

美联储加息改变黄金的上涨趋势了吗？

兴证期货.研发中心

2018年12月20日 星期四

贵金属研究团队

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12月9日，专题跟踪《金价上行突破，中线逻辑确认》，认为美国经济的走弱是中线因素而非短期扰动因素，黄金已经站稳前期的重要阻力位置1240美元/盎司。

在12月20日凌晨，美联储宣布加息之后，黄金从1260美元/盎司回撤到了1242美元/盎司附近。

美联储加息改变黄金的上涨趋势了吗？在此继续对此进行跟踪。

● 行情展望

市场对美联储货币政策的预期很鸽派，但现实很谨慎，导致市场反应为买预期卖事实。不过，加息延缓黄金上攻时间但不改趋势，只是美联储在货币政策上的谨慎，以及带来的美元强势会让黄金的上涨难以一蹴而就，年初攻势会受到美元强势的压制也是在预料之内的。

目前回撤的幅度点位均符合预期，说明行情依然流畅，维持原有看多观点。

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. 预期很鸽派，现实很谨慎

北京时间 12 月 20 日凌晨 3 点，美联储发布 FOMC 利率决议声明：将美国联邦基金利率调升 25 个基点。这是美联储年内第四次加息，也是 2015 年 12 月开启本轮加息周期以来第九次加息。并且这次是美联储自 1994 年以来首次在股市下跌的情况下收紧货币政策，

从附后的 12 月声明全文中措辞可以看出来，和此前市场普遍的鸽派预期比起来，美联储在引导市场预期上还是比较谨慎的。

2. 市场反应为买预期卖事实

市场此前预期美联储在收紧货币上会有所松动是有众多线索依据的。比如美联储多位言论从 11 月中旬开始由“鹰”转“鸽”。从经济数据上，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。而资本市场上，从 10 月开始美国股票市场狂泄，三大股指已经全面抹去今年涨幅并转全面熊。美国总统特朗普也多次点名批评鲍威尔。这些美联储鸽派的“线索”使得 12 月加息的概率低至 67%。

在这样普遍预期鸽派的背景下，美联储的加息和声明显得比较谨慎，导致市场出现了典型的**买预期卖事实**。在利率决议公布之前，COMEX2 月黄金期货价格一度上涨到了 1260 美元/盎司，也就是站稳 1240 美元/盎司之后的重要阻力位；但是在加息和声明公布后迅速回撤至了 1242 美元/盎司附近。

其他市场方面，美股三大指数在决议公布后跳水，继续创一年多以来新低；美元指数先跌后涨目前在 97 上方；美 10 年期国债收益率先急升至 2.861%后跳水至 2.75%。

3. 加息延缓黄金上攻时间但不改趋势

在年度报告《实物叠加配置需求，黄金备战年初攻势》中，我们并没有提美联储货币政策和十年期国债收益率，当然，**预期美元指数在上半年会保持强劲**本身就包含了对货币相对收紧的观点，也认为这会压制黄金的上涨空间，但**并不认为这会改变黄金的趋势**。

我们看涨黄金年初投资需求最根本的主线依然是**美国经济的边际放缓**，以及因此而产生的**美国股市回调**。在年报中也展示了研究的结果：当美国经济处于低增长状态时，黄金能够有较为有吸引力的收益率。

表 1: 美国不同经济状况下黄金的平均收益率

美国经济状况	黄金平均收益率
低增长高通胀	7.07%
低增长低通胀	6.07%
高增长低通胀	1.47%
高增长高通胀	-2.81%

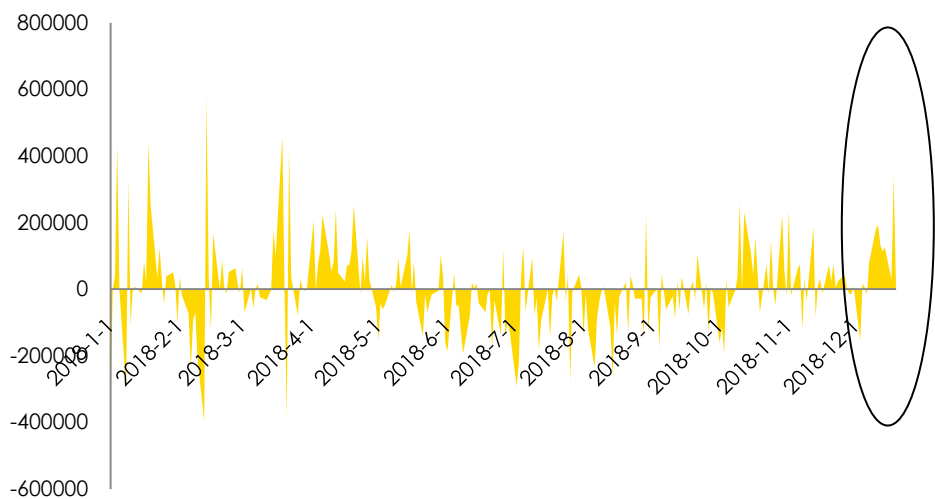
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

