

宏观点评 20210805

2021年08月05日

美债实际利率创新低，为何金价不涨？

观点

- 今年6月以来金价与美债实际利率走势上的背离令人困惑。如图1所示，10年期美债的实际利率作为持有黄金的机会成本，与金价存在着显著的负相关性：比如2020年8月当这一利率降至当时的历史低点时，金价飙升至2063美元/盎司的历史新高。然而，今年6月以来这一实际利率屡创历史新低，金价则一直在1800美元/盎司附近横盘。为什么这一次金价没有跟随这一利率的破位而大涨？
- 是因为美元的走强吗？我们认为这并非主因，虽然今年6月在金价震荡回落的同时出现了美元的一波反弹，但如图2所示，从较长一些的历史来看，金价与美元并非一直保持着负相关关系：比如2020年初，金价的上涨就伴随着美元的走强。而从绝对水平来看，美元更不构成金价上涨的制约：比如2020年8月当金价创下2063美元/盎司的历史高点时，美元指数在93附近，而今年7月当美元指数同样在93附近时，金价仅为1802美元/盎司。
- 那么6月以来在美债实际利率创新低的过程中，究竟是什么因素制约了金价的反弹？我们认为这是市场对于美联储的加息预期。如图3所示，由于美联储6月议息会议的点阵图的剧烈变化，市场开始意识到加息不再是一个遥不可及的风险，金价在走势上亦开始反映市场对于美联储加息预期的变化，尤其美联储在未来一轮加息周期中的加息次数。从现有最远到2025年的联邦基金利率期货来看，自6月议息会议以来，虽然美债的实际利率持续回落，但市场并没有预期美联储在未来四年的加息次数会明显减少（始终在4-4.5次），这也就限制了金价的回升空间。
- 由此可见，在市场开始担心加息风险的情形下，如果未来金价持续反弹，需要看到市场对于美联储加息预期的持续降温。
- 同样值得关注的是，金价的走势对于预测美联储的行动往往是“先知先觉”的。如图4所示，2012-2015年期间金价持续回落，事后证明是美联储高估了加息的形势，随着金价的下跌，美联储对于政策利率长期预测的中值由4.3%连续下调至3%，这也就意味着对于那一轮加息周期中加息次数的预测由16次降至11次（实际上只加了9次）。而当金价在2016年企稳回升后，美联储也停止了对于政策利率长期预测的下调。
- 因此，如果未来金价进一步下跌，表明美联储对于加息预测很可能是过度收紧了；相反，如果金价进一步上涨，则表明美联储对于加息的预测是落后于经济形势的（behind the curve）。
- 风险提示：新一轮病毒变异蔓延美国，美国国内通胀压力持续加大

