

## 宏观点评 20240411

# 黄金：站上 2500 需要怎样的“宏观叙事”？

2024 年 04 月 11 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwwzq.com.cn

### 相关研究

《如何理解 3 月通胀超预期回落？》

2024-04-11

《3 月通胀：6 月不降息就够了吗？》

2024-04-10

- 黄金能在短时间内快速涨破 2300 美元/盎司，我们更倾向于认为是一种有趣的巧合。宏观叙事始终是“慢变量”，无法解释金价在短短两周之内连续升破 2200 和 2300 美元/盎司两个重要关口。选择 2500 作为重要的关口，因为黄金在 2009 年突破 1000 美元/盎司后，在上涨至 20%~25% 区间时遭受重大阻力，其后经过半年多的调整才再创新高。

我们认为这一波黄金的快速上涨，是在全球央行开始转向宽松（美联储 3 月议息会议倾向今年降息 3 次）的背景下，“央行买金说”吹响号角、机构迟疑，而“散户”和亚洲投资者火速入场下的结果。不过，我们对于央行买金带来上涨的说法持怀疑态度，其真正作用是让金价“跌不动”。

我们看多金价的观点并没变，但是短期内金价要站上 2500 美元/盎司，关键词在“通胀”：有韧性的美国通胀 + 一场温和上涨的大宗商品牛市（最重要的可能是油价站稳 95 美元，触及 100 美元）。当然一场意料之外的衰退或者以色列、伊朗的正面对冲也能带来短期的效果。

- 分析黄金需要分清楚中长期和短期的逻辑。而当前最重要的两个中长逻辑宏观叙事可能是疫情后逆全球化和高通胀的宏观环境变化，以及信用货币体系受到挑战的叙事。而其导致的后果是金价和美债、美元的非对称“脱钩”——美债收益率上涨、美元升值，黄金“跌不动”；以及黄金可能对通胀和大宗商品更加敏感。

- 美债收益率上涨，黄金为何不跌？我们可以从两个层面去分析，一是从资产自身的成本和收益维度，以美债收益率为代表的分析更加注重“持有成本”，可能只在特定的时期和环境处于主导地位。如图 1 所示，我们通常所说的金价和美债实际收益率负相关，主要是从持有成本角度——美债实际收益率越高，持有黄金的机会成本也就越高。这在 2008 年金融危机后的十年没有问题，低通胀、低利率以及全球化平稳运行、地缘政治相对稳定的环境下，持有成本成为黄金的主要矛盾。

不过从更完善的角度看，持有黄金也有“收益”，或者概括为安全溢价（safe haven premium）：违约、高通胀、地缘政治等风险频发都会增加“含金量”，不受主权干扰的安全资产更加受到资金的追捧。疫情之后，地缘政治和逆全球化成为长期霸榜新闻头条的主题，海外主要经济体都面临着高通胀的阴影，而海外各主要经济体政府在债务负担大幅上涨的情况下仍不放手；信用风险事件爆发的频率上升，从新兴市场国家债务重组到重要金融机构违约（硅谷银行事件等）。这些都使得投资者在评估金价时越来越重视收益端的安全溢价。

二是从资产横向比较维度，在“主权债务-信用货币”体系受到上述冲击的背景下，以美债为代表的主权债务已经不再是和黄金同一级别的安全资产（至少阶段性）。因为这一人为造成的稀缺性，我们看到疫情之后尤其是俄乌冲突之后，黄金对于风险事件的弹性明显加大，我们也看到越来越多重视安全和稳定的投资机构减持美债、转而持有黄金——这会导致出现美债收益率和黄金同涨的情况。

- 宏观叙事的另一个变化是，当前黄金挑战的不单单是美元体系，而是全球信用货币体系。疫情之后，财政扩张已经成为主要经济体政府应对国际竞争、国内压力这场“囚徒困境”中共同的选择，集中体现在美元贬值不再是黄金大涨的必要条件，以及以比特币为代表的数字货币大涨——挑战全球信用货币也是中本聪创立比特币的初衷。

这背后的逻辑，一方面黄金和比特币是非主权类货币资产的代表；而另一方面信用货币体系内部也存在“比惨逻辑”，至少当前美元不是最惨的那个。这一幕在 2008 年金融危机后、欧债危机爆发时也曾出现过，当时尽管危机余波未尽，但作为美元有力竞争对手的欧元陷入债务泥潭，着实推了美元一把，出现美元、黄金同时上涨的情况。当前的情况

类似，美国政府尽管债务缠身，但是环顾欧洲、日本、中国等也都在寻求财政的扩张，而且至少目前看来，美国财政政策的效果可能是相对较好的。

- 说完中长期叙事，我们中长期和短期相结合角度来评价央行买金的效果。一言以蔽之，**央行买金是黄金中长期牛市的基础，但是短期更明显的作用是让金价跌不动。**
- **历史上曾出现过当央行趋势性卖金，导致黄金长期“牛短熊长”。**我们之前系统性复盘过黄金 50 年的历史，20 世纪 80 年代和 90 年代底，全球央行系统性减持黄金储备，导致的结果是出现明显的“牛短熊长”，20 年间的三轮熊市平均持续 57 个月，而两轮牛市平均持续 34.5 个月，平均涨幅仅为 51.5%，在历届黄金牛市中垫底。
- **而当全球央行开始出现趋势性买金，黄金很可能将呈现“熊短牛长”的特点。**2022 年 3 月俄乌冲突爆发后，从第二季度开始，全球央行明显加大了黄金净购买——截至 2023 年 Q4，季均净购买由 2013 年至疫情前的 126 吨上升至 291 吨。而且在后疫情时代的宏观叙事下，这一趋势应该还会持续。从中长期看这很可能将成为黄金长牛市的基础。
- **从短期看，央行买金不是金价上涨的直接驱动因素，而是让金价“跌不下去”的支撑因素。**一方面，尽管央行增加购金，但是全球黄金的整体需求并没出现明显的增加；另一方面，可能更重要的是，**央行买金呈现明显的“逆向操作”特征——金价上涨时减少购买，金价下跌时增加购买。**因此相较于直接推动金价上涨，我们认为更可能的影响是稳定金价的下跌幅度。
- **那么从短期看，什么驱动了近期黄金的行情？两个关键词“散户”和“亚洲”。**
- **从短期投资资金入手，近期这轮黄金上涨可能是“散户”属性更强，而且亚洲地区令人瞩目。**我们梳理了近期全球主要黄金 ETF 的资金流入情况，最近一周资金流入排名靠前的是美国的 SPDR Minishares 黄金信托和来自中国大陆和日本的几只黄金 ETF，垫底的则是欧美的大型黄金 ETF。

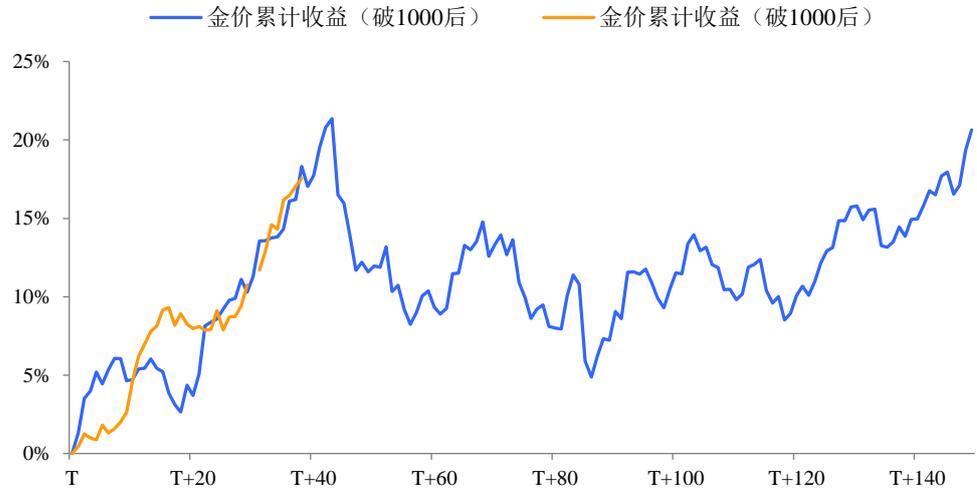
**SPDR Minishares 黄金信托规模的大涨更多体现的是小额、长期持有的需求上涨，机构的参与度可能有限。**SPDR 黄金信托（全球最大的黄金信托）和 SPDR Minishares 黄金信托同属于美国道富集团，与前者相比，minshares 的优势在于每股对应的金额小、费率很低（0.18% VS SPDR 0.4%），但是劣势在于流动性较差。3 月底以来两者规模变化的差异，可能体现的是面临通胀和不确定性，海外小额、长期持有的散户向需求爆发，而机构规模较大的、偏交易型的需求相对较弱。这一点从 comex 黄金期货的持仓也能看出端倪，基金（尤其是对冲基金）通过黄金期货和期权来博弈的动机并不强、与金价的表现并不匹配。

**亚洲尤其是中国市场对于黄金的追捧在今年明显升温。**除了国内主要黄金 ETF 资金流入量大外，还体现在三个方面：第一，尽管今年海外黄金上涨迅猛，国内金价相对海外仍存在较高的溢价；第二，国内主要的黄金 ETF 3 月下旬以来出现了一轮明显的溢价（收盘价高于净值）行情；第三，今年新设立的黄金股 ETF 在 4 月初出现一轮夸张的溢价行情。

- **所以对于黄金的分析，我们可以分为两个层面：海外金价怎么变化？如何看待国内金价相对于海外的价差？**
- **对于海外金价，我们认为后续边际上的看点在于，机构的资金是否会加入。**从投资机构的角度，黄金投资的重要价值在于博弈美联储货币政策、对冲股市、通胀和货币（主权债务）风险。**我们认为短期内能让机构心动的可能是通胀的风险，具体而言：一是以美国为代表的主要经济体通胀反弹的情况；二是以油、铜等为主的大宗商品价格能否持续温和上涨。**而当前“脱缰”的金价可能并不合适拿来博弈美联储的货币政策宽松，至于货币和主权债务风险是个中长期问题，并不急于一时。

- **不过通胀和大宗的上涨也得有个度。**如果美国通胀（包括核心通胀）持续高于 0.3% 甚至高于 0.4%，以原油为代表的大宗商品上涨速度过快，导致以美联储为代表的主要海外经济体央行引导紧缩预期，那偏高的黄金很有可能将面临调整。
- **至于国内金价相较海外的溢价，可能会长期存在。**从 2022 年以来，国内金价年度涨幅连续高于海外，我们认为两点结构性因素会可能使得溢价长期存在：一是在内外利差倒挂的情况下，黄金是一种相对低成本的对冲和防范人民币汇率风险的工具（当然只能部分对冲）；二是在当前国内资产收益率下降、安全资产稀缺以及对外投资受限的背景下，黄金提供了一定的避风港以及参与全球配置的渠道，我们认为国内资产配置中黄金的占比应该会结构性高于全球平均水平。
- **当然不可否认，短期内的“聚光灯”效应会带来风险。**在市场议论黄金的热度不断上升的情况下，**我们认为关注风险是必要的，但是也不必“投鼠忌器”。**当前有三个指标可能值得重点关注：
  - 一是国内金价相对海外的溢价在没有很强人民币贬值预期的背景下是否出现大幅上涨；
  - 二是国内黄金股以及黄金股 ETF 的溢价水平，警惕出现“买爆”的情况，**目前看来前两个指标都不极端。**
  - 三是关注国内期货的开户情况，与股市相比，贵金属杠杆交易的热度可能更能反应国内散户的“狂热”程度，遗憾的是当前市场上缺乏公开高频的跟踪渠道。
- **风险提示：**大宗商品超预期暴涨，导致通胀强势反弹，主要经济体央行重回紧缩，黄金将受拖累；主要经济体意外陷入衰退，导致黄金价格超预期上涨。

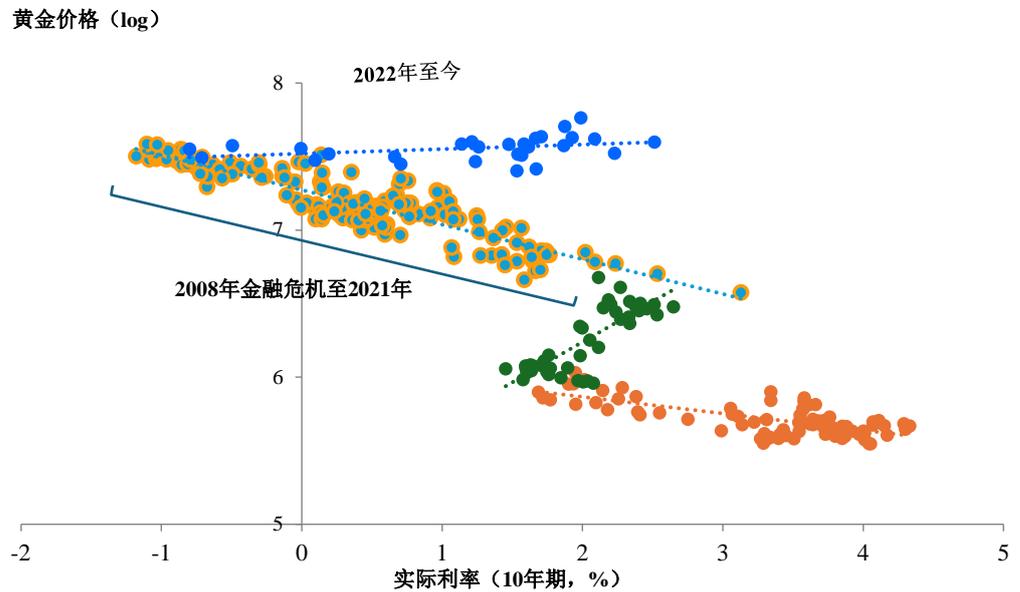
图1: 黄金破 2000 美元/盎司 VS 破 1000 美元/盎司



注: T 表示的是黄金价格有效突破 1000 美元/盎司和 2000 美元/盎司的日期; 横轴表示的交易日。

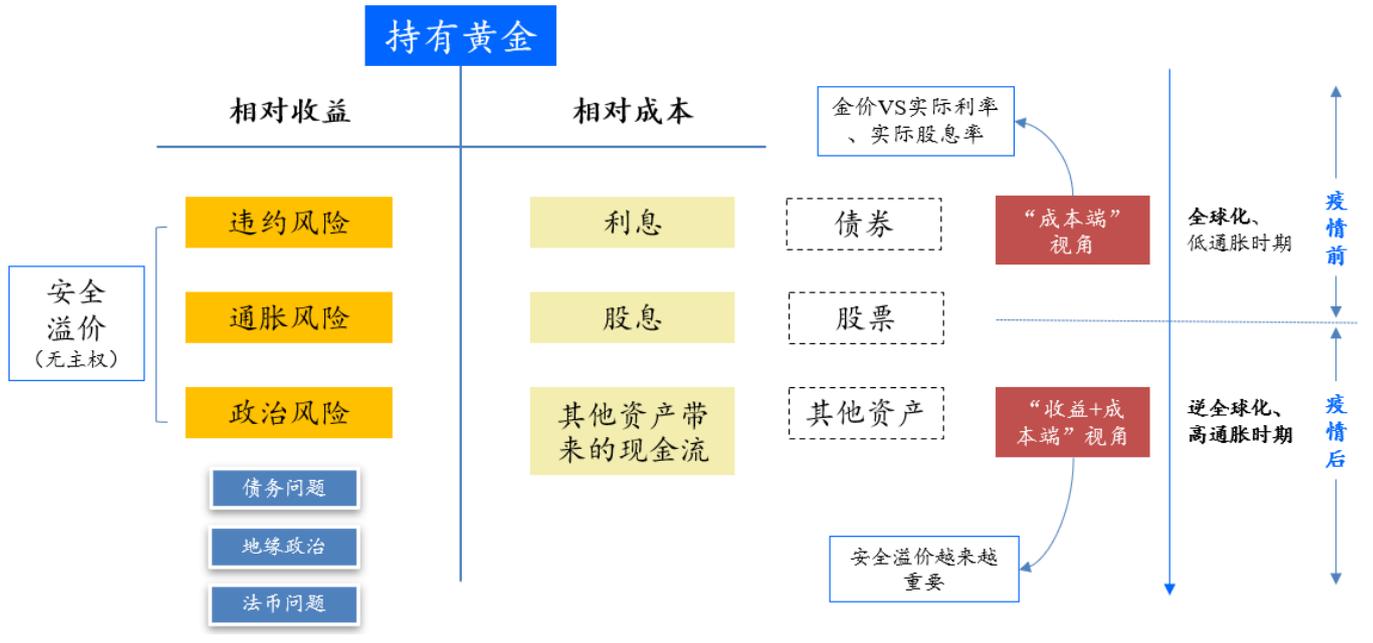
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 不同时代的宏观背景不同, 黄金和利率的关系也会有所不同



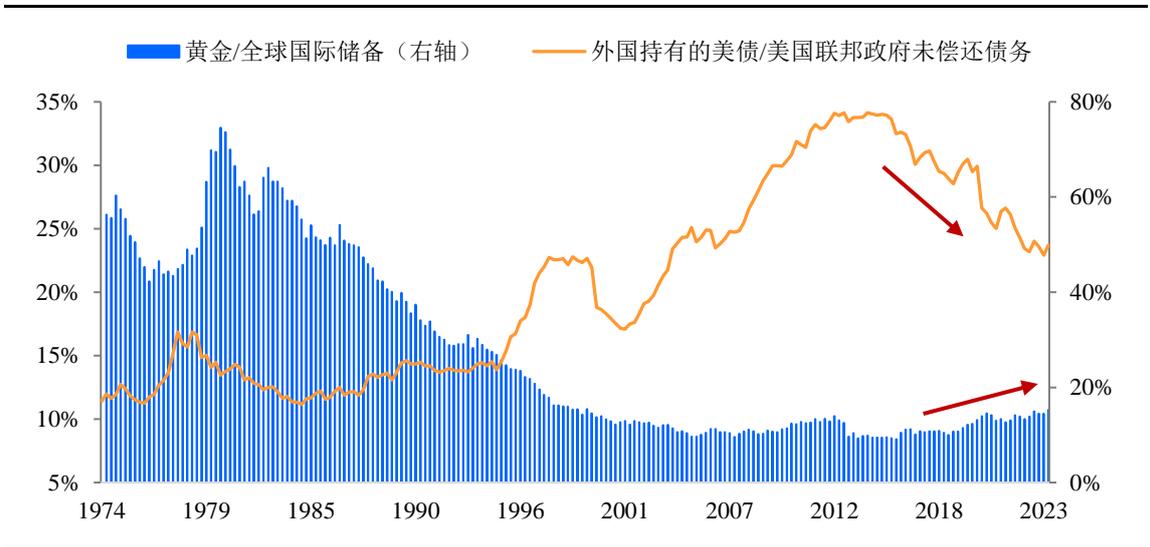
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 黄金中长期分析框架



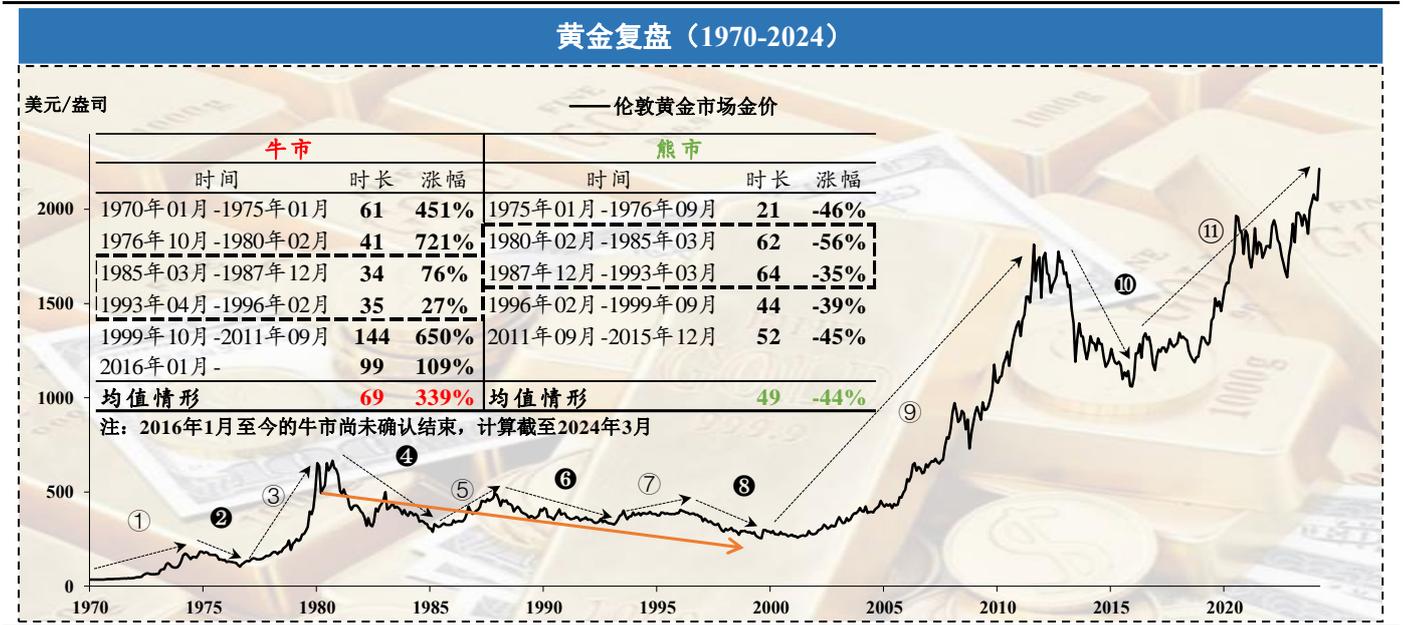
数据来源: 东吴证券研究所绘制

图4: 从全球储备看黄金和美债



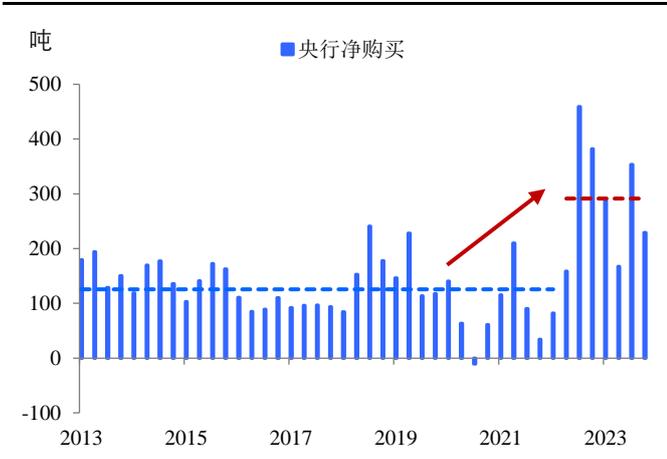
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5：央行卖金时代（20世纪80至90年代）金价整体表现偏弱



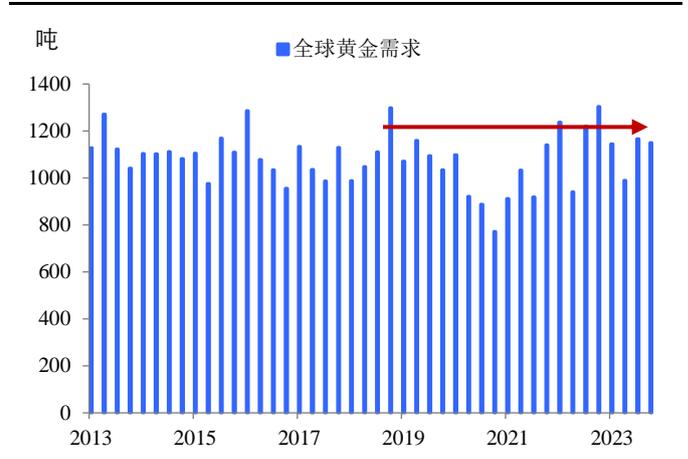
数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图6：俄乌冲突后全球央行季度买金规模明显上升



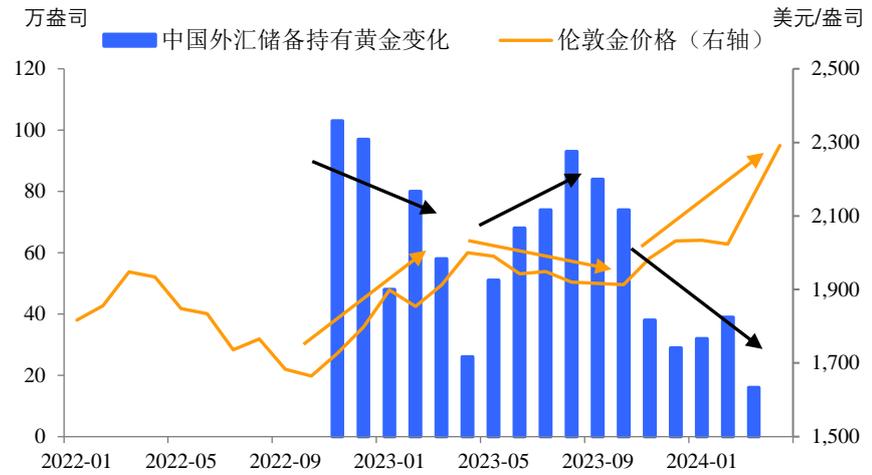
数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图7：但是整体黄金需求保持大致稳定



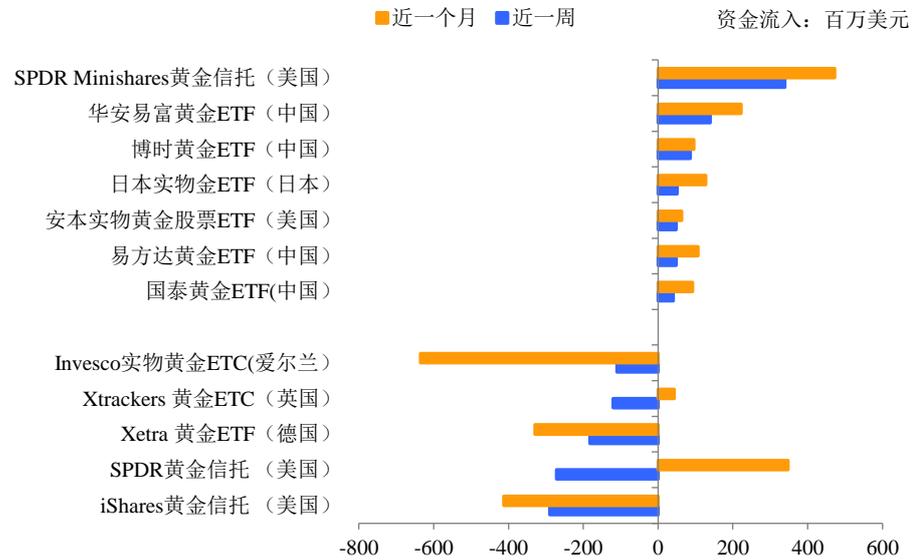
数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图8: 央行买金的行为呈现出“逆市”的特点



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

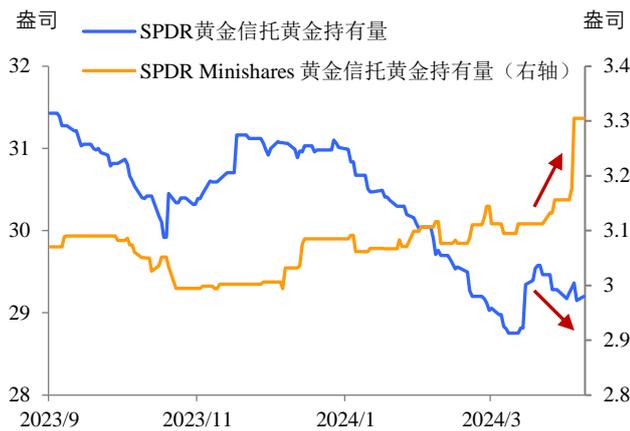
图9：近期全球主要黄金 ETF 资金流入情况（流入排名前 7 和后 5 的基金）



注：SPDR 黄金信托和 iShares 黄金信托是美国最大的两只实物黄金 ETF，Invesco 实物黄金 ETC 和 Xetra 黄金 ETF 的规模在欧洲排名前三；数据截至 2024/04/09。

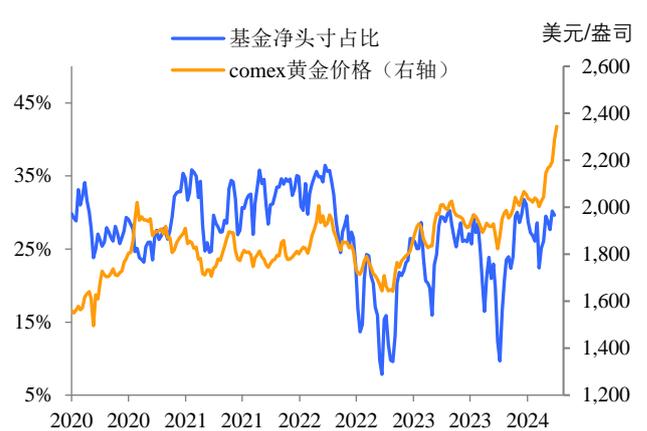
数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图10：SPDR 和 mini 黄金信托持有黄金出现分化



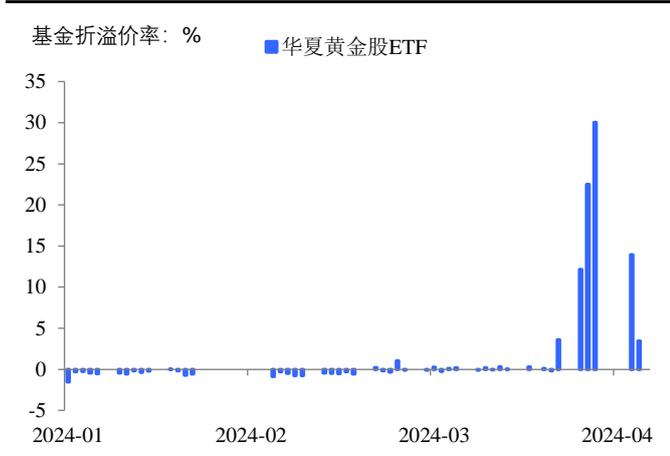
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图11：近期的黄金上涨主动基金可能参与得不多



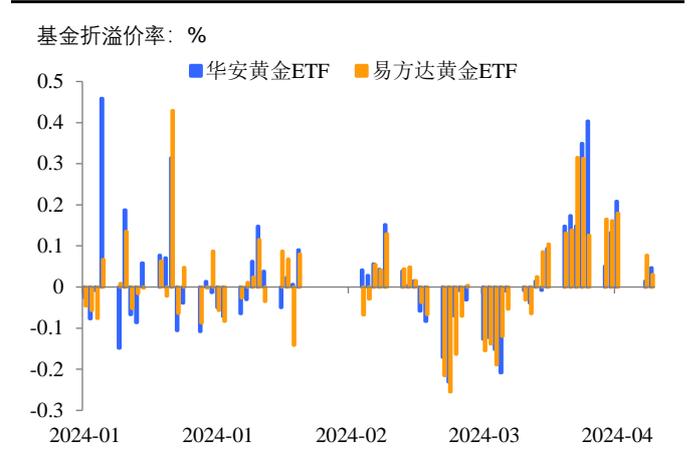
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图12: 国内黄金股 ETF 近期出现大幅溢价



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 国内黄金 ETF 近期也出现溢价情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>