

# 全球经济不确定性下的黄金投资机会

东吴期货研究所 万 涛

**东吴期货**  
Soochow Futures



## 目录

### 行情判断

- 黄金价格总体观点

### 决定因素

- 美元实际利率（投资回报）决定国际金价
- 投资需求为主，商品供需面为辅
- 避险情绪影响节奏而不改变趋势性行情
- 通胀预期因油价终将传导至实际通胀率

### 投资策略

- 交易层面
- 技术层面

# 黄金投资的认知

- 黄金是天然货币
- 它是一切法定信用货币的标尺
- 黄金的用途是对冲市场的 **“不确定性”**
- 大型的金融机构（投行和对冲基金），将黄金归为大类资产组合配置的一部分（10-15%占总资产）；个人投资者则以收藏或投机为主。
- 黄金的价值收益—取决大类资产板块资金流动

整体观点：上半年，美联储领衔全球央行再度掀起降息潮，全球央行发挥逆周期调节的作用，这反而对于下半年及明年贵金属价格形成重要的支持。二季度看高至1700美元或1750美元以上，并有望冲击前历史高点。反之，金价突破受阻，则转为下行，下方重要支撑位参照国际金价1550美元附近（牛熊分界线），一旦跌破1440美元一线（震荡中轨），则下方重要支撑位1350-1370附近

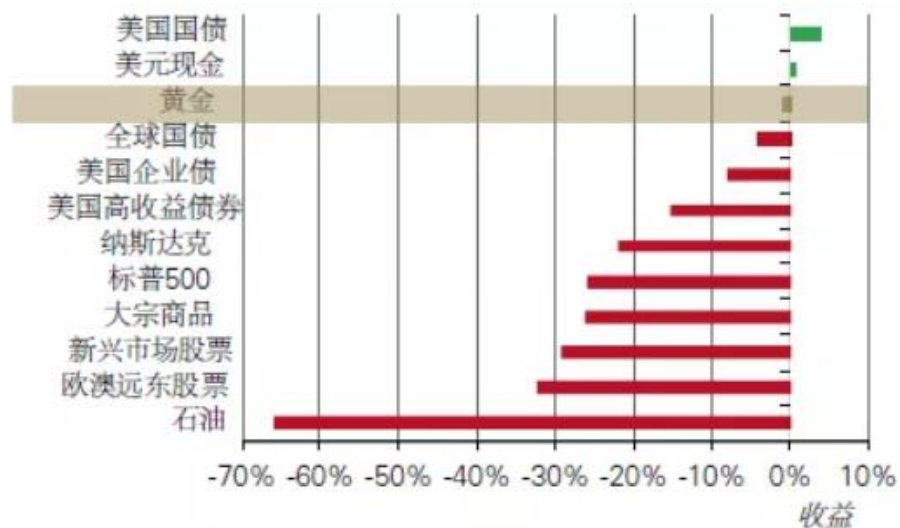
图：国际金价月线走势



图：贵金属近年领跑市场收益率

3个月	贵金属3%	中国债券3%	美国债券3%	中国CPI1%	货币基金1%	房地产0%	万得全A-2%	农产品-4%	EM债券-9%
6个月	中国债券5%	美国债券5%	贵金属5%	万得全A3%	中国CPI2%	货币基金1%	房地产1%	农产品-4%	美股-6%
一年	贵金属26%	美国债券11%	中国债券8%	欧洲债券4%	中国CPI1%	房地产3%	货币基金1%	万得全A-2%	EM债券-9%
年初以来	贵金属5%	美国债券5%	中国债券4%	中国CPI1%	货币基金1%	欧洲债券0%	房地产0%	万得全A-1%	农产品-6%
2019年	万得全A33%	美股32%	欧股25%	全球REITS24%	EM股19%	贵金属19%	日股18%	工业品17%	EM债券13%
2018年	中国债券8%	房地产5%	货币基金4%	中国CPI2%	贵金属1%	欧洲债券0%	美国债券0%	工业品-3%	美股-5%
2017年	恒生指数41%	EM股票38%	欧股26%	日股22%	美股22%	工业品12%	房地产7%	万得全A5%	货币基金4%
2016年	工业品61%	农产品21%	贵金属20%	房地产19%	美股12%	EM股票12%	全球reits7%	美债3%	货币基金3%

图：疫情冲击3月下的大类资产走势

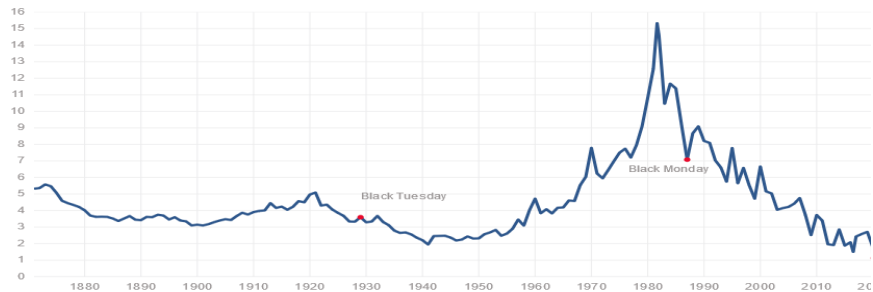


## 我们对贵金属价格的整体观点：

- 2019年以来驱动贵金属价格上行的核心在于市场对美联储何时降息的预期演变
- 降息之后，驱动转换~~
- 美联储是否推行负利率——降息路径（宽松程度及节奏）
- 美国财政赤字率未来大幅攀升，美元信用危机？（硬币的另一面--黄金）
- 整体上，基于对美国实际利率进入下行通道的判断，美黄金牛市未止



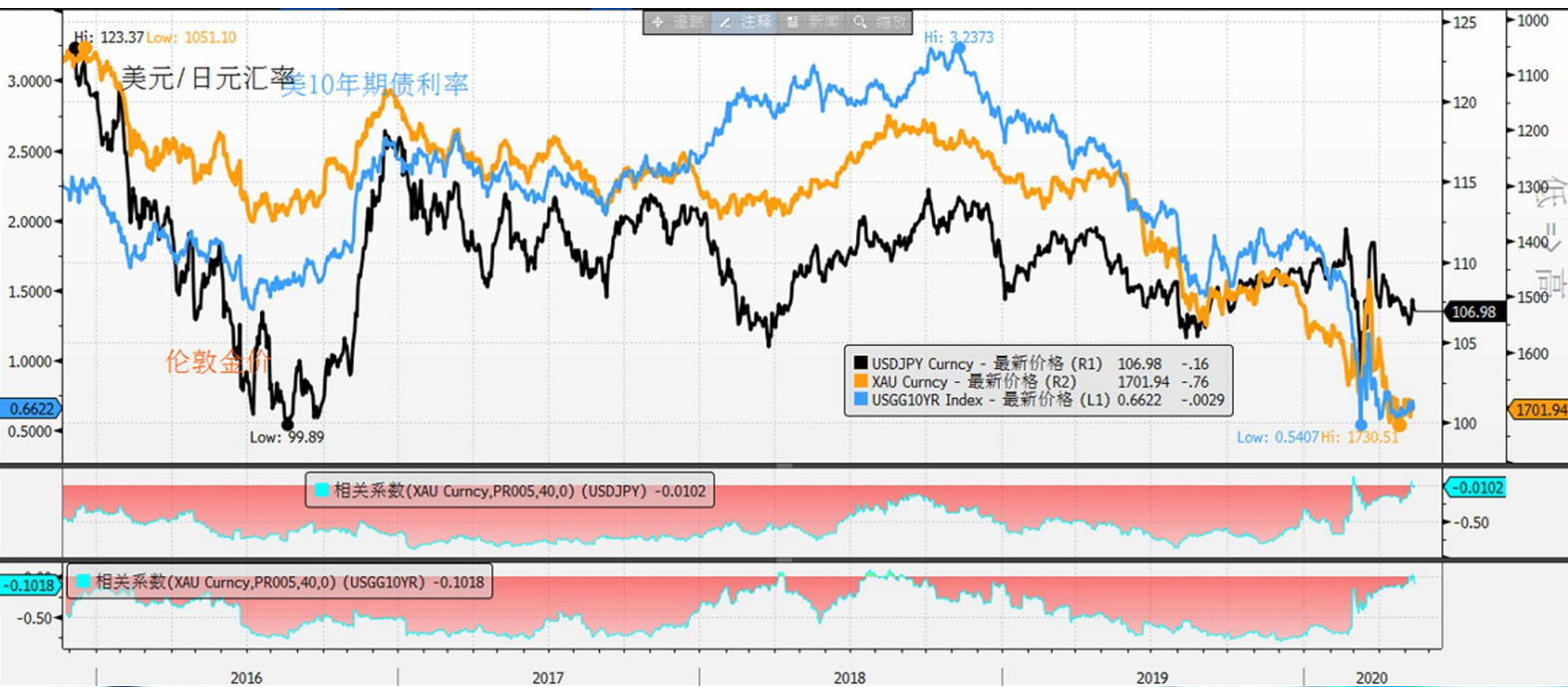
10 Year Treasury Rate



10 Year Real Interest Rate



图：国际金价与美债利率和日元汇率走势

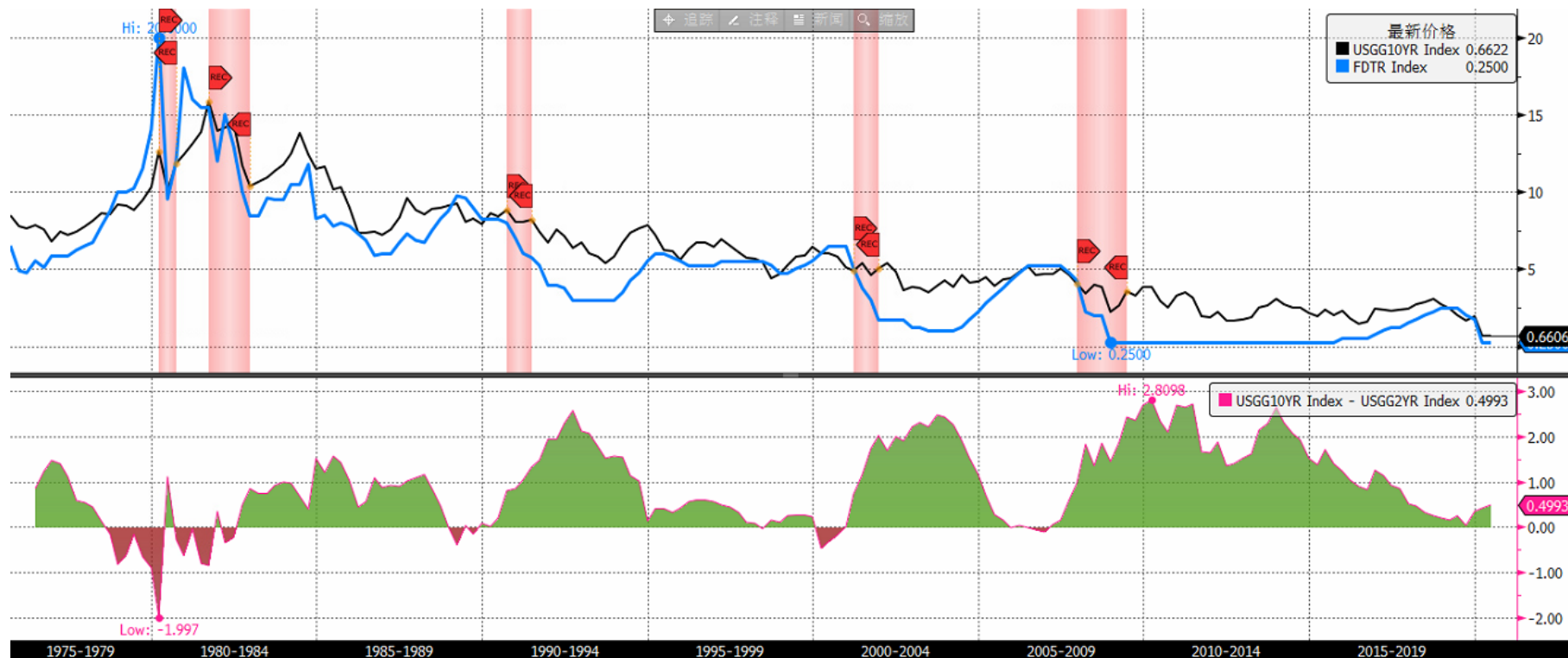


图：油价下挫，通缩预期部分抑制金市





2020.3月，美国10年期国债收益率跌至0.6551%，续刷纪录新低。美国2年期国债收益率跌至0.625%，创2016年底以来新低。



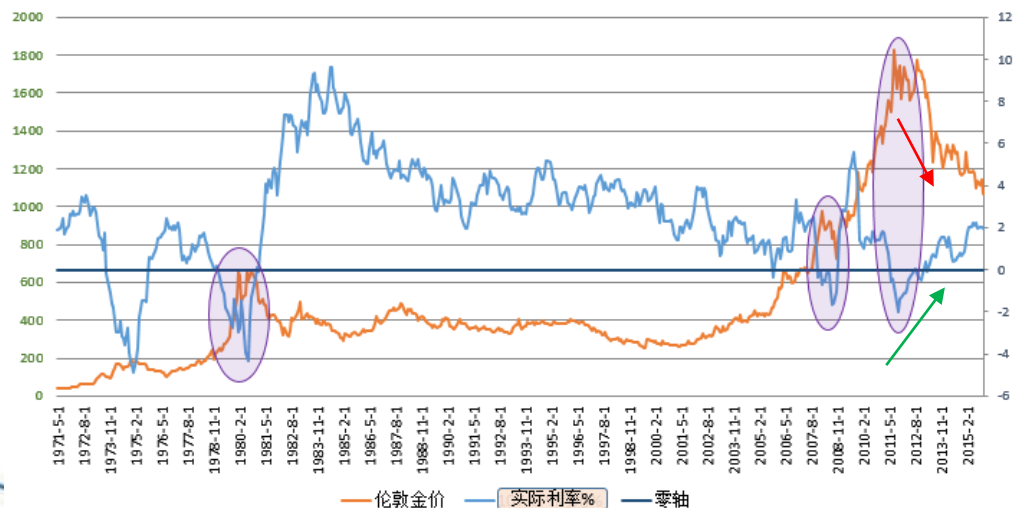
二次升息后，通过利率计算推测金价趋势。当实际利率在零轴发生上下突破，金价走势和实际利率呈现显著的负相关性。

图1：国际金价与美国实际利率走势16年初与年末对比



1971年至今，金价不同时段的高/低点，对应着该时期实际利率的低/高点。

2016年以前，实际利率处于零轴上方接近1%，金价处于下行通道中。



贵金属的供需面，不同于一般的大宗商品

作为商品的供需面：对贵金属价格的短中期影响较小，长周期因素，存在数据滞后问题

作为货币的供需面：是贵金属价格的核心驱动

黄金：

作为商品的供需面——供：矿产金、再生金每年产量；需：首饰、工业制造（电子业、牙医&医用、其他工业）

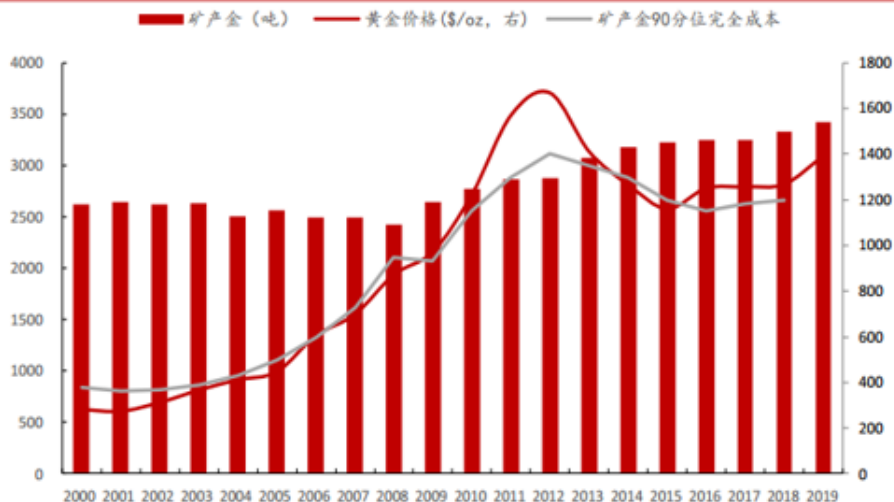
作为货币的供需面——供：净对冲供应、官方抛售；需：官方购买、零散投资（金条、金币）、**ETF**投资、其他投资

图：实物黄金的供需平衡表

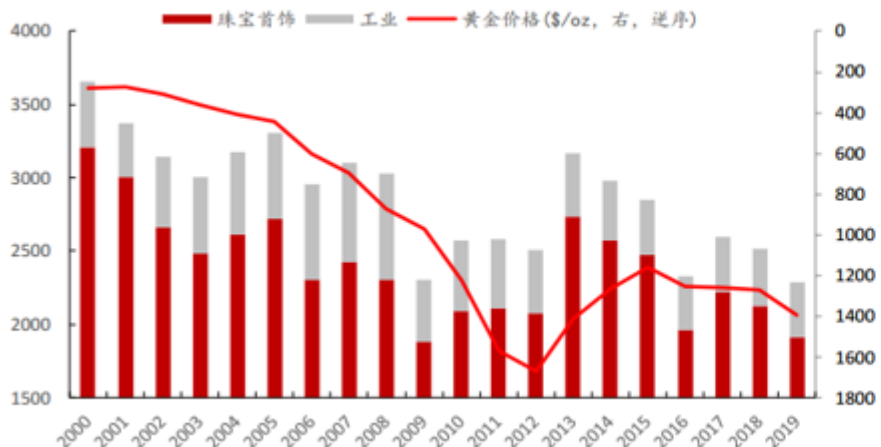
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>供给</b>								
矿产金	2,929.1	3,110.3	3,202.9	3,300.7	3,398.5	3,455.2	3,509.3	3,463.7
生产商净对冲	-45.3	-27.9	104.9	12.9	37.6	-25.5	-12.5	8.3
再生金	1,670.8	1,247.7	1,187.8	1,121.4	1,281.5	1,156.1	1,176.1	1,304.1
<b>总供给</b>	<b>4,554.6</b>	<b>4,330.1</b>	<b>4,495.7</b>	<b>4,434.9</b>	<b>4,717.6</b>	<b>4,585.7</b>	<b>4,673.0</b>	<b>4,776.1</b>
<b>需求</b>								
珠宝首饰	2,141.2	2,736.0	2,543.3	2,478.2	2,017.4	2,255.1	2,281.2	2,134.7
工业	382.3	355.8	348.4	331.7	323.0	332.6	334.8	326.6
金条&金币	1,311.9	1,730.9	1,066.8	1,091.7	1,073.3	1,046.9	1,093.6	870.6
ETF 及类似产品	253.6	-874.5	-152.9	-129.4	541.2	271.2	76.2	401.1
央行及其他机构	569.2	629.5	601.1	579.6	394.9	378.6	656.2	650.3
<b>需求合计</b>	<b>4,658.2</b>	<b>4,577.6</b>	<b>4,406.7</b>	<b>4,351.8</b>	<b>4,349.8</b>	<b>4,284.4</b>	<b>4,442.0</b>	<b>4,383.3</b>
供给过剩/赤字	-103.6	-247.5	89.0	83.2	367.8	301.3	231.0	392.8
金价 (US\$/oz)	1668.98	1411.23	1266.4	1160.06	1250.8	1257.15	1268.49	1392.6



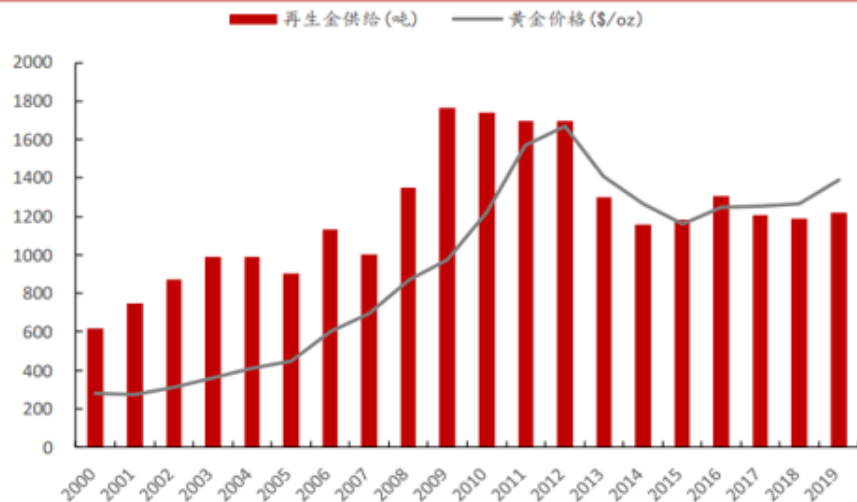
图：矿产金供给变动相对平稳



图：实物金需求同金价反向变动（吨）



图：再生金供给变动受金价波动



图：投资需求同金价同向变动（吨）



## 实物金供需平衡与实际金价走势相关性

图：实物黄金的供需平衡，与实际价格走势的相关性并不显著

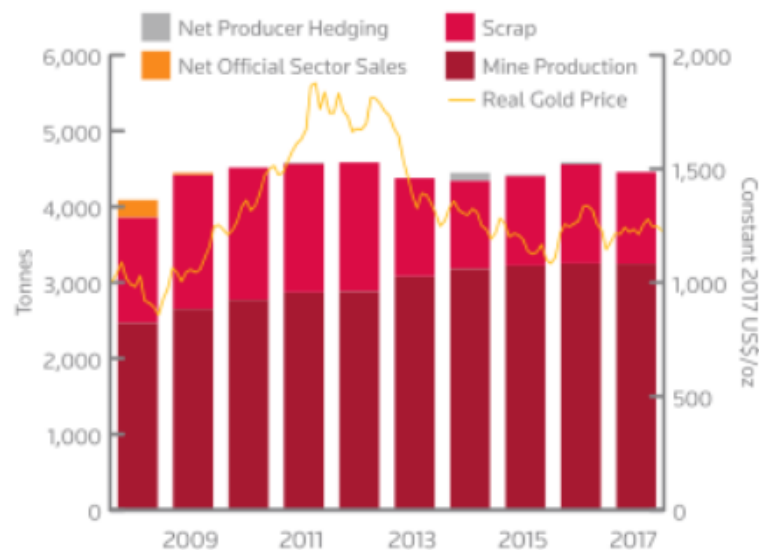
GOLD; PHYSICAL SURPLUS / DEFICIT



Source: GFMS, Thomson Reuters

图：黄金近几年的供应都比较稳定

WORLD GOLD SUPPLY



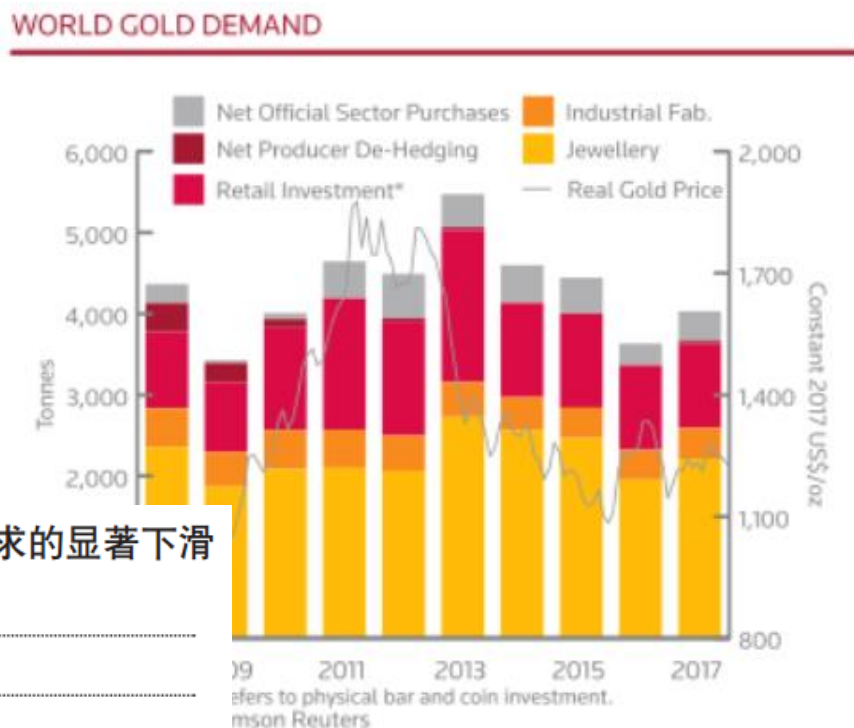
Source: GFMS, Thomson Reuters

据GFMS统计数据显示，2014年全球黄金市场总成交量约为58.9万吨，约为当年矿产金产量的188倍

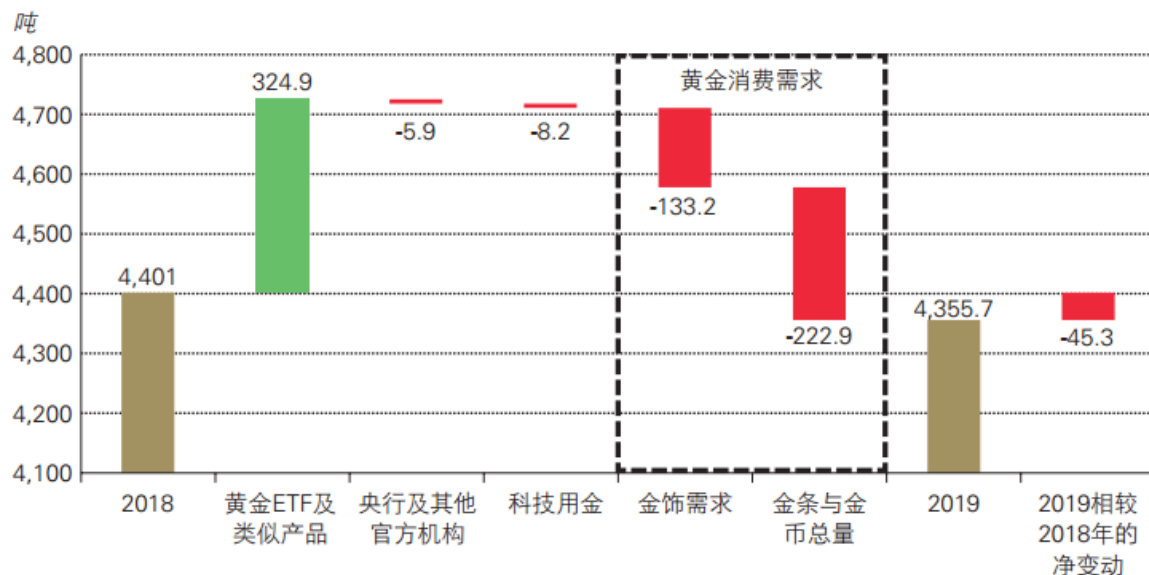
图：黄金ETFs以及相似产品持仓与金价高度正相关



图：黄金需求与价格的正向相关性亦不高（主要因对投资性需求统计不足）



