

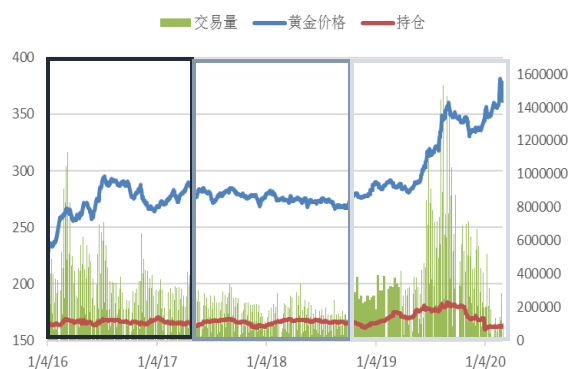
黄金走势复盘

---海红投资，杜少伦

2020-03-03

*这是复盘系列的其中一篇，在这个系列里面我会逐个品种的进行历史复盘。主要针对海红投资最常用的几个指标进行复盘解析，商品盘面数据，和股市相关性数据，市场宏观数据。

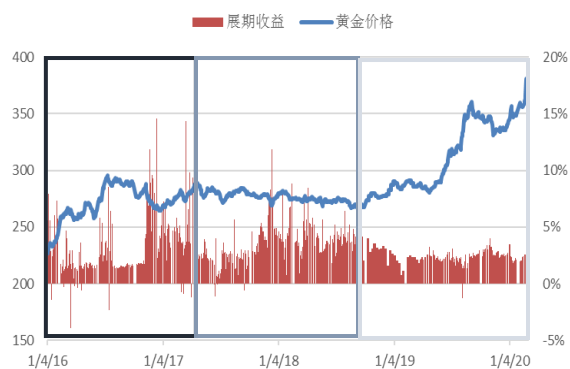
黄金走势历史以来主要取决于实际利率和避险情绪，实际利率下行证明通胀抬头过快黄金作为最近本的货币具有保值属性导致黄金价格上涨。世界范围内发生动乱导致避险情绪增加，黄金作为避险金属价格上涨。目前来看黄金没有明显的工业用途，它的价值主要取决于人们对他的预期，而不取决于他的实际需求使用价值。下面从交易的角度复盘黄金的不同时期的走势和背后的原因，这里主要关注以下几个指标：黄金盘面交易价格，交易量和持仓量，黄金盘面远期价格和近期价格的对比，黄金交易所库存情况，黄金行业股票指数对比，黄金和大盘走势的关系，黄金和美元还有日元的相对走势。复盘历史范围选择从 2016 年开始到 2019 年结束。



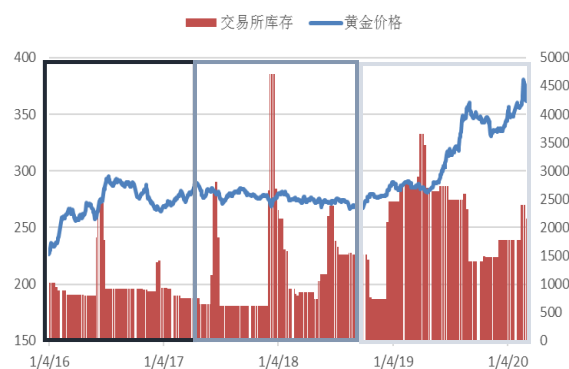
图一、黄金价格和持仓成交



图三、投机情绪和黄金价格



图二、展期收益和黄金价格



图四、交易所库存和黄金价格

黄金从 2016 年以来呈现拉升→横盘→拉升走势。在 2016 年黄金处于相对底部时候主要驱动黄金触底反弹的是投机者入场抄底，主要表现为成交量相对持仓量急剧放大，同时在黄金价格有了小幅上涨之后出现了一定的贸易商抛售库存现象，这一时期的拉升主要变现为远期价格暴力拉升，展期收益率短时间内急剧升高。上图中深色框线内部就是黄金在第一时间段，触底反弹时候的表

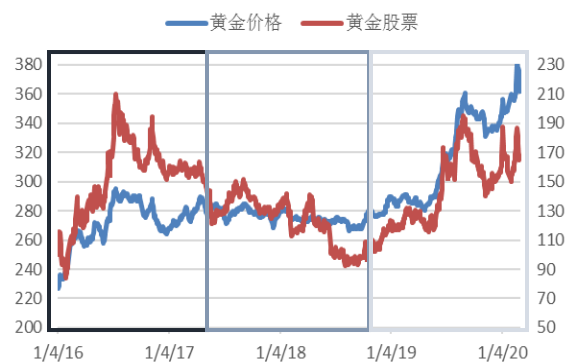
现。第二段，颜色稍微浅一点的框线内部，黄金价格在第一次触底反弹拉升之后出现了长达一年半的横盘，这一时间段变现的主要特点是低波动率，价格横盘无趋势。这一时期的投机者情绪（图三）在明显逐渐下降，但是这一时间段的中后期出现了明显的升水加大，远期过度拉升的走势。在没有投机者参与的情况下出现了这样的远期升水预期加重说明当时的贸易商已经开始对远期价格看多。但是最终这时的价格没有如愿上行，这一点要从库存情况找原因，从图四可以看到，在远期价格升水到很高位置的时候，出现了一次交易所库存脉冲，连续几个礼拜的高库存注册仓单。之后价格随之回落，这一次仓单的涌现出清了一批贸易商，使得部分贸易商因为意志不坚定的看多过早出清库存离场。之后随着基差的快速回落交易所库存也跟着回落。最后一个阶段的暴力拉升，也是真正行情开始的阶段导火索是交易所库存出清，投机者入场做多。主要表现为短时间内投机热情释放（图三），价格开始突破上行，同时价差有效回落，说明当时的做多行情是近期远期一起在做多。投机者主要影响近期行情价格，所以远期的跟随拉升大致可以认定是贸易商自己做多黄金价格。这市场这种一致预期之下，黄金保持着稳定的升水水平一路上行，中间出现过一次交易所仓单大量增加，但是当时的市场环境远期并没有过度拉高，所以当时抛售到金融市场的黄金库存基本上跟近期金价持平出售的。所以抛售结束之后投机者在度进场推高近期金价，从而近期拉动远期黄金上行。直到现在黄金的市场结构都能保持很好的升水结构（没有过度升水），说明市场目前对黄金价格还是持有一致看涨预期的。

那么为什么黄金在触底反弹之后走出了半年的震荡和长达一年半的横盘走势呢？

我们先从黄金的反弹说起，2016年初是个商品市场的重大转折点，在4万亿影响消退之后留下了大量的债务问题，同时地产经济开始松动，黑色系商品价格从10年开始一路下行直到15年底大多数价格已经跌破成本价，市场上哀鸿遍野，大量的贸易商倒闭。国家推出了供给侧改革政策和一系列环保政策来限制供给端从而抬高商品价格。受到这种预期之下商品大多给出了明确的远期升水强烈反弹结构。这是一种比较明显的预期拉动现货上涨的行情走势。当然，黄金也不例外。下图总结对比了黄金对于不同宏观变量的不同时期的反映情况。



图五、黄金和国债对比



图六、黄金价格和黄金股票对比



图七、黄金价格和日元对比

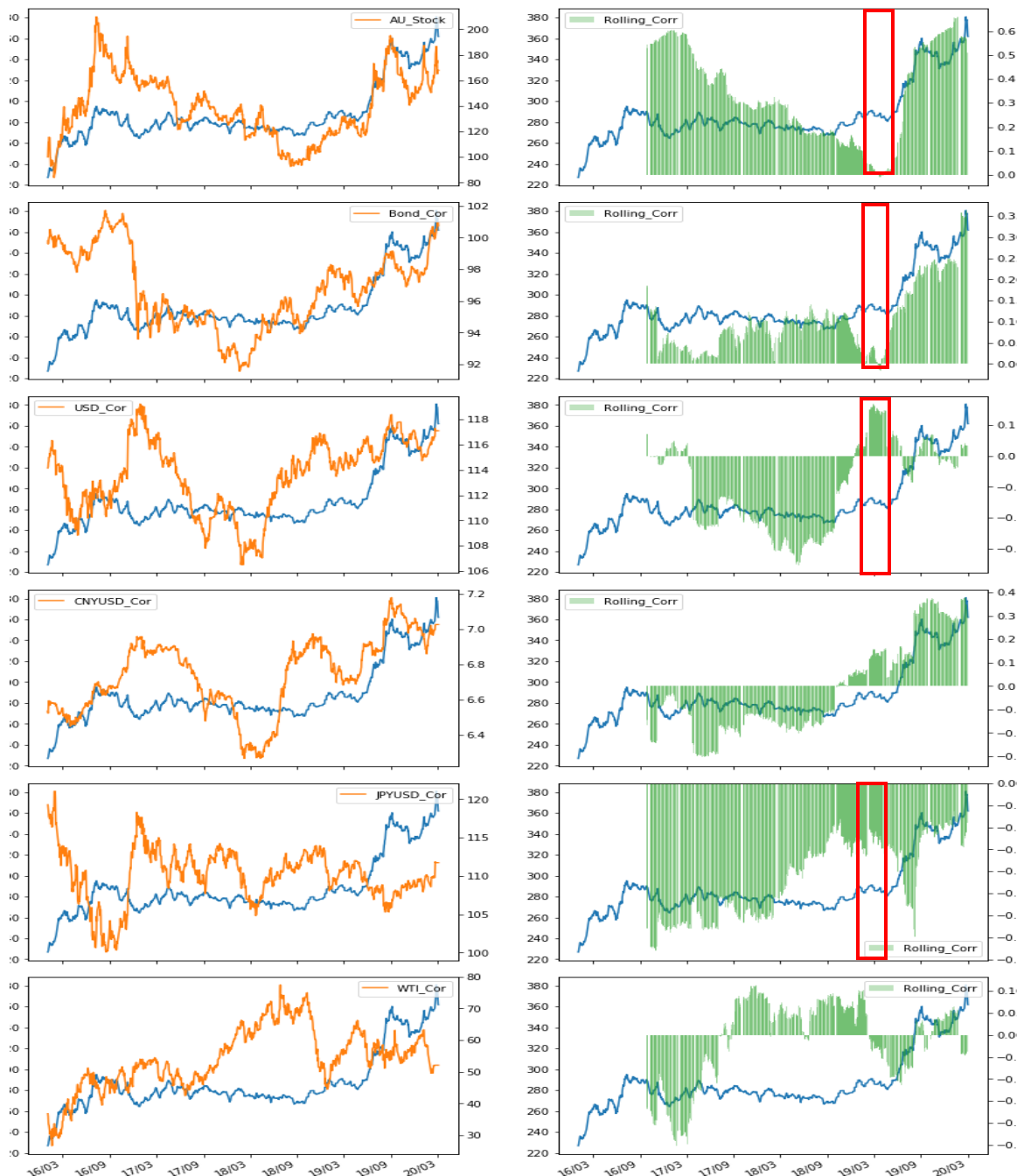


图八、黄金价格和原油对比

第一阶段的触底反弹过程，主要的触发变量是日元短期内暴力升值叠加了债券价格的松动，反映到内盘市场就是外部避险情绪升温同时内部通胀预期抬头。同时黄金股票指数开始暴力拉升，商品黄金价格反弹开始。可以看到明显在第一个框线内部（深色框线）当日元从升值过程退出到贬值过程中黄金出现了短期的一个顶部平台，同一时间国债再度拉升，外部变量开始转向乐观情绪，之前的通胀预期也开始犹豫，于是黄金形成了短期的小平台。这里再结合我们之前看到的库存数据，可以看到有些贸易商松动了，抛售了部分的黄金库存到期货市场注册仓单。第一阶段的后半部分黄金的走势完全被外部乐观情绪左右，随着日元的暴力贬值，市场情绪开始乐观，黄金价格开始回调。但是与此同时内盘的通胀预期再度升温，但是这并没有影响黄金的回调，市场的主要驱动力并不在通胀预期和保值功能上面。紧接着也看到了黄金股票指数大幅回落，黄金的第一次触底反弹阶段宣告一段落。在第二阶段中，黄金的反应主要被原油走高，通胀预期强烈所支撑。这一时期的日元价格开始了宽幅震荡逐渐走势开始和黄金价格脱钩，同时黄金股票指数持续回调甚至跌回了 16 年初的启动位置，并且结合之前的库存走势图可以看到，在第二个阶段中间黄金出现了一次有力的仓单脉冲，有一部分贸易商在期货市场抛售库存锁定盈利。但即便如此，黄金价格仍然维持横盘，没有破位下行主要还是来自当时全球环境通胀预期强烈，经济有望复苏，原油持续创新高的预期下给了强烈支撑。主要表现为债券市场跌出了新低，同时原油长出了新高。第二阶段结束以后，盘面明显开始重新审视之前的乐观预期，发现全球通胀似乎过于乐观，原油价格突然崩塌，伴随黄金投机情绪瞬间拉升，之前被抛售的债券重新成为香饽饽。在第二阶段的中后期其实债券就已经开始了提前反应，这很好的延续到了第三阶段开始时候，伴随着黄金股票指数开始大幅拉升，黄金在度显示出投机需求开始上涨。但是这一阶段日元为代表的外部风险情绪并没有强烈的紧张走势，可以看到第三阶段开始时候日元只是小幅震荡走弱。