

空美股多黄金

——华泰宏观“海外杂谈”第二期

李超 执业证书编号：S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

刘天 执业证书编号：S0570518050003
研究员 010-56793946
liutiantian@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：饱经战乱后的年轻与活力》2019.03
- 2《宏观：猪价会是通胀的短期快速上行风险吗》2019.03
- 3《宏观：不是资金杠杆而是信息杠杆》2019.03

核心观点

黄金投资的三大要素是作为贵金属的避险属性、与实际利率和美元指数的负相关性。我们认为，美股短期或将震荡调整，存在下行风险，高波动提升黄金的配置偏好。美元指数在短期大概率震荡，年中左右可能转弱，黄金有望受益于美元指数趋弱。欧洲困局（英国脱欧进展、5月23日-26日欧洲议会选举）持续发酵，避险情绪将对黄金有所支撑，因此我们预计当前是布局黄金中长线投资机会的较好时点。

高波动偏好黄金：预计美股短期或震荡调整，高波动提升黄金的配置偏好

我们认为，美股短期或震荡调整，主要原因如下：1) 美联储不加息的利好在此前已透支，10年期与1年期美债利率倒挂，美股开始担忧全球经济回落对于美国经济的影响。2) 3月25日至5月3日期间，75%的标普500上市公司将进入回购休眠期，企业回购需求减弱利空市场。3) 企业盈利增速未来存在下行的可能，支撑美股继续上行的动能减弱。我们认为，历史经验表明收益率曲线倒挂往往伴随风险事件，如股市崩盘或经济回落，但是倒挂对于时间预测的指向性并不明确。随着美联储后续逐步终止缩表，可能会触发较为广泛的收益率曲线倒挂。

弱美元利多黄金：预计美元短期震荡，年中左右转弱，黄金有望受益

我们认为，短期美元可能震荡，年中左右转弱，主要原因如下：第一、美联储鸽派转向，但与此同时其他主要经济体的经济增长均呈现出放缓势头，全球其他主要央行的货币政策立场也变得更加温和。第二、相对程度来说，美国经济仍好于欧洲。但是随着美国经济确立见顶回落态势，欧洲经济放缓被充分计入，美国领先其他发达经济体的优势差逐步收窄，美元指数终将回落。我们预计欧洲风险事件（英国脱欧、5月17日特朗普决定是否征收进口汽车关税、5月23日-26日欧洲议会选举）在年中左右或有所进展，美元转弱的时间点预计在年中附近，黄金有望受益于美元趋弱。

避险情绪支撑黄金：欧洲困局继续演绎，避险情绪将对黄金有所支撑

欧洲困局持续发酵，避险情绪升温同样可能会抬升黄金，因此我们认为当前是布局黄金中长线投资机会的较好时点。2019年英国“脱欧”变“拖欧”，尽管无协议脱欧的情形在推迟，但是不脱欧、二次公投、提前大选的不确定性上升，无协议脱欧的可能无法排除，脱欧前景不明，避险情绪持续发酵将对黄金价格形成支撑。而5月底的欧洲议会选举则受到经济低迷、移民问题以及内部民粹主义情绪高涨等问题困扰。此次议会选举可能有更多的民粹主义议员进入议会，极右翼政党占据的席位扩大，欧洲一体化进程或将受到干扰，不确定提升或将带来黄金价格的上涨。

风险事件可能发酵：中东地缘政治事件若进一步发酵，可能助推金价走高

我们认为19年地缘政治局势值得关注，若争端激化，或将抬升金价。但必须注意，进行风险事件的短期波段性交易时，若事件未持续发酵，风险情绪迅速回落，金价较快出现回调。中东地缘政治局势仍高度紧张，存在激化的可能：其一、巴勒斯坦和以色列冲突有扩大化的风险，巴以双方对耶路撒冷的主权争端由来已久。其二、以色列和伊朗矛盾不断激化，军事冲突的背后是根深蒂固的宗教矛盾。其三、叙利亚内忧外患，政局动荡。3月21日，特朗普承认以色列对戈兰高地的主权，这或进一步增加中东局势复杂性。叙利亚称，有决心通过一切可行手段“解放”这片叙利亚国土。

风险提示：美元超预期走强，黄金价格承压：1) 如果全球经济增长明显放缓，美国经济显现衰退式风险，避险情绪推升美元指数。2) 美国经济增长亮眼，美联储鸽派转向只是昙花一现，鹰派的货币政策取向继续推升美元。

正文目录

黄金投资的三大关键变量：美元强弱、避险情绪和实际利率走势	4
高波动偏好黄金：预计美股短期或震荡调整，高波动提升黄金的配置偏好	6
历史上长短端利率趋平，倒挂之后都是大危机，但是时间指向性并不明确	7
弱美元利多黄金：预计美元短期震荡，年中左右转弱，黄金有望受益	11
避险情绪支撑黄金：欧洲困局继续演绎，避险情绪或将对黄金有所支撑	13
英国脱欧是一场拉锯战，前景不明可能导致避险情绪继续发酵	13
欧洲议会选举存在诸多变数，政局的不稳定性或将使黄金受益	14
风险事件可能发酵：中东地缘政治事件若进一步发酵，可能助推金价走高	17
从不同程度的地缘政治事件窥探对于黄金价格的不同影响：中东战争 VS 叙利亚军事行动	17
2019年中东地缘政治局势仍值得高度关注	18

图表目录

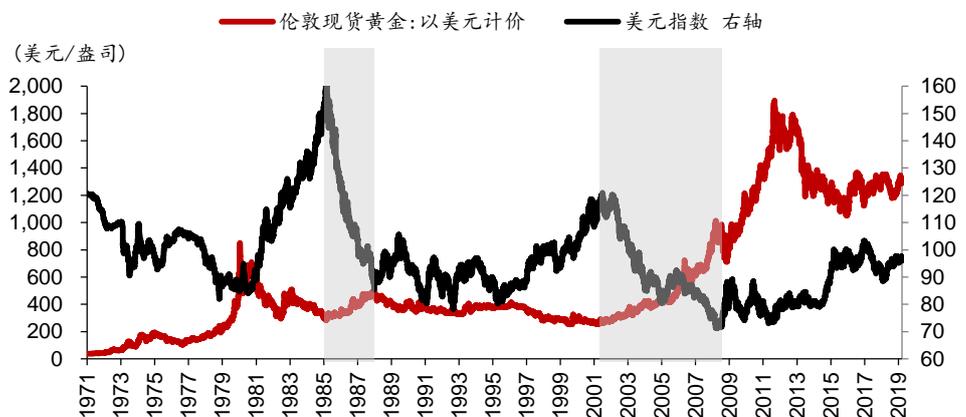
图表 1: 长期来看, 黄金价格与美元走势呈现反向变动关系.....	4
图表 2: 黄金价格与反映实际利率的美国 10 年期 TIPS 通胀国债收益率呈负相关关系..	5
图表 3: 2018 年四季度避险情绪推升了金价, 出现了黄金价格与美元指数同步走高的局面	5
图表 4: 欧美制造业 PMI 下滑且明显低于预期, 其中德国 PMI 跌至 44.7.....	6
图表 5: 3 月 22 日美债收益率曲线 1 年期与 10 年期国债收益率出现倒挂.....	6
图表 6: 2019 年年初以来, 全球主要国家经济体 Markit 制造业 PMI 出现明显回落 (单位: %)	7
图表 7: 美债收益率曲线倒挂酝酿风险	7
图表 8: 1989 年美债长短端利率倒挂期间的收益率曲线走势 (单位: %)	8
图表 9: 2000 年美债长短端利率倒挂期间的收益率曲线走势 (单位: %)	8
图表 10: 2006-2007 年美债长短端利率倒挂期间的收益率曲线走势 (单位: %)	9
图表 11: 从历史经验来看, 美联储各加息周期结束后, 美股涨跌不一, 此次美股调整可能更像 2000 年.....	9
图表 12: 我们认为, 市场预测标准普尔 500 每股收益盈利季度同比存在再调整的可能, 盈利下滑幅度可能较大.....	10
图表 13: 联邦基金利率期货隐含加息概率显示市场认为 19 年不加息	11
图表 14: 花旗经济意外指数反映美国一枝独秀的程度在下滑.....	11
图表 15: 可能助推欧元下跌的欧洲风险事件将会有所进展	12
图表 16: 在无协议脱欧、二次公投均被否之后, 英国脱欧进程兜兜转转, 又回到了原点	13
图表 17: 英国脱欧后续进程关键时间点	14
图表 18: 2018 年 11 月, 在欧盟 28 个国家中, 大多数受访者 (48%) 对欧盟不信任态度.....	14
图表 19: 2018 年 11 月, 10 个国家超过半数的受访者认为欧盟当前朝着错误的方向前行	15
图表 20: 移民和恐怖主义是欧盟民众最关切的两个议题, 其次是成员国的公共财政状况	15
图表 21: 欧洲对外关系委员会 (ECFR) 2 月预测显示, 极右翼政党可能会在欧洲议会选举中赢得 132 个席位	16
图表 22: 1973.10-1974.3, 第四次中东战争-第一次石油危机, 期间黄金价格累计上涨约 70%.....	17
图表 23: 2017 年 4 月 VS2018 年 4 月, 叙利亚局势动荡助推黄金价格上行, 随后回落	18
图表 24: 中东地缘政治局势高度复杂, 如果争端事件进一步激化, 避险情绪持续发酵, 或将抬升黄金价格	19

