

全球央行“购金热”的驱动与影响

——国际货币体系演变解析之二

摘要

- **净出售转变为净购买，俄罗斯、中国等央行购买较多。**2009年各国央行开始从“净出售”黄金逐渐转变为“净购买”黄金，至今已连续13年净购入黄金。2022年，全球央行购金数量大幅增加，累计达到1136吨，创55年以来纪录新高。2023年一季度各国央行对黄金需求边际减弱，但仍保持了强劲态势。与2008年相比，增加的世界黄金储备中，俄罗斯、中国、土耳其、印度、哈萨克斯坦、泰国、波兰和墨西哥等国家央行黄金购买量居前。
- **08年来三轮央行购金潮，均与政治经济动荡有关。**2008年以来，2011-2013年、2018年以及2022年出现了三轮全球央行购金潮，分别购买黄金480.8吨、656.2吨、1135.7吨，均较前一年的需求量大幅抬升。**2011-2013年：**欧债危机爆发，伴全球通胀抬升，美国国会两党迟迟未就债务上限达成一致，“西金东移”的态势开始出现，购金最多的有土耳其、俄罗斯、墨西哥等国家；**2018年：**美国对伊朗和俄罗斯实施制裁，全球通胀攀升，经济下行压力加大，黄金储备需求量仍集中在俄罗斯、哈萨克斯坦和土耳其等国央行；**2022年：**俄乌冲突爆发，地缘政治不确定性升高，全球通胀攀升，土耳其、中国、中东地区等央行是黄金的活跃买家。
- **央行购金仍主要与经济因素有关，发达和发展中国家存在分歧。**截至2022年，全球黄金储备占总储备的比重达到13.8%，发达国家黄金储备比重远高于新兴市场和发展中国家。我们通过历史数据和调查数据两个层面来分析影响央行黄金储备的因素：历史数据显示，黄金的回报率是影响黄金储备占比的重要因素，包括利率、美元、通胀等。此外，当经济不确定性上升时黄金储备份额上升。金融制裁这一因素对新兴市场和发展中国家（EMDE）黄金份额具有更大的影响；调查数据显示，黄金的“历史地位”、“危机时期表现”、“长期价值保值”、“无违约风险”等对央行选择持有黄金储备影响较大。总的来说，央行持有黄金储备仍主要出于经济考虑，但去美元化等政治因素对EMDE央行购金行为的影响更大，或抬升未来央行购金规模的中枢。
- **央行购金行为成为国际金价长期支撑因素。**实物黄金需求主要分为珠宝、科技、投资以及央行储备四类。但黄金的投资需求变动对国际金价影响的程度更大。其中，SPDR黄金ETF持仓量与黄金价格走势有着正相关关系，黄金价格也与COMEX黄金库存具有较明显的相关性。然而，在2011年和2022年国际黄金价格走势与机构行为出现了背离的情况，可能因为当时央行大幅购金行为成为了国际黄金价格阶段性的支撑因素。在当前时点来看，去年央行大幅购金之后，今年对黄金的需求或边际减缓，预计短期内黄金价格走势仍与实际利率等市场因素挂钩，需关注利率、通胀、美元等走势的变化。但在国际货币体系逐渐发生变化，“去美元化”浪潮掀起，尤其是EMDE国家央行致力于寻求储备的多元化，央行对黄金的需求是长期和稳定的，这对中长期国际黄金价格的中枢有一定的抬升作用。
- **风险提示：**地缘政治局势动荡加剧，全球经济大幅衰退。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-55758502
邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

相关研究

1. 蓄力前行，识变应变——复苏二阶段的变奏与政策展望 (2023-05-26)
2. 如何从美国当下的信号，看未来的变化？ (2023-05-18)
3. 去美元化与人民币国际化新策略——基于国际货币体系演变的解析 (2023-04-30)
4. “一带一路”大布局，哪些领域国别值得关注？ (2023-04-21)
5. 周期轮动下，出口将如何表现？——基于对中美库存周期的研究 (2023-04-06)
6. 开启双期切换下的经济新周期——宏观2023年春季投资展望 (2023-03-09)

目 录

1 净出售转变为净购买，俄罗斯、中国等央行购买较多.....	1
2 2008 年来三轮央行购金潮，均与政治经济动荡有关.....	2
3 央行购金仍主要与经济因素有关，发达和发展中国家存在分歧.....	4
4 央行购金行为成为国际金价长期支撑因素.....	7

图 目 录

图 1: 世界央行黄金储备自 2009 年开始回升.....	2
图 2: 截至 2023 年 3 月, 央行黄金储备份额构成.....	2
图 3: 2023 年 Q1 相比 2008 年购金、售金 Top5 央行.....	2
图 4: 截至 2023 年 3 月, 黄金储备占该国总储备的比重.....	2
图 5: 2008 年以来各国央行出现的三轮购金潮.....	3
图 6: 2011-2013 年黄金购买量居前的央行.....	3
图 7: 2018 年黄金购买量居前的央行.....	4
图 8: 2022 年黄金购买量居前的央行.....	4
图 9: 1950-2021 年黄金占官方储备资产的比重变化 (单位: %).....	5
图 10: 央行持有外汇储备的投资目标.....	5
图 11: 全球黄金储备份额与美联储利率大致呈反相关.....	6
图 12: 全球黄金储备份额与全球经济政策不确定性正相关.....	6
图 13: CBGR 调查样本中受访者认为持有黄金的决定因素.....	6
图 14: 在持有黄金的理由上, 发达国家央行和新兴市场经济体央行之间存在着较大分歧.....	7
图 15: 2010 年以来珠宝、科技、投资以及央行储备四类黄金需求的变化.....	7
图 16: COMEX 黄金库存与黄金价格走势相关.....	8
图 17: SPDR 黄金 ETF 持有量与黄金价格走势相关度高.....	8
图 18: 央行三轮购金潮前后, 国际金价与实际利率走势出现一定程度的背离.....	9

全球央行掀起新一轮“购金热”，2022年全球央行购买黄金需求达到1136吨，较上一年翻了一倍多。并且，在世界黄金协会CBGR的调查中显示，有61%的受访央行认为全球央行的黄金储备还将增加。此前，根据我们在《去美元化与人民币国际化新策略——基于国际货币体系演变的解析》中认为，俄乌冲突之后现行的国际货币体系面临着三重变化，包括地缘政治格局分化提速、经济全球化趋缓、“去美元化”进程加快等。在此变局之下，新兴市场和发展中国家央行加快储备的多元化，其中一大方向便是增持黄金。2009年以来各国央行开始“净购买”黄金，俄罗斯、中国、土耳其等国家购金较多，出现过三轮购金潮。我们分析了央行购金背后的驱动因素，以及央行购金行为对国际金价的影响。未来，央行购金行为将在中长期延续，或对中长期国际黄金价格的中枢有一定支撑作用。

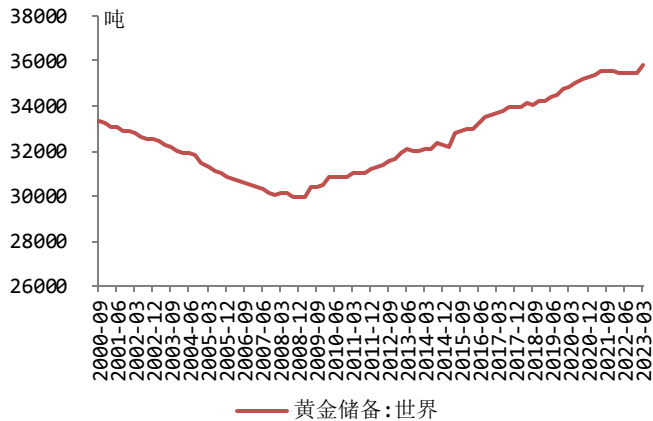
1 净出售转变为净购买，俄罗斯、中国等央行购买较多

2009年各国央行从黄金“净出售”转变为“净购买”，2022年全球央行购金量创历史新高。在布雷顿森林体系解体之后，美元与黄金彻底脱钩，金本位从此退出世界舞台，加之这一时期全球经济增长强劲，黄金作为安全资产的回报率低，因而全球央行黄金储备呈持续下降的态势，从1973年的36797.79吨持续降至2008年的30002.31吨，降幅超过6795吨。而后，在08年金融海啸冲击之下，由于美元资产波动加剧、世界经济增长放缓，黄金重新受到各国央行的青睐，2009年各国央行开始从“净出售”黄金逐渐转变为“净购买”黄金，至今已连续13年净购入黄金。2022年俄乌冲突爆发，地缘政治环境动荡，引发避险需求，加之西方国家对俄罗斯采取金融制裁，引发全球对于美元“武器化”的担忧，部分国家去美元化进程有所加快，此外，美联储持续加息500个基点，欧洲央行也连续加息375个基点，全球流动性紧缩的背景下经济下行压力也有所加大，增加黄金储备也能在一定程度上规避经济金融的风险。2022年，全球央行购金数量大幅增加，累计达到1136吨，创55年以来纪录新高，2023年第一季度各国央行增加了228吨全球黄金储备，比去年同期增长了176%，但比2022年第四季度下降了45%，各国央行对黄金需求边际减弱，但仍保持了强劲态势。截至2023年3月底，世界黄金储备总量为35815.83吨，较2008年增长了约5813吨。

持有黄金储备的规模与经济实力相关，2008年以来俄罗斯、中国、土耳其等国家购金较多。分国别来看，美国的黄金储备在全球位居第一，几乎相当于排名2-4位国家的黄金储备总和。截至2023年3月，拥有8133.46吨黄金储备，占世界储备的22.71%，其次是德国、意大利、法国、俄罗斯和中国，拥有的黄金储备分别为3354.89吨、2451.84吨、2436.81吨、2326.52吨、2068.36吨，分别占世界储备的9.37%、6.85%、6.80%、6.50%和5.78%。从各国的收入情况来看，持有黄金储备的规模与该国的经济实力密切相关，按持有黄金储备规模排序：高收入国家>中高收入国家>中低收入国家>低收入国家。而黄金储备总值占该国总储备的比重则与国家经济实力关系不大，平均占比最高的仍是高收入国家，但其次是中低收入、中高收入和低收入国家。委内瑞拉、葡萄牙、美国、乌兹别克斯坦、德国、法国的黄金储备占比相对更高，分别达到82.96%、70.14%、68.69%、68.46%、68.16%和66.97%。从购金、售金央行的构成来看，截至2023年3月，在较2008年增加的5813.52吨世界黄金储备中，俄罗斯、中国、土耳其、印度、哈萨克斯坦、泰国、波兰和墨西哥等国家央行黄金购买居前，俄罗斯和中国分别购买了1806.9吨和1468.38吨黄金，其次是土耳其（455.87吨）、印度（436.88吨）、哈萨克斯坦（260.09吨）、泰国（160.18吨）、波兰（125.75吨）、墨西哥（114.04吨）等国家。而黄金储备售出最多的国家则包括委内瑞拉（145.21吨）、德国（57.7吨）、法国（55.33吨）、利比亚（27.18吨）等。若按照经济分组来看，中高收入

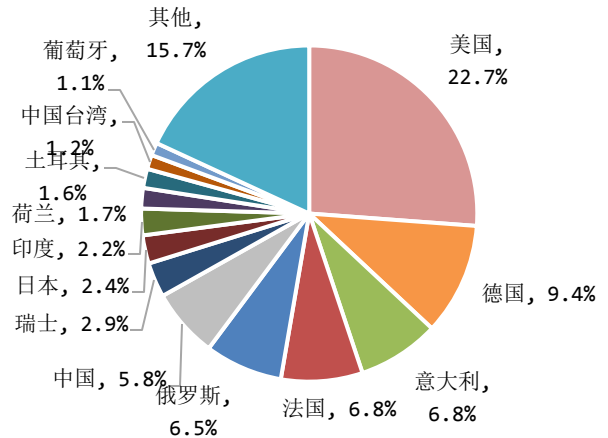
国家自 2008 年以来的平均购金量是最多的，其次是中低收入国家、高收入国家和低收入国家。

图 1：世界央行黄金储备自 2009 年开始回升



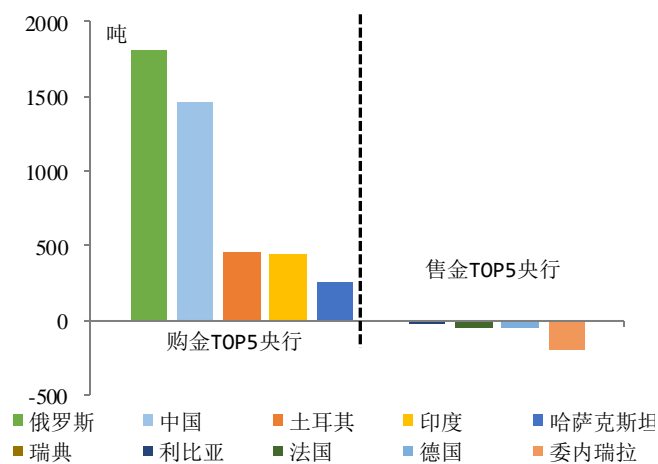
数据来源：wind，西南证券整理

图 2：截至 2023 年 3 月，央行黄金储备份额构成



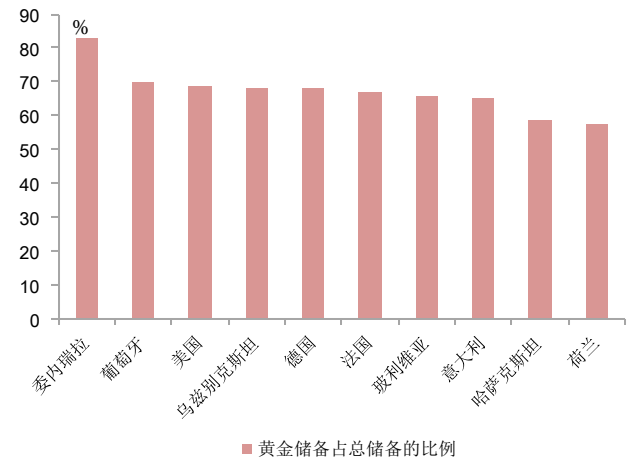
数据来源：wind，西南证券整理

图 3：2023 年 Q1 相比 2008 年购金、售金 Top5 央行



数据来源：wind，西南证券整理

图 4：截至 2023 年 3 月，黄金储备占该国总储备的比重



数据来源：世界黄金协会，西南证券整理

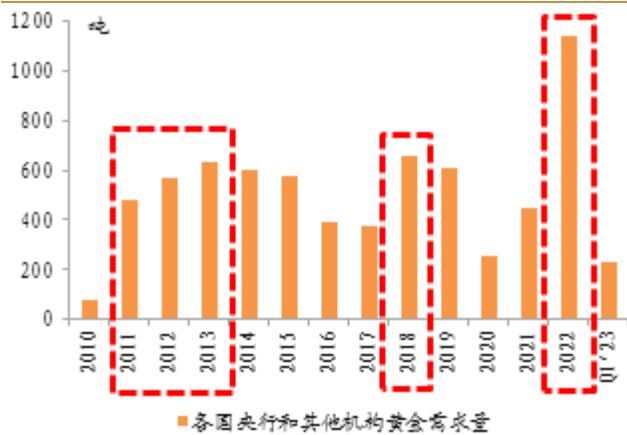
2 2008 年来三轮央行购金潮，均与政治经济动荡有关

2011-2013 年购金潮：2011 年欧债危机爆发，伴随着全球通胀抬升，加之美国国会两党迟未就债务上限达成一致导致主权信用评级被下调，黄金因其保值性以及避险需求受到追捧。2011 年各国央行和其他机构的黄金净购买量达到 480.8 吨，而 2010 年该数值仅为 79.2 吨，增加了超过 400 吨的净购买量，同比涨幅超过 500%。购买黄金的央行以新兴经济体国家为主，主要因为新兴国家的黄金储备较发达国家更低，同时想要寻求外汇储备的多元化，呈现出了“西金东移”的态势。之后，2012-2013 年尽管全球黄金需求下降、黄金价格显著回调，但各国央行对黄金储备的需求仍继续呈现出逐年递增的态势，直到达到 2013 年 629.5 吨的高峰，而后逐步下滑。分国别来看，2011-2013 年央行净购买黄金最多的有土耳其、俄罗斯、墨西哥、韩国和哈萨克斯坦等，而售出最多的包括利比亚、德国等国家的央行。

2018年购金潮：2018年，受石油减产、美国对伊朗和俄罗斯实施制裁、中国供给侧改革等多重因素的影响，国际大宗商品价格攀升，全球主要经济体通胀整体呈现上升趋势。而后，中美贸易战打响，打破了安全可预期的贸易环境，给国际商业活动带来巨大的不确定性，跨境贸易增速大幅放缓，国际直接投资活动持续低迷，全球经济下行压力加大。因此，世界央行继续通过增加黄金储备来应对不断上升的宏观经济和地缘政治的风险。2018年全球央行及其他机构对于黄金的需求飙升至656.2吨，较2017年的378.6吨增加了超过277吨之多，同比涨幅超过70%。其中，需求量仍集中在少数几家中央银行，俄罗斯、哈萨克斯坦和土耳其在2018年央行购金潮中再次占到需求的很大一部分，但它们的份额从2017年的94%下降到58%，因为其他国家的央行也选择大幅增加黄金储备。比如，匈牙利、波兰的央行也购买了黄金，印度的黄金净购买量也比较大。而黄金净销售量则显得微不足道。

2022年购金潮：俄乌冲突爆发后，地缘政治的不确定性急剧攀升，并且在疫情限制解除、原油供应收紧的背景下，全球迎来大宗商品价格大年，推升全球通胀。2022年各国央行在地缘政治不确定性和通胀上行的背景下，对黄金的需求量达到1135.7吨，较2021年的450.1吨增加了152.3%。分国别来看，土耳其仍是黄金的最大买家，其官方储备增加了148吨至542吨，其次是中国，中国人民银行报告其黄金储备自2019年9月以来首次增加，宣布购买黄金总量62吨，黄金总储备首次突破2000吨。另外，中东地区也是活跃买家，埃及（47吨）、卡塔尔（35吨）、伊拉克（34吨）、阿拉伯联合酋长国（25吨）等也增加了黄金储备。值得一提的是，哈萨克斯坦国家银行是2022年最大的卖家，黄金持有量减少了51吨。

图 5：2008 年以来各国央行出现的三轮购金潮

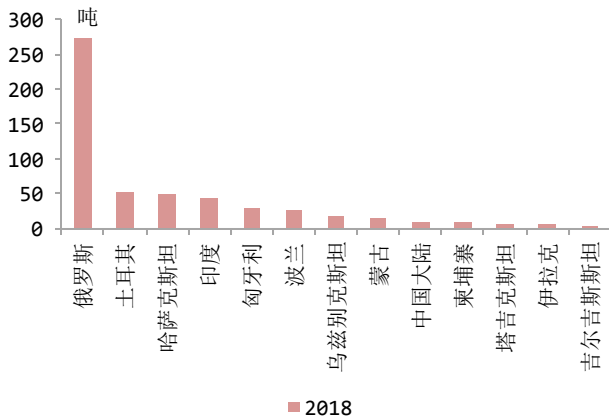


数据来源：世界黄金协会，西南证券整理

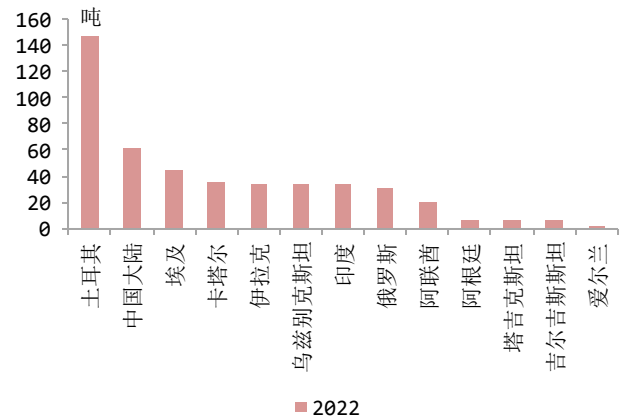
图 6：2011-2013 年黄金购买量居前的央行



数据来源：世界黄金协会，西南证券整理

图 7：2018 年黄金购买量居前的央行


数据来源：世界黄金协会，西南证券整理

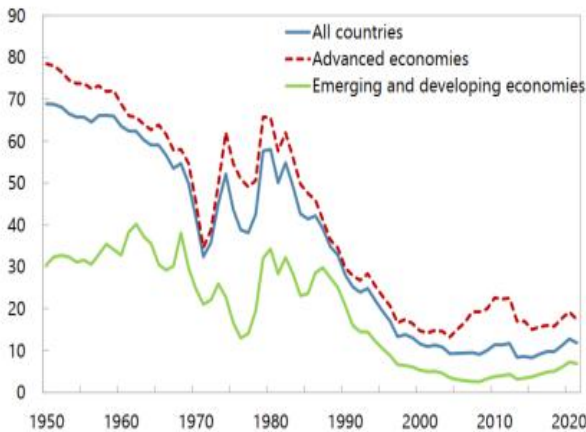
图 8：2022 年黄金购买量居前的央行


数据来源：世界黄金协会，西南证券整理

3 央行购金仍主要与经济因素有关，发达和发展中国家存在分歧

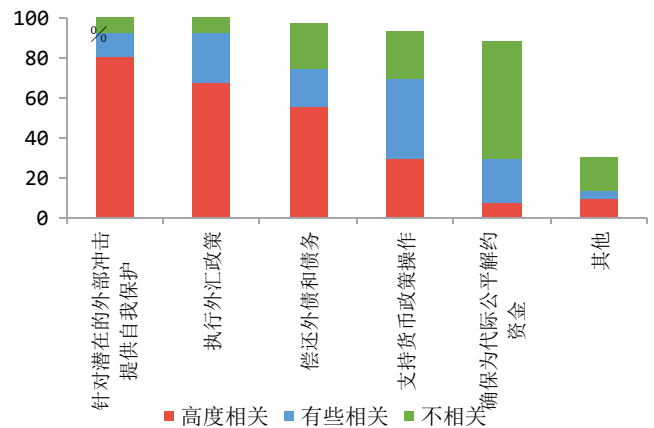
央行储备黄金比重自 2019 年以来升高，对冲外部冲击是央行调整储备的首要目标。自布雷顿森林体系解体之后，黄金储备占全球央行总储备的比重持续下跌，从 1980 年代的 60%-70% 逐步跌至 2000 年的 10% 左右，但在 2005 年左右央行储备中黄金的比重开始回升，从 10% 左右升至 2012 年接近 14%，而后在 2013 年到 2018 年回到 10% 左右的水位，2019 年至今这一比例重新攀升，在 2020 年突破 14%，截至 2022 年第四季度，全球黄金储备占总储备的比重达到 13.8%。发达国家黄金储备占总储备的比例远高于新兴市场和发展中国家（EMDE），截至 2022 年第四季度，经测算，发达国家这一比重平均录得 19.4%，而 EMDE 这一比例仅为 10.7%。EMDE 虽然购金量持续增长，但在央行储备中黄金的比例依然低于发达国家，主要是因为美元在全球贸易和资金流动中仍具有绝对重要的地位，外汇储备规模较小的和收入水平较低的国家对美元的依赖度更高，因此更倾向于储备美元。据世界银行开展的 RAMP 调查，2021 年针对 119 个央行进行的调查结果显示，央行储备中配置黄金的平均比例为 8.0%，中位数为 2.0%，仅次于政府债券、银行存款、SSA 和货币市场工具（样本数为 92 家央行）。该比例还高于 2020 年央行储备黄金的平均比例 4.2%、中位数 1.0%（样本数为 71 家央行）。同时还显示，大多数受访者（80%）认为应对外部冲击是高度相关的储备目标。此外，执行外汇政策（67%）和偿还外债或其他债务（55%）也是高度相关的。与 2018 年的调查相比，执行外汇政策、偿还外债、以及支持货币政策操作与储备目标高度相关的比重均有所提升。

图 9: 1950-2021 年黄金占官方储备资产的比重变化 (单位: %)



数据来源: IMF, 西南证券整理

图 10: 央行持有外汇储备的投资目标



数据来源: World bank, 西南证券整理。注: 样本为 119 家央行, 这些回答加起来可能不是 100%, 因为有些回答者没有对所有的选项进行分类

我们通过历史数据和调查数据两个层面来分析影响央行黄金储备的因素:

历史数据方面显示, 在 IMF 的工作论文¹里, 作者通过对 144 个国家的 1980-2021 年的数据进行分析, 结果显示: **全球总体数据来看**, 首先, 黄金的回报率是影响黄金储备占总储备比重的一个重要因素, 当预期黄金收益高、金融资产收益时, 会增加黄金份额。比如影子联邦基金利率、美元价格的走势与黄金储备的比重大致呈负相关, 通货膨胀水平与黄金储备的比重正相关; 其次, 黄金作为经济和地缘政治风险的避险资产, 当经济不确定性上升时黄金储备份额上升, 与全球经济政策的不确定性指数 (GEPUI) 大致呈正相关关系。然而, 相比之下地缘政治风险对黄金份额的影响并没有特别显著, 其中地缘政治风险对发达国家的黄金储备份额比重变化影响相对更大。 **国家层面数据来看**, 通过对 144 个国家进行面板数据分析, 作者指出黄金在央行储备中的份额与一国 GDP 增长、财政平衡呈负相关关系, EMDE 的公共债务水平也和黄金储备份额负相关, 采取浮动汇率制度的国家拥有更大比例的黄金储备, 贸易开放度越高则黄金的份额越低, 一些国家黄金产量的增长也会提升黄金份额, 金融制裁也和黄金储备份额增加有关。通过衡量不同决定因素对相关性的 (R^2) 的贡献, 结果表明对于全样本来说国内黄金生产、汇率制度和通货膨胀水平是决定黄金份额的最重要因素, 金融制裁这一因素对 EMDE 黄金份额具有更大的影响 (与俄罗斯、土耳其等受欧美制裁的国家不断增加黄金储备的趋势较为一致), 但仍次于通胀水平、汇率制度、财政平衡等因素。

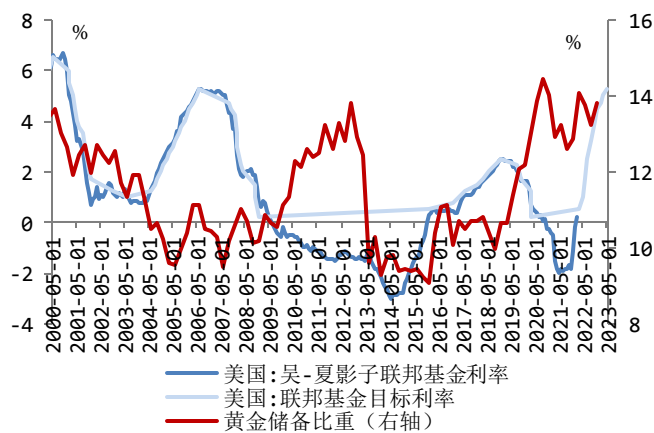
调查数据方面显示, 据 2022 年世界黄金协会的中央银行黄金储备 (CBGR) 调查, 2022 年央行持有黄金的理由中, 黄金的“历史地位”、“危机时期表现”、“长期价值保值”、“无违约风险”等的相关度居于前列, 这些因素除了“历史地位”以外, 均与黄金的经济属性相关, 考虑到了黄金的回报率、通胀、避险等因素。相比 2021 年, 有更多的受访者认为黄金的历史地位、长期保值、无违约风险、高流动性、对国际货币体系变化的预期等理由与央行增加黄金储备相关。其中, 发达经济体和 EMDE 对于持有黄金的理由也存在着分歧: EMDE 认为黄金作为长期保值和对冲通胀的工具的作用更大, 而发达经济体认为黄金的历史地位更能作为其持有黄金的理由。 **从对未来的预期来看**, 在自调查实施日 (2022 年 2 月-4 月) 接下来的 12 个月中, 61% 的受访者预计全球央行的黄金持有量将增加, 较 2021 年的 52% 显著

¹ Arslanalp, Serkan and Eichengreen, Barry and Simpson-Bell, Chima, Gold as International Reserves: A Relic No More?. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4326301> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4326301>

增加。14个调查对象反映，未来12个月预期增加黄金储备的主要原因是未来可能发生的全球金融危机的担忧加剧，以及预期国际货币体系可能发生结构性变化等。

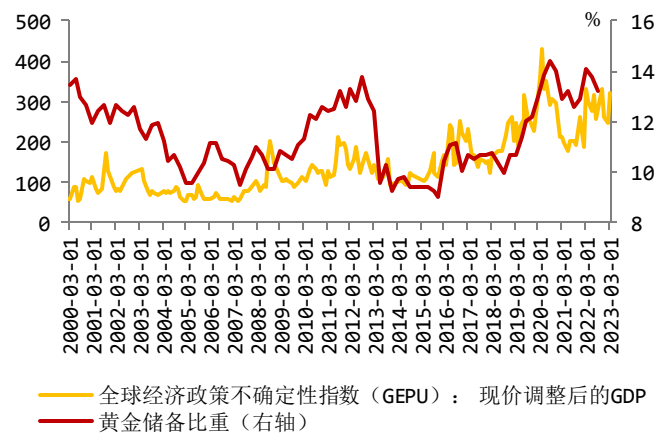
总的来说，央行持有黄金储备仍主要出于经济考虑，但政治因素对EMDE央行购金行为的影响更大，或抬升未来央行购金规模的中枢。央行持有黄金储备的份额与黄金的经济属性关系更为密切，即与全球通胀水平、全球流动性、美元等资产价格走势等因素相关，经济发展的不确定性升高也会使得央行倾向于配置具有对冲风险性质的黄金。然而，发达经济体和EMDE对于黄金的态度存在分歧。政治因素对EMDE的影响相对更大，它们可能会对欧美金融制裁做出反应，增持黄金以降低风险，并推动国际货币体系变化和去美元化的进程。中短期来看，央行黄金储备的变化主要取决于美联储货币政策变化以及经济走势，若美国经济在高利率背景下硬着陆，经济政策的不确定性上升、美联储降息救经济，那么央行可能加大购买黄金的力度；若美国经济软着陆，利率维持高位继续抗击通胀，通胀水平持续下行，那么央行可能会减少购金的规模，增加其他资产的配置。但长期来看，由于俄乌冲突导致美元武器化，新兴市场和发展中国家多元化配置外汇储备的必要性上升，或抬升未来央行购金规模的中枢。

图 11：全球黄金储备份额与美联储利率大致呈反相关



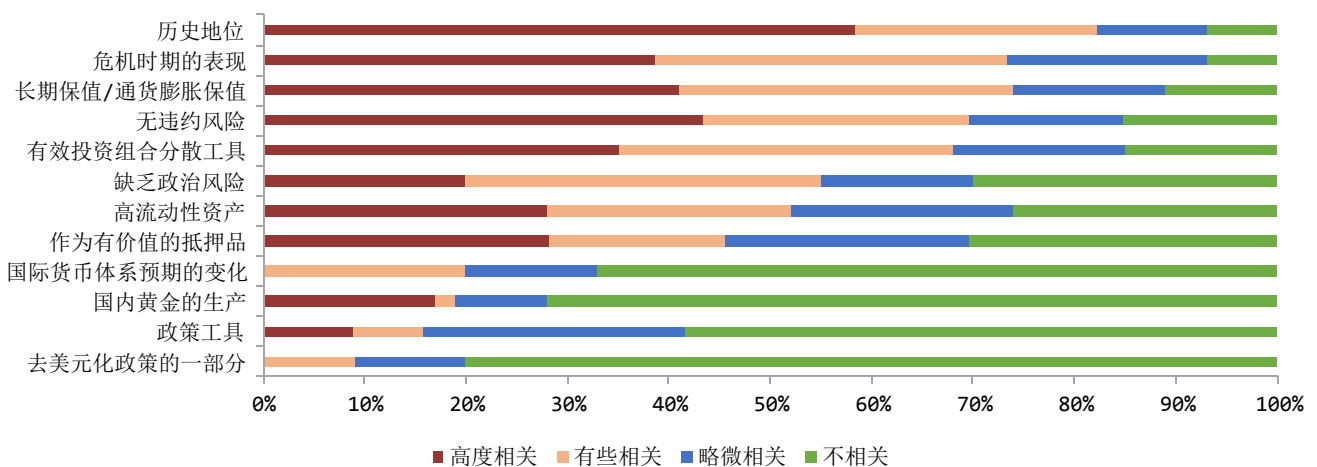
数据来源：wind，西南证券整理

图 12：全球黄金储备份额与全球经济政策不确定性正相关



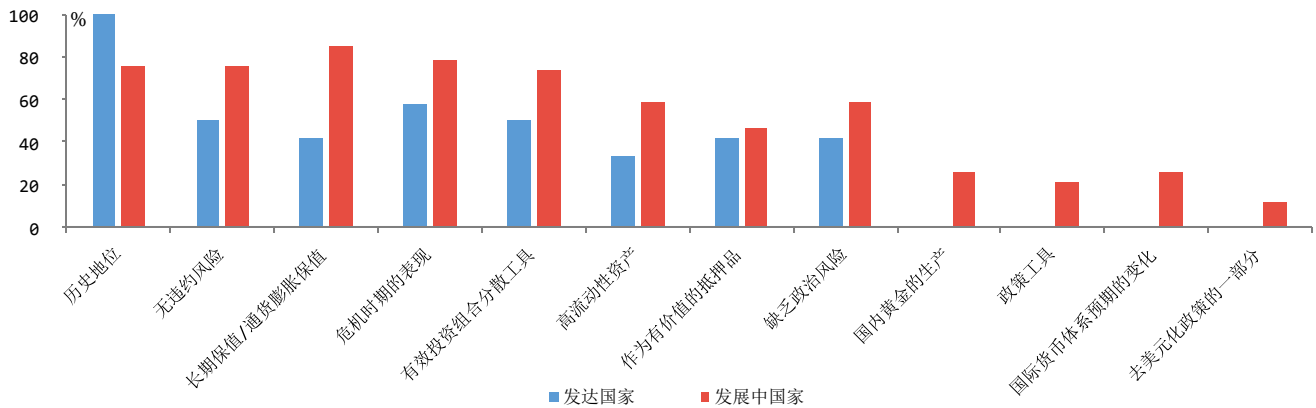
数据来源：FRED，wind，西南证券整理

图 13：CBGR 调查样本中受访者认为持有黄金的决定因素



数据来源：世界黄金协会，西南证券整理。注：样本为目前持有黄金的所有中央银行 46 家，其中发达国家 12 家，发展中国家 34 家

图 14：在持有黄金的理由上，发达国家央行和新兴市场经济体央行之间存在着较大分歧

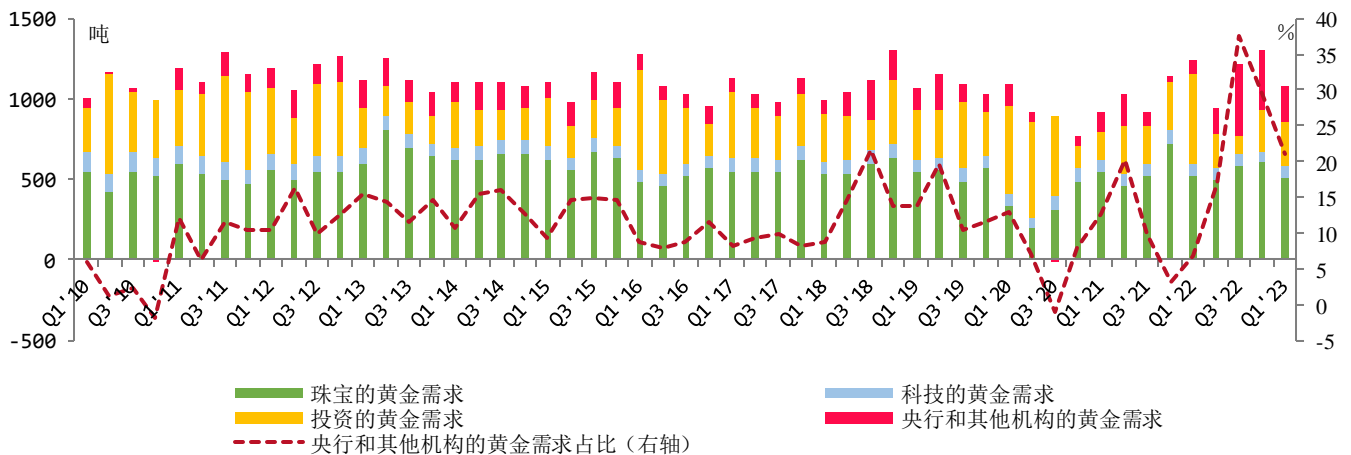


数据来源：世界黄金协会，西南证券整理。注：样本为目前持有黄金的所有中央银行 46 家，其中发达国家 12 家，发展中国家 34 家

4 央行购金行为成为国际金价长期支撑因素

实物黄金需求主要分为珠宝、科技、投资以及央行储备四类。据世界黄金协会，从存量来看，地上黄金总量估计为 20.9 万吨，其中珠宝占 46%，约 9.6 万吨，中央银行持有 17% 左右，约 3.6 万吨，金条和金币占 21%，约 4.3 万吨，实物支持的黄金 ETF 占比 2%，约 3473 吨，其余部分是工业应用和金融机构持有，占 15%，约 3.1 万吨。由于黄金供应量每年的变动较为平稳，黄金的价格更多取决于需求端的变化。实物黄金的新增需求可以分为珠宝、科技、投资以及央行购金四类。2023 年第一季度，世界黄金的总供给为 1174.4 吨，同比增长 0.8%，环比下降 4.8%，变化幅度相对较小；世界黄金总需求为 1080.8 吨，同比下降 12.7%，环比下降 17.0%。其中，珠宝、科技、投资以及央行购金四类黄金需求分别为 508.6、70.0、273.7 和 228.4 吨，占比分别达到 47.1%、6.5%、25.3%和 21.1%，同比增速分别为-1.5%、-13.5%、-51.0%和 176.2%，环比增速分别为-15.4%、-3.2%、9.2%和-39.7%。值得注意的是，2022 年第三季度，央行购金需求占总黄金需求的比重快速攀升至 37.5%，为 2010 年以来的最高水平，超过黄金的投资需求，虽然 2022 年第四季度和 2023 年第一季度该比重有所回落，但仍维持在 20% 以上。

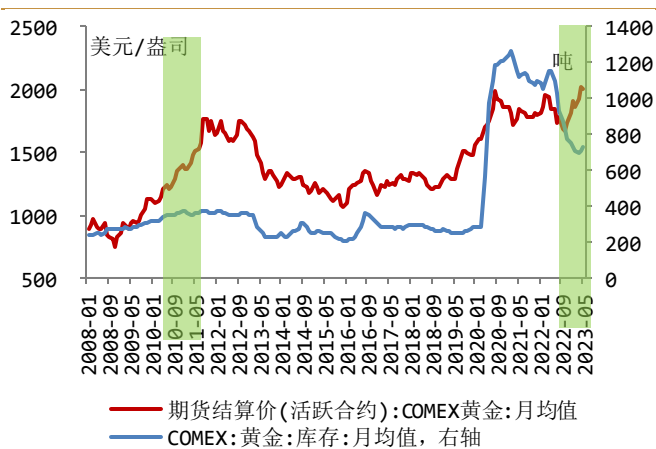
图 15：2010 年以来珠宝、科技、投资以及央行储备四类黄金需求的变化



数据来源：世界黄金协会，西南证券整理

除了供需基本面对黄金价格的影响外，黄金的投资需求变动对国际金价影响的程度更大。黄金市场可以按照交易类型和方式划分为现货交易和期货交易。《中国黄金年鉴 2021》数据显示，2020 年全球黄金总交易量为 69.6 万吨（单边），而实物黄金交易仅为 3868.5 吨，占总交易量比重仅为 0.56%，场内和场外交易分别为 40.3 万吨和 29.0 万吨，场内交易占总交易的比重为 57.86%，是全球黄金市场最大的组成部分，场外交易占总交易量的比重为 41.59%。经测算，全球期货交易超过 35 万吨，为实物黄金交易的 90 多倍。在黄金交易市场上，市场投资者通常是主要交易主体。其中，黄金 ETF 在黄金市场上具有十分重要的地位。SPDR 黄金 ETF 是全球最大的黄金 ETF 基金，其在黄金 ETF 市场中所占的份额超过 70%，截至 2023 年 5 月末，SPDR 黄金 ETF 持仓量为 939.6 吨。SPDR 向大型国际金商购买实物黄金，以实物黄金为依托发行基金份额并转售给黄金 ETF 投资者，反映了投资者对于实物黄金的需求。历史上的大多数时期其持仓量与黄金价格走势有着高度正相关的关系。另外，黄金价格也与 COMEX 黄金库存具有明显的相关性。COMEX 黄金是纽约商品交易所的一个交易品种，大多以买卖期货及期权为主，国际金价除了参考伦敦金银市场协会的现货黄金价格之外，还参考纽约商品交易所的黄金期货价格，因此 COMEX 黄金对世界黄金定价影响较大。通常情况下，当黄金库存增加，意味着黄金价格将上升，反之黄金库存减少则意味着黄金价格下跌。

然而，在 2011 年和 2022 年国际黄金价格走势与 SPDR 持仓量变化和 COMEX 黄金库存的变化出现了背离的情况。从 2011 年的情况来看，COMEX 黄金库存量主要围绕 365 吨水位上下波动，月均值最高涨幅仅为 5.4% 左右，SPDR 黄金 ETF 持有量在 1200 吨到 1280 吨区间上下波动，月均值的最高涨幅也仅为 6.1% 左右，两者的走势均较为平稳。而 COMEX 黄金期货结算价（活跃合约）（期货市场）和伦敦现货黄金价格（现货市场）均呈现持续上涨的态势，年末较年初的涨幅均超过 20%，与市场投资者的行为出现背离；从 2022 年的情况来看，由于美联储持续加息，通胀自高位逐渐回落，市场普遍预期实际利率升高，美国 10 年期通胀指数国债收益率（TIPS）于 2022 年自 -0.7% 升至 1.4%，COMEX 黄金库存量呈现出持续走低的态势，年末较年初的跌幅达到 30.5%，SPDR 黄金 ETF 的持仓量也是呈下跌的走势，年内跌幅约为 7.9%。然而与实际利率通常呈反向走势的黄金价格反而表现出了一定的韧性。COMEX 黄金期货结算价（活跃合约）2022 年内仅下跌 0.5%，伦敦现货黄金价格也仅仅下滑 1.1%，远低于实际利率和机构持仓的降幅，也显示出韧性。

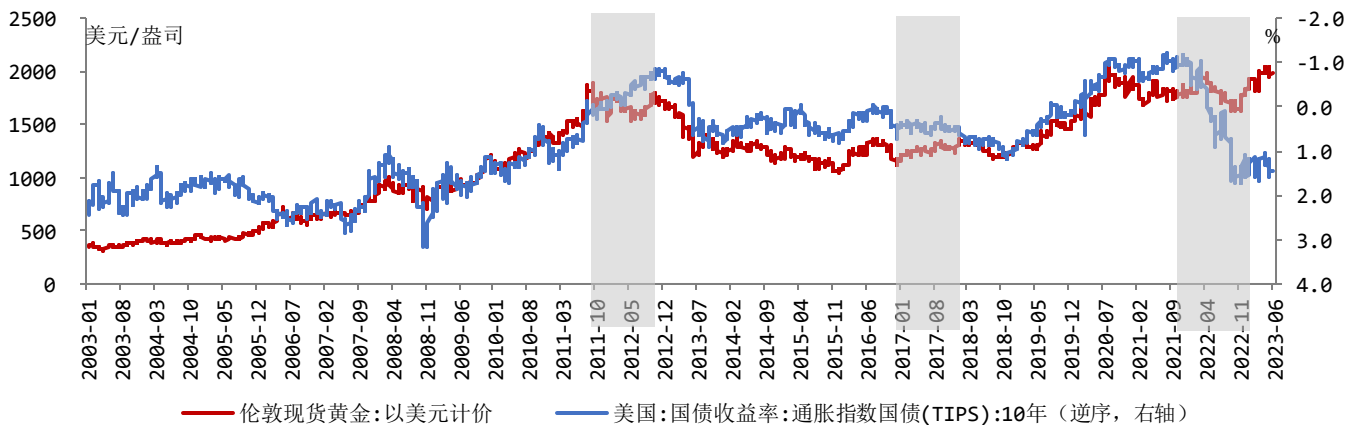
图 16: COMEX 黄金库存与黄金价格走势相关


数据来源：世界黄金协会、wind，西南证券整理。注：绿底色为走势出现分化时期

图 17: SPDR 黄金 ETF 持有量与黄金价格走势相关度高


数据来源：世界黄金协会、wind，西南证券整理。注：绿底色为走势出现分化时期

图 18：央行三轮购金潮前后，国际金价与实际利率走势出现一定程度的背离



数据来源：wind，西南证券整理。注：灰底色为三轮购金潮前后时期

央行大幅购金行为能够成为国际黄金价格阶段性的支撑因素。2011 和 2022 年同样也是全球央行加大力度增加黄金储备的时期，2011 年央行和其他机构对黄金的需求量为 480.8 吨，在总黄金需求中的占比为 10.1%，均较 2010 年的 79.2 吨明显抬升；2022 年央行和其他机构对黄金的需求量为 1078.5 吨，在黄金总需求中的比重占到 22.9%，是自央行由售金转为购金以来的最大比重，同时这一规模也超过了 2022 年 SPDR 黄金 ETF 的持有量 917.6 吨。意味着央行大幅购金行为能够成为国际黄金价格阶段性的支撑因素，尤其是在当前新兴市场和发展中国家“去美元化”甚嚣尘上的背景之下。在当前时点来看，央行在去年地缘政治驱动下大幅购金之后，今年对黄金的需求或边际减缓，因此预计短期内黄金价格走势仍与实际利率、通胀水平等市场因素挂钩，需关注美联储货币政策、全球经济形势等的变化。但在国际货币体系逐渐发生变化，“去美元化”浪潮掀起，尤其是 EMDE 国家央行致力于寻求储备的多元化，央行对黄金的需求是长期和稳定的，这对中长期国际黄金价格的中枢有一定的抬升作用。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn