

金价在3月20日触及2009美元/盎司，这是一年前因俄乌冲突爆发金价触及2070美元/盎司以来，再次抵达2000美元/盎司大关上方，引发诸多关注。总的来说，本轮金价上涨主要推动力是美联储连续加息正在诱发经济衰退和银行业危机，市场紧张和不安情绪快速升温，黄金再次充当避险工具。

黄金确定开始新一轮战略涨势

周智诚

美联储3月继续加息个25基点，这很有可能就是本轮加息进程的最后一次，因为有明显的实体经济衰退迹象和糟糕的银行业危机；金价触及2000美元/盎司大关，年内大概率再创历史新高。

美联储9次加息未能完全遏制通胀

美联储3月议息会议决定继续加息25个基点，联邦基金利率升至4.75%—5%目标区间，这是2007年9月即金融危机爆发前夕以来的最高水平。

本次加息是美联储自去年3月以来连续第九次加息，也是连续第二次幅度放慢至25个基点。美联储加息1年多，累计加息475个基点的效果却令人失望。3月14日公布的美国2月CPI/核心CPI为6%/5.5%；3月15日公布的2月PPI/核心PPI为4.6%/4.4%；美联储更加看重的PCE/核心PCE物价指数在1月是5.4%/4.7%。所有这些通胀指标和美联储自己的“平均通胀2%”都相去甚远，要想真正把通胀控制到2%，继续加息是肯定的。但美国经济的现状其实已经不允许美联储继续加息，因为各种各样的经济衰退信号已经出现。

各种各样的经济衰退信号一再出现

加拿大物流公司Descartes Systems Group的最新报告显示，美国海运集装箱进口量在今年前两个月下降了20%；今年1月和2月，以20英尺当量单位计算的入境美国集装箱总量为380万个，较2022年同期的478万个大幅减少，基本和2019年同期的水平相当。

越来越多的来自实体经济的数据显示，美国经济正在走向衰退。据就业公司Challenger, Gray & Christmas的报告，美国企业在1月和2月的裁员人数达到了2009年以来的最高水平，在已宣布的逾18万个裁减岗位中，科技行业占了三分之一以上。仅在2月，美国企业裁员人数就达到77770人，是一年前宣布的15245人的5倍多。3月15日公布的美国2月零售销售额环比下降0.4%，跌幅大于预期，美国国内媒体分析称，面对顽固的高通胀和高利率，消费者被迫缩减开支。3月16日公布的美

国3月费城联储制造业指数为-23.2，但实际上美国目前所有的地方联储制造业指数全部都是负值。3月7日盘中，2年期美国国债收益率升至5.02%，为2007年以来的最高水平，而10年期国债收益率仍低于4%，2年期和10年期国债利差42年来首次超过100个基点；美债长短端利差倒挂往往是美国经济衰退的前兆。

## 银行业危机持续推升市场不安情绪

3月10日早间美国监管机构派出大量人员突击寻访硅谷银行，随后加州金融保护与创新部关闭了硅谷银行，并将美国联邦存款保险公司（FDIC）指定为接收方，硅谷银行成为2023年美国第一家倒闭的投保银行机构。硅谷银行倒闭的原因是流动性不足且资不抵债。

美国社会科学研究网估计了在美联储快速加息过程中，美国银行的资产减值规模。研究显示，美国银行系统的资产市值比其持有至到期的资产账面价值低2万亿美元，所有银行的按市值计价的银行资产平均下降了10%。研究发现，即使只有半数未投保的储户决定提款，将有186家银行面临“硅谷银行式”危机。

除了硅谷银行，签字银行和第一共和银行也已关门，西太平洋合众银行摇摇欲坠。美国区域性银行业危机爆发后的两周时间内，美联储的资产负债表增加了3930亿美元，并迅速接近一年前创下的8.95万亿美元的历史最高值。在过去近一年的时间里，美联储通过QT也只不过缩减了大约6000亿美元的资产负债表。

