

2019年中黄金展望

上升的风险遇到宽松的货币政策



关于世界黄金协会

世界黄金协会是全球黄金行业的市场拓展组织。我们的目标是促进和维持黄金的需求，树立行业引领地位，成为全球黄金市场的权威机构。

基于准确的市场洞察力，我们开发黄金支持的解决方案、服务与产品，并携手各合作伙伴将我们的想法付诸于行动。由此，我们在不同核心市场和领域创造黄金需求的结构化变化。世界黄金协会通过研究洞悉全球黄金市场，帮助人们更好地理解黄金财富保障的特性以及它在满足社会环境需求中的重要角色。

世界黄金协会总部位于英国，业务遍及印度、远东和美国，是一个由世界领先的黄金矿业公司组成的协会。

欲了解更多信息

市场信息咨询与研究：

Krishan Gopaul
krishan.gopaul@gold.org
+44 20 7826 4704

Mukesh Kumar
mukesh.kumar@gold.org
+91 22 6157 9131

Adam Perlaky
adam.perlaky@gold.org
+1 212 317 3824

贾舒畅 (Ray Jia)
ray.jia@gold.org
+86 21 2226 1107

Juan Carlos Artigas
投资研究部总监
juancarlos.artigas@gold.org
+1 (212) 317-3826

Alistair Hewitt (何乐思)
市场信息咨询部总监
alistair.hewitt@gold.org
+44 20 7826 4741

John Reade (芮强)
首席市场策略师
john.ream@gold.org
+44 20 7826 4760

投资：

Jaspar Crawley
Director, EMEA
jaspar.crawley@gold.org
+44 20 7826 4787

Matthew Mark
Director, North America
matthew.mark@gold.org
+1 212 317 3834

杨振海 (Fred Yang)
中国区投资总监
fred.yang@gold.org
+86 21 2226 1109

目录

2019 年中黄金展望： 上升的风险遇到宽松的货币政策	2
风险的规避与追逐	2
货币政策的收紧与宽松	2
风险来自很多方面	3
新兴市场的混合需求	4
一切都与黄金表现有关	4
附录	5
金价的驱动因素及黄金在投资组合中的作用	5

2019 年中黄金展望： 上升的风险遇到宽松的货币政策

我们相信，在未来 6 至 12 个月：

- 金融市场的不确定性和宽松的货币政策将可能支撑黄金投资的需求
- 随着投资者根据新的信息不断对他们的预期重新进行评估，价格动量和投资者仓位可能会进一步推动金价的上涨并产生相应的回调
- 较弱的经济增长可能会在短期内压制黄金消费需求，但是印度和中国经济的结构性改革很可能对长期需求提供支撑。

风险的规避与追逐

事实证明，2019 年上半年的金融市场并不平静。截至 4 月底，股市收复了 2018 年第四季度的失地，但在 5 月份又再度回落。¹ 几周之后，股市再次创下新高。与此同时，全球各国央行都表示采取更为宽松的货币政策立场，令全球债券收益率降至多年来的低点（在一些国家，甚至达到了历史最低水平）。由于投资者希望在日益不确定的环境下对冲已处高位的股市风险，黄金价格飙升，使得黄金成为截至 6 月底以来表现最佳的资产之一（图 1）。

图 1：2018 年第四季度和 2019 年初至今主要资产的表现*



*截至 2019 年 6 月 30 日。基于 LBMA 黄金价格、彭博巴克莱美国债券指数和全球国债指数（不包括美国）、洲际交易所美银美林美国 3 月期国债指数、彭博巴克莱美国公司和高收益指数、MSCI 新兴市场指数、彭博大宗商品交易参考指数、MSCI EAFE 指数、标普 500 指数和纳斯达克指数以及彭博石油 TR 指数计算的收益。

来源：彭博社，洲际交易所基准管理机构，世界黄金协会

在利率下降、风险升高和上涨势头的推动下，6 月份黄金价格大幅上涨，投资者今年对黄金的看涨情绪更为高昂。这一

点从全球黄金 ETF 的正流入中可见一斑。今年迄今为止，以欧洲基金为首的全球黄金 ETF 净流入共计 50 亿美元（合 108 吨），²今年上半年纽约商品交易所黄金期货净多头寸也在增加，净流入 369 吨。此外，截至 5 月，全球各国央行报告的黄金净采购量约为 247 吨，相当于 100 亿美元³ - 各国央行继续扩大外汇储备中黄金储备量的趋势仍在延续。

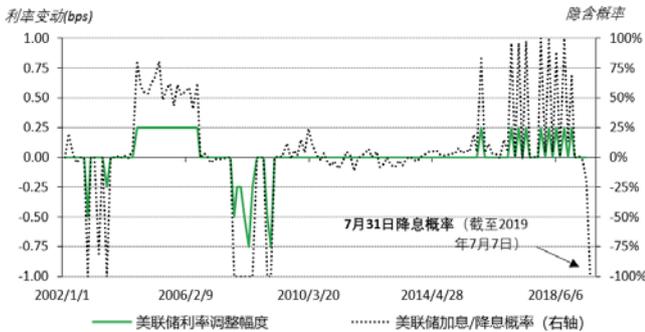
货币政策的收紧与宽松

全球货币政策已经发生 180 度的转变。不到一年前，美联储理事和美国投资者都预计，至少到 2019 年，利率将继续上升。到 12 月，市场则预期最有可能的结果是美联储保持观望。而现在，市场预计美联储将在年底前降息 2 至 3 次。尽管包括鲍威尔主席在内的董事会成员的声明透露出观望的信号，但市场几乎没有改变其对降息的预期。美联储也许并不会按照市场的要求行事，但同时，它也不希望让市场感到意外。历史上来看，除 2008 年 1 月全球金融危机爆发时，美国联邦公开市场委员会（FOMC）在一次计划外会议上宣布降息外，只要市场对利率调整的预期概率高于 65%（图 2），美联储就会根据预期调整其基本利率。

1 参见 Goldhub.com 上《每周市场评论》的系列博客
2 见 2019 年 7 月 9 日发布的黄金 ETF 6 月流量报告。
3 全部基于国际货币基金组织的国际金融统计数据。这些统计数据可能无法涵盖央行的所有活动。美元等值的计算方法是将报告的净购买量（以吨为单位）乘

以同期黄金的平均价格。世界黄金协会将于 8 月初公布金属焦点（Metals Focus）2019 年上半年的完整预测。参见博客《央行需求：5 月份有什么新鲜事？》，2019 年 7 月。

图 2：从历史上来看，美联储的政策一般都与市场预期相符*



* 2002 年 1 月 1 日至 2019 年 6 月 19 日之间每次 FOMC 会议最后一天联邦基本利率发生的实际变化，对比每次会议前一天预期美联储将降息或加息的隐含可能性。负概率表示预期降息，正概率表示预期加息。由于数据的可用性，彭博得出的概率基于 2015 年 1 月 1 日前的 OIS，以及 2015 年 1 月 1 日后的美联储基金期货数据。

来源：彭博社，世界黄金协会

这样做的并非只有美联储。欧洲央行（ECB）行长德拉吉（Draghi）最近宣布，他们准备扩大债券购买或降息以维持经济增长。日本央行（BOJ）也有望出台更为宽松的政策。新兴市场的央行可能也会效仿。⁴

利率下调的前景应该会支撑对黄金的投资需求。我们的研究表明，在货币政策紧缩周期结束后的 12 个月内金价将会上涨。⁵ 此外，在实际利率为负的时期（表 1），黄金的历史回报率是其长期平均回报率的两倍多——就像我们今年晚些时候可能看到的情况一样。与此同时，由于贸易紧张和利率下调抵消了经济持续增长的影响，美元（通常是黄金上涨之际的阻力）可能仍然会在区间波动。

表 1：各种实际利率环境下的黄金表现*

	长期	实际利率环境		
		低利率 (<0%)	中等利率 (0%-2.5%)	高利率 (>2.5%)
月收益率	0.6%	1.2%	1.0%	-0.3%
标准误差	0.2%	0.4%	0.4%	0.3%
检验结果异于 0?	是	是	是	否

*基于 1971 年 1 月至 2018 年 6 月之间的名义黄金收益率。实际利率制度基于 12 个月固定期限的美国国债减去相应的同比 CPI 通胀。在 5% 的显著性水平下，以双向 T 检验计算与零的差异。

来源：美国劳工统计局，美联储，洲际交易所基准管理机构，世界黄金协会

风险来自很多方面

央行的政策并非存在于真空世界中。相反，它们随时准备在风险聚集膨胀且全球经济放缓到来之际刺激各自的经济。

这些风险包括：

- 在美国和其贸易伙伴之间的贸易紧张关系中，高关税可能带来的潜在长期负面影响
- 美国和伊朗之间的地缘政治紧张局面
- 围绕英国脱欧以及英国和欧洲其他政治和经济问题的不确定性

此外，低利率正产生一种反常的影响：仅通过暂时性的回调即推动股市长达十年的上涨。这将股票估值推高到自互联网泡沫以来的最高水平（图 3）。令人担忧的是，一旦经济衰退，包括美联储在内的各国央行可能无法仅仅依靠降息来解决问题。他们可能需要使用量化宽松政策，或许还需要新的非传统措施来重振全球经济。

图 3：股价价值和长期利率*



*截至 2019 年 6 月 30 日。基于耶鲁大学教授 Robert Shiller 的研究。市盈率的计算方法如下：1) 采用标普 500 指数过去 10 年每年每股收益 (EPS) 进行计算；2) 采用美国消费者物价指数 (CPI) 调整每股收益以应对通货膨胀；3) 采用 10 年期间实际每股收益的平均值；及 4) 将标普 500 指数的当前水平除以 10 年期间平均每股收益，得出经周期调整的市盈率 (CAPE)。

来源：Robert J. Schiller，世界黄金协会

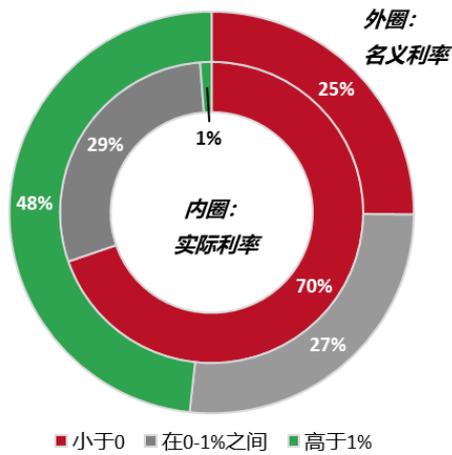
4 摩根大通，《2019 年中展望：央行同步宽松政策支持资产价格进入 2019 年下半年》，2019 年 7 月 1 日。

5 《货币政策对黄金的影响》，2019 年 3 月。

投资者正面临一个难题。传统上，持有债券能够为投资者提供多样化投资配置，并能够对冲其股市风险。但 2011 年以来债券市场收益率普遍下跌，令高质量和低质量债券的价格变得更加昂贵。事实上，全球范围内有超过 13 万亿美元债券收益率为负值。⁶ 我们的分析表明，70% 的发达市场债券的实际收益率为负，其余 30% 接近或低于 1%（图 4）。

在此背景下，例如黄金这类高质量、高流动性的另类资产可以帮助投资者更有效地平衡风险，同时提供与其他资产相关性较低的收益。

图 4：目前，一大部分主权债务的实际利率为负值*



*截至 2018 年 6 月 30 日。包括来自澳大利亚、加拿大、丹麦、欧元区（投资级别）、日本、瑞典、瑞士、英国和美国的主权债务。实际收益率按照名义收益率减去最近可用的每年消费者物价指数通胀率计算。由于四舍五入，总和可能不等于 100%。

来源：彭博社，世界黄金协会

新兴市场的混合需求

经济增长放缓以及金价波动加剧可能带来的影响，也许会导致今年消费者需求走软，尤其是在占年度黄金需求最大份额的新兴市场。⁷此外，我们预期，印度财政部最近宣布将黄金进口关税上调 2.5%，可能会导致 2019 年黄金需求减少约 2.4%。⁸而且，如果更高的税率成为永久性的，印度的长期黄金消费需求将以每年略低于 1% 的速度下降。⁹然而我们相信，印度和中国正在实施的广泛的结构性的经济改革，可能会为长期的黄金需求提供支持。

此外，我们预计在可预见的未来，以新兴市场为首的央行黄金需求仍将保持正值。

一切都与黄金表现有关

与普遍看法相反，黄金的供需动态其实很好地解释了黄金的价格表现（见附录）。

与金饰、科技应用和长期储蓄相关的黄金需求是金价长期表现的重要决定因素。而以短期和中期的视角看待，只有当黄金需求发生重大变化时，金价才能受到影响。相反，由更高的不确定性（包括投机活动）产生的黄金投资需求可以有效影响金价的短期和中期表现，但从长期来看，该类影响趋于淡化。此外，通过金矿开采或回收金产生的供应令黄金市场供需基本达到平衡。

展望今年剩下的时间，我们认为消费者需求可能相对疲软，投机需求则将加剧黄金价格波动，但总体而言，投资需求可能仍将保持强劲势头，各国央行将继续保持净购金趋势。

⁶ 基于截至 2018 年 6 月 30 日的彭博巴克莱全球总负收益债券市场价值指数（美元）。

⁷ 见 Goldhub.com 中需求与供应数据部分。

⁸ 参见 2019 年 7 月 Goldhub 中关于印度进口关税增加的博客。

⁹ 出处同前。

附录

金价的驱动因素及黄金在投资组合中的作用

黄金的四个属性使其成为有价值的战略资产，¹⁰通过向投资者提供：

- 收益来源
- 在经济扩张和衰退期与主要资产类别的低相关性
- 与其他金融资产一样具有流动性的一种主流资产
- 历史可证的更高的投资组合风险调整后收益。

这些属性是黄金作为消费品和投资品双重属性的副产品（图5）。

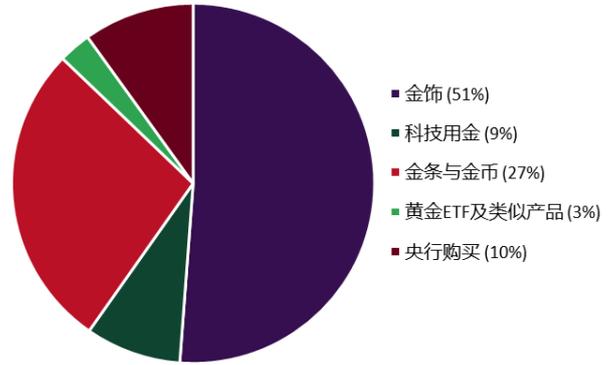
黄金需求和金价表现反过来又对四大驱动因素作出反应：

- **经济扩张：**经济增长长期对金饰需求、科技行业用金和长期储蓄非常有利
- **风险和不确定性：**市场下行往往会通过黄金的避险属性提振其投资需求
- **机会成本：**竞争资产，例如债券（通过利率渠道）、货币和其他资产的价格会影响投资者对黄金的态度
- **动量：**资本流动、仓位和价格趋势可以激发或抑制黄金的表现。

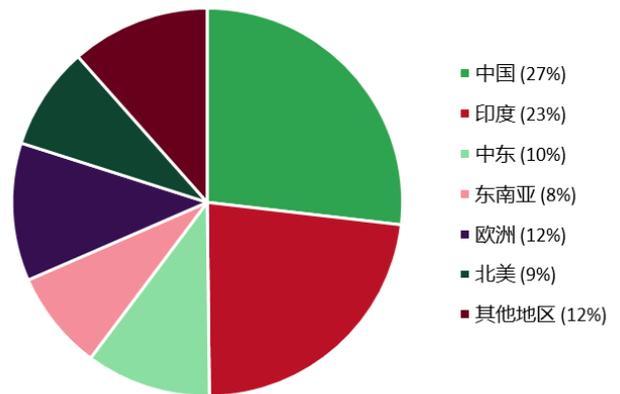


图5：黄金是作为奢侈品、高端电子产品的组成元件、避险投资或投资组合多元化工具而被购买的

(a) 按来源划分的10年平均黄金需求*



(b) 按地区划分的10年平均黄金需求*



*根据2009年至2018年的年黄金需求量计算。由于可用数据来源的限制，地区分类不包括央行黄金需求。

来源：ETF公司文件，Refinitiv GFMS，金属焦点公司，世界黄金协会

10 《黄金作为战略资产的重要性》，2019年3月。

版权和其他权利

© 2019 世界黄金协会。保留所有权利。世界黄金协会和环形是世界黄金协会及其附属机构的商标。

对伦敦金银市场协会黄金价格(LBMA Gold Price)的引用已获得洲际交易所基准管理机构的许可，仅供参考之用。洲际交易所基准管理机构不对这些价格的准确性，或者这些价格所对应的产品承担任何责任。其他第三方内容是各个第三方的知识产权，所有权利属于这些第三方。

除非得到世界黄金协会或相关版权所有者的事先书面同意，否则严禁复制或再分发任何内容，但符合下述规定的除外。

允许根据公平行业实践，将本文的统计数据用于评论目的（包括媒体评论），但必须符合以下两个前提条件：(i) 仅允许使用有限的的数据或分析摘录；(ii) 使用其中任何或全部统计数据必须注明引用自世界黄金协会，并在必要时注明引用自Metals Focus、汤森路透或其他明确的第三方来源。

世界黄金协会不保证任何信息的准确性和完整性。对于使用本文件而造成的直接或间接损失或损害，世界黄金协会不承担任何责任。

本文所含信息不构成且不可解释为构成购买或销售黄金、任何黄金相关产品或服务或任何其他产品、服务、证券或金融工具（统称“服务”）的建议或要约。在做出任何与服务或投资有关的决定前，投资者应与合适的投资专业人士讨论自身情况。

本文包含前瞻性陈述，例如使用“相信”、“预计”、“可能”或“建议”等词语或类似术语的陈述，此类陈述是基于当前预期，可能会被修改。前瞻性陈述包含一些风险和不确定性。无法保证任何前瞻性陈述会成为现实。我们不承担更新任何前瞻性陈述的责任。

