

## 信用本位风险及降息预期支撑金价走强

2024年4月3日 星期三

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,并接连创历史新高,但是期间美元指数、美债收益率、TIPS实际利率震荡走高,传统的利率与美元指数传导机制失效。本轮金价大涨助推因素有:美联储降息预期交易、全球信用本位风险预期、避险情绪、央行连续购金,以上利多因素仍将在未来对黄金构成强有力支撑。对于正处于历史高位的黄金,美国宏观经济韧性、就业坚挺、通胀黏性问题对利率预期产生扰动,造成金价短线回踩。整体来看,预计黄金延续高位震荡走势。

## 报告目录

1.黄金价格创历史新高.....	3
2.美元指数与实际利率对金价的传导弱化.....	3
3.预期交易影响金价走势.....	4
4.避险需求刺激金价上行.....	5
5.高位金价存在的潜在隐患.....	7
6.总结与展望.....	9

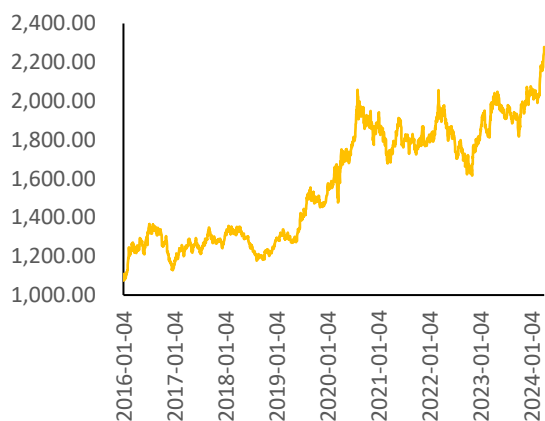
## 图表目录

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 美元指数.....	3
图表 4 十年期美债收益率.....	3
图表 5 通胀保护债券 TIPS 收益率.....	4
图表 6 美联储利率预期点阵图.....	5
图表 7 美国 M2 与金价走势.....	6
图表 8 美国未偿还公共债务总额(十亿美元).....	6
图表 9 国内央行黄金储备 (万盎司) .....	6
图表 10 COMEX 黄金净多头持仓.....	7
图表 11 美 ISM 制造业 PMI.....	7
图表 12 美通胀表现.....	7
图表 13 美国消费者指数.....	8
图表 14 美当周初次申请失业金人数.....	8
图表 15 美非农就业人数 (千人) .....	8

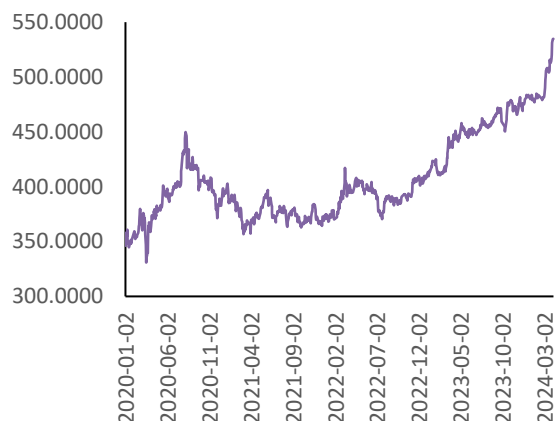
## 1.黄金价格创历史新高

自3月初以来，黄金价格加速上涨。截止到4月3日盘中，国内上期所黄金2406主力合约期价触及540元/克以上；国际上纽约商品交易所COMEX黄金期货价格最高达到2300美元/盎司以上。整体来看，黄金价格整体处于上涨趋势，特别是国内金价的涨势较为明显。

