



# 黄金储备再平衡驱动全球央行加速购金 ——黄金与实际利率脱钩后的新动因

- **黄金强势的背后，与美元实际利率的负相关性出现背离：**黄金作为不生息资产，美元实际利率可以视作黄金的持有成本，两者在理论上为负相关关系。但是近两年，这个负相关关系出现了显著背离。
- **央行增加购金是支撑金价的主因：**（1）**黄金在全球储备资产中的历史变化：从高度集中到再平衡。**全球央行对黄金的储备经历了三个历史阶段，前布雷顿时期（1976年以前）、牙买加体系时期（1976-2008）、再平衡时期（2008年以后）。近两年，黄金储备的再平衡出现加速迹象。从金融危机之后到2022年之前，央行每年的购金量在500吨上下，全球每年的黄金需求量大约为4500吨，央行购金占总需求的比例约为11%，对金价的影响有限。但是从2022年开始，央行购金量翻倍，从往年的500吨上升为1000吨，占比也从11%直接跃升到20%以上。2023年也保持着这个趋势未变。（2）**“百年未有之大变局”加速黄金储备再平衡。**增持黄金的主力集中在新兴市场央行。新兴市场央行为何在这两年加大了对黄金的购买？我们认为，一个很重要的原因是世界格局的变化，导致储备资产多元化的必要性和紧迫性在抬升，客观上加速了黄金储备的再平衡。对于部分新兴市场国家而言，全球从缓和走向对抗，促使其更加关注自身储备资产的安全性，而西方国家对俄罗斯的金融制裁开启了一个危险且糟糕的先例，表明在储备资产中过度依赖单一货币存在政治上巨大的尾部风险。因此，储备资产多元化、再平衡的必要性和紧迫性进一步抬升，黄金的价值在此时就凸显出来。
- **央行购金对黄金的影响：**中期来说（1-2年），央行加大增持黄金的趋势已经形成，且尚未看到逆转的迹象，预计会继续成为金价的重要驱动力。长期来说（3-10年），新兴市场央行对黄金的增持存在一个阈值，当黄金在储备资产中的占比逐渐接近这一阈值时，对金价的利多影响将逐步钝化，这一阈值的高低将决定黄金储备再平衡持续的时间。
- **2024年伦敦金或有望挑战2300美金：**黄金仍处于上涨周期，伦敦金在2024年或有望突破2,300美金/盎司，建议维持中高配。第一，美元实际利率的高企压力缓解，利好黄金。第二，美元缺乏单边升值动力，对黄金无利空影响。第三，央行购金的趋势仍在，利好黄金。

陈峤

资本市场研究员

☎：0755-88259976

✉：chenqiao426@cmbchina.com

刘东亮

资本市场研究所所长

☎：0755-83167787

✉：liudongliang@cmbchina.com



## 目录

一、黄金强势的背后，与美元实际利率的负相关性出现背离.....	1
二、央行增加购金是支撑金价的主因.....	1
（一）黄金在全球储备资产中的历史变化：从高度集中到再平衡.....	2
（二）“百年未有之大变局”加速黄金储备再平衡.....	3
（三）央行购金对黄金的影响.....	5
三、展望 2024：伦敦金或有望挑战 2300 美金.....	5

## 图目录

图 1：黄金与实际利率的负相关关系近两年出现背离.....	1
图 2：全球黄金储备经历了“上升-下降-上升”.....	3
图 3：2022-23 年央行购金量激增.....	3
图 4：主要是新兴市场央行在增持黄金.....	3
图 5：多数 EMDE 央行认为 5 年后美元在总储备中的占比将会降低.....	5
图 6：多数 EMDE 央行认为 5 年后黄金在总储备中的占比将会升高.....	5
图 7：黄金估值已经偏贵，但并非是牛市结束的标志.....	6

## 一、黄金强势的背后，与美元实际利率的负相关性出现背离

黄金具备三大属性，包括商品属性、货币属性和金融属性。其中，金融属性是影响黄金定价的核心，这当中最重要的影响因子就是以美债衡量的美元实际利率。黄金作为不生息资产，美元实际利率可以视作黄金的持有成本，两者在理论上为负相关关系。从历史数据上来看，黄金和美元实际利率也的确呈现出了高度的负相关性。

但是近两年，这个负相关关系出现了显著背离。从2022年开始，美联储开启了史上最为激进的加息周期，美元实际利率从-1%一路攀升到了2.5%的水平。按照以往规律，黄金在此期间理应下跌，但黄金走势并不弱，甚至在2023年创下了历史新高。

旧规律如果失效了，一定是有新的因素对旧规律产生了影响，那么我们就需要研究到底是什么新的因素产生了如此之大的影响，并对新的因素进行跟踪和评估，对其前景进行展望。

图 1：黄金与实际利率的负相关关系近两年出现背离



资料来源：Wind、招商银行研究院

## 二、央行增加购金是支撑金价的主因

对于黄金市场而言，在2022-2023年期间，一个比较显性的利好就是全球地缘政治冲突频发。例如俄乌冲突、巴以冲突爆发后，市场风险偏好骤降，黄金作为避险资产有所获益，也导致了金价与实际利率出现过暂时性的脱轨。

但是这种情绪式的推动，影响往往是短暂的，无法解释黄金与美元实际利率负相关性的趋势性背离。

因此，我们需要找到一个具备持续性、且在这两年出现了巨大变化的因子，我们认为这个因子大概率就是央行购金。

## （一）黄金在全球储备资产中的历史变化：从高度集中到再平衡

全球央行对黄金的储备经历了三个历史阶段，前布雷顿时期（1976 年以前）、牙买加体系时期（1976-2008）、再平衡时期（2008 年以后），在这三个不同阶段，央行对黄金作为储备资产的态度是截然不同的。

1976 年以前，黄金储备高度集中在老牌发达国家央行，这些黄金主要通过贸易支付、战争赔款、殖民掠夺等手段取得，而其他新兴市场国家和新晋发达国家央行黄金储备的占比非常低。在金本位制（Gold Standard）和布雷顿森林体系（Bretton Woods System）之下，彼时黄金的货币属性较强，全球黄金储备不断攀升。

1976 年，《牙买加协定（Jamaica Agreement）》达成，取消了黄金官价并按照市场价自由交易，标志着黄金的正式非货币化。由于黄金已经褪去了货币职能，储备需求下降，全球央行从 20 世纪 80 年代初进入了持续的售金期，黄金价格亦不断下跌。1999 年，尽管欧洲多国联合签署了央行售金协定（Central Bank Gold Agreement），以避免黄金的无节制抛售，但仍然难阻金价节节下跌。在此阶段，全球央行整体是售金而非购金，金价的剧烈波动使其难以成为储备资产的优先选项，在持续的央行售金潮下，黄金储备的高度集中格局略有缓和。

2008 年，全球金融危机爆发，为了缓解经济下行压力，各国央行通过降息、量化宽松等手段释放了大量流动性，货币贬值压力加大，全球债务亦不断膨胀，各国央行的储备资产价值也面临着缩水风险。经此一役，储备资产多元化、分散化成为全球央行的共识，央行对黄金的态度逐渐从净抛售转向为净增持，并通过增加黄金储备以达到优化储备资产结构的目的。在此阶段，老牌发达国家停止了大规模出售黄金，新兴市场央行以增持黄金为主，黄金储备进入再平衡阶段。

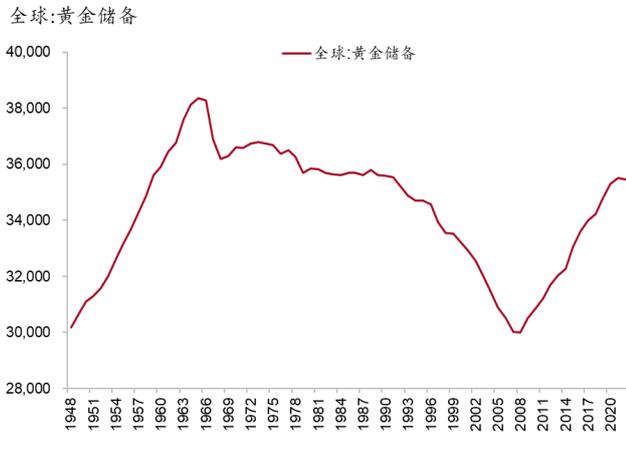
近两年，黄金储备的再平衡出现加速迹象。从金融危机之后到 2022 年之前，央行每年的购金量在 500 吨上下，全球每年的黄金需求量大约为 4500 吨，央行购金占总需求的比例约为 11%，对金价的影响有限。但是从 2022 年开始，央行购金量翻倍，从往年的 500 吨上升为 1000 吨，占比也从 11% 直接跃升到 20% 以上。2023 年也保持着这个趋势未变，其中 Q1-Q3 的购金量已达到 800 吨，预计全年同样可以达到 1000 吨左右的水平。

另外，我们拆解了黄金需求侧的结构变化（黄金总需求由珠宝首饰、工业需求、投资需求、央行购金组成）。可以发现，在 2022-2023 年期间，除了央行购金出现了跃升以外，珠宝首饰、工业需求整体变化不大，投资需求甚至



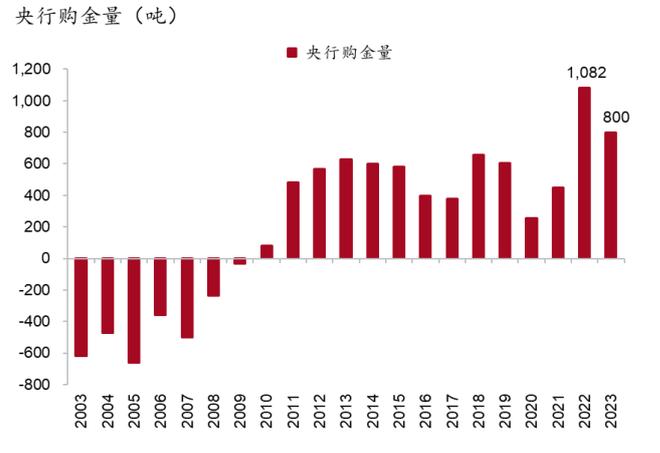
出现了一定程度的回落。因此，有理由认为，央行购金量的激增就是黄金与实际利率背离的主因。

图 2：全球黄金储备经历了“上升-下降-上升”



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 3：2022-23 年央行购金量激增



注：2023 年为 Q1-Q3 的央行购金量总和

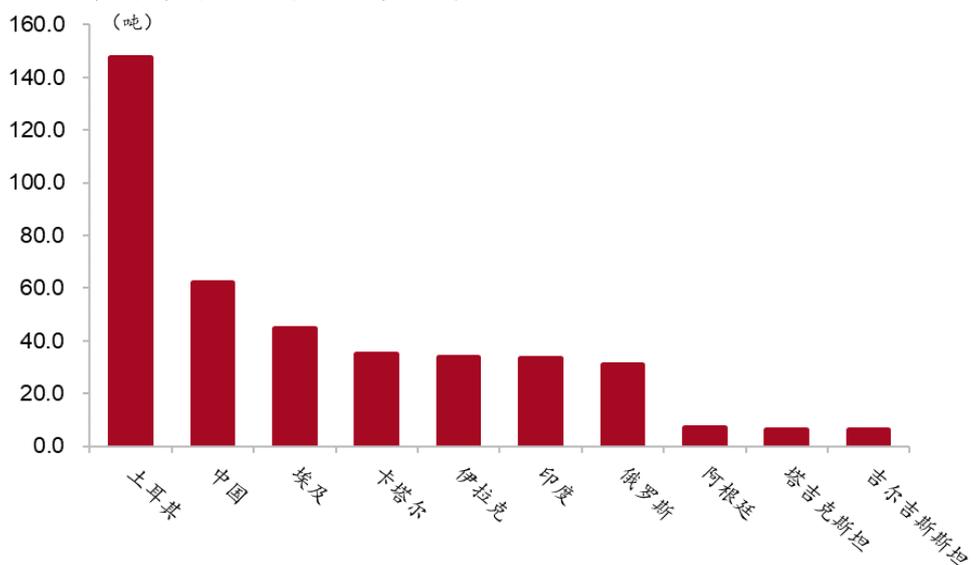
资料来源：Wind、招商银行研究院

## (二) “百年未有之大变局” 加速黄金储备再平衡

我们统计了 2022 年全球主要央行的黄金储备变化，发现增持黄金的主力集中在新兴市场央行，譬如土耳其、中国、埃及等。而发达国家央行的增持量实际上是很小的。

图 4：主要是新兴市场央行在增持黄金

### 2022 年增持黄金储备的国家 (前 10)



资料来源：Wind、招商银行研究院

那么，新兴市场央行为何在这两年加大了对黄金的购买？我们认为，一个很重要的原因是世界格局的变化，导致储备资产多元化的必要性和紧迫性在抬升，客观上加速了黄金储备的再平衡。

由于储备资产具有保值增值的天然诉求，因此多年来，全球增量的储备资产绝大部分会投向固收资产，特别是发达国家或大型经济体的国债，美债、欧债是优先选项，日债、中国国债也会吸引部分主权资金，除此之外，少部分储备资产会分散至黄金、权益等非固收资产。

上世纪八十年代以来，全球步入“大缓和时代”，而冷战的结束，标志着东西方阵营对抗格局的终结，将大缓和推向高潮，彼时全球地缘政治、经济以及通胀水平在较长阶段内处于相对平稳的状态，各国储备资产多元化的诉求并不强烈。

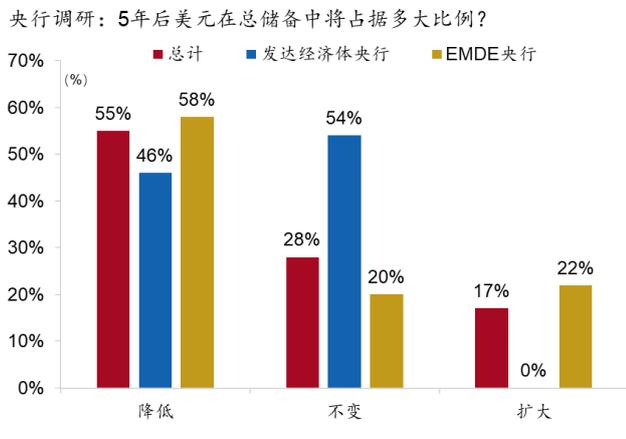
但是，2008年全球金融海啸的爆发打破了这种平衡，全球资产缩水，货币贬值，储备资产多元化的必要性开始抬升，部分新兴市场央行开始增加黄金储备。

近年来，全球面临“百年未有之大变局”，地缘政治矛盾持续加深，“脱钩”“断链”不断带来贸易摩擦，“大缓和”已不复存在。2022年以俄乌冲突爆发为标志，全球阵营分化和对抗局面呼之欲出，美国及其盟国利用美元在国际货币体系中的核心地位，对俄罗斯实施了大规模高强度的金融制裁，例如宣布禁止俄罗斯部分银行使用环球同业银行金融电讯协会（SWIFT）国际结算系统、冻结俄罗斯央行外汇储备等。

对于部分新兴市场国家而言，全球从缓和走向对抗，促使其更加关注自身储备资产的安全性，而西方国家对俄罗斯的金融制裁开启了一个危险且糟糕的先例，表明在储备资产中过度依赖单一货币存在政治上巨大的尾部风险。因此，储备资产多元化、再平衡的必要性和紧迫性进一步抬升，黄金的价值在此时就凸显出来。

世界黄金协会与 YouGov 合作开展的《2023年央行黄金储备调查》也能够从侧面验证我们的猜测。调查显示，发达经济体与 EMDE（新兴市场及发展中经济体）央行对未来5年储备资产中关于美元、黄金的看法存在极大分歧。其中，超过半数的发达经济体央行认为，未来5年美元、黄金在总储备中的占比将保持不变。但是却有超过半数的 EMDE 央行认为未来5年美元的占比将会下降，而黄金将会上升。也就是说，新兴市场央行的确在考虑关于“去美元化”的问题，且黄金是一个较好的替代。另外，这份调查结果也显示出，新兴市场央行对于增持黄金储备的态度仍相对积极，央行的购金趋势在短期内可能还没有结束。

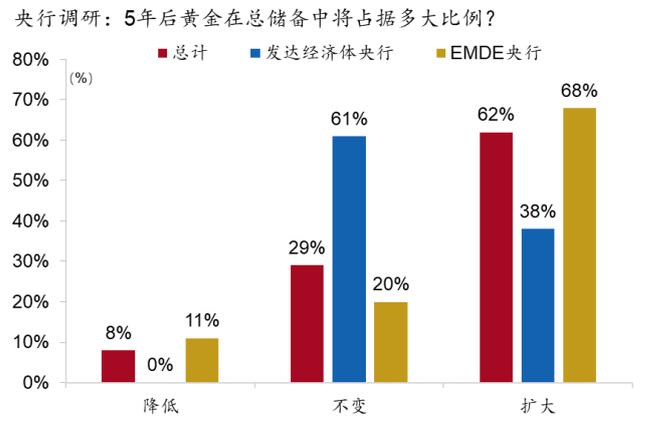
图 5：多数 EMDE 央行认为 5 年后美元在总储备中的占比将会降低



注：所有受访央行（57 家）、发达经济体央行（13 家）、EMDE 央行（44 家）

资料来源：世界黄金协会、招商银行研究院

图 6：多数 EMDE 央行认为 5 年后黄金在总储备中的占比将会升高



注：所有受访央行（57 家）、发达经济体央行（13 家）、EMDE 央行（44 家）

资料来源：世界黄金协会、招商银行研究院

### （三）央行购金对黄金的影响

中期来说（1-2 年），黄金储备再平衡在加速发展，央行加大增持黄金的趋势已经形成，且尚未看到逆转的迹象，预计会继续成为金价的重要驱动力。另外，考虑到美元实际利率将会趋势性下行，黄金与实际利率的背离会趋于消失，届时黄金可能受到双重利好的推动。

长期来说（3-10 年），央行购金的变化较难预测，这背后涉及到全球地缘政治、经济等复杂因素的影响。但是我们认为，在可预见的未来，美元作为全球储备资产的龙头地位很难被撼动，且黄金价格波动较大，新兴市场央行对黄金的增持存在一个阈值，当黄金在储备资产中的占比逐渐接近这一阈值时，对金价的利多影响将逐步钝化，这一阈值的高低将决定黄金储备再平衡持续的时间。

## 三、展望 2024：伦敦金或有望挑战 2300 美金

黄金仍处于上涨周期，伦敦金在 2024 年或有望突破 2,300 美金/盎司，建议维持中高配。

第一，美元实际利率的高企压力缓解，利好黄金。随着美国货币紧缩效应的逐步显现，财政支持力度的边际收敛，我们认为 2024 年的宏观场景将逐渐从“美国经济韧性+美联储鹰派加息”转向为“美国经济小幅降速+美联储货币政策转向”，美元实际利率预计将见顶回落，对黄金利多。

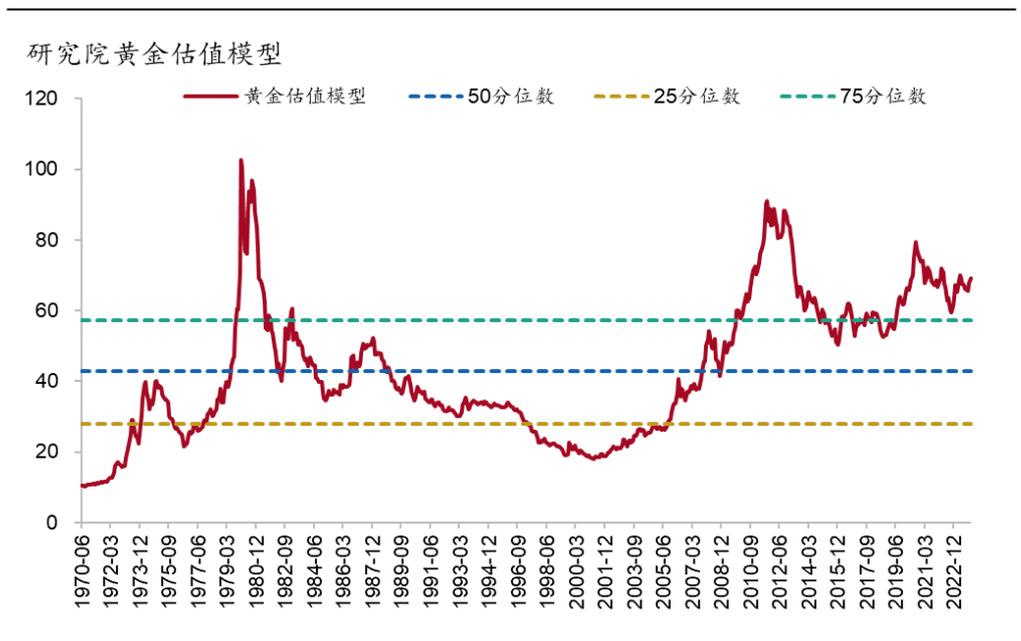
第二，美元缺乏单边升值动力，对黄金无利空影响。今年美联储大概率将步入降息周期当中，虽然“美强欧弱”的经济差格局对美元仍有支撑，但在降息的大环境下，美元缺乏单边升值的动力，对黄金几乎没有负面拖累。

第三，央行购金的趋势仍在，利好黄金。正如上文所述，考虑到新兴市场央行对于储备资产多元化的考量，央行购金的态度仍将相对积极，就算无法超越 2022-2023 年的极高水平，预计也能够在 2024 年维持在相对高位，对黄金的走牛存在正向推动作用。

实际上，关于黄金牛市的判断市场几乎已经形成一致预期，目前投资者更加关心的问题可能是黄金到底能涨到什么位置？现在买是否太贵？

不可否认的是，黄金已经上涨了一年有余，从估值角度来看的确已经进入了贵价区域。按照招商银行研究院的模型测算，伦敦金估值已经达到历史 89% 分位数的水平。但是，估值贵并不是黄金牛市结束的标志，黄金基本面仍处于顺风局面，我们认为未来仍有进一步上涨的空间。

图 7：黄金估值已经偏贵，但并非是牛市结束的标志



资料来源：Wind、招商银行研究院

关于金价的预测，我们分别提供金价的极值位和预期价位供投资者参考。

首先，根据测算，黄金本轮牛市的极值位大概将处于 2,530 美金（具体计算方法可参考专题报告《三重利好下黄金牛市未完——写在金价逼近历史高点之际》）。

此外，我们认为 2024 年的宏观场景可能会类似于 2019 年，即“美国经济软着陆+预防式降息”的宏观组合。在此期间，黄金涨幅逼近 20%。但考虑到黄金目前估值较高，且已经对宽松预期有所抢跑，我们认为黄金的全年预期收益可能会比 2019 年稍低。若以 15% 左右的预期收益进行计算，伦敦金在 2024 年或有望突破 2300 美金/盎司。

## 免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

**市场有风险，投资需谨慎。**投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

## 招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号  
或一事通信息总汇