



宏观研究

# 【粤开宏观】大类资产分析手册之二： 黄金的投资渠道与分析框架

2023年05月25日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002  
邮箱：majiajin@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】大起大落金融数据的背后：  
4月金融数据解读》2023-05-12

《【粤开宏观】资本市场表现与宏观经济的  
两大背离》2023-05-16

《【粤开宏观】关于中国特色估值体系的思  
考》2023-05-17

《【粤开宏观】基数效应推升财政收入大幅  
攀升——4月财政收支分析》2023-05-18

《【粤开宏观】中国财政的余粮与未来》  
2023-05-22

## 摘要

研究要创造价值，就要打通“最后一公里”，落地到指导投资实践上。上篇《黄金的定价逻辑与常见误区》从基本原理出发，搭建了一个简易的分析框架：黄金价格由投资需求主导，实际利率是黄金的核心定价因子，风险事件会引发黄金价格脉冲式上涨。本文将更进一步，首先介绍投资黄金的几种方式，然后根据实际投资需要，进一步补充和完善分析框架。

## 一、黄金的投资渠道

个人投资者若想投资黄金，有如下多个选择：实物黄金、黄金ETF、纸黄金、黄金衍生品、黄金股等。投资者应选择适合自己的投资方式。

**1、实物黄金：区分消费和投资需求，适合长期投资。**实物黄金是公众最熟悉的品种，包括黄金首饰、金币、金条等。实物黄金最大的优点是看得见摸得着、实实在在，缺点是存在储存成本、交易成本较高、变现不够便利等。黄金首饰和金币分别属于消费品和收藏品，存在较高溢价，建议购买溢价较低的投资金条。由于交易成本较高、变现不便，实物黄金更适合长期持有，不适合短期投资。

**2、黄金ETF：简单方便，适合入门投资者。**对于普通投资者而言，黄金ETF是比较理想的投资方式。黄金ETF是一个将绝大部分资金都投资于黄金、紧密跟踪黄金价格走势的基金，一是操作方便、流动性强，二是交易费用较低。黄金ETF分为联接A和联接C两种类型，二者的买卖费率不同，联接A适合持有1年以上，联接C适合1年以内的短期投资。

**3、纸黄金：交易时间长、可双向交易，适合进阶投资者。**纸黄金是指投资者在银行开设一个贵金属账户，根据银行的买卖报价来交易“虚拟黄金”。纸黄金的优势：一是交易时间长，24小时交易，有利于在国际金价剧烈波动时更好地捕捉投资机会；二是可以双向交易，既能做多，也能做空。

**4、黄金衍生品：高杠杆、高风险，适合专业投资者。**黄金衍生品有黄金延期（黄金T+D）、黄金期货、黄金期权等，优点是可双向交易、可加杠杆，能够用于套期保值、投机或套利。黄金衍生品既能放大收益，也会放大损失，高收益与高风险相伴随。高杠杆和高风险的特征，决定了其只适合专业投资者。

**5、黄金股：兼具“金性”和“股性”，价格波动较大。**黄金股一般是指黄金矿业公司，而不是公众熟悉的黄金珠宝公司，金价波动对前者经营状况的影响更大。股价=每股盈利×市盈率。黄金股的盈利与金价密切相关，但市盈率会受股市整体估值的影响。黄金股的价格波动更大、影响因素更多，对投资者专业性的要求也更高，不宜盲目投资。

**最后，还有两点提请注意：**一是牢记“投资有风险，入市需谨慎”，金价本身有涨有跌，某些投资方式还会放大这种波动；二是选择正规平台和机构进行



交易，避免造成不必要的损失。

## 二、黄金的分析框架

首先，国内金价受国际金价和人民币汇率的共同影响；其次，主导国际金价的 投资需求来自于私人投资和央行购金；最后，黄金的私人投资需求主要受 实际利率和避险情绪驱动。

**1、人民币汇率：国内金价与国际金价的“转换器”。**黄金的定价权主要在伦 敦现货市场和纽约期货市场，国内金价基本跟随国际金价波动，但国内金价 与国际金价走势并非完全一致，会受人民币兑美元汇率波动的影响。人民币 升值会降低黄金的投资收益或扩大投资损失，人民币贬值会提高黄金的投资 收益或减少投资损失。

**2、央行购金：国际金价与实际利率相背离的原因。**2022 年以来，欧美国家 遭遇四十年一遇的大通胀，美联储被迫大幅收紧货币政策，实际利率从-1.0% 快速升至 1.5%。按照过往的经验规律，国际金价可能要跌至 1000 美元/盎司 左右，但实际上却在 1600-2000 美元/盎司的区间内震荡，十分坚挺。黄金价 格由投资需求主导，实际利率决定了其中的私人投资需求，而央行购金是另 一股重要力量。2022 年全球央行购金规模高达 1135.7 吨，创 1950 年以来新 高；2023 年，全球央行的购金趋势持续，截至 4 月，中国央行已连续 6 个月 增持黄金。

**3、实际利率：名义利率与通胀预期的角逐。**实际利率是黄金的核心定价因子， 实际利率的走势，取决于名义利率与通胀预期的变动方向和大小。实际利率= 名义利率-通胀预期。名义利率与通胀预期反向变动时，实际利率的走势很好 判断；但当名义利率与通胀预期同向变动时，实际利率的走势便取决于二者 变动幅度的大小。即使是同样的经济数据变化，对实际利率的影响也可能不 同。例如，同样是就业数据好于市场预期，若发生在 2020 年 4-7 月，名义利 率受货币政策宽松影响维持低位，但通胀预期受数据利好提振，推动实际利 率下行；而若发生在 2022 年，通胀预期已处于历史高位，名义利率受货币政 策收紧而快速上升，带动实际利率上行。

**4、避险情绪：注意区分风险事件的类型及影响大小。**首先，要注意风险事件 的类型。不是所有风险事件都利好金价，像地缘政治危机、主权债务危机等 典型风险事件，均会加剧市场的避险情绪，进而推高黄金价格；但流动性风 险不是，一旦爆发流动性危机，此时现金为王，金价反而会下跌。其次，要 注意风险事件的影响大小。会对全球政治、经济、金融稳定等造成冲击的风 险事件，才需要重点关注。此外，随着市场对风险事件逐渐接受和消化，避 险情绪退潮，黄金价格也将出现回落。除非是发生类似于布雷顿森林体系瓦 解这样的重大体制性变革，通常来说，风险事件所引发的黄金投资机会都是 比较短暂的。

**风险提示：**地缘政治冲突超预期、全球金融风险超预期、美联储货币政策超 预期



## 目 录

一、黄金的投资渠道.....	4
1、实物黄金：区分消费和投资需求，适合长期投资.....	4
2、黄金 ETF：简单方便，适合入门投资者.....	5
3、纸黄金：交易时间长、可双向交易，适合进阶投资者.....	5
4、黄金衍生品：高杠杆、高风险，适合专业投资者.....	6
5、黄金股：兼具“金性”和“股性”，价格波动较大.....	7
二、黄金的分析框架.....	9
1、人民币汇率：国内金价与国际金价的“转换器”.....	9
2、央行购金：国际金价与实际利率相背离的原因.....	11
3、实际利率：名义利率与通胀预期的角逐.....	12
4、避险情绪：注意区分风险事件的类型及影响大小.....	15

## 图表目录

图表 1： 同等重量下，右边饰品金条的价格要高于左边的投资金条.....	4
图表 2： 黄金 ETF 联接 A 和联接 C 的交易费率.....	5
图表 3： 纸黄金的银行买卖报价示例（2023 年 5 月 19 日盘中）.....	6
图表 4： 上海期货交易所黄金期货标准合约.....	7
图表 5： 黄金股与国内金价的走势对比.....	8
图表 6： 黄金股与上证综指的走势对比.....	8
图表 7： 国内金价的分析框架.....	9
图表 8： 国内金价与国际金价走势大体一致.....	10
图表 9： 通过国内外金价计算的人民币隐含汇率与即期汇率基本相符.....	10
图表 10： 人民币汇率对国内金价涨幅的影响.....	11
图表 11： 2022 年以来，国际金价与实际利率出现显著背离.....	11
图表 12： 2022 年全球央行购金量创 1950 年以来新高.....	12
图表 13： 2022 年中央银行黄金储备调查.....	12
图表 14： SPDR 黄金 ETF 的持金量与实际利率走势基本吻合.....	13
图表 15： 市场关注的部分经济指标.....	13
图表 16： 美国名义利率、通胀预期与实际利率走势.....	14
图表 17： 2010 年 2-6 月，欧元区实际利率下行，美国实际利率与黄金价格上行.....	14



## 一、黄金的投资渠道

个人投资者若想投资黄金，有如下多个选择：实物黄金、黄金 ETF、纸黄金、黄金衍生品、黄金股等。投资者应选择适合自己的投资方式。

### 1、实物黄金：区分消费和投资需求，适合长期投资

实物黄金是公众最熟悉的品种，包括黄金首饰、金币、金条等。实物黄金最大的优点是看得见摸得着、实实在在，缺点是存在储存成本、交易成本较高、变现不够便利等。

黄金首饰属于消费品，存在较高溢价。例如 2023 年 5 月 19 日，上海黄金交易所黄金现货（Au99.99）的收盘价为 446.72 元/克，某金饰品牌的饰品金价为 579 元/克，溢价 29.6%；黄金回收价却仅为 428 元/克，一买一卖之间直接亏损 26.1%。若以投资为目的，黄金首饰并非良选；但若以消费为目的，自无不可。

金币具有收藏价值，溢价同样较高。例如 5 月 19 日，第 19 届杭州亚运会 5 克金质纪念币的市场交易价为 3250 元/个，合 650 元/克，较正常金价溢价 45.5%。金币实质上更偏向于收藏品投资，而非黄金投资。

相较之下，金条是更好的选择，但需要区分投资金条和饰品金条。例如 5 月 19 日，同样是 100 克，某银行普通的投资金条售价为 45899 元，雕有立体龙凤的饰品金条则需 51465 元，价格比投资金条高出 12.1%。

