浙商國際
ZHESHANG INTERNATIONAL

报告日期：2023 年 3 月

策略报告

商品期货 | 专题报告

黄金商品属性分析框架

——黄金专题系列一

分析师：	王卉
中央编号：	BLN172
联系电话：	852-2180 6499
邮箱：	faywang@cnzsqh.hk

相关报告

报告导读

黄金作为商品的一种，其价格长期也受到通胀因素影响，剔除通胀因素，供需平衡在黄金价格波动中也具有重要地位。黄金供需长期来看表现为供应充足。从供给端来看，矿产金产量表现较为刚性，更多影响金价长期走势，而再生金产量受金价影响更大，表现相对弹性。从需求端来看，与黄金价格影响更大，其中虽然金饰需求占比最大，但投资需求与黄金价格走势相关性更高。

展望 2023 年，通胀预期受能源价格的高基数影响或将持续放缓，同时通胀率作为影响美联储货币政策的其中一个主要目标，对市场加息预期具有显著影响，目前来看本轮加息已接近尾声，美债利率可能出现拐点，将带动实际利率下行。供需方面，全球黄金供应预计稳定增长，黄金需求较供应恢复更快。

风险提示

通胀率再抬头，美联储加息超预期

正文目录

1. 黄金逻辑框架介绍 4
2. 通胀因素 5
3. 黄金供需 6
3.1. 供应 7
3.2. 需求 8
4. 小结与展望 9

图表目录

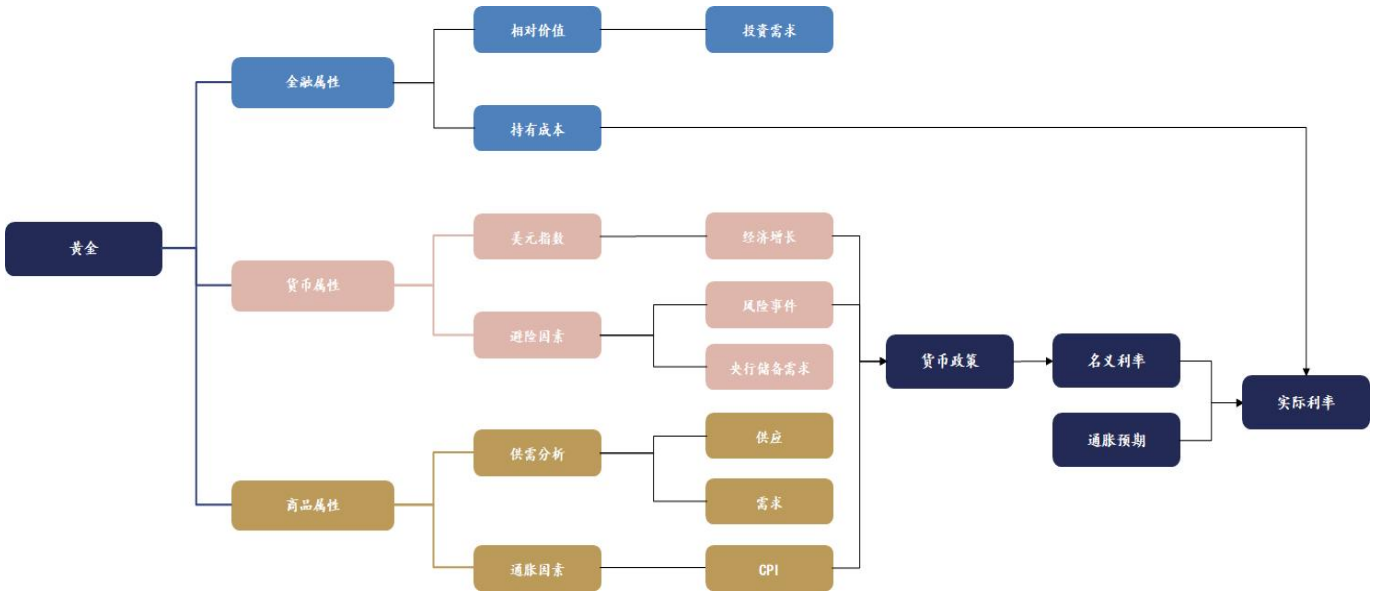
图表 1：黄金分析框架 4
图表 2：金价长期受通胀因素影响 5
图表 3：金价与现货商品价格走势相似 5
图表 4：美国 CPI 分项权重 6
图表 5：美国 CPI 分项表现 6
图表 6：油价领先 CPI 走势 6
图表 7：从金油比波动看黄金商品属性强弱 6
图表 8：黄金供需框架 7
图表 9：黄金供给情况 7
图表 10：再生金供应受金价影响波动更大 7
图表 11：矿产金更多影响金价长期走势 8
图表 12：中国黄金矿产量自 2016 年起逐年下滑 8
图表 13：黄金需求 8
图表 14：黄金 ETF 持仓与金价走势正相关 8
图表 15：央行购金量增加较多的国家 9
图表 16：中国金饰需求受新冠疫情的影响较大 9
图表 17：COMEX 黄金价格走势 9

1. 黄金逻辑框架介绍

黄金具备金融、货币和商品三重属性。从金融属性来看，一方面，黄金具有“零票息”特征，与其他大部分资产价格间的相关性较差，加入资产配置后可以优化组合的夏普比率，通过与其他资产回报相比较，可以体现配置黄金的相对价值。另一方面，黄金的持有成本可以看作是其他资产的回报率，这些资产的回报主要来自于实体经济的增长，即可以通过实际利率来进行衡量，因此可以将实际利率看作是黄金的持有成本。黄金的相对价值与持有成本呈现负相关性，当实际利率走低时，配置黄金的价值就会凸显出来。从货币属性来看，金价与美元指数依然存在较大关联，但美元指数对金价的影响并不完全是驱动因素影响，需要从汇率和主权信用两个角度去分析。此外，黄金还具有避险功能，但避险因素主要是对短期黄金价格的影响。

本文为系列专题，主要介绍商品属性分析框架。黄金作为商品的一种，其价格长期也受到通胀因素影响，剔除通胀因素，供需平衡在黄金价格波动中也具有重要地位。黄金供需长期来看表现为供应充足，主要由于黄金供应比较稳定。从供给端来看，矿产金产量表现较为刚性，更多影响金价长期走势，而再生金产量受金价影响更大，表现相对弹性。从需求端来看，与黄金价格影响更大，其中虽然金饰需求占比最大，但投资需求与黄金价格走势相关性更高。投资需求中，以黄金 ETF 的需求为代表，与金价波动密切相关，可以迅速反映市场投资者对持有黄金的态度变化；而央行储备需求从 2016 年持续增加，在整体需求中的影响日益增大。

图表 1：黄金分析框架

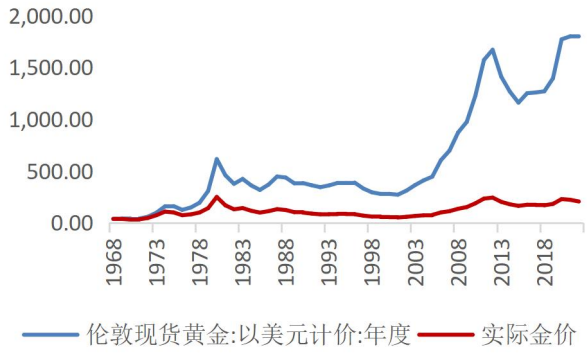


资料来源：浙商国际

2. 通胀因素

黄金作为商品，本身具有一定抵御通胀的功能。若将黄金价格剔除通胀因素影响后来看，其走势并未如剔除之前一样呈现一直上涨的态势，说明黄金价格长期受到通胀因素的影响较大。若将黄金现货价格和 CRB 现货价格指数做对比后发现，二者的历史走势较为类似，从历史上来看，选取 1986 年作为起始点，黄金价格和 CRB 现货价格指数之间的相关系数高达 0.92，但若将剔除通胀因素后，二者之间的相关性显著降低，因此我们可以通过将黄金价格和现货指数做除法来观察一段时间内通胀因素对金价的影响大小，若二者之比出现剧烈波动，代表金价较商品价格波动幅度更明显，此时说明黄金的商品属性弱化；若二者之比表现平稳，则说明金价与商品价格变动幅度一致，此时黄金商品属性表现强化。

图表 2：金价长期受通胀因素影响



资料来源：wind，浙商国际

图表 3：金价与现货商品价格走势相似

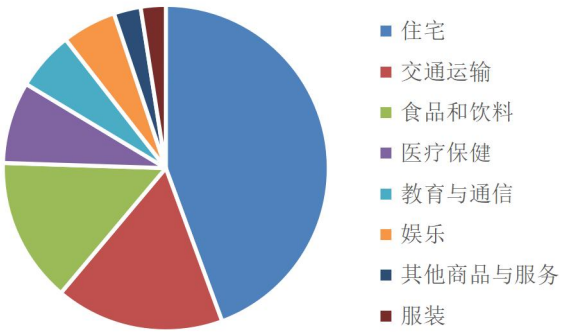
资料来源：wind，浙商国际

这里选用 CPI 作为衡量美国通胀的主要指标进行分析，从分项和政策两个角度来分看待通胀因素对黄金价格的影响。

从分项来看，美国 CPI 由食品和饮料、住宅、服装、教育和通讯、交通运输、医疗保健、娱乐、和其他商品与服务 8 个分项组成，其中权重占比较高的是住宅、交通运输、以及食品和饮料。而油价对美国 CPI 影响较大，对 CPI 具有一定领先意义。当前美国通胀见顶回落主要由于能源价格在 6 月后出现拐点走低。布油现货价格自 2022 年 6 月从 132 美元/桶下降至 2023 年 2 月的 83 美元/桶，致使 CPI 的能源分项同比增速从 41.6%下滑至的 5.2%，汽油价格分项同比自 59.6%降至-2%。因此，上文所述的方法“通过黄金与商品指数的比率变化来观察黄金价格受通胀影响的大小”还可以做到进一步升级，基于从油价对美国 CPI 影响较大，油价较商品指数而言与金价的相关性更低，以及原油现货价格数据频率更高这三个角度而言，可以选用布伦特原油现货价格与黄金现货价格来做比较，用金油比代替黄金与商品指数的比率，从下图来看，金油比波动幅度更为明显。回顾 6 月来能源价格的下跌，一方面是海外主要经济体走弱使得需求出现下滑，另一方面源于美俄的产量增加。展望 2023 年看，以美国为首的发达国家经济预期继续走弱，对原油的需求仍然进一步下滑，同时供给方面预期不会出现太大下滑，使得整体能源价格仍然是下行驱动。2023 年通胀同比预期受 2022 年的能源价格的高基数影响或将持续放缓，从通胀预期回落角度影响实际利率。

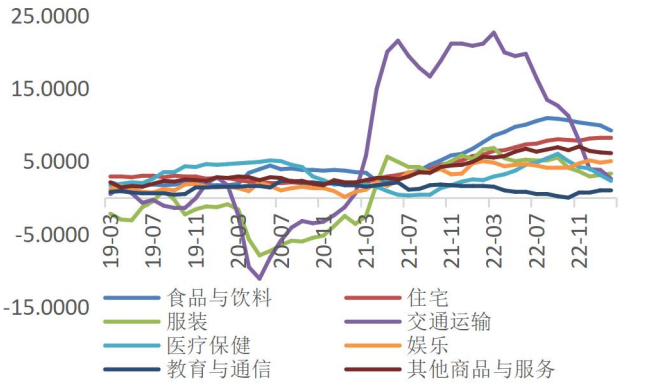
从政策角度来看，通胀作为影响美联储货币政策的其中一个主要目标，对市场加息预期影响显著。2 月美国 CPI 公布后，市场押注 3 月美联储激进加息概率大幅下降，根据当时 CME 美联储观察工具显示，3 月支持加息 25bp 至 475-500 水平的概率提升至超过 80%，而支持加息 50bp 至 500-520 水平的概率则下降至不足 20%。美联储成立以来，货币政策制定目标从以金融稳定、价格稳定转变至沃克尔上台之后的以就业和通胀为目标，其中通胀目标又从 2012 年以来的 2%的对称通胀目标转变成 2020 年以后的平均通胀目标，导致了本次高通胀的出现。本轮美联储货币政策加息终点可能到 2023 年 6 月，美债利率或将在加息结束之后出现拐点，若美债利率见顶回落将带动实际利率下行。

图表 4：美国 CPI 分项权重



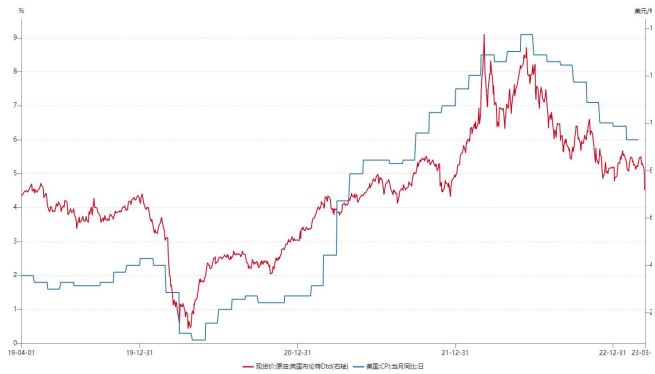
资料来源：wind，浙商国际

图表 5：美国 CPI 分项表现



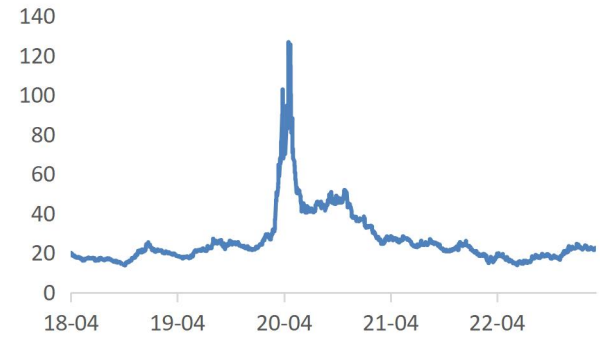
资料来源：wind，浙商国际

图表 6：油价领先 CPI 走势



资料来源：wind，浙商国际

图表 7：从金油比波动看黄金商品属性强弱



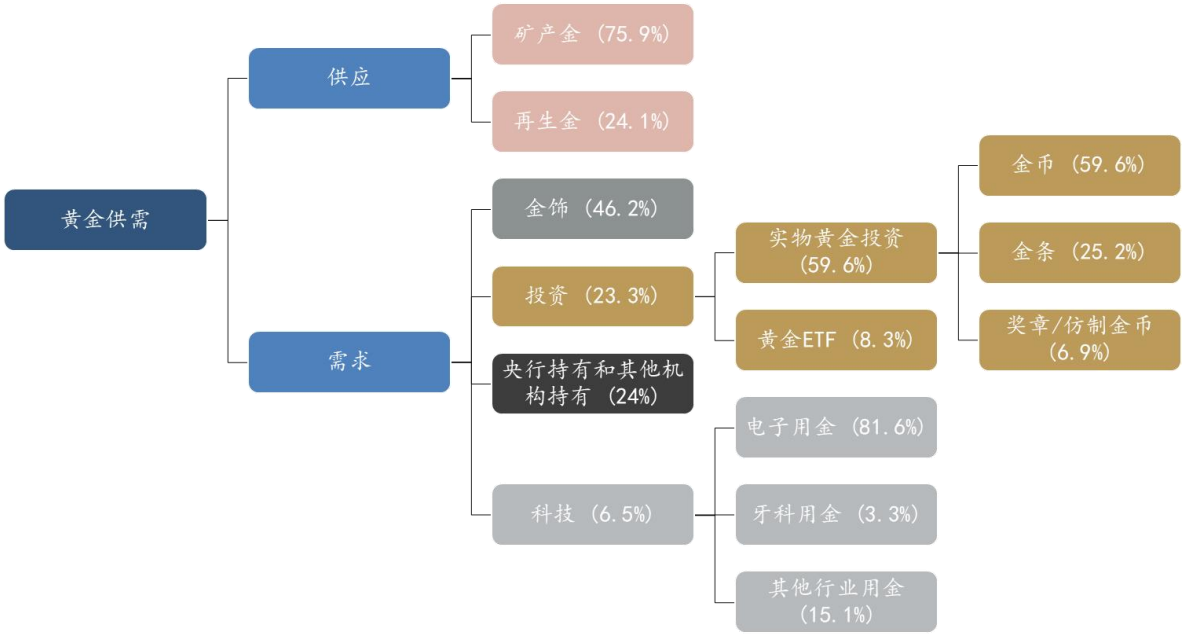
资料来源：wind，浙商国际

3. 黄金供需

黄金的供需平衡情况可以为长期金价走势提供参考，不过，与其他大宗商品相比，供需关系并不是主要影响黄金价格的因素，其中矿产金产量表现更多影响金价的长期走势，而黄金的需求与价格间的影响更大。

黄金供需长期来看表现为供应充足，主要由于黄金供应稳定增长。预计 2023 年，全球黄金供应将继续稳定增加。不过，国内黄金矿产产量受矿区矿金品位下降、环保支出费用压力等因素影响可能延续逐年下滑趋势。需求方面，金饰需求将带动整体需求回升。国内来看，随中国新冠疫情防控告一段落，线下活动逐渐恢复，金饰需求或将提升，据世界黄金协会的调研报告，40%的珠宝零售商认为金饰销售额将在未来一至两年内取得显著增长，近 80%的受访者认为至少会取得部分增长。而央行储备需求受美元汇率预计下跌影响可能继续增加。

图表 8：黄金供需框架



资料来源：浙商国际

3.1. 供应

从供给端来看，黄金的供应结构表现为以矿产金为主，再生金为辅。其中矿产金产量表现较为刚性，与去除通胀因素后的实际金价具有一定关联，更多影响金价长期走势，而再生金产量受金价影响更大，表现相对弹性。

2022 年黄金供应较 2021 年同比小幅增长 1.52%，表现比较稳定。矿产金方面，2022 年矿产金的供应占比接近 76%，为主要供应。当年全年产量为 3611.9 吨，较上期同比小幅增长 1.17 个百分点，产量变化上保持相对稳定。此外，金矿产量在全球分布较为均匀，2021 年全球单个产区的产量占比不超过 27.4%，受此影响，黄金矿产供应的抗风险能力较强。再生金方面，90%的再生金来自珠宝首饰，其供应量与现货黄金价格成正比，受金价影响再生金供应较矿产金供应波动幅度更大，不过再生金占比不高，对整体黄金供应影响并不大。

2023 年全球黄金供应预计稳定增长。黄金金矿产量与实际金价走势具有一定关联，但因矿山资本支出的投入需要时间传导，金矿产量表现滞后，随着金价回升，预计矿山资本支出的投入逐步增加，将支撑产量增速继续回升。不过，国内黄金矿产产量受矿区矿金品位下降、环保支出费用压力等因素影响可能延续逐年下滑趋势。

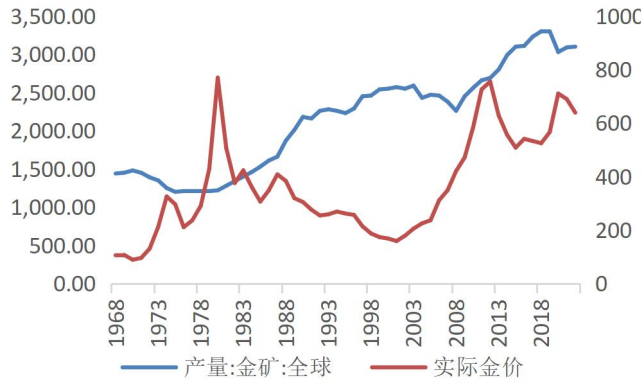
图表 9：黄金供给情况

资料来源：世界黄金协会，浙商国际

图表 10：再生金供应受金价影响波动更大

资料来源：世界黄金协会，浙商国际

图表 11：矿产金更多影响金价长期走势



资料来源：wind，浙商国际

图表 12：中国黄金矿产量自 2016 年起逐年下滑

资料来源：世界黄金协会，浙商国际

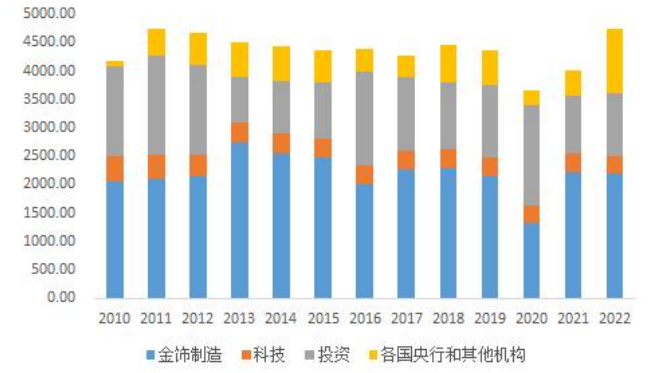
3.2. 需求

从需求端来看，黄金的需求与价格间的影响更大，而其需求结构表现为金饰需求为主，投资、各国央行和其他机构以及科技需求为辅。其中虽然金饰需求占比最大，但投资需求与黄金价格走势相关性更高。金饰消费需求受外部因素的影响较大，且主要受中印两国主导，两国占比超过全球的一半。投资需求中，以黄金 ETF 的需求为代表，与金价波动密切相关，可以迅速反映市场投资者对持有黄金的态度变化。而央行储备需求从 2016 年持续增加，在整体需求中的影响日益增大。由于黄金作为政治中立资产，在全球各主要国家的国家战略中都具有较强的避险及价值储备意义，当趋势性风险发生时，将提振各国央行对黄金的购金需求。例如：美联储开始频繁加息，受美元货币体系影响较大的国家会增加购金量，这主要是为摆脱美元，避免在金融环境不稳定的情况下遭受美元汇率带来的下跌影响；又如以美国为首的国家对俄罗斯实施制裁后，将加强其他国家的对黄金的储备意愿。科技需求主要来源于电子、牙科及其他行业，其中电子用金为主要需求。从 2011 年以来，整体科技需求呈现逐步下滑趋势。

2022 年黄金需求修复至 4754.5 吨，同比增长 1.52%，为疫情后的首次正增长。从黄金需求结构来看，2022 年，金饰需求出现小幅回落，同比下跌 2.78%，主要受到新冠疫情下中国金饰消费需求大幅下降的影响（中国当年同比下跌 14.4%）；投资需求小幅回升，实物黄金投资需求的修复叠加黄金 ETF 需求降幅的缩小，共同推动整体投资需求的修复；央行购金需求大幅增加，各国央行购金量总计增加近 686 吨，其中主要买家为受美元货币体系影响较大的新兴经济体国家，从 2021 年第三季度以来，央行购金量不断增加，在整体需求中表现最为亮眼。

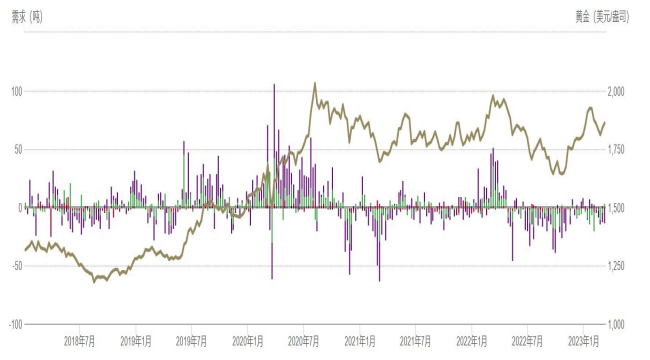
2023 年预计黄金需求较供应恢复更快。其中金饰需求修复将带动整体需求回升。中国方面，随中国新冠疫情防控告一段落，线下活动逐渐恢复，金饰需求或将提升，据世界黄金协会的调研报告，40%的珠宝零售商认为金饰销售额将在未来一至两年内取得显著增长，近 80%的受访者认为至少会取得部分增长。其次，央行储备需求受美元汇率预计下跌影响可能继续增加，若美国经济进入衰退信号出现，将助力黄金需求回升。

图表 13：黄金需求



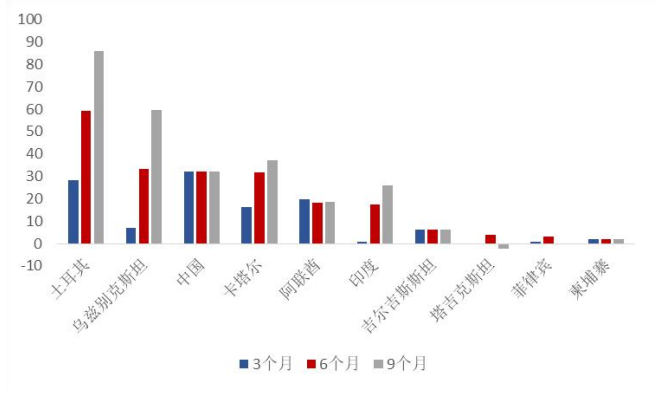
资料来源：世界黄金协会，浙商国际

图表 14：黄金 ETF 持仓与金价走势正相关



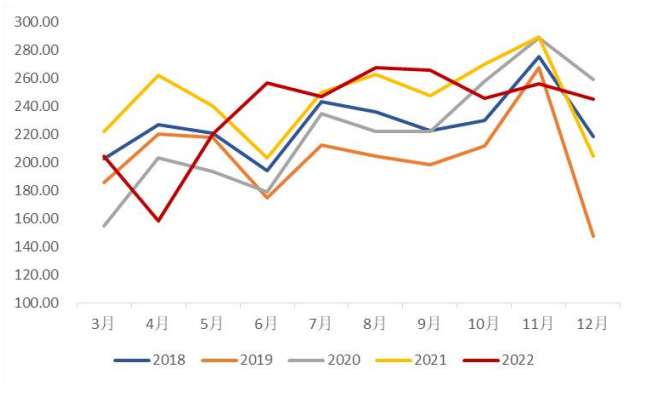
资料来源：世界黄金协会，浙商国际

图表 15：央行购金量增加较多的国家



资料来源：wind，浙商国际

图表 16：中国金饰需求受新冠疫情的影响较大



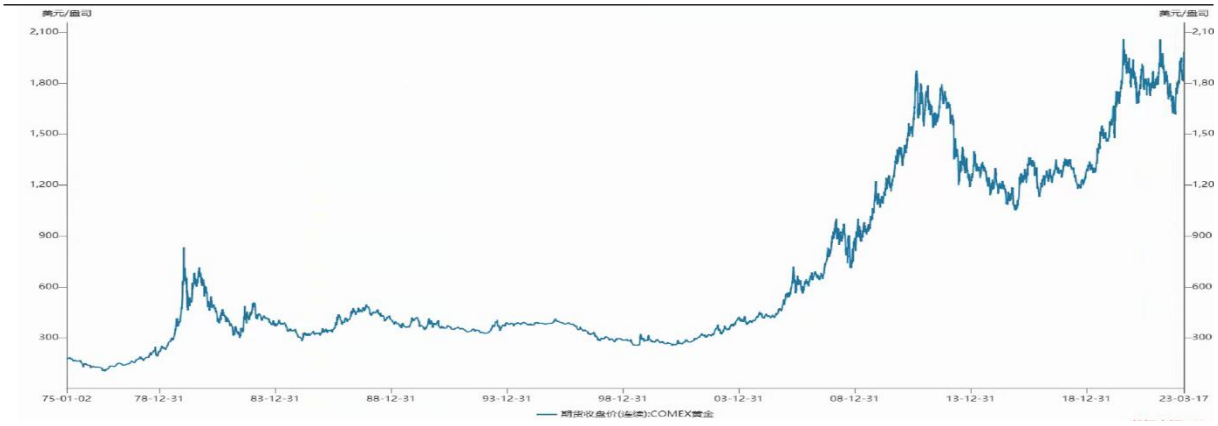
资料来源：wind，浙商国际

4. 小结与展望

综合来看，黄金作为商品的一种，其价格长期也受到通胀因素影响，剔除通胀因素，供需平衡在黄金价格波动中也具有重要地位。黄金供需长期来看表现为供应充足。从供给端来看，矿产金产量表现较为刚性，更多影响金价长期走势，而再生金产量受金价影响更大，表现相对弹性。从需求端来看，与黄金价格影响更大，其中虽然金饰需求占比最大，但投资需求与黄金价格走势相关性更高。

展望 2023 年，通胀预期受能源价格的高基数影响或将持续放缓，同时通胀率作为影响美联储货币政策的其中一个主要目标，对市场加息预期具有显著影响，目前来看本轮加息已接近尾声，美债利率可能出现拐点，将带动实际利率下行。供需方面，全球黄金供应预计稳定增长，黄金需求较供应恢复更快。

图表 17：COMEX 黄金价格走势



资料来源：wind，浙商国际

风险披露及免责声明

负责撰写本报告的分析员是浙商国际金融控股有限公司（“浙商国际”）的持牌代表及证监会持牌人士（王卉，中央编号：BLN172），该(等)分析员及其有联系人士没有在有关香港上市公司内任职高级人员、没有持有有关证券的任何权益、没有在发表此报告 30 日前处置或买卖有关证券及不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖有关证券。

本报告所包含的内容及其他资料乃从可靠来源搜集，这些分析和信息并未经独立核实及浙商国际并不保证其绝对准确和可靠，且不会承担因任何不准确或遗漏而引起的任何损失或损害的责任。

本报告的版权为浙商国际及其关联机构所有，仅供浙商国际及其关联机构在符合其司法管辖区的注册或发牌条件下使用，并禁止任何人士在没有得到浙商国际的书面同意下透过任何媒介或方式复制、转发、分发、出版或作任何用途，否则可能触犯相关法规。

投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升可跌，而过往表现并不反映将来之表现。本报告只供一般参考，不应视为作出任何投资或业务决策的基础，亦不应视为邀约、招揽、邀请、意见或建议购买、出售或以其他方式买卖任何投资工具或产品。浙商国际建议投资者在进行投资前寻求独立的专业意见。任何人士因本报告之资料及内容而蒙受的任何直接或间接损失，浙商国际均不承担任何法律责任。

浙商国际金融控股有限公司

地址：香港湾仔皇后大道东 183 号合和中心 44 楼 4405 室
客服热线：+852-2180 6499
传真：+852-2180 6598
电邮：cs@cnzsqh.hk
官网：www.cnzsqh.hk