

宏观深度报告 20240125

看好黄金价格 2024 年再创新高

2024 年 01 月 25 日

事件

■ 利空金价的因素在 2023 年频现，但匪夷所思的是黄金价格一改颓势破位大涨。传统观点下，金价与美国实际利率密切相关，实际利率作为持有黄金的机会成本，两者往往呈负相关关系。但我们发现，这一规律自 2022 年以来失效。2023 年在通胀持续缓解，实际利率屡创新高后，黄金稳稳地站上了 2000 美元/盎司的高位。这不禁引人发问，2024 年的金价将会如何演绎？

观点

■ 实际利率对金价解释减弱，核心原因是“信任危机”。1997—2022 年之间，实际利率可以解释 87% 的金价走势；而这一比例在 2022 年往后显著降低至 3%。究其原因，我们认为是“信任”出了问题：即一方面在国际上，全球对美国信用的“不信任”；另一方面，美联储错判通胀导致的“落后于曲线”，美国市场对美联储的“不相信”。

■ 我们认为黄金在 2024 年仍有三大上涨的理由：

1、美元作为法币，信用的下降。由于美国滥用美元、武器化货币，损害了美元作为国际储备货币的地位。各国央行为降低对美元的依赖，继续“抛美元，加黄金”。截至 2023 年前 3 季度，全球央行的黄金储备上升了 1015 吨，相较于 2022 年前 3 季度的 673 吨继续上。这一需求在 2024 年将继续增加：根据央行黄金储备调查显示，71% 的受访央行认为，全球央行的黄金持有量将在未来 12 个月增加，去年这一比例为 61%。

2、美联储降息，美元走弱。2023 年市场不断“抢跑”美联储。先是 3 月硅谷银行危机爆发后，市场“倒逼”美联储开始降息。再到后来一旦出现弱于预期的数据，市场就会开始交易宽松预期。市场选择“不相信”美联储本轮货币政策的坚定性，因而机构投资者不断押注将会提前的货币宽松。随着美联储已经到加息周期的尾声，市场在 2024 年继续押注提前降息有利于金价的上涨。

3、国际政治风险上升，避险需求增加。以史为鉴，20 世纪 70 年代以来的全球重大风险事件下，黄金都有着不错的表现，与其他避险资产相比，都可以称得上是“一骑绝尘”的赢家。2024 年，考虑到海外大选加剧全球政治极化，红海航运问题再度冲击薄弱的供应链，地缘政治动荡及全球经济不确定性等诸多因素，黄金的避险属性将得到进一步突显和青睐。

■ 除此之外，未来有两大线索可以观测黄金价格是否会“畅通无阻”的上涨：

1、实际利率维持高位。如果 2024 年经济实现“软着陆”，这意味着过程中，通胀比政策利率冷却得更快，实际利率将保持高位，从而拖累金价的上涨。回溯历史，黄金在衰退时期平均上涨 19%。反观过去的两次经济软着陆，黄金收益率平均为-0.5%。因此如果经济“软着陆”，黄金的吸引力可能会下降。

2、比特币对黄金有一定的可替代性。美联储主席鲍威尔在 2021 年表示“比特币可能成为黄金的替代品”。从两者的相关性来看，近年来也确实是在逐步抬升，从 2021 年开始的 28%，到 2022 年后升至 34%，此比例在 2023 年进一步上涨至 47%。

首批比特币 ETF “问世”，黄金属性+收益弹性=加快对黄金的分流。11 支比特币现货 ETF 被证监会审核通过，意味着在安全性得到一定的保护下，传统金融在向虚拟资产“妥协”。兼具避险和对冲特性的同时，比特币弹性更大将使得传统资金加速进场，从而分流部分对黄金的需求。

■ 风险提示：全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退。

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《降准稳市场的“未完待续”》

2024-01-24

《30 年财税改革启示录：是时候改变了？》

2024-01-24

内容目录

1. 黄金上涨的理由	4
1.1. 美元作为法币，信用的下降.....	5
1.2. 美联储降息，美元走弱.....	7
1.3. 国际政治风险上升，避险需求增加.....	8
2. 阻碍黄金上涨的理由	9
2.1. 实际利率维持高位.....	9
2.2. 比特币对黄金的可替代性.....	9
3. 风险提示	10

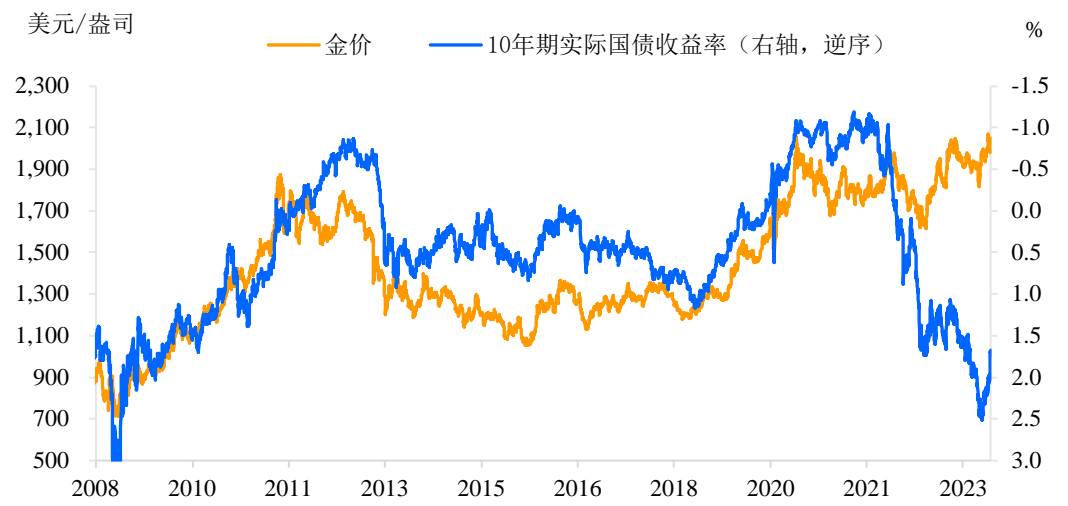
图表目录

图 1: 历史上看, 金价和实际利率有着明显的负相关关系.....	4
图 2: 2022 年前, 实际利率对金价的解释强相关.....	5
图 3: 2022 年往后实际利率对金价的解释程度大幅减弱.....	5
图 4: “不信任”事件一出现, 金价便上涨.....	5
图 5: 2023 年开始, 全球增加对黄金的储备, 减少对黄金的储备.....	6
图 6: 央行购金趋势延续标志着金价上涨具备动力.....	7
图 7: 降息预期越大, 越有利于金价上涨.....	7
图 8: 市场预期明年降息幅度较大.....	7
图 9: 金价的上涨, 多头的力量在支撑.....	8
图 10: 金价在大多风险事件下录得较好的表现.....	8
图 11: 相比于其他避险资产, 黄金称得上是“首选”.....	8
图 12: 经济“软着陆”的情境下黄金涨幅并不好.....	9
图 13: 衰退下, 黄金获得不错的收益.....	9
图 14: 2021 年后, 比特币与黄金价格的相关性显著提高.....	10

1. 黄金上涨的理由

利空金价的因素在 2023 年频现，但匪夷所思的是黄金价格一改颓势破位大涨。传统观点下，金价与美国实际利率密切相关，实际利率作为持有黄金的机会成本，两者往往呈负相关关系。但我们发现，这一规律自 2022 年以来失效。2023 年在通胀持续缓解，实际利率屡创新高后，黄金稳稳地站上了 2000 美元/盎司的高位。这不禁引人发问，2024 年的金价将会如何演绎？

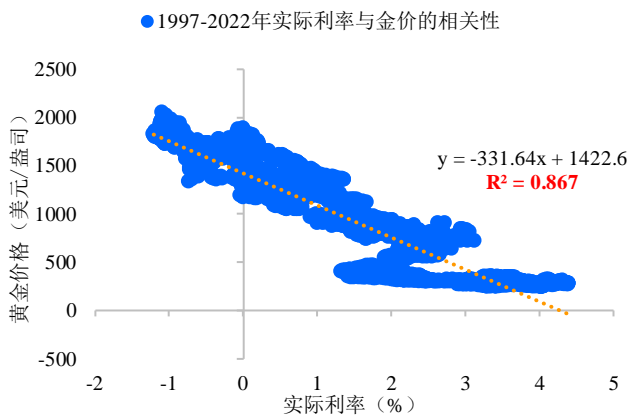
图1：历史上看，金价和实际利率有着明显的负相关关系



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

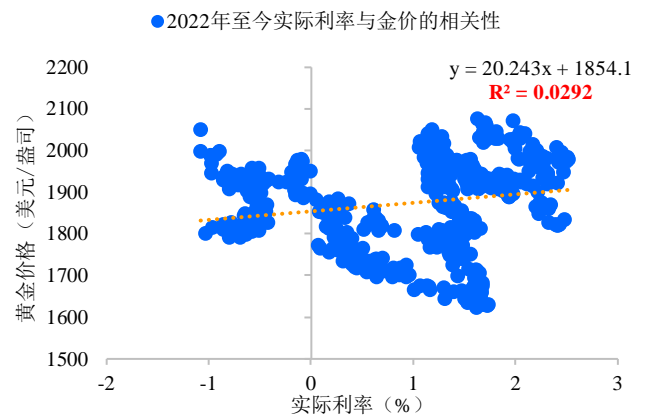
实际利率对金价解释失效，核心原因是“信任危机”。1997—2022年之间，实际利率可以解释87%的金价走势；而这一比例在2022年往后显著降低至3%，且实际利率与金价不再是负相关关系。究其原因，我们认为是“信任”出了问题：即一方面在国际上，全球对美国信用的“不信任”；另一方面，美联储错判通胀导致的“落后于曲线”，美国市场对美联储的“不相信”。那么往后来看，2024年的金价将会如何演绎？

图2：2022年前，实际利率对金价的解释强相关



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2022年往后实际利率对金价的解释程度大幅减弱



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

1.1. 美元作为法币，信用的下降

美国滥用美元、武器化货币，冻结俄罗斯外汇储备、“无底线”上调债务规模、两党无法就财政预算达成一致的“闹剧”等都损害并撼动了美元作为国际储备货币的地位，导致其在全球作为国际储备货币被质疑的声音越来越大。

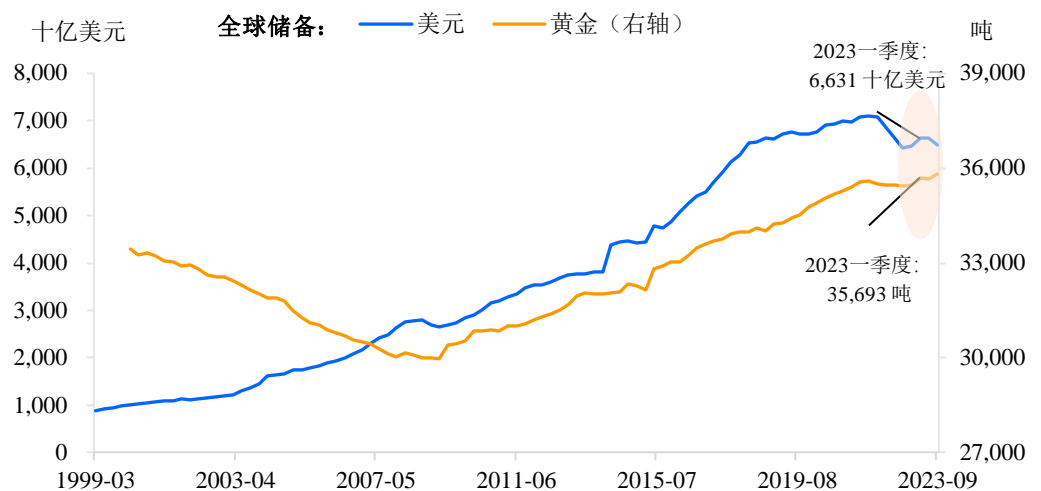
图4：“不信任”事件一出现，金价便上涨



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

“抛美元，加黄金”。为降低对美元的依赖，减少其不稳定因素风险，央行选择增持黄金来多元化外汇储备。截至2023年前3季度，全球央行的黄金储备上升了1015吨，相较于2022年前3季度的673吨继续上涨。其中中国、波兰、土耳其、乌兹别克斯坦、捷克、俄罗斯等黄金储备上升数量排名靠前。从地理位置上看，除中国外，其余增加黄金储备的国家均处于地缘政治周边。

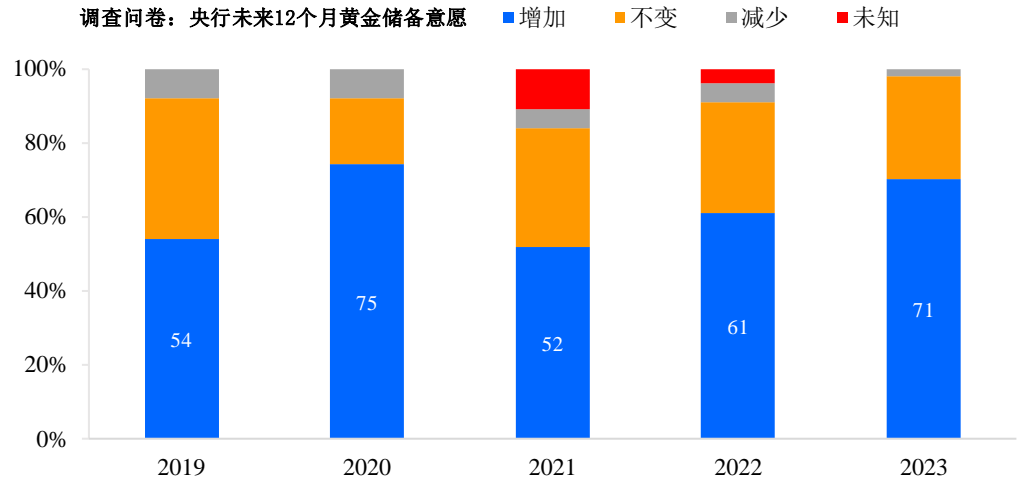
图5：2023年开始，全球增加对黄金的储备，减少对黄金的储备



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

而且各国对黄金的需求还在增加。根据央行黄金储备调查显示，71%的受访央行认为，全球央行的黄金持有量将在未来12个月增加，去年这一比例为61%。去美元化和全球央行系统性增持黄金储备的趋势愈加凸显，这将为金价继续上涨提供动力。

图6：央行购金趋势延续标志着金价上涨具备动力



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

1.2. 美联储降息，美元走弱

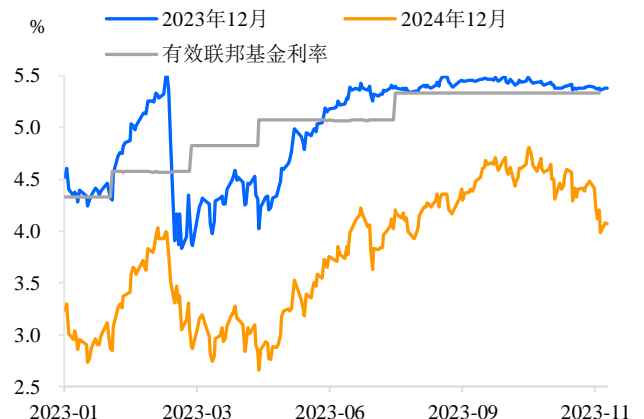
2023年市场不断“抢跑”美联储。先是3月硅谷银行危机爆发后，市场“倒逼”美联储开始降息。再到后来一旦出现弱于预期的数据，市场就会开始交易宽松预期。市场选择“不相信”美联储本轮货币政策的坚定性，因而机构投资者不断押注将会提前的货币宽松。随着美联储已经到加息周期的尾声，市场在2024年继续押注提前降息有利于金价的上涨。

图7：降息预期越大，越有利于金价上涨



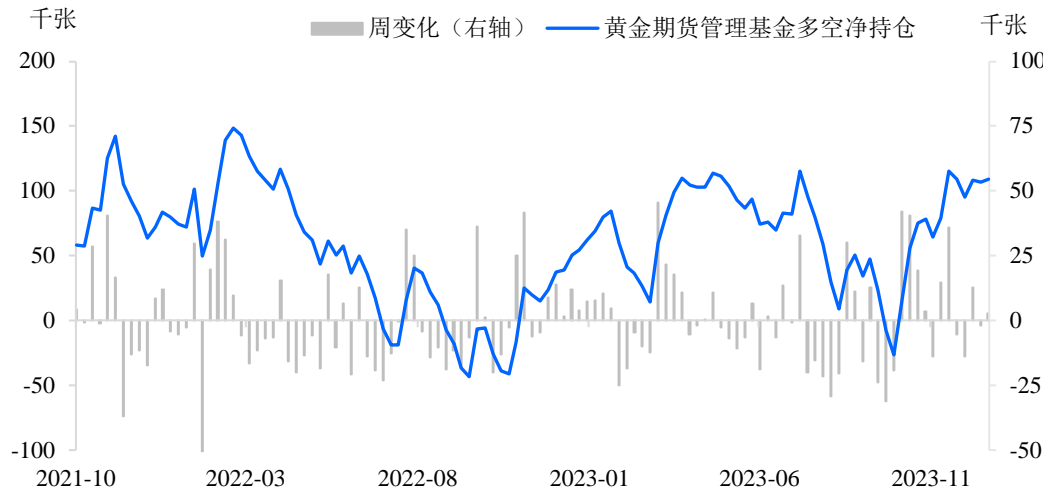
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：市场预期明年降息幅度较大



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图9：金价的上涨，多头的力量在支撑

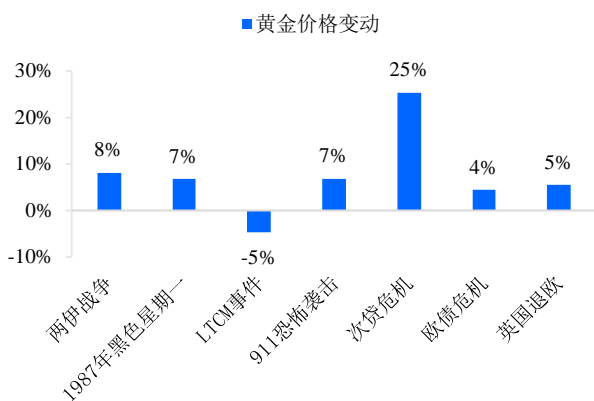


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

1.3. 国际政治风险上升，避险需求增加

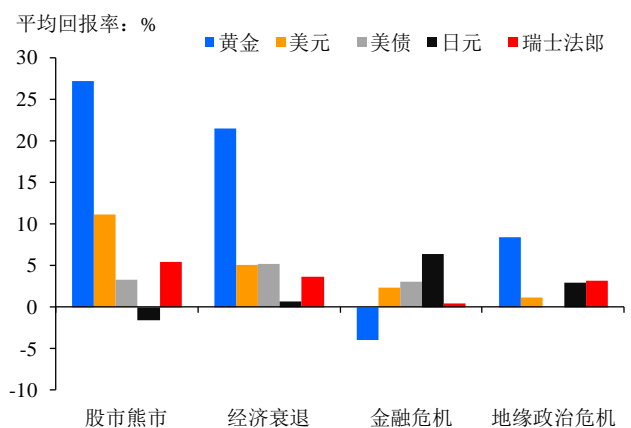
以史为鉴，20 世纪 70 年代以来的全球重大风险事件下，黄金都有着不错的表现。除了金融危机爆发时期，黄金与其他避险资产相比，都可以称得上是“一骑绝尘”的赢家。2024 年，考虑到海外大选加剧全球政治极化，红海航运问题再度冲击薄弱的供应链，地缘政治动荡及全球经济不确定性等诸多因素，黄金的避险属性将得到进一步突显和青睐。

图10：金价在大多风险事件下录得较好的表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：相比于其他避险资产，黄金称得上是“首选”



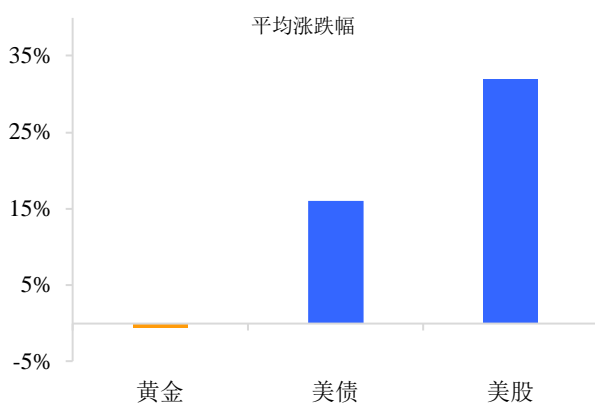
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 阻碍黄金上涨的理由

2.1. 实际利率维持高位

经济“软着陆”将令黄金吸引力下降。如果2024年经济实现“软着陆”，这意味着过程中，通胀比政策利率冷却得更快，实际利率将保持高位，从而拖累金价的上涨。回溯历史，黄金在衰退时期平均上涨19%。反观过去的两次经济软着陆，黄金收益率平均为-0.5%。因此如果经济“软着陆”，黄金的吸引力可能会下降。

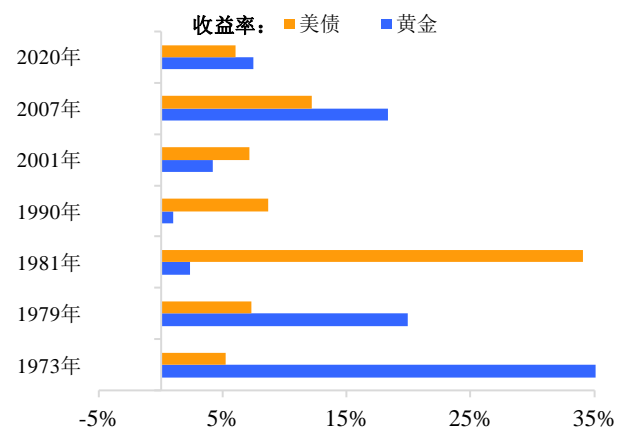
图12: 经济“软着陆”的情境下黄金涨幅并不好



注：资产价格使用1984年8月-1985年8月和1995年5月-1996年5月的平均涨跌幅。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13: 衰退下，黄金获得不错的收益



注：7次衰退时间选取NBER界定的日期。

数据来源：Bloomberg，NBER，东吴证券研究所

2.2. 比特币对黄金的可替代性

比特币具备避险资产属性，对黄金有一定的可替代性。如美联储主席鲍威尔所说“比特币可能成为黄金的替代品”。从2021年开始，比特币与黄金的相关性显著提高：2022年前两者相关性，28%。2022年后升至34%，此比例在2023年进一步上涨至47%。

首批比特币ETF“问世”，黄金属性+收益弹性=加快对黄金的分流。美国11支比特币现货ETF被证监会审核通过，意味着在安全性得到一定的保护下，传统金融在向虚拟资产“妥协”。兼具避险和对冲特性的同时，比特币弹性更大将使得传统资金加速进场，从而分流部分对黄金的需求。

图14: 2021年后, 比特币与黄金价格的相关性显著提高



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

3. 风险提示

全球通胀超预期上行, 美国经济提前进入显著衰退。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>