

金价上涨，还有多大空间？

近日，金价逼近历史新高，但联储加息开启对实际利率的扰动也在增加投资者的担忧，如何理解这一矛盾？金价能否再创新高？本文分析，可供参考。

一、一问：传统框架下金价由什么决定？实际利率常用来辅助金价判断

商品视角来看，金价走势不完全由供求关系决定。2007年以前，黄金需求超7成来自相对稳定的金饰需求，供给因素主导了金价走势，扩产期间金价趋于稳定或下行。2007年以来，黄金供给趋于稳定，产量增速多在±5%内浮动，黄金饰品等实物需求亦相对稳定，但伴随着投资需求增加并在20%-50%的需求占比中大幅波动，传统供求分析对黄金价格走势的解释力弱化。

金融视角来看，实际利率是辅助研判金价的重要视角。黄金兼具避险与抗通胀特征，历史上VIX飙升或高通胀阶段金价多趋于上行，而实际利率同样体现了这两类特征。金融危机后，金价与实际利率的负相关性进一步强化。究其原因，4轮QE激增海外投资者美债配置，美债与黄金的替代效应使得实际利率作为黄金机会成本的特征愈发显著，二者间负向关系也得到强化。

二、二问：为何金价与实际利率背离？需求下滑、资产分流与加息预期

2021年5月以来，金价走势与美债实际利率显著背离。第一阶段（2021/5/28-2021/12/30）两者共同回落，美债实际利率下行22bp，金价下跌4.8%；第二阶段（2022/1/14-2022/2/16）两者共同上行，加息预期冲击下美债实际利率上行23bp，而俄乌局势升温则推动金价逆势上涨3.0%。

需求扰动、风险资产分流与实际利率反转担忧是金价与实际利率去年背离的主要原因。第一，疫情对黄金供给扰动较小，主要冲击需求侧，去年黄金需求较2019年下降323吨。第二，全球大放水下比特币、美股等风险资产弹性更大，对黄金的配置产生显著分流。第三，去年以来实际利率长期处于历史低位，加息预期升温使投资者担忧实际利率上行，进而压制黄金价格。

三、三问：实际利率历史大底下黄金价格会如何？有望走出历史新高

短期来看，俄乌冲突下避险情绪与经济政策不确定性的上升有利于黄金价格的上涨。近期VIX指数快速升至3月7日的36.45，避险因素显著支撑金价。另一方面，油价飞涨也在推高海外滞胀风险。2008年、2011年和2018年三次油价飙涨后欧元区制造业PMI均回落至荣枯线以下。滞胀风险将政策推入两难困境，推高全球经济与金融市场的不确定性，并进一步支撑金价。

中期而言，疫后伴随政策正常化加速放大资本市场波动，黄金的配置价值逐步显现。2013年-2019年政策正常化过程中，加息和缩表的开启均大幅推升权益市场波动，VIX指数分别于2016年2月和2018年2月升至28.14和37.32，而黄金正是对冲市场波动的最佳配置。年初以来，国内外ETF基金均大幅增加黄金持有量，机构投资者对黄金的资产配置需求已逐渐显现。

风险提示：美联储货币政策收紧超预期、全球需求和供应链中断恢复不及预期

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

内容目录

一问：传统框架下金价由什么决定？实际利率常用来辅助金价判断.....	3
二问：为何金价与实际利率背离？需求下滑、资产分流与加息预期.....	5
三问：实际利率历史大底下黄金价格会如何？有望走出历史新高.....	8

图表目录

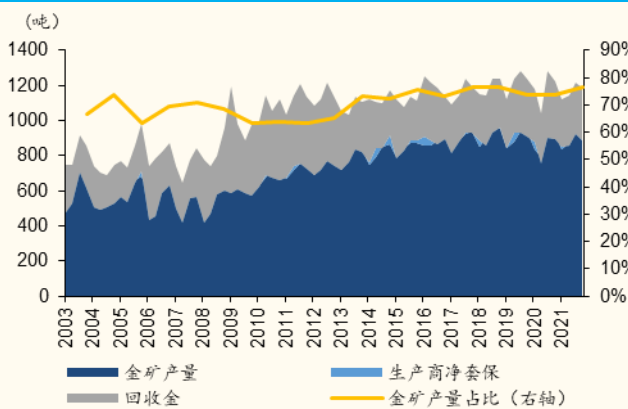
图表 1：近 20 年黄金供给相对稳定.....	3
图表 2：投资需求是黄金需求波动的主要来源.....	3
图表 3：黄金供需缺口对金价的解释力趋弱.....	3
图表 4：长期而言黄金产量与金价负相关.....	3
图表 5：金饰需求与黄金价格呈反比例变动.....	4
图表 6：黄金投资需求与黄金价格同向变动.....	4
图表 7：VIX 飙升后黄金价格趋于上涨.....	4
图表 8：高通胀时期黄金价格多数上行.....	4
图表 9：金融危机后金价与美债实际利率显著负相关.....	5
图表 10：2008 年来外国投资者美债持有显著加快.....	5
图表 11：2021 年 5 月以来金价与实际利率两次背离.....	5
图表 12：俄乌冲突升温以来金价快速上行.....	5
图表 13：2021 年铜企产量大部分下降.....	6
图表 14：供需缺口对基本金属价格形成显著支撑.....	6
图表 15：原油供需缺口大幅推升油价.....	6
图表 16：疫情冲击黄金需求，黄金供过于求.....	6
图表 17：央行扩表期间股指较黄金更具弹性.....	7
图表 18：历次 QE 中标普 500 指数涨幅均高于黄金.....	7
图表 19：比特币价格在央行大放水阶段往往迎来大涨.....	7
图表 20：比特币对黄金配置产生显著分流效应.....	7
图表 21：当前美债实际利率处于历史低位.....	7
图表 22：市场对美联储 2022 年加息预期逐月走强.....	7
图表 23：近期，避险情绪快速上升.....	8
图表 24：原油价格飙涨后欧元区 PMI 多次跌破荣枯线.....	8
图表 25：原油价格大幅上涨往往伴随美国经济的衰退.....	8
图表 26：经济政策不确定性走高将进一步支撑金价.....	8
图表 27：加息与缩表开启后 VIX 均出现阶段性上行.....	9
图表 28：美联储加息前后，对美债期限利差影响.....	9
图表 29：加息周期开启初期金价多数仍在上涨.....	9
图表 30：加息周期开启对黄金价格的影响.....	9
图表 31：全球 ETF 基金黄金持仓量再度上升.....	10
图表 32：年初以来国内黄金 ETF 总持仓量再度走高.....	10
图表 33：加息周期开启后金价与实际利率均趋于上行.....	10
图表 34：黄金与实际利率的动态相关性存在多次背离.....	10

近日，金价逼近历史新高，但加息行将开启对实际利率的扰动也在增加投资者的担忧，如何理解这一矛盾？金价能否再创新高？本文分析，可供参考。

一问：传统框架下金价由什么决定？实际利率常用来辅助金价判断

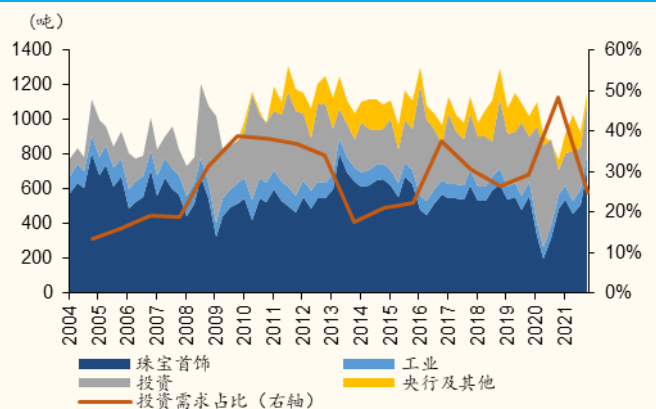
黄金供给与实物需求相对稳定，2007年以来投资需求快速上升，加剧了总需求波动。黄金的供给主要来自于矿产提供的增量和旧金熔化再生转化的存量两大类，其中金矿产量稳定增长，除2013年外同比增速均在±5%内浮动；两类供给占比也相对稳定，金矿产量占比始终维持在63%-77%之间。需求方面，珠宝饰品是黄金最主要的需求，占比五成左右，除2020年受疫情影响急剧收缩外，各季度珠宝饰品等实物需求均稳定在500-600吨；但2007年以来，投资需求占比显著上升，在20%-50%间大幅波动，是黄金需求波动的主要来源。

图表 1：近 20 年黄金供给相对稳定



来源：Wind，世界黄金协会，国金证券研究所

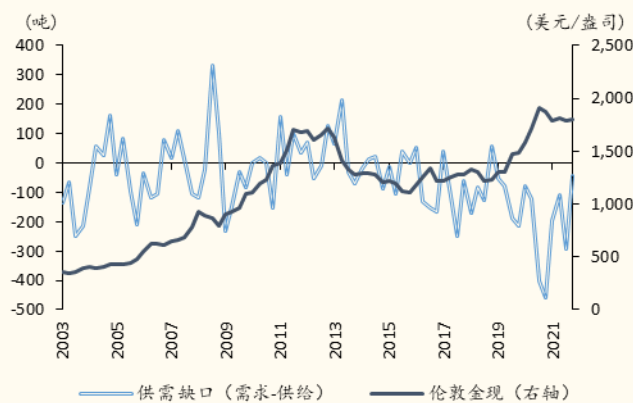
图表 2：投资需求是黄金需求波动的主要来源



来源：Wind，世界黄金协会，国金证券研究所

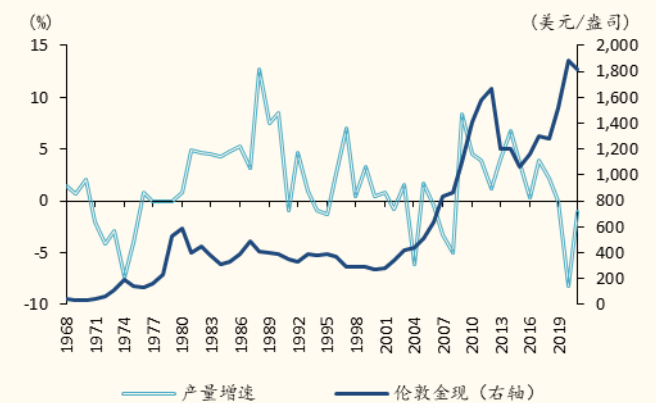
从商品视角来看，饰品与投资两类需求的反向变动平抑了总需求波动，导致供求分析对金价走势的解释力弱化。2007年以前，黄金需求超7成源自相对稳定的珠宝首饰，供给因素主导金价走势。长期而言，黄金产量增速与金价负相关，扩产期间金价趋于稳定或下行。2007年来，投资趋暖带来需求影响的提高。然而，一方面，金饰需求表现出较强的价格弹性，黄金的价格上涨会明显抑制金饰消费；另一方面，投资需求多表现出正反馈特征，与金价同向变动；两类需求随金价的反向变动关系平抑了总需求的波动，弱化了需求分析的有效性。

图表 3：黄金供需缺口对金价的解释力趋弱



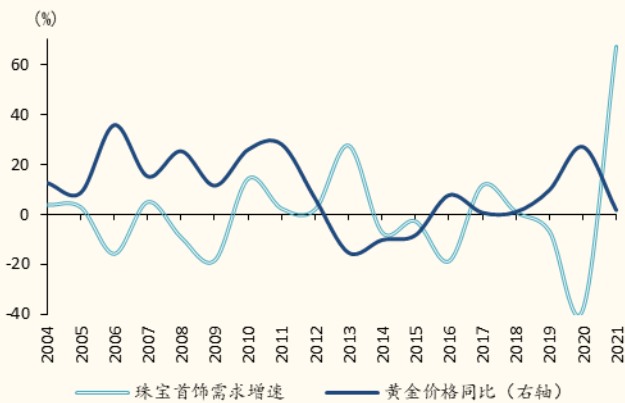
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：长期而言黄金产量与金价负相关



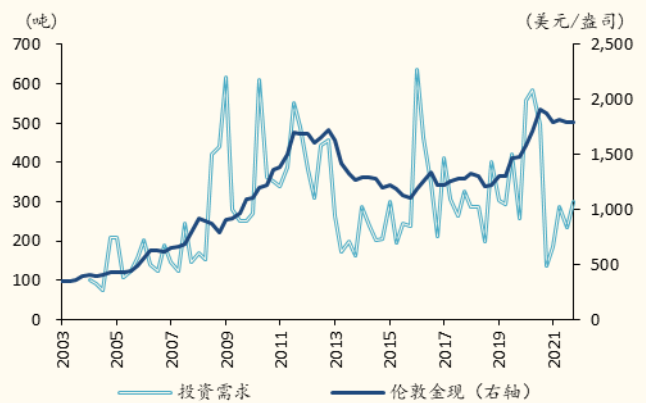
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5: 金饰需求与黄金价格呈反比例变动



来源: Wind, 国金证券研究所

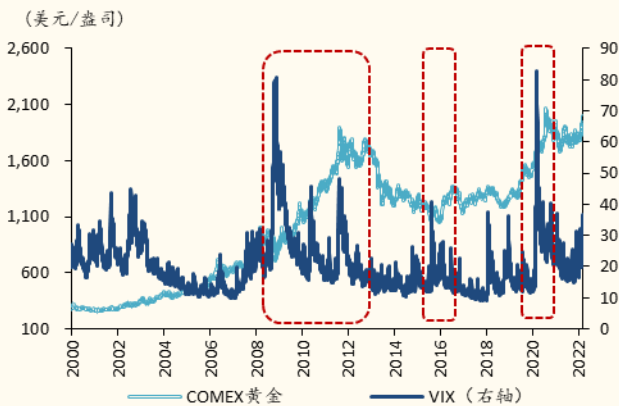
图表 6: 黄金投资需求与黄金价格同向变动



来源: Wind, 国金证券研究所

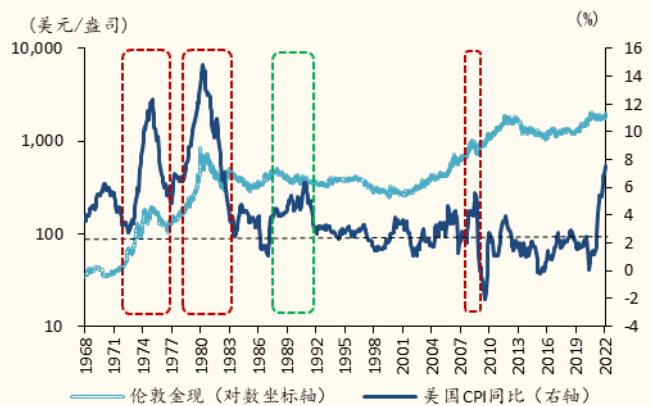
从金融视角来看，黄金兼具避险属性与抗通胀属性，两种属性对金价走势的影响均较为显著。黄金的金融属性主要表现为避险价值和抗通胀价值。避险属性方面，数据显示，2008年、2011年、2016年和2020年4次VIX指数飙升时期黄金价格均随之上行，同时黄金价格的见顶滞后于VIX指数的回落；抗通胀属性方面，历史上高通胀时期黄金价格多数上涨，在20世纪70年代这一相关性尤为显著，但1987-1991年期间通胀与黄金价格也曾出现过阶段性背离。

图表 7: VIX 飙升后黄金价格趋于上涨



来源: Wind, 世界黄金协会, 国金证券研究所

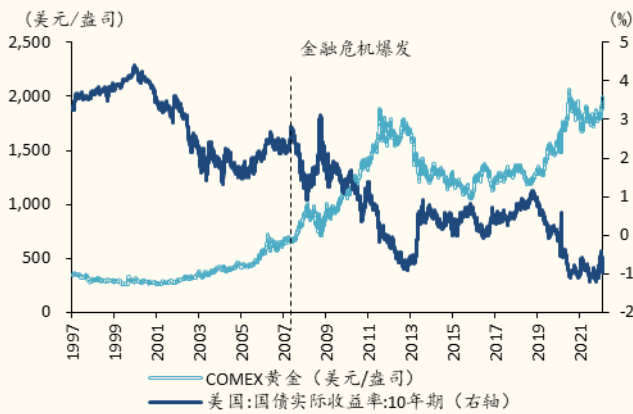
图表 8: 高通胀时期黄金价格多数上行



来源: Wind, 国金证券研究所

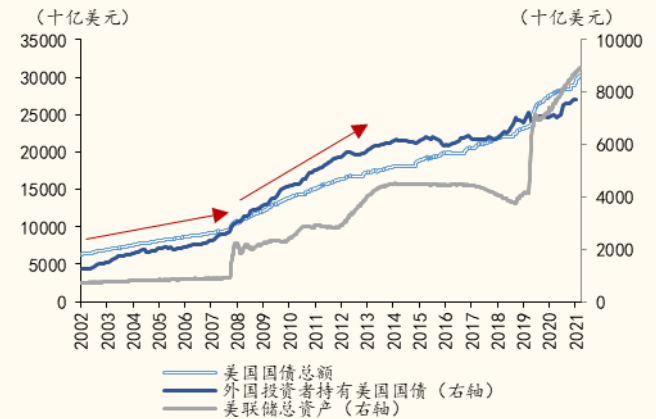
2008年以来，随着黄金与美债替代效应的强化，实际利率成为辅助研判金价的重要视角。无论是名义利率下行快于通胀预期的避险效应，还是通胀预期上行快于名义利率的通胀效应，都表现为实际利率的下行，对金价均起到相应支撑。尤其在2008年来，避险资产间替代效应上升，强化了金价与实际利率的负相关性。金融危机后，联储4次QE带来美元流动性泛滥，离岸美元依托美债回流的过程激增海外投资者美债配置。此时，“生息资产”美债的实际利率作为“无息资产”黄金机会成本的特征愈发显著，二者间负向关系也得到强化。

图表 9: 金融危机后金价与美债实际利率显著负相关



来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

图表 10: 2008 年来外国投资者美债持有显著加快

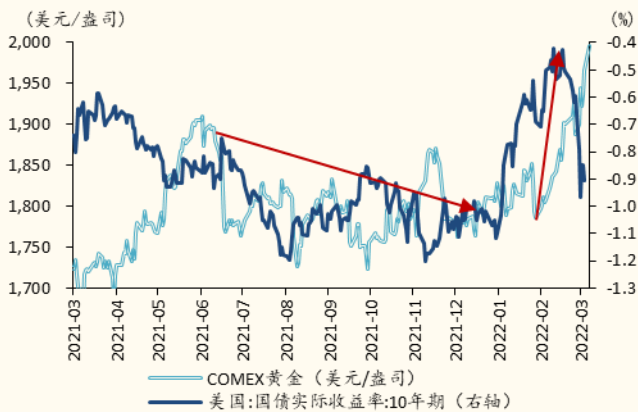


来源: Wind, 国金证券研究所

二问: 为何金价与实际利率背离? 需求下滑、资产分流与加息预期

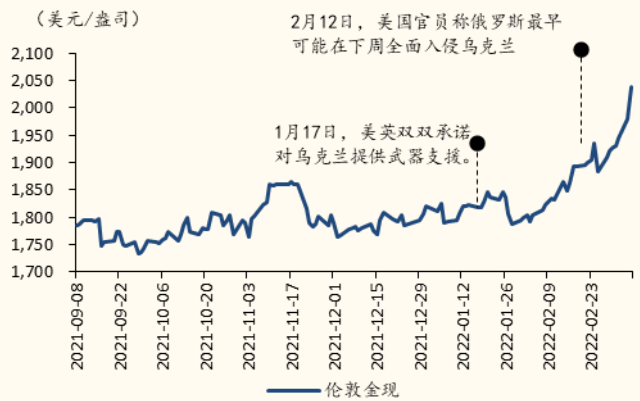
2021 年 5 月以来, 金价走势与美债实际利率开始背离。第一阶段两者共同回落, 2021 年 5 月 28 日至 2021 年 12 月 30 日间, 美债实际利率下行 22bp 至 -1.06%, 而金价也下跌 4.8%; 第二阶段两者共同上行, 2022 年 1 月 14 日至 2022 年 2 月 16 日间, 美债实际利率上行 23bp, 而金价逆势上涨 3%。究其原因, 第一阶段背离受到需求扰动、风险资产分流效应与实际利率反转担忧的三方面影响; 第二阶段背离主要受俄乌局势影响, 避险情绪拉动下黄金价格快速上涨, 而实际利率的反映则相对滞后, 直至 2 月 17 日才开始回落。

图表 11: 2021 年 5 月以来金价与实际利率两次背离



来源: Wind, 世界黄金协会, 国金证券研究所

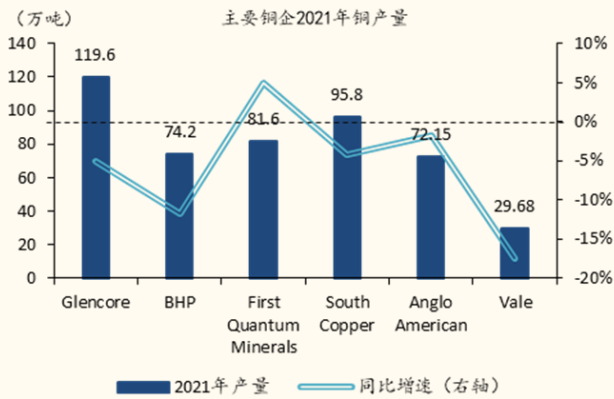
图表 12: 俄乌冲突升温以来金价快速上行



来源: Wind, 国金证券研究所

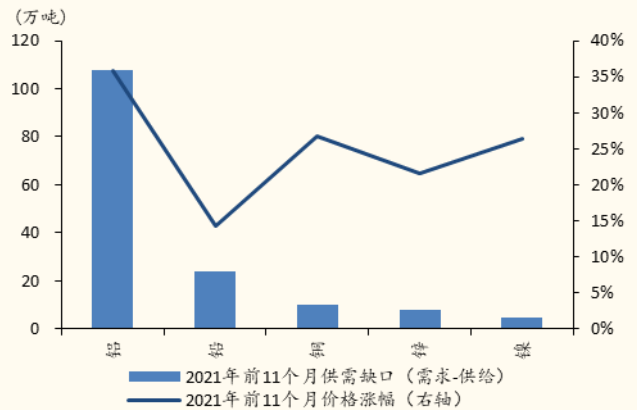
原因一, 区别于原油与基本金属供给扰动导致的供需缺口走阔, 需求下滑使黄金供过于求。2021 年以中国为代表的生产型经济体疫情逐步复苏, 而主要资源国仍受疫情扰动, 供给短缺与需求复苏共振下基本金属与原油供需缺口显著拉大。以铜为例, 2021 年主要铜企产量多数下滑。供需缺口对基本金属与原油价格形成显著支撑, 铝、铅、铜、锌、镍在前 11 个月分别上涨 36%、14%、27%、22%和 26%, 布伦特原油也在近期突破 100 美元/桶。相反, 疫情消退前黄金消费需求受抑制, 相对稳定的供给使黄金供过于求, 进而约束金价上行。

图表 13: 2021 年铜企产量大部分下降



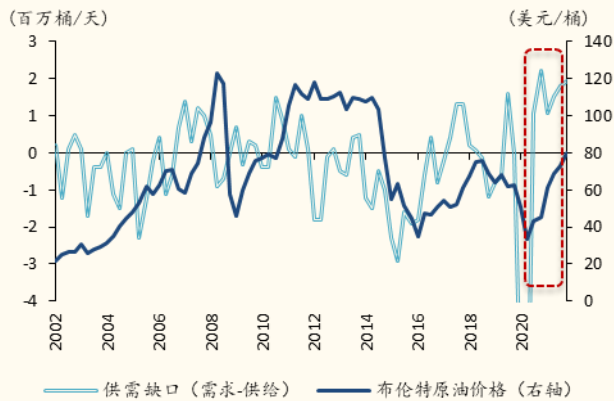
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 供需缺口对基本金属价格形成显著支撑



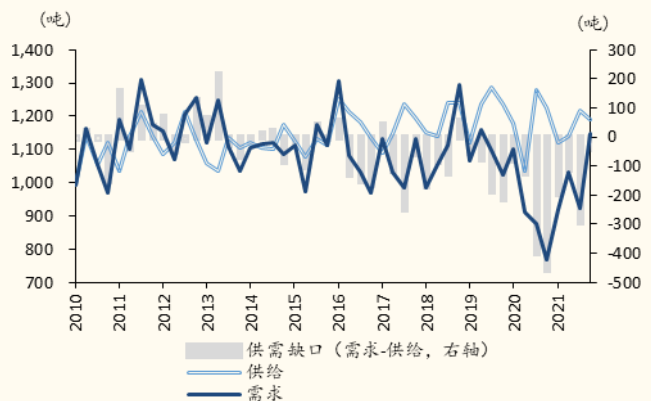
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 原油供需缺口大幅推升油价



来源: Wind, 世界黄金协会, 国金证券研究所

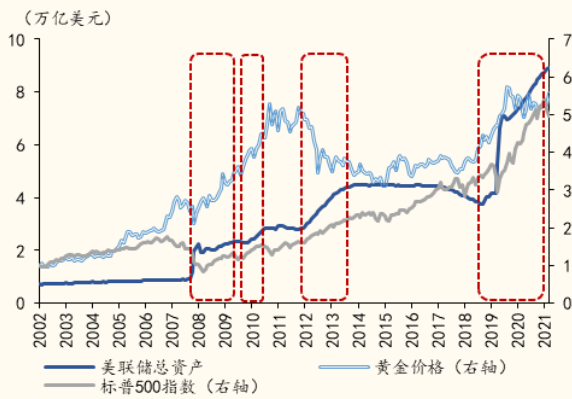
图表 16: 疫情冲击黄金需求, 黄金供过于求



来源: Wind, 国金证券研究所

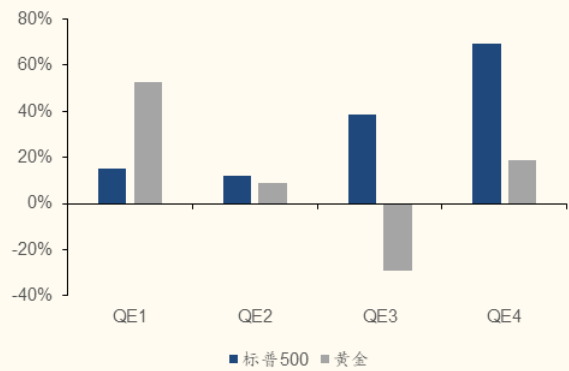
原因二, 全球大放水环境下, 比特币、美股等风险资产弹性更大, 是更好的投资方向, 对黄金的资产配置产生了显著的分流效应。回顾近 4 轮量化宽松, 除政策开启后股指仍在寻底阶段的 QE1 外, 其他三轮中标普 500 指数分别上涨 11.87%、38.48%和 69.23%, 明显领涨于黄金的 8.82%、-29.04%和 18.70%, 比特币更是在此三轮间分别上涨 75.7 倍、17.5 倍和 5.4 倍。数据显示, 比特币价格走势与美日欧央行总资产规模的同比增速正相关, 疫情开启后美日欧再度大幅扩表, 比特币流通市值随之扩张逾 7 倍, 显著分流 ETF 基金的黄金配置。

图表 17: 央行扩表期间股指较黄金更具弹性



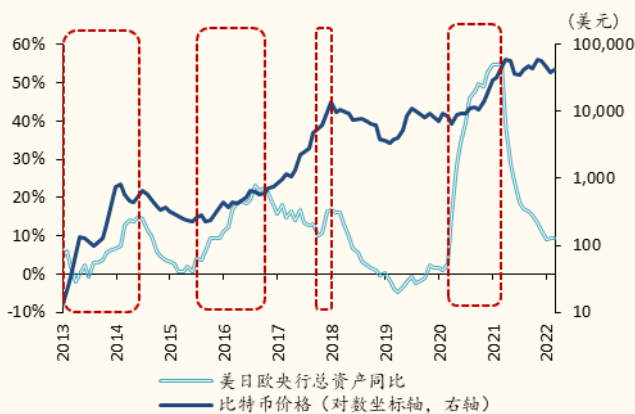
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: 历次 QE 中标普 500 指数涨幅均高于黄金



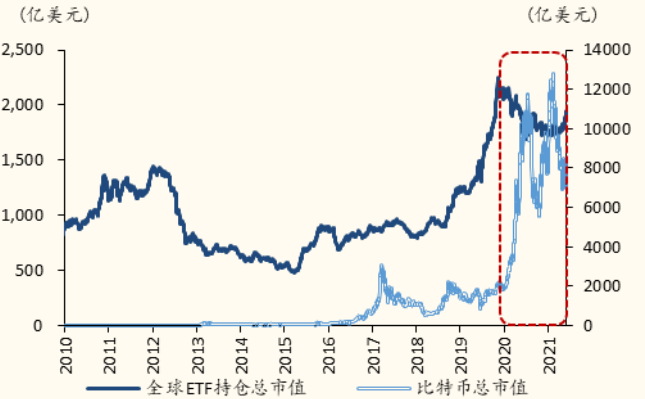
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 比特币价格在央行大放水阶段往往迎来大涨



来源: Wind, 国金证券研究所

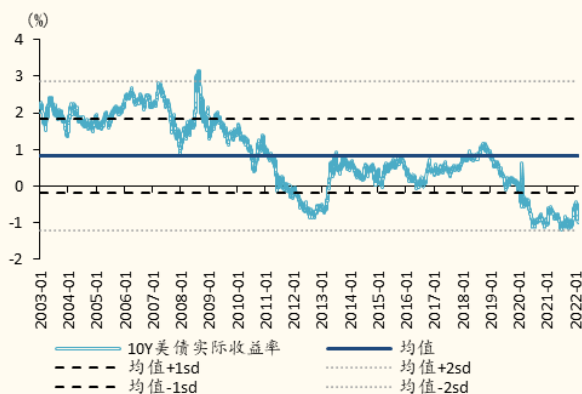
图表 20: 比特币对黄金配置产生显著分流效应



来源: Wind, 国金证券研究所

原因三, 美国实际利率处于低位引发投资者对于金价中长期反转的担忧。2021 年 10 年期美债实际利率在-0.6%至-1.2%间震荡, 长期位于历史低位, 并一度创下历史新低。伴随着疫后美国经济的复苏与通胀上行, 市场对美联储 2022 年加息预期逐步走强, 联邦基金期货隐含加息次数由 2021 年 6 月 4 日的 0.62 次快速上升至 2021 年 12 月 30 日的 2.91 次。投资者担忧长期低位运行的实际利率中长期出现反转, 进而对 2021 年黄金的资产配置需求产生了压制。

图表 21: 当前美债实际利率处于历史低位



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 22: 市场对美联储 2022 年加息预期逐月走强



来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

三问：实际利率历史大底下黄金价格会如何？有望走出历史新高

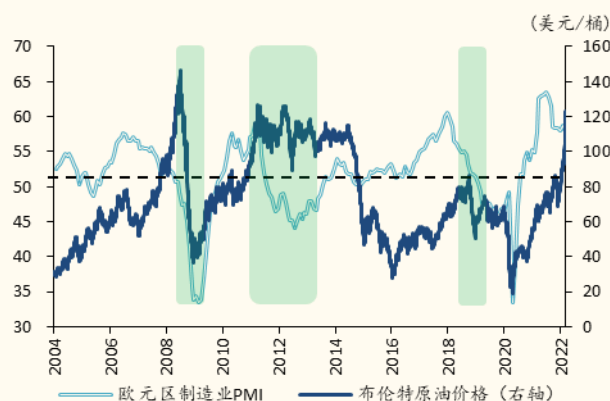
短期来看，俄乌冲突下避险情绪与经济政策不确定性（EPU）的上升有利于黄金价格的上涨。俄乌冲突升温以来，VIX 指数由 1 月 14 日的 19.19 升至 3 月 7 日的 36.45，避险因素支撑金价在此期间上涨 8.97%。另一方面，近期油价飞涨也在加剧海外滞胀风险。历史上 2008 年、2011 年和 2018 年三次油价飙升后欧元区制造业 PMI 均回落至荣枯线以下；更长维度来看，美国近 20 年的 4 次衰退中有 3 次都紧随油价飙升之后。滞胀风险将政策推入两难困境，从而推升经济与金融市场不确定性。数据显示，EPU 同样对金价走势有显著支撑。

图表 23：近期，避险情绪快速上升



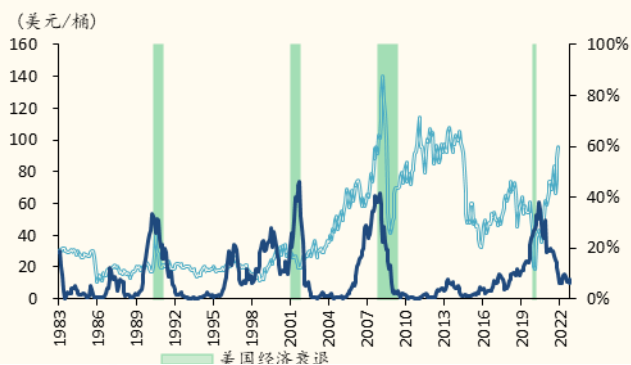
来源：Wind，国金证券研究所

图表 24：原油价格飙涨后欧元区 PMI 多次跌破荣枯线

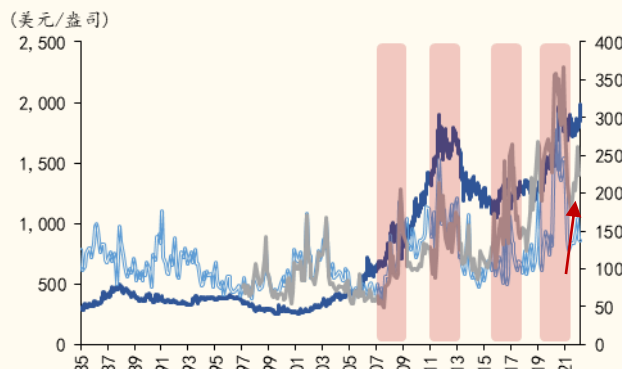


来源：Wind，国金证券研究所

图表 25：原油价格大幅上涨往往伴随美国经济的衰退



图表 26：经济政策不确定性走高将进一步支撑金价



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_39323



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn