

广发宏观

何时选黄金，何时选股票？

分析师：张静静



SAC 执业证号：S0260518040001



SFC CE.no: BOP790



010-59136616



zhangjingjing@gf.com.cn

报告摘要：

● 黄金的本质是抗通胀的零息债券，内在驱动力为实际利率。

黄金拥有商品属性、金融属性及货币属性，进而兼具抗通胀功能和避险功能。此外，黄金属于不生息资产，结合货币属性和避险功能，我们可将黄金视为零息债券。简而言之，黄金本质是抗通胀的零息债券，金价与通胀正相关、与名义利率负相关，其内在驱动力是实际利率。

● 黄金内在驱动力仍是实际利率，但实际利率的决定因素已变。

上世纪 70 年代以来实际利率始终是金价走势的内在驱动力。1971 年 8 月 15 日后黄金的三段上行期正好对应美国实际利率转负的阶段，而黄金价格的两段调整期也刚好对应美国实际利率回升并保持在相对高位阶段。

以 2016 年为分水岭，实际利率的决定因素已变。在美元计价黄金的前两轮牛市，美国频现经济滞胀。2016 年以来 COMEX 黄金价格的上涨并未对应美国经济滞胀，而是出现在美国经济过热、复苏和衰退交替期。由此可见，美国实际利率仍是美元计价黄金的内在驱动力，但 2016 年以来美国实际利率的决定因素或已发生变化。

实际利率转负的动力由高通胀变为低利率（欧日负利率）。2016 年以来欧日相继实施负利率货币政策令其债券资产配置吸引力显著下降，并推动类似日本养老金等长期投资者增配美债和另类资产，此过程亦压低了发达经济体的名义利率甚至实际利率对黄金形成提振。此外，欧日负利率使得作为 0 息债券的黄金出现了显著的配置价值，2016 年以来 COMEX 黄金价格走势与全球负利率债券规模高度正相关。

● 黄金：抗通胀属性减弱，债券属性增强。

黄金抗通胀属性向债券属性切换，配置逻辑亦发生变化。1971-2011 年，黄金价格走势主要由通胀波动驱动，体现其抗通胀功能。此外，上世纪 70 年代与 2000-2011 年两轮大牛市之间黄金的调整期长达 20 年，反映的也是美国通胀周期。而 2012-2015 年黄金调整时间仅为 4 年，一种合理的解释是该调整过程反映的并非通胀周期而是黄金由抗通胀属性向债券属性的切换。2016 年以来黄金价格上涨的驱动力也并非其抗通胀属性，而是黄金的债券属性。黄金走势驱动力的切换究竟影响什么？答案是相对价值和配置周期。

经济增长选股票；经济衰退选黄金。权益资产由业绩和估值两因素驱动，黄金由实际利率驱动。此前通胀周期是二者跷跷板关系的支点，在目前的低通胀、低利率时代，权益资产与黄金跷跷板关系或由“业绩端”驱动。美国经济增长期，美股盈利能力增强，作为生息资产的股票仍然优于不生息的黄金；美国经济下行期，股票盈利

能力转差，作为生息资产的股票反而可能跑输不生息的黄金。因此经济增长期选股票、经济衰退期选黄金。

- **美财政赤字水平及疫情后通胀中枢决定黄金走势。**

预计未来 1-2Q 黄金相对美股仍具比较优势。 Q2-Q3 均处于美国实际 GDP 同比负增长阶段，加上四因子模型显示 5-6 月美股调整概率较高，预计未来 1-2Q 国际黄金相对美股或仍存比较优势。但若美联储不实施负利率政策，美国实际利率也难进一步大幅下移，因此黄金价格未必有显著的绝对收益。

疫情过后，黄金走势或取决于美国财政赤字率与通胀中枢。 疫情持续时间越久、美国财政赤字水平越高，美联储就越是需要压制美债收益率中枢，黄金的上行趋势就会越稳。但若无负利率支持，长端美债收益率也没有太多下行空间，也极有可能会约束黄金的上行幅度。此外，疫情过后在美国非金融企业去杠杆、美股降估值、美国财政高债务的共振下，未来 1-2 年债券属性或推动美元计价黄金一直跑赢美股，情况与 2000-2002 年巴克莱美国国债指数跑赢标普 500 类似。但再往后看，一旦美国财政赤字回落期，全球通胀中枢回升，黄金驱动力也将再次由债券属性切换回抗通胀属性，切换过程黄金价格将再度调整，类似 2012-2015 年。

- **疫情过后，中国的股票和美越的房子或为 α 资产。**

站在全球资产维度，我们维持报告《疫情过后：中国的股票与美越的地产》中的观点，疫情结束后中国的股票、美国的地产与越南的地产或将是全球最具吸引力的三大资产，主流货币计价的黄金也大概率跑输上述三类资产。

- **核心假设风险：**各国疫情超预期；各国货币政策超预期；各国财政政策超预期；中美东盟等国经济超预期。

目录索引

一、黄金的本质是抗通胀的零息债券	5
二、黄金内在驱动力仍是实际利率，但实际利率的决定因素已变	6
（一）上世纪 70 年代以来实际利率始终是金价走势的内在驱动力	6
（二）以 2016 年为分水岭，实际利率的决定因素已变	7
（三）实际利率转负的动力由高通胀变为低利率（欧日负利率）	8
三、黄金：抗通胀属性减弱，债券属性增强	10
（一）黄金抗通胀属性向债券属性切换	10
（二）经济增长选股票；经济衰退选黄金	11
四、美国财政赤字水平及疫情过后美通胀中枢决定美元计价黄金走势	14
（一）预计未来 1-2Q 黄金相对美股仍具比较优势	14
（二）疫情过后，黄金走势或取决于美国财政赤字率与通胀中枢	15
1. 疫情持续时间决定 10 年期美债收益率中枢，影响黄金走势空间	15
2. 疫情过后，通胀回升对黄金是利好还是利空？	16
五、疫情过后，中国的股票和美越的房子或为 A 资产	17
六、风险提示	17
（一）全球疫情超预期	17
（二）各国货币政策超预期	17
（三）各国财政政策超预期	17
（四）中美东盟等国经济超预期	17

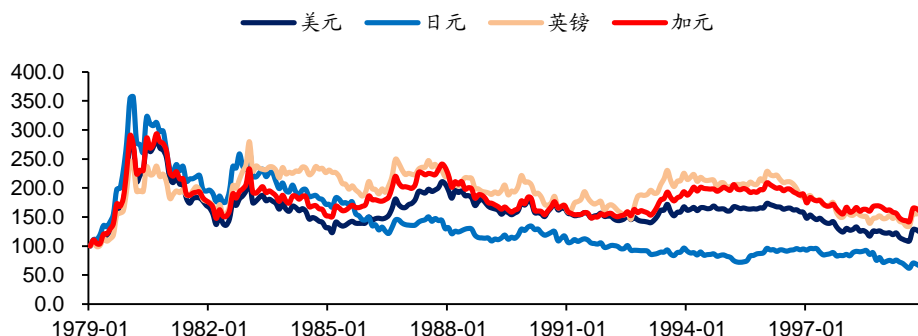
图表索引

图 1: 1979-1999 年不同货币计价的每盎司黄金价格走势 (1979.1=100)	5
图 2: 1999-2019 年不同货币计价的每盎司黄金价格走势 (1999.1=100)	5
图 3: 1961-2018 年部分国家实际利率水平 (%)	5
图 4: 1900-1970 年伦敦黄金定盘价走势	6
图 5: 1971 年以来国际黄金价格走势	6
图 6: 美国实际利率 (10 年期美债收益率与美国 CPI 同比差值, 下同)	7
图 7: 美林时钟下的美国经济周期	7
图 8: 不同美国经济周期下国际黄金价格走势 (美元/盎司)	8
图 9: 1914 年至今美国实际利率与美国 CPI 同比	8
图 10: 1971 年至今美国 CPI 同比与美国实际利率的 30 个月滚动相关性	9
图 11: 10 年期美债收益率中枢与美国名义/实际 GDP 同比增速	9
图 12: 2015 年以来全球负利率债券规模与 COMEX 黄金价格走势	9
图 13: 不同美国经济周期下国际黄金价格与标普 500 指数比值	11
图 14: 1971-1981 年美日股指、三种货币计价黄金与 CRB 指数走势 (1971.1=100)	12
图 15: 1981-1999 年美日股指、CRB 指数与三种货币计价黄金走势 (1981.1=100)	12
图 16: 2000-2011 年美日股指、CRB 指数与三种货币计价黄金走势 (2000.1=100)	12
图 17: 2012-2015 年美英日股指、CRB 指数与各种货币计价黄金走势 (2012.1=100)	13
图 18: 2016-2019.10 美英日股指、CRB 与三各种货币计价黄金走势 (2016.1=100)	13
图 19: 2016 年以来标普 500 与 COMEX 黄金累计收益率差值与美实际 GDP 同比	13
图 20: 标普 500 指数相对四因子模型模拟指数的偏离程度与标普 500 指数走势	14
图 21: 美联储每周增持美债规模	14
图 22: ZEW 美国通胀预期指数与美国 CPI 同比	15
图 23: 截止 2018 年美国不同收入水平家庭的收入情况	15
图 24: 标普 500 指数/巴克莱美国国债指数	16
表 1: 日本养老金资产配置组合 (%)	10
表 2: 不同阶段各类资产年化收益率	11

一、黄金的本质是抗通胀的零息债券

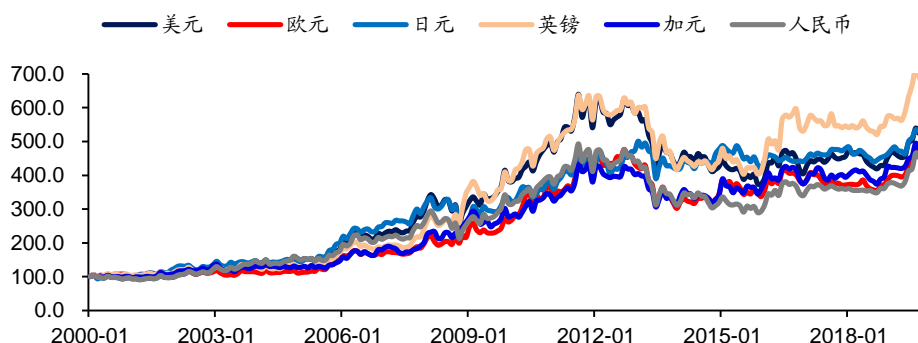
黄金拥有商品属性、金融属性及货币属性，进而兼具抗通胀功能和避险功能。尽管黄金具有货币属性，但如图1-2所示不同货币计价黄金价格走势趋同说明黄金价格走势并非汇率现象。此外，黄金属于不生息资产，结合货币属性和避险功能，我们可将黄金视为零息债券。简而言之，黄金本质是抗通胀的零息债券，金价与通胀正相关、与名义利率负相关，因此其内在驱动力是实际利率。

