

多因素共振驱动金价，本轮上涨后或有反复

2024年3月12日 星期二

兴证期货·研究咨询部

内容提要

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

周立朝

从业资格编号：F03088989

投资咨询编号：Z0018135

联系人：周立朝

邮箱：zhoulc@xzfutures.com

2024年2月底以来，黄金价格出现一轮持续上涨行情，并创历史新高，究其原因，在于近期公布的美国经济、就业数据相继走弱，通胀水平下降，美联储主要官员释放加大买入短期债的偏宽松言论。市场对于后市降息的预期强化，美元指数、美债收益率、通胀指数国债收益率下降。并且中国连续增持黄金储备，一系列利多因素刺激金价创历史新高。

对于后市的演变，短期来看，黄金价格已经突破历史新高，近一周多的累计涨幅较大，美国经济、就业数据回落对于金价的利多兑现，宏观经济数据阶段走弱但并未形成大规模衰退，利多与利空的数据焦灼，此外，美国通胀黏性仍将是关注点。因此，短线金价在阶段高位或有震荡反复。但从中长期来看，在美联储降息周期的背景下，美债收益率与实际利率水平仍有一定下行空间，叠加国际政治经济环境的不稳定，金价震荡偏多的概率较大。

报告目录

1.黄金价格创历史新高.....	3
2.美国经济就业数据走弱.....	3
3.美联储宽松预期.....	6
4.央行购金与市场避险需求.....	7
5.总结与展望.....	8

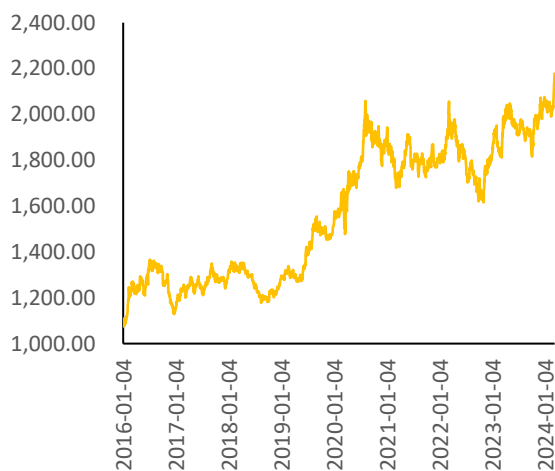
图表目录

图表 1 COMEX 黄金期货价格(美元/盎司).....	3
图表 2 上期所黄金期价 (元/克)	3
图表 3 美国核心 PCE 物价同比 (%)	4
图表 4 美国季调失业率 (%)	4
图表 5 美国新增非农就业人数 (千人)	4
图表 6 美国当周申请失业金人数.....	4
图表 7 美国 ISM 制造业 PMI.....	5
图表 8 美国 ISM 非制造业 PMI.....	5
图表 9 十年期美债收益率 (%)	5
图表 10 美国通胀指数国债 TIPS 收益率 (%)	5
图表 11 美国 M2 与金价对比.....	6
图表 12 美元指数.....	7
图表 13 美国短期国债 (百万美元).....	7
图表 14 标普 500-VIX 波动率指数.....	7
图表 15 中国黄金储备 (万盎司)	8
图表 16 COMEX 黄金净多头持仓.....	8

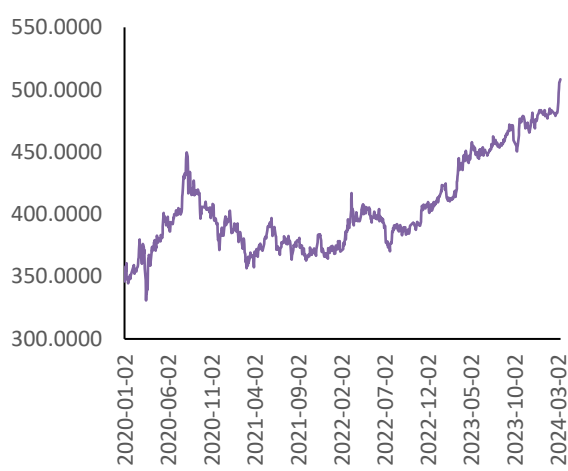
1. 黄金价格创历史新高

近期黄金价格加速上涨，自3月初以来，金价单周涨幅超过4%。截止到3月11日下午收盘，国内上期所黄金2406主力合约收于508.30元/克，期间最高价格一度触及到511.66元/克；国际上纽约商品交易所COMEX黄金期货价格最高达到2203美元/盎司。整体来看，黄金价格整体处于震荡上涨趋势，特别是国内金价的涨势较为明显，本文将对本轮金价上涨的驱动因素及后市需要关注的要点进行分析。

图表1 COMEX 黄金期货价格（美元/盎司）



图表2 上期所黄金期价（元/克）



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

2. 美国经济就业数据走弱

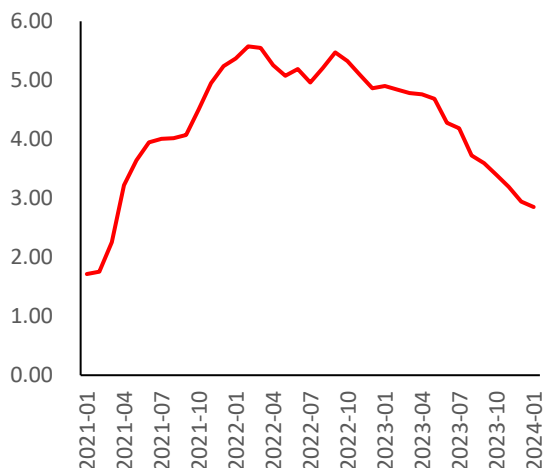
(1) 经济就业数据弱勢强化降息预期

近期黄金走强的一方面原因在于美国宏观经济就业数据走弱，近期公布的一系列组合数据，包括美国的PMI景气度、通胀数据、就业水平等。其中公布的2月PMI数据，制造业PMI与非制造业PMI数据分别为47.8、52.6，环比上一期同步下滑。从各个细项指标来看，制造业PMI降幅较大的几个细项为新订单（49.2）、产出（48.4）、就业（45.9）；非制造业PMI中降幅较大的几个细项为物价（58.6）、库存（47.1）、就业（48），其中物价一项虽然有58.6的数值，但是环比前一期的64出现了较大幅度的下滑。对比制造业与非制造业PMI的细项，二者的就业一项均出现较大幅度下降，从景气度指标反映出未来美国就业市场恐面临较大下行压力。

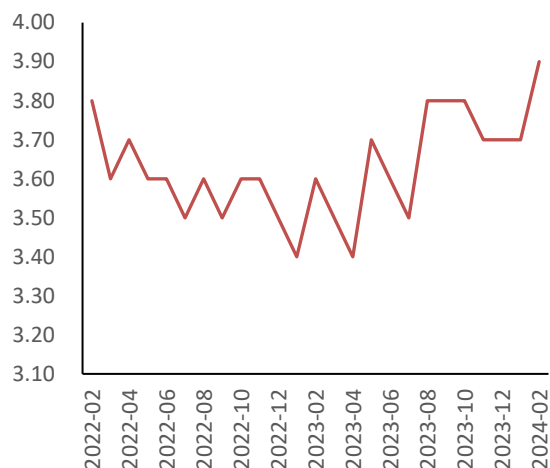
此外，美国物价水平及就业方面的数据走弱，进一步强化降息预期，其中此前公布的美国1月核心PCE物价指数同比增速为2.85%，创下自2021年3月以来的新低，客观反映了在遏制

通胀方面取得较大的进展，距离通胀调控目标更进一步，或将促使美联储重新审视政策立场。除了物价水平的走低，美国就业市场数据走弱，2月季调失业率 3.9%（上个月为 3.7%），创下 2022 年 1 月以来的新高；2 月新增非农数量 27.5 万人（上个月 35.3 万人），环比上个月下降；周度申请失业金人数重心有所反弹。整体来看，就业与通胀水平弱化带来的共振影响加强美联储货币政策降息预期。

图表 3 美国核心 PCE 物价同比 (%)

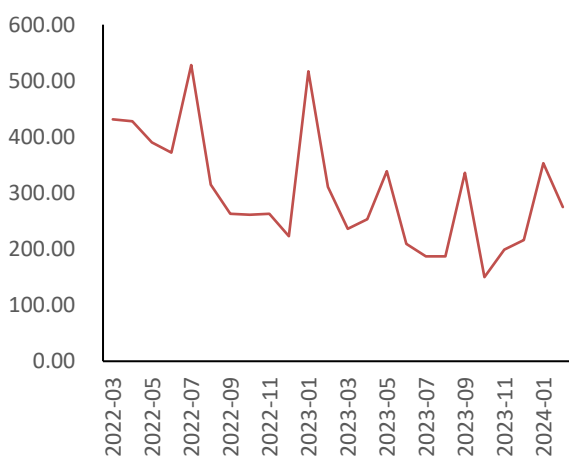


图表 4 美国季调失业率 (%)

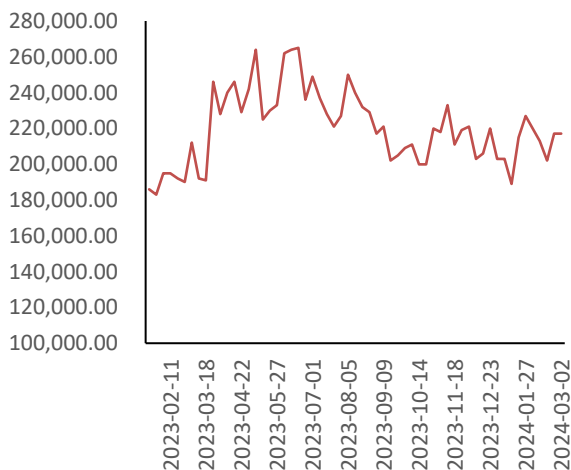


数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

图表 5 美国新增非农就业人数 (千人)

