浦銀國際
SPDB INTERNATIONAL

黄金投资手册：黄金并不黄金

黄金价格历史性突破 2000 美元之际，我们重新冷静审视黄金。我们就其供需结构、定价属性进行了梳理，基于此对黄金价格进行了多维展望并制定了相应的投资策略。

- **黄金供需结构与普通大宗商品有所不同。**黄金**供应端**稳定、分散，开采成本相对稳定且持续大幅低于现价。黄金的**需求端**整体稳定，金饰与投资需求合计占比八成，两者交替成为最大的需求端，黄金的消费型需求由中印两国绝对主导，但投资型需求在全球较为分散。

- **黄金定价属性兼具大宗商品属性与金融属性，金融属性居于主导。**黄金价格同时包含了大宗商品属性与金融属性，大宗商品属性下的金价主要由需求端尤其是投资型需求所驱动。金融属性下的黄金本质上就是长久期的抗通胀负息债券，金价核心驱动因素就是实际利率。避险、美元、央行扩表这些都只是表象，必须通过影响实际利率才能对金价产生影响。

- **多维分析显示黄金上行空间有限，建议投资人减持。**我们从实际利率、仓位与技术面、相对估值、周期下的资产配置几个维度对金价进行展望，综合几个维度的判断都共同显示黄金价格的上行空间有限，投资性价比不高，建议投资人减持。

- **如要下注实际利率下行，具体投资策略：长端 TIPS>黄金>金矿股。**由于金矿股属于黄金的高贝塔标的，长期而言更容易跑输黄金，我们认为此时黄金优于金矿股。投资人投资黄金本质上就是押注实际利率走低，长端 TIPS（美国通胀挂钩国债 Treasury inflation-protected securities，简称 TIPS）同样也是受实际利率驱动，但却回撤更小、波动更低、总回报更高。不论从哪个角度来看长端 TIPS 都优于黄金，综上所述，就当前阶段而言，长端 TIPS>黄金>金矿股。

蔡瑞，CFA
策略分析师
carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

王彦臣，PhD
宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

林琰
研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2020 年 8 月 13 日

相关报告：

《SPDBI 全球央行观察：整体扩大宽松，欧元走强不具可持续性 | 2020 年 8 月刊》（2020-07-31）

《SPDBI 全球央行观察 2020 年 7 月刊》（2020-07-09）

《2H20 投资策略展望:不要站在央行的对立面》（2020-06-19）

《SPDBI 全球央行观察 2020 年 6 月刊》（2020-06-05）

本研究报告由浦银国际控股有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

目录

黄金供需结构 4

黄金供应：稳定、分散、成本稳定 4

黄金需求：金饰与投资需求驱动 7

黄金的定价属性 10

大宗商品属性下的金价：投资需求主导 10

金融属性下的金价：本质是长久期的抗通胀负息债券 14

黄金的价格展望 19

实际利率：金价基本合理，上行空间有限 19

仓位与技术面：仓位高，超买明显 24

相对估值：金价很可能被高估 26

经济周期下的资产配置：当前周期阶段应减持黄金 28

投资策略 30

金矿股：金价上行跑赢黄金，金价下行跑输黄金 30

长久期 TIPS 盈亏比大幅好于黄金，是更好选择 32

黄金投资手册：黄金并不黄金

“Truth, like gold, is to be obtained not by its growth, but by washing away from it all that is not gold.”真理就如同黄金一样，不是通过做加法的拓展来获得，而是通过做减法的去伪存真来获得。

—— Leo Tolstoy 列夫托尔斯泰

黄金，这个令全人类魂牵梦绕的化学元素，单单其所散发的光泽与颜色就足以刺激众人释放大量的肾上腺素。在布雷顿森林体系解体近 50 年后，在金价历史性突破 2000 美元之际，在全球史无前例的货币宽松下全球新闻媒体、卖方报告一片看多黄金的声音中，我们尝试戴上耳塞与墨镜，屏蔽掉众说纷纭与黄金所散发出令人炫目的光彩，冷静地对这个最不活跃的化学元素重新深度审视。

我们首先梳理了黄金的**供需结构**，黄金供应端稳定、分散，开采成本相对稳定且持续大幅低于现价。黄金的需求端整体稳定，金饰与投资需求合计占比八成，两者交替成为需求端的主体，黄金的消费型需求由中印两国绝对主导，但投资型需求在全球较为分散。

其次我们研究了黄金的**定价属性**，黄金的价格属性同时包含了大宗商品属性与金融属性，其金融属性居于主导。不同于普通大宗商品，大宗商品属性下的金价主要由需求端尤其是投资型需求所驱动。金融属性下的黄金本质上就是长久期的抗通胀负息债券，金价核心驱动因素就是实际利率，避险、美元、央行扩表这些都只是表象，必须通过影响实际利率才能对金价产生影响。

然后我们从实际利率、仓位与技术面、相对估值、经济周期下的资产配置几个维度对**金价进行展望**，综合几个维度的判断都共同显示黄金价格上行空间有限，投资性价比不高，**建议投资人减持。**

最后我们在此基础上我们提出了具体的**投资策略**。由于金矿股属于黄金的高贝塔标的，长期而言更容易跑输黄金，我们认为此时黄金优于金矿股。投资人看好金价本质上就是看好实际利率走低，长端 TIPS 同样也是受实际利率驱动，但却回撤更小、波动更低、总回报更高。不论从哪个角度来看长端 TIPS 都优于黄金，综上所述，就当前阶段而言，**长端 TIPS>黄金>金矿股。**

黄金供需结构

黄金作为一种特殊的商品，如其他商品一样，其供需结构是最大的基本面，当我们研究黄金时首先需要梳理其供需情况。**黄金的供应端**总量稳定、分散，主要由开采所贡献，已开采黄金存量巨大，黄金的开采成本也稳定在 1000 美元以下。**黄金的需求端**整体稳定，金饰与投资需求合计占比近八成，两者交替成为最大需求端，金饰品需求（消费型）主要由中印绝对主导，但金条、金币需求（投资型）全球较为分散。

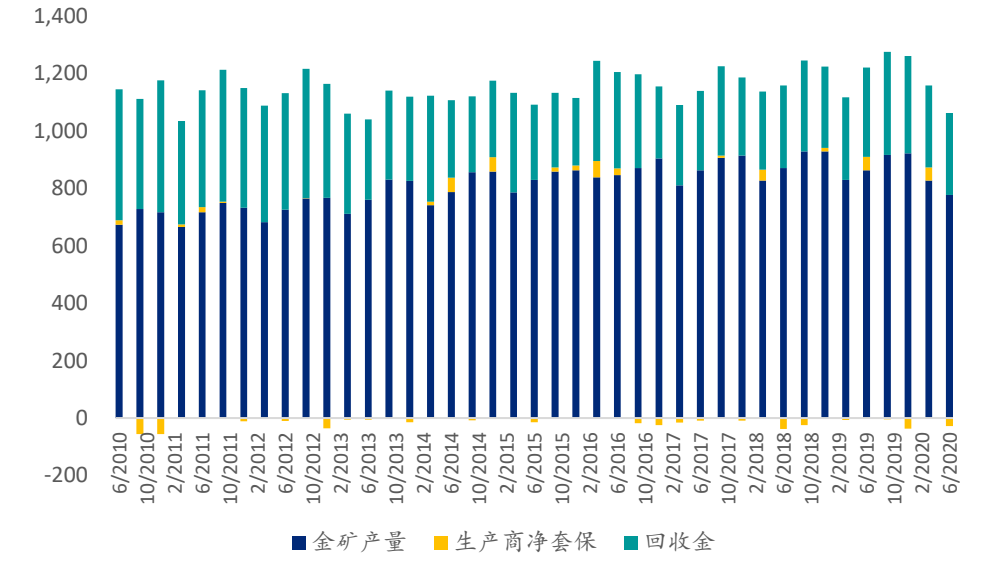
• 黄金供应：稳定、分散、成本稳定

全球的黄金供应主要有以下几个特点：1）每年供应总量稳定、供应相对分散，2）黄金供应四分之三由采矿所贡献，3）已开采黄金存量巨大，全球人均近一盎司，4）黄金的生产成本基本稳定在 1000 美元以下。

1. 黄金每年的供应总量稳定，产量相对分散

2010 年至今，黄金每个季度平均供应都在 1100 吨上下，年均供应量约为 4500 吨上下，总体变化不大。

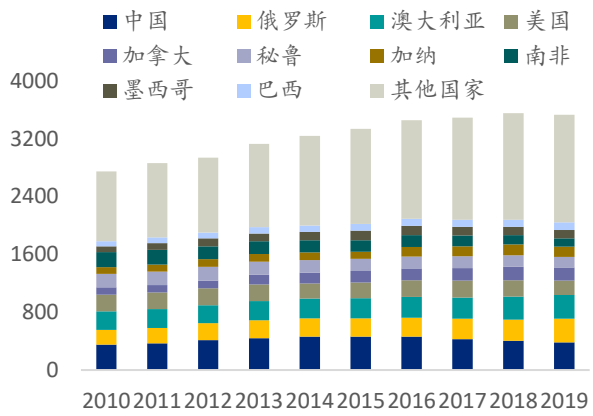
图表 1：黄金需求构成（吨）



资料来源：世界黄金协会，浦银国际

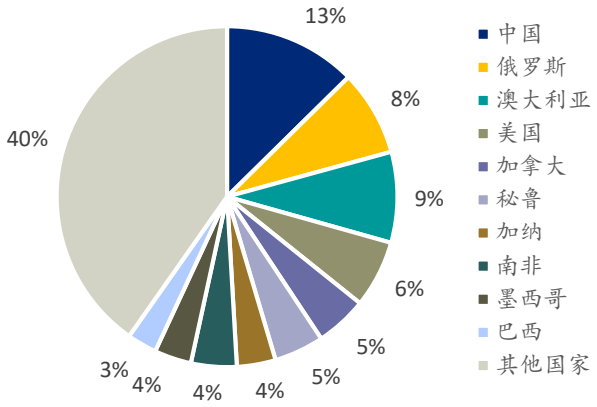
黄金供应在全球相对分散，全球黄金产量前三国家中国、澳大利亚、俄罗斯的产量合计约占全球 30%。

