



黄金分析框架：抄底？

- 金价现状：**自我们 2020 年 8 月发布研究报告《[黄金投资手册：黄金并不黄金](#)》，“建议投资人减持黄金”，黄金价格自高点下跌约 15%，但我们的分析报告显示当前并非抄底黄金价格的时点。
- 多维度看黄金：**黄金的相对比值仍处于中偏高的水平，显示投资性价比不高。除了仓位仍然偏高，预示抛压原未被完全释放之外，价格&技术面以及周期下的资产配置视角都预示金价最差的阶段很可能已过，但回报最佳的阶段仍未来临。
- 实际利率视角：**决定黄金价格的根本因素在于实际利率水平高低。随着疫苗的普及，欧美经济重启，再加上美国居民天量的超额储蓄，叠加极其宽松的财政、货币宽松措施，欧美尤其是美国经济存在超预期的风险，实际利率大概率上行。我们估测了不同场景下的实际利率水平，并基于实际利率测算对应的金价。即使在乐观场景下，黄金的金价上行空间也有限，在基准情况或者进行不同场景的概率加权，实际利率视角显示黄金价格都存在非常明显的双位数下行空间。
- 总结：**我们并不认为黄金价格触底，现在并非抄底时点，但目前已经可以开始留意金价的变化，等待未来的建仓机会。

蔡瑞, CFA

策略分析师

carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

王彦臣, PhD

宏观分析师

yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2021 年 4 月 14 日

相关报告：

[《不一样的周期？——股市周期分析框架系列报告（二）》](#)
(2021-04-09)

[《黄金投资手册：黄金并不黄金》](#) (2020-08-13)

[《美联储谨慎而乐观的非对称调整》](#) (2021-03-18)

[《SPDBI 全球央行观察：美债收益率或仍将上行，但斜率料将平缓》](#) (2021-03-12)

[《策略简评：港股首增印花税的影响及后市展望》](#) (2021-02-25)

[《策略简评：南下资金爆发的背后》](#) (2021-01-19)

[《2021 年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉》](#) (2020-12-08)

目录

多维度看金价	4
价格 & 技术面：回撤水平已非常明显	4
资金流 & 仓位：仓位仍偏高，抛压远未被释放	5
相对比值视角：黄金比价仍处于中偏高的水平	6
周期下的资产配置视角：黄金回报最差的阶段已过，回报最佳的阶段未至	8
实际利率的视角	9
实际利率的估测：有上行压力	9
基于实际利率的金价估测：下行空间明显	12
总结	13

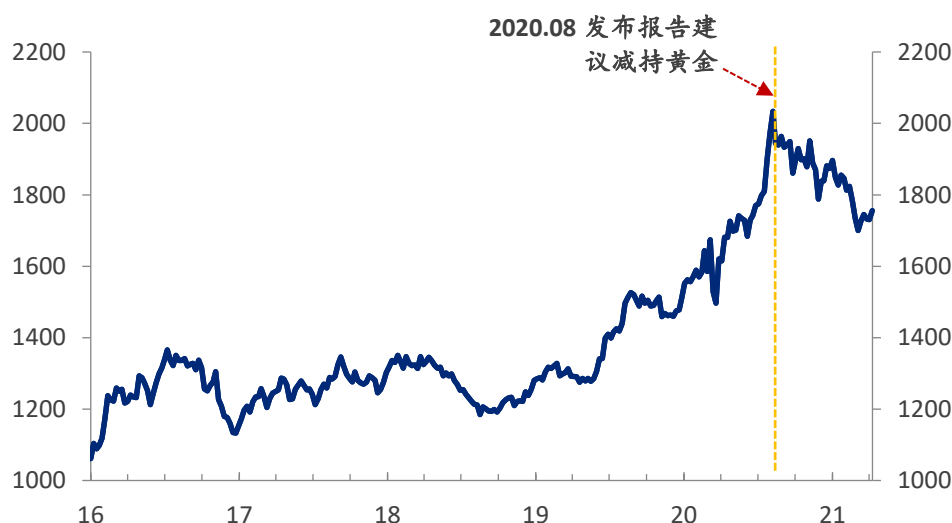
黄金分析框架：抄底？

2020年8月黄金价格历史性地突破2,000美元/盎司，2020年8月13日，我们在市场一片看多声中，发布了报告《[黄金投资手册：黄金并不黄金](#)》，构建了黄金价格的分析框架。基于框架分析，我们对于金价并不看好，并“建议投资人减持黄金”。

目前，黄金价格已经跌至约1,700美元，跌幅近15%。市场上已有不少投资人开始积极布局金价，此时，金价是否见底？是否存在抄底的投资机会？

我们认为，现在并非抄底黄金的良机。基于实际利率的视角来看，金价仍存在明显的下行空间，黄金的相对比值仍处于中偏高的水平，显示投资性价比不高。除了仓位仍然偏高，预示抛压原未被完全释放之外，价格&技术面以及周期下的资产配置视角都预示着金价最差的阶段很可能已过，但回报最佳的阶段仍未来临。因此，我们建议投资者目前已经可以开始留意金价的变化，等待未来的建仓机会。

图表 1：2016 年至今黄金价格（美元/盎司）



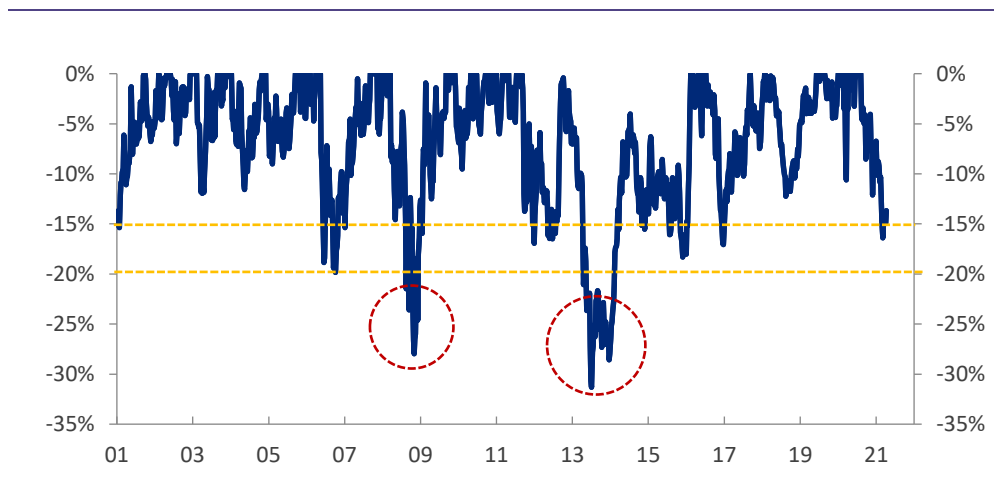
资料来源：FactSet，浦银国际

多维度看金价

● 价格 & 技术面：回撤水平已非常明显

目前，金价自 52 周高点回撤已经逼近 15%。而历史来看，黄金价格自 52 周高点下行的最大回撤达到 15% 的情况并不多见，仅有 2008-2009 年，以及 2013 年两次，金价自 52 周高点回撤超过了 20%。

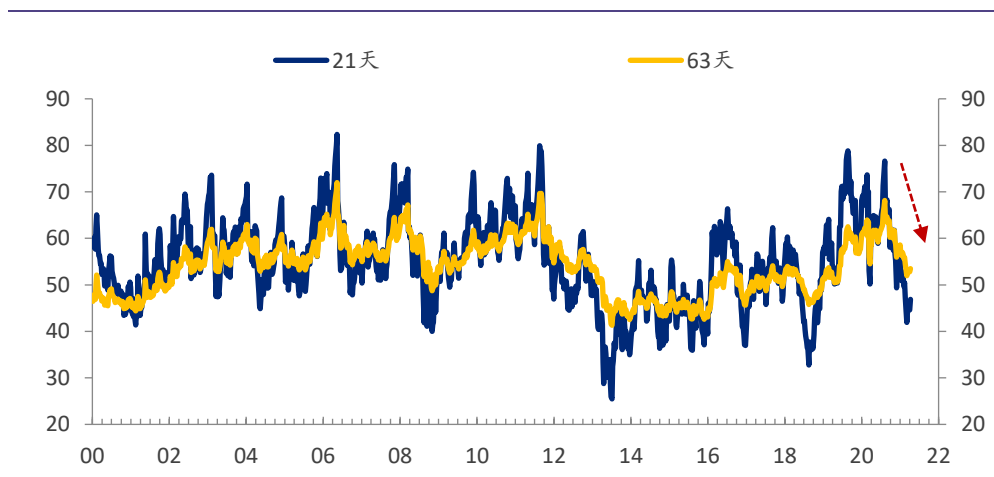
图表 2：黄金价格 52 周最大回撤 (%)



资料来源：FactSet，浦银国际

技术面来说，黄金的 21 天、63 天 RSI 都已经自高点明显回落，虽然尚未跌至 2013 年的低位，但目前已经处于偏低水平，显示先前的超买已经大幅度释放。

图表 3：黄金 RSI



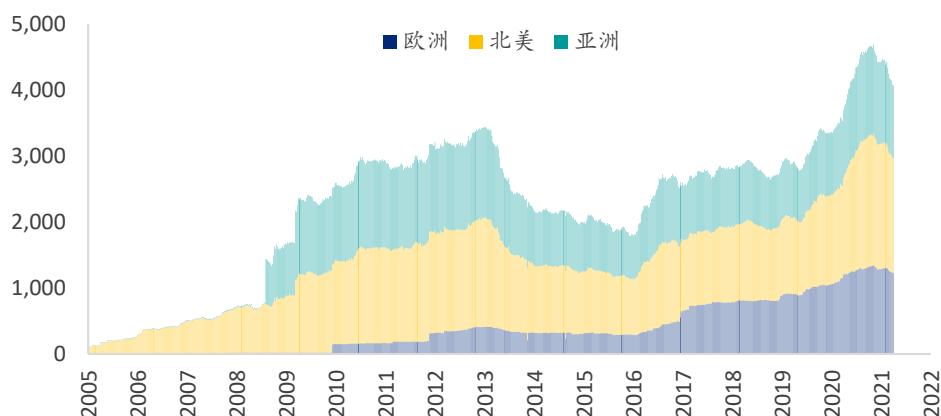
资料来源：FactSet，浦银国际

● 资金流 & 仓位：仓位仍偏高，抛压远未被释放

我们对全球各地上市的黄金 ETF 数据进行了汇总，以查看其资金流及仓位情况。从资金流来看，黄金 ETF 已经开始出现流出，但全球黄金 ETF 总持仓（存量仓位）目前仍超过 4,000 吨，仍处于历史高位附近，大幅高于 2013 年的高位水平（约 3,500 吨）。

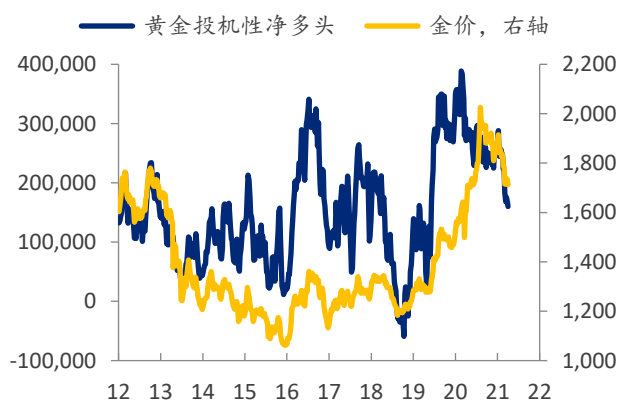
从 CFTC 的仓位数据来看，对于市场价格变化更为敏感的投机性仓位虽然较高点有所回落，但目前仍然是净多头状态，且历史百分位超过 70%。黄金 ETF 以及 CFTC 的数据显示，目前黄金的资金流虽有流出，但绝对仓位水平仍然较高，抛压远未被大幅释放。

