

黄金牛市未完待续

报告摘要：

黄金同时具有商品属性和货币属性。金价主要影响因素有三个：实际利率、美元信用和避险需求。我们结合这几个因素以及黄金供给和消费性需求方面来分析未来金价的走势。

从供需的角度来看，新冠疫情对一季度黄金的供给和消费性需求均有冲击，未来将逐步恢复。但由于消费性需求在疫情中受到的冲击远远大于供给，所以需求可以恢复的空间将大于供给可以提升的空间，这将对金价提供支持。

我们认为未来实际利率有望继续下行且长期保持低位。名义利率方面，我们认为美国疫情后经济难有 V 字形反转；同时政府债务的空前扩张也导致美联储难以加息；目前美欧日三大央行的表态也均十分鸽派。几个因素共同表明主要货币、尤其是美元的名义利率将长期保持低位。通胀方面，目前油价已经显示出触底回升的迹象，经验表明货币大放水之后通胀中枢都会有所抬升。综合名义利率和通胀率的判断，我们认为实际利率水平将会继续下行，支撑金价长期上涨。

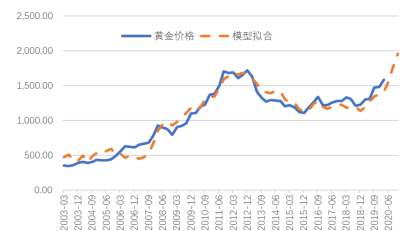
美元信用的强弱与黄金价格呈现反向关系。自 90 年代以来，黄金价格的走势与美国赤字规模高度吻合，背后的原理就是美国财政赤字影响政府信用。根据 CRFB 预测，今年美国赤字规模可能达到 3.8 万亿，是此前历年规模的 4 倍。赤字率的飙升为黄金价格提供了很强的支撑。在 2008 年之后，随着美联储资产负债表迅速扩张，美元的储备货币地位越来越受到怀疑。目前美联储资产负债表已经突破 7 万亿美元，且并无缩表计划，我们认为未来各国央行的黄金储备需求将进一步增强，支撑金价上行。

疫情爆发之后，以美国为代表的部分国家为了转移国内矛盾而攻击中国，未来政治风险仍然较大。同时一些国家和地区在重启经济之后疫情出现了反弹迹象，疫情二次爆发的风险依然存在。在两大风险因素下，黄金的避险属性也将凸显。

我们根据以上众多因素构建模型，结果显示黄金价格今年将会突破 2011 年高点，逼近 2000 美元/盎司，黄金牛市仍将持续。

风险提示：美联储提前收紧货币；疫情控制好于预期或疫苗提前上市；油价再度大跌

相关数据



相关报告

《警惕海外复工带来的疫情风险——海外宏观周度观察（2020 年第 22 周）》

20200531

《各国复工计划进展如何——海外宏观周度观察（2020 年第 21 周）》

20200524

《特朗普仍将大概率连任——海外宏观周度观察（2020 年第 20 周）》

20200517

《中国对美进口承诺完成了多少？——海外宏观周度观察（2020 年第 19 周）》

20200510

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

目 录

1.	哪些因素会影响黄金价格.....	5
1.1.	黄金的供给和需求.....	5
1.1.1.	黄金供给	5
1.1.2.	黄金需求	6
1.2.	影响金价的外部条件有哪些.....	7
1.2.1.	金价与实际利率反向关系	7
1.2.2.	金价与美元信用此消彼长.....	8
1.2.3.	黄金是传统的避险资产.....	9
2.	历史金价的复盘.....	9
2.1.	金本位时期及布雷顿森林体系	9
2.2.	70-80 年代的黄金大牛市	11
2.3.	80 年代之后长达 20 年的黄金熊市	13
2.4.	21 世纪以来黄金的第二轮大牛市.....	15
2.4.1.	金融危机前的黄金牛市.....	15
2.4.2.	金融危机后的黄金牛市.....	16
2.5.	2011 年至今的金价走势	17
3.	黄金消费性需求的复苏将大于供给提升的空间.....	18
3.1.	疫情导致黄金供给量小幅下降.....	18
3.2.	消费性需求的下降由投资性需求弥补.....	18
4.	实际利率有望继续下行且长期保持低位	20
4.1.	各国名义利率将长期维持低位	20
4.1.1.	疫情后经济难有 V 型反转	20
4.1.2.	政府的高杠杆率决定利率难以提升	24
4.1.3.	各国央行明确表态将长期维持低利率	24
4.2.	通缩压力最大的时点已经过去	25
4.2.1.	油价正在逐步回升	25
4.2.2.	大放水之后通胀中枢会有抬升	26
5.	美元信用削弱，黄金储备价值凸显.....	27
5.1.	美国财政赤字飙升将削弱美元信用.....	27
5.2.	各国黄金储备随着美联储资产负债表的扩张而上升.....	28
6.	黄金的避险需求仍然较强.....	29
6.1.	中美摩擦及产业链受阻的风险.....	29
6.2.	疫情二次爆发的风险仍存.....	30
7.	金价年内有望逼近 2000 美元/盎司.....	31
8.	金价下跌的风险因素	32

图表目录

图 1: 黄金的供给和需求.....	5
图 2: 黄金供给来源.....	6
图 3: 各国金矿供应占比.....	6
图 4: 黄金三大需求来源.....	6
图 5: 黄金各类需求占比.....	6
图 6: 黄金储备较多的国家.....	7
图 7: 金价与实际利率呈反向关系.....	8
图 8: 金价与美元指数反向关系.....	8
图 9: 金价与美国财政赤字规模走势一致.....	8
图 10: 战争导致的金价大涨.....	9
图 11: 经贸摩擦引起的金价上涨.....	9
图 12: 金本位时期的黄金价格.....	10
图 13: 20 世纪 70-80 年代黄金十年大牛市.....	11
图 14: 黄金与油价相关性很高.....	12
图 15: 70-80 年代美国发生严重滞胀.....	12
图 16: 美元指数一路下行.....	12
图 17: 1975-1976 年政策压制导致金价下行.....	13
图 18: 80 年代至 20 世纪末的黄金熊市.....	13
图 19: 沃尔克强力加息打压通胀.....	14
图 20: 美元指数迅速走强.....	14
图 21: 美国经济进入相对繁荣期.....	14
图 22: 各国央行大量抛售黄金.....	14
图 23: 黄金供给在 20 世纪 80 年代开始大幅增加.....	15
图 24: 21 世纪初的黄金牛市.....	15
图 25: 互联网泡沫破裂后利率大幅下行.....	16
图 26: 油价上行带动金价.....	16
图 27: 流动性危机中黄金失去避险功能.....	17
图 28: 实际利率下降推动金价不断上涨.....	17
图 29: 2011 年至今的金价走势.....	17
图 30: 金矿产量同比下降.....	18
图 31: 再生金产量同比下降.....	18
图 32: 今年一季度黄金出现供给缺口.....	20
图 33: 主要国家一季度经济大多同比负增.....	21
图 34: 全球制造业与服务业均下滑至历史低点.....	21
图 35: 初请失业金人数高点领先失业率约一个季度.....	21
图 36: IMF 预测今年世界经济将萎缩 3%.....	22
图 37: 中国经验显示“报复性消费”并不会来.....	23
图 38: 危机后居民消费意愿修复需要很多年.....	23
图 39: 政府债务率高的时期利率水平都比较低.....	24
图 40: 疫情后美国通胀大幅下行.....	25
图 41: 疫情后欧元区通胀大幅下行.....	25

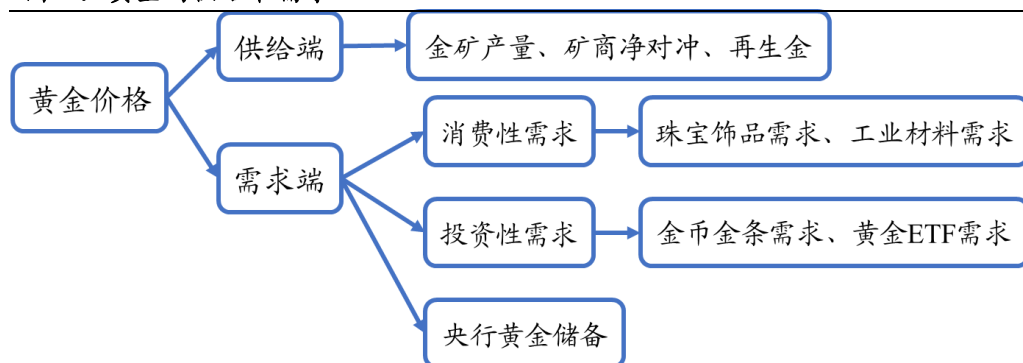
图 42: 油价暴跌后回升.....	26
图 43: 美国 CPI 和油价同比走势基本一致.....	26
图 44: 欧元区 CPI 和油价同比走势基本一致	26
图 45: 美国 M2 领先通胀率半年到一年	27
图 46: 美国国债总额增速领先通胀率 2~3 年	27
图 47: 美国目前仍为国际支付主导货币	28
图 48: 美国财政赤字将出现大幅飙升.....	28
图 49: 各国黄金储备随着美联储资产负债表的扩张而上升.....	29
图 50: 黄金价格模型拟合及预测.....	32
表 1: 各国黄金消费性需求大幅降低	19
表 2: 中国对美进口情况.....	30

