

❖ 背景：2020 年年初黄金曾最高冲破 1600 美元/盎司。

2020 年中东地缘政治风险的上升使得金价在短期内迅速上涨。为了解海外机构对黄金的配置价值与影响因素的看法，我们编译整理了 Alliancebernstein 的 Vinod Chathlani 和 Eric Winograd 以及 Schroders 的 Johanna Kyrklund 的最新观点，供市场参考和交流。

❖ 黄金的配置意义

Alliancebernstein 的 Vinod Chathlani 表示没有什么资产比黄金更能引起两极化的争论和分歧。有些研究表明，与其他资产相比，有时黄金的收益微不足道，致使黄金的收益并不令人信服。在过去的几十年中，黄金的表现与债券有时相差无几，但黄金的波动性更高。但是，尽管有些时候黄金的整体回报率不值一提，但考虑到其收益率模式，黄金仍可以作为多元化资产配置的重要领域。在风险和宏观经济不确定性较低的“正常”环境中，黄金相对于股票和债券来说表现不佳。但是，在地缘政治或宏观经济不确定性上升的时期，黄金不仅表现出色，而且表现优于股票和债券。

📄 证券研究报告

报告类别 | 他山之石

报告时间 | 2019/01/10

👤 分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001

010-66495901

chenli@cczq.com

👤 联系人

王一棠

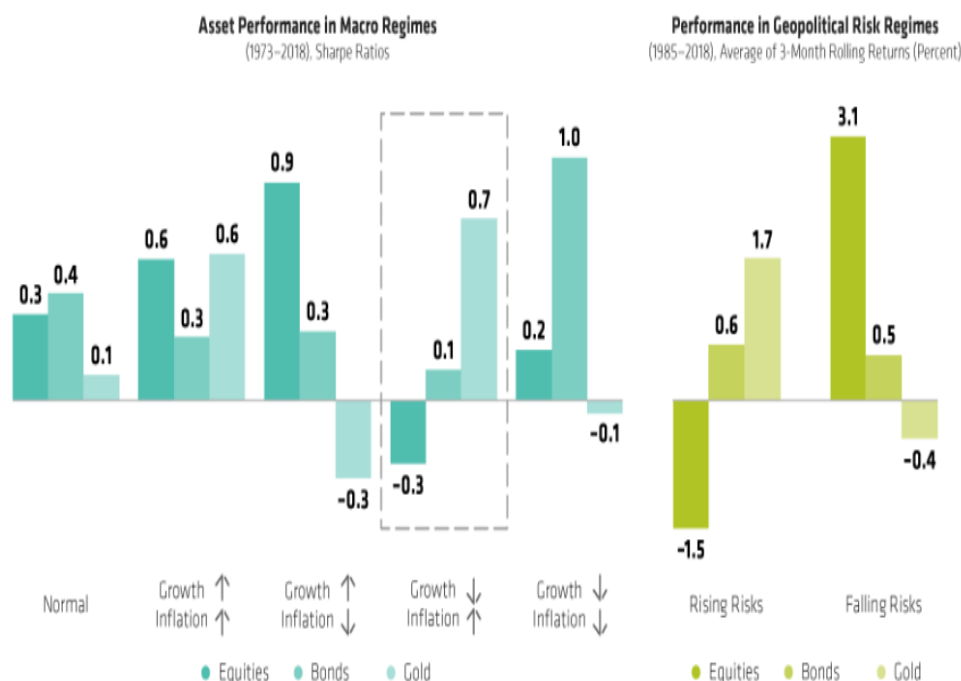
证书编号：S1100118050005

0755-25333092

wangyitang@cczq.com

图 1： 黄金在多元化资产配置中具有重要价值

Gold Can Be Valuable as a Portfolio Diversifier



资料来源：Alliancebernstein，川财证券研究所

❖ 黄金上涨的长期驱动力超越市场情绪

Alliancebernstein 的 Vinod Chathlani 认为尽管短期内黄金价格受市场情绪

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

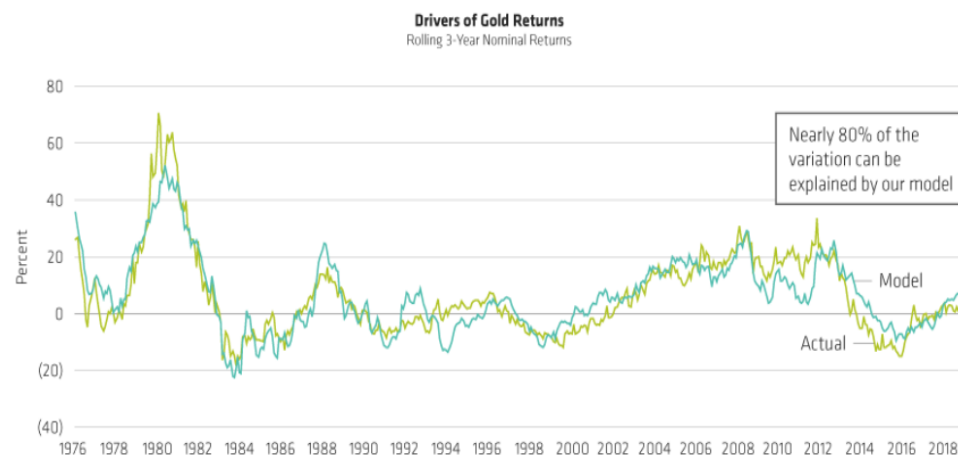
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

驱动影响较大，但直观的经济和风险驱动因素可以解释大部分黄金价格的变化，这些因素可以解释近 80% 的三年期黄金滚动价格的变化。

图 2： 配置黄金的收益

As Supported by Empirical Evidence



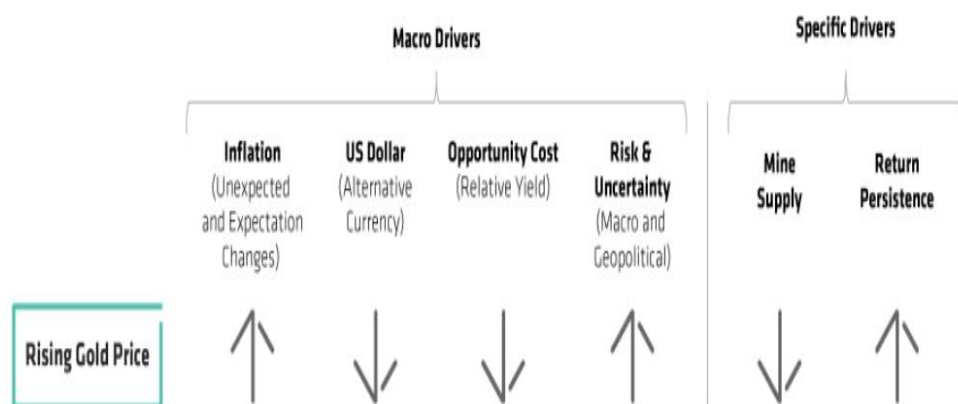
Data as of August 31, 2019.

资料来源：Alliancebernstein，川财证券研究所

谈到影响黄金的因素，首先要谈黄金价格对货币的反应。当美元升值时，黄金的价值下降，反之亦然。当利率下降时，持有美元的成本上升，持有黄金的机会成本下降。其次，通货膨胀对黄金价格影响较大。从历史上看，当货币价值受到侵蚀并且通货膨胀急剧上升时，黄金的配置价值凸显。最后要讨论与供求有关的驱动因素。尽管世界上大多数黄金已经开采，但供应量的增加都与其收益呈现负相关。黄金还表现出收益的持久性——随着黄金收益的增加，市场或采矿需求也趋于上升。推动金价上涨的各种因素往往会持续存在，从而推高金价。

图 3： 影响黄金价格的重要因素

Gold Likely Driven By Intuitive Economic Factors



资料来源：Alliancebernstein，川财证券研究所

❖ 2020 年美联储利率路径以及地缘政治风险

黄金与美联储的货币政策息息相关。Alliancebernstein 的 Eric Winograd 指出美联储在 12 月保持利率稳定，并计划将该立场维持到 2020 年。但是，很多事情可能发生导致美联储的想法发生改变——2019 年初时美联储的预期是实施加息，然而最终却降息 3 次。2020 年也许也会发生类似的事情。美国经济前景不确定性依然较高。一些地缘政治风险事件可能会重新登上历史舞台，迫在眉睫的美国大选也许会使美国经济和金融市场存在一些波动。鉴于前景存在的不确定性，对美联储 2020 年的政策行动进行单一预测可能并不可行。更好的方法是建立一系列情景以及美联储在每种情况下可能会采取的措施。这样可以更好地评估美国经济的发展路径，并相应地更新调整预期。有三个主要路径可能会影响美联储接下来的行动。其中，预计 55% 的概率 2020 年会有一到两次降息。

图 4： 2020 年美联储利率政策的三种可能路径

Which Direction for US Interest-Rate Policy in 2020?

	Probability	Key Developments	Economic Trajectory	Fed Policy Response
Path 1: The Clouds Lift	10%	Progress in US-China trade war boosts capex and supports consumer	Above-potential growth, inflation pressure	Slow to hike rates
Path 2: More of the Same	35%	Trade progress improves sentiment but not growth trajectory	Decent growth, subdued inflation	Rates held steady through end of 2020
Path 3: Growth Slows	55%	Slower rebound in trade and manufacturing spills into labor	Weaker growth, low inflation	Rate cuts in 2020

资料来源：Alliancebernstein，川财证券研究所

地缘政治风险也一定程度影响黄金的走势。Schroders 的 Johanna Kyrklund 认为，政治风险可能仍然是影响现阶段市场环境的一个重要因素，特别是在经济增长放缓、且经济增长分布不均的这个世界里。贸易保护主义的再度加剧是现阶段最大的风险之一，因为这可能导致全球经济增长降至 2% 以下。总而言之，由于全球经济复苏力度不够，无法大幅调整投资方向。

风险提示

美联储政策超预期，美国贸易保护主义蔓延，全球经济增长不及预期，全球范围内黑天鹅事件。

本期报告编译自了 Alliancebernstein 的 Vinod Chathlani 和 Eric Winograd 以及 Schroders 的 Johanna Kyrklund 发表于其官方网站的文章。本文不代表川财研究观点，公开英文报告的中文摘译资料仅供市场参考学习交流，不用于任何商业用途。如有异议，请联系修改或删除。

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_7857

