



市場風險監測：市場缺乏立即轉空證據，但黃金重新獲得資金青睞，不排除避險者開始為更大的變局做準備

2019.6.17¹

- 風險資產持續反映經濟成長預期的調整及 Fed 降息預期，避險資產配置組合有轉向黃金的現象，雖原因之一可能係美公債評價偏貴故轉進價格仍相對低的黃金，但不能排除避險者認為美國或美元相關風險上升，而對此一可能性預作準備。
- 上週美股震盪小漲，然反應更加堅定的 Fed 降息共識，短期利率明顯下行。資金成本下降，加上表現相對落後美公債，配合經濟降溫預期，使資金進入相對表現落後的黃金。美元指數同步走強下，黃金的上漲更令人注意。股市的持穩及美元走強壓抑了日圓評價及短期避險交易的需求。
- 黃金與美債雖然共享許多因子，然而黃金沒有美國主權風險(例如，美國財政紀律、美元貶值)，而美債及美元則有該因素。故，對於資金重新進入黃金的現象，應解讀為避險交易者同時在防範來自美國或美元的風險因子。
- VIX 期貨顯示，期限利差已經擴大至多頭水位，各合約的 OI 也不高，顯示不論是透過 VIX 做多股市指數或透過 VIX 避險的需求都不強烈。惟，VIX 期貨近月合約剩下 3 個交易日，次近月合約(6/20 成為近月合約)仍有 16.5 以上，顯示市場仍對中期風險保有警惕。

- 風險資產持續反映經濟成長預期的調整及 Fed 降息預期，避險資產配置組合有轉向黃金的現象，雖原因之一可能係美公債評價偏貴故轉進價格仍相對低的黃金，但不能排除避險者認為美國或美元相關風險上升，而對此一可能性預作準備。

上週美債殖利率繼續小幅下行，近兩周於底部震盪；日圓近兩周保持穩定甚至小幅貶值；美元走強，部分反映歐洲央行政策向鴿傾斜，致歐元拉回。整體觀察，風險資產之間的相對變化，因子仍以反映匯率及利率市場本身的變化為主，反應市場風險趨避的成分並不是很高。

近兩週的利率及匯率反映兩件事情：其一為 Fed 官員對降息態度的鬆口(及背後市場對於經濟成長、經濟週期預期的調整)，其二為歐洲央行的偏鴿政策態度

¹ 元大投顧黃雍漢對本報告有重大貢獻。

(英國脫歐議題也一直是壓抑歐元的原因)。原本經濟成長預期下調、經濟週期向上延後、降息預期及持續低息環境的預期，對黃金評價便是支撐因素，而偏鴿的歐洲央行除壓抑歐元之外，對美元及黃金的相對價值都有幫助，這比較能夠合理說明美元與黃金同時走升，卻又不是相對較強的風險趨避氣氛造成(因日圓、VIX期貨、美股皆持穩，可以暫時排除短線風險趨避氣氛升溫因素)。因此研判黃金的「補漲」主要是利率及匯率市場的內生性因素。

然而，黃金與美債雖然共享許多因子，然而黃金沒有美國主權風險(例如，美國財政紀律、美元貶值)，而美債及美元則有該因素。對於資金重新進入黃金的現象，應解讀為避險交易者同時在防範來自美國或美元的風險因子

仔細檢查幾個主要風險趨避資產與股市的關聯

➤ **S&P500、美國十年公債：**

5月股市開始拉回前，美國十年公債殖利率已經提前開始下降，反映對經濟成長預期的修正，並反市場認為Fed需要降息。上週Fed官員對降息的態度鬆口，從利率期貨看，目前市場主流意見是至明年4月左右Fed可能會降息3-4次。

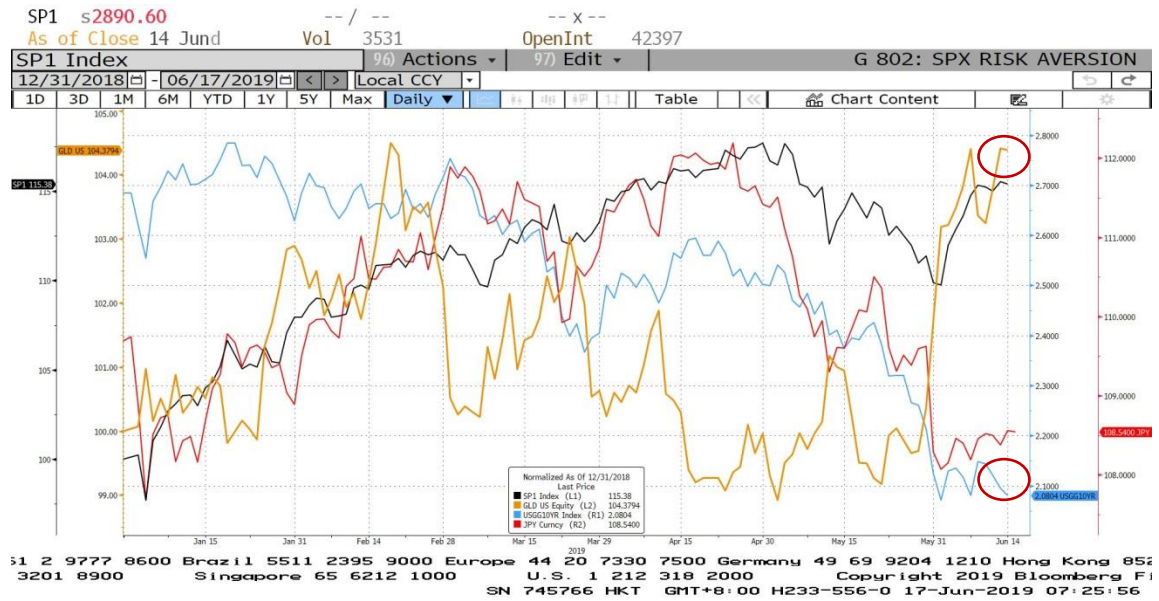
➤ **S&P500、黃金**

黃金在2018年11月至2019年1月市場情緒較為悲觀、恰好美元指數也不強時曾經有一段上漲；對照5月以來的市場趨勢，雖然股市修正但風險趨避情緒並不是非常強烈，而美元指數並不弱勢，黃金僅在某些日期股市有大幅波動時方有一日行情，但金價隔日便回降，並未形成趨勢。直到上週Fed對降息鬆口，黃金才再有漲勢(注意上週S&P是連續上漲)。故5月以來的股市修正中，黃金並未成為主流避險交易的工具，也顯示市場此前只是修正，並未到達恐慌，資金並未湧入黃金形成強漲。反倒是降息(或公債殖利率下降)降低了持有黃金的機會成本(黃金沒有收益)，對金價的推升效果還大於股市下挫，更加顯示5月以來的股債匯行情主要是評價面的調整而已。

➤ **S&P500、日圓**

日圓可說是市場較為集中使用的避險工具，5月以來S&P500的下跌也與日圓走強大略同步。可以理解是，美中貿易戰開打對東亞經濟有較直接的影響，日圓在這個位置上逐漸成為市場共識度比較高的避險交易工具。5月31日美墨新摩擦除了事主墨西哥披索明顯貶值，日圓也同步強升，可見一斑。

圖 1 S&P500 與風險資產的比較

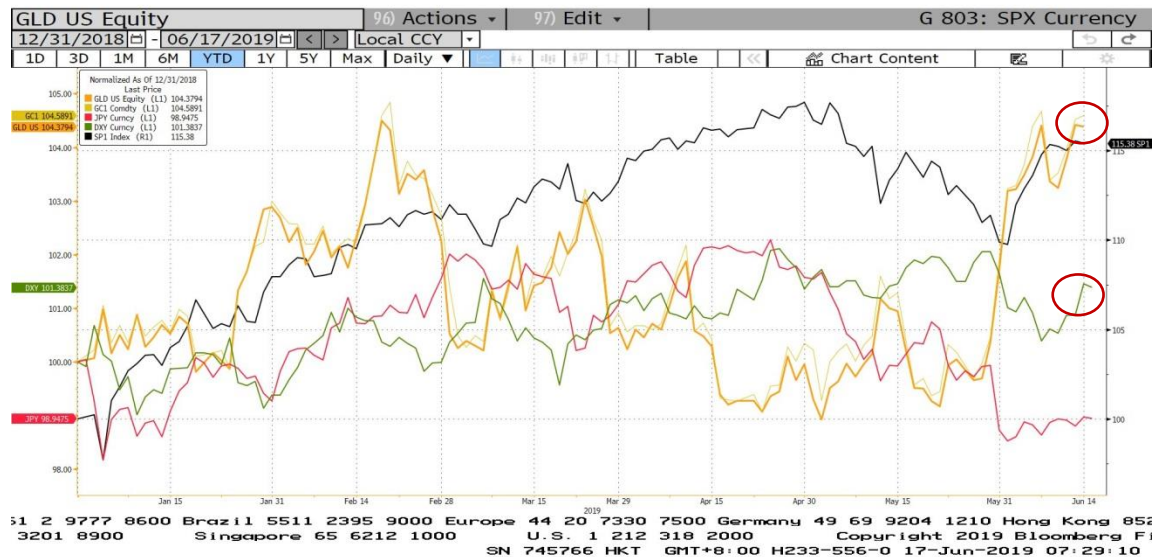


黑: S&P500 指數期貨(SP1), 橘: 黃金 ETF (GLD), 藍: 美國十年公債(USGG10YR), 紅: 1 美元兌日圓(JPY)

(S&P500及黃金 基期2018/12/31=100)

資料來源: Bloomberg

圖 2 S&P500 指數與貨幣的比較



黑: S&P500 期貨, 橘: GLD, 黃: CME 黃金期貨連續近月(GC1), 紅: 日圓, 墨綠: 美元指數(DXY)
(基期 2018/12/31=100)

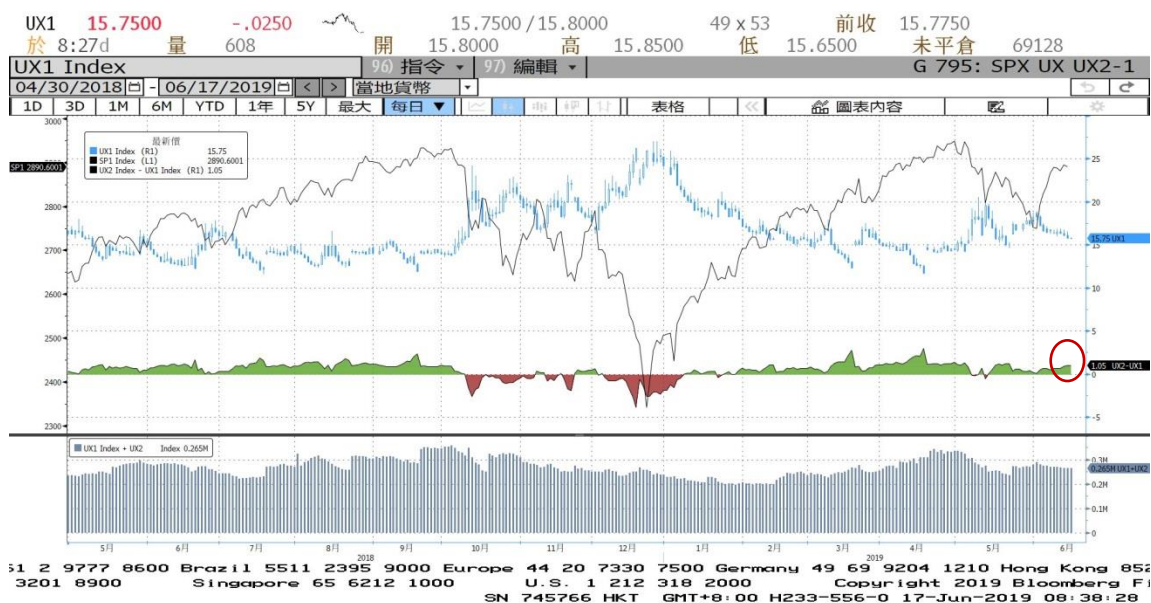
資料來源: Bloomberg

- VIX 期貨顯示，期限利差已經擴大至多頭水位，各合約的 OI 也不高，顯示不論是透過 VIX 做多股市指數或透過 VIX 避險的需求都不強烈。惟，VIX 期貨近月合約剩下 3 個交易日，次近月合約(6/20 成為近月合約)仍有 16.5 以上，顯示市場仍對中期風險保有警惕。

S&P500 及 VIX 期貨方面，近月(6 月)合約剩餘 3 個交易日，次近月-近月期限利差擴大至健康多頭水平的 1.0 以上，且近月+次近月未平倉量(OI)數量穩定，顯示市場預期 3 天內不會有嚴重的風險事件。然，次近月(7 月)合約目前仍有 16.5 以上水平，顯示市場仍對中期行情保有一定警惕。由於目前來沒有觀察到 OI 有迷明顯增量，尚無指向重大風險即將發生的現象。

VIX 期貨合約曲線顯示，上週基本為曲線逐日下移一點點，反映近月期貨距離到期日接近，市場對風險的警惕沒有明顯改變。

圖 3 S&P500 與 VIX 期貨序列的關係



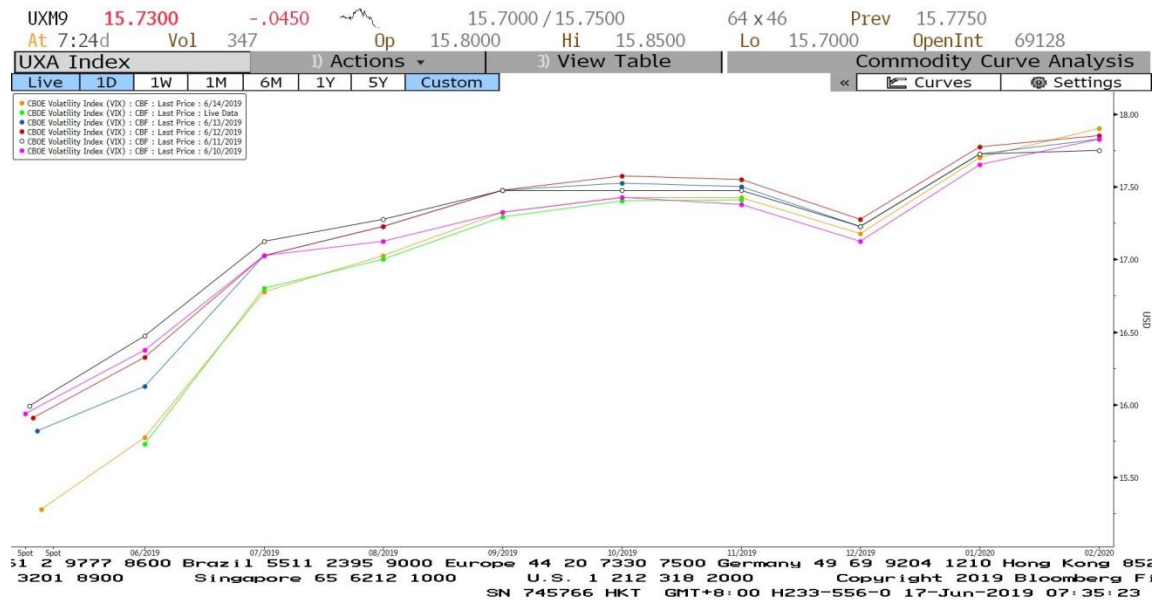
黑: S&P500 期貨, 藍 K 線: VIX 期貨(UX)連續近月(UX1)

綠/紅: UX 連續次近月-UX 連續近月 (UX2-UX1)

下方柱狀圖: UX 近月+UX 次近月的未平倉量(Open Interest)

資料來源: Bloomberg

圖 4 UX 合約的遠期曲線



資料來源：Bloomberg