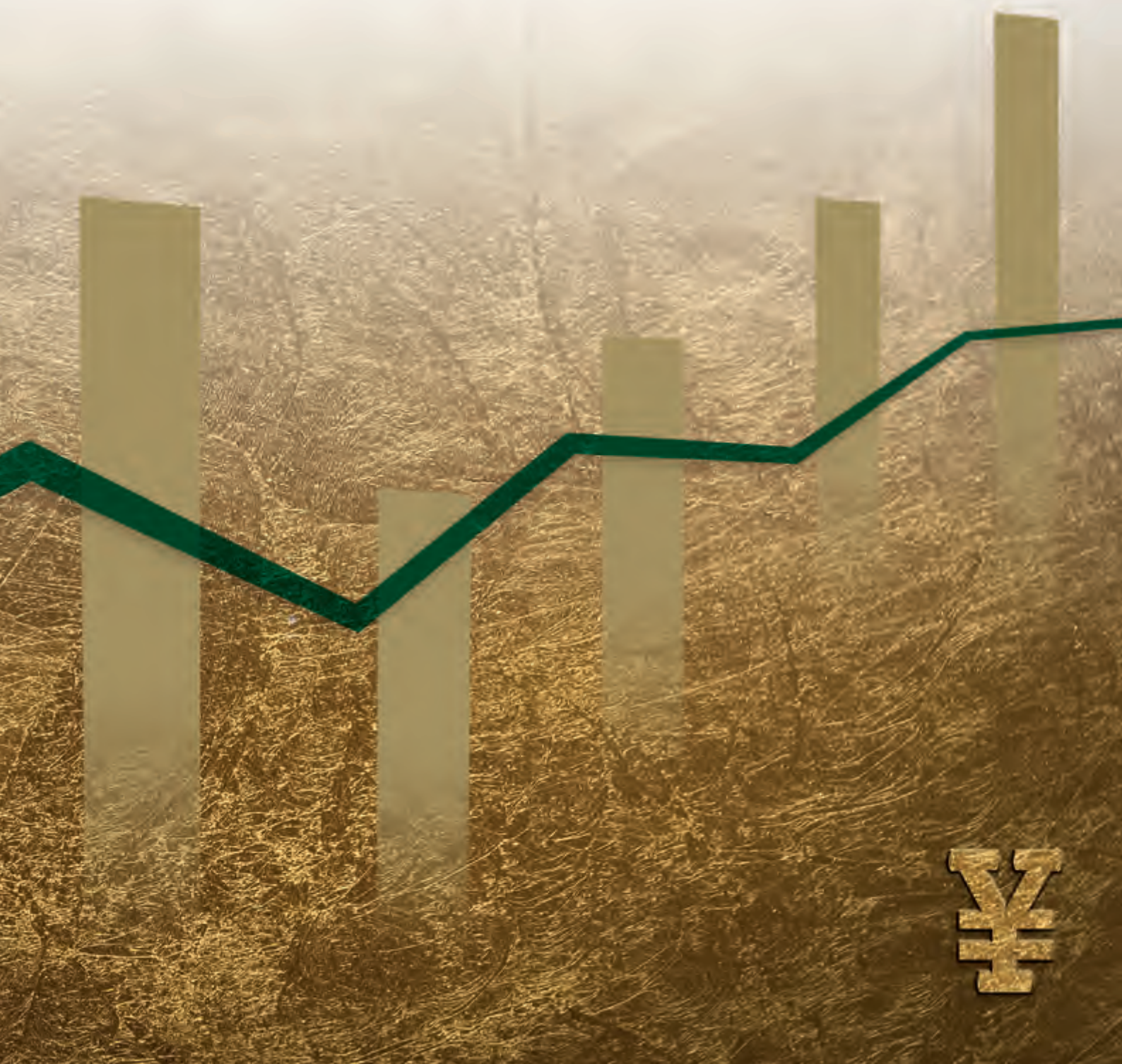


在日本， 黄金作为战略资产的投资价值



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、中国、新加坡和美国，是一个由世界领先的黄金矿业公司组成的协会。

了解更多信息

市场信息咨询与研究部:

Krishan Gopaul

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

贾舒畅 Ray Jia

ray.jia@gold.org
+86 21 2226 1107

Mukesh Kumar

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

Juan Carlos Artigas

研究部负责人
juancarlos.artigas@gold.org
+1 212 317 3826

分销与投资部门

Takahiro Morita

顾问，日本
takahiro.morita@gold.org
+81 3 6438 9867

Jaspar Crawley

销售总监，东南亚
jaspar.crawley@gold.org
+44 20 7826 4787

Adam Perlaky

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

Louise Street

louise.street@gold.org
+44 20 7826 4765

John Reade

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

Andrew Naylor

执行总监，东南亚
andrew.naylor@gold.org
+65 6823 1538

杨振海 Fred Yang

总监，中国
fred.yang@gold.org
+86 21 2226 1109

目录

黄金因何成为一种战略资产?	01
黄金能够在四个关键方面增强投资组合表现	01
新的十年，新的挑战	01
黄金的重要性日益增长	01
黄金的战略作用	02
1. 黄金能够提供收益	02
跑赢通货膨胀，抗击通货紧缩	03
表现优于法定货币	04
2. 有效的风险分散工具	04
3. 一个具有高度流动性的市场	05
4. 增强投资组合表现	06
小结	08
黄金供需的构成和趋势	09
一个庞大而稀缺的市场	09
黄金的低相关性受到需求多样性支撑	10
减少供应面冲击有助于降低黄金的波动	10
三大趋势重塑黄金需求	11
附录：随时间推移黄金的表现	12
年增长率与历史回报率	12
与大多数股票和大宗商品相比，黄金波动较小	13
在实际利率较低或为负的环境下表现良好	13
跨越经济周期的有效相关性	14
黄金经常被视为安全避风港	14
延伸阅读	15
黄金投资者	15
市场和投资资讯	15
深度报告	15
黄金需求趋势	15

黄金因何成为一种战略资产？

黄金的优势来自于多样化的需求来源：它既是一种投资品、储备资产，也是一种消费品和科技元件的组成部分。黄金具备高流动性，它不是个人负债，也不承担信用风险，同时也兼具稀缺性，在历史上一直保持着它的价值。

黄金能够在四个关键方面增强投资组合表现：

- 产生长期回报
- 作为风险分散工具，在应对市场压力时，可减少投资损失
- 提供流动性，且无信用风险
- 改善投资组合整体表现。

新的十年，新的挑战

随着新十年的开始，日本面临着日益增多的新旧宏观经济挑战。其中包括：

- 超高水平的公共债务（相当于GDP的238%）将对未来的经济增长产生限制，降低储蓄和投资的潜力
- 不利的人口结构也阻碍了政府为增加社会保障支出提供资金的能力
- 超低利率和负利率促使投资者寻求估值水平较高的风险资产
- 金融市场持续的不确定性。包括地缘政治的紧张局势，全球经济增长分化的预期，以及资产波动的增加。

鉴于日本面临的宏观经济挑战，以及安倍政府实施的激进的货币宽松政策，自2013年初以来，日元兑美元的汇率已经下跌了23%。我们认为对于日本投资者而言，黄金不仅是投资组合中有用的长期战略的组成部分，而且在当前环境中也发挥着日益重要的作用（参阅《2020年黄金市场展望》）。

黄金的重要性日益增长

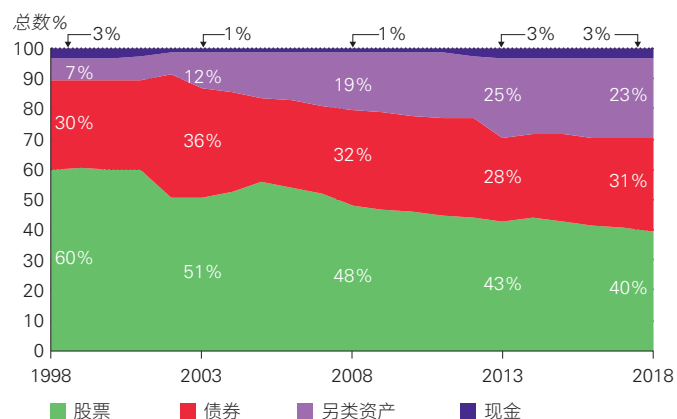
机构投资者为了追求风险分散效果和更高的风险调整后回报率，已经接受了传统股票和债券之外的另类投资。非传统资产在全球养老基金中的份额从1999年的7%上升到2019²

“我们的分析显示，在过去二十年里，如果在假设的日本养老基金平均投资组合中增加4%到13%的黄金份额，将可以得到更高的风险调整后的回报。¹”

年的23%（**图表1**）。在日本，这一数字从十年前的7%上升到了11%。

黄金配置一直受到这种转变的影响。黄金越来越被认为是一种主流投资品，全球投资需求的增长（自2001年以来平均每年增长14%）以及同期黄金价格几乎上涨了4倍就是最明显的证明。³

图表1：全球投资者继续在他们的投资组合中增加包括黄金在内的另类投资*



*截至2019年12月。基于2020年2月发布的Willis Towers Watson 2019全球养老金资产研究。

来源：韦莱韬悦，世界黄金协会

1 有关假设的日本平均养老金投资组合构成的更多详细信息，请参见第6页的图7。此外，请参阅本报告结尾的重要免责声明和公开性原则。

2 韦莱韬悦《2019年全球养老金资产研究》，2020年2月，和《2017年全球另类投资调查》，2017年7月。

3 截至2019年12月31日。

这一增长背后的主要原因包括：

- **新兴市场的增长：**经济扩张——尤其是在中国和印度——增加了黄金消费者和投资者的基础，使其更加多样化（第11页**图表13**和第14页**图表24**）
- **央行需求：**世界各国央行对黄金的兴趣激增（通常用于外汇储备以保障安全和风险分散），这促使其他投资者开始考虑黄金的积极投资属性（第11页**图表15**）。
- **市场准入：**2003年推出了黄金ETF，再加上20世纪80年代以来推出的积存金计划（GAP），以及自2008年6月以来在东京证券交易所SPDR® Gold Trust的交叉上市，都促进了黄金市场准入，并大大增强了人们对黄金作为战略性投资的兴趣，降低了总持有成本并提高了效率（第11页**图表14**）
- **市场风险：**全球金融危机促使人们重新关注有效的风险管理，并促使黄金等相关性低、流动性强的资产升值（第11页**图表16**）。如今，贸易紧张局势、民粹主义的发展以及对经济和政治前景的担忧，促使投资者在动荡时期重新审视黄金作为传统对冲工具的作用（第14页**图表25**和第14页**图表26**）。
- **货币政策：**持续的低利率降低了持有黄金的机会成本，并突出了黄金作为真正长期收益来源的属性，尤其是与处于历史高位的全球负收益债务相比（第13页**图表23**）。在日本，10年期及以下的政府债券目前的回报率均为负值。

黄金的战略作用

很明显，黄金是对股票、债券和广泛投资组合的补充。从历史上看，黄金作为一种财富储备手段和应对系统性风险、货币贬值以及通货膨胀的对冲工具，提高了投资组合的风险调整回报，带来了正回报，并具有流动性，可在市场压力时期用以偿还债务。

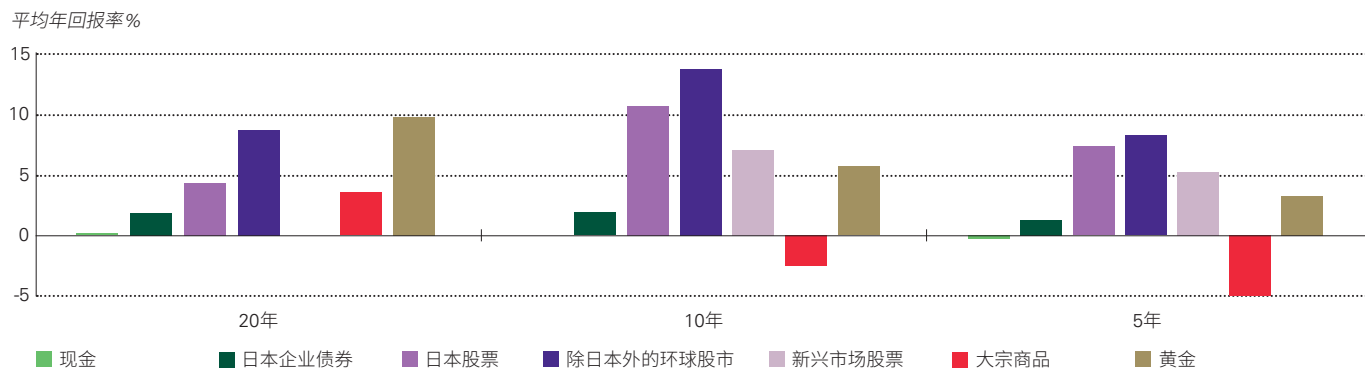
在日本，多年激进的货币宽松政策和不太理想的财政状况，再加上人口结构恶化和经济增长放缓，导致国内和海外资产回报率双双下降，并增加了日元和主权债务面临的不利条件。在这种环境下，黄金将在未来几年中扮演更重要的角色，成为更好的财富储备和收益来源。

1. 黄金能够提供收益

在不确定时期，黄金一直被认为是一种有益的资产。从历史上看，无论是在经济繁荣时期还是萧条时期，它都产生了长期的正回报。回顾近半个世纪，自1971年布雷顿森林体系崩溃以来，以日元计算的黄金价格平均每年上涨8.4%。5 在此期间，黄金的长期回报率与日本股票相当，高于日本债券。6 过去20年，黄金的表现也强于其他主要资产类别（**图表2**和第12页**图表17**）。

图表2: 长期来看，黄金能提供正回报，超过了主要资产类别

以日元计算的全球主要资产的平均年回报率*



*截至2019年12月31日。摩根大通现金指数、日元1个月指数、摩根大通GBI日本无对冲指数、MSCI日本总回报、MSCI Kokusai、MSCI新兴市场指数、彭博商品指数和LBMA黄金现货价格指数的以日元计算的总回报指数。复合年增长率见第12页图17。

来源：彭博社、洲际交易所、世界黄金协会

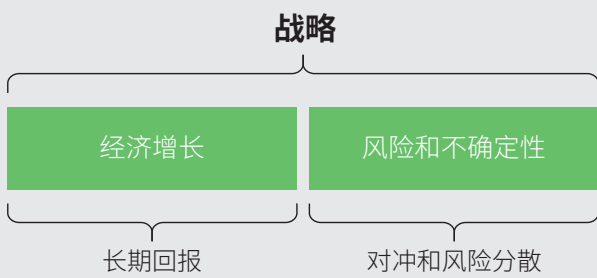
5 在金本位期间，美元由黄金支撑，而外汇汇率则由布雷顿森林体系决定：<https://www.imf.org/external/about/histend.htm>

6 其他回报指标和年同比表现见附录。

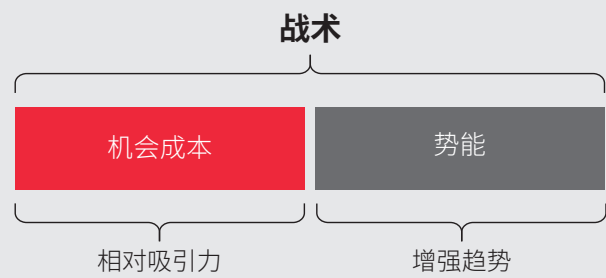
焦点 1: 了解黄金的估值

大多数常见的股票或债券估值框架并不适用于黄金。因为黄金没有息票或股息，就不能使用一般的贴现现金流量模型。而且也没有预期回报或账面价值比率。

我们的研究表明，事实上，对黄金进行估值是非常直观的：它的均衡价格取决于供求关系，我们利用 **Qaurum^{SMC}** 强调了这一点。⁷



- **经济增长:** 增长时期对金饰需求、技术用金需求和长期黄金储蓄非常有利
- **风险和不确定性:** 市场低迷通常会提振黄金作为避风港的投资需求
- **机会成本:** 竞争资产的价格，尤其是债券（通过利率）和货币的价格，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激发或抑制黄金的表现。



黄金是保护和增加财富的一种长期工具，它也是一种交换手段，因为它具有全球认可度，并且不是任何人的债务。黄金作为一种消费品也很受欢迎，受到世界各地消费者的重视。它还是电子产品中的关键部件。⁸ 这些多样化的需求来源赋予了黄金一种特殊的弹性：在经济繁荣时期和经济萧条时期都有可能带来稳定的回报（**焦点1**）。

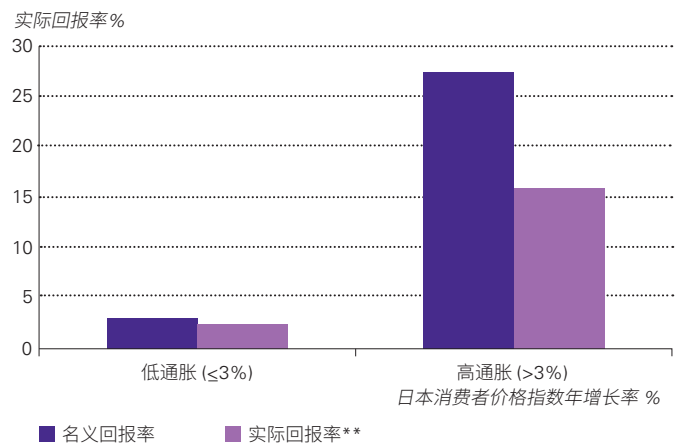
跑赢通货膨胀，抗击通货紧缩

长期以来，黄金一直被视为对冲通胀的工具，数据也证实了这一点。在2013年至2019年实施“安倍经济学”的七年间，以日元计算的黄金平均复合回报率为1.9%，高于同期1.06%的平均年通胀率。再往前看，自1971年以来以日元计算的年平均回报率为8.4%，也超过了日本消费者价格指数(CPI)。

黄金还能保护投资者免受极端通胀的影响。在通货膨胀率高于3%的年份中，黄金价格平均上涨了28%（**图表3**）。因此，长期来看，黄金不仅令资本保值，还帮助它增长。

值得注意的是，牛津经济研究院的研究表明，黄金在通缩时期也应该表现良好。⁹ 通缩时期的特点是低利率、消费和投资减少，以及金融压力，所有这些都促进对黄金的需求。

图表 3: 从历史上看，金价在高通胀时期上涨
以日元计价的黄金回报率与年度通胀的函数关系*



* 基于1971年至2019年LBMA黄金价格和日本消费者价格指数的同比变化。
** 对于样本中的每一年，实际回报率= (1+名义回报率) / (1+通货膨胀率) -1。
来源：彭博社、洲际交易所、世界黄金协会

7 Qaurum是一个基于网络的量化工具，它可以帮助投资者直观地了解黄金表现的驱动因素。黄金的表现可以由四组主要驱动因素加以解释。

8 见第10页图表11。

9 牛津经济研究院，《通货膨胀和通货紧缩对黄金的影响》，2011年7月。

表现优于法定货币

持续的低利率和对美元前景的担忧推动了投资者的需求，因为这些因素影响着持有黄金的机会成本。

从历史上看，主要货币与黄金挂钩。随着1971年布雷顿森林体系的瓦解，这种情况发生了改变。从那时起，作为一种交换手段，黄金的表现大大优于所有主要货币（**图表4**）。

这种优势在金本位制结束后，以及随后主要经济体违约时立即变得更加明显。这种强劲表现背后的一个关键因素是，黄金供应的增长几乎没有随时间发生重大变化——在过去20年里每年增长约1.6%。¹⁰ 相比之下，法定货币可以无限量印刷以支持货币政策，全球金融危机后的量化宽松（QE）措施就是一个例证。例如，日本银行（BoJ）目前持有约50%的日本政府债券，并且是全球第一批拥有资产超过其试图刺激的经济规模的央行之一。经过7年“安倍经济学”的洗礼，日本的资产负债表占GDP的比例已从2012年12月的32%，升至2019年12月的103%。

2. 有效的风险分散工具

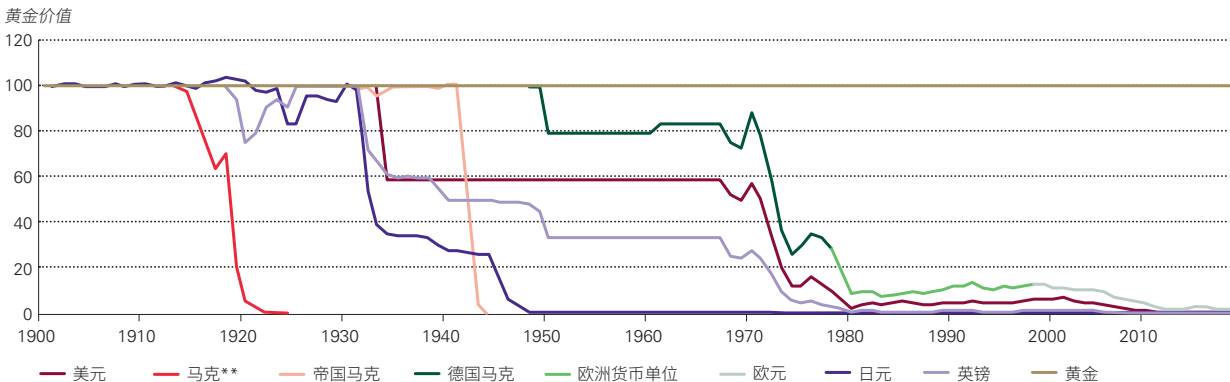
分散投资的好处得到广泛认可——但是很难找到有效的风险分散工具。随着市场不确定性的上升和波动性的增强，许多资产之间的相关性越来越强，这在一定程度上是由风险追逐/风险规避型投资决策造成的。结果，许多所谓的风险分散工具在投资者最需要的时候却不能保护投资组合。

黄金的不同之处在于，黄金与股票和其他风险资产的负相关性会随着这些资产的抛售而增加（第14页**图表26**）。2008-2009年的金融危机就是一个很好的例子。股票和其他风险资产的价值大幅下跌，对冲基金、房地产和多数长期被视为分散投资组合的大宗商品也是如此。例如，从2007年12月到2009年2月，东证指数下跌了28%。相比之下，黄金价格则保持稳定并有所上涨，同期以日元计算的黄金价格上升了8%。¹¹

这种强劲的表现或许并不令人意外。

在风险加剧期间，黄金一直受益于“避险”资金的流入。在系统风险时期，黄金的作用尤其明显，它能够提供正回报，并降低整体投资组合的损失（第14页**图表25**）。同样重要的是，当投资组合中流动性较差的资产难以出售、价值被低估或可能被错误定价时，投资者还可以使用黄金来偿还债务。^{12,13}

图表 4：长期来看，黄金的表现优于所有主要法定货币
1990年以来主要货币与黄金之间的相对价值**



*截至2019年12月31日。基于各货币以黄金计价的年度平均价格。
**马克是德意志帝国晚期的货币。它最初被称为金马克，在1914年之前都受到黄金的支撑。此后，它被称为“纸马克”。
来源：彭博社、加州大学圣巴巴拉分校Harold Marcuse，世界黄金协会

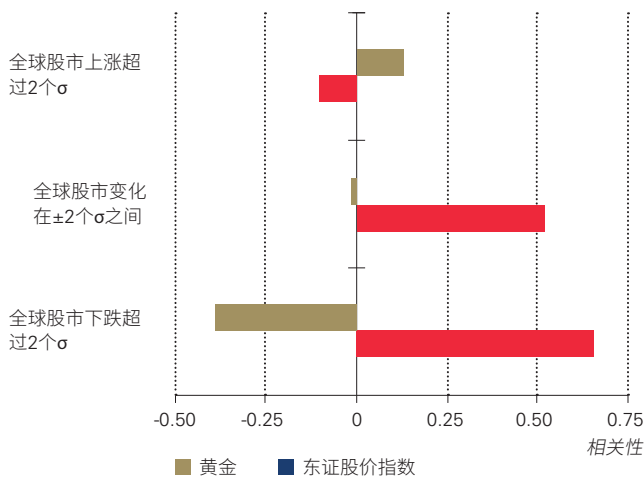
10 见Goldhub.com上供需章节的内容。
11 基于2008年12月1日至2009年11月30日的LBMA以日元计算的黄金下午价格。
12 见附录中的图表24。
13 见附录中的图表25。

作为一种避险资产，黄金也对日元构成了补充。尽管迄今为止，由于日本投资者将海外资金汇回国内，以及在危机时期国际同行的日元套利交易平仓，日元已被证明是一种可靠的避险工具，但日本面临着日益严峻的宏观经济挑战，对货币和财政补救措施日益严格的限制意味着投资者不能再自满于日元的避险功能。在这种环境下，黄金作为一种避险资产在日本投资者的投资组合中发挥着越来越重要的作用。

但黄金的相关性不仅在动荡时期对投资者有用。它还可以在积极的市场中提供与股票和其他风险资产的正相关关系。

这种双重利益源于黄金作为投资手段和消费品的双重属性。因此，黄金的长期价格受到收入增长的支撑。我们的分析证明了这一点，当全球股市反弹时，它们与黄金的相关性会增加（**图表5**），这很可能是由财富效应支持的黄金消费者需求，以及寻求防止高通胀预期的投资者需求共同驱动的。

图表 5：黄金与股票的相关性有助于在经济繁荣和经济衰退时期投资组合的多样化
在全球股票表现的不同环境下，黄金和日本股票回报的相关性*



*基于1971年1月至2019年12月的日元每周回报率。顶部柱形对应于以MSCI环球指数每周回报率上涨了两个以上的标准差（或“σ”）为条件的相关性。中间的柱形对应于整个周期的无条件相关性，底部柱形对应于以MSCI环球指数每周回报率它们分别下降了两个以上的标准差（或“σ”）为条件的相关性。
来源：彭博社、洲际交易所、世界黄金协会

3. 一个具有相当深度以及高度流动性的市场

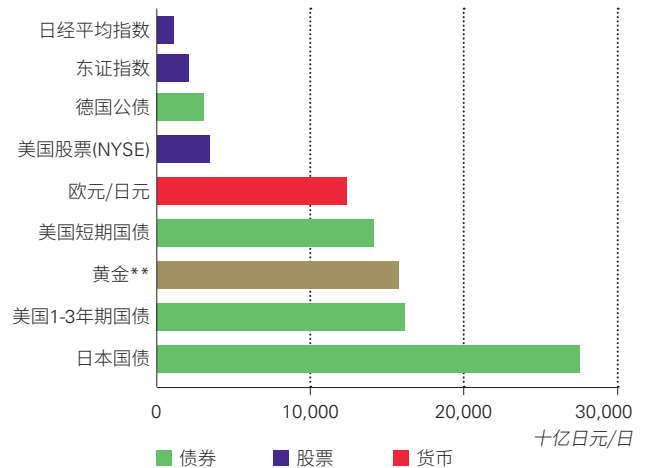
黄金市场规模庞大，全球化程度高，流动性强。

我们估计，全球投资者和央行持有的实物黄金价值约为403万亿日元，另外通过交易所或场外市场交易的衍生品，还有98亿日元的持仓量。¹⁴

与包括日本股市、德国国债、欧元/日元、道琼斯工业平均指数在内的几个主要金融市场相比，黄金市场的流动性更强，而交易量与标准普尔500指数相似（**图表6**）。2019年，黄金的日均交易量为16万亿日元。在此期间，场外现货和衍生品合约占8.5万亿日元，而全球各交易所的黄金期货日交易量为7.1万亿日元。黄金ETF提供了额外的流动性来源，全球黄金ETF的日均交易量为2,180亿日元。

黄金市场的规模和深度使其能够轻松容纳大量买入并持有黄金的机构投资者。与许多金融市场形成鲜明对比的是，即使在严重的金融压力时期，黄金的流动性也不会枯竭。

图表 6：黄金交易量超过许多其他主要金融资产
日元的日均交易量*



*基于截至2019年12月31日的估计年平均交易量，由于数据的可用性，货币对的成交量截至2019年3月
** 黄金流动性包括对场外交易（OTC）的估计，以及公布的对期货交易所和黄金支持的交易所交易产品的统计数据。有关方法的详细信息，请访问Goldhub.com上关于流动性章节的内容。
来源：国际清算银行、彭博社、德国金融局、日本证券交易商协会、LBMA、英国债务管理办公室（DMO）、世界黄金协会

14 See Chart 10 and Figure 1 on page 9 as well as the holders and trends section at Goldhub.com

4. 增强投资组合表现

长期回报、流动性和有效的风险分散都有利于投资组合的整体表现。综上因素通过增加黄金，可以显著提高投资组合的风险调整回报率。

我们对过去2年、5年、10年和20年投资效果的分析，突显出黄金对机构投资组合的积极影响。它表明，如果在投资组合中配置2.5%、7.5%或10%的黄金，日本养老基金的平均风险调整回报率会更高。**(图表7和表1)**。全球金融危机以来，这种积极的影响尤为明显。

展望未来，这样的动力会更强大。我们的分析表明，如果以日元计价的日本投资者在其充分多样化的投资中将2%到10%的配置分给黄金，那么他们可以从投资绩效的大幅提升中受益**(图表8)**。¹⁵

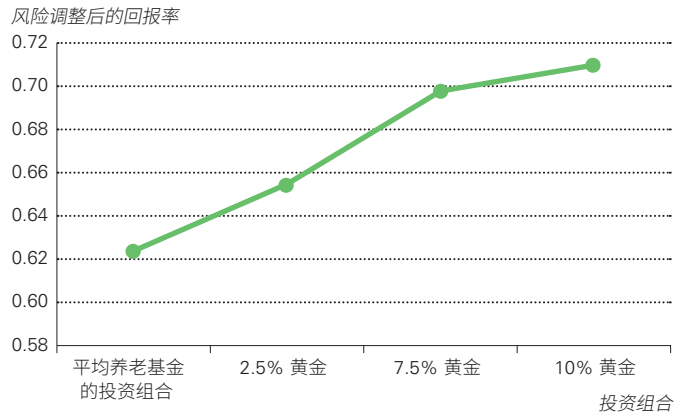
黄金的份额根据个人资产配置的决定而有所变化。然而，一般来说，风险越高的组合——无论是资产的波动性、流动性或资产集中度——在考虑范围内抵消风险需要的黄金配置比例就越高**(图表8)**。

我们的分析表明，即使投资者假定黄金的年回报率在2%到4%之间（远低于其实际的长期历史表现），黄金在假设性投资组合中的最佳权重在统计上也是非常显著的。

这对已经持有其他通胀对冲资产（如通胀挂钩债券）¹⁶的投资者和持有另类资产（如房地产、私募股权和对冲基金）的投资者同样有效。¹⁷

图表7：在过去的十年里，在假设的平均养老基金的投资组合中增加黄金将会提高其风险调整回报率

包括和不包括黄金在内的假设的日本平均养老基金（PF）投资组合表现*



* 风险调整后的回报率是指投资组合回报率除以年化波动率，并根据2009年12月31日至2019年12月31日期间的表现，以日元和下列基准货币计算的总回报率。假设平均投资组合的构成是以养老基金协会在2019年1月18日进行的一项调查为基础的（截至2017财年的数据）。它包括以日元计算的总回报，其中股票占35%（20%MSCI Kokusai, 15%日本MSCI），固定回报占55%（30%摩根大通GBI日本企业债券，20%巴克莱全球综合企业债券，5%摩根大通日本现金指数），另类资产占10%（6%的对冲基金研究绝对回报指数，2%的东京证券交易所TOPIC房地产指数，2%的标准普尔上市私募股权指数）。黄金的表现是以日元计算的LBMA黄金价格，投资组合中2.5%、7.5%和10%的配置比例来自于按比例减少的所有资产。

来源：彭博社、洲际交易所、世界黄金协会

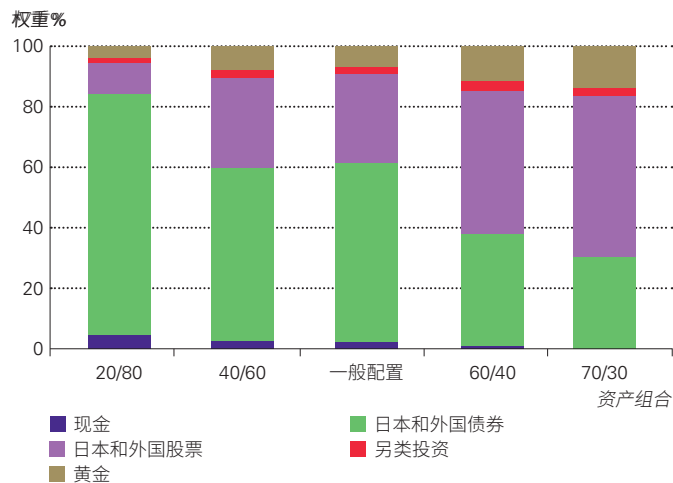
¹⁵ 基于Richard和Robert Michaud开发的重采样效率方法论进行的分析，该方法被誉为传统均值方差优化的可靠替代方案。见《有效的资产管理：股票投资组合优化和资产配置实用指南》，牛津大学出版社，2008年1月。

¹⁶ 《黄金作为战术性通胀对冲工具和长期战略性资产》，2009年7月

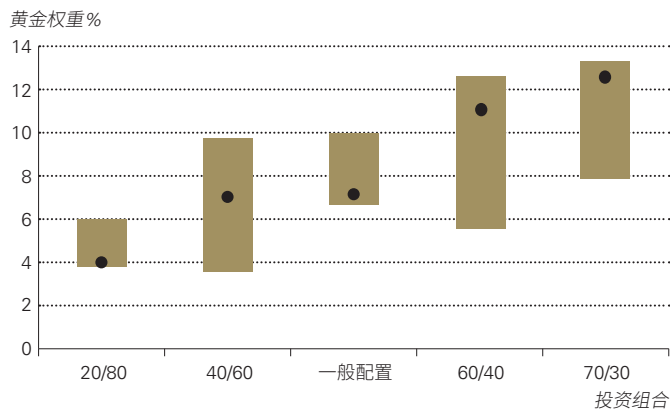
¹⁷ 《黄金如何提升另类资产绩效》，黄金投资者，第6卷，2014年6月

图表 8：黄金可以显著提升各种风险水平下的假设投资组合的风险调整后的回报率

(a) 基于资产组合的长期最优配置*



(b) 黄金配置的范围以及为每种假设的投资组合提供最大风险调整后回报率的配置*



*根据1999年12月到2019年12月以下市场的日元月度总回报：MSCI Kokusai、MSCI 日本、摩根大通GIB日本企业债券、巴克莱全球综合企业债券、摩根大通日本现金指数、对冲基金研究绝对回报指数、东京证交所、TOPIX房地产指数、标准普尔上市私募股权指数和LBMA下午黄金价格。每种假设的投资组合构成都反映了股票和另类资产相对于现金和债券的百分比；例如：40/60是一个投资组合，其中40%投资于股票、大宗商品、对冲基金、REIT和黄金，60%投资于现金和债券。本分析基于New Frontier Advisors的重采样效率。更多相关信息，见《有效的资产管理：股票投资组合优化和资产配置实用指南》，牛津大学出版社，2008年1月。见本报告结尾的重要免责声明和公开性原则。

来源：世界黄金协会

表1：通过降低不同时间范围内的投资组合的波动和回撤来增加经风险调整后的回报率

过去2年、5年、10年和20年，假设的平均日本养老金投资组合与包含7.5%黄金的同等投资组合的比较*

	20年		10年		5年		2年	
	无黄金	7.5%黄金	无黄金	7.5%黄金	无黄金	7.5%黄金	无黄金	7.5%黄金
年回报率	4.5%	4.9%	6.4%	6.3%	3.9%	3.9%	3.3%	3.6%
年波动率	7.3%	7.1%	7.3%	7.1%	6.3%	5.9%	6.7%	6.3%
风险调整后的回报率	62%	70%	87%	89%	63%	66%	50%	56%
最大回撤	-29%	-27%	-8.7%	-8.1%	-8.4%	-8.1%	-6.9%	-6.2%

*截至2019年12月31日。假设平均投资组合的组成是以一项由养老金协会于2019年1月18日进行的调查为基础的（截至2017财年的数据），如上述图7所示。

来源：彭博社、洲际交易所、世界黄金协会

焦点 2: 黄金优于大宗商品

无论是作为大宗商品指数（如标准普尔高盛商品指数、彭博大宗商品指数）的组成部分，还是ETF中的一种证券，抑或是大宗商品交易所的一种期货交易，黄金通常被认为是广义上的大宗商品综合体的一部分。

黄金与大宗商品有一些相似之处。但是还有几个重要的区别：

- 黄金是一种传统的避险资产：它稀缺，但流动性很强，在困难时期可提供有效的下行投资组合保护
- 黄金既是一种投资，也是一种消费品，从而降低了它与其他资产的相关性
- 黄金的供应是平衡的、深入的、广泛的，限制了它的不确定性和波动性
- 与一些传统大宗商品不同，黄金不会随时间而贬值。

这些独特的属性使黄金有别于其他大宗商品。我们的研究表明，在被动定价的大宗商品敞口中，明确的黄金配置可以提高投资组合的表现。¹⁸

小结

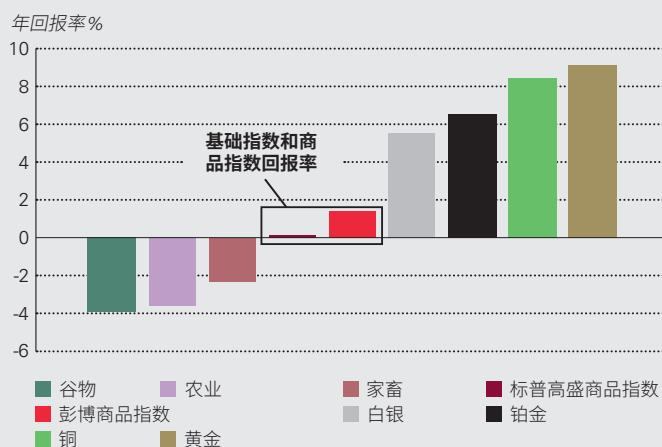
日本曾是世界上最大的黄金进口国之一，虽然目前它是黄金净出口国，但我们认为黄金的投资环境已经成熟，黄金可以再次被接受。鉴于日本当前的宏观经济状况，在投资组合中持有黄金的好处对当地投资者越来越重要。

过去20年，全球对黄金的看法发生了巨大变化，这反映出东方财富的增加，以及人们对黄金在全球机构投资者组合中的作用的日益加深。

黄金作为一种稀缺、流动性高且不相关的资产，具有独特的属性，从长期来看，它可以作为一种真正的风险分散工具。

作为一种投资和消费品，黄金在近50年来的平均回报率约为8.4%，与股票相当，高于债券和大宗商品。¹⁹

图表 9: 黄金的表现优于所有基于多种商品的指数和单项大宗商品
20年大宗商品和商品指数回报率



1999年12月至2019年12月的日元年化回报率。指数包括：标准普尔GS能源指数、标准普尔GS贵金属指数、标准普尔GS工业金属指数、标准普尔GS非贵金属指数、伦敦黄金下午价格（日元/盎司）。

来源：彭博社、世界黄金协会

黄金作为避险资产的传统角色意味着，在高风险时期，它会发挥自己的作用。但黄金作为投资品和消费品的双重吸引力则意味着，即使在经济繁荣时期，黄金也能产生正回报。

这种动态可能会持续下去，反映出持续的政治和经济不确定性、持续的低利率以及对股票和债券市场产生的经济上的担忧（见《2020年黄金市场展望》）。

总的来说，大量的分析表明，在基于日元的投资组合中增加4%到13%的黄金，可以切实改善投资效果，并在可持续的长期基础上提高高风险调整后的回报率。²⁰

¹⁸ 见《黄金：最有效的大宗商品投资》，2019年9月；《黄金：金属设计，货币本质》，黄金投资者，2014年6月，第6卷。

¹⁹ 见第2页图表2。

²⁰ 见第6页图表7。

黄金供需的构成和趋势

一个庞大而稀缺的市场

黄金市场有两个吸引投资者的特点。黄金的稀缺性支撑了它的长期吸引力。但同时黄金的市场规模之大，足以对包括各国央行在内的各种机构投资者发挥重要作用。

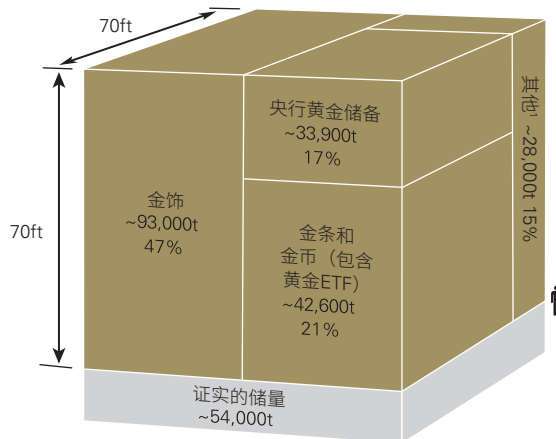
地上黄金储量约为197,576吨，价值超过1,728万亿日元（图1）。²¹ 金矿产量每年增加约3,500吨，相当于每年增加1.8%。²²

根据其用途，实物黄金23大致可以分为：

- **金饰**：92,947吨（486万亿日元），占47%
- **央行购金**：33,919吨（184万亿日元），占17%
- **金条和金币**：39,722吨（342万亿日元），占20%
- **黄金ETF及类似产品**：2,885吨（15.4万亿日元），占1%
- **其他及未说明用途**：28,090吨（234万亿日元），占14%

金融黄金市场由金条、金币、黄金ETF和央行黄金储备组成。这一部分黄金市场相较主要金融市场而言更具优势（图表10）。

图 1：黄金供应量相当于2.6个奥林匹克游泳池*

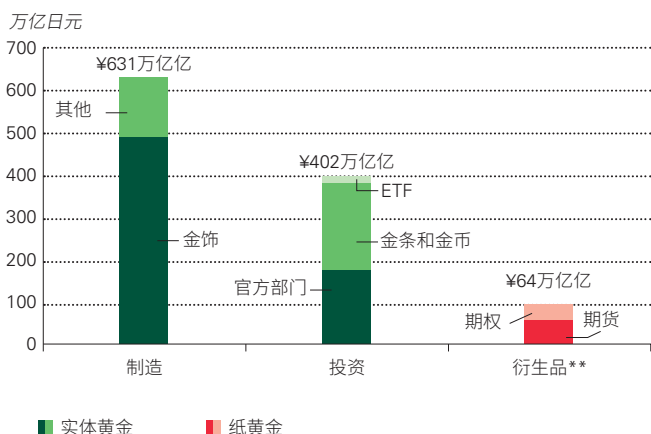


*根据2018年地上黄金总量估值和标准奥林匹克游泳池的尺寸（长=164英尺，宽=82英尺，深=9英尺）。¹包括“其他制造”（13%）和“未说明用途”（2%）。

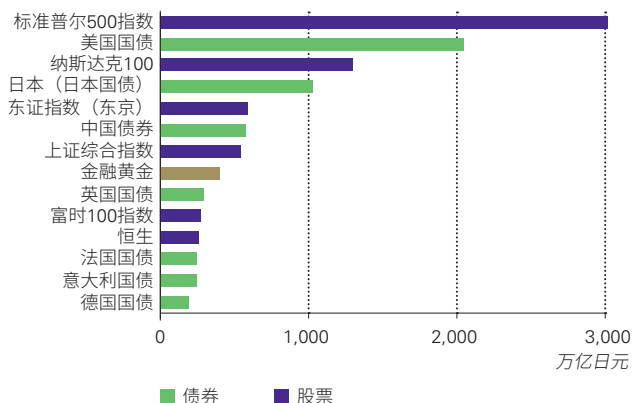
来源：金属聚焦公司、Refinitiv GFMS、美国地质调查局、世界黄金协会

图表 10：与许多全球资产相比，黄金金融市场的规模很大，使已知的黄金衍生品的未平仓量相形见绌*

(a) 地上黄金和黄金衍生品的价值



(b) 全球主要金融资产的市场规模



*截至2019年12月31日。

**代表未平仓的COMEX、TOCOM和OTC交易。

来源：国际清算银行、彭博社、ETF公司备案、洲际交易所、金属聚焦公司、世界黄金协会

21 基于2019年12月的LBMA黄金价格以及金属聚焦公司、Refinitiv GFMS和世界黄金协会对2019年地上黄金价格的估算。

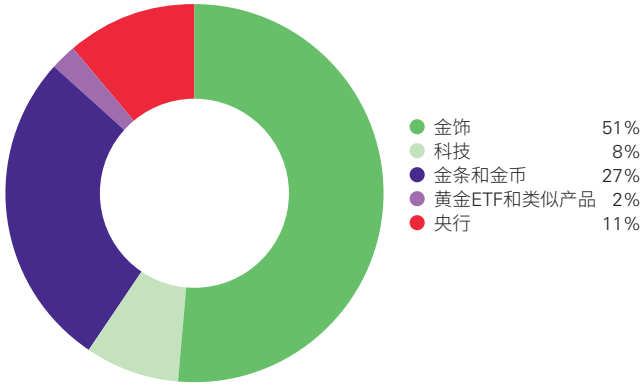
22 基于金属聚焦公司和Refinitiv GFMS截至2019年12月的10年平均金矿产量占地面储量的百分比。

