



黄金牛市还能走多远？

2020年黄金价格展望

中州期货研究所©金国强

二〇二零年五月

- 受益于美国实际利率下行和美元贬值预期，黄金价格将继续上行；但负收益债券将限制名义利率下降空间，而随着全球经济步入衰退，通胀回升缺乏需求驱动，从而将限制黄金的增速和涨幅。
- 美元价值和美国实际利率是影响黄金价格的核心变量，二者共同决定黄金价格的运行方向；而由此衍生的投资需求将决定黄金价格的运行空间。
- 周期维度看，黄金牛市均发生于熊彼得周期萧条阶段，加速于美林周期的滞胀阶段；领先指标趋势下行、美债收益倒挂和需求共振下滑预示着美国经济2020年将进入衰退周期。
- 经济衰退仅是黄金加速上行的必要条件，而通胀回升才是充分条件。负利率环境改变了黄金的资产类别，使得黄金的相对配置价值大幅提升；但同时也限制了名义利率的下降空间，实际利率要继续下行，就不得不寄望于通胀的回升。而全球通缩的格局依旧在延续，制造业需求衰退抑制了大宗商品价格，宽松的货币政策亦未显现效果，黄金价格上行与通缩环境发生背离。
- 倘若通胀不能回升，黄金继续上行的另一个关键驱动就是美元贬值。而美元贬值的路径来自于两方面：一是相对价值的缩减，二是流动性的转移；前者取决于经济实力的相对变化，后者则取决于相对利差的边际增减。随着美国经济下滑，与主要经济体的差异缩小，为美元贬值提供了内在驱动；同时，由于央行资产负债表、相对利差以及储备比例下降，美元贬值的外在动力也在形成。黄金上行驱动有望从美国实际利率下降转向美元的趋势性贬值。



目录

CONTENTS

1

黄金之锚，何以为据？
--黄金牛市的内在逻辑

2

经济衰退是否杞人忧天？
--周期维度展望黄金牛市

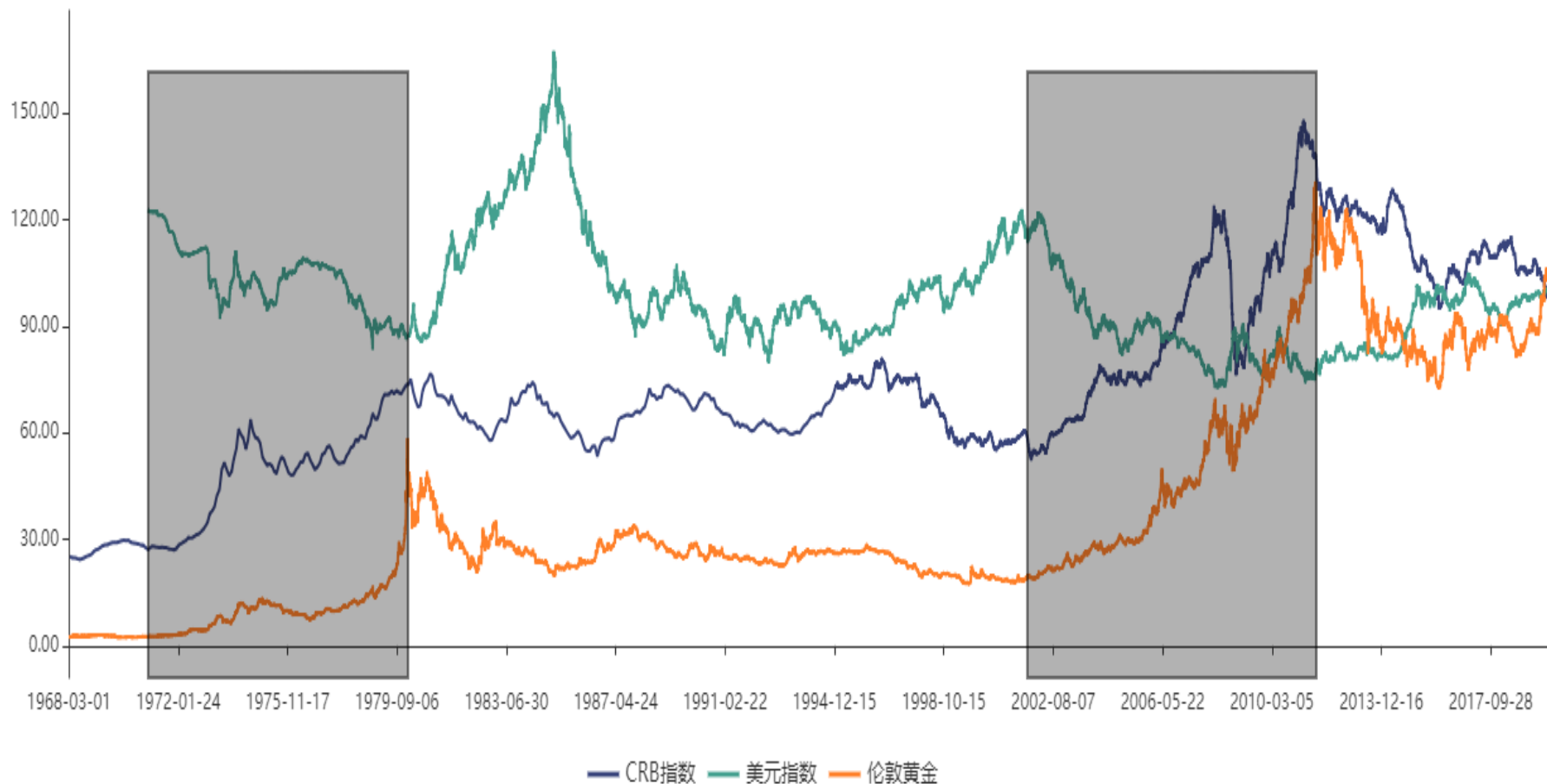
3

负利率该如何收场？
--通胀维度预判黄金增速

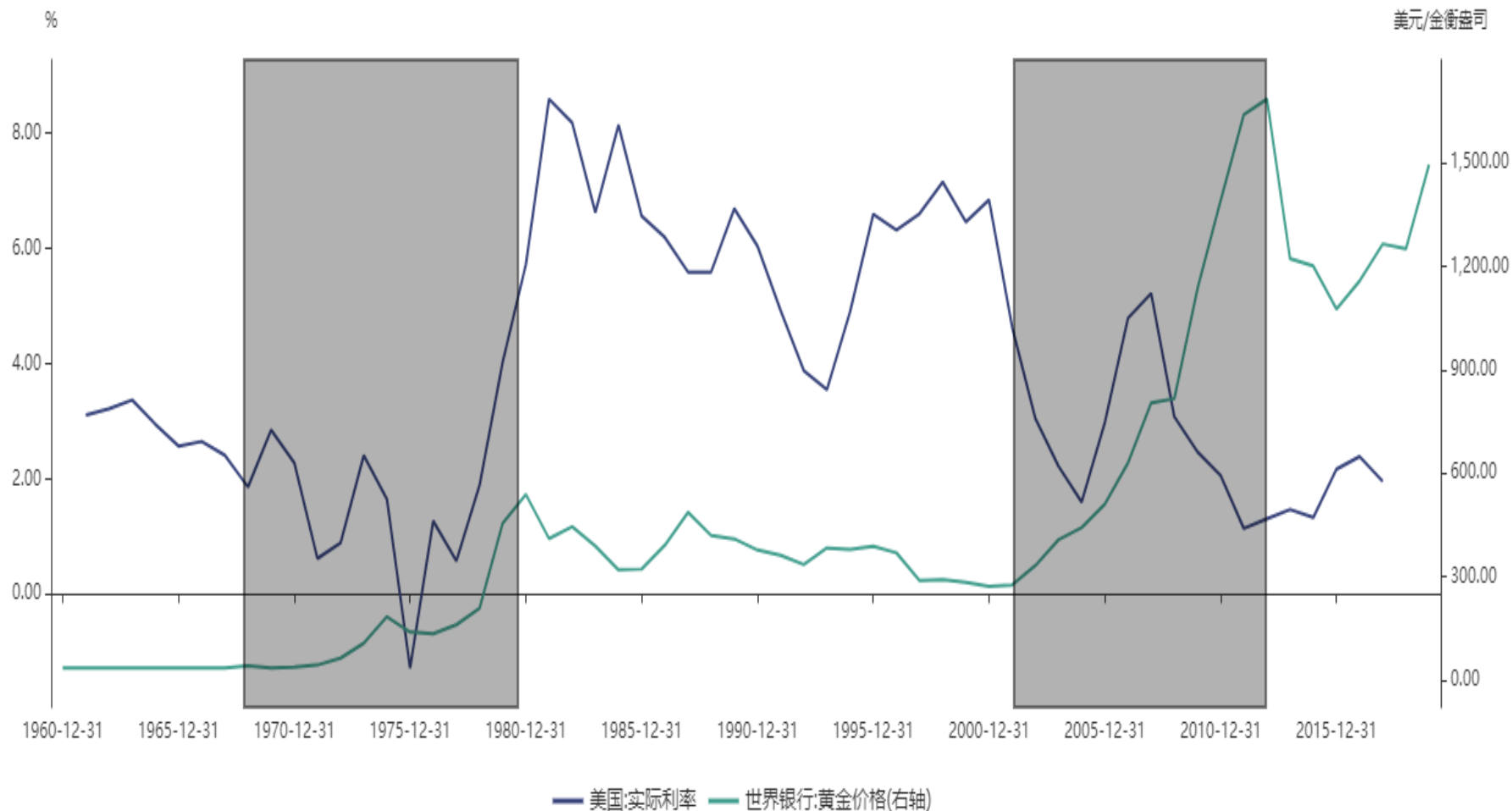
4

美元贬值周期会否开启？
--货币维度评估黄金驱动

2019-11=100



数据来源：wind，中州期货研究所



数据来源：wind，中州期货研究所

1

国际货币体系发生重大变化

2

美元出现趋势性贬值

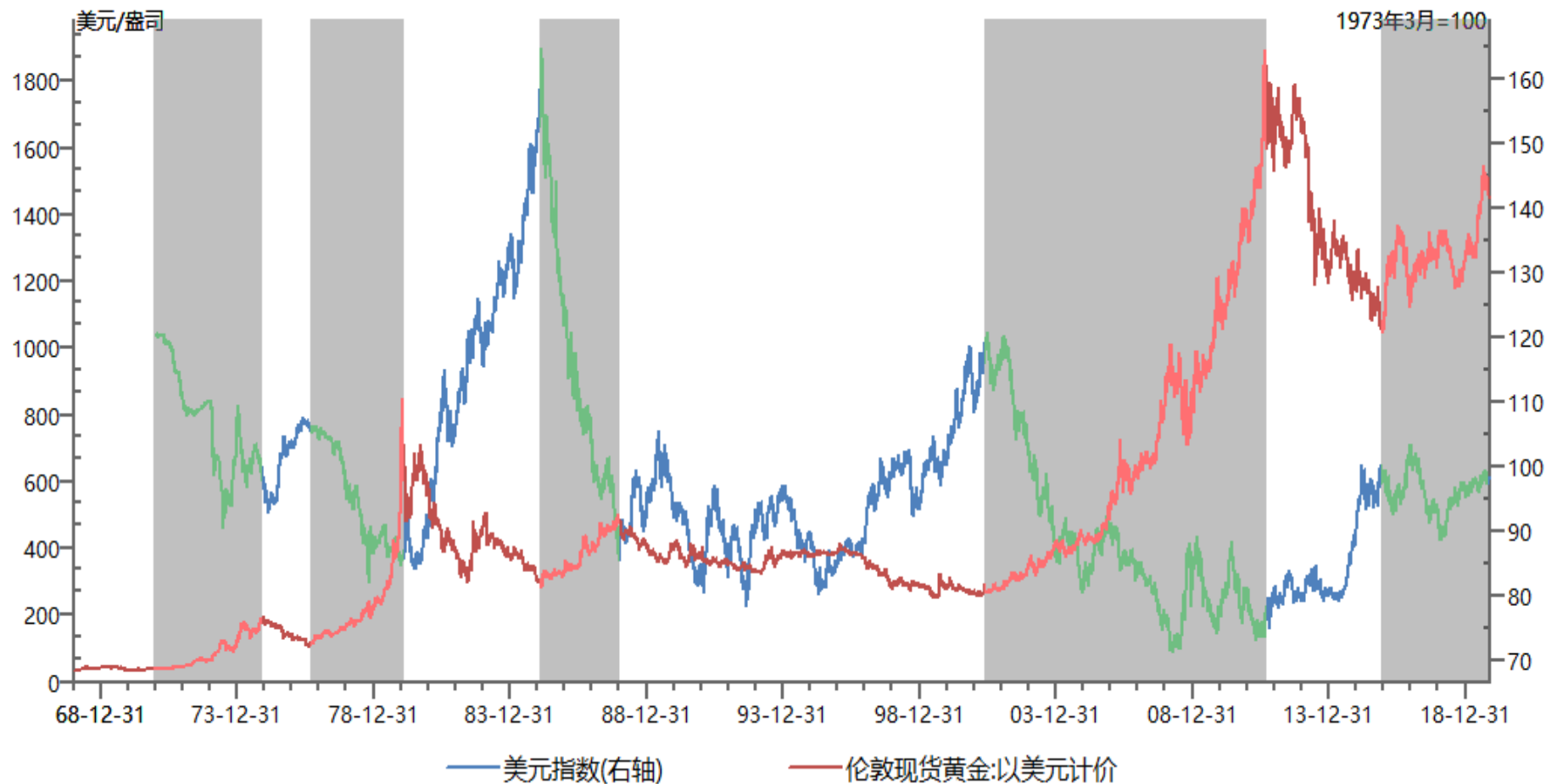
3

大宗商品同步进入上行周期

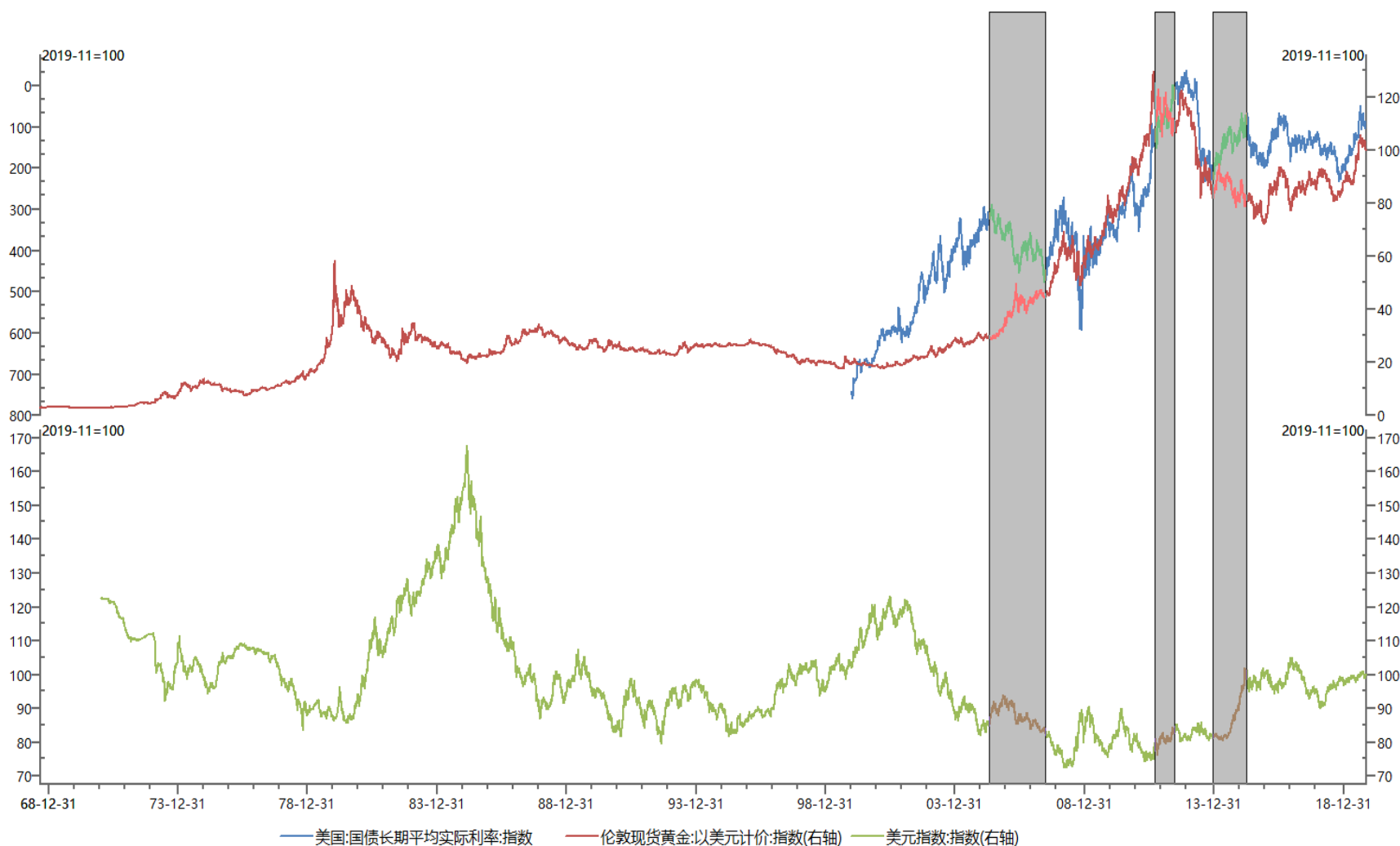
4

美国真实利率先降后升

