

黄金还能涨多久？

——肺炎疫情疫情影响评估（六）

宏观专题

伍超明宏观团队

伍超明 陈然 胡文艳

核心观点

避险情绪仅影响短期黄金价格，中长期黄金牛市则需要低利率、弱美元基本面支撑。从历史经验上看，突发事件引起的避险情绪只能引起黄金价格的短期波动，无法支撑黄金长期上涨，黄金中长期牛市总是在低利率、弱美元环境中形成。本轮因一系列突发事件引起的黄金牛市能否延续，关键看未来美国和全球经济中长期走势，是否有利于形成低利率、弱美元环境。

预计 2020 年上半年实际利率、美元指数中枢下行，黄金具备进一步升值空间。疫情全球扩散或成为全球经济下行导火索，预计 2020 年上半年全球总需求疲软。美国作为头号经济体首当其冲，制造业与消费受影响较大，美元指数由强转弱趋势逐步形成。在全球经济下行压力下，低利率环境或成常态，美联储打开全球降息空间，美十年期国债收益率亦频创新低。未来低利率、弱美元环境下，我们继续维持 2020 年年度策略《行稳致远》中，坚守上半年黄金价值的判断。

正文：

黄金作为传统的避险资产，一直被冠以稳定、保值的标签，古有“乱世买黄金”之说，强调黄金的避险功能。2020 年伊始，美伊冲突、新冠肺炎疫情等突发事件接踵而至，黄金成为当下最炙手可热的投资品之一，其价格一路飙升，截止 3 月 6 日，年内伦敦现货黄金价格已上涨 10.5%。那么本轮黄金牛市能否延续？从过去几次突发事件后黄金的表现可见一斑。

一、避险情绪无法支撑黄金长期上涨

以突发性较强、影响较大的地缘政治冲突为例，上世纪七十年代美元与黄金脱钩后，爆发过多次规模较大的地缘政治冲突（见图 1），如第四次中东战争、对越自卫反击战、两伊战争等，以美元计价的黄金价格呈现出以下波动特点：

一是金价在冲突爆发日均较前一日有所上涨。涨幅最大的为两伊战争，爆发后的首个交易日黄金价格上涨 5.3%（见图 2），黄金资产在地缘政治冲突爆发前夕乃至初期，

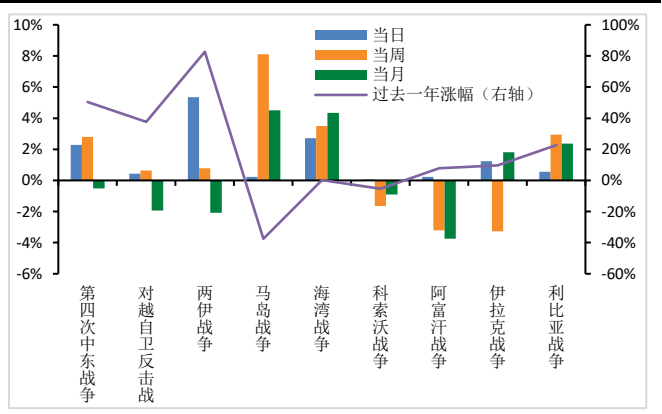
收益都不俗。

图 1：黄金现货价与地缘政治冲突



资料来源：WIND，财信研究院

图 2：历次地缘政治冲突中黄金价格变动

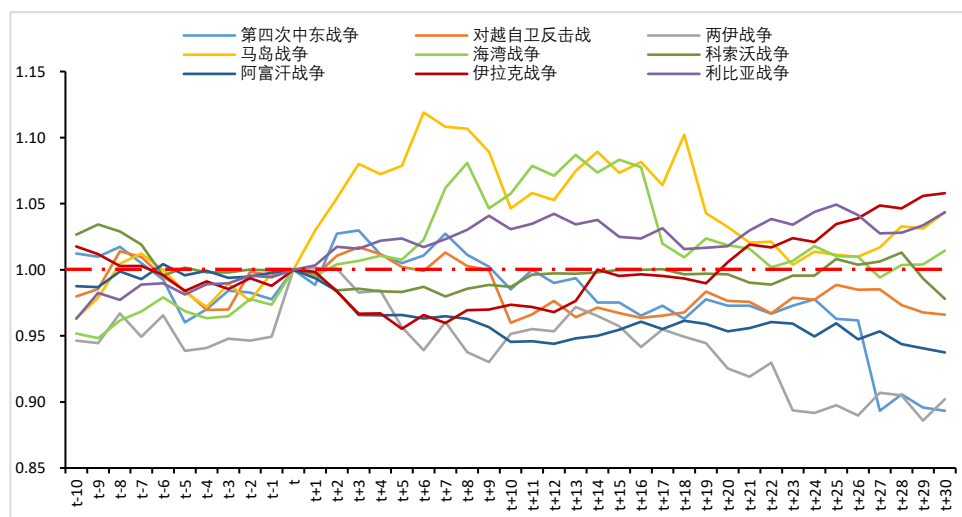


资料来源：WIND，财信研究院

二是金价大多在一个月內逐步进入调整期。在 9 次较大地缘政治冲突中，有 3 次在当周金价跌破爆发前水平，5 次金价在当月跌破爆发前水平（见图 2）。冲突爆发后金价上涨很大程度上是受趋势性因素影响，在爆发当月黄金价格上涨的 4 次冲突中，有 3 次黄金在过去一年有所上涨。

三是地缘冲突的爆发加大了黄金价格的波动。冲突爆发后的 10 个交易日黄金价格的平均标准差较爆发前的 10 个交易日提高 47%，且金价涨跌互现。在这 9 次地缘冲突爆发后的 30 个交易日中，有 55% 的交易日金价低于冲突爆发当天（见图 3）。

图 3：地缘政治冲突加大黄金价格波动



资料来源：WIND，财信研究院

注：横坐标中 t 表示冲突爆发后首个交易日， $t+1$ 表示后一个交易日，以此类推， t 时刻黄金价格为基数 1

综上，以地缘政治冲突为代表的突发事件能够引起黄金价格短期上涨，但通常不可持续，难以对金价带来趋势性影响，且地缘政治冲突爆发后黄金价格波动较大，相比平时时期更易贬值。从绝对收益上看，突发事件后买黄金并非明智之举，事实上在动荡时

期黄金这一“避险品”所面临的风险不逊于其他资产，一旦局势有所缓和，其回调幅度往往较大。

一方面，地缘冲突爆发前避险情绪已部分释放，并且随着信息传导效率的进步，市场有效性增强，地缘政治冲突等突发事件越发不易引起黄金价格的大起大落。前五次冲突爆发当日，黄金价格平均涨幅为 2.2%，后四次平均涨幅收窄至 0.5%。在不确定性大幅减弱的市场当中，冲突或早已被预期，黄金的避险价值大为弱化，若突发事件未超预期恶化，则黄金价格上涨空间有限。

另一方面，对冲风险的工具与日俱增。债券、货币、不动产、大宗商品等资产组合同样具备对冲风险的功能，替代品的出现使得对黄金的避险需求减少。以避险需求较高的官方储备资产为例，黄金资产占官方资产比重由 1957 年 1 月的 70% 降至 2019 年 11 月的 12%。

传统“乱世买黄金”的投资逻辑有所变化，黄金资产性质今非昔比，避险属性大打折扣。因此单纯依靠突发事件产生的避险情绪无法形成黄金牛市，判断本轮黄金涨势能否延续，还需从黄金价格的决定性因素出发。

二、中长期黄金行情需低利率、弱美元支撑

(一) 投资需求变动是影响金价的主要因素

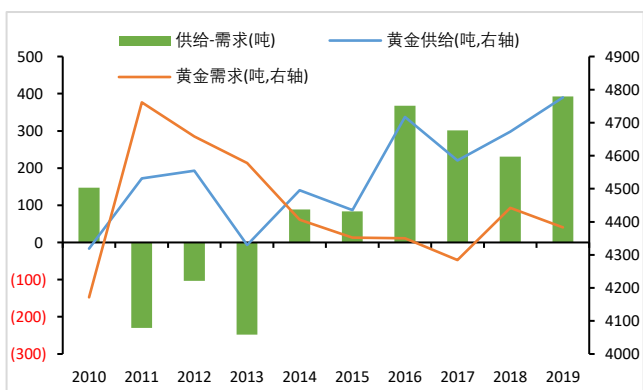
黄金兼具商品属性、货币属性和投资属性，价格亦受着三大属性影响。

1. 商品属性：实物黄金供求稳定，不易产生价格波动

黄金作为商品，其价格遵从一般商品的定价机制，由供求关系决定。近十年间，实物黄金每年的供给和需求均在 4500 吨左右，供需总体保持平衡（见图 4）。

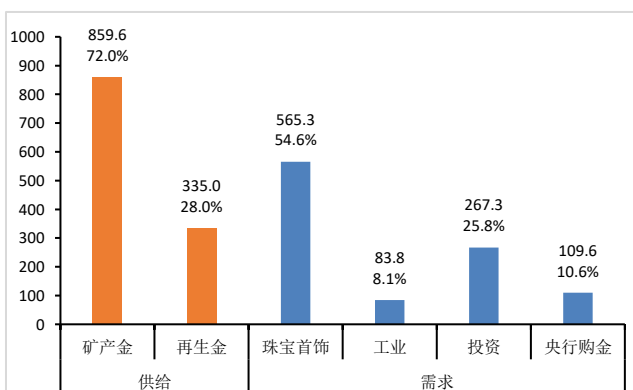
供给方面，黄金的来源主要有矿产金和再生金两个渠道，其中矿产金占绝大部分。如 2019 年四季度矿产金和再生金占比分别为 72% 和 28%（见图 5）。矿产金由于生产周期较长，且产地较为集中，生产不易受到影响，年产量维持在一个稳定水平。

图 4：实物黄金的供给和需求保持平衡



资料来源：世界黄金协会，财信研究院

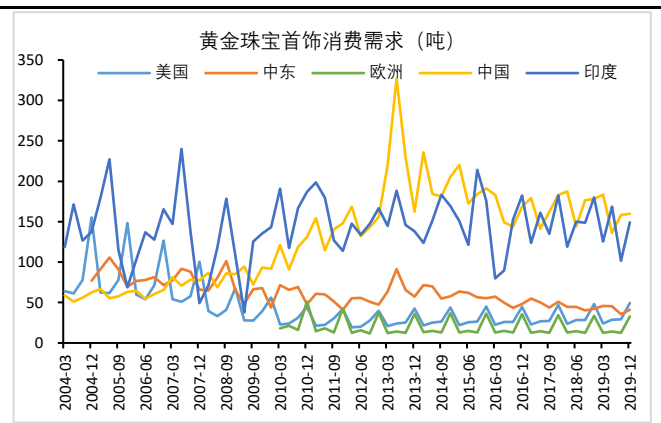
图 5：2019 年 4 季度黄金供需 (吨)



资料来源：世界黄金协会，财信研究院

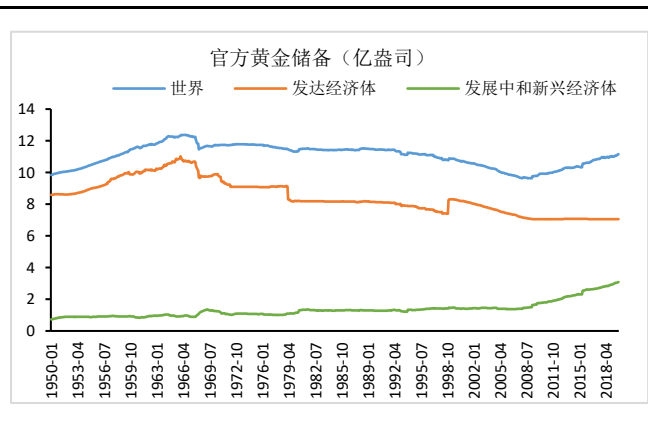
需求方面，除投资需求和储备需求外，黄金还被用于制作珠宝首饰和工业生产，其中珠宝首饰需求在总需求中占比过半。如 2019 年 4 季度用于珠宝首饰、工业、投资和央行储备的黄金分别占 54.6%、8.1%、25.8%和 10.6%（见图 5）。工业用金占比较低，且需求平稳；珠宝首饰需求主要集中于中国和印度，2019 年 4 季度中国和印度两国占据了全球 55%的黄金珠宝首饰需求，两国需求量自 2014 年起趋稳（见图 6）。总体来看，实物黄金需求波动不大，难以通过供需失衡引发价格波动。

图 6：中国和印度黄金珠宝首饰需求趋稳



资料来源：WIND，财信研究院

图 7：各国央行黄金储备保持平稳



资料来源：IMF，财信研究院

2. 货币属性：黄金货币功能减弱，央行购金对金价影响有限

由于黄金是能够跨越国家、全球公认的货币资产，不少国家将黄金视为经济安全的最后一道防线。但金本位时代已然过去，布雷顿森林体系瓦解后黄金进入非货币化时期，世界各国官方黄金储备呈整体下降趋势。尽管 2008 年金融危机以后黄金储备有所回升，但主要为发展和新兴经济体加大储备，而发达经济体的官方黄金储备已由 1965 年 6 月的 10.9 亿盎司降至当前的 7.1 亿盎司（见图 7），同时黄金资产占官方资产的比重也逐年减少。

当前各国央行依然在现货市场上交易黄金，央行大量抛售或购置黄金短期内容易引起市场波动。但从历史经验上看，黄金价格与官方黄金储备无显著相关，且全球央行黄金储备总体保持平稳，央行购金等行为对黄金价格影响有限。

3. 投资属性：交易量远超实物黄金需求，是影响金价的主要因素

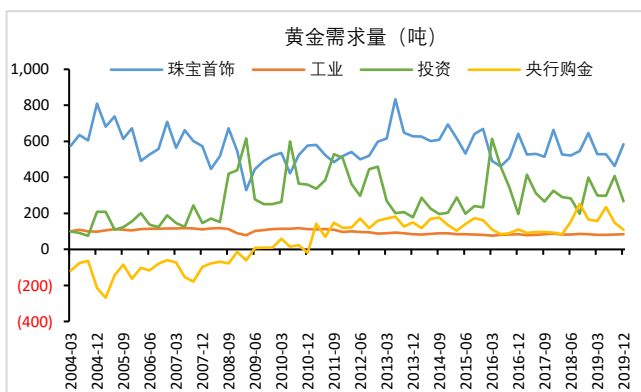
相比于其他需求，黄金投资需求波动较大（见图 8），且流动性较强。据世界黄金协会统计，2018 年全球交易所黄金日均交易量达 1125 亿美元（见图 9），而同年日均实物黄金需求约为 6 亿美元，交易量为实物需求的上百倍，因此投资需求是影响金价波动的主要因素。

（二）低实际利率、弱美元支撑金价

黄金定价机制中起主导作用的是黄金的投资属性，一方面黄金可以视为零息资产，直接影响黄金资产收益的实际利率及与之相关的名义利率、通胀等因素均有可能对其价

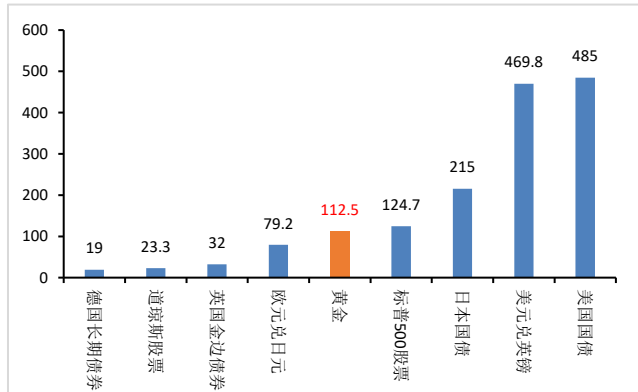
格带来影响；另一方面黄金通常以美元计价，还会受到美元强弱的影响。实证结果也证实了上述结论，以伦敦现货黄金价格的对数值为因变量，美元指数的对数值、实际利率等为自变量进行回归，采用美元指数和实际利率进行回归的模型5拟合度较高(见表1)，由此可知美元指数和实际利率能解释大部分中长期黄金价格变动。

图8：黄金投资需求波动较大



资料来源：WIND，财信研究院

图9：2018年主要资产日均交易量（十亿美元）



资料来源：世界黄金协会，财信研究院

表1：黄金价格的影响因素

	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5
美元指数的对数	-2.87***				-1.15***
美国国债长期平均实际利率		-0.51***			-0.46***
美国十年期国债收益率			-0.09***		
美国CPI同比			0.06***		
标准普尔波动率指数(VIX)				-0.01	
R ²	0.25	0.79	0.18	0.01	0.84

资料来源：WIND，财信研究院

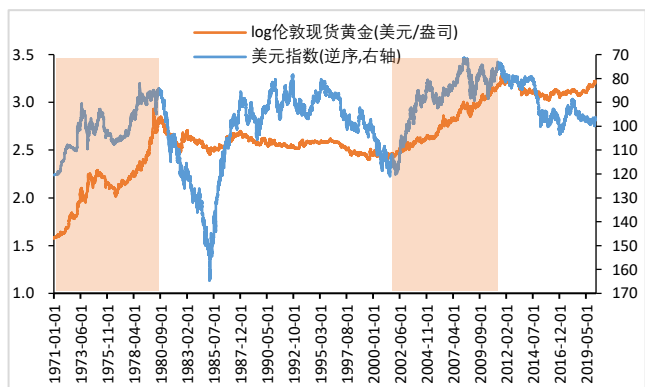
注：采用1971年以来的月度数据，* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

从历史经验来看，黄金牛市总与低实际利率、弱美元如影随形。第一轮牛市(1971-1980年)由美元危机及后续连锁反应引发。受1971年布雷顿森林体系解体、黄金与美元脱钩影响，美元大幅贬值，黄金价值得到重估；1973年石油危机引起大宗商品价格上涨，资本主义国家通胀攀升，黄金牛市持续至上世纪八十年代初(见图10)。第二轮黄金牛市(2001-2012年)中美元指数持续下降、实际利率走低，都能很好地解释黄金价格上涨。本世纪初，美国先后遭遇互联网泡沫和2008年金融危机，受此影响，美元指数由121点降至71点。同时，美联储开启降息周期，联邦基金目标利率由6.5%降至1%，加之通胀中枢上移，美国国债长期平均实际利率持续下行，2012年欧债危机时期，美国实际利率一度降至负值。弱美元、低实际利率下，黄金的保值功能得到充分发挥，金价也迎来了顶点(见图10和11)。

无论是低实际利率还是弱美元，都与美国经济低增速相挂钩。事实上黄金牛市大多恰逢美国经济衰退和萧条时期，而1980-2000年长达20年的黄金熊市期间，美国经济

增速平稳（见图 12），美国经济的发展情况对黄金价格而言至关重要。本轮因一系列突发事件引起的黄金牛市能否延续，关键看未来美国和全球经济中长期走势，是否有利于形成低利率、弱美元环境。

图 10：美元指数与黄金价格



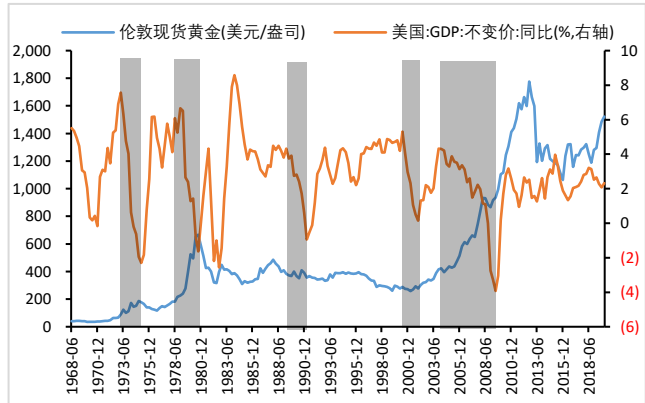
资料来源：WIND，财信研究院

图 11：美国国债长期平均利率与黄金价格



资料来源：WIND，财信研究院

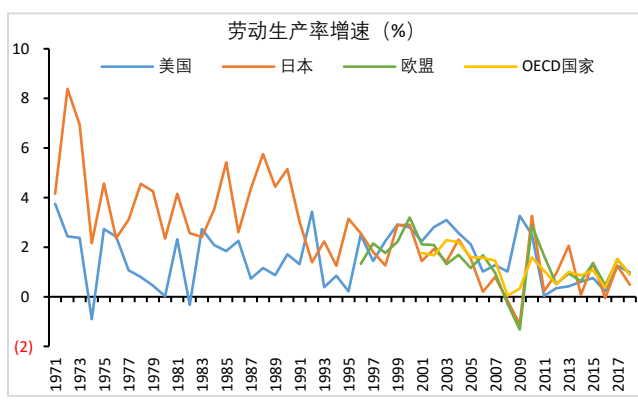
图 12：美国衰退、萧条时期与黄金牛市高度重合



资料来源：WIND，财信研究院

注：阴影部分代表美国经济衰退、萧条时期

图 13：主要经济体劳动生产率增速下行



资料来源：OECD，财信研究院

三、2020 年上半年坚守黄金价值

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_6692



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn