

凌晓慧**电话:**
0571-88399533**邮箱:**
Lxh2484@yafco.com

眼下黄金和美债、美指偏差持续扩大，黄金的涨幅难以用常规定价模型来解释，在黄金 ETF 持续性流出的前提下，央行购金行为成为黄金需求最主要的边际增量，短期追涨性价比较低，若遇回调仍视为做多机会。

一、通胀韧性重回视野

近期，美国方面数据表现突出，尤其是核心通胀韧性与就业市场火热程度相互印证，进一步引发市场对核心通胀能否顺利下行的担忧。具体来看，2 月公布的非农就业数据不仅上修了去年 12 月的就业人数，并且 2 月就业人数也表现突出。从数据层面整体来看，新增就业依然极其强劲；而结构方面，新增人数仍集中在商业服务与教育保健等领域，反映出服务业韧性的持续存在。此外，2 月平均时薪环比增速 0.1%，同比增速则重新回到了 4.3% 的高位。此前美联储官员就“紧缩过度”与“紧缩不足”的风险话题专门公开讲话，而随着当期失业数据的公布，“紧缩过度”的风险目前来看仍然相对较小。数据公布后，GDPNow 预测的名义经济增速超 4%，此前市场对“薪资—通胀螺旋”的担忧复燃。

美国通胀的数据与就业数据相互印证。2 月美国核心 CPI 环比创下半年以来最大升幅，CPI 与核心 CPI 同比增速均超过市场预期，分别为 3.1% 和 3.9%；PPI 与核心 PPI 同比增速为 0.9%、2%，与 CPI 方向一致。从核心 CPI 的趋势上来看，2 月核心 CPI 保持稳定，住房租金、超级核心等项目均有所反弹，服务类分项反弹趋势也非常明显，与劳动力市场的火热程度相互对应。此外，CPI 构成权重也迎来了调整。2024 年美国劳工局将核心服务权重上调，这将不利于核心服务类通胀的回落，后市仍需密切关注劳工市场的变化。

总结来看，最近数据层面的一些变化动摇了前几个月美国所经历的“去通胀化”进程，其中主要矛盾体现在三个方面：一是金融条件指数的持续下行。金融条件指数是美国经济的前瞻指标，而近 6 个月之内美国金融条件指数因宽松的货币环境持续下行，意味着当下美国金融条件与货币环境持续友好，因

而 GDP 的增长仍有较强动能，使得降息时点有延后可能。二是上文所提到的劳动力市场与核心通胀的持续性，通胀或难以快速下降至 2% 以下。并且，从住房市场先行指标来看，2024 年预期租金不会大幅下降，房屋通胀对核心通胀将持续体现为正贡献。三是巴以冲突升级的潜在风险、巴拿马运河干旱以及红海问题都可能导致更广泛的供应链压力，再次造成食品和能源类商品的价格上行。供应链问题作为 2022 年欧元区通胀激增的主要因素，市场目前对其关注度亦在提升。

除此之外，近期利率互换市场的表现也值得一提。从利率互换曲线的形态来看，通胀数据公布后，短端利率互换曲线明显上移，而长端利率互换曲线形态并未发生明显变化，反映出目前利率互换市场暂时仍然认为通胀压力主要集中于短期，市场对长期通胀预期的定价依然较为稳定。展望后市，如果 3 月非农就业数据依然超出预期，抑或名义工资增速继续上升，则市场对长期通胀的定价预期也会逐渐上修，该情形下长端美债将面临较强的利率上行压力，对贵金属价格会重新造成压制。

二、ETF 持仓持续净流出

自 2023 年下半年以来，全球黄金 ETF 净流出额达到 28 亿美元，相当于全球黄金 ETF 持有量减少了 51 吨。截至 2024 年 3 月 8 日当周，全球黄金 ETF 总持仓下降至 3117 吨。分地区来看，北美主导了本轮全球的黄金 ETF 资金的流出，欧洲黄金 ETF 也体现为净流出，亚洲则是黄金 ETF 资金小幅净流入的格局，而其他地区的黄金 ETF 基金流动变化有限。北美区域黄金 ETF 净流出量在 2 月达到 36.7 吨，折合资金约为 24 亿美元，其背后根本原因还是上文所提及的美国经济数据强劲导致投资者重新评估了此前对美联储 3 月首次降息的押注，随着交换市场定价的概率急剧下降，美元和美国 10 年期国债收益率均在 2 月反弹，导致黄金 ETF 的卖出量增加。另外，随着美国股市创下新高，北美投资者对黄金的兴趣也进一步受挫。目前北美黄金 ETF 的持有量已经降至 2020 年 4 月以来的最低水平。欧元区情况与北美类似，欧洲央行官员近期一直传递市场在提前定价降息方面过于激进的观点，因此使得利率市场对未来利率下调的押注持续后移，债券收益率和汇率明显反弹。在此影响下，欧元区黄金 ETF 持仓规模体现为连续 8 个月的净流出，欧元区黄金 ETF 总持有量已经降至四年来的最低水平，其中德国和瑞士市场的净流出量较大。

后续，黄金 ETF 净流出的格局能否扭转需重点关注 3 月 FOMC 会议后美联储公布的点阵图是否变化，若点阵图指引降息预期并未下调，长端美债收益抬升空间相对非常有限，黄金 ETF 在利率下行大背景下会重新获得吸引力，届时黄金 ETF 市场净流出压力会得到改善，后续若 ETF 资金趋势扭转为净流入，黄金涨势会获得进一步的动能。

三、国内需求维持高位

与海外市场黄金 ETF 持续净流出的情况不同,亚洲黄金 ETF 已经维持连续 11 个月的净流入格局,其中中国市场的买入行为是最主要的主导力量,国内黄金需求量持续体现为增长格局。一方面,由于国内市场风险资产的波动率加大以及汇率维持偏低水平,国内投资者对避险资产的需求持续性抬升,2023 年黄金 ETF 持有量同比上升 19.4%,至 61.5 吨。此外,央行的购金行为也在持续,截至 2023 年年底,中国央行黄金储备全年增加 225 吨,至 2235 吨,目前黄金在中国外汇储备中的占比达 4.3%。国内黄金供应稳定,进口量自 2022 年年末以来下行,在边际需求增量的推动下,黄金的沪伦比值出现大幅波动,国内黄金较伦敦金的溢价水平一路飙升,2023 年度溢价均值达到了 29 美元 / 盎司,创下历史新高。因此,金交所黄金 2023 年出库量为 1687 吨,同比增长 7%,亦高于过去 5 年 3%的均值增速。

展望后市,根据央行调查问卷,目前国内家庭储蓄意愿仍然高企,位于历史高位,而贷款投资意愿持续偏弱。黄金作为传统避险保值的资产,在当人民币汇率和国内其他风险资产走弱时,国内对黄金的投资需求以及避险需求预期仍会维持高位,叠加中国央行持续性的购金行为,我们认为 2024 年沪伦黄金溢价仍难以快速回落,后续仍需关注人民币汇率以及黄金进口量级的变化。

展望后市,复盘历史来看,历次降息周期中,贵金属市场往往提前交易降息预期,在降息实际落地之前金价就提前达到高位,降息周期开启后往往出现震荡。近期,金价在美债利率并未流畅下行的背景下强势上行突破前高,可以看出支撑近期黄金价格上涨的核心因素在于全球央行持续性的购金行为。眼下仍处于博弈降息开启时点的关键阶段,中期视角而言美债收益率与美元指数仍有下行空间,并且近一年来全球央行购金量有持续性增长的空间,黄金 ETF 的净流出资金也有望在美联储转向之际转为净流入,黄金边际定价的增量需求仍然高企,因而整体对贵金属中期价格仍然看好,短期回调仍是买点。

免责声明:以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯,我们力求分析及建议内容的客观、公正,研究方法专业审慎,分析结论合理,但我司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们提供的全部分分析及建议内容仅供参考,不构成对您的任何投资建议及入市依据,您应当自主做出期货交易决策,独立承担期货交易后果,凡据此入市者,我司不承担任何责任。我司在为您提供服务时已最大程度避免与您产生利益冲突。未经我司授权,不得随意转载、复制、传播本网站中

所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我司均不承担任何责任。