

因美国经济增长而下行，仅有避险式脉冲上涨

2018年7月6日 星期五

兴证期货·研发中心

金属研究团队

孙二春

从业资格号：F3004203

投资咨询资格号：Z0012934

龙玲

从业资格号：F0267622

投资咨询资格号：Z0000519

联系人：龙玲

021-68982737

longling@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2018年上半年，国际金价在1300-1360美元/盎司的区间震荡了5个多月后，终于在5月中旬跌穿1300美元/盎司的整数关口，此后就开始大幅下跌。因为人民币汇率走势变动较大，国内黄金期货价格在行情幅度和步调上和国际金价略有不同。

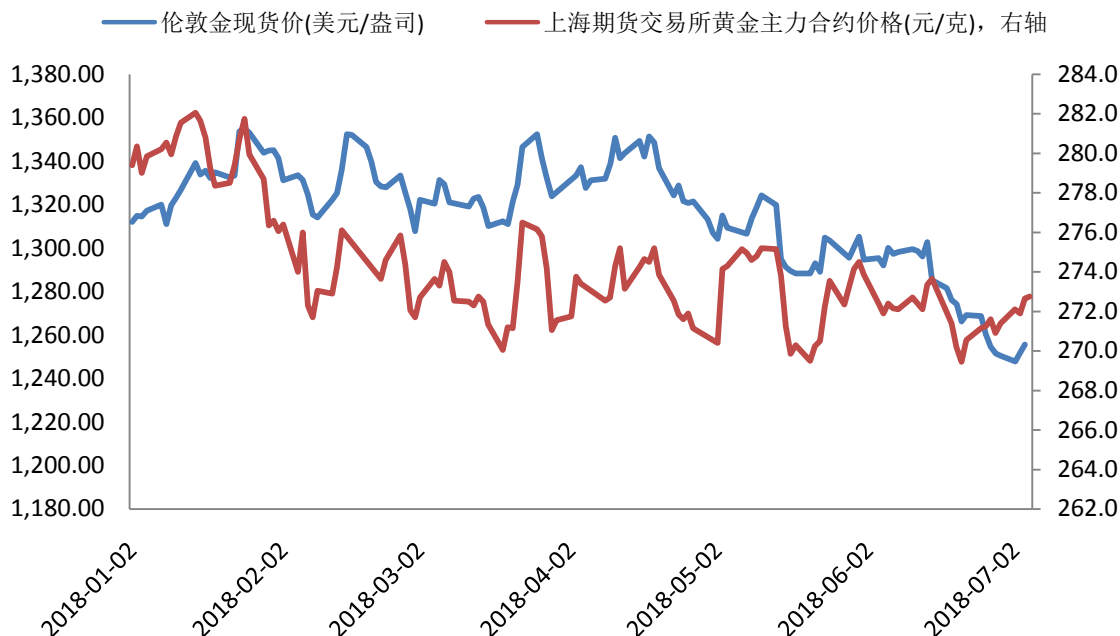
● 后市展望及策略建议

目前黄金价格处在供需相对平淡的大周期内，无论供应还是需求都缺乏亮点，数字货币对于黄金在应用场景上也有一定替代，需要关注。因此实物供需层面对于黄金的影响不会太大，“传统旺季”对于黄金也难以产生季节性的价格上升。

在年度上，因为机构资金在年初时对于黄金的配置就是平配或者低配，下半年面临的配置型资金调仓压力不会太大，更多会是基于趋势和焦点事件。通过对相关性的分析，可以看到黄金目前还是紧密地跟随美元做反向运动，而下半年由于美国经济的内生增长，美元的强劲会是大概率事件，因此黄金将继续承压，国际金价基本在1300美元/盎司以下运行。当然，如果出现风险事件导致其他资产尤其是美国股市和美元汇率面临大幅回调压力的情况下，黄金的避险需求将恢复，带来脉冲性上涨行情，对黄金和相关股票市场都会有影响，包括A股市场可能也有类似事件驱动机会，但不能改变下行趋势。

1.上半年黄金行情回顾

图 1: 2018 年 1-6 月黄金走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2018 年上半年, 国际金价在 1300-1360 美元/盎司的区间震荡了 5 个多月后, 终于在 5 月中旬跌穿 1300 美元/盎司的整数关口, 此后就开始大幅下跌。国内上海期货交易所黄金主力合约价格跟随国际金价出现了回落, 一度在 280 元/克上方, 而今价格仅略高于 270 元/克。但是由于今年上半年人民币汇率走势变动较大, 导致国内黄金期货价格在行情幅度和步调上和国际金价略有不同, 体现在 1 月份因人民币兑美元快速升值, 导致内盘黄金快速破位跌穿 280 元/克的整数关口; 而从 6 月份开始人民币兑美元迅速贬值, 又导致在美盘黄金破位下行的情况下, 内盘黄金跌幅有限。

黄金有着长达两千多年作为货币的历史, 正式废除黄金的货币地位不过是最近四十多年的事情, 这就注定了黄金会同时具备金融属性和商品属性。对于黄金这样特殊的商品, 其分析框架也和其他商品有所不同, 在此文中将首先根据供需确定黄金所属的大周期和行情幅度, 再根据基金配置确定年度方向, 最后根据市场的关注焦点确定月度可能有的波段性机会。

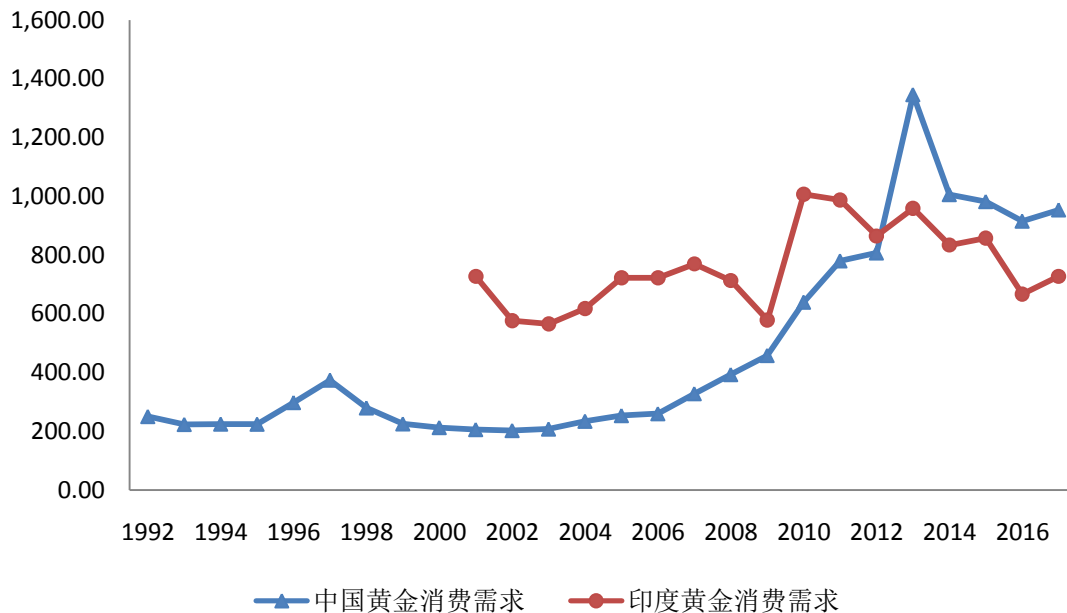
2.大周期: 供需处于平淡期

1.1 黄金的消费需求缺乏增长极

黄金的消费需求包括珠宝首饰和零售投资两块。尽管理论上而言二者的购买目的存在本质区别, 首饰更多是观赏功能, 而投资则是保值增值功能; 但是在很多时候, 二者并没有显著分别。比如 2013 年“中国大妈抢黄金”, 就有横扫金店各类首饰的情况出现。所以把二者作为一个整体统一考虑。

按国别看来，黄金的消费需求和二十多年前有着显著的差别。1994 年第一季度，中国和美元、欧洲的黄金消费需求持平，约为 50 吨，印度为 60 吨；2018 年第一季度，美国降至 26，欧洲 52.6，印度 115.6，中国为 281.9。世界黄金协会创造性地使用了“西金东移”这样的一个描述，精准地解释了过去三十年间，黄金的需求大国由欧美国家转变成成为目前黄金需求的主力——中国和印度。这两个国家均有着传统的黄金偏好、庞大的人口基数、迅猛增长的经济，以及崛起的富裕阶层。其中，中国需求基数低，增长快，是一个较好的关注焦点。而且 2002 年上海黄金交易所开业，2004 年向一般民众开放了黄金市场，黄金投资成为民众的现实选择。从 2001 年到 2011 年，黄金开启了十年的牛市之路，这十年的上涨有各种解释，但是不能忽略的是其间中国需求的增长。然而从 2013 年开始，伴随着中国的经济结构转型、内部反腐等各项措施出台，中国的黄金需求出现显著回落。

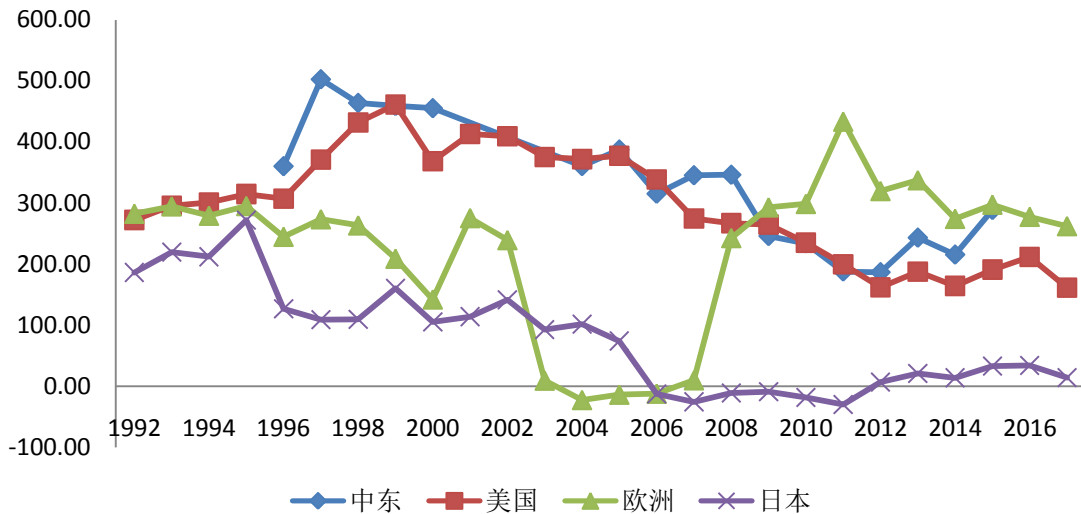
图 2：中国和印度的黄金消费需求 单位：吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

