

策略动态跟踪报告

金价脱锚，联储困局下的“金”牛

证券分析师

薛威	投资咨询资格编号 S1060519090003 BQL518 XUEWEI092@pingan.com.cn
魏伟	投资咨询资格编号 S1060513060001 BOT313 WEIWEI170@pingan.com.cn



平安观点：

■ 美国经济转弱，黄金冲破两千

进入2023年，美国经济从之前的过热状态开始逐渐冷却，除了就业市场仍然景气之外，从消费到通胀，都呈现出由强转弱的态势。在美国经济衰退迹象显露的背景下，衰退交易成为4月以来国际市场主旋律，作为美国经济衰退最受益的品类之一，黄金成为资金追捧对象，国际金价从3月初的1800美元/盎司飙升至4月中下旬的2000美元/盎司以上。

■ 金价脱锚，短期回落后或将再迎主升

按照传统框架，国际金价是与美债实际利率呈现明显的反向走势的，这种对应关系在过去十多年非常稳定，也成为了市场对金价研判的主体框架。但这种稳定的对应关系在2023年3-4月开始出现了一些微妙的变化。

按照1%的10年期美债实际利率水平，可以发现在2010-2020这十年间，国际金价基本在1250美元/盎司左右，两者对应关系非常稳定。当前美债实际利率也处于1%的水平，但国际金价却已突破2000美元/盎司的关口，远超过去十多年所对应的1250美元/盎司水平，显示出近期国际金价定价有摆脱美债实际利率锚的迹象。当前金价与美债实际利率的脱离程度已经超过了过往20年的最大水平，即使与2008年金融危机爆发阶段比较也明显超过。

金价脱锚，显示出来的是国际市场对以美联储为中心的美元定价体系的不信任，这在战后布雷顿森林体系崩溃前夕，以及滞胀时期都发生过。美元最终通过放弃与黄金比价，以及与中东建立美元结算体系来重新建立美元的货币信用。现下，美元的货币信用也同样开始受到质疑。

■ 关注黄金ETF与股市相关机会

对美联储而言，此轮抗通胀有着特殊的意义，是一次决定美元信用前景的行动。从当前美国经济各方面来看，就业虽然景气，但内部分化明显，且已有冲击消费端的迹象；通胀虽然回落不少，但在距离2%目标位仍较远的5%水平左右，无论是核心通胀，还是消费者通胀预期已经开始出现较强黏性，且以有色、能源为代表的大宗商品近期再次迎来上涨，显示通胀后续的下行难言顺畅；金融市场近期虽然维持偏稳格局，但这主要是得益于美债利率的回落和前期消费的景气，随着消费开始出现颓势，通胀黏性提升，金融市场仍存有较大的不稳定性。

未来美联储将面临稳就业、防风险、抗通胀多重任务，一招不慎很可能给美元信用带来更大的伤害。尽管这不能说是必然结果，但其发生的可能性不容低估。在这样的背景下，投资者战略性配置一定比例的黄金品类是可以考虑的。具体来看，通过黄金ETF与黄金股进行配置是低交易成本、高投资效率的不错选择。

■ 风险提示：

- 1) 美国通胀回落超预期；
- 2) 美国经济韧性超预期；
- 3) 地缘局势缓和超预期；
- 4) 美联储货币紧缩程度超预期。

一、 美国经济转弱，黄金冲破两千

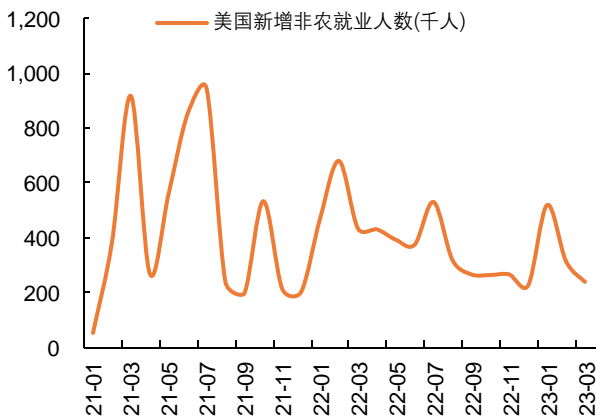
进入 2023 年，美国经济从之前的过热状态开始逐渐冷却，除了就业市场仍然景气之外，从消费到通胀，都呈现出由强转弱的态势。在这样的背景下，美国经济衰退预期升温，伴随着美债利率的显著回落，国际黄金价格迎来强势，并强势冲破 2000 美元/盎司大关，并带动股市相关标的大涨，成为市场焦点。

具体来看，美国就业市场虽然热度不及年初，但非农新增就业人数仍在单月 20 万人以上，失业率也持续底部徘徊，劳动力参与率接近疫情前的水平，都显示出美国就业市场仍处于景气区间。但是，就业是一个滞后指标，且在不同地区、行业、收入层次之间存在显著差异。

从通胀水平看，美国 CPI 同比已经回到 5% 的水平附近，且非农就业时薪增速也回落至 4-5% 之间；PMI 彰显的经济景气度也回到了荣枯线以下；零售销售环比也在 3 月跌至 -1.0% 的水平。

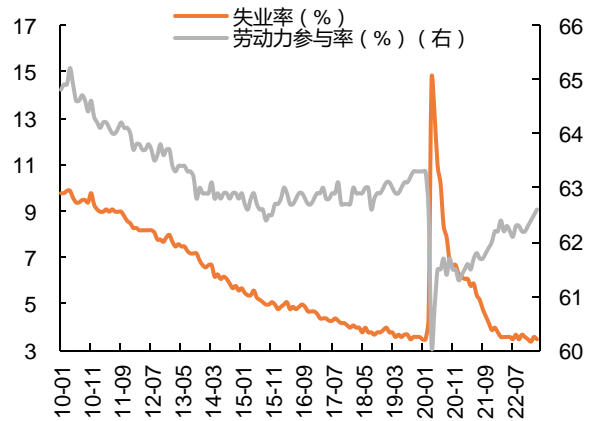
在美国经济衰退迹象显露的背景下，衰退交易成为 4 月以来国际市场主旋律，作为美国经济衰退最受益的品类之一，黄金成为资金追捧对象，国际金价从 3 月初的 1800 美元/盎司飙升至 4 月中下旬的 2000 美元/盎司以上。

图表1 美国非农新增就业数据



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表2 美国失业率与劳动力参与率走势



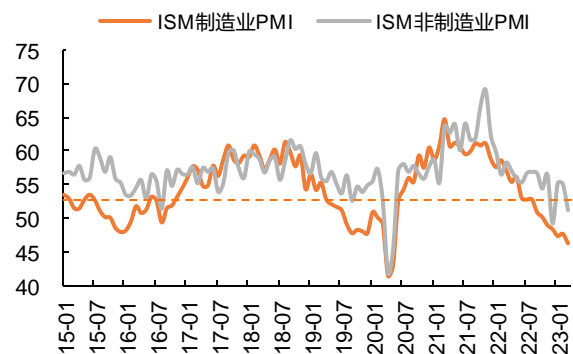
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表3 美国非农员工时薪增速



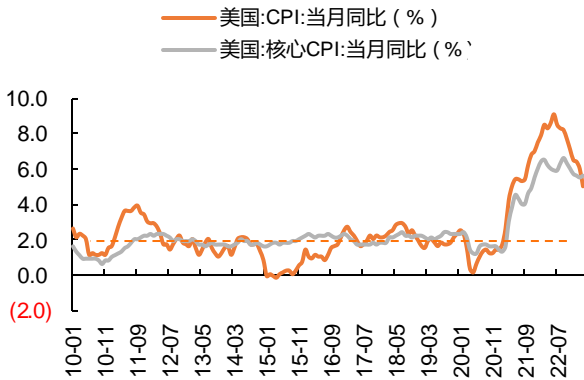
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表4 美国 ISM 制造业与非制造业 PMI 走势



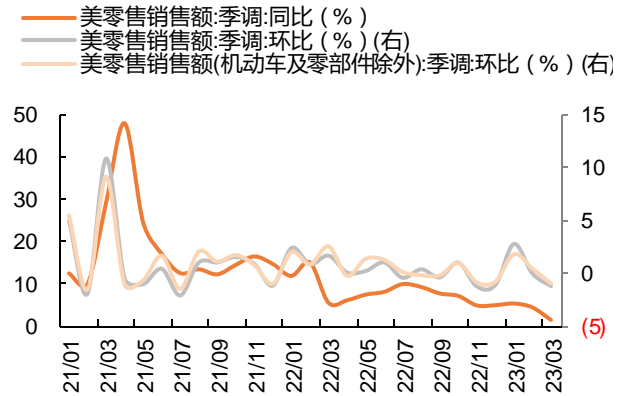
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表5 美国 CPI 与核心 CPI 同比走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表6 美国零售销售同比与环比增速



资料来源: WIND, 平安证券研究所

二、 金价脱锚，短期回落后或将再迎主升

按照传统框架，国际金价是与美债实际利率呈现明显的反向走势的，这种对应关系在过去十多年非常稳定，也成为了市场对金价研判的主体框架。但这种稳定的对应关系在 2023 年 3-4 月开始出现了一些微妙的变化。

按照 1% 的 10 年期美债实际利率水平，可以发现在 2010-2020 这十年间，国际金价基本在 1250 美元/盎司左右，两者对应关系非常稳定，这也表明金价针对美债实际利率的弹性很稳定。令人关注的是，当前美债实际利率也处于 1% 的水平，但国际金价却已突破 2000 美元/盎司的关口，远超过去十多年所对应的 1250 美元/盎司水平，显示出近期国际金价定价有摆脱美债实际利率锚的迹象。

图表7 国际黄金现价与 10Y 美债实际利率的传统相反走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

如果我们把视角放到近二十年，可以发现近期发生的金价脱锚的现象，在 2008 年也发生过一次。为了比较方便，我们对

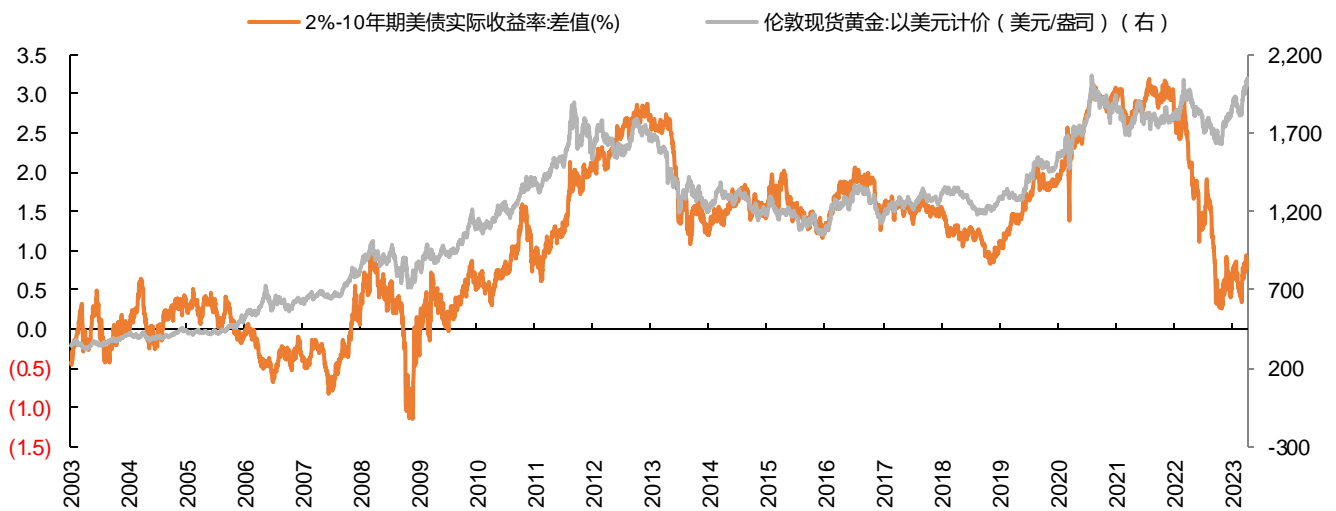
10年期美债实际利率进行一些处理，将2%-10Y美债实际利率作为一个新指标，并与国际金价进行对比，可以发现当前金价与美债实际利率的脱离程度已经超过了过往20年的最大水平，即使与2008年金融危机爆发阶段比较也明显超过。

金价脱锚，显示出来的是国际市场对以美联储为中心的美元定价体系的不信任，这在战后布雷顿森林体系崩溃前夕，以及滞胀时期都发生过。美元最终通过放弃与黄金比价，以及与中东建立美元结算体系来重新建立美元的货币信用。

现下，美元的货币信用也同样开始受到质疑。从沙特、伊朗、阿联酋等中东产油国、俄罗斯、印度、巴西和我国的双边或多边贸易来看，已有明显的去美元趋势，甚至法国在与我国签署购买船舶的协议中也将采取人民币交易。近期，作为美国传统“后花园”的拉美大国——巴西，总统卢拉也表达了对美元的质疑。

结合当下国际金融形势的变化，金价脱锚的趋势有可能在未来一段时间继续演绎，特别是联储目前处于抗通胀与防风险的两难之中，一旦抗通胀失败，金价脱锚趋势将明显增强。

图8 国际黄金现价与10Y美债实际利率的传统相反走势



资料来源：WIND，平安证券研究所

三、关注黄金ETF与股市相关机会

对美联储而言，此轮抗通胀有着特殊的意义，是一次决定美元信用前景的行动。从当前美国经济各方面来看，就业虽然景气，但内部分化明显，且已有冲击消费端的迹象；通胀虽然回落不少，但在距离2%目标位仍较远的5%水平左右，无论是核心通胀，还是消费者通胀预期已经开始出现较强黏性，且以有色、能源为代表的大宗商品近期再次迎来上涨，显示通胀后续的下行难言顺畅；金融市场近期虽然维持偏稳格局，但这主要是得益于美债利率的回落和前期消费的景气，随着消费开始出现颓势，通胀黏性提升，金融市场仍存有较大的不稳定性。

所以，在未来几个月里面，美联储面临的稳就业、防风险、抗通胀多重任务异常艰巨，一招不慎很可能给美元信用带来更大的伤害。尽管这不能说是必然结果，但其发生的可能性不容低估。在这样的背景下，投资者战略性配置一定比例的金品类是可以考虑的。

具体来看，通过黄金ETF与黄金股进行配置是低交易成本、高投资效率的不错选择。

图表9 美国 PCE 通胀与核心通胀走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

四、 风险提示

- 1) 美国通胀回落超预期;
- 2) 美国经济韧性超预期;
- 3) 地缘局势缓和超预期;
- 4) 美联储货币紧缩程度超预期。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：（021）33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033