

## 广发宏观

### 怎么看黄金的风险收益比？

#### 报告摘要：

- 1月以来黄金上行表象驱动力：疫情与避险。**根据我们在上周的两篇报告《如何理解海外尾部风险与日元突然贬值？》及《海外疫情风险或令跨境 Carry Trade 重现》可知，投资者对于全球疫情扩散以及由此引发的经济下行风险的担忧是1月以来黄金上行的主要驱动力。从这个角度看，黄金未来走势取决于疫情发酵程度，而海外疫情发展的不可预测性又增加了我们对于黄金前景预判的难度。但我们可以绕过疫情这一未知变量，从黄金的实质影响因素着手探讨其风险收益比。
- 黄金本质驱动力仍是实际利率与负利率债券规模。**  
**年初以来 COMEX 黄金上行的本质是疫情避险推动美国实际利率转负、全球负利率债券规模上升。**黄金价格走势的影响因素是实际利率，2016年以来黄金涨跌也受全球负利率债券规模变化驱动。年初以来全球疫情扩散的潜在风险本质上触发了投资者对于经济下行的担忧，因此推动全球无风险利率乃至实际利率下行。同期，日德10年期国债收益率相继再度转负推动全球负利率债券规模再度扩张。  
**沪金价格上行也是疫情推动国内实际利率下行的结果。**疫情背景下，国内一季度经济增速显著低于去年。1月中国CPI同比创出2011年11月以来新高，推动实际利率降至2011年8月以来新低。实际利率大幅回落，叠加人民币汇率小幅贬值，沪金受益。
- 我们维持报告《海外疫情风险或令跨境 Carry Trade 重现》观点，短期内金价极有可能进一步攀升。但从国内外实际利率与全球负利率债券规模的角度看，一季度可能是年内黄金风险收益比最好的阶段。**  
**第一，疫情避险情绪或在一季度集中释放，二季度美实际利率有望回升。**近期10年期美债收益率回落是避险驱动所致，且此过程或反而令美国地产受益。此外，2-5月美国CPI同比大概率低于1月。预计二季度美实际利率有望回升并约束黄金上行幅度。  
**第二，欧日货币空间有限，全球负利率债务规模扩张或有瓶颈。**2014年以来全球负利率债券规模扩张是欧日实施负利率和量化宽松的结果。目前日本央行持有日债占比约50%，欧洲央行持有的成员国国债占比也已超过30%，进一步宽松空间均有限。  
**第三，二季度国内实际利率大概率回升。**疫情为供给的短期冲击，二季度复工推动的经济回升为大概率；此外，如果“两会”确定的财政政策空间超预期，则低位徘徊的利率上行风险较大。
- 核心假设风险：**美欧日货币政策超预期；中国货币政策超预期；中国疫情影响超预期；日本及海外疫情影响超预期。

分析师：

张静静



SAC 执证号：S0260518040001

SFC CE No.BOP790



010-59136616



zhangjingjing@gf.com.cn

#### 相关研究：

广发宏观:海外疫情风险或令跨境 Carry Trade 重现	2020-02-21
广发宏观:如何理解海外尾部风险与日元突然贬值？	2020-02-20
广发宏观:10年期美债会否重现 19Q3 的巨震？	2020-02-15

## 目录索引

一、1月以来黄金上行表象驱动力：疫情与避险 .....	4
二、黄金本质驱动力仍是实际利率与负利率债券规模 .....	4
（一）COMEX 黄金上行的本质是疫情避险推动美国实际利率转负、全球负利率债券规模上升 .....	4
（二）沪金价格上行也是疫情推动国内实际利率下行的结果 .....	6
三、一季度或为年内黄金风险收益比最佳阶段 .....	8
四、风险提示 .....	10
（一）美欧日货币政策超预期 .....	10
（二）中国货币政策超预期 .....	10
（三）中国疫情影响超预期 .....	10
（四）日本及海外疫情影响超预期 .....	10

