

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

联系人：李欣越

lixinyue@gjzq.com.cn

## 黄金：宏大叙事下的“另类”思考

2022年10月以来，金价快速上涨、与实际利率走势出现明显分化。是“去美元化”下黄金货币属性的回归，还是其他原因支撑了本轮金价的“脱锚”？未来黄金价格又将去向何方？本文分析，可供参考。

### 一问：黄金的供需特征？供给相对刚性，需求波动较大；投资需求主导价格

供求关系是大宗商品定价的基础，铜、油等都可以用供求缺口很好解释，黄金却是个例外。相较于原油、铜铝等大宗商品，黄金在生产活动中的使用场景有限，或是重要原因之一。一方面，异于其他消耗性大宗商品，存量黄金仍可在市场上自由流通；考虑进存量可交易黄金后，黄金供给近乎刚性。另一方面，区别于其他商品较为刚性的工业需求等，占比约47%的私人投资与央行购“金”需求更具弹性，价格波动还会影响需求，加剧需求波动。

随着金饰与工业需求占比的下滑，投资需求在黄金定价中越来越重要。1) 从需求结构的变迁来看，金条金币、ETF等投资需求愈发活跃，2022年占比高达23%；而一度占比超7成的金饰需求占比则骤降至46%。而投资需求高波动的特性，进一步强化了其金价的影响力。2) 从市场交易结构来看，传统的黄金交易以现货为主；而2002年以来，COMEX商品期货、ETF等产品交易量明显提升，使得更多投资者都可以参与进黄金的交易，黄金的跨资产配置属性明显增强。

### 二问：黄金的定价“框架”？机会成本、通胀等决定价值，交易行为放大波动

传统框架中，机会成本、通胀环境、避险情绪等是黄金投资需求的主要影响因素，交易行为放大波动；据此，可构建四因子定价模型，拟合出黄金的价值中枢。资产配置视角下，同为无风险资产的美元、美债利率无疑是黄金的机会成本；资金风险偏好的波动也会对黄金投资有一定影响。同时，黄金资产兼具抗通胀与抗风险属性；期货等市场的交易行为也会对其价格产生明显影响。基于此，拟合出的黄金价值中枢，与实际的金价走势拟合度极高。

历史回溯来看，金价与拟合所得的价值“中枢”偶有偏离，都出现了央行购金行为的边际变化。2006年以来，金价整体围绕其中枢上下波动，仅在2006年二季度、2007年二季度、2019年三季度出现高估；2008年三季度、2015年三季度、2016年四季度出现低估。2010年以来，央行年均购金规模高达524吨，占黄金增量供给比重约12%，规模不容忽视。在定价模型中进一步纳入央行的交易行为后，金价与价值中枢的“偏离”缺口明显收窄。

### 三问：黄金价格何去何从？“去美元化”不会一蹴而就，价值回归仍需关注

2022年，金价再度偏离四因子模型定价的“价值中枢”；“去美元化”倾向下央行购金行为，或是导致价格“偏离”的重要原因。截至2023年3月，金价模型价值中枢偏离度高达16%。2022年央行购“金”，与高通胀下的被动投资、地缘冲突下的避险需求、“去美元化”央行采购等相关；其中土耳其为应对通胀购金148吨，而未报告来源的741吨黄金，或为东亚部分国家购入。考虑进全球央行1136吨的购金规模，金价较价值中枢的偏离缩窄至11%。

中短期，经济“衰退”过程中的实际利率下行、阶段性资金风险偏好下降等，都会对黄金构成支撑；中长期来看，黄金价格向四因子模型估算的“价值中枢”回归，是市场关注不足的逻辑。近40年来，6轮经济衰退阶段，黄金均取得一定程度正收益。然而，被动投资、地缘冲突、“去美元化”等共振下，央行采购导致金价对“价值中枢”的偏离，或对本轮衰退时的涨幅形成制约；央行“购金”行为趋稳的背景下，还需留意黄金未来向“价值中枢”回归的可能。

### 风险提示

美联储货币政策收紧超预期、海外经济衰退超预期、“去美元化”进程超预期

## 内容目录

一问：黄金的供需特征？供给相对刚性，需求波动较大；投资需求主导价格.....	4
（一）供求关系是商品定价的基础，黄金是个例外.....	4
（二）投资需求在黄金定价中越来越重要.....	6
二问：黄金的定价“框架”？机会成本、通胀等决定价值，交易行为放大波动.....	8
（一）黄金的投资需求，受哪些因素影响？.....	8
（二）历史上，金价偏离拟合所得“价值中枢”的时段？.....	10
三问：黄金价格何去何从？“去美元化”不会一蹴而就，价值回归仍需关注.....	12
（一）本轮金价与“价值中枢”的偏离，如何理解？.....	12
（二）中长期，金价会回归“价值中枢”吗？.....	13
风险提示.....	16

## 图表目录

图表 1：原油供需关系对油价解释力较强.....	4
图表 2：铜价受到其本身工业属性的影响较大.....	4
图表 3：铝供需缺口与价格趋势较为一致.....	4
图表 4：黄金供需缺口对金价的解释力弱.....	4
图表 5：黄金新增供给的增幅和结构均较稳定.....	5
图表 6：截至 2022 年底全球黄金的存量结构.....	5
图表 7：黄金新增供给量占总供给的比例逐年下滑.....	5
图表 8：2010 年以来黄金供给的波动率仅为 0.95%.....	5
图表 9：原油需求主要由生产生活需求构成.....	6
图表 10：铜的工业生产类需求占到四分之三.....	6
图表 11：黄金总需求中约半数为私人投资和央行购买.....	6
图表 12：私人投资与央行购买有效影响金价变动.....	6
图表 13：2008 年后投资与央行需求占主导地位.....	7
图表 14：央行储金需求和投资需求波动剧烈.....	7
图表 15：英国和瑞士是黄金两大交易中心.....	7
图表 16：伦敦与苏黎世市场的交易结构.....	7
图表 17：2002 年后黄金期货交易量增长八倍以上.....	8
图表 18：黄金 ETF 规模与金价的变动趋势同步.....	8
图表 19：黄金期货日均交易活跃.....	8

图表 20: 当下, 黄金市场的交易结构 .....	8
图表 21: 黄金与 10Y 美债利率走势 .....	9
图表 22: 黄金与美元指数走势 .....	9
图表 23: 黄金与 MSCI 全球指数走势 .....	9
图表 24: 黄金与比特币价格走势 .....	9
图表 25: 黄金有着较好的抗通胀属性 .....	9
图表 26: 市场波动加剧时, 金价涨势较好 .....	9
图表 27: 金价与三类风险度量指标间的相关性 .....	10
图表 28: 黄金价格与期货投机净头寸走势较为接近 .....	10
图表 29: COMEX 金价与拟合的金价中枢 .....	10
图表 30: 金价拟合中各因子的影响拆解 .....	10
图表 31: 金价与拟合中枢偶有偏离 .....	11
图表 32: 历史上金价与价格中枢几次较大的偏离 .....	11
图表 33: 近年来, 央行购金规模年均约 500 吨 .....	11
图表 34: 纳入央行行为后, 模型拟合优度进一步提升 .....	11
图表 35: 央行购金能够解释约 10.5% 的金价变动 .....	12
图表 36: 纳入央行行为后, 金价与价格中枢的偏离 .....	12
图表 37: 金价偏离理论中枢的幅度与时长 .....	12
图表 38: 央行售金协议签约国售金情况 .....	12
图表 39: 央行行为可以较好地解释这一中枢的偏离 .....	13
图表 40: 2022 年, 全球央行购金规模明显增加 .....	13
图表 41: 2022 年主要央行购金情况 .....	13
图表 42: 土耳其 CPI 及其贡献结构 .....	13
图表 43: 人民币在全球外汇储备中占比仍低 .....	14
图表 44: 全球央行调查中关于“去美元化”的看法 .....	14
图表 45: 黄金主要持有国的持有量及外储占比 .....	14
图表 46: 土耳其、俄罗斯已基本完成“去美元化” .....	14
图表 47: 2015 年以来增持黄金的主要国家黄金占比变动 .....	15
图表 48: 金价走势与全球经济走势负相关 .....	15
图表 49: 美国经济步入衰退后 COMEX 金易涨难跌 .....	15

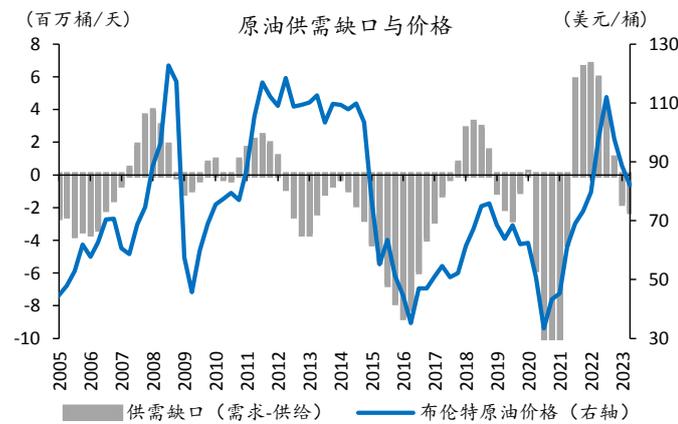
2022年10月以来，金价快速上涨、与实际利率走势出现明显分化。是“去美元化”下黄金货币属性的回归，还是其他原因支撑了本轮金价的“脱锚”？本文分析，可供参考。

## 一问：黄金的供需特征？供给相对刚性，需求波动较大；投资需求主导价格

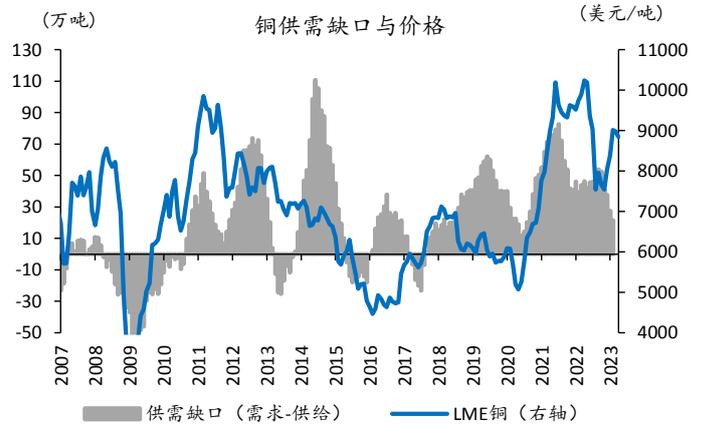
### （一）供求关系是商品定价的基础，黄金是个例外

供求关系是大宗商品定价的基础，铜、油等都可以用供求缺口很好解释，黄金却是个例外。相较于原油、铜铝等大宗商品，黄金在生产活动中的使用场景有限，或是重要原因之一。2005年以来，金价与供需缺口的背离更加频繁；最为明显的两次大背离出现在2008年金融危机后的五年和2019年新冠疫情爆发后的三年间，均出现了持续供过于求下的价格快速大幅走高；2020年9月供给剩余高达1041吨时，金价一度涨至峰值1909美元/盎司。

图表1：原油供需关系对油价解释力较强



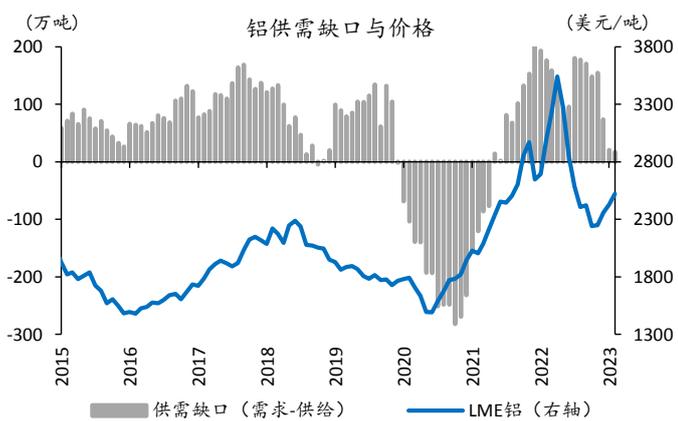
图表2：铜价受到其本身工业属性的影响较大



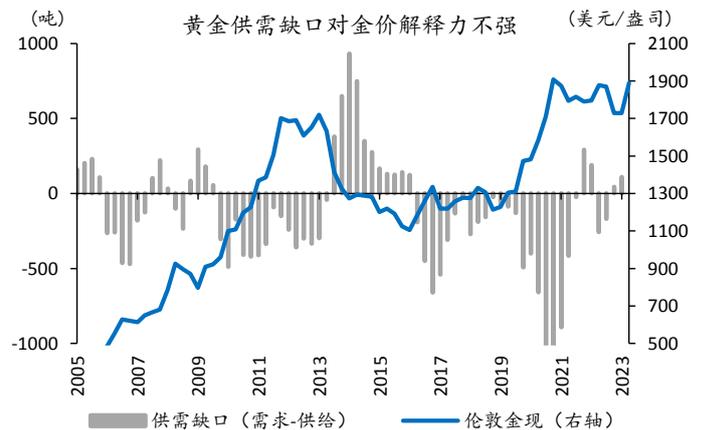
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表3：铝供需缺口与价格趋势较为一致



图表4：黄金供需缺口对金价的解释力弱

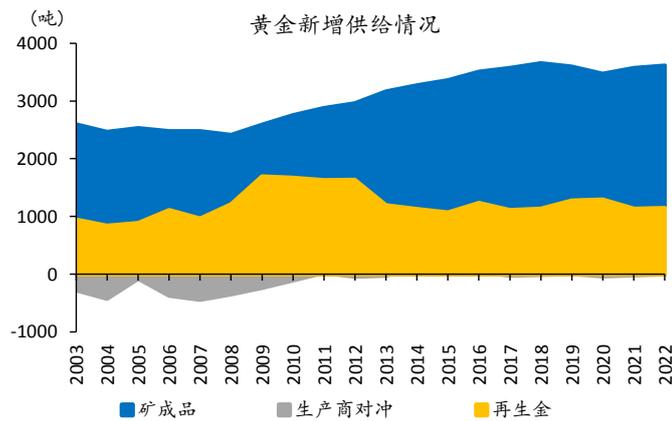


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

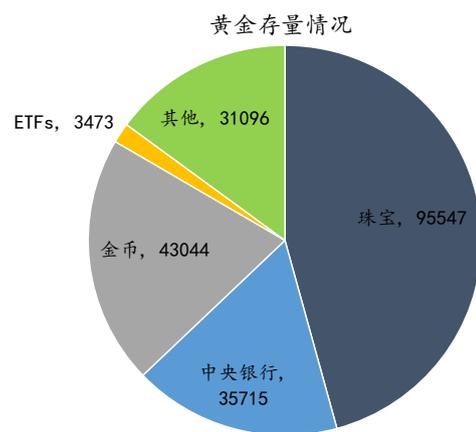
异于其他消耗性大宗商品，存量黄金仍可在市场上自由流通；考虑进存量可交易黄金后，黄金供给近乎刚性。黄金新增供给主要有矿成品和再生金两大类，其中金矿产量增长稳定，近10年平均增速为1.8%；两类供给比例也稳定在3:1。但区别于其他商品，金币金条、ETF等存量黄金均可在市场上直接流通。2010年以来，黄金增量供给的占比由12.2%进一步下滑至9.3%，总供给更趋平稳，2010年以来的波动率仅为0.95%，远低于其他商品。

图表5: 黄金新增供给的增幅和结构均较稳定



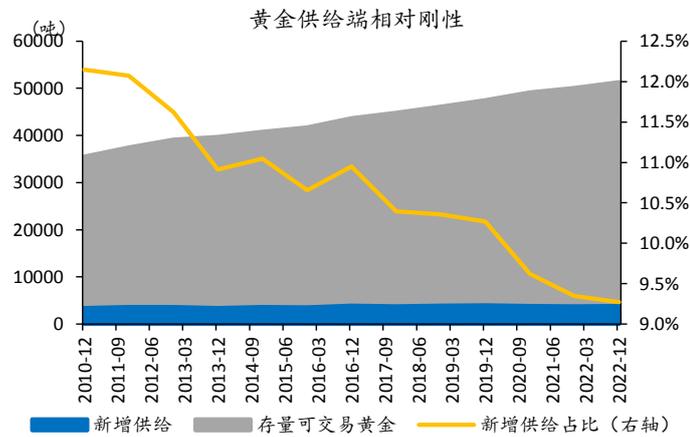
来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

图表6: 截至 2022 年底全球黄金的存量结构



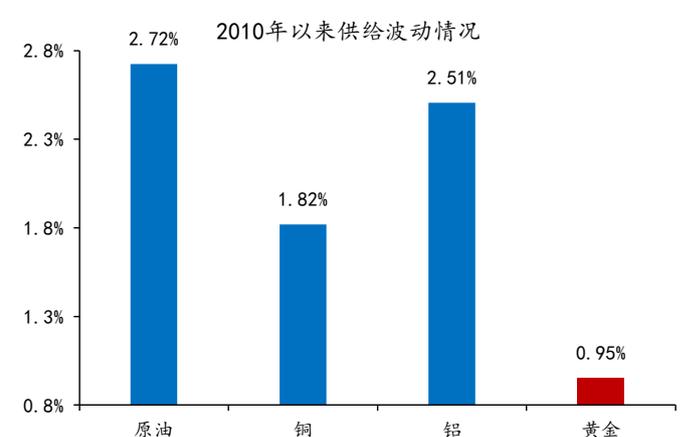
来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

图表7: 黄金新增供给量占总供给的比例逐年下滑



来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

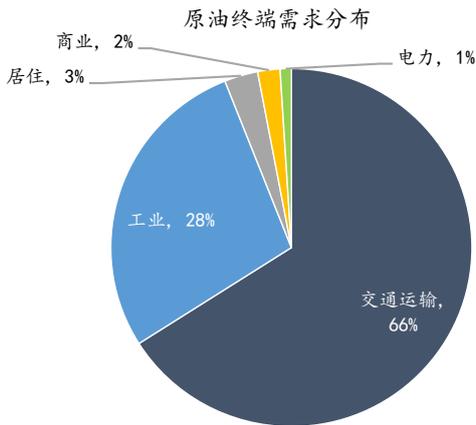
图表8: 2010 年以来黄金供给的波动率仅为 0.95%



来源: Wind, 世界黄金协会, 国金证券研究所

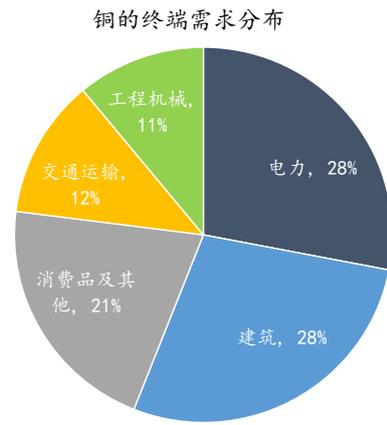
此外, 区别于其他商品较为刚性的工业需求等, 黄金的需求更具弹性, 价格波动还会影响需求, 加剧需求波动。黄金的需求来自四个方面: 首饰需求、工业需求、投资和央行需求。截至 2022 年底, 相较于需求几乎均为生产生活类的铜、油, 黄金相对刚性的工业需求、首饰需求占比仅为 7%、46%; 而私人投资和央行储备需求占比高达 47%, 这使得黄金定价更近似金融产品, 私人投资与央行购买的行为与金价存在着较为紧密的联动关系。

图表9: 原油需求主要由生产生活需求构成



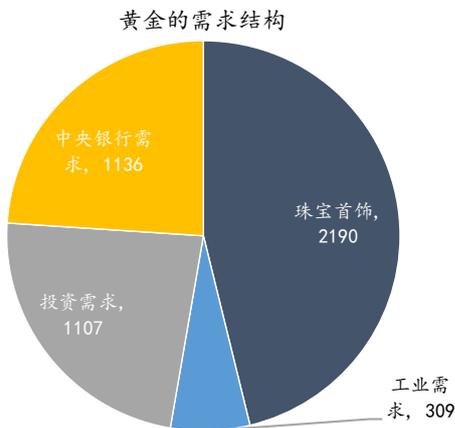
来源: EIA, 国金证券研究所

图表10: 铜的工业生产类需求占到四分之三



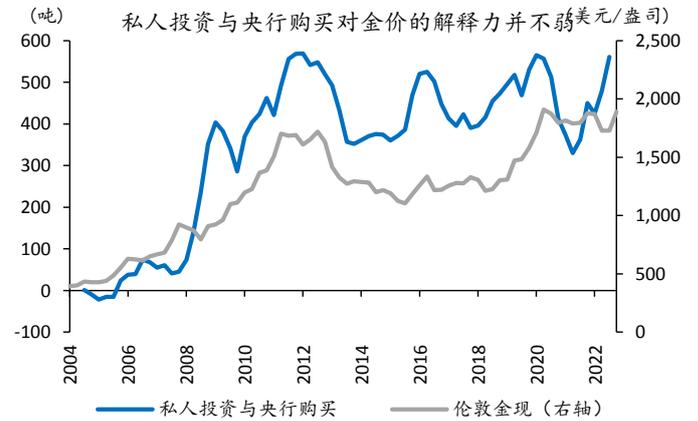
来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: 黄金总需求中约半数为私人投资和央行购买



来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

图表12: 私人投资与央行购买有效影响金价变动

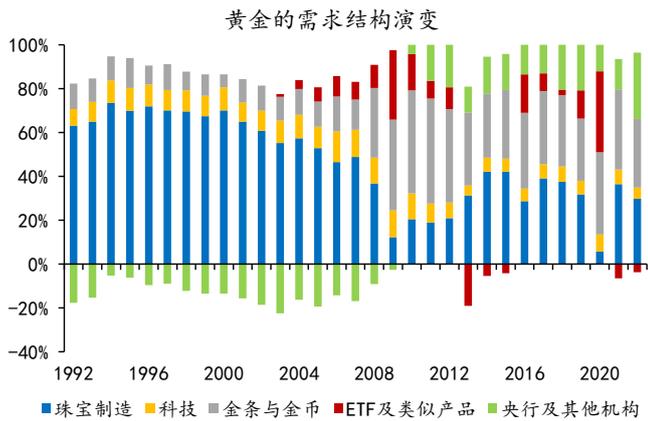


来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

## (二) 投资需求在黄金定价中越来越重要

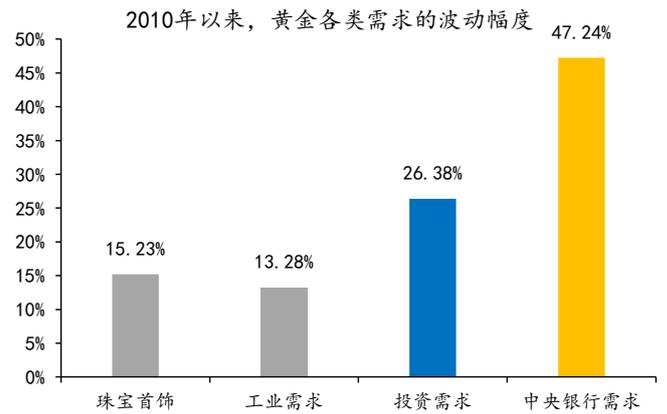
2008年金融危机之后, 金饰与工业需求占比明显下滑, 取而代之的是更具弹性的金条金币需求、ETF需求等私人部门投资性需求。2008年金融危机后, 各国央行开始从售金转向储金, 改善官方储备的资产结构; 2022年各国央行更是大幅增持黄金, 购金量占到总需求的24%; 与此同时, 金条金币、ETF及类似产品等投资需求也更加活跃, 2022年的占比高达23%; 而曾一度占比超7成的金饰需求占比则骤降至46%。此外, 与首饰和工业需求相比, 私人投资和央行购买更具弹性, 2010年以来的波动率分别高达26.4%和47.2%。

图表13: 2008年后投资与央行需求占主导地位



来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

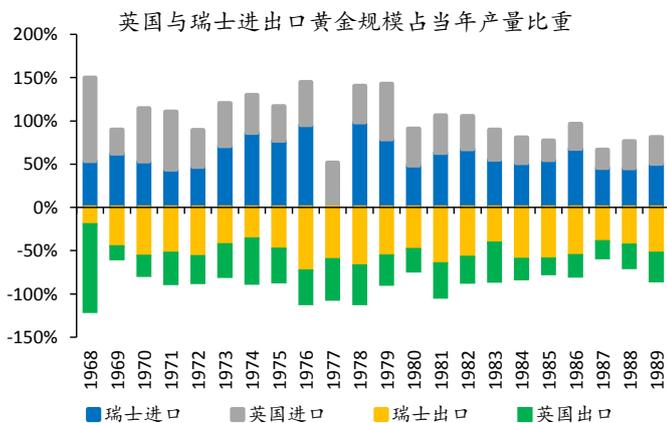
图表14: 央行储备需求和投资需求波动剧烈



来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

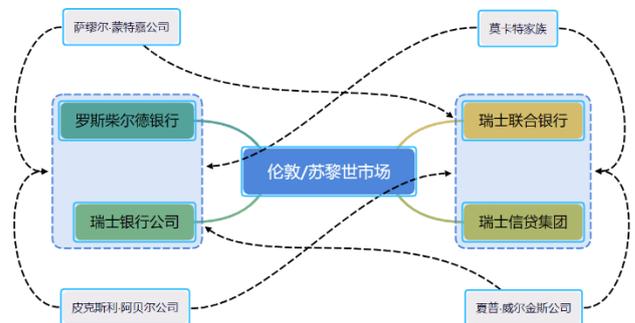
1990年以前, 黄金定价主要以伦敦黄金交易所和苏黎世黄金总库的现货交易决定, 参与者主要为大型金银银行等。其中, 英国和瑞士每年的黄金进出口总额都在1400吨上下波动, 几近于当年黄金的全部产量; 四大金银贸易公司萨缪尔·蒙特嘉公司、莫卡特家族、皮克斯利·阿贝尔、夏普·威尔金斯, 通过罗斯柴尔德银行、瑞士银行、瑞士联合银行、瑞士信贷集团等金融机构每日在伦敦和苏黎世市场商定黄金价格。

图表15: 英国和瑞士是黄金两大交易中心



来源: Wind, 国金证券研究所

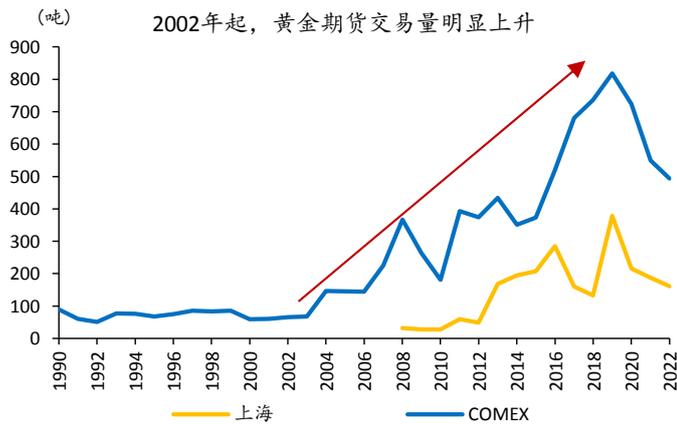
图表16: 伦敦与苏黎世市场的交易结构



来源: 《黄金, 权力与财富的世界简史》, 国金证券研究所

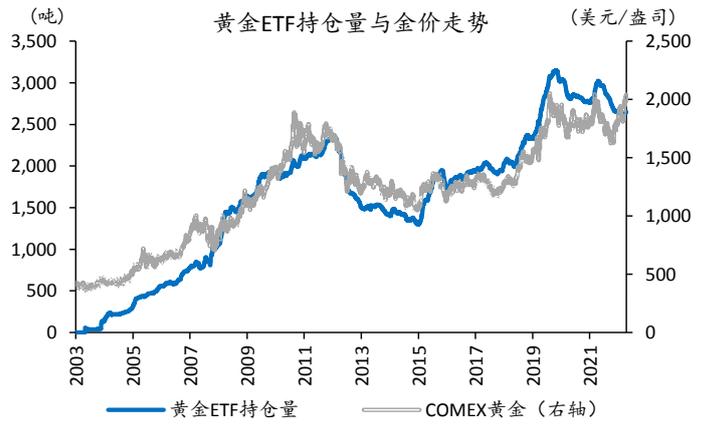
2002年以来, COMEX 商品期货、ETF 等产品交易量明显提升, 使得更多投资者可以参与黄金交易, 黄金的跨资产配置属性明显增强。近20年间, ETF 和期货的机构投资者、各国央行登上交易舞台, 通过公开市场拍卖机制, 成为黄金的重要议价者; 过去的大型参与者则逐步成为经纪商、做市商, 对黄金价格不再拥有直接决定权。当下, 以伦敦黄金市场为中心的现货市场、以COMEX等交易所为中心的期货市场日均交易量分别为77.7吨、51.6吨, 共同决定黄金价格。黄金ETF虽然交易量较低, 占比仅1.7%, 但走势与金价高度相关。

图表17: 2002年后黄金期货交易量增长八倍以上



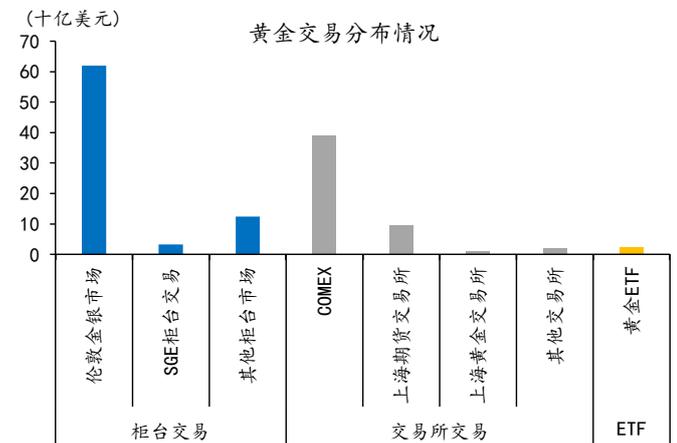
来源: Wind, 国金证券研究所

图表18: 黄金ETF规模与金价的变动趋势同步



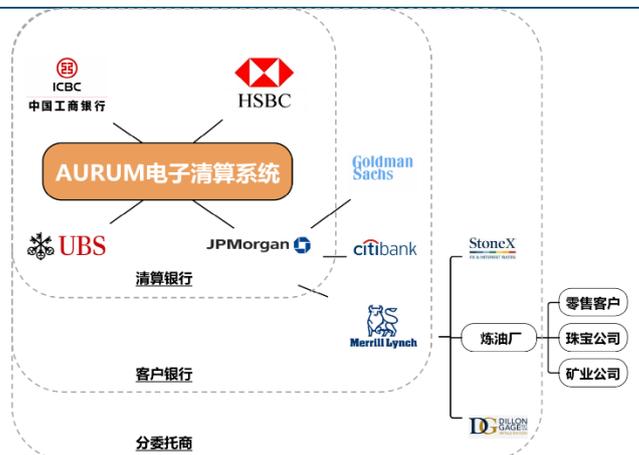
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表19: 黄金期货日均交易活跃



来源: Bloomberg, 世界黄金协会, 国金证券研究所

图表20: 当下, 黄金市场的交易结构



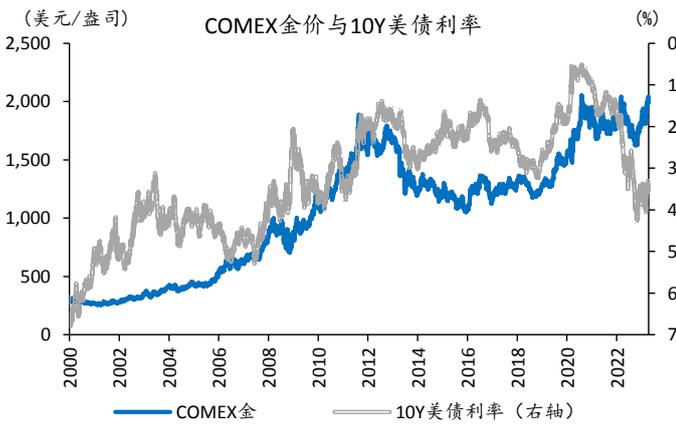
来源: Wind, 国金证券研究所

## 二问: 黄金的定价“框架”? 机会成本、通胀等决定价值, 交易行为放大波动

### (一) 黄金的投资需求, 受哪些因素影响?

资产配置视角下, 同为无风险资产的美元、美债利率无疑是黄金的机会成本; 资金风险偏好的波动也会对黄金投资有一定影响。历史回溯来看, 同为无风险资产的美元、美债是持有黄金的机会成本, 价格走势此消彼长, COMEX 金价与 10 年期美债利率、美元指数均有明显负相关关系。此外, 除 2008 年、2020 年大放水期间金融资产普遍上涨, 多数时间段, 黄金价格与 MSCI 全球股指、比特币这类风险资产的价格也有一定的负相关性。

图表21: 黄金与 10Y美债利率走势



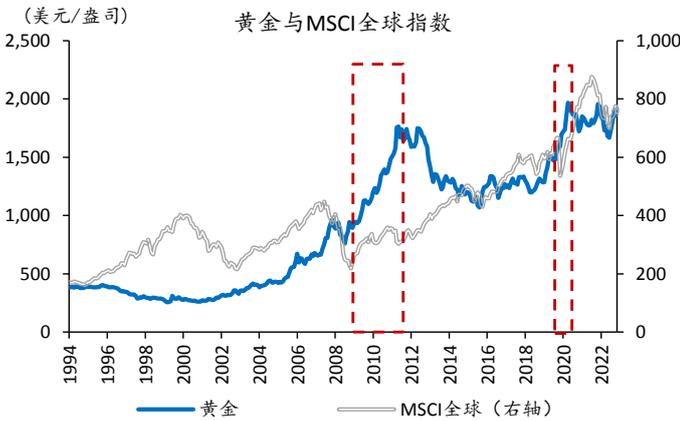
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表22: 黄金与美元指数走势



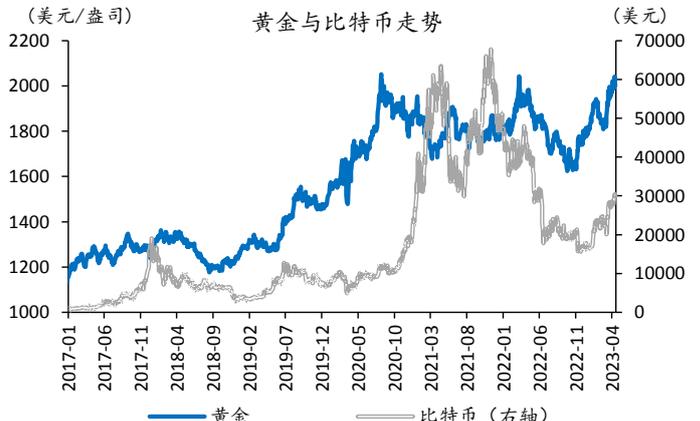
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表23: 黄金与 MSCI 全球指数走势



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

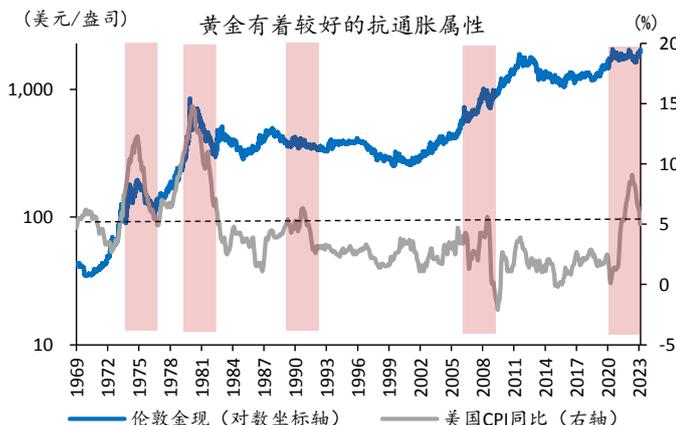
图表24: 黄金与比特币价格走势



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

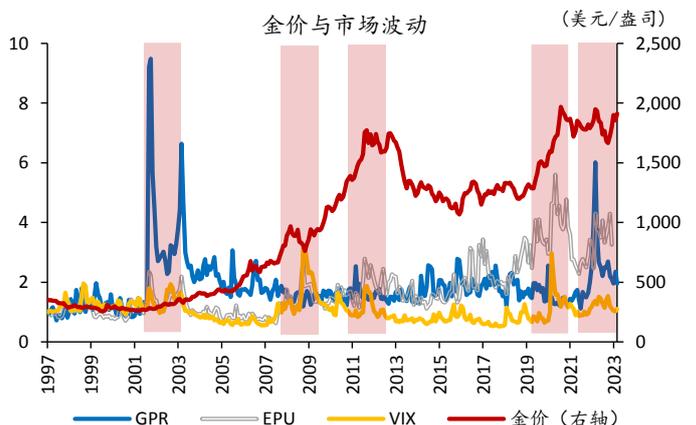
同时,黄金资产兼具抗通胀与抗风险属性;期货等市场的交易行为也会对其价格产生明显影响。1) 作为实物商品的一员,黄金具有抗通胀属性;CRB 商品价格的起落、通胀预期的变化对金价有明显影响。2) 当风险事件来临、其他资产波动加剧时,黄金也是很好的对冲波动手段,相较于地缘政策风险(GPR)、标普500 隐含波动率(VIX),金价对经济政策不确定性(EPU)更为敏感。3) 此外,期货等市场的交易行为也会对金价有一定影响。

图表25: 黄金有着较好的抗通胀属性



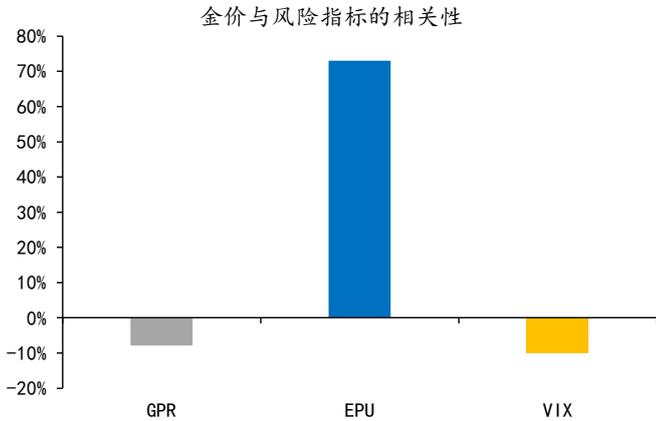
来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 市场波动加剧时, 金价涨势较好



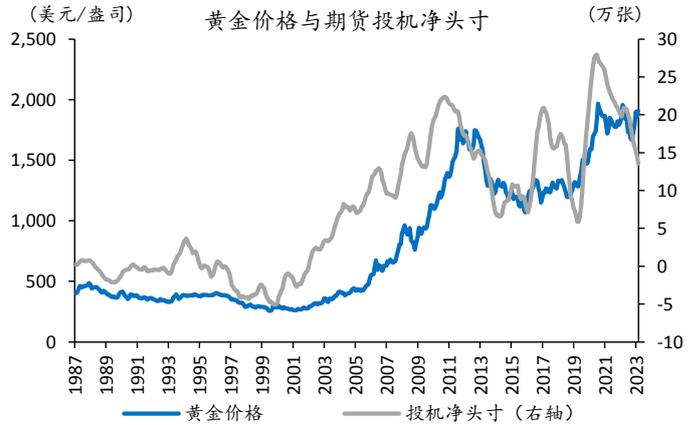
来源: EPU, GPR, Wind, 国金证券研究所

图表27: 金价与三类风险度量指标间的相关性



来源: EPU, GPR, Wind, 国金证券研究所

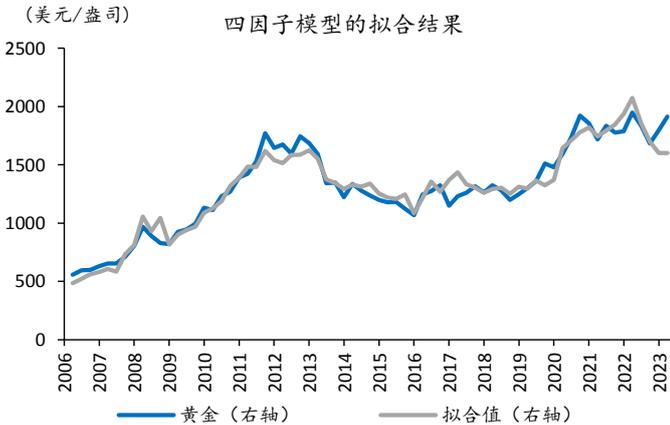
图表28: 黄金价格与期货投机净头寸走势较为接近



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

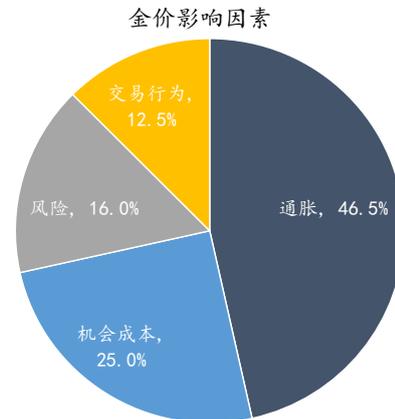
基于通胀、机会成本、风险波动、交易行为等角度构建的四因子模型，可以拟合出黄金的价格中枢；这一价格中枢与金价走势拟合度极高。通胀方面，模型选取了TIPS 隐含通胀预期、CRB 商品指数、美联储总资产规模、密歇根通胀预期等；机会成本，模型选取 10Y 美债利率、美元指数和 MSCI 全球指数；风险波动，模型选取地缘政策风险、标普 500 隐含波动率和经济政策不确定性；交易行为，模型选取黄金 ETF 持仓、期货投资净头寸。从 LASSO 的回归结果来看，模型调整后的  $R^2$  高达 94.80%，其中通胀、机会成本对市场影响最大，分别为 46.5%、25.0%，风险波动、交易行为的影响分别为 16.0% 和 12.5%。

图表29: COMEX 金价与拟合的金价中枢



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表30: 金价拟合中各因子的影响拆解



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

## (二) 历史上，金价偏离拟合所得“价值中枢”的时段？

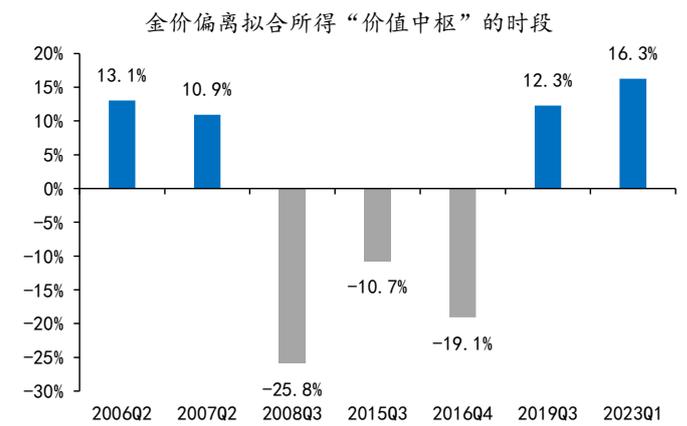
历史回溯来看，金价与其价格中枢偶有偏离；包括 2006 年二季度、2007 年二季度、2019 年第三季度的正向偏离；2008 年三季度、2015 年三季度、2016 年四季度的负向偏离等。2006 年以来，金价整体围绕其“价值中枢”上下波动，偏离度通常在 10% 以内。仅在 2006 年二季度、2007 年二季度、2019 年三季度，金价相较于其“价值中枢”出现了 13%、11% 和 12% 的大幅高估；而在 2008 年三季度、2015 年三季度、2016 年四季度，金价则相较于其“价值中枢”出现了 26%、11%、19% 的大幅低估。

图表31: 金价与拟合中枢偶有偏离



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

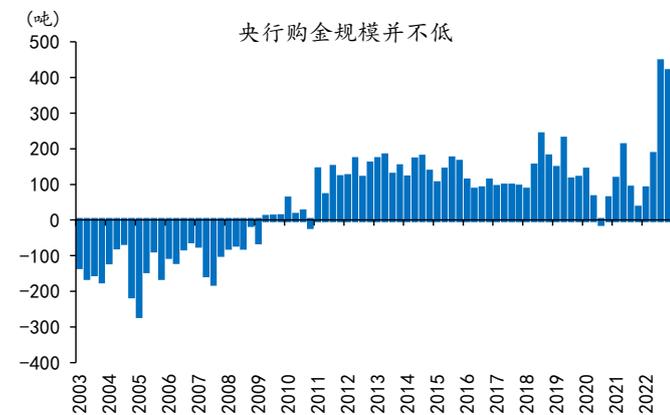
图表32: 历史上金价与价格中枢几次较大的偏离



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

央行购金行为的边际变化,可以在一定程度上解释这几次偏离;在定价模型中新增央行行为后,金价与“价值中枢”的偏离有所收窄。2010年以来,央行年均购金规模高达524吨,占黄金增量供给比重约12%、存量供给约1.5%,规模不容忽视。在上述四因子定价模型中进一步纳入央行行为后,模型 $R^2$ 进一步提升至95.3%,金价与理论中枢的偏离度有所收窄,央行购金能够解释约10.5%的金价变动。在此基础上,黄金与“理论中枢”较大偏离的几次:1)2007年二季度高估主因市场对次级债务问题的担忧;2)2008年三季度超跌主因危机恐慌下的流动性回补;3)2016年Q4超跌的主因则是大选落地后恐慌情绪的降温。

图表33: 近年来,央行购金规模年均约500吨



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

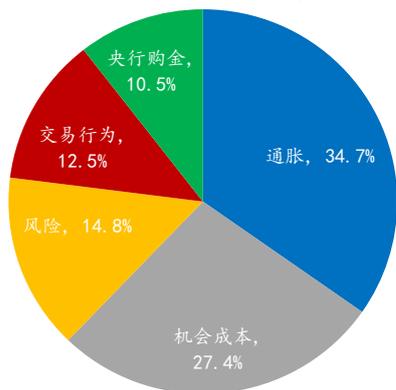
图表34: 纳入央行行为后,模型拟合优度进一步提升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

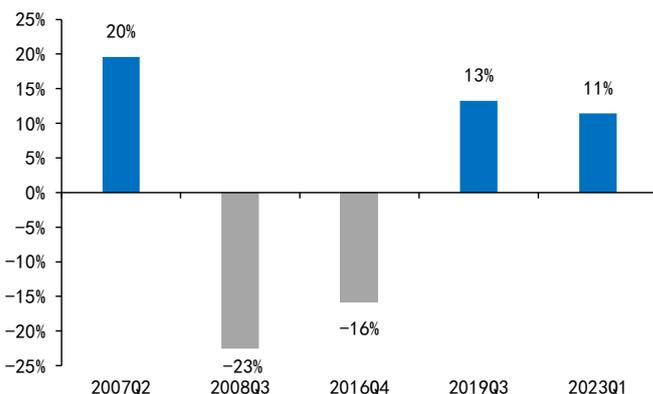
图表35: 央行购金能够解释约 10.5%的金价变动

纳入央行行为后黄金价格的影响因素



图表36: 纳入央行行为后, 金价与价格中枢的偏离

新模型中金价偏离拟合所得“价值中枢”的时段



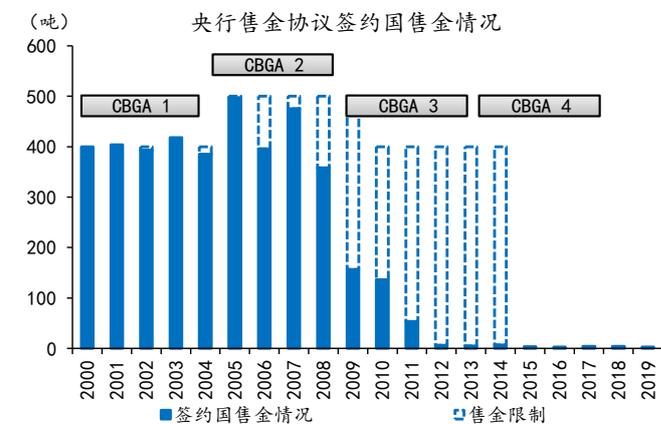
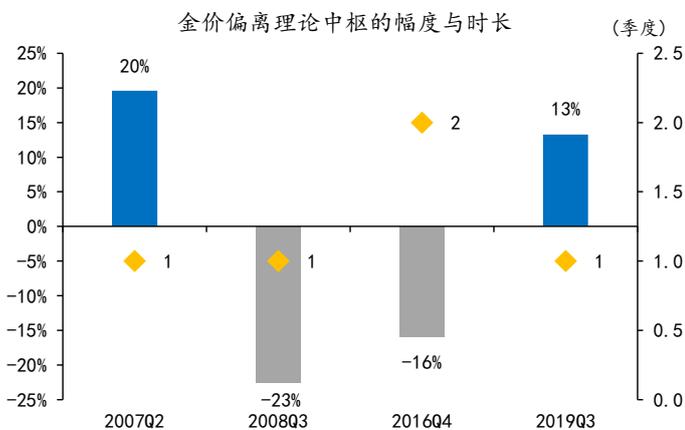
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

需要留意的是: 当央行购“金”行为重归稳定后, 黄金价格通常会再度向“价值中枢”回归。在 20 世纪 90 年代, 央行是黄金的净卖家; 这一阶段, 央行的抛售行为与金价下跌趋势阶段性互相加强。为了限制央行过量抛售, 欧洲主要央行于 1999 年签署了中央银行黄金协议(CBGA), 限制了签署国在任何一年内可以集体出售的黄金数量。此后又分别于 2004 年、2009 年和 2014 年续签了三项协议<sup>1</sup>。2008 年金融危机后, 这一情况发生了变化, 为对冲因通胀导致的美元购买力下降, 央行转而成为黄金的净买家。央行购售行为剧烈变动时, 金价往往会偏离“价值中枢”; 而随着央行购金行为的稳定, 新的稳态也会逐渐形成。

图表37: 金价偏离理论中枢的幅度与时长

图表38: 央行售金协议签约国售金情况



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

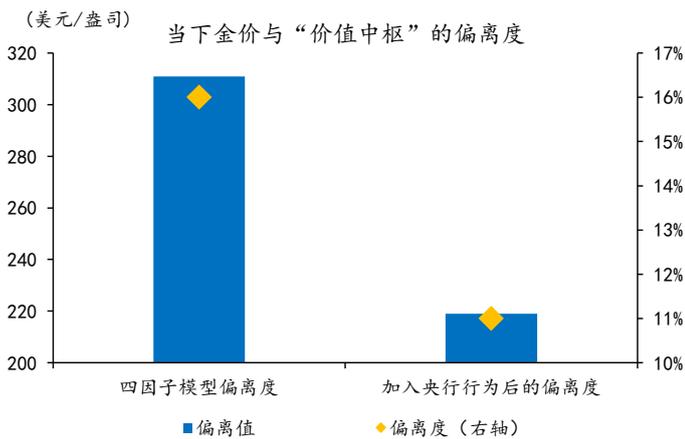
### 三问: 黄金价格何去何从? “去美元化”不会一蹴而就, 价值回归仍需关注

#### (一) 本轮金价与“价值中枢”的偏离, 如何理解?

2022 年, 金价再度偏离四因子模型定价的“价值中枢”; 俄乌冲突后美国动用 SWIFT 的金融制裁导致美元信用的下降, “去美元化”倾向下央行购金行为, 是导致价格“偏离”的重要原因。截至 2023 年 3 月, COMEX 金价与四因子模型的理论中枢偏离度高达 16%, 实际价格高出“价值中枢”311 美元/盎司。考虑 2022 年全球央行 1136 吨的历史最高单年购金规模, 价格偏离明显缩窄, 偏离约 11%、高出“价值中枢”约 219 美元/盎司。

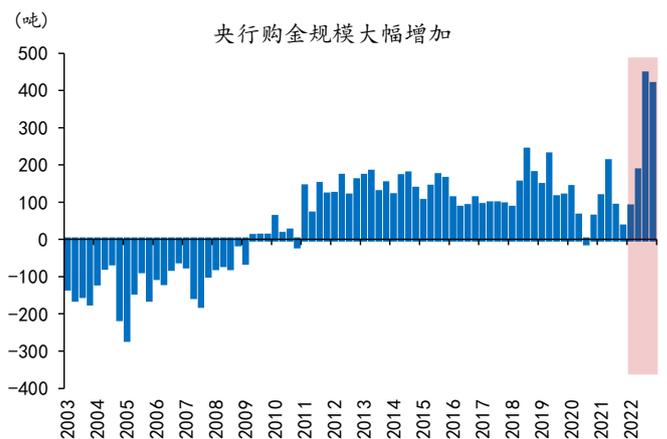
<sup>1</sup> 2004 年第二期央行黄金协议规定签署方在五年内可以出售的黄金数量上限为 2500 吨, 每年上限为 500 吨; 2009 年第三期央行黄金协议将年销售量限制在 40 吨, 五年期间的总销售上限为 2000 吨; 2014 年第四期央行黄金协议未作售金上限要求, 签署方指出目前他们没有任何出售大量黄金的计划。

图表39: 央行行为可以较好地解释这一中枢的偏离



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

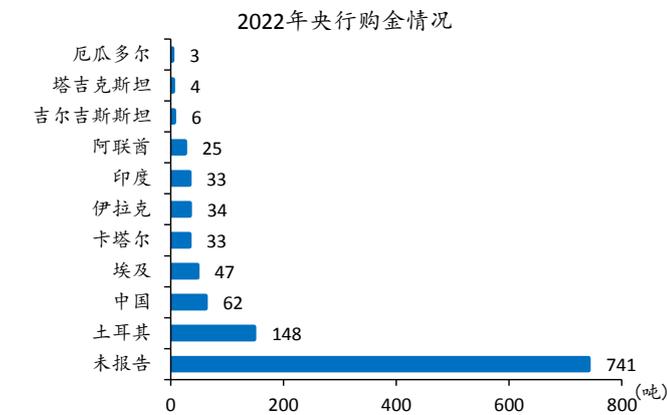
图表40: 2022年, 全球央行购金规模明显增加



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

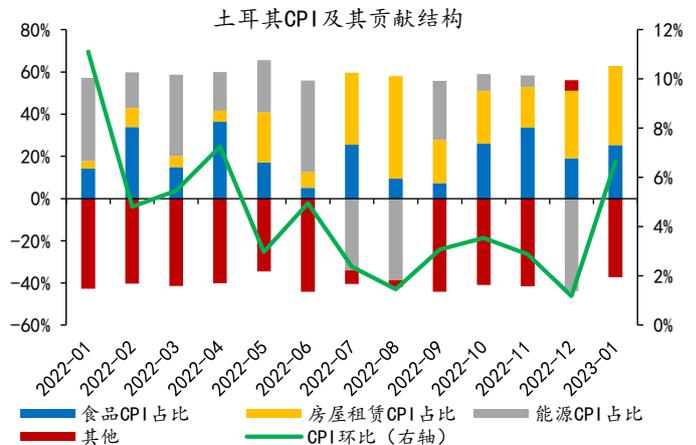
2022年央行购“金”行为,与高通胀下的被动投资、地缘冲突下的避险需求、“去美元化”央行采购等相关,部分影响仍有一定延续,或致金价与“价值中枢”的偏离短期仍在。2022年,土耳其经历了86%的同比通货膨胀,为应对通胀,其黄金储备大幅增加了148吨;在与地缘冲突加剧背景下,主要央行购“金”规模1136亿吨。根据日经亚洲<sup>2</sup>的分析师研究,未报告来源的741吨黄金,或为东亚的部分国家购入。综合考虑,部分影响因素短期仍将持续,导致价格偏离短期仍会存在。

图表41: 2022年主要央行购金情况



来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

图表42: 土耳其CPI及其贡献结构



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

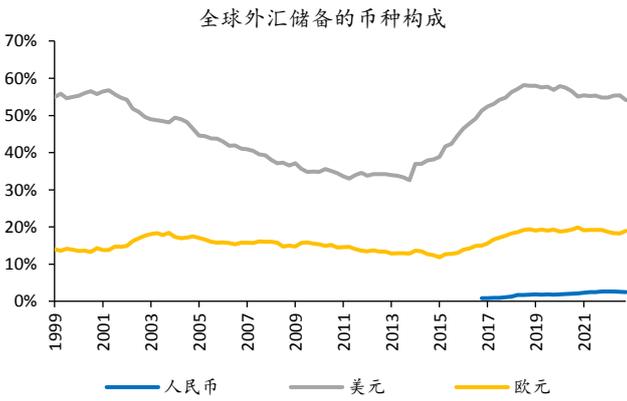
## (二) 中长期, 金价会回归“价值中枢”吗?

然而,“去美元化”不会一蹴而就,中长期来看,金价向“价值中枢”的回归仍是需要关注的。当下人民币自由兑换尚未放开、在全球外汇储备中占比仅2.5%,国际舆论关于“中国威胁论”的论调在货币层面也存在一定夸大<sup>3</sup>。同时,供给刚性决定了黄金回归“货币”属性,只能在少部分面临“金融制裁”或“恶性通胀”的国家存在;全球货币体系仍将以信用货币为主。事实上,在2022年央行调查中,80%的国家都并未将黄金视作“去美元化”工具;仅11%的国家认为增持黄金与“去美元化”稍有相关,9%国家认为“一定程度相关”。

<sup>2</sup> <https://asia.nikkei.com/Business/Markets/Commodities/China-thought-to-be-stockpiling-gold-to-cut-greenback-dependence>

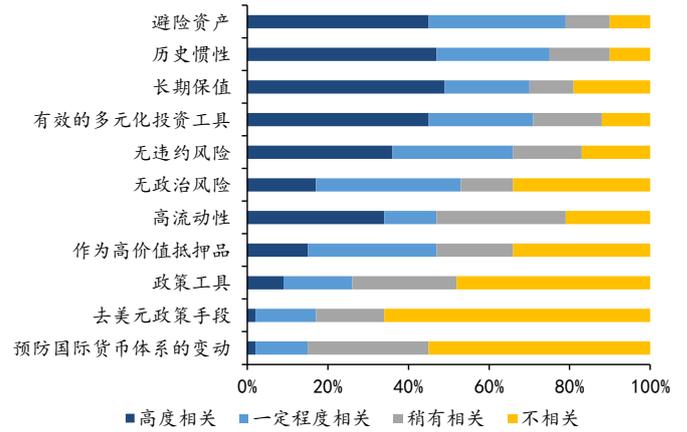
<sup>3</sup> 2017年以来,人民币在全球外汇储备中的占比由0.8%快速上升至2.5%,美元占比54.1%。

图表43: 人民币在全球外汇储备中占比仍低



来源: Wind, 国金证券研究所

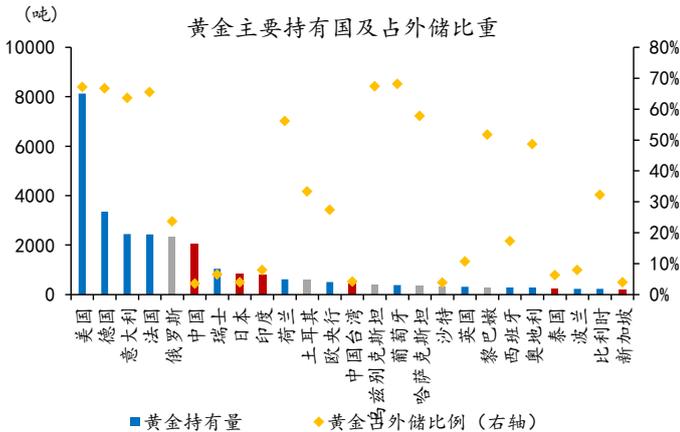
图表44: 全球央行调查中关于“去美元化”的看法



来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

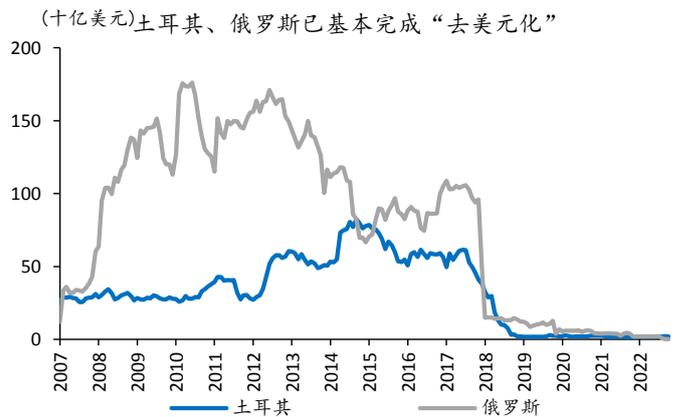
央行购金行为来看, 发达经济体的央行普遍没有“去美元化”倾向; 俄乌冲突、通胀压力等逐步淡化之后, 其他部分央行“购金”行为或趋稳定, 黄金或将向“价值中枢”的回归。当下, 主要储备国中以德、意、法等为代表的欧洲经济体, 没有很强的“去美元化”, 持有黄金占外汇储备的比重也超过 50%。俄罗斯、土耳其已基本实现“去美元化”后, 其他亚洲国家“去美元化”下的购金行为或也将逐步趋稳。定价机理的影响, 需要关注。

图表45: 黄金主要持有国的持有量及外储占比



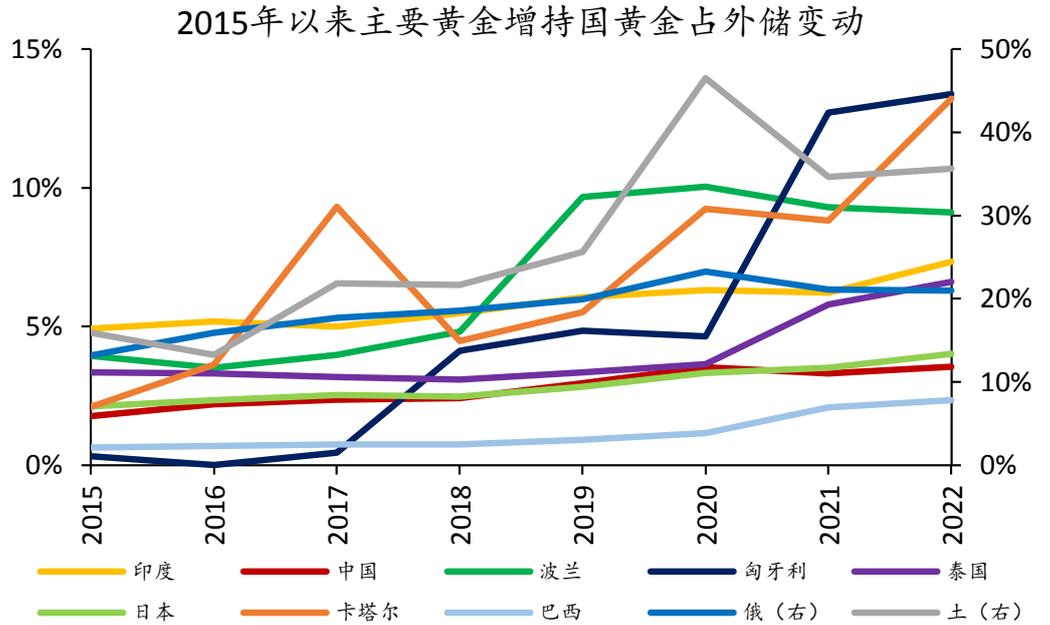
来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

图表46: 土耳其、俄罗斯已基本完成“去美元化”



来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

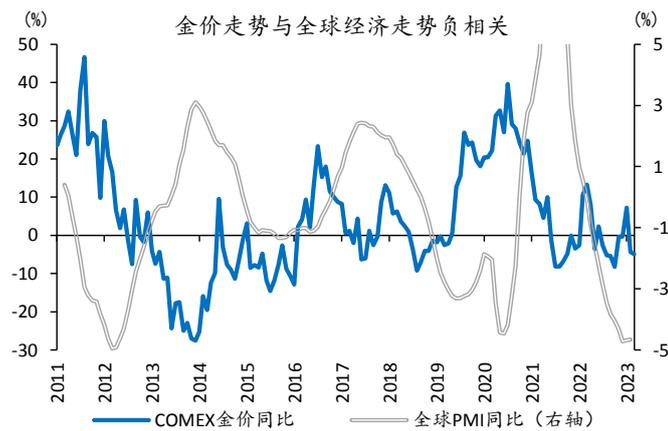
图表47: 2015年以来增持黄金的主要国家黄金占比变动



来源: Wind, 国金证券研究所

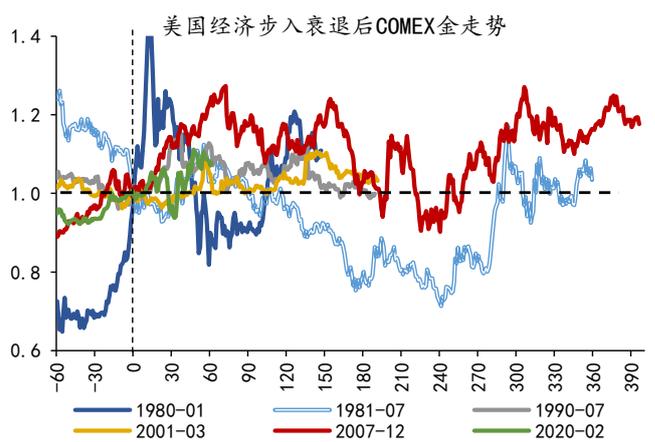
中短期,经济“衰退”过程中的实际利率下行、阶段性资金风险偏好下降等,都会对黄金构成支撑;中长期来看,黄金价格向四因子模型估算的“价值中枢”回归,是市场关注不足的逻辑。近40年来,6轮经济衰退阶段,黄金均取得一定程度正收益。然而,被动投资、地缘冲突、“去美元化”等共振下,央行大规模采购导致金价对“价值中枢”的明显偏离,或对本轮衰退时的涨幅形成制约;央行“购金”行为趋稳的背景下,还需留意黄金未来向“价值中枢”回归的可能。

图表48: 金价走势与全球经济走势负相关



来源: Wind, 国金证券研究所

图表49: 美国经济步入衰退后 COMEX 金易涨难跌



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

### 经过研究，我们发现：

- 1) 传统供求分析中忽视了存量黄金的供给；实际上，剔除工业与首饰需求后，投资与央行需求与金价存在着较为紧密的联动关系。随着金饰与工业需求占比的下滑，投资需求在黄金定价中越来越重要。2002年以来，COMEX商品期货、ETF等产品交易量明显提升，使得更多投资者都可以参与进黄金的交易，黄金的跨资产配置属性明显增强。
- 2) 传统框架中，机会成本、通胀环境、避险情绪等是黄金投资需求的主要影响因素；基于这四个定价因子，可以拟合出黄金的价格中枢。历史回溯来看，金价与价值中枢偶有偏离；而央行购金行为的边际变化，可以在一定程度上解释这几次偏离。2010年以来，央行年均购金规模高达524吨，占黄金增量供给比重约12%，规模不容忽视。在定价模型中进一步纳入央行行为后，金价与价值中枢的偏离度明显收窄。
- 3) 2022年，金价再度偏离四因子模型定价的中枢；央行购金进程的加快与美债利率波动放大的扰动是主因。中短期，经济“衰退”过程中的实际利率下行、阶段性资金风险偏好下降等，都会对黄金构成支撑；中长期来看，黄金价格向四因子模型估算的“价值中枢”回归，是市场关注不足的逻辑。近40年来，6轮经济衰退阶段，黄金均取得一定程度正收益。然而，被动投资、地缘冲突、“去美元化”等共振下，央行采购导致金价对“价值中枢”的偏离，或对本轮衰退时的涨幅形成制约；央行“购金”行为趋稳的背景下，还需留意黄金未来向“价值中枢”回归的可能。

### 风险提示

- 1、美联储货币政策收紧超预期：通胀率高居不下、就业市场韧性仍在，可能会导致美联储货币政策收紧超预期，持续大幅度加息。
- 2、海外经济衰退超预期：持续大幅加息，可能带来海外经济体需求的快速恶化，叠加能源价格居高不下，经济步入深度衰退。
- 3、“去美元化”进程超预期：随着地缘摩擦的加剧，美元信用体系加速瓦解，这一过程中各国央行普遍通过购入黄金来过渡实现“去美元化”。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402