

宏观

证券研究报告

2023年09月23日

沪金的溢价能持续吗？

沪金溢价的表面原因是国内机构的黄金投资需求和居民的黄金消费需求共同驱动了人民币金价上涨，存在溢价的根本原因是进口限制导致的套利失灵。

往后看，内外黄金市场的溢价可能维持。我们认为，内外溢价的弥合有两种可能：一是放松黄金进口的限额。二是贬值预期开始扭转。

我们认为，进口限额的实质放松或许需要等到汇率预期企稳之后。随着当前国内进入今年“N形复苏”的第三笔，经济基本面企稳的趋势逐渐明确，前期人民币贬值的压力开始放缓，汇率预期企稳后，投资者购金避险需求下滑，叠加进口限额放松，从而弥合黄金价差。

风险提示：地缘冲突进一步升级；经济复苏斜率不及预期；货币政策超预期收紧

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522100002
linyanyan@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-经济中的几大错觉》2023-09-19
- 2 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23年9月第3周》2023-09-19
- 3 《宏观报告：宏观-经济复苏预期兑现》2023-09-16

近期人民币黄金价格持续上涨，且和考虑汇率损益之后的美元黄金价格之间存在溢价，表面原因是国内机构的黄金投资需求和居民的黄金消费需求共同驱动了人民币金价上涨，存在溢价的根本原因是进口限制导致的套利失灵。

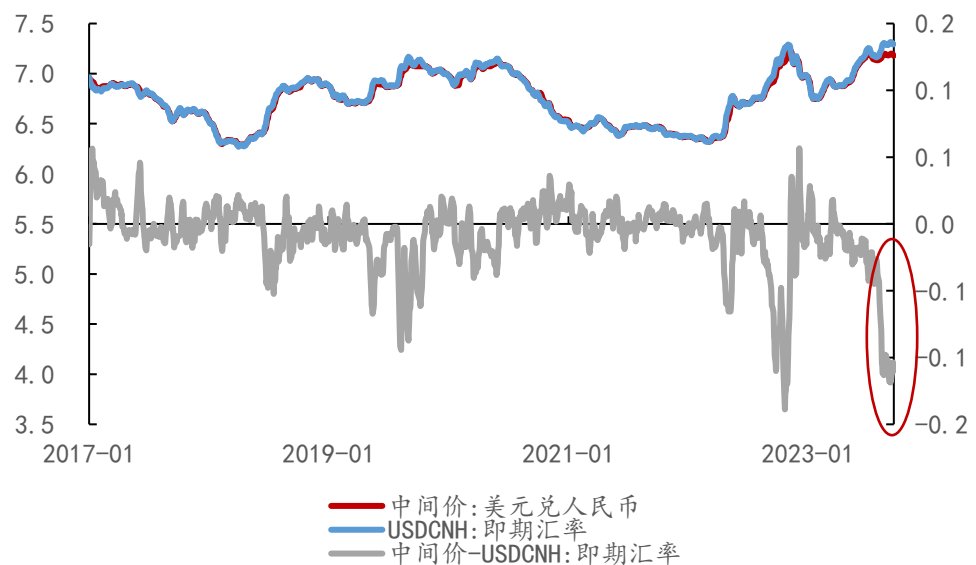
8 月至今，人民币标价的黄金走出了一轮上涨行情（上海金累计上涨 3.7%）。上海黄金现货价格创下历史新高，一度突破 470 元/克，但同一时间内伦敦金现却在 1880-1950 美元/盎司区间内拉锯（累计下跌 2.0%），即使考虑到汇率损益（美元兑人民币上涨 2.1%），沪金与伦金走势也出现了明显的背离。

人民币金价走强的直观因素是汇率贬值预期刺激了机构投资需求和居民消费需求。

今年 4 月以来人民币快速走贬，离岸市场价一度跌破 7.3，突破了汇率箱体运行的上限。央行使用调节逆周期因子、下调外汇准备金率等方式来稳定人民币汇率。

在贬值预期尚未扭转时，增持黄金来对冲潜在的贬值风险就成为投资者的一个选择。

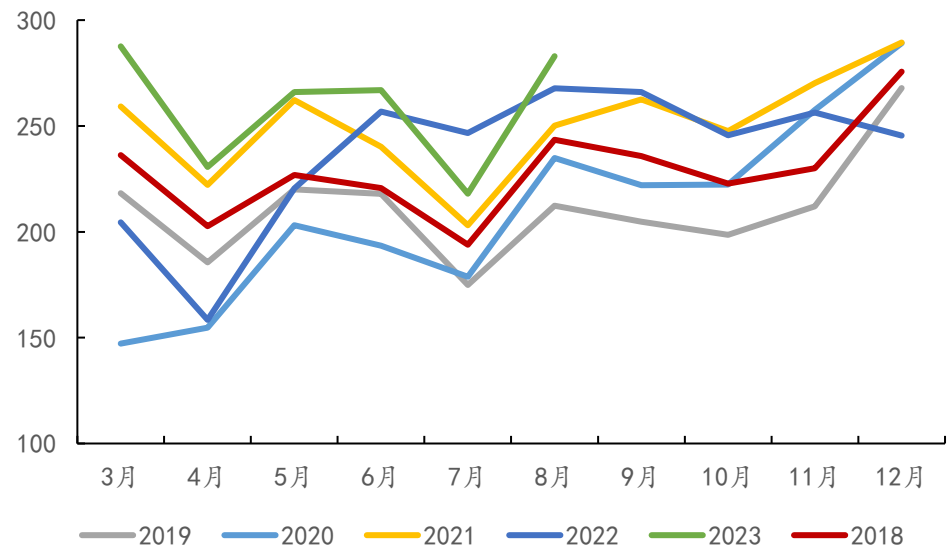
图 1：中间价与离岸价的背离加大



资料来源：Wind，天风证券研究所

除机构投资需求提高外，随着十一假期临近、金价上涨等因素，居民消费购金的需求也在稳步上行，8 月金银珠宝类零售总额的为 283 亿元，环比上涨 29.8%，超过了过去 5 年均值 7.8 个百分点。

图 2：8 月金银珠宝类消费明显上行（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

从数据上看，在大部分历史时点，按照人民币离岸汇率折现后，伦敦金和沪金的市场价格接近，说明黄金的市场定价是非常有效的（详见图3）。

但是这一次，由于人民币金和美元金之间存在约5%的套利空间，理论上通过增加现货黄金的进口可抹平套利空间。

但根据中国人民银行和海关总署颁布的《黄金及黄金制品进出口管理办法》第三条，进口黄金需提供央行签发的《中国人民银行黄金及黄金制品进出口准许证》，换言之黄金进口受到管制。在人民币快速贬值，汇率接近箱体运行上限时，央行可能会控制黄金的进口配额，避免资金借道黄金流出，加剧贬值压力。因此内外金价溢价无法弥合，体现为隐含汇率与实际汇率的持续偏离。

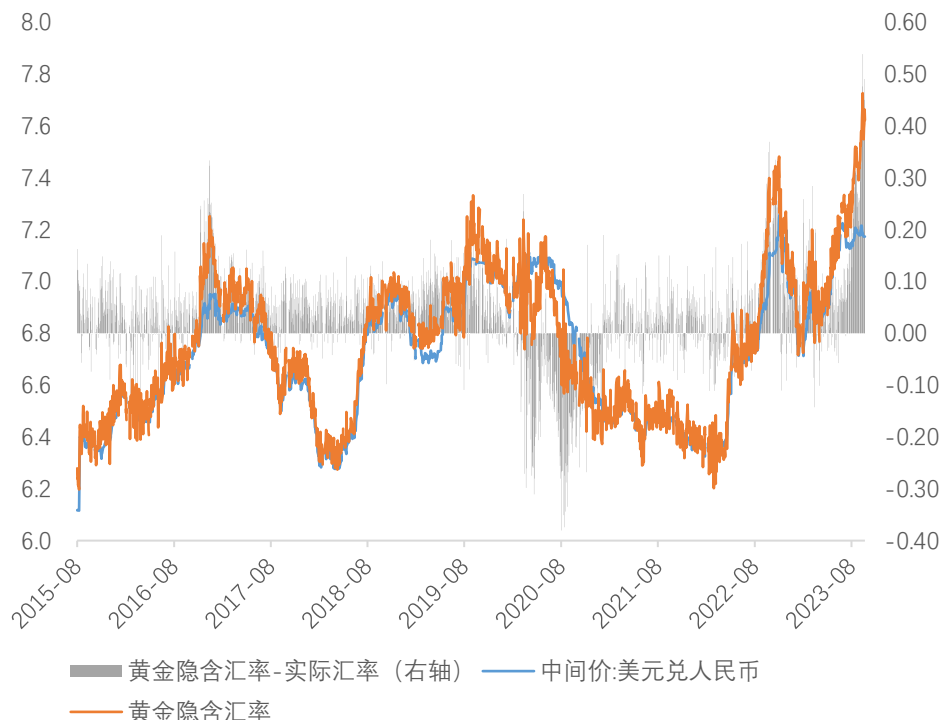
今年上半年，我国黄金消费量554.9吨，同比增长16.37%。但同期黄金产量仅为178.6吨，同比增长2.24%，消费量是产量的近3.1倍，这中间的溢价就必须由进口黄金补齐。但今年实物黄金的进口量，7月中国香港向内地黄金的净进口量为25.769吨，低于6月份的34.648吨，其中经中国香港进口的黄金总量较6月下降21%至30.239吨，净进口量较6月下降约26%。

进口受限将造成内外黄金价格持续背离，体现为伦敦金和沪金之间的隐含人民币汇率与实际离岸人民币汇率出现明显偏离。目前黄金市场隐含的人民币兑美元汇率水平是7.6-7.7，远高于当前离岸人民币兑美元汇率水平的7.3左右。

往后看，内外黄金市场的溢价可能维持。我们认为，内外溢价的弥合有两种可能：一是放松黄金进口的限额，从当前情况看，如果汇率贬值预期仍然存在，放松黄金的进口限制后购买美元金的需求会上升，美元金价上涨。二是贬值预期开始扭转，本轮投资者购金的需求很大一部分是由贬值预期驱动的，后续如果汇率预期企稳，投资者的购金需求回落，人民币金价回落。

我们认为，进口限额的实质放松或许需要等到汇率预期企稳之后。随着当前国内进入“N形复苏”的第三笔，经济基本面企稳的趋势逐渐明确，前期人民币贬值的压力开始放缓，汇率预期企稳后，投资者购金避险需求下滑，叠加进口限额放松，从而弥合黄金价差。

图3：黄金的市场定价是非常有效的



资料来源：Wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com