黄金投资的三大关键变量：美元强弱、避险情绪和实际利率走势

黄金作为贵金属，是具有特殊属性的一类大宗商品。它与任何一类商品一样，供给和需求两方的博弈对长周期价格走势形成基本影响，但中短期黄金投资，更应该关注的是以下三大要素：作为贵金属的避险属性、与实际利率和美元指数的负相关性。

第一、黄金在国际市场上以美元计价，其价格波动会受到美元指数强弱的影响。自布雷顿森林会议达成《国际货币基金协定》之后，美元开始与黄金挂钩，美国承担各国政府或中央银行向美国兑换黄金的义务。在布雷顿森林体系瓦解之后，美元已然建立起了世界货币的地位，在国际收支结算、外汇储备及交易等领域发挥重要作用。而以美元计价的黄金价格则会受到美元强弱的直接影响，即美元走强会对金价形成压制，反之则为提振。在美元指数处于下行阶段的1985年-1987年和2001年-2008年，黄金累计涨幅分别高达70%和240%。本轮美元强势周期自2011年开始，我们预计随着美国经济见顶回落，美联储转向鸽派，美元指数短期震荡向下，年中正式转弱，黄金将受益于美元指数趋弱。

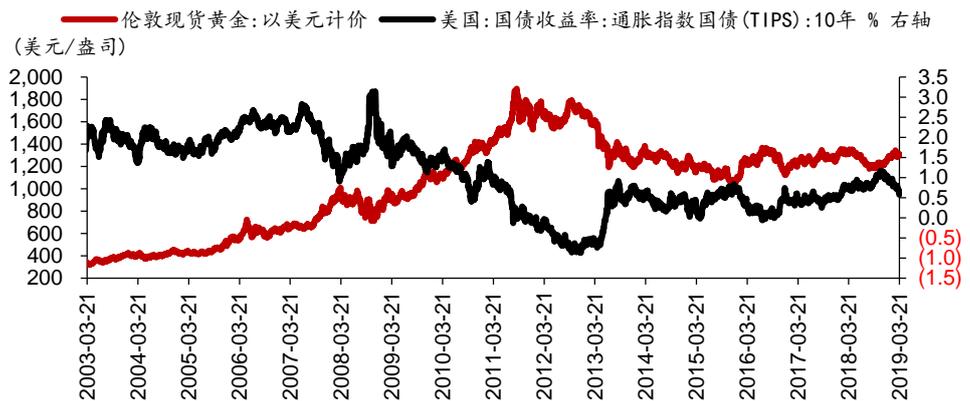
图表1：长期来看，黄金价格与美元走势呈现反向变动关系



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

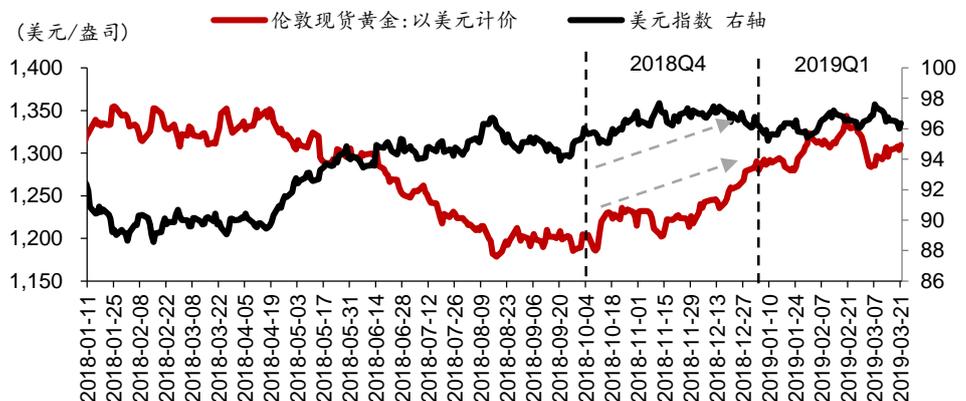
第二、贵金属黄金白银都具有避险属性，但黄金因其稀有性，表现的更加突出。由于贵金属的天然优势，从十八世纪开始，黄金就作为货币参与商品流通。当政府、金融体系、货币体系等社会信用关系面临风险时，黄金时常作为最主要的躲避风险、对抗通胀的资产而受到市场追捧。在英国意外公投退出欧盟、中东地缘政治事件、新兴市场国家货币危机等风险事件发生时，黄金价格均有所上涨，而若无持续催化，风险预期回落时金价一般也会回调。

第三、黄金价格与实际利率呈负向关系。在过去数年间，黄金一直保持着较为稳定的年化收益率。2000年-2018年，伦敦现货黄金的平均年化收益率为8.6%，而美国三大股指纳指、标普500指数和道指的平均年化收益率分别为2.75%、3.01%和4.01%，不及黄金。黄金可以视为一类长期购买力比较稳定的固定收益投资，当长期国债收益率（名义利率）上行时，持有黄金的机会成本上升，从而压制黄金的相对投资价值。而当投资者通胀预期提升、未来货币购买力下降时，购买黄金是保值的。因此，在名义利率下行或者通胀预期上行时，黄金的相对投资价值会提升，即金价与实际利率（名义利率-通胀）呈负相关。美国10年期TIPS通胀指数国债收益率被认为反映了实际利率，从市场表现来看，金价与TIPS收益率的负相关性较为显著。

图表2：黄金价格与反映实际利率的美国10年期TIPS通胀国债收益率呈负相关关系


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

黄金价格的主要决定因素会在上述三要素之间进行切换。从2018年四季度到2019年一季度，黄金的主要驱动因素从避险情绪切换至美元指数。2018年四季度国际贸易形势严峻，英国脱欧不确定性较大、全球经济增长担忧情绪加剧，市场避险情绪逐渐发酵，VIX指数一度高达36，美股呈现高波动特征并于12月份出现断崖式下跌。2018年四季度避险情绪成为黄金价格上涨的主要驱动因素。避险情绪对于金价的提振超过了美元上涨对金价的压制，出现了金价与美元同步走高的局面。而进入2019年以来，受中美贸易谈判磋商有所进展提振，市场对贸易摩擦的担忧情绪缓和，叠加美股年初以来涨势较好，避险情绪逐步回落，黄金价格主要的影响因素切换成美元走势波动，二者几乎呈现同步的反向联动。

图表3：2018年四季度避险情绪推升了金价，出现了黄金价格与美元指数同步走高的局面


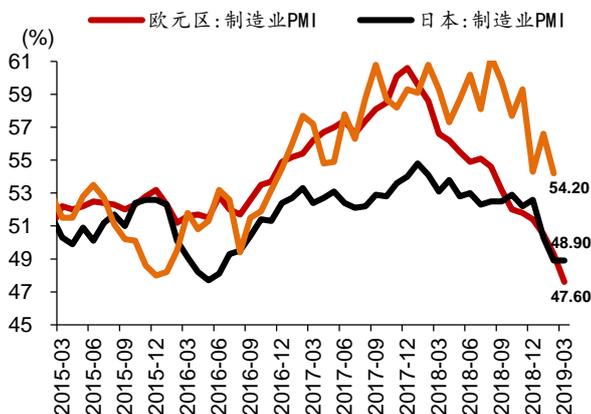
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

高波动偏好黄金：预计美股短期或震荡调整，高波动提升黄金的配置偏好

美东时间3月22日周五，受欧美制造业PMI数据不及预期影响，市场对全球经济增长放缓担忧情绪加剧。美国10年期国债收益率日跌10个BP收于2.44%，低于1年期美债收益率水平2.45%，3个月国债收益率为2.46%，美债收益率曲线出现“倒挂”，而2年与10年期国债利差在3月22日收窄至13BP，市场对经济衰退即将到来感到担忧，美股三大股指均创1月以来的最大单日跌幅，VIX波动率指数也大幅攀升21%，报16.48。

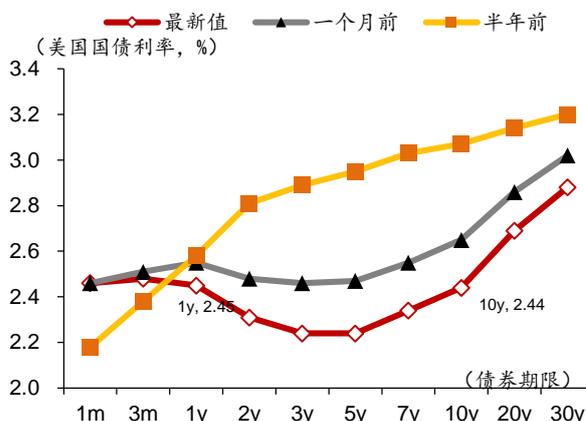
2018年以来，美债长短端利率持续趋平。2018年1月至11月，随着美联储加息，短端利率不断上行，但长端利率并未随之上行，美债长短端利率趋于平坦。我们认为，这主要反映了美债投资者对美联储持续加息后经济放缓的预期。这种认知可以说是美债投资者的信仰，也就是说美债投资者认为美国经济好和美联储加息都是暂时的。2018年11月至今，长端利率和短端利率同步出现下滑，但是长端利率下滑幅度更大，长短端美债利差继续收窄。美国经济回落的预期下，基本面因素决定了美债长端利率的大方向是向下。而短端利率下滑则隐含了市场认为美联储大概率不加息，甚至有可能降息的预期。

图表4：欧美制造业PMI下滑且明显低于预期，其中德国PMI跌至44.7



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：3月22日美债收益率曲线1年期与10年期国债收益率出现倒挂



资料来源：Wind，华泰证券研究所

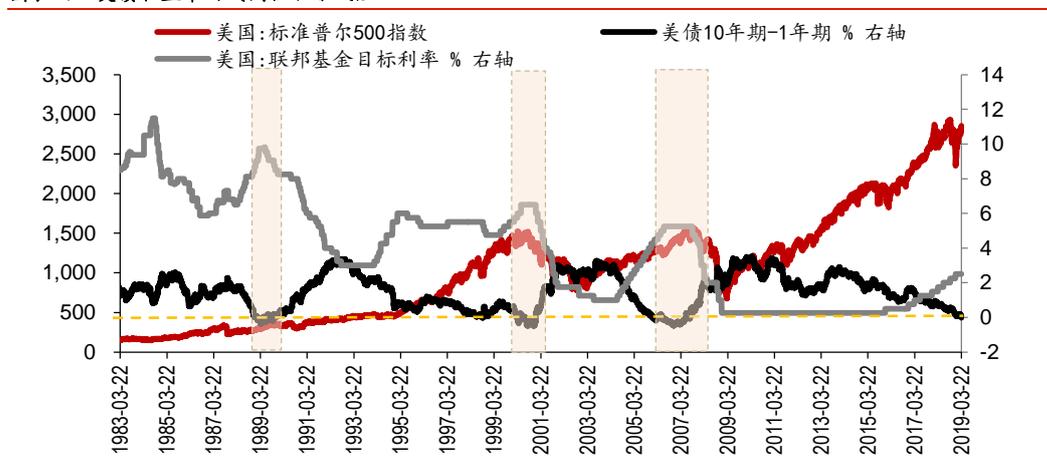
图表6：2019年年初以来，全球主要国家经济体 Markit 制造业 PMI 出现明显回落（单位：%）

制造业	1801	1802	1803	1804	1805	1806	1807	1808	1809	1810	1811	1812	1901	1902
全球	54.3	54.1	53.2	53.4	53.0	52.9	52.7	52.5	52.1	52.0	51.9	51.4	50.7	52.6
DM	56.3	55.7	54.8	55.1	54.7	54.4	54.0	53.8	53.6	53.2	52.8	52.3	51.8	50.4
美国	55.5	55.3	55.6	56.5	56.4	55.4	55.3	54.7	55.6	55.7	55.3	53.8	54.9	53.0
欧元区	59.6	58.6	56.6	56.2	55.5	54.9	55.1	54.6	53.2	52.0	51.8	51.4	50.5	49.3
日本	54.8	54.1	53.1	53.8	52.8	53.0	52.3	52.5	52.5	52.9	52.2	52.6	50.3	48.9
英国	55.2	54.9	54.9	53.9	54.3	54.2	53.9	53.0	53.7	51.1	53.4	54.2	52.6	52.0
EM	51.9	51.9	51.3	51.3	51.1	51.2	51.0	50.8	50.3	50.5	50.7	50.3	49.5	50.6
中国	51.5	51.6	51.0	51.1	51.1	51.0	50.8	50.6	50.0	50.1	50.2	49.7	48.3	49.9
印度	52.4	52.1	51.0	51.6	51.2	53.1	52.3	51.7	52.2	53.1	54.0	53.2	53.9	54.3
巴西	51.2	53.2	53.4	52.3	50.7	49.8	50.5	51.1	50.9	51.1	52.7	52.6	52.7	53.4
俄罗斯	52.1	50.2	50.6	51.3	49.8	49.5	48.1	48.9	50.0	51.3	52.6	51.7	50.9	50.1

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

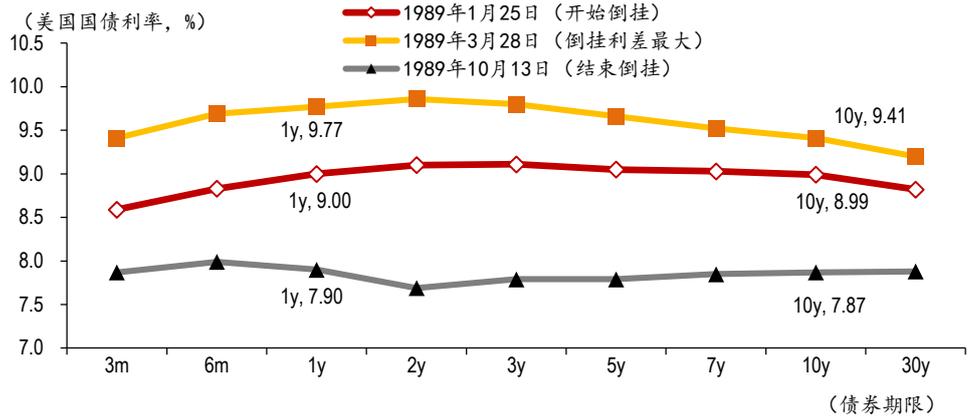
历史上长短端利率趋平，倒挂之后都是大危机，但是时间指向性并不明确

为什么长短端利率倒挂意味着经济衰退？通常来说，短端国债收益率反映市场对于政策利率的预期，长端国债收益率反映对于经济的中长期看法。市场预期经济衰退可能即将到来，所以长端国债利率不断下跌甚至比短端国债利率更低。而当经济衰退到来时，美联储可能会采取降息操作，短端利率降幅较大，国债收益率曲线可能重回陡峭。从过往的历史来看，收益率曲线走平往往伴随风险事件，如股市崩盘或经济回落，但是我们认为，对于时间预测的指向性其实并不明确。

图表7：美债收益率曲线倒挂酝酿风险


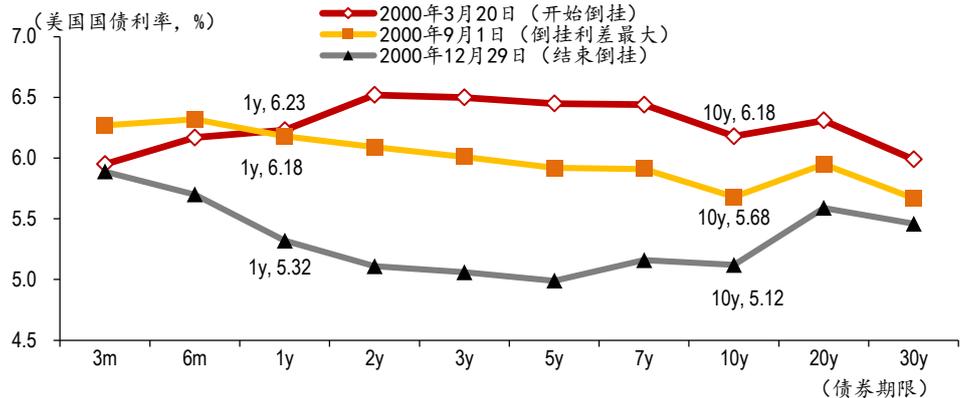
资料来源：Wind，华泰证券研究所

以美国10年期和1年期国债收益率期限利差低于100bp为标准衡量“收益率曲线走平”，1985年以来，美国主要出现过3次“国债收益率持续趋平，而后倒挂”的期限结构特征。第一次的“国债收益率曲线趋平”开始于1988年8月，持续接近两年至1990年8月。1989年1月至10月出现倒挂，最终随着短期国债收益率的下行，国债收益率曲线恢复陡峭。此阶段，虽然美国并未出现大的经济危机，但其经济增速从1988年开始也出现了大幅的下滑，从1988年的相对高位4.2%下滑至1990年的1.9%，1991年的-0.1%。

图表8：1989年美债长短端利率倒挂期间的收益率曲线走势（单位：%）

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

第二次是1997年7月-2001年4月收益率曲线趋平，其中2000年3月-12月出现倒挂。2000年初，长短端利率均转而下行，但长端利率下行幅度较大，导致长短期利差逐步收窄并出现倒挂。此次债券收益率曲线倒挂的开始时间也略先于2000年8月的互联网泡沫危机。随后美联储2001年1月开始降息救市，连续13次降息，将联邦基金利率从6.5%下调至1%，短端利率下行幅度较大，导致收益率曲线变陡。

图表9：2000年美债长短端利率倒挂期间的收益率曲线走势（单位：%）

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

第三次始于2005年4月 持续至2008年1月 此次收益率曲线趋平主要源自于美联储

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_13513



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>