中航证券金融研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师　成果，CFA
证券执业证书号：S0640520070001
电话：010-59562558
邮箱：chengg@avicsec.com

黄金如何定价：短期波动加大，向上空间仍然可观

宏观策略深度报告　　2020 年 08 月 09 日

摘要

- 实际利率作用于黄金的逻辑是美国国债与黄金的收益比较，美元作用于黄金的逻辑是纸币对金属货币的定价。我们无法同时使用实际利率和美元作为两个自变量去预测黄金的价格，因为实际利率与美元之间存在明显的逻辑联系。
- 实际利率是黄金的核心定价锚。在实际利率小于 2%的情况下实际利率对黄金的解释力非常强。实际利率反映的是名义利率与预期通胀变动的速度差。历史上实际利率的明显下行大多由预期通胀上升所带动。未来预期通胀如果超预期上升，将推动实际利率下行，从而成为黄金上涨的核心驱动力。
- 原油危机前就业率和货币发行量两个因子就能分别有效解释美国的通胀水平。前者基于菲利普斯曲线，后者基于费雪方程。石油危机后，石油价格逐渐成为美国通胀的主要驱动力量。
- 美国虽然持续超发货币，但没有造成通胀的原因之一可能是进口比例增加，美国充分受益于全球分工下的低劳动力成本。新冠疫情下美国极端的货币超发和未来逆全球化导致的进口比例下降可能会促使货币超发重新恢复对通胀的解释力。最终拉低实际利率，推升黄金价格。
- 在波动性和不确定性加剧的情况下，各国央行会继续囤积黄金，全球黄金储备仍有增加的空间。
- 以目前的经济趋势推算，经济体量上中国超越美国是可预见的。为了增加中国超越美国进程的不确定性，美国未来对华对抗措施可能进一步升级。
- 在交易层面上，目前黄金的多头交易呈现出较为拥挤的特征，短时间内黄金价格可能出现调整。
- 对于权益投资机构，利用黄金 ETF、黄金个股构建一到两成的黄金风险敞口非常有必要：对冲风险的同时能够将投资组合推近至有效边界。另一方面，建议密切监测可能导致黄金大幅下跌的因素：美国鹰派态度、中美摩擦及逆全球化的反转以及央行抛售黄金。

股市有风险入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

目录

一、 黄金作为金融资产的三个定价逻辑：实际利率、美元和地缘政治 4
1.1 实际利率 4
1.2 美元 5
1.3 地缘政治 7
1.4 定价因素之间的逻辑关系 9
二、 美国实际利率的变动：预期通胀是核心驱动因素 11
三、 黄金仍具备上涨空间 12
3.1 通胀存在超预期上升的可能性（极端货币宽松+逆全球化） 12
3.2 各国央行购买黄金的趋势不变 16
3.3 中美摩擦或不可逆 20
四、 投资层面的具体分析 21
3.1 多头交易拥挤，短期可能回调 21
3.2 黄金的配置原则 22
3.3 配置黄金的风险点以及监测目标 22

图表

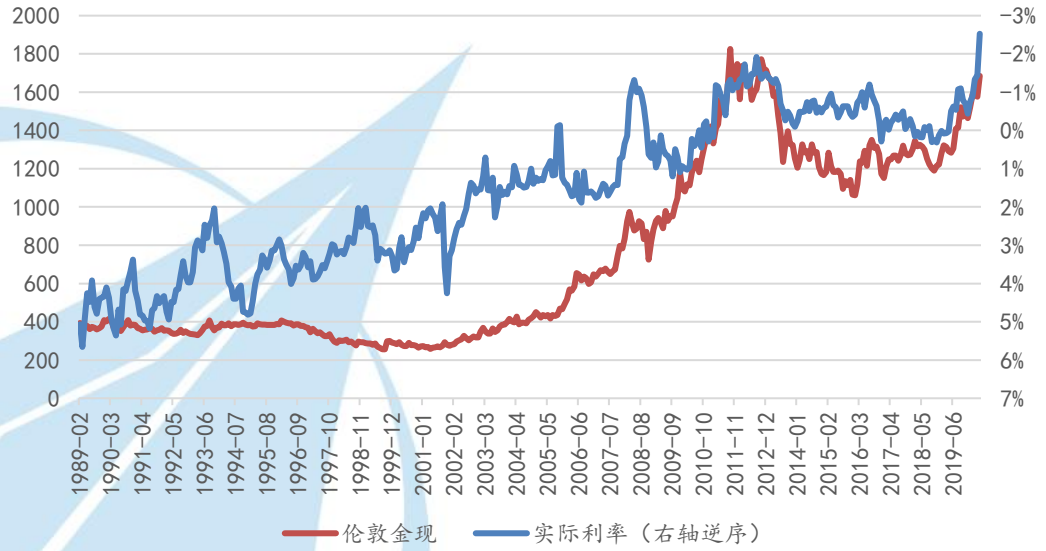
图表 1 美国实际利率与黄金价格（美元/盎司）.....4
图表 2 美国实际利率与黄金价格（美元/盎司）散点图.....5
图表 3 美元指数与黄金价格（美元/盎司）.....6
图表 4 2008 年美元流动性危机导致伦敦金现（美元/盎司）下跌.....6
图表 5 黄金走势在危机中的逻辑.....7
图表 6 马岛战争期间伦敦金现（美元/盎司）走势.....8
图表 7 海湾战争前期（伊拉克入侵科威特期间）伦敦金现（美元/盎司）走势.....8
图表 8 9·11 恐袭事件期间伦敦金现（美元/盎司）走势.....9
图表 9 黄金定价因素之间的联系.....10
图表 10 实际利率对美元存在解释力.....10
图表 11 近 20 年预期通胀率是实际利率大幅度下降的主要驱动因素.....11
图表 12 M2 同比与 CPI 同比：60 年代前相关度高，60 年代后相关度减弱.....12
图表 13 1914-1969，美国 M2 与 CPI 散点图 图表 14 1970-2019，美国 M2 与 CPI 散点图.....13
图表 15 美国进口金额/美国 GDP:1970 开始大幅上升.....13
图表 16 全球贸易额.....14
图表 17 全球 FDI.....15
图表 18 美国拒签率.....15
图表 19 2020 年影响央行黄金投资的因素.....16
图表 20 央行外汇储备管理决策相关因素.....17
图表 21 俄罗斯的黄金储备（吨） 图表 22 俄罗斯所持的美债（美元，百万）.....18
图表 23 2010 年至 2019 年的净购买量（吨）.....19
图表 24 2020 年 7 月统计的世界官方黄金储备.....19
图表 25 2020 年 7 月统计的世界官方黄金储备.....20
图表 26 中美 GDP 名义增速各假设条件下中国 GDP 总量超过美国所需时间.....21
图表 27 COMEX 黄金非商业净多头持仓通常领先黄金价格，目前触顶回调.....21
图表 28 COMEX 美元非商业净多头持仓进入极低区间.....22

一、 黄金作为金融资产的三个定价逻辑：实际利率、美元和地缘政治

1.1 实际利率

黄金与其他“避风港”资产(尤其是美国国债)的相对吸引力决定了黄金的价格。而这一相对吸引力的衡量方法就是实际利率。黄金和美国国债之间的主要区别在于：黄金在通胀面前提供价值保值，而美国国债则通过其票息提供收入。因此，实际利率，即名义利率和预期通胀之差就是美国国债收益与黄金收益之差。如果实际利率下降，无论是通过名义收益率下降还是通胀预期上升，黄金就会变得更具吸引力。在这样的逻辑推演下，美国的实际利率水平就成为了刻画黄金价格比较有效的工具。

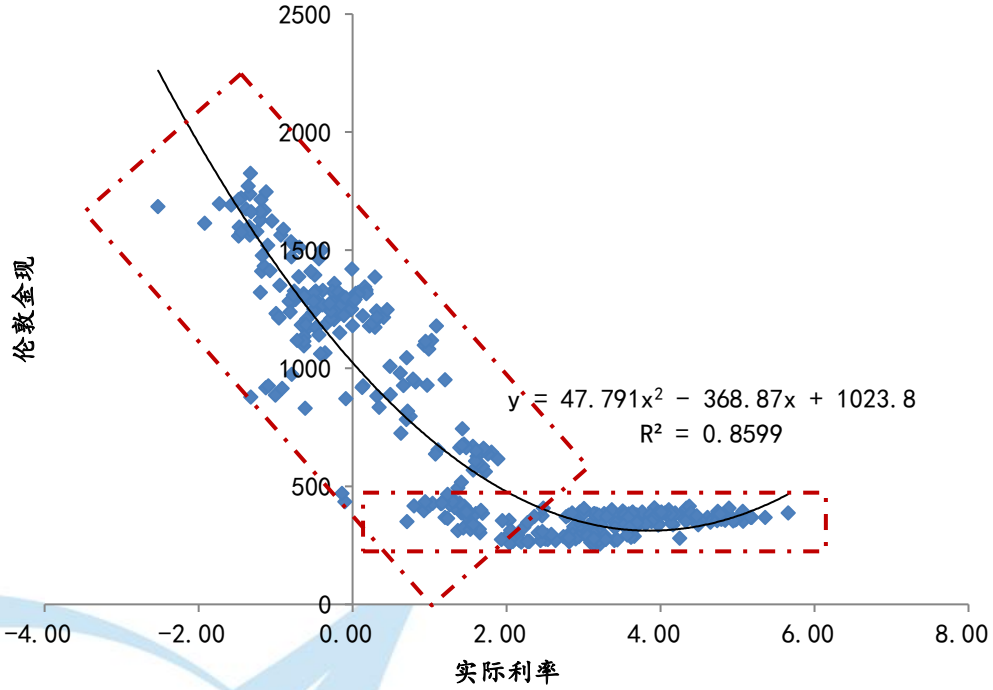
图表 1 美国实际利率与黄金价格（美元/盎司）



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

黄金价格和实际利率的关系并非线性。随着实际利率的提高，黄金相对于实际利率的变化逐渐钝化。其原因是当名义利率大幅高于通胀预期，黄金价格受到压制时，黄金的工业属性和开采成本为黄金价格提供了一个支撑。因此我们使用过去三十年的数据对黄金价格和美国实际利率进行二阶多项式拟合，解释力高达 86%。当实际利率大于 2%时，实际利率的进一步上升无法再导致黄金价格的进一步下降。因而，用实际利率判断黄金走势的方法通常在实际利率小于 2%时有效。

图表 2 美国实际利率与黄金价格（美元/盎司）散点图



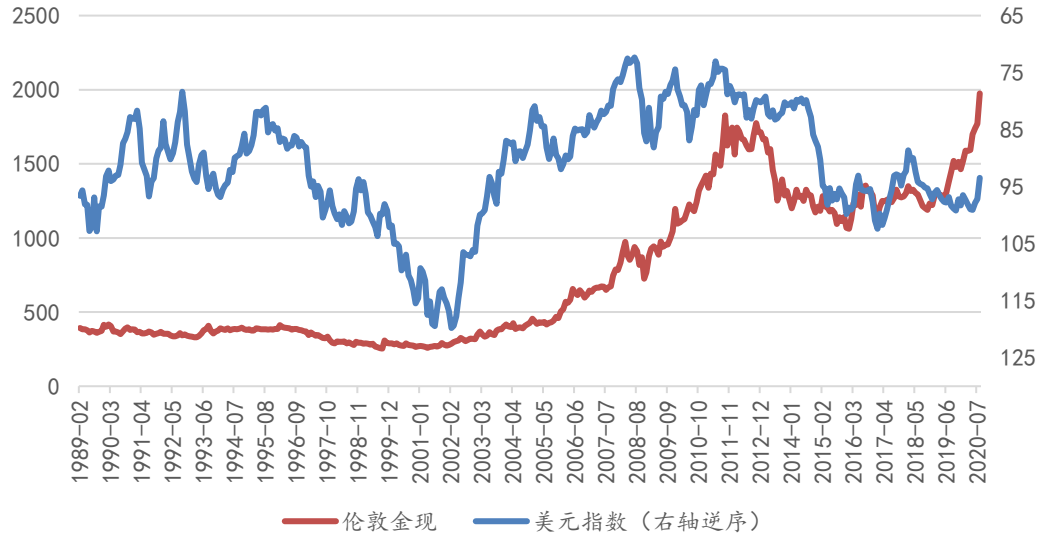
数据来源：Wind，中航证券金融研究所

1.2 美元

作为世界储备货币，美元能够代表纸币有效度量金属货币的价值。在大多数情况下美元与黄金呈现负相关的关系。在政治和金融不确定时期，黄金和美元被视为安全的价值储存手段，二者在功能上有替代属性。美元走强使得黄金对其他货币的持有者来说变得相对昂贵。

尤其是在极端事件发生的情况下，商业银行和货币基金的安全性也受到冲击，只有美元现金才是安全资产。这导致危机爆发初期美元经常出现流动性危机，从而压低作为同样是安全资产的黄金价格。例如从2008 年 3 月到 2008 年 11 月中，从贝尔斯登(Bear Stearns)获得美联储救助到雷曼兄弟(Lehman Brothers)破产的几个月之间，随着危机的严重性越来越明显，黄金市场经历了越来越无序的抛售，金价下跌。从美联储拯救企业银行贝尔斯登到荷兰银行被收归国有，欧洲各国政府陷入恐慌并为其他缺乏流动性的银行纾困的 8 个月间，金价从高点到低点下跌了大约三分之一。而相似的历史在 2020 年再次重演，2020 年 3 月，黄金的走势没有遵循动荡时期上涨的传统趋势，再次出现小型崩盘。黄金现货价格从 3 月 6 日的 1,683 美元/盎司开始，降至 3 月 19 日的三个月低点 1,474 美元/盎司。跌幅接近 13%。直至 3 月 23 日美联储推出无限量量化宽松，金价开始大幅上升。

图表 3 美元指数与黄金价格（美元/盎司）



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

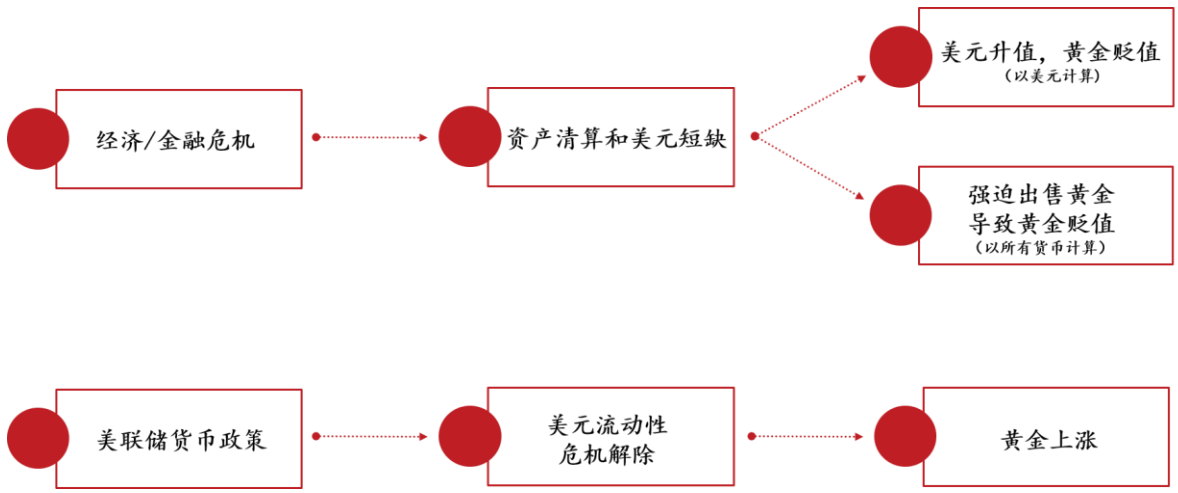
在极端危机下，从股票到贵金属，从石油到比特币，所有领域的头寸都被平仓。全球资产的清算速度加快导致了美元的日益短缺。黄金作为一种表现良好的资产，是针对资产下滑而发出的“追加保证金”通知的资金来源。这就意味着黄金在危机之初会经历一定程度的“被迫抛售”— 投资者被迫卖出持有的黄金以弥补其他方面的损失。这种美元飙升导致以美元计算的黄金价格暴跌在美联储的刺激政策下慢慢消失。

图表 4 2008 年美元流动性危机导致伦敦金现（美元/盎司）下跌



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

图表 5 黄金走势在危机中的逻辑



数据来源：中航证券金融研究所

美元与黄金的反向关系在 1980-2008 年间尤为明显。Sjaastad 和 Scacciavillani(1996)发现汇率的不稳定性是 1982-1990 年期间观察到的黄金现货价格差异的近一半原因。Sjaastad(2008)发现美元主导着世界黄金市场，美元与黄金价格之间存在着长期的负相关关系。然而 2008 年的金融危机之后，美元和黄金的反相关性变得不再明显。

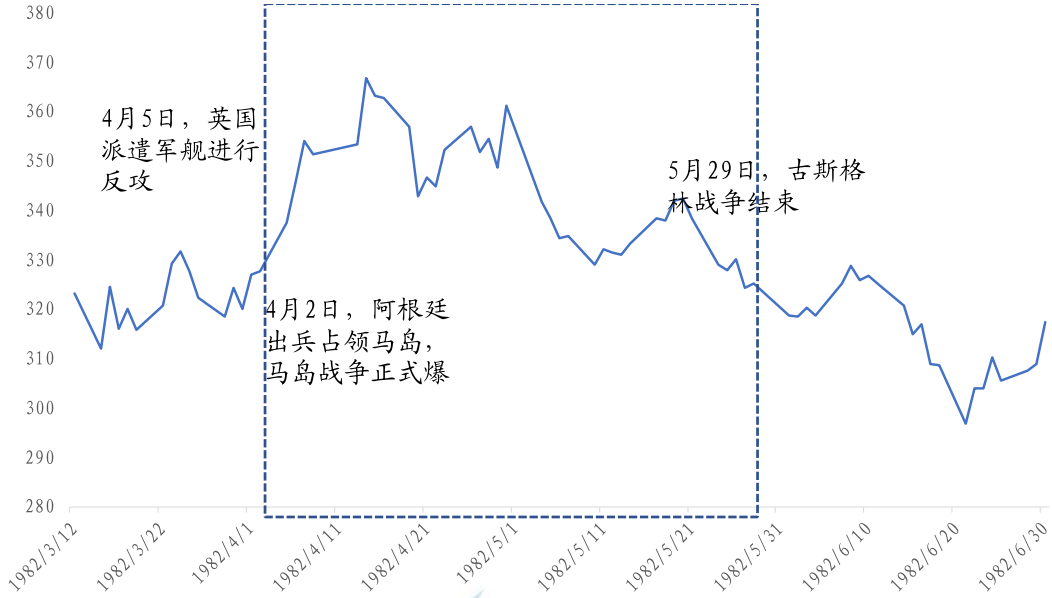
一方面，新兴市场经济体私人投资者对黄金需求不断增长，加上通过黄金 ETF 投资黄金的便利性，使黄金的形象从一种货币工具转变为一种重要的分散投资工具、一种投机性投资或一种抵押品形式。多元化的黄金需求使黄金价格变化变得更加复杂。另一方面，08 年的金融危机和 11 年欧债危机改变了各国央行和新兴经济体对黄金的态度。各国央行和新兴经济体的行动一定程度上影响了黄金价格，加剧了金价的波动，并使这种关系复杂化。