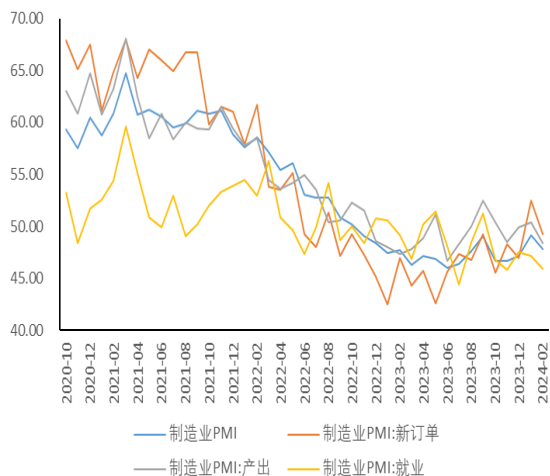


图表 6 美国当周申请失业金人数

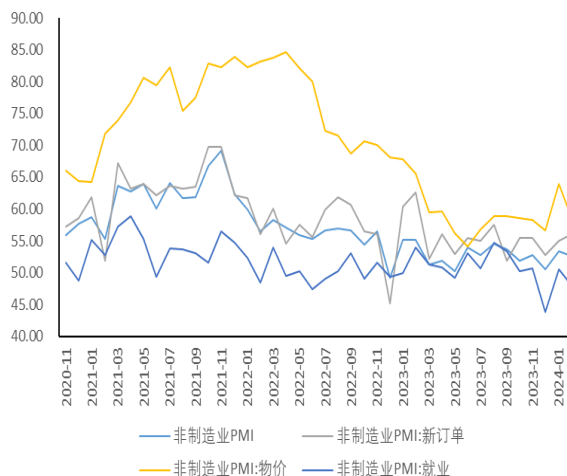


数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI



图表 8 美国 ISM 非制造业 PMI

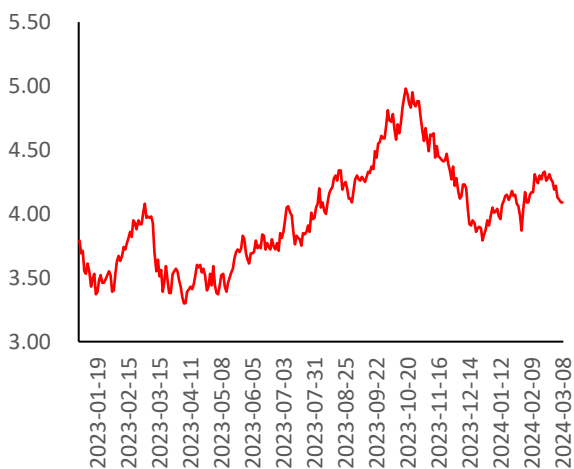


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

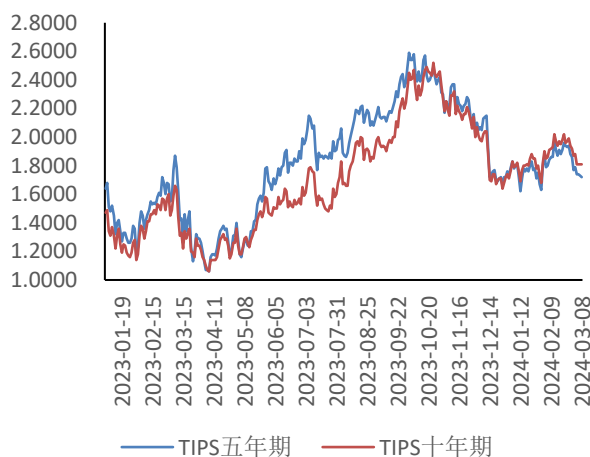
(2) 利率水平下降利多金价

受美国宏观经济就业数据走弱的影响，传导至利率市场，十年期美债收益率与通胀指数国债（TIPS）收益率下行，后者一般代表美国实际利率水平，与黄金价格呈反向关系，实际利率是指剔除通货膨胀率后储户或投资者得到利息回报的真实利率。实际利率越高，热钱流入的机会就越高。如果美元的实际利率走高，如果美联储的加息预期增强，那么国际热钱向美国投资流向就比较明显，美元指数就会走强，而金价下行的概率就会增大；反之，实际利率走低，则金价上行动力更强。自去年 10 月份创下阶段高位后，十年期 TIPS 利率从 2.53% 下降至当前的 1.83%，根据历史数据统计情况，TIPS 距离中位数仍有一定下行空间。市场对于今年 6 月美联储下调利率的预期上升。

图表 9 十年期美债收益率 (%)



图表 10 美国通胀指数国债 TIPS 收益率 (%)



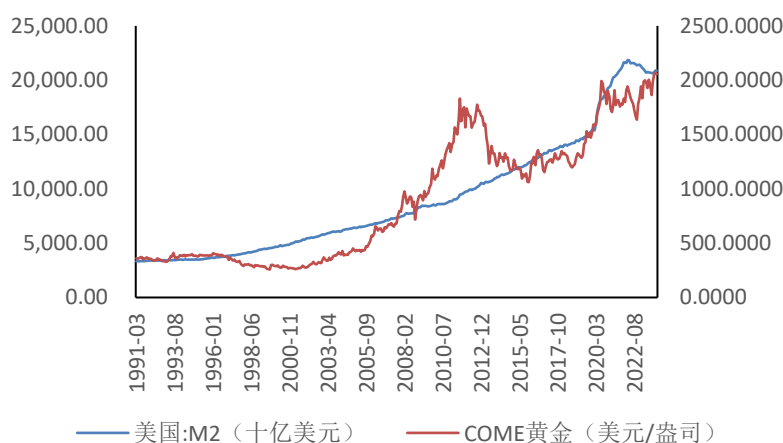
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

3.美联储宽松预期

近两年时间内，限制通胀是美联储货币政策的重要目标，自 2022 年以来，在美联储加息缩表一系列紧缩政策的加持下，通胀水平得到较大程度缓解，前文也列举了美国 1 月核心 PCE 物价指数同比增速仅为 2.85%。在通胀下行以及就业市场、行业景气普遍走弱的情况下，美联储或将重新审视政策立场。此前美联储理事在美国货币政策论坛上表示，美联储应该提高短期美债在资产负债表中的比例，并将所持有的机构抵押贷款支持证券（MBS）降至零。沃勒提高短期美债占比的建议，也被称为“反向扭转操作”。这里的扭转操作是美联储在 2011-2021 年采取的一项公开市场操作举措，即买入 5 年期美国国债同时抛售短期美债，目的是通过“卖短买长”以压低长期美债收益率，进而降低美国企业融资成本与刺激美国经济增长。沃勒的建议恰恰相反，在美联储资产负债表规模趋降的情况下，此举属于“买短抛长”。之所以提出这项“反向扭转操作”建议，一方面是为了解决美国金融市场流动性问题，另一方面则是解决长短期美国国债收益率曲线倒挂问题。基于美联储官员的此番言论，从预期层面给予了市场偏宽松预期。

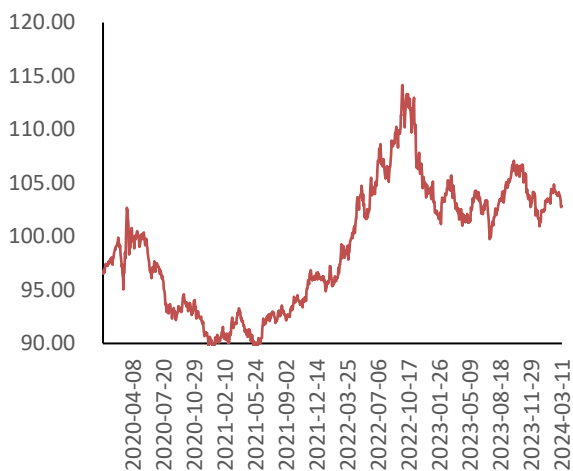
截止目前，美国短期债券存量 2093 亿美元，环比前期高位（3260 亿美元）缩减较大规模，上一轮缩表减债是基于遏制通货膨胀的目的，随着通胀下降临近目标位，短期债务规模再度缩减空间比较有限，或者说短期债务进一步缩减的迫切性缓解；基于此现状叠加美联储主要官员的宽松言论，进一步加码了市场的宽松预期，这也是本轮金价上涨的重要驱动力。

