

# 宏观策略：脱钩的贵金属？

金信期货研究院

2024/04/11

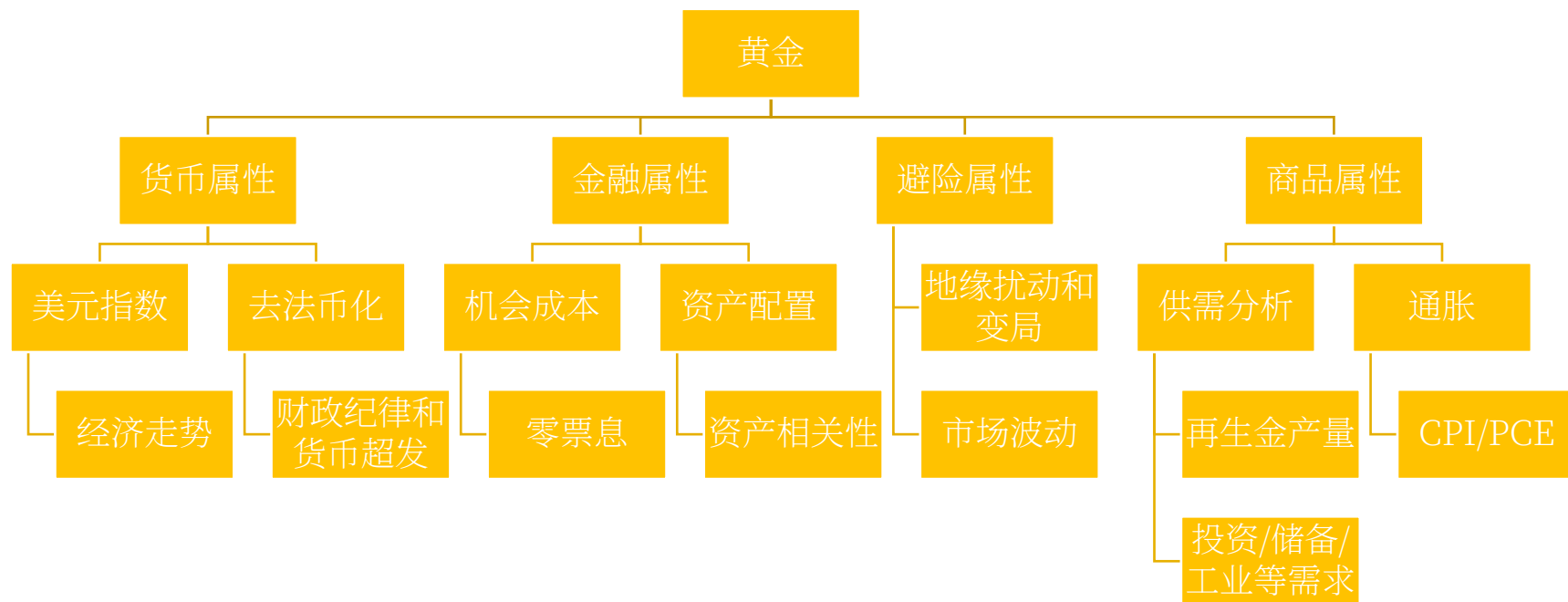
黄婷莉 F3073548 Z0015398



## 核心观点

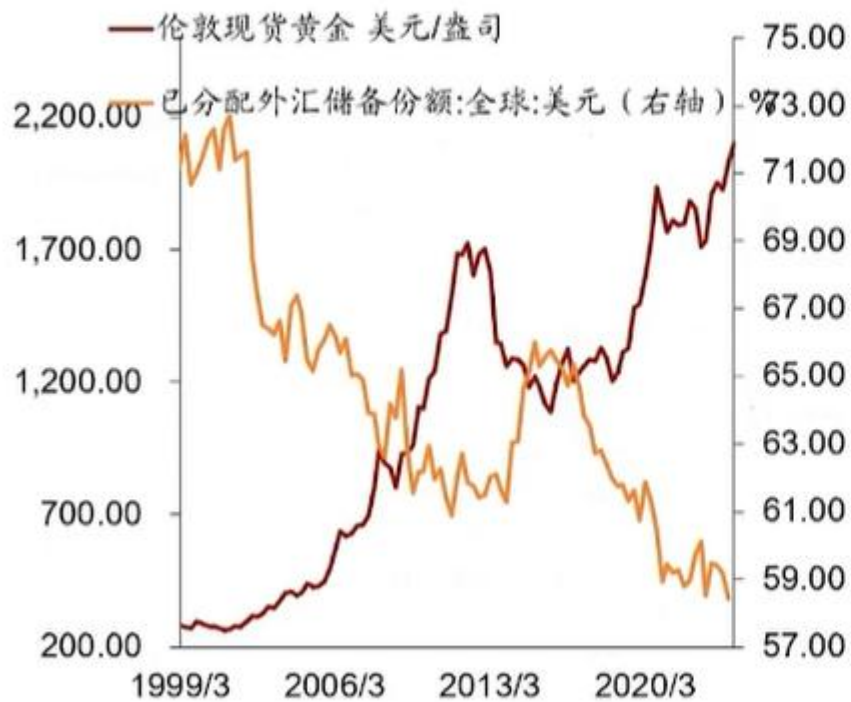
- Ø **【黄金价格持续创新高，已脱离传统基本面框架】** 在传统分析框架中，黄金定价体系主要受到货币属性（美元指数）、金融属性（实际利率）、避险属性和商品属性几大因素的影响。而近期金价突破历史高点后继续上涨创新高，与传统框架呈现脱钩效应。
- Ø **【全球央行购金+交易行为是主导】** 一方面，地缘局势变化以及美债持续膨胀下，各国对外汇储备多样化的需求也成为黄金价格上涨的核心驱动力。另一方面，随着金价创新高，引发动量策略的大量买入以及空头止损带来的“逼空”效应，黄金投机性净多头头寸快速增加。
- Ø **【经济韧性叠加通胀压力，美国降息时点或将推后】** 随着偏强的数据显示美国经济韧性和通胀压力仍存，联邦基金利率期货对今年宽松的定价明显收紧。我们认为降息时点可能会较前期预期的6月后推，中性情况下全年降息次数也可能低于前期预期。
- Ø **【贵金属短期面临回调压力，中长期维持逢低配置思路】** 降息预期减弱叠加当前投机持仓和做多交易的拥挤，贵金属短期情绪发酵后面临一定的回调风险。往后看，以领先指标房价指数来看，核心通胀仍处在降温通道，美联储三季度仍存在较大的降息概率，全年降息预期中枢在2次左右。拉长周期看，支撑贵金属价格中长期上涨的因素仍在，黄金白银回调后仍维持逢低配置策略。

# 黄金分析框架



# 黄金分析框架

名义金价与美元外储占比



实际金价与美元外储占比



数据来源: Wind, 招商证券

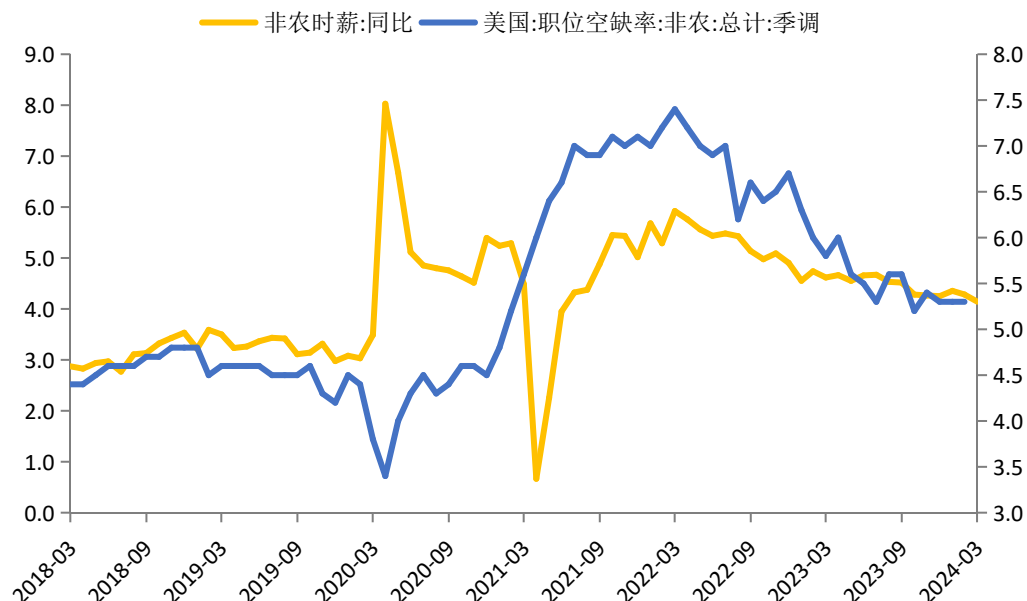
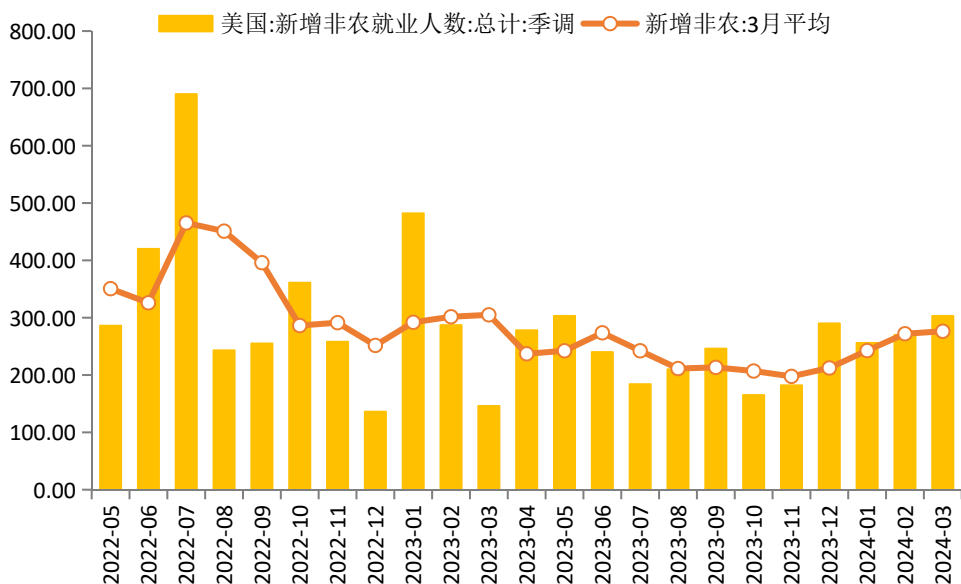
# 3月以来贵金属价格一路上涨

Ø 3月以来，贵金属价格一路上涨，黄金白银均创新高并持续向上，伦敦黄金现货突破2300美元/盎司。



# 经济数据强劲不改黄金价格持续创新高

Ø 上周五美国劳工部数据显示3月新增非农30.3万人，高于市场预期的21.4万人及前值的27万人；服务业的就业吸纳能力仍然较高，3月私人服务部门新增19万人，持平于前值；时薪同比增4.1%，持平于预期，低于前值的4.3%，为2021年6月以来的最低水平。数据公布后，美股、美债利率、美元、黄金均上涨，降息预期明显降温，现货黄金短暂下跌后持续走高，最终收涨1.8%至2329.6美元/盎司，再创历史新高。





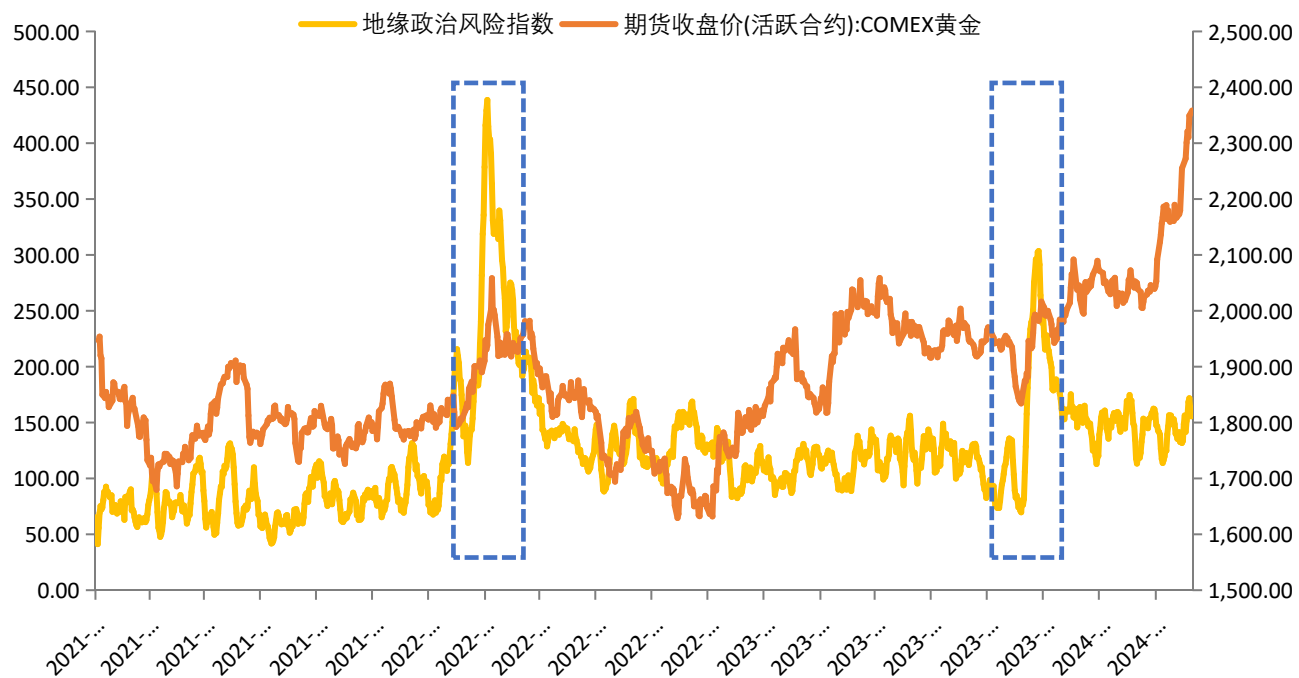
# 黄金价格已脱离传统基本面框架

- ∅ 在传统分析框架中，黄金定价体系主要受到货币属性（美元指数）、金融属性（实际利率）、避险属性和商品属性几大因素的影响。而近期金价突破历史高点后继续上涨创新高，与传统框架呈现脱钩效应。
- ∅ 1) 在大多数时候，在黄金的货币属性和金融属性影响下，黄金价格与美元和美债实际利率均呈现较强的负相关性。但3月中以来，美国经济数据表现持续韧性，通胀压力仍存，降息预期减弱下美元指数和美债收益率上行，与持续创新高的黄金价格形成背离。同时自22年以来，随着疫情后主要央行开启加息周期，高利率环境下黄金与美债实际利率的负相关性也逐渐减弱。



# 黄金价格已脱离传统基本面框架

- Ø 2) 作为避险资产，国际地缘局势紧张带来的避险情绪升温对黄金价格上涨存在一定贡献，过去22年初俄乌冲突和23年末的巴以冲突均对应地缘政治风险指数的快速冲高和黄金价格的大幅上涨。
- Ø 但今年3月初以来，在黄金价格持续创新高的背景下，地缘政治风险指数小幅处在震荡并未大幅走高，因此当前避险情绪难以解释黄金价格的大幅上涨。





