



2022年3月25日

黄金定价：通胀为帆的现实及历史依据

——“通胀为帆，迷雾探金”系列报告（一）

✍ 王蓉 投资咨询从业资格号：Z0002529 ✉ wangrong013179@gtjas.com
✍ 刘雨萱（联系人） 从业资格号：F03087751 ✉ liuyuxuan023982@gtjas.com

报告导读：

在美联储开启加息周期的重要节点上，错综复杂的政治与经济背景似乎使得贵金属有所偏离于传统实际利率定价框架，一路高歌猛涨至 2078 美元/盎司的历史次高位，后续金价能否延续辉煌？本文是贵金属“通胀为帆，迷雾探金”系列报告首篇，讨论了黄金目前主要由通胀主导的现实与历史依据。

我们的观点是：黄金短时在通胀支撑下仍将维持高位震荡，下方支撑坚实。后续价格重心能否下移，则取决于通胀何时缓解，以及经济会给出正反馈还是负反馈。策略上可以选择逢低做多。

3月17号，美联储正式宣布开启加息周期，25bps如期落地。通过对近期美债收益率以及黄金价格的跟踪，发现名义利率的上行对黄金的影响已经相对钝化，甚至实际利率和黄金之间的强负相关性都阶段性有所弱化。我们认为，通胀在目前黄金的定价当中扮演了前所未有的重要角色。

回顾历史上名义利率向上、通胀预期处于 2%以上高位的情况，直观来看，我们发现当上述情况出现时，黄金上行的概率并不低。即使这些阶段中，名义利率上行速度快于通胀上行速度（通胀预期往往处于高位震荡）使得实际利率向上，黄金依旧录得不错的涨幅。

鉴于美联储的货币政策往往是落后于曲线的（Behind the curve），这意味着当实际通胀预期高于某一临界水平的高值时，通胀显著超过通胀目标，一般而言美联储很难通过收紧货币遏制。这主要可以从两方面进行解释，一方面，一旦通胀脱离通胀目标，会极大冲击居民的通胀预期，形成较强烈且难以扭转的通胀惯性。另一方面，由于央行仍然会考虑到对其他经济变量的伤害，难以真正地“全力对抗通胀”，更何况在俄乌事件的扰动下，欧美实施对俄制裁对其本身经济环境也会造成一定影响，3月FOMC加息从50bp缓和至25bp就是一个很好的佐证。所以，一旦实际通胀预期高于某一临界高位水平，例如美联储锚定的长期通胀目标2%，将成为对黄金有利的通胀环境。

此时，黄金可能会阶段性地无视名义利率上行更快带来的实际利率的上行压力，价格重心跟随通胀而持续维持高位。破局之解何在？唯有通胀压力显著缓解、通胀预期明显下行至2%附近或以下，黄金才会从高位回落进行补跌，以名义利率和通胀预期变化快慢所影响的实际利率与黄金的负相关性将再度回归。我们将在系列报告中的第二篇详细论述，美国的通胀走到了哪里、何时回落，以判断黄金下行拐点。

(正文)

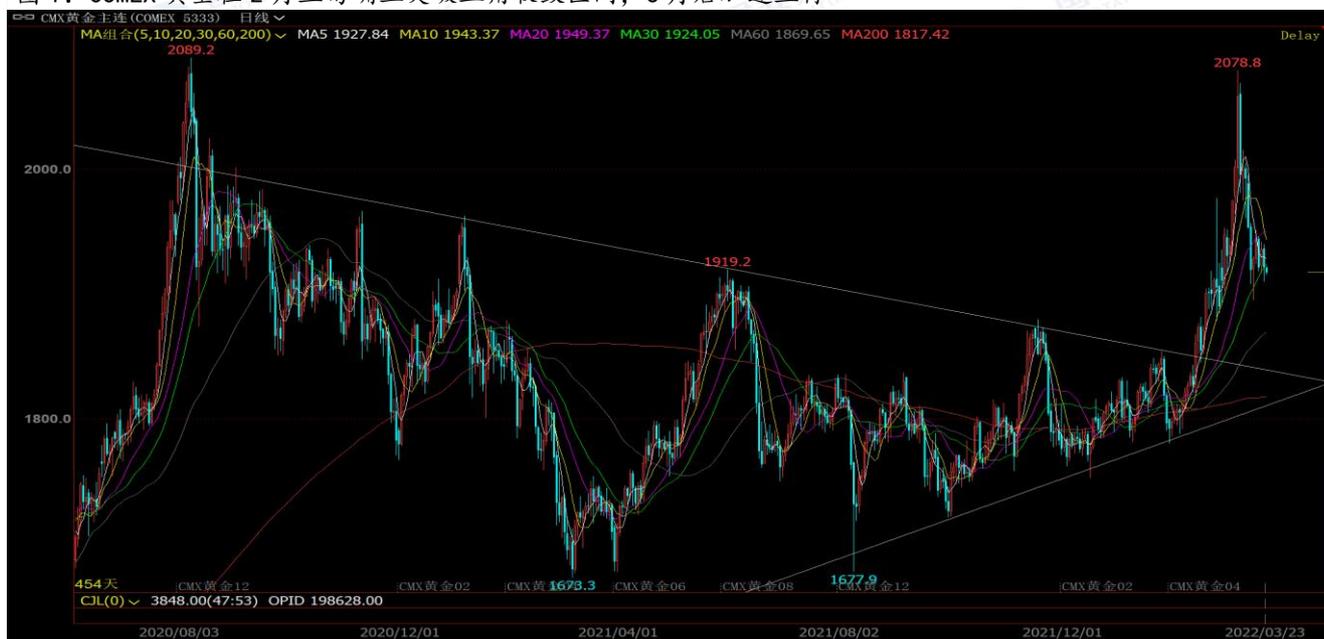
1. 名义利率弱化现端倪，通胀预期支撑渐凸显

3月17号，美联储正式宣布开启加息周期，25bps如期落地。经济预测摘要中大幅上调了通胀预测，下调了经济预期，同时利率点阵图显示加息中位数提高至7次，这表明了俄乌冲突所带来的全球油价上涨及全球供应链中断进一步催化了美联储对于货币刺激的收缩力度。但显然黄金彼时已经较为充分地 price in 了此次会议的紧缩程度，会议结束之后，美债收益率一度飙升，黄金也走出了短时跳水的资产表现，但是黄金很快就收复了此前跌幅，走出了v字反转的形态，最后以收涨结尾。

如果说3月FOMC仅仅是“前菜”的话，鲍威尔最近释放的信号很明显是为“正餐”铺垫。3月21日，鲍威尔在美国全国商业经济协会（NABE）年会上明确表示，由于强劲的劳动力市场以及过高的通胀，未来可能会在一次或多次会议上用加息超过25个基点来采取更积极行动。在市场已然将一年加息7次、一次25bp作为基准情况下，这样的发言无疑是鹰派的，但是市场反应却略显反常，在5年期、10年期美债收益率快速飙升至3年新高之时，黄金不跌反涨，依旧维持在较高位置。

而再回首最近1个多季度，这样的情况并不是偶然。2021年11月至2022年2月，美联储从Taper开始正式迈出紧缩步伐，持续创新高的通胀数据以及向好的就业环境使得市场加息预期不断前置，一度3月加息预期达到50bps，在通胀预期高位波动之时，实际利率也显著上行。然而在这期间，黄金却未能对标实际利率而重心下移，表现出了明显的抗跌属性。尽管在每次紧缩信号释出时均有短时的跳水下滑，但是随后都会缓慢爬升，比起“阶梯式”下行，反而呈现“锯齿形”震荡上行走势。

图1: COMEX黄金在2月上旬确立突破三角收敛区间, 3月后加速上行



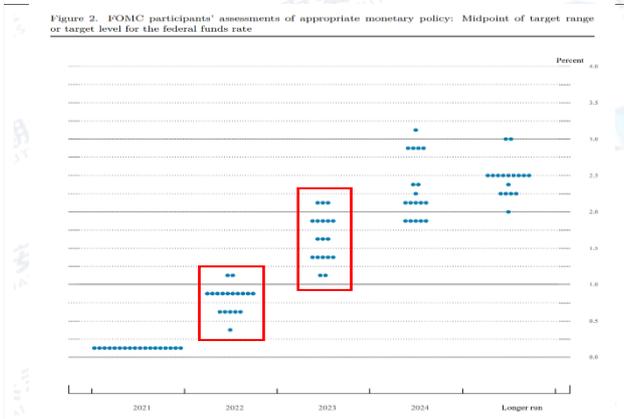
资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

图 2：3 月 FOMC 会议声明相较 1 月的增改

涉及经济领域	1 月 FOMC 声明原文	3 月 FOMC 声明原文
国内整体经济活动	受疫情影响最严重的部门在最近几个月有所改善， 但亦正受到最近 Omicron 病例急剧增加的影响。	受疫情影响最严重的部门在最近几个月有所改善， 俄罗斯对乌克兰的入侵正在造成巨大的人道与经济困难。这对美国经济的影响非常不确定，且在短期内，相关事件可能会对通货膨胀造成额外的上升压力，并对经济活动产生影响。
就业市场	近几个月来，就业岗位的增加是稳固的，失业率已实质性地下降。	近几个月来，就业岗位的增长很 强劲 ，失业率亦大幅下降。
通胀表现	委员会寻求在较长时期内实现充分就业和 2% 的通货膨胀率。	通货膨胀仍然很高，反映了与疫情有关的供需失衡、能源价格的上涨以及更广泛的物价压力。 委员会寻求在较长时期内实现充分就业和 2% 的通货膨胀率。
利率目标	为了支持这些目标，委员会决定将联邦基金利率的目标范围保持在 0-0.25%。由于通货膨胀率远高于 2%，且劳动力市场强劲， 委员会预计很快将达到加息（提高联邦基金利率的目标范围）的标准。	为了支持这些目标，委员会决定将联邦基金利率的目标区间提高到 0.25%-0.5% ，并预计利率目标区间的持续上提将是适当的。
疫情	经济的发展路径继续取决于病毒的走向。疫苗接种的进展和供应限制的缓解预计将支持经济活动和就业的持续增长，通胀则将趋弱。经济前景的风险仍然存在，包括来病毒新变种的风险。	(删去对疫情的表述)
货币政策	委员会决定继续降低其净资产购买的每月速度，而在 3 月初结束 Taper。 从 2 月份开始，委员会将每月至少增持 200 亿美元的国债，每月至少增持 100 亿美元的 MBS。美联储持续购买并持有证券将继续促进市场平稳运行和宽松的金融条件，从而支持信贷流向家庭和企业。	委员会预计在即将召开的会议上开始减少其持有的国债、机构债务以及 MBS。

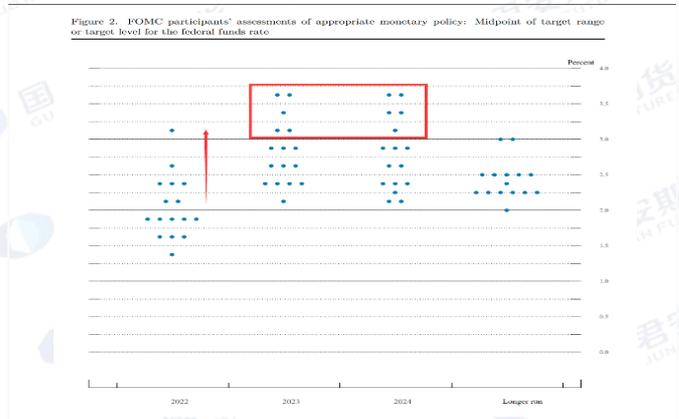
资料来源：FED，国泰君安期货产业服务研究所

图 3：12 月 FOMC 利率点阵图



资料来源：FED，国泰君安期货产业服务研究所

图 4：3 月 FOMC 利率点阵图



资料来源：FED，国泰君安期货产业服务研究所

图 5：3 月 FOMC 会议 SEP（经济数据预测）

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, March 2022

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	2.8	2.2	2.0	1.8	2.5-3.0	2.1-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0	2.1-3.3	2.0-2.9	1.5-2.5	1.6-2.2
December projection	4.0	2.2	2.0	1.8	3.6-4.5	2.0-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0	3.2-4.6	1.8-2.8	1.7-2.3	1.6-2.2
Unemployment rate	3.5	3.5	3.6	4.0	3.4-3.6	3.3-3.6	3.2-3.7	3.5-4.2	3.1-4.0	3.1-4.0	3.1-4.0	3.5-4.3
December projection	3.5	3.5	3.5	4.0	3.4-3.7	3.2-3.6	3.2-3.7	3.8-4.2	3.0-4.0	2.8-4.0	3.1-4.0	3.5-4.3
PCE inflation	4.3	2.7	2.3	2.0	4.1-4.7	2.3-3.0	2.1-2.4	2.0	3.7-5.5	2.2-3.5	2.0-3.0	2.0
December projection	2.6	2.3	2.1	2.0	2.2-3.0	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0-3.2	2.0-2.5	2.0-2.2	2.0
Core PCE inflation ⁴	4.1	2.6	2.3		3.9-4.4	2.4-3.0	2.1-2.4		3.6-4.5	2.1-3.5	2.0-3.0	
December projection	2.7	2.3	2.1		2.5-3.0	2.1-2.4	2.0-2.2		2.4-3.2	2.0-2.5	2.0-2.3	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	1.9	2.8	2.8	2.4	1.6-2.4	2.4-3.1	2.4-3.4	2.3-2.5	1.4-3.1	2.1-3.6	2.1-3.6	2.0-3.0
December projection	0.9	1.6	2.1	2.5	0.6-0.9	1.4-1.9	1.9-2.9	2.3-2.5	0.4-1.1	1.1-2.1	1.9-3.1	2.0-3.0

资料来源：FED，国泰君安期货产业服务研究所

通过观察以上多个时间段黄金的资产表现，很明显，名义利率的上行对黄金的影响已经相对钝化，甚至实际利率和黄金之间的强负相关性都阶段性有所弱化。我们认为，通胀在目前黄金的定价当中扮演了前所未有的重要角色。

回溯 2 月以来 COMEX 黄金突破震荡收敛的三角形区间，诚然俄乌事件引致的汹涌的避险情绪是强力支撑，但是在冲突边际弱化、叙事走向逐渐明朗之时，金银却迎来了加速上行。其导火索正是欧美对俄制裁导致供应链矛盾进一步凸显，在原油飙升带动商品全线飘红的情况下通胀预期愈演愈烈，10 年期通胀预期继续创下 2003 年以来的历史新高，黄金也达到了 2078.8 美元/盎司的历史次高位，仅次于 2020 年 8 月的人类历史最高位 2089 元/盎司。

而在 3 月 9 日金银转而下行的主要原因在于，原油价格超涨回调导致通胀预期下行、以及避险情绪见顶而回落，推涨黄金的主因子动能减弱，但与此同时，黄金与通胀预期的短期强相关性也进一步浮出水面。

2. 历史经验：利率上行+通胀高位，黄金大概率上行

当下处于加息周期的初期，名义利率向上的方向是确定的。虽难言通胀预期上方空间还有几何，但是短时长工短缺、供应链问题、地缘政治因素等因子依旧支撑通胀预期处于绝对高位，这一点也毋庸置疑。回顾历史上名义利率向上、通胀预期处于 2% 以上高位的情况，或将有助于我们分析当下黄金所面临的环境。

直观来看，当上述情况出现时，黄金上行的概率并不低。即使这些阶段中，名义利率上行速度快于通胀上行速度（通胀预期往往处于高位震荡）使得实际利率向上，黄金依旧录得了不错的涨幅。特别值得注意的是 2004 至 2007 年间，彼时美国为了遏制房市泡沫进入第五轮加息周期，3 年间连续 17 次每次加息 25 个基点，直至 2006 年 6 月基准利率从加息初期的 1% 上调至 5.25%。然而这样的连续升息未能压制通胀，不仅通胀预期长时间处于 2% 以上的绝对高位，现实通胀指标美国 CPI 同比也持续上升至 1989 年以来最高点，也带来了黄金一路水涨船高创造历史。

2008 至 2011 年间也出现过几次实际利率与黄金同步向上的情况，这主要是在 2008 年次贷危机爆发以及后续美联储开启大规模经济刺激政策的经济背景之下。危机爆发初期，除了美元大幅走弱、避险情绪涌入黄金等支撑外，石油大涨、通货膨胀担忧一举推涨黄金至当时的历史高位 1033.9 美金/盎司。之后全球各国为了救市采取量化宽松政策，尽管期间名义利率会迎来阶段性反弹且上行速度快于通胀预期，使得实际利率方向也向上，但通胀预期受到宽松政策刺激屡次回到 2% 以上的绝对高位，黄金强势的上行周期得以延续。

