

大宗商品周期论系列报道之黄金

编者按：2021年，大宗商品各板块悄然开启了一轮牛市行情，一时间，“大宗商品超级周期”言论四起，以龙头品种原油、铜、黄金等为代表性的商品备受关注。有机构认为，现阶段，龙头商品走势与历史上全球经济两次复苏时表现相符，大宗商品走势表现是经济周期拐点的有力证明。即日起，《证券日报》将结合券商、公募、私募和期货等机构观点，分系列对大宗商品与经济复苏的内在关联性进行深度报道，力图为消费者提供清晰的内在逻辑。本篇为开篇之作，对黄金在经济复苏中所扮演的角色进行深度报道。

机构激辩“大宗商品周期论” 黄金未纳入代表性商品有“隐情”

■本报记者 马方业 张志伟 王 宁

黄金所具备的金融属性和商品属性已有上千年历史，在历史上全球经济复苏过程中，黄金也扮演着与美元负相关性、增值保值角色。走进2021年，黄金走势却独树一帜，与原油和铜等强势上扬行情相悖，始终弱势震荡，并不断创出阶段性新低。

近日，《证券日报》记者通过对多家机构走访了解到，机构对当前大宗商品开启复苏周期观点进行了激烈辩论，但均不认同将黄金作为同等代表经济复苏的商品类别，认为黄金的本质在于流动性，更多具备金融属性，并不具备较强的商品属性。同时，黄金与美元的负相关性、保值增值功能更多体现在经济滞胀时期。

另有机构分析认为，影响黄金价格的最大因素在于利率波动，黄金更多是资产的体现形式。在经济复苏过程中，市场风险偏好回升，资本更看重资产回报率，当通胀落实、经济循环启动时，通胀预期下行和利率预期上行，这也是当前黄金会受到双重打压的根本原因。

黄金拐点 与两次全球经济复苏

多数分析人士将历史上两次全球经济复苏与黄金走势相结合，尤其是在1944年布雷顿森林体系建立，实质是美元与黄金挂钩，从而建立以美元为中心的全球经济体系。事实上，历史上的两次全球经济复苏更多是对商品的需求增加。

分析人士指出，从宏观层面上看，历史上每一次大宗商品进入超级周期，皆因全球经济内部出现新的增长动力，对大宗商品产生了持续不断的需求增加，经济政策、货币宽松、气候原因等波动因素不是根本动因。

