



Research and
Development Center

证券研究报告 Research Report

2019年9月6日

宏观
专题

黄金与美元同涨？ ——论黄金价格涨跌的逻辑

胡佳妮 固定收益分析师

编号：S1500514070006

电话：+86 10 83326732

邮箱：hujiani@cindasc.com

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼（100031）

李 曼 研究助理

电话：+86 10 83326856

邮箱：limana@cindasc.com

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼（100031）

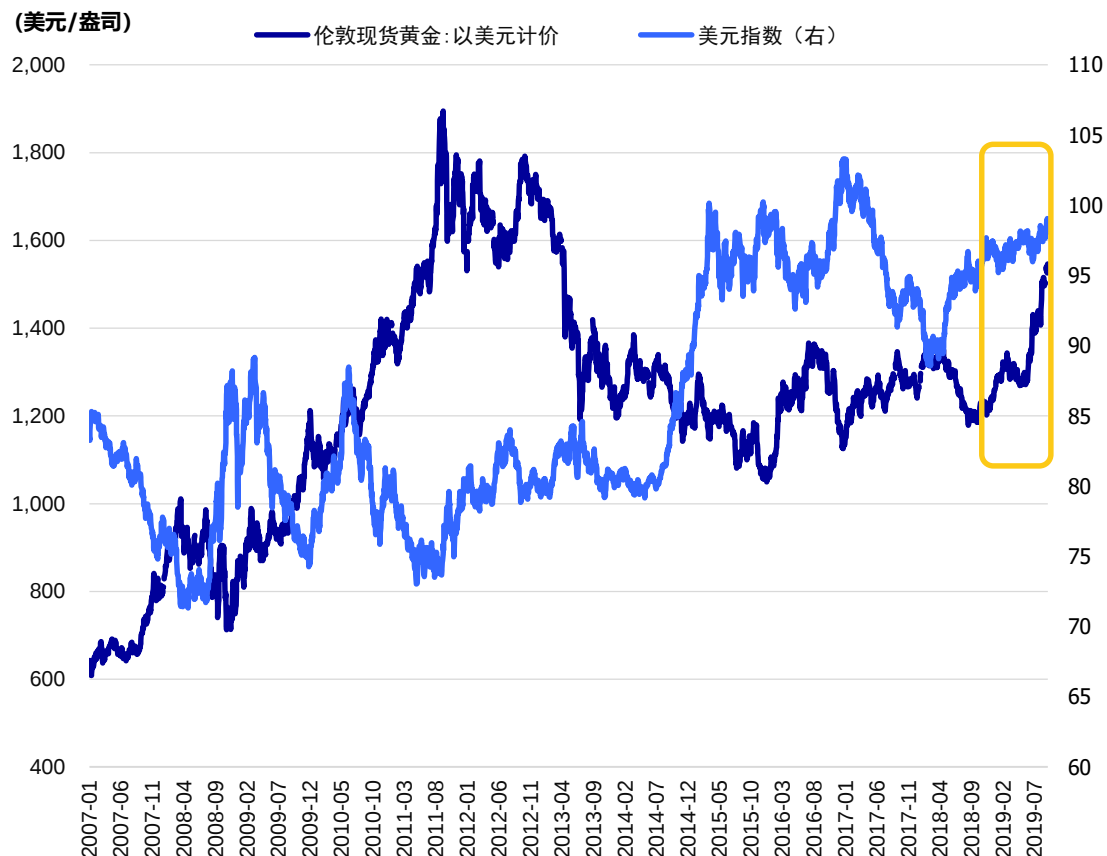
摘要

- 按照普遍认知，美元与黄金呈负相关关系，而2018年10月以来，黄金价格却与美元指数呈双双走强的局面，我们认为有必要弄清这轮黄金价格上涨背后的逻辑。
- 黄金作为特殊的大宗商品，有三大属性：商品属性、货币属性和投资避险属性。其中投资避险属性是在商品属性和货币属性的基础之上衍生、发展而来。**金融危机之后，投资避险属性开始主导黄金价格的走势。**
- **从投资避险属性出发，实际利率决定黄金价格。**
 - **理论上：**黄金可以视作无息资产，实际利率的高低对黄金价格将产生影响。在实际利率较高时，人们往往倾向于持有货币或债券；当实际利率较低时，人们则倾向于进行实体或者金融投资，黄金此时也算是标的之一；而当实际利率转负时，所持货币会出现现实购买力的缩水，投资避险的需求则导致黄金需求大幅上涨，从而推升价格。