## 图表索引

图 1: 美国 10 年期通胀保值债券收益率 .....	4
图 2: 德国及日本 10 年期国债收益率 .....	5
图 3: 10 年期美债通胀保值债券收益率与 COMEX 黄金价格 .....	5
图 4: 2016-2019 年全球负利率债券规模与 COMEX 黄金价格走势 .....	5
图 5: 部分主要经济体实际利率 (%) .....	6
图 6: 上海黄金交易所 Au9999 价格与中国 CPI 同比 .....	6
图 7: 1 月以来 SHIBOR 隔夜与 10 年期国债收益率 .....	6
图 8: 上海黄金交易所 Au9999 价格与中国实际利率 .....	7
图 9: 1985-2018 年不同货币计价的每盎司黄金价格走势 (1985.1=100) .....	7
图 10: 2019 年 12 月 31 日以来人民币中间价 .....	7
图 11: 美国 CPI 同比及其预测值 .....	8
图 12: 日本央行持有日债占日本国债发行量比重 .....	9
图 13: 欧洲央行为货币政策目的持有债券占欧元区 19 国政府债券比重 .....	9

## 一、1月以来黄金上行表象驱动力：疫情与避险

我们在上周的两篇报告《如何理解海外尾部风险与日元突然贬值？》及《海外疫情风险或令跨境Carry Trade重现》中指出，1月17日全球最大黄金ETF-SPDR的异常增持说明1月中旬海外开始对中国疫情产生担忧，并于1月下旬出现阶段性risk-off。2月中下旬美元、黄金与美债齐涨则反映了投资者对于海外疫情尾部风险的担忧。换言之，投资者对于全球疫情扩散以及由此引发的经济下行风险的担忧是1月以来黄金上行的主要驱动力。从这个角度看，黄金未来走势取决于疫情发酵程度，而海外疫情发展的不可预测性又增加了我们对于黄金前景预判的难度。

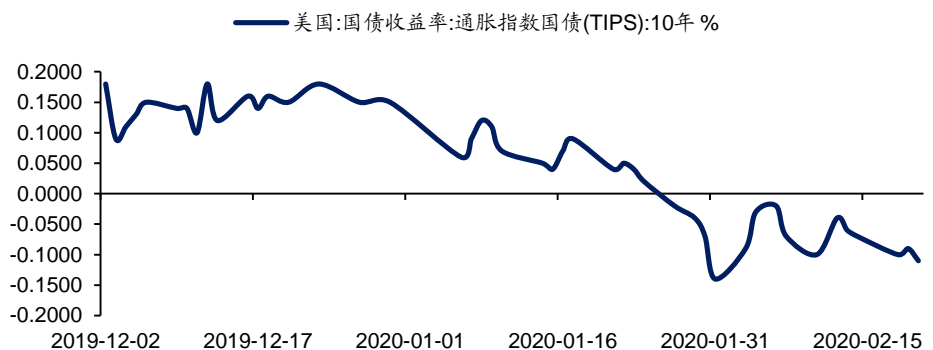
但我们可以绕过疫情扩散及其对经济冲击程度这一未知变量，从黄金的实质影响因素着手探讨其风险收益比。

## 二、黄金本质驱动力仍是实际利率与负利率债券规模

### （一）COMEX 黄金上行的本质是疫情避险推动美国实际利率转负、全球负利率债券规模上升

我们在报告《从前两轮大牛市看黄金未来前景》（2018年12月15日）中指出，黄金价格走势的影响因素是实际利率，特别是美国的实际利率。历史上美国实际利率转负阶段会带来黄金的长牛行情，而实际利率回落（未转负）阶段黄金也会有阶段性表现。值得注意的是，金融危机前全球尚未出现名义负利率，因此实际利率转负需要以高通胀作为基本条件，但2016年以来黄金涨跌则受全球负利率债券规模变化驱动。

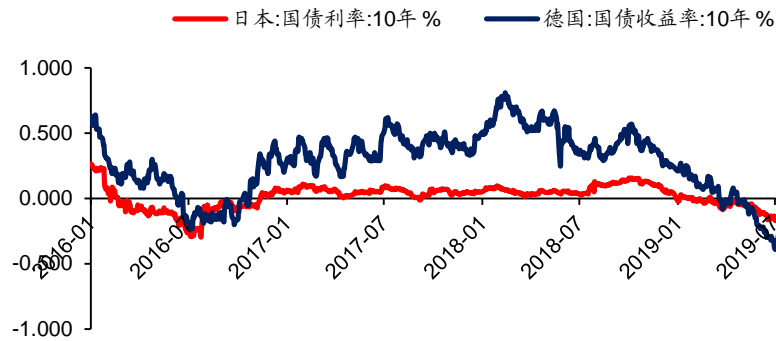
图 1：美国 10 年期通胀保值债券收益率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

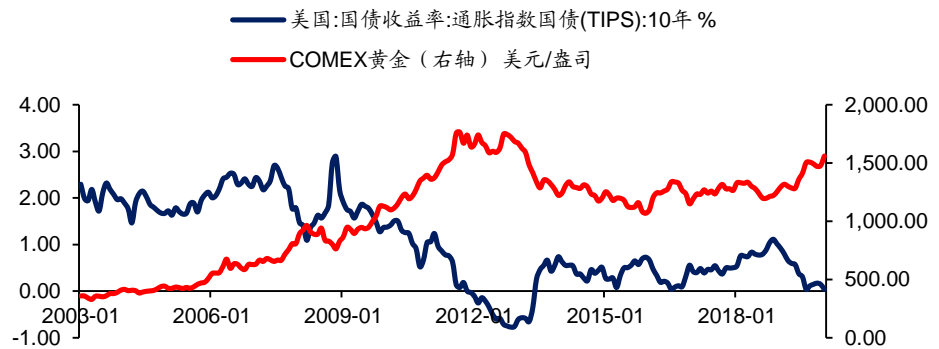
全球疫情扩散的潜在风险本质上触发了投资者对于经济下行的担忧，因此推动全球无风险利率乃至实际利率下行。1月下旬以来10年期美国通胀保值债券收益率再度转负。此外，如图2所示，同期日本及德国10年期国债收益率也相继再度转负，表明1月下旬至今全球负利率债券规模再度扩张。

图 2: 德国及日本 10 年期国债收益率



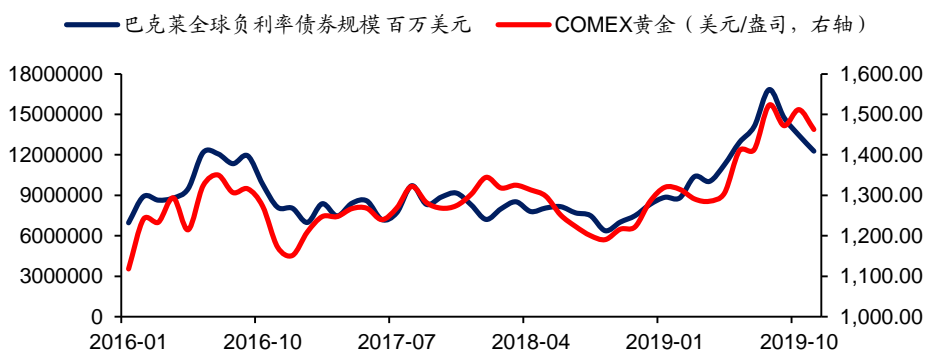
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 3: 10 年期美债通胀保值债券收益率与 COMEX 黄金价格



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 4: 2016-2019 年全球负利率债券规模与 COMEX 黄金价格走势

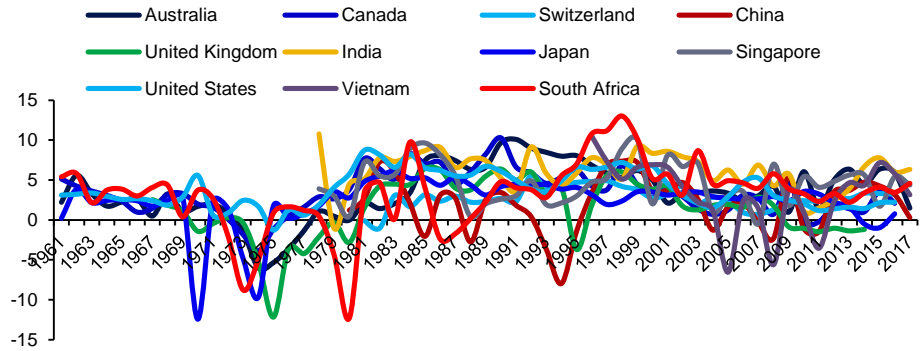


数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 沪金价格上行也是疫情推动国内实际利率下行的结果

我们在报告《从前两轮大牛市看黄金未来前景》指出，由于主要经济体实际利率趋势大致同向，因此各国货币计价黄金走势一般趋同。实际利率的变化大致由两组经济指标决定：一是实际经济增速变化；二是无风险利率与通胀的差值变化。

图 5: 部分主要经济体实际利率 (%)



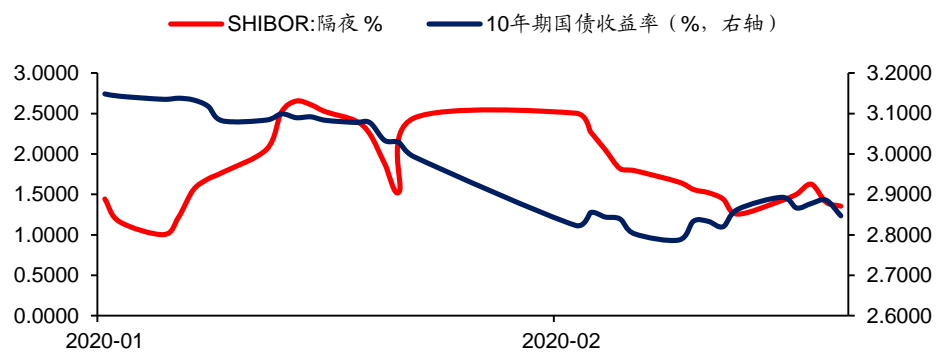
数据来源: World Bank, 广发证券发展研究中心

图 6: 上海黄金交易所 Au9999 价格与中国 CPI 同比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

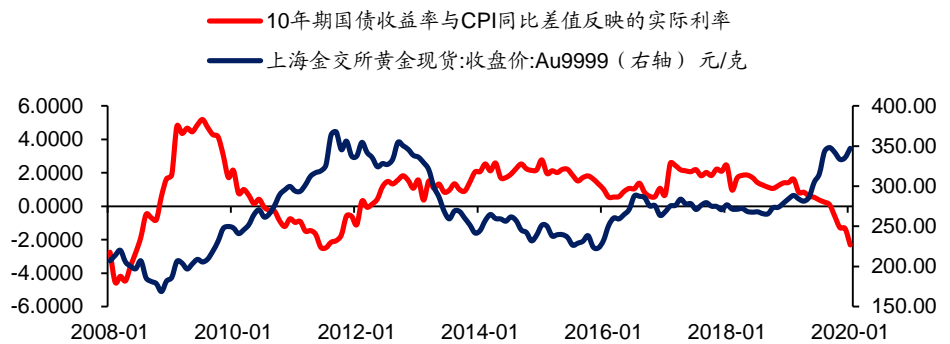
图 7: 1 月以来 SHIBOR 隔夜与 10 年期国债收益率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

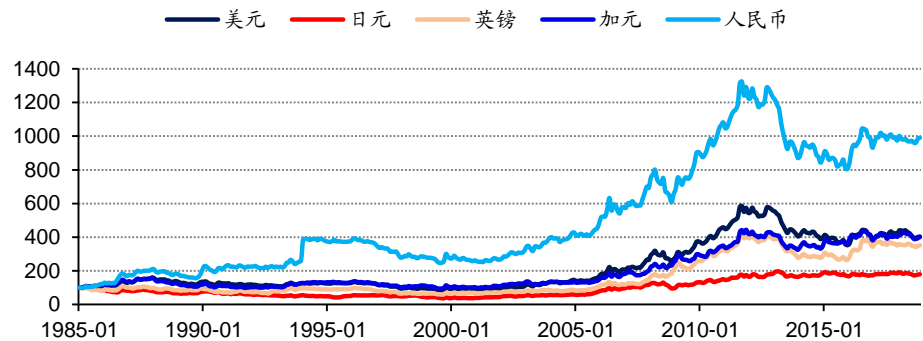
疫情背景下，国内一季度实际利率大幅下行。根据郭磊博士2月1日报告《疫情对宏观经济及资产定价的影响浅析》中的预计，疫情将掣肘2020年一季度中国名义GDP1.5个百分点，全年影响量级或显著低于一季度（但全年经济增长亦受影响）。也就是说一季度国内经济增速显著低于去年。另一方面，1月中国CPI同比为5.4%，创下2011年11月以来最高，但在疫情影响下货币政策未紧反松，实际利率创下2011年8月以来新低。在此背景下，沪金价格已经接近金融危机后高点。当然，黄金在国内也是非常重要的抗通胀工具，因此如图6所示，通胀攀升单一因素也足以令沪金价格攀升。

图 8: 上海黄金交易所 Au9999 价格与中国实际利率



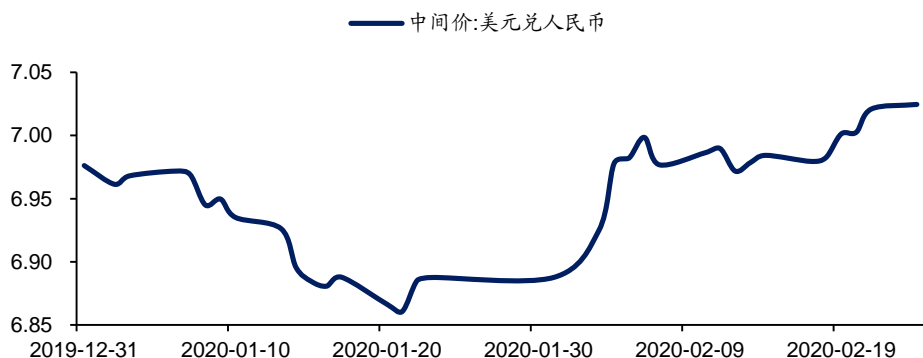
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 1985-2018 年不同货币计价的每盎司黄金价格走势 (1985.1=100)



数据来源: 世界黄金协会, 广发证券发展研究中心

图 10: 2019 年 12 月 31 日以来人民币中间价



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

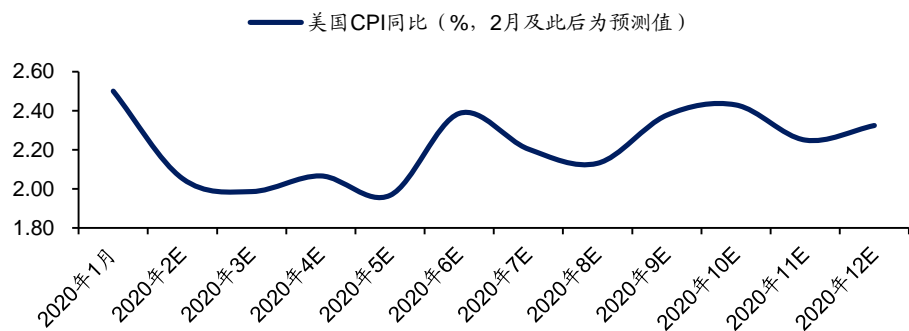
此外，如图9所示，不同货币计价黄金波动幅度差异显著，这与各国货币币值有关。在疫情冲击国内基本面以及海外避险推升美元指数的双重作用下，人民币汇率自1月下旬以来贬值2.4%，因此同期沪金涨幅超过COMEX黄金。1月21日至2月21日间COMEX黄金价格上涨5.5%，上海金交所Au9999黄金现货价格涨幅6.2%。

### 三、一季度或为年内黄金风险收益比最佳阶段

我们维持报告《海外疫情风险或令跨境Carry Trade重现》观点，短期内金价极有可能进一步攀升。但从国内外实际利率与全球负利率债券规模的角度看，一季度可能是年内黄金风险收益比最好的阶段。

**第一，疫情避险情绪或在一季度集中释放，二季度美实际利率有望回升。**受到地产回暖的提振，2019年Q4美国实际GDP同比较2019年Q3回升。我们一直强调美国地产回暖是2018年Q4后10年期美债收益率回落的结果，只要地产数据没有显著转差美国就暂无衰退风险。年初以来10年期美债收益率回落并非反映美国经济基本面，而是避险驱动所致，且此过程或反而令美国地产受益。由于疫情冲击或集中在一季度释放，加上目前10年期美债收益率已经接近金融危机后最低水平，因此二季度进一步下行的空间和概率均相对有限。另一方面，1月美国CPI同比为2.5%，但根据我们的模型2-5月美国CPI同比或逐渐回落至2%下方。因此，二季度美国实际利率有望回升并对黄金的上行趋势形成约束。

图11：美国CPI同比及其预测值



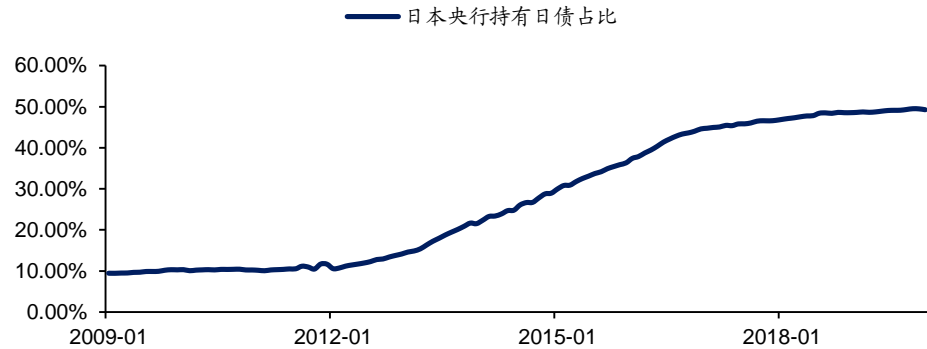
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

**第二，欧日货币空间有限，全球负利率债务规模扩张或有瓶颈。**2014年以来全球负利率债券规模的扩张是欧日实施负利率及量化宽松的结果。正如我们在报告《海外疫情风险或令跨境Carry Trade重现》中所指出的，2017年日本央行（BOJ）调降扩表速率时其持有日债占比约为45%。也就是说，除基本面因素外，日债持有量占比是制约日本央行扩表的重要指标。目前BOJ持有日债占比约50%，该因素将制约BOJ宽松空间。若仅针对本次疫情导致的经济下行，日本进一步宽货币的时间或不超过一年。目前欧洲央行持有的成员国国债占比也已超过30%，由于欧元区各成员国经济基本面差异



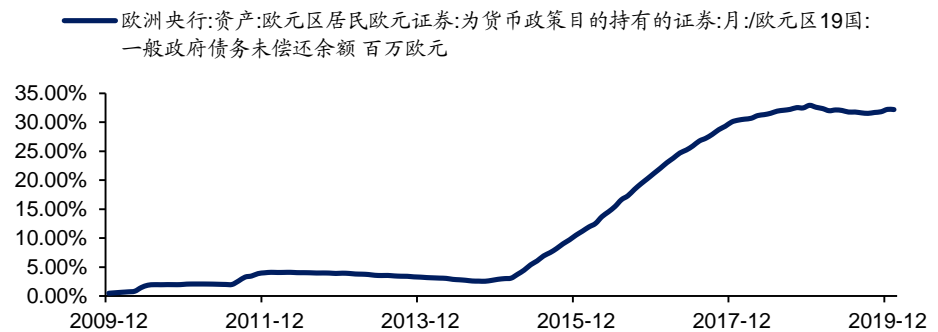
较大，因此欧洲央行进一步增持成员国国债也受到约束。此外，目前欧日央行尚未实施进一步宽松政策，但市场已在宽货币预期下推动日德国债收益率回落。也即，目前海外各国国债可能透支了未来政策的影响。即便欧日央行降息或扩表政策靴子落地，国债收益率也难以继续大幅走低。由此，我们认为全球负利率债券规模进一步扩张存在约束条件。

图12: 日本央行持有日债占日本国债发行量比重



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 欧洲央行为货币政策目的持有债券占欧元区19国政府债券比重



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**第三，二季度国内实际利率大概率回升。**两点理由：首先，疫情为供给的短期冲击，二季度复工推动的经济回升为大概率；此外，郭博在2月23日报告《财政政策力度将深度影响后续大类资产风格》中指出，如果“两会”确定的财政政策空间超预期，则低位徘徊的利率上行风险较大；郭博在2月10日报告《通胀：既有趋势叠加疫情初步影响》中强调2月CPI仍大概率低于1月。总体而言，无论是实际增长的反弹，还是名义利率回升以及通胀回落的可能性都意味着二季度国内实际利率回升的概率较高。该因素又将掣肘国内黄金价格走势。

## 四、风险提示

- (一) 美欧日货币政策超预期
- (二) 中国货币政策超预期
- (三) 中国疫情影响超预期
- (四) 日本及海外疫情影响超预期

## 广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 廖凌：首席分析师，海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。7年策略及中小市值研究经验。2019年新财富•机构投资者大陆榜单（II China）投资组合策略第一名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳宏观研究（团队）第一名。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，15-18年Asiamoney最佳台湾地区硬体分析师，2018 Thomson Asia Top Stock Picker硬体行业第三名，CFA。
- 胡翔宇：海外大消费行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者•财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源行业首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012-2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名、第4名、第2名（团队）。2019年新财富•机构投资者大陆榜单（II China）互联网行业第三名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，八年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2019年新财富最佳机械团队第一名、2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，新财富最佳汽车行业分析师2019年第一名团队成员，水晶球2019年第一名团队成员，2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2017年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峤：海外大消费行业高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾地区TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外大消费行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外大消费行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。  
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。  
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。  
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。  
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。  
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。  
本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。  
本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。  
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。  
广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。