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

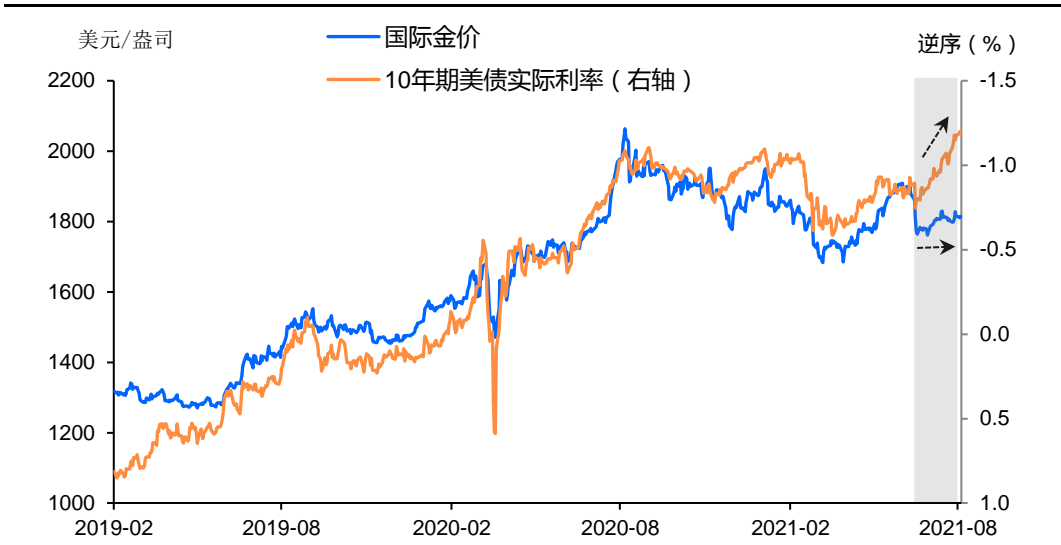
研究助理 段萌

duanm@dwzq.com.cn

相关研究

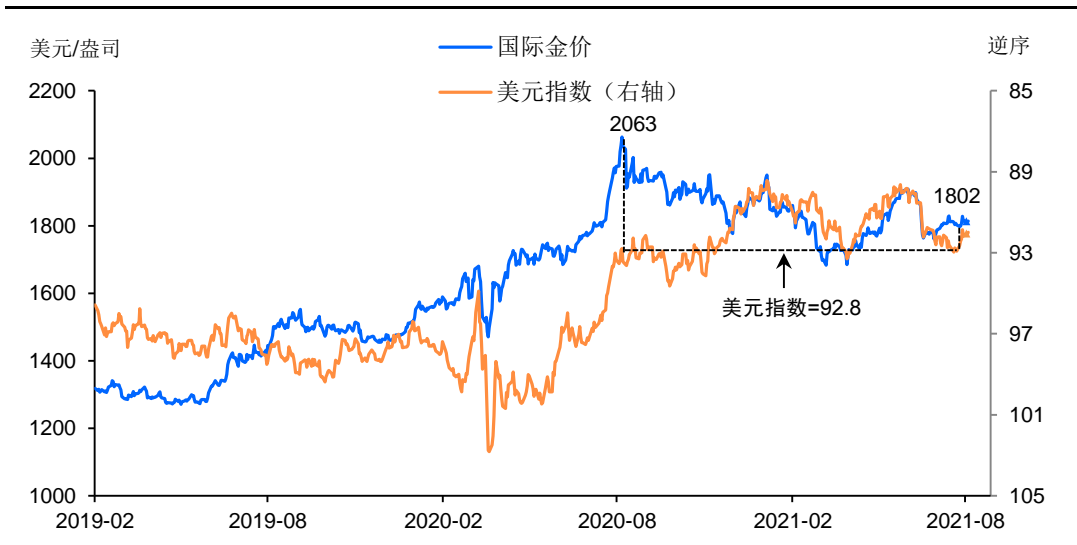
- 1、《宏观点评 20210728：美联储用嘴 Taper 如何影响美债利率？》2021-07-28
- 2、《宏观点评 20210727：工业盈利的结构不均衡有好转吗？》2021-07-27
- 3、《宏观点评 20210722：美国的供应短缺何时可以缓解？》2021-07-22
- 4、《宏观点评 20210720：大宗商品为何暴跌？东吴宏观为您复盘 50 年价格走势》2021-07-20
- 5、《宏观点评 20210715：不算差的 6 月经济数据与全面降准相矛盾吗？》2021-07-15

图 1：2021 年 6 月以来虽然美债实际利率降至历史新低，但金价并未飙升



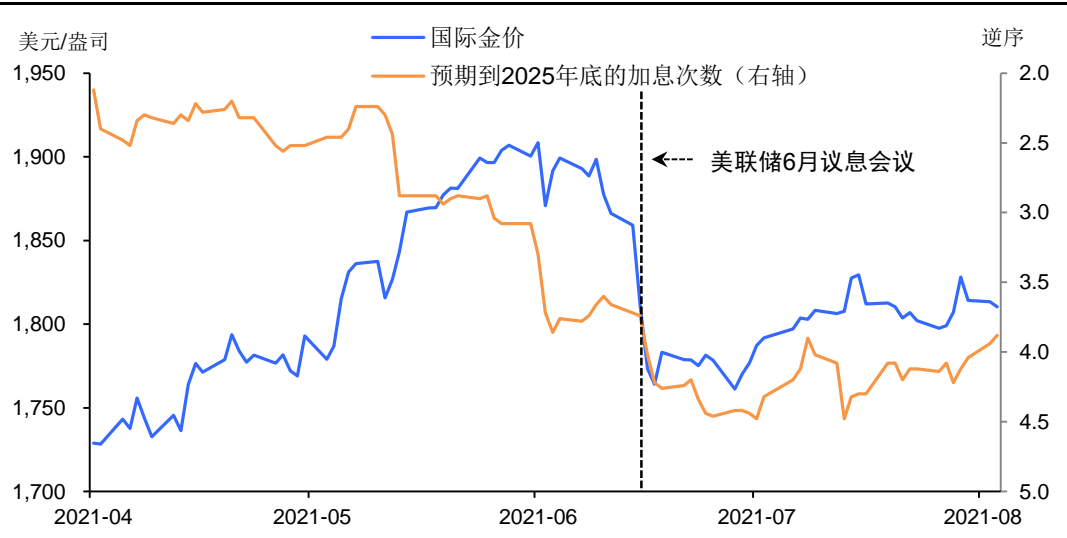
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：美元走强并非制约金价上涨的主要因素



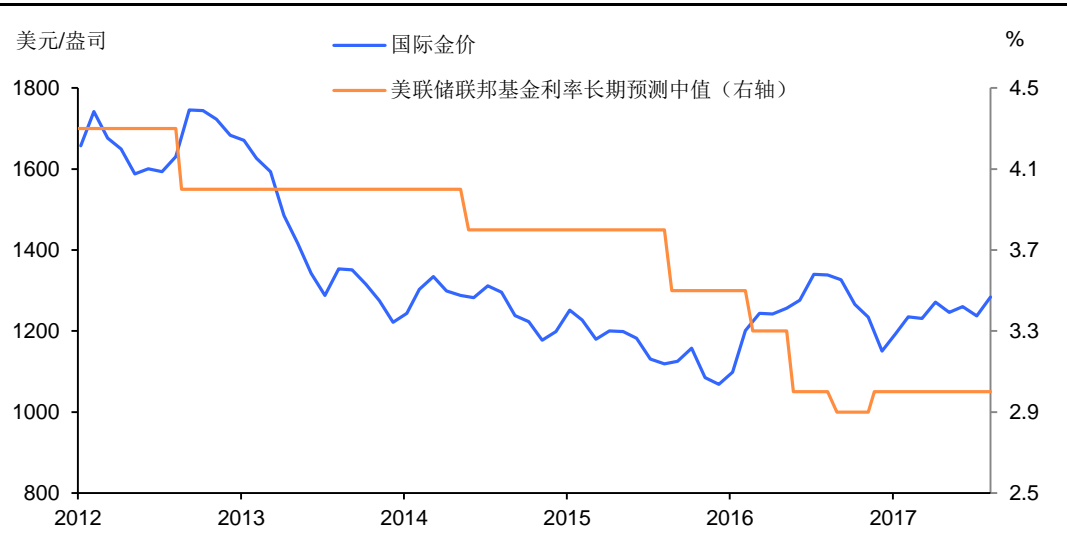
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3: 美联储 6 月议息会议后, 金价在走势上开始反映未来美联储加息预期的变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2012-2015 年金价持续回落, 预示了美联储过高估计加息的形势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

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_24855

