

2024年全球黄金市场年中展望

市场寻求新变量





目录

市场寻求新变量	3
金价屡创新高的背后	4
下半年：拐点就在前方？	4
(基本)有效的市场	4
西方投资者：缺失的拼图	5
新兴市场：得失之间	6
真相隐现	7



市场寻求新变量

2024年，黄金表现格外抢眼，年初至今金价已上涨12%，领跑大多数主要资产类别。迄今为止，全球央行的持续购金、亚洲投资需求的强劲、具有一定韧性的消费需求、以及持续的地缘政治不确定性都是支撑黄金市场蓬勃发展的重要因素。展望未来，投资者最关心的问题莫过于，黄金能否维持上涨势头，亦或是其增长是否会后劲不足？

除少数市场外，全球主要经济体通胀水平虽有所下降，但仍处于令人不安的高位，因此经济增长指标普遍在此不确定性中摇摆不定，且降息似乎具有一定紧迫性。黄金的市场前景也令人捉摸不定。我们的分析表明，当前金价在很大程度上反映出了市场对黄金在下半年预期的共识。不过，计划总是赶不上变化。全球经济和黄金市场，似乎都在等待增长推手。

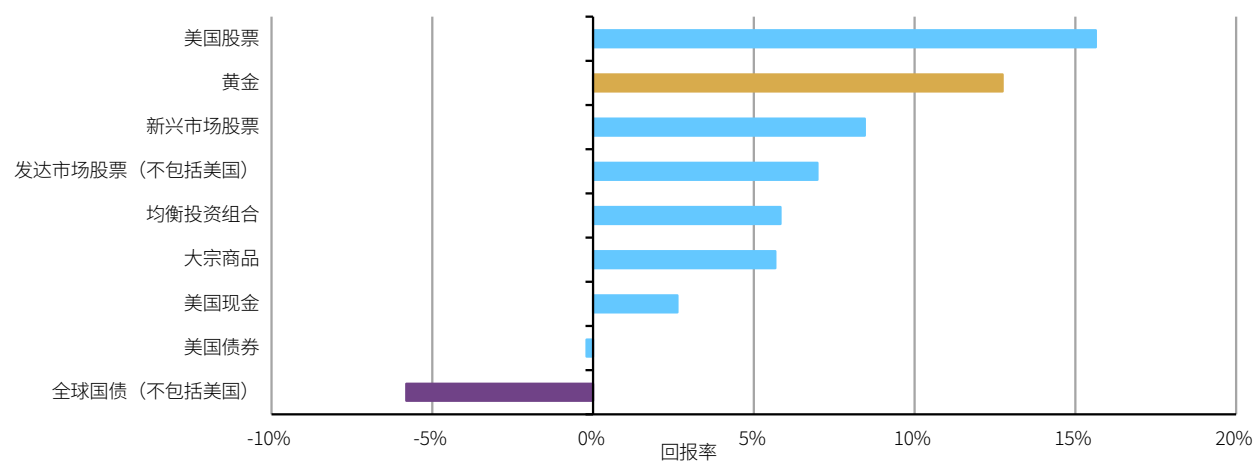
就黄金而言，其增长动力很可能来自于发达经济体的降息，这有望吸引西方投资者进入黄金市场。此外，在紧张的地缘政治局势之下，全球股市却蒸蒸日上，眼看泡沫破灭在即，全球投资者将会开始寻求风险对冲手段，这也为黄金市场提供了持续助力。

当然，黄金的前景并非全然一片光明。若央行购金需求大幅下降，或大批亚洲投资者获利回吐，都有可能令黄金表现受挫。

不过从目前情况来看，黄金将继续在稳健的资产配置策略中发挥重要作用，令全球投资者受益。

图1: 黄金仍是2024年表现最佳的资产之一

以美元计价的黄金和主要资产类别年初迄今的回报率*



* 数据截至2024年6月30日。所用指数：彭博巴克莱全球国债(不包括美国)，彭博巴克莱美国债券综合指数，ICE BofA美国3月期国债指数，New Frontier全球机构投资者投资组合指数，MSCI全球(美国除外)总回报指数，彭博商品总回报指数，MSCI新兴市场总回报指数，伦敦金(LBMA)午盘金价(美元/盎司)，MSCI美国总回报指数。

数据来源：彭博社，世界黄金协会

**表1: 以主要货币计价的黄金回报率均达到两位数**

以各种货币计价的黄金回报率*

	美元 (盎司)	欧元 (盎司)	日元 (克)	英镑 (盎司)	加元 (盎司)	瑞士法郎 (盎司)	印度卢比 (十克)	人民币 (克)	土耳其里拉 (盎司)	澳元 (盎司)
上半年末价格	2,331	2,176	12,057	1,844	3,190	2,096	62,440	545	76,409	3,492
上半年均价	2,203	2,038	10,795	1,742	2,994	1,961	58,944	511	69,868	3,347
年初迄今回报率	12.1%	15.9%	27.8%	13.0%	16.1%	19.9%	12.3%	14.6%	24.8%	15.0%

*数据截至2024年6月28日。以伦敦金 (LBMA) 午盘金价 (美元) 为基础, 以本币计价。

数据来源: 彭博社, ICE基准管理机构, 世界黄金协会

金价屡创新高的背后

今年以来, 黄金屡次登上新闻头条。三月中旬至五月中旬, 金价多次刷新历史新高。撰写本文之际, 年初迄今金价已上涨12%, 且二季度大部分时间里的金价都在2,300美元/盎司以上运行¹。在多个国家, 以本币计算的黄金回报率都达到了两位数 (表1)。

黄金的高回报是在全球利率居高不下 (只有少数国家除外) 且美元走强的环境下取得的, 而市场一般认为这种环境对黄金不利。

但金价、实际利率和美元之间的关系并未如部分市场参与者所认为的出现了“破裂”。事实上, 三者之间的关系的确有可能是阻碍金价在上半年进一步上涨的原因。而在当前环境下, 其他更重要的驱动力抵消了来自高利率和强美元带来的不利影响。

那么, 究竟谁才是2024年迄今金价屡破纪录的背后推手? 各经济体央行的持续购金、亚洲投资者的强势入场, 以及全球零售消费需求的十足韧性, 都为金价增长提供了助力。

下半年: 拐点就在前方?

当前全球经济和金融市场正处于过渡时期。西方经济体央行的利率政策始终按兵不动, 使整体债券收益处于横盘状态。通胀率很难继续降低, 而劳动力市场又出现降温迹象, 决策者需要在二者之间进行权衡, 压力随之渐呈排山之势。欧洲央行 (ECB) 早于预期出台降息政策, 而英格兰银行和美联储则不为所动, 从中可见一斑。另一方面, 印度经济仍然表现亮眼, 中国则可能继续寻求其他措施来刺激经济增长。

在这种背景下, 我们分析了黄金对当前市场预期可能出现的反应, 也探讨了有可能导致不同结果的驱动因素。

(基本) 有效的市场

基于QaurumSM和黄金估值框架的分析表明, 当前金价总体上反映出市场对下半年经济增长、利率和通胀的共识 (表2)。

而这又意味着, 黄金有可能继续在区间内波动, 其波动区间与前几个月类似。换言之, 继上半年的良好势头之后, 当前市场趋势表明, 下半年黄金将在当前水平上盘整。

表2: 市场共识表明下半年黄金将在一定区间内盘整
市场共识和部分黄金驱动因素*

美联储基金利率预期	当前为5.25% - 5.5%; 年底前将降低25个基点
经济情境	复苏受限
机会成本	10年期: 稳中有降 美元: 持平或小幅下跌
经济扩张	低于趋势, 但逐步向好
风险和不确定性	通胀依然顽固 风险偏好上升 地缘政治风险
动量	央行购金高于以往平均水平 大宗商品小幅下跌 黄金净头寸高企
此预期下黄金的潜在表现	区间波动

*为了解黄金表现, 我们将影响黄金的变量归纳为四种驱动因素, 包括: 1) 经济扩张; 2) 风险与不确定性; 3) 机会成本; 4) 趋势动能。详见QaurumSM和表3。

数据来源: 彭博社, 牛津经济研究院, 世界黄金协会

这并不是我们首次用类似词语描述黄金的前景。从表面上看, 横盘预期似乎乏善可陈, 但它包含了两点重要洞见。

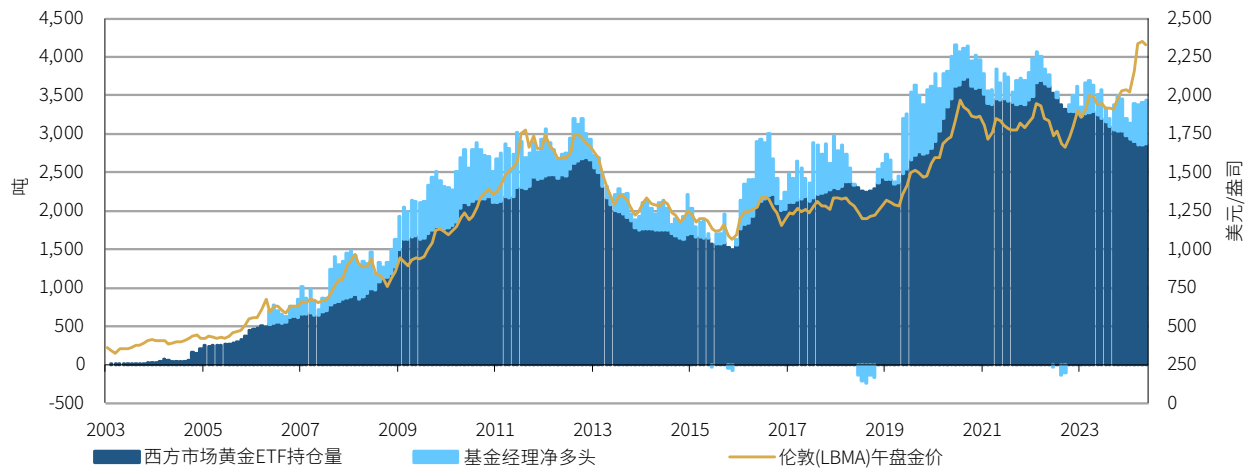
首先, 对于各个驱动因素, 我们使用的是“预期”值而非“观察”值; 在这样的情况下, 能够在区间内震荡已经表明黄金市场相当有效, 能够在很大程度上反映出有的市场信息。

1. 以伦敦金 (LBMA) 午盘金价 (美元) 为基础, 数据截至2024年6月27日。



图2: 此前的黄金高点与西方资金强势流入的时间重合, 而这一状况或表明黄金市场尚未饱和

实物支持的黄金ETF持仓量和纽约商品交易所 (COMEX) 黄金头寸*



*截至2024年6月30日的黄金ETF持仓量；西方基金包括北美和欧洲地区基金。根据现有资料，COMEX基金经理净多头数据截至6月25日。

数据来源: 彭博社, 纽约商品交易所 (COMEX), 相关公司公告, ICE基准管理局, 美国商品期货交易委员会, 世界黄金协会

其次, 鉴于金价已上涨10%以上, 而市场共识认为全年金价涨幅在此附近, 再次表明即便在利率维持预期水平的情况下, 黄金也有可能在其他需求组成部分的支持下取得出色表现。

西方投资者: 缺失的拼图

鉴于预测经济和金融变量所固有的复杂性, 相比于下半年展望, 市场共识对当前局势的看法可能更具启发意义。因此, 我们需要了解有可能使真实结果偏离当前观点的条件。

在当前的黄金市场中, 西方投资者始终是缺失的那一块拼图。实际上, 西方投资者历来在黄金市场上表现活跃, 居高不下的市场交易量就是证明, 但其个人投资需求却始终处于低位, 并且年初迄今的西方黄金ETF仍呈净流出状态。但尽管缺乏西方资金大量流入, 黄金仍取得优异表现, 表明与之前金价破纪录的时期不同, 当前黄金市场仍未饱和, 有可能再上一个台阶(图2)。

这部分市场需求主要来自三个方面: 利率、经济衰退风险和地缘政治不确定性。

利率

自欧洲央行于五月降息以来, 欧洲黄金ETF已现净流入。这一趋势如果延续下去, 或将为黄金表现提供进一步支撑。目前市场已将美联储在今年晚些时候降息25个基点视为定局, 而当靴子落地, 投资者将对未来利率的走向进一步明确, 有望开启黄金ETF的持续净流入。反之, 如果美联储在“更长时期内维持更高利率”, 则可能会阻止部分黄金投资者入市。

衰退风险

短期内出现经济衰退的机率仍然很低, 但全球经济并非全面繁荣, 且由于通胀率高于目标, 各国央行尚未准备好实施大幅降息。金融市场似乎也存在水满则溢的风险。目前全球股市整体表现良好, 由美股(或其子市场)领跑全球, 波动率更是接近30年来的低点。然而从历史上看, 制造业的强弱与公司盈利之间存在明显正相关关系, 但目前制造业似乎正显示出放缓迹象(图3)。

图3: AI热潮不足以使公司盈利维持强劲

ISM新订单与标普500远期盈利对比*



*数据截至2024年5月31日。

数据来源: 彭博社, 世界黄金协会

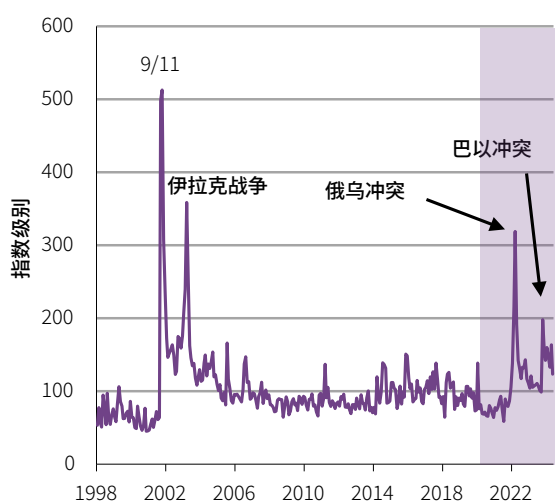


地缘政治

可以将目前的动荡局势简单归结为新常态，但近年来地缘政治风险始终处于上升态势，且不太可能在短期内得到缓解(图4)。政治两极分化、武装冲突频发、全球化进程受阻，而民族主义和结盟主义抬头，令不稳定的全球经济雪上加霜。地缘政治风险向来难以预测，可能在最意想不到的地方露出獠牙。然而黄金对地缘政治的反应却肉眼可见：地缘政治风险(GPR)指数每上升100点，金价就会上涨2.5%。²虽然有些只是短期影响，但也可能成为金融状况恶化的导火索，从而产生长期效应。

图4: 地缘政治风险呈上升态势

地缘政治风险指数(GPR)*



*数据摘自<https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>，截至2024年5月。
数据来源: Matteo Iacoviello, 世界黄金协会

新兴市场: 得失之间

金价或仍有上涨空间，但也有部分因素有可能抑制其强劲势头。其中最突出的两种因素为央行购金需求和亚洲投资者需求。

央行购金

近年来，央行购金需求始终是黄金市场的重要驱动力。我们估计，2023年央行购金为黄金表现贡献了至少10%的影响力，而今年迄今可能已贡献出约5%的影响。不过，根据中国人民银行的公开报告，其近几个月来的购金量有所下降，而截至五月底，人行黄金储备保持不变。

中国人民银行停止宣布购金的消息叠加近期的净售金势头，令人担心央行购金需求会否放缓。但我们仍然预计，今年央行购金需求仍将高于平均趋势水平，金属聚焦公司(MetalsFocus)在最新的《黄金聚焦》报告中也持相同观点。³虽然已公开的央行总购金量有可能低于去年，但总售金量也出现下降，主要原因是2023年初土耳其的抛售潮没有在今年重演。央行的购金需求往往以政策为驱动，因此很难确定央行购金时机，但我们最近开展的2024年全球央行黄金储备调查得出了令人欣慰的结论：黄金储备管理官员表示他们将继续对黄金持积极态度。

亚洲投资者

亚洲投资者也是近期黄金走高的重要贡献力量。这一点通过金条和金币需求、黄金ETF流入以及传闻中旺盛的场外交易便可见一斑。

亚洲投资者历来倾向于逢低买入，但近期也开始追涨。例如，印度和中国市场的黄金ETF的管理资产规模都出现可观增长，而二季度初的金价上涨也与上海期货交易量的飙升重合(图5)。此前中国人民银行积极的黄金增持公告，在一定程度上为中国投资者的需求提供了支撑。因此，尽管鼓励投资者持有黄金的基本面依然存在，但中国人民银行暂停购金是否会导致更多战术投资者获利了结将会成为问题的焦点。

图5: 亚洲投资者为黄金的强劲走势贡献动力

中国市场黄金ETF持仓量和期货持仓量*



*数据截至2024年6月22日
数据来源: 彭博社, 上海期货交易所, 世界黄金协会

2. Matteo Iacoviello提出的地缘政治风险指数(GPR)用于测评实际上的和感知到的地缘政治紧张程度。参见: [地缘政治风险\(GPR\)指数\(matteoiacoviello.com\)](https://www.matteoiacoviello.com)

3. 《2024黄金聚焦》(Gold Focus 2024), 金属聚焦公司, 2024年5月。

**表3: 四种主要因素相互作用, 决定了黄金在特定经济情境下的表现**

影响黄金的经济情境和因素, 以主要驱动力为基础*

美联储基金利率预期	当前为5.25% - 5.5%; 年底前将降低25个基点	年底进一步降息	年底前利率在5.5% - 6.5%之间
经济情境	复苏受限	衰退风险	更长时期内保持更高利率
机会成本	10年: 稳中有降 美元: 持平或小幅下跌	10年: 降低 美元: 因避风港效应而上涨	10年: 小幅增加 美元: 因利率差异而上涨
经济扩张	低于趋势, 但逐步向好	2025年衰退风险增加	增长放缓
风险和不确定性	通胀率按兵不动 风险偏好上升 地缘政治风险	通胀率下降但仍高于目标 低风险偏好 地缘政治风险	通胀再次加速上升 市场波动 地缘政治风险
趋势动能	央行购金高于过往平均水平 大宗商品小幅下跌 黄金净头寸高企	央行购金高于趋势 大宗商品抛售 黄金净头寸增加	央行继续购金但略低于趋势 大宗商品反弹 黄金净头寸减少
隐含黄金表现	区间波动	额外上升空间	下行压力
彩色标记 (对黄金的影响)	积极	中性	消极

*基于市场共识和其他指标。黄金驱动因素的大小代表其在各个情境中的相对重要性。对黄金表现的影响基于黄金估值框架所隐含的年均金价。

数据来源: 世界黄金协会

定价权在消费者手中

一般认为, 消费者是价格“接受者”而不是“制定者”。短期内可能的确如此, 然而, 金饰和科技用金共占全年黄金需求的40%以上。因此, 黄金消费者在很大程度上是决定黄金表现的重要因素。而消费者通常会对两种关键因素做出反应: 价格和收入。例如, 金价的惊人涨势抑制了印度和中国等部分市场的需求。不过, 积极正向的经济增长有可能抵消部分消极影响。此外, 如果金价趋稳, 也会吸引消费者回流, 因为消费者对金价波动尤为敏感, 比金价水平更甚。这一点在印度更加明显: 印度的经济增长预期高于其他地区, 令黄金作为储值工具的作用得到加强。

真相隐现

通过我们的分析, 可以看出黄金对市场共识背后的基本条件以及其他假设情况可能作出的反应(表3)。看似变量众多, 但我们可以借助Qaurum更清晰地描绘出变量之间的相互作用。

总之, 如果当前市场预期成为主流意见, 黄金可能会保持区间震荡盘整。不过, 在西方资金的推动下, 黄金也有可能延续上涨趋势。相反, 如果央行购金需求急剧下降, 利率在较长时期内维持高位, 亚洲投资者情绪低迷, 则黄金有可能在下半年出现回落。

总之, 黄金的反应程度(涨幅或降幅)将取决于上述各个因素或多个因素综合起来的变动幅度。

还需要指出的是, 上述各种情境都会对其他资产类别产生影响。要进行稳健的资产配置, 不仅要考虑市场共识, 也要考虑其他观点。在当前情况下, 我们的分析表明, 黄金作为资产多元化手段和流动性来源, 叠加其积极的长期回报, 将在资产配置中发挥关键作用。



关于世界黄金协会

我们是一家致力于推广黄金作为重要战略资产、由会员组成的机构。我们努力打造一个负责任且开放包容的全球黄金供应链。通过各类可靠严谨的研究、分析、评论和洞见，我们的专业团队希望帮助公众了解黄金的实际应用案例和其他应用的可能性。

我们正为促进行业进步而不懈努力。通过影响行业政策和原则标准的制定，我们希望为构建一个充满活力、经久不衰、可持续发展的全球黄金市场贡献自己的力量。

研究部门

Jeremy De Pessemier, CFA
资产配置策略师

Johan Palmberg
高级量化分析师

Kavita Chacko
印度研究主管

Krishan Gopaul
EMEA地区高级分析师

Louise Street
高级市场分析师

贾舒畅 (Ray Jia)
资深分析师, 中国

Taylor Burnette
美洲研究主管

安凯 (Juan Carlos Artigas)
全球研究主管

市场战略部门

芮强 (John Reade)
市场策略师, EMEA

康乔 (Joseph Cavatoni)
市场策略师, 美洲

详情参见：

有关数据集和方法论，请访问：
<https://china.gold.org/goldhub>

或联系
research@gold.org



重要信息和披露

©2024世界黄金协会版权所有。世界黄金协会和圆环图案是世界黄金协会或其附属机构的商标。

对 LBMA 黄金价格的所有引用已获得洲际交易所基准管理机构的批准,仅供参考之用。对于价格和引用价格的标的产品的准确性,洲际交易所基准管理机构不承担任何责任。所有第三方内容均为各第三方的知识产权,所有权利应为该方所有。

未经世界黄金协会或相关知识产权所有者的事先书面同意,不得复制或再分发本文件中的任何内容,但符合下述规定的情况除外。信息和统计资料的版权©和/或其他知识产权归世界黄金协会或其附属机构或本文件中说明的第三方供应商所有。由各自所有者保留所有权利。

本文件中的统计数据仅可用于根据行业的公平做法和以下两个前提条件进行综述和评论:(i)仅允许使用部分节选内容;(ii)使用任何和所有统计资料时都应明确标注内容来源为世界黄金协会以及(在适当情况下) Metals Focus或者经过确认的其他版权所有人。世界黄金协会与Metals Focus有关联关系。

世界黄金协会及其附属机构不保证任何信息的准确性和完整性。对于使用本文件而造成的直接或间接损失或损害,世界黄金协会不承担任何责任。

本文件所含信息仅供参考之用。接受本文件所含信息,这表明你认同其预期目的。本文件所含信息不构成且不可视为构成黄金、任何黄金相关产品或服务或任何其他产品、服务、证券或金融工具(统称“服务”)的购买或销售或者收购或招商的建议、投资建议或报价。本文件所含信息没有包含任何投资目的,也不反应任何机构的财务状况或者任何个人的特殊需求。

分散投资不保证投资回报,也无法消除损失风险。过去的表现并不能全然代表未来的结果。通过配置黄金而产生的任何投资成果的最终表现,从本质上讲都是假设性的,可能无法反映实际投资结果,也不保证未来的结果。世界黄金协会及其附属机构不为任何假设投资组合中使用的任何计算和模型或任何此类使用所产生的结果提供保证或担保。投资者在就任何服务或投资作出任何决定前,应向合适的投资专业人士咨询其个人情况。

本文件包含前瞻性陈述,如使用“相信”、“预计”、“可能”或“建议”等词语或类似用语的陈述。这些前瞻性陈述是基于当前预期,可能会有变动。前瞻性陈述包含一些风险和不确定性。无法保证任何前瞻性陈述会成为现实。世界黄金协会及其附属机构不承担更新任何前瞻性陈述的责任。

有关QaurumSM与黄金估值框架的信息

注意,通过使用Qaurum、黄金估值框架及其他信息而取得的各种投资成果的最终表现,从本质上讲都是假设性的,可能无法体现实际投资成果,也不保证未来的回报。世界黄金协会(包括其附属机构)及牛津研究院不保证该工具的作用,包括但不限于任何预测、估算或计算。



世界黄金协会(北京)

中国北京市朝阳区东三环北路5号

北京发展大厦10层1009室

邮编100004

T +86 10 8592 5000

W www.gold.org

世界黄金协会(上海)

上海市静安区南京西路1717号

会德丰广场4805B室

邮编200040

T +86 21 2226 1188

W www.gold.org

发布于:2024年7月