

黄金的避险价值探究

——贵金属专题策略报告

作者：山金期货衍生品研究团队

联系人：林振龙

投资咨询号：Z0018476

电话：021-2062 7529

导读

巴以冲突避险利多赶上了超跌反弹，随着美元转弱，黄金值得特别关注。

摘要

- 整个 10 月份黄金大涨接近 200 美元。表面是巴以冲突推动，但为何之前巴以冲突，黄金从未有如此涨幅？其他避险资产如美元美债为何表现冷淡？只有找出本次行情的逻辑演变根本原因，才能研判后期的贵金属价格走势。
- 巴以冲突升级等地缘政治风险利多贵金属避险需求，但更重要的是 9 月利率决议美联储强化鹰派立场。至 10 月 6 日非农之前，伦敦金已经明显下行乏力。大幅好于预期的非农之后，巴以冲突升级的避险利多赶上了这场超跌反弹。
- 美元连续超买，在诸多利多上行乏力后，后期回调压力逐步增加。美元高位转弱预期也会给贵金属提供重要支撑及上行接力，预计贵金属整体回调空间有限，从交易角度，伦敦金 1940 到 1980 区间、国内沪金 468 到 478 区间或迎来较好的中长期布局机会。

整个 10 月份黄金大涨接近 200 美元。表面是巴以冲突推动，但为何之前的巴以冲突黄金从未有如此涨幅？其他避险资产如美元美债为何表现冷淡？只有找出本次行情的逻辑演变根本原因，才能研判后期的贵金属价格走势。在市场震荡、经济预期较弱时，选取避险资产是实现投资收益保值增值的重要途径。作为一种流行的投资产品，黄金因其独有的稀缺性、安全性等特征，避险属性较强。从历史经验来看，当市场面临较大冲击时，黄金可以发挥“避险资产”的作用，成为人们追捧的对象。

一、黄金的避险价值从何而来？

首先，黄金较为稀缺，一直都是硬通货

黄金是稀有金属，无法人工合成，因此物以稀为贵。黄金具有稳定的化学性质，不易变质，易于存储和转移。

根据世界黄金协会数据，有史以来人类已开采大约 208,874 吨黄金，其中约有三分之二是在 1950 年之后开采的。如果将现存黄金全部堆放在一起，其形成的纯金立方体边长约 22 米。黄金本身具有较高价值，并且是一种独立的资源，不受限于任何国家或贸易市场，它与公司或政府也没有牵连。无论古代和现代都有黄金的身影，而且一直以来都是硬通货。

图 1：全球地上黄金存量（吨）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
金饰	86582	87997	89409	90196	91341	92499	93376	93407	94501	95547
官方部门（央行）	30659	31260	31839	32234	32613	33269	33874	34129	34579	35715
私人投资	35380	36280	37247	38862	40177	41341	42612	44408	45410	46517
金条与金币	33497	34563	35654	36727	37771	38861	39732	40636	41827	43044
黄金ETF	1883	1717	1593	2135	2406	2479	2879	3772	3583	3473
其他	24575	25034	25449	26201	26910	27575	28423	29774	30774	31096
总计	177196	180571	183945	187493	191040	194684	198284	201718	205264	208874

数据来源：金属聚焦公司；路孚特 GFMS；世界黄金协会、山金期货交易咨询部

其次，黄金可以对冲信用风险，并且具有一定“逆周期”性

20 世纪 70 年代美国为应付国内经济困难，尼克松政府于当年 8 月停止各国中央银行用美元向美国兑换黄金，美国两度宣布美元贬值。接着，西方各国纷纷取消本国货币与美元的固定汇率，采取浮动汇率。1976 年，牙买加会议召开，正式取消黄金官价，并实施黄金非货币化。黄金不具有信用风险，且不依赖于任何政府或货币当局的信用，因此被认为是一种独立的资产。黄金也有一定“逆周期”性。在股票、债券等投资品大幅波动的情况下，通过与黄金资产相组合，可以较好地降低投资的不确定性。

