

# 关于实际利率对金价影响的研究

研究咨询部 周古玥


2020年9月

# 目录



1. 黄金价格分析主线是什么  
——实际利率

2. 当前影响实际利率的  
主要因素是什么  
——通胀预期



3. 黄金未来怎么走



# 金价分析的主线：实际利率= 名义利率-通胀预期

- 黄金是一种无息资产，其定价主线是持有成本（机会成本），即实际利率。

名义利率最佳观测指标：10年期美债利率

金价

通胀预期最佳观测指标：10年期TIPS债券隐含



实际利率

10年期美债利率

名义利率

10年期TIPS债券隐含

通胀预期



- 避险资产
- 风险资产定价之锚

# 通胀预期：用TIPS通胀保值债券计算得到

- TIPS 债券由美国财政部发行，是目前全球规模最大的与CPI挂钩的债券
- TIPS债券能起到抵御通胀风险，本金会随着CPI通胀率上升而提高，利率为实际利率
- TIPS债券隐含的通胀预期是市场交易未来通胀预期的结果，是情绪反应和价格发现的高频指标



# 通胀预期与通胀存在区别

通胀预期：TIPS通胀保值债券隐含



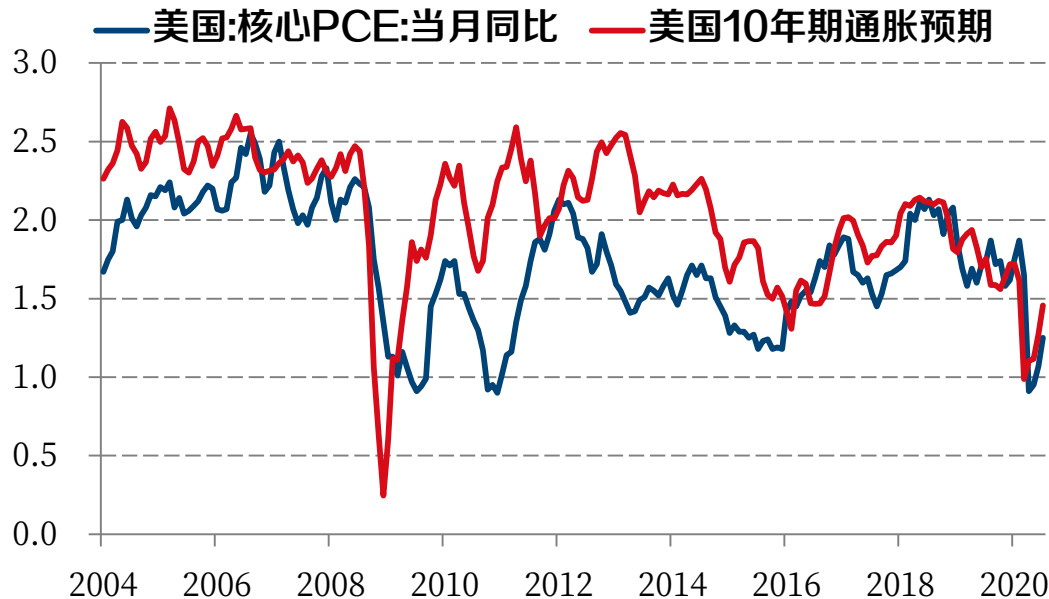
“  
狼  
来  
了  
”

通胀：CPI，PPI，PCE物价指数



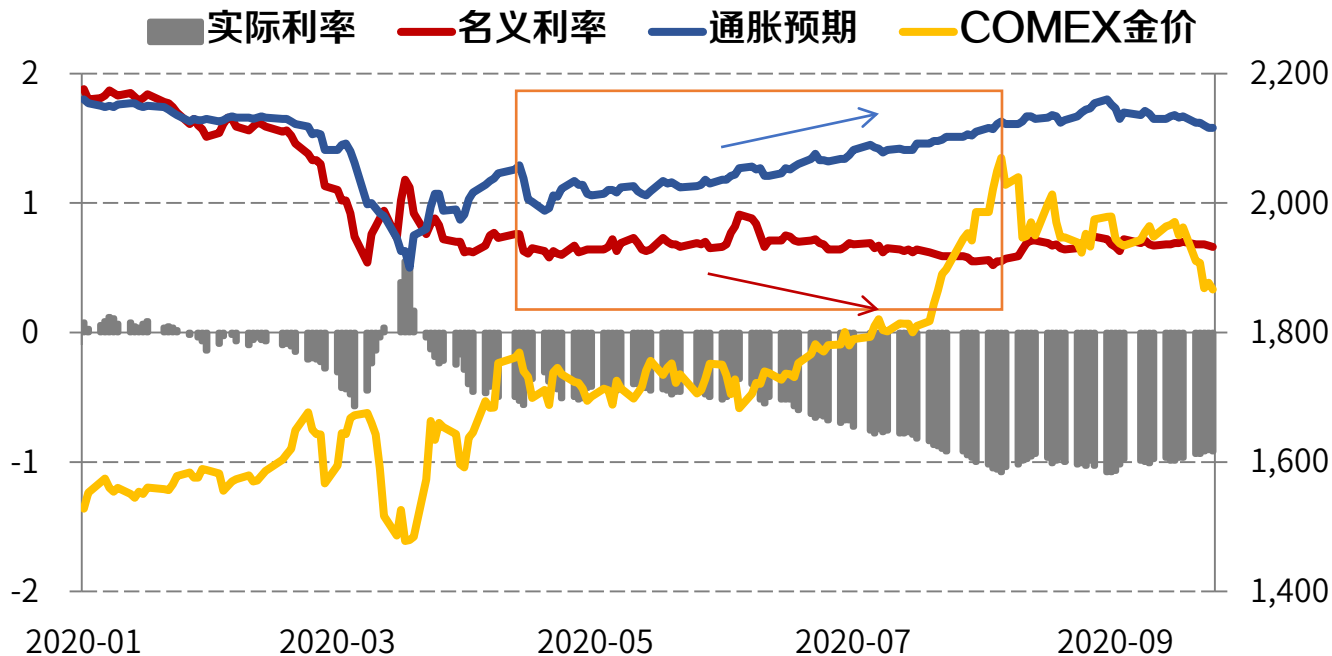
狼

- 通胀预期与通胀往往同向变动，但节奏上通胀预期更领先
- 通胀预期交易更为频繁，能传递更多市场信息



# 近半年来，实际利率与金价负相关

- 实际利率= 名义利率-通胀预期，是投资的实际无风险收益率，即机会成本
- 无外部扰动时，名义利率和通胀预期同向变化，存在负反馈
- 2020年Q2：通胀预期回升与下行的名义利率背离，带动实际利率深度走负，引导金价走强



# 过去50年，实际利率与金价也基本呈现出负相关



- 过去50年大部分时间，实际利率与金价呈现负相关关系
- 重大政治事件可能干扰美元而影响金价，但多极化格局下，金价走势仍将主要由实际利率主导
- 最近20年，实际利率成为黄金主要交易逻辑，解释力度上升

	滞涨期 1972-1980	大缓和期 1980-1985	广场协议 1985-1988	美元崇拜期 1988-2000	流动性宽松期 2000-2011	回调震荡期 2011-2018
通胀	<ul style="list-style-type: none"> <li>石油危机</li> <li>美国经济滞胀</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>经济复苏</li> <li>低油价低通胀</li> </ul>	经济增长动力减弱，实际利率下行	<ul style="list-style-type: none"> <li>信息技术革命</li> <li>经济复苏低通胀</li> </ul>	通胀预期抬升	实际利率上行，震荡持稳
名义利率	货币宽松	货币紧缩	货币宽松	货币紧缩	货币持续宽松	
美元指数	资本外流	拉美债务危机 推升美元	美元急速贬值	局部政治事件下的美元崇拜	美元主权信心受损	美元指数上行

数据来源：WIND 国信期货

# 实际利率与金价的负相关关系增强

- 金价与实际利率负相关，2008年后拟合度进一步升高



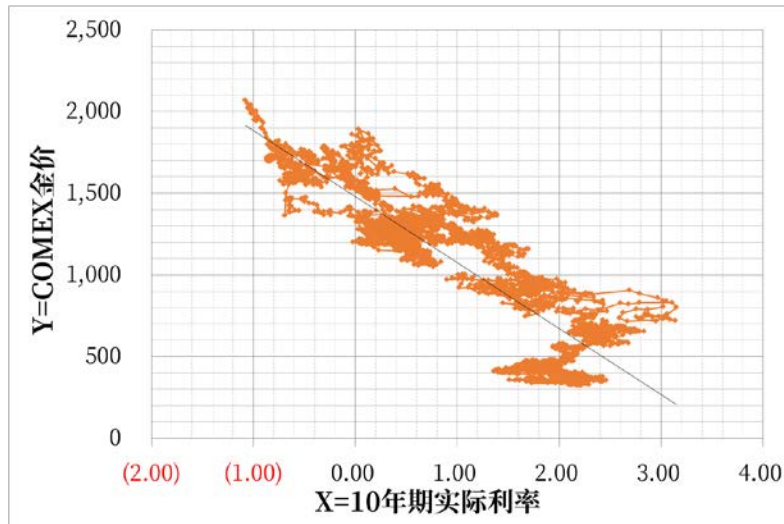
数据来源：WIND 国信期货



# 统计上，金价与实际利率也呈现负相关关系

- 实际利率对分析金价有很强的指导作用

回归统计	
Multiple R	0.88315319
R Square	0.77995956
Adjusted R Square	0.77990927
标准误差	196.232826
观测值	4378



	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
Intercept	1480.10393	4.395661	336.7193	0	1471.486205	1488.72165	1471.4862	1488.721646
X Variable 1	-404.1148	3.244751	-124.544	0	-410.4761501	-397.75344	-410.47615	-397.753443

# Part2

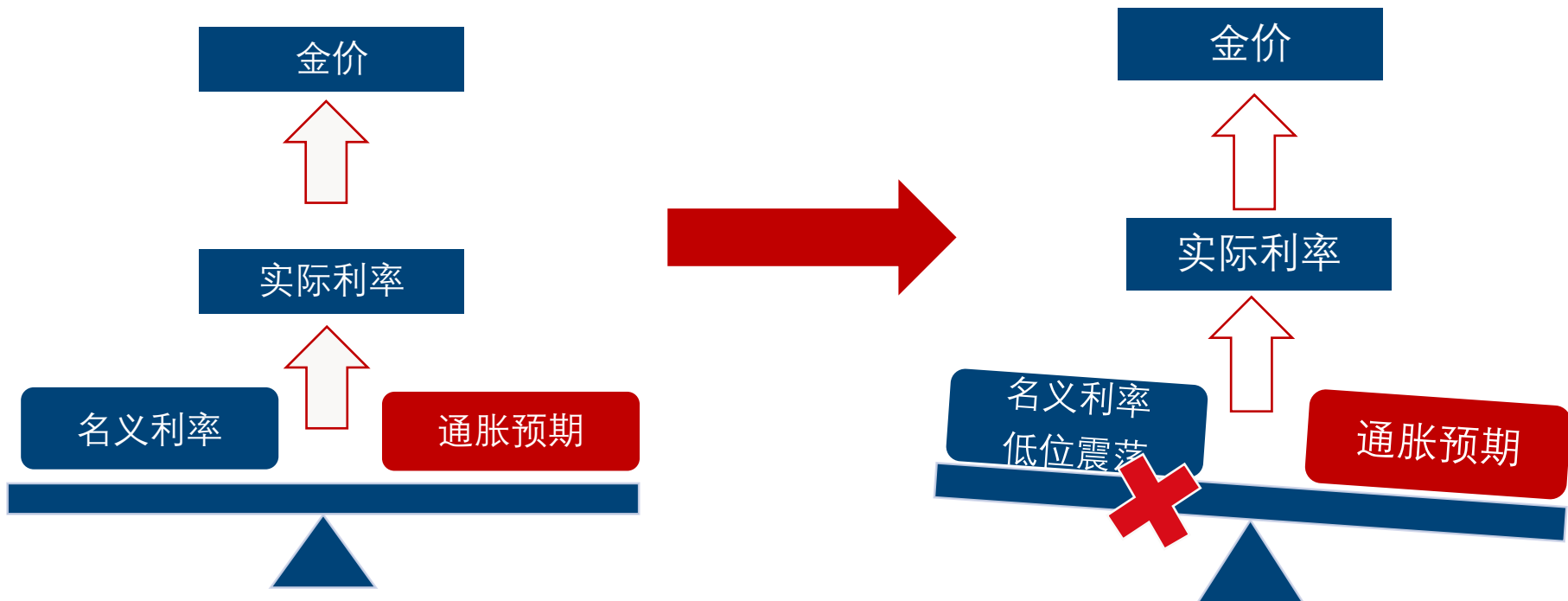
## 第二部分

1. 黄金价格分析主线是什么  
——实际利率

2. 当前影响实际利率的主要  
因素是什么  
——通胀预期

3. 黄金未来怎么走

# 当前影响实际利率的主要变量——通胀预期



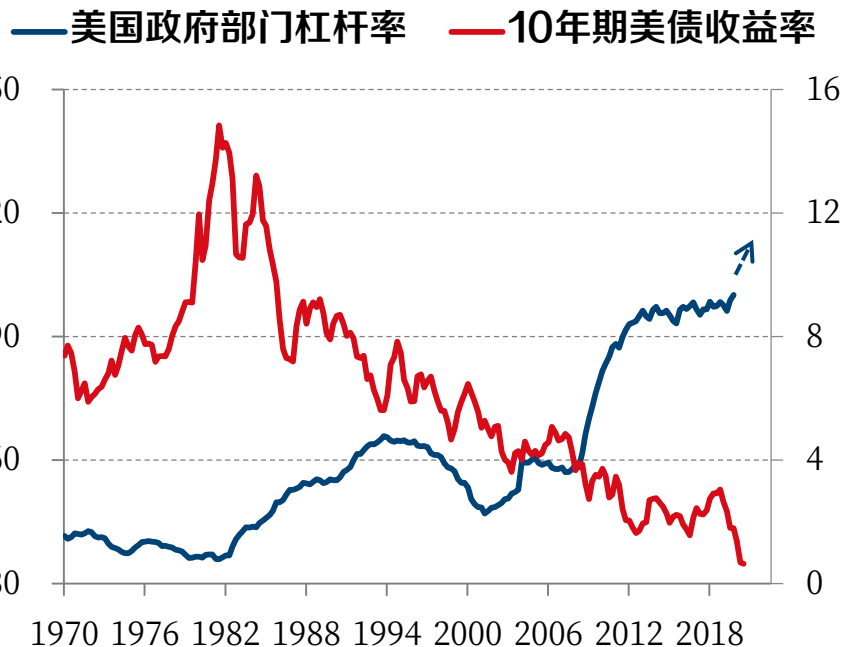
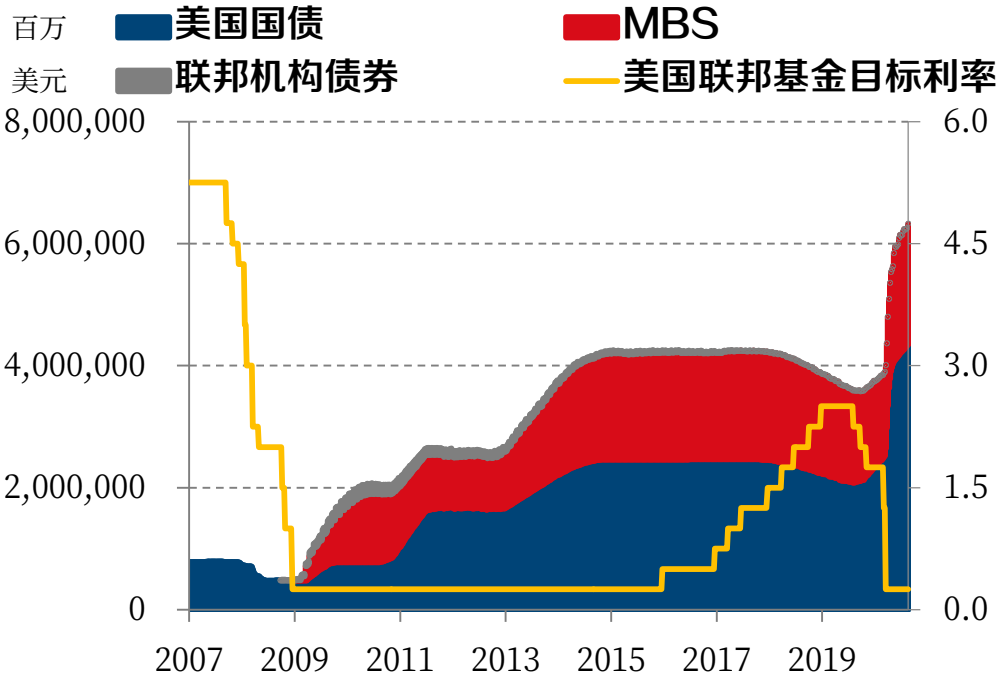
# 名义利率：政策“手”压制下，大概率维持低位震荡



- 反对负利率：可能引发副作用外溢
- 美债在全球风险资产定价中有特殊的地位



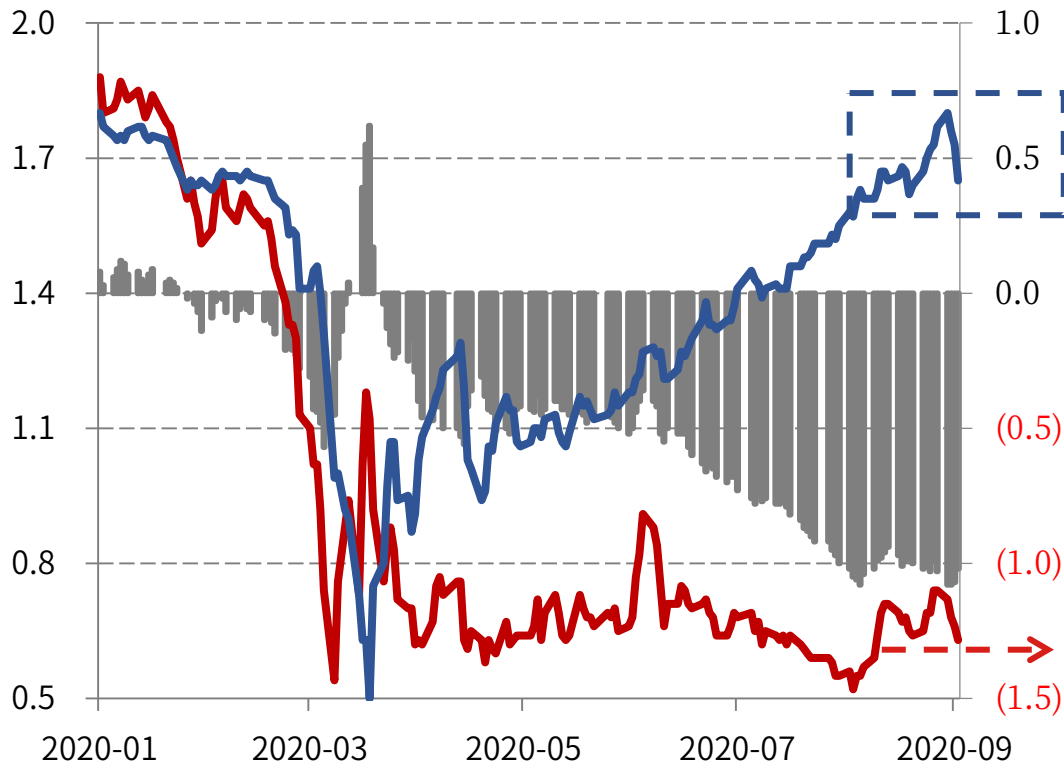
- 政府部门高杠杆压力
- 低利率成为美联储和国会减轻债务成本的共同诉求



数据来源：WIND 国信期货

# 通胀预期主导过去半年实际利率的走势

实际利率 名义利率 通胀预期



金价

实际利率

名义利率  
低位震荡

通胀预期

# 当前影响实际利率的主要变量——通胀预期

金价



实际利率

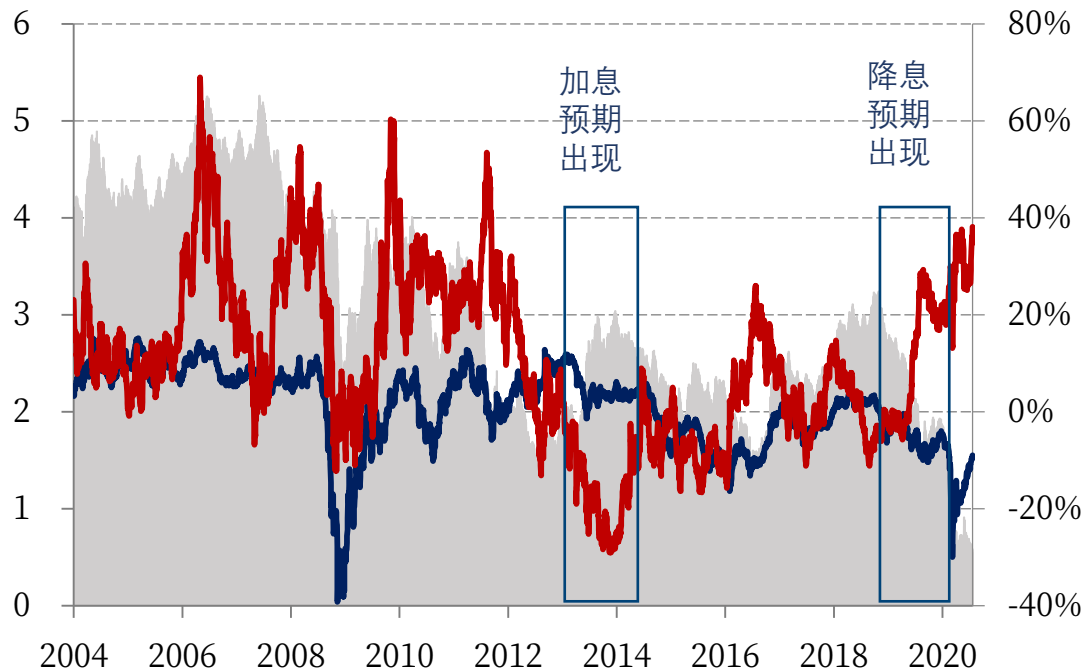


名义利率  
低位震荡



通胀预期

■ 名义利率    — 通胀预期    — 金价同比增长率

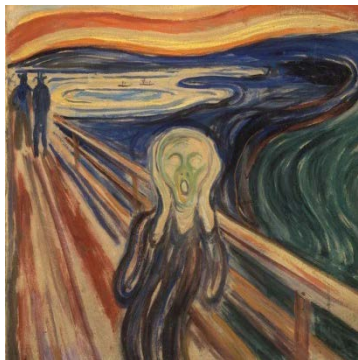


数据来源：WIND 国信期货

免责声明：本报告以投资者教育为目的，不构成任何投资建议。

# 通胀预期超出通胀现实，引发市场关注

通胀预期：TIPS通胀保值债券隐含



“  
狼  
来  
了  
”

通胀：CPI，PPI，PCE物价指数



狼

- 通胀预期的2个来源：
  - 实体经济：需求复苏的预期
  - 货币：央行放水带来的流动性



- 放水会导致通胀预期上升，但未必会带来通胀
- 放水是引发通胀的必要条件而不是充要条件
- （1）消费信心不足降低货币流速（2）美债收益率曲线不够陡峭  
→2020年货币宽松无法顺畅转化为真实购买力，信用无法完成扩张
- 黄金的金融属性决定了与通胀预期联系更为紧密
- 随着流动性泛滥而获得价格推升，随着通胀预期回落而下跌

# 新货币政策框架下，通胀预期回升再次成为焦点

- Jackson Hole全球央行年会，鲍威尔宣布货币政策框架调整，是2012年以来最重要的政策框架调整
- 继续维持低利率，“平均通胀制”下允许通胀超调
- 市场此前对通胀目标放宽的政策预期推动金价上涨



实际利率

=

名义利率

-

通胀预期





# 新货币政策框架下，通胀预期回升再次成为焦点

- 综合美联储官员和市场观点：预期美联储可能会容忍2.25% - 2.5%的通胀预期，上限较前期上调0.5%
- 目前的通胀远未达美联储目标，距目标仍有距离
- 9月利率决议中鲍威尔表述保守，对高通胀容忍度低于市场预期，但通胀预期目标上升不改




# Part3

## 第三部分



1. 黄金价格分析主线是什么  
——实际利率

2. 当前影响实际利率的  
主要因素是什么  
——通胀预期



3. 黄金未来怎么走



# 实际利率趋势下行，将为金价提供增长空间

实际利率是分析  
金价主线



通胀预期  
未来大概率抬升



实际利率  
还将进一步回落



黄金仍有  
上涨空间

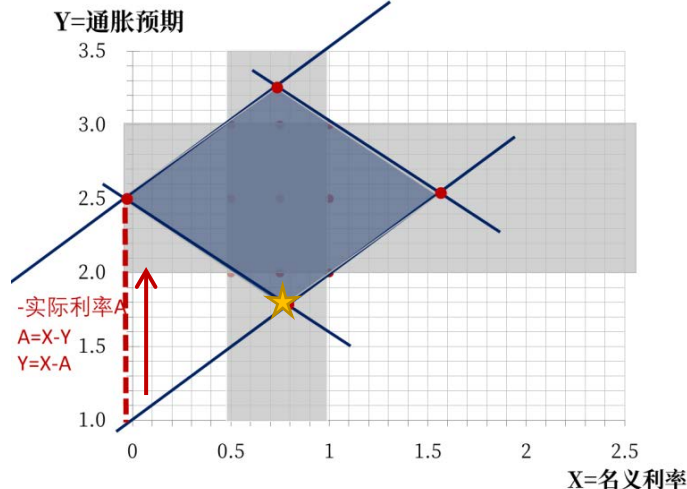
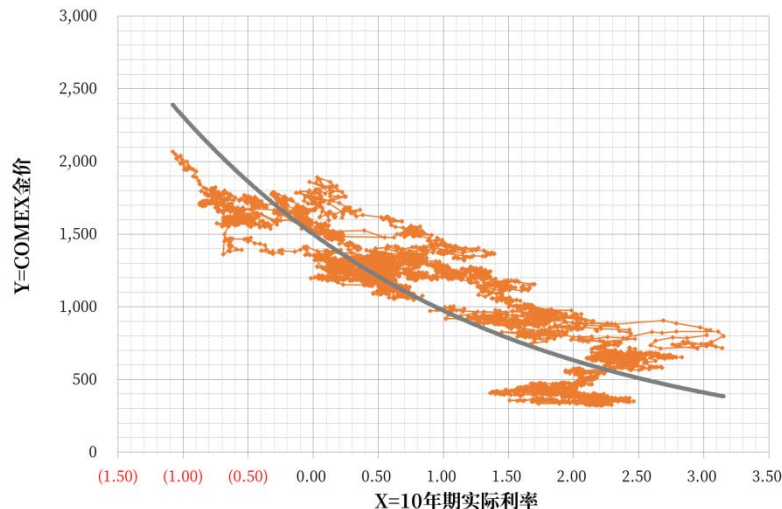
政策手压制名  
义利率



- 实际利率下行对金价边际影响增强

- 名义利率 0.5~1%
- 通胀预期上限2%~3%

→实际利率未来预计将分布在-2.5%~-1%之间



# 通胀预期未来情景推演

最坏的情况没有出现，通胀预期上限提高  
黄金价格的反弹仍有充足空间！



- 风险点：通胀预期上升趋势逆转，导致实际利率回升的情景推演



## 美联储释放紧缩信号

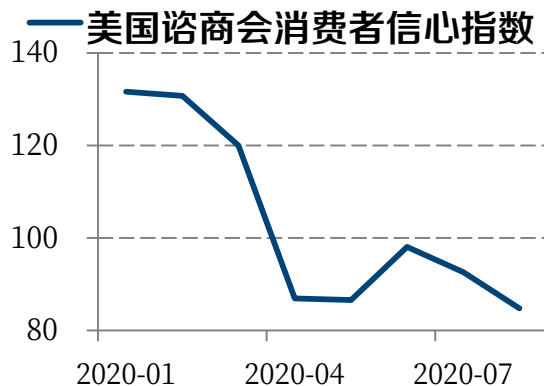
不再忧虑通缩风险  
开始考虑加息



## 实体经济释放信号

经济一蹶不振  
陷入长期萧条

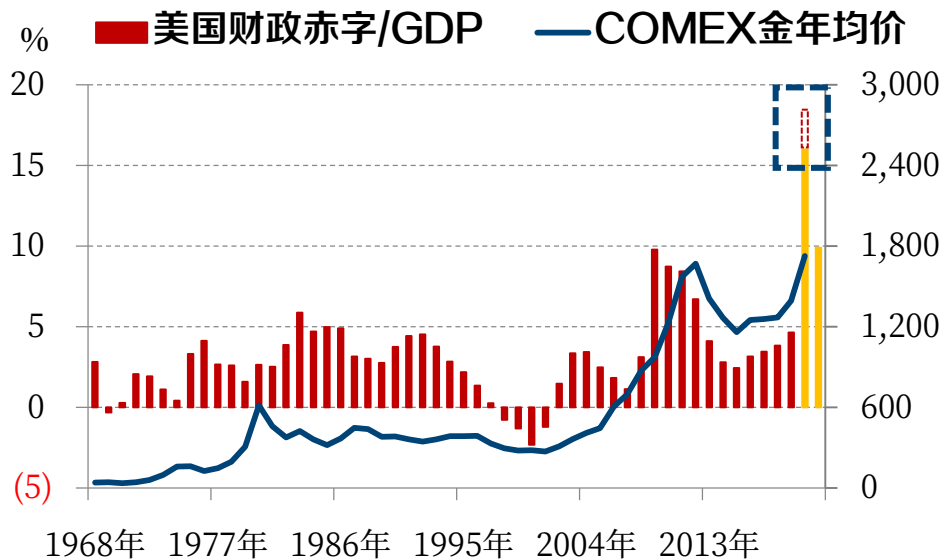
- 现阶段：财政刺激药不能停



数据来源：WIND 国信期货

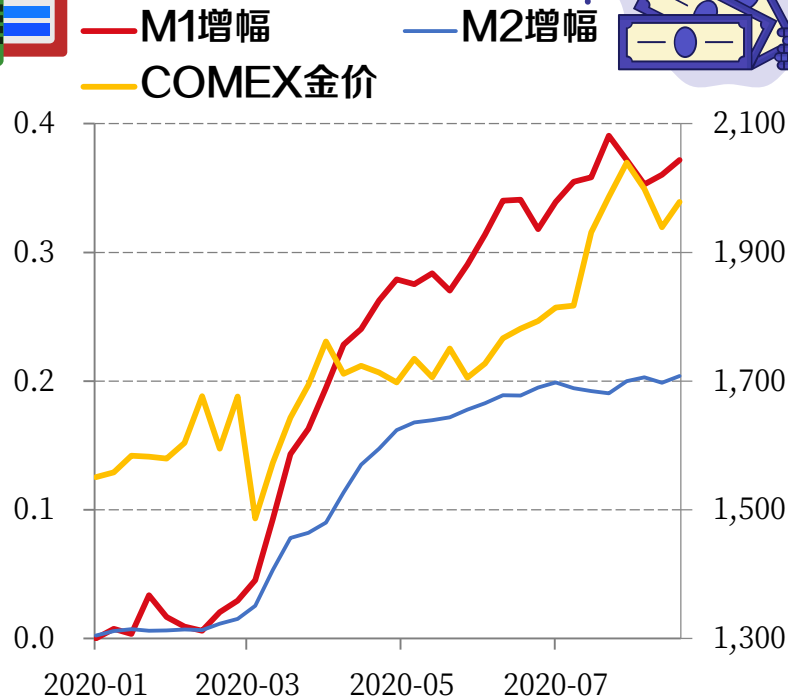
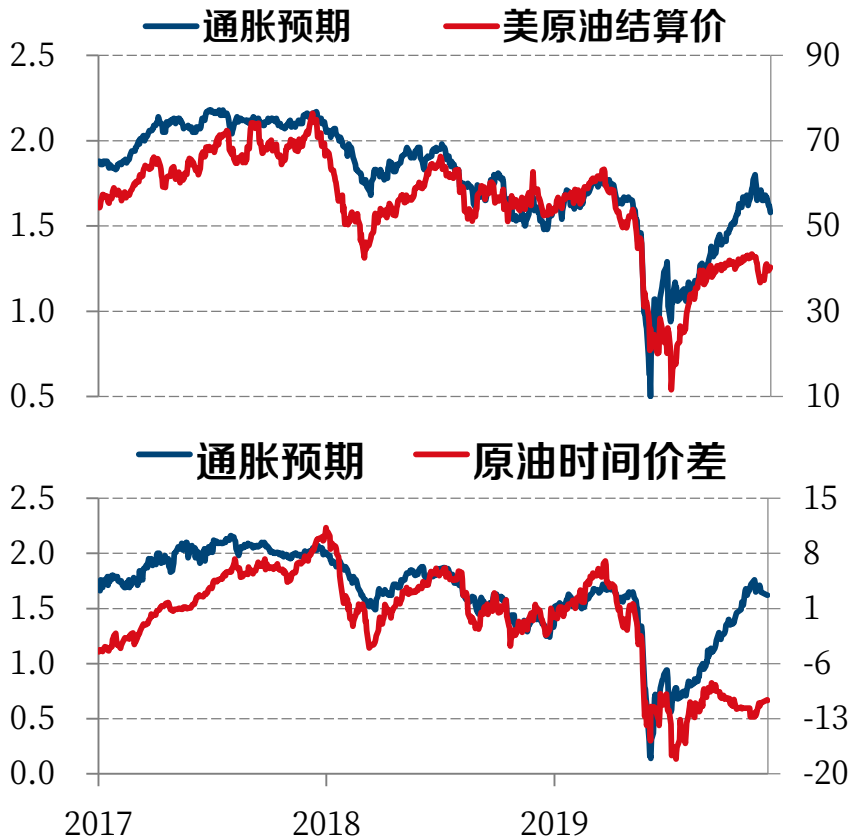
# 推动通胀预期回升的动力仍在，仅为程度上的削弱

- **最初通缩忧虑：**短期内对通缩的担忧，将给未来带来通胀风险（即通胀预期）
- **名义利率降无可降：**允许高通胀，用“通胀税”鼓励实体经济消费和投资
- **天量债务：**赤字和资产负债表规模高企成为美联储允许高通胀的动机美国国会预算办公室下调政府预算赤字，对贵金属上升空间形成部分削弱