 - **数据表现：**我们引入美国通胀保值债券（TIPS），作为度量实际利率的因子。5年期TIPS收益率与黄金价格呈强负相关性，二者相关系数高达0.89。
 - 本轮黄金价格的上涨，正是源于市场对未来经济前景的担忧情绪渐浓，并对美联储货币政策调整的预期较强，名义利率带动实际利率下行，而贸易争端的不确定性进一步推升了市场的避险情绪。与此同时，避险情绪和美国与其他经济体经济状况的分化，又支撑美元走强，从而出现了黄金与美元同涨的情形。
 - 往后看，承压的名义利率和低位震荡的通胀水平，将导致实际利率中枢仍有下行空间，支撑黄金继续走强。而考虑到不确定因素或持续发酵，美国经济相较于其他经济体仍相对强势的情形下，黄金与美元同涨的局面可能还会持续。
- 参考文献：范为《关于黄金定价的一些研究》
- 风险提示：美国通胀水平大幅下跌进入负区间

黄金和美元同涨？

- 按照常识，黄金和美元前后分别作为国际货币体系中的本位币，二者存在“替代效应”，换言之，在目前的美元本位制下，黄金承担了一部分对冲美元和国际信用风险的职能；此外，美元计价也决定了二者的反向运动关系。
- 但是2018年10月以来，黄金价格却与美元指数呈双双走强的局面，我们认为有必要弄清这轮黄金价格上涨背后的逻辑。

黄金价格与美元走势

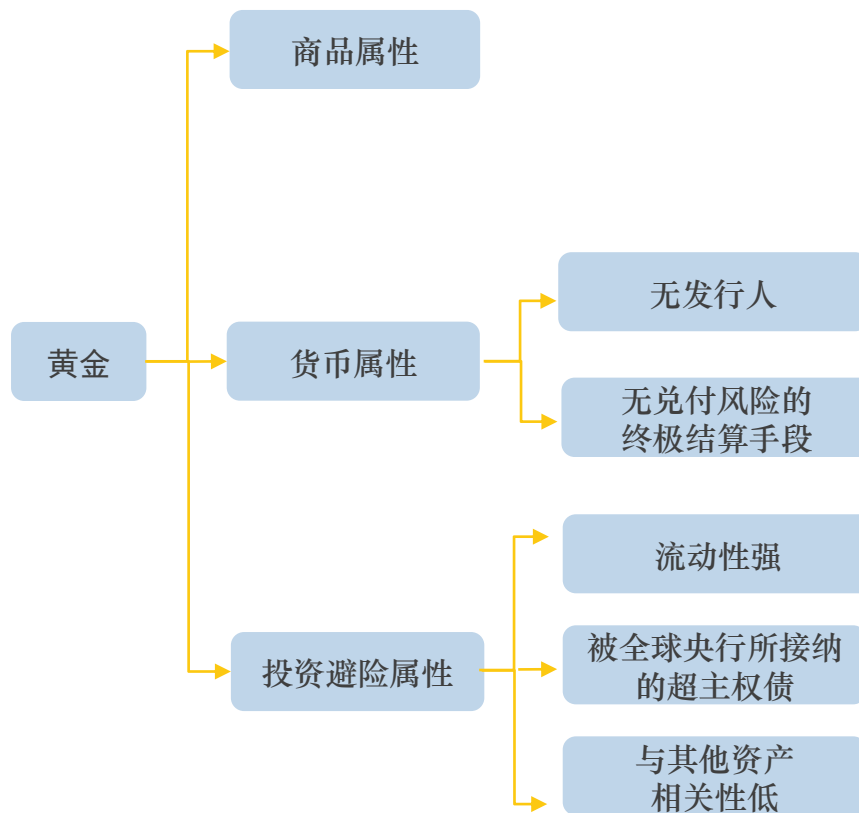


Source: 万得, 信达证券研发中心

黄金的三大属性

- 黄金作为一种特殊的大宗商品，有三大属性：商品属性、货币属性和投资避险属性。
- 其中投资避险属性是在商品属性和货币属性的基础之上，衍生、发展而来。
- 而正是由于黄金兼具多种属性，使得黄金的价格决定因素比普通商品更为复杂，不仅受到供求关系的影响，全球货币体系变化、货币政策变动、投资需求、国际经济金融形势等都是重要变量因子。

黄金的三大属性



Source: 信达证券研发中心整理

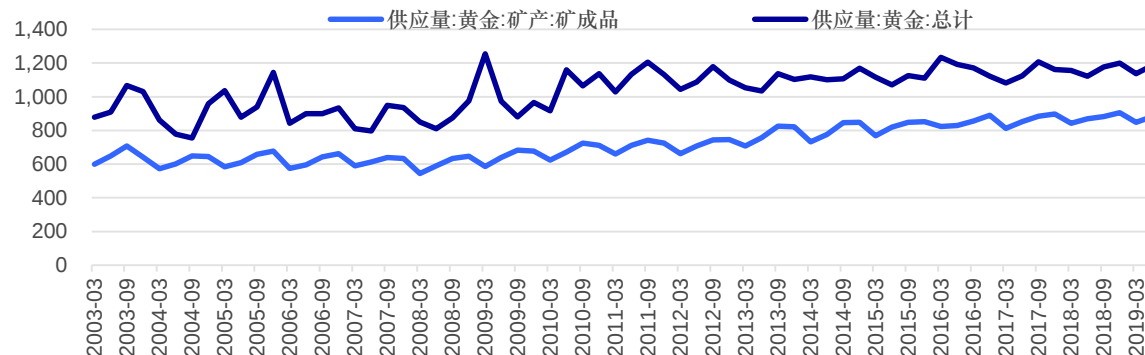
黄金的供求关系：2007年金融危机后，投资需求开始主导黄金价格走势

■ 黄金的供给主要包括矿产金、再生金、央行售金，其中矿产金占比高达75%，决定了黄金的供给。而矿产金受制于有限的金矿储量，也就是说，自然条件的约束导致黄金供给只能形成黄金价格的底价支撑。从历年来看，黄金供给呈缓慢上升趋势，对价格的影响可以忽略不计。

■ 黄金的需求可以分为工业需求、珠宝首饰需求和投资需求。工业需求变动较小，珠宝首饰需求占比在金融危机以前高达78%，此后下降到50%左右的水平，与之相对应的，投资类需求占比有所提升，目前大概在30%的水平。投资类需求开始主导黄金价格的走势。

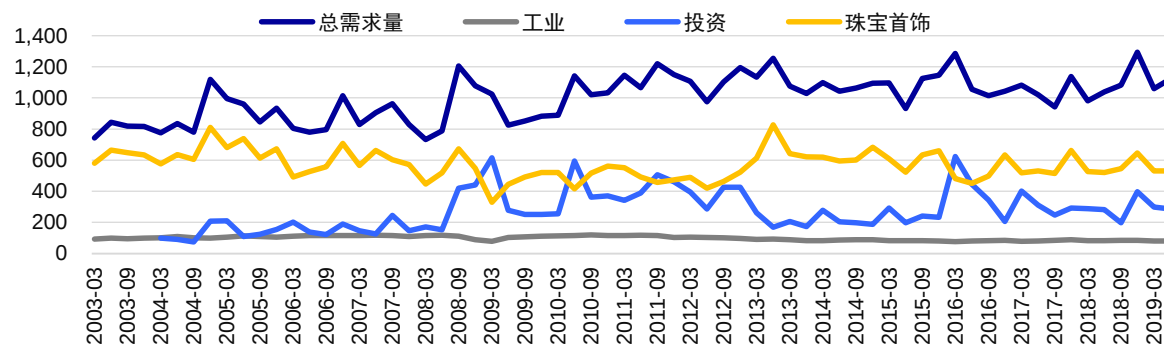
■ 考虑到金融危机之后，投资属性对价格的影响越来越大，本篇报告对黄金价格的分析从2007年开始。

黄金供应量中矿产金占比高达75%（单位：吨）



Source: 万得, 信达证券研发中心

黄金需求量中珠宝首饰占比最高，但投资类需求占比有所提升（单位：吨）

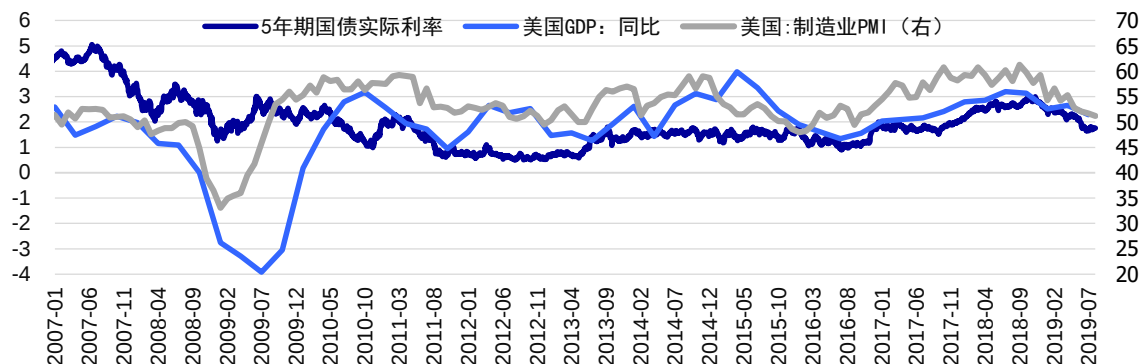


Source: 万得, 信达证券研发中心

实际利率影响黄金价格的理论逻辑

- 黄金可以视作无息资产，实际利率的高低对黄金价格将产生影响。
- $\text{实际利率} = \text{名义利率} - \text{通货膨胀率}$ 。通常来说，实际利率在不同的经济周期阶段有不同的表现，在经济周期的萧条阶段和复苏初期，实际利率往往较低，而在经济周期的繁荣阶段和衰退早期，实际利率则相对较高。
- 在实际利率较高时，人们往往倾向于持有货币或债券；当实际利率较低时，人们则倾向于进行实体或者金融投资，黄金此时也算是标的之一；而当实际利率转负时，所持货币会出现现实购买力的缩水，投资避险的需求则导致黄金需求大幅上涨，从而推升价格。

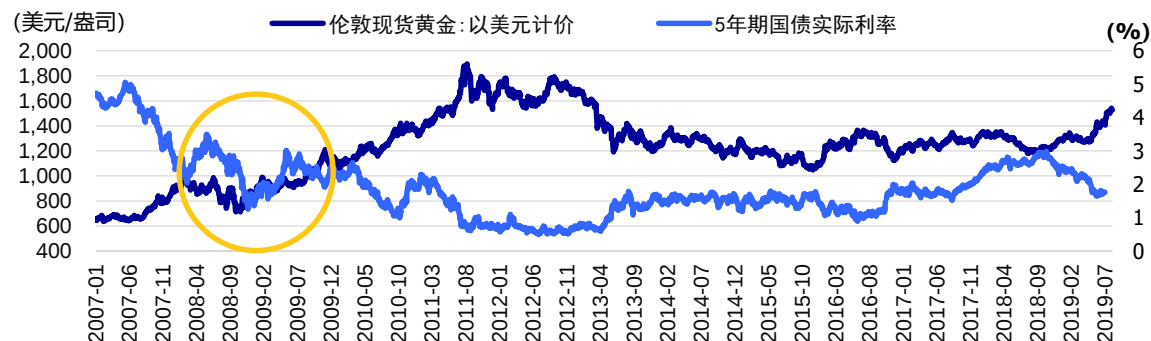
美国实际利率与经济周期（单位：%）



Source: 万得，信达证券研发中心

注：这里实际利率=美国5年期国债收益率-CPI同比

黄金价格与实际利率呈负相关关系



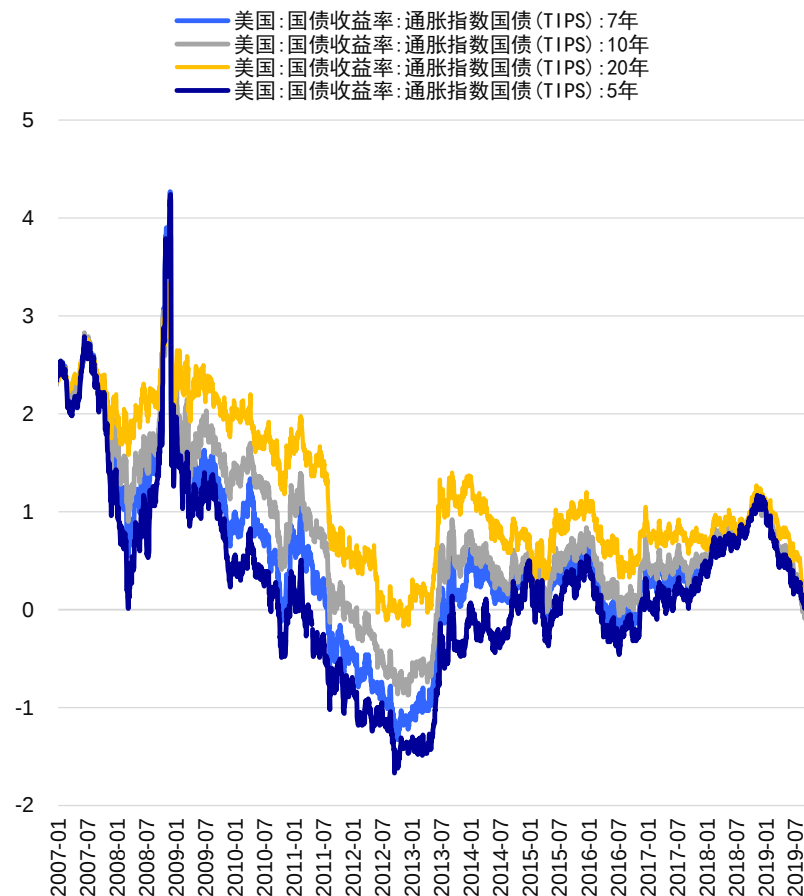
Source: 万得，信达证券研发中心

实际利率度量指标：美国通胀保值债券（TIPS）收益率

- 采用“国债收益率-CPI同比增速”作为实际利率，虽然可以明显地看出二者呈负相关，相关性也接近0.8。但是CPI由于是月度数据，人为分拆成日度数据对结果难免有一定影响。
- 这里，我们引入美国通胀保值债券（TIPS），作为度量实际利率的因子。
- TIPS：美国财政部于1997年发行的与CPI挂钩的债券产品，可以看作是一种无风险固定收益类产品，在抗通胀的同时并能带来稳定的收益率。
- 目前，TIPS的发行品种包括5年期、7年期、10年期、20年期、30年期和长期（>10年），各期限利率走势大体一致。从相关性分析看，短期限（5、7、10年）TIPS之间的相关系数非常高。这里我们选取5年期TIPS收益率作为短期实际利率的衡量指标。

	5年	7年	10年	20年	30年	长期
5年	1.00					
7年	0.98	1.00				
10年	0.94	0.98	1.00			
20年	0.82	0.89	0.96	1.00		
30年	0.42	0.64	0.83	0.98	1.00	
长期	0.84	0.91	0.97	1.00	0.96	1.00

各期限TIPS收益率走势大体一致

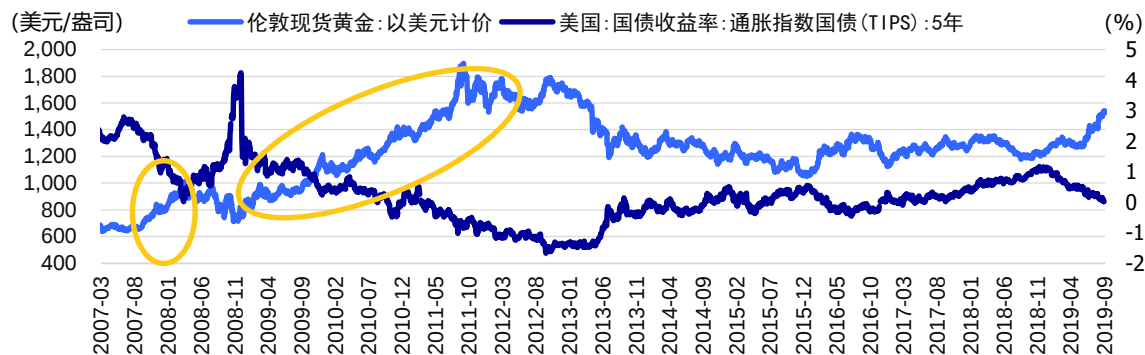


Source: 万得，信达证券研发中心

TIPS收益率与黄金价格呈强负相关

- 如右图所示，5年期TIPS收益率与黄金价格呈强负相关性，二者相关系数高达0.89。
- 回溯2007年以来黄金价格走势，分别迎来了四次上涨：
 - 第一次是**2007.08-2008.3**的金融危机期间，名义利率快速下降，但通胀预期保持稳定，实际利率大幅下挫，黄金价格从600美元/盎司上涨到1000美元/盎司。
 - 第二次是**2008.12-2011.9**，美国经济触底回升，通胀预期逐步修复，但名义利率在非常规货币政策的影响下持续走低，黄金迎来了一波牛市，价格从700美元/盎司上

TIPS收益率与黄金价格呈强负相关



Source: 万得，信达证券研发中心

5年期美国国债收益率与盈亏平衡通胀率



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10247

