

## 实物叠加配置需求，黄金备战年初攻势

2018年12月11日 星期二

兴证期货·研发中心

金属研究团队

孙二春

期货从业资格编号：F3004203

投资咨询资格编号：Z0012934

龙玲

期货从业资格编号：F0267622

投资咨询资格编号：Z0000519

胡佳纯

期货从业资格编号：F3048898

胡悦

期货从业资格编号：F3050247

联系方式：龙玲

021-68982737

longling@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 后市展望

我们整体看好2019年的金价。

尽管首饰需求增长乏力，但是投资需求有望崛起，加上稳固的央行购买需求，金价有望获得支撑。美国经济状况边际走弱、美国股市的持续回调也有利于机构资金选择在年初开始配置更多黄金资产，美元指数虽然在上半年大概率维持强势，但是更多是压制金价上涨空间，对于趋势无法改变。尤其是Q1，实物需求中的投资需求崛起，叠加机构资金的配置需求，会有一波年初攻势。预计上行幅度可能在10%左右，所以预计上方在1360美元/盎司一带。基于对人民币先抑后扬的看法，我们认为人民币金价有望在Q1获得更大幅度的上涨。

2019年下半年美国经济的边际走弱迹象可能扩展到更多数据上，美元指数可能走弱。如果这样的情况出现，则黄金可能在下半年还能维持上行；否则可能会因为首饰需求拖累整体需求而导致金价略有下行。悲观情况下，美国经济数据持续强劲，美联储加息加快，则黄金可能回落到1200美元/盎司一带，极端情况可能至1180美元/盎司一带。

预计全年国际金价运行区间在1180-1360美元/盎司。

## 目录

1.主要观点回顾及验证 .....	3
1.1 2018 年度不具备上行基础 .....	3
1.2 今年 10 月认为逻辑可能变化，黄金有中线上涨潜力.....	4
1.3 通胀预期不会推升金价 .....	4
1.4 继续看多 2018 年下半年美元指数 .....	4
2.预计 2019 年黄金需求略有提升 .....	4
2.1 预计中国黄金首饰需求将前高后低.....	5
2.2 预计官方购金将保持强劲 .....	6
2.3 预计投资需求继续增长，Q1 数据可能靓丽.....	6
3.预计黄金的供应将继续保持平稳.....	7
4.预计增长的需求是金价的安全垫.....	8
5.预计黄金的配置需求增加 .....	9
5.1 预计美国经济增速回落，将令黄金具备配置价值.....	9
5.2 预计美元强势抑制黄金上行空间，但来年年中或有变化.....	11
6.预计人民币先抑后扬，刺激年初黄金上涨幅度.....	14
7.结论 .....	15

黄金从来都不是一种简单的商品，几千年前开始人类就开始了黄金崇拜，可以说对于这种闪耀着珍贵光芒的金属，是有基因中的崇拜的。就在 40 年前黄金还在多数发达国家被定位于法定货币。

在证券分析中把黄金放在有色金属企业，是因为证券二级市场研究的标的是公司，而黄金会作为很多有色企业的主要产品或者副产品存在。然而大宗商品的分析目标是行业分析和产品定价，黄金必须放在大宏观的逻辑框架中。所以多数时候，这看起来更像一篇宏观报告，只是标的落在了黄金的价格上。

## 1.主要观点回顾及验证

### 1.1 2018 年度不具备上行基础

在 2018 年初，我们对金价的走势提出三个观点：年度不具备单边上涨行情基础；地缘动荡仅具备脉冲性行情；黄金回归到通胀与增长二者预期的纠缠，警惕对通胀超预期。

前面两点在黄金的走势中已经得以验证。截止 12 月 7 日，国际黄金现货价格为 1249.31 美元/盎司，相较 2017 年年底下跌 53.49 美元，跌幅 4.1%，在 8 月最低跌至 1174.16 美元/盎司；上海黄金交易所黄金 TD 价格为 275.4 元/克，较 2017 年年底上涨了 2.3 元/克，涨幅 0.08%，在 8 月最低跌至 261.39 元/克。

今年上半年的朝鲜问题、中美贸易摩擦等问题在当时并未对黄金产生直接的推动作用。我们在 7 月 6 日半年度中期策略报告《黄金因美国经济增长而下行，仅有避险式脉冲上涨》中认为，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。

图 1：2018 年黄金走势（黑色为国际金价，红色为国内金价）



数据来源：Wind

## 1.2 今年 10 月认为逻辑可能变化，黄金有中线上上涨潜力

在中期策略报告中，我们在仔细分析了黄金的走势后认为，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”。从 10 月开始美股的下跌，填补了黄金避险这一逻辑链条的后半部分，据此我们认为美国经济有中期转向的可能性，并且将观点写入了 10 月 15 日《避险价值王者归来，中期逻辑或能转变》报告中。

