

攀上历史新高后 黄金“强牛”行情能否延续?



美联储降息周期中金银比价的上升幅度与速率,和美国经济衰退的幅度密切相关。标普500指数在7月16日达到区间高点后下跌,同时金银比价也在7月16日前后开启一轮上涨趋势,并在8月7日达到区间顶部。从当前美国的经济数据分析,美国劳动力市场已出现放缓,但零售销售数据、消费者信心指数以及小企业信心指数等高频经济数据仍具备韧性,美国股市的估值也已达到相对高位存在回落风险,但当前海外并未出现重大的风险事件,本轮美国的经济衰退将更类似于1990年以及2000年的情形,预计金银比价将在后续出现持续性的上升,美股后续可能的见顶破位下跌节点也将成为金银比价新一轮上升的起点。

>>> 深度分析 <<<

美联储降息周期中金银比价上升时点与幅度分析

■ 钟俊轩

金银比价的“类债”属性及其在降息周期中的走势

对比黄金和白银的属性来看,黄金作为无风险资产以及各国央行的重要储备工具,其金融避险属性较白银更为显著,而白银在实体产业中的应用令其具备更强的工业属性。黄金与白银的比值即金银比价,所代表的便是海外宏观面中避险需求与实体需求之间的关系。金银比价的显著上升往往反映的是避险需求的增强与实体需求的减弱,对应海外经济衰退预期增强。

回顾20世纪90年代以来的美联储货币政策周期,金银比价在每一轮美联储的大幅降息周期中均会录得上升,内在原因是美联储每一轮的大幅度降息都伴随着美国经济的衰退周期。从金银比价上升的幅度来看,当风险事件及衰退预期更为明显的时候,金银比价会在较短时间内出现较大幅度的上行,例如2008年的次贷危机以及2020年的新冠疫情。反之,当海外所处的阶段是“浅衰

退”降息周期时,金银比价上升速度和幅度都相对较低,主要体现在1990年及2000年的两轮降息周期中。

从金银比价上升的时点来看,由于是针对海外经济衰退进行交易,其存在一定的“类债”属性,金银比价的上升开始于美股下跌周期开始的节点,比价的区间顶点往往出现在美股短期底部确立之后。

1990—1991年海湾战争背景下的美联储降息周期

在1990年美联储的降息周期中,联邦基金利率目标上界由1990年7月的8.25%下降至1991年12月的4%。在本轮货币政策周期中,金银比价的上涨出现在1990年6月至1991年的2月末,外盘金银比价由1990年6月12日的71上升至1991年2月27日高位的101.7。

20世纪90年代初老布什执政时期,美国国内经济表现偏弱,同时其对外受到海湾战争以及油价上升的负面影响,美国经济总体处于衰退周期中。时任美联储主席格林斯潘开启降息周期的节点与彼时中东局势的变化联系紧密,并与美股及金银比价走势贴合。

格林斯潘的货币政策预期管理与今日美联储的管理方式有所不同,其边际转向速度较快。1990年5月公布的当年3月议息会议的纪要显示,美联储官员在会议中认为过度通胀将有所延续,并决定在经济温和增长的情况下维持高利率政策。但在7月13日格林斯潘却表示央行可能需要降低利率以保持经济发展,并在随后的7月14日执行降息。7月末伊拉克与科威特之间的谈判终止,伊拉克开始陈兵边境。1990年下半年,格林斯潘领导的美联储进行数次降息以提振其国内经济。WTI原油价格由1990年7月9日的16.58美元/桶攀升至10月的41.15美元/桶,显著推升了美

国国内的通胀情况,同时美国失业率由1990年6月的5.2%上升至1991年3月的6.8%。

受到美国国内经济表现较差、对外存在战争风险的影响,标普500指数在1990年6月及7月确认双顶形态后出现了一轮明显的下跌,6月5日至10月26日,指数下跌幅度达到17%,同时金银比价上升的启动点正是在6月中旬,比价由6月12日的71上升至10月11日的91,后出现明显回调,在1991年2月27日达到102的高点。金银比价上升的主要形式是白银价格下跌,1990年5月25日至1991年2月27日,黄金价格仅小幅下跌2.68%,但伦敦金价却由5.13美元/盎司下跌至3.6美元/盎司,下跌幅度达28.37%。

2000年美股互联网泡沫破灭后的美联储降息周期

2000年至2001年,受到美股互联网泡沫破灭、纳斯达克指数大跌的影响,美联储将联邦基金利率目标上界由2001年1月的6.5%下调至12月的1.75%,此后格林斯潘为顺应小布什总统的“美国梦住房计划”分别在2002年及2003年下调政策利率。在2000年股市大幅下跌的初期阶段,美联储并未调降利率。格林斯潘前期将股市视作经济过

度需求的根源,但美国权益市场的下跌对实体经济产生的影响愈加明显。2001年1月3日美联储意外降息,并在声明中暗示未来将进一步下调利率。2001年911恐怖袭击前后美国经济表现疲软,失业率上升,ISM制造业与非制造业PMI均处于荣枯线之下,在此背景下美联储执行多轮降息,美股在这一过程中多次出现区间反弹,但难以扭转

中线下跌趋势,直至2003年年中底部形态才得到确认。

2000年3月至2003年4月纳斯达克跌幅达到72%,与此同时,金银比价的区间低点出现在2000年3月美股高点前后,与美股近三年的下跌周期相对应,金银比价在2003年中达到81的区间高点,正是对应美股底部形态形成之后。

2008年次贷危机及2020年疫情中金银比价的特征

不同于1990年以及2000年幅度相对较浅且速率较慢的经济衰退,2008年次贷危机为美国带来的是快速的深度衰退,金融市场出现严重的危机。2008年6月,主要评级机构下调雷曼兄弟等大行的评级,8月公布的美国失业率达到6%,9月7日美国联邦政府正式接管房地美及房利美,在美国参众议院出台救助法案的10月之前,市场集中对经济危机进行交易。2008年10月,众议院通过《2008年紧急经济稳定法案》,小布什总统签署法案。2009年2月,美国国会批准《2009年美国复苏与再投资法案》,新任总统奥巴马对该法案进行签署。2009年6月,美国国家经济研究局宣布美国经

济衰退结束。

2008年金银比价上涨的起点为7月初,3个月间比价由7月4日的51上升至10月28日的84。7月初则对应美股向下突破头部形态颈线的位置,10月末则对应美股快速下跌趋势短期的拐点。同2000年相比,2008年次贷危机交易衰退的幅度较深,金银比价上升的速率和空间都较大,美股出现快速下跌。在10月密集出台政策后,金银比价在2008年年底见顶点后在2009年逐步回落。

与2008年类似,2020年新冠疫情期间美国所发生的是深度衰退,金银比价同样出现较大幅度

的快速上升,由2020年2月24日的89上升至3月18日的124。

回顾疫情在美国发生的时间节点,2020年1月末加州确诊输入病例,2月26日新冠疫情开始在美国社区进行传播,至3月14日,全美病例总数超过2700例。美国股市的大幅下跌开始于金银比价上行起始点的2月24日,并在3月23日达到区间底部,近一个月的时间内跌幅达33%。为稳定市场与美国总体经济形势,美联储在3月3日紧急降息50个基点,并在3月16日将利率目标区间下调至0-0.25%,后续推出量化宽松操作,金银比价也在这一过程中逐步回落。

风险。

当前海外并未出现重大的风险事件,本轮美国的经济衰退将更类似于1990年以及2000年,预计金银比价将在后续出现持续性的上升,美股后续可能的见顶破位下跌节点也将成为金银比价新一轮上升的起点。

(作者单位:五矿期货)

金银比价的走势与美国经济衰退的幅度密切相关

通过以上的复盘我们可以观察到,美联储降息周期中金银比价的上升幅度与速率与美国经济衰退的幅度密切相关,当美国出现诸如2008年以及2020年风险事件带来的深度衰退时,金银比价会出现短时内的快速上升。而在类似于2000年以及1990年衰退周期时,金银比价上升的时间跨度较长,速率相对较缓。

近期,标普500指数在7月16日达到区间高点后下跌,同时金银比价也在7月16日前后开启一轮上涨趋势,并在8月7日达到区间顶部。

从当前美国的经济数据分析,美国劳动力市场已出现放缓,但零售销售数据、消费者信心指数以及小企业信心指数等高频经济数据仍具备韧性,美国股市的估值也已达到相对高位存在回落



市场
观察

■ 记者 董依菲

分析人士: 金价新高表现可期

上周五,国际现货黄金价格突破2500美元/盎司关口,再度刷新历史高位,海外市场做多热情持续升温。进入本周,现货黄金价格继续在纪录高位附近徘徊,周内召开的杰克逊霍尔央行年会成为市场的关注焦点,后续金价能否延续强势表现?

