



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

潘京

资格编号: S0120521080004

邮箱: panjing@tebon.com.cn

联系人

张佳炜

资格编号: S0120121090005

邮箱: zhangjw3@tebon.com.cn

相关研究

- 1.《下半年基建的三条新线索》，2022.7.31
- 2.《高能耗行业收缩拖累 7 月 PMI——量化经济指数周报-20220731》，2022.7.31
- 3.《德邦宏观政策追踪日报——2022 年 7 月 28 日-》，2022.7.31
- 4.《德邦宏观政策追踪日报——2022 年 7 月 27 日-》，2022.7.31
- 5.《德邦宏观政策追踪日报——2022 年 7 月 26 日-》，2022.7.31

黄金买点渐近

——贵金属研究系列一

投资要点:

- 黄金在大部分时间是良好的避险资产，但资产属性决定了在流动性快速收缩时避险需求往往会让位于流动性需求，避险属性下降，与其他资产呈现同涨同跌。
- 从历史上来看，美国实际利率（TIPS）和金价呈现较为完美的趋势贴合。从 TIPS 对黄金价格影响的基本逻辑来看，黄金的资产属性决定了其基本相当于零息资产，实际利率决定了其他生息资产的投资回报率。在实际利率变化影响其他生息的资产回报率时，黄金的回报率相对其他生息资产的高低决定了黄金价格的波动趋势。
- 除了流动性冲击对所有资产的影响导致的非理性变化外，我们也发现自 2021 年以来，美国 TIPS 因为被美联储过多持有定价出现扭曲的情况。在部分金价和美国 TIPS 呈现同向或者无关变化时，欧洲 TIPS 的变动可以部分解释金价的变化原因。每一次不同国家 TIPS 的调整对金价影响的权重均有不同，因此，金价不仅仅是受到美国 TIPS 的影响，而是受到全球实际利率的共同影响。
- 黄金价格经常被认为和美元指数有负相关关系，看美元做黄金成为了部分投资者“共识的误区”。从表面数据上看，在驱动美元指数变化的因素当中，确实有很大一部分与驱动 TIPS 变化的因素有交叉。驱动美元指数变化和金价变化的共同因素的不同作用方向，即金融部门主导的美元指数变化由欧美实际利率之差决定，而黄金价格变化由欧美实际利率之和决定。
- 美国实际利率长期或已进入下降通道：当前美国所面临是全面的、广泛的价格上涨，预期结束的是通胀环比见顶而非通胀同比向正常状态回落。近期美债利率的交易体现为近端利率的边际抬升和远端利率的全面下降，随着时间推进，市场对未来衰退的预期的升温进一步强化，10 年美债利率大概率难以突破 3.5% 的前高，实际利率可能进入下行通道。
- 短期实际利率仍有可能上行：今年以来，TIPS 的变化呈现“反向过度纠偏”的形态，即相对黄金出现更明显的收益率上行，这主要受今年以来美联储货币政策转向过快且过于激进的影响。而 TIPS 近期收益率上行的放缓则来自美联储货币政策紧缩预期边际趋松的影响，但这也是我们短期所要提示的风险——市场对美联储货币政策转向过于乐观的预期或被 Q3 持续高企的通胀证伪，届时货币政策紧缩预期的回补或在短期内推涨实际利率，导致黄金在 Q3 内边际承压。
- 欧洲实际利率中期或将下行：能源短缺推高欧洲能源通胀，进而带动欧洲总体通胀的上行。欧央行已于 7 月超预期加息 50bps，但货币政策紧缩对实际利率带来的上行压力，难以抵消掉高企的通胀与悲观的经济预期给实际利率带来的下行压力。中期来看，欧洲实际利率仍将面临较大的下行压力。
- 黄金买点渐近：未来影响金价变化重要因素仍然集中在美国和欧洲实际利率的变化上，从时间线来看可能会出现的情景是，三季度 7、8 月的通胀数据公布后，市场错判美联储紧缩放缓的预期被纠偏，美国实际利率再次上行，金价小幅承压；四季度，欧洲经济的衰退预期或出现实质化升温，欧洲实际利率下行驱动金价进入上行通道；2023 年，美国或出现实质性衰退，美国实际利率下行再次催化金价上行。因此，我们认为，近期配置黄金可能仍然偏左侧，等待美国通胀数据验证和实际利率的变化催化金价下行风险释放后的节点可能将是较好的买入时机。
- **风险提示：**美联储加速紧缩货币政策风险，俄乌战事失控风险，疫情恶化风险，通胀失控风险，美元流动性挤兑风险，地缘政治事件风险

内容目录

1. 黄金定价的逻辑：以全球实际利率为锚.....	4
1.1. 黄金供需均较为稳定，商品属性不是价格波动的主要来源	4
1.2. 黄金拥有完美的避险属性吗？	4
1.2.1. 货币属性的终结	4
1.2.2. 资产属性的弊端：流动性危机导致黄金被抛售	5
1.3. 全球实际利率定价黄金.....	5
1.3.1. 黄金交易的误区：美元与黄金并非完美的负相关	5
1.3.2. 美国实际利率对黄金定价的失灵：全球实际利率为锚	6
2. 全球实际利率的变化路径及金价展望	10
2.1. 美国实际利率长期或已进入下降通道.....	10
2.1.1. 美国通胀上行放缓	10
2.1.2. 名义利率可能已经见顶	11
2.1.3. TIPS 与实际利率的偏离和纠偏	12
2.2. 欧洲实际利率中期或将下行	12
2.2.1. 供给和需求的双重收缩	12
2.2.2. 紧缩预期难以抵消经济衰退的带来的实际利率下行压力	13
2.3. 黄金买点渐近	14
3. 风险提示.....	14

图表目录

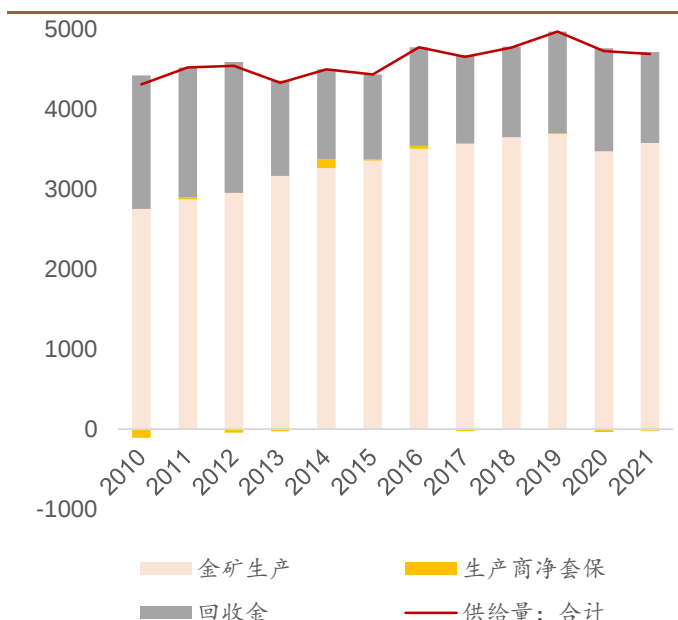
图 1: 实物黄金供给量 (吨)	4
图 2: 实物黄金需求量 (吨)	4
图 3: 黄金在危机期间价格攀升 (部分事件, 美元/盎司)	5
图 4: 信用利差与银行间拆借利率大幅抬升显示流动性收缩	5
图 5: 黄金价格与美国实际 TIPS 走势几乎一致	5
图 6: 美元与黄金部分相关	5
图 7: TIPS 与金价相关性	6
图 8: 美元与金价相关性	6
图 9: 美元指数构成	7
图 10: 美元指数与欧元兑美元走势几乎一致	7
图 11: 黄金与各期限美债实际利率关系	7
图 12: 欧洲 TIPS 与金价相关系数在更多时间内并不呈现严格负相关	7
图 14: 美元与黄金定价驱动因素的同向与反向	9
图 14: 截尾 CPI 反映狭义的商品通胀切换为广义的全面通胀	10
图 15: CPI 扩散指数显示价格全面上涨	10
图 16: 黏性 CPI 开始加速上行	11
图 17: CPI 月均环比上行 0.6% 相对合理	11
图 18: 10 年美债利率未再继续突破前期高点	11
图 19: 10 年美债利率的远期结构	11
图 20: 7 月欧洲 PMI 部分分项降至荣枯线以下	13
图 21: “北溪 1 号”送气量大幅下滑至前值 50% 以下	13
图 22: 欧洲储蓄意愿和实际储蓄偏强	13
图 23: 欧洲消费者信心降至低谷	13
图 24: 欧洲 GDP 同比预期	13
图 25: 欧洲 CPI 同比预期	13

1. 黄金定价的逻辑：以全球实际利率为锚

1.1. 黄金供需均较为稳定，商品属性不是价格波动的主要来源

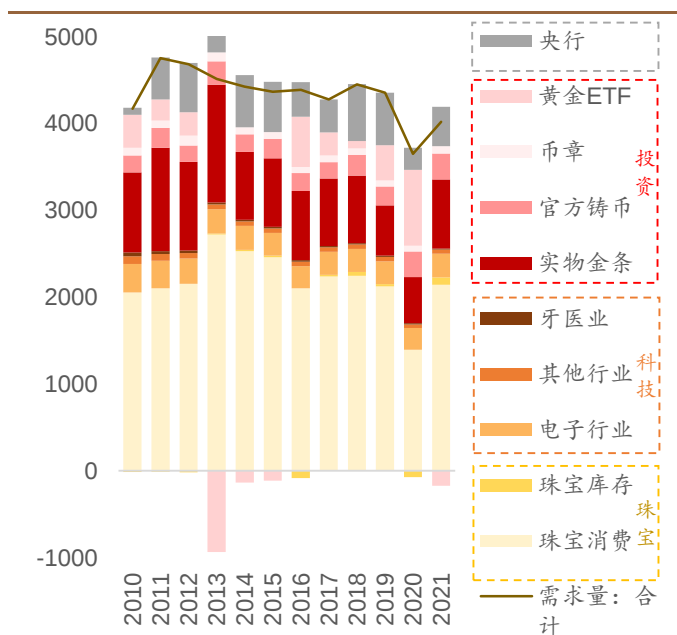
黄金的独特属性决定了已开采的黄金几乎无法被销毁，且几乎均能被回收利用。大部分再生金来源于珠宝，其他再生金集中在部分的科技产品中。再生金的流动性较强，因此供给弹性较高，与缓慢稳定增长的金矿产量共同形成稳定的实物黄金供应。需求端来看，珠宝消费是黄金年需求量最大的来源，黄金投资则主导了需求的波动，工业需求占比持续下降。黄金需求中，央行购金/售金在一定程度上会影响金价波动，如 2013 年塞浦路斯政府计划卖出黄金储备以筹备资金也一定程度上助推了金价的下跌，但近 10 年来全球央行均处于持续购金状态，一定程度上对金价形成了支撑。实物黄金商品与投资并存的特点导致各项需求之间存在互补性，因此实物黄金的需求也相对维持在较为稳定的状态，且一直以来低于供给，商品属性并无法解释金价的波动。

图 1：实物黄金供给量（吨）



资料来源：洲际交易所基准管理机构，金属聚焦公司，Refinitiv GFMS，世界黄金协会，德邦研究所

图 2：实物黄金需求量（吨）



资料来源：洲际交易所基准管理机构，金属聚焦公司，Refinitiv GFMS，世界黄金协会，德邦研究所

1.2. 黄金拥有完美的避险属性吗？

1.2.1. 货币属性的终结

黄金在历史上长期作为货币存在。随着工业革命带来全球经济迅速发展，金本位制度暴露出容易产生通缩的缺陷。1971 年 8 月，美国总统尼克松宣布放弃金本位，黄金开始在世界市场上自由交易。1973 年 3 月，黄金价格升至 90 美元/盎司，各国开始实行浮动汇率制，布雷顿森林体系宣告瓦解。在 1976 年牙买加协定宣布黄金可以与外汇、本币进行便捷兑换后，全球的货币体系由金本位逐渐演变以美元为主导的信用货币体系，黄金不再是全球货币的锚，但全球主要央行仍然持有大量黄金，黄金的货币属性向资产属性转移。

1.2.2. 资产属性的弊端：流动性危机导致黄金被抛售

作为避险资产，黄金的独特属性导致其在危机期间往往成为被追捧的对象出现价格上行，地缘政治风险、主权和货币信用危机发生期间，投资黄金往往都能获得较好的收益。但在历史几次著名的危机初期，金价却出现了罕见的下跌。2008年8月，雷曼兄弟破产引发全球恐慌，金融机构出现信用危机，黄金的避险属性本该引导金价上行，但10月中旬金价下跌幅度已超过20%。金融机构信用危机导致机构赎回压力大增，流动性快速收缩，黄金的避险需求让位于流动性需求迫使投资者出售黄金以换取流动性，引发金价下跌。2020年全球疫情爆发初期，黄金再次经历了同样的流动性挤兑，各类资产价格同时快速下跌，在流动性危机缓解后，各类资产的价格才开始逐渐分化。

图3：黄金在危机期间价格攀升（部分事件，美元/盎司）

图4：信用利差与银行间拆借利率大幅抬升显示流动性收缩



资料来源：Bloomberg，德邦研究所

资料来源：Bloomberg，德邦研究所

1.3. 全球实际利率定价黄金

1.3.1. 黄金交易的误区：美元与黄金并非完美的负相关

黄金价格经常被认为和美元指数呈现明显的负相关，看美元做黄金成为了部分投资者“共识的误区”。从历史上来看，美元指数与金价确实存在部分时间段内趋势上的相关，但实际上我们如果对比美国实际利率（TIPS）和金价，会发现其呈现更完美的趋势贴合。从回归的结果也可以看出，趋势线的解释力度较强。

从2006年起，在TIPS处于较高水平时，黄金价格往往处于相对低位；而当TIPS较低，尤其是长期处于负区间内时，黄金价格基本处于高位。在绝大部分情况下，当TIPS呈现趋势性下降时，黄金价格反向趋势性上升，反之亦然。在实际收益率出现趋势性拐点时，黄金价格也往往出现阶段性拐点，2010年之后，黄金的拐点似乎存在小幅的领先，但趋势并不明显。

从TIPS对黄金价格影响的基本逻辑来看，黄金的资产属性决定了其基本相当于零息资产，实际利率决定了其他生息资产的投资回报率。在实际利率变化影响其他生息的资产回报率时，黄金的回报率相对其他生息资产的高低决定了黄金价格的波动趋势。

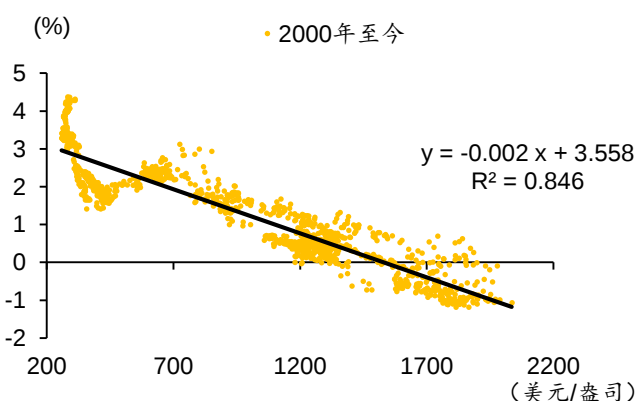
图5：黄金价格与美国实际TIPS走势几乎一致

图6：美元与黄金部分相关

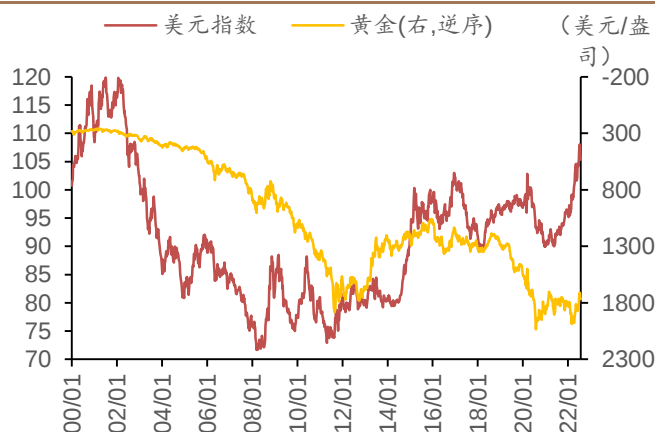


资料来源：Bloomberg，德邦研究所

图 7：TIPS 与金价相关性

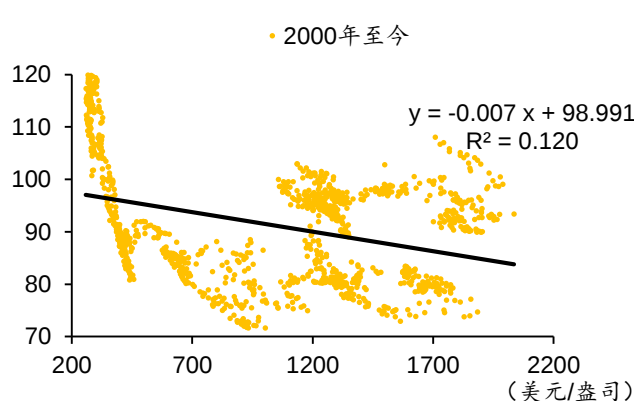


资料来源：Bloomberg，德邦研究所



资料来源：Bloomberg，德邦研究所

图 8：美元与金价相关性



资料来源：Bloomberg，德邦研究所

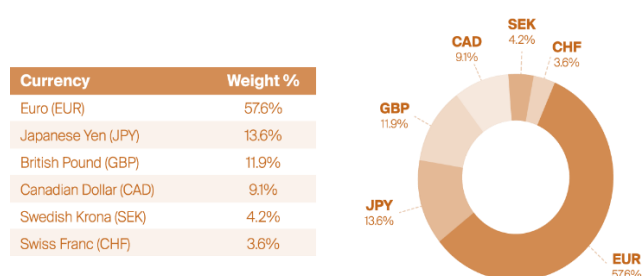
1.3.2. 美国实际利率对黄金定价的失灵：全球实际利率为锚

从表观数据上看，在驱动美元指数变化的因素当中，确实有很大一部分与驱动 TIPS 变化的因素有交叉。美元指数参照 1973 年 3 月六种货币对美元汇率变化的几何平均加权值，而其中欧元占比最高（57.6%），因此美元指数的变化几乎跟欧元兑美元的走势一致。在之前关于出口和汇率的报告中我们曾经阐述过，一国汇率水平与金融部门对该国货币的需求有关，主要与其与国外 TIPS 利差的预期决定，TIPS 利差的预期驱动因素为两国的经济预期差、通胀预期差与货币政策预期差。因此，影响美国 TIPS 变化的因素在一定程度上也会带来对美元的影响，在美元和黄金的趋势变化同步的阶段，本质上仍然还是美国 TIPS 变化主导了黄金价格的变化。

我们继续拆解不同时期美国 TIPS 与金价变动的同步性，我们发现其滚动相关系数为正的时间区间并不如美国 10 年 TIPS 和金价变化趋势一致。除了在前文中所述的流动性冲击对所有资产的影响导致的非理性变化外，我们也发现自 2021 年以来，美国 TIPS 因为被美联储过多持有定价出现扭曲的情况，因此，我们继续拆解全球其他地区的实际利率与金价变化的相关性。我们观察英国和德国的 TIPS 发现，在大部分时间内，欧洲的 TIPS 与美国的变化较为一致，但在部分金价和美国 TIPS 呈现同向或者无关变化时，欧洲 TIPS 的变动可以部分解释金价的变化原因。我们用英国、德国和美国的 TIPS 进行相关性拟合，我们发现，在极端负相关的区间，即相关系数接近-1 的时候，美国 TIPS 仍然是与金价走势的相

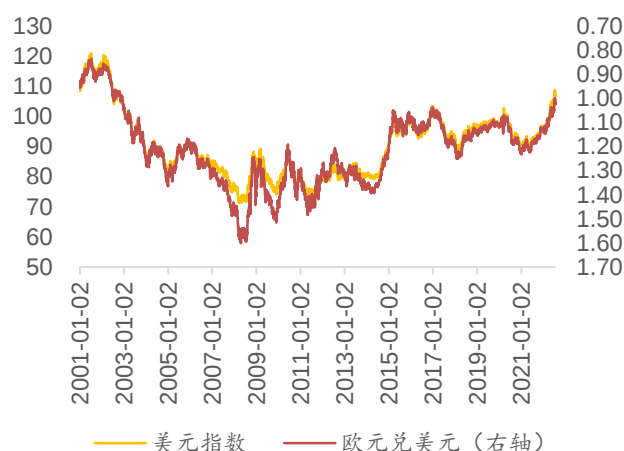
关性最高的。而在其他的时间段，英国和德国 TIPS 经常呈现正相关，甚至是较高程度的正相关，我们认为可能跟欧洲债券的流动性存在一定的关系。但在部分金价与美国 TIPS 呈现同向变化的过程中，德国 TIPS 和英国 TIPS 与金价呈现明显负相关，在相关系数均接近-1 的情况下，不同国家 TIPS 的变化影响对金价作用的带动不同。如 2012 年 2 月至 2012 年 7 月和 2020 年 12 月至 2021 年 2 月，在美国和英国 TIPS 均下行的过程中，德国 TIPS 上行引导金价下跌；2014 年 8 月至 2014 年 11 月，金价跟随英国 TIPS 变动。我们认为，每一次不同国家 TIPS 的调整对金价影响的权重均有不同，因此，金价不仅仅是受到美国 TIPS 的影响，而是受到全球实际利率的共同影响。由此我们也可以总结出驱动美元指数变化和金价变化的共同因素的不同作用方向，即金融部门主导的美元指数变化由欧美实际利率之差决定，而黄金价格变化由欧美实际利率之和决定。

图 9：美元指数构成



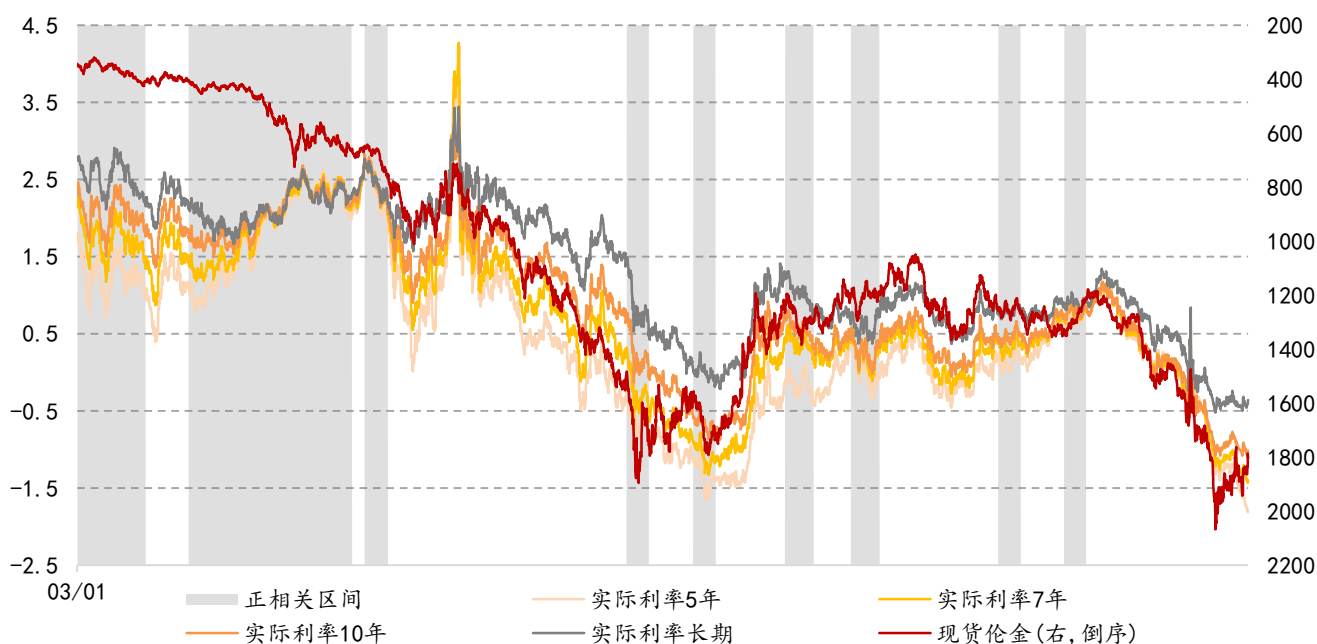
资料来源：ICE，德邦研究所

图 10：美元指数与欧元兑美元走势几乎一致



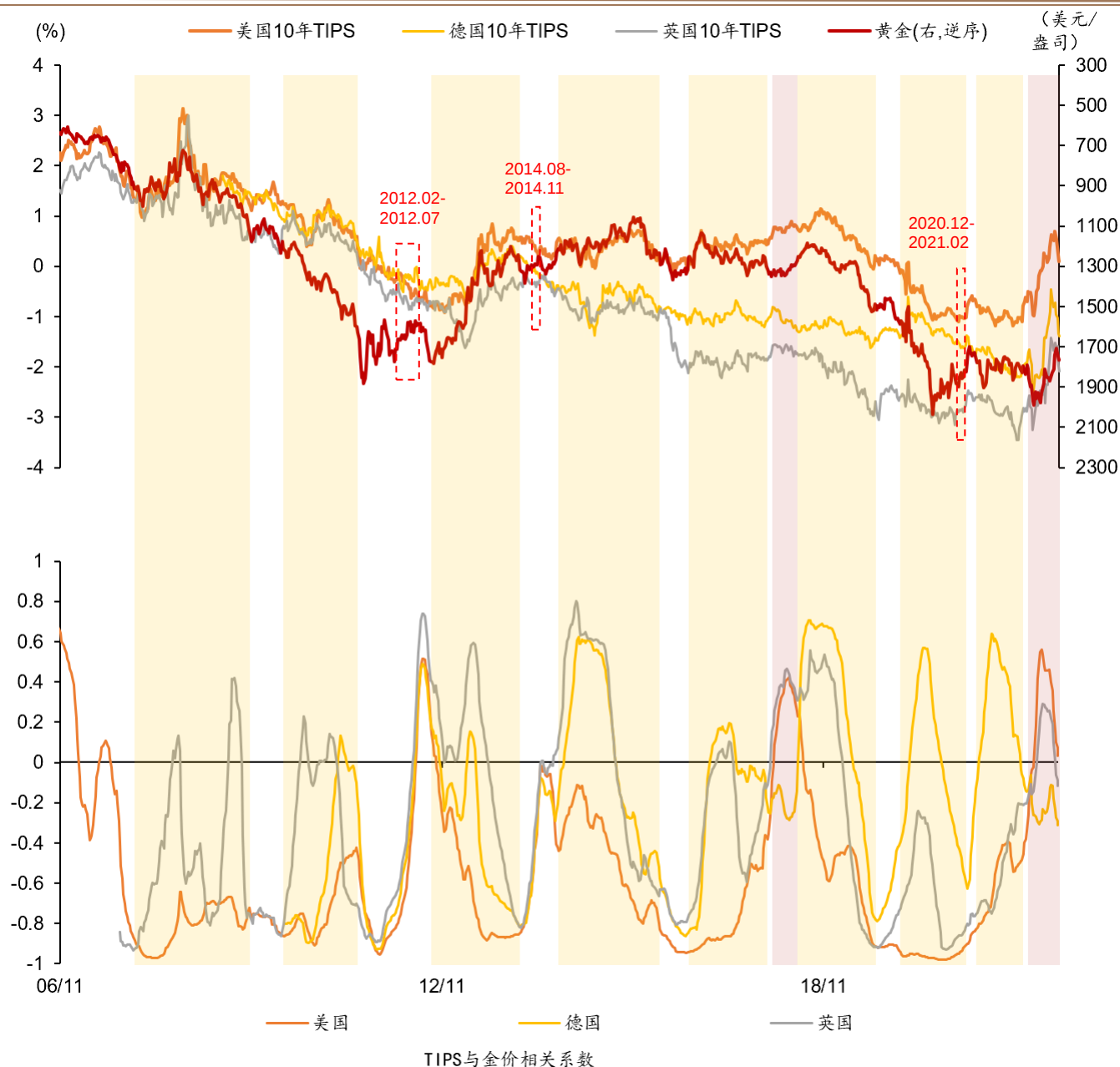
资料来源：wind，德邦研究所

图 11：黄金与各期限美债实际利率关系



资料来源：Bloomberg，德邦研究所

图 12：欧洲 TIPS 与金价相关系数在更多时间内并不呈现严格负相关



资料来源: Bloomberg, 德邦研究所, 黄色时段代表欧洲 TIPS 相关系数高于美国, 红色时代表美国 TIPS 相关系数高于德国或英国其中之一

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44686