图 2：伦敦金与美元指数



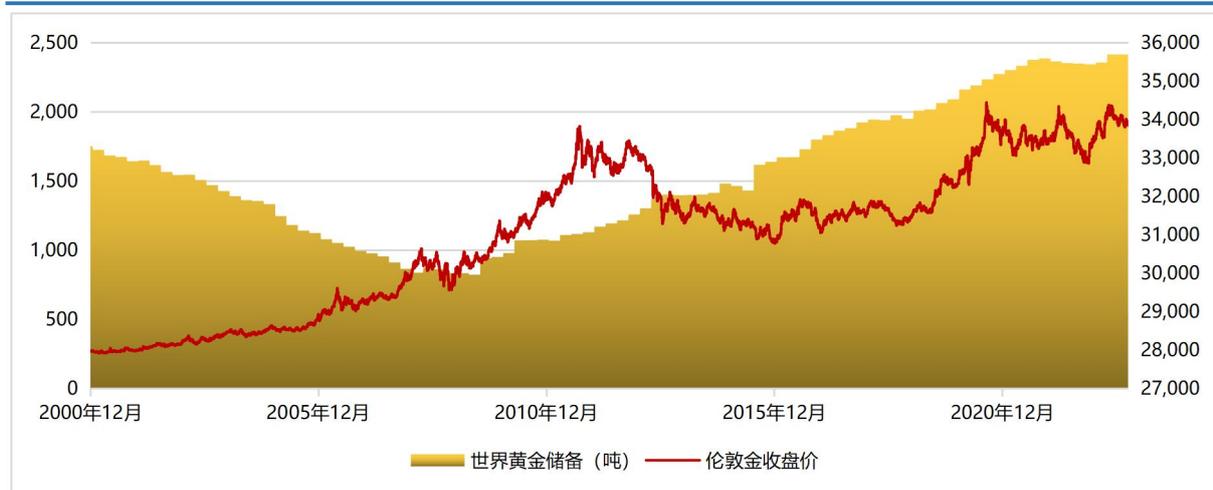
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

最后，黄金是各国央行储备，作用无可替代

黄金储备作为一国国际储备资产的重要组成部分，其储备量的多寡关系到一国对外经济贸易的资信程度。它在稳定国民经济、抑制通货膨胀、提高国际资信等方面有着特殊作用。这种作用无论是在发达国家还是在发展中国家都相当显著。

凯恩斯曾形象地概括了黄金在货币制度中的作用，他说：“黄金在我们的制度中具有重要作用，它作为最后的卫兵和紧急需要时的储备金，还没有任何其他更好的东西可以替代它”。就黄金而言，对一个国家来讲，黄金是作为具有无限权威性的储备资产。拥有黄金的国家不必惧怕外国政府做出任何有关变更黄金价值和改变黄金使用条件的决定。黄金是一种并不建立在借贷关系基础上的储藏手段，黄金的持有者不会因国际银行体系发生变化而受到影响，这进一步增加了黄金的避险属性。

图 3：伦敦金与世界黄金储备



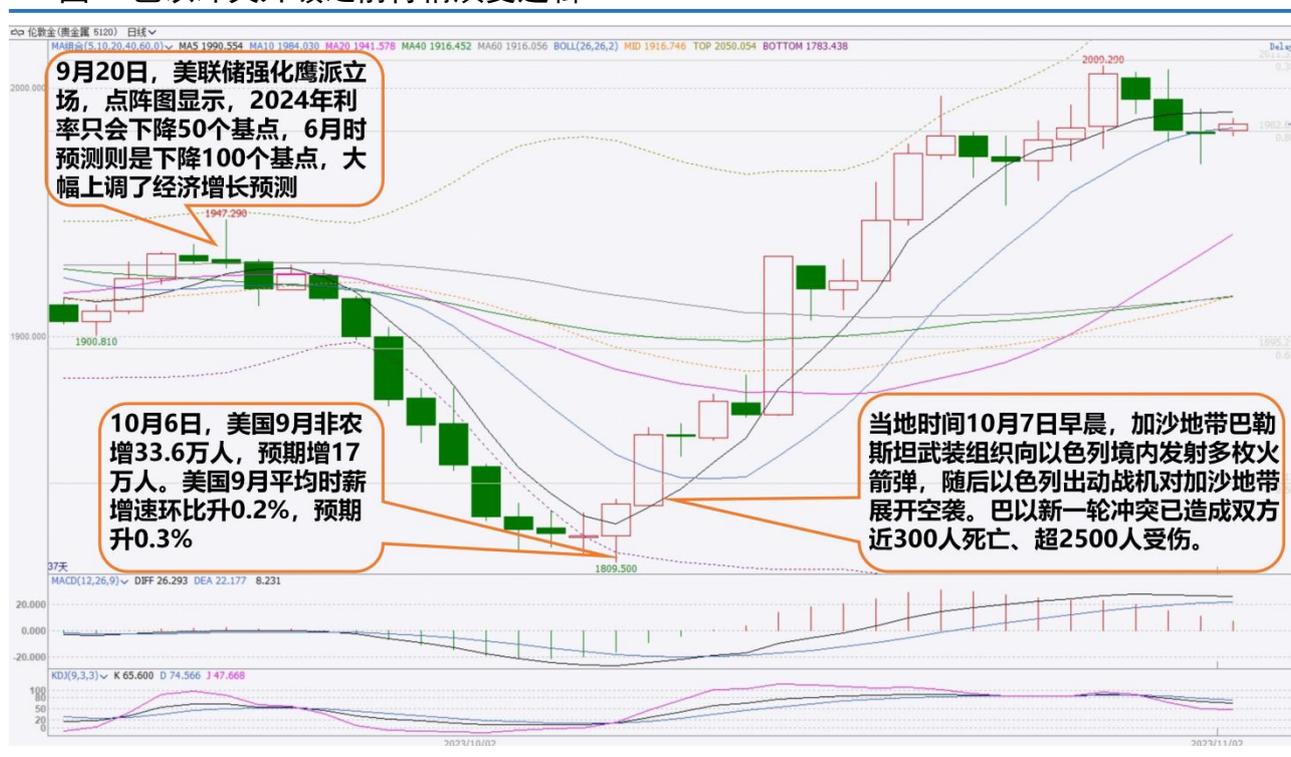
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

