

黄金价格存在变数

报告要点:

● 与其他商品类似，黄金也具备商品属性和金融属性。只是由于黄金的供求都很稳定，所以黄金主要由金融属性来定价。

● 不同于其他商品品种，黄金还具有避险属性，重大风险事件的出现会刺激金价的上涨。

● 全球金融危机后，黄金价格可以被 10Y 美债实际收益率很好地解释：

- 1) 黄金本质上是一种零息资产，其持有收益完全来自于资本利得；
- 2) 美债的实际收益率是持有黄金的机会成本，美债实际收益率越高，持有黄金的机会成本越大，金价下跌，反之亦然；
- 3) 黄金价格与美债实际收益率之间存在显著的负相关关系。

● 美联储自 2022 年 3 月至今累计加息 9 次，幅度 475bp，这种快速且大幅度的加息导致 10Y 美债收益率的上升远超过通胀预期的上升，美债实际收益率大幅上行。那么，当联储开启降息时，美债名义收益率的降幅会大于通胀预期的降幅，美债实际收益率将会下行。

● 但这并不意味着黄金价格会继续上涨，我们还要看其当前所处的位置：

- 1) 2022 年美债实际收益率显著上行，但黄金的下跌则非常收敛，这导致当前黄金价格相较于美债实际收益率超涨；
- 2) 这一现象的出现，与俄乌冲突等风险事件激发了黄金的避险需求有关，也与各国央行的购金行为有关；
- 3) 当前黄金价格已经计入了美联储降息预期和一定的避险情绪。

● 黄金后续能否继续冲高，关键是地缘政治、银行危机等风险事件是否会进一步加剧：

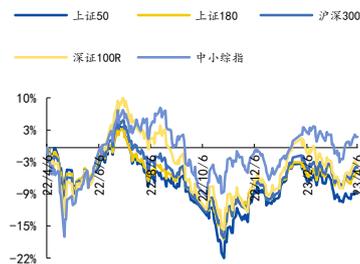
- 1) 后续美联储停止加息甚至降息对黄金价格不再构成边际利好，甚至一些比较小的风险事件也不太能进一步激发黄金的避险属性；
- 2) 对黄金价格的预判，取决于投资者对风险是否会超预期加剧的预判：如果投资者预计美联储为了控制通胀而继续加息，以至于产生真正的危机，那黄金会继续上行；反之，黄金的向上空间已非常有限；
- 3) 与我们而言，我们倾向于认为在当前情况下，黄金震荡或者下跌的可能性更大一些。

风险提示： 美联储加息超预期，储户信心修复不及预期。

主要数据:

上证综指:	3312.63
深圳成指:	11866.31
沪深 300:	4096.64
中小盘指:	4302.10
创业板指:	2426.57

主要市场走势图



资料来源: Wind

相关研究报告

- 《看似意外的减产:退出 C 位的原油》2023.04.04
《关于债基新规和仍会下降的信用利差》
2023.04.03

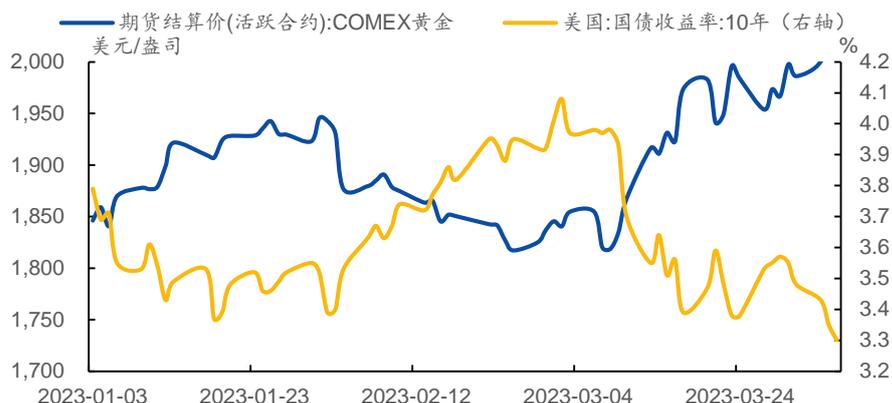
报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

分析师 孟子君
执业证书编号 S0020521120001
邮箱 mengzijun@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

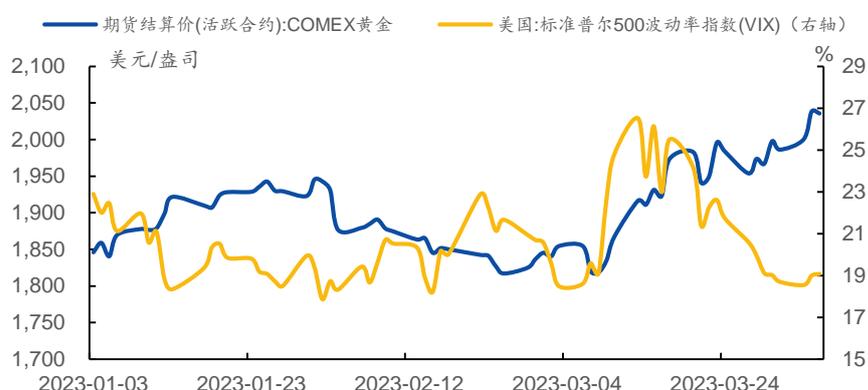
近期黄金价格突破 2000 美元关口，引发市场对该品种的关注。3 月 8 日以来，黄金价格持续上涨，COMEX 黄金从 1819 美元/盎司上涨至 2037 美元/盎司，涨幅约 10%。与此同时，10Y 美债收益率从 3.98% 下降到 3.30%，下行幅度达 68bp。金价的上涨既与 SVB 等银行风险事件增加了避险需求有关（事件发生时 VIX 指数急剧上升），也与市场预期美联储本轮加息接近尾声有关（3 月 FOMC 会议表态）。

图 1：黄金价格突破 2000 美元关口



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 2：金价的上涨与 SVB 等银行风险事件增加了避险需求有关



资料来源：Wind, 国元证券研究所

全球金融危机后，黄金价格可以被 10Y 美债实际收益率很好地解释。黄金本质上是一种零息资产，其持有收益完全来自于资本利得；那么，美债的实际收益率其实就是持有黄金的机会成本，美债实际收益率越高，持有黄金的机会成本越高，投资者会选择抛售黄金转而买入美债或其他风险资产，金价下跌，反之亦然。故黄金价格与美债实际收益率之间存在显著的负相关关系。

图 3：黄金价格与美债实际收益率之间存在显著的负相关关系



资料来源：Wind, 国元证券研究所

与其他商品一样，黄金也具有商品属性和金融属性，只是由于黄金的供给和需求都非常稳定，所以黄金主要由金融属性来定价。此外，不同于其他商品品种的是，黄金还具有避险属性：我们选择 CBOE 公布的标普 500 波动率指数（VIX）来衡量市场的恐慌情绪，可以看到，在重大危机事件出现时，VIX 与金价涨幅显著，比如 2008 年 9 月全球金融危机的爆发，2022 年 2 月俄乌冲突的爆发。但是，危机事件毕竟有偶发性，VIX 无法作为长期黄金价格变化的可靠解释，何况 VIX 本身就难以预测。

图 4：在重大危机事件出现时，VIX 与金价涨幅显著



资料来源：Wind, 国元证券研究所

所以，要想判断未来金价的走势，核心是要判断 10Y 美债实际收益率。美联储自 2022 年 3 月至今累计加息 9 次，幅度 475bp，这种快速且大幅度的加息导致 10Y 美债收益率的上升远超过通胀预期的上升，美债实际收益率大幅上行。与此对应，在联储开启降息时，美债名义收益率的降幅会大于通胀预期的降幅，美债实际收益率下行。

图 5：美债实际收益率受美债名义收益率与通胀预期影响

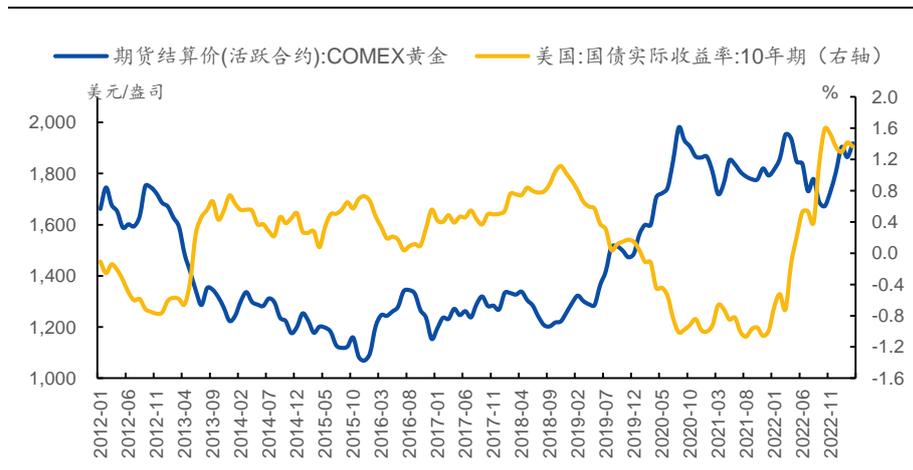


资料来源：Wind, 国元证券研究所

美债实际收益率将下行，意味着持有黄金的机会成本将下降。但这是否指向金价要继续上涨呢？其实不然，我们还需要看当前黄金所处的位置是否合理。

当前黄金价格已经计入了美联储降息预期和一定的避险情绪。从下图可以看出，当前金价的位置与美债实际收益率的位置显著不匹配，2022 年美联储的持续快速加息导致美债收益率显著上行，但是黄金并没有出现可比幅度的下跌，这可能与俄乌冲突等地缘政治事件引发的避险需求上升有关，也可能与央行的购买行为有关。当前黄金价格与俄乌冲突刚爆发时相当，而当前美债实际收益率 1.07%，远高于冲突爆发时的-0.43%，这意味着当下金价不仅包含了美债名义收益率下行的预期，还包含了对避险需求的定价。

图 6：黄金价格存在变数



资料来源：Wind, 国元证券研究所

黄金后续能否继续冲高，关键是地缘政治、银行危机等风险事件是否会进一步加剧。如前所述，金价当前的位置与美债实际收益率是不相匹配的，已经包含了对美联储降息预期和一定的避险情绪的定价，即美联储停止加息甚至降息对黄金价格不构成边际利好了，甚至一些比较小的风险事件也不太能进一步激发黄金的避险属性。对黄金价格的判断，取决于投资者对风险是否会超预期加剧的判断。与我们而言，我们倾向于认为在当前情况下，黄金向上的空间有限，震荡或者下跌的可能性要更大一些。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188