

# 在中国，黄金作为战略资产的投资价值



RMB

## 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。

基于准确的市场洞察力，我们开发黄金支持的解决方案、服务与产品，并携手各合作伙伴将我们的想法付诸于行动。由此，我们在不同核心市场和领域创造黄金需求的结构性变化。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财富保障的特性以及它在满足社会环境需求中的重要角色。

世界黄金协会总部位于英国，业务遍及印度、中国、新加坡和美国，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，

### 研究：

#### Krishan Gopaul

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

#### 贾舒畅 Ray Jia

ray.jia@gold.org  
+86 21 2226 1107

#### Mukesh Kumar

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

#### Juan Carlos Artigas

研究部负责人  
juancarlos.artigas@gold.org  
+1 212 317 3826

### 分销和投资：

#### 王立新 Roland Wang

董事总经理，中国  
roland.wang@gold.org  
+86 10 8592 5088

#### 余铭敏 Shane Yu

经理，中国  
shane.yu@gold.org  
+86 21 2226 1117

#### Adam Perlaky

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

#### Louise Street

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

#### 芮强 John Reade

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

#### 杨振海 Fred Yang

总监，中国  
fred.yang@gold.org  
+86 21 2226 1109

#### Jaspar Crawley

销售总监，东南亚  
jaspar.crawley@gold.org  
+44 20 7826 4787

## 目录

是什么使黄金成为了战略性资产？	01
黄金主要通过以下四种方式增强投资组合的效果：	01
新的十年，新的挑战	01
黄金的重要性日益增强	01
黄金的战略性作用	02
1. 收益来源	02
战胜通货膨胀，应对通货紧缩	03
优于法定货币	04
2. 有效的分散投资工具	04
3. 一个深度流动的市场	05
4. 增强投资组合的绩效	06
结论	08
.....	.....
黄金供求的构成和趋势	09
一个巨大而稀缺的市场	09
需求多样性支撑了黄金的低相关性	10
供应面冲击较少有助于降低黄金的波动性	10
三大趋势重塑黄金需求	11
.....	.....
附录：黄金随时间推移的表现	12
年增长率与历史回报率	12
与大多数股票和大宗商品相比，黄金的波动性较小	13
通常被视为避风港	13
经济周期的有效相关性	14
在低实际利率或负实际利率环境下表现良好	14
.....	.....
补充阅读	15
黄金投资者	15
市场和投资动态	15
深度报告	15
黄金需求趋势	15
.....	.....

# 黄金因何成为一种战略性资产？

黄金的优势来自于其多样化的需求：它既是一种投资品、储备资产，也是一种消费品和科技元件的组成部分。黄金具备高流动性，它不是负债，也没有信用风险，同时也兼具稀缺性，在历史上一直保持着它的价值。

## 黄金能够在四个关键方面增强投资组合表现：

- 产生长期回报
- 作为风险分散工具，在应对市场压力时，减少投资损失
- 提供流动性，且无信用风险
- 改善投资组合整体表现。

## 新的十年，新的挑战

随着新十年的开始，投资者在资产管理和投资组合构建方面面临着越来越多的挑战。其中包括：

- 低利率可能会促使投资者寻求估值水平较高且风险更高的资产，并可能增加负债，从而降低它们的资金比率
- 金融市场持续的不确定性，包括地缘政治紧张局势，全球经济增长分化的预期，以及资产波动率的增加。

我们认为黄金不仅是投资组合中有用的长期战略的组成部分，而且在当前环境中也发挥着日益重要的作用（参阅《2020年黄金市场展望》）。

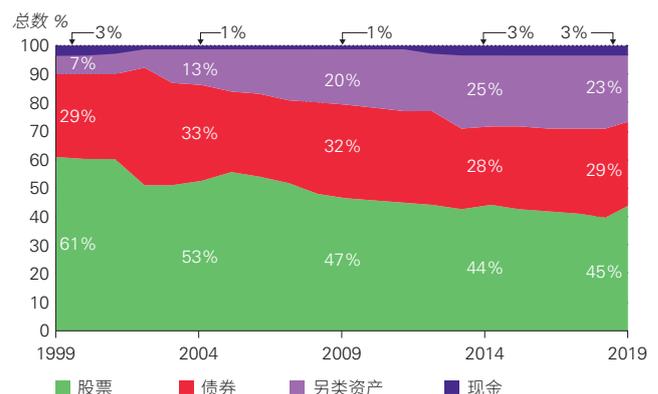
## 黄金的重要性日益增强

为了追求分散投资和更高的经风险调整后的回报率，全球各地的机构投资者已经开始寻求传统股票和债券以外的另类投资。例如，非传统资产在全球养老基金中的份额从1999年的7%上升到2019年的23%<sup>1</sup>（第3页 **图表1**）。

“我们的分析显示，在过去15年里，如在假定的中国保险基金平均投资组合中增加3%到8%的黄金份额，经风险调整后的回报率会更高。<sup>2</sup>”

黄金配置一直受到这种转变的影响。黄金越来越被认可为一种主流投资品；全球投资需求的增长（自2001年以来平均每年增长率为14%），以及同一时期黄金价格几乎上涨了6倍就是最有力的证明。<sup>3</sup>

图表 1：全球投资者继续在他们的投资组合中增加包括黄金在内的另类投资\*



\*截至2019年12月。基于韦莱韬悦于2020年2月发表的《2019年全球养老金资产研究》。

来源：韦莱韬悦、世界黄金协会

1 韦莱韬悦，《2019年全球养老金资产研究》，2020年2月和《2017年全球另类资产调查》，2017年7月。

2 有关假定的中国保险基金平均投资组合构成的更多详细信息，请参见第7页的图表7。此外，请参阅本报告结尾的重要免责声明和公开性原则。

3 截至2019年12月31日。

这一增长背后的主要原因包括：

- **新兴市场的增长：**经济扩张——尤其是在中国和印度——增加了黄金消费者和投资者的基础，使其更加多样化（第12页**图表13**和第15页**图表25**）
- **市场准入：**2003年推出的黄金ETF扩充了投资者进入黄金市场的工具，并大大增强了人们对黄金作为战略性投资的兴趣，降低了总持有成本并提高了效率（第12页**图表14**）
- **市场风险：**全球金融危机促使人们重新关注有效的风险管理，并促使黄金等低相关性、流动性强的资产升值（第12页**图表16**）。如今，贸易紧张局势、民粹主义的发展以及对经济和政治前景的担忧，促使投资者在动荡时期重新审视黄金作为传统对冲工具的作用（第14页**图表23**和**图表24**）
- **货币政策：**持续的低利率降低了持有黄金的机会成本，并突出了黄金作为真正长期收益来源的属性，尤其是与处于历史高位的全球负收益债务规模相比（第15页**图表26**）
- **央行需求：**世界各国央行对黄金的兴趣激增（通常用于外汇储备以保障安全和分散投资），这促使其他投资者开始考虑黄金的积极投资属性（第12页**图表15**）。

## 黄金的战略性作用

很明显，黄金是对股票、债券和基于多种资产投资组合的补充。从历史上看，黄金作为一种财富储备手段和应对系统性风险、货币贬值以及通货膨胀的对冲工具，提高了投资组合的风险调整回报，带来了正回报，并具有高度流动性，可在市场压力时期用以偿还债务。

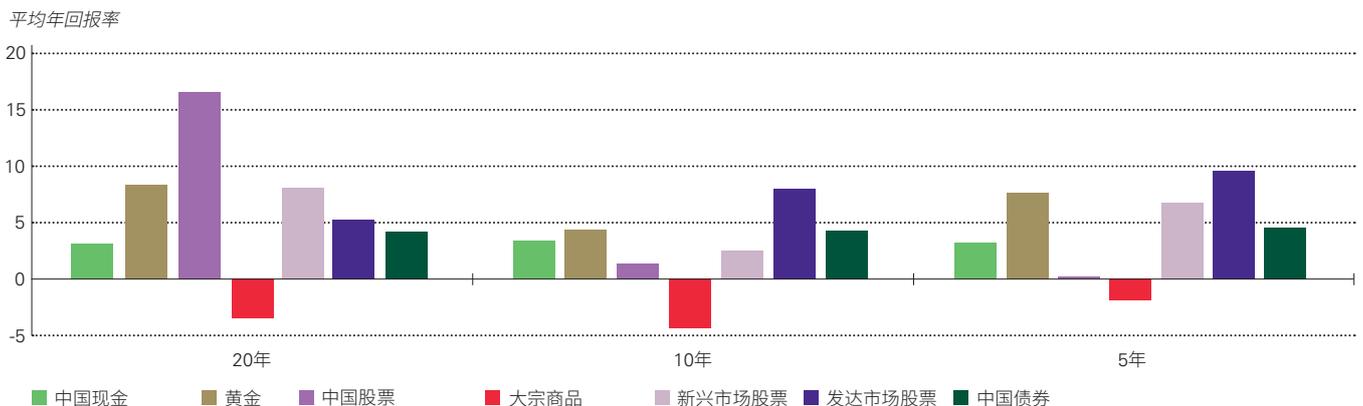
### 1. 黄金能够提供收益

在不确定时期，黄金一直被认为是一种有益的资产。从历史上看，无论是在经济繁荣时期还是萧条时期，它都产生了长期的正回报。回首近半个世纪，自1971年金本位制崩溃以来，金价平均每年以10%的速度增长（**图18**，第12页）。<sup>4</sup>在此期间，黄金的长期回报可与股票相提并论，且高于债券。<sup>5</sup>在过去15年里，黄金的表现也优于其他主要资产类别（**图2**和**图17**，第12页）。

这种双重性反映了黄金需求来源的多样性，这也是黄金与其他投资资产的不同之处。黄金是保护和增加财富的一种长期工具，它也是一种交换手段，因为它具有全球认可度，并且不是任何人的债务。黄金作为一种消费品也很受欢迎，受到世界各地消费者的重视。而且它是电子产品中的关键部件。<sup>6</sup>这些多样化的需求来源赋予了黄金一种特殊的弹性：在经济繁荣时期和经济萧条时期都有可能带来稳定的回报（**焦点1**）。

**图表2：长期来看，黄金能提供正回报，超过了主要资产类别**

以人民币计价的全球及中国主要资产的平均年回报率\*



\*截至2019年12月31日。以人民币计价的中证货币市场基金指数、上证综合指数、彭博商品总回报指数、MSCI新兴市场总回报指数、MSCI DM总回报指数、中债新综合财富指数、上海黄金交易所Au9999现货价格。复合年增长率见附录。

来源：万得、彭博社、上海黄金交易所、世界黄金协会

4 在金本位期间，美元由黄金支持，而外汇汇率则由布雷顿森林体系决定：<https://www.imf.org/external/about/histend.htm>。

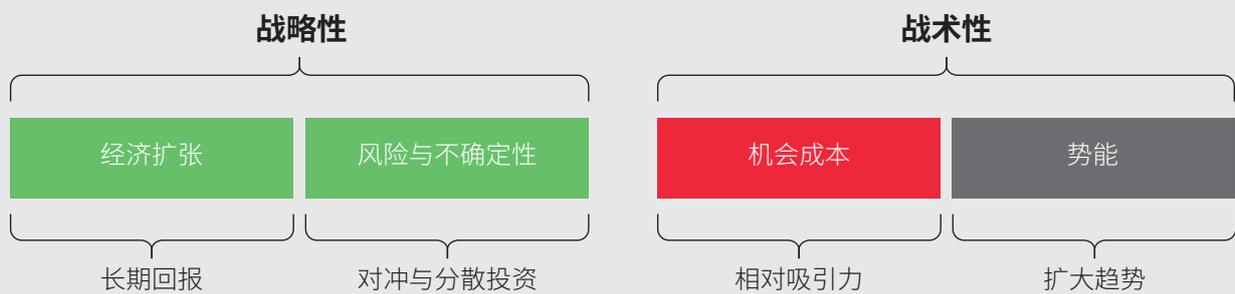
5 其他回报指标和年同比绩效见附录。

6 见第10页**图表11**

## 焦点1: 了解黄金的估值

大多数常见的股票或债券估值框架并不适用于黄金。黄金没有派息和分红，不适用一般的折现现金流量模型。黄金也不存在预期收益或账面市值比。

我们的研究表明，事实上，对黄金进行估值是非常直观的：它的均衡价格取决于供求关系，我们利用Qaurum<sup>SM</sup>强调了这一点。



- **经济扩张:** 增长时期对金饰需求、科技用金需求和长期储蓄需求非常有利
- **风险与不确定性:** 市场低迷通常会提振黄金作为避风港的投资需求
- **机会成本:** 竞争资产的价格，尤其是债券（通过利率）和货币的价格，会影响投资者对黄金的态度
- **势能:** 资本流动、仓位和价格趋势可以激发或抑制黄金的表现。

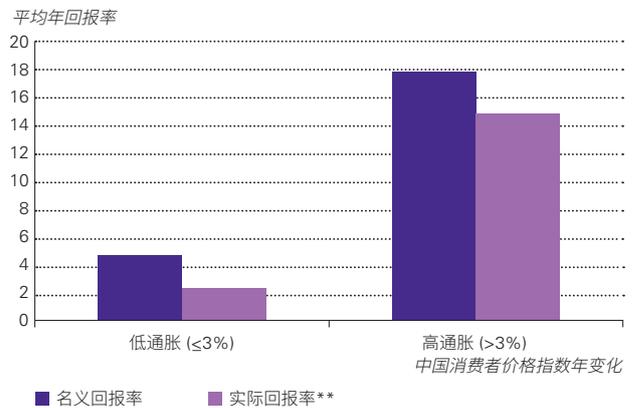
## 跑赢通货膨胀，抗击通货紧缩

长期以来，黄金一直被视为对冲通胀的工具，数据也证实了这一点。在过去15年中，黄金的年平均回报率为8%，超过了中国的消费者价格指数（CPI）。

黄金还能保护投资者免受极端通胀的影响。在通货膨胀率高于3%的年份中，黄金价格平均上涨了18%（**图表3**）。因此，长期来看，黄金不仅令资本保值，还帮助它增值。

另外值得注意的是，牛津经济学的研究表明，在通缩时期，黄金应该表现良好。<sup>8</sup>这些时期的特点是利率低、消费和投资减少，以及财务压力增大，所有这些都会促进黄金的需求。

**图表3: 历史上来看，在高通胀时期黄金价格表现强劲**  
以人民币计价的黄金回报率与中国年度通胀的函数关系\*



\* 基于2004年至2019年之间上海黄金交易所Au9999价格和中国消费者价格指数的年度变化。

\*\* 样本中每一年的实际收益率 = (1 + 名义收益率) / (1 + 通胀率) - 1

来源：彭博社、上海黄金交易所、世界黄金协会

7 Qaurum是一个基于网络的量化工具，它可以帮助投资者直观地了解黄金表现的驱动因素。黄金的表现可以由以下四组主要驱动因素加以解释：经济扩张；风险与不确定性；机会成本和势能。

8 牛津经济研究院，《通货膨胀和通货紧缩对黄金的影响》，2011年7月。

## 表现优于法定货币

持续的低利率和对美元前景的担忧推动了黄金的投资需求，因为这些因素影响着投资者可感知的持有黄金的机会成本。

从历史上看，主要货币与黄金挂钩。随着1971年布雷顿森林体系的瓦解，这种情况发生了改变。从那时起，作为一种交换手段，黄金的表现显著优于所有主要货币（**图表4**）。

这种优势在金本位制结束后，以及随后主要经济体违约时立即变得更加明显。这一强劲表现背后的一个关键因素是，黄金供应的增长几乎没有随时间的改变而发生重大变化-在过去20年中，每年增长约1.6%。<sup>9</sup>相比之下，法定货币可以无限制数量印制以支持货币政策，全球金融危机后的量化宽松（QE）措施就是例证。

