

兴证期货.研发产品  
系列

## 避险价值王者归来，中期逻辑或能转变

兴证期货.研发中心

2018年10月15日 星期一

金属研究团队

### 内容提要

孙二春

从业资格号: F3004203

投资咨询资格号: Z0012934

龙玲

从业资格号: F0267622

投资咨询资格号: Z0000519

联系人: 龙玲

021-68982737

longling@xzfutures.com

#### ● 行情回顾

美股接连两日出现大幅下跌，中国 A 股市场也受其影响出现下挫，而前期低迷的黄金价格一改颓势出现上扬，并且带动黄金相关的股票、基金等资产在普跌的市场中一枝独秀。

#### ● 后市展望

受到美国股市下行带来避险情绪的影响，黄金价格出现了短线的强势反弹，并且突破短期阻力位。如果后期美股的下行持续，叠加原油价格上涨带来的通胀担忧，黄金市场的中期逻辑可能从前期和美元指数的反向相关部分转移到原油和通胀上面来，加上资金反转的力量，黄金的上扬可能持续。存在的风险是若美股出现报复性反弹，会吞噬前期涨幅和避险信心。

美股接连两日出现大幅下跌，中国 A 股市场也受其影响出现下挫，而前期低迷的黄金价格一改颓势出现上扬，并且带动黄金相关的股票、基金等资产在普跌的市场中一枝独秀。这样的背后是怎样的逻辑？反弹势头能否持续？

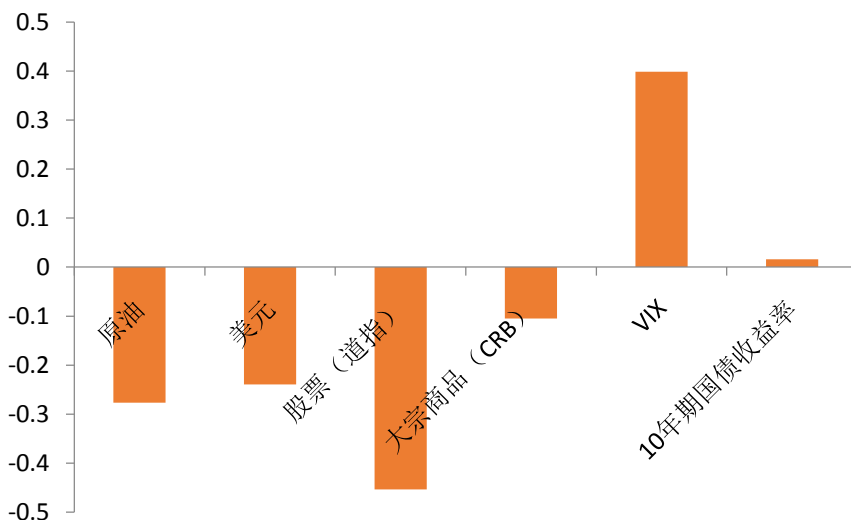
我们认为，黄金和黄金股短线上涨的逻辑是避险价值王者归来；但是星星之火或许能够燎原，如果美股持续回调，则短线因素可能会最终改变中期价格运行的逻辑，带来黄金价格的持续上行。

## 1. 黄金上涨的短线逻辑是避险

国际黄金现货价格在 8 月 16 日最低触及 1160 美元/盎司之后，在 1180-1210 美元/盎司之间反复震荡盘整已经有近两个月。这个过程中黄金反复试图向上突破，但随即均遭遇强势美元打击回落，反弹无果。

然而在上周接连两日美股的大跌之后，**影响黄金市场的焦点逻辑已经陡然发生变化**。从相关性图上可以看到，黄金和 10 年期国债收益率的相关性已经几近消失，表明黄金价格在经历了此前的下跌之后，已经基本反映了美国经济的稳定增长。近期和 VIX 的相关性已经异军突起，虽然数值上的相关性不是很高，但是基于是短期相关性，这样的趋势还是能够说明市场关注焦点已经陡然转移到了避险；前期压制黄金价格的美元指数，影响力已经开始衰减。

图 1：黄金价格和其他资产的短期相关性（20 日）



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

## 1.1 为何黄金重新具备避险？

在教科书上，黄金对于地缘政治、战争、恐慌情绪等问题都会存在“避险”价值，即黄金价格出现突发性的上扬。然而从 2018 年 4 月开始，面对特金会、贸易战等各类风险事件，黄金并未表现出显著的避险属性，甚至一度是跟随这些风险事件出现了下跌。我们认为这是由于美国经济的强势上扬，黄金的避险功能被部分对冲。在中期策略报告《黄金因美国经济增长而下行，仅有避险式脉冲上涨》中我们认为，黄金的避险属性是基于“因地缘政治等因素导致其他资产出现重大系统性风险时，黄金能够有较稳定的表现”这一在机构范围内被广泛认同的共识。所以并不是有地缘政治因素就一定会导致黄金价格上涨，**逻辑链条中需要其他资产有重大系统性风险的可能**。今年美国经济强势增长带来的美元和美股的内生性上涨，使得地缘政治问题对于资产的影响在一定程度上被对冲了。

而**近期美股的下跌，填补了这一逻辑链条的后半部分**：因为某些外部因素导致了美股等风险资产出现重大系统性风险，而在这种情况下一般黄金都能有稳定的表现，可以部分对冲风险资产的回落。这样的逻辑使得机构买入黄金，带来黄金价格的上涨。

## 1.2 中国市场上黄金如何体现避险

中国市场上，黄金价格本身跟随国际金价出现上涨。然而实际的避险买盘在中国市场以另一种形式体现，在 A 股普跌之时一般黄金股会出现上涨，即便是当时黄金价格并没有发生变动。这是因为公募基金必须持有一定仓位，在普跌时会将部分仓位转换为黄金股进行避险。一旦这样的投资行为形成共识，**黄金股就在一定程度上替代了黄金，带来了黄金股的上涨，同时也使得黄金股成为避险情绪的一个指引**。

当然，中国黄金股的情况更多是被动式的，对于国际化定价的黄金价格本身难以产生实质影响。但是，在共识形成后，黄金股就能够做为一个情绪指标。如果在国际国内都面临系统性风险的情况下，**显然黄金的避险意义会更为突出**。

## 2. 黄金的反弹可能延续至中线

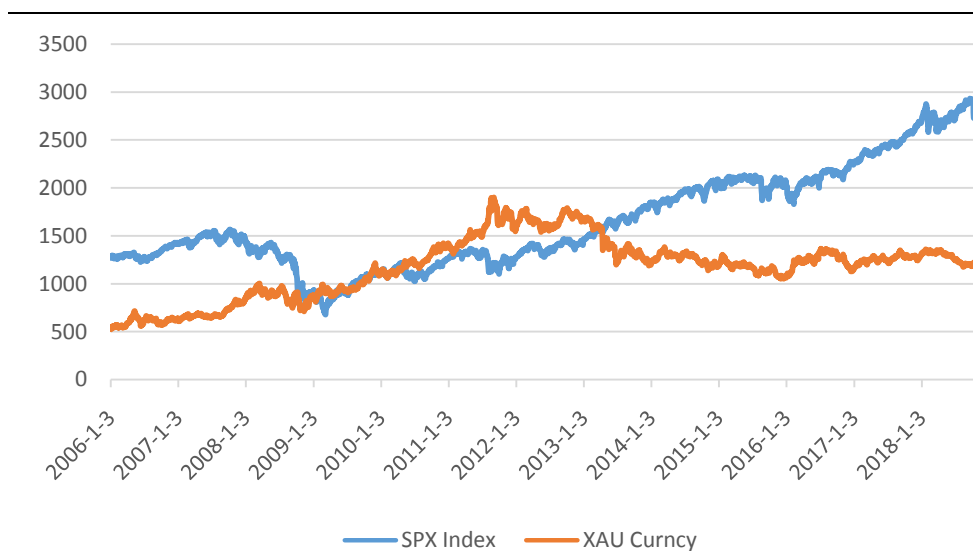
### 2.1 如美股持续回调，则反弹可持续

对于因地缘政治表现出来的避险，黄金价格的上涨一般都是脉冲性的；然而如果面临持续的风险资产回调，金价是可以存在持续的上扬的。

我们回顾了过去 12 年标普 500 指数和黄金现货价格之间的走势，可以看到，这一段时间内美股在大多数时间内都是上涨的，但也有大幅调整的期间。而在美股出现较大幅度回调的初期，黄金都能有一波趋势性的上扬

行情。在 2008 年持续近一年的下跌中黄金虽然没有同期出现上涨，但是在下跌初期依然有良好的表现；另一个特例是在 2018 年 4 月美股的回调中，黄金没有出现显著的上行，但当时的原因我们在上文已经提及：是由于美国经济的强势增长对冲了美股的短线回调。

图 2：标普 500 指数和黄金现货价格走势对比



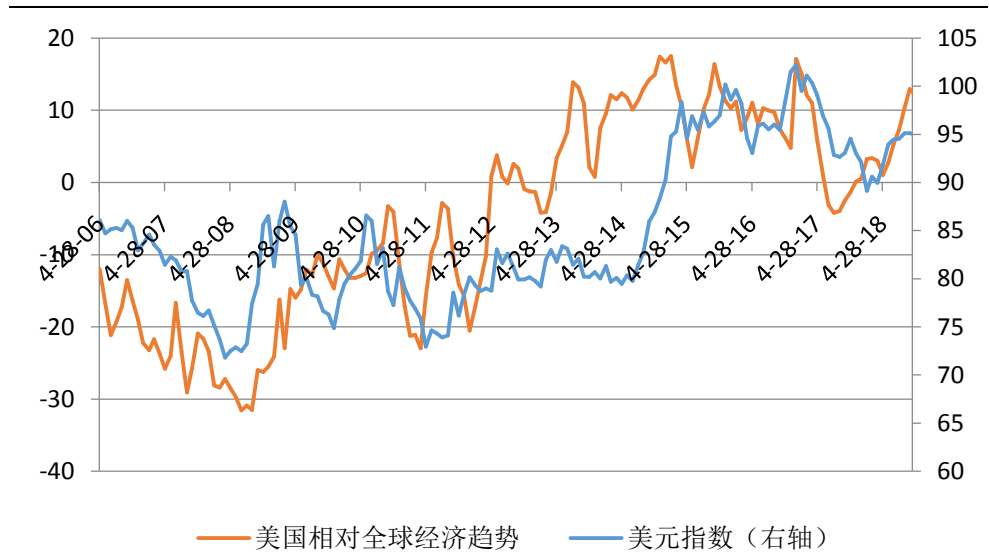
数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

近两日美股的大幅回调，是在美国长端利率的走高和油价抬升背景下通胀预期陡增的背景下，一方面是 10 年期国债收益率走高后基金对于美股重新评估导致抛售，另一方面也是出现了通胀和高利率抑制经济增长的担忧。因此，这样的回调并非恐慌情绪的简单宣泄，而是存在实际基础和依据（长端利率和油价），即便不持续下跌，也会影响到资金投资的逻辑。如果美国股市的回调持续，避险情绪会进一步发酵，带来黄金的趋势性上涨。

## 2.2 中期逻辑可能变化

中期而言，黄金一直受到强势美元的压制，而美元指数的强势则是根本来源于美国经济相对于其他经济体的强势。目前后者的逻辑并没有发生改变，美国经济的相对强势依然带来了其货币的强势。如图中所示，我们用美国 and 全球 Sentix 经济指数之差的走势来衡量美国经济的相对强势，这一趋势仍在延续，因而美元指数的强势仍有可能持续。

