

2024年06月05日

长期黄金价格取决于经济增长的实际驱动力

宏观研究团队

——宏观经济专题

何宁（分析师）

郭晓彬（联系人）

hening@kysec.cn

guoxiaobin@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790123070017

● 黄金价格主要由货币属性与实物资产属性决定

(1) 货币属性为黄金基本属性。黄金至今仍作为主权信用货币的重要背书，根源在于世界对于黄金货币属性的潜在共识。黄金的金融属性、避险属性等多为货币属性的衍生属性。

(2) 实物资产属性为黄金提供定价逻辑，但长期看实物资产属性服从于货币属性。长期看，美元指数、美国实际利率下行时，金价往往上行，但以上指标反方向变动时，金价下探的底部位置往往高于上一轮底部，背后是全球不确定性提升以及财政货币扩张下金价中枢的水涨船高，是为实物资产属性服从于货币属性。

● 金价与实际利率、美元走势背离原因：实际利率失真+货币属性凸显

2.1、长期看，金价决定因素或为全要素生产率增速

实际利率反映经济环境下的真实投资收益预期，或为实际利率与黄金价格负相关性的底层逻辑。而现实情境下，决定实际利率的名义利率与通胀率之差在某些特定时间并不一定反映真实投资收益预期，我们视为“实际利率失真”。

1971年-1980年：美联储强硬保持高利率，较高的实际利率并非彼时经济环境下的实际投资收益预期的映射，因此无法定价黄金，在此期间，美国潜在劳动生产率增速处于低位而M2增速处于高位，黄金价格与实际利率同时上行。

1981年-2000年：美国全要素生产率增速提高，实际经济增长更多依赖于供给效率的提升而非货币财政的扩张，实际利率回归对于实际投资收益的解释，同时在全要素生产率高速增长下，纳斯达克指数收益率远超1971-1980年，黄金价格在此期间则相对弱势。因此长期来看，黄金价格的决定因素或为全要素生产率增速。

2.2、2004年以来，实际利率多次失真+黄金货币属性凸显

2004年以来，美国全要素生产率增速降低，而货币增速中枢并未明显下行，在此期间多次出现实际利率与黄金价格同向变动的现象：其中前两次均可以美元指数与金价的关系来验证实际利率的失真。

而2022年3月至今逻辑发生变化，金价与实际利率两者背离原因或更多在于黄金的实物资产属性服从于货币属性：在此期间实际利率走势与美国经济基本面并未存在明显背离，部分特征与2011年前后较为相似：一是黄金价格走势与机构黄金ETF持仓量出现背离，二是央行购金量发生明显边际变化。因此我们认为此时背离主要来源于货币属性的凸显。同时，财政的扩张或为美国经济保持相对强势的重要原因，高利率下市场对于此类增长模式的可持续性 & 潜在债务风险的担忧或也对黄金价格的上行有所贡献，同样体现的是货币属性。

● 黄金价格短期回调不改中长期向上趋势

3.1、短期看，金价或存在1-3个月调整时间

从当下视角看，结合历史经验，我们认为未来或有1-3个月向下调整时间，具体走向、幅度与长度或由地缘政治冲突走向与美联储降息预期主导，6月美联储议息会议前后或为短期内价格走势的重要节点。

3.2、中长期看，黄金价格易涨难跌

(1) 中期看，金价走弱条件难以实现。2013-2015年，货币财政双紧缩下美国经济维持高韧性，实际利率整体阶段性上升且并未失真，同时地缘政治风险与货币信用风险相对较低，货币属性作用较小，这种条件在当下难以实现。且当下SPDR黄金持仓量并不高，若后续实际利率回落，其或为重要的边际定价因子。我们认为当下黄金价格年涨幅在20%左右属于合理水平，短期回调或提供布局良机。

(2) 长期看，黄金仍为重要的战略性资产。长期而言，供给效率提升推动的实质性经济增长利空黄金，货币财政扩张推动的经济增长利多黄金，内在机制在于：全要素生产率增速的提升能够使实际利率处于相对高位，较好反映投资回报预期，对金价形成压制，同时经济向好后不确定性降低，压制黄金货币属性。全要素生产率增速处于低位时，被迫通过货币财政扩张维系社会稳定，实际投资盈利水平较低，实际利率失真现象出现增多，货币资金逐利黄金。而全要素生产率增速的显著提升属于偶然事件，因此我们认为黄金作为战略性资产的中长期配置价值较高。且纳斯达克等科技股指数或是对冲全要素生产率增速提升风险的资产。

● **风险提示：**历史经验失效、美国全要素生产率增速显著提升、经济韧性超预期

相关研究报告

《新建房与二手房成交量表现分化—宏观周报》-2024.6.2

《进一步全面深化改革—宏观周报》-2024.6.2

《PMI 出口回落的三大原因—兼评5月PMI数据》-2024.5.31

目 录

1、 黄金价格主要由货币属性与实物资产属性决定.....	3
1.1、 供给稳定，黄金由投资交易需求定价.....	3
1.2、 黄金投资定价主要基于货币属性与实物资产属性.....	4
2、 金价与实际利率、美元走势背离原因：实际利率失真+货币属性凸显.....	5
2.1、 长期看，金价决定因素或为全要素生产率增速.....	5
2.2、 2004 年以来，实际利率多次失真+黄金货币属性凸显.....	7
3、 黄金价格短期回调不改中长期向上趋势.....	11
3.1、 短期看，金价或存在 1-3 个月调整时间.....	11
3.2、 中长期看，黄金价格易涨难跌.....	11
3.3、 白银兼具贵金属与工业属性，多重利好下同样值得关注.....	13
4、 风险提示.....	15

图表目录

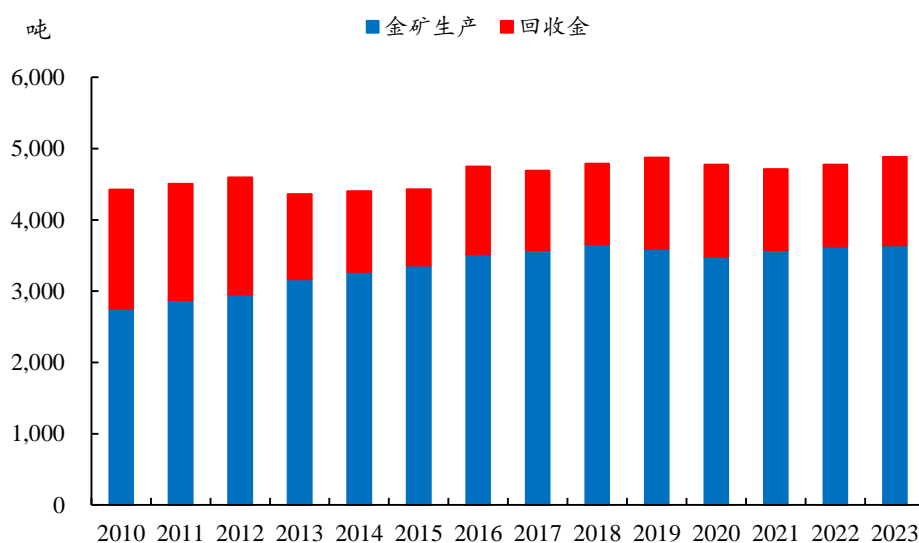
图 1： 黄金增量供给较为稳定.....	3
图 2： 2023 年黄金交易量高于美国短期国债.....	3
图 3： 美国实际利率在 70-150 区间波动，而 1971 年至今，除 1985-2000 年，黄金价格中枢不断上移.....	4
图 4： 美国实际利率在-2%-10%区间波动，而 1971 年至今，除 1985-2000 年，黄金价格中枢不断上移.....	4
图 5： 2000 年以来，美国债务压力不断上升，黄金价格中枢不断上移.....	5
图 6： 1971 年至今，除 1980-2000 年，美国 M2 与 GDP 之比不断上升，黄金价格中枢不断上移.....	5
图 7： 1971-1980 年，金价难以被实际利率定价，1981-2000 年，金价与实际利率走势整体负相关.....	6
图 8： 1971-1980 年，美国经济动能整体弱于世界，1981-2000 年，美国经济动能整体强于世界.....	6
图 9： 1971-1980 年，美国货币增速较快而劳动生产率提升较慢；1981-2000 年，货币增速放缓而劳动生产率提升加快.....	6
图 10： 2004 年以来，全要素生产率增长中枢下移.....	7
图 11： 2004 年以来实际利率走势对黄金价格指向作用四次失效，其中三次为实际利率与黄金价格同步上行.....	7
图 12： 2003 年至金融危机爆发前，全要素生产率增速放缓的同时能源成本高速增长，供给端经济增长压力较大.....	8
图 13： 2000-2007 年，美国房屋价格快速增长.....	8
图 14： 横向对比看，2017 年美国相对动能较弱.....	9
图 15： 2011 年 9 月-2012 年 11 月黄金价格与实际利率背离时，美元指数走向基本可以解释黄金价格.....	9
图 16： 2011 年、2022 年，黄金价格走势与机构黄金 ETF 持仓量均出现背离现象.....	10
图 17： 2011 年、2022 年，央行购金量均发生明显边际变化.....	10
图 18： 2022 年 11 月至 2024 年 4 月，我国央行黄金资产连续 18 个月净增长.....	10
图 19： 2023 年美国联邦政府财政赤字相较于 2022 年反弹.....	10
图 20： 历史来看，金价较高涨幅月份或前或后均有一定的向下调整时间.....	11
图 21： 2013-2015 年，机构持仓高位回落，黄金价格整体下行；2022 年以来，机构持仓持续回落.....	12
图 22： 2013-2015 年地缘政治风险相对较低；2022 年以来地缘政治风险相对较高.....	12
图 23： 黄金白银价格走势基本一致.....	13
图 24： 近年来白银供给增长较慢，出现供需缺口.....	13
图 25： 近年来白银光伏需求快速增长.....	14

1、黄金价格主要由货币属性与实物资产属性决定

1.1、供给稳定，黄金由投资交易需求定价

一方面，黄金存量较高，增量供给较为稳定。黄金供给端主要增量来源于金矿生产与回收金，2010年以来，金矿与回收金年生产量维持在4400-4900吨区间内，而全球已开采黄金总量约为21.26万吨，是金矿与回收金年生产量的40-50倍，是金矿年生产量的50-60倍。

图1：黄金增量供给较为稳定

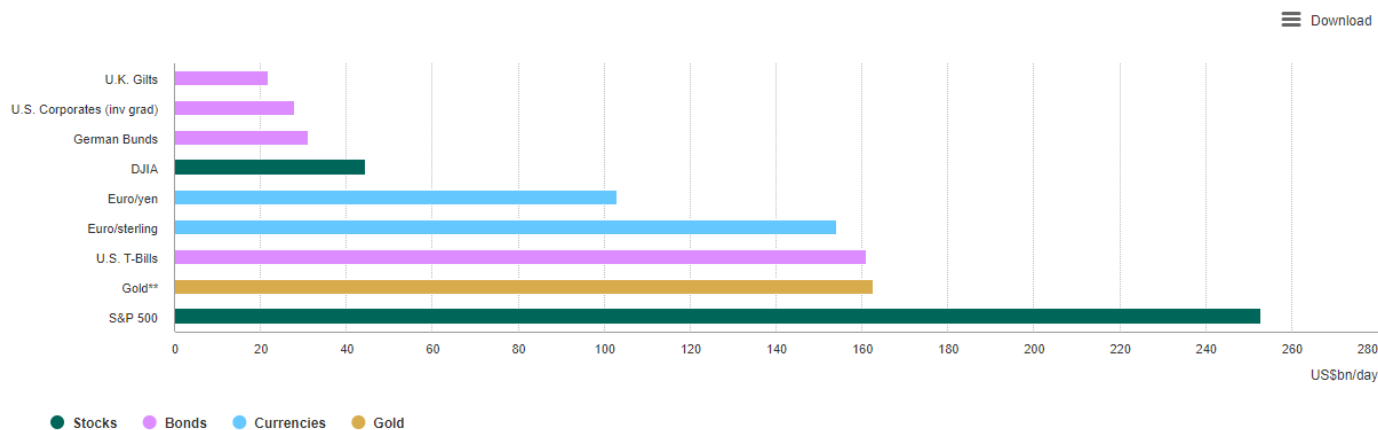


数据来源：世界黄金协会、开源证券研究所

另一方面，黄金实物需求远远低于投资交易量。以伦敦现货黄金平均价格计算，2023年全球黄金需求量为3046亿美元，2023年，全球黄金日均交易量达到1626亿美元，折合全年交易量59.35万亿美元，是2023年黄金实物需求量的195倍。因此，黄金价格由投资交易者决定。

图2：2023年黄金交易量高于美国短期国债

Average daily trading volumes of various major assets in US dollars*



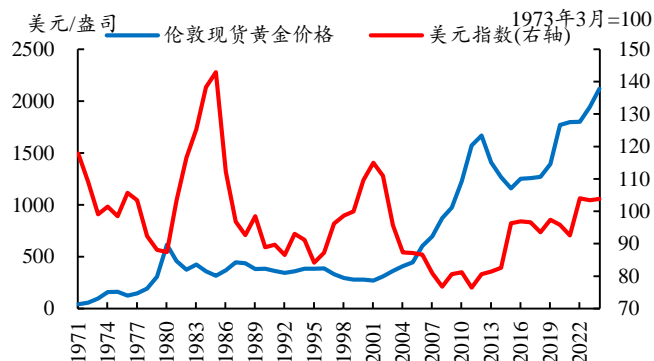
资料来源：世界黄金协会、开源证券研究所

1.2、黄金投资定价主要基于货币属性与实物资产属性

货币属性是黄金的基本属性，其他属性多为货币属性的衍生。因黄金具有单位价值大、易分割而不易磨损、便于储藏和携带等特性，天然具有一般等价物功能。即使在信用货币时代，其仍被作为央行储备，作用在于支持法定货币发行，维护币值和汇率稳定，作为主权信用货币的背书，其根源在于世界公众潜意识中对于黄金货币属性的共识。金融属性、避险属性等多为黄金货币属性的衍生。

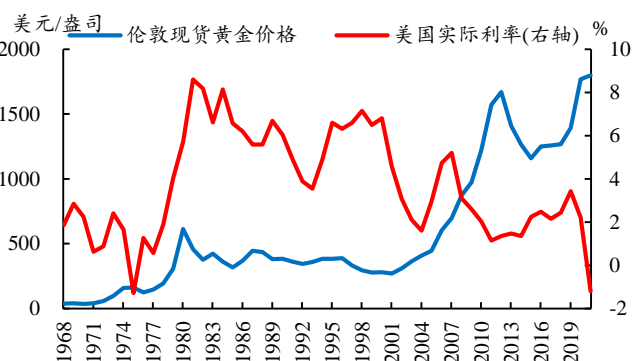
实物资产属性为黄金提供定价逻辑，但中长期当实物资产属性驱动的黄金价格变动方向与货币属性相悖时，实物资产属性服从于货币属性。我们将实物资产属性理解为黄金作为不生息的实物资产，其需求端存在潜在货币与珠宝首饰用品两大支撑从而具有的实物价值。从逻辑上，黄金价值的根本在于其潜在货币属性。中长期看，黄金作为不生息的实物资产，美元指数、美国实际利率的下行时，其价格往往上行，但以上指标反方向变化时，黄金价格下探的底部位置往往高于上一轮底部，我们将其视为黄金的信用货币定价中枢的抬升，背后是全球经济与地缘政治不确定性以及全球财政货币扩张下黄金价格中枢的水涨船高，在中长期定价上，黄金实物资产属性服从于货币属性。

图3：美国实际利率在 70-150 区间波动，而 1971 年至今，除 1985-2000 年，黄金价格中枢不断上移



数据来源：Wind、开源证券研究所

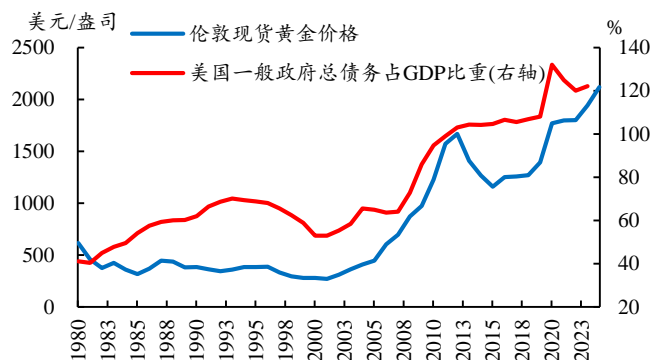
图4：美国实际利率在 -2%-10% 区间波动，而 1971 年至今，除 1985-2000 年，黄金价格中枢不断上移



数据来源：Wind、开源证券研究所

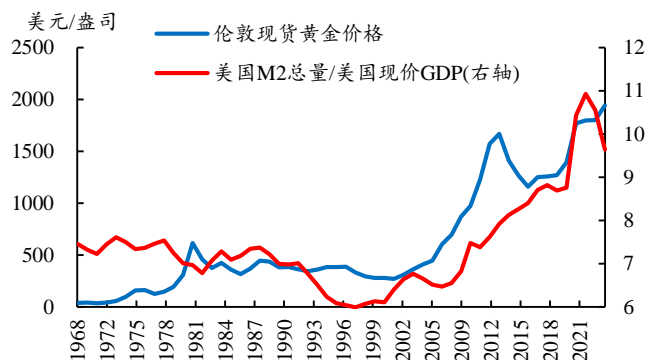
长期看，1971 年至今，除 1980 年-2000 年，美国债务占 GDP 比重、美国货币化率不断上行，黄金价格不断上行，而代表美国经济相对强弱的美元指数与美债实际回报率的实际利率能够上下波动，背后反映的是信用货币体系下全球经济增长依赖于各国的货币与债务的扩张，这或为黄金价格增长的长期原因之一。

图5：2000 年以来，美国债务压力不断上升，黄金价格中枢不断上移



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：1971 年至今，除 1980-2000 年，美国 M2 与 GDP 之比不断上升，黄金价格中枢不断上移



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、金价与实际利率、美元走势背离原因：实际利率失真+货币属性凸显

近年来，黄金价格与实际利率、美元指数走势产生背离，我们基于黄金定价的两大属性，复盘历史上类似背离时期，发现原因主要归于两方面：**1、实际利率未反映真实投资收益预期；2、全球政治经济与地缘政治不确定性下黄金货币属性发挥作用。**

2.1、长期看，金价决定因素或为全要素生产率增速

(1) 黄金定价中枢上移的原因可归结于信用货币数量的扩张，但其内在机制或可这样理解：**黄金作为不生息的实物资产，其新增供给量相对稳定，因此其价格表现或可视为货币扩张速度的衡量标准。表现优于黄金的资产，可视为其投资回报率超过货币扩张速度，表现差于黄金的资产，可视为其投资回报率未能超过货币扩张速度。**

(2) **实际利率=名义利率-通胀率，名义利率可视为整体资产的投资收益率，通胀率可视为货币扩张速度，名义利率与通胀率之差则反映经济环境下的真实投资收益预期，当实际利率上升，投资收益率增长大于货币扩张速度，黄金价格相对下跌，当实际利率下降，投资收益率增长小于货币扩张速度，黄金价格相对上升。此或为实际利率与黄金价格负相关性的底层逻辑。**

(3) **现实情境下，名义利率会受到货币当局政策意志扰动，并非完全反映投资收益率，通胀并非完全由需求端货币扩张决定，亦受供给端约束影响。从而导致实际利率未能反映真实投资收益预期，进而导致实际利率与黄金价格的背离。我们称其为“实际利率失真”。**

长期视角看，1971-2000 年，黄金价格与实际利率走势的关系在 1980 年前后发生明显变化：1971-1980 年，实际利率上行而黄金价格不降反升；1981-2000 年，金价整体走势则可由实际利率解释，背后的原因在于：