图表 4：全球黄金 ETF 总持仓（吨）



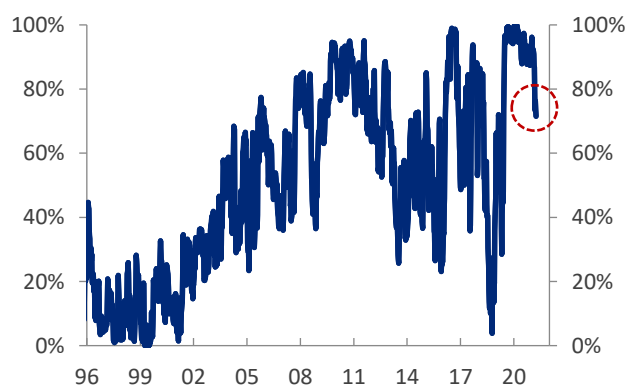
资料来源：FactSet, 浦银国际

图表 5：黄金投机性净多头与金价（美元）正相关



资料来源：FactSet, 浦银国际

图表 6：CFTC 黄金投机性净多头仓位历史百分位

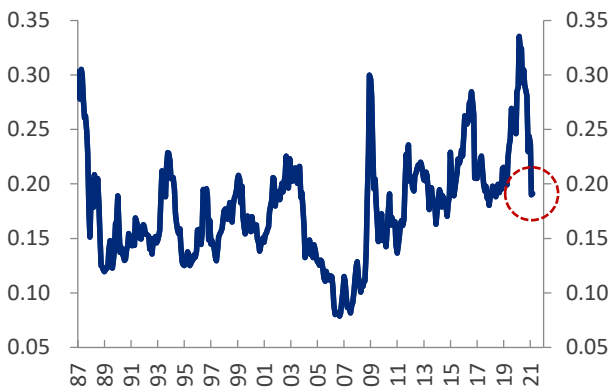


资料来源：FactSet, 浦银国际

● 相对比值视角：黄金比价仍处于中偏高的水平

从相对比值来看，不论是金铜比、金银比、金油比、还是黄金与商品 CRB 指数的比值，都在创下了历史极值后大幅回落。这一过程显示了黄金价格自先前的过度估值向正常估值修正。我们计算了各比值的长期历史百分位水平，除了金银比、金铜比在历史中间水平，黄金与商品整体的比值尤其是金油比仍处于历史极高水平，目前尚未显示黄金价格相对其余商品有明显的低估。

图表 7：金铜比



注：LME 铜价历史数据最早为 1987 年
资料来源：FactSet, 浦银国际

图表 8：金银比



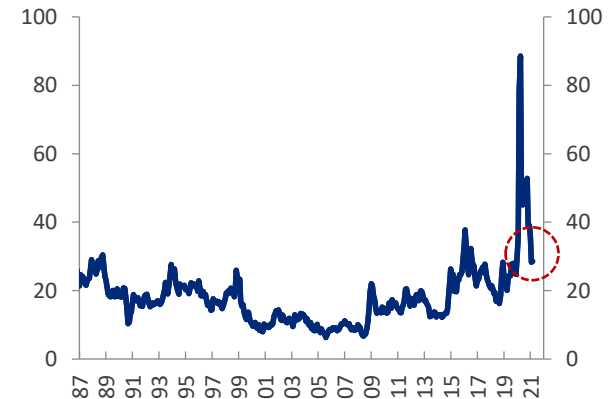
资料来源：FactSet, 浦银国际

图表 9：金商品比



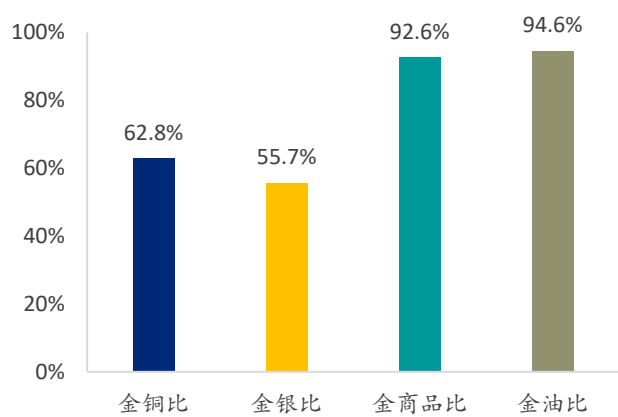
注：金价与 CRB 商品指数比
资料来源：FactSet, 浦银国际

图表 10：金油比



资料来源：FactSet, 浦银国际

图表 11：金比价的历史百分位

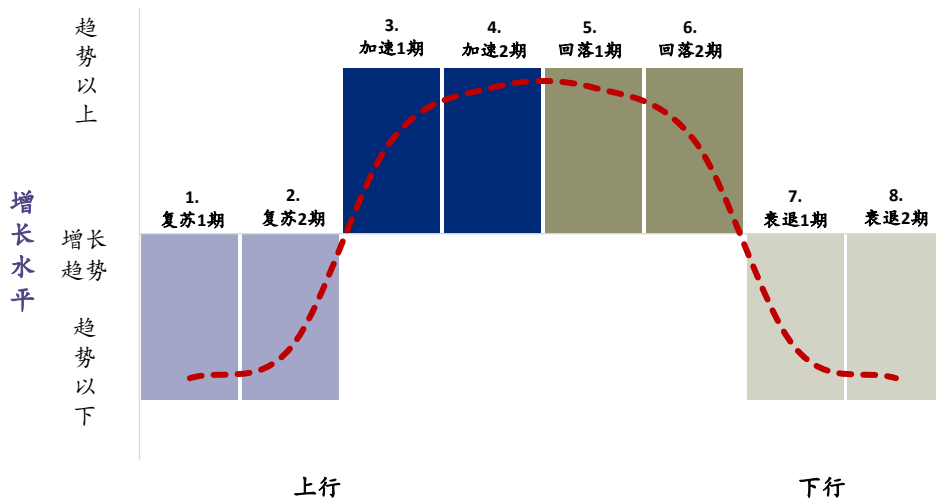


注：计算自 1987 年以来的月度数据历史百分位，截至 2021 年 3 月 31 日
资料来源：FactSet，浦银国际

● 周期下的资产配置视角：黄金回报最差的阶段已过，回报最佳的阶段未至

不同于基于经济绝对增速而对经济周期的分类法，我们将全球的经济周期细分为 4 个大阶段以及 8 个小阶段，并用对应的序号表示周期阶段。我们基于内部经济指标对全球经济周期进行识别，当前的全球经济周期属于加速期（序号 3 对应加速 1 期）。