因此，若要投资实物黄金，建议购买溢价较低的投资金条。由于交易成本较高、变现不便，实物黄金更适合长期持有，不适合短期投资。

图表1：同等重量下，右边饰品金条的价格要高于左边的投资金条



资料来源：mall.icbc.com.cn、粤开证券研究院



## 2、黄金 ETF：简单方便，适合入门投资者

对于普通投资者而言，黄金 ETF 是比较理想的投资方式。简单来说，黄金 ETF 就是一个将绝大部分资金都投资于黄金、紧密跟踪黄金价格走势的基金。

**黄金 ETF 的优点有：**第一，操作方便、流动性强，可以像股票一样自由买卖，微信和支付宝上也有投资入口；第二，费用较低，一般来说，基金每年要收取 0.5% 的管理费和 0.1% 的托管费，此外就是通常不到 0.2% 的交易费用（取决于基金的持有时间）。

黄金 ETF 分为联接 A 和联接 C 两种类型，二者的买卖费率不同，联接 A 适合持有 1 年以上，联接 C 适合 1 年以内的短期投资。

图表2：黄金 ETF 联接 A 和联接 C 的交易费率

	黄金 ETF 联接 A	黄金 ETF 联接 C
买入费率	0-100 万元为 0.06%（1 折）； 100-300 万元为 0.04%（1 折）； 300-500 万元为 0.015%（1 折）； 500 万元及以上按笔收取，每笔 1000 元。	无
卖出费率	持有 0-6 天为 1.5%； 7-364 天为 0.1%； 365 天及以上免费。	持有 0-6 天为 1.5%； 7-29 天为 0.1%； 30 天及以上免费。
销售服务费	无	0.35%（每年）
管理费	0.5%（每年）	0.5%（每年）
托管费	0.1%（每年）	0.1%（每年）

资料来源：Wind、粤开证券研究院

## 3、纸黄金：交易时间长、可双向交易，适合进阶投资者

纸黄金是指投资者在银行开设一个贵金属账户，根据银行的买卖报价来交易“虚拟黄金”。纸黄金曾是普通投资者进行黄金投资的一种重要方式，但在更加便利的黄金 ETF 推出之后，部分需求发生了转移。

**但纸黄金仍有其优势：**一是交易时间长，24 小时交易，例如某银行的交易时间为周一 7 点持续至周六 6 点，有利于在国际金价剧烈波动时更好地捕捉投资机会；二是可以双向交易，既能做多，也能做空。

不同银行的纸黄金业务，在交易费用、能否做空、能否提取实物黄金等方面都存在差别，需咨询清楚。



图表3：纸黄金的银行买卖报价示例（2023年5月19日盘中）

货币对	客户卖出价	客户买入价	涨跌幅
黄金(克)/人民币	444.09	444.63	+0.280%
白银(克)/人民币	5.346	5.366	+0.809%
黄金(盎司)/美元	1961.80	1963.80	+0.316%
白银(盎司)/美元	23.608	23.708	+0.827%

资料来源：中国银行APP、粤开证券研究院

#### 4、黄金衍生品：高杠杆、高风险，适合专业投资者

黄金衍生品有黄金延期（黄金 T+D）、黄金期货、黄金期权等，优点是可双向交易、可加杠杆，能够用于套期保值、投机或套利。

黄金衍生品既能放大收益，也会放大损失，高收益与高风险相伴随。高杠杆和高风险的特征，决定了其只适合专业投资者，这里便不再做过多介绍。


**图表4：上海期货交易所黄金期货标准合约**

交易品种	黄金
交易单位	1000 克/手
报价单位	元（人民币）/克
最小变动价位	0.02 元/克
涨跌停板幅度	上一交易日结算价±3%
合约月份	最近三个连续月份的合约以及最近 13 个月以内的双月合约
交易时间	上午 9:00—11:30，下午 1:30—3:00 和交易所规定的其他交易时间
最后交易日	合约月份的 15 日（遇国家法定节假日顺延，春节月份等最后交易日交易所可另行调整并通知）
交割日期	最后交易日后第一个工作日
交割品级	金含量不小于 99.95%的国产金锭及经交易所认可的伦敦金银市场协会（LBMA）认定的合格供货商或精炼厂生产的标准金锭（具体质量规定见附件）。
交割地点	交易所指定交割金库
最低交易保证金	合约价值的 4%
交割方式	实物交割
交割单位	3000 克
交易代码	AU
上市交易所	上海期货交易所

资料来源：上海期货交易所、粤开证券研究院

## 5、黄金股：兼具“金性”和“股性”，价格波动较大

部分投资者在预期未来金价上涨时，也会选择投资于股市中的黄金股。需要注意的是，黄金股一般是指黄金矿业公司，而不是公众熟悉的黄金珠宝公司，金价波动对前者经营状况的影响更大。

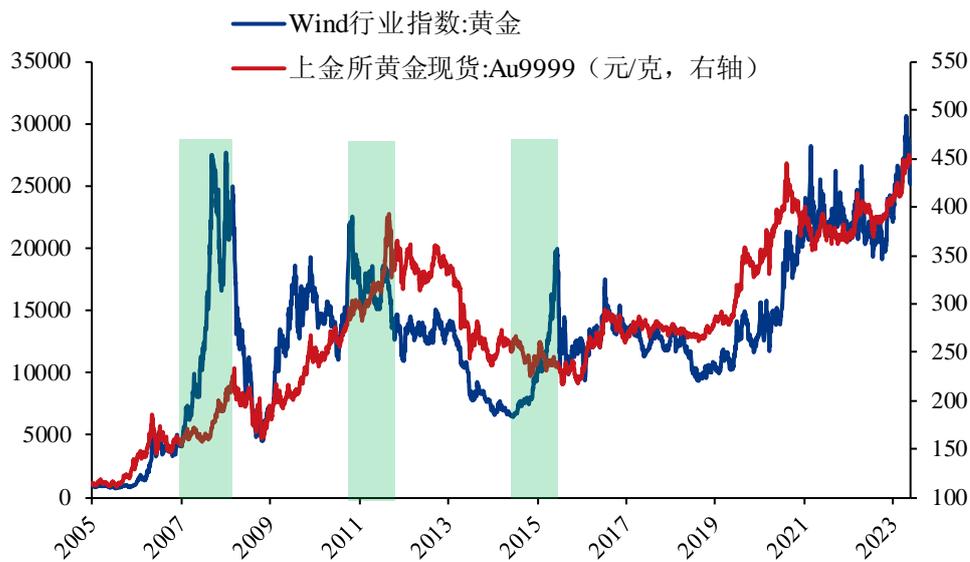
**黄金股兼具“金性”和“股性”，要综合考虑金价与股市估值的波动。** 股价=每股盈利×市盈率。黄金股的盈利与金价密切相关，但市盈率会受股市整体估值的影响。2005年1月4日至2023年5月19日，Wind 黄金行业指数与国内金价、上证综指的相关系数分别为 0.75 和 0.74，均高度相关。

**黄金股的股价走势，受国内金价与股市估值的共同影响。** 2007-2008 年、2014-2015 年，黄金股的两轮大幅上涨，更多受到 A 股牛市的推动；2011 年国内金价持续上涨，但黄金股却大幅下跌，也是受到 A 股熊市的拖累。同样地，2020 年以来，黄金股涨幅显著高于上证综指，主要受益于国内金价的大幅上涨。

黄金股的价格波动更大、影响因素更多，对投资者专业性的要求也更高，不宜盲目投资。

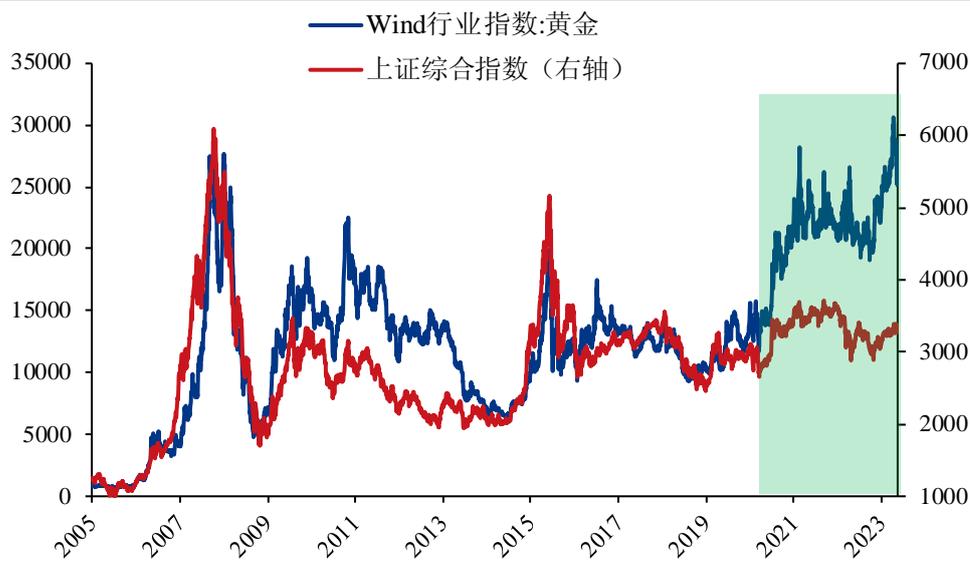


图表5: 黄金股与国内金价的走势对比



资料来源: Wind、粤开证券研究院

图表6: 黄金股与上证综指的走势对比



资料来源: Wind、粤开证券研究院

**最后, 还有两点提请注意:** 一是牢记“投资有风险, 入市需谨慎”, 金价本身有涨有跌, 某些投资方式还会放大这种波动; 二是选择正规平台和机构进行交易, 避免造成不必要的损失。

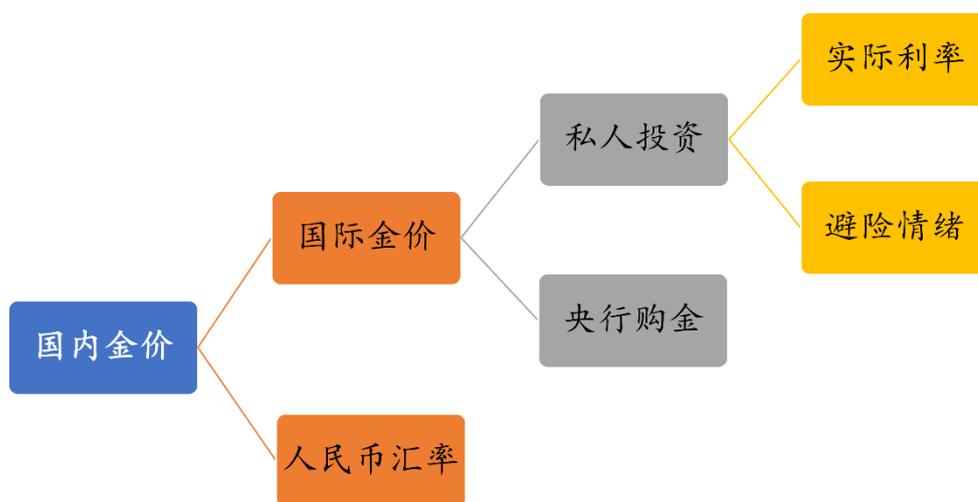


## 二、黄金的分析框架

上篇《黄金的定价逻辑与常见误区》从基本原理出发，搭建了一个简易的分析框架：黄金价格由投资需求主导，实际利率是黄金的核心定价因子，风险事件会引发黄金价格脉冲式上涨。

从投资实践来看，上述简易框架还需更多细节来丰满与完善：首先，国内金价受国际金价和人民币汇率的共同影响；其次，主导国际金价的投资需求来自于私人投资和央行购金；最后，黄金的私人投资需求主要受实际利率和避险情绪驱动。

图表7：国内金价的分析框架



资料来源：粤开证券研究院

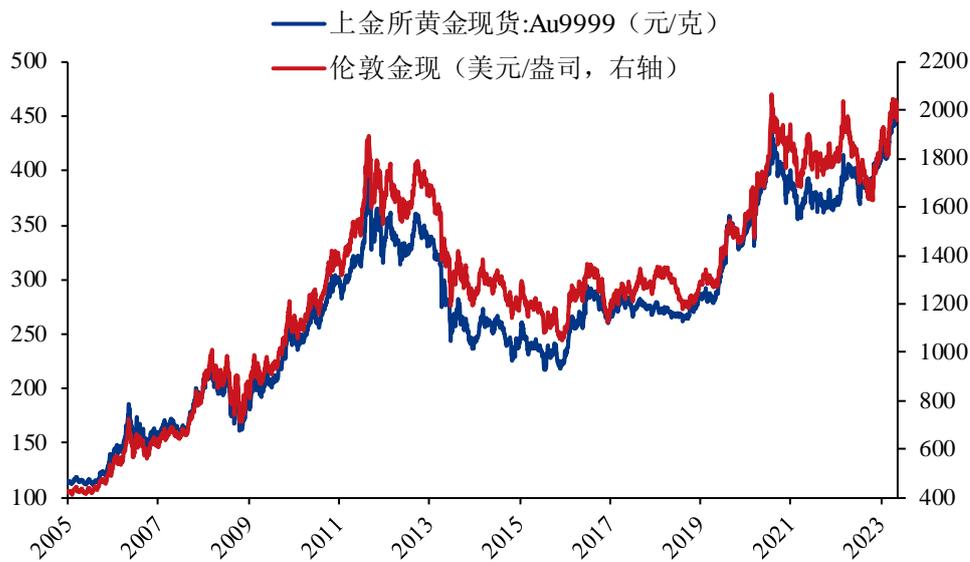
### 1、人民币汇率：国内金价与国际金价的“转换器”

市场在讨论金价波动时，通常使用国际金价，因为黄金的定价权主要在伦敦现货市场和纽约期货市场，国内金价基本跟随国际金价波动，二者走势大体一致。但是对于国内投资者来说，无论是交易国内黄金，还是交易国际黄金，终归都要以人民币来计算盈亏，因此国内金价与黄金投资收益之间的联系要更紧密。

国内金价与国际金价走势也并非完全一致，会受人民币兑美元汇率波动的影响。国内金价的单位是“元/克”，国际金价的单位是“美元/盎司”。这里的盎司是金衡盎司，1金衡盎司=31.1034768克。例如2023年5月19日，伦敦黄金现货价格为1961.6美元/盎司，美元兑人民币汇率为7.0235，因此国际金价可换算为442.95元/克，与上海黄金交易所黄金现货价格的446.72元/克相差不大。

