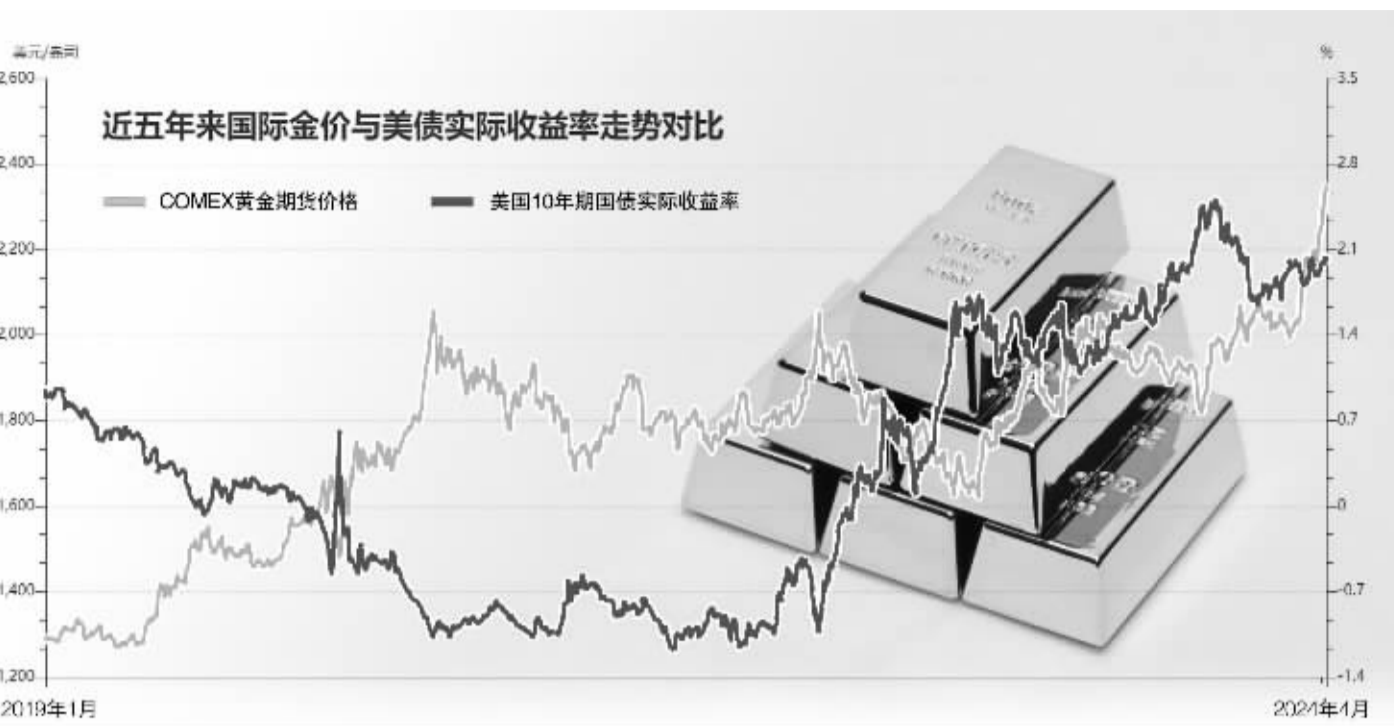


黄金定价之锚失效 机构多空博弈加剧

4月10日,金价持续走高。上海黄金交易所黄金现货交易较活跃的AU99.99收盘涨0.43%至每克557.9元,当日成交额较前两个交易日出现下降。当日,A股黄金概念板块总体成交额出现下滑。有迹象显示,多空力量的分歧日益加剧。

对于近期美元、黄金和原油齐涨,投资者热议当前还能否用过去的框架来分析金价的涨跌?黄金的上涨逻辑究竟出现了哪些变化?二季度“涉金”品种以及周期股行情还能继续走多远?多位私募基金人士给出了不同的看法。

● 本报记者 刘伟杰 张舒琳



视觉中国图片 数据来源/Wind

交易性因素主导

同花顺数据显示,AU99.99成交额有所缩量的同时,黄金概念板块的成交额也出现下滑。截至4月9日,主力资金最近20个交易日从黄金概念板块累计净流出约7亿元,而北向资金则净流入超36亿元。

近年来全球地缘风险频发,作为典型的避险资产,各国央行以及机构投资者的购金力度加强。此外,近期持续飙升的金价吸引了许多个人投资者的目光,炒作资金持续涌入。

各国央行加大黄金的购买力度以及消费者对实物金需求提升,成为了黄金定价的重要因素之一。Wind数据显示,2022年至2023年,全球央行连续两年的年度净购金量超过1000吨。不过,有业内人士认为,央行购金力度加大并非黄金上涨的主要原因。据兴业证券罗雨浓团队研究,全球央行购金需求力度上行最大的年份是2022年,2023年全球央行购金力度已经边际回落。从金价表现上看,2022年黄金价格整体下跌,这说明全球央行购金并未对金价起到支撑作用,而是黄金定价的经济逻辑实际利率在发挥作用,2023年黄金价格上涨也是由很多事件推动,可合理解释为全球央行购金并非金价上行的主要原因。

另外,黄金ETF的规模和金价出现了明显背离也值得警惕。根据世界黄金协会数据统计,2022年11月到2024年2月,全球黄金ETF净流出量超37吨,而其在2023年7月至2024年2月的半年多时间则净流出近300吨。

此轮金价上涨,投资者加仓黄金相关ETF的热情高涨,多只黄金、黄金股主题ETF规模创下新高。近一月以来,超40亿元资金净流入黄金ETF,博时基金、易方达

基金、国泰基金、华夏基金、工银瑞信基金、前海开源基金旗下的7只黄金ETF合计市值迅速突破400亿元。此外,跟踪中证沪深港黄金产业股票指数的两只黄金股ETF也吸引了8亿元资金净流入。

在狂热情绪的推动下,华夏中证沪深港黄金产业股票ETF曾在4月1日至4月3日连拉三个涨停板,溢价率一度超过30%,但随后两个交易日连续以跌停板收收。“一方面,黄金股的弹性本身大于黄金;另一方面,交易价格受到市场情绪推动。黄金相关ETF价值由ETF黄金投资标的决定,但是部分投资者会将ETF当作股票炒作,导致二级市场交易价格明显高于基金份额参考净值,有黄金股ETF出现三连板,就是非理性投资的结果,除了流动性以及套利机制的影响,很大一部分原因是前期涨势良好,市场情绪推动炒作资金涌入导致溢价率企高。”一位私募基金人士表示。

国盛证券宏观熊园团队表示,本轮黄金上涨目前已有逐渐脱离基本面的迹象,可能由交易性因素主导,即破新高后的动量效应和逼空效应。3月初黄金价格创历史新高后,投机性多头头寸快速增加,空头头寸快速减少,可能是触发了动量策略获资金大量买入。并且在这一过程中,大量空头止损离场,逼空效应也扩大了黄金的上涨力度。历史上看,黄金每次破历史新高之后,短期内通常延续快速上涨势头,也为本轮的表现相一致。

核心逻辑生变数

伴随着国际金价持续刷新历史纪录,市场各方对黄金的争议日益升温。在传统的黄金分析框架中,黄金的价格主要受到名义利率、通胀预期以及全球各大央行的购金行为等因素影响。然而在近期,前两个定价的锚逐渐失效。特别是今年3月下旬

以来,美国通胀和经济基本面数据持续超预期,美联储降息预期时点延后,美元和美债利率也持续反弹。在此背景下,黄金的表现却不跌反涨。

受访的私募基金经理普遍认为,推动本轮黄金价格上涨的核心逻辑发生了变化,因此传统的黄金定价框架很难全面分析黄金价格走势。明泽资本创始人、董事总经理马科伟表示,从黄金定价来看,主要是考虑其货币属性、金融属性、商品属性,其中货币属性是黄金定价的核心,表现在抗通胀、抗低收益率、抗风险,本质是对美元在货币功能方面的替代,即黄金和美元指数通常有较强的负相关关系。但是近年来,可以看到黄金和美元指数负相关性逐渐弱化,甚至出现了美元、黄金、石油同步上涨的情形。主要原因是全球央行对美元信用的担忧,去美元趋势逐渐明显。

融智投资基金经理夏风光也直言,黄金近期飙升背后的深层次原因是美元作为全球储备货币的地位出现动摇,以及美元严重超发导致国际热钱泛滥。近几十年来,黄金最主要的锚是美国实际利率,其次是美元指数。但黄金走势最近一年来和这两大标的出现了明显的反差。黄金走势与新兴经济体增持黄金储备的力度相吻合,也和比特币阶段趋势同向,这显示出投资者对美元主权信用货币体系的担忧,黄金价格表现已经超出了围绕美国实际利率波动的范畴。不过,他认为,黄金的定价成因机制复杂,中长期定价模式还有待更多的情况进行验证,美元在国际支付体系中仍然“独大”,黄金转变为全球货币,或者寻找新的定价之锚,并非容易的事。

警惕金价短期见顶风险

部分机构对黄金和黄金股后市仍抱

有较高期待,考虑到交易层面因素,已有越来越多声音提示短期见顶回调的风险。

工银瑞信基金表示,3月以来黄金开启连涨模式,但国内黄金股的弹性并未完全释放。美联储降息推迟将拉长黄金上涨的周期,但不会影响黄金价格上涨的高度。黄金上涨的周期拉长,对于黄金股的业绩释放以及估值修复有重大支撑。前期压制黄金板块的重要原因是市场担忧快速降息后金价的上涨周期结束,当前预期推后的美联储降息周期以及可能减少的降息幅度,有望持续推动黄金板块走高。

夏风光认为,当前市场有一种乐观的观点,认为美元降息即将开启,黄金继续走牛理所当然,在过去20年当中,这样的判断并没有问题。但此次黄金的上涨和美元的实际利率关联不大,因此过去的定价模式也有可能不会重复。经过短期上行后,黄金的波动率已经大大超过往年,需要警惕短期见顶的风险。

在马科伟看来,市场仍然认定美联储降息只是时间和节奏的问题,从中长期看,推动黄金上涨的因素大概率不会发生变化,因此仍然对黄金后市保持积极态度。短期基于交易层面因素的影响,金价可能有回调风险,黄金股的波动可能会加大。

星石投资表示,从中长期的角度看,黄金价格存在支撑,但短期影响黄金快速上涨的因素更多属于交易和情绪层面,金价突破新高后,后市不确定性有所增加,后续仍需观察美联储表态、美国经济变化、各国央行购金规模以及地缘冲突等方面的变化,在黄金积累了较大涨幅后,上述因素对于市场情绪和交易的影响可能会逐步放大。对于人民币计价的黄金价格,还需关注汇率变化导致的波动。

场内价格现“过山车” 黄金主题基金规模陡增

● 本报记者 王鹤静

近期,受黄金价格大涨影响,黄金主题基金获得了投资者的强烈关注。一方面,多只场内基金因较高溢价接连发布停牌公告;另一方面,强势吸金、扎堆新发、提高限购金额等情况接连出现。

停牌公告频发

4月10日,易方达基金发布公告称表示,易方达黄金主题LOF二级市场交易价格明显高于基金份额净值。4月3日,该基金份额净值为0.921元;截至4月9日,该基金在二级市场的收盘价为1.198元。特此提示投资者关注二级市场交易价格溢价风险,投资者如果高溢价买入,可能面临重大损失。

为保护投资者利益,易方达基金宣布,易方达黄金主题LOF于4月10日开市起至当日10时30分停牌,复牌后该LOF低开低走,并在午后跌停,截至收盘,“卖一”位置仍有超过1.3万手的买单。

4月1日至4月3日,华夏黄金股ETF连拉三个涨停板,三个交易日累计涨幅高达33.06%,溢价率从12.53%一路飙升至30.50%,创下成立以来的历史新高水平。4月2日、4月3日,华夏基金接连发布公告称,华夏黄金股ETF二级市场交易价格明显高于基金份额参考净值,出现较大溢价,为保护投资者利益,该基金于当日开市起至当日10时30分停牌。清明节假期后,4月8日、4月9日,华夏黄金股ETF继续于开市起至当日10时30分停牌,然而该ETF二级市场价格开始掉头向下,并且这两天复牌后接连出现跌停的情况,两日跌幅累计达18.99%,溢价率也从此前的最高

规模较大的黄金主题ETF情况			
基金简称	今年以来涨幅	基金规模 (亿元)	年内净流入额 (亿元)
华安黄金ETF	15.92%	193.67	31.21
博时黄金ETF	15.88%	107.34	22.15
易方达黄金ETF	16.11%	77.90	20.50
国泰黄金ETF	15.87%	34.87	11.82
永赢黄金股ETF	32.28%	6.57	4.96
华夏黄金ETF	15.98%	4.00	1.49
华夏黄金股ETF	49.09%	3.09	1.14
工银黄金ETF	15.80%	2.13	0.85
前海开源黄金ETF	15.77%	1.24	0.20

数据来源/Wind (基金规模及年内净流入数据截至4月9日) 制表/王鹤静

点30.50%回落至3.89%。

业内人士表示,上述ETF连续涨停后又连续跌停或与ETF的套利机制有关。此前,大量资金涌入黄金相关ETF,但由于申购额度限制,套利资金无法通过一级市场申赎,及时平抑高溢价。随着近日申购额度不设上限,套利资金大量涌入,使得ETF溢价迅速回落。

主题品种强势吸金

黄金投资热也反映在相关主题ETF的强势吸金表现上。Wind数据显示,4月前5个交易日,华安黄金ETF净流入金额就高达23.09亿元,4月9日的规模创下了自2013年7月成立以来的历史新高,达到193.67亿元。

博时黄金ETF、易方达黄金ETF紧随其后,4月前5个交易日,净流入金额达到了14.63亿元、12.03亿元,4月9日的规模同样创下历史新高,分别为107.34亿元、77.90亿元。

除上述跟踪上海黄金交易所挂牌交易的现货合约的黄金ETF外,成立时间较晚、跟踪中证沪深港黄金产业股票指数的永赢黄金股ETF、华夏黄金股ETF,4月8日的基金规模也创下了成立以来的历史新高,分别为6.80亿元、3.43亿元,并且4月以来分别收获资金净流入3.37亿元、2.99亿元。

在黄金相关ETF强势吸金的背景下,无论是公募新发还是存量市场,都在抢抓机遇、积极布局。

同样跟踪中证沪深港黄金产业股票指数的国泰黄金股ETF已宣布,将于4月15日至4月19日进行发售,首次募集规模上限为50亿元;华夏黄金股ETF联接基金也于4月11日起发售,首次募集总规模上限为80亿元。

此外,汇添富基金宣布,4月9日起,汇添富黄金及贵金属(ODII-LOF-FOF)的限制申购、定期定额投资金额由此前的5000元上调至20万元。为了保障基金平稳运作,诺安基金则宣布,诺安全球黄金(ODII-FOF)自4月3日起暂停大额申购

(含定投)业务,限购金额为10万元。

央行或有进一步购金需求

通过分解黄金的交易结构,国泰君安证券研究所宏观研究团队发现,央行购金和黄金ETF是此轮行情的主导力量。黄金四大需求中的消费需求和工业需求较为稳定,投资需求和央行购金是黄金价格波动的主要推动力。

国泰君安证券研究所宏观研究团队表示,从2022年11月开始,中国央行开始连续购买黄金,截至2024年2月,购买吨重占全球央行净买入的60%。央行购金行为主要受稳汇率导向驱动,稳汇率仍是货币政策的重要考量,央行购金可能是为下一步操作腾出空间。

国泰君安证券研究所宏观研究团队还提到,中国黄金ETF发生连续资金净流入,而其他国家的黄金ETF在同期为资金净流出。黄金ETF大幅资金净流入的背后是居民储蓄释放下的资产配置行为,行情的持续增强了赚钱效应,使得黄金的收益特征在近期类似高股息资产。

短期来看,国泰君安证券研究所宏观研究团队判断,货币政策更加注重结构性调控,政策利率下行必要性降低,央行购金需求或有所放缓;长期来看,若内部调控必要性先于外部货币政策转向,为了增强货币政策的操作自主性,央行或有进一步购金需求,并可能催生新的黄金行情。

展望后市,永赢黄金股ETF基金经理刘庭宇预计,金价或仍有上升空间。从资金层面来看,主要购金国的黄金储备占比仍在低位,未来还有大量潜在的资金买盘可能会在合适的时机进场,或推动金价进入新一轮上升行情。

关注上市公司一季报业绩

哑铃型策略成公募二季度标配

● 本报记者 张韵

近日,多家公募基金公司二季度投资策略报告出炉。从投资策略的共同之处来看,大部分公募都将2024年上市公司一季报业绩披露作为投资重点关注点,上市公司业绩或将成为二季度投资的重要逻辑。在策略配置上,多家基金公司依然继续沿用相对均衡的哑铃型策略,即高股息叠加科技成长的配置。此外,出海产业链、资源行业、新质生产力等也成为受到较多关注的方向。

或回归业绩驱动逻辑

多位基金人士直言,二季度投资或将回归至以行业企业业绩为主导的基本面投资逻辑。

博时基金多元资产管理一部基金经理于文婷认为,二季度的市场将从一季度的博弈行情回归至基本面行情。四月份财报季,通常会交易一季报业绩预期,市场会有一些的波动。从板块风格而言,四月份通常不利于中小成长板块的表现,短期可以向价值偏配部分仓位。二季度下半场,如果经济指标比预期强,可以偏向配置成长板块。

鹏华基金研究部副总经理王海青认为,进入4月份一季报披露期,市场将回归行业企业业绩主导,主题相关炒作可能会让位于基本面投资。看好有未来发展持续性、估值相对便宜的板块与个股,包括电网、有色、机械、医疗以及部分人工智能(AI)龙头,应尽量回避业绩兑现度较差或景气度下行的板块。

招商基金认为,财报季应重视增长逻辑和业绩增长变化,关注有色、船舶、汽车、医药、公共事业板块。待一季报因素充分消化,若成长行情还会出现,可重点关注周期新材料、科技制造和应用板块。创金合信基金认为,市场将迎来一季报的考验,A股的波动或将加剧,配置上可继续向自由现金流稳定的行业转移。

整体行情方面,多家基金公司对二季度持相对乐观态度。前海开源基金投资部总监、基金经理崔宸龙认为,A股经历两年回调后,目前处于较低估的状态。AI、低空经济等诸多新热点的出现,使得市场热度明显提升。A股年度级别的情绪值得期待,中长期大概率震荡上行。平安基金认为,二季度基本面预期修复为主,股市中枢有望同步上移。国投瑞银基金认为,二季度股票市场上行超预期的概率偏大。

左手高股息右手高成长

自去年以来持续发酵的“左手高股息右手高成长”的哑铃型配置方式,依然是多家公募基金二季度主要投资策略。

招商基金认为,未来两个季度股市的投资机遇多于风险,大概率仍是结构性行情。与过去的不同在于,在复杂的地缘政治、经济、社会环境下,投资者难以形成较稳定的预期,新投资结构或在“价值中的价值”(高分红、稳定现金流股票、固定收益)和“成长中的成长”(科技题材股)中轮动。

平安基金在谈及A股投资策略时,重点提及高股息和科技成长两个方向的配置。该机构认为,高股息品种防御配置仍有必要,近年来“资产荒”的特征愈发明显,负债端压力驱动资金增加高股息品种配置。目前高股息品种仍具有较高的性价比;科技成长或将主导结构性机会。科技周期视角下,全球半导体周期已重启共振向上。

创金合信基金提出的投资策略同样是高股息和科技成长的双重搭配。不过,其对高股息资产更强调配置理念,对科技成长则侧重交易层面,该机构还提示,需要注意科技成长赛道的拥挤情况。

前海开源基金POF基金经理李赫表示,权益市场向来是偏好确定性方向,煤炭、银行等高股息品种凭借稳定的业绩和高额的分红,依旧有较大吸引力。去年开始人工智能概念火热,拉动国内科技公司股价,传媒、通信等行业的海外映射方向也有一定配置价值。

出海产业链成为新宠

在上述哑铃型配置的两大领域外,出海产业链似乎成为二季度多家公募基金共同关注的新目标,出口被认为可能是二季度经济发展的一大亮点。此外,近期颇受市场热捧的有色金属等资源品行业,以及低空经济、人形机器人等新质生产力领域,也成为不少基金公司二季度投资的重要关注点。

在关注高股息和科技公司之外,李赫表示,出口产业链是其第三大重点关注方向。二季度经济动能持续修复,尤其是出口链条大概率会超预期。相对于海外,我国新能源车、家电、军工等行业有一定产业优势。

国投瑞银基金认为,全球经济增长预期的改善下,中国出口高景气在二季度或将延续。具有全球竞争力的家电、新能源、工程机械、重卡等出口领域延续高增长态势。积极关注受益于外需改善和出海逻辑的优势制造业。在全球制造业回升的背景下,外需改善提供了较为确定的增量逻辑。

招商基金表示,回顾3月制造业PMI数据,主要亮点在于需求大幅回升,其核心贡献就是外需的超季节性回升。外需中,化工、汽车和纺织服装领域回暖较多,可以关注下游库存水平较低的消费制造业。4月相对看好设备制造以旧换新与出海共振板块。

鹏华基金权益投资部副总经理金笑非表示,当下节点,市场情绪回暖,将积极关注出海逻辑顺畅的汽车、家电、创新药的相关企业。



新华社图片