

2019 年 6 月 28 日

核心观点：

- **美联储或正在靠近降息周期。**美联储降息历史上都是锚定失业率，历次降息的周期开始就是失业率的最低值。目前失业率已经达到 70 年以来最低的 3.6%，降息的周期基本可以确认。但本轮利率周期被拉长，加息节奏平和，目的是为了防止快速引发债务问题，同样接下来的降息周期也会拉长，长期而言奠定了黄金上涨的基础。
- **美国实体经济衰退尚未开始。**短期而言，美国次级企业债利差更能反映了当下美国债务的现状。09 年居民端的去杠杆之后也很难再次发生债务问题，下一场危机很可能会发生在不断缓慢积累的企业端负债，而企业次级债的利差便是衡量企业债信用水平的很好指标。CCC 级企业债利差越高，反应企业融资成本越高，信用越低，危机越重。2008 年达到 40%，2015 年为 20%，而现在仍低于 10%，反映了当下美国实体经济的衰退尚未开始。
- **和 2016 年相比更是结构性的变化。**2016 年，贵金属有出现了一波反弹，背景是美国经济从 09 年以来维持在超低利率下状态，直到 2016 年美联储的第一次加息开始，至此拉开了加息的序幕，美股出现恐慌剧烈下跌，贵金属的避险升温。而对比现在，正好相反，是这一轮加息周期的结尾，随之进入降息周期，实际利率的下调刺激贵金属的上涨。两个时间点正好是美国加息周期的起点与终点，不同的是这一轮的上涨或许是降息周期中结构性的变化。
- **短期暴涨难以持续，远期仍有上涨空间。**美国的 ISM 制造业指数延续下跌开始了市场的恐慌。与之相对应的是通胀的下行，消费的低迷，这些都是美国经济走软的迹象。如果美国贸易战愈演愈烈，最终将会波及自身的实体经济，加速经济下滑，这一预期目前还没有被金价充分的反映。加上联储降息的预期急转直上，长期来讲降息周期会持续，这奠定了黄金长期上涨的基础。但这一轮加息周期被明显拉长，降息周期也会如此，这一轮上涨反映了更多未来降息的预期，当下暴涨恐怕不会持续太久。



金瑞期货研究所

撰写人：黄志明
电话：0755-88605629
邮箱：huangzhiming@jrqh.com.cn
从业资格号：F3048828

请务必阅读正文之后的免责条款部分

正文目录

一、黄金，本质上是储备货币.....	3
二、储备货币的定价.....	3
2.1 黄金的金融属性为核心.....	4
2.1.1 传统上认为美元利率是黄金持有成本理论的缺陷.....	4
2.1.2 美债的实际利率是美元与黄金之间的利差.....	4
2.1.3 美元指数与黄金的反向关系是通过实际利率传导的.....	5
2.2 黄金的避险属性有条件.....	6
2.2.1 黄金的避险属性激发的条件是美元资产的风险上升.....	6
2.2.2 美元的避险属性激发的条件是非美货币资产风险上升.....	7
2.3 黄金的抗通胀属性影响偏弱.....	7
2.3.1 黄金长期具有抗通胀属性.....	7
2.3.2 短期通胀与黄金具有负相关.....	8
2.4 白银的方向盯着金价.....	8
三、金价的走势.....	9
3.1 美元利率的走向.....	9
3.1.1 美国增长动力面临不足的风险.....	9
3.1.2 全球的降息周期已经开始.....	11
3.1.3 美债利率下跌仍将延续.....	12
3.2 美元资产风险可能上行.....	12
3.3 通胀走向对金价影响偏弱.....	13
四、总结.....	13

一、黄金，本质上是储备货币

黄金是伴随着人类社会长期存在的一种商品，这种商品的特点是来源稀少，并在人类社会的发展充当了一般等价物，最终形成了天然的货币。随着社会的进一步发展，人类逐渐使用法定货币进行物品交换，黄金便成为了储备货币。

虽然我们对于黄金如此熟悉，但是对于黄金的定价却很难找到一个明确的抓手。对于一般的商品而言，价格都是由于供需来决定的，但是对于黄金而言，很多人会质疑金价是否也是由供需来决定的。实际上，从供给端来看，黄金主要由矿产金和在生金组成，再生金产量比较稳定，全球矿产金每月 270 吨左右，10 年的平均增速为 4.3%。由于黄金的供给端比较稳定，定价主要是在需求端体现。而黄金的实物需求主要来自于珠宝首饰和工业需求，但这两者对于金价的影响却十分有限，导致投资者认为金价的波动不受供需影响。实际上，如果把金融性需求也加上的话，实际上金价仍然是受供需决定的，只是这种对于黄金的金融性需求衍生出了黄金的多种属性。

黄金有多种属性，比如金融属性、避险属性、抗通胀属性等，如果分散来看的话利于分析，但同时会容易导致丢失方向，如此多的属性容易导致混乱。黄金为何会有这么多的属性？归根结底，这些属性本质上都只是黄金作为储备货币的表现形式，黄金的多种属性都可以回归到储备货币的本质，这也就构成了金价的核心。如果我们把黄金看作储备货币，那么金价本质上就是一种汇率，以美元计价的金价便是黄金兑美元的汇率。而汇率的走势很大程度上是由于利差决定的，利率又无形中联动这所有金融资产，就是金价的金融属性直观体现；而黄金的避险功能同样来自于其储备货币的身份，就像美元作为一种货币也具有避险功能一样。比如新兴市场风险上升的情况下，投资者会选择用美元货币进行避险，而美国市场风险上升的时候，投资者才会选择用黄金避险，黄金的避险属性同样是来源于储备货币；此外，黄金的抗通胀属性和美元的抗通胀属性类似，货币本身在一定条件下具有抗通胀功能，比如在近期的委内瑞拉出现了恶性通货膨胀情况下，投资者会选择用美元货币进行保值来抵抗通胀。同样的道理，当美国存在高速的通货膨胀时，投资者也会买入黄金来对抗通胀，黄金的抗通胀属性本质上也是来源于其作为储备货币的身份。此上黄金的三种属性，都只是黄金作为储备货币的一种体现，所以以这个视角看待金价，就会发现金价实际上是黄金兑美元的汇率，以此建立的黄金分析框架才回归到了本质。

二、储备货币的定价

对于黄金的定价，用历史数据对比可以发现，10 年美债的实际利率和美元指数和黄金的走势是最相关的，但实际上两者对黄金的反向关系又会时而出现背离。10 年美债的实际利率以及美元指数与黄金的关系是定价的落脚点，但其核心逻辑可能并非那么简单，他们之间的背离也是有原因的。

2.1 黄金的金融属性为核心

2.1.1 传统上认为美元利率是黄金持有成本理论的缺陷

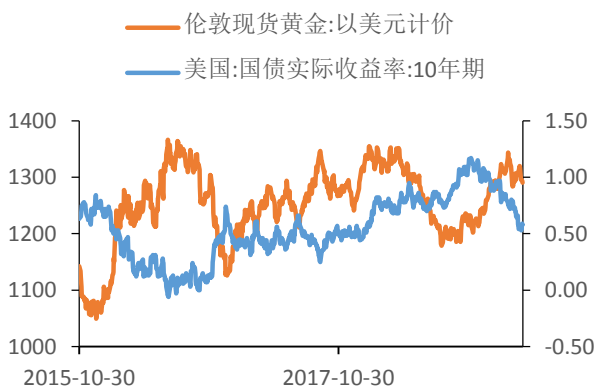
由于美债实际利率和黄金很好的反向关系，传统上大家都认为这是因为黄金是 0 利率，而美元的利率便成黄金的持有成本，所以黄金和美债的实际利率相反。

实际上，这种理论基本上不成立。首先，如果要算黄金的持有成本，那美债的名义利率才更贴合其机会成本，因为投资黄金而不是债券所丢失的损失是美债的名义收益率，没有必要扣除通胀影响。所以这种理论下黄金应该和美债的名义利率成反比，然后现实并非如此。第二，按照持有成本理论，一般价格可以分解为成本和利润，如果商品的持有成本增高，在利润不变的情况下，其价格必然上涨。这对于黄金也是应当成立的，所以如果黄金的持有成本越高的话，按照期货的理论，黄金的远期价格也必然升高，两者应当是正向关系。然后实际上黄金与实际利率是十分清楚的反向关系，这种持有成本理论与现实明显不符。

2.1.2 美债的实际利率是美元与黄金之间的利差

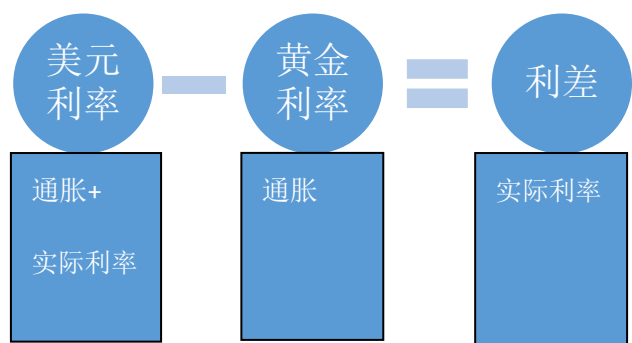
所以，从逻辑上讲，美债实际利率是黄金的持有成本理论基本上没有解释力，但是历史数据已经证明了黄金与实际利率的明显反向关系，这两者之间肯定存在某种错误，而这种错误正是被市场忽略的。

图表 1 伦敦金和美债实际利率的反向关系



资料来源: Wind, 金瑞期货

图表 2 美债和黄金的利差是美债实际收益率



资料来源: Wind, 金瑞期货

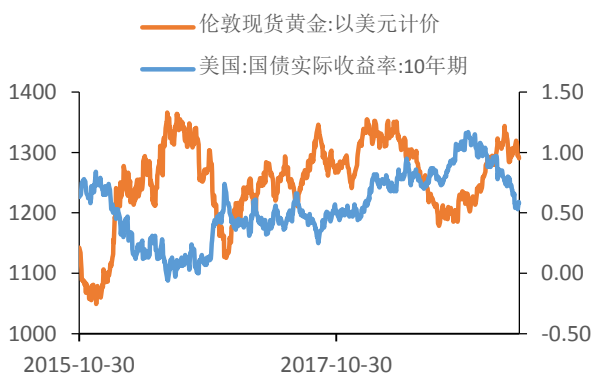
黄金与美债实际利率的关系还是要回归到黄金的本质，就是此前提到的金价的本质是黄金兑美元的汇率，那么这种汇率的大小应当是由黄金与美元的利差决定的，这就类似于美元

兑欧元的汇率是由美元和欧元之间的利差决定一样。美元已经有 10 年国债利率作为其市场利率，如果能找到黄金的利率是多少的话，那么金价的定价之锚就找到了。而刚才提到的黄金是 0 利率实际上是不准确的，更准确来讲黄金的实际利率才是 0，但名义利率并不是 0。这是因为如果黄金是具有抗通胀属性的，这个从黄金和原油长期来讲保持的正向关系可以证明，所以黄金的名义利率等于通胀水平加上实际利率。如果实际利率为 0，那么黄金的名义利率就是通胀水平。按照这种逻辑，我们可以发现，美元和黄金的利率都确定了。美元的名义利率等于通胀加上美债实际利率，黄金的名义利率等于通胀，所以美元黄金和通胀的利差就等于美债的实际利率。换句话说，美债实际利率越高，美元与黄金的利差越大，美元升值而黄金兑美元的汇率贬值；美债实际利率越低，美元与黄金的利差越小，美元贬值而黄金兑美元汇率升值。这才构成了黄金与美债实际利率反向关系的逻辑核心解释。

2.1.3 美元指数与黄金的反向关系是通过实际利率传导的

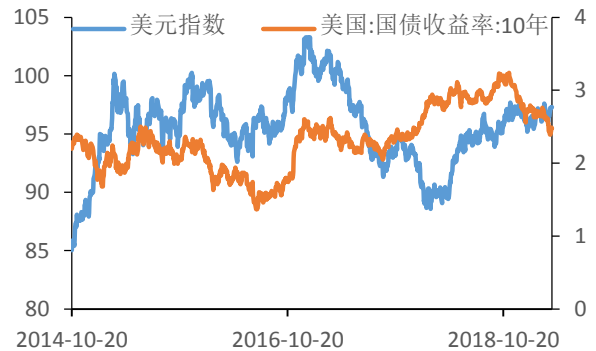
黄金除了与美债实际收益率保持反向关系外，同时与美元指数保持良好的反向关系，这给很多投资者带来了一个困扰，就是黄金到底是跟踪哪个指标？

图表 3 伦敦金和美债实际利率的反向关系



资料来源：Wind, 金瑞期货

图表 4 美债和黄金的利差是美债实际收益率



资料来源：Wind, 金瑞期货

从逻辑上来讲，黄金与美元指数并没有直接的反向逻辑，美元指数是美元相对于一篮子货币的加权比例下的强弱，其中欧元占据了 57.6% 的权重，基本上说明美元指数是由美元和欧元的强弱决定的，其他货币的对美元有一定影响，但不会影响方向，只会影响幅度，比如权重占比 11.9% 的英镑兑美元指数的影响就有限，这点在英镑酝酿脱欧大幅波动下可以看的比较清楚，而人民币对于美元指数也有一定的反向影响，但这还是没法决定美元指数方向，另外就是非美市场风险会刺激美元指数的避险需求而上涨。所以，结果就是美元指数和欧元兑美元的汇率保持了近乎完美的反相关，说明美元指数强弱大部分受欧元影响，更具体来讲是受美元和欧元的利差影响，美元指数逻辑上本身和黄金没有直接联系。但是由于美元指数本质上是由于美元和欧元的利差决定的，而金价是有美元和黄金利差决定的，也就是上文提

到的美债实际利率。所以，如果欧元的利率保持稳定的话，那么美元指数和黄金都是有美债利率决定的，这便构成了美元指数与黄金反向关系的来源，他们是通过美债利率来间接传导的。

2.2 黄金的避险属性有条件

从储备货币的角度衍生出了以上黄金的核心逻辑，便是从利率端驱动的，同时伴随着间接的美元指数影响。然而在实际的价格运行中，我们会发现这两个核心因素都可以解释黄金的走势，但不是所有时刻都是能够解释金价的走势的。这是因为作为储备货币，利差只是决定其基本面的一个主要因素，实际上还有其他因素在影响它的价格，其中一个比较明显的因素就是其避险需求。

