

以史爲鑒

—复盘黄金50年历史走势，寻找未来趋势方向

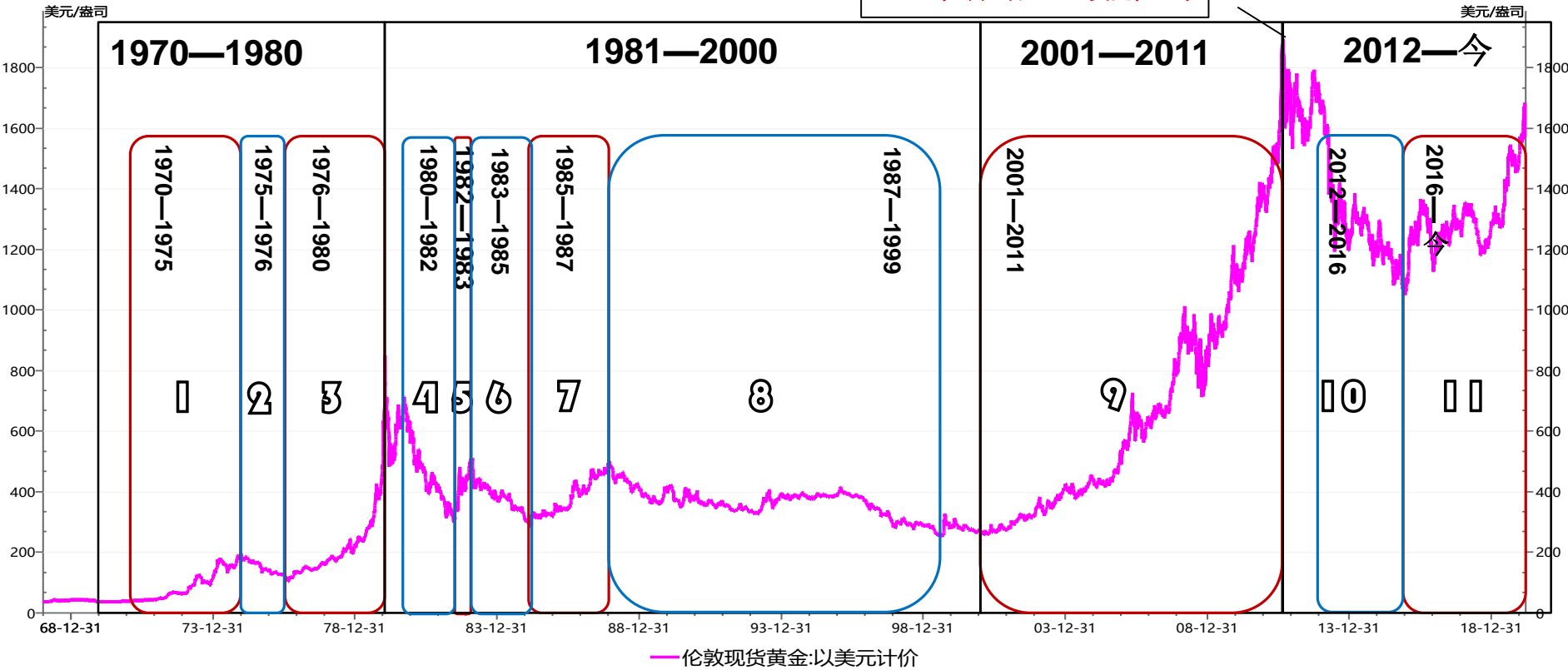
银河期货股份有限公司

王鹏

大趋势	小周期	伦金涨跌幅	不同阶段	主要驱动因素	框架外需重点关注的因素
1970-1980	1970-1975	457%		布雷顿森林体系崩溃+经济增长下降、通胀上升	布雷顿森林体系崩溃
	1975-1976	-47%		美债长端名义利率上升+美元反弹	
	1976-1980	717%		经济增长下降、通胀上升+弱美元	
1981-2000	1980-1982	-58%		美债长端名义利率上升+美元上涨	
	1982-1983	72%		降息带动实际利率下降+拉美债务危机引发避险需求	债务危机
	1983-1985	-44%		美债长端名义利率先升后降+美元上涨	
	1985-1987	76%		广场协议带动的美元贬值	广场协议
	1987-1999	-49%	1987-1991	衰退预期+海湾战争避险	战争
			1991-1999	美国经济“黄金十年”，经济增长好，通胀低	
2001-2011	2001-2011	640%	2001-2007	弱美元	欧元对国际货币体系的影响
			2007-2008	金融危机	金融危机及后期影响
			2008-2011	低利率环境下，通胀预期抬升压低实际利率	
2012-今	2012-2016	-41%	2012-2013	美债长端名义利率大幅抬升	
			2013-2015	美债长端名义利率和通胀预期双降	
	2016-今	66%	2016-2019	弱美元	
			2019-2020	降息强化	
			2020-今	新冠肺炎冲击	疾病冲击

两次10年明显上行、一次20年震荡下跌；六段上涨，五段震荡下跌；

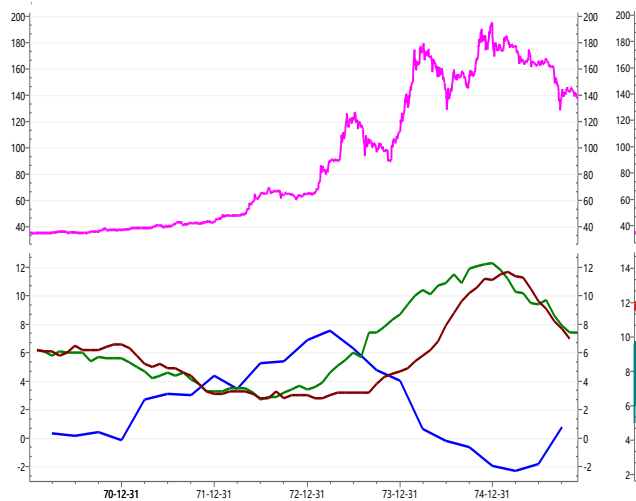
2011年9月5日 1895美元/盎司



数据来源: Wind

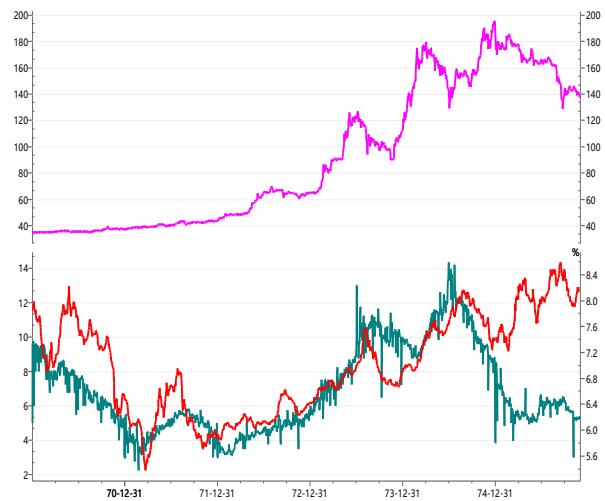
阶段I：1970/01-1975/01，最低35美元，最高195美元，涨幅457%

- 1) 1971年尼克松宣布不再美元兑换黄金，1973年布雷顿森林体系瓦解，美元指数走弱。
- 2) 1973-1975年第一次石油危机（第三次中东战争，OPEC联手打以色列）使油价暴涨，美国CPI和核心CPI同比一度超过10%，美联储加息企图抑制通胀，结果不仅没效果，还把经济增长压了下去，这是最有利于黄金价格的状态。1974年降息，经济增长回升，通胀下降。
- 3) 1973年中，经济增速下滑后美元指数弱势震荡。
- 4) 1973-1975年黄金的驱动因素清晰、明确，理论上具有交易价值。



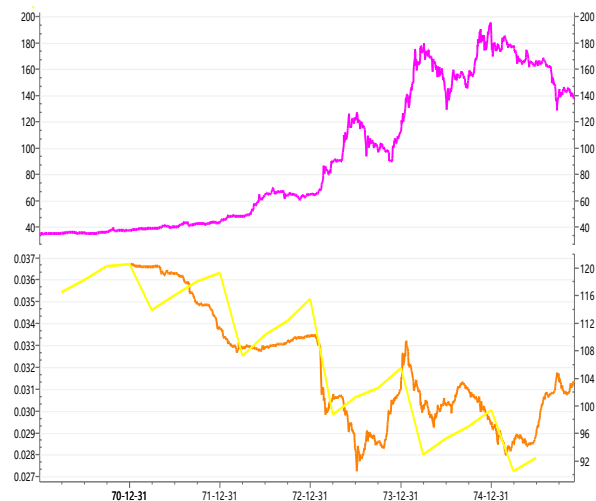
— 伦敦现货黄金以美元计价
— 美国GDP:不变价/折年数:同比
— 美国CPI:当月同比
— 美国核心CPI:当月同比

数据来源: Wind



— 伦敦现货黄金以美元计价
— 美国-联邦基金利率(日)
— 美国-国债收益率:10年(右轴)

数据来源: Wind

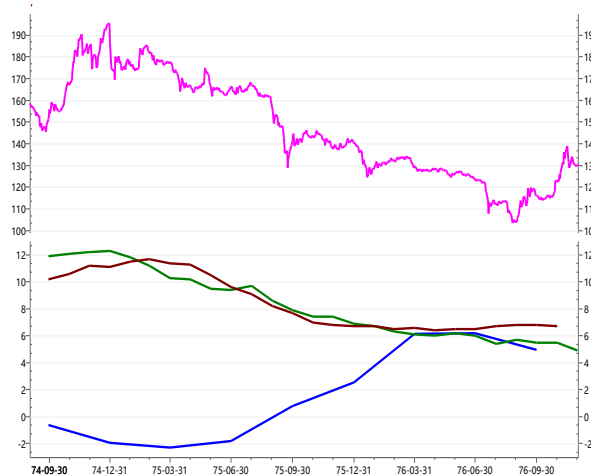


— 伦敦现货黄金以美元计价
— 美元指数(右轴)
— 美国GDP:现价折年数:季调/现价全球GDP:季

数据来源: Wind

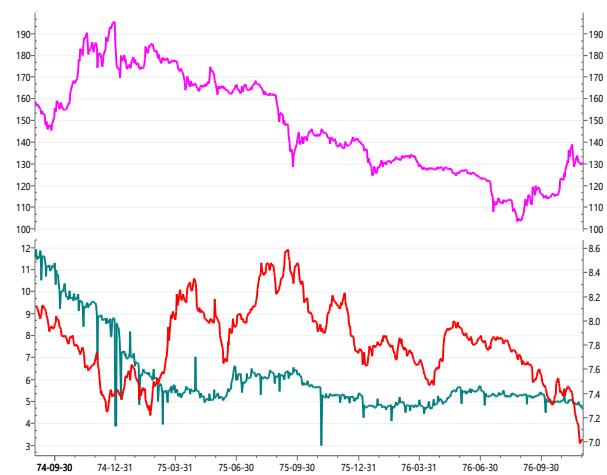
阶段2：1975/01-1976/08，最高195美元，最低104美元，跌幅47%

- 1) 美联储维持低利率，美国经济增长回升，通胀下降方向没变，尽管联邦基金利率维持低位，但长债利率上行压制金价，此阶段黄金驱动因素也较为清晰，具有交易价值。
- 2) 短期美元反弹对金价更是雪上加霜。



— 伦敦现货黄金以美元计价
— 美国GDP:不变价:折年数:同比
— 美国CPI:当月同比
— 美国核心CPI:当月同比

数据来源: Wind



— 伦敦现货黄金以美元计价 — 美国:联邦基金利率(日) — 美国:国债收益率:10年(右轴)

数据来源: Wind

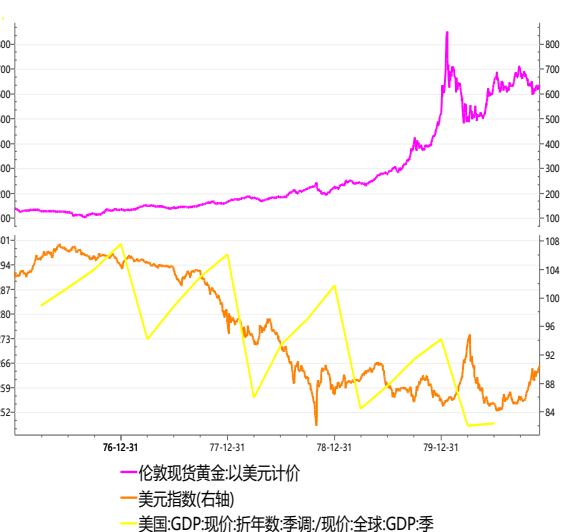
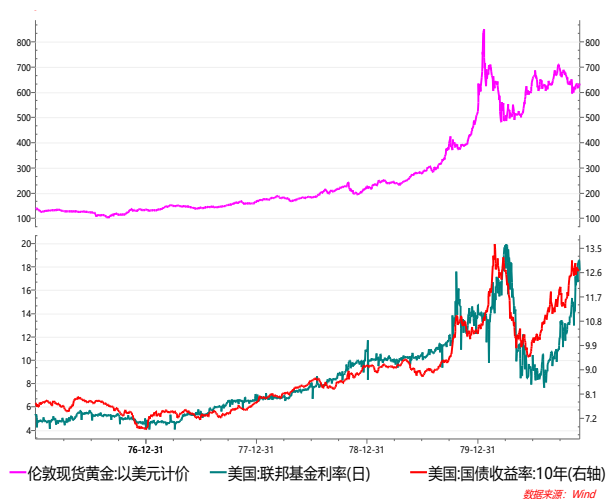
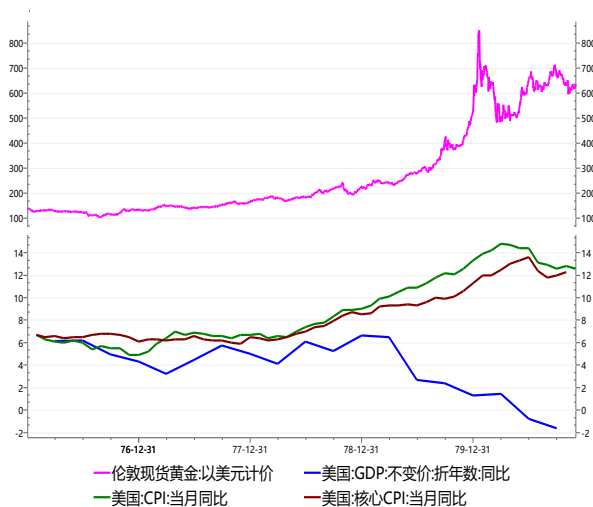


— 伦敦现货黄金以美元计价
— 美元指数(右轴)
— 美国GDP:现价:折年数:季调/现价:全球GDP:季

数据来源: Wind

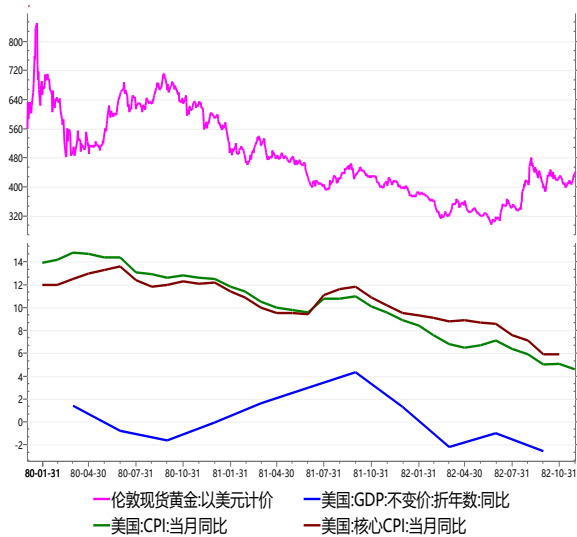
阶段B：1976/08-1980/02，最低104美元，最高850美元，涨幅717%

- 1) 美联储低利率并未取得明显效果，1976年美国经济复苏减慢。1978-1980年第二次石油危机（1978年伊朗发生推翻巴列维王朝的革命，社会和经济出现剧烈动荡。这一潮头刚要过去，1980年9月20日伊拉克空军轰炸伊朗，两伊战争爆发，。两国石油生产完全停止）使油价暴涨，美国经济增长明显回落，通胀大幅上行。
- 2) 为应对通胀，美联储再一次加息也带动长债名义利率上行，但看起来通胀增速快于名义利率上行速度，实际利率下降叠加弱美元，对金价有明显支撑。
- 3) 理论上这阶段驱动因素也处于相对清晰的状态中，理论上具有一定的交易价值。

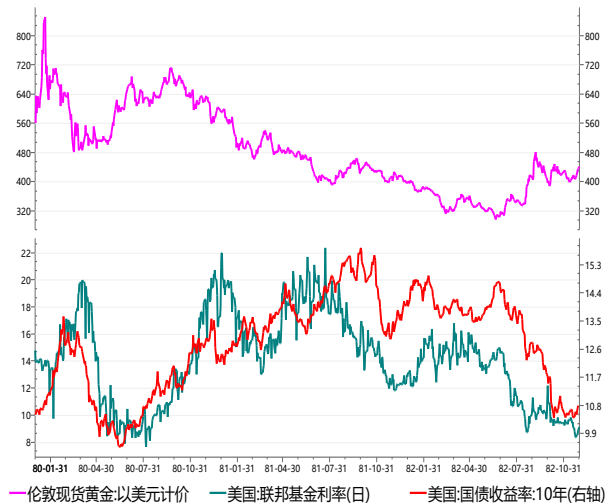


阶段4: 1980/09-1982/06, 最高711美元, 最低297美元, 跌幅58%

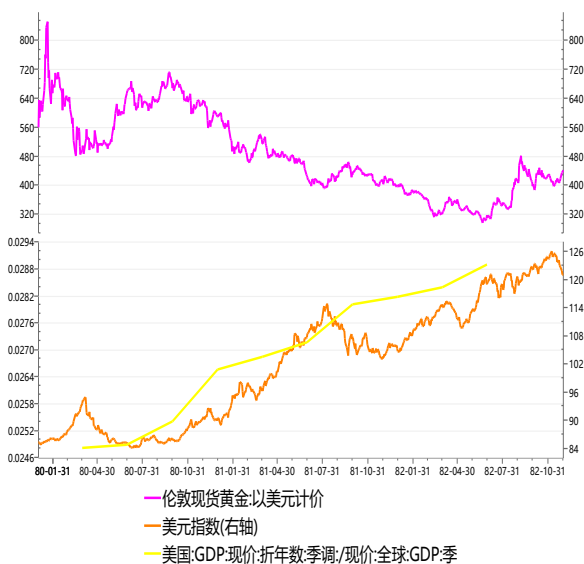
- 1) 经济增速持续维持低位, 美联储上一阶段的加息抑制了通胀上升, 但美联储仍在折腾基准利率, 再度加息继续抑制通胀, 但也压制了经济增长。美债长端名义利率随基准利率上行。弱势通胀叠加强势名义利率, 实际利率出现了上升, 压制了金价。
- 2) 名义GDP占比上升支撑了美元, 也对金价有压制。
- 3) 这一阶段金价驱动因素也较为清晰, 具有交易价值。



数据来源: Wind



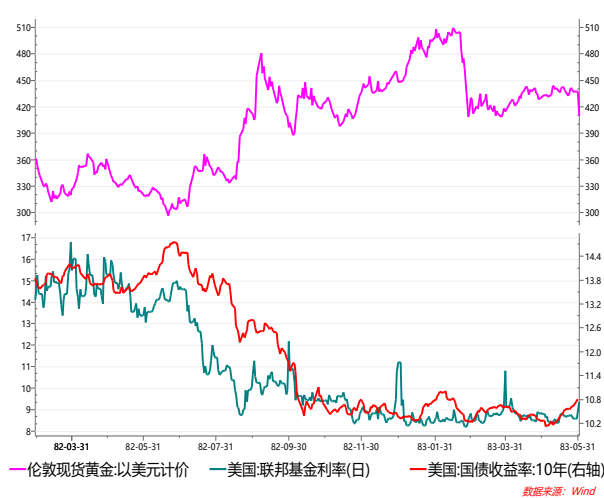
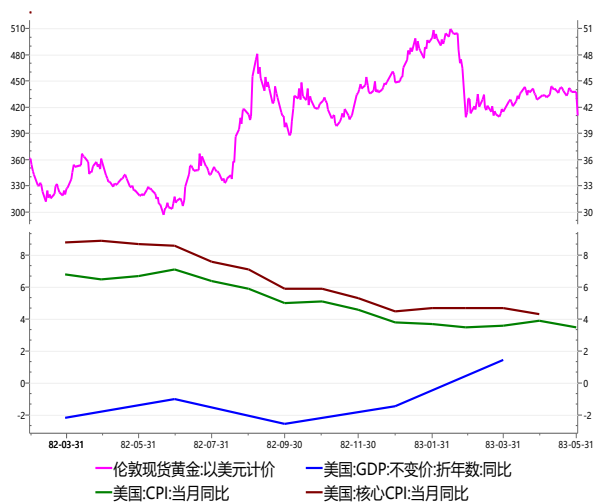
数据来源: Wind



数据来源: Wind

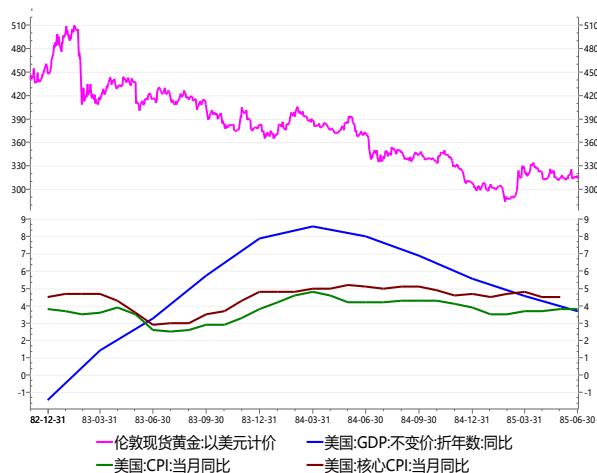
阶段5： 1982/06-1983/02， 最低297美元， 最高509美元， 涨幅72%

- 1) 经济增长疲弱和通胀持续下降使得美联储开始降息，并成功刺激起经济增长。伴随联邦基金利率下降，美债长端名义利率快速下降，使得实际利率下降支撑金价。
- 2) 墨西哥和拉美债务危机引发的避险需求也在支撑金价。（1982年8月12日，墨西哥财政部长赫苏斯·席尔瓦·艾尔索格代表本国政府打电话给美国财政部长、美国联邦储备委员会主席和国家货币基金组织总裁，宣布墨西哥发生支付危机，已无力继续按协议规定履行偿还欠国际货币基金组织、世界银行等国际金融机构和美国等债权国的债务，除按期付息外，对到期公共外债本金将推迟90天偿还。墨西哥的债务危机从此开始。）
- 3) 这阶段驱动清晰，应该具有一定交易价值。

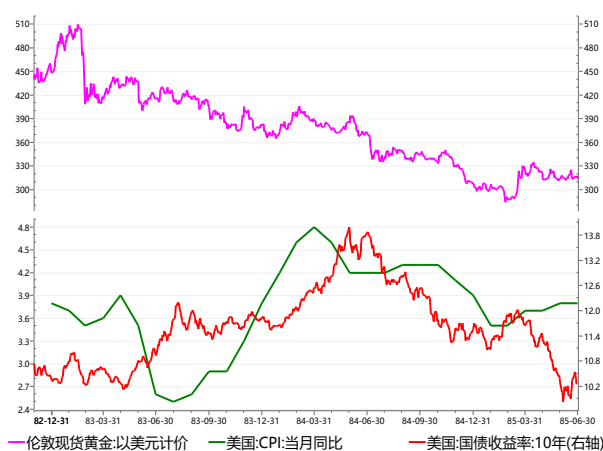


阶段⑥：1983/02-1985/02，最高509美元，最低284美元，跌幅44%

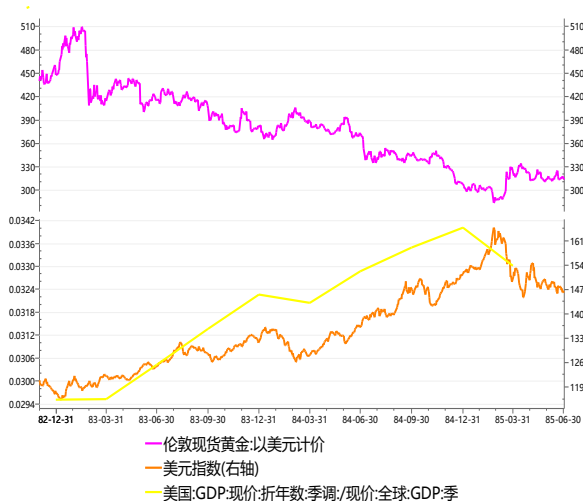
- 1) 1984年年中前，通胀稳定，经济增长上行，美联储再推紧缩的货币政策，上调基准利率，长债名义利率随之上行，压低金价。
- 2) 1984年年中到1985年，美元指数走强，也给金价一定压力；
- 3) 整体看，这阶段金价主要驱动因素合理，运行情况清晰，具有交易价值。



数据来源: Wind



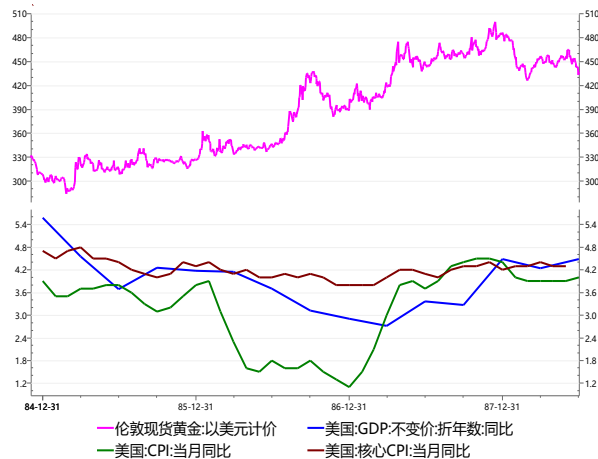
数据来源: Wind



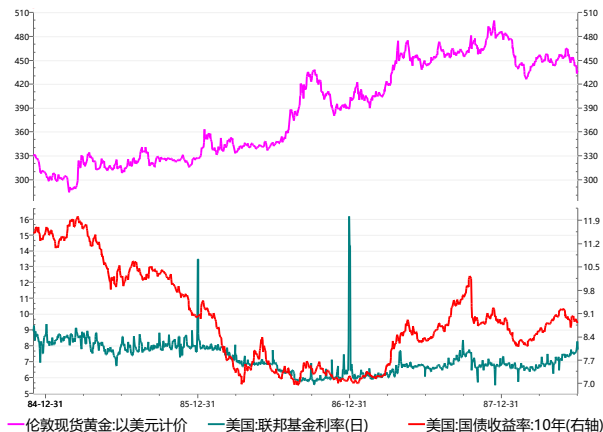
数据来源: Wind

阶段7：1985/02-1987/12，最低284美元，最高500美元，涨幅76%

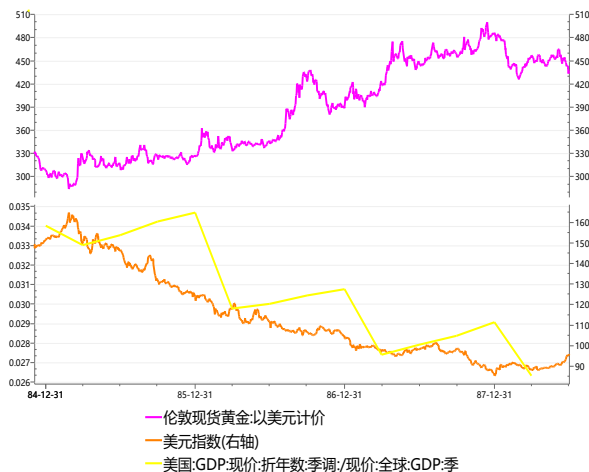
- 1) 此阶段经济增长稳定，通胀先降后升，长债名义利率也有所下降。
- 2) 1985年9月广场协议签署，美元急速贬值。弱美元成为推动金价的核心因素。
- 3) 这一阶段推动金价的主要驱动因素是美元走弱，其他因素不清晰，交易价值不大。



数据来源: Wind



数据来源: Wind

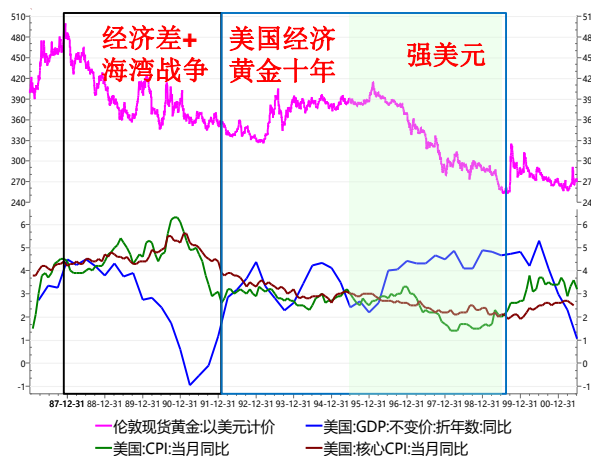


数据来源: Wind

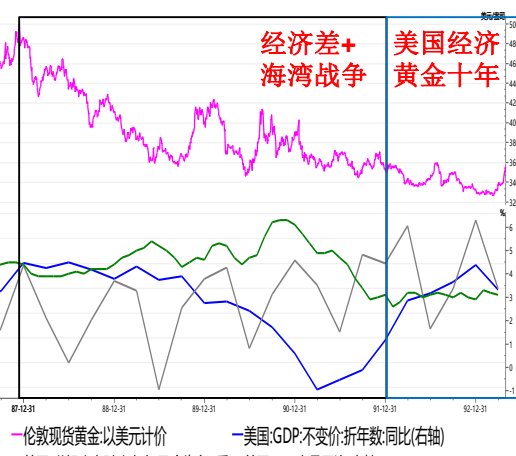
阶段③：1987/12-1999/08，最高500美元，最低253美元，跌幅49%

经济差+海湾战争阶段：1987年—1991年，温和衰退和避险是核心驱动因素，交易价值低。

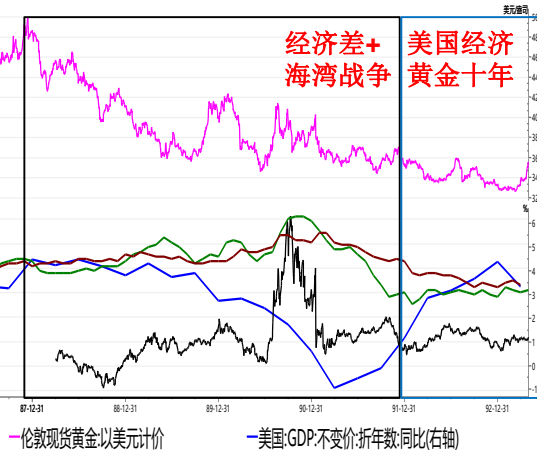
- 1) 经济差：1981-1989年的里根新政给美国经济带来短暂活力，但也积累下大量赤字，1989年老布什上任被迫使用加税的方法解决赤字问题，这不仅使其失去民众和共和党内强硬派的支持，也使得经济出现温和衰退。
- 2) 海湾战争：1990年8月2日凌晨伊拉克侵入科威特，2日下午8时，美国宣布发起“沙漠盾牌”行动，并于1991年1月17日轰炸巴格达，正式爆发“海湾战争”。海湾战争前后推升了油价和通胀，也使得美国经济增长压力加大，微弱的避险需求和衰退预期缓解支持金价，但金价整体仍弱，而且这种衰退和事件驱动通胀相反作用的情况交易起来很难，价值低。



数据来源: Wind



数据来源: Wind



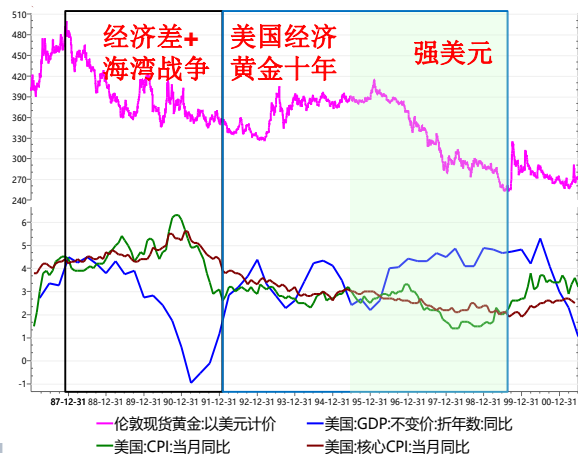
数据来源: Wind

阶段③：1987/12-1999/08，最高500美元，最低253美元，跌幅49%

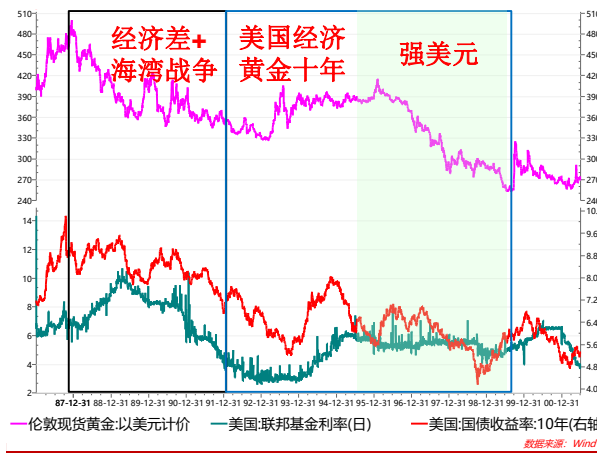
1) 美国经济“黄金十年”阶段：1991年3月—2001年6月，美国经济呈现出高增长、低通胀和低失业率的特点，一般认为是信息技术革命导致劳动生产率水平的提高，在推升经济增长的同时，降低了生产成本、拉低了物价。这十年经济增长良好并不是财政或者货币政策刺激的结果。良好的经济造就了美股十年大牛市和美元走强，黄金在这一阶段整体较弱，也没有明显的长期交易机会。其中1995年以后美元走强也对金价产生了直接的压力。

2) 这一阶段经济的整体向好和通胀的低位均不利于金价，此过程交易黄金较为困难。

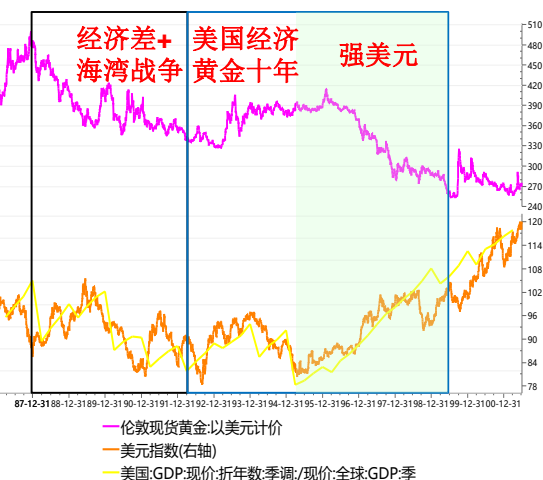
(3) 为什么1993-1996年，黄金、名义利率，美元指数一定同向？见下页)



