

风险因素对本轮黄金行情的影响

2024 年 6 月 28 日 星期五

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

宏观经济预期、利率预期、风险情绪、投机情绪等因素构成了黄金价格的影响因子。其中，宏观经济与降息预期的影响，更多体现在对于实际利率的传导。近几年，实际利率对金价的传导机制弱化，以美元为主的发达国家货币对于黄金的定价弱化。市场参与者对风险情绪的驱动因素更加重视。本文分析了近期全球潜在风险情况，包括货币体系冲击、美债信用风险、经济衰退风险、地缘政治风险等。现有的国际货币体系受到信用风险的冲击，以美国为主的发达经济体在经过一系列的信用宽松之后，全球经济体之间对于以信用背书为基础的货币、债务信心下降，且当前也尚未有效遏制信用风险与信心流失。因此，本轮风险或将持续驱动黄金价格。

报告目录

1. 货币体系冲击.....	3
2. 美债信用风险.....	7
3. 经济金融潜在风险.....	8
4. 地缘风险及其它突发事件风险.....	9

图表目录

图表 1 美元指数与黄金价格.....	6
图表 2 金价与美国存量 M2.....	6
图表 3 金价与欧元区存量 M2.....	6
图表 4 金价与日本存量 M2.....	7
图表 5 金价与英国存量 M2.....	7
图表 6 美国未偿还公共债务（亿美元）.....	8
图表 7 美国政府赤字（亿美元）.....	8
图表 8 全球经济不确定性指数.....	9
图表 9 标普 VIX 波值.....	9
图表 10 美国 ISM 景气指数.....	9
图表 11 美债收益曲线结构.....	9
图表 12 政治风险指数.....	10
图表 13 黄金 ETF 波动率指数.....	10

1.货币体系冲击

（1）货币体系发展历程

黄金因其质地稳定、产量稀有等特征，自古以来备受青睐。金本位制出现前，虽然黄金充当交易媒介的历史已有 3000 多年，但由于其稀缺性，在交易中白银和其它金属更多地承担了支付手段的角色，只有大额交易才采用黄金计价。同时大多数黄金基本被帝王或宗教神权独占所有，作为权力和财富的象征而储藏着，很难进入流通。在这种情况下，自由交易的市场交换方式难以发展，规模非常小。

进入 19 世纪，世界多地发现了丰富的金矿资源，黄金勘探得到迅速发展，黄金供给大大增加。人类增加黄金需求才有了现实的物质条件，以黄金生产力的发展为前提，人类进入到金本位时期。英国于 1816 年率先建立金本位制，到 19 世纪末，世界主要的国家基本都实行了金本位。金本位制是以黄金为本位货币的货币制度。同时黄金也是国际贸易的支付手段，可自由进、出口，当国际贸易出现赤字时，可以用黄金支付；在一国之内，黄金可以做货币流通。金本位制具有自由铸造、自由兑换、自由输出等三大特点。

在金本位的货币体制下，黄金作为商品交换的一般等价物，成为商品交换过程中的媒介，黄金的社会流动性增加。黄金市场的发展有了客观的社会条件和经济需求。金本位时期，各国中央银行虽都可以按各国货币平价规定的金价无限制买卖黄金，但实际仍是通过市场吞吐黄金，黄金市场得到一定程度的发展，但仍然受到严格控制，不能得到自由发展。直到第一次世界大战之前，世界上只有英国伦敦黄金市场是国际性市场。第一次世界大战爆发严重地冲击了金本位制。20 世纪 30 年代又爆发了世界性的经济危机，使“金本位制”彻底崩溃，各国纷纷加强了贸易管制，禁止黄金自由买卖和进出口，公开的黄金市场失去了存在的基础。

20 世纪 30 年代金本位制崩溃至第二次世界大战结束前，国际货币体系的混乱和动荡不安严重损害了世界各国的利益。1944 年，美国于当年 5 月邀请参加筹建联合国的 44 国政府代表在美国布雷顿森林举行会议，签订了《布雷顿森林协议》，由此建立起“金本位制”崩溃后人类第二个国际货币体系。在这一体系中美元与黄金挂钩，美国承担以官价兑换黄金的义务；各国货币与美元挂钩，即 35 美元/盎司兑换，美元处于中心地位，起世界货币的作用。这种货币体制实际是一种新的金汇兑本位制。在布雷顿森林体制中，黄金无论在流通还是在国际储备方面的作用都有所降低，而美元成为这一体系的主角。但因为黄金是稳定这一货币体系的最后屏障，所以黄金的价格及流动仍受到较严格的控制，各国禁止居民自由买卖黄金。

布雷顿森林体系的正常运转与美元的信誉和地位密切相关，但 20 世纪 60 年代美国深陷越南战争的泥潭，财政赤字巨大，国际收入情况恶化，美元的信誉受到极大的冲击。大量资本

出逃，各国纷纷抛售自己手中的美元，抢购黄金，使美国黄金储备急剧减少，金价暴涨。20 世纪 60 年代后期，美国进一步扩大了越南战争，国际收支进一步恶化，美元危机再度爆发。美国再也没有能力维持黄金官价，经与黄金总库成员协商后，宣布不再按每盎司 35 美元官价向市场供应黄金，市场金价自由浮动。由于美元不断贬值，1973 年 3 月再次引发了欧洲国家抛售美元、抢购黄金的风潮。各国经过磋商最后达成协议，西方国家放弃固定汇率，实行浮动汇率。至此布雷顿森林体系完全崩溃，从此开始了黄金非货币化的改革进程。在这一时期黄金价格一直受到各国的严格控制，政府对黄金市场的介入干预时有发生，黄金市场仅是国家进行黄金管制的一种调节工具，难以发挥市场资源配置作用。

为了彻底废除金本位制，1975 年 1 月 1 日美国政府宣布居民可以持有黄金，从而解除了长达 40 年的黄金持有禁令。同年，纽约商品交易所（COMEX）推出了黄金期货交易。《牙买加协议》的实施标志着黄金正式非货币化，同时也为现代黄金市场的蓬勃发展提供了制度环境。牙买加体系是国际货币基金组织(IMF)于 1976 年 1 月在牙买加首都金斯敦达成的一项协议，它标志着国际货币体系的一个重要转折点。该体系形成于布雷顿森林体系崩溃之后，是当前实行的货币体系。牙买加体系的主要特点包括：黄金非货币化，黄金与各国货币彻底脱钩，不再是汇价的基础；国际储备多元化：除了美元，欧元、日元、英镑等也成为重要的国际储备货币，美元的地位虽然仍然主导，但明显削弱了；浮动汇率制合法化：允许浮动汇率制与固定汇率制并存，各国可以根据自身经济实力、开放程度等因素选择合适的汇率制度；货币调解机制多样化：包括汇率调节、利率调节、国际货币基金组织干预和贷款调节等多种方式。

1978 年 4 月这一协议正式生效后，以价格剧烈波动为标志的现代黄金市场在各主要国家迅速发展，黄金的美元价格从布雷顿森林体系解体前的 35 美元/盎司，解体不久 1973 年就超过 100 美元/盎司，《牙买加协议》生效后，1978 年金价突破了 200 美元，至 1980 年 1 月 21 日达到 850 美元/盎司的高位。20 世纪 80 年代初，为缓解通货膨胀的压力以及黄金价格的持续上升对美元形成的冲击，美国实行了紧缩银根和高利率政策，在政策导向上促进货币市场、资本市场和商品市场的发展，提高持有黄金的机会成本，抑制黄金市场金价的上涨。随着里根政策效果显现，在美国政府的政策影响及理论界的推动下，掀起了金融自由化和经济全球化的浪潮，促使全球消解美元泡沫。黄金价格走入了慢慢的二十年熊市，金价从 1980 年初的 850 美元/盎司，至 1999 年的 8 月曾一度逼近 250 美元/盎司。2001 年初美国经济结束了长达 10 年以“新经济”为特征的持续增长，美元开始对主要货币贬值，金价重整升势。

（2）牙买加货币体系弊端升级

牙买加体系的弊端主要包括汇率体系极不稳定、大国侵害小国利益、国际收支调节机制不健全、缺乏统一的货币标准、以及国际资本流动缺乏有效的监督。

第一、汇率体系极不稳定。牙买加体系中，全球约 1/3 的国家实行独立浮动或管理浮动汇率制，其余 2/3 的国家实行钉住汇率制。由于主要工业国家基本上实行浮动汇率制，而大多数发展中国家采用钉住汇率制，大国往往只顾自身利益而独立行事或联合起来改变汇率，使整个货币体系的稳定实际上决定于美元、日元和德国马克之间的汇兑关系，而这三大货币波动巨大，使整个体系失去了稳定的基础。

第二、大国侵害小国利益。由于主要发达国家实行浮动汇率制，而大多数发展中国家采用钉住汇率制，大国往往只顾自身利益而独立行事或联合起来改变汇率，使钉住它们货币的发展中国家无论其经济状况好坏都不得不随之重新安排汇率，承受额外的外汇风险。

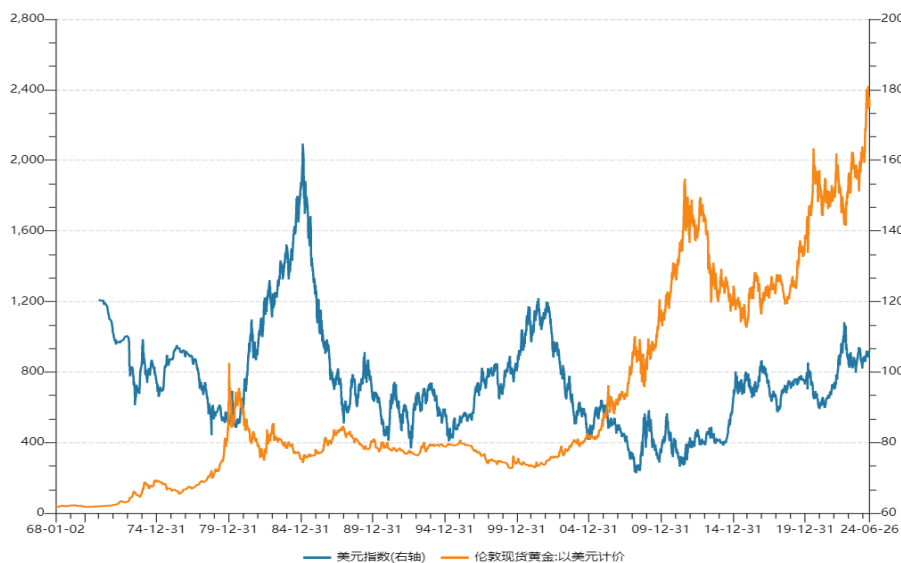
第三、国际收支调节机制不健全。国际收支调节机制并不健全，各种现有的调节渠道都有各自的局限，牙买加体系并没有消除全球性的国际收支失衡问题。

第四、缺乏统一的货币标准，各国都可以凭着自己的信用发行货币，导致国际收支开始失衡。

第五、国际资本流动缺乏有效的监督。牙买加体系的内在缺陷之一是国际资本流动缺乏有效的监督，这加剧了国际金融市场和体系的动荡和混乱，套汇、套利等短线投机活动大量泛滥，先后引发多次金融危机。

21 世纪以来，发达国家多次宽松周期致使货币信用与购买力持续下降，美联储的货币政策对他国的金融掠夺加剧了牙买加体系的矛盾。2008 年美国次贷危机迫使美国进入量化宽松周期，金价持续大涨，2020 年全球疫情影响，再次迫使全球发达经济体普遍采取宽松政策，造成流动性泛滥，此后通胀飙升迫使欧美国家进入短促大幅加息的窗口，利率大起大落冲击全球金融市场，在这种背景下，以欧美发达国家货币为主的牙买加体系受到冲击，表现为以美元、欧元等发达国家货币对于大宗商品的定价力减弱，特别是俄乌战争以来，逆全球化与阵营之间对立，使得黄金白银这类稀有的商品受到青睐。

图 1 美元指数与黄金价格

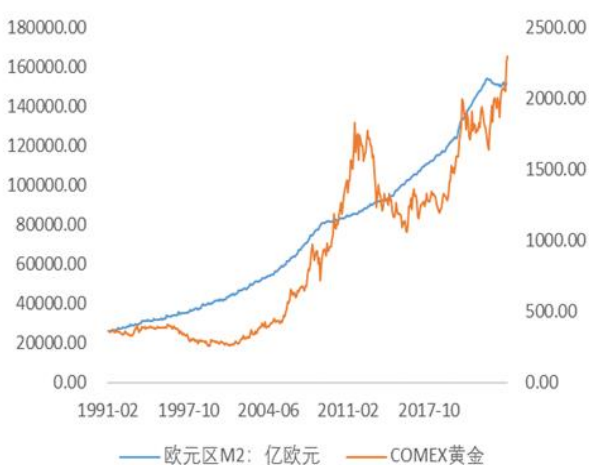


数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

图 2: 金价与美国存量 M2



图 3: 金价与欧元区存量 M2



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

图 4：金价与日本存量 M2



图 5：金价与英国存量 M2



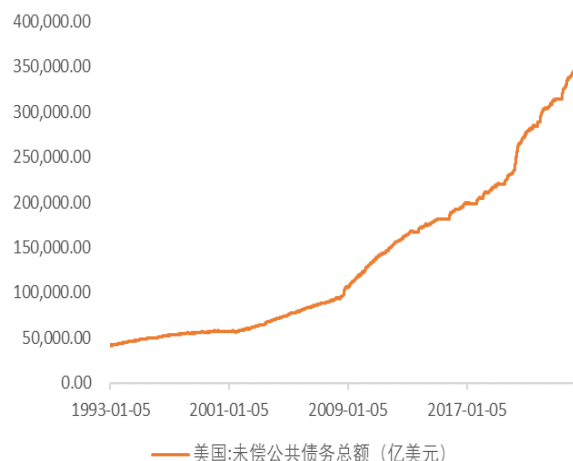
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

2. 美债信用风险

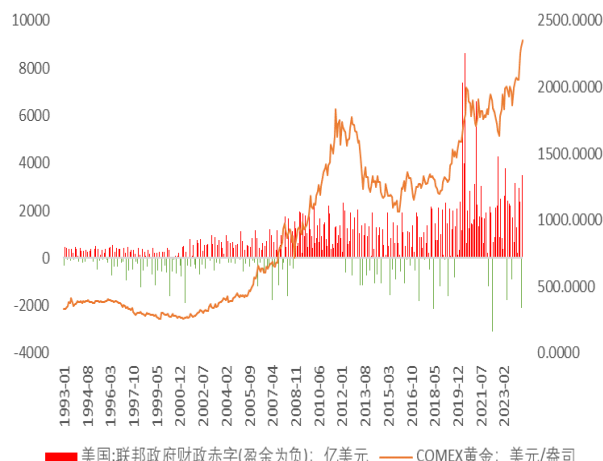
黄金是美元信用的对标物，国际金价在美元信用受到冲击之时往往会呈现偏强走势。在国际金融体系中，美元信用集中体现在美国国债以及美元货币本身，两者均与美国财政赤字的扩张和收缩存在紧密关联。回顾八十年代以来的美国财政情况，在八十年代里根执政伊始至小布什政府发动伊拉克战争之前，美国财政赤字得以控制，并在克林顿执政时期实现财政盈余，同期国际金价总体呈现震荡偏弱走势。二十一世纪以来，美国总体实行宽松的财政政策，财政赤字不断扩张，仅在 2011 年至 2016 年出现明显收缩。与此相对应，国际金价也仅在 2011 至 2015 年底呈现趋势性下跌，总体呈现上涨走势。

当前美国债务规模持续走高达到临界值，由此引发市场对于美国债务信用风险的担忧，截止 5 月底，美国未偿还公共债务规模达到 34.6 万亿美元，从 5 月开始，债务规模稳定在 34.5 万亿的高位。美财政赤字方面，今年 1 到 5 月份，美国联邦财政赤字 6923 亿美元，均处于高位。从历史经验来看，后市美国或将重启上调债务上限的决策，对于贵金属是潜在的利好驱动。

图表 6 美国未偿还公共债务（亿美元）



图表 7 美国政府赤字（亿美元）

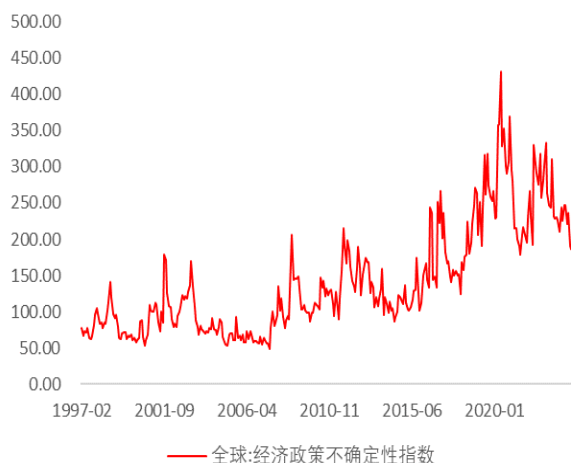


数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

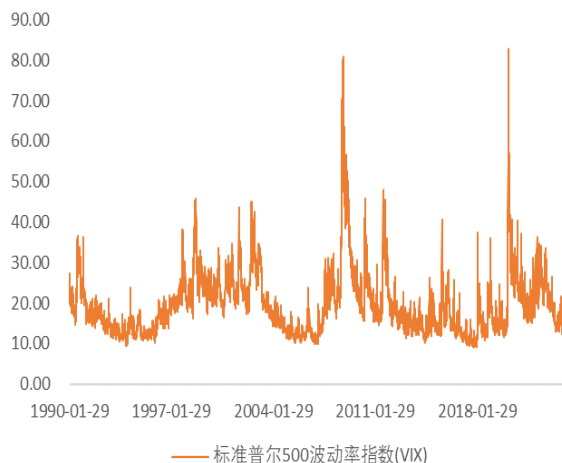
3.经济金融潜在风险

欧美高利率政策对实体经济与消费造成负面冲击，加剧经济体的衰退风险，从大周期来看，2008 年次贷危机之后，全球经济政策不确定性指数重心逐渐抬升，政策不确定性有传导至经济金融危机的风险。此外，标普 VIX 波值反映美国标普指数的波动率预期，当前 VIX 指数处于历史低位，由于波值服从均值回归与极值化特征，在极低 VIX 波值情况下，提防后市出现极端的尾部风险刺激 VIX 恐慌指数走高。在欧美高利率政策下，PMI 景气度指数重心下移，虽然近期公布的几期数据显示有较强的韧性，但市场交易者会根据各阶段宏观数据的表现交易经济衰退预期，而这种预期的发酵利多黄金价格。而且美债收益结构倒挂了近两年时间，从历史数据来看，以往出现美债收益率倒挂之后，大概率出现了大小程度不一的危机事件，此次倒挂周期与强度仅次于上世纪七八十年代，而当时美国正处于经济严重滞胀时期。本轮美债收益率倒挂仍在持续中，市场对于后期的经济衰退预期的担忧持续发酵。

图表 8 全球经济不确定性指数

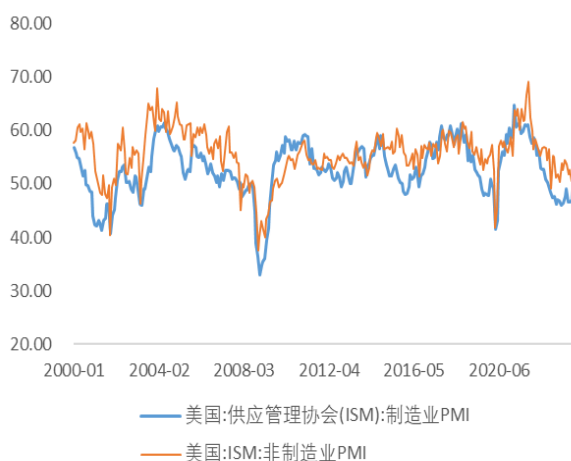


图表 9 标普 VIX 波值

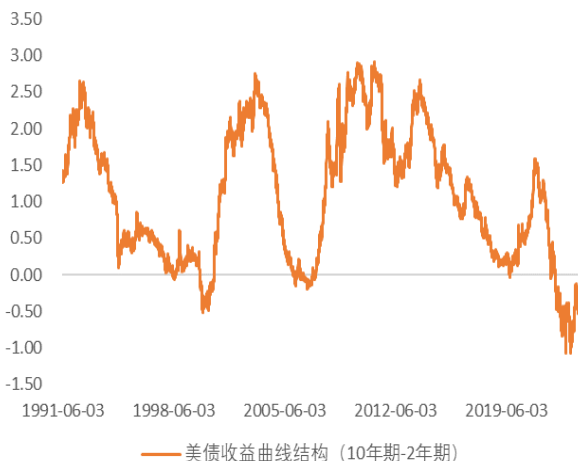


数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

图表 10 美国 ISM 景气指数



图表 11 美债收益曲线结构

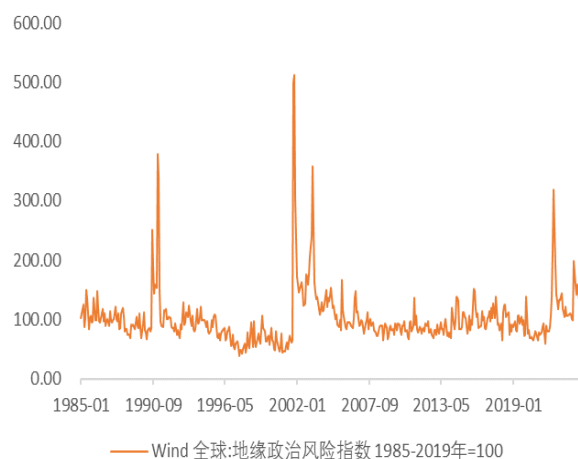


数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

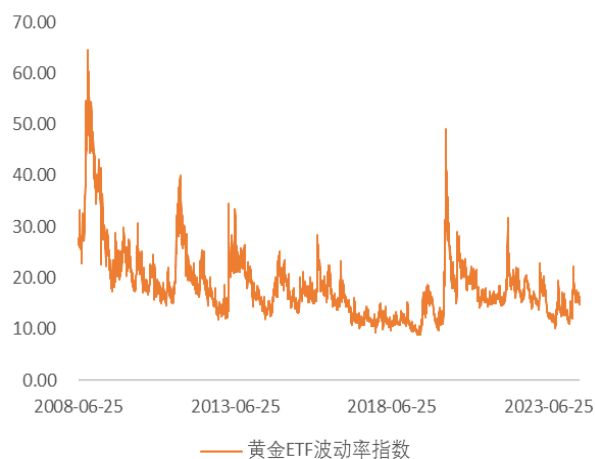
4. 地缘风险及其它突发事件风险

俄乌战争加剧了全球地缘风险情绪,以及近期中东地区巴以冲突有扩大化的迹象,军事冲突更多是政治经济端的延续,阵营之间的对立、逆全球化风险、以及下半年欧美多个国家选举,构成了不确定性事件。虽然这类风险事件具有突发性特点,但对于后市国际政治局势、经济政策产生不可预知的扰动。

图表 12 政治风险指数



图表 13 黄金 ETF 波动率指数



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

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。