

刷新近7个月新高

## 黄金多头热情还能延续多久?

2022年3月至11月初,国际金价从2078美元/盎司一路狂泻至1618美元/盎司,连续下跌7个月,创下1968年以来最大连跌纪录。之后,黄金一扫阴霾,持续上涨2个月。特别是2023年第一个交易周,国际黄金刷新近7个月价格新高,周收盘于1870美元/盎司一线,周涨幅近50美元/盎司。对于黄金市场而言,新年伊始的强劲表现,也预示着市场预期在未来一年黄金将带来更多收益。目前市场高度关注美联储的货币政策,综合来看,市场已预期美联储的加息进入尾声,且随着美国经济衰退预期不断增强,美联储2023年再度放宽货币政策或只是时间问题。在此背景下,黄金未来走势大概率会如何演化?

## 美联储加息尾声将是黄金开启中长期涨势的前奏

■ 周智诚

## 1 黄金价格在2022年演绎大起大落

2022年全年,国际金价在1月底触及阶段最低1780美元/盎司,受俄乌冲突刺激3月初触及全年高点2070美元/盎司,之后受美联储加息影响在9月底触及1614美元/盎司的全年低点,10月底和11月初再次触及1615附近,至12月13日反弹抵达阶段高点1824美元/盎司。2022年全年,国内黄金期货主力合约在1月10日触及阶段低点367.12元/克,3月9日触及全年高点420.74元/克,接着在7月21日再次触及阶段低点369.82元/克;最后在11月11日再次触及阶段高点410.64元/克。

2022年全年,俄乌冲突超过10个月,由于冲突地区在欧洲,因此俄乌冲突暂时压过其他地缘政治危机居于影响力中心。但2022年全年以美国为代表的西方国家在通胀问题异常严重的情况下开启了激进加息模式,企图以较快速度、较小的经济代价控制住20世纪80年代初以来最糟糕的持续性高通胀。美联储的激进加息行动导致美元指数一路高涨,股市、债市、金银和多种大宗商品明显承压下滑。

美联储已经把遏制高通胀问题摆在首要位置,经济、失业、股市、债市和楼市大幅下滑皆被认为是可接受的代价。美国的激进加息令欧洲央行和世界多个央行被迫一起加息;黄金作为代表性的无息避险资产,在持续升息的外部环境下大部分时间处于下滑地位;但进入2022年四季度后,市场对未来美国和世界进入衰退的担忧明显再次利好黄金,金价的反弹折射出市场对美联储政策路径可能提前改变的预期。

## 2 美联储激进加息进程主导黄金趋势

美东时间2022年12月14日,美联储宣布将联邦基金利率的目标区间从3.75%—4.00%上调到4.25%—4.50%,加息幅度50个基点。关于本次加息,鲍威尔称,加息50个基点仍然是很大的幅度,加息还有一段路要走。鲍威尔回应2023年降息的问题称,经济预测摘要里没有显示降息;在对通胀回落至2%有信心之前,美联储不会降息。鲍威尔强调,美联储关注的重点不是金融状况的短期变化,而是持续变化。

紧跟美联储的脚步,欧洲央行、瑞士央行、挪威央行纷纷上调基准利率。为了遏制疫情期间天量印钞放水造成的严重通胀,发达市场央行激进加息表面上看对控制通胀有效,但这样做加大了市场对未来经济进入衰退的担忧,衰退的程度将决定各国央行何时结束加息政策甚至转向至重新降息、量化宽松。

根据一份在12月2日至7日期间对44名经济学家的调查显示,美联储很可能会在整个2023年将利率维持在峰值水平,这将粉碎市场对2023年下半年降息的预期,并极可能导致美国经济陷入衰退。只有不到一半的经济学家预计美联储将在2023年降息,持有这种观点的经济学家预计失业率将从3.7%跃升至5%,并且其中大多数人认为失业率上升和经济衰退是逆转紧缩政策的主要原因。

## 持续萎靡的零售数据

美国零售销售数据在2022年1月达到同比增13.75%的峰值以后,几乎全年都在下滑;美国2022年11月零售销售环比下滑0.6%,创2021年12月以来最大跌幅。尽管加息持续,但通胀依然高企,精打细算的美国消费者不得不大幅缩减与假期相关的采购、家居项目和汽车消费。

密歇根大学消费者信心指数在2022年1月达到67.2;之后基本上全年震荡下行,即便美国政府在疫情期间向民众发放了大量的财政刺激,但无论是疫情期间还是刺激政策结束之后,消费信心皆一路下滑,至今没有回到疫情前。密歇根消费信心调查主任Joanne Hsu表示:随着消费者购买力的持续下降,信用卡和汽车贷款余额的快速增长,以及对借贷成本高企的持续担忧,2022年的支出势头将难以持续。

## 跌入负值的实体经济

美国ISM制造业指数在2022年全年下滑。美国各地方联储的制造业指数在2022年几乎全都从

正值跌至负值区间,其中费城联储制造业指数从1月高点23.2跌至12月的-13.8;堪萨斯联储制造业指数从3月高点46跌至10月的-22;纽约联储制造业指数从11月的4.5暴跌至12月的-11.2,预期为-0.5,12月与11月相比降幅近16点,是自8月以来最严重的恶化,这意味着美国经济心脏——纽约州的制造业活动大幅减弱。

## 持续冷却的房地产市场

观察2022年全年,除新屋销售偶有增长以外,成屋销售、新屋开工、营建许可等房地产关键指标,基本上从年头一直跌到年尾。2022年11月23日美国全国房地产协会发布10月美国新屋销售环比增长7.5%,但10月美国新屋销售同比降幅为5.8%。相关评论称,房屋建筑商推出的大规模激励计划推动了新屋销售额的意外增长,与此同时,新房中位价格飙升至创纪录的49.3万美元。

2022年全年,美国的30年期购房抵押贷款利率一直在快速爬升,从1月的3.4%左右升至10月的7%以上,如此之高的贷款利率吓退了购房者,美国房地产市场逐渐降温。

## 技术衰退已经成为现实

表面上看,2022年美国GDP总量数据还算良好,但美国GDP在2022年上半年连续两个季度萎缩,三季度恢复增长至2.9%。国际货币基金组织(IMF)预测2022年美国GDP将突破25万亿美元,增量超2万亿美元。从增量来看,美国前三季度GDP增量已经超过1.6万亿美元,但美国GDP猛涨,并不意味着其经济发展得有多好,由于美国陷入了过去几十年来的最高通胀,GDP会把物价上涨因素算进来,因此高通胀为美国名义GDP增速“加成”不少。

2022年全年,美国国债市场处于长短期国债收益率倒挂状态,至12月5日,美国10年期基准国债收益率上涨11.86个基点,报3.6048%;2年期美债收益率涨10.96个基点,刷新日高至4.4144%;美国2—10年期国债收益率倒挂幅度至81.8个基点,创下自1981年以来的最大倒挂幅度。由于市场经常拿美债长短期收益率倒挂作为美国通胀的先兆指标,因此目前的状态几乎预示着未来美国经济肯定步入衰退。

## 放慢的升息和困难的缩表

为了遏制顽固的高通胀,美联储2022年经过6次加息,已经将利率升至4.25%—4.50%水平,2023年一季度很有可能继续加息2次,每次各25个基点,将利率峰值确定在4.75%—5.0%的水平。美联储本轮加息曲线可谓最近20年以来最陡峭的。

2022年5月议息会议上,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,目前已步入2023年,美联储的缩表计划执行得非常缓慢,想把疫情期间膨胀的资产负债表彻底“缩回”疫情前的水平,基本不可能。而上一次缩表,也远未完成计划,便因为疫情到来而彻底放弃。

## 中长期通胀预期依然太高

美联储经过一年的激进加息,把CPI/PPI从两位数水平降至7%左右,这一水平依然是20世纪80年代以来美国最高的通胀水平;将PCE通胀降至5%—6%的水平,但距离美联储自身设定的稳定物价2%的通胀水平依然太远。短期通胀预期在激进加息之下明显下滑了,但中长期通胀预期依然没有真正下降,美联储的自身信誉面临严重挑战。

## 3 全球央行近年来持续增加黄金储备

2022年年初至4月,金价因俄乌冲突出现大涨,大型黄金基金SPDR的黄金持仓至4月20日达到年内最高点1106.74吨,之后随着美联储持续激进加息,金价下滑,SPDR黄金持仓也一路下滑,直至年末。SPDR黄金持仓全年最低点是12月5日的903.46吨;金价全年最大向下跌幅约22%,但黄金ETF持仓的向下跌幅只有18.3%。

