

“杀疯”了的黄金 还能“买买买”吗？

——2024 年黄金市场展望

2024 年 1 月

2024 年 1 月 31 日

华安期货

投资咨询业务资格

证监许可[2011]1776

贵金属研究组

刘广远 分析师

从业/投资咨询证号
F03088857/Z0019599

审核：夏雨辰

从业/投资咨询证号
F3031745/Z0014542

复核：闫丰

从业/投资咨询证号
F0251054/Z0001643

电话：0551-62839752

Email: tzzx@haqh.com

网址：www.haqh.com

华安期货温馨提示：

“期”待诚信

“货”真价实

引言：

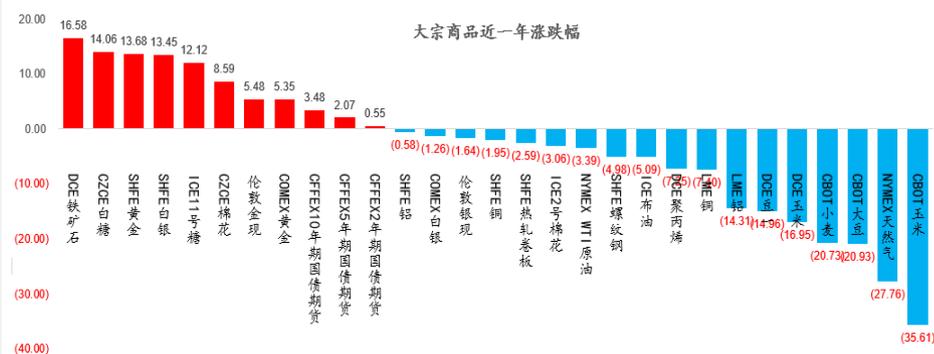
——2015年还有人嘲笑抢黄金的大妈，那个时候金价才200多；现在网友辣评：“质疑大妈，理解大妈，成为大妈！”、“犹豫就会败北，迟疑感觉错过一个亿”。

回望2023，世界之变、时代之变、历史之变正以前所未有的方式展开，百年未有之大变局正加速演进，世界进入新的动荡变革期。地缘冲突、能源危机、债务危机、粮食短缺、通胀高企、自然灾害……此起彼伏的2023年如同一面镜子，折射出世界的动荡与迷茫。

