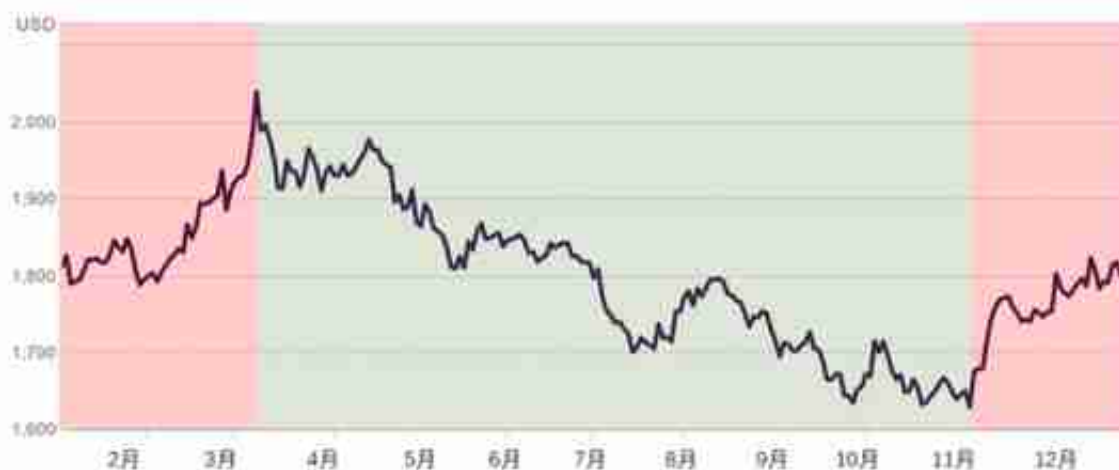


连平 植信投资首席经济学家兼研究院院长、中国首席经济学家论坛理事长

马吟辰 植信投资研究院研究员

图 1：2022 年黄金市场经历的三个阶段



图片来源：植信投资研究院

1、较强粘性的高通胀将继续推动金价上涨

黄金具有货币和商品双重属性。高通胀条件下大类商品价格上涨，黄金价格必然随之上涨。黄金又是典型的金融资产，有一定的流动性和支付功能及储藏功能。黄金是重要的“保值”工具，能够对抗通胀。长期来看，通胀水平和黄金价格之间有着较为显著的正相关关系，高通胀往往意味着较高的黄金价格。

数据显示，在美国通胀率高于3%的年份，金价平均上涨14%；在美国CPI平均同比高于5%的年份，金价平均回报率接近25%。

金本位制度结束后，黄金市场经历过两次十年左右的牛市，分别是1971年至1980年和2001年至2012年。在这两次黄金牛市中，高企的通胀都是推动金价上涨的最重要原因。尤其是上世纪70年代至80年代初，随着金本位制度瓦解，黄金与美元脱钩，两次石油危机遂推动通胀大幅走高，黄金市场经历了一轮近10年的大牛市，金价从不到40美元/盎司涨至850美元/盎司，涨幅超2100%

。当时美国CPI同比涨幅多次突破10%，在80年代初更是一度逼近15%。

图 3：金价与 CPI 间关系



图片来源：世界黄金协会，植信投资研究院

上世纪90年代中期开始，黄金价格和美国CPI之间的关系被打破。当时，美联储货币政策和通胀预期都出现了重要的转折，美联储在1995年将2%设为通胀目标。随着长期通胀预期的平稳，金价和通胀之间的正相关关系不再如80年代那么显著。但与此同时，货币供应量和金价之间开始显现出正相关关系。当M2增加的时候，通胀预期和风险升温会推动黄金的投资需求，而货币供应量增加和经济增长之间的关系又推动了黄金的消费需求。比如本世纪初的10年里，全球各国央行加大宽松力度对冲频发的经济金融危机和地缘政治风险带来的负面影响，导致市场流动性泛滥、通胀预期抬升、实际利率下行、美元指数走弱使得黄金进入大牛市。金价从2001年的250美元/盎司涨至2011年的1900美元/盎司，总涨幅达640%。当时美国M2从5.44万亿美元增至9.64万亿美元，增长超七成。

目前全球通胀仍处高位，美国2月CPI同比为6%，核心CPI同比为5.5%，受能源价格影响

，2月欧元区CPI同比增

速为8.5%，仍处在历史高位。

本轮全球通胀与上世纪70年代大通胀略有相似，由货币供给和结构性因素共同驱动。2008年金融危机后，欧美发达国家长期持续的宽松货币政策为通胀埋下

伏笔，2020年美联储和欧央行资产规模分别较上年扩张了约74%、45%；2021年扩表幅度达到了20%以上，广义货币同比增长分别为17%和7%。在贸易保护主义和自然灾害的双重影响下，全球产业链供应链安全稳定受到不断威胁，从而抬高了生产过程中的各项成本。全球人口老龄化的加速则会形成新的需求结构，对通胀具有推升作用。和上世纪70年代的大通胀相比，本轮通胀幅度有过之而无不及。相比当时黄金价格超20倍的涨幅，迄今为止的本轮金价涨幅显然过低，自2020年3月1451美元/盎司低位至今涨幅不到40%。即使以2019年1266美元/盎司低位计算，至本轮金价顶部2075美元/盎司，总涨幅也仅为64%。通胀对金价上涨的推动力仍有待进一步释放。

全球通胀出现了见顶回落的势头，新兴市场和发展中经济体的通胀率有所回落，发达经济体的通胀率虽仍在攀升，边际斜率则已明显放缓。但相对历史水平而言，全球通胀目前仍处于高位，美联储不得不在抑制通胀和防止美国经济陷入衰退之间找到平衡。紧缩货币政策虽然可以从需求端打压通胀，但疫情反复、地缘冲突、能源紧张、逆全球化、劳动力短缺等结构性因素使得供给端依然存在较大不确定性，可能扰乱通胀降温节奏。从货币供给视角看，本轮海外央行货币紧缩过程中，相比于大幅加息，开启缩表周期的时点较晚、力度相对有限，全球流动性收紧偏慢，市场流动性环境仍偏宽裕。在长期结构性因素的推动下，发达经济体通胀率低于2%的时代已经过去，高通胀持续的时间可能比大多数人预期的要长，甚至可能成为未来一个时期的常态。从历史上看，一旦通胀率突破5%的门槛，发达经济体平均需要10年时间才能恢复到2%。本轮高通胀主要原因之一是供给冲击，仅靠紧缩货币政策可能无法有效抑制通胀。随着主要经济体经济走向低迷，货币政策空间也在不断被压缩。因此，虽然2023年全球通胀有望总体放缓，但下行速度可能相对缓慢，直到2023年末仍处于相对较高水平，2024年能否回落至调控目标水平仍存在很大的不确定性。

2、波浪起伏的避险情绪对金价上涨带来阶段性刺激

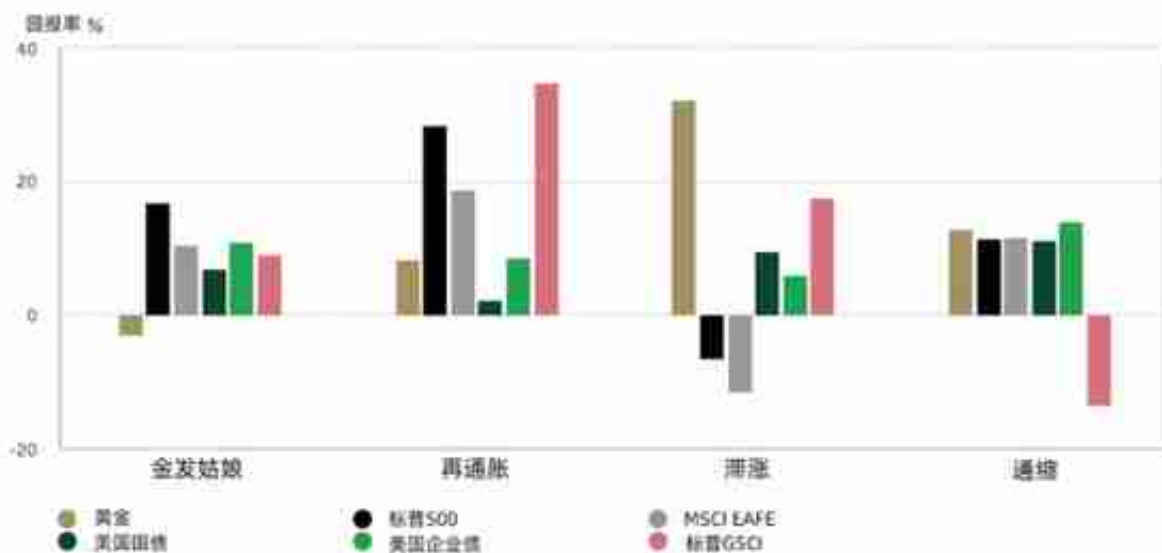
除了对冲通胀的“保值”功能外，黄金另一项广为人知的功能是“避险”。当经济预期变差，市场避险情绪上升，拥有长期稳定购买力的黄金就会成为避险的重要选择。

