

证券研究报告

# 解构黄金：本轮金价为何屡破新高？

证券分析师

魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001

周畅 投资咨询资格编号：S1060522080004

陈潇榕 投资咨询资格编号：S1060523110001

研究助理

校星 一般从业资格编号：S1060123120037

有色金属行业 强于大市（维持）

2024年4月12日

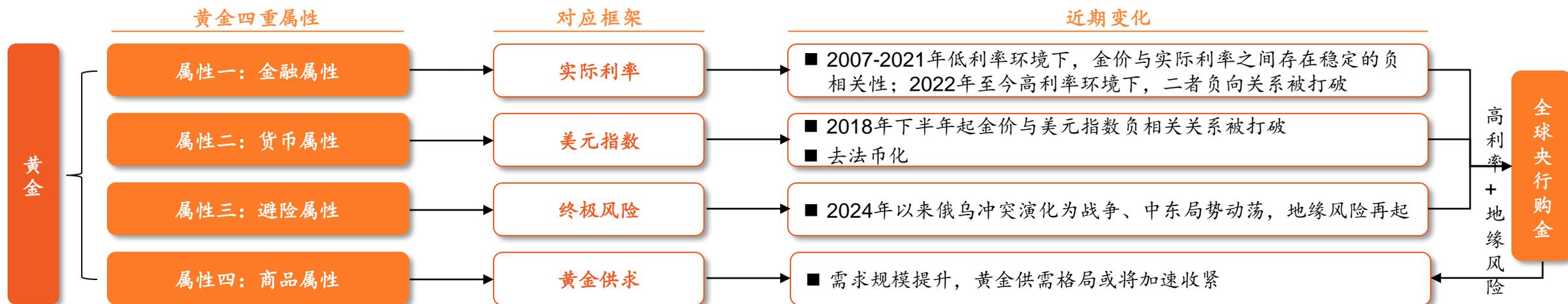
请务必阅读正文后免责条款

平安证券

## ※ 核心观点 (1/2)

- **引言：**受多重因素推动，今年以来，黄金价格一直持续快速上涨，截至4月10日，Comex黄金指数已经超过2380美元/盎司，屡次破历史新高。本文将重新审视黄金定价框架，深度剖析本轮黄金上涨归因，并对后续金价走势做预判。
- **黄金的宏观关系破裂了吗？**
  - **整体来看：**2021年以前金价最主要的定价逻辑为实际利率框架，对应黄金的金融属性，而2022年以来，实际利率走高的同时金价中枢现持续抬升，美国及欧洲央行疫后大幅扩表，流动性超发下美元等主权货币信用降低，同时俄乌冲突等地缘政治风险放大，全球央行大幅提升黄金储备以提升储备资产安全性，货币属性成为黄金主要定价逻辑。
  - **黄金与实际利率：**2007-2021年间，在全球低利率背景下，黄金与实际利率呈现较为显著的负向关系。2022年后，伴随低利率时代结束，黄金与实际利率的关系发生断裂。整体来看，低利率下二者呈现较强负相关性，高利率下二者关系不显著，以往二者负相关性定价逻辑已不适用于当下高利率环境。
  - **黄金与美元指数：**通常金价与美元指数呈现负向关系，自2018年下半年起两者关系发生背离。

图表1 黄金定价框架发生变化





## 核心观点 (2/2)

### ■ 如何看待本轮金价屡破新高？

- **货币属性：**美国债务高企，财政赤字恶化，两党极化导致治理有效性降低，美元信用减弱，叠加美国频繁实施金融制裁，去法币化趋势凸显。此情景下，全球央行增持黄金减持美债，同时美元信用或长期走弱下，全球货币体系或正经历长期重建过程，黄金作为底层储备，各国央行配置需求有望持续抬升。
- **避险属性：**近期地缘冲突风险再起，俄乌战争升级，俄罗斯宣布进入战争状态，战争走向或将受欧美对乌支援情况影响，同时中东停火谈判陷入僵局，衍生风险扩散至伊朗，黄金避险属性持续凸显。
- **商品属性：**央行购金持续，金价抬升刺激投资需求，黄金需求规模增长有望加速。金矿产量及回收规模近年来波动较小，供给较需求端表现相对刚性，需求规模加速提升下，黄金供需格局或将加速收紧。相对其他工业金属而言，黄金一直以来供求变化不大，商品属性定价权重较小。本轮黄金增量需求加速释放后，供需格局有望重塑，商品属性或为黄金定价的核心驱动之一。

### ■ 后续金价走势如何？

- 中期来看，一季度金价涨幅较大，美国经济一季度仍呈现一定韧性，3月非农新增及CPI数据均超市场预期，降息预期一再延后，若美联储降息节奏出现一定程度上超预期，可能带来金价波动。
- 长期来看，美国主权债务风险未解，逆全球化趋势持续，海外地缘政治问题发酵，叠加2024年全球大选，全球宏观环境仍相对复杂，美元信用体系或面临持续削弱，全球主权货币体系或正经历长期重建过程，黄金之锚有望实现重塑，期间随着全球储备资产多样化及安全性的诉求抬升，黄金货币属性预计将持续凸显，长期金价中枢有望持续抬升。

