

# 黄金潜在空间，一阶段 2000-3400 美元盎司

——事件和热点观察专题研究系列之（十）

分析师：朱林宁

SAC NO: S1150519060001

2020 年 5 月 22 日

证券分析师

朱林宁 博士

022-23873123

zhuln@bhzq.com

## 创新点和投资要点：

黄金是人类最古老的货币和储值品种之一。对于黄金在历次经济衰退与危机期间的避险与保值功能的观察与分析，是投资和研究领域最经久的议题之一。

我们认为，当前黄金市场面临的问题，不是黄金是否会升值，而是黄金未来的升值空间有多少？

我们综合 IMF 等方法，从计量和历史比较两个角度，分析当前和未来黄金的潜在价格点位。

我们发现：1) 如未来三年内保持 2020M4 经济指标，潜在黄金价格为 2209 美元/盎司。2) 如未来三年内保持 2019 年均经济指标，潜在黄金价格为 1893 美元/盎司。3) 如未来三年内保持 2017-19 三年平均经济指标，潜在黄金价格为 1980 美元/盎司。4) 如未来三年内按 2008 年次贷期间经济走势指标，潜在黄金价格为 2535 美元/盎司。5) 如未来三年内按 2008 年次贷期间黄金价格变动直接折算，潜在黄金价格为 3411 美元/盎司。

综合考虑此次 COVID-19 衰退的宏观经济恢复环境不及 2008 年次贷期间，同时当前美联储货币投放速度和数量已较大幅快于 2008 年同期，我们认为测算下限区间的中间值和 2008 年的同比折算值作为预测边界较为合适，给出 2000-3400 美元/盎司的潜在升值预期。

## 风险提示：

经济数据不及预期；疫情发展超预期；不确定性风险等。

## 相关研究报告

《如何快速预期通胀：影响因子和结构的测算——事件和热点观察专题研究系列之（九）》

《REITs 投资 A-Z：整体认识和分析框架——REITs 专题研究系列（一）》

《达里奥<The Changing World Order>新书预览——事件和热点观察专题研究系列之（八）》

《危乎机所倚，机兮危所伏——利率债月报（2020 年 4 月）》

《新冠疫情下现代货币理论（MMT）影响再审视——事件和热点观察专题研究系列之（七）》

## 目 录

1. 黄金在危机期间的升值 .....	4
2. 黄金的升值空间预期 .....	5
3. 风险提示 .....	8

## 图 目 录

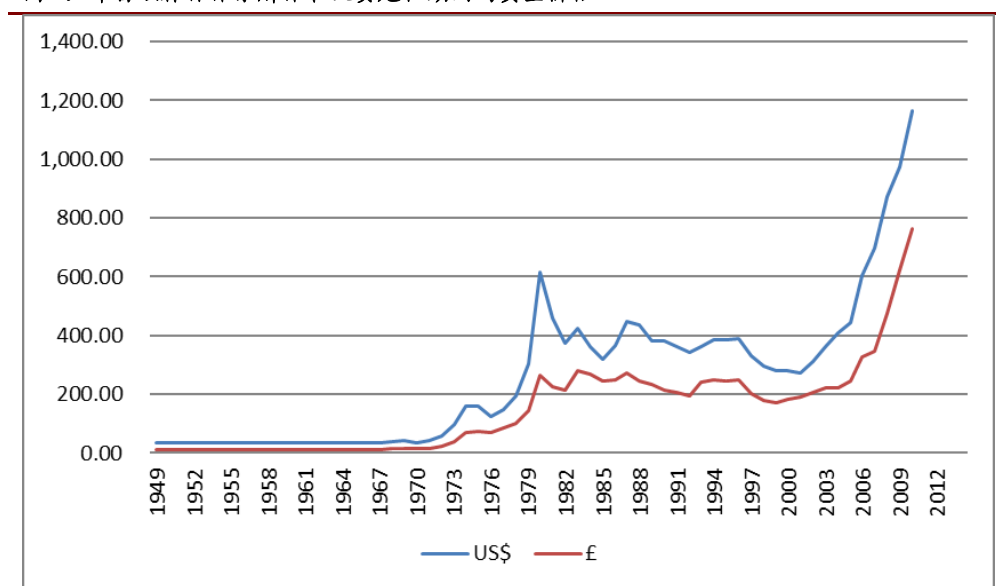
图 1: 布雷顿森林体系解体 and 次贷危机期间的黄金价格.....	4
图 2: 次贷危机和本次 COVID-19 衰退期间的黄金价格.....	5
图 3: 不同参数假设下的黄金价格预期.....	6
图 4: 次贷危机和 COVID-19 衰退期间的标准化黄金价格.....	7
图 5: COVID-19 衰退期间的美元供给.....	7

## 1. 黄金在危机期间的升值

黄金是人类最古老的货币和储值品种之一。对于黄金在历次经济衰退与危机期间的避险与保值功能的观察与分析，是投资和研究领域最经久的议题之一。

历史上，在 1970 年-1980 年布雷顿森林体系解体时期，美元标价的名义黄金价格从约 36 美元/盎司持续上行至约 459 美元/盎司，十年累计升值超过 1170%。

图 1: 布雷顿森林体系解体和次贷危机期间的黄金价格



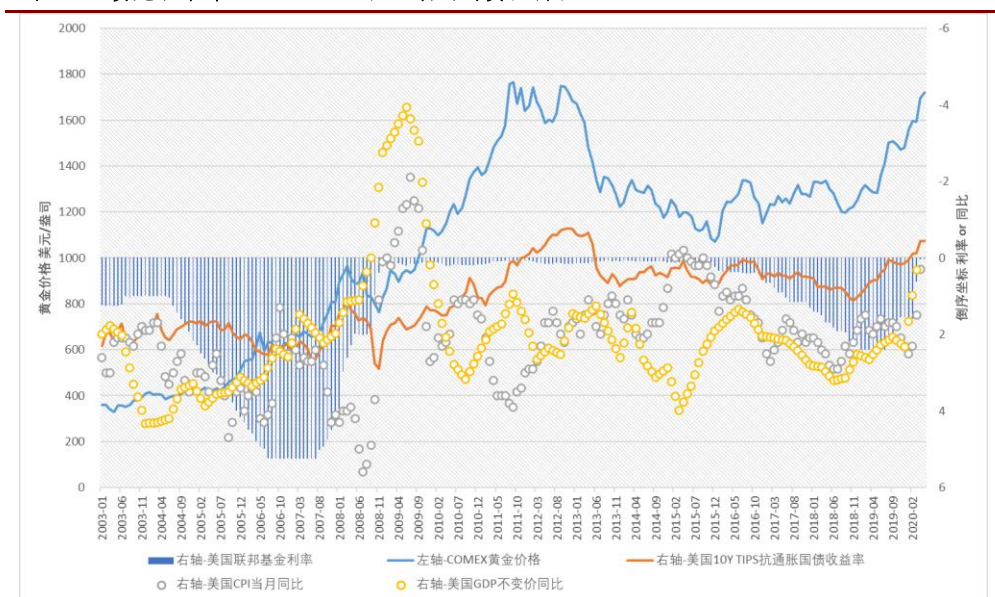
资料来源: DataStream, 渤海证券

最近的上一次，2008 年次贷期间，美元标价的名义黄金价格从约 667 美元/盎司持续上行至约 1764 美元/盎司，四年累计升值约 164%。

对于两次危机期间黄金升值的异同，我们认为：1) 危机期间的黄金皆有年线层面的持续大幅升值；2) 08 年次贷危机期间，黄金升值幅度相对小于 1970s 布雷顿森林解体期间的主要原因在于——08 年主要是美国国内的金融体系危机，持续时间相对短、影响范围相对小、有一个更稳定的国际经济发展环境、走出危机相对快，而 1970s 的布雷顿森林体系解体是广泛影响全球经济和治理环境的危机、危机期间叠加美国和前苏联阵营的持续冷战。

因此，我们认为，当前黄金市场面临的问题，不是黄金是否会升值，而是黄金未来的升值空间有多少？

图 2: 次贷危机和本次 COVID-19 衰退期间的黄金价格



资料来源: Wind, 渤海证券

## 2. 黄金的升值空间预期

对黄金价格的计算有诸多方法和大量文献。从不同的角度，主要可以从黄金实物和衍生品的供给和需求，黄金作为大宗资产、金融品或货币的价值和价格等角度进行。

我们综合 IMF 等机构的方法，从计量和历史比较两个角度，分析当前和未来黄金的潜在价格点位。根据 IMF 等相关研究报告，我们筛选出美国的 CPI、3M 国债收益率、美元指数、高收益公司债券利差、S&P500 指数收益率五项指标作为黄金价格的快速影响因子，进入 OLS 方法的线性预期方程。需要指出，我们选择的五项因子主要基于过往研究的显著性，但影响黄金价格的因素众多，我们并没有完全纳入——整体上，我们的回归结果表明该五项因子只能反映黄金价格波动的约 30%，但我们认为，配合历史比较结果，已可以给出方向性和区间性预测。

指标说明如下：

**黄金价格收益率。**主要考察黄金价格波动，月度，环比，使用 COMEX 黄金期货结算价计算。

**美国 CPI。**主要考察通胀影响，月度，环比。

**国债市场收益率。**主要考察债券市场基准利率影响，月度，环比，使用 3M 国债

收益率。

**美元指数。**主要考察外汇市场影响，月度，环比。

**高收益公司债市场利差。**主要考察市场各类风险冲击对收益率的影响，月度，环比，使用美银高收益企业债利差。

**S&P500 指数收益率。**主要考察股票市场基准收益率影响，月度，环比，使用S&P500 指数计算。

在参数计算区间上，基于数据可得性，我们选择 1996M12-2020M4。之后，我们对分别基于不同情境假设，对未来三年黄金价格进行测算，主要合并结果如下。

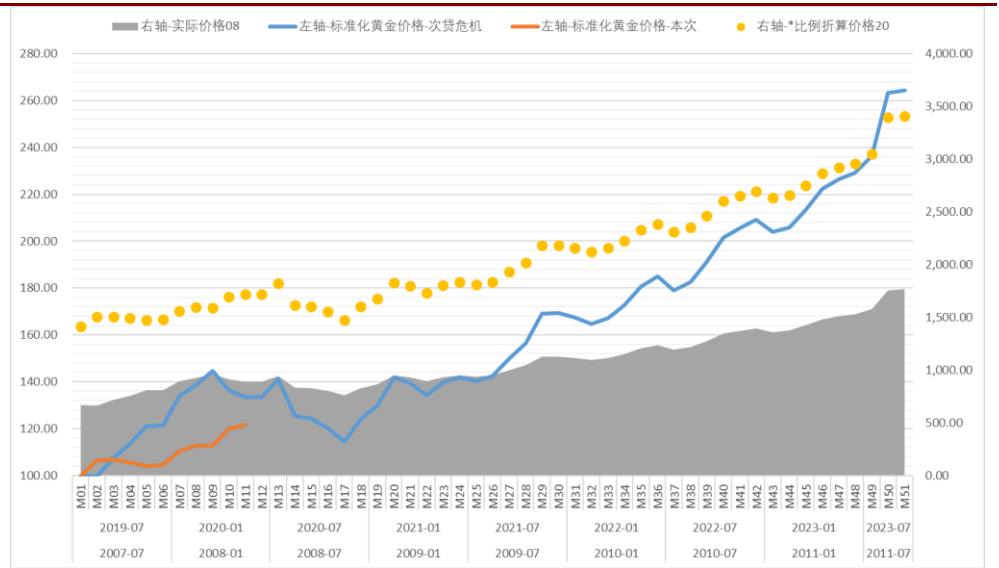
图 3：不同参数假设下的黄金价格预期



资料来源：Wind，渤海证券

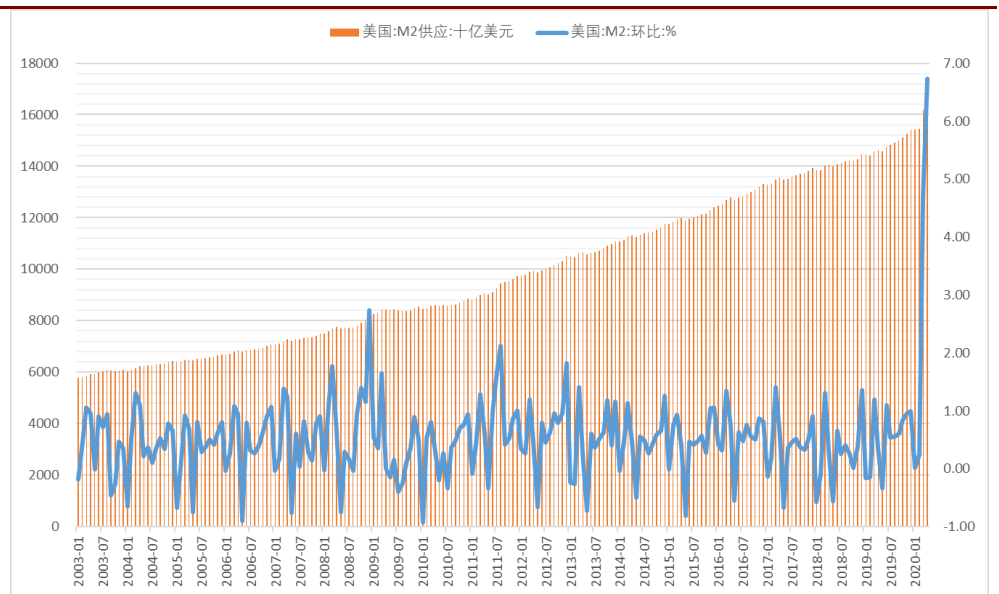
(接下页)

图 4：次贷危机和 COVID-19 衰退期间的标准化黄金价格



资料来源：Wind，渤海证券

图 5：COVID-19 衰退期间的美元供给



资料来源：Wind，渤海证券

我们发现：

- (1) 如未来三年内保持 2020M4 经济指标，潜在黄金价格为 2209 美元/盎司。
- (2) 如未来三年内保持 2019 年均经济指标，潜在黄金价格为 1893 美元/盎司。
- (3) 如未来三年内保持 2017-19 三年平均经济指标，潜在黄金价格为 1980 美元/盎司。

(4) 如未来三年内按 2008 年次贷期间经济走势指标，潜在黄金价格为 2535 美元/盎司。

(5) 如未来三年内按 2008 年次贷期间黄金价格变动直接折算，潜在黄金价格为 3411 美元/盎司。

综合考虑此次 COVID-19 衰退的宏观经济恢复环境不及 2008 年次贷期间，同时当前美联储货币投放速度和数量已较大幅快于 2008 年同期，我们认为测算下限区间的中间值和 2008 年的同比折算值作为预测边界较为合适，给出 2000-3400 美元/盎司的潜在升值预期。

### 3. 风险提示

经济数据不及预期；疫情发展超预期；不确定性风险等。



**投资评级说明**

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**免责声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，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书面或口头承诺均为无效。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

## 渤海证券股份有限公司研究所

## 所长&amp;金融行业研究

张继袖  
+86 22 2845 1845

## 副所长&amp;产品研发部经理

崔健  
+86 22 2845 1618

## 计算机行业研究小组

徐中华  
+86 10 6810 4898  
张源  
+86 22 2383 9067

## 汽车行业研究小组

郑连声  
+86 22 2845 1904  
陈兰芳  
+86 22 2383 9069

## 电力设备与新能源行业研究

郑连声  
+86 22 2845 1904  
滕飞  
+86 10 6810 4686

## 电子行业研究

徐勇  
+86 10 6810 4602  
邓果一  
+86 22 2383 9154

## 医药行业研究小组

徐勇  
+86 10 6810 4602  
甘英健  
+86 22 2383 9063  
陈晨  
+86 22 2383 9062  
张山峰  
+86 22 2383 9136

## 非银金融行业研究

张继袖  
+86 22 2845 1845  
王磊  
+86 22 2845 1802

## 通信行业研究

徐勇  
+86 10 6810 4602

## 传媒行业研究

姚磊  
+86 22 2383 9065

## 餐饮旅游行业研究

杨旭  
+86 22 2845 1879

## 食品饮料行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670

## 宏观、战略研究&amp;部门经理

周喜  
+86 22 2845 1972

## 固定收益研究

朱林宁  
+86 22 2387 3123  
马丽娜  
+86 22 2386 9129  
张婧怡  
+86 22 2383 9130

## 金融工程研究

宋旻  
+86 22 2845 1131  
张世良  
+86 22 2383 9061  
陈菊  
+86 22 2383 9135

## 金融工程研究

祝涛  
+86 22 2845 1653  
郝惊  
+86 22 2386 1600

## 策略研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
严佩佩  
+86 22 2383 9070

## 博士后工作站

张佳佳 资产配置  
+86 22 2383 9072  
张一帆 公用事业、信用评级  
+86 22 2383 9073

## 博士后工作站

苏菲 绿色债券  
+86 22 2383 9026  
刘精山 货币政策与债券市场  
+86 22 2386 1439

## 综合管理

齐艳莉 (部门经理)  
+86 22 2845 1625  
李思琦  
+86 22 2383 9132

## 机构销售·投资顾问

朱艳君  
+86 22 2845 1995  
王文君  
+86 10 6810 4637

## 合规管理&amp;部门经理

任宪功  
+86 10 6810 4615

## 风控专员

张敬华  
+86 10 6810 4651

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)