

## 黄金“长牛”的逻辑：低增长下的低利率

### ——黄金9轮大行情复盘

报告日期：2023-08-10

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：张运智

执业证书号：S0010523070001

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

#### 相关报告

1. 专题《美联储的底牌——论2023年的加息与降息》2023-02-13
2. 专题《本轮美联储加息即将到顶，大类资产如何配置？》2022-11-25

#### 主要观点：

##### ● 9轮黄金价格走势复盘：实际利率主导黄金，美元走弱亦有贡献

我们以金价月平均值划分，选取行情持续时间超过3个月、累计涨幅超过10%，复盘了1968年以来黄金9轮行情。基于黄金独特属性，使用三因素框架分析黄金价格走势，即实际利率（对应货币和金融属性）、美元指数（对应标价效应）、供需情况（对应商品属性）。在基本框架的指引下，通过复盘得出三个重要结论：

**实际利率主导黄金，美元走弱亦有贡献。**尽管黄金走势与实际利率、美元指数等反向关系并不会在所有月份都严格一一对应，但黄金大行情都伴随着实际利率下降（9/9），美元指数下行（7/9）亦有贡献。具体来说，9轮行情中，黄金上行较快的时间段与实际利率快速下降时间段基本重合，7轮中实际利率贡献超过美元指数，可以认为实际利率仍然是金价的主导因素，而美元走弱也有一定贡献但并非主导因素。

**主导金价走势的实际利率涵盖越来越多预期因素。**2003年至2023年5月之间，度量实际利率的三种方式中，负相关性最强的是涵盖市场交易者预期的10YTIPS利率（-83.8%）。并且，黄金9轮大周期发生在美联储降息中的次数更多。

**美元指数亦有可能独立带动黄金行情。**当美国经济整体平稳，但其他发达经济体增长迅速时，美国实际利率不会发生大幅度变化，而美元则因为其他发达国家货币强势走弱、国际储备地位下降，此时美元指数走弱就成为黄金行情的重要贡献。

##### ● 展望：全球低增长下的低利率有望推动黄金迎来“长牛”

①**全球低增长，有望推动实际利率持续下行。**当前技术进步对于生产效率促进边际作用有所放缓，民粹主义抬头、逆全球化趋势伴随地缘政治风险，亦拖累全球增长。美国政府实施逆全球化政策，难以通过深度参与国际分工提升生产效率，使得潜在GDP增速中枢持续下行。

②**美元国际储备地位持续弱化，进一步带动美元走弱。**中国等经济体维持较高增速，美国全球GDP占比以及美元国际结算份额相应走弱。石油结算与美元脱钩，也削弱了美元在国际货币中的地位。

③**2024年美联储有望进入降息周期，成为下一轮黄金行情的催化剂。**美联储点阵图显示2024年较大概率进入降息周期，成为下一轮黄金行情的催化剂。

##### ● 风险提示

使用过去数据进行统计推算带来的偏差，市场学习效应超预期，美联储政策预测存在偏差等。

## 正文目录

引言 .....	6
1 1970 年 1 月至 1974 年 12 月：布雷顿森林体系解体后，第一次石油危机点燃黄金行情 .....	7
1.1 第一次石油危机引发“滞胀”，带动实际利率下行 .....	8
1.2 布雷顿森林体系瓦解，美元走弱启动黄金行情 .....	9
1.3 供应下降、投机性需求增加，对金价亦有贡献 .....	9
2 1976 年 8 月至 1980 年 1 月：第二次石油危机引发美国高通胀与经济衰退 .....	10
2.1 第二次石油危机再次引发“滞胀”，实际利率再度跌入负值 .....	10
2.2 日本与欧盟经济复苏，牙买加体系中美元储备作用下降，美元走弱启动黄金行情 .....	12
2.3 供应稳定、但投机性需求增加，对金价亦有贡献 .....	12
3 1982 年 6 月至 1983 年 2 月：美国经济衰退下美联储降息迎来黄金短暂爆发 .....	13
3.1 美联储紧缩货币导致美国经济衰退后，推动货币政策转向 .....	13
3.2 高利率支撑美元走强，但无碍黄金行情 .....	14
4 1985 年 2 月至 1987 年 12 月：广场协议后美元持续贬值迎来黄金小牛市 .....	15
4.1 通胀问题缓解，实际利率回落 .....	16
4.2 应对国际收支逆差，美国牵头广场协议推动美元贬值 .....	17
4.3 产量稳步增加、但需求上行更快，小幅支撑金价 .....	17
5 2001 年 4 月至 2008 年 3 月：美国经济内生动力偏弱推动美元下行，黄金进入长牛市 .....	18
5.1 经济内生动力不足，实际利率稳中略向下 .....	18
5.2 新兴经济体崛起以及欧元区成立，对美元形成挑战 .....	19
5.3 投资需求显著增长，但供需基本平衡 .....	20
6 2008 年 11 月至 2011 年 9 月：美联储量化宽松启动黄金的大牛市 .....	21
6.1 经济危机后增长前景悲观，实际利率逐步下行 .....	21
6.2 大放水削弱美元国际货币信用，但欧元区经济同步走弱托底美元指数 .....	22
6.3 投资需求与金价上涨相互促进 .....	23
7 2015 年 11 月至 2016 年 8 月：货币政策回归正常化后首次加息后抑制美国经济，推动黄金行情 .....	24
7.1 复苏基础并不牢固，经济危机后首次加息导致增速下行 .....	24
7.2 美国经济与美联储加息放缓推动美元小幅走弱 .....	25
7.3 黄金供应量与需求均稳步提升，投资需求增加支撑金价 .....	26
8 2018 年 9 月至 2020 年 2 月：美国经济再度走弱拉低实际利率，推升黄金 .....	26
8.1 美国经济再度走弱，美联储进行预防式降息，拉低实际利率 .....	27
8.2 美国经济走弱但欧元疲弱，美元指数小幅走强 .....	28
8.3 黄金 ETF 流入增加，投资需求增加支撑金价 .....	29
9 2020 年 3 月至 2020 年 9 月：应对疫情冲击美联储重启大幅宽松，推动黄金行情 .....	29

9.1 疫情冲击增长前景黯淡，实际利率跌至-1%	29
9.2 美联储重启量化宽松下，美元大幅走弱	30
9.3 黄金 ETF 流入大幅增加，支撑金价快速上行	31
10 九段行情复盘总结：实际利率主导黄金，美元走弱亦有贡献	31
10.1 主导金价走势的实际利率涵盖越来越多预期因素	32
10.2 美元指数亦有可能贡献独立行情	33
11 展望：全球低增长下的低利率有望推动黄金迎来“长牛”	34

## 图表目录

图表 1 黄金 10 轮行情，月均价涨幅均在 1.8%及以上	6
图表 2 黄金价格与美国 10Y 实际利率负相关	7
图表 3 黄金价格与美元指数负相关	7
图表 4 实际利率快速下行推动金价上涨	8
图表 5 名义利率不变、通胀大幅向上，实际利率下行	8
图表 6 第一次石油危机催生油价快速上涨	9
图表 7 1973 年开始美国经济增速快速下滑	9
图表 8 美国黄金储备大幅下降	9
图表 9 美元指数下行启动本轮黄金行情	9
图表 10 产量持续下降但需求高增助推金价	10
图表 11 1972 年后投资与投机需求明显增加	10
图表 12 实际利率快速下行推动金价上涨	11
图表 13 名义利率不变、通胀大幅向上，实际利率下行	11
图表 14 第二次石油危机推动油价再次翻倍	11
图表 15 1979 年开始美国经济增速快速下滑	11
图表 16 美国全球 GDP 占比下降	12
图表 17 美元指数下行启动本轮黄金行情	12
图表 18 产量稳定但需求高增助推金价	13
图表 19 1979 年后投资与投机需求大幅增加	13
图表 20 实际利率快速下行推动金价上涨	14
图表 21 名义利率与通胀大幅均向下，实际利率下行	14
图表 22 美联储降息应对经济下行	14
图表 23 1982 年美国经济增长大幅下降	14
图表 24 巴西、阿根廷、墨西哥外债余额迅速增加	15
图表 25 美元指数上行并未影响本轮黄金行情	15
图表 26 实际利率下行推动金价上涨	16
图表 27 名义利率下行快于通胀，实际利率下行	16
图表 28 美联储持续调整利率，推动利率整体先下后上	16
图表 29 美国经济增速小幅下降，但并不明显	16
图表 30 美国贸易逆差持续扩大	17
图表 31 美元指数下行启动本轮黄金行情	17
图表 32 黄金产量稳步增加、但需求增长明显	18

图表 33 投资与投机需求明显提升.....	18
图表 34 实际利率趋稳无碍金价上涨.....	19
图表 35 通胀预期稳定, 实际利率与名义利率基本同步.....	19
图表 36 5 年通胀预期基本上维持在 3% 左右.....	19
图表 37 互联网泡沫破裂后, 潜在 GDP 增速持续下行.....	19
图表 38 美国 GDP 全球占比明显下降.....	20
图表 39 美元指数下行推动本轮黄金行情.....	20
图表 40 新兴经济体增速远高于美国.....	20
图表 41 欧元在官方储备中占比显著提升, 压缩美元份额.....	20
图表 42 黄金供需基本保持平衡.....	21
图表 43 需求中的投资需求占比明显提升.....	21
图表 44 实际利率下行推动金价上涨.....	22
图表 45 通胀预期短暂扰动后趋稳, 实际利率与名义利率基本同步.....	22
图表 46 5 年通胀预期基本上维持在 3% 左右.....	22
图表 47 次贷危机后, 潜在 GDP 增速下探至 1.3%.....	22
图表 48 官方储备中美元份额进一步下降.....	23
图表 49 美元指数对黄金行情贡献有限.....	23
图表 50 黄金供需基本保持平衡.....	23
图表 51 需求中的投资需求占比明显提升.....	23
图表 52 实际利率下行推动金价上涨.....	25
图表 53 实际利率与名义利率基本同步下行.....	25
图表 54 5 年通胀预期下降至 2.5%.....	25
图表 55 潜在 GDP 增速维持不变, 但 GDP 增速有所放缓.....	25
图表 56 官方储备中美元份额小幅下降.....	26
图表 57 美元指数小幅下行对黄金行情贡献有限.....	26
图表 58 矿产品推动黄金供应量小幅上升.....	26
图表 59 黄金商品需求小幅上升, 投资需求贡献增加.....	26
图表 60 实际利率下行推动金价上涨.....	27
图表 61 实际利率与名义利率基本同步下行.....	27
图表 62 5 年通胀预期持平于 2.5%.....	28
图表 63 潜在 GDP 增速维持不变, 但 GDP 增速有所放缓.....	28
图表 64 官方储备中日元、人民币份额上升, 美元份额下降, .....	28
图表 65 美元指数小幅下上行.....	28
图表 66 黄金 ETF 流入有所增加.....	29
图表 67 黄金商品需求持平, 投资需求小幅增加.....	29
图表 68 实际利率下行推动金价上涨.....	30
图表 69 实际利率与名义利率基本同步下行.....	30
图表 70 5 年通胀预期逐步抬头.....	30
图表 71 潜在 GDP 增速明显下降.....	30
图表 72 官方储备中美元份额继续下降.....	31
图表 73 美元指数下降支撑金价上涨.....	31
图表 74 黄金 ETF 流入大幅增加.....	31
图表 75 黄金投资需求显著增加.....	31
图表 84 黄金 9 轮行情, 7 轮实际利率为主导因素、2 轮美元为主导因素.....	32

图表 85 黄金 9 轮大周期发生在美联储降息中的次数更多 .....	33
图表 86 美国 GDP 增长中枢下行至 1.7%左右 .....	34
图表 87 美国净移民人数和生育率下行 .....	34
图表 88 美国经济 2023 年底仍有陷入衰退概率 .....	35
图表 89 美联储点阵图显示 2024 年大概率开启降息 .....	35

## 引言

疫情以来，黄金价格表现亮眼，市场关注度显著提升。我们认为，由于技术进步、人口结构、地缘政治等因素，全球主要经济体正在进一步迈向“低增长+低利率”大环境，有利于作为无息资产的黄金“长牛”。鉴此，我们复盘了1968年以来黄金9轮行情，寻找投资线索和规律。需要说明的是，由于历史沿革、国际环境等因素，我们选取当前市场最有代表性的黄金价格，即使用美元计价的伦敦黄金现货价格，同时由于我们希望研究的是黄金大周期行情，因此我们取金价月平均值来划分，行情持续时间超过3个月，累计涨跌幅大于10%。

图表1 黄金10轮行情，月均价涨幅均在1.8%及以上

编号	起止时间	时长（月数）	黄金价格变动	涨跌幅	月均涨跌幅
1	1970年1月至1974年12月	59	34.94→184.27	427%	7.2%
2	1976年8月至1980年1月	41	109.93→675.31	514%	12.5%
3	1982年6月至1983年2月	8	314.98→491.2	56%	7.0%
4	1985年2月至1987年12月	34	299.1→486.13	63%	1.8%
5	2001年4月至2008年3月	83	260.48→968.43	272%	3.3%
6	2008年11月至2011年9月	34	760.86→1771.85	133%	3.9%
7	2015年12月至2016年8月	8	1068.14→1341.09	26%	3.2%
8	2018年9月至2020年2月	17	1198.47→1597.1	33%	2.0%
9	2020年3月至2020年8月	5	1591.93→1968.57	24%	4.7%

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/盎司、%。注：第8段和第9段虽然时间上相连，但驱动因素不同且中间经历了大跌，因此划分为两个阶段。

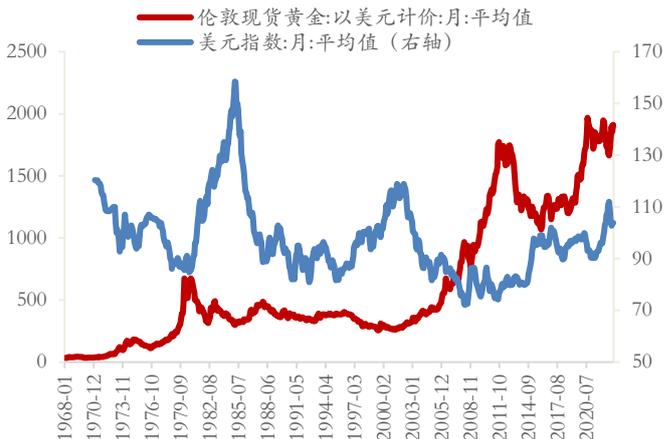
对于黄金的分析需要依托于黄金的核心特点展开，即“黄金是以美元计价的无息资产，同时具备商品属性”。基于以上黄金的特点，我们认为可以使用三因素框架分析黄金价格走势。①**黄金具备货币和金融属性**。“金银天然不是货币，但货币天然就是金银。”黄金作为贵金属具备稳定性、稀缺性，历史上承担了货币职能。随着货币属性弱化，黄金依然保持较高的流通性，且可以随时兑换成货币，因此相应的金融属性逐步上升。从金融资产的角度看，黄金属于典型的无息资产，不产生任何“利息”，故投资者需要在持有无息资产黄金和生息资产之间对机会成本进行取舍。黄金购买力不变使得其无风险名义回报约等于通胀水平，而生息资产的无风险名义回报约等于国债名义利率，因此国债名义利率与通胀水平二者之差，即**实际利率为持有黄金的机会成本，二者呈负相关关系**。在以美元标价的大前提下，黄金的机会成本可以认为是美债实际利率。②**黄金的标价效应（与美元的替代效应）**。随着布雷顿森林体系的解体，打破了美元购买力恒定，使得美元也出现了相对于其他货币的强弱。在黄金直接使用美元计价的情况下，**美元的强弱也与黄金价格呈负相关关系**。同时，当风险事件出现时，如削弱美元同样可以带动黄金上涨。③**黄金的商品属性**。黄金可以被用于日常消费和工业生产，供需同样会影响黄金的价格。以上三因素基

