

未来黄金仍然大有可为

宏观专题报告

2020年08月06日

报告摘要:

● 决定金价的因素之一——供需关系

从供给端来看，存量黄金主要分布在四处——首饰、央行、投资者、矿储，供给较为稳定，且黄金供应增长显著低于全球经济增速，因此决定金价的主要是需求端。

从需求端来看，黄金需求主要来自四个方面：首饰品、投资、工业生产、央行，其中大部分需求来自首饰，中国和印度分别是全球第一大和第二大黄金消费市场。由于黄金有首饰和工业生产等实体需求，因此其与比特币有显著区别，比特币价格仅取决于投机价值，而黄金价格不仅取决于投机价值，还取决于现实需求。

● 决定金价的因素之二——美元指数、美国国债利率和通胀预期

美元指数影响黄金价格有两条主要路径：1、作为大宗商品定价基准，美元与包括石油、铜、黄金等在内的大宗商品走势成反比。2、美元和黄金同样都具有投资价值，具有替代关系。近段时间美元指数明显回落，带动金价走强。

美国国债相当于美国无风险收益率，起到估值锚的作用，对大类资产价格有重要影响。当美债走低使，无风险利率下行，黄金、股市等大类资产往往会因此受益。另一方面，由于黄金是对抗通胀风险最佳的资产之一，当欧美出现通胀预期时，受避险行情驱动黄金价格通常会上涨。观察通胀预期一个较好的指标是TIPS（通胀指数债券），其与金价走势成反比，当前TIPS收益率处于低位，市场预期未来美国通胀走高，金价因此受益，创历史新高。

● 决定金价的因素之三——地缘政治与全球金融危机

短期来看，金价很容易受地缘事件影响，比如1977年-1981年黄金走出一波很大的行情，原因在于当时出现伊朗革命和苏联入侵阿富汗两大事件，导致金价大幅攀升。全球金融危机背景下，黄金往往会迎来较大行情。典型的例子比如2008年-2012年，08年全球金融危机使黄金在2010年出现第一波暴涨，之后的欧债危机导致避险情绪再度升温，金价于2011年出现第二波暴涨。

● 被遗忘的货币属性——未来黄金大有可为

马克思说过：“金银天然不是货币，但货币天然金银”。历史上黄金长期充当国际货币，从近代以来一共出现过5次国际货币制度：金银复本位制、金币本位制、金块本位制、金汇兑本位制、信用美元制度（牙买加体系）。信用美元体系下，一方面会造成三元悖论问题，导致美联储加息/降息时会导致其他国家面临流动性紧缩/宽松的问题，而且美元大量发行对全球征收高昂的铸币税。随着美国经济占全球比重不断下降，叠加今年以来美国抗疫不力，美联储开启无限制宽松政策，这对全球造成严重冲击，美元信用受到冲击。未来国际货币体系可能迎来重大变革，在此背景下，黄金将继续迎来很大机会。

● 风险提示:

美联储超预期收紧货币政策、美国重新出现通缩预期、疫苗提前问世等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127665