2022年12月8日,美国联邦债务总额已高达31.42万亿美元的历史最高水平,并且已经达到31.4万亿美元的上限。这就意味着,即使新的债务上限最终得以通过,美国未来依然要向全球借更多的债。2022年12月15日,美国财政部公布了2022年10月的美国财政部国际资本流动(TIC)数据,数据显示,日本10月所持美国国债减少420亿美元,至1.078万亿美元,这是日本连续第4个月减持美国国债;中国10月所持美债减少240亿美元,至9096亿美元,为连续2个月减持美国国债,中国持有的美债金额连续6个月低于1万亿美元,持仓总量延续

2010年6月以来最低。

世界黄金协会(WGC)在11月10日发布的报告中亦指出,2022年前9个月,全球央行共购买了近700吨黄金,其中,三季度购买了创纪录的399吨黄金,几乎是第二季度的两倍,创下黄金与美元脱钩以来最快速度购买黄金的纪录,而这背后最大的买家就是来自新兴市场国家的央行。

世界黄金协会(WGC)12月2日最新公布的数据显示,中国2022年三季度共进口黄金512吨(7月178吨,8月182吨和9月152吨),明显高于2019年以来的平均季度水平,这也使得2022年1月至9月的累计进口黄金高达902吨,这反映了中国黄金交易近期强劲的黄金需求。

## 4 多国开始对黄金战略价值进行重估

美国金融网站Zerohedge在2022年12月17日报道称,在最新努力下,世界主要原油贸易国或在美元崩盘前削弱石油美元体系,但美国不会轻易放弃多年来美元强权所带来的诸多经济利益,在全球货币博弈下,一场新货币暗战或正在酝酿中。

美国堪萨斯州当局已经在2022年11月28日提出的一项更提提案(HB2123)中正式通过立法让黄金成为具备与美元一样货币功能的法定货币,并取消了黄金交易税,这相当让市场感到意外,因为这体现了美国人已经对自己的货币不信任。华尔街预言家彼得·希夫在2022年12月2日撰文表示,通过引入黄金支持的数字货币,它有能力削弱美元,创造一种所有其他央行都可以支持的数字货币,这当然是一种解决方案,世界应该要有某种不依赖于任何国家的跨国结算货币,而以上这些去美元化的“蝴蝶效应”或将愈演愈烈,并不断发展壮大,最终形成一股合力。

美联储的资深经济学家们2022年12月17日在纽约联储网站上再次撰文指出,“虽然美元仍占据着垄断地位,但这并非不可改变”,并警告称“美元将无法永久维持货币王权”,因为最新的去美元化趋势值得关注。而对美联储的资深经济学家们也公开承认美元危机的可能性而言,很明显,让市场大感意外。而这背后,按照摩根大通在2022年12月16日最新报告中的解释就是,当前美国碎片化的经济和货币举措正在成为去美元化的催化剂,这才是全球去美元化的真正幕后推手。

新兴市场和欧洲国家也正在对黄金的战略价值进行联合重估,欧洲多国或已经为恢复金本位或由黄金支持的欧元数字货币做好了充分准备,荷兰央行还暗示如果美元崩溃,黄金可以作为再次建立货币系统的基础,这相当让市场意外,因为,这是一个提供货币负利率抵押贷款的西方央行发出的声音。

## 5 黄金产品步入极佳资产配置窗口期

美联储本轮加息进程进入尾声阶段,但美国国内通胀水平依然太高,特别是CPI/PCE物价水平距离美联储自身的2%稳定物价水平依然相去甚远,因此美联储今后3—6个月的核心任务依然是通过加息遏制高通胀。除相对繁荣的就业类指标外,美国目前的生产类指标、消费类指标、房地产类指标都呈现不同程度的下滑甚至衰退,美国2年/10年国债收益率已经长时间倒挂。美联储在2023年年中结束本轮加息之后,很有可能无法在利率峰值维持太久,就必须开始考虑在经济衰退的情况下调整货币政策。此外,美联储本轮缩表极有可能无法按期完成甚至直接作废,整体上2023年全年、特别是下半年将有利于黄金白银等贵金属进一步从低位反弹,并开始持续上涨。

金银的反弹幅度已经超越了“下跌途中的大级别反弹”范畴,市场倾向于认为是新一轮趋势性大涨的起始阶段,反弹阶段,如果上述阶段低点长时间不再跌穿,将强化黄金白银趋势性上涨已经开始的观点。

目前,全球去美元化加速;人民币国际化加速;世界各国央行减持美债、增持黄金成为普遍现象;中国央行3年来首次披露增持黄金储备;加息的尾声阶段将是黄金开启中长期战略涨势的开始,也是最佳的黄金资产配置窗口。

(作者单位:冠通期货)



## 分析人士: 金价冲击2000美元/盎司一线

■ 记者 吕双梅

进入2023年,黄金期货和现货延续了去年11月以来的反弹行情,表现较为强势,国际金价整体在1800美元/盎司上方振荡提高,并重回半年新高;国内金价去年在人民币相对美元贬值的情况下涨幅显著,但近期由于国内经济复苏预期,人民币汇率有所升值使国内金价涨幅不及外盘。

广发期货贵金属研究员叶倩宁对期货日报记者表示,近期金价上涨主要由于美联储大幅加息抑制需求后,美国的经济和通胀持续降温,在美联储释放放缓紧缩步伐的信号后,其他非美发达国家央行仍较鹰派。市场预期强势美元呈现逆转,叠加实际利率见顶,黄金的机构空头离场带来价格见底反弹,多头则提前博弈衰退临近使货币政策转向宽松的预期,并通过增持黄金来对冲美元和美债波动的风险,多重因素提振了价格。

“目前市场对于黄金需求较强。”华泰期货贵金属研究员师橙表示,在当下美联储加息大概率放缓的情况下,叠加机构对于欧美未来经济展望乐观的事实,使得黄金受到青睐。许多机构提出“黄金+”的配置思路。

“宏观金融因素对黄金的影响主要反映在与美元的负相关关系上,此前在美联储暴力加息的影响下,流动性收紧使美元指数不断创出历史新高,但强势美元在美国经济前景转向悲观、通胀逐步回落的趋势下预期继续下行概率更大。出于美元信用和购买力在高通胀中将被稀释,且低增长会削弱美国政府未来偿还债务的能力,投资者为对冲美元资产波动的风险将加大对贵金属的配置。”叶倩宁表示。

著名的投机家道格·凯西曾表示,2023年将会是“黄金之年”,华尔街资深投资家、欧洲太平洋资产管理公司首席市场策略师彼得·希夫近期也表示,非常看好今年的黄金投资。

从供需角度来看,叶倩宁认为,在供需两端相对平衡的情况下,2022年前三季度全球黄金需求同比大幅上升18%,实物消费和投资方面需求均有增长;一方面得益于各国防疫政策的放开,主要来自印度、中东地区婚庆节日活动对金饰的消费较强;另一方面是地缘政治冲突刺激避险需求的大量买入。值得关注的是,央行购金在2022年成为黄金需求增长的主要来源,前三季度达到673吨,同比增幅近100%。美元的海外流动性紧张导致非美货币贬值使各国央行去美元化的意愿增强,并通过提高黄金储备来稳定汇率。

本周美国即将公布2022年12月CPI等通胀数据,市场预期同比增幅将持续回落。叶倩宁认为,一是前瞻数据如2022年12月的制造业和服务业PMI均处于荣枯线之下,并差于预期,除了需求持续走弱外,物价的分项指标显著回落;二是2022年12月以来,以原油和铜等为代表的能源商品价格维持在低位震荡,进一步驱动相关物价水平回落;三是前期导致核心通胀较为顽固的房价和薪资增速由于紧缩的货币政策和企业经营承压而延续放缓趋势。“在买预期、卖事实的背景下,黄金多头将交易通胀回落前置,数据公布前走势维持强势,但数据公布预期落地后,涨幅或趋缓甚至可能短暂回调。”

展望后市,叶倩宁认为,在美联储加息预期基本计入的情况下,美国经济步入衰退的显性表现不断增多,尽管衰退风险渐行渐近,但因此交易货币政策宽松的逻辑过早,若经济不断走弱使通胀超预期走低,不排除降息时点将提前。总体上,随着美元指数回落,金价走势将渐入佳境,中报将逐步抬升。

“我们对2023年的黄金走势总体持乐观态度。”一德期货贵金属分析师张晨表示,这主要由两方面因素决定:一是随着美联储紧缩接近尾声,利率端的压制有望趋弱。实际利率年内虽有创新高的潜力,但节奏上可能呈现前高后低的格局,对应黄金走势或为先抑后扬。二是美元走势,从美国经济角度来看,更深层次的放缓乃至衰退无法避免。美联储紧缩抑制通胀的终极路径是,缓解就业市场的过热状态以阻断薪资通胀螺旋,进而压低核心服务通胀,一旦就业市场降温,衰退将迫近。届时,美元与黄金负相关关系明显减弱,将会出现共振上涨的局面。

师橙认为,目前全球市场对于黄金配置的热情正在明显回升,黄金有望冲击2000美元/盎司一线。对于资产配置而言,建议逢低配置。