如果美国的区域性银行还属于规模较小的银行，那么3月19日在瑞士政府的“撮合”下，瑞银宣布以30亿瑞郎收购的瑞信，则是全球性的大银行。这次收购直接导致面值约160亿瑞郎（约合172亿美元）的瑞信Additional Tier 1（额外一级资本）债券将被完全归零，引发市场激烈不满和动荡。

银行业危机令美欧的加息进程难以为继，甚至有可能为了缓解危机加速进入降息。据最新CME“美联储观察”工具的数据显示，美联储5月加息25个基点的可能性仅为25%，因此很有可能美联储3月加息就是本轮加息最后一次。同时市场预计在接下来的5次FOMC会议上每一次降息25个基点，使年底的利率降至3.50%—3.75%。

## 今年黄金价格大概率再创历史新高

截至3月23日的11个交易日里，2年期美债收益率从5.05%跌至3.76%，下行129个基点，这是资金大量涌入国债避险的结果。这也预示着美联储距离降息越来越近，金价已经从去年四季度开始快速上涨，有理由认为这就是金价对未来美国经济可能进入严重衰退和美联储降息的提前反应，金价出人意料地在3月再次顶破2000美

元/盎司大关，预示着今年金价大概率再创历史新高，同时这意味着金价的中长期战略涨势也已经确定启动，这无疑是市场参与者非常期待的。（作者单位：冠通期货）

行业人士：黄金价格仍将在历史高位徘徊

首席记者 谭亚敏

今年一季度，黄金呈现探底回升的走势，价格重心较去年四季度大幅抬升。截至3月27日，伦敦金较年初累计上涨约7.43%，而2月7日至今，伦敦金的累计涨幅为4.76%，明显强于白银、铜以及原油等大类商品资产的走势。

“近期在欧美银行接连出现危机、美联储出手为银行流动性托底后，市场对美联储货币政策转向宽松的预期不断升温，叠加避险情绪驱动，黄金价格快速拉升，一度突破2000美元/盎司大关。然而欧美央行如期加息并认为在银行系统风险可控的情况下将坚持遏制通胀，随着恐慌情绪有所缓解，当前美国就业和通胀数据仍存在韧性，黄金随即自高位回调，但总体上在加息周期接近尾声的预期下仍在历史高位附近振荡。”广发期货贵金属研究员叶倩宁说。

近期黄金表现强势，中信建投期货贵金属分析师王彦青认为，黄金走强的原因一是欧美爆发银行业危机，并且这场危机逐渐从银行挤兑风险升级为银行金融体系的信用风险，这催生了市场对于全球金融系统性风险的担忧，避险情绪大幅上升，带动美债风险偏好显著回落，全球债券收益率下跌，直接对黄金形成估值上的利多效应。二是美联储3月偏鸽派的加息操作。2月初至今美国一系列的经济数据皆支撑美联储进一步加息，市场在这场银行业危机之前一度预计美联储在3月将加息50个基点，并且本轮加息的终点——联邦基金利率也被推升至5.5%以上。由于美联储也考虑到当下的金融系统风险，所以选择了较为保守的加息方式，只加了25个基点，这反而令市场更加笃定美联储即将扭转其货币政策，并提前押注美联储将在今年下半年开启降息。这使得美元指数大幅走弱，对于黄金而言，也形成了明显的利多效应。此外，自3月初以来，美联储资产负债表再度扩张，流动性宽裕也使得黄金估值进一步上升。

不过，期货日报记者注意到，本周一黄金价格大幅走弱，从接近2000美元/盎司的高点快速回落。“上周五公布欧美PMI数据均持续转好，特别是美国，其制造业以及服务业景气指数均持续环比上升，这在一定程度上提振了市场的紧缩预期。另外，由于欧美央行的救市行为，市场逐渐从危机模式中平复，银行也风险可控地缓解了市场避险情绪，风险偏好回归带动债券利率上升。”王彦青说。

