黄金还能上车吗？一些风险信号

2020 年 08 月 06 日

事件

■ **我们认为，三季度内黄金价格将延续上涨走势，预计有 10%左右空间，但应该开始警惕进入四季度后的下行风险。**

观点

■ **金价还有一定空间：**与 2009 年-2011 年美联储扩表期间的单边上涨相比，金价的上涨尚未达到当年翻倍的水平。从滚动 3 个月和一年的涨幅来看，并未超过 2006-2011 年期间出现的滚动涨幅峰值水平。

■ **9 月继续上涨的动力：**

1. 全球负利率债券规模上升速度加快，持有黄金的机会成本降低

在全球负利率债券规模于 7 月达到 15.5 万亿美元、且 3 月以来快速上升的情况下，持有黄金的机会成本在快速走低。**黄金价格与负利率债券规模走势呈现出明显的正相关性。**在三季度全球经济尚未从疫情中恢复、且负利率难以戒除的环境下，稳定性资产的稀缺将继续为黄金增添吸引力。

2. 大选不确定性与季节性因素推升黄金价格

黄金价格在选举年的 9-10 月期间平均表现最好。由于总统辩论于 9 月举行，往往会对市场情绪造成较大影响，推升黄金价格。9 月前财政刺激大幅退出的概率也较小。此外，由于黄金需求最大的经济体印度的婚庆季节到来，黄金的消费需求在经历一二季度的低迷后，有望于 9 月开始恢复。

■ **进入 10 月后警惕金价快速下行的风险**

1. 债券信用利差已经下降

美联储承诺为市场保持充裕的流动性，**高收益债券信用利差持续走低，表明市场对风险和不确定性的担忧有所明显减弱。**随着全球经济逐步回到正轨，资金流入高收益资产，将弱化安全资产的回报率。

2. 黄金 ETF 的流入量已创新高

2020 年截至 7 月 24 日，全球黄金 ETF 净流入 865 吨（约 470 亿美元），远远高于 2009 年 646 吨和 2016 年 230 亿美元的高峰水平。今年一二季度，全球对黄金的投资需求也大幅超过了饰品需求，从历史来看，2010 年以来这一趋势从未维持超过一个季度。**在近期市场避险情绪没有明显上升的情况下，需要警惕接下来增量资金减弱、甚至流出的风险。**

3. 过去负利率债券规模与黄金期货持仓上升期间黄金涨幅最高为 30%

虽然全球负利率规模再次上升，黄金期货持仓也处在较高位置，为黄金提供一定上涨动力，但回顾 2018-2019 年负利率债券规模走高和 2015-2016 年期货持仓高峰期间，黄金的最大上涨幅度均为 30%左右。

4. 历次疫情后，黄金涨幅最高为 34%

SARS 疫情爆发后一年内最高涨幅为 28%，H1N1 爆发后一年内最高涨幅为 34%，Zika 爆发后一年内最高涨幅为 25%。其中 H1N1 爆发期间的黄金涨幅也受到美国 QE 的较大影响。本次在大选、疫情和美联储扩表的影响下，**我们判断黄金还有约 10%的上行空间，全年上涨幅度在 45%以内。**

■ **黄金股的走势特征，更像黄金，还是更像股票？**

东吴金工通过对 2004-2019 年 Wind 黄金指数的走势分析，得出结论，伦敦金现的月度涨跌对黄金指数涨跌的解释度为 0.20；股市的月度涨跌，对黄金指数涨跌的解释度为 0.39。**总的来说，黄金股的股票属性超过黄金。**

■ **风险提示：**美国财政刺激计划出现变化，未能如期扩张资产负债表。受疫情影响，黄金消费需求大幅下行。

证券分析师 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenl@dwzq.com.cn
研究助理 冯涵若
021-60199780
fenghr@dwzq.com.cn

相关研究

1、《东吴证券月度策略及金股组合：依然看好市场保持活跃：依然看好市场保持活跃》2020-07-31
2、《策略点评 20200729：黄金还能继续牛吗？》2020-07-29
3、《二季度基金持仓行为分析：二季度基金持仓行为分析》2020-07-26
4、《海外市场 7 月展望：下半年港股迎接新活力》2020-07-20
5、《策略专题 20200715：大水漫灌后的美国为什么等不来通胀》2020-07-16

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 金价还有一定空间 3
2. 9 月继续上涨的动力 5
2.1. 全球负利率债券规模上升速度加快，持有黄金的机会成本降低 5
2.2. 大选不确定性与季节性因素推升黄金价格 6
3. 进入 10 月后警惕金价快速下行的风险 7
3.1. 债券信用利差已经下降 7
3.2. 黄金 ETF 的流入量已创新高 8
3.3. 过去负利率债券规模与黄金期货持仓上升期间，黄金涨幅最高为 30% 9
3.4. 历次疫情后，黄金涨幅最高为 34% 10
4. 黄金股的走势特征，更像黄金，还是更像股票？ 11
5. 风险提示 11

图表目录

图 1: 本次扩表的幅度和节奏相比 2009 年都更为激进，推动黄金价格快速上行 3
图 2: 从调整通胀后的价格来看，截至 8 月 5 日，依然低于 2011 年时期水平 4
图 3: 从滚动 3 个月和一年的涨幅来看，并未超过 2006-2011 年期间出现的峰值水平 4
图 4: 黄金期货和期权净持仓多头规模在历史较高水平波动 5
图 5: 黄金价格与负利率债券规模走势呈现出明显的正相关性 5
图 6: 黄金价格与十年期美债真实收益率的负值处理走势一致 6
图 7: 黄金价格在美国大选前 4 个月表现 6
图 8: 黄金价格在选举年的 9-10 月期间平均表现最好 6
图 9: 三四季度也通常为全球黄金需求的旺季 7
图 10: 高收益债券信用利差持续走低 7
图 11: 今年一二季度，全球对黄金的投资需求大幅超过了饰品需求 8
图 12: 金价与负利率债券规模 9
图 13: 负利率债券规模走高期间黄金的最大上涨幅度为 30% 9
图 14: 金价与期货和期权净持仓多头 9
图 15: 期货持仓高峰期间黄金的最大上涨幅度为 30% 9
图 16: SARS 疫情爆发后一年内黄金最高涨幅为 28% 10
图 17: H1N1 爆发后一年内黄金最高涨幅为 34% 10
图 18: Zika 爆发后一年内黄金最高涨幅为 25% 10
图 19: 黄金股的属性 11

表 1: 截至 7 月 24 日，黄金 ETF 净流入 864 吨（约 470 亿美元） 8

请务必阅读正文之后的免责声明部分

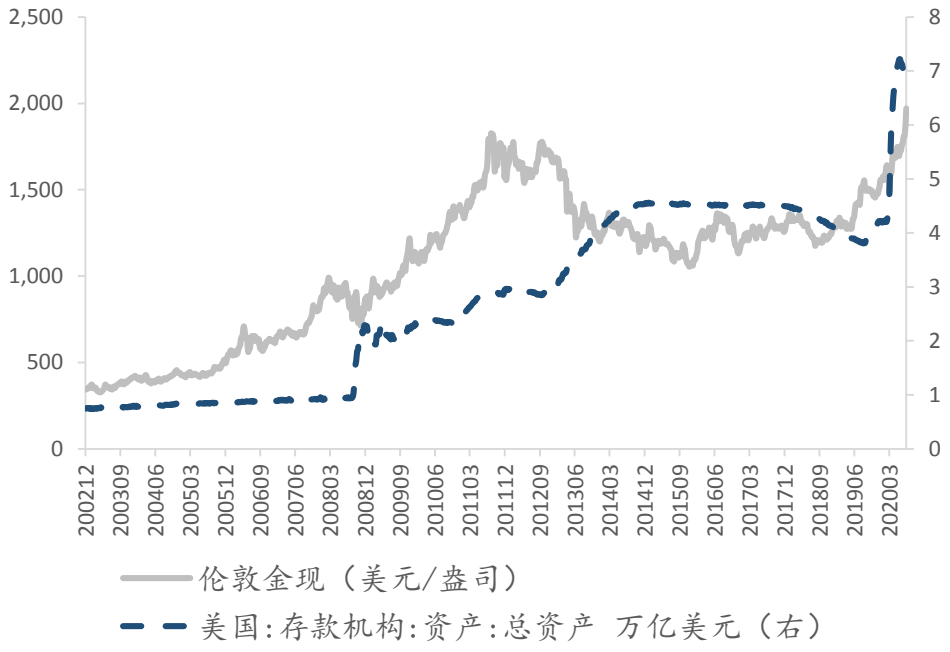
2020 年以来，黄金已经上涨超过 34%。伦敦现货黄金在耗费月 4 个月从 1500 美元/盎司上升到 1800 美元/盎司后，最近的几个星期上涨明显加速，突破 2000 美元/盎司。我们认为，三季度内黄金价格将延续上涨走势，预计有 10%左右空间，但应该开始警惕进入四季度后的下行风险。

我们将从两个方面讨论黄金的价格是否已经过贵。首先，目前的价格相比历史水平是否合理，其次，支撑黄金上涨的驱动因素是否依然存在。

1. 金价还有一定空间

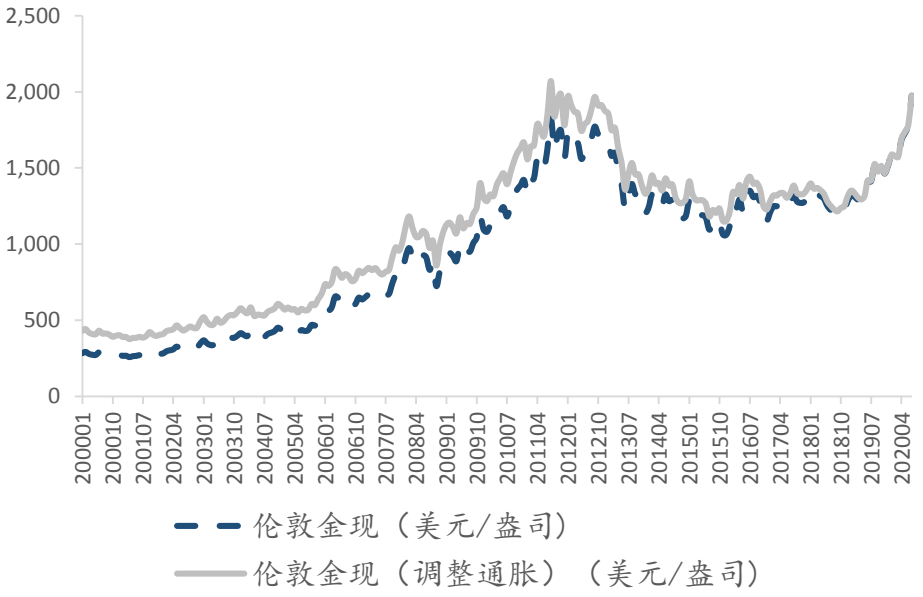
首先，与 2009 年-2011 年美联储扩表期间的单边上涨相比，金价的上涨尚未达到当年翻倍的水平。而本次扩表的幅度和节奏相比 2009 年都更为激进，短期内加剧美元贬值压力，推动黄金价格快速上行，在流动性大幅扩张的初期，可以认为是较为正常的趋势。**同时，虽然黄金价格于近期创下 1980 年以来的新高，但是从调整通胀后的价格来看，截至 8 月 5 日，依然低于 2011 年时期水平。**因此我们认为目前黄金还不存在超涨的情况。从滚动 3 个月和一年的涨幅来看，截至 8 月 5 日分别为 20%和 39%，并未超过 2006-2011 年期间出现的滚动涨幅峰值水平，但近期以来上升速度明显加快，需要更为谨慎。

图 1：本次扩表的幅度和节奏相比 2009 年都更为激进，推动黄金价格快速上行



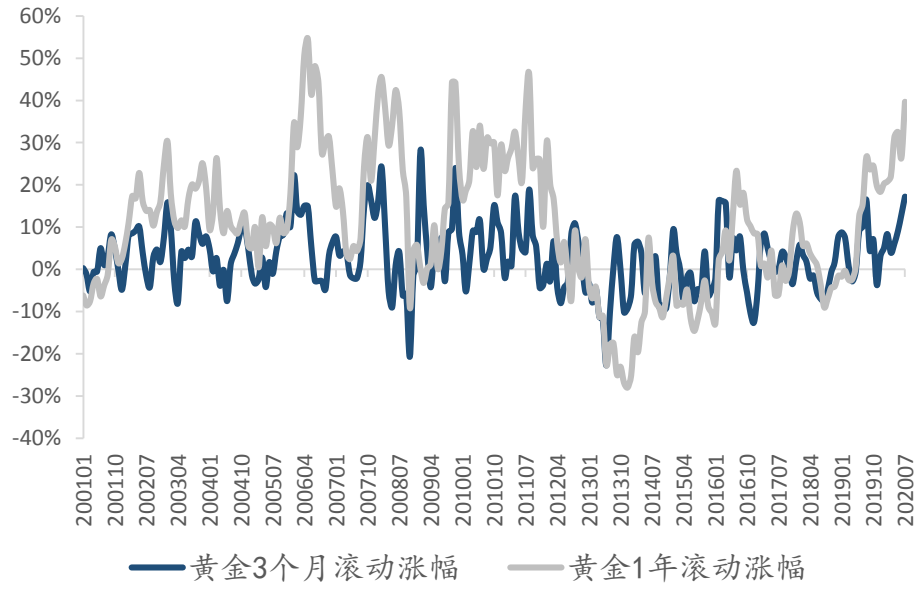
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：从调整通胀后的价格来看，截至 8 月 5 日，依然低于 2011 年时期水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：从滚动 3 个月和一年的涨幅来看，并未超过 2006-2011 年期间出现的峰值水平

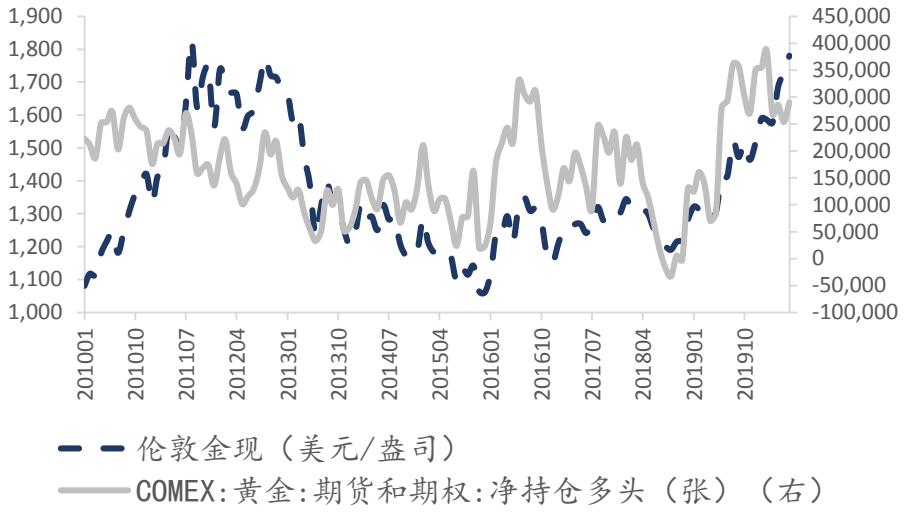


数据来源：Wind，东吴证券研究所

黄金价格与黄金衍生品市场多头净持仓趋势相关性较强，可以认为是投资者的情绪信号。2020 年以来，黄金期货和期权净持仓多头规模在历史较高水平波动。**总体来看，黄金价格目前仍然处于合理区间。**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 4：黄金期货和期权净持仓多头规模在历史较高水平波动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

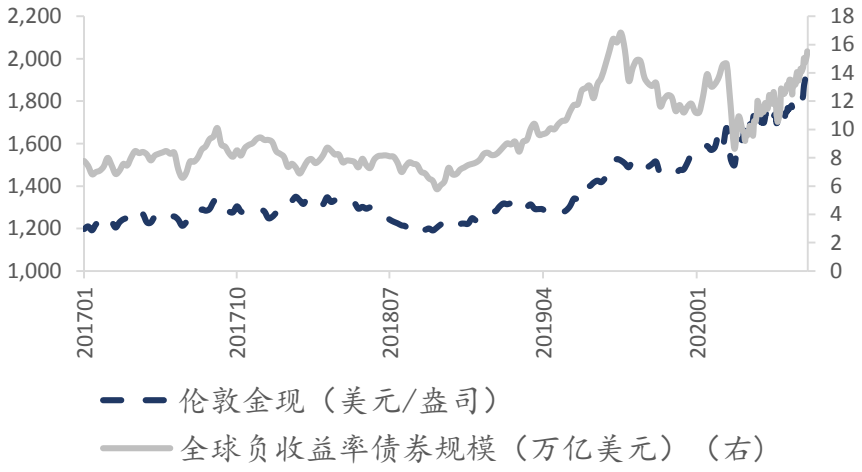
2. 9 月继续上涨的动力

我们认为在三季度为黄金提供后续 10%上涨动力的重要驱动因素包括:

2.1. 全球负利率债券规模上升速度加快，持有黄金的机会成本降低

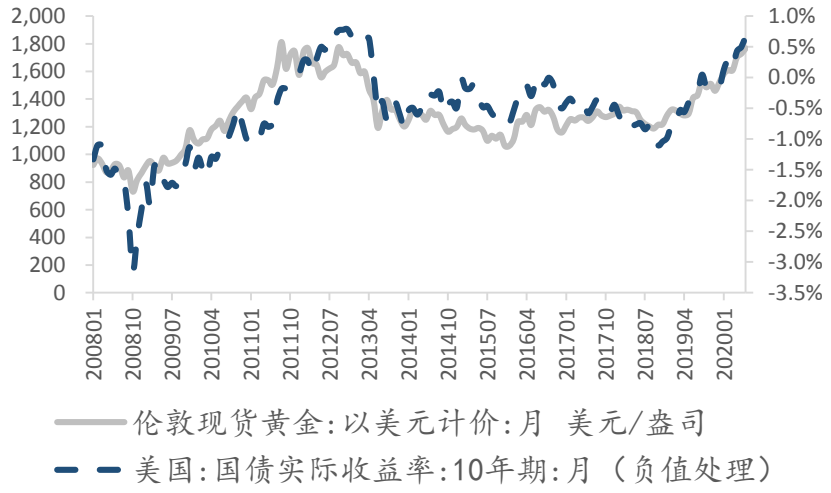
中短期黄金价格的主要推动力之一是持有黄金的机会成本。在全球负利率债券规模于 7 月达到 15.5 万亿美元、且 3 月以来快速上升的情况下，持有黄金的机会成本在快速走低。可以看出，**黄金价格与负利率债券规模走势呈现出明显的正相关性，**且与 10 年期美债收益率呈现出负相关性。在三季度全球经济尚未从疫情中恢复、且负利率难以戒除的环境下，稳定性资产的稀缺将继续为黄金增添吸引力。

图 5：黄金价格与负利率债券规模走势呈现出明显的正相关性



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：黄金价格与十年期美债真实收益率的负值处理走势一致

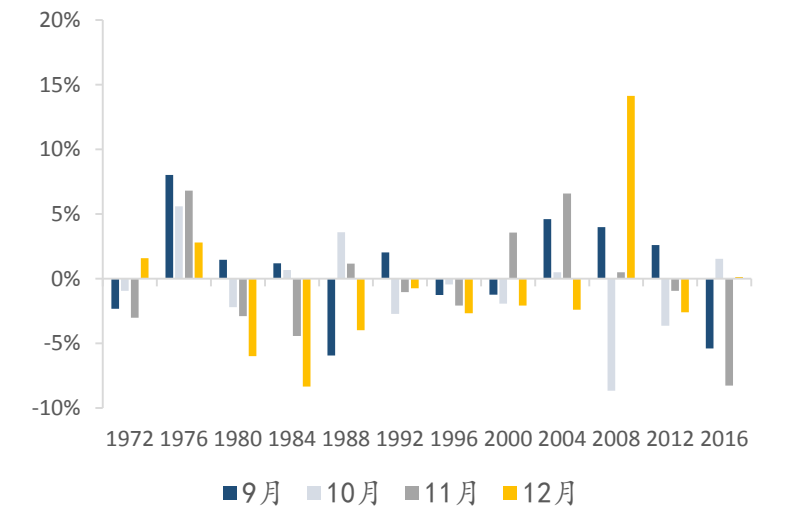


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 大选不确定性与季节性因素推升黄金价格

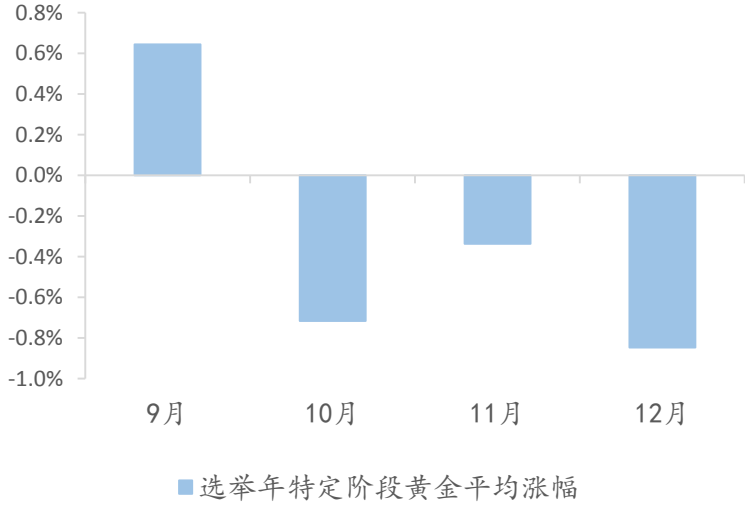
对 1970 年以来大选投票前后的黄金价格分析显示，**黄金价格在选举年的 9-10 月期间平均表现最好，在 12-1 月期间表现最差。**尽管这一规律只能作为参考，因为干扰黄金价格的外部因素非常之多，但由于总统辩论于 9 月举行，造成政治不确定性上升，往往会对市场情绪造成较大影响，推升黄金价格。同时，两党为博得选民支持，9 月前财政刺激大幅退出的概率也较小，预计美元将会进一步走弱，为黄金带来上升动力。此外，由于黄金需求最大的经济体印度的婚庆季节到来，黄金的消费需求在经历一二季度的低迷后，有望于 9 月开始恢复，从历史经验来看，三四季度也通常为全球黄金需求的旺季。

图 7：黄金价格在美国大选前 4 个月表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

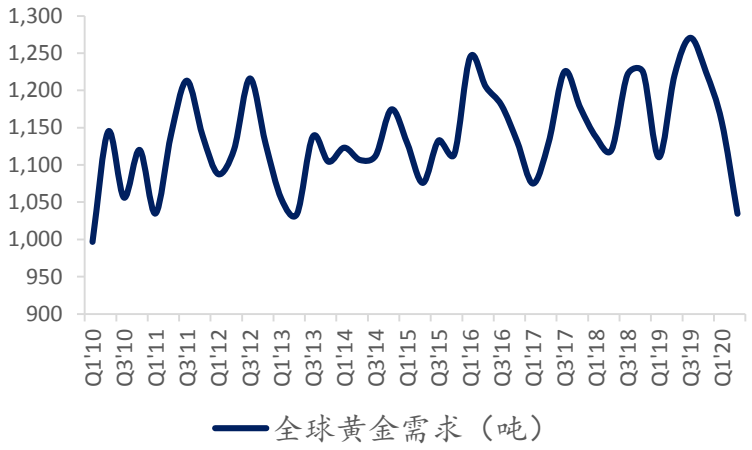
图 8：黄金价格在选举年的 9-10 月期间平均表现最好



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 9：三四季度也通常为全球黄金需求的旺季



数据来源：Goldhub，东吴证券研究所

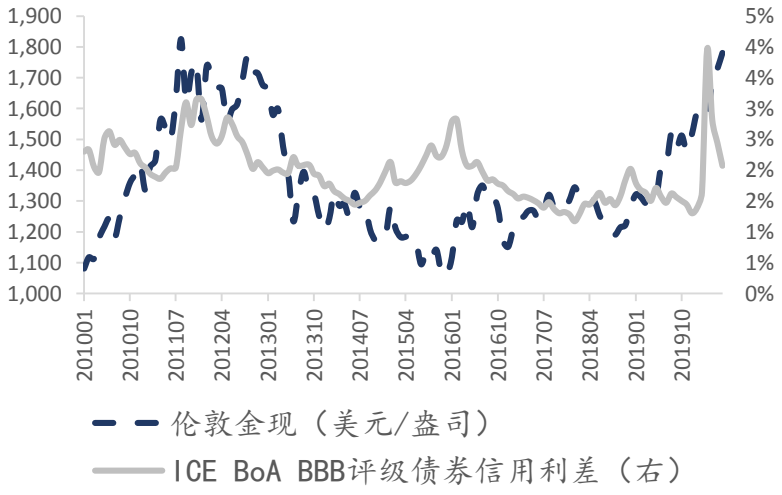
3. 进入 10 月后警惕金价快速下行的风险

我们认为需要警惕进入 10 月后黄金价格出现快速下行的风险。目前来看，有几点不利因素：

3.1. 债券信用利差已经下降

美联储承诺为市场保持充裕的流动性，高收益债券信用利差持续走低，表明市场对风险和不确定性的担忧有所明显减弱。随着全球经济逐步回到正轨，资金流入高收益资产，将弱化安全资产的回报率。

图 10：高收益债券信用利差持续走低



数据来源：Wind，FRED，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.2. 黄金 ETF 的流入量已创新高

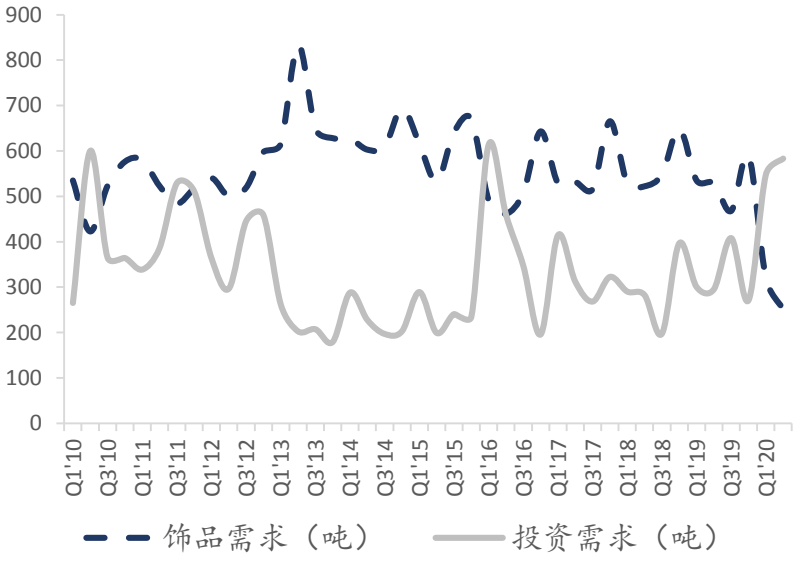
2020 年上半年全球黄金 ETF 净流入达到 734 吨(约 395 亿美元)，截至 7 月 24 日，净流入 864 吨（约 470 亿美元），远远高于 2009 年 646 吨和 2016 年 230 亿美元的高峰水平。今年一二季度，全球对黄金的投资需求也大幅超过了饰品需求，从历史来看，2010 年以来这一趋势从未维持超过一个季度。**在近期市场避险情绪没有明显上升的情况下，需要警惕接下来增量资金减弱、甚至流出的风险。**

表 1：截至 7 月 24 日，黄金 ETF 净流入 864 吨（约 470 亿美元）

区域	全球总计持有数量	全球总计持有规模	今年以来增加数量	今年以来流入资金规模
	公吨	十亿美元	公吨	十亿美元
北美	1989	122	549	30
欧洲	1597	98	275	15
亚洲	103	6	23	1
其他	62	4	17	1
总计净流入	**3751**	**229**	**864**	**47**
全球流入			889	66
全球流出			-25	-19

数据来源：Goldhub，东吴证券研究所

图 11：今年一二季度，全球对黄金的投资需求大幅超过了饰品需求



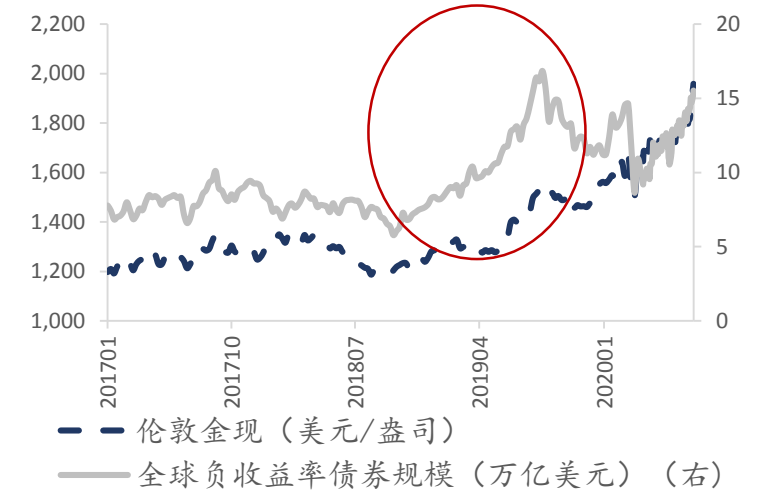
数据来源：Goldhub，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.3. 过去负利率债券规模与黄金期货持仓上升期间，黄金涨幅最高为 30%

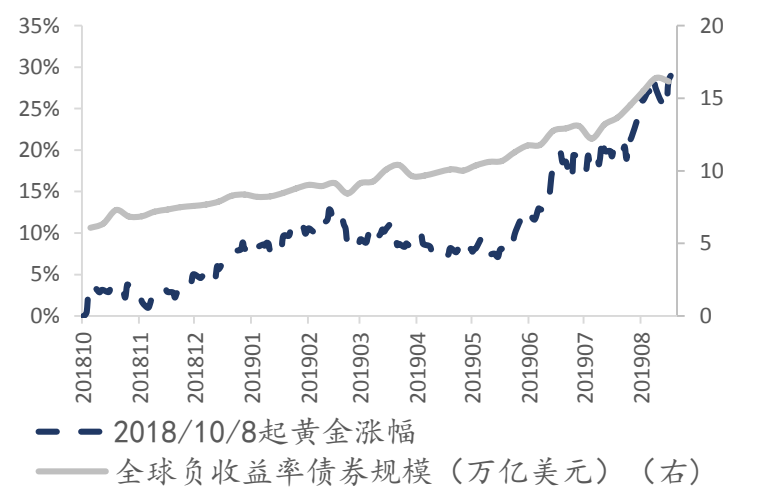
虽然全球负利率规模再次上升，黄金期货持仓也处在较高位置，为黄金提供一定上涨动力，但回顾 2018-2019 年负利率债券规模走高和 2015-2016 年期货持仓高峰期间，黄金的最大上涨幅度均为 30%左右。

图 12：金价与负利率债券规模



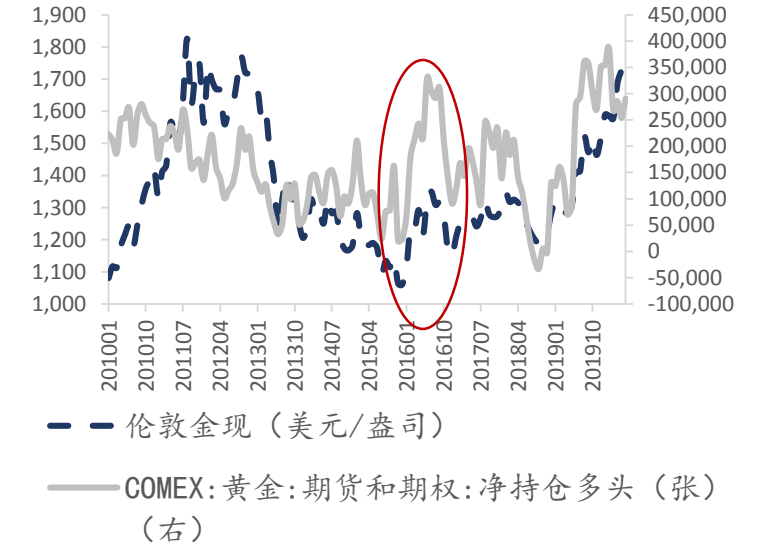
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13：负利率债券规模走高期间黄金的最大上涨幅度为 30%



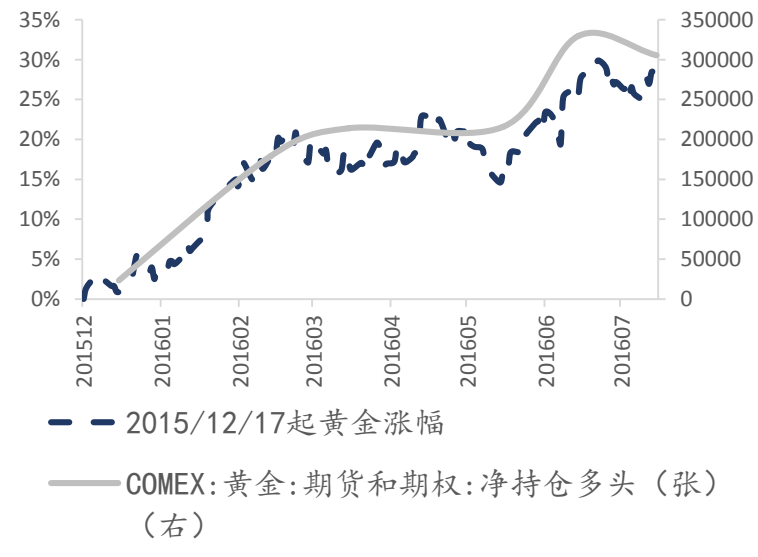
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 14：金价与期货和期权净持仓多头



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 15：期货持仓高峰期间黄金的最大上涨幅度为 30%



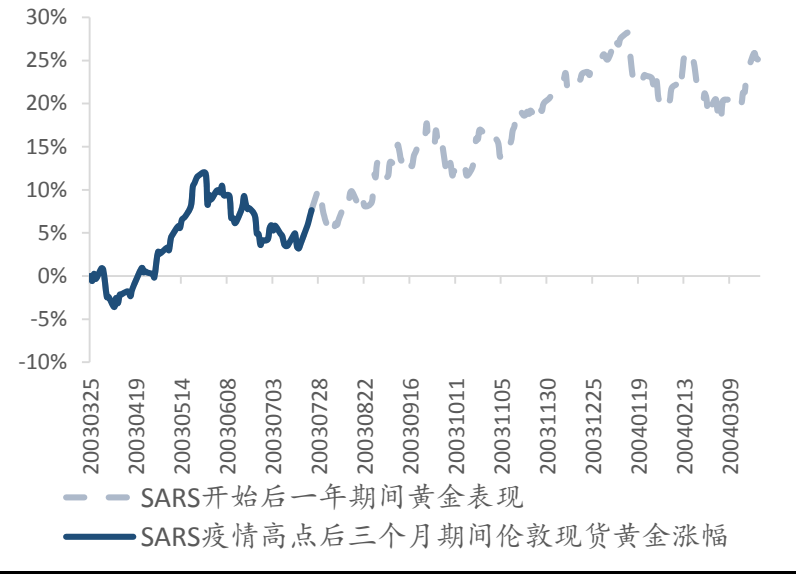
数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.4. 历次疫情后，黄金涨幅最高为 34%

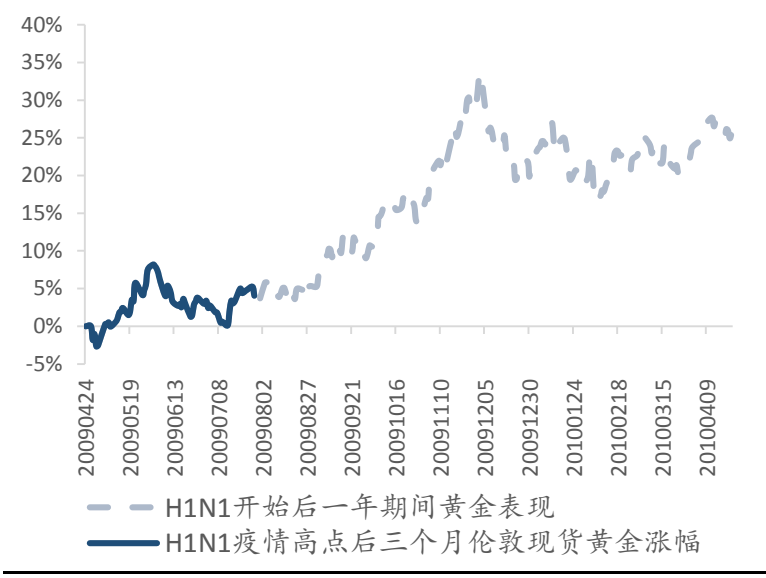
根据 Bloomberg Story Count，我们统计了 2003 年 SARS、2009 年 H1N1 以及 2016 年 Zika 疫情爆发后一年内黄金的表现。其中，SARS 疫情爆发后一年内最高涨幅为 28%，H1N1 爆发后一年内最高涨幅为 34%，Zika 爆发后一年内最高涨幅为 25%。其中 H1N1 爆发期间的黄金涨幅也受到美国 QE 的较大影响。**本次在大选、疫情和美联储扩表的影响下，我们判断黄金还有约 10%的上行空间，全年上涨幅度在 45%以内。**

图 16：SARS 疫情爆发后一年内黄金最高涨幅为 28%



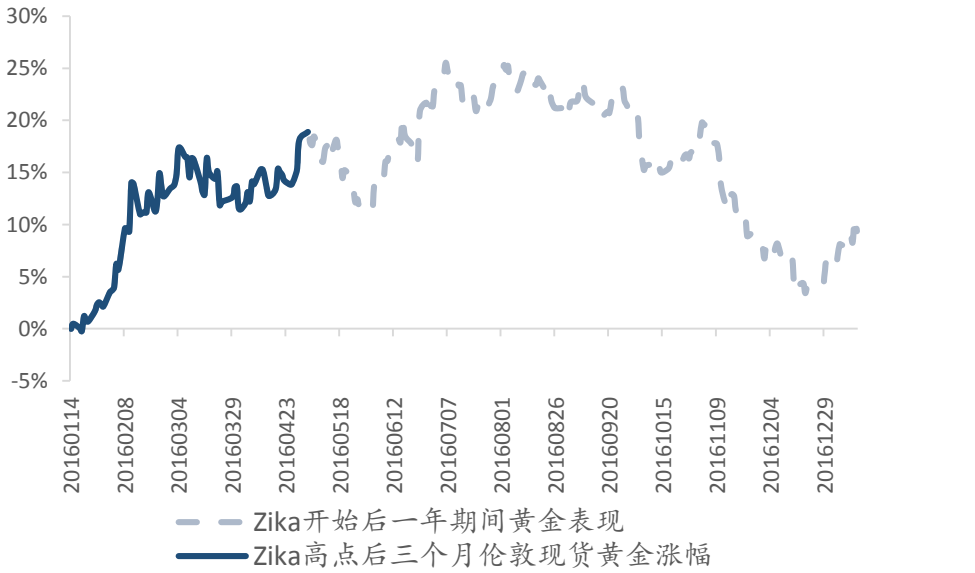
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 17：H1N1 爆发后一年内黄金最高涨幅为 34%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 18：Zika 爆发后一年内黄金最高涨幅为 25%



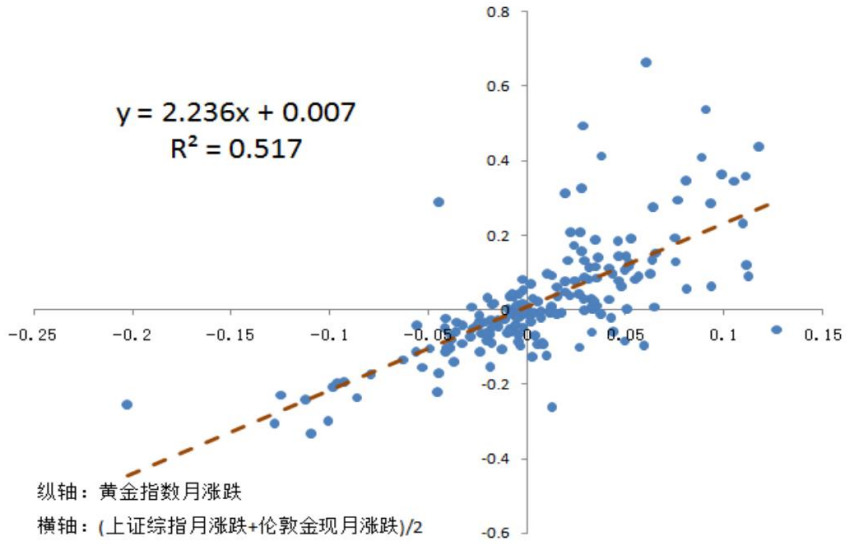
数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 黄金股的走势特征，更像黄金，还是更像股票？

东吴金工通过对 2004-2019 年 Wind 黄金指数（882415.WI）的走势分析，得出结论，伦敦金现的月度涨跌对黄金指数涨跌的解释度为 0.20；股市（上证综指）的月度涨跌，对黄金指数涨跌的解释度为 0.39。总的来说，黄金股的股票属性超过黄金。如果将金价与股市两个因素综合在一起，则可以解释黄金指数约 52%的涨跌行为（详情参考报告《黄金股，哪一只成色更足》）。

图 19：黄金股的属性



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

美国财政刺激计划出现变化，未能如期扩张资产负债表。

受疫情影响，黄金消费需求大幅下行。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

