

投资黄金如何宏观择时？

✍️ : 孙付 执业证书编号: S1230514100002 瞿黔超 (联系人)
☎️ : 021-64718888-1308 021-80106023
✉️ : sunfu@stocke.com.cn quqianchao@stocke.com.cn

投资要点

□ 投资黄金的一个确定性机会——美国经济衰退前夕

美联储加息周期一般不是投资黄金的好时期，因为黄金价格与美国实际利率呈现一种强负相关关系。我们梳理了1982年以来11段美联储降息时期黄金走势情况，发现降息时期黄金价格不一定会走高，在很多降息区间，黄金大体的走势甚至是往下的。但是如果该区间内美国经济出现了衰退情况，黄金价格在美国经济衰退前夕和衰退期内都会有上涨行情。美国经济衰退前夕，市场避险情绪爆发，短时间推动黄金价格快速上涨，黄金价格上涨的行情一般会从美国经济衰退前夕一直延续到衰退期中的某个时刻。

□ 预判美国经济衰退的四个指标

美债收益率倒挂是美国经济衰退的先行指标，从利率倒挂到进入经济衰退时间间隔一般为7到23个月。利率倒挂现象成功预测了1955年以来美国的9次经济衰退；步入经济衰退之前，美国ISM制造业PMI一般都会出现大幅下滑，下降至50线以下，并较长时间地低于50；初次申请领取失业金的人数持续攀升是美国经济即将进入衰退的一大征兆；经济学家Claudia Sahm设计了一个失业率指标，准确预测了1970年以来美国步入经济衰退的时点。Sahm失业率指标=失业率3个月移动平均值，如果Sahm失业率指标大于等于过去12个月失业率的最小值+0.5，美国大概率将步入经济衰退。

□ 利用失业率指标来投资黄金

我们参照Sahm失业率指标新建一个失业率指标：

新建失业率指标=过去三个月失业率的平均值-过去12个月失业率的最小值-0.2，我们提出一个投资黄金的宏观策略是：

①判断美国经济是否面临衰退风险；②判断美元指数大致走势；③当新建失业率指标大于等于0的时候，买入黄金；通过首次领取失业金的人数这个周指标来预判失业率（月度数据）走向；④在新建失业率指标高点的下一个月，卖出黄金。

□ 黄金走势展望

从较长的时间角度看，黄金的保值增值功能较为突出，而且黄金和美股涨幅呈现出明显的轮动特征。目前，美国经济步入扩张晚期的迹象越来越明显，衰退幽灵再次缠绕美国经济，叠加美元指数可能正处于下行周期的初始阶段，黄金或迎来新一轮的牛市。我们认为，这波黄金上涨行情可能会持续一年以上，直到美国经济衰退中期。

风险提示：美国经济韧性超预期

相关报告

《以史为鉴，配置哪些资产？——美国加息周期下资产价格运行规律探析》

《这次不一样？——美国加息末期大类资产价格运行规律研究》

报告撰写人：孙付

数据支持人：瞿黔超

正文目录

1. 投资黄金的一个确定性机会——美国经济衰退前夕	4
1.1. 美联储加息周期一般不是投资黄金的好时期	4
1.2. 美国经济衰退前夕是投资黄金的一个确定性机会	5
2. 预判美国经济衰退的四个指标	7
2.1. 美债收益率倒挂情况	7
2.2. 美国 ISM 制造业 PMI	8
2.3. 初次申请领取失业金人数	9
2.4. Sahm 失业率指标	9
3. 投资黄金如何宏观择时?	10
3.1. 利用失业率指标来投资黄金	10
4. 黄金走势展望	13
4.1. 较长的历史维度观察	13
4.2. 黄金在未来一年或有较好的表现	14

图表目录

图 1: 黄金价格与美国实际利率强负相关	4
图 2: 黄金价格与美元指数负相关	5
图 3: 1982.9.27-1983.3.30 黄金价格走势	5
图 4: 1983.8.13-1984.3.28 黄金价格走势	5
图 5: 1984.8.9-1985.1.30 黄金价格走势	5
图 6: 1985.3.28-1985.7.24 黄金价格走势	5
图 7: 1985.9.6-1987.1.2 黄金价格走势	6
图 8: 1987.9.24-1988.5.6 黄金价格走势	6
图 9: 1989.5.17-1994.2.3 黄金价格走势	6
图 10: 1995.2.1-1997.3.24 黄金价格走势	6
图 11: 1997.3.25-1999.6.18 黄金价格走势	6
图 12: 2000.5.14-2004.4.29 黄金价格走势	6
图 13: 2006.6.29-2015.12.16 黄金价格走势	6
图 14: 2018.12.20-2019.6.13 黄金价格走势	6
图 15: 美债期限利差是预测经济衰退的一个可靠指标	7
图 16: 期限利差是预测经济衰退的一个可靠指标 (阴影部分为经济衰退期)	8
图 17: 1970M1-2019M5 ISM 制造业 PMI 预测美国进入经济衰退时点	8
图 18: 1967M1-2019M5 初次申请领取失业金人数预测美国进入经济衰退时点	9
图 19: 1967M1-2019M5 初次申请领取失业金人数 (周数据) 可以较为准确地预测失业率走向	9
图 20: Sahm 失业率指标准确预测了 1970 年以来美国进入经济衰退时点	10
图 21: 投资黄金的宏观策略思维导图	10
图 22: 1968M1-1975M12 黄金价格走势 (绿色虚线为买入时点, 红色虚线为卖出时点)	12

图 23: 1976M1-1983M12 黄金价格走势(绿色虚线为买入时点, 红色虚线为卖出时点).....	12
图 24: 1988M1-1992M12 黄金价格走势(绿色虚线为买入时点, 红色虚线为卖出时点).....	12
图 25: 1988M1-1992M12 黄金价格走势(绿色虚线为买入时点, 红色虚线为卖出时点).....	13
图 26: 2004M1-2012M12 黄金价格走势(绿色虚线为买入时点, 红色虚线为卖出时点).....	13
图 27: 黄金价格经过物价指数调整之后年化收益率并不是很高.....	14
图 28: 投资美股和黄金收益率轮动情况	15
图 29: 美元指数或正处于一个大的下行周期的初始阶段	15
图 30: 中国和俄罗斯央行在大量购买黄金储备	15
表 1: 利率倒挂(10Y-1Y)是经济衰退的先行指标.....	7
表 2: 利率倒挂(10Y-3M)是经济衰退的先行指标	8
表 3: 根据我们的黄金投资策略能够创造的收益情况	11

1. 投资黄金的一个确定性机会——美国经济衰退前夕

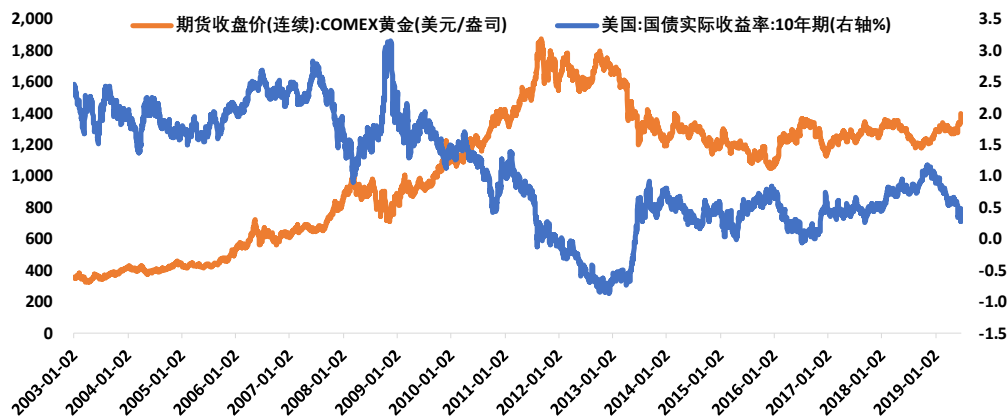
1.1. 美联储加息周期一般不是投资黄金的好时期

黄金作为一种商品，属性较为特殊。一方面，黄金具有普通商品的属性，主要应用于饰品、电子产品和牙科等领域；另一方面，黄金具有价值存储等货币属性和金融属性。黄金价格直接反映了市场对黄金的供需关系。

美联储加息周期一般不是投资黄金的好时期。因为黄金价格与美国实际利率呈现一种强负相关关系。在加息周期早期和末期的前半段¹，基准利率的提高直接推高国债短端收益率，然后逐渐传导至长端收益率。加息周期往往不是投资黄金的好时期。因为持有黄金并不会产生稳定的收益率，而且储存黄金会产生费用，利率升高意味着持有黄金的机会成本在上升——投资者完全可以把资金投入美国国债或者其他收益率更高的资产类别，获取更高的收益。投资黄金一般适合以下两种情形：①当政治或者金融风险急剧上升的时候，黄金的避险属性突显出来，市场对黄金的需求上升，黄金价格开始上涨。②物价上涨过快，黄金成为对抗通胀风险的优质资产。此时投资黄金迎来波段机会，但是整体而言，加息周期不是投资黄金的好时机。因为就算到了加息周期末期的后半段，经济增长下滑至较低水平，市场对美联储停止加息甚至降息的预期增强，债市的吸引力还是要超过黄金。

国际市场上，黄金等大宗商品都是以美元计价，所以**黄金价格与美元指数呈现显著的负相关关系**。一般而言，利率升高，意味着美元资产的资本回报率升高，吸引外来资金流入美国，推动美元升值。而黄金和美元一样同属避险资产，两者存在一定的替代性。利率上升，意味着投资黄金的机会成本增加，因此加息周期一般不是投资黄金的好时机。

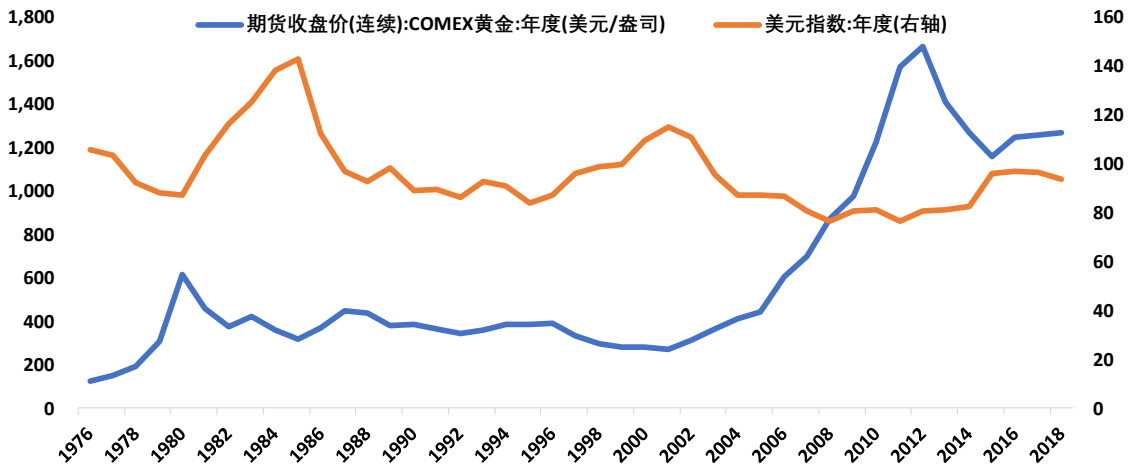
图 1：黄金价格与美国实际利率强负相关



资料来源：WIND、浙商证券研究所

¹ 加息周期早期和末期、加息末期的前半段和后半段具体如何划分，请参看我们前期报告：
《以史为鉴，配置哪些资产？——美国加息周期下资产价格运行规律探析》
《这次不一样？——美国加息末期大类资产价格运行规律研究》

图 2：黄金价格与美元指数负相关



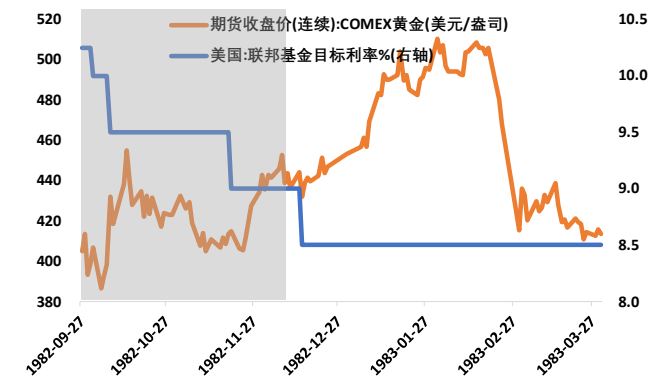
资料来源：WIND、浙商证券研究所

1.2. 美国经济衰退前夕是投资黄金的一个确定性机会

我们梳理了 1982 年以来 11 段美联储降息时期黄金走势情况，发现降息时期黄金价格不一定会走高，在很多降息区间，黄金大体的走势甚至是往下的。但是如果该区间内美国经济出现了衰退情况，黄金价格在美国经济衰退前夕和衰退期内都会有上涨行情。美国经济衰退前夕，市场避险情绪爆发，短时间推动黄金价格快速上涨，黄金价格上涨的行情一般会从美国经济衰退前夕一直延续到衰退期中的某个时刻。可以说，美国经济衰退前夕是投资黄金的一个确定性机会。因此，评估美国经济衰退风险和衰退时点对于抓住这个投资黄金的确定性机会至关重要。

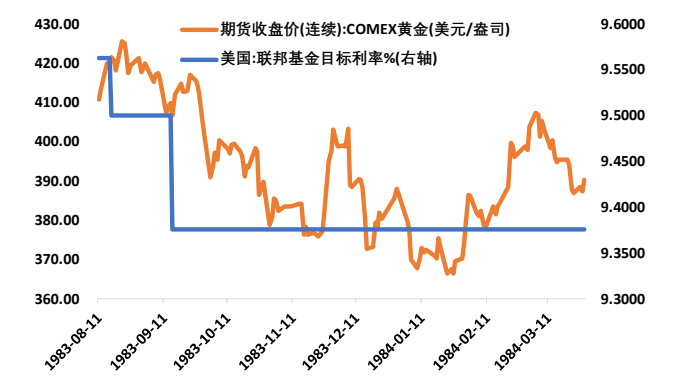
注：下图阴影部分为美国经济衰退期

图 3：1982.9.27-1983.3.30 黄金价格走势



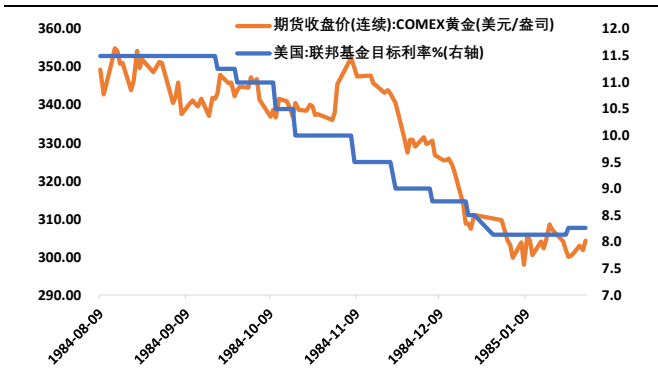
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 4：1983.8.13-1984.3.28 黄金价格走势



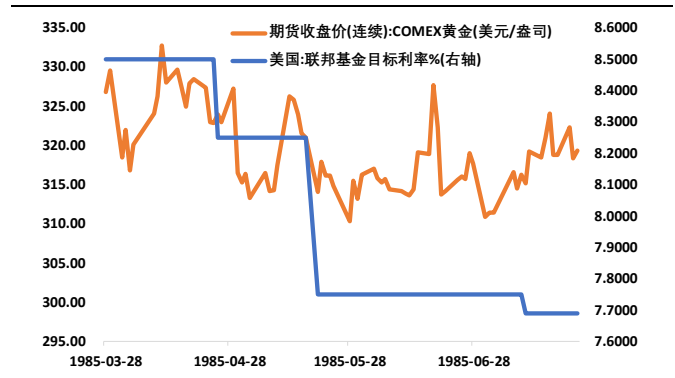
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 5：1984.8.9-1985.1.30 黄金价格走势



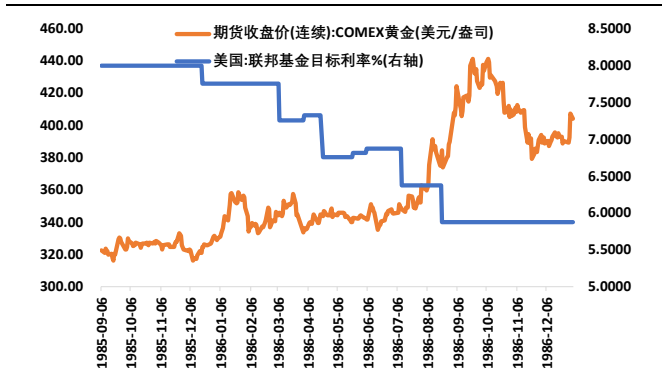
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 6：1985.3.28-1985.7.24 黄金价格走势



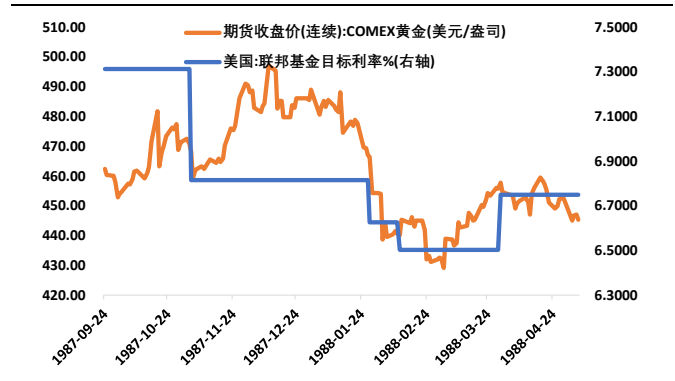
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 7：1985.9.6-1987.1.2 黄金价格走势



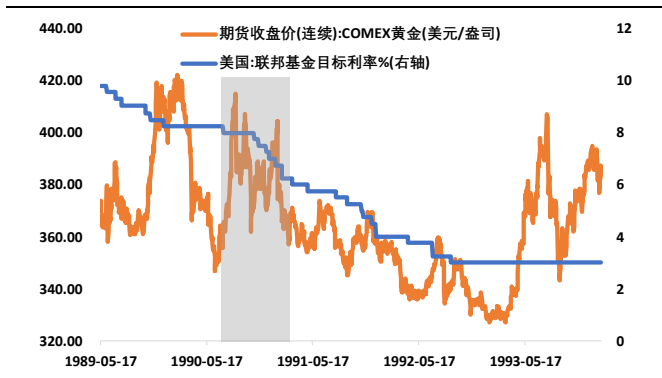
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 8：1987.9.24-1988.5.6 黄金价格走势



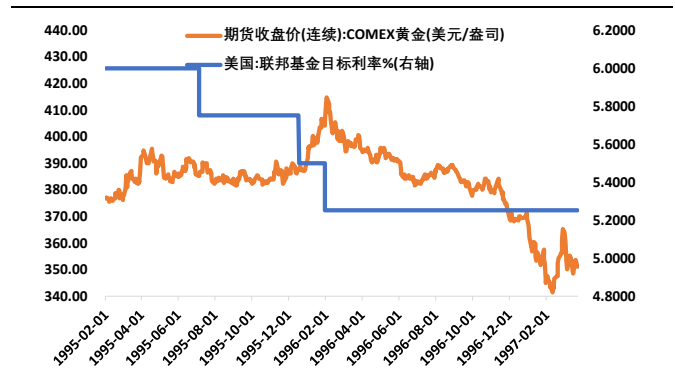
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 9：1989.5.17-1994.2.3 黄金价格走势



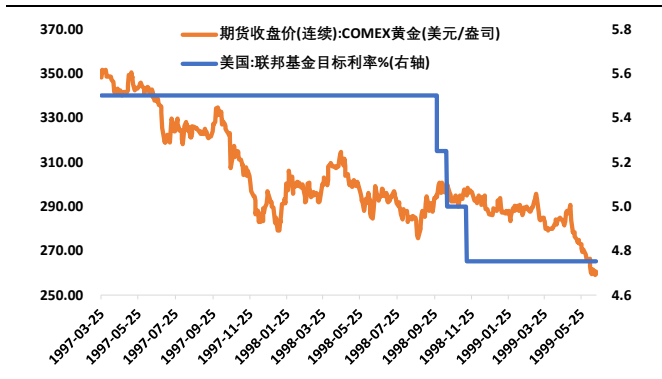
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 10：1995.2.1-1997.3.24 黄金价格走势



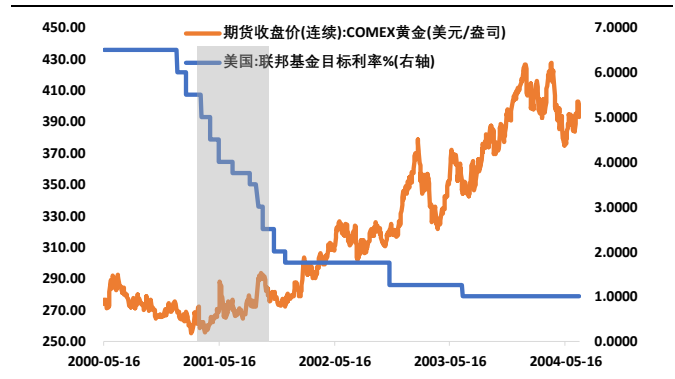
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 11：1997.3.25-1999.6.18 黄金价格走势



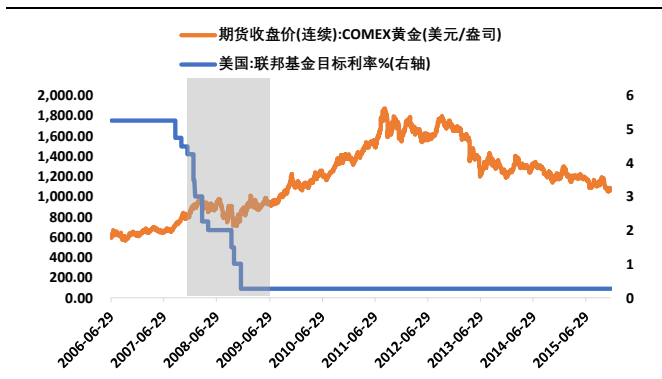
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 12：2000.5.14-2004.4.29 黄金价格走势



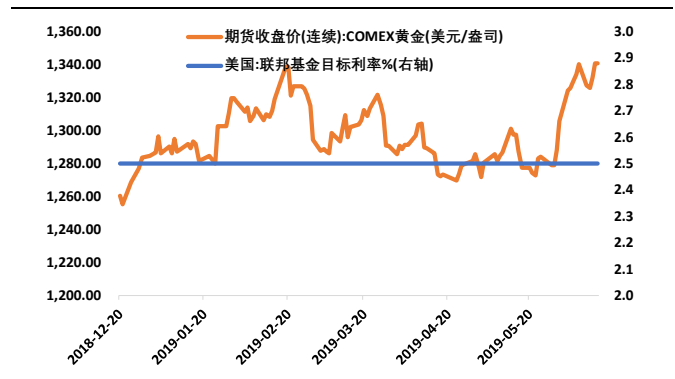
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 13：2006.6.29-2015.12.16 黄金价格走势



资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 14：2018.12.20-2019.6.13 黄金价格走势



资料来源：WIND、浙商证券研究所

2. 预判美国经济衰退的四个指标

2.1. 美债收益率倒挂情况

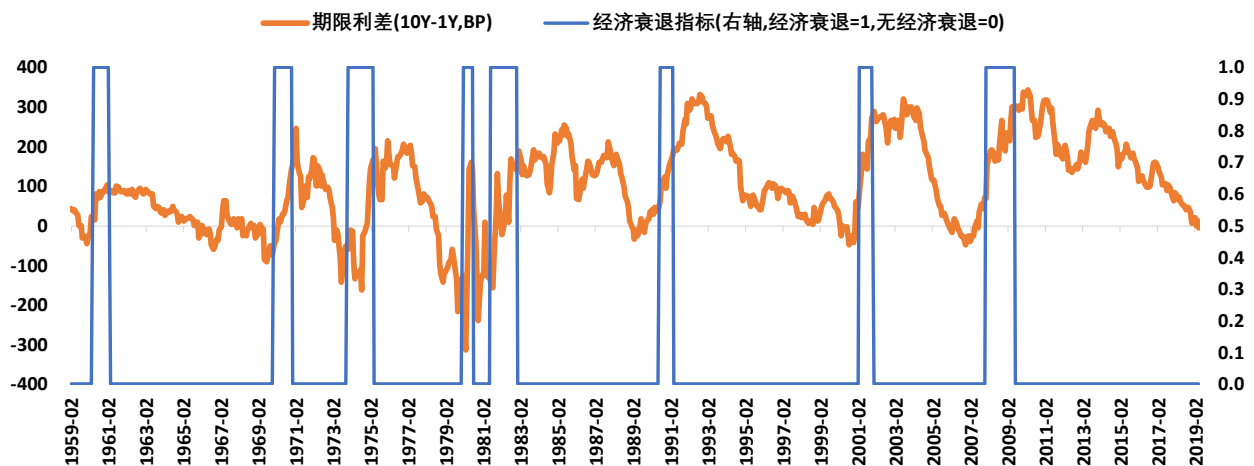
利率倒挂是美国经济衰退的先行指标。1953年以来美国总共经历了9次经济衰退，每次经济衰退出现之前都出现了利率倒挂现象。从历史数据上看，利率倒挂现象出现之后的两年内大概率会出现经济衰退。从利率倒挂到进入经济衰退时间间隔一般为7到23个月。利率倒挂现象成功预测了1955年以来美国的9次经济衰退，唯一一次的例外发生在1960s中期，那次利率倒挂现象出现之后美国并没有经历经济衰退，但是经济增速同样出现了下滑。选取OECD综合领先指标、期限利差（美国国债10年期和1年期的利差）、美国ISM制造业PMI、标普500环比增速、利率倒挂指标等数据，我们利用probit模型估算出未来18个月内美国经济衰退的概率²。

表 1：利率倒挂(10Y-1Y)是经济衰退的先行指标

首次出现利率倒挂月份 (10y-1y)	利差倒挂最大幅度 (BP)	距离经济衰退时间间隔 (月)	经济衰退期	经济衰退期持续时间(月)
1956.12	-15	8	1957.8-1958.4	8
1959.9	-45	7	1960.4-1961.2	10
1965.9	-60	没有出现经济衰退		
1968.4	-91	20	1969.12-1970.11	11
1973.3	-162	8	1973.11-1975.3	16
1978.8	-316	17	1980.1-1980.7	6
1980.9	-241	10	1981.7-1982.11	16
1989.1	-34	18	1990.7-1991.3	8
2000.3	-49	12	2001.3-2001.11	8
2006.1	-48	23	2007.12-2009.6	18

资料来源：NBER、WIND、浙商证券研究所

图 15： 美债期限利差是预测经济衰退的一个可靠指标



资料来源：WIND、浙商证券研究所

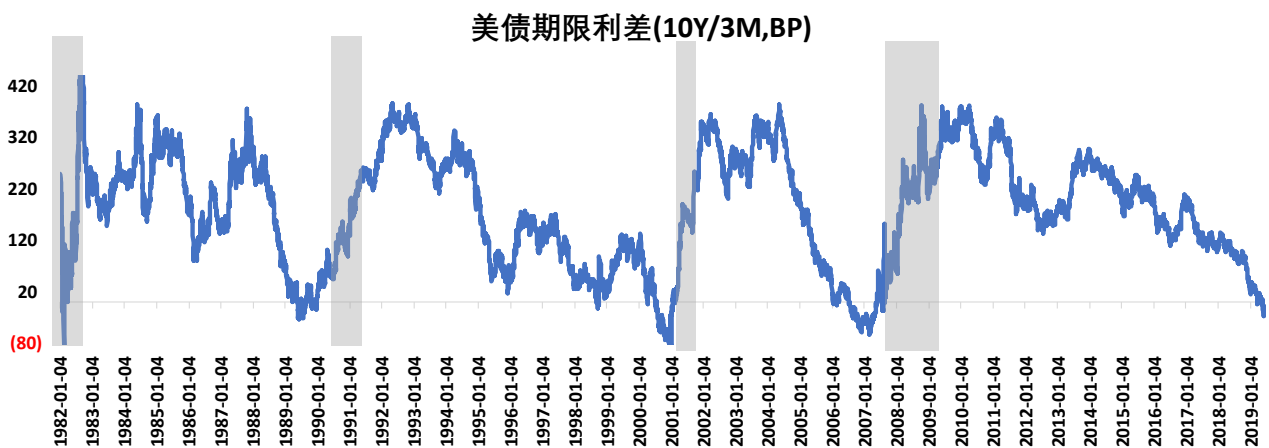
² 请参考我们前期的报告《这次不一样？——美联储加息末期大类资产价格运行规律研究》。

表 2：利率倒挂(10Y-3M)是经济衰退的先行指标

首次出现利率倒挂月份 (10y-3m)	期限利差倒挂最大幅度 (BP)	距离经济衰退时间间隔 (月)	经济衰退期	经济衰退期持续时间(月)
1989.5	-32	14	1990.7-1991.3	8
2000.7	-77	8	2001.3-2001.11	8
2006.2	-60	22	2007.12-2009.6	18

资料来源：NBER、WIND、浙商证券研究所

图 16：期限利差是预测经济衰退的一个可靠指标（阴影部分为经济衰退期）



资料来源：WIND、浙商证券研究所

2.2. 美国 ISM 制造业 PMI

步入经济衰退之前，美国 ISM 制造业 PMI 一般都会出现大幅下滑，下降至 50 线以下，并较长时间地低于 50。但是 ISM 制造业 PMI 降至荣枯线以下，不是步入经济衰退的充分条件，而美国经济进入经济衰退，必然会出现制造业 PMI 低于 50 的局面。总结如下：

ISM 制造业 PMI < 50 ⇒ 进入经济衰退期

ISM 制造业 PMI < 50 ⇐ 进入经济衰退期

图 17：1970M1-2019M5 ISM 制造业 PMI 预测美国进入经济衰退时点

80 ——— 美国·供应管理协会(ISM):制造业PMI ——— 荣枯线 ——— 经济衰退指标(右轴,经济衰退=1,没有出现经济衰退=0) 1.2

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11790



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn