

内容提要

龙玲

从业资格号: F0267622

投资咨询资格号: Z0000519

021-68982737

longling@xzfutures.com

● 背景回顾

我们在 2018 年 10 月 15 日出具专题报告《避险价值王者归来，中期逻辑或能转变》，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。在 11 月 1 日，我们出具专题跟踪《短期仍靠避险，资金蓄势待发》，认为避险已经从短期开始转化为中期，资金蓄势待发，只需出现稳定的逻辑支持，则具备继续上升空间。

随着上周五美股的大幅回调，黄金已经突破前期的重要阻力位置 1240 美元/盎司，在此继续对此进行跟踪。

● 行情展望

我们继续看好黄金价格。

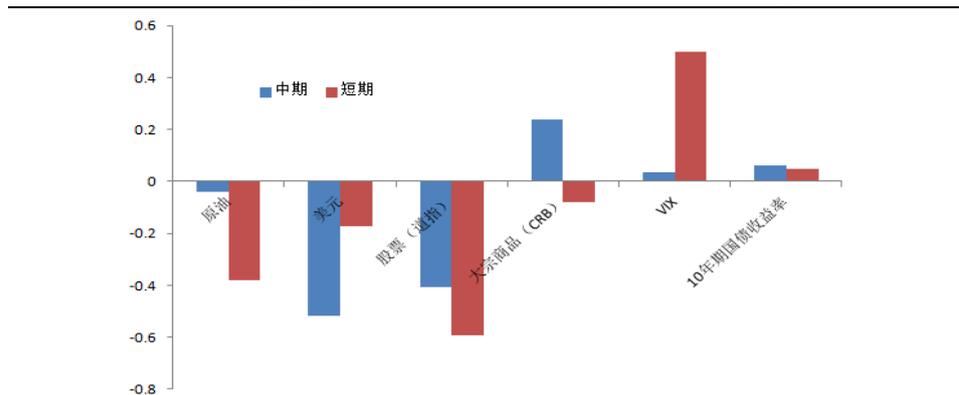
美国的经济已经出现边际走弱迹象，美股的大幅下跌是对这一现象的预判和呼应。基于美国经济的走弱是中线因素而非短期扰动因素，我们前期在左侧看多时寻求的稳定中线逻辑已经出现。短期可能面临市场风险偏好回归，但这一扰动因素对于黄金的打击有限。如果按照我们的预判，来年年初有机构资金批量入场，黄金的上扬行情将更加顺畅。

风险提示：美国经济数据持续好于预期；美国股市大幅反弹。

1. 美国经济边际走弱，黄金上涨仍有动能

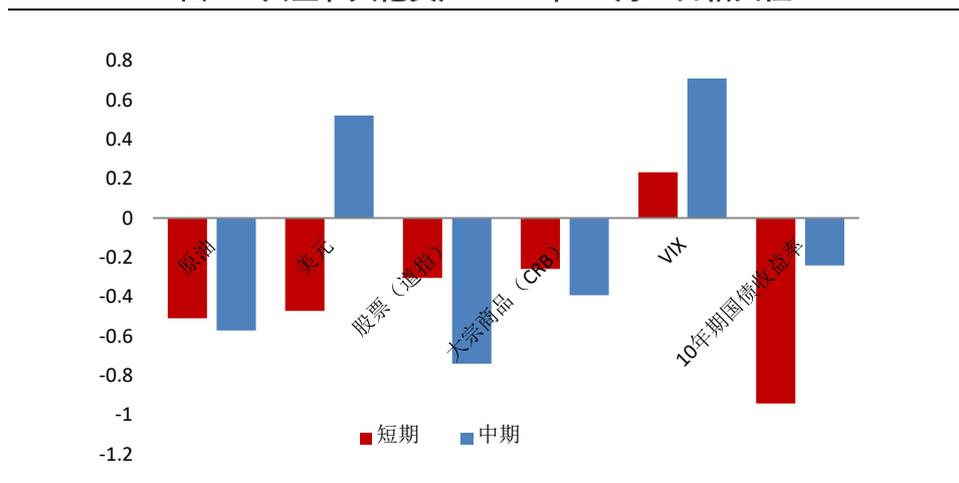
在 2018 年 10 月 15 日专题报告《避险价值王者归来，中期逻辑或能转变》中，我们用相关性寻找到了黄金的短期逻辑——避险。当时用的是 10 月 12 日相关性的图 1，在 12 月 7 日的相关性图 2 可以看到，**黄金价格依然和 VIX 指数保持正相关关系，并且继续体现在中期逻辑中。**与美股的负相关性在中期也得到增强。

图 1：黄金和其他资产 2018 年 10 月 12 日相关性



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

图 2：黄金和其他资产 2018 年 12 月 7 日相关性



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

近期市场相关性的变化正是演绎了我们在专题报告中提出的**黄金能够避险的逻辑**：“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。”

上周五美股市场继周二之后，再度出现大幅回调，三大主要指数跌幅

均在 2% 以上，科技股继续承压，纳斯达克单日大跌 3%。标普 500 指数全周的跌幅为 4.6%，为今年 3 月份以来最大的单周下跌。到目前为止，美股已经几乎抹去自今年年初以来的涨幅。从 10 月以来开始的美股下行，在一定程度上是对于美国经济边际走弱的预判和呼应。OECD 领先指标一般会领先于 GDP 约 1-2 个季度，这一领先指标从今年 3 月开始掉头向下，预示着美国的经济数据很有可能在今年第四季度初现疲态。

领先指标的预判已经在逐步得到验证：12 月 7 日公布的美国 11 月非农就业人数增幅和平均时薪增幅均低于预期，即便这是由于美国已经接近充分就业，但**就业市场**的边际放缓已经成为既定事实。时薪增幅放缓和美股的下行，将会影响到居民收入、最终传导到**消费**上。而在**投资**方面，前期特朗普政府针对企业的减税政策主要在前面几年体现，叠加市场利率的走高，使得投资的进一步上行困难重重。而且第四季度将面临中美贸易摩擦导致中国企业“抢出口”造成的**贸易逆差**进一步扩大。

美联储言论近期由“鹰”转“鸽”同样是对美国经济边际走弱的回应。11 月中旬，美联储副主席克拉里达表示，有“一些证据”显示全球经济正在放缓；11 月 28 日鲍威尔发表讲话表态当前联邦基准利率略低于中性利率，与其 10 月接受外媒采访时表示利率距离中性利率还有很长一段路形成鲜明反差；此外，还有其他联储官员同样发表“偏鸽”言论。如果美国经济数据的边际走弱只是基于短期扰动因素，那么美联储的言论不会发生如此步调一致的转向。

经济数据的边际走弱对于美股市场并不是唯一的扰动因素，**近期的中美贸易问题**带来的不确定性使得资本市场参与者对此担忧加剧。这也体现在周五的美股市场中，盘前公布了差于预期的非农就业数据之后，美股早盘依然还是上涨的，然而在白宫贸易与产业政策顾问 Navarro 在另一个采访中再度强调“如果未来不能达成协议，将直接提升关税水平”，随后美股急转直下。与经济数据的边际回落相比，贸易摩擦的成因是长期的，影响和解决也将是长期的，将会成为压制美国股市和投资信心的长期因素，并且因其不确定性，会不定期给予市场脉冲性打击。

短期关注点会是 12 月 18~19 日的 FOMC 会议上加息点阵图的调整。市场预期已经转为明年 2 次加息，然而美联储点阵图依然是 3 次。此次非农令市场揣测美联储是否会大幅下调加息点阵图的预期中值。加息放缓可能会对市场信心起到修复作用，打压黄金的从避险层面上的上涨；但同时，加息预期的下降从市场收益率的角度是有利于金价的。所以**即便是加息放缓造成市场风险偏好回归，对金价打击也有限。**

正如前面所言，美国经济的回调是中线因素而不是短期扰动因素，这表明我们前期在左侧看多时寻求的稳定中线逻辑已经出现。如果其带来的美股回调持续的话，黄金的趋势性的上扬行情就能够延续。