图表 11 美国 M2 与金价对比

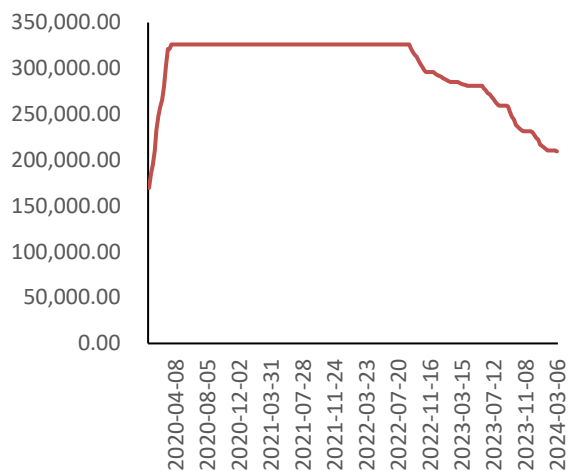


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 12 美元指数



图表 13 美国短期国债（百万美元）

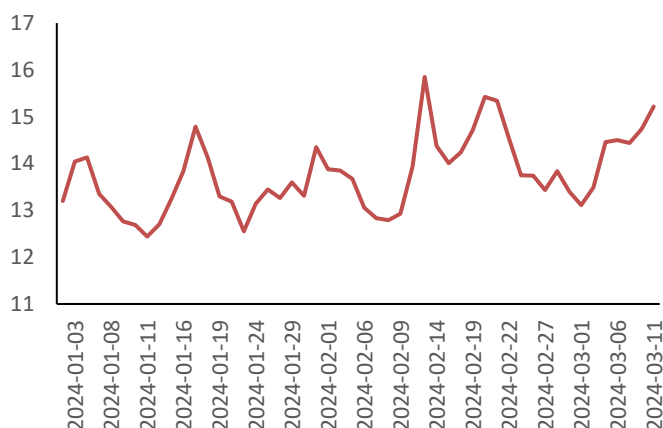


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

4.央行购金与市场避险需求

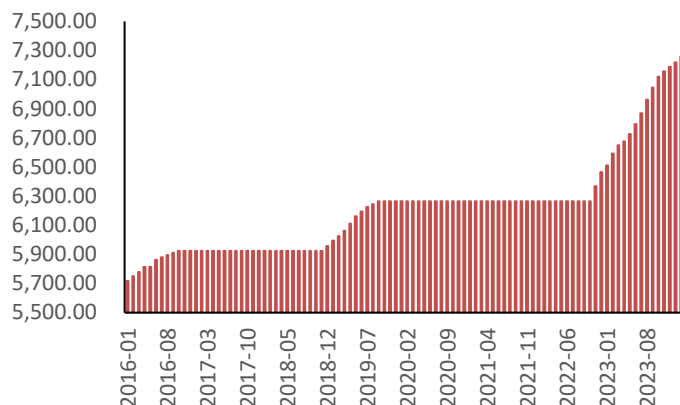
美国弱经济数据传导至证券市场，美股指短线调整压力较大，标普 500-VIX 指数上升，3 月 1 日阶段低位数值为 13.11%，至 3 月 11 日收于 15.22%，避险情绪上扬。持仓方面，纽约商品交易所 COMEX 黄金净多头持仓增加，2 月 13 日当周收盘净多头 13.1168 万手，到 3 月 5 日，当周收盘净多头持仓为 19.1293 万手，反映出市场看多情绪驱动多头持仓大幅增长。此外，我国保持着央行购金的节奏，截止今年 2 月，中国黄金储备连续第 16 个月增加，2 月末黄金储备 7258 万盎司（2257.49 吨），环比增加 39 万盎司（12.13 吨），1 月末为 7219 万盎司（2245.36 吨）。央行持续买入黄金对金价构成支撑。

图表 14 标普 500-VIX 波动率指数



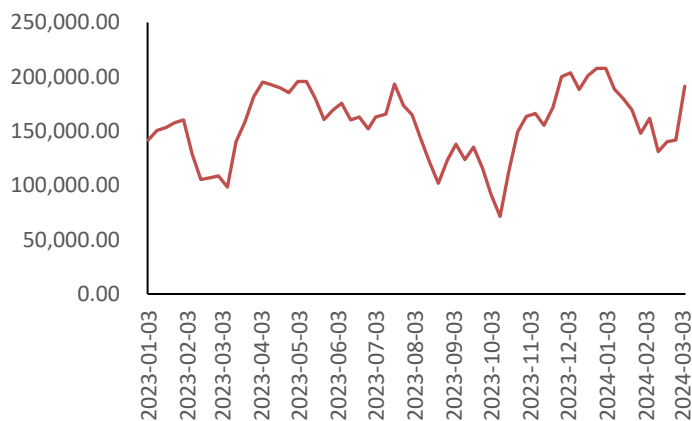
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 15 中国黄金储备（万盎司）



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 16 COMEX 黄金净多头持仓



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

5.总结与展望

2024 年 2 月底以来，黄金价格出现一轮持续上涨行情，并创历史新高，究其原因，在于近期公布的美国经济、就业数据相继走弱，通胀水平下降，美联储主要官员释放加大买入短期债的偏宽松言论。市场对于后市降息的预期强化，美元指数、美债收益率、通胀指数国债收益率下降。并且中国连续增持黄金储备，一系列利多因素刺激金价创历史新高。

对于后市的演变，短期来看，黄金价格已经突破历史新高，近一周多的累计涨幅较大，美国经济、就业数据回落对于金价的利多兑现，宏观经济数据阶段走弱但并未形成大规模衰退，利多与利空的数据焦灼，此外，美国通胀黏性仍将是关注点，因此，短线金价在阶段高位或有震荡反复。但从中长期来看，在美联储降息周期的背景下，美债收益率与实际利率水平仍有一定下行空间，叠加国际政治经济环境的不稳定，金价震荡偏多的概率较大。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。