



黄金价格波动的分析

温和而持续的上涨

在全球经济再度陷入衰退预期、货币政策一致再宽松和部分央行去美元化增持黄金储备的推动下，国际金价将维持温和上行。

- **黄金 50 年。**1968 年至今黄金价格分别在 1972-1980 年间和 2002-2012 年间出现过长期的上涨。长周期中黄金的商品属性更明显，前一次上涨背后有欧日央行增持黄金储备和黄金非货币化扩容了交易群体的影响，后一次有投资需求的爆发和生产成本上升的推动。短周期内，黄金价格的金融产品属性更明显，在各影响因素中，宏观经济不确定性、通货膨胀和国际油价与黄金价格正相关，美元汇率、股票指数、基准利率等因素与黄金价格负相关。
- **大类资产配置中的黄金。**以美林时钟划分的美国经济周期下，黄金在滞涨期表现最好。以全球经济为背景的长周期中，黄金配置的收益受大宗商品属性影响更明显，金融资产属性则相对较弱。
- **2019 年金价回顾与展望。**2019 年金价从平台期到上升期的转折点在 6 月，主要是受到全球央行货币政策再次一致放松预期、美元的波动、避险需求的上升、央行增持黄金储备等方面的影响。
- **结论：看好金价温和持续上涨。**从当前全球经济前景一致预期来看，未来发达国家和地区经济增速将持续下行，主要发达国家和地区的通胀也都落入 2% 的货币政策目标之下，加之贸易问题悬而未决，对于全球经济再度陷入衰退的担忧逐渐升温，加之以美联储为始的新一轮货币宽松政策逐步落地，以及部分国家继续增持黄金储备，都将推动金价持续温和上行。
- **风险提示：**全球经济数据好于预期；全球通胀压力超乎预期；各国货币政策宽松程度不及预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

张晓娇

(8621)2032 8517

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

目录

研究背景及内容摘要	4
黄金 50 年	5
长周期中看黄金的供求	5
短周期中看金价的波动	8
大类资产配置中的黄金	12
美国经济的时钟	12
大周期里看大类资产	13
金价上涨期间的大类资产表现	14
2019 年金价回顾与展望	16
从 1,300 美元/盎司到 1,400 美元/盎司	16
从长周期的角度看国际金价	17
从短周期的角度看国际金价	18
主要结论及投资建议	21

图表目录

图表 1. 伦敦现货黄金的历史价格表现	5
图表 2. 黄金供给总量和结构	6
图表 3. 黄金供给结构的增速	6
图表 4. 金矿产量国别结构的变化	6
图表 5. 黄金生产成本在历史上逐年上升	6
图表 6. 黄金主要需求构成占比	7
图表 7. 黄金 ETF 的发展带动了投资需求爆发	7
图表 8. 全球和主要国家及地区的黄金储备变化	8
图表 9. 经济政策不确定性指数与伦敦现货黄金价格走势	9
图表 10. 美元指数与伦敦现货黄金价格走势	9
图表 11. 道琼斯工业指数与伦敦现货黄金价格走势	10
图表 12. 美国联邦基金利率与伦敦现货黄金价格走势	10
图表 13. 美国消费者价格指数与伦敦现货黄金价格走势	11
图表 14. 布伦特原油价格、WTI 原油价格与伦敦现货黄金价格走势	11
图表 15. 美林时钟的延展和主要大类资产的年表现	12
图表 16. 1973 年-2018 年经济周期划分后各类资产阶段性收益总结	12
图表 17. 全球经济大周期的主要划分	13
图表 18. 美联储基准利率的变动和十年美债年收益率	13
图表 19. 全球经济大周期和主要大类资产的年表现	14
图表 20. 黄金上涨的两个时段内各大类资产复合年化收益率对比	15
图表 21. 2019 年黄金期货的走势	16
图表 22. 美欧和中国制造业 PMI 指数变动	17
图表 23. 2019 年主要国家黄金储备变动	17
图表 24. 近三年比特币价格走势	18
图表 25. 2012-2019 年金砖五国持有美债规模变动	18
图表 26. 2012-2019 年金砖五国黄金储备规模变动	18
图表 27. IMF 预测未来经济增速	19
图表 28. 美欧和中国 CPI 同比变动	19
图表 29. 2019 年各主要国家和地区央行降息情况（截至 8 月 9 日）	19
图表 30. 2019 年至今各大类资产的收益率	20

研究背景及内容摘要

黄金是天然的货币，但随着信用货币的发展，黄金的非货币属性有了极大的发展。随着资本市场的发展和完善，黄金在避险方面的天然优势使之成为了大类资产配置的重要组成部分。当前，黄金的商品属性、金融属性并存，共同影响着国际金价的波动。

2019 年以来，国际经济局势更加纷繁复杂。一方面全球经济增速面临持续下行，并且主要发达国家和地区通胀持续在较低水平波动，另一方面以美联储为首的全球央行开启了新一轮的货币宽松。对经济前景的不确定性预期，引发了市场的避险需求上升，同时新一轮货币政策的宽松又一定程度上抬高了存量资产的投资风险偏好，叠加部分国家央行长期增持黄金储备的影响，国际金价的波动更加扑朔迷离。

本报告从国际金价的波动入手，归纳影响金价波动的原因，总结金价波动的长期和短期规律，在此基础上，结合当前各项影响金价因素的现状和预期，展望未来金价的趋势。

本报告主体部分共包括三个部分：

一是黄金 50 年：回顾近 50 年黄金价格的波动情况，分别从长周期分析金价两次长期上涨背后的原因，以及从短周期分析影响金价波动的原因。

二是大类资产配置中的黄金：我们以年为单位，分别从美国的美林时钟和全球的经济周期两类背景入手，考察黄金在股票、债券、大宗商品及原油之中的配置顺位，并判断不同经济周期阶段下黄金的预期收益情况。

三是 2019 年金价的回顾与展望：结合以上分析得出影响金价的因素，结合对当前相关影响因素的现状分析和未来预判，展望金价的走势。

黄金 50 年

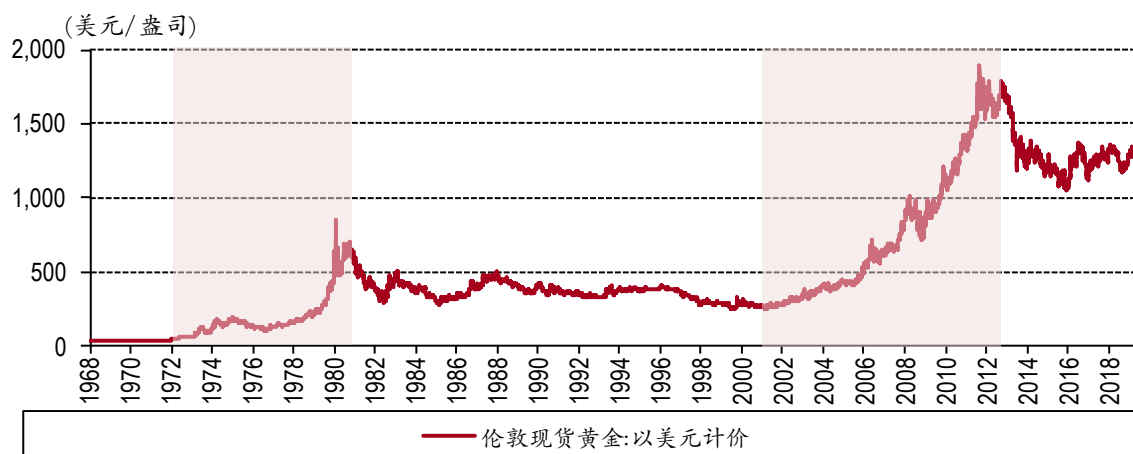
黄金价格的波动可以分别放在长周期和短周期的框架里分析。长周期当中，在供求变化的影响下黄金价格表现出阶梯性抬升的特征，供给端黄金矿产近年来维持稳定低增，再生金的供给量变动受金价波动影响较大，需求端消费和工业需求相对稳定，投资需求和黄金储备需求的影响力有所上升。短周期中，金价的表现以波动为主，对金价构成冲击的影响因素包括美元指数、利率水平、经济增长和通胀预期、以及投资者风险偏好变化等。

长周期中看黄金的供求

长周期上涨的金价：两次上涨和三个台阶。跟踪国际金价的两个指标：COMEX 黄金期货价格和伦敦现货黄金价格，二者的走势高度一致，但历史数据的时间序列起始时间有所不同，COMEX 黄金期货价格始于 1975 年，伦敦现货黄金价格则始于 1968 年。若以 COMEX 黄金期货价格为参考，1975 年和 1976 年黄金价格是连续下跌的，但若以伦敦现货黄金价格为参考，则金价自 1972 年开始至 1980 年处于一个长周期上升阶段。因此我们以伦敦现货黄金价格为参考，将 1968 年以来黄金价格在 50 年中的走势，以年为时间单位，从中划分出两次大幅上升期：第一次是 1972-1980 年间，黄金价格在 9 年间从 44 美元/盎司上涨至 589.5 美元/盎司，期间最高价到达 850 美元/盎司；第二次是 2002-2012 年间，黄金价格在 11 年间从 278.35 美元/盎司上涨至 1,664 美元/盎司，期间最高价到达 1,895 美元/盎司。简单以年为时间单位测算，则第一次金价在 9 年间的涨幅达到 1,240%，第二次涨幅为 450%。被两次金价上涨时期分隔开的，是金价的三个平台期：1972 年之前的 35 美元/盎司阶段，1982-2001 年间的 300-500 美元/盎司阶段，以及 2016 年之后的 1,000-1,500 美元/盎司阶段。

两次上涨的背后都有需求的推动。1972-1980 年间，受布雷顿森林体系瓦解和黄金非货币化的影响，以欧日央行为主增持黄金储备的行为和扩容了的黄金交易群体，成为推动金价上涨的重要力量之一；2002-2012 年间，以黄金 ETF 的出现和发展为代表的投资需求爆发，叠加黄金矿产成本上升和供给总量基本持平，共同成为推动金价的重要因素。

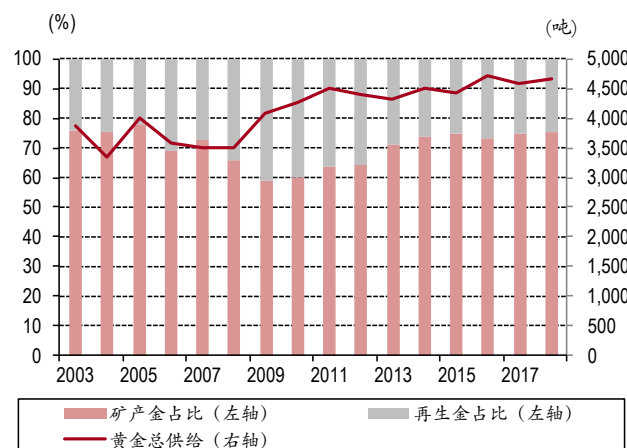
图表 1. 伦敦现货黄金的历史价格表现



资料来源：万得，中银国际证券

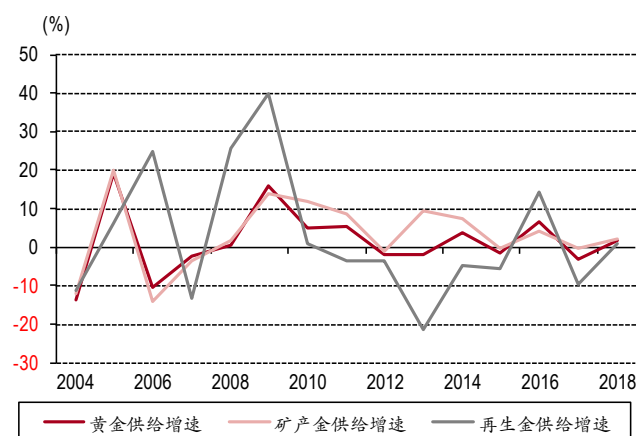
供给端：稳定的矿产金和波动的再生金。我们将央行黄金储备的变化划入需求端，则黄金的供给端主要构成包括矿产金和再生金。从黄金总供给的变化来看，2003-2008 年间，黄金的供给总量基本上是持平的，2009 年及之后，黄金的总供给维持在年均 3.76% 的增速水平上。从供给的结构上看，矿产金的占比基本维持在 60% 之上，2013 年之后占比更是超过了 70%；从增速的波动来看，由于矿产金占比较高，因此黄金供给增速整体上与矿产金的增速更一致，但从波动幅度来看，再生金供给的增速整体波动更大，同时再生金的供给增速与国际金价年涨跌幅的相关性达到 0.45，说明黄金价格的波动是再生金供给的重要影响因素。

图表 2. 黄金供给总量和结构



资料来源：万得，中银国际证券

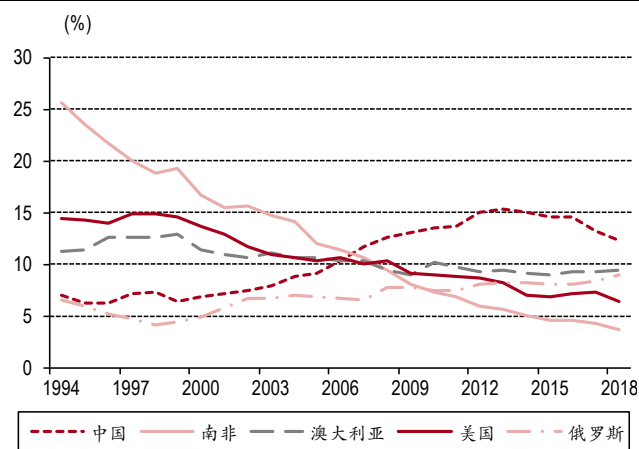
图表 3. 黄金供给结构的增速



资料来源：万得，中银国际证券

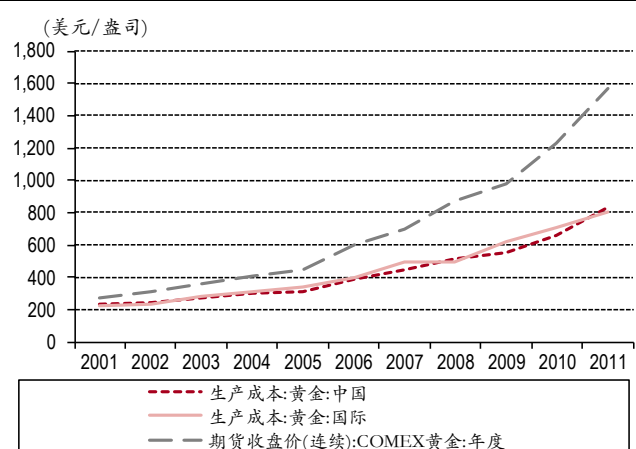
黄金的生产成本抬升了金价的下限。从黄金产量的国别变化来看，1994 年全球四分之一的金矿产自南非，但到 2018 年时，南非的金矿产量占比已不足 5%。与南非一样金矿产量占比持续下降的还有美国，相对的金矿产量逐年上升的国家是中国和俄罗斯。截至 2018 年，中国的金矿产量占比达到 12.27% 居首位，其次是澳大利亚的 9.51% 和俄罗斯的 9.05%。从可得历史数据来看，2001-2011 年间黄金的生产成本大幅上升超过 3 倍，这可能一定程度上也受到黄金产地生产成本的影响。黄金生产成本的上升，也推动了金价下限的上浮。

图表 4. 金矿产量国别结构的变化



资料来源：万得，中银国际证券

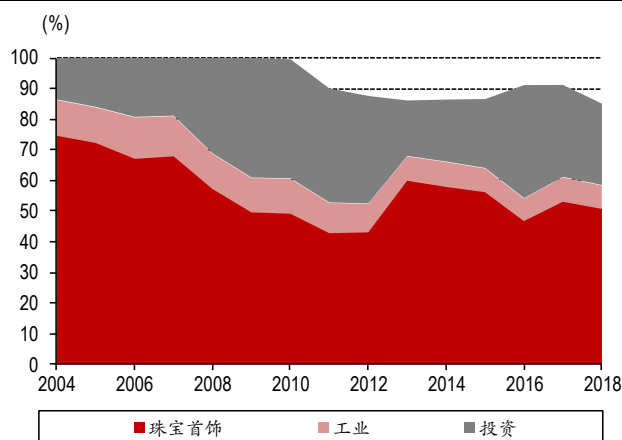
图表 5. 黄金生产成本在历史上逐年上升



资料来源：万得，中银国际证券

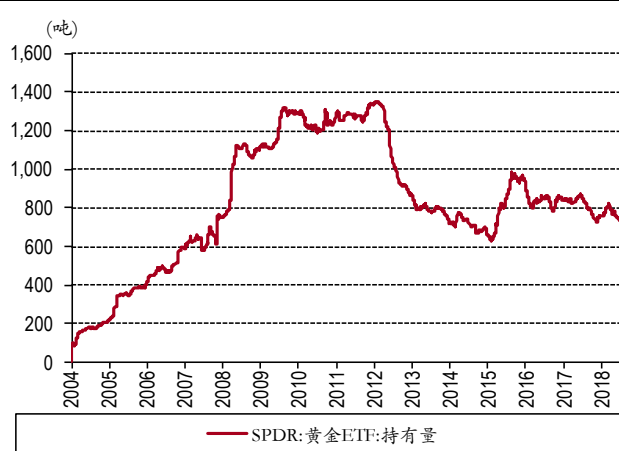
需求端：从消费到投资。黄金的需求端主要包括以珠宝首饰为代表的消费需求、以及工业需求和投资需求。另外，央行的黄金储备变化也被划入黄金的需求端来考察。从历史数据来看，2011 年之前珠宝首饰在黄金需求中的占比一路下滑，最低触及 43.05%，2012 年之后则重新开始震荡上行，但如果从绝对量来看珠宝首饰的需求量一直相对稳定，大多数年份在 2,000-2,500 吨区间内波动；工业需求主要包括电子业、牙科和其他工业，工业需求的占比在 2006 年达到最高点的 13.49%，此后一路下滑，2018 年已经回落至 7.61%；投资需求是 2004 年至今扰动黄金需求端最重要的因素之一，自 2003 年黄金 ETF 问世以来，黄金的投资门槛大幅降低，投资需求爆发式增长，包括黄金 ETF 类产品在内的投资需求占比从 2004 年的 13.55% 最高上升到 2009 年的 38.99%，此后随着金价的下跌，黄金投资需求占比有所回落，但 2018 年仍维持在 26.49% 的较高水平。从增速来看，珠宝首饰和工业需求的波动都相对较小，因此国际金价的边际定价权逐渐转移到投资需求上来。

图表 6. 黄金主要需求构成占比



资料来源：万得，中银国际证券

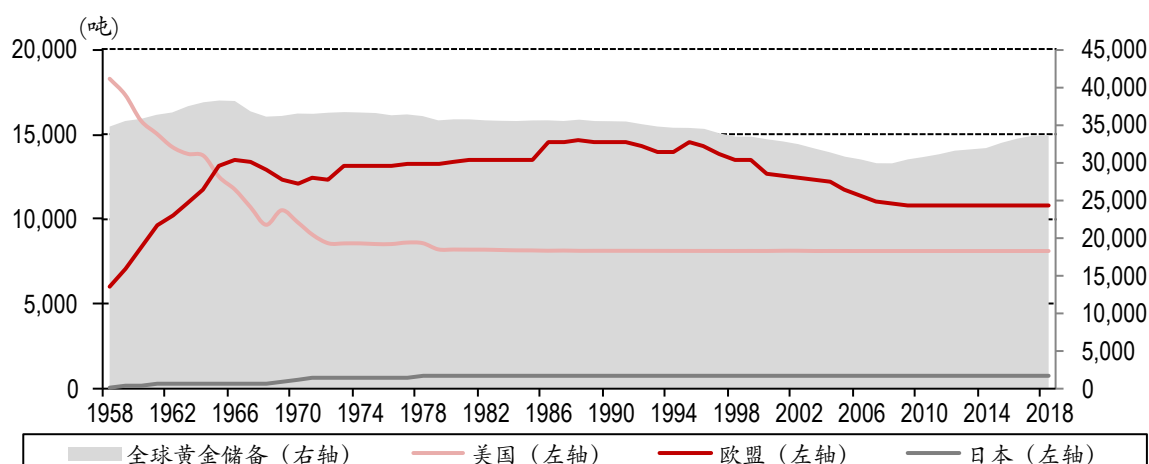
图表 7. 黄金 ETF 的发展带动了投资需求爆发



资料来源：万得，中银国际证券

黄金储备的结构性变化也会影响金价。从全球黄金储备总量来看，大部分时间在 30,000-35,000 吨区间内波动，但从各国和各地区来看，全球的黄金储备结构发生过明显的变化。如 1970 年之前美国的黄金储备总量持续下降，但欧盟的黄金储备总量持续上升。1970 年之后，在全球黄金储备总量稳中有降的大环境下，日本的黄金储量也出现过阶段性的明显持续上升的情况。国际黄金储备的变化与金价的关系并不是固定的。比如，1970 年代在布雷顿森林体系瓦解后，以欧日为代表的国家和地区增持了黄金储备，同时期国际金价就经历了长期的上涨；2002-2009 年间全球黄金储备持续大幅下降，但国际金价飙升；2012 年之后全球黄金储备持续上行，但国际金价的表現则相对温和。虽然全球黄金储备的变动不一定导致金价的大幅变化，但从根本上来看，各国央行通常为稳定本币币值增持黄金储备，这一行为具有较好的持续性，从黄金的需求端来看，是稳定的长期需求变化，对推动黄金价格上行有一定的正面作用。

图表 8. 全球和主要国家及地区的黄金储备变化



资料来源：万得，中银国际证券

黄金价格的长期波动影响因素包括供给端的矿产金和再生金产量，以及需求端的消费需求、工业需求、投资需求和央行黄金储备的变化。从可得数据来看，黄金供给端矿产金的波动相对较小，近年来呈现稳步增长的特点，再生金的供给量则与黄金价格比较相关，当金价明显上升的时候，再生金的供给量倾向于增加。需求端的变化相对供给端更明显：以珠宝首饰为代表的消费需求占比仍最大，但消费需求的波动相对较小；工业需求的占比逐年下降；黄金 ETF 等投资产品的出现大幅降低了黄金的投资门槛导致投资需求明显上升；2010 年以来全球黄金储备总量明显上升。上述因素叠加在一起，导致黄金需求端的变化逐渐主导国际金价的长期变动。

短周期中看金价的波动

短周期中黄金更像金融产品。作为一种稀有矿产资源，黄金被认为具有稳定的内在价值和购买力，是重要的保值避险手段。由于具有商品和金融双重属性，因此相较于一般商品而言，黄金的价格更难确定。短期而言，由于黄金的生产和供给相对稳定，因此黄金需求变化是造成黄金价格短期波动的主要原因。而黄金的需求中，工业需求和消费需求的波动相对较小，投资需求一定程度上成为金价短期波动的主因，这其中包括避险需求、投资多样化需求、通胀对冲需求等。

宏观经济不确定性与黄金价格正相关。黄金作为一种有效的安全资产，其价格表现与宏观经济运行状况密切相关。如果采用 Baker et al.(2013)提出的经济政策不确定性指数来衡量实体经济的不确定程度¹，长期来看，该指数与黄金价格呈正相关关系。计算得到 1985 年 1 月-2019 年 6 月两者的相关系数为 0.4762。然而，已有研究发现，按照两者之间的动态相关系数走势来看，正相关与负相关情况交

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_10862

