

张明

zhangmingcass@vip.126.com

黄金与原油价格为何齐涨？

2016 年年初至今，全球金融市场上出现了一种比较独特的现象，也即风险资产与避险资产价格齐涨。众所周知，风险资产是与经济周期走势正相关的顺周期资产，避险资产是与经济周期走势反相关的逆周期资产。按照常理，风险资产与避险资产的运动方向应该是相反的，那为什么 2016 年年初至今，全球金融市场上出现了“美股与美债齐飞，黄金共原油一色”的局面呢？本文试图以黄金与原油为例，来尝试着说明风险资产与避险资产价格齐涨的缘由。

2015 年 12 月 31 日至 2016 年 9 月 6 日，伦敦金属交易所黄金现货价格由每盎司 1060 美元上涨至每盎司 1337 美元，涨幅约 26%；同期内伦敦布伦特原油现货价格由每桶 38 美元上涨至每桶 47 元，涨幅约 24%。2016 年年内，迄今为止黄金与原油的现货价格最高点分别出现在 7 月 6 日与 6 月 8 日，分别达到每盎司 1366 美元与每桶 53 美元。

如何来分析大宗商品的价格走势呢？笔者认为，可以从以下包括五个要素在内的框架来展开分析。前两个要素分别是供给与需求，任何商品的价格决定都离不开供求关系。第三个要素是计价货币的汇率走势，由于全球大宗商品价格的计价货币主要是

美元，因此美元汇率走势也会影响美元计价的大宗商品价格。美元升值将会导致大宗商品的美元价格下降，反之亦然。第四个要素是全球投资者风险偏好的变化。通常而言，投资者风险偏好上升将会推升风险资产价格、压低避险资产价格，反之则反是。第五个要素则是对全球流动性变化的预期。一般而言，对未来流动性将会放松的预期，将会推升各类资产价格，而对未来流动性将会紧缩的预期，将会压低各类资产价格。

不难看出，在上述五个要素中，除了各类商品自身的供求之外，全球投资者风险偏好的变化，对风险资产与避险资产的价格影响是反向的，这也恰好是为什么正常情况下风险资产与避险资产价格呈现反相关的重要原因之一。不过，美元汇率变化以及对未来流动性变化的预期，对风险资产与避险资产的价格影响是同向的。因此一个合理的猜测就是，在 2016 年推动黄金与原油价格齐涨的，很可能就是计价货币与流动性预期这两个因素在起作用。

事实的确如此。

首先，从供给与需求来看。2016 年，全球经济增长依然低迷。根据世界银行的预测，2016 年全球经济增速可能仅有 2.6%，显著低于 2015 年的 3.1%。尽管美国、英国经济出现了一定复苏，但包括中国在内的大多数国家的经济增速仍在下行。换言之，全球需求依然疲软。从供给来看，黄金的供给非常稳定，而 2016 年迄今为止全球原油的供给也呈现稳定态势。地缘政治冲突的加剧并未导致全球原油供应链的紧张。因此，供给与需求要素并非导致今年以来黄金与原油价格上涨的主要因素。

其次，从计价货币汇率走势来看，2015 年 12 月 31 日至 2016 年 9 月 6 日，美元指数由 98.6 下降至 94.8，贬值了 4.0%。美元指数在 2016 年年底的最低点，出现在 5 月 2 日，数值为 92.6。大致来看，从 2016 年年初至 5 月初，美元指数呈现出波动中下行的特征；而从 5 月初，美元指数呈现出波动中微升的特征。导致前一阶段美元指数下行的主要因素，是受国内经济复苏存在不确定性的影响，美联储在 2016 年上半年没有加息。而导致后一阶段美元指数微升的主要因素，是随着美国经济数据的好转，关于美联储加息的预期正在升温。不难看出，今年以来黄金与石油价格的先升后降格局，与今年以来美元指数的先降后升态势，存在密切联系。

再次，从对全球流动性变化的预期来看，在 2016 年上半年，随着全球经济的持续疲软，以及部分发达国家的增长乏力、动荡上升，全球流动性趋于更加宽松的态势。例如，今年年初日本央行加入了负利率的阵营。又如，6 月份的英国脱欧公投既加剧

了英国央行降息的预期，也加强了美联储可能继续推迟加息的预期。此外，欧洲央行与日本央行的量化宽松政策也在 2016 年上半年继续加强。然而，从 2016 年下半年起，尤其是最近两个月以来，伴随美国国内就业数据的进一步改善，以及美联储高层官员对于货币政策变动的措辞的变化，关于美联储可能在下半年加息一次的预期开始升温，对于全球流动性的预期开始收紧。因此，今年以来黄金与石油价格的先升后降格局，与同期内全球流动性变动预期由宽松转为趋紧，也存在密切联系。

未来一段时间，全球黄金价格与原油价格将会何去何从呢？首先，我们认为，如果不发生意外状况（例如地缘政治冲突加剧），供给与需求依然不会成为 2016 年下半年或 2017 年黄金与石油价格变动的主要因素；其次，我们认为，未来一年半时间内，随着美联储加息预期的增强或加息的到来，美元指数在波动中上升是大概率事件，而这将会打压黄金与原油价格；再次，与上述判断相对应，未来一段时期内全球流动性状况可能呈现总体宽松的格局，但一旦美联储加息预期增强，流动性预期也会相应变动，这种总体宽松的流动性格局将会托底原油与黄金价格；最后，从投资者风险偏好来看，我们认为，未来一段时间，随着欧盟银行业问题加剧、全球地缘政治冲突上升，投资者风险偏好可能下降、避险情绪可能增强。因此，未来全球风险资产与避险资产相比，前者发生下调的压力可能更大。

综上所述，我们认为在未来一年半时间内，全球石油价格可能呈现低位盘整态势，价格区间约在每桶 40 至 60 美元左右；全球黄金价格可能呈现先降后升格局，价格区间约在每盎司 1100-1500 美元上下。

（笔者为中国社科院世经政所国际投资室主任）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。