

研究员：沈忱

期货从业证号：

F3053225

投资咨询资格编号：

Z0015885

✉: shenchen\_qh@chinastock.com.cn

## 如何看中国增持黄金和减持美债

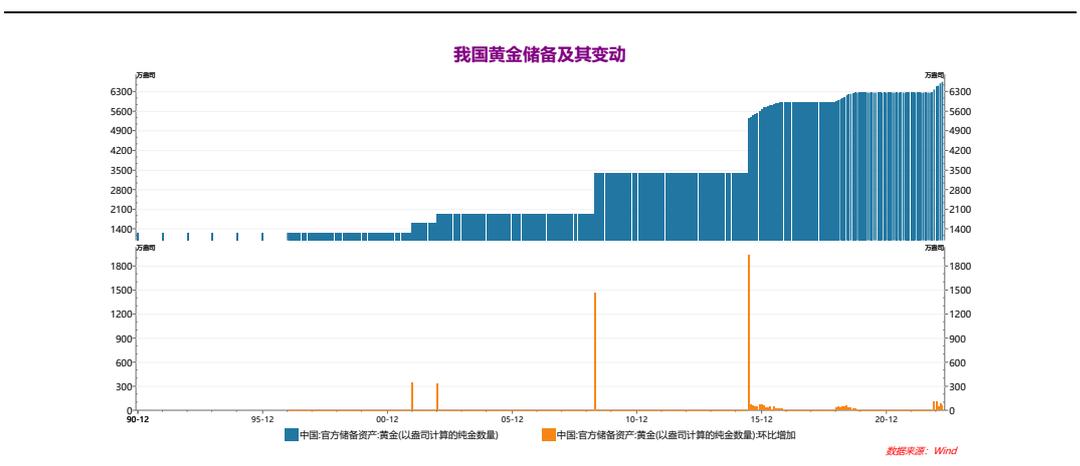
### 正文：

最近，有关中国减持美债和增持黄金的甚嚣尘上，不少进行了过度的解读，本文试图从历史数据说明我国增持黄金的特点，说明我国增持黄金和减持美债是调整我国国际储备资产结构的正常市场行为，是为了我国国际储备资产保值和增值的正常市场行为。

我国的黄金储备从历史数据看，从原来的2015年前的脉冲型增持转为2015年后的周期性增持。从下图看，脉冲性增持主要发生在2015年6月前：一次是2001年12月，增持了341万盎司，一次是2002年12月增持了321万盎司；另一次是2009年4月增持了1460万盎司。

从2015年6月后，进入了周期性增持阶段。首次增持周期是2015年6月到2016年10月：2015年6月增持了1943万盎司，以后除了2016年5月没有增持外，连续小幅增持，该周期中，一共增持了2535万盎司，增持周期近16个月。第二次增持周期是2018年12月到2019年9月：该阶段的特点是小幅增持，连续持续了10个月，一共增持了340万盎司。第三次增持周期是2022年11月至今，到2023年3月为止，共增持了386万盎司。

图1：我国黄金储备及其增持情况



数据来源：Wind、银河期货

但从我国黄金储备占我国国际储备的比重看，是相对偏低的，尽管通过多次增持，但目前也仅仅占到我国国际储备资产的3.9%。如印度的黄金储备资产占到储备资产的比重占到了8%。

图2：印度黄金储备及其占其国际储备的比重



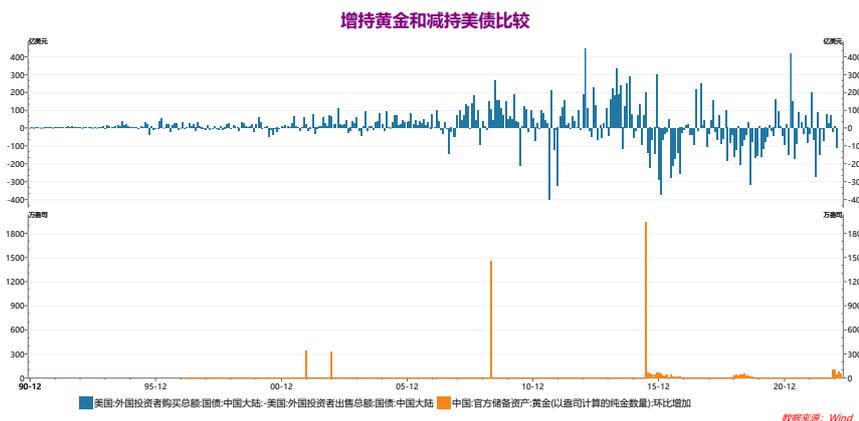
数据来源：Wind、银河期货

由于本轮增持黄金增持伴随着我国对中长期美债的减持，那么，我国增持黄金到底和减持美债有没有必然的联系？

在2009年4月的增持中，中国依旧增持了美国中长期国债103.27亿美元。在2015年6月的黄金增持周期，在黄金最大的增持月，即2015年6月，我国依旧增持了193亿美元的美国中长期国债。尽管在该周期接下来的几个月，除了2015年11月和2016年5月在增持美债，我国均在减持美债。在2018年12月到2019年9月黄金增持周期中，我国对美债基本上也处于减持，除了2019年2月、7月有小幅增持，均出现减持。

在本轮黄金增持周期已经披露数据的3个月中，除了今年2月增持外，其余2月均对美债有所减持。

图3：我国增持黄金和增（减）持美债比较



数据来源：Wind、银河期货

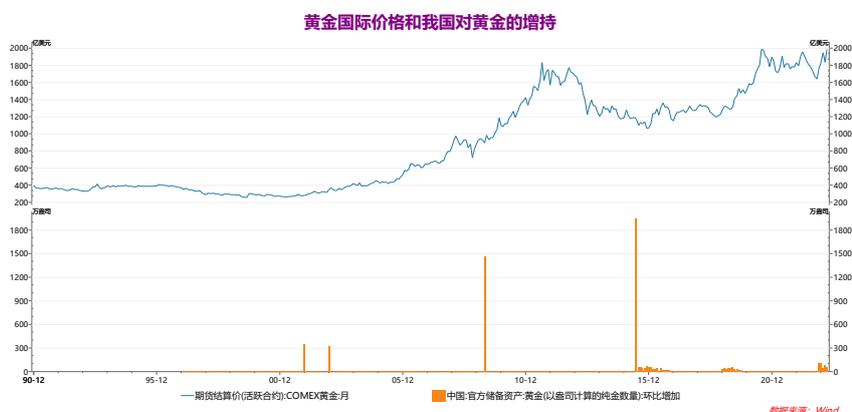
由此来看，中国在增持黄金和减持美债间有一定的联系，但不是必然的。当然，美债和黄金在风险性、收益性和流动性方面有着不同的特点，为获取储备资产的稳定的收益率，对美债和黄金等资产进行调整也是很必然的市场行为。

这样的资产结构调整很大程度上受到资产价格变动的影响。从黄金价格看，我国对黄金的增持均基本发生在黄金价格上涨周期中。

在2009年4月，黄金价格探底后，出现了明显的上涨周期。从4月的892.8盎司/美元上涨到2009年11月的1184.7盎司/美元；在2015年6月的黄金增持周期，黄金价格从6月的1171.8盎司/美元上涨到2016年7月的1357.5盎司/美元；当然，这轮黄金价格的上涨从2014年年底就开始了。在2018年12月到2019年9月黄金增持周期中，黄金价格从12月的1281.3盎司/美元上涨到2019年7月的1529.2盎司/美元；当然，这轮黄金价格的上涨从2018年下半年就开始了。

在本轮的增持周期中，黄金价格从去年11月的1757.9盎司/美元上涨到2000盎司/美元以上；当然，这轮黄金价格的上涨从2022年四季度初就开始了。

图4：黄金国际价格和我国对黄金的增持



数据来源：Wind、银河期货

而从美债中长期收益率看，我国对黄金的增持均基本发生在美债中长期收益率上涨周期中。在2009年4月的增持黄金时，实际上，2008年底美国中长期国债收益率进入了上涨周期。但在2015年6月的黄金增持周期中，美债收益率的变动不是十分明显。在2018年12月到2019年9月黄金增持周期中，实际上，2017年8、9月美国中长期国债收益率进入了上涨周期。在本轮增持中，美国中长期收益率早在2021年四季度就进入了上涨周期。

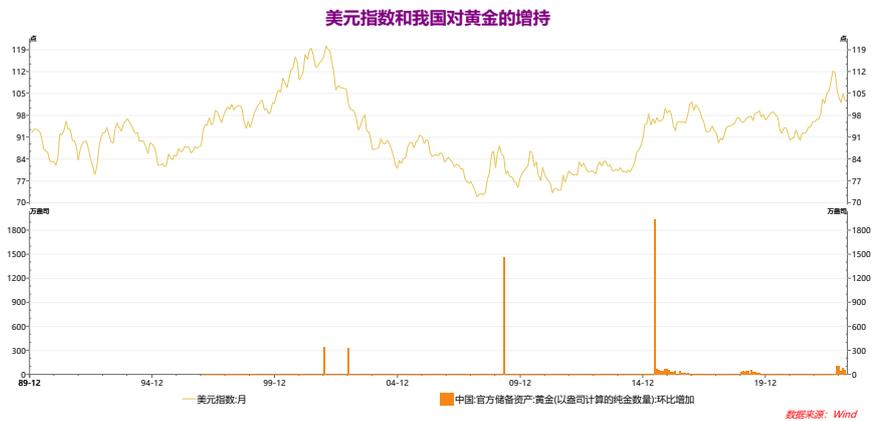
图5：中长期美债收益率和我国对黄金的增持



数据来源：Wind、银河期货

而从美元指数看，2009年以来的几次增持，均发生美元指数上涨周期，但当时美元指数已经经过了一段上涨，即处于上涨周期的相对高点的时点。

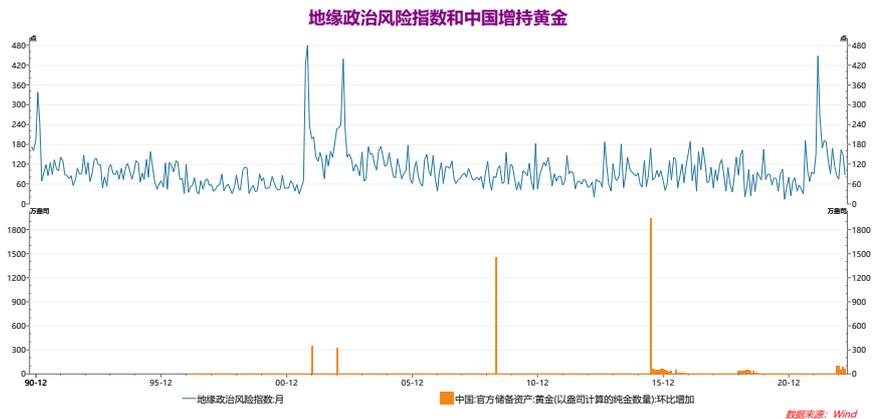
图6：美元指数和我国对黄金的增持



数据来源：Wind、银河期货

在从地缘政治的风险指数看，除了2002年12月那次，我国增持黄金并不是出现在地缘政治风险指数比较高的时候。以本轮为例，我国增持黄金并没有出现在2022年上半年的俄罗斯乌克兰冲突时期，而是出现在相对平静和稳定的年底时候。这说明黄金和美元同为避险资产，替代性不大，除非美国有事。

图7：地缘政治风险指数和中国增持黄金



数据来源：Wind、银河期货

综上分析，中国增持黄金和黄金价格走势密切相关，同时，美债收益率的波动和美元指数数的相对位置也有很大的关系，国际政治事件的影响比较小，说明美元和黄金同为国际避险资产。相对于黄金而言，一般认为美元在流动性和收益性方面更胜一筹。在全球国际储备和国际结算中，美元地位依旧强大。从中国的黄金储备占国际储备比重看，相对偏低，因此，也有进一步增持的余地，预计今后几月将可能进一步增持。但这并不意味着中国在今后几月会继续减持中长期美债。

我国增持黄金和减持美债是调整我国国际储备资产结构的正常市场行为,是为了我国国际储备资产保值和增值的正常市场行为,没必要过度解读。我们也注意到外管局的近期会议也对我国储备资产的增值和保值,取得稳定的收益率提出了一定的要求。李克强总理在年初看望外管局同事的时候也对外管局在对储备资产增值和保值方面取得的成绩给予充分的肯定。从量来看,中国增持黄金数量相对有限,不会冲击黄金价格。数据显示,COMEX每周的多头持仓最少约合2000万盎司以上,有时达到3000万盎司以上。

## 作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书,本人承诺以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告由银河期货有限公司(以下简称银河期货,投资咨询业务许可证号30220000)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供,无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明,所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正,但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断,银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告,但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户,本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

## 联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：[www.yhqh.com.cn](http://www.yhqh.com.cn)

电话：400-886-7799