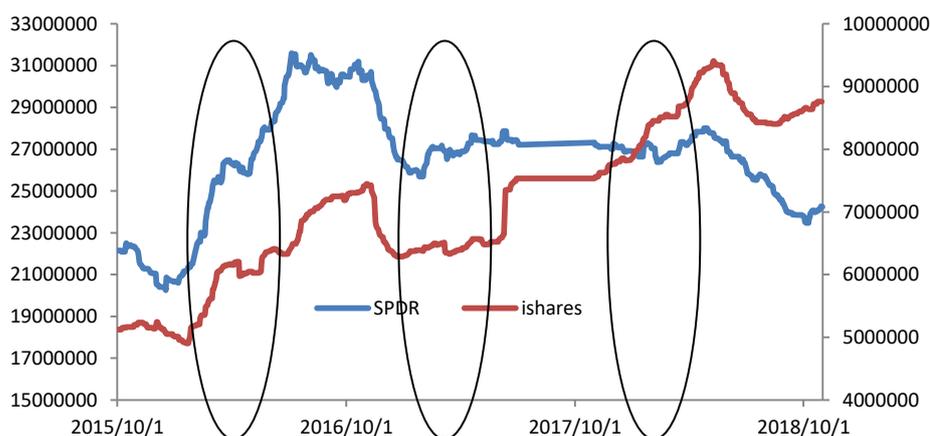
2. 机构资金仍在蓄势待发

从资金角度来看，全球黄金 ETF 一直在持续的增仓过程中，但是增幅有限。从全球最大的两个黄金 ETF-SPDR 和 ishares 的持仓（图 3）可以看到，机构持仓如果需要增仓，一般在年初才更明显。所以目前资金有流入痕迹，但是暂时还没有大举进入，在来年年初有批量资金入场潜能。

CFTC 持仓（图 4）也显示，目前非商业净多持仓尽管已经扭转了前期的净空状态，但也仍处于 2002 年以来的低位。短线一度有资金入场做多迹象，但在前期价格的震荡中，部分资金选择了离场，或有来年再战意图。

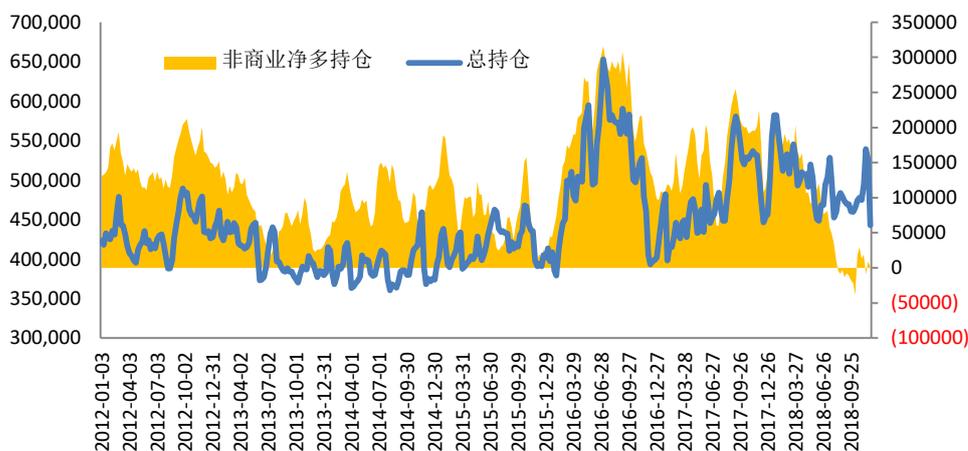
如果按照我们的预判，来年年初有机构资金批量入场，黄金的上扬行情将更加顺畅，行情的幅度也将更大。

图 3:SPDR 和 ishares 的持仓量变化



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

图 4:CFTC 持仓变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 行情展望

美国的经济已经出现边际走弱迹象，美股的大幅下跌是对这一现象的预判和呼应。基于美国经济的走弱是中线因素而非短期扰动因素，表明我们前期在左侧看多时寻求的稳定中线逻辑已经出现。短期可能因加息放缓支撑市场信心，导致市场风险偏好回归，但市场收益率的下降从另一方面又是有利于金价的，所以这一扰动因素对于黄金的打击有限。目前中线资金尚未看到批量入场，如果按照我们的预判，来年年初有机构资金批量入场，黄金的上扬行情将更加顺畅。

技术层面上国际金价已经突破 1240 美元/盎司的阻力关口，我们继续看好黄金价格。

风险提示：美国经济数据持续好于预期；美国股市大幅反弹。

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。