1.3 地缘政治

与现金、股票和债券等“纸面”投资相比，黄金是一种有形资产，由于供给有限，在很长一段时间内往往保持其实际价值。也因此，投资者将黄金视为最终的“安全港”商品，每当人们对经济前景感到恐惧和不确定的时候，我们都会看到金价的反弹。回顾历史，几乎每一次的地缘政治紧张或经济动荡都伴随着金价的上涨。

为了对此进行验证，我们从 Dario Caldara 和 Matteo Iacoviello（2018）所构建的地缘政治风险指数值大于 300 的事件中选取了马岛战争、海湾战争(伊拉克入侵科威特期间)和 9·11 事件进行日度衡量。为能定量衡量地缘政治因素，我们将地缘政治因素设为虚拟变量（DummyVariable），事件发生的当日虚拟变量从 0 变为 1，事件的重要转折点虚拟变量则从 1 变回 0，以此来与伦敦金现价格构建回归模型。

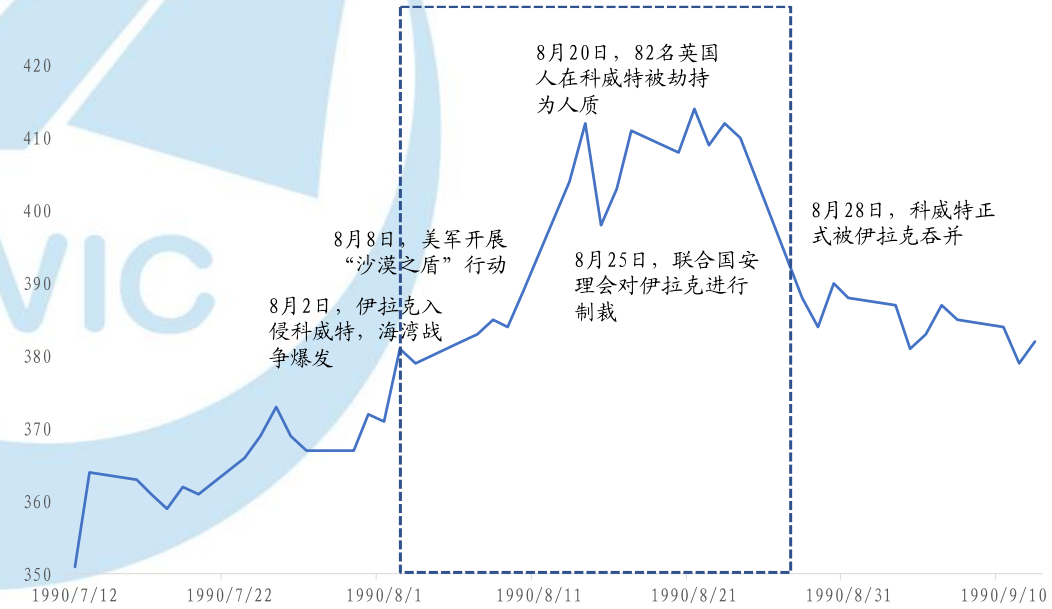
图表 6 马岛战争期间伦敦金现（美元/盎司）走势



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

马岛战争期间，地缘政治虚拟变量为 1 的时间段为 4 月 5 日英军派遣 100 艘军舰进行反攻，到 5 月 29 日古斯格林战争结束，英军在此战大胜阿根廷军队为止，地缘政治虚拟变量与伦敦金现价格回归后所得 R 为 0.78，R^2 为 0.61。

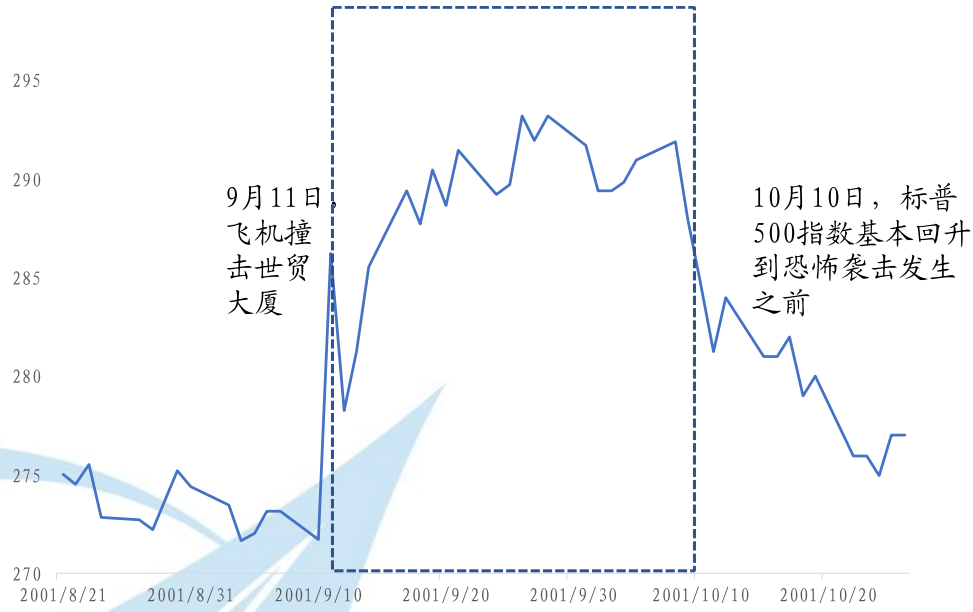
图表 7 海湾战争前期（伊拉克入侵科威特期间）伦敦金现（美元/盎司）走势



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

伊拉克入侵科威特期间，地缘政治虚拟变量为 1 的时间段为 8 月 2 日伊拉克正式派遣军队入侵科威特，到 8 月 28 日科威特正式被伊拉克吞并（此时间点左右，多国部队武力进攻伊拉克的预期变得较为确定）为止，地缘政治虚拟变量与伦敦金现价格回归后所得 R 为 0.71，R^2 为 0.51。

图表 8 9·11 恐袭事件期间伦敦金现（美元/盎司）走势



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

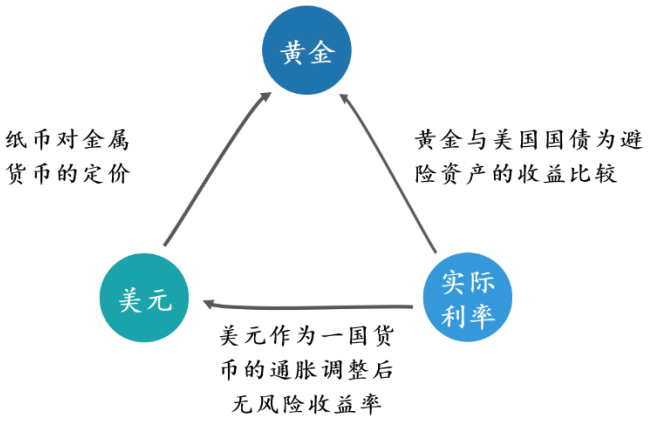
9·11 恐怖袭击发生前后近两个月内，地缘政治虚拟变量为 1 的时间段为 9 月 11 日，到 10 月 10 日标普 500 指数基本回升到恐袭发生之前为止，地缘政治虚拟变量与伦敦金现价格回归后所得 R 为 0.87，R2 为 0.76。

通过对历史上三次重大地缘政治事件所拟合出的 R 和 R2 进行综合分析，我们发现地缘政治因素与黄金价格存在较强的正向线性关系，且重大地缘政治事件发生与否，可以较为强有力地解释黄金价格的变化。尤其事件发生后的短期内，黄金价格都会经历一个快速的上涨阶段，但需要注意的是，当市场对事态的预期变得明朗之后，黄金价格往往会产生回调。

1.4 定价因素之间的逻辑关系

实际利率作用于黄金的逻辑是美国国债与黄金的收益比较，美元作用于黄金的逻辑是纸币对金属货币的定价。但是我们无法同时使用实际利率和美元作为两个自变量去预测黄金的价格，因为实际利率与美元之间存在明显的逻辑联系：实际利率能够衡量美元作为一国货币的真实价值，即通胀调整后的无风险收益率。将实际利率和美元作为预测黄金的两个自变量，回归的结果将不可避免的呈现多重共线性。

图表 9 黄金定价因素之间的联系



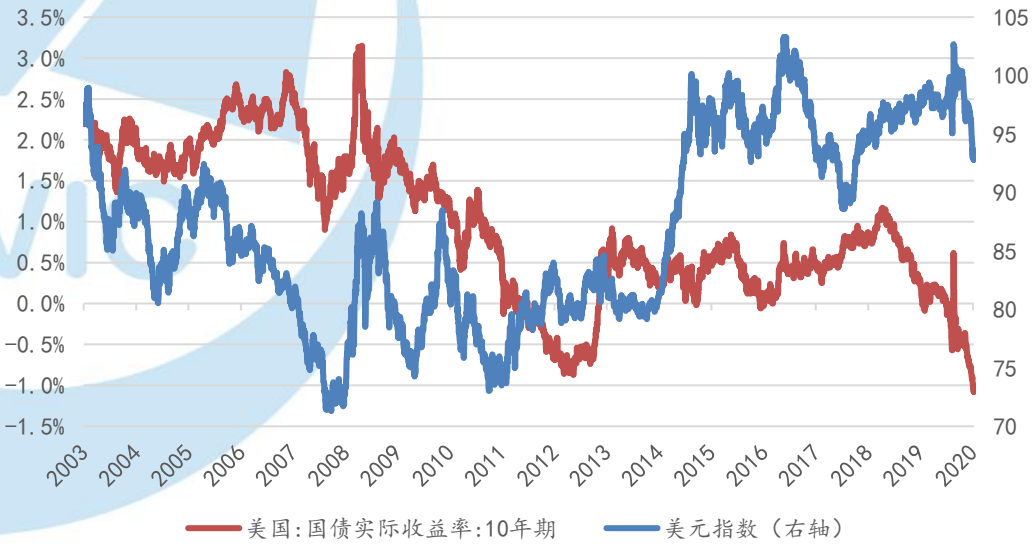
数据来源：中航证券金融研究所

此外，虽然地缘政治的紧张程度短期内与黄金的相关性非常强，但地缘政治与黄金的长期连续拟合效果不佳。我们将地缘风险指数作为新增变量加入到实际利率与黄金的拟合当中，并没有能够显著提升解释力。

那么我们应该如何运用实际利率、美元和地缘政治对黄金进行定价？

我们认为实际利率是黄金的核心定价锚。如图 2 所示，在实际利率小于 2%的情况下实际利率对黄金的解释力是非常强的。实际利率本身就具备对美元的解释力。美元和地缘政治是发生短期事件性冲击的情况下对黄金的辅助定价工具。对实际利率的判断是我们预测黄金未来价格的主要依据。

图表 10 实际利率对美元存在解释力



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

二、 美国实际利率的变动：预期通胀是核心驱动因素

实际利率反映的是名义利率与预期通胀变动的速度差。我们在推导实际利率的过程中必须理解名义利率与预期通胀之间变动的关系。如果我们能够看到通胀超预期的可能性，但通胀的苗头刚刚出现，美联储就开启加息，那么实际利率反而会上升，对黄金价格不利。

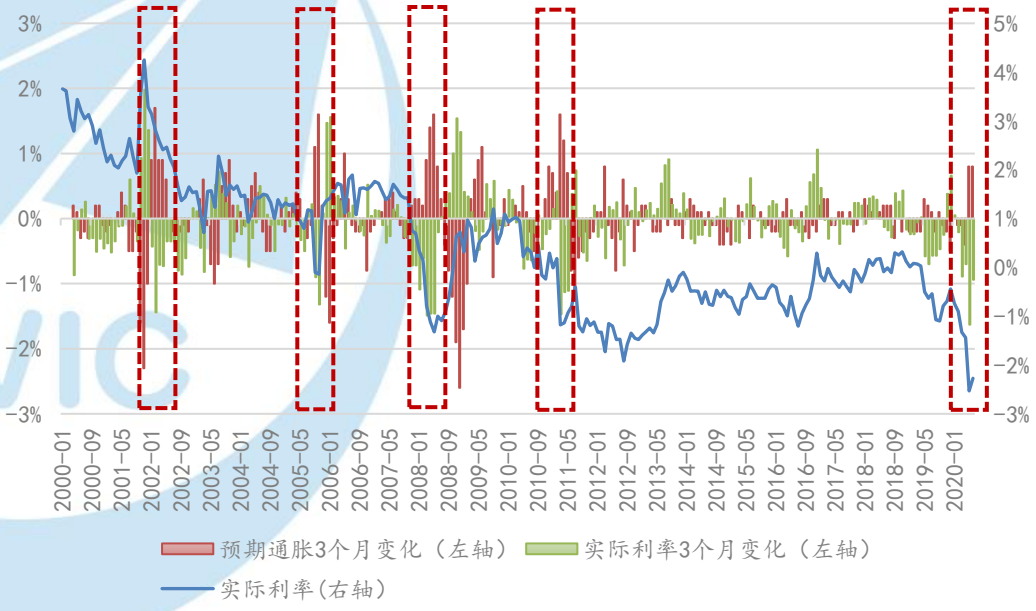
根据我们对过去 20 年实际利率变动的拆解，可以发现实际利率的大幅下挫都是由预期通胀上升所驱动的。

过去 20 年实际利率在三个月之内下降超过 1.3%以上的情景发生过五次，在这五个时期通胀预期上升的速度都快于名义利率上升的速度。2002 年 4 月，预期通胀率上升约 2.4%，实际利率下降约 2.3%；2005 年 9 月，预期通胀上升约 1.4%，实际利率下降约 1.3%；2008 年 5 月，预期通胀上升约 2.1%，实际利率下降约 2.7%；2011 年 4 月，预期通胀上升约 2.4%，实际利率下降约 1.6%；2020 年 5 月，预期通胀率上升约 1.0%，实际利率下降约 2.0%。虽然名义利率与预期通胀共同决定实际利率，但通胀预期快速上升时，名义利率的上升往往滞后或幅度有限，造成实际利率下台阶。

这一规律背后的逻辑在于经济即使复苏，通胀抬头，美联储也不能同步加息，必须等待就业和通胀的数据验证，经济确实夯实基础之后才能开始缩表。

因此我们认为预期通胀的超预期上升将带动实际利率的下行，从而成为黄金上涨的核心驱动力。

图表 11 近 20 年预期通胀率是实际利率大幅度下降的主要驱动因素



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

三、 黄金仍具备上涨空间

黄金虽然屡创新高，但未来仍具备上涨空间的观点基于三个方面：通胀超预期的可能性、各国央行购买黄金的趋势不变以及中美摩擦的不可逆。而我们认为通胀超预期上升的可能性是核心的依据。

3.1 通胀存在超预期上升的可能性（极端货币宽松+逆全球化）

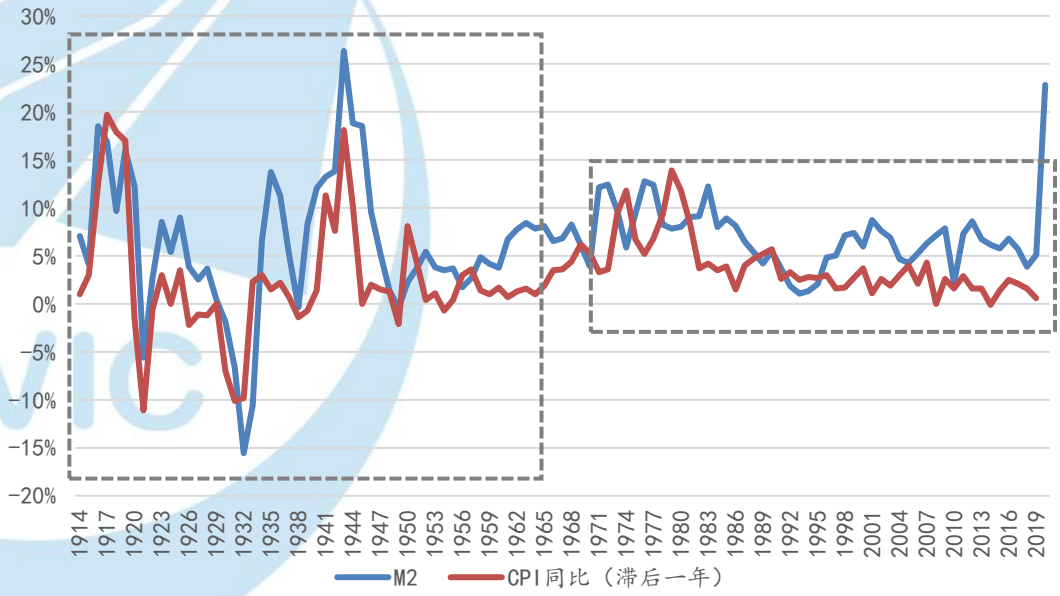
传统的通胀研究框架当中主要有三个因子：货币发行量、就业率和原油价格。原油危机前就业率和货币发行量两个因子就能有效解释美国的通胀水平。前者基于菲利普斯曲线，后者基于费雪方程。

根据菲利普斯曲线，失业率与通胀呈现此消彼长的关系。这也是美联储的基本目标：即维持充分就业的前提下将通胀维持在合理水平。

根据费雪方程：货币供给量×货币流通速度=价格×交易量，货币流通速度和交易量是较为稳定的因素，因此货币的过多供给最终将导致通胀。

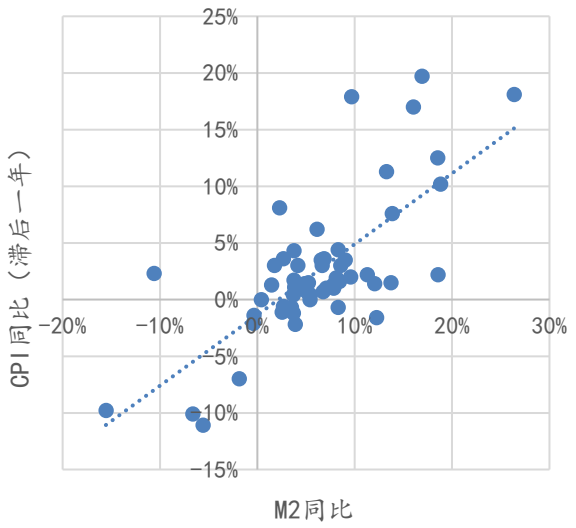
石油危机后，石油价格逐渐成为美国通胀的主要驱动力量。石油价格与进口购进指数高度相关。我们使用 1990 年 1 月至今的进口价格指数（ISI）和失业率对美国 CPI 进行拟合，解释力为 77。而货币发行量对通胀的解释力逐渐弱化。

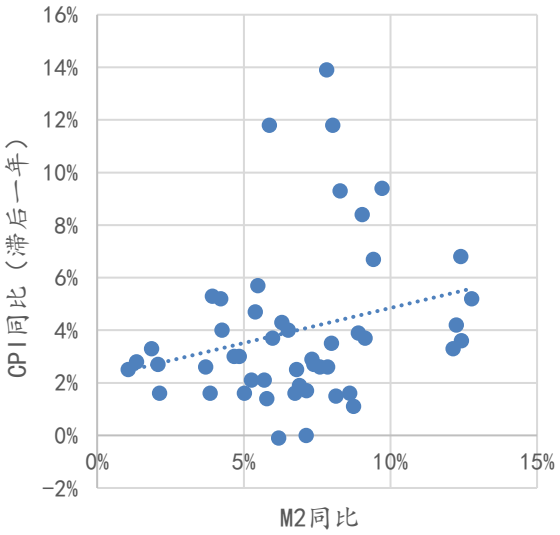
图表 12 M2 同比与 CPI 同比：60 年代前相关度高，60 年代后相关度减弱



数据来源：NBER，Wind，中航证券金融研究所

图表 13 1914-1969，美国 M2 与 CPI 散点图图表 14 1970-2019，美国 M2 与 CPI 散点图

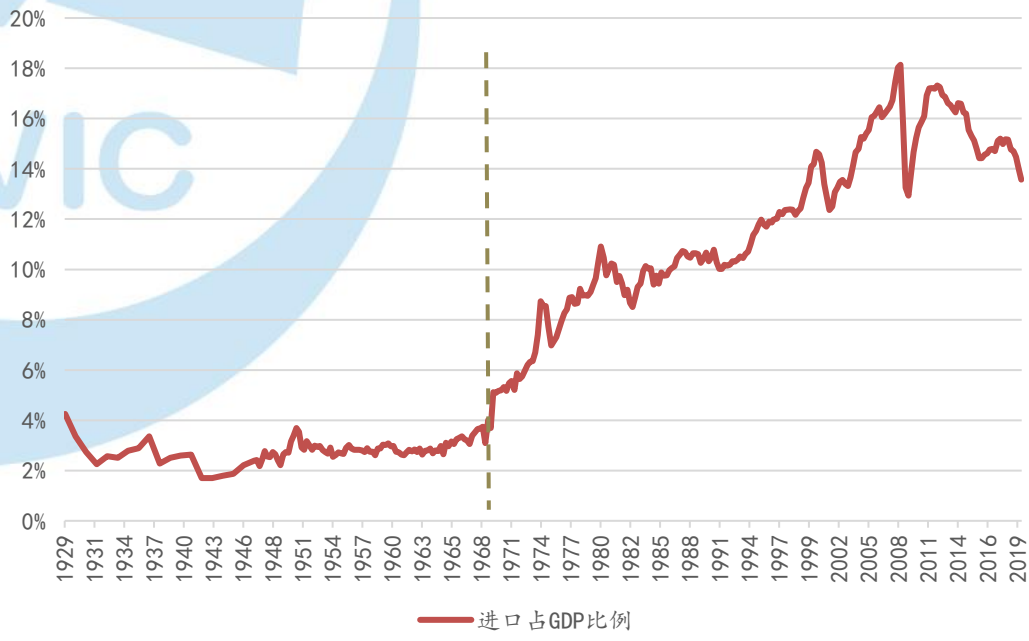




资料来源：NBER，Wind，中航证券金融研究所

关于货币超发无法造成通胀的原因，前美联储主席 Greenspan（2005）认为全球化是导致美国低通胀的根源。低收入国家的制造业对美进行出口，廉价的产品有效抑制了美国消费品的物价。我们统计美国进口金额与 GDP 的比值，发现美国进口占 GDP 比例自 1970 年开始大幅上升，进口占比开始上升的时点与 M2 开始对通胀解释力弱化的时点吻合。一定意义上说明美国虽然持续超发货币，但没有造成通胀的原因之一可能是进口比例增加，美国充分受益于全球分工下的低劳动力成本。

图表 15 美国进口金额/美国 GDP:1970 开始大幅上升



数据来源：NBER，Wind，中航证券金融研究所

进一步的，Raphael Auer and Andreas M.Fischer（2010）对低收入国家（Low-wage countries）出口压低欧美通胀的过程进行了量化的研究。两位学者收集了 1997-2006 年间美国从九个低收入国家的进口情况演变。对 325 个制造业子行业进行回归分析后发现低劳动力成本国家的进口占比和美国物价变化成负相关性：低收入国家的出口每增加 1%的市场占有率就会拉低该行业的 2.35%的物价。运用同样的方法，Raphael Auer and Andreas M.Fischer（2012）又对欧洲通胀与进口进行了研究，发现中国和其它低收入国家对欧洲的出口每增加 1%的市场占有率，就会拉低该市场 3%的物价。

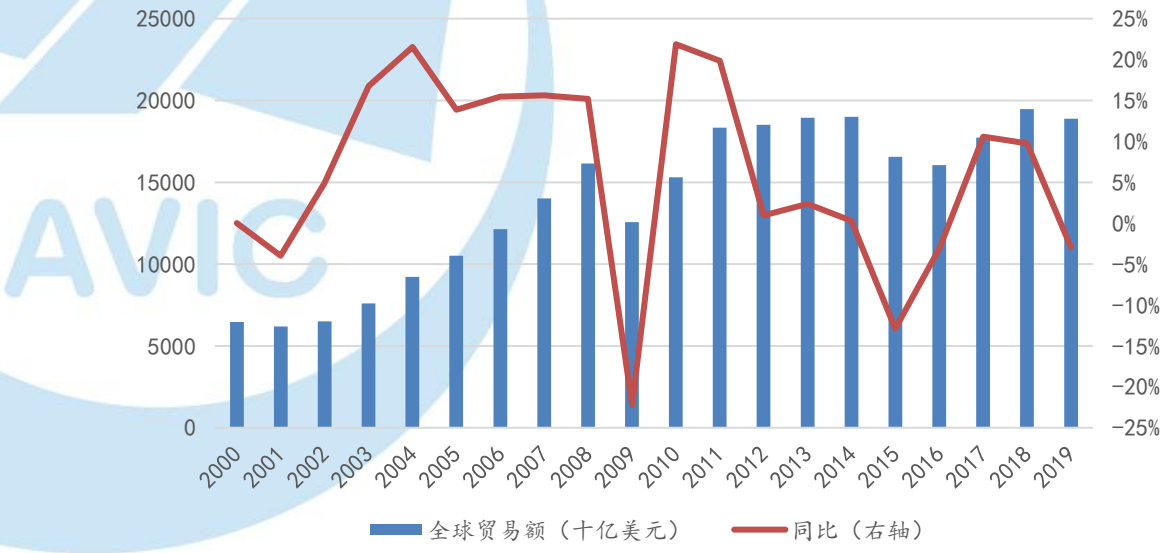
我们认为新冠疫情下美国极端的货币超发和未来逆全球化导致的进口比例下降可能会促使货币超发重新恢复对通胀的解释力。最终拉低实际利率，推升黄金价格。

截至 2020 年 6 月，美国的 M2 增速达到 22.8%，创二战以来的新高。1943 年二战时期美国 M2 增速达到 26.35%的峰值，M2 的高增速导致一年后的 CPI 达到 18.1%。虽然最近几十年货币发行对通胀的解释力下降，但今年极端的货币超发对通胀的影响是不能忽视的。

此外，在民粹主义抬头，地方保护主义盛行的情况下一系列多边贸易框架在近两年被废弃。以中美贸易战为代表的全球贸易摩擦愈演愈烈，未来美国进口占 GDP 的比例可能下降。

自全球金融危机以来，包括贸易、资本和人口流动在内的全球化进程开始停滞。自 2011 年以来，贸易额平均增长速度再未超过 5%并且从 2017 年急剧下降至 2018 年的-1%。贸易额下降的趋势明显。

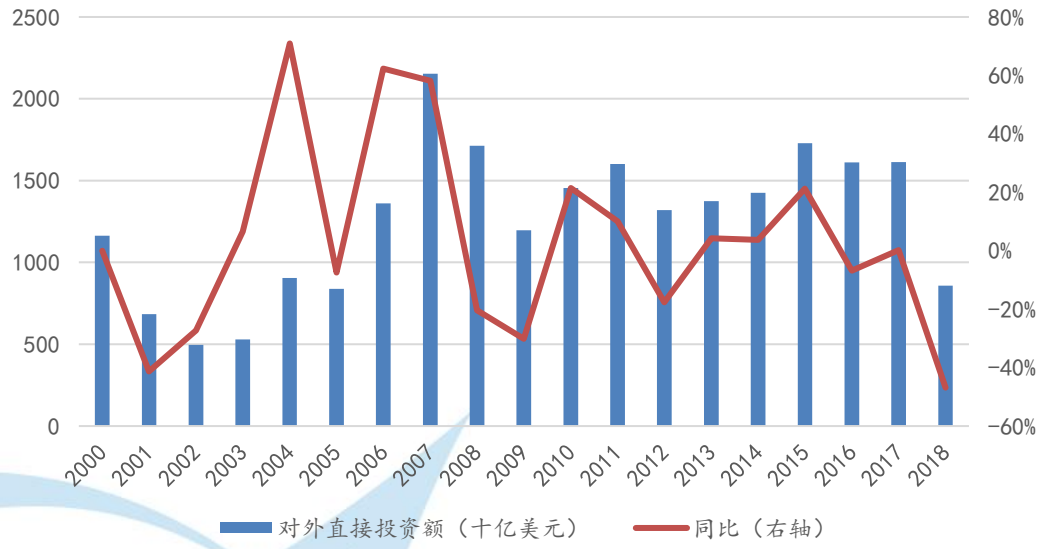
图表 16 全球贸易额



数据来源：UNCTAD，中航证券金融研究所

在全球贸易萎缩的同时，跨境资本流动也在减小。由于贸易紧张局势升级，全球对外直接投资（FDI）近 10 年来震荡下行，2018 年增速降至-46%，甚至低于 09 年金融危机。

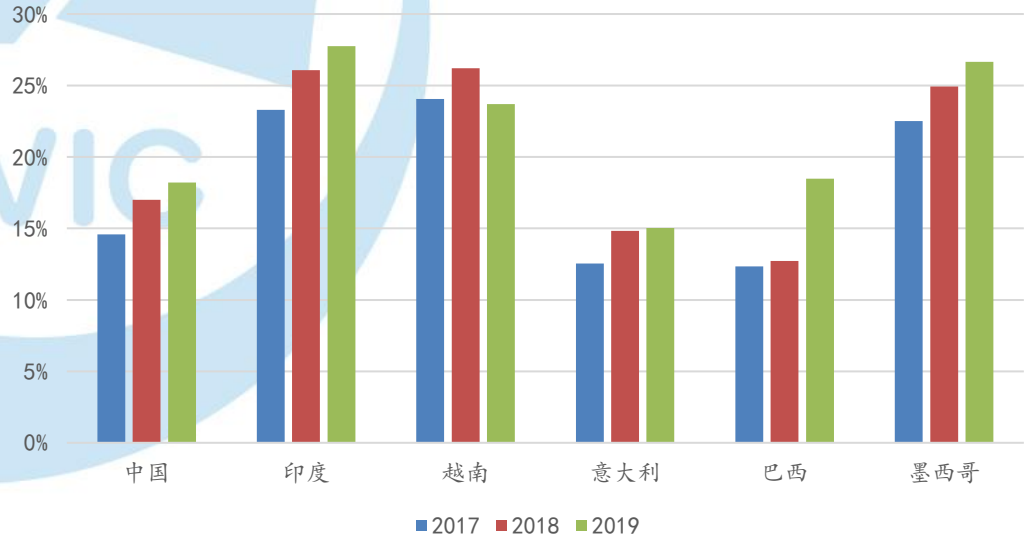
图表 17 全球 FDI



数据来源：UNCTAD，中航证券金融研究所

除此之外，人口流动限制逐渐增多。从美国签证拒签率的增长可以看出美国对于移民的管控更加严格，鉴于美国劳动力市场的重要性，这显然是全球劳动力市场的阻碍。

图表 18 美国拒签率



数据来源：UNCTAD，中航证券金融研究所

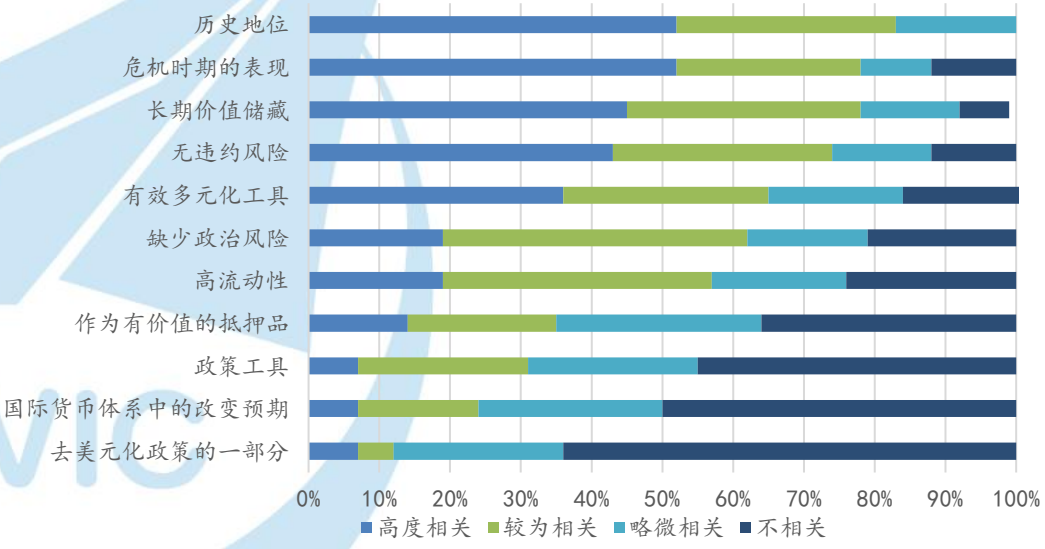
在欧美等发达国家，由于在政治层面上出现了难以调和的矛盾，如社会贫富差距扩大以及收入分配不公等问题，这些问题导致社会对全球化的不满与反抗，也可以说是民粹主义在某些程度上推动了逆全球化的进程。

新冠病毒也进一步地加剧了逆全球化的进程，世贸组织预测全球贸易在 2020 年将下降 13-32%，甚至高于全球 GDP 的预期下降率。新冠病毒引发了全球对于供应链的担忧，由于担忧国内医疗设备生产不足而实施的出口禁令将会加剧短缺并导致与预期效果相反的结果（类似于 2012 年的粮食危机，出口禁令导致全球物价上涨，最终加剧了短期的粮食短缺）。

3.2 各国央行购买黄金的趋势不变

近年来央行的购买量已达到创纪录水平，仅在 2019 年就增加了约 650 吨，根据 2020 年央行黄金储备(CBGR)调查，20%的央行打算在未来 12 个月内增加黄金储备。除了“历史地位”和“长期价值储存”这两个重要因素外，黄金“在危机时期的表现” 已经上升为第二大最相关因素。这表明，COVID-19 大流行正在改变央行对风险管理和投资组合多样化的需求，使央行对黄金的作用进行重新评估。

图表 19 2020 年影响央行黄金投资的因素

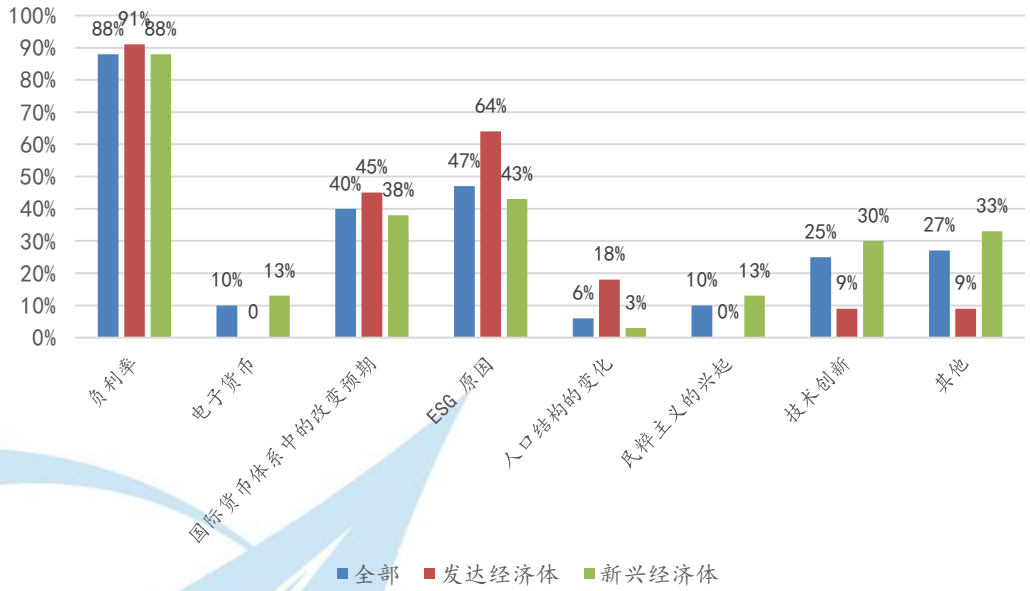


数据来源：世界黄金协会，中航证券金融研究所

根据世界黄金协会的统计，全球负利率是央行外汇储备管理决策的一个主要相关因素。今年迄今，已有 30 多家央行降息。法国、德国和瑞士等国一些 10 年期政府债券的负利率意味着黄金的“机会成本”已降至数十年来的最低水平。这会在一定程度上支撑 2020 年的黄金投资需求。另一方面，各国央行在实施量化宽松这种非常规货币政策方面经验相对较少，有出现重大政策失误的可能性——例如，由于错误解读

了货币和金融市场趋势，央行等待太久才撤回货币刺激政策。而近期美国和其它主要经济体在对抗 COVID19 造成的经济影响上实施的史无前例的宽松货币政策，增加了未来高通胀的潜在尾部风险，仅这一点可能就足以引发投资者对黄金的额外需求，以作为保险。

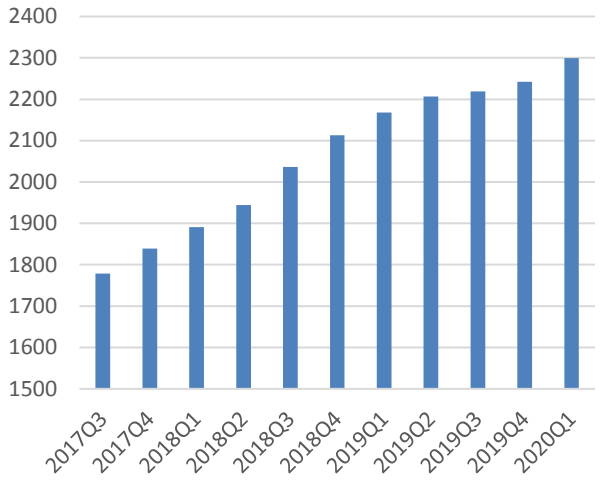
图表 20 央行外汇储备管理决策相关因素

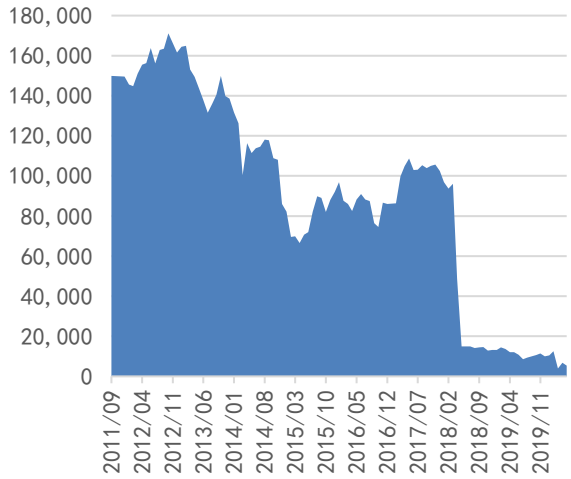


数据来源：世界黄金协会，中航证券金融研究所

另外，央行加持黄金的另外一个重要原因是“去美元化”。早在 2019 年的 CBGR 的调查中，已有 13%的央行表示，去美元化与他们投资黄金的决定高度相关。俄罗斯就是一个典型。自危机以来，俄罗斯的黄金储备开始大幅增加。2014-2018 年间，俄罗斯每年的黄金购买量超过 200 吨。俄罗斯央行(Bank of Russia)第一副行长德米特里图林(Dmitry Tulin)表示：“黄金已经成为一种具有重要战略意义的资产，因为它可以 100%的抵御法律和政治风险”。随着俄罗斯黄金储备的大量增加，该国持有的美国国债大量减少。

图表 21 俄罗斯的黄金储备（吨）图表 22 俄罗斯所持的美债（美元，百万）

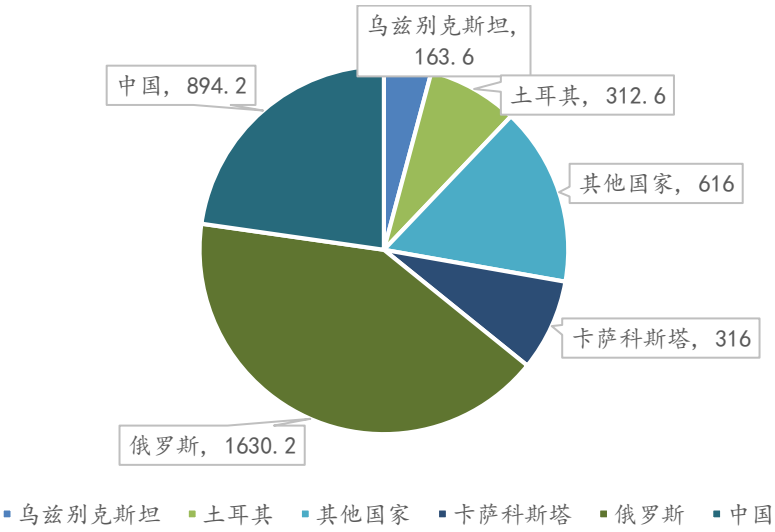




数据来源：世界黄金协会，美国财政部，中航证券金融研究所

在 2020 年的 CBRG 调查中，40%的央行表示全球经济实力的转移是加持黄金的原因。世界黄金协会（WGC）2019 年的报告中指出，中国日益增长的经济实力几乎肯定会对国际货币体系产生影响。虽然人民币与美元争夺全球主要货币的地位还不太可能，但亚洲似乎是人民币的天然栖息地(Eichengreen, Lombardi, 2017)。因此，国际货币体系可能会从一个以美元为中心的体系，转向一个更加多极化的体系，欧元和人民币在其中所占的比重会相对较大。而向新的国际货币体系转变的过程中，投机性资金流入可能会破坏全球资本市场的稳定并对美元构成压力。因此，一些中央银行可能正在购买黄金作为对两者的对冲。根据 WGC 2019 年报告，最近购买黄金的大多是东欧，东南亚和中亚国家，这些国家中，很多与中国有着强大的贸易和投资联系。实际上，不仅仅是发展中经济体，许多发达国家也正在增加储备中的黄金份额。2018 年，当匈牙利国家银行(National Bank of Hungary)将其黄金储备增加 10 倍时表示，在极端市场环境或国际金融体系发生结构性变化时，黄金可能发挥稳定作用，并充当一条主要的防线。

图表 23 2010 年至 2019 年的净购买量（吨）



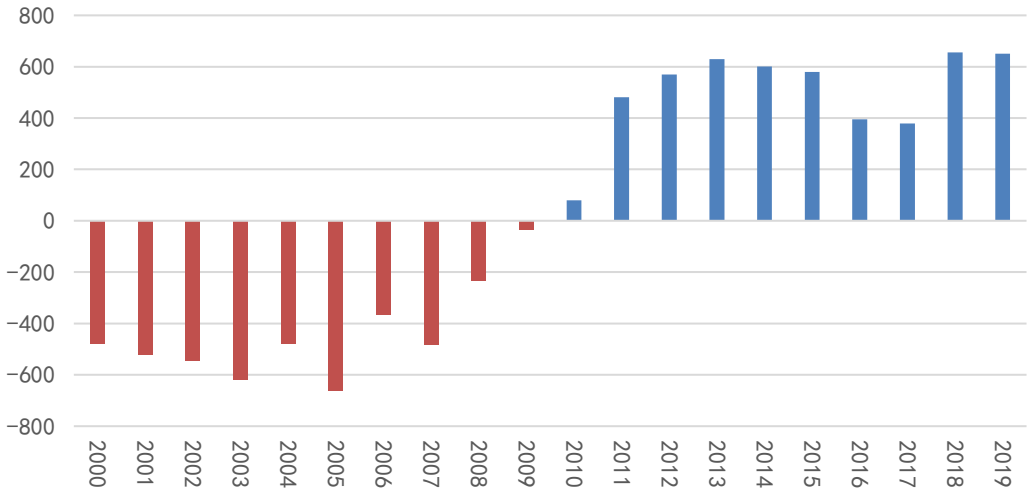
数据来源：世界黄金协会，中航证券金融研究所

图表 24 2020 年 7 月统计的世界官方黄金储备

国家	黄金持有量（吨）	占官方储备份额（%）
美国	8,133.50	78.90%
德国	3,363.60	75.20%
国际货币组织	2,814.00	N/A
意大利	2,451.80	70.80%
法国	2,436.00	65.00%
俄罗斯	2,299.20	22.60%
中国（大陆）	1,948.30	3.40%
瑞士	1,040.00	6.50%
日本	765.2	3.10%
印度	654.9	7.50%
挪威	612.5	70.90%
土耳其	560.8	36.40%
欧洲央行	504.8	31.00%
中国台湾	422.4	4.60%
葡萄牙	382.5	77.40%

数据来源：世界黄金协会，中航证券金融研究所

图表 25 2020 年 7 月统计的世界官方黄金储备



数据来源：世界黄金协会，中航证券金融研究所

考虑到黄金的避风港属性，各大央行现在有很多理由加持黄金寻求安全：全球宏观经济增长的严峻形势，零利率趋势，即将到来的英国退欧和美国大选以及日益紧张的政治格局。在波动性和不确定性加剧的情况下，各国央行会继续囤积黄金，全球黄金储备仍有增加的空间。

3.3 中美摩擦或不可逆

改革开放后，中国经济一直保持高速增长。2014 年以来中国进入经济新常态，GDP 增速放缓，进入 L 型筑底阶段，但实际增速仍保持在 6%以上。未来十至二十年，我们将中国的实际 GDP 增速中枢下降到 4%左右，平减指数设定在 3%左右，中国的 GDP 名义增速的预测中枢仍可达到 7%。而美国作为发达经济体，经济增长较为稳定，近年来 GDP 实际增长率一直在 2.1%左右浮动，平减指数也保持在 2%，因此我们对美国名义 GDP 增长率的预测中枢设定在 4.1%。在此基础上，我们对中国 GDP 总量超过美国的时间进行了预测，中国名义 GDP 增长率设定在 6.5%-7.5%，美国名义 GDP 设定在 3.4%-4.6%的假设下，中国最快十一年，最慢二十三年即可在总量上超越美国。面对这样的压力，美国实施了从贸易战到对中国科技巨头的禁令等一系列举措。但当前中国产业链完整，全球拥有 230 多个贸易伙伴，并且坐拥全球最大的国内市场规模。常规经济措施来看，美国对中国的限制手段已经非常有限。为了增加中国超越美国进程的不确定性，美国未来对华对抗措施可能进一步升级。

图表 26 中美 GDP 名义增速各假设条件下中国 GDP 总量超过美国所需时间

		中国GDP名义增速									
		6.5%	6.6%	6.7%	6.8%	6.9%	7.0%	7.1%	7.2%	7.3%	7.4%	7.5%
美国GDP名义增速	3.6%	14.6年	14.1年	13.6年	13.2年	12.8年	12.4年	12.1年	11.8年	11.4年	11.2年	10.9年
	3.7%	15.1年	14.6年	14.1年	13.6年	13.2年	12.8年	12.5年	12.1年	11.8年	11.5年	11.2年
	3.8%	15.6年	15.1年	14.6年	14.1年	13.7年	13.2年	12.8年	12.5年	12.1年	11.8年	11.5年
	3.9%	16.3年	15.7年	15.1年	14.6年	14.1年	13.7年	13.2年	12.8年	12.5年	12.1年	11.8年
	4.0%	16.9年	16.3年	15.7年	15.1年	14.6年	14.1年	13.7年	13.3年	12.9年	12.5年	12.1年
	4.1%	17.6年	16.9年	16.3年	15.7年	15.1年	14.6年	14.1年	13.7年	13.3年	12.9年	12.5年
	4.2%	18.4年	17.6年	16.9年	16.3年	15.7年	15.1年	14.6年	14.2年	13.7年	13.3年	12.9年
	4.3%	19.2年	18.4年	17.7年	17.0年	16.3年	15.7年	15.2年	14.6年	14.2年	13.7年	13.3年
	4.4%	20.2年	19.3年	18.4年	17.7年	17.0年	16.3年	15.7年	15.2年	14.7年	14.2年	13.7年
	4.5%	21.2年	20.2年	19.3年	18.5年	17.7年	17.0年	16.3年	15.7年	15.2年	14.7年	14.2年
	4.6%	22.3年	21.2年	20.2年	19.3年	18.5年	17.7年	17.0年	16.4年	15.8年	15.2年	14.7年

数据来源：Wind，中航证券金融研究所

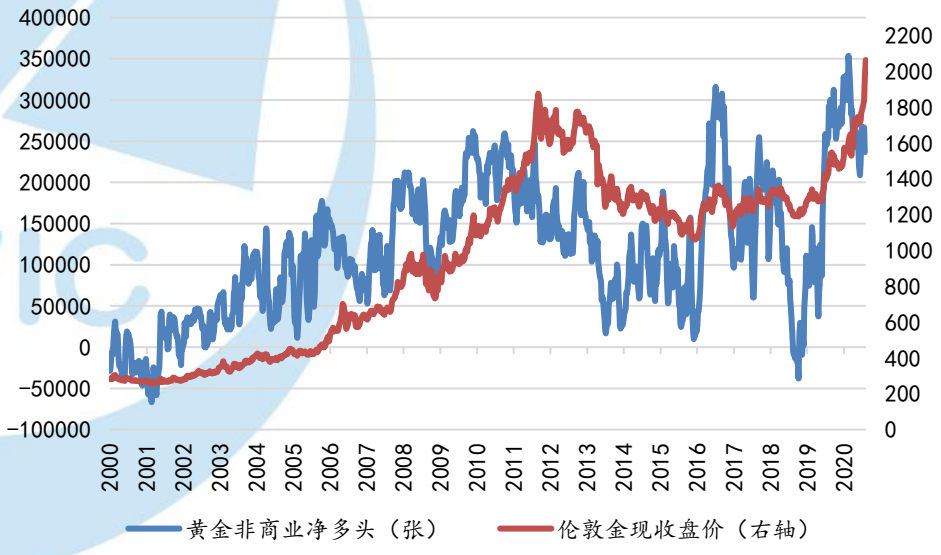
四、 投资层面的具体分析

3.1 多头交易拥挤，短期可能回调

在交易层面上，目前黄金的多头交易呈现出较为拥挤的特征，短时间内黄金价格可能出现调整。

非商业头寸是投机性持仓，持有者主要是对冲基金。非商业头寸的持有者即聪明钱往往对价格变动的因素非常敏锐，因此非商业净多头持仓量对金价有一定的领先意义。从下图可以看到，黄金非商业净多头触顶走低，预示着黄金的价格存在短期调整的可能。

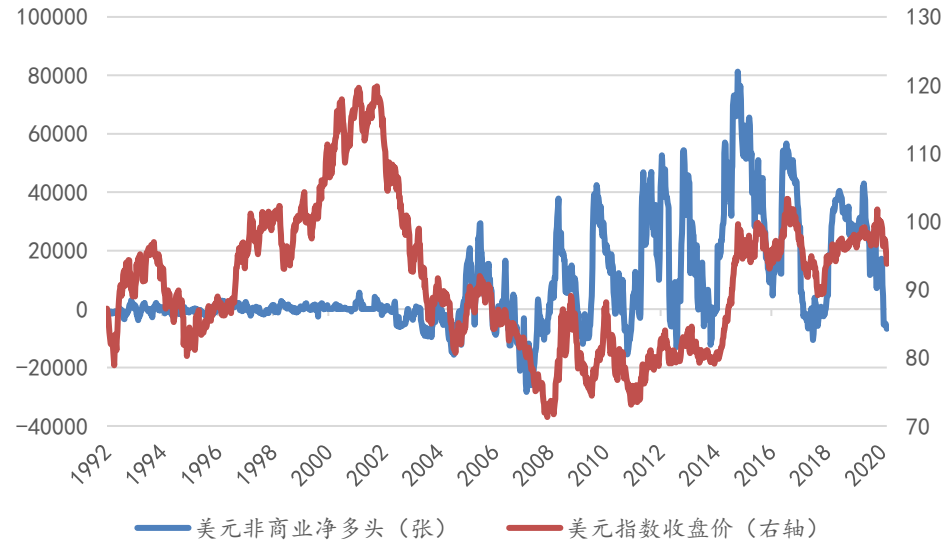
图表 27 COMEX 黄金非商业净多头持仓通常领先黄金价格，目前触顶回调



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

另一方面，作为黄金的负相关定价锚，美元的非商业净多头持仓量已经进入历史极低的区间，做空美元的交易也显得非常拥挤。

图表 28 COMEX 美元非商业净多头持仓进入极低区间



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

3.2 黄金的配置原则

我们所建议的黄金配置思路在于将黄金纳入投资组合当中，而非单纯的做多黄金。我们坚定看多中国权益资产，但同时我们也认为美方挑起的摩擦未来可能还会加剧。在这样的情况下，对于权益投资机构，利用黄金 ETF、黄金个股构建一到两成的黄金风险敞口是非常有必要的。

目前国内货币超发的状态还将持续(M2-名义 GDP 增速),企业盈利增速还在恢复当中(PPI 触底反弹),资本市场改革红利逐渐兑现。在黄金仍然具备上升空间的判断的基础上，我们建议将黄金纳入到权益资产的多头组合当中。从 Harry Markowitz(1952)的 MPT 理论来看，这样的配置也能将投资组合推近至有效边界（Efficient Frontier），以获得更大的风险调整后收益。

3.3 配置黄金的风险点以及监测目标

在投资组合当中配置一定比例的黄金是非常有必要的。但同时，黄金价格目前屡创历史新高，一些情况的反转将导致黄金价格的快速下跌。我们建议密切监测以下可能导致黄金大幅下跌的因素，进行严密跟踪。

首先是美联储的鹰派态度。如果疫苗超预期快速研制成功并投入市场，美国经济迅速反弹，那么美联储将启动缩表进程。如果美国联邦基金利率开始调升，名义利率的上升速度可能快于通胀的上升速度，那么黄金价格将受到重创。

其次是美国主导的逆全球化及中美摩擦的反转。如果特朗普没有能够连任，拜登当选并且美国部分放弃地方保护主义及贸易战，中美关系缓和，那么通胀也有可能受到抑制。

第三是央行可能的抛售。

近期不断升高的黄金价格在一定程度上影响了各国央行的购买速度。作为近年来全球最大的黄金买家之一，俄罗斯央行已经宣布从 2020 年 4 月 1 日起暂停所有的黄金购买。这不是唯一的例子:乌兹别克斯坦和哈萨克斯坦的央行也放慢了脚步（这两个国家的央行近年来也一直是黄金可靠的消费者）。1 月份，官方黄金持有量(央行和国际货币基金组织(IMF)等国际机构持有的黄金持有量)连续三个月增加的数量仅为 67 吨，为 2018 年 8 月以来的最低增速。

随着全球经济的衰退和市场的流动性短缺，美联储已开放了 14 条流动性互换专线。然而有大量美元融资需求的土耳其等新兴市场并不在名单中。短期而言，金价的飙升正在增加黄金在多数央行储备中的比例。因此，任何面临外汇短缺为管理国际收支的国家，目前都有可能会清算金属。80-90 年代，官方黄金储备曾出现大规模抛售，导致当时金价暴跌。而 1999 年的《中央银行黄金协议》在各国政府对黄金的净需求环境中，已与去年解除。短期内，如果历史重演，当前的市场涨势将很快消退。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，中国社会科学院金融学博士，中航证券首席经济学家，金融研究所所长。
成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，波士顿大学工商管理硕士，中航证券金融研究所首席策略分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。