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

目录

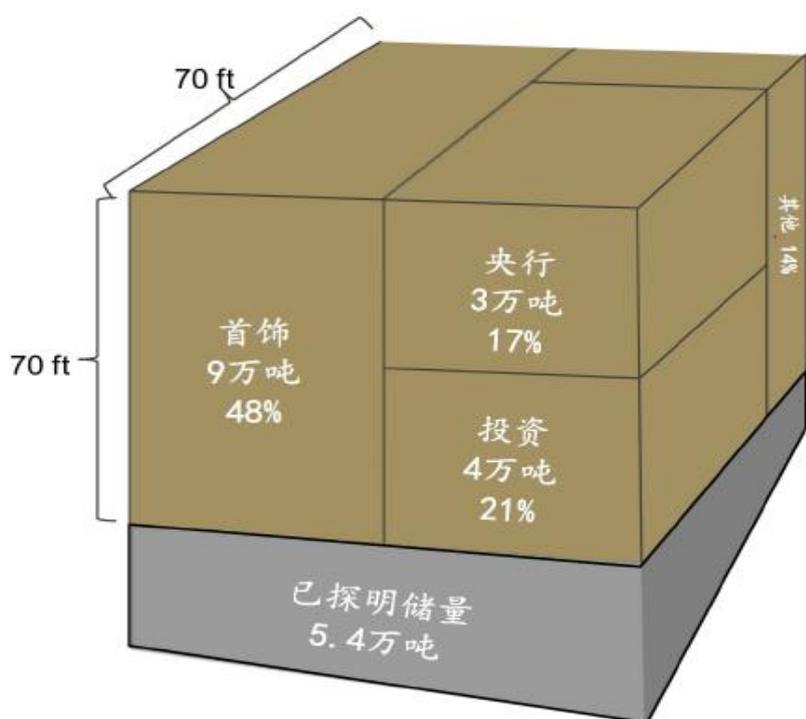
一、决定金价的因素之一——供需关系	3
(一) 从供给端来看, 黄金供给四大来源——首饰、央行、投资者、矿储.....	3
(二) 从消费端来看, 黄金需求主要来自四个方面——首饰品、投资、工业生产、央行需求.....	4
二、决定金价的因素之二——美元指数、美国国债利率和通胀预期	5
(一) 美元指数与黄金价格走势成反比.....	5
(二) 金价走势与美国国债利率及通胀预期有很大关系.....	6
三、决定金价的因素之三——地缘政治与全球金融危机	7
(一) 地缘政治对黄金有短期冲击, 但影响逐渐弱化.....	7
(二) 全球金融危机使黄金迎来较大行情.....	7
四、被遗忘的货币属性——未来黄金大有可为	9
(一) 金银复本位制(近代)——黄金和白银共同承担法定货币功能.....	9
(二) 金币本位制(19世纪下半叶)——汇率稳定以牺牲各国独立货币政策为代价.....	9
(三) 金块本位制(一战后二战前)——黄金承担准备金功能, 成为信用货币.....	9
(四) 金汇兑本位制(二战后至70年代)——美元与黄金挂钩, 固定汇率制成为国际主流.....	9
(五) 石油—美元体系(70年代至今)——黄金丧失货币功能, 国际货币体系由固定汇率转变为浮动汇率.....	10
(六) 未来来看, 美元信用受到冲击, 国际货币体系有待变革, 黄金或迎来新机会.....	10
风险提示	10

一、决定金价的因素之一——供需关系

(一) 从供给端来看，黄金供给四大来源——首饰、央行、投资者、矿储

全球已探明黄金储量约为 25 万吨，其中陆地黄金储量大约 19 万吨，主要分布在四个领域：首饰品领域的黄金存量大约 9 万吨左右，央行持有的黄金储量大约 3 万吨左右，投资者/投资机构持有的黄金储量大约 4 万吨左右，已探明但尚未开采的黄金储量大约 5.4 万吨。

图 1：从供给端来看，黄金存量主要分布在首饰、央行、投资者与矿储之间

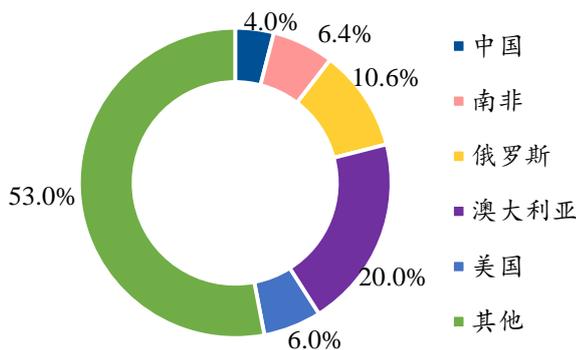


资料来源：World Gold Council，民生证券研究院

黄金供给主要有两大渠道，一个是矿产，过去十年年均产量 2800 吨左右，占总产量 70%；另一个是内部再循环（回收利用），占黄金总产量 30%。矿产黄金供给较为稳定，无论是储量和产量的增速都明显低于美国 M2 增速；再生金的供应则很大程度取决于金价走势，金价上涨时，再生金供应往往会明显增加。

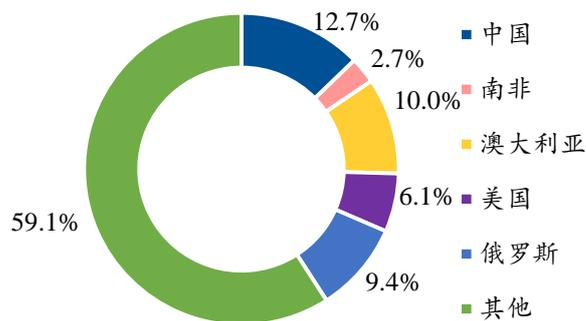
从储量来看，全球黄金储量前五大国家：澳大利亚、俄罗斯、南非、中国、美国，占全球黄金储量一半左右。其中南非曾经是全球黄金储量最多的国家，但随着南非金矿被持续开采，储量有所下降。从产量来看，中国黄金产量居世界第一，产量排名靠前的公司包括中国黄金集团、山东黄金、山东招金、紫金矿业、云南黄金矿业集团等。