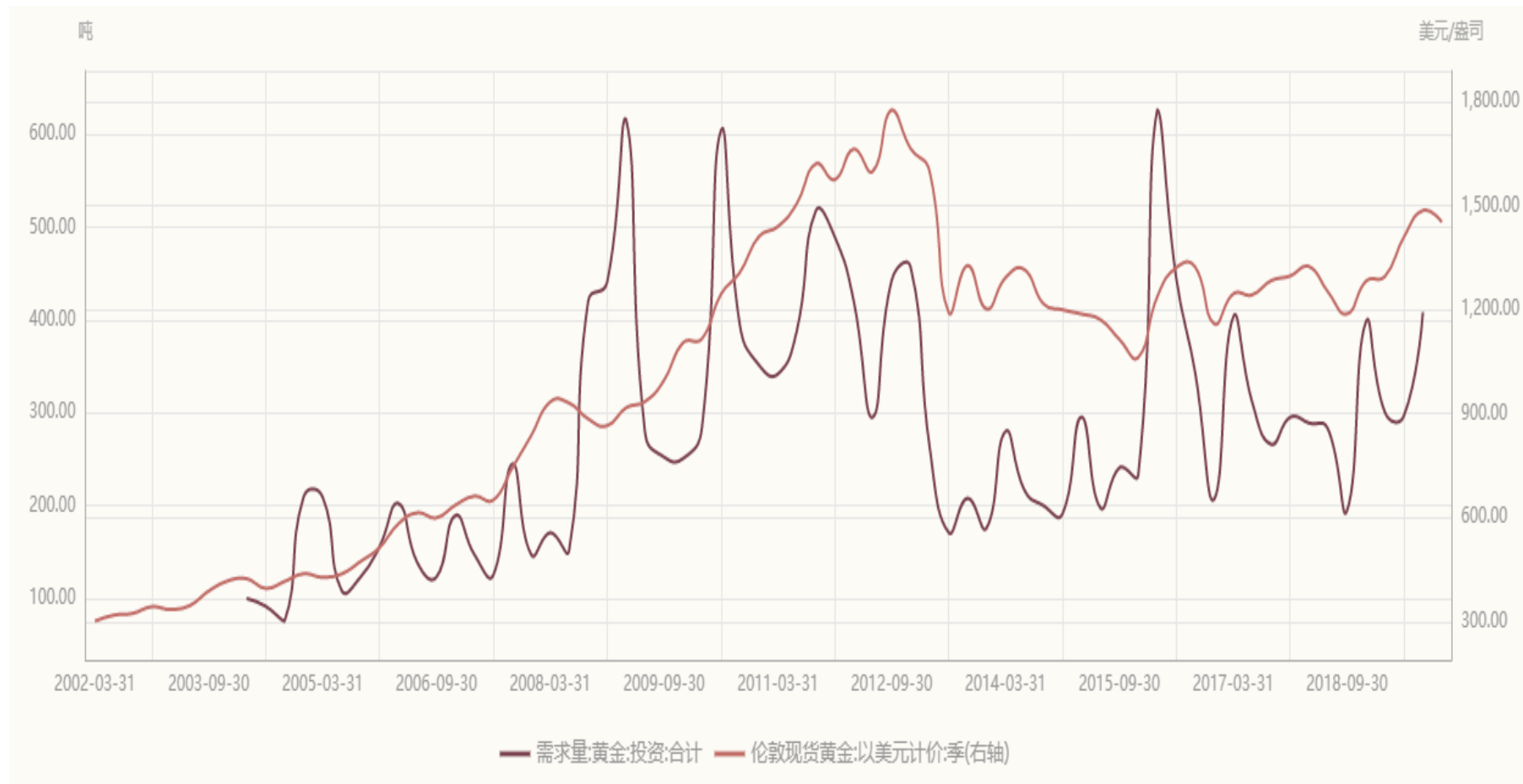
数据来源：wind，中州期货研究所



数据来源：wind，中州期货研究所



数据来源：wind，中州期货研究所



数据来源：wind，中州期货研究所

美元价值和美国实际利率是影响黄金价格的核心变量，二者共同决定黄金价格的运行方向；而由此衍生的投资需求将决定黄金价格的运行空间。

黄金牛市的三阶驱动：①美国实际利率下滑；②美元趋势性贬值；③全球通货再膨胀。



目录

CONTENTS

1

黄金之锚，何以为据？
--黄金牛市的内在逻辑

2

经济衰退是否杞人忧天？
--周期维度展望黄金牛市

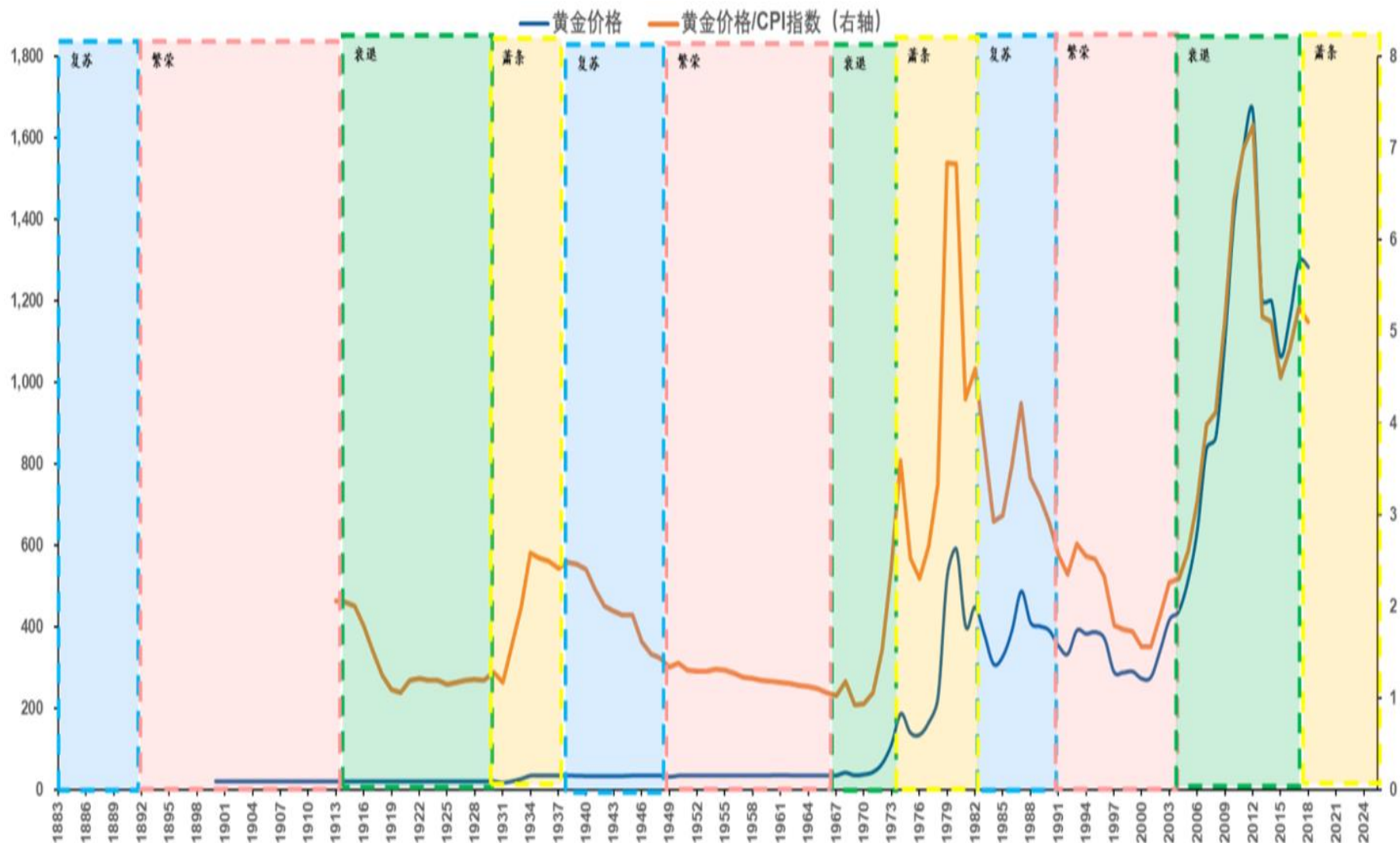
3

负利率该如何收场？
--通胀维度预判黄金增速

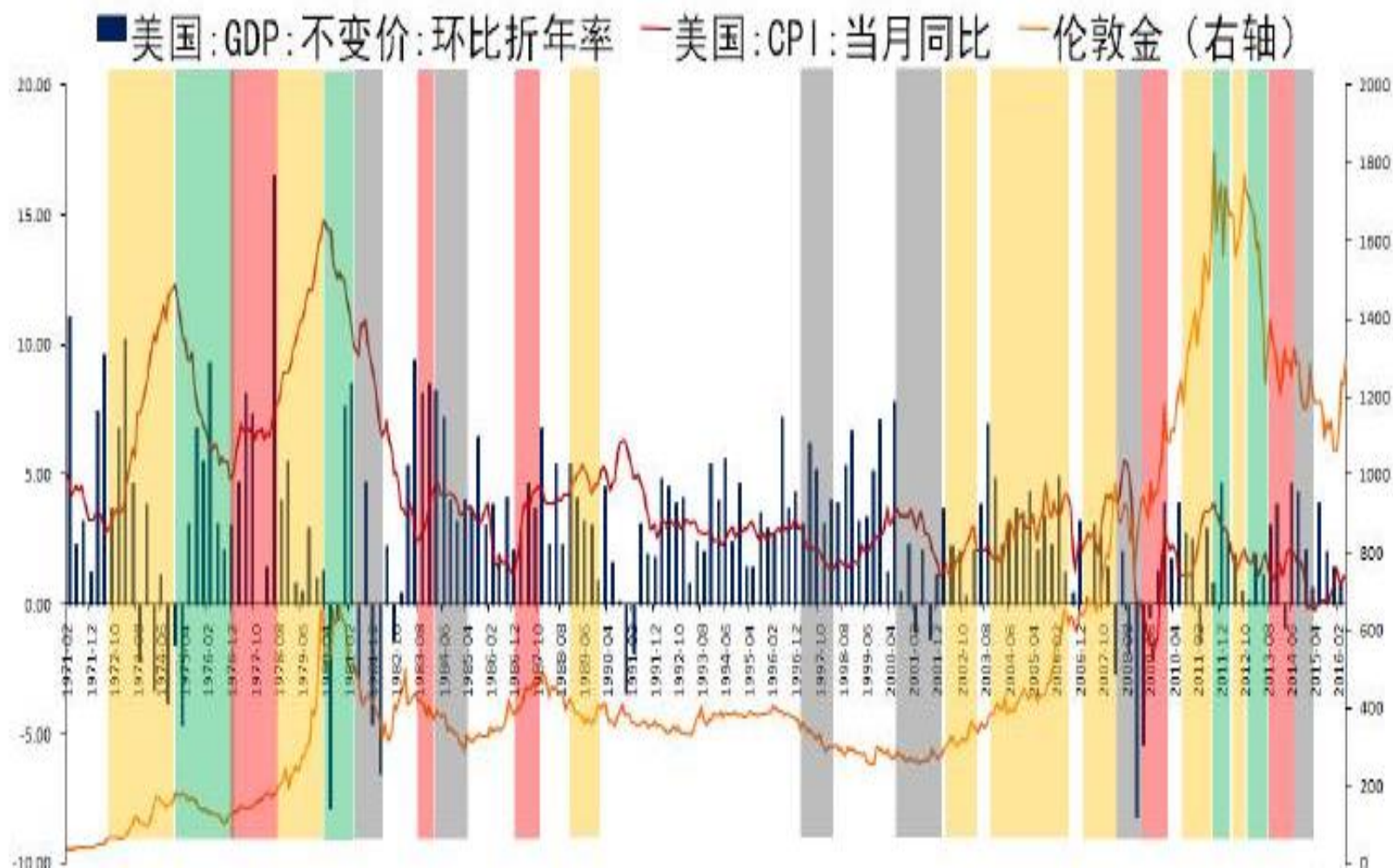