东证衍生品研究院宏观贵金属研究员徐颖告诉记者,在近期贵金属市场出现强势表现的背后,一方面是市场的降息交易再起,美联储多位官员讲话表明9月利率会议降息在即,市场在看到美国通胀如期回落,继续朝着货币和财政政策宽松的方向进行交易,美元指数表现偏弱也利多黄金;另一方面是地缘政治风险始终高悬,市场关注伊朗对以色列的报复行动将如何开展以及哈以停火谈判的进展,市场避险情绪对金价构成利多。

金瑞期货贵金属研究员吴梓杰表示,上周周内公布的美国消费者信心指数、零售数据和当周初次领取失业金人数均好于预期,CPI数据也反映美国通胀仍在降温但需求并未失速,市场对美国经济衰退的担忧进一步回落,此前由衰退恐慌和套息逆转交易带来的利空出尽。而美国经济增长的放缓、美联储降息的进一步确定,也为贵金属价格提供了结构性的上行动力。从历史经验来看,每次降息前黄金价格均会走出较为亮眼的走势。此外,目前俄乌冲突以及中东局势仍较为紧张,地缘政治对金价也起到了一定的支撑。在多种因素作用下,黄金价格创下历史新高。

值得关注的是,徐颖表示,今年杰克逊霍尔全球央行年会的主题是“重新评估货币政策的有效性和传导机制”,市场预期欧美货币政策将转向宽松周期铺路,追求通胀和经济增长之间的平衡。大家的主要关注点在于通胀仍然高于目标水平的情况下如何开始降息以及金融市场波动等问题。除此之外,鉴于日本央行逐渐开始收紧货币政策并引发市场波动增加,后续日本央行的加息节奏和空间也同样受到关注。

具体来看,吴梓杰表示,美联储主席鲍威尔将在北京时间8月23日晚上10点发表主题演讲,鲍威尔可能会在演讲中透露美联储对目前美国经济、就业、通胀以及未来货币政策的观点。市场的关注焦点在于鲍威尔是否会更加明确地释放9月即将降息以及具体降息幅度的观点。目前市场对9月降息可能性的定价已经达到了100%,且大类资产正处于8月5日暴跌后的反弹期,如果鲍威尔表态鸽派不及预期,则可能引发市场预期的扭转,对资产价格带来利空影响。

此外,英国央行行长贝利以及欧洲央行首席经济学家菲利普·莱恩也都将在年会相关活动上发表观点。目前欧洲央行已经领先于美联储率先进入了降息周期,而下半年欧洲央行的货币政策将对美元走势起到重要影响,如果欧洲央行保持相对偏鹰的态度,则欧美利差可能不会进一步拉大,这将使得欧元获得支撑,而美元存在走弱风险,对黄金价格构成潜在利好。

整体来看,他认为目前黄金市场的定价焦点在于美国经济是否可以顺利实现“软着陆”,这也将决定美联储是否会在年内有50bp以上的大幅降息刺激。如果后续美国就业、消费等领域的关键数据出现大幅走弱,或者美联储官员的发言担忧美国经济“硬着陆”的风险有所抬升,那么市场将会再次交易更加鸽派的货币政策预期,并且黄金的避险属性也将会持续凸显,届时金价仍有较大的动力进一步攀升至新的高点。

徐颖表示,后续金价的交易逻辑仍然会聚焦于中美等主要经济体的基本面情况,还有就是欧美央行的货币政策节奏。可以看到,始于2023年四季度的降息交易已经持续至今,目前市场对于美联储年内降息100bp已经完成定价,后续降息空间和节奏仍会影响金价走势。此外,地缘政治风险除了中东和俄乌两条线以外,美国大选带来的不确定性也会影响市场的风险偏好。长期来看,她认为金价仍处于上涨周期中,后续新高表现可期。但是短期而言,金价的上涨动能可能放缓,尤其是近期国内金价出现折价外盘的情况,表明国内需求偏弱,市场波动也在增加。