数据来源: Wind

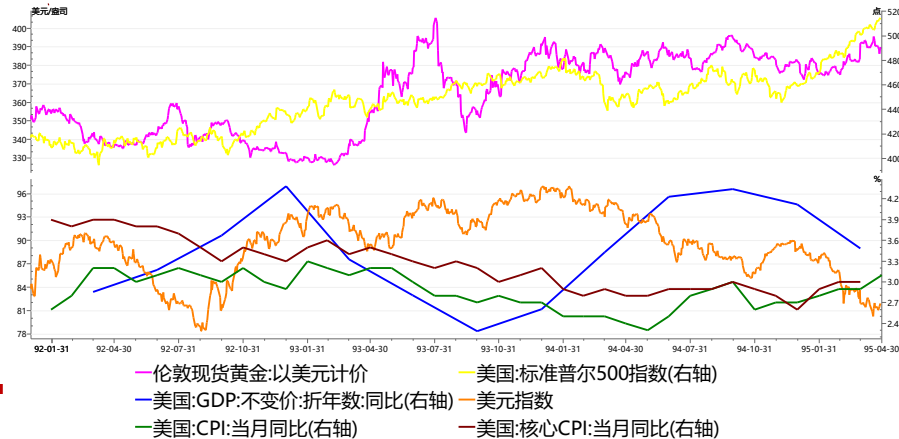
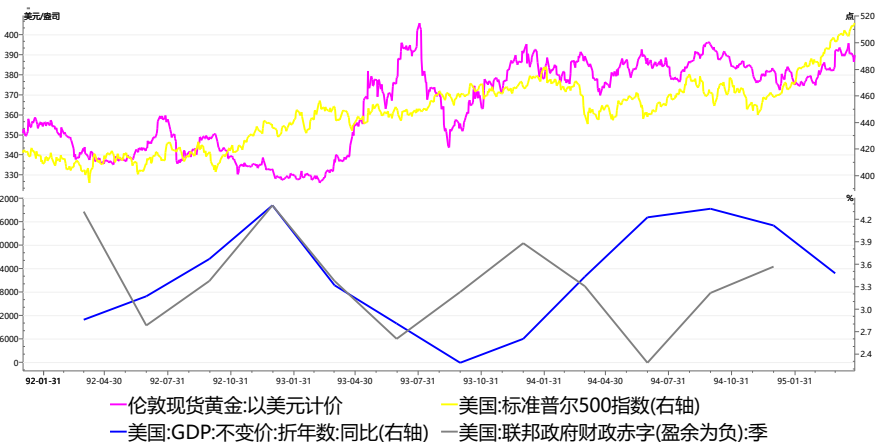
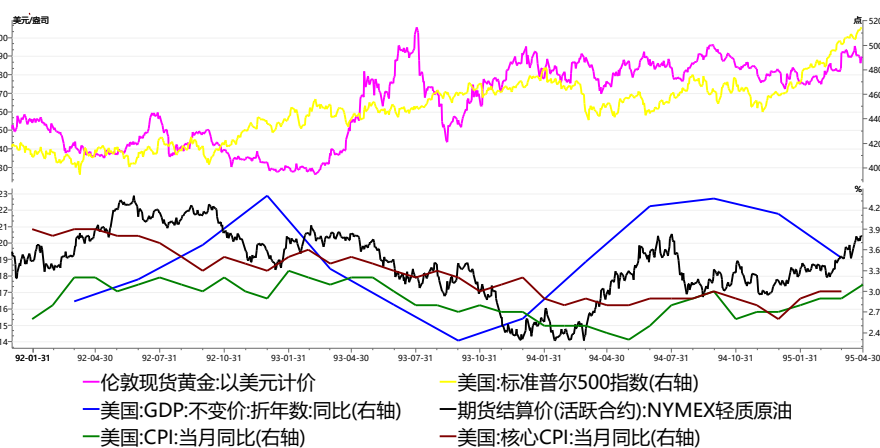
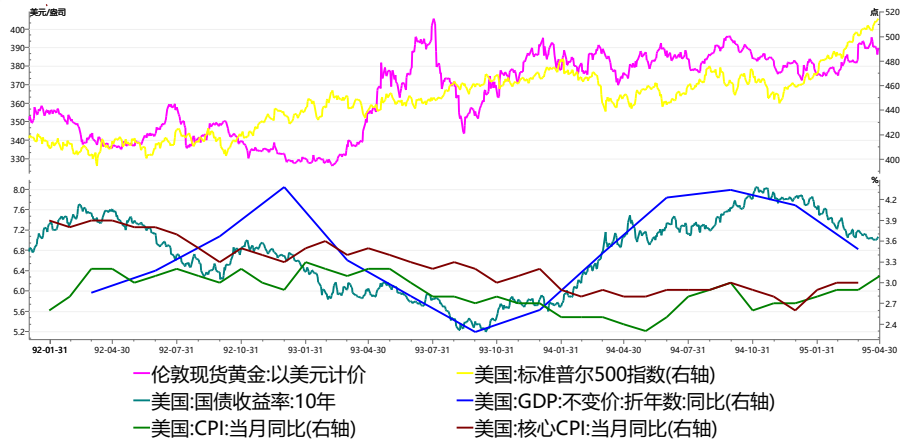


数据来源: Wind



数据来源: Wind

1993年美国经济增长下降，赤字下降，美股、黄金、美元上升，油价、通胀、名义利率下降，为何？



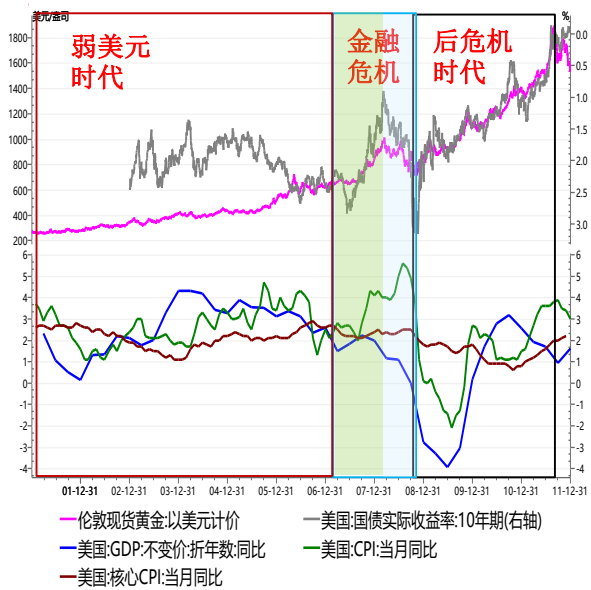
阶段②：2001/04-2011/09，最低256美元，最高1895美元，涨幅640%

2001年-2011年的黄金价格上涨大体分成三个阶段：

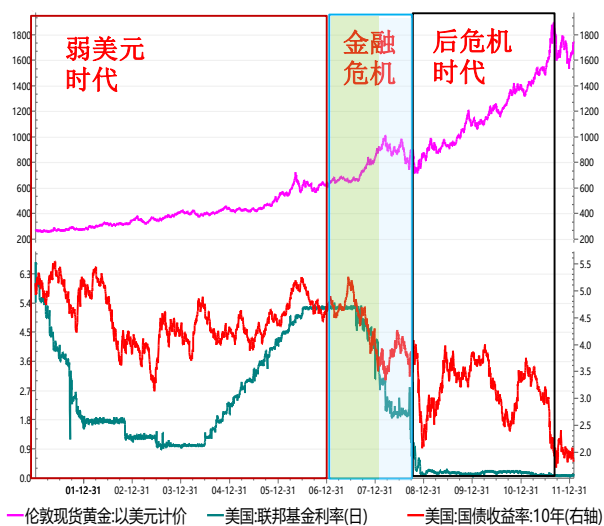
2001—2007年的弱美元阶段，这一阶段金价缓慢上涨，主要驱动因素是弱美元，具有一定的交易价值，难点是排除实际利率震荡上行的干扰；

2007—2008年底的金融危机过程，这一阶段金价大幅波动，受利率、避险等各种因素驱动，危机前期有一定交易价值，但较难界定危机前期/后期，交易价值有限；

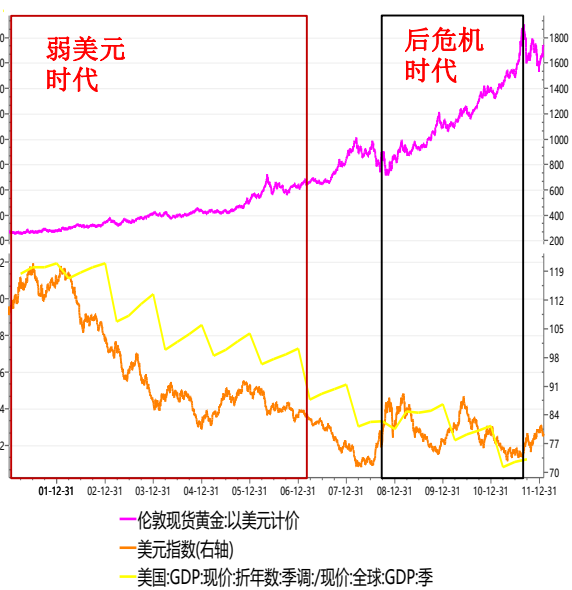
2009—2011年的后危机时代，这一阶段金价大幅快速上涨，受实际利率下降影响，有交易价值。



数据来源: Wind



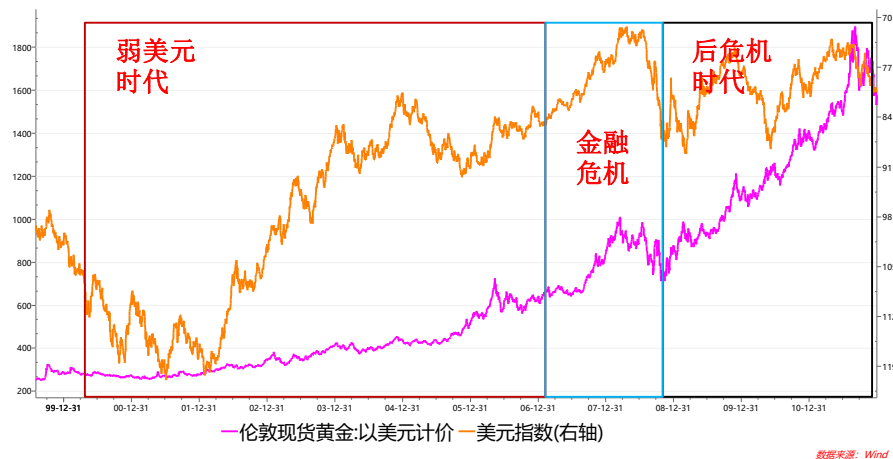
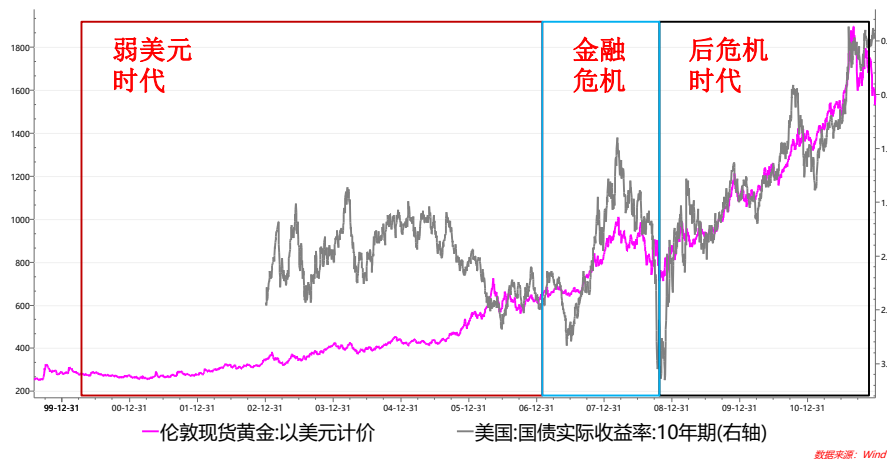
数据来源: Wind