## 2. 有效的风险分散工具

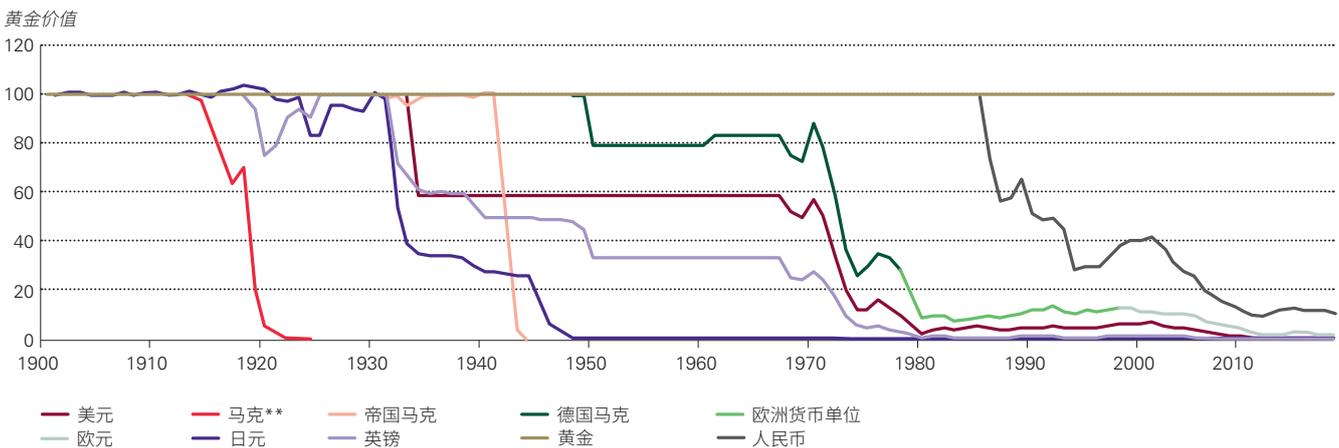
分散投资的好处得到广泛认可——但是很难找到有效的风险分散工具。随着市场不确定性的上升和波动率的增强，许多资产之间的相关性越来越强，这在一定程度上是由风险追逐/风险规避型的投资决策造成的。结果，许多所谓的风险分散工具在投资者最需要的时候却不能保护投资组合。

但黄金却不同。黄金不仅与大部分主要资产之间的相关性较低（第13页**图表27**）而且与股票和其他风险资产的负相关性会随着这些资产的抛售而增加（第13页**图表23**）。2008-2009年的金融危机就是一个很好的例子。股票和其他风险资产的价值大幅下跌，对冲基金、房地产和多数长期被视为分散投资组合风险的大宗商品也是如此。例如，从2007年12月到2009年2月，上证综合指数下跌了60%。相比之下，以人民币计价的黄金价格则保持稳定并有所上涨，同期黄金价格上升了64%。<sup>10</sup>

这种强劲的表现或许并不令人意外。

在风险加剧时期，黄金一直受益于避险资金的流入。在系统风险时期，黄金的作用尤其明显，它能够提供正回报，并降低整体投资组合的损失（第13页**图表24**和第14页**图表25**）。同样重要的是，当投资组合中流动性较差的资产难以出售、价值被低估或可能被错误定价时，投资者还可以使用黄金来偿还债务，<sup>11, 12</sup>

**图表4：长期来看，黄金的表现优于所有主要法定货币**  
1900年以来主要货币与黄金之间的相对价值\*



\*2019年12月31日。基于各货币以黄金计价的年度平均价格。

\*\*马克是德意志帝国晚期的货币。它最初被称为金马克，在1914年之前都受到黄金的支撑。此后，它被称为“纸马克”。

来源：彭博社、加州大学圣巴巴拉分校Harold Marcuse、世界黄金协会

9 Goldhub.com上供需章节的内容。

10 基于2007年12月31日至2009年2月28日期间的上海黄金交易所Au9999价格。

11 见附录中的图表24。

12 另见附录中的图表25。

但黄金与其他资产的相关性不仅在动荡时期对投资者有效。它还可以在积极的市场氛围中提供与股票和其他风险资产的正相关关系。

这种双重益处源于黄金作为投资品和消费品的双重属性。因此，黄金的长期价格受到收入增长的支撑。我们的分析证明了这一点，当股市反弹时，它们与黄金的相关性会增加（**图表5**），这很可能是由财富扩张效应支持下黄金消费者需求的上升，以及寻求对冲高通胀预期的投资者需求共同驱动的。

### 3. 一个具有相当深度以及高度流动性的市场

黄金市场规模庞大，全球化程度高，流动性强。

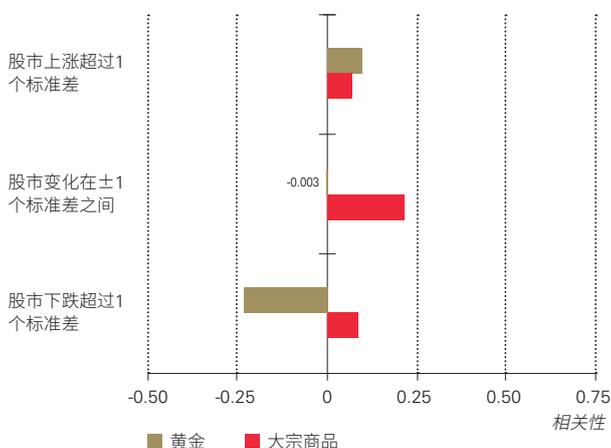
我们估计，投资者和央行持有的实物黄金价值约为26万亿元人民币，另外通过交易所或场外市场交易的衍生品，还有7万亿元人民币的持仓量。<sup>13</sup>

与包括德国国债、欧元/英镑和上证综合指数在内的几个主要金融市场相比，黄金市场的流动性更强，而交易量与1-3年期美国国债相近（**图表6**）。2019年，黄金的日均交易量为1万亿人民币。在此期间，场外现货和衍生品合约占5420亿元人民币，而全球各交易所的黄金期货日均交易量为4510亿元人民币。其中，上海黄金交易所和上海期货交易所的黄金日均交易量分别为420亿元和620亿元人民币。黄金ETF提供了额外的流动性来源，在中国上市的基金平均每天交易18亿元人民币。

黄金市场的规模和深度使其能够轻松容纳大量买入并持有黄金的机构投资者。与许多金融市场形成鲜明对比的是，即使在严重的金融压力时期，黄金的流动性也不会枯竭。

**图表5：黄金与股票的相关性有助于投资组合在经济繁荣和经济衰退时期的分散化**

在股票不同表现的环境下，黄金和中国股票回报的相关性\*

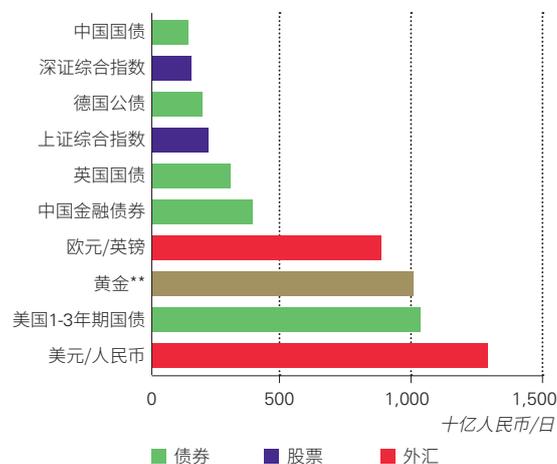


\*截至2019年12月31日。相关性是根据2004年12月以来上证综合指数、中证中国商品综合指数和上海黄金交易所Au9999的周回报率为基础进行计算的。中间柱形对应的是上证综合指数周回报率在整个周期内变化小于一个标准差的相关性。底部柱形分别对应上证综合指数周回报率下降超过一个标准差（或者“σ”）的相关性，而顶部柱形则对应上证综合指数周回报率上升超过一个标准差的相关性。标准差是以整个周期内相同的周回报率为基础计算的。

来源：万得、上海黄金交易所、世界黄金协会

**图表6：黄金的成交量超过许多其他主要金融资产**

以人民币计价的日均交易量\*



\*基于截至2019年12月31日的估计年平均交易量，由于数据的可用性，货币对的成交量截至2019年3月。

\*\*黄金流动性包括对场外交易（OTC）的估计，以及公布的对期货交易和黄金支持的交易所交易产品的统计数据。有关方法的详细信息，请访问 Goldhub.com。

来源：国际清算银行、万得、彭博社、德国金融局、LBMA、英国债务管理办公室（DMO）、世界黄金协会

13 见第9页的图表10和图1，以及Goldhub.com上关于持有人和趋势章节的内容。

## 4. 增强投资组合表现

长期回报、流动性和有效的风险分散都有利于投资组合的整体表现。综上所述，通过增加黄金，可以显著提高投资组合的风险调整回报率。

我们对过去5年、10年和15年投资组合表现的分析，突显出黄金对机构投资组合的积极影响。它表明，如果在假定的中国保险平均投资组合中配置3%、5%或8%的黄金上，其平均风险调整回报率会更高。（第7页**图表7**和第7页**表1**）。全球金融危机以来，这种积极的影响尤为明显。

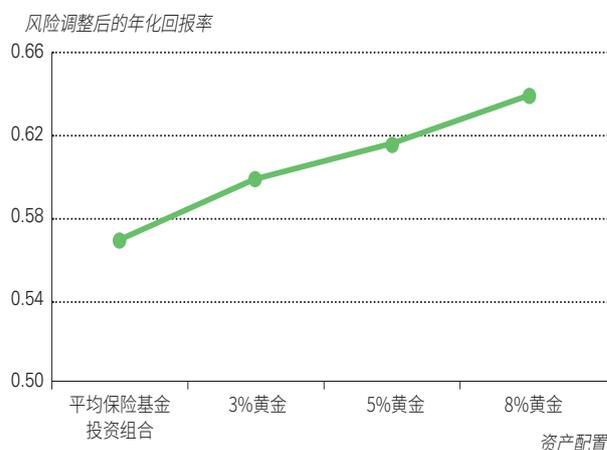
展望未来，这样的动力会更强大。我们的分析表明，如果以人民币资产为主的投资者在其充分分散的投资中将3%至8%的投资分配给黄金，那么他们可以从其投资表现的大幅提升中受益良多（第7页**图表8**）。<sup>14</sup>

黄金的配置比例根据个人资产配置的决定而有所变化。然而，一般来说，风险越高的组合——无论是资产的波动率、流动性或集中度而言——在考虑范围内抵消风险需要的黄金配置比例就越高（第7页**图表8**）。

我们的分析表明，即使投资者假定黄金的年回报率在2%到4%之间（远低于其实际的长期历史表现），黄金在假定的投资组合中的最佳权重也是具有显著的统计意义的。

这对已经持有其他通胀对冲资产（如通胀挂钩债券）的投资者<sup>15</sup>和持有另类资产（如房地产、私人股权和对冲基金）的投资者同样有效。<sup>16</sup>

**图表7：在过去的十年里，在假定的平均保险基金的投资组合中增加黄金将会提高其风险调整回报率**  
包括和不包括黄金在内的假定的平均保险基金投资组合的表现\*



\* 基于2004年12月31日至2019年12月31日期间的表现。假定的中国保险基金平均投资组合是根据中国银行保险监督管理委员会公布的信息和有关资产投资限制的规定制定的。它包括每年再平衡的总回报，其中股票占20%（以上证综合指数为替代指标），固定收益占70%（以中债新综合财富指数为替代指标），现金占10%投资（以中证货币市场基金指数为替代指标）。黄金的配置来自于按比例减少的所有资产。经风险调整后的回报率按年回报率/年波动率计算。见本报告结尾的重要免责声明和公开性原则。

来源：彭博社、上海黄金交易所、中国银行保险监督管理委员会、世界黄金协会

14 基于Richard和Robert Michaud开发的重采样效率方法论进行的分析，该方法被誉为传统均值方差优化的可靠替代方案。

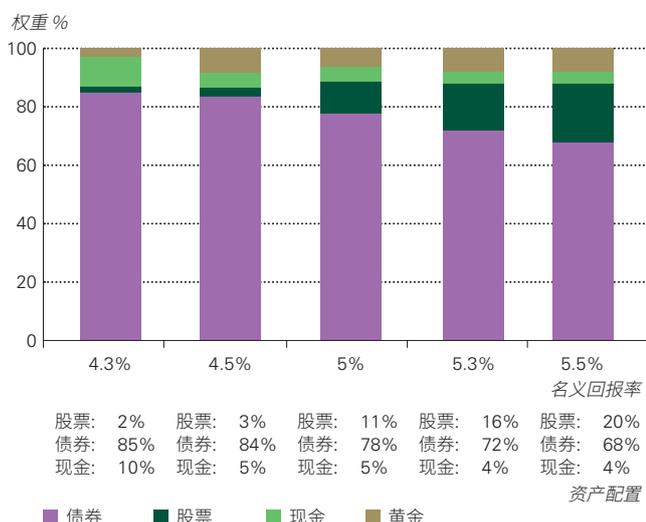
见《有效的资产管理：股票投资组合优化和资产配置实用指南》，牛津大学出版社，2008年1月。

15 《黄金作为战术性通胀对冲工具和长期战略性资产》，2009年7月。

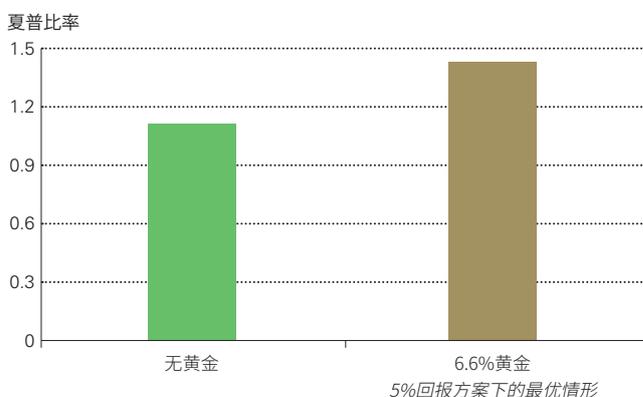
16 《黄金如何提升另类资产绩效》，黄金投资者，第6卷，2014年6月。

**图表8：黄金可以显著提升各种风险水平下的假定投资组合的风险调整后的回报率**

(a) 基于不同收益率情景的长期最优配置\*



(b) 在5%目标回报率下，有无黄金配置的最优投资组合的表现\*



\*以2004年12月至2019年12月中证货币市场基金指数、中债新综合财富指数、上证综合指数、上海黄金交易所Au9999价格的月度总回报为基础。每种假定投资组合构成都反映了股票、现金等价物、债券和黄金的百分比。资产权重调整受中国银行保险监督管理委员会保险资金投资的限制。分析基于New Frontier Advisors的再抽样有效法。更多信息见《有效的资产管理：股票投资组合优化和资产配置实用指南》，牛津大学出版社，2008年1月。

来源：彭博社、上海黄金交易所、中国银行保险监督管理委员会、世界黄金协会

**表格1：黄金通过降低组合波动率以及多个时间层的库存减少增加风险调整收益**

在过去的1年，5年，10年和15年的假定的平均保险基金投资组合与包含5%黄金的同等投资组合之对比

	15年		10年期		5年期		1年期	
	无黄金	5% 黄金						
年回报率	4.68%	<b>4.86%</b>	2.83%	<b>2.88%</b>	2.66%	<b>2.97%</b>	8.74%	<b>9.49%</b>
年波动率	8.24%	<b>7.90%</b>	6.38%	<b>6.11%</b>	7.24%	<b>6.80%</b>	4.33%	<b>3.98%</b>
风险调整后的回报率	56.75%	<b>61.54%</b>	44.33%	<b>47.08%</b>	36.74%	<b>43.67%</b>	201.81%	<b>238.80%</b>
最大回撤率	-34.72%	<b>-33.73%</b>	-17.00%	<b>-16.14%</b>	-17.00%	<b>-16.14%</b>	-3.23%	<b>-2.98%</b>

\*截至2019年12月31日。假定的平均保险基金投资组合如**图表7**所示。

来源：彭博社，上海黄金交易所、洲际交易所、世界黄金协会

## 焦点 2: 黄金优于大宗商品

无论是作为大宗商品指数（如万得中国商品指数、彭博大宗商品指数）的组成部分，还是ETF中的一种证券，抑或是大宗商品交易所的一种期货交易，黄金通常被认为是广义上的大宗商品综合体的一部分。

黄金与大宗商品有一些相似之处。但是还有几个重要的区别：

- 黄金是一种传统的避险资产：它稀缺，但流动性很强，在困难时期可提供有效的下行投资组合保护
- 黄金既是一种投资，也是一种消费品，从而降低了它与其他资产的相关性
- 与大宗商品相比，黄金的供应是平衡的、深入的、广泛的，限制了不确定性和波动性
- 与一些传统大宗商品不同，黄金不会随时间而贬值。

这些独特的属性使黄金有别于其他商品。我们的研究表明，在被动定价的大宗商品敞口中，明确的黄金配置可以提高投资组合的表现。<sup>17</sup>

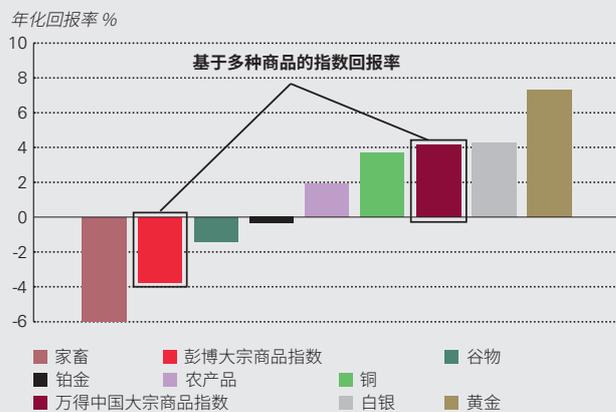
## 结论

过去20年，全球对黄金的看法发生了巨大变化，这反映在东方世界财富的增加，以及人们对黄金在全球机构投资组合中的作用的日益加深。

黄金作为一种稀缺、流动性高且低相关的资产，具有独特的属性，从长期来看，它可以作为一种真正的风险分散工具。

作为一种投资和消费品，黄金在过去15年来的平均回报率约为8%，与股票相当，高于债券和大宗商品。<sup>18</sup>

图表9：黄金的表现优于所有基于多种商品的指数和所有大宗商品15年大宗商品和商品指数回报率\*



\* 1999年12月至2019年12月以人民币计价的年化回报率。指数包括：万得中国商品指数、万得中国粮食指数、万得中国铜指数、中证中国农业指数、标普GS白银总回报指数、标普GS牲畜总回报指数、彭博商品总回报指数、上海黄金交易所Au9999和PT9995价格。

来源：万得、彭博社、上海黄金交易所、世界黄金协会

黄金作为避险资产的传统角色意味着，在高风险时期，它会发挥自己的作用。但黄金作为投资品和消费品的双重吸引力则意味着，即使在经济繁荣时期，黄金也能产生正回报。

这种动态可能会持续下去，反映出持续的政治和经济不确定性、持续的低利率以及对股票和债券市场产生的经济上的担忧（见《2020年黄金市场展望》）。

总的来说，大量的分析表明，在以人民币为基础的投资组合中增加3%至8%的黄金，可以切实改善投资组合表现，并在可持续的长期基础上提高经风险调整后的回报率。<sup>19</sup>

17 见：《黄金：最有效的商品投资》，2019年9月，《黄金：金属设计，货币本质》，黄金投资者，2014年6月，第6卷。

18 见第2页图表2

19 见第6页图表7。

# 黄金供需的构成和趋势

## 一个庞大而稀缺的市场

黄金市场有两个吸引投资者的特点。黄金的稀缺性支撑了它的长期吸引力。但同时黄金的市场规模之大，足以容纳包括各国央行在内的各种机构投资者并产生重要作用。

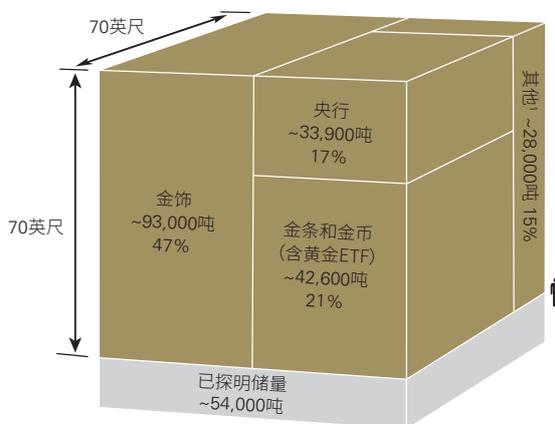
地上约有197,576吨黄金，价值超过67万亿人民币（图1）。<sup>20</sup> 金矿产量每年约合3500吨，相当于地上黄金储量每年增加1.8%。<sup>21</sup>

根据其用途，实物黄金大致可以分为<sup>22</sup>：

- **金饰**：92,947吨（31.7万亿人民币），占47%
- **央行购金**：33,919吨（11.6万亿人民币），占17%
- **金条和金币**：39,722吨（13.5万亿人民币），占20%
- **ETF及类似产品**：2,898吨（1万亿人民币），占1%
- **其他及未说明用途**28,090吨（9.6万亿人民币），占14%

金融黄金市场由金条、金币、黄金ETF和央行黄金储备组成。这一部分黄金市场相较主要金融市场规模而言更具优势（图表10）。

图1：黄金供应量相当于2.6个奥林匹克游泳池\*



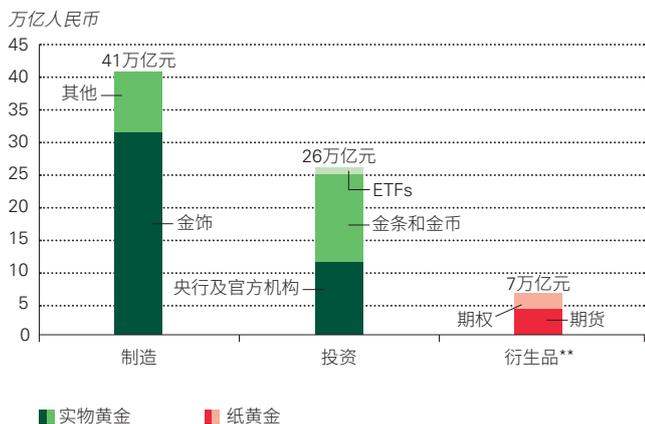
\* 根据2019年地上黄金总量估值和标准奥林匹克游泳池的尺寸（长=164英尺，宽=82英尺，深=9英尺）。

<sup>1</sup>包括“其他制造”（13%）和“未说明用途”（2%）。

资料来源：Refinitiv GFMS，金属聚焦公司、美国地质调查局、世界黄金协会

图表10：与许多全球主流资产相比，金融黄金市场的规模庞大，使已知的黄金衍生品持仓量相形见绌\*

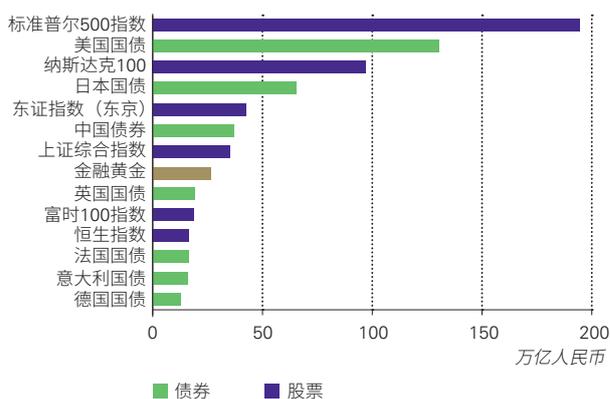
(a) 地上黄金储量和黄金衍生品的价值



\* 截至2019年12月31日。  
\*\*代表COMEX、TOCOM和OTC的黄金持仓量。

来源：国际清算银行、彭博社、上海黄金交易所、ETF公司备案、洲际交易所、金属聚焦公司、世界黄金协会

(b) 全球主要金融资产的市场规模



20 基于Au9999年平均价格和金属聚焦公司、Refinitiv GFMS、世界黄金协会对2019年地上黄金的估算。

21 基于金属聚焦公司和Refinitiv GFMS截至2019年12月的10年平均金矿产量占地面储量的百分比。

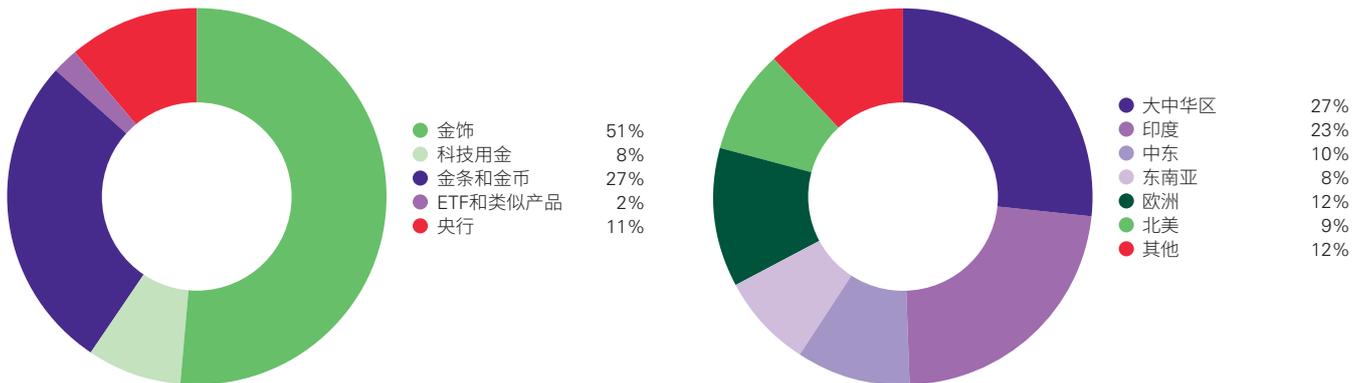
22 见第2页图表2

## 需求多样性支撑了黄金与其他资产的低相关性

图表11：全球的人们出于各种各样的目的购买黄金——作为消费品、高端电子产品的组成部分、进行避险投资或分散投资组合

(a) 按来源划分的10年平均黄金需求\*

(b) 按地区划分的10年平均黄金需求\*



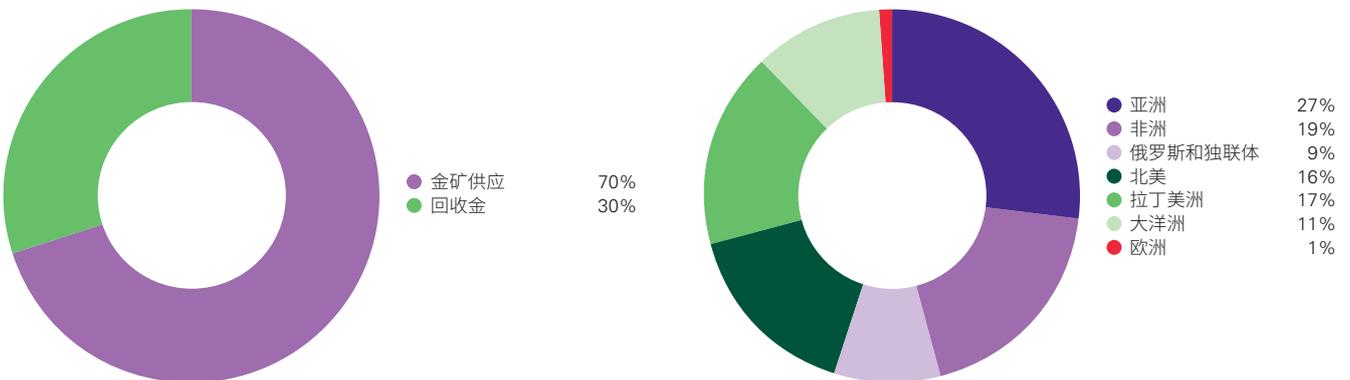
\*根据2010年至2019年的年度需求进行计算。由于可用数据来源的限制，地区分类不包括央行需求。  
来源：ETF提供方公司文件，Refinitiv GFMS，金属焦点，世界黄金协会

## 较少的供应面冲击令黄金的波动降低

图表12：黄金供应包括矿产金和回收金；金矿生产均匀分布在各大洲，使得黄金相对于其他大宗商品的波动性较低

(a) 按来源划分的10年平均黄金供应\*

(b) 按地区划分的10年平均金矿产量\*\*



\*根据2010年至2019年的年度供应进行计算。  
\*\*根据2009年至2018年的年度供应进行计算。由于可用数据来源的限制，地区分类不包括央行需求。  
来源：ETF公司文件，Refinitiv GFMS，金属焦点，世界黄金协会

### 三大趋势重塑黄金需求

中国和印度转型的经济增长推动了**黄金消费需求**。上世纪90年代初，中国和印度占全球黄金需求的25%。如今，财富的增长使他们的总份额超过了50%。从长期来看，财富的增长是黄金需求最重要的驱动因素之一，它推动了金饰消费、技术投资以及金条和金币的购买。<sup>23</sup>

在机构和个人投资者中，**黄金ETF和类似产品的推出对黄金需求和投资者的黄金敞口产生了重大影响**。

自2003年首次推出以来，黄金ETF已积累了约2,900吨黄金，价值9,980亿元人民币（**图14**）。<sup>24</sup>在欧洲，这种增长尤为明显，欧洲的市场份额已接近北美，这是黄金在全球范围内得到认可的标志。

**近年来，央行的黄金需求发生了转变**。储备管理者们自2010年以来一直是黄金净买家。最近，央行购买的黄金数量创下了数十年来的纪录，他们正在利用该资产使其外汇储备更加多样化（**图15**）。

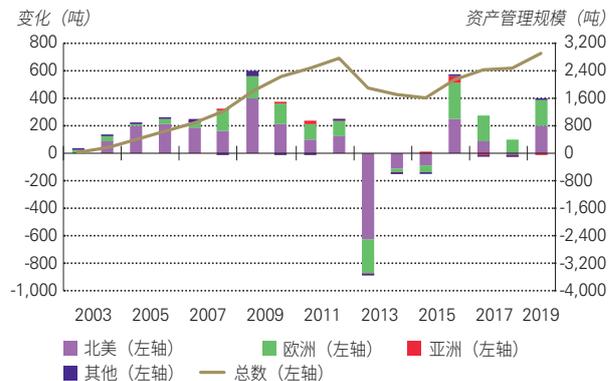
**图13：在不到20年的时间里，印度和中国在全球黄金市场的份额翻了一番**

在印度和中国，新兴市场经济的发展造就了黄金消费需求和市场份额\*



\*消费者需求是指金饰、金条和金币需求的总和。  
来源：GFMS-Thomson Reuters, 金属聚焦, 世界黄金协会

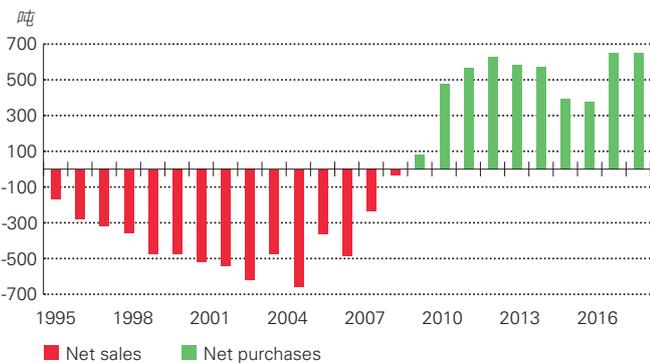
**图14：黄金ETF在世界各地为黄金带来了新的投资者**  
年度ETF黄金需求和持仓量\*



\*包括黄金支持的ETF和类似产品。更多详细信息，请访问Goldhub.com上的黄金ETF持有和流量部分。

来源：彭博社、ETF监管基金备案、世界黄金协会

**图15：自2010年以来，以新兴市场为首的各国央行一直是稳定的净需求来源**  
全球央行净黄金购买量



来源：GFMS-Thomson Reuters, 金属聚焦, 世界黄金协会

**图16：金融危机后，美国和金条和金币市场走强**  
美国和金条和金币需求\*



欧洲不包括俄罗斯和前独联体国家。

来源：GFMS-Thomson Reuters, 金属聚焦, 世界黄金协会

23 见第2页图表2

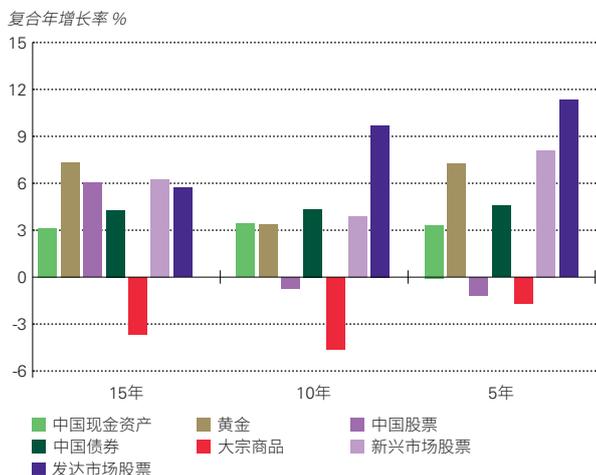
24 截至2019年12月31日。更多详细信息请访问Goldub.com。

# 附录： 黄金在不同时间周期中的表现

## 年收益率与历史回报率

**图表17：与包括股票在内的许多资产类别相比，黄金的复合收益率要高得多**

主要资产类别的复合年收益率\*

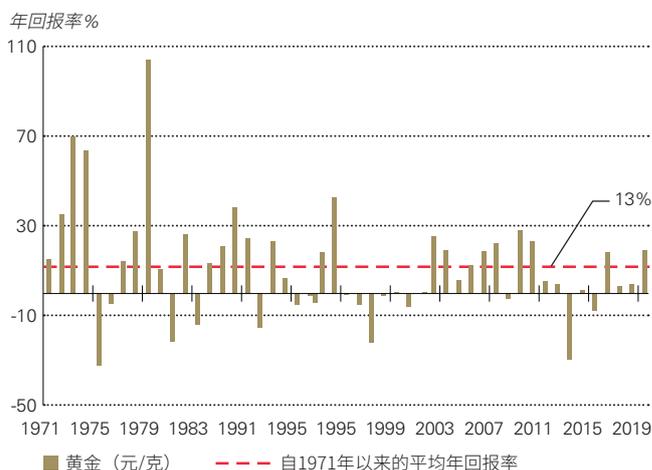


\*截至2019年12月31日。以人民币计价的中证货币市场基金指数、上证综合指数、中债新综合财富指数、彭博商品总回报指数、MSCI DM和EM总回报指数、上海黄金交易所Au9999价格。

来源：万得、彭博社、上海黄金交易所、世界黄金协会

**图表18：在经历了上世纪70年代的高价格波动后，黄金的回报率变得更加稳定**

1971年以来黄金价格的年回报率\*

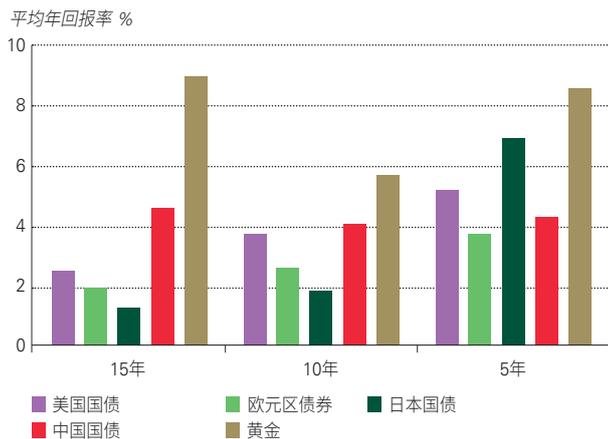


\*截至2019年12月31日。由于数据的可用性，黄金价格在2002年之后基于上海黄金交易所Au9999价格，2002年之前则基于的LBMA下午黄金价格。

来源：彭博社、中国人民银行、世界黄金协会

**图表19：黄金的表现明显优于主要的全球主权债务**

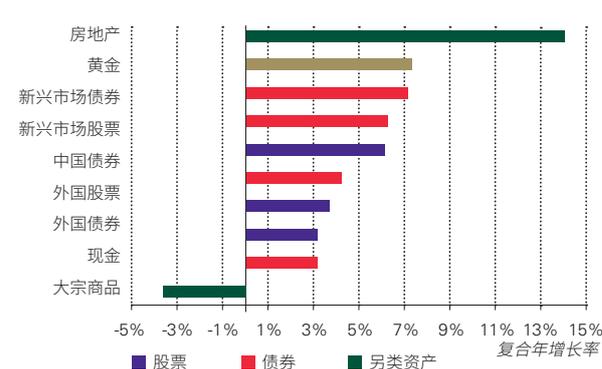
与主要主权债务相比，黄金的长期表现\*



\*由于债券数据有限，仅基于2004年12月31日至2019年12月31日期间的数据。所有数据均以人民币计算，且未进行对冲。使用的指数包括：欧元债券（ICE美银AAA欧元政府指数）、日本国债（ICE美银日本政府指数）、中国国债（中债中国政府债券综合财富指数）、美国国债（摩根大通GBI美国未对冲）和 Au9999价格。

来源：彭博社、上海黄金交易所、摩根大通全球债券指数

**图表20：在过去15年里，相对于主要资产类别，黄金的回报率非常可观\***

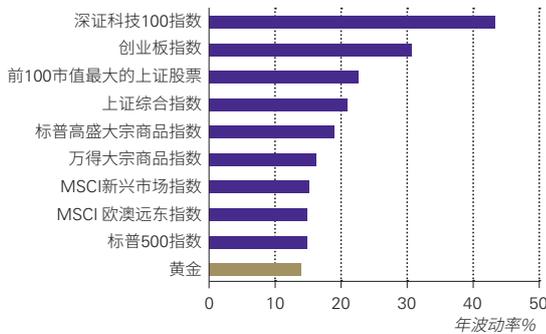


\*截至2019年12月31日。以人民币计算的上海证券交易所房地产指数，彭博巴克莱全球和新兴市场债券总回报，MSCI EAFE和新兴市场总回报指数，上海证券综合指数，中债新综合财富指数，中证货币市场基金指数，彭博商品总回报指数和上海黄金交易所的Au9999价格。

来源：万得、彭博社、上海黄金交易所、世界黄金协会

## 与大多数股票和大宗商品相比, 黄金的波动较小

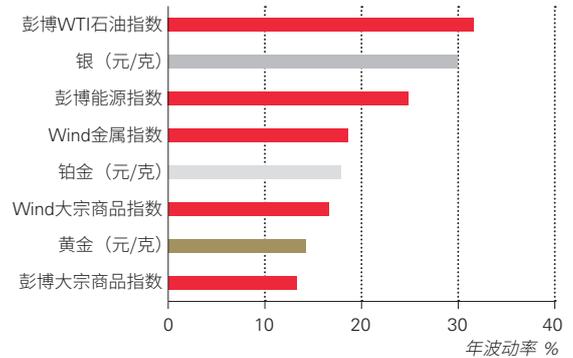
**图表21: 黄金的波动率低于许多个股和股票指数**  
股票、股票指数和黄金的实际波动率\*



\*年化波动率是根据2009年12月31日至2019年12月31日之间人民币的日回报率计算的。计算中只包括有10年数据价值的股票。

来源: 彭博社、万得、世界黄金协会

**图表22: 黄金的波动率也低于其他大宗商品**  
大宗商品和黄金的实际波动率\*

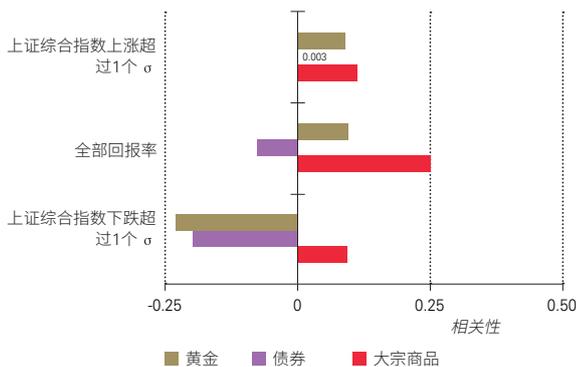


\*年化波动率是根据2009年12月31日至2019年12月31日之间人民币的日回报率计算的。

来源: 彭博社、万得、上海黄金交易所、世界黄金协会

## 黄金通常被视为安全避风港

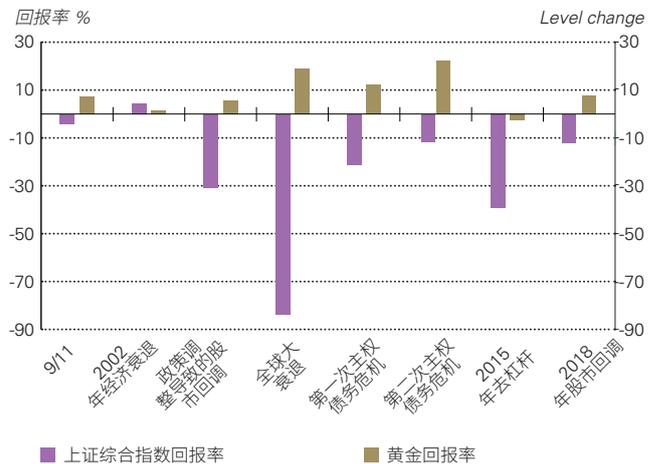
**图表23: 股市大幅下跌时, 黄金价格通常上涨更多**  
人民币黄金、中国债券和大宗商品与上证综合指数在不同回调幅度下的相关性\*



\*基于2004年12月31日至2019年12月31日期间上证综合指数、万得中国商品指数、中债新综合财富指数和上海黄金交易所Au9999价格的周回报率。

来源: 万得、上海黄金交易所、世界黄金协会

**图表24: 在系统风险时期, 黄金价格趋涨**  
上证综合指数与黄金收益率\*



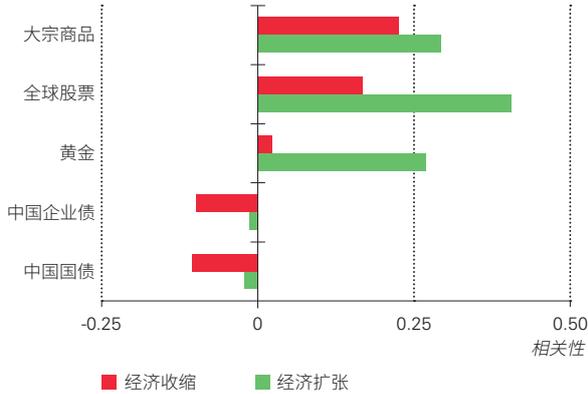
\*使用日期: 2002年10月以前的中国黄金价格, 采用以人民币计算的LBMA下午黄金价格, 2002年10月以后, 采用上海黄金交易所Au9999的价格。  
9月11日: 2001年9月; 2002年经济衰退: 2002年3月—2002年7月;  
政策调整导致的股市回调: 2004年4月—2004年12月; 经济大衰退: 2007年10月—2009年2月; 第一次主权债务危机: 2010年1月—2010年6月; 第二次主权债务危机: 2011年2月—2011年10月; 2015年去杠杆: 2015年6月—2015年9月; 2018年股市回调: 2018年10月—2018年12月。

来源: 彭博社、上海黄金交易所、世界黄金协会

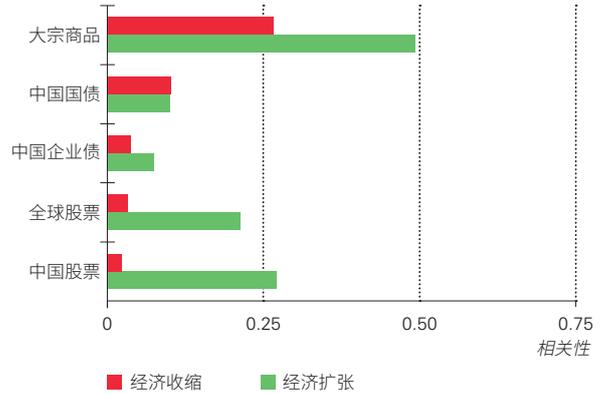
## 跨越经济周期的有效相关性

**图表25：在经济扩张和收缩时期，黄金是一种有效的风险分散投资工具**

(a) 中国股票与主要资产之间的相关性\*



(b) 黄金与主要资产之间的相关性\*



\* 基于2004年12月31日至2019年12月31日期间，万得中国商品指数、中证国债指数、中证公司债券指数、Au9999价格、上证综合指数、MSCI全球股票指数的周回报率。经济扩张和收缩周期是由2004年以来的中国GDP增长、中国商业景气指数和其他经济指标（如成品库存）共同确定的。经济扩张：2004年12月—2007年6月，2009年4月—2011年3月，2016年7月—2018年3月；经济收缩：2007年7月—2009年3月，2011年4月—2016年6月，2018年4月—2019年12月

来源：彭博社、万得、上海黄金交易所、世界黄金协会

## 黄金在低实际利率或负实际利率环境下表现良好

**图表 26：全球负收益率债务规模与黄金价格**

过去5年，金价一直与全球负收益率债务规模密切相关。



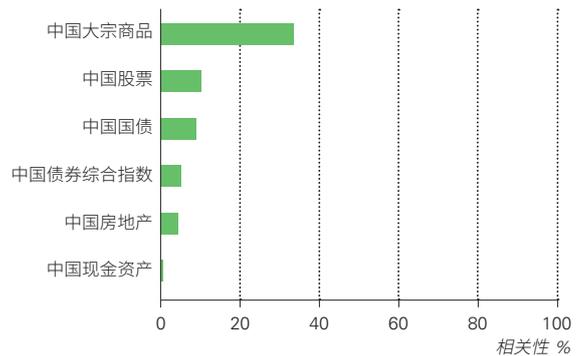
2015年9月1日至2019年12月31日期间的月度数据和日数据。负收益率债务规模数据根据彭博巴克莱全球综合负收益率债券市场水平得出。

来源：彭博社、上海黄金交易所、世界黄金协会

## 与主要中国资产的相关性较低

**图表27：黄金与主要中国资产的相关性较低**

黄金与主要中国资产的相关性\*



\* 基于2004年12月至2019年12月期间，以人民币计价的万得中国商品指数、上证综合指数、上海证券交易所房地产指数、中债政府债券综合财富指数、中债中国债券财富指数、中证货币市场基金指数、上海黄金交易所Au9999价格的周回报率。

来源：万得、上海黄金交易所、世界黄金协会

# 补充阅读

我们在下面列出了世界黄金协会的出版物清单，这些出版物为投资者提供了与黄金相关的各方面内容：

## 黄金投资者

- 《货币危机、过度杠杆化和低利率——黄金牛市的潜在驱动力》，黄金投资者，2019年12月
- First Eagle投资管理公司关于黄金对投资组合的贡献的看法，2019年9月
- 《黄金与新兴市场》，2019年9月
- 《推动中国黄金市场》，黄金投资者，2019年8月
- 《新中国：开辟增长道路》，黄金投资者，2018年10月

## 市场和投资动态

- 《中国黄金市场》，2020年3月
- 《投资快讯：黄金价格随市场抛售而波动》，2020年3月
- 《2020年黄金市场展望》年黄金展望，2020年1月
- 全球黄金ETF的持仓及流量变动，2020年3月
- 《投资快讯：或许是时候用黄金取代债券了》，2019年10月
- 《2019年黄金年中展望：上升的风险遇上宽松的货币政策》，2019年七月
- 《投资快讯：货币政策对黄金的影响》，2019年3月
- 《加密货币无法取代黄金》，2019年1月
- 《增加黄金交易透明度》，2018年12月

## 深度报告

- 《印度发展金银交易银行的必要性》，2019年10月
- 《黄金与气候变化：当前和未来的影响》，2019年10月
- 《黄金作为储备资产的央行指南》——2019年版，2019年9月
- 《黄金：最有效的大宗商品投资》，2019年9月
- 《中国黄金市场未来发展方向建议报告》，2017年7月
- 《黄金2048：黄金未来30年的前景》，2018年5月
- 《提高黄金作为另类投资的表现》，2018年2月

## 黄金需求趋势

- 2020年第一季度，2020年4月
- 全年和2019年第四季度，2020年1月
- 2019年第三季度，2019年十一月
- 2019年第二季度，2019年八月
- 2019年第一季度，2019年五月。

## Qaurum<sup>SM</sup>: 什么是黄金估值框架？

以市场均衡为基础、可以使投资者了解黄金的驱动因素及其对价格表现的影响的方法，该方法可以使投资者确定黄金的长期回报。





## 重要信息和免责声明

© 2020 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。其他第三方内容属于第三方各自的知识产权, 所有权利属于这些第三方。

未经世界黄金协会或相关版权所有者的事先书面同意, 严禁复制或再分发本信息中任何内容, 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金属聚焦公司、Refinitiv GFMS或其他明确的第三方来源。世界黄金协会隶属于金属聚焦公司。

世界黄金协会或其任何附属机构(统称世界黄金协会)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。

本文仅用于教育目的, 接收本文即表示您同意其预期目的。本文所含信息不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。本文不考虑任何特定人士的投资目标、财务状况或特殊需要。

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。世界黄金协会不承担更新任何前瞻性陈述的责任。

分散投资不能保证任何投资回报, 也不能消除损失风险。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。

**关于Qaurum<sup>SM</sup>和黄金估值框架** 请注意, 通过使用Qaurum、黄金评估框架和其他信息所产生的各种投资回报的最终结果从本质上来说都是假设性的, 可能无法反映实际的投资结果, 也不能保证未来的结果。分散投资不能保证任何投资回报, 也不能消除损失风险。世界黄金协会及其任何附属机构和子公司对该工具的功能不提供任何保证或担保, 包括但不限于任何预测、估计或计算。

**世界黄金协会**  
7th Floor, 15 Fetter Lane  
London EC4A 1BW  
United Kingdom  
**电话** +44 20 7826 4700  
**F** +44 20 7826 4799  
**W** [www.gold.org](http://www.gold.org)