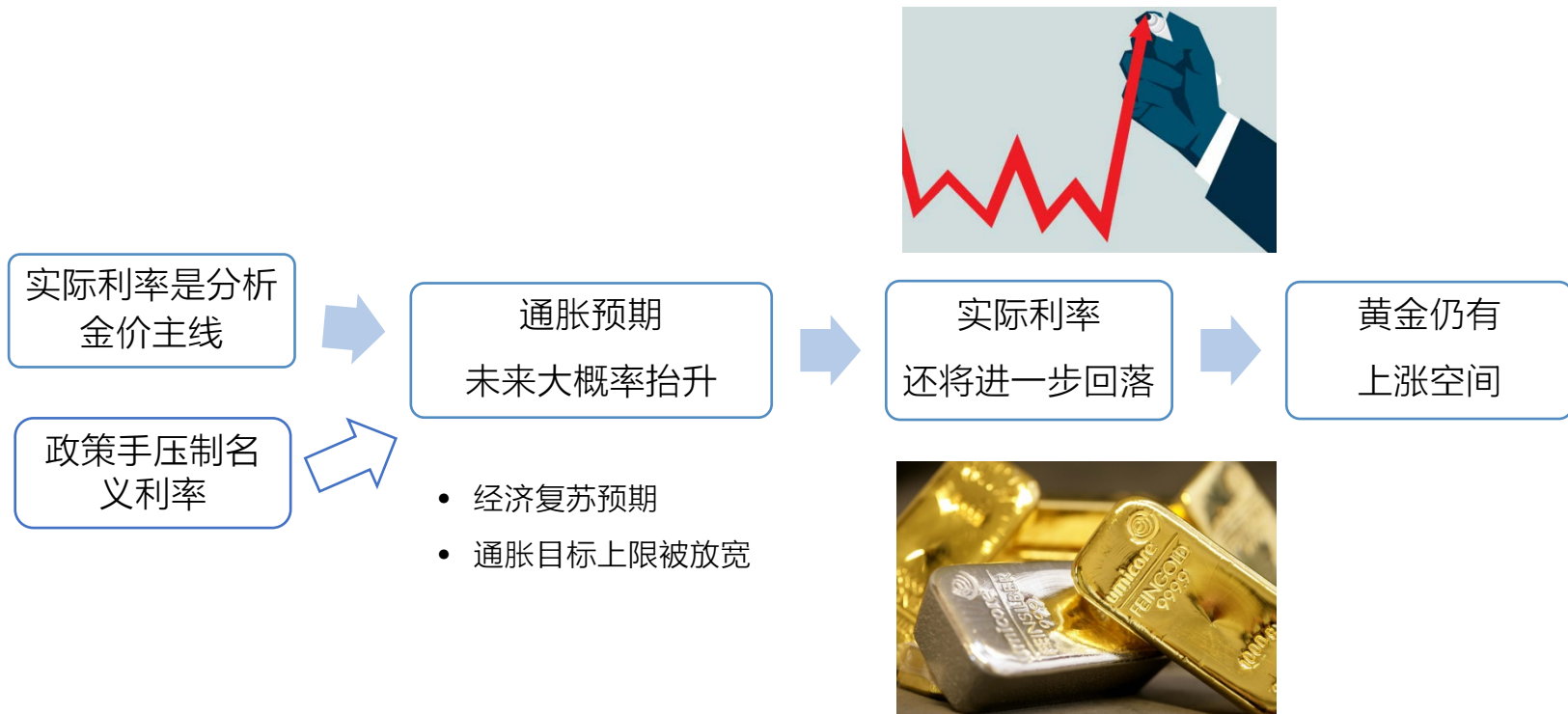


数据来源：WIND 国信期货

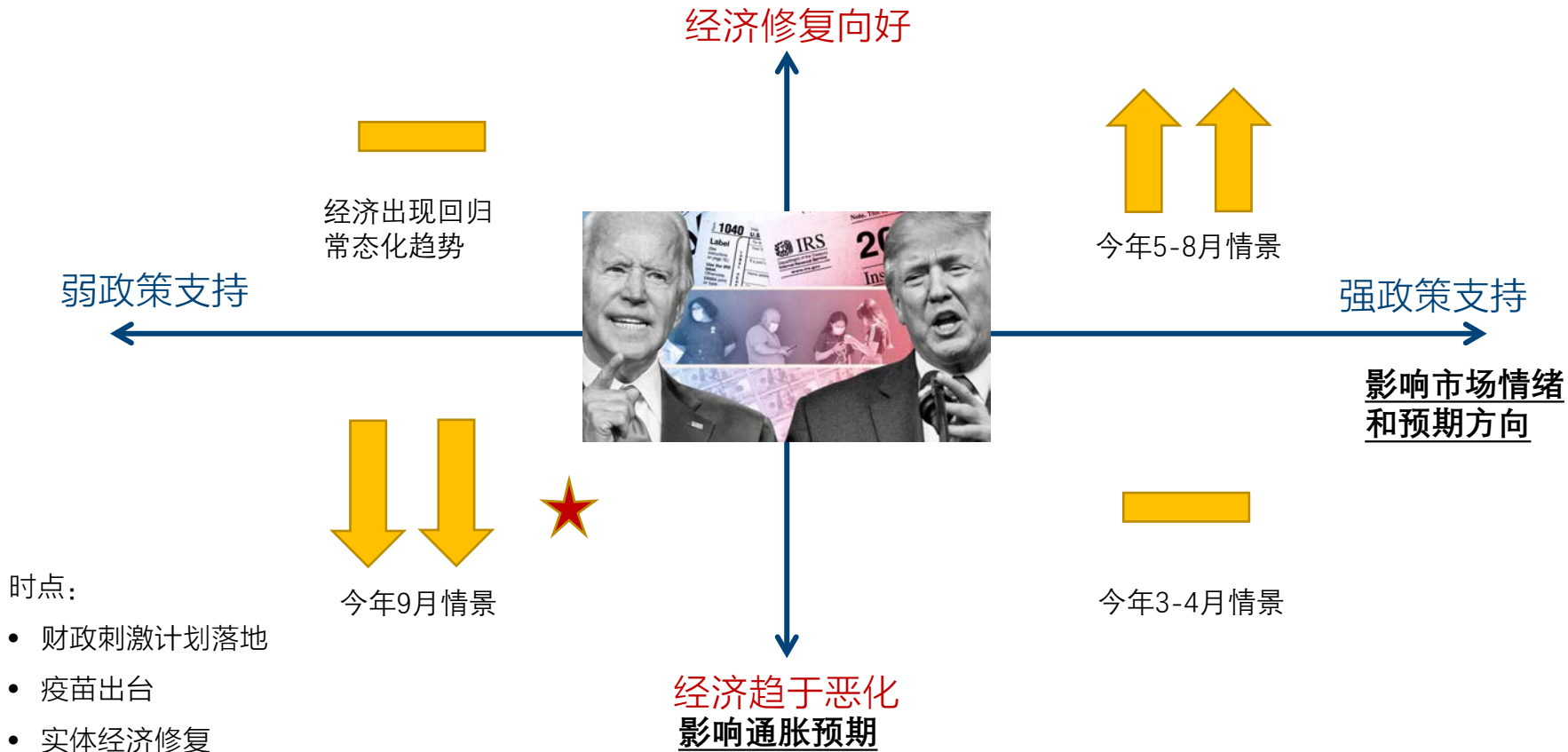
# 指标印证：通胀预期或存回调反复，回升速率将放缓



# 长期视角，黄金和通胀预期仍有再度回升的空间



# 短期视角，多重不确定性叠加，贵金属波动加剧





# 长期视角，黄金和通胀预期仍有再度回升的空间



## 重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为投资者教育用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

感谢观赏

Thanks for Your Time