

2020，黄金机会何在？

——大类资产专题

宏观深度

要点：

- ◆ 受避险情绪升温（贸易摩擦、美债长短利差倒挂）以及实际利率下行（联储货币政策转松）影响，2019年5-9月黄金加速上涨22%，2020年影响黄金的供求将如何变化，金价如何展望？
- ◆ 实物黄金的需求由四个部分组成，黄金首饰>投资需求>央行储备>工业需求。但由于投资的交易量是黄金实物需求量的百倍之多，中短期影响金价最核心的还是投资。
- ◆ 投资需求有两大动机，一是避险需求，主要受实际利率（机会成本）、全球增长预期、汇率贬值风险、各种尾部风险（地缘政治、主权债务危机等）因素影响；二是配置需求，主要由于黄金与其他投资品相关性较低，可以分散风险，而负利率背景下更凸显了黄金的配置需求。
- ◆ 金饰需求短期随经济景气度变化，中长期随人均GDP上升而先升后降。央行储备需求与危机防备、外储积累、货币的国际化、分散风险等因素有关。1998年亚洲金融危机后亚洲央行黄金储备快速上升。2008-2012年次贷危机和欧债危机后各国央行购金潮再现，2018-2019年中美贸易摩擦使得各国央行的黄金储备再度提升。工业需求主要应用在牙医等医疗领域、以及半导体等电子领域，需求占比小，也较为稳定。
- ◆ 美元与黄金价格常反向，有货币替代的因素（如布雷顿森林体系解体）。更重要的还是二者的基本面决定因素。美元汇率是相对概念，决定因素之一是美国相对于其他经济体的增长差。而黄金避险需求的驱动力之一是全球增长预期。当美国引领全球增长（如改善）时，二者常反向（美元升值、金价下跌）。若全球增长下行，但美国相对较好，二者则会同时上升（如2011-12年，2018年-19年）。
- ◆ 相对于需求、尤其是交易量而言，黄金供给的波动较小，影响较为边际。矿产金由于资源发现和开采周期较长，供给受金价影响较小，而再生金供给主要受金价影响较大。
- ◆ 展望2020年，中美贸易摩擦缓和、美联储货币政策转向中性、英国“硬脱欧”风险降低，黄金的短期避险需求或缓和，而中长期配置、金饰、储备需求仍有支撑，供给微降，2020年金价或难重演2019年的凌厉涨势，表现或更稳健。但是在地缘政治风险继续升温的情况下，黄金避险需求将会上升。
- ◆ 风险提示：美股大跌，美国大选或总统弹劾出现超预期结果。

分析师

张文朗 （执业证书编号：S09305161100002）
 021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

黄文静 （执业证书编号：S09305161100004）
 010-56513039
huangwenjing@ebcn.com

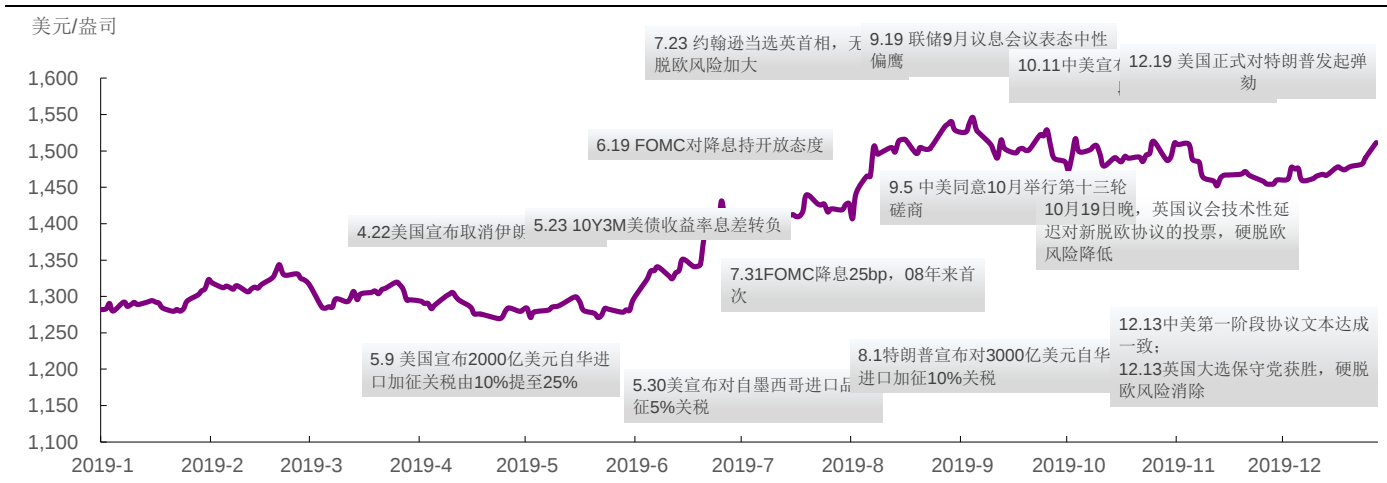
目录

1、 引言	3
2、 四大需求，投资是主导	3
2.1、 投资需求	5
2.1.1、 避险动机	6
影响因素一：实际利率	6
影响因素二：增长预期	6
影响因素三：美元汇率	7
影响因素四：尾部风险事件	9
2.1.2、 配置需求	9
2.2、 金饰需求	10
2.3、 央行储备需求	10
3、 供给	13
3.1、 矿产金	13
3.2、 再生金	14
4、 2020 年黄金价格展望	14
5、 风险提示	14

1、引言

2019年5月下旬到9月初，黄金价格开启了一轮加速上涨期，以美元计价的黄金现货价格涨幅高达22%。如果从本轮低点（2018年8月）开始算，金价最多时上涨了31%。19年5月加速上涨的原因包括两方面，一是避险情绪升温（美中、美欧、美墨贸易摩擦加剧，10Y-3M美债利差倒挂使得市场担忧美国衰退风险，约翰逊当选使得英国“硬脱欧”风险上升，美国取消伊朗制裁豁免），二是实际利率下行（美联储货币政策由紧缩转向放松，欧元区及部分新兴市场跟随）。19年9月初以后这两大因素有所缓和，一方面，中美贸易谈判重启、随后对第一阶段协议文本达成一致，英国“硬脱欧”风险下降，美国经济数据依然坚挺、美债长短端利差重回正，使得避险情绪改善；另一方面，美联储货币政策转向中性偏鹰，实际利率上行。（图1）那么，本轮黄金周期行至何处？从需求和供给来看，影响黄金价格的主要因素有哪些？2020年又将如何变化，黄金价格又如何展望？

图1：2019年伦敦现货黄金价格走势



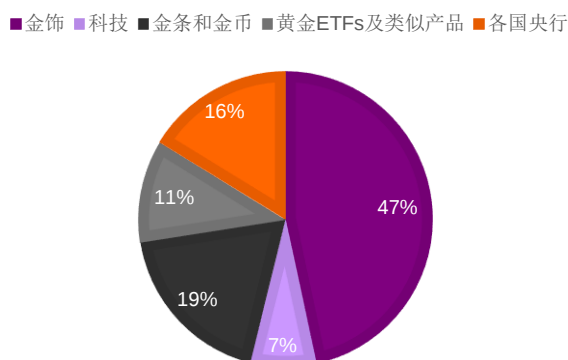
资料来源：Wind。数据截止2019年12月31日。

2、四大需求，投资是主导

实物黄金的需求由四个部分组成，按照需求量占比从高到低是：黄金首饰>投资需求>央行储备>科技工业生产。从2019年前三季度的数据看，金饰加工的需求量最大，约占黄金总需求量的47%（图2）；投资需求次之，约占总需求量的30%，机构投资者的主要投资标的是黄金ETF和期货（占11%），散户投资者的主要投资标的是金条金币等（占19%）；央行买入占黄金总需求量的16%；工业生产需求主要来自电子、医学（牙科等）以及其他工业，工业生产占7%。

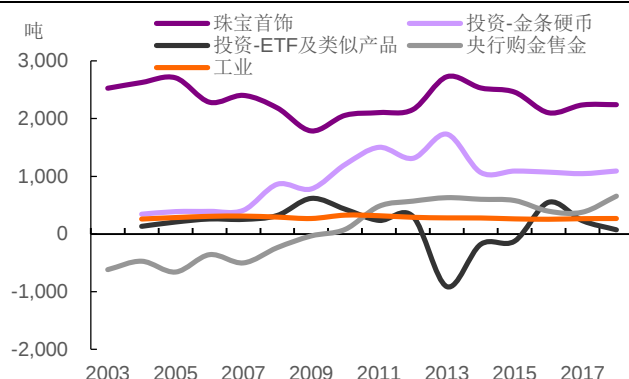
从波动性看，投资>金饰>央行储备>科技工业。投资需求尤其是ETF等产品的波动最大，对实物黄金需求的边际影响最大；金饰过去几年需求量基本围绕2500吨波动；央行储备需求2019年小幅上升；而工业科技需求非常平稳，对金价影响较小。（图3）

图 2：黄金各类需求占比（2019 年前三季度）



资料来源：世界黄金协会

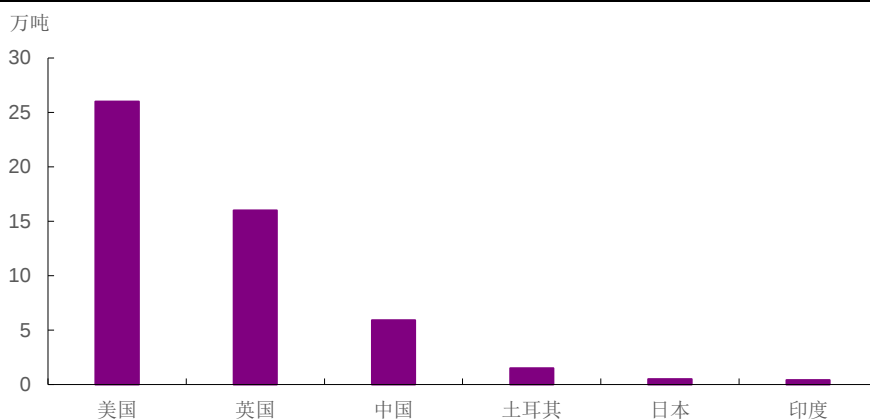
图 3：黄金季度需求，投资波动最大，科技波动最小



资料来源：世界黄金协会。数据截止 2018 年。

尽管对于实物需求而言，金饰的占比最大，但中短期影响金价最核心的因素还是投资，这是由于投资交易量是黄金实物需求量的百倍之多。根据中国黄金协会的统计数据，2018 年全球黄金交易量 54 万吨，是全球实物需求量（4665 吨）的 116 倍。黄金交易量最大的是美国（纽约期货交易所 2018 年交易量 26 万吨），第二大是英国（伦敦场外交易所交易量 16 万吨），第三大是中国（上海黄金交易所 3.4 万吨、上海期货交易所 1.6 万吨、商业银行 0.9 万吨，共计 5.9 万吨），第四大是土耳其（1.5 万吨），而日本、印度在 4000-5000 吨。（图 4）

图 4：2018 年各国黄金交易量排序



资料来源：中国黄金协会

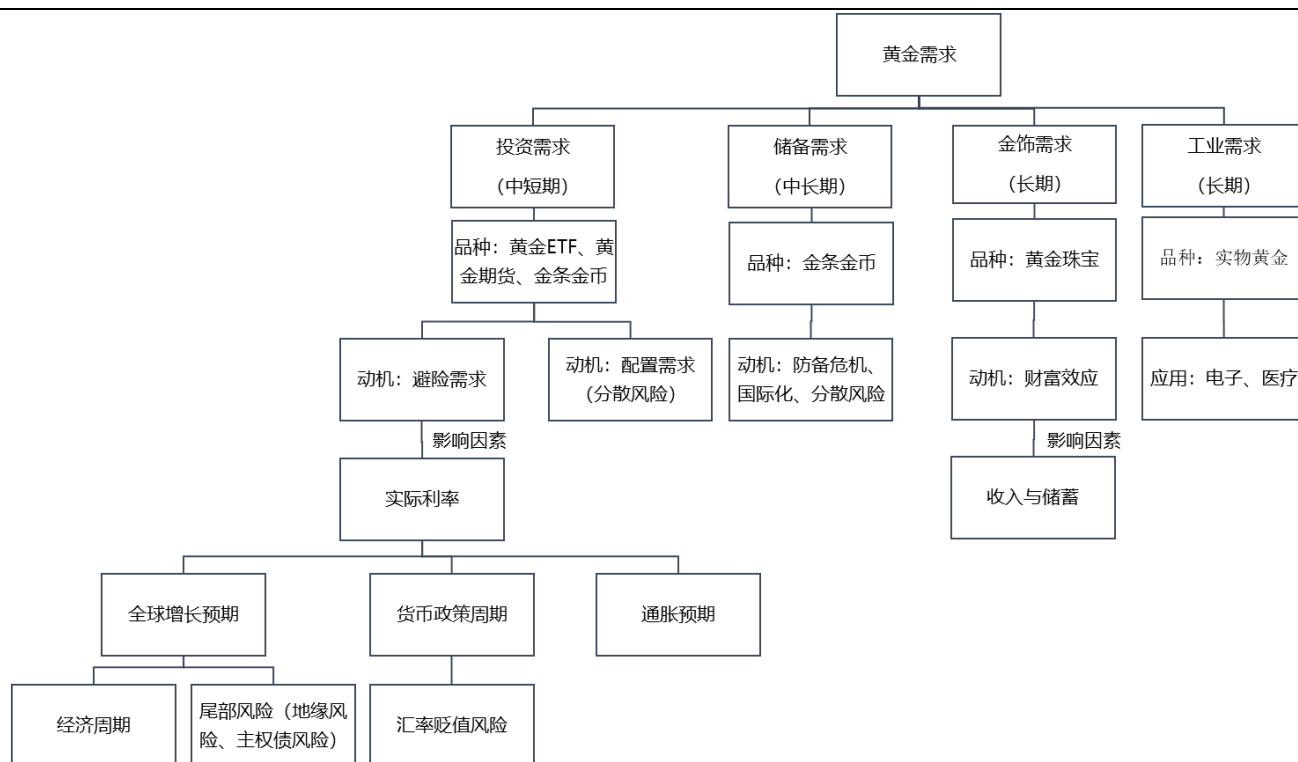
黄金各类需求的持有动机和影响因素是分析金价的关键。

- 投资需求是影响金价中短期的核心部分。投资需求有两大动机，一是避险需求，主要受全球增长预期、机会成本（实际利率）、汇率贬值风险、各种尾部风险（地缘政治、主权债务危机等）因素影响；二是配置需求，主要因黄金与其他投资品的收益率相关性较低。
- 金饰需求的持有动机往往是财富效应，随着收入、储蓄和财富的提升，金饰需求往往一开始快速上升，随后有所下降。
- 央行储备需求的持有动机与危机防备、国家外储积累、货币的国际化、分散风险等因素有关。亚洲央行在 1998 年亚洲金融危机后，黄金储备快速上升。各国央行黄金储备在 2008 年金融危机后再度快速上升，2018

