

贵金属可能面临的又一次历史性投资机遇



我们现在面临的问题要大于2008年，全球债务水平在危机以后，不是下降，而是上升，今年全球债务水平是140万亿美元，整体的全世界债务水平要高于2008年，杠杆率高于2008年，这是从来没有发生的情况，美联署最终将走向QE4。

因为宽松的货币政策，现在的利率水平如此之低，财政的债务在上升，今天的政策空间远远小于2008年，我担心的并不是现在，应该说下次大选之前，可能会出现这种悲观的形势，可能会出现紧张局势。（注：2020年美国将进行下一次总统选举）

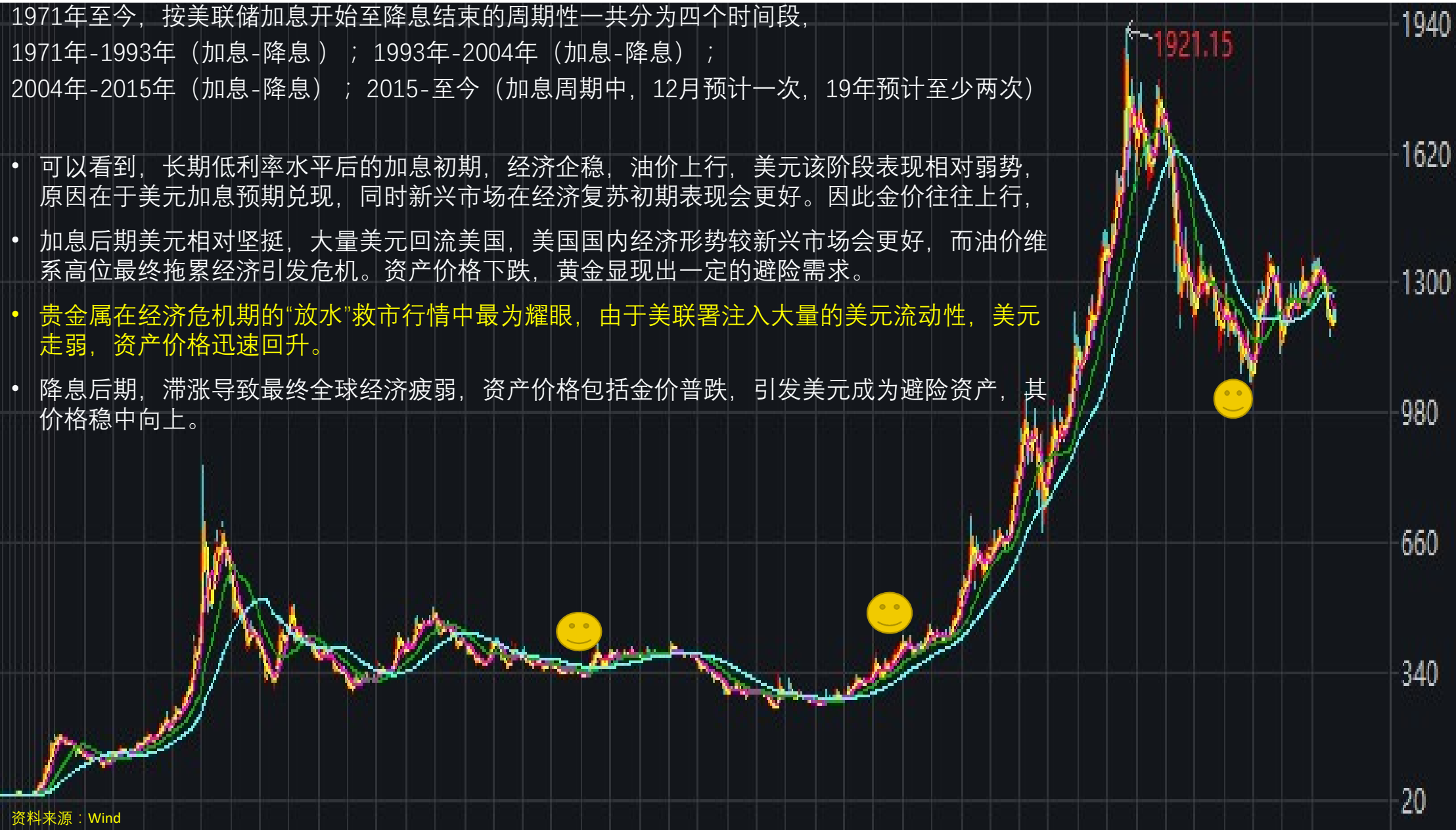
-----瑞 达里奥 2018.2

2008年我们有全新的问题，当时，我们的债务非常高，但是，在那以后，我们的债务反而变得越来越高，所以我们现在真的有问题，如果下一次问题再爆发出来，一定是非常大的问题，在全球历史上，美国历史上，这会是我有生之年遇到的最重大的经济危机。