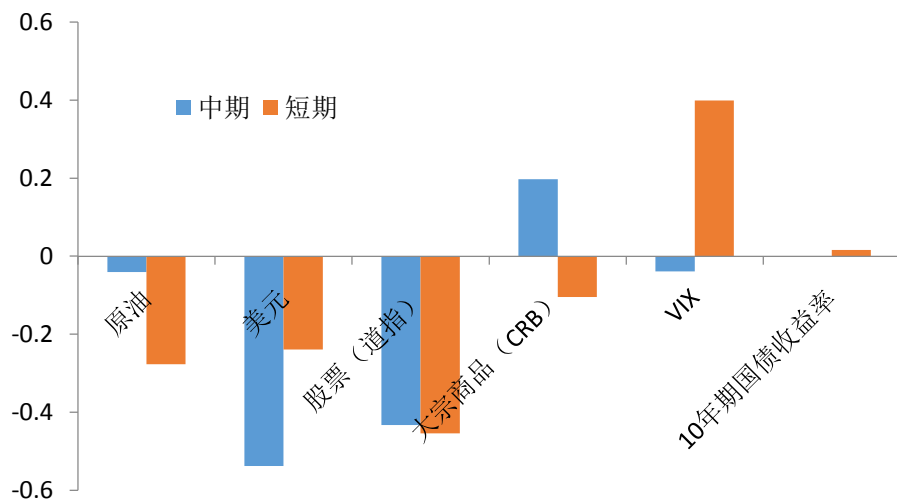
图 3: 美元指数的强势可能维持



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

但是黄金和美元完全的反向跷跷板已经发生了变化。究其原因在于影响黄金市场的因素千变万化，但是一般而言在一段时间内会有一个因素是主线。在 2018 年前三个季度，这个因素基本都是美元指数。而**避险使得黄金市场的焦点开始逐步转移到了其他因素上**，就像火箭在脱离原来的轨道进入另一个轨道时，是需要一个助推力的。从相关性图上可以看到，黄金市场进入的“下一个轨道”可能是原油的上涨和其带来的通胀担忧。

图 4: 黄金和其他资产的中期相关性 (短期和中期)



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

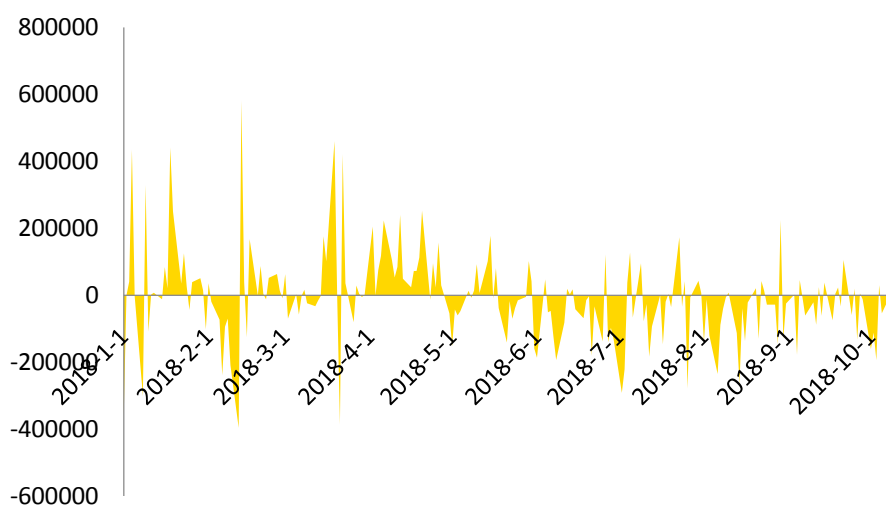
在中期策略报告中我们认为，彼时油价持续上升而黄金的低迷表现，是由于通胀预期比较平稳。从逻辑角度分析，如果通胀出现持续性上升，通胀升温和预期一致，则美联储通常会采取加息的方式来抑制通胀过快上升，这本身就会压制黄金。而如果此前大家对于通胀并无预期，当通胀出现意外上升时，加息的速度滞后于通胀的速度，则利好黄金。比如在上世纪 70 年代末石油危机时，黄金的确有超越其他资产的表现。从 9 月中旬开启的这一轮油价上涨，在短短 22 天的时间里，上涨近 9 美元，速度快涨幅高均超预期。而且开启原油价格上涨的因为主要是地缘政治问题，即美国对伊朗的制裁。目前普遍认为这样的制裁仍将持续一段时间，而油价则将有上行动能。目前由于原油价格的持续上涨，很容易让人联想到 70 年代末各类资产的表现。如果一旦逻辑发生变化，则黄金会作为原油的同类品，甚至是一个稍微便宜的替代品，使得对冲通胀的资金流入黄金市场。

