

■ 财富圆桌

1500美元会否成为金价新起点

□本报记者 马爽

8月初以来，国际金价维持在1465—1566美元/盎司区间踌躇不前，目前基本在1500美元/盎司一线运行。背后的原因有哪些？在金价升势暂歇的背景下，资金缘何继续涌入？四季度哪些因素将影响金价运行？黄金“长牛”预期是否改变？本栏目邀请中信期货贵金属分析师杨力、中信建投期货贵金属分析师王彦青、兴业研究分析师张峻滔一起探讨。

螺蛳壳里做道场

中国证券报:8月初以来，COMEX黄金价格踌躇不前，原因有哪些？

杨力:首先，8月以来美联储连续降息意愿降低。8月是美联储利率路径的转折点，也是市场多头情绪的制高点。美国经济数据并未像市场预期的那么不堪一击，8月以来无论是就业还是通胀都保持扩张态势，特别是9月失业率更是创50年新低。9月核心CPI月率上升0.1%，年率上升2.4%，已超出美联储2%的目标。三季度整体宏观数据暗示美国经济韧性仍存，但如果继续降息，存在经济泡沫化的倾向，不利于经济长远发展。

其次，特朗普对美联储施压影响有限。虽然特朗普通过不同途径反复向美联储要求降息，以快速提升经济增速，但显然美联储坚定保持其中立性，并没有受其左右。美联储在三季度降息之初便表示，是大加息周期中的小调整，预防性降息。如果没有特朗普激化国际贸易局势，美联储或许不会连续两个月降息。同时9月的议息纪要也表明美联储内部对继续降息存在较大分歧。而鲍威尔对美国经济信心仍存的积极表态也似乎暗示其并不主张连续降息。

王彦青:8月份以来的行情可以分为两个阶段：第一阶段为8月至9月初的上涨行情，第二阶段为9月至今的震荡下行行情。第一阶段的标志性事件是美联储在8月1日进行了十年以来的首次降息，金价因此持续冲高。而降息背后则是美国经济数据转差，经济下滑风险不断上升。此外，宏观扰动事件也是金价上涨的推手。但9月以后，该事件出现了缓和，市场避险情绪回落。英国无协议脱欧风险降低也是导致贵金属无法再度突破的重要原因。9月以来，英国新任首相约翰逊在国内频频受挫，无协议脱欧被下院法案阻止，10月31日的脱欧期限或再度推迟。

张峻滔:去年第四季度以来，美国经济进入被动补库存阶段，黄金的债券交易逻辑不断增强，美国国债10年期收益率成为黄金定价的核心变量，美元指数退居其次。今年8月以后，金价进入震荡模式的重要原因是美债收益率有了年内触底的迹象。通过定量测算判断美债收益率年内再创新低的可能性下降，这使得金价失去了趋势性上涨动能。美债收益率出现触底迹象的原因也是多方面的。从基本面而言，美国部分经济数据企稳、英国硬脱欧风险

下降等因素也使得市场避险情绪有所消退。就货币政策而言，美联储保持较“鹰派”的论调且内部分歧严重，市场对于美联储年内降息超过75bp的预期在消退，而未来利率路径的不确定性在增加。

资金持续涌入

中国证券报:世界黄金协会报告称，9月全球黄金ETF及类似产品获得39亿美元净流入，总黄金持仓量上升75.2吨至2808吨，创下历史新高水平。在金价升势暂歇的背景下，市场缘何对黄金ETF继续保持强劲需求？

杨力:下半年以来，金价大幅上扬显然是ETF需求强劲的主要推手。虽然金价在8月涨幅有限，但由于6月以来急速拉升，其已成为投资者眼中耀眼的明星，吸引力迅速扩大。

王彦青:黄金的投资渠道较多，黄金ETF只是其中一个渠道。黄金ETF作为一种基金，由于短期的申购赎回成本较高，一般来说是投资者进行较长期限投资的选择。虽然9月金价涨势暂缓，但由于全球经济下滑趋势已基本确立，市场风险因素仍较多，投资者对黄金的长期配置需求仍在不断增长，黄金基金的持仓仍在上升。同时，由于近期市场避险情绪回落，其他渠道黄金卖出增多，使得价格有所承压。从此角度来看，虽然短期金价有所回落，但投资者对其长期走势的信心仍较强。

张峻滔:黄金ETF持仓量具有明显的追涨杀跌特征，在历史上，增仓或减仓基本与金价上涨或下跌高度同步，几乎没有任何前瞻性。9月金价整体处于高位震荡，月初金价回落时持仓量一度下降近16吨，但中下旬小级别反弹行情引发资金大量流入。这依然符合过去追涨杀跌的特征，并且应当注意到在10月初金价中枢进一步下移后持仓量已经趋于平衡，市场进入观望状态。

长牛现波折

中国证券报:四季度哪些因素将成为金价运行之锚？

杨力:目前全球经济略显疲态，货币政策整体呈现宽松态势，但美联储小心翼翼，欧央行后续宽松有限。预计四季度中性利率或将趋于平稳，金价有望受到央行再宽松乏力压制，价格重心趋于下移。风险因素则是美联储明晰年内再次降息预期以及宏观扰动事件演变。

王彦青:从过去事件中探寻四季度金价的



中信期货贵金属分析师

杨力

中信建投期货贵金属分析师

王彦青

兴业研究分析师

张峻滔

主旋律。在过去几个月中，美联储降息、宏观扰动事件、英国脱欧等均是在黄金分析中频繁出现的词汇，而这些事件仍悬而未决，对于接下来的行情仍有决定性影响。目前市场对美联储年内再次降息有较高预期，主要由于美国经济下滑风险较高，美国制造业已进入收缩状态，而通胀数据仍然承压。此外，英国与欧盟对于脱欧均表现强硬，虽然目前曙光显现，但短期内解决是小概率事件。因此，这些事件的发展都值得持续关注。

张峻滔:从事件驱动而言，市场最关注的无疑是宏观扰动事件和美联储议息会议。若宏观扰动事件出现缓和，金价回调压力会有所加大。美联储方面，预计年内仍会保持比较“鹰派”的态度。若年内仅有一次幅度为25bp的降息，美债10年期收益率的中枢将有所反弹，这将给黄金带来较大利空影响。

中国证券报:目前来看，金市长牛预期是否改变？投资者该如何布局相关标的资产的投资机会？

杨力:目前来看，金市长牛行情有点难以实现，或许是逢高离场的好机会。

王彦青:全球经济下行状态难以短期逆转，其他资产收益率仍将继续下滑，黄金仍处在牛市之中。投资者可以在投资组合中加入部分黄金标的，这将有利于投资收益率的稳定。

王彦青:从过去事件中探寻四季度金价的

但投资者在布局中应根据自身需求进行黄金相关资产配置。若要长期持有，可考虑黄金基金、A股黄金概念股；若要进行短期配置，可考虑黄金期货，它具有交易灵活及费率低的特点，但同时需要注意仓位的控制。

张峻滔:黄金“长牛”预期并未发生变化，但路径会非常波折。未来黄金牛市的根基在于美国利率水平下行和全球负利率债券规模扩张。当前美债长端利率已处于较低水平，要进一步下行需要美国经济进入衰退，美联储政策利率重新“归零”和重启QE。欧洲和日本是主要的负利率债券发行地，在经济进一步显著恶化前，欧洲各央行和日本对于扩大负利率规模还是持较谨慎的态度。短期而言，今年6至9月黄金价格大涨已一定程度上透支了未来经济衰退的预期，而当前经济衰退的证据尚不确定，这将使得黄金进入震荡调整期。重点需要关注今年第四季度和明年上半年美国经济是否加速恶化。

预计年内剩余时间金价震荡调整的可能性较大。对于期货投资者而言，可以比较灵活地进行波段交易；而对于股票、基金、实物金投资者而言，这种震荡行情的吸引力较低。后三类投资者适宜耐心等待黄金震荡调整结束，以5%至10%的比例配置黄金相关标的。

张峻滔:黄金“长牛”预期并未发生变化，但路径会非常波折。未来黄金牛市的根基在于美国利率水平下行和全球负利率债券规模扩张。当前美债长端利率已处于较低水平，要进一步下行需要美国经济进入衰退，美联储政策利率重新“归零”和重启QE。欧洲和日本是主要的负利率债券发行地，在经济进一步显著恶化前，欧洲各央行和日本对于扩大负利率规模还是持较谨慎的态度。短期而言，今年6至9月黄金价格大涨已一定程度上透支了未来经济衰退的预期，而当前经济衰退的证据尚不确定，这将使得黄金进入震荡调整