23 同 19。

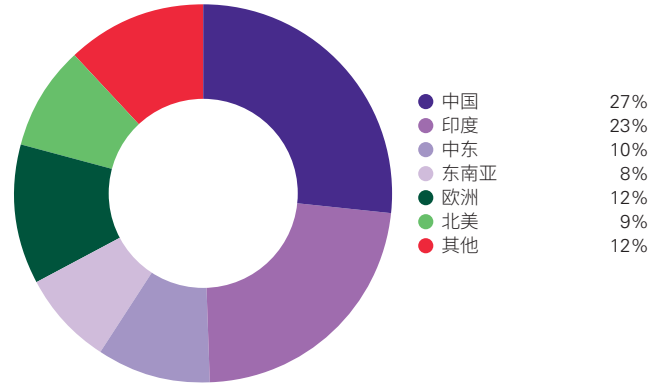
黄金的低相关性受到需求多样性支撑

图 11: 全球黄金需求的多种来源——消费品、高端电子产品的组成部分、避险投资或分散投资组合

(a) 按来源划分的10年平均黄金需求*



(b) 按地区划分的10年平均黄金需求*



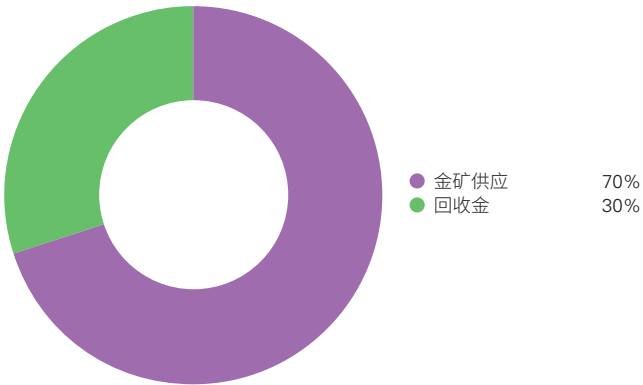
*根据2010年至2019年的年度需求进行计算。由于数据的可用性，地区分类中不包括央行需求。

来源: ETF公司备案、金属聚焦公司、Refinitiv GFMS、世界黄金协会

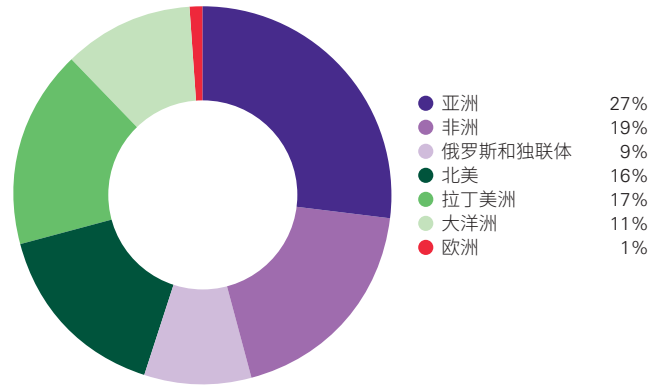
较少的供应面冲击令黄金的波动降低

图 12: 黄金供应包括矿产黄金和回收金; 金矿生产均匀分布在各大洲, 使得黄金相对于大宗商品的波动性较低

(a) 按来源划分的10年平均黄金供应*



(b) 按地区划分的10年平均金矿产量**



*根据2010年至2019年的年度供应进行计算

**根据2009年至2018年的年度供应进行计算。由于数据的可用性，地区分类中不包括央行需求。

来源: ETF公司备案、金属聚焦公司、Refinitiv GFMS、世界黄金协会

三大趋势重塑黄金需求

中国和印度转型的经济增长推动了黄金**消费需求**。上世纪90年代初，中国和印度占全球黄金需求的25%。今天，财富的增长使他们的总份额超过了50%。从长期来看，财富的增长是黄金需求最重要的驱动因素之一，它推动了金饰消费、技术投资以及金条和金币的购买。²⁴

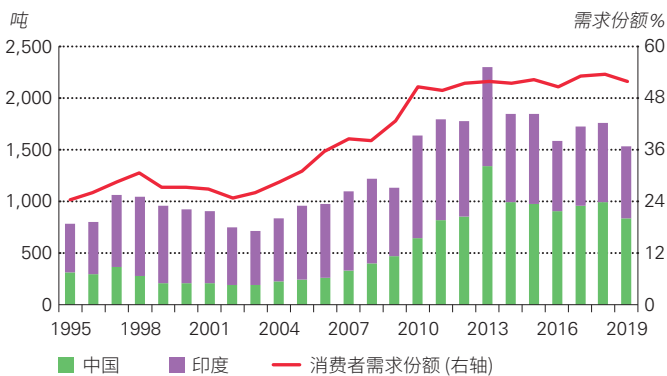
在机构投资者和个人投资者中，**黄金ETF和类似产品的推出对黄金需求和风险敞口产生了重大影响**。自2003年首次推出黄金ETF以来，其已累积了约2,900吨的黄金持仓量，价值

15.4万亿日元（**图表14**）。²⁵这种增长在欧洲尤为明显，欧洲的市场份额已接近北美水平，这是黄金得到全球认可的标志。

近年来，央行的黄金需求发生了转变。储备管理机构自2010年以来一直是黄金净买家。最近，他们购买的黄金数量创下了数十年纪录，利用该资产使其外汇储备更加多样化（**图表15**）。

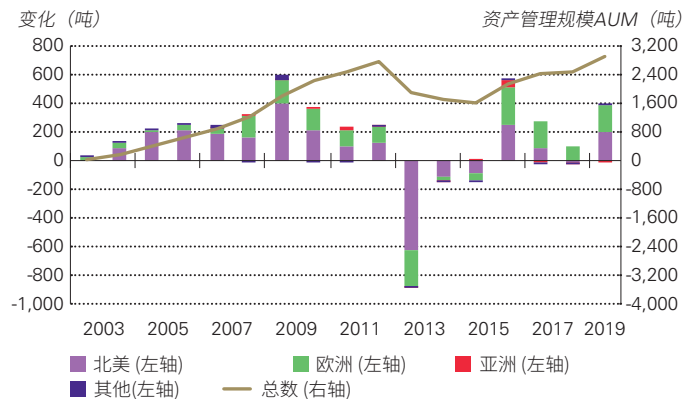
图表13：在不到20年的时间里，印度和中国的黄金市场份额翻了一番

在印度和中国，新兴市场经济的发展造就了黄金消费需求和市场份额*



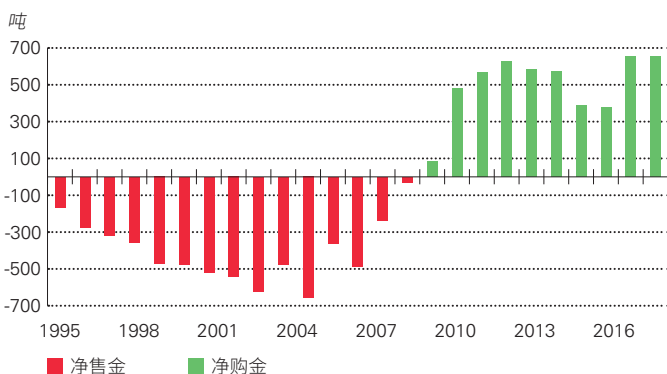
*黄金消费需求是指金饰、金条和金币需求的总和。
来源：金属聚焦公司、Refinitiv GFMS、世界黄金协会

图表14：黄金ETF在全球各地为黄金带来了新的投资者
年度ETF黄金需求和累积持仓量*



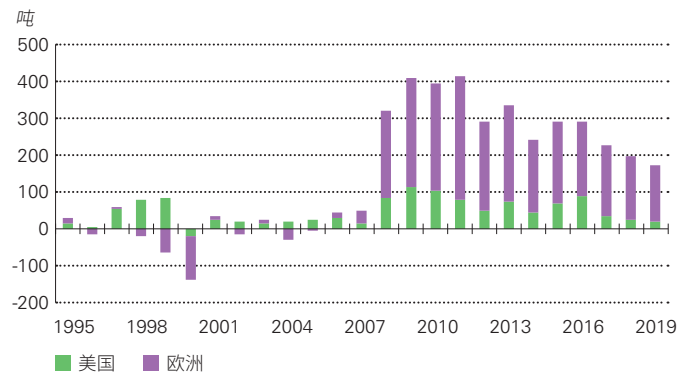
*包括黄金ETF和类似产品。更多详细信息，请访问Goldhub.com上的黄金ETF持有和流量部分。
来源：彭博社、ETF监管基金备案、世界黄金协会

图表15：自2010年以来，以新兴市场为首的全球各国央行一直是稳定的净购金需求来源
全球央行净黄金需求



来源：金属聚焦公司、Refinitiv GFMS、世界黄金协会

图表16：金融危机后，美国和欧洲的金条和金币市场走强
美国和欧洲的金条和金币需求*



欧洲不包括俄罗斯和前独联体国家。
来源：金属聚焦公司、Refinitiv GFMS、世界黄金协会

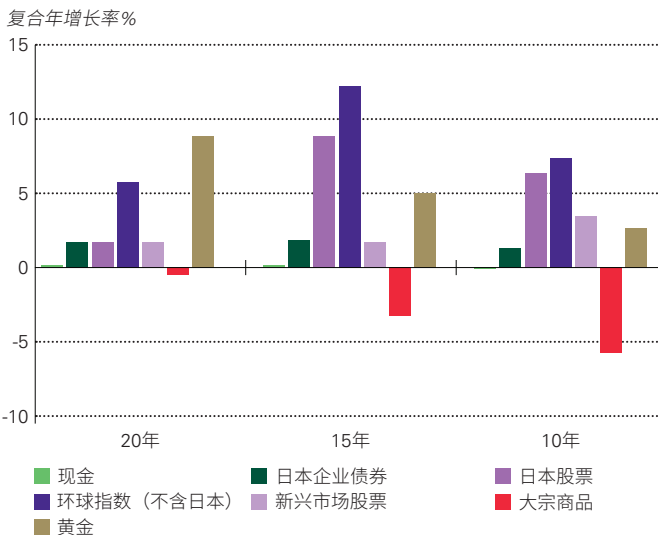
24 见第2页图表2.

