



本轮金价与上一轮金价见顶后的走势对比

联系人 李婷
电子邮箱 jytzzx@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

主要观点

本次美联储提出缩减量化宽松前后贵金属的走势与2012-2013年走势截然不同。主要原因是美联储的隐含目标——通货膨胀率目标发生了变化。

在新的“平均通胀目标制”之下，即使通胀超出界限很多，美联储仍然对其非常容忍，这使贵金属价格走势失去了前瞻性。

对照2013年，我们认为当前市场已经进入类似2013年4月的缩减QE预期发酵阶段。预计贵金属价格重心将继续下行。

本轮金价的走势与金价在 2011-2012 年期间的走势非常相似。我们试图寻找和分析两轮金价走势的异同及其背后的影响因素，以更好地把握后市。

一、本轮金价走势与 2011-2012 年金价见顶时的走势非常相似

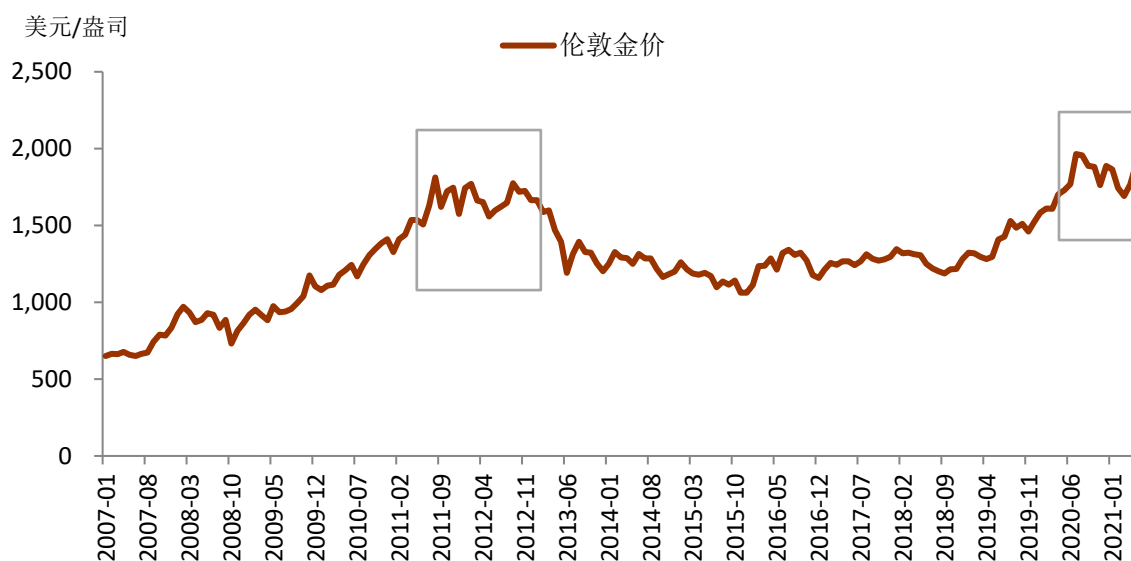
本轮金价在 2020 年 8 月创出历史新高 2089 美元/盎司后出现回调，并在今年第二季度出现明显反弹，但并未突破前期高点，而后在美联储加息预期的言论影响下再度走弱。

对比金价在前一轮牛市触顶及之后的走势，可以发现两者非常相似。国际金价曾在 2011 年 9 月达到 1922 美元/盎司的历史新高后开始调整，而后在 2012 年第二季度有所反弹，同样，也在美联储缩减 QE 的预期影响之下开始回调。

那么，接下来金价的走势是否会重复前一轮牛市结束之后的走势呢？

我们，试图寻找和分析两轮金价走势背后的异同及其背后的影响因素，以更好地把握后市。

图表 1 当前金价与 2011-2012 年期间金价见顶后的走势非常相似



资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

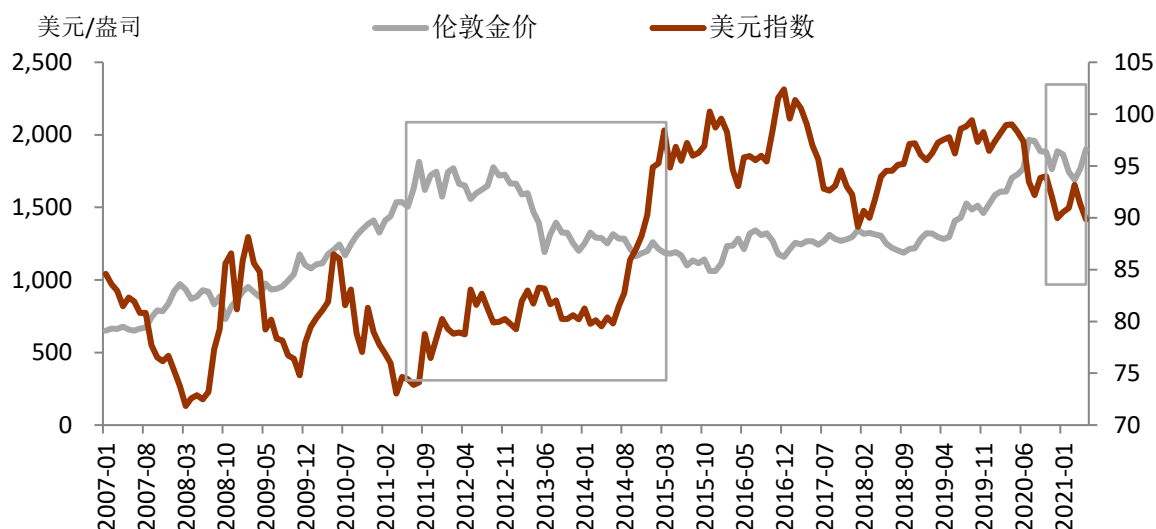
二、上一轮金价的下跌领先于美元指数的上涨

2013 年 5 月 22 日，时任美联储主席伯南克宣布年底开始缩减 QE。随后，10 年期美债收益率跟随 10 年期 TIPS 收益率大幅走高，但当年市场对于缩减 QE 有一个多月的前瞻性反应。在 2013 年 4 月 12 日-15 日 COMEX 黄金下跌了 13.4%。10 年期 TIPS 收益率触底与 COMEX 黄金月中大跌，表明 2013 年 4 月市场已经进入了当年缩减 QE 的预期发酵阶段。2013 年黄金作为领先指标领先于以美国 10 年期 TIPS 收益率为代表的美国实际利率和美元指数，在缩减 QE 计划公布前已经完成大部分下跌走势。

但今年黄金价格的走势却有所不同，特别是今年第二季度美国通胀数据飙升的情况下，
敬请参阅最后一页免责声明

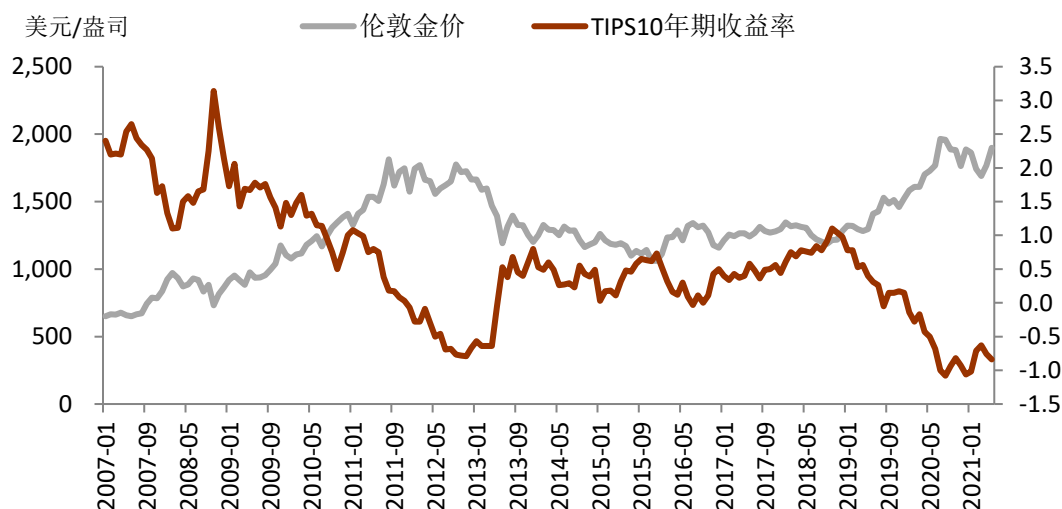
金价走势并没有提前反映美联储将缩减 QE 的预期。今年金价走势先扬后抑波动较大。于此相对应的是，今年美元指数在今年上半年也是先涨后跌，10 年期 TIPS 收益率有一定的触底的迹象。从 1 月 5 日的-1.08%的低点有所抬升，6 月中最高达到了-0.75%，但之后又开始走弱，当前 10 年期 TIPS 收益率在-0.9%—0.8%之间。直到今年的 6 月中旬，美联储在议息会议上发出将加息的信号，黄金价格才开始明显走弱。

