

黄金需要打开想象力——张瑜旬度纪要No.123



【大势研判·张瑜】黄金到底在定价什么？

各位投资朋友大家晚上好。长假期间黄金价格突破4000美元/盎司引发市场的关注，为此，本次旬度我们再次阐述我们对于黄金的整体观点，以及分享我们最新的研究。

一、研究脉络：2023年开始战略看多黄金

首先回顾我们对黄金的历史观点。2023年12月我们发布首篇黄金报告，观点是“百年变局之下，十年战略看多黄金，明年启动”，所以当时报告的标题为《金：百年，十年，明年》。此后，我们在2024年5月、2025年3月，以及2025年5月，在黄金定价逻辑、极端情境下的金价推演，以及推动金价上涨的动力等方向开展研究（详见《Call黄金系列》）。

二、最新研究：黄金在定价什么？

今天我想重点分享的是我们的最新研究。在2025年5月发布的报告中，我们构建了黄金隐含“秩序重构”指数，我们希望解决一个关键问题：黄金价格的传统显性影响变量，如实际利率、通胀预期、美元指数及全球央行购金等，这些都是市场耳熟能详的因子，但这些显性因子，难以解释本轮黄金的大幅上涨。原因在于，这些因子在过去30年、20年乃至10年间的逻辑十分清晰，投资者对其认知已较为充分，基于这些因子的定价体系已高度成熟，很难再形成额外的上涨驱动。因此，我们将这些传统显性因子从黄金价格中剥离后，剩余的无法被解释的部分，是黄金超越传统因子的异常涨幅，我们将其定义为黄金的“非常规动能”，即下图所示的黄金隐含“秩序重构”指数，详见2025年5月28日报告《黄金隐含“秩序重构”指数：捕捉全球秩序重构的交易信号》。

这部分“非常规动能”至关重要，它反映了投资者对全球百年金融政治秩序重构的预期。2023年至今，这股力量正是主导黄金价格走势的核心驱动力。我们构建的黄金隐含“秩序重构”指数，正是“非常规动能”的量化呈现。若观察2022年至今的高频数据，黄金价格与所有传统宏观因子（如通胀、利率、美元指数

等)的相关性均出现了历史罕见的背离,解释度显著下降,两者走势的拟合度大幅降低;而黄金隐含“秩序重构”指数与黄金价格的拟合度很高,即便在月度级别的小幅价格波动中,两者的波峰、波谷也几乎完全对应。



三、往后看：继续战略看多黄金

第一，黄金隐含“秩序重构”指数仍是近期金价上涨的核心驱动力。市场上有观点认为，近期黄金上涨源于美联储降息预期等传统因子，但我们认为这一逻辑并不成立，当前若仍以央行购金、美联储降息等传统因子作为黄金看多的理由，显然无法解释过去两年黄金的持续上涨。事实上，8月以来启动的黄金行情，与所有传统宏观因子的走势拟合度均较差。即便期间美联储降息与黄金上涨方向一致，我们仍不认为两者存在直接因果关系。我们认为，8月以来黄金的启动，主要与全球近两个月频发的政治与经济不稳定事件相关，如印尼东部骚乱、尼泊尔政局动荡、法国政治局势波动，以及阿根廷经济问题等。这些事件的发酵推动黄金隐含“秩序重构”指数出现异动，该指数仍是解释本轮黄金上涨的最佳变量。这表明，当前驱动黄金价格的核心力量，仍是传统因子无法解释的秩序重构预期。既然黄金价格的变动已不再依赖传统因素，那么我们需要对这一看不见的力量保持充分的战略敬畏。目前，黄金隐含“秩序重构”指数已接近并突破1980年的历史高点，这是时隔40年后的再次突破。若此次突破站稳，预计将为黄金价格打开新的上涨空间。

第二，从资配的角度来看，黄金的配置价值非常显著。在大类资产组合中，即便仅加入5%的黄金仓位，也能有效优化风险收益前沿（要么提升单位风险下的收益，要么降低单位收益对应的风险），最终显著改善组合的风险收益特征。从全球金融市场视角看，所有金融市场较发达的国家，其股、债资产与美股、美债的相关系数普遍较高，例如日本日经指数与美股的走势，从数十年维度看基本亦步亦趋。而从实物大宗商品视角，全球可投资的实物大宗商品，大多与中国需求增速存在较高相关性。在各类资产中，唯一能同时实现“与美国主导的发达金融圈资产相关系数低”和“与中国主导的实物需求端资产相关系数低”的，几乎仅有黄金（我认为以比特币为代表的加密货币本质上归属于以美国为首的发达金融体系，与黄金并非同一属性的资产），因此黄金的配置价值非常显著。

因此，无论是从驱动黄金上涨的核心力量（秩序重构预期），还是从黄金在资产配置中的稀缺性来看，我们均维持战略看多黄金的观点，黄金价格突破4000美元/盎司，并不意味着上涨行情的终结，我们对黄金价格走势保持充分的战略敬畏。