25 截至2019年12月31日。更多信息请访问Goldhub.com

附录： 黄金在不同时间周期中的表现

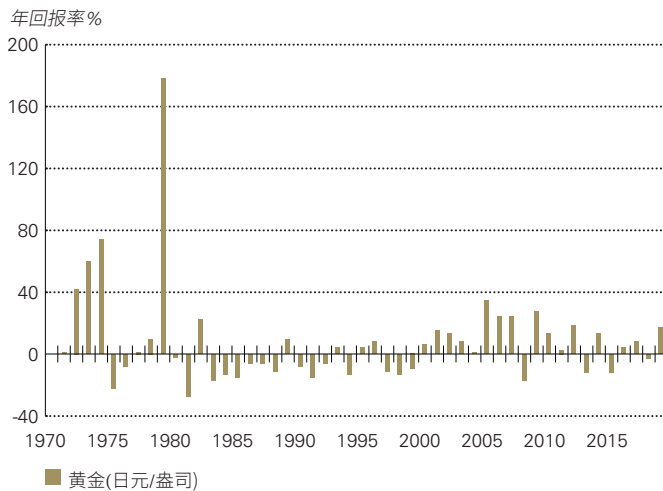
年增长率与历史回报率

图表 17：与包括股票在内的许多资产类别相比，黄金的复合收益率要高得多
主要资产类别的复合年增长率*



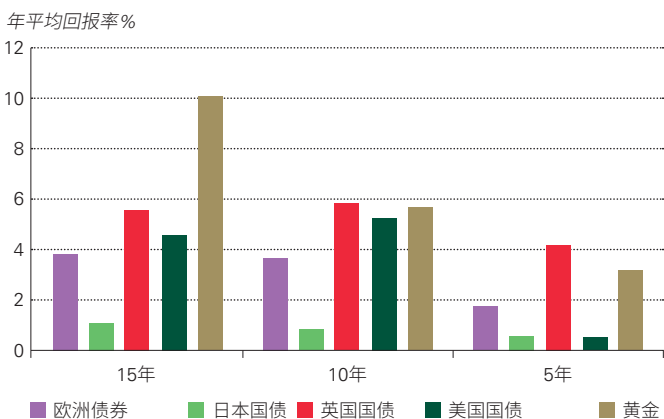
*截至2019年12月31日。以日元计算的摩根大通通胀指数、日元1个月指数、摩根大通GPI日本无对冲指数、MSCI日本总回报率、MSCI Kokusai、MSCI新兴市场指数、彭博商品指数及LBMA下午黄金现货价格的总回报率。
来源：彭博社、洲际交易所、世界黄金协会

图表18：在经历了上世纪70年代的高价格波动后，黄金的回报率变得更加稳定
1971年以来黄金价格的年回报率*



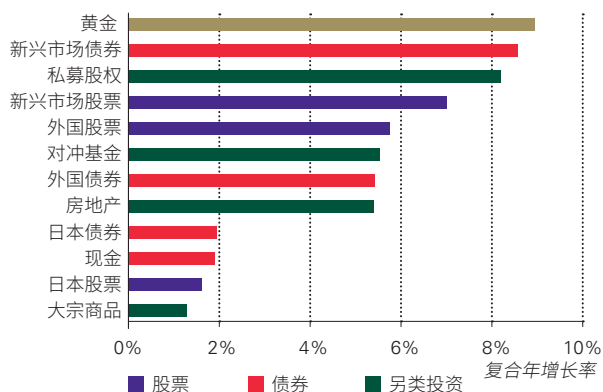
*截至2019年12月31日。基于日元计算的LBMA下午黄金价格。
来源：彭博社、洲际交易所、世界黄金协会

图表19：黄金的表现明显优于主要的全球主权债务
对比主要主权债务，黄金的长期表现*



*由于债券数据有限，仅基于2004年12月31日至2019年12月31日的数据。所有数据均以日元计算，且未进行对冲。使用的指数包括：欧元债券 (ICE美银AAA欧元政府指数)、日本国债 (ICE美银日本政府指数)、英国国债 (ICE美银英国国债指数)、美国国债 (摩根大通GPI美国未对冲) 和LBMA下午现货黄金价格。
来源：彭博社、摩根大通全球债券指数

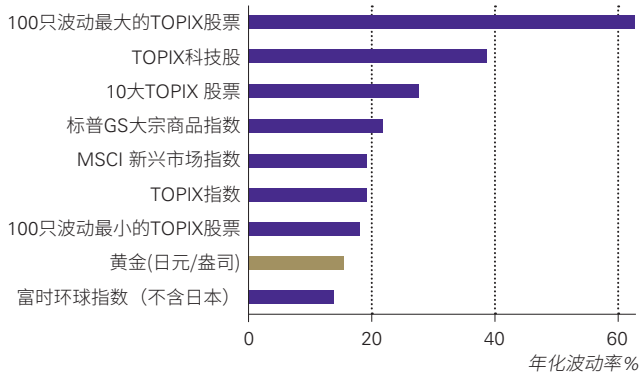
图表20：在过去20年里，相对于主要资产类别，黄金的回报率非常可观*



*截至2019年12月31日。以日元计算ICE 3个月期国债、彭博巴克莱全球和新兴市场债券综合指数、MSCI日本、Kokusai、EAFE和新兴市场指数、富时REIT指数、HFRI综合指数、标普私募股权和日本债券指数、彭博商品指数和LBMA下午现货黄金价格的总回报率。
来源：彭博社、洲际交易所、世界黄金协会

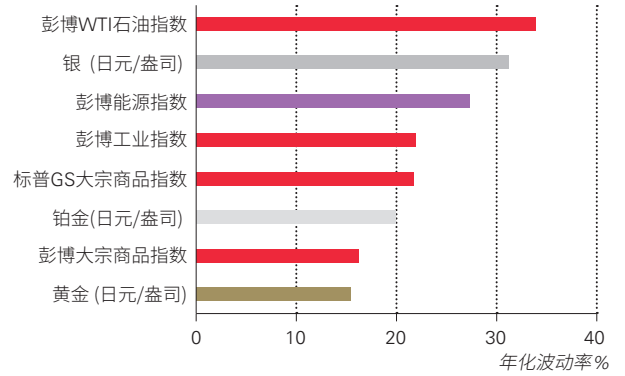
与大多数股票和大宗商品相比, 黄金波动较小

图表 21: 黄金的波动率低于许多个股和股票指数
股票、股票指数和黄金的实际波动率*



* 年化波动率是根据2009年12月31日至2019年12月31日的日回报率计算的。计算中只包括有10年数据价值的股票。
来源: 彭博社、洲际交易所、世界黄金协会

图表 22: 黄金的波动率也低于其他大宗商品
大宗商品和黄金的实际波动率*



* 年化波动率是根据2009年12月31日至2019年12月31日之间的日回报率计算的。
来源: 彭博社、洲际交易所、世界黄金协会

在实际利率较低或为负的环境下表现良好

图表23: 全球负收益率债务与黄金价格
过去5年, 黄金价格一直与全球负收益率债务密切相关

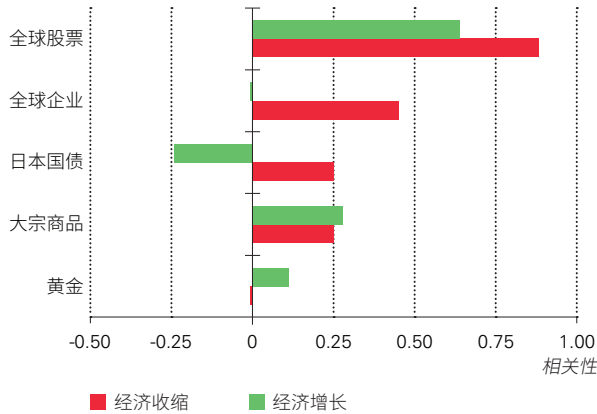


2015年9月1日至2019年12月31日的月度数据。负回报率债务数据基于彭博巴克莱全球总收益为负的债券债券市场水平。
来源: 彭博社、世界黄金协会

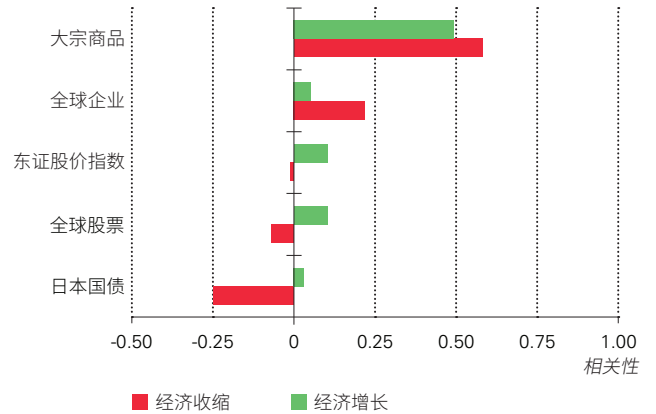
跨越经济周期的有效相关性

图24: 在经济增长和收缩时期，黄金是一种有效的风险分散工具

(a) 日本股票与主要资产之间的相关性*



(b) 黄金与主要资产之间的相关性*



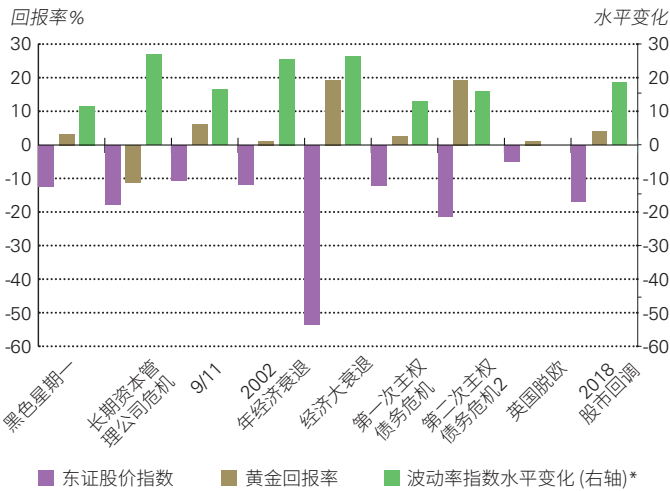
* 基于1990年1月1日至2019年12月31日之间的月度日元回报。经济增长和收缩是由国家经济研究局（NBER）定义的。

来源：彭博社、国家经济研究局、世界黄金协会

黄金经常被视为安全避风港

图25: 在系统风险时期，黄金价格趋涨

东证股价指数和黄金回报率与波动率指数水平变化的对比*

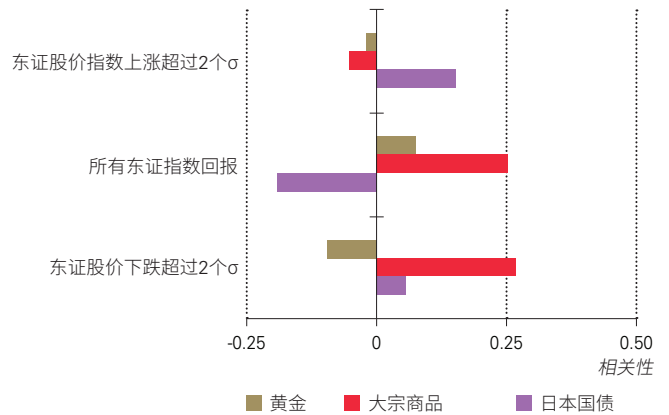


* 只在1990年1月以后才有波动率指数。对于在此日期之前发生的事件，以标准普尔500指数30天的年化波动率为准。使用日期：黑色星期一：1987年9月—1987年11月；长期资本管理公司危机：1998年8月；互联网泡沫：2000年3月—2001年3月；9-11：2001年9月；2002年经济衰退：2002年3月—2002年7月；经济大衰退：2007年10月—2009年2月；第一次主权债务危机：2010年1月—2010年6月；第二次主权债务危机：2011年2月—2011年10月；2018年股市回调：2018年10月—2018年12月。

来源：彭博社、世界黄金协会

图26: 全球股市大幅下跌时，黄金价格趋于进一步上涨

黄金、日本国债和大宗商品与东证股价指数回调幅度的条件相关性*



* 基于1990年1月至2019年12月间的日元每周回报率。顶部柱形对应于以TOPIX指数每周回报率上涨了两个以上的标准差（或“σ”）为条件的相关性。中间的柱形对应于整个周期的无条件相关性，底部柱形对应于以TOPIX指数每周回报率下降了两个以上的标准差（或“σ”）为条件的相关性。

来源：彭博社、洲际交易所、世界黄金协会

延伸阅读

我们在下面列出了世界黄金协会的出版物清单，这些出版物为投资者提供了与黄金相关的各方面内容：

黄金投资者

- 《货币危机、过度杠杆化和低利率——黄金牛市的潜在驱动力》，鲁政委，2019年12月
- 法国巴黎银行：《美联储利率下降影响下的黄金前景》，Harry Tchilinguirian，2019年10月
- First Eagle投资管理公司关于黄金对投资组合的贡献的看法，Thomas Kertsos，2019年9月
- 《现金的诅咒与黄金的诱惑》，Kenneth Rogoff，2019年2月。

市场和投资资讯

- 《2020年黄金市场展望》，2020年1月
- 全球黄金ETF的持有和流量，2020年1月
- 《投资快讯：目前可能是增持黄金，减持债券的好时机》，2019年10月
- 《2019年中黄金展望：上升的风险遇到宽松的货币政策》，2019年7月
- 《投资快讯：货币政策对黄金的影响》，2019年3月
- 《加密货币无法取代黄金》，2019年1月
- 《增加黄金交易透明度》，2018年12月。

深度报告

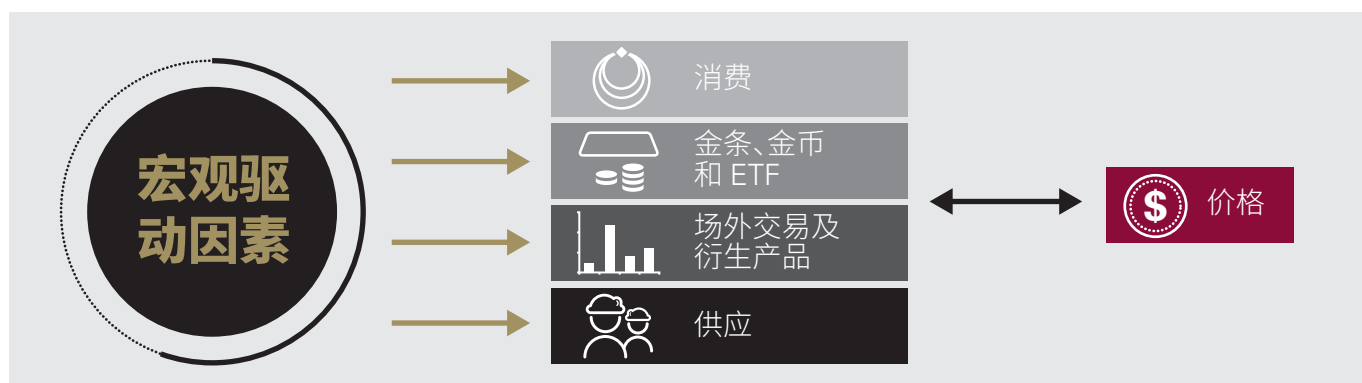
- 互联网投资黄金
- 《印度发展金银交易银行的必要性》，2019年10月
- 《黄金与气候变化：当前和未来的影响》，2019年10月
- 《黄金作为储备资产的央行指南——2019年版》，2019年9月
- 《黄金：最有效的大宗商品投资》，2019年9月
- 《中国黄金市场未来发展方向建议报告》，2018年7月
- 《黄金2048：黄金未来30年前景》，2018年5月
- 《提高黄金作为另类投资的表现》，2018年2月

黄金需求趋势

- 2019年全年和第四季度报告，2020年1月
- 2019年第三季度报告，2019年11月
- 2019年第二季度报告，2019年8月
- 2019年第一季度报告，2019年5月。

QaurumSM: 什么是黄金估值框架？

一种以**市场均衡为基础**、可以使投资者了解黄金的驱动因素及其对价格表现的影响的方法，该方法可以帮助投资者确定黄金的长期回报。



重要信息和免责声明

© 2020 世界黄金协会。保留所有权利。世界黄金协会和环形图案是世界黄金协会或其附属机构的商标。

引用的所有伦敦金银市场协会黄金价格已取得洲际交易所基准管理机构的许可，仅供参考之用。洲际交易所基准管理机构不对这些价格的准确性，或者这些价格所对应的产品承担任何责任。其他第三方内容属于第三方各自的知识产权，所有权利属于这些第三方。

未经世界黄金协会或相关版权所有者的事先书面同意，严禁复制或再分发上述任何信息，但符合下述规定的除外。本文内容和统计数据是世界黄金协会或其附属机构（以下统称“世界黄金协会”）或文中标识的第三方提供商的版权©和/或其他知识产权。保留各自所有者的所有权利。

允许根据公平行业实践，将本文的统计数据用于评论目的（包括媒体评论），但必须符合以下两个前提条件：(1) 仅允许使用有限的数据或分析摘录；(2) 使用其中任何或全部统计数据必须注明引用自世界黄金协会，并在必要时注明引用自金属聚焦公司、Refinitiv GFMS或其他明确的第三方来源。世界黄金协会隶属于金属聚焦公司。

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。

本文仅用于教育目的，接收本文即表示您同意其预期目的。本文所含信息不构成购买或销售黄金、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（统称“服务”）的建议或要约。本文不考虑任何特定人士的投资目标、财务状况或特殊需要。

分散投资不能保证任何投资回报，也不能消除损失风险。通过配置黄金而产生的各种投资回报的最终结果从本质上来说是假设性的，可能无法反映实际的投资结果，也不能保证未来的结果。世界黄金协会不对在任何假设的投资组合中使用的任何计算结果和模型，或任何因使用此类工具产生的任何结果予以保证或担保。在做出任何与服务或投资有关的决定前，投资者应与合适的投资专业人士探讨自己的实际情况。

本文包含一些前瞻性陈述，比如在一些陈述中使用了“相信”、“预计”、“可能”或“建议”等词语或类似术语。但此类陈述是以当前预期为基础的，可能会发生变化。前瞻性陈述都会有一定的风险和不确定性。我们无法保证任何前瞻性陈述会成为现实。世界黄金协会不承担更新任何前瞻性陈述的责任。

关于QaurumSM和黄金评估框架

请注意，通过使用Qaurum、黄金估值框架和其他信息所产生的各种投资回报的最终结果从本质上来说是假设性的，可能无法反映实际的投资结果，也不能保证未来的结果。世界黄金协会对该工具的功能不提供任何保证或担保，包括但不限于任何预测、估计或计算。

世界黄金协会
7th Floor, 15 Fetter Lane
London EC4A 1BW
United Kingdom

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