

任寿根

黄金价格于2019年8月7日突破1500美元的关键关口，刷新2013年4月来的高点，展现强劲上涨势头。此波黄金价格上涨启动于2018年7月，到2019年8月持续上涨了一年多的时间。此波黄金价格上涨是被压抑许久的一次“呐喊”，是沉默许久的一次爆发。此前的一些年，黄金价格一直涨不动，其避险功能、保值功能以及货币功能似乎被人们遗忘和忽视，无论国际上出现多大风浪，黄金价格始终起不来。

此波黄金价格上涨暗示了三件事情。第一件事情，反映人们对全球性金融危机爆发的担忧。法国人朱格拉在1862年提出了一个十年期的经济周期理论，该理论也被之后多次发生的经济周期所验证。人们发现几乎每隔十年就会爆发金融危机。比如1864年、1873年、1882年、1893年几乎是每隔十年就爆发一次金融危机。再比如，1998年爆发了亚洲金融危机，十年之后的2008年又爆发了次贷危机以及接下来的欧债危机。而当进入2018年之后，世界经济也确实出现了不确定性和一定的衰退迹象。2018年下半年土耳其曾出现货币危机。2019年8月阿根廷出现金融市场剧烈震荡，该国主要股指于8月12日一度下跌超过38%，创历史上单日最大跌幅，该国货币比索兑美元一度跌约36%。2019年德国、英国、法国都出现衰退迹象。2019年8月中旬美债收益率出现倒挂现象，2年期国债收益率高于10年期国债收益率。虽然世界各国采取逆周期政策对付经济周期，比如降息，但人们担心这些逆周期政策只能对经济周期起到一定的缓冲作用，却难以彻底对冲经济周期势力，因为经济周期毕竟是一个客观存在的经济规律。在不确定性增大的世界经济形势下，人们增持黄金成为一种必然选择，因为历史事实证明黄金是一种重要的避险工具。随着对黄金避险需求的日益增多，黄金价格必然出现上涨。而此波黄金上涨的时点也与经济出现不确定性的时点是一致的，即2018年。随着2019年世界经济不确定性的进一步增大，黄金价格进入快速增长通道。

第二件事情，反映人们对通货膨胀的担心。从长期看，黄金的升值功能弱，其财富效应不足，但黄金的保值功能较强，是抵御通货膨胀较好的工具。当人们预期通货膨胀到来时，自然会增持黄金。其实，自2008年至2019年，世界各国的通货膨胀率都较低，有的甚至存在陷入通货紧缩的危险。那么，人们为啥会担忧通货膨胀的到来呢？为应对金融危机，自2008年世界各国采取宽松货币政策，大量货币进入经济体系，2008年至2019年未出现通货膨胀的原因在于增发的大量货币进入了楼市和股市，而房价、股价的上涨不反映在CPI之中，但人们担心这种情况或难以延续。1933年，哈耶克在其《货币理论与经济周期》中指出，货币体系内在是不稳定的，而货币自身的膨胀能够持续几年而不会发生通货膨胀。哈耶克实际上指出在一定时期内，大量的货币并不会必然带来通货膨胀，但是经过一些年的时滞之后，情况未必如此了。1976年获得诺贝尔经济学奖的货币主义代表人物弗里德曼在1963年出版的《美国货币史》一书中指出，在短期内，货币增长反映在经济活动方面，而在长期内，则反映在通货膨胀方面。为了应对2018年、2019年出现的世界经济衰

退迹象，不少国家于2019年采取降息政策，这进一步强化了人们对未来出现货币贬值以及通货膨胀的预期。黄金依然扮演着货币的角色，当人们担忧纸币贬值时，自然会增持黄金。正如特维德在其《逃不开的经济周期》一书中指出的那样，黄金价格不能完全由财富效应来解释，因为人们购买黄金还有其他原因，即不信任货币。

第三件事情，反映人们对黄金投资的理性回归。在起始于2018年7月这波黄金价格大幅上涨之前的几年，黄金的货币功能、避险功能被低估，人们似乎遗忘了黄金的“价值”。由于世界性资产泡沫的不断被吹大，加上这些资产泡沫进入震荡期，资产价格出现滞涨，以及其他避险资产价格的上涨，人们再次发现黄金的内在价值。此轮黄金价格上涨是人们投资理性回归的反映。各国央行持有的黄金总量占黄金总量的四分之一左右，西方发达国家央行都拥有较大数量的黄金。随着俄罗斯和中国政府黄金增持力度的不断加大，推高了对黄金的需求。普通投资者也逐步意识到了并回忆起了黄金的功能，加入购买黄金的行列。这些因素叠加，推升了黄金价格。

随着黄金价格的上涨，对黄金价格进一步大涨的预期大有人在。但黄金价格是否能够保持长牛，是不确定的。黄金价格的变化是多种重要因素共同作用的结果，需要考虑其中各种决定因素正负相抵的变化以及正负主导因素力量的对比。从人们财富配置的角度看，黄金的主导财富效应已被房地产以及股票等取代。黄金价格的长期性走势主要取决于通货膨胀率、主要计价货币贬值的程度、金融危机爆发的概率以及其破坏程度、民间消费需求等。

自2008年至2019年是全球性网上购物爆发的时代，这种新型购物方式以其信息优势、便利高效、物流速度加快、交易成本降低、强化竞争、规模经济的充分实现、折扣销售等等对降低通货膨胀率起到明显效果，这种情形依然会持续下去。随着世界经济发展不确定性的增大，人们的消费能力自然受到限制，消费需求走弱压低通货膨胀率。世界科技创新能力加速提升，极大地提高了生产效率和供给能力，全面丰富了商品种类，许多商品的可替代性也越来越明显，这从供给角度也会压制通货膨胀率。

宽松货币政策刺激经济增长的效果大打折扣，加上到2019年世界性资产泡沫并未发生，全球性的金融危机并未出现，世界各国货币政策的宽松程度也有限，世界上大宗商品的主要计价货币并一定会出现大幅贬值。

由于类似于20世纪70年代的高通货膨胀率出现的概率极低，而决定黄金价格的一个重要因素是通货膨胀率，到2019年8月黄金价格突破1500美元关口已在一定程度上反映了未来一定的通货膨胀预期。

当然，如果真的再次出现全球性金融危机，黄金的避险功能就会凸显，黄金价格会得到提升。

(作者系经济学博士后、管理学博士后)