



黄金投资基本面分析

第一节 黄金投资的供需分析

由于黄金本身就是一种具有内在价值的商品，其商品属性决定了其价格变化具有一般商品价格变化的特点，即价格上涨，需求下降，供给增加；价格下跌，需求上升，供给减少，供需双方的变化影响最终形成价格的动态均衡。

下面，从黄金的存量、供应和需求进行黄金投资的供需分析，探讨它们对于黄金价格的影响。

一、黄金的存量

2015年，全球已开采出的黄金约有18万吨，每年约以2%-3%的速度增加。

二、黄金的供应

世界黄金市场的供应主要有以下几方面：世界各产金国的矿产金（约占75%）、回收的再生黄金（约占24%）、一些国家官方机构如央行黄金储备、国际货币基金组织及私人抛售的黄金（约占1%）。

1、矿产金

矿产金的生产是黄金供应的主要来源，1994年以来，矿产金的供给量比较平稳，长期保持在2500-3100吨/年的水平。矿产金的产出对于当期金价影响并不太明显。

2、再生金

再生金是指通过回收旧首饰及其他含金产品重新提炼所得的黄金。

通常，再生金产量与金价高低呈现出正相关关系。这是因为，随着黄金价格的上涨，回收黄金变得有利可图时，再生金的供给就会加大。近几年再生金的供应量有所增加，也是由于国际金价不断上涨导致。

3、央行及国际组织售金

一直以来，央行及国际组织都持有较多的黄金储备。因而其售金是全球黄金市场供应的一个主要来源，直接影响到全球黄金市场的



平衡关系，左右着一定时期内的黄金价格运行。

三、黄金的需求

黄金的需求主要来自于首饰等消费需求、工业需求、国际储备需求以及投资需求几个方面。下面，进行简要介绍。

1、黄金的消费需求

一直以来，华丽的黄金饰品是社会地位和财富的象征。世界经济的发展状况决定了黄金的居民消费需求。在经济持续增长，人们收入水平不断提高，生活水平持续改善的时候，对黄金饰品、摆件等的需求就会增加。从目前黄金需求结构看，首饰市场需求占总需求的 50% 以上。

2、黄金的工业制造需求

黄金的工业消费需求主要有以下几方面：电子业、牙科、官方金币、金章和仿金币等。一般来说，世界经济的发展速度决定了黄金的工业总需求，例如在微电子领域，越来越多地采用黄金作为保护层。

近几年黄金的工业和医学需求有所增加但幅度不大，加上其在国际黄金需求结构中的比例较小，该方面的增长不会对国际黄金需求总量有较大的提振。

3、国际储备需求

各国官方的黄金储备主要作用是作为国际支付的准备金。由于一国黄金储备的多少与其外债偿付能力、货币公信力有着密切联系，因而，各国中央银行及国际金融机构为了保持一定的黄金储备比例，都会参与世界黄金市场的交易活动。

4、投资需求

黄金的投资需求是黄金价格变动的推动力量，主要来自保值和投资需求产生的对于金条和金币的囤积¹。近几年美元贬值、通货膨胀更加体现出黄金的避险功能，使得黄金的投资避险优势不断显现。

对于普通投资者，投资黄金主要是在通货膨胀情况下，实现资产保值的目的。一方面，人们利用金价波动，入市赚取利润；另一方面，可在黄金与其他投资工具之间进行套利。当美元贬值、油价上升时，黄金需求量便会有所增加，金价上涨；当股市上涨时，会吸引大量资



金进入，此时对黄金的需求可能会相应减少，金价下跌。

目前，世界局部地区政治局势动荡，石油、美元价格走势不明，导致黄金价格波动比较剧烈，黄金的投资价值凸显。加之，黄金期货及依附于黄金的衍生品种的增多，也刺激黄金的投资需求不断放大。

四、黄金投资的供需分析

一般来说，黄金实物需求和黄金产量与存量之间的均衡关系，在一定时期和一定范围内影响着黄金价格，形成了黄金商品属性范畴的价格机制。黄金当期产出（矿产金）占存量不到 2%，因此，当期产出不会影响价格，但价格会影响供给。价格对实物需求的影响遵循价格法则，但对投资需求的影响比较复杂。总体来看，黄金供需情况能够在中长期内决定黄金的价格走势，已为历史经验所证实。

目前，黄金的投资需求已连续多年增加，美元走软更提高了市场黄金投资的兴趣，这些都成为近年来金价上扬的外在动力。

从我国来看，中国黄金市场是国际黄金市场的跟随者，国内黄金的供需量变化对于国际黄金价格的影响力还很小。不过，可以预见，伴随中国黄金市场规模的壮大和发展，中国因素对于全球黄金价格的影响力正在不断增强。

第二节 黄金投资的宏观经济因素分析

通常，短期内宏观经济指标的变动会直接反应在金价变动上，甚至决定短期黄金价格走势。而全球的宏观经济形势会长时期内影响黄金价格变动，会在数十年甚至更长时期内决定黄金价格的走势。

因而，进行黄金投资的宏观经济分析，有助于我们把握黄金价格的整体走势。下面，我们对几个重要的宏观经济因素进行简要分析。

一、经济增长

经济增长的主要指标是国民生产总值（简称 GDP），通常为每季公布一次。一个国家或地区的经济究竟处于增长或衰退阶段，从这个数字的变化可以观察到。当国民生产总值上升时，即显示该地区处于增长阶段，投资者的资金会涌入该国以谋取较高的投资回报，因此，该



国的货币需求便会增加，币值亦因而上升。反之，若国民生产总值下降时，即表示该地区的经济发展缓慢或进入衰退期，其国内的资金可能会出现外流，币值亦因而大跌。

二、通货膨胀与利率水平

一般来说，通货膨胀是指一般物价水平的持续上涨，通货膨胀的主要表现形式即为商品价格指数的大幅上扬及实际利率的降低。通常用消费物价指数（CPI 指数）或者生产者物价指数（PPI 指数）、国民生产总值平减指数的变化来表示。

一般来说，出于资产保值目的，在通货膨胀期间人们更倾向于持有黄金。

通货膨胀对于金价的影响，要从长期和短期两方面来分析，并结合通货膨胀在短期内的程度而定。从长期来看，每年的通胀率若是在正常范围内变化，那么其对金价的波动影响并不大；只有在短期内，物价大幅上升，引起人们恐慌，货币的单位购买力下降，金价才会明显上升。2000 年以来，世界各国通胀水平不断攀升，导致人们对于信用货币购买力的怀疑。而黄金是对付通货膨胀、进行资产保值的重要手段。因而，通货膨胀通常会引发黄金需求的不断增加。

事实上，对金价有重要影响的是扣除通货膨胀后的实际利率。利率，就其表现形式来说，是指一定时期内利息额同借贷资本总额的比率。利率是资金的价格，由资金市场的供求关系和未来的通胀预期所决定，反映了市场上资金供需的紧张程度，是考量经济趋势的重要指标之一。

一般来说，实际利率等于名义利率扣除通货膨胀率。以下通过实际利率与黄金价格变化对比来分析黄金的投资价值，扣除通货膨胀后的实际利率是持有黄金的机会成本，实际利率为负的时期，黄金的金融属性尤其是保值避险功能得到充分发挥。

三、汇率变化

1、美元汇率影响

美元汇率也是影响金价波动的重要因素之一，在黄金投资中应该密切关注美元指数等反映汇率水平变化的经济指标。由于国际金价主



要是以美元标价，所以，当美元发生变化的时候金价也会随之变化。美元汇率对黄金市场的影响主要有两个方面：一、美元是国际黄金市场上的标价货币，因而与金价呈现一定的负相关关系。假设金价本身价值未有变动，美元下跌，那金价在价格上就表现为上涨。二、黄金作为美元资产的替代投资工具，美元的下跌必然使得美元资产对投资者的吸引力减弱，美元坚挺一般代表美国的经济形势良好，美国国内股票和债券将得到投资人竞相追捧，黄金作为价值贮藏手段的功能受到削弱；而美元汇率下降则往往与通货膨胀、股市低迷等有关，黄金的保值功能又再次体现，此时往往会刺激对黄金保值和投机性需求上升，而黄金市场将在资金分流中获益。因而，一般在黄金市场上有美元涨则金价跌、美元降则金价扬的规律。

通常，在其他条件不变的情况下，黄金与美元的逆向互动关系是投资者判断金价走势的重要依据。

2、人民币汇率

目前，中国黄金市场虽然没有完全与国际接轨，但是联系越来越密切。人民币汇率制度的改革和人民国际化进程的加快，以及人民定价交易产品“上海金”的推出将会对黄金市场价格产生越来越重要影响。汇率的变动会直接影响到以人民币标价的黄金的国内市场价格；同时，由于中国经济的增长，经济实力的上升，人民币对美元汇率的变动也牵动国际市场黄金价格。

四、货币政策

货币政策指中央银行为实现既定的经济目标运用各种工具调节货币供给和利率，进而影响宏观经济的方针和措施的总和。货币政策一般有四个目标：稳定物价、充分就业、促进经济增长和平衡国际收支。

常见的货币政策工具有存款准备金政策、再贴现政策和公开市场业务，俗称三大法宝。为实现政府的宏观经济调控目标，政府往往会根据对经济形势的判断综合采用各种政策工具。

货币政策的运用分为紧缩性货币政策和扩张性货币政策。总的来说，紧缩性货币政策就是通过减少货币供应量达到紧缩经济的作用，扩张性货币政策是通过增加货币供应量达到扩张经济的作用。

一般情况下，当某国采取宽松的货币政策时，由于利率下降，该



国的货币供给增加,加大了通货膨胀的可能,会造成黄金价格的上升。如 60 年代美国的低利率政策促使国内资金外流,大量美元流入欧洲和日本,各国由于持有的美元净头寸增加,出现对美元币值的担心,于是开始在国际市场上抛售美元,抢购黄金,并最终导致了布雷顿森林体系的瓦解。但在 1979 年以后,利率因素对黄金价格的影响日益减弱,如近年来美联储十一次降息,并没有对金市产生非常大的影响。

第三节 影响金价的相关市场因素

一、央行的黄金市场操作

由于黄金具有国际储备功能,因此,黄金被当作具有长期储备价值的资产广泛应用于公共及私人资产的储备中。其中黄金的官方储备占有相当大的比例,不仅包括各国央行的黄金持有,还包括 IMF 及世界银行等国际金融组织的黄金储备。例如:目前全球已经开采出来的黄金约 15 万吨,各国央行的储备金就约有 4 万吨。因此,国际上黄金官方储备量的变化将会直接影响国际黄金价格的变动。

一般来说,官方黄金储备增加时会引起黄金价格的上涨,官方黄金储备减少时会引起黄金价格的下跌。另外,黄金价格与世界官方黄金储备量占各国外汇储备的比例有关,一般来说,随着这个比例的缩小,黄金价格会出现下降。由此可见,央行售金政策是供给因素中对金价影响最直接最大的因素。

20 世纪 70 年代以前,黄金价格基本由各国政府或中央银行决定,国际上黄金价格比较稳定。70 年

二、股票市场波动

股票市场是股票发行、买卖和流通的市场。股市的产生和发展对促进资源优化配置、推动一国经济具有重要意义。一般用股票指数来衡量一国股市的走势。股票指数即股票价格指数,由证券交易所或金融服务机构编制,通常是从上市股票中选择若干种具有代表性的样本股票,并计算这些样本股票的价格平均数或指数,用以反映整个市场的股票价格总趋势及涨跌幅度。

目前,全世界最具有影响力的股指主要有道琼斯股票指数、纽约证券交易所股票价格指数、香港恒生指数等。其中,道琼斯股票指数



是世界上历史最为悠久的股票指数。

一般来说，股市是一个国家经济的晴雨表，股市起伏与金价波动呈反方向变化。这主要体现了投资者对经济发展前景的预期，如果大家普遍对经济前景看好，则资金大量流向股市，股市投资热烈，金价下降。作为股票的替代投资手段，黄金价格与美国股市在大多数时候都表现出较高的负相关性。

由于我国内地股市相对封闭，黄金价格的涨跌与内地股市行情并没有表现出太大的关联度。比较而言，其与境外一些重要的股票市场（如纽约、东京、伦敦）有更明显的关联关系。

三、原油市场价格波动

在国际大宗商品市场上，原油是最为重要的大宗商品之一。原油价格在大多数情况下与金市并无直接关系，但油价持续高涨使得通货膨胀压力进一步加大，而黄金是抵御通货膨胀的良好工具，在通货膨胀压力加大的时候，投资者往往会选择投资黄金来规避风险。同时，油价波动将直接影响世界经济，尤其是美国经济的发展，由此导致对于美元价值和通货膨胀的担忧。

当前，油价已经成为全球经济的“晴雨表”，高油价也意味着经济增长不确定性增加以及通胀预期逐步升温，继而推升黄金价格。因而，黄金和石油的价格波动在大多数时候呈正向联动关系，虽然没有严格的数字比例关系，但是其波动趋势往往相同。

国际金融市场稳定程度

全球性或者地区性的金融危机、债务危机也会刺激黄金价格上涨。在金融危机、债务危机链中，不但债务国本身因无法偿债而导致经济停滞，而经济停滞又进一步恶化债务的恶性循环，就连债权国也会因与债务国关系之破裂，面临金融动荡的危险。此时，各国都会为维持本国经济不受伤害而大量储备黄金，引起市场黄金价格上涨，这在全球和地区性金融危机中表现非常明显。

总的来看，金融形势的变化不仅会影响各国金融市场政策的调整和全球的资金流向，而且会影响人们的持币信心和心理预期。因而，货币供应量和游资在金融市场的结构分布影响着各类黄金投资工具的价格。国际游资通过汇市、股市、商品期货、黄金市场等全球重要衍生品市场的结构分布和联动影响黄金价格。



第四节 影响金价的其他因素

影响金价的其他因素主要有：地缘政治因素、季节性因素，其它诸如黄金利率的变化、黄金 ETF 的持仓变化、CFTC 黄金持仓数据、纽约期金的未平仓合约数、黄金生产企业的远期对冲头寸以及不同国家的黄金文化对于黄金价格的影响因素等。

一、地缘政治因素

除了上述宏观经济因素以外，国际上重大的政治、战争事件等地缘政治因素都将影响金价。由于对政治和金融危机的不稳定预期往往成为影响黄金价格主导因素。因此，金价走向受国际政治经济格局左右，具有风向标的指示功能。

黄金对政治动荡、战争和重大政治事件等因素分外敏感，这都会反映在黄金的市场价格上。短期来看，有时候地缘政治因素会主导黄金的市场价格。

战争中，政府为支付战争费用或维持国内经济的平稳、大量投资者转向黄金保值投资，这些都会扩大对黄金的需求，刺激金价上扬。如二次大战、美越战争、1976 年泰国政变、1986 年“伊朗门”事件等，都使金价有不同程度的上升。

二、季节性的供求因素

黄金价格还受到市场季节性供求因素的影响。供求关系是市场的基础，黄金价格与国际黄金现货市场的供求关系密切相关，黄金现货市场往往有较强的季节性供求规律，集中表现为每年 12 月到 2 月期间金价较高。此后，上半年黄金现货消费相对处于淡季，近几年来金价一般在二季度左右出现底部。从三季度开始，受节日等因素的推动，黄金消费需求会逐渐增强，到每年的春节，受亚洲国家的消费影响，现货黄金的需求会逐渐达到高峰，从而使得金价走高。

三、超宏观联动理论

由于影响黄金价格因素众多，作用机制复杂交错，因此，如何依



据影响黄金价格的各种因素来进行金价走势判断和价格预测是投资者普遍关心的问题。由此，产生了对于黄金价格形成机制的不同研究。这些研究中，既有实物供需理论，根据金价走势判断的技术分析派²，还有较有影响力的超宏观联动理论。

超宏观联动研究从事物的本质出发，对影响黄金价格的各种因素进行了分类归纳，主要包括：国际地缘政治形势、国际经济形势、国际金融形势和国际资本流动等因素。并进行综合，放在一个统一的研究框架内对黄金价格的形成机制进行研究。

该研究认为，国际地缘政治是指世界重要经济体和重要经济资源富集地区以及具有典型文明特征地区的政治发展形势与政治事件，其影响黄金价格的中长期趋势。国际经济形势是指重要经济体的宏观经济发展状况，包括相关国家的经济增长、重要经济资源供给和需求状况，社会就业、物价指数等一系列指标。国际金融形势是指重要经济体的金融发展状况。包括货币发行量、金融资产分布结构、资本市场、货币市场、利率和投资市场等一系列金融市场及变量的发展态势。

该理论认为，国际地缘政治、国际经济、国际金融和国际投资市场，不仅能够通过他们各自的影响机制对黄金价格产生影响，而且他们的作用机制还体现了一定的规律性：当这些影响因素同时产生的时候，他们对黄金价格的影响并不是均匀的，而是表现出一个占主导性因素影响黄金价格阶段性走势，其他因素的作用弱化，从而形成黄金价格影响因素的层级性。

该理论认为，在黄金价格影响因素中，各层级因素对黄金价格的影响具有非常鲜明的层次性，即当上一层级因素影响黄金价格的时候，下一次层次因素对黄金价格的影响会被部分或完全弱化，黄金的价格走势基本由较高层级的因素主导。只有当影响黄金价格的较高层级因素相对稳定的时候，较低层级的因素才会主导相应时段内黄金价格的走势。国际地缘政治一般认为是影响黄金价格的核心因素，国际经济形势则是影响黄金价格的第二层级因素，国际金融形势和国际投资市场游资结构调整分别是影响黄金价格的第三层级因素和第四层级因素。在考察黄金价格的长期走势时，应依次考评上述四个因素的发展态势和变化情况。

超宏观联动研究框架虽然能够较好的还原黄金价格机制，并对黄



金价格与因素影响机制进行规律性研究。但在具体的研究过程中，超宏观联动由于具有跨学科、跨专业的特点，要求研究者具有相应的知识结构及综合研究判断能力。在当代学校学科和专业教育背景下，这一要求对大多数人来说都是一个很大的挑战。

总的来看，当前的黄金市场价格是由多种因素综合影响作用下形成的，各种力量相互影响、相互作用，形成了黄金价格的波动和变化。投资者对于黄金价格走势的把握，应建立在对这些因素的详尽分析的基础上。一般来说，根据国际黄金价格的历史经验，投资者可以参照黄金与美元、黄金与石油、黄金与股市之间的互动关系，商品市场的联动关系以及黄金市场的季节性供求因素、国际基金的持仓情况等因素，对金价走势进行判断和把握。

四、黄金投资基本面分析评价

投资者在进行黄金投资之前，第一步就是对黄金投资的基本面分析。通过基本面的分析了解黄金市场发展现状，把握黄金价格发展趋势。

但是黄金投资的基本面分析还存在一定的局限性：

首先，部分产金国家的资料、数据难以获取，或者存在获取的时滞。部分国家的黄金产需数据通常不愿意对外公开，或者延迟公布，因此存在数据获取困难的现实问题。因此，基本面分析中可能存在分析资料不足的问题。

其次，公开市场的供需数据很难精确真实反映主要产金、用金国的实际情况。因此，有时，一些数据只能依靠专家的估计，无法保证分析依据的科学准确性。

最后，基本面分析无法向投资者提供准确的入市时机。更多时候，基本面分析只能提供市场发展的大趋势，无法捕捉到市场波动的细微变化，也无法解答每一轮市场涨跌的原因。因此，实践中，还需要我们结合技术分析来进行补充。