

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

薛威 投资咨询资格编号
S1060519090003
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。

首席宏评报告（第82期）

2020年黄金价格还能大幅上涨吗？

平安观点：

■ 2019年金价飙升与10年期美债收益率下行和不确定性加剧紧密相关

在2019年年初，我们曾经旗帜鲜明地提出2019年美元指数不会走弱、但黄金价格有望显著上涨的判断，得到了市场的验证。现在又到了2019年年底，市场开始关注2020年的大类资产配置。在黄金价格已经显著上涨的背景下，自然而然地，市场会关注如下问题：2020年黄金价格走势是会延续2019年的价格走势呢，还是会掉头向下？

我们建立了一个黄金价格走势的分析框架，这个分析框架认为，特定变量与黄金价格存在显著相关性，且其自身运动趋势的可预测性较强的主要变量包括：美国通货膨胀率、美国实际利率、美元汇率以及金价与美国CPI的比率。

在最近几年，尽管美国失业率已经降至过去几十年历史最低水平，但无论美国名义通胀率还是核心通胀率，都处于非常稳定的水平。因此，通胀率变化不是最近几年黄金价格变动的重要驱动因素。2019年全球黄金价格走势与美国10年期国债收益率走势呈现出惊人的负相关。10年期国债收益率走势的三阶段恰好与黄金价格走势的三阶段一一对应。因此可以说，2019年黄金价格大涨的最重要原因是美国长期利率下行。不确定性加剧也是导致黄金价格上涨的重要驱动因素。而2019年全球黄金价格走势与美元指数走势的相关程度并不高。

■ 2020年金价将水平震荡，2021年金价可能重拾涨势

我们对2020年上述关键变量走势的基本判断如下：第一，在2020年，美国10年期国债收益率的下行空间明显不如2019年。在2019年年初，美国10年期国债收益率高达2.8%，而目前仅为1.8%左右。2020年美国经济增速有望温和回落，但可能仍在2.0%上下，因此10年期国债收益率较难突破1.5%左右的历史最低水平。这意味着2020年10年期美债收益率下行区间难以超过30个bp；第二，在2020年，全球经济政策不确定性有望适度缓解。随着美国大选时点临近，我们认为特朗普与中国达成第一阶段经贸协议，暂时缓和美伊冲突，集中力量处理国内问题的概率更高；第三，在2020年，美元指数表现不及2019年，将会转为温和回落，但跌破90的概率不大，在91-96范围内波动的可能性更高。

因此，我们认为，2020年，黄金价格难以延续2019年的上涨态势。但是考虑到上述关键变量走势，黄金价格大幅下跌的概率也不高，更可能呈现出水平大幅震荡的态势。而到2021年，随着美国经济增速与美元指数出现更大幅度的回落，黄金价格可能重拾涨势。

在 2019 年年初，我们曾经旗帜鲜明地提出 2019 年美元指数不会走弱、但黄金价格有望显著上涨的判断。2018 年年底至 2019 年 12 月 2 日，美元指数由 96.07 微升至 97.86，伦敦金属交易所黄金现货价格由每盎司 1282 美元上涨至 1461 美元，上涨了 14.2%。如果仔细观察黄金价格在 2019 年的走势，不难看出可以分为三个阶段：从 2019 年年初至 2019 年 5 月底，黄金价格基本上处于横盘整理阶段；从 2019 年 6 月初至 2019 年 9 月初，黄金价格快速上涨，在这一阶段涨幅超过了 20%；从 2019 年 9 月初至今，黄金价格震荡回落，跌幅超过 5%。

图表1 2019 年伦敦黄金现货价格走势



资料来源：WIND，平安证券研究所

现在又到了 2019 年年底，市场开始关注 2020 年的大类资产配置。在黄金价格已经显著上涨的背景下，自然而然地，市场会关注如下问题：2020 年黄金价格走势是会延续 2019 年的价格走势呢，还是会掉头向下？

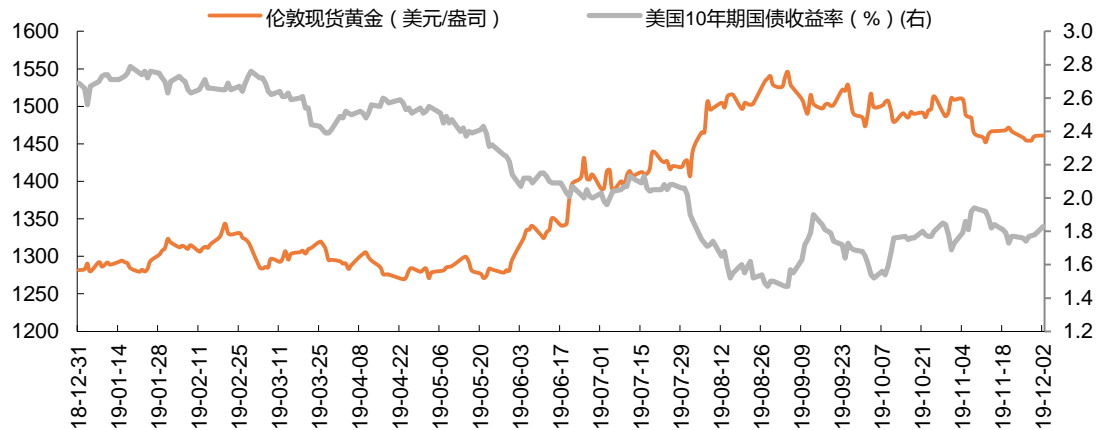
要回答这一问题，我们首先需要建立一个黄金价格走势的分析框架，然后运用这个框架来解释为何 2019 年黄金价格能够显著上涨，最后再分析导致黄金价格上涨的旧因素能否持续、新因素是否会产生，这样才能够对 2020 年的黄金价格走势做一个大致客观的预测。

我们曾经提出过一个解释黄金价格运动的分析框架。简言之，这个分析框架认为，特定变量与黄金价格存在显著相关性，且其自身运动趋势的可预测性较强的主要变量包括：美国通货膨胀率、美国实际利率、美元汇率以及金价与美国 CPI 的比率。

在最近几年，尽管美国失业率已经降至过去几十年历史最低水平，但无论美国名义通胀率还是核心通胀率，都处于非常稳定的水平。因此，通胀率变化不是最近几年黄金价格变动的重要驱动因素。

如下图所示，2019 年全球黄金价格走势与美国 10 年期国债收益率走势呈现出惊人的负相关。2019 年美国 10 年期国债收益率走势也可以分为弱势盘整（2019 年年初至 2019 年 5 月初）、急速下行（2019 年 5 月初至 2019 年 9 月初）、震荡中温和回升（2019 年 9 月初至今）这三个阶段。不难看出，10 年期国债收益率走势的三阶段恰好与黄金价格走势的三阶段一一对应。因此我们可以说，2019 年黄金价格大涨的最重要原因是美国长期利率下行。

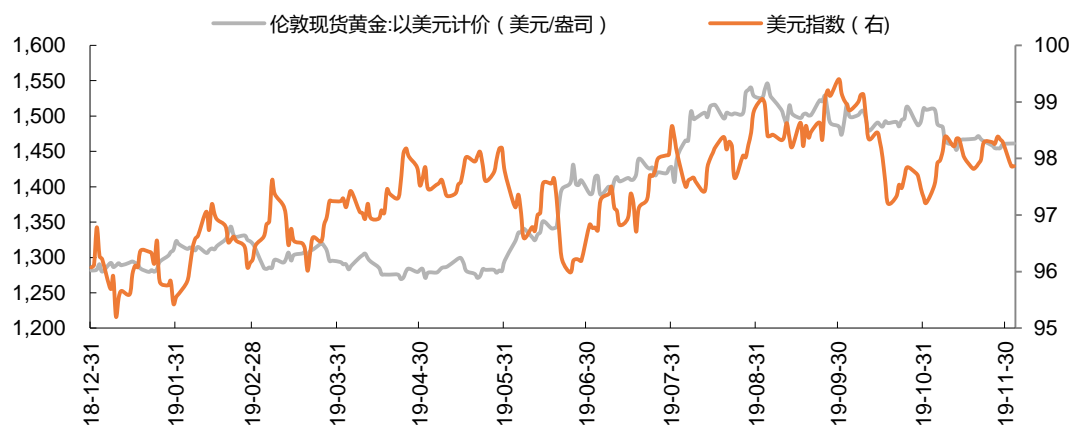
图表2 2019年黄金价格与美国10年期国债收益率走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

如下图所示, 2019年全球黄金价格走势与美元指数走势的相关程度并不高。虽然按照逻辑而言, 当美元指数上升时, 以美元计价的黄金价格走势会下降, 反之亦然。但从现实来看, 在2019年6月底至9月初, 发生了黄金价格与美元指数双双强劲上涨的局面。这说明, 在2019年, 美元指数不是导致黄金价格上涨的主要驱动因素。

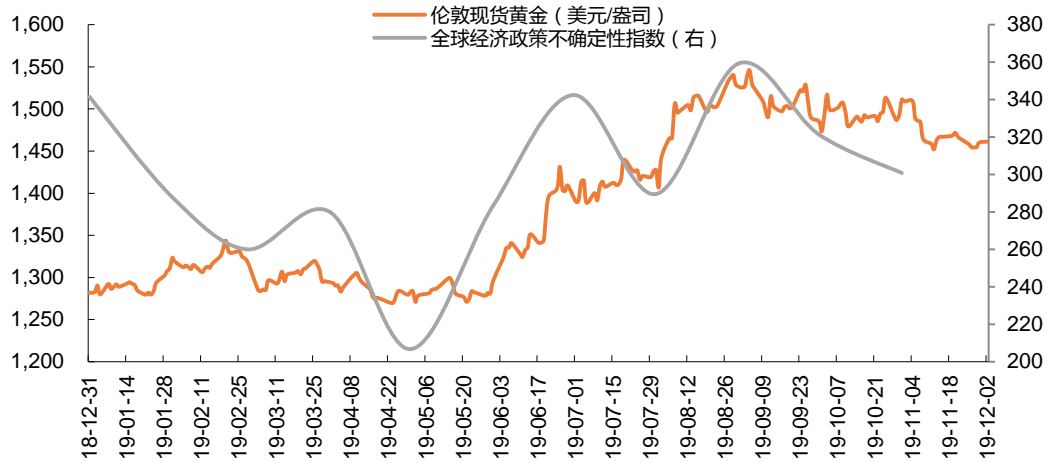
图表3 2019年黄金价格与美元指数走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

黄金作为一种避险资产, 具有在不确定性加剧的环境中保值增值的特点。因此, 当全球不确定性显著上升时, 黄金价格也可能因此上涨。这也是为何我们在2019年年初看多黄金的原因之一, 彼时, 中美经贸摩擦愈演愈烈、中东地缘政治冲突显著上升、英国脱欧进程扑朔迷离。事实上, 如下图所示, 在2019年5月至8月, 全球经济政策不确定性指数显著上升, 这引领了黄金价格在这一阶段的大幅上涨。因此, 在2019年, 不确定性加剧也是导致黄金价格上涨的重要驱动因素。

图表4 2019年黄金价格与全球经济政策不确定性指数走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

综上所述,在2019年,导致黄金价格大幅上涨的主要因素有二,一是美国10年期国债收益率的显著下滑;二是全球经济政策不确定性的明显加剧。那么,黄金价格在2020年的走势,也取决于我们对美国长期利率、全球经济政策不确定性与美元汇率走势的基本判断。

我们对2020年上述关键变量走势的基本判断如下:第一,在2020年,美国10年期国债收益率的下行空间明显不如2019年。在2019年年初,美国10年期国债收益率高达2.8%,而目前仅为1.8%左右。2020年美国经济增长有望温和回落,但可能仍在2.0%上下,因此10年期国债收益率较难突破1.5%左右的历史最低水平。这意味着2020年10年期美债收益率下行区间难以超过30个bp;第二,在2020年,全球经济政策不确定性有望适度缓解。随着美国大选时点临近,我们认为特朗普与中国达成第一阶段经贸协议,暂时缓和美伊冲突,集中力量处理国内问题的概率更高;第三,在2020年,美元指数表现不及2019年,将会转为温和回落,但跌破90的概率不大,在91-96范围内波动的可能性更高。

因此,我们认为,2020年,黄金价格难以延续2019年的上涨态势。但是考虑到上述关键变量走势,黄金价格大幅下跌的概率也不高,更可能呈现出水平大幅震荡的态势。而到2021年,随着美国经济增长与美元指数出现更大幅度的回落,黄金价格可能重拾涨势。

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_8649



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn