



黄金行业深度报告：迎接新一轮黄金牛市 资金流框架下的金价



目前投资者普遍采用美债实际收益率或美元分析金价，这类框架局限性很明显。返璞归真，笔者开创性地从资金流的角度重新认识黄金。

人们对黄金的需求意愿反面就是人们在得不到黄金时的焦虑感。而这种焦虑感的产生可能和货币贬值、其他投资品的收益率偏低或避险等等有关系。金价就是人们对这种焦虑感的定价。

把资金的所有权简单地分为三类：银行、实业和投资者。实业资金以维持实业经营为主，可投资商品；投资者以投资股票、债券、商品和黄金为主。交易视角下，金价上涨主要是因为：（1）投资者手中的资金总量提升——投资者资金池扩大；（2）有购买黄金意愿的资金占比提升——黄金相对于其他投资品的性价比提升。

金价上涨始于经济衰退后半场，在通胀阶段再次上涨。经济衰退后期，政府开始以宽松货币刺激经济，因实业融资需求较弱，实业资金流向投资者资金池，而投资者资金池流向银行的流速放缓，均衡点之后投资者资金池开始扩张，金价上涨早于均衡点。通胀阶段，金价跟随大宗商品上涨。

美债收益率或者实际收益率和金价大部分时候，尤其是在较短的时间维度上，呈现明显的反向关系。在经济增长放缓的时候，实业融资需求减弱，资金从实业资金池流向投资者资金池，增量资金购买债券和黄金，造成债券价格和金价上涨。反之融资需求强，资金从投资者资金池流向实业资金池，造成债券价格下跌和金价下跌。

美元和金价的主要关系是计价效应。1985 年到 1987 年的美元大跌，1995 到 2001 年美元大涨；对应金价上涨和下跌，金价涨跌幅和美元的涨跌幅基本相同。2001 到 2011 年的美元大跌，黄金大涨跟美元没有直接联系，主要是全球经济高速增长致使投资者资金池扩张。也可以理解为经济高速发展带来的财富效应推升黄金的配置继续求。美元往往在全球经济高速发展时走弱。

大宗商品价格受益于经济增长带来需求增长；而金价受益于经济增长带来的财富效应（投资者资金池扩张）。大宗涨价也是通胀的重要原因。因此金价和大宗商品价格长时间维度上呈现非常明显的同向性。大宗商品同时受实业资金池和投资者资金池影响，金价只受益于投资者资金池，两个资金池在某些时期具备竞争性，这会造成金价和大宗商品价有时会反向。

全球经济已经步入衰退阶段，大宗商品价格阶段性见顶回落，通胀压力将持续缓解。金价或将在未来 1-2 个月左右见底，开启新一轮牛市行情。

风险提示：美联储超预期加息、全球经济超预期恢复、汇率波动等

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_41677