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）

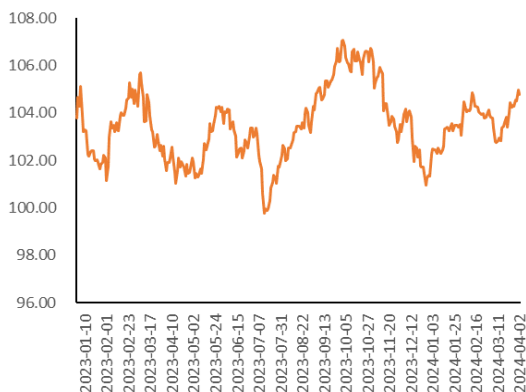


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

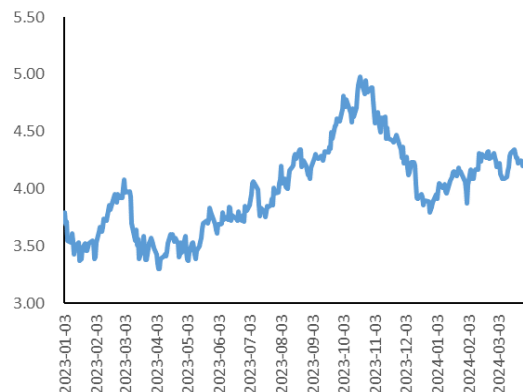
## 2.美元指数与实际利率对金价的传导弱化

近期黄金走强的推动力并非是美元指数、美债收益率、实际利率水平下降所致，反而近两个月，以上指标均呈现出震荡走高的势头。在黄金定价框架中，美元指数、美债收益率与实际利率（通常用TIPS代替）与金价呈反比。很显然，本轮金价上涨行情中，以上参数对于金价的传导机制失效了，或者说是其它强力因素助涨黄金，并且覆盖了美元指数与美债收益率震荡上涨带来的负面影响。下文将进一步分解黄金利多因素。

图表3 美元指数

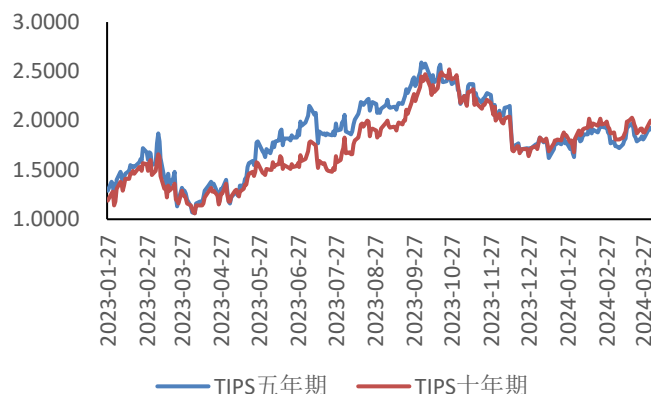


图表4 十年期美债收益率



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 5 通胀保护债券 TIPS 收益率



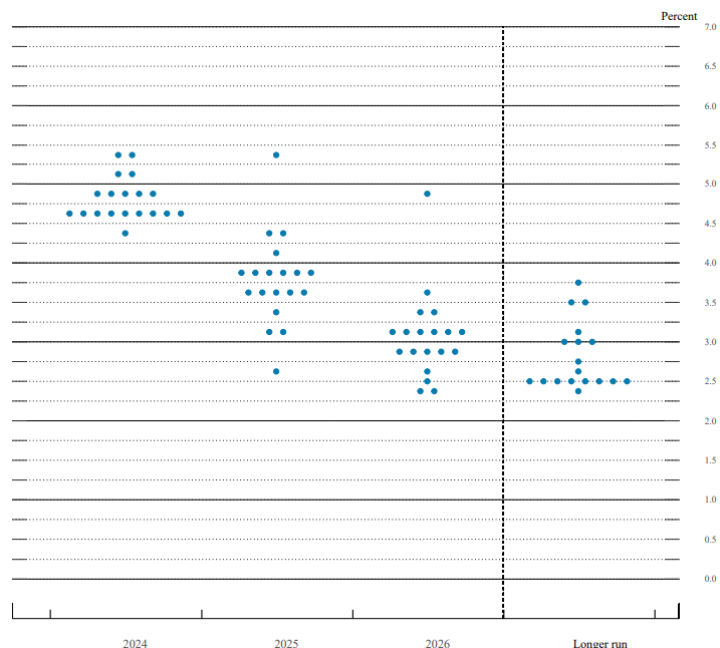
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

### 3.预期交易影响金价走势

3月份美联储议息会议将联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%之间不变。美联储此次会议上释放了年内降息的预期，同时有计划放缓缩表速度，更长周期的目标是，重返主要持有美国国债的状态。放慢缩表的一个依据是，要避免美国国债市场发生动荡。不希望储备金短缺的问题重演。根据美联储点阵图显示，2024年利率调整为4.5%至5%之间的预期占主流。此外，2025年主流利率预期再次调整至3.5%至4%。根据点阵图显示美联储利率拐点周期到来，在长端降息的驱动下，黄金价格具有较强的支撑力。

除了降息预期之外，美联储还释放了放慢缩表速度。部分官员释放出“买短卖长”的购债操作，美联储理事沃勒（Christopher Waller）此前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”。所谓扭转操作，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。这一操作刺激了市场的再宽松预期。本轮金价上涨的助推力之一就是降息与再宽松预期。

图表 6 美联储利率预期点阵图



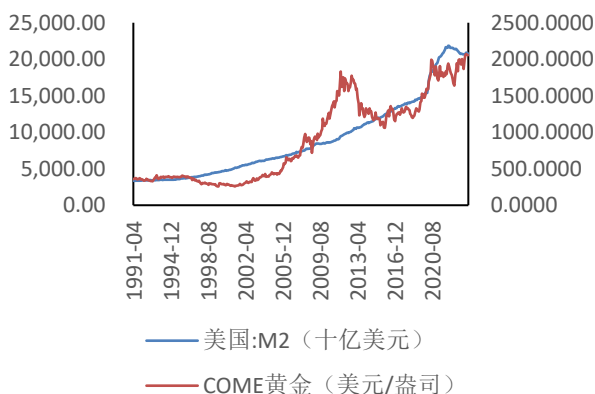
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

## 4.避险需求刺激金价上行

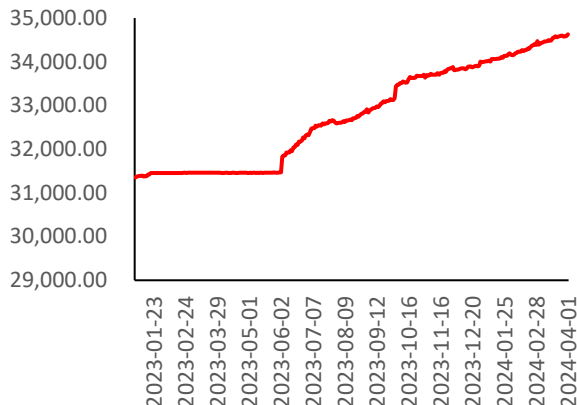
### (1) 信用本位体系风险

全球主要国家或者经济体巨量的货币与债务构成了金价的支撑，作为贵金属，黄金有着天然的抵御货币贬值的作用。随着各国不断累计增长的货币量与债务，导致布雷登森林体系崩溃后全球形成的信用本位货币体系面临着较大的风险，叠加全球经济衰退预期加剧市场对于信用本位体系出现风险的担忧，截止4月1日，美国未偿还公共债务总额规模达到34.6万亿美元，再创历史新高，如此庞大的美元债务，加剧了全球对于美元信用体系的债务问题担忧，不仅仅是美国，全球多个经济体均面临着庞大的债务问题。随着逆全球化风险以及经济增速下滑，债务问题更加凸显。在这种担忧情绪下，黄金成为很好的配置资产。

图表 7 美国 M2 与金价走势



图表 8 美国未偿还公共债务总额(十亿美元)



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

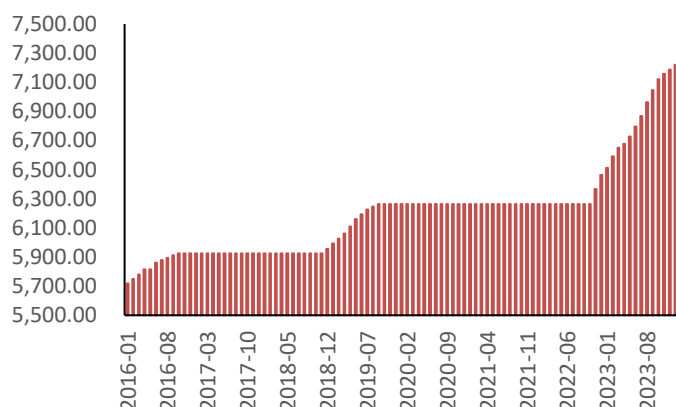
(2) 政治经济避险情绪驱动

经济衰退情绪以及可能出现的多点金融风险，比如今年 3 月份美国纽约社区银行信用评级大跌，银行风险预期上升；此外，地缘政治风险成为了近几年金价的驱动力之一，自俄乌战争以来，全球政治局势趋于恶化，包括近期红海胡塞武装、巴以冲突加剧中东地区的政治风险。

(3) 央行购金需求

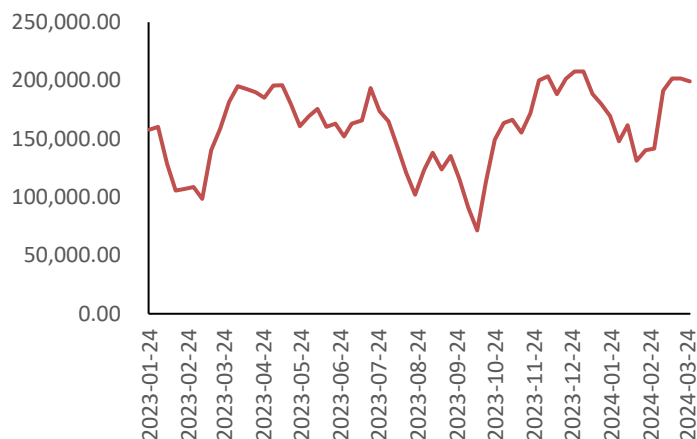
纽约商品交易所 COMEX 黄金净多头持仓近一个月增加，反映出市场看多情绪驱动多头持仓大幅增长。此外，我国保持着央行购金的节奏，截止今年 2 月，中国黄金储备连续第 16 个月增加，2 月末黄金储备 7258 万盎司（2257.49 吨），环比增加 39 万盎司（12.13 吨），1 月末为 7219 万盎司（2245.36 吨）。央行持续买入黄金对金价构成支撑。近期央行将会公布 3 月黄金储备情况，按目前市场节奏来看，大概率延续净增加的节奏。

图表 9 国内央行黄金储备（万盎司）



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 10 COMEX 黄金净多头持仓



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

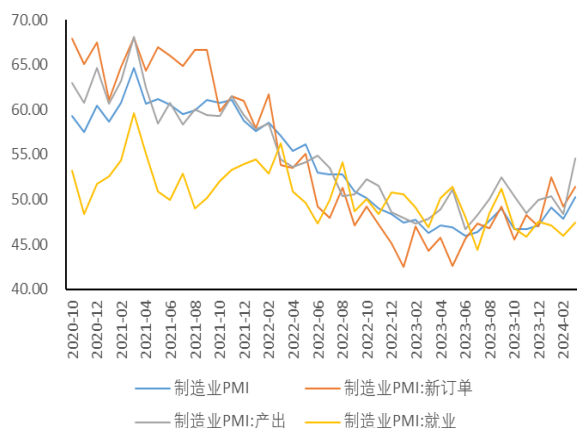
## 5.高位金价存在的潜在隐患

本轮金价连续大涨后, 市场对于金价是否到顶的分歧较大, 我们认为, 当前在降息再宽松预期以及信用本位风险预期的加持下, 金价下方支撑较强, 短期难以形成下行拐点, 或将维持在高位宽幅震荡, 但需要提防美国宏观经济数据对于预期的扰动。

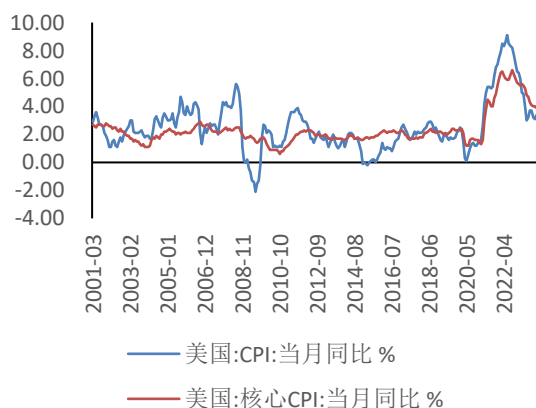
### (1) 美经济韧性与通胀黏性

美国 3 月制造业 PMI 大幅超预期, 环比增长, 显示出较强的韧性, 此外, CPI 同比增速下降趋缓, 距离美联储通胀调控目标还有距离, 此外, 美国密歇根消费者信心、现状、预期指数整体呈现走高迹象, 反映美国当前消费市场并未出现较大的下滑。美国经济韧性与通胀黏性或将继续扰动市场对于美国降息的预期。

图表 11 美 ISM 制造业 PMI

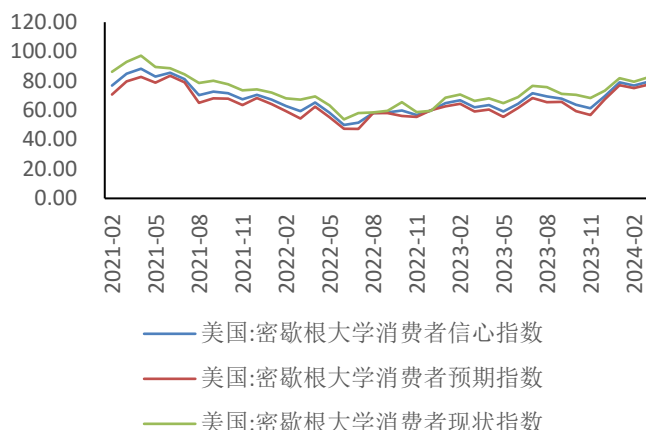


图表 12 美通胀表现



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

图表 13 美国消费者指数



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

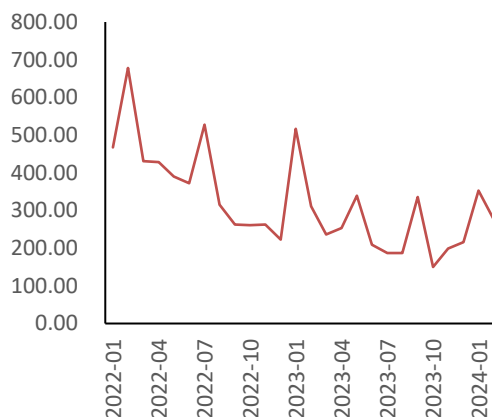
(2) 就业劳工坚挺

近几周美国当周初次申请失业金人数保持在低位, 就业市场情况良好, 支撑非农就业人数, 就业劳工市场充裕传导至消费市场, 构成了雇员、生产、消费、通胀黏性的循环。

图表 14 美当周初次申请失业金人数



图表 15 美非农就业人数 (千人)



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

(3) 美联储降息预期走弱以及降息兑现

美国经济就业数据坚挺将持续扰动降息预期节奏, 一旦近期美国公布的数据走好, 降息预期减弱, 当前处于高价的黄金将面临回踩的情况, 但金价下方支撑较强, 回踩空间或将有限。此外, 美联储释放了 6 月份首次降息的预期, 如果在 6 月降息落地, 利好阶段兑现, 市场或将重构新一轮利率预期, 届时金价不确定性更大。



## 6.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，并接连创历史新高，但是期间美元指数、美债收益率、TIPS实际利率震荡走高，传统的利率与美元指数传导机制失效。本轮金价大涨助推因素有：美联储降息预期交易、全球信用本位风险预期、避险情绪、央行连续购金，以上利多因素仍将在未来对黄金构成强有力支撑。对于正处于历史高位的黄金，美国宏观经济韧性、就业坚挺、通胀黏性问题对利率预期产生扰动，造成金价短线回踩。整体来看，预计黄金延续高位震荡走势。

### 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。