年中美贸易摩擦也提升了各国央行的黄金储备需求。而 2002-2006 年中国和石油美元国家财富的累积也加快了其黄金储备的上升。

- 工业需求主要应用在牙医等医疗领域、以及半导体等电子领域，需求占比小，也较为稳定。（图 5）

图 5：黄金需求、动因和影响因素分解

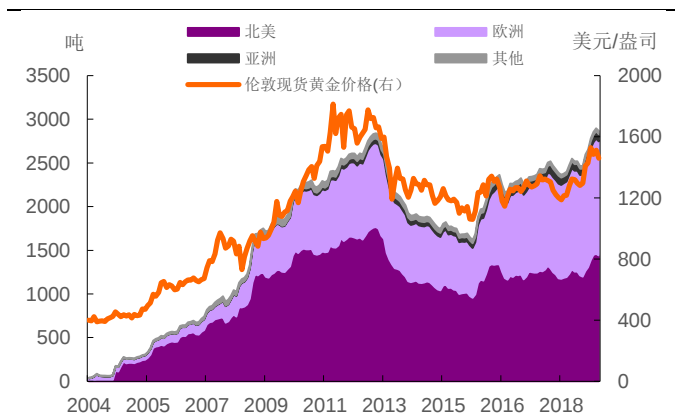


资料来源：光大证券研究所绘制

2.1、投资需求

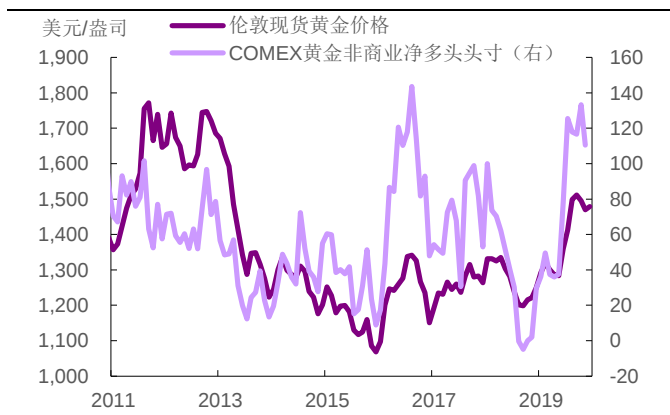
投资需求是金价的最主要决定方面。作为黄金投资需求的两大交易品种，黄金 ETF 规模及 COMEX 黄金非商业净多头寸与黄金价格趋势基本一致。（图 6-7）

图 6：黄金 ETF 与金价走势一致



资料来源：Bloomberg，世界黄金协会。数据截止 2019 年 11 月。

图 7：COMEX 黄金净多头与金价走势一致



资料来源：Wind。数据截止 2019 年 12 月。

2.1.1、避险动机

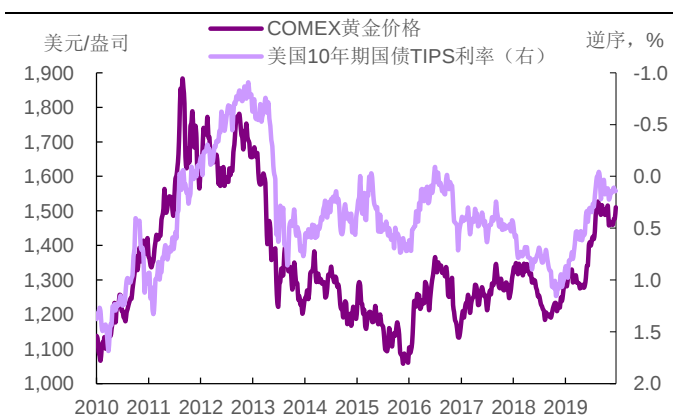
影响因素一：实际利率

实际利率是持有黄金的机会成本，金价与实际利率往往呈反向关系。黄金是不生息资产，持有黄金的机会成本即为美元资产的相对收益率，主要经济体的实际利率影响黄金投资的机会成本和融资成本。以 TIPS 利率（美国名义国债收益率扣除 Breakeven 通胀预期）衡量的实际利率往往与金价呈反向关系。（图 8）

从本质上讲，实际利率是多种影响黄金因素的综合。实际利率受名义利率和通胀率两大因素影响，而名义利率又受潜在名义利率（与经济增长有关）和货币政策（流动性）影响。当经济增长预期不佳，货币政策往往放松，流动性较为宽松，名义利率往往下行，并带动实际利率下行，避险需求升温，机会成本下降，金价往往上涨。同时，黄金的储值功能可以对抗恶性通胀风险。

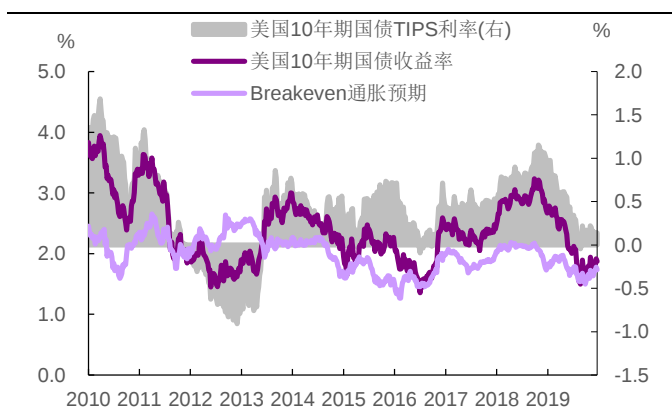
2018 年年中以来，中美贸易摩擦影响美国经济前景预期，长端国债收益率快速下降，而通胀预期小幅下降，导致扣除通胀预期的 TIPS 利率回落，推动金价快速上涨。（图 9）

图 8：金价与 TIPS 利率呈反向关系



资料来源：Wind。数据截止 2019 年 12 月 31 日。

图 9：美债收益率快降，通胀预期微降，TIPS 回落

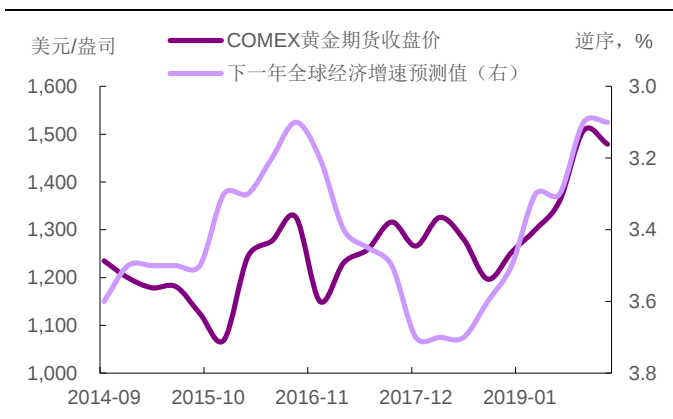


资料来源：Wind。数据截止 2019 年 12 月 31 日。

影响因素二：增长预期

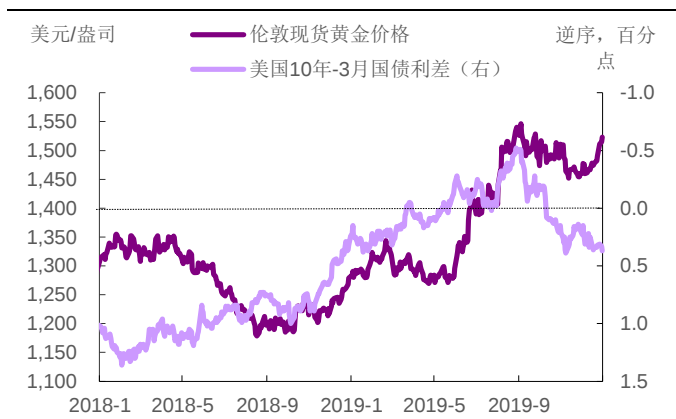
对全球特别是主要经济体的经济预期是影响金价投资需求的重要因素。悲观的预期会带来避险情绪的上升，会推升金价，反之亦反是。作为全球最大的经济体，美国的经济增长是最受关注的，19 年 4 月美国长短端国债收益率（10 年-3 月）之差转负，这项过去 60 余年对衰退预测基本“十发十中”指标的转向，引发了市场对美国衰退的担忧，也助推了联储货币政策由紧转松，金价也自此开始了一轮加速上涨。（图 10-11）

