

黄金三因子研究框架：波澜五十载，归来仍少年

——贵金属深度报告

核心观点

- **黄金三因子研究框架：美元指数、避险框架与流动性。**（1）美元指数框架：黄金的货币属性决定了其与法定货币美元之间存在反向变动关系。（2）避险框架：全球性风险事件会触发市场的避险情绪，而黄金的避险属性决定金价将随避险情绪提升而走强。（3）流动性框架：流动性宽松推升通胀预期，从而推升具备抗通胀属性的黄金价格。
- **框架应用：50 年维度下美元指数为基，2009 年后流动性框架解释力度增强。**（1）1971-1980 年：10 年金价牛市，美国经济在这段时间内处于“滞胀期”，美元指数从 121 下跌 30% 到 84，金价上涨 1800%。（2）1980-2000 年：20 年金价熊市，美国经济相比非美经济体有所走强美国 GDP 的全球占比从 25.4% 上升至 30.5%，美元地位逐渐提升，美元指数从 84 上升至 119，金价下跌 53%。（3）2000-2008 年：金价小牛市，美国先后发生互联网泡沫破裂和“9·11”事件，导致美国经济增速在随后的几年内放缓，加之美联储为应对互联网泡沫破灭，实行降息政策，美元指数持续下跌从 108.6 下跌 34.3% 至 71.3，黄金阶段涨幅高达 295%。（4）2009-2015 年：伴随着美国 QE 的施行和退出，美国通胀预期先升后降，金价先涨 121% 后跌 36%。（5）2016 年至今：2016-2019 年 M1 同比通胀预期窄幅波动，金价走势平稳；2019 年 7 月美国开启全球降息周期，美国通胀预期抬升，推动金价上行；2020 年疫情后全球流动性宽松，M1 同比和通胀预期飙升，推升金价创历史新高 2067.2 美元/盎司。
- **展望：流动性、弱美元和避险需求或将持续推升金价。**我们判断在新冠肺炎疫情仍未有效控制的情况下，全球流动性仍将保持宽松，美国二次疫情或导致其经济复苏进程和力度弱于欧元区和中国，美元或维持弱势。另外，2020 年底的美国总统大选、地缘政治、疫情的不确定性或将推升避险情绪。因此，我们判断在全球流动性保持宽松的背景下，下半年弱势美元和避险情绪或将持续推升金价。
- **白银：金融属性强于工业属性，目前金银比已接近 2008 年以来均值水平。**相对黄金，白银工业属性更强：工业需求占比 56%，非工业需求占比 44%，综合来看白银的工业需求较为稳定。但就白银本身而言，其金融属性强于工业属性，价格走势与黄金更为趋同，牛市末期白银涨速和涨幅要高于黄金。截止至 2020 年 8 月 17 日，金银比降至 73.3，已接近 2008 年以来均值水平。

投资建议与投资标的

- 建议关注黄金或白银储量资源丰厚的行业龙头：紫金矿业(601899，未评级)、赤峰黄金(600988，未评级)、山东黄金(600547，未评级)、盛达资源(000603，未评级)等。

风险提示

- 美元指数大幅上涨。
- 流动性收紧致通胀预期边际弱化。

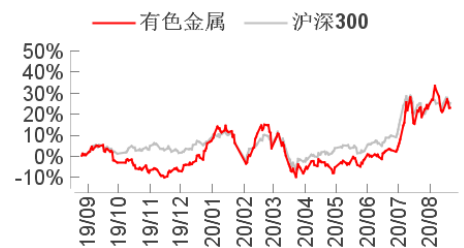


东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
行业 有色金属行业
报告发布日期 2020 年 08 月 25 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 刘洋
021-63325888*6084
liuyang3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010002

证券分析师 孙天一
021-63325888*4037
suntianyi1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519060001

相关报告

铜供应好转，金价剧烈波动：——有色钢铁 2020-08-16
行业周策略（2020 年第 33 周）

钴价抬升，金价格上涨动能持续：——有色钢铁 2020-08-09
行业周策略（2020 年第 32 周）

金价创历史新高，供给受限推升铜钴价：——有色钢铁 2020-08-02
行业周策略（2020 年第 31 周）

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

前言：黄金具货币、避险、金融三属性	6
1 黄金三因子研究框架：美元指数、避险与流动性	8
1.1 美元指数框架：对应黄金的货币属性，本质是反映美国的全球地位	8
1.2 避险框架：对应黄金的避险属性，避险信号跃升往往是金价上行催化剂	10
1.3 流动性框架：对应黄金的金融属性，本质是反映市场通胀预期	11
2 框架应用：50 年维度下美元指数为基，09 年后流动性框架解释力度增强	15
2.1 1971-1980 年：10 年金价牛市，美元指数框架解释力最强	15
2.2 1980-2000 年：20 年金价熊市，美元指数框架解释力最强	17
2.3 2000-2008 年：金价小牛市，美元指数框架解释力最强	20
2.4 2009-2015 年：金价先涨后跌，流动性框架解释力最强	24
2.5 2016 年至今：金价上行，流动性与美元指数框架共同演绎	27
3 展望：流动性、弱美元和避险需求或将持续推升金价	30
4 白银：金融属性强于工业属性，目前金银比已接近 2008 年以来均值水平	34
4.1 金融属性强于工业属性，牛市末期白银增速和涨幅高于黄金	35
4.2 金银比的修复均以银价涨幅超过金价涨幅来完成，目前已接近均值水平	37
投资建议	37
风险提示	38

图表目录

图 1: 黄金发展历史.....	6
图 2: 黄金研究三框架.....	8
图 3: 黄金历史走势基本可以用美元指数框架解释.....	9
图 4: 金价-美元指数历史走势.....	9
图 5: 美元指数计算公式.....	9
图 6: 美元指数与美国占全球 GDP 比重走势趋同.....	10
图 7: 全球性风险事件发生时, 黄金避险框架被激活.....	11
图 8: 全球性风险事件来临时, VIX 先于金价升至高位.....	11
图 9: 流动性宽松推升通胀预期, 从而推升具备抗通胀属性的黄金价格.....	12
图 10: 1970 年至今主要经济体 M1 同比与金价.....	12
图 11: 2003 年至今通胀预期与金价.....	13
图 12: 1970 年至今主要经济体 CPI 同比与金价.....	13
图 13: 1971~1980 年, 黄金价格上涨, 美元指数下跌.....	15
图 14: 1971~1980 年, 美国 GDP 占全球的比重下降 (单位: %).....	16
图 15: 1971~1980 年, 美国经济增速相对非美经济体较为弱势 (单位: %).....	16
图 16: 1979 年的高通货膨胀率 (单位: %).....	16
图 17: 美元兑日元汇率在 1979 年上升.....	16
图 18: 1971~1980 年, 黄金价格与各国 M1 同比.....	17
图 19: 1971~1980 年, 黄金价格与各国 CPI 同比.....	17
图 20: 1980~2000 年, 黄金价格上涨, 美元指数下跌.....	17
图 21: 1980~2000 年, 美国 GDP 全球占比走强 (单位: %).....	18
图 22: 1980~2000 年, 美国经济相对非美经济体走强 (单位: %).....	18
图 23: 美联储加息政策提升美元指数.....	18
图 24: 美元兑其他主要货币汇率上升.....	18
图 25: 《广场协议》后, 美元对其他货币汇率下跌, 导致美元指数下跌.....	19
图 26: 1980~2000 年, 黄金价格与各国 M1 同比.....	20
图 27: 1980~2000 年, 黄金价格与各国 CPI 同比.....	20
图 28: 2000~2008 年, 美元指数持续下跌, 黄金价格整体呈现出上涨态势.....	20
图 29: 2000~2008 年, 美国 GDP 全球占比走弱 (单位: %).....	21
图 30: 2000~2008 年, 美国 GDP 同比弱于全球整体水平.....	21
图 31: 2007~2008 年, 美元指数先下降后上升, 金价先上升后下降.....	21
图 32: 联邦目标基金利率 08 年下跌 (单位: %).....	21
图 33: 08 年实际利率为负 (10Y 国债收益率-CPI 当月同比 单位: %).....	22

图 34：2008 年 7 月-10 月美元欧元利差上升，导致低利率环境下美元指数仍走强.....	22
图 35：2000~2008 年，避险情绪对金价的上涨有一定的催化作用.....	22
图 36：美国通胀预期与金价.....	23
图 37：2000~2008 年，黄金价格与各国 M1 同比.....	23
图 38：2000~2008 年，黄金价格与各国 CPI 同比.....	23
图 39：美国通胀预期与黄金价格正相关性显著.....	24
图 40：2009-2015 年，黄金价格与各国 M1 同比.....	24
图 41：2012-2015 年美国国债收益率上升（单位：%）.....	错误!未定义书签。
图 42：2009-2015 年，黄金价格与各国 CPI 同比.....	错误!未定义书签。
图 43：2009~2015 年，美元指数整体变动幅度减小，金价先涨后跌.....	25
图 44：2013-2015 年实际利率上升(单位：%).....	26
图 45：2011 年后美国 GDP 全球占比反弹（单位：%）.....	26
图 46：2009-2011 年避险情绪提振金价，2012~2015 年黄金避险需求较低.....	26
图 47：2019 年 7 月降息周期后通胀预期抬升.....	27
图 48：全球负利率环境扩大.....	27
图 49：2019 年 7 月 31 日美联储重启降息周期.....	27
图 50：2016 年至今，黄金价格与各国 M1 同比.....	错误!未定义书签。
图 51：2016 年至今，黄金价格与各国 CPI 同比.....	错误!未定义书签。
图 52：2015 年至今，美元指数涨跌起伏大，金价整体上升.....	28
图 53：美国 GDP 全球占比与美元指数波动方向一致.....	28
图 54：2019 年美元与欧元的利差达到历史高位（单位：%）.....	29
图 55：避险情绪助推金价上涨.....	29
图 56：疫后全球流动性持续宽松，美国 6 月 M1 同比增速高达 36%.....	30
图 57：近期金价走势与通胀预期一致.....	31
图 58：2019 年后，全球进入新一轮降息周期，推升流动性达到历史高位（单位：%）.....	31
图 59：当前美国通胀指数国债收益率降为负（单位：%）.....	32
图 60：2020 年 4 月后美元指数下跌，金价上涨.....	32
图 61：主要经济体 GDP 增速（单位：%）.....	33
图 62：2020 年 4 月至今美元兑欧元、日元汇率持续下跌（单位：%）.....	33
图 63：2020 年 1 月至今美国疫情情况.....	33
图 64：疫情致美国失业率飙升（单位：%）.....	33
图 65：白银发展历史.....	35
图 66：战国时期的银贝.....	34
图 67：古希腊德拉克马银币.....	34
图 68：白银需求结构占比以工业为主.....	36
图 69：白银下游需求结构细分（单位：%）.....	36

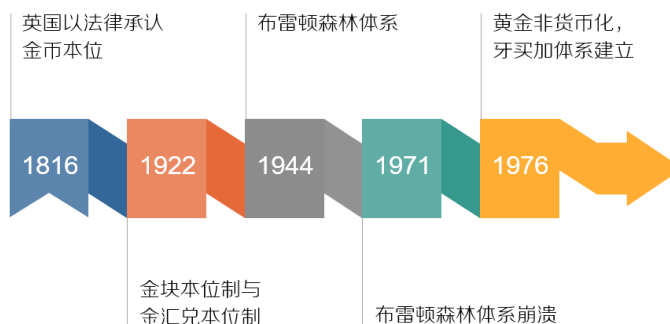
图 70：1986 年至今，所有黄金和原油走势不一致的历史片段，白银都是追随黄金而非原油.....36

图 71：金银比的修复均以银价涨幅超过金价涨幅来完成，当前白银价格弹性足37

前言：黄金具货币、避险、金融三属性

黄金作为人类较早发现并利用的金属，具备价值大、易于流通、理化性质稳定，具有一般等价物的特点，同时具有货币属性、避险属性和金融属性。从 1816 年英国以法律的形式确认了金本位制到现如今浮动汇率制下黄金的非货币化，黄金的发展历史经历了金本位制、布雷顿森林体系、牙买加体系等几个阶段。

图 1：黄金发展历史



数据来源：东方证券研究所

金本位制出现以前，不存在大规模的世界黄金市场。虽然黄金充当交易媒介的历史已有 3000 多年，但由于其稀缺性，在交易中白银和其它金属更多地承担了支付手段的角色。

1816 年，英国最早实行金币本位制，成为国际经济中心。英国于 1816 年通过了《金本位制度法案》，以法律的形式承认了黄金作为货币的本位。到 19 世纪末，世界形成国际金本位货币体系，黄金成为各国最主要的国际储备资产，而英镑成为国际最主要的清算手段，英国也成为国际经济与金融活动中心。直到第一次世界大战爆发，各国停止银行券兑换黄金并禁止黄金自由输出，金币本位制随之宣告结束。

1922 年，第一次世界大战结束，金本位制度恢复。第一次世界大战后多国出现严重通货膨胀，恢复金币本位制的呼声日益高涨。1922 年，国际经济会议决定采用“节约黄金”的原则，实行金块本位制和金汇兑本位制，银行券只能有限制地兑换成金块或只能兑换外汇。

1944 年，布雷顿森林体系使得黄金在流通以及国际储备方面的作用降低，美元成为体系的主角。1929-1933 年的世界经济大危机，摧毁了统一的国际金本位货币体系，加之第二次世界大战胜利后，美国登上了资本主义世界盟主地位。1944 年 44 国政府代表签订《布雷顿森林协议》，将美元与黄金挂钩，各国货币与美元挂钩，美元起世界货币的作用。因为黄金是稳定这一货币体系的最后屏障，所以黄金的价格及流动仍受到较严格的控制，各国禁止居民自由买卖黄金。

1971 年，布雷顿森林体系解体。20 世纪 70 年代初，在日本、西欧的崛起伴随着美国经济实力的相对削弱，特里芬难题的出现意味着布雷顿森林体系难以为继。美元危机再度爆发，尼克松政府停止美元兑换黄金，标志着战后以美元为中心的货币体系瓦解。

1976年，牙买加体系推行黄金非货币化，黄金国际储备地位下降。布雷顿森林体系崩溃后，国际金融秩序再次进入混乱无序的状态。1976年1月，国际货币基金组织讨论了《国际货币基金协定》的条款，签订达成了“牙买加协议”，实行浮动汇率，推行黄金非货币化，黄金在国际储备中的地位下降。

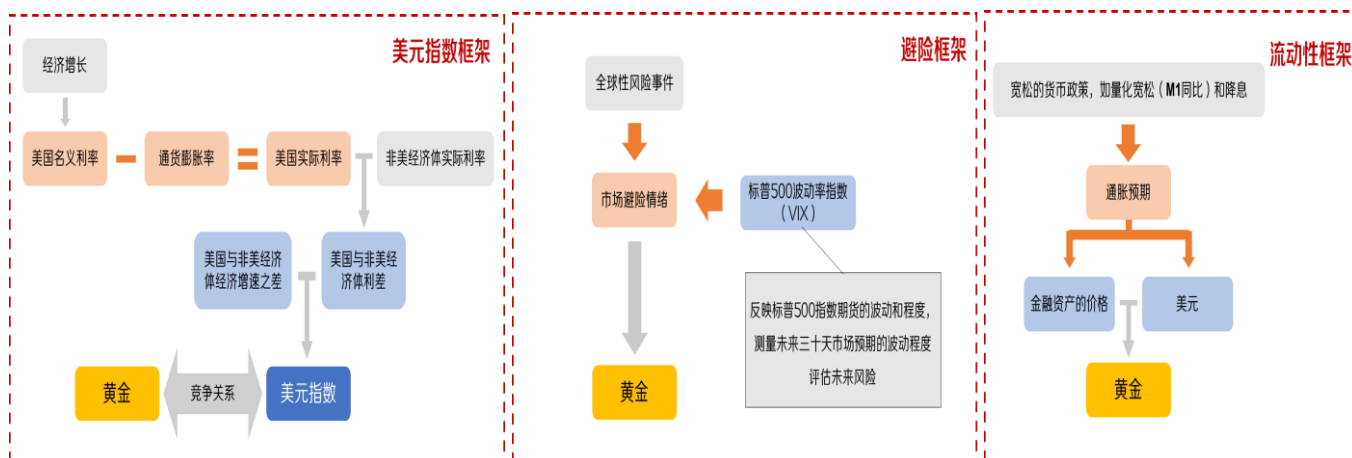
黄金的货币、避险、金融三重属性致使其价格的影响因素较为复杂多样，下面我们将基于其货币、避险、金融三属性，建立黄金研究三因子框架，以期来较好解释50年金价走势，并对未来金价走势进行预判和展望。

1 黄金三因子研究框架：美元指数、避险与流动性

对应黄金的货币、避险、金融三重属性，我们建立了美元指数、避险、流动性三因子研究体系，以期解释自 1971 年布雷顿森林体系解体后的金价走势，并对黄金未来走势进行预判。

总结而言，2008 年之前美元指数框架对金价解释力度最强，而 2008 年全球金融危机后各个经济体间政策相关性增强，流动性框架对金价的解释力度超越美元指数，导致金价在美元指数小幅波动的情况下出现趋势性的大幅上行或下行。

图 2：黄金研究三框架

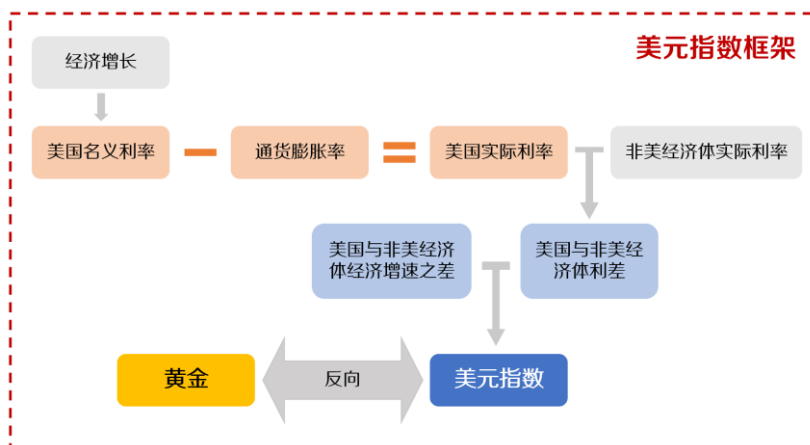


资料来源：东方证券研究所

1.1 美元指数框架：对应黄金的货币属性，本质是反映美国的全球地位

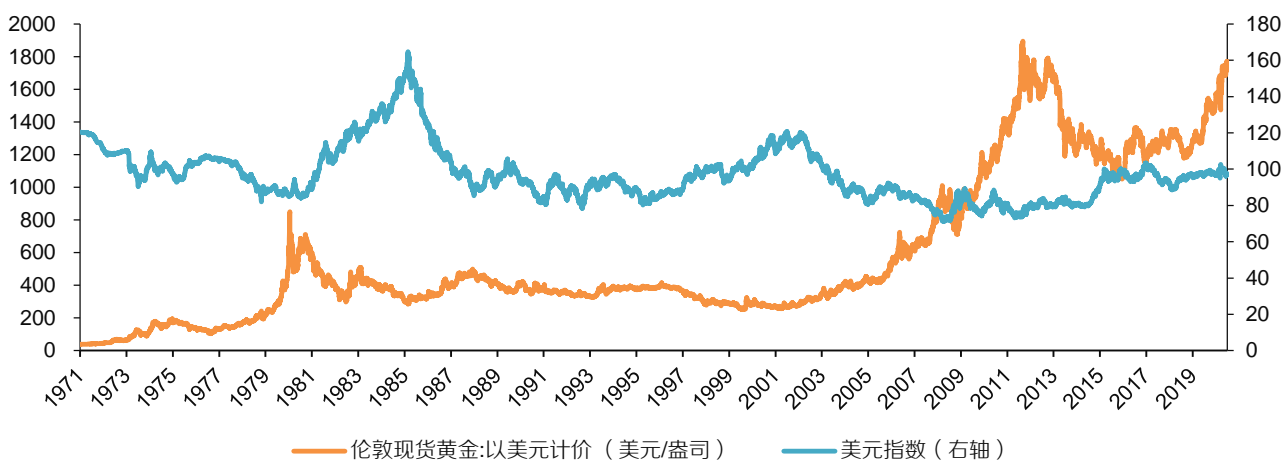
黄金的货币属性决定了其与法定货币美元之间存在反向变动关系。美元指数综合反映了美元在国际外汇市场的汇率，体现美元在国际外汇市场的相对强弱。美元指数的影响因素主要有二：一是美国与非美经济体经济增速差，二是美国与非美经济体实际利差。其中，实际利率=名义利率-通货膨胀率。

图 3：黄金历史走势基本可以用美元指数框架解释



数据来源：东方证券研究所

图 4：金价-美元指数历史走势



资料来源：Wind，东方证券研究所

美元指数是通过计算美元和对选定的一揽子货币的汇率，来衡量美元相对强弱。其中各币值的指数权重分别为欧元 57.6%、日元 13.6%、英镑 11.9%、加拿大元 9.1%、瑞典克朗 4.2%、瑞士法郎 3.6%，计算公式为：

图 5：美元指数计算公式

$$USD\text{X} = 50.14348112 \times EURUSD^{-0.576} \times USDJPY^{0.136} \times GBPUSD^{-0.11} \times USDCAD^{0.091} \times USDSEK^{0.042} \times USDCHF^{0.036}$$

数据来源：东方证券研究所

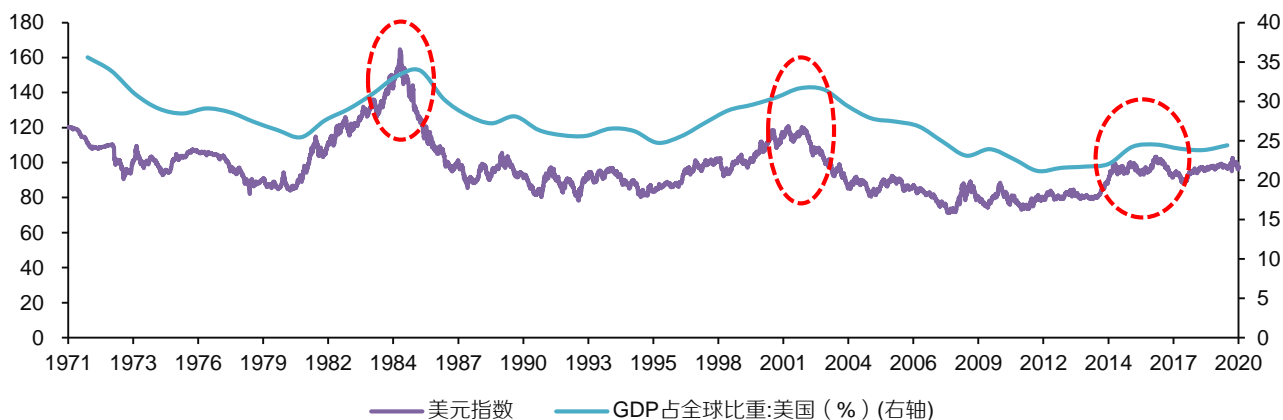
美元指数本质上指征的是美国全球地位的强弱，核心是美国经济实力相对强弱。1971 年以来美元指数与美国占全球 GDP 比重的走势基本趋同。美国占全球 GDP 比重从 1971 年的 35.6% 降至 2019 年的 24.4%，而美元指数也从 1971 年初的 120 以上降至 2019 年底的 97 左右。同时，1971 年至今美国占全球 GDP 比重经历了三轮“落起”，但受其他国家经济实力逐渐增强的影响，每一轮的高点不断下滑。1971 年至今美国占全球 GDP 比重高点分别出现于 1985、2001 和 2016 年，而美元指数高点分别出现在 1984、2001、2017 年，且高点位置美元指数分别为 162、120 和 101，呈现逐步下滑趋势。具体而言：

(1) 1971-1985 年，美国经历了 70 年代“滞胀期”的经济衰退和 80 年代减少政府干预后的经济复苏，美国占全球 GDP 比重先下降后上升，同期美元指数也同向变化。

(2) 1985 年-2000 年，美国经济经历了新一轮的下滑（具体来看，美国经济增速中枢下降，而同期日德法英经济增速中枢上升）和信息技术革命后的复兴，美国占全球 GDP 比重和美元指数皆呈现先下降后上升趋势。

(3) 2000 年后美国相继经历互联网泡沫破裂和次贷危机等事件，GDP 在全球的占比逐渐下降，2014-2019 年美国走出金融危机阴霾后小幅回升并维持在 24%，期间美元指数也基本以 97 为中枢小幅波动。

图 6：美元指数与美国占全球 GDP 比重走势趋同

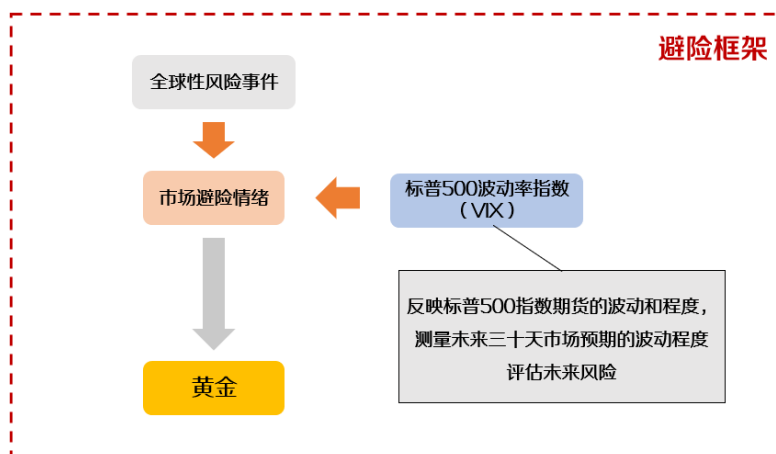


数据来源：Wind，东方证券研究所

1.2 避险框架：对应黄金的避险属性，避险信号跃升往往是金价上行催化剂

全球性风险事件会触发市场的避险情绪，而黄金的避险属性决定金价将随避险情绪提升而走强。我们以标普 500 波动率指数（VIX）即恐慌指数来衡量市场避险情绪。VIX 是通过测度标普 500 指数期货的波动和程度，来评估未来三十天市场预期的波动程度评估未来风险。

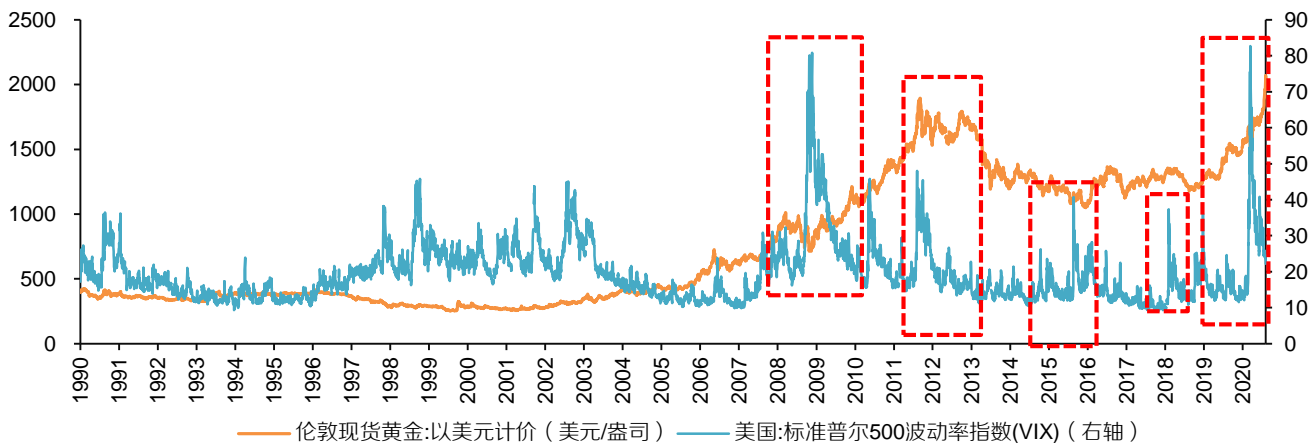
图 7：全球性风险事件发生时，黄金避险框架被激活



数据来源：东方证券研究所

从历史来看，当全球性风险事件来临时，VIX 通常领先于金价跃升。2008~2009 年次贷危机爆发、2011~2012 年西方债务危机引发信用评级、2015~2016 年人民币贬值引起全球性股灾来临、2018 年初的美股大跌后，均出现 VIX 大幅飙升，金价随后大幅上涨的现象。2020 年新冠疫情导致 VIX 上升至高位并已经回落，金价也处于上升趋势。

图 8：全球性风险事件来临时，VIX 先于金价升至高位



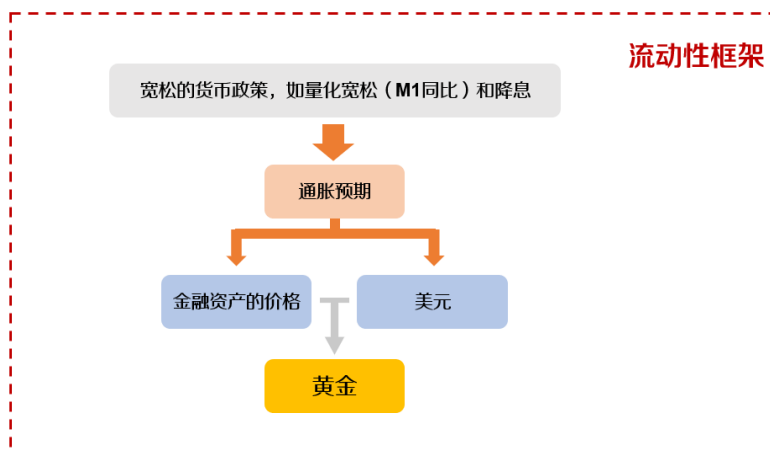
资料来源：Wind，东方证券研究所

1.3 流动性框架：对应黄金的金融属性，本质是反映市场通胀预期

流动性宽松推升通胀预期，从而推升具备抗通胀属性的黄金价格。市场流动性水平提升将推高金融资产价格、同时带来货币贬值压力，具备抗通胀属性的黄金价格上行。当然，更重要的信号是通胀预期的抬升。2008 年后，美元指数呈现窄幅波动特征，主要原因是全球经济和货币政策高度一体

化，美国与其主导的全球经济更加呈现一荣俱荣、一损俱损的格局，美元与其挂钩的一揽子货币的利差也相应降低。我们以宽松货币政策推升的通胀预期作为指征其流动性的核心指标，得到金价的流动性分析框架。宽松的货币政策分为两类，一类是降息，降息通常也伴随着通胀预期的抬升；第二类是 QE，大规模的资产购买往往体现为 M1 同比的抬升。

