

# 周期切换下的黄金慢牛

## ——黄金研究框架及未来走势

宏观专题报告

2019年08月26日

### 报告摘要:

#### ● 结论或投资建议

随着全球经济进入创新周期萧条期，需求走弱，通胀压力有所缓和，抗通胀属性对黄金价格的推动作用减弱，黄金价格难以快速大幅上涨。但是，全球负利率环境和美国实际利率下行提升了黄金的相对配置价值。美国经济进入本轮周期尾声，下行压力加大，美联储再次降息，美元有望进入贬值周期，助推金价上涨。美债期限利差倒挂叠加美股 Shiller 市盈率处于高位，引发全球金融市场动荡，黄金避险价值凸显。实际利率下行、美元贬值、系统性风险上升三重因素叠加，黄金价格有望维持稳步上行。

#### ● 资产属性决定黄金价格

(1) 黄金具有三大属性四大功能，其中，抗通胀性源自实物资产属性，而非商品属性。避险属性源自其隐含的货币属性。黄金非货币化后，投资需求的存在使得黄金总需求呈现资产特征，黄金价格每上涨 1%，黄金总需求增加 0.085%。

(2) 决定黄金价格的是其资产属性。与其他资产一样，黄金的定价锚依然是美债。实证分析结果表明，黄金价格与美债收益率负相关，与美国通胀率正相关，与美国实际利率预期负相关，与美元指数负相关，与美国广义货币存量正相关，与美股系统性风险正相关，与国际金融市场风险偏好负相关。

(3) 债券收益率与通胀率对黄金价格的影响是不对称的。即使实际利率相同，通胀率不同也会使黄金价格存在差异。中长期来看，黄金与实体经济共同起到对冲货币信用的作用。短期来看，黄金价格因金融市场系统性风险波动。

#### ● 历史上的黄金牛市

自 1944 年至今，根据黄金价格的变化，可以分为 6 大阶段。其中，有 2 轮 12 年左右的大牛市（1968~1980 年，2001~2012 年），1 轮 20 年的大熊市（1981~2000 年）。对比两轮黄金大牛市，可以发现其有以下共同特征：第一，黄金牛市之前，经历了长达 20 多年的黄金价格盘整蓄势。第二，黄金牛市来临时，大宗商品价格上涨带动美国 CPI 上升。第三，美元整体呈现贬值趋势。第四，国际货币体系格局受到冲击。

#### ● 经济周期与黄金价格波动

(1) 世界经济已经进入创新周期的萧条阶段。创新对经济增长的推动力逐渐消失，经济增速下降使得实际利率下行，贫富差距扩大等问题凸显催生了民粹主义和保守主义，世界经济政治不确定性大幅提升。在全球债券市场上，大部分主权债券实际利率为负，黄金投资价值凸显。

(2) 当前正处于大宗商品价格下行周期。大宗商品价格下行抑制了高通胀的发生和实际利率下行，不支持黄金价格快速大幅上涨。

(3) 美国经济进入本轮周期尾声，下行压力加大，美联储再次降息，美元有望进入贬值周期，助推金价上涨。美债期限利差倒挂叠加美股 Shiller 市盈率处于高位，引发全球金融市场动荡，黄金避险价值凸显。

#### ● 风险提示:

中美贸易摩擦加剧，油价大幅波动，经济金融危机爆发。

### 民生证券研究院

#### 分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127730

邮箱：xieyunliang@mszq.com

#### 研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

#### 相关研究

1、期限利差倒挂，美国经济或于 2020 年衰退——期限利差专题研究报告  
20190325

## 目录

<b>一、资产属性决定黄金价格</b> .....	<b>3</b>
(一) 黄金的三大属性 .....	3
(二) 黄金的四大功能 .....	4
(三) 央行售金是导致黄金供给波动的主要因素 .....	6
(四) 黄金需求整体呈资产特征 .....	8
(五) 黄金定价的实证分析 .....	8
<b>二、历史上的黄金牛市</b> .....	<b>9</b>
<b>三、经济周期与黄金价格波动</b> .....	<b>11</b>
(一) 创新周期萧条阶段，实际利率下行 .....	11
(二) 大宗商品价格回落不支持黄金快速大幅上涨 .....	16
(三) 美国经济或于 2020 年陷入衰退 .....	17
<b>四、负实际利率与美元贬值支撑黄金慢牛</b> .....	<b>19</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>19</b>
<b>参考文献</b> .....	<b>20</b>

马克思曾说过“金银天然不是货币，但货币天然金银”。中国古语有言，“盛世买古董，乱世买黄金”。黄金具有货币、商品和避险三大属性，不仅可以用于饰品、工业和现代高科技领域，也被各国央行视为重要的国际支付手段和储备，还被投资者当作危机时的避险工具，成为重要的大类资产之一。黄金的多重属性也使得黄金的定价机制较一般商品更加复杂。在不同的经济周期，黄金价格的主要驱动因素会有所变化。本文通过实证分析，研究了黄金价格波动的影响因子。并将各影响因素融入经济周期中，建立起黄金价格的周期分析框架。

## 一、资产属性决定黄金价格

黄金具有三大属性四大功能，其中，抗通胀性源自实物资产属性，而非商品属性。价格随着技术快速进步而下跌的快速消费品就无法对抗通胀。避险属性源自其隐含的货币属性。黄金非货币化后，投资需求的存在使得黄金总需求呈资产特征，黄金价格每上涨 1%，黄金总需求增加 0.085%。决定黄金价格的是其资产属性。与其他资产一样，黄金的定价锚依然是美债。实证分析结果表明，黄金价格与美债收益率负相关，与美国通胀率正相关，与美国实际利率预期负相关，与美元指数负相关，与美国广义货币存量正相关，与美股系统性风险正相关，与国际金融市场风险偏好负相关。

### （一）黄金的三大属性

#### 1、黄金的货币属性

金银天然不是货币，但货币天然金银。社会分工的诞生，催生了交易需求，牲畜、贝壳、布匹、金属等都曾充当过交易媒介。最终，金属由于其优良的自然属性成为所有国家都决定使用的媒介。至于选择哪种金属，各国也有所差异。古斯巴达人用铁，古罗马人用铜，而所有富裕的商业国却选择了金银。欧洲从拜占庭帝国灭亡（15 世纪中叶）开始直至 19 世纪，都是使用银本位制度。16 世纪银矿的发现使得银币成为这四百年间国际贸易通用的货币。之后，黄金开始成为通用货币。黄金在世界货币体系发展中，主要经历了金银复本位制、金本位制、虚拟金本位制、布雷顿森林体系、牙买加协议与黄金非货币化等阶段。

白银非货币化后，其货币地位彻底消失了，不能作为货币储备，也不计入各国储备资产。但是，黄金非货币化后，黄金的货币地位依然存在，其货币功能主要表现为储备功能和支付功能。各国央行仍储备大量黄金，2008 年国际金融危机后，各国央行尤其是新兴经济国家更是显著增持黄金。国际清算银行至今仍将黄金列入可接受的国际清算工具；在实际经济交往中，用黄金作抵押，用黄金偿还债务的事例依旧屡见不鲜。

#### 2、黄金的商品属性

商品是与投资品相对应的。购买商品的目的是为了消费实现其效用或者通过生产加工使其增值；而投资品的购买目的就是持有并增值，不会对其进行加工使其增值。黄金的商品属性是指黄金被用于日常消费和工业生产。在消费领域，黄金不仅是制作首饰和工艺品的重要原材料，还可以用于日用品，如镀金钟表、皮带扣、打火机、钢笔等。在工业与科学技术上，黄金广泛用于电子技术、通讯技术、宇航技术、化工技术、医疗技术等领域，如镀金玻璃在航空航天中用于防紫外线，用于建筑能起到很好的防太阳辐射和隔热作用。

黄金非货币化之后，使黄金成为了可以自由拥有和自由买卖的商品，黄金从国家金库走向了寻常百姓家，其流动性大大增强，黄金交易规模增大，成为了大宗商品<sup>1</sup>之一。

### 3、黄金的资产属性

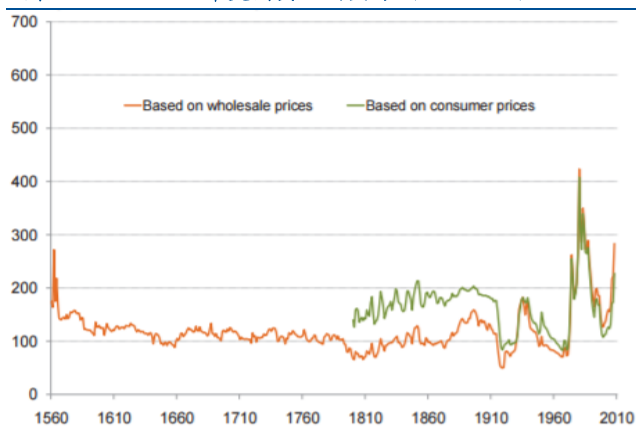
黄金的稀有性和稳定性使其成为价值储藏的重要手段，资产属性由货币资产转化为实物资产。黄金的投资需求可以分为实物黄金投资和虚拟黄金投资。实物黄金投资可以分为金币金条投资、黄金ETF投资、央行储备；虚拟黄金投资需求即黄金期货为代表的衍生品投资。

## （二）黄金的四大功能

### 1、黄金可以对冲通胀风险

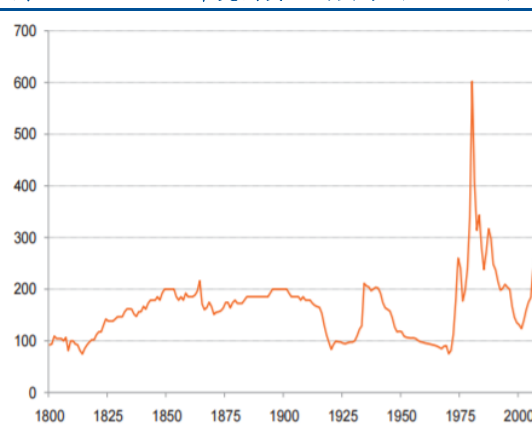
在金本位制时，流通中的黄金量会自动调节，使得黄金的购买力维持稳定。黄金非货币化后，资产属性使得黄金价格波动幅度加大，且价格中枢有所抬升，但实物资产属性使其仍能跑赢通胀<sup>2</sup>。在长期内，黄金可以完全对冲通胀风险。但是，在中短期内，黄金的抗通胀保值功能呈现阶段性特征，低于通胀率与高于通胀率的情况交替发生。

图 1：1560-2008 年英国黄金购买力（1930=100）



资料来源：民生证券研究院整理

图 2：1800-2008 年美国黄金购买力（1930=100）



资料来源：民生证券研究院整理

图 3：1840-2008 年法国黄金购买力（1930=100）



资料来源：民生证券研究院整理

图 4：1872-2008 年德国黄金购买力（1930=100）



资料来源：民生证券研究院整理

<sup>1</sup> 大宗商品是指可进入流通领域，但非零售环节，具有商品属性用于工农业生产与消费使用的大批买卖的物质商品，包括农产品、能源、金属和基础原材料等。

<sup>2</sup> Erb, Claude B, Harvey, Campbell R. The Golden Dilemma[J]. Financial Analysts Journal, 2013, 69(4):10-42.

表 1: 黄金可以对冲通胀风险 (1970-2018)

	美国		英国	
	低通胀 ( $\leq 3\%$ )	高通胀 ( $>3$ )	低通胀 ( $\leq 3\%$ )	高通胀 ( $>3$ )
名义收益率	5.63	14.7	5.61	17.2
实际收益率	3.54	8.21	3.59	7.59
样本个数	23	26	24	25

资料来源: Wind, 民生证券研究院

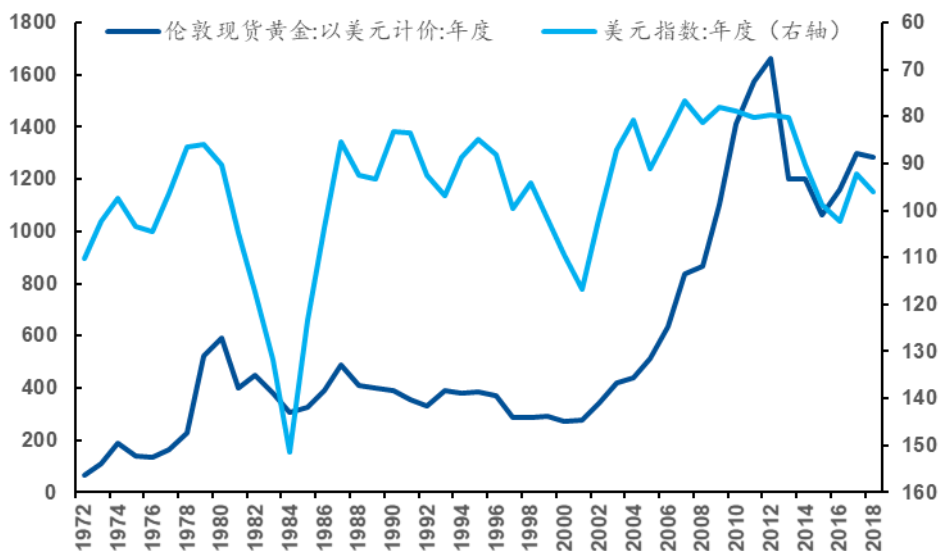
## 2、黄金可以对冲货币的信用风险

信用货币是由国家法律规定的,强制流通不以任何贵金属为基础的独立发挥货币职能的货币。泡沫经济破灭、银行呆坏账增多、国际收支严重失衡、外债过于庞大、财政危机、政治动荡、对政府的不信任等均可能引发货币危机。譬如 1920~1923 年德国被迫财政赤字货币化带来恶性通胀, 1997 年泰国因为所欠外债规模巨大且结构不合理紧密相关导致泰铢汇率大幅贬值, 美国加大制裁力度造成 2018 年土耳其里拉暴跌。信用货币是负债, 而黄金是纯资产, 胜过所有主要法币。

## 3、黄金可以对冲美元的汇率风险

黄金与美元同为国际货币,但是它们之间的价值关系,从长期来看呈负相关性,从而为各国央行提供了规避风险的投资工具。如 Capie et al. (2005) 建立弹性模型验证了 1971-2004 年间黄金和美元汇率存在负相关关系。黄金与美元的负相关性可能源自两方面:一是美元贬值提升了非美元货币的购买力,一是美元贬值使得黄金替代美元成为价值储藏手段。

图 5: 黄金与美元指数



资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 4、黄金可以对冲系统性风险, 优化投资组合配置

现货黄金与美国 10 年期国债收益率和美元指数负相关, 与标普 500 指数和 CRB 现货指数正相关。即当美国 10 年期国债收益率或美元指数上升时, 黄金价格下跌; 当标普 500 指数或 CRB 现货指数上升时, 黄金价格上涨。但是, 由于黄金可以对冲通胀, 当 10 年期国债收益率或标普 500 指数上升时, 现货黄金收益率均值依然为正。

当债券收益率较低甚至为负时，可以使用黄金代替债券作为无风险资产，提高投资组合的夏普比例，降低组合尾部损失。Baur 和 McDermott (2010) 运用滚动窗口方法，研究了黄金收益和 13 个国家股指的动态相关关系，结果表明在 1979-2009 年期间，对于欧洲主要股市和美国股市，黄金既是一个避风港也是一种对冲工具。但黄金对澳大利亚、加拿大、日本与主要新兴市场（金砖国家）的股市熊市不具有避险能力。

表 2：伦敦现货黄金日收益率与其他投资品日收益率的相关系数（1968-2019.07）

	美国 10 年国债收益率	标普 500 指数	日经 225 指数	CRB 现货指数	美元指数
<0	0.048	0.049	0.002	-0.132	0.276
>0	0.012	0.017	0.051	0.076	-0.176
=0	0.039	-0.146	0.09	0.055	-0.123
相关系数	-0.6026	0.7586	0.2617	0.9340	-0.4721

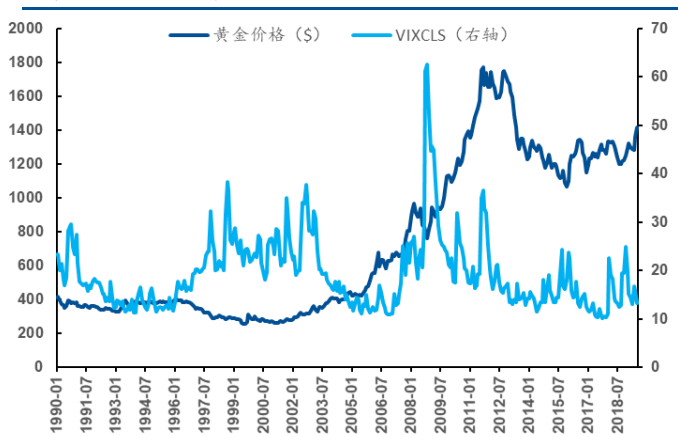
资料来源：Wind，民生证券研究院

表 3：中国黄金期货日收益率与中国主要股指日收益率的相关系数（2008-2019.07）

	中国 10 年国债收益率	上证综指	深证成指	沪深 300	中证 500
<0	-0.006	-0.066	-0.038	-0.041	-0.071
>0	-0.037	0.021	-0.004	-0.002	0.020
=0	-0.022	0.073	-0.13	0.014	0.284
相关系数	0.0037	-0.2230	-0.0521	-0.1061	0.0172

