

投资快讯

新冠疫情：对全球经济和黄金表现的潜在影响

2020年5月

www.gold.org

新冠肺炎疫情以及随之而来的经济封锁大幅降低了人们对 2020 年全球经济增长的预测。

基于人们对经济复苏速度的不同预期，我们分析了由牛津经济研究院(Oxford Economics)提供的四种假设情景下黄金的潜在表现：¹

1. 迅速复苏
2. 美国企业危机
3. 新兴市场低迷
4. 大衰退

我们的分析显示，更高的市场风险和不确定性，加之更低的机会成本，可能会支持 2020 年的黄金投资需求。而这可能会抵消随经济活动收缩而下降的消费需求对黄金表现的负面影响。

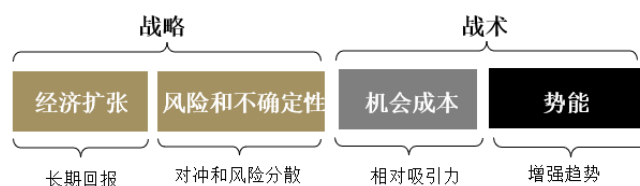
此后，黄金的走势可能取决于经济复苏的速度以及货币政策和财政刺激措施的持续时间。

黄金估值不再困难

传统的估值模型并不适用于黄金。如果没有息票或股息，一般的折现现金流模型就不奏效，而且黄金也没有预期收益或账面市值比。但我们的分析表明，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。了解黄金需求和供应的基本驱动因素和相互作用，可以为投资者提供一个测定黄金表现的可靠框架 (**焦点 1**)。

具体来讲，黄金的走势可以用四大类驱动因素来解释：

- **经济扩张**：增长时期对金饰需求、科技用金需求和长期储蓄需求非常有利
- **风险与不确定性**：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。



¹ 牛津经济研究院 (OE) 是全球预测和定量分析领域的领导者，也是建模方面的专家。OE 总部位于牛津，在世界各地设有办事处，拥有 400 名员工，其中包括 250 多名经济学家和分析师，使其成为最大的独立预测机构。

焦点 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平衡的结果。

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。

- 选择由牛津经济研究院提出的一种宏观经济情景假设，或者创建自己假设的宏观经济情景；牛津经济研究院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（在假定金价不变的前提下），并查看关键宏观驱动因素对黄金市场供需平衡的影响
- 计算并可视化供需平衡前提下黄金的隐含回报。

在此基础之上，投资者可以使用 Qaurum 测算黄金在未来 5 年的假定表现，以及基于黄金估值框架和现有(或用户构建的)情景的长期回报。

关于黄金估值框架方法论的更多信息请查看 Goldhub.com。

情景分析

使用黄金估值框架模型 1.1 版，我们分析了由牛津经济研究院提供的四种假设情景下的黄金隐含表现，涵盖了一系列宏观经济结果。

重要提示:世界黄金协会并不预测黄金价格。黄金估值框架是一种方法，帮助投资者根据历史关系了解黄金的需求和供应如何对各种宏观经济变量作出反应。Qaurum 作为基于网站的工具是可定制的，用户可以修改现有假设情景中包含的任何变量，以最好地反映他们自己对全球经济的看法。

1. 迅速复苏²

复苏类型: V 型

鉴于全球大部分经济体目前因采取遏制新冠疫情的封锁措施而陷入停滞，预计 2020 年全球 GDP 将收缩近 4%，降幅是 2008 年全球金融危机时的三倍多。虽然 2020 年上半年全球经济极其疲弱，但下半年将出现大幅反弹。为确保这种上升趋势延续下去，各国央行会将宽松的货币政策和接近于零的实际利率水平保持到 2024 年(表 1)。

表 1: 迅速复苏: 关键变量总结*

	实际 GDP 增长 (%同比)						
	全球	发达经济体			新兴经济体		
		总体	美国	欧洲	总体	亚洲	中国
2020	-3.86	-5.81	-6.90	-5.12	-1.00	0.26	0.78
2021	7.04	7.16	9.93	4.57	7.34	8.52	8.51
2022	3.62	2.59	2.45	2.36	5.13	5.93	5.80
2023	2.99	1.64	1.46	1.61	4.82	5.73	5.57
2024	2.92	1.64	1.67	1.32	4.59	5.57	5.42
	国债收益率(%)				企业债收益率(%)		
	美国		德国		美国		
	3 月期	10 年期	3 月期	10 年期	AAA	BBB	利差
2020	0.39	0.97	-0.63	-0.38	2.19	4.03	1.83
2021	0.23	1.39	-0.52	-0.09	2.41	3.89	1.49
2022	0.69	1.80	-0.34	0.24	2.79	3.95	1.16
2023	1.29	2.09	-0.04	0.65	3.06	4.13	1.08
2024	1.67	2.33	0.27	1.02	3.28	4.31	1.03

*截至 2020 年 4 月 23 日。

来源: 牛津经济研究院

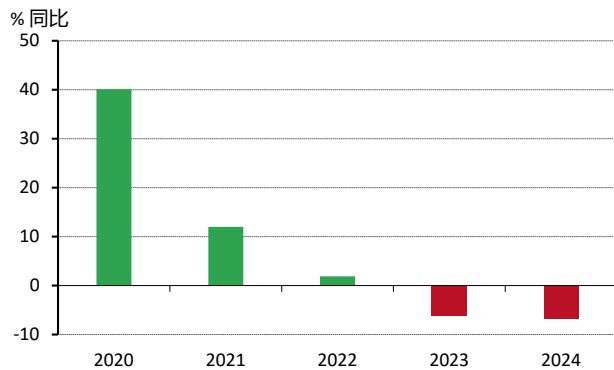
2 这与牛津经济研究院根据截至 2020 年 4 月 23 日的最新全球经济模型提出的“基准情景”相符。参见本报告末尾的**重要信息和免责声明**部分。

对黄金的潜在影响³

我们的模型表明，此种情景下黄金的隐含收益率为正值，但将在 2020 年至 2022 年持续下滑，然后在接下来的两年里转为负值(图 1)。

2020 黄金的强劲表现主要受到上升的市场风险和不确定性、持有黄金的机会成本的下降、以及 2019 年黄金表现的强劲趋势影响支撑。而 2021 年至 2024 年黄金隐含收益率的下滑则是由降低的市场风险和恢复常态的利率导致。

图 1: 迅速复苏: 黄金的隐含收益率*



*基于世界黄金协会黄金估值框架模型 1.1 版本；假定的黄金隐含收益率为其均价年环比的百分比变动。

来源: 世界黄金协会旗下 **Qaurum**SM

2. 美国企业危机⁴

复苏类型: V 型

2020 年，美国的企业受到疫情的严重影响，成为全球经济放缓的关键因素，同年美股下挫 45%。今年美元相对疲弱，致使进口成本居高不下，导致企业利润大幅下降，从而动摇了企业和投资者的信心。

由于美联储的资产购买计划以国债为主，企业债与国债利差显著扩大。但是，其他支持性的政府政策推动经济快速复苏，2021 年美股上扬 19%，信用利差迅速收窄。

表 2: 美国企业危机: 关键变量总结*

	实际 GDP 增长(% 同比)						
	全球	发达经济体			新兴经济体		
		总体	美国	欧洲	总体	亚洲	中国
2020	-4.33	-6.35	-7.65	-5.67	-1.48	-0.17	0.33
2021	6.02	5.95	8.04	3.90	6.50	7.79	7.81
2022	3.43	2.60	2.66	2.38	4.60	5.35	5.15
2023	3.37	2.29	2.65	1.87	4.90	5.73	5.51
2024	3.45	2.26	2.50	1.69	5.12	6.15	6.08

	国债收益率(%)				企业债收益率(%)		
	美国		德国		美国		
	3 个月	10 年	3 个月	10 年	AAA	BBB	利差
2020	0.35	0.14	-0.63	-0.73	3.46	5.38	1.92
2021	0.11	0.37	-0.53	-0.51	3.50	4.86	1.36
2022	0.13	0.82	-0.34	-0.15	3.41	4.38	0.97
2023	0.13	1.09	-0.26	0.24	3.16	3.99	0.84
2024	0.40	1.39	0.08	0.66	3.22	3.87	0.64

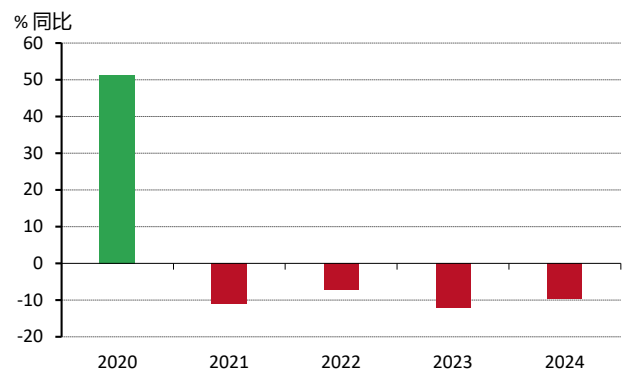
*截至 2020 年 4 月 23 日。

来源: 牛津经济研究院

对黄金的潜在影响⁵

我们的模型表明，2020 年黄金隐含收益率表现非常强劲，接下来四年则会持续下跌；5 年复合收益率为 2%，仍为正值(图 2)。与迅速复苏情景中类似，2020 年黄金的强劲表现受益于上升的风险，下降的资产价值以及更低的机会成本。虽然 2021 年同样会出现风险下降和经济稳固增长的情形，但根据历史经验来看，真正对黄金隐含收益率产生负面影响的是国债收益率相对的增长以及信用利差的收窄。

图 2: 美国企业危机: 黄金的隐含收益率*



*基于世界黄金协会黄金估值框架模型 1.1 版本；假定的黄金隐含收益率为其均价年环比的百分比变动。

来源: 世界黄金协会旗下 **Qaurum**SM

3 这里所有内容均属假设，参见本报告末尾的**重要信息和免责声明**。

4 这与牛津经济研究院根据截至 2020 年 4 月 23 日的最新全球经济模型提出的“美国衰退”情景相符。参见本报告末尾的**重要信息和免责声明**。

5 这里所有内容均属假设，参见本报告末尾的**重要信息和免责声明**。

3. 新兴市场低迷⁶

复苏类型: V 型

2020 年新冠疫情对全球经济的影响比牛津经济研究院提出的“基准情景”更为严重。就连中国经济在 2020 年也出现收缩，处于低位的大宗商品价格对很多其他新兴市场产生了不利影响。不过，世界各国政府反应迅速，采取了非常宽松的货币政策。虽然 2021 年全球经济将实现复苏，但各国央行仍会长期保持低利率水平。

表 3: 新兴市场低迷: 关键变量总结*

	实际 GDP 增长(% 同比)						
	全球	发达经济体			新兴经济体		
		总体	美国	欧洲	总体	亚洲	中国
2020	-4.20	-6.02	-7.06	-5.35	-1.66	-0.55	-0.14
2021	6.60	6.78	9.49	4.29	6.77	7.96	7.90
2022	3.76	2.74	2.59	2.44	5.29	6.25	6.17
2023	3.12	1.81	1.67	1.72	4.97	5.99	5.85
2024	2.95	1.75	1.81	1.42	4.53	5.59	5.46

	国债收益率(%)				企业债收益率(%)		
	美国		德国		美国		
	3 个月	10 年	3 个月	10 年	AAA	BBB	利差
2020	0.35	0.56	-0.63	-0.54	1.82	3.72	1.90
2021	0.15	0.78	-0.53	-0.41	1.80	3.30	1.50
2022	0.46	1.38	-0.34	0.00	2.36	3.49	1.13
2023	1.05	1.78	-0.28	0.35	2.73	3.77	1.05
2024	1.43	2.11	0.02	0.77	3.05	4.04	0.99

*截至 2020 年 4 月 23 日。

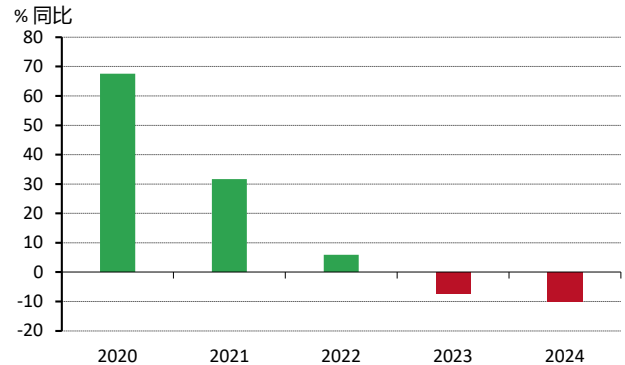
来源: 牛津经济研究院

对黄金的潜在影响⁷

我们的模型显示，此种情景下，2020 年和 2021 年的黄金隐含回报率高于大多数其他情境，并会在 2022 年仍为正值。然后在 2023 年和 2024 年，隐含回报率会变为负值。黄金的 5 年的年化隐含回报率达到两位数 (图 3)。

2020 年黄金的强劲表现由新冠疫情爆发带来的不确定性以及应对疫情影响而采取的货币政策驱动。与此同时，经济的负增长令黄金的消费需求下降。与前一个情景类似，风险和不确定性将于 2021 年大幅减少。信用利差的缩窄，信贷规模的下降以及更低的风险与不确定性在此后的几年里会使黄金的隐含表现承压。

图 3: 新兴市场低迷: 黄金的隐含收益率*



*基于世界黄金协会黄金估值框架模型 1.1 版本；假定的黄金隐含收益率为其均价年环比的百分比变动。

来源: 世界黄金协会旗下 QaurumSM

4. 大衰退⁸

复苏类型: U 型

新冠疫情对全球经济的影响比起初预期的更深远、更持久。由于对疫情反复蔓延的担忧，全球经济活动依然低迷不振，全球经济产出直到 2023 年才能恢复到疫情爆发前的水平，其中新兴市场是全球经济复苏的主导力量。发达经济体的复苏步伐更为缓慢，直到 2026 年其实际 GDP 才可回升至 2019 年之上的水平。各国央行长期保持低利率水平（很多国家甚至利率为负），信用利差保持高位，这样的情况或持续至 2024 年。

6 这与牛津经济研究院根据截至 2020 年 4 月 23 日的最新全球经济模型提出的“新兴市场低迷”情景相符。参见页尾重要信息和免责声明。

7 这里所有内容均属假设，参见本报告末尾的重要信息和免责声明。

8 这一情景以截至 2020 年 4 月 23 日的最新牛津经济研究院全球经济模型提出的“新冠疫情的中期的负面影响”、“全球贸易战”和“新兴市场低迷”情景

为依据。需要综合考虑各种因素，因为我们目前的 1.1 版模型在美国收益率为负或公司债收益率接近零时，无法计算隐含黄金收益率。在咨询牛津经济研究院后，制定出这一调整后的情景。参见本报告末尾的重要信息和免责声明。

表 4: 大衰退: 关键变量总结*

	实际 GDP 增长 (% 年同比)						
	全球	发达经济体			新兴市场经济体		
		总体	美国	欧洲	总体	亚洲	中国
2020	-9.88	-12.39	-13.30	-12.08	-7.46	-6.21	-5.37
2021	2.81	2.82	6.11	0.31	2.69	3.56	2.79
2022	4.87	4.08	4.62	4.15	6.25	6.97	7.09
2023	3.05	1.38	0.66	1.64	5.45	6.60	6.75
2024	2.25	1.13	0.86	0.88	3.56	4.32	3.81

	国债收益率(%)				企业债收益率(%)		
	美国		德国		美国		
	3 个月	10 年	3 个月	10 年	AAA	BBB	利差
2020	0.35	0.39	-1.00	-1.01	1.82	3.90	2.08
2021	0.13	0.40	-1.02	-1.03	1.52	3.26	1.74
2022	0.29	0.83	-0.84	-0.91	1.85	3.17	1.31
2023	0.59	1.10	-0.78	-0.89	2.07	3.27	1.21
2024	0.83	1.41	-0.72	-0.84	2.35	3.50	1.15

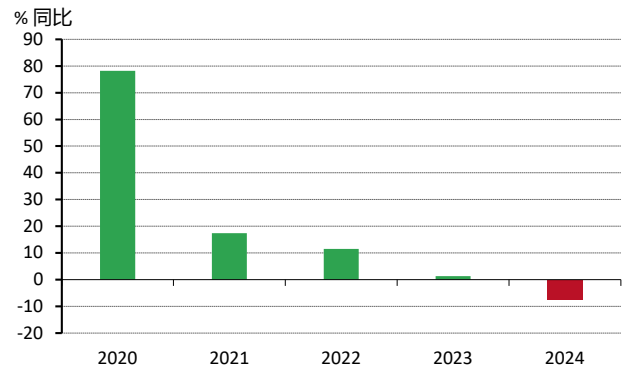
*截至 2020 年 4 月 23 日。

来源: 牛津经济研究院

对黄金的潜在影响⁹

我们的模型表明, 这种情形下, 2020 年的黄金隐含收益率表现强劲, 之后收益率虽依旧稳固但不断下滑, 直至 2024 年转为负值, 在这五年期间, 黄金的隐含年化收益率约为 20%(图 4)。

与其他情景中描述的类似, 更高的风险和不确定性支撑了黄金的强劲表现, 但该因素在 2020 年对黄金隐含收益率的贡献更大, 在此之后, 收窄的信用利差会拖累黄金的隐含回报率。下降的机会成本对 2020 年黄金隐含收益率的贡献同样为正, 且在短期利率十分接近 0 的条件下, 机会成本对 2021 年的黄金隐含回报率同样有正向贡献 – 这也是所有情景中的唯一一个。从 2022 年到 2024 年, 上升的利率会使黄金的隐含收益率承压。与其他情景相比, 更低的经济增长以及完全的通缩让黄金在多个领域的需求受到打击。

图 4: 大衰退: 黄金的隐含收益率*


*基于世界黄金协会黄金估值框架模型 1.1 版本; 假定的黄金隐含收益率为其均价年环比的百分比变动。

来源: 世界黄金协会旗下 **QaurumSM**

结论

我们的分析表明, 在考虑的各种假设情景下, 更高的市场风险和不确定性, 加之更低的机会成本, 可能会支持 2020 年的黄金投资需求。而这可能会抵消随经济活动收缩而下降的消费者需求对黄金表现的负面影响。

此后, 黄金的走势可能取决于经济复苏的速度以及货币政策和财政刺激措施的持续时间。

⁹ 这里所有内容均属假设, 参见本报告末尾的**重要信息和免责声明**。

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化变化。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

7th Floor, 15 Fetter Lane
London EC4A 1BW
英国

电话 +44 20 7826 4700

传真 +44 20 7826 4799

网站 www.gold.org

了解更多信息

研究与策略部门:

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:

Matthew Mark
销售部负责人，美洲
matthew.mark@gold.org
+1 212 317 3834

Jaspar Crawley
销售部负责人，东南亚
jaspar.crawley@gold.org
+44 20 7826 4787

Andrew Naylor
东南亚和公共政策事务负责人
andrew.naylor@gold.org
+65 6823 1538

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

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

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

Claire Lincoln
销售部负责人，欧洲、中东和非洲
claire.lincoln@gold.org
+44 20 7826 4788

杨振海 Fred Yang
投资总监，中国
fred.yang@gold.org
+86 21 2226 1109

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是世界黄金协会及其附属机构的商标。

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，严禁复制或再发本信息中任何内容，但符合下述规定的除外。信息和统计是世界黄金协会或其附属机构(合称“世界黄金协会”)或第三方供应商的版权所有和其他知识产权。所有者保留所有权利。

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：(i) 仅允许使用有限的的数据或分析摘录；(ii) 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结果的最终表现本质上是假设的，可能不能反映实际的投资结果，也不能保证未来的结果。世界黄金协会不保证或担保在任何假设的投资组合中使用的任何计算和模型或任何此类使用产生的任何结果。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讨论自身情况。

本文包含前瞻性陈述，例如使用“相信”、“预计”、“可能”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。世界黄金协会不承担更新任何前瞻性陈述的责任。

关于 QaurumSM 和黄金估值框架

请注意，通过使用 Qaurum、黄金评估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讲都是假设性的，可能无法反映实际的投资结果，也不能保证未来的结果。分散投资不能保证任何投资回报，也不能消除损失风险。世界黄金协会及其任何附属机构和子公司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。