



## 贵金属市场专题研究

# 通胀预期下，黄金的投资价值如何？

### ■ 核心摘要

当前大宗商品价格攀升，美国 10 年期 TIPS 国债隐含的通胀预期超过了疫情前的水平。在全球通胀预期攀升下，黄金的价格不但没有上涨，反而震荡下行。**黄金作为抗通胀商品，为何在全球通胀预期下震荡下行？未来又将如何？**

第一，从供给端来看，供给对黄金价格的影响较小。金矿开采生产与成品再生产供应的价格弹性很低，黄金每年新增的供应量相对存量而言占比较小，黄金供应量的波动不会给全球黄金价格走势带来冲击。

第二，从需求端来看，黄金的需求主要包括珠宝需求、投资需求和工业需求，其中投资需求是影响黄金价格变化的主要因素。全球黄金需求的变化很大程度上体现为黄金投资需求变化的影响，其中又以黄金 ETF 的需求量最为重要，而以黄金 ETF 为主的黄金投资需求的变化又与全球通胀率、美元指数、全球金融市场动荡程度等因素紧密相关。

- 1) 黄金长期抗通胀而非通胀预期，黄金价格变化与美国 CPI 的相关性要高于与通胀预期的相关性。黄金价格变化与实际利率负相关，这里的实际利率是名义利率与美国 CPI 同比之差，而非 TIPS 实际利率（TIPS 实际利率等于名义利率与通胀预期之差）。也即是说，黄金的价格变化取决于美国 10 年期国债收益率与美国 CPI 同比增速的相对变化。
- 2) 黄金价格与美元指数走势呈现一定程度的负相关。但在全球动荡时期，二者都作为避险资产，会呈现同向变动。
- 3) 黄金价格与全球不确定性存在正相关性，但不能有效的对冲股票市场的波动，只有当股票市场波动过大时，黄金具有避险的价值。

第三，展望二季度，美国 CPI 增速在低基数效应下将会录得较高增速，美国十年期国债收益率将更多呈现震荡格局，CPI 增速上行幅度大概率超过 10 年期国债收益率的变化，这将有利于黄金价格的上行；美国疫苗接种快于欧元区国家，美国经济强于欧洲，目前已经部分反映在美元指数此前的上行。如果美联储没有进一步表态偏鹰，美元指数突破本轮反弹的高点概率较低，美元指数对黄金价格的压制也可能有所缓释；美国经济政策不确定性指数自 2020 年 7 月以来震荡下行，目前已经到疫情前的平均水平。在没有黑天鹅事件发生的情况下，美国经济政策不确定性指数更多的是低位震荡，对黄金的压制将会减弱。一旦有黑天鹅事件发生，不确定性指数将更多是易上难下，这对黄金价格形成支撑。

第四，综合来看，相对一季度而言，二季度的宏观环境更加有利于黄金价格的上行，黄金存在阶段性机会。但在全球经济整体复苏的背景下，也不宜对黄金价格反弹高度过高期待。未来黄金价格面临的利空主要还是来自美联储的态度转鹰，一旦美联储向市场传达收紧预期，黄金价格仍有下行空间。

**风险提示** 美联储超预期收紧；美国经济超预期复苏；全球疫情扩散。

目前 CRB 现货指数已经超过疫情前水平，原油价格也回到疫情前平均水平，美国 10 年期 TIPS 国债隐含的通胀预期自 2020 年 11 月初的 1.65% 左右上升到目前的 2.3%，也超过了疫情前的水平。在全球通胀预期攀升下，黄金的价格不但没有上涨，反而震荡下行。伦敦现货黄金同期从 1940 美元/盎司，震荡下行至目前的 1735 美元/盎司。黄金作为抗通胀商品，为何在全球通胀预期下震荡下行？未来又将如何？

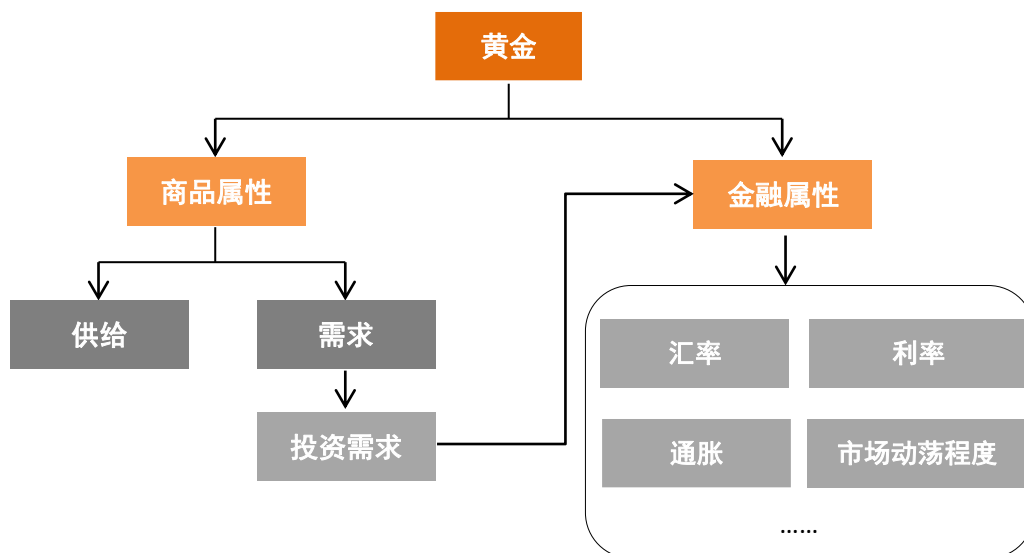
黄金的商品属性表现为供求关系决定了金价，金融属性表现为汇率、利率、通胀、市场波动程度对金价的影响。商品属性：一般情况下，供给对金价影响较小，需求中的投资需求对金价影响较大。其中，黄金的商品属性体现在供求对价格走势的影响上；而抗通胀、防货币贬值与避险则是黄金金融属性的体现，通过投资需求影响黄金价格。

从供给端来看，供给对黄金价格的影响较小。2001-2020 年间全球黄金年均供给量为 4016 吨，其中 2832 吨(约 70%)是金矿开采生产供应，1184 吨(约 30%)是央行出售黄金及黄金成品的二次利用再生产。通过我们的计算，2001-2020 年间金矿开采生产与成品再生产供应的价格弹性很低，分别为 -0.14 和 0.04。可以看出金矿开采和黄金再生产规模与黄金价格波动的相关性均较弱，而且黄金每年新增的供应量相对存量而言占比也较小。以 2001-2020 年为例，年均黄金供应量 4016 吨仅占存量的 2.1%，占全球官方黄金储备规模的 11.4%，所以黄金供应量的波动并不足以对黄金的存量规模造成显著影响进而不会给全球黄金价格走势带来冲击。

从需求端来看，黄金的需求主要包括珠宝需求、投资需求和工业需求，其中投资需求仍是影响黄金价格变化的主要因素。具体来看，黄金的珠宝需求占比虽然最高，但是比重已从 2001 年的 80.7% 下降到 2020 年的 37.55%；投资需求占比则从 2001 年的 9.6% 上升至 2020 年的 47.16%，已超过珠宝需求；工业需求占比从 2001 年的 9.7% 小幅震荡回落至 2020 年的 8.03%。另外，通过我们的计算，黄金的珠宝需求、投资需求、工业需求的价格弹性分别为 -1.24、1.47 和 -0.27，可见全球黄金的投资需求与金价的正相关程度较高，而且黄金投资有着较明显的“追涨杀跌”倾向。

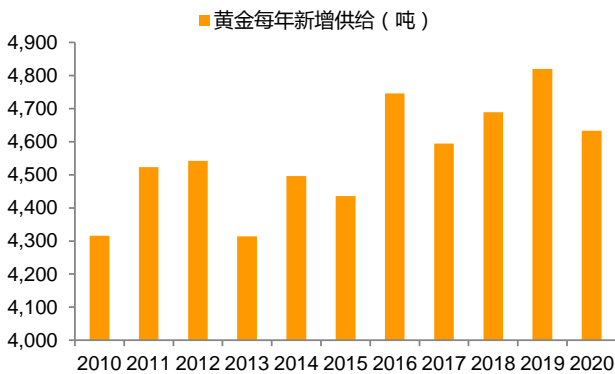
综上所述，全球黄金需求的变化很大程度上体现为黄金投资需求变化的影响，其中又以黄金 ETF 的需求量最为重要，而以黄金 ETF 为主的黄金投资需求的变化又与全球通胀率、美元指数、全球金融市场动荡程度等因素紧密相关，下面将就上述影响全球黄金投资需求的影响因素进行逐一分析。

图表1 黄金价格分析的框架图



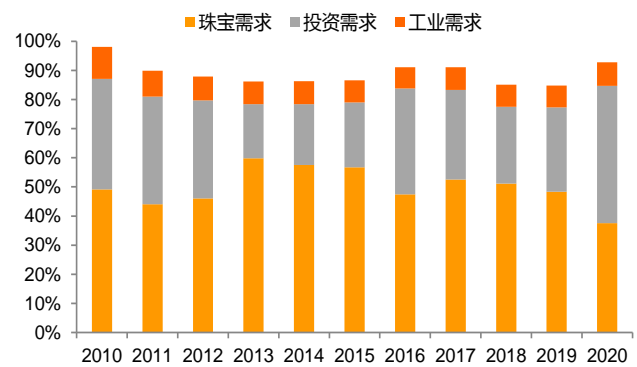
资料来源：WIND，平安银行，平安证券研究所

图表2 黄金每年新增供给 (吨)



资料来源: WIND,平安银行, 平安证券研究所

图表3 黄金不同需求占比变化 (%)



资料来源: WIND,平安银行, 平安证券研究所

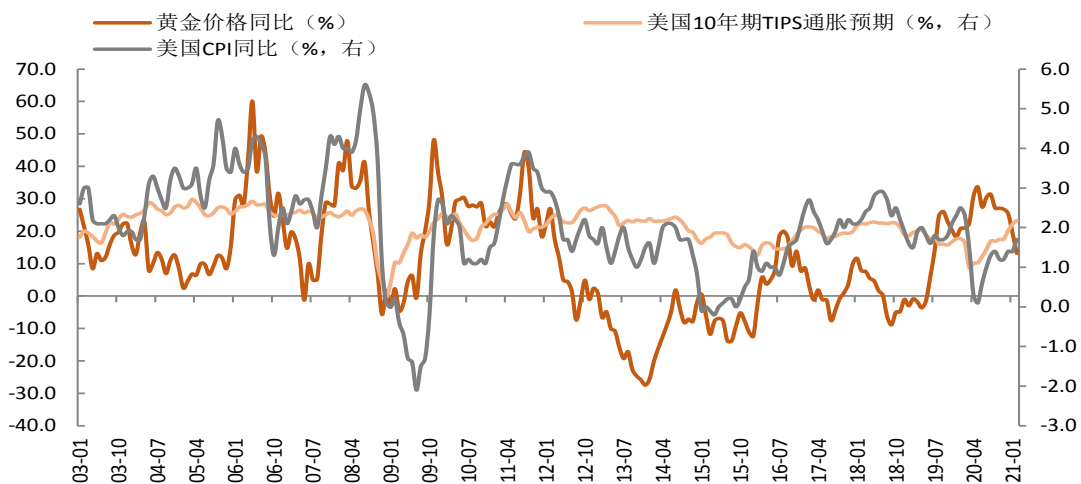
### 1) 黄金长期抗通胀而非通胀预期, 黄金价格变化与美国 CPI 的相关性要高于与通胀预期的相关性

黄金作为无息资产, 实际无风险利率是持有黄金的机会成本。当实际无风险利率上行时, 黄金价格承压。实际无风险利率可以简单的分解为名义利率与通货膨胀预期之差, 因此黄金价格与通胀呈正相关性。根据我们的计算, 自 2003 年以来, 黄金价格同比变化与美国 CPI 同比增速的相关性为 0.44, 高于与美国 10 年期 TIPS 债券隐含的通胀预期的相关系数为 0.19, 因此, 黄金长期抵抗的是实际通胀本身而非通胀预期。

可见, 黄金价格变化与实际利率负相关, 这里的实际利率是名义利率与美国 CPI 同比之差, 而非 TIPS 实际利率 (TIPS 实际利率等于名义利率与通胀预期之差)。也即是说, 黄金的价格变化取决于美国 10 年期国债收益率与美国 CPI 同比增速的相对变化。本轮黄金高点自 8 月初超过 2000 美元/盎司下跌以来, 美国 10 年期国债收益率从 0.6% 上升至最高 1.74%, 而美国 CPI 同比增速从 1.3% 上行至 1.7%, 美国 10 年期国债收益率上行幅度显著超过 CPI 同比增速的变化, 二者相对变化可以较好的解释黄金的下跌。

展望二季度, 美国 CPI 增速在低基数效应下将会录得较高增速, 而美国十年期国债收益率上行动力不足, 在疫情有所阶段性反弹下, 美国 10 年期国债收益率将更多呈现震荡格局, CPI 增速上行幅度大概率超过 10 年期国债收益率的变化, 这将有利于黄金价格的上行。

图表4 黄金价格同比变化与美国 CPI 的相关性要强于通胀预期



资料来源: WIND, 平安银行, 平安证券研究所

## 2) 黄金价格与美元指数走势呈现一定程度的负相关

发达国家央行储备黄金规模较大，部分新兴市场国家央行国际储备多元化的一大方向就是增持黄金，说明各大央行认为黄金能够抵抗美元的波动。考虑到全球黄金交易最主要的计价货币就是美元，在黄金市场的供给与需求相对稳定的阶段，美元指数的走势往往会导致黄金价格反向运行。根据我们的计算，自 1971 年以来，黄金价格与美元指数的相关系数为 -0.43，二者具有较为显著的负相关性。但我们也可以看到，在危机之后或者全球动荡时期，二者都作为避险资产，会呈现同向变动。

展望二季度来看，我们认为美元指数能否继续上行将更多的取决于美联储的态度。美国疫苗接种快于欧元区国家，美国经济强于欧洲，目前已经部分反映在美元指数此前的上行。如果美联储没有进一步表态偏鹰，美元指数突破本轮反弹的高点概率较低。这也意味着，美元指数对黄金价格的压制也可能有所缓释。

图表5 黄金价格与美元指数整体呈现负相关关系



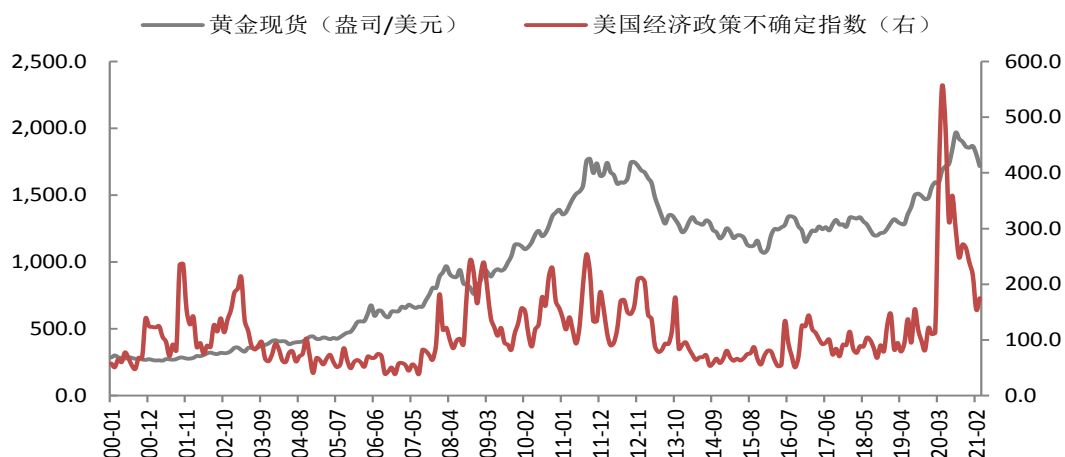
资料来源：WIND，平安银行，平安证券研究所

## 3) 黄金价格与全球不确定性存在正相关性

黄金一直被市场认为是稳定性极强的避险资产，金价能够一直保持较强的稳定性。这也带来在市场急剧动荡时，黄金的避险需求往往激增进而刺激金价大幅上行的现象。根据我们的计算，自 2000 年以来，黄金价格与美国经济政策不确定性指数的相关系数为 0.4，黄金价格与标普 500VIX 的相关性几乎为零，但在标普 500VIX 快速上行时，黄金价格与它的正相关性显著。

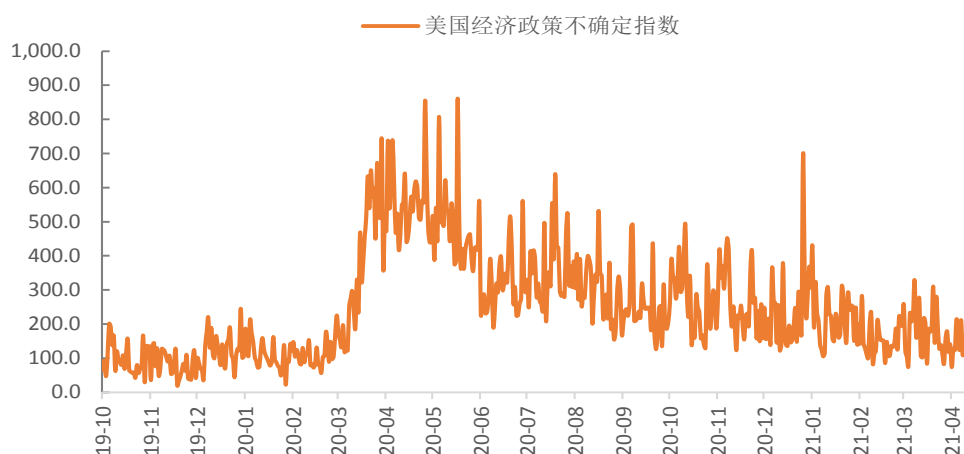
这说明：其一，黄金并不能有效的对冲股票市场的波动，但当股票市场波动过大时，黄金具有避险的价值；其二，黄金的避险功能可以对冲全球经济政治各种不确定性上，不确定性越高，黄金的避险价值越凸显；其三，美国经济政策不确定性指数自 2020 年 7 月以来震荡下行，目前已经到疫情前的平均水平。展望来看，在没有黑天鹅事件发生的情况下，美国经济政策不确定性指数更多的是低位震荡，对黄金的压制将会减弱。一旦有黑天鹅事件发生，不确定性指数将更多是易上难下，这对黄金价格形成支撑。

图表6 黄金价格与美国经济政策不确定性存在正相关性



资料来源：WIND，平安银行，平安证券研究所

图表7 当前经济政策不确定性指数位于低位



资料来源：WIND，平安银行，平安证券研究所

综合来看，相对一季度而言，二季度的宏观环境更加有利于黄金价格的上行，黄金存在阶段性机会。但在全球经济整体复苏的背景下，也不宜对黄金价格反弹高度过高期待。未来黄金价格面临的利空主要还是来自美联储的态度转鹰，一旦美联储向市场传达收紧预期，黄金价格仍有下行空间。

风险提示

- 1) 全球疫情再次扩散；2) 美联储超预期收紧；3) 美国经济超预期复苏。

## 报告作者:

证券分析师: 魏伟 投资咨询资格编号: S1060513060001 电话 ( 021-38634015 ) 邮箱 ( weiwei170@pingan.com.cn )

证券分析师: 郭子睿 投资咨询资格编号: S1060520070003 电话 ( 15010867669 ) 邮箱 ( guozirui807@pingan.com.cn )

## 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, 股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上 )

推 荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间 )

中 性 ( 预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$  之间 )

回 避 ( 预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上 )

### 行业投资评级:

强于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上 )

中 性 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$  之间 )

弱于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 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它人。

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 2021 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 15 层  
邮编: 100033