图 10：金价表现与下一年全球增长预期反向



资料来源：Bloomberg。数据截止 2019 年 12 月 31 日。

图 11：19 年 4 月美国长短端国债利差

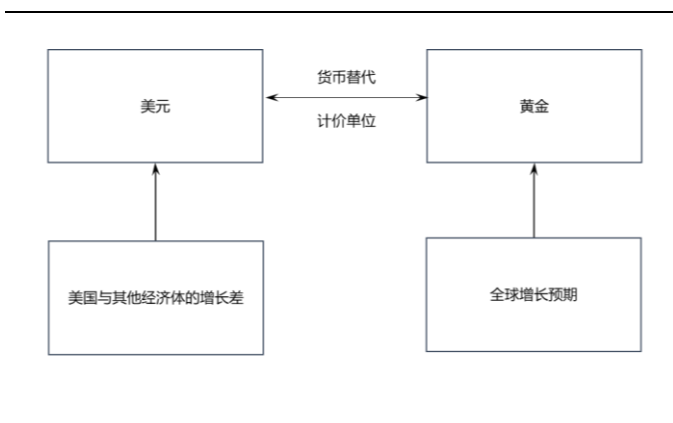


资料来源：Wind。数据截止 2019 年 12 月 31 日。

影响因素三：美元汇率

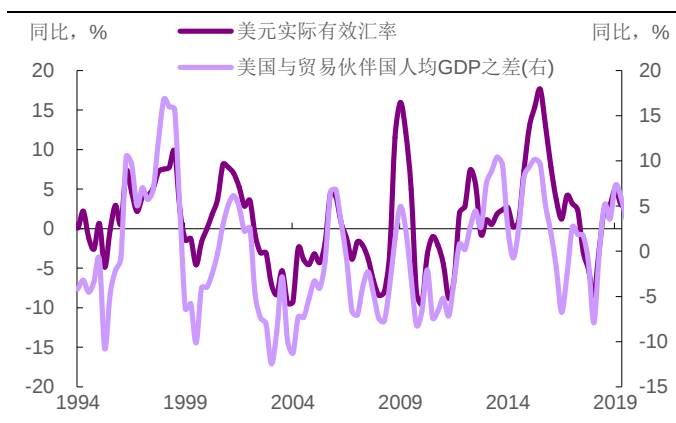
美元与黄金价格常常反向，有黄金以美元计价的因素，也有同为货币的替代性因素（黄金在美元有较大贬值压力时可以起到抵御和保值的作用，如布雷顿森林体系解体时）。但二者有时也同向波动，这主要是因为从基本面看，两者的决定因素有时同向，有时反向。美元汇率是一个相对概念，其决定因素之一是美国相对于其他经济体的增长差（或政策差）。而黄金避险需求的一个重要驱动力是全球增长预期。当美国经济引领全球增长下行时，美元贬值，黄金升值。但如果全球增长下行，但美国相对表现较好，就会出现美元与黄金价格同向变动的情况。（图 12-13）