二、近期黄金的投资逻辑演变

巴以冲突升级之前的投资逻辑：美联储强化鹰派立场

巴以冲突升级等地缘政治风险利多贵金属避险需求，但更为重要的是9月利率决议美联储强化鹰派立场。9月点阵图显示，2024年利率只会下降50个基点，而6月时预测则是下降100个基点，另外美联储大幅上调了经济增长预测，预计2023年经济将增长2.1%，之前预测的增长率仅为0.4%。至10月6日非农之前，伦敦金已经明显下行乏力，大幅好于预期的非农之后，巴以冲突升级的避险利多赶上了这场超跌反弹。

图 4:巴以冲突升级之前行情演变逻辑



数据来源：文华财经、山金期货交易咨询部

巴以冲突升级后的投资逻辑：避险属性与货币属性联动

观察历史上俄乌冲突、英国脱欧等风险事件，避险行情往往影响偏短线，而贵金属近期尚未有明显回调。主要因为综合近期美联储官员发言，鲍威尔的观点很有代表性，即经济强劲或需进一步加息，但收益率上升降低了行动必要性。美联储9月会议纪要也特别强调了美国经济出现了新的不确定性，包括难以估计的金融市场状况、潜在的油价冲击以及劳工罢工的影响。

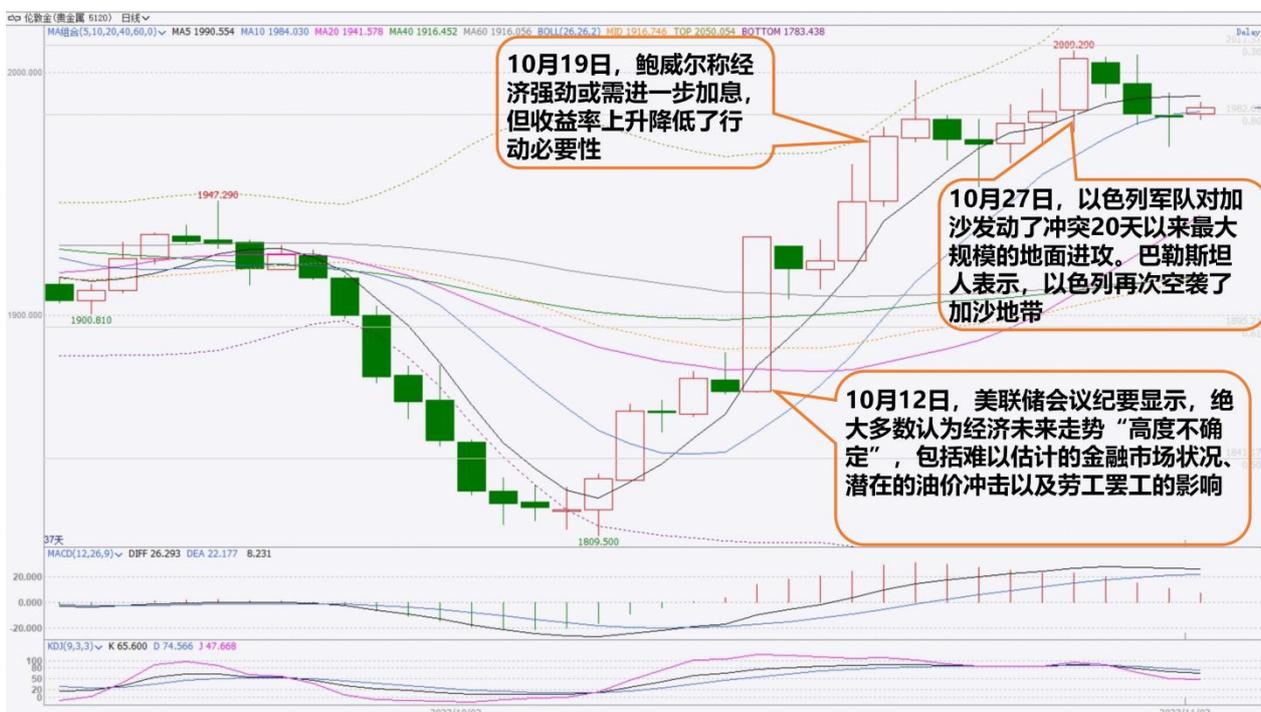
图 5:美联储加息预期 20231103

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	80.4%	19.6%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	70.4%	27.2%	2.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.7%	62.6%	22.7%	2.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.5%	34.4%	45.3%	13.7%	1.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	21.3%	40.3%	28.1%	6.8%	0.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	14.3%	33.1%	32.7%	14.9%	2.9%	0.2%
2024/9/18	0.0%	0.0%	1.1%	9.2%	25.4%	32.9%	22.2%	7.8%	1.3%	0.1%
2024/11/7	0.0%	0.5%	5.1%	17.3%	29.1%	27.6%	15.0%	4.6%	0.7%	0.0%
2024/12/18	0.3%	3.3%	12.4%	24.4%	28.2%	20.0%	8.8%	2.2%	0.3%	0.0%

数据来源：芝商所 FedWatch、山金期货交易咨询部

根据芝商所 Fedwatch 最新数据，目前市场已经预计年内加息大概率结束，2024 年的降息空间预期也重新从 9 月点阵图发布后的 50 个基点重回 75 个基点。以上因素对贵金属近期高位支撑明显。