2019年，全球黄金ETF规模的大幅增长几乎抵消了消费需求的显著下滑



在投资需求的驱动下，第一季度全球黄金总需求同比上升1%至1,083.8吨。

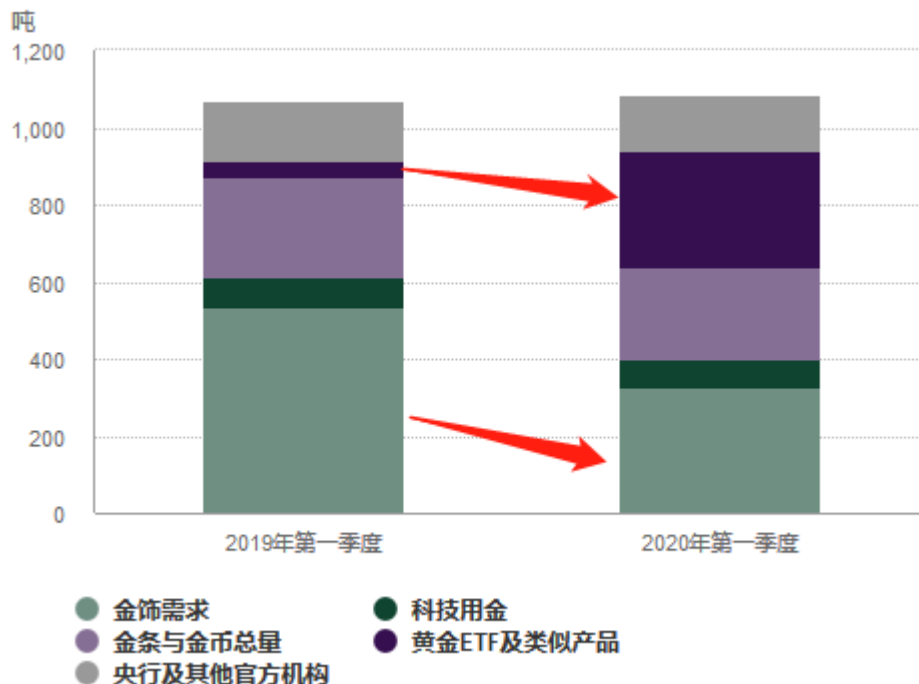
新冠肺炎疫情危机推升了人们对黄金的避险投资需求，抵消了黄金消费需求的显著下滑。

黄金ETF吸引了巨额流入(增持298吨)，推动其全球总持仓量达到了创纪录的3,185吨。全球金条与金币的总投资量降至241.6吨(同比下降6%)。

在疫情影响下，金饰需求受到的打击尤为沉重，而这也并不令人意外；第一季度全球金饰需求量同比滑落39%到325.8吨，为记录新低。

各国央行则继续大量购买黄金，尽管增速低于2019年第一季度：全球各国央行黄金的净购买量达145吨(同比下降8%)。

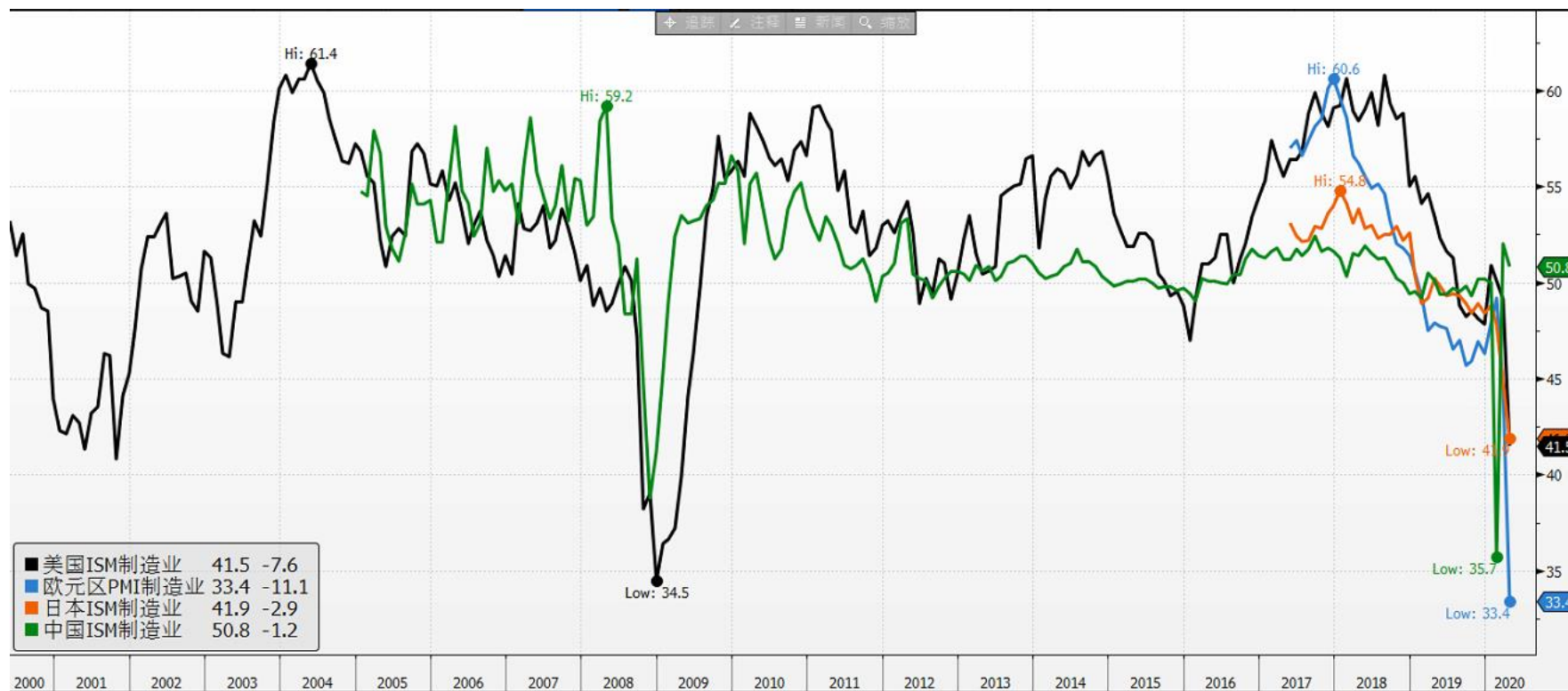
图：黄金需求各分项占比同比变化



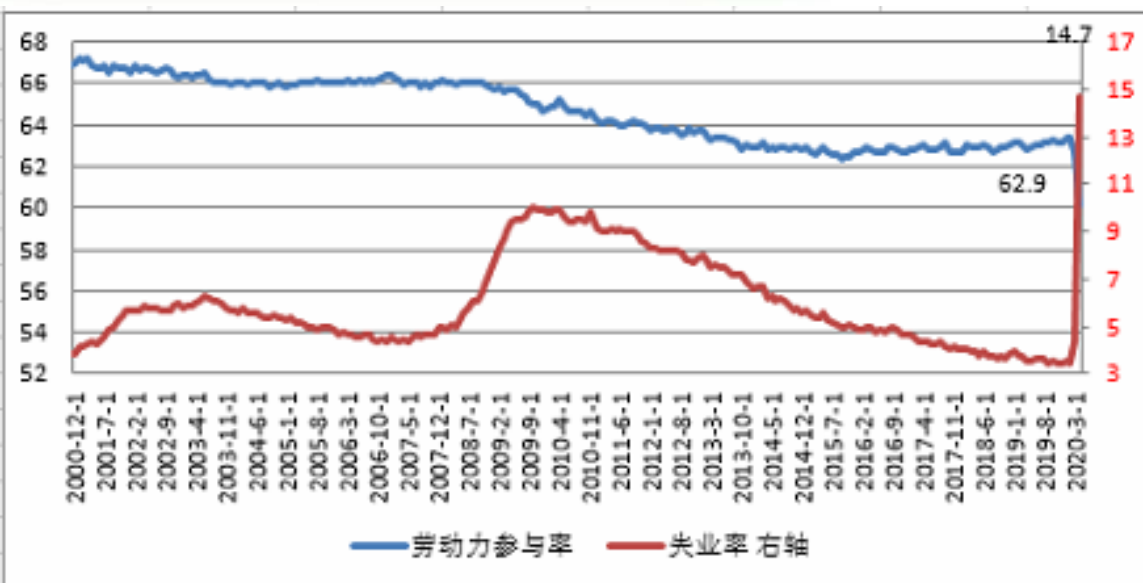
新冠疫情对黄金供应也造成了影响：由于各地金矿生产和黄金回收均受到了新冠疫情的影响，全球黄金供应量在2020年第一季度同比下滑了4%。；全球金矿产量降至795.8吨(同比减少3%)的5年低点。



