

## 当前黄金价格怎么看？兼论避险情绪对黄金价格的影响

长江期货

贵金属研究员

李旒

自2月初以来，美国实际利率持续反弹，但黄金价格逆势走高，截至2月25日，美黄金价格当月累计上涨5.14%，黄金价格走势与实际利率运行出现背离。

美联储在1月议息会议上超预期鹰派，指出多次加息和大幅缩表为可能的政策选项，鲍威尔发言称可能在每一次议息会议上加息，美联储资产负债表可被大规模缩减，缩表将于加息启动后的某个时间点开始进行。美联储放鹰后，美国十年期国债收益率快速上行，并达到2.05%的阶段高位，实际利率跟随名义利率反弹。但美国十年期国债收益率和两年前国债收益率的利差收窄至0.42%，美债收益率曲线加速扁平化，显示债券市场看空远期美国经济，认为加息后美国经济将会逐渐走弱，市场“衰退式加息”预期升温，投资者加大对避险资产黄金的配置，带来黄金价格的走高。

复盘次贷危机后美联储开启加息缩表周期的情况，上次正式开启taper时间为2013年12月18日，结束购债时间为2014年10月29日，首次加息时间为2015年12月16日，启动缩表时间为2017年10月1日，加息周期为2015年底至2018年底，加息次数为9次，分别是2015年加息1次，2016年加息1次，2017年加息3次，2018年加息4次。长短期美债收益率走势方面，两年期美债收益率与美联储政策利率相关性更强，常跟随政策利率同步上行，十年期美债收益率则受经济增长、通胀预期的影响更大，并未跟随政策利率走势，而是在缩表操作推出后显著抬升。对应于加息缩表期间，十年期美债收益率由2.3%上行至2.77%，两年期美债收益率由1.02%上行至2.63%，美国十年期通胀预期由1.46%上行至高点2.18%，并在加息周期末期回落至1.8%。美国十年期国债收益率与两年期国债收益率利差在加息周期开启时为1.28%，然后随着加息进程推进逐渐收窄，最后一次加息时利差已缩窄至0.14%，利差在2019年8月出现倒挂，届时美联储已结束加息周期转向开启降息。在此期间，美黄金价格在2013年-2015年间延续下跌走势，在2015年加息正式落地后开始触底反弹，在2019年年中降息后正式步入新一轮牛市。

本次加息周期尚未启动，美国十年期与两年期国债的利差水平已回落至0.45%，较上次加息前大幅收窄，对应2018年初的利差水平。美联储在1月议息会议上提到将在加息启动后的某个时间点进行缩表，原因在于利差收窄后阻碍了加息进程的正常推进，加息过程可能被迫中断，而缩表带来的长期美债供给压力增加可拉动十年期美债收益率上行，阻止长短期期限利差进一步收缩。在2015年首次加息到2017年10月启动缩表前，十年期美债收益率由2.3%上行至2.33%，仅上行了3bp，长短期美债利差不断收缩，黄金价格大致维持反弹趋

势。在推出缩表操作后，2018 年全年十年期美债收益率由年初 2.4%上行 29bp 至 2.69%，在加息和缩表的双重压制下，美黄金价格结束反弹转头向下调整，全年小幅下跌 1.56%。

本次美国经济复苏由宽货币宽财政拉动，资产负债表规模达到 8.96 万亿美元，相对疫情前扩大了 113%，其中美债规模增加了 3.3 万亿，中长期美债规模增加了 3.2 万亿，即中长期国债占据了美债的主要规模，次贷危机中扩表形成的美债规模远低于当前水平，此次缩表对长端美债收益率的拉动作用会更显著。通过缩表来拉动长期美债收益率，提高长短期美债利差，可使美联储推进正常的加息节奏。

美国财政赤字规模达到历史高位，在财政扩张的中后期，随着积极财政政策对经济的提振作用逐渐衰减，经济基本面因素对美元指数的支撑作用也在边际递减。美国 1 月制造业和服务业 PMI 指数分别为 57.6、59.9，相对上月均出现回落，此时开始展现财政赤字和经常项目逆差增加对美元指数走势的拖累作用，美元指数通常在紧缩预期最强阶段加速冲高，然后出现回落。

近期俄罗斯乌克兰地缘政治紧张局势的升级加剧了市场避险情绪的升温，拉动黄金价格出现脉冲性上涨。当前联邦基金利率期货显示美联储 3 月加息 50bp 的可能性大幅下降，缩表操作则要在加息后的某个时点启动，美联储 1 月会议纪要尚未提到加息缩表路径的具体指引，上述情况对黄金形成利多，操作上建议等待黄金价格回调后的买入机会。