图表 2 2013 年金价的回调领先于美元指数的上涨



资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 3 美国 10 年期 TIPS 收益率与金价走势变化



资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

三、通胀目标的改变影响货币紧缩节奏

本次美联储提出缩减量化宽松前后贵金属的走势与 2012-2013 年走势截然不同。主要原因是美联储的隐含目标——通货膨胀率目标发生了变化，使贵金属价格失去了前瞻性。

在 2008 年金融危机后，美联储就以通胀与就业为双目标，纳入各种风险因素为框架，来调整货币政策。在 2012 年 1 月，美联储在其公布的《长期目标和货币政策战略声明》中，首次明确将 2% 的个人消费支出价格（PCE）作为长期通胀目标。

为应对金融危机，美联储将联邦基金利率降至 0 后采用了三轮 QE 作为非常规货币宽松手段，数量型货币工具才是美联储最核心的操作手段。因此，可将缩减 QE 视作美联储开始紧货币的信号，2015 年 12 月美联储启动加息周期应被视为本轮紧货币的延续。

当时的美联储主席伯南克在 2013 年 5 月 22 日已经给出了缩减 QE 的信号。美联储于 2013 年 12 月 18 日正式宣布缩减 QE，将月度 QE 规模缩减 100 亿美元。因为美国在 2011 年第二、第三季度出现了高通胀，美国 CPI 同比在 2011 年 9 月高达 3.9%，为金融危机后最高水平。此时，美国核心 CPI 为 2%，核心 PCE 为 1.88%。2015 年 12 月，美联储进行了金融危机之后的首次加息。将联邦基金利率上调 25 个基点，达到 0.25% 至 0.5% 的水平。当时核心 CPI 为 2.1%，核心 PCE 仅为 1.2%，而受低能源价格的影响，CPI 与 PCE 均位于 1% 以下。

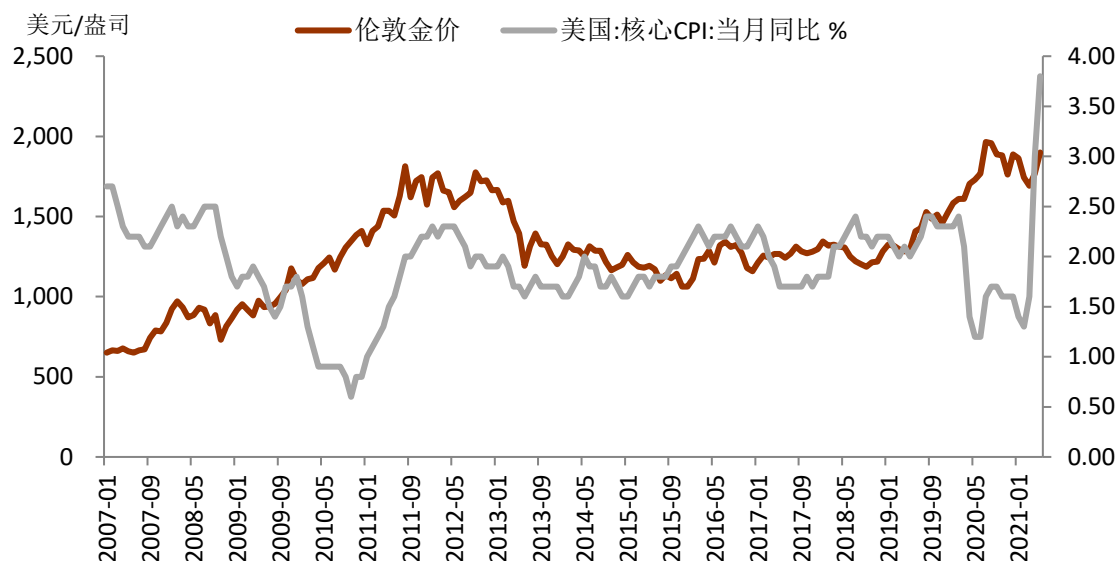
由此可见，在金融危机之后，从美联储停止 QE2、QE3 及 2015 年加息的情况来看，在以数量型货币工具为最核心的操作手段的背景下，核心 CPI 很可能是金融危机以来美联储货币政策框架中的隐形约束。

疫后美联储货币政策框架再次发生了调整。在 2020 年 8 月 27 日，美联储公开市场委员会（FOMC）宣布《长期目标和货币政策策略声明》，表示将采取就业优先的灵活“平均通胀目标制”（AIT），即将通胀目标 PCE 上调至平均为 2% 左右，这是 2021 年与 2013 年市场逻辑的最重要区别。

2021 年 5 月美国 CPI 同比增长 5.0%，创下 2008 年 8 月以来最高；核心 CPI 同比增长 3.8%，更是录得 1992 年以来最高。美国 5 月 PCE 物价指数同比升 3.9%，核心 PCE 物价指数同比增长 3.4%，创 1991 年以来最高，远高于美联储的官方通胀目标 2%。但美联储仍未开始缩减 QE，表明疫后美联储扩表行为已不再受 CPI 高企的约束，这与 2011 年截然不同。

在新的“平均通胀目标制”之下，即使通胀超出界限很多，美联储仍然对其非常容忍，并且维持其持续性。这就使得，类似于 2012-2013 年通胀达成金价即领先下跌的过程在 2021 年不再重现。此时，如果就业复苏仍缓慢，除非通胀恶化逼迫美联储提前行动，否则金价因减债预期而跌下时间节点会推后。这也解释了二季度就业数据的变化下，金价走势转强的原因。

图表 4 美国核心 CPI 与金价走势变化



资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

四、当前已进入紧缩预期发酵阶段

在 2012 年，当时美国通胀触碰到 2% 的目标后，美联储即开始准备收缩，带来金价见顶。但这一次的平均目标制，和滞胀问题的持续性，使得本次金价表现与 2013 年出现差异。

今年 3 月以来，美国的通胀数据快速飙升，远超预期的 CPI 数据，一度令市场担心加息会比预期的更快到来。但美联储一直在安抚市场不会提早加息，金价维持震荡走势。

美联储在今年 6 月 FOMC 会议上，才向市场发出缩减 QE 的信号。鲍威尔发言时虽未正式提及 Taper，但将今年的通胀预期大幅提升 1 个百分点至 3.4%，仍称通胀压力是暂时的，暗示 2023 年会有两次加息。从利率决议、经济预期、点阵图和加息预期来看，本次 FOMC 立场较市场预期表现鹰派。决议公布后，市场反应剧烈，金价应声大幅下跌。

从 2013 年美联储提出缩减 QE 到正式开始缩减 QE 有 7 个月的时间间隔来看，虽然当前美联储并不会很快采取行动来减少资产购买或提高利率，但美国经济数据表现亮眼，宏观情绪仍在改善。我们维持当前经济的稳步复苏及通胀压力加大都将支持美联储在下半年开启货币正常化进程的观点。同时，市场也在等待更多美国经济数据得指引。重点关注本周五将公布的美国 6 月份非农就业报告。

对照 2013 年，我们认为当前市场已经进入类似 2013 年 4 月的缩减 QE 预期发酵阶段。预计贵金属价格重心将继续下行。

风险因素：美国就业市场复苏不及预期

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。