当前影响黄金走势的因素有哪些？叶倩宁认为，一是欧美央行持续加息带来的经济

衰退甚至是银行危机，这个是持续提振黄金避险属性的重要因素。因为黄金与风险资产价格的相关性较低，在危机来临时更加具有配置价值。二是美联储的货币政策周期，这是由于黄金是美元计价的无息资产，货币政策周期与美元信用周期有较大关联，当美元信用随着货币宽松而转弱，黄金往往有更好的表现。

由于黄金是一种无息资产，持有黄金并不会产生稳定现金流，但同时其兼具抗通胀属性，所以可以将实际利率作为持有黄金的机会成本，从而对黄金进行反向定价。

“从2000年年初至今，通过回溯黄金价格与美债10年期利率的相关性，可以看到两者的负相关性高于90%，体现出非常显著的负相关性。从这一方面来看，可以将实际利率作为研究短期黄金价格变动的核心因素，而将其他指标作为次要因素。并且，利率端实际上也包含了全球央行货币政策、全球商品以及全球经济景气周期的综合变化，从这一点上看，也较好地覆盖了所有影响黄金价格的关键因素。”王彦青认为。

近期，由于资本市场的各种危机显现，黄金一度成为众人追捧的品种，而以原油为代表的风险类品种却一路下行。如今这两者之间的比值已迅速攀升至26桶/盎司之上，远超去年11月的20桶/盎司的价位。

王彦青告诉记者，目前金油比大约是25.3，处在常规经济周期偏高的位置。从本质上看，金油比剔除了两者的通胀相关性，更能反映市场的风险偏好情绪。从历史上看，金油比的快速拉升期都伴随着金融危机的爆发，比如2008年年中以及2020年年初，均出现了金油比的大幅走强。而目前而言，由于银行业系统性风险的存在，也使得市场的避险情绪上涨，加大避险资产的配置（买黄金）并减少风险资产的头寸（卖原油），这是近期金油比快速上升的主要原因。

“此前在银行业危机爆发过程中金油比出现了自23左右大幅拉升至27的情况，但随着恐慌退却比值随即回落。黄金和原油均为金融属性较强的商品资产，其比值反映了市场的风险偏好，当投资者避险情绪升温，金价相对油价走强，金油比随之上升。”叶倩宁说，但上述情况亦有例外，如2022年俄乌冲突爆发时金油比快速回落，这是由于在全球供应链受限的情况下，俄乌冲突对原油的供应产生了巨大的影响。

如何看黄金的后市？王彦青认为，黄金价格已经接近了估值的高点，突破历史高点（伦敦金价格2075美元/盎司）的可能性不高。黄金在过去十几年的定价核心上都是锚定美债实际利率，但是从2022年年初开始，两者的关系明显脱钩，这主要是因为2022年创纪录的高通胀环境。但是未来依然随着通胀水平逐渐回落，黄金与实际利率的相关性存在回归的可能性，如果黄金价格向着实际利率回归，那么金价将大幅下跌。考虑到目前全球金融的不稳定性以及“去美元化”的大背景，黄金在需求上也需要考虑更多权重的实物需求属性，如果从这一点看，黄金依然是资产配置的热品种。因此预期未来一段时间内黄金价格仍然会在历史高位徘徊一段时间。

目前全球银行系统流动性风险的恐慌情绪有所缓解，3月加息后美联储将进入1个多月的空窗期，在货币政策未有实质性转变的情况下市场预期会有较大波动，很难走出确定性的趋势，但欧美银行业风险未能解除使避险需求难消支撑贵金属价格。“中长期看，美联储更加重视流动性风险，因此在加息周期进入尾声时转为通过缩表来压制通胀，尽管距离降息仍有距离，但紧缩的预期放缓叠加央行购金等因素支撑，黄金将维持偏强振荡，建议回调到1900美元/盎司（国内金价425元/克）附近支撑位买入。”叶倩宁说。

本文源自期货日报