图 12：美元与黄金的关系



资料来源：光大证券研究所绘制

图 13：美元受美国与他国增长差影响



资料来源：CEIC。截止 2019 年 3 季度。

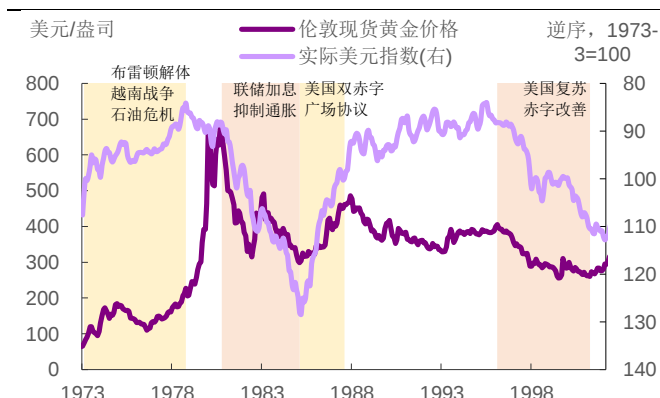
历史上看，美元和金价的反向的几个阶段如下（图 14-15）：

- **1973-1978:** 1973 年布雷顿森林体系解体，各国开放黄金市场，金价上涨。1974 年越战导致美国财政赤字增加，货币宽松，美元贬值，金价上涨。1973 年和 1979 年两次石油危机，导致美国滞胀，实际美元贬值，黄金升值。这段时期美元和黄金价格的反向变化主要是货币替代的效应（货币体系变革与美元贬值风险）。
- **1980-1985:** 1979 年美国开始大幅加息、随后降息以对抗滞胀，叠加上根结构性改革，美国经济复苏，美元重回强势，强势美元叠加前期金价增长过快，金价下跌。这段时期二者反向（美元升值、金价下跌）主要

是美国带领全球经济向好，美国与其他国家增长差和全球增长预期均改善，避险情绪降温。

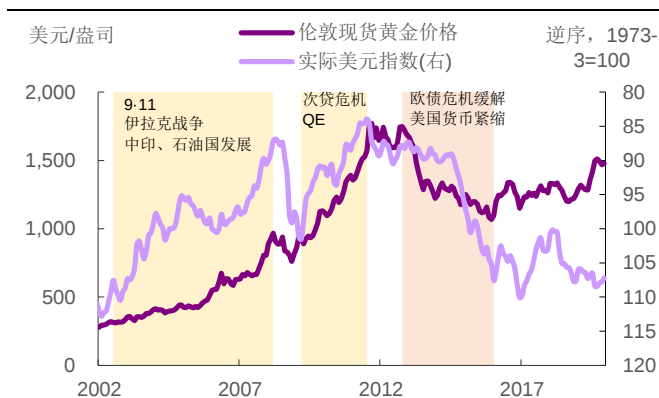
- **1985-1988:** 美国面临严重的贸易和财政双赤字，1985 年广场协议要求五国联合干涉汇市迫使美元贬值、日元和马克升值，而美元资产的过度贬值，使黄金成为受欢迎的资产。该阶段二者的反向体现货币的替代性。
- **1996-2001:** 亚洲金融危机，但美国经济强劲复苏，资金回流美国，美元重回强势，金价下行。二者反向体现美国带领全球经济向好。
- **2002-2008, 2009-2011:** 2001 年“9.11”后美国经济衰退、美联储大幅快速降息 13 次共 550 基点、2003 年伊拉克战争美国财政再度扩张，同时中国、印度、石油出口国增长强劲，美元相对其他国家货币汇率走弱，但黄金在避险、货币替代和央行配置需求下走强。次贷危机爆发后，美国带领全球经济走弱，美联储降息并进行三轮 QE，美元贬值，黄金在避险需求下继续走强。黄金经历时间最长最强的十年牛市。
- **2012-2016:** 欧债危机缓解，美联储退出 QE 并且进入加息周期，美国带领全球经济复苏，美元进入升值周期，避险需求下降，金价下跌。该阶段黄金和美元的反向体现美国带领全球经济向好。

图 14: 美元与金价反向的阶段 (1973-2001)



资料来源: Wind。黄色为金价升、美元降, 橙色为金价降、美元升。数据截止 2002 年 2 月。

图 15: 美元与金价反向的阶段 (2002-2019)



资料来源: Wind。黄色为金价升、美元降, 橙色为金价降、美元升。数据截止 2019 年 12 月。

但如果其他国家经济带领全球经济放缓，而美国经济相对较好，就会出现金价和美元同时上涨的情况。比如 2011-2012 年，2018 年年中至 2019 年 9 月的情形。

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_7861

