已处于十分偏低的位置，倘若考虑通胀指标，则实际利率同样呈现负值的状态，但机构却仍在不断增持美债，这或许显示出了其对于美联储在未来不但会采取进一步降息的预期，同时也对于美联储将会加大公开市场力度的操作有着较强的信心，认为美联储会通过公开市场继续收购美国国债从而达到释放流动性的效果，而这对于机构而言也将会获得相应的资本利得。因此就此预计，未来美联储加大公开市场操作的可能性也同样较高，而这对于黄金价格而言则依旧是较为有利的因素。

图 9：全球负利率债券规模

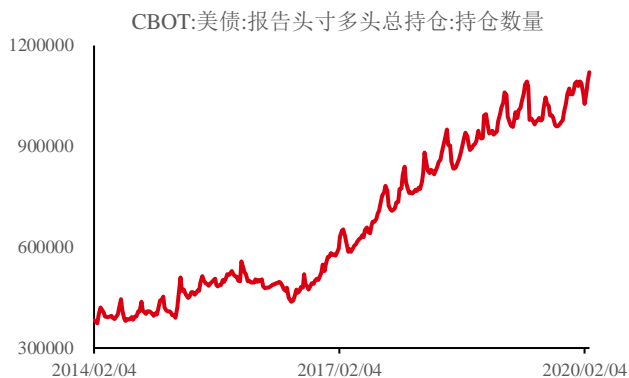
单位：百美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 10：CBOT 美债多头持仓：

单位：张



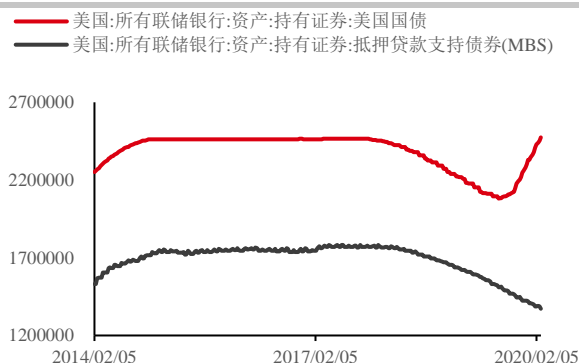
数据来源：Wind 华泰期货研究院

### Wall street OR Main street?

当下美联储降息的预期已经兑现，但其公开市场将会有怎样进一步的操作则仍需等到本月美联储议息会议（3 月 19 日）之时才可最终见分晓。不过对于美联储采取何种方式进行公开市场操作则或许是未来需要重点关注的因素，从当前美联储资产负债表中观察可以发现，美联储近期所采取的公开市场操作大多以购入短期美国国债为主，而对于诸如 MBS 这类品种的持有则相对较少。故此所释放出的流动性是否能够切实作用于实体经济的发展则或将存有一定疑问。

当然，在美联储完成此次紧急降息之后，观察 2 年期美债收益率与联邦基金利率之比却仍然处于季度偏低的位置，这说明市场机制下的收益率与政策导向下的利率水平仍存在相对较大的背离，故此此后美联储继续采取降息的可能性依然存在。

图 11: 美联储购买国债与 MBS 数量对比



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 2 年期美债收益率/联邦基金利率

单位: 倍



数据来源: Wind 华泰期货研究院

### 结论与展望

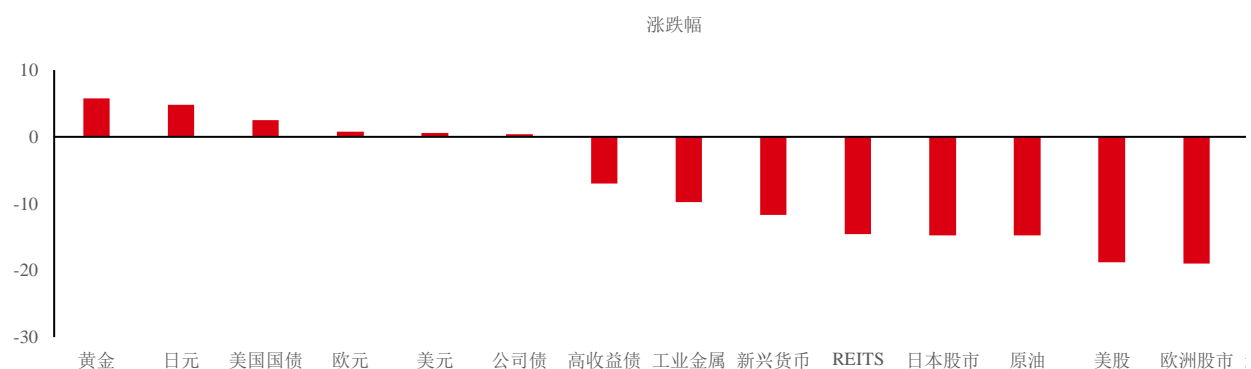
上周贵金属价格与美股的同时大幅回调固然有市场对于流动性风险因素的担忧(Libor – OIS spread 短小时内飙涨)，但目前这类风险因素尚不足以造成大规模的信用违约风险的产生（隐含黄金租赁利率与 TED Spread 上涨情况有限）。此外，随着此前原油价格的大幅走弱，使得市场对于通货膨胀的预期同样出现大幅降低，这在美联储尚未实施紧急降息之前，便使得实际利率水平呈现出走高的情况，从而对于贵金属价格产生了一定的打压。不过在美联储于 3 月 3 日紧急调降联邦基金利率后，这样的影响因素便已大幅降低，贵金属价格也呈现出了较为强劲的走高。

伴随着澳洲联储以及美联储相继采取的降息动作，目前全球负利率债券水平再度呈现走高的情况，并且除去降息之外，市场对于美联储加大公开市场操作力度的预期也同样加强，但当下美联储的公开市场采购主要以购入短期美国国债为主，对于诸如 MBS 这类偏私人的品种的购入却明显有限，而这样便有可能使得宽松货币政策作用于实体经济的效果被打折扣（Wall Street OR Main Street?），后市需关注美联储对于公开市场操作手段上的调整，倘若宽松货币政策无法切实地作用至实体经济之上，则对于贵金属的持续走强则仍是十分有利的条件。

最后，纵观自 1976 年以来，美股单日跌幅超过 10% 之后其它资产在此后一年内的表现可以发现，黄金仍然处于表现最为强劲的位置。因此在当前背景下，贵金属或仍将是相对安全的资产配置选择。

图 13: 1976 年以来美股单日跌幅超 10% 后各类资产涨跌幅度中位数

单位: %



数据来源: Kitco 华泰期货研究院



## ● 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

## ● 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