

近期黄金上涨之“谜”

——宏观深度报告

作者

分析师：樊磊
 执业证书编号：S0590521120002
 邮箱：fanl@glsc.com.cn
 分析师：方诗超
 执业证书编号：S0590523030001
 邮箱：fangshch@glsc.com.cn

专题内容摘要

核心观点：

2022 年以来，实际黄金价格强势上行，与美国长期真实利率的走势背离。市场对此给出了几种解释。综合分析，我们认为，近期黄金价格的上行可能更多与避险情绪的上升及央行加速购入黄金有关，而并非投资者预期美国出现超预期的高通胀。展望未来，我们认为避险需求与央行购金的需求或将支撑黄金价格。从中期来看，伴随着美联储的降息和美国真实利率的下行，黄金的价格或有望进一步上行。

➤ 黄金定价的主要逻辑

黄金的定价主要由存货交易决定，与经济周期决定的实际需求关系较弱。因此，其价格首先受到美国的长期真实利率的影响，两者负相关性较高。其次，避险情绪也是影响金价的重要变量。此外，当对黄金资产配置的安排或需求发生系统性变化时（比如黄金 ETF 开通、央行增加黄金储备），额外的需求与供给也会影响金价。

➤ 金价与真实利率背离的解释一：通胀预期超出 TIPS 定价的水平

2022 年以来黄金价格出现与 TIPS 走势明显背离，一种解释认为，10 年期 TIPS 中包含的通胀预期并不能完全反映黄金交易者对未来通胀的判断，未来通胀可能远超 TIPS 的定价所展示的水平。但是，用其他方式估计的通胀预期显示各类中长期通胀预期在 2022 年来没有出现明显变化，与 10 年期 TIPS 中包含的通胀预期较为一致。如果部分投资者认为美国未来通胀可能被低估，不可能只体现在黄金价格上。上述现象说明这一解释或并不成立。

➤ 解释二：避险需求提振黄金价格

市场常见的第二种解释认为，近两年黄金价格的上涨可能主要由避险需求驱动。我们的模型显示，在剔除了 VIX 指数的影响后，实际黄金价格更低，说明避险需求的确提振了黄金价格。从同样具有避险属性的贵金属白银的价格走势来看，黄金价格上涨时，白银价格也出现了较为同步的上行。这一解释有相当依据。

➤ 解释三：央行加速购入黄金，改变黄金需求结构

第三种解释认为，金价上行与近两年全球央行加速购入黄金有关。我们发现，2022 年以来央行净买入黄金的规模的确出现了趋势性的抬升：2022 年前，央行净买入在黄金需求中的占比一直在 15% 以下，2022 年以来这一比重大幅升至 23%。这与 2005-2006 年黄金 ETF 快速发展时类似，都改变了黄金的需求结构。在模型中加入黄金 ETF 的投资需求与央行净买入黄金规模作为解释变量，模型的解释力有明显的上升，拟合优度从 0.5 升至 0.8。

➤ 黄金价格走势展望

展望未来，央行购金的需求或保持在当前较高的水平，且各类风险因素短期也难以明显回落。这意味着黄金价格或继续保持与 TIPS 走势的背离，并维持在高位。从中期来看，伴随着美联储的降息和美国真实利率的下行，黄金的价格仍有望进一步上行。

风险提示：线性模型可能存在偏误，地缘政治变化超预期。

相关报告

1、《美国小银行的大风险：——美联储的缩表和潜在风险》2024.04.22
 2、《从 4Q 上市工业企业业绩或超预期到新周期的正循环：——中国经济如何走向复苏（六）》2024.03.03

正文目录

1. 如何理解黄金的定价?.....	3
1.1 核心变量: 美国长期真实利率	3
1.2 其他因素对金价的影响	7
2. 近年黄金价格为何大幅上行?	12
2.1 解释一: 通胀预期超出 TIPS 定价的水平.....	12
2.2 解释二: 避险需求提振黄金价格	15
2.3 解释三: 央行加速购入黄金, 改变黄金需求结构.....	16
3. 黄金价格走势展望	20
3.1 央行购金需求或保持较强	20
3.2 避险需求或持续支撑黄金价格	22
4. 风险提示	23

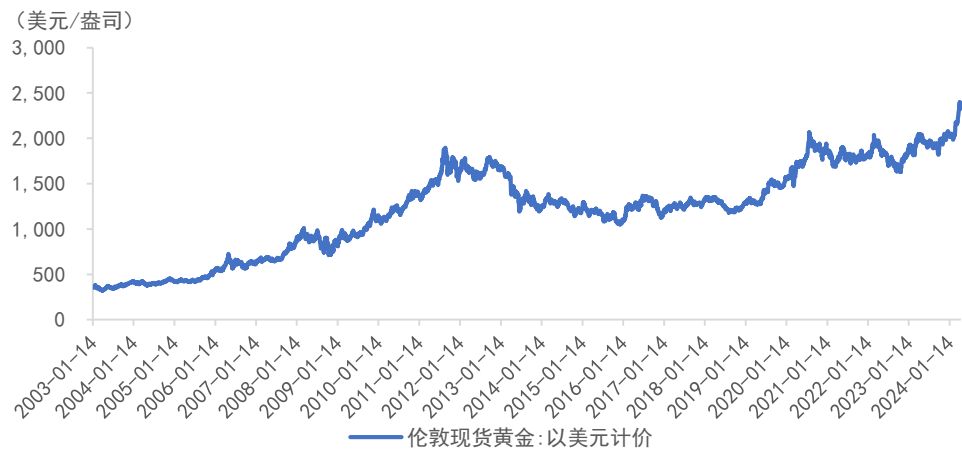
图表目录

图表 1: 以美元计的黄金价格	3
图表 2: 全球黄金供应量与需求量	4
图表 3: 全球地上黄金总量	4
图表 4: 黄金实际价格与美国长期真实利率	5
图表 5: 黄金实际价格与美国长期真实利率负相关	6
图表 6: 对数化的黄金实际价格与美国长期真实利率.....	6
图表 7: 剔除 TIPS 影响的实际黄金价格 vs 实际黄金价格.....	7
图表 8: 剔除 TIPS 影响的实际黄金价格与 VIX 指数	8
图表 9: 以 TIPS 为解释变量搭建的金价涨跌模型	8
图表 10: 以 TIPS 和 VIX 指数为解释变量搭建的金价涨跌模型.....	9
图表 11: 剔除 TIPS 和 VIX 影响的实际黄金价格 vs 实际黄金价格 (日度)	9
图表 12: 剔除 TIPS 和 VIX 影响的实际黄金价格 vs 实际黄金价格 (月度)	10
图表 13: 剔除 TIPS 和 VIX 影响的实际金价 vs 黄金 ETF 需求.....	10
图表 14: 剔除 TIPS 和 VIX 影响的实际金价 vs 黄金 ETF 持仓.....	11
图表 15: TIPS 中的通胀预期和名义利率.....	12
图表 16: 纽约联储调查的中长期通胀率预期中位数 vs TIPS 中的通胀预期.....	13
图表 17: 密歇根大学调查的 5 年通胀预期 vs TIPS 中的通胀预期.....	13
图表 18: 费城联储专业预测者调查: 长期通胀预期	14
图表 19: 克利夫兰对长期通胀的预测 vs TIPS 中的通胀预期.....	14
图表 20: 剔除 TIPS、VIX 影响后的黄金价格	15
图表 21: 黄金与白银现货价格	15
图表 22: 2000-2009, 全球央行对黄金净卖出	16
图表 23: 2022 年以来, 央行黄金净买入在黄金总需求中的占比大幅上升	17
图表 24: 2022 年以来, 央行净买入黄金规模破纪录 (单位: 吨)	17
图表 25: 黄金总需求量与供应量	18
图表 26: 黄金 ETF 使得黄金需求的结构发生改变	18
图表 27: 加入 ETF、央行净买入规模的黄金模型.....	19
图表 28: 2022&2023 央行黄金储备调查: 五年后美元在总储备中的占比	20
图表 29: 2022&2023 央行黄金储备调查: 五年后黄金在总储备中的占比	21
图表 30: 新兴市场与发达经济体的黄金储备	21
图表 31: 地缘政治指数.....	22

1. 如何理解黄金的定价？

黄金的定价与经济周期的相关性不强，其价格首先与美国长期的真实利率相关，我们认为这与黄金主要是进行存货交易有关。其次，避险情绪也是影响黄金价格的重要变量。此外，黄金 ETF 的开通、央行增加黄金储备可能也会对金价中枢产生影响。

图表1：以美元计的黄金价格



资料来源：Wind，国联证券研究所

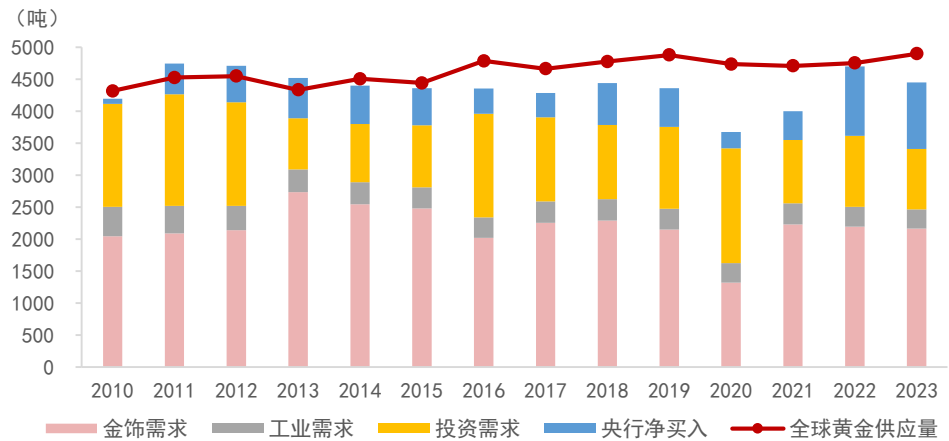
1.1 核心变量：美国长期真实利率

与其它的大宗品类类似，黄金兼具进行财富配置的资产属性和以零售为主的商品属性。然而，黄金的年产量和年需求量分别在 4000-5000、3000-4000 吨的量级水平。但是据世界黄金协会统计¹，截至 2023 年底，全球的地上黄金库存约有 21.3 万吨。其中，具有较强流动性的黄金的金融市场（由金条、金币、实物支持的黄金 ETF 以及央行储备构成）部分，黄金库存约为 8.4 万吨。

这意味着，不同于其它的大宗品，黄金市场主要的需求是存货的需求，而主要的供给是存货的供给，商品属性方面需求与供给因素的影响比较有限。

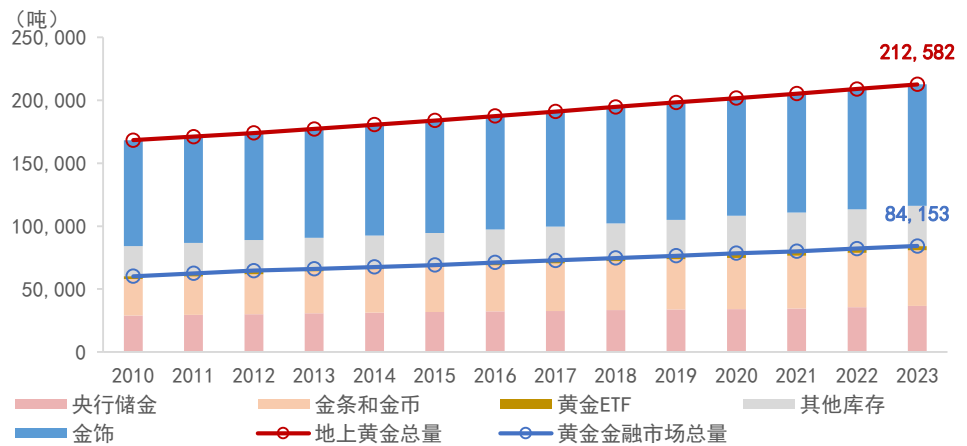
¹ <https://www.gold.org/goldhub/data/how-much-gold>

图表2：全球黄金供应量与需求量



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表3：全球地上黄金总量



资料来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council，国联证券研究所

历史数据显示，美国长期真实利率（Tips10 年收益率）与黄金价格有非常良好的负相关关系，尤其在 2006-2022 年，拟合优度高达 0.74。我们认为，黄金价格与美国长期真实利率的高度负相关充分地反映出，黄金市场主要是进行存货交易，而持有黄金存货主要考虑是资产配置，而非出于商品需求。

在以下的分析中，为了剔除通胀的影响，我们用美国 CPI 对黄金现货价格进行了处理，获得黄金的实际价格。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/475230041332011200>