数据来源: Wind

阶段②：2001/04-2007/02，弱美元时代

- 1) 1999年欧元诞生，对美元信用体系构成挑战。2001年起，美元进入持续多年的弱势趋势中，尽管期间伴随美债长端名义利率震荡上行，实际利率震荡偏强，但黄金仍是缓慢牛市。这一阶段具有一定的交易价值。
- 2) 在2005—2006年，美债实际利率上涨、震荡，美元指数反弹，黄金价格仍保持上涨。（为什么？）



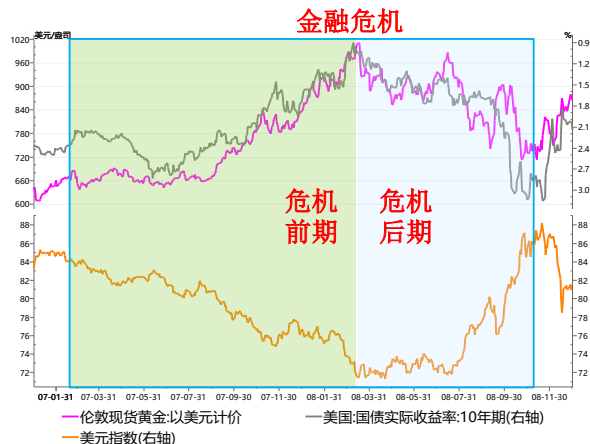
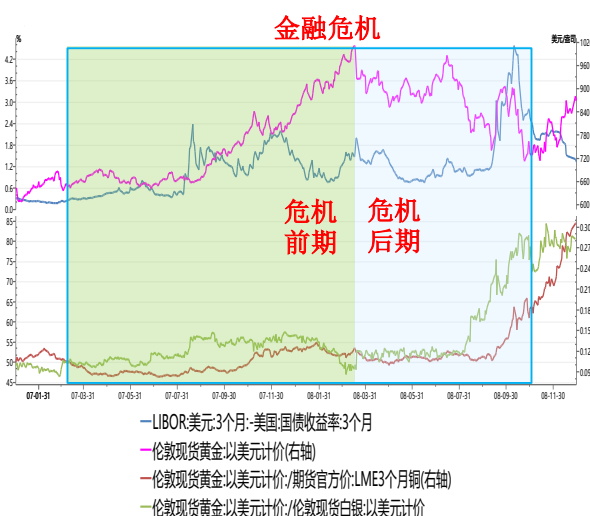
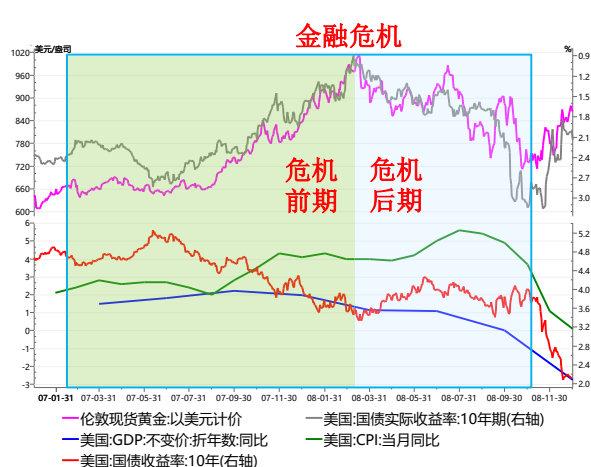
阶段②：2007/02-2008/10，金融危机过程

1) 2007年初到2008年10月TED利差明显过拐点，处于金融危机过程中。

在金融危机前期（07年初到08年3月黄金高点）：经济增长尚可，通胀先涨后稳，通胀预期稳定，名义利率在降息前就明显下降，使得实际利率下降，金价上涨。金银比价上升，金铜比价微涨且滞后，美元指数走弱。

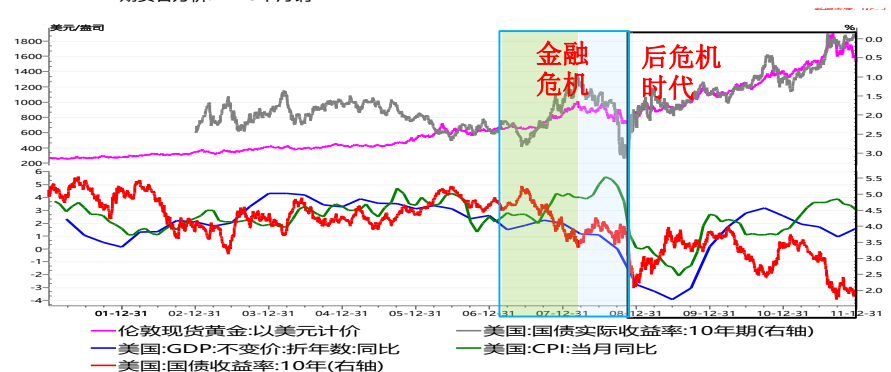
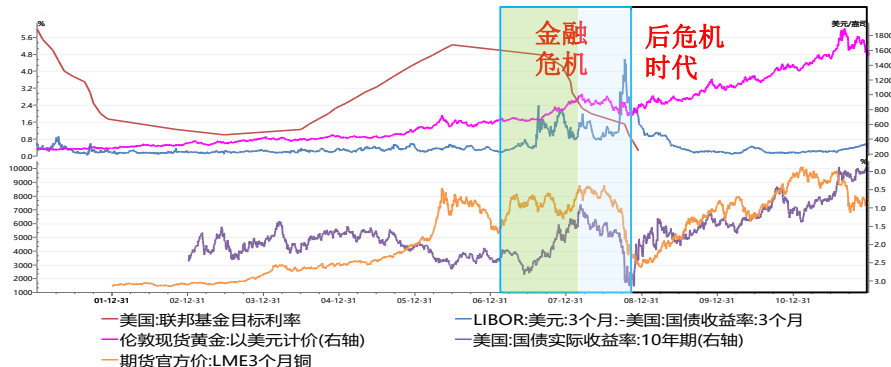
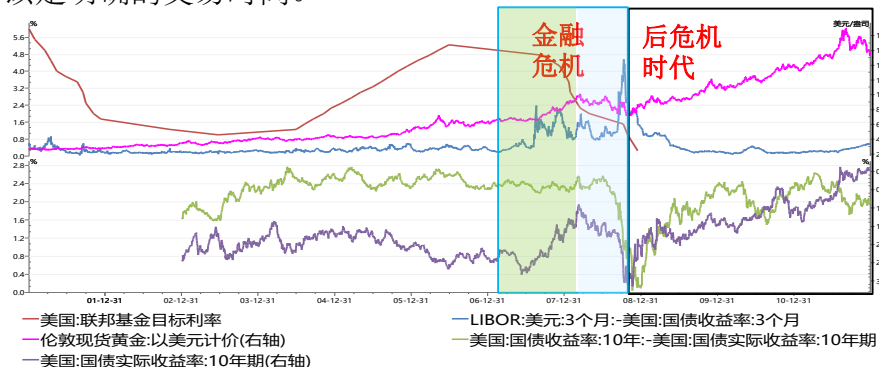
在金融危机后期（08年3月到08年10月TED过拐点）：经济增长下降，通胀上升，名义利率震荡，通胀预期先稳后大跌（主冲击阶段）使得实际利率上升压制金价，临近主冲击阶段，金银、金铜比价均大涨，美元指数走强。

危机前期具有一定的交易价值，风险在于无法准确界定危机前期/后期，所以交易价值有限。



阶段②.3：2008/10-2011/09，后危机时代，具有明显交易价值

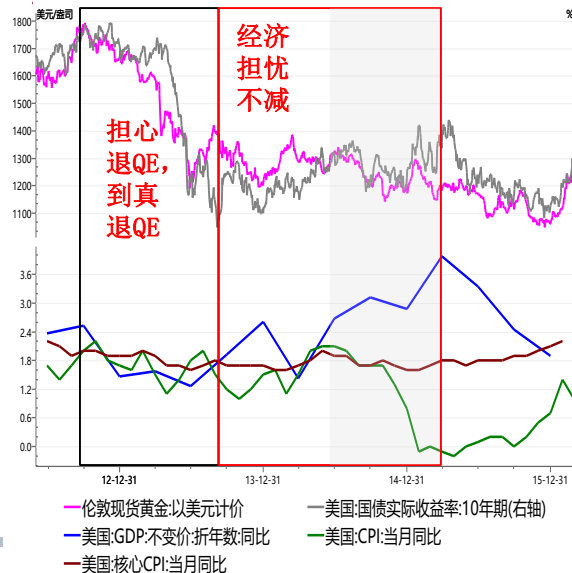
1) 2008年10月两次降息后，随着TED利差回落，进入漫长的后危机时代，尽管对经济增长和通胀的冲击才刚刚开始体现，但是避险需求、通胀预期回升等因素依次发挥作用，使得低利率环境下，金价持续上涨，实际利率等因素是主驱动。这段时间应该是明确的交易时间。



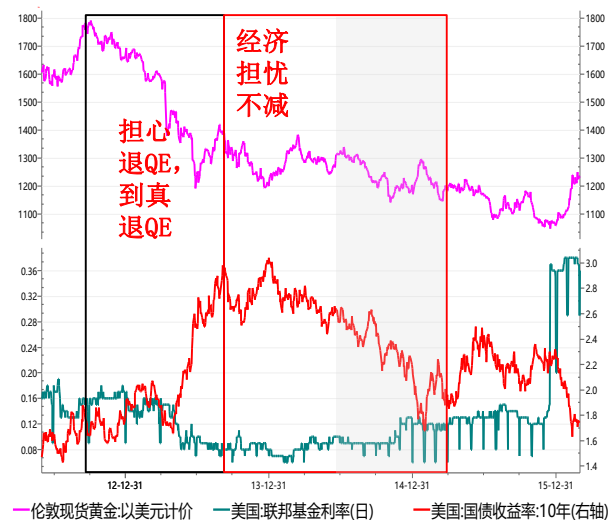
数据来源: Wind

阶段Ⅱ0：2012/10–2015/12，最高1792美元，最低1049美元，跌幅41%

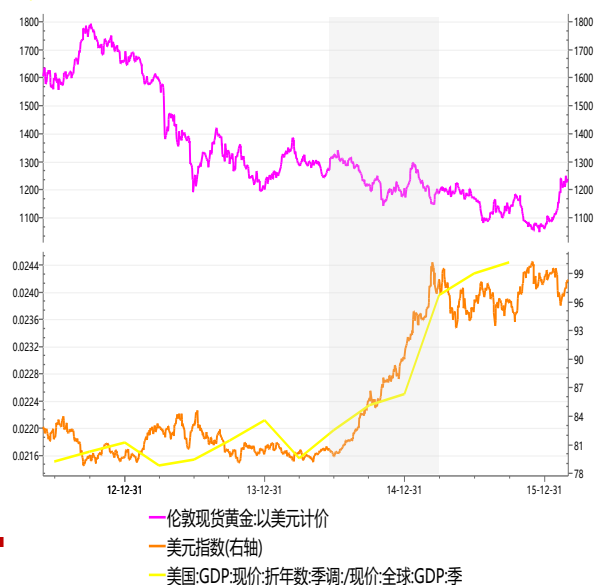
- 1) 尽管市场对结束量化宽松充满担忧，但2012年两次延长OT和2次被迫的QE还能成功压制长端利率。2013年这种担忧更加明确且无更多货币政策抑制，直到10月美联出会议纪要明确写入预期，12月会议纪要里明确开始减少，而在这之前市场已经把长端名义利率大幅抬升上去，金价大幅下跌。2012年四季度到2013年10月靴子落地，这段时间应该是明确具有交易价值的时间。
- 2) 2013年四季度开始到2015年初，尽管经济增长上升，但对经济担忧仍在，基准利率维持低位，美债长端名义利率下降，但通胀预期收缩，实际利率小降，甚至在2014年下半年美元指数开始上涨的情况下，名义和实际长端利率也未上升，黄金价格震荡走弱。（14年为什么利率降？）
- 3) 2015年二季度开始，经济增长下降，通胀抬升，但名义和实际利率反弹，压制了金价。（15为什么利率升？）
- 4) 也有说2013年4月15日金价暴跌 是塞浦路斯政府宣布将出售黄金来偿债，令黄金避险的属性受到削弱，引发抛售。



数据来源: Wind



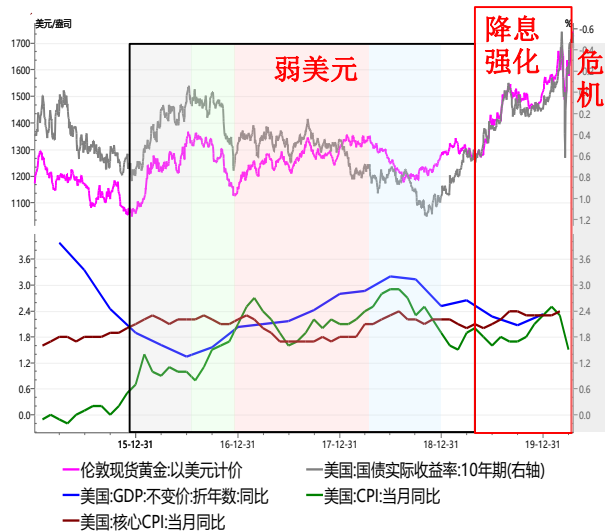
数据来源: Wind



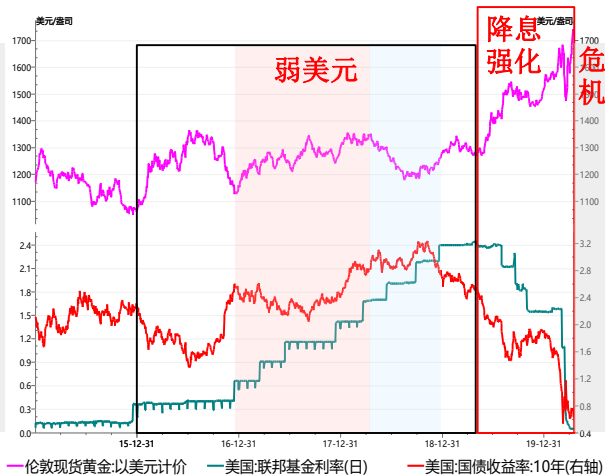
数据来源: Wind

阶段Ⅱ：2015/12-今，最低1049美元，最高1742美元，涨幅66%

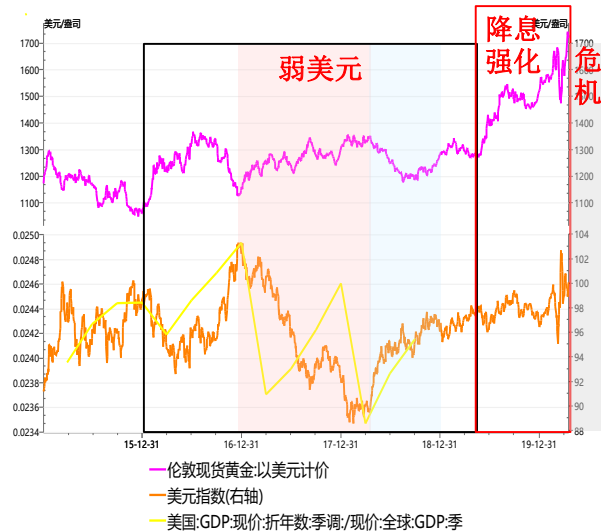
- 1) 2015年12月-2019年5月通胀稳定，经济增长带动加息操作，使得实际利率小幅波动，期间2017年1月-2018年3月黄金上涨很大程度来自弱美元的支撑。
- 2) 2019年5月降息预期发酵，利率大幅下降，黄价大幅上涨，这个过程具有明显的交易价值。
- 3) 2020年疫情冲击金融市场，金价又剧烈震荡，这个过程类似2008年金融危机时期，可能不好交易。



