

宏观

证券研究报告

2024年02月29日

2024 金价还能不能再创新高？

展望 2024 年的黄金市场，无论是金融属性还是避险属性，均有利于金价的上涨，叠加当前估值水平相对合理，我们看好金价再创历史新高。未来黄金最大的变数可能蕴含在“人工智能的发展能否提升全要素生产率，从而解决供给不足的现状”这个新时代可能最重要的命题当中。

风险提示：美国通胀超预期，美联储货币政策超预期紧缩，人工智能应用落地超预期

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

- 《宏观报告：宏观-对日本的几点讨论》2024-02-28
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年2月第5周》2024-02-27
- 《宏观报告：美联储何时结束缩表-2024 美国货币政策展望》2024-02-26

2023 年，沪金（SHFE 黄金）全年涨幅 17.28%。由于黄金是全球定价的大宗商品，主要用美元计价，所以人民币金的收益率可以大致拆分成国际金价的收益率（2023 年上涨 13.67%）+美元兑人民币的汇率波动（2023 年上涨 1.74%）。**国际金价贡献了人民币金价的大部分涨幅。**

我们在去年 3 月 22 日的报告《黄金的超长周期——黄金定价系列报告二》中拆解过长期上国际金价的定价因素，**分别是黄金的金融属性（代理变量是美国 10 年期 TIPS 利率）和对全球信用货币体系的深层担忧（代理变量是央行黄金储备的增量）。**

从两因子模型的结果来看，实际利率每上升 1 个 bp，金价只下跌 1.16 美元，央行黄金储备每上升 1 吨，金价要上涨 0.77 美元。考虑了双方的波动率之后，对黄金价格的解释力基本一致。

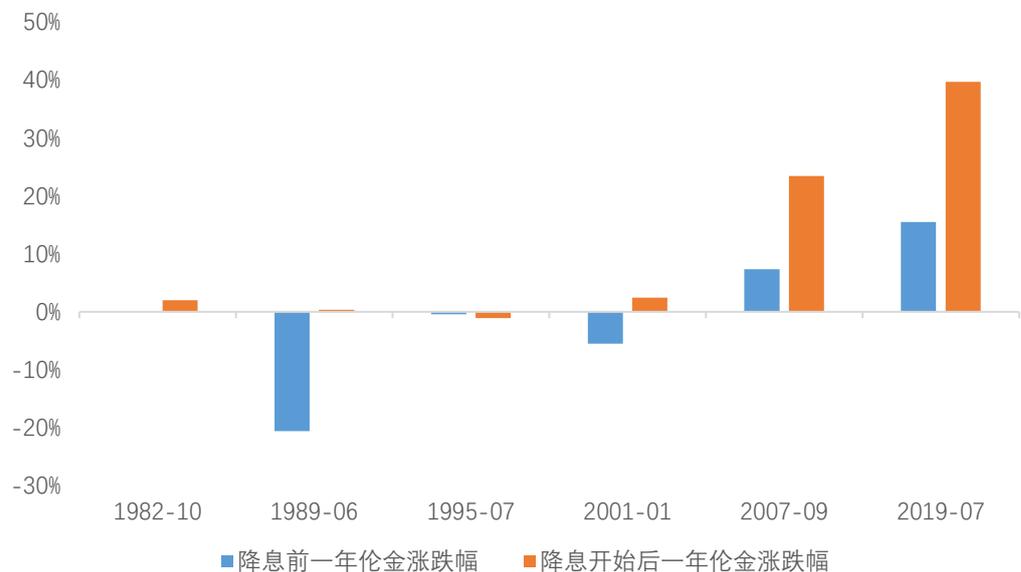
虽然线性模型能够直观且方便地帮助我们理解哪些因素对金价有统计意义上的显著影响，但是市场的定价是维度高于一次方程的非线性过程。因此在金价的预测方法中我们还需要考虑这些因素是如何随时间发生变化的。

2023 年美联储共加息 100bps，相较 2022 年加息幅度下降，但美债 10Y 的 TIPS 利率从 1.58% 上升至 1.72%，金融属性仍然拖累金价。

