

投资快讯

货币政策对黄金的影响

2019年3月

www.gold.org

3月20日召开的美联储公开市场委员会（FOMC）会议预计将证实市场预期，即美联储在今年余下时间里继续按兵不动。这一消息很可能影响到黄金的市场表现。我们对黄金历史表现的分析揭示，每当美联储从紧缩政策转向中立立场时，黄金价格会出现上涨，尽管这一影响不一定会立即显现。因此我们认为，美国利率维持在目标区间、美元升值步伐放缓、市场风险仍存等因素叠加在一起，将继续使黄金对投资者产生吸引力。

2019年黄金驱动因素

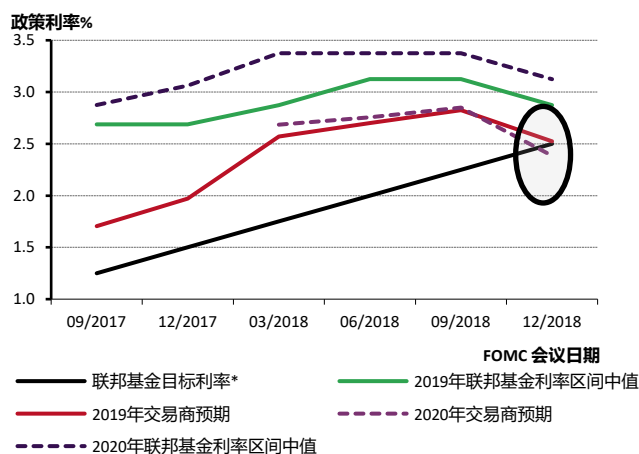
在《展望2019》报告中我们指出，“货币政策和美元走势”是今年需要关注的重要趋势。根据目前情况看来，债券价格正在反映市场对于2018年12月19日FOMC会议上所释放信号的观点，即，美联储在今年剩下时间里极有可能保持利率不变。债券市场参与者甚至多年来首次给出了小概率降息（15%）的预期（见图1）。3月20日FOMC的声明，以及美联储的经济预期报告，将更加清晰地说明其2019年的货币政策预期。同时也将未来几个月的黄金表现提供进一步指导。

利率的影响力越来越大

黄金的驱动因素有四类，这些因素相互作用，对黄金的短期和长期表现起着决定性作用（见焦点1）。

2018年期间，黄金的表现很大程度上受到美元走势的影响，但利率与市场不确定性再次起主导作用（见图2）。其原因何在？

图1：市场预期显示货币政策将由紧缩转向中性
联邦基金利率和市场预期*

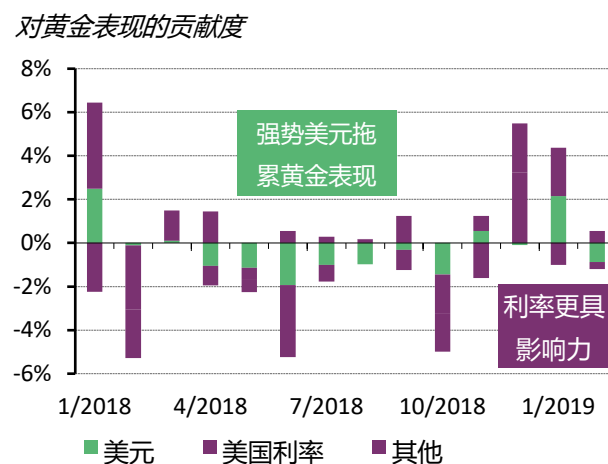


*截止2019年2月28日。

来源：彭博社，世界黄金协会。

图2：货币政策预期的转向已影响到最近数月来的黄金市场表现

美元走势、利率变化及其他因素对黄金收益的贡献度*



*基于世界黄金协会利用焦点1所描述四种黄金驱动因素开发的专有归因模型。“其他因素”包括经济扩张、不确定性和趋势动能。有关更多详细信息，请参阅GOLDHUB版块相关内容。

来源：彭博社，世界黄金协会。

焦点 1：黄金的驱动因素

黄金几乎与其他所有资产都不同，因为它对投资者和消费者均具有吸引力。投资者将黄金作为分散投资和长期储蓄的工具；而消费者则将黄金视为装饰品和财富的象征。分析表明，黄金驱动因素可分为以下四类：

- **经济扩张：**增长时期对黄金首饰、技术和长期储蓄具有非常大的支持作用；
- **风险与不确定性：**市场低迷往往会提振黄金作为避险资产的投资需求；
- **机会成本：**债券（通过利率）、货币（特别是美元）等竞争性资产的价格以及其它因素，会影响投资者对黄金的态度；
- **势能：**资本流向、持仓量和价格趋势可能会影响黄金的表现。

前两类因素通常与投资黄金的战略决策相联系，后两类因素则与策略调整密切相关。

我们此前的研究凸显了这样一个事实，即当货币政策立场发生转变时（例如从中立转向紧缩，抑或反之），利率会对资产价格表现（包括黄金）产生更大影响¹。我们对今年1月份黄金表现的分析表明，事实上，相比2018年，利率预期已开始发挥更显著的影响力。

对黄金的影响

黄金投资者面临的相关问题是，如果货币政策从紧缩（较高利率）转向中立（保持稳定利率），这对黄金是否有利？

因此，我们考察了黄金及主要资产在过去加息周期时期的历史表现，以及在政策从紧缩转向中立、并最终走向宽松时期的历史表现。

降息后黄金价格影响

我们尚不明确货币政策从紧缩转向中立对黄金价格的直接平均影响（1到3个月）。这其中的原因可能包括：

- 不确定是否会恢复加息；
- 通胀下降或通胀加剧风险降低——通常认为对黄金不利；

- 投资者会从高风险资产转向更安全的固定收益资产（如政府债券、现金），而不是配置黄金；
- 不确定的美元走势：美元的利率驱动可能减弱，但其避险功能逐渐增强。

并非所有周期均相同

每次周期中都有所不同。当前周期与上两次周期（即1999-2000和2004-2007）有很多相似之处，但这两次周期都出现过降息。这表明黄金价格中期有上涨可能。

- 两次周期中，利率至少12个月连续上涨；
- 两次周期的收益率曲线趋平甚至反转；
- 两次周期的零售销售增速均不断下滑；
- 信贷状况不断恶化（2006-2007年）；
- 风险资产估值超常扩大（2000年）；
- 石油价格达到峰值（2000年）；

黄金中期有上涨趋势

对最近几次周期的分析表明，黄金在后紧缩周期中确实表现得更好，但出现好转的时期各不相同（见表1）。例如，2001年，在美联储停止加息12个月后，黄金价格上涨了3.6%；但2007年，在政策转变短短一个月后，黄金价格就上涨了7%，并且在美联储上一次加息后12个月继续上涨了19%。

在上述同一时期，黄金的表现通常会一度优于股票和大宗商品综合指数。但在最近的后紧缩周期中，黄金表现也超过美国政府和公司债券，与2008-2009年金融危机时的表现相一致，这很可能是更普遍的系统性风险所导致的（见表2）。

表 1：黄金在紧缩周期及之后周期中的表现

黄金	1999-2001	2004-2007	2015-至今
紧缩周期年化收益率	2.2%	20.8%	7.2%
后紧缩周期收益率			
1个月收益率	-0.6%	7.0%	
3个月收益率	-3.4%	13.1%	
12个月收益率	3.6%	18.8%	

*基于黄金现货价格表现。

1999-2001周期是指1999年6月30日至2001年1月2日；

2004-2007周期是指2004年6月30日至2007年9月17日；

2015-至今周期为2015年12月16日至2019年2月27日；

来源：彭博社，世界黄金协会。

1 《相比利率，美元是更值得关注的黄金风向标》，2018年4月。

上述分析说明了什么？

虽然没有明确证据表明，美联储停止加息会立即对黄金价格产生积极的影响，但对黄金历史表现的分析显示，随着暂停加息的周期延长，以及/或美联储放宽货币政策，黄金价格最终会做出积极反应。

历史数据表明，后紧缩时期黄金最终会表现强劲，与股票或大宗商品等风险资产的表现相抗衡，可以与美国国债和公司债券等资产实现互补以创造更高价值——有时甚至可以完全跑赢后者。

将利率影响加入到其他关键黄金驱动因素中

除美国外，欧洲央行最近几个月也延长了其资产购买计划，令市场感到意外；但与美国国债不同的是，虽然几率较小，欧洲和英国的债券市场在定价今年欧央行小幅加息的可能性。加上中美贸易谈判的持续不确定性，这些因素很可能会使美元的升值速度放缓。

事实上，如果美联储表现出更加“鸽派”的政策姿态，同时美元维持波动区间，这很可能会消除黄金 2018 年面临的一些强劲阻力。

此外，全球金融市场还面临着其他一些潜在风险，包括：

- 当前经济复苏的持续时间过长：这被视为经济枯竭的潜在征兆；
- 由于缺乏投资驱动的增长，关键收益率曲线呈趋平甚至反转态势：这预示着经济可能衰退；
- 股市估值继续保持高位，周期性调整市盈率（CAPE ratio）达到互联网泡沫时期的水平：这凸显了潜在的波动性风险；
- 不断恶化的信贷状况，包括消费者信贷与公司信贷；
- 英国退欧的时机及影响继续充满不确定性。

这些因素共同作用，可能为促进投资需求，为投资者提供一个合适的切入点，在投资组合中增加黄金投资，将其作为增加收益、多样化、流动性和资产组合影响的一种手段。²

表 2：紧缩周期及之后周期中主要资产类别的表现*

美股	1999-2001	2004-2007	2015-至今
紧缩周期年化收益率	-2.2%	10.6%	12.7%
后紧缩周期收益率			
1 个月收益率	5.3%	4.4%	
3 个月收益率	-11.8%	1.1%	
12 个月收益率	-7.4%	-16.5%	
大宗商品	1999-2001	2004-2007	2015-至今
紧缩周期年化收益率	31.0%	10.6%	7.2%
后紧缩周期收益率			
1 个月收益率	3.9%	3.6%	
3 个月收益率	-2.5%	5.9%	
12 个月收益率	-15.0%	0.9%	
美国政府债券	1999-2001	2004-2007	2015-至今
紧缩周期年化收益率	10.0%	4.7%	1.5%
后紧缩周期收益率			
1 个月收益率	-0.1%	0.4%	
3 个月收益率	1.8%	3.1%	
12 个月收益率	5.0%	10.6%	
美国企业债券	1999-2001	2004-2007	2015-至今
紧缩周期年化收益率	7.3%	4.4%	4.0%
后紧缩周期收益率			
1 个月收益率	1.9%	1.6%	
3 个月收益率	3.6%	1.6%	
12 个月收益率	9.0%	-2.9%	

*表现基于标准普尔 500 指数、彭博商品指数、彭博巴克莱美国国债总收益指数、以及彭博巴克莱美国公司债总收益指数。

1999-2001 周期是指 1999 年 6 月 30 日至 2001 年 1 月 2 日；

2004-2007 周期是指 2004 年 6 月 30 日至 2007 年 9 月 17 日；

2015-至今周期为 2015 年 12 月 16 日至 2019 年 2 月 27 日；

来源：彭博社，世界黄金协会。

² 黄金作为战略资产的重要性，2019 年 3 月

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。

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

网站: www.gold.org

了解更多信息

请联系:

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

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

何乐思 (Alistair Hewitt)
市场信息咨询部总监
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

版权和其他权利说明

© 2019 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。

对伦敦金银市场协会黄金价格(LBMA Gold Price)的引用已获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，或者这些价格对应的产品承担任何责任。其他第三方内容是各个第三方的知识产权，所有权利属于这些第三方。

除非得到世界黄金协会或相关版权所有者的事先书面同意，否则严禁复制或再分发任何内容，但符合下述规定的除外。

允许根据公平行业惯例，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：(i) 仅允许使用有限的的数据或分析摘录；(ii) 使用这些统计数据必须注明来自世界黄金协会，并在必要时注明来自 Metals Focus、路孚特 (Refinitiv) 或其他明确的第三方来源。

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。

本文不构成黄金、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（统称“服务”）交易建议或要约。在作出与任何服务或任何投资有关的决定之前，投资者应与相关投资专业人士讨论自己的个人情况。

本文包含前瞻性陈述，例如使用“相信”、“预计”、“也许”或“建议”等词语或类似术语的陈述，此类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。我们不承担更新任何前瞻性陈述的责任。