

金价的下跌可能刚刚开始

报告要点:

● 如果和通胀这个线索去比较的话，近三年以来黄金的跌势似乎很异常，其异常点是：黄金价格与通胀的关系开始从正相关变为负相关。

● 异常的原因很简单：避险属性作为另一个定价黄金的因素，在近三年内对黄金价格获取了更大的定价权。贸易战及新冠肺炎的流行引起了金价于 2018 年之后的下跌，而秩序的恢复又引起了金价于 2020 年之后的上涨。

● 但近一年的金价下跌并非都是因下降的风险去驱动的，今年 5 月之后，金价的下跌应反映的是通缩预期：

1) 驱动黄金价格变化的因素可以从美元指数的走势中去排查印证，若美元指数与黄金价格趋势相同，推动黄金价格的是避险需求；若美元指数与黄金价格走势相左，推动黄金价格的则是抗通胀属性。

2) 在今年 5 月份之后，美元指数是持续升高的，这种资金集中回流美国的现象体现的是风险的温和上升，如果这一趋势确凿的话，那 5 月后的金价下跌应是通缩预期所驱动的。

● 虽然我们尚未看到通胀见顶，但历史上，黄金价格曾成功预测多次通胀的拐点，平均时间差在 6 个月左右，照此来看，黄金的跌价所反映的是未来通胀见顶的可能性。

● 这次的黄金也许又对了：

1) 现在的美国通胀补偿利率及全球的信用投放都已经指向通胀的见顶回落；
 2) 再进一步判断的话，此番通胀见顶的时点应在今年四季度，那如果金价从 5 月开始反应通缩的话，刚好符合半年左右的时间差规律。

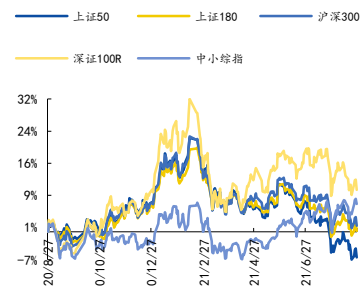
● 黄金价格可能已经开启一轮趋势性跌价阶段，且美元指数的上涨可能也会持续。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

主要数据:

上证综指:	3501.66
深圳成指:	14415.46
沪深 300:	4801.61
中小盘指:	4872.15
创业板指:	3264.45

主要市场走势图



资料来源: Wind

相关研究报告

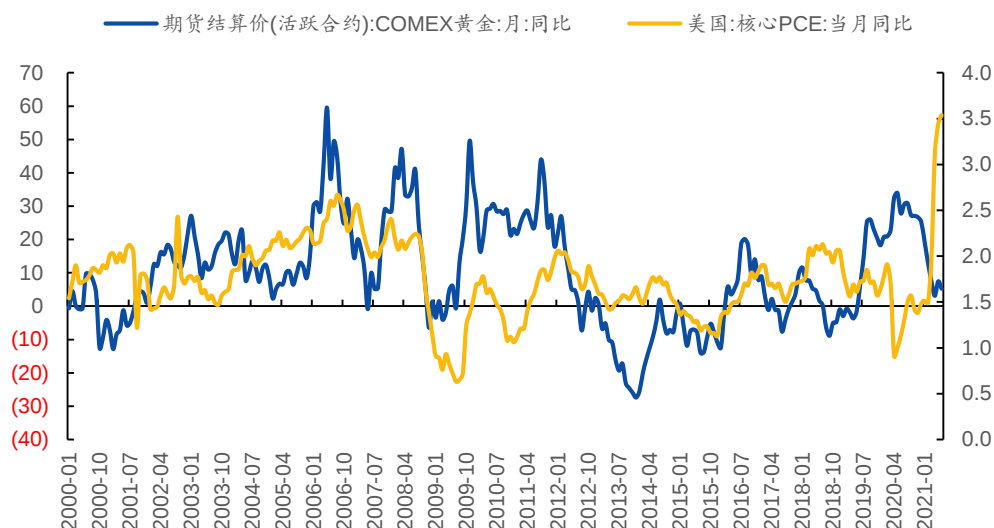
- 《是否像极了 2013 年：当理财再无摊余成本和体外资金池》2021.08.26
- 《解铃不是系铃人：稳信用的未来》2021.08.26

报告作者

分析师 杨为敦
 执业证书编号 S0020521060001
 邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn
 电话
 联系人 孟子君
 邮箱 mengzijun@gyzq.com.cn
 电话 021-51097188

如果和通胀这个线索去比较的话，近一年以来黄金的跌势似乎很异常。经验上，黄金的核心功能是抗通胀，那么，其价格变化理应与通胀水平密切相关，然而，近来的反常之处是：在美国的通胀水平持续高增的环境之下，黄金价格却持续下挫，二者之间已经走出了一个巨大的裂口。

图 1：美国通胀水平和黄金价格之间走出了一个巨大的裂口



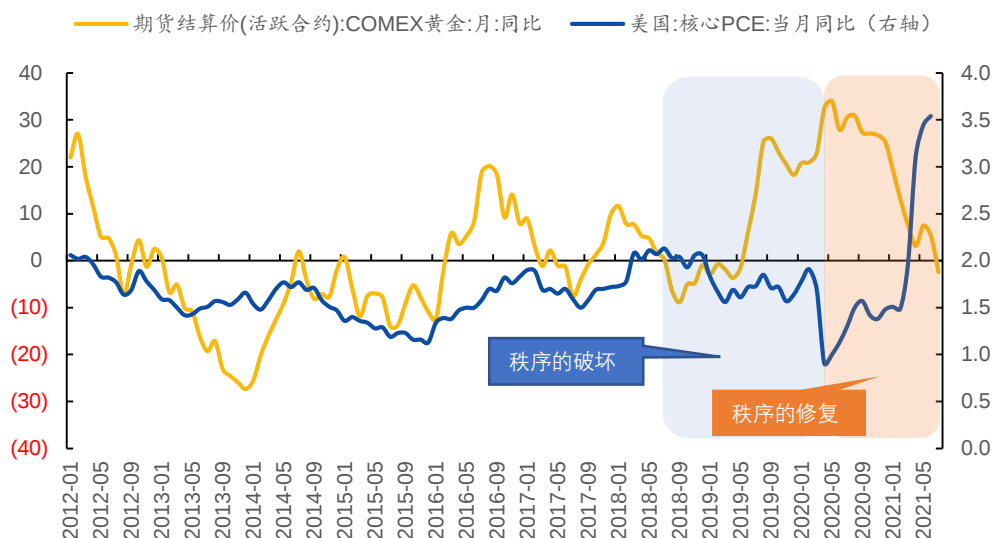
资料来源：Wind，国元证券研究所

实际上，黄金走势的异常并不是从最近才开始的，早在 2018 年之后，这种异常已经开始出现：

1) 反常的关键点是：黄金价格与通胀的关系开始从正相关变为负相关。自 2018 年 Q3 后，通胀是一路走低的，然而在此间，黄金价格却不断上扬；而在 2020 年 Q2 后，通胀开始见底回升，但与此同时，黄金价格却筑成了一个由上升到下降的拐点，从这个变化来看，至少近三年以来，抗通胀属性是解释不了黄金价格的。

2) 唯有的解释是：避险属性作为另一个定价黄金的因素，在近三年内对黄金价格获取了更大的定价权。这应与近年来全球风险的大放大收存在关联，譬如：2018 年之后，贸易战及新冠肺炎的流行在一定程度上破坏了原有的秩序，甚至动摇了货币的价值，这导致资金涌入黄金资产去避险；而在 2020 年新冠肺炎初震结束、全球经济明显恢复之后，资金又从黄金资产中出逃，照此来看，在这段非常时期，黄金价格变成了比 VIX 指数更为连贯的风险度量指数。

图 2：避险属性在近三年对黄金价格获取了更大的定价权



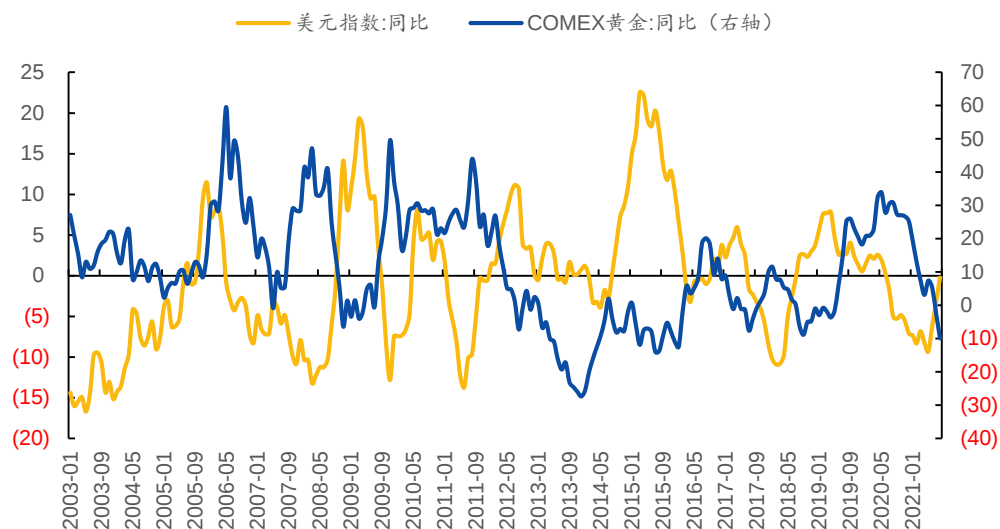
资料来源：Wind，国元证券研究所

这样看起来，似乎近期黄金价格的下跌反映的是世界的风调雨顺，但其实也不尽然：

1) 是什么因素驱动黄金价格变化的，这个问题可以从美元指数的走势中去排查印证。美元其实是一个相对纯粹的避险资产，因此，如果美元指数与黄金价格趋势相同的话，则说明推动黄金价格的是避险需求；而反之，若美元指数与黄金价格走势相左，则代表着推动黄金趋势的是黄金的抗通胀属性。

