

投资快讯

市场回调彰显黄金的重要性

2018年10月

www.gold.org

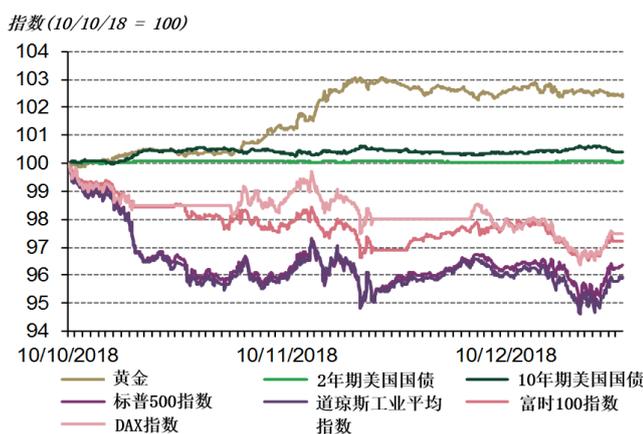
国际货币基金组织10月10日发布的《全球金融稳定报告》强调，多种全球指标显示风险水平上升。这份报告发布后，美国、欧洲和亚洲股市在三天时间里分别下跌了4%、3%和4%。虽然股市收复了早前的部分跌幅，但我们相信这份报告和后续的市场回调突显了短期和长期持有黄金的重要性。

股市回调，金价上涨

上周股市大跌，黄金成为市场上的避险资产。起初，随着美国股市回调，金价保持稳定。但随着全球范围内的抛售变得更普遍，金价开始大涨（**图表1**）。

图表1：随着系统风险变得更普遍，金价上涨

主要资产类别的表现*



*2018年10月10-12日的日内交易表现。

来源：彭博社，世界黄金协会

看空黄金的观点可能会受到考验

由于投资者看空，金价从四月的高点下跌逾11%，年初至今下跌7%左右。这种表现的一大原因是对美国的风险偏好提升，美元——美元的历史表现与黄金呈负相关——自第2季度初期以来已经升值7%（**图表2**）

此外，纽约商品交易所黄金期货市场——全球最大、流动性最好的黄金期货市场——上出现了创纪录的黄金做空仓位水平（**图表3**）。自2006年可以获得相关数据以来，证券投资经理的净做空仓位接近创纪录低点，来自传统的交易商持仓报告(COTR)的净投机仓位——我们将其定义为非商业、不可报告仓位的总和——接近负值水平，上一次出现这种情况是在2001年。

黄金面临的这些障碍是确定的。但正如国际货币基金组织在其2018年《全球金融稳定报告》中暗示的那样，从策略和战略的角度而言，常用风险指标的上涨突显了在短期和长期将黄金纳入投资组合中的重要性。

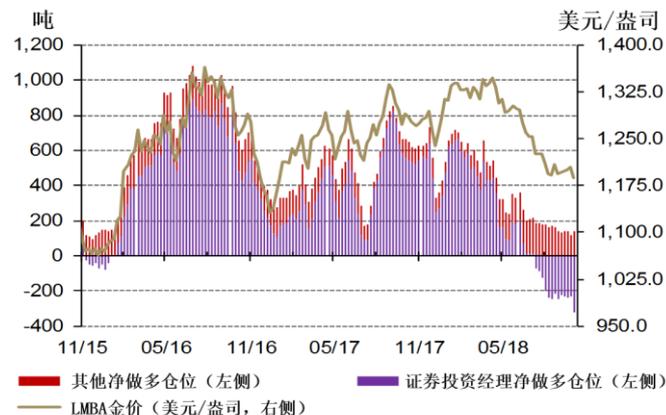
图表2：第2季度以来，美元升值阻碍金价上涨
黄金与美元的对比。



来源：彭博社，世界黄金协会

图表 3: 期货做空仓位处于史上最高水平

COMEX 净做多仓位*



*2015年11月至2018年10月

来源: 彭博社, 世界黄金协会

发达经济体变得更强.....

国际货币基金组织的这份报告论述的不仅仅是全球经济的风险水平升高, 尽管这是它的主要结论。它还论述了可能预示全球经济走强的因素。

现在的银行比金融危机时期更强大——它们受到更严格的监管, 监管机构遏制了影子银行。虽然银行不能完全避开危机的影响, 但对于未来的衰退或金融危机, 银行承受损失的能力似乎大得多。

发达市场经济体有所进步。如果这种增长得以持续, 股票和其他风险更高的资产有望获得更多投资, 从而减少对于作为避险或尾部风险对冲手段的黄金的关注。

此外, 美元一直保持强势。虽然贸易战可能会对全球经济造成负面影响, 但目前为止, “美国优先”政策有利于美元。在这样的背景下, 对新兴市场恢复力的担忧影响了这些国家的股市和货币。这些因素的综合影响可能会使美元的走势延续, 从而阻碍金价上涨。