当时对于黄金的交易还处在左侧，需要等待数据验证。随着时间进入到 12 月份，美国经济数据已经开始体现边际走弱，并且黄金出现了突破上行，验证了彼时观点。

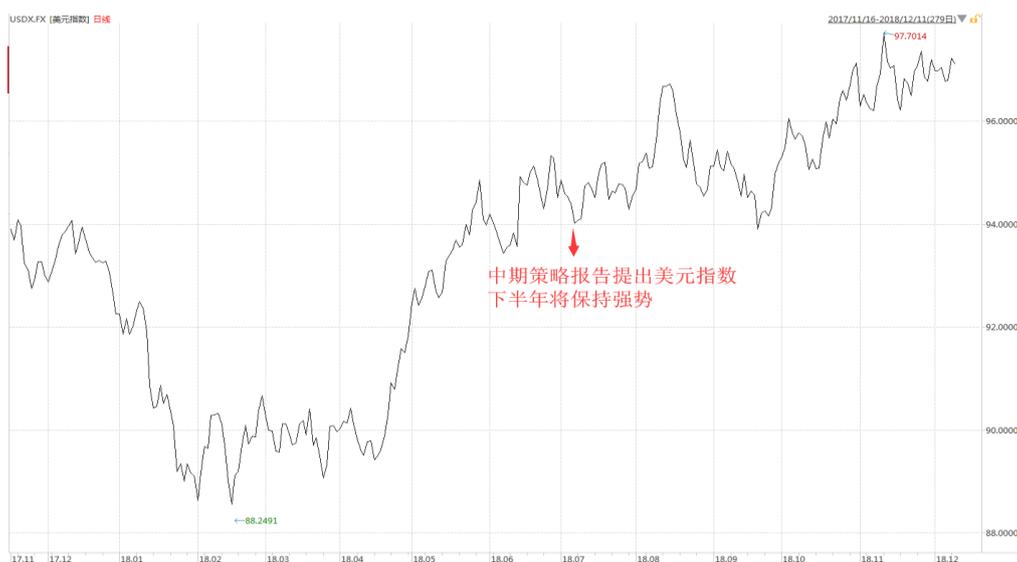
## 1.3 通胀预期不会推升金价

在 2018 年年初，我们认为黄金市场对于通胀有超预期的情况存在，市场价格已经反映了通胀。我们在中期策略报告中详细分析了历史状况，认为通胀升温 and 预期一致时，黄金的表现并不突出。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。从走势看来，尽管美国通胀预期一度在 10 月 17 日到达高位，但是黄金在此期间并未有出色表现，表明通胀预期的确不是黄金市场的主要推动力量。

## 1.4 继续看多 2018 年下半年美元指数

在中期策略报告中，我们用美国和其他主要经济体的相对情况，判断未来半年内美国经济的相对其强势都会保持，因此得出下半年美元指数大概率将维持上升势头的结论。截止 12 月 5 日，美元指数报 97.07，较 6 月底的 94.47 上升了 2.75%。

图 2：美元指数在 2018 年下半年维持强势



数据来源：Wind

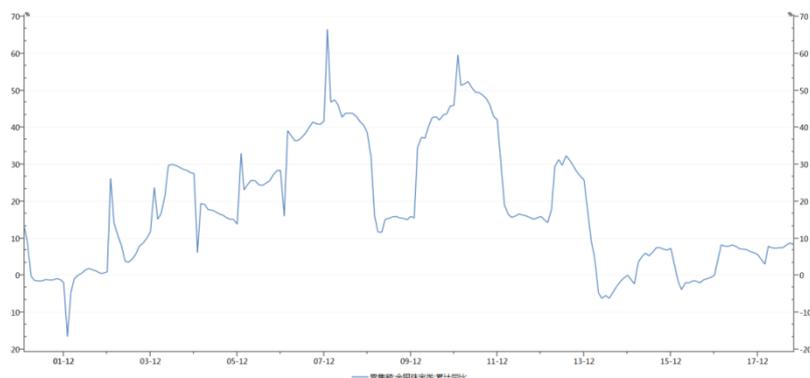
## 2. 预计 2019 年黄金需求略有提升

## 2.1 预计中国黄金首饰需求将前高后低

中国的黄金制品市场从 2003 年开始正式放开，从那时开始中国的需求就有了蓬勃增长的态势。从 2013 年开始，中国需求开始引领全球，其中超过一半来自于珠宝首饰消费。2013 年开始，因经济增速下行、八项规定等各方面的原因，中国珠宝首饰需求出现陡降，统计局公布的金银珠宝销售额累计同比增速一度跌至负值，而此前 2004-2013 年平均增幅都在 20% 以上。

金银珠宝销售从 2015 年底开始出现缓慢回升，我们认为主要是因为棚改货币化的启动带来了可选消费品的提升，与同期中高档白酒、汽车等消费的增长属于同样原因。然而随着棚改货币化的落幕，汽车、建材、家电等已经出现销售疲软，珠宝首饰这样的高弹性可选消费依然有回落空间。而棚改的主战场三四线城市相较一二线城市而言，对于黄金的倾向性更高，棚改货币化的落幕对黄金的首饰存在不利影响。

图 3：中国金银珠宝销售累计同比增速



数据来源：国家统计局，Wind

图 4：三四线城市对于黄金的倾向性更高

愿意花 5,000 元人民币购买特定首饰产品的女性比例



数据来源：世界黄金协会

一二线城市由于缺乏棚改货币化的刺激，在缺乏财富效应的 2018 年更是难以有大量金银珠宝的购买。其低迷程度从港资上市珠宝企业公布的财报数据中，同店销售数据以单位数或者双位数的下跌，就可见一斑。

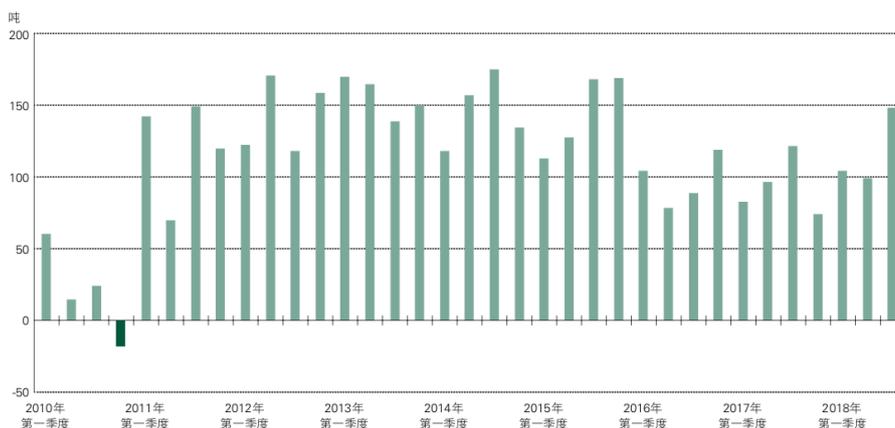
后期政府为拉动经济，虽然会有刺激消费政策出台，但是从出台的税收抵扣是在子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息或住房租金，以及赡养老人等专项上，预计主要刺激消费政策也以鼓励服务类消费为主，所以高弹性可选消费难以因此受到大的刺激。

当然，棚改货币化的正式收紧从 10 月开始，传导到消费端仍需要一定时间，所以第四季度金银珠宝消费数据预计仍将保持高涨。较好的需求数据在 2019 年 Q1 公布时，对于欧美交易者而言可能存在心理支撑。但整体而言预计 2019 年中国黄金首饰需求可能前高后低。

## 2.2 预计官方购金将保持强劲

持有大量黄金的各国央行一度是黄金的主要供应方，不过在 2008 年金融危机爆发之后，主要央行开始停止出售黄金；从 2009 年开始，央行已经从黄金供应方变为黄金需求方。2011-2015 年，央行购金都持续保持在高位，尤其在 2013 年达到顶峰 623.8 吨，占到了当年黄金总需求的 14.5%。在 2016 年和 2017 年随着经济的企稳复苏，央行购金有所回落，2017 年 374.8 吨的央行购金，仅占总需求的 8.4%。不过这一趋势随着 2018 年全球经济陷入动荡和不确定的情况下，再加上美国的霸权主义开始引发各国担忧，央行购金又开始重新上升，仅在 2018 年前三个季度，央行购金达到了 351.5 吨，占总需求比为 10%，达到了 2015 年以来最高水平的净购买量。其中的重要买家俄罗斯已经出售了其持有的大部分美国国债并将其中一部分换为黄金，2018 年第三季度 92 吨的购买是其史上最大的季度净购买量，这使得俄罗斯的黄金储备首次超过 2,000 吨，占其总外汇储备的 17%。其他多家央行在第三季度也加入了俄罗斯、土耳其和哈萨克斯坦的购买行列，大幅增加黄金储备。预计随着美国经济的边际走弱、以及全面开花的贸易摩擦会加重各国对于美元资产的抛售，全年央行购金将继续增长。因为官方购金有较强的隐蔽性，更多是在事后公布，对于市场难以构成即时性的利好。但是官方购金的持续性使其成为黄金价格下方的重要支撑。

图 5：全球央行净购金量达到 2015 年以来的最高水平



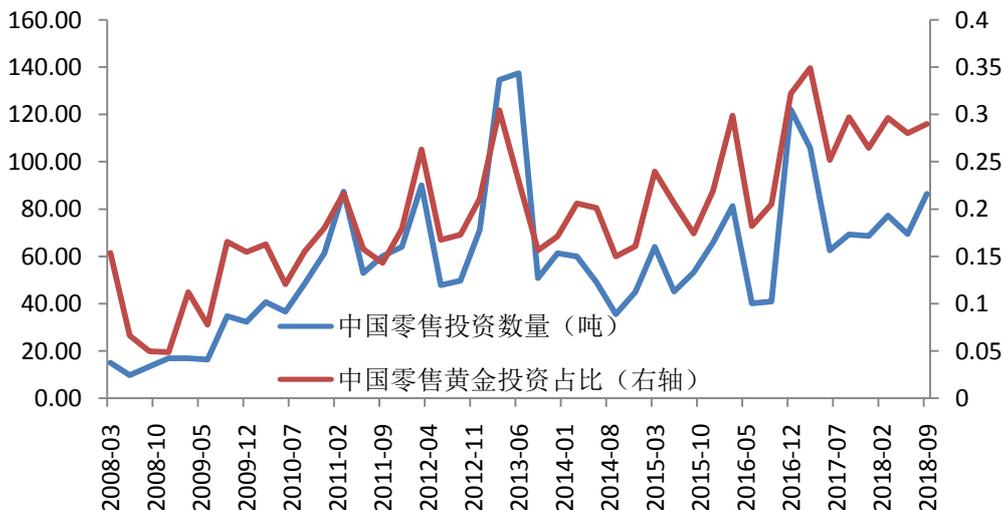
数据来源：IMF、世界黄金协会

## 2.3 预计投资需求继续增长，Q1 数据可能靓丽

黄金的投资需求分为零售黄金投资需求（金条、金币等），以及 ETF 和其他产品需求。目前黄金的零售投资需求中接近 30% 来自于中国。从中国零售黄金绝对和相对数量

图中可以看到，中国的黄金零售投资和零售投资占全球比重高点都是对应的，不过相比全球而言，中国的黄金零售投资需求曲线还是向上，表明在进一步增长中。如果再进一步分析，可以看到这些高点和金价的高点也是对应的。可以这么理解，也就是当金价上涨时，中国的黄金零售投资也会上升，并且增速比中国以外的其他国家要高。这是因为相比其他市场的而言，中国民众投资黄金还有很大一部分选择的是实物黄金。这也就解释了为什么 2018 年 Q2 以来高端消费整体承压，但黄金珠宝相比汽车、白酒等高端消费而言相对较稳固。这是由于金银珠宝销售的统计会把首饰需求和投资需求放在一起，前者更多为刚需，一般较为平稳，但后者会面临较大波动。

图 6：中国零售黄金绝对和相对数量



数据来源：世界黄金协会、Wind、兴证期货研发部

中国投资者增加黄金投资的理由是多样的，2018 年由于股市失去财富效应、众多 P2P 产品暴雷、数字货币暴跌、人民币汇率有贬值预期等众多因素叠加，导致中国投资者风险回避情绪增加，购买实物金条、金币等作为理财方式。这样的情况在 2019 年 Q1 之前预计不会有好转，因此在 2019 年年初，预计中国的投资需求将继续增长。具体的分析会在后面人民币汇率环节展开。

黄金的 ETF 投资主要在欧美成熟市场，尤其是美国市场，这个投资会是一个更短期的因素，我们整体上认为，随着美国经济的回落，对其他资产的配置需求会带动黄金 ETF 等投资需求的上升。我们将会在后文中做详细分析。

整体而言预计黄金的投资需求会继续增长，尤其是 2019 年 Q1 可能会有靓丽的数据。

### 3. 预计黄金的供应将继续保持平稳

在上世纪 90 年代，由于外汇储备政策的调整，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。为了防止过于打击市场，甚至还需要依靠售金协议以限制出售。这一度成为了主导黄金价格下跌的主要原因。在 2009 年之前，黄金的供应来源除了矿产金、再生金，还有央行售金，因为然而 2008

年的金融危机打破了央行的售金计划，从 2009 年开始，同样有部分国家的央行在出售，同时部分国家的央行在继续购买，但整体上而言，央行从净售金变成了净购金。而在平衡表上，黄金的供应也仅剩矿产金和再生金。

矿产金近几年都在持续的增加过程中，尽管主要产金大国南非和中国的产量都在下降，但是其他地区产量的大幅增长超过了这些跌幅。2018 年第三季度南非的产量同比下跌 10%；而在中国，环保政策的实施也使得第三季度全国黄金产量同比下跌 6%。但从生产成本角度来看，黄金生产商的成本差距非常大，统计口径差别也很大；第二，从平均上而言，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。

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%。如果金价温和上涨，再生金的增量应该不会对市场产生重大影响。

整体上而言，黄金供应力量充沛，没有缺口，而黄金稳定的需求也将使得生产商没有抛货压力，并不存在明显过剩。

## 4. 预计增长的需求是金价的安全垫

以上我们分析认为，2019 年市场关注还是在黄金的需求问题上，受到首饰需求平稳但是投资需求强劲的影响，黄金需求可能前高后低。

但是黄金的供需对价格的影响并非立竿见影的，从供需平衡表上可以看到，供求关系的“盈余”或者“过剩”与黄金价格的变动并没有直接的关联关系。这是因为黄金作为一种商品的时间并不长，1978 年才正式明确国际货币体系的黄金非货币化，另外由于数据多为季度和年度数据的缘故，因此黄金的供需是在至少以年为单位的的时间里影响到黄金的价格。

表 1：黄金供需平衡表

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 年 Q3
<b>供应量</b>									
金矿产量	2,743.3	2,844.0	2,916.6	3,071.6	3,137.8	3,208.1	3,285.1	3,312.4	875.3
生产商净对冲额	-108.8	22.5	-45.3	-27.9	104.9	12.9	32.7	-27.6	-20.0
再生金量	1,680.3	1,655.8	1,677.2	1,256.2	1,195.1	1,130.2	1,292.4	1,168.2	306.3
<b>总供应量</b>	<b>4,314.9</b>	<b>4,522.3</b>	<b>4,548.6</b>	<b>4,299.8</b>	<b>4,437.8</b>	<b>4,351.2</b>	<b>4,610.2</b>	<b>4,453.1</b>	<b>1,161.5</b>
<b>需求量</b>									
加工品									
金饰 1	2,041.7	2,086.5	2,134.0	2,727.1	2,532.6	2,469.8	2,007.4	2,244.2	584.4
科技	460.5	428.6	381.3	355.9	348.7	332.0	323.4	333.1	85.3

加工量小计	2,502.2	2,515.1	2,515.3	3,083.0	2,881.3	2,801.8	2,330.8	2,577.3	669.7
金条和金币 总需求量	1,204.2	1,502.1	1,311.1	1,729.6	1,065.2	1,090.1	1,071.3	1,043.3	298.1
黄金 ETFs 及 类似产品	429.6	232.0	306.1	-912.3	-184.2	-125.1	547.0	206.4	-103.2
各国央行和 其他机构	79.2	480.8	569.3	623.8	583.9	576.5	389.8	374.8	148.4
黄金需求（制 造基础）	4,215.1	4,730.0	4,701.8	4,524.2	4,346.2	4,343.3	4,338.8	4,201.8	1,013.0
顺差/逆差	99.7	-207.7	-153.3	-224.4	91.6	7.9	271.4	251.3	148.5
<b>总需求</b>	<b>4,314.9</b>	<b>4,522.3</b>	<b>4,548.6</b>	<b>4,299.8</b>	<b>4,437.8</b>	<b>4,351.2</b>	<b>4,610.2</b>	<b>4,453.1</b>	<b>1,161.5</b>
LBMA 黄金 价格（美元/ 盎司）	1224.52	1571.52	1668.98	1411.23	1266.4	1160.06	1250.8	1257.15	1213.19

