

蒋飞

核心观点

黄金可能正在开启新一轮牛市

。继1976-1978年的石油危机，2002-2011年的紧缺经济，2019-2020年的新冠疫情之后，黄金牛市第四轮已经开始。国际金价受此次欧美高通胀影响，突破2000美元/盎司，4月13日盘中达到2048.79美元/盎司，创历史新高。我们认为这一轮牛市可能持续的时间更长、上涨的幅度更大。主要理由来自两部分：（1）美国实际利率重新进入下行趋势；（2）地缘政治动荡促使黄金的货币替代价值凸显。

黄金金价趋势已经不符合传统的理论框架

。传统的理论框架中，黄金作为美元的替代货币，实际价值应该与美元保持一致，也即在一定时间段内与美元的购买力保持一致。黄金具有抗通胀的作用，黄金与四国CPI指数（中美欧日）的走势大致相似，全球商品价格持续上扬，黄金价格伴随上涨。通胀上行意味着实际利率下行，因而黄金和美国实际利率走势也较为一致。但在2021年以后，黄金与美国实际利率走势背离。这种背离是因为有第三方因素在推动黄金需求的上升，这一因素不在传统的分析框架中。

这个第三方因素就是各国央行

。2022年，各国央行黄金净购入量达1136吨，创下了1950年以来的最高的年度需求，明显超过了过去十年平均400吨的年增长量。伴随着各国央行积极购买黄金，部分央行抛售美元。

目前世界货币体系的转变也会推动黄金
牛市

。美元正在脱离其霸权地位，新的体系不再以美元为中心，各国经济或者各区域开始形成自我保护式的货币中心。虽然美元仍是主流货币，但上合组织和金砖国家正在建立本币和人民币贸易结算系统。近年，俄罗斯，沙特阿拉伯和巴西等国纷纷与中国达成人民币结算协议。其次，近几年的政治动荡和对美国的信任危机，导致各国央行纷纷减持美债，购入黄金来稳定各自的金融市场。

科技新浪潮会影响黄金牛市的表现

。今年以来AI技术表现亮眼，数据资源、运算能力、核心算法共同发展，掀起人工智能第三次新浪潮。这轮人工智能掀起的科技浪潮，有可能是继2000年互联网科技浪潮、2010年智能手机浪潮之后的第三波。生产力的大幅提升会产生抑制通胀的作用，因此1995-2000年网络泡沫时期和2012-2017年智能手机大发展时期通胀均较低，黄金价格都是下降的。这一次也可能影响黄金价格。

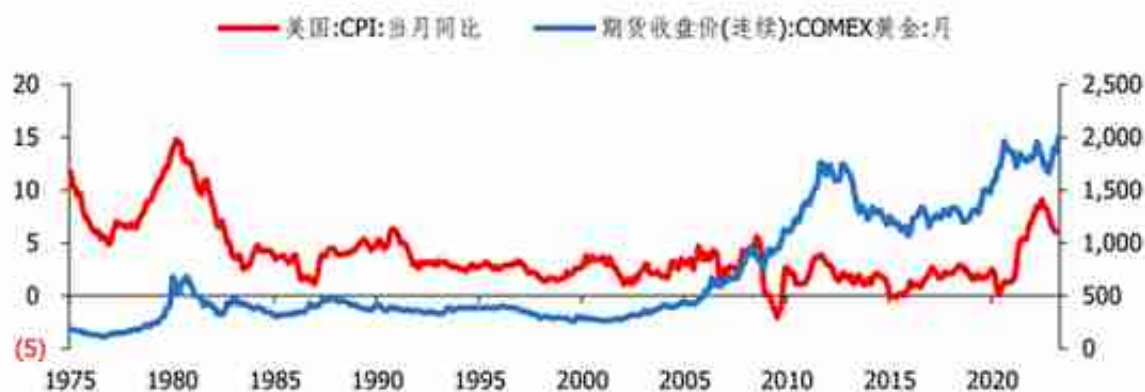
我们认为在美元贬值和逆全球化的推动下黄金价格会延续牛市行情，如果美国发生深度衰退造成全球通缩，黄金价格或出现一定阶段的回调。但再之后，随着新一轮刺激政策的出台，通胀企稳之后，逆全球化趋势的延续会推动黄金价格再次回到上涨趋势中。

1、黄金正在开启新一轮牛市

正如《四月大类资产配置月报》中我们认为的一样：黄金可能正在开启新一轮牛市。

从1975年以来，黄金整体处于上涨大周期中。分阶段来看，出现过三次大牛市：第一次是1976-1978年，石油危机爆发，全球大通胀；第二次是2002-2011年，中国加入WTO，紧缺经济促使全球物价上涨；第三次是2019-2020年，大流行病新冠肺炎疫情发生之后，欧美政府救市政策规模空前，而供给受疫情限制缺口扩大，阔别40年之后高通胀再次卷土重来。黄金价格迎来新一轮上涨，4月4日，突破2000美元/盎司。

图表2: 黄金和美国 CPI



资料来源: WIND, IFIND, 长城证券产业金融研究院

2、传统分析框架遇到挑战

黄金作为美元的替代货币，其实际价值应该与美元保持一致，也即在一定时间段内与美元的购买力保持一致，这可以用美国的实际利率来表示。但美元指数并不反映美元的实际价值，只反映美元与其他贸易货币的相对价值，只

有一揽子商品价格指数才是美元/黄金的实际价值。因此黄金又有另外一个功能：抗通胀。

图表4: 各国 CPI 结构



图表5: 各国 CPI 结构 (美元)



这有助于我们分析今年剩余时间的黄金走势。我们在《美国经济开启衰退模式——美国二季度经济展望》认为二季度开始美国经济就会进入衰退趋势，并且下半年下行速度会加快。在这种情况下，如果美联储如我们预期迅速降息并且停止QE缩减，那么美国通胀下行趋势可能会很快结束；或者美国通胀的快速下降被其他国家通胀的快速上扬而替代，此时的美元大幅贬值就会带来黄金的持续上涨。当然如果全球经济都在快速回落，美元贬值速度不快，全球通胀进入通缩趋势，那么黄金价格的牛市也会嘎然而止。这一风险在我们的报告里并未完全排除，只是概率目前不大，后续我们还会继续跟踪。

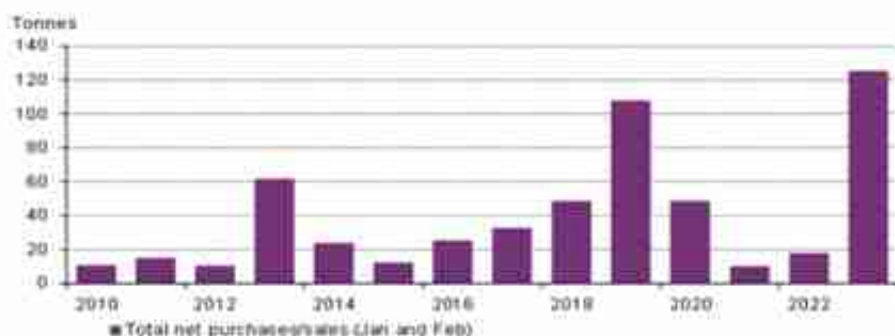
通
胀上
升就意味
着实际利率下降，
实际利率的上升意味着需求方的成本
在上升。

在过去历史中实际利率的上升都伴随着黄金价格的下跌，只是2021年以来两者发生了较大的背离。

原本应该跌到1000美元的黄金价格只跌至1600美元/盎司就见底了。我们在前期的报告里一直强调，有第三方因素在推动黄金需求的上升，这一因素不在传统的分析框架中。

图表8: 各国央行对黄金需求

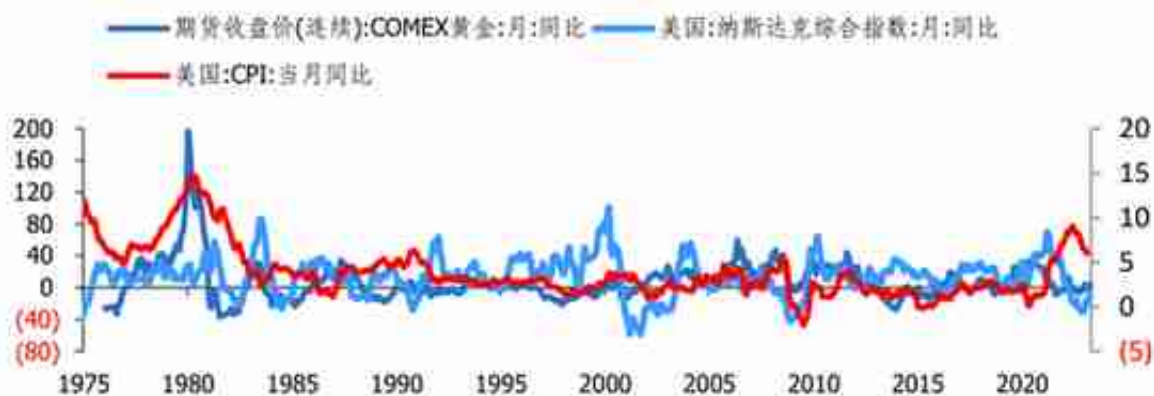
Central bank demand in 2023 has had the strongest start since at least 2010*



各国央行购买黄金并不是今年发生的事情，2022年，各国央行黄金净购入量达113.6吨，创下了1950年以来的最高的年度需求，明显超过了过去十年平均400吨的年增长量。

伴随着各国央行积极购买黄金，部分央行在抛售美元。根据4月9日IMF最新公布的官方外汇储备货币构成数据显示，截止2022年4季度，美元在全球央行外汇储备中的占比跌破60%，创20年以来的新低。

图表10: 黄金、CPI和技术



资料来源: WIND、IFIND、长城证券产业金融研究院

风险提示

国内宏观经济政策不及预期；地缘政治风险超预期；海外衰退不确定性；信用事件集中爆发。

(蒋飞为长城证券首席经济学家)