在此背景下，截止2024年1月29日，国内黄金价格近一年的涨幅达13.68%，几乎超过国内所有大类资产（固收、权益、商品）的收益率。见表1。

2024年，站在历史的十字路口，越来越多的投资者继续将目光投向了黄金，如何看待2024年黄金的行情？如此高位的黄金还能配置吗？

图表 1: 2023 年大宗商品近一年涨跌幅



数据来源：华安期货投资咨询部，WIND

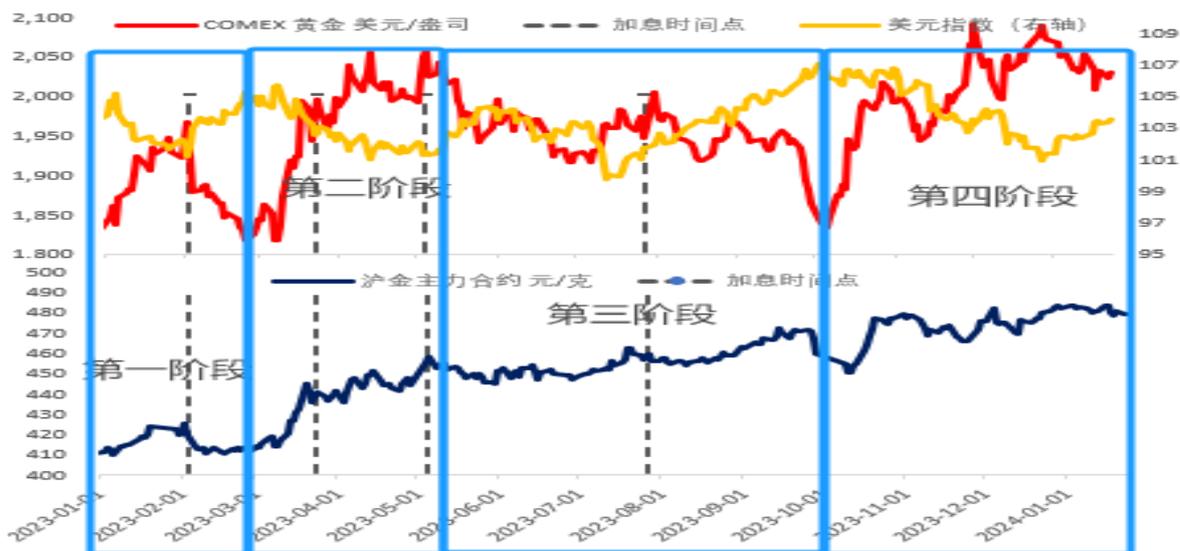
一、回顾 2023 年黄金：动荡中闪耀的星

由于黄金是“零息”资产，持有黄金唯一的收益来源于其价格上涨，因而持有黄金的机会成本便是存款、股票、债券等其他金融资产的收益。因此，在美联储连续加息，不断提升美元资产无风险回报率，会对黄金价格造成一定的压制。但纵观美联储加息至今，已经累计加息幅度 525 个基点，2023 年的金价，尤其是沪金却格外坚挺，走出一轮流畅的上涨行情，下表 2 对 2023 年驱动黄金行情的原因做出初步总结归纳。

特别的，可以看到第三阶段，COMEX 黄金与沪金的行情走势出现背离，主要原因是下半年的美国和欧洲银行业危机缓和，同期美国公布的经济数据显示国内韧性十足，导致美联储仍在加息上表现出较为强硬的态度。但同期，国内“复苏”进程不及预期，市场利率持续下调，A 股市场跌跌不休，人民币持续贬值，叠加央行持续一年的购金行为等多重因素，令沪金在该阶段持续攀升。

图表 2: 2023 年黄金行情走势回顾

黄金表现	第一阶段 1月初-2月底		第二阶段 3月初-5月初	第二阶段 5月-10月		第四阶段 10月-12月
2023 议息	2.2	3.23	5.4	6.15	7.27	9.21/11.2/12.14
幅度	25Bps	25Bps	25Bps	暂停	25Bps	暂停
行情驱动	COMEX 黄金与沪金 宽幅震荡为主 加息预期放缓 经济韧性十足		硅谷银行暴雷 美国债务上限 避险情绪+6月暂停 加息预期 提振金价	银行危机事件平息 美国经济数据韧性十足 美联储鹰派 降息预期延迟		巴以冲突扩大化 美国通胀回落 降息预期再起



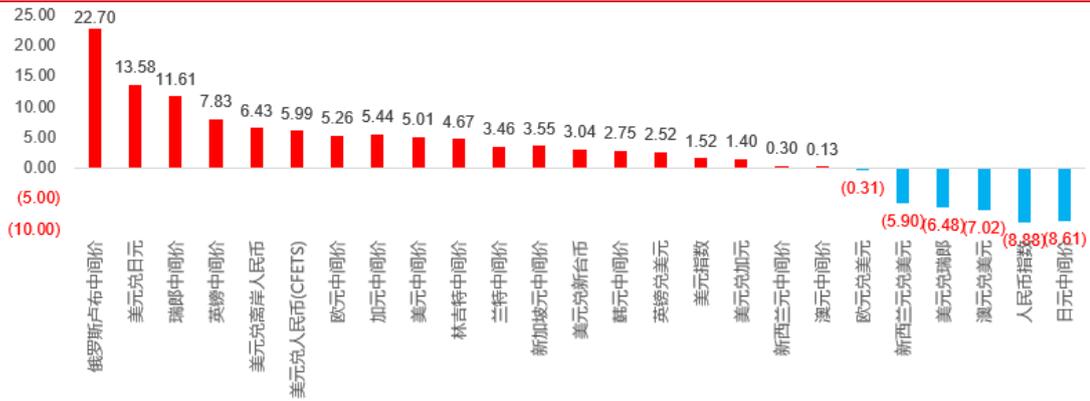
数据来源：华安期货投资咨询部整理，WIND

二、政治动荡与地缘冲突不断，避险情绪提升

国际局势正进入一个复杂、多变、动荡的特殊时期，避险情绪提升，支撑金价。俄乌冲突延宕不决、巴以冲突再燃战火、也门胡塞武装引发红海危机扩大化，多个大国卷入国际军事冲突。美国不断升级对华竞争，冷战思维持续。2024 预计将成为有史以来最大的选举年。据不完全统计，2024 年全球范围内将有 78 个国家和地区举行 83 场选举，覆盖了世界近 60% 人口、近 50% 的经济总量，比如美国、俄罗斯、印度、南非、印尼等国。这些国家政权更迭、政策调整、外交转向，都将给全球政治带来不确定性与不稳定性。

一方面，黄金在“乱世”之中，具有良好的价值稳定性。2023 年以来，面对美联储强势加息，导致众多非美货币大幅贬值。由于各国货币的下跌幅度超过了黄金的贬值幅度，黄金独特的货币属性，可有效规避本国货币贬值、货币购买力下降的风险，导致以非美货币计价的黄金都出现不错的涨幅。2022 年 3 月至 2024 年 1 月，美元兑日元从 115 贬值到 146，贬值幅度达到 26%，而日元计价的 TCE 黄金从 7800 涨至 10000，涨幅达到 28%。货币贬值的过程中，也会导致大宗商品的进口价格大幅上涨，出现部分的零售买家和央行，提出要使用黄金进行贸易结算，使得黄金的货币属性得以提升。

图表 3: 重要外汇近一年涨跌幅 (截止时间 2024. 1. 29)



数据来源: 华安期货投资咨询部, WIND

另一方面, 黄金在动荡的经济环境之下, 黄金再次彰显出其独特的魅力与价值。黄金天然就是货币, 而货币具有的五大职能(价值尺度、流通手段、支付手段、贮藏手段)之中, 黄金长期被当作价值储藏工具, 或许大家都已经遗忘黄金还具备支付手段这一职能。当一国面临的外汇储备不足, 或外汇被限制使用之时, 黄金则可以直接用于国际贸易和债务支付。

自 2024 年 2 月 24 日俄乌冲突爆发以来, 以美国为首的西方国家迅速展开了多轮经济制裁, 一度使得俄罗斯卢布的汇率贬值超过 50%。但俄央行通过向俄罗斯银行以 5000 卢布/克的固定价格收购黄金, 将卢布与黄金绑定, 这种绑定无疑为汇率提供了强力的底部价格支撑, 稳定和强化卢布的地位。同时, 俄罗斯要求外国买家强制换汇购买天然气, 这也使得天然气价格通过卢布与黄金挂钩。通过这种方式, 俄罗斯卢布的汇率得以保持稳定。

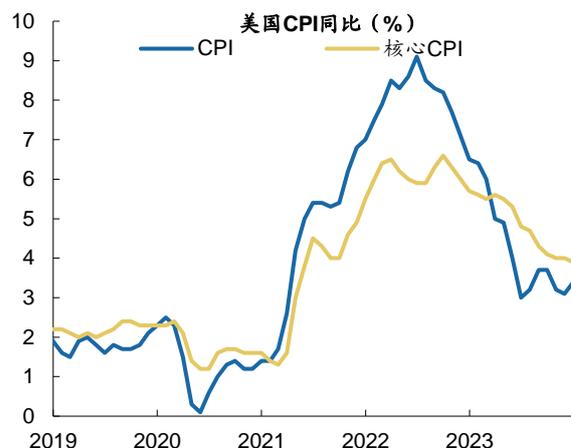
因此, 政治动荡与地缘冲突不断的背景之下, 黄金可以有效抵御货币贬值, 增强货币信用, 这是我们长期看多黄金重要原因之一。

三、美国控通胀成效显著, 降息周期即将开启

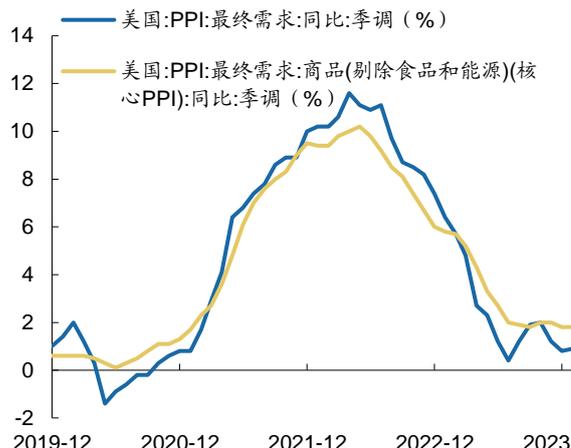
美东时间 1 月 31 日, 美联储 1 月会议维持政策利率水平在 5.25%-5.5% 不变, 鲍威尔发言偏“鸽派”, 虽然较为明确表示加息周期已结束, 但也给此前市场的快速降息预期“泼冷水”。

控制通胀水平是美联储加息的核心目标。自本轮加息以来, 如下图 CPI 与 PPI 数据均呈现显著高位回落态势, 虽然核心通胀幅度仍未达到美联储设定的 2% 的目标, 但加息控通胀的确已经取得显著成效, 美联储已经实现价格稳定的目标。短期, 由于通胀具有一定的粘性, 叠加近期红海地区局势影响, 导致原油等能源和海运成本上涨, 可能会再次形成供给冲击, 因此 3 月份议息会议美联储大概率仍会维持限制性利率, 防范地缘冲突重燃通货膨胀。

图表 4: 美国 CPI 同比变化



图表 5: 美国 PPI 同比变化



数据来源：华安期货投资咨询部；IFIND

美联储理事沃勒近期在布鲁金斯学会上就美联储今年放松政策的意图发表了较为详细的言论。他表示当职位空缺率持续低于 4.5%，失业率将大幅上升，因此，当前政策的制定需要更加谨慎，以避免过度紧缩。当前金融条件仍处于限制性的，会继续对需求施加下行压力，达到通胀继续温和下行预期效果。他明确表示 2024 年只要通胀不反弹到较高位置，美联储会降息，但是具体的降息时间与降息次数取决于数据。他将密切关注 2 月中旬公布的 1 月份的 CPI 数据和 2023 年通胀的修正数据，这或许会改变通胀形式。最后他重申，降息的时间和次数取决于未来数据情况。

因此，我们预计 2024 年全年降息 3 次、75Bps，美联储会根据就业和通胀数据进行降息操作，可能在 2024 年中进行首次“预防性降息”，正式开启降息周期。因此在降息即将开启阶段，布局配置黄金正当时。

四、美元信用损耗，全球央行增持黄金储备

去美元化进程持续进行。西方国家作为自由贸易规则的制定者，但俄乌战争中，变相违背规则，启动对俄经济制裁措施。特别是将部分俄罗斯银行剔除 SWIFT 系统；冻结俄罗斯的外汇资产，特别是俄罗斯的主要银行的外汇资产。这无疑破坏美元的结算功能，损耗美元国际货币的信用，助推非美盟友国家的去美元化。

各国具体表现为，一方面放弃采用美元结算，推进双边货币结算。这种格局已经打开，为应对西方制裁，俄罗斯宣布“不友好国家”与俄罗斯的天然气交易将以卢布结算、且英国已经批准 5 月底前使用卢布结算俄罗斯天然气，中俄天然气交易可能用人民币结算，沙特开始考虑用人民币结算与中国的石油交易。

另一方面，重新配置国家外汇资产，抛弃美元美债转向黄金等多元化的货币资产，黄金充当贸易平衡中的最后一道结算手段。上海和香港黄金交易所分别在 2016 和 2017 年开始开展人民币兑换现货黄金的业务，使得人民币成为了与黄金进行某种程度上挂钩和自由兑换的货币。在对外贸易获得大量人民币盈余的国家而言，中国为其提供了丰富的人民币使用途径购买清洁能源基础设施、产业链下游投资开发、大数据和云计算、5G、6G、智能制造等，而黄金可以作为贸易平衡中的最后一道结算手段。

其次，尽管在信用货币时代，主权货币由本国信用进行背书，但黄金作为重要的储备资产，可以增加主权货币信用，提升其国际化水平。据世界黄金协会最新发布的《全球黄金需求趋势报告》显示，全球央行购金兴趣依然高昂，有力提升了黄金需求，2023 年全球央行需求达 1,037 吨，冲至历史第二高位，较 2022 年仅减少 45 吨。

今年 1 月 7 日，国家外汇管理局的数据显示，中国 2023 年 12 月末黄金储备为 7187 万盎司，11 月末为 7158 万盎司，已经连续第 14 个月增持黄金储备。

图表 6：2023 年以来央行持续增持黄金

官方储备资产 Official reserve assets																								
项目 Item	2023.01		2023.02		2023.03		2023.04		2023.05		2023.06		2023.07		2023.08		2023.09		2023.10		2023.11		2023.12	
	亿美元 100million USD	亿SDR 100million SDR																						
1. 外汇储备 Foreign currency reserves	31844.62	23615.40	31331.53	23579.08	31838.72	23667.83	32047.66	23791.73	31765.08	23929.14	31929.59	24006.17	20462.70	23860.18	31600.98	23761.19	31150.70	23689.17	31012.24	23598.95	31718.07	23789.41	32379.77	24133.
2. 基金组织储备头寸 IMF reserve position	109.82	81.44	108.22	81.44	109.15	81.14	109.32	81.16	107.73	81.15	97.01	72.94	81.21	60.47	96.97	72.91	95.88	72.91	95.82	72.91	96.86	72.65	97.47	72.61
3. 特别提款权 SDRs	519.71	385.41	516.22	388.49	524.69	390.04	525.42	390.06	519.72	391.51	521.14	391.81	528.73	393.71	529.28	397.97	523.40	398.03	523.14	398.09	532.35	399.28	535.96	399.47
4. 黄金 Gold	1252.83	929.08	1202.83	905.21	1316.53	978.66	1323.53	982.57	1321.52	995.52	1299.34	976.89	1353.60	1007.94	1352.24	1016.77	1317.88	1002.21	1421.71	1081.86	1457.01	1092.80	1482.26	1104.7
	6512万盎司	6512万盎司	6592万盎司	6592万盎司	6650万盎司	6650万盎司	6676万盎司	6676万盎司	6727万盎司	6727万盎司	6795万盎司	6795万盎司	6869万盎司	6869万盎司	6962万盎司	6962万盎司	7046万盎司	7046万盎司	7120万盎司	7120万盎司	7158万盎司	7158万盎司	7187万盎司	7187万盎司
5. 其他储备资产 Other reserve assets	-2.04	-1.51	0.32	0.24	0.92	0.68	1.88	1.40	4.18	3.13	1.05	0.79	1.01	0.75	-0.66	-0.50	-3.22	-2.45	-2.21	-1.68	-0.19	-0.14	1.45	1.04
合计 Total	33724.94	25009.82	33159.12	24954.46	33790.02	25118.37	34007.80	25246.92	33718.23	25400.47	33848.53	25448.60	34007.25	25323.05	33578.81	25248.34	33084.65	25159.87	33050.70	25150.13	33804.10	25354.00	34496.91	25711.

注：自2016年4月1日起，除按美元公布官方储备资产外，增加以国际货币基金组织特别提款权（SDR）公布相关数据，折算汇率来源于国际货币基金组织网站，其中2023年1月USD/SDR=0.741582, 2023年2月USD/SDR=0.732567, 2023年3月USD/SDR=0.743367, 2023年4月USD/SDR=0.742386, 2023年5月USD/SDR=0.733316, 2023年6月USD/SDR=0.731828, 2023年7月USD/SDR=0.744637, 2023年8月USD/SDR=0.731913, 2023年9月USD/SDR=0.76047, 2023年10月USD/SDR=0.760956, 2023年11月USD/SDR=0.750027, 2023年12月USD/SDR=0.74634。

数据来源：华安期货投资咨询部；中国人民银行

基于以上分析，我们认为“人民币国际化与各国去美元化”的进程只是刚刚开启，远不是终点，美元信用的削弱使得黄金的配置价值凸显。

五、2024 年市场展望与投资策略

展望 2024，市场或将持续维持混沌与失衡的状态，美国经济数据走弱，美联储加息周期已渐进尾声，市场提前交易降息预期，叠加全球地缘冲突频发且不断升级，令黄金整体仍然保持乐观态度看待。逢低做多仍是核心思路，但需注意每次价格中枢抬升过程中应止盈，待价格中枢夯实后再低位做多。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。