

中国基金报记者 方丽 曹雯璟

金价在狂飙。国际金价从3月9日开始一路震荡上行，向历史最高点高歌猛进。

是什么原因引发金价狂飙？当前黄金投资价值几何？影响黄金价格走势的因素各有哪些？投资者如何借道黄金基金参与布局？

为此，中国基金报记者采访了华夏基金数量投资部总监荣膺、广发上海金ETF及联接基金经理霍华明、博时黄金ETF基金经理王祥、华安基金总经理助理兼指数与量化投资部高级总监许之彦、国泰黄金ETF基金经理艾小军、诺安基金国际部总经理宋青。

这些基金经理认为，美国银行业流动性危机、衰退信号导致美联储加息预期放缓，成为近期黄金价格飙涨的主要原因。有基金经理预期，美联储后续继续升息空间已经“余额不足”，实际利率将从去年对黄金的压制转为边际支持，2023年或成为黄金资产的闪光之年。而且，从长期来看，黄金的投资价值也比较大，是资产配置的重要一环。

多因素助推国际金价上行

中国基金报：是什么原因引发黄金价格的反弹？

荣膺：开始阶段是受到美国硅谷银行（SVB）和瑞士信贷（Credit Suisse，以下简称瑞信）等海外风险事件集中爆发的影响，黄金上涨伴随VIX上升，金价3月20日触及2000美元后继续上行则货币政策边际放缓所致。

许之彦：本轮黄金上涨受到双重因素的影响。其一是美国银行业流动性危机，其二是衰退信号导致美联储加息预期放缓。短期来看，硅谷银行与瑞信暴雷事件均加剧了投资者对于金融市场的担忧，借助黄金对冲风险的需求促进了资金的配置行为。

从中长期看，银行业风险事件引发对海外经济衰退风险的担忧，从而降低了市场对于美联储加息的预期，导致美国实际利率下行，利好黄金表现。

艾小军：近期金价飙升，主要是受避险情绪的推动。硅谷银行破产事件以及瑞信信贷风波的影响之下，市场避险情绪持续升温。从硅谷银行事件来看，持续地加息，对于美国经济的负面冲击和影响是深远且长期的，主要的国际银行都对美国经济衰退充满担心。

近期美国通胀数据回落，市场对于美联储转向降息的预期上升，以上几方面因素是

国际金价反弹的主要原因。

霍华明：也许是两方面因素的共同作用催生了金价上涨。一方面是投资者避险情绪高涨，另一方面是降息预期逐步加强。在硅谷银行事件之前，市场预期2023年全年不会降息。硅谷银行宣布破产之后，市场预计美国利率峰值为5.00%~5.25%，而且下半年降息的预期开始增强。

宋青：短期因素是美国的几家中小型银行出现流动性问题以及资产负债表波动加大而破产，或者是受到监管当局的接管。长期因素是去年全球央行购金超过1000吨。今年以来，中国央行继续购买黄金40吨，给黄金价格提供了比较坚实的基础。

3月20日瑞银集团30亿法郎收购瑞信集团，市场情绪有所缓和。但是由此引发的瑞信170亿美元一级资本债（AT1债券）一次性核销引起众多大型投资机构诟病。黄金仍然在2000美元以下盘整徘徊。

王祥：欧美银行业相继出现流动性危机，不仅大幅降低了市场对于美联储加息的预期，也提升了市场的避险性对冲需求。

2023或是黄金资产闪光之年

中国基金报：今年黄金会有怎样的投资价值？

荣膺：从今年的维度看，金价在中期具有上涨条件，或将节节上行。美联储加息结束或接近结束，压制黄金价格上涨的因素就将解除。隔夜美联储议息会议显示即将结束加息，今年市场可能在反复波动中更加充分地计价衰退。

许之彦：2023年黄金或将整体受益于美联储货币政策转向宽松。短期来看，美国银行业引发的交易情绪推动金价一度站上2000美元/盎司，随着风险的逐步平息，流动性危机引发的本轮行情可能会暂时告一段落。

中长期看，随着美国通胀逐步回归至合理区间，以及经济衰退风险的积聚，美联储将开启新一轮宽松货币周期，我们依然看好黄金的投资价值。

霍华明：2023年的黄金走势会较为强势，除了市场的降息预期外，央行的购金行为也是影响因素之一。世界黄金协会的数据显示，2022年四季度全球央行共购入黄金417吨，单季购金量接近2021年全年450吨的水平；全球央行2022年购金量达到1136吨，创下1950年以来新高。2023年1月，全球央行官方黄金储备环比增长16%，这也成为推动金价上涨的因素之一。

艾小军：总体来看，美国通胀数据逐渐走弱，加息的必要性正在逐渐降低；而美债收益率曲线的持续倒挂也正在增加全球金融圈的流动性风险。在银行体系不断暴雷的背景下，市场担忧新一轮经济危机的来临，避险情绪急速攀升，为贵金属带来一定支撑，美联储转向降息将有利于黄金后续的表现，我们看好后续黄金价格走势。

王祥：2023年或是黄金资产的闪光之年。在融资水平抬升所带来的金融稳定性与经济活动缩减的不利影响下，美联储后续继续升息的空间已经不足。然而，美国通胀表现粘性，核心服务分项依然居高不下。实际利率将从去年对黄金的压制转为边际支持。

在美国小幅衰退的常规假设下，国际金价的对应高点或可达到2300美元，下行支持或在1700美元附近，波动中枢将较2022年明显上移。

黄金具备长期投资价值

中国基金报：作为避险品种，目前黄金是否具备投资价值？

荣膺：未来黄金的投资价值应该不仅仅局限于避险功能，其货币储备功能将再度回归。以十年维度看，金价具备长期上涨条件。世界主要国家对美元信任产生动摇，在人民币尚未崛起的时候，黄金有望作为临时性的国际储备货币被各国央行追逐。据统计，2022年，各国央行购买黄金吨数超布雷顿森林体系瓦解前的水平，中国央行连续数个季度减持美债、增持黄金。

此外，对于组合而言，黄金可以起到对冲作用。它既可以对冲人民币波动风险，也可以对冲美国经济走弱带动出口下行的风险，同时还与A股整体相关性较低。

许之彦：黄金是资产配置中非常重要的一种资产。从对冲风险维度看黄金有两层含义，一是对冲流动性风险，例如本次的美国银行业事件；二是对冲地缘风险，例如2022年的俄乌冲突。

中长期看，美元与黄金脱钩以来，黄金有6%~8%的年化收益（数据来源：Wind，1970~2022年），这一收益略低于股票，明显跑赢通胀和债券类资产。本质上，黄金的价值体现于全球货币超发所造成的购买力稀释。建议投资者在资产组合中加入部分的黄金，以有效优化资产组合表现。

王祥：黄金的避险需求来自于对冲金融不稳定性与地缘不确定性两个层面。美联储加息周期将流动性环境变得较为紧绷，企业端的再融资替换也将显著抬升其经营成本，对企业盈利带来不利影响。同时，全球地缘博弈依然剧烈，资源国对于自身国际定位产生再估需求，黄金的避险价值或将贯穿全年。

霍华明：黄金是可以提供长期收益的投资品，是资产配置的重要工具。根据世界黄金协会数据，过去20年，以人民币计价的黄金年化收益率达到8%，其投资价值显而易见。

艾小军：经过美联储去年至今的史上最强力度加息后，美国利率到达高位，大规模加息的负面影响逐步显现，美联储后期的加息操作可能更加谨慎。中长期来看，黄金是抵御通胀的非常好的工具。在货币超发的环境下，如果算上名义通胀的话，中长期的通胀环境更有利于黄金资产的表现。

宋青：近期发生的金融机构破产事件及后续连锁反应，再次推动黄金价格快速上升。如果事件能够稳定下来，黄金价格可能会向下调整，但是空间有限。若美联储货币政策发生松动及欧洲央行货币政策发生松动，则有利于避险情绪的发酵，从而进一步推动金价。另外还有一种几率较小的情况，即如果引发全球系统性的金融风险，则会支持资金回流强势美元，造成金价波动。

世界黄金协会对于众多央行购金的问卷调查显示，黄金在通胀环境下的优良表现和在动荡市场下的避险属性是他们近期配置黄金资产的两个关键因素。

多因素影响黄金价格走势

中国基金报：市场博弈扰动因素增多，目前影响黄金价格走势的因素各有哪些？

荣膺：主要看硅谷银行（SVB）和海外银行业风险是否还会继续发酵。目前来看发生全银行业显著危机的可能性比较小。此外应关注通胀格局，核心通胀环比体现出一定的韧性，可能对黄金形成更边际的利好。

许之彦：从黄金分析框架来看，长期看货币属性、中期看金融属性、短期看交易属性；其中，分析黄金最重要的是跟踪美国实际利率和联邦基金利率。

结合3月市场行情来看，交易层面的流动性危机是影响短期金价的核心因素，包括对冲海外银行业风险的需求，以及对股票市场波动率的反应。中长期看，风险事件导致美联储加息预期大幅减弱，并强化下半年的降息预期，因此或引导实际利率朝着有利于黄金的方向变化。

王祥：在经历了对2000美元的快速试探后，从黄金价格短期波动层面而言，金价日度涨幅与周度涨幅都超过了均值+1倍的标准差水平，从历史分位来看也处于较高位置。随着瑞士政府的快速反应，瑞士银行就对瑞信的收购达成协议，市场紧绷的神经有望放松，这些都可能致使飙升的黄金价格出现短暂的调整。

同时，欧洲央行顶住金融波动压力，继续加息50BP，尽管其累计升息幅度仍慢于美联储，也使其具有更广阔的升息空间，但也将令美联储后续的利率决策陷入两难。如若美联储亦同样维持对通胀的高压态度，则后续如硅谷银行般的流动性压力风险或频繁出现，避险性需求将持续推动黄金价格。而若美联储暂时放缓加息步伐，欧美政策节奏上的差异又将推动美元走弱，亦会对黄金价格构成支持。

艾小军：长期来看，全球经济衰退的总体趋势、全球央行加购黄金的需求上升，以及地缘政治等风险因素扰动加大等三大因素使得贵金属具备上行动能。后续依然需要关注货币政策走向、全球宏观经济走势、地缘政治局势及部分风险事件的发展。

宋青：短期的核心因素，第一是避险资金流入，具体可以从投资需求端的全球黄金ETF持有量数据看出端倪。全球规模最大的黄金ETF SPDR GOLD，规模约600亿美元，仅3月17日一天流入的资金就达到约15亿美元，折合25吨黄金。3月22日由于市场有所稳定，美联储如期加息25个基点，该基金流出不到两吨黄金。

第二是美联储加息政策。从加息后的沟通中可以看出联储偏鸽派的倾向。黄金价格在1950美元以上震荡徘徊，金价没有进一步上扬突破前期高点，说明加息还在市场预期之中。预期金价会继续在高位震荡，不排除或有所回落。不过，近期机构表示出的兴趣还是能够支撑投资者继续配置黄金的信心。

霍华明：黄金有多重属性，有商品属性、金融属性与避险属性，所以，影响黄金价格的因素也会比较多。在众多因素中，海外的实际利率是观察黄金走势的重要指标，实际利率为名义利率与通胀预期之差，实际利率的下降预期有利于黄金的走势。

黄金ETF等产品宜定投参与

中国基金报：黄金市场走出强势上涨行情，贵金属主题基金也水涨船高。如果投资者想要借道黄金基金来参与，您认为需要注意些什么？具体应该如何布局？

荣膺：现货类黄金ETF，比如黄金ETF9999等产品是买卖黄金价格摩擦成本最低的品种。金价短期波动难以把握，投资者宜采用定投而非短期择时的方式进行投资。

如果预测黄金价格中枢长期整体上移，那么黄金主题的股票基金能够起到更强的撬动杠杆的作用，不失为一个好的投资工具。黄金股价是未来现金流折现值，在金价尚未见顶阶段，同样上涨1美元，股价涨幅会大于现货。

许之彦：黄金基金是参与黄金投资有效、便捷的方式，应当注重基金的底层资产，比如是配置黄金现货合约还是配置黄金类股票。此外还应该注意基金的费率和所跟踪金价的表现。

投资者可以采用股票账户配置黄金ETF，ETF的底层资产是AU9999黄金现货合约，有实物黄金支持，没用杠杆，能够紧密跟踪金价表现。而且，黄金ETF交易简单，和股票一样便捷，场内T+0交易机制，且不收取印花税。

如果是基金账户的投资者，可以配置黄金ETF联接基金，既适合中长期配置，也适合把握阶段性黄金投资机会。

霍华明：黄金资产的波动性虽然没有股票大，但黄金常年的波动依然会达到13%左右，投资黄金也有亏损的可能。黄金投资一般采用资产配置的方式，黄金的长期正回报属性、与其他资产的低相关性、强流动性，使得黄金成为资产配置的重要工具之一。

艾小军：随着后续加息必要性逐渐降低，黄金长期上涨行情或将进一步确立，短期回调到位或是长线布局的机会。在美元走强、人民币贬值的情况下，人民币计价的黄金产品可以平抑人民币和美元的汇率波动，投资者可以持续关注黄金基金等。

宋青：黄金基金是适合个人和机构投资者进行资产配置的良好工具，具有流动性好、强制风险分散等保护投资者利益的要求。从资产配置的角度，可以考虑在投资组合中配置5%~10%的黄金资产，对冲市场风险，提高风险资产回报率。不过，是配置权益类黄金资产或是商品类黄金资产，则取决于投资者的风险喜好。相较而言，权益类的黄金资产弹性更大。也可以考虑通过定投方式参与，达到平均成本的效果。

王祥：部分黄金主题基金跟踪的是境外以美元计价的黄金现货价格，或在其组合中配置黄金行业相关公司的股票，其风险收益特征与国内黄金ETF有所不同。

整体来看，黄金资产的长期回报较为稳健，过去20年中仅4年出现负收益，仅1个年份出现显著回撤。2003年以来，人民币黄金复合年化回报高于沪深300的表现，波动率也明显低于权益市场，体现了更好的收益风险比。

黄金中枢随信用货币规模而稳定抬升，以及其在资产组合中对冲尾部风险的作用依然是其最大的长期配置价值所在。黄金资产在过热与衰退经济周期里的整体表现较好，投资者可采用定投黄金ETF的方式参与投资。

关注美国经济走势、通胀等

风险因素

中国基金报：接下来，黄金市场还有哪些需要关注的风险点？

荣膺：如果美联储向市场做出前瞻指引、银行业风险平息，金价就会回归到交易主线上。

霍华明：市场的风险在于，海外的通胀超预期，美联储为了抑制通胀继续鹰派。

许之彦：年初以来国际金价大幅上涨，短期已相对充分计价了对冲流动性风险的影响。后续要持续关注风险事件的进展情况。黄金虽然是中长期投资品种，但短期的波动也不可忽视，建议通过定投等方式参与投资。

艾小军：黄金价格走势和美元指数走势具有较强的负相关关系。后续需关注美国经济走势、其他经济体尤其是欧元区和日本的经济形势。如果美国经济超预期强劲，或者欧元区、日本经济相对美国经济更加弱势，美元可能相对欧元、日元强劲，美元指数仍有可能走强，将对黄金价格短期形成抑制。

王祥：从趋势上看，美联储加息最为迅猛的一段时间应已经过去。随着美国通胀逐渐受控，美联储加息终点逐渐清晰。欧美之间的通胀节奏差异可能导致欧洲央行相对更加强硬，从而对美元表现构成拖累，给包括黄金在内的大宗商品提供助力。

从美联储自身的角度而言，尽管加息速率放缓，但我们也不认为很快会转为降息，毕竟当前的CPI离美联储设定的2%通胀中枢目标还比较远，5%附近的高利率大概率还会维持一段时间。

由于更多再融资替换的发生，利率抬升对经济成本的影响将在明年愈发显著，将掣肘美联储继续大幅上调利率终点的空间，企业端的业绩压力也将逐渐显现，从而加大美股市场的波动，给黄金带来更多避险对冲的需求。

宋青：投资者首先要密切关注市场动态，切忌盲目大举追涨。经过3月前两周市场的风云突起，市场恐慌情绪得到部分释放。3月22日，美联储的利率决议没有引发金价出现重大的波动，后续的主要关注点还是在银行倒闭事件是否会蔓延，以及对整个金融体系会否产生信心危机。