



宏观研究框架系列（六）：

为什么我们当前看好黄金？——一个研判黄金价格走势的分析框架

相关研究报告

宏观专题报告20170509-宏观研究框架系列（一）：通货膨胀的分析及预测模型

宏观专题报告20180309-宏观研究框架系列（二）：关于中国跨境资本流动的一个分析框架

宏观专题报告20181224-宏观研究框架系列（三）：基于原油双重属性的五因子分析框架

宏观专题报告20190123-宏观研究框架系列（四）：短期经济波动框架：思想演变、分析模型与未来展望

宏观专题报告20190227-宏观研究框架系列（五）：中国经济长期增长分析框架：成功经验、当前挑战、改革方向与投资潜力

首席经济学家

张明 中国社科院世界经济与政治研究所
国际投资研究室主任
国际金融研究中心副主任
研究员、博士生导师

证券分析师

陈骁 投资咨询资格编号
S1060516070001
010-56800138
CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

魏伟 投资咨询资格编号
S1060513060001
021-38634015
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

研究助理

薛威 一般从业资格编号
S1060117080079
021-20667920
XUEWEI092@PINGAN.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

近期随着全球市场的波动加剧以及金价的回升，市场对黄金的配置热情再次兴起，对金价走势判断也更加关注。本文将首先分析迄今为止全球金价的波动趋势，之后将致力于建立一个分析全球金价走势的分析框架，最后基于该分析框架对全球金价的走势进行预判。

■ 全球金价历经三轮大涨，实际金价仍低于八十年代

全球黄金名义价格在过去五十年经过了三轮大涨行情，分别发生在1971-1974、1976-1980与2001-2011年期间，其中金价在1976-1980年期间涨幅最大，2001-2011年期间涨幅也达到6倍多，且金价的每一轮高点都显著高于前一个高点。但是黄金实际价格走势显示其历史最高位仍是1980年1月的水平，2001-2011年期间的第三轮上涨并未导致实际金价突破前高。另外，不同货币计价的金价走势之间具有很强的相关性，1995年后，这种相关性进一步加强。

■ 基于黄金商品与金融属性的多因素分析

就商品属性而言，黄金的年供给量相对稳定，且相对于存量规模过小，既不会受金价影响，大多数情况下（部分央行抛售黄金除外）也不会给金价带来冲击。金价更多受需求端的影响，且投资需求是需求端波动最大而且最频繁的，且其与金价的正向相关程度最高。在黄金投资需求端主要有官方储备与个人投资两大主体。官方储备层面，新兴市场国家央行有持续增持黄金的意愿；而个人投资层面，黄金的投资需求主要与通胀、汇率及全球市场动荡程度有关。

■ 基于金价分析框架的判断：全球金价上涨概率更大

在上一章针对黄金价格影响因素的分析基础上，我们构建了一个全球黄金价格走势的多因子分析框架，并列出了各因子与金价的相关性方向及强弱程度和因子的可预测性。综合来看，通胀水平、实际利率、金价与美国CPI比率以及美元指数等四个指标不仅与金价关联紧密，能够显著影响金价走势，还具有较强的可预测性。

运用上述全球黄金价格走势的分析框架，我们可以根据对各因子的判断来预判未来黄金价格的走势。在美国通胀水平可能有所回升、美国实际利率可能有所回落、欧美股市出现波动加剧的概率增大等三大因素的支撑下，尽管面临金价与美国CPI比率因子高企的利空，金价未来上涨的概率仍将大于下跌的概率，我们看好未来金价的表现，甚至可能突破2016年以来的箱体震荡上沿。

