

在印度，黄金作为战略资产的投资价值



关于世界黄金协会

世界黄金协会（WGC）总部位于英国，业务遍及印度、中国、新加坡和美国，是一家由全球领先且最具远见的金矿开采公司组成的协会。作为全球黄金市场的权威组织，我们旨在促进和维持黄金需求，提供行业领导力。

基于权威的市场洞察，我们开发黄金支持解决方案、服务和产品，并携手合作伙伴将我们的想法付诸实践。在主要市场领域，我们造就了黄金需求的结构性转变。我们提供有关国际黄金市场的见解分析，帮助人们了解黄金在财富保值方面的价值，及其满足社会与环境需求时所发挥的作用。我们通过研究全球黄金市场，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。

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

分销与投资部门

Andrew Naylor
执行总监，东南亚
andrew.naylor@gold.org
+65 6823 1538

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

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

Louise Street
市场信息咨询部
louise.street@gold.org
+44 20 7826 4765

John Reade
芮强
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

Matthew Mark
总监，美洲
matthew.mark@gold.org
+1 212 317 3834

目录

黄金因何成为一种战略资产？	1
黄金可以在四个关键方面增强投资组合表现	1
新的十年，新的挑战	1
黄金的重要性日益增强	1
黄金的战略作用	2
1. 黄金能够提供收益	2
2. 有效的风险分散工具	4
3. 一个具有良好基础以及高流动性的市场	5
4. 增强投资组合表现	6
小结	8

黄金供需的构成与趋势	9
一个庞大而稀缺的市场	9
需求的多样性支撑了黄金与其他资产的低相关性	10
较少的供应面冲击令黄金的波动性降低	10
三大趋势重塑黄金需求	11

附录一：黄金在不同时间周期中的表现	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
黄金在低或负实际利率环境中表现良好	13
跨越经济周期的有效相关性	14
黄金经常被视为安全避风港	14

附录二：	15
可供印度投资者选择的投资产品	15
补充阅读	16
黄金投资者	16
市场和投资咨询	16
深度报告	16
黄金需求趋势	16

黄金因何成为一种战略资产？

黄金的优势来自于多样化的需求来源：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。

黄金可以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，可减少投资损失
- 提供无信用风险的流动性
- 改善投资组合的整体表现。

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上面临越来越多的挑战。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，特别是对印度养老基金来说，可能会增加其负债
- 金融市场持续的不确定性，包括地缘政治的紧张局势，全球经济增长分化的预期，以及资产波动性的增加。
- 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》)。

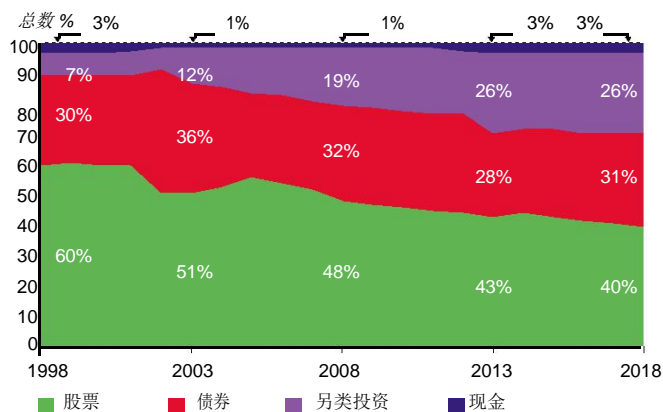
黄金的重要性日益增强

机构投资者为了追求风险分散效果和更高的风险调整后的回报率，已经接受了传统股票和债券之外的另类投资。非传统资产在全球养老基金中的份额从1998年的7%上升到2018年的26%（[图表1](#)）。²

“我们的分析显示，在过去十年里，如果在假设的日本养老基金平均投资组合中增加6%到17%的黄金份额，将可以得到更高的风险调整回报率”

黄金配置一直受到这种转变的影响。黄金越来越被认为是一种主流投资品，全球投资需求的增长（自2001年以来平均每年增长14%）以及同期黄金价格几乎上涨了8倍就是最明显的证明。³

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2018年12月。
资料来源：韦莱韬悦（Willis Towers Watson），世界黄金协会

1 有关假设的平均印度养老基金投资组合的更多细节，请参见第6页的图7。此外，请参阅本报告末尾的重要免责声明和公开性选择。

2 韦莱韬悦，《2018年全球养老基金资产研究》，2019年2月以及《2017年全球另类投资调查》，2017年7月。

3 截至2019年12月31日，以印度卢比计算的黄金价格。

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——增加了黄金的消费者和投资者的基础,使其更加多样化(第 11 页 **图表 13** 和第 14 页 **图表 24**) (第 11 页 **图表 13** 及第 14 页 **图表 24**)
- **市场准入:** 2003 年黄金 ETF 的推出,为投资者进入黄金市场提供了便利,并极大地提高了人们对黄金作为战略投资的兴趣,降低了总持有成本,提高了黄金的流通效率(第 11 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(图表 16)。当前,贸易的紧张局势、民粹主义政治的发展,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。(14 页 **图表 25** 和第 14 页 **图表 26**)
- **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回报来源的属性,尤其是与处于历史高位的全球负收益债务相比时,更为明显。(第 13 页 **图表 23**)
- **央行需求:** 全球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 11 页 **图表 15**)。

黄金的战略作用

很明显,黄金是针对股票、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,以及一种针对系统性风险、货币贬值和通胀的对冲工具,提高了投资组合的风险调整回报率,带来了正回报,并提供了流动性,以应对市场压力时期的债务问题。

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在萧条时期,它都产生了长期的正回报。回顾近半个世纪,自 1973 年布雷顿森林体系崩溃以来,黄金的印度价格(卢比)平均每年上涨 14.1%(第 12 页 **图表 17**)。⁴ 黄金的长期回报率与印度股票相当,且高于印度政府债券,也优于其他主要资产类别(第 12 页, **图表 17 和图表 19**)。

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,不构成个人负债。黄金作为一种消费品也很受欢迎,受到全球消费者的重视。它还是电子产品的重要组成部分。⁵ 这些多样化的需求来源使黄金有别于其他投资资产。这些因素还赋予了黄金一种特殊的适应能力:在经济繁荣时期和经济萧条时期都有可能提供稳定的回报(**焦点 1**)。

图表 2: 长期来看,黄金能提供正回报,表现优于主要资产类别
主要资产的平均年回报率*



* 截至 2019 年 12 月 31 日。以印度卢比计算总回报指数,包括: 彭博巴克莱 1-3 年期印度国债未对冲指数、标普 BSE 印度政府债券指数、BSE Sensex 指数、CRISIL 公司债券指数、使用 MCX- isi 和 MCX iComdex 指数的混合商品指数和 MCX 印度黄金现货指数。复合年增长率见第 12 页图 17。

来源: 彭博社、CRISIL、印度多种商品交易所、Refinitiv Eikon、世界黄金协会

⁴ 在金本位期间,美元由黄金支撑,而外汇汇率则由布雷顿森林体系决定: <https://www.imf.org/external/about/histend.htm>。我们基本上分析了 1971 年金本位结束后黄金的表现。在这种情况下,鉴于印度卢比汇率的数据可用性限制,我们的参考价格数据始于 1973 年 1 月。

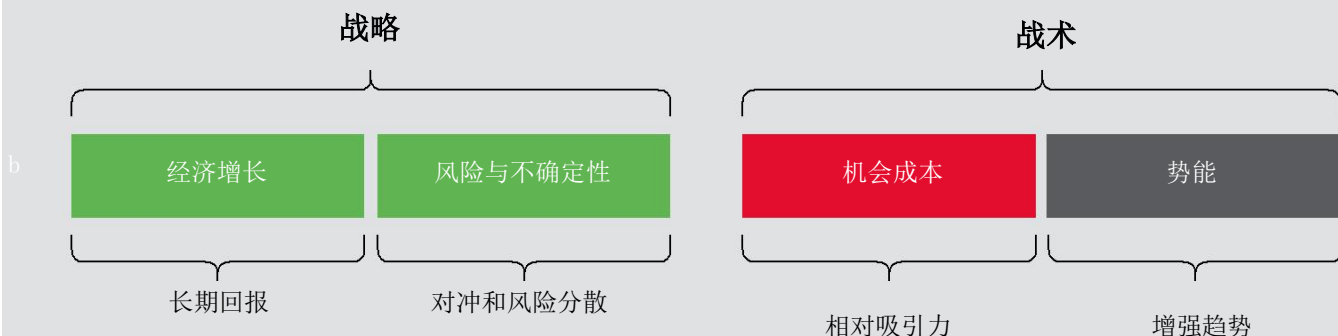
⁵ 见第 10 页,表 11

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。另外，黄金也没有预期收益或账面价值比率。

我们的研究表明，事实上，对黄金的估价是非常直观的：它的均衡价格是由需求和供应的交集决定的，我们在黄金估值工具 **QaurumSM** 中强调了这一点。⁶

- **经济增长**：增长时期对金饰需求、科技用金，以及进行长期储蓄需求非常有利
 - **风险和不确定性**：市场低迷时期往往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。



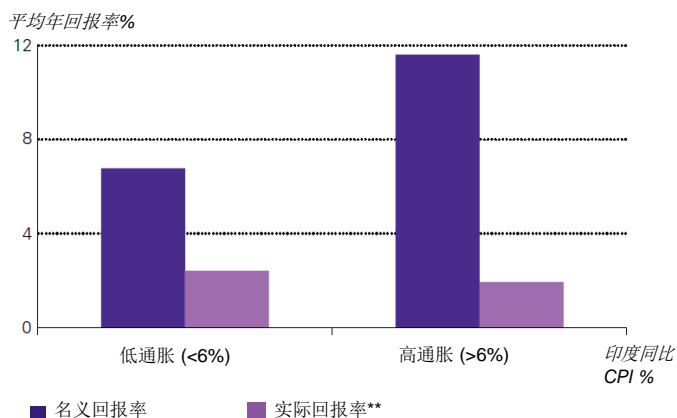
跑赢通货膨胀，抗击通货紧缩

长期以来，黄金都被视为一种对冲通胀的工具，而数据也证实了这一点。自 1981 年以来黄金的平均年收益率为 10%，超过了印度消费者价格指数(CPI)。⁷

黄金还能保护投资者免受极端通胀的影响。在印度通货膨胀高于 6% 的年份，黄金价格平均上涨了 11.5%（**图表 3**）。因此，从长期来看，黄金不仅起到了资产保值的作用，还促进了资产价值的增长。

值得注意的是，牛津经济研究所的研究表明，黄金在通缩时期应该表现良好。⁸这些时期的特征是低利率、消费和投资减少，以及金融压力，而这些因素都会促进对黄金的需求。

图表 3：历史上来看，黄金价格在高通胀时期上涨
随印度年通胀率变化的黄金回报率*



* 基于 1981 年至 2019 年印度黄金价格和印度 CPI 的同比变化。

** 对于样本中的每一年，实际收益率=(1+名义收益率)/(1+通货膨胀率)-1。

来源：彭博社、洲际交易所基准管理局、世界黄金协会

⁶ 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，并以四组驱动因素来解释。

⁷ 2019 年 12 月。鉴于印度 CPI 数据的可用性，我们以 1981 年的数据做为起点。

⁸ 牛津经济研究院，《通货膨胀与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，以及对美元前景的担忧提振了投资者对黄金的需求，因为这些因素影响了持有黄金的机会成本。

从历史上看，主要货币是与黄金挂钩的。但随着 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，作为一种交易手段，黄金的表现明显优于所有主要货币(图表 4)。这种突出表现在金本位制刚刚结束，以及随后主要经济体违约时尤为明显。这种强劲表现背后的一个关键因素是，黄金的供应量几乎没有随时间变化发生明显增长——在过去 20 年里每年约增长 1.6%。⁹ 相比之下，法定货币可以无限量印刷来支持货币政策，例如全球金融危机后的采用的量化宽松 (QE) 措施。

2. 有效的风险分散工具

分散投资的好处得到了广泛的承认，但要找到有效的风险分散工具并不容易。随着市场不确定性的上升和波动性的增强，许多资产的相关性越来越强，这在一定程度

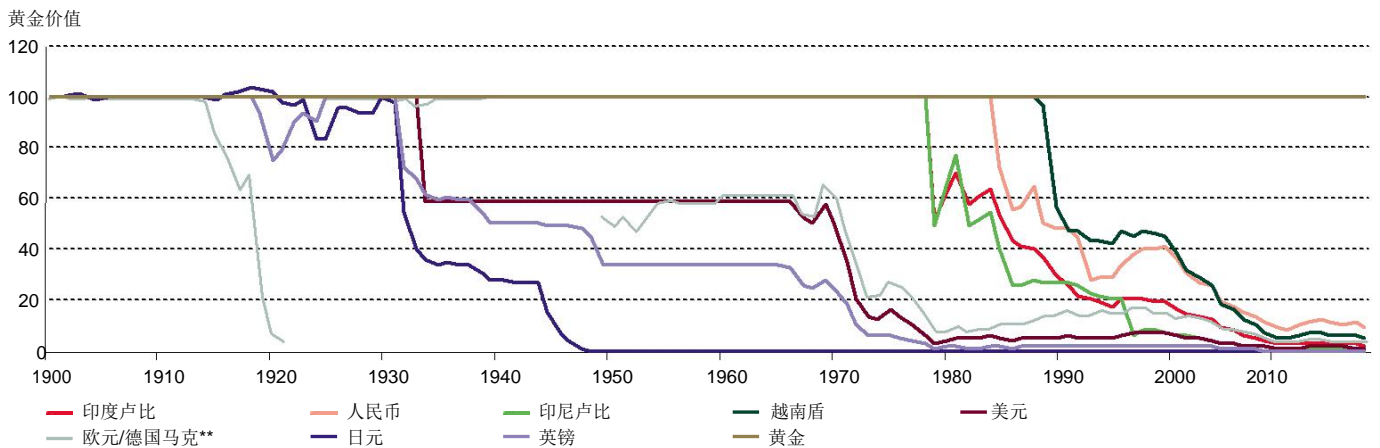
上是由风险追逐/风险规避型的投资决策造成的。结果，许多所谓的分散投资工具在投资者最需要的时候却不能保护其投资组合。

黄金则不同，它与股票和其他风险资产的负相关关系随着这些资产的抛售而增强(图表 5)。2008-2009 年的金融危机就是一个很好的例子。长期以来被视为投资组合中风险分散工具的对冲基金、房地产和多数大宗商品，与股票和其他风险资产一样，其价值遭遇了大幅下跌。例如，从 2007 年 12 月到 2009 年 2 月，印度 SENSEX 指数下跌了 56%。相比之下，黄金价格则保持稳定并有所上升，在这个时期以印度卢比计价的黄金价格上涨了 48%。¹⁰

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 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、价值被低估甚至可能被错误定价时，黄金可以帮助投资者偿还债务。^{11,12}

图 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的相对价值*



*截至 2019 年 12 月 31 日。基于各货币相对于黄金价格的年平均价格。

**马克是德意志帝国晚期的货币。它最初被称为金马克，在 1914 年以前一直有黄金支持。此后，它被称为“纸马克”

来源：彭博社，加州大学圣芭芭拉分校 Harold Marcuse，世界黄金协会

9 见 Goldhub.com 的需求与供应章节

10 基于 2007 年 12 月 31 日至 2009 年 2 月 28 日的 MCX 印度黄金现货指数。

11 见附录一图表 25。

12 见附录一图表 26。

但黄金与其他资产的相关性不仅适用于动荡时期的投资者有效。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。

这种双重收益源于黄金的双重属性：它既是投资品也是消费品。因此，收入的增长支撑着黄金的长期价格。我们的分析也证实了这一点，当股票表现强劲时，它与黄金的相关性就会增强(第 14 页 **图表 24 和图表 26**)，其原因可能是由财富扩张效应下支持的黄金消费需求的上升，以及寻求对冲高通胀的投资者需求共同推动的。

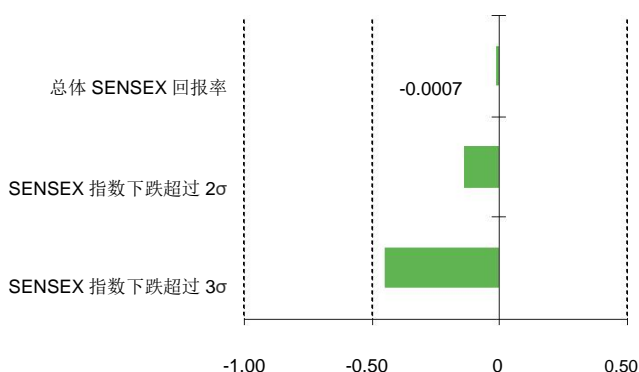
3. 一个具有良好基础以及高流动性的市场

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 265.7 万亿卢比，另外仍有价值 68.3 万亿卢比的黄金是通过交易所或场外交易市场进行交易的。¹³

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

在不同的股市环境下，黄金与 SENSEX 回报率之间的相关性*



*截至 2019 年 12 月 31 日。相关性根据 1984 年 1 月以来，印度 Sensex 指数 (BSE Sensex) 和伦敦金银市场协会 (LBMA) 黄金下午定盘价(印度卢比价格)的周回报率计算得出。顶部的条形代表了整个时期的无条件相关性。中间的条形代表印度 Sensex 指数周回报率下降超过两个标准差(σ)时的相关性，而底部的条形则代表印度 Sensex 指数周回报率下降超过三个标准差时的相关性。标准偏差是基于整个期间相同的周回报率进行计算的。

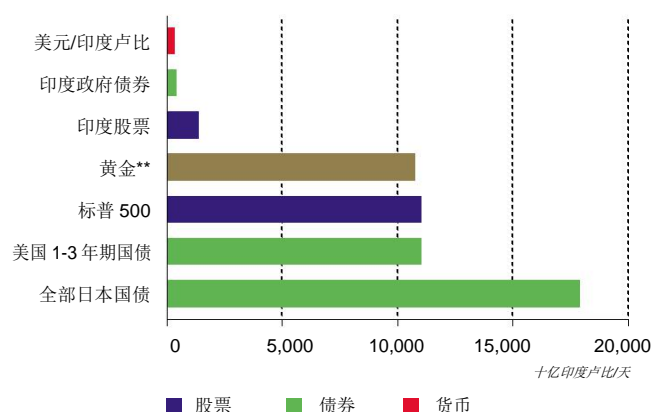
来源：彭博社、洲际交易所、世界黄金协会

我们估计，投资者和央行持有的实物黄金价值约为 265.7 万亿卢比，另外仍有价值 68.3 万亿卢比的黄金是通过交易所或场外交易市场进行交易的。

黄金市场的流动性也超过了几个主要印度金融市场，例如债券和股票市场，黄金交易量与标准普尔 500 指数(S&P 500)和美国短期国债的交易量相当(**图表 6**)。2019 年，黄金的每日交易额可达 10.3 万亿卢比。其中，场外黄金现货和衍生品合约日交易额为 5.5 万亿印度卢比，而全球各交易所的黄金期货日交易额为 4.6 万亿印度卢比。MCX 上的黄金交易额每天可达 610 亿印度卢比。此外，黄金 ETF 也提供了额外的流动性，在印度上市的黄金基金平均每天的交易额为 1,800 万印度卢比。

黄金市场的规模和深度意味着，它能够轻松容纳大量买入并持有黄金机构投资者。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下，黄金的流动性也不会枯竭。

图表 6: 黄金交易额超过了许多其他主要金融资产日均交易额(以印度卢比计算)*



*以上数据均取自于截至 2019 年 12 月 31 日估算的一年平均交易额，仅货币类型除外，鉴于数据可用性因素，采用的是 2019 年 3 月的交易额。

**黄金的流动性数据包括了对场外交易(OTC)的估算数据，以及期货交易所和黄金交易所公布的交易产品的统计数据。相关的计算方式细节，请访问 Goldhub.com。

来源：印度孟买证券交易所 (BSE)，印度国家证券交易所 (NSE)，经济部，日本证券交易商协会，世界黄金协会

13 见第 9 页，图 10 和图示 1，以及 Goldhub.com 中的持有者和趋势部分。

4. 增强投资组合表现

长期回报率、流动性和有效的风险分散都有利于提升整体投资组合的表现。这也意味着，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 2 年、5 年和 10 年投资效果的分析，突显了黄金对机构投资组合的积极影响。它表明，如果将平均印度养老基金的投资组合的 5%、7.5% 或 10% 配置到黄金上，则会获得更高的风险调整回报率。(图表 7 和图表 1)。自全球金融危机以来，这种积极影响十分显著。

展望未来，这样的动力会更强大。我们的分析表明，如果使用印度卢比的投资者将多样化投资组合的 6% 至 17% 配置到黄金上，他们得到的收益可以大幅提高(图表 8a)。¹⁴

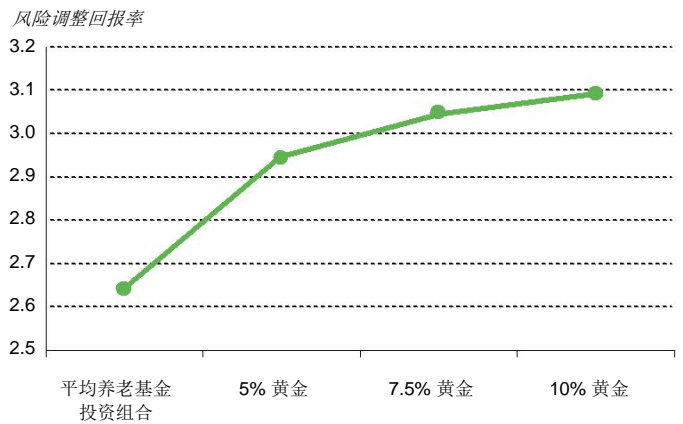
黄金的份额是根据个人资产配置的方式而变化的。不过，一般而言，投资组合中的风险(无论是波动性、非流动性还是资产的集中度)越高，那么考虑为抵消风险所需的黄金配置占比就越高(图表 8b)。

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(远低于实际的长期历史表现)，黄金在其假设的投资组合中占据的最优投资权重在统计上也是很高的。

这对于已经持有其他对冲通胀资产(如通胀挂钩债券)¹⁵的投资者，或持有另类资产(如房地产、私募股权和对冲基金)的投资者来说同样有效。¹⁶

印度投资者可以通过多种资产配置基金来配置黄金，实现其投资组合的多元化(焦点 2)。

图 7：在过去的十年里，在假设的平均养老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设的日本平均养老基金 (PF) 投资组合表现*



*图表采用自 2009 年 12 月 31 日至 2019 年 12 月 31 日期间的数据。假设的印度平均养老基金投资组合是基于截至 2019 年 12 月的中央政府 SBI 养老基金对各种资产的配置进行设置。配置比例参照了养恤基金管理和发展局(PFRDA)的投资准则。它包括 11% 的股票配置(BSE Sensex 指数)，49% 的印度政府债券配置(标准普尔 BSE 印度政府债券指数)，37% 的公司债券配置(CRISIL 公司债券指数)和 3% 的现金配置(彭博巴克莱 1-3 年期印度国债无对冲指数)。黄金的配置额度根据按比例减少所有资产计算。风险调整后回报率根据年回报率/年波动率计算。请参见本报告结尾的重要免责声明和信息披露章节。

来源：彭博社、CRISI、世界黄金协会

表 1：通过降低投资组合的波动性和不同时期内的回撤率，黄金提升了风险调整回报率

过去 2 年、5 年、10 年和 20 年，假设的平均印度养老金投资组合与包含 7.5% 黄金的同等投资组合的比较*

	10 年		5 年		2 年	
	无黄金	7.5% 黄金	无黄金	7.5% 黄金	无黄金	7.5% 黄金
年回报率	8.98%	9.03%	8.92%	8.90%	8.99%	9.32%
年波动率	3.4	3.1	3.1	2.9	3.1	2.8
风险调整回报率	264%	294%	289%	310%	295%	330%
最大回撤率	-5.6%	-4.4%	-1.22%	-0.97%	-1.03%	-0.97%

*采用数据截至 2019 年 12 月 31 日。如图表 7 所示，假设印度养老基金平均投资组合是基于 2019 年 12 月前中央政府 SBI 养老基金资产配置方式进行设置的。回报率根据印度卢比计算。

资料来源：彭博社，洲际交易所基准管理局，世界黄金协会

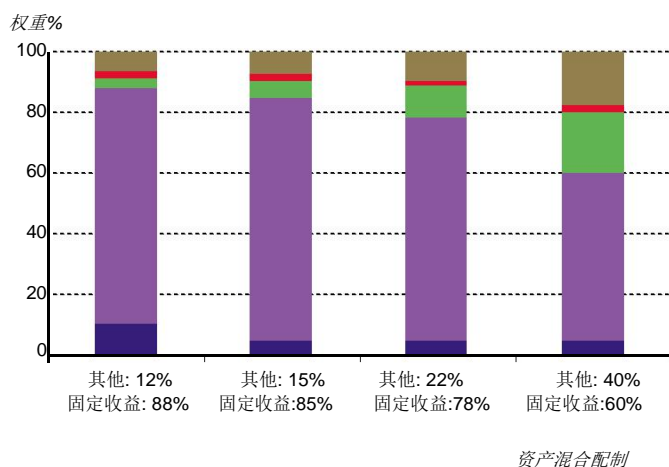
14 此分析运用了 Richard Michaud 和 Robert Michaud 开发的再采样效率方法，该方法论被誉为代替传统均值-方差优化算法的稳健选择。见《有效的资产管理：股票投资组合优化和资产配置的实用指南》，牛津大学出版社，2008 年 1 月。

15 《黄金：作为战术性对冲通货膨胀和长期战略资产》，2009 年 7 月。

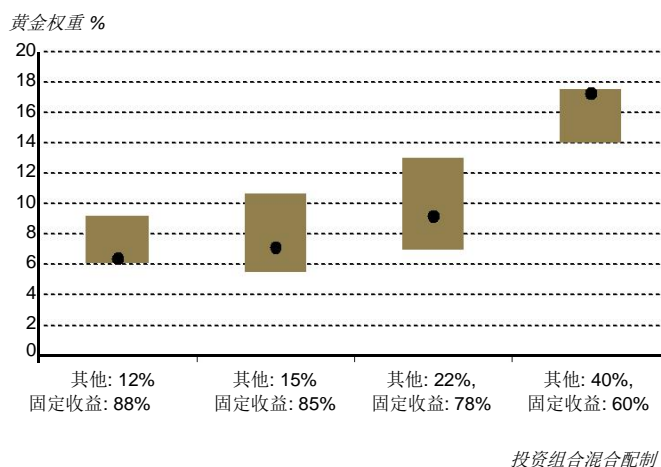
16 《黄金如何提升另类资产表现》，黄金投资者，第 6 卷，2014 年 6 月。

图表 8：黄金可以显著提高不同风险水平的假设投资组合的风险调整回报率

(a) 基于不同资产组合的长期最优配置*



(b) 每一个假设的投资组合中黄金配置的范围，以及带来最高风险调整回报率的配置比例*



■ 现金 ■ 债券 ■ 股票
■ 另类资产投资 (除黄金外) ■ 黄金 (印度卢比/10 克)

*基于 2009 年 12 月至 2019 年 12 月彭博巴克莱 1-3 年期印度国债未对冲指数、标普 BSE 印度政府债券指数、印度 BSE Sensex 指数、CRISIL 公司债券指数、使用 MCX- isi 和 MCX iComdex 指数的混合商品指数和 MCX 印度黄金现货指数的月度总收益率。每种假设的投资组合都反映了股票相对于现金、债券和黄金的百分比。例如：60%的固定收益的投资组合，意味着其中 60%投资为债券和现金，40%投资为股票、另类投资和黄金。根据 New Frontier Advisors 的重采样效率方法进行分析。有关更多信息，请参见《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。另见本报告结尾的重要免责声明和信息披露章节。

来源：世界黄金协会

焦点 2：多元资产配置基金

印度证券交易委员会(SEBI) 2017 年 10 月发布了一项将印度共同基金发起的方案进行归类和合理化梳理的通知，以便于将不同共同基金发起的相似方案的特性统一起来。¹⁷在此合理化建议下，这些方案大致被分为以下类别：股权方案，债务计划，混合方案，解决导向的方案和其他方案。

多元资产配置基金属于混合型基金，可投资于至少三个资产类别。根据印度证券交易委员会 (SEBI) 的规定，每个资产类别下需要进行至少 10%的配置。包含多种资产类别的配置方案可以增加多样化，降低整体投资组合风险。规定允许的资产类别包括股票、债券、黄金、大宗商品和房地产投资信托基金等。黄金投资可以通过实物黄金、黄金 ETF 或其他的黄金相关投资产品(如衍生品、主权黄金债券)来进行。

根据印度证券交易委员会 (SEBI)的分类，截至 2019 年底，印度共有 7 只多元资产配置基金，总资产管理规模为 1,323 亿印度卢比。其中五项包括黄金配置(图表 2)。

图表 2：投资黄金的多元资产配置基金一览表
总资产管理规模和投资组合中黄金占比*

基金名称	总资产管理规模 (印度卢比十亿)	配置黄金占比%
SBI 多元资产基金	2.5	17.7%
HDFC 多元资产基金	2.1	16.0%
ICICI 谨慎型多元资产基金	119.0	11.3%
Axis 三重优势基金	3.0	13.6%
Quantam 多元资产基金	0.2	15.8%

*截至 2020 年 1 月 31 日。
来源：共同基金简介

¹⁷ https://www.sebi.gov.in/legal/circulars/oct-2017/categorization-and-rationalization-of-mutual-fund-schemes_36199.html

小结

过去 20 年，全球对黄金的看法发生了巨大的变化，这不仅反映出东方财富的增长，也反映了全球机构投资者组合中黄金的地位在日益提升。

黄金作为一种稀缺、流动性高且相关性不强的资产，其独特的属性说明，从长期来看，它可以作为一种真正的分散投资工具被投资者利用。

黄金作为投资品和消费品的定位使它在过去 10 年达到了近 9% 的平均回报率，与股票相当，高于债券和大宗商品（**焦点 3**）。¹⁸

焦点 3：黄金优于大宗商品

无论是作为商品指数的一个组成部分(如：标准普尔 GSCI 指数，彭博商品指数)，还是 ETF 基金中的一种证券，亦或是商品交易所中交易的期货，黄金通常都被认为是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。但有几个重要的区别：

- 黄金是一种传统的避险资产：它具有稀缺性，但同时流动性极强，在艰难时期提供了有效的下行投资组合保护
- 黄金既是一种投资品，也是一种消费品，这降低了它与其他资产的相关性
- 黄金的供应是平衡的、深入的、广泛的，从而限制了不确定性和波动性
- 不像其他传统大宗商品，黄金不会随着时间推移而贬值

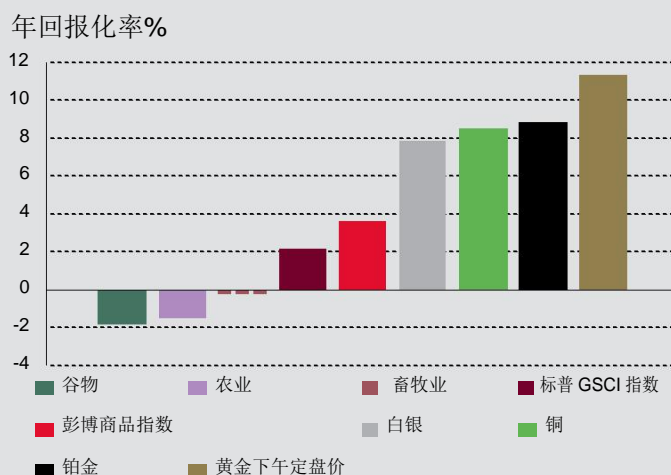
这些独特的属性使黄金有别于各类大宗商品。我们的研究表明，对于带有被动大宗商品敞口的投资组合，明确的黄金配置可以提高其绩效表现。¹⁹

黄金作为避险资产的传统角色意味着，它可以在高风险时期显示出自身的特质。但黄金作为投资品和消费品的双重吸引力意味着，黄金在经济景气时期也能产生正回报。

这种动态很可能还会持续下去，它反映出持续的政治和经济不确定性、持续的低利率以及围绕股市和债市的经济担忧(见 **《2020 年黄金市场展望》**)。

总体而言，大量分析表明，在以印度卢比为基础的投资组合中增加 6% 至 17% 的黄金，可以切实改善投资收益表现，并可以在持续的、长期的条件基础上提升风险调整回报率。¹⁹

图表 9: 黄金的表现优于所有宽基指数和所有大宗商品
大宗商品和大宗商品指数 20 年回报率



1999 年 12 月至 2019 年 12 月以印度卢比计价的年化回报率。指数包括：标普高盛能源指数、标普 GSCI 贵金属指数、标普 GSCI 工业金属指数、标普 GSCI 非贵金属指数、MCX 黄金现货指数(印度卢比/10g)。

来源：彭博社，世界黄金协会

¹⁸ 见第 2 页图 2。

¹⁹ 见第 6 页图 7。

²⁰ 《黄金：最有效的大宗商品投资》，2019 年 9 月，《黄金：设计的金属，天然的货币》，黄金投资者，第 6 卷，2014 年 6 月。

黄金供需的构成与趋势

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。黄金的稀缺性支撑起它的长期吸引力。但同时黄金的市场规模也十分庞大，足以对包括央行在内的各种机构投资者产生重要作用。

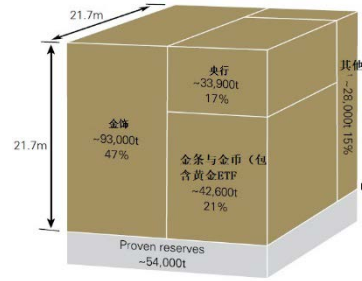
地上黄金存量约为 197,576 吨，价值超过 685.8 万亿印度卢比(图表 1)。21 金矿产量每年约增加 3,500 吨，相当于 1.8% 的年增长率。²²

根据其用途，实物黄金大致可以分为²³：

- **金饰**：92,947 吨（322.7 万亿印度卢比），占 47%
- **央行购金**：33,919 吨（117.7 万亿印度卢比），占 17%
- **金条与金币**：39,722 吨（137.9 万亿印度卢比），占 20%
- **黄金 ETF 与类似产品**：2,885 吨（10 万亿印度卢比），占 1%
- **其他及未说明用途**：28,090 吨（97.5 万亿印度卢比）14%

金融黄金市场由金条、金币、黄金 ETF 和央行储备组成。与主要金融市场的规模相比，黄金细分市场的规模是相当可观的(图表 10)。

图表 1: 黄金供应量相当于 2.6 个奥运会游泳池*

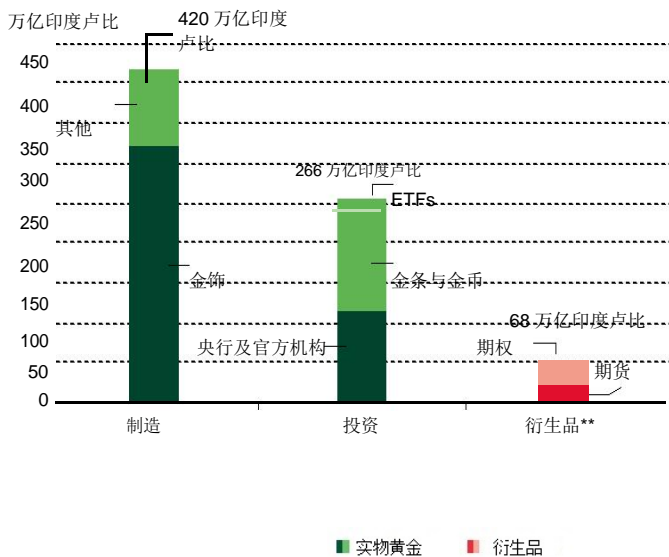


* 数据基于2018年黄金地上存量和标准奥林匹克游泳池的尺寸(长度= 164英尺，宽度= 82英尺，深度= 9英尺)。1 总量中还包括“其他制品”(13%)和“未统计类型”(2%)。

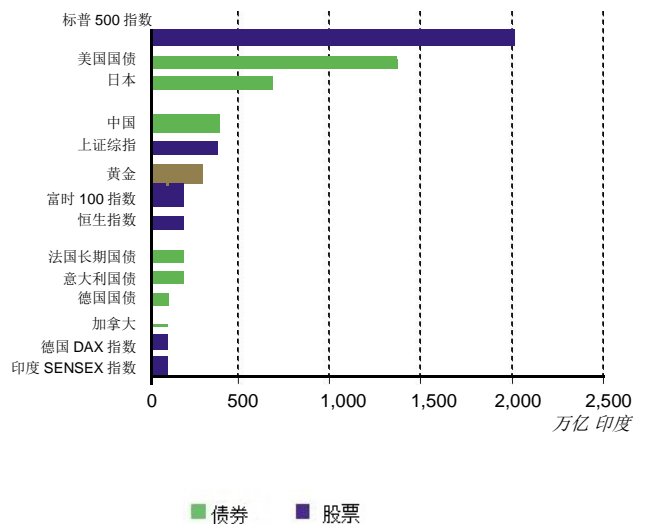
来源：金属聚焦，Refinitiv GFMS，美国地质调查局，世界黄金

图 10: 与许多全球资产相比，金融黄金市场的规模非常庞大，但黄金衍生品的持仓量相形见绌 *

(a) 已开采黄金与黄金衍生品价值



(b) 全球主要金融资产市场规模



*截至 2019 年 12 月 31 日。

**代表在纽约商品交易所、东京商品交易所和场外交易市场中的未平仓合约。

来源：国际结算银行；彭博社；ETF 公司档案，洲际交易所，金属聚焦公司，世界黄金协会

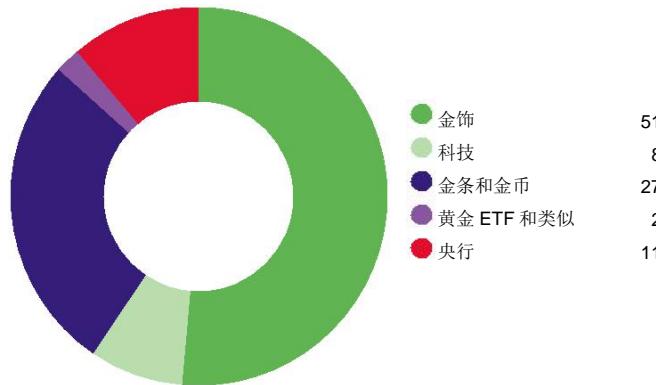
21 数据基于 2019 年 12 月伦敦金银市场协会黄金定价，及金属聚焦、Refinitiv GFMS 和世界黄金协会公布的 2019 年地上黄金存量。

22 根据金属聚焦公司和 Refinitiv GFMS 截至 2019 年 12 月关于 10 年平均黄金矿产量与地上黄金库存量的百分比数据。

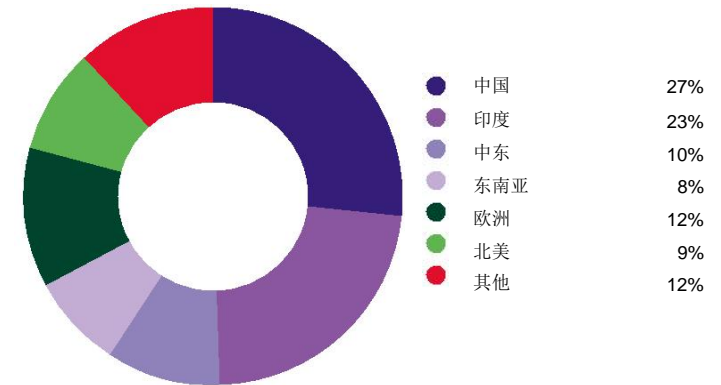
需求的多样性支撑了黄金与其他资产的低相关性

图表 11：全球各地出于各种目的购买黄金——作为消费品、高端电子产品的组成部件、避险投资或投资组合风险分散工具

(a) 按来源划分的 10 年平均年黄金需求*



(b) 按区域划分的 10 年平均黄金需求*



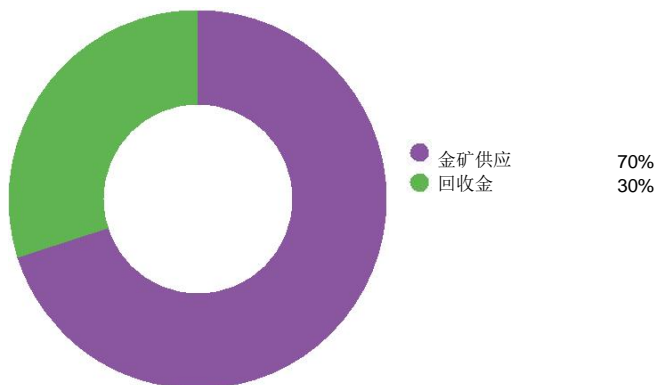
*根据 2010 年至 2019 年的年度需求进行计算。鉴于数据可用性原因，区域细分不包括央行需求。

来源：ETF 公司档案，金属聚集公司，Refinitiv GFMS，世界黄金协会

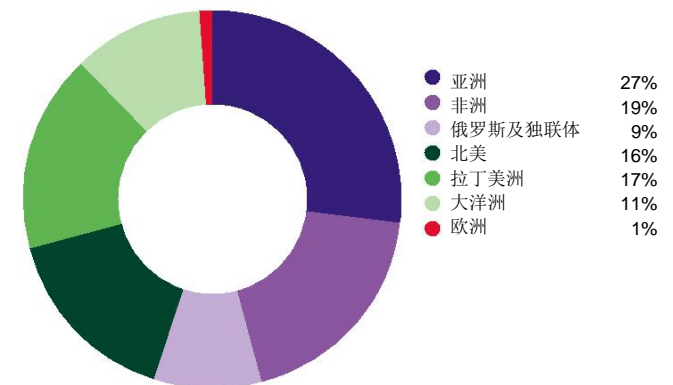
较少的供应面冲击令黄金的波动性降低

图表 12：黄金的供应包括矿采金和回收金；金矿均匀地分布在各大洲，有助于维持黄金相对于大宗商品的低波动性

(a) 按来源划分的 10 年平均黄金供应量



(b) 按区域划分的 10 年平均金矿产量



*根据 2010 年至 2019 年的年度需求进行计算

**根据 2009 年至 2018 年的年度需求进行计算。鉴于数据可用性，区域细分不包括央行需求。

来源：ETF 公司档案，金属聚焦公司，Refinitiv GFMS，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，中国和印度占据了全球黄金需求的25%。如今，在财富增长的推动下，这两个国家的总份额已超过了50%。从长期来看，财富的扩张是拉动黄金需求的最重要因素之一，它推动了金饰消费、科技投资以及金条和金币的购买。²⁴

在机构投资者和散户投资者中，**黄金ETF和类似产品的引入对黄金需求和黄金敞口都产生了重大影响**。

图表 13：不到 20 年间，印度和中国的黄金市场份额翻了一番

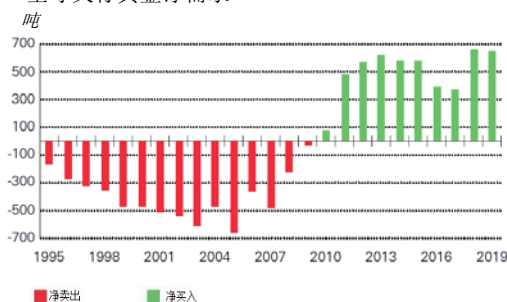
在印度和中国，新兴市场的经济发展创造了印度和中国的消费需求和市场份额*



*消费者需求是指来自金饰、金条和金币的总需求。
来源：金属聚焦公司，Refinitiv GFMS，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黄金需求净来源

全球央行黄金净需求



资料来源：Refinitiv GFMS，金属聚焦公司，世界黄金协会

自 2003 年首次推出以来，黄金 ETF 已积累了约 2,900 吨黄金，价值 10 万亿印度卢比(图表 14)。它的增长在欧洲尤为明显，欧洲的市场份额已接近北美的水平，这也是黄金产品在全球范围获得认可的标志。

近年来，央行的需求发生了转变。自 2010 年以来，储备管理机构一直是黄金的净买家。最近，央行购买的黄金数量创下了数十年来的纪录，利用黄金来实现外汇储备的多样化(图表 15)。

图表 14：黄金 ETF 在世界各地都为黄金引入了新的投资者
年 ETF 黄金需求和累积持有量*

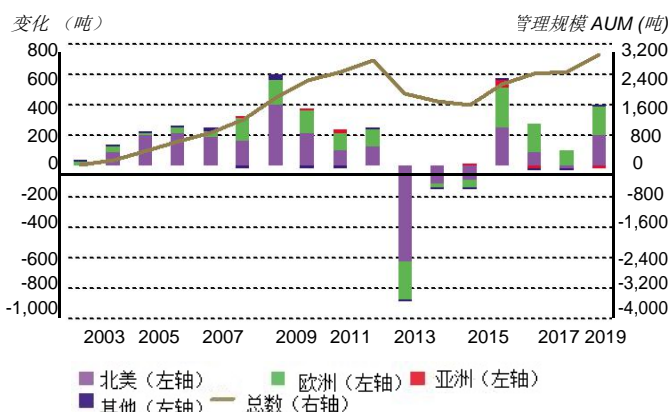
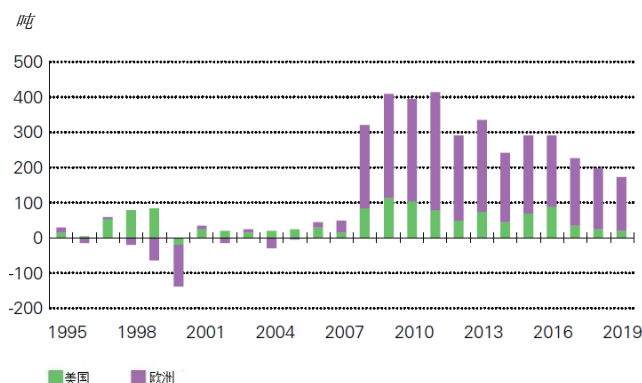


图 16：金融危机后，美国和金条和金币市场走强
美国和金条和金币需求*



欧洲（不包含俄罗斯及前独联体国家）

资料来源：Refinitiv GFMS，金属聚焦公司，世界黄金协会

²⁴ 同上

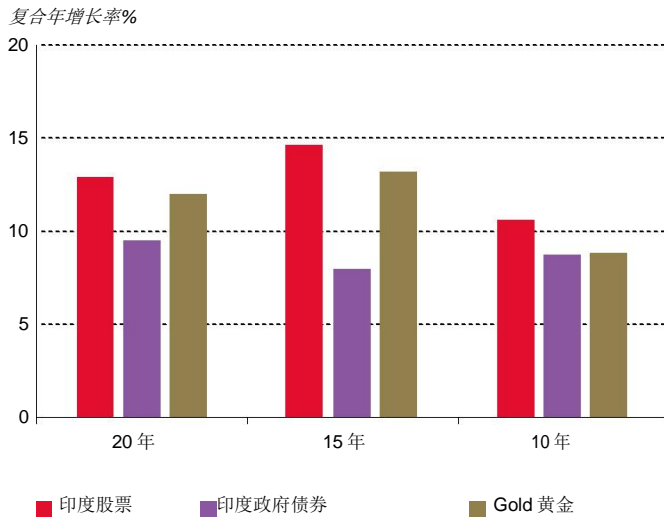
²⁵ 截至 2019 年 12 月 31 日。更多信息请访问 Goldub.com。

附录一：黄金在不同时间周期中的表现

年增长率与历史回报率

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

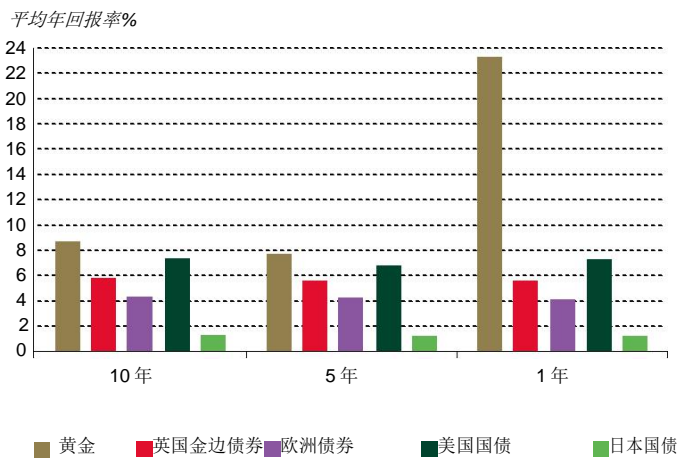
主要资产类别的复合年增长率*



*截至 2019 年 12 月 31 日。以印度卢比计算印度 BSE Sensex 指数，使用 NSE 和 BSE 10 年期政府债券指数的混合政府债券指数，以及使用 2005 年前彭博数据和 2005 年后 MCX 黄金现货价格的混合黄金价格的总回报指数。

资料来源：彭博社，印度孟买证券交易所（BSE），印度国家证券交易所（NSE），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*



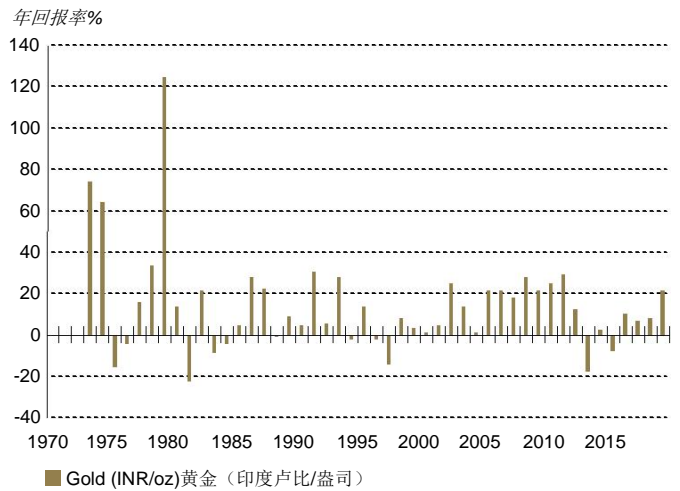
*由于债券数据有限，引用自 2004 年 12 月 31 日至 2019 年 12 月 31 日的的数据。

所有数据均以印度卢比计算，为未对冲数据。使用的指数包括：欧洲债券（ICE 美银 AAA 欧元政府指数）、日本国债（ICE 美银日本政府指数）、英国金边国债（ICE 美银英国金边国债指数）、美国国债（摩根大通 GBI 美国未对冲）和伦敦金银市场协会（LBMA）现货黄金下午定盘价。

资料来源：彭博社，洲际交易所，世界黄金协会

图表 18：经历了 20 世纪 70 年代较高的价格波动后，黄金的回报率变得更加稳定

1973 年以来黄金价格的年回报率*

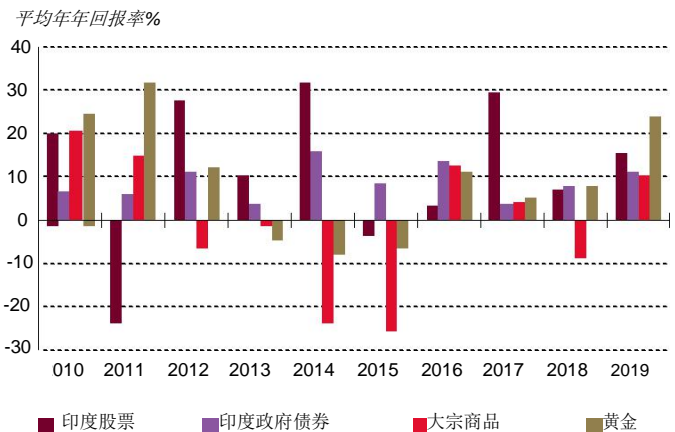


*截至 2019 年 12 月 31 日。以印度卢比计算的 LBMA 下午黄金定盘价。一般而言，我们会分析 1971 年布雷顿森林体系崩溃后的黄金表现数据。在此例中，以印度卢比计算的黄金价格数据只能追溯到 1973 年 1 月。

资料来源：彭博社，洲际交易所，世界黄金协会

图表 20：过去 10 年间，黄金在大多数年份都实现了正投资回报率

2010 年以来黄金价格的年回报率

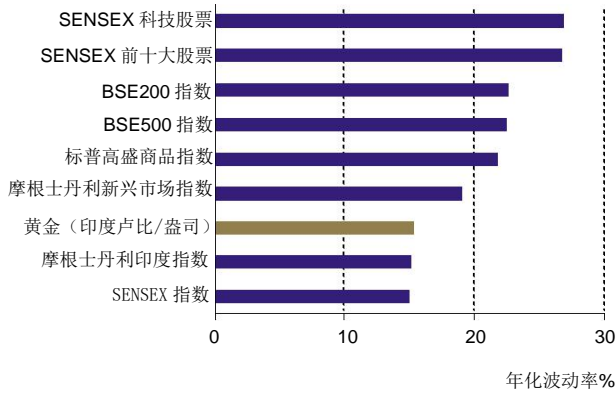


*截至 2019 年 12 月 31 日。基于巴克莱 1-3 年期印度国债指数、标普 BSE Sensex 指数、CRISIL 公司债券指数、混合商品指数(使用 MCX- isi 和 MCX iComdex 指数)和 MCX 印度现货黄金指数的以印度卢比进行计算的总回报指数。

资料来源：彭博社，洲际交易所，印度大宗商品交易所（MCX），世界黄金协会

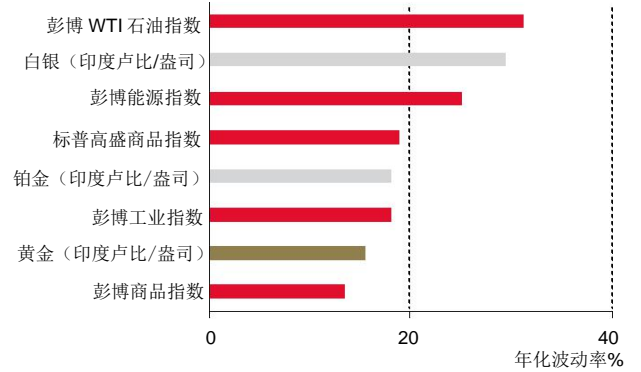
与大多数股票和大宗商品相比，黄金的波动性较小

图表 21：黄金的波动性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 日之间的日回报率计算的。计算中仅包含具有 10 年数据的股票。
资料来源：彭博社，洲际交易所，世界黄金协会

图表 22：黄金的波动性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 日之间的日回报率计算的。
资料来源：彭博社，洲际交易所，世界黄金协会

黄金在低或负实际利率环境中表现良好

图 23：全球负收益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

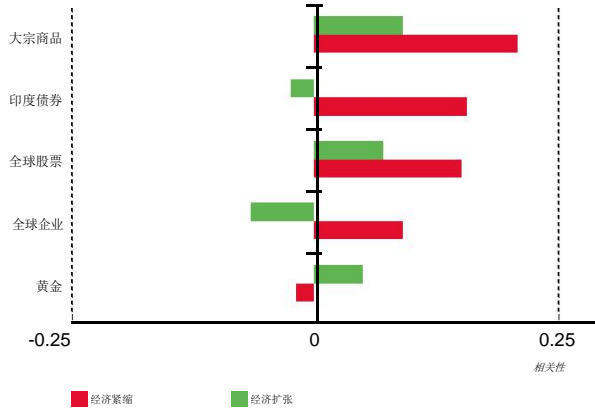


2015 年 9 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日的月度数据。负收益率债券数据基于彭博巴克莱全球负收益率债券市场水平。
资料来源：彭博社，世界黄金协会

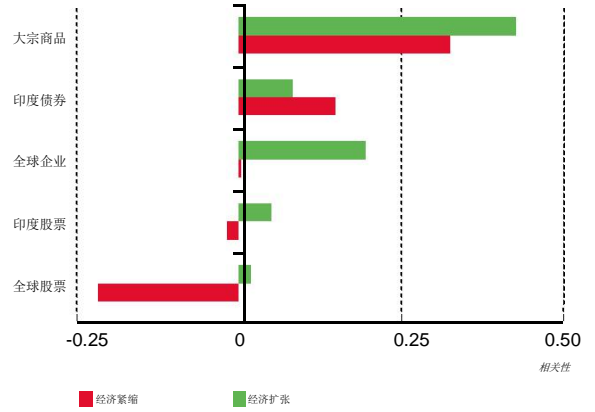
跨越经济周期的有效相关性

图表 24: 在经济扩张和紧缩时期, 黄金是一种有效的风险分散投资工具

(a) 印度股票与主要资产的相关性*



(b) 黄金与主要资产的相关性

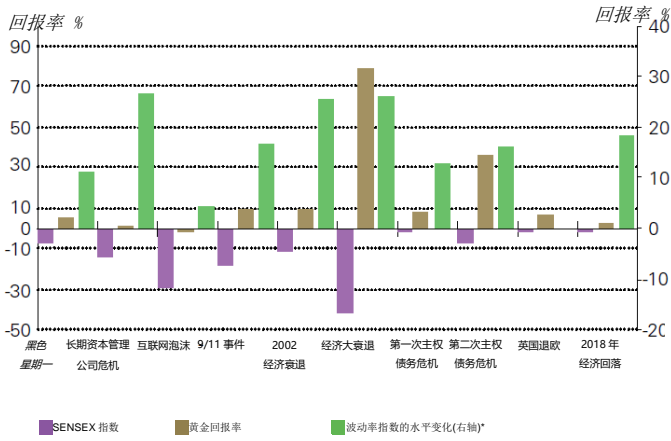


* 基于 1999 年 12 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日之间的以英镑计价的月度回报率。经济扩张和紧缩时期根据印度统计研究所的定义确定。
资料来源: 彭博社, 印度统计研究所, 世界黄金协会

黄金经常被视为安全避风港

图表 25: 在系统性风险时期, 金价趋于上涨

SENSEX 指数和黄金回报率与 VIX 波动率指数水平的变化*

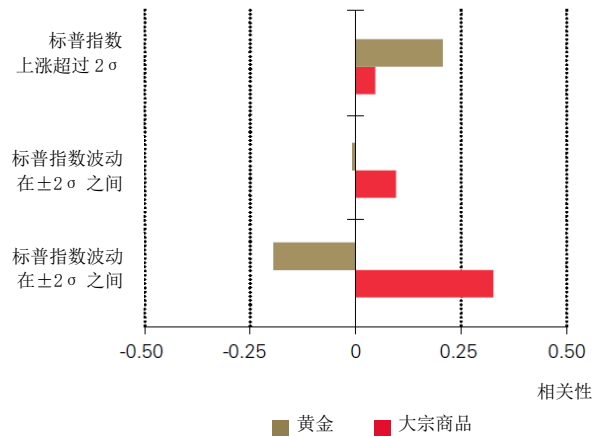


* VIX 波动率指数仅在 1990 年 1 月以后才有。对于该日期之前发生的事件, 使用标普 500 指数 30 天年化波动率作为替代指标。使用日期: 黑色星期一: 1987.9 - 1987.11; 长期资本管理公司危机: 1998.8; Dot-com 泡沫: 2000.3 - 2001.3; 9/11 事件: 2001.9; 2002 年经济衰退: 2002.3 - 2002.7; 经济大衰退: 2007.10 - 2009.2; 第一次主权债务危机: 2010.1 - 2010.6; 第二次主权债务危机: 2011.2 - 2011.10; 2018 年经济回落: 2018.10 - 2018.12。

资料来源: 彭博社, 世界黄金协会

图表 26: 黄金与股票的相关性, 有助于在经济景气和景气时期, 提升分散投资的表现

在不同的股市环境下, 黄金与美国股票回报率之间的相关性*



* 截至 2019 年 12 月 31 日。相关性根据 1971 年 1 月以来, 彭博大宗商品指数, 和伦敦金银市场协会 (LBMA) 黄金下午收盘价的周回报率计算得出。中间的条形代表整个时期的无条件相关性。底部的条形代表标普 500 指数周回报率下跌超过两个标准差(σ)时的相关性。顶部的条形代表标普 500 指数周回报率上涨超过两个标准差(σ)时的相关性。标准偏差是基于整个期间相同的周回报率进行计算的。

资料来源: 彭博社, 洲际交易所, 世界黄金协会

附录二：可供印度投资者选择的投资产品

印度投资者可以选择不同类型的黄金投资产品，包括：实物黄金（金条和金币）、黄金 ETF、黄金主权债券(SGB)和数字黄金。这四类产品的相关特点如**图表 3**所示。

图表 3：实物黄金、黄金 ETF、黄金主权债券和数字黄金的产品特点

参数	实物黄金	黄金 ETF	黄金主权债券	*数字黄金*
名称	多种，包括：22k (916) (916), 24k (995;999;9999)	(usually less than 1%) 由 24k (995) 金条支持，但大多数包含有少量现金或其他等值物(通常少于 1%)	以黄金克数来命名，等同于 24k (999)	24k (995;999;9999)
投资限制	最小值或取决于供应量或供应商指导方针	最小值为相当于 1/2 克的黄金	每个投资者最少 1 克，最多 4 千克	最少 1 卢比，取决于供应商
利息	无	无	每年 2.5%，每六个月支付一次	无
期限	N/A	N/A	8 年有效期限，可在第 5 年后选择退出；投资者也可以在二级市场进行买卖	N/A
托管和保险	专业保管和保险费用另计	根据印度证券交易委员会 (SEBI) 相关条例而定	N/A	专业的保管和保险费已包含在黄金价格里(取决于各供应商的条款)
税务问题	一般性资本利得税	一般性资本利得税	如持有至到期日，可免除缴付资本利得税	一般性资本利得税
其他	N/A	由印度证券交易委员会 (SEBI) 管理	由印度储备银行 (RBI) 发行	N/A

资料来源：印度储备银行、相关实物黄金、黄金 ETF 和数字黄金提供商

*数字黄金允许投资者在网上购买实物黄金，将其储存在专业的金库里，在有需要时可进行提取。

请访问 gold.org 互联网投资黄金部分。

重要提示：以上信息均为公开来源。以上并非对上述任何产品的投资/撤资建议，亦不应视为投资或税务建议。如果作为本文件的接收者，您对上述产品有任何疑问，请咨询法律授权的证券投资顾问。以上所列的法律法规概要，仅为读者提供有关印度法律的一般信息和理解。不构成具体的法律咨询。欲了解进一步信息，请参阅本报告末尾的免责声明和信息披露章节。

补充阅读

以下是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、过度杠杆和低利率——黄金牛市的潜在驱动力》](#)，鲁政委，2019年12月
- 法国巴黎银行：[美联储持续降息，黄金未来走势？](#)，Harry Tchilinguirian，2019年10月
- [First Eagle 投资管理公司关于黄金对投资组合贡献的看法](#)，Thomas Kertsos，2019年9月
- [《现金的诅咒与黄金的诱惑》](#)，Kenneth Rogoff，2019年2月。

市场和投资咨询

- [《2020年黄金市场展望》](#)，2020年1月
- [全球黄金ETF的持有和流动](#)，2020年1月
- [《投资资讯：目前可能是增持黄金，减持债券的好时机》](#)，2019年10月
- [《2019年黄金市场中展望：当上升的风险遇到宽松的货币政策》](#)，2019年7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
- [《增加黄金交易中提高的透明度》](#)，2018年12月

深度报告

- [互联网投资黄金](#)
- [《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

- [2019年全年与第四季度报告](#)，2020年1月
- [2019年第三季度报告](#)，2019年11月
- [2019年第二季度报告](#)，2019年8月
- [2019年第一季度报告](#)，2019年5月

QaurumSM：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影响的方法，该方法可以帮助使投资者确定黄金的长期回报。



Important information and disclaimers

重要信息与免责声明

© 2020 世界黄金协会保留所有权利。世界黄金协会和环形图案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。信息与统计数据属于世界黄金协会或其附属机构(统称“WGC”)，或第三方提供商的版权和/或其他知识产权。各方保留其所有权利。

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。

分散投资不能保证任何投资回报，也不能消除损失风险。通过配置黄金而产生的各种投资回报的最终结果从本质上来说是假设性的，可能无法反映实际的投资结果，也不能保证未来的结果。世界黄金协会不对在任何假设的投资组合中使用的任何计算结果和模型，或任何因使用此类工具产生的任何结果予以保证或担保。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探讨自己的实际情况。

本文包含一些前瞻性陈述，比如在一些陈述中使用了“相信”、“预计”、“可能”或“建议”等词语或类似术语。但此类陈述是以当前预期为基础的，可能会发生变化。前瞻性陈述都会有一定的风险和不确定性。我们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。

关于 QaurumSM和黄金评估框架

请注意，通过使用 Qaurum、黄金估值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。世界黄金协会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。



Printed on FSC certified paper which is manufactured entirely with wind energy and contains 100% post-consumer recycled fibre.

This paper is certified by Green Seal for FSC standards which promotes environmentally appropriate, socially beneficial and economically viable management of the world's forests.

世界黄金协会
7th Floor, 15 Fetter Lane
London EC4A 1BW
United Kingdom

电话: +44 20 7826 4700

传真: +44 20 7826 4799

网址: www.gold.org