



张明

中国社科院
世经政所国际
投资室主任、盘古
宏观研究中心
高级研究员

黄金与原油价格为何齐涨

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。

2016年年初至今，全球金融市场上出现了风险资产与避险资产价格齐涨的局面，“美股与美债齐飞，黄金与原油共舞”即是典型的表现。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，因此二者价格运动方向按常理应该是相反的。那么，造成这种独特局面的原因是什么？以下，笔者将以黄金和原油为例，尝试说明其中的缘由。

笔者认为，大宗商品价格通常可从以下五个要素来分析。前两个要素分别是供给与需求，任何商品的价格都离不开供求关系；第三个要素是全球大宗商品的计价货币——美元汇率的走势；第四个要素是全球投资者风险偏好的变化；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，会推升各类资产价格；而对未来流动性将会紧缩的预期，则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，这也是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。据此，对2016年推动黄金与原油价格齐涨原因的一个合理猜测，很可能就是计价货币与流动性预期这两个因素。

事实上也的确如此。

其一，从供给与需求来看：2016年迄今，全球经济增长依然低迷，需求依然疲软；而供给方面，黄金的供给非常稳定，原油供给也很平稳，即使地缘政治冲突加剧，也未能导致全球原油供应链的紧张。因此，供给与需求要素并非是导致今年以来黄金与原油价格上涨的主要因素。

其二，从计价货币汇率走势来看：从2016年年初至5月初，美元指数大体呈现出波动中下行的特征；而从5月初开始，美元指数呈现出波动中微升的特征。前一阶段美元指数下行，是因为美联储在2016年上半年考虑到国内经济复苏存在的不确定性而没有加息；而后一阶段美元指数微升的主要原因，

则是随着美国经济数据的好转，市场对美联储加息的预期出现升温。与美元走势对应，今年以来黄金与原油价格也呈现先升后降的格局。不难看出，这与今年以来美元指数先降后升态势存在密切联系。

其三，从对全球流动性变化的预期来看：2016年上半年，由于全球经济持续疲软，以及部分发达国家经济增长乏力、动荡上升，全球流动性趋于更加宽松的态势；而进入下半年后，尤其是近两个月来，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，也推升了全球流动性开始收紧的预期。可以说，今年以来黄金与石油价格先升后降的格局，与同期对全球流动性预期前松后紧的变化存在密切的联系。

那么，未来一段时间，全球黄金价格与原油价格将会何去何从？笔者认为，第一，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。第二，未来一年半的时间内，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。第三，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；但美联储加息预期一旦增强，流动性预期也会相应变动。这种总体宽松的流动性格局，对原油与黄金价格会起到托底作用。第四，从投资者风险偏好来看，未来一段时间，随着欧盟银行业问题进一步恶化、全球地缘政治冲突升级，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，前者下调的压力可能更大。

综上所述，笔者认为，在未来一年半左右的时间，全球石油价格可能呈现低位盘整态势，价格区间在每桶40—60美元；全球黄金价格可能呈现先降后升格局，价格区间在每盎司1100—1500美元。