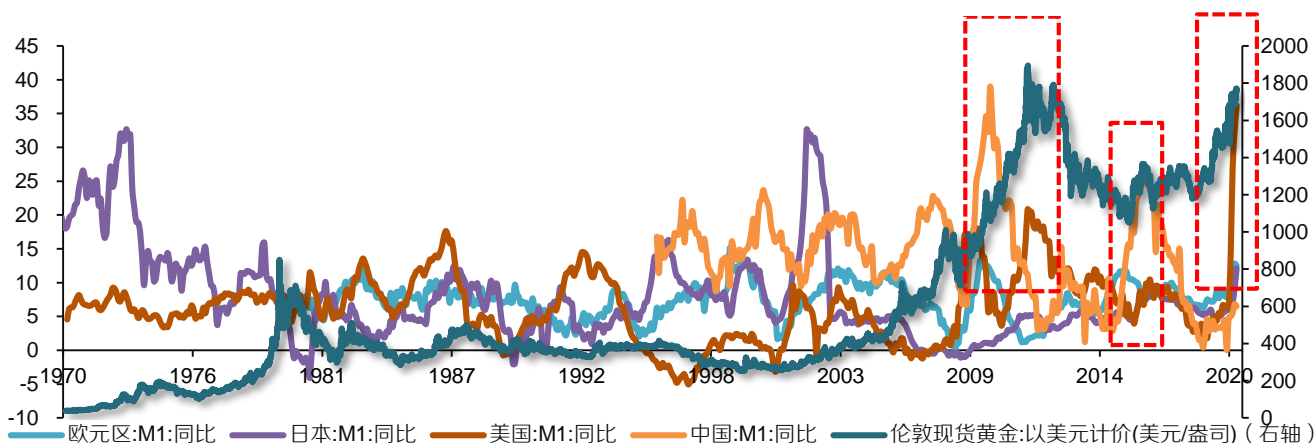
图 9：流动性宽松推升通胀预期，从而推升具备抗通胀属性的黄金价格



数据来源：东方证券研究所

2008 年后，金价与美国的 M1 同比走势显著趋同。2011 年、2015 年、2020 年美国 M1 同比的上升均伴随着金价的上涨。2008 年金融危机后，全球央行政策联动性增强，美联储货币政策成为全球风向标。因此每一轮以美联储为代表的全球央行应对经济疲弱的量化宽松政策，都趋同性的带来全球流动性泛滥，助推金价大幅抬升。

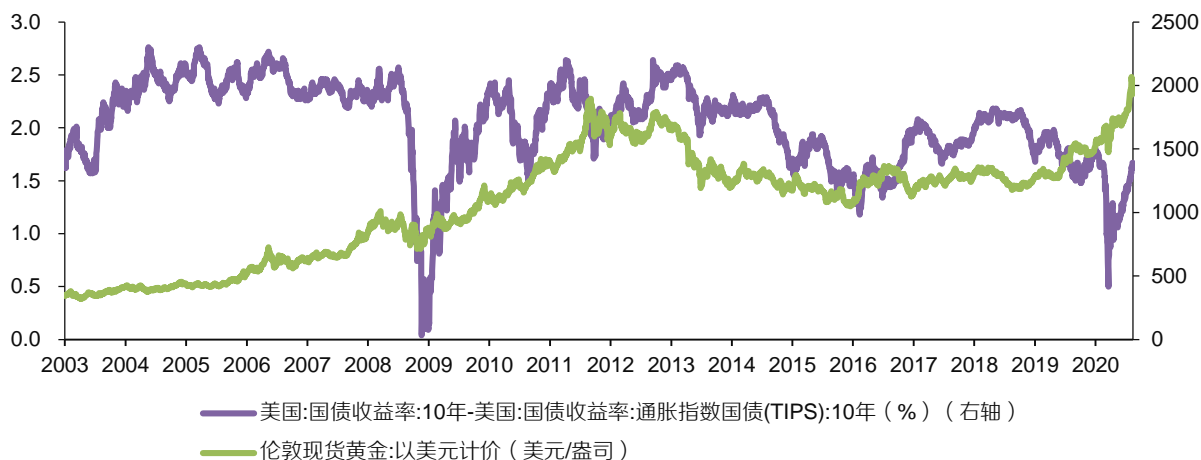
图 10：1970 年至今主要经济体 M1 同比与金价



数据来源：Wind，东方证券研究所

2008年后，金价与美国的通胀预期走势趋同。TIPS是包含通胀预期的美国国债收益率，我们用名义利率-TIPS利率表征通胀预期，TIPS数据自2003年开始有记录，观察下图可以发现，2008年后金价走势与通胀预期趋同。特别是2020年史无前例的新冠疫情下，通胀预期的急速升温拉动金价勇创历史新高。

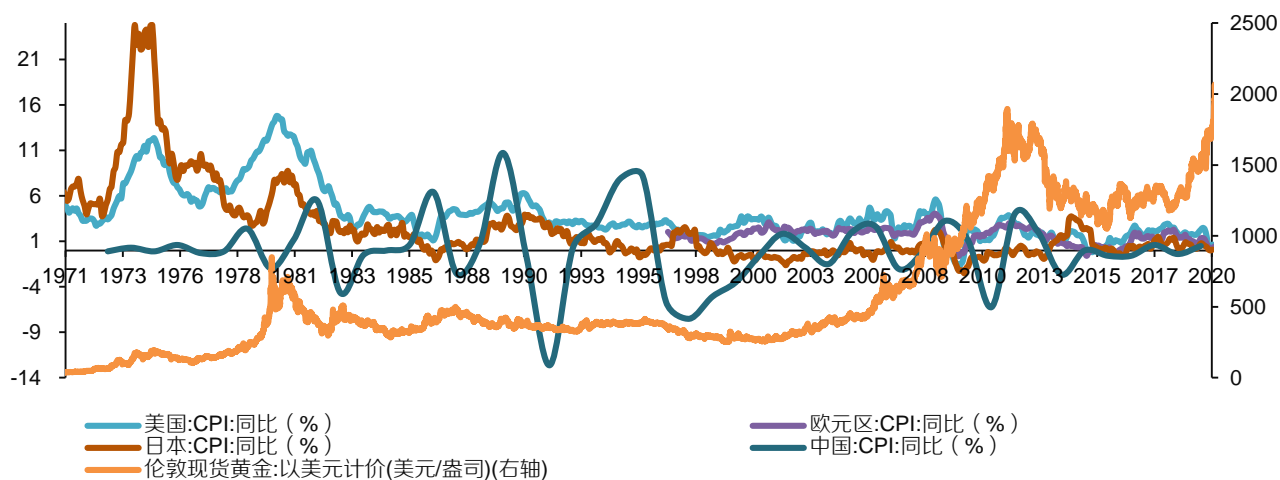
图 11： 2003 年至今通胀预期与金价



数据来源：Wind，东方证券研究所

但 CPI 同比仅仅是金价的同步指标。CPI 即消费者物价指数，往往是一个滞后性的数据。从历史长周期看，其属于金价的同步指标，故其对金价的预判能力不强。

图 12： 1970 年至今主要经济体 CPI 同比与金价



数据来源：Wind，东方证券研究所

下面，我们按照黄金趋势上行或下行对 1971 年至今的时间线进行了切割，即：1971-1980 年黄金十年牛市（涨幅超过 1800%）、1980-2000 年黄金 20 年熊市（跌幅超过 80%）、2000-2008 年黄金价格整体呈上涨趋势（涨幅高达 295%）、2009-2015 年黄金价格先涨后跌（涨幅高达 136%，跌幅超过 55%）、2016 年至今金价上行。我们将应用以上的黄金分析三框架，对以上黄金走势的五个阶段进行详细的回顾和阐述。（备注：2009-2015 划至一个时间区间是因为期间美元指数窄幅波动，故黄金价格的上行和下行便不再分开讨论）

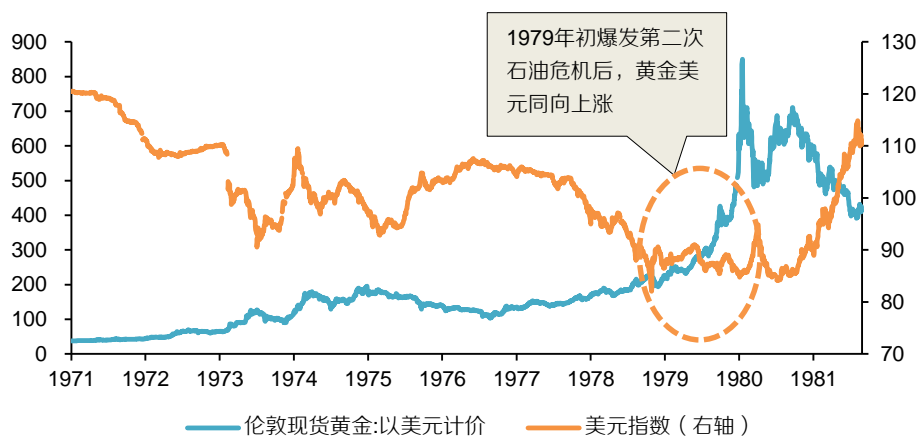
2 框架应用：50 年维度下美元指数为基，09 年后流动性框架解释力度增强

2.1 1971-1980 年：10 年金价牛市，美元指数框架解释力最强

(1) 美元指数框架：美国经济的全球地位持续下降导致美元指数下跌，推动黄金价格上涨

1971~1980 这十年间，美元指数表现为在波动中下跌，黄金价格整体呈上涨态势，两者呈明显的负相关关系。美元指数从 120.5 下跌到 84.1，跌幅超过 30%，黄金价格从 1971 年初的 37.4 美元/盎司上涨至 1980 年的 711 美元/盎司，涨幅超过 1800%。

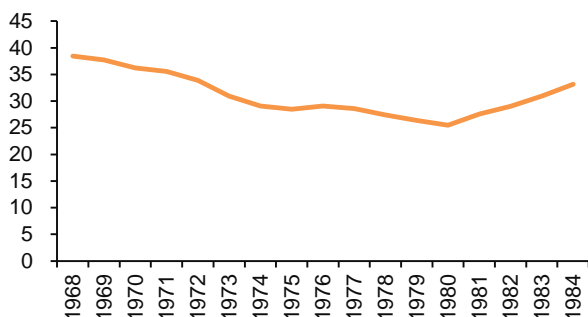
图 13：1971~1980 年，黄金价格上涨，美元指数下跌



数据来源：Wind、东方证券研究所

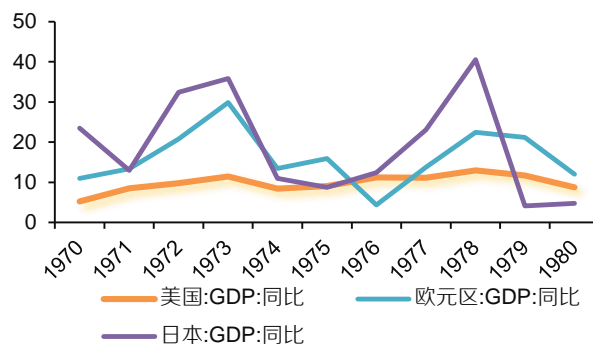
美国经济在这段时间内处于“滞胀期”，经济增长缓慢、通货膨胀率居高不下，经济缺乏新的增长点。美国经济增速相对非美经济体的弱势和美元强势地位的削弱导致了美元指数的下降和黄金价格的上升。美国 GDP 全球占比从 39.6% 下降到 25.4%。同时，1971 年布雷顿森林体系瓦解，各国货币供应量增加，大量新货币进入流通领域，持续挑战美元地位。

图 14：1971~1980 年，美国 GDP 占全球的比重下降（单位：%）



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 15：1971~1980 年，美国经济增速相对非美经济体较为弱势（单位：%）

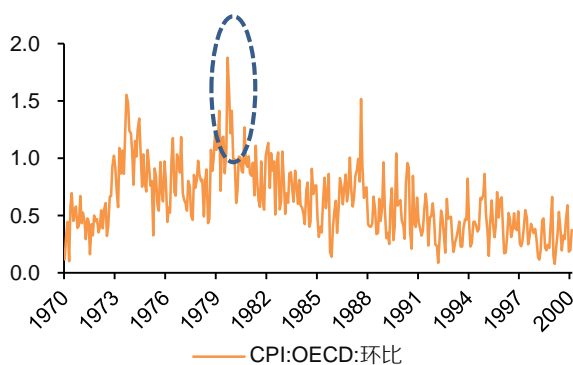


资料来源：Wind、东方证券研究所

（2）避险框架：1979 年石油危机激活黄金避险属性，叠加非美经济体受累严重，黄金和美元指数呈现同向上涨

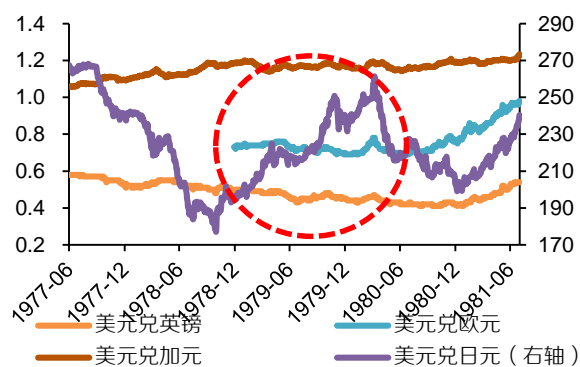
石油危机带来避险需求，黄金资产配置价值凸显，支撑价格上涨。其中，1979 年的金价涨幅最大，全年涨幅接近 100%，并在上半年出现了短暂的金价和美元指数同时上涨的情况。此次异常主要由石油危机引起，1978 年底伊朗发生政变并停止输出石油，导致全球石油供应紧张，油价急剧上升，由此引发了第二次石油危机，全球经济陷入滞胀。由于日本受到石油危机影响最严重，美元对日元的汇率不降反升，亦成为助推美元指数上涨的主要因素。

图 16：1979 年的高通货膨胀率（单位：%）



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 17：美元兑日元汇率在 1979 年上升

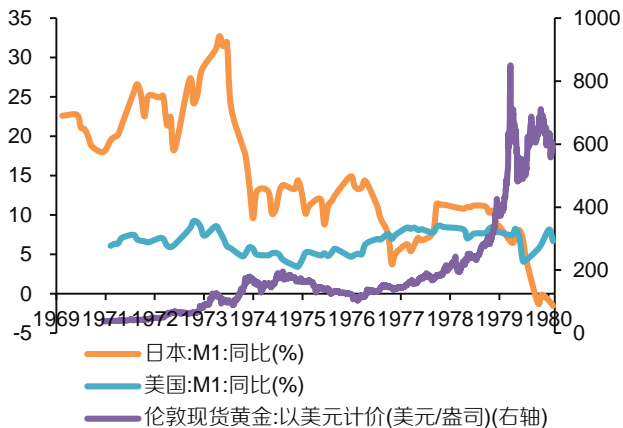


资料来源：Wind、东方证券研究所

（3）流动性框架：1971-1980 年流动性不是核心影响因素

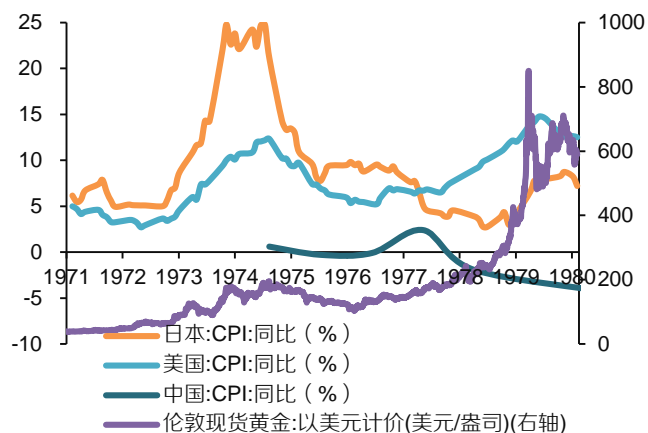
从这一阶段黄金价格与各国 M1 和 CPI 同比数据可以看出，1979 年石油危机后油价的抬升推升实体经济通胀，金价表现出与美国 CPI 的趋同性，但与各国 M1 同比关系不大。

图 18: 1971~1980 年, 黄金价格与各国 M1 同比



资料来源: Wind、东方证券研究所

图 19: 1971~1980 年, 黄金价格与各国 CPI 同比



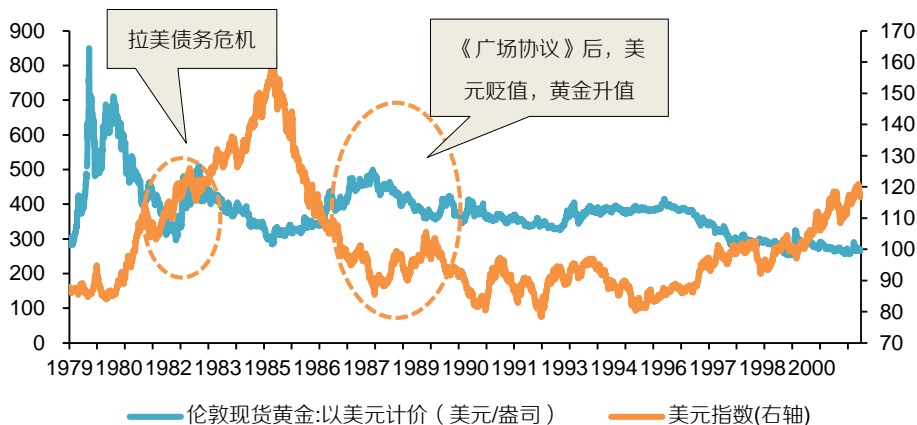
资料来源: Wind、东方证券研究所

2.2 1980-2000 年: 20 年金价熊市, 美元指数框架解释力最强

(1) 美元指数框架: 1980-2000 年美元指数波动上行, 金价波动下行

1980-2000 年, 美元指数波动较大, 从 1980 年的 84.1 上涨 95.8% 至 1985 年的 164.7, 随后下跌超 40% 至 1987 年的 90, 维持在 90 附近波动直到 1995 年开始反弹, 2000 年底回升至 118.5, 金价整体呈现下跌走势, 从 1980 年初的 559.5 美元/盎司下跌至 2000 年底的 263.8 美元/盎司, 跌幅超过 53%。

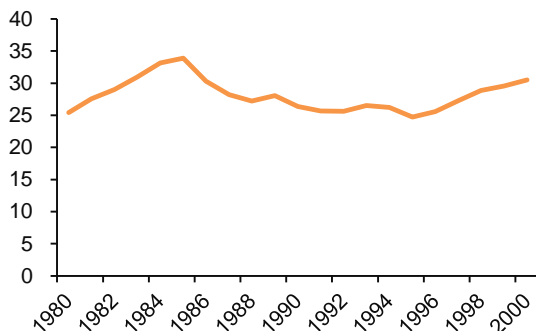
图 20: 1980~2000 年, 黄金价格下跌, 美元指数整体上行



数据来源: Wind、东方证券研究所

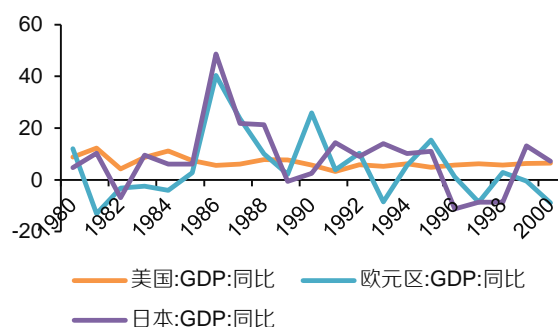
这一时期，美国减少政府干预的政策使得整体经济情况转好，高通胀率得到控制，经济增长有所恢复，美国经济相比非美经济体有所走强，美国 GDP 的全球占比从 25.4% 上升至 30.5%，美元地位逐渐提升，美元指数向上修复驱使金价下跌。

图 21：1980~2000 年，美国 GDP 全球占比走强（单位：%）



资料来源：Wind、东方证券研究所

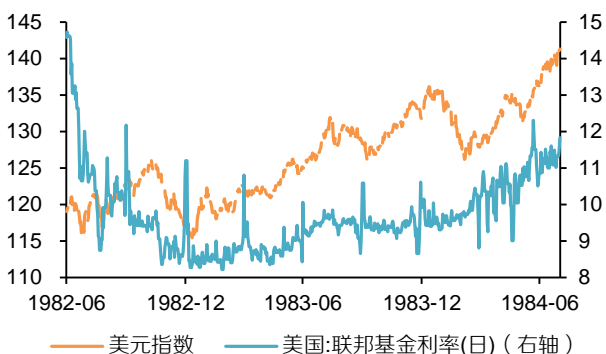
图 22：1980~2000 年，美国经济相对非美经济体走强（单位：%）



资料来源：Wind、东方证券研究所

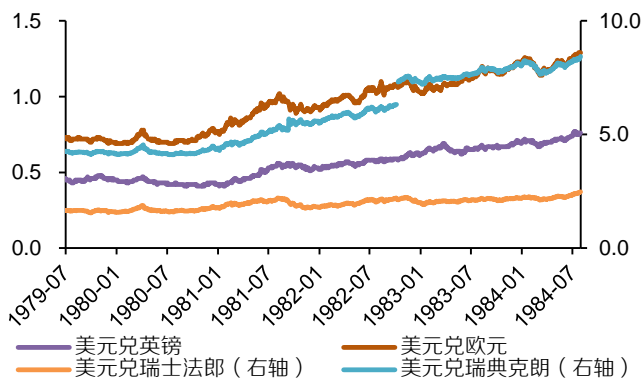
在整体的变动趋势之外，1982 年拉美债务危机使得美元和黄金出现同向上涨。为有效应对危机，抑制通货膨胀，美联储于 1983 年 3 月采取加息政策，导致美元兑欧元等货币的汇率上升。美国相对其他经济体利率较高，经济情况占优，使得美元指数加速上涨。

图 23：美联储加息政策提升美元指数



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 24：美元兑其他主要货币汇率上升

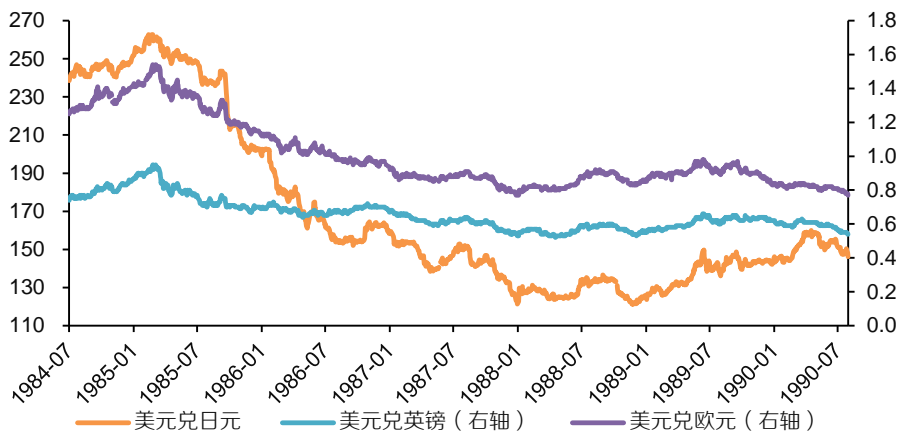


资料来源：Wind、东方证券研究所

1985~1987 年，《广场协议》签订后，美元指数大幅下跌，金价上行。20 世纪 80 年代初期，美国经济出现数额巨大的“双赤字”——财政赤字和贸易赤字。为促进收支平衡、提高美国产品出口竞争力，美国和日本、英国、法国、联邦德国于 1985 年 9 月 22 日签订《广场协议》，联合干预外汇市场，诱导美元对主要货币的汇率有秩序地贬值，以解决美国巨额贸易赤字问题。《广场协议》

后，美元大幅走弱，对日元和马克贬值均达 40%以上，黄金价格随之上涨，但仍然处于下跌的大周期中。

图 25:《广场协议》后，美元对其他货币汇率下跌，导致美元指数下跌



数据来源：Wind、东方证券研究所

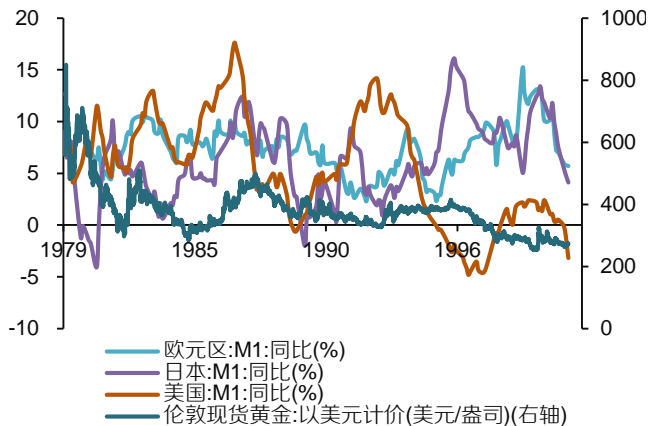
(2) 避险框架：1982-1983 年，拉美债务激活黄金避险属性，黄金美元同向上涨

1982 年 8 月开始，墨西哥、巴西、秘鲁等 7 个拉美国家先后宣布无法偿还债务，致使世界经济陷入新一轮危机。全球经济面临衰退带来的恐慌情绪激活黄金的避险属性，金价大幅上涨。

(3) 流动性框架：1980-2000 年，主要经济体通胀波动下行，金价波动下行

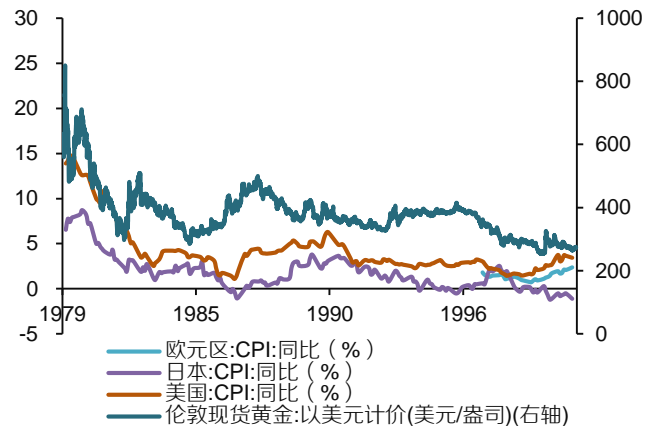
19 世纪 80 年代初，美国政府通过减少政府干预等手段迅速抑制了高通胀率，此后的 20 年里，通货膨胀在波动中缓慢下行。从这一阶段黄金价格与各国 M1 和 CPI 同比数据可以看出，美国 M1 同比波动下行，主要经济体 CPI 同比波动下行，金价亦波动下行。

图 26：1980~2000 年，黄金价格与各国 M1 同比



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 27：1980~2000 年，黄金价格与各国 CPI 同比



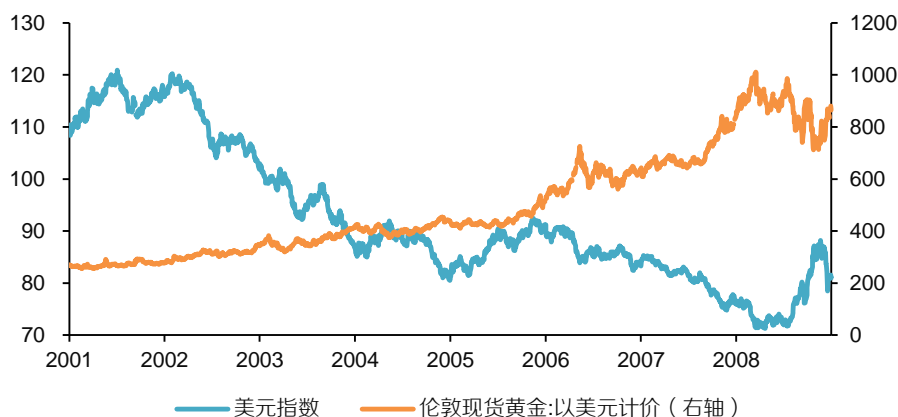
资料来源：Wind、东方证券研究所

2.3 2000-2008 年：金价小牛市，美元指数框架解释力最强

(1) 美元指数框架：2000-2008 年美国 GDP 全球占比持续走弱、美元指数下行，推动黄金价格上涨

2001~2008 年，美国先后经历了互联网泡沫破灭-经济复苏-全球化-次贷危机-救市的过程，美国经济整体呈现下行趋势，美元指数持续下跌从 108.6 下跌 34.3%至 71.3，黄金阶段涨幅高达 295%。

图 28：2000~2008 年，美元指数持续下跌，黄金价格整体呈现出上涨态势

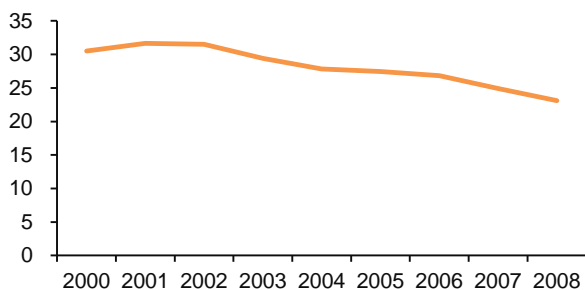


数据来源：Wind、东方证券研究所

2000、2001 年美国先后发生互联网泡沫破裂和“9·11”事件，导致美国经济增速在随后的几年内放缓。美国 GDP 全球占比走弱，从 2001 年的 31.7%下跌至 2008 年的 23.1%，GDP 同比增速低于全球整体水平，加之 2001~2004 年美联储为应对互联网泡沫破灭，实行降息政策，使得美元

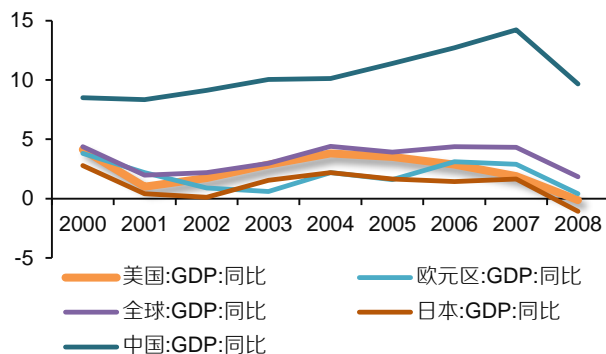
指数从 120 以上跌至 80 以下，黄金价格从 260 美元/盎司上涨至 450 美元/盎司以上，涨幅超过 77%。

图 29：2000~2008 年，美国 GDP 全球占比走弱（单位：%）



资料来源：Wind、东方证券研究所

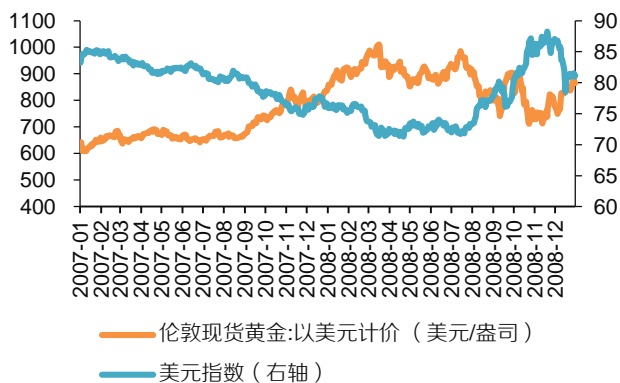
图 30：2000~2008 年，美国 GDP 同比弱于全球整体水平



资料来源：Wind、东方证券研究所

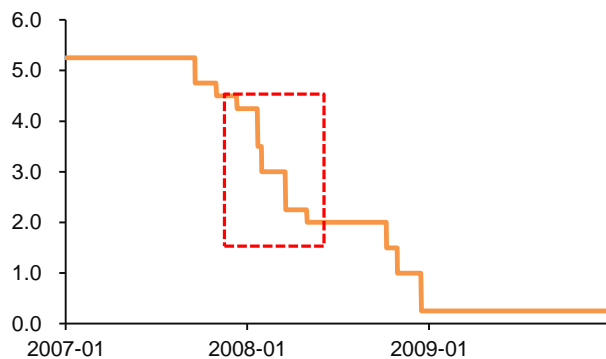
2007-2008 年底的金融危机过程中，因为美联储的降息政策和美欧利差的大幅反弹，美元指数先下降后上升，金价先上升后下降。2007 年 2 月-2008 年 3 月金融危机前期，美联储采取了比较常规的措施，并不断降息，联邦目标基金利率自 2007 年初到 2008 年 3 月先后 5 次下调，导致实际利率下行，美元指数下行，金价上升。但是在此期间美国经济增长尚可，市场并未意识到次贷危机的巨大破坏。

