

近期黄金上涨之“谜”

——宏观深度报告

专题内容摘要

核心观点：

2022 年以来，实际黄金价格强势上行，与美国长期真实利率的走势背离。市场对此给出了几种解释。综合分析，我们认为，近期黄金价格的上行可能更多与避险情绪的上升及央行加速购入黄金有关，而并非投资者预期美国出现超预期的高通胀。展望未来，我们认为避险需求与央行购金的需求或将支撑黄金价格。从中期来看，伴随着美联储的降息和美国真实利率的下行，黄金的价格或有望进一步上行。

➤ 黄金定价的主要逻辑

黄金的定价主要由存货交易决定，与经济周期决定的实际需求关系较弱。因此，其价格首先受到美国的长期真实利率的影响，两者负相关性较高。其次，避险情绪也是影响金价的重要变量。此外，当对黄金资产配置的安排或需求发生系统性变化时（比如黄金 ETF 开通、央行增加黄金储备），额外的需求与供给也会影响金价。

➤ 金价与真实利率背离的解释一：通胀预期超出 TIPS 定价的水平

2022 年以来黄金价格出现与 TIPS 走势明显背离，一种解释认为，10 年期 TIPS 中包含的通胀预期并不能完全反映黄金交易者对未来通胀的判断，未来通胀可能远超 TIPS 的定价所展示的水平。但是，用其他方式估计的通胀预期显示各类中长期通胀预期在 2022 年来没有出现明显变化，与 10 年期 TIPS 中包含的通胀预期较为一致。如果部分投资者认为美国未来通胀可能被低估，不可能只体现在黄金价格上。上述现象说明这一解释或并不成立。

➤ 解释二：避险需求提振黄金价格

市场常见的第二种解释认为，近两年黄金价格的上涨可能主要由避险需求驱动。我们的模型显示，在剔除了 VIX 指数的影响后，实际黄金价格更低，说明避险需求的确提振了黄金价格。从同样具有避险属性的贵金属白银的价格走势来看，黄金价格上涨时，白银价格也出现了较为同步的上行。这一解释有相当依据。

➤ 解释三：央行加速购入黄金，改变黄金需求结构

第三种解释认为，金价上行与近两年全球央行加速购入黄金有关。我们发现，2022 年以来央行净买入黄金的规模的确出现了趋势性的抬升：2022 年前，央行净买入在黄金需求中的占比一直在 15% 以下，2022 年以来这一比重大幅升至 23%。这与 2005-2006 年黄金 ETF 快速发展时类似，都改变了黄金的需求结构。在模型中加入黄金 ETF 的投资需求与央行净买入黄金规模作为解释变量，模型的解释力有明显的上升，拟合优度从 0.5 升至 0.8。

➤ 黄金价格走势展望

展望未来，央行购金的需求或保持在当前较高的水平，且各类风险因素短期也难以明显回落。这意味着黄金价格或继续保持与 TIPS 走势的背离，并维持在高位。从中期来看，伴随着美联储的降息和美国真实利率的下行，黄金的价格仍有望进一步上行。

风险提示：线性模型可能存在偏误，地缘政治变化超预期。

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《美国小银行的大风险：——美联储的缩表和潜在风险》2024.04.22
- 2、《从 4Q 上市工业企业业绩或超预期到新周期的正循环：——中国经济如何走向复苏（六）》2024.03.03

正文目录

1. 如何理解黄金的定价?.....	3
1.1 核心变量: 美国长期真实利率	3
1.2 其他因素对金价的影响	7
2. 近年黄金价格为何大幅上行?	12
2.1 解释一: 通胀预期超出 TIPS 定价的水平.....	12
2.2 解释二: 避险需求提振黄金价格	15
2.3 解释三: 央行加速购入黄金, 改变黄金需求结构.....	16
3. 黄金价格走势展望	20
3.1 央行购金需求或保持较强	20
3.2 避险需求或持续支撑黄金价格	22
4. 风险提示	23

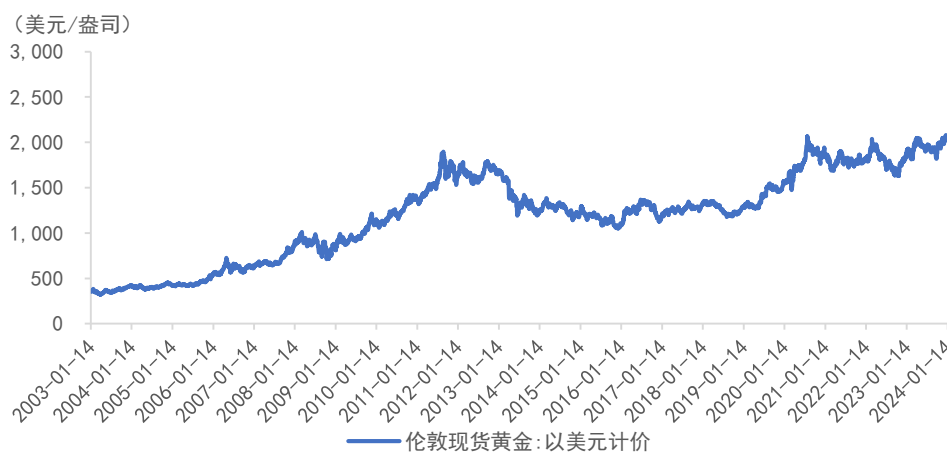
图表目录

图表 1: 以美元计的黄金价格	3
图表 2: 全球黄金供应量与需求量	4
图表 3: 全球地上黄金总量	4
图表 4: 黄金实际价格与美国长期真实利率	5
图表 5: 黄金实际价格与美国长期真实利率负相关	6
图表 6: 对数化的黄金实际价格与美国长期真实利率.....	6
图表 7: 剔除 TIPS 影响的实际黄金价格 vs 实际黄金价格.....	7
图表 8: 剔除 TIPS 影响的实际黄金价格与 VIX 指数	8
图表 9: 以 TIPS 为解释变量搭建的金价涨跌模型	8
图表 10: 以 TIPS 和 VIX 指数为解释变量搭建的金价涨跌模型.....	9
图表 11: 剔除 TIPS 和 VIX 影响的实际黄金价格 vs 实际黄金价格 (日度)	9
图表 12: 剔除 TIPS 和 VIX 影响的实际黄金价格 vs 实际黄金价格 (月度)	10
图表 13: 剔除 TIPS 和 VIX 影响的实际金价 vs 黄金 ETF 需求.....	10
图表 14: 剔除 TIPS 和 VIX 影响的实际金价 vs 黄金 ETF 持仓.....	11
图表 15: TIPS 中的通胀预期和名义利率.....	12
图表 16: 纽约联储调查的中长期通胀率预期中位数 vs TIPS 中的通胀预期.....	13
图表 17: 密歇根大学调查的 5 年通胀预期 vs TIPS 中的通胀预期.....	13
图表 18: 费城联储专业预测者调查: 长期通胀预期	14
图表 19: 克利夫兰对长期通胀的预测 vs TIPS 中的通胀预期.....	14
图表 20: 剔除 TIPS、VIX 影响后的黄金价格	15
图表 21: 黄金与白银现货价格	15
图表 22: 2000-2009, 全球央行对黄金净卖出	16
图表 23: 2022 年以来, 央行黄金净买入在黄金总需求中的占比大幅上升	17
图表 24: 2022 年以来, 央行净买入黄金规模破纪录 (单位: 吨)	17
图表 25: 黄金总需求量与供应量	18
图表 26: 黄金 ETF 使得黄金需求的结构发生改变	18
图表 27: 加入 ETF、央行净买入规模的黄金模型.....	19
图表 28: 2022&2023 央行黄金储备调查: 五年后美元在总储备中的占比	20
图表 29: 2022&2023 央行黄金储备调查: 五年后黄金在总储备中的占比	21
图表 30: 新兴市场与发达经济体的黄金储备	21
图表 31: 地缘政治指数.....	22

1. 如何理解黄金的定价？

黄金的定价与经济周期的相关性不强，其价格首先与美国长期的真实利率相关，我们认为这与黄金主要是进行存货交易有关。其次，避险情绪也是影响黄金价格的重要变量。此外，黄金 ETF 的开通、央行增加黄金储备可能也会对金价中枢产生影响。

图表1：以美元计的黄金价格



资料来源：Wind，国联证券研究所

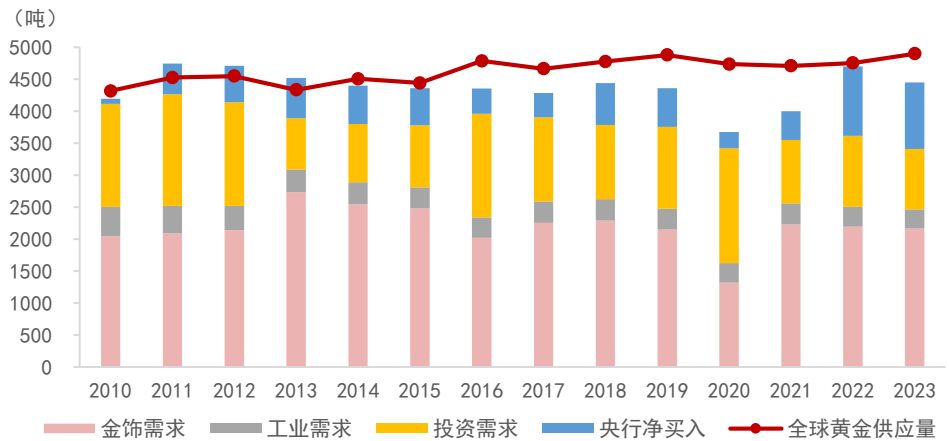
1.1 核心变量：美国长期真实利率

与其它的大宗品类类似，黄金兼具进行财富配置的资产属性和以零售为主的商品属性。然而，黄金的年产量和年需求量分别在 4000-5000、3000-4000 吨的量级水平。但是据世界黄金协会统计¹，截至 2023 年底，全球的地上黄金库存约有 21.3 万吨。其中，具有较强流动性的黄金的金融市场（由金条、金币、实物支持的黄金 ETF 以及央行储备构成）部分，黄金库存约为 8.4 万吨。

这意味着，不同于其它的大宗品，黄金市场主要的需求是存货的需求，而主要的供给是存货的供给，商品属性方面需求与供给因素的影响比较有限。

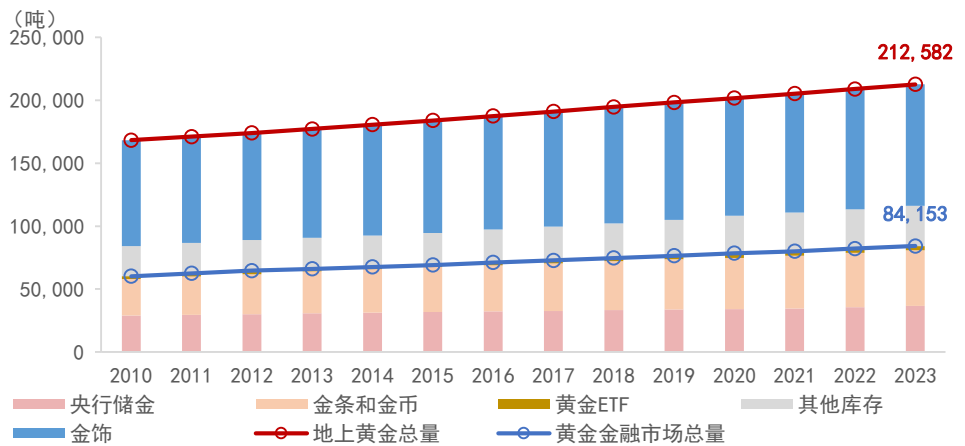
¹ <https://www.gold.org/goldhub/data/how-much-gold>

图表2：全球黄金供应量与需求量



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表3：全球地上黄金总量

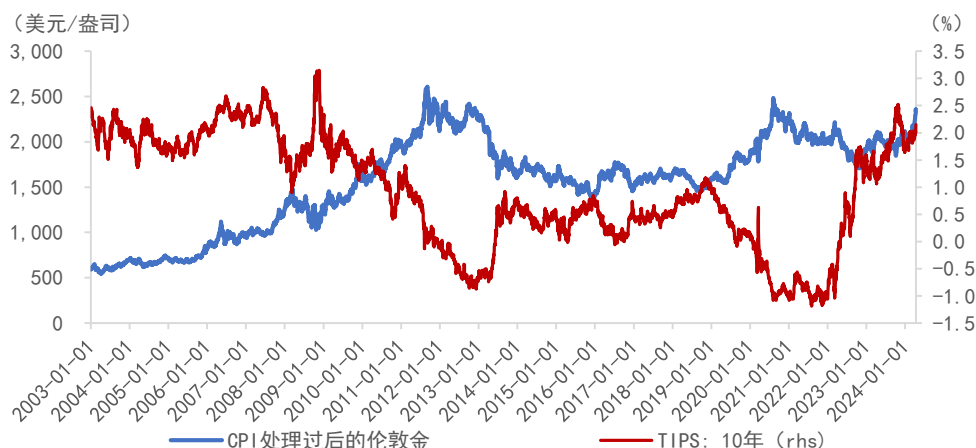


资料来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council, 国联证券研究所

历史数据显示，美国长期真实利率（Tips10 年收益率）与黄金价格有非常良好的负相关关系，尤其在 2006-2022 年，拟合优度高达 0.74。我们认为，黄金价格与美国长期真实利率的高度负相关充分地反映出，黄金市场主要是进行存货交易，而持有黄金存货主要考虑是资产配置，而非出于商品需求。

在以下的分析中，为了剔除通胀的影响，我们用美国 CPI 对黄金现货价格进行了处理，获得黄金的实际价格。

图表4：黄金实际价格与美国长期真实利率



资料来源：Wind，国联证券研究所

实际黄金价格与美元长期真实利率的负相关关系也能从经济学理论中得到很好的解释。

首先，如果把大宗商品当作一种资产，那么这种资产的名义收益由“便利收益”² (convenience yield) 减去存储成本构成，则类似于利率平价的无套利模型要求：

$$\text{商品真实价格变动} + \text{预期通胀} + \text{便利收益} - \text{存储成本} = \text{美元的名义利率}$$

其次，根据蒙代尔的理论假定³，商品真实价格变动 = $-\Phi * (\text{商品当前价格} - \text{商品长期均衡价格水平})$ ，于是我们可以得到：

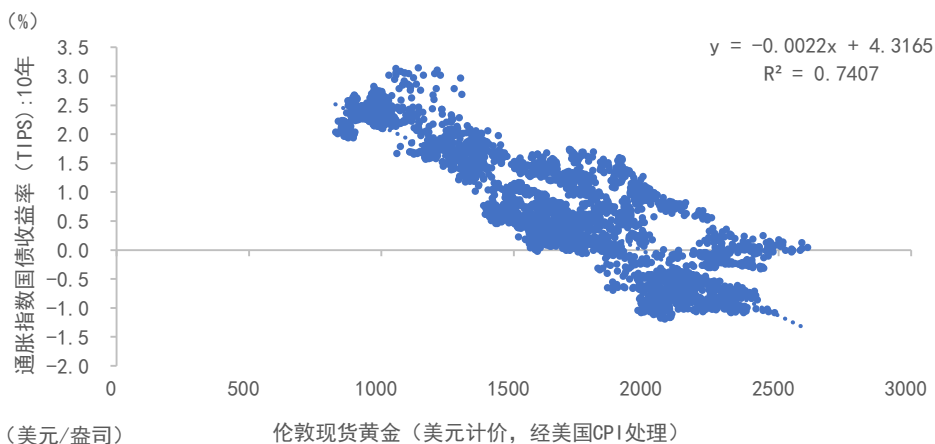
$$\text{商品当前价格} = -(1/\Phi) * [(\text{名义利率} - \text{预期通胀}) - (\text{便利收益} - \text{存储成本})] + \text{商品长期均衡价格}$$

所以，商品的当前价格与实际利率（即名义利率-预期通胀）负相关。考虑到投资者持有黄金的目的不是为了满足几个月之后生产和消费的需求，而是长期持有作为资产配置的一个选择，那么这里所对应的真实利率自然也就是美国的长期真实利率。

² 便利收益是直接持有某种产品存货而非它的金融替代品所获得的额外收益。例如电厂总是需要持有一些煤炭库存而不能单纯指望期货市场的合约和完美无缺的物流安排来满足自身的需求。直接持有煤炭的库存背后的原因就是持有带来的“便利”的收益。对于黄金而言，其便利收益与政治经济不稳定、美元价值潜在丧失的可能性密切相关。

³ 这个假定的含义是如果一个商品价格偏离其长期均衡价格越远，则向长期均衡价格回归的速度越快，参见 Robert Mundell, Commodity Prices, Exchange Rates and the International Monetary System, 2002

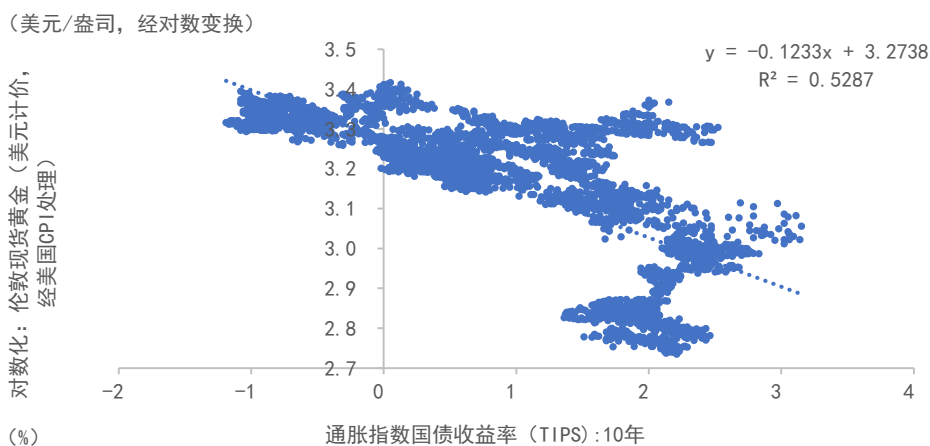
图表5：黄金实际价格与美国长期真实利率负相关



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：时间范围为 2006-2022。

我们对实际黄金价格取对数，更直观地观察 TIPS 变动对黄金价格涨跌幅的影响——考虑到黄金在不同价格水平上涨价 100 美元的意义并不相同。统计结果显示，其他条件不变的情况下，如果 10 年期 TIPS 上涨 100bp，将导致实际黄金价格平均下跌 24.7%。

图表6：对数化的黄金实际价格与美国长期真实利率



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：此处使用日度数据，时间范围为 2003.1.2-2024.4.10。

1.2 其他因素对金价的影响

当然，我们也注意到，黄金价格的涨跌并不能完全被长期真实利率解释。

参考 PIMCO 的方法⁴，我们计算了剔除 TIPS 影响后的实际黄金价格。具体而言，我们先根据计量模型获得单位 10 年期 TIPS 收益率变化对实际黄金价格涨跌幅的影响（方法详见 1.1），随后选择一个基点（此处我们选择了 2022 年 12 月），在实际金价中剔除 TIPS 相较基点变动后对金价涨跌的影响。如果实际黄金价格只由 TIPS 决定，那么剔除了 TIPS 影响后的实际黄金价格应稳定在某一水平。

图表7：剔除 TIPS 影响后的实际黄金价格 vs 实际黄金价格



资料来源：Wind，国联证券研究所

但我们发现，剔除了代表美国长期真实利率的 10 年期 TIPS 的影响后，黄金价格并没有保持稳定，比如在 2005 年底到 2006 年、2022 年至今出现几次明显上涨，在 2012 年出现回落，这意味着还有其他因素在影响黄金价格。

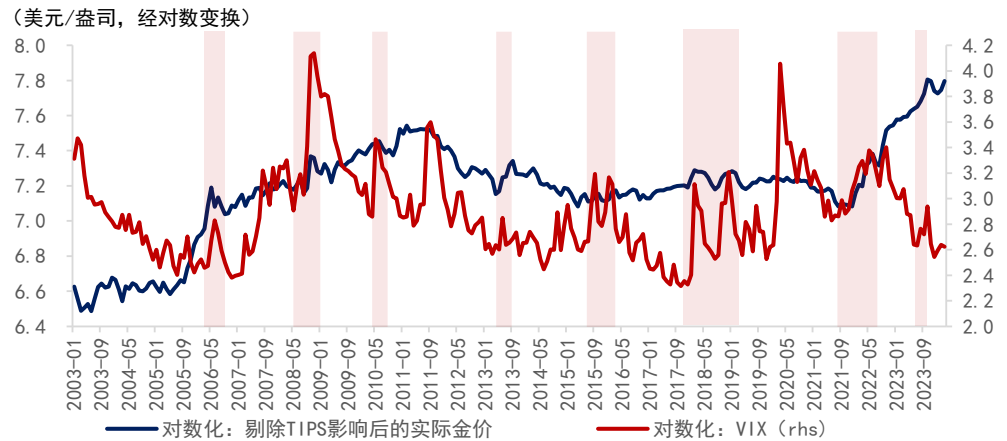
1.2.1 避险需求的驱动

作为具有代表性的避险资产，黄金的价格涨跌在许多时间段由风险偏好的改变驱动。

我们以标准普尔 500 波动率指数（VIX）作为市场避险情绪的代理变量，可以看到，虽然 VIX 指数与剔除 TIPS 影响后的实际金价并不严格正相关，但在许多时间段，VIX 指数的变动对金价的变化都有较好的解释力。

⁴ <https://www.pimco.com.sg/en-sg/resources/education/understanding-gold-prices/>

图表8：剔除 TIPS 影响的实际黄金价格与 VIX 指数



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：阴影部分为列举的金价受风险偏好改变而明显变化的例子，由于此处金价为月度均值，列举可能并不完全。

既然避险需求在一些时间段对金价的变化起到了关键作用，我们将经对数变换后的 VIX 指数也作为解释变量，纳入金价涨跌的模型中。结果显示，加入 VIX 指数作为解释变量后，模型的解释力有所上升。

图表9：以 TIPS 为解释变量搭建的金价涨跌模型

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	5,373
Model	435.709188	1	435.709188	F(1, 5371)	=	6031.40
Residual	388.001702	5,371	.072240123	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.5290
				Adj R-squared	=	0.5289
Total	823.71089	5,372	.153334119	Root MSE	=	.26878

gd	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
tps	-.2838246	.0036546	-77.66	0.000	-.2909891 - .2766601
_cons	7.538276	.0049124	1534.54	0.000	7.528646 7.547906

资料来源：Wind，国联证券研究所；注：此处使用日度数据，时间范围为 2003.1.2-2024.4.10。

图表10: 以 TIPS 和 VIX 指数为解释变量搭建的金价涨跌模型

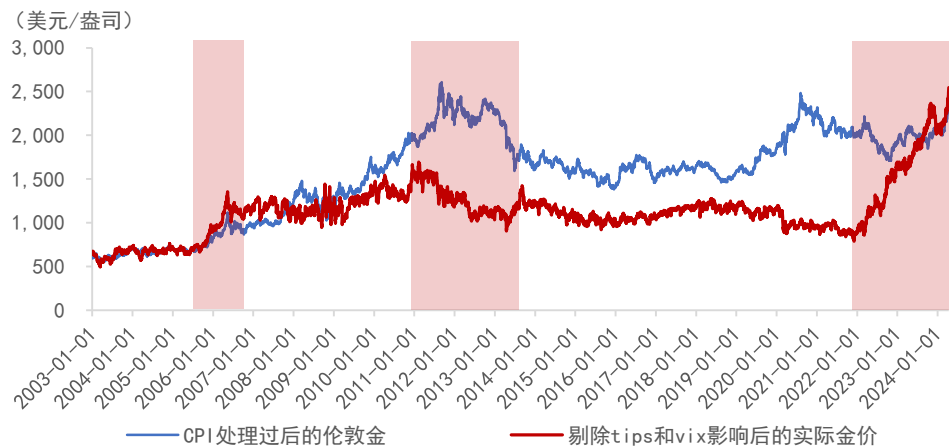
Source	SS	df	MS	Number of obs	=	5,267
Model	438.544054	2	219.272027	F(2, 5264)	=	3141.02
Residual	367.475314	5,264	.06980914	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.5441
				Adj R-squared	=	0.5439
Total	806.019368	5,266	.153061027	Root MSE	=	.26421

gd	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
tps	-.2823103	.003633	-77.71	0.000	-.2894324 -.2751882
vx	.143288	.0100301	14.29	0.000	.1236248 .1629511
_cons	7.124678	.0293751	242.54	0.000	7.067091 7.182265

资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 此处使用日度数据, 时间范围为 2003.1.2-2024.4.10。

根据模型给出的系数, 我们进一步计算了剔除 10 年期 TIPS 和 VIX 指数变动影响的实际黄金价格。结果显示, 剔除了长期真实利率和避险需求的影响后, 实际黄金价格更趋于平稳, 但也仍有几次明显的波动。

图表11: 剔除 TIPS 和 VIX 影响的实际黄金价格 vs 实际黄金价格 (日度)



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 以 2023 年的最后一个交易日 12.29 为基点。

图表12: 剔除 TIPS 和 VIX 影响的实际黄金价格 vs 实际黄金价格 (月度)

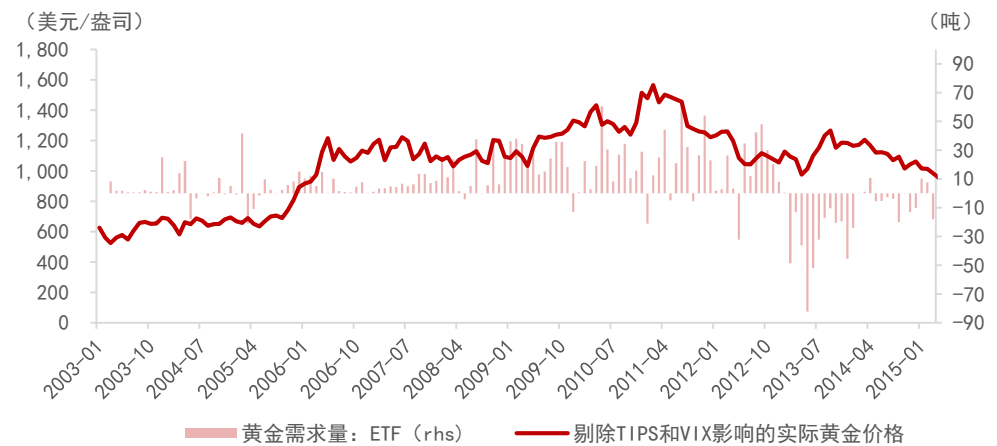


资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 以 2023. 12 月为基点。

其中, 在 2005 年底 2006 年初, 剔除长期真实利率和避险需求的实际黄金价格出现了明显的上涨, 这可能主要与黄金 ETF 快速发展⁵, 带来新的黄金交易需求有关。

一般情况下, TIPS 和 VIX 等因素影响黄金作为资产配置 (或者长期库存) 的美元价值, 但是当资产配置的安排或需求发生系统性变化时 (ETF 设立, 央行购金等), 额外的需求与供给也会影响黄金的价格。

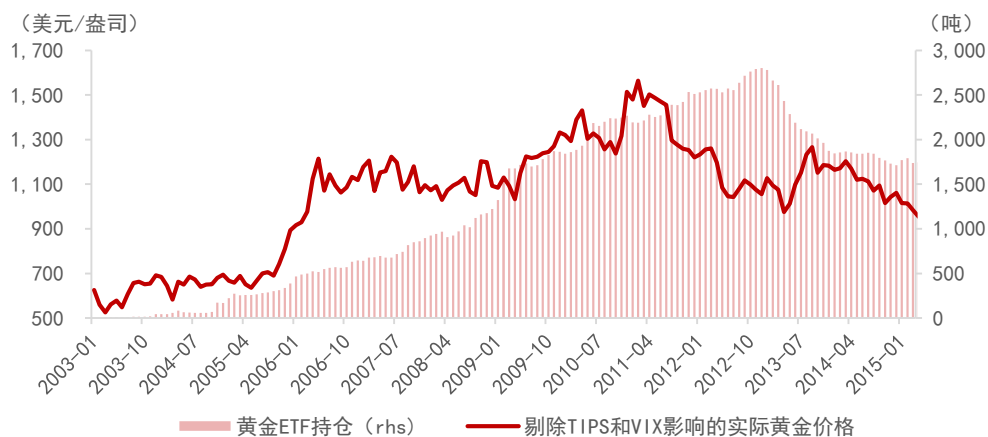
图表13: 剔除 TIPS 和 VIX 影响的实际金价 vs 黄金 ETF 需求



资料来源: WGC, Wind, 国联证券研究所

⁵ 2003 年 3 月, 世界第一支黄金 ETF 在澳大利亚证券交易所上市。2004 年 11 月, 美国第一支黄金 ETF 在纽约证券交易所上市, 黄金 ETF 开始快速发展。

图表14: 剔除 TIPS 和 VIX 影响的实际金价 vs 黄金 ETF 持仓



资料来源: WGC, Wind, 国联证券研究所

而 2022 年以来, 剔除长期真实利率与避险需求的黄金价格也出现了大幅的上行, 引发了市场的关注。在下一部分, 我们将详细讨论市场对这一时期金价超预期上行的几种解释。

2. 近年黄金价格为何大幅上行？

2022 年以来，实际黄金价格强势上行，与美国长期真实利率的走势背离。市场对此给出了几种解释，包括通胀预期有超出 TIPS 定价的大幅上行、近期地缘政治事件带来的避险情绪上升，以及部分国家央行持续购入黄金储备的影响。综合分析，我们认为，近期黄金价格的上行可能更多与避险情绪的上升及央行加速购入黄金有关。

2.1 解释一：通胀预期超出 TIPS 定价的水平

市场上常见的第一种解释认为，10 年期 TIPS 中包含的通胀预期并不能完全反映黄金交易者对通胀预期的判断，通胀预期可能远超 TIPS 的定价大幅上行，所以 TIPS 的走势和黄金价格出现了明显的背离。

用长期的名义利率（10 年期国债收益率）减去真实利率，我们得到 TIPS 中对于长期通胀的预期。我们发现，10 年期 TIPS 中包含的通胀预期表现得较为平稳。如果黄金投资者对通胀的预期与此显著不同，那么应该有一些其他投资者也看到了这一点，这意味着一些其他的通胀预期指数应该也有和 TIPS 包含的通胀预期出现背离。

图表 15: TIPS 中的通胀预期和名义利率



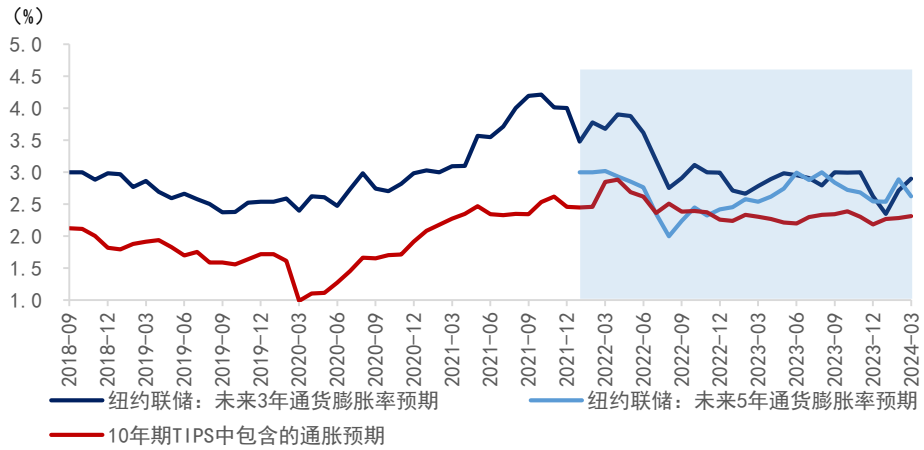
资料来源：Wind，国联证券研究所

然而，这一现象并未发生。

从地方联储以及密歇根大学对普通消费者的调查、对专业预测者的调查以及模型预测的结果来看，中长期的通胀预期在 2022 年以来也没有出现持续的大幅上行，这与 TIPS 中包含的通胀预期较为符合。

首先，纽约联储的消费者信心调查显示的中长期通胀预期，在 2022 年以来也没有出现大幅的上行。

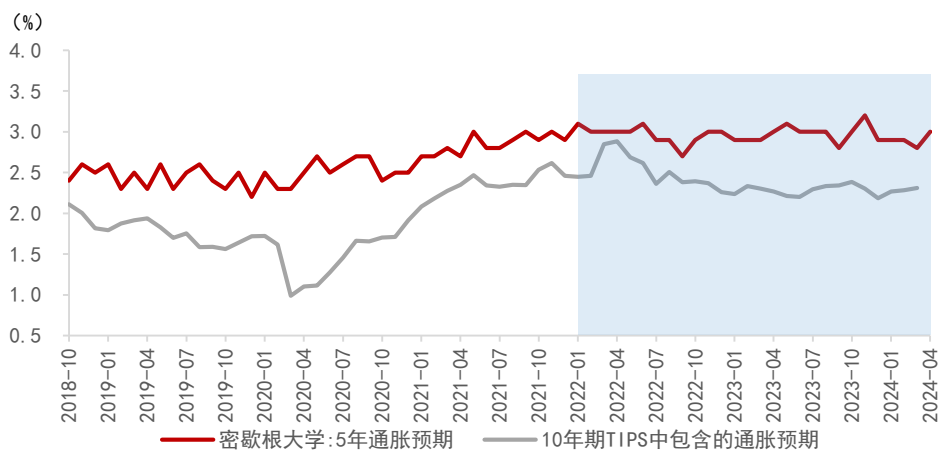
图表16：纽约联储调查的中长期通胀率预期中位数 vsTIPS 中的通胀预期



资料来源：Wind，国联证券研究所

其次，密歇根大学的消费者信心调查中的 5 年通胀预期也没有在 2022 年后出现明显的上行。

图表17：密歇根大学调查的 5 年通胀预期 vsTIPS 中的通胀预期

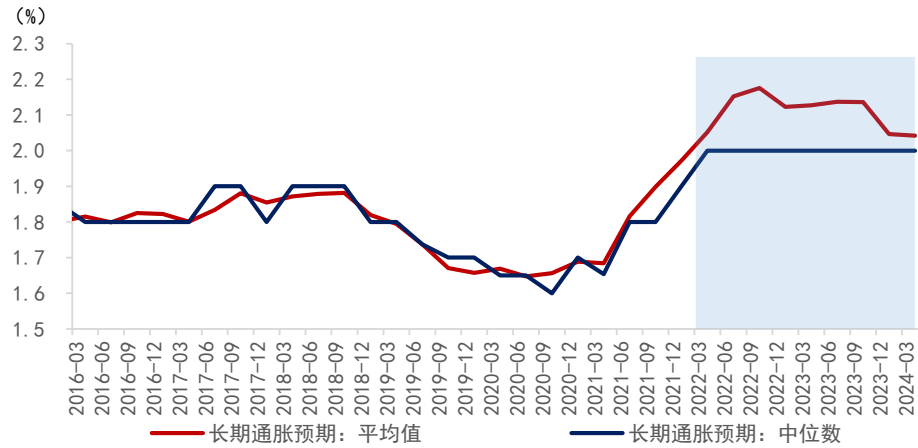


资料来源：Wind，国联证券研究所

第三，费城联储的专业预测者调查（SPF）显示，专业预测值对长期通胀预期的中位数自 2022 年二季度以来维持在 2.0% 的水平，而其平均值自 2022 年下半年以来甚至有所回落。这可能说明，2022 年以来，不仅普通消费者对长期通胀的预期没有

大幅上升，专业投资者对长期通胀的预期也保持相对平稳。

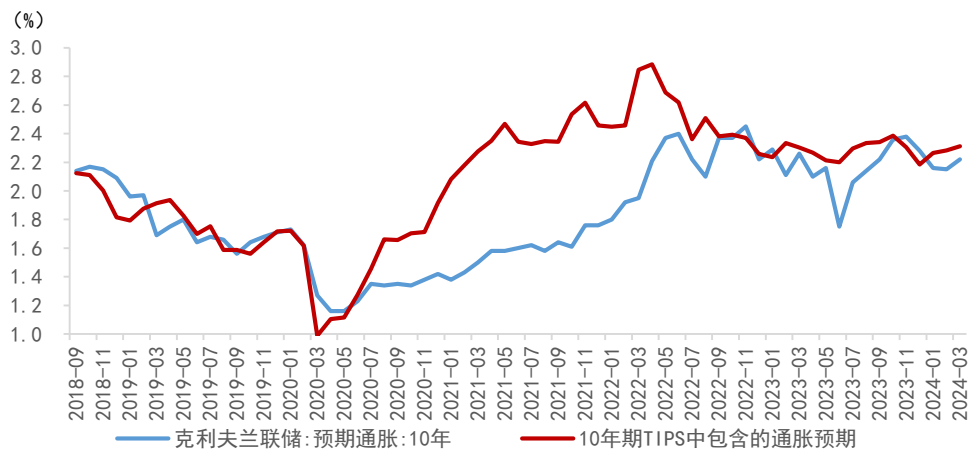
图表18：费城联储专业预测者调查：长期通胀预期



资料来源：费城联储，国联证券研究所

此外，2022 年下半年以来，克利夫兰联储的模型对远期通胀的预测结果和 TIPS 中包含的通胀预期也较为一致，表现相对平稳。

图表19：克利夫兰对长期通胀的预测 vs TIPS 中的通胀预期



资料来源：Wind，国联证券研究所

2.2 解释二：避险需求提振黄金价格

市场常见的第二种解释认为，近两年黄金价格的上涨可能主要由避险需求驱动。我们的模型显示，避险需求的确对黄金价格构成了一定的提振。

对比只剔除 TIPS 影响的金价，与同时剔除 TIPS 和 VIX 指数的金价，我们发现，剔除了 VIX 指数的影响后，实际黄金价格更低，说明避险需求部分支撑了黄金价格。

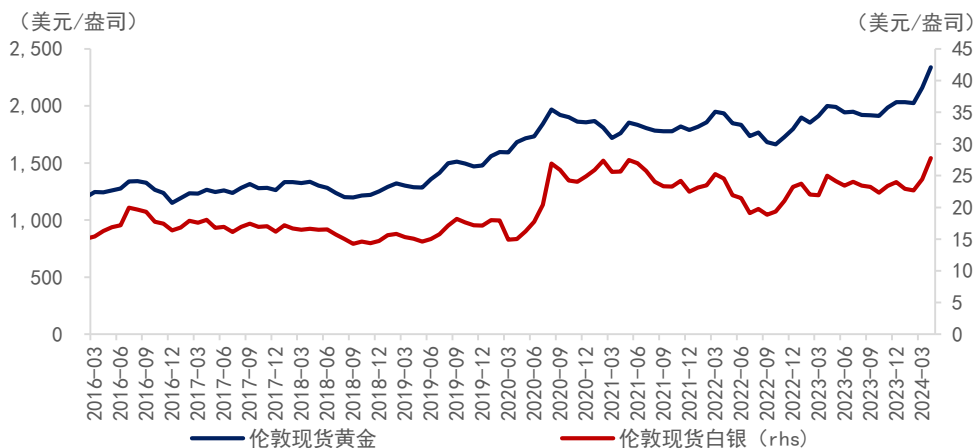
图表20：剔除 TIPS、VIX 影响后的黄金价格



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：以 2023. 12 月为基点。

从同样具有避险属性的贵金属白银的价格走势来看，黄金价格上涨时，白银价格也出现了较为同步的上行。

图表21：黄金与白银现货价格



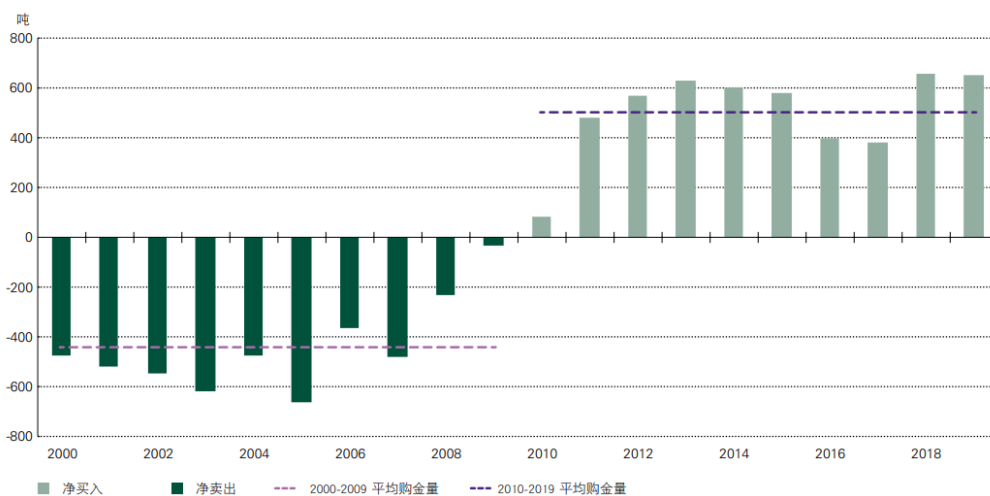
资料来源：Wind，国联证券研究所

2.3 解释三：央行加速购入黄金，改变黄金需求结构

第三种解释认为，近两年各经济体央行加速购入黄金，可能在边际上改变了黄金的需求。我们认为，2022 年以来，各经济体央行的净买入黄金的规模的确出现了趋势性的中枢抬升，改变了黄金需求的结构。

回顾过去，在 2000-2009 年，各经济体央行对黄金一直是净卖出的状态。

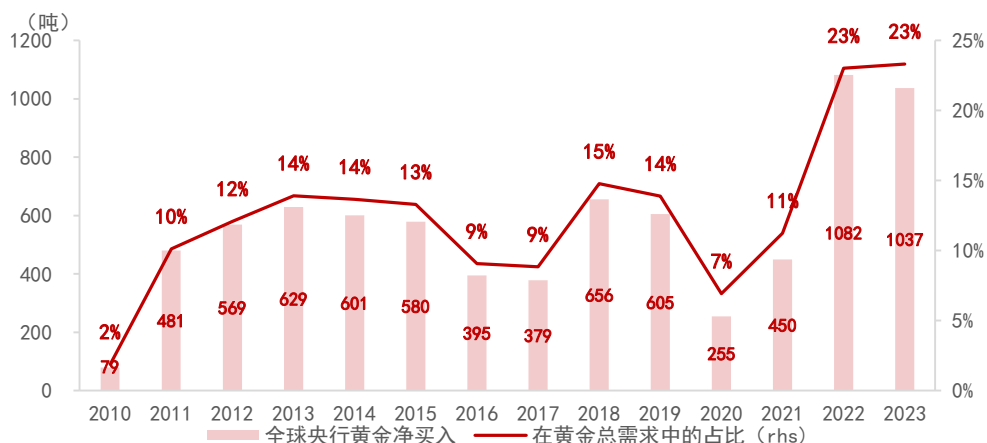
图表22：2000-2009，全球央行对黄金净卖出



资料来源：金属聚焦，Refinitiv GFMS，世界黄金协会，国联证券研究所

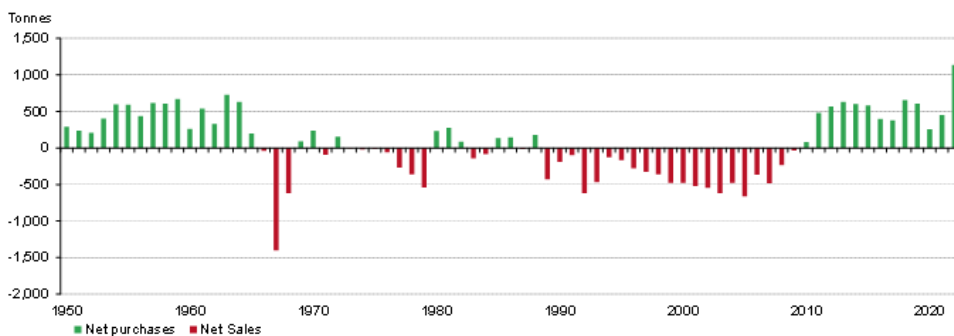
2010 年以来，各经济体央行转而净买入黄金，但在 2022 年以前，各经济体央行净买入黄金的规模在黄金的总需求中的占比一直维持在 15%以下的水平。而 2022 年以来，央行购金在黄金需求量中的占比大幅升至 23%。

图表23：2022年以来，央行黄金净买入在黄金总需求中的占比大幅上升



资料来源：I finD，国联证券研究所

图表24：2022年以来，央行净买入黄金规模破纪录⁶（单位：吨）

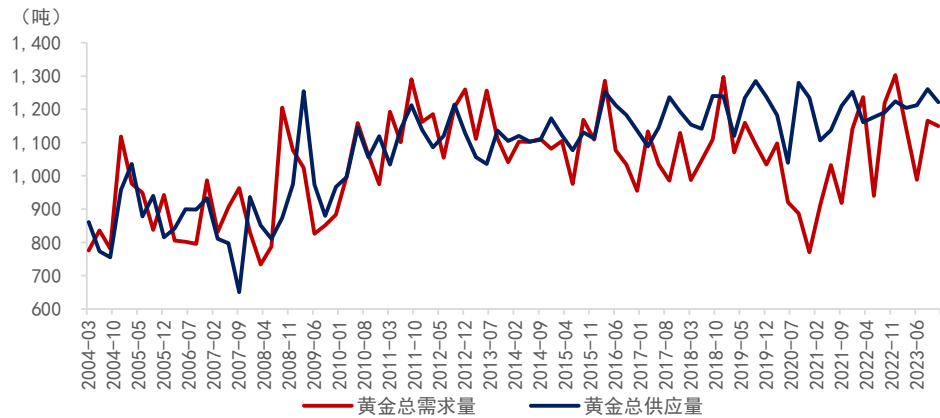


资料来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, WGC，国联证券研究所；注：绿色代表净买入，红色代表净卖出。

尽管黄金总需求与年供应量仍相对平稳，但就与2005-2006年黄金ETF的快速发展增加了对黄金的需求、改变了黄金的需求结构、提振了金价类似，黄金价格可能对央行购入带来的额外需求和需求结构变化作出了灵敏的反应。

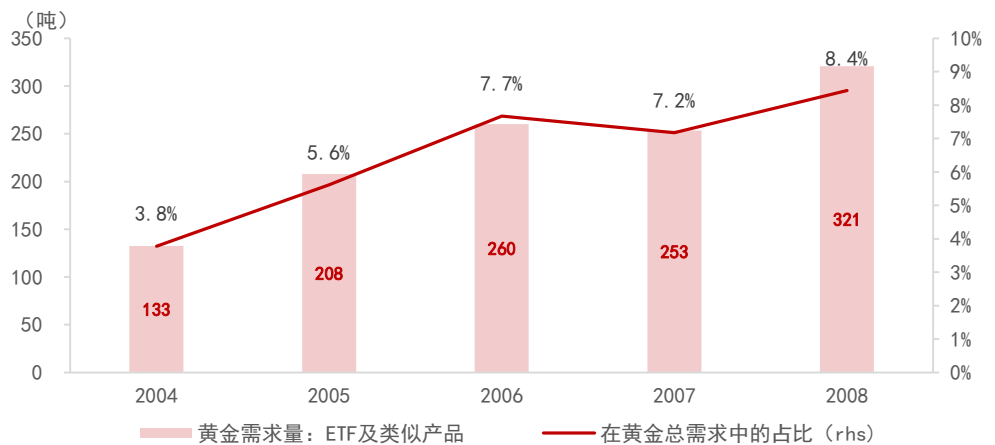
⁶ <https://www.gold.org/goldhub/gold-focus/2023/03/you-asked-we-answered-history-context-and-outlook-central-bank-gold>

图表25: 黄金总需求量与供应量



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表26: 黄金ETF使得黄金需求的结构发生改变



资料来源: IfinD, 国联证券研究所

定量分析的结果显示, 黄金ETF的扩张与央行购金的确对金价有显著影响。

在我们黄金价格的模型中, 进一步加入黄金ETF的投资需求量与央行净买入黄金储备的规模作为解释变量, 我们发现, 模型的解释力有明显的上升, 其拟合优度从0.5上升至0.8。这说明, 黄金ETF的投资需求与央行购金的行为的确能够提振实际黄金价格。

图表27：加入 ETF、央行净买入规模的黄金模型

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	84
Model	26.7094833	4	6.67737082	F(4, 79)	=	97.28
Residual	5.42266722	79	.068641357	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.8312
				Adj R-squared	=	0.8227
Total	32.1321505	83	.387134343	Root MSE	=	.26199

gd	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
tps	-.2189153	.0346537	-6.32	0.000	-.2878918 -.1499388
vix	.1628732	.0920972	1.77	0.081	-.0204417 .3461881
cb	.0030671	.0002618	11.72	0.000	.0025461 .0035881
etf	.0005504	.0002374	2.32	0.023	.0000779 .0010229
_cons	6.209058	.2657072	23.37	0.000	5.680181 6.737935

资料来源：Wind，国联证券研究所；注：考虑央行购金数据的可得性，此处使用的是2003-2023年的季度数据。在加入央行购金与 etf 投资需求前，模型的拟合优度与日度数据模型一致，均在0.5左右。

3. 黄金价格走势展望

展望未来，央行购金的需求或也将保持在当前水平，其在黄金需求中的占比可能延续 2022-2023 年的水平。这也意味着黄金价格相对 TIPS 的背离仍将维持在偏高的水平。此外，避险需求或也将继续对黄金价格构成支撑。从中期来看，伴随着美联储的降息和美国真实利率的下行，黄金的价格仍然有望进一步上行。

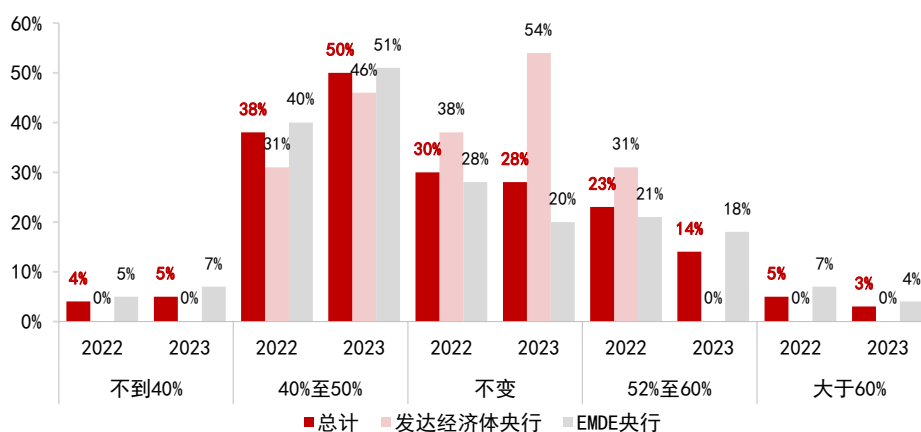
3.1 央行购金需求或保持较强

我们认为，央行购金的需求或将保持在当前的较高水平，其在黄金总需求中的占比可能延续 2022-2023 年的水平。这也意味着，黄金价格相对 10 年期 TIPS 的背离仍将维持在偏高的水平。

一方面，对全球央行的调查显示，央行总储备中黄金或有替代部分美元的趋势。

根据 2023 年中披露的世界黄金协会对各经济体央行的黄金储备调查⁷，受访的 57 家央行中，有 55% 的受访者认为，五年后美元占央行的总储备的比例将下降；与此同时，有超过六成的央行认为，五年后黄金占央行总储备的比例将上升。

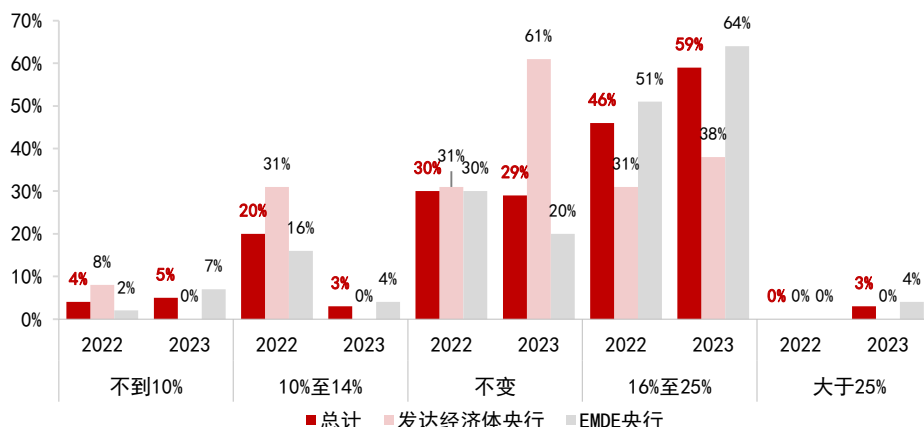
图表28：2022&2023 央行黄金储备调查：五年后美元在总储备中的占比



资料来源：WGC，国联证券研究所；注：2022 年 Q3，美元占总储备（包括外汇和黄金储备）的 51%。

⁷ <https://china.gold.org/goldhub/data/2023-central-bank-gold-reserves-survey>

图表29：2022&2023 央行黄金储备调查：五年后黄金在总储备中的占比



资料来源：WGC，国联证券研究所；注：2022年Q3，黄金占总储备（包括外汇和黄金储备）的15%。

另一方面，新兴市场仍有增加黄金储备的空间。

尽管近年新兴经济体央行是净购入黄金的主力军，但从存量来看，新兴经济体拥有的黄金储备的份额仍然远远落后于发达国家。根据国际货币基金组织的数据，新兴市场国家总体占有的黄金储备份额低于10%⁸，不及发达经济体的一半。而且，据世界黄金协会统计⁹，这一比例也主要由少数的新兴经济体所贡献。换言之，许多新兴经济体的黄金配置非常有限，且远低于发达经济体水平。

图表30：新兴市场与发达经济体的黄金储备



资料来源：IFS，WGC，国联证券研究所

⁸ <https://www.gold.org/goldhub/gold-focus/2023/03/you-asked-we-answered-history-context-and-outlook-central-bank-gold>

⁹ 同 8。

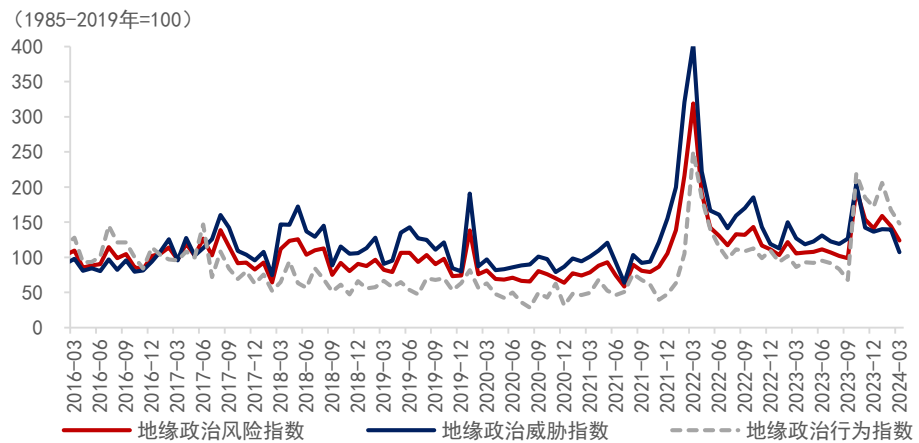
3.2 避险需求或持续支撑黄金价格

此外，我们认为避险需求或也将持续对黄金价格构成支撑。

一方面，2024 年是选举大年，根据 WGC 统计¹⁰，占全球 GDP 一半以上的经济体将举行决定性的选举，全球政治环境的不确定性有所上升。

另一方面，一些地区的地缘政治冲突也尚未平息，今年 3 月以来，俄乌冲突有所加剧，中东局势也趋于紧张，避险需求或将进一步上升。

图表 31：地缘政治指数



资料来源：Dario Caldara and Matteo Iacoviello, IFinD, 国联证券研究所

¹⁰ <https://china.gold.org/goldhub/research/publication/2023/12/07/18482>

4. 风险提示

- 1) 线性模型可能存在偏误：金价的变化与相关的解释变量间的关系可能不完全是线性关系；
- 2) 地缘政治变化超预期：如果地缘政治发生超预期的不利变化，金价的波动幅度可能大于我们的预期。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