

逆向思维看美元与黄金

- 2020 年 7 月，美元指数的显著下跌和黄金价格的显著上升引发了投资者的关注。但在分析当前美元和金价走势时，需要有逆向思维。
- 当前国际经济环境不支持美元持续走弱。而且，看空美元的交易已经相当拥挤，显示美元指数应该已接近底部。
- 金价相对工业原材料价格的超额涨幅已经上升至历史极值水平，进一步扩大的概率不大。美国经济景气的回升预示着金价涨幅将会收窄。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师：徐高
(8610)66229055
gao.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

2020 年 7 月，美元指数的显著下跌和黄金价格的显著上升引发了投资者的关注。7 月间，美元指数下跌 4.0%，创下了 2011 年 5 月以来的 9 年最大单月跌幅。美元指数是美元对 6 种货币（欧元、日元、英镑、加元、瑞典克朗和瑞士法郎）的加权平均汇率指数，反映了美元汇率的整体强弱——美元指数走低表明美元正在贬值。也是在 7 月，以美元计价的伦敦黄金价格上涨 11.1%，创下 2011 年 9 月以来的近 9 年最大单月涨幅。（图表 1）

图表 1. 2020 年 7 月，美元指数明显走弱、金价明显走高



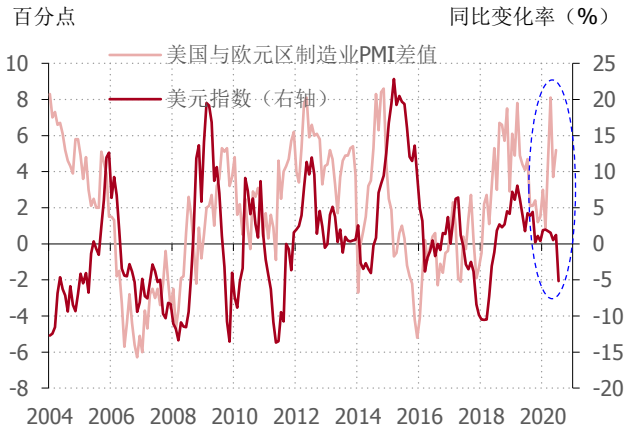
资料来源：万得，中银证券

美元走弱与黄金走强之间有一定关联性。投资者关注较多的金价指标是以美元计价的伦敦金价格。当美元走弱的时候，以美元计价的金价自然会上扬。事实上，2020 年 7 月中，以欧元计价的黄金价格仅上涨 6.0%，在 2019 年以来的 19 个月中，这个月环比涨幅只能排在第 4 名，涨幅远不如以美元计价的金价那么抢眼。既然美元对金价的影响不可忽视，分析美元计价的黄金价格走势时，就需要首先预判美元的走向。

看待当前美元和金价走势时，需要有逆向思维。无论是美元的走弱，还是金价的走强，都可以从当前经济运行中找出一定理由。美国对新冠疫情的控制远远差于欧洲。近期欧盟准备设立 7500 亿欧元“复兴基金”的消息也提升了市场对欧洲经济前景的预期，推升了欧元兑美元汇率，压低了美元。而在黄金方面，各国央行在疫情爆发之后的极度宽松货币政策，再加上疫情走向的不确定性，都为做多黄金提供了理由。不过，不宜仅仅因为这些零散理由就判断美元和黄金会延续当前走势。在当下的宏观大环境中，看美元和黄金更需要一些逆向思维。

当前国际经济环境不支持美元持续走弱。在计算美元指数的一篮子货币中，欧元占据了接近 60%的份额。这意味着美元指数的强弱基本上决定于美元兑欧元汇率的变动——美元对欧元贬值、美元指数就下降。而双边汇率则很大程度上决定于两国的经济差异。因此，从美欧经济状况的对比能推知美元兑欧元汇率的变化方向，从而把握美元指数的走势。过去十多年的历史经验显示，美国经济景气度强于欧元区时（以制造业 PMI 衡量经济景气），美元指数往往上扬。这很符合直觉——美国经济越是比欧元区经济好，美元就越强。在今年新冠疫情爆发之后，美国制造业 PMI 明显强于欧元区，且领先幅度明显拉大。在这样的经济背景下，美元没有持续贬值的经济基础。（图表 2）

图表 2. 美国经济景气强于欧元区，宏观环境并不支持美元持续走弱



资料来源：万得，中银证券

看空美元的交易已经相当拥挤，显示美元指数应该已经接近底部。美国洲际交易所(ICE)中有美元指数期货在交易。其中，非商业交易者多为投机者。用非商业交易者的多头仓单数减去其空头仓单数，可以得到“非商业净多头持仓”。这个净多头持仓数比较好的反映了市场中看多或看空美元的交易状况。从历史经验来看，在看多或看空美元的交易非常拥挤的时候，往往就是美元指数见顶或是见底的时候——是的，“非商业净多头持仓”是美元指数的反向指标而非正向指标。目前，美元指数的非商业净多头持仓已经下滑到历史低位，表明看空美元的交易已经相当拥挤。此时，美元指数应该已经接近底部了。（图表 3）

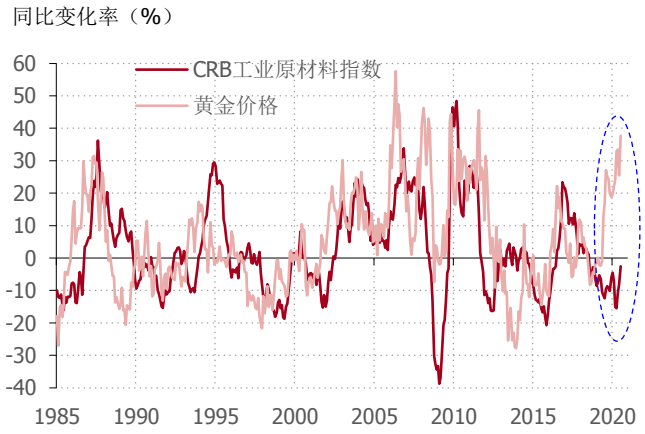
图表 3. 美元指数期货的非商业净多头持仓已经下降到历史低位，美元指数应该已接近底部



资料来源：万得，中银证券

金价相对工业原材料价格的超额涨幅已经上升至历史极值水平。看完了美元，再来看黄金。一个长期基本事实是，黄金是一种有避险属性的大宗商品，其价格运动围绕大宗商品波动【1】。换言之，金价涨幅相对大宗商品价格涨幅（以 CRB 工业原材料价格指数为代表）的偏离有向零回归的倾向，不会无限拉大。目前，金价相对大宗商品价格的一年滚动超额涨幅已经上升至历史极值水平。这表明，黄金的避险属性已经在金价中得到了充分体现（所以金价能超涨大宗商品那么多）。但这也意味着金价想进一步拉大与大宗商品的价格裂口难度极大。（图表 4）

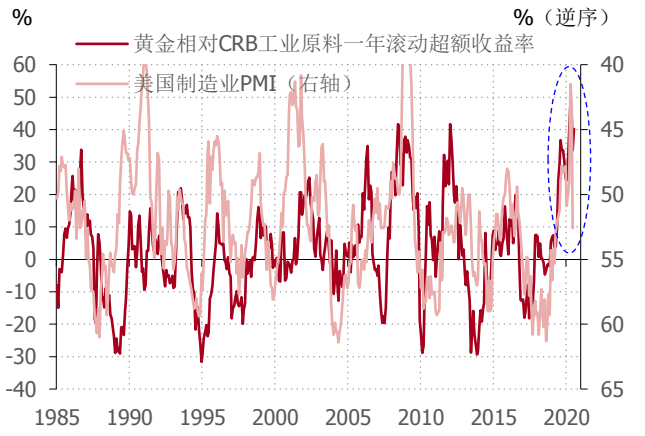
图表 4. 金价相对工业原材料价格的超额涨幅已经拉大到历史极值水平



资料来源：万得，中银证券

美国经济景气的回升预示着金价涨幅将会收窄。长周期规律显示，金价相对大宗商品价格的超额涨幅是逆周期的——经济越差，黄金越能跑赢大宗商品；经济越好，黄金越跑输大宗商品。以美国制造业 PMI 为经济景气的衡量指标，这种逆周期性在数据中体现得相当明显。目前，美国制造业 PMI 已经从几个月前疫情造成的深坑中明显回升。以这一指标与金价超额涨幅的相关性来看，金价涨幅将向大宗商品价格的涨幅回归。换言之，金价未来的涨幅将会逐步收窄。如果投资者对单纯做空黄金心存疑虑的话，那么至少可以选择做多工业原材料、做空黄金这个对冲策略。（图表 5）

图表 5. 美国制造业 PMI 已经明显从疫情造成的低点回升，预示着金价的涨幅将会收窄



资料来源：万得，中银证券

【1】参见笔者的文章《金价的逻辑：从货币到商品》，http://opinion.caixin.com/2019-07-22/101442307.html。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施,追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371