有什么能够弥补中国这样大的一个增长型经济体黄金消费需求下滑的量呢？观察从 1994 年至今的各国黄金消费需求数据可以看到，印度的黄金消费需求较为稳定，但是由于巨大的贫富差距，短期内难以弥补。从 1994 年到 2001 年，传统富裕经济体如美国、中东、欧洲、日本等，其黄金消费需求整体上而言是持平的，对于欧洲和日本，这个需求还有所下降。尽管在次贷和欧债危机之后，欧洲的黄金需求有过一段时间陡增（其中主要是德国），然而大体需求下降趋势已无法扭转。一些对黄金有偏好的传统地区、同时又具备较强经济增长动能的新兴的经济体比如中国台湾、印尼、泰国、韩国等，一度被寄予厚望，然而在 1997 年的风暴中遭遇重挫，此后也并未恢复。黄金的消费需求缺乏一个有强大号召力的增长极，难以出现显著增长。

图 3: 传统强势经济体的黄金需求已经衰退

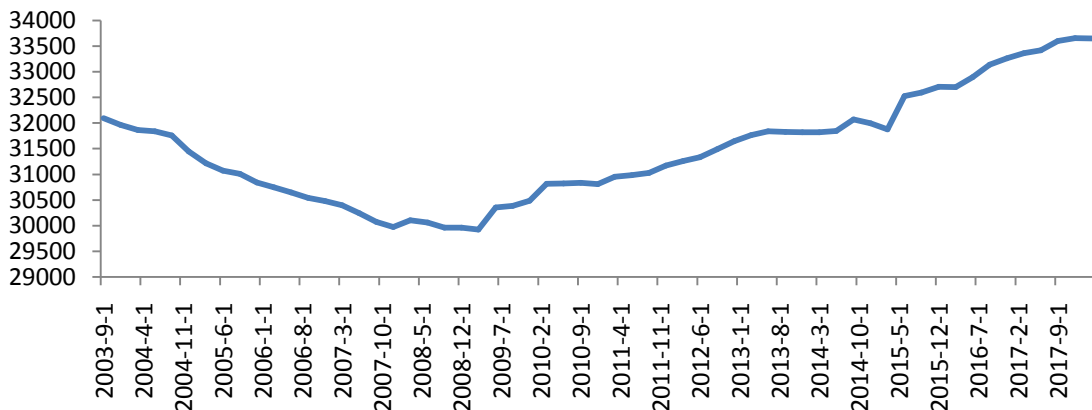


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

1.2 央行购金可维持市场

在 2009 年之前, 央行售金曾经一度是黄金重要的供应来源之一。在上世纪 90 年代, 欧洲各国央行出售黄金的速度开始加快, 在 1999 年 5 月, 英国更是一度出售了其一半的黄金储备。此后欧洲各国央行达成了央行售金协议, 在第一次协议后, 在 5 年内这些国家央行出售了协议 100% 限度的 2000 吨的黄金, 出售的国家有 6 个, 包括瑞士、英国、荷兰和葡萄牙。第二次央行售金协议中, 协议 2500 吨限度的 75% 被出售, 但到了第三次协议, 仅有协议限度 2000 吨的 10% 被出售。在 2008 年金融危机爆发之后, 各国央行开始停止出售黄金。2014 年 9 月开始的第四次央行售金协议开始后, 第一年各国央行仅出售了 3.4 吨黄金。加上俄罗斯、土耳其等国大举购入黄金, 从 2009 年开始, 各国央行已经从黄金供应方变为黄金需求方。截至 2018 年第一季度数据显示, 过去一年中全球黄金储备增加了 283 吨。如果在下半年有央行继续购入黄金, 对于市场将存在支撑作用。但是央行购金动作较为隐蔽, 不及消费需求对于市场容易产生心理层面上的影响; 另一方面没有可预期性, 市场对此反应冷淡。

图 4: 央行黄金储备量 单位: 吨



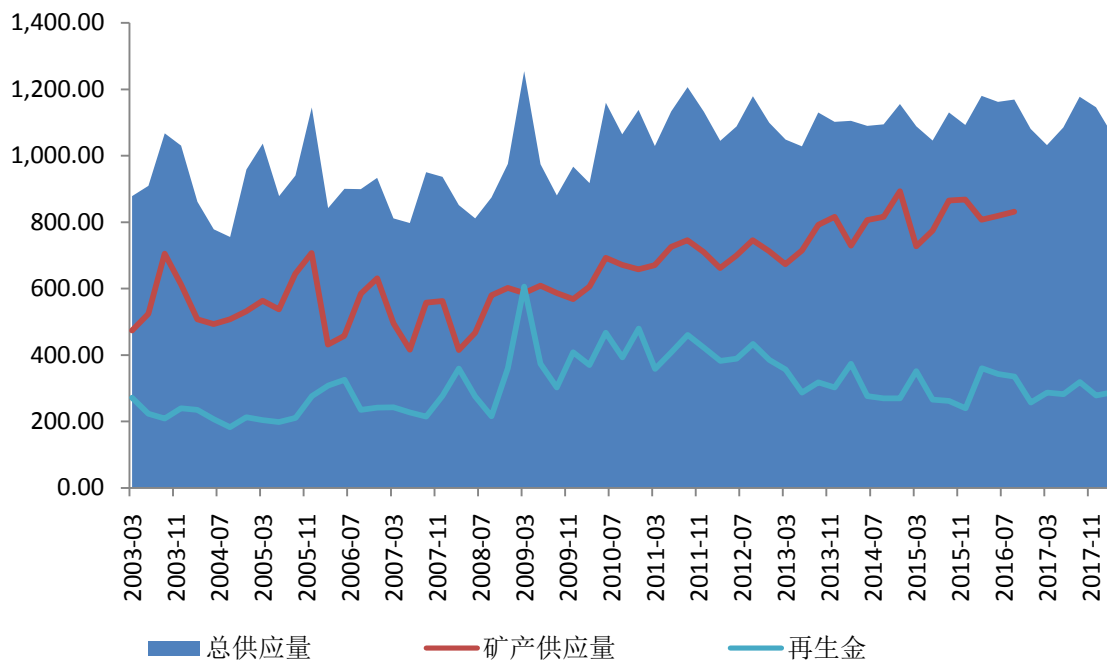
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

1.3 黄金供应无虞

黄金的供应来源于两方面，一个是矿产金，第二是再生金也就是回收金。矿产金的产量基本大体是保持上升的，供应数量和价格的相关程度很低。从长期看来，1971年布雷顿森林体系崩溃之后，矿产金供应仅仅有两个持续下跌时期，即1972-1975年，以及2001-2008年，而在这两个时期里，金价都是上升的。

矿产金的整体产量之所以对于金价不敏感，一方面是因为金矿开采周期较长，且多数国家有准入许可，因此矿产黄金的供应调节是一个较长时间的工作；另一方面是哪怕金价在低迷或者下跌时期，金矿都是留有足够的利润的。截至2018年第一季度，产量434.8万盎司、销量498.7万盎司的全球大型黄金生产商，其总维持现金成本在703-1001美元/盎司之间，平均成本为856.5美元/盎司；产量116.68万盎司、销量158.78万盎司的全球中型黄金生产商，其总维持现金成本在603.7-1219美元/盎司之间，平均成本为926美元/盎司。首先，黄金生产商的成本差距非常大，其实统计口径差别也很大；第二，从平均上而言，即便目前金价处于1300美元/盎司下方，但是大多数用户黄金生产商目前还有较大利润空间；第三，少数成本较高生产商的对于市场的影响力量非常有限，而且可以采取套期保值或者待价而沽的方式避免出现更多亏损。预计矿产金仍能保持小幅上升。

图5：黄金供应及其构成



数据来源：Wind，兴证期货研发部

再生金则在一定程度上受到了黄金价格和经济环境的影响。再生金是指回收之后经过提炼的黄金和民间流动的黄金。回收后提炼的黄金是指在报废的含金物件中，对其进行提炼加工，生成不同纯度的金。其中回收提炼的黄金主要来自工业回收、黄金装饰品和金币熔化回收等。民间流动的黄金，就是指私人持有的黄金。世界黄金协会数据显示，对1982年至2012年间再生金数据的一项分析显示，约75%的再生金总量变化是由金价波动造成的，而经济冲击可以使再生金总量提升多达20%。这也解释了为什么在

2008-2011 年的次贷危机和欧债危机接踵而至的背景下，再生金总量出现了显著的提升。而近两年来金价持续低迷，加上系统性危机较少，再生金的变动幅度不大，预计将持平或者略有下降。整体上而言，黄金供应无虞，不会成为市场关注的焦点。

1.4 黄金的部分功能面临数字货币的冲击

数字货币可以说是 2017 年最为引人注目的一个市场。而数字货币从诞生伊始，就被与黄金扯上了关系。比特币发明人中本聪在邮件和论坛帖子中，对比特币与黄金和黄金开采进行了类比：“作为一次想法实验，想象一下，有一种贱金属，如黄金一样稀缺，但具有以下属性：颜色为单调的灰色，导电性一般，硬度和韧性都不是特别强，不适用于任何实用或装饰的目的，还具有一种魔力属性：可以通过通信信道来进行运输。如果这种金属因为某些原因获得了一些价值，那么所有想要远距离传输财产的人都能够买一些这种金属，并发送和出售给接收人。”《纽约时报》记者波普尔甚至把其描述数字货币发展历程的书直接命名为《Digital Gold（数字黄金）》。

在经历了大起大落之后，目前数字货币市场虽然良莠不齐，但是对于一部分数字货币的价值认同已经形成。因其匿名性、安全性、全球性，以及其高昂的价格，作为价值存储和大额支付的工具，部分数字货币已经凸显了作用，并且有其实际应用场景，尽管这些场景主要是存在争议的灰色甚至黑色领域，但是也正因此而导致需求偏向于刚需。

数字货币现在总市值为 2000 亿美元左右，每天全球数字货币交易总额约合 160 亿美元。其中 TOP20 的成交量和交易量在 80% 左右。而按照伦敦金银市场协会的统计，每天黄金市场现货交易额在 232 亿美元左右。这些数据表明，被广泛认同的数字货币市场规模已经开始接近黄金市场的一半，已经是一个不可忽略的市场。不过，不能过度解读数字货币构成的影响。比如有研究认为数字货币已经在避险需求上一定程度替代黄金，本人认为目前还属于通过舆论来施加影响的阶段，并不具备实际的避险价值。因为需要通过黄金达成“避险”规避组合资产的系统性风险的资金，和投资于数字货币的资金，目前还不在于一个量级上。

