

美国降息后的资产观察（一）

黄金为何阶段走强？

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



事项：

截至 2024 年 10 月 4 日，伦敦金价在美联储 9 月 18 日降息以来上涨了 3.3%，今年以来累计上涨了 28.6%。

平安观点：

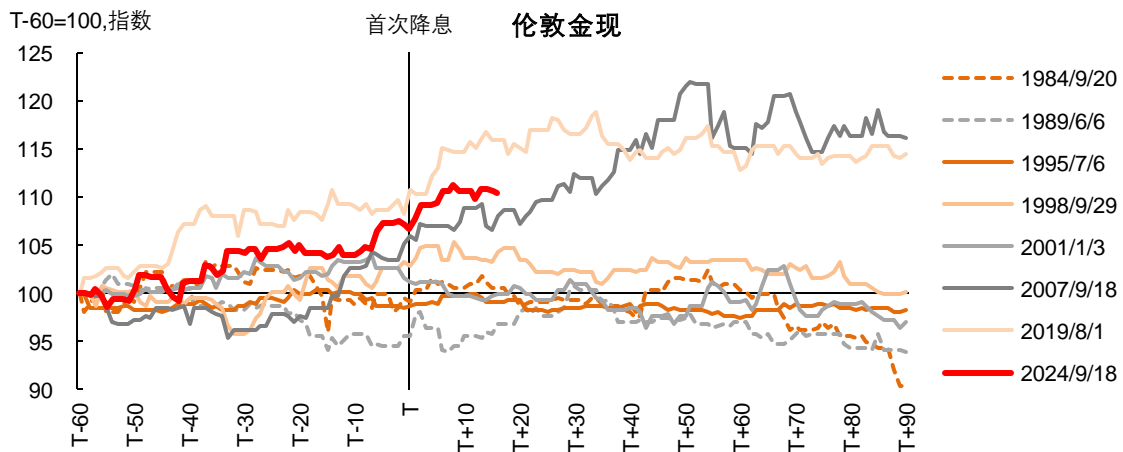
- **金价走强不完全归因于美联储降息。**美联储降息通常有利于金价上涨，但考虑到本轮金价在降息前已明显走强，降息后的强劲表现仍超预期。本轮降息前一个月，10 年美债期货价和美元指数分别上涨 1.5% 和下跌 1.4%，与伦敦黄金现货价 2.5% 的涨幅基本匹配。但在降息后的 13 个交易日里，10 年美债价格走弱（10 年美债利率反弹 33BP、实际利率反弹 22BP），美元指数上涨 1.5%，难以解释金价 3.7% 的涨幅。此外，虽然短端美债利率较快下行，但对金价的提振亦相对有限。
- **黄金受益于美债吸引力下降。**2022 年以来，金价与 10 年美债实际利率的传统负相关性持续减弱，整体呈现“金强债弱”格局。基于美元体系的传统分析框架，如世界黄金协会的金价回报五因素模型（GRAM），难以解释金价与美债相关性的退化。自 2022 年以来，金价“超涨”折射出市场对美国财政及美元信用的担忧。2024 年以来，美国政府债务持续扩张，付息压力较快上升，且临近的总统大选并不改变财政扩张前景。近期，有关美国财政问题的担忧仍在加剧：一是，美国政府再次面临停摆风险，财政风险引发穆迪警告；二是，中东等地缘局势持续紧张，黎以冲突升级，美国军费开支预期上升。当前投机仓位显示，黄金相对于美债更受投资者青睐。由于美债市场体量远大于黄金市场（近五年黄金需求增量与美债供给增量、海外需求增量的比值分别仅为 0.5%、3.1%。），美债市场外溢出的资金（或者流入资金的减少），可能在黄金市场产生明显的拉动效应。
- **金价短期或有调整风险。**在美联储开启降息的大背景之下，本轮黄金相对于美债更具吸引力，令黄金有望表现更加强劲。不过，金价短期或面临一定调整风险。首先，看涨黄金的仓位持续拥挤，“畏高情绪”可能影响金价上涨的持续性。COMEX 黄金非商业多头持仓占比，自 6 月以来基本保持在 60% 以上。在过去二十年，该占比在 60% 以上的时间并不多，且最长不超过 4 个月。其次，美债利率近期反弹，对金价构成的压力逐渐累积。尽管金价与美债（实际）利率的相关性不如从前，但并未消失。最后，伴随中国经济前景改善，亚洲资金对黄金的配置需求可能降温。今年 3 月以来，伴随 10 年中债利率下破 2.3% 关口，金价一度加速上涨。这背后是中国及亚洲地区对黄金的配置需求显著增长。伴随中国稳增长政策显著发力，此前积极配置黄金的亚洲资金有望回流中国，并可能引发金价调整。
- **风险提示：**美联储降息节奏不确定，美债利率或美元指数超预期上行，全球地缘风险超预期上升等。

截至 2024 年 10 月 4 日，伦敦金价在美联储 9 月 18 日降息以来上涨了 3.3%，今年以来累计上涨了 28.6%。与此同时，10 年美债利率和美元指数并未下跌，说明金价走强不能完全归因于美联储降息。我们认为，金价持续走强，折射出市场对美国财政和美元信用的担忧，继而令黄金相对于美债更具吸引力。近期，美国政府又一度面临停摆，叠加中东地缘局势升级，市场对美国财政和债务问题的担忧进一步加剧。展望后市，黄金有望在本轮美国降息周期中表现更加强劲，但考虑到目前投机仓位拥挤、美债利率近期反弹、以及中国经济前景改善与亚洲配置需求的潜在降温，金价短期或面临一定调整风险。

一、金价走强不完全归因于降息

美联储降息通常有利于金价上涨，但考虑到本轮金价在降息前已经明显走强，降息后的强劲表现仍超预期。过去 7 轮降息周期的经验是，金价在美联储首次降息前较有可能上涨，因市场降息预期先行，但降息开启后较有可能出现波动横盘（参考报告《美联储历次开启降息：经济与资产》）。对比来看，以首次降息前两个月为起点，伦敦黄金现价已累计上涨超 10%，本轮金价上涨的幅度和延续性较强，仅次于 2019 年。

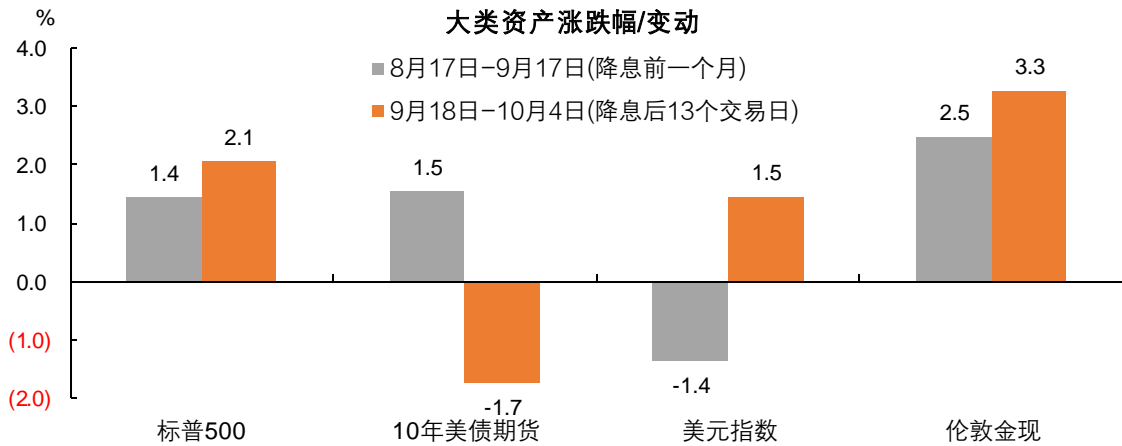
图表1 以首次降息前两个月为起点，本轮金价上涨的幅度和延续性较强



资料来源: Wind, 平安证券研究所。注: 灰色线为“硬着陆”情形, 橙色线为“软着陆”情形, 详情参考《美联储历次开启降息: 经济与资产》

本轮降息后，金价走强的同时，10 年美债利率和美元指数并未明显下跌。本轮降息前，金价上涨与降息临近比较相关，因为降息预期令美债走强、美元走弱。本轮降息前一个月，10 年美债期货价和美元指数分别上涨 1.5% 和下跌 1.4%，与伦敦黄金现货价 2.5% 的涨幅基本匹配。但截至 10 月 1 日，即在降息后的 10 个交易日里，10 年美债价格反而走弱（10 年美债利率反弹 33BP、实际利率反弹 22BP），美元指数小幅上涨 1.5%，难以解释金价 3.3% 的涨幅。

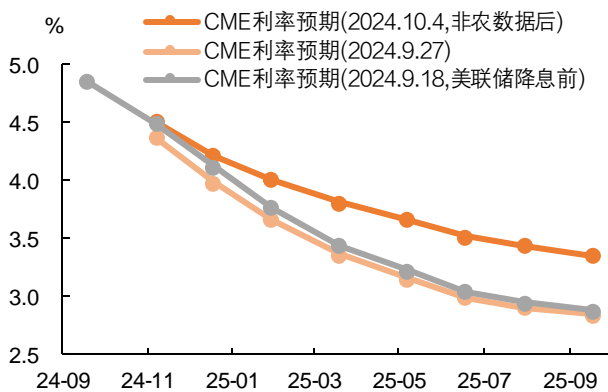
图表2 本轮降息后，美债利率和美元指数并未明显下跌，难以解释金价上涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

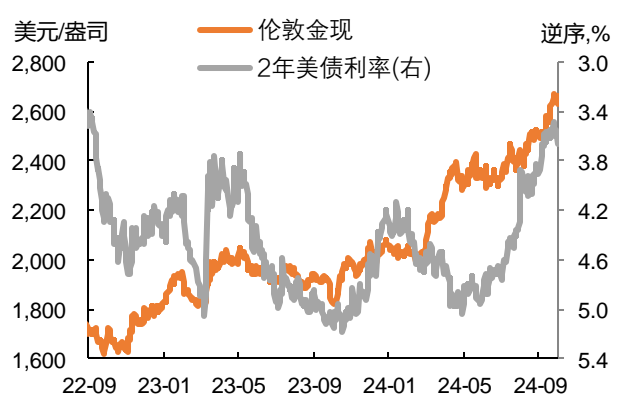
短端美债利率在美联储降息后的一周里有所下行，但对金价的提振应相对有限。本轮降息周期的特殊之处在于，美联储罕见以 50BP 开局，但引导市场保持美国经济“软着陆”预期。据 CME FedWatch，本轮降息后，市场预期的利率路径一度下移，即预期美联储会加快降息速度，但未来一年后的预期利率水平保持在 2.5-3% 附近。这使得短端美债利率一度较快下行，如 2 年美债利率在 9 月 18 日至 24 日期间下降了 10BP，期间金价也较快上行。但是，金价与 2 年美债利率的历史相关性，并不如与 10 年美债（实际）利率。过去二十年，金价与 2 年美债利率的相关系数为 -0.20，金价与 10 年美债名义和实际利率的相关性分别为 -0.54 和 -0.60。从这个角度看，短端利率下行对金价的提振应相对有限。更不必说，近期市场对短期利率的预期出现上修，2 年期美债利率在 9 月 25 日至 10 月 4 日期间反弹了 44BP，9 月 18 日以来累计上行 34BP。

图表3 市场预期的利率路径变化



资料来源: CME, 平安证券研究所

图表4 金价与 2 年美债利率的相关性不太紧密



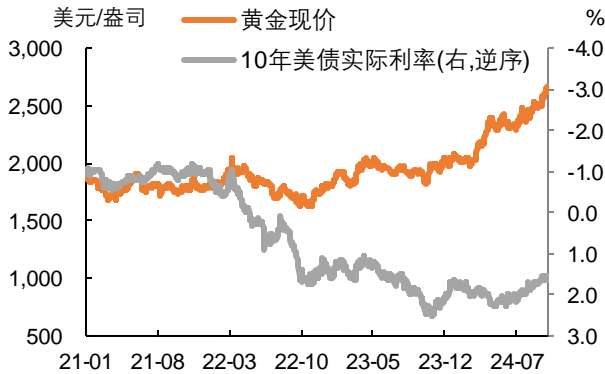
资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、黄金受益于美债吸引力下降

2022 年以来，金价与 10 年美债实际利率的传统负相关性持续减弱，整体呈现“金强债弱”格局。2003-2021 年，金价与 10 年美债实际利率的相关系数为 -0.91，但 2022 年以来至 2024 年 9 月，二者相关系数变为 0.44，传统负相关性暂时减退。具体来看，2022 年 3 月俄乌冲突爆发，是本轮金价与美债实际利率背离的起点；2024 年 3 月以后，金价进一步“免疫”了美

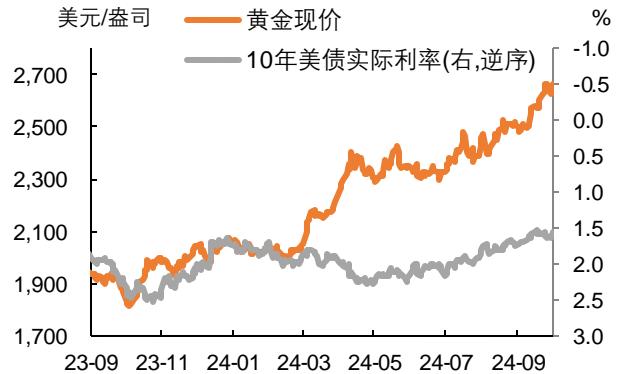
债实际利率的反弹而逆势上涨，加剧了二者的背离程度。

图表5 2022年3月后金价与美债实际利率背离



资料来源: Wind, 平安证券研究所

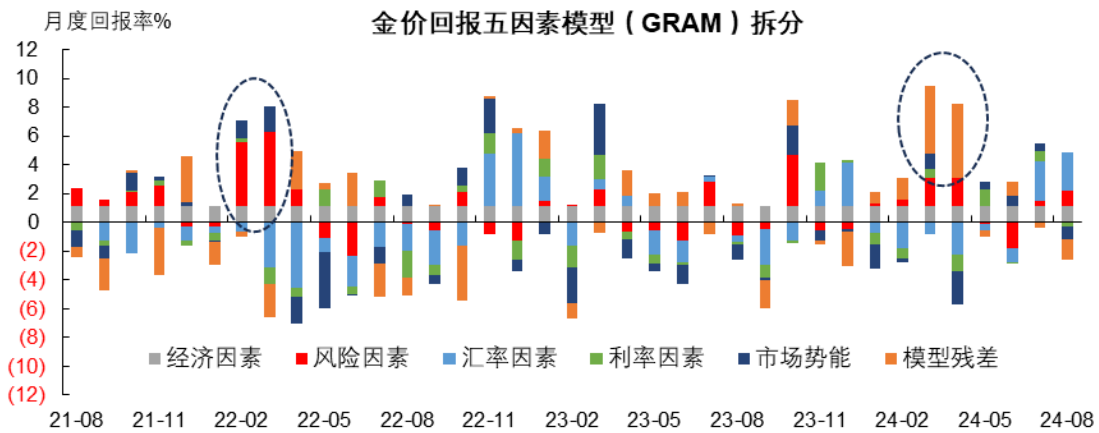
图表6 2024年3月后金价进一步与美债实际利率背离



资料来源: Wind, 平安证券研究所

基于美元体系的传统分析框架，难以解释金价与美债相关性的退化。世界黄金协会的金价回报五因素模型（GRAM），将驱动金价的因素划分为经济、风险、汇率、利率和市场势能五大因素。在历史上多数时期，上述因素能较好地解释金价的变动。模型显示，2022年2-3月金价的上涨，主要由“风险因素”贡献；2024年3-4月金价的高额回报，则难以用五因素解释，模型残差较高，说明基于美元体系的传统分析框架暂时失灵。

图表7 2022年2-3月金价上涨，主要由“风险因素”贡献；2024年3-4月金价上涨，难以用五因素解释



资料来源: 世界黄金协会, 平安证券研究所

我们认为，自2022年以来，金价“超涨”折射出市场对美国财政及美元信用的担忧。2022年俄乌冲突爆发后，美国实施各类经济金融制裁，引发国际社会对美元地位的质疑。2023年上半年，在美元国际储备下滑、美国银行危机爆发、美国债务上限危机临近等背景之下，有关“去美元化”的讨论一度升温，金价明显上涨（参考报告《如何看待“去美元化”热潮？》）。

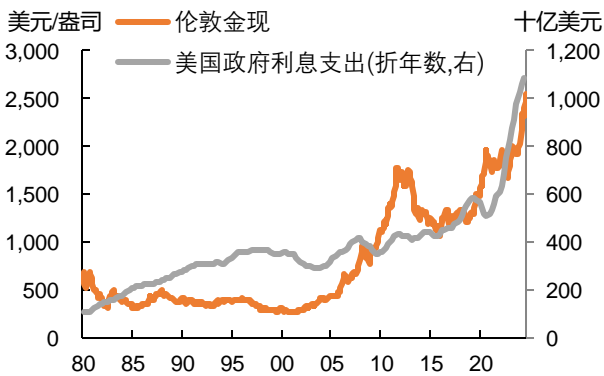
2024年以来，美国政府债务持续扩张，付息压力较快上升，且大选并不改变财政扩张前景。美国债务总额在今年9月17日达到了35.35万亿美元的历史峰值，同比增长7%，较2019年同期增长了56%。截至今年二季度，美国政府利息支出总额（年化）上升至1.09万亿美元，同比增长22%，较2019年同期增长86%；利息支出总额占当期债务总额的3.1%，占当期GDP（年化）的3.8%。目前，美国两党均持扩张的财政取向，特朗普当选将维持2017年减税法案，哈里斯大选也可能加

大家庭税收减免等财政支持，并增加未来数年的美国财政赤字规模（参考报告《哈里斯：竞选优势、政策雏形与交易线索》）。
本轮降息以后，有关美国财政问题的担忧仍在加剧：

一是，美国政府再次面临停摆风险，财政风险引发穆迪警告。美国政府 2024 财年将于 9 月 30 日结束，拜登此前提出的 2025 财年支出计划被搁置，令美国政府再次面临停摆风险。据联邦预算委员会（CRFB），1976 年以来，美国政府已经累计出现了 20 次“资金短缺”情况，并导致 4 次政府停摆。共和党控制的众议院于 9 月 18 日否决了一项支持政府拨款延续到 2025 年 3 月 28 日的法案，最终于 9 月 25 日通过了一项更加临时的法案，仅支持拨款至 12 月 20 日以暂时避免政府关门。9 月 24 日穆迪警告，**政治两极化或使美国新政府更难解决不断恶化的财政状况，并威胁美国主权信用评级。**

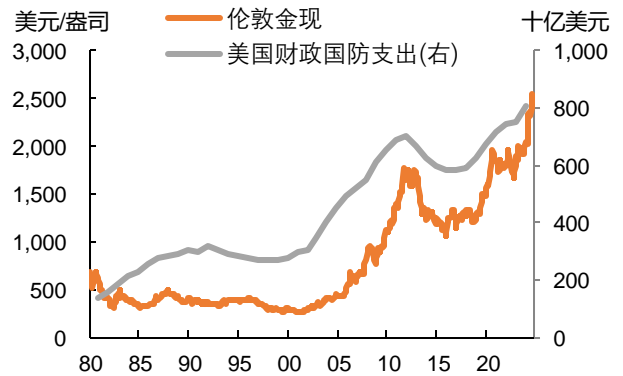
二是，中东等地缘局势持续紧张，黎以冲突升级，美国军费开支预期上升。9 月 23 日以来，以色列对黎巴嫩发动大规模空袭；9 月 27 日，联合国警告称，以色列与黎巴嫩真主党之间的紧张局势或将升级为该地区近年来最致命的冲突之一。哈里斯在中东问题上继承了拜登的立场，即承诺支持以色列。以色列国防部 9 月 26 日宣布，以色列已从美国获得 87 亿美元的军事援助。**中东局势升级不仅增加国际市场避险需求、继而抬升金价，也令市场担忧美国军费与美元债务的无序增长。**

图表8 金价与美国政府利息支出



资料来源：Wind, 平安证券研究所

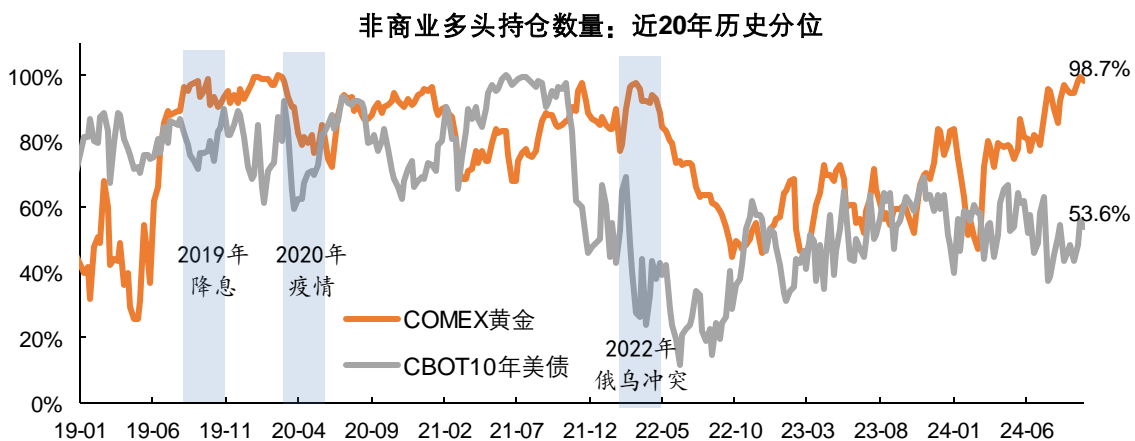
图表9 金价与美国政府国防支出



资料来源：Wind, 平安证券研究所

当前投机仓位显示，黄金相对于美债更受投资者青睐。黄金和美债历来具有“安全资产”属性，通常在降息周期或者全球风险事件爆发后具备投资吸引力。2019 年美联储降息周期和 2020 年新冠疫情冲击时，COMEX 黄金和 CBOT10 年美债的非商业多头头寸都处于历史偏高水平。但是，2022 年俄乌冲突以及本轮美联储降息前后，由于美元信用走弱，黄金多头水平保持高位，但美债多头却明显偏低。

图表10 2022 年以后，美债多头持仓水平持续震荡，黄金多头持仓逐渐升至历史高位

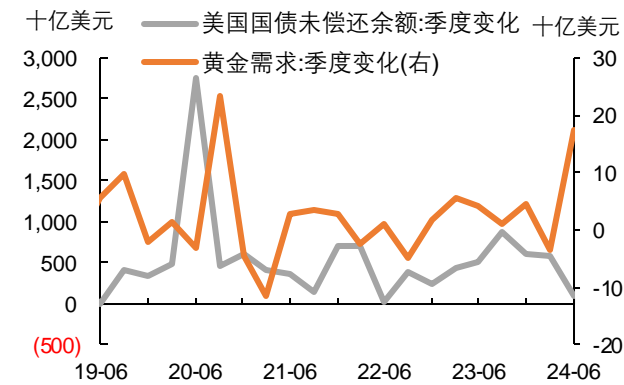


请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

资料来源: Wind, 平安证券研究所

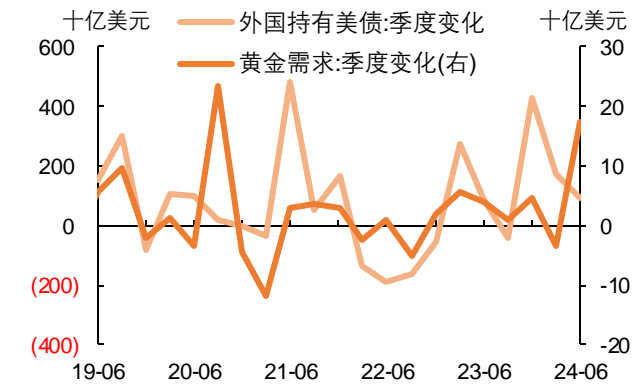
由于美债市场体量远大于黄金市场,美债市场外溢出的资金(或者流入资金的减少),可能在黄金市场产生明显的拉动效应。据世界黄金协会数据,我们测算,近五年(2019Q2-2024Q2),以美元计价的黄金需求平均每个季度增长25亿美元,同期美国国债未偿还余额平均每个季度增长5294亿美元,外国投资者持有美债平均每个季度增长812亿美元,黄金需求增量与美债供给增量、海外需求增量的比值分别仅为0.5%、3.1%。2024年二季度,全球黄金需求大幅增长了75.1吨(或174亿美元),远超近五年平均水平,占同期美债供给、海外美债需求的比重分别上升至17.5%和18.2%。

图表11 黄金需求与美债供给比较



资料来源: Wind, 世界黄金协会, 平安证券研究所

图表12 黄金需求与海外美债需求比较



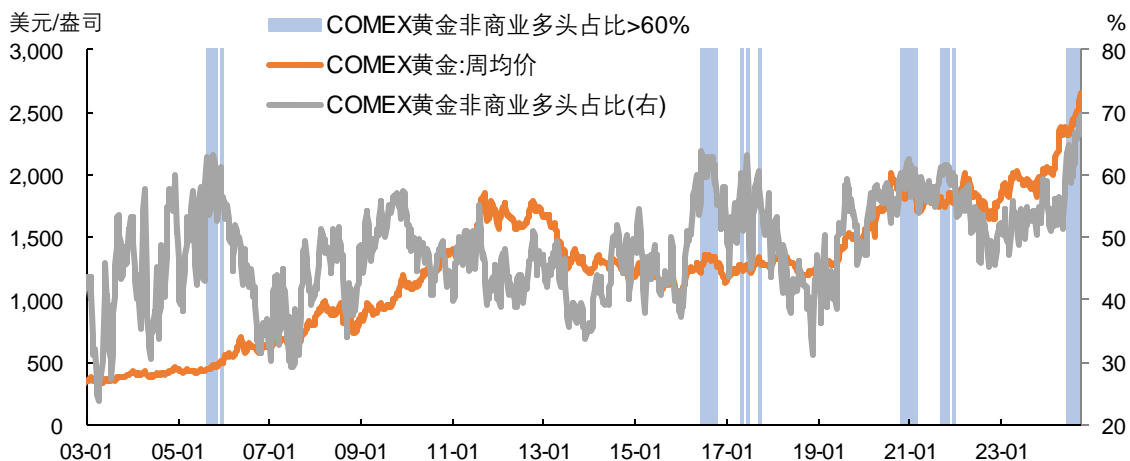
资料来源: Wind, 世界黄金协会, 平安证券研究所

三、金价短期或有调整风险

在美联储开启降息的大背景之下,当前黄金相对于美债更具吸引力,令黄金有望出现更加强劲表现。不过,考虑到目前投机仓位拥挤、美债利率近期反弹、以及中国经济前景改善与亚洲配置需求的潜在降温,金价短期或面临一定调整风险。

首先,看涨黄金的仓位持续拥挤,“畏高情绪”可能影响金价上涨的持续性。2004年以来,COMEX黄金非商业多头持仓占比呈现均值回归走势,波动中枢为48.5%。截至今年10月1日当周,非商业多头持仓占比为**69.4%**,刷新历史新高,自6月以来基本保持在60%以上。在过去二十年,非商业多头持仓占比在60%以上的时间并不多,且最长不超过4个月。在2017年、2020年和2021年,多头持仓从高位下降时,均引发了金价阶段性横盘或小幅调整。

图表13 COMEX黄金非商业多头持仓占比在60%以上的时间不多

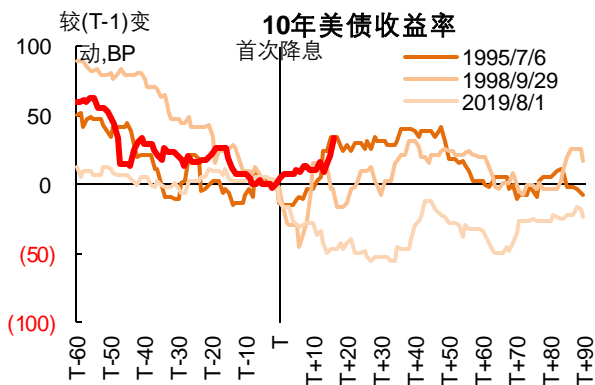


请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

资料来源: Wind, 平安证券研究所

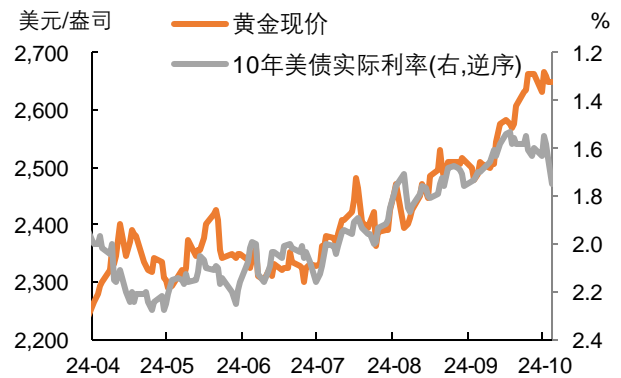
其次，美债利率近期反弹，对金价构成的压力逐渐累积。历史上，在美国经济“软着陆”情景之下，10年美债利率在首次降息后1-2个月往往出现阶段反弹。我们在报告《降息50BP的情理之中与意料之外》中指出，本轮美联储开启降息后，美国经济和通胀或存一定上行风险。截至10月1日，亚特兰大联储GDPNow模型预测，美国三季度GDP环比折年增长率为2.5%。近期由于美联储的预期引导和最新非农就业数据超预期走强，10年美债利率已经明显反弹，对金价构成的压力也在逐渐累积。尽管金价与美债（实际）利率的相关性不如从前，但并未消失。今年4月以来至9月18日美联储降息前，金价的上涨与10年美债实际利率的下行较为同步。

图表14 美债利率在首次降息后或有阶段反弹风险



资料来源: Wind, 平安证券研究所

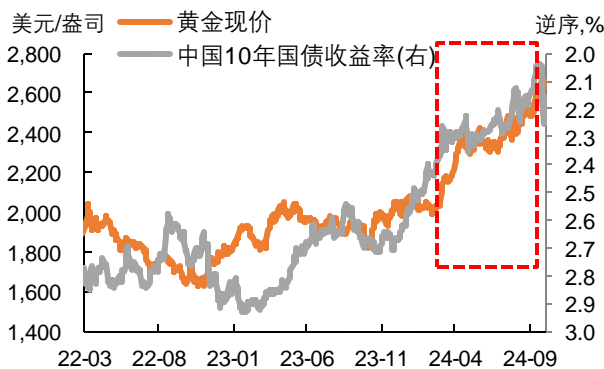
图表15 黄金与美债实际利率的相关性并未完全消失



资料来源: Wind, 平安证券研究所

最后，伴随中国经济前景改善，亚洲资金对黄金的配置需求可能降温。近一年金价与中债利率的相关性出现上升。尤其观察到，今年3月以来，伴随10年中债利率下破2.3%关口，金价加速上涨。这背后是，中国及亚洲地区对黄金的配置需求显著增长。据世界黄金协会数据，中国大陆对黄金的“投资”需求（包括金条、金币和ETF等），由2023年第二季度的49.3吨大幅增长至2024年第二季度的80吨，同比涨幅高达62%，与此同时全球的“投资”需求同比仅增长1%。此外，今年二季度，亚洲地区的实物黄金ETF同比大幅增长，在全球范围内表现最优。9月24日以来，中国稳增长政策显著发力，伴随经济前景改善，此前积极配置黄金的亚洲资金有望回流中国，并可能引发金价调整。

图表16 今年以来金价上涨伴随中债利率下跌



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表17 全球各地区实物黄金ETF变化(吨)

	Q2'23	Q2'24	同比变动	同比增长
北美	1574.3	1564.9	-179	-10%
欧洲	1331.3	1302.7	-194	-13%
亚洲	147.8	179.3	+60	+50%
其他	59.2	58.6	-1	-1%
全球	3112.6	3105.5	-315	-9%

资料来源: 世界黄金协会, 平安证券研究所

风险提示：美联储降息节奏不确定，美债利率或美元指数超预期上行，全球地缘风险超预期上升等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层
邮编：100033