本上覆盖了所有影响黄金价格的因素。需要说明的是，各国央行购买黄金作为储备同样会影响黄金价格。我们认为，央行大规模购入黄金，其直接影响是黄金需求大幅度增加（商品属性维度），但其实质则是应对美元债权危机、提高本币信用（与美元的替代效应），因此在本报告中该行为纳入到第二因素的框架进行分析。而避险效应引发的黄金行情，通常持续时间较短、不会超过三个月，因此也未纳入本报告框架中进行单独分析。

图表 2 黄金价格与美国 10Y 实际利率负相关



图表 3 黄金价格与美元指数负相关



资料来源：Wind, iFind, 华安证券研究所。单位：美元/盎司，%。  
 注：1.1982 年之前（不含）实际利率使用 10Y 美债收益率-CPI 当月同比测算；2.1982 年至 2002 年实际利率使用克利夫兰联储 10 年期实际利率；3.2003 年之后（含）实际利率使用 TIPS 债券 10 年期利率。以上数据均处理为月均值。

资料来源：Wind, 华安证券研究所。单位：指数点、%。注：数据按照月均值处理。

结合复盘经验，我们发现，在中长期维度影响黄金价格的因素依次为金融属性（美债实际利率）> 标价效应（美元指数）> 商品属性，其中金融属性为主导因素，标价效应有一定影响，而商品属性影响微乎其微。展望未来，我们认为，全球继续迈向低增长+低利率环境，在新技术革命出现显著拉动经济增长之前，黄金有较大概率迎来“长牛”。

## 1 1970 年 1 月至 1974 年 12 月：布雷顿森林体系解体后，第一次石油危机点燃黄金行情

布雷顿森林体系解体后，第一次石油危机点燃黄金行情。1944 年全球建立了美元与黄金挂钩、各国货币与美元挂钩的布雷顿森林体系下固定汇率制度，以美国拥有当时全球三分之二的黄金储备保障该体系稳定运转。1960 年，美国经济学家指出了布雷顿森林体系存在的悖论（即“特里芬难题”）：一方面增加美元的供给将给美

元带来贬值压力，无法和黄金维持固定比例；另一方面，稳定美元币值而减少美元供给，又无法维持美元国际货币地位。随着各国央行在“特里芬难题”中选择加速将国际贸易顺差中获得的美元向美国兑换成黄金运回本国，布雷顿森林体系难以为继。1971年8月，尼克松政府宣布“美元与黄金脱钩”，黄金价格不再维持35美元/盎司开启上涨。而1973年的第一次石油危机，使得美国经济陷入“滞胀”，带动实际利率和美元指数纷纷下行。1970年1月至1974年12月，黄金价格月均价从34.94美元/盎司大幅上涨至184.27美元/盎司，累计涨幅427%，月均涨幅7.2%。其中，主要涨幅发生在1972年11月至1974年12月实际利率快速下行期间。从相关系数看，这一时期实际利率下行和美元指数走弱均支撑金价上行，实际利率(-85.8%)贡献强于美元指数(-76.5%)。

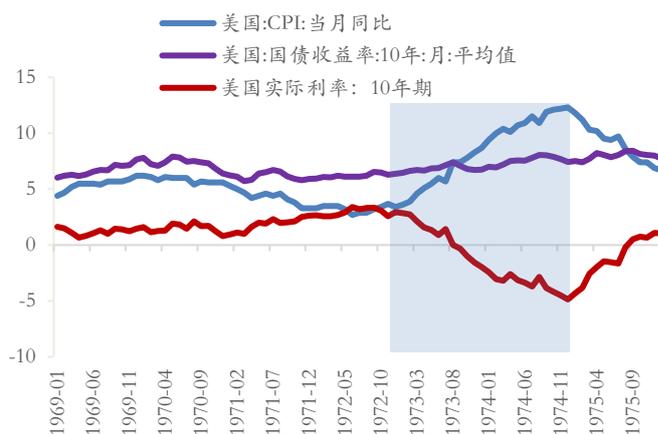
### 1.1 第一次石油危机引发“滞胀”，带动实际利率下行

**第一次石油危机引发“滞胀”，带动实际利率下行。**1973年10月，第四次中东战争冲突引发了第一次石油危机，中东地区的产油国不仅减产石油，还对西方发达国家实行石油禁运。由于美国国会通过了对以色列22亿美元的巨额军援，阿联酋率先宣布石油减产12%、并对美国实行石油禁运，次日沙特决定减产10%、停止对美国的石油出口，之后卡塔尔、科威特、利比亚、阿尔及利亚、巴林、阿曼等阿拉伯产油国家纷纷宣布减产和对美国实行石油禁运。石油价格飙升，导致美联储于1973年1月开始大幅度加息，从1973年1月至1974年1月，美联储将利率从3.5%提升至11%，从而应对通胀问题。但在石油价格飙升影响下，欧美主要经济体经济增速下滑，通胀问题并未完全解决，直至1974年下半年第一次石油危机有所缓解。美国经济陷入“滞胀”，带动实际利率（10Y美债收益率-CPI当月同比）从3%下降至-4.9%。

图表4 实际利率快速下行推动金价上涨

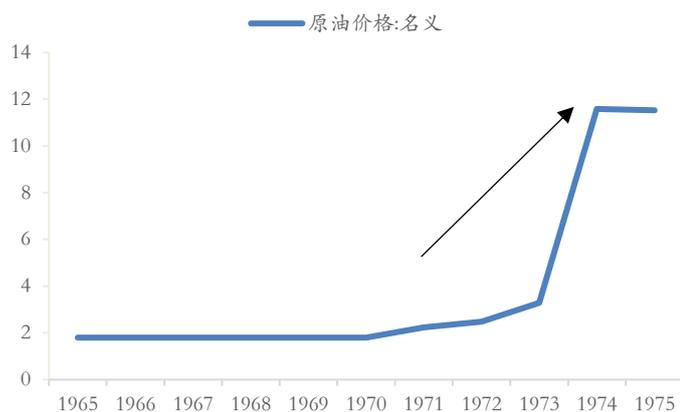


图表5 名义利率不变、通胀大幅向上，实际利率下行



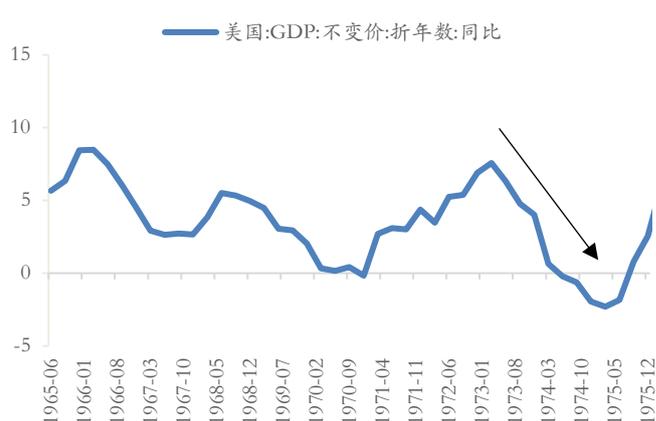
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/盎司，%。注：实际利率使用10Y美债收益率-CPI当月同比测算。

图表6 第一次石油危机催生油价快速上涨



资料来源: EIA, 华安证券研究所。单位: 美元/桶。

图表7 1973年开始美国经济增速快速下滑

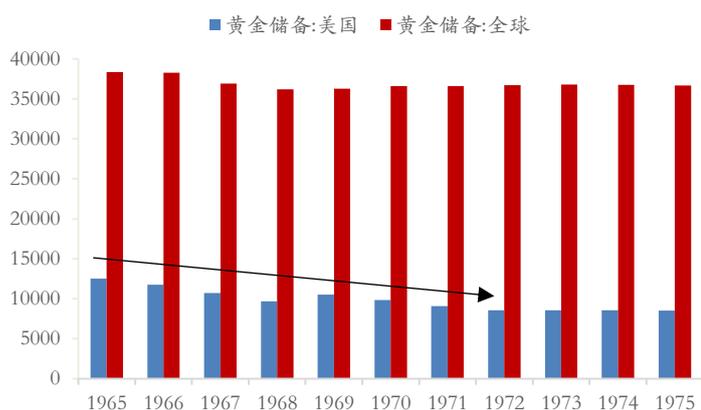


资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。

## 1.2 布雷顿森林体系瓦解，美元走弱启动黄金行情

布雷顿森林体系瓦解，美元走弱启动黄金行情。二战后欧洲经济恢复迅速，并且从与美国的贸易顺差中积累了大量美元。并且，由于黄金长时间维持 35 美元/盎司的名义价格，而经济战后恢复发展伴随着温和通胀，使得黄金实际价格下降、存在低估。因此，面对“特里芬难题”，欧洲各国央行选择将美元兑换为黄金运回本国。受此影响，美国黄金储备从 1965 年的 12499 吨锐减至 1972 年的 8584 吨，无力支撑美元与黄金挂钩。在 1971 年宣布美元与黄金脱钩后，美元迅速走弱。美元指数从 1971 年初的 120.4 快速下降至 1973 年初的 110。美元走弱启动了本轮黄金行情，1973 年之后美元指数震荡走弱，并未成为继续支撑金价上涨的主要贡献。

图表8 美国黄金储备大幅下降



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 吨。

图表9 美元指数下行启动本轮黄金行情

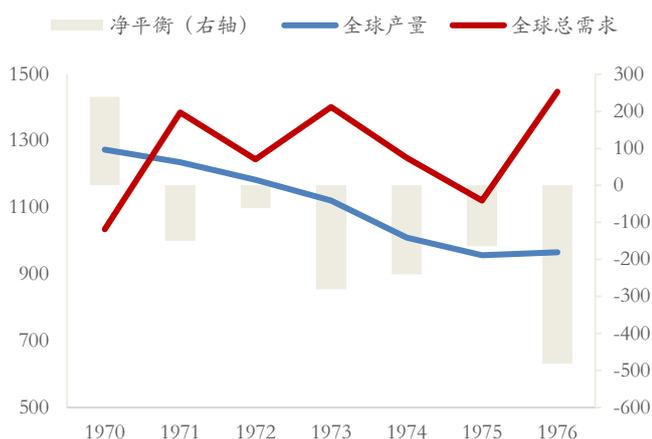


资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 美元/盎司、指数点。

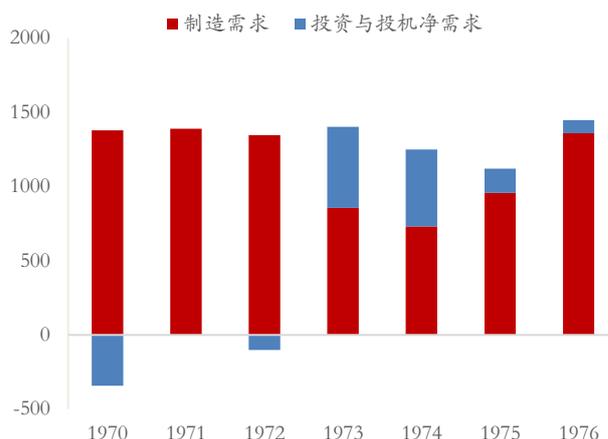
## 1.3 供应下降、投机性需求增加，对金价亦有贡献

供应下降、投机性需求增加，对金价亦有贡献。1960 年以来全球黄金产量持续增加，至 1970 年时上升至阶段性峰值 1274 吨，但 1971-1975 年黄金产量明显下降、跌破 1000 吨每年。虽然同一时期黄金价格快速上涨导致工业以及日用黄金需求从 1300 吨下降至不足 600 吨，但金价快速上涨推动投资与投机需求弥补了商品需求的缺口。在供给快速下降的背景下，全球供需缺口有所扩大，助推金价上涨。

图表 10 产量持续下降但需求高增助推金价



图表 11 1972 年后投资与投机需求明显增加



资料来源：Consolidated Gold Fields Ltd.，华安证券研究所。单位：吨。注：数据为西方国家（不含社会主义国家）统计口径。

资料来源：Consolidated Gold Fields Ltd.，华安证券研究所。单位：吨。注：数据为西方国家（不含社会主义国家）统计口径。

## 2 1976 年 8 月至 1980 年 1 月：第二次石油危机引发美国高通胀与经济衰退

第二次石油危机引发美国高通胀与经济衰退，黄金迎来第二轮大周期。布雷顿森林体系解体后，1976 年初 IMF 通过了《牙买加协议》允许会员国自由选择汇率制度，各国货币价值也基本上与黄金脱钩，黄金作为储备资产的作用被大大削减。日本与欧盟经济进一步复苏推动美国 GDP 全球占比下降、外汇储备中美元占比减少，美元走弱推动黄金走强。1978 年底，世界第二大石油出口国伊朗国内发生伊斯兰革命运动，政局动荡导致 1979 年 3 月 4 日之前伊朗停止石油出口，全球石油供应锐减、油价大幅上涨。第二次石油危机推动美国通胀快速上升，实际利率再度跌入负值，推升黄金价格快速上涨。1976 年 8 月至 1980 年 1 月，黄金价格月均价从 109.93 美元/盎司大幅上涨至 675.31 美元/盎司，累计涨幅 514%，月均涨幅 12.5%。其中，主要涨幅发生在 1978 年 12 月至 1980 年 1 月实际利率快速下行期间。从相关系数看，这一时期实际利率下行和美元指数走弱均支撑金价上行，实际利率 (-84.7%) 贡献强于美元指数 (-72.9%)。

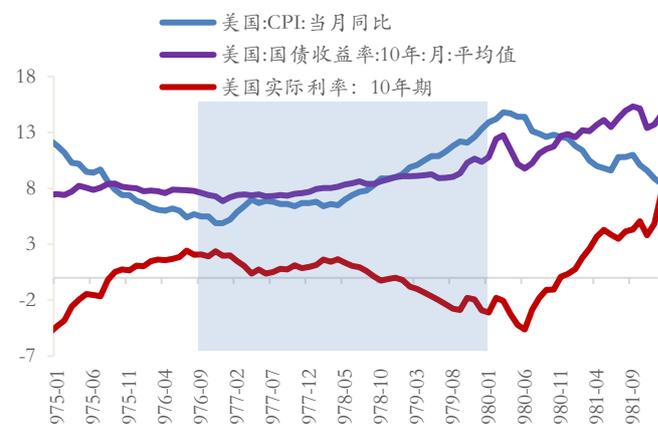
### 2.1 第二次石油危机再次引发“滞胀”，实际利率再度跌入负值

第二次石油危机再次引发“滞胀”，实际利率再度跌入负值。1978年底，世界第二大石油出口国伊朗的政局发生剧烈变动，伊朗亲美的温和派国王巴列维下台，即“伊斯兰革命”。从1978年底至1979年3月初，伊朗停止输出石油60天，对全球原油市场脆弱的供需关系形成明显冲击，1980年9月两伊战争爆发。1978-1981年，伊朗原油产量由2.65亿吨迅速下降至0.66亿吨，降幅达75%；伊拉克产量由1978年1.27亿吨下降至0.45亿吨，降幅达65%。受此影响石油价格再次飙升，从15美元/桶升至31美元/桶，能源价格高企再次引发美国通胀，1979年美国CPI同比超过10%。对此，时任美联储主席的保罗·沃尔克（Paul Volcker）采取了强硬的紧缩政策，美联储于1977年9月重启加息，从1978年1月至1980年2月，美联储将利率从6.75%提升至15%，以应对通胀问题。高通胀、高利率使得美国经济再度陷入“滞胀”，带动实际利率（10Y美债收益率-CPI当月同比）从2%下降至-3.1%。

图表 12 实际利率快速下行推动金价上涨



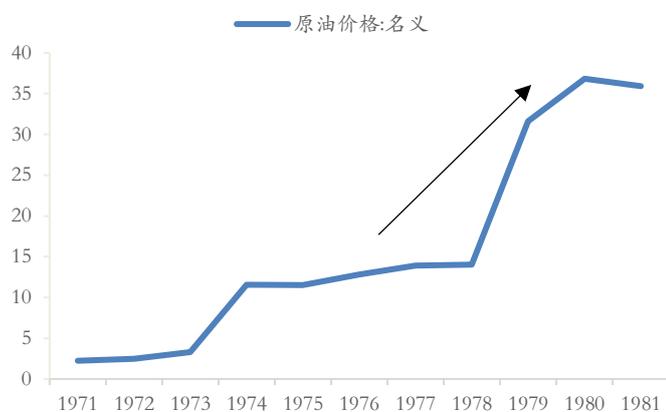
图表 13 名义利率不变、通胀大幅向上，实际利率下行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/盎司，%。注：实际利率使用10Y美债收益率-CPI当月同比测算。

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

图表 14 第二次石油危机推动油价再次翻倍



资料来源：EIA，华安证券研究所。单位：美元/桶。

图表 15 1979年开始美国经济增速快速下滑

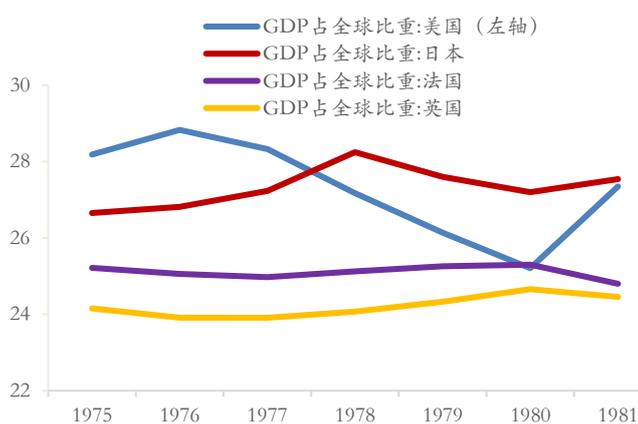


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

## 2.2 日本与欧盟经济复苏，牙买加体系中美元储备作用下降，美元走弱启动黄金行情

日本与欧盟经济复苏，牙买加体系中美元储备作用下降，美元走弱启动黄金行情。随着日本、英国、法国、德国经济的恢复，尤其是70年代日本经济崛起、一跃成为全球第二大经济体，日元也逐步成为重要的国际储备货币。而牙买加体系将黄金排除国际货币以外，推动国际储备实现多元化，美元占官方外汇储备有所下降。这背后则是牙买加体系建立后，主权货币不再与黄金挂钩，而是与发行国主权信用挂钩。因此，1976年至1980年，由于经济增长相对放缓和停滞，美国GDP占全球GDP总量的比重从28.8%下降至25.2%，美国经济实力下降导致美元走弱。美元指数从1976年中的106.8快速下降至1980年初的85.5。可以说，美元走弱启动并贯穿了本轮黄金行情。

图表 16 美国全球 GDP 占比下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

图表 17 美元指数下行启动本轮黄金行情

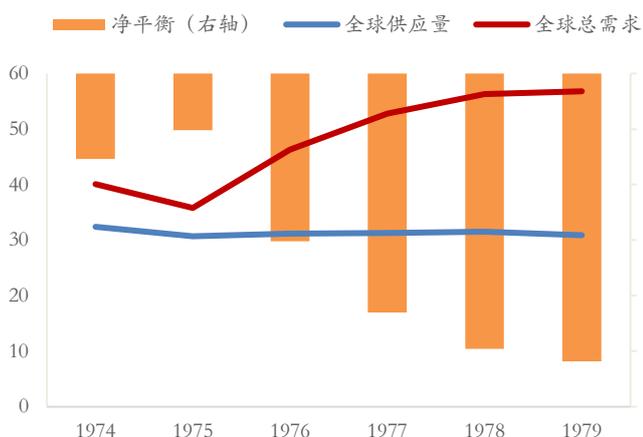


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/盎司、指数点。

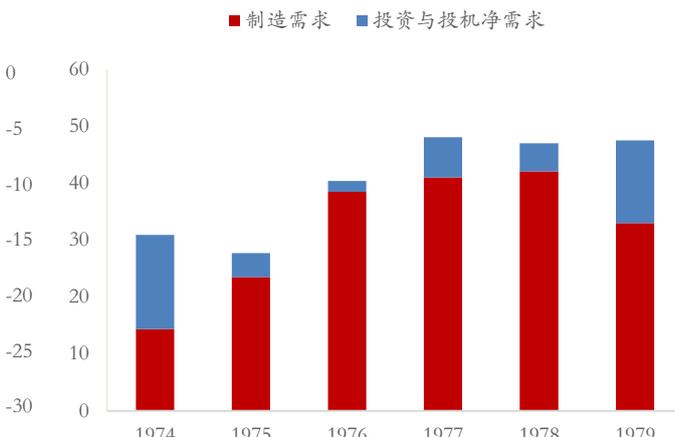
## 2.3 供应稳定、但投机性需求增加，对金价亦有贡献

供应稳定、但投机性需求增加，对金价亦有贡献。1975年以来全球黄金产量整体持平于950吨（3100万盎司）左右，但黄金需求却明显增加。尤其是1978-1979年，投机性需求大幅增加拉高了总需求。同时，黄金期货市场的蓬勃发展也推动了更多投机性的需求、放大了黄金价格波动。美国主要期货交易所的交易量从1975年底40万盎司/天增加到1979年底的约500万盎司/天，1980年纽约黄金市场总交易量达8亿盎司（约2.5万吨黄金），而黄金开采量、官方销售以及CEMA（苏东社会主义国家）国际贸易提供的世界黄金总供应量只有约0.55亿盎司（约1700吨）。另一方面，期货交易相对于现货交易占据主导性优势，使得黄金的金融属性大幅增加、商品属性大幅弱化。

图表 18 产量稳定但需求高增助推金价



图表 19 1979 年后投资与投机需求大幅增加



资料来源：Consolidated Gold Fields Ltd., 华安证券研究所。单位：百万盎司。注：数据为西方国家（不含社会主义国家）统计口径。

资料来源：Consolidated Gold Fields Ltd., 华安证券研究所。单位：百万盎司。注：数据为西方国家（不含社会主义国家）统计口径。

### 3 1982 年 6 月至 1983 年 2 月：美国经济衰退下 美联储降息迎来黄金短暂爆发

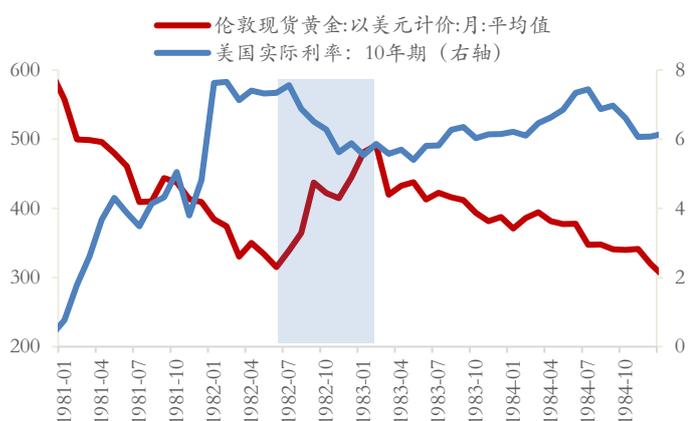
**美国经济衰退下美联储降息迎来黄金短暂爆发。** 美联储维持较高利率应对第二次石油危机造成的高通胀问题，但由于决策失误使得 1982 年经济陷入了严重衰退，并最终通过衰退解决了通胀问题。1981 年底开始，美联储政策转向降息以推动经济恢复，在美联储降息带动下，实际利率逐步回落，推升黄金价格快速上涨。1982 年 6 月至 1983 年 2 月，黄金价格月均价从 314.98 美元/盎司大幅上涨至 491.2 美元/盎司，累计涨幅 56%，月均涨幅 7%。从相关系数看，这一时期实际利率（-88.1%）下行支撑金价上行，但美元指数（21.3%）因拉美国国家债务问题走强不是本轮金价的支撑因素。

#### 3.1 美联储紧缩货币导致美国经济衰退后，推动货币政策转向

**美联储紧缩货币导致美国经济衰退后，推动货币政策转向。** 为了应对通胀问题，重建美国社会对美联储遏制通胀的信心，1979 年 10 月 FOMC 会议宣布将货币政策操作目标由联邦基金利率切换至银行准备金供给和广义货币供应量，即货币政策框架由“价格型”转变为“数量型”，从而摆脱了渐进加息的束缚，可以短时间内大幅度提高政策利率，同时恢复了市场对美联储的信心。按照 NBER 标准，20 世纪 80 年代初美国发生了两次衰退，分别为 1980 年 1 月-7 月和 1981 年 7 月-1982 年 11 月。1980 年衰退程度较浅，持续时间较短，是因为美联储在加息周期中途（1980 年 5 月-6 月）短暂放松了货币政策导致经济动能恢复。而事后证明，美联储短暂放松货币

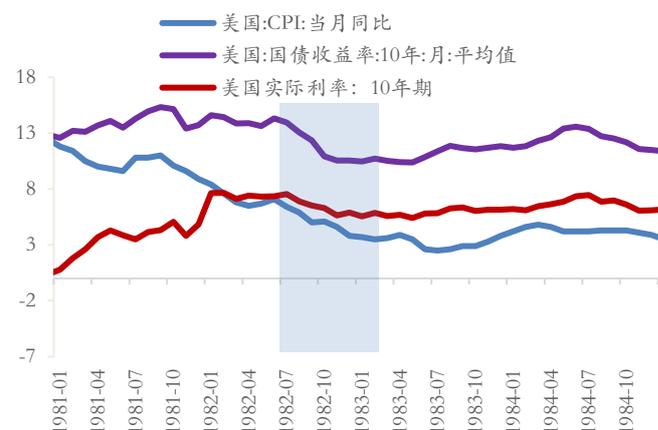
政策是决策失误。虽然1980年二季度，美国通胀水平较快回落，但美联储货币政策转向过快，导致货币增速和通胀再次走高。更重要的是，提前转向削弱了美联储信誉，增加了通胀预期，致使美联储不得不以更大的代价遏制再次抬头的通胀。最终，“沃尔克时刻”强硬的货币紧缩使美国经济在1980-1982年陷入“W型衰退”。1982年美国GDP同比下降1.8%，被认为是美国20世纪以来第三严重的衰退，仅次于“大萧条”和2008年全球金融危机。为了推动美国经济复苏，美联储从1981年11月至1982年12月多次降息，将利率从14%下降至8.5%。美联储公布的10年期实际利率也从7.35%下降至5.54%。

图表 20 实际利率快速下行推动金价上涨



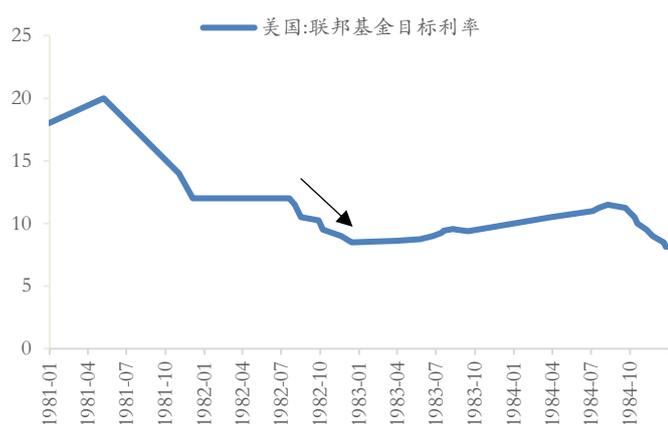
资料来源：Wind, iFind, 华安证券研究所。单位：美元/盎司，%。  
注：1.1982年之前实际利率使用10Y美债收益率-CPI当月同比测算；2.1982年之后实际利率使用克利夫兰联储实际利率10年期。

图表 21 名义利率与通胀大幅均向下，实际利率下行



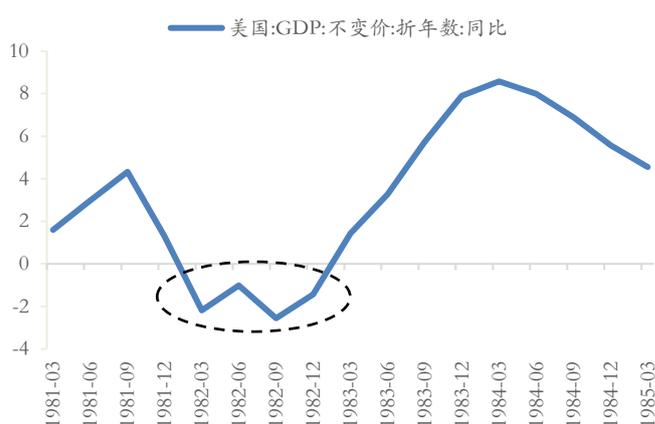
资料来源：Wind, iFind, 华安证券研究所。单位：%。1.1982年之前实际利率使用10Y美债收益率-CPI当月同比测算；2.1982年之后实际利率使用克利夫兰联储实际利率10年期。

图表 22 美联储降息应对经济下行



资料来源：Wind, 华安证券研究所。单位：%。

图表 23 1982年美国经济增长大幅下降

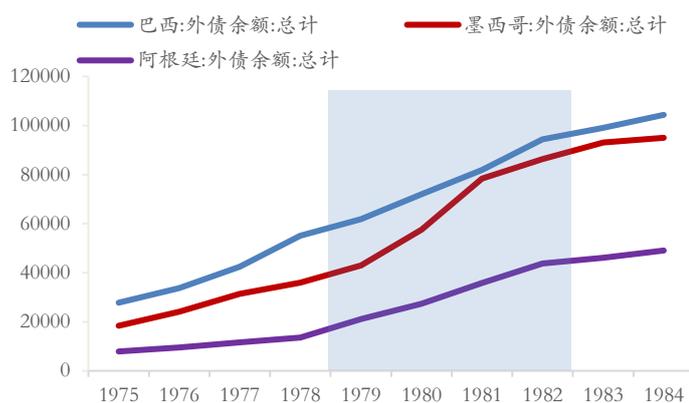


资料来源：Wind, 华安证券研究所。单位：%。

### 3.2 高利率支撑美元走强，但无碍黄金行情

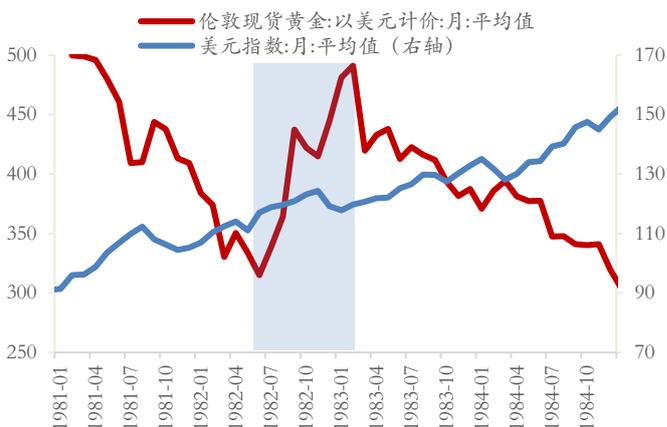
**高利率支撑美元走强，但无碍黄金行情。**为了应对第二次石油危机带来的高通胀问题，美联储在1978年以来维持较高的利率水平，联邦基金目标利率一度高达20%。尽管随着通胀回落，美联储降低了政策利率，但利率依然维持在较高水平，推动美元回流。而1982年爆发的拉美国家债务危机，进一步加剧了美元回流、推高美元指数。引发拉美国家债务危机的主要原因有两个方面：①为了经济发展盲目举债，但资金使用效率低下。尤其是墨西哥、阿根廷、巴西等主要拉美国家急于通过扩大投资实现现代化，受限于国内储蓄率和投资率普遍较低、国内资金缺乏，将希望寄托在通过外债筹集资金，但这些资金大多用于投资项目周期长、效率低、流动性和变现能力差的大型公用事业，也没有实现原定的增长目标。②美联储加息恶化了其偿债能力。拉美国家举借的外债多为浮动利率，随着利率上升，其借债成本水涨船高。更重要的是，美联储加息引发美元持续升值，以美元计价的全球大宗商品价格下跌导致拉美国家出口收入锐减，叠加拉美国家货币大幅贬值、国际收支恶化，更加难以偿还债务。以1982年8月墨西哥宣布无力偿还外债为标志，拉美债务危机爆发，随后巴西、委内瑞拉、阿根廷、秘鲁和智利等国也相继发生还债困难，进一步推动资本从拉美国家回流美国。

图表 24 巴西、阿根廷、墨西哥外债余额迅速增加



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：百万美元。

图表 25 美元指数上行并未影响本轮黄金行情



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/盎司、指数点。

## 4 1985年2月至1987年12月：广场协议后美元持续贬值迎来黄金小牛市

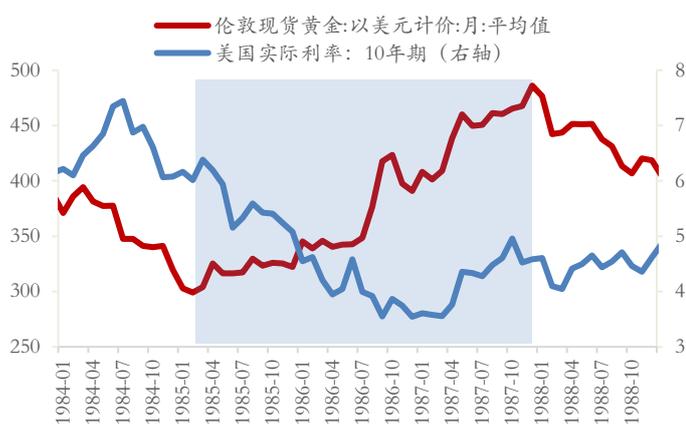
**广场协议后美元持续贬值迎来黄金小牛市。**20世纪80年代，日本商品全球竞争力明显提升，而美联储维持较高利率下美元指数持续上行进一步削弱了美国出口商品的竞争力，导致美国贸易逆差严重恶化。为了应对国际收支恶化，美国政府不得不采取两方面措施进行应对，对内美联储持续调整利率、实现利率稳步下行，对外美日德英法五国签订广场协议引导日元升值、美元贬值。在一系列措施下，美元指数开始走弱，实际利率也在通胀回落后开启下行，催生了黄金一轮行情。1985年2

月至1987年12月，黄金价格月均价从299.1美元/盎司上涨至486.13美元/盎司，累计涨幅63%，月均涨幅1.8%。从相关系数看，这一时期实际利率下行和美元指数走弱均支撑金价上行，但美元指数（-88.1%）贡献强于实际利率（-55.2%）。

#### 4.1 通胀问题缓解，实际利率回落

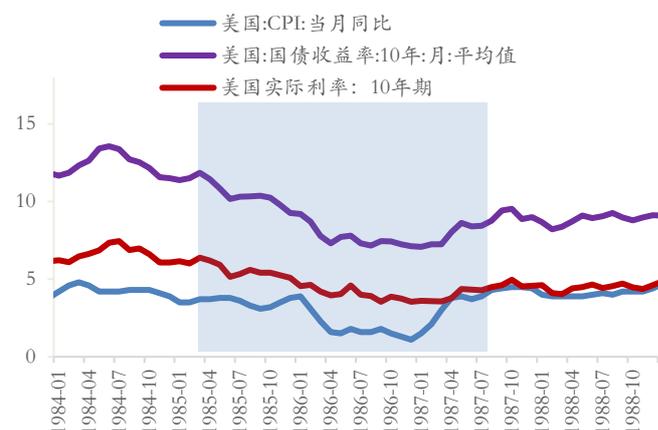
**通胀问题缓解，实际利率回落。**经历20世纪80年代初的经济衰退后，通胀问题得到遏制。1984年，美国CPI已经回落至5%以下，同时在里根政府一系列改革措施的帮助下美国经济开始逐步恢复。鉴于通胀已经明显回落，美联储于1984年开始根据经济状况逐步小幅度调整利率。但由于整体上调降的幅度大于调升，叠加1986年低通胀和相对较低的经济增速，联邦基金利率以下行为主，低通胀带动实际利率从6%下降至3.5%后。进入1987年后，经济增速和通胀有所回升，美联储小幅加息，实际利率又回升至4.5%左右。

图表26 实际利率下行推动金价上涨



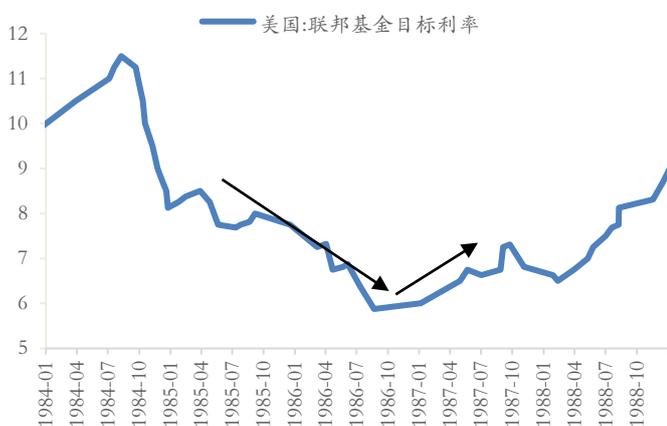
资料来源：Wind, iFind, 华安证券研究所。单位：美元/盎司，%。  
注：实际利率使用克利夫兰联储10年期实际利率。

图表27 名义利率下行快于通胀，实际利率下行



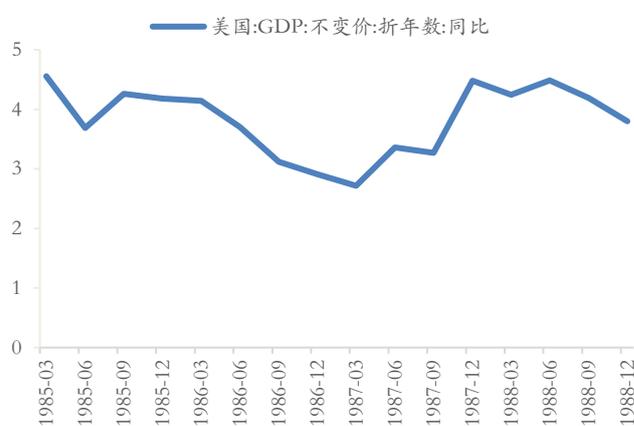
资料来源：Wind, iFind, 华安证券研究所。单位：%。注：实际利率使用克利夫兰联储10年期实际利率。

图表28 美联储持续调整利率，推动利率整体先下后上



资料来源：Wind, 华安证券研究所。单位：%。

图表29 美国经济增速小幅下降，但并不明显



资料来源：Wind, 华安证券研究所。单位：%。

## 4.2 应对国际收支逆差，美国牵头广场协议推动美元贬值

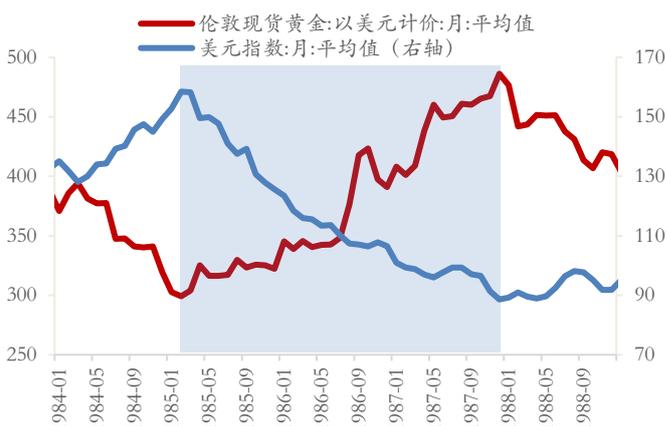
应对国际收支逆差，美国牵头广场协议推动美元贬值。美国贸易逆差扩大存在多方面原因：一方面，日本和“亚洲四小龙”由于廉价的劳动力加工产业迅速发展，同时在其货币对美元贬值的情况下，出口产品竞争力大大提升，且美国在经济恢复的情况下国内有较强的购买力，对于相关产品有较大需求，因此美国内需旺盛下进口快速增长。另一方面，美元大幅升值使得美国出口产品价格大幅上涨，而美国主要出口市场欧洲地区、加拿大和拉美地区，经济长期增长缓慢以及沉重的外债负担，对于国外进口产品的消费疲弱。出口减弱与进口增强导致美国 80 年代贸易逆差逐渐拉大。对此，1985 年 9 月，由美国牵头，美日德英法五国签订广场协议、干预外汇事件，诱导美元贬值，至 1988 年美国贸易逆差开始有所收窄。在 1985 年至 1987 年间，美元指数从峰值 158.5 大幅下降至 88.6，美元走弱是本轮黄金行情的重要贡献。

图表 30 美国贸易逆差持续扩大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、百万美元。

图表 31 美元指数下行启动本轮黄金行情

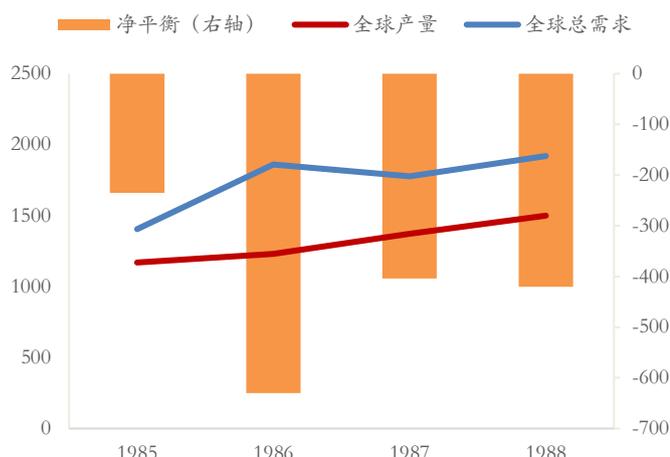


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/盎司、指数点。

## 4.3 产量稳步增加、但需求上行更快，小幅支撑金价

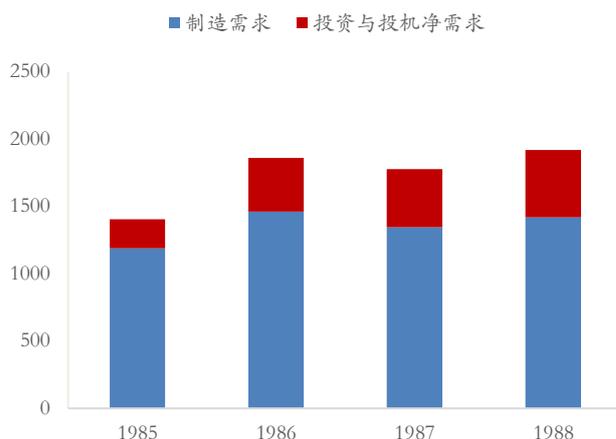
产量稳步增加、但需求上行更快，小幅支撑金价。1985 年以来黄金产量快速增加，从每年 1100 吨提升至 1988 年的 1500 吨。但同时，黄金需求上行更加明显，尤其是 1986-1987 年金价上行叠加特定金币发行，进一步释放黄金需求。1986 年日本使用 200 吨黄金铸造 1000 万枚金币以纪念裕仁天皇就位 60 周年，当年日本国内就将上述金币售出 90%。同年，美国使用 50 多吨黄金铸造鹰徽标识的系列新金币，当年实际金币发行量达 56 吨。加上澳大利亚也在当年发行了金币，使得 1986 年官方铸造金币就使用了 330 吨黄金。黄金制品需求和投资需求的增长，共同推升黄金价格上升。

图表 32 黄金产量稳步增加、但需求增长明显



资料来源：《世界黄金需求概况》，华安证券研究所。单位：吨。  
注：数据为西方国家（不含社会主义国家）统计口径，不含再循环金。

图表 33 投资与投机需求明显提升



资料来源：《世界黄金需求概况》，华安证券研究所。单位：吨。  
注：数据为西方国家（不含社会主义国家）统计口径。

## 5 2001 年 4 月至 2008 年 3 月：美国经济内生动力偏弱推动美元下行，黄金进入长牛市

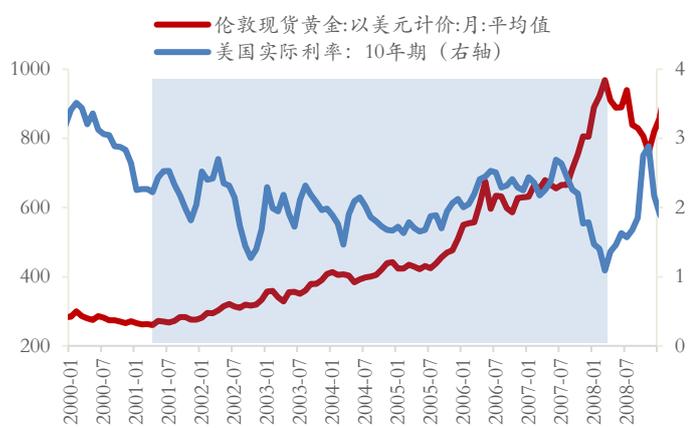
**美国经济内生动力偏弱推动美元下行，黄金进入长牛市。**21 世纪初，美国互联网泡沫破裂后经济潜在增速持续下行，而同一时期以中国为代表的新兴国家经济崛起、推动美国 GDP 全球占比继续下降，1999 年欧盟推出欧元、逐步挑战美元国际货币地位，以上因素共同影响下美元长期走弱，催生了黄金长牛市行情。2001 年 4 月至 2008 年 3 月，黄金价格月均价从 260.5 美元/盎司上涨至 968.4 美元/盎司，累计涨幅 272%，月均涨幅 3.3%。从相关系数看，这一时期美元指数走弱 (-80.5%) 是金价上行的主要原因，实际利率 (-3.8%) 对金价贡献非常有限。

### 5.1 经济内生动力不足，实际利率稳中略向下

**经济内生动力不足，实际利率稳中略向下。**2000 年，美国互联网泡沫破裂，美联储降息刺激经济恢复。但 2000 年之后，美国资本积累与人口放缓拖累增长潜力，美国经济潜在增速持续下降，从 4% 下降至 2.5% 左右。同时，自 1997 年美国财政部推出通货膨胀保值债券 (Treasury Inflation-Protected Securities, TIPS)，债券本金根据通胀进行调整，保证了投资者获得实际收益。由于 TIPS 工具的推出，使得资本市场能够直接对实际利率进行交易，从而推动投资者从后验的通胀水平转向交易通胀预期。而中国加入 WTO 等经济全球化趋势，推动美国能够从发展中国家获取廉价商品，美国通胀预期整体保持稳定。由于名义利率中内含的通胀预期保持稳定（基本上不变），使得实际利率变动与名义利率趋同，在低于经济潜在增速 2.5% 附近波动，

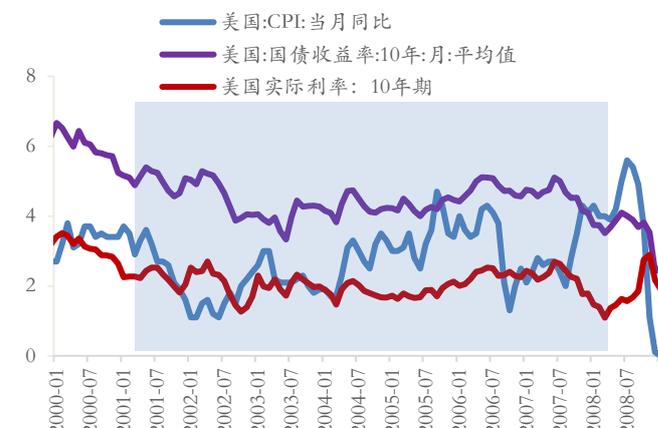
并跟随经济潜在增速下降。直到 2007 年底雷曼兄弟银行事件引发金融危机担忧后，实际利率才明显下降，再次带动黄金价格上涨。

图表 34 实际利率趋稳无碍金价上涨



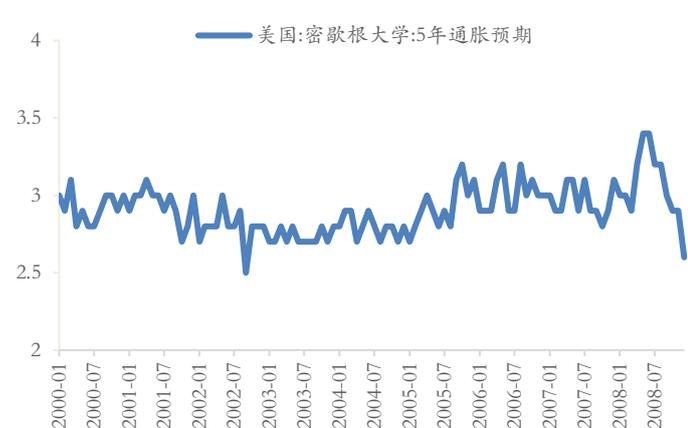
资料来源：Wind, iFind, 华安证券研究所。单位：美元/盎司，%。  
注：1.2003 年之前实际利率使用克利夫兰联储 10 年期实际利率；  
2.2003 年之后实际利率使用美国财政部 TIPS 债券 10 年期利率。

图表 35 通胀预期稳定，实际利率与名义利率基本同步



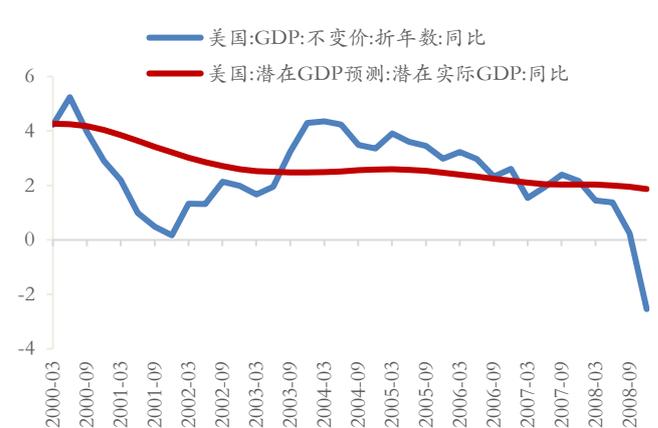
资料来源：Wind, iFind, 华安证券研究所。单位：%。注：1.2003 年之前实际利率使用克利夫兰联储 10 年期实际利率；2.2003 年之后实际利率使用美国财政部 TIPS 债券 10 年期利率。

图表 36 5 年通胀预期基本上维持在 3% 左右



资料来源：Wind, 华安证券研究所。单位：%。

图表 37 互联网泡沫破裂后，潜在 GDP 增速持续下行



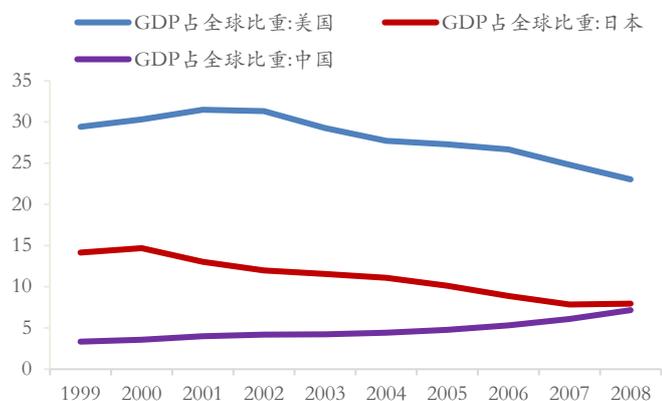
资料来源：Wind, 华安证券研究所。单位：%。

## 5.2 新兴经济体崛起以及欧元区成立，对美元形成挑战

**新兴经济体崛起以及欧元区成立，对美元形成挑战。**进入 21 世纪，经济全球化带动全球分工体系重构和国际贸易繁荣，新兴经济体通过开发本国资源、以廉价劳动力优势承接发达国家产业转移以及积极参与国际贸易等多种方式实现了经济较快发展。1999 年 1 月 1 日，欧元在欧盟各成员国范围内正式发行，欧盟根据《马斯特里赫特条约》规定，欧元于 2002 年 1 月 1 日起正式流通。背靠经济实力强大的欧盟，欧元在官方外汇储备中的份额迅速提升，从 2001 年的 17.6% 大幅提升至 2007 年底的

26%。受新兴经济体崛起以及欧元区成立的影响，美元在国际货币体系中的地位受到了一定挑战，使得美元指数进入了一个较长的下行期，成为推动本轮黄金行情的主要因素。

图表 38 美国 GDP 全球占比明显下降



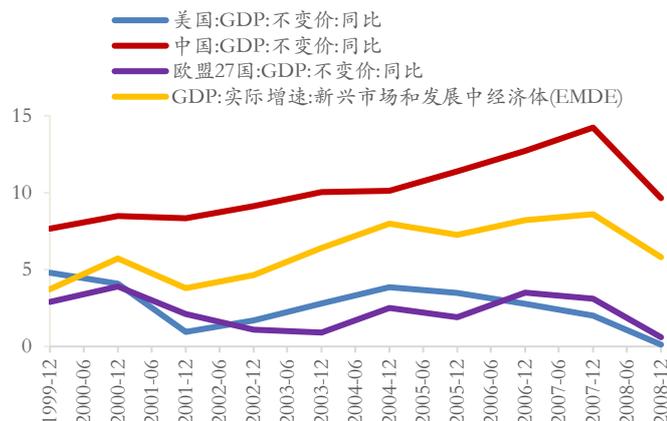
资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。

图表 39 美元指数下行推动本轮黄金行情



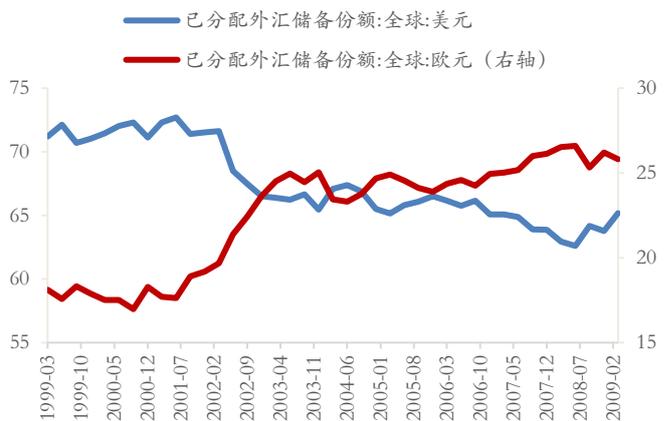
资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 美元/盎司、指数点。

图表 40 新兴经济体增速远高于美国



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。

图表 41 欧元在官方储备中占比显著提升,压缩美元份额

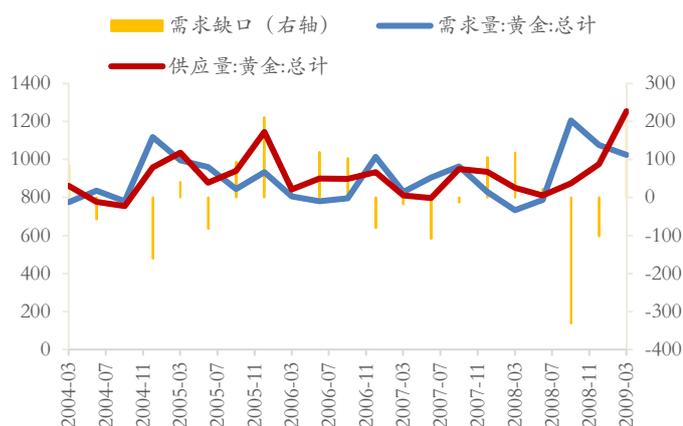


资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。

### 5.3 投资需求显著增长, 但供需基本平衡

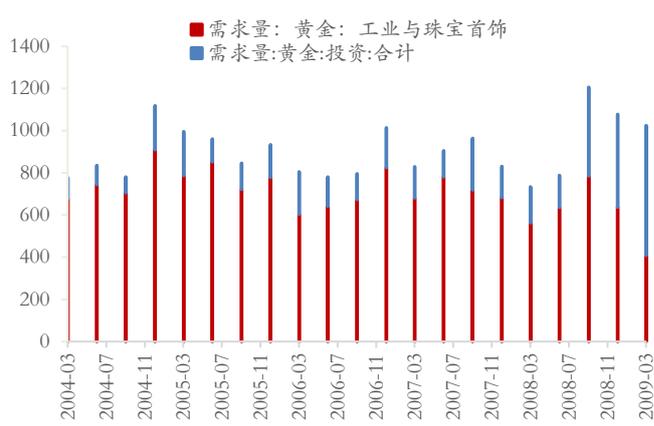
**投资需求显著增长, 但供需基本平衡。**进入 21 世纪后, 黄金投资需求明显增加, 改变了以往商品需求为主、投资需求为辅的情况, 投资需求成为黄金需求的主导因素。尤其是 2004 年 11 月, World Gold Trust Services (世界黄金信托服务公司) 及道富环球投资管理于 2004 年 11 月在纽约证券交易所推出全球最大黄金 ETF 基金 (SPDR), 进一步刺激了投资需求。至 2007 年底, SPDR 管理规模就从 140 吨上涨至 630 吨。但与投资需求相对的, 黄金供应量 (考虑再生金以及抵消供应商对冲后) 基本实现了与黄金需求相匹配, 并未成为黄金上涨的主要推手。

图表 42 黄金供需基本保持平衡



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨。

图表 43 需求中的投资需求占比明显提升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨。

## 6 2008 年 11 月至 2011 年 9 月：美联储量化宽松启动黄金的大牛市

**美联储量化宽松启动黄金的大牛市。**由于美国政府在应对次贷危机中未能采取及时有效的应对措施，西方发达国家经济体陷入了金融危机，因此美联储不得不在将利率降至 0% 之后，采用非常规货币政策手段——于 2008 年 11 月底正式启动量化宽松政策。但次贷危机背后是金融过度创新、债务问题累积引发的深层次经济危机，因此美联储在相当长时间内延续了非常规货币政策，以“大水漫灌”的方式托底经济，而效果整体有限。这段时期美元指数整体上维持震荡，而经济下行压力推动实际利率进一步下探至 0% 附近，催生了黄金新一轮大牛市。2008 年 11 月至 2011 年 9 月，黄金价格月均价从 760.9 美元/盎司上涨至 1771.9 美元/盎司，累计涨幅 133%，月均涨幅 3.9%。从相关系数看，这一时期实际利率下行和美元指数走弱均支撑金价上行，实际利率（-93.5%）贡献强于美元指数（-63.6%）。

### 6.1 经济危机后增长前景悲观，实际利率逐步下行

**经济危机后增长前景悲观，实际利率逐步下行。**2007 年次贷危机早在 2006 年就已经初现端倪，2006 年 3 月房屋贷款断供持续发酵，美国投资、出口在 2006Q4 同比跌至负值，美国经济增长压力逐步显现，按照 NBER 标准 2007 年 12 月至 2009 年 6 月美国经济陷入衰退。虽然 2007 年 9 月美联储就宣布降息，但效果并不显著，美国经济 2007 年 10 月失业率快速由此前 4.7% 上升至 5% 并延续攀升趋势，在缺乏足够救助措施的情况下 2008 年 9 月雷曼兄弟宣布破产。风险在金融领域迅速扩散，美联储不得不在 2008 年 10 月-12 月连续宣布三次降息，并将利率从 1.75%-2% 降至 0%-0.25%。传统利率政策工具无法突破“零利率”约束，美联储只能转为通过购买国债、MBS 等

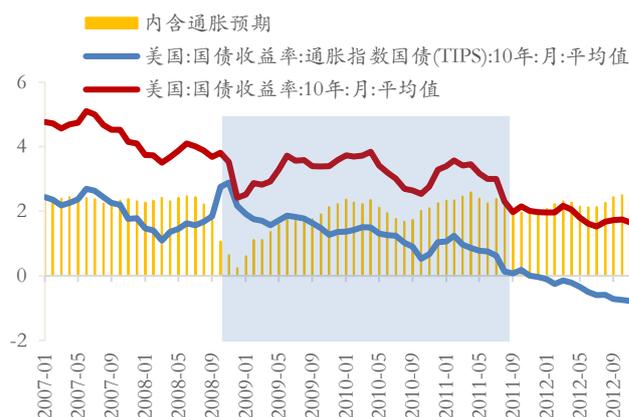
中长期债券向市场注入流动性，即量化宽松。首轮QE政策于2008年11月25日启动，结束于2010年4月28日，期间美联储共购买了1.725万亿的美元资产。QE2于2010年11月4日至2011年6月实施，美联储进一步扩大6000亿美元的中长期国债。但由于2008年经济危机是前期金融风险系统性爆发，美国经济修复缓慢、市场较为悲观，因此名义利率与实际利率进一步下行，成为本轮黄金行情的主要贡献。

图表 44 实际利率下行推动金价上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/盎司，%。注：实际利率使用美国财政部 TIPS 债券 10 年期利率。

图表 45 通胀预期短暂扰动后趋稳，实际利率与名义利率基本同步



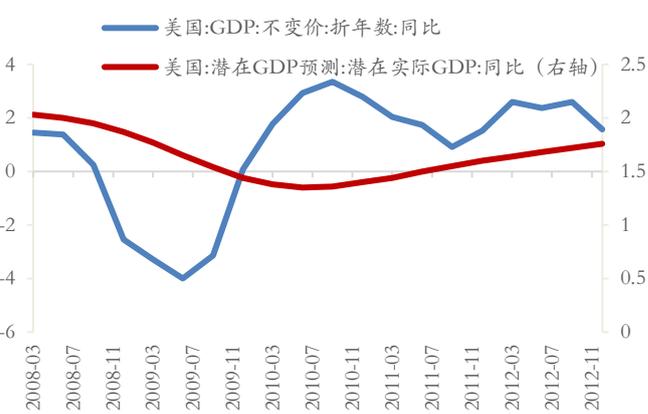
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：实际利率使用美国财政部 TIPS 债券 10 年期利率。

图表 46 5 年通胀预期基本上维持在 3% 左右



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

图表 47 次贷危机后，潜在 GDP 增速下探至 1.3%



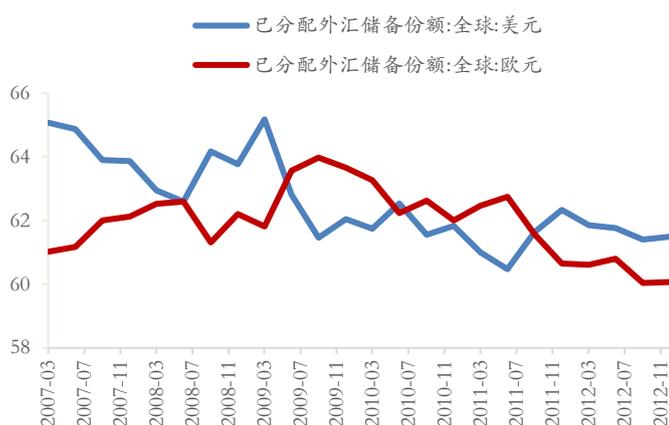
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

## 6.2 大放水削弱美元国际货币信用，但欧元区经济同步走弱托底美元指数

大放水削弱美元国际货币信用，但欧元区经济同步走弱托底美元指数。由于美

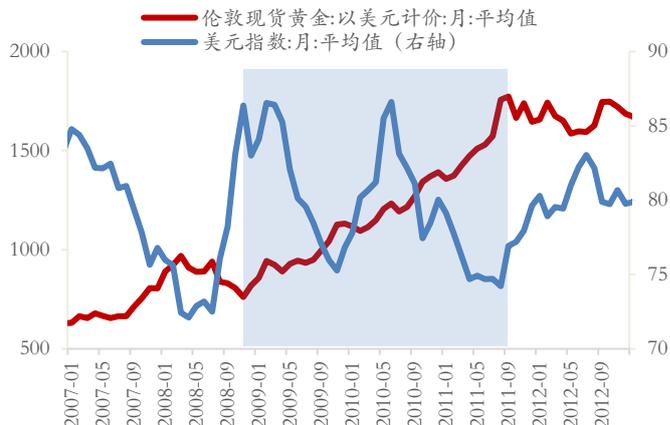
联储向市场大规模注入美元流动性，极大地影响了美元作为国际货币的信用。使得美国在官方储备份额中进一步下降，取而代之的是日元、英镑和黄金。根据世界黄金协会统计的全球央行黄金储备量显示，2008年全球央行合计黄金储备增加了5000吨，相当于2007年42000吨的11.9%；美联储实施量化宽松后，2010年全球央行黄金储备再一次增加了4000吨至51000吨。在次贷危机风险传播到欧盟之前，美元指数走弱、欧元有所走强，但2009年底国际三大评级公司下调希腊主权评级引爆欧债危机后，欧元走弱推动美元回升。这一时期美元走弱对金价有所贡献，但整体上美元指数以震荡为主，并非金价的主导因素。

图表 48 官方储备中美元份额进一步下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

图表 49 美元指数对黄金行情贡献有限

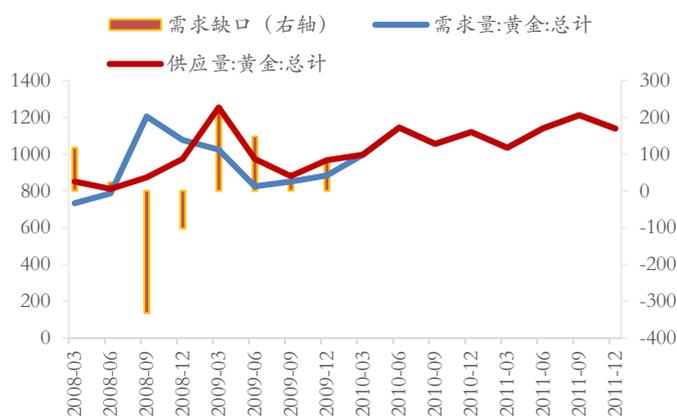


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/盎司、指数点。

### 6.3 投资需求与金价上涨相互促进

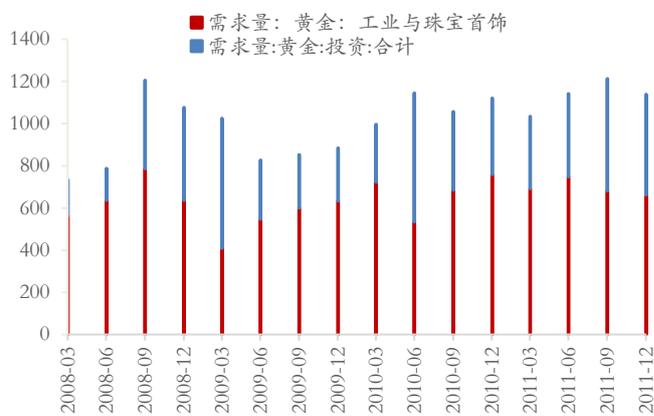
**投资需求与金价上涨相互促进。**随着黄金价格的大幅度上涨，进一步刺激了黄金的投资需求。尽管黄金商品需求从500吨/季度稳步提升至700吨/季度，但投资需求从之前的200吨/季度大幅提升至400-600吨/季度显著支撑金价上涨。综合来看，由于金价上涨较快，投资需求和金价上行呈现出螺旋式相互促进。

图表 50 黄金供需基本保持平衡



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨。

图表 51 需求中的投资需求占比明显提升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨。

## 7 2015 年 11 月至 2016 年 8 月：货币政策回归正常化后首次加息后抑制美国经济，推动黄金行情

**货币政策回归正常化后首次加息后抑制美国经济，推动黄金行情。**2008 年全球经济危机后，美国经济在 2013 年重拾向好势头、失业率下降，2014 年非农失业率已经降至 7% 以下。美联储判断美国经济已经实现实质性恢复，因此开启货币政策正常化、退出量化宽松政策。但由于全球经济复苏的势头并不稳固，尤其是新兴经济体在美联储启动 Taper 之后资本外流严重、外汇储备下降，使得美联储在其政策声明中不得不强调其货币政策可能给新兴经济体带来的政策外溢风险，故美联储虽然有意实现货币政策正常化，但在退出量化宽松后迟迟不敢加息。直至 2015 年 12 月，美联储才首次加息 25BP，结束了长达 7 年的零利率。然而，首次加息后美国在 2016 年上半年经济再次走弱，实际利率下行至 0% 附近推动新一轮黄金行情。2015 年 12 月至 2016 年 8 月，黄金价格月均价从 1068.1 美元/盎司上涨至 1341.1 美元/盎司，累计涨幅 26%，月均涨幅 3.2%。从相关系数看，这一时期实际利率下行和美元指数走弱均支撑金价上行，实际利率 (-97.6%) 贡献强于美元指数 (-74.6%)。

### 7.1 复苏基础并不牢固，经济危机后首次加息导致增速下行

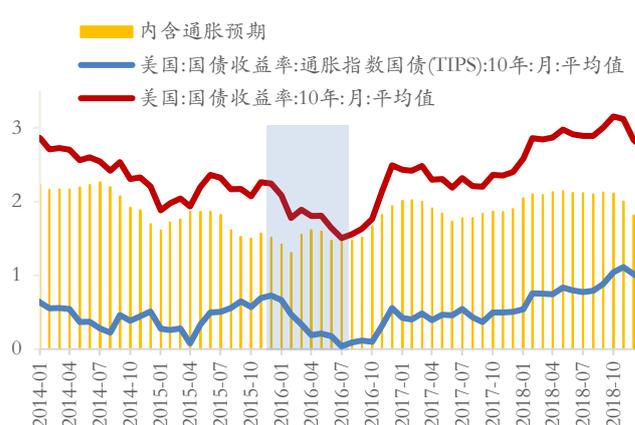
**经济危机后增长前景悲观，实际利率逐步下行。**经过长时间的刺激政策，美国经济在全球经济危机后艰难复苏，2014 年开始失业率明显下降、经济增速逐步向好。2015 年 Q1、Q2 美国 GDP 同比回升至 3.76% 和 3.04%，同时通胀有所抬头、CPI 从年初的负值回升到 0.5%。基于此，美联储在 2015 年 12 月宣布加息 25BP，正式开启货币政策正常化。但事后来看，美国经济复苏仍较为脆弱，2016 年非农失业率并未延续 2009 年以来逐年下行的态势，而是在 5% 附近持平，经济并未延续此前复苏势头，这也使得加息后 2016 年 Q1、Q2、Q3 连续三个季度 GDP 增速均低于 2%（分别为 1.65%、1.34% 和 1.65%）。受此影响，名义利率与实际利率同步下行，成为本轮黄金行情的主要贡献。

图表 52 实际利率下行推动金价上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/盎司，%。注：实际利率使用美国财政部 TIPS 债券 10 年期利率。

图表 53 实际利率与名义利率基本同步下行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：实际利率使用美国财政部 TIPS 债券 10 年期利率。

图表 54 5 年通胀预期下降至 2.5%



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

图表 55 潜在 GDP 增速维持不变，但 GDP 增速有所放缓

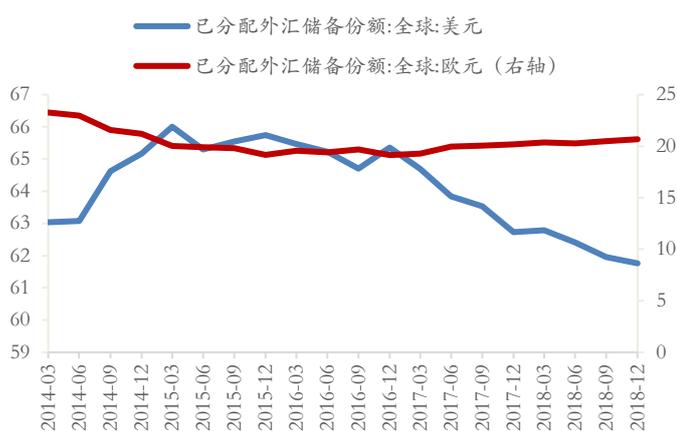


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

## 7.2 美国经济与美联储加息放缓推动美元小幅走弱

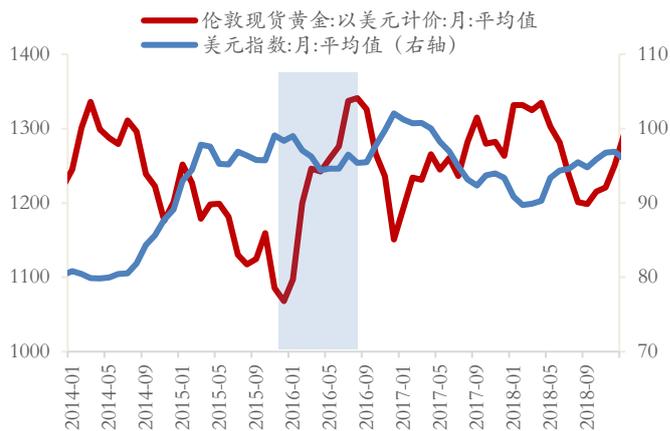
美国经济与美联储加息放缓推动美元小幅走弱。一方面，美国经济在 2016 年走弱、名义利率下行，对冲了美联储加息 25BP 的影响，也使得美联储直至 2016 年末才继续加息，美元指数小幅走弱。另一方面，2016 年 6 月英国公投“脱欧”，冲击欧盟经济，使得欧元、英镑大幅贬值支撑美元。这一时期美元小幅走弱对金价有所贡献，但并非金价的主导因素。

图表 56 官方储备中美元份额小幅下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

图表 57 美元指数小幅下行对黄金行情贡献有限

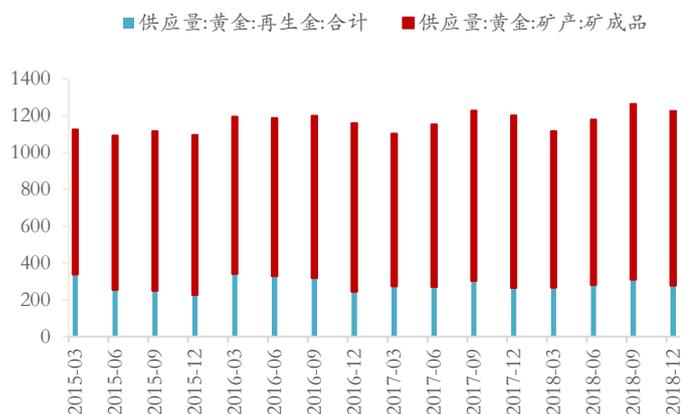


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/盎司、指数点。

### 7.3 黄金供应量与需求均稳步提升，投资需求增加支撑金价

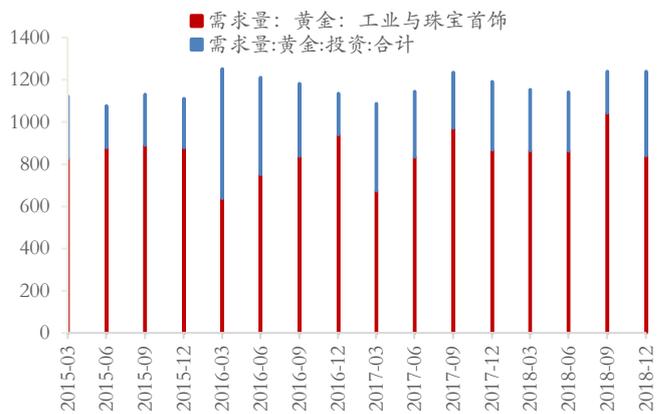
黄金供应量与需求均稳步提升。2015-2016 年，得益于矿产量提高，黄金供应量小幅提升。而黄金投资需求则大幅增加，据世界黄金协会统计，2016 年全球黄金投资需求较 2015 年提升 70%，黄金 ETF 基金的资金流入创下自 2009 年以来新高。主要原因是 2016 年英国脱欧事件和美国大选政治动荡明显增加，叠加金价上涨催生了避险与投资需求。

图表 58 矿产品推动黄金供应量小幅上升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨。

图表 59 黄金商品需求小幅上升，投资需求贡献增加



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨。

## 8 2018 年 9 月至 2020 年 2 月：美国经济再度走弱拉低实际利率，推升黄金

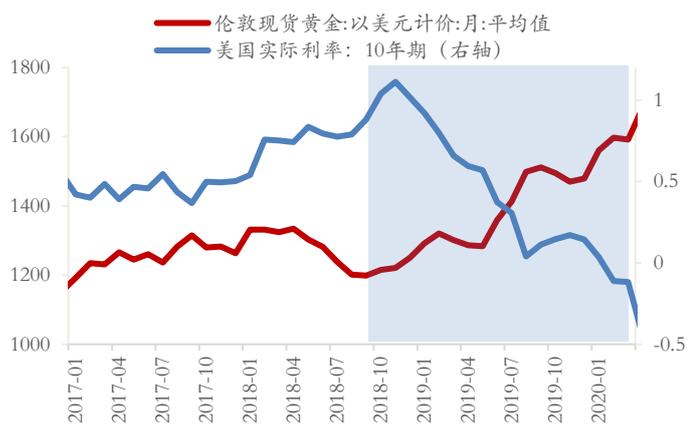
美国经济再度走弱拉低实际利率，推升黄金。2018 年 Q2 美国 GDP 增速达到阶

段性高点 3.26% 之后持续下降，2018 年 Q4 后美国消费、投资同比较前一季度出现明显断档，在时任美国总统特朗普要求下，美联储在 2019 年 8 月开启预防式降息。由于美国经济增长放缓，实际利率跌入负值推动新一轮黄金行情，而同一时期欧盟经济疲弱下美元指数小幅上行并未对金价上行贡献。2018 年 9 月至 2020 年 2 月，黄金价格月均价从 1198.5 美元/盎司上涨至 1597.1 美元/盎司，累计涨幅 33%，月均涨幅 2.0%。从相关系数看，这一时期实际利率下行 (-95.4%) 是支撑金价上行主要原因，而美元指数走强并非金价的贡献因素 (79.8%)。

## 8.1 美国经济再度走弱，美联储进行预防式降息，拉低实际利率

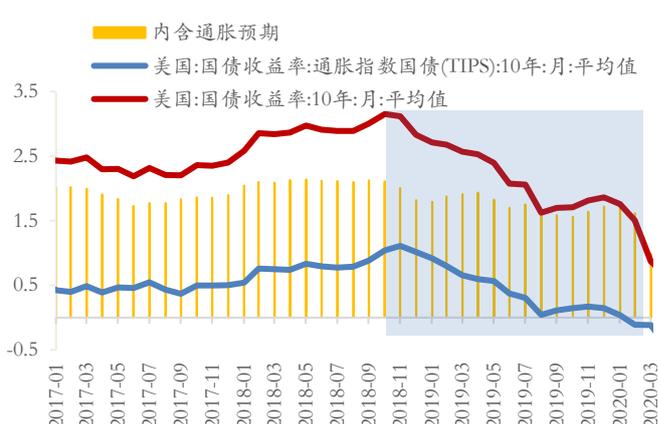
美国经济再度走弱，美联储进行预防式降息，拉低实际利率。2016 年底特朗普当选美国总统，实施了一系列政策刺激经济，高达 1.5 万亿美元的基建加减税的扩张性财政政策使得美国经济在 2017 年表现亮眼。尽管时任美国总统特朗普以扩大基建需降低利率实现财政货币政策配合为理由，多次要求美联储降息，但由于美国 CPI 在 2018 年年中逼近 3%、失业率降至 4% 以下，使得美联储仍在 2018 年加息 4 次至 2.25%-2.5% 区间。进入 2018 年下半年，强刺激推升的美国经济后劲不足、疲态逐步显现，2018 年 Q3 至 2019 年 Q2 的 GDP 增速均低于 3% 的预期目标。迫于时任总统特朗普的压力，美联储于 2019 年 8 月开启预防式降息托底经济，但 GDP 增速仍未达到 3%。在美国经济下行且特朗普政府实施逆全球化政策的情况下，市场对美国经济增长前景并不乐观，10Y 美债名义利率与实际利率同步下行，实际利率在 2020 年初跌入负值，成为此轮黄金行情的主要贡献。

图表 60 实际利率下行推动金价上涨



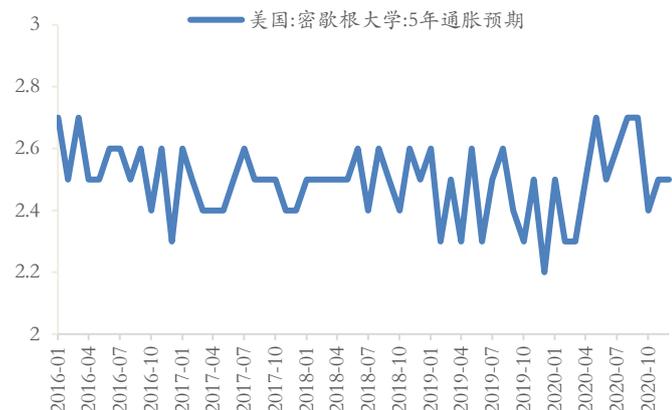
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/盎司，%。注：实际利率使用美国财政部 TIPS 债券 10 年期利率。

图表 61 实际利率与名义利率基本同步下行



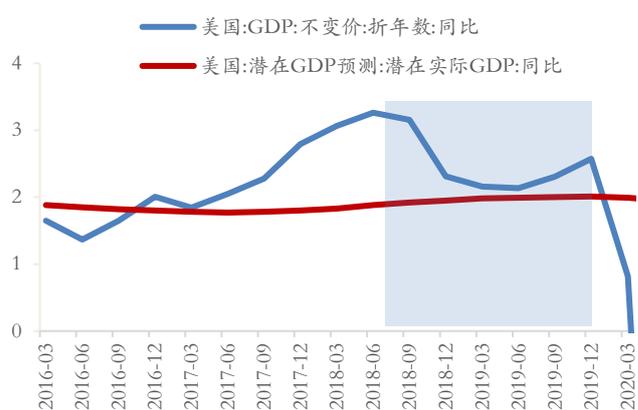
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：实际利率使用美国财政部 TIPS 债券 10 年期利率。

图表 62 5 年通胀预期持平于 2.5%



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

图表 63 潜在 GDP 增速维持不变，但 GDP 增速有所放缓



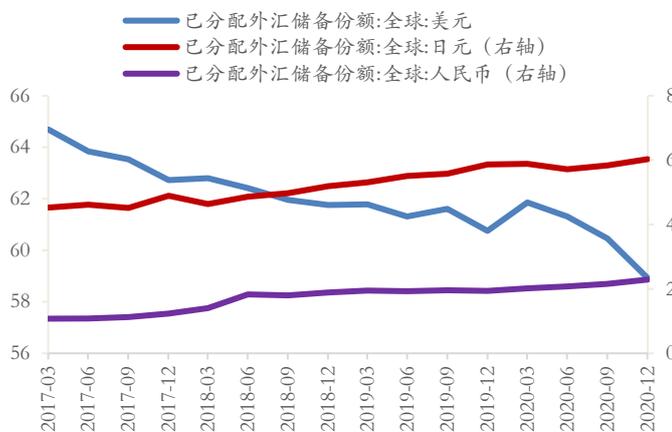
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

## 8.2 美国经济走弱但欧元疲弱，美元指数小幅走强

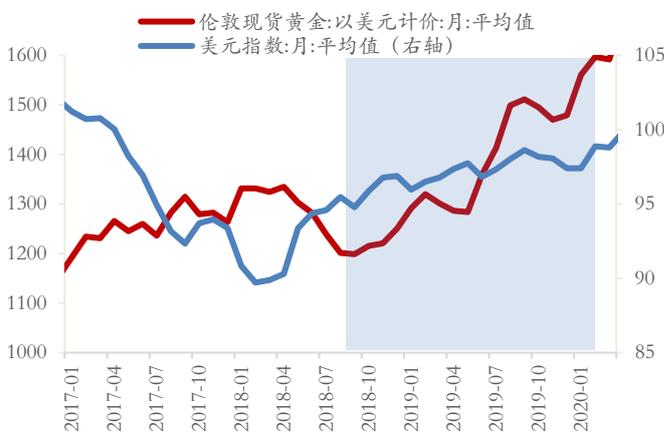
美国经济走弱但欧元疲弱，美元指数小幅走强。美国经济有所走弱叠加美元在全球官方外汇储备中份额进一步下降，美元上方有明显压制。但在美元指数中占据最大权重的欧元在 2018 年下半年至 2019 年底明显走弱，主因是地缘政治因素对欧元区冲击较大。其中，2018 年意大利债务问题持续发酵，11 月 21 日欧盟史无前例地驳回了意大利预算案，认为该国在破坏债务削减承诺，建议对意大利实行“超额赤字程序”；2019 年英国徘徊在协议脱欧和“无协议脱欧”之间，5 月 24 日由于英国“脱欧”僵局难破，特雷莎·梅宣布将于 6 月 7 日辞去英国执政党保守党领导人一职。欧盟和英国在脱欧问题上一拖再拖，使得英国和欧盟经济表现毫无亮点。最终，欧元走弱、美元小幅走强，并非本轮金价上行的贡献因素。

图表 64 官方储备中日元、人民币份额上升，美元份额下降，

图表 65 美元指数小幅下上行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

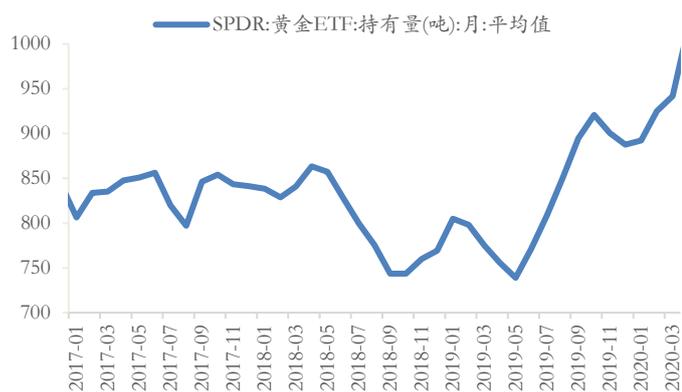


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/盎司、指数点。

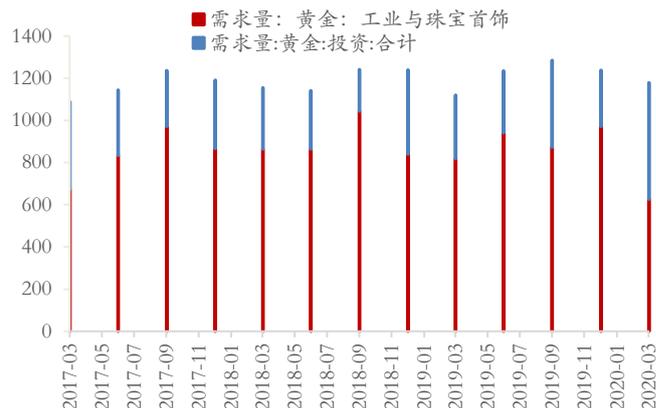
### 8.3 黄金 ETF 流入增加，投资需求增加支撑金价

黄金 ETF 流入增加，投资需求增加支撑金价。2018-2019 年，黄金供需整体上维持在 1200 吨/季度，整体上波动不大。而黄金投资需求则大幅增加，在 2018 年 Q3 达到低点 196.6 吨后大幅反弹，2019 年 Q3 投资需求达到 412.1 吨。SPDR 黄金 ETF 持仓量，也震荡上行，尤其是美联储 2019 年降息前后快速升至 900 吨以上。

图表 66 黄金 ETF 流入有所增加



图表 67 黄金商品需求持平，投资需求小幅增加



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 吨。

资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 吨。

## 9 2020 年 3 月至 2020 年 9 月：应对疫情冲击美联储重启大幅宽松，推动黄金行情

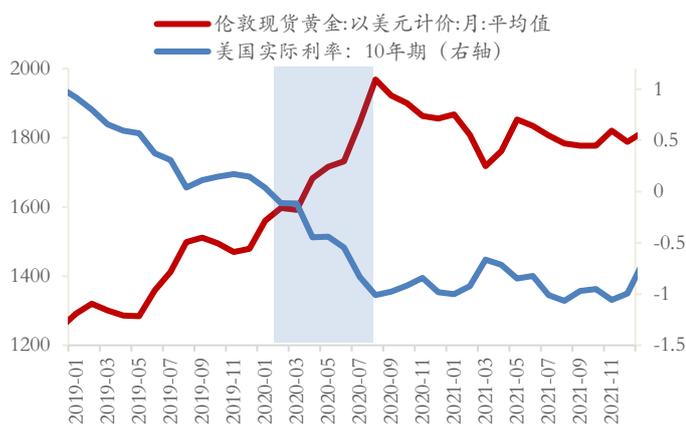
应对新冠疫情冲击美联储重启大幅宽松，推动黄金行情。2020 年 1 月 21 日，美国报告首例新冠肺炎确诊病例；至 2020 年 2 月下旬市场认为新冠病毒与 SARS 类似只会在东亚传播的观点被证伪；2020 年 2 月 29 日，美国报告首例新冠肺炎死亡病例。受疫情对经济增长冲击的担忧发酵，2020 年 2 月下旬美股、全球大宗商品大幅度下跌，直至 3 月中旬美联储紧急将利率降至 0%-0.25% 并承诺提供“无限量美元供应”、重启量化宽松。面对快速传播疫情带来的增长压力，美联储重启大幅宽松刺激经济，实际利率和美元指数均大幅下行，推动金价快速上涨。2020 年 3 月至 2022 年 8 月，黄金价格月均价从 1591.9 美元/盎司上涨至 1968.5 美元/盎司，累计涨幅 24%，月均涨幅 4.7%。从相关系数看，这一时期实际利率下行和美元指数走弱均支撑金价上行，实际利率 (-98.4%) 贡献略强于美元指数 (-89.8%)。

### 9.1 疫情冲击增长前景黯淡，实际利率跌至-1%

疫情冲击增长前景黯淡，实际利率跌至-1%。由于疫情影响，世界各国均采取了封控措施应对，线下商业活动基本停滞。进入 2020 年夏季后，新冠病毒并未如此前

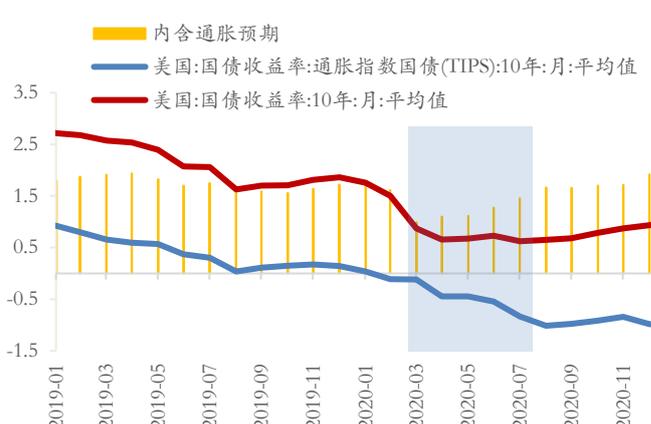
市场预计的类似 SARS 病毒“自然消失”，而是在世界范围内继续传播。受此影响，市场对于经济增长前景普遍较为悲观，同时美联储量化宽松下市场对于通胀预期逐步抬头。直至 2020 年 8 月上旬，沙默东宣布新冠特效药研发取得突破进展，缓解了增长担忧。受此影响，名义利率维持低位，实际利率受内含通胀预期走强下行，成为本轮黄金行情的主要贡献。

图表 68 实际利率下行推动金价上涨



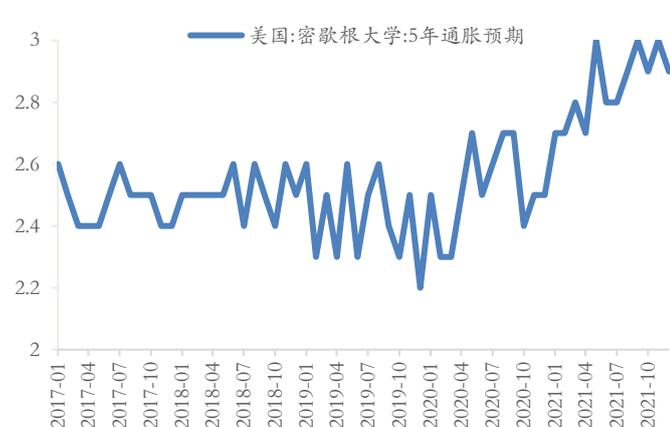
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/盎司，%。注：实际利率使用美国财政部 TIPS 债券 10 年期利率。

图表 69 实际利率与名义利率基本同步下行



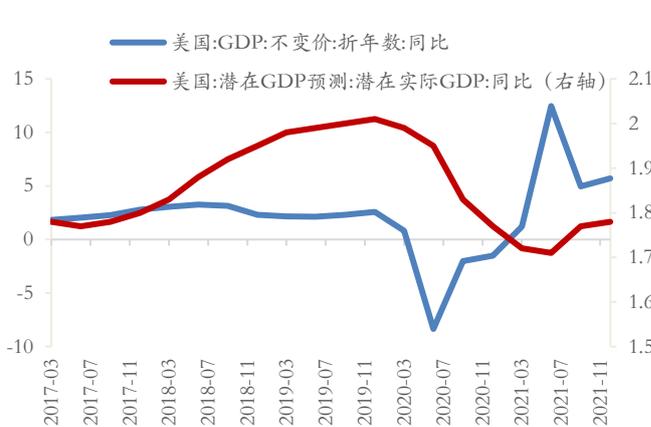
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：实际利率使用美国财政部 TIPS 债券 10 年期利率。

图表 70 5 年通胀预期逐步抬头



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

图表 71 潜在 GDP 增速明显下降



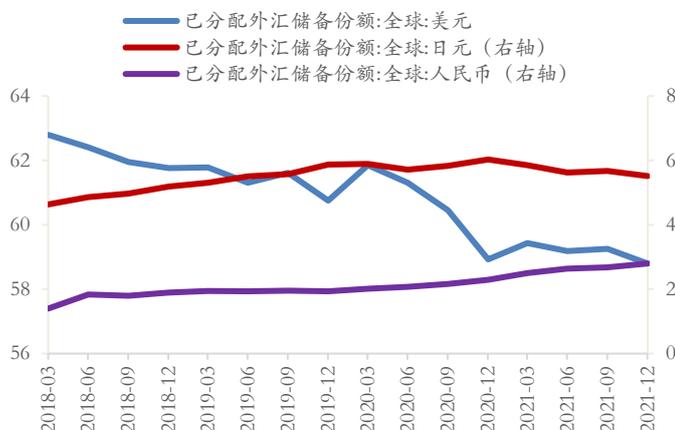
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

## 9.2 美联储重启量化宽松下，美元大幅走弱

美联储重启量化宽松下，美元大幅走弱。美联储重启量化宽松再次削弱美元信用，美联储维持零利率下限也使得资本流向新兴经济体。美国政府财政赤字飙升，对外频繁使用经济金融制裁措施，市场纷纷担忧未来美国新冠纾困政策退出问题，进一步损害美元信誉和吸引力。同时，美国防疫举措效果弱于中国、日本等东亚国

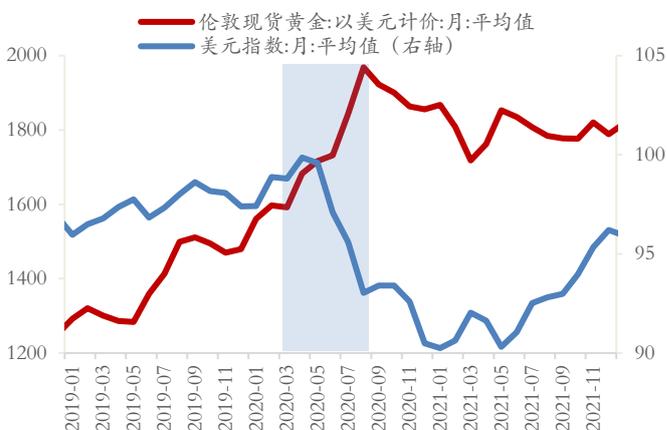
家，欧洲地区疫情防控和政策纾困效果也强于美国，市场更加看好欧洲、中国等经济复苏前景。这一时期美元大幅走弱对金价有所贡献。

图表 72 官方储备中美元份额继续下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

图表 73 美元指数下降支撑金价上涨

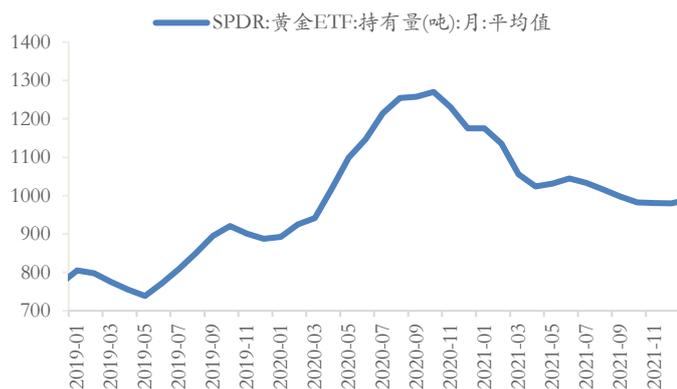


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/盎司、指数点。

### 9.3 黄金 ETF 流入大幅增加，支撑金价快速上行

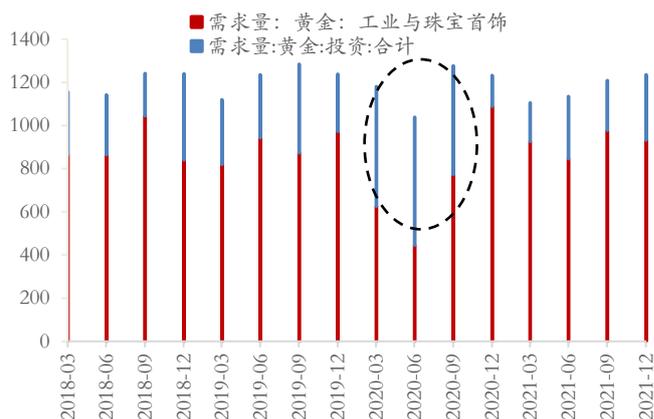
黄金 ETF 流入大幅增加，支撑金价快速上行。随着 2020 年黄金价格快速上涨，投资者关注度明显上升，黄金 ETF 流入大幅增加，达到 1300 吨的历史高位。尽管同一时期黄金商品需求因线下销售受到限制而走弱，但黄金投资需求增加明显，维持在 600 吨/季度的高位。投资需求快速增加也支撑金价上行。

图表 74 黄金 ETF 流入大幅增加



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨。

图表 75 黄金投资需求显著增加



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨。

## 10 九段行情复盘总结：实际利率主导黄金，美元走弱亦有贡献

**实际利率主导黄金，美元走弱亦有贡献。**通过复盘 9 轮黄金行情我们发现，尽管黄金走势与实际利率、美元指数等反向关系并不会在所有月份都严格一一对应，但黄金大行情都伴随着实际利率下降（9/9），美元指数下行（7/9）亦有贡献。具体来说，9 轮行情中，黄金上行较快的时间段与实际利率快速下降时间段基本重合，并且 7 轮行情中实际利率贡献高于美元指数，可以认为实际利率仍然是金价的主导因素，而美元走弱也有一定贡献、但并非主导因素，相比之下黄金作为商品供需因素影响有限，投资需求与金价上涨通常是同步走强、相互促进，也不是主导因素。

图表 76 黄金 9 轮行情，7 轮实际利率为主导因素、2 轮美元为主导因素

编号	起止时间	涨跌幅	月均涨跌幅	实际利率变动 (BP)	实际利率 相关系数	美元指数变动 (指数点)	美元指数 相关系数
1	1970 年 1 月至 1974 年 12 月	427%	7.2%	-646BP	<b>-85.8%</b>	-21.74	-76.5%
2	1976 年 8 月至 1980 年 1 月	514%	12.5%	-517BP	<b>-84.7%</b>	-20.87	-72.9%
3	1982 年 6 月至 1983 年 2 月	56%	7.0%	-149BP	<b>-88.1%</b>	2.68	21.3%
4	1985 年 2 月至 1987 年 12 月	63%	1.8%	-144BP	-55.2%	-69.87	<b>-88.1%</b>
5	2001 年 4 月至 2008 年 3 月	272%	3.3%	-113BP	-3.8%	-43.05	<b>-80.5%</b>
6	2008 年 11 月至 2011 年 9 月	133%	3.9%	-281BP	<b>-93.5%</b>	-9.43	-63.6%
7	2015 年 12 月至 2016 年 8 月	26%	3.2%	-64BP	<b>-97.6%</b>	-2.96	-74.6%
8	2018 年 9 月至 2020 年 2 月	33%	2.0%	-99BP	<b>-95.4%</b>	4.11	79.8%
9	2020 年 3 月至 2020 年 8 月	24%	4.7%	-89BP	<b>-98.4%</b>	-5.76	-89.8%

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/盎司、%、指数点。注：1.第 8 段和第 9 段虽然时间上相连，但驱动因素不同且经历了大跌，因此划分为两个阶段。2.标红的为相关系数更高的因素。

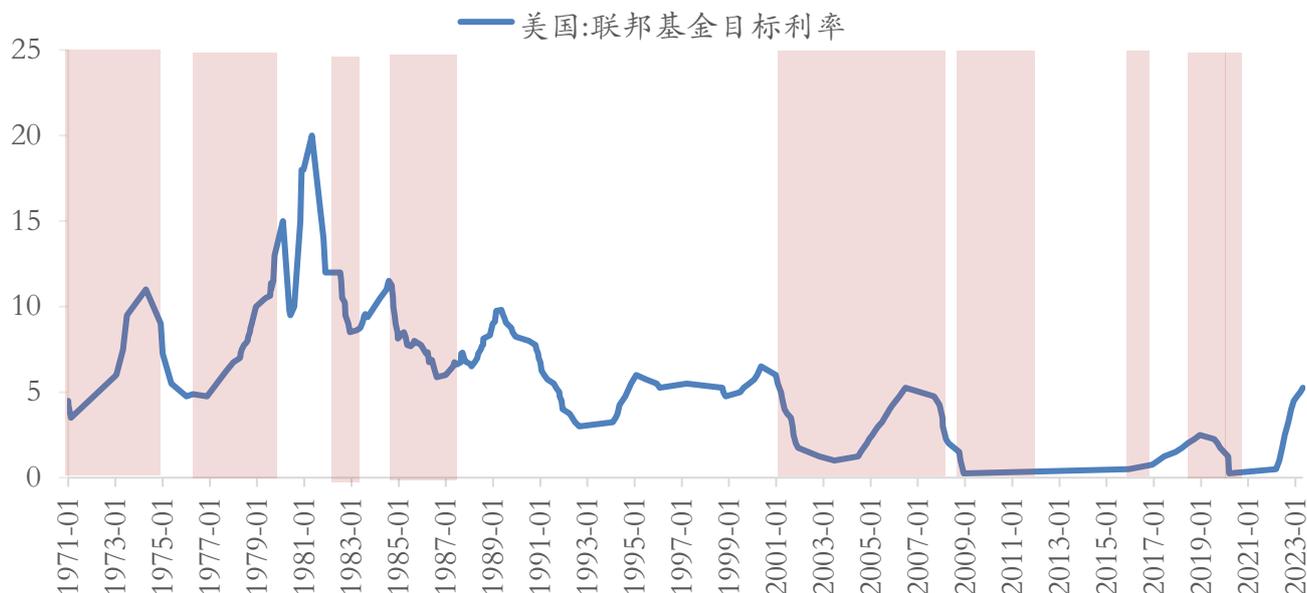
## 10.1 主导金价走势的实际利率涵盖越来越多预期因素

**主导金价走势的实际利率涵盖越来越多预期因素。**如前所述，自 1997 年美国财政部推出通货膨胀保值债券（TIPS），使得资本市场能够直接对实际利率进行交易，从而推动投资者从后验的通胀水平转向交易通胀预期。对比本报告使用的实际利率三种度量方法：①10Y 美债利率减去当月 CPI 同比属于典型的后验实际利率水平；②美联储（克利夫兰联储）10 年期实际利率属于官方测算的包含一定预期因素的实际利率水平；③10YTIPS 利率为市场交易者直接交易的实际利率水平。2003 年至 2023 年 5 月之间，从月度数据来看，三者与金价之间的相关系数依次为 10Y 美债利率减去当月 CPI 同比-62%、美联储 10 年期实际利率-75.4%、10YTIPS 利率-83.8%，负相关性依次递增，表明主导金价走势的实际利率涵盖越来越多的预期因素。

**黄金 9 轮大周期发生在美联储降息中的次数更多。**从复盘来看，降息周期并不意味着一定会出现黄金行情（如 1989 至 1993 年），但仍然可以发现黄金行情发生在美联储降息周期的情况更多。其中，第 1、2、5 轮行情与加息周期有较多重叠，这三轮行情中美国面临较为严重的通胀问题，美联储在加息应对通胀的过程中，10Y 实际

利率反而有所下行。而其余6轮行情与降息周期重叠较多(或者美联储维持低利率),大多数是通胀问题得到缓解或者美国经济需要美联储以宽松货币政策进行托底。因此,可以认为美联储进入降息周期时出现黄金大行情的概率更高,但关键依然是实际利率会不会因为降息而下行。

图表 77 黄金 9 轮大周期发生在美联储降息中的次数更多



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。注: 标黄为黄金 9 轮大周期。

## 10.2 美元指数亦有可能贡献独立行情

实际利率与美元走势存在关联,不能割裂看待。大部分情况下,美国经济走弱带动实际利率下行、美元一同走弱,是金价大行情的主导因素。但实际利率与美元指数走势也存在背离的情况,由于美元指数主要反映美元相对于欧元、日元等货币的强弱,如果此时其他发达经济体因其他原因增速下行更快,因此也有可能出现实际利率下行但美元指数上行的情况。如,第 3 段黄金行情中,由于拉美债务危机推高美元;第 8 段黄金行情中,由于欧元区国家债务问题以及英国能否协议脱欧导致欧元走弱推高美元。

尽管实际利率是黄金价格的主导因素,但需要注意的是,美元指数亦有可能独立带动黄金行情。以相关系数衡量,9 段行情中 7 段实际利率为主要贡献,2 段美元指数为主要贡献。当美国经济整体平稳,但其他发达经济体增长迅速时,实际利率不会发生大幅度变化,而美元则因为其他发达国家货币强势、国际储备地位下降,此时美元指数走弱就成为黄金行情的重要贡献。如,第 4 段行情中,虽然美国经济有所走弱,但广场协议下美元大幅贬值是黄金的主要贡献因素;第 5 段行情中,虽

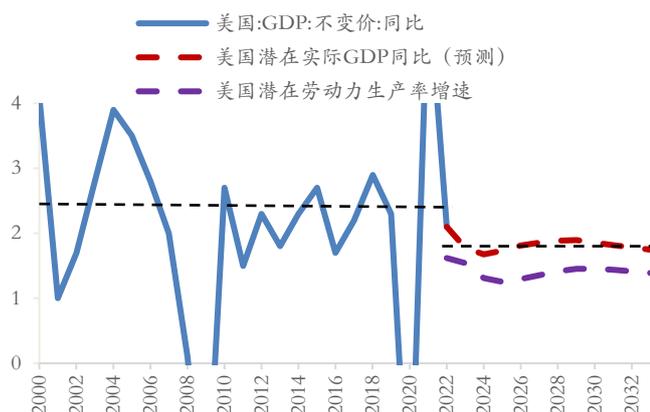
然美国经济整体平稳略有向好，但欧元区强势崛起削弱了美元地位，美元贬值推动黄金牛市。

## 11 展望：全球低增长下的低利率有望推动黄金迎来“长牛”

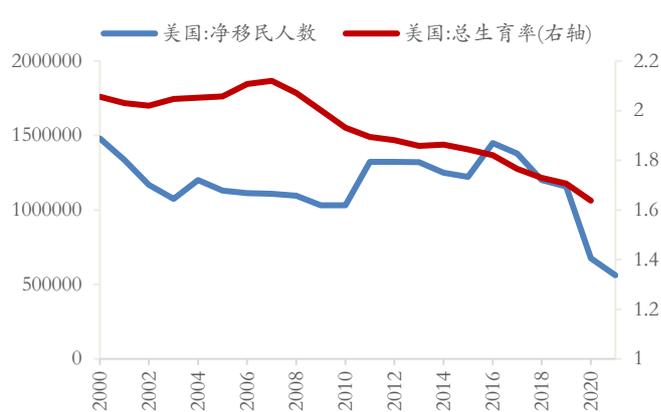
具体来看，可以归结为三个方面：

**全球低增长，有望推动实际利率持续下行。**从全球范围来看，当前技术进步对于生产效率促进边际作用有所放缓，民粹主义抬头、逆全球化趋势伴随地缘政治风险，全球增长速度有所放缓。而美国政府继续实施逆全球化政策、难以通过深度参与国际分工提升生产效率，使得美国潜在 GDP 增速中枢持续下行。自 2016 年时任美国总统特朗普上台后收紧移民政策，叠加生育率下行和疫情影响，美国劳动力供应不足问题恐继续暴露。因此，中长期看美国国债实际利率下行带动金价上涨。

图表 78 美国 GDP 增长中枢下行至 1.7% 左右



图表 79 美国净移民人数和生育率下行



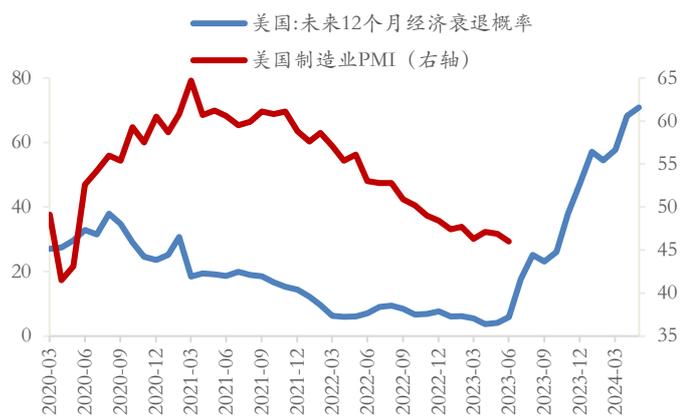
资料来源：美国国会预算办公室，华安证券研究所。单位：%。

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨。

**美元国际储备地位持续弱化，进一步带动美元走弱。**①中国等经济体维持较高增速，美国全球 GDP 占比继续下降，国际结算中使用美元结算份额也相应走弱，削弱美元国际储备地位。②自美元和黄金脱钩后，美元与作为全球能源核心的石油国际贸易结算深度绑定、继续维持美元在国际货币体系中的核心地位，而随着传统能源向新能源转型，西方制裁俄罗斯后石油国际贸易结算货币多元化，也削弱了美元在国际货币中的地位。

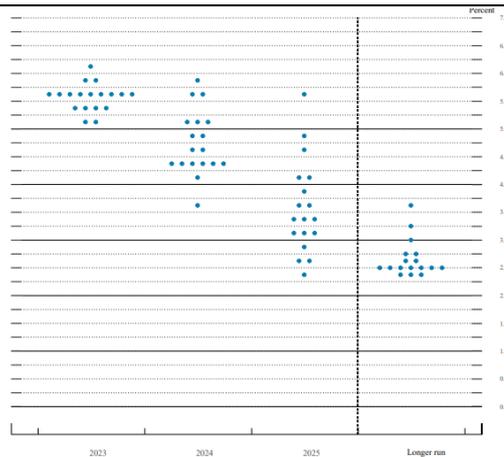
**2024 年美联储有望进入降息周期，成为下一轮黄金行情的催化剂。**随着通胀问题逐步解决，美联储也不可能长期将利率维持在 5% 的较高水平。2023 年 6 月美联储点阵图显示 2024 年有较大概率进入降息周期，从而成为下一轮黄金行情的催化剂。

图表 80 美国经济 2023 年底仍有陷入衰退概率



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

图表 81 美联储点阵图显示 2024 年大概率开启降息



资料来源：美联储，华安证券研究所。单位：%。注：数据更新于 2023 年 6 月议息会议。

### 风险提示：

使用过去数据进行统计推算带来的偏差，市场学习效应超预期，美联储政策预测存在偏差等。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或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。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。