我们预测 2024 年底的美债 10 年期收益率水平在乐观/中性/悲观情形下，分别为 3.99%/3.75% 和 3.5%（详见 2024 年 2 月 8 日报告《不同时间尺度的矛盾》）。假设通胀预期不变，中性情形下 10 年期美债利率到年底将较当前水平 4.28%（2 月 26 日）下降 53bps。因此，**2024 年黄金的金融属性大概率走强，至少不会成为金价的拖累。**

回顾历史，我们发现降息开始后的一年金价收益率明显高于降息开始前的一年；特别是在量化宽松政策出台之后，快速降息和央行扩表对金价的提振作用明显。比如 2007 年 9 月开始降息后一年金价上涨了 23%，2019 年 7 月开始降息后一年金价上涨了 40%（详见图 1）。

图 1：降息开始后的一年金价收益率明显高于降息开始前的一年

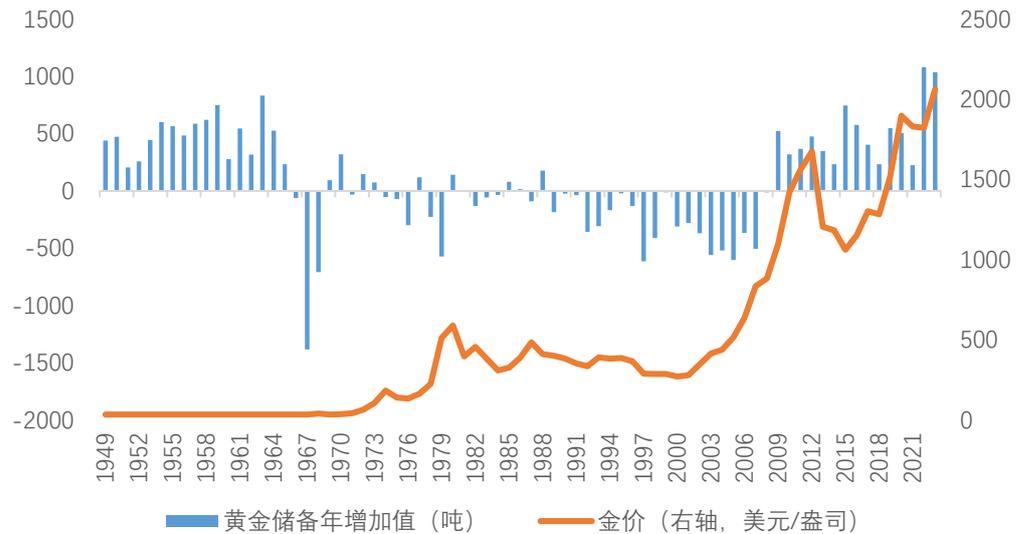


资料来源：Wind，天风证券研究所

另一方面，央行回补黄金储备的趋势日渐明朗，对全球信用货币体系的深层担忧仍然是金价强有力的支撑。

根据世界黄金协会发布的《全球黄金需求趋势报告——2023 年全年及四季度》，2023 年全球央行继续大举购入黄金，全年净购买量为 1037 吨，只比 2022 年历史纪录少了 45 吨。虽然全球央行从 2009 年开始就在持续净买入黄金，但 2023 年黄金储备上涨的幅度比 2009 年-2021 年的平均水平（424 吨）多出一倍多。

图 2：央行回补黄金储备的趋势日渐明朗



资料来源：Wind，世界黄金协会，天风证券研究所

央行的黄金储备的高频数据质量和可得性并不高。各个央行资产负债表的披露频率不同，导致黄金储备数据难以相互验证。年度数据的覆盖度高于其他频率，这就给我们高频跟踪黄金储备对金价的影响带来了不小的麻烦。

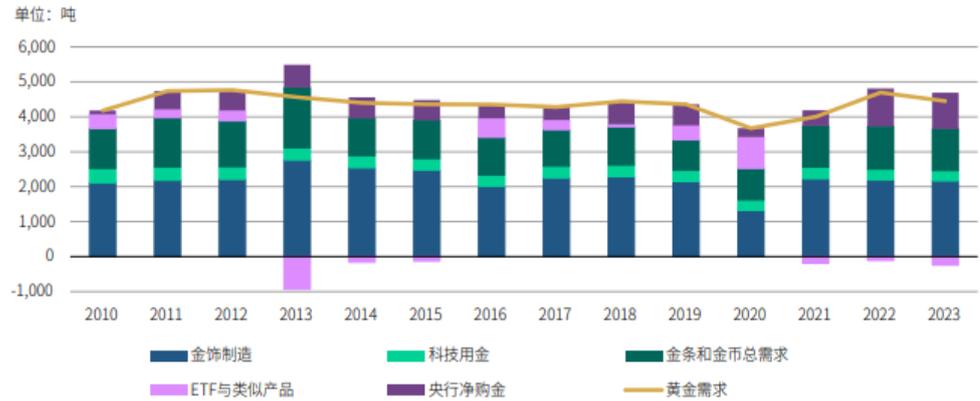
由于央行看重黄金的避险属性，倾向于持有实物黄金，而机构投资者看重黄金的投资属性，倾向于持有黄金 ETF。我们用金价和黄金 ETF 的走势背离幅度来测算出除机构投资以外的黄金需求（主要是金饰制造用金、工业用金、金条与金币总需求和央行净购金）变化趋势。其中金饰制造用金和工业用金与黄金的金融属性无关，且历史上看这部分黄金需求也比较稳定（详见图 4）。因此，金价和黄金 ETF 的走势背离幅度越大，反映出来的全球信用货币体系的深层担忧也就越强。从 2022 年开始，这股定价力量超过了金融属性，成为黄金的主要定价因素（详见图 5）。

图 3：机构投资者看重黄金的投资属性，倾向于持有黄金 ETF



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：按板块划分的年度黄金需求



资料来源：金属聚焦公司，RefinitivGFMS，世界黄金协会，天风证券研究所

图 5：金价和黄金 ETF 的走势背离幅度越大，反映出来的全球信用货币体系的深层担忧也就越强



资料来源：Wind，天风证券研究所

目前看，央行回补黄金储备的空间依然很大。

2023 年世界黄金协会的“央行黄金储备 (CBGR) 调查”显示，各国央行对美元未来地位的看法比之前调查更加悲观，对黄金未来作用的想法比之前更加乐观。62% 的央行表示，黄金在未来总储备中的占比将继续上升，而 2022 年时只有 42%。其中发展中国家央行对黄金储备地位上升的态度比发达国家更加乐观，64% 的发展中国家央行认为未来五年黄金在央行储备中的占比会从当前的 15% 上升到 16-25% (所有的受访央行中也有 59% 这么认为)。

如果金价保持不变，假设未来黄金储备占央行储备的 20.5%，那么五年后黄金储备将较现在增加 36.7% (增加 13142.8 吨)，年均上升 2628 吨。如果储备维持当前每年 1000 吨的速度买入，金价则需要出现 20% 累计涨幅。

金价的另一个驱动因素是不确定性。

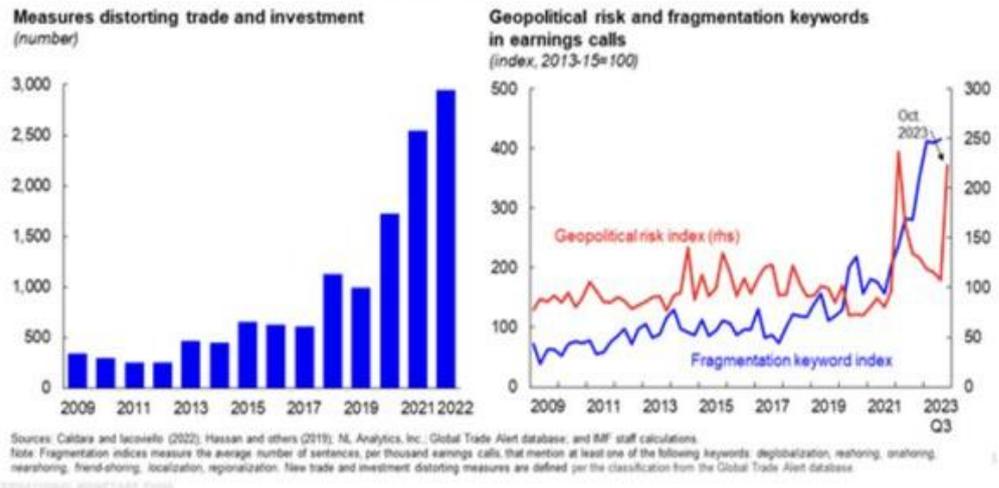
国际货币基金组织 (IMF) 第一副总裁吉塔·戈皮纳特 (Gita Gopinath) 在第二十二届国际经济学会全球大会上称，疫情、战争以及世界上最大的两个经济体——中美之间的局势，毫无疑问都改写了全球经济关系的游戏规则。各国对国家安全问题的担忧正在塑造着全球的经济政策。

2024 年不缺少不确定性，全球对国际贸易和投资进行干扰的措施数量、地缘政治风险指数和脆弱性关键词指数都显示着 2024 年的国际政治环境都在进一步复杂化。全世界至少有 65 个国家（地区）将举行选举，影响全球的 49% 人口。高度分裂和党同伐异的选举政治可能会成为常态，对政治和政府机构的信任继续被削弱，也是支撑黄金的因素之一。

图 4：2024 年的国际政治环境都在进一步复杂化

Fragmentation forces on the rise

Geopolitical risks have increased and protectionist measures are surging

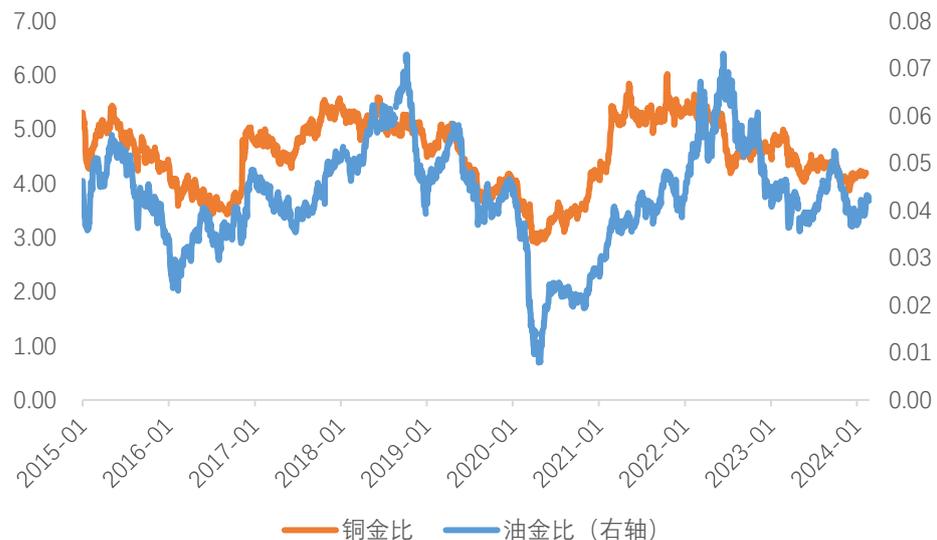


资料来源：IMF，复旦发展研究院，天风证券研究所

2012 年、2016 年和 2020 年的美国大选年，全球央行黄金储备平均上升了 519 吨，比 2009 年-2021 年期间的非大选年平均高出了 124 吨。在世界局势动荡、经济增长疲软、全球治理挑战增加的背景下，今年的选举将对未来数年的全球格局产生深远影响，随之而来的不确定性以及美元体系的变化可能加速。

从估值来看目前金价相对中性。作为金价估值的常用指标，目前铜金比和油金比都处在 2015 年以来相对中性的位置（详见图 7）。而 COMEX 黄金净多头持仓拥挤度处在 37% 分位的中低位置，并未出现严重高估的情况（详见图 8）。

图 5：铜金比和油金比处在历史中位数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：黄金持仓拥挤度低于中性（单位：百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

展望 2024 年的黄金市场，无论是金融属性还是避险属性，均有利于金价的上涨，叠加当前估值水平相对合理，我们看好金价再创历史新高。

从更长的周期来看，依然如我们去年报告所说，“疫情之后的世界很难回到 2008 年-2018 年的低利率、低通胀、总需求不足的时代，供给不足成为了世界的主要矛盾。在持续不断的供给冲击下，商品的货币属性在上升。而黄金又是最具有货币属性的商品，这是超长周期赋予黄金的溢价。”（《黄金的超长周期——黄金定价系列报告二》，2023 年 3 月 22 日）

未来黄金最大的变数可能蕴含在“人工智能的发展能否提升全要素生产率，从而解决供给不足的现状”这个新时代可能最重要的命题当中。

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 A 栋 23 层 2301 房 | 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 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |