

证券研究报告 / 宏观专题报告

黄金价格影响因素分析

--- 基于实际利率

报告摘要：

黄金作为特殊的贵金属，天然具有货币的职能。在金本位时代，黄金与英镑挂钩，各国货币依靠金平价进行汇兑，保证了币值的稳定性。从世界大战开始，为支付高额的军费开支，纸币被大量发行，造成了严重的通货膨胀。1934年，罗斯福放弃金本位制，黄金价格从20.67美元/盎司飙升到35美元/盎司。战后美国积累了大量的黄金储备，美元也因此在此布雷顿森林体系中被确定为全球货币，美元实现和黄金的挂钩。但由于特里芬难题的存在，美国黄金储备消耗迅速，尼克松于1971年宣布美元和黄金脱钩，黄金进入了自由浮动阶段。

在黄金价格的众多影响因素中，最重要的是实际利率。实际利率隐含的是黄金的机会成本，与金价呈负相关关系。80年代前，美国滞胀阶段，实际利率由通胀主导。在80年代后，美联储转向利率目标制，通胀中枢降低，名义利率成为影响实际利率的主导因素。而实际利率还可表征为劳动生产率，即实体经济的投资回报水平，与黄金价格同样呈负相关关系。美元指数与黄金价格为一对高度关联的反向指标，而资金流动性的松紧也会侧面影响黄金价格。长期来看，黄金具有不断上行的基础。一方面，在经济增速下行、名义利率不断下降的背景下，实际利率受到压制；另一方面，国家债务的扩张则会损伤主权货币信用，彰显出黄金的储备价值。

实际利率大概率将保持长期下行的趋势。经济增长缓慢、债务高企限制了名义利率上行的空间，而美联储的表态意味着美国基准利率将长期保持在低位水平。通胀方面，需求因财政刺激受影响较小，供给也在逐渐恢复，油价已接近常态水平的下边界，通胀水平预计将缓慢修复。因此，实际利率很有可能继续下行，为黄金在高位提供价格的支撑。

未来注意比较疫苗与病毒的更新换代速度，通胀预期将在一段时间内主导实际利率变动。距离美国总统交接和宣誓就职已不足1个月，警惕超预期事件对市场带来冲击。最后谨防流动性危机的再次发生，以及对黄金造成的巨大下行压力。

风险提示：关注疫苗对病毒的有效性；警惕美国总统交接黑天鹅；谨防流动性危机对金价的再次冲击

相关数据



相关报告

- 《资金面宽松继续带动国债利率下行》
--20201227
- 《商品涨价会否冲击出口？》
--20201227
- 《疫情对美国经济冲击加重》
--20201221
- 《存单利率持续回落，收益率曲线回归陡峭化》
--20201221
- 《政策的温和退坡与重心调整》
--20201220

证券分析师：陈康

执业证书编号：S0550520110001
18621112086 chen11@nesc.cn

研究助理：万明杰

执业证书编号：S0550120090014
18817583704 wanmj@nesc.cn

目 录

1.	黄金价格历史简述	5
1.1.	金本位时代：黄金与英镑	5
1.2.	世界大战和经济萧条：1914-1945	5
1.3.	布雷顿森林体系时代	6
1.4.	黄金与美元的脱钩和石油美元体系的建立	7
2.	实际利率：黄金价格最重要的影响因素	8
2.1.	实际利率是最重要的影响因素	8
2.2.	80 年代前：实际利率由通胀主导	9
2.3.	80 年代后：利率成为主因	11
2.4.	实际利率的特殊表现形式：劳动生产率	14
3.	实际利率派生影响因素	16
3.1.	美元指数：与黄金价格负相关	16
3.2.	流动性风险与黄金价格	17
3.3.	长期视角：全球步入“利率病”时代	19
3.3.1.	货币超发打下资产价格基础	19
3.3.2.	“利率病”压制实际利率	19
3.4.	债务扩张助涨黄金储备价值	21
4.	实际利率视角看 2020 新高	23
4.1.	罕见的组合推低实际利率	23
4.2.	货币不续财政到期，利率走势发生调整	25
5.	实际利率未来难改下行趋势	26
5.1.	名义利率仍将保持低位	26
5.2.	通胀水平缓慢修复	27
5.3.	风险因素	30

图表目录

图 1:	大衰退期间道琼斯指数暴跌	6
图 2:	二战后美国持有世界黄金储备的绝大部分	7
图 3:	贸易顺差消退，黄金加速消耗	8
图 4:	黄金价格与实际利率存在负相关关系	9
图 5:	通胀、失业率双双高企	9
图 6:	联邦基金利率与 CPI	9
图 7:	70 年代金价与实际利率同向变化	10
图 8:	金价、油价高度相关	10
图 9:	80 年代前，金价与通胀相关性更加显著	10
图 10:	四大产业占 GDP 比重（%）	11

图 11: 80 年代收入快速增长.....	11
图 12: 黄金抗通胀在 80 年代的表现最为亮眼	11
图 13: 1980-2000 年间, 金价主要影响因素为名义利率	12
图 14: 80 年代后通胀中枢下移	12
图 15: 美联储联邦基金目标利率	12
图 16: 名义利率主导实际利率变动	13
图 17: 失业率在治理滞胀后快速下降	14
图 18: 经济增长快速恢复	14
图 19: 黄金与通胀指数国债高度负相关	14
图 20: 要素生产率与黄金价格	15
图 21: 生产力水平与黄金价格	15
图 22: 产能利用率中枢上升	15
图 23: 黄金与美元指数呈负相关性	16
图 24: 欧债危机期间美元指数与黄金同向变动	17
图 25: CME 提高保证金比例导致金价急跌.....	18
图 26: 2008 年流动性紧张导致黄金抛售	18
图 27: 疫情初期抛售黄金换取流动性	18
图 28: 黄金价格与基础货币高度相关	19
图 29: 贫富在 70 年后不断分化	20
图 30: 80 年代后收入增速降低	20
图 31: 金融资产价格不断上升	20
图 32: 货币乘数和货币流通速度大幅下降	20
图 33: 各国利率水平 (10 年期国债) 下行, 陷入负利率境地	21
图 34: 财政赤字与金价高度相关	21
图 35: 美联储买债扩表	21
图 36: 国债越高, 利率一般越低	22
图 37: 2016 年加息后利息支出增大	22
图 38: 政府债务比例与黄金价格正相关	22
图 39: 社会福利保障等法定支出占比提高	23
图 40: 美国政府部门杠杆飙升	23
图 41: 名义利率与通胀的背离降低了实际利率	24
图 42: 实际利率于 8 月达到低点, 黄金创出新高	25
图 43: 美国新增确诊 (周, 人)	26
图 44: 法国、英国新增确诊 (周, 人)	26
图 45: 人口短期失业转为长期失业	26
图 46: 密歇根大学消费者信心指数	26
图 47: 未偿国债总额今年大幅增长	27
图 48: 美国零售和食品服务销售同比	28
图 49: CPI 同比暂无起色	28
图 50: 4 月居民收入不降反增	28
图 51: 美国制造业仍然负增长	29
图 52: 新建住房销售同比 (%)	29
图 53: 出口与海外感染人数高度相关	29
图 54: 出口与海外感染人数高度相关	29
图 55: 布伦特原油价格已逐渐恢复	30

图 56: TIPS 均处于负值区间	30
表 1: 美联储曾多次表态呼吁财政政策	25

1. 黄金价格历史简述

1.1. 金本位时代：黄金与英镑

金本位就是将黄金作为货币，不同国家之间货币的汇率都由各自货币的含金量——金平价来决定。由于金币可以自由铸造，金币的数量可以自发的满足交换的数量和流通的需要，而因为黄金的供给是有限的，因此自由铸造并不能造成滥发。由于黄金可以自由地进出口，就能够保证本币和外币的汇率通过金平价保持稳定。在当时来看，金本位制度是一项相对完善的货币制度，金价维持在 19 美元/盎司左右。

然而随着经济的发展，不断膨胀的需求导致需要更多的货币作为交换媒介和价值储藏手段。这个时候，由于黄金的供应量有限，新开采速度已不能完全满足日益增长的需求，人们面临没钱可用的通缩状态，这使得经济的发展受到了巨大的限制。当时的英国依靠着其“世界工厂”的经济大国地位和“日不落帝国”的政治大国地位，以及在贸易、海运、保险及金融服务等等方面的全面优势，建立起了英镑的绝对国际地位，当时黄金虽然是名义上的货币，其实更加流通的货币其实是英镑，在这点上类似布雷顿森林体系之后的黄金，英镑的持有人可以向英格兰银行随时兑换成等价的黄金，英镑成为大多数国家接受的货币，部分国家发行的准备金也是以英镑计量，伦敦成为国际金融中心。国际贸易中，90%以上用英镑计价和结算，国际储备也不是黄金而是英镑，开设英镑账户将会收到利息，黄金则不但没有利息还要收取一定的管理费。因此英镑在当时取代了黄金成为了人们价值储藏和交换媒介的货币。由于英镑可以不断的进行印刷和铸造，并且流通起来更为方便，有效地解决了黄金供应量有限和不便携带的问题。

1.2. 世界大战和经济萧条：1914-1945

随着第一次世界大战和第二次世界大战的爆发，黄金在国际贸易间的自由流通收到了限制，而所有国家的军费规模都突破天际。为支撑庞大的军费开支，政府一般通过发行债券和印刷纸币来完成。各个国家大规模的发行国债和印刷纸币，造成恶性的通货膨胀。在这过程中，许多国家把有价值的黄金储藏起来，禁止出口、流通，于是价值低劣的纸币流通在市面上，黄金作为最有价值的货币却逐渐退出了市场，造成了劣币驱逐良币的过程，由此金本位时代基本结束。

1929 年的大萧条造成了美国股市暴跌 85%，经济大幅下滑，失业人数暴涨。美国大量金融机构和实体企业倒闭，已至金融体系混乱、物价和产量大降，造成了严重的通货紧缩，沉重的打击了经济。人们纷纷将纸币向政府兑换黄金，以应对美元和美债因美国经济面临崩溃而可能发生的违约风险，使得政府的黄金储备锐减。政府为了防止金库耗竭，美国总统罗斯福于 1933 年 4 月 5 日下令人民上交全部的金币、金条，美联储以 20.67 美元比一盎司来收取老百姓手中的黄金，禁止黄金出口，禁止黄金民间自由买卖和持有。1934 年 1 月 15 日，罗斯福签署《黄金储备法案》，将美元兑黄金贬值，放弃金本位制，因此从 1900 年以来稳定保持了三十多年的黄金价格从 20.67 美元一下子飙升到 35 美元，涨幅达 75%。

图 1：大衰退期间道琼斯指数暴跌



数据来源：东北证券，Wind

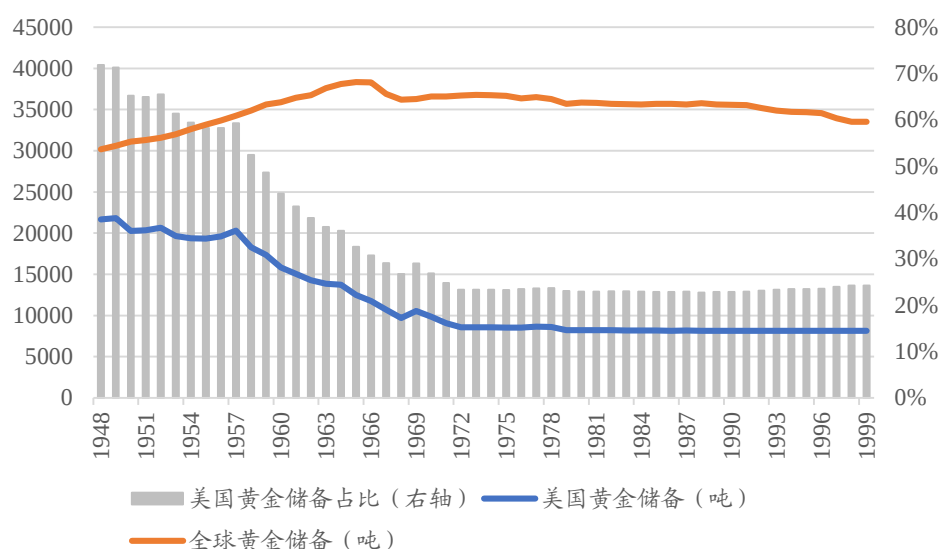
1.3. 布雷顿森林体系时代

二战期间，大量的资本转移到了没有战火波及的美国。得利于此，不受战火侵袭的美国能够快速发展工业化，其余的主要参展国家，几乎无一例外的都要向美国采购军火和各种战争物资、生产生活物资，而最主要的支付方式就是黄金。美国因此成为了最大的黄金储备国，而其他国家恰好相反，黄金储备在战争期间大量消耗。随着二战的结束，欧洲各国元气大伤、一片狼藉，英镑由于英国黄金储备的减少已经不能承担全球货币的责任。为建立一个简单有效的货币体制来避免各种交叉汇率带来的贸易损失和风险，拥有了世界官方储备黄金绝大部分的美国便谋求世界储备货币的地位。

1948 年，美国持有黄金 21682 吨，占据当时全球黄金储备总额的 72%。另外，美国凭借其强大的军事力量确立了国际货币的新规则，即布雷顿森林体系。布雷顿森林体系的主要内容包括：

- （1）美元与黄金挂钩，每一盎司的黄金对应 35 美元，即美元的含金量为 0.88 克。各国政府可以按此价格自由向美国兑换黄金。
- （2）其他所有国家的货币按各自的含金量固定汇率换算，这样就避免了各自换算汇率的复杂和风险。
- （3）确定美元和黄金具有同样地位的储备资产。
- （4）国际货币基金组织的会员国缴纳的份额，需要有 25% 的黄金份额或可直接兑换成黄金的货币缴纳，其余用本币支付。

图 2：二战后美国持有世界黄金储备的绝大部分



数据来源：东北证券，Wind

然而布雷顿森林体系本身就存在着难以解决的内在矛盾：如果美元要成为国际性货币就要保证不断向外输出美元，但输出美元的方式是贸易逆差，打击美国经济；如果美元要成为主权国家货币，则需要保证美元顺差，促进美国经济，但后果是全世界美元紧缺，造成世界性通缩，从而最终失去国际性货币的地位，即格里芬难题。

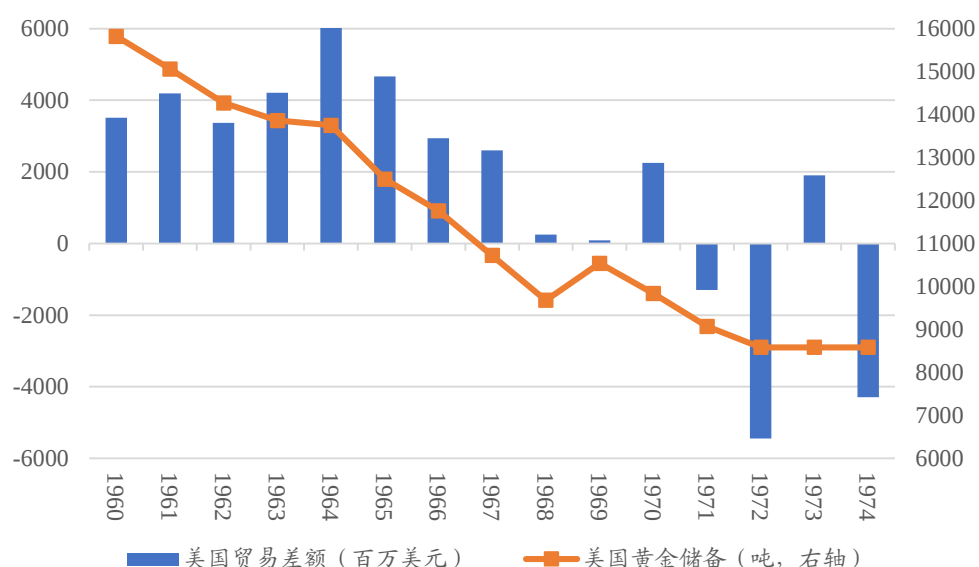
1.4. 黄金与美元的脱钩和石油美元体系的建立

随着战后经济重建，国际贸易增加，美国贸易由 60 年代的顺差逐渐变为逆差，黄金储备被大量消耗。彼时美国深陷越南战争之中，有限的黄金储备再难维系美元的国际信用，各国政府开始抛售美元换取黄金，造成了美国黄金储备的加速下行。1971 年 8 月 15 日，美国总统尼克松宣布美元和黄金脱钩，保证了美元的货币稳定，金价不再维持 35 美元/盎司，开始进入自由浮动阶段，布雷顿森林体系也宣告瓦解。

随后全球的货币体系进入到一个重构的过程，黄金与美元的脱钩也使得黄金不再与任何的货币有价格的绑定，至此，黄金成为了一种对冲债务和货币风险的资产。黄金的背后就代表着各国的债务水平与各国的信用状况。由于当时美国还是世界上的霸主，但美国的信用正在不断下降，所以当布雷顿森林体系解体之后，美国急需找到另一种方式让美元继续维持世界货币的地位。

进入 70 年代以来美国的经济不断遭受重大打击。除了越南战争之外，最主要的就是第一次和第二次原油危机，一系列的变化导致美国总统尼克松和国务卿基辛格为了挽救美元而建立了石油美元的循环机制，新时代的“美元之锚”成型，石油美元的建立意味着美元新体系的建立，黄金价格影响因素也相应的产生了变化。

图 3: 贸易顺差消退, 黄金加速消耗



数据来源: 东北证券, Wind

2. 实际利率: 黄金价格最重要的影响因素

2.1. 实际利率是最重要的影响因素

黄金坐拥金融、货币、商品等多重属性, 黄金价格受到众多因素影响, 而其中最主要的影响因子就是实际利率。黄金作为无息资产, 持有的收益仅仅来自于金价上涨卖出产生的差价。因此当实际利率上升时, 其他资产类别的投资回报率较高, 持有黄金的机会成本上升, 黄金的价格就下降; 当实际利率下降时, 持有黄金相对于持有其他金融资产更能获得收益, 黄金也就更加吃香。

实际利率为名义利率与通货膨胀水平的差值, 在这里使用美国 10 年期国债收益率与 CPI 同比的差来指代实际利率。可以看到, 在金价自由浮动后, 黄金价格与实际利率具有明显的负相关关系, 1971-2020 年的相关系数为-0.33106, 其中 1980-2000 年的相关系数为-0.37221, 2000-2020 年的相关系数为-0.57144, 00 年后二者负相关

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_501

