

固收半月谈|近期黄金价格上行，背后原因是什么？

固收行家解读债市焦点

主讲人介绍



武凌巍

上银基金固定收益部高级研究员

4年金融行业从业经验，信用研究专家，长期深耕多元金融、ABS及城投板块

【12月以来市场回顾】

国内利率债市场方面，12月以来资金面紧平衡导致短端利率继续承压，但PMI、通胀、进出口等数据表现平平，叠加政治局会议并无增量重磅政策，长端利率表现相对更好，收益率小幅上行。具体来看，截至12月12日收盘：

(1) 国债方面，1Y国债收益率上行5BP，至2.38%；3Y国债收益率下行1BP，收于2.46%；5Y-10Y国债收益率下行3BP，10Y国债收于2.64%。

(2) 政金债方面，1Y 国开债收益率下行 2BP，1Y 口行债和农发债收益率上行 1BP；3Y 国开债收益率下行 3BP，3Y 口行债收益率上行 3BP，3Y 农发债收益率下行 4BP；5-10Y 政金债收益率下行 1-2BP 不等，10Y 国开债收于 2.75%。

信用债市场方面，12 月以来信用债收益率以调整为主，信用利差以走阔为主。具体看，期限上，短端受到资金面稳中偏紧、NCD 提价影响，调整幅度最大，12.1-12.12，1 年期 AAA 级中债城投债收益率上行 7bp。资质上，1 年期 AA-城投收益上行 2.61bp，说明市场对于尾部平台追逐逐渐趋于理性。

国内权益市场方面，权益和转债市场方面，12 月整体表现不佳，权益市场整体下跌。截至 12 月 12 日，Wind 全 A 下跌 0.7%，沪深 300 下跌 2%，上证指数下跌 0.87%，创业板指下跌 1%，中证转债上涨 0.2%，转债估值有所拉升。分行业来看，涨幅较高的板块主要来自通信、计算机、传媒和公用事业，整体上涨 2%-4%，跌幅较多的板块主要为食品饮料、美容护理、建材和电力设备，整体下跌 2%-4%。

海外市场方面，随着美国部分经济数据走弱，市场对美联储的加息预期也在调整，目前市场普遍认为不再加息，最早明年 3 月出现降息，因此欧美股市整体表现较好，债券收益率也出现大幅下行。具体来看，截至 12 月 12 日收盘，当月法国 CAC40 上涨 3.18%，德国 DAX 指数上涨 3.55%，英国富时 100 上涨 1.19%，标普 500 上涨 1.66%；亚洲股市方面，日经 225 下跌 1.92%，恒生指数下跌 3.92%。债券市场方面，德国 10Y 国债收益率下行 19BP 至 2.26%；法国的 10Y 国债收益率下行 26BP，收于 2.77%；美国 10Y 国债收益率下行 17BP，收于 4.2%；英国 10Y 国债收益率下行 45BP 至 4.08%。

【12 月下半月市场展望】

宏观利率方面，上周政治局会议召开，从会议内容来看，整体定调偏积极，强调“稳”“适度”，说明明年政策端仍会发力，但超预期刺激的概率较小，对债市影响偏正面。本周的中央经济工作会议增量信息不多。从上周末公布的 CPI 数据来看，CPI 同比-0.5%明显低于市场预期，在内需不振的背景下，通缩压力不减，经济基本面短期对债市仍偏利好。目前资金面紧平衡的状况依然存在，短

端利率始终制约长端下行，在央行没有进一步的宽松政策前，长端品种较难出现波段机会，10Y 国债大概率继续围绕 2.65% 窄幅震荡。

信用债方面，考虑到城投化债推进存在摩擦成本，区域化债推进落地的预期差会带来估值的反复，当前城投 1 年期 AA- 收益在历史最低值，1 年内挖掘的性价比比较低，短久期城投品种从收益和安全性的角度推荐强区域次要平台。由于信用利差主动走阔，2 年、3 年期信用利差分别在 2019 年以来 47%、46% 历史分位数，可以在信用风险可控的标的上适当拉长久期。二级资本债，当前 3 年期 AAA- 二永收益率 3.09%，信用利差 55bp，绝对收益和信用利差历史分位数分别为 32% 和 48%，历史性价比趋于一般，当前资产紧缺下可以在城投比价中适当关注。

权益市场方面，近期市场持续弱势，沪深 300PE 降至约 11 倍，整体股息率超过 3%。虽然当前经济数据仍偏弱，但环比二季度已有好转，同比数据将出现一些改善迹象，地产已在逐渐好转，同时外资净流出压力在大幅缓解，后续如果迎来一些利好，市场触底反弹概率较大，当前转债从绝对价位和估值上开始产生一定性价比。目前策略上我们会更加积极，一方面，关注跌入价值区间的困境改善行业，如医药、农林牧渔煤炭、消费电子、有色和非银等，另一方面，在 AI、出海与进口替代、自动驾驶等行业寻找绝对价格不高但受益于产业主题带动弹性的标的。

【热点关注】近期黄金价格上行，背后原因是什么？

12 月 4 日，期货黄金和现货黄金早盘双双快速拉升。COMEX 黄金期货一度站上每盎司 2150 美元关口，现货黄金涨至每盎司 2146.87 美元，均创历史新高。

黄金被广泛认为是一种避险资产，当经济不稳定、通货膨胀上升或金融市场动荡时，投资者倾向于将资金转移到黄金等安全资产上。黄金在遭遇金融危机、政治不确定性和地缘政治冲突等风险时通常表现出稳定的价值，被认为能够抵御这些风险带来的负面影响。这使得现货黄金投资成为一种非常有吸引力的投资选择。美国暂停加息预期，地缘冲突加剧引起的避险需求均刺激了黄金价格的上涨。

一方面，10月19日周四，美联储主席鲍威尔发表讲话，表示收紧货币政策的一个目的是收紧金融环境，美债收益率近期涨势已经造成金融环境显著收紧，因此债市收益率上升可能意味着美联储无需更多加息。鲍威尔暗示，只要近期降通胀的努力继续取得进展，长期美债收益率的上涨可能会令央行暂停历史性的加息。同时，美国通胀率明显回落，失业率略有反弹，这些都意味着美元持续加息产生了效果，美元进入降息周期的态势也越来越明显。

另一方面，地缘冲突的逐渐升级引发了全球的避险情绪。地缘冲突使得地缘政治紧张局势加剧，当前地缘政治冲突还未完全解决，黄金仍处于地缘政治风险溢价阶段。地缘政治风险和避险买盘正推动金价走高，未来如果地缘政治持续动荡甚至危机加剧，经济衰退风险再次上升，或者债券收益率和美元见顶等情况出现，黄金价格有望进一步走高。

此外，全球央行购金热也在一定程度上对国际金价形成了支撑。世界黄金协会的报告显示，全球央行持续强劲购金态势，为黄金需求提供了助力。三季度黄金需求（不含场外交易）为1147吨，比近5年平均水平高出8%。各国央行预计在今年剩余时间内将继续保持强劲的购金需求，这预示着2023年全年的央行购金需求总量有望保持坚挺。

【债券知识小课堂】保险公司次级债指的是什么？

保险公司次级债是保险公司经批准募集、期限在五年以上（含五年），且本金和利息的清偿顺序列于保单责任和其他负债之后、先于保险公司股权资本的债务。

发债目的是弥补临时性或者阶段性资本不足，不得用于弥补保险公司日常经营损失。保险业的资本金考核指标为偿付能力充足率，次级债通过降低认可负债价值以提升实际资本，进而补充保险公司的综合偿付能力。

具体来看，2004年9月出台的《保险公司次级定期债务管理暂行办法》，首次对保险公司次级债的功能、募集方式、债务偿还和信息披露等方面做出初步阐释，募集方式为定向募集；2015年1月央行和保监会联合发布《保险公司发

行资本补充债券有关事宜》公告，允许保险资本补充债券在银行间债券市场发行和交易，至此放开了保险次级债的公募融资渠道。2022年8月出台的《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知》，允许保险公司发行永续债。

保险公司次级债含有股性特征，可计入净资产的比例需满足年限要求，距离到期越久的债券可计入资本金的比例越高。保险公司次级债的特殊条款主要包括赎回和调整票面利率，允许在赎回期后跳升票面利率，不强制要求包含减记或转股条款，允许以担保方式发行。

保险次级债的存量较小，属于市场上较为小众的投资品种。当前存量保险债在3500亿左右，发债主体55家。按发行主体来看，人身险公司占比72%，财产险公司占比19%，再保险公司占比6%，保险集团占比3%。

相比于其他金融债，保险次级债的成交活跃度较低。一方面，保险次级债的可投资体量较小，市场关注相对较低，质押的认可度不高；另一方面，保险次级债的主要投资者是保险机构互持，险资的配置盘属性使得保险次级债的换手率较低。

为应对监管趋严下的偿付能力充足率指标压力，保险公司未来对外源性资本补充的需求增大，保险债的发行有望放量。2021年12月出台的监管政策“偿二代二期”，对于实际资本的认定和最低资本的计量更加严格和细化，整体而言对保险公司偿付能力充足率形成一定冲击。例如，将原规则下全部计入核心资本的保单未来盈余根据其剩余期限进行资本分级；强调了对于非基础资产“应穿尽穿”；下调利率风险资本占用，提高了长投股、投资性房地产、高集中度投资资产的资本占用；与保险主业不相关的子公司需要全额扣除资本；下调了政策性银行、政府支持机构发行的债券、绿色债券的风险因子，其他标准化债权资产基本上调。

保险次级债在当前有一定品种溢价，具有一定收益挖掘空间。以3年期AA+级为例，当前保险公司资本补充债收益高于银行二级资本债。但投资需谨慎，保险次级债面临一定的不赎回风险，需警惕弱资质主体。

风险提示：基金有风险，投资需谨慎。投资人购买基金时应仔细阅读基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，充分考虑自身状况选择与自身风险承受能力相匹配的产品。本公司作为基金管理人承诺恪尽职守、诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金产品存在收益波动风险，基金管理人管理的其他基金的业绩和其投资管理人员取得的过往业绩并不预示其未来表现，也不构成本基金业绩表现的保证。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。