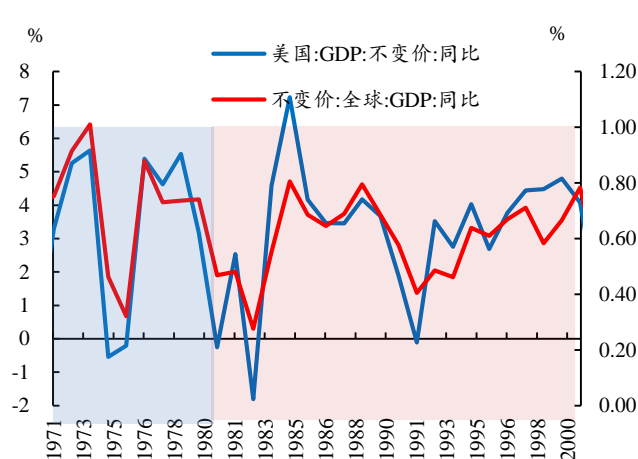
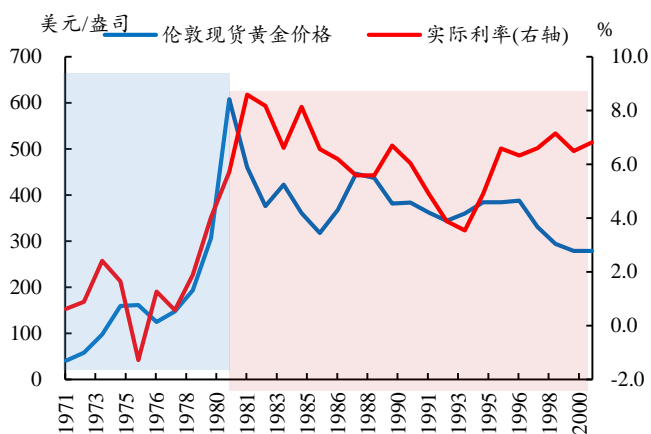
1971-1980 年，**实际利率上升的原因在于此段期间美联储整体上强硬保持高利率，**

实际利率较高更多地体现为对抗击通胀的态度而非彼时经济环境下的实际投资收益情况，因此无法定价黄金，在此期间，美国潜在劳动生产率增速处于低位而 M2 增速处于高位。

1981年-2000年，随着第三次科技革命在美国爆发以及美元石油体系的建立，美国全要素生产率增速提高，M2 增速回落，实际经济增长更多依赖于供给效率的提升而非货币财政的扩张，实际利率回归对于实际投资收益的解释，同时在全要素生产率高速增长下，美国经济动能强劲，投资收益回报率较高，1980-2000年纳斯达克指数年复合回报率为 18.1%，远高于 1971-1980 年的 4.5%，即便排除泡沫影响，以 2003 年泡沫破裂后的价格低点作为分子，回报率仍在 10% 以上，黄金价格在此期间相对弱势，1980-2003 年价格复合涨幅为 -2.2%。因此从长期来看，黄金价格的决定因素或为全要素生产率的增速。

图7: 1971-1980 年，金价难以被实际利率定价，1981-2000 年，金价与实际利率走势整体负相关

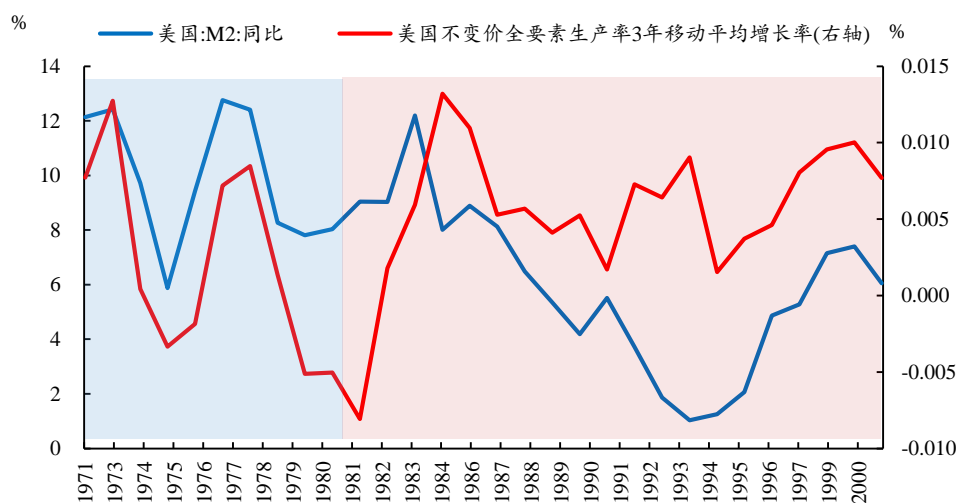
图8: 1971-1980 年，美国经济动能整体弱于世界，1981-2000 年，美国经济动能整体强于世界



数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 1971-1980 年，美国货币增速较快而劳动生产率提升较慢；1981-2000 年，货币增速放缓而劳动生产率提升加快

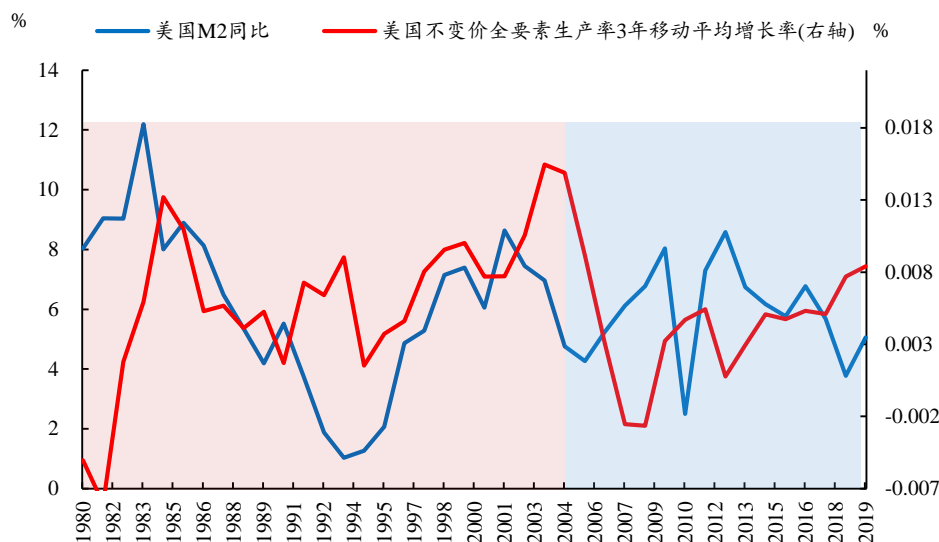


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2、2004 年以来，实际利率多次失真+黄金货币属性凸显

2004 年以来，随着科技进步与扩散速度的放缓，全要素生产率增速降低，同时货币增速中枢相较于 1980-2003 年并未明显下行甚至有所提升，按 2.1 所总结出的经验规律推测：在此期间内实际利率失真可能性加大，其上行时对黄金价格压制作用或将降低，实际情形与此推测基本一致。

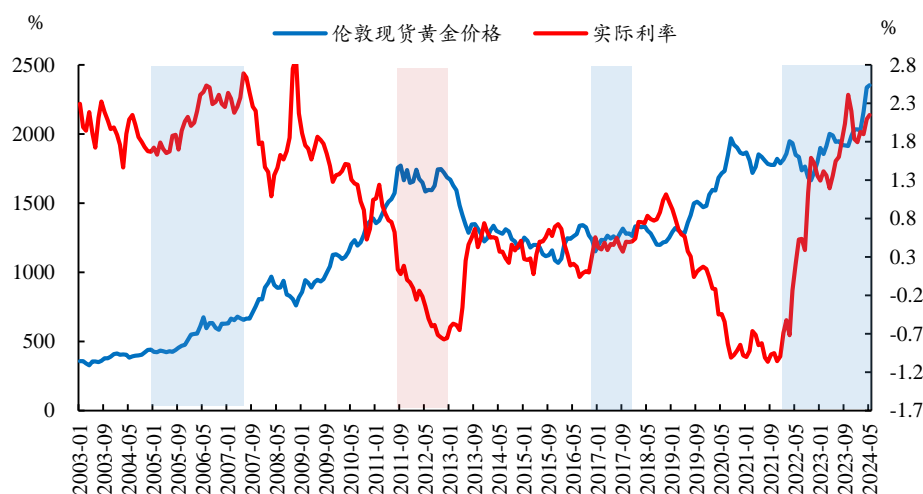
图10：2004 年以来，全要素生产率增长中枢下移



数据来源：Wind、开源证券研究所

2004 年以来，实际利率对黄金价格指向作用四次明显失效，其中三次为实际利率上行时，黄金价格同步上行，实际利率失真是背离的重要原因。

图11：2004 年以来实际利率走势对黄金价格指向作用四次失效，其中三次为实际利率与黄金价格同步上行



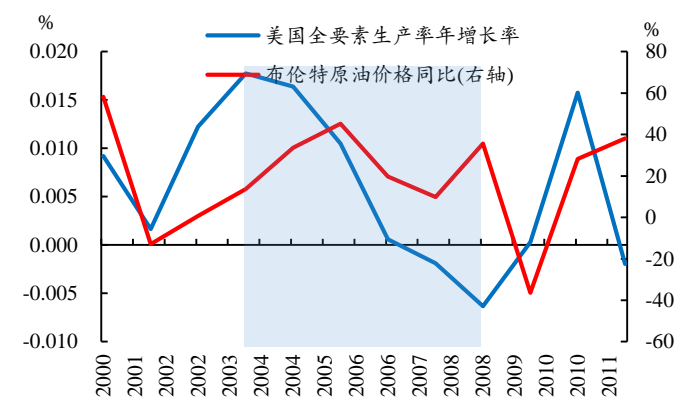
数据来源：Wind、开源证券研究所

(1) 前三次背离：美元指数走势或可提供实际利率失真的部分证据

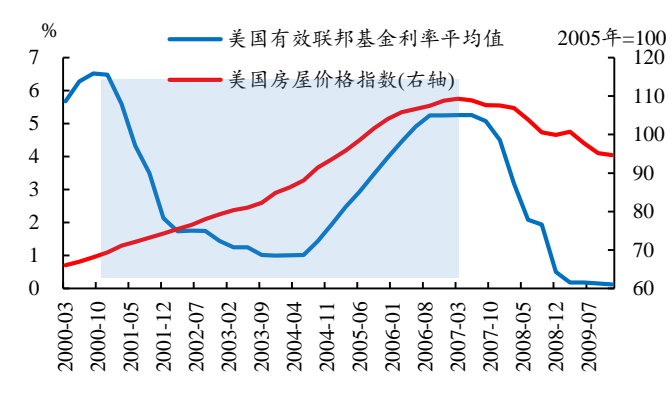
2005年5月至2007年6月，美国10年期通胀指数国债收益率提升1%，而黄金价格上涨55%，美元指数下跌4%。该时段处于美国次贷危机爆发前，货币政策端，美国互联网泡沫破裂后，为稳定经济增长，2001年起美联储开启货币政策宽松周期，直至2004年6月，美联储重新开启加息周期，目标利率由2004年6月的1.25%提升至2006年6月的5.25%，并维持高利率至2017年上半年。而在实际经济端，作为实体经济增长驱动力的全要素生产率增速已放缓，同时能源成本驱动下的输入性通胀高企，实体经济盈利能力降低背景下，先前美联储宽松周期扩张的货币资金涌入地产及其衍生金融产品等短期收益较高的领域，美联储强行加息带来的实际利率提升并非经济基本面向好的映射，并且最终成为金融危机爆发的导火索。2005年5月至2007年6月，美国实际利率提高1%的同时美元指数反而下跌4%，是为实际利率失真的证据。

图12：2003年至金融危机爆发前，全要素生产率增速放缓的同时能源成本高速增长，供给端经济增长压力较大

图13：2000-2007年，美国房屋价格快速增长



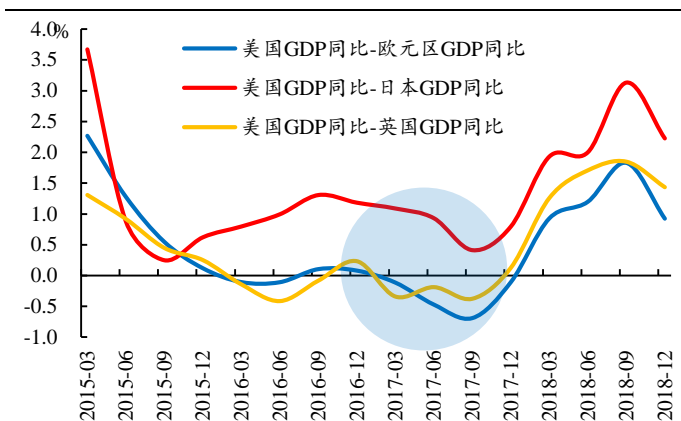
数据来源：Wind、开源证券研究所



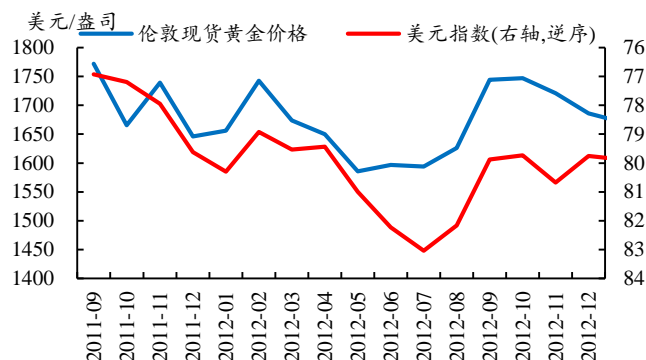
数据来源：Wind、开源证券研究所

2017年2月至2018年2月，美国10年期通胀指数国债收益率提升0.36%，而黄金价格上涨8%，美元指数下跌11%。在此期间，货币政策端，美联储连续加息，美国联邦基金目标利率由2017年1月的1%上升至2018年3月的1.75%，提升实际利率。而在实际经济端，美国经济表现乏力，2017年初开始，美国与欧元区、日本、英国等其他发达地区的GDP增速差均开始收窄甚至转负，美国实际利率走势与经济相对增速脱节。反映在美元上，则是美元指数下跌10%。

2011年9月-2012年11月，美国实际利率下行，黄金价格同时有所下行，而此时美元指数上行，且走势基本可以指导黄金价格走势，同样体现出实际利率下行而美国经济动能较强，并未带来实际投资收益预期的下降，从而黄金价格承压。

图14：横向对比看，2017年美国相对动能较弱


数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2011年9月-2012年11月黄金价格与实际利率背离时，美元指数走向基本可以解释黄金价格


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 2022年3月至今，背离原因更多在于实物资产属性服从于货币属性

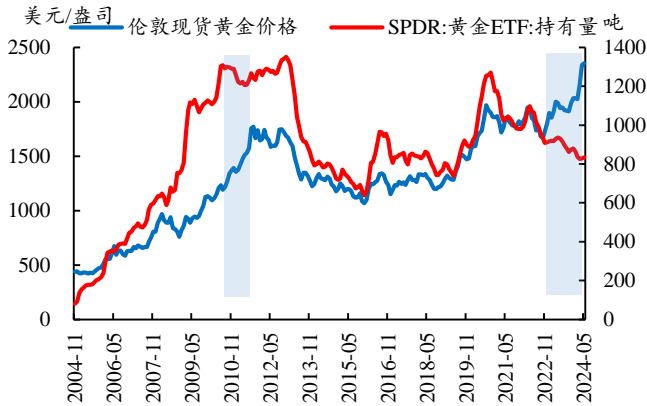
2022年3月至今，黄金价格整体走势再度与实际利率产生背离：截至2024年5月29日，黄金月平均价格较2022年3月上升21%左右，而美国10年期通胀指数国债收益率平均值上升超过2.8%，同时美国经济保持相对强劲，美元指数相较于2022年3月上涨超过6%。实际利率走势与美国经济基本面之间或不再存在前三次的明显背离。

黄金的实物资产属性主要由机构投资者定价，因此历史上黄金价格往往与SPDR黄金ETF持仓量走势保持一致，两者背离则代表黄金由市场投资者以外的个体定价，2005年以来，两指标共有两次出现明显背离，分别对应两轮央行购金潮：

2010年末开始，欧债危机持续发酵，央行净购金量发生明显边际变化，2011年央行净购入黄金481吨，远高于2010年，这对应了2010年末至2011年中SPDR黄金ETF持仓量明显下行而黄金价格延续上行趋势。

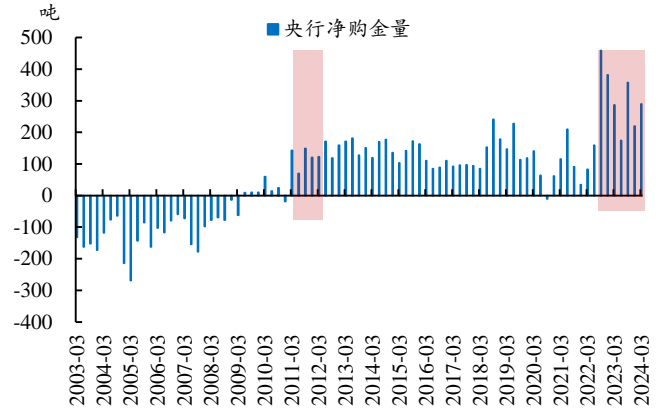
2022年2月俄乌冲突爆发，美国等将俄罗斯从SWIFT国际结算系统中排除，引发世界对美元结算担忧，叠加对未来地缘政治不确定性的担忧，新一轮央行购金潮开启，2023年以来，巴以冲突继续发酵，央行购金量保持历史高位。这对应了2022年3月至今机构黄金ETF持仓量明显下行而黄金价格延续上行趋势。

图16: 2011年、2022年, 黄金价格走势与机构黄金ETF持仓量均出现背离现象



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 2011年、2022年, 央行购金量均发生明显边际变化

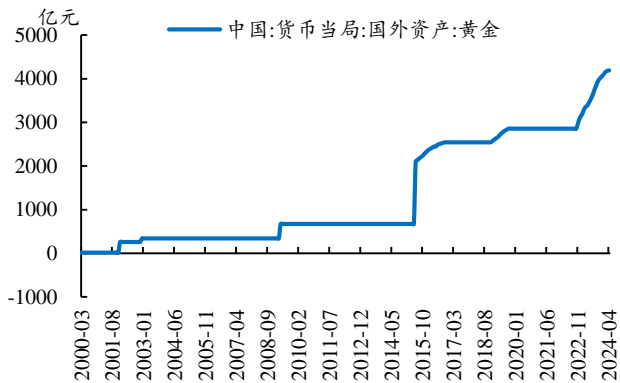


数据来源: Wind、开源证券研究所

全球央行购金目的多在于对冲风险、维护币值, 盈利导向性较低, 因此购金行为对实际利率敏感性较差, 此时黄金实物资产属性服从于黄金货币属性。

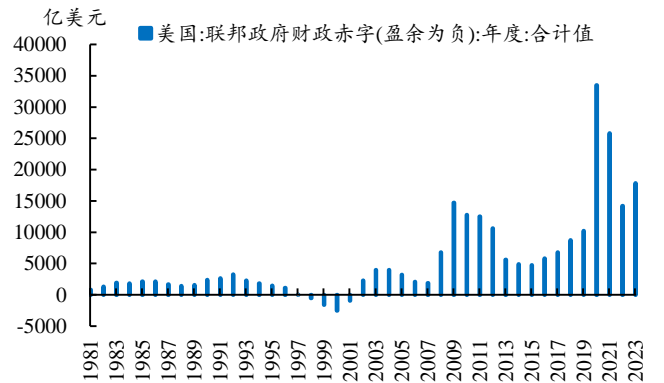
同时, 2023年以来美国财政的扩张或为美国经济保持相对强势的重要原因。高利率下对于此类增长模式的可持续性及其潜在债务风险的担忧或也对黄金价格的上行有所贡献, 同样体现的是黄金的货币属性。

图18: 2022年11月至2024年4月, 我国央行黄金资产连续18个月净增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 2023年美国联邦政府财政赤字相较于2022年反弹



数据来源: Wind、开源证券研究所

3、黄金价格短期回调不改中长期向上趋势

3.1、短期看，金价或存在 1-3 个月调整时间

2024 年 3 月以来，黄金价格大幅上升后高位震荡运行，截至 5 月 29 日，黄金价格较年初上涨 13.3%，较 3 月初上涨 14.3%。

短期看，我们认为价格短期震荡调整较为合理：地缘政治冲突加剧、央行购金潮历史上均存在，美国“紧货币宽财政”模式可持续性仍然存疑，黄金定价基本逻辑因素并未发生颠覆性变化。且本轮央行购金潮始于 2023 年，而 2023 年涨幅相对较为平稳，2024 年 3-4 月涨幅为历史性新高，或可视为“地缘冲突+央行购金+货币宽松预期”短期事件叠加催化下带来的脉冲式上行，在美联储降息预期回摆、地缘政治冲突风险阶段性降温时，黄金价格调整为正常现象。

从经验规律看，短期的大幅上行大多存在非理性定价因素，价格上行前后多有 2-4 个月的向下调整时间。2024 年的 3 月、4 月环比涨幅均为 2014 年以来的同期历史新高，且前期并无大幅下行情况，5 月金价先升后降，呈震荡调整走势。我们认为，基准情形下，未来或有 1-3 个月向下震荡调整时间，但基于定价中枢抬升的历史与整体逻辑走向看，价格向下调整空间或有限，当然，短期内金价的具体走向、幅度与长度或由地缘政治冲突走向与美联储降息预期主导，6 月美联储议息会议前后或将是短期内价格走势的重要节点。

图20：历史来看，金价较高涨幅月份或前或后均有一定的向下调整时间

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
1月	1.8	4.2	2.7	3.6	5.4	3.3	5.5	0.6	1.6	5.6	0.1
2月	4.5	-2.0	9.3	3.5	0.0	2.2	2.3	-3.2	2.2	-2.3	-0.5
3月	2.7	-4.0	3.9	-0.3	-0.5	-1.5	-0.3	-5.0	4.9	3.1	6.7
4月	-2.8	1.6	-0.3	2.8	0.8	-1.1	5.7	2.5	-0.7	4.6	8.2
5月	-0.9	0.1	1.4	-1.6	-2.4	-0.2	2.0	5.2	-4.4	-0.5	0.7
6月	-0.7	-1.5	1.4	1.2	-1.6	5.8	0.9	-1.0	-0.8	-2.4	
7月	2.5	-4.4	4.8	-1.9	-3.4	4.0	6.4	-1.5	-5.3	0.3	
8月	-1.1	-1.1	0.3	3.7	-3.0	6.1	6.8	-1.3	1.7	-1.5	
9月	-4.4	0.6	-1.1	2.5	-0.2	0.8	-2.4	-0.4	-4.7	-0.2	
10月	-1.3	3.1	-4.5	-2.7	1.4	-1.1	-1.1	0.0	-1.1	-0.2	
11月	-3.8	-6.3	-2.4	0.2	0.5	-1.7	-1.9	2.4	3.7	3.8	
12月	2.1	-1.6	-6.9	-1.5	2.4	0.6	-0.4	-1.8	4.1	2.4	

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：1、选取伦敦现货黄金价格环比涨幅；2、2024 年 5 月环比数据为截至 5 月 29 日的平均值代替。

3.2、中长期看，黄金价格易涨难跌

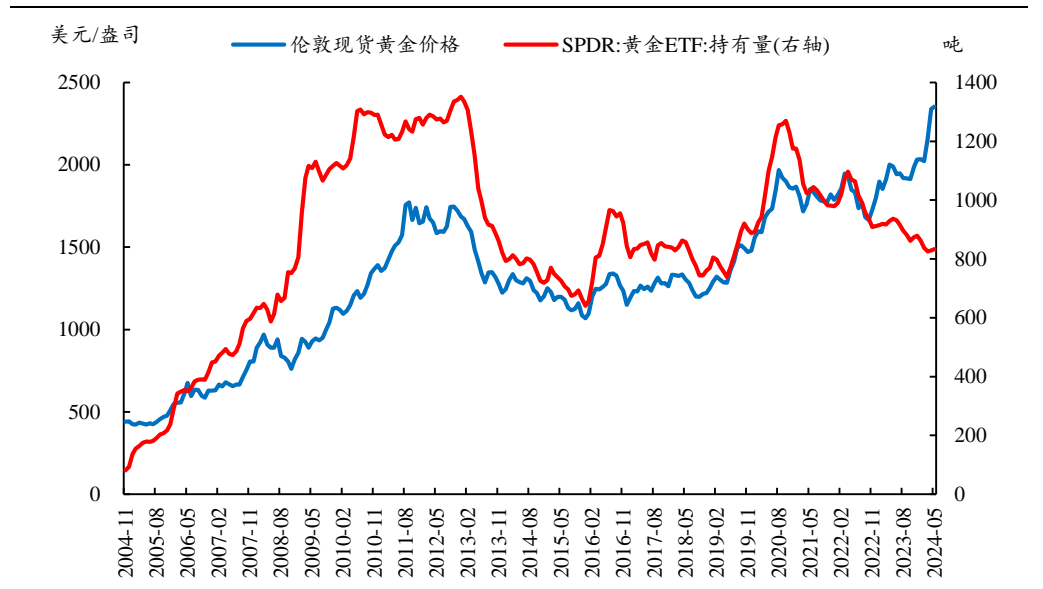
(1) 中期看，金价上行期或未结束，2004-2023 年，黄金价格年涨幅 8 次超过 15%，其中 5 次超过 20%，且类似 2013-2015 年走熊条件难以重现。

以金价年末价格环比变动来看，2004 年以来，仅 2013-2015 年为金价大幅下行期，在此期间，美国退出 QE 的同时联邦政府财政赤字连续 3 年收缩，财政货币双紧缩背景下，美国经济保持相对强劲，同时未发生较大地缘政治冲突事件，机构持仓从 1300 吨的高位回落至 700 吨以下，是黄金重要卖出方。

从我们的分析框架来看：便是实际利率整体阶段性上升且并未失真，同时地缘政治风险与信用货币风险相对较低，货币属性作用较小，这种条件在当下难以实现：

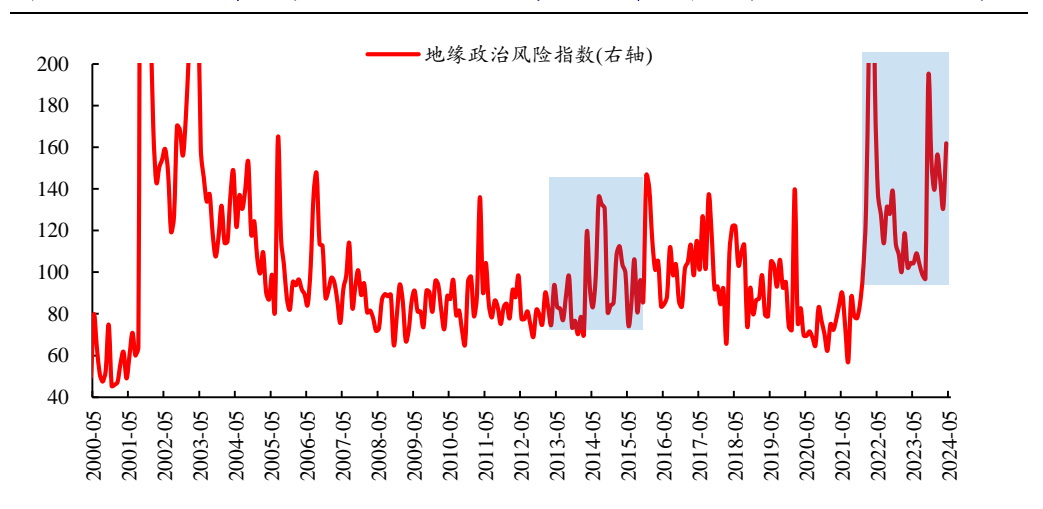
当下不同主要有三点：(1) 从1年视角看，美联储开启降息进程为大概率事件，且当下美国财政扩张并未结束，如若未来美国货币财政双紧缩，其实际经济动能或存忧虑；(2) 当下地缘政治冲突风险高于 2013-2015 年，且 2024 年为美国大选年；(3) SPDR 持仓在 2022 年以来并未大幅增长，而是持续回落至 2019 年 8 月黄金价格大幅上行时的水平，表明多数投资者尚未因预期实际利率回落对黄金进行定价，若后续实际利率回落，其或为重要的边际定价因素。若地缘政治冲突风险维持当前水平，我们认为在美联储降息预期驱动下，黄金价格年涨幅在 20% 左右属于合理水平，短期金价的向下调整或为中长期布局助力。

图21：2013-2015 年，机构持仓高位回落，黄金价格整体下行；2022 年以来，机构持仓持续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2013-2015 年地缘政治风险相对较低；2022 年以来地缘政治风险相对较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 通过复盘与对比发现，黄金长期价格的决定性因素为美国全要素生产率增速，核心原因或在于美国全要素生产率增速的显著提升对于美国经济动能、地缘政治冲突风险缓和、债务危机化解、美元信用提升、全球央行净售金均有较大积极作用。

以供给效率提升推动的实质性经济增长利空黄金、以货币财政扩张推动的经济增长利多黄金，反映在黄金定价逻辑上：便是当全要素生产率增速处于高位时，投资盈利水平明显提高，财政货币规则相对严格，高实际利率压制金价；而在全要素生产率增速处于低位时，被迫采用货币财政扩张驱动的经济增长模式维系债务与社会稳定，实际投资盈利水平较低，于是货币资金流向黄金。

从我们的分析框架来看，便是全要素生产率增速的提升能够使实际利率较好反映真实投资收益预期，其处于相对高位，对金价形成压制，同时经济向好后不确定性降低，压制黄金的货币属性。

而全要素生产率增速的显著提升属于偶然事件，因此黄金作为战略性资产的中长期配置价值较高。此外，1980-2000年历史经验表明，包含较多科技股的纳斯达克指数等盈利或将受益于全要素生产率增速提升这一趋势，是黄金的对冲性资产。

3.3、白银兼具贵金属与工业属性，多重利好下同样值得关注

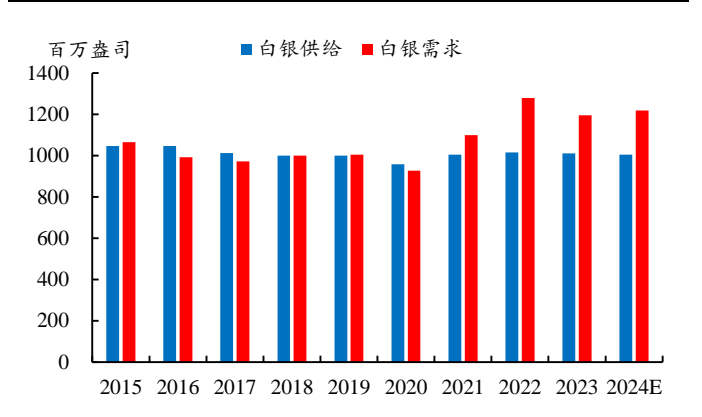
一方面，白银与黄金同属贵金属，同样具有一定的货币属性与实物资产属性，因此历史价格走势与黄金基本一致。另一方面，白银工业属性强于黄金，近年来供给增长较慢，光伏等工业需求增长较快，未来白银供需缺口或将继续增加，从工业属性端驱动白银价格上行。

图23：黄金白银价格走势基本一致



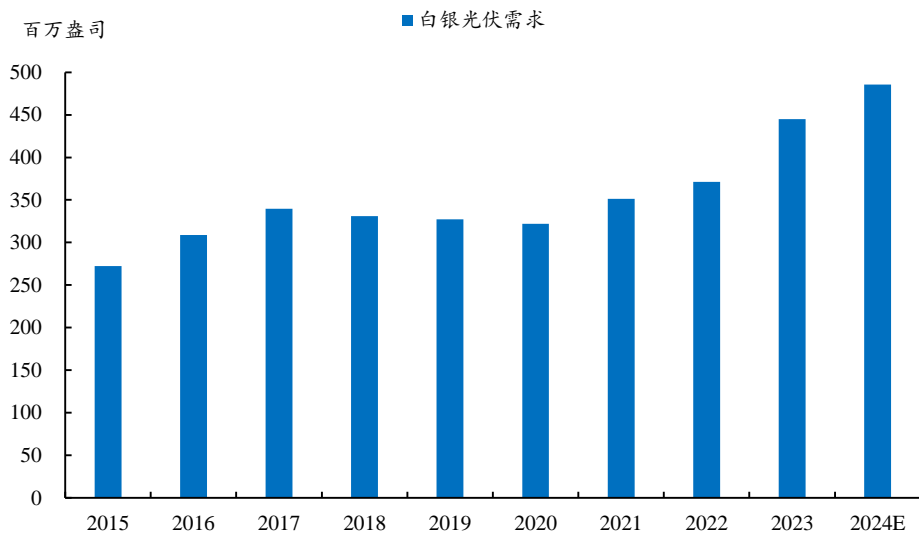
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：近年来白银供给增长较慢，出现供需缺口



数据来源：世界白银协会、开源证券研究所

图25：近年来白银光伏需求快速增长



数据来源：世界白银协会、开源证券研究所

4、风险提示

- 1、**历史经验失效。**若因其他未知原因，全要素生产率增速与黄金价格的关系的历史经验失效，则长期黄金价格走势方向或难以通过锚定全要素生产率增速进行判断。
- 2、**美国全要素生产率增速显著提升。**若人工智能等新一轮科技水平进步显著提升美国全要素生产率增速，或将对黄金价格形成压制。
- 3、**美国经济韧性超预期。**若未来美国经济能在货币与财政政策均趋于收缩的背景下长期保持较高景气度，韧性超出市场预期，或将对黄金价格形成压制。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn