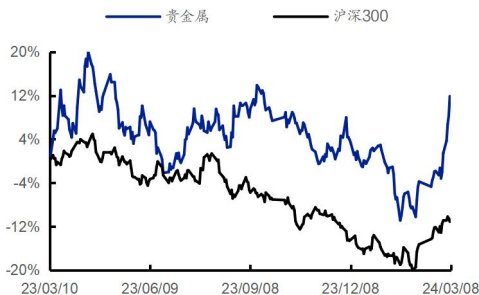


研究所:  
证券分析师: 谢文迪 S0350522110004  
xiewd@ghzq.com.cn  
联系人: 林晓莹 S0350123070003  
linxy02@ghzq.com.cn

## waller 讲话扰动全球市场情绪，金价再创新高 ——贵金属行业动态研究

### 最近一年走势



### 行业相对表现

2024/03/08

表现	1M	3M	12M
贵金属	15.6%	7.7%	12.7%
沪深300	5.3%	4.3%	-12.1%

### 相关报告

《2000-2022年钯价深度复盘及定价探究——贵金属行业系列深度(二)\*贵金属\*谢文迪》——2023-11-14

《2000-2022年铂价深度复盘及定价探究——贵金属行业系列深度(一)(推荐)\*贵金属\*谢文迪》——2023-09-19

### 事件:

- **黄金价格、单周上涨金额创20年新高。**截至2024年3月8日，伦敦黄金现价2171.2美元/盎司，周环比上涨121.40(+5.9%)，单周上涨额创20年新高；COMEX黄金期货价格2168.7美元/盎司，周环比上涨+4.1%，SHFE黄金期货收盘价506.28元/克，周环比上涨+4.6%。

### 投资要点:

- **近期美国经济数据偏弱，市场6月降息预期增强。美联储官员Waller讲话希望提高短债比等刺激金价创新高。**偏弱的经济数据引导市场对美联储6月首次降息的押注：根据CME美联储观察工具，截至3月8日，到6月维持利率不变的概率为26.6%(较2月28日-13.9pct，下同)，累计降息25bp的概率为57.4%(+7.6pct)，累计降息50bp的概率为15.4%(+5.8pct)。与此同时，美联储Waller在3月1日提出的“反向扭曲操作”(买短卖长)或将在短期释放流动性，降低金融压力的预期，这一预期为黄金价格进一步上涨提供支撑。
- 相较原油、标普、道琼斯指数、新兴市场指数、欧洲货币等各类资产的VIX，黄金VIX出现了比较明显的跳升。这一现象反映本次金价上涨并非受整体宏观环境的变化影响，而受市场情绪在黄金上的反映所驱动。
- **2021-2023年金价短期的波动主要被资管机构行为所解释。**短期维度自今年2月中旬以来资管机构不断押注黄金上行；中期维度，全球央行购金行为可能解释了金价变化中的中枢抬高现象。市场热议的央行购金行为并非近期金价大幅上行的主要原因。
- **未来金价怎么看？从短期维度，**我们认为黄金的交易很大程度上取决于资管机构净多单的变化。对于当前时点，黄金资管机构净持仓处于中上位置，此时金价进一步上行的赔率并不占优，短期内再创新高需要更强烈的驱动。**中长期维度，**黄金属于各类大宗商品中年化复合收益最高的资产之一，具有较高的赔率和胜率。以黄金、铜这两类金属为代表的供给增速有限的、能反映信用预期的金属，其长期复合收益是比较高的。因此，从长期角度看，对黄金的配置具

备较好的赔率和胜率，短期对金价的博弈则需要关注机构持仓的变化。

**风险提示：**政策调控力度超预期；市场波动风险；地缘环境风险；汇率风险；美国经济韧性超预期。

## 图表目录

图 1: 黄金价格表现 .....	4
图 2: 2005 年至今金价周度涨跌幅 (%) .....	4
图 3: 2005 年至今金价周度涨跌额 (美元/盎司) .....	4
图 4: 2 月美国经济数据整体转弱 .....	5
图 5: 各类资产 VIX 波动情况, 黄金 VIX 单独出现跳升 .....	5
图 6: 2 月以来资管机构不断押注黄金上行 .....	6
图 7: 资管机构购金与实际金价的残差 vs 央行购金 (右轴, 逆序) .....	6
图 8: 央行购金行为与短期金价超额变化的残差 .....	6
图 9: 2020-2024 年金价与持仓关系 .....	6
图 10: comex 黄金资管机构净持仓 .....	7
图 11: T 期和 T+1 期金价波动率的关系 .....	7

## 事件:

黄金价格、单周涨跌额创 20 年新高。截至 2024 年 3 月 8 日,伦敦黄金现价 2171.2 美元/盎司,周环比上涨 121.40 (+5.9%),单周涨跌额创 20 年新高;COMEX 黄金期货价格 2168.7 美元/盎司,周环比上涨+4.1%,SHFE 黄金期货收盘价 506.28 元/克,周环比上涨+4.6%。

## 评论:

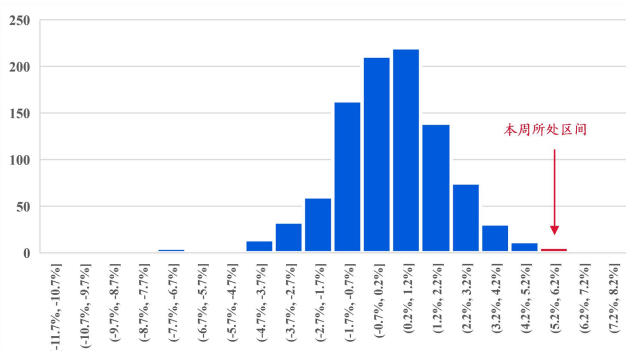
黄金价格、单周涨跌额创 20 年新高。截至 2024 年 3 月 8 日,伦敦黄金现价 2171.2 美元/盎司,周环比上涨 121.40 (+5.9%),单周涨幅创 20 年新高;COMEX 黄金期货价格 2168.7 美元/盎司,周环比上涨+4.1%,SHFE 黄金期货收盘价 506.28 元/克,周环比上涨+4.6%。

图 1: 黄金价格表现

	2024/3/8 最新值	2024/3/1 上周值	周涨跌幅	30日涨跌幅	2024/1/2 年初值	年初至今涨跌幅
伦敦黄金现价 (美元/盎司)	2171.2	2049.8	5.9%	6.3%	2067.55	5.0%
COMEX黄金 (美元/盎司)	2168.7	2082.8	4.1%	6.7%	2061.7	5.2%
SHFE黄金 (元/克)	506.28	483.8	4.6%	5.0%	484.1	4.6%

资料来源: iFinD, 国海证券研究所

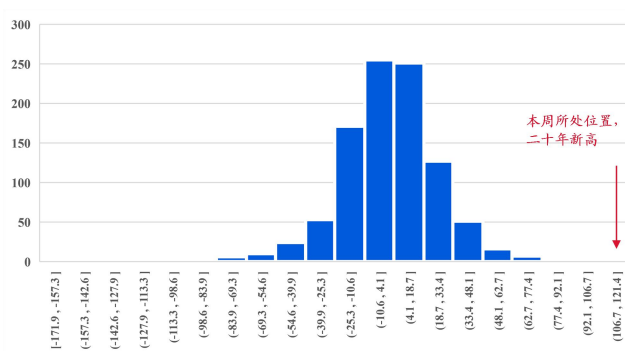
图 2: 2005 年至今金价周度涨跌幅 (%)



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

注: 时间区间为 2005.01.21-2024.03.08; 数据基于伦敦黄金现货价格统计

图 3: 2005 年至今金价周度涨跌额 (美元/盎司)



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

注: 时间区间为 2005.01.21-2024.03.08; 数据基于伦敦黄金现货价格统计

近期美国经济数据偏弱,市场 6 月降息预期增强。美联储官员 Waller 讲话希望提高短债比等刺激金价创新高。

1) 3 月 1 日以来,美国 2 月经济数据陆续发布(见图 4),美国 2 月 ISM 制造业/服务业 PMI 整体环比转弱,其中服务业 PMI 放缓,就业、价格指数回落,需求类指标回升,新订单指数升至 56.1,为 2023 年 8 月以来最高。此外,3 月 1

日公布的密歇根大学消费者调查数据环比转弱，低于预期。**偏弱的经济数据进一步巩固了市场对美联储6月首次降息的押注**：根据 CME 美联储观察工具，截至 3 月 8 日，到 6 月维持利率不变的概率为 26.6%（较 2 月 28 日-13.9pct，下同），累计降息 25bp 的概率为 57.4%（+7.6pct），累计降息 50bp 的概率为 15.4%（+5.8pct）。

