黄金大跌过后 逢低做多机会逐渐浮现

投资咨询业务资格:
证监许可【2011】1289 号
研究院 FICC 组
侯峻
从业资格号：F3024428
投资咨询号：Z0013950

研究员：
蔡劭立
☎ 0755-82537411
✉ caishaoli@htfc.com
从业资格号：F3063489
投资咨询号：Z0014617

联系人
彭鑫
☎ 010-64405663
✉ pengxin@htfc.com
从业资格号：F3066607
高聪
☎ 021-60828524
✉ gaocong@htfc.com
从业资格号：F3063338

事件：

1 月 8 日贵金属价格出现较大幅调整，COMEX 黄金录得下跌 3.33%，COMEX 白银录得下跌 6.46%。

点评：

美国财政政策或超预期，实际利率急升使得金价承压。上周五贵金属价格出现闪崩，从影响因素来分析，主要是美债利率的急速上升，实际利率上升进而使得金价闪崩。北京时间 1 月 7 日的早间,民主党正式宣告拿下佐治亚州参议院的两个席位,民主党宣告掌控两院，这一超预期的意味着后续拜登政策能够更顺畅落地，包括他在上周五所提到的 1400 美元/人额外退税支票，以及一揽子高达数万亿的财政支出，这些措施都只需参议院以简单多数票通过即可。因此，经济预期的快速改善带来的是 10 年期美债利率急升 20bp，从 0.93%上升至 1.13%，经济预期快于通胀预期攀升造成了本次金价的调整。

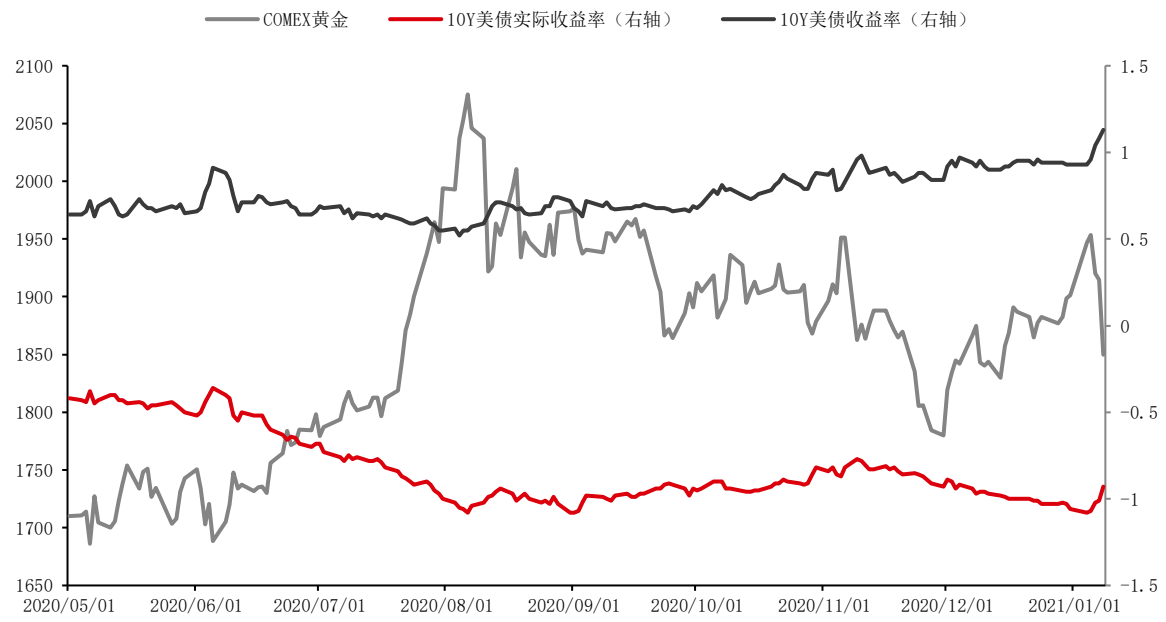
年内来看，美债利率开启上涨趋势概率不大。一个重要的因素在于美国政府高杠杆率对利率的软约束，至少未来一年内美国扩大财政刺激将继续加大美国财政赤字规模，从历史上来看，美国政府的杆杠率也和美债利率呈现较强的反相关关系。另外，美债利率的持续上升同样不利于目前美国疫情后的经济复苏和坏账处置，利率过快上升或将触发美联储的应对手段。一旦美联储启动收益率曲线控制政策，参考日本的经验来看，能够有效压低长端债券利率。如果参考 2020 年 4-7 月中国经济预期驱动国债利率回升的经验来看，中国 10Y 国债利率较低点上升了 57bp，而本轮美债利率较低点已经回升了 61bp，中国国债后续进一步回升是受到政策拐点和流动性投放偏紧等多项非经济因素所驱动的，因此后续美债利率进一步上升的空间相对有限。

沙特超预期减产使得油价抬升，后续通胀回升将更顺畅。此外，上周沙特能源大臣表示，将在未来两个月自愿减产 100 万桶/日，凸显沙特避免与俄罗斯打价格战的态度，使得布油在一周内录得了 8.3%的涨幅。原油价格此前在供应增长层面的担忧一扫而空，后续价格就静待疫情受控需求复苏的东风来驱动。也就是说，未来实际利率仍有进一步走低的空间，上半年油价进一步回升的概率较大，而美债利率进一步回升的可能性较小。

长期贵金属的看涨逻辑并未被打破。我们仍认为金价有再度刷新历史高点的可能性：1、实际利率仍有进一步走低空间； 2、全球主要央行大水漫灌的趋势同样延续，至少未来 1 年内，全球适度宽松的趋势将延续；3、通胀上升阶段，黄金仍是具有较高配置价值的资产。我们通过对美国通胀进行分阶段分析，在温和通胀阶段下，呈现原油>家禽>油脂>金属>黄金的排序，在这个阶段原油、农产品、工业品均有较明显的配置价值，同时黄金跑输上述商品板块。而在通胀急速上升阶段，黄金表现最为亮眼，商品中呈现黄金>原油>食品>金属的排序。从目前的展望来看，上半年的通胀逻辑更倾向于温和通胀，黄金仍具有一定的上升潜力。

待本轮美债利率回升结束后，黄金的配置价值将凸显。除了实际利率的因素外，近期避险属性也对金价有所支撑，近期国内外的疫情防控态势逐渐严峻，一方面是南非专家透露疫苗或许对变异病毒无效，另一方面，欧美新增病例仍在激增，1 月 8 日美国和欧洲分别新增 32.4 和 22.8 万例，美国再度刷新增速高点。而拜登除了承诺纾困方案和经济刺激外，还曾承诺上任后首要解决疫情问题，一旦新增病例持续拉升，不排除美国启动全面封城的政策手段。终上所述，我们认为黄金在本轮调整过后将再度具备配置价值，关键还是在于美债利率的反弹强度和时间。

图 1：　全球大类资产走出的复苏阶段逻辑明显　单位：%



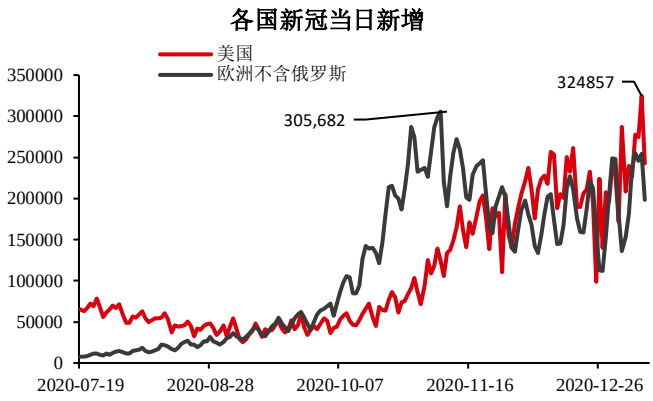
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：　美国政府杠杆率和美债利率反相关性明显　单位：%



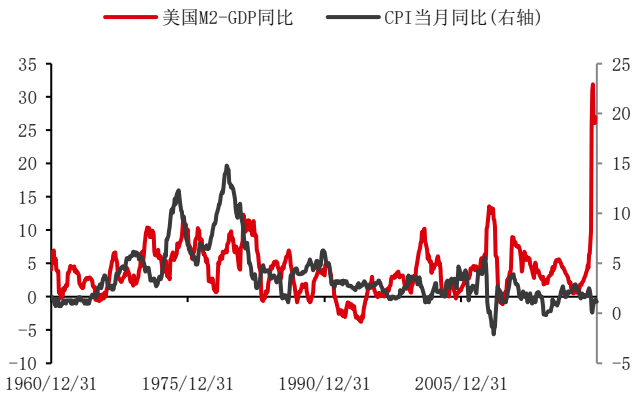
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3： 欧美新冠新增病例 单位:例



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5： 领先指标指向后续美国通胀将回升 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6： 美国通胀上行阶段大类资产表现 单位：%

	年化收益率	美元指数	道指	CRB:综合	CRB:食品	CRB:油脂	CRB:家畜	CRB:金属	CRB:工业原料	CRB纺织品	美债指数	黄金	原油
通胀温和上升	2016/7-2017/2	10.7%	24.9%	6.6%	-11.7%	-7.5%	-6.8%	37.6%	17.5%	13.2%	-9.9%	-7.2%	17.6%
	2010/11-2011/9	-1.1%	3.8%	5.4%	19.4%	31.3%	37.8%	8.1%	4.5%	-7.3%	3.3%	23.3%	26.3%
	2007/8-2008/7	-10.1%	-17.0%	9.6%	33.2%	39.1%	22.4%	-15.6%	-2.9%	1.9%	6.9%	35.8%	76.3%
	2004/3-2005/9	0.6%	0.1%	-1.5%	-6.5%	-9.2%	0.5%	8.9%	3.2%	-2.3%	-2.2%	12.8%	61.7%
	1998/11-2000/3	9.9%	18.2%	-6.9%	-12.1%	-28.1%	-0.7%	2.6%	-3.7%	-2.3%	-14.0%	-3.4%	60.8%
	1986/12-1990/11	-6.1%	8.7%	3.6%	0.7%	-0.1%	2.4%	10.8%	6.7%	5.6%		0.2%	9.2%
	1983/7-1984/3	3.7%	-6.2%	22.1%	14.0%	43.4%	26.0%	13.6%	18.2%	26.4%		-7.9%	0.9%
	均值	**1.1%**	**4.6%**	**5.6%**	**5.3%**	**9.9%**	**11.7%**	**9.4%**	**6.2%**	**5.0%**	**-3.2%**	**7.6%**	**36.1%**
通胀急速上升	2009/7-2009/12	-4.9%	31.2%	21.4%	9.8%	4.3%	14.2%	44.6%	29.8%	25.2%	-4.1%	24.2%	14.8%
	1978/4-1980/4	-5.0%	-0.8%	30.6%	13.4%	6.3%	0.0%	53.2%	47.6%	50.2%		203%	148%
	1972/6-1974/11	-7.7%	-36.1%	97.8%	152%	124%	60.2%	94.3%	67.0%	48.8%		214%	
	均值	**-5.9%**	**-1.9%**	**49.9%**	**58.4%**	**44.8%**	**24.8%**	**64.1%**	**48.2%**	**41.4%**	**-4.1%**	**147.%**	**81.1%**

数据来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院“，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com