图 6:巴以冲突升级之后行情演变逻辑



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

三、关键指标技术分析

图 7：美元指数技术分析



数据来源：文华财经、山金期货交易咨询部

美元指数近期连续向上突破布林带上轨和 60 周均线后承压，自从本轮高点 114.78 下行到 99.54 反弹以来，目前已经涨至黄金分割 50%参考压力位 107.1 附近。技术上 KDJ 已经连续处于超买区间，MACD 红柱开始缩量，面临回调需求。

图 8：十年期美债主连技术分析



数据来源：文华财经、山金期货交易咨询部

10 年期美债主连季线近期已经跌至 2007 年价格区间，技术上 KDJ 接近金叉，MACD 绿柱放量乏力，意味着连创新高的美债收益率同样上行乏力。

四、从多空博弈的角度看未来行情发展的方向

避险属性方面，后续由于巴以冲突升级较难影响大国之间核心利益，巴以冲突的核心问题短期基本无解，预计后续利多有限，贵金属回调压力渐增。

货币属性方面，11月利率决议美联储按兵不动，鲍威尔称市场借贷成本需持续上升才会影响决策。声明承认美国经济意外强劲，但也指出企业和家庭面临金融环境趋紧的情况。与9月会议声明称经济活动以“稳健步伐”扩张相比，周三声明中使用“强劲”一词标志着联储对经济的看法更加积极。就业上美国劳工部公布就业数据显示，10月非农就业岗位增加15万个，低于预估的增加18万个；失业率升至3.9%，为2022年1月以来最高；平均时薪环比增长0.2%，同比上涨4.1%，涨幅为2021年6月以来最小。劳动力市场动能逐渐减弱，但依然具有韧性。通胀上美国9月消费者支出激增，核心PCE物价指数环比升幅反弹，9月核心PCE物价指数环比上升0.3%，同比涨幅降至3.7%，为2021年5月以来最小；房租飙升拉动美国9月消费者物价上涨，但核心通胀压力稳步放缓，9月CPI环比增长0.4%，住房成本飙升0.6%，占涨幅的一半以上。9月核心CPI同比上涨4.1%，是2021年9月以来的最小涨幅。美国经济整体出现更多转弱迹象。十年期美债收益率和美元指数高位震荡趋弱。目前市场预期年底加息大概率已经结束，2024年降息至早到5月份，且降息空间预期重新扩至100基点。

商品属性方面，全球黄金需求四季度大概率反弹上行，白银2023年总需求预期同比回落同比下跌6%。人民币汇率高位震荡支撑内外价差。

综上，美元连续超买，在诸多利多上行乏力后，后期回调压力逐步增加。美元高位转弱预期也会给贵金属提供重要支撑及上行接力，预计贵金属整体回调空间有限，从交易角度，伦敦金1940到1980区间附近、国内沪金468到478区间附近或迎来较好的中长期布局机会。

免责声明

本报告由山金期货交易咨询部制作，未获得山金期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在山金期货有限公司及其研究人员知情的范围内，山金期货有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。