当然这并不是说明强势美元对于黄金市场毫无影响。长端利率走高对经济数据的影响会滞后一个季度左右，目前的经济数据依然强劲，所以可能会导致美元依然强势，而黄金的反弹在此影响下会有反复。

### 2.3 资金可能引发较为强烈的反转

由于前期黄金市场遭遇了持续的减仓，目前无论从 CFTC 还是黄金 ETF 的持仓都处于相对低位。在 10 月 10 日，黄金 ETF 的持仓出现了今年 4 月以来的最大一个单日增仓，表明资金的流入。

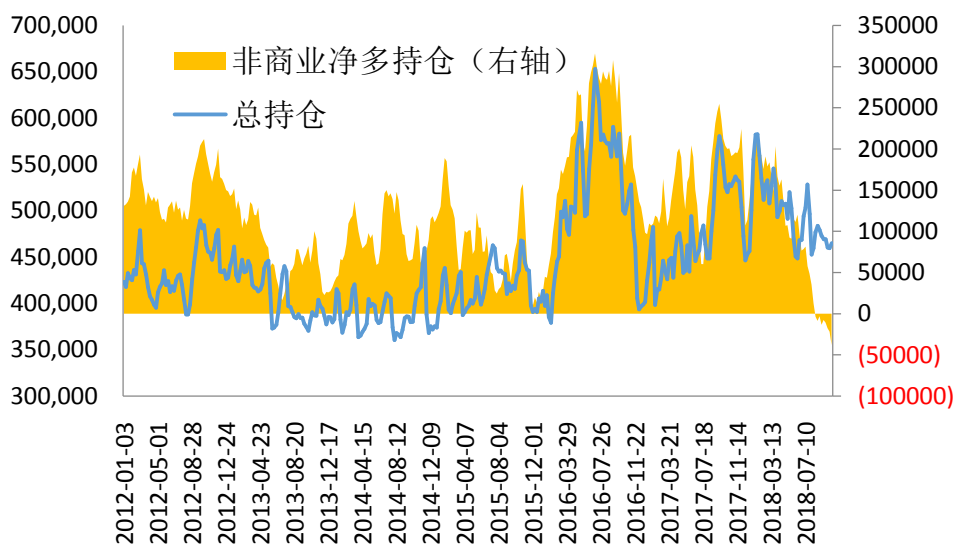
图 5:2018 年以来黄金 ETF 日持仓变动



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

而 CFTC 持仓数据显示，非商业净持仓从 8 月 14 日以来进入净空头阶段，是 2001 年来首次，而且截止 10 月 9 日也就是美股暴挫前夜，黄金的净空持仓已经持续增加到了 38175 手。这固然说明前期市场对于黄金持有较多悲观情绪，但需要注意到，在这样的情况下黄金的价格依然维持震荡，未能有大幅下行；一旦行情出现反转，加上其他触发因素，资金的反转可能本身就会具有较大的推动作用。

图 6:CFTC 持仓显示黄金此前处于十七年来的最低谷



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

### 3. 行情展望

受到美国股市下行带来避险情绪的影响，黄金价格出现了短线的强势反弹，并且突破短期阻力位。如果后期美股的下行持续，叠加原油价格上涨带来的通胀担忧，黄金市场的中期逻辑可能从前期和美元指数的反向相关部分转移到原油和通胀上面来，加上资金反转的力量，黄金的上扬可能持续。

存在的风险是若美股出现报复性反弹，会吞噬前期涨幅和避险信心。

## 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。