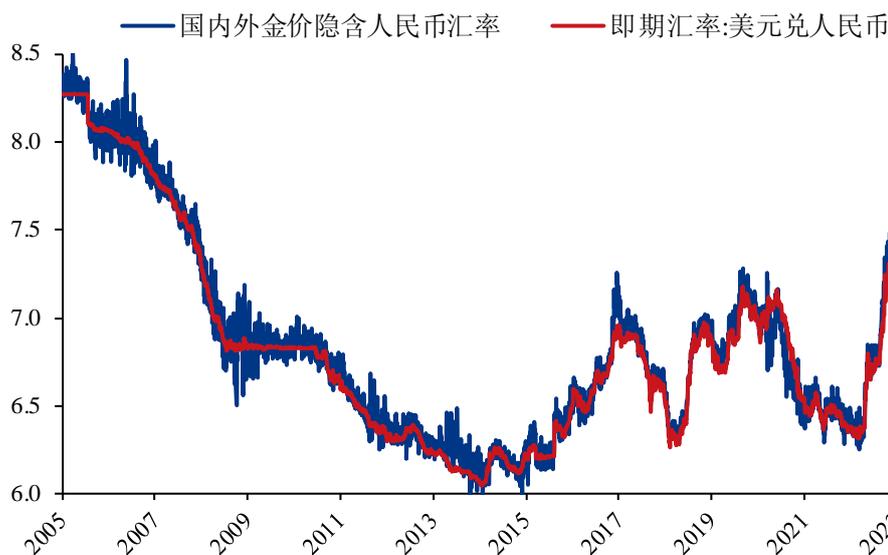


图表8：国内金价与国际金价走势大体一致



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表9：通过国内外金价计算的人民币隐含汇率与即期汇率基本相符



资料来源：Wind、粤开证券研究院

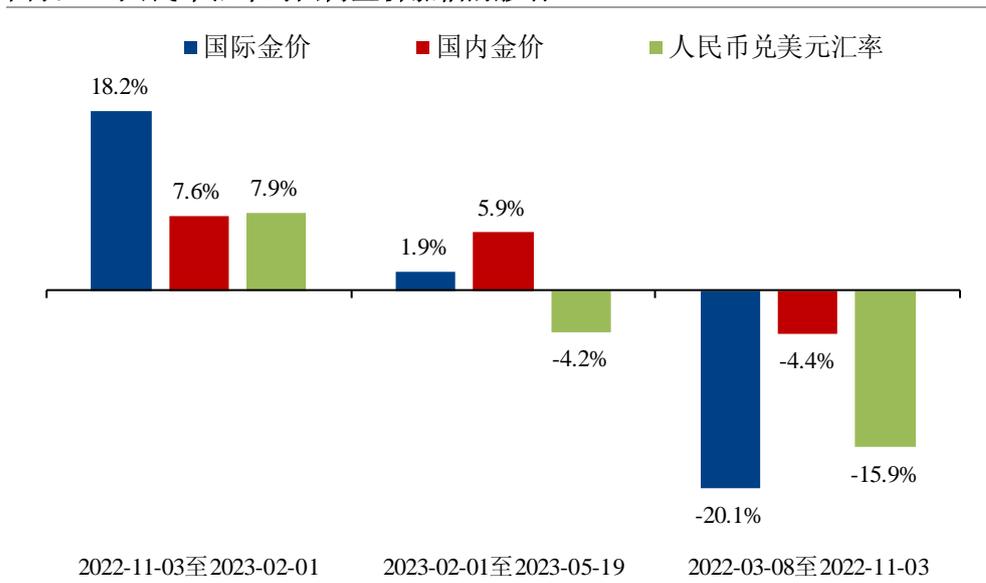
人民币升值会降低黄金的投资收益或扩大投资损失，人民币贬值会提高黄金的投资收益或减少投资损失。例如 2022 年 11 月 3 日至 2023 年 2 月 1 日，国际金价大幅上涨 18.2%，但国内金价却仅上涨 7.6%，因为人民币兑美元汇率升值 7.9%，抵消了国际金价的部分涨幅；2023 年 2 月 1 日至 5 月 19 日，国际金价仅上涨 1.9%，但国内金价却上涨 5.9%，因为人民币兑美元汇率贬值 4.2%，放大了投资收益。

当本币面临贬值压力时，购买黄金能够在一定程度上对冲其贬值风险，但也需关注国际金价的变化。例如 2022 年 3 月 8 日至 11 月 3 日，人民币兑美元汇率一路由 6.3 贬至 7.3，贬值 15.9%，但与此同时，国际金价由 2039 美元/盎司跌至 1629 美元/盎司，跌



幅高达 20.1%，因此最终国内金价由 410 元/克跌至 392 元/克，下跌 4.4%。

图表10：人民币汇率对国内金价涨幅的影响



资料来源：Wind、粤开证券研究院

## 2、央行购金：国际金价与实际利率相背离的原因

当前国际金价与实际利率出现显著背离。2022 年以来，欧美国家遭遇四十年一遇的大通胀，美联储被迫大幅收紧货币政策，实际利率从-1.0%快速升至 1.5%。按照过往的经验规律，国际金价可能要跌至 1000 美元/盎司左右，但实际上却在 1600-2000 美元/盎司的区间内震荡，十分坚挺。

图表11：2022 年以来，国际金价与实际利率出现显著背离



资料来源：Wind、粤开证券研究院



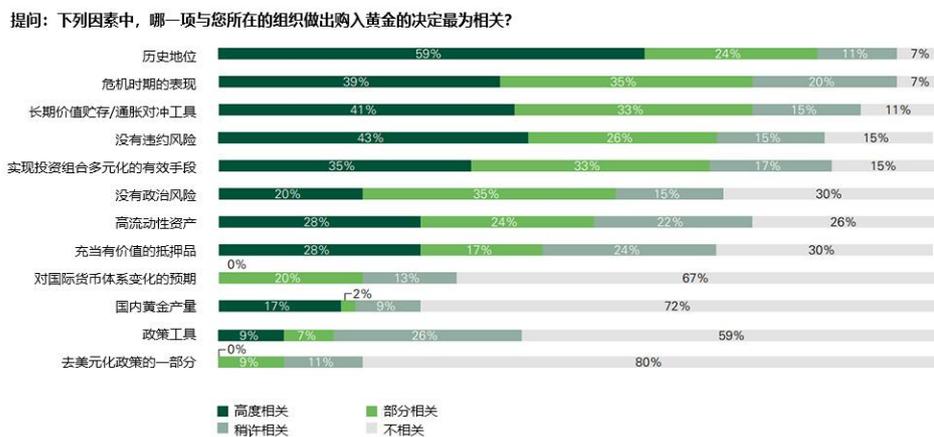
黄金价格由投资需求主导，实际利率决定了其中的私人投资需求，而央行购金是另一股重要力量。2022 年全球央行购金规模高达 1135.7 吨，创 1950 年以来新高，主因俄乌冲突爆发后，欧美对俄罗斯实施严厉的金融制裁，使得其他国家开始担忧自身储备资产的安全性。2023 年，全球央行的购金趋势持续，截至 4 月，中国央行已连续 6 个月增持黄金。

图表12：2022 年全球央行购金量创 1950 年以来新高



资料来源：世界黄金协会、粤开证券研究院

图表13：2022 年中央银行黄金储备调查



基数：样本中，有46家受访央行目前持有黄金，其中12家为发达经济体央行，34家为新兴经济体。

资料来源：世界黄金协会、粤开证券研究院

### 3、实际利率：名义利率与通胀预期的角逐

2022 年以来，即使国际金价与实际利率在涨跌幅上明显背离，但在走势上依然是一致的。而且 SPDR 黄金 ETF 的持金量与实际利率走势也基本吻合，表明实际利率对于黄金的私人投资需求确实具有较强的解释力。



图表14: SPDR 黄金 ETF 的持金量与实际利率走势基本吻合



资料来源: Wind、粤开证券研究院

实际利率是黄金的核心定价因子。投资者在进行黄金交易时，需要关注非常多的经济指标。这些指标对金价走势的影响，都可以通过实际利率这一中间变量来进行推演。如果某个指标的数据会推高实际利率，那么金价将趋于下行；如果某个指标的数据会压低实际利率，那么金价将趋于上行。

图表15: 市场关注的部分经济指标

- 美国
- 美联储决议报告
  - 美国非农就业人数报告
  - 美国失业率报告
  - 美国EIA原油库存报告
  - 美国初请失业金人数报告
  - 美国核心PCE物价指数年率报告
  - 美国CPI月率报告
  - 美联储劳动力市场状况指数报告
  - 美国ADP就业人数报告
  - 美国国内生产总值(GDP)报告
  - 美国原油产量报告
  - 美国商品期货交易委员会CFTC外汇类非商业持仓报告
  - 美国商品期货交易委员会CFTC商品类非商业持仓报告
  - 贝克休斯钻井报告
  - 美国个人支出月率报告
  - 美国生产者物价指数(PPI)报告
  - 美国进口物价指数报告
  - 美国零售销售月率报告
  - 美国挑战者企业裁员人数报告
  - 美国实际个人消费支出季率初值报告
  - 美国贸易帐报告
  - 美国经常帐报告
  - 美国API原油库存报告
  - 美国工业产出月率报告
  - 美国耐用品订单月率报告
  - 美国工厂订单月率报告
  - Markit服务业PMI终值
  - 商业库存月率
  - 美国ISM非制造业PMI
  - NAHB房产市场指数
  - 新屋开工总数年化
  - 美国新屋销售总数年化
  - 美国Markit制造业PMI初值报告
  - 美国ISM制造业PMI报告
  - 美国营建许可总数报告
  - 美国成屋销售总数年化报告
  - 美国FHFA房价指数月率报告
  - 美国S&P/CS20座大城市房价指数年率报告
  - 美国成屋签约销售指数月率报告
  - 美国谘商会消费者信心指数报告
  - 美国NFB小型企业信心指数报告
  - 美国密歇根大学消费者信心指数初值报告
  - 美国EIA俄克拉荷马州库欣原油库存报告
  - 美国核心CPI月率报告
  - 美国核心生产者物价指数(PPI)报告
  - 美国出口价格指数报告
  - 美国EIA汽油库存报告
  - 美国EIA天然气库存报告
  - 美国EIA精炼油库存报告

资料来源: 金十数据、粤开证券研究院

实际利率的走势，取决于名义利率与通胀预期的变动方向和大小。实际利率=名义利率-通胀预期。名义利率与通胀预期反向变动时，实际利率的走势很好判断；但当名义利率与通胀预期同向变动时，实际利率的走势便取决于二者变动幅度的大小。例如，2020年8月至2022年4月，美国名义利率与通胀预期同步上升。其中，2021年底之前，二者上升幅度大体相当，导致实际利率横盘震荡；而进入2022年后，名义利率的上升速度显著超过通胀预期，导致实际利率快速上升。



需要注意的是，即使是同样的经济数据变化，对实际利率的影响也可能不同。例如，同样是就业数据好于市场预期，若发生在 2020 年 4-7 月，名义利率受货币政策宽松影响而维持低位，但通胀预期受数据利好提振，推动实际利率下行；而若发生在 2022 年，通胀预期已处于历史高位，名义利率受货币政策收紧预期影响而快速上升，带动实际利率上行。

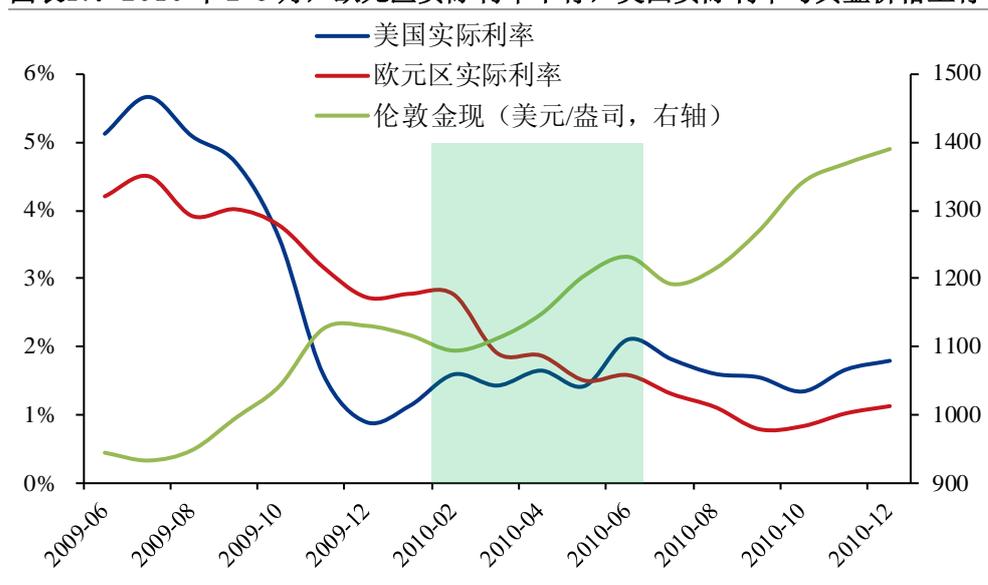
图表16: 美国名义利率、通胀预期与实际利率走势



资料来源: Wind、粤开证券研究院

此外，黄金定价中的实际利率，准确来说是全球实际利率。通常情况下，美国主导全球经济金融周期，因此只需关注美国的实际利率即可。但当欧元区和日本等主要经济体发生重大变化时，就要考虑这些经济体的实际利率的变动情况。例如 2010 年 2-6 月，黄金价格与美国实际利率同步上行，主因欧元区实际利率大幅下降，对金价的推动力量超过了美国实际利率上升所引发的下行压力。

图表17: 2010 年 2-6 月，欧元区实际利率下行，美国实际利率与黄金价格上行



注: 受限于欧元区数据, 两个实际利率均为 10 年期国债利率减 CPI 同比

资料来源: Wind、粤开证券研究院



#### 4、避险情绪：注意区分风险事件的类型及影响大小

关于风险事件对黄金价格的影响，上篇《黄金的定价逻辑与常见误区》已经讲得比较清楚了，这里再着重强调一遍。

**首先，要注意风险事件的类型。**不是所有风险事件都利好金价，像地缘政治危机、主权债务危机等典型风险事件，均会加剧市场的避险情绪，进而推高黄金价格；但流动性风险不是，一旦爆发流动性危机，此时现金为王，金价反而会下跌。此外，主要经济体的经济衰退风险虽然也可能引发市场的避险情绪，但更多还是通过实际利率下降的渠道来推高金价。

**其次，要注意风险事件的影响大小。**各种风险事件在影响范围、持续时间、严重程度等方面都可能存在差异，对金价的影响自然也就不同。会对全球政治、经济、金融稳定等造成冲击的风险事件，才需要重点关注。此外，随着市场对风险事件逐渐接受和消化，避险情绪退潮，黄金价格也将出现回落。除非是发生类似于布雷顿森林体系瓦解这样的重大体制性变革，通常来说，风险事件所引发的黄金投资机会都是比较短暂的。



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

## 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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出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，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)