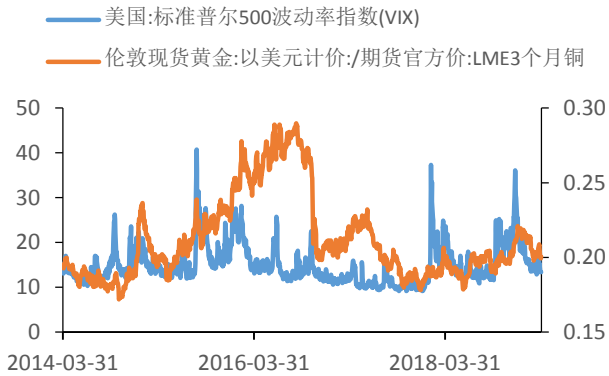
2.2.1 黄金的避险属性激发的条件是美元资产的风险上升

黄金的避险需求是来源于其作为储备货币的身份，市场上存在不同种类的风险，但并不是所有事件都能够刺激黄金的避险需求提升的。例如，2018 年中美贸易摩擦从 4 月份开始，市场预期贸易摩擦会刺激黄金的避险需求上升，但实际上我们看到的是黄金一路下跌，黄金的避险属性并没有彰显。这其中我们可以用中美股市作为参照，摩擦开始后，中国股市下跌，中国市场风险上升；美国股市上涨，美国市场风险下降。在这种情况下，中国市场的风险会刺激投资者买入美元资产进行避险，加剧美元走强而打压黄金，而并不会出现像市场预期的那样刺激黄金的避险需求。当美国的基本面转弱之后，美股市场受中国经济下行影响，这个时候酝酿的中美贸易冲突对美股产生了不利影响，市场开始放弃美元作为避险资产，才提升了黄金的避险需求。所以，并不是所有的风险事件都会刺激黄金的避险需求，只有当美元资产风险上升的时候，黄金避险属性才会彰显。例如新兴市场危机、英国脱欧等并不会刺激黄金的避险需求，只会刺激美元的避险需求，反而打压黄金。所以市场上一发生风险事件就容易联想到黄金的避险爆发的言论是有待斟酌的。

当 VIX 波动率指数快速上升的时候，金价会明显上涨，从这里可以很明显的看到美元资产面临风险时金价的反应，VIX 波动率指数也可以用来衡量大部分的事件是否能够刺激黄金的避险需求。此外，避险需求对于金价的提振是十分可观的，它的强度有时候甚至会强于美元走弱对于黄金的影响，所以在很多时候我们看到黄金不仅仅是跟随者美债利率和美元指数走的。

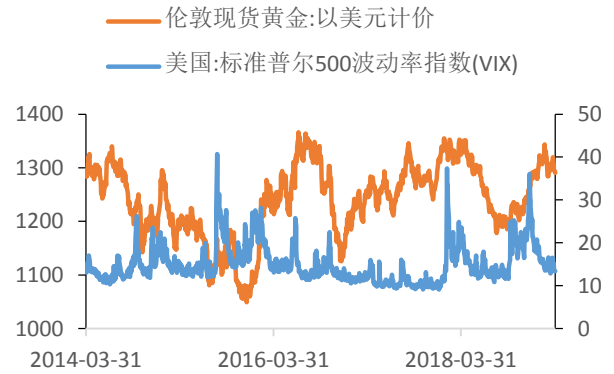
金铜比值可以非常好的用来衡量市场风险程度，由于黄金和铜的基本面都是受美元指数影响，两者的比值就扣除了美元的影响，剩下就可以很好的反映市场的风险水平，例如在 2008 和 2015 年该比值就迅速攀升，目前该比值处于中等偏高的位置，反映了当下市场的风险状态。

图表 5 金铜比在 VIX 上升的时候上行



资料来源：Wind, 金瑞期货

图表 6 VIX 指数上升带动金价避险需求上升



资料来源：Wind, 金瑞期货

2.2.2 美元的避险属性激发的条件是非美货币资产风险上升

当市场风险可以用美元来对冲时，市场是不会选择黄金的。只有当市场风险无法用美元对冲时，黄金的避险需求才会上升。而非美地区的大部分风险其实都可以用美元来对冲，所以黄金的避险需求并不是像报道的那么常见。

2018 年新兴市场的货币遭遇大幅贬值，该危机刺激美元而非黄金的避险需求，加剧了美元的强势从而打压黄金。对于 2019 年，新兴市场货币面临的环境转暖，主要原因在于美联储从鹰派转至鸽派，新兴市场没有被动加息的压力，所以该事件对于美元的避险刺激在 2019 年也会减弱。

2.3 黄金的抗通胀属性影响偏弱

由于黄金的储量有限，其作为储备货币没有像法定货币那样存在超发的可能性，所以长远来讲黄金是可以用来对抗通胀的，这点可以在黄金和原油的长期价格走势中看出来。但是在短期内，这种关系可能比较难观察到，甚至有时候表现出相反的规律，这是因为通胀对于黄金的影响是多个方面，比如通胀还通过影响美联储加息态度来影响利率走势，对黄金施加影响；如果通胀过低，市场的风险偏好情绪也会受到影响。所以我们从长期和短期的角度来阐述黄金和通胀的关系。

2.3.1 黄金长期具有抗通胀属性

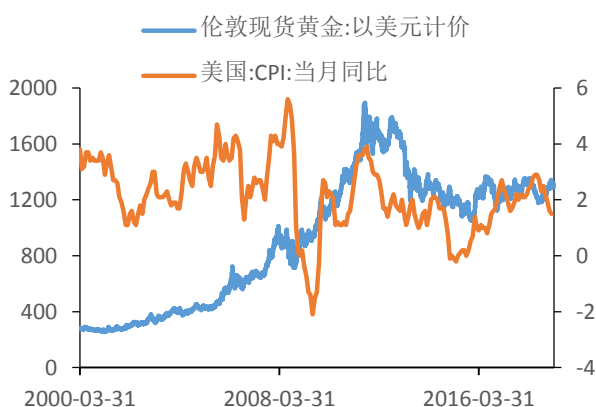
长期来讲，黄金确实是可以用来对抗通胀的，尤其是 09 年金融危机以来，黄金的走势和美国 CPI 增速基本吻合，黄金的走势和油价的走势也是基本一致的，这都印证了黄金的抗通胀能力。但相比起黄金的金融和避险属性，抗通胀属性对于金价的影响是最弱的，所以在判断金价中期走势的时候，判断通胀很难对黄金的走势占据主导地位。从黄金与 WTI 原油比值

来看，该比值基本处于 10-30 之间，数值相对稳定。该比值可以用来衡量市场的风险偏好水平，当比值偏大时，市场风险水平较高；当比值偏小时，市场风险水平较低。

2.3.2 短期通胀与黄金具有负相关

和大部分商品一样，黄金可以对抗通胀。但是短期通胀对于黄金的影响是多个方向的，这是因为通胀还通过利率的途径影响金价，而且短期内这个影响会占主导地位。如果按照抗通胀属性，通胀和黄金是正相关，尤其是在通胀处于比较高的时候相关性更明显；但当处于

图表 7 黄金长期来看可以抗通胀



图表 8 短期和通胀有反向关系



温和通胀的时候，通胀的上升会提升美联储加息的概率，导致打压金价，从而形成反向关系。

资料来源：Wind，金瑞期货

资料来源：Wind，金瑞期货

2.4 白银的方向盯着金价

白银虽然有着自己的基本面，但是其定价的方向都是跟随着黄金在波动的，这是由于他们共同的货币属性所决定的。除此之外，白银还有这自己的供需，虽然还不足以影响到白银的方向，但是可以影响到金银比。因为金银比值去除了宏观经济对两者的影响，剩下来的就是对于白银基本面的反映。当白银工业属性偏弱，库存增加时，金银比就在上升，历史上的大部分的时候是均符合这一点的。而且金银比绝大部分情况都是在 20-90 内波动，当下观察到了金银比值已经接近 90，是处于历史上比较不常见的高位，背后的原因就是白银的工业属性太弱，其中银币银章使用量跌幅最大。

但是白银的波动率通常情况下都大于黄金的波动率，从 ETF 波动率指数来看，白银 ETT 波动率是黄金的额 1.5-1.8 倍。这意味着如果贵金属发生上涨的话，白银的上涨动力更大。这导致的结果就是金银比上涨的时候，贵金属具有下跌的压力；而金银比下跌的时候，贵金

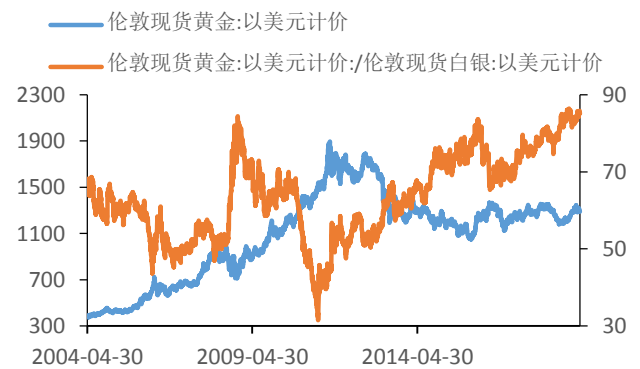
属具有上涨的动力。而目前金银比已经涨到了历史高点，继续突破的可能性较低，贵金属下跌空间有限，上涨可期。

图表 9 白银和黄金价格走势保持基本吻合



资料来源：Wind, 金瑞期货

图表 10 金银比处于历史高位



资料来源：Wind, 金瑞期货

三、金价的走势

对于黄金的走势判断，我们在去年底的时候就预期美联储的加息节奏会迎来拐点，对于黄金是重大利好。到目前为止，美联储的态度已经达到了我们此前预期的位置。对于接下来黄金的走势，我们也将从利率、避险和抗通胀三个方面预期金价的变化。

3.1 美元利率的走向

利率的走势是判断金价的核心因素，尤其是美债的实际收益率。而短期利率看美联储，中长期利率看美国经济的基本面。

3.1.1 美国增长动力面临不足的风险

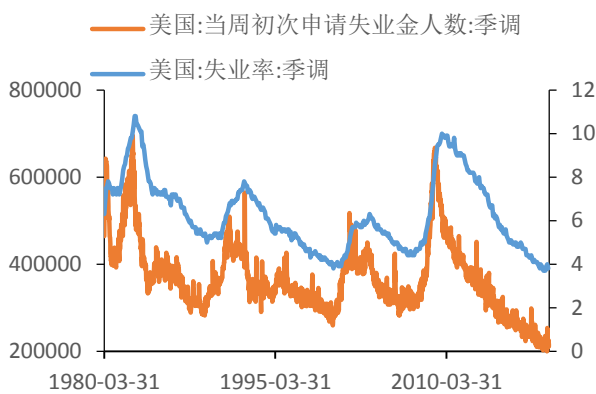
美国经济在 2018 年的增速达到了近年的最高值，而在 2019 年以后就出现了明显的边际上的转弱。2018 年美国经济增长强劲的核心原因在于积极的财政政策刺激，主要包括了减税方案和财政扩张。但这些财政刺激方案的效应正在边际递减，使得 2019 年美国经济增长大概率是要下行的。

美国经济的最主要组成部分是消费，与投资和进出口相比，消费与美国 GDP 增速的拟合也是最好的。而耐用品消费是耐心的核心部分，而且其弹性好于非耐用品，可以更好的反映消费市场，而汽车消费是耐用品消费最重要的组成部分，从目前的走势来看，美国的汽车生产从去年 12 月份开始一直下滑。一方面受出口影响，中国的汽车进口出现了明显的下滑，2 月份同比下降 12.5%。另一方面美国国内消费市场的转弱仍在继续，这和美国市场的通胀是

一致的。美国的 PCE 指数连续两个月小于 2%，并且有继续下滑之势。美联储也调低了对于 19 年通胀的预期，从 12 月份预期的 2.0% 下调至 1.9%，可以看出来美联储此前强调的通胀压力正越来越小。消费市场的转弱是受劳动市场影响，从当周申请失业金人数领先美国失业率来看，失业人数呈现了上升的趋势，就业市场可能面临收紧的状态，可能会制约了美国消费。

美国一季度 GDP 修正值增长 3.1%，初值为增长 3.2%，一季度的 GDP 增速被略微下调，但仍然是高速增长。拉动率最高的两项是净出口和存货变化。净出口表现好的原因是因为 3-4 季度抢进口导致进口透支，因此 1 季度亮眼的表现难以持续。存货的变化也比较异常，与工业经济表现出现背离。从美股制造业库存变化情况来看，批发商和零售商库存明显增加，制造商库存变化相对较小，这种差异很可能是贸易摩擦而导致下游企业大量备库所致。这些短期因素对美国经济起到了明显的拉动作用，但实际上占比最大的个人消费表现并不好。消费支出增长上修至 1.3%，但仍是一年来最低增速。4 月核心 PCE 物价指数同比仅为 1.6%，仍然大幅低于 2% 的增长，消费依旧疲软，这种疲软消费导致通胀水平也处于低位。美国的 ISM 制造业指数延续下跌开始了市场的恐慌，与之相对应的是通胀的下行，消费的低迷，这些都是美国经济走软的迹象。作为消费型美国经济长期面临消费失速的压力，这种趋势或在下半年的经济数据中逐步体现，也导致市场目前对于美联储的降息预期也在上升。

图表 11 高频数据预期失业率正在底部



资料来源：Wind, 金瑞期货

图表 12 美国通胀开始走弱



资料来源：Wind, 金瑞期货

从房地产业来看，虽然美国经济不受房地产支配，但美国的房地产市场与其经济都是息息相关的。美国 NAHB 房地产指数从 18 年年中的高值 68 迅速下滑至年底的 56 的水平，房地产市场经历了快速的下行。但从 19 年年初至今，房地产指数有所企稳，小幅回升至 60 以上。去年下半年房地产的压力是来源于市场对于经济的担忧，而今年以来美联储发生了明显的转

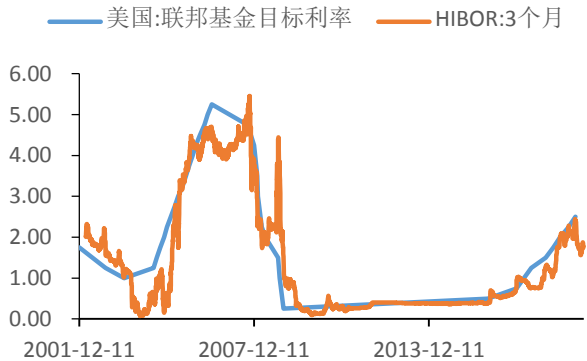
向，利率开始下行，给美国房地产市场带来支撑。其中 2 月份的成屋销售环比上涨 11.7%。预期美国房地产市场快速下行的风险已经初步解除，随着利率下行，房地产市场压力减小。

综上美国经济的基本面情况，我们认为美国的经济基本面仍然偏弱，尤其是消费和制造业领域，中长期而言美元的利率依旧会下行。

3.1.2 全球的降息周期已经开始

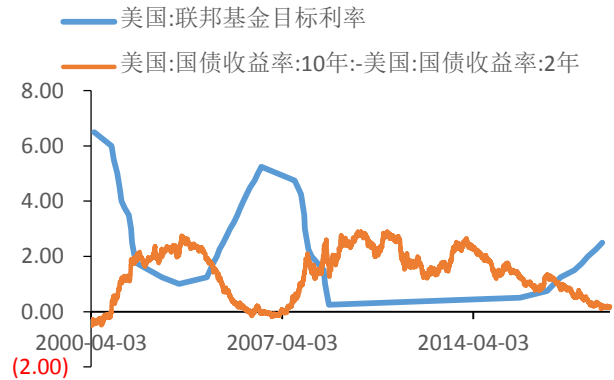
年初以来，数位新兴经济体国家进行了降息，包括印度、埃及、马来西亚和菲律宾等。继上个月新西兰联储降息 25bp 后，澳洲联储如期降息 25 个基点；同日美联储主席鲍威尔暗示降息条件。体现了当下很多经济体面临的压力十分巨大，在美联储尚未进入降息通道的时候，非美地区提前降息。这也暗示了全球已经进入了降息周期。但是美国是否降息很大程度上仍然取决于美国自身经济状况，受以上的经济体影响较小。观察美联储的利率决议，以往都是在快速加息后，造成债务问题突然暴露，瞬间转成快速降息，并引发一轮经济衰退。而本此利率周期明显吸取之前的经验，利率周期被拉长，加息节奏平和，防止快速引发债务问题，同样接下来的降息周期也会拉长。

图表 13 HIBOR 的领先性表明市场预期降息



资料来源：Wind，金瑞期货

图表 14 美联储降息才能修复长期利差的倒挂



资料来源：Wind，金瑞期货

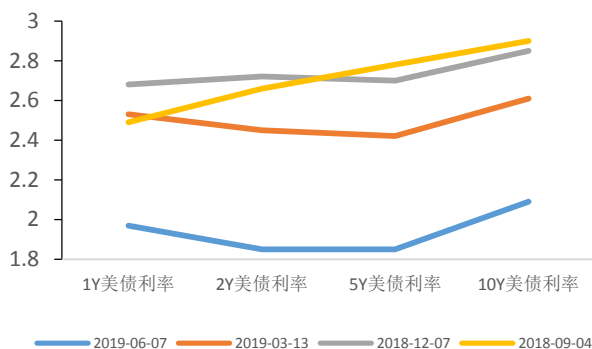
美国的利差倒挂正在不断的加深，但更具有经济意义的美国企业债利差的变化，这更是反映了当下美国债务的现状。美国到 09 年之前居民的负债率大幅攀升，并在不断加息的条件下刺破了债务危机。在 09 年后居民的负债率便大幅回落，取而代之的是美国政府的负债率突然上涨，背后原因是政府端吞进了很多不良资产，但由于美国强大的政府和全球的信用，很难预期政府会发生债务问题，居民端的去杠杆之后也很难再次发生债务问题，下一场危机很可能会发生在不断缓慢积累的企业端负债，而企业次级债的利差便是衡量企业债信用水平的很好指标。CCC 级企业债利差越高，反应企业融资成本越高，信用越低，2008 年经济危机时最高达到 40%，2015 年经济下滑的时候达到了 20%，而现在仍低于 10%，仍略低于去年底

市场风险情绪上升的时候，反映了当下美国经济的债务问题尚未开始，新一轮的经济衰退也言之尚早。综上，美国利率都面临的下行压力，基本上是利多黄金的。

3.1.3 美债利率下跌仍将延续

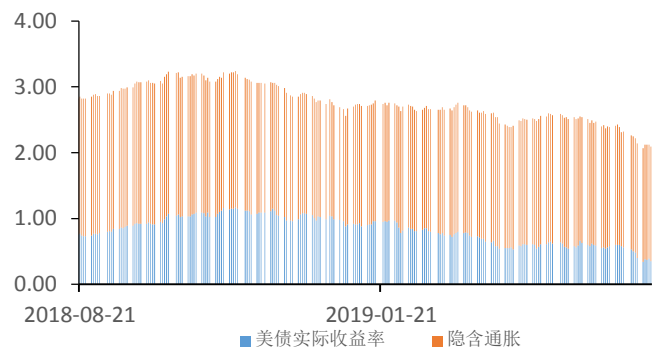
美债的利率最近也发生了较大的波动，美债收益率曲线已经出现部分倒挂，而且倒挂正在加深。最近美债利率再次下滑，收益率曲线发生了全部下移，10年期国债利率从上周 2.32% 大幅下降至目前的 2.14%，其他不同期限利率也经历大幅下滑，显示了市场对于美国经济的担忧。由于美债的名义利率包含了通胀和实际利率之和，此前美债利率的下滑大部分是由于一季度通胀的大幅下滑所致，实际利率基本位置维持在 0.6% 上下，而现在实际利率出现了大幅的下滑，突然下跌到了 0.4%，实际利率的大幅下行或是美国经济的实际增长下滑的提前警示，这也是造成周五黄金出现爆发式增长的重要原因。导致市场对于美联储的降息预期也在不断上升，美联储 12 月降息的概率升至 91%，但在当下水平，并没有看到经济增速的失速，我们认为美联储也暂时没有到降息的时候。但是美元利率下跌的趋势已经形成，而且这种趋势会随着基本面的逐渐减弱会愈发明显。

