



什么因素主导了黄金价格的上涨

基于实证检验的结果

我们认为黄金本轮上涨的最大推动力是全球降息导致的实际利率下行。尽管伦敦现货黄金价格已经站上 1500 美元，但后续黄金上涨空间依然可期。

- 影响黄金价格的因素包括需求、实际利率、避险、美元指数等因素。
- 实证研究显示，在上述因素中，实际利率是影响黄金价格变化的最主要因素。
- 在美联储货币政策发生变化，全球降息的背景下，黄金后续上涨空间依然可期。
- 风险提示：美联储降息进程不及预期。

相关研究报告

《黄金价格波动的分析—温和而持续的上涨》
20190809

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

朱启兵

01066229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

张晓娇

(021)20328517

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

2019年8月7日，伦敦现货黄金价格再度突破1500美元/盎司。那么，本轮黄金价格上涨的主要推动因素是什么？对这一问题的回答有助于我们对本轮黄金价格上涨的持续性做出判断。本文试图从实证检验的角度回答这一问题。

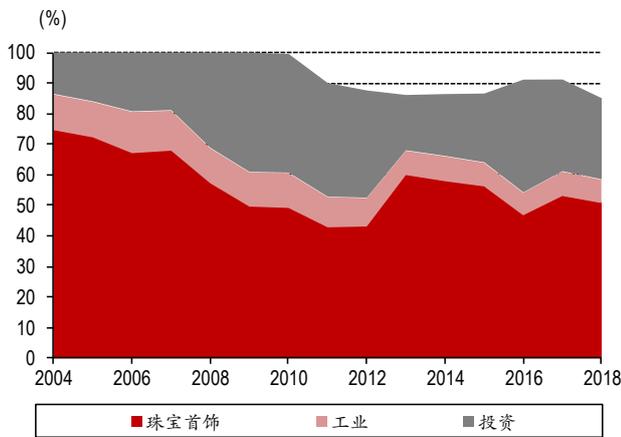
黄金价格的影响因素

我们在《黄金价格波动的分析》一文中分析了黄金价格的影响因素，包括黄金的供求、宏观经济不确定性、通胀、油价、美元指数、替代资产表现以及利率水平等。总体来看，黄金价格的短周期波动主要是由于黄金需求端变化所致。

黄金需求

黄金的需求端主要包括以珠宝首饰为代表的消费需求、以及工业需求和投资需求。另外，央行的黄金储备变化也被划入黄金的需求端来考察。从历史数据来看，珠宝首饰的需求量一直相对稳定，大多数年份在2,000-2,500吨区间内波动；工业需求主要包括电子业、牙科和其他工业，工业需求的占比在2006年达到最高点的13.49%，此后一路下滑，2018年已经回落至7.61%；投资需求是2004年至今扰动黄金需求端最重要的因素之一，自2003年黄金ETF问世以来，黄金的投资门槛大幅降低，投资需求爆发式增长，包括黄金ETF类产品在内的投资需求占比从2004年的13.55%最高上升到2009年的38.99%，此后随着金价的下跌，黄金投资需求占比有所回落，但2018年仍维持在26.49%的较高水平。从增速来看，珠宝首饰和工业需求的波动都相对较小，因此国际金价的边际定价权逐渐转移到投资需求上来。

图表 1. 黄金主要需求构成占比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 黄金 ETF 的发展带动了投资需求爆发



资料来源：万得，中银国际证券

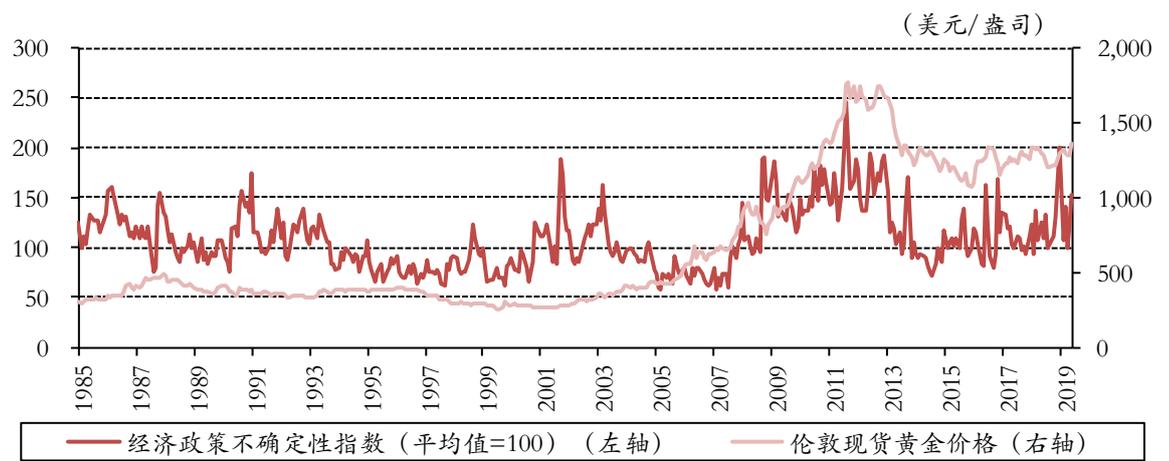
从全球黄金储备总量来看，大部分时间在30,000-35,000吨区间内波动，但从根本上来看，各国央行通常为稳定本币币值增持黄金储备，这一行为具有较好的持续性，从黄金的需求端来看，是稳定的长期需求变化，对推动黄金价格上行有一定的正面作用。

整体看，黄金的需求中，工业需求和消费需求的波动相对较小，投资需求一定程度上成为金价短期波动的主因，这其中包括避险需求、投资多样化需求、通胀对冲需求等。

宏观经济不确定性

宏观经济不确定性与黄金价格正相关。黄金作为一种有效的安全资产，其价格表现与宏观经济运行状况密切相关。如果采用 Baker et al.(2013)提出的经济政策不确定性指数来衡量实体经济的不确定程度¹，长期来看，该指数与黄金价格呈正相关关系。计算得到 1985 年 1 月-2019 年 6 月两者的相关系数为 0.4762。然而，已有研究发现，按照两者之间的动态相关系数走势来看，正相关与负相关情况交替出现，这表明黄金能否作为实体经济的避险资产因时而异。但在历次危机中，例如 1988 年拉美经济危机、1997 年亚洲金融危机、2000 年美国互联网泡沫危机和 2008 年金融危机，黄金均表现为实体经济的避险资产（相关系数大于 0），能有效抵御宏观经济波动风险。

图表 3. 经济政策不确定性指数与伦敦现货黄金价格走势



资料来源: Economic Policy Uncertainty 网站, 中银国际证券

美元指数

美元指数与黄金价格负相关。美元汇率对黄金价格的影响主要基于以下两个渠道：一是由于黄金是以美元计价，因此黄金价格会受到美元价值的直接影响，美元升值对应的是黄金需求减少，价格下跌，美元贬值则对应的是黄金需求增加，价格上涨；二是美元强弱代表人们持有美元的信心，而黄金和美元同为重要的储备资产，存在一定的竞争关系，因此美元币值稳定与否会通过影响黄金作为储备资产的地位，进而影响到黄金价格。长期来看，黄金价格与美元指数呈负相关关系。计算得到 1971 年 1 月 4 日-2019 年 7 月 15 日两者的相关系数为-0.4732。但这种相关性却并不稳定，在不同阶段，美元汇率对黄金价格的影响程度并不一致，黄金抵御美元贬值风险的避险能力在不断发生变化。

¹ Baker S, Bloom N, Davis S. Measuring Economic Policy Uncertainty[R]. Working Paper, Chicago Booth Research Paper, 2013, No.13-02

图表 4. 美元指数与伦敦现货黄金价格走势

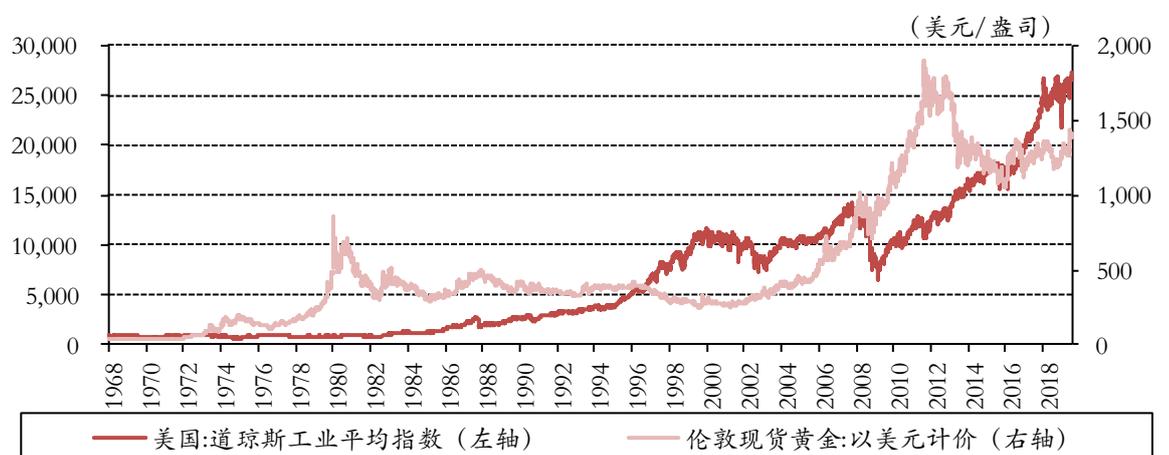


资料来源：万得，中银国际证券

风险资产价格

美国股票市场指数与黄金价格负相关。作为资产组合中可以有效分散风险的一种产品，黄金的价格变动趋势往往与大多数金融资产价格变动趋势相反。就股票市场而言，在股价上涨阶段，经济主体会选择带来投资收益的金融资产，从而减少对黄金的需求；在股价下跌阶段，经济主体会增加对黄金的保值需求，从而推高黄金价格。计算得到 1968 年 1 月 2 日-2019 年 7 月 15 日道琼斯工业平均指数与黄金价格的相关系数为-0.4138，表明黄金仍然是股票投资的风险对冲组合要素。

图表 5. 道琼斯工业指数与伦敦现货黄金价格走势



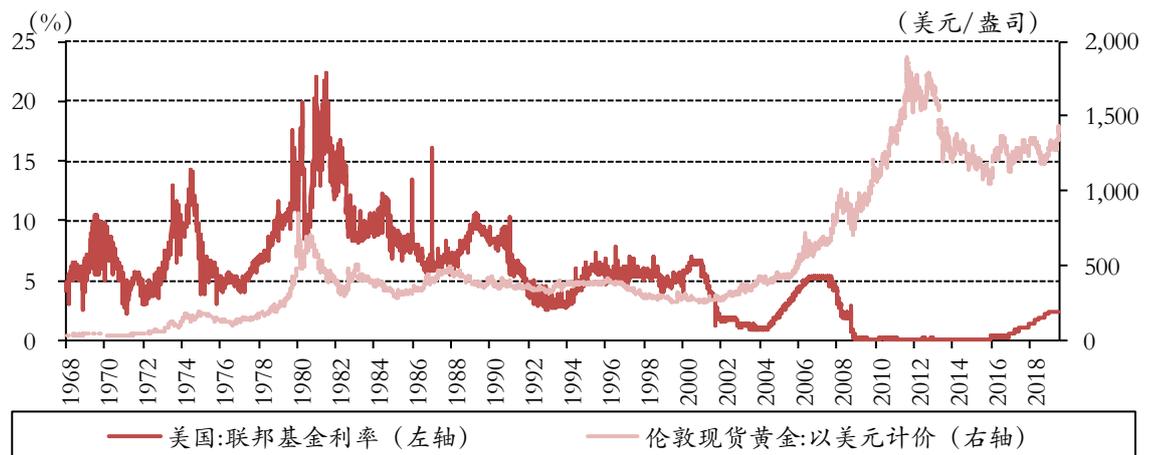
资料来源：万得，中银国际证券

利率

利率与黄金价格负相关。黄金价格波动与利率变化密切相关。由于黄金是无息资产，因此利率提升会增加黄金的持有成本，导致投资者减持黄金，对黄金价格形成向下的拉力。相反，利率降低会降低黄金的持有成本，同时与之相关的经济不确定性也会增强黄金的吸引力，推高黄金价格。因此，长期而言，黄金价格与利率之间应该存在负相关关系。计算得到 1968 年 1 月 2 日-2019 年 7 月 15 日美国联邦基金利率与黄金价格的相关系数为-0.5675。



图表 6 美国联邦基金利率与伦敦现货黄金价格走势



资料来源：万得，中银国际证券

通胀

通货膨胀与黄金价格正相关。物价上升会推动具有商品属性的黄金价格走高。特别是在高通胀时期或者通胀预期较为强烈时期，经济主体会增加对于黄金的通胀对冲需求。从美国消费者价格指数与黄金现货价格的走势可以看出，在一些 CPI 指数增幅较大的时间段内，黄金价格也在上涨。这在一定程度上解释了黄金的抗通胀属性。

图表 7. 美国消费者价格指数与伦敦现货黄金价格走势



资料来源：万得，中银国际证券

总体来看，黄金价格的短周期波动主要是由于黄金需求端变化所致。当宏观经济不确定性上升、美元指数下降时，由于黄金可以有效抵御宏观经济波动风险、对冲美元贬值风险，因此经济主体会增加对于黄金的避险保值需求，推高黄金价格。作为资产组合中可以有效分散风险的一种产品，黄金的价格同样受到股票等金融资产价格的影响。当股票价格走弱时，经济主体会增加对于黄金的投资需求，推高黄金价格。此外，利率和通胀水平也会对黄金价格产生影响，即利率降低会减少黄金的持有成本，推高黄金价格；高通胀时期或者通胀预期较为强烈时期，经济主体会增加对于黄金的通胀对冲需求，进而推高黄金价格。

实证模型的构建

变量选择

我们的自变量选择伦敦黄金现货价格 (goldlon)。

在第一部分所分析的黄金价格影响因素中，宏观经济的不确定性以及金融资产价格走弱等体现为避险需求，而通胀和利率可以体现在实际利率中。因此，我们将选择以下自变量作为黄金价格的解释因素：

(1) 黄金需求 (demand)

世界黄金协会 (the World Gold Council) 给出了季度的黄金需求数据，包括央行储备、投资需求、工艺需求和珠宝消费等需求数据。我们直接使用这一数据作为黄金需求。

(2) 实际利率 (tips10)

我们认为，通胀和利率对黄金价格的影响可以直接体现在实际利率中，鉴于美国利率是全球利率的锚，我们采用美国 10 年期通胀指数国债 (TIPS) 收益率作为实际利率的体现。

(3) 标普 500 波动率指数 (vix)

我们认为，宏观经济的不确定性以风险资产价格对黄金价格的影响本质上是避险需求的体现，因此，我们不再单独列出上述变量，而是通过避险需求变量统一体现，避险需求我们选择标普 500 波动率指数 (VIX) 作为度量。

(4) 美元指数 (usd)

由于伦敦现货黄金价格以美元计量，因此美元指数的涨跌也会影响黄金价格。

所有的变量均采用季度数据，由于美国 10 年期通胀指数国债 (TIPS) 收益率数据自 2003 年二季度开始，我们的样本期间取 2003 年二季度至 2019 年二季度。对黄金价格、黄金需求、VIX 和美元指数均取自然对数。

回归模型与结果

最终的回归模型如下：

$$\ln \text{goldlon}_t = \beta_0 + \beta_1 \ln \text{demand}_t + \beta_2 \text{tips10} + \beta_3 \ln \text{vix} + \beta_4 \ln \text{usd} + \varepsilon_t$$

我们的回归结果见图 8。其中各变量均显著，符号均符合预期，模型整体显著，调整后 R² 为 74.68%，意味着模型可以解释约 75% 黄金价格的波动。

图 8：黄金价格影响因素模型回归结果

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_10672