从 2013 年美国开启 Taper 进入紧缩周期一直到 2020 年之前，通胀预期指标长时间处于较低位置震荡，为了一定程度上刺激通胀不陷入过低陷阱，2020 年美联储提出的“平均通胀目标”允许通胀在一定程度上超过 2%，只要长期锚定在 2% 的平均水平就可以，而这使得市场对于通胀预期有了更大的想象空间。2021 年 4 月开始，美国 CPI 与 PCE 同比数据突然加快增速，平均通胀目标制下通胀预期也一路上行至 2% 上方，伴随着彼时 3 月 FOMC 会议美联储鸽派的发言以及美元的走弱，黄金在 2 季度走出了较为强势的反弹行情。

而目前，类似的情况再度席卷而来。在紧缩预期下名义利率呈现上行趋势，但是原本因为美国货币超发以及财政补贴刺激下的高通胀预期，在 2021 年底的能源价格暴涨以及 2022 年初的俄乌危机两轮推动下，

继续突破新高迎来了 2003 年以来的最高点。同时，从 5 年期与 10 年期通胀预期之差可以看出，这样的倒挂隐含了市场对短期通胀高企依旧有很强预期，同时美国此轮加息节奏太慢未能对通胀造成实质性打击，是黄金此轮在避险情绪逐渐褪去后还能继续维持强势的根本原因。

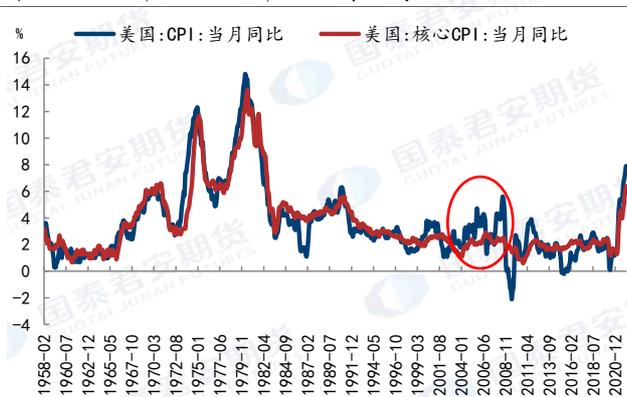
当然，值得注意的是，并不是所有名义利率上行、通胀预期上行的情况下，黄金都会上行。例如 2016 年 4 季度，伴随特朗普大选当选，市场盛行所谓的“Trump Trading”（“再通胀交易”），通胀预期往上走，但是名义利率上得更快，导致实际利率往上走，金价承压。此时，尽管通胀预期上行，但其绝对位置上处于低位也是黄金并未受到强力支撑而迅速跌落的原因之一。

图 6：2003 年至今名义利率向上、通胀预期处于高位的情况梳理



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 7：2004 年至 2006 年 CPI 同比高企



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 8：5 年期通胀预期远高于 10 年期通胀预期



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

3. 黄金定价：不仅对标实际利率，通胀预期绝对水平同样不可忽视

鉴于美联储的货币政策往往是落后于曲线的（Behind the curve），这意味着当实际通胀预期高于某一临界水平时，通胀显著超过通胀目标，一般而言美联储很难迅速地通过收紧货币来达到有效遏制目的。这主要可以从两方面进行解释，一方面，一旦通胀处于绝对高位且远脱离于通胀目标，会使得市场对于未来的通胀预期不断上调，形成通胀-通胀预期螺旋上升，其持续上行的惯性难以扭转。另一方面，央行在对抗通胀时往往会顾及对经济的损伤，例如过快地紧缩是否会对美股等资本市场形成巨大冲击，则难以真正地将紧缩之弦拉到最满。更何况在俄乌事件的扰动下，欧美实施对俄制裁对其本身经济环境也会造成一定影响，3月FOMC加息从50bp缓和至25bp就是一个很好的佐证。所以，一旦实际通胀预期高于某一临界高位水平，例如美联储锚定的长期通胀目标2%，黄金将迎来较为强力的上升通道。

此时，黄金可能会阶段性地无视名义利率上行更快带来的实际利率的上行压力，价格重心跟随通胀而持续维持高位。破局之解何在？唯有通胀压力显著缓解、通胀预期明显下行至2%附近或以下，黄金才会从高位回落进行补跌，以名义利率和通胀预期变化快慢所影响的实际利率与黄金的负相关性将再度回归。我们将在系列报告中的第二篇详细论述，美国的通胀走到了哪里、何时回落，以判断黄金开启趋势下行的拐点。