图 15：美债收益率曲线下移并部分倒挂



资料来源：USTR, 金瑞期货

图 16：美债实际利率也面临下滑



资料来源：USTR, 金瑞期货

3.2 美元资产风险可能上行

除了基本面的利多外，市场风险是影响黄金的另一个重大因素。我们通常用 VIX 波动率指数来衡量市场的风险水平，当市场风险快速上升时，美股会大幅下跌，VIX 指数迅速攀升；而当市场风险消退时，美股回升，VIX 指数快速下落。该指数可以很好的来衡量美股的风险，但是在美股没有大幅波动的时候，该指数对于市场的风险偏好就不够敏感。这个时候我们可以借用金铜比来衡量市场风险，目前该比值为 0.21，而历史上该比值通常处于 0.1-0.3 之间，这表明目前市场的风险处于比较适中的时候，上下均有空间。

对于这个阶段的市场风险的走向，我们要考虑的首先就是美国市场的风险，需要排除的就是非美地区的风险影响，尤其是新兴市场经济和美国的联动性较弱，即使新兴经济体出现市场危机，也很难从根本上影响美国，反而会支撑美元的避险作用。

由于企业利润的下滑，我们预计美股面临下调的压力越来越大，所以市场风险水平也在不断的积累，金铜比因此是具有向上的动力。放在更长的周期来看，我们发现美国的经济周期已经进入了从高点下滑的后半段，18年美国经济的高速增长是一个高点，19年经济不可避免的面临回调，这一点上和美联储的逐渐鸽派步骤是一致的，所以长期来看美国经济很可能正在进入下行阶段，在这一阶段中很可能伴随着的就是市场风险的上升。

市场风险上升对于黄金的刺激是十分明显的，虽然不确定是美股下一次的调整的具体时点，但在下一次美股进行大幅度调整的时候，黄金也会再一次迎来一波上涨。

3.3 通胀走向对金价影响偏弱

对于最后一个属性，它对于黄金的影响力远远小于前两者，所以这一点对黄金而言并不是最关键的。但是我们仍然可以看到的是美国的PCE通胀已经处于下行的通道之中，短期之内如果缺少外在刺激，这种下行的趋势仍将延续，这一点和美联储下调通胀目标是一致的。在这种温和通胀的情况下，市场对于美联储继续放出鸽派的预期会越强，间接是支撑金价的，但作用有限。

四、总结

年初以来，数位新兴经济体国家进行了降息，包括印度、埃及、马来西亚和菲律宾等。继上个月新西兰联储降息25bp后，澳洲联储如期降息25个基点；体现了当下很多经济体面临的压力十分巨大，在美联储尚未进入降息通道的时候，非美地区提前降息。这也暗示了全球已经进入了降息周期。但是美国是否降息很大程度上仍然取决于美国自身经济状况。以往都是在快速加息后，造成债务问题突然暴露，瞬间转成快速降息，并引发一轮经济衰退。而本此利率周期明显吸取之前的经验，利率周期被拉长，加息节奏平和，目的是为了防止快速引发债务问题，同样接下来的降息周期也会拉长，长期而言奠定了黄金上涨的基础。

短期而言，美国次级企业债利差更能反映了当下美国债务的现状。09年居民端的去杠杆之后也很难再次发生债务问题，下一场危机很可能会发生在不断缓慢积累的企业端负债，而企业次级债的利差便是衡量企业债信用水平的很好指标。CCC级企业债利差越高，反应企业融资成本越高，信用越低，危机越重。2008年经济危机时最高达到40%，2015年经济下滑的时候达到了20%，而现在仍低于10%，仍略低于去年底市场风险情绪上升的时候，反映了当下美国经济的债务问题尚未开始，新一轮的经济衰退也言之尚早。

美国的 ISM 制造业指数延续下跌开始了市场的恐慌，但是美国的 PMI 并不是现在才开始下滑的，而是从年初以来一直延续到现在，与之相对应的是通胀的下行，消费的低迷，这些都是美国经济走软的迹象。但即使在这些指标下，美国一季度的经济却仍保持 3.1% 的高速增长，但这种增长是不具有持续性的，非农就业大幅不及预期更是加剧了市场的担忧，导致市场对美联储降息的预期急转直上，美债的实际利率大幅走低，从 5 月份的 0.6% 暴跌至当前的 0.3%，给了黄金极大的动力。当下黄金包含的恐慌情绪浓重，短期内美国陷入衰退的可能性不高，黄金持续短期持续上涨的压力渐显，长期黄金仍有很大上涨空间。

分析师声明

负责撰写本研究报告的研究分析师，在此申明，报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正。作者薪酬的任何部分不会与本报告中的具体建议或观点直接或间接相联系。

免责声明

本报告仅供金瑞期货股份有限公司（以下统称“金瑞期货”）的客户使用。本公司不会因为接收人受到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告由金瑞期货制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开的资料，但金瑞期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。金瑞期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，并非作为或被视为实际投资标的交易的邀请。投资者应该根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或者间接损失负任何责任。

本报告版权归金瑞期货所有。未获得金瑞期货事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道。

金瑞期货研究所

地址：广东省深圳市彩田路东方新天地广场 A 座 32 层

电话：400-888-8208