图表 2: 2010 年以来黄金供应（吨）



资料来源：世界黄金协会，浦银国际

图表 3: 黄金供给构成按国家（2014-2019 年平均）

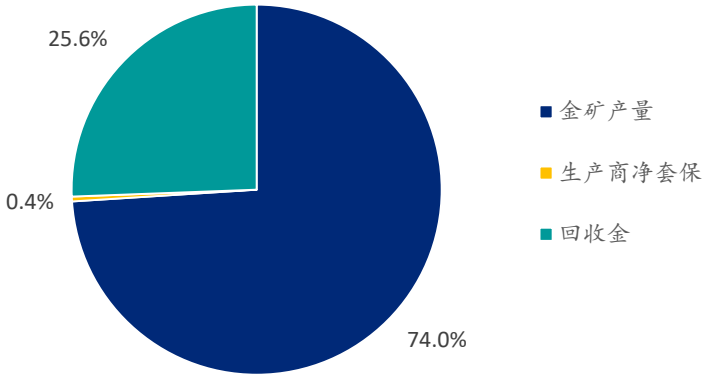


资料来源：世界黄金协会，浦银国际

2. 黄金供应四分之三由采矿所贡献

黄金供应结构保持稳定，其中约四分之三由金矿开采所贡献，约四分之一为回收。即供应主要由新增供应所贡献。

图表 4: 全球黄金供给构成（2014-2019 年平均）

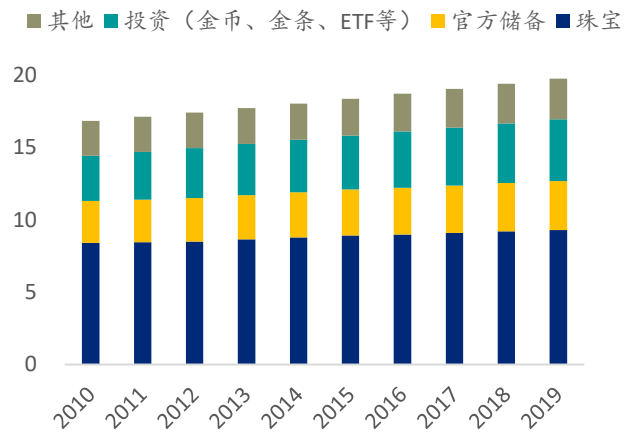


资料来源：世界黄金协会，浦银国际

3. 已开采黄金存量巨大，全球人均一盎司

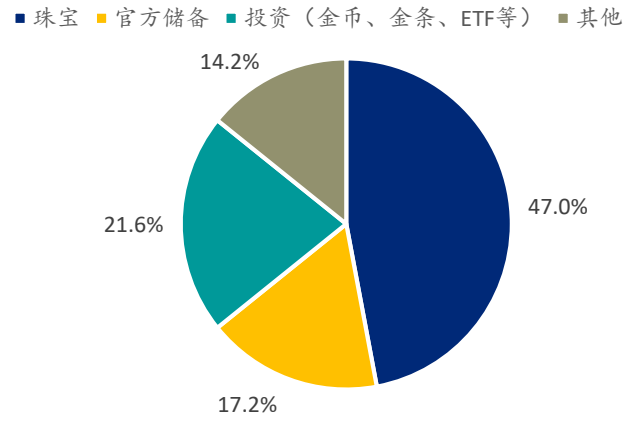
结合《Mental Focus》、Refinitiv GFMS、美国地质调查局、世界黄金协会的估算，截止 2019 年，全球黄金存量已接近 20 万吨，全球人均近 1 盎司。

图表 5: 2010 年以来黄金存量（万吨）



资料来源：《Mental Focus》，Refinitiv GFMS，美国地质调查局，世界黄金协会，浦银国际

图表 6: 黄金存量（2019 年）



资料来源：《Mental Focus》，Refinitiv GFMS，美国地质调查局，世界黄金协会，浦银国际

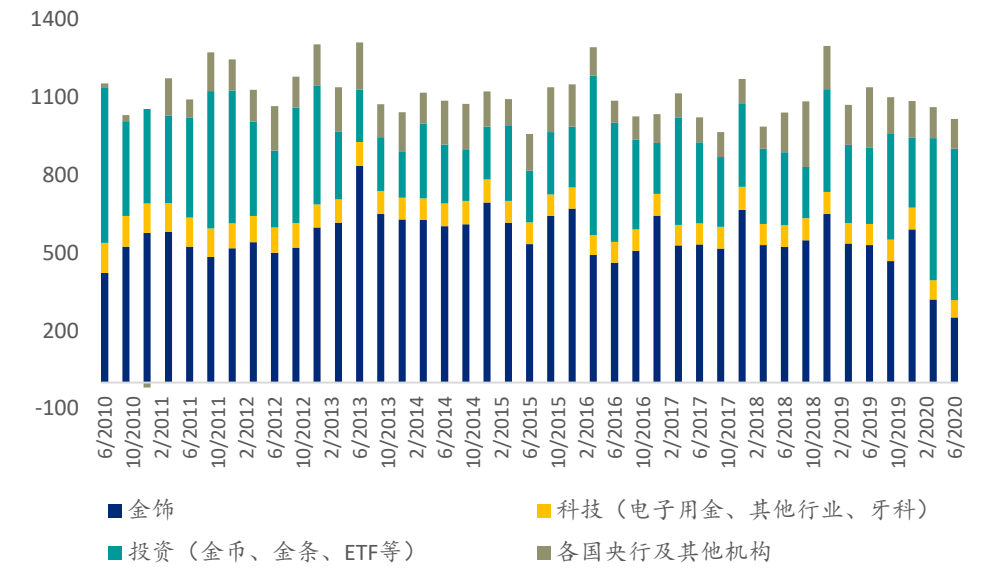
● 黄金需求：金饰与投资需求驱动

对黄金的需求梳理，我们发现黄金的需求有几个以下特点：1）每年需求整体稳定；2）金饰与投资需求合计占比近八成，两者交替成为最大需求端；3）金饰品需求（消费型）主要由中印两国绝对主导，但金条、金币需求（投资型）全球较为分散。

1. 黄金每年的需求总量稳定

2010 年至今，黄金每个季度的需求都在 1100 吨上下，年均需求量约为 4443.0 吨，2010 年至 2020 年二季度的复合增长率为 0.41%，每年的需求总量整体稳定。

图表 7：黄金需求构成（吨）



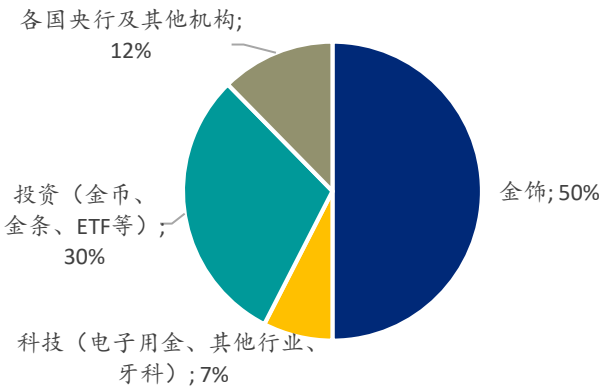
资料来源：世界黄金协会，浦银国际

2. 金饰与投资需求合计占比近八成，两者交替成为最大需求端

过去 5 年全球黄金需求年均需求量为 4366.7 吨，其中金饰品需求占比超过 50%，占比最大；其次为投资需求（包括金币、金条、黄金 ETF 等），占比近 30%；**金饰品需求+投资需求合计占比近八成**，各国央行的买入及科技需求各占 12.3%及 7.5%。

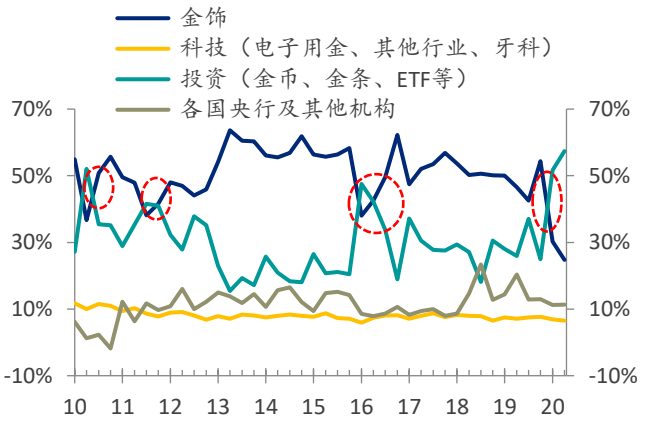
但需求结构的变化较大，科技需求、央行买入的需求占比相对稳定，但**金饰品需求与投资需求交替成为最大需求端**，2010、2011、2016、2020 年投资需求都超过金饰品需求。

图表 8：黄金需求构成按种类（过去 5 年平均）



资料来源：世界黄金协会，浦银国际

图表 9：金饰与投资交替成为黄金最大需求端



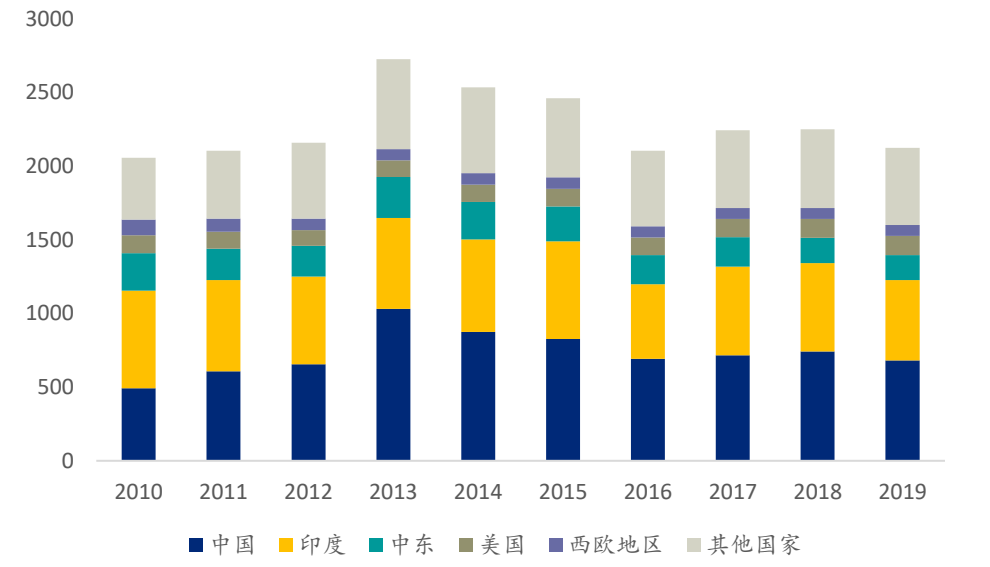
资料来源：世界黄金协会，浦银国际

3. 金饰品需求（消费型）中印绝对主导，金币&金条需求（投资型）分散

金饰品属于**消费型需求**，它由中印两国所绝对主导，中印两国的金饰品消费需求占比近全球金饰品消费六成。

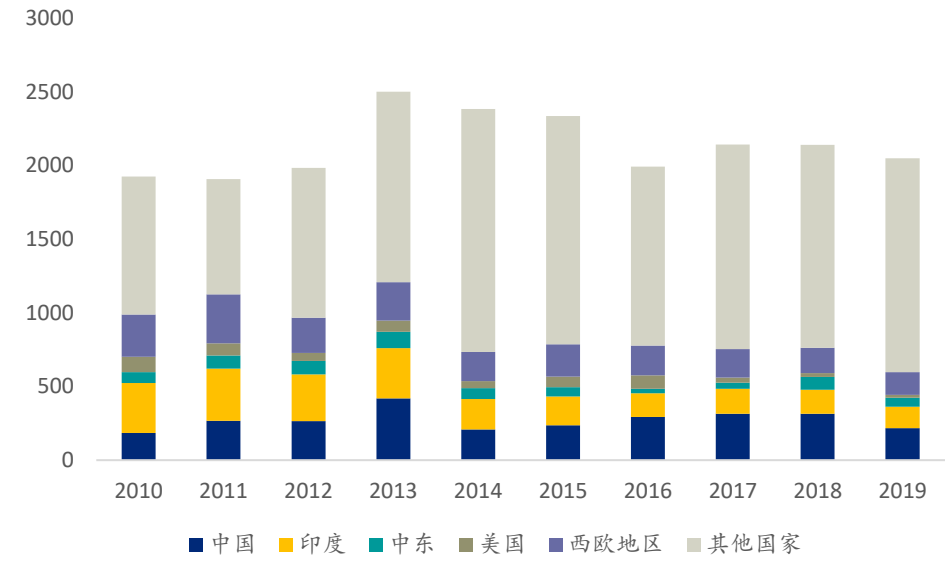
而金币、金条则更偏向**投资型需求**，在地域分布上就较为分散，中印两国合计仅占全球的两成。

图表 10：全球金饰消费（吨）



资料来源：世界黄金协会，浦银国际

图表 11：全球金币、金条投资（吨）



资料来源：世界黄金协会，浦银国际

黄金的定价属性

黄金的价格属性同时包含了大宗商品属性与金融属性，我们对其分别展开分析。两者综合来看，金融属性居于主导。其大宗商品属性下的金价不太受供应端影响，主要受需求端尤其是需求端中的投资型需求（金币、金条、黄金 ETF）所影响。金融属性下的黄金本质上可以被视为**长久期的抗通胀负息债券**，驱动黄金价格的核心因素就是——实际利率（名义利率减通胀）。

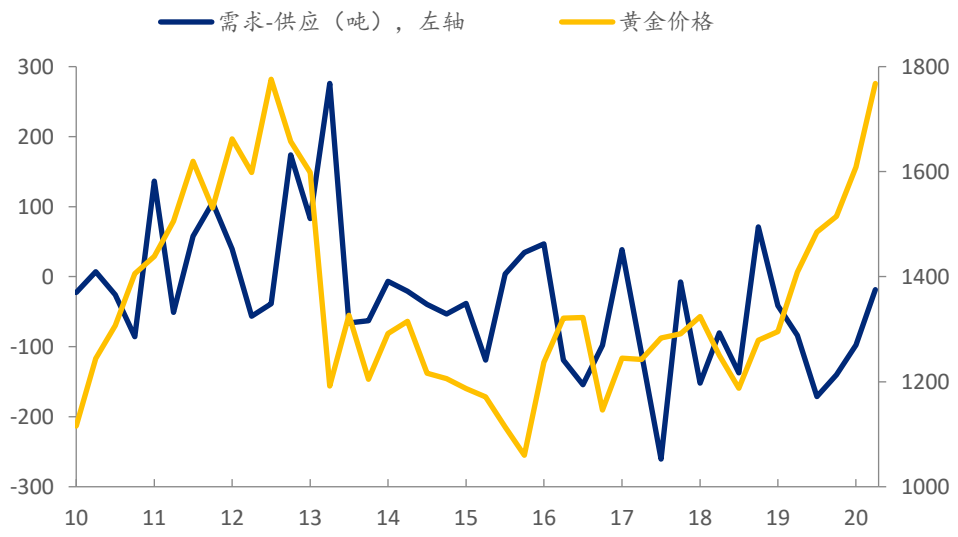
• 大宗商品属性下的金价：投资需求主导

黄金，作为一种大宗商品，价格依然受到供需关系的影响。因此我们有必要将黄金放置在供需框架下研究黄金价格。梳理后发现，不同于普通大宗商品由供需差额驱动价格变化，黄金价格主要由需求端尤其是投资型需求所驱动。

1. 供应 vs 需求：供需结构与黄金价格相关性有限

我们基于全球黄金的供应与需求数据，计算了需求过剩度（需求-供应）与黄金价格的相对关系，但我们发现黄金需求减去供应的差额与黄金价格的**相关度仅为 12.7%**。虽然是正相关，但相关性有限。这意味着传统的大宗商品供需框架对于理解黄金价格的帮助有限，我们有必要对其进一步梳理以发现黄金价格的真正驱动力。

图表 12: 黄金供需 vs 黄金价格（美元/盎司）

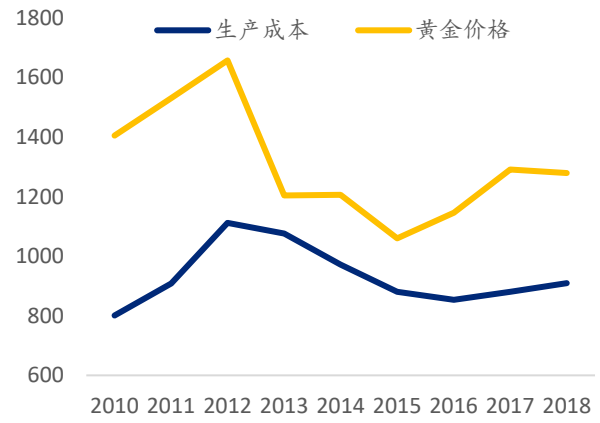


资料来源：世界黄金协会，浦银国际

2. 供应端：不同于其他大宗商品，黄金价格持续高于生产成本，金价由需求端主导

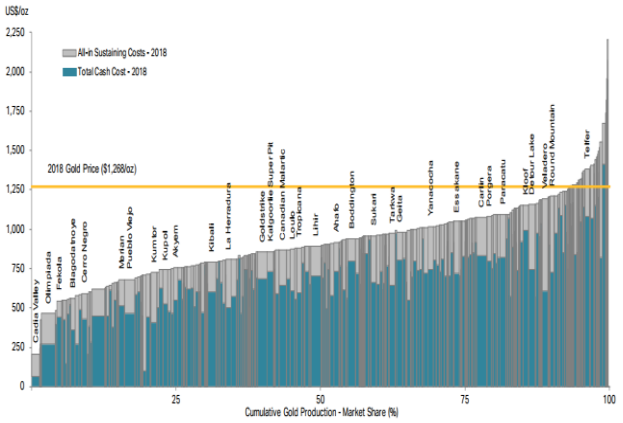
黄金的生产成本总体维持稳定，近 10 年来的生产成本基本都在 1000 美元以下，即使在黄金的价格低谷，金价也同样大幅度高于生产成本。当前金价已经高达 2000 美元，已经大幅高于全球所有的金矿生产商生产成本。不同于其他大宗商品，例如石油，价格可能跌破生产成本进而导致供应端收缩，**由于黄金生产成本持续低于现价，供应端无压力，价格主要由需求端所主导。**我们计算发现黄金供应与黄金价格的相关度（9.5%）低于需求-供应（12.7%），也佐证了黄金价格主要由需求端所主导。

图表 13：黄金生产成本（美元/盎司）



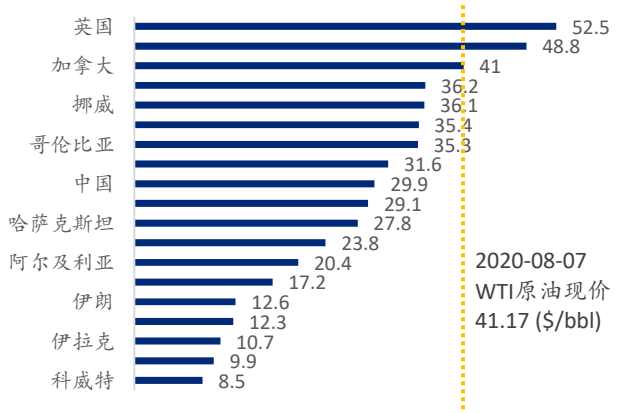
资料来源：《Mental focus》，Refinitiv GFMS，美国地质调查局，世界黄金协会，浦银国际

图表 14：黄金成本曲线



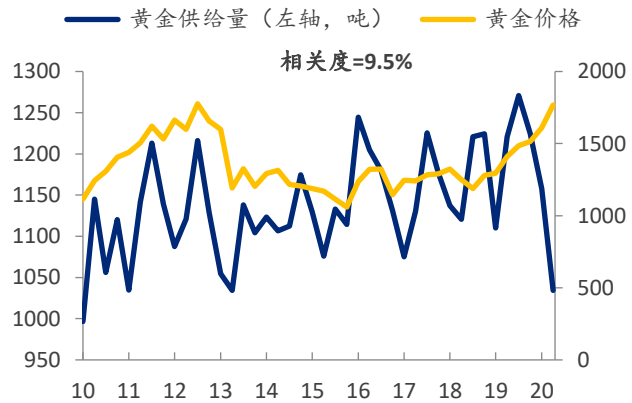
资料来源：《Mental focus》，浦银国际

图表 15：多数产油国生产成本低于现价（美元/bbl）



资料来源：IEA，Rystad energy，浦银国际

图表 16：黄金供应量与黄金价格（美元/盎司）相关度较低

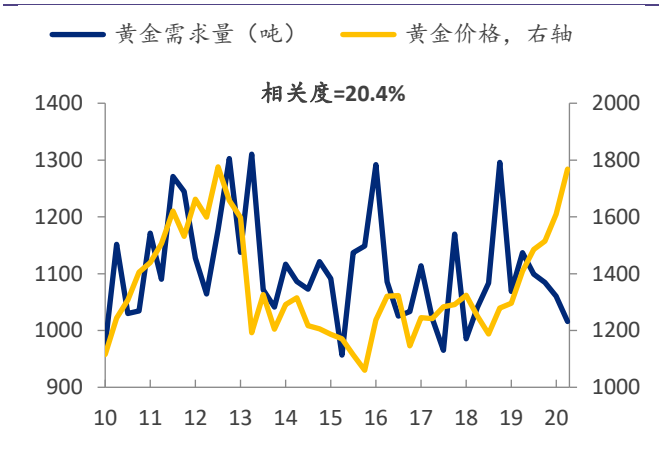


资料来源：世界黄金协会，浦银国际

3. 需求端：金饰需求与金价反比，投资需求与金价正比

在供应端的分析已经显示供应不是黄金价格的主导因素，我们对于黄金需求与价格的相关度计算显示，相关度明显提高至 20.4%。这说明黄金价格由需求端驱动，我们查看需求最大的两个部分：金饰（平均约占需求五成），投资需求（平均约占三成），两者与黄金价格的关系截然相反。金饰需求与黄金价格成反比关系，黄金价格的上升与下降直接影响了金饰的需求增减，但投资需求则与黄金价格正相关。

图表 17：黄金需求与黄金价格相关性明显提高



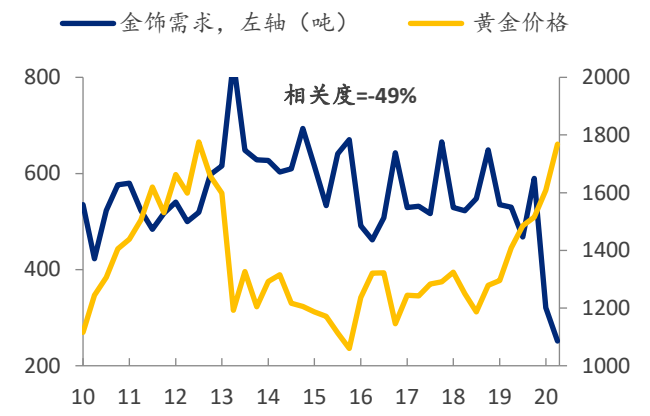
资料来源：IEA，Rystad energy，浦银国际

需求端拆解来看，**投资需求（年度增量）与金价的相关性进一步提高（相关度 53.6%），相比金饰需求对于黄金价格的影响更大。**
这是因为：

1） 黄金是一种大宗商品，其价格由供需影响，但黄金是一种特殊的大宗商品，**在黄金定价中其金融属性居于主导；**

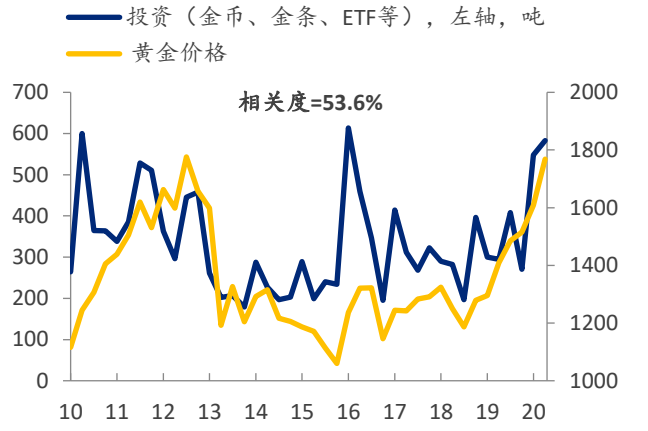
2） 投资需求的年度变化较金饰需求的波动幅度更大，对于价格的影响自然也更大。

图表 18：金饰需求与黄金价格（美元/盎司）成反比



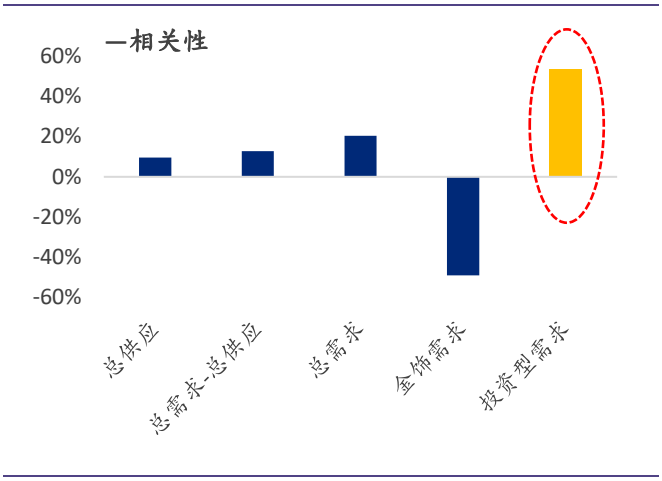
资料来源：世界黄金协会，浦银国际

图表 19：投资需求与黄金价格成正比，相关性进一步提高



资料来源：世界黄金协会，浦银国际

图表 20：黄金的投资型需求与黄金价格相关性最高，佐证了黄金价格的金融属性居于主导



注：计算自 2010 年至 2020 年二季度的相关性

资料来源：世界黄金协会，浦银国际

● 金融属性下的金价：本质是长久期的抗通胀负息债券

金融属性下的黄金是由什么因素所驱动与主导的？——避险？美元？央行扩表？这些变量都是表象，都没有抓到问题的本质。**黄金本质上就是长久期的抗通胀负息债券，驱动黄金价格的核心驱动因素就是——实际利率**（名义利率减通胀）。

流动性的宽松，名义利率的走低降低了持有黄金的机会成本，这将推高金价，但这并不是故事的全部，黄金作为实物资产，其最大的特点是抗通胀，价格随着通胀而进行调整，也就是**名义利率与通胀两个因素共同影响黄金价格，两者合一即实际利率。**

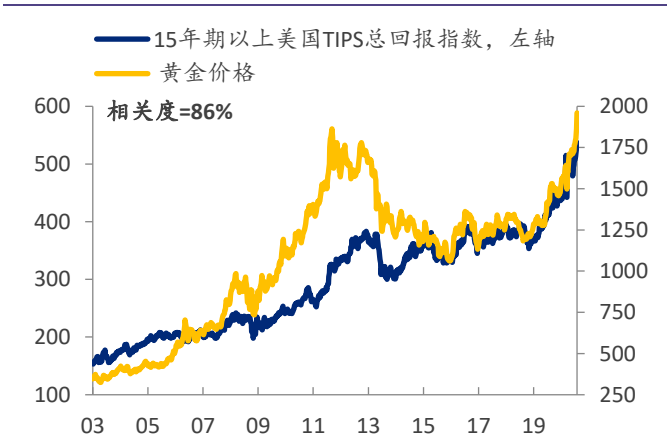
同样是受实际利率驱动的资产还有 TIPS，其发行的利率、本金都与通胀挂钩，通胀增加时利率、本金也根据通胀水平做出对应的调整（每半年调整一次）。另外美国通胀挂钩债券的底层信用是美国政府，与黄金一样被视为信用风险极低的投资产品（虽然两者风险都极低，但黄金的信用风险肯定低于美国国债，但除非是购买实物黄金，否则黄金投资产品的信用风险未必会低于美国国债），正是因为两者的驱动因素一致，因此两者表现出极高的相关性，2003 年以来的周度数据计算相关性高达 86%，远超其他变量。

图表 21：黄金价格的核心驱动力是实际利率



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 22：黄金价格与长端 TIPS 价格走势高度一致



资料来源：FactSet，浦银国际

黄金价格的根本驱动力就是实际利率，黄金与 TIPS 的价格驱动因素相同。但黄金与 TIPS 有何不同？其最大的不同就是——**TIPS 是生息资产，黄金是负息资产。**

由于实际利率为负，TIPS 的 YTM（到期收益率）也为负值，但 TIPS 作为生息资产仍然定期会收到利息。但黄金则不同，黄金没有任何的现金流入，恰恰相反，黄金有现金流出，即持有黄金需要支付高昂的保管费，即使投资黄金 ETF，其背后所对应持有的物理黄金同样也在缴纳保管费，通过侵蚀 NAV 进而反映在产品的价格中。**黄金因而是负息资产，结合其受实际利率驱动的特性，我们可以认为黄金本质上就是长久期的抗通胀负息债券。**

图表 23：Goldmoney 黄金储存成本

金库地点及安保提供商	年化储存成本（%）
香港 Brink's	0.216
伦敦 Brink's	0.216
纽约 Brink's	0.216
苏黎世 Brink's	0.216
香港 G4S	0.18
渥太华 The Royal Canadian Mint	0.18
新加坡 Brink's	0.18
多伦多 Brink's	0.18
苏黎世 Rhenus	0.18
法兰克福 Loomis	0.15
新加坡 Loomis	0.15
香港 Loomis	0.12
伦敦 Loomis	0.12
新加坡 Malca-Amit	0.12
苏黎世 Loomis	0.12

注：（截至 2020 年 8 月 7 日），Goldmoney 为全球最大的黄金保管商之一，其客户遍布 150 多个国家，其存放的各类资产超过 28 亿美元。

资料来源：Goldmoney，浦银国际

黄金之所以呈现避险特征、与美元指数负相关，究其根本仍然是因为市场对于实际利率的预期变化。同样地，央行扩表、美元指数走弱等现象也是通过实际利率对黄金价格发生作用。

1. 黄金避险是表象，通过实际利率对金价发生作用

当风险事件发生时，黄金价格有时会呈现上涨趋势，究其根本在于风险事件出现，令市场预期央行的名义利率下调，在通胀不变的情况下实际利率下行，进而推升黄金价格，因此“避险”只是表象，背后的根本原因在于实际利率的下行。与常识相悖，黄金价格与衡量市场风险的经典指标 VIX 不仅相关度极低而且还是负相关（仅-10.1%）。“避险”容易误导投资人对于黄金价格本质的理解，只有建立起风险事件与实际利率变化的联系，方能更好的理解黄金价格变化，否则容易形成误判，例如：

1) 2008 年 3 月，受金融危机影响，美国官方首次预测经济衰退，3 月 18 日投行雷曼价格一日暴跌 50%，市场避险情绪非常浓烈，截至 2008 年年底，VIX 从 27.5 上涨至 43.4，但黄金价格却自 977.6 跌至 851.4，跌幅 13%。其背后的原因在于市场预期经济衰退可能出现通缩，推升实际利率的预期大幅走高，ICE 美国 5 至 15 年期 TIPS 隐含收益率来看，同期实际利率自 0.66%升至 2.59%。

2) 2009 年至 2010 年，金融危机后全球股市见底大反弹，衡量市场风险的 VIX 指数大幅走低，全球资本市场再度切换为 risk-on 模式，如果依照通常黄金是避险需求的理解，黄金价格应该暴跌才对，但实质上 2009 年黄金上涨近 30%，其背后的根本原因在于 2009 年的实际利率预期大幅走低，ICE 美国 5 至 15 年期 TIPS 隐含收益率来看，2009 年的实际利率由 2.58%跌至 1.15%。

由此可见，**避险情绪升高黄金价格未必上涨，避险情绪回落黄金价格未必下跌**，究其根本仍要看风险事件与实际利率的相互作用关系，根据作用机理不同，可以将风险事件分为“通胀型”与“通缩型”。“通胀型”风险事件推升通胀预期，如果再加上央行宽松降低名义利率，那么实际利率下行，这就利好黄金，但如果是“通缩型”风险事件，即使央行降低名义利率，但实际利率可能不降反升，这就会对黄金价格构成负面影响，我们计算了历史上的几次“通胀型”风险事件与“通缩型”风险事件下的黄金收益，“通缩型”风险事件下黄金都是负收益，并未实现所谓的“避险”。因此，**实际利率才是黄金价格的真正主导因素，“避险”只是金价的表象而非本质。**

图表 24：黄金价格 vs VIX 指数相关度很低



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 25：不同类型危机事件期间股市与黄金收益比较

类型	危机事件	时间	黄金收益	股市收益
通胀型	1978 年石油危机冲击石油供应，引发通胀担忧	1978 年 12 月 26 日至 1979 年 3 月 4 日	15.3%	-0.6%
	1990 年伊拉克入侵科威特冲击石油供应，引发通胀担忧	1990 年 8 月 2 日至 1991 年 1 月 16 日	5.9%	-10.0%
通缩型	2008 年金融危机引发通缩担忧	2008 年 3 月 18 日至 2008 年 12 月 31 日	-13.6%	-32.1%
	2014 年石油价格战引发通缩担忧	2014 年 7 月 1 日至 2014 年 12 月 31 日	-9.4%	20.2%

注：黄金收益基于 LBMA 金价计算，股票收益基于标普 500 指数计算。

资料来源：FactSet，浦银国际

2. 美元指数影响黄金价格是表象

由于黄金是以美元计价，因此当美元走弱/强时，市场通常会认为黄金将走强/弱。但美元对于黄金的影响仍然只是表象，美元同样也受到实际利率的影响。具体影响的传递机制为：美元走弱/强→美国进口价格上升/下降→通胀上升/下降→实际利率下降/上升→黄金价格上升/下降。因此就相关性来看，**美元指数与黄金价格确实是负相关，但对于黄金价格的影响机理仍然是通过实际利率发挥的。**

图表 26：黄金价格与美元指数 DXY 负相关



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 27：美元指数 DXY 与 TIPS 负相关程度更大

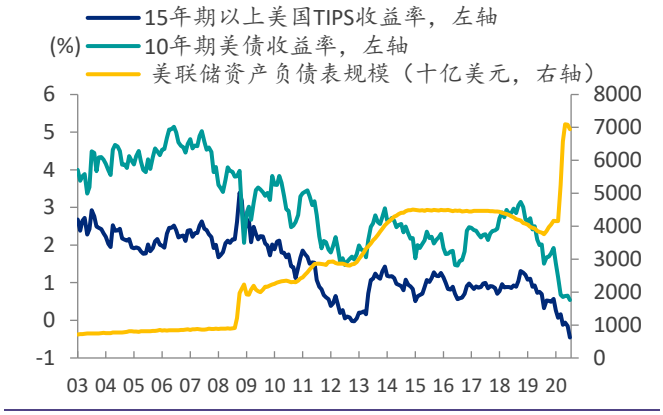


资料来源：FactSet，浦银国际

3. 央行资产规模会影响黄金价格是表象

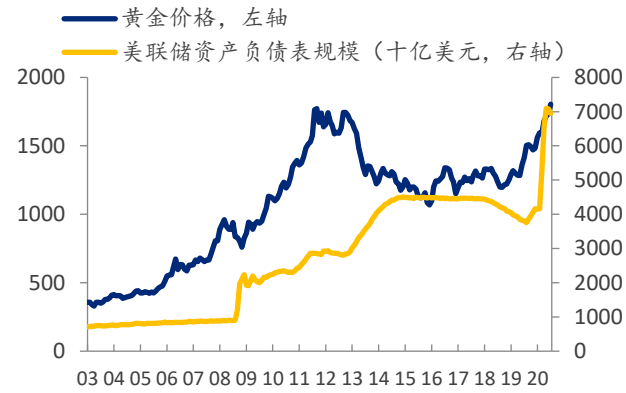
从相关性来看，央行的资产负债表规模与黄金的相关性呈较高相关性，但从逻辑上来说，资产负债表的扩张/缩减并不必然导致黄金价格的上涨/下跌。这是因为：**央行资产负债表规模和实际利率并非一一对应的关系**，央行资产负债表规模与利率水平长期来看呈现明显的负相关关系，但也并非完全对应，历史上不乏出现美联储扩表而实际利率上升（例如 2008-2009 年），对应的黄金价格也相应下跌，也不乏美联储缩表而实际利率下行（例如 2019 年），相应的黄金价格也大幅上行。央行的扩表会同时影响长端名义利率与通胀预期，进而影响实际利率，但**只有央行的扩表可以落地转化为实际利率对的下行时方才可能推动黄金价格上行**，一旦逻辑传递链条中间被打破，没有转化为实际利率的下行，那么在央行扩表的情况下也完全可能出现黄金价格持续下跌的情况。

图表 28：央行资产负债表规模与利率负相关，但并非一一对应



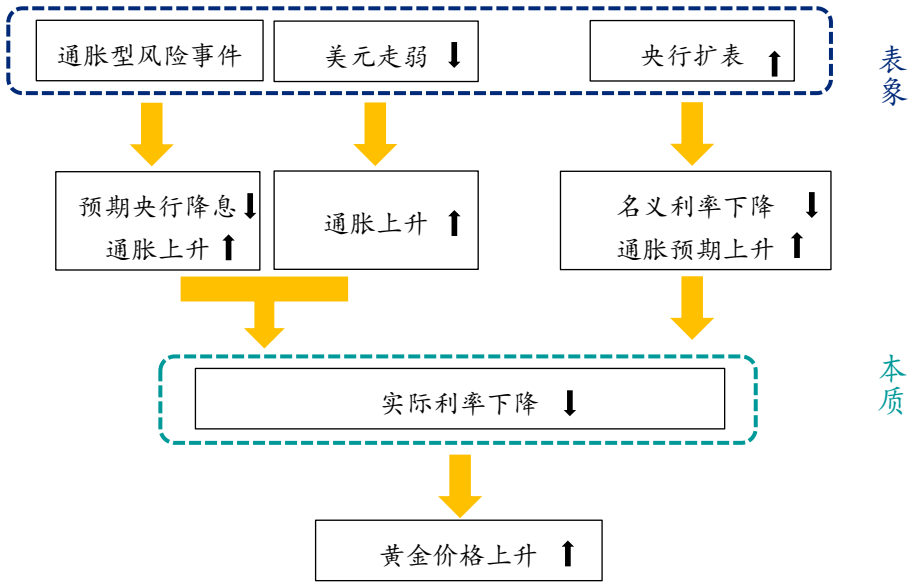
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 29：金价与央行资产负债表规模正相关



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 30：实际利率下降才是推动黄金价格上升的根本力量



资料来源：浦银国际

黄金的价格展望

我们从实际利率、仓位与技术面、相对估值、周期下的资产配置几个角度来对黄金价格进行展望，几个维度的综合判断，都共同指向**黄金价格上行空间有限，投资性价比不高，建议投资人减持。**

图表 31：对于黄金价格不同维度的分析结论

分析维度	结论
实际利率	金价基本合理，上行空间有限
仓位与技术面	仓位高、市场情绪热、技术面显示超买
相对估值	相对比例来看处于历史高位，预示金价高估
周期下的资产配置	衰退期的金价未来 12 个月回报温和，应减持黄金，增持股票

资料来源：浦银国际

• 实际利率：金价基本合理，上行空间有限

对于实际利率的分析，我们从美国长端名义利率与通胀两个维度分别展开。分析发现，长端名义利率下行空间已然有限，预计未来将低位震荡，而通胀预计将修复但不会出现大幅反弹。我们基于 2003 年以来的日度历史数据回归分析，构建了基于实际利率的黄金价格预测模型。针对不同场景对名义利率、通胀都进行了预测，结合不同场景下对应的黄金价格，我们认为黄金价格基本合理，上行空间有限。

1. 长端名义利率：下行空间有限，预计低位震荡

美债短端收益率（1 月期）目前在零附近，处于历史最低水平。美债的长端利率（10 年期）收益率目前的收益率不足 0.6%，创下历史新低。

历史来看 10 年期美债与制造业 PMI 高度相关，6、7 月份经济的反弹并未带来利率的对应上行，最主要由于央行的强力宽松，令美债收益率实际上与经济基本面有所背离。我们在《SPDBI 全球央行观察》系列报告中一直追踪包括美联储在内的全球央行动向，美联储在至少未来 2 年都将保持宽松态势，即使经济明显好转，未来美联储可能实施收益率曲线控制，美债收益率的上行空间料将有限，预计美债收益率将维持当前的低位水平震荡，美债收益率与 PMI 仍将存在一定程度的背离，但**缺乏因素支撑美债收益率进一步大幅下行，**因为：

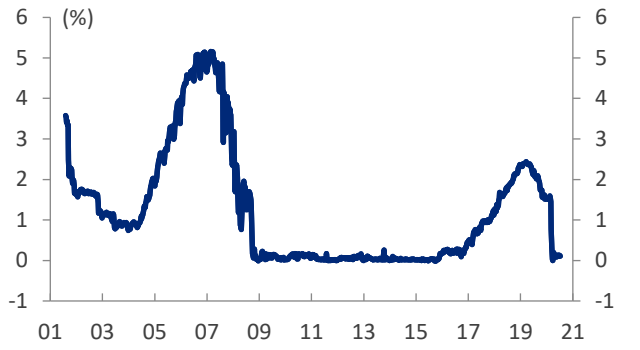
1） 疫情对于全球经济的冲击最差的时候已经过去，虽然未来的疫情走势仍然有不确定性，但可以确定的是疫情的治疗技术较 3 月份明显提高，死亡率明显下降；全球多款药物研发、疫苗已经快速推进；

2） 中国疫情好于全球其他地方，中国需求支撑有助于改善全球经济状况；

3） 极低的利率水平、弱美元都降低了全球企业、居民部门的违约概率；

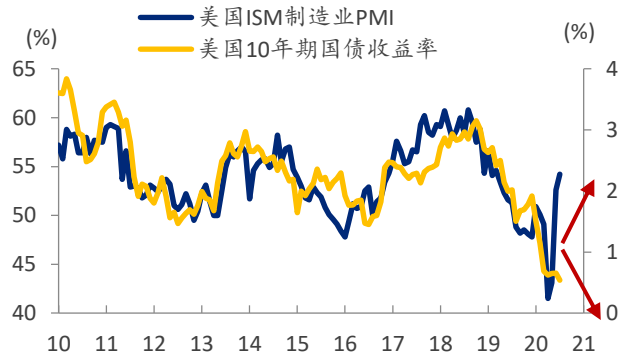
4） 美国没有意愿也没必要实施负利率，这意味着名义利率的下行空间会非常有限，我们定期追踪的《SPDBI 全球央行观察》系列报告已经留意到美联储多位官员明确表示不太可能实施负利率。

图表 32：短端美债收益率零利率



资料来源：FactSet，CFTC，浦银国际

图表 33：长端美债收益率与基本面有所背离



资料来源：FactSet，浦银国际

2. 通胀水平：修复但不会大反弹

美国与全球的通胀水平目前都属于周期的低位水平，如果看衡量通胀实际值与预期差额的通胀惊喜指数，美国与全球都同样处于相对低位，这表明通胀超预期的水平目前非常低。

图表 34：美国与全球 CPI（%）



资料来源：FactSet，浦银国际

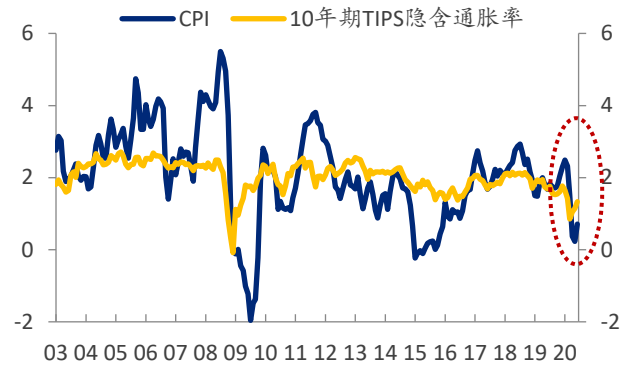
图表 35：美国通胀惊喜指数（12 个月平均）



资料来源：FactSet，浦银国际

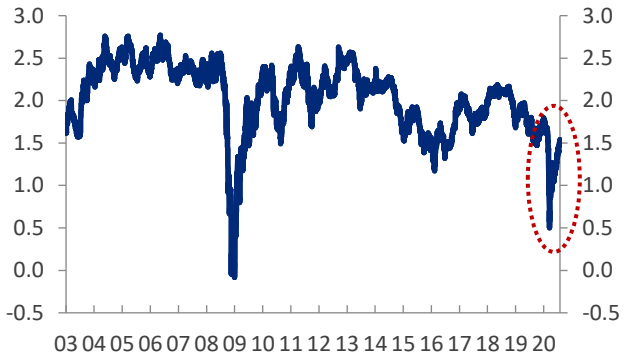
但 CPI 数据是滞后数据，核心还是要看通胀预期的变化。下图我们可以看到，美国 CPI 与 10 年期 TIPS 隐含的通胀预期高度相关，但通胀预期的波动幅度较 CPI 要平稳许多。目前的通胀预期自 2020 年 3 月以来明显修复，目前处于历史中偏低的水平。

图表 36: 美国 CPI vs 通胀预期（%）



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 37: 10 年期 TIPS 隐含通胀预期（%）



资料来源：FactSet，浦银国际

随着疫情冲击的逐步趋缓叠加货币、财政政策的刺激，我们认为**通胀走高将带动通胀预期进一步修复**：

1） 疫情对经济冲击逐步趋缓，需求温和复苏带动通胀周期性回升；

2） 全球性的财政刺激措施落地，这将推升通胀水平；

3） 关税和贸易壁垒为代表的贸易保护主义拉低全球贸易增速，消除了全球贸易对进口价格通胀的抑制作用。

通胀将修复，但我们并不认为通胀预期会大幅上行，因为有众多结构性因素仍将拉低通胀：

1） 疫情冲击后，加速线上化趋势，尤其是全球的电商渗透率都大幅提升，**电商相比实体零售其“去通胀化”的趋势更为明显**，这将拉低通胀水平；

2） 从通胀率指标（美国包括 CPI 及 PCE 通胀指标）的构成来看，包括房租在内的非商品指标都占主要权重，虽然大量的货币、财政刺激增加通胀率指标中的商品型价格的上行压力，但**服务型价格在疫情下的社交隔离冲击下仍然有持续的下行压力**。

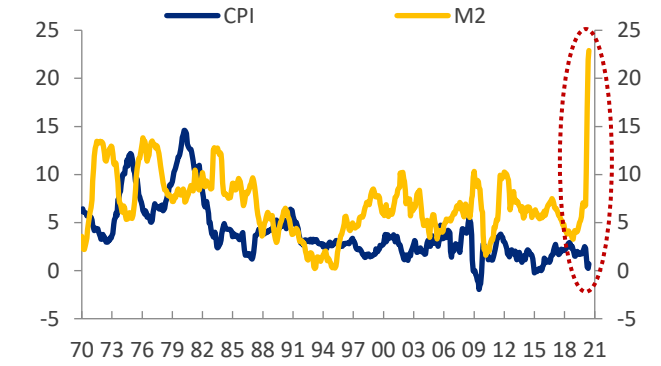
这里需要强调的是，由于美国 M2 增速出现天量增速，市场对于未来通胀的预期有所升温，但是：

1） M2 与通胀的关系，学理上有密切联系，但如下图所示，两者的关系并不紧密，M2 高增速未必对应通胀高增速，比较典型的例子是 2009 年 M2 也是大幅增长，但通胀却大幅回落；

2） M2 的最终流向有很多，例如流入金融市场，这未必会推升通胀；

3） M2 高增长的原因除了央行政策刺激外，还有企业、居民部门在前所未有的疫情冲击下高度不确定性的环境中持现所致，疫情的回落未必就表示需求有报复式反弹，多国在疫情第一波冲击后的经济数据尤其是消费并未出现报复式反弹即是明证。

图表 38: 美国 M2 高增速未必对应高通胀



资料来源：FactSet，浦银国际

3. 基于实际利率回归测算黄金价格

如前文所分析，实际利率是影响黄金价格的根本因素，我们基于 10 年期美债 TIPS 收益率与黄金价格进行回归分析：

黄金价格 = 1477 - 405.2 ×美国 10 年期 TIPS 隐含实际利率

回归模型基于日度数据计算，自 TIPS 有数据的 2003 年以来进行回顾计算，其中 R 平方拟合优度近 80%显示回归效果很好。尤其是金融危机后的数据拟合效果更佳。

图表 39：黄金价格预测



注：自 TIPS 有数据的 2003 年以来的回归分析

资料来源：FactSet，美国财政部，浦银国际

图表 40：黄金价格回归模型统计参数

回归统计	
线性回归相关系数	0.88
拟合优度	0.78
调整后的拟合优度	0.78
标准误	194.99
观测值	4,394

资料来源：浦银国际

基于回归模型，我们针对不同场景分别对名义利率、通胀预期进行预测，并计算了对应参数下的黄金价格。在最乐观的情况下（极低的名义利率+高通胀预期），黄金价格对应约 2500 美元，距离当前价格约 25%的上行空间，但在基准情况下，黄金价格约 2000 美元，与现价大体相当，在悲观预期下（名义利率反弹+通胀微升）黄金价格对应约 1500 美元，距离现价约 25%的下行空间。

结合不同场景的概率预测，黄金的概率加权价格为 1931.2 美元，**略低于现价。这预示着当前金价基本合理，上行空间有限**。

图表 41：基于实际利率在不同情境下的金价预测

情景假设	概率	10 年期名义利率（%）	原因	通胀预期（%）	原因	实际利率（%）	对应金价（美元）
乐观	10%	0.00	10 年期国债收益率进一步下降至 0，但不太可能负利率	2.60	通胀预期回升至 2006 年以来的最高水平	-2.60	2,530.5
基准	60%	0.60	10 年期国债收益率维持当前低于 1%的水平	2.00	通胀预期回升至央行的目标通胀水平 2%	-1.40	2,044.2
悲观	30%	1.63	经济回暖带动 10 年期美债收益率进一步上行至今年 1-2 月的平均水平	1.70	通胀预期恢复至今年 1-2 月的平均水平	-0.07	1,505.3

注：（截至 2020 年 7 月 17 日）

资料来源：浦银国际

● 仓位与技术面：仓位高，超买明显

除了对于黄金的基本面（即实际利率）进行梳理、研判，如同其他资产类别一样，我们同样需要了解其仓位、情绪如何，几个因素结合才能更好地判断其价格走势。

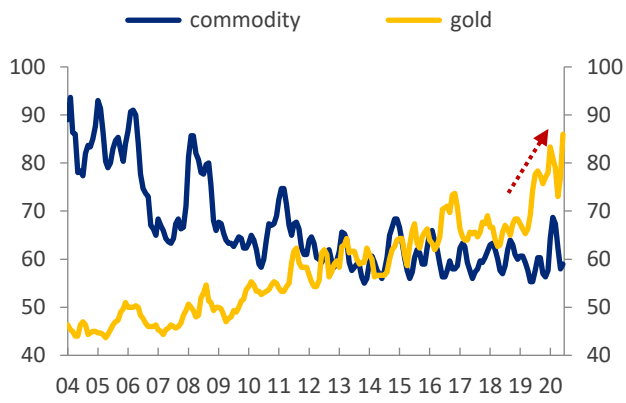
我们计算了黄金的投机性净多头仓位，仓位显示投机性净多头仓位已经非常拥挤，目前处于 1995 年以来 95%+的百分位水平，显示市场对于黄金价格非常看多。我们统计了 Google 自 2004 年以来搜索“Gold（黄金）”的关键词数量，相比“Commodity（大宗商品）”做了对比，我们可以看到“大宗商品”的整体搜索量非常低迷，但“黄金”的搜索量却在 2020 年 8 月创下历史新高，这也是投资人对于黄金情绪高涨的另一佐证。

图表 42: 黄金价格 VS 投机性净多头仓位



资料来源：FactSet，CFTC，浦银国际

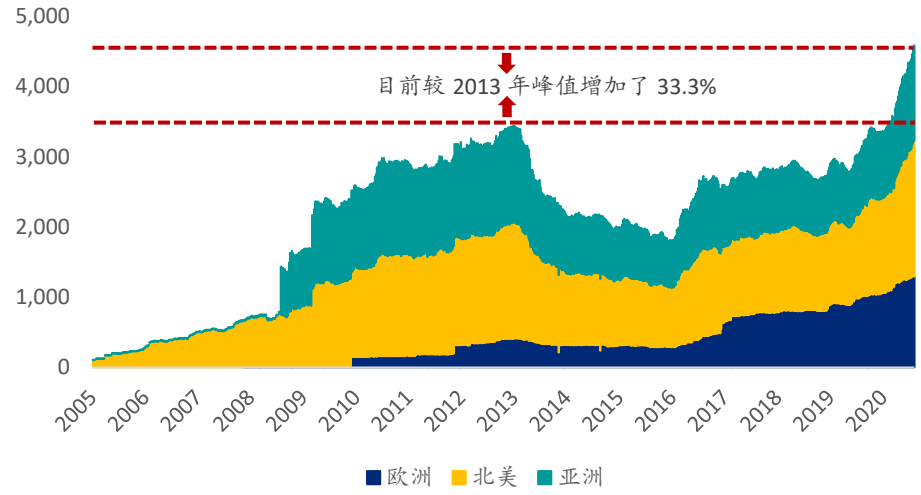
图表 43: Google 关键词全球搜索“Gold”的词频指数（3 个月平均）创历史新高



资料来源：Google，浦银国际

黄金 ETF 的持仓量可以侧面验证当前的市场仓位情况，我们计算了欧美等上市的全球众多黄金的持仓量，我们发现当前的全球黄金 ETF 所对应的黄金持仓量超过 4500 吨，规模远超 2013 年的黄金高点，创下历史新高，这也佐证了市场对于黄金投资的情绪非常高涨，且黄金的仓位极高。

图表 44：全球黄金 ETF 对应的黄金持仓（吨）



资料来源：FactSet，浦银国际

技术指标来看，趋势性指标 63 天 RSI 与 Coppock 指标都显示当前的黄金价格已经属于超买区间，有回调压力。

图表 45：黄金 RSI



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 46：黄金 Coppock 指标



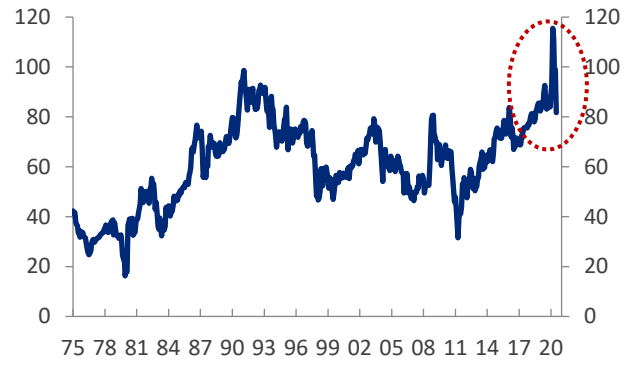
资料来源：FactSet，浦银国际

相对估值：金价很可能被高估

除了对于黄金进行绝对估值之外，我们还可以通过相对估值来判断黄金的价格高低。

黄金作为一种大宗商品，可以将其与其他大宗商品进行比较，我们计算了同样受到通胀驱动的其他商品与黄金价格的相对比值。如果说单个商品标的有可能受到供应端的特殊变化进而产生价格扰动，但我们可以看到，不论是金银比、金铜比、金油比还是金价与 CRB 商品指数整体的比值，在 2020 年一季度都创下了几十年来的历史新高，目前仅是从历史新高位置略微回落，目前仍然处于历史极高水平。**这些相对比至处于历史性高位预示着黄金的相对价格很可能被高估。**

图表 47：金银比（倍数）



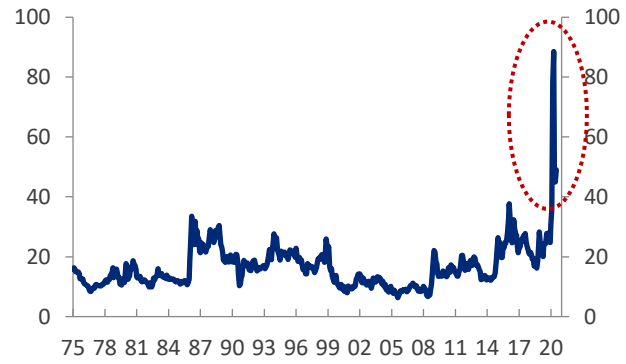
资料来源：Bloomberg，Factset，浦银国际

图表 48：金铜比（倍数）



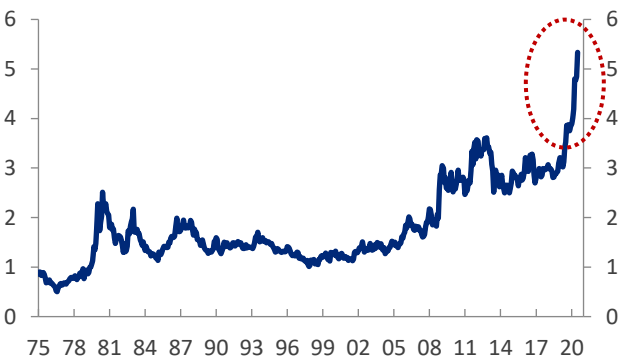
资料来源： Bloomberg，Factset，浦银国际

图表 49：金油比（倍数）



资料来源： Bloomberg，Factset，浦银国际

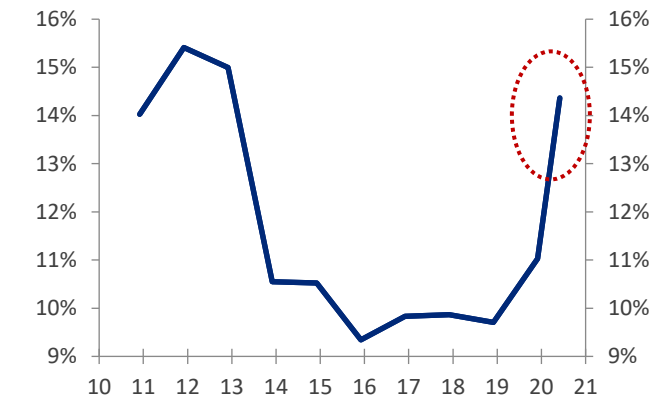
图表 50：金价 vs 商品 CRB 指数（倍数）



资料来源： Bloomberg，Factset，浦银国际

考虑到当前特殊的宏观大背景，全球央行史无前例的进行货币宽松，令流动性极度充裕，M2 可视为潜在的黄金购买力。在此情况下，我们有针对性的计算了已开采的黄金总价值（黄金已开采保有量乘以同期金价）与全球 M2 的比值，但该指标目前也同样处于金融危机后的高位，逼近 2012 年的金价高点水平。**黄金总价值与 M2 比值高位同样也预示着金价很可能被高估。**

图表 51: 全球黄金存量总价值与全球 M2 比值



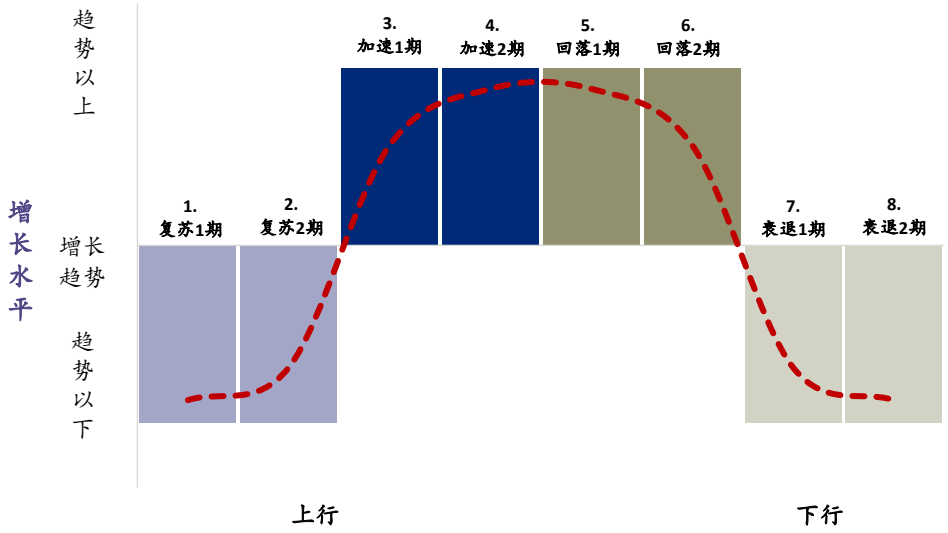
注：黄金的总价值=黄金的已开采保有量*同期金价

资料来源：世界黄金协会，浦银国际

• 经济周期下的资产配置：当前周期阶段应减持黄金

不同于基于经济绝对增速而对经济周期的分类法，我们将全球的经济周期细分为 4 个大阶段以及 8 个小阶段，并用对应的序号表示周期阶段。我们基于内部经济指标对全球经济周期进行识别，当前的全球经济周期仍然属于衰退期（序号 7 对应衰退 1 期）。

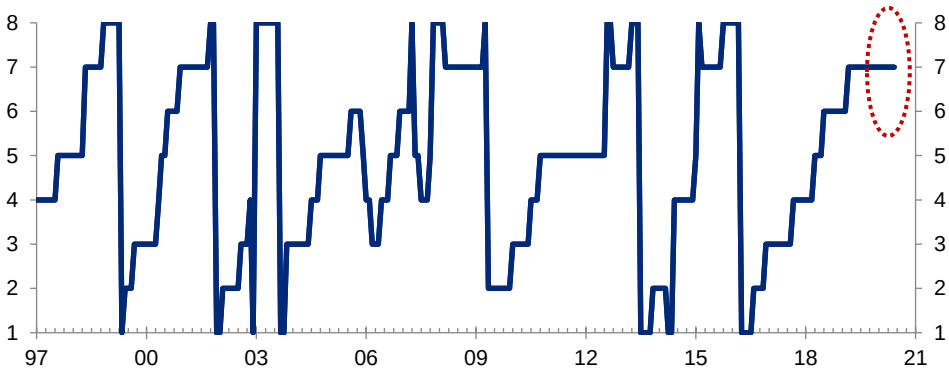
图表 52：经济周期划分为 4 个大阶段、8 个小阶段



注：不同序号对应不同的经济周期阶段

资料来源：浦银国际

图表 53：当前全球经济仍然属于衰退期



注：序号 7、8 对应衰退期

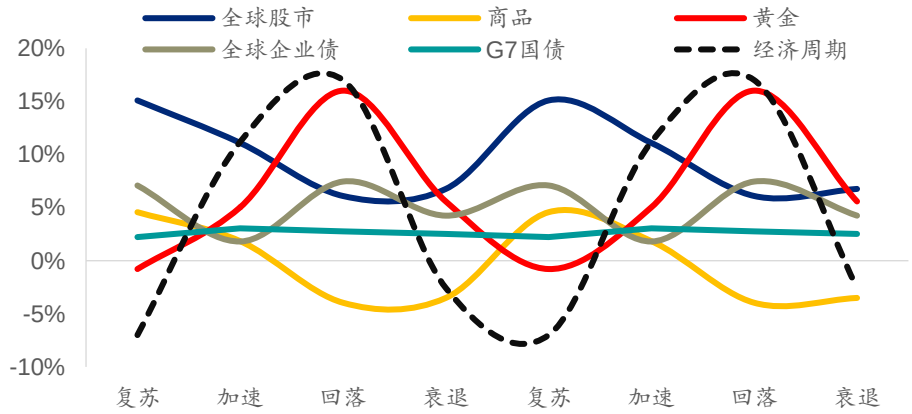
资料来源：浦银国际

我们计算了全球各大类资产在全球经济周期不同阶段未来 12 个月的回报中位数。我们发现，当全球经济位于衰退期：

- 未来 12 个月回报股票资产的回报最高；
- 黄金回报平平，应减持，黄金未来 12 个月回报最佳的是经济回落期。

从经济周期的资产配置框架角度来看，当前的经济周期阶段（衰退期）下，应该增持股票资产、减持黄金。

图表 54：全球各主要资产类别在不同经济周期阶段未来 12 个月回报中位数



注：计算自 2004 年至 2020 年 7 月
资料来源：FactSet，浦银国际

投资策略

我们前面已经对黄金价格进行了判断，综合多个维度来看，黄金价格上行空间有限，投资的性价比不高，建议减持。在此基础上我们对基于黄金价格的投资策略进行梳理。金矿股长期而言更容易跑输黄金，但作为黄金的高贝塔产品，在金价上涨期可以大幅跑赢黄金，但下行期则大幅跑输黄金，考虑到黄金价格上行空间有限，应减持黄金的判断，我们认为此时，黄金优于金矿股。投资人看好黄金，那么意味着其看好实际利率走低，长端 TIPS 与黄金价格驱动力一样受实际利率驱动，但长端 TIPS 却可以回撤更小、波动更低、总回报更高，不论从哪个角度来看，长端 TIPS 相较黄金都更优。如果投资人想下注实际利率下行，长端 TIPS 相比黄金无疑是更佳选择。**综上所述，就黄金的投资策略而言，当前阶段长端 TIPS>黄金>金矿股。**

• 金矿股：金价上行跑赢黄金，金价下行跑输黄金

黄金矿业股票是黄金投资下的热门投资标的，受到投资人的热烈追捧。我们基于全球超过 80 家金矿上市公司的回报中位数构建了全球的金矿股价指数。我们研究发现：金矿股票相对黄金的超额收益与黄金价格收益本身高度正相关，这意味着**金矿股可以被视为黄金的高贝塔标的，波动更为剧烈**：

- 当金价处于上行通道时，金矿股>黄金，因为金矿股可以大幅跑赢黄金，取得更高的超额收益；
- 但当金价处于下行通道时，黄金>金矿股，因为金矿股大幅跑输黄金，相比黄金的下行空间更大。

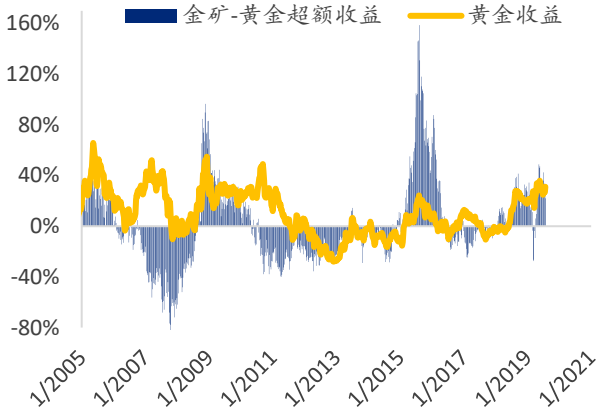
图表 55:金矿股跑输黄金的时间更多



注：价格指数基于全球超过 80 家金矿上市公司的回报中位数计算所得

资料来源：FactSet, Bloomberg,浦银国际

图表 56: 金矿股超额收益与黄金价格收益正相关



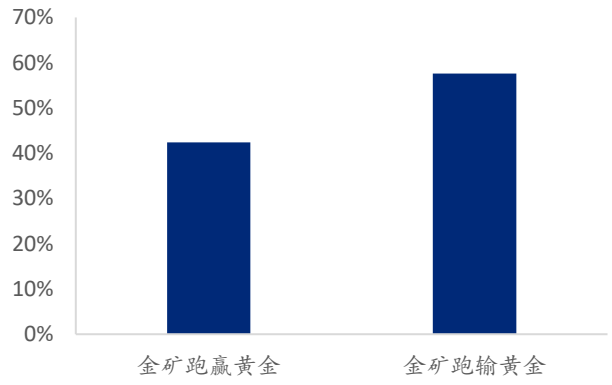
资料来源：FactSet, Bloomberg,浦银国际

除此之外，金矿股相比黄金还有以下特征：

- 长期而言，金矿股更容易跑输黄金，2005 年以来仅有 42%的时间收益跑赢黄金，这意味着**如果长期投资黄金，黄金本身可能优于金矿股；**

- **金矿股相比黄金的超额收益还呈现右偏态特征**，即其多数时候跑输黄金，但跑赢黄金的收益幅度远超其跑输幅度。尤其是 2015 年其跑赢黄金的收益幅度超过 100%。

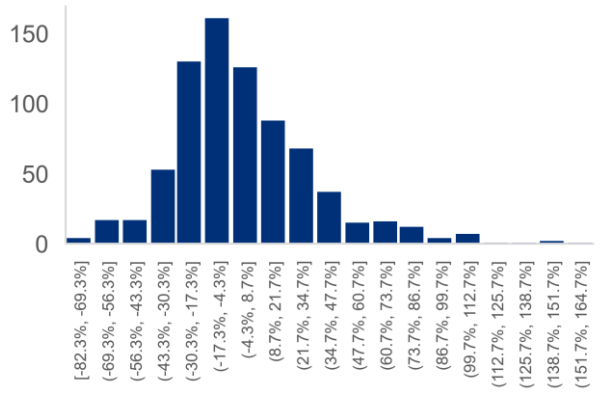
图表 57:金矿股跑输黄金的时间更多



注：自 2005 年以来计算，金矿企业包括全球超过 80 家金矿上市公司

资料来源：FactSet, Bloomberg,浦银国际

图表 58: 金矿股相比黄金的超额收益呈现右偏态



资料来源：FactSet, Bloomberg,浦银国际

总之，基于金矿股的特征：

- **黄金价格上行期，首选投资金矿股，其更容易跑赢黄金；**

- **黄金价格下行期，首选投资黄金本身，金矿股更容易跑输黄金；**

- **黄金价格震荡期，首选投资黄金，因为其波动整体小于金矿股。**

结合我们对于先前对于黄金价格上行空间有限，应减持黄金的判断，**我们认为此时黄金优于金矿股。**

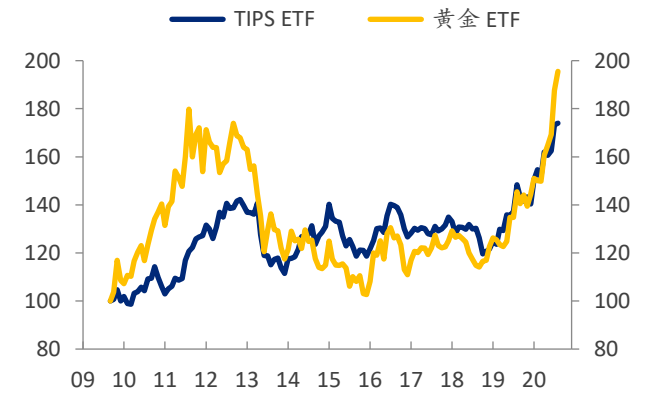
● 长久期 TIPS 盈亏比大幅好于黄金，是更好选择

投资人看好黄金，那么意味着其看好实际利率走低，TIPS 与黄金价格驱动力一样受实际利率驱动，在黄金的定价属性部分我们已经分析了，**黄金的本质是长久期的抗通胀负息债券，而长久期 TIPS 的本质则是长久期的抗通胀有息债券**。虽然两者驱动因素相同，但是否有息对于最终投资收益影响明显，因为利息的再投资可以产生复利效应，可以大幅提高投资收益。

为了更好地体现黄金的实际投资成本，我们在此使用规模全球最大之一的实物黄金 ETF——SPDR 黄金 ETF（GLD）的价格与长端 TIPS ETF——PIMCO 15 年期以上 TIPS ETF（LTPZ），其久期较长，平均久期高达 21.68 年。两个 ETF 的价格表现高度近似，2009 年以来的表现来看 TIPS ETF 略微跑输黄金 ETF，但是 TIPS ETF 几乎每个月都有股息收入产生，我们如果假设股息立即再投资，那么回报情况则是另外一幅景象：

- TIPS 的总回报高于黄金 ETF；
- TIPS 的回撤小于黄金 ETF，且波动更低。

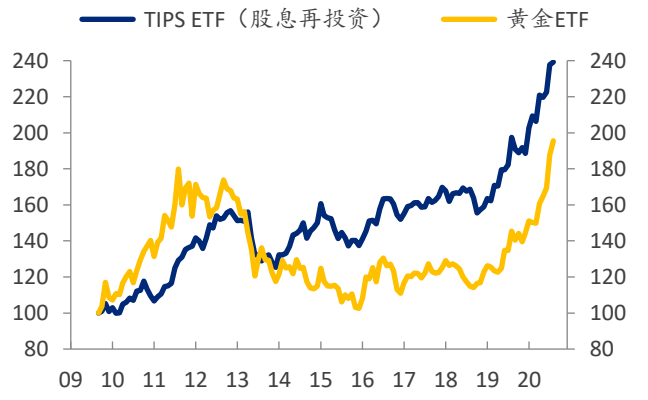
图表 59:长久期 TIPS 的价格回报弱于黄金



注：2009 年 9 月 TIPS ETF 上市，2009 年 9 月=100

资料来源：FactSet，浦银国际

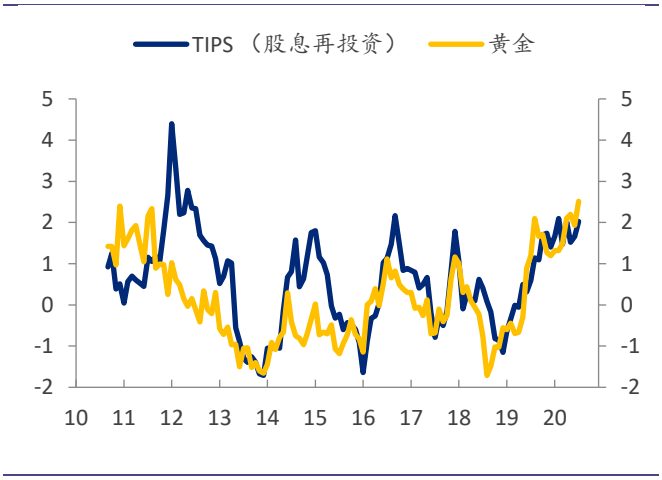
图表 60: 长久期 TIPS 的再投资总回报高于黄金



资料来源：FactSet，浦银国际

我们计算了在股息再投资情况下的夏普比率，我们可以看到 TIPS ETF 的夏普比率不论在黄金的牛市还是熊市都持续高于黄金 ETF。

图表 61:TIPS 与黄金 ETF1 年期滚动夏普比率



资料来源：FactSet，浦银国际

这意味着，下注于金价上涨的投资人本质上实在押注实际利率下降，而 TIPS 与黄金价格驱动力一样同样可以受益于实际利率下行，但 TIPS 却可以回撤更小、波动更小、总回报更高，不论从哪个角度来看，TIPS 相较黄金都更优。**如果投资人想下注实际利率下行，长端 TIPS 相比黄金无疑是更佳选择。**

评级定义

证券评级定义：

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
“维持”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“增持”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
“中性”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
“减持”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写 ii）其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；（iii）该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定（i）他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；（ii）他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及（iii）他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司 （统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称”浦银国际” ）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥
jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕旻
stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政
sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站：www.spdbi.com
地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