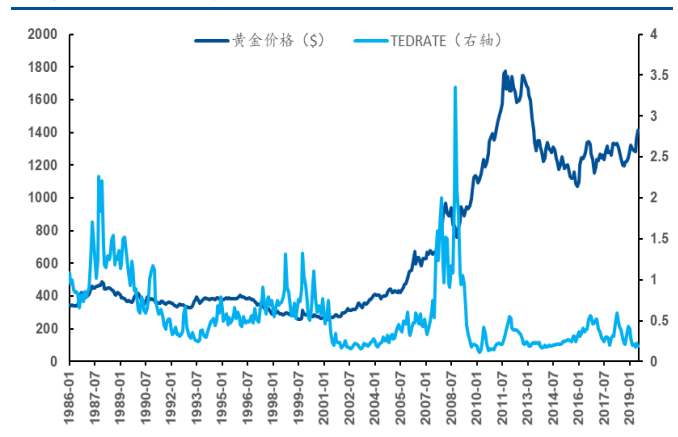
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：黄金价格与 VIX 指数



资料来源：圣路易斯联储，世界黄金协会，民生证券研究院

图 7：黄金价格与 TED 利差

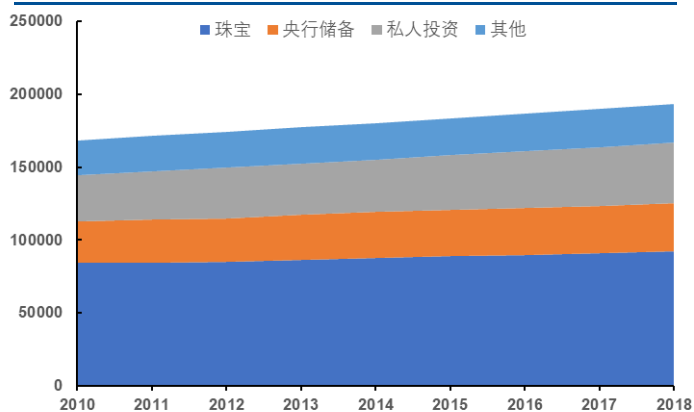


资料来源：圣路易斯联储，世界黄金协会，民生证券研究院

### （三）央行售金是导致黄金供给波动的主要因素

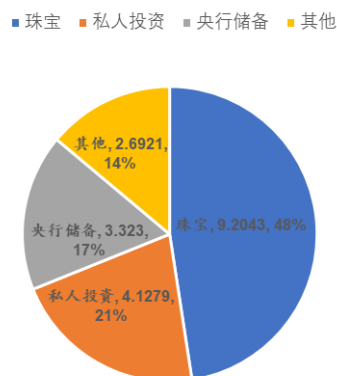
黄金和钻石都属于地球上存量很少的物质。其中，钻石可以利用碳元素人工合成。而黄金属于重金属，通过核聚会方式形成或者海水提金成本极高。因而，黄金主要来自天然矿藏。但是，黄金矿脉勘探难，且矿山建设难，一般小型矿山建设三年、中型矿山需五年左右，大型矿山则超过八年，使得黄金供给具有刚性，难以在短期内有较大提升。截至 2018 年底，整个地球开采出了约 19.3 万吨黄金，其中珠宝约 9.2 万吨，占 47.6%；私人投资约 4.1 万吨，占 21.3%；各国央行的储备资产约 3.3 万吨，占 17.2%；工业、化学、电子用途等约 2.7 万吨，占 13.9%。另有已查明的黄金矿藏 5.4 万吨。

图 8: 全球已开采黄金地面存量



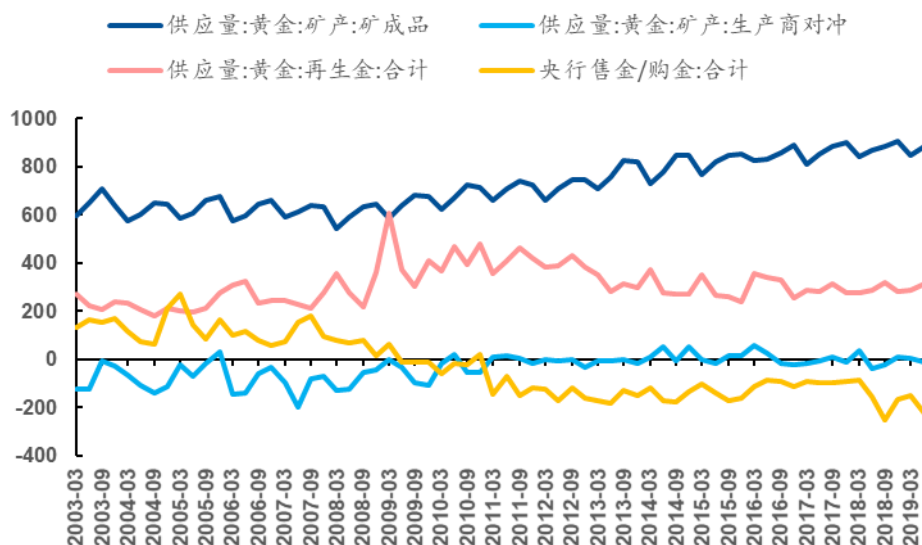
资料来源: 世界黄金协会, 民生证券研究院

图 9: 2018 年末黄金存量占比



资料来源: 世界黄金协会, 民生证券研究院

图 10: 黄金季度供应量 (吨)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 4: 全球主要国家金矿年产量

	1994	1999	2004	2009	2014	2018
中国	160	150	215	320	450	400
南非	580	450	341	198	145	120
澳大利亚	256	300	259	222	278	310
美国	326	340	258	223	214	210
俄罗斯	147	105	169	191	252	295
全球	2260	2330	2420	2450	2990	3260

资料来源: Wind, 民生证券研究院

黄金供给中, 央行售金是导致黄金供给波动的主要因素。再生金供应弹性较高。世界黄金协会对 1982 年至 2012 年间再生金数据的一项分析显示, 约 75% 的再生金总量变化是由金价波动造成的, 而经济冲击可以使再生金总量提升多达 20%。矿成品供应除每年一季度季节性下降外, 总体呈稳步上升趋势。生产商对冲<sup>3</sup>则随金价波动。在金价低迷时期, 矿产商持有大量的

<sup>3</sup> 对冲头寸是指矿产商的卖出套期保值头寸, 矿产商利用黄金期货等衍生品提前卖出未来的矿产, 以保证生产利润的稳定。

空头对冲头寸；当金价上涨时，矿产商为了从金价上涨中获得更多的利润，会逐步缩减其对冲头寸。

#### （四）黄金需求整体呈资产特征

投资需求的存在使得黄金总需求呈资产特征，黄金价格每上涨 1%，黄金总需求增加 0.085%。商品需求和资产需求具有本质上的不同。一般而言，商品的需求价格弹性为负，资产的需求价格弹性为正。在黄金的三大需求中，投资需求的价格弹性较高，为 0.754，即黄金价格每上涨 1%，投资需求增加 0.754%；而珠宝和工业生产的价格需求弹性较低，分别为-0.147 和-0.131，即黄金价格每上涨 1%，珠宝需求减少 0.147%，工业生产需求减少 0.131%。

表 5：黄金最终使用需求弹性

	需求 (吨)			金矿生产 (吨)	隐含缺口 (吨)	金价 (美元/盎司)
	珠宝	投资	工业			
2004	2626.3	475.7	409.5	2420	1091.5	409.17
2005	2706.6	596.2	432.9	2470	1265.7	444.45
2006	2284.1	652.4	458	2370	1024.5	603.77
2007	2402.5	664	461	2360	1167.5	695.39
2008	2184.8	1183.3	435.5	2260	1543.6	871.96
2009	1786.5	1397.9	401.1	2450	1135.5	972.35
2010	2016.7	1582.2	465.9	2560	1504.8	1224.52
2011	1972.2	1700.4	452.3	2660	1464.9	1571.52
2012	1897.1	1532.4	407.4	2690	1146.9	1668.98
2013	2701.9	811	356	2800	1068.9	1411.23
2014	2498.9	867.7	348.7	2990	725.3	1266.4
2015	2426.3	965	331.9	3100	623.2	1160.06
2016	2065.8	1618.2	323.5	3110	897.5	1250.8
2017	2229	1252.2	332.7	3230	583.9	1257.15
2018	2241.3	1164.5	334.8	3260	480.6	1268.49
价格弹性	-0.147	0.754	-0.131	0.171	-0.191	

资料来源：Wind，民生证券研究院

#### （五）黄金定价的实证分析

此次报告由云报告提供，如有任何疑问，请随时联系我们。云报告地址：http://www.yunbaogao.cn

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\\_10511](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10511)

