

美联储6月议息会议宣布加息75个基点之后，大宗商品价格出现普遍性下跌走势，就连原油也不例外。不过，我们发现国际黄金价格跌幅不是很大，甚至还略有反弹。短期来看，美联储加息之后，利率抬升带来的利空似乎有减弱的趋势，且加密货币在美联储加息后暴跌也带动部分资金增持黄金，这也是黄金抗跌的主要原因。然而，中长期来看，随着美联储持续加息和缩表，美元实际利率继续抬升的势头不会逆转，持有黄金的机会成本上升，黄金的投资需求还将下滑，这会抑制黄金价格。只不过，在美元没有发生流动性危机的情况下，避险带来的买盘和各国官方增持黄金而降低美元资产使得黄金投资需求下滑缓慢，这不同于以往美联储货币紧缩时黄金价格会出现快速下跌。

### 全球货币紧缩下持有黄金的机会成本上升

从黄金价格的中长期驱动逻辑来看，黄金价格走势取决于黄金的投资需求，并非工业需求和首饰需求。而黄金的投资需求取决于机会成本。伴随着全球出现普遍性的货币紧缩，持有黄金的机会成本上升是不可逆转的，这将抑制黄金的投资需求。

6月15日，美联储宣布将政策利率联邦基金利率的目标区间从0.75%—1.00%升至1.50%—1.75%。这是美联储1994年11月以来最大的单次加息幅度，也是逾27年来美联储首度一次加息75个基点。

根据美联储公布的点阵图，我们测算接下来4次美联储议息会议加息空间为175个BP，每次不足50个BP。但是如果美国通胀持续居高不下，那么点阵图预计的年内利率上限3%—3.25%的区间还会上移。当前美国通胀不仅是货币和需求问题，供应冲击会在很长时间存在，类似于20世纪70年代滞胀期。

另外，我们发现除了美联储加息之外，欧元区、英国和多个新兴经济体都在加息，这意味着全球流动性都在收缩，从而带来的是融资成本上升和持有黄金的机会成本上升。市场普遍认为美元实际利率是持有黄金的机会成本。

数据显示，截至6月17日，衡量美元实际利率的10年期TIPS收益率为0.67%，去年同期仅有-0.75%，实际上2020年1月29日至2022年4月28日美元实际利率一直是负的。历史经验显示，美元实际利率要回落需要美联储货币政策重新转向宽松且利率下行要快于通胀下行，不然单纯依靠降息或QE也很难引导实际利率重新回落。从目前的情况来看，美国高通胀使得美联储货币政策重新转向宽松不太可能。20世纪70年代滞胀期的历史经验表明，高通胀会导致美联储不会因经济衰退而放弃紧缩。

### 加密货币暴跌可能刺激黄金的短期买盘

自6月10日美国公布的5月CPI数据超出预期以来，全球投资者因担心通胀将持续更

长时间而抛售风险资产。其中，表现最差的当属加密货币市场。据CoinDesk数据，比特币价格由6月10日的3万美元持续跌至2.1万美元附近。而在6月16日美联储宣布将联邦基金利率目标区间上调75个基点至1.50%—1.75%之后，比特币曾出现小幅反弹，随后又进一步下跌，一度跌破1.8万美元。

从近几年黄金和加密货币的联系来看，2020—2021年，美联储实施宽松货币政策，但是黄金价格涨势并不强劲，原因在于部分投资需求转向加密货币，例如比特币在2020年暴涨300%以上。而2022年，美联储货币政策紧缩，比特币出现暴跌，截至6月21日，年度跌幅超过50%。

从黄金ETF持仓来看，在美股和加密货币暴跌的情况下，黄金ETF持仓下滑并不大，这可能是部分投资需求回归到黄金配置。从历史经验来看，除非发生美元流动性危机，从而导致所有资产无差别抛售，黄金还是在市场恐慌时的增持资产。截至6月17日，全球最大的黄金ETF——SPDR黄金持有量为1075.54吨，虽然低于2020年9月21日创下的历史最高纪录1278.82吨，但是高于去年同期的1041.99吨。

不过，我们认为，中长期黄金价格走势取决于实际利率，未来美元实际利率有望继续上升，从而增加持有黄金的机会成本，这会抑制黄金的投资需求。因此，投资者可以运用芝商所的COMEX上海金（美元）期货（合约代码：SGU）和上海金（离岸人民币）期货（合约代码：SGC）进行风险部署，境内投资者也可以运用上期所黄金期货（在岸人民币计价）做风险对冲，买入COMEX黄金或上期所黄金近月合约，卖出远月合约。上海金期货合约的优势在于提供最符合投资者需求的美元或离岸人民币计价合约选择等。（作者单位：宝城期货）

芝商所于2019年推出上海金（美元）期货和上海金（离岸人民币）期货。此合约为客户提供参与中国黄金市场的机会，客户可以选择以美元计价还是以离岸人民币计价的合约进行交易。合约标的为上海黄金交易所的黄金基准价午盘价，以现金结算方式交割。上海金期货由COMEX提供，令市场参与者进入中国市场更加容易。

本文源自期货日报