

金价持续大幅走低 “抄底”时机到了吗？

9月以来,受美联储加息影响,贵金属价格承压。9月27日,随着美元指数回调,国际金价自隔夜创下的2020年4月上旬以来低点1621.06美元/盎司反弹。但美联储进一步大幅加息前景将继续施压金价,美联储官员表示首要任务仍然是控制通胀。从现货市场来看,“十一”假期即将来临,而“金九银十”也是传统的黄金消费旺季,今年黄金消费情况如何?



深度分析

美联储加息进入“暴走”模式 金银跌出投资价值

周智诚

A 持续高通胀令美联储很不安

进入2022年三季度,美联储显然对持续且顽固的高通胀问题感到焦躁不安,从美联储主席鲍威尔到副主席、各个地方联储主席发言口径越发一致,概括起来就是:目前的通胀水平高得不可接受,必须持续加息遏制通胀,直到通胀水平回落至可接受的水平为止。而把当下美国的通胀数据和美联储多年来坚持的物价稳定目标“2%或平均2%的通胀水平”相比,美联储和正在面临年底中期选举的民主党政府显然都十分沮丧,因为新冠肺炎疫情导致的大规模救助措施投放的美元票子实在是太多了,以至于通胀完全控制不住。

美联储焦躁的真正原因是经过年初的几次加息,通胀基本“岿然不动”。8月10日公布的美国7月CPI同比上涨8.5%,7月核心CPI同比上涨5.9%,CPI虽然较前值9.1%大幅回落60个基点,但美联储看来完全无法接受;7月PPI同比增长9.8%,7月核心PPI同比上升7.6%,仍接近历史高位。9月13日公布的美国8月CPI同比上涨8.3%;8月核心CPI同比上涨6.3%;8月PPI同比增长8.7%,核心PPI同比上升7.3%;能源成本下降,实际上就是原油价格下跌是推动8月PPI回落的主要原因。而原油价格下跌,很大程度上要归因于美国政府上半年以来大力释放战略石油储备,希望通过控制原油价格控制汽油等油类价格,进而抑制高通胀。

再看美联储最重视的PCE通胀指标,7月PCE物价指数同比增长6.3%,同比增速仍处于近40年以来的历史高位;7月核心PCE物价指数同比增长4.6%,为去年10月以来最小增幅。但即便如此PCE通胀水平也是美联储长期坚持的2%稳定物价水平的两倍多,绝对不可接受。

9月16日,密歇根大学公布的1年通胀预期终值4.6%,为2021年9月以来最低;5年通胀预期终值2.8%,为2021年7月以来最低,预期2.9%。至此

我们可以得出初步结论:美联储在3月、5月、6月、7月的4次加息似乎只是降下了通胀预期,而没有降下真正的通胀;这是让美联储焦躁不安的真正原因。为了加速遏制通胀,美联储除了继续加息别无选择。

B 美联储加息进入“暴走”模式

9月21日,美联储货币政策委员会宣布,将政策利率联邦基金利率的目标区间从2.25%—2.50%上调到3.00%—3.25%。至此,美联储从今年3月起已连续5次加息,并且从6月开始美联储最近三次会议每次都决定加息75个基点,保持着1994年11月以来最强劲的加息力度。同时美联储宣布,超额准备金利率(IOER)也上调75个基点,从2.4%升至3.15%。本次加息幅度符合市场预期,决策得到全体FOMC投票委员支持。决议声明中,美联储再度重申继续加息是适宜的,高度关注通胀风险,继续强烈承诺要让通胀率降至联储目标水平。会后更新的点阵图显示,多数美联储决策者预计到年底还得合计加息125个基点,利率预期中位值显示,利率明年达到的峰值为4.6%,比市场之前预计的峰值4.5%还高,意味着联储的加息力度最终比市场预期还大。

为了遏制顽固的高通胀,美联储点阵图预期年底加息将达4.5%,本轮加息曲线可谓是最接近20年以来最陡峭的。而根据最新的CME“美联储观察”,美联储11月加息50个基点至3.50%—3.75%区间的概率为23.8%,加息75个基点的概率为76.2%,看来美联储连续4次加息75个基点越来越接近现实。5月会议上,美联储决定6月1日开始减少其持有的美国国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券,计划2022年6—8月每月减持总上限为300亿美元美国国债和175亿美元机构债务和机构MBS;3个月后,即9月开始每月国债和机构债务及MBS上限分别增加至600亿美元和350亿美元。可现在接近9月底,看看美联储的资产负债表,几乎看不到任何实质下降,美联储6至8月的缩表计划基本落

空。这说明美联储本轮紧缩困难重重,想顺利让通胀降下来,又尽量不伤害经济增长和就业的“软着陆”,基本不可能。

C 贵金属迎来投资配置窗口

在美联储连续3次加息75个基点之后,在全球迅速引发跟风加息大潮。英国和挪威央行如期加息50个基点;瑞士央行9月22日加息75个基点,结束持续8年的负利率政策;9月20日瑞典央行曾意外加息100个基点,为近30年来最激进的紧缩举措;越南加100个基点,两年来首次加息;印尼和菲律宾的央行各自将政策利率上调50个基点;南非连续两次加息75个基点。

但全球大规模加息引发了很多不安,近期世界银行发布最新研究报告《伴随着加息,2023年全球经济衰退的风险上升》指出,随着世界多国央行同时加息以应对通胀,可能会在2023年走向全球衰退。根据该报告的模型,为了将全球通胀率降至与其目标一致的水平,各国央行可能需要将利率再提高2个百分点。如果这伴随着金融市场压力,全球GDP增长将在2023年放缓至0.5%,人均GDP则收缩0.4%,符合全球衰退的技术定义。

除了世界银行,主要由发达国家组成的经合组织(OECD)也发文警告全球经济增长存在“超预期下滑”的风险。9月26日,OECD在最新发布的中期经济展望中表示,对今年的全球经济增长预期仍为3.0%,但2023年将进一步放缓至增长2.2%,低于此前预计的2.8%。OECD预计,今年G20总体通胀率为8.2%,2023年为6.6%;预计美国今年两年通胀率分别为6.2%、3.4%。种种迹象显示世界范围的经济减速和衰退会比预想更快到来。

如果审视美国自身,经济衰退的征兆早已显现。例如8月31日公布的美国8月新版ADP就业人数仅增加13.2万人,预期增加30万人,这一数据和最近几个月的美国非农就业数据严重背离,显示美国就业良好很有可能“猫腻”。最近亚特兰大

联储GDPNow模型将美国三季度实际GDP增速预估下调至0.5%,较9月9日的预估1.3%、9月7日的预估1.4%和9月1日的预估2.6%大幅下调。美国公众同样对现状感觉不佳;美联社9月15日发布的民意调查结果显示,71%美国民众认为国家经济情况糟糕,仅29%受访者表示良好;此外,61%受访者不赞同美国政府处理经济的方式,72%受访者认为美国正朝着错误的方向发展。

经济变坏最具说服力的证据似乎是美国目前的国债市场,美联储连续激进加息,各期限美债收益率一路飙升,9月21日美债盘中,10年期美债收益率日内升幅扩大7个基点至3.64%,刷新11年最高;2年期美债收益率日内升幅迅速扩大16个基点至4.12%,再创15年高位;至9月23日基准10年期美债收益率盘中升破3.80%,保持连续创10余年新高之势;对利率更敏感的2年期美债收益率盘中曾站上4.20%,创2007年来的近15年新高。美国2年/10年期国债收益率曲线倒挂加剧,利差为负50个基点;长短债美债收益率曲线趋陡,这是进一步警示衰退的真正信号。

金银在美联储暴走式加息中连续破位下跌,金价跌破疫情期间的关键支撑1680美元/盎司一线,在跌向疫情暴发初期的最低点1451美元/盎司的路上已经“无障碍”;银价跌穿疫情期间总涨势的61.8%回撤位18.6美元/盎司之后,也处于“无底式”下跌过程中,全球经济减速的大背景也令白银的工业需求难以支撑银价。

整体来看,美欧为遏制通胀的激进加息进程还未结束,经济虽有减速危机但还没有进入衰退,特别是还没有进入失业率大幅上升的衰退,因此利率水平重新下降和新的量化宽松(QE)似乎离得还远。但凡事都有万一,一旦美欧经济减速加快到来,一旦俄乌冲突导致能源危机更加严重,一旦地缘冲突向印太转移……加息都将提早结束。加息周期的尾声,金银下跌中可能筑底并开启真正的中长期涨势,这时的确是非常难得的贵金属投资配置窗口。让人心动的是,这一珍贵的机会可能就在今年年底附近。(作者单位:冠通期货)

市场观察

黄金持续遇冷 “婚嫁季”能否带动“淘金热”？

记者 谭亚敏

受地缘政治局势及美联储货币政策的影响,今年黄金期货波动较大。“十一”假期即将来临,而“金九银十”也是传统的黄金消费旺季,今年黄金消费情况如何?现在是配置黄金的合适时机吗?未来一段时间的黄金对冲策略是什么?带着上述问题,期货日报记者周末走访了广州市的黄金市场。

前三季度金价波动剧烈

周一,美元涨至新高,加剧了市场对全球经济前景的担忧,现货黄金一度下跌1%至每盎司1626.93美元,触及2020年以来最低点。

回望前三季度,黄金价格波动较大。黄金作为金融属性较强的商品因主导价格因素出现轮动而走势反复,在美联储货币政策、宏观经济和地缘政治避险的三重因素驱动下走势分为三个阶段:

第一阶段为年初至3月中,俄乌冲突爆发,地缘政治引发避险情绪成为主导,国际金价持续上涨最高至2021.21美元/盎司并接近历史前高,国内沪金价格亦达到420.74元/克的高位。

第二阶段为3月中旬至5月中,地缘风险消退但美国通胀飙升至40年高位,美联储正式开启加息进程并“鹰”派,货币政策重新主导市场,实际利率上行使金价自高位回落并抹去年初以来涨幅。

第三阶段为5月中至今,美国紧缩货币政策对通胀控制效果有限并导致需求转弱,美联储被迫通过持续暴力加息来追赶曲线甚至表态不惜牺牲经济就业使市场担忧加剧。在美元指数和美债收益节节走高情况下,金融和商品属性的双重利空使国际金价继续承压并破位下跌创近2年半的新

低,全年累计跌幅超过10%。

中信建投期货贵金属研究员王彦青告诉记者,进入三季度后,美联储的态度依然是全球资产定价的核心驱动。由于6月美国通胀再创新高,达到9.1%的同比增速,也是近40年来的高点,使得市场对于加息预期也不断强化。同时美联储在下半年开始同步开启了缩表,全球股市、债市以及大宗商品市场均出现了显著回调,美元指数则不断上涨,三季度末上涨至110点以上,也达到了20年以来的高点。同时,全球市场景气指数不断走低,美债利率倒挂,美国经济增速连续两个季度走弱,市场对于经济衰退的言论也甚嚣尘上。在这种错综复杂的背景下,黄金期货呈现大幅波动的走势,伦敦金在1650美元/盎司至1850美元/盎司之间波动,而内盘黄金期货由于人民币贬值,对冲了部分下跌风险,整体波动区间在370—390元/克。

黄金实物需求有望回暖

广州市天河区高德置地广场某黄金专柜李女士告诉记者,现在黄金价格处于低位,前来购买黄金首饰的人比较多,再者就是购买金条,10克或者20克的金条是畅销款。

“从中秋节到现在,购买金条的人不少,现在在一克489元。买金条的人认为投资金条比买黄金首饰靠谱,没有加工费和品牌溢价,成本会低很多。不过,女士购买首饰相对多一些。”广州市越秀区华润万家某黄金导购说。

“十一”前后美国将陆续公布PMI和非农等重要经济数据,若美元维持强势黄金恐有继续回调风险。”广发期货贵金属研究员叶倩宁说。“十一”将迎来传统的婚嫁季,下半年以来随着国内疫情防控取

得阶段性成效,首饰珠宝消费有所回暖,黄金首饰加工量受零售商补货的需求推动而环比回升。然而当前疫情呈现多点散发,婚庆活动亦可能受到影响,因此黄金实物消费能否得到提振存疑,但不排除商家通过促销而刺激提前消费。海外如印度等消费大国则由于防疫限制的取消,在未来几个月婚嫁季来临之际黄金实物需求仍有望回暖。

王彦青认为,国际金价目前依然处在下跌趋势中,由于美联储不断强化其控制通胀的决心,导致美债利率不断走高,而随着市场景气周期的走弱,带动通胀预期下行。在这样的组合下,实际利率大幅走强,根据对过去20年的行情回溯来看,实际利率是黄金定价的核心因素,这就导致了整个黄金估值不断下修,再叠加美元的强势走强,黄金依然没有摆脱孱弱的局面。

“今年‘十一’期间,预计会带动部分贵金属的实物消费行情,并且目前全球地缘政治风波再起,黄金确实是一个比较不错的投资标的。”李女士说。

利率对金价影响几何？

记者注意到,今年的黄金ETF持仓量呈现冲高回落的趋势,总体上跟随黄金价格的波动。截至9月22日,SPDR黄金ETF持仓量为950.13吨,基本上已经回到了2020年一季度的状态。对冲基金方面,据桥水基金8月13日向美国证监会(SEC)提交的持仓报告,桥水基金二季度加仓SPDR Gold Trust黄金ETF持仓,占投资组合比例为15.34%,加仓幅度34%,持仓价值超9亿美元。

“从其配置的角度来看,也不是因为看好黄金市场价格。对于对冲基金,在滞胀背景下,可以把需求定价的商品作为空头配置,而把黄金作为多头配置。所以黄金多头仓位增加也不能代表桥水

基金看好黄金,只能代表黄金相对其他同类资产而言会有一定的超额收益。”王彦青说。

值得注意的是,今年贵金属与10年期美债实际利率在走势上出现了明显脱钩,实际利率快速走强,但是贵金属并未出现明显下跌,依然维持高位运行,是什么原因导致这一现象的发生?

王彦青认为,这主要是来自于今年特殊的高通胀背景。通过测算贵金属与美国通胀的回归分析,可以发现低通胀阶段,贵金属与通胀的相关性较差,两者基本上不存在任何线性相关,此时贵金属与实际利率的负相关性较为突出;但是当名义通胀突破5%的阈值,进入高通胀时期后,贵金属与名义通胀的线性相关性逐步回归,而与实际利率则逐渐脱钩。所以,在今年全球逐步进入高通胀环境时,贵金属的抗通胀属性被激发,并逐渐从锚定通胀预期转换到锚定名义通胀,所以,出现了贵金属价格与实际利率的脱钩。对于未来,如果通胀水平逐渐下降,高通胀对黄金的定价比例下降,那么黄金的运行核心将继续锚定到利率的走势上。

对于未来一段时间的黄金对冲策略,叶倩宁认为,今年年初受俄乌冲突影响,市场恐慌指数急剧拉升,黄金亦同步上涨并逼近历史高位。同时俄罗斯对欧洲天然气能源的断供且冬季来临将进一步加剧欧洲通胀压力,欧洲央行不断加快紧缩步伐从而提振欧元汇率可能使美元逻辑有所松动,其间或吸引黄金的逢低买盘和避险对冲买盘。预计买入时点在年底出现,投资者可跟踪经济领先数据和市场情绪指标,策略上以逢低做多远期黄金期货或虚值黄金看涨期权为主。

“对于黄金而言,短期内受到强紧缩预期高利率以及强美元的压制,但是长期而言,如果金融市场风险升级,黄金依然存在多配的价值。”王彦青说。