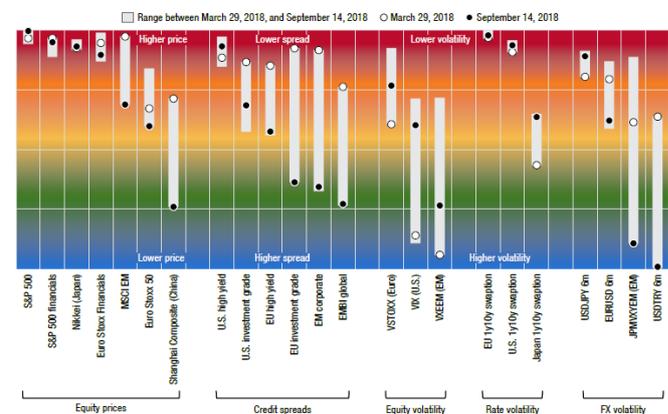
.....但全球经济增长并不均衡

全球经济复苏并不均衡。在这份报告中, 国际货币基金组织强调了发达经济体和发展中经济体的分歧 (图表 4)。发达市场繁荣发展, 与此同时, 发展中市场深陷困境。部分原因在于, 这种情况是由美联储收紧货币政策立场下主导的加息造成的, 而加息可能导致通胀。此外, 在所有主要经济体中, 美联储正在稳步加息, 可能需要加快加息步伐。这已经导致资金流出发展中市场, 促使美元走强。此外, 有些发展中市场国家存在特殊问题, 例如中国经济的放缓, 以及土耳其和阿根廷市场上更广泛的问题。虽然其中一些问题影响了其他发展中市场国家, 但持续的弱势可能会波及发达市场国家, 增加全球系统性风险的可能性。

但在股市维持多年单边走势以后, 自满情绪可能会悄悄滋生。交易清淡, 受压流动性已经十多年未经考验。黄金是世界上流动性最好的资产之一, 如果我们遇到危机, 我们可以购买黄金。

图表 4: 风险偏好很高, 但加息和美元升值正在伤害新兴市场。

国际货币基金组织提供的市场状况总结性指标*



*每个指标都是每日百分等级的 30 日移动均值与相关资产的 5 年历史表现之比。接近红色表示更高的股票价格、更低的企业债券价差和波动性, 接近蓝色则相反。

EM = 新兴市场; EURUSD = 欧元兑美元汇率; FX = 外汇; JPMVXYEM = 摩根大通新兴市场外汇波动性指数; MSCI = 摩根士丹利国际资本公司; USDJPY = 美元兑日元汇率; USDTRY = 美元兑土耳其里拉汇率; VIX = 芝加哥期权交易所市场波动性指数; VSTOXX = 道琼斯欧洲斯托克 50 波动率指数; VXEEM = 芝加哥期权交易所市场新兴市场交易所交易基金波动性指数。

来源: Bloomberg Finance L.P.; 国际货币基金组织员工的估算。

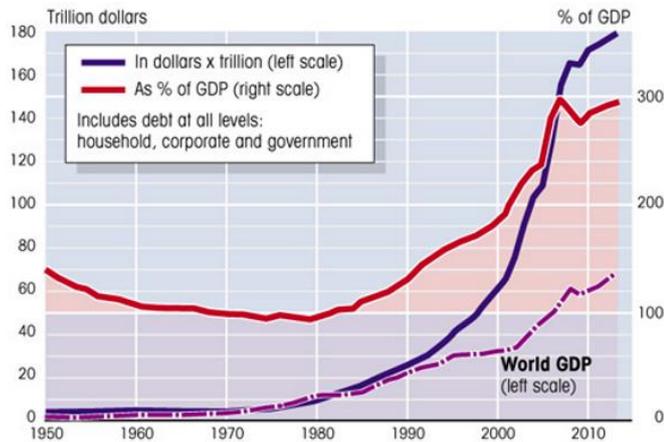
市值正处于极端水平。基于过去 10 年通胀调整盈利的市盈率，我们在评估周期调整市盈率（CAPE）时，可以看到其水平的提高（**图表 6**）。查看该指数的一个原因是，该指数可以平滑盈利走势，消除一些季度干扰因素，纳入一个与黄金估值有关的通胀要素。该市盈率唯一最高的一次是在互联网泡沫时期，其他所有高水平时期过后都出现了股市暴跌。

过去 10 年里，在全球各种形式的量化宽松的推动下，债务暴增（**图表 5**）。在拥有系统重要性金融行业的地区，非金融债务增长到 GDP 的 200% 以上，随着利率的升高，还债成本可能会变得越来越高，从而影响国家健康。

长期贸易紧张也可能会损害长期经济增长，因为提高关税的效应可能会对整体 GDP 即刻产生负面影响。

图表 5: 过去 10 年里债务暴增

全球信贷市场所欠债务*。



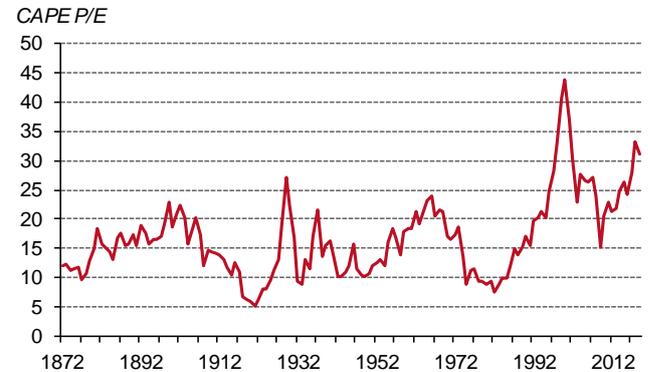
*截至 2018 年 9 月

<http://whythings.net/positivemoneyblog.html>

来源: Michael Roscoe, 美联储, 国际清算银行, 《经济学人》, 世界银行

图表 6: 美股市值处于互联网泡沫破灭以来的最高水平，高于 1987 年的“黑色星期一”股灾时期

10 年连续通胀调整后的席勒周期调整市盈率。



*截至 2018 年 10 月 15 日

来源: 罗伯特·席勒

展望未来

历史上，全球经济扩张和金价之间的正相关为黄金的长期表现做出了重要贡献。但黄金作为多元化投资标的和尾部风险对冲手段也具有基础性作用，在市场面临系统性风险时，金价得以上涨。

虽然金价在过去 6 个月里面面临阻碍，但从国际货币基金组织最近发布的报告来看，看好金价上涨也是有理可依的。全球经济复苏并不均衡，导致新兴市场受到伤害；市场上悄悄滋生自满情绪，流动性受到考验；市值处于极端水平；全球债务暴增，持续加息可能伤害市场。所有这些因素，无论是单个因素还是作为整体，都可能成为风险规避环境的催化剂，而这种环境可能会推高金价。

关于世界黄金协会

世界黄金协会是全球黄金行业的市场拓展机构。我们的目标是促进和维持黄金的需求，树立行业引领地位，成为全球黄金市场的权威机构。

我们基于权威的市场洞察开发以黄金为依托的解决方案、服务和产品，并与众多合作伙伴合作，将我们的想法付诸行动。因此，我们在不同的重要市场板块创造黄金需求的结构化变化。我们提供对国际黄金市场的洞察，帮助人们了解黄金的财富保值特性，以及黄金在满足社会的社交和环境需求方面的作用。

世界黄金协会总部位于英国，在印度、远东和美国均有业务，协会成员包括世界领先黄金矿业公司。

世界黄金协会

10 Old Bailey, London EC4M 7NG
United Kingdom

电话: +44 20 7826 4700

传真: +44 20 7826 4799

网址: www.gold.org

了解更多信息

请联系:

Adam Perlaky
adam.perlaky@gold.org
+1 212 317 3824

Juan Carlos Artigas
投资研究部总监
juancarlos.artigas@gold.org
+1 212 317 3826

Alistair Hewitt
市场信息咨询部总监
alistair.hewitt@gold.org
+44 20 7826 4741

John Reade
首席市场策略师
john.ream@gold.org
+44 20 7826 4760

版权和其他权利

© 2018 世界黄金协会保留所有权利。世界黄金协会和环形是世界黄金协会及其附属机构的商标。

对伦敦金银市场协会黄金价格(LBMA Gold Price)的引用已获得洲际交易所基准管理机构的许可，仅供参考之用。洲际交易所基准管理机构不对这些价格的准确性，或者这些价格所对应的产品承担任何责任。其他第三方内容是各个第三方的知识产权，所有权利属于这些第三方。

除非得到世界黄金协会或相关版权所有者的事先书面同意，否则严禁复制或再分发任何内容，但符合下述规定的除外。

允许根据公平行业实践，将本文的统计数据用于评论目的（包括媒体评论），但必须符合以下两个前提条件：(i) 仅允许使用有限的数据或分析摘录；(ii) 使用其中任何或全部统计数据必须注明引用自世界黄金协会，并在必要时注明引用自 Metals Focus、汤森路透或其他明确的第三方来源。

世界黄金协会不保证任何信息的准确性和完整性。对于使用本文件而造成的直接或间接损失或损害，世界黄金协会不承担任何责任。

本文所含信息不构成且不可解释为构成购买或销售黄金、任何黄金相关产品或服务或任何其他产品、服务、证券或金融工具（统称“服务”）的建议或要约。在做出任何与服务或投资有关的决定前，投资者应与合适的投资专业人士讨论自身情况。

本文包含前瞻性陈述，例如使用“相信”、“预计”、“可能”或“建议”等词语或类似术语的陈述，此类陈述是基于当前预期，可能会被修改。前瞻性陈述包含一些风险和不确定性。无法保证任何前瞻性陈述会成为现实。我们不承担更新任何前瞻性陈述的责任。