图 2：澳大利亚、俄罗斯、南非、中国黄金储量居全球前列



资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：澳大利亚、俄罗斯、南非、中国黄金储量居全球前列

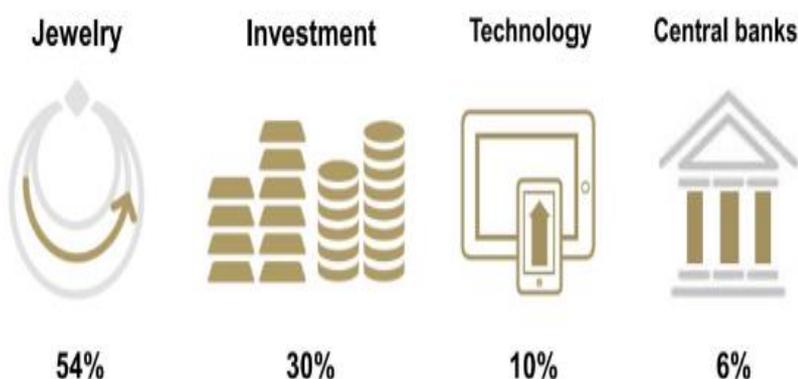


资料来源：wind，民生证券研究院

（二）从消费端来看，黄金需求主要来自四个方面——首饰品、投资、工业生产、央行需求

黄金需求主要来自四个方面：首饰品、投资、工业生产、央行，其中大部分需求来自首饰，其中中国、印度和中东需求居前，因为这些国家传统文化把黄金作为礼仪用品。亚洲是全球最重要黄金市场，占全球黄金总需求三分之二，特别是中国和印度，分别是全第一和第二大黄金市场，中国同时又是全球最大黄金生产国和黄金消费国。但尽管如此，中国在黄金定价权方面明显偏弱。另外，虽然中印两国黄金消费量大，但由于历史原因，黄金储备量最大的国家还是欧美经济体，美国、德国、IMF 分别是全球黄金储备最大的国家/机构，分别为 8133 吨、3346 吨和 2814 吨，中国的黄金储备量仅为世界第七，储量仅为 1942 吨。

图 4：黄金四大需求：首饰、投资、工业、央行



资料来源：World Gold Council，民生证券研究院

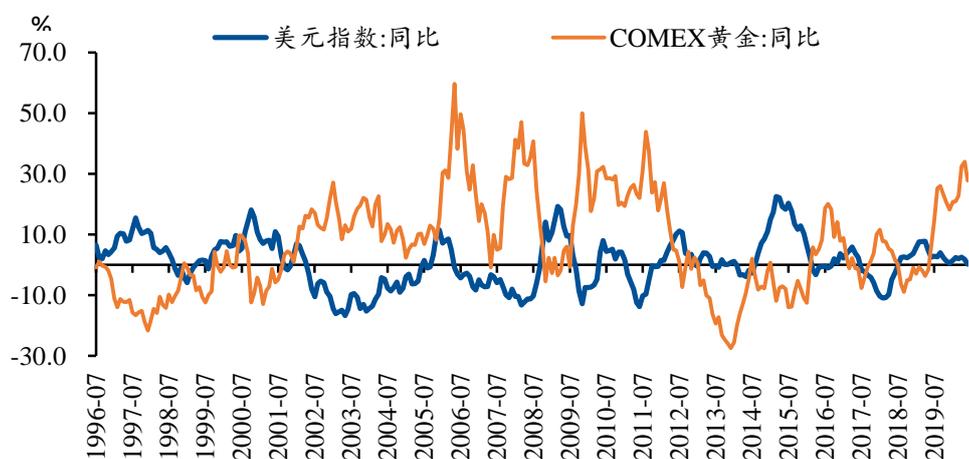
黄金与比特币有着明显不同，虽然二者供给端都较为稳定，但比特币仅有金融需求，其价格取决于金融交易情况；黄金则有很强的实体需求，包括首饰和工业生产，这也是其与比特币最本质区别。在失去投资价值的情况下，比特币毫无价值，但黄金可以凭借首饰和工业生产需求依旧保持较高价格。

二、决定金价的因素之二——美元指数、美国国债利率和通胀预期

(一) 美元指数与黄金价格走势成反比

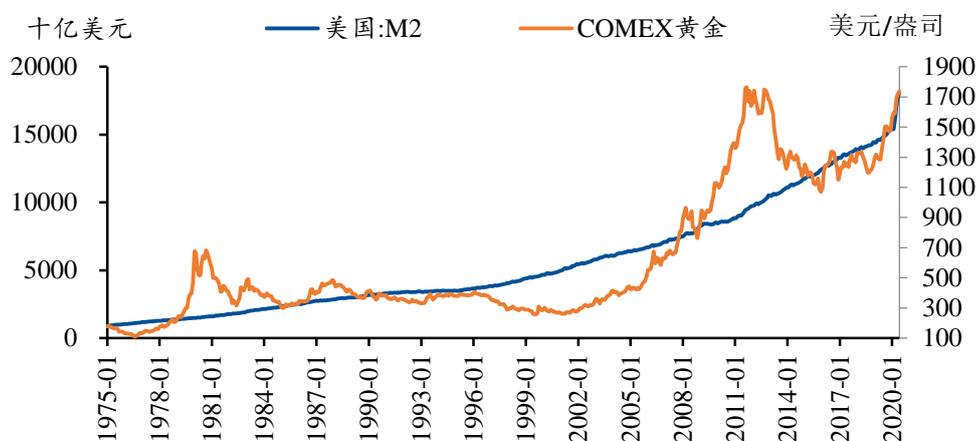
美元指数影响黄金价格有两条主要路径：1、作为大宗商品定价基准，美元与包括石油、铜、黄金等在内的大宗商品走势成反比，美元走强时，作为计价商品的石油和黄金通常走弱，美元走弱时，石油和黄金通常走强。2、美元和黄金同样都具有投资价值，具有替代关系，美元走强时，同样作为投资品的黄金容易被投资者抛售；美元走弱时，出于投资需求黄金往往受到追捧。这也是黄金和石油的一个重要区别，当美国经济衰退时，美元指数和石油价格往往会同时下跌，但黄金可能会受到追捧。

图 5：美元指数与黄金价格走势成反比



资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：长期来看金价围绕美国 M2 走势上下波动



资料来源：wind，民生证券研究院

(二) 金价走势与美国国债利率及通胀预期有很大关系

美国国债相当于美国无风险收益率,起到估值锚的作用,对大类资产价格有重要影响。当美债走低使,无风险利率下行,黄金、股市等大类资产往往会因此受益。另一方面,由于黄金是对抗通胀风险最佳的资产之一,当欧美出现通胀预期时,受避险行情驱动黄金价格通常会上涨。观察通胀预期一个较好的指标是 TIPS (通胀指数债券),由于其收益包含补偿通胀损失的部分,故当市场预期未来通胀上升时,TIPS 收益率通常会低于正常国债收益率。总体来看,TIPS 利率既包括无风险收益率,又包括市场对未来的通胀预期,因此近十年来看,黄金价格与 TIPS 收益率走势成反比,当前 TIPS 收益率处于低位,一方面美国无风险利率下行,另一方面市场预期未来美国通胀走高,金价因此受益,创历史新高。

图 7: TIPS 指数债券能反映美国未来通胀预期



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 8: 通胀指数债券与金价走势成反比



资料来源：wind，民生证券研究院

三、决定金价的因素之三——地缘政治与全球金融危机

(一) 地缘政治对黄金有短期冲击，但影响逐渐弱化

短期来看，金价很容易受地缘事件影响，比如 1977 年-1981 年黄金走出一波很大的行情。首先是伊朗革命成为黄金上涨的导火索，之后伊朗劫持美国人质又成为黄金上涨的催化剂，由于人质危机处理不力，时任美国总统卡特未能连任。但导致黄金价格飙升的是苏联入侵阿富汗事件，由于苏联与美国同为当时的超级大国，苏联入侵阿富汗引起西方恐慌，由于担忧引发世界大战，黄金价格被追捧，一跃占上 800 美元/盎司的历史高点。之后，在苏联攻势减缓及伊朗释放人质后黄金价格才逐渐回落。但苏联解体后，由于地缘政治大多发生在中小型国家，风险程度难以和苏联入侵阿富汗相提并论，因此地缘政治对金价冲击较为有限。

图 9：伊朗革命和苏联入侵阿富汗期间黄金走出很大一波行情



资料来源：wind，民生证券研究院

(二) 全球金融危机会使黄金迎来较大行情

全球金融危机背景下，黄金往往会迎来较大行情。典型的例子比如 2008 年-2012 年，2008 年下半年全球金融危机刚爆发的时候，由于此阶段美国通缩预期较强，美元指数上涨、黄金走弱、美债走强、美股下跌。但随着美国强力救市和量化宽松的推出，2009 年美股开始反弹，美元指数回落、黄金迎来第一轮强力上涨，上攻至 1000 美元/盎司上方。随着 2010 年欧洲危机开始发酵，欧洲市场也出现很强避险行情，因此 2010 年底开始黄金迎来第二轮上涨行情，到 2011 年底攻至 1800 美元/盎司上方。之后，随着欧美逐渐走出经济和金融（债务）危机的困境，金价避险需求降低，金价回落。

图 10: 08 年全球金融危机和欧债危机使黄金迎来两波上涨行情



资料来源: wind, 民生证券研究院

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_3441