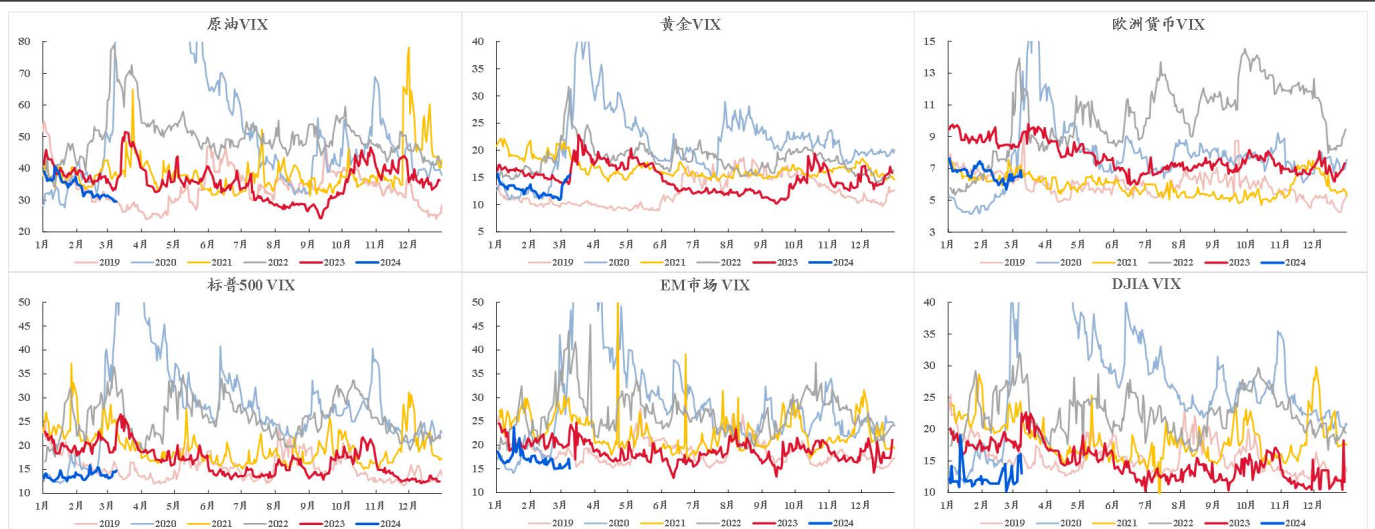
图 4：2 月美国经济数据整体转弱

单位	制造业 PMI				服务业 PMI				失业率	新增非农就业人数 万人
	制造业 PM	新订单	就业	物价	服务业 PM	新订单	就业	物价		
2023-01	47.4	42.5	50.6	44.5	55.2	60.4	50	67.8	3.4	48.2
2023-02	47.7	47	49.1	51.3	55.1	62.6	54	65.6	3.6	28.7
2023-03	46.3	44.3	46.9	49.2	51.2	52.2	51.3	59.5	3.5	14.6
2023-04	47.1	45.7	50.2	53.2	51.9	56.1	50.8	59.6	3.4	27.8
2023-05	46.9	42.6	51.4	44.2	50.3	52.9	49.2	56.2	3.7	30.3
2023-06	46	45.6	48.1	41.8	53.9	55.5	53.1	54.1	3.6	24.0
2023-07	46.4	47.3	44.4	42.6	52.7	55	50.7	56.8	3.5	18.4
2023-08	47.6	46.8	48.5	48.4	54.5	57.5	54.7	58.9	3.8	21.0
2023-09	49	49.2	51.2	43.8	53.6	51.8	53.4	58.9	3.8	24.6
2023-10	46.7	45.5	46.8	45.1	51.8	55.5	50.2	58.6	3.8	16.5
2023-11	46.7	48.3	45.8	49.9	52.7	55.5	50.7	58.3	3.7	18.2
2023-12	47.1	47	47.5	45.2	50.5	52.8	43.8	56.7	3.7	29.0
2024-01	49.1	52.5	47.1	52.9	53.4	55	50.5	64	3.7	22.9
2024-02	47.8	49.2	45.9	52.5	52.6	56.1	48	58.6	3.9	27.5

资料来源：iFinD，国海证券研究所

2) 美联储理事 Waller 在 3 月 1 日的美国货币政策论坛提出，美联储应提高短期美债在资产负债表的比例，并将所持机构抵押贷款支持证券降至零。这一“反向扭曲操作”（买短卖长）或将在短期释放流动性，降低金融压力的预期，这一预期为黄金价格进一步上涨提供支撑。

图 5：各类资产 VIX 波动情况，黄金 VIX 单独出现跳升



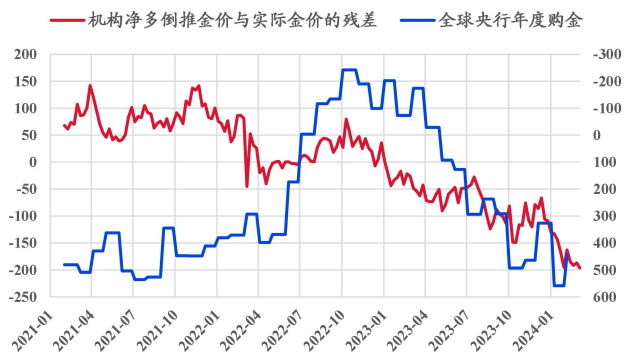
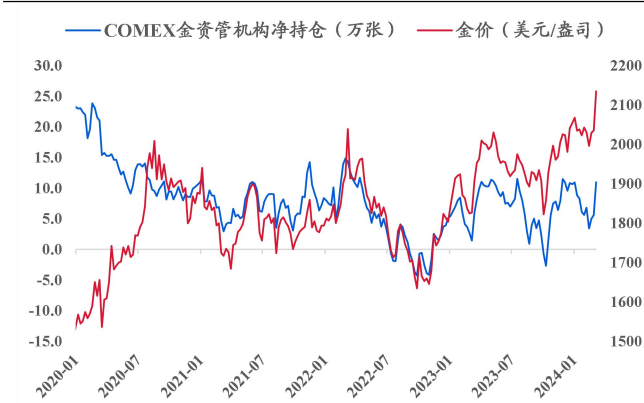
资料来源：iFinD，国海证券研究所（注：时间 2024 年 3 月 8 日）

相较原油、标普、道琼斯指数、新兴市场指数、欧洲货币等各类资产的 VIX，黄金 VIX 出现了比较明显的跳升。这一现象反映本次金价上涨并非受整体宏观环境的变化影响，而受市场情绪在黄金上的反映所驱动。

**2021-2023 年金价短期的波动主要被资管机构行为所解释。短期维度自今年 2 月中旬以来资管机构不断押注黄金上行；中期维度，全球央行购金行为可能解释了金价变化中的中枢抬高现象。市场热议的央行购金行为并非近期金价大幅上行的主要原因。**

图 6：2 月以来资管机构不断押注黄金上行

图 7：资管机构购金与实际金价的残差 vs 央行购金（右轴，逆序）

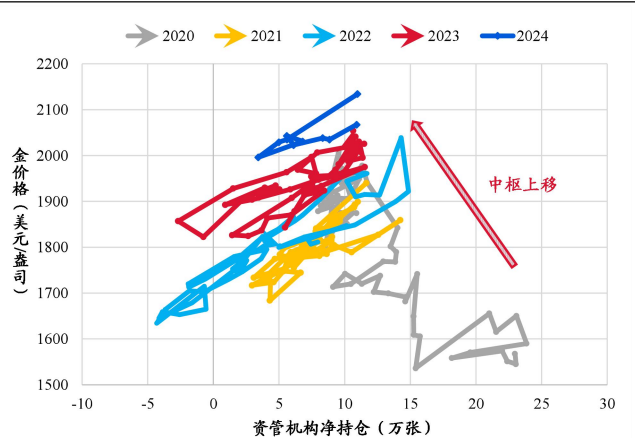
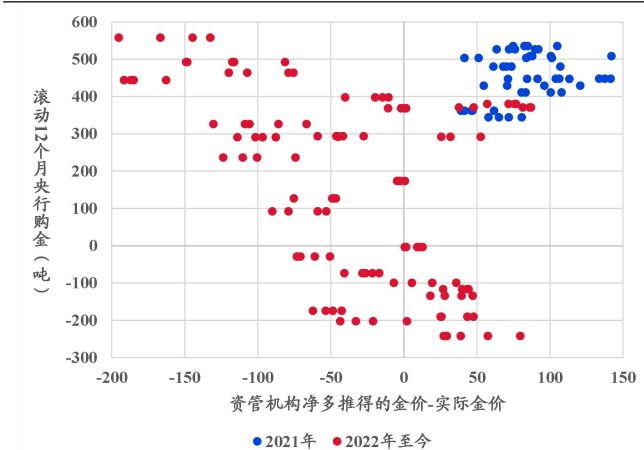


资料来源：iFinD，国海证券研究所（注：时间 2024 年 3 月 8 日）

资料来源：iFinD，国海证券研究所（注：时间 2024 年 3 月 8 日）

图 8：央行购金行为与短期金价超额变化的残差

图 9：2020-2024 年金价与持仓关系



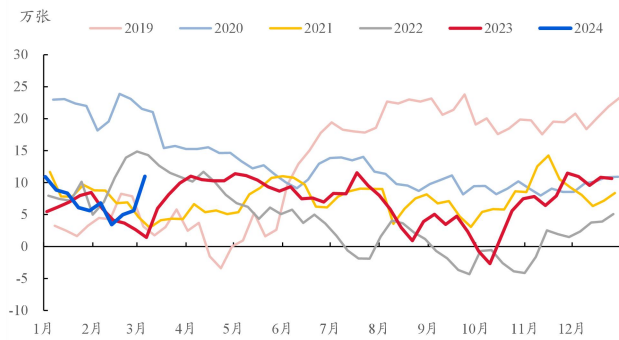
资料来源：iFinD，国海证券研究所（注：时间 2024 年 3 月 8 日）

资料来源：iFinD，国海证券研究所（注：时间 2024 年 3 月 8 日）

未来金价怎么看？

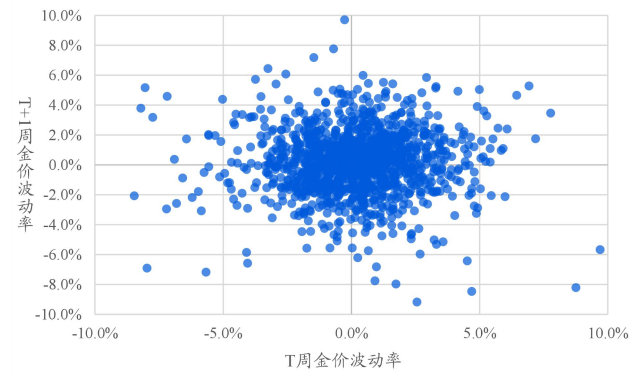
从短期维度，我们认为黄金的交易很大程度上取决于资管机构净多单的变化。同时，T期和T+1期金价的涨跌并没有很强的关系（图11），验证黄金价格动量不强。对于当前时点，黄金资管机构净持仓处于中上位置，当前做多金价赔率并不合适，黄金价格的再创新高需要新的驱动，引发市场共识的进一步聚集。

图 10: comex 黄金资管机构净持仓



资料来源: iFinD, 国海证券研究所 (注: 时间 2024 年 3 月 8 日)

图 11: T 期和 T+1 期金价波动率的关系



资料来源: iFinD, 国海证券研究所 (注: 时间 2024 年 3 月 8 日)

从长期维度，黄金是各大宗商品里收益率最好的资产之一，具有较高的赔率和胜率。以黄金、铜这两类金属为代表的供给增速有限的、能反映信用增长预期的金属，其长期复合收益是比较高的。从长期角度对黄金的投资是比较合适的，但短期的价格博弈可能更加需要关注整个持仓的变化。

## 风险提示

- 1) 政策调控力度超预期。黄金价格受美联储及各央行政策影响较大。
- 2) 市场波动风险。经济走势将对金价产生直接影响。
- 3) 地缘环境风险。地缘环境变化可能影响投资者避险情绪，从而影响黄金价格。
- 4) 汇率风险。
- 5) 美国经济韧性超预期。

## 【钢铁&大宗商品组小组介绍】

谢文迪，钢铁行业及大宗商品研究团队首席分析师，6年大宗商品投研经验，3年宏观研究经验。布里斯托大学金融投资学硕士，曾先后就职于鸿凯投资、东北证券、方正证券、民生证券，获2020年Wind金牌分析师第四名。

林晓莹，钢铁及大宗商品行业研究助理，华东师范大学本科，厦门大学硕士。主要负责黑色、有色、能化板块。

## 【分析师承诺】

谢文迪，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
 增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
 中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，



本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。