目前尽管美联储加息, 并且对后期的货币政策依然比较谨慎, 但是**逻辑并没有发生变化**, 加息对资本市场的影响已经显现; 而财富效应的消失可能也会传导到消费市场使得美国经济的边际走弱继续传导, 这些都有很大可能使得美国经济增长相对前期出现放缓。在这样的背景下, 加息只是延缓黄金上攻时间, 或者压缩幅度, 但是**不改变其趋势**。

4. 机构资金仍在蓄势待发

从资金角度来看, 12月初以来, 全球黄金**ETF 增仓明显开始加速**。我们前期也说过, 机构持仓如果需要增仓, 一般在年初才更明显。近期美股的大幅下行, 更加有利于圣诞节后资金重返市场时增加黄金的配比。我们会继续紧密关注**黄金的基金持仓数据**作为一个风向标。这一指标也将进一步预示行情的幅度。

图 1: 黄金 ETF 持仓量变化



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

5. 行情展望和操作建议

美联储在货币政策上的谨慎，以及带来的美元强势会让黄金的上涨难以一蹴而就，年初攻势会受到美元强势的压制也是在预料之内的。目前回撤的幅度点位均符合预期，说明行情依然流畅，维持原有看多观点。

具体点位上，前期建议在 1210-1220 美元/盎司一带多头入场，在黄金站上 1240 美元/盎司后短线加仓的位置后，新的加仓点位为 1260 美元/盎司。目前在操作上维持该观点，因 1260 美元/盎司一带尚未有效突破，需要等待新的机会。仅供参考。

风险提示：美国经济数据持续好于预期；美国股市大幅反弹。

附：12 月声明全文

据华尔街见闻翻译，12 月声明全文如下，括号内蓝色字体为此前 11 月声明的说辞，红色为 12 月新增或修改部分：

11 月（9 月）会议以来，FOMC 得到的信息显示，劳动力市场持续表现强劲，经济活动强劲增长。就业增长最近几个月平均保持强劲，失业率处在低位（**下滑**）。家庭支出继续上涨和商业固定投资从今年早些时候的快速增长后放缓。同比来看，整体通胀和剔除食品和能源价格的通胀接近 2%。长期通胀预期指标总体而言几乎未变。

与美联储法定职责相一致，FOMC 委员会旨在促进就业水平最大化和价格稳定。

委员会认为（**预计**），联邦基金利率目标区间进一步的一些（**some**）上升与经济活动的持续扩张、强劲的劳动力市场以及中期对称接近 2% 的通胀目标相一致。委员会认为，经济前景的风险大致平衡（**看来大致平衡**），**但将继续关注全球经济和金融进展，并评估它们对经济前景的影响。**

基于劳动力市场环境和通胀已有的表现及未来的预期，委员会决定，将联邦基金利率的目标区间**上调至（维持在）2.25%-2.50% [2%-2.25%]**。

至于判断未来联邦基金利率目标区间进一步调整的时间和规模，委员会将评估，相对于就业最大化目标和 2% 的对称通胀目标，实际与预期的经济条件如何。在评估过程中，委员会将考虑各种信息，包括劳动力市场环境的指标、通胀压力和通胀预期指标、金融和国际形势发展的数据等。

FOMC 货币政策会议中投票赞成者包括：FOMC 委员会主席美联储主席鲍威尔；委员会副主席（纽约联储主席）威廉姆斯（John Williams Vice Chairman）；（里士满联储主席）Thomas I. Barkin；（亚特兰大联储主席）Raphael W. Bostic；**Michelle W. Bowman**（美联储理事）Lael Brainard、委员会副主席克拉里达（Richard Clarida）；（旧金山联储主席）Mary C Daly（堪萨斯城联储主席）Esther L. George；（克利夫兰联储主席）Loretta J Mester 和（美联储副主席）Randal K. Quarles。

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。