

## 三重利好下黄金牛市未完 ——写在金价逼近历史高点之际

■ **金价正逼近历史高点：**自去年 11 月份开始，市场定价美联储的加息放缓预期，黄金也因此结束了为期半年左右的下跌行情，并转为一路上涨。3 月中旬，在硅谷银行、签名银行倒闭以及瑞信风波的影响下，避险情绪大幅升温，叠加市场对宽松交易的定价，伦敦金一度涨至近 2050 美金的高位，距离历史高点 2075 美金仅一步之遥。

■ **黄金的上涨逻辑仍然顺畅：**第一，利率端的压力正在缓解。从“美国经济降速、通胀回落到货币政策边际转松”的逻辑链条愈加清晰，美债实际利率趋于下行，对黄金利好。第二，美元延续弱势，利好黄金。美元作为黄金的标价货币，两者具备负相关关系。展望未来，预计美元仍将延续弱势，对于黄金的利好也并未被打破。第三，央行购金需求的上升。对于今年来说，我们认为各国央行对增持黄金仍然会维持积极态度，就算达不到 2022 年的增量水平，也仍有望维持在一个相对高位，对黄金的走牛存在正向推动作用。

■ **预计今年金价极值位在 2450 美金：**我们运用黄金估值模型进行了价格估算，得到的结果是今年黄金上涨的极值位在 2450 美金。同时，需要说明的是，极值位的含义并不是指金价会上涨到 2450 美金，而是说金价很难涨超这个位置。综合来看，我们认为黄金本轮上涨周期已经开启，上涨空间也已经打开，站在历史高点的脚下，我们认为黄金在年内仍然具备配置价值。

陈峤

资本市场研究员

☎：0755-88259976

✉：chenqiao426@cmbchina.com

刘东亮

资本市场研究所所长

☎：0755-83167787

✉：liudongliang@cmbchina.com



## 目录

|                                  |   |
|----------------------------------|---|
| 一、回顾：金价正逼近历史高点 .....             | 1 |
| 二、展望：黄金牛市未完，年内极值位在 2450 美元 ..... | 1 |
| （一）趋势：黄金的上涨逻辑仍然顺畅 .....          | 1 |
| （二）价格：预计今年金价极值位在 2450 美金 .....   | 4 |

## 图目录

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| 图 1：伦敦金连续上涨并已逼近历史高点 .....      | 1 |
| 图 2：美债实际利率未来将趋于下行 .....        | 2 |
| 图 3：美国商业银行信贷增长停滞 .....         | 2 |
| 图 4：美国核心服务通胀居高不下 .....         | 2 |
| 图 5：CPI 房租项大概率已经见顶 .....       | 2 |
| 图 6：美元偏弱，利好黄金 .....            | 3 |
| 图 7：美国核心 CPI 已经回落，欧洲仍在攀顶 ..... | 3 |
| 图 8：2022 年全球央行购金量创新高 .....     | 4 |
| 图 9：黄金估值有 3 次波峰 .....          | 5 |

## 表目录

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| 表 1：美国非管理层平均时薪以及对应金价极值预测 ..... | 5 |
|--------------------------------|---|



## 一、回顾：金价正逼近历史高点

自去年 11 月份开始，市场定价美联储的加息放缓预期，黄金也因此结束了为期半年左右的下跌行情，并转为一路上涨。3 月中旬，在硅谷银行、签名银行倒闭以及瑞信风波的影响下，避险情绪大幅升温，叠加市场对宽松交易的定价，伦敦金一度涨至近 2050 美金的高位，距离历史高点 2075 美金仅一步之遥。那么，黄金后续能否继续上涨，又会涨到什么位置？我们须得探其究竟。

图 1：伦敦金连续上涨并已逼近历史高点



资料来源：Wind、招商银行研究院

## 二、展望：黄金牛市未完，年内极值位在 2450 美元

### （一）趋势：黄金的上涨逻辑仍然顺畅

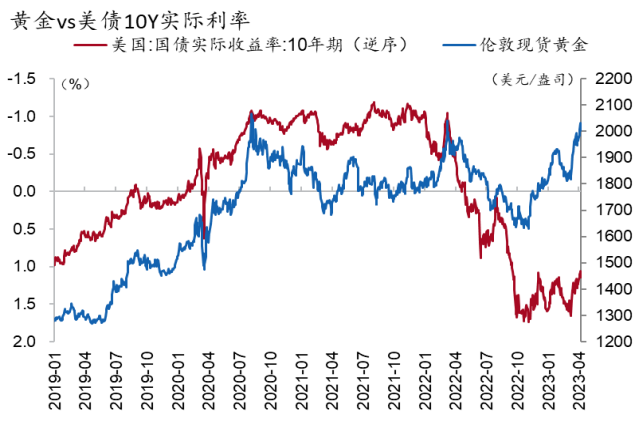
开年以来，黄金已经上涨 10% 有余，我们认为未来的上涨逻辑依旧顺畅，金价也仍处于上涨周期当中。

**第一，利率端的压力正在缓解。**2022 年，伴随着美联储的激进加息，实际利率由负转正给黄金带来了不小的下行压力。而在 2022 年末，事情已经发生转机，关于美联储放慢加息步伐的预期升温，实际利率的强劲上涨趋势被打断，整体围绕在 1.5% 上下波动，也给金价带来了喘息的机会。站在当下，从“美国经济降速、通胀回落到货币政策边际转松”的逻辑链条愈加清晰，美债实际利率趋于下行，对黄金利好。

首先，银行业风波强化美国经济降速预期。随着利率的不断抬高，高利率正逐步侵蚀着美国经济的内生动能，制造业 PMI 已经连续 5 个月运行在荣枯线以下。雪上加霜的是，随着硅谷银行等中小银行的暴雷，让市场意识到高利

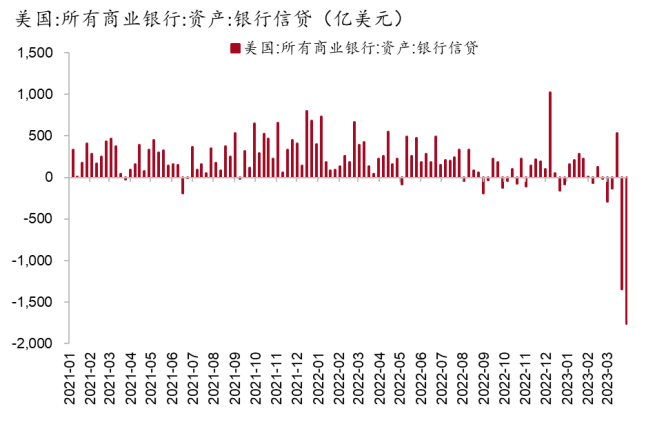
率环境下金融风险也有所抬头。尽管我们认为本次银行业的暴雷很难掀起系统性风险，但银行业风险的上升将在一定程度上影响信用派生，信贷收缩的加剧也将强化我们对美国经济将步入衰退的判断。从数据上来看，美国商业银行信贷已经连续两周回落，这也在印证着信用收缩的逻辑。

图 2：美债实际利率未来将趋于下行



资料来源：Wind、招商银行研究院

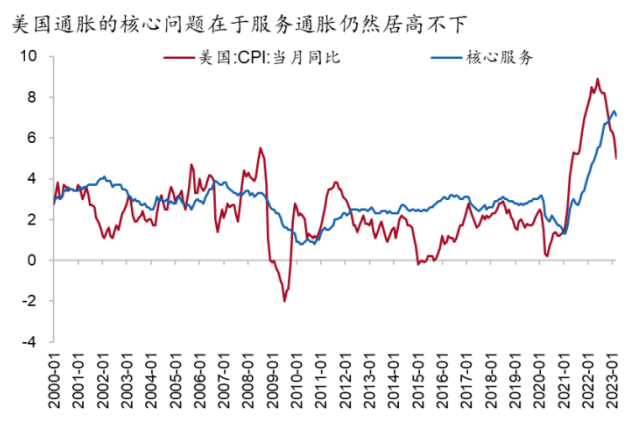
图 3：美国商业银行信贷增长停滞



资料来源：Wind、招商银行研究院

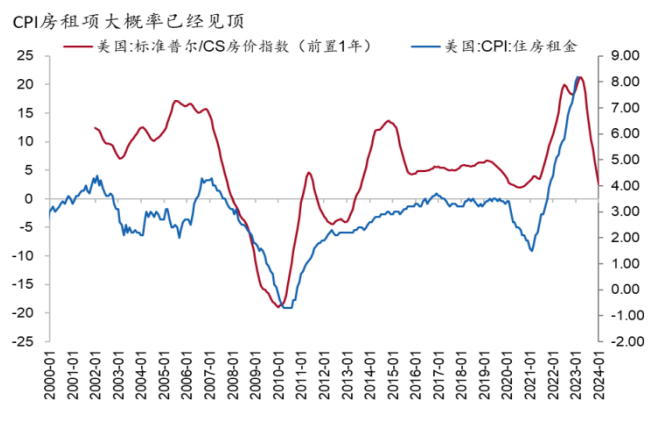
其次，通胀回落的趋势很难被打破。从结构上来说，商品通胀的下行将是大概率事件。而市场最为关注的核心服务通胀尽管仍在高位，但见顶回落也是大概率事件。其中，房租租金以及劳动力市场的紧俏成为了服务通胀保持高粘性的主要原因，而这两个分项预计将逐步转冷。一方面，从历史经验来看，房价同比增速是房租租金项的前置指标（前置 1 年左右），而此指标已经回落一年有余，即房租项已大概率见顶。另一方面，尽管劳动力市场供需偏紧的局面仍未有所逆转，但边际转冷的迹象已经出现，例如非农新增人数的连续回落，职位空缺数的下降等等。

图 4：美国核心服务通胀居高不下



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 5：CPI 房租项大概率已经见顶



资料来源：Wind、招商银行研究院

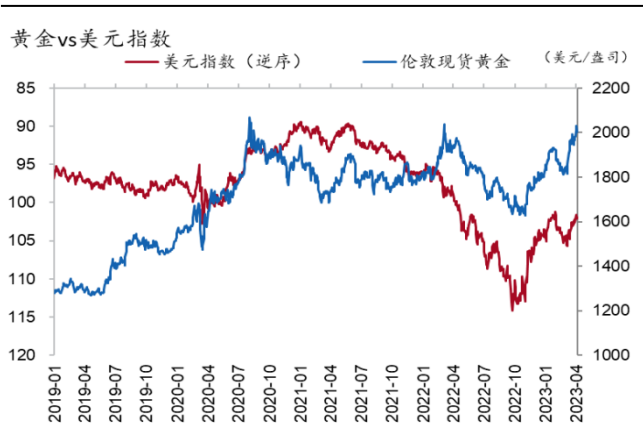


最后，鲍威尔暗示加息周期已行至尾声。在已经过去的 3 月议息会议中，出于对抗通胀以及防范金融风险的双重考量，美联储在加息 25bp 的同时向市场释放出加息周期可能即将结束的信号：例如在表述中删去了“继续多次加息（ongoing increases）”，改为“一些额外政策紧缩（some additional policy firming）”，同时也承认银行业流动性问题可能会加剧信用紧缩等。因此，我们认为美联储将于上半年结束加息（5 月大概率为最后一次加息），货币政策转鸽的拐点已到。

**第二，美元延续弱势，利好黄金。**美元作为黄金的标价货币，两者往往具备负相关关系。开年以来，实际利率回落的幅度并不多，驱动黄金上涨的核心力量就来源于美元指数的走弱。展望未来，预计美元仍将延续弱势，对于黄金的利好也并未被打破。

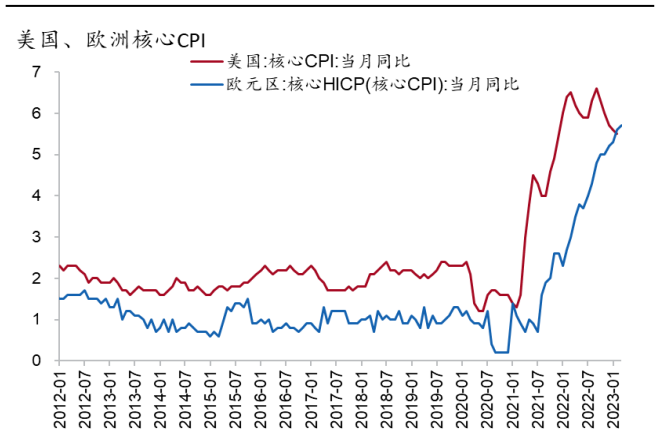
驱动美元走弱的主要逻辑源于美欧之间关于货币政策的边际错位。虽然美欧均身处加息周期，但市场预期却存在差异。一方面，美国经济衰退——美联储货币政策转向的链条正愈加清晰，市场也正在定价加息周期行至尾声的预期。而另一方面，欧洲仍然面临着比美国更加严峻的通胀形势，欧央行的抗通胀工作也依旧任重而道远，加息周期尚未结束。从数据上来看，美国核心 CPI 早已见顶回落，而欧元区的核心 CPI 甚至还在攀升。此外，欧央行在 3 月的议息会议中继续加息 50BP，同时反复强调了关于通胀形势的严峻性。可以看出，欧央行在防范金融风险与抗通胀之间，依然倾向于后者，市场也基本认定欧洲在 5 月仍需加息 25bp。综合来看，美欧之间的流动性情况正偏向“美松欧紧”的一边，美元指数的下行动能也正在加强。

图 6：美元偏弱，利好黄金



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 7：美国核心 CPI 已经回落，欧洲仍在攀顶

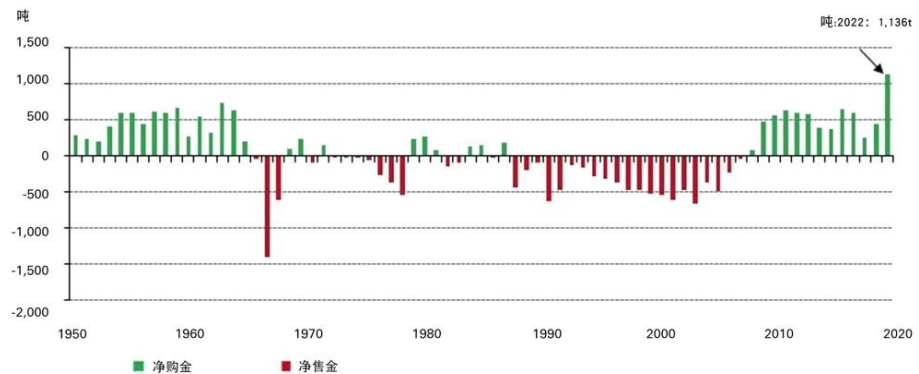


资料来源：Wind、招商银行研究院

**第三，央行购金需求的上升。**2022 年全球央行购金量达到了 1000 吨以上，创下了有历史记录以来的新高。从买家结构上来看，活跃购金的央行主要为新兴市场央行，包括中国（已连续 3 个月增加黄金储备）、土耳其以及部分中东地区国家。也正是因为央行购金量的井喷，导致黄金在 2022 年实际利率大幅上升的一年中跌幅并不大。那么，为什么央行购买了这么多的黄金？我们认为主要是因为中国等新兴市场央行相较于老牌发达国家央行来说，对于黄金

的储备规模相对不足，本身存在补齐规模的需求，也因此推动了购金量的上升。对于今年来讲，我们认为各国央行对增持黄金仍然会维持积极态度，就算达不到 2022 年的增量水平，也仍有望维持在一个相对高位，对黄金的走牛存在正向推动作用。

图 8：2022 年全球央行购金量创新高



资料来源：世界黄金协会、招商银行研究院

## （二）价格：预计今年金价极值位在 2450 美金

在价格上，我们认为伦敦金突破历史高点只是时间问题，但是在创新高之后到底能上涨到什么位置？这将是我们在本篇报告中需要探索的关键。我们运用了在《越过山丘，寻找黄金的新边界——写在金价创历史新高之际（2020，招商银行研究院）》一文中构建的黄金估值模型进行了价格估算，得到的结果是今年黄金上涨的极值位在 2450 美金，具体计算思路如下：

我们运用伦敦金金价/美国非管理层平均时薪构建了黄金估值模型。从 1969 以来，总共出现过 3 次波峰，第一次出现在石油危机的时候（100% 估值分位数），第二次出现在欧债危机的时候（99% 分位数），第三次出现在 2020 年新冠疫情的时候（95% 分位数）。最直观的想法是，我们可以寻找到跟今年宏观环境最像的一次，以这一次的估值波峰作为今年黄金可以达到的估值最高位，进一步也就能够找到金价的极值位在哪里。

但是通过比较，无论是石油危机、欧债危机还是疫情冲击，我们发现今年和这 3 次波峰所处的宏观环境都不一样。

因此，我们只能采取另外一种方式，即采取其中一个比较低的波峰作为参照，也就是 20 年的估值水平。在此，我们做的一个基础假设就是，今年黄金的最高估值是无法涨超 2020 年的，主要逻辑是因为 2020 年的宏观环境是“经济深度衰退+零利率政策+天量 QE”，属于流动性大年。而今年的宏观环境只是“经济温和衰退+美联储加息周期结束”，属于流动性由紧转松的一年，



对黄金的利好程度是比不上 2020 年的。与之相对应的，黄金在 2023 年的估值水平也很难突破 2020 年。

图 9：黄金估值有 3 次波峰



资料来源：Wind、招商银行研究院

有了这个假设之后，我们只需要预测出今年美国非管理层的平均时薪，就能够计算出黄金极值。根据彭博对美国全部劳动力平均时薪增速的预测，我们拟合出非管理层时薪增速（ $R^2$  达到了 0.96），并同时计算出每个季度的平均时薪水平。

表 1：美国非管理层平均时薪以及对应金价极值预测

| 时间     | 美国非管理层平均时薪（美元） | 对应黄金极值价格（美元） | 季末历史金价的估值分位数（%） |
|--------|----------------|--------------|-----------------|
| 2022Q1 | 26.99          | 2,249        | 90%             |
| 2022Q2 | 27.40          | 2,283        | 89%             |
| 2022Q3 | 27.75          | 2,312        | 86%             |
| 2022Q4 | 28.09          | 2,340        | 83%             |
| 2023Q1 | 28.40          | 2,366        | 87%             |
| 2023Q2 | 28.84          | 2,403        | -               |
| 2023Q3 | 29.11          | 2,425        | -               |
| 2023Q4 | 29.42          | 2,451        | -               |

资料来源：Bloomberg、招商银行研究院

最后，用 2020 年的估值波峰\*非管理层平均时薪即就是黄金今年的上涨极值。同时，需要说明的是，极值位的含义指的并不是指金价会上涨到 2450 美金，而是说金价很难涨超这个位置，这一点需要明确。



综合来看，我们认为黄金本轮上涨周期已经开启，上涨空间也已经打开，站在历史高点的脚下，我们认为黄金在年内仍然具备配置价值。



## 免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

**市场有风险，投资需谨慎。**投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

## 招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号  
或一事通信息总汇