1.5 小结

在中国需求降温后，黄金的消费需求缺乏增长极，难以获得显著拉动；央行购金能够提供一些实物支持，只是对于投资端影响不大。在供应上，黄金的矿产增加应该能抵消再生金的下降，目前供应无虞。另外黄金的应用在某些场景中还受到了数字货币的冲击。综合而言，黄金的供需大体处于平淡期，对价格本身影响不大，则季节性对于黄金的影响不会太大。

2.年度：配置比例不高，抛售压力有限

表 1：九大投行或咨询机构在 2018 年年初对黄金的观点

公司	方向	均价	阐述
道明证券	小幅上涨	1313 美元/盎司	即便美联储收紧货币政策，欧洲央行也在减少债券购买。但随着实际利率保持在低位，美元走软，黄金价格将小幅上涨



高盛	下跌	未来三个月、六个月及十二个月的黄金价格预期分别在 1225 美元/盎司、1200 美元/盎司以及 1225 美元/盎司。	首先，美联储势必会进一步加息，而市场接近消化美联储对于明后两年各升息四次的预期；其二，发达国家国内生产总值继续强劲增长，商业周期进入扩张阶段；最后，地缘政治风险不会恶化，2018 和 2019 年也不会发生经济衰退。
纽约研究咨询公司	上涨	1322 美元/盎司	投资需求的转变也支撑了金银。
汇丰证券	小幅上涨	1310 美元/盎司	黄金在今年大部分时间里都和利率的走势相反，在 2018 年平均价格将达到 1,310 美元
美银美林	比 2017 年底上升	1326 美元/盎司	预计 2018 年实际利率将会增长，最终会对贵金属的需求造成影响。
摩根大通	下跌	均价为 1295 美元/盎司，其中下半年价格有望达到 1340 美元/盎司。	该投行预期到 2018 年底，黄金白银才有可能从美联储更为鹰派的立场中受到支撑。
瑞银集团	下跌		预计美元兑关键货币将会走强。此外，瑞银集团预计全球经济体正在进入增长模式。在这种背景下，很难判定金银会强劲上涨。
麦格理银行	下跌		类似于 2015 年和 2016 年第四季度一样，金银将出现大幅抛售。
德国商业银行	上涨	2018 年黄金平均价格为 1325 美元，上半年和下半年均价分别 1300 和 1350 美元。	得益于处于低位或负值的实际利率，以及美国与欧洲挥之不去的政治不确定性，2018 年黄金应该会连续第三年上涨

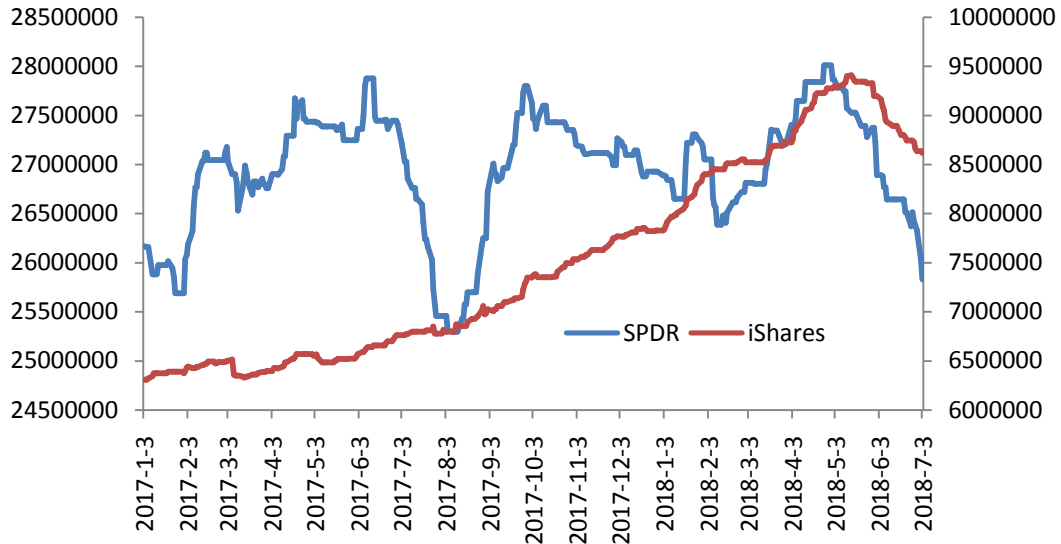
数据来源：新闻和研究报告，兴证期货研发部整理

此处节选了 2018 年年初时，九大投行或者咨询机构对于黄金的观点。从年初时看，不管背后基于的理由如何，各大投行的观点即便没有看跌，对于上涨幅度也看得非常有限。结果应该体现在各大机构对于黄金平配或者低配，部分机构可能还会参与做空。而今年上半年黄金的走势也印证了这样的走势，而且随着黄金的避险价值已经几乎完全被强势美元对冲，且美元类资产表现良好，故机构在年中调仓时，可能还会选择继续降低黄金配置，但是空间有限。

对于机构而言，配置黄金的方式基本是以参与黄金 ETF 的方式进行。全球最大对冲基金——桥水联合基金 (Bridgewater Associates) 创始人雷·达里奥 (Ray Dalio)，2017 年第三季度桥水基金的第四大持仓为黄金 ETF GLD，价值为 4.73 亿美元，还买入了 820 万股 iShares 黄金信托，令其总持仓量达到 1128 万股，环比大涨 265.9%。因此，黄金 ETF 的持仓在一定程度上能够说明基金的配置需求。在此选取了持仓量最大也是流动性最好的 SPDR 和 iShares 黄金持仓量。从图中可见，这两家黄金 ETF，其

持有量较年初分别下降 4% 和上升 10%，但是 SPDR 持仓自 4 月底的高点下降 7.8%，iShares 持仓自 5 月中旬的高点下降 8.4%。在 6-8 月份，基金的配置中期调仓需求可能还会有，但是因为前期配置不高，压力不会太大。因此，黄金下半年的走势更多还是会看趋势型和短线资金如何参与。

图 6：2017 年以来黄金 ETF 持仓变化

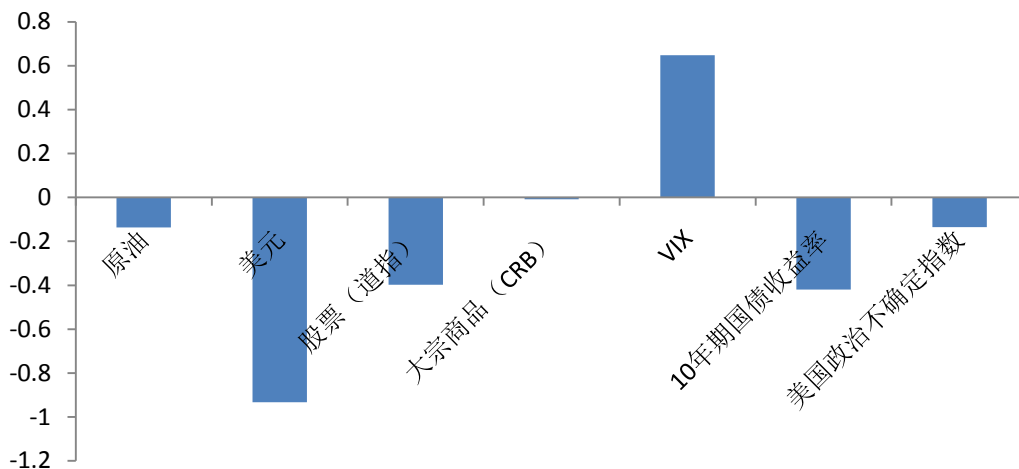


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 中线焦点暂时还在美元

中线的趋势资金，关注的是有一定持续度的焦点事件，这个分析框架就回归到普通投资者最为熟悉的一些指标，可能是美元指数，可能是原油价格，也可能是 VIX。如何衡量这样的焦点呢？在此使用相关性来跟踪市场焦点，相关性虽然不代表因果，但是可以在一定程度上看到的关注焦点变化。

图 7：黄金和其他资产 3 个月的相关性



数据来源：Wind，兴证期货研发部

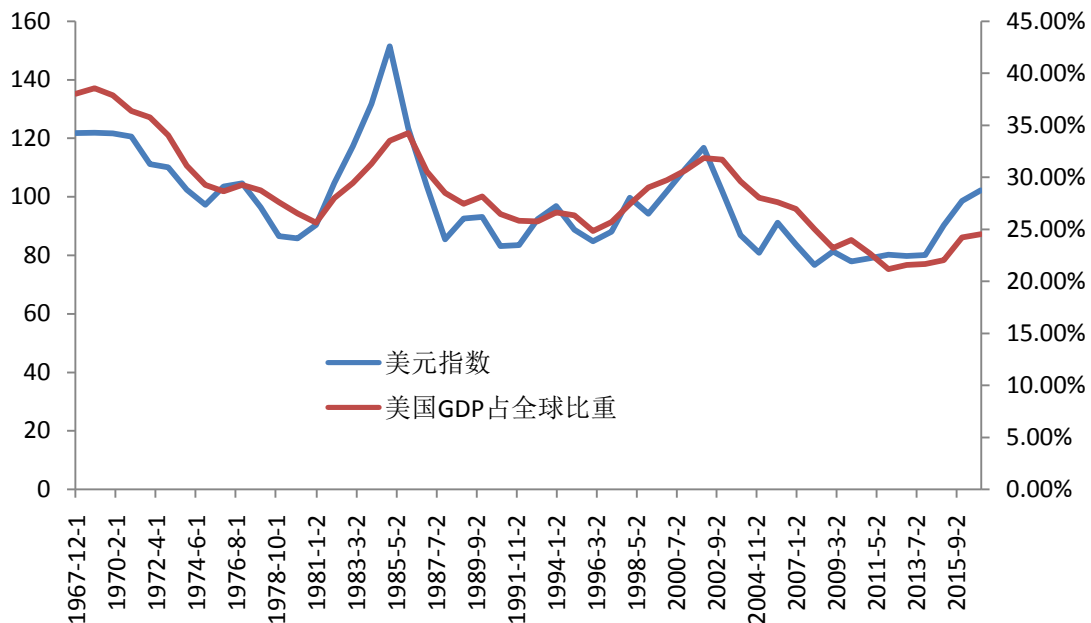
黄金在中期 (3 个月内) 依然和美元指数呈现出显著的负相关关系，和恐慌指数 VIX 的相关性虽然位列第二，但是自今年 4 月以来 VIX 指数就在 20 下方运行，表明市场基

本没有恐慌情绪，这样的相关性程度并不说明黄金有避险因素的作用。值得注意的是，黄金和 10 年期国债收益率的相关性并不高，这也从另一侧面说明美元指数的强势并不仅仅是出于长期利率水平在上升。

3.1 美国经济的相对强势是美元保持强劲的内生因素

对于美元指数的分析本身就是一个大课题，但是从指数的实际意义而言，美元指数理论上反应的是美国经济相对于其他经济体的情况，尽管在短期会受到其他因素的干扰，但是在中期这样的思路不会发生变化。对此，采用美国占全球 GDP 的比例来衡量这一相对情况，从图 8 中可以看到，美元指数和美国 GDP 占全球比重显著的同向运行，在运行上步调较为一致。

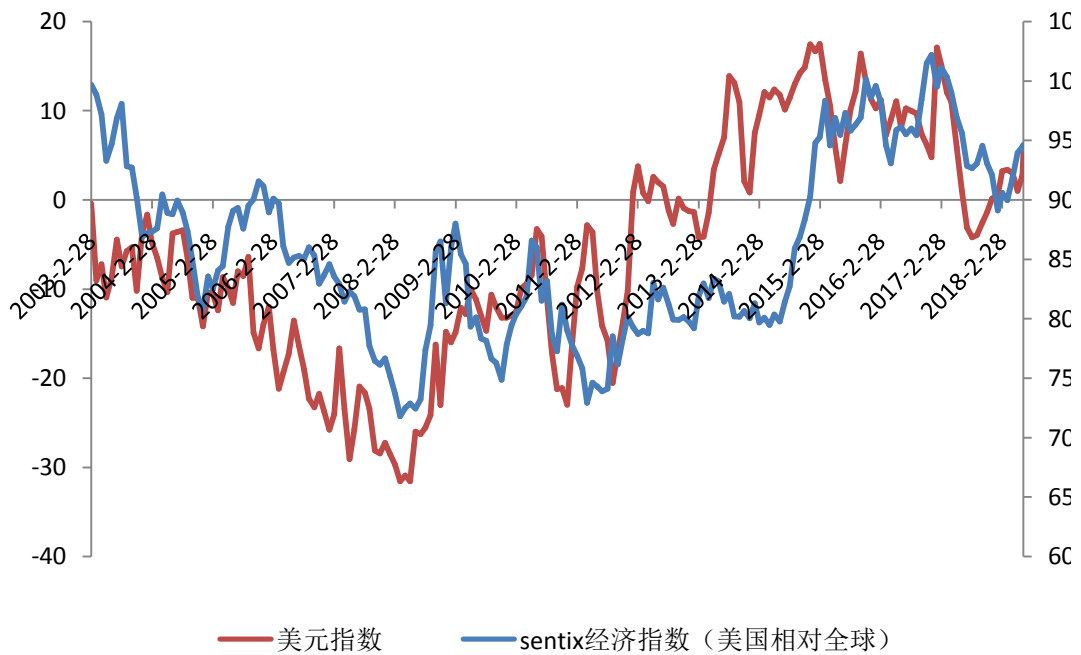
图 8：美元指数和美国经济相对优势保持高度一致性



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

因此，对于美元指数本身的分析需要从经济数据入手。对比美国和其他主要经济体的情况可以发现，目前美国经济稳健复苏，目前美国相对全球正处于上行。使用 Sentix 经济信心指数对比可以看到，这一数据对于美元指数的底部位置会有 1-3 个月的领先。按照 Sentix 六个月预测指标，美国相对全球的经济信心指数也在持续上升状态中，更为重要的是，对于欧元区的六个月预测指标还在直线下下降状态。由此判断，未来半年内美国经济的相对其强势都会保持，而在下半年美元指数大概率将维持上升势头。如果黄金和美元指数的关系不发生扭转的话，那么黄金将继续承压。

图 9：美元指数和 Sentix 经济指数走势



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

3.2 通胀未能成为焦点

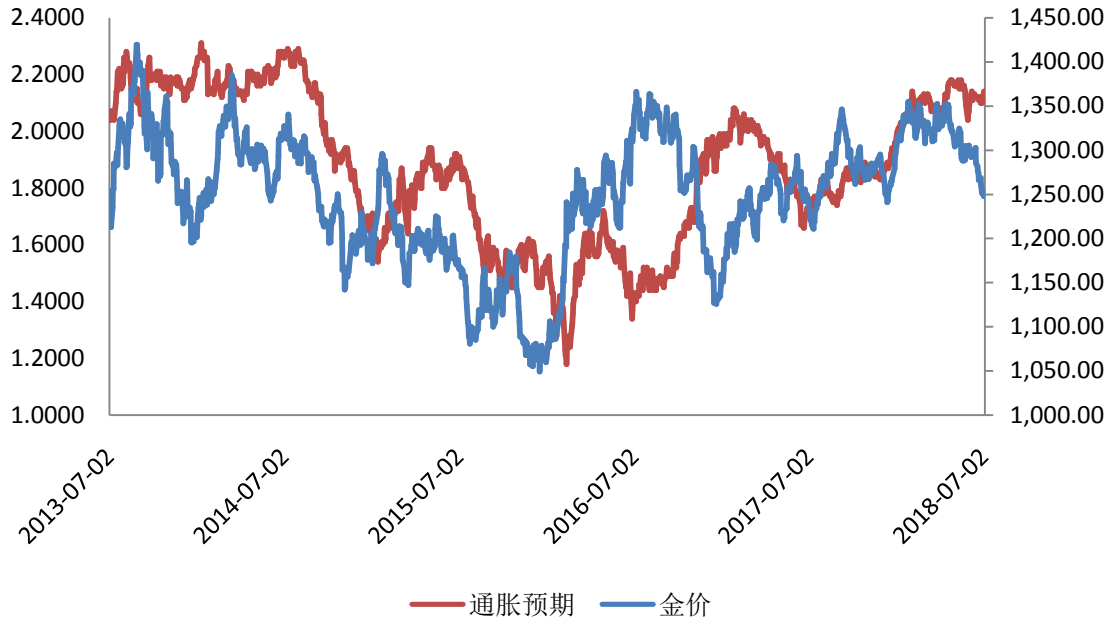
黄金一直被认为是对冲通胀的最佳工具之一，在目前油价持续上升的背景下，通胀担忧凸显，而黄金的低迷表现，似乎有悖于常规的“黄金对冲通胀”的观点。

事实上，当从数据角度回顾过去 50 年金价和通胀的情况可以看到，如果通胀升温 and 预期一致时，黄金的表现并不突出。黄金真正有效对冲通胀的时期寥寥无几，基本都是当通胀出现意外上升时，如上世纪 70 年代末石油危机时，黄金的确有超越其他资产的表现。

从逻辑角度分析，如果通胀出现持续性上升，通胀升温 and 预期一致，则美联储通常会采取加息的方式来抑制通胀过快上升，这本身就会压制黄金。而如果此前大家对于通胀并无预期，当通胀出现意外上升时，加息的速度滞后于通胀的速度，则利好黄金。

在此用美国 10 年期国债收益率减去通胀指数国债收益率 (TIPS)，可以看到最近 5 年来，黄金和通胀预期的走势没有显著的关联性；就最近 1 年的情况而言，通胀预期自 2017 年 6 月 1.34% 的最低水平，已经走到 2.14%，最高 2.18%，上升了接近 80 个基点；然而黄金在此期间起起落落，目前升幅不足 50 美元。可以理解为最近 1 年来，通胀预期处于缓慢攀升的过程中，并不具备上文所言利好黄金的前提。而下半年这样的情况通胀出现超预期上升的概率，就目前看来还是不大。首先，市场已经预期有超过 2% 的通胀，这是超过美联储的调控水平的；第二，基于美国经济强劲的复苏，美联储在下半年仍有两次加息的机会，有 50% 的上升空间，能够较为有效控制通胀。

图 10：通胀预期和金价的关系并不如想象



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

3.3 避险功能被强势经济部分对冲，但可恢复

从 2018 年 4 月开始，市场就在惊讶为何面对特金会、贸易战等各类风险事件，黄金并未表现出显著的避险属性。本人认为，黄金的避险属性是基于“因地缘政治等因素导致其他资产出现重大系统性风险时，黄金能够有较稳定的表现”这一共识，这样的共识在机构范围内是被广泛认同的，甚至在中国 A 股市场上也一度出现了大盘股下挫、黄金价格未变而黄金股票出现大幅上涨的情况。所以并不是有地缘政治因素就一定会导致黄金价格上涨，逻辑链条中需要其他资产有重大系统性风险的可能。

今年美国经济强势增长带来的美元和美股的内生性上涨，使得地缘政治问题对于资产的影响在一定程度上被对冲了。被别称为恐慌指数的波动率指数 VIX，在今年仅有两段时间持续处于 20 以上的“恐慌区间”。一是在 2 月美股出现暴挫之时的一个半星期，二是在 3 月特朗普宣布贸易战至 4 月上旬。当时黄金的确短暂有良好的表现。4 月中旬之后，哪怕有反复无常的特金会以及愈演愈烈的贸易战，VIX 指数也基本维持在 20 以下的水平，表明市场恐慌情绪较低，其他资产并不具备重大系统性风险的基础，黄金也缺乏因此上涨的动能。

但是这并不代表着黄金的避险功能就此消失，如果在下半年因为各种问题出现系统性风险，导致美股、美元面临大幅调整的风险，则黄金可能重新成为避风港。因为整体大势和基金仓位的要求，这一点在中国 A 股里可能会表现得更加明显，可能会出现黄金相关股票的短线超额收益。不过从以往的走势来看，无论在商品还是在股票市场中，这样的行情更多是脉冲式的上涨，难以带来持续性上涨的行情。

3.4 小结

下半年美国经济的内生性增长与其他经济体的低迷形成对比，导致美元指数将保持强劲，而这将继续成为黄金价格的压制力量。尽管目前通胀预期在温和上升，但是这并不构成黄金就能出现上涨的动能，美联储有通过加息来抑制通胀的能力和空间，这反过来反而会压制金价。不过，避险可能会带来脉冲性上涨的行情，无论对于黄金市场还是黄金股票市场。

4. 结论

目前黄金价格处在供需相对平淡的大周期内，无论供应还是需求都缺乏亮点，因此实物供需层面对于黄金的影响不会太大，“传统旺季”对于黄金也难以产生季节性的价格上升。在年度上，因为机构资金在年初时对于黄金的配置就是平配或者低配，下半年面临的配置型资金调仓压力不会太大，更多会是基于趋势和焦点事件。通过对相关性的分析，可以看到黄金目前还是紧密地跟随美元做反向运动，而下半年由于美国经济的内生增长，美元的强劲会是大概率事件，因此黄金将继续承压，国际金价基本在 1300 美元/盎司以下运行。

当然，如果出现风险事件导致其他资产尤其是美国股市和美元汇率面临大幅回调压力的情况下，黄金的避险需求将恢复，带来脉冲性上涨行情，对黄金市场或者相关股票市场都会有影响。但是这样的影响基本为短期影响，不改变中期趋势。