图 1：1979-1999 年不同货币计价的每盎司黄金价格走势（1979.1=100）



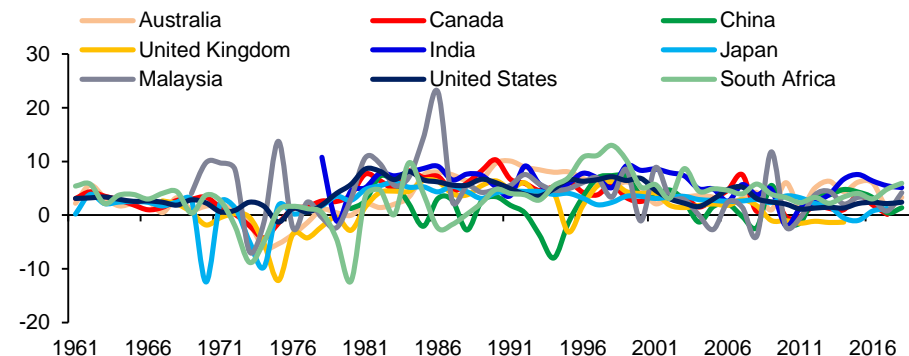
数据来源：世界黄金协会，广发证券发展研究中心

图 2：1999-2019 年不同货币计价的每盎司黄金价格走势（1999.1=100）



数据来源：世界黄金协会，广发证券发展研究中心

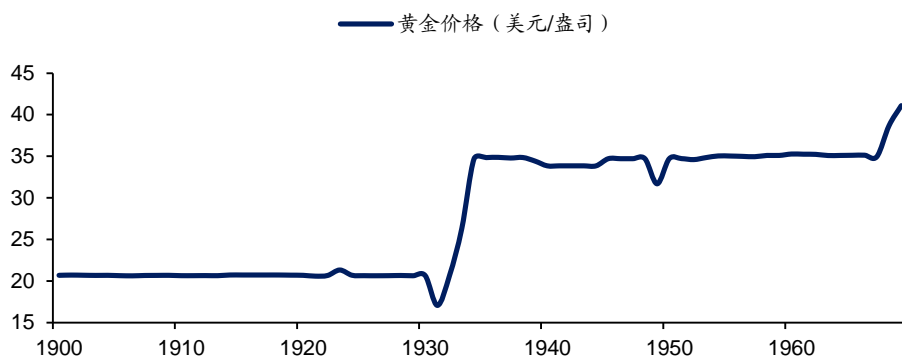
图 3：1961-2018 年部分国家实际利率水平（%）



数据来源：世界银行，广发证券发展研究中心

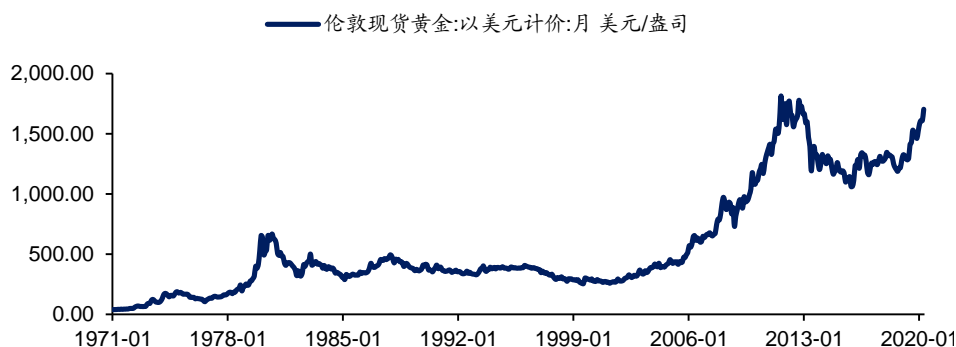
从研究意义上看，1971年8月15日美元与黄金脱钩前，国际黄金价格并不市场化，因此分析黄金价格走势只能追溯到1971年8月15日。在美元计价体系下，美国经济周期以及美国实际利率对黄金价格走势有更显著的影响。但是理论上不同货币计价黄金走势取决于货币所属国自身的实际利率，而在美元货币体系下，各国实际利率走势趋同，这也解释了不同货币计价黄金走势趋同的原因。

图 4：1900-1970 年伦敦黄金定盘价走势



数据来源：KITCO，广发证券发展研究中心

图 5：1971 年以来国际黄金价格走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

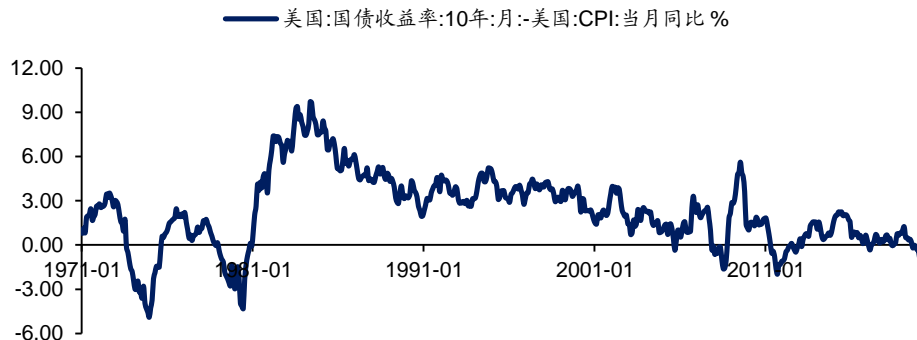
二、黄金内在驱动力仍是实际利率，但实际利率的决定因素已变

（一）上世纪 70 年代以来实际利率始终是金价走势的内在驱动力

如图 5 可知，1971 年 8 月 15 日美元与黄金脱钩后，国际金价走势经历了五个阶段，包括三段上行期和两段调整期。其中，1971 年 9 月至 1980 年 9 月、2000 年 1 月至 2011 年 8 月与 2016 年至今为黄金价格上行期；1980 年 10 月至 1999 年 12 月及 2011 年 9 月至 2015 年 12 月为黄金价格调整期。对照图 6 可知，黄金的三段上行期正好对应美国实

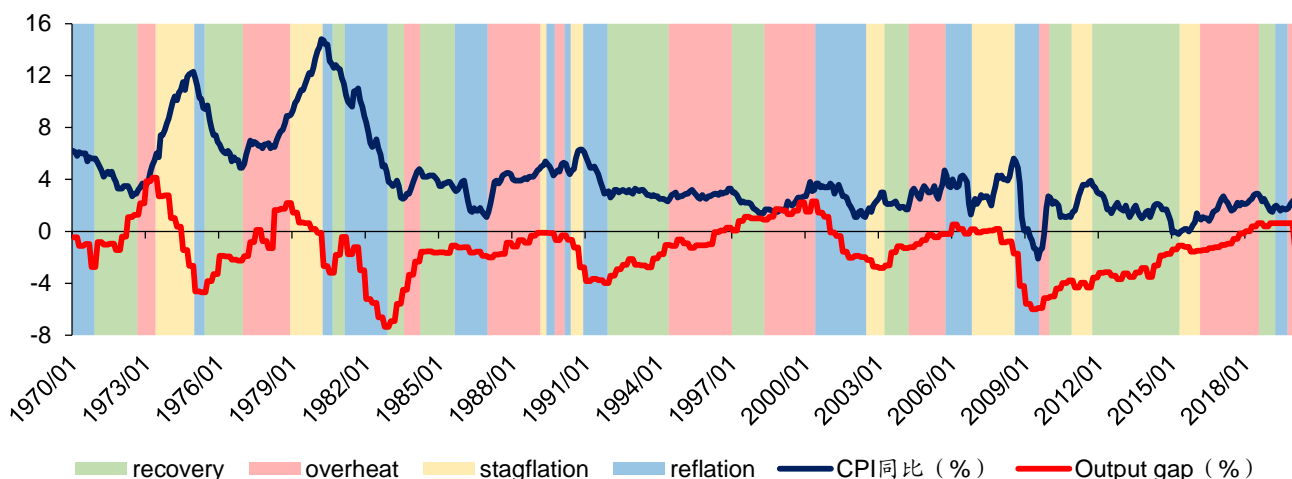
际利率转负的阶段，而黄金价格的两段调整期也刚好对应美国实际利率回升并保持相对高位的阶段。可见，70年代以来实际利率始终是黄金走势的内在驱动力。

图 6：美国实际利率（10 年期美债收益率与美国 CPI 同比差值，下同）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 7：美林时钟下的美国经济周期



数据来源：Stlouis Fed，Wind，广发证券发展研究中心

（二）以 2016 年为分水岭，实际利率的决定因素已变

如图7所示，我们用美国产出缺口和CPI划分美林时钟下的美国经济周期。在美元计价黄金的前两轮牛市（上世纪70年代与2000-2011年间），美国频现经济滞胀。滞胀买黄金有三点原因：

第一，美国经济牺牲率较高¹，滞胀阶段美国劳动生产率会大幅下降，实际利率自然转负并利好黄金；

第二，在无风险利率显著高于0的时代，只能依赖高通胀推动实际利率转负，滞胀

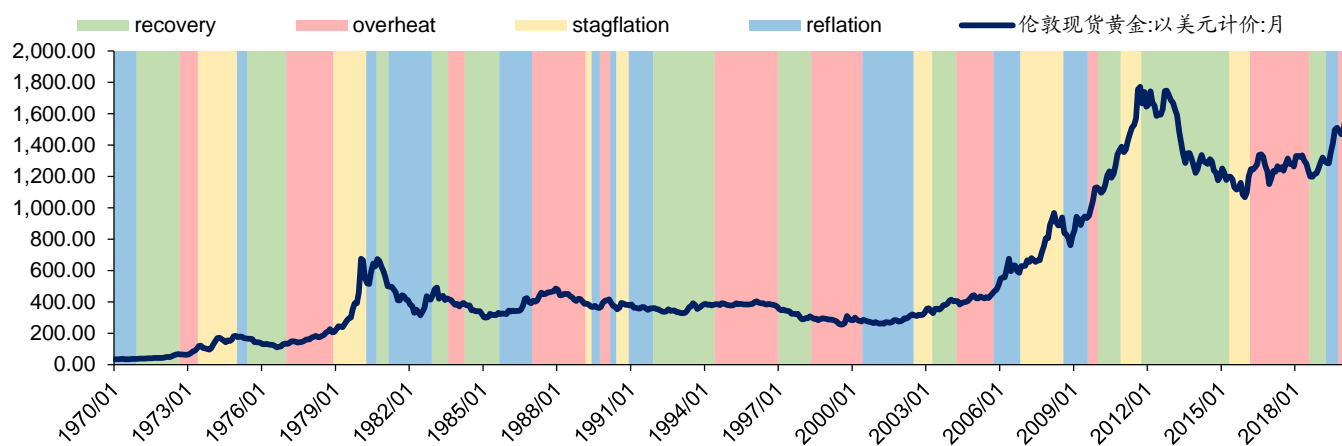
¹ 牺牲率衡量的是通货膨胀每增加 1% 导致的产出损失，对该指标的测算往往基于的是反通货膨胀出现的年份。

期是四种经济周期中唯一能形成负利率的阶段，美国经济滞胀期黄金存在明确的绝对收益；

第三，经济滞胀阶段对股债等生息资产皆形成遏制，黄金不生息但抗通胀，美国经济滞胀期黄金存在可观的相对收益。

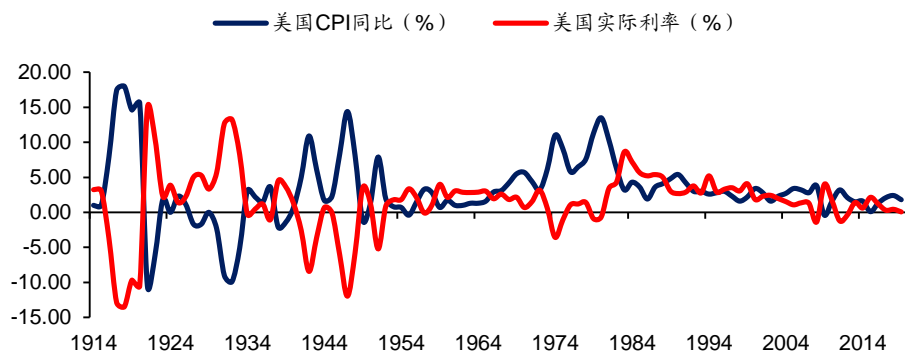
2016年以来COMEX黄金价格的上涨并未对应美国经济滞胀，而是出现在美国经济过热、复苏和衰退交替期。结合图6与图8可知，尽管美国实际利率仍是美元计价黄金的内在驱动力，但2016年以来美国实际利率的决定因素或已发生变化。

图 8：不同美国经济周期下国际黄金价格走势（美元/盎司）



数据来源：Stlouis Fed, Wind, 广发证券发展研究中心

图 9：1914 年至今美国实际利率与美国 CPI 同比



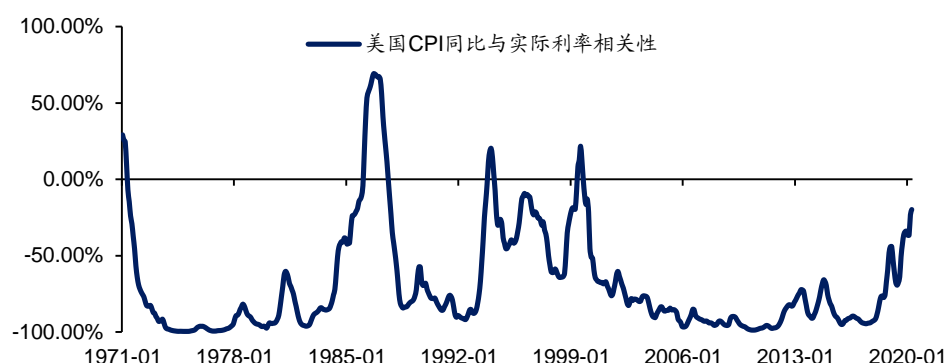
数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

（三）实际利率转负的驱动力由高通胀变为低利率（欧日负利率）

如图9所示，美国实际利率与美国CPI同比高度负相关，表明历史上美国实际利率下行特别是实际利率转负均由高通胀引发。但2016年以来事情正在发生变化。如图10所示，在历史上黄金两轮大牛市期间，美国CPI同比与美国实际利率始终是高度负相

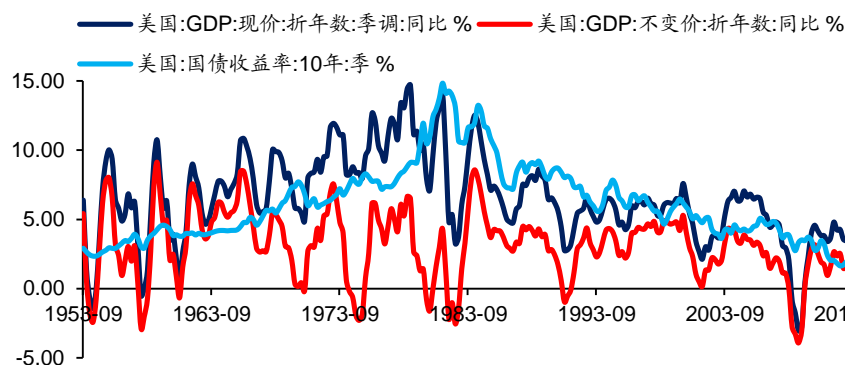
关，只有在调整期或者熊市阶段二者负相关性才会减弱甚至出现阶段性的正相关。由此可见，历史上两轮黄金牛市中实际利率转负皆由高通胀推动。但2016年以来黄金上涨期间美国CPI同比与美国实际利率的负相关性并未增强反而在减弱。此外，如图11所示，过去几十年10年期美债收益率与美国经济增长的相对位置一直在变，金融危机前10年期美债收益率中枢显著高于美国实际GDP同比增速，金融危机后前者开始向后者靠拢，2016年以来二者基本持平。结合图10及11，我们认为2016年以来美国实际利率转负的驱动力已由过去的高通胀变为了低利率。

图 10：1971 年至今美国 CPI 同比与美国实际利率的 30 个月滚动相关性



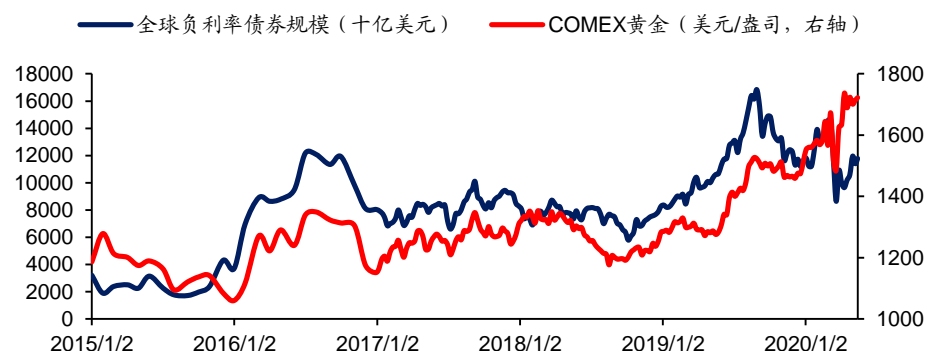
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 11：10 年期美债收益率中枢与美国名义/实际 GDP 同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 12：2015 年以来全球负利率债券规模与 COMEX 黄金价格走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

我们在报告《冬至未至——2020年海外宏观经济展望》中指出，全球低利率环境与全球特别是发达经济体人口结构、金融危机后美欧主导全球金融体系严监管有关。而欧日实施负利率也是其主权债务压力过重的结果。欧日负利率令欧日债券资产配置吸引力显著下降，并推动类似日本养老金等长期投资者增配美债和另类资产，此过程亦压低了发达经济体的名义利率甚至实际利率对黄金形成提振。此外，欧日负利率使得作为0息债券的黄金出现了显著的配置价值，2016年以来COMEX黄金价格走势与全球负利率债券规模高度正相关。

表 1：日本养老金资产配置组合（%）

	日本养老金持有债券占比			日本养老金持有股票占比			持有短期资产占比
	总计	国内债券	外国债券	总计	国内股票	外国股票	
2018 年	43.3	26.3	17.0	49.1	23.6	25.5	7.7
2017 年	42.3	27.5	14.8	49.0	25.1	23.9	8.7
2016 年	44.7	31.7	13.0	46.4	23.3	23.1	8.9
2015 年	51.0	37.6	13.5	43.8	21.8	22.1	5.1
2014 年	52.0	39.4	12.6	42.9	22.0	20.9	5.1
2013 年	66.5	55.4	11.1	32.1	16.5	15.6	1.5
2012 年	71.6	61.8	9.8	26.9	14.6	12.4	1.5
2011 年	72.0	63.3	8.7	24.0	12.5	11.5	4.0
2010 年	74.7	66.6	8.1	22.8	11.5	11.3	2.5
2009 年	75.8	67.5	8.3	22.8	12.0	10.8	1.4
2008 年	82.5	73.9	8.5	17.4	9.7	7.7	0.1

数据来源：<http://www.fondsdereserve.fr/en/publications/annual-reports#content-12>，广发证券发展研究中心

三、黄金：抗通胀属性减弱，债券属性增强

（一）黄金抗通胀属性向债券属性切换

回归到黄金作为抗通胀0息债券的本质。自1971年8月15日美元与黄金脱钩到2011年，黄金价格走势主要由通胀波动驱动，也就是说此间黄金体现的是其抗通胀功能。2016年以来黄金价格上涨的驱动力并非其抗通胀属性，而是黄金的债券属性。此外，上世纪70年代与2000-2011年两轮大牛市之间黄金的调整期长达20年，反映的也是全球（至少是美国）的通胀周期。而2012-2015年黄金调整时间仅为4年。调整期如此之短存在两种可能：一种可能是始于2016年的黄金价格上行只是调整过程的一波反弹；另一种可能是2012-2015年黄金价格调整反映的是黄金由抗通胀属性向债券属性的切换。

我们将对黄金后市的探讨交给下文，当下只分析一个问题：黄金驱动力的切换对其走势是否存在影响？首先，全球低利率以及欧日负利率的环境确实非常利好黄金。此外，黄金的锚仍是实际利率，在分析黄金价格趋势时，并不需要特别单独讨论其驱动力来自抗通胀属性还是债券属性。那么，黄金走势驱动力的切换究竟影响什么？答案是相对价值和配置周期。

（二）经济增长选股票；经济衰退选黄金

如表2及图13-17所示，无论是上涨阶段还是调整阶段，1971-2015年间，黄金走势跟发达经济体的权益资产总是跷跷板关系。背后依然是通胀周期的影响：高通胀提振黄金、抑制权益资产；低通胀抑制黄金、提振权益资产。2016-2019年间，黄金与欧美日各国权益资产均为正收益。在低通胀低利率环境下，股票与黄金的跷跷板关系看似已经消失，实则是支点发生了变化。

试想权益资产由业绩和估值两因素驱动，而黄金由实际利率驱动。此前通胀周期是二者跷跷板的支点，在目前的低通胀、低利率时代，权益资产与黄金跷跷板关系或由“业绩端”驱动。如图19所示，美国经济增长期，美股盈利能力增强，作为生息资产的股票仍然优于不生息的黄金；反之，美国经济下行期，股票盈利能力转差，作为生息资产的股票反而可能跑输不生息的黄金。

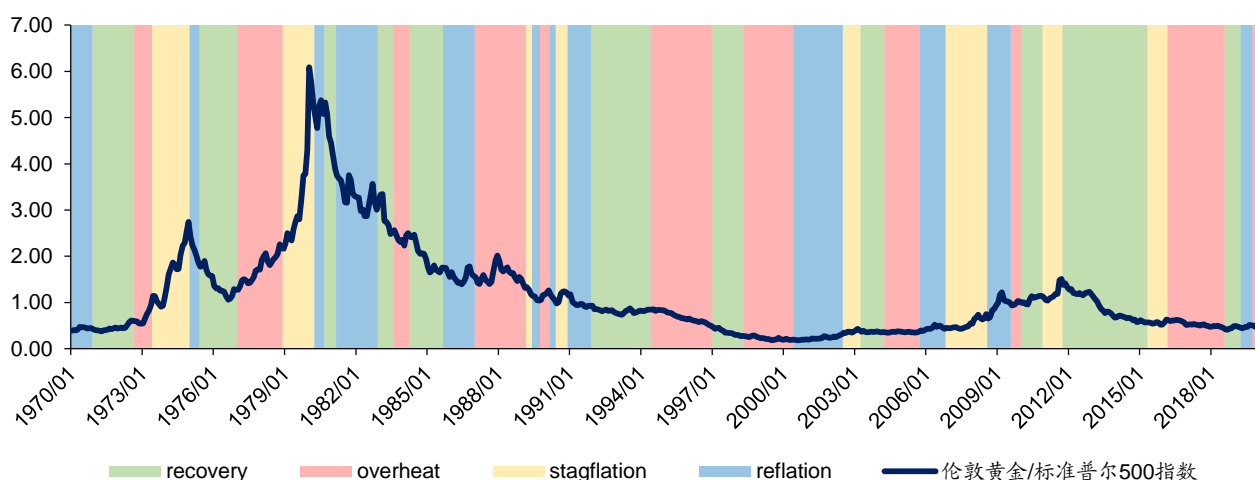
简言之，目前发达经济体的低通胀与低利率环境导致黄金表现期出现在经济衰退阶段，因此经济增长期选股票、经济衰退期选黄金。

表 2：不同阶段各类资产年化收益率

	伦敦黄金	巴克莱美债指数	MSCI 新兴市场	MSCI 全球	标普 500	富时 100	德国 DAX	日经 225	WTI 原油
1971.9-1980.9	31.44%	---	---	---	3.98%	---	-0.03%	14.78%	30.05%
1980.10-1999.12	-4.23%	9.96%	---	---	13.63%	---	14.55%	5.25%	-1.66%
2000.1-2011.8	17.01%	6.38%	6.61%	-0.81%	-1.59%	-2.12%	-1.57%	-6.22%	10.80%
2011.9-2015.12	-14.17%	2.19%	-7.24%	7.44%	15.92%	4.26%	19.35%	24.04%	-21.39%
2016.1-2019.12	9.43%	2.48%	8.85%	9.07%	12.13%	4.84%	5.38%	5.59%	13.31%

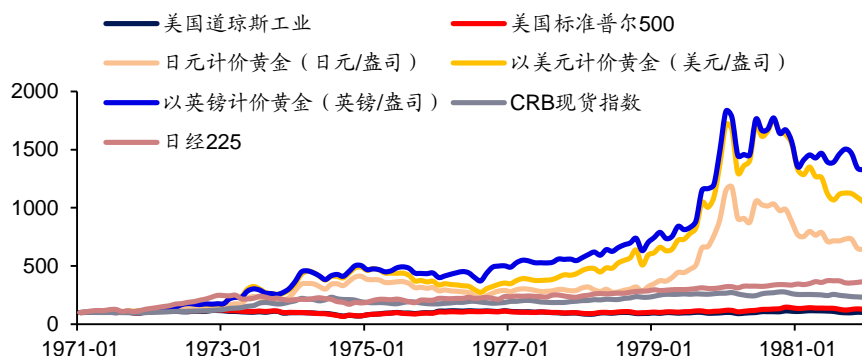
数据来源：Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

图 13：不同美国经济周期下国际黄金价格与标普 500 指数比值



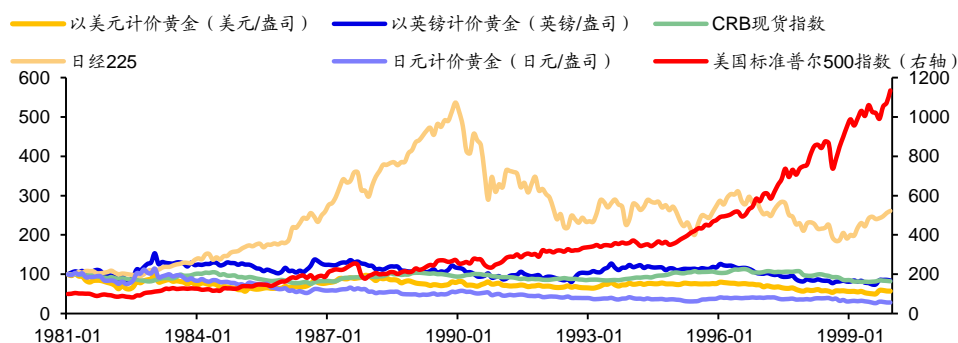
数据来源：Stlouis Fed, Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 1971-1981 年美日股指、三种货币计价黄金与 CRB 指数走势 (1971.1=100)



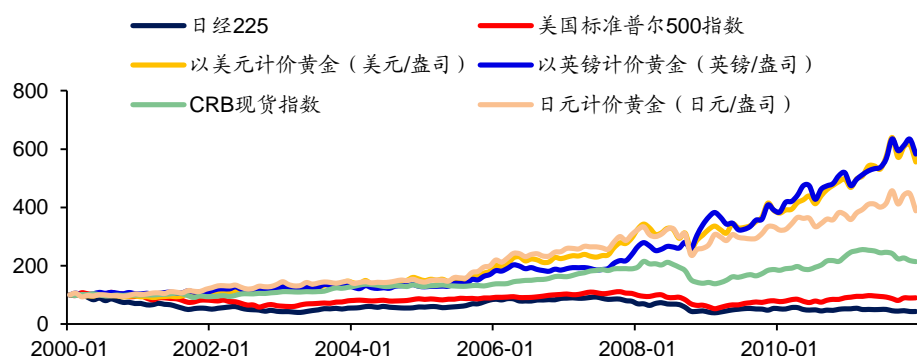
数据来源: Wind, 世界黄金协会, 广发证券发展研究中心

图 15: 1981-1999 年美日股指、CRB 指数与三种货币计价黄金走势 (1981.1=100)



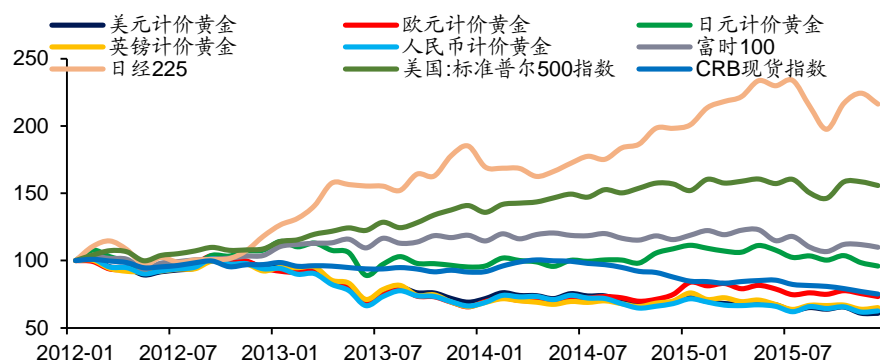
数据来源: Wind, 世界黄金协会, 广发证券发展研究中心

图 16: 2000-2011 年美日股指、CRB 指数与三种货币计价黄金走势 (2000.1=100)



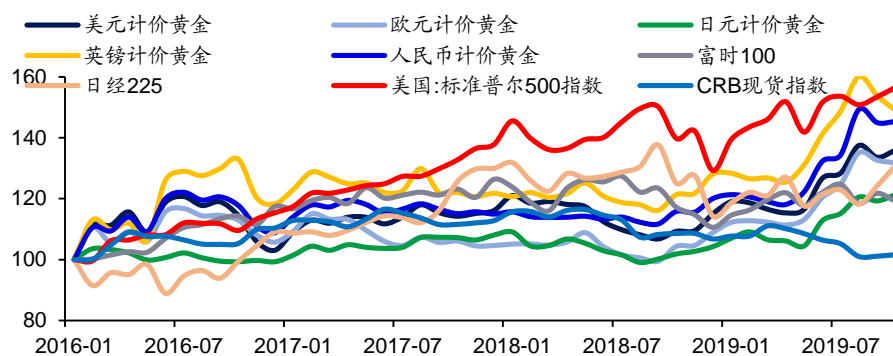
数据来源: Wind, 世界黄金协会, 广发证券发展研究中心

图 17: 2012-2015 年美英日股指、CRB 指数与各种货币计价黄金走势(2012.1=100)



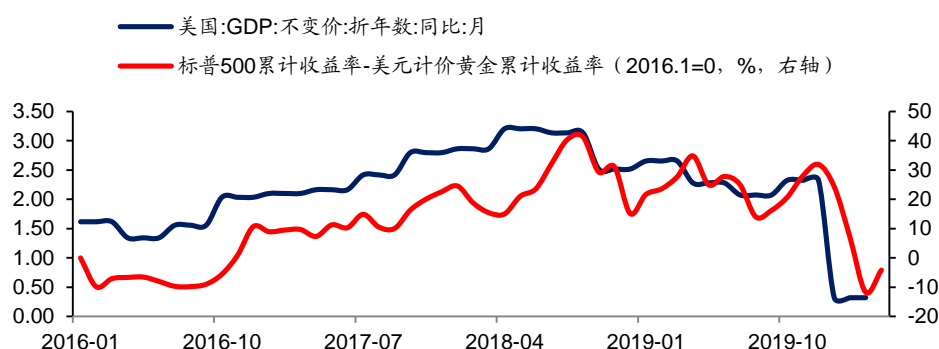
数据来源: Wind, 世界黄金协会, 广发证券发展研究中心

图 18: 2016-2019.10 美英日股指、CRB 与三各种货币计价黄金走势(2016.1=100)



数据来源: Wind, 世界黄金协会, 广发证券发展研究中心

图 19: 2016 年以来标普 500 与 COMEX 黄金累计收益率差值与美实际 GDP 同比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

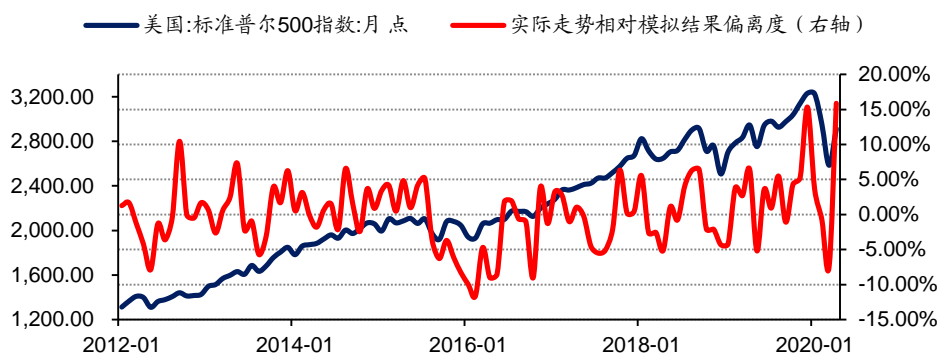
四、美国财政赤字水平及疫情过后美通胀中枢决定美元计价黄金走势

（一）预计未来 1-2Q 黄金相对美股仍具比较优势

我们在报告《美国就业数据最差月份已过》中指出，疫情导致经济行为中断令美国4月就业数据录得历史最差水平。随着复工推进，美国就业数据有望边际改善，但5-6月美国失业率或仍为两位数，Q3美国实际GDP同比也大概率仍是负增长。结合前文，预计未来1-2Q国际黄金相对美股或仍存比较优势。

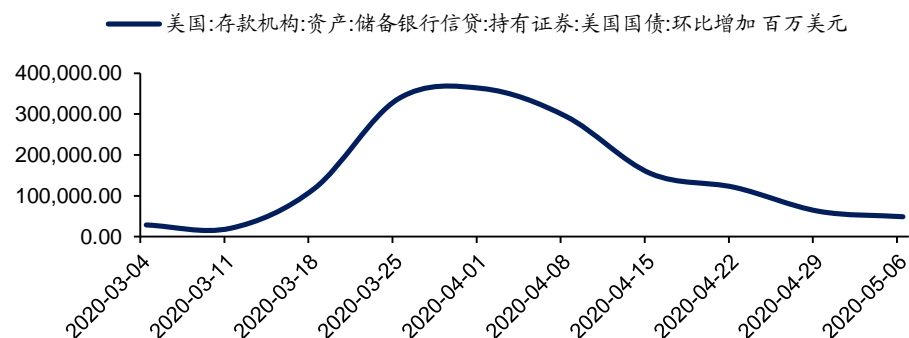
但这并不意味着黄金价格一定有显著的绝对收益。首先，四因子模型显示截止4月底标普500指数已现超涨信号；其次，4月以来美联储增持美债速度放缓、流动性边际收紧；另外，假定不实施负利率，美国国债收益率已处于极低水平，而ZEW美国通胀预期指数表明未来几个月美国或仍处于低通胀状态，实际利率或难进一步大幅下移。

图 20：标普 500 指数相对四因子模型模拟指数的偏离程度与标普 500 指数走势



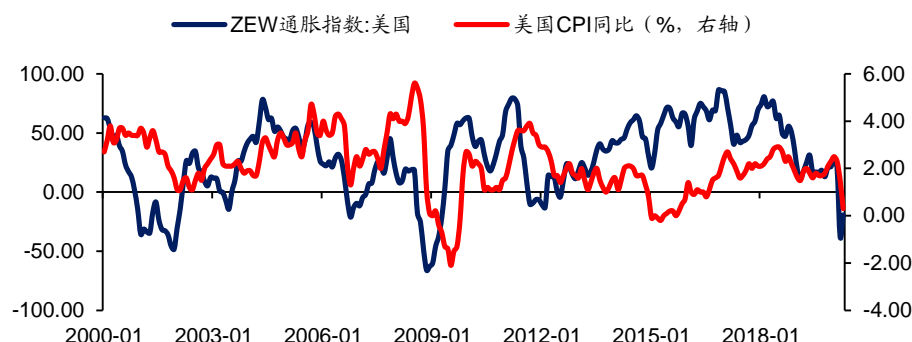
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 21：美联储每周增持美债规模



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 22: ZEW 美国通胀预期指数与美国 CPI 同比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

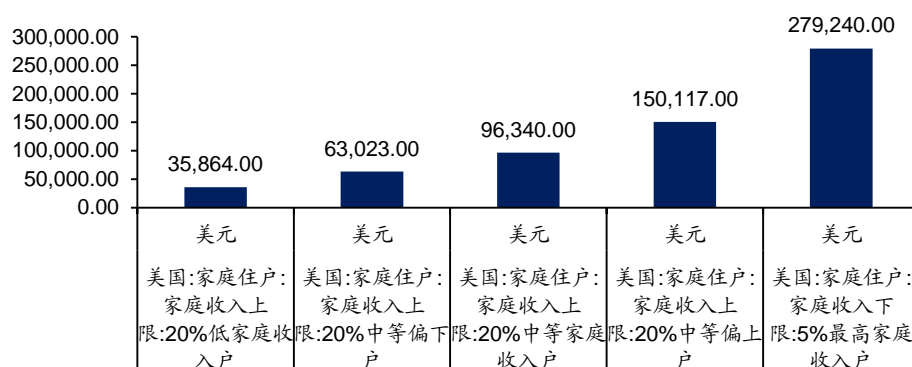
(二) 疫情过后, 黄金走势或取决于美国财政赤字率与通胀中枢

1. 疫情持续时间决定 10 年期美债收益率中枢, 影响黄金走势空间

金融危机后, 美国居民部门资产负债表严重受损, 财政刺激成为拉动经济增长的重要动力。在此背景下, 2009-2019 年美国财政赤字均值为 5.2%, 显著高于同期美国名义 GDP 增长均值 3.5%; 此间美国国债总规模增加 12.7 万亿美元至 22.7 万亿美元, 美国未偿国债余额占 GDP 比重由 68.1% 升至 106.0%。

为了防止疫情对私人部门的长期损害, 疫情以来美国财政转移支付力度极大。3 月 27 日落地的《Cares Act》包括 7 项经济支持内容, 且援助范围极广。目前美国财政将向年收入不足 7.5 万美元的每个单身成人一次性最多发放 1200 美元, 向年收入低于 15 万美元的每对夫妻最多发放 2400 美元, 每个孩子发放 500 美元。由图 23 可知, 美国约 80% 的家庭都接受了现金援助。换言之, 本次疫情将令美国财政及债务形势更为严峻。

图 23: 截止 2018 年美国不同收入水平家庭的收入情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

美国国会预算办公室预计受疫情影响，2020年美国将增加3.8万亿美元财政赤字，2021年将增加2.1万亿美元财政赤字。美元全球货币储备地位使得美国具有财政货币化的能力并可据此压低其国债发行成本。美国国债占GDP比重与10年期美债收益率之间存在显著负相关性，金融危机后美国国债利息支出占GDP比重也不升反降。往后看，为了缓解财政负担，美联储或将继续通过QE压低美债收益率中枢、帮助美国政府部门降杠杆。此外，疫情持续时间决定了美国赤字率及债务规模攀升幅度，也将直接影响10年期美债在未来较长时间的中枢水平。这就意味着疫情持续时间越久、美国财政赤字水平越高，黄金的上行趋势就会越稳。但我们仍然认为美联储实施负利率将严重损害美元货币体系。假若无负利率支持，长端美债收益率也没有太多下行空间，亦极有可能会约束黄金的上行幅度。

2. 疫情过后，通胀回升对黄金是利好还是利空？

我们在报告《疫情过后全球或迎来一轮强资本开支周期》中指出，疫情过后全球将迎来一轮强资本开支周期，通胀中枢有望高于2012-2020年的弱资本开支周期阶段。但本轮强资本开支周期嵌套于弱库兹涅茨周期下，因此难有高通胀及滞胀。假若黄金驱动力为其抗通胀属性，那么疫情过后，全球通胀中枢上移的局面将利好美元计价黄金，当然缺乏滞胀基础也将约束黄金上行空间。但问题是目前黄金走势的驱动力已然变成债券属性。中枢上移的温和通胀对于债务属性资产究竟利好还是利空？我们预计会分两个阶段。

第一阶段：美国的高债务期，通胀对美债收益率影响有限，黄金价格仍受支撑。基于前文，疫情过后的1-2年内受到财政赤字和债务压力所累，美国名义利率或仍处于较低水平。通胀中枢上移对美债收益率的影响仍属于次要矛盾。此间，美国实际利率水平或仍不高，甚至保持在0轴附近。这一阶段下黄金或仍保持正收益。只是随着全球经济复苏，黄金的相对表现会受到约束。

图 24：标普 500 指数/巴克莱美国国债指数



数据来源：Bloomberg，Wind，广发证券发展研究中心

此外，我们在报告《欧债危机是如何爆发的？对当下有何启示？》中指出，疫情过后美国企业部门将进入去杠杆阶段，也在报告《疫情过后：中国的股票与美越的地产》中指出，金融危机后美股迎来了11年估值红利，疫情后估值红利也将结束。因

此在美国非金融企业去杠杆、美股降估值、美国财政高债务的共振下，美元计价黄金有可能未来1-2年内一直跑赢美股，情况与2000-2002年巴克莱美国国债指数跑赢标普500类似。

第二阶段（或有）：美国财政赤字回落期，黄金驱动力再次由债券属性切换回抗通胀属性，切换过程黄金价格将再度调整，类似2012-2015年。

五、疫情过后，中国的股票和美越的房子或为 α 资产

如果站在全球资产维度，我们维持报告《疫情过后：中国的股票与美越的地产》中的观点，疫情结束后中国的股票、美国的地产与越南的地产或将是全球最具吸引力的三大资产，主流货币计价的黄金也大概率跑输上述三类资产。

六、风险提示

- （一）全球疫情超预期
- （二）各国货币政策超预期
- （三）各国财政政策超预期
- （四）中美东盟等国经济超预期

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年财新·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。
- 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年财新·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。