图 31：2007~2008 年，美元指数先下降后上升，金价先上升后下降



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 32：联邦目标基金利率 08 年下跌（单位：%）

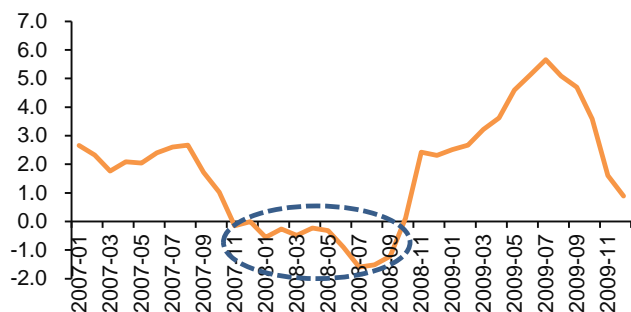


数据来源：Wind、东方证券研究所

但在 2008 年 3 月~2008 年 12 月，在金融危机爆发期和后期，美欧利差大幅反弹导致美元指数上行，金价震荡下跌。2008 年 3 月-8 月，在监管部门的干预下，危机似乎有所缓和。但在 9 月~10 月，次贷危机全面爆发，美联储维持低利率环境，在 10 月和 12 月两次降息。同时，欧洲央行在

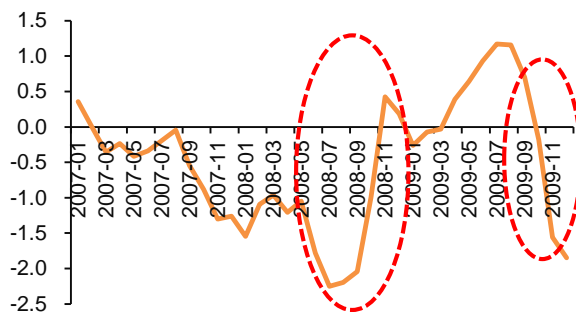
2008年7月、11月以及12月三次宣布降息。美欧的同时降息使得美元与欧元利差在2008年7月达到历史低位后迅速反弹，11月达到高位。因欧元是美元指数构成中占比最大的货币，所以在美国实际利率低的环境下，美元指数仍然走强，金价下降。

图 33： 08 年实际利率为负（10Y 国债收益率-CPI 当月同比 单位：%）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 34： 2008 年 7 月-10 月美元欧元利差上升，导致低利率环境下美元指数仍走强

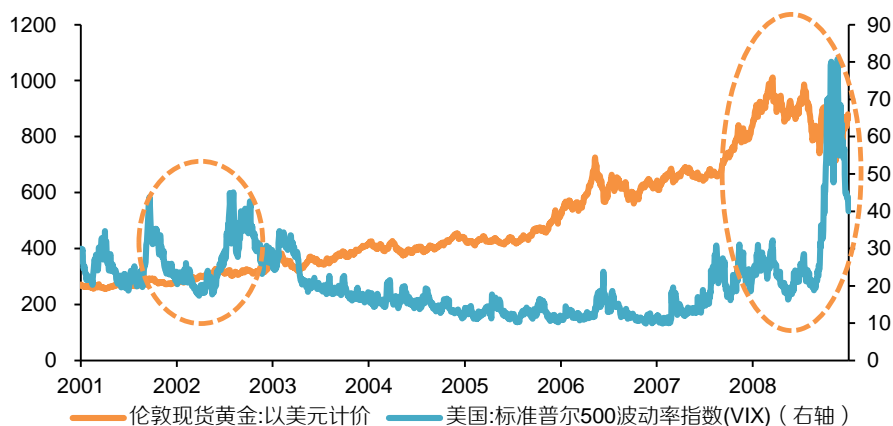


数据来源：Wind、东方证券研究所

(2) 避险框架：2001-2008 年，接连发生的“9·11”事件、伊拉克战争、次贷危机等一系列全球性风险事件激活黄金避险属性，催化金价上涨

2000、2001 年先后发生互联网泡沫破裂和“9·11”事件，导致 VIX 指数上涨至 40 以上，此后 VIX 指数保持在低位直至 2007 年。2008 年金融危机爆发后，VIX 指数从 20 以下迅速上涨至 80 以上，涨幅超过 300%，避险情绪有效提振了金价。

图 35： 2000~2008 年，避险情绪对金价的上涨有一定的催化作用

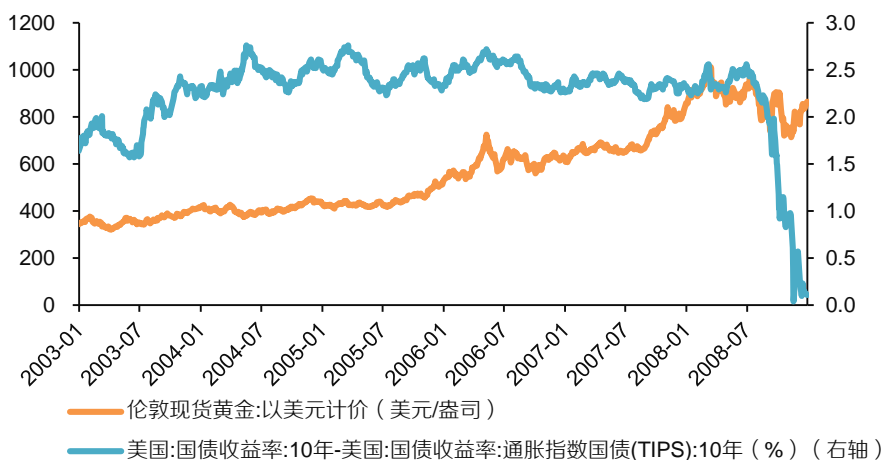


数据来源：Wind、东方证券研究所

(3) 流动性框架：2000-2008 年美国通胀预期处于高位，推动金价上行

2000-2003 年，为了应对互联网泡沫和“9·11”事件带来的冲击，美联储连续降息并实行宽松的货币政策，导致 2003 年后美国房地产市场出现泡沫，因此 2000-2008 上半年美国通胀预期一直处于高位，支撑金价走高。而 2008 年全球金融危机发生后，市场对经济前景的悲观导致通胀预期急剧下降，伴随金价出现震荡。

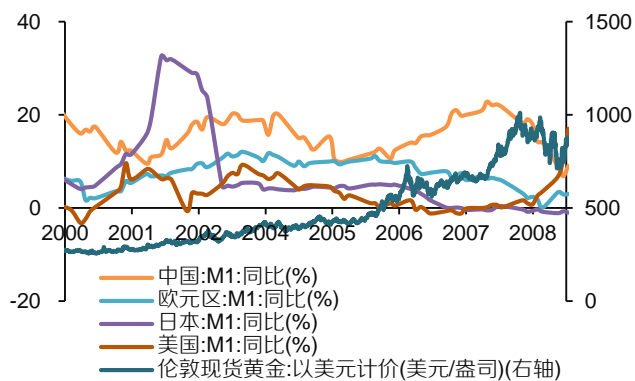
图 36：美国通胀预期与金价



数据来源：Wind、东方证券研究所

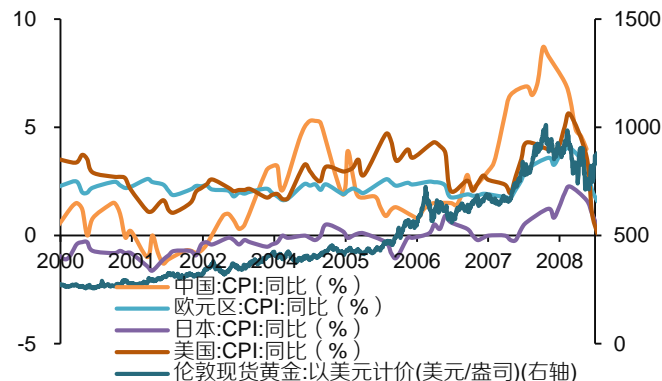
但在这一阶段，黄金价格与各国尤其是美国 M1 同比数据相关性较弱，即流动性并非主导这一时期金价上涨的核心因素。另外，美国 CPI 同比仍可以看作是金价的同步指标。

图 37：2000~2008 年，黄金价格与各国 M1 同比



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 38：2000~2008 年，黄金价格与各国 CPI 同比



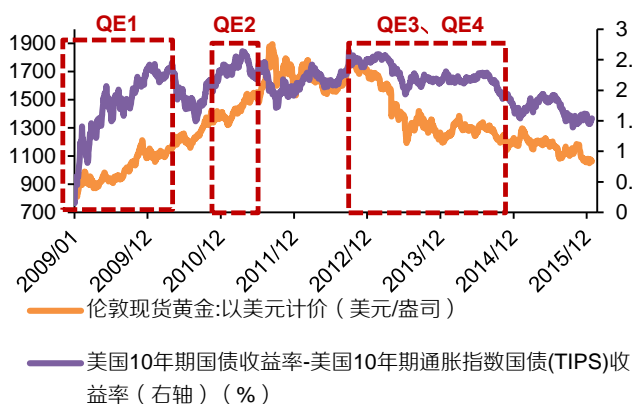
数据来源：Wind、东方证券研究所

2.4 2009-2015 年：金价先涨后跌，流动性框架解释力最强

(1) 流动性框架：美联储 QE 推进和退出节奏导致美国通胀预期先升后降，金价先涨后跌

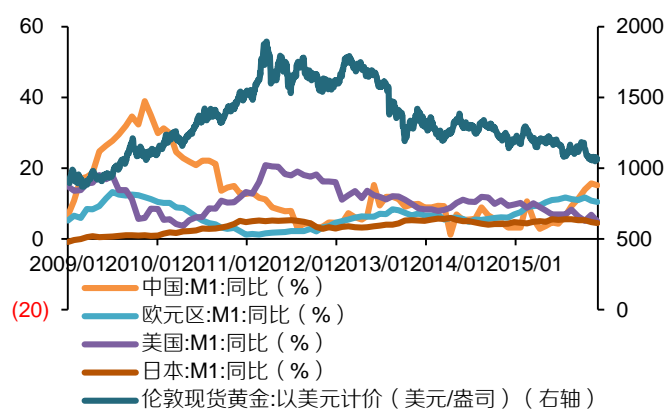
2009-2012 年，两轮 QE 下美国通胀预期从 0.15% 波动增长至峰值 2.64%，全球 M1 同比上升，推动金价从 810 美元/盎司上涨 121% 至 2012 年 10 月的 1791.8 美元/盎司。具体来看，2008 年 11 月 25 日美联储为应对金融危机启动首轮 QE，向市场注入大量流动性，推升通胀预期，2010 年 3 月第一轮 QE 结束。2010 年 11 月，美联储启动第二轮 QE，并于 2011 年 6 月退出，在此期间通胀预期出现新一轮增长，支撑金价一路上行至 2011 年 9 月的最高点。2009 年，中、欧、日为应对金融危机也实行了宽松的货币政策，注入大量流动性以刺激经济，因此 2009 年中、欧、日 M1 同比上升，助推金价的上涨。

图 39：美国通胀预期与黄金价格正相关性显著



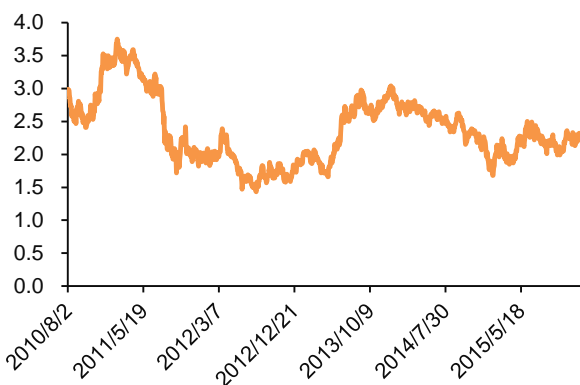
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 40：2009-2015 年，黄金价格与各国 M1 同比

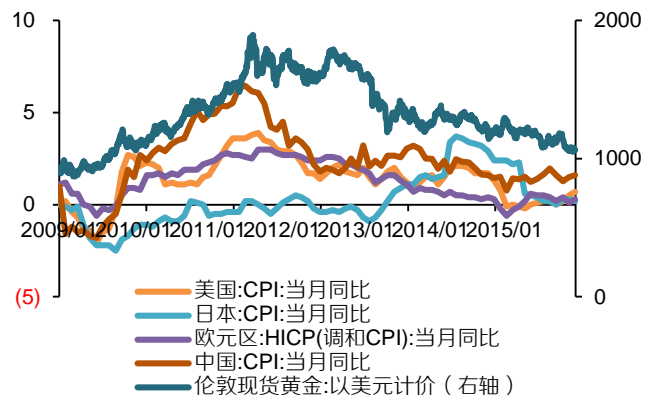


数据来源：Wind、东方证券研究所

2013-2015 年，美国名义利率波动上升，通胀预期下降，金价在波动中从 1645.3 美元/盎司下跌 36% 至 1049.4 美元/盎司。2012 年 9 月、12 月美国再次启动两轮 QE，直至 2013 年 12 月才有所缩减，世界其他国家也纷纷出台宽松货币政策，但这两次 QE 的作用并不显著，2013 年美国通胀预期有所下降。2014-2015 年美联储逐步退出 QE，货币政策有所收紧，美国国债收益率上升，通胀预期整体转为下降趋势，金价同步下跌。从美国 M1 同比看，其在 2011 年上半年达到顶峰后逐步回落，同期金价到峰值后宽幅震荡，并于 2013 年金价开启下跌进程。而从这一阶段黄金价格与各国 CPI 同比数据可以看出，各国 CPI 同比基本是金价的同步指标。

图 41：2012-2015 年美国国债收益率波动上升（单位：%）


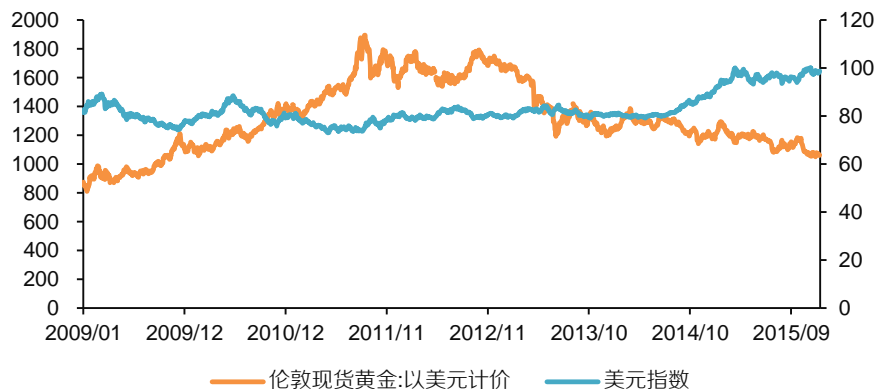
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 42：2009-2015 年，黄金价格与各国 CPI 同比


数据来源：Wind、东方证券研究所

（2）美元指数框架：2014-2015 年美国退出 QE、经济率先反弹，美元指数上行，金价下行，符合美元指数框架的反向关系

2009-2014 年 6 月，美元指数以 80 为中枢小幅波动，同期金价先上涨 134%后下跌 34%的趋势变化不能用美元指数框架来解释。这一时期美元指数波动幅度不大，金价从 810 美元/盎司上升至 2011 年 9 月 1895 美元/盎司的峰值，后逐渐震荡下跌至 1247.5 美元/盎司。从 2009 年金融危机基本结束后到 2011 年，美国实际利率回归低位，但经济受到的影响仍未完全恢复。2011 年，金融危机的影响逐渐减小，美国经济才得到恢复，但 2012 年的两轮 QE 成功压制了实际利率，实际利率仍处于负值，给美元指数带来下行压力。直到 2013 年-2014 年美联储加速缩减 QE 的步伐并最终于 2014 年 11 月退出 QE，使实际利率大幅上升，美元指数才开始缓慢回升。

图 43：2009~2015 年，美元指数整体变动幅度减小，金价先涨后跌


数据来源：Wind、东方证券研究所

2014 年 7 月-2015 年，美元指数上行，金价下行，反向关系恢复。这一时期，美元指数由 80 附近上升至 98，涨幅约为 22.5%，金价从 1247.5 美元/盎司继续下行至 1049.4 美元/盎司，跌幅约为

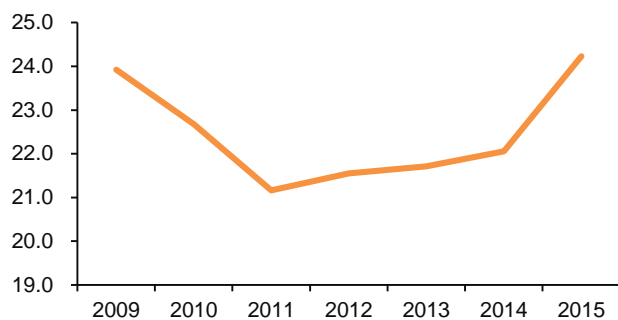
15.9%。美元指数上涨的主要原因是 2014-2015 年美国 GDP 相对非美经济体恢复较快，美国 GDP 占全球比重大幅上升，同期黄金价格震荡走弱。

图 44：2013-2015 年实际利率上升(单位：%)



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 45：2011 年后美国 GDP 全球占比反弹（单位：%）

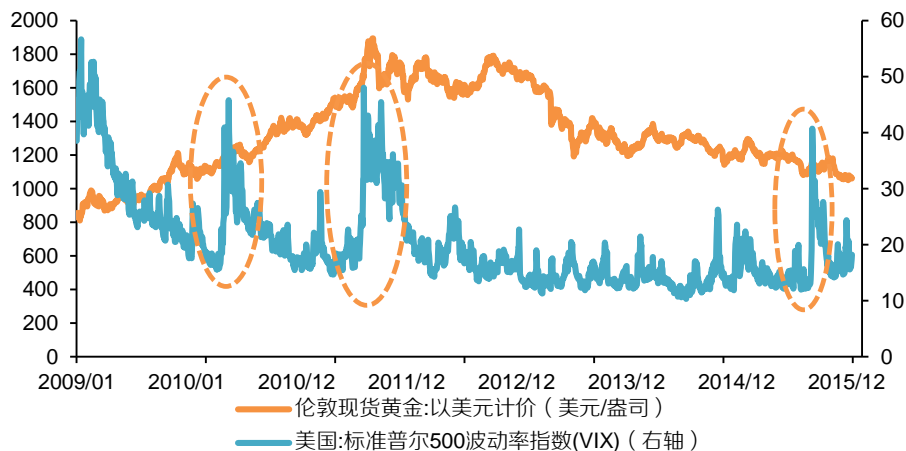


数据来源：Wind、东方证券研究所

（3）黄金避险框架：欧洲债务危机、全球股市动荡导致避险情绪升温、推动金价上行

2010-2011 年，欧洲债务危机不断恶化，美欧信用评级先后被降级，引发 VIX 指数新一轮上涨，2011 年 VIX 指数迅速从 15 上升至 48，涨幅约为 220%，金价同期处于上涨周期中。2012-2015 年，VIX 指数整体相对较为平稳。2015 年中国经济增速放缓、人民币贬值引发 A 股股灾，带来全球股市动荡，导致 VIX 指数飙升。

图 46：2009-2011 年避险情绪提振金价，2012~2015 年黄金避险需求较低



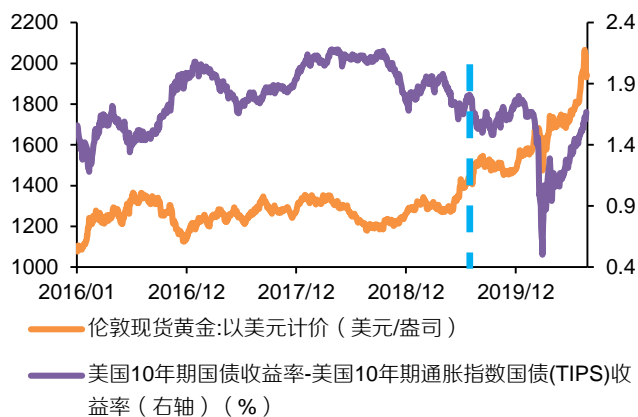
数据来源：Wind、东方证券研究所

2.5 2016 年至今：金价上行，流动性与美元指数框架共同演绎

(1) 流动性框架：2016-2019 年 M1 同比和通胀预期窄幅波动，金价走势平稳；2019 年 7 月美国开启全球降息周期，美国通胀预期抬升，推动金价上行；2020 年疫情后全球流动性宽松，M1 同比和通胀预期飙升，推升金价创历史新高

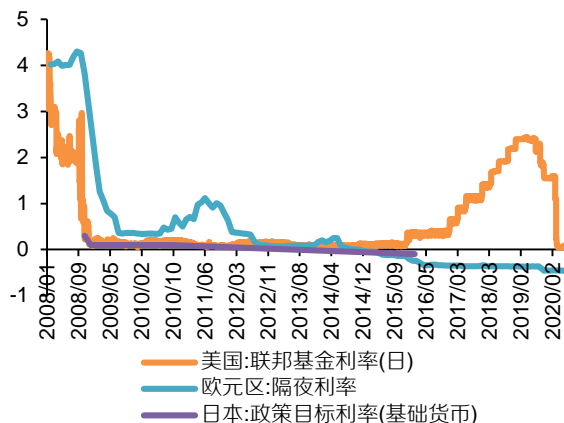
第一阶段，2016-2019 年 6 月，美国通胀预期以 1.8% 为中枢小幅波动，金价以 1300 美元/盎司为中枢波动。2016 年至 2019 年，全球流动性宽松环境有所收紧，而欧洲、日本为进一步刺激经济、避免通缩风险，分别于 2014 年、2016 年推出了负利率政策，全球负利率环境扩大，黄金吸引力增强，为随后金价走强奠定了基础。

图 47：2019 年 7 月降息周期后通胀预期抬升



数据来源：Wind、东方证券研究所

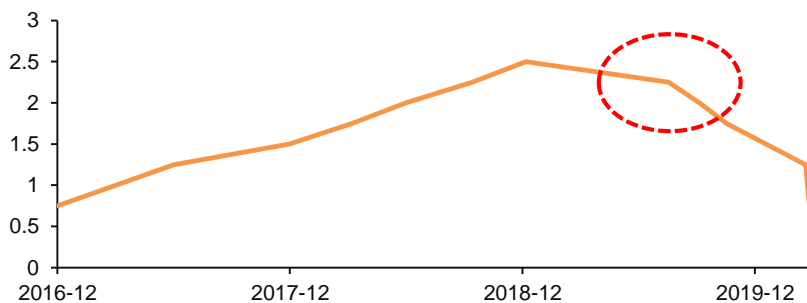
图 48：全球负利率环境扩大



数据来源：Wind、东方证券研究所

第二阶段，2019 年 7 月美国开启降息周期，抬升通胀预期，金价上行。2019 年 7 月，美联储实施了十年来的首次降息，随后其他经济体也纷纷降息，全球降息周期开启，通胀预期升温，金价重拾升势。

图 49：2019 年 7 月 31 日美联储重启降息周期（单位：%）



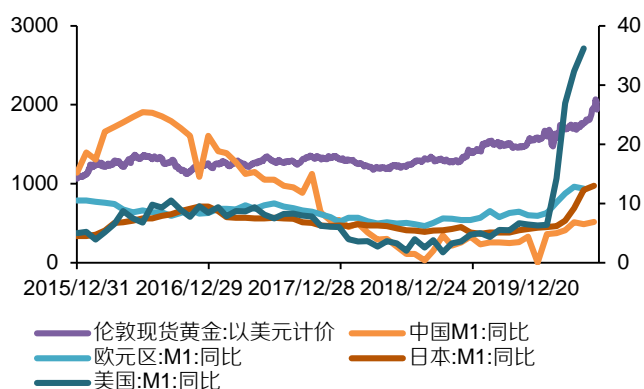
数据来源：Wind、东方证券研究所

第三阶段，新冠肺炎疫情影响，美联储率先推出无限量化宽松政策，推动金价创历史新高。2020 年 3 月疫情爆发触发美股 4 次熔断，随后美联储为救市推出无限量化宽松政策，不限量地购买美国的国债和 MBS，为市场注入大量的美元流动性，使得 M1 同比从 2 月的 6.4% 跃升至 7 月的 38.1%，

通胀预期在危机中暴跌后迅速反弹，目前已恢复到 1.68%。全球经济体也纷纷推出宽松货币政策，金价迅速上升，一度创历史新高至 2067.2 美元/盎司。

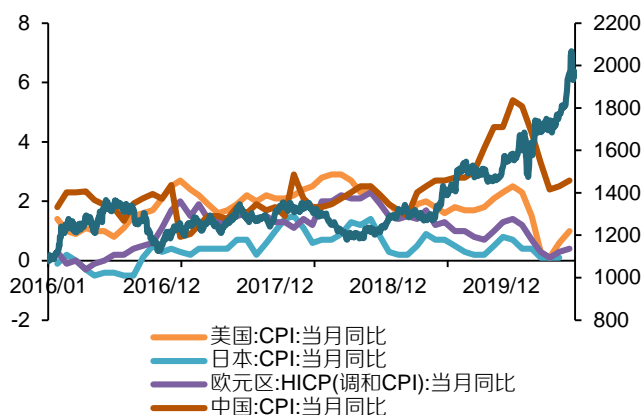
而从这一阶段黄金价格与各国 CPI 同比数据可以看出，各国 CPI 同比基本是金价的同步指标。

图 50：2016 年至今，黄金价格与各国 M1 同比



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 51：2016 年至今，黄金价格与各国 CPI 同比

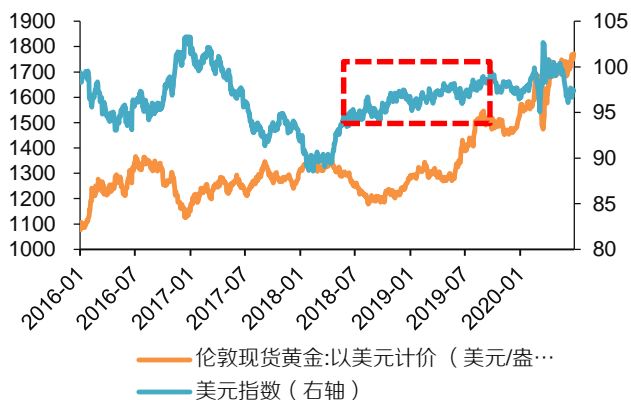


数据来源：Wind、东方证券研究所

(2) 美元指数框架：除 2018 年 4 月-2019 年 4 月外，美元指数框架对金价走势解释力较强

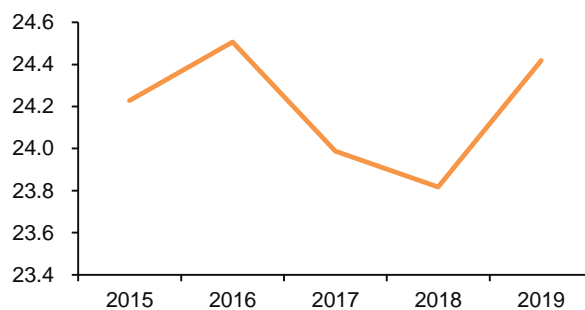
2016 年-2019 年，黄金价格缓慢上涨，美元指数经历几轮大幅涨跌。2015 年 12 月美联储自金融危机后首次加息，随后实际利率反弹，美元指数大幅上涨。2017 年美国经济增长较弱，GDP 全球占比有所下滑，加之特朗普上台后美国地缘政治不确定性增强，使得美元兑欧元、日元汇率均大幅下降，分别贬值 12.1%、4.2%，导致美元指数走弱。整体上，美元指数不断波动，与美国 GDP 全球占比的变动方向保持一致。

图 52：2015 年至今，美元指数涨跌起伏大，金价整体上升



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 53：美国 GDP 全球占比与美元指数波动方向一致

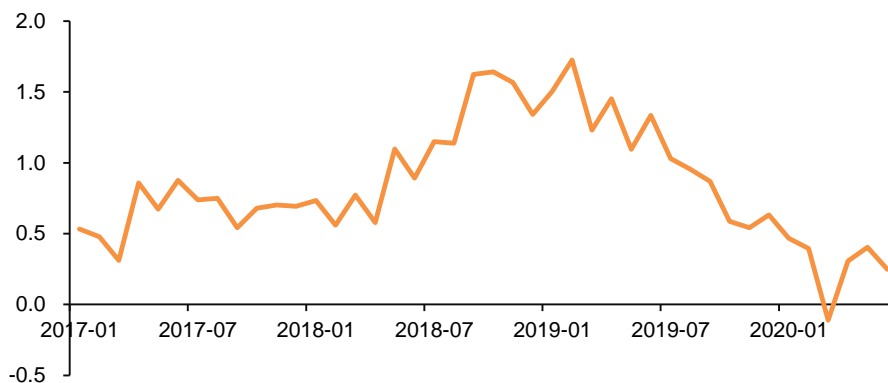


数据来源：Wind、东方证券研究所

其中，2018 年 4 月-2019 年 4 月，金价与美元指数同时走强。此次美元指数走强的原因为美元与其他货币利差的扩大，美联储于 2018 年 3 月、6 月、9 月、12 月四次加息，而欧元区维持 0 基准利率，日元区的目标利率维持在负数，美元与欧元的利差自 2018 年 5 月不断震荡上升，于

2019年2月达到历史高位。而2019年9月后美联储降息，利率下降，美元指数开始呈现下降趋势，金价保持走强。

图 54： 2019 年美元与欧元的利差达到历史高位（单位：%）



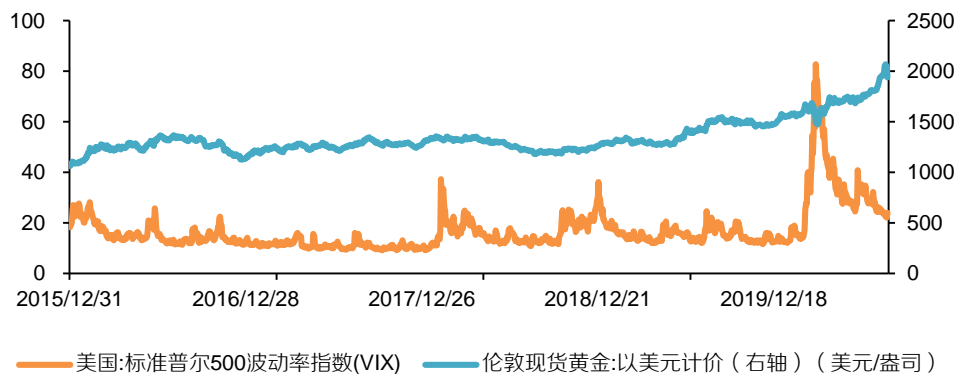
数据来源：Wind、东方证券研究所

2020年3月至今，美元指数下行，从102.7跌至92.8，跌幅为9.7%，金价从1474.3美元/盎司上涨超过40%，一度上探2067.2美元/盎司的历史新高。2020年3月新冠疫情扩大到全球范围后，美国经济遭遇重创，美股发生4次熔断，美国新冠肺炎确诊和死亡人数持续增加，复工复产进程接连受阻。失业率在4月达到大萧条以来的最高值14.7%，2020年第二季度美国GDP下降32.9%，导致美元指数迅速下跌，金价一度创新高后震荡。

（3）黄金避险框架：2020年新冠疫情激活黄金避险属性，推动金价上涨

2020年疫情爆发，全球避险情绪高涨，VIX指数从15以下飙升至82.7，涨幅超过450%，助推金价的持续上涨。3月9日，美股市场暴跌，导致标普500指数跌幅超过7%，触发了美股熔断机制，随后又分别在12日、16日、18日发生3次熔断，标志着新冠疫情带来的市场恐慌情绪的高峰。避险情绪的升温激活了黄金的避险属性，推动金价持续上涨。

图 55： 避险情绪助推金价上涨



数据来源：Wind、东方证券研究所

3 展望：流动性宽松下，弱势美元和避险需求或将持续推升金价

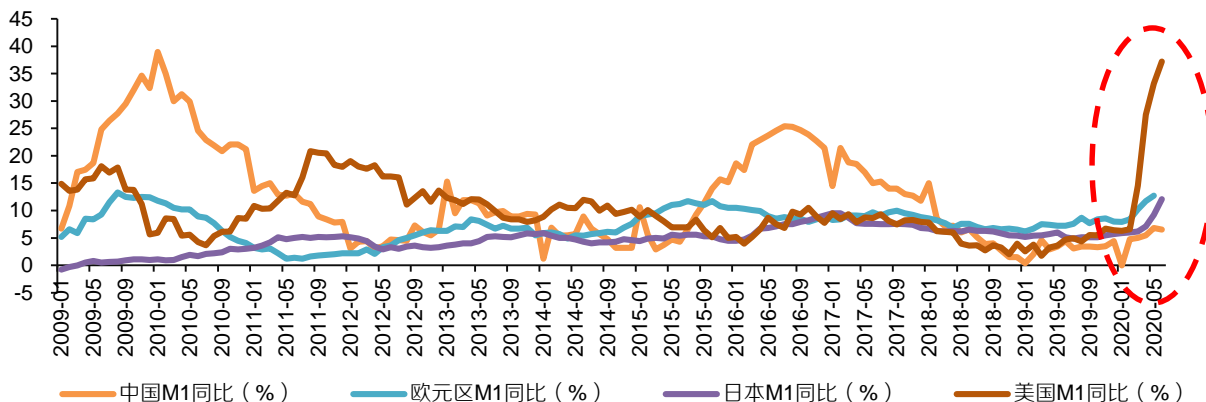
流动性与美元指数对历史上金价的解释力度最强，其中在 2009 年后流动性解释力占据上风。短期来看，我们判断在新冠疫情仍未得到有效控制的情况下，全球流动性仍将保持宽松，美国二次疫情或导致其经济复苏进程和力度弱于欧元区和中国，美元或维持弱势。另外，2020 年底的美国总统大选、地缘政治、疫情的不确定性或将推升避险情绪。因此，我们判断在全球流动性保持宽松的背景下，下半年弱势美元和避险情绪或将持续推升金价。

（1）流动性：疫情仍未完全缓解，全球流动性或将保持宽松

目前各国央行仍保持货币宽松，各国为应对疫情造成的经济下行，陆续推出了降息、信贷支持、发放补贴、延迟纳税等一系列宽松的财政政策和货币政策，全球流动性处于历史高位，利好金价。从 M1 同比水平来看，2020 年 1 月~6 月，中国的 M1 同比在 1 月触底反弹，6 个月以来维持上升趋势，由 0% 上升至 6.4%；日本和欧洲的 M1 同比在 2020 年也保持上升，日本由 1 月的 5.6% 上升至 6 月的 12.1%，欧洲由 1 月的 8% 上升至 6 月的 12.5%；而美国的 M1 同比增幅达到历史最大，由 6.4% 上升至 36.1%。

我们预计，在全球疫情仍未完全缓解的情况下，全球流动性或将保持宽松以提振经济。其中德国央行 3 月 18 日宣布，将允许银行动用资本缓冲以应对病毒影响，从 4 月 1 日起降低资本缓冲要求，至少直至今年 12 月，并将当前的逆周期资本缓冲比例从 0.25% 降低至 0%。美联储 8 月 20 日召开的 7 月议息会议表明，疫情将会重创经济，重申将把利率维持在目前接近零的水平，并继续以每月约 1200 亿美元的速度购买国债和抵押支持债券，直至看到经济能抵御疫情的影响。由此可见，各国央行基本达成共识，疫情对经济的影响极大，年底前流动性大概率保持宽松，在全球经济确定能抵御疫情影响前，全球流动性难言收紧。

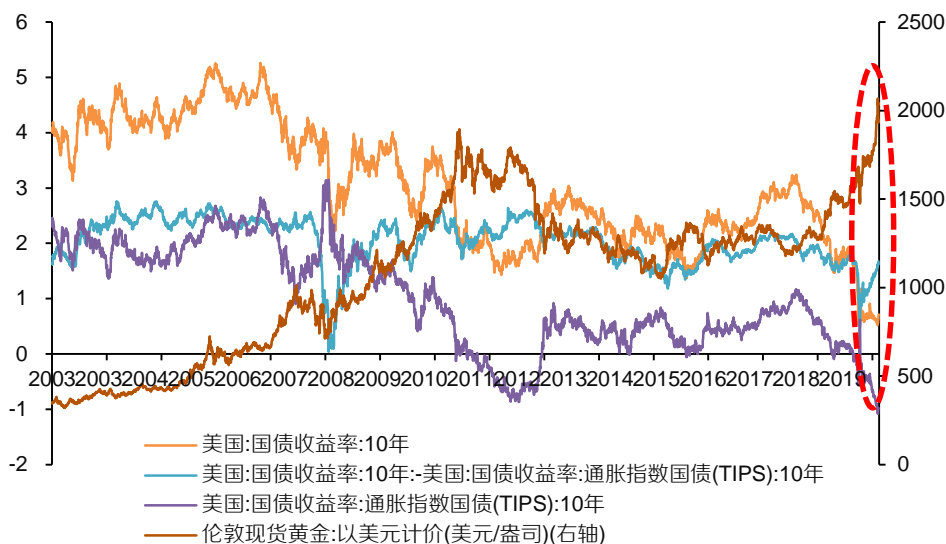
图 56：疫后全球流动性持续宽松，美国 6 月 M1 同比增速高达 36%



资料来源：Wind，东方证券研究所

另外，观察美国通胀预期指标（即美国名义利率-TIPS 利率）可以发现，近期金价走势与通胀预期保持一致，与名义利率和实际利率均反向。我们认为当通胀预期拐点出现前，金价短期波动不改上行趋势。

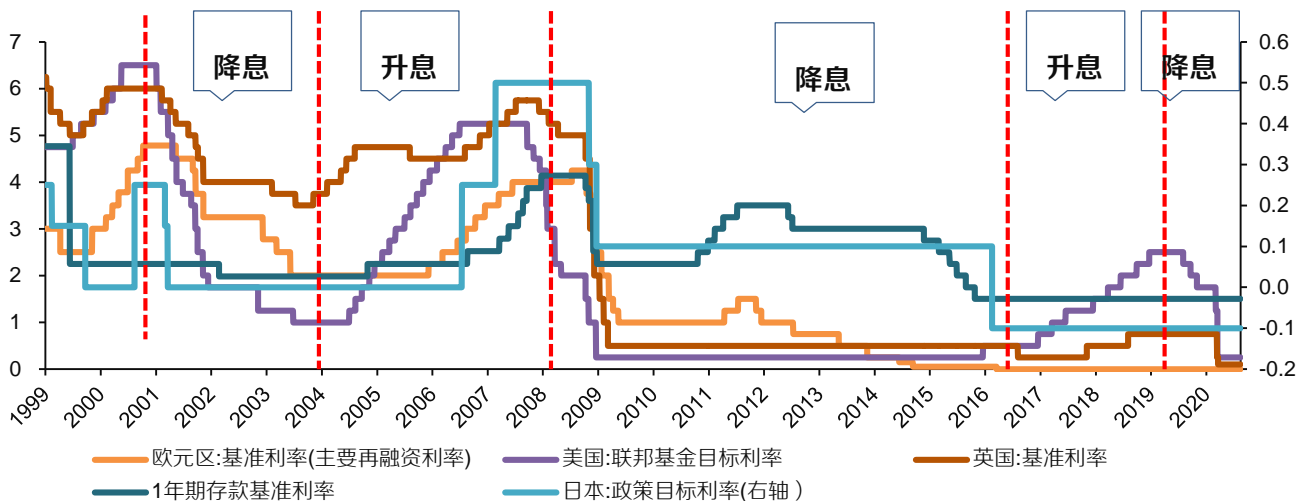
图 57：近期金价走势与美国通胀预期一致，与名义利率和实际利率均反向



数据来源：Wind、东方证券研究所

2019 年后，全球进入新一轮降息周期，推升流动性达到历史高位，直到下一轮升息周期到来前，全球主要经济体或将维持低利率环境。回顾 1999 年至今，全球共经历 3 次降息周期，上一轮降息周期自 2008 年次贷危机开始至 2016 年结束，此轮降息周期自 2019 年开始，随着新冠病毒疫情的持续影响，2020 年全球主要经济体进一步降息。据 WIND 数据统计，2020 年上半年全球各央行降息次数总和超过 200 次，超过 2019 年全年的降息次数，全球财政刺激创纪录，总财政刺激超过 2008 年金融危机水平。

图 58：2019 年后，全球进入新一轮降息周期，推升流动性达到历史高位（单位：%）

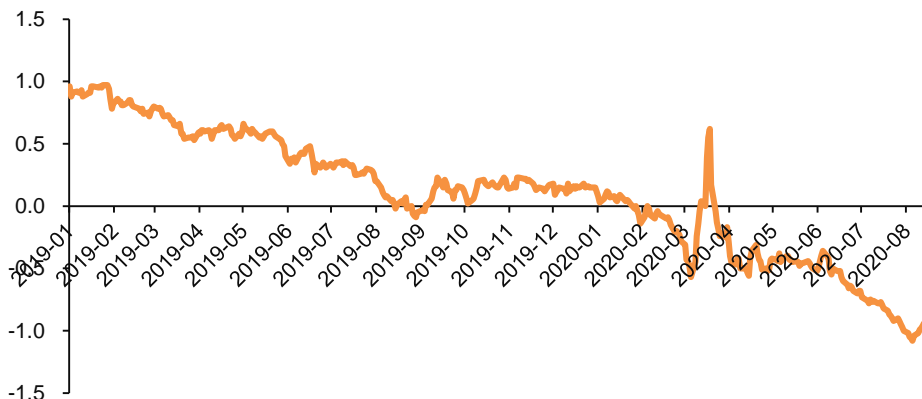


资料来源：Wind，东方证券研究所

2020 年 4 月至今，美国实际利率持续下降至 -1.01%。2020 年第二季度，美国通胀预期持续走高，

十年期国债实际收益率不断创出历史新低，美元资产需求下降，推动黄金做多热情。

图 59：当前美国通胀指数国债收益率降为负（单位：%）

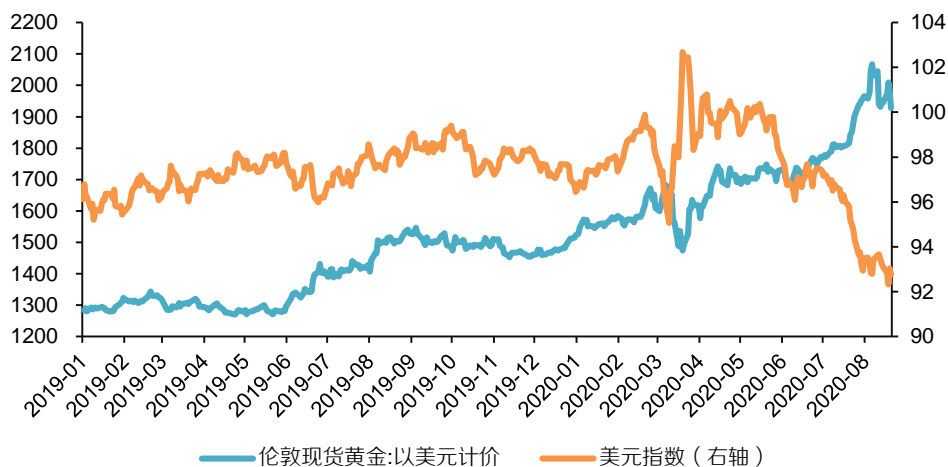


数据来源：Wind、东方证券研究所

（2）美元指数：美国爆发二次疫情，欧元区、日韩和中国等非美国国家经济或率先复苏，或将继续压制美元指数

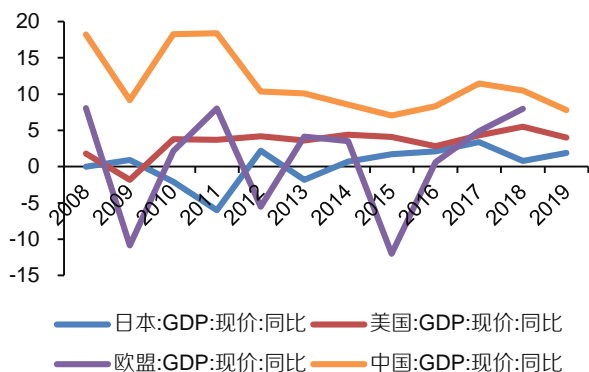
2020 年 4 月至今，美元兑欧元、美元兑日元汇率均持续下降，美元指数持续下跌。2020 年 4 月初至今，美元兑欧元的汇率由 0.91 降至 0.84，美元兑日元的汇率由 107.1 降至 105.8，导致美元指数从 2020 年 4 月的 100 附近一路下跌至 2020 年 8 月最低点 92。

图 60：2020 年 4 月后美元指数下跌，金价上涨

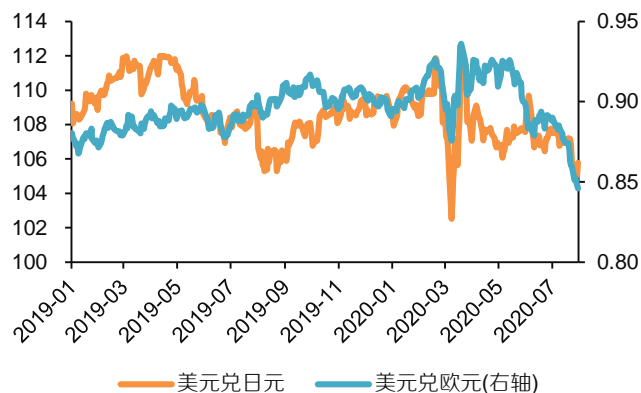


数据来源：Wind、东方证券研究所

欧元区、日韩和中国等非美国国家经济或率先复苏，或将继续压制美元指数。6 月以来美国疫情的二次爆发给美国经济复苏前景再次蒙上了阴影，美联储 8 月 20 日召开的 7 月议息会议上，FOMC 委员认为经济前景的不确定性仍非常高，经济道路严重依赖疫情发展路径和相关部门的应对，而这种路径有很高的不确定性。相比之下，欧盟 7 月就“复苏基金”达成一致且无附加条件，欧盟一体化信心得到巩固。市场重燃欧元热情，预判欧洲经济增长前景好于美国，欧元大幅走强将继续给予美元指数下行压力，美元指数或维持弱势，继续推升金价上行。