数据来源：Metals Focus、GFMS、汤森路透、洲际交易所基准管理机构、世界黄金协会

比如在 20 世纪 60 年代，由于美国深陷越南战争，各国央行对于黄金的需求增加，导致金价暴涨；再比如从 20 世纪 80 年代开始，由于央行大量售金，导致黄金价格持续下跌。而从 2001 年-2013 年，由于中国需求持续发力带动，短短数年时间一跃成为世界最大黄金需求国，中国需求引领了全球黄金需求上行，并且带动金价走出十年牛市。黄金的年度级别行情背后必然伴随着供需结构的变化乃至颠覆。

就近几年黄金市场的影响而言，因为供应层面上没有大的变动，所以依然还是需求层面主导。实物需求对于交易时点的影响在于，如果 2018 年 Q4 的需求数据好，可能会导致交易者预期 2019 年 Q1 数据好，对 2019 年年初的金价起到一定心理层面的推升作用。

## 5. 预计黄金的配置需求增加

### 5.1 预计美国经济增速回落，将令黄金具备配置价值

黄金作为一种本身不生息的资产，具备的金融属性使其对于投资机构而言更多是配置类的资产。提到资产配置，首先会想到美林证券在 2004 年发表的《The Investment Clock》一文，美林投资时钟模型基于对美国 1973 年到 2004 年的 30 年历史数据的研究，展示了经济从衰退逐步向复苏、过热方向循环时，债市、股市、大宗商品的收益依次领跑大类资产。但是实证也显示，在 2008 年金融危机之后，美国的情况与美林投资时钟预示的产生了一定偏差。

而黄金在 2008 年之后的逻辑也发生了变化。在此我们借鉴美林证券的投资时钟，根据 GDP 和 CPI 的不同状态，将 2007 年至今的美国划分为四种不同的状态，因为数据较短，为了和传统经济周期理论区分，不重新命名这四种状态而是直观描述，这四种状态分别是：低增长高通胀、低增长低通胀、高增长低通胀和高增长高通胀。统计可知，在这四个阶段中，黄金的平均收益率表现分别为：6.07%、1.47%、-2.8%和 7.07%。可以看到，除了在高增长高通胀状态下黄金是负收益的资产，在经济处于周期的其他阶段

时，黄金都能贡献正的收益，只是高增长低通胀状态下，提供的收益率非常有限，与其他资产相比缺乏吸引力。

**表 2：美国不同经济状况下黄金的平均收益率**

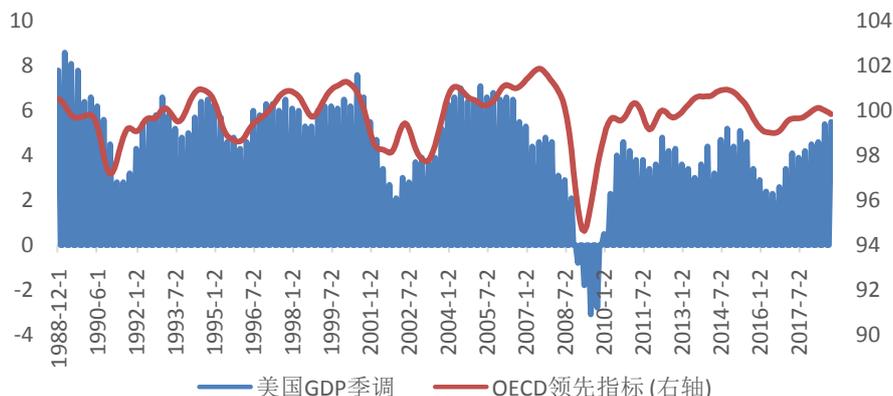
美国经济状况	黄金平均收益率
低增长高通胀	7.07%
低增长低通胀	6.07%
高增长低通胀	1.47%
高增长高通胀	-2.81%

数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

因此，从 2007 年至今，平均而言，当美国经济处于低增长高通胀和低增长低通胀状态，黄金能够有较为有吸引力的收益率；也就是无论通胀状况如何，美国的经济能否保持高速增长，将会成为黄金是否有配置价值的重中之重。

对于预测未来美国经济的状态，OECD 领先指标一般会领先于 GDP 约 1-2 个季度，这一指标从今年 3 月开始掉头向下，预示着可能美国的经济数据很有可能在今年第四季度初现疲态。从近期公布的数据看来，美国经济已经边际放缓，领先指标的预判已经在逐步得到验证。美国 11 月非农就业人数增幅和平均时薪增幅均低于预期，即便这是由于美国已经接近充分就业，但也说明就业市场的边际放缓已经成为既定事实。时薪增幅放缓和美股的下行，将会影响到居民收入，最终传导到消费这一美国经济的主要拉动力量上。而在投资上，前期特朗普政府针对企业的减税政策主要在前面几年体现，叠加市场利率的走高，使得投资的进一步上行困难重重。而且在第四季度同样将面临中美贸易摩擦导致中国企业“抢出口”造成的贸易逆差进一步扩大。消费投资和进口都有边际走弱的迹象，从 10 月以来开始的美股下行，在一定程度上是对于这一现象的预判和呼应。

**图 7：美国 OECD 领先指标与 GDP 走势**



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

美联储言论从 11 月中旬开始由“鹰”转“鸽”从另一个侧面印证了经济增长的中期放缓。11 月中旬，美联储副主席克拉里达表示，有“一些证据”显示全球经济正在放缓；11 月 28 日鲍威尔发表讲话表态当前联邦基准利率略低于中性利率，与其 10 月接受外媒采访时表示利率距离中性利率还有很长一段路形成鲜明反差；此外，还有其他联储官员同样发表“偏鸽”言论。如果美国经济数据的边际走弱只是基于短期扰动因素，那么美联储的言论不会发生如此步调一致的转向。

经济数据的边际走弱对于美股市场并不是唯一的扰动因素，近期的中美贸易问题带

来的不确定性使得资本市场参与者对此担忧加剧。与经济数据的边际回落相比，贸易摩擦的成因是长期的，影响和解决也将是长期的，将会成为压制美国股市和投资信心的长期因素，并且因其不确定性不定期给予市场脉冲性打击。

但是整体上而言，美国经济依然处于健康的自循环状态，如果美联储放缓加息节奏，市场信心企稳，依然有回升动能。所以预判 2019 年美国先抑后扬。对于黄金的影响则是先扬后抑。

## 5.2 预计美元强势抑制黄金上行空间，但来年年中或有变化

传统上而言，美元指数和黄金大体上呈现负相关关系。这是因为，从商品的角度上而言，因其以美元为计价单位，美元的上涨是会使得这些以美元计价的商品相对更贵，所以价格需要下跌回到实际价值水平。但是美元指数和黄金的负相关关系又是在不断变化的。

表中可以看到，黄金和美元的负相关强弱在各个年份差距甚大，在各个时点上相关性也有着迥异。整体而言，在经济金融环境稳定的时段，黄金和美元的负相关关系会得到增强。根据前文的分析，尽管我们认为美国经济已经在构筑顶部，但是这并不意味着美国就此走向衰落，预计黄金和美元指数的负相关关系不会到特别低的区间，也就是如果美元指数继续强势，对于黄金是存在压力的。

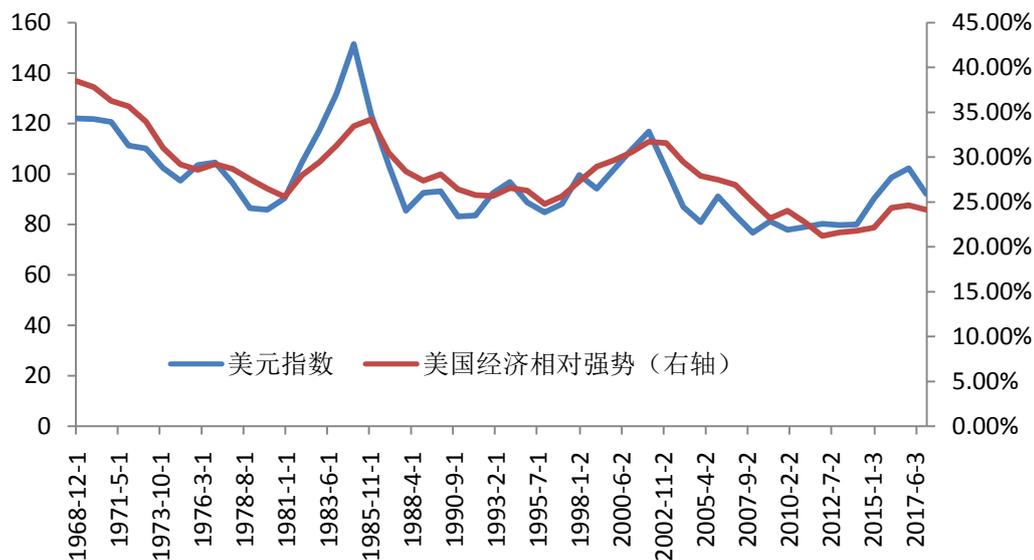
表 3：黄金和美元的负相关性

时间	相关系数
2001 年	-0.374
2002 年	-0.386
2003 年	-0.614
2004 年	-0.768
2005 年	-0.551
2006 年	-0.442
2007 年	-0.525
2008 年	-0.559
2009 年	-0.325
2010 年	-0.222
2011 年	-0.239
2012 年	-0.483
2013 年	-0.408
2014 年	-0.435
2015 年	-0.358
2016 年	-0.376
2017 年	-0.569
2018 年	-0.608

数据来源：Bloomberg、兴证期货研发部

从美元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经济状况，尽管在短期会受到其他因素的干扰，但是在中长期这样的思路不会发生变化。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：长期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。从 2012 年开始，美国经济就成为了带动全球经济的引擎，在这长达 6 年的引领过程中，尽管其本身的经济复苏也出现了反复，但其他主要经济体中，欧洲和日本经济依然处于低迷状态，无论内部还是外部都缺乏摆脱经济低迷泥潭的方式。更不用说英国脱欧问题还可能继续拖累经济。IMF 认为若出现无协议脱欧的情况，欧元区经济增速将下降 1.5 个百分点。因此，虽然我们认为是美国经济边际放缓，加息步入后半程，增长力量有所衰竭，但比起虽然无济于事但还是在试图通过货币宽松自救的其他经济体，依然是属于“高帅富”。所以刨除掉经济数据和加息政策造成的短期影响，美元指数的中期强势会继续维持。

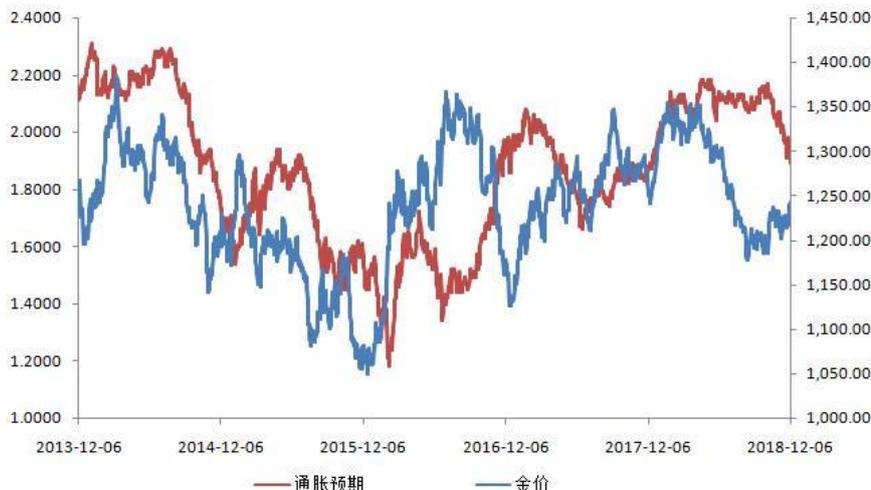
不过，如果按照前文分析，OECD 领先指标显示美国经济的边际走弱，并且如果指标持续下行，最早可能在 2019 年年中形成实质偏弱，那么届时美元指数的强势会面临一些变数。我们还将紧密观察这一指标的进展。

### 5.3 预计原油和通胀依然不是金市关注重点

回顾过去 50 年金价和通胀的情况可以看到，如果通胀升温和预期一致时，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。因为如果通胀出现持续性上升，通胀升温和预期一致，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。

图 9 中可以看到最近 5 年来，黄金和通胀预期的走势没有显著的关联性；最近 1 年来通胀预期持续上升，但并未影响到黄金价格。首先，市场前期已经预期有超过 2% 的通胀，这是超过美联储的调控水平的；第二，基于美国经济依然处于复苏状态，美联储仍有加息来控制通胀。

图 9：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

所以这也就解释了从 2017 年以来，几个原油上涨的时段黄金并未跟涨，从二者相关性也可以看到，2017 年 6 月-2018 年 2 月，黄金和原油的相关性 0.038，今年 3 月到 6 月，和 8 月到 10 月，黄金和原油的相关性也分别只有 0.174 和 0.047。

基于原油价格和通胀预期已经从高位回落，预计在 2019 年，原油和通胀依然不会是黄金市场的主线。

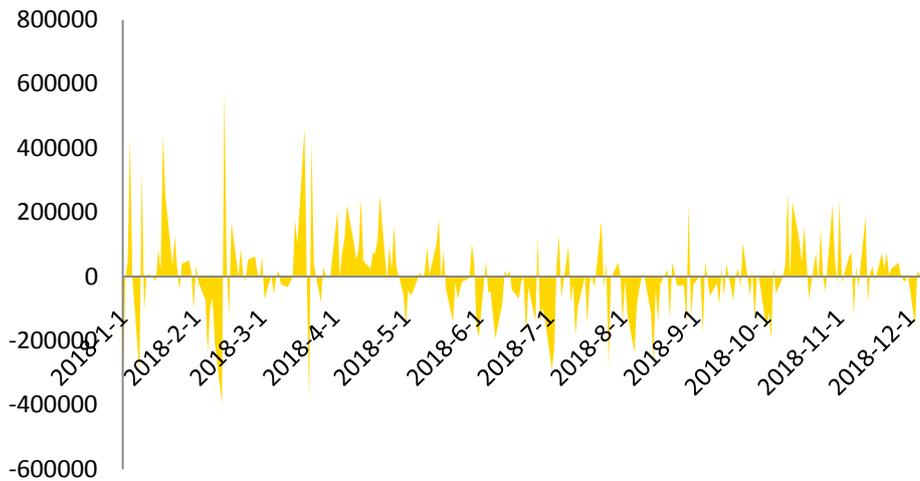
## 5.4 预计年初有批量资金流入黄金 ETF 投资

投资需求中的 ETF 基金及其他产品的黄金持有数据，是机构资金对于黄金中短期配置的最终体现。虽然在总需求中份额占比不大，但是变动极大，而且因其金融市场的敏感性，在某些时候会被市场当成一个前瞻风向标。

北美作为最大、流动性最好的以黄金 ETF 市场，占了第三季度流出量的 73%（75 吨左右），以及年初至今流出量的近 90%。这种看空黄金的情绪也出现在美国期货市场，CFTC 持仓报告显示，纽约商品交易所报告了 2006 年以来最低水平的管理资产净做多仓。投机性净多仓位自 2001 年以来首次变成负值。低迷的投机资金流入的直接原因是今年以来美国其他风险资产强劲的表现，但其背后深层次的主要原因之一就是上文详细分析的美国经济强劲复苏。从 10 月开始，美股的大幅回调可能使得这一情况发生变化，这也是我们前期一直在强调的中线逻辑。不管这次是回调还是顶部的开始，从 Q4 开始，我们都看到了 ETF 资金在流入黄金市场。当然，数量非常有限，还不足以抵消前期的流出。

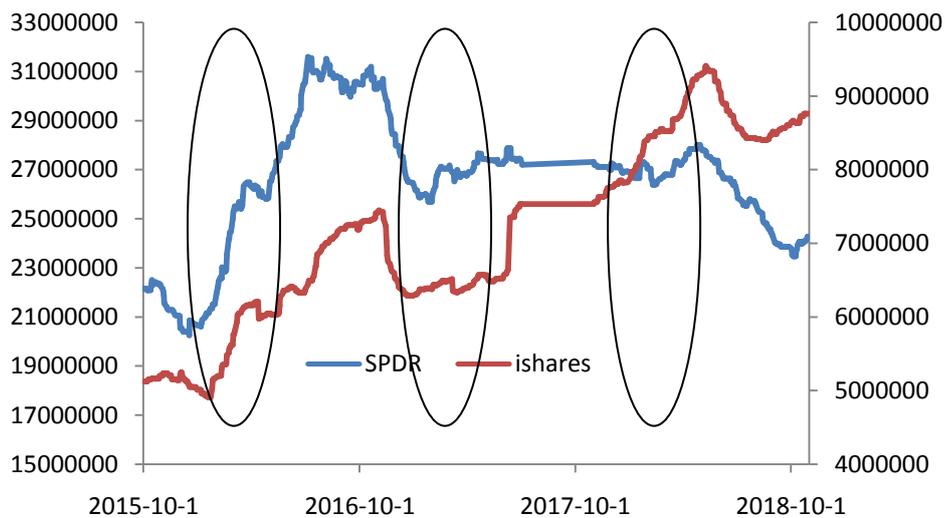
不过我们对资金没有大举进攻并不悲观，从全球最大的两个黄金 ETF-SPDR 和 iShares 的持仓可以看到，机构持仓如果需要增仓，在年初反应才更明显。所以目前资金有流入痕迹，但是暂时还没有大举进入，后期仍有继续入场潜能。预计随着年初资金的流入，黄金有望展开年初攻势

图 10：全球黄金 ETF 持仓从 2018 年 10 月后开始回升



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

图 11:SPDR 和 iShares 的持仓量变化



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

## 6. 预计人民币先抑后扬，刺激年初黄金上涨幅度

当人民币存在贬值预期时，由于黄金的全球定价原理，买黄金相当于买美元，一方面可以获得美元相对升值的收益，另一方面可以获得黄金价格上涨的收益。因此，我们预判人民币的走势目的是为了掌握不同货币计价黄金的相对强弱。

2018 年人民币走势跌宕起伏，尽管浮动机制反复调整，但回顾 2018 年，美元指数仍是人民币对美元汇率的最主要影响因素。根据上文的分析，美元指数可能在上半年保持强势，如果年中生变的话，则全年可能先扬后抑。那么对于人民币而言，则是先抑后扬的概率较大。

从中国自身的情况看来，中国经济的三驾马车可能集中在 2019 年 Q1 乏力。在消费方面，尽管从支出上看目前 GDP 贡献率消费占比超过 70%，但是这样的占比对于一个发展中国家本来就是畸形的，目前已经难以找到消费增量了。一线城市消费被房产套牢，在贸易摩擦前景不明的情况下已经出现了“消费降级”；二线城市受制于中小制造业的低迷，就业出现问题，消费难以有大幅提升；三四线城市此前受益于棚改货币化，但现在红利也已经消失。投资方面，企业投资遭遇资金和信心的双重困境，大型基建投资也受制于资金来源。房地产目前去库存完毕，但是要鼓励供应可能还需要等待。在出口方面，“抢出口”现象导致了 6-9 月美国对外贸易逆差持续扩大，虽然中美贸易摩擦有所进展，抢出口可能维持到 2 月底，但是随着 12 月开始购买美国货物，出口难以成为拉动力量。

人民币兑美元汇率曾经一度接近 7 的水平，我们预计仍有进一步下行压力，尤其是春节后贸易谈判担忧再起，在 2019 年 Q1 将初步下行接近 7。如果届时美国增长放缓的迹象更加明显，除非中美贸易摩擦失控，汇率的下行可能并不会太多。

7 作为一个心理目标受到焦点关注，虽然基于经济基本面没有“死守”意义，但是为了防止“破 7”后遭遇“空袭”，央行需要尽量延长在 7 上方的时间，以时间换空间等待中国经济重获回升动力。即便破 7 后，大概率至目前普遍心理预期位置 7.2，也就是破 7 后再下探 3% 的水平。从年中开始，如果美元走软，叠加美国经济数据持续回落，则可能扭转颓势。

基于我们认为年初国际金价存在上涨空间，预计人民币计价的黄金或将在 Q1 迎来更大幅度上涨。

## 7. 结论

我们整体看好 2019 年的金价。尽管首饰需求增长乏力，但是投资需求有望崛起，加上稳固的央行购买需求，金价有望获得支撑。美国经济状况边际走弱、美国股市的持续回调也有利于机构资金选择在年初开始配置更多黄金资产，美元指数虽然在上半年大概率维持强势，但是更多是压制金价上涨空间，对于趋势无法改变。尤其是 Q1，实物需求中的投资需求崛起，叠加机构资金的配置需求，会有一波年初攻势。预计上行幅度可能在 10% 左右，所以预计上方在 1360 美元/盎司一带。基于对人民币先抑后扬的看法，我们认为人民币金价有望在 Q1 获得更大幅度的上涨。

2019 年下半年美国经济的边际走弱迹象可能扩展到更多数据上，美元指数可能走弱。如果这样的情况出现，则黄金可能在下半年还能维持上行；否则可能会因为首饰需求拖累整体需求而导致金价略有下行。悲观情况下，美国经济数据持续强劲，美联储加息加快，则黄金可能回落到 1200 美元/盎司一带，极端情况可能至 1180 美元/盎司一带。

预计全年国际金价运行区间在 1180-1360 美元/盎司。

## 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。本报告清晰准确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。