

2020 年黄金市场展望

高度不确定时期的风险偏好

关于世界黄金协会

世界黄金协会是黄金行业的市场拓展机构。我们的目标是促进和维持黄金的需求，树立行业引领地位，成为全球黄金市场的权威机构。

基于准确的市场洞察力，我们开发黄金支持的解决方案、服务与产品，并携手各合作伙伴将我们的想法付诸于行动。由此，我们在不同核心市场和领域创造黄金需求的结构性变化。世界黄金协会通过研究洞悉全球黄金市场，帮助人们更好地理解黄金财富保障的特性以及它在满足社会环境需求中的重要角色。

世界黄金协会总部位于英国，业务遍及印度、远东和美国，是一个由世界领先的黄金矿业公司组成的协会。

更多信息：

市场信息咨询与研究：

Krishan Gopaul
krishan.gopaul@gold.org
+44 20 7826 4704

Adam Perlaky
adam.perlaky@gold.org
+1 212 317 3824

Louise Street
市场信息咨询
louise.street@gold.org
+44 20 7826 4765

Juan Carlos Artigas
投资研究部总监
juancarlos.artigas@gold.org
+1 (212) 317-3826

分销与投资

Jaspar Crawley
总监
jaspar.crawley@gold.org
+44 20 7826 4787

杨振海
总监
fred.yang@gold.org
+86 21 2226 1109

Mukesh Kumar
mukesh.kumar@gold.org
+91 22 6157 9131

贾舒畅
ray.jia@gold.org
+86 21 2226 1107

何乐思 Alistair Hewitt
市场信息咨询总监
alistair.hewitt@gold.org
+44 20 7826 4741

芮强 John Reade
首席市场策略师
john.ream@gold.org
+44 20 7826 4760

Matthew Mark
总监
matthew.mark@gold.org
+1 212 317 3834

目录

2020 年黄金市场展望： 高度不确定时期的风险偏好	2
2019 年黄金表现亮眼	2
高风险和低利率并存的局面恐将出现	2
支撑黄金投资的外部环境 黄金波动或加剧	3
经济增长乏力可能会影响消费者 中国消费者的可支配收入有所变化，且消费习惯在改变 金价波动和税费增加或使印度消费者望而却步 经济改革有望推高长期黄金需求	4
通过供需关系进行黄金估值	4
总体上看，预计 2020 年黄金会有积极表现	4
附录	5

2020 年黄金市场展望： 高度不确定时期的风险偏好

我们预计，2020 年的黄金需求将在市场风险和经济增长的相互作用下被推高。我们重点分析了以下三大趋势：

- 金融市场的不稳定性和利率的下滑
- 全球经济增长势头放缓
- 黄金价格波动

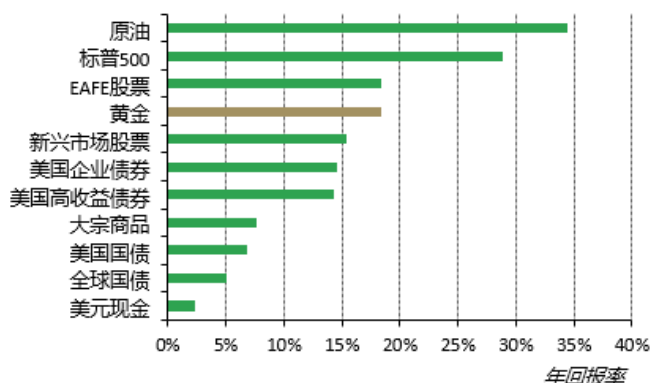
文章还探讨了基于 QaurumSM，我们创新性的估值工具，得出的黄金在各种宏观经济环境情景下的表现。

2019 年黄金表现亮眼

2019 年的黄金表现是自 2010 年以来最好的。去年，以美元计价的黄金价格上涨了 18.4%，跑赢了同期全球主要债券和新兴市场股票指数（图 1）。此外，除美元和瑞士法郎外，以全球主要货币计价的黄金价格均达到了历史新高（参照第 5 页“附录”中的表 2）。