-----吉姆 罗杰斯 2018 10

1971年至今，按美联储加息开始至降息结束的周期性一共分为四个时间段，
1971年-1993年（加息-降息）；1993年-2004年（加息-降息）；
2004年-2015年（加息-降息）；2015-至今（加息周期中，12月预计一次，19年预计至少两次）

- 可以看到，长期低利率水平后的加息初期，经济企稳，油价上行，美元该阶段表现相对弱势，原因在于美元加息预期兑现，同时新兴市场在经济复苏初期表现会更好。因此金价往往上行，
- 加息后期美元相对坚挺，大量美元回流美国，美国国内经济形势较新兴市场会更好，而油价维系高位最终拖累经济引发危机。资产价格下跌，黄金显现出一定的避险需求。
- 贵金属在经济危机期的“放水”救市行情中最为耀眼，由于美联储注入大量的美元流动性，美元走弱，资产价格迅速回升。
- 降息后期，滞胀导致最终全球经济疲弱，资产价格包括金价普跌，引发美元成为避险资产，其价格稳中向上。



影响金价的因素

- 因此，危机+美元流动性注入将引发金价的大幅上涨。危机分成各类型，包括地缘危机，原材料短缺危机，区域金融危机，全球金融危机（美国本土金融危机）。
- 地缘危机，以两次中东危机为近40年来最大的事件，当时引发全球商品价格暴涨，美联储维持高利率以压制通胀。此后，即使是持续一个月的1991年海湾战争，对金价影响也不大。
- 区域性金融危机，无论是1994年的墨西哥比索危机还是1997年东南亚金融危机，均发生在美联储紧缩货币政策时期。危机爆发后，美联储并不改变既定的加息轨道；美元继续走强，金价下跌。
- 美国本土金融危机以1987年股灾、2000年网络泡沫破灭和2007年次贷危机为代表，这三个时期美股跌幅均超过20%，从而引发全球金融危机。而一旦美国本土发生危机，美联储会快速降息以应对，危机期的避险需求支撑金价。危机发生，最初阶段金价都会又有不同程度下跌；而一旦危机引发美联储降息宽松，金价一定上涨；注入的流动性越多，金价的涨幅越大。

名称	期间	金价	油价	FED利率	美元	美股
石油危机	1973.10~1974.4	涨80%	涨200%	维系高利率	先升后降	跌15%
石油危机	1978.12~1980.1	涨130%	涨100%	加息突破 10%	先升后降	涨10%
1987年股灾	1987年10月	涨3%	略跌	降息	走弱	跌20%
海湾战争	1990.10~1991.1	涨3%	涨47%	降息	走弱	跌4%
比索危机	1994.12~1995.1	跌0.3%	涨0.6%	无特别举措	走强	涨0.3%
东南亚危机	1997.6~1999.1	跌16%	涨40%	加息通道中	强势美元	涨40%
网络泡沫破裂	2000.8~2001.3	跌5%	跌20%	快速降息	强势	跌20%
次贷危机	2007.8~2008.11	涨20%（先涨后跌）	跌27%	快速降息	先跌后涨	跌40%
欧债危机	2009.12~2010.6	涨6%（先跌后涨）	跌1%	接近0利率	走强	跌7%

资料来源：Wind

历史上的金价

1971年-1980年

70年代美元保持弱势，10年贬值幅度超过25%，同时为了压制高企的通胀，美联储不断升息均超过10%。

该时期内叠加了布雷顿森林体系瓦解以及两次中东石油危机，金价在整个70年代涨幅超过2500%，两次地缘危机引发的原油价格暴涨对金价上涨也起到一定的作用。

此期间：金价与油价呈正相关，与美元负相关，与美元利率正相关。

1980年-1985年

美元上涨幅度超过70%；紧缩货币政策抑制商品价格，高企的通胀得到缓解，油价下跌超过10%，美国基准利率维持高位，1980年之后的5年，金价、铜价和油价均呈现下跌走势。

此期间：金价与油价呈正相关，与美元负相关，与美元利率负相关。

1985年-1988年

70年代的高通胀被遏制后，美联储原本紧缩的货币政策相应缓和：基准利率从两位数回落至6%以内。

1985年9月广场协议后，参会国集体抛售美元。美元指数从85年中的140以上跌至1987年底的90以下，美元走弱。

金价则上涨约70%，原油价格跌幅接近40%。

此期间：金价与油价呈负相关，与美元负相关，与美元利率负相关。

历史上的金价

1988年-1993年：

美元指数保持90左右，货币政策偏宽松，美联储基准利率回落至约3%，美国国内经济及全球经济缺乏亮点。

但地缘政治格局巨变，苏联解体，两德统一，即使还发生了海湾战争，使得原油价格在海湾战争爆发前夕出现猛烈上涨，但随着战争的结束又跌回原值附近。

地缘巨变对金属价格的影响很有限，而并不是常识里的“大炮一响，黄金万两”，期间内金价下跌超过30%。

此期间：金价与油价整体呈弱正相关，与美元弱负相关，与美元利率无明显相关性。

1993年-1996年：

从1994年始，联储开始加息，从不到3%，持续到1995年底的6%以上；同期美元却表现弱势，从接近100下降至接近80。

金价上涨幅度在20%上下。海湾战争之后，原油价格延续下跌，直到1994年初美联储开始加息原油价格才开启上行。

美元在处于长期低利率水平后的加息初期走弱的例子并不少。低息环境下，全球经济复苏初期，新兴市场经济由于原本基数更低，其好转的增速往往比当期美国经济恢复的更快，同时伴随着加息预期的兑现，美元反而会发中短期的走弱。

此期间：金价与油价整体呈弱正相关，与美元负相关，与美元利率正相关。

历史上的金价

1996年-2001年：

这一时期美元保持强势，从1994年初3%的基准利率开始上调算起，本轮加息周期至2000年中约6.5%结束，时间跨度6.5年。期间1997年6月亚洲金融危机爆发，至1999年2月，金价跌幅超过15%。而2000年美国本土网络泡沫破灭导致美股下跌的同期，金价跌幅近5%。一般美股出现大幅度回调时，对于原油价格也形成压制。

墨西哥比索危机后，美联储下调基准利率，从7%以上回落至5%附近。而整个亚洲金融危机期间，一直维系在5%上下，直至美股在1998年下半年发生调整，美联储在1999年初下调基准利率至近4%。而在2000年网络泡沫破灭后，美联储更是快速下调基准利率，7个月时间从6.5%下调至接近5%。一旦美国经济出现波动，联储会快速调整其货币政策。

在2000年8月网络泡沫破灭之后，虽然FED快速降息，但在2001年1季度美元出现明显反弹。这种短期情况在2009年欧债问题爆发时候也发生过，即危机期，美元作为安全资产反而被资本追逐。

此期间：金价与油价整体呈弱正相关，与美元负相关，与美元利率正相关。

2001年-2007年：

21世纪初的中国经济崛起成为全球另一个引擎。从2001年4月-2004年1月，美联储继续降息，基准利率从4%下降至不到1%；美元从120下降至90以下。宽松货币政策提振了资产价格，金价同期上涨接近60%。2004年1月之后，中美经济均表现强劲，进一步刺激金属价格上行。直到2007年6月次贷危机发生，而金价同期上行接近60%。次贷危机之后的半年，美联储迅速降息，美元进一步贬值，金价大幅反弹超过50%，从700上升至1000美金/盎司以上，贵金属在美联储降息初期，有很强的配置价值。2001年-2007年，油价上涨超过300%。

此期间：金价与油价整体呈正相关，与美元负相关，与美元利率负相关。

历史上的金价

2008年3月-11月

2008年是次贷危机影响最猛烈的一个时期，期间金价下跌幅度约20%。而同期的油价表现同样疲弱，跌幅接近50%

美联储从2007年8月开始降息（当时基准利率突破5%），直到08年底，历时一年多时间下降至0.5%以下。在次贷危机出现以后，美元一直保持弱势至2008年7月下跌至72，之后美元出现快速回升，到2008年底，美元指数回升至86以上。

此期间：金价与油价整体呈正相关，与美元负相关，与美元利率正相关。

2008年11月-2011年9月：

2008年11月，美国第一轮量化宽松开启，至2010年4月结束，期间金价上涨超过50%。同期中国“四万亿”投入，巨大的流动性刺激金属价格反弹。2009年底，欧债爆发，金价在2个月内下降约10%；但是紧接着美联储QE2在2010年底继续推进，进一步刺激金价上行，涨幅约15%。QE2结束后，金价在2011年9月进一步上行至约1900美金/盎司，达到近20年的历史最高位。这一阶段原油价格表现更为强劲，涨幅超过200%。原油的价格上涨催生了整个大宗市场的暴涨。

从2009年开始，美国基准利率保持在接近0的水平，美元整体表现疲弱。但在2009年底，随着欧债问题爆发，美元被动升值。表现在和金价的关系则是：在美国之外的经济体出现经济问题时候，美元和黄金均为安全资产，同时具有避险需求。

此期间：金价与油价整体呈正相关，与美元负相关，与美元利率负相关。

历史上的金价

2011年10月-2015年12月：

全球经济进入衰退期，美联储继续保持0利率。美元在低息初期保持弱势；而从2014年5月开始，随着美元加息预期增强，全球美元陆续回流美国本土，美元在加息前19个月就开始上行。美元不断走强，从80以下上升至2015年底的100附近，强势的美元进一步压制金属价格。金价在该时期下跌幅度均超过30%，通缩特征明显，同时原油价格跌幅超过60%。

此期间：金价与油价整体呈正相关，与美元负相关，与美元利率无明显相关性。

2016年至今：

2015年底美联储开始加息至今，商品价格整体上行；截至2018年11月初，金价上涨约15%，这个阶段的金价走势和美元指数呈现较为精准的反向关系。2016年1月-7月：金价涨，美元走弱。2016年7月-12月：金价跌，美元走强。2016年12月-2018年3月：金价涨，美元走弱。2018年3月-10月：金价跌，美元走强。

截至目前，美联储基准利率仍旧处于较为宽松范围，但是随着2019、2020年进一步提升货币成本，美元似乎有望进一步走强。但高企的债务，部分国家开始准备放弃使用美元以及抛售美债，美国本土经济增速开始减缓，以及高位的美股开启了剧烈的调整，都增加了美联储加息进程及美元未来走强的不确定性。各国央行在抛售美债的同时也在纷纷增持黄金，美元信用似乎在经历着前所未有的考验，而金价的底部似乎慢慢在抬升。

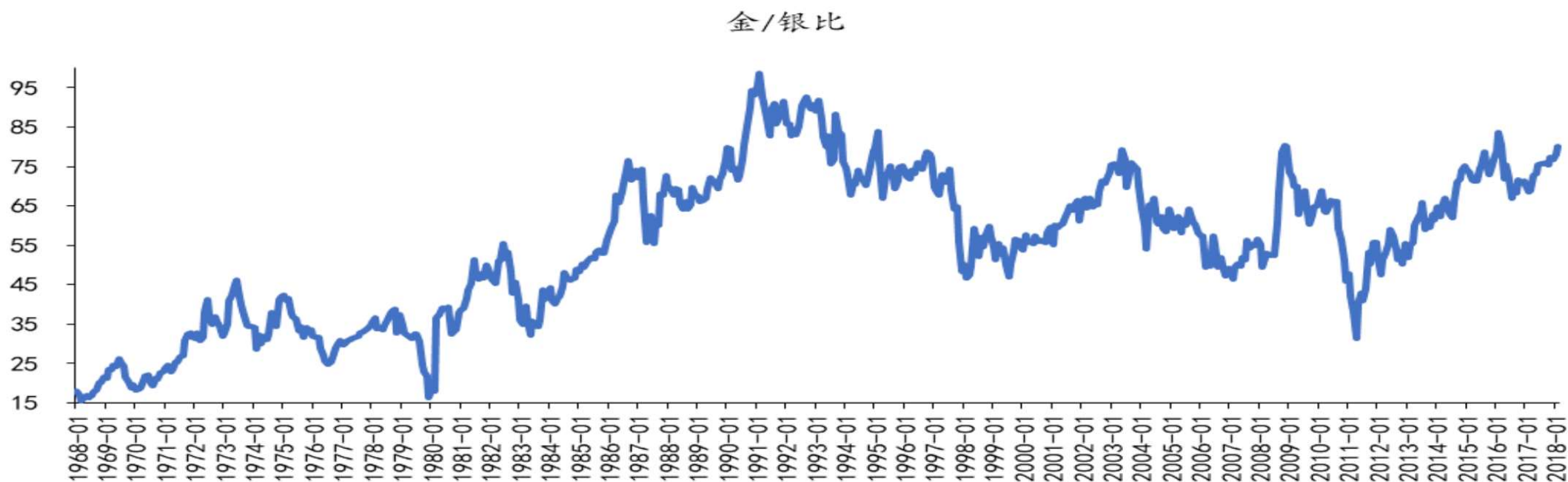
与此同时，种种迹象显示出世界经济的不稳定性，如果美国本土在不远的将来再次发生经济危机，美联储是否还会与历史上的行为一致？即降息，量宽来稳定资产价格。而一旦巨量美元流动性注入，是否会使得金价迎来又一次的历史性投资机遇？

“金银比”也是金银价格的很好反向指标

经济上行期，原材料价格上涨带动资产价格上升的同时，工业上对白银需求更多，银价涨幅一般会超过金价；金银比往往走低。

经济下行期，工业需求减弱，银价下跌也超过同期金价，金银比走高。

近20年来，金银比在40-80的范围内波动，当前的金银比约80左右，印证了两者价格处于底部。



图：金银价格比价关系

法律声明

本报告由蜂巢基金管理有限公司制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载资料、预测及建议仅反映作者最初发布此报告日期当日的判断，可根据市场条件变化而更改。本报告已力求内容客观公正，但文中的观点仅供参考，不构成任何投资建议。投资者应当对本报告中的信息和意见独立评估，对依据本报告进行投资所造成的一切后果，本公司不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发布或传播。如引用、刊发，须获得本公司许可，任何机构及个人不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。