

事件驱动结束，但黄金配置窗口打开
大宗商品研究系列三

证券研究报告

2022年03月20日

● 核心结论

黄金与大宗商品一样，并非时间的朋友。“做时间的朋友”这种投资理念针对的是生息资产，而不生息资产甚至存在时间价值的资产或者投资工具则是“时间的敌人”。交易大宗商品、黄金等资产的投资者就不是在跟时间做朋友，而是在进行价格或者说是趋势研判。

理论上，黄金走势是名义利率与通胀“赛跑”的结果。黄金是由货币属性定价的不生息资产。在美元计价体系下，驱动国际金价的是美国实际利率，但与国际金价呈现负相关性的并非 10 年期 TIPS 收益率、而是 10 年期美债收益率与美国 CPI 同比之差。理论上，金价方向就是 10 年期美债收益率与美国 CPI 同比“赛跑”的结果。但 2016 年以来这一传统认知被负利率颠覆。

负利率的兴起令名义利率成为黄金走势的主要驱动力，亦将黄金变为“通胀厌恶资产”。2016 年初日本央行宣布实施负利率后，全球负利率债规模陡增。2020 年疫情暴发进一步推升了全球负利率债规模。此间，不生息的黄金具备了“配置价值”。另一方面，通胀与负利率债规模存在跷跷板关系，负利率债的兴起令黄金暂时由抗通胀资产变成通胀厌恶资产。

未来一年，看多黄金的胜率较高。1) 疫后结构性高通胀拐点临近，该因素对负利率债的杀伤力将趋弱。2) 美国经济或于 Q4 放缓，明年衰退风险极高。假若俄乌冲突引发供应链危机，美国乃至全球将更早迎来经济衰退。未来一年美股盈利能力将逐步趋弱，机构投资者配置黄金等安全资产诉求上升。3) 缩表预期已经部分消化，10 年期美债收益率升破 2.5% 概率不高，预计高点或在缩表靴子落地前后。随着缩表靴子落地、中期选举临近、经济下行压力显现，10 年期美债收益率或将 Q2 末到 Q3 初进入下行周期，全球负利率债规模有望再度反弹，黄金也将迎来为期一年左右的回升。站在当下，尽管还略显左侧，但黄金的配置价值已经非常显著。

风险提示：美国经济超预期；全球疫情超预期；美联储货币政策超预期；美国及全球通胀水平超预期；俄乌冲突超预期。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

相关研究

内容目录

一、目前名义利率对黄金的影响权重高于通胀	3
(一) 黄金与大宗商品一样，并非时间的朋友	3
(二) 理论上，黄金走势是名义利率与通胀“赛跑”的结果	3
(三) 2016 年以来名义利率对黄金的影响权重显著高于通胀	3
二、俄乌事件对黄金影响：引发短期脉冲；确立中期趋势	4
(一) 俄乌事件之于黄金的短期影响类似 1999 年限售金协定	4
(二) 俄乌事件之于黄金的长期意义：类似 1999 年限售金协定及“9.11”	5
(三) 但是俄乌事件对黄金的中期影响：比 1999 年限售金协定及“9.11”更积极	6
三、未来一年，看多黄金的胜率较高	6
(一) 疫后结构性高通胀拐点临近，该因素对负利率债的杀伤力将趋弱	6
(二) 美国经济或于 Q4 放缓，明年衰退风险极高	8
(三) 缩表并不会大幅推升 10Y 美债收益率	9
四、风险提示	10

图表目录

图 1：经通胀调整后的伦敦黄金价格指数	4
图 2：全球负利率债券规模与 COMEX 黄金价格	4
图 3：2020 年黄金储备 TOP10 经济体	5
图 4：2020 年以来全球最大的黄金 ETF-SPDR 黄金持有量	6
图 5：美欧日英 CPI 同比	7
图 6：美联储 3 月 FOMC 给出的经济展望	8
图 7：美国 30 年期抵押贷款固定利率与新屋销售同比增速	8
图 8：美国密歇根大学消费者信心指数	9
表 1：不同阶段伦敦金价格与美国 CPI 同比、10 年期美债收益率及美国实际利率相关水平	4
表 2：美国 2 月 CPI 分项同环比贡献表	7
表 3：1980-2016 年美国大选与中期选举前三个月各类资产表现	10

一、目前名义利率对黄金的影响权重高于通胀

（一）黄金与大宗商品一样，并非时间的朋友

“做时间的朋友”这种投资理念针对的是生息资产，而不生息资产甚至存在时间价值的资产或者投资工具则是“时间的敌人”。比如，黄金价格走势与名义利率负相关，即可印证黄金是“时间的敌人”而非朋友。理论上，交易大宗商品、黄金等资产的投资者就不是在跟时间做朋友，而是在进行价格或者说是趋势研判。

（二）理论上，黄金走势是名义利率与通胀“赛跑”的结果

我们在报告《商品比价提供的经济周期信号》中指出，黄金是由货币属性定价的不生息资产，具有抗通胀功能和避险功能，其本质是黄金与资本回报率（实际利率）呈现负相关性。在美元计价体系下，驱动国际金价的实际利率往往是美国实际利率。此外，我们在此前的报告中亦曾指出，10年期美债收益率与TIPS收益率的差值代表的是通胀预期，而黄金的抗通胀功能并非“抵抗通胀预期”，而是“抵抗实际通胀”，也即CPI。进而，与国际金价呈现负相关性的并非10年期TIPS收益率、而是10年期美债收益率与美国CPI同比之差。理论上，预判黄金走势就是研判10年期美债收益率与美国CPI同比之间的“赛跑”结果。但2016年以来黄金与通胀、名义利率的相关特征已经颠覆了这一传统认知。

（三）2016年以来名义利率对黄金的影响权重显著高于通胀

逻辑上，实际利率高于0的阶段，就必然存在某些生息资产具备投资价值，不生息的黄金难以受到关注；实际利率转负阶段黄金才会备受青睐。之所以有滞胀买黄金的说法，则是因为历史上通胀对黄金的影响远高于名义利率。抗通胀功能以及名义利率不低于0的刚性约束下，只有在高通胀背景下，美国实际利率才有望转负令黄金大放异彩。但表1可以让我们得到两点结论：

- 第一，在黄金无趋势的阶段（比如90年代），国际金价与美国实际利率的负相关性并不显著，但黄金存在价格趋势的阶段皆与美国实际利率呈现较强的负相关性；
- 第二，长期来看，国际金价与美国CPI同比的正相关程度存在下降趋势，而国际金价与10年期美债收益率则由强正相关性逐渐为强负相关特征。可见，上世纪70-80年代黄金的主要驱动力是通胀，90年代至金融危机前通胀与名义利率对黄金的影响权重相当，但金融危机后特别是2016年以来名义利率（10年期美债收益率）似乎已经成为国际金价的主要驱动力。

事实上，2016年以来名义利率成为国际金价主要驱动力的主因是负利率的兴起。2012年丹麦将基准利率降至负利率区间，成为全球首个“吃螃蟹”的央行。2014年6月欧洲央行效仿丹麦实施了负利率，但随后的一年半全球负利率债规模并未显著扩张直至2016年1月29日日本央行宣布实施负利率后，全球负利率债规模开始陡增。

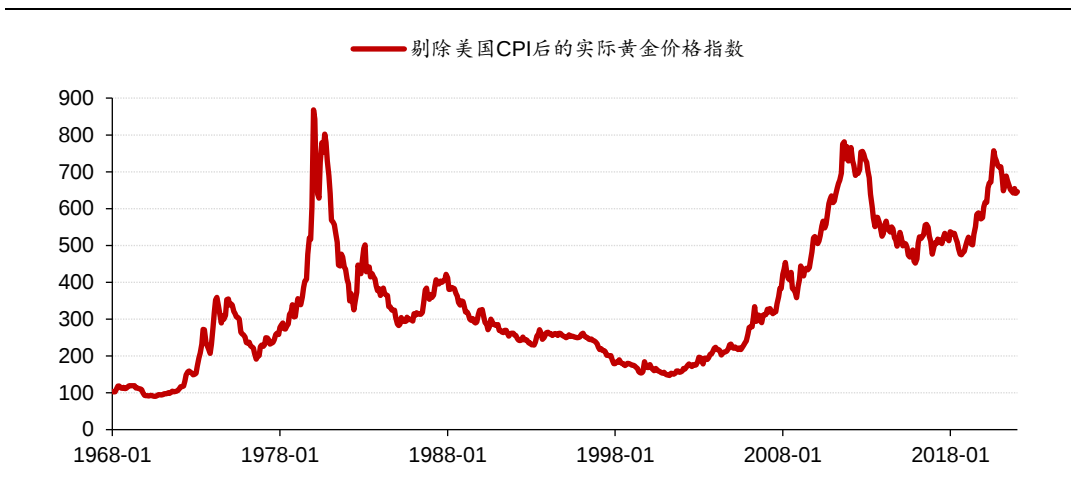
2020年初全球疫情暴发进一步压低了全球利率水平，全球负利率债规模曾飙升至18.38万亿美元。2016-2020年间全球负利率债券规模的攀升令不生息的黄金出现了“配置价值”，这是2016年以来名义利率主导黄金走势的原因之一。另一方面，通胀与负利率债规模存在跷跷板关系，负利率债的兴起令黄金暂时由抗通胀资产变成通胀厌恶资产。2020年9月后通胀走高扼杀了负利率债规模，亦削弱了黄金配置价值。

表 1：不同阶段伦敦金价格与美国 CPI 同比、10 年期美债收益率及美国实际利率相关水平

	70 年代	80 年代	90 年代	2000-2008 年	2009-2015 年	2016 年至今
黄金 vs 美国 CPI 同比	79.04%	70.90%	53.42%	39.77%	73.17%	39.87%
黄金 vs 10 年期美债收益率	86.73%	8.32%	55.25%	-47.41%	-56.73%	-78.51%
黄金 vs (10Y 美债收益率-美国 CPI 同比)	-61.77%	-77.97%	-3.00%	-62.65%	-86.89%	-67.93%

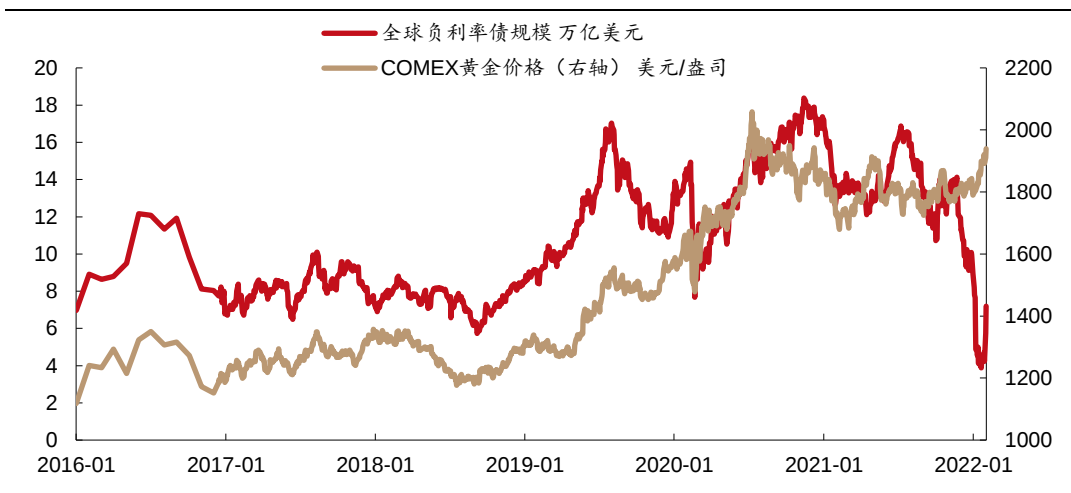
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 1：经通胀调整后的伦敦黄金价格指数



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：全球负利率债券规模与 COMEX 黄金价格



资料来源：Wind，西部证券研发中心

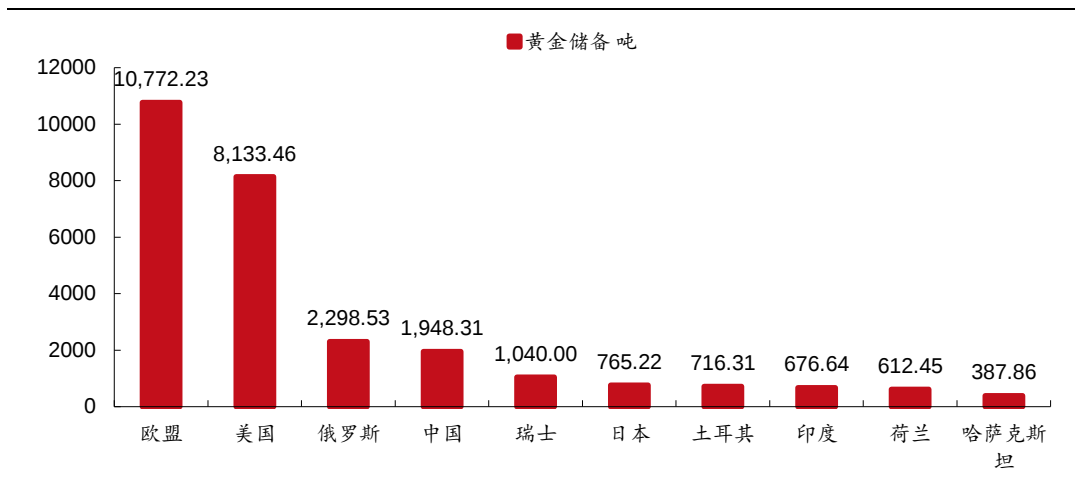
二、俄乌事件对黄金影响：引发短期脉冲；确立中期趋势

(一) 俄乌事件之于黄金的短期影响类似1999年限售金协定

1999 年 9 月 26 日，欧元区成立之初就推出了“央行售金协议”（Central Bank Gold Agreement, CBGA），规定此后的 5 年中，签约国每年只允许抛售 400 吨黄金，避免了成员国央行无节制地抛售黄金。由于综合实力较强的经济体均需黄金储备对本币进行信

用背书，因此该事件确保欧洲内部黄金外储总量高于美国进而确立了欧元在全球储备货币中的地位、亦对美元地位有所撼动。在货币属性的驱动下，1999年9月26日后的8个交易日 COMEX 黄金大涨 21.1%，但随后的两个月内又下跌 14.8%。

图 3：2020 年黄金储备 TOP10 经济体



资料来源：Wind，西部证券研发中心

相似的一幕似乎又在近期发生。2月24日俄乌开战至3月8日，COMEX 金价上涨 7.1% 并曾重新站上 2000 美元/盎司。但俄乌战事有所缓和后，国际金价开始转跌，截至 3 月 16 日 COMEX 黄金几乎跌回开战前水平。类似情况在 2016 年英国脱欧公投前后、2016 年美国大选当天都曾出现，事件驱动行情下黄金看上去更像是“时间的敌人”，这也是我们不建议事件驱动交易的主因。

（二）俄乌事件之于黄金的长期意义：类似1999年限售金协定及“9.11”

长期看，美国最大的隐患是“美元体系失灵”，美元货币体系的稳定需要两个基础：美联储与非美央行货币政策框架的统一是全球经济稳定性与周期运转的基础；美债的稳定性、安全性与美股的高回报率是美元流动性循环的基础。自从金融危机后，美联储将财政因素纳入其政策框架，美元体系就不断弱化，疫后 QE 过程中美元在全球已确认外储中的比重首次降至 60% 下方。

2021 年拜登上任后，本可以利用 2021 财年财政预算决议下的预算调和流程实现加税为美国财政开源，以避免今后再度经济衰退时的财政赤字货币化动作，逆转美元货币体系趋弱的势头。但拜登选择将摆脱共和党干扰、由民主党主导内政的机会给了第三轮财政转移支付，这不仅加剧了美国通胀形势、令美联储 Taper 时间推后，更有可能令美国再无机会落地加税政策。往后看，一旦美国再次面临衰退并因此动用 QE，美元在全球已确认外储中的占比将进一步下滑。换言之，美元货币体系弱化或许已经既成事实。

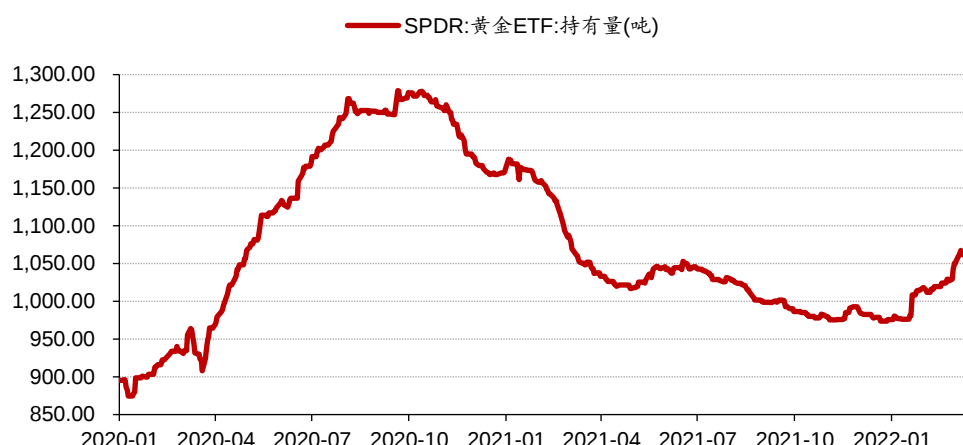
在此背景下，欧美对俄罗斯实施金融制裁将其部分银行剔除 SWIFT 体系的举动极有可能加速部分国家货币去中心化、摆脱美元货币体系的趋势。进而，我们或许可以将俄乌事件视为美元体系进一步弱化的“催化剂事件”。事实上，就在俄乌冲突升级之际，国际金价也突破了 2020 年 8 月以来的下降趋势线，亦表明了“俄乌冲突”在美元货币体系弱化长期趋势中或已具有里程碑式的意义。由此可见，俄乌冲突对黄金的影响也类似 1999 年 9 月 26 日的限售金协定以及“9.11”事件。

（三）但是俄乌事件对黄金的中期影响：比1999年限售金协定及“9.11”更积极

1999年9月26日奠定了欧元的储备货币地位、“9.11”事件也拉开了美欧中三足鼎立时代的序幕（详细分析请见3月1日报告《美股还会新高吗？》），但这两个事件并没有推动黄金进入中期上行趋势。短暂上涨后，金价回归起点直到其他催化剂出现后，黄金牛市才确立。

但俄乌冲突似乎有所不同。尽管近期黄金价格重回战前水平，但全球最大黄金ETF-SPDR仍在持续增持黄金。截至3月18日，SPDR的黄金持有量为1082.44吨，较15日增持20.61吨，较2月23日增加53.13吨，较1月20日增加101.58吨。我们认为这与俄乌两国均为资源国，而目前欧美对俄罗斯的金融制裁最终可能引发欧洲乃至全球出现能源及农产品供应冲击等因素有关。此外，美国经济衰退风险上升也推升了投资者增配安全资产的诉求。

图4：2020年以来全球最大的黄金ETF-SPDR黄金持有量



资料来源：Wind，西部证券研发中心

三、未来一年，看多黄金的胜率较高

（一）疫后结构性高通胀拐点临近，该因素对负利率债的杀伤力将趋弱

去年Q4以来美国高通胀主要由三个分项驱动：能源、二手车及居住。去年油价中枢逐步抬升，基数效应下除非俄乌冲突失控否则能源因素进一步推升今年美国CPI同环比的概率不高。二手车价格的高企其实是疫后中低收入群体及大学生不再使用公共交通通勤的代步需求推升的，一旦疫情影响降温或二手车需求已被普遍满足，则该因素对通胀影响也将减弱。如表2所示，二手车所在分项（运输产品，不含汽车燃料）对2月美国CPI环比贡献已降至5.7%，预计该影响将进一步趋弱。居住型通胀因素是美国房价增速的滞后指标，时滞约为一年，去年5-7月美国房价增速见顶，进而今年Q2末CPI居住分项亦有望高位回落。总体而言，美国CPI通胀有望于Q2迎来拐点，其余各国情况或基本类似。

表 2：美国 2 月 CPI 分项同环比贡献表

	权重	同比	环比	同比贡献	环比贡献
CPI	100	7.9	0.9	100.0%	100.0%
食品	13.388	7.9	1.0	13.0%	14.9%
家庭食品	8.193	8.6	1.4	8.4%	12.4%
非家用食品	5.195	6.8	0.4	4.2%	2.2%
能源	7.413	25.6	2.7	23.2%	22.3%
能源类商品	3.995	37.9	5.4	18.0%	23.3%
能源服务	3.418	12.3	-0.4	5.0%	-1.5%
商品（能源和食品商品除外）	21.804	12.3	1.0	32.9%	24.3%
家用家具和供给	3.982	10.3	1.0	4.9%	4.3%
服装	2.498	6.6	3.1	2.0%	8.4%
运输产品,不含汽车燃料	8.780	23.9	0.6	24.9%	5.7%
医疗护理商品	1.525	2.5	0.3	0.5%	0.5%
娱乐商品	1.929	4.6	1.0	1.1%	2.1%
教育和通讯商品	0.847	0.3	-0.5	0.0%	-0.5%
酒精饮料	0.886	3.5	0.9	0.4%	0.9%
其他商品	1.357	4.9	0.9	0.8%	1.3%
服务（能源服务除外）	57.395	4.4	0.6	30.9%	38.4%
收容所	32.802	4.7	0.6	18.3%	21.2%
水、下水道和垃圾回收服务	1.113	4.2	0.5	0.6%	0.6%
家政服务	0.841	8.4	1.1	0.0	1.0%
医疗护理服务	6.971	2.4	0.4	2.0%	3.0%
交通运输服务	5.597	6.6	1.6	4.4%	9.7%
娱乐服务	3.186	5.1	0.9	1.9%	3.1%
教育和通讯服务	5.507	1.7	0.1	1.1%	0.6%
其他私人服务	1.378	6.2	1.2	1.0%	1.8%

资料来源：美国劳工部，西部证券研发中心

图 5：美欧日英 CPI 同比

— 美国:CPI:当月同比 % — 欧元区:HICP(调和CPI):当月同比 %

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_39630

