

经济滞胀吗？应该关注黄金吗？

宏观驱动型大类资产配置研究系列六

证券研究报告

2021年10月18日

● 核心结论

我们关于“滞胀买黄金”这一说法的三点理解。1) 滞胀阶段黄金是正 β 资产。黄金不生息但抗通胀，与名义利率负相关、与通胀正相关，经济滞胀阶段实际利率走低、黄金受到提振。2) 滞胀阶段黄金是鲜有的正 β 资产，意味着此间黄金有显著的 α ，容易被资金抱团。滞胀期，经济放缓掣肘权益资产EPS，但货币政策往往偏紧利空利率债的同时又对权益资产形成估值约束。此间，大量资金会抛弃生息资产、抱团增持黄金。3) 黄金具有货币属性。美林时钟下，滞胀期最应持有现金，而黄金具有货币属性。

当前是经济滞胀期吗？为何黄金表现乏力？

1) 我们用什么指标定义经济周期？结合库存周期定义可知美林时钟框架下的通胀指的是CPI而非PPI。库存周期由PPI同比与工业企业库存(累计)同比来划分：PPI同比回升、库存同比下移对应被动去库；PPI同比带动库存同比一并回升对应主动补库；PPI同比回落、库存同比回升对应被动补库；PPI同比带动库存同比一并回落对应主动去库。假若我们硬要把库存周期跟美林时钟对标，那么被动去库存类似经济复苏、主动补库存类似经济过热、被动补库存类似经济滞胀、主动去库存相当于经济衰退。可见，美林时钟中的通胀指标显然不是指PPI。

2) 目前国内处于非典型衰退期，且在主动补库存阶段。经济衰退期无风险利率中枢下移、权益资产EPS乏力；但主动补库存阶段则刚好相反。美林时钟经济周期与库存周期对于资产价格影响的反差也是当前市场“纠结”的主因。那么，这两个周期为何背离？一方面，结构转型令增长缺乏弹性；另一方面，供给约束推升PPI的同时，疫情又抑制了CPI。该局面或贯穿Q4，未来数月国内资本市场或仍处于“纠结”阶段。

3) Q2金价反弹表明“滞胀买黄金”框架仍有效。在我们交易人民币计价黄金时确实可以以国内经济周期为交易依据，但无论是美林时钟定义的“衰退期”还是库存周期中的“主动补库存”阶段，都不是黄金的表现期。事实上，Q2时国内就是典型的美林时钟滞胀期，黄金也确实有所表现。

当然，国际黄金价格仍由美国经济与政策驱动。1) Q2美国实际利率走低利好黄金；Q3美国实际利率走高黄金受约束。2) Q4国际金价展望：基本面存在利空；唯待Risk-off的短线提振。3) 长期看，国际黄金价格或无长牛；看明年，Q2-Q3中期选举前国际金价或现阶段性反弹。

风险提示：全球疫情变化超预期；中美经济超预期；中美货币政策超预期；中美通胀形势超预期。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

一、我们关于“滞胀买黄金”这一说法的三点理解.....	3
二、当前是经济滞胀期吗？为何黄金表现乏力？.....	3
（一）我们用什么指标定义经济周期？.....	3
（二）目前国内处于非典型衰退期，且在主动补库存阶段.....	3
（三）Q2 金价反弹表明“滞胀买黄金”框架仍有效.....	4
三、当然，国际黄金价格仍由美国经济与政策驱动.....	5
（一）Q2 美国实际利率走低利好黄金；Q3 美国实际利率走高黄金受约束.....	5
（二）Q4 国际金价展望：基本面存在利空；唯待 Risk-off 的短线提振.....	6
（三）长期看，黄金或无长牛；明年看，年中黄金或反弹.....	8
四、风险提示.....	8

图表目录

图 1：2020 年 7 月至今中国 CPI 同比（%）.....	4
图 2：中国工业企业存货累计同比与 PPI 同比.....	4
图 3：中国实际 GDP 同比.....	5
图 4：美国 10 年期美债收益率与 10 年期 TIPS 收益率.....	5
图 5：美国通胀预期.....	6
图 6：美国 CPI 同比.....	6
图 7：美国职位空缺（单位：千人）.....	7
图 8：美国续请失业金人数.....	7