2) 然而，近期资金的风险偏好是走低的，这代表了至少在这一轮黄金下跌的后半段，黄金的跌价反映的是通缩预期，而非风险的下降。在今年5月份之后，美元指数一改此前的颓势，且持续升高，这种资金集中回流美国的现象反而体现的是风险的温和上升，如果这一趋势确凿的话，那金价下跌的背后应是通缩预期所驱动的。

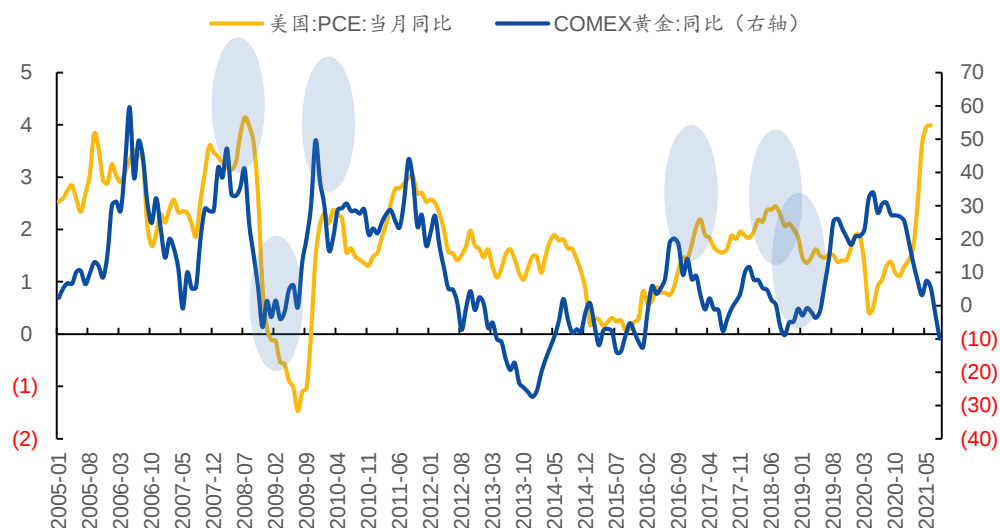
图 3：本轮黄金下跌的后半段，黄金的跌价反映的是通缩预期



资料来源：Wind，国元证券研究所

最后的一个疑问是：至少从目前来看，我们还尚未看到通胀的退潮，那么黄金价格的下跌是不是跌错了。其实并不然，黄金价格应对通胀走势异常敏感，经验上，黄金价格曾成功预测多次通胀的拐点，这个时间差最长可达 8 个月（2009 年通胀见底那次），平均时间差也在 6 个月左右。

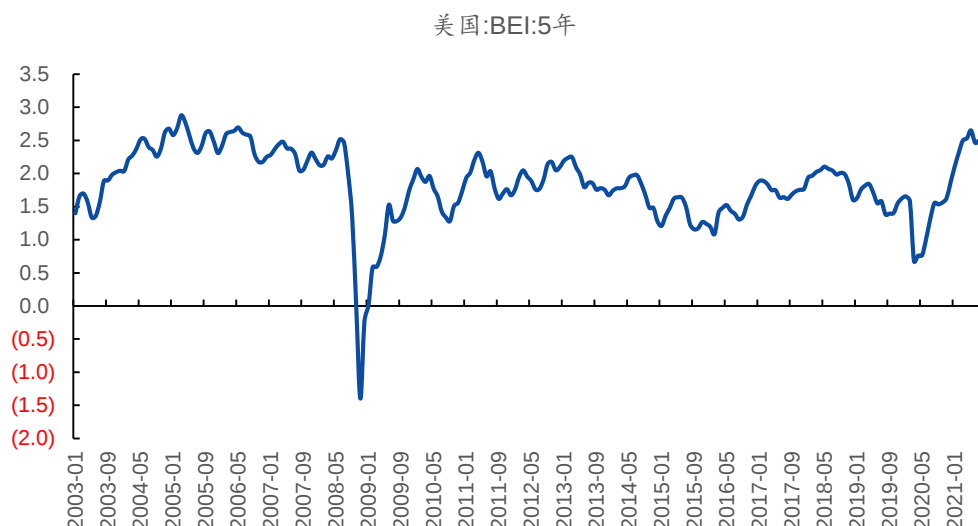
图 4：黄金价格对通胀走势异常敏感



资料来源：Wind，国元证券研究所

这次的黄金也许又对了。虽然我们并未看空短期的通胀，但大概率上，我们已经处于这一轮通胀的尾声。因此，在通胀退潮之前，黄金价格率先出现跌价也是合情合理的反应。当前通缩的先兆比比皆是，譬如：美国的通胀补偿利率（BEI）已经出现了一些筑顶的迹象，且全球的信用投放已经出现了一些显著的降速。

图 5：美国的通胀补偿利率（BEI）出现了一些筑顶的迹象



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：全球的信用投放显著降速



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_25922

