



# 诸建芳：黄金何时更具配置价值



文/新浪财经意见领袖专栏作家 诸建芳、崔嵘

## 核心观点

我们复盘了 1970s 以来金价走势认为，影响金价的主要因素有三个：黄金产量（判起点）、美国实际利率（看趋势）、美元指数（定幅度）。其中，实际利率和美元指数是影响金价的核心因素。尽管金价短期内仍承压，结合年底至明年美国经济预期将呈现出的“通胀高企、衰退渐进、美元冲顶、利率震荡回落”的阶段特征，我们看好年底至明年的黄金行情，四季度黄金具备左侧配置机会。



## 摘要

■ 黄金具有三种属性，自上世纪 70 年代至今走出三轮牛市行情。自上世纪 70 年代布雷顿森林体系解体之后，黄金共经历了三轮牛市行情。由

于具备商品、投资和货币三种属性，黄金影响因素众多。整体来看，我们认为黄金产量、美国实际利率以及美元是影响其价格的主要因素。其中，美国实际利率和美元指数为影响金价的核心变量。

■ 商品属性：黄金产量判起点。三次黄金牛市开始之前，黄金全球年产量增速均出现连续下降甚至是负增长的趋势。2018 年-2020 年黄金产量增速下降甚至负增长是本轮牛市起点的信号。

■ 投资属性：实际利率看趋势。投资属性中影响黄金价格的众多因素能通过实际利率来解释。高通胀时期和避险情绪升温阶段（经济衰退和不确定性风险事件扰动），实际利率大多承压向下，金价则明显上涨。高通胀阶段一般利用黄金保值属性对抗通胀带来的货币贬值风险；而美国经济衰退期间，黄金避险功能频频发力，其走势体现出“绝对收益低，相对收益高”的特征，配置价值凸显。整体来看，实际利率与金价呈现负相关性，黄金投资应重点关注 10 年期美债实际利率走势。历史上美联储加息后金价往往上涨，降息时点与金价走势则关系不大，这背后主要为经济过热期通胀上行速度超过名义利率致实际利率下行所致。

■ 货币属性：美元指数定幅度。黄金与美元指数呈现明显的负相关性，美元不仅影响金价变动趋势，还影响金价涨跌幅度。在美元走出中性行情或走弱的时候，黄金则明显大涨。同时，相对于美元，黄金一般承担着“最后避险品”的功能，在市场上出现纸币信任危机时，黄金往往大涨。

■ 未来研判：四季度至明年，美国经济可能出现“通胀高企、衰退渐

进、美元冲顶、利率震荡回落”的阶段特征，利好黄金左侧配置。三季度受 10 年期美债收益率位于高点以及美元持续走强影响，黄金短小时内可能持续承压下降。四季度末至明年，预计美国经济阶段特征将利好金价。通胀方面，美国本轮高通胀问题可能至少持续到明年年中，且后疫情时代美国通胀中枢可能较 21 世纪前十年上升，资产保值诉求抬升；经济衰退方面，四季度及明年欧洲和美国料将渐次进入衰退期，导致资产避险需求升温；实际利率方面，美联储加息进入后半程，美债长端利率可能于三季度见顶回落。从长期来看，预计美债实际利率仍将处于“低利率”时代，多角度看实际利率仍将持续低位运行利好黄金走势；美元方面，受制于美国经济全球相对重要性逐渐下降、美国债务赤字愈演愈烈以及美元信任危机加剧等因素影响，结合美国和欧洲经济同时走弱时美元难走出偏强行情的判断，四季度受美欧经济分化影响美元可能加速冲顶，但明年美元指数大概率见顶趋弱，黄金上涨动力增强。

■ 配置策略：四季度至年底宜左侧建仓配置，我们建议充分利用黄金的配置价值提高资产组合的抗衰退、抗通胀能力。

■ 风险因素：美联储紧缩力度超预期；欧洲经济衰退严重程度致美元上涨超预期；变种病毒致美国经济衰退超预期。

## 正文

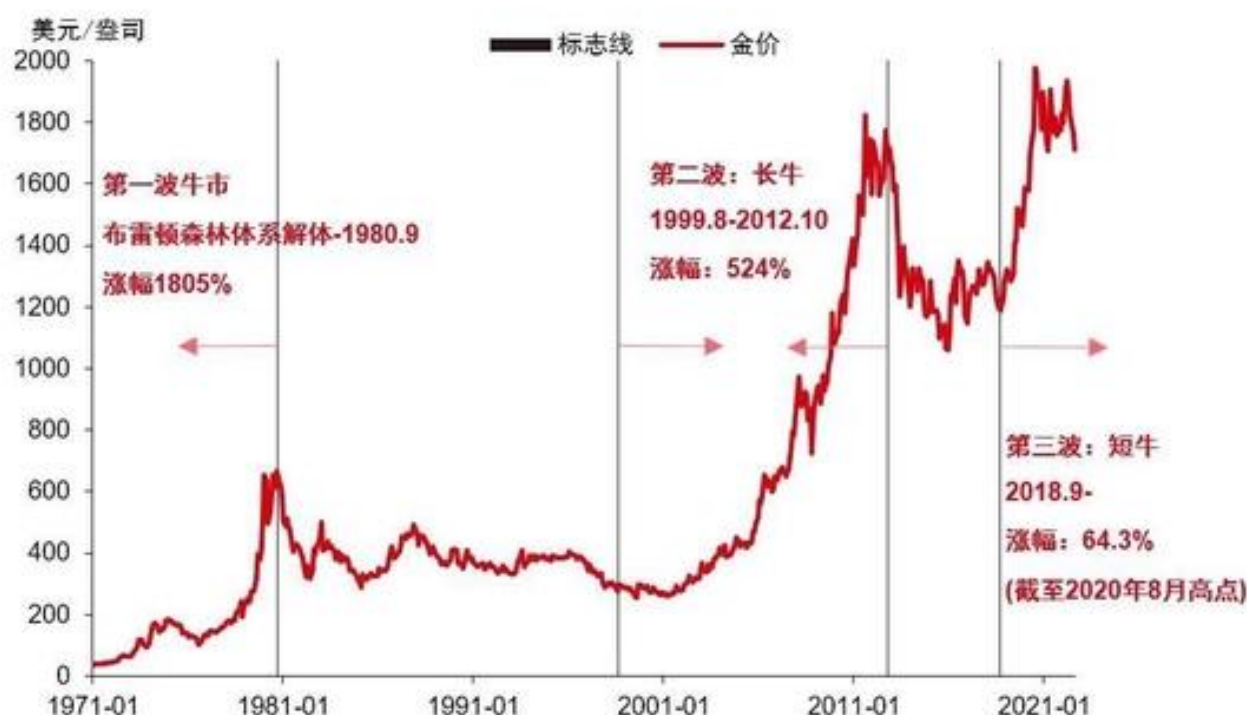
2022 年 6 月以来，受美国通胀超预期上升、美联储及欧洲央行加速货币紧缩、日本外汇及债券市场大幅震荡影响，市场对四季度及明年海外

经济衰退的预期急速升温。在此背景下，超配黄金以对抗高通胀和可能到来的经济衰退成为了一种资产配置选择。7月以来黄金价格持续承压，8月震荡下行约3%，市场对未来黄金走势出现不同的声音。我们基于1971年布雷顿森林体系解体后黄金的三次牛市行情（1971-1980年、1999-2012年和2018-2020年），通过梳理历次金价上行的核心因素，分析当前市场的主要误区来判断未来国际金价走势，并给出具体配置建议。

## 历史走势：三次牛市、三大属性

上世纪70年代以来，国际金价走势共经历了三次牛市，分别是1)1971年至1980年：这一阶段受布雷顿森林体系解体影响，黄金与美元固定汇率体系逐渐结束，经历了黄金产量阶段性停滞、两次石油危机渐次推升通胀压力后，美国经济连续进入滞胀阶段，黄金价格于1980年行至阶段顶峰，期间涨幅约1805%；2)1999年至2012年：本次牛市为持续时期最长的牛市行情，除经历了21世纪初经济全球化繁荣时期，还在2008年金融危机期间走出独立行情，期间涨幅为524%；3)2018年至今：这一时期受中美经贸摩擦影响，全球经济增速明显放缓，特别是2020年初新冠疫情重创全球经济，主要风险资产明显受挫，而黄金此时却逆势上扬，截止2020年8月最高点时涨幅为64.3%。今年以来，受乌克兰危机影响，黄金在3月8日冲出高点（约2050美元/盎司）后回撤，目前在1700美元/盎司附近震荡。

图 1：1971 年至今国际金价走势



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

一般来看，黄金具有商品、投资和货币三大属性。一方面，作为一种不可再生商品，黄金广泛应用于工业生产、配饰加工等领域，其价格必然受到供求基本面影响。但另一方面，作为一种贵金属大宗产品，保值增值特点使其成为世界金融市场的主要投资品种。除此之外，黄金自古以来便充当一般等价物，其保值避险的特点在市场处于危机模式及货币贬值时充分体现。多种因素同时作用致使金价走势成因复杂，预判较难。本文我们逐一就黄金上述三种属性进行分析，寻找驱动金价的核心因素。

图 2：黄金牛市行情的驱动因素



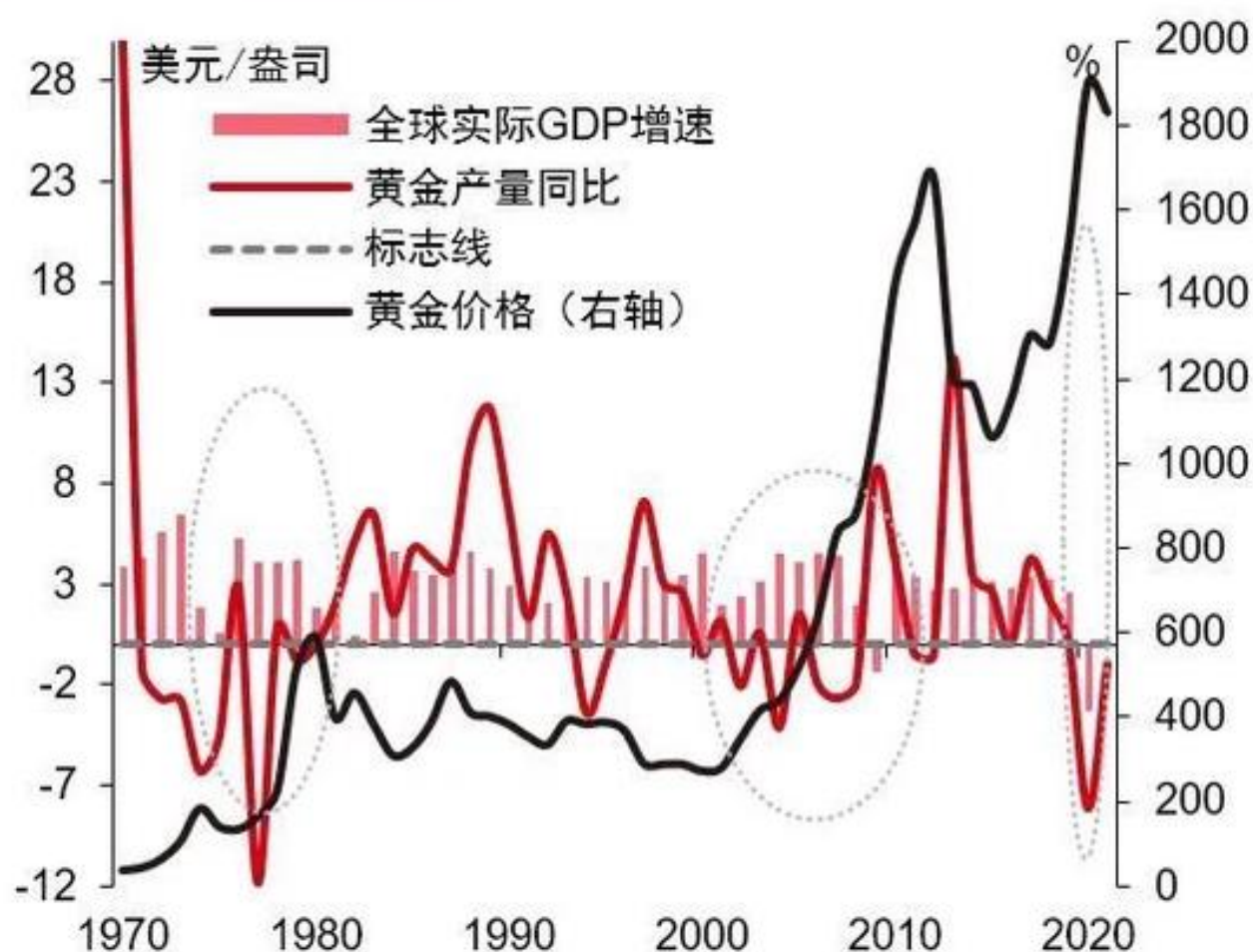
资料来源：中信证券研究部绘制

## ■ 商品属性：黄金产量判起点

黄金产量增速下降时点往往开启牛市周期。黄金在 1971 年、1976 年、2001 年和 2018 年均连续出现产量下降甚至是负增长的趋势，而每次产量下降时点后黄金均开启牛市行情。主要原因在于供需基本面等商品属性作为不可再生商品的最底层逻辑，其供求状况直接影响长期价格走势。因此，黄金产量指标可能是判断牛市开启时点的重要指标之一。以 1999-2012 年长牛行情为例，黄金价格自产量负增长时起底，尽管随后产量波动回升明显，但受到经济增长、金融危机、欧债危机等其他各种因素接续影响，黄金走出跨周期长牛行情。无独有偶，2018 年开始黄金产量增速持续下降，2020 年受疫情影响，黄金开采及运输受阻，全球黄金供给持续负增长，金价再度飙升。结合 USGS 和 Mining Technology 的数据，后疫情时代全球黄金产量可能稳定增长：预计 2021 年全球黄金年产量将持续稳定在

3000 吨以上，2022-2026 年黄金产量复合增长率为 3.6%，略高于近 50 年年平均产量增速。因此，前期的产量停滞是当下黄金走出牛市的良好前提，后续金价行情仍需其他因素接续助力。

图 3：黄金产量同比、价格与全球经济实际增速



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\\_45993](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45993)