图：疫情冲击下，全球制造业打击

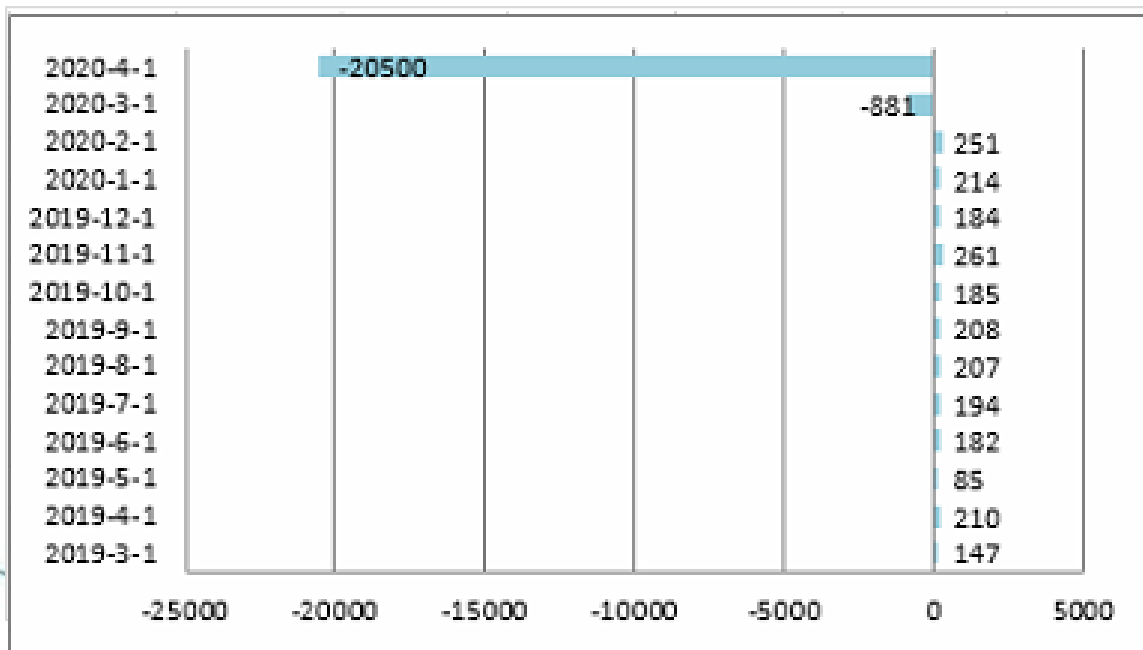


# 美失业率和就业人数仅次于大萧条

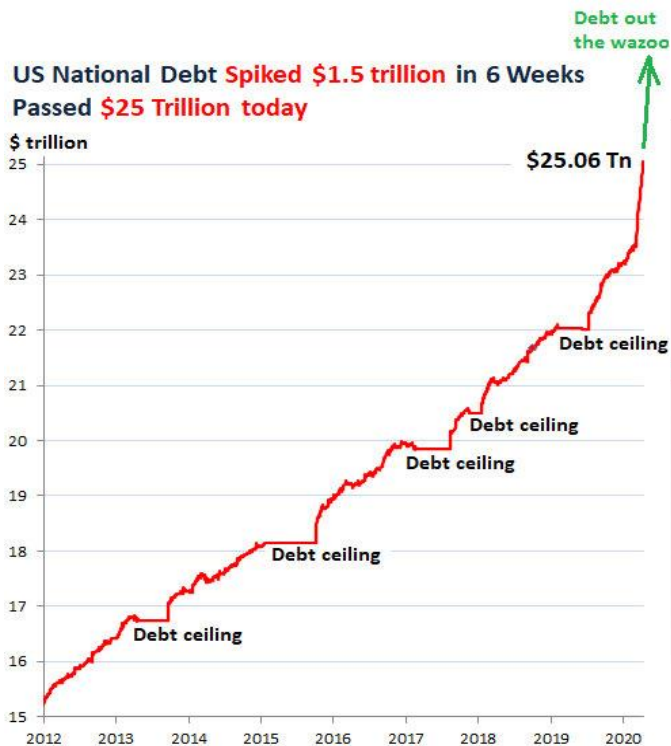


美国非农就业人数减少了2050万人，为1939年有记录以来的最大降幅；失业率飙升至14.7%，创下记录新高。。

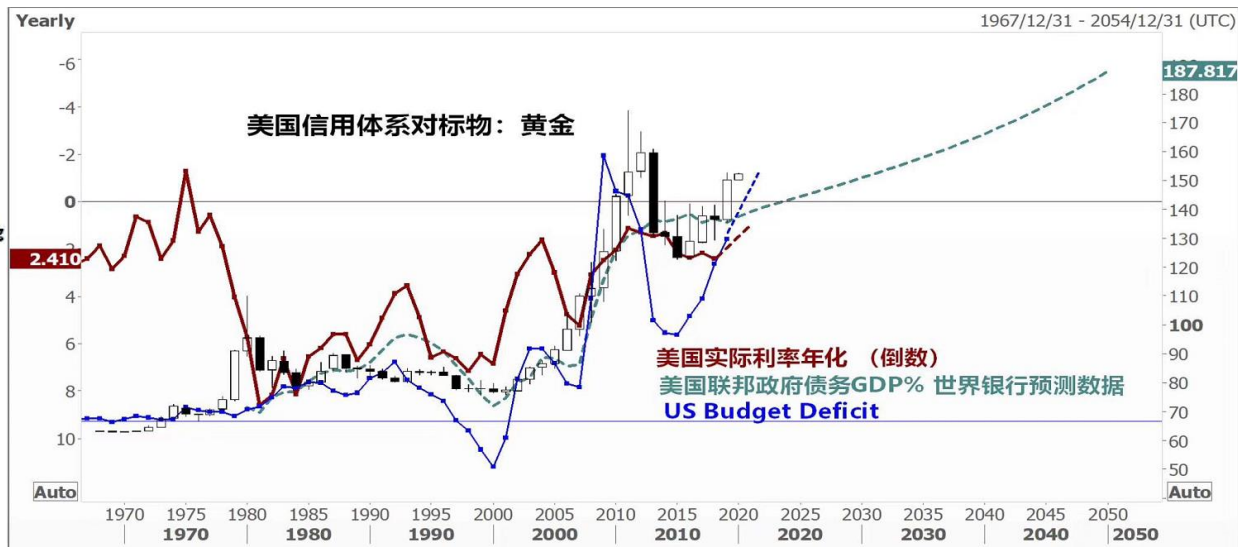
“实际”失业率的跃升反映了劳动参与率下降到60.7%，创下自1973年以来的最低水平。



# 美国发债创历史新高



Source: US Treasury.



