

# 諾亞研究

2020年11月24日

主題 | 黃金能否重返 2,000 美元?

鄭梅玫 諾亞國際高級研究員

## 核心觀點

對於一般投資者，黃金在組合中的配比也不宜過高，而除非專業交易員或者對衍生品非常熟悉的投資人，不宜在黃金投資上加槓桿，恐怕會得不償失。

過去大半年各類風險資產價格從谷底到再創新高，金價今年走勢也非常跌宕，在短短五個月漲了近 600 美元實屬罕見，再從高位回落了近一成。在美國大選結果幾乎確定和疫苗研發不斷釋放好消息下，市場對於黃金後市的看法分歧進一步加大。

一些外資大行看好金價，例如花旗認為黃金明年勢必重返 2,000 美元，甚至最高可達 2,700 美元，瑞銀預計黃金年底便能重返 2,000，亦有大摩將明年的金價預測下調 6%至 1,835 美元，較目前價格還低約 30 美元，還有一些分析師認為近期技術面很大機會跌破 1,800 美元。

前不久也有投資者留言給我們能否談一談黃金走勢，其實黃金作為一種商品，影響其在交易層面的價格波動的實際因素非常複雜，對於長期追蹤宏觀經濟和股債資產的我們來說，今天更希望從宏觀影響黃金的因素以及與其他資產關係的角度，給大家談一下我們對於黃金的中長期看法。

先簡單回顧一下今年的黃金價格走勢，大致分了三個階段，首先是海外疫情剛剛爆發的時候，環球的流動性危機下金價也免不得從 1,600 多跌倒了 1,400 多，而就在美聯儲和全球各央行的全力「救市」的時候，黃金也走出了幾乎持續五個月的單邊上漲行情，一路突破 2,000 美元大關，直至 8 月 6 日創下 2,075 美元的歷史新高。

但之後還不到一個星期，8 月 11 日金價就從歷史高位大跌 6%，錄得金融危機以來最大單日跌幅。而近日在輝瑞等疫苗利好消息不斷放出的時候，金價再度單日重挫近 5%，低見 1,850 美元，目前仍在 1,870 美元左右徘徊。

首先對於黃金不太有利的環境是，全球經濟的復蘇和風險資產反彈在一定程度上降低了黃金作為防禦性工具的吸引力。有研究顯示，經過通脹調整的實際金價和股票風險溢價在近十年高度正相關，而若疫情受控或疫苗推廣等促使的全球經濟階段性復蘇，以及風險資產的反彈會導致股票風險溢價降低，這對於金價走勢可能不太友好。

除了避險需求外，想要理解黃金中長期走勢，還需要考慮兩個關鍵變數，即實際利率和美元。美聯儲在多久的時間內維持近零利率，以及當美聯儲開始緊縮時採取多高的政策利率，都是影響美債收益率上行空間及上升速度的主要因數。

我們在 8 月底對於美聯儲的政策及通脹走勢都作了預判。我們認為在美聯儲 8 月底宣佈的 2% 的平均通脹目標政策框架下，下一次加息可能比美聯儲及市場預期的時間都要晚的多，推遲到 2025 年甚至更晚。原因在於過去 10 年，美國的核心通脹率僅有 1.6%，未來需要達到 2.4% 的平均通脹率，才能夠實現 2% 的平均通脹目標。

但由於經濟內在結構矛盾帶來「過度儲蓄」，消費和投資不足，低增長與低通脹的趨勢難以很快轉變。而預期通脹溫和且大幅上升幅度有限下，金價會提前 Price In 實際利率變化，實際利率的下行對於黃金的支持得以延續。不過由於通脹預期就目前低水準回升可能會非常緩和及緩慢，實際利率的變化斜率也不太可能較大。

而關於美元走勢，我們仍然維持此前觀點，美元次輪下跌是結構性的，美國的財政和貿易赤字佔 GDP 比重今年都將創下戰後的新紀錄，未來幾年將維持在高位，而歷史上雙赤字的擴大和美元貶值大多同時發生，例外是在發生在危機下避險需求激增或者美元利率明顯高於其他經濟體的時期。

此外拜登的財政救助和大規模基建刺激計劃，以及可能性較大的國會分裂下加稅計劃未必能通過，財政赤字大概率會繼續擴大，美元在未來一至兩年預計會維持偏弱走勢，這一點會在一定程度上利好金價表現。

不過，美元與黃金的關係在非常短期的市場情緒驅動下會同漲同跌，例如最近幾周尤其是在疫苗消息出來後，金價和美元是一起向下的，這與市場的風險偏好轉向有關係。

我們認為這一輪黃金牛市還不能斷言已經結束，雖然接下來全球經濟復蘇和不確定性降低削弱了黃金的防守性功能，但是實際利率的下降和美元的走弱仍然會在中長期維持黃金的上升趨勢。從中長期角度，黃金重返 2,000 美元是有機會的；就非常短期來言，提供給黃金上行動力的利好因素並不多，震盪調整可能會暫時延續一段時間。

隨著明年全球經濟復蘇有機會進入週期回歸的新階段，相較於黃金，白銀等工業屬性更強的商品表現可能更好，尤其是在中國經濟繼續領先復蘇的節奏下。

此外大家應該已經留意到，一些海外公募基金的名稱為黃金基金或翻譯為黃金基金，但實際上投資標的並非黃金實物或期貨，而是投資於從事開採等金礦業務的公司股票。

正如油價和能源股的關係，金價與金礦股的關係也有一些類似，雖然金價走高時，金礦股股價往往也表現較好，但金礦股其實相對於金價具有一定杠杆的作用，因為投資者關注的是企業盈利，而盈利漲跌的幅度往往會放大商品的漲跌幅度。

很多金礦股基金今年回報一度接近甚至超過 50%，其後隨著金價走軟，年至今回報也回吐了大約一半，目前回報大約為 20% 多。而對比來看，金價今年漲幅最高達到 36%，但下跌後回報仍有 23%。

此外還有一點，很多金礦股公司，尤其是大型公司，業務並非僅涉及金礦開採，還有很多其他貴金屬等商品開採以及上下游相關業務，也使得金礦股公司的盈利與金價的相關性沒有那麼直接。

最後我們還希望提醒聽眾，對於一般投資者，黃金在組合中的配比也不宜過高，而除非專業交易員或者對衍生品非常熟悉的投資人，不宜在黃金投資上加槓桿，恐怕會得不償失。

---

免責聲明: 本檔所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考，不代表任何確定性的判斷，亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請，亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策，投資涉及風險，諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本檔而產生的任何後果承擔法律責任。本檔包含前瞻性的預測，任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測，本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料，本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證，也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更，本公司已力求報告內容的客觀、公正，但文中的觀點、結論及建議僅供參考，不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有，未經本公司及其關聯公司許可，任何個人或組織，均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」，且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本檔均視為同意以上聲明。