

内容提要

龙玲

从业资格号: F0267622

投资咨询资格号: Z0000519

021-68982737

longling@xzfutures.com

● 背景回顾

2018年10月中旬，美股接连两日出现大幅下跌，中国A股市场也受其影响出现下挫，而前期低迷的黄金价格一改颓势出现上扬，并且带动黄金相关的股票、基金等资产在普跌的市场中一枝独秀。对此，我们在2018年10月15日出具专题报告《避险价值王者归来，中期逻辑或能转变》，认为：黄金和黄金股短线上涨的逻辑是避险价值王者归来；但是星星之火或许能够燎原，如果美股持续回调，则短线因素可能会最终改变中期价格运行的逻辑，带来黄金价格的持续上行。

半个月过去了，黄金在出现了大幅上涨之后出现了小幅回调，在此继续跟踪前期的逻辑是否发生变化。

● 行情展望

目前短期逻辑依然在避险，由于中期选举临近，市场不确定性加大，导致黄金继续上扬，避险已经从短期开始转化为长期。不过黄金依然在寻求中线的新秩序。可观察到的是市场对于美国经济利好数据的反应已经在下降，利好黄金的上扬，后期10年期国债收益率的上行并不一定对应着黄金的持续压力。

资金有进入黄金市场的迹象，但是目前还只是蓄势待发，后期如果出现稳定的逻辑支持，则具备继续上升空间。

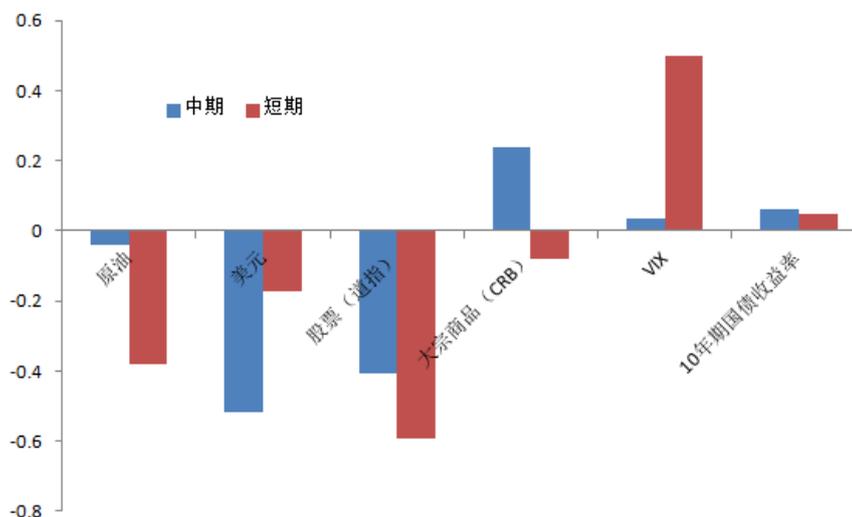
1. 黄金近期仍靠避险，只是更强烈

在专题报告中，我们用相关性寻找到了黄金的短期逻辑——避险。当时用的是 10 月 12 日相关性的图 1，而从最新 10 月 31 日的相关性图 2 可以看到，黄金价格依然和 VIX 指数保持正相关关系，并且已经开始体现在中期逻辑中。

目前和道指保持负相关关系，这一点和 12 日情况基本一致，只是相关性的强度更大了。鉴于此次避险的逻辑是“因为某些外部因素导致了美股等风险资产出现重大系统性风险，而在这种情况下一般黄金都能有稳定的表现，可以部分对冲风险资产的回落。”，所以黄金和美股的负相关关系体现的依然是黄金的避险作用。

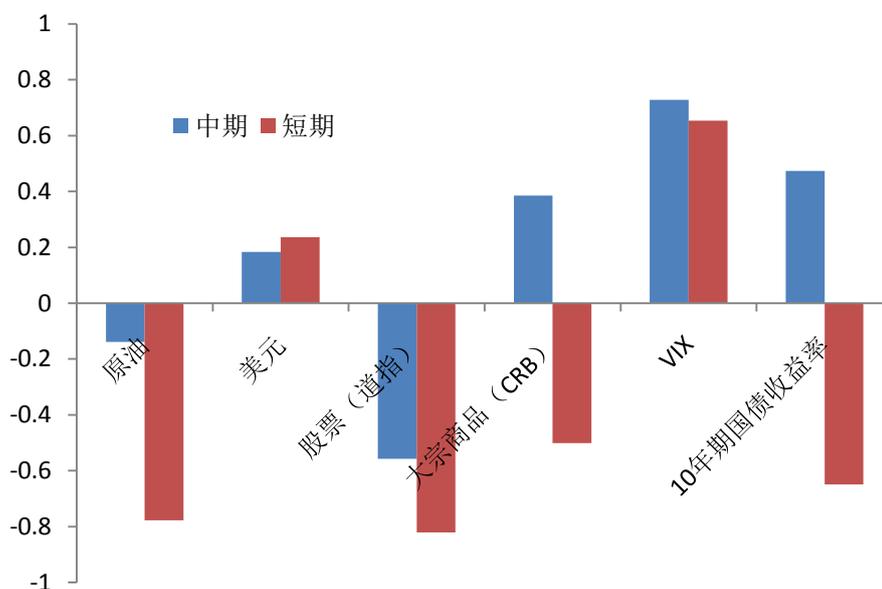
黄金和美元的负相关关系已经大为改变，目前基本低相关；和原油以及大宗商品处于负相关关系，主要是近期油价大幅下落。和 10 年期国债收益率短期出现了负相关性，与从 10 月 26 日开始，美国 10 年期国债收益率在触及了 3.0568% 的低点之后陡然上升有关。

图 1：黄金和其他资产 2018 年 10 月 12 日相关性
(因审查时滞，报告最终发表于 2018 年 10 月 15 日，但数据为 12 日)



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

图 2：黄金和其他资产 2018 年 10 月 31 日相关性



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

2. 中线寻求新秩序，资金蓄势待发

在专题报告中，我们将黄金市场的逻辑转换比作换轨道：在脱离原来的轨道进入另一个轨道时，是需要一个助推力的；黄金市场的逻辑从一个变化到另一个，也需要一个助推力。

今年 4 月以来，黄金一直都受制于强势的美元。我们认为避险这个短期因素会使得黄金市场的焦点逐步从美元上转移，目前跟美元指数的负相关性已经得到缩减，表明正在脱离原有轨道；未来要进入新的轨道，这个相关性暂时体现为避险。由于中期选举的临近，市场不确定性风险加大，**避险已经从短期开始转化为中期**。而且对过去 12 年的统计显示，在美股出现较大幅度回调的初期，黄金都能有一波趋势性的上扬行情。但面临的风险是一旦美股出现强势反弹，则避险逻辑可能发生改变。

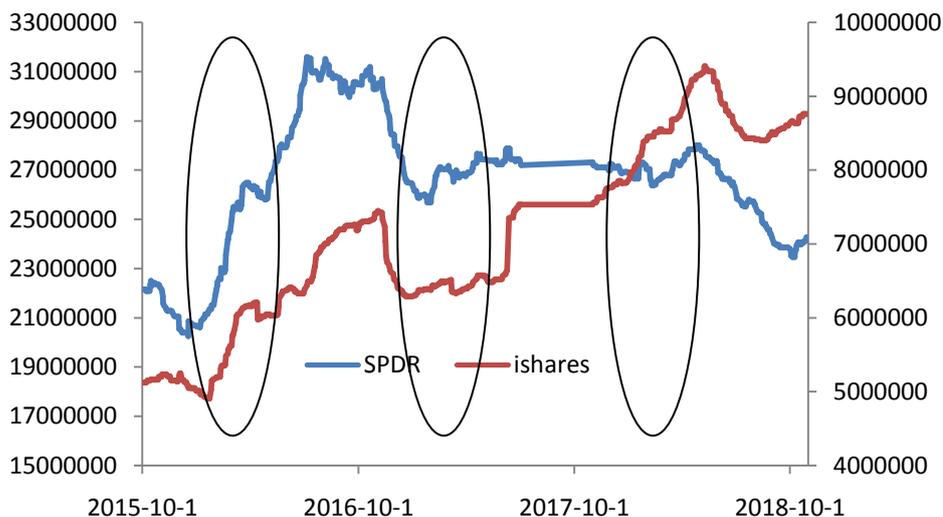
这表明黄金依然会需要寻求新的中期秩序。

在其他方面，10 年期国债收益率和金价的关系是复杂的，并不是单纯的反向关系。其长期走势与经济增长、通货膨胀和风险溢价三者都有关系。目前经济的增长较为强劲，利好 10 年期国债收益率。但**需要注意到，市场对于美国经济利好数据的反应已经在下降，本周三晚公布的 ADP 就业数据好于预期，但并未推动美元指数上行**。这将有利于黄金的上扬。风险溢价则对应着避险行为，对于金价存在支撑作用。而通货膨胀对金价的影响我们此前有过分析，如果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。因为油价大幅回落，通胀还不是市场的关注焦点。综合三方面看来，后期 10 年期国债收益率的上行并不一定对应着黄金的持续压力。

从资金角度而言，全球黄金 ETF 在持续的增仓过程中，但是增幅有限。从全球最大的两个黄金 ETF-SPDR 和 ishares 的持仓可以看到，机构持仓如果需要增仓，在年初反应才更明显。所以目前资金有流入痕迹，但是暂时还没有大举进入，后期仍有继续入场潜能。

图 3:SPDR 和 ishares 的持仓量变化



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

3. 行情展望

目前短期逻辑依然在避险，由于中期选举临近，市场不确定性加大，导致黄金继续上扬，避险已经从短期开始转化为长期。不过黄金依然在寻求中线的新秩序。可观察到的是市场对于美国经济利好数据的反应已经在下降，利好黄金的上扬，后期 10 年期国债收益率的上行并不一定对应着黄金的持续压力。

资金有进入黄金市场的迹象，但是目前还只是蓄势待发，后期如果出现稳定的逻辑支持，则具备继续上升空间。

风险提示：一旦美股出现强势反弹，避险逻辑可能发生改变。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。