由于黄金以美元计价，美国与其它国家经济增速差是影响长期黄金价格的重要因素。

当美国经济增速相对较快，美元就会变得较为强势，从而压制黄金价格；相反

，美国经济增速相对较慢，美元走弱，则对黄金是利好。此外，对美国经济状况的信心也影响着黄金市场情绪涨跌。美元指数和黄金价格之间存在着比较明显的负相关关系，其背后重要的原因是市场对美国经济预期的变化。

图 5：不同环境下金价和其它资产表现比较



图片来源：世界黄金协会，植信投资研究院

除了较为长期的经济前景预期外，市场出现突发的风险事件时，黄金也往往是避险的第一选择。不过，当金融市场受到突发的剧烈冲击时，流动性收缩反而会使得投资者抛售持有的黄金来弥补其它资产的损失，此时金价可能会出现阶段性下降，避险功能难以清晰显现。但在短期的暴跌后，当市场流动性恢复，黄金价格通常就会因避险需求而被推高。2008年金融危机伊始以及2020年美国疫情爆发初，黄金价格都有过类似的暴跌。总体而言，市场突发风险事件对大类资产价格的影响往往更集中于短期，长期影响金价的因素更多体现在市场对经济增长预期以及货币政策预期的变化上。由于国际金价由美元计价，因此风险事件对金价的影响程度与其对美国经济的冲击程度和世界经济格局相关。只有对美国实际利率预期、美国经济增长以及世界经济格局产生较大冲击的事件才会对金价真正产生影响。比如2022年年初俄乌冲突爆发后，市场避险情绪一度将金价推高至2000美元/盎司上方，但之后随着美联储持续大幅加息，金价很快回落，出现了持续7个月的下跌。

近期，在美国硅谷银行事件影响下，金价出现了一波较为强劲的走势。一方面，硅谷银行破产事件产生的一系列连锁反应推动市场避险资金涌入黄金，推动

金价走高。另一方面，这一事件也改变了市场对美联储加息路径的预期，而这是去年以来黄金市场所面临的最大利空因素。

目前的种种迹象显示，美国经济正在下行并可能走向衰退。从通胀来看，美联储加息对通胀的抑制效果并不明显。在通胀居高难下和货币紧缩下，消费的进一步降温会影响企业利润，减少就业岗位，进而导致居民收入减少，在经济中形成负反馈。从服务消费来看，美国服务业预期转差，PMI持续下滑，美国经济的重要增长支撑点持续减弱。从就业市场来看，目前美国的失业率已经小于自然失业率，但产出缺口却依然存在，说明美国的劳动力短缺将会成为长期问题，从而持续成为制约经济发展的内在因素。而美国房贷利率上升则意味着购房者偿债压力加大，这将拖累居民消费，居民部门信用风险上行。供应链短缺造成的建筑材料供给不足也拖累了房地产投资活动。与此同时，由于高通胀、紧货币和俄乌战争，欧洲国家经济步入衰退的可能性很大，会对美国经济下行带来外生压力。一些前瞻性的指标也显示美国经济下行已然成势。如美国3个月期和10年期国债收益率利差一度扩大到40年来从未见过的水平，3个月期和30年期国债收益率差也持续扩大，纽约联储预测未来12个月内美国陷入衰退的可能性为57.13%。在过去56年中，每一次衰退可能性超过40%，未来12个月内均发生了衰退。自1948年以来，ISM制造业新订单指数跌破43.5，往往意味着美国经济将步入衰退。今年1月，ISM制造业新订单指数跌至42.5，创2020年中以来的最低水平。经济下行甚至衰退过程中往往风险事件会频出，避险需求会阶段性释放。叠加此次硅谷银行事件影响，如果市场对美国银行系统安全的恐慌情绪继续，并且促使美联储改变货币政策，那么无论是高企的通胀还是经济下行和金融危机带来的市场避险情绪，都将推动黄金价格走高。

3、美联储加息接近尾声可能推动金价进入新上涨周期

美联储货币政策是影响黄金价格的关键因素。美联储加息或降息会使得黄金持有成本增加或下降，对金价产生打压或提振的影响。美联储实施紧缩性货币政策，美元指数通常会被提振，鉴于负相关关系，黄金价格必然受到抑制，反之亦然。

从长期来看，每一次黄金熊市大都伴随着美联储加息，而每一次黄金牛市则大都伴随着美联储降息。

上世纪80年代，为应对美国极为严重的滞胀问题，美联储采取紧缩货币政策，其中自1983年5月至1984年8月连续15个月加息，期间M2增速持续下滑，金

价在1980年至1985年间下跌近70%，从850美元/盎司跌至280美元/盎司。本世纪初，由于美国经济迅速下滑，美联储自2001年至2003年间连续降息13次，金价在此期间上涨超60%，从250美元/盎司涨至420美元/盎司。此后在2008年金融危机爆发后，美联储分别在2008年、2010年和2011年实行QE，金价自2007年至2012年上涨超200%，从610美元/盎司涨至1900美元/盎司。

图 7：央行需求



图片来源：世界黄金协会，植信投资研究院

而当全球经济面临衰退风险、美元表现疲弱、市场需要多样化工具时，黄金的独特价值就会凸显。近几年黄金受到各国央行青睐的背后，正是全球“去美元化”进程的加速。自2010年以来，各国央行从黄金净卖家变成了黄金净买家，央行购金量在黄金总需求中的占比一度稳定在10%至20%。而在2022年，全球央行购金总量创下55年新高，来自央行的黄金需求在总需求中占比大增至近30%。

中国人民银行也自2019年9月以来首次增持黄金储备，至2023年3月已连续五个月增持黄金储备，总计增持近386万盎司。

俄
乌冲
突爆发后
，俄罗斯受到西方

国家制裁，进一步凸显了美元霸权问题，

“去美元化”进程的加速变得更为明显，很多国家都在寻求美元之外的选择。去年9月，俄气公司宣布与中石油签署了使用卢布和人民币结算对华供应天然气的过渡协议，印度也已经在与俄罗斯的经贸中开始使用卢布、人民币等非美元货币进行交易。土耳其也在与俄经贸中开启了非美元货币的进程。今年2月，巴西和阿根廷宣布，双方将推进有关南美洲共同货币的讨论。伊拉克中央银行公布的最新改善外汇储备措施中，则包括允许以人民币直接结算该国对华贸易。这些都表明了美元在国际货币体系中的地位正在日渐削弱。国际货币基金组织(IMF)数据显示，2022年二季度美元在全球外汇储备中的份额为58.8%，是1995年以来的最低水平，2001年时美元的占比曾一度高达72.7%。

由于“美国优先”、“唯我独尊”、“长臂管辖”、滥发货币和债台高筑等政策导向和举措从根本上动摇了美元信用，当前和未来一个时期，美元主导的国际货币体系将持续面临“去美元化”的挑战。3月末，巴西与中国达成了一项协议，不再使用美元作为中间货币，而是会使用本币进行贸易。中国海油则与道达尔能源完成了国内首单以人民币结算的进口液化天然气(LNG)采购交易。东盟各国财长和央行行长正式会议的首要议题就是讨论如何减少金融交易对美元、欧元、日元和英镑的依赖，转向以当地货币结算。而4月初，印度和马来西亚已同意用印度卢比进行贸易结算。这种货币体系多元化的局面已经一发而不可收拾，未来将会持续发展。

在这种情况下，作为全球公认的一般等价物的黄金，其拥有的部分货币功能将会强化，从而填补美元后撤后国际货币体系一定程度的“真空”。在黄金的相关功能上，已出现了充当支付媒介的个例。例如，近期加纳政府宣布，要求该国矿企将其黄金产量中的20%以本币塞地出售给该国政府用于进口石油。这一举动相当于以非美元支付方式购买能源。伊朗央行和俄罗斯则准备合作推出以黄金背书的稳定币，该稳定币预计将取代美元、卢布和伊朗里亚尔，成为两国外贸交易的清算货币。俄罗斯财政部也在不久前宣布，上调国家财富基金中对黄金和人民币持有的上限，分别从20%和30%上调至40%和60%，并且今年将清空欧元份额，只保留黄金、人民币和卢布。

可见，在“去美元化”大背景下，由于国际市场上未来很长时期内美元的地位将进一步削弱，同时替代美元的货币一时难以出现，黄金就会在较长时期内成为很多国家央行储备资产的第一选择，黄金的储备和支付结算功能将会进一步增强。未来较长时期内，全球央行的购金趋势将会继续，成为黄金市场需求增

长的风向标，持续对金价带来支撑。

世界黄金协会数据显示，截止到2022年四季度，全球各国央行的黄金储备总计35494吨，在外汇储备总量中占比不到14%。尽管近几年全球央行大幅增持黄金储备，但仍有大量黄金储备比例非常低的国家。全球央行中，黄金储备占外汇储备比重不到10%的国家占比近60%。这些国家如果都将黄金储备占比提升至10%，那么意味着总计超1.1万吨黄金的需求。从黄金供应量来看，2022年全球黄金矿产量总计3611吨，也就是说，即使矿产黄金全部出售给各国央行也需要约三年的黄金矿产量才可能满足需求。总体而言，在去美元化的大趋势下，由于目前尚无能取代美元的货币出现，各国央行对黄金的需求预计将持续增长。

5、黄金市场正在酝酿中长期向好趋势

2022年黄金市场先扬后抑，先因为通胀高企被推升，此后又因为美联储加息而被打压走低。进入2023年，随着货币政策转向可能到来，美联储加息对黄金的影响将逐渐减弱，保值、避险和全球央行增持需求等因素的影响将增强。尤其是美联储货币政策、银行业危机和经济衰退风险带来的避险需求三大因素将对黄金市场产生较大的综合性影响。如果美联储继续加息，虽然利率走高对金价有所打压，但美国金融危机和经济衰退的风险将推升黄金的避险需求；而如果美联储停止加息或者转向宽松，那么高企的通胀则会对金价走高带来推动，而避险需求和央行购金行为则有可能导致金价阶段性上涨。这三者之间的互相牵制和此消彼长将很大程度上左右黄金市场走势。

总体而言，2023年黄金市场面临的是已大有改善的宏观环境，依然高企的通胀、国际银行业危机、发达国家经济下行风险和多国央行稳固的实物需求都将为金价提供支撑，而美联储政策可能的转向及其预期则意味着金价转势的窗口及其上行空间。

短期来看，由于美联储货币政策的不确定性依然存在，美元指数仍有阶段性冲高的可能，市场支持金价持续上涨的动力可能仍需要时间继续积蓄。但可能出现的金融风险“黑天鹅”事件和国际货币体系的多元化可能推动金价出现阶段性上涨。

中期来看，如果美联储停止加息甚至转向宽松，那么黄金市场向好的预期就会变为现实，金价有望有效突破2000美元/盎司关口，并有可能向上方扩展；如果美联储继续加息，市场对货币政策转变的预期出现变化，那么金价上行将遇阻。由于目前通胀仍处于高位，且美国经济也未摆脱衰退风险，尤其硅谷银行关闭这样的风险事件爆发推动避险需求，因此黄金市场下跌空间将会较为有限。2022年11月近1600美元/盎司水平将是一个重要底部支撑。如果美国经济表现良好，衰退风险远去且通胀预期开始走低，再叠加美联储紧缩货币政策，那么黄金市场可能大幅承压，2019年以来的上行趋势将面临巨大考验，但这种情况出现的概率很小。相反，在美联储货币政策向松转向、美元指数下行、金融风险事件频发以及去美元化情况下，黄金价格在波动中上行的可能性较大。

长期来看，在一系列有利因素的支持下，黄金市场上行趋势难以根本改变，并可能会进一步增强。尤其是全球货币体系中“去美元化”趋势变得越来越明显的背景下，黄金在国际储备中的地位将逐步上升；在尚未出现可取代美元的稳定国际关键货币之前，黄金独特的货币金融属性将推动金价长期向好。