

黄金行业深度：商品的供需属性将有效决定价格韧性

2024年09月20日

看好/维持

有色金属

行业报告

分析师

张天丰 电话：021-25102914 邮箱：zhang_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480520100001

投资摘要：

黄金市场的定价逻辑已经发生质变。传统的纯金融属性定价方式显现弱化，而商品供需属性的定价方式明显强化，黄金金融属性决定价格弹性而供需属性决定价格韧性。

全球黄金新增供给增速已呈现强刚性特征。2013年矿产金供给增速高点过后显现趋势性下滑，至2019年受疫情影响该数据已出现近7%的收缩。2014-2018年均矿产量增速+2.9%，但2019-2023年均产量增速仅为0.1%，2023年全球矿产金实际产量增速仅有0.8%。从十年供给维度观察，近十年全球矿产金年均产量仅维持在3484吨左右。考虑到矿产金供给占黄金供给总量约75%，显示全球黄金实际有效供给已经极为刚性。

全球黄金需求整体稳定，投资性需求已经成为黄金实物需求的新增长点。全球黄金2013-2023十年间年均总需求量约4653万吨，增速维持均衡状态。从需求品类观察，传统黄金需求如金饰类/金条类出现显著下滑，而投资类需求如ETF及央行购金出现明显增长。由2013年至2023年，全球金饰及金条的总需求量分别由2735.3吨及1729.6吨降至2189.5吨及1186.5吨，降幅各达-20%及-31.4%，而同期全球黄金ETF及央行购金量则分别由-936.4吨及629.5吨升至244.2吨及1030.4吨，涨幅分别达+73.9%及+63.7%，10年间消费类黄金需求整体下降596.4吨，但投资类黄金需求整体增加149.1吨，显示投资性需求开始成为影响黄金总需求的核心变量。

央行购金的最本质原因：巴塞尔协议III确定黄金在银行体系中由三级资产转为一级资产。巴塞尔协议III自2019年3月29日起：各国央行可以将--按市值计价的黄金持有量计算为现金持有量→被列入与货币具有同等地位的一级资产→可进行扩充资产负债表的核心资产→黄金货币属性强化+对美元形成趋势性替代。

全球央行常态化购金已成趋势：全球央行黄金储备量由2008年3万吨增至2024年M8的3.61万吨，该数据已接近上世纪80年代水平。其中2022及2023年全球央行年度购金量连续高于1000吨，创布雷顿森林体系结束后的最高年度购金量。考虑到巴塞尔协议III对黄金资本属性的再定义，预计黄金货币及汇率溢价的回归将对央行购金产生有效吸引。此外，全球央行黄金储备分布的不平衡及黄金占外储比例分布的不平衡同样意味着新兴央行购金具有持续性的预期。另一方面，尽管中国央行自24年4月结束了此前连续18个月的持续购金，但该购金量仅占中国同期黄金进口数量的13.8%（24H1中国黄金进口数量继续增+12.1%至875.97吨）。

实物持仓ETF规模增长推动黄金需求曲线右移：全球实物持仓ETF从2006年开始出现明显增长，至2024年7月已增至3105.5吨。考虑到24年黄金实物持仓ETF年回报率（17%）及20年的金价回报率（8.85%）对个人投资者的有效吸引，黄金资产的对冲性和流动性特点对机构投资者的有效吸引，预计随着全球利率市场的常态化回归，黄金实物ETF将成为推动黄金需求扩张的重要弹性变量（或推动黄金需求曲线进一步右移10%）。

相关公司：紫金矿业，山金国际、赤峰黄金、山东黄金，玉龙股份。

风险提示：全球流动性超预期紧缩，央行购金节奏发生趋势性逆转，黄金现货大幅折价交易等。

目 录

1. 黄金商品供需属性的定价方式明显强化.....	4
2. 黄金供给端：全球矿产金供应已进入低增长阶段.....	5
2.1.1 黄金供给端显现周期性增速承压迹象.....	5
2.1.2 全球黄金储量及产量呈现聚拢型特征.....	6
3. 黄金需求端：央行和基金投资渐成未来重要变量.....	7
3.1 综述：全球黄金总需求维持韧性上涨.....	7
3.2 黄金消费具有强区域集中性特征.....	8
3.3 巴塞尔协议 III 对黄金资本属性再定义的讨论.....	8
3.4 黄金消费的韧性显现：央行购金的燃起及持续.....	9
3.4.1 央行购金规模燃起有效推动全球黄金需求曲线右移.....	10
3.4.2 全球央行黄金分布的两个不平衡会带动央行购金的持续性进行.....	11
3.4.3 黄金已在央行储备体系中对美元形成趋势性替代.....	11
3.5 实物持仓 ETF 规模增长将推升黄金需求弹性显现.....	12
3.5.1 全球黄金实物持仓 ETF 对黄金需求形成有效推动.....	12
3.5.2 全球黄金实物持仓 ETF 持续性净流出态势已逐步结束.....	12
3.5.3 避险及流动性因素将推动黄金 ETF 持仓扩张.....	14
3.5.4 黄金实物 ETF 已经成为影响全球黄金需求端的重要变量.....	14
4. 黄金股多维度数据对比.....	15

插图目录

图 1：全球矿产金供应已呈现趋势性下滑.....	5
图 2：全球回收金供应增速近十年趋近于零.....	5
图 3：全球黄金供给比例.....	5
图 4：全球黄金 AISC 生产成本已升至十年新高.....	5
图 5：2023 年全球黄金储量分布（吨）.....	6
图 6：2023 年全球黄金产量分布（吨）.....	6
图 7：2023 年黄金矿企产量前十统计（单位：吨）.....	7
图 8：全球黄金年需求量超过 30 吨的国家共 17 个.....	8
图 9：全球前五大黄金消费国占比分布.....	8
图 10：巴塞尔协议 III.....	8
图 11：自 1950 年来的世界官方黄金储备.....	10
图 12：中印俄黄金储备量持续增长.....	10
图 13：中国黄金进口量（半年度 H1，吨）.....	10
图 14：中国现货黄金自 2021 年后维持平溢价状态.....	10
图 15：全球前十大官方黄金储备统计（至 2408）.....	11
图 16：主要国家黄金占外储比例对比（至 2408）.....	11
图 17：美元在全球央行的储备比例已降至 58.4%.....	11

图 18： 主要国家黄金占外储比例升至 17.4%（至 24Q2）	11
图 19： 全球黄金 ETF 持仓总量（单位：吨）	12
图 20： 全球黄金 ETF 持仓总规模（单位：十亿美元）	12
图 21： ETF+央行购金占总需求比值变化.....	14
图 22： 全球黄金实物持仓 ETF 年净流量变化（吨）	14

表格目录

表 1： 黄金供需平衡表（2018-2023）	4
表 2： 全球黄金供给数据表（2013-2024H1）	6
表 3： 黄金需求端统计（2010-2023）	7
表 4： 2017 年修订版 BASAL III 协议中部分资产风险权重	9
表 5： 全球黄金 ETF 持仓统计（截止 2024 年 7 月 31 日）	13
表 6： 全球前十大黄金 ETF 持仓统计（截止 2024 年 7 月 31 日）	13
表 7： 亚洲前十大黄金 ETF 持仓统计（截止 2024 年 7 月 31 日）	13
表 8： A 股和港股黄金企业各项指标对比（截止 2024 年 8 月 31 日）	15

1. 黄金商品供需属性的定价方式明显强化

黄金市场的定价逻辑已经发生质变。传统的纯金融属性定价方式显现弱化，而商品供需属性的定价方式明显强化，黄金金融属性决定价格弹性而供需属性决定价格韧性。

全球黄金新增供给增速已呈现强刚性特征。2013年矿产金供给增速高点过后显现趋势性下滑，至2019年受疫情影响该数据已出现近7%的收缩。2014-2018年均矿产量增速+2.9%，但2019-2023年均产量增速仅为0.1%，2023年全球矿产金实际产量增速仅有0.8%。从十年供给维度观察，近十年全球矿产金年均产量仅维持在3484吨左右。考虑到矿产金供给占黄金供给总量约75%，显示全球黄金实际有效供给已经极为刚性。

全球黄金需求整体稳定，投资性需求已经成为黄金实物需求的新增长点。全球黄金2013-2023十年间年均总需求量约4653万吨，增速维持均衡状态。从需求品类观察，传统黄金需求如金饰类/金条类出现显著下滑，而投资类需求如ETF及央行购金出现明显增长。由2013年至2023年，全球金饰及金条的总需求量分别由2735.3吨及1729.6吨降至2189.5吨及1186.5吨，降幅各达-20%及-31.4%，而同期全球黄金ETF及央行购金量则分别由-936.4吨及629.5吨升至-244.2吨及1030.4吨，涨幅分别达+73.9%及+63.7%，10年间消费类黄金需求整体下降596.4吨，但投资类黄金需求整体增加149.1吨，显示投资性需求开始成为影响黄金总需求的核心变量。

从黄金供需平衡角度观察，已进入商品定价层面上结构性偏紧状态。供给的偏刚性与需求的强韧性及强弹性将对现货金价形成有效支撑，从而在令黄金价格呈现趋势性的易涨难跌，这意味着供需基本面将决定黄金定价的底部中枢，亦是2022全年及2024年5-6月金价显现强抗跌性的原因。

表1：黄金供需平衡表（2018-2023）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
供应量						
金矿产量	3,652.5	3,463.7	3,474.7	3,560.7	3,624.8	3,655.4
同比变动	2.1%	-5.2%	0.3%	2.5%	1.8%	0.8%
再生金量	1,132.2	1,304.1	1,292.3	1,149.9	1,140.1	1,237.3
同比变动	1.9%	15.2%	-0.9%	-11.0%	-0.9%	8.5%
总供应量	4,772.3	4,776.1	4,721.1	4,666.1	4,751.9	4,898.8
同比变动	2.3%	0.1%	-1.2%	-1.2%	1.8%	3.1%
需求量						
金饰	2,284.60	2,152.10	1,324.00	2,231.10	2,195.90	2,189.50
同比变动	1.20%	-5.80%	-38.50%	68.50%	-1.60%	-0.30%
科技	334.8	332.7	309	337.2	314.8	305.2
金条和金币总需求量	1,090.30	871.1	902.3	1,180.30	1,222.10	1,186.50
黄金ETFs及类似产品	83	403.6	892.5	-188.8	-109.5	-244.2
各国央行和其他机构	656.2	605.4	254.9	450.1	1,081.90	1,030.40
黄金需求	4,449.00	4,364.80	3,682.80	4,009.90	4,705.10	4,467.40
OTC和其他	328.8	515.6	1,054.70	696.5	56.2	485.6

总需求量	4772.3	4880.4	4737.5	4706.4	4761.3	4953
同比变动	2.30%	2.30%	-2.90%	-0.70%	1.20%	4.00%
供需平衡(矿产供给-未计入 OTC 需求)	-796.48	-901.10	-208.11	-449.24	-1,080.30	-812.00

资料来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会, 东兴证券研究所

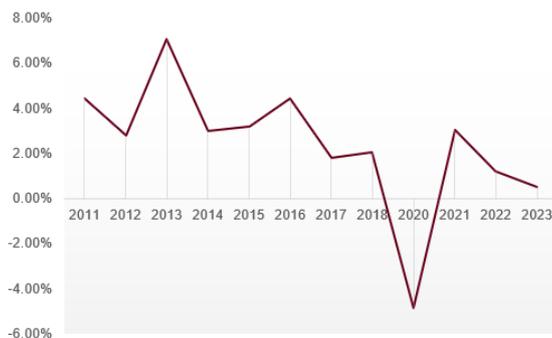
2. 黄金供给端：全球矿产金供应已进入低增长阶段

2.1.1 黄金供给端显现周期性增速承压迹象

黄金供给端已经显现周期性的增速承压迹象。从 2010-2023 年全球黄金年供应量维持在 4300-4800 吨的区间，上下波动不超 7%。其中矿产金占总供给比例约 75%，而再生金占总供给比例约 25%。2023 年全球黄金供给得益于金价上涨推动的再生金产量增长 (+8.52%)，带动黄金年供应量达到 4881 吨，同比增长 2.51%。黄金具体供应情况细分如下：

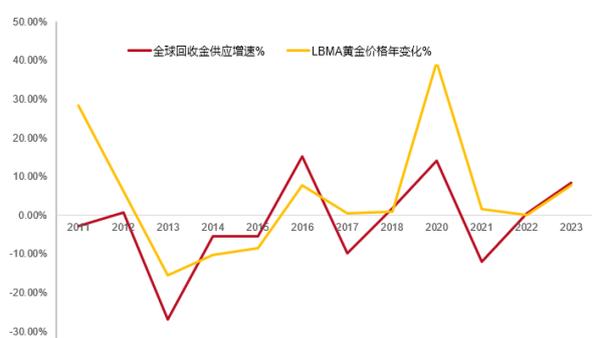
- **全球矿产金供应仍处于低增速阶段。**2013 年矿产金供给增速高点过后显现趋势性下滑，至 2019 年受疫情影响该数据已出现近 7% 的收缩。2014-2018 年均矿产量增速+2.9%，但 2019-2023 年均产量增速仅为 0.1%，2023 年全球矿产金实际产量增速仅有 0.8%。从十年供给维度观察，近十年全球矿产金年均产量仅维持在 3484 吨左右。考虑到矿产金供给占黄金供给总量约 75%，显示全球黄金实际有效供给已经极为刚性。
- **全球回收金供应增速近十年未显有效增长。**回收金增速变化与黄金价格变化基本一致，近十年回收金供给平均增速-1.8%，十年内增速最高值为 2016 年 15.3%，增速最低值为 2013 年-26.9%。近十年回收金年均产量约 1208 吨，近三年该数据为 1182 吨，显示回收金的全球供给亦相对刚性。
- **黄金生产成本已经出现结构性的上涨。**地下开采生产成本的提高及矿石品位下滑导致矿产金生产成本的攀升（2022 年全球采金业平均综合维持成本 AISC+18%至 1276 美元/盎司，比 2012 年创出的原纪录高 14%），至 2023 全球黄金全部维持成本已升至 1358 美元/盎司（再创历史新高），该数据较 2017 年的 878 美元/盎司增长了 54.7%。考虑到全球能源成本及劳动力成本在近两年依然维持高企态势，预计黄金生产成本仍将维持高位，这意味着金价的成本支撑效应将在定价中显现。

图1：全球矿产金供应已呈现趋势性下滑



资料来源：Metals Focus, 世界黄金协会, 东兴证券研究所

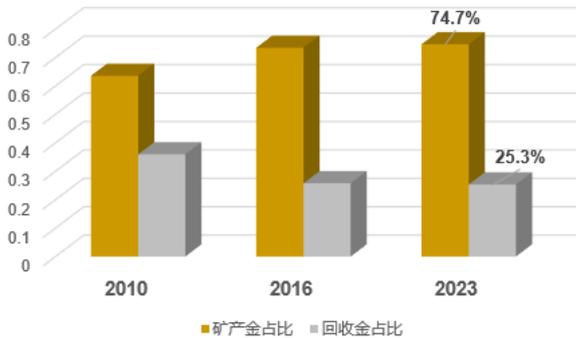
图2：全球回收金供应增速近十年趋近于零