一、我们关于“滞胀买黄金”这一说法的三点理解

首先，滞胀阶段黄金是正 β 资产。滞胀阶段实际利率通常会大幅下移甚至转负。黄金不生息但抗通胀，与名义利率负相关、与通胀正相关，进而在实际利率下行阶段黄金价格受到提振。

第二，滞胀阶段黄金是鲜有的正 β 资产，意味着此间黄金有显著的 α ，容易被资金抱团。在实际利率为正的阶段生息资产会更受青睐，黄金比较鸡肋。经济滞胀期，经济放缓掣肘权益资产EPS，但此间货币政策往往偏紧利空利率债的同时又对权益资产形成估值约束。换言之，滞胀阶段黄金是少有的正 β 资产，因此大量资金会抛弃生息资产、抱团增持黄金（或者黄金概念资产）。

第三，黄金具有货币属性。在美林时钟下，经济滞胀阶段投资者最应持有现金，而黄金恰恰具有货币属性，因此，仅从这一逻辑出发，滞胀买（换）黄金也是极有道理的。

二、当前是经济滞胀期吗？为何黄金表现乏力？

（一）我们用什么指标定义经济周期？

泛泛的谈美林时钟，我们可以说，经济增速向上、通胀数据走低对应经济复苏；经济增长与通胀同时回升对应经济过热；经济增长放缓、通胀继续攀升对应经济滞胀；经济增长与通胀同时回落对应经济衰退。但是，经济增长与通胀水平分别对应哪个指标？市场对“经济增长”的概念存在共识，一般被认为指的是实际GDP增速（其实美林时钟中的经济增长指的是产出缺口），但很多人对美林时钟当中的“通胀”指标仅有一个模糊的概念。这里的通胀究竟指的是PPI同比、CPI同比还是类似美国的核心PCE同比？

我们换个方式思考这个问题。什么是库存周期？通常情况下，库存周期由PPI同比与工业企业库存（累计）同比来划分：PPI同比回升、库存同比继续下移对应被动去库存阶段；PPI同比带动库存同比一并回升对应主动补库存阶段；PPI同比回落、库存同比继续回升对应被动补库存阶段；PPI同比带动库存同比一并回落对应主动去库存阶段。一般来说，假若我们硬要把库存周期跟美林时钟对标，那么被动去库存阶段有点类似经济复苏、主动补库存阶段就可以对应经济过热、被动补库存有点像经济滞胀、主动去库存就差不多等同于经济衰退了。换言之，美林时钟中的通胀指标显然不是指PPI。

此外，美林时钟复盘的是上世纪70年代至2004年美国各类资产走势与经济周期的关系，彼时美联储更看重CPI。由此可见，美林时钟是用产出缺口与CPI同比划分的经济周期，经济滞胀可以被理解为经济增长放缓、CPI同比攀升阶段。

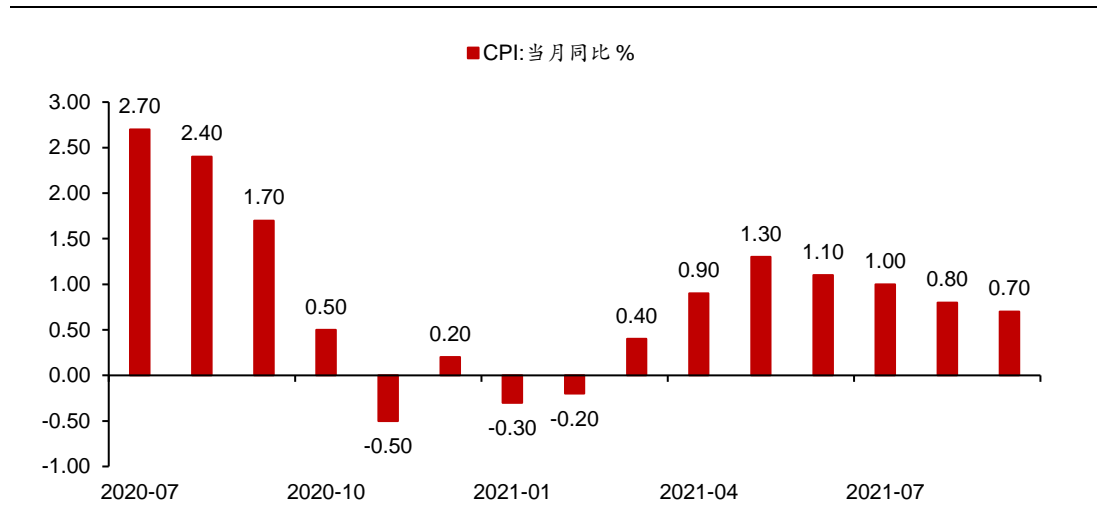
（二）目前国内处于非典型衰退期，且在主动补库存阶段

尽管国内实际GDP同比增速自Q1见顶后下滑，且Q3降至4.9%，但Q3国内CPI同比亦同步回落，并非美林时钟下的滞胀周期。如果硬要套用美林时钟，现阶段略有经济衰退的味道。但是，如果我们换成库存周期，图2结合定义可知，当前国内仍处于主动补库存阶段。理论上，经济衰退期资本市场应表现为无风险利率中枢下移、权益资产业绩表现乏力；但主动补库存阶段则刚好相反。美林时钟经济周期与库存周期对于资产价格影响的反差也是当前国内资本市场“纠结”的主因。

那么，为什么这两个周期会出现背离呢？一方面，国内处于经济结构转型阶段，经济增长缺乏弹性；另一方面，供给约束推升上游原材料价格并推升PPI的同时，疫情对消费的约

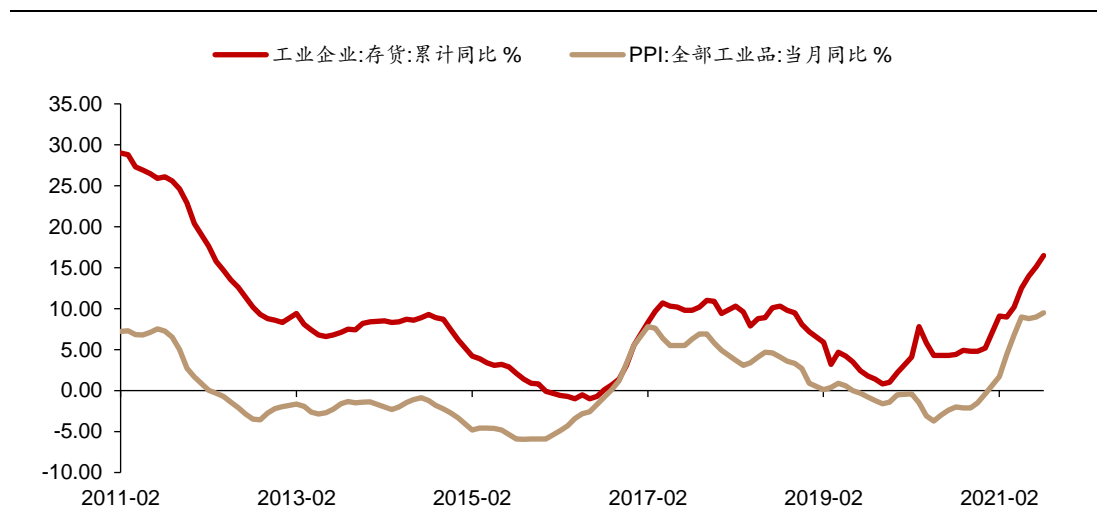
束又导致 PPI 向 CPI 的传导不畅。该局面或贯穿 Q4，进而未来数月国内资本市场或仍处于“纠结”阶段，各类资产的相对优势皆不突出、权益市场中结构性行情逻辑也不清晰。

图 1：2020 年 7 月至今中国 CPI 同比 (%)



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：中国工业企业存货累计同比与 PPI 同比

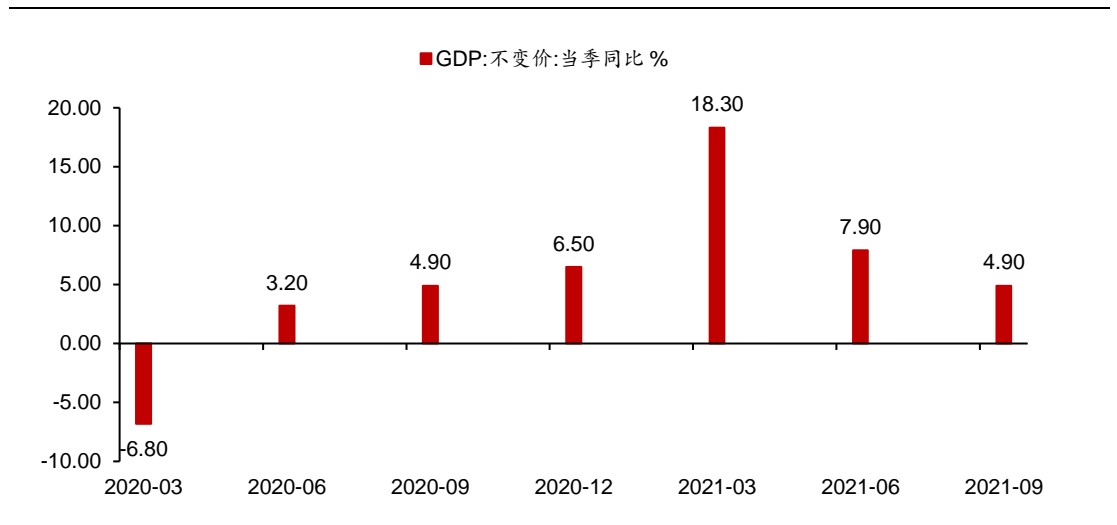


资料来源：Wind，西部证券研发中心

(三) Q2 金价反弹表明“滞胀买黄金”框架仍有效

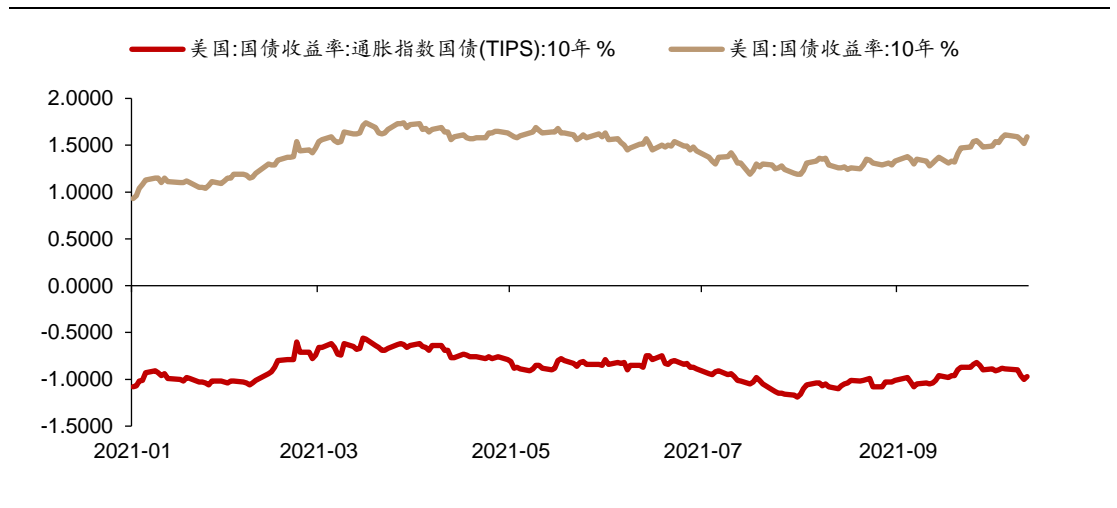
我们再回到对于黄金的讨论上。在我们交易人民币计价黄金的时候确实可以以国内经济周期为交易依据，但无论是美林时钟定义的“衰退期”还是库存周期中的“主动补库存”阶段，都不是黄金的表现期，因此当下黄金表现乏力似乎是合理的。当然，此处肯定会有质疑声，传统的框架还有效吗？我们在去年底路演就跟很多投资者提议今年 Q2 要关注黄金。事实上，Q2 就是国内典型的滞胀期。国内实际 GDP 同比于 Q1 见顶后，Q2 回落至 7.9%。与此同时，Q2 国内 CPI 同比则由 Q1 的 0.4% 走高至 1.1%（5 月为 1.3%），因此 Q2 才是国内在美林时钟下的典型滞胀期，黄金价格也确实有所表现。

图3：中国实际GDP同比



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图4：美国10年期美债收益率与10年期TIPS收益率



资料来源：Wind，西部证券研发中心

三、当然，国际黄金价格仍由美国经济与政策驱动

事实上，在美元货币体系下，黄金价格走势理应由美国经济与货币政策驱动。尽管我们在报告《美元货币体系“失灵”与美国两宽政策的逆转》中所阐述的，疫情显著透支了美国财政政策空间，并导致美元货币体系稳定的两个基础遭到破坏。但这并不意味着美国彻底丧失了黄金定价权，相反为了稳定美元货币体系，美国货币政策甚至对国际金价存在约束。

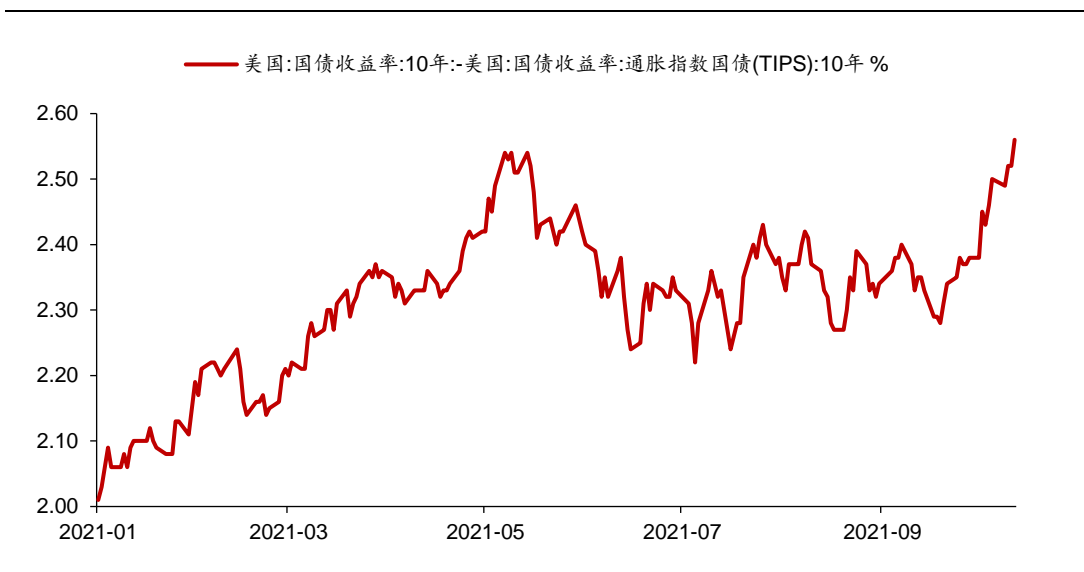
（一）Q2美国实际利率走低利好黄金；Q3美国实际利率走高黄金受约束

我们先梳理下黄金分析框架中的几个概念：第一，原油价格上涨会同步推升通胀预期，但原油价格对于CPI同比的影响则存在时滞；第二，“黄金抗通胀”中的通胀指的是CPI并非通胀预期；第三，由第二点可知与国际黄金价格走势负相关的实际利率并非美国的TIPS收益率，而是10年期美债收益率与CPI同比的差值。

今年3月美国实施了第三轮疫后财政刺激，因此Q2美联储通过加大通胀保值债券增持力度的方式压低了TIPS收益率，随后5月中旬原油价格上行斜率放缓、通胀预期回落，进而Q2期间10年期美债收益率中枢下移。与此同时，4月美国CPI同比突然跳升至4.2%，创下金融危机后最高水平，5-6月该指标进一步攀升至5%、5.4%。无风险利率下行与CPI同比回升共振，美国实际利率大幅走低，国际金价反弹。

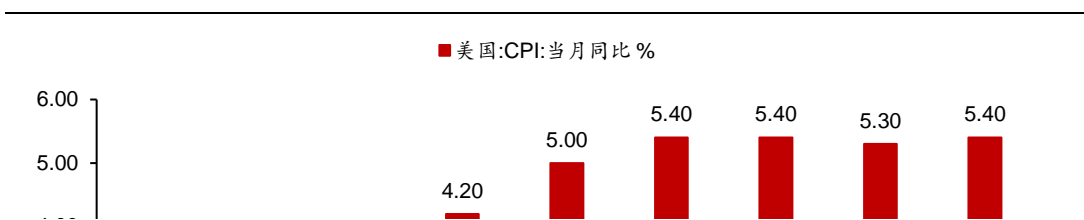
Q3情况则刚好相反：8月起10年期美债收益率触底回升，7月以来CPI同比则未能再创新高。这一组合对黄金而言形成了双向约束，进而金价调整。

图5：美国通胀预期



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图6：美国CPI同比



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_27989

