

# 黄金是否迎来配置良机？

战术性观点 | 2023年5月

**BlackRock**  
贝莱德

无论发达市场央行的政策方向如何，我们都认为黄金具有配置价值。进一步加息或使经济面临更严重的损害，促使避险情绪升温，因而利好黄金。

各国央行近期持续增持黄金，进一步支撑黄金整体需求。我们认为美元潜在走弱也应利好金价。

我们还发现金矿股的投资机遇：金矿行业与金价密切相关，而且其当前估值相比历史水平较具吸引力。

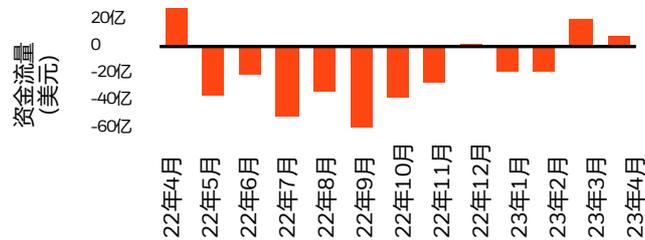
自3月市场波动性飙升以来，受到较大避险需求和央行加息预期降低的支持，我们发现市场对黄金的兴趣回升。以美元计价的金价目前徘徊在历史高位，投资者关心的问题依然是：这种强势能否持续？

我们认为，经济不确定性有可能在2023年继续存在，因此黄金仍较具投资潜力。事实上，我们认为，无论发达市场央行加息或降息，黄金都有望从中受益。我们认为进一步加息或会将给黄金带来更大潜在利好，因为经济将面临受到更严重损害的风险，促使避险情绪升温；如果央行转向放宽政策，较低的实际利率也有可能支持金价。我们认为央行购买黄金和美元疲弱是进一步利好因素。我们还会考虑金矿股的潜在机会。

## 黄金光辉再现？

市场在2023年并不寻常，最近银行业的动荡证实这观点。黄金的投资情绪因此相应地升温，黄金相关交易所买卖产品（ETP）在3月录得18亿美元资金流入，是自2022年4月以来首个录得大量资金流入的月份（见图1）。从2022年到2023年至今，我们已看到黄金打破与实际利率的负相关关系（见图2），同时保持与美元的反向关系。展望未来，黄金与实际利率的关系——以及这种关系会否再次确立——可能是黄金走势的关键决定因素。

图1：全球每月流入黄金相关交易所买卖产品的资金，2022年1月-2023年年初至今

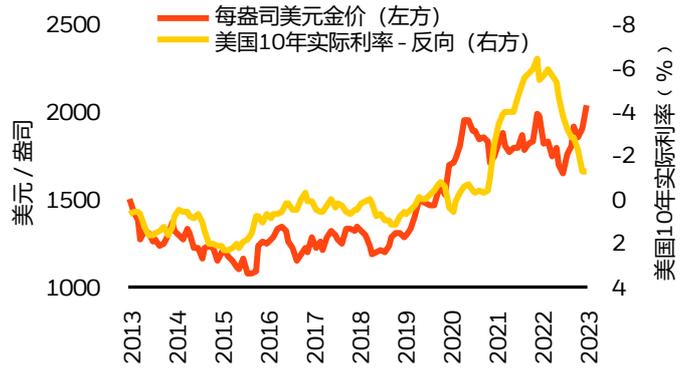


数据源：贝莱德和Markit，截至2023年4月21日。

## 不确定性带来不对称投资机会

目前，黄金与实际利率脱节的原因之一是对避险资产的需求增加。如前文所述，发达市场快速加息触发了银行业事件，市场忧虑金融和经济体系的风险，从而导致黄金相关交易所买卖产品的资金流入增加。

图2：金价和美国10年实际利率，2013年-2023年年初至今



资产表现 (%)	2018	2019	2020	2021	2022	2023年初至今
现货黄金	-1.56	18.31	25.12	-3.64	-0.28	9.51

显示的数字与过去表现相关。过往业绩并非当前或未来业绩的可靠指标。指数表现回报不反映任何管理费、交易成本或费用。指数不受管理，投资者不能直接投资于指数。数据源：Refinitiv Datastream，截至2023年4月13日。

这种发展有可能为黄金带来不对称投资机会。一方面，我们认为如果央行继续加息，进一步出现金融危机的风险仍然很高，为黄金带来潜在上行空间。另一方面，如果央行开始降息，实际利率可能下降，有望为黄金创造有利环境。我们还认为金价会在利率持平的情况下得到支持——我们的基本观点是发达市场央行在第二或第三季度停止加息，但同时将利率维持在较高水平：我们认为，增长和通胀的走势不明朗，加上持续的经济衰退风险，或将使对黄金的避险需求保持强劲。

我们的观点受到经济不确定性的支持，此观点的主要风险是 - 经济形势趋于正面使前景更加明朗，削弱对黄金的投资情绪。然而，我们发现当前资产价格大多反映过于乐观的预测情况；例如，尽管我们认为未来经济衰退的可能性很高，但发达市场股票价格仍反映接近4.5%的盈利增长。<sup>1</sup>这意味着下行风险被低估，而如果这些风险成真，黄金可能因其避险地位再次受益。

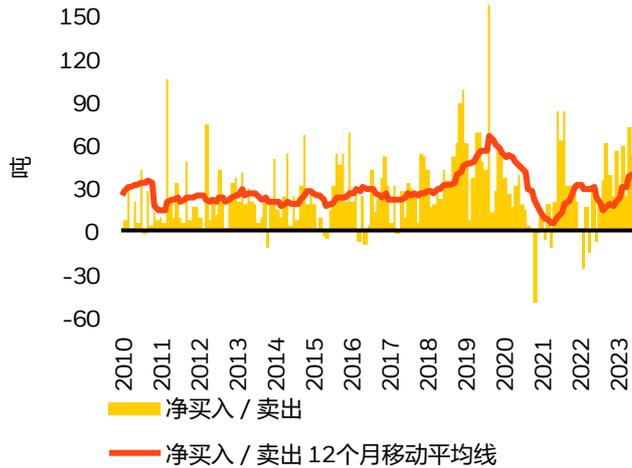
任何意见和 / 或预测均为在特定时间下，对市场环境的评估，并非对未来事件的预测或未来结果的保证。无法保证任何预测都会实现。

<sup>1</sup>数据源：Refinitiv Datastream，截至2023年4月17日。数字基于MSCI世界指数。 <sup>2</sup>

## 央行的购买量依然强劲

过去一年，各国央行一直加快购买黄金（见图3）。世界黄金协会报告指，全球黄金储备在1月增加74吨后，在2月进一步增加52吨。<sup>2</sup> 央行购买大量黄金促使黄金在2023年录得有记录以来最强劲开局，并标志着2022年的趋势得以延续，央行在这一年对黄金的需求同比增长150%。<sup>3</sup>

图3：2012年1月至2023年2月央行每月净购买量和12个月移动平均线



数据源：国际货币基金组织的国际金融统计（IFS）、各国央行、世界黄金协会。截至2023年2月28日的可用数据。注：图表不包括中国于2015年6月宣布购买的604吨黄金，有关采购横跨了2009年至2015年六年期间。图表也不包括日本报告的2021年3月黄金储备增加81吨（因为此为财务省两个不同部门进行的场外交易）、阿根廷的掉期活动和俄罗斯于2023年2月报告增加的31吨黄金储备。

我们认为，央行购买黄金一直是黄金整体投资情绪的利好因素，而鉴于至今公布的数据强劲，加强了我们看好黄金的观点。世界黄金协会在2022年下半年进行的年度央行调查显示，持有黄金的央行中，有61%表示将在未来12个月增加黄金储备，30%央行并无计划改变持有量。仅有5%受访央行预计会减少黄金储备。<sup>4</sup>最终，我们认为央行将维持对黄金的正面看法，并预计央行会进一步购买黄金。

任何意见和 / 或预测均为在特定时间下，对市场环境的评估，并非对未来事件的预测或未来结果的保证。无法保证任何预测都会实现。

<sup>2</sup>、<sup>3</sup>数据源：世界黄金协会，截至2023年4月4日。数字不包括俄罗斯央行报告的购买量。

<sup>4</sup>数据源：世界黄金协会，截至2022年6月8日。数字基于56家央行受访者的回应。

## 密切关注货币效应

过去12个月，金价与美元之间的关系一直非常密切。金价过往在美元疲弱期间一直受到支持。我们认为美元在未来12个月将会走弱，因为去年9月带动美元（以美元指数计算）上升至20年高位的大多数推动因素已经减退，我们认为：1）美国通胀回落；2）美联储紧缩周期已近尾声；同时3）受中国重启的利好因素带动，增长势头已从发达市场转向新兴市场。我们认为短期内存在上行风险，因为近期发达市场银行业动荡触发的不安情绪可能需要时间消退。

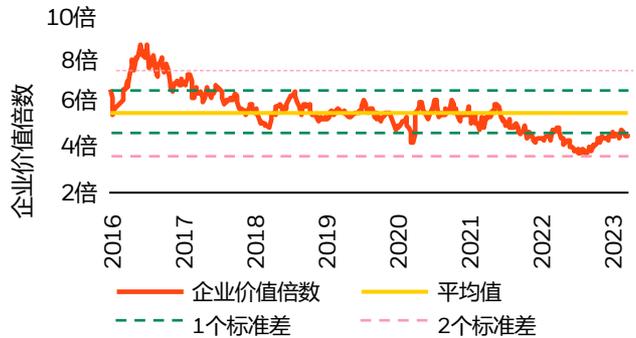
最终，我们认为美元已升达本周期的峰值，预计年底美元指数将接近90年代中期的水平。这有望为黄金带来进一步利好因素，支持我们看好黄金的观点。

对于非美元投资者来说，我们也看到在买入黄金或黄金相关资产时，使用货币对冲不仅能帮助非美元投资者充分捕捉金价升幅，并有望限制因美元疲弱造成的回撤。

## 直接投资于金矿股？

金矿股历来的贝塔值为金价的两倍。如果金价继续上行，黄金生产商子行业有望为投资者带来更多机会。我们还发现该行业的估值相对过去更有吸引力，企业价值倍数约为4.7倍，较历史平均水平低约一个标准差（见图4）。面对利好金价的环境，我们预计估值重估将成为关键投资逻辑。

图4：北美金矿公司的企业价值倍数



数据源：公司报告、加拿大皇家银行资本市场估计数字，截至2023年4月4日。

## 贝莱德的旗舰主动型金矿股基金：

贝莱德世界黄金基金  
(卢森堡注册)

联席基金经理：Evy Hambro及Tom Holl

资产管理规模：45亿美元

成立日期：1994年12月30日

ISIN：LU0252968424

晨星组别：行业股票—贵金属

数据源：贝莱德，截至2023年4月。

## 贝莱德世界黄金基金如何配置资产及管理风险？

基金采用主动型管理方式，投资管理人有权酌情选择基金的投资项目。过程中，投资管理人在构建基金投资组合时将参考富时金矿指数（FTSE Gold Mines Index）（该“指数”），并出于风险管理目的，确保根据基金的投资目标和政策，基金承担的主动型风险（即偏离指数程度）维持合适水平。投资管理人在选择投资时，不受指数成分或权重限制。投资管理人还可酌情决定投资并未纳入指数的证券，以把握特定投资机会。然而，投资目标和政策对行业的有关要求，可能限制投资组合持仓偏离指数的程度。投资者应使用该指数比较基金的表现。

提及的特定投资仅供说明用途，无意也不应被解释为买卖该等投资的建议。

## 重要披露

数据源：贝莱德，截至2023年4月30日。以上数据仅供参考说明用途并可予更改。概不保证所作的任何预测将会实现。

本文件仅供派发于合格境内机构投资者及专业投资者使用，任何其他人士不应依赖本文。本文仅作参考资料和教育用途，在招揽或向任何人士分发属违法的任何司法管辖区，本文件并不构成与任何证券或贝莱德基金有关的招揽。此外，亦不构成与本文件收件人签订投资协议的要约，或透过提出签订投资协议的要约，邀请收件人作出响应。

基金的权益不得在中华人民共和国(“中国”，就本文件而言，不适用于香港、澳门和台湾)境内直接或间接地要约或销售。本文件或其中包含或援引的任何有关基金权益的信息在中国均不构成任何销售证券的要约或购买证券的要约邀请。本文件、其中包含的任何信息或基金权益尚未，且将不会，向中国的任何有关政府机关进行提交或登记，或经任何中国政府机关批准或核准，因此，其不得向中国的公众提供或用于与任何在中国销售基金权益的要约有关的行为。

基金权益只能由有权投资于此类基金的中国投资者投资。投资者负责自行从有关政府机关(包括但不限于：国家外汇管理局、中国证券监督管理委员会、中国银行业监督管理委员会以及其他相关监管主体)处获得所有相关的政府审批、核准、许可或登记(如有)，且遵守所有适用的中国法规，包括但不限于任何相关外汇管理规定和/或境外投资规定。

本文所载的基金乃贝莱德全球基金的子基金。贝莱德全球基金是卢森堡的开放式投资公司，仅可于若干司法管辖区发售。不得于美国境内或向美国人发售贝莱德全球基金。不得于美国发布有关贝莱德全球基金的产品数据。有关上述警告的详情，载于现有基金章程内的基金特定风险中，阁下作出投资前应仔细阅读。本文件仅供参考用途，并不构成要约或邀请任何人士投资于任何贝莱德基金，亦非因任何有关要约而拟备。除非任何客户的个别投资管理协议列明或与管理基金有关的条文明文规定，否则我们不会就人事、架构、政策、流程、目标或(不限于)本文所载任何其他事宜出现任何变动而作出通知。详情请参考贝莱德全球基金章程，包括风险成份。

投资涉及风险，过往业绩并不代表将来的表现。投资价值及收益可升可跌，并不能保证。投资者可能无法取回原本投资金额。货币汇率变动亦可能导致投资价值减少或增加。波幅较高的基金表现可能尤为反复，投资价值可能突然大幅下跌。税务水平和基础亦可能不时更改。

本文件可能含有「前瞻性」信息。这些信息可能包括预测、预报、收益或回报估计及可能的投资组合构成。此外，本文包括其他投资工具或贝莱德所管理的综合账户之若干过往表现数据，该等表现数据仅作为举例用途。概无声明表示任何贝莱德基金将会取得所示的表现，或已考虑或列出拟备本文件期间就取得、计算或呈列前瞻性数据或往绩数据时所作的各项假设。若拟备本文件期间所作的假设出现任何转变，可能会对作为举例用途的所示投资回报构成重大的影响。

本文件并不构成对未来事件的预估、研究或投资建议，也不应该被视为购买、出售任何证券或采用任何投资策略的建议。本文件所载的任何意见，反映本公司截至2023年5月的判断，可因其后的条件转变而作出变动。本文件所载的信息及意见取自贝莱德认为可靠的专有和非专有来源，并不一定涵盖所有数据，亦不保证其准确性。概不保证所作的任何预测将会实现。贝莱德所管理的账户并不一定持有本文件所述的任何投资项目。是否依赖本文件所载的信息由阁下自行决定。有关观点不一定反映贝莱德集团旗下任何公司的全部或部分意见，且不保证其准确性。

文内所有分析均由贝莱德就其本身目的取得，并可能据此行事，所取得的任何研究结果仅属偶然。文内所述观点并不构成投资或任何其他建议，并可予以修改。有关观点不一定反映贝莱德集团旗下任何公司的意见或其意见的一部份，且不保证其准确性。未经贝莱德预先书面同意，不得复制、在检索系统储存，或以任何形式或任何方法(包括电子、机械印制、录制或其他方式)传送本文件任何部份的数据。

©2023 BlackRock, Inc. 版权所有。BlackRock®乃BlackRock, Inc., 或其附属公司在美国及其他地方的注册商标。任何其他商标归属于其各自的所有人。

**BlackRock**  
**贝莱德**

本文件仅供派发于合格境内机构投资者使用，不得对外公开(请参阅重要披露)