在 6 月初至 9 月初这段时间内，随着不确定因素的增多以及利率走低，金价的上涨势头是年内最强劲的。但事实上，在过去的一整年里，投资者对黄金都表现出了浓厚的兴趣。这一点从**强劲的全球黄金 ETF 流入**、**稳健的央行购金需求**以及 **Comex 黄金净多头持仓**的增长中可窥见一斑。

图 1: 黄金跑赢债券和新兴市场股票
全球主要资产年度表现*



*截至 2019 年 12 月 31 日，年回报率基于伦敦金银市场协会（LBMA）黄金价格、彭博巴克莱美国国债指数、全球国债指数（美国除外）、ICE BAML 美国三月期国债债券指数、彭博巴克莱美国公司债和高收益债指数、MSCI 新兴市场指数、彭博大宗商品总收益指数、MSCI EAFE 指数、标普 500 指数以及彭博原油总收益指数。
数据来源：彭博社、洲际交易所和世界黄金协会

高风险和低利率并存的局面恐将出现

我们预计，过去几年间萌发的众多势头将在 2020 年成为持续支撑黄金需求的动力。

具体而言，我们认为：

- 金融市场与地缘政治的**不确定性**，外加**低利率**，可能会继续支撑**黄金投资的需求**。
- **各国央行**的黄金净购买量可能仍将**保持强劲**增长态势，尽管可能会低于几个季度创下的历史高点。
- **市场势能**和投机仓位可能会使金价的**波动居高不下**
- 金价波动以及经济增长放缓的预期可能会造成近期**黄金消费需求的走软**，但从长期来看，印度和中国的结构性经济改革将支撑黄金需求。

支撑黄金投资的外部环境

展望未来，我们认为，包括各国央行在内的投资者将面临日益纷繁复杂的地缘政治问题，而很多已经存在的问题可能会被推迟，而非得到解决。此外，全球极低的利率水平可能会使全球股价居高不下，估值处于极端水平（图 2）。尽管投资者可能不会退出风险资产，但有证据表明，投资者越来越青睐黄金这样的避险资产，以期对冲投资组合的风险。

图 2: 股票估值接近历史最高位（相对于收益率水平）*



*截至 2019 年 12 月 31 日。基于耶鲁大学教授 Robert Shiller 的研究。图中的线条表示标普 500 周期调整市盈率（CAPE）除以 10 年期美国名义利率。
数据来源：彭博社和世界黄金协会

黄金的主要驱动因素之一，尤其是在中短期内，是持有黄金相对于其他资产（如短期债券）的机会成本。与债券不同，黄金不支付利息或股息，因为它没有信用风险。黄金不能产生收益率的特点可能会让一些投资者望而却步。但目前，在发达市场高达 90% 的主权债务实际利率为负的情况下，我们认为黄金的机会成本几乎消失，甚至提供可以被视为相对于这些负利率债券为正值的“持有成本”。

这进一步得到了过去四年间全球负利率债务规模与金价之间强正相关的验证（图 3）。在某种程度上，这表明了由于货币政策干预引起的全球投资者对法定货币信心的削弱。

图 3: 金价随着全球负收益率债券规模的不断扩大而走高*



*截至 2019 年 12 月 31 日，负收益率债券水平基于彭博巴克莱全球综合收益率债券市场指数
数据来源：彭博社和世界黄金协会

低利率环境近期难以改变。目前很多央行都在降息、扩大或推出量化（或类量化）宽松的政策，甚至有时双管齐下。这类央行的数量创金融危机以来的最高记录。

事实上，从历史上看，在货币政策从紧缩转向“搁置”或“宽松”之后的 12 个月到 24 月间，黄金通常表现良好。我们目前就处在这样的环境中。此外，当实际利率为负时，黄金的平均月回报率是长期平均水平的两倍。即使较低的正实际利率也不会压低金价。实际上，我们的分析表明，只有在实际利率显著提高的时期，黄金回报才是负数。鉴于当前的市场状况，实际利率不太可能显著提高（表 1）。

表 1: 在负利率期间金价几乎增长了一倍

各种实际利率环境中的金价*

	长期平均水平	低位 (<0%)	中位 (0%-2.5%)	高位 (>2.5%)
月回报率	0.6%	1.2%	1.0%	0.3%
标准误差	0.2%	0.4%	0.4%	0.3%
检验结果异于 0?	是	是	是	不

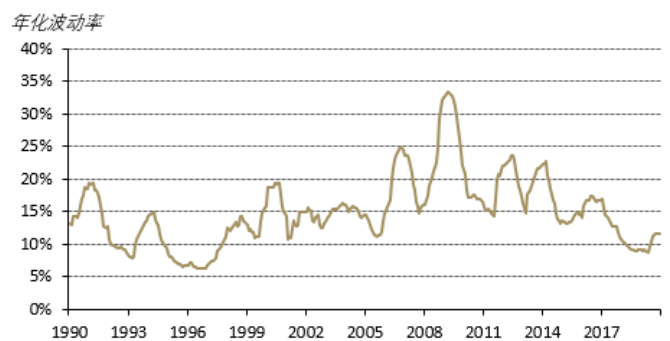
*基于 1971 年 1 月至 2019 年 12 月的黄金名义回报率。实际利率基于 12 个月的固定期限美国国库券，减去相应的同比 CPI 增幅。与零的差值在双向 T 检验中，按 5% 的显著性水平进行计算。

数据来源：劳工统计局、美联储、洲际交易所和世界黄金协会

黄金波动或加剧

金价在 2019 年大幅上涨，波动也随之上升，但与其他资产类似，黄金的波动仍远低于其长期水平（图 4）。我们预计黄金的波动在近期不会收窄。一旦经济和政治环境恶化，金价的波动率还会走高，尤其是从历史上看，在这种情况下，黄金的波动会呈正偏态，往往随着股市回调而增加。

图 4: 金价波动加剧但仍在低位徘徊



*截至 2019 年 12 月 31 日，基于 260 天金价波动率滚动数据。
数据来源：彭博社、洲际交易所和世界黄金协会

经济增长乏力可能会影响消费者

市场调查表明，大多数经济学家预测，2020年大部分国家会实现经济增长，仅有少数经济学家预测，在2021年或2022年之前，几大经济体会出现经济收缩。¹但是，预测值中位数表明，相比2019年，未来一年全球经济增长更显乏力。²

此外，当前或更高的金价波动水平会打击金饰消费者的购买热情，并会使得科技用金需求疲软。

中国消费者的可支配收入有所变化，且消费习惯正在改变

中国经济增长的速度以及持续上涨的日用品价格都会影响消费者的可支配收入。虽然中美贸易谈判取得了初步进展，在一定程度上恢复了市场信心，但不确定性仍存在。

随着预算收紧和日用品支出增加，消费者可能会减少对奢侈品的消费，从而压低中国的金饰需求。

而且，年轻消费者更青睐设计时尚且重量较轻的创新型黄金首饰产品，而造成传统产品与创新产品在销量上的差异。我们预计这一趋势将在2020年持续。

金价波动和税费增加或使印度消费者望而却步

印度于2017年推出印度商品及服务税（GST）并于去年提高了该税率，这涉及多种商品和服务。³同时，印度的黄金进口税从10%提高到12.5%。在印度政府实施刺激经济增长措施之一的减税政策之前，更高的税率会加剧已处历史高点的金价对黄金消费的影响。目前看来，印度要到2021年才会具备减税的基本条件。

印度年初开始对金饰实行强制性标准分类，这可能会增强消费者的信心，但这项措施实施之初可能给市场带来的混乱仍不容忽视。

总之，我们认为，印度的消费者和黄金交易情绪在2020年可能会较为疲软。

经济改革有望推高长期黄金需求

中印两国都在推行经济改革，力图加快经济增长并扩大内需。在中国，“一带一路”倡议使其在区域事务中发挥更大的作用，并将减少对西方的依赖。在印度，政府推行的政策改革旨在提高众多经济部门的透明度，建立有序的行业结构。这些改革有望增强信心、提高效率并促进经济增长。我们认为，从长期来看，这些因素会对黄金需求产生积极的影响，但这些影响在短期内仍无法显现。

通过供需关系进行黄金估值

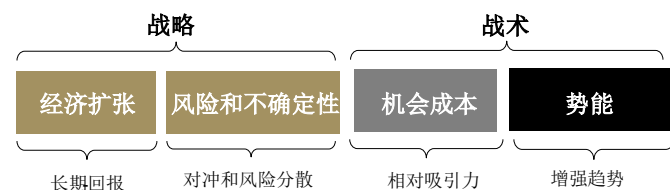
大多数常见的估值框架主要用于股票或债券，但并不适用于黄金。而由于黄金既无票息，也无股息，因此常用的现金流贴现模式同样行不通。而且黄金并无预期的盈利或账面市值比率。

黄金既是消费品，也是投资品。这种双重属性意味着，即使在不确定性降低或者利率提高的背景下，经济增长仍会推高黄金的金饰需求。这些貌似矛盾的特性会带来挑战，但也使黄金成为一种有效的战略资产。

事实上，我们的研究表明，黄金的估值方法是易于理解的。从本质上讲，黄金的均衡价格是供需平衡作用的结果（关注1，第5页）。

具体而言，黄金的表现会受到四种驱动因素的影响：

- **经济扩张**：经济增长长期非常有利于金饰消费、科技用金需求和长期储蓄需求
- **风险和不确定性**：市场低迷往往会提振作为安全避风港的黄金的投资需求
- **机会成本**：竞争品，尤其是债券(通过利率)和货币，还有其他资产的价格会影响投资者对黄金的态度
- **势能**：资本流动、仓位和价格趋势可以提振或抑制黄金的表现



总体上看，预计2020年黄金会有积极表现

金价在2019年12月上涨4%，截至2020年1月7日再增长了6%。我们认为，推高这波涨势的原因很多，但美伊冲突导致的中东局势骤然紧张最终在1月初使金价站在几乎7年来的最高点。

美国总统特朗普随后发表的讲话缓解了人们的担忧，金价随之回落，截至2020年1月10日，降至每盎司1,560美元至1,550美元区间。但是，与2019年底相比，金价仍高出2.6%。⁴

我们认为，受这一事件影响，投资者建立的仓位可能会影响黄金的近期表现。但从中期来看，金融和地缘政治的不确定性增大，以及货币政策的未来趋势，这些都会对金价产生更大的影响。

1 通过使用数据终端中的 ECFC <GO>功能，可使用彭博社共识预测。

2 同上

3 <https://www.indiabudget.gov.in/budgetspeech.php>

例如，我们使用 Qaurum（关注 1），分析了牛津经济研究院提出的四种不同宏观经济环境情景假设下黄金的表现，⁵ 其中包括：⁶

- 全球经济减速(基本案例情景)
- 由美国引导的全球经济衰退
- 中国经济增长显著放缓
- 新兴市场经济好转

上述分析的结果表明，总的来说，黄金在 2020 年会有积极的表现。新兴市场的经济好转除外，有些外部环境会使消费者的需求走低。但考虑到信贷状况不断恶化，利率持续低位徘徊，由黄金消费需求下降对金价表现的负面影响可能被强劲的投资需求所抵消。

然而，需要注意的是，此处提到的并非所有可能出现的情形，而是反映了牛津经济研究院开展的《全球风险调查》发现的投资者最为关切的几种关键假设。假设市场情绪得到改善的情绪出现，例如风险意识的减弱、美联储或其他几大央行收紧货币政策，可能会对金价表现带来下行压力。目前这些情景可在 Goldhub.com 上查看。⁷

关注 1: QaurumSM— 认识黄金表现的途径

Qaurum 是一款基于网络的定量分析工具，有助于投资者对推动黄金表现的因素能有直观的认识。

除了用户友好的界面外，Qaurum 使用黄金估值框架（GVF）。作为一种经过学术界认可的框架模型，GVF 依据的原则是，黄金价格及其表现是供需关系共同作用解释的结果。

投资者可通过世界黄金协会的数据及研究网站 Goldhub.com 访问 Qaurum，仅需三步便可轻松评估黄金在不同经济环境下的表现。

- 选择由牛津经济学提出的一种宏观经济情景假设，或者创建自己的假设宏观经济情景；牛津经济学是全球预测和定量分析领域的领导者。
- 生成对黄金供需的预测，查看主要宏观驱动因素的影响。
- 计算并可视化黄金的隐含回报率。

据此，投资者可使用 Qaurum 来计算在 GVF 下以及现有（或者用户建构）环境下黄金在未来 5 年间的预设表现以及 30 年的长期回报率

如需了解 [GVF 方法论](#) 的更多详情，可访问 Goldhub.com。

附录

表 2: 主要货币的金价及 2019 年收益率 *

	美元	欧元	日元	英镑	加元	瑞士法郎
收益率	18.4%	20.6%	17.3%	13.9%	12.4%	16.3%
每盎司价格	1,514.8	1,349.4	164.6K	1,143.4	1,964.3	1,466.8
历史高点?	不	是	是	是	是	不
	印度卢比	人民币	土耳其里拉	俄罗斯卢布	南非兰特	澳元
收益率	21.1%	20.2%	32.5%	6.0%	15.1%	18.6%
每盎司价格	108.1K	10.5K	9,014.3	94.1K	21.2K	2,154.9
历史高点?	是	是	是	是	是	是

*截至 2019 年 12 月 31 日。基于以本国货币计价的 LBMA 黄金价格。

数据来源：彭博社、洲际交易所和世界黄金协会

4 基于截至 2020 年 1 月 10 日洲际交易所发布的 LBMA 金价 PM。

5 牛津经济学是全球预测和定量分析领域的领导和建模的专业机构。该机构总部设在牛津，在世界各地设有分支机构。牛津经济学拥有 400 名员工，包括 250 多名经济学家和分析师，从而成为全球最大的独立预测机构。其全面透明的全球经济模型提供了一种严格统一的框架，有利于评估不同假设性情景对全球经济的影响。

6 访问 Goldhub.com，详细了解各种情景及其对黄金供需和表现的影响。

7 用户可使用 Qaurum 的定制功能，修改现有的假设性情景。

免责声明及其他重要信息

© 2020 世界黄金协会。版权所有。世界黄金协会和圆环图案是世界黄金协会或其附属机构的商标。

对 LBMA 黄金价格的所有引用已获得洲际交易所基准管理机构的批准，仅供参考之用。对于价格和引用价格的标的产品的准确性，洲际交易所基准管理机构不承担任何责任。所有第三方内容均为各第三方的知识产权，所有权利应归该方所有。

未经世界黄金协会或相关知识产权所有者的事先书面同意，不得复制或再发本文件的任何内容，但符合下述规定的情况除外。

本文件中的统计数据仅可用于根据行业的公平做法和以下两个前提条件进行综述和评论：(i) 仅允许使用部分节选内容；(ii) 使用任何内容时都应明确标注内容来源为世界黄金协会以及（在适当情况下）Metals Focus、Refinitiv GFMS 或者经过确认的其他第三方。

世界黄金协会不保证任何信息的准确性和完整性。对于使用本文件而造成的直接或间接损失或损害，世界黄金协会不承担任何责任。

本文件所含信息不构成购买或销售黄金或任何产品、服务或证券的建议或要约。

本文件包含前瞻性陈述。这些前瞻性陈述是基于当前预期，可能会被修改。前瞻性陈述包含一些风险和不确定性。无法保证任何前瞻性陈述会成为现实。

有关 Qaurum 与黄金估值框架的信息

注意，通过使用 Qaurum、黄金估值框架及其他信息而取得的各种投资成果的最终表现，从本质上是假设性的，可能无法体现实际投资成果，也不保证未来的回报。多元化不保证投资回报，也无法消除损失风险。世界黄金协会及其附属机构（统称“WGC”）不保证该工具的作用，包括但不限于任何预测、估算或计算。

对于使用工具或本文件所含信息而造成的直接或间接损失或损害，WGC 不承担任何责任。WGC 世界黄金协会不保证本文件所含信息的准确性和完整性。从本质上讲，本文件所含信息（包括工具）仅供参考之用。接受本文件所含信息，这表明你认同其预期目的。

本文件所含信息未考虑投资目标、金融状况或任何人士的特殊需要。本文件所含信息不构成且不可视为构成黄金、任何黄金相关产品或服务或任何其他产品、服务、证券或金融工具的购买或销售或者收购或招商的建议、投资建议或要约。

世界黄金协会
10 Old Bailey, London EC4M 7NG
United Kingdom

电话 +44 20 7826 4700
传真 +44 20 7826 4799
网址 www.gold.org