

美联储加息或将放缓，黄金迎来震荡上行

主要观点

● 【研究背景】

自年初以来，黄金和美债的实际收益率的负相关关系便被打破，通胀预期之差并不能很好地解释黄金价格的背离，什么是二者背离的根本原因呢？对金价有何影响？

● 【我们的观点】

欧债和美债的收益率走势出现的脱钩，是黄金单纯盯着美债失效的核心原因。且随着加息节奏变换，市场将围绕加息与否展开博弈，黄金再次出现类似今年的长期下滑的可能性不大，黄金或将迎来 2019 年震荡偏强的局面。

● 美债和欧债的收益率走势背离驱动黄金走势

黄金虽然和美债收益率背离，但其走势和欧债收益率基本吻合，这是一个新的关注焦点。这也解释了黄金虽然和美债实际收益率分离，但却保持了和美元指数近乎完美的负相关关系。黄金和美债之间的背离并不是两者之间的定价错误，反而体现了黄金市场的有效。美债和欧债的收益率虽然出现了漂移，但拐点均保持一直，漂移的直接原因是美联储和欧洲央行的利率政策分叉。

● 美加息节奏出现放缓迹象

美联储加息空间仍在，用美国十年期国债的收益来衡量发现美联储最大仍有 6-7 次加息空间。但美联储次轮加息并不会直接加至极限值，预计会再加息 3 次左右而停止。随着美国明年 GDP 增速的下调，2019 年可能加息 2 次。且美联储或已从密集加息转向缓慢加息的步伐。

● 金价未来存上涨动能

未来随着加息的放缓，黄金或将迎来 2019 年震荡偏强的局面。此外，欧洲央行称将在明年 9 月份迎来首次加息，或助推黄金上涨的动力。

金瑞期货研究所

报告撰写：黄志明

电话：0755-82705424

邮箱：huangzhiming@jrqh.com.cn

从业资格：F3048828

金瑞研究所有色组

王思然 李丽

涂礼成 曾童

唐羽锋 罗平

李科文 陈翔宇

黄志明

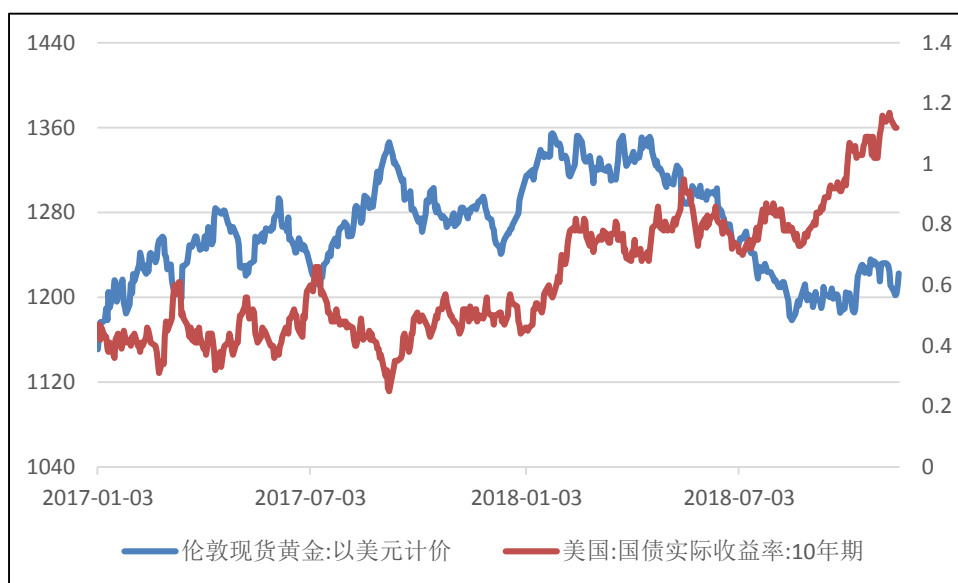
金瑞期货网站：www.jrqh.com.cn

客服热线：400-888-8208

1. 黄金与美债实际收益率经历了一年的背离

自年初以来，黄金和美债的实际收益率的负相关关系便被打破，这种背离延续到现在也没有得到修复。今年1至2月，黄金和美债实际收益率同向大幅上涨，伦敦金从1240美元/盎司上涨至1350美元/盎司，而美债实际收益率从0.45%上涨至0.8%。4至8月份，美债实际收益率整体处于盘整之中，而黄金却经历了大幅下跌；8月至11月，美债实际收益率大幅上涨，而黄金却处于横盘之中。黄金和美债实际收益率的反向关系被打破，市场一度讨论黄金和债券的定价的失效与否。

图1：黄金和美债实际收益的负相关被打破



资料来源：Wind，金瑞期货

2. 黄金背离的原因

2.1 通胀预期差难以解释两者的背离

有分析师认为黄金和债券的背离是两者对通胀预期定价的偏离。黄金价格对标的是美债实际收益率，而美债的实际收益率等于名义利率和通胀预期之差。美债和黄金的背离反映了两者的定价差异，也等同于反映两者对于名义利率与通胀预期差的背离。名义利率均来自于美国市场利用债券交易而产生的名义收益率，所以剩下的唯一变量就在于两者对于通胀预期，这便构成了黄金与债券定价差异的核心逻辑。

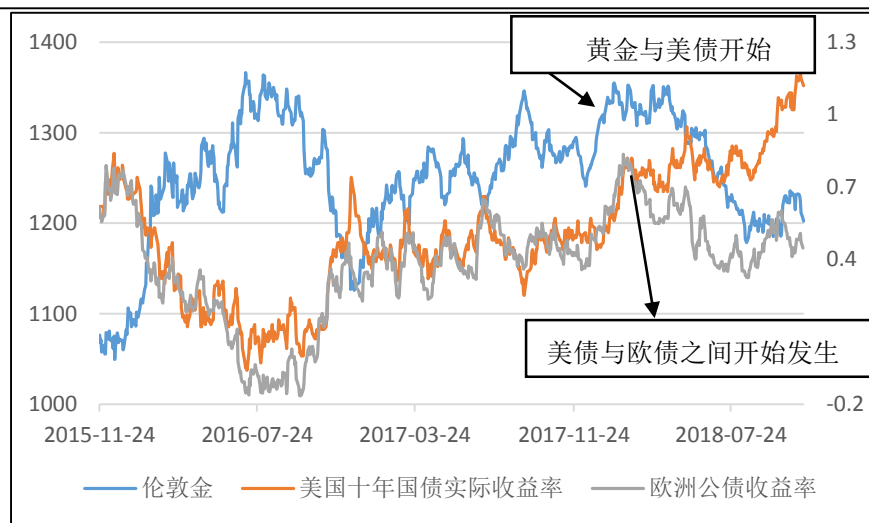
这种观点并不能很好地解释黄金价格的背离。如果黄金和债券价格的背离是市场对通胀预期的定价错误，必然是一对一错的关系，而债券的定价通常比黄金更为有效，所以黄金定价存在错误且应当向债券价格靠拢。这种观点认为4-8月份的黄金价格下跌，便是对美债实际收益率在1月份上涨的补跌，将黄金经历近半年的连续下跌看做是美债短期上行的补跌，在时间长度和波动幅度上来讲都存在不合理性。且在8月份以后，美债实际收益率便再次出现大幅上行，黄金却再次没有按此逻辑下跌，却只是在区间盘整。黄金和美债

的背离持续近一年，如果是通胀的预期差导致两者的背离，实际的通胀数据会修复两者的差异，且通胀预期强弱之差只会导致波动幅度的差别，难以造成两者的拐点均不重合的现象。这可以看出黄金和美债的背离并不是简单的错位，而是出现了重要的影响因素。

2.2 美债和欧债的收益率走势背离驱动黄金走势

黄金作为全球货币，不仅仅是盯着美债收益率，同时也盯着全球第二大货币的欧元，当欧债和美债的收益率走势一致时，黄金和美元保持良好的相关性也就同时和欧元保持良好的相关性。但从今年年初开始出现了新变量，欧债和美债的收益率走势出现了明显的脱钩，直到现在也并未修复，时间上也和黄金与美债之间的背离保持吻合，这是黄金单纯盯着美债失效的核心原因。从今年的数据可以看出，黄金虽然和美债收益率背离，但其走势和欧债收益率基本吻合。黄金从今年开始便不能仅仅盯住美债，欧债的分叉便是一个新的关注焦点。这也解释了黄金虽然和美债实际收益率分离，但却保持了和美元指数近乎完美的负相关关系。因此，黄金和美债之间的背离并不是两者之间的定价错误，反而体现了黄金市场的有效。

图 2：美债和欧债走势出现分叉



资料来源：Wind，金瑞期货

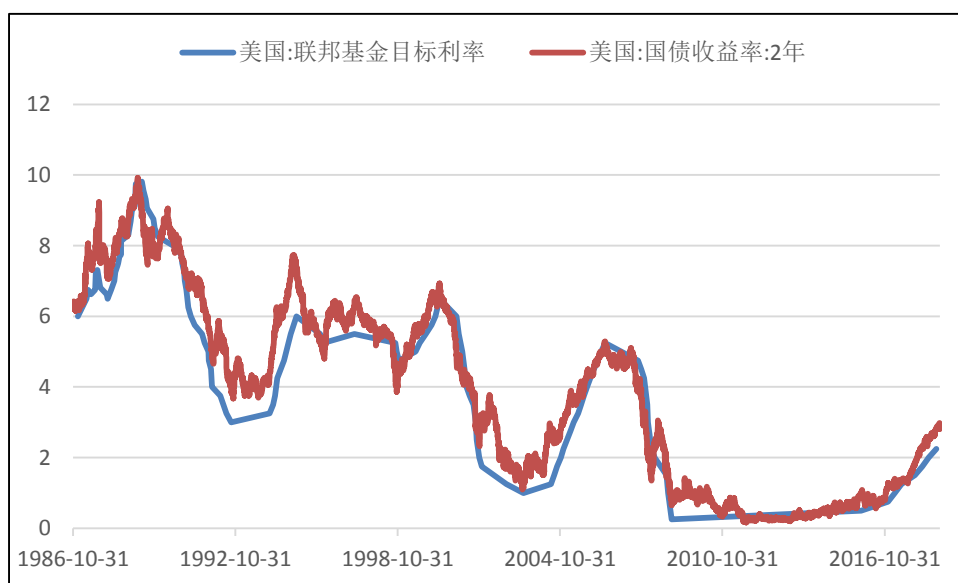
黄金作为无利息资产，收益率来源只包含价差导致的资本利得，而根据投资者的风险收益组合的偏好，高风险的资产通常要求更高的回报。黄金是天然的货币，风险甚至低于美债，但美债的实际收益率确是衡量黄金定价高低的标杆。黄金的收益率随着债券实际收益率同向变化，而根据价格和收益率的反向关系，可以确立美债实际收益率和黄金价格的负相关关系。对于欧债收益率而言，如果欧元和美元一样作为国际货币的话，那么欧债和黄金的关系应当与美债与黄金的关系一致，表现为收益率和金价应当为负相关关系。而今年以来黄金和欧债收益率却基本保持了同向关系，这说明欧元无法同美元一样作为全球货币的地位，而只是作为美元强弱的参照货币而已。

美债和欧债的收益率虽然出现了漂移，但拐点均保持一直，反映两者仍然保持了联动性，只是相对强弱的变化，该变化的直接原因是美联储和欧洲央行的利率政策分叉，美联储的加息和欧洲央行迟迟无法退出宽松货币政策形成对比，造成整体上的美元利率震荡上行，而欧债利率震荡向下，更根本的原因是美国经济的回暖，而欧洲的经济疲软导致加息的延缓。

3. 美国加息步伐的出现变化

对于美联储的加息周期，目前似乎开始迎来了拐点。美国加息周期通常围绕 GDP 增长周期而定，历史上每次加息起点和终点对应的就是经济增速的最低点和最高点附近。从 1986 年以来，美国共经历了 4 轮加息周期。分别是 1986-1989 年、1994-1995 年、2003-2006 年和 2015 到现在。美国此轮加息在 2015、2016、2017 和 2018 分别已经加息 1、1、3、3 次，今年的第 4 次加息还未落定。在第一轮加息周期中，美联储在 33 个月内加息 400bp，第二次加息周期中用 12 个月加息 275bp，第三个加息周期中用 24 个月加息 400bp，而这一轮加息目前经历 33 个月却只加了 175bp。此轮加息的节奏较历史明显偏缓。

图 3：美国短期国债利率随联邦基金目标利率波动



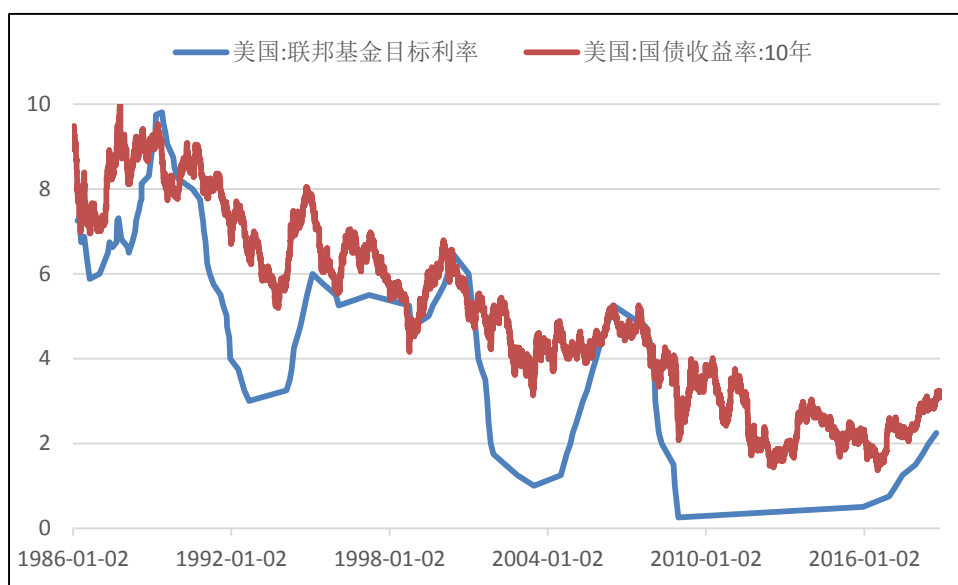
资料来源：Wind，金瑞期货

3.1 美联储加息空间逐渐缩小

从历次美联储加息的进程来看，美联储的加息步伐通常十分密集，加息速度非常快，在 2005 一年之内美联储甚至加息 8 次。反观现在，美联储加息缓慢，这也是吸取之间过快加息的经验，防止过快加息导致金融危机，预计今年会达到加息最密集的时候。此外，由于美国十年期国债的收益率通常较为稳定，连续的加息会使得联邦基金利率超过十年国债利率，这可以用来衡量美联储加息空间。第一轮加息周期形成的倒挂最高值为-1.29%，

第二轮及其后续加息形成的最高值为-0.86%，第三轮为-0.27%。美国经济对于加息的容忍度有限，过高的利率会刺破金融资产泡沫。目前美国十年期国债的利率为3.2%，而联邦基金目标利率为2.25%，历史均值来看目前的加息空间仍有175bp，说明美联储最大仍有6-7次加息空间。但美联储次轮加息周期明显拉长，步伐明显放缓，意在延长美国经济增长时间，所以美联储并不会直接加息至极限值，预计此轮加息周期会再加息3次左右而停止。从联邦基金利率期货推算，市场上目前认为美联储2019年加息至2.75%以上（2次加息以上）的概率为46%，市场对美联储的加息预期偏弱。

图4：10年期国债利率波动较小

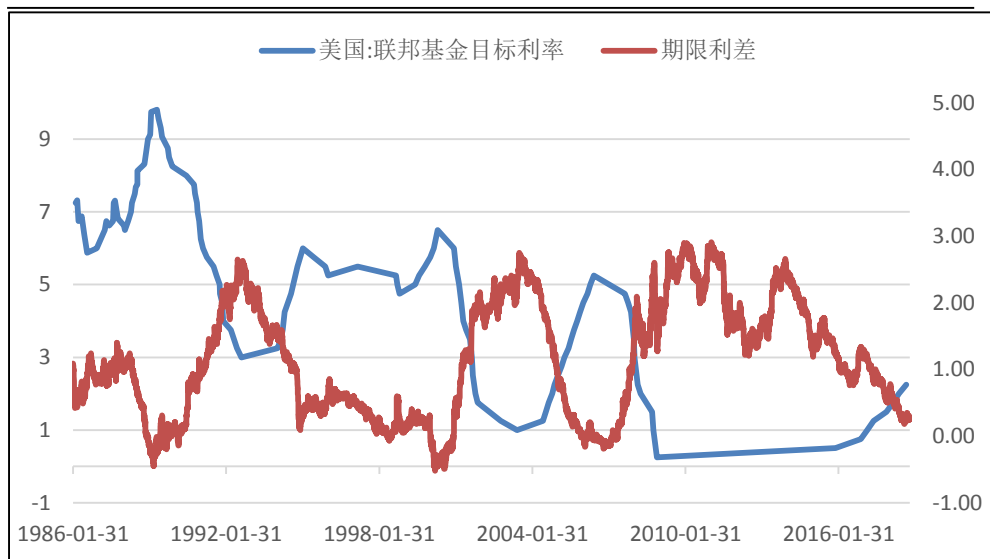


资料来源：Wind，金瑞期货

3.2 美联储从密集加息转向缓慢加息

对于今年12月份的议息会议，11月15日美联储鲍威尔的讲话有着微妙转变，鲍威尔不再延续过往强调美国经济增长强劲，反而转向美国2019年暂停加息的条件，分别是全球需求放缓、财政刺激消退和加息对经济的负面影响，这可能暗示美联储在2019年的加息步伐或将延缓。以往美国加息决议通常考虑美国自身的经济状况，而在这次谈话中谈及全球需求放缓也是暂停加息的影响因素，这可以部分缓解其他经济体被迫加息的压力。现在的联邦基金利率已经转向中性水平，接下来的加息决议很可能受当下重大经济数据影响。例如10月的股市暴跌引发了美联储重新审视过快加息对于金融市场稳定的影响，叠加了10月份原油价格的暴跌，这些都削弱了美国过快加息的理由。这使得在12月份的加息决议仍在摇摆之中，如果近期再次发生黑天鹅事件，美联储在12月份暂停加息的可能性会大大增加。推测市场上或许已经迎来了美联储从密集加息转向缓慢加息的步伐。随着美国加税效应边际递减，明年GDP增速或将下调，2019年可能加息2次。

图5：联邦基金利率与利差的反向关系



资料来源：Wind，金瑞期货

美联储加息会直接导致美国债券利率上行，虽然长端利率和短端利率均受加息作用而抬升，但长端利率隐含的是美国经济的长期增长率，其浮动比较稳定，受美联储利率政策影响较小；而短端利率反映市场当下情况，明显跟随联邦基金利率波动。结果是，美联储加息导致期现利差缩窄，降息导致期现利差扩大。虽然期现利差并没有实质的经济学含义，但是该指标在预判金融危机却有十分重要的意义。这是因为全球金融危机本质上都是债务危机，而利差倒挂暗含的就是短端利率上涨过快，导致债务违约增加从而引发危机。

4. 黄金将在震荡中上涨

今年黄金下跌的核心原因就是美联储的多次加息，现在利率已经从利率宽松走向利率中性，加息节奏变换，市场将围绕加息与否展开博弈，黄金再次出现类似今年的长期下滑的可能性不大，下跌的空间有限。预测未来随着加息的放缓，黄金或将迎来 2019 年震荡偏强的局面。此外，欧洲央行称将在明年 9 月份迎来首次加息，随着利率的反转，或助推黄金上涨的动力。

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收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：广东省深圳市福田区彩田路东方新天地广场 A 座 32 楼

联系人：胡玥

电话：0755 - 8860 5629

传真：0755 - 8367 9900