■ 风险提示：1) 宏观经济修复不及预期；2) 货币政策超预期收紧；3) 海外市场波动加大；4) 地缘局势升级；5) 市场风险加剧。



## 1 黄金的宏观关系破裂了吗？

1.1 黄金定价框架变化：最主要的定价逻辑由金融属性切换至货币属性

1.2 黄金与实际利率：2022年至今二者负向关系被打破

1.3 黄金与美元：2018年起二者负向关系被打破

## 2 如何看待本轮金价屡破新高？

2.1 货币属性：美元信用减弱，去法币化趋势凸显，全球央行持续购金

2.2 避险属性：地缘冲突风险再起，黄金避险属性持续凸显

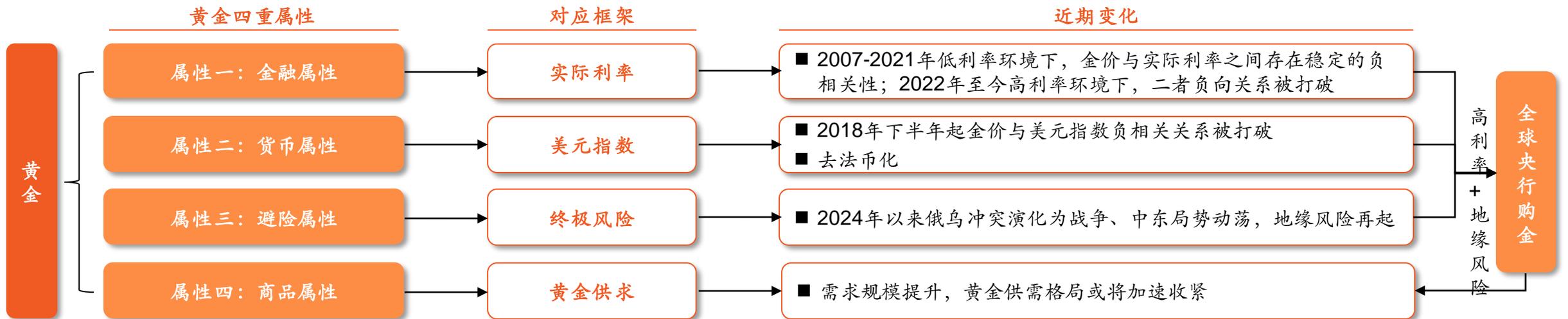
2.3 商品属性：供需收紧下商品属性凸显，供求框架或成为后期定价核心

## 3 后续金价走势如何？

# 1.1 黄金定价框架发生变化 (1/2) : 金价以往的部分宏观关系发生破裂

- **黄金定价框架**：不同于传统大宗商品，黄金定价体系通常基于其四重属性，即金融属性、货币属性、避险属性以及商品属性：
  - **金融属性**：黄金作为零息实物资产，实际利率一定程度上可看作持有黄金的机会成本；
  - **货币属性**：一则黄金本身用美元计价，若黄金本身价值不变，美元上涨时则黄金标价需下调；二则与法定货币存在替代关系，所以通常情况下金价与美元呈现负相关性，同时全球法定货币的信用体系出现震荡时，全球央行通常会选择购买黄金，此时黄金的需求也同步上升；
  - **避险属性**：黄金可作为对宏观环境终极风险的对冲，包括地缘政治风险、市场风险、地理风险等；
  - **商品属性**：黄金作为商品，有其自身的供求关系，以往黄金供求两侧新增量的变化对金价的影响要小于其他商品，此轮央行持续购金等推动下，黄金供需收紧下商品属性凸显，供求框架或为后期黄金定价的核心因素之一。
- 近年来黄金定价分析框架发生改变，以往的宏观关系部分破裂，包括**2022**年来金价与实际利率的负相关关系被打破、**2018**年下半年起金价与美元指数负相关关系被打破等，同时在美元信用减弱+地缘政治风险重启等因素影响下，全球央行持续增加黄金储备，成为黄金长期定价尺度。

图表1 黄金定价框架发生变化



# 1.1 黄金定价框架发生变化 (2/2)：2021年以前，金融属性中的实际利率为金价最主要的定价逻辑，2022年后切换为货币属性

- **2021年以前金价最主要的定价逻辑为实际利率框架，对应黄金的金融属性。**美元信用体系下，黄金作为不生息资产，美国实际利率代表其机会成本，2007-2021年期间实际利率与黄金价格表现为高度负相关。2008年金融危机及2020年疫情等危机事件发生后，美联储实行宽货币政策，面临实际利率的下降，黄金的替代效应增强，配置价值凸显，金价表现上行。
- **2022年以来金价与实际利率负相关性走弱，货币属性成为核心定价逻辑。**2022年以来，实际利率走高的同时金价中枢现持续抬升。美国及欧洲央行疫后大幅扩表，流动性超发下美元等主权货币信用降低，同时俄乌冲突等地缘政治风险放大，全球央行大幅提升黄金储备以提升储备资产安全性，黄金货币属性成为主要定价逻辑。

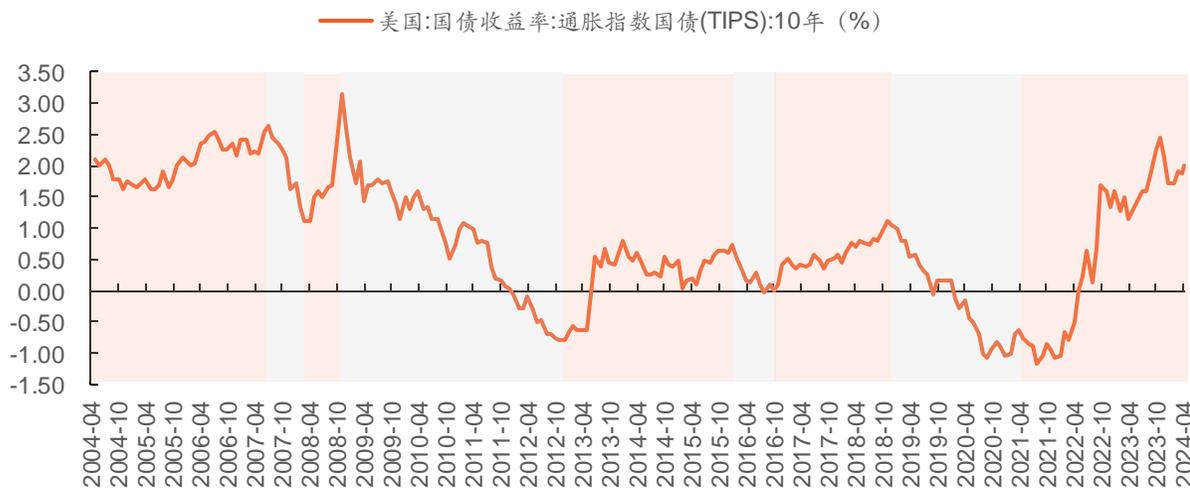
图表2 黄金与实际利率走势



# 1.2 黄金与实际利率 (1/4) : 回顾过去20年内, 大部分时间金价和实际利率存在稳定的负向关系

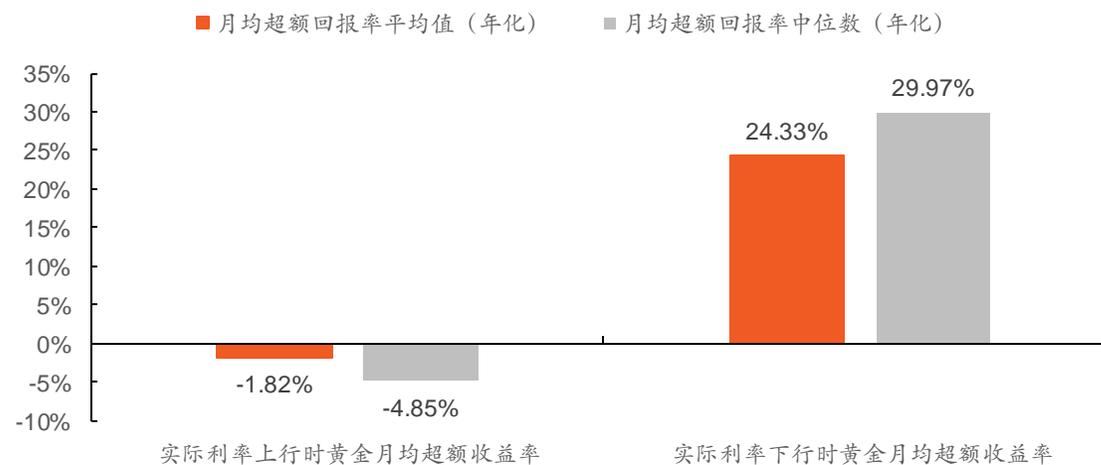
- 金融属性方面, 实际利率是解释黄金价格变动的重要原因。回顾过去20年, 大部分时间 (主要为2007-2021年) 金价与实际利率二者整体存在稳定的负向关系。
  - 实际利率是解释黄金价格变动的重要原因。一则, 由于黄金是无息资产, 黄金的投机需求受机会成本的影响, 名义利率可以较好地描述黄金的机会成本, 通常名义利率越高, 黄金价格越低; 二则, 不同于货币具有通胀、主权信用风险, 黄金是实物资产, 存量有限, 具有抗通胀、零信用风险的特征, 金价伴随通胀而上升, 由于实际利率等于名义利率减去通货膨胀, 因此实际利率通常和黄金价格呈反向关系;
  - 过去20年内金价和实际利率存在稳定的负向关系, 2004年以来美国10年期TIPS国债收益率可以划分为5个上行阶段和4个下行阶段, 上行阶段COMEX黄金超额回报率为负, 下行为正。实践中习惯用美国10年期通胀保值债券 (TIPS) 收益率来衡量美国实际利率, 其中, 2004年4月-2007年6月、2008年3月-2008年10月、2012年12月-2015年12月、2016年10月-2018年10月、2021年8月至今为上行阶段, 2007年7月-2008年2月、2008年11月-2012年11月、2016年1月-2016年9月、2018年11月-2021年7月为下行阶段, 实际利率上行阶段内月均超额回报率平均值 (年化) 为-1.82%, 月均超额回报率中位数 (年化) 为-4.85%, 下行阶段内二者分别为24.33%、29.97%, 整体两者呈负向关系。

图表3 实际利率上、下行阶段划分



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2024/4/10; 注: 标橙为上升阶段, 标灰为下降阶段

图表4 实际利率上下行期间的COMEX黄金超额回报率 (年化)

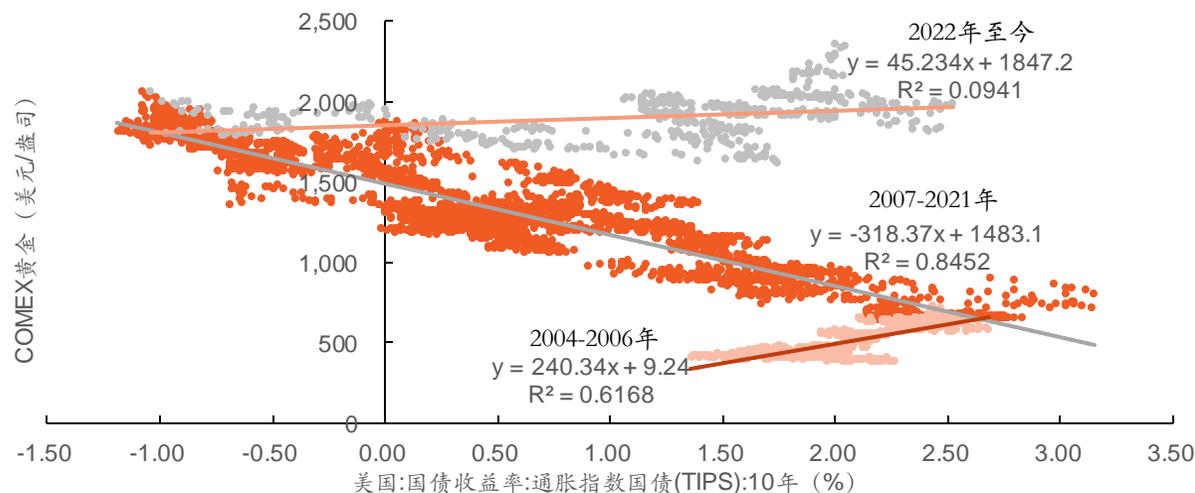


资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2024/4/8

## 1.2 黄金与实际利率 (2/4)：其中，2007-2021年间，在全球低利率背景下，黄金与实际利率呈现较为显著的负向关系

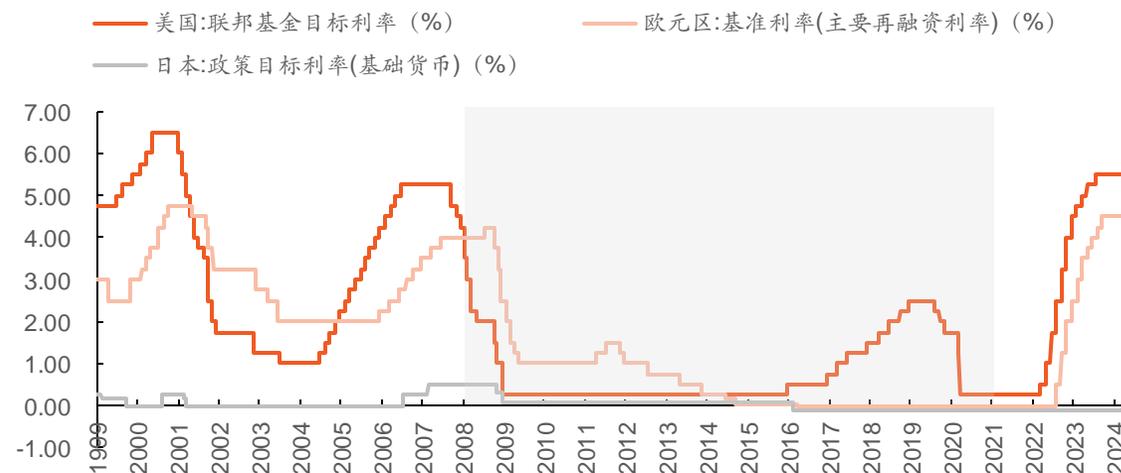
- 金融危机、新冠疫情带来的全球低利率背景下，全球资金对高收益率需求旺盛，实际收益率显著影响投资者的资产配置行为，使2007-2021年间黄金与实际利率负向关系更为显著，该阶段内金融属性是黄金最主要的定价逻辑之一。
- 复盘过去20年黄金与实际利率走势，2007年前、2021年后二者未出现负向关系，2007-2021年间二者呈显著负向关系。通过绘制黄金与实际利率的散点图并做线性回归，可以发现2007年-2021年间二者存在负向关系，且 $R^2$ 为0.85意味着实际利率可以较好地解释金价变化，二者负线性关系较强，而2007年前、2021年后二者回归系数为正，即未出现负向线性关系；
- 金融危机、新冠疫情带来的全球低利率背景下，实际收益率显著影响投资者的资产配置行为，黄金与实际利率负向关系更为显著。过去20年间全球经济大部分时间笼罩在金融危机、新冠疫情等阴霾下，2007年末起，各国央行开始采取宽松的货币政策以应对经济问题，并于2022年初结束低利率时代。在全球低利率背景下，全球资金对高收益率需求旺盛：一方面使得预期收益率成为决定资产价格的重要因素，资产间的替代弹性加大，另一方面投资者为获取高收益，加杠杆需求增大，由于实际利率可以衡量投机的机会成本与杠杆成本，因此实际利率显著影响投资者的资产配置行为，进而影响包括黄金在内的各类资产价格。

图5 2007-2021年间黄金与实际利率的负向关系较为显著



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2024/4/10

图6 2007年末起全球开始进入低利率时代，2022年回到高利率时代

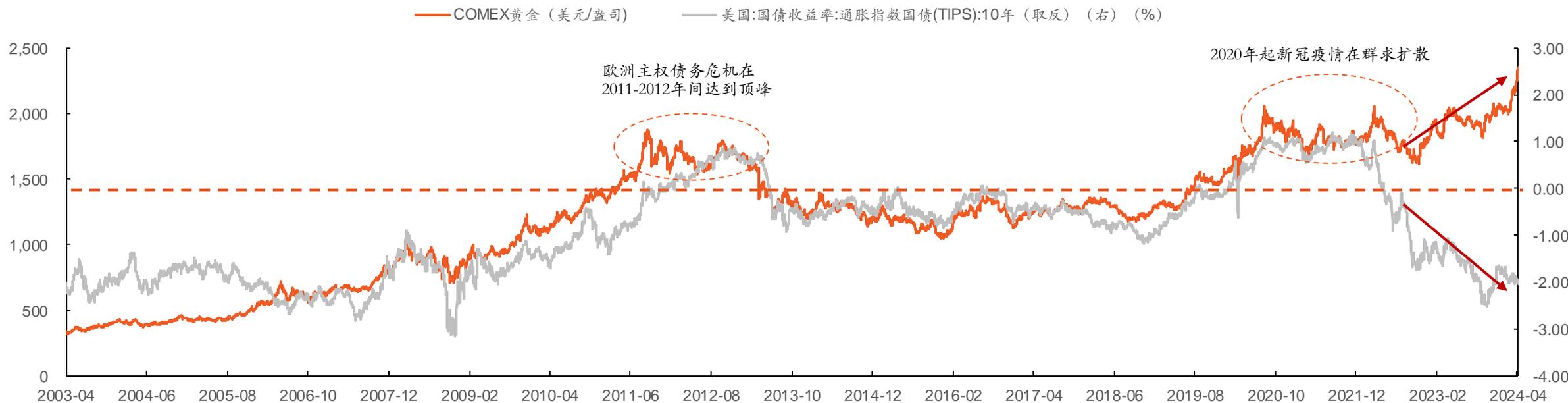


资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2024/4/10；注：标灰为2008-2021年区间

# 1.2 黄金与实际利率 (3/4) : 2022年后, 伴随低利率时代结束, 黄金与实际利率的关系发生断裂

- 2022年后伴随低利率时代结束, 黄金与实际利率的关系发生断裂, 不仅在负向关系上发生背离, 同时黄金在创新高时实际利率已不再为负值。
- 2022年后黄金与实际利率的负向关系上发生背离。伴随2022年起全球结束低利率时代, 黄金与实际利率的负向关系被打破, 2022年以来美国10年期TIPS国债收益率累计上行306BP, COMEX黄金上涨27.37%, 此外, 从2022年以来数据线性拟合结果来看, 二者已显示正向关系;
- 本次黄金创新高时, 实际利率已不再为负值。历史上, 黄金出现过两次创新高的阶段, 此两轮上涨时实际利率均维持负值: 一则, 在2011-2012年欧洲主权债务危机背景下, 随着欧债风险的持续暴露、美国等发达国家债务问题显现, 黄金迎来新高, 该阶段实际利率维持负值; 二则, 在2020年新冠疫情在全球扩散的背景下, 黄金再度迎来历史新高, 该阶段的实际利率同样维持负值。今年3月以来, 黄金再度快速上涨并创新高, 但实际利率为1.92%, 且未出现负值。

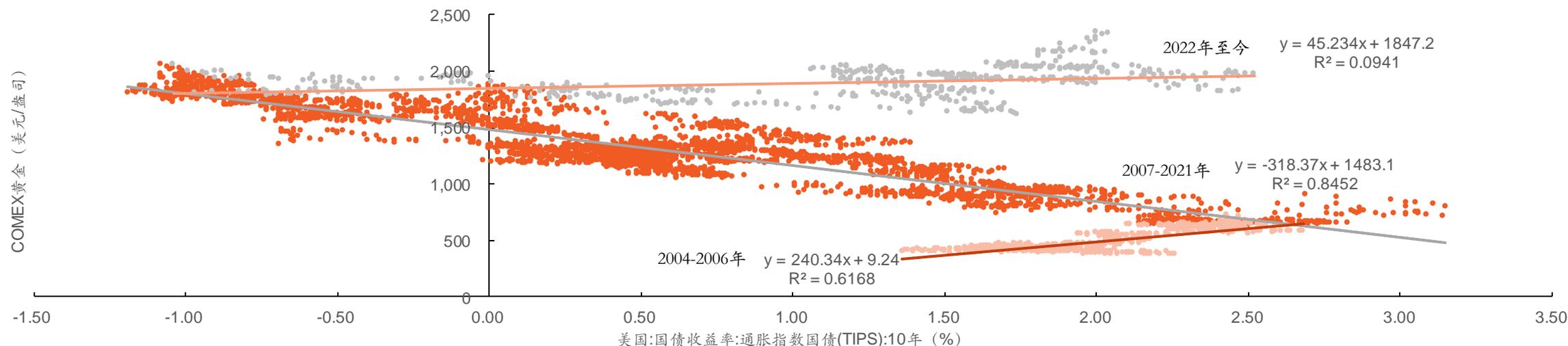
图表7 2022年起黄金与实际利率的负向关系发生背离



## 1.2 黄金与实际利率 (4/4) : 总结来看, 低利率下二者呈现较强负相关性, 高利率下二者关系不显著, 以往二者负相关性定价逻辑已不适用于当下高利率环境

- 总结过去20年金价与实际利率的关系, 低利率下二者呈现较强负相关性, 高利率下二者关系不显著:
- **2007-2021年的低利率时代:** 2007年起美欧英日均采取降息操作, 开始实行接近零的(名义)利率政策, 这导致了全球资本市场上资金对收益的追求变得尤为迫切。在这种背景下, “预期收益率”成为了投资者评估资产价值的关键指标, 资产之间的“可替代性”也随之增强。在这样的市场状况下, 投资者为了追求更高的收益, 往往会采取增加杠杆的方式来扩大潜在的利润空间。在此情景下, 美国国债所隐含的实际利率, 作为衡量投资机会成本和杠杆成本的重要参考, 对投资者的资产配置决策具有显著的影响。因此, 低利率环境下, 美债的实际利率能显著影响着投资者的资产配置策略, 从而影响资产(包括黄金)的价格。
- **2004-2006年、2022年至今的高利率时代:** 高利率环境中, 投资者面临的市场状况和策略选择出现显著变化, 不再需要积极寻找高收益的投资机会, 因为可以更容易地从传统的储蓄和固定收益产品中获得相对较高的回报。此情景下, 投资者可以更加专注于投资于具有独特增长故事和潜力的资产, 如现阶段的AI技术创新等。同时, 由于借贷成本上升, 投资者倾向于减少使用杠杆, 以避免过高的债务负担和风险。最终, 高利率环境下, 资产价格(包括金价)对实际利率的变动敏感度减弱。

图表8 低利率下二者拟合度超0.8, 呈现较强负相关性, 高利率下则关系不显著



# 1.3 黄金与美元指数：通常金价与美元指数呈现负向关系，自2018年下半年起两者关系发生背离

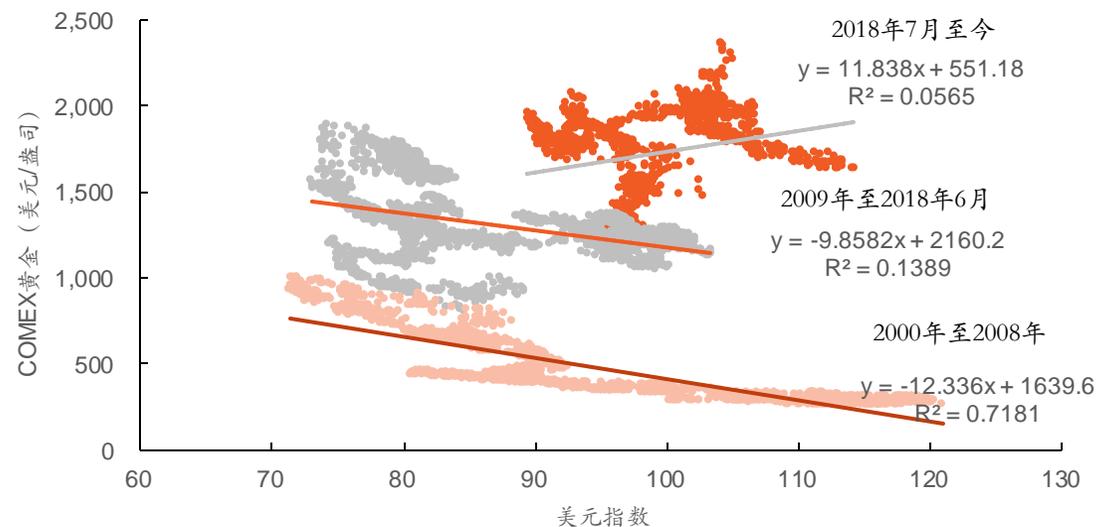
- 货币属性方面，由于黄金以美元计价，同时与美元体系存在替代关系，通常美元指数与黄金呈负向关系，但该关系自2018年下半年发生背离。
- 黄金的货币属性使得美元指数与黄金通常呈负向关系。一则，由于黄金以美元计价，黄金本身价值稳定，当美元下跌时，则对黄金的美元标价上升；二则，黄金与美元体系存在替代关系，当货币信用体系脆弱，黄金对法定货币体系的替代作用显著上升，导致对黄金的需求上升，推动金价上涨，在2011-2012欧债危机高潮期间，黄金与美元指数负向关系显著；
- 黄金与美元指数的负向关系自2018年下半年发生背离。2018年之前，美元指数与黄金存在一定负向关系，且在2000-2008年间二者负向关系明显，线性回归 $R^2$ 为0.72，即美元指数能较好地解释金价的变化，2009年至2018年6月，尽管二者仍呈现负向关系，但此时 $R^2$ 仅为0.14，美元指数对金价的解释力度大幅降低，2018年7月至今美元指数与黄金甚至出现正向关系。有关其背后原因，一方面在于美元指数本身所受影响因素较多，本质上体现的是综合的货币对应关系，尤其是与欧元、英镑的关系，体现美国相对欧洲经济体的经济强劲程度，另一方面美国主权债务风险未解导致美元信用减弱，以及地缘局势动荡触发避险情绪等因素促使黄金摆脱传统的实际利率、美元指数分析框架。

图表9 2018年起黄金和美元指数发生背离



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2024/4/10

图表10 2018年下半年起美元指数和黄金出现正向关系



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2024/4/8



## 1 黄金的宏观关系破裂了吗？

- 1.1 黄金定价框架变化：最主要的定价逻辑由金融属性切换至货币属性
- 1.2 黄金与实际利率：2022年至今二者负向关系被打破
- 1.3 黄金与美元：2018年起二者负向关系被打破

## 2 如何看待本轮金价屡破新高？

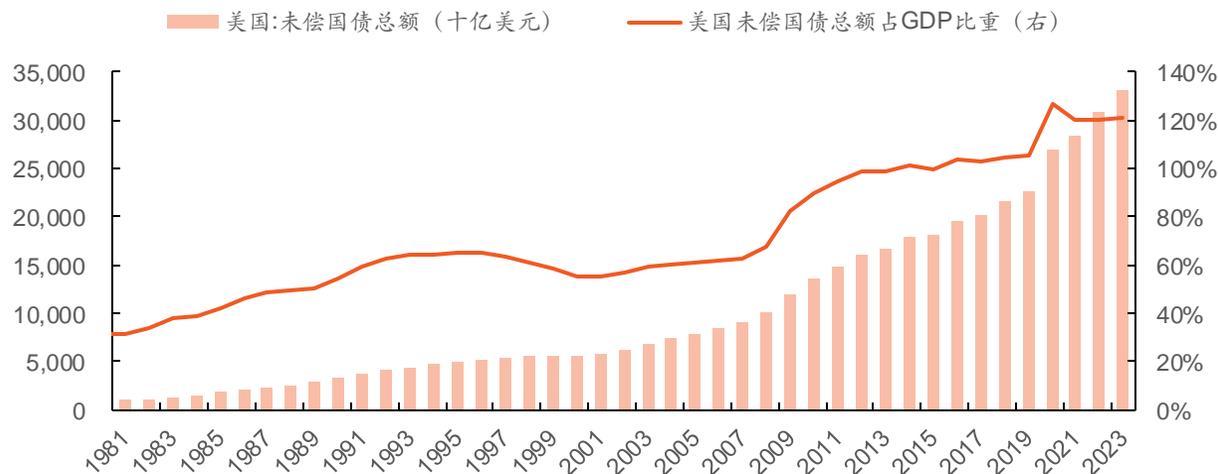
- 2.1 货币属性：美元信用减弱，去法币化趋势凸显，全球央行持续购金
- 2.2 避险属性：地缘冲突风险再起，黄金避险属性持续凸显
- 2.3 商品属性：供需收紧下商品属性凸显，供求框架或成为后期定价核心

## 3 后续金价走势如何？

# 2.1 货币属性 (1/3)：美国主权债务风险未解，美元信用减弱，去法币化趋势凸显

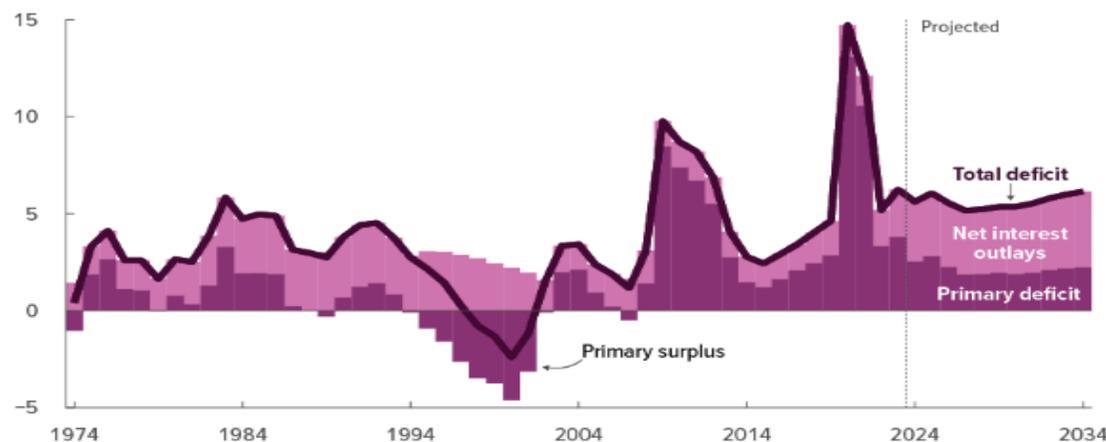
- 货币属性方面，债务高企，财政赤字恶化，两党极化导致治理有效性降低，美元信用减弱，叠加美国频繁实施金融制裁，去法币化趋势凸显。
  - 疫后美联储扩表导致债务规模攀升，未来10年财政赤字前景并不乐观。疫后美国出台大规模刺激计划，债务规模迅速攀升，债务压力进一步加大，未偿国债总额占GDP比重从2008年的68%上升至2023年的121%。有关未来美国债务前景，据Congressional Budget Office预测，一则，从预算赤字总额角度来看，预计到2034年总预算赤字占GDP比重为6.1%，且未来每年占比均不小于5.2%，而过去50年年均占比仅为3.7%；二则，从利息支出角度来看，2034年净利息支出占GDP比重将达3.9%，即总赤字中净利息支出占比高达60%，美国财政赤字前景不容乐观。
  - 除财政赤字恶化外，两党极化引发市场对美国债务治理能力的担忧。近年来两党多次因债务限额问题陷入僵局，政府关门危机愈加频繁，目前两党仍然在政府支出上维持较大分歧，3月11日拜登政府向国会提出2025财年的预算草案中国防预算总额为8952亿美元，较2024财年增加约1%，该预算是在白宫提出的7.27万亿美元总预算的一部分，预计11月总统大选之前两党将展开一场旷日持久的支出战。
  - 近年来美国频繁实施金融制裁，去法币化趋势凸显。2022年俄乌冲突爆发后，美国禁止俄罗斯部分银行使用SWIFT系统，并针对俄罗斯实施一系列金融制裁，将货币武器化，引发各国央行担忧，此后多国尤其是新兴市场国家尝试脱离美元霸权，积极开展多元化贸易结算工具。

图表11 美国未偿国债总额快速上涨



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2024/4/10

图表12 预计2034年总预算赤字占GDP比重为6.1%，总赤字中净利息支出占比达60%



资料来源：Congressional Budget Office，平安证券研究所；数据截至2024/4/10

## 2.1 货币属性 (2/3) : 美元信用或长期走弱下, 全球央行减持美债增持黄金

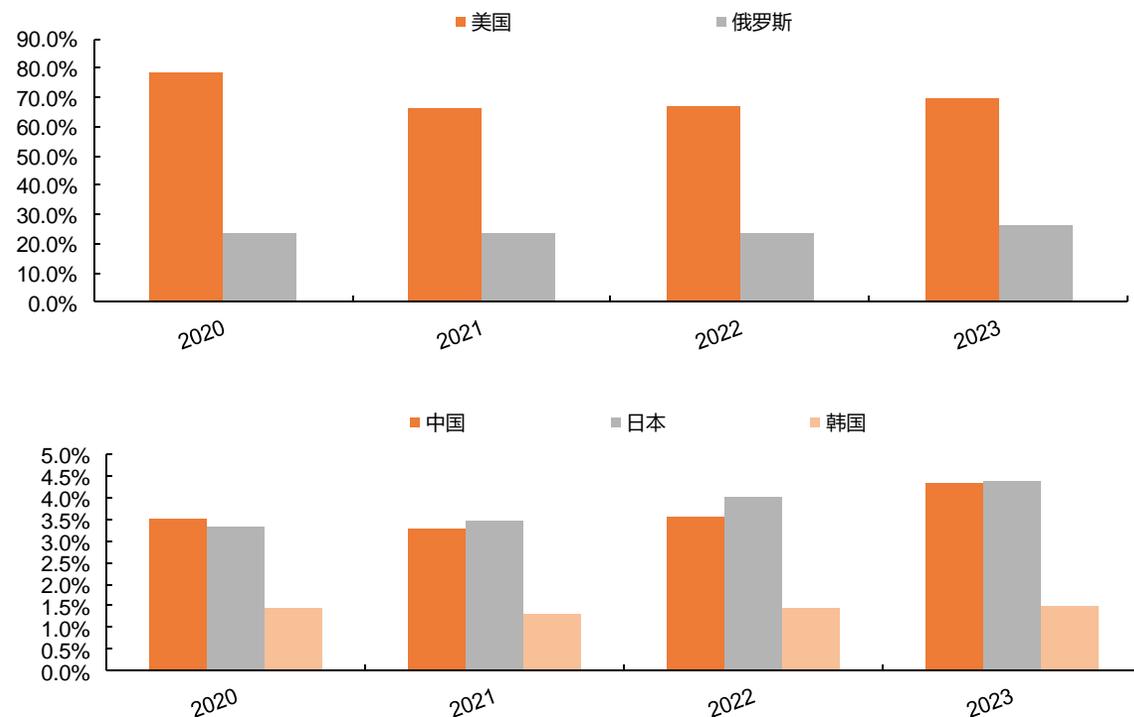
- 全球央行增持黄金减持美债, 美元信用或长期走弱。2020年之后, 各国黄金储备持续提升, 2023年俄罗斯黄金储备占比超26%, 日本黄金储备占比4.37%, 较2020年上升1.03个百分点, 我国黄金储备占比也现较快增长。同时中国持有美债规模较疫前实现显著下降, 当前我国持有美债规模已降至十年来低位水平, 美元信用走弱趋势显著。
- 全球货币体系有望重建, 金价长期向好。美元信用走弱背景下, 全球货币体系或正经历长期重建过程, 黄金作为底层储备, 各国央行配置需求将持续抬升, 金价长期向好。

图表13 中国及日本疫后持有美债规模下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2024/4/10

图表14 各国黄金储备占比

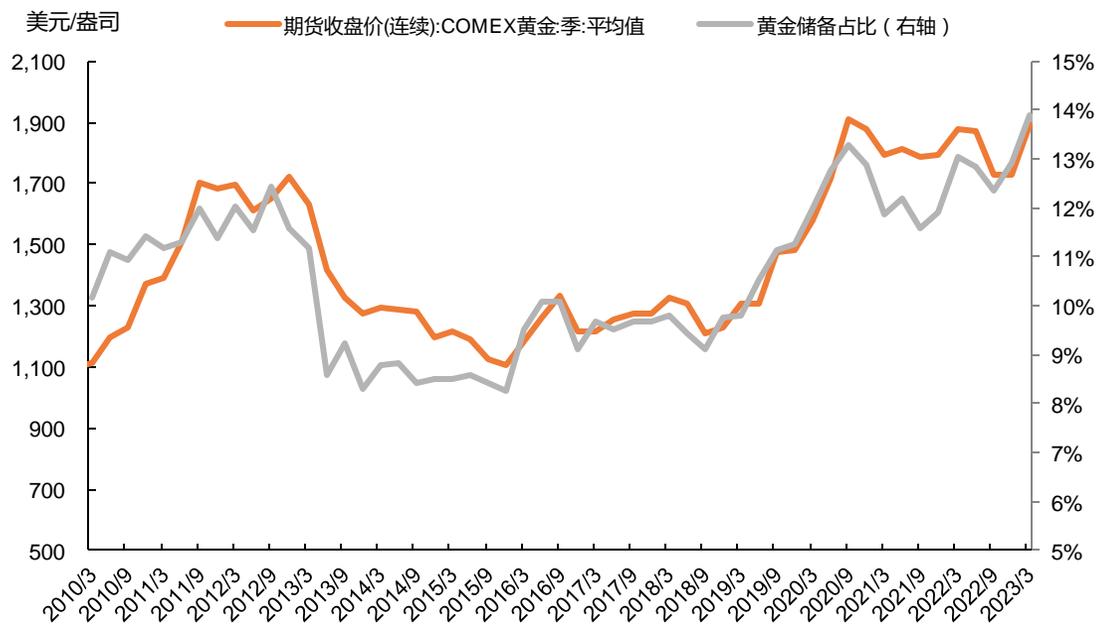


资料来源: WGC, 平安证券研究所

## 2.1 货币属性 (3/3) : 各国黄金储备预计持续提升

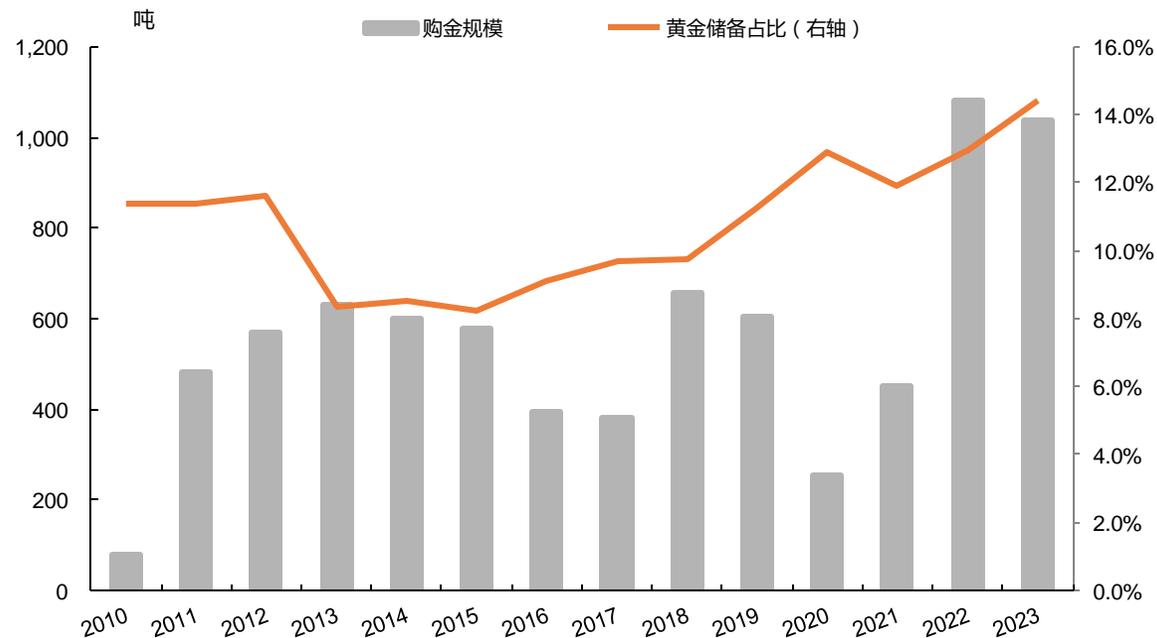
- **2010年之后金价与黄金储备占比呈现较好的正相关性。**从黄金的货币属性出发，在全球货币信用体系不稳定性加剧时，各国央行黄金储备上行，金价同步上涨。
- **黄金储备占比仍将进一步提升。**2022年起各国央行大幅提升黄金储备，2022年全球央行购金规模同比增长140%以上，2011-2021年均环比增速为52.4%，2023年绝对规模仍维持1000吨以上，近两年来全球央行购金规模较疫情前呈现明显提升。但由于疫后各国大幅扩表，黄金储备占比并未出现显著增长。2023年全球黄金储备占比14.4%，较2020年仅上升1.5个百分点。在各国储备资产多样化的背景下，黄金储备占比或将持续抬升。

图表15 黄金储备占比与金价正相关性显著



资料来源: Wind, WGC, 平安证券研究所; 数据截至2024/4/10

图表16 央行购金规模与黄金储备占比

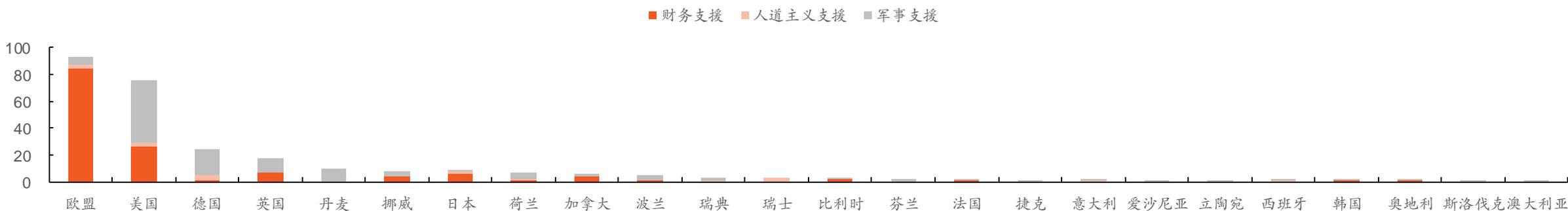


资料来源: WGC, 平安证券研究所; 数据截至2024/4/10

## 2.2 避险属性 (1/2)：近期地缘冲突风险再起，俄乌战争升级，俄罗斯宣布进入战争状态，战争走向或将受欧美对乌支援情况影响

- 北约是否派遣地面部队成为焦点，莫斯科恐怖袭击事件后俄罗斯宣布进入战争状态，战事升级，俄乌战争走向将受欧美对乌支援情况影响。
  - 北约是否派遣地面部队意味着俄乌战争是否会扩大范围。2月26日法国总统马克龙在巴黎举行的“支持乌克兰国际会议”上表示不排除未来派兵支援乌克兰的可能性，3月11日，乌克兰总统表示欢迎来自北约国家的“教练”和“技术人员”，3月18日普京成功连任，并传递在乌克兰问题上的坚定立场，4月3日俄罗斯表示，据悉法国外籍军团在3月初已经确定了规模为1500人的部队，将于4月中旬投入乌克兰作战，俄乌战争是否会扩大范围持续引发市场担忧。
  - 莫斯科恐怖袭击事件后俄罗斯宣布进入战争状态，标志俄乌战事升级，俄罗斯征兵进程加快。3月22日莫斯科近郊音乐厅发生恐怖袭击事件，造成144人死亡，该事件为近20年来俄罗斯最严重的恐怖袭击事件，俄罗斯公开表示认为该事件与乌克兰有关，并将调查恐怖分子的幕后雇主，同日，俄罗斯宣布进入战争状态，标志俄乌战事升级。4月1日普京签署了俄联邦春季征兵令，4月1日至7月15日，将征召15万名18岁至30岁人员服兵役，数量为15万人，4月3日据俄罗斯国防部通报，今年以来已有超过10万人与军方签约入伍，仅过去10天就有约1.6万人入伍，引发市场对俄罗斯为战争做长远打算的担忧。
  - 俄乌战争走向将受欧美对乌支援情况影响。从2022年1月至2024年1月的对乌援助数据来看，欧盟占比最大，美国次之，目前美国对乌600亿援助受阻，4月7日乌克兰总统表示，随着俄罗斯加大对乌克兰东部的压力，如果美国预计提供的600亿美元援助仍然在国会受阻，乌克兰将输掉这场战争，后续战争走向将受欧美对乌支援情况影响。

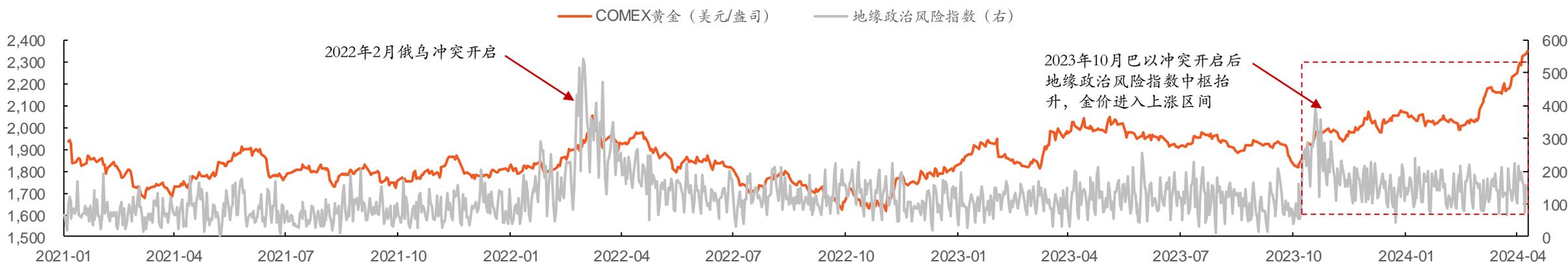
图表 17 2022年1月24日至2024年1月15日期间各国对乌克兰援助承诺情况(十亿美元)



## 2.2 避险属性 (2/2)：中东方面，停火谈判陷入僵局，衍生风险扩散至伊朗，黄金避险属性持续凸显

- 加沙停火谈判进行多次，均陷入僵局，近日巴以冲突衍生风险扩散至伊朗，未来战事仍不明朗，地缘扰动下黄金避险属性持续凸显。
  - 巴以冲突持续发酵，加沙停火谈判陷入僵局。2月29日凌晨，以色列在加沙北部向领取粮食的人群开枪射击，该暴力事件造成至少有112人死亡，约760人受伤，引发国际轰动，西方媒体罕见地将此次事件直接称为“大屠杀”，此后以色列持续对加沙地带袭击。3月17日，内塔尼亚胡表示，以军将按计划对加沙南部的拉法进行地面进攻，引发多方担忧，次日，巴以在新一轮停火谈判中因在停火期限、性质以及释放被扣押人员的数量和比例等问题上产生分歧，谈判陷入僵局。此后，巴以双方分别于3月31日、4月8日再度展开谈判，目前仍无进展。
  - 以色列袭击伊朗大使馆，巴以冲突升级，衍生风险扩散至伊朗。4月1日，伊朗驻叙利亚大使馆遭以色列导弹袭击，据伊朗国家电视台2日报道，包括高级指挥官扎赫迪及其副手拉黑米在内的13人死亡，伊朗誓言将进行报复，巴以冲突升级引发市场对伊朗直接参与战事的担忧。
  - 目前以色列从加沙撤军，但未来战事仍不明朗。4月7日以军从加沙南部大规模撤军，但以色列国防部表示，撤军只是战略性撤退，是为下一步的军事行动做准备，包括进攻拉法。中国新闻周刊表示，要注意以军本身部署和调整需要，以及以色列决策者正在面临的国内外压力。
- 地缘扰动下黄金避险属性持续凸显。俄乌战争开启时地缘政治风险指数陡增后回落，巴以冲突发生以来，地缘政治风险指数中枢抬升，黄金进入上涨区间，未来俄乌战场以及中东战场前景不明，地缘扰动下黄金避险属性持续凸显。

图表18 巴以冲突开始后地缘政治风险指数中枢抬升



## 2.3 商品属性：供需收紧下商品属性凸显

- **需求规模提升，黄金供需格局或将加速收紧。**央行购金持续，金价抬升刺激投资需求，黄金需求规模增长有望加速。金矿产量及回收规模近年来波动较小，供给较需求端表现相对刚性，需求规模加速提升下，黄金供需格局或将加速收紧。从季度平衡情况来看，22年下半年全球黄金呈现紧缺格局，23年下半年以来呈现过剩收窄趋势。
- **供需收紧下商品属性凸显，供求框架或为后期黄金定价的核心因素之一。**相对其他工业金属而言，黄金一直以来供求变化不大，商品属性定价权重较小。增量需求加速释放后，供需格局有望重塑，商品属性或为黄金定价的核心驱动之一。

图表19 黄金全球供需平衡表

单位：吨	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23
矿产量	839.4	889.7	949.1	946.7	852.5	909.0	952.1	930.8
生产商套保	25.7	1.6	-26.8	-13.6	39.4	-19.8	19.7	-22.3
回收	295.9	285.2	268.3	290.7	312.0	323.5	288.9	312.9
<b>总供应</b>	<b>1,161.0</b>	<b>1,176.6</b>	<b>1,190.6</b>	<b>1,223.8</b>	<b>1,204.0</b>	<b>1,212.7</b>	<b>1,260.7</b>	<b>1,221.4</b>
珠宝	517.4	493.5	582.6	601.9	512.3	493.0	581.2	581.5
科技	81.1	78.3	77.3	72.1	70.8	71.0	75.3	80.6
投资	555.9	209.3	100.5	247.4	273.0	257.5	156.4	258.3
央行	82.4	158.6	458.8	382.1	287.7	167.1	353.2	229.4
<b>总需求</b>	<b>1,236.8</b>	<b>939.7</b>	<b>1,219.2</b>	<b>1,303.4</b>	<b>1,143.7</b>	<b>988.6</b>	<b>1,166.2</b>	<b>1,149.8</b>
<b>平衡</b>	<b>-75.8</b>	<b>236.9</b>	<b>-28.6</b>	<b>-79.7</b>	<b>60.2</b>	<b>224.1</b>	<b>94.5</b>	<b>71.5</b>



## 1 黄金的宏观关系破裂了吗？

- 1.1 黄金定价框架变化：最主要的定价逻辑由金融属性切换至货币属性
- 1.2 黄金与实际利率：2022年至今二者负向关系被打破
- 1.3 黄金与美元：2018年起二者负向关系被打破

## 2 如何看待本轮金价屡破新高？

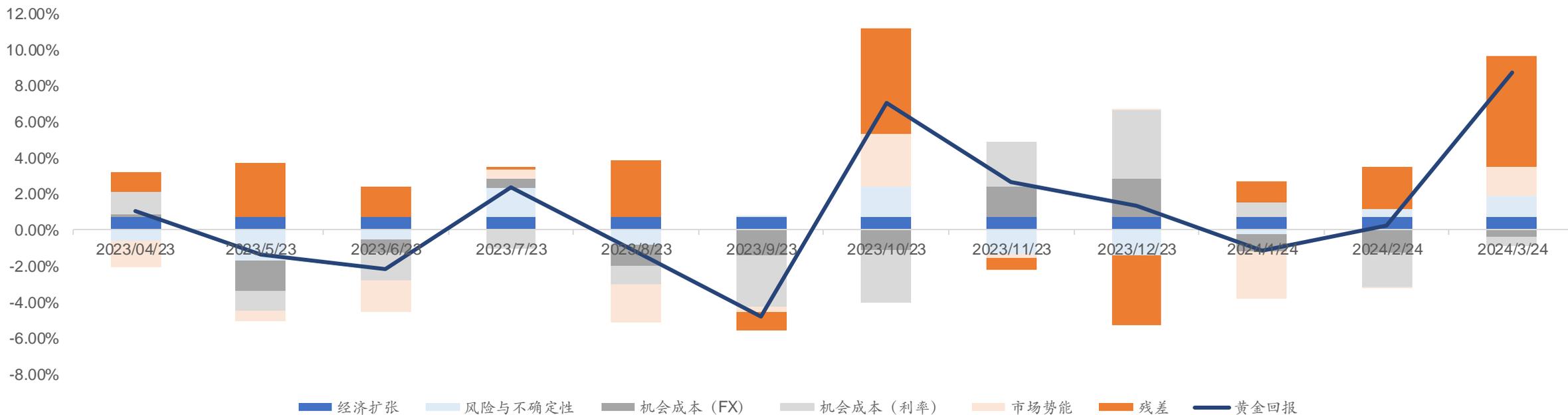
- 2.1 货币属性：美元信用减弱，去法币化趋势凸显，全球央行持续购金
- 2.2 避险属性：地缘冲突风险再起，黄金避险属性持续凸显
- 2.3 商品属性：供需收紧下商品属性凸显，供求框架或成为后期定价核心

## 3 后续金价走势如何？

### 3.0 后续演绎逻辑：本轮金价核心动力仍在，中短期或高位震荡，看好长期表现

- 中期来看，一季度金价涨幅较大，美国经济一季度仍呈现一定韧性，3月非农新增及CPI数据均超市场预期，降息预期一再延后。若美联储降息节奏出现一定程度上超预期，可能带来金价波动。
- 长期来看，美国主权债务风险未解，逆全球化趋势持续，海外地缘政治问题发酵，叠加2024年全球大选，全球宏观环境仍相对复杂，美元信用体系或面临持续削弱，全球主权货币体系或正经历长期重建过程，黄金之锚有望实现重塑，期间随着全球储备资产多样化及安全性的诉求抬升，黄金货币属性预计将持续凸显，长期金价中枢有望持续抬升。

图表20 WGC的短期金价表现归因模型显示本轮上涨的核心动力仍在



资料来源：WGC，平安证券研究所；数据截至2024/3/24；注：“残差”包含了目前模型尚未捕捉到的其他因素。



## 风险提示

---

- 1) 宏观经济修复不及预期：欧美未来经济修复节奏具有不确定性，将对全球相关资产价格走势形成影响；
- 2) 货币政策超预期收紧：美国经济仍具韧性，短期内宏观变量对货币政策干扰仍存；
- 3) 海外市场波动加大：全球经济增长放缓，新兴市场国家经济波动加大；
- 4) 地缘局势升级：地缘政治局势变化将对市场交易情绪等造成较大影响；
- 5) 市场风险加剧：全球大选、地缘冲突以及货币政策等带来的不确定性因素加剧市场风险。



平安证券研究所策略配置研究团队（分析师及研究助理）

首席策略分析师

魏伟	WEWEI170@PINGAN.COM.CN	证券投资咨询	S1060513060001
----	------------------------	--------	----------------

海外策略

周畅	ZHOUCANG115@PINGAN.COM.CN	证券投资咨询	S1060522080004
校星	XIAOXING407@PINGAN.COM.CN	一般证券业务	S1060123120037

平安证券研究所有色与新材料研究团队

陈潇榕	CHENXIAORONG186@pingan.com.cn	证券投资咨询	S1060523110001
-----	-------------------------------	--------	----------------



## 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

## 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。