1. 哪些因素会影响黄金价格

黄金同时具有商品属性和货币属性。作为商品，黄金主要有两方面用途：一是作为珠宝首饰。从古至今黄金都是饰品中的重要组成部分。二是工业材料。黄金是少有的化学、物理、电子性能优异的金属，工业应用领域非常广泛，主要集中在电子工业需求和牙医需求等方面。作为货币，黄金在历史上曾直接被用作一般等价物流通。即使在金本位时代结束、经历了非货币化进程之后，黄金的货币属性依然没有消失。在 1999 年 9 月 26 日欧洲 15 国央行的声明中，再次确认黄金仍是公认的金融资产。货币属性决定了黄金在金融投资、央行储备中都有重要的地位。

黄金的商品和货币的双重属性决定了影响黄金价格有众多因素。我们在此主要研究以美元计价的黄金价格。供给端来看，黄金供给主要来自于金矿供应和循环再生金。需求端来看，黄金可以分为消费性需求、投资性需求和央行黄金储备需求。

图 1：黄金的供给和需求



数据来源：东北证券，Wind

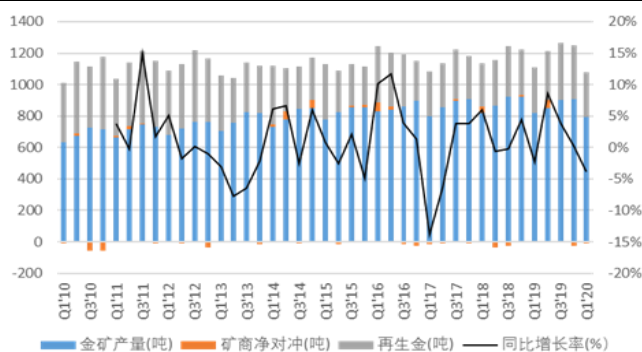
1.1. 黄金的供给和需求

1.1.1. 黄金供给

黄金的供给主要来源于两个方面：金矿供应以及循环再生金。以 2019 年计算，金矿供应量占总供给比重为 72%，循环再生金占比约为 27%。另外一小部分供给源于生产商对冲净额。根据黄金网的解释，生产商对冲净额指的是矿商的黄金抵押贷款、远期、期权头寸等对实物黄金市场的影响，可以理解为因生产商为调整黄金风险敞口对实物金市场造成的影响。生产商的对冲操作并不会影响黄金供应量，但会将黄金供应的实际时间提前。实际分析中这部分可以忽略不计。

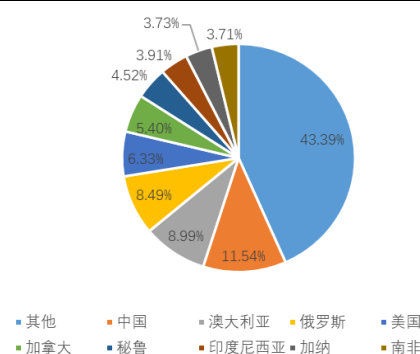
金矿供应量是黄金供给的主要来源，中国、澳大利亚、俄罗斯、美国和加拿大占据金矿产量的前五位。再生金即黄金的还原重用，主要来自于旧首饰及工业材料回收等。

图 2: 黄金供给来源



数据来源：东北证券，Goldhub

图 3: 各国金矿供应占比

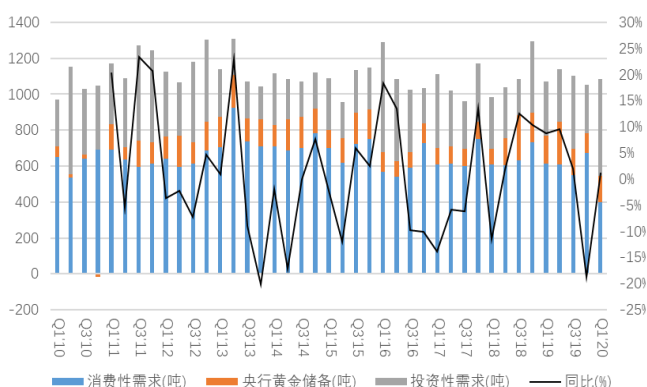


数据来源：东北证券，Goldhub

1.1.2. 黄金需求

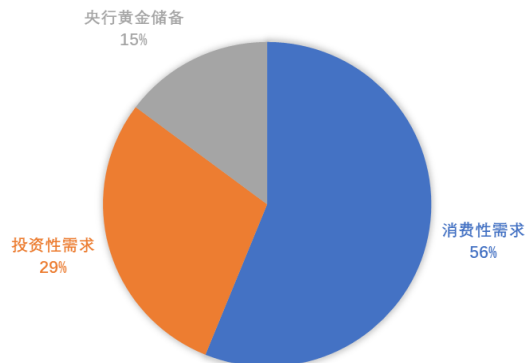
黄金的需求主要分为三方面：消费性需求（包含珠宝首饰需求和工业材料需求），投资性需求（包含金条、金币及黄金 ETF 的需求）和央行储备需求。一些分类方法中将央行储备黄金归纳为供给端，我们按照世界黄金协会的分类方法将其归纳在需求一类。因为央行储备本质上不能增加黄金总量，而且储备可增可减，与投资性需求较为相似。

图 4: 黄金三大需求来源



数据来源：东北证券，Goldhub

图 5: 黄金各类需求占比



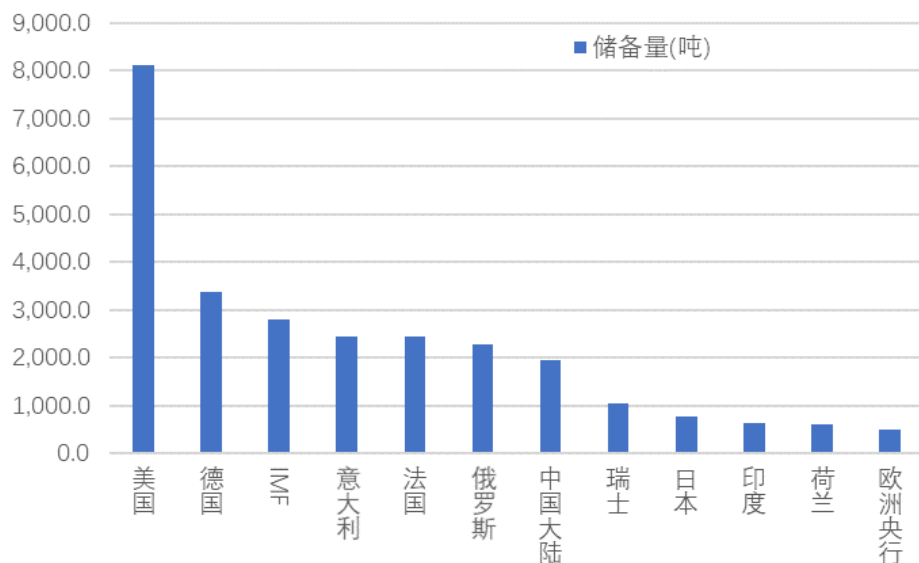
数据来源：东北证券，Goldhub

消费性需求在需求端占比最大，按照 2019 年数据约占 56%。分类来看，珠宝首饰需求在总消费性需求中占比高达 87%，工业材料需求占比约 13%。首饰需求中，中国、印度、美国、俄罗斯、阿联酋、沙特、土耳其等国需求量较大。

黄金投资性需求主要来源于金条、金币需求以及黄金 ETFs，其中 2019 年金条、金币需求在总投资性需求中占比约 68%，黄金 ETFs 占比约 32%。虽然黄金投资性需求占比不如消费性需求高，但波动很大，对金价影响较大。

央行储备黄金是各国央行或国际机构用于外汇储备而拥有的黄金。截至 2020 年第一季度，全球官方黄金储备约 3.5 万吨。其中，美国、德国、IMF、意大利、法国、俄罗斯和中国大陆储备的黄金较多。

图 6: 黄金储备较多的国家



数据来源：东北证券，Wind

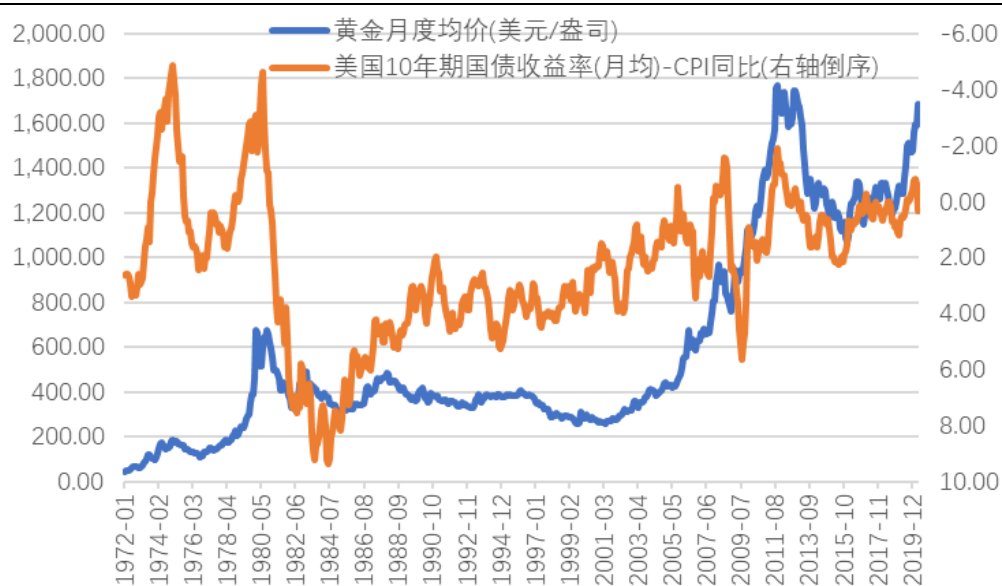
1.2. 影响金价的外部条件有哪些

上文中对黄金供需做了分类，能够影响供给或需求的因素都会对黄金价格造成一定影响，但从历史复盘来看，造成金价（美元计价）大幅波动的主要是投资性需求及央行储备的变化。而影响投资性需求和央行储备变化的主要因素有以下几个：实际利率，美元信用，避险需求。

1.2.1. 金价与实际利率反向关系

实际利率等于名义利率减去通货膨胀率。作为一种无息资产，信用货币的利率越高，则持有黄金的机会成本越高，所以黄金价格与名义利率为反向关系。作为一种商品，黄金的价格会随着通胀率的上行而上涨。所以金价与通胀率为正向关系。两个因素共同考虑，金价与实际利率呈反向关系。

图 7: 金价与实际利率呈反向关系



数据来源: 东北证券, Wind

1.2.2. 金价与美元信用此消彼长

作为世界储备货币和主要支付货币, 美元与黄金具有“跷跷板”的效应。一方面, 我们研究的是以美元计价的黄金, 美元相对于其它货币升值或贬值时, 黄金并不会相对于这些货币同步升值或贬值, 这使得以美元计价的黄金与美元指数呈现反向关系。另一方面, 对于世界上大多数国家来说, 美元和黄金均为外汇储备的重要组成部分, 当美元作为储备货币的地位被削弱时, 各国央行就会转而拥抱黄金, 因此黄金与美元的需求也有相互替代的效应。

美元作为支付手段和储备货币的价值基础在于美元的信用。美元信用的削弱往往会伴随着黄金价格的大涨。20 世纪 70 年代布雷顿森林体系解体后黄金价格的暴涨就是如此。美元过量发行及债务过高都会导致美元信用受损, 进而推升金价。

图 8: 金价与美元指数反向关系



图 9: 金价与美国财政赤字规模走势一致



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_4824