4

美元贬值周期会否开启？
--货币维度评估黄金驱动

熊彼得周期：黄金两次牛市均发生在萧条阶段



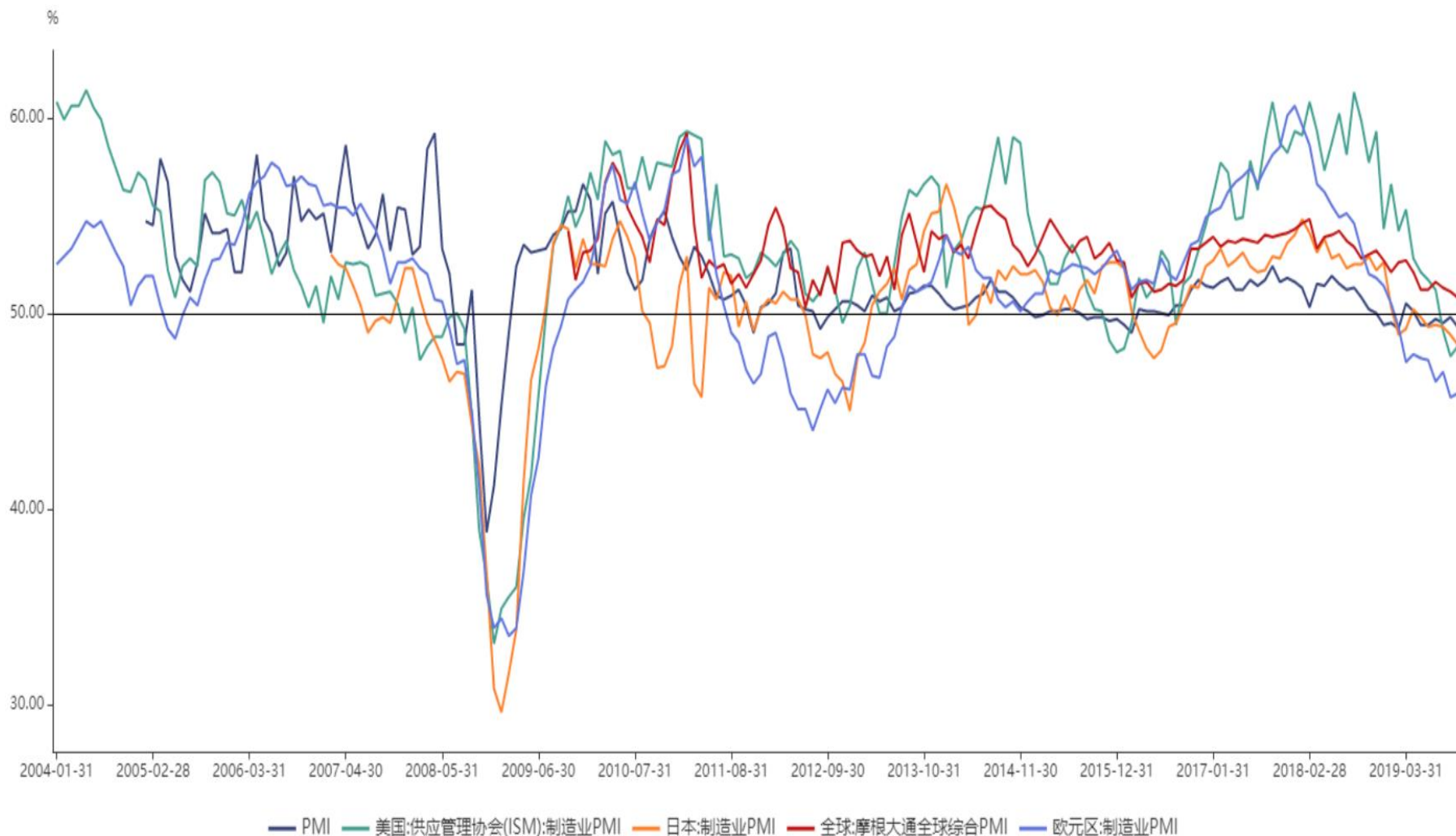
数据来源：wind，中州期货研究所



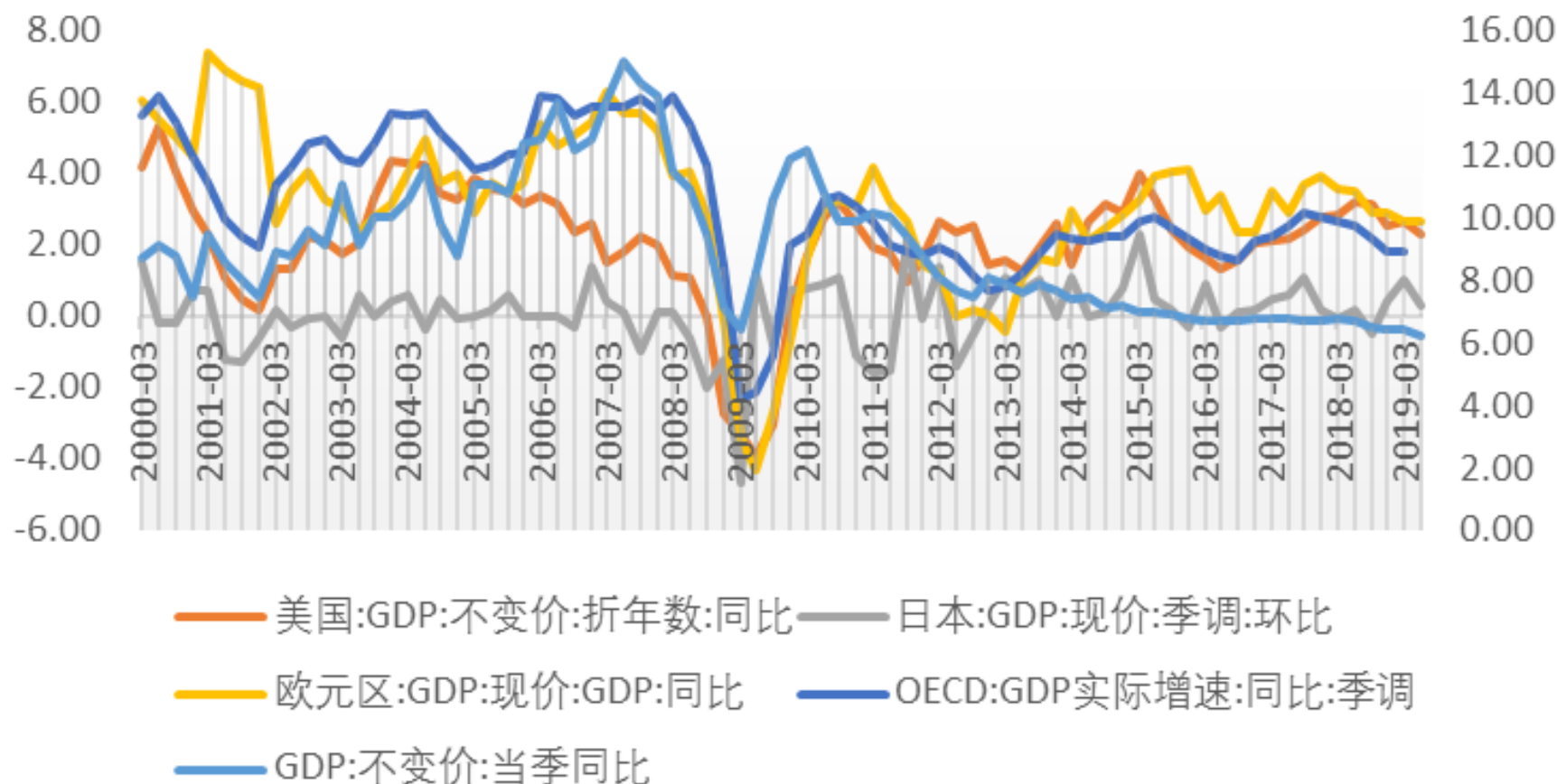
数据来源：wind，中州期货研究所



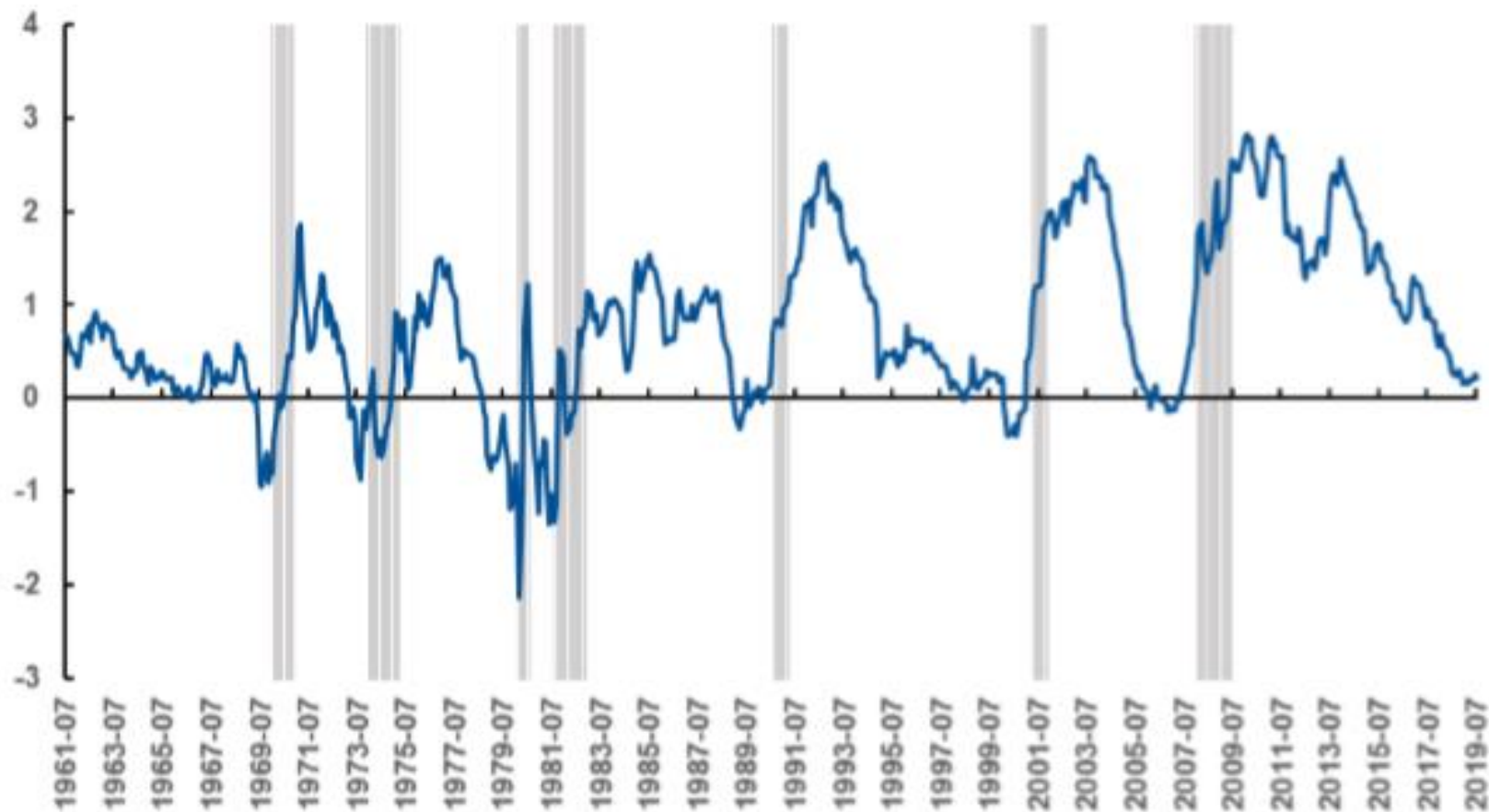
数据来源：wind，中州期货研究所



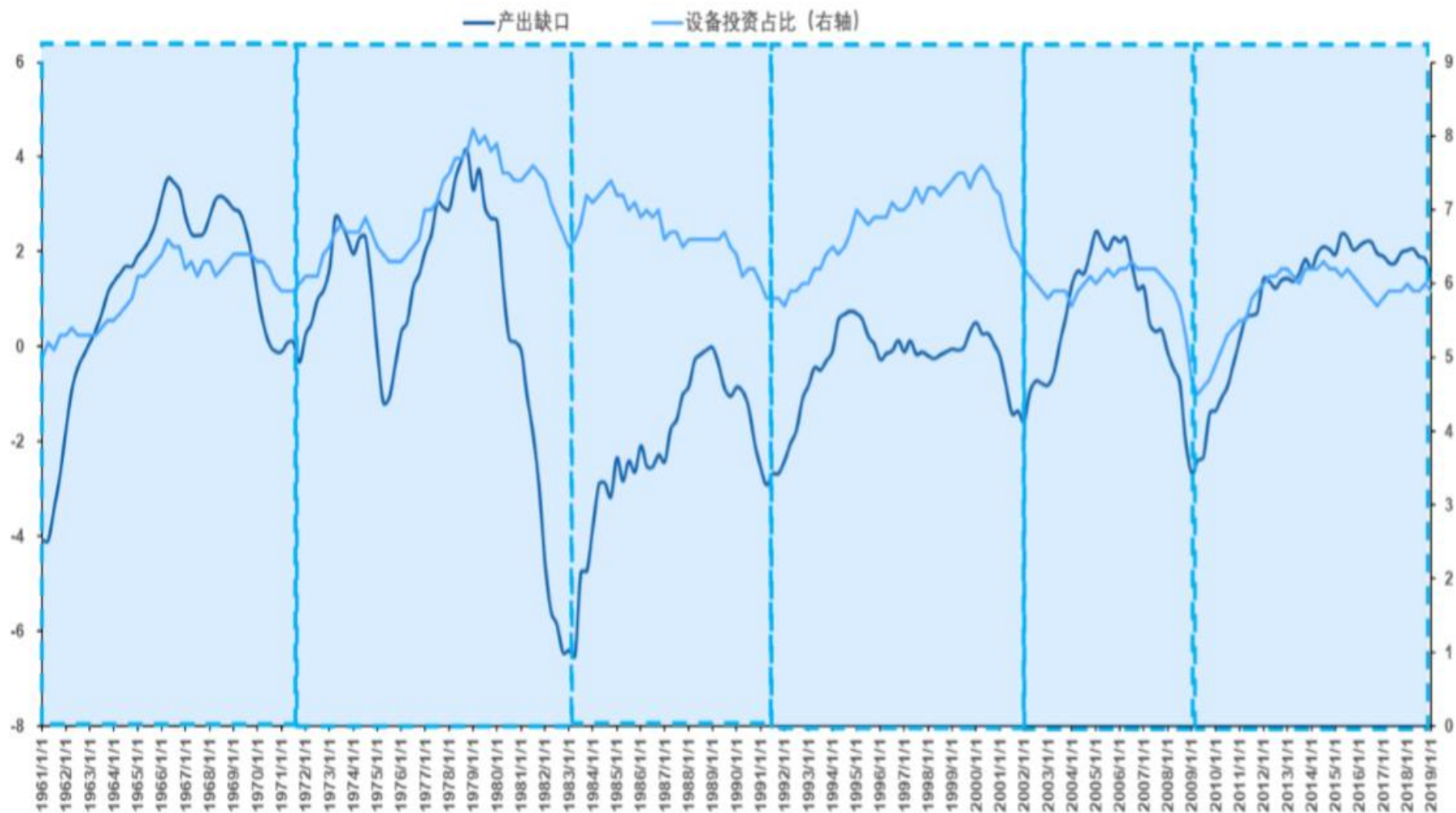
数据来源：wind，中州期货研究所



数据来源：wind，中州期货研究所



数据来源：wind，中州期货研究所



数据来源：wind，中州期货研究所



数据来源：wind，中州期货研究所



数据来源：wind，中州期货研究所

周期维度看，黄金牛市均发生于熊彼得周期萧条阶段，加速于美林周期的滞胀阶段；领先指标趋势下行、美债收益倒挂和需求共振下滑预示着美国经济2020年将进入衰退周期。



目录

CONTENTS

1

黄金之锚，何以为据？
--黄金牛市的内在逻辑

2

经济衰退是否杞人忧天？
--周期维度展望黄金牛市

3

负利率该如何收场？
--通胀维度预判黄金增速

4

美元贬值周期会否开启？
--货币维度评估黄金驱动

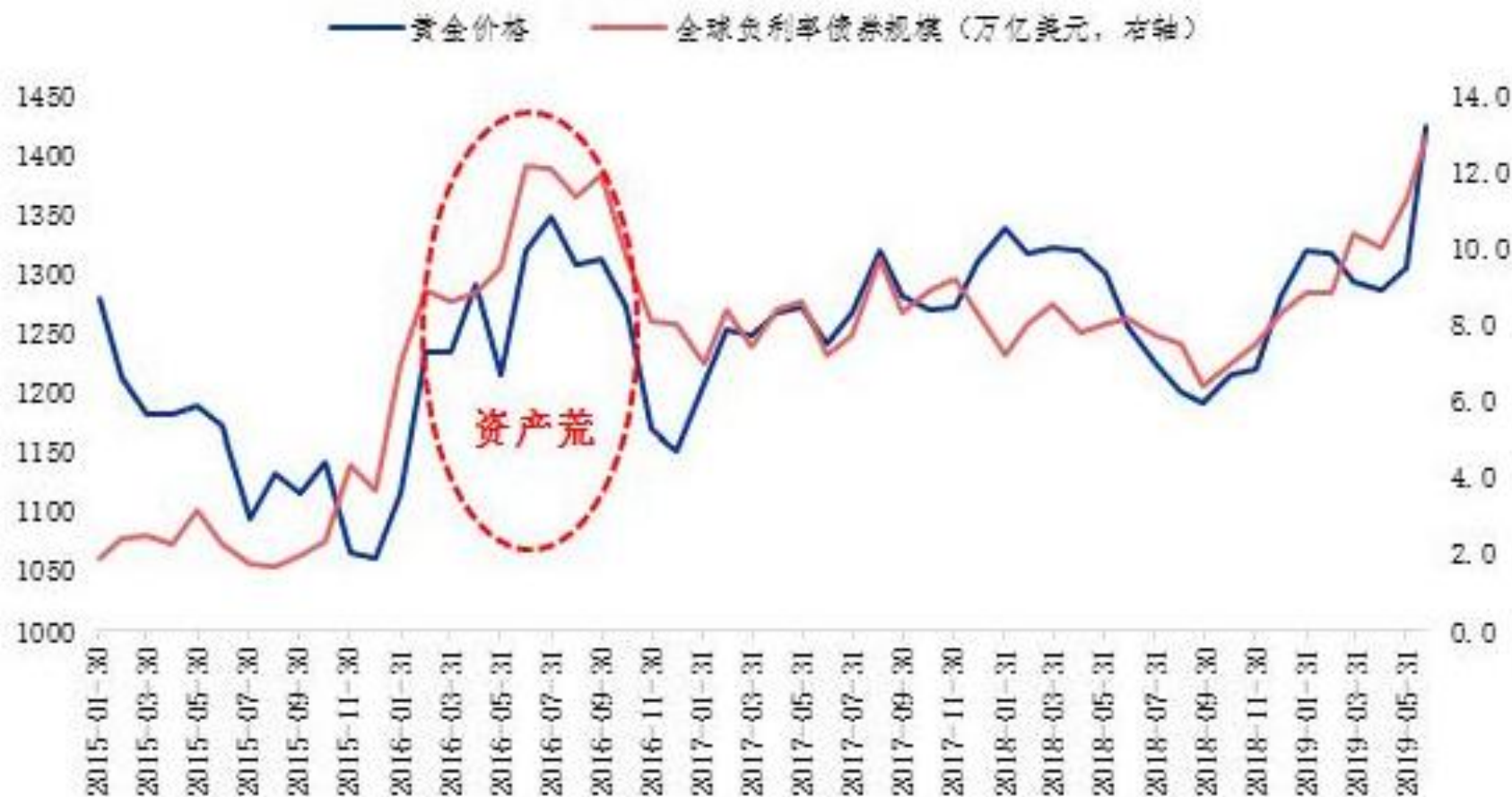
供过于求

全球负收益率债券的供应量高达**17**万亿美元

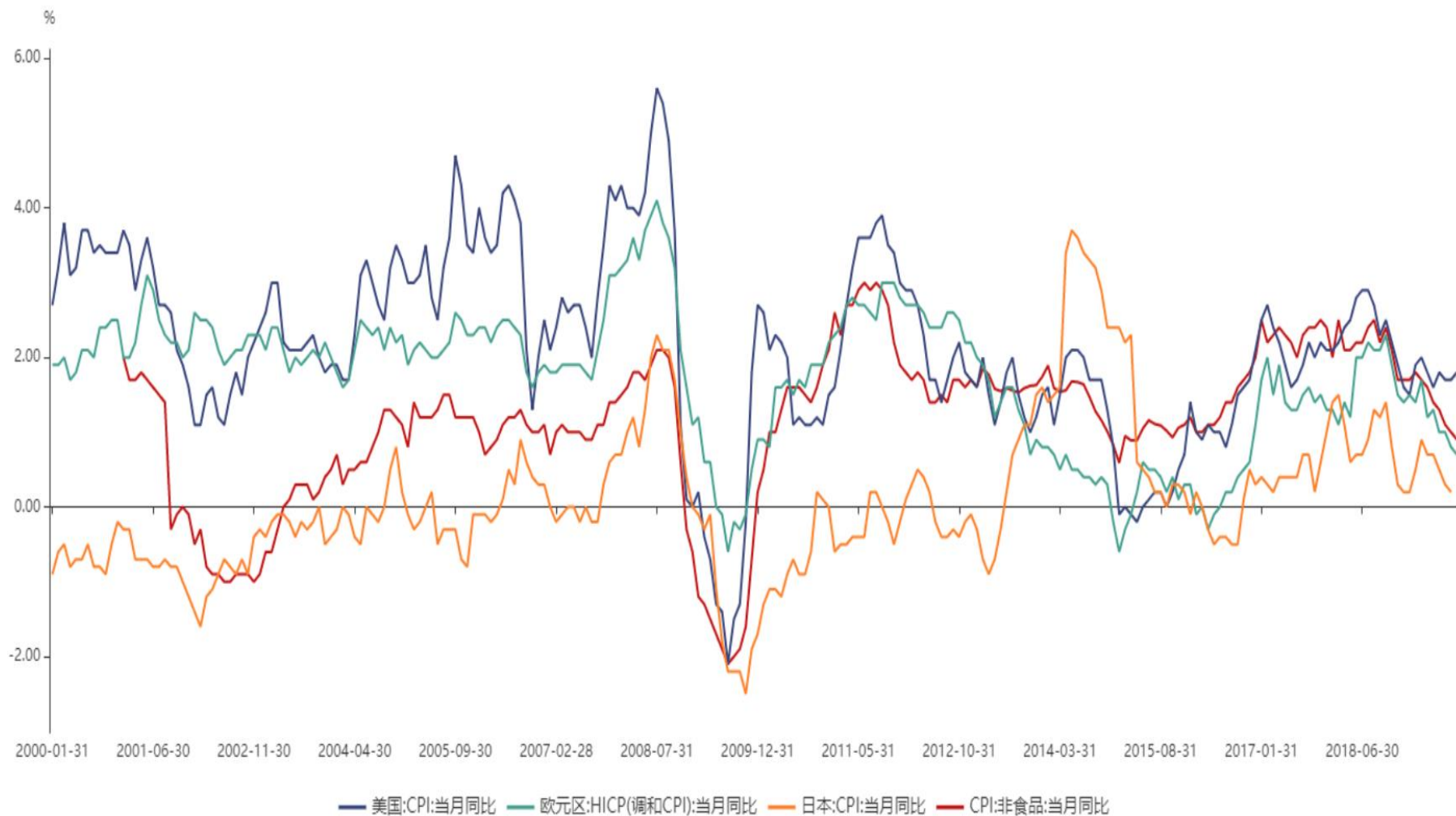
■ Value of negative yielding debt in Bloomberg Barclays Global Aggregate



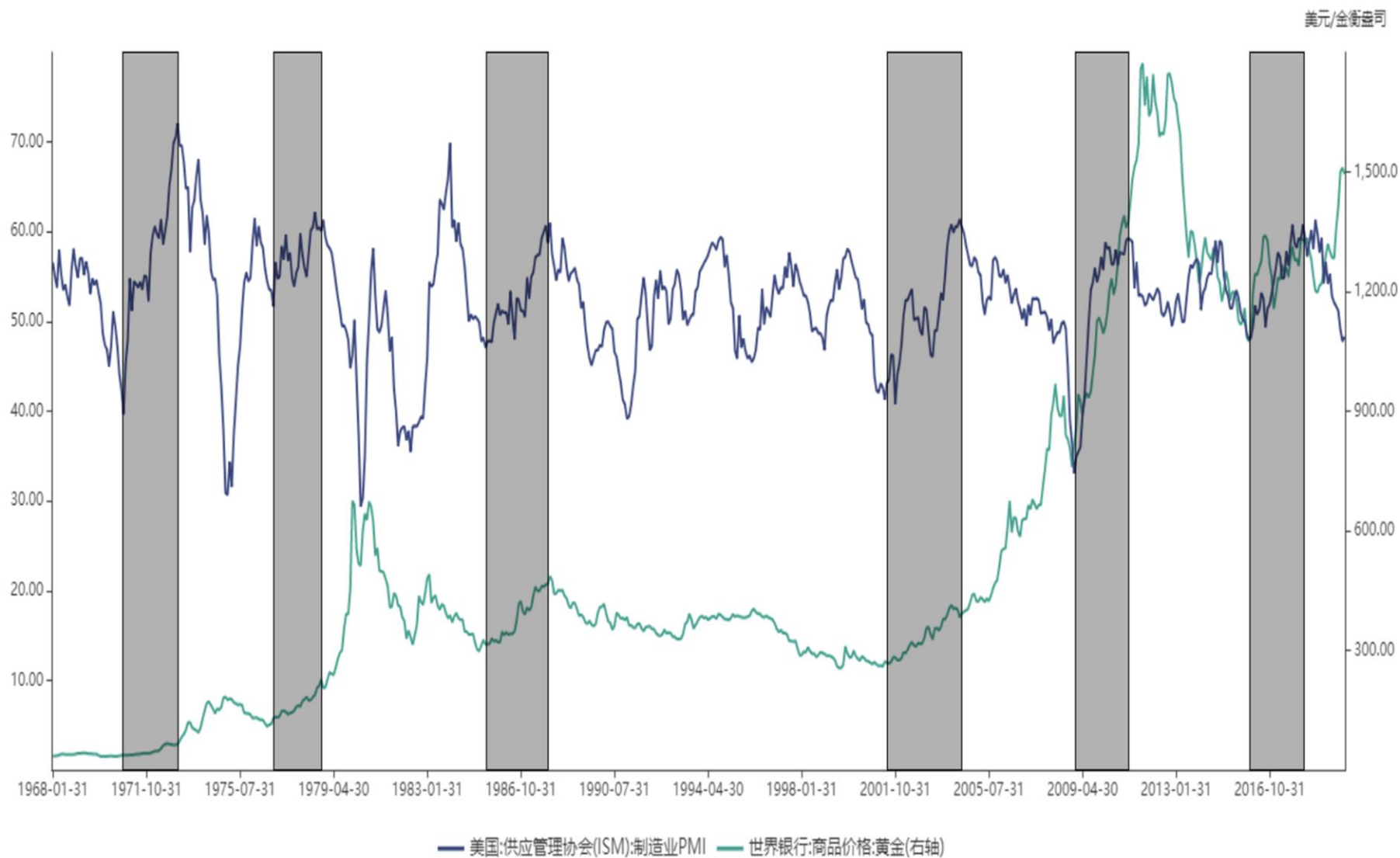
Source: 彭博



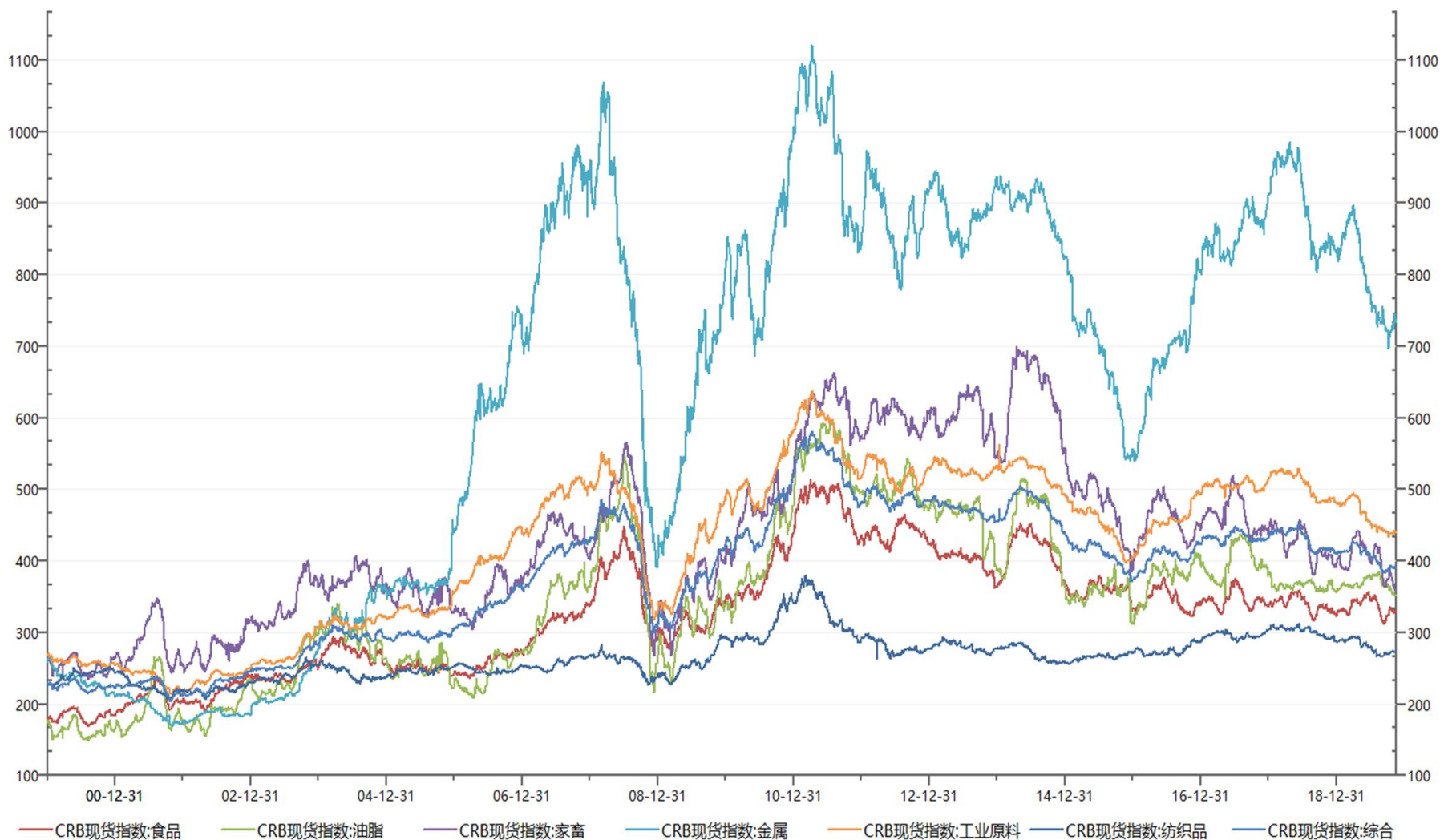
数据来源：wind，中州期货研究所



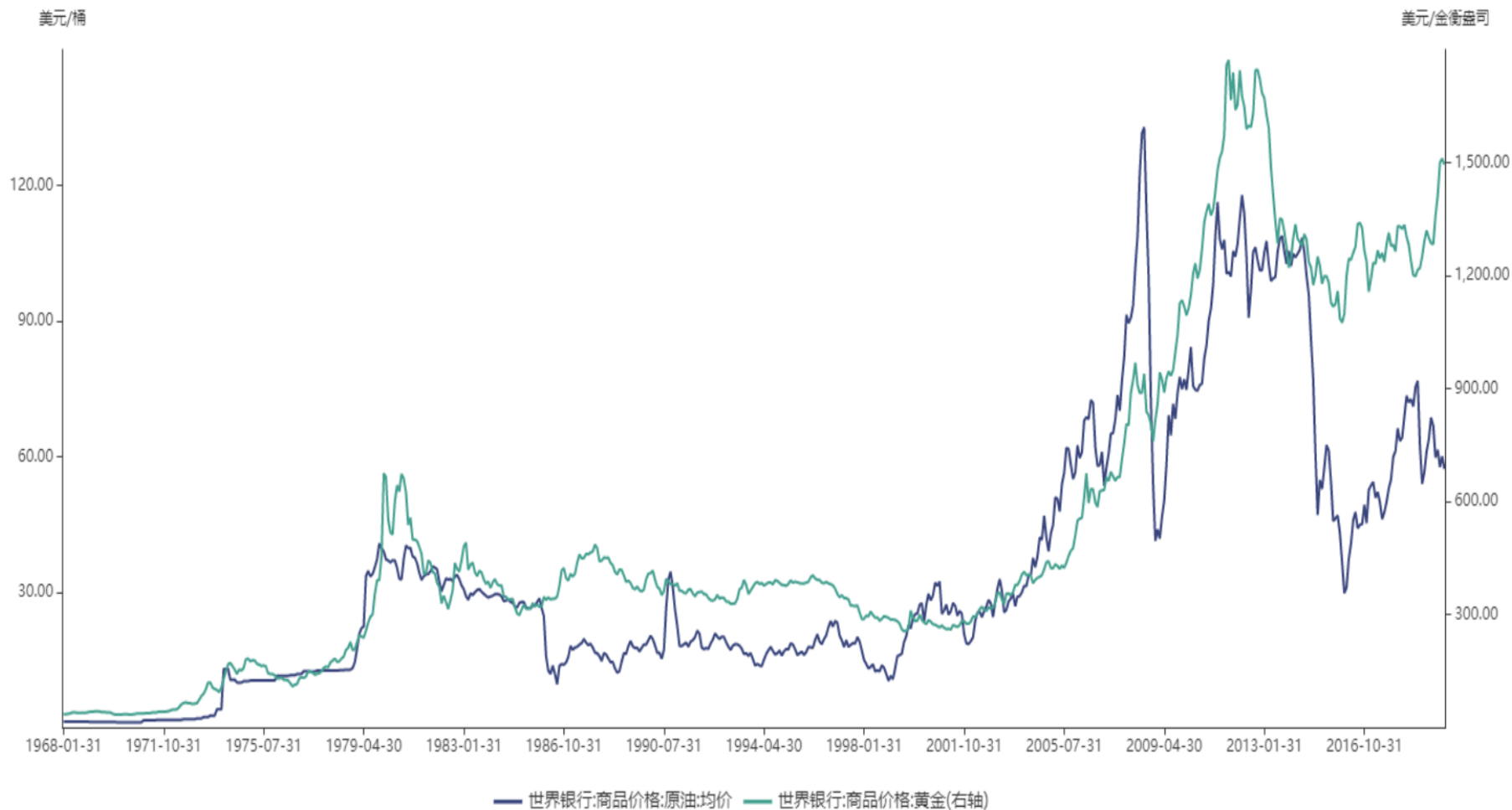
数据来源：wind，中州期货研究所



数据来源：wind，中州期货研究所



数据来源：wind，中州期货研究所



数据来源：wind，中州期货研究所

经济衰退仅是黄金加速上行的必要条件，而通胀回升才是充分条件。

负利率环境改变了黄金的资产类别，使得黄金的相对配置价值大幅提升；但同时也限制了名义利率的下降空间，实际利率要继续下行，就不得不寄望于通胀的回升。

而全球通缩的格局依旧在延续，制造业需求衰退抑制了大宗商品价格，宽松的货币政策亦未显现效果，黄金价格上行与通缩环境发生背离。



目录

CONTENTS

1

黄金之锚，何以为据？
--黄金牛市的内在逻辑

2

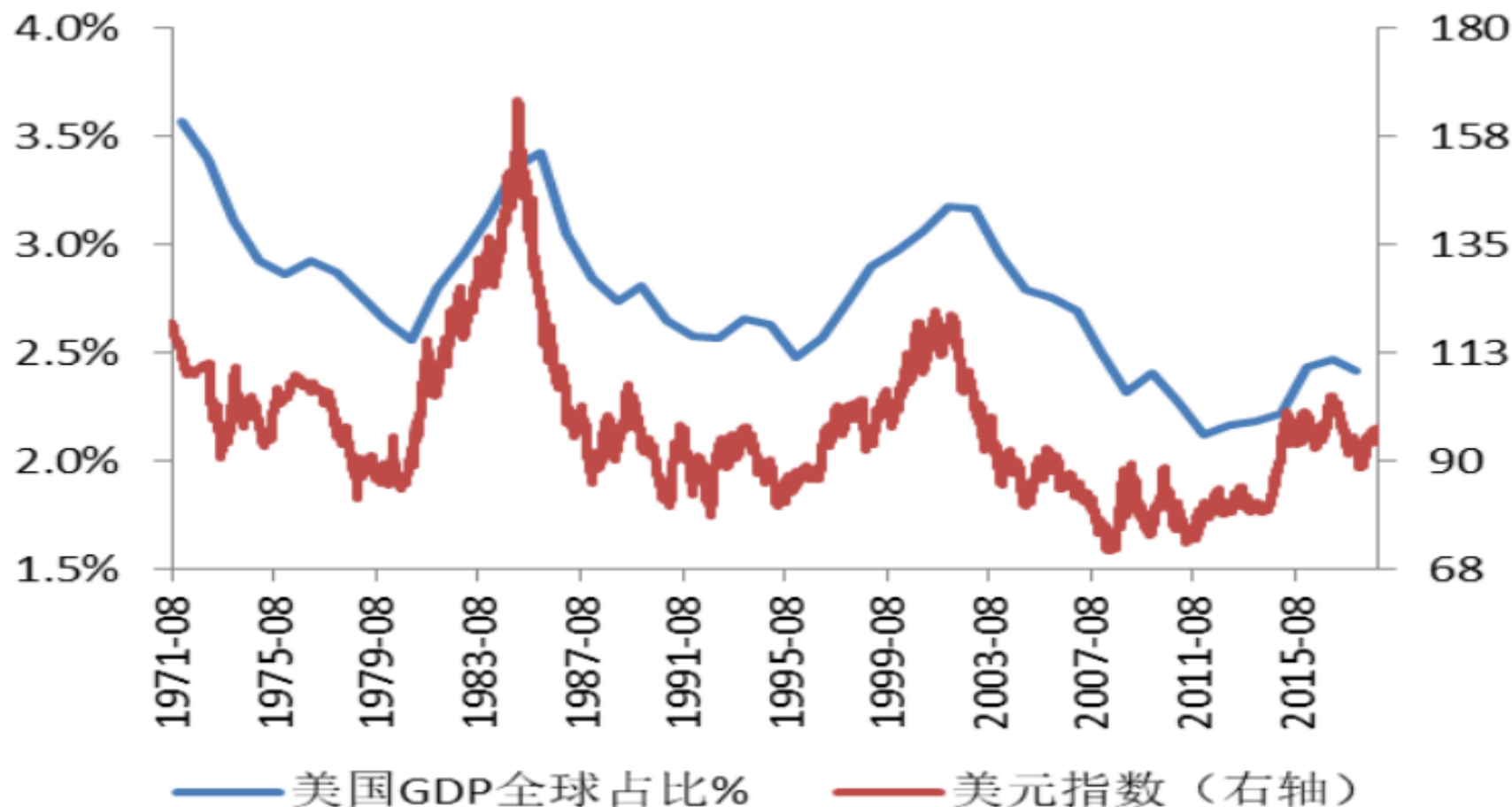
经济衰退是否杞人忧天？
--周期维度展望黄金牛市

3

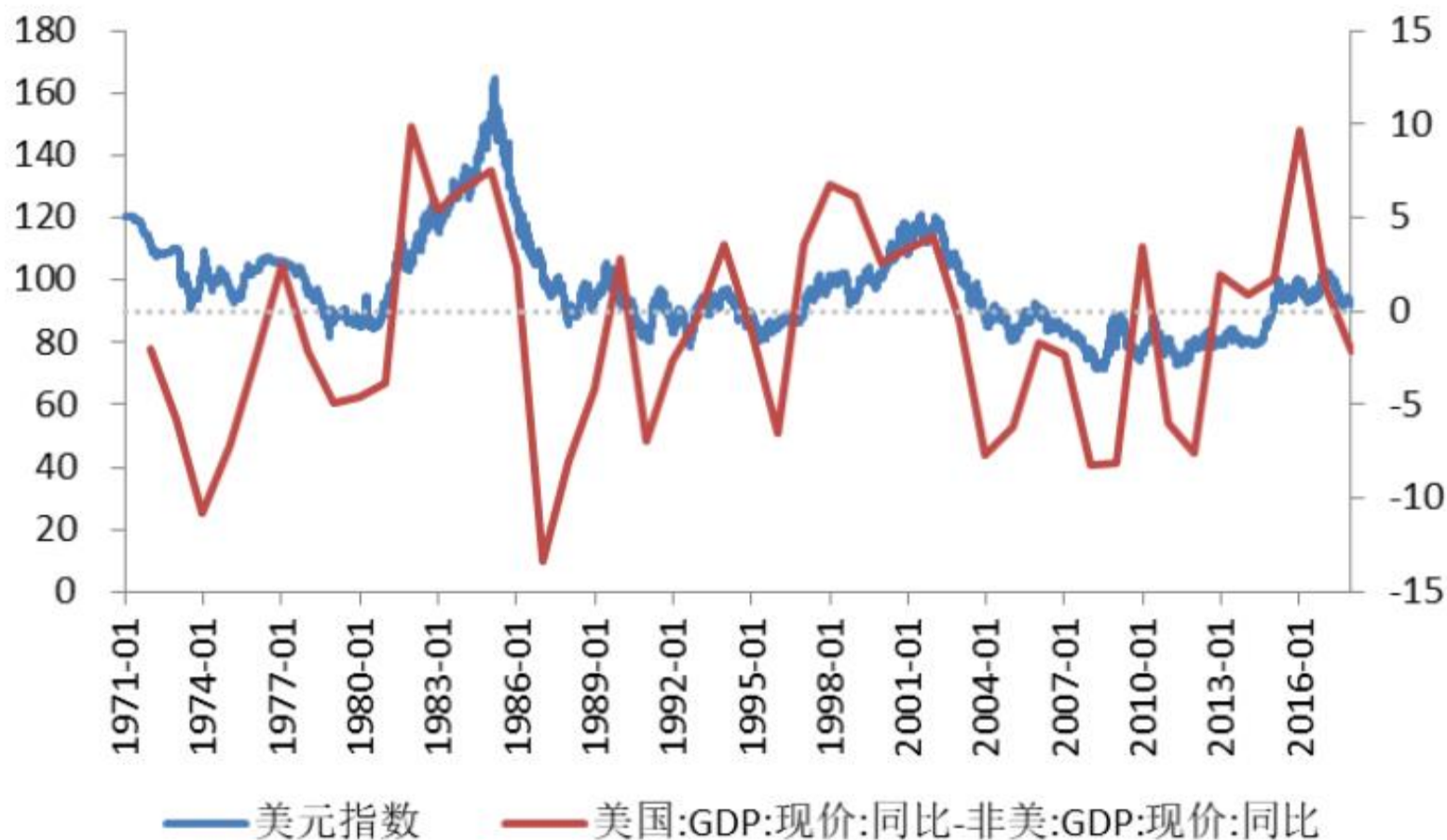
负利率该如何收场？
--通胀维度预判黄金增速

4

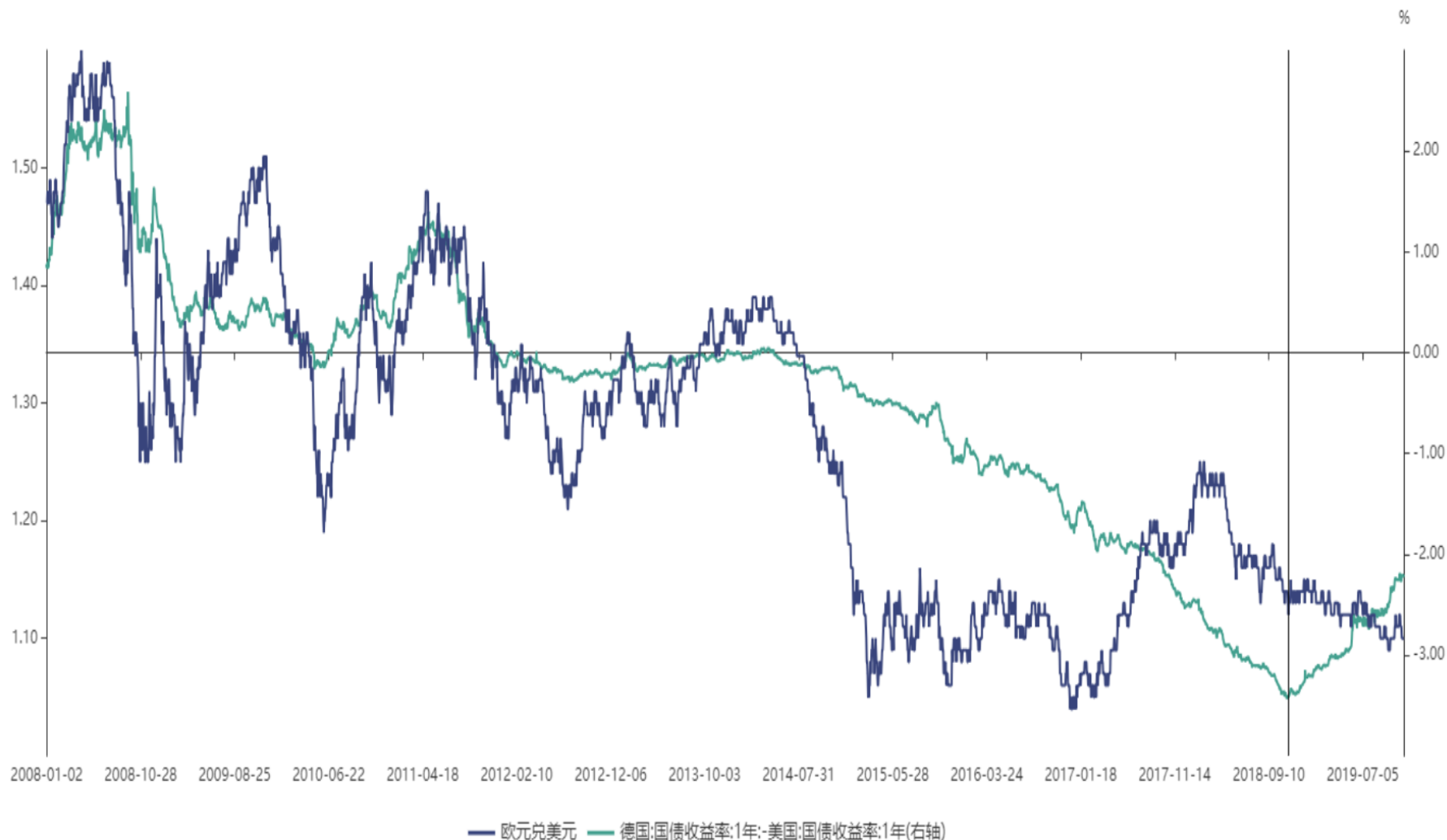
美元贬值周期会否开启？
--货币维度评估黄金驱动



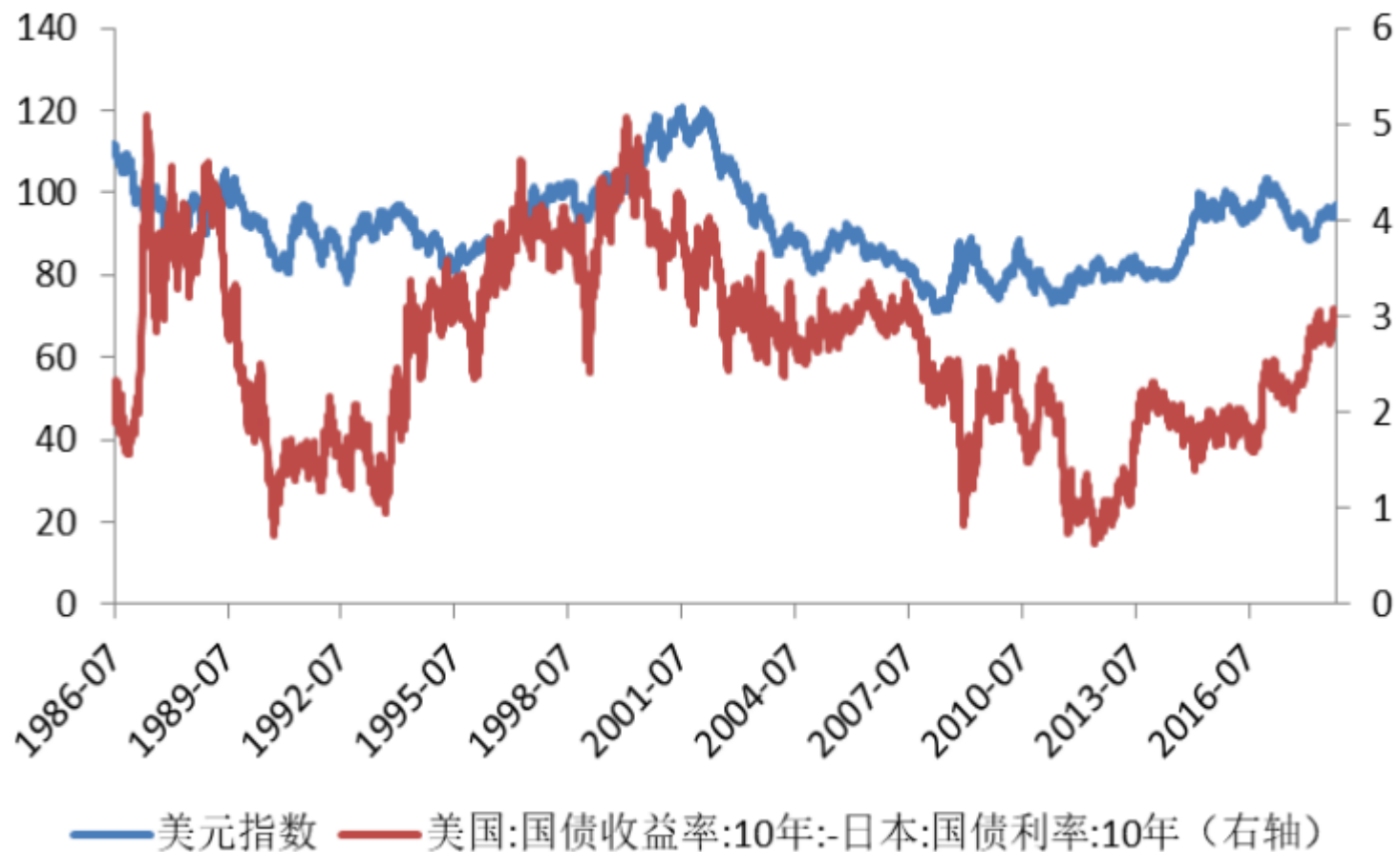
数据来源：wind，中州期货研究所



数据来源：wind，中州期货研究所



数据来源：wind，中州期货研究所



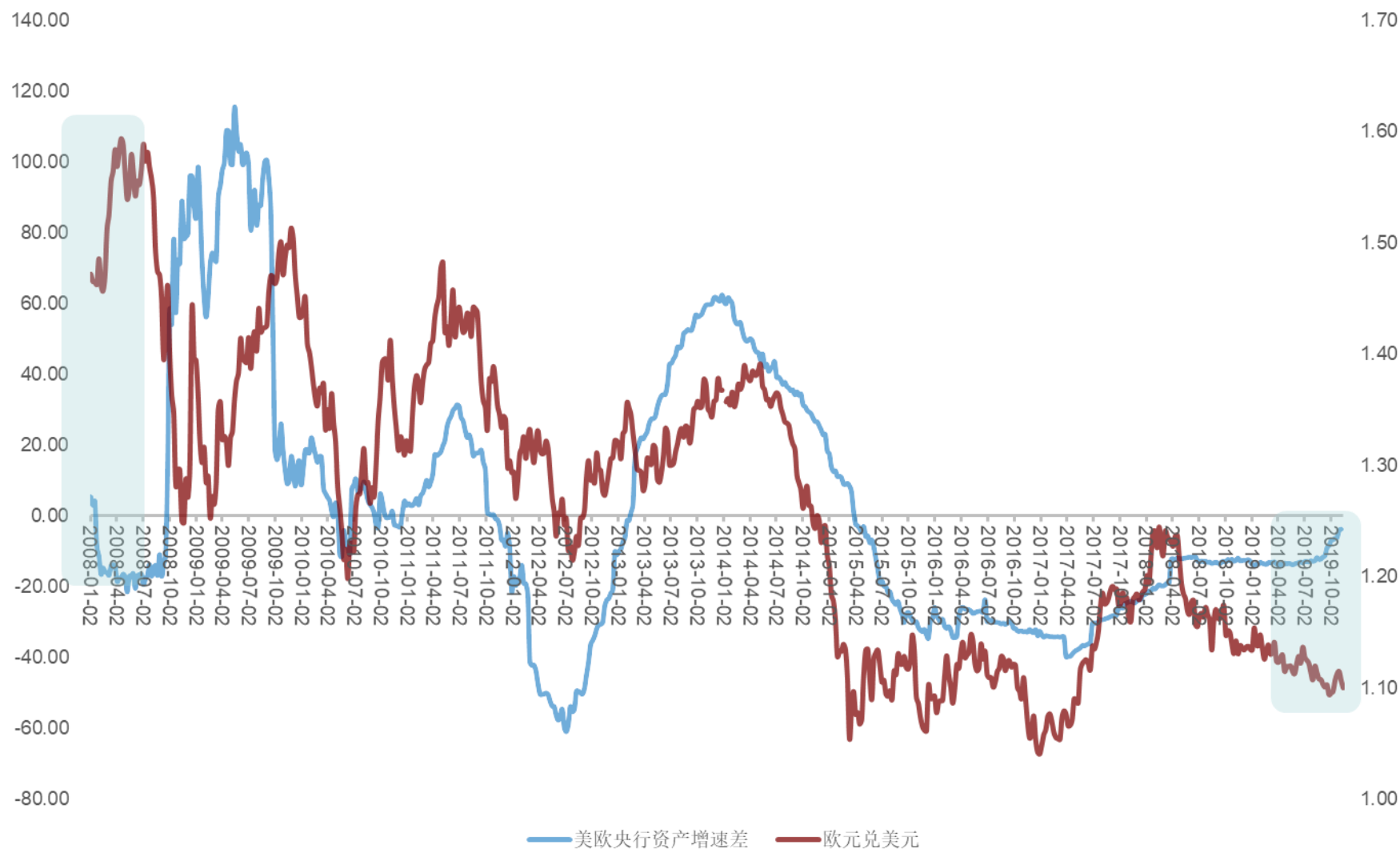
数据来源：wind，中州期货研究所

负收益率债券主要来自于欧洲和日本

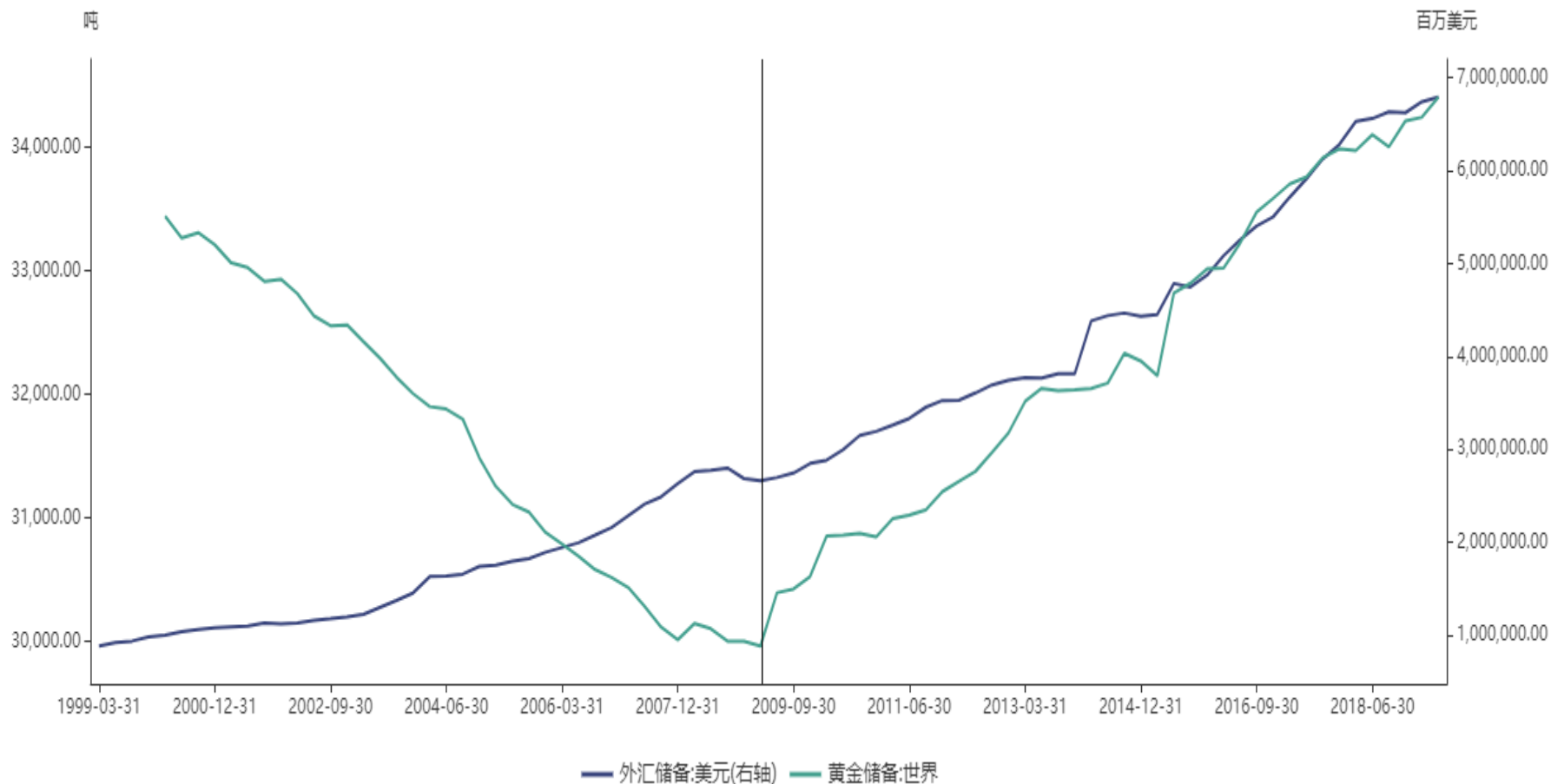
	2年	5年	10年	30年
丹麦	-0.90%	-0.84%	-0.60%	
德国	-0.89%	-0.88%	-0.61%	-0.02%
荷兰	-0.87%	-0.81%	-0.47%	-0.05%
芬兰	-0.84%	-0.76%	-0.33%	0.18%
法国	-0.81%	-0.73%	-0.31%	0.58%
比利时	-0.80%	-0.63%	-0.27%	0.66%
奥地利	-0.79%	-0.69%	-0.36%	0.29%
瑞典	-0.61%	-0.63%	-0.25%	
西班牙	-0.56%	-0.30%	0.21%	1.15%
意大利	-0.36%	0.29%	0.90%	2.02%
日本	-0.31%	-0.35%	-0.26%	0.19%
英国	0.41%	0.40%	0.58%	1.12%
美国	1.53%	1.43%	1.57%	2.07%

数据来源：wind，中州期货研究所

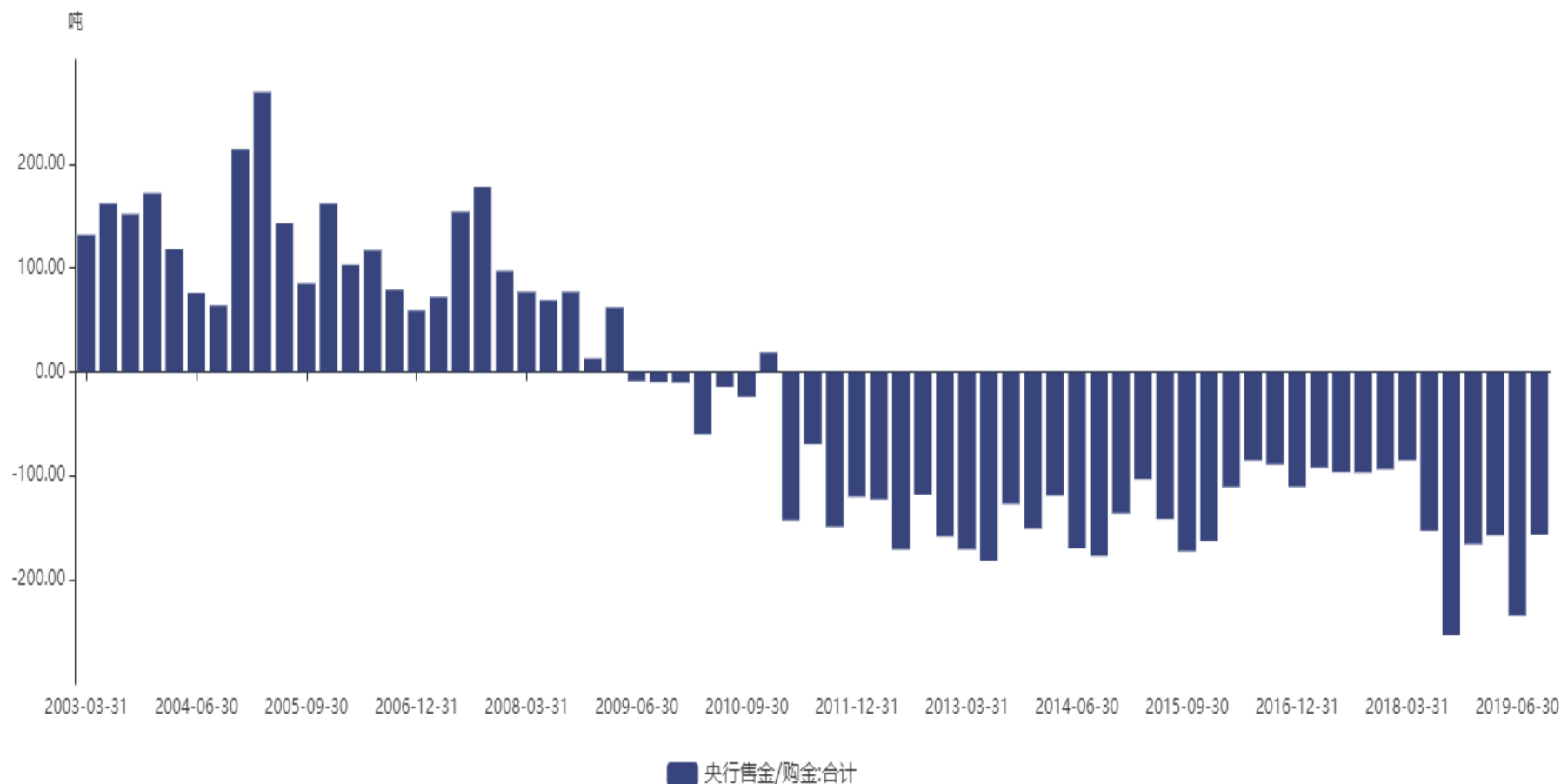
美欧央行总资产增速差决定了两国汇率走势



数据来源：wind，中州期货研究所



数据来源：wind，中州期货研究所



数据来源：wind，中州期货研究所

倘若通胀不能回升，黄金继续上行的另一个关键驱动就是美元贬值。

而美元贬值的路径来自于两方面：一是相对价值的缩减，二是流动性的转移；前者取决于经济实力的相对变化，后者则取决于相对利差的边际增减。

随着美国经济下滑，与主要经济体的差异缩小，为美元贬值提供了内在驱动；同时，由于央行资产负债表、相对利差以及储备比例下降，美元贬值的外在动力也在形成。黄金上行驱动有望从美国实际利率下降转向美元的趋势性贬值。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为中州期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。



感谢您的聆听

THANK YOU FOR LISTENING

中州期货研究所◎金国强



二零二零年五月