图 61：主要经济体 GDP 增速（单位：%）


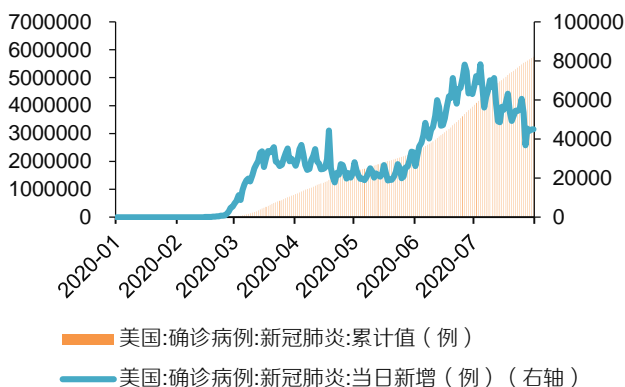
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 62：2020 年 4 月至今美元兑欧元、日元汇率持续下跌（单位：%）


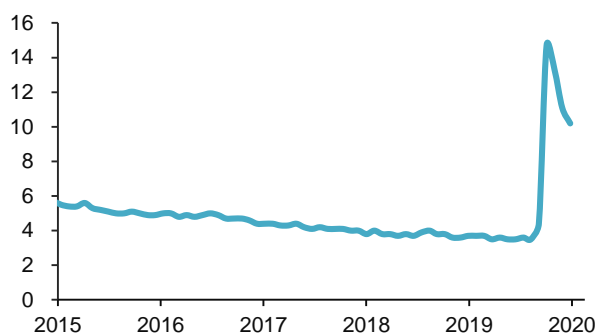
数据来源：Wind、东方证券研究所

（3）避险情绪：疫情、大选、地缘政治的不确定性利好避险资产黄金

六月以来美国疫情二次爆发，累计确诊人数已经超过 570 万人，美国部分州不得不重新考虑封锁措施，这可能对美国经济的造成重大的打击。相比之下，欧洲等国家疫情控制的较好，经济也在稳步复苏。同时，美国大选即将到来，民粹主义兴起，加上中美摩擦推高地缘政治风险，利好避险资产黄金。

图 63：2020 年 1 月至今美国疫情情况


数据来源：Wind、东方证券研究所

图 64：疫情致美国失业率飙升（单位：%）


数据来源：Wind、东方证券研究所

4 白银：金融属性强于工业属性，目前金银比已接近 2008 年以来均值水平

白银早期作为装饰品和餐具。人类使用白银的历史可以追溯到公元前 3000 年。安纳托利亚是首个开采白银的地区，为小亚细亚地区、近东、克里特和希腊地区的工匠提供原料。中国古代最早的银制品，是在公元前 1600 年甘肃玉门火烧沟四坝文化墓地出土的银鼻环。早期，银主要作为饰品或餐具为人们所用。随着经济的发展，白银的社会经济价值体现越来越突出，逐步发展为充当一般等价物的特殊商品，担当起货币的角色。

在地中海地区，白银开始充当货币进行流通。世界上最早的白银货币出现在地中海地区，古吕底亚王国大约在公元前七世纪末、六世纪初就铸造并使用一种天然金银合金的钱币；中国古代最早的白银货币是战国时期的银贝和银铲。在古希腊文明中，希腊北方马其顿及色雷斯等殖民地蕴藏有丰富的银矿，希腊人当时铸造的银币以“德拉克马”作为单位，其中最著名的是在雅典铸造的德拉克马银币（也被称为“猫头鹰银币”）。随后，亚历山大大帝的马其顿帝国、罗马共和国以及后来的罗马帝国，都先后铸造了大量的银币，最著名的当属罗马的迪纳利乌斯银币。虽然后来古罗马帝国崩溃，但西方世界使用白银充当货币的历史却一直延续至 19 世纪。

图 65：战国时期的银贝



数据来源：互联网、东方证券研究所

图 66：古希腊德拉克马银币



数据来源：互联网、东方证券研究所

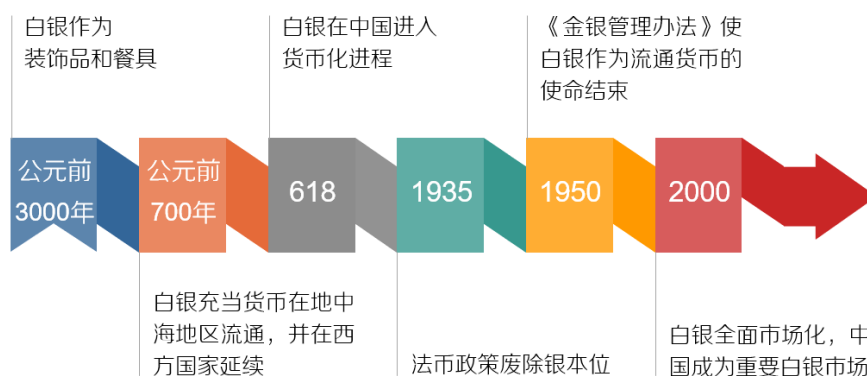
丝绸之路贸易以及纸币系统失信，白银在中国完成了货币化进程，取得了本位货币地位。白银货币是中国古代货币体系中的重要一支，对中国古代的经济和社会产生较大影响。在唐、宋之前，白银一直是类似于珍珠玉石一样的东西，供贵族把玩。中国的白银货币化是从唐代开始的，开放的唐代奠定了中国接受白银货币的思想文化基础。随着明穆宗解除海禁的颁布，丝织品、瓷器、茶叶、铁器等产物远销西洋，白银源源不断流入中国。足够的数量是白银能够在中国逐渐取得本位货币地位的重要物质保证。至此，白银在中国不仅用于赋税、贮藏、国际贸易，还用于货物甚至劳动力的计价和日常支付，即白银货币化过程在中国趋于完成。

1935 年国民政府发行法币，取消银本位。由于货币制度混乱，货币多样，国民党政府为了自己的利益，于 1935 年 11 月实施法币政策，废除银本位制，禁止白银流通，并将白银收归国有。这意味着世界上最后一个重要国家放弃银本位制度。白银作为货币的使用受到限制，但银元在民间一直流通到 1949 年。

《金银管理办法》的实施增加了国家储备，巩固了人民币的本币地位，金银在中国作为流通货币的使命结束。1949年新中国成立，中国人民银行于1950年4月制定下发《金银管理办法》，为稳定人民币，央行冻结民间金银买卖，由中国人民银行经营管理，实行统购统配政策，严厉打击银元投机倒把和走私活动。

白银全面市场化，中国成为全球重要的白银市场。2000年1月1日，中国人民银行取消了白银统购统配政策，白银市场放开，促进了国内白银的生产、加工和贸易的发展，中国已成为全球重要的白银市场。

图 67：白银发展历史



数据来源：东方证券研究所

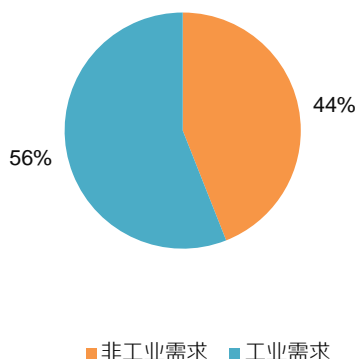
4.1 金融属性强于工业属性，牛市末期白银涨速和涨幅高于黄金

相对黄金，白金工业属性更强，但就白银本身而言，其金融属性强于工业属性。白银既有金融属性，也有工业属性。和黄金相比，白银具有更强的工业属性，其价格与实体经济的关系更加紧密。

（1）工业属性：白银的工业需求占比 56%，非工业需求占比 44%

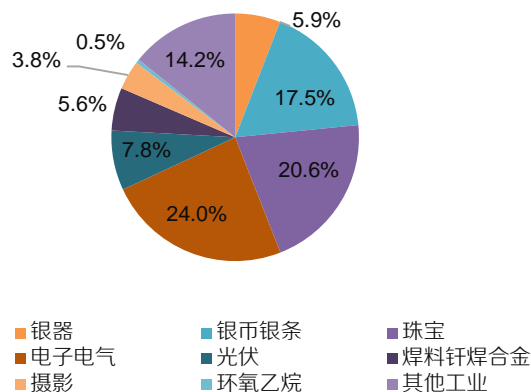
从需求结构看，根据世界白银协会数据显示，2018 年全球白银在工业领域的需求占比高达 56%，其中，电子电力是第一领域，占比 24%，光伏为第二领域，占比 7.8%。而白银非工业需求的占比为 44%，其中，银饰珠宝是第一领域，占比为 20.6%；偏投资的银币银条占比为 17.5%，位居第二领域；而银器占比则较低，为 5.9%。综合来看，白银的工业需求较为稳定。

图 68：白银需求结构占比以工业为主



数据来源：世界白银协会、东方证券研究所

图 69：白银下游需求结构细分（单位：%）

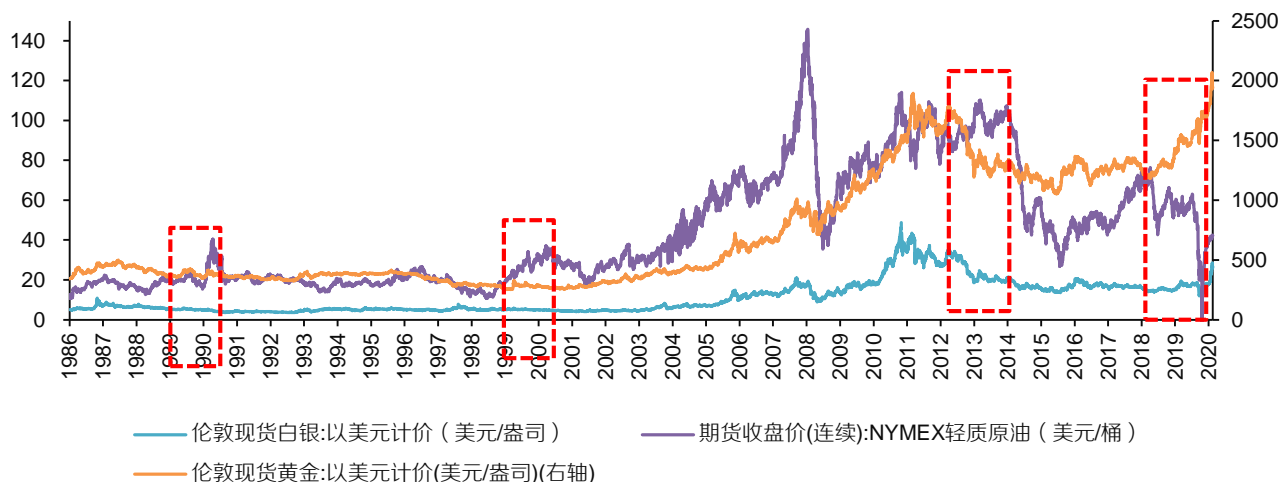


数据来源：世界白银协会、东方证券研究所

（2）金融属性：强于工业属性，价格走势与黄金更为趋同，牛市末期白银涨速和涨幅要高于黄金

我们选取原油价格走势来表征白银的工业属性。我们发现，自 1986 年以来，大部分时期内黄金、白银和原油价格走势变化一致。但在 1990 年、1999 年、2012 年和 2018 年~2019 年，原油价格和黄金价格变化方向出现了明显的背离，而每一次出现背离，白银的价格变化方向均和黄金一致而非原油，因此从市场交易层面上看，白银的金融属性或强于其工业属性。

图 70：1986 年至今，所有黄金和原油走势不一致的历史片段，白银都是追随黄金而非原油



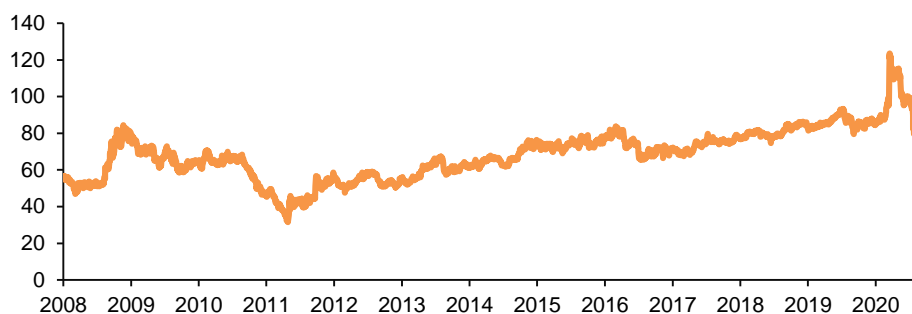
资料来源：Wind，东方证券研究所

2000~2011 年白银牛市期间，银价在末期上涨速度快于黄金。2000~2011 年的上一轮白银牛市期间，银价从 5.3 美元/盎司大幅上涨至 48.7 美元/盎司，涨幅为 819%；同期金价从 281 美元/盎司上升到 1895 美元/盎司，涨幅为 574%，可见白银弹性更大；另外从时间维度看，白银上涨幅度也不是均匀的，在最后阶段会更快，体现为金银比在 2010 年 5 月至 2011 年 4 月由 67 以上水平大幅下降至 31 左右。

4.2 金银比的修复均以银价涨幅超过金价涨幅来完成，目前已接近均值水平

金银比的修复均以银价涨幅超过金价涨幅来完成，目前已接近 2008 年以来均值水平。从 2008 年至今的数据来看，金银比大幅高于均值后，均会实现均值回归(2008 年以来均值为 67.4)，且金银比的修复均以银价涨幅超过金价涨幅来完成。2020 年 3 月 18 日，金银比达到 123.86 的历史最高位，此后白银价格大幅上涨导致金银比持续回落。截止至 2020 年 8 月 17 日，金银比已降至 73.3，已接近 2008 年以来均值水平。

图 71：金银比的修复均以银价涨幅超过金价涨幅来完成，目前已接近均值水平



数据来源：Wind、东方证券研究所

投资建议

对应黄金的货币、避险、金融三重属性，我们建立了美元指数、避险、流动性三因子框架研究体系，通过对 1971 年布雷顿森林体系解体后的 50 年金价走势进行分析后发现，流动性与美元指数对历史上金价的解释力度最强，其中在 2009 年后流动性解释力占据上风。短期来看，我们判断在新冠肺炎仍未有效控制的情况下，全球流动性仍将保持宽松，美国新冠肺炎尤为严重导致其经济复苏进程和力度弱于欧元区和中国，美元或维持弱势。另外，2020 年底的美国总统大选、地缘政治、疫情的不确定性或将推升避险情绪。因此，我们判断在全球流动性保持宽松的背景下，下半年弱势美元和避险情绪或将持续推升金价。

相对黄金，白银的工业属性更强：工业需求占比 56%，非工业需求占比 44%，综合来看白银的工业需求较为稳定。但就白银本身而言，其金融属性强于工业属性，价格走势与黄金更为趋同，牛市末期白银涨速和涨幅要高于黄金。截止至 2020 年 8 月 17 日，金银比降至 73.3，已接近 2008 年以来均值水平。

建议关注黄金和白银储量资源丰厚的行业龙头：紫金矿业(601899, 未评级)、赤峰黄金(600988, 未评级)、山东黄金(600547, 未评级)、盛达资源(000603, 未评级)等。

风险提示

美元指数大幅上涨。若美元指数大幅上涨，金价下行风险较大。

流动性收紧致通胀预期边际弱化。若各国央行收紧流动性，或将导致通胀预期边际弱化，加大金价下行风险。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