所以当时的悲观预期主要来自于对通胀的重新定价，同时日元在第三阶段开始后才缓慢走强，显示了全球宏观情绪是一点一点变得悲观的，这和我们看到的第一阶段开始时候的突然风险事件爆发有很大的不同，传导过程和力度也很不一样。第三阶段的主要表现是宏观开始悲观，小型的风险事件爆发，同时避险情绪和悲观经济预期推高了债券价格，黄金股票开始明显强势于大盘走势同时黄金价格开始受到投机者关注形成多头突破走势。

最后我们再看一组相关性的对比图，可以看到目前黄金价格和美元价格已经明显脱钩，历史角度来看往往黄金价格和美元呈现负相关性，但是从 19 年初以来，黄金价格的波动和美元波动甚至出现过短期的正相关走势。这一信号主要来自于市场对风险的重新定义。伴随美国经济强势回复，部分市场参与者开始认为美元也是很好的避险资产，因为联储不会再经济强势的时候选择降息来

让美元贬值，但是相对的很多已经处在负利率的弱势经济体反而有贬值空间。这一点从 2020 年 2 月末的股市暴跌起初出现了美元升值，日元贬值的走势就能一看究竟。这题向我们以后的操盘美元对黄金的影响只会逐渐减弱，不能作为判断黄金运行的主要参考量。对黄金的分析还是要从通胀预期和避险预期出发。



图九、黄金价格和各类资产波动相关性

从上图可以看到，在第三阶段开始时候（第二阶段末期），黄金突破之后又一次形成了一个小平台，这时候黄金价格涨不动了，但是同一时期的其他相关品种却还在不定的做着避险的重新定

价。主要表现为相关性的坍塌，这种相关性坍塌现象是个很好的对市场趋势转变与否的判断依据。如果所有其他资产都在进行避险重新定价，那么黄金短时间内的上涨停滞只能说明参与者在等待确认信号，而确认信号其实已经在路上了。（详见上图的红色框线）可以看到，黄金爆发前的窗口期，黄金股票明确上行，相关性基本上减少到了零，债券价格明确上行，相关性也收缩到了零，同时美元指数和黄金价格竟然出现了短时间内的正相关波动，再看日元价格对黄金的相关性也在这个窗口期急剧收缩。这些相关性的突然转变或者消失都说明了市场定价的内部矛盾。最后还是要用对错误定价资产的重新定价来实现回归，这里最后我们看到的就是黄金价格最终突破上行。