

黄金没有“黄金机会”

证券研究报告
2021年04月26日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人
linyanyan@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：4 月资产配置报告》
2021-04-22
- 2 《宏观报告：风险定价 - 美债利率为何回落？-4 月第 4 周资产配置报告》
2021-04-20
- 3 《宏观报告：宏观-一季度经济数据的九点感受》 2021-04-17

短期而言，今年黄金可能既没有投机价值，也没有系统风险。

一方面，美国经济复苏和缩减 QE 预期的双重作用下，实际利率将继续上行，对金价形成持续的阻力。另一方面，从金铜比和现货持仓来看，拥挤度较前期有明显缓解，当前金价的风险定价已经回归中性，对利空和利多的反应基本对称。

年内黄金价格可能表现为区间震荡——1800 美元以上没有弹性，1700 美元以下没空间。大类资产排序上，弱于工业品和周期股，但好于利率债。

长期而言，黄金仍然具有战略配置价值。

好消息是 K 型复苏和长期失业降低了资金需求，预防性高储蓄以及 MMT 实践下的货币被动宽松又提高了资金供给，实际利率的长期中枢将出现回落。衍生品市场上黄金多头的情绪虽然有所下降，但仍中性偏乐观。

风险提示：美国疫情再次大面爆发，经济复苏不及预期，美联储货币超预期紧缩



2020 年全年，金价上涨了 24%，从 3 月底的低点 1500 美元到 8 月初的高点 2075 美元，区间最大涨幅达到了 38%。但是金价在突破 2000 美元高点之后，便开始了一路下跌，2021 年至今又下跌了 8.26%。过去两个月金价维持在 1700-1800 美元区间震荡。

图 1：去年以来，黄金价格经历过过山车

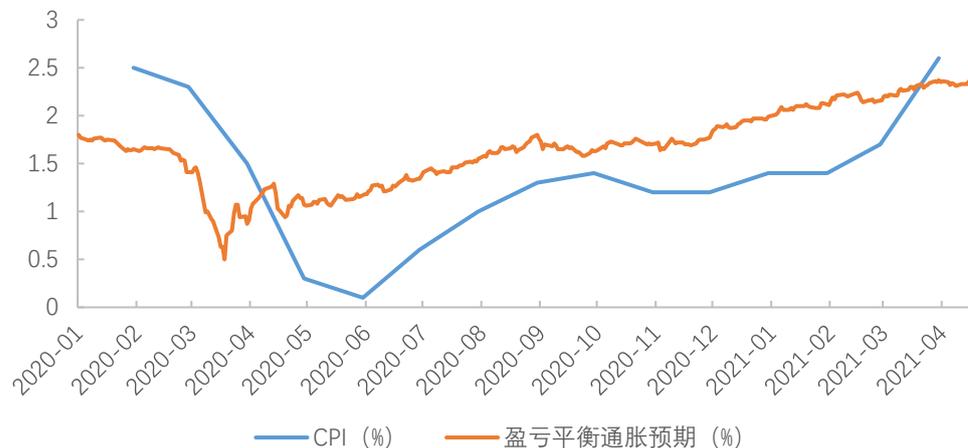


资料来源：WIND，天风证券研究所

去年 8 月以来，美国 CPI 显著回升，盈亏平衡通胀预期也保持上行。通胀压力显著上升，而金价却在下跌，原因是黄金价格和通胀并没有直接的因果关系。

黄金相较于其他大宗商品（如原油、有色等工业品）而言，金融属性强，工业属性弱。经济复苏带来需求改善和资金价格上涨，大宗商品的金融属性受到压制，而工业属性得到强化。当商品的工业属性和金融属性走向相反时，金价和通胀的走势也会出现反向，因此两者并没有直接的因果关系。一般在经济复苏的场景下，工业品和周期股的机会好于贵金属。

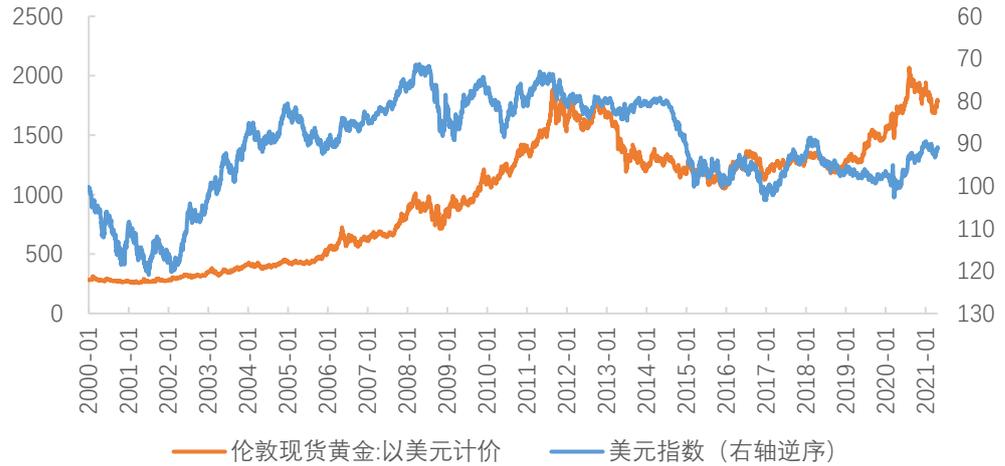
图 2：去年 8 月至今金价下跌，但通胀与通胀预期同步上升



资料来源：WIND，天风证券研究所

黄金作为工业属性很低的贵金属，价值是由参照物所赋予的。作为历史上曾经长期流通的货币，黄金的参照物是美元，定价的标尺是美债的实际利率。尽管美元指数看起来和黄金价格负相关，但因果关系来自于实际利率。而黄金的供给、工业需求和消费属性一般不作考虑。

图 3：美元指数和黄金价格的负相关性并不稳定



资料来源：WIND，天风证券研究所

美债实际利率从今年年初开始回升，从目前的情况来看，实际利率还将继续上升，至少延续至今年 Q3-Q4。经济方面，美国疫苗接种好于预期，随着服务业的报复性复苏，失业率将加速回落到 5% 左右（但长期失业恢复缓慢），资金需求将继续恢复。政策方面，美联储购债规模维持不变，下半年可能开始沟通缩减计划，资金供给将边际收紧。预计本轮实际利率的高点在 0.2%-0.3% 左右，对应 70%-80% 历史分位，约为 2019 年的平均水平（详见《美债的几个关键位置》）。今年实际利率继续回升意味着黄金的金融属性将继续下降。

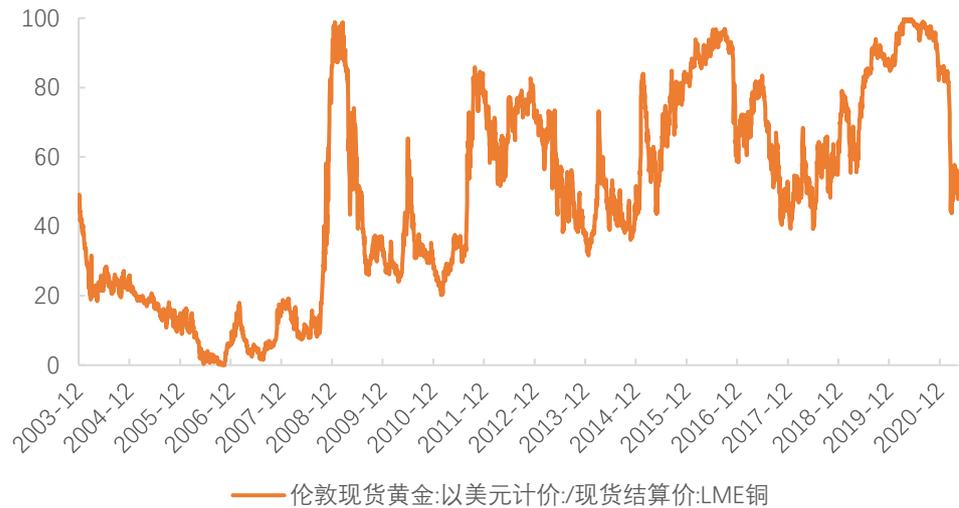
图 4：美国实际利率预计中期继续回升，至 0.2% 左右



资料来源：WIND，天风证券研究所

好消息是黄金目前的风险定价已经回归中性。衡量黄金估值高低的一个指标是金铜比，它作为大宗商品的金融属性与工业属性的比价关系，一定程度上反映了市场对于经济复苏预期的定价程度：当复苏预期很强时，金铜比位于低位；当衰退预期很强时，金铜比位于高位。去年疫情爆发后，金铜比快速上升至历史高位（衰退预期强）；去年 11 月后，随着疫苗，金铜比开始快速收敛（复苏预期），目前已经回到了历史中性水平。

图 5：金铜比已经回归至中性水平（单位：百分位）



资料来源：WIND，天风证券研究所

黄金现货市场的持仓拥挤度也回到了中性水平。全球最大黄金 ETF 基金 SPDR 的黄金持仓量从去年 10 月的 1270 吨下降至当前的 1021 吨，与去年 4 月基本持平，处在金融危机之后的中性水平。

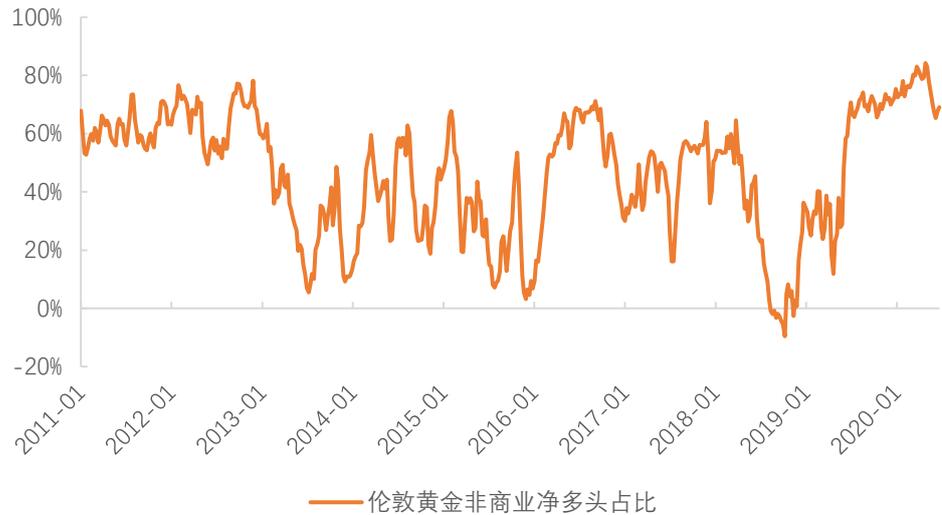
图 6：SPDR 黄金 ETF 持仓量处在金融危机之后的中性水平（单位：吨）



资料来源：WIND，天风证券研究所

然而黄金期货市场的投机情绪并不悲观。COMEX 黄金期货的非商品净多头占比虽然也较去年的高点有所下降，但是目前仍然维持在较高水平。从期限结构来看，期货市场对于黄金价格的中期走势中性偏乐观：当前 21 年 4 月-10 月到期合约价格在现货金价附近，21 年 12 月-22 年 2 月到期合约有小幅升水。

图 7：COMEX 期货多头拥挤度下降幅度不大



资料来源：WIND，天风证券研究所

所以黄金还有没有“黄金机会”？

短期而言，今年黄金可能既没有投机价值，也没有系统风险。

坏消息是在美国经济复苏和缩减 QE 预期的双重作用下，实际利率将继续上行，对金价形成持续的阻力。

好消息是从金铜比和现货持仓来看，拥挤度较前期有明显缓解，当前金价的定价已经回归中性，对利空和利多的反应基本对称。

年内价格可能表现为区间震荡——1800 美元以上没有弹性，1700 美元以下没空间。大类资产排序上，贵金属弱于工业品和周期股，但好于利率债。

长期而言，黄金仍然具有战略配置价值。

K 型复苏和长期失业降低了资金需求，预防性高储蓄以及 MMT 实践下的货币被动宽松增加了资金供给，实际利率的长期中枢可能系统性低于疫情前，因此黄金的定价中枢可能也会系统性地高于疫情前。期货市场的多头并没有完全撤离，净多头持仓占比虽然有所下降，但仍然在历史较高水平。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19378