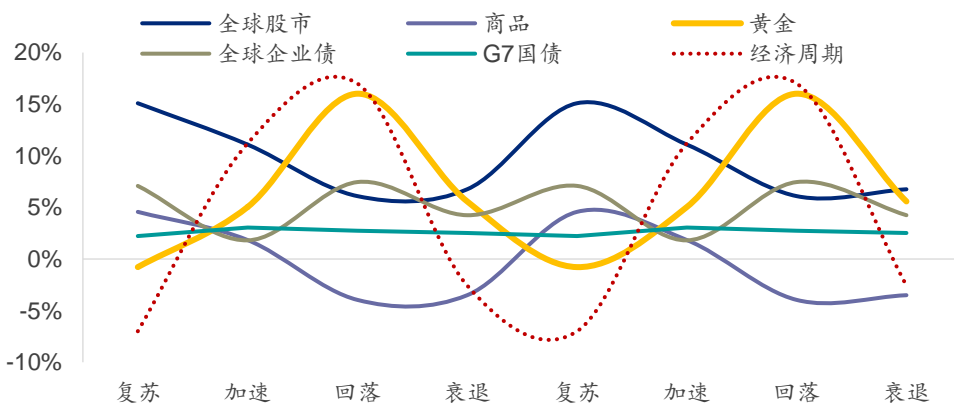
图表 12：经济周期划分为 4 个大阶段、8 个小阶段



注：不同序号对应不同的经济周期阶段 资料来源：浦银国际

从经济周期的资产配置框架角度来看，当前经济周期阶段属于加速期，以未来 12 个月回报来看，黄金最坏的阶段已经过去，但回报最佳阶段尚未来临。

图表 13：全球各主要资产类别在不同经济周期阶段未来 12 个月回报中位数



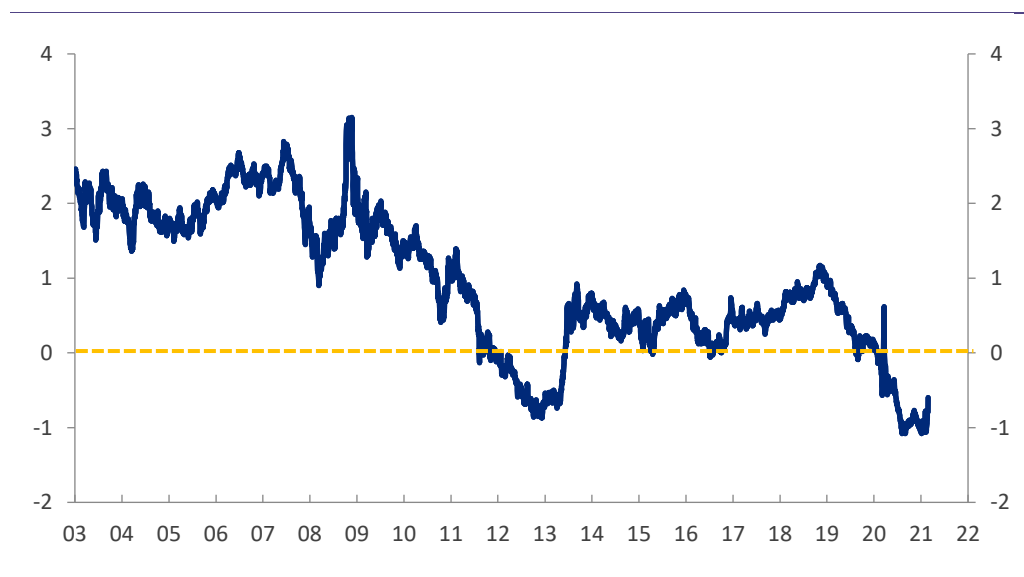
注：计算自 2004 年至 2020 年 7 月 资料来源：FactSet，浦银国际

实际利率的视角

● 实际利率的估测：有上行压力

我们在《[黄金投资手册：黄金并不黄金](#)》的报告中构建了黄金价格的分析框架，我们多次强调，决定黄金价格的根本因素在于实际利率。目前实际利率已经从 2020 年的-1.1%的水平反弹至-0.7%左右的水平，目前仍然属于绝对低位水平。

图表 14：10 年期 TIPS 所隐含的实际利率（%）



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 15：黄金价格的核心驱动力是实际利率



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 16：黄金价格与长端 TIPS 价格走势高度一致

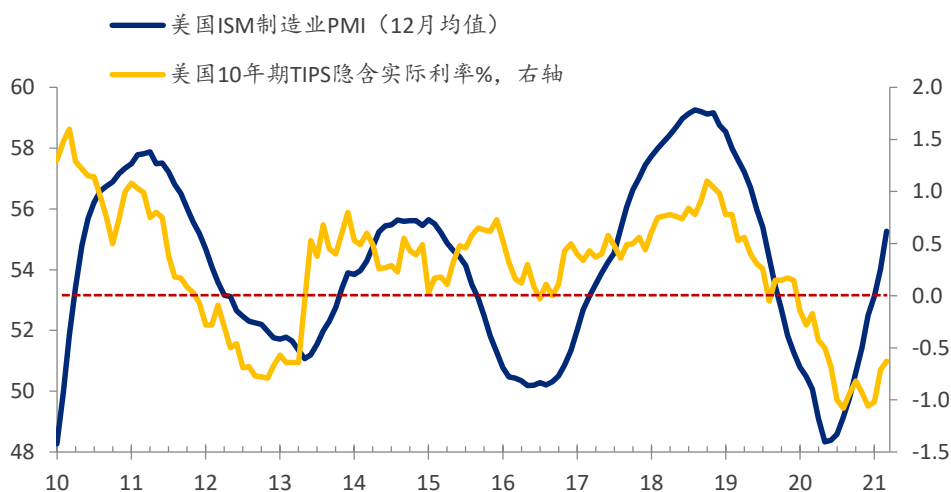


资料来源：FactSet，浦银国际

纵观金融危机后的美国实际利率，我们不难发现：

- 实际利率与经济短周期高度相关，这意味着经济周期上行，会令实际利率有上行压力。
- 除了 2015 年末因为美联储进行 10 年来首次加息，传递影响抬升实际利率中枢外，多数经济短周期的底部之际，美国实际利率都小于 0，而大多数时候，实际利率都高于 0。
- 当前的周期位置与实际利率出现明显的脱钩，历史来看，我们从未见到当 PMI 处于当前水平而实际利率却如此之低的情况。

图表 17：10 年期 TIPS 所隐含的实际利率（%）



资料来源：FactSet，浦银国际

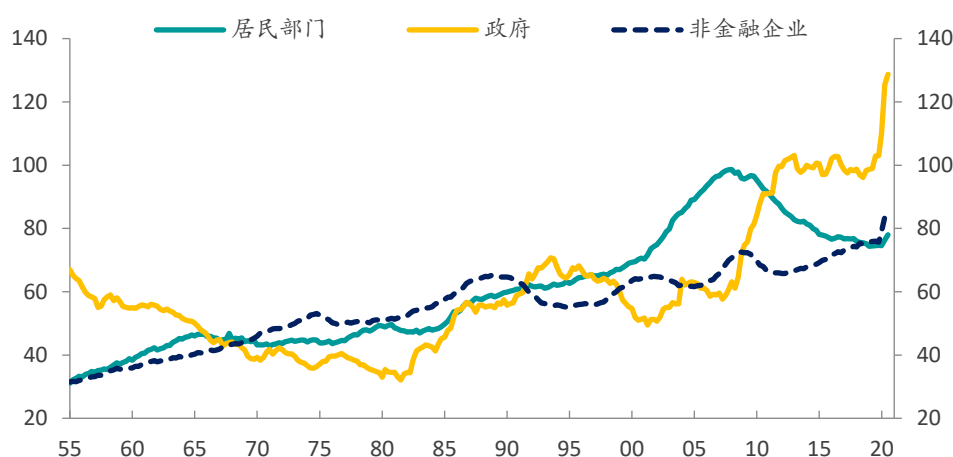
随着疫苗的普及，欧美经济重启，再加上美国居民天量的超额储蓄，叠加极其宽松的财政、货币宽松措施，欧美尤其是美国经济存在超预期的风险，（具体请参考我们在[《不一样的周期？——股市周期分析框架系列报告（二）》](#)中的分析），在此情况下，我们认为实际利率大概率将上行。

至于实际利率上行至何种水平，我们认为：

- **金价基准情况（概率约 60%）：**考虑到美国政府天量的财政赤字，以及美国企业创纪录的杠杆率（图表 15）情况，美联储有非常强的动力及能力将实际利率水平维持在低位，因此，实际利率的中枢应该会略低于先前的几轮周期。当实际利率高于 0%，意味着实际的债务负担开始显现，美联储进行干预的动力就非常明显了。因此，纵使经济反弹带动实际利率走高，大致 0% 的利率中枢，对应 -0.5% 至 0.5% 的实际利率水平应该是基准情景下较合理的估测。

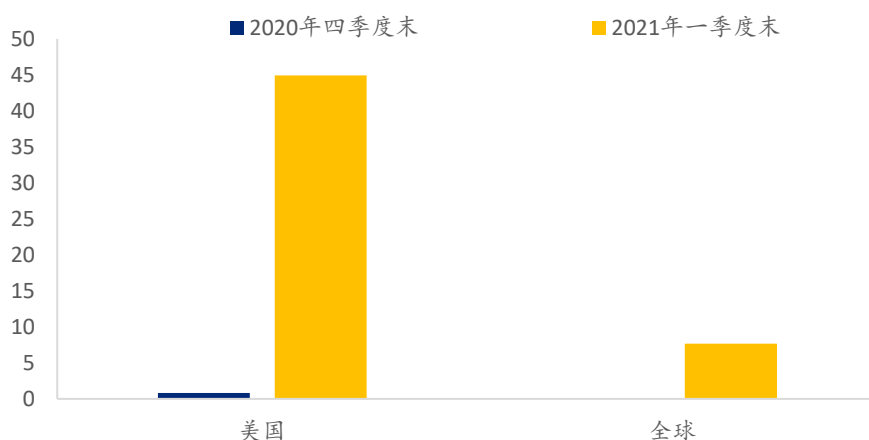
- **金价悲观情景（概率约 30%）**：由于美国经济存在超预期的风险，实际利率有可能也相应地超预期强，但实际利率上升也有顶，参考 2011 年以来的实际利率水平最高水平大约在 1%，我们认为即使此轮美国经济超预期，实际利率也不太有可能超过这一水平，因此在金价的悲观情景下，实际利率预计在 0.5-1% 的区间。但整体概率低于基准情况。
- **金价乐观情景（概率约 10%）**：美国实际利率维持在 -1 至 -0.5% 的区间，由于新冠疫苗在美国快速普及（2021 年一季度末，美国每百人的新冠疫苗接种已经高达 44.93 剂次，约为全球平均水平近 6 倍，按照目前的增速预计，美国在三季度就能达到每百人 100 剂次，图表 16），再叠加美国强劲的货币和财政刺激，在当前的宏观大环境下，实际利率维持当前水平的概率应该非常低。

图表 18：美国杠杆率（债务与 GDP 比值%）



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 19：每百人新冠疫苗接种量（剂次）



资料来源：FactSet，浦银国际

● 基于实际利率的金价估测：下行空间明显

我们基于 10 年期美债实际收益率的计算，进而就可以估算出对应的黄金价格。我们在《[黄金投资手册：黄金并不黄金](#)》的报告中，将 10 年期美债实际收益率与黄金价格进行回归分析，实际利率与黄金金价的关系如下：

$$\text{黄金价格} = 1477 - 405.2 \times \text{美国 10 年期 TIPS 隐含实际利率}$$

图表 20：基于实际利率在不同情境下的金价预测

情景假设	概率	实际利率 (%)	对应金价 (美元)	相比现价的价格空间
乐观	10%	-1%至-0.5%	1679.6-1882.2	-4.3%至 7.2%
基准	60%	-0.5%至 0.5%	1274.4-1679.6	-4.3%至-27.4%
悲观	30%	0.5%-1%	1071.8-1274.4	-27.4%至-39%
概率加权			1254.1-1578.3	-10.1%至-28.6%

注：以 2021 年 4 月 9 日金价为黄金现价

资料来源：浦银国际

基于以上计算不难发现，即使在乐观情景下，黄金的金价上行空间也有限，在基准情况或者进行不同情景的概率加权，实际利率视角显示，黄金价格都存在非常明显的双位数下行空间。

总结

影响金价的最核心因素是实际利率，基于实际利率的视角来看，金价仍存在明显的下行空间，黄金的相对比值仍处于中偏高的水平，显示投资性价比不高。除了仓位仍然偏高，预示抛压原未被完全释放之外，价格&技术面以及周期下的资产配置视角都预示着金价最差的阶段很可能已过，但回报最佳的阶段仍未来临。

综合以上判断，我们并不认为黄金价格触底，现在并非抄底的良机，但目前已经开始留意金价的变化，等待未来的建仓机会。

图表 21：对于黄金价格不同维度的分析结论

分析维度	结论
实际利率（价格影响因素的核心）	金价仍存在明显的下行空间
价格&技术面	回撤已经非常明显
资金流&仓位	仓位仍偏高，抛压远未被完全释放
相对估值	金的相对比价仍处于中偏高的水平
周期下的资产配置	最差的阶段已过，回报最佳的阶段未至

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