正文目录

一、引言	4
二、全球金价历经三轮大涨，实际金价仍低于八十年代	5
2.1 金价经历三轮大涨，21 世纪初持续时间最长	5
2.2 实际金价走势与名义金价显著不同，八十年代仍是历史最高点	6
2.3 不同货币计价下的金价走势相近，95 年后相关性更强	7
三、基于黄金商品与金融属性的多因素分析	7
3.1 供给对金价弹性极低，常态下影响甚微	8
3.2 新世纪黄金投资需求猛增，主导全球黄金需求变化	9
3.3 金价对通胀敏感度高，长期抵御通胀效果良好	12
3.4 美元指数与金价反向走势明显	14
3.5 黄金中长期避险属性较弱，可部分对冲欧美股市波动	15
四、基于金价分析框架的判断：全球金价上涨概率更大	17
4.1 全球黄金价格分析框架构建	17
4.2 三因子支撑下，黄金价格上涨概率更大	17

图表目录

图表 1	2000 年以来伦敦贵金属交易所黄金价格的走势	4
图表 2	1968 年以来伦敦贵金属交易所黄金价格的长期走势	5
图表 3	1920 年以来金价的长期走势	5
图表 4	1920-1972 年期间金价走势	5
图表 5	1968 年以来伦敦贵金属交易所黄金现货名义价格与实际价格的长期走势	6
图表 6	美国实际资产回报率均值与标准差分时期比较	6
图表 7	1968 年以来伦敦贵金属交易所黄金现货以不同货币计价的长期走势比较	7
图表 8	2001-2018 年全球黄金供给规模及其结构	8
图表 9	全球黄金主要生产国产量占全球黄金产量的比重变迁	9
图表 10	2001-2018 年全球黄金需求结构	9
图表 11	全球黄金需求的季度变化（2012Q1~2018Q4）	10
图表 12	世界官方黄金储备纵览（截至 2019 年 2 月底）	11
图表 13	各类资产对抗通货膨胀方面的比较	12
图表 14	黄金价格同比与美国 CPI 同比走势	13
图表 15	黄金价格与美国 CPI 定基指数比率走势	13
图表 16	黄金价格与美国实际利率走势	14
图表 17	全球黄金—原油价格比率	14
图表 18	全球黄金价格与美元指数反向走势明显	15
图表 19	全球黄金价格同比与美元指数同比走势明显反向	15
图表 20	全球黄金价格与道琼斯工业指数走势	16
图表 21	道琼斯工业指数同比变化率与黄金价格同比变化率	16
图表 22	全球黄金价格走势的分析框架	17

一、引言

“货币天然不是黄金，但黄金天然不是货币”，马克思对黄金的这句著名评价精炼地表达出黄金先天拥有的货币属性。作为一种极为特殊的商品，黄金的特殊性主要体现在：①黄金是易分割、难以毁坏、单位价值高且相对容易移动的理想价值载体；②黄金是高度同质、易鉴别、广为接受且流动性极强的资产；③黄金的流量相对于其存量几乎可忽略不计，因此黄金可以保持较其他商品更强的价格稳定性。数千年来，黄金一直被人们认为是终极的价值存储手段与动荡时期的优选避险资产。

但是，20 世纪布雷顿森林体系与牙买加体系的相继建立宣告了国际金本位制的终结，国际投资者对黄金投资的态度开始出现两极分化的格局：一方是黄金投资的极端支持派，认可黄金作为真实财富的最终存储载体的同时，否定缺乏黄金支撑的纸币的价值，并认为金价波动中枢的长期上涨反映了投资者通过持有黄金来实现财富保值的真实需求的增强。另一方则是黄金投资的极端怀疑派，否认黄金的中长期投资价值，凯恩斯曾表达过人们对黄金的崇拜是“野蛮时代的遗迹”，也有学者认为金价的大幅波动是受投资者的“动物精神”影响所致。

自 2001-2011 年的十年间，全球黄金价格由起初的 256 美元/盎司的低位显著上涨至 1895 美元/盎司的历史最高点，整体上行达 6.3 倍；但从 2011-2015 年的五年间，全球金价则从 1895 美元/盎司的历史峰值回落到 1049 美元/盎司的阶段低位，跌幅近 45%；在 2016 年至今的三年多时间里，国际金价则维持箱体震荡走势；近期国际金价则从 2018 年 8 月中下旬 1178 美元/盎司的阶段低位开始，至近期高位 1350 美元/盎司已反弹 14.6%。

值得注意的是，2001-2011 年是有统计数据以来金价持续上涨时间最长的一次，而 2011-2015 年则是 21 世纪金价迎来的最深的一次回调，此后金价则维持箱体震荡格局。那么，一个很自然的问题便是，未来金价会如何演绎？能否延续 2016 年以来的箱体震荡？若不能延续，金价会向上突破还是延续 2011-2015 年的向下趋势？

要回答上述问题，我们不仅需要回顾过去金价的波动趋势，而且需要建立一个关于金价影响因素的分析框架。本文将致力于回答上述问题，文章将首先分析迄今为止全球金价的波动趋势；之后将致力于建立一个分析全球金价走势的分析框架；最后基于该分析框架对全球金价的走势进行预判。

图表1 2000 年以来伦敦贵金属交易所黄金价格的走势



资料来源：WIND，平安证券研究所

二、 全球金价历经三轮大涨，实际金价仍低于八十年代

本章将从三个方面来分析全球黄金价格的走势。首先，我们将从长期维度来分析金价走势；其次，我们将从名义价格与实际价格两个角度来对金价展开分析；最后，我们将比较以主要国家货币计价的金价走势的异同。

2.1 金价经历三轮大涨，21 世纪初持续时间最长

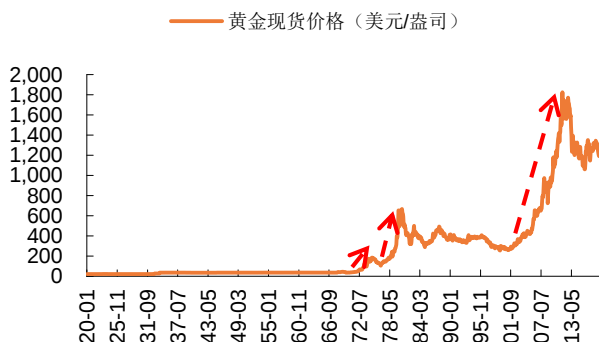
从长期趋势来看，近半个世纪以来，黄金价格共经历了三次大规模的上涨。第一次发生在 1971-1974 年期间，金价从 39.6 美元/盎司涨至 179.5 美元/盎司，涨幅达 354%；第二次发生在 1976-1980 年期间，金价从 103.5 美元/盎司涨至 850.0 美元/盎司，涨幅为 721%；第三次则发生在 2001-2011 年期间，金价从 256.0 美元/盎司涨至 1895.0 美元/盎司，上涨 640%。从更长周期看，在 1933 年之前，金价一直维持在 20 美元/盎司左右，振幅很窄；1934-1967 年，自富兰克林·罗斯福总统将金价固定后，金价一直维持在 35 美元/盎司的水平；1967 年后，黄金市场放开，金价开始波动上涨，并在 20 世纪 70 年代上半叶、下半叶与 21 世纪初十年分别经历了三轮长牛。

图表2 1968 年以来伦敦贵金属交易所黄金价格的长期走势



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表3 1920 年以来金价的长期走势



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表4 1920-1972 年期间金价走势



资料来源：WIND，平安证券研究所

2.2 实际金价走势与名义金价显著不同，八十年代仍是历史最高点

从黄金名义价格的走势来看，半个世纪以来金价有较明显的波动上涨的大趋势，经历了三次大规模的上涨也使得金价分别达到 179.5 美元/盎司、850.0 美元/盎司与 1895.0 美元/盎司的阶段高位，每个高点都明显高于前一个高点。但是若采用剔除物价后的黄金实际价格则情况大不相同，不仅 1970 年前黄金实际价格相对稳定，而且长周期的波动率明显高于黄金名义价格。更加值得注意的是，黄金实际价格的高点并没有依次走高的特征，至今最高位仍是 1980 年 1 月的水平。2011 年 8 月的高点并不及 1980 年 1 月，若按月末价格计，2011 年 8 月的高点较 1980 年 1 月低 12.77 美元/盎司；若按当月最高价计，2011 年 8 月的高点较 1980 年 1 月低 86.79 美元/盎司。黄金名义价格拥有的随着时间推移而长期波动上涨的强烈时间趋势并没有体现在黄金实际价格上，实际金价展现更多的则是均值回归特征。若以 1967 年 1 月为基期（即以此时的 CPI 指数为 100%），1968 年以来实际金价的均值水平为 108.9 美元/盎司。

图表5 1968 年以来伦敦贵金属交易所黄金现货名义价格与实际价格的长期走势



资料来源：WIND，平安证券研究所

注：实际黄金价格是由名义黄金价格除以美国 CPI 指数（以 1967 年 1 月为基期）

从 1836-2018 年黄金与其他美元计价资产的实际收益率可以发现，黄金的在长达近两个世纪的超长时期内的实际平均回报率显著低于股票和债券，而且低于通胀率与同为贵金属的白银；另外，黄金回报率的标准差低于股票与白银，高于债券，可见在整个期间投资黄金并不及投资债券理性，但黄金投资在安全性上高于股票和白银。我们按照古典金本位制建立、金汇兑本位制建立与牙买加体系建立将上述近两个世纪分为四个时段。分时段看，黄金投资的回报率从 1880-1913 年的古典金本位时期之后逐阶段递增，而且标准差也在上行，说明随着时间的推移，实际金价在涨幅越来越可观的同时，波动剧烈程度也明显上行。特别是在牙买加体系建立后的近四十多年里，黄金实际平均收益率仅为 3.16%，远低于股票的 6.01%与债券的 5.01%，甚至还低于通胀率 3.87%；另外，黄金实际收益率的标准差高达 0.24，远高于股票（0.15）和债券（0.04），说明往回看，黄金投资在近四十多年的时间里并不及股票与债券投资具有吸引力。

图表6 美国实际资产回报率均值与标准差分时期比较

时期	指标	黄金	白银	股票	国债(1y)	国债(10y)	通胀率	消费	GDP
1836-	均值	0.0103	0.0218	0.0703	0.0252	0.0334	0.0224	0.0175	0.0194
2018	标准差	0.1275	0.2578	0.1619	0.0466	0.0610	0.0492	0.0369	0.0421

1836-	均值	-0.0008	-0.0041	0.076	无	0.0446	0.0067	0.0118	0.0143
1879	标准差	0.0819	0.0808	0.1553	无	0.0887	0.0727	0.0484	0.0345
1880-	均值	-0.0102	-0.0261	0.0626	无	0.0262	0.0109	0.0129	0.0186
1913	标准差	0.0257	0.0686	0.1251	无	0.0412	0.0263	0.0393	0.0453
1914-	均值	0.0145	0.0219	0.0779	0.0072	0.0087	0.0283	0.018	0.0239
1974	标准差	0.1338	0.1792	0.1933	0.0523	0.0723	0.058	0.0399	0.0641
1975-	均值	0.0316	0.0844	0.0601	0.0501	0.0621	0.0387	0.0263	0.0187
2018	标准差	0.2415	0.6833	0.1527	0.0364	0.0306	0.0302	0.0193	0.0165

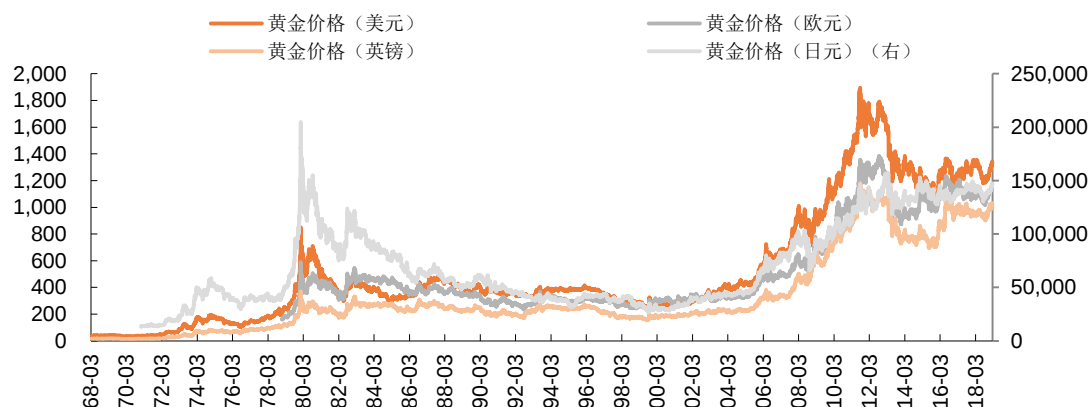
资料来源: WIND, Bloomberg, 平安证券研究所

注: 股票采用道琼斯工业指数, 国债均采用美国国债, 除通胀率外各项增长率数据均为剔除通胀的实际增长率

2.3 不同货币计价下的金价走势相近, 95 年后相关性更强

从图表 7 中可以明显看出, 不同货币计价的金价之间存在一定的差距, 且差距时大时小, 这与美元、欧元、英镑与日元之间汇率的波动频繁有很大关系, 但这并不影响以四种货币计价的黄金价格拥有基本一致的走势。特别是 1995 年后, 不同货币计价的金价呈现出极强的相关性。这与全球经济一体化进程加速后货币政策周期同步性加强也有一定的关系。

图表7 1968 年以来伦敦贵金属交易所黄金现货以不同货币计价的长期走势比较



资料来源: WIND, 平安证券研究所

三、 基于黄金商品与金融属性的多因素分析

我们构建国际黄金价格的分析框架时考虑的是黄金的供给、需求、全球通胀水平、主要货币汇率与全球金融市场的动荡程度等多个影响因素。这是基于黄金的商品属性与金融属性综合得到的结果, 其中, 黄金的商品属性体现在供求对价格走势的影响上; 而抗通胀、防货币贬值与避险则是黄金金融属性的体现, 通过投资需求影响黄金价格。

3.1 供给对金价弹性极低，常态下影响甚微

根据世界黄金协会（World Gold Council）提供的最新数据，自有人类文明以来，世界共开采黄金 18.72 万吨，尚有大约 5.4 万吨黄金可待开采，意味着全球黄金储量中大约 77.6% 已被开采，按照当前的开采速度，全球黄金储量将在 20 年不到的时间内开采完毕。在已经被开采出的 18.72 万吨黄金中，大约 3.5 万吨由各国央行作为官方储备持有，3.3 万吨作为工业原料与镶牙，剩下的 12 万吨作为珠宝等形式保存。全球黄金存量由 1974 年的 9.8 万吨升至 2018 年底的 18.72 万吨，平均每年复合增长率与同期全球人口复合增长率均为 1.5%，这说明全球人均黄金存量在 1974-2018 年期间变化不大。

2001-2018 年间全球黄金年均供给量为 3938 吨，其中 2762 吨（约 70%）是金矿开采生产供应，1176 吨（约 30%）是央行出售黄金及黄金成品的二次利用再生产。另外，2001-2018 年间金矿开采生产与成品再生产供应的价格弹性很低，分别为 -0.05 和 0.29。可以看出金矿开采和黄金再生产规模与黄金价格波动的相关性均较弱。

图表8 2001-2018 年全球黄金供给规模及其结构

年份	黄金供给（吨）	
	金矿开采生产	央行出售黄金及黄金成品再生产
2001	2600	1129
2002	2550	813
2003	2540	666
2004	2420	1095
2005	2470	1282
2006	2370	1066
2007	2360	1210
2008	2290	1522
2009	2450	1043
2010	2560	1253
2011	2821	1247
2012	2917	1672
2013	3072	1249
2014	3138	1187
2015	3208	1121
2016	3285	1281
2017	3319	1156
2018	3347	1173
均值	2762	1176
价格弹性	-0.05	0.29

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_13112