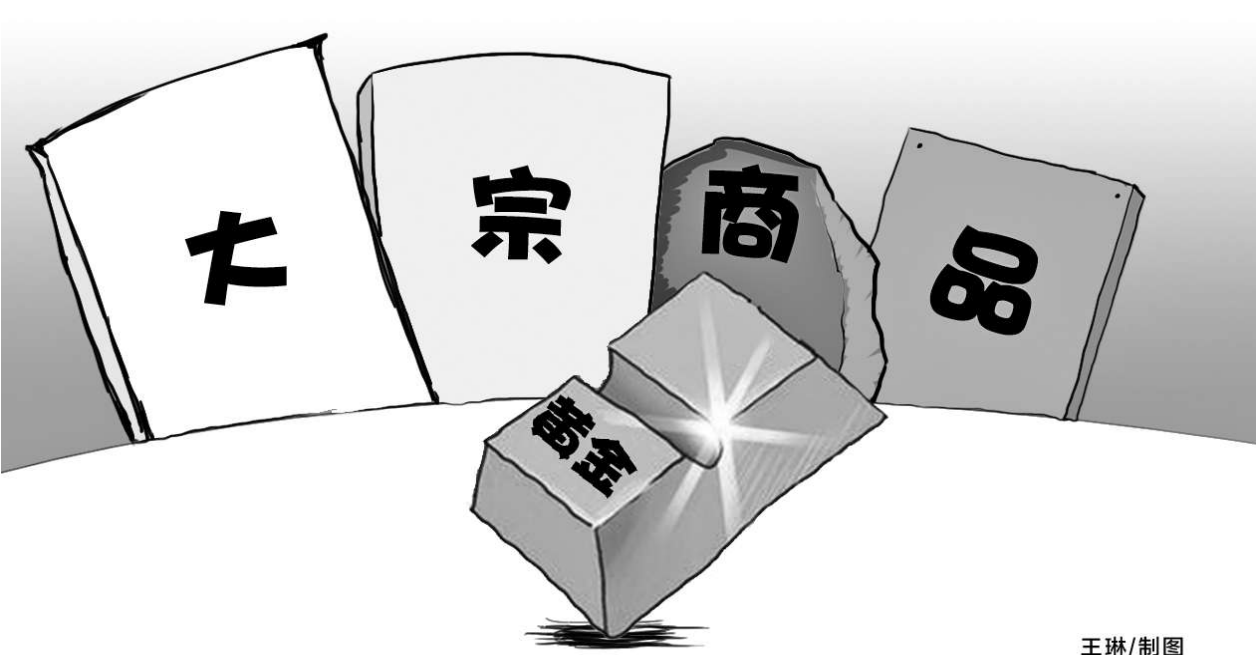
过去全球有两次大的危机后的经济复苏，一是2000年互联网泡沫破裂后到2007年，二是2008年后到2017年的全球经济复苏，期间黄金的表现并不相同。第一次全球经济复苏时，黄金基本伴随整个经济恢复过程，跟随整个实际利率不断走低而持续上涨。《证券日报》记者根据纽约商品交易所黄金期价显示，2000年年初，COMEX黄金期价维持在320美元/盎司附近，到了2007年底，黄金价格已攀升至900美元/盎司关口；期间黄金价格始终处于上行通道中，不断突破400美元/盎司、500美元/盎司、600美元/盎司，以及后来的800美元/盎司、900美元/盎司关口。

通过观察，在这一时期，黄金价格的上涨与经济复苏呈正相关性，更多兼具商品属性。而到了2008年金融危机后的复苏阶段，黄金更好的表现则是在2011年—2013年阶段；期间在2008年至2011年，黄金价格保持上扬态势，但进入2011年触及1923美元/盎司高点后，便进入了长达5年的反复震荡，在2015年年底，更是创出了阶段新低点1045美元/盎司，险些失守1000美元/盎司关口。

有分析人士表示，在2017年后，美联储考虑退出量化宽松政策的信号释放后，黄金价格整体仍然处于弱势状态。整体来看，影响黄金价格的核心因素是利率波动，除了看通胀周期也要看美联储货币政策，看金融周期不能简单一概而论。

诺安基金国际部总监宋青告诉《证券日报》记者，我们更多以货币角度来看待黄金，可将黄金当成美元的替代品，从长周期看，美元与金价呈明显的负相关，也就意味着美元指数的高低，将影响金价的走势。“目前形势下，黄金价格预期更多地反映市场对风险资产喜爱的程度及流动性的衡量，或者说更多反映其金融属性，而商品属性的表现偏弱”。

悟空投资策略分析师古嘉渝告诉《证券日报》记者，黄金走势并不能代表大宗商品周期。铜和铝等大宗商品，是基于经济基本面的供需做出价格变化，而黄金虽然也具有商品属性，但是在实际工业领域，其使用量占比并不高，因此在经济修复到通胀阶段，黄金的表现往往不如铜铝等工业金属。此外，黄金除了受通胀预期影响



王琳/制图

外，还受到利率影响，而利率的变化主要看美联储货币政策导向，也就是说黄金还要受到金融周期的影响。

黄金走势 不具备经济复苏代表性

去年以来，黄金与其他大宗商品在不同阶段保持出一定的正相关性，但进入去年8月份后，黄金一改往日走势，整体维持弱势回调。进入2021年，在大宗商品各板块轮动背景下，黄金仍然保持弱势盘整，有分析认为，黄金的回调或与大宗商品开启复苏周期有关，或是与原油和铜等龙头大宗商品一样，是开启经济复苏的信号。

不过，《证券日报》记者通过对多家机构采访了解到，当前，黄金走势并不能作为大宗商品开启周期的代表，更不能是全球经济复苏的有力信号。

星石投资首席研究官方磊告诉记者，黄金走势与大宗商品开启复苏周期并不完全相同，黄金和其他大宗商品有较大的区别，虽然在流动性受益上是一样的，但在经济预期方面则是相反的。黄金在“经济下行、通胀上行”阶段会表现较好，而大宗商品在“经济上行、通胀上行”阶段则会表现较好，这也是以有色为代表的大宗商品自去年起备受认可的原因。

方磊介绍说，目前全球经济复苏已经成为主线，需求有望快速恢复，经济会逐步走向扩张，例如2月份美国、欧元区等PMI数据均好于预期，加之美国1.9万亿美元财政政策支持刺激即将落地，货币政策维持宽松，通胀处于上行阶段，这些因素都为位于中上游的大宗商品提供支撑，预期价格会不断创新高。

银河期货贵金属研究员万一菁也向记者表示，黄金走势并不能代表大宗商品周期，因为黄金本身的金融属性更强，而大宗商品价格更多是商品属性所引导的，这也是近期以铜为主要有色金属大涨原因。黄金是资产的一种表现形式，在经济复苏过程中，市场风险偏好回升，资本更看重资产的回报率，此时，风险资产表现会好于黄金，黄金对资金的吸引力也会大幅下降，从而进一步打压黄金价格。

私募排排网未来星基金经理夏风光也认为，黄金走势与大宗商品周期之间有关联但又具有根本性不同。他说，黄金价格主要体现在实际利率的对标，是货币信用的对标品，与供求关系不大，因为历史上生产出的黄金绝大部分都以不同形式保留下来，实际用量占比很少，而大宗商品主要是供求关系的体现，虽然在一定程度上也体现出通货膨胀水平，但核心推手仍然是需求和供给的关系。

夏风光同时表示，黄金价格牛市往往对应着滞胀的经济周期，大量债务和信用被创造出来，经济复苏乏力，通胀高位运行。反之，如果经济运行态势良好，通货膨胀水平低于经济增速，黄金则往往走向弱势。

通胀预期 主导黄金价格走势

2020年以来，黄金走势较为反复，前期以强势上涨行情为主，但到了后

期，则以弱势盘整表现。有分析表示，在此期间黄金与美元的负相关性，以及保值增值功能发挥，显得并不突出。

“黄金与美元的负相关性主要是基于流动性所致。美联储释放天量流动性，导致美元供给增加，美元下跌，而黄金等各类资产价格相应上涨。”方磊表示，但同时黄金还具有避险属性，当经济上行时，黄金吸引力下降，因此，黄金走势主要受到流动性和经济预期特别是美国经济预期的多重影响。

万一菁则认为，黄金与美元并非完全呈现负相关性，并认为两者均受实际利率所支配。她说，去年8月份以来，黄金与美元指数整体均为下跌趋势，并不存在负相关性关系。由于黄金作为商品的定价是以美元计价，所以在其他影响因素较弱情况下，美元对贵金属也会产生一定影响。

与此同时，黄金的保值增值功能其实是指抗通胀能力。当现金贬值时，黄金价格会随之而上涨，内在逻辑是：当名义利率涨幅小于通胀，导致实际利率下行，此时持有黄金成本更低。

万一菁介绍说，由于投资者把黄金作为美国国债和通胀预期的替代资产，金融危机时期，美联储增加货币供应量，通过债券购买推动债券收益率走低（即价格走高），尤其当收益率接近零而通胀预期走高时，由于债券价格过高，投资者更愿意购买黄金，黄金价格会随着债券价格同时上升。

夏风光则表示，2020年以来，在负利率和经济政策驱动下，黄金创出了历史以来新高，但在最近半年来，黄金的走势受到美国10年期国债利率不断上行的压制，同时受到资金分流影响，出现了持续周期较长的调整。“目前金价已经回到去年疫情扩散之初的水平，与历史上利率水平以及存量债务水平的比较来看，当前金价属于合理低估的位置”。

大宗商品 开启复苏周期存争议

年初至今，大宗商品板块轮涨，部分商品价格更是创出了新高，其中，原油和铜等龙头商品品种，更是表现抢眼。不少机构表示，大宗商品超级周期或已开启；但也有机构认为，供应端的恢复和各国停止货币刺激政策才是关键点。

方磊认为，当前正迎来新一轮的产能周期。过去10年间，从金融危机后带来的全球投产高峰开始，之后就一直在经历漫长的产能出清过程，期间经历了三个阶段：一是自2011年起，随着需求持续下滑，市场开始了自发的产能出清。2016年的供给侧改革和环保督察开启进一步加速产能出清进程。

二是在2017年金融去杠杆等背景下，信用收缩、企业信心下滑，导致产能扩张被迫中止、制造业投资快速下滑，直到2019年4月份才基本企稳；这轮出清非常猛烈且彻底。

三是2020年需求暂时性冻结再度冲击企业信心，投资下滑，供给端已经过度出清。

方磊认为近期的石油和基金属大幅上涨，实际是在过度出清下，经济复

苏带来需求恢复，供需缺口加大，推升大宗商品价格，推动新一轮产能上行周期开启。

记者了解到，与星石投资观点类似的还有高盛。高盛在近期发表的最新观点中指出：大宗商品已进入新一轮结构性牛市。

高盛分析师杰弗里·柯里表示，就大宗商品而言，新一轮的结构性牛市已经开始，除了可可和锌之外，所有市场都出现了结构性供应短缺。大宗商品牛市是由需求推动的，而不是由供应推动的。“大宗商品是需求增长、美元走软和通货膨胀之间的关键纽带，这就是为什么从统计上讲，大宗商品一直是抵御通胀的最佳对冲工具”。

高盛表示，大宗商品现货价格因经济活动强于预期而受益，因为无论经济增长速度如何，都带来了大量短缺。在未来12个月中，能源、工业金属、贵金属、农业和畜牧业的回报率预计分别为19.3%、19.1%、15%、4.8%和负0.6%；同时，今年布伦特原油价格为55美元/桶，2022年将涨至65美元/桶，WTI（美国西德克萨斯轻质中间原油）原油价格2022年则涨至62美元/桶。

不过，在诺安基金、银河期货、悟空投资和私募排排网看来，当前大宗商品复苏周期基础并不牢固，虽然通胀预期比较看好，但潜在的经济增速水平并不高。

宋青认为，最近尽管大宗商品价格涨幅明显，但我们的判断是超级大周期待验证，但可以积极拥抱小周期。他介绍说，如果回顾大宗商品指数的历史表现，大宗商品价格一般能分为两种上涨：一是由于重大事件（比如1970年的布雷顿森林体系瓦解）、或重大经济体崛起（2000年中国工业化和城镇化阶段）的超级上涨，这种上涨一般持续时间较长，上述两周期长达10年；二是在全球经济和货币政策相对平稳下的波动上涨，一般持续2年—3年时间，更多由库存周期主导。

他表示，从重大经济体崛起角度看，中国尽管仍在工业化和城镇化的进程中，但发展基调正逐渐从快速发展向追求高质量发展切换，意味着中国整体经济增速将趋于平缓、对大宗商品的需求拉动也难以重复2000年—2010年期间。

万一菁表示，随着目前全球疫苗推广，市场对未来的经济修复预期不断上升，这为提高大宗商品需求增加了预期，从而推动了商品价格上涨，但后期供应端的恢复和各国刺激政策才是关键点，毕竟今年年初市场已经迎来一波通胀预期。

古嘉渝也认为，考虑海外疫苗推广正在加速，二季度海外经济将进一步复苏，下半年继续看好通胀预期的不断提升。但从更长时间维度看，全球经济的经济增长将会回到较低的潜在增速水平，大宗商品的超级周期经济基础并不牢固。

夏风光补充表示，大宗商品除了会受到通货膨胀推动外，更主要的推手来自需求端，当前的需求主要来自欧美国家的补库存，但宏观经济复苏将难以恢复到此前水平，因此，大宗商品强势可能只是阶段性。

政府区块链招投标市场活跃 “区块链+警务”等多元化领域成方向

■本报记者 李 冰 见习记者 张 博

目前，政府招投标是建设区块链公共服务设施的重要途径，正在逐渐被业内所关注。

进入2021年，《证券日报》记者注意到，已有多政府单位开始对区块链项目进行招标。记者根据中国招标与采购网公开信息不完全统计发现，四川省阿坝藏族羌族自治州理县财政局“区块链+财会监管”平台项目、大理州洱海管理局区块链赋能洱海保护治理“洱海卫士”小程序项目、新余市人力资源和社会保障局新余市“区块链+电子社保卡”等项目已开始招标。

零壹智库助理研究员孙翼对《证券日报》记者表示，通常来讲，政府项目招标的主要目的是建设公共服务设施、推动技术落地与应用，而技术研究、政策咨询等项目较少通过招标的方式开展。他进一步指出，“自2020年4月份，区块链被正式纳入新型信息基础设施的范畴，在政务层面催生了较大的区块链系统改造需求。从具体项目中也可以看出，招标项目大多是面向政府部门具体业务开发区区块链信息管理系统、区块链监管系统等，用区块链技术优化公共服务的效率效果。”

区块链项目招标 侧重于政务领域

据零壹智库与数字资产研究院联合发布的《政府区块链项目招投标普查报告2020》（下称：报告）数据显示，自2016年首次出现政府区块链相关招投标项目起，截至2020年12月31日，共有86个政府部门、政府下属科研机构发布区块链相关项目。招标单位覆盖18个省，企业单位是政府区块链项目中标的主要力量，其中小微企业占比超过60%；仅2020年全年来看，政府区块链项目招投标呈现招标数量多、覆盖地域广、参与企业多、中标金额大等特点。

具体来看，2016年—2020年政府招标项目数量分别为1个、3个、9个、28个、72个。《证券日报》记者注意到，在2020年政府招标的72个项目中，侧重领域并不相同。其中应用开发类占比最高，占比67%，而在应用开发类当中，又可进一步划分为金融、存证、商业、政务、民生、网络安全等领域。其中，政务领域的应用开发项目招标数最多，为17个；存证和金融领域紧随其后。

《证券日报》记者从中国招标与采购网查询发现，去年在政务领域已有黑龙江省哈尔滨市营商环境建设监督所需哈尔滨市政务服务区块链平台项目、杭州市区块链电子印章场景应用平台服务项目、广东省政务区块链基础平台建设等项目招标。

其中，杭州市区块链电子印章场景应用平台服务项目金额较高、较为典型。是杭州市数据资源管理局在2020年12月份发布并完成招标的项目，最终由蚂蚁区块链科技（上海）有限公司以1848万元的价格中标。据了解，该平台将为政府、企业、公众提供基于区块链技术的电子印章可信流转、授权使用、真人核验等功能，全面解决在制章、管章、用章等方面的痛点。

国际新经济研究院执行董事付饶对《证券日报》记者表示，“区块链正在走出科研院所，走入寻常生活，政府需要区块链赋能更具体的应用场景”。

此外，从区块链项目中标金额来看，据《证券日报》记者不完全统计，自2016年—2020年中标金额超过500万元的项目仅有9个，其中7项在2020年发布并完成评标。

具体来看，雄安新区自主可控区块链底层技术平台项目中标金额最高，高达3851万元；区块链综合性金融服务平台项目中标金额为3500万元；中标金额最低的为金昌市网络货运区块链服务平台建设项目，为580万元。

值得一提的是，雄安新区自主可控区块链底层技术平台项目也是迄今为止政府区块链项目中总中标金额最多的项目。据了解，该项目于2020年9月30日发布，是综合性关键基础设施建设项目，将为雄安新区后续区块链应用提供可靠的底层平台，推动区块链与经济社会的全面融合。

孙翼表示，“项目中标金额能够在一定程度上反映项目功能的

复杂性项目规模，2016年—2018年政府区块链项目中标金额整体较低，显示出当时区块链项目尚处在初步发展期；2019年，50万元—300万元的项目逐渐增多，一些综合性区块链项目开始出现；2020年区块链项目整体中标金额均有所提升，并出现了多个千万元级项目，反映出政府区块链项目已经进入大型区块链底层基础设施建设的阶段”。

付饶也指出，“大项目中标金额不断创新高，意味着随着技术的成熟，大型区块链底层基础设施的建设、综合类项目将开始出现”。

北京、广东等地 招标较为活跃

此外，从2020年政府招标情况来看，据不完全统计，北京、广东、福建、上海等18个省份的政府部门均发布了区块链项目招标公告，参与区块链项目招标的政府和科研机构覆盖省份越来越多，从各地招投标数上看，北京不论是招标数还是中标数都居于前列，广东、福建、上海等地也显示出十分强劲的发展势头。

“招标单位主要在北京、广东等地，这些地区在政策向上将区块链技术作为该地信息技术创新的重要一环，各级政府也积极开展区块链项目建设，招标项目较多。”孙翼对《证券日报》记者分析称，“而从中标单位来看，北京、广东、上海等地居于领先地位，反映出这些地区的区块链企业较多，实力也较为雄厚，能够在投标单位中脱颖而出，同时这些地区的高校资源较为丰富，能够支持企业进行技术创新，形成自身竞争力。”

付饶对此说法表示认同，他在接受《证券日报》记者采访时表示，“北京、广东、上海作为招投标单位和覆盖的主要省份，这些省份是区块链应用的‘排头兵’，是区块链科技创新高地、应用示范高地、产业发展高地、创新人才高地，对全国其他省份推进各领域区块链应用都具有一定的参考与借鉴意义。”

此外，值得一提的是，记者注意到，在北京与广东的2021年政府工作报告中，对区块链相关规划提及主要倾向于“巩固”和“壮大”。

具体来看，北京在去年“强化区块链等关键核心技术攻关”的基础上，于今年提出“围绕人工智能、区块链等推进一批重大项目”，并“壮大信息技术、健康医疗、智能制造、区块链和先进计算等优势产业规模。”而区块链企业数量最多的广东也有类似表述，提出了“巩固数字产业发展优势，推进人工智能、大数据、区块链、物联网等产业发展壮大。”

中国计算机学会区块链专委会委员夏平对《证券日报》记者指出，“自2019年以来，社会对区块链的关注度显著提高，区块链技术推进发展中，政府扮演了重要角色，而在政府充分重视的同时，也应充分意识到区块链技术发展仍然任重道远。”

陀螺研究院院长、深圳市信息服务区块链协会副会长余维仁则对《证券日报》记者坦言，“区块链技术是未来数字经济的重要基础设施，是下一代价值互联网，是新的竞技场道，大家处于一起跑线，抢占区块链新高地就是抢占未来的发展优势”。

而对于今年政府区块链招标项目情况预测，孙翼表示，招投标市场与行业发展情况密切相关，2020年区块链产业的长足发展为2021年打下了良好基础，随着区块链政策环境更有利、标准更完善、投融资更活跃、企业发展水平更高、产业链更完善，整个产业仍将在未来一段时间内保持增长势头，政府招投标市场也将更加活跃，招标项目将进一步增加，项目类型也会更多元。

他进一步分析称，目前一些主要处在理论阶段的领域将迎来更多落地应用的出现，“区块链+警务”“区块链+水利”等领域都将成为政府招标的方向；同时，随着时代的发展，不断有新的问题被提出，“区块链+疫苗管理”“区块链+党务治理”等更多元的招标方向也可能纳入各地新政府的考虑范围。同时，由于远程办公的推广，跨省投标的情况会更常见，这也有利于区块链基础薄弱地区的区块链项目建设。