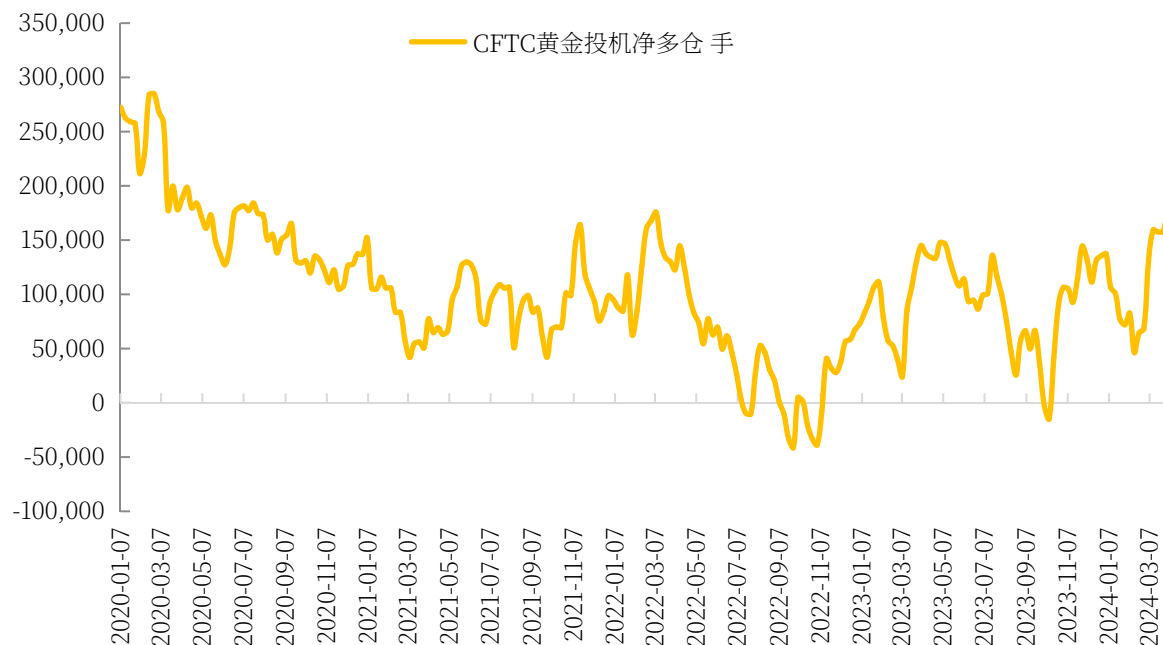
# 全球央行购金+交易行为或是主导

- Ø 我们认为，黄金价格脱离传统基本面框架并连续大涨，其背后全球央行购金+交易行为或是主导：
- Ø 一方面，地缘局势变化以及美债持续膨胀下，各国对外汇储备多样化的需求也成为黄金价格上涨的核心驱动力。全球央行在2022年下半年以来黄金储备购买速度显著加快，带来近两年黄金需求最大的变量，成为推动黄金价格上涨的重要因素。央行购金的加快不仅反映地缘局势变化下的黄金避险属性，也反映美联储资产负债表持续扩张带来的传统货币体系稳定性的风险。



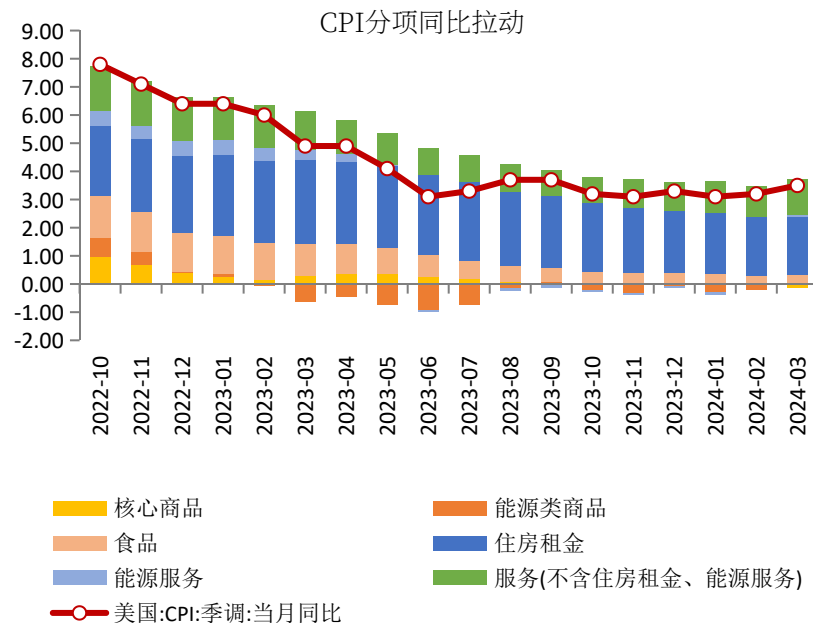
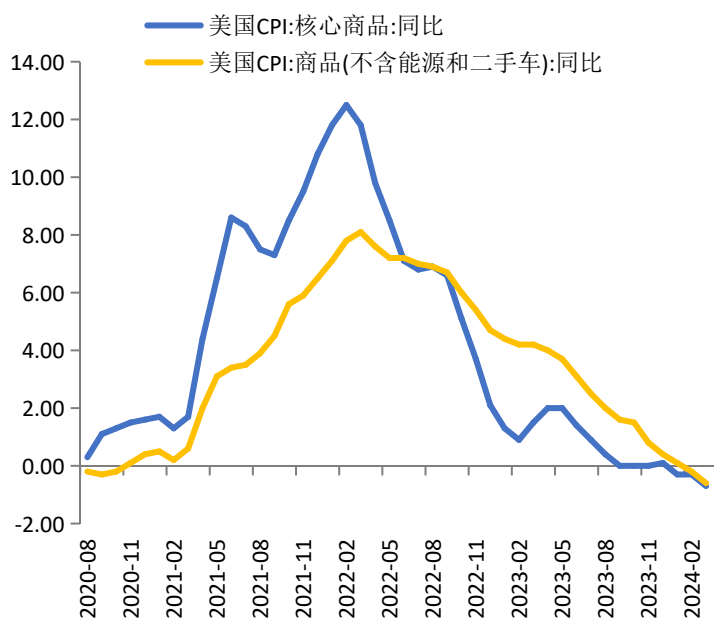
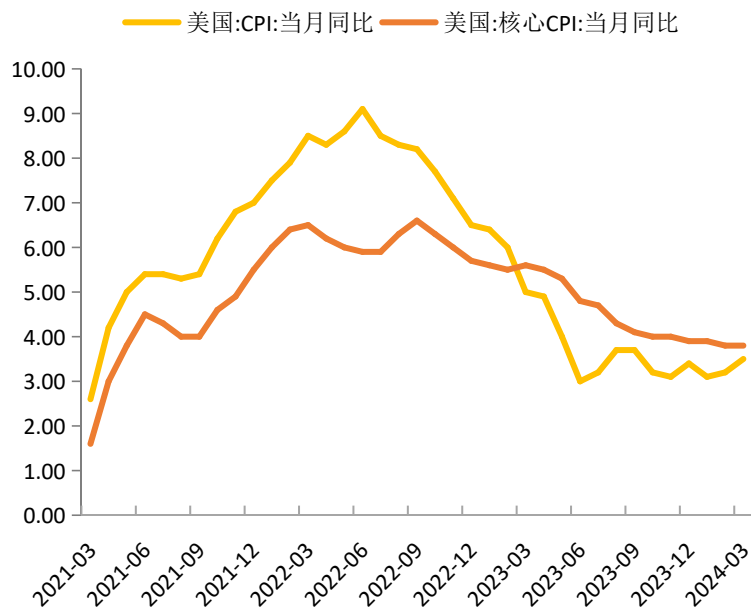
# 全球央行购金+交易行为或是主导

Ø 另一方面，随着金价创新高，引发动量策略的大量买入以及空头止损带来的“逼空”效应，均扩大了黄金的涨幅，3月4日黄金创历史新高后，黄金投机性多头头寸快速增加、空头头寸快速减少。



# 经济韧性叠加通胀压力，美国降息时点或将推后

- Ø 美国3月CPI和核心CPI环比均超预期，商品通胀再度转弱，二手车是核心商品环比转负的主要拖累项，但核心服务通胀韧性较强，是通胀超预期的主要原因。
- Ø 超预期的3月通胀数据意味着联储6月降息概率显著下降，近期鲍威尔也重申在对通胀持续降到2%的信心增强之前，不会降低政策利率。



# 经济韧性叠加通胀压力，美国降息时点或将推后

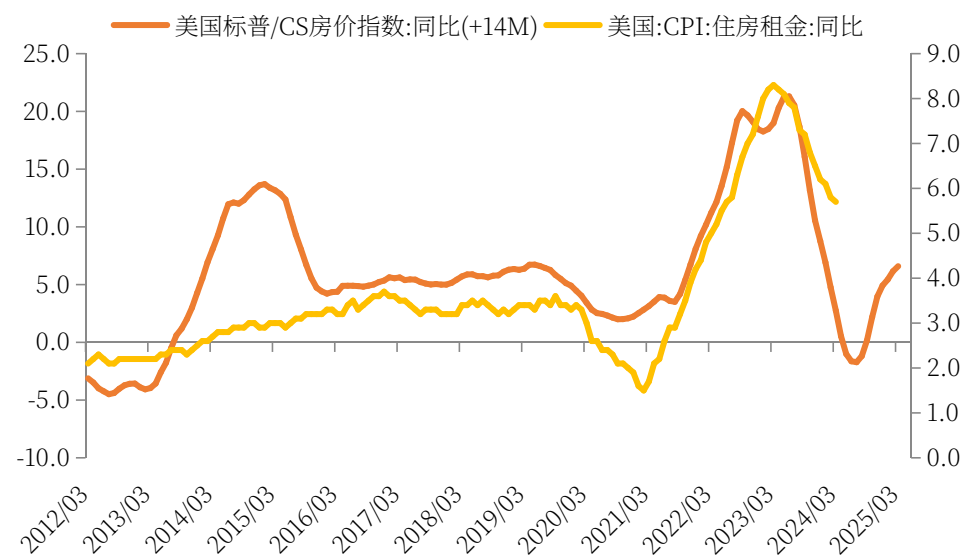
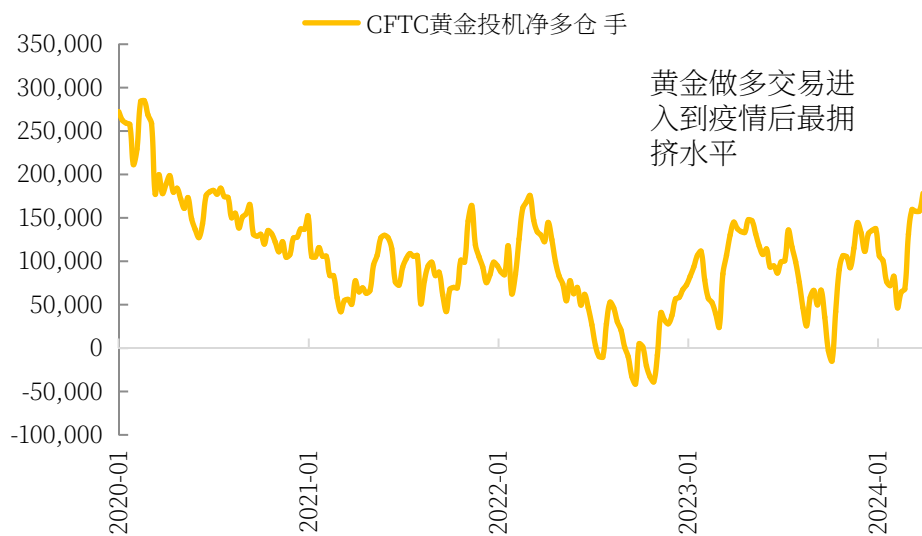
- Ø 随着偏强的数据显示美国经济韧性和通胀压力仍存，联邦基金利率期货对今年宽松的定价明显收紧，数据公布后，市场已转向定价6月不降息的情形，美债利率和美元上涨，美股和黄金下跌。目前Fed Watch数据显示6月美联储维持利率不变和降息25bp的概率分别为81%和18.5%。
- Ø 我们认为美国的经济韧性大概率将使美联储有理由在降息前等待更长的时间，降息时点可能会较前期预期的6月后推，中性情况下全年降息次数也可能低于前期预期。

} 往后三次议息会议可能性预测 {  
 EXPECTATIONS OF NEXT THREE FOMC MEETINGS

预测利率	2024.05.2	2024.06.13	2024.08.1
4.25%-4.50%			0.0%
4.50%-4.75%		0.0%	0.2%
4.75%-5.00%	0.0%	0.5%	6.1%
5.00%-5.25%	3.1%	18.5%	37.9%
5.25%-5.50%(当前利率)	96.9%	81.0%	55.9%

# 贵金属短期面临回调压力，中长期维持逢低配置思路

- ∅ 降息预期减弱叠加当前投机持仓和做多交易的拥挤，贵金属短期情绪发酵后面临一定的回调风险。
- ∅ 往后看，以领先指标房价指数以及工资增速缓步下降来看，我们认为核心通胀仍将进入到降温通道，美联储三季度仍存在较大的降息概率，全年降息预期的中枢在2次左右。
- ∅ 因此拉长周期看，支撑贵金属价格中长期上涨的因素仍在，年内美联储年内降息仍是大概率事件，落地前市场始终存在走向“宽松”的预期，黄金白银回调后仍维持逢低配置策略。



谢谢大家!

金信期货研究院





# 重要声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解。分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了分析师的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。分析师不曾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获得任何形式的报酬或利益。

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。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或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

金信期货投资咨询业务资格：湘证监机构字[2017]1号

投资咨询团队成员：投资咨询团队成员：姚兴航（投资咨询编号：Z0015370）、黄婷莉（投资咨询编号：Z0015398）、曾文彪（投资咨询编号：Z0017990）、杨彦龙（投资咨询编号：Z0018274）、刁志国（投资咨询编号：Z0019292）、王敬征（投资咨询编号：Z0019935）、张召举（投资咨询编号：Z0019989）。