

美联储开放式量宽能为黄金注入强劲动能？

3月，美联储实施的开放式量化宽松政策，向市场提供无限量流动性，此举能否复制2008年行情，为黄金注入强劲上升动能？



(图片来源于网络)

来源: FT 中文网 2020-03-26

光大银行金融市场部宏观分析师 周茂华

电话: 010-6363 6611

邮箱: zhoumaohua@cebbank.com

3月初以来，美联储实施两次“紧急降息”，将联邦基金利率降至0-0.25%，并重启量宽政策（QE），但美联储非常规政策并未有效阻止美股下跌；随着近日全球疫情再度快速扩散，3月23日，全球市场再现“黑色星期一”，美联储为稳定市场情绪、支持美国经济，纽约时间3月23日，美国联邦公开委员会（FOMC）宣布采取“广泛措施（Extensive New Measures）”来支持经济，包括开放式资产购买，扩大货币市场流动性便利规模；为确保市场运行与货币政策传导，将不限量按需买入美债与机构的低腰贷款支持证券（MBS）；并且FOMC采取一系列政策措施为消费者、中小企业与企业雇主等提供信贷支持。美联储几乎火力全开，美联储本轮非常规政策能否为黄金注入强劲动能？

从历史经验看，黄金价格走势与通货膨胀、美联储资产负债表扩张相关性较强。

首先，黄金具有一定的抗通货膨胀功能。1975年至2020年，美国通货膨胀上升了3.6倍，同期黄金价格由175.5美元/盎司升至1582.2美元/盎司，上涨了8倍；即便以1980、1985或1990年为基期测算，黄金均跑赢美国物价，可以得出一个结论是黄金在长期具有抗通胀功能。尽管上世纪70年底黄金退出货币流通领域，但“金银天然不是货币，货币天然不是金银”，黄金具有天然货币属性、历史传承与国际共通等特点，使其在发生恶性通货膨胀、局势不稳等极端情况下具有良好的保值、变现能力。

其次，美联储非常规政策。2008年美国次贷危机引发的“金融海啸”，2011年欧债危机，欧美主要央行先后启动非常规政策，即零利率（负利率）+QE，央行承诺为市场提供“无限量”流动性，欧、美、日三家央行资产负债表规模较2006年底分别扩张3.1倍、4.2倍和4.1倍，期间推升黄金价格一路走高，高见1900美元/盎司。

这背后原因有三：一是欧美央行非常规政策压低实际利率水平，使得持有黄金的机会成本大幅降低；二是当时市场一直预期欧美央行实施无限量供应货币为后续恶性通货膨胀埋下隐患，以及可能推升欧美国家资产与债务泡沫；三是美联储实施非常规政策本身预示着欧美经济前景仍存在巨大不确定性。

文章认为，本轮美联储非常规政策对黄金推动效果有限。主要是：

其一、通货膨胀前景偏弱。与前三轮美联储非常规政策相比，欧美央行实施的零利率（负利率）降低黄金持有成本，但与之前不同的是，投资者对通货膨胀前景预期发生明显变化，实践显示，欧美央行实施的非常规货币政策对通货膨胀的提振作用极为有限，截至目前，美国、欧元区与日本央行通货膨胀仍偏离 2.0%目标，年初以来，受新冠疫情冲击，原油价格重挫，欧美通货膨胀前景受挫，从 TIPs 通货膨胀国债估算的美国未来 5 年通货膨胀预期仅为 0.31%（见图 1），显示投资者未来较长一段时期低通胀预期；从长期看，受结构性等因素制约，欧美央行过度宽松的货币政策并不能有效提升全要素生产率，提振有效需求，流动性将继续流入金融资产，低通货膨胀、低增长将维持经济新常态。（见图 2）

图 1：美国通胀预期与 COMEX 黄金价格走势

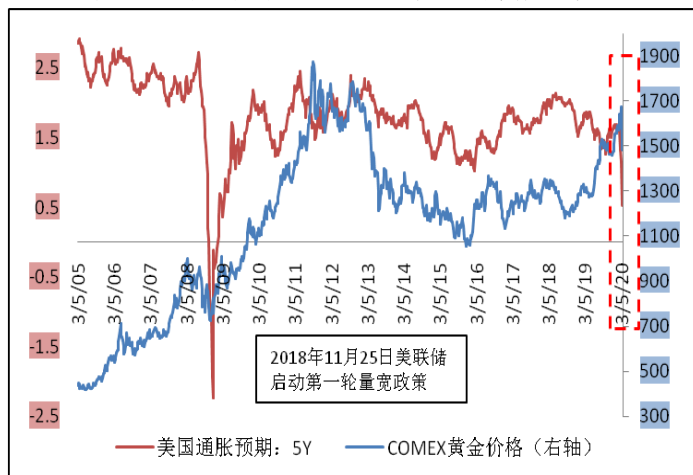


图 2：欧美日三经济体通胀



数据来源：Wind，光大银行金融市场部。

注：通胀预期（5Y）=5Y 美国债收益率-5Y 通胀指数国债（TIPS）。

其二、经济前景预期存在差异。2008 年金融危机与新冠疫情对经济冲击存在明显区别。2008 年美国遭遇百年不遇的“金融海啸”，市场流动性枯竭，信用风险暴露，导致大量金融机构与实体企业倒闭，失业率飙升，这种危机方式的市场出清导致后续经济恢复过程较为漫长，尤其叠加 2011 年欧债危机冲击，更是加剧投资者对全球经济前景悲观预期。与 2008 年金融危机类似的是，新冠疫情可能拖累欧美经济二季度陷入深度衰退，市场恐慌抛盘，美股 10 天四次熔断，市场流动性收紧，风险资产与传统安全资产同步暴跌，引发投资者对美国爆发金融危机的担忧；但 3 月初以来，美联储两次紧急降息、重启非常规货币政策，为市场提供无限量流动性，市场并未出现大批金融机构倒闭与信用风险暴露，且从中国经验看，只要措施得当对症，新冠疫情短期可以被防控，疫情一旦受控，被疫情“冻结”的经济活动将逐步回暖；目前市场较为一致的预期是，只要疫情得到有效控制，经济在经历短暂衰退后将出现修复性反弹，这也将削弱持有黄金的吸引力。

其三、黄金本身有点贵。截至2020年3月20日，金银比率为120，这远高于历史均值80；黄金原油比率66.6，也处于历史高位，从这两个指标看，目前黄金的有点偏“贵”（见图3）；在新冠疫情受控后，黄金相对于股市的配置吸引力将有所下降，主要是：一方面，欧美股市调整较为“充分”，2月20至今，美国标准普尔500指数大幅下跌34%，估值降至2012年底水平；另一方面，随着海外新冠疫情受控，欧美经济在经历短期衰退后可能出现修复性反弹，叠加欧美宽松货币财政政策环境，市场风险偏好回暖，股市有望重拾升势。近期从“恐慌指数（VIX）”呈现回落态势（见图4），美元指数上行动能有所减弱及欧美股市走势看，欧美市场最恐慌的时期可能正在过去，这也将削弱下半年黄金吸引力。另外，截至3月17日当周，黄金投机多头、净多头持仓连续三周回落，但仍处于历史高位。

图3：金银比率与金油比率

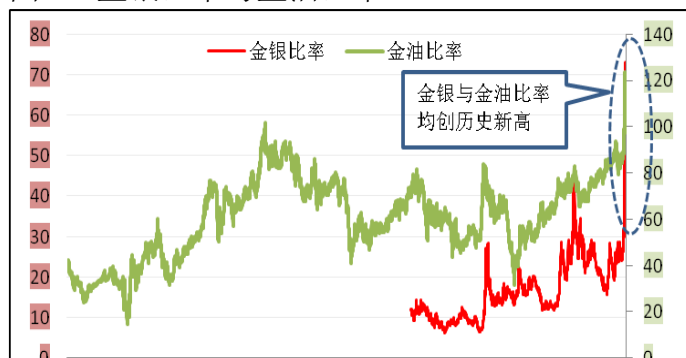
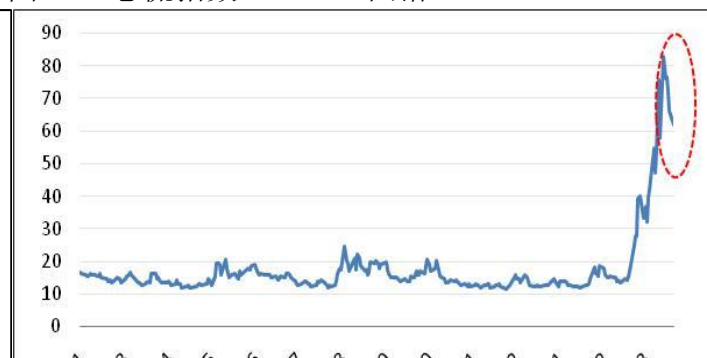


图4：“恐慌指数（VIX）”回落



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_6274

