

展望2019

全球经济趋势及其对黄金的影响



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。

基于我们准确的市场洞察力，我们开发黄金支持的解决方案、服务和产品，并携手各方合作伙伴将我们的想法付诸于行动。由此，我们在不同的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作为财富保障的特性以及其在满足社会环境需求中所扮演的重要角色。

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。

欲了解更多信息，

请联系：

Krishan Gopaul

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

Mukesh Kumar

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

Adam Perlaky

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

Louise Street

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

Juan Carlos Artigas

投资研究部总监
juancarlos.artigas@gold.org
+1 (212) 317-3826

何乐思 Alistair Hewitt

市场信息咨询部总监
alistair.hewitt@gold.org
+44 20 7826 4741

芮强 John Reade

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

目录

2019 年的黄金市场	2
2018 年的起起伏伏	2
2019 年的增长潜力和更高风险	2
1. 金融市场的稳定	2
2. 利率和美元的影响	4
3. 经济结构改革	4
为什么现在购买黄金	5
更具战术性的机会	5

2019 年的黄金市场

展望未来，我们预测 2019 年市场风险和经济增长的相互作用将推高黄金需求。我们探讨了三大趋势，预计将影响金价表现：

- 金融市场的不稳定
- 货币政策和美元
- 经济结构改革。

在此背景下，我们相信黄金在投资者的投资组合中将发挥日益重要的作用。

2018 年的起起伏伏

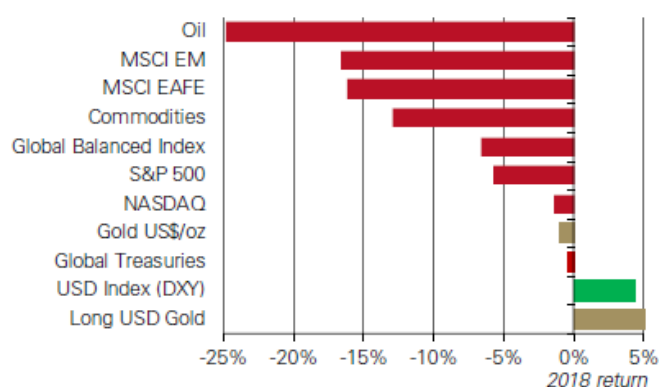
虽然大部分行业的黄金需求稳步增长，但 2018 年的金价随着投资者兴趣的增减而起伏。

金价在全年大部分时间里面临了重大阻碍。美元走强，美联储继续稳步加息，而其他央行保持较为宽松的货币政策，特朗普政府的减税措施提振了美国经济。这些因素助长了投资者的积极情绪，进而推高了美国的股价，至少直到 10 月初是如此。

但随着地缘政治和宏观经济风险加剧，新兴市场的股市出现了回调。最终，开始于对美国科技公司的抛售，发达市场的股市随之回调。这导致空头补进黄金，年末金价轻松突破 1,280 美元/盎司（同比+1%）。

图表 1：黄金跑赢大部分全球资产

主要全球资产表现*



*截至 2018 年 12 月 31 日。基于指定指数、西得州中级原油(WTI)期货、彭博大宗商品指数(Bloomberg Commodities Index)、New Frontier Global Balance Index、伦敦金银市场协会金价、彭博巴克莱全球国债指数(Bloomberg Barclays Global Treasury index)、Solactive Long USD Gold Index。

数据来源：彭博社，洲际交易所基准管理机构，世界黄金协会

2019 年的增长潜力和更高风险

我们预计在过去两年里萌发的全球事态和在 2018 年末浮出水面的风险将继续存在。在此背景下，我们看到了一些正在形成的趋势，这些趋势将成为决定黄金需求的关键。这些趋势的相互作用进而将对金价的短期和长期表现产生重大影响（聚焦 1）。

我们预期：

- 更高的市场不确定性和保护主义经济政策的扩张将使得黄金作为一种对冲工具更具吸引力
- 虽然金价可能面临更高利率和美元强势的阻碍，但由于美联储发出了更中立立场的信号，预计这些影响将是有限的
- 主要市场的经济结构改革将继续支撑金饰、科技行业和作为储蓄手段的黄金需求。

1. 金融市场的不稳定

在全球范围内，2018 年黄金 ETF 出现了净增持。虽然北美的基金在第二和第三季度遭到大幅减持，但随着风险加剧，这一趋势在第四季度逆转（图表 2）。

我们认为，2019 年的全球投资者将继续青睐黄金，将黄金当作一种有效的多元化投资标的和系统性风险对冲工具。我们在多个全球指标上看到了更高的风险和不确定性：

- 高企的估值和更高的市场波动性
- 欧洲的政治和经济不稳定性
- 保护主义政策可能导致的更高通胀率
- 更高的全球衰退可能性。

聚焦 1：金价驱动因素

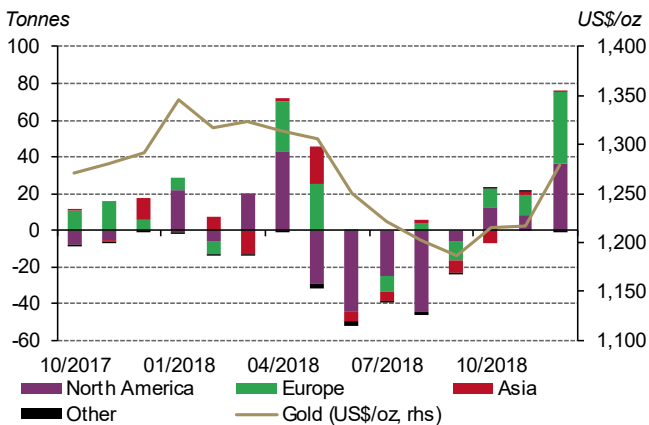
黄金具有双重属性：消费和投资。金价驱动因素可以分为四类：

- 财富和经济增长
- 市场风险和不确定性
- 机会成本
- 势头和仓位。

作为一种消费品和长期储蓄工具，黄金的需求一直与经济增长呈正相关。作为一种避险工具，黄金的需求一直与风险高企的时期强烈相关。但在短期和中期，利率水平或货币的相对强度以及投资者的预期都会推高或压低金价。见 2018 年 1 月《黄金作为一种战略资产的重要性》。

图表 2：欧洲黄金 ETF 出现净增持，而美国的大幅减持趋势在第四季度逆转

各个地区的黄金 ETF 月度流量

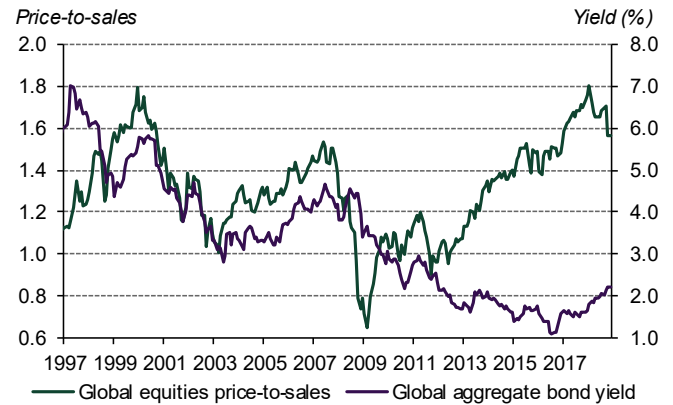


来源：彭博社，公司提交文件，洲际交易所基准管理机构，上海黄金交易所，世界黄金协会

首先，尽管近期股市回调，但很多股票的估值依然过高，尤其是在美国，美国股市此前经历了连续十年几乎不间断的上涨。但债券收益依然过低（**图表 3**）。即使是美国，10 年期国债收益率也比 2008 年雷曼危机爆发之前低 1.5%，减少了投资者在市场波动加剧时获得的缓冲。事实上，波动性指标已经开始攀升，VIX 恐慌指数均值从 2018 年第三季度的 13 暴涨至第四季度的 21。

图表 3：与销量有关的股价依然高企，收益率依然过低

全球股价的价格销量比与全球债券收益率的对比



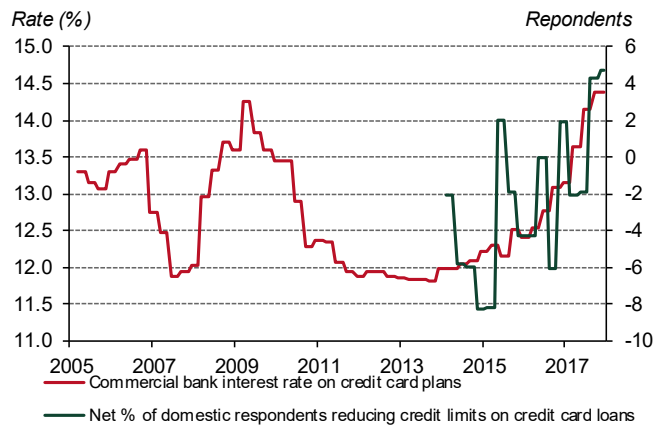
来源：彭博社，世界黄金协会

其次，欧洲的增长虽然已经走出主权债务危机的阴影，但尚未达到美国经济的水平，这使欧洲更容易受到冲击，也是欧洲人自 2016 年初不断在其投资组合中增持黄金的原因。如今的欧洲面临重大挑战。最明显的是英国脱欧。英国脱欧不仅一直让投资者感到不安，其具体时间和对英国及欧洲大陆的影响也不得而知。但可以确定的是，英国脱欧的前景在未来短期内尚不明朗。此外，欧洲大陆继续面临内部混乱。仅举几个例子：法国深陷社会动荡；西班牙正在避免分裂主义，维护脆弱的政治联盟；意大利的民粹主义政府继续强调欧盟固有的不稳定性。

最后，经过数十年的全球化，世界各地越来越多的政府似乎正在将保护主义政策当作一种对抗举措。虽然其中的许多政策可以产生短暂的积极影响，但在未来几年里，投资者可能要努力克服一些长期后果，例如更高的通胀率。保护主义政策本质上会推高通胀率——无论是由于更高的劳动力和制造成本，还是由于为了扶持国内生产商、打压外国生产商而出台的更高关税。预计保护主义政策还会对长期增长产生负面影响。虽然目前为止投资者认为某些贸易战措辞是在装腔作势，但限制资金、商品和劳动力的流动并非没有风险。

图表 4：美国的信贷条件正在收紧

商业银行信贷利率与降低信贷限额的用户百分比对比



来源：彭博社，世界黄金协会

这些趋势的共同作用加剧了衰退风险。例如，有一些迹象表明美国投资者正在变得谨慎。2018 年的良好增速是减税的附带效应。但由于国会意见不合，类似的举措可能更难以出台。信贷市场状况也在恶化，息差自 2018 年 1 月达到最低水平后增加了 70 多个基点(+50%)，而针对消费者的信贷条件正在收紧。此外，美国国债收益曲线非常平滑：2s/10s 曲线目前为 13 个基点，上一次出现这一曲线平滑水平是在 2008 年金融危机爆发之前，一些经济学家预测该曲线将在 2019 上半年倒转。尽管反向收益率曲线不一定导致衰退，但它通常预示衰退，虽然距离衰退还有很长时间。它还表明债券投资者担忧长期增长的可持续性。

2. 利率和美元的影响

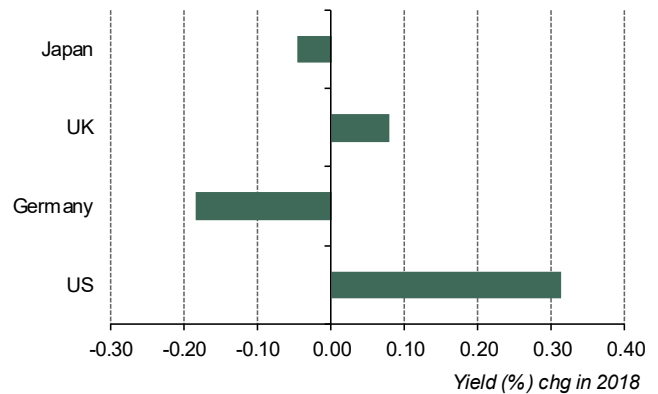
虽然市场风险可能将继续高企，但两个因素可能会限制金价的上漲：利率升高和美元走强。

单凭更高的美国利率并不足以吓阻投资者购买黄金，正如 2004-2007 年或 2016 至 2018 年初那样。虽然更高的利率加上强势美元可能会压制金价，但有理由相信美元的上行趋势可能会失去动力。

首先，衡量美元相对一揽子主要货币走向的 DXY 美元指数从 2008 年低点已经上涨了将近 10%。2016 年出现过一次类似趋势，而后发生了大幅回调。

图表 5：美联储在 2018 年收紧货币政策，而其他央行保持较为宽松的立场

2018 年不同国家的 10 年期国债收益率变化*



*截至 2018 年 11 月 30 日。

来源：彭博社，世界黄金协会

其次，随着美联储的政策立场变得中立，尤其是由于近期美元的走势一定程度上是由其他央行维持的较为宽松的货币政策推动的，美国利率升高对美元的正面影响将会消退（图表 5）。

第三，特朗普政府经常表达对强势美元导致的竞争劣势的不满。

最后，新兴市场央行继续分散对美元的敞口。

3. 经济结构改革

新兴市场占黄金消费需求的 70%，对金价的长期表现非常重要。印度和中国尤为突出。

为了促进增长，维持自身在全球格局中的地位，这两个国家已经开始实施必要的经济改革。

例如，中国的“一带一路”倡议专注于促进区域经济发展，提振大宗商品市场，升级基础设施（见 2018 年 10 月《黄金投资者》的《中国经济前景》）。

印度一直积极致力于推进经济现代化，减少商业障碍，促进财政合规。事实上，2018 和 2019 年的印度经济有望增长 7.5%，超过大部分全球经济体，面对地缘政治不确定性展现出韧性。

鉴于黄金与财富和经济增长的明确关联，我们认为黄金将从这些举措中受益匪浅。我们还相信，如果消费情绪良好，2019年的金饰需求将增加，如果不确定性依然存在，需求也将略有增加。

同样，西方市场促进经济增长的努力预计会提高消费需求，正如自2012年以来在美国通常观察到的那样。

为什么现在购买黄金

近期的金价受到风险认知、美元走向、经济结构改革的影响。就现状而言，我们认为这些因素可能会继续维持黄金的吸引力。

长期而言，新兴市场中产阶级的发展、黄金作为避险资产的作用和黄金在科技应用中不断扩大的用途将为金价提供支撑。

此外，央行继续买入黄金，使其外汇储备多元化，并对冲法币风险，尤其是由于新兴市场央行往往持有大量美国国债。2018年的央行黄金需求达到2015年以来的最高水平，因为有更多国家为了多元化和安全起见，在外汇储备中增持黄金。

一般而言，有四种特性使得黄金成为一种有价值的战略资产，黄金让投资者获得：

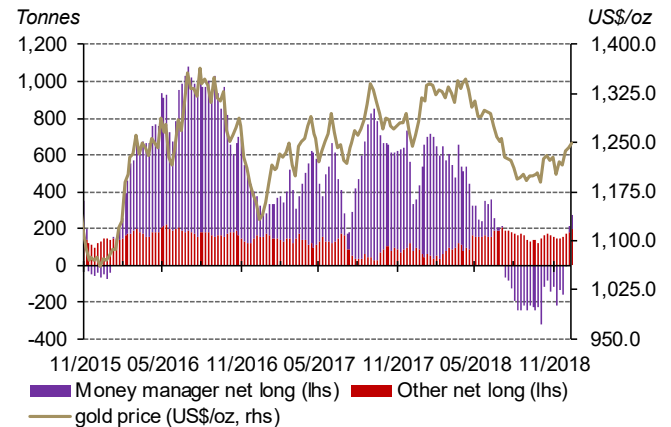
- 收益来源
- 在经济扩张和衰退期与主要资产类别的低相关度
- 流动性与其他金融证券相同的一种主流资产
- 历史已证实，可提高投资组合风险调整后收益。

更具战术性的机会

此外，以历史标准衡量，期货市场上的黄金投机仓位在2018年末跌至创纪录低水平后依然处于低位。如果先以投资者类型划分数据，芝加哥商业交易所(CME)管理货币净做多头寸依然处于2006年以来的创纪录低水平。另外，可追溯至更早时期的净综合投机头寸自2001年12月以来首次出现负值。历史上，大规模的净做空头寸会为战略投资者创造机会，因为此类头寸容易获得空头回补，从而加强推高金价的势头（图表6）。

图表6：大规模的净做空头寸容易获得补进，为投资者创造买入机会

CME 净做多头寸*



来源：彭博社，美国商品期货交易委员会(CFTC)，世界黄金协会

版权和其他权利

© 2019 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。其他第三方内容是各个第三方的知识产权，所有权利属于这些第三方。

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

允许根据公平行业实践，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 Metals Focus、汤森路透或其他明确的第三方来源。

世界黄金协会不保证任何信息的准确性和完整性。对于使用本文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。

本文所含信息不构成且不可解释为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。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。我们不承担更新任何前瞻性陈述的责任。

