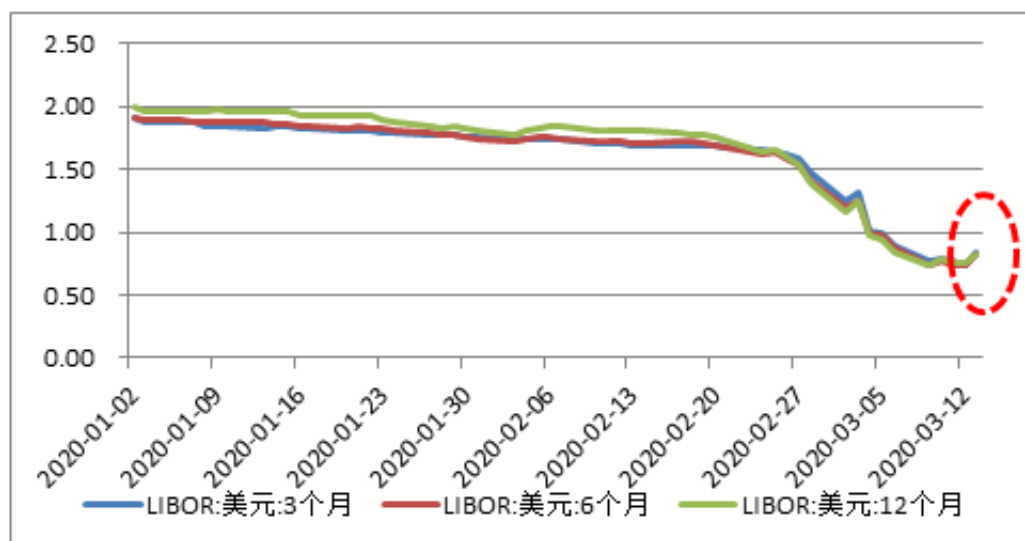


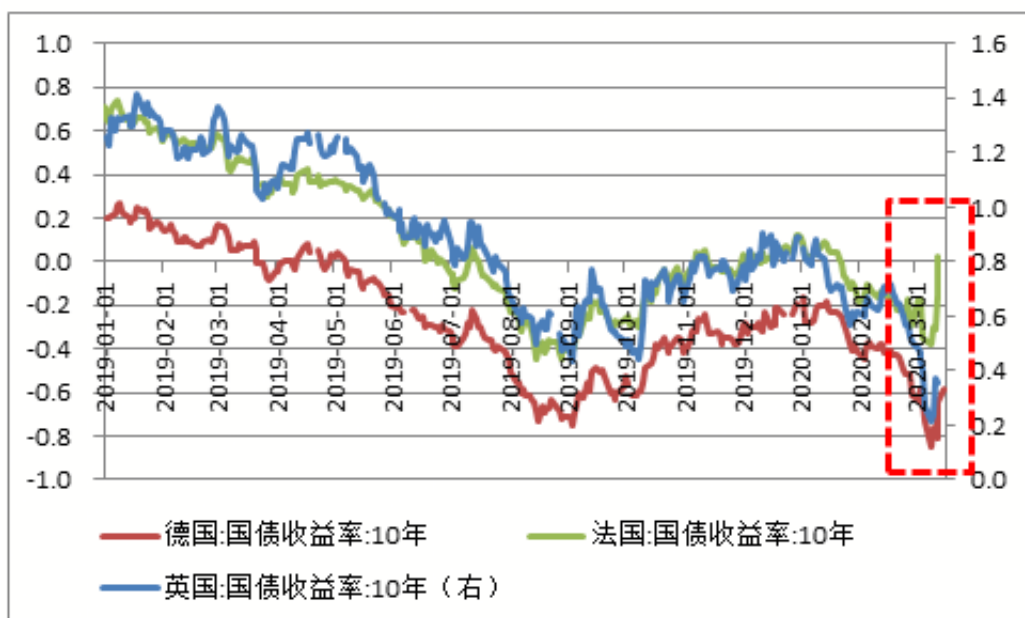
图 1 美元银行同业间拆借利率



数据来源: Wind、苏宁金融研究院

近期在美联储连续超预期降息、量化宽松后，美国10年期国债收益率从3月9日最低的0.54%开始反弹（见图2），国债收益率上行说明债券被抛售而导致价格下跌。在疫情发酵、低利率的情况下，具有避险特性的美国国债收益率反弹说明市场需要现金而抛售国债。

图 3 欧洲主要债券市场国债收益率



除了低风险债券外，美国高收益债券的收益率利差出现了明显的扩大，这不仅体现出风险偏好的降低，也一定程度上体现出流动性的紧缺。

2、美元指数

近段时间，美国相较欧洲和日本（欧元和日元占美元指数比例超过70%）进行了更大幅度的降息，美元指数不仅没有走弱，还出现了3.6%的反弹（见图4），可见全球的美元需求增强。

表 2 3月9日-3月17日主要货币贬值情况

货币名称	相较美元贬值幅度
欧元	2.3%
英镑	6.6%
日元	3.7%
人民币	1.2%

数据来源：Wind、苏宁金融研究院¹

3、美联储货币政策

3月份以来，美联储用尽了洪荒之力，将基准利率降至0附近，虽然直接导致了市场对美国未来经济衰退的进一步担忧，但也能缓解当前过高负债的负担。

与此同时，美国还调降了超额准备金率50个BP，通过逆回购向市场紧急投放1.5万亿美元，并开启了7000亿美元的量化宽松。这一系列操作的直接目的就是为了给市场提供资金，以此应对可能出现（甚至可能已经出现）的流动性危机。虽然美联储受到的外部压力较大，但是从独立性和专业性的角度来看，一定是看到了相应指标的恶化才会做出如此大的动作。

回顾2008年全球金融危机的时候，华尔街因为缺乏流动性，以及美联储对金融市场救助的必要性受到质疑，导致市场因为资金断裂而出现恐慌性下跌，进而螺旋式负向反馈，危机从受困金融机构蔓延到优质企业，直到美联储开启量化宽松、政府介入接管两房并救助系统重要性金融机构才开始出现转机。

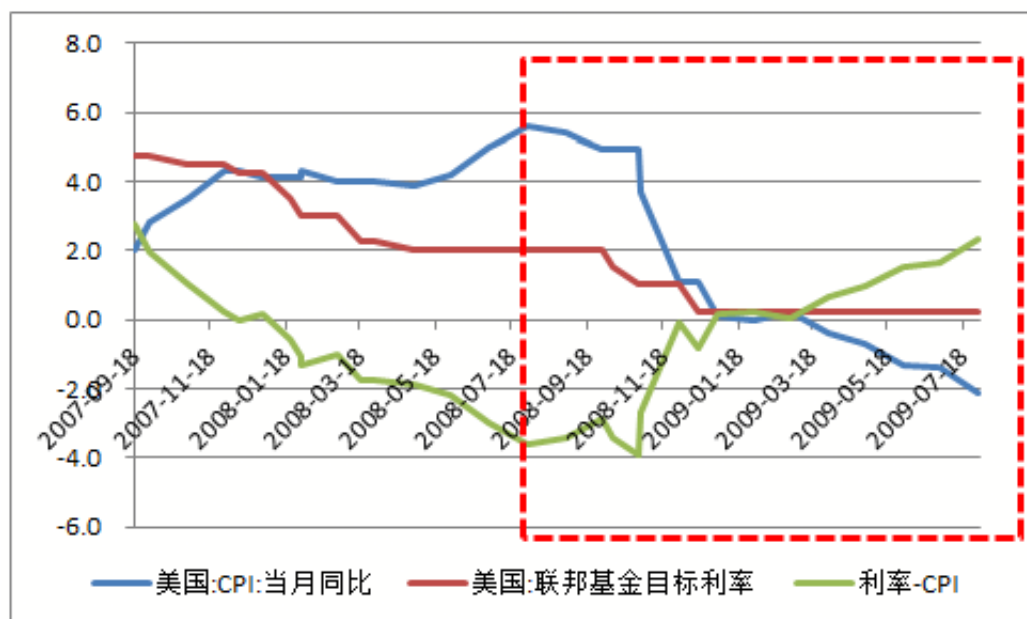
因此,综合以上几点观察，我们可以发现美元当前的流动性出现了紧缺的迹象。之所以出现流动性担忧，是因为当前美国债务率高达254%，其中企业部门债务率为75%（债务高企的一个主要原因是企业发债用于股票回购提高每股收益和分红），受到疫情影响，企业未来的现金流将会受到一定程度的打击，债务偿还压力加大，资产负债表质量恶化，为了兑付债务，不得不继续借款或者抛售流动性好的优质资产。

而从美国当前高收益债券规模不断扩大可以明显看出，拆东补西已难以为继，抛售流动性好的资产将不可避免。因此，我们认为当前黄金价格下跌的一个重要因素是美元的流动性紧缺，黄金作为一类资产，同样也会受到短期资金面的影响。

通缩的担忧

在次贷危机爆发后，黄金价格因避险属性先是出现了较为明显的上涨，但是同样受到流动性枯竭的影响，黄金后续进入了宽幅震荡的下行区间（见图5）。除了流动性之外，还有一个带动黄金价格下行的因素值得我们关注：通缩预期。

图 6 次贷危机期间美国联邦利率和 CPI



回到当下，笔者认为市场预期全球进入通缩周期不无道理：宏观需求不振、叠加新冠肺炎对于全球供需端的双重打压，而自OPEC+会议谈判破裂后，全球油价大幅下跌，这使得通缩预期更为强烈，因此黄金价格受到明显的压制。

其他因素

1、黄金的交易机制

在一般情况下，黄金的日常波动率较低，在所有的资产类别中属于低风险资产，因此很多机构在投资时，会使用较高倍数的杠杆。而当黄金价格出现较大幅度下跌时，将会导致很多机构由多转空、被动平仓，这将会在短时间内引发恶性循环：越跌越抛，越抛越跌。

2、恐慌情绪

此轮新冠疫情席卷全球，资本市场下跌的深度与速度均历史罕见，而当低风险的国债和避险的黄金均开始被无差别抛售后，全球的恐慌情绪更为严重。加之，若对黄

金下跌的原因无法准确地分析，很有可能会做出黄金避险失效的仓促判断，从而加速资金从黄金撤离。

3、技术面

前期黄金价格上涨过快，具有一定的回调压力。

投资建议

处于危机之中，我们不能只看到危险，而忽略了机会。首先我们要冷静的思考，为何会出现风险资产和避险资产同时被抛售的原因，进而才能重新审视我们的投资逻辑、资产配置、交易纪律是否已经发生根本性变化。

短期来看，当前黄金的价格仍会受到上文中分析因素的持续影响，至于何时能够消化，我们很难做出精确的判断，但是我们以前分析的投资逻辑并没有发生根本性的变化：全球处于降息周期并将大规模开启量化宽松、美元指数将弱化、全球经济下行、黄金供给下降而需求上升、风险事件频发等仍然成立，所以投资者不必过度恐慌。但是，在投资黄金时，仍有一些需要注意的地方：

(1) 短期的不理性是无法量化的，必须制定严格的投资逻辑和交易纪律。

对于黄金，如果非常坚定自己的投资逻辑，那么可以实行定投方案；对于风险偏好较低的投资者，可以做右侧交易，在黄金重回上涨趋势后再跟随。

(2) 在黄金的投资品种上，我们也要注意，现货黄金、纸黄金、黄金ETF能够较为紧密的跟随国际黄金价格，但是黄金产业链相关的股票除了会受到现货黄金的影响外，还会受到其他因素的影响，比如业务不单一、管理层能力、资产负债表质量等个体原因，以及系统性风险这一共性因素。当全球金融市场出现系统性风险时，黄金的股票也会受到极大的打击。

【钛媒体作者介绍：本文由“苏宁财富资讯”原创，作者为苏宁金融研究院研究员陆胜斌】