财政部公布的数据显示，自4月7日以来的四周内，美国国债总额（即所有未偿付的美国国债总额）增加了1.05万亿美元，从3月23日起算，在六周内增加了1.54万亿美元，总额达到25.06万亿美元。

图：美联储基准利率期货隐含概率



受悲观预期影响，美国利率期货市场首次开始消化从12月开始略微为负的利率环境，鲍威尔：疫情可能令经济活动在一段时间内下降，第二季度的经济可能变弱，预计负利率在美国不会成为合适的政策。市场押注美联储将在2021年年中之前将其关键利率降至目前的0-0.25%区间之下。



图：三大央行资产负债表与金价联动



图：地缘政治带来的避险情绪扰动金价



地缘政治战略：G7 角力

表现：地缘冲突（中东）、国家首脑选举，

经济形势：GDP，就业、通胀、国际收支

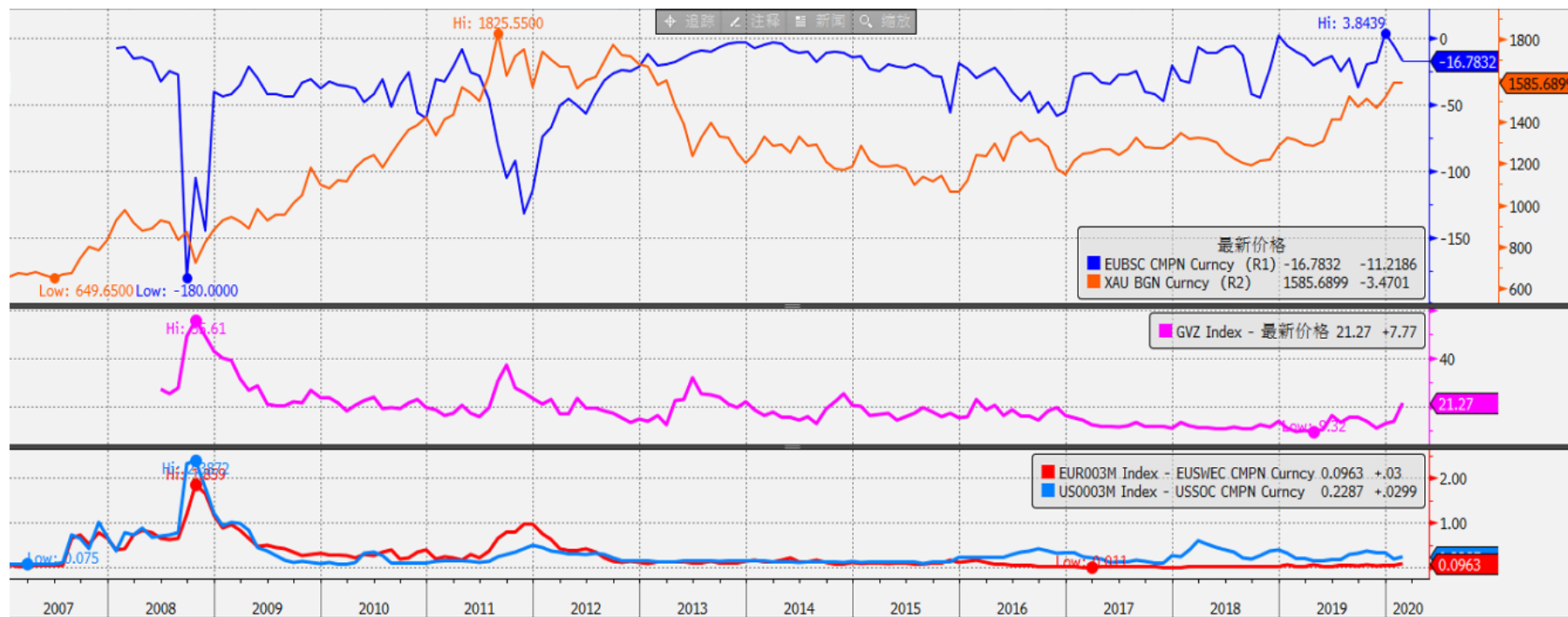
金融形势：货币松紧、财政盈亏

地缘政治危机，对金价只能带来脉冲式阶段式支持

libor-ois 反映金融系统性风险的指标

金融危机发酵到一定程度后金融市场流动性急促短缺下，贵金属也是一种流动性补充品，2008年7-9月,和当前。

图：市场流动性危机下的金市表现



相似处：恐慌性杀跌权益、大宗和传统避险资产悉数下挫，流动性收紧

不同处：这次是新冠病毒疫情带来的全球需求端“暂停”，严重打击实体经济（消费服务业较严重）；而08年是金融衍生品泡沫破裂，再传导至实体经济

今年，黄金高位震荡的平台的上移仍未结束，价格重心长期趋势向上  
单边做多，仍需承受短期波动的困扰（低油价常态化带来的通胀预期压制）  
交易层面：CFTC非商业多空头寸拥挤度，预期一致性等风险  
技术层面：关注国际金价1550美元附近（牛熊分界线）的买入或卖出。

图：国际金价周线走势





**本报告由东吴期货制作及发布。报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者需自行承担风险。未经本公司事先书面授权，不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节、修改、及用于其它用途。**

**期市有风险，投资需谨慎！**

谢谢！