数据来源: Wind

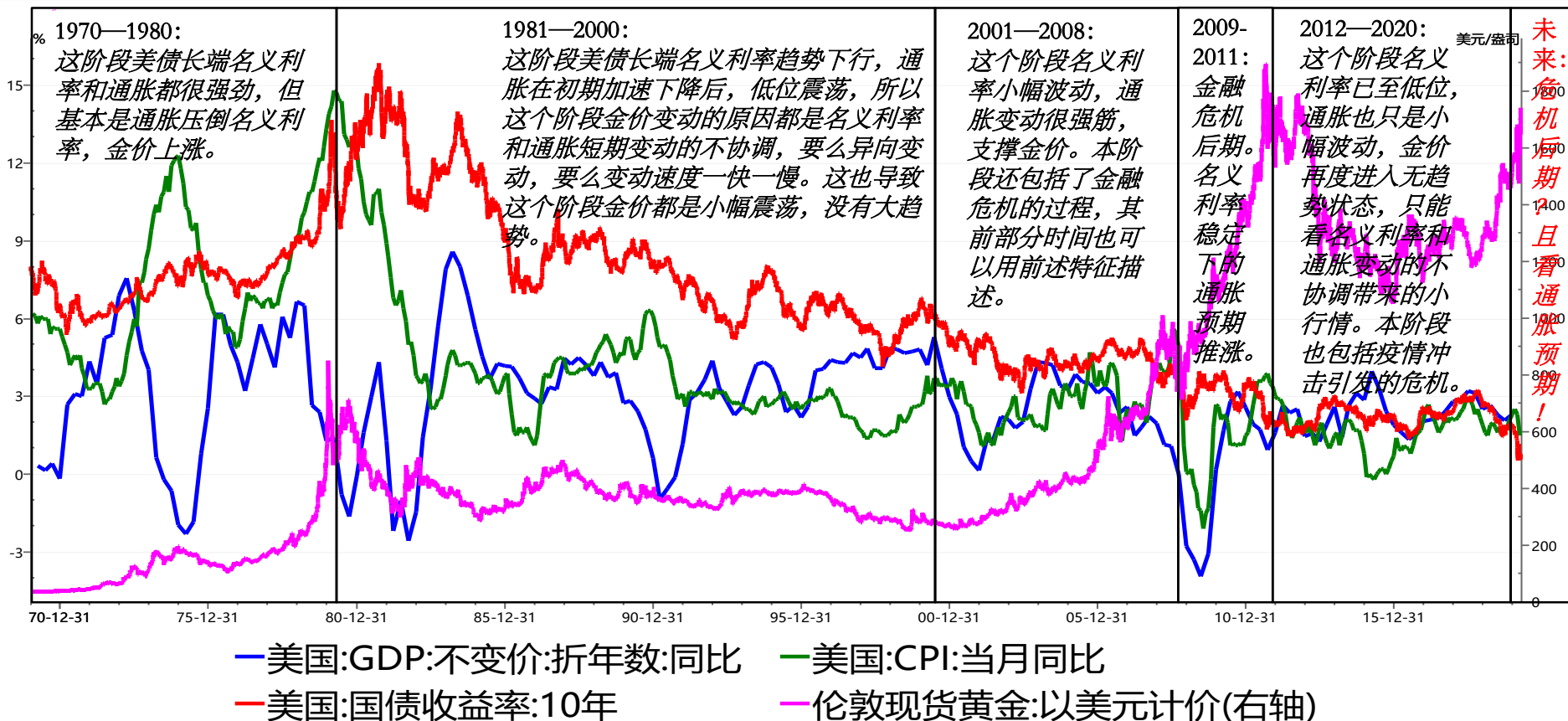


数据来源: Wind



数据来源: Wind

大趋势总结



总结

2020年3月资产价格一再教会我一个道理——历史就是用来被改写的。我复盘黄金历史走势也并不是认为：未来的黄金价格将简单重复过去，我只是希望去回望他历史上面对各种不同因素和环境时的演绎路径，为我的研究框架在投资实践中的应用提供指导。

回顾1970至2020年伦金50年的价格走势，大体存在4个大的趋势，又可以分成11个小的周期，部分周期又有不同的阶段，在一半以上的周期中，伦金价格走势受到特定事件对全球货币金融体系冲击的影响，所以除了认真关注正常投研框架的运行情况外，时刻关注重点事件及其进展对黄金价格的影响是我本次梳理得到的另一个经验。

从伦金历史走势和目前的情况对照看，目前金价所处位置近似于2009-2011年的金融危机后期，但又有不同，未来能否再度大幅趋势上行，需要看通胀可否提供足够支撑。短期对比通胀预期和大宗商品价格走势及预期判断，通胀预期走的稍快，大宗商品价格和预期没有跟随，因此短期金价需谨慎。

复盘核心目的

- 大周期转折看什么指标
- 每个大周期里的不用影响因素划分和可交易时段选择
- 货币和金价高度

08年金融危机

- 2007年4月4日，新世纪金融公司申请破产保护。
- 2007年8月6日美国第十大抵押贷款服务提供商美国住宅抵押贷款投资公司申请破产保护。
- 2008年9月7日美国财政部不得不宣布接管房利美公司和房地美公司。
- 2007年7月16日华尔街第五大投资银行贝尔斯登关闭了手下的两家对冲基金，爆出了公司成立83年以来的首次亏损。2008年3月美国联邦储备委员会促使摩根大通银行收购了贝尔斯登。
- 2008年9月15日美国第四大投资银行雷曼兄弟控股公司申请破产保护。
- 2008年9月15日晚些时候，美国银行发表声明，它愿意收购美国第三大投资银行美林公司。
- 2008年9月16日美国国际集团（AIG）提供850亿美元短期紧急贷款。这意味着美国政府出面接管了AIG。
- 2008年9月21日，在华尔街的投资银行接二连三地倒下后，美联储宣布：把现在只剩下最后两家投资银行，即高盛集团和摩根士丹利两家投资银行，全部改为商业银行。这样可以靠吸收存款来渡过难关了。
- 至此，历史在2008年9月21日这一天为曾经风光无限的华尔街上的投资银行画上了一个惊人的句号，“华尔街投资银行”作为一个历史名词消失了。
- 2008年10月3日布什政府签署了总额高达7000亿美元的金融救市方案。
- 美国金融危机的爆发，使美国包括通用汽车、福特汽车、克莱斯勒三大汽车公司等实体经济受到很大的冲击，实体产业危在旦夕。

- 2007年9月18日 降息50个基点;
- 2007年10月31日 降息25个基点;
- 2007年12月11日 降息25个基点;
- 2008年1月22日 降息75个基点;
- 2008年1月30日 降息50个基点;
- 2008年3月18日 降息75个基点;
- 2008年4月30日 降息25个基点;
- 2008年10月8日 降息50个基点;
- 2008年10月29日 降息50个基点，至值1.00%;
- 2008年11月25日，[美联储](#)首次公布将购买机构债和MBS，标志着首轮量化宽松政策的开始。
- 2008年12月16日 降息75个基点，至0.25%;
- 2010年4月28日，联储的首轮量化宽松政策正式结束。

- 2010年11月4日 [美联储](#) 宣布启动第二轮量化宽松计划，计划在2011年第二季度以前进一步收购6000亿美元的较长期美国国债。QE2宽松计划于2011年6月结束，购买的仅仅是美国国债。
- 2012年4月25日，美联储确认，为刺激更强劲的经济复苏，把联邦基金利率维持在零至0.25%的超低区间至少到2014年下半年。同时延续2011年9月份推出的“扭转操作”，即计划到2012年6月底，出售剩余期限为3年及以下的4000亿美元中短期国债，同时购买相同数量剩余期限为6年至30年的中长期国债，以压低长期利率。美联储继续把到期的机构债券和机构抵押贷款证券的本金进行再投资，以购买更多房利美、房地美等机构发行的机构抵押贷款证券。
- 2012年9月14日凌晨消息，美联储麾下联邦公开市场委员会（FOMC）在结束为期两天的会议后宣布，0-0.25%超低利率的维持期限将延长到2015年中，将从15日开始推出进一步量化宽松政策（QE3），每月采购400亿美元的抵押贷款支持证券（MBS），同时，美联储将继续执行卖出短期国债、买入长期国债的“扭转操作”，并继续把到期的机构债券和机构抵押贷款支持证券的本金进行再投资。
- 2012年11月20日，美联储前任主席本-伯南克(Ben Bernanke)称，美国经济复苏进程正处于“令人失望的缓慢”进展中，但他并未表示将采取进一步措施来刺激经济增长。美国经济复苏进程缓慢，经济增长变化有待进一步观察。
- 2012年12月7日，美联储主席伯南克，在纽约经济俱乐部(Economic Club)发表讲话时并未表示美联储将采取更多的宽松措施，而是再次指责国会令美国陷入了悲惨的财务状况中，这有可能会使导致美国经济再次进入衰退周期。
- 2012年12月13日凌晨，美联储宣布推出 [第四轮量化宽松](#) QE4，每月采购450亿美元国债，替代扭曲操作，加上QE3每月400亿美元的宽松额度，联储每月资产采购额达到850亿美元。

- 2013年，伯南克一直都在对将于自动生效的支出削减和税收提高措施进行抨击，他在今天的讲话中对这一所谓的“财政悬崖”问题再次发出了警告。
- 2013年1月29-30日的美联储政策会议纪要于周三发布，纪要显示一些官员担忧联邦每月需购买850亿美元的国债以及抵押债券。他们对持续的购买表示极为担忧，原因正是最终恐将导致通货膨胀加剧、扰乱金融市场或者一旦美联储开始出售其投资份额，将导致财政损失
- 2013年11月14日，伯南克在一教师会议上讲话时表示，美联储能继续支撑就业，防止通胀率降至过低至关重要；一旦美国经济实现复苏，美联储将能够使货币政策回归常态。
- 2013年10月，美联储会议纪要显示，预计更好的经济数据会允许美联储在未来的几个月内缩减购债规模。
- 2013年12月，美联储会议纪要显示，将缩减购债规模，同时暗示其指标利率保持在低位的时间甚至可能长于其先前的承诺。
- 2014年3月20日，美国联邦公开市场委员会(FOMC)公布利率决议，宣布维持0-0.25%基准利率不变，将按照先前速度将量化宽松(QE)政策缩减100亿美元，至每月550亿美元规模。
- 从2014年4月份开始，每月将购买250亿美元抵押贷款支持证券(MBS)和300亿美元国债。美联储(FED)表示，在决定未来加息路径上放弃6.5%失业率门槛，当决定如何保持美联储0-0.25%低利率时，会评估2%通胀率和诸多就业指标。
- 2014年10月29日，美国联邦储备委员会宣布结束资产购买计划，这标志着美国长达6年之久的量化宽松政策(QE)将画上句号。量化宽松通过压低长期利率刺激信贷，推高了房价和股价，由此产生的财富效应提振了居民消费。从这个意义上说，它对美国经济复苏功不可没。然而，量化宽松让美联储的资产负债表从金融危机前的8000多亿美元膨胀到破纪录的4万多亿美元，而且QE还埋下了资产泡沫的隐忧，同时也不可避免地加大了全球金融市场的不确定性和波动性。随着量化宽松结束，加息将成为美联储货币政策正常化的下一个重要步骤。



THANKS!

免责声明

本报告信息均源于公开资料，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，报告中的信息或建议并不构成所述证券和期货的买卖出价或征价，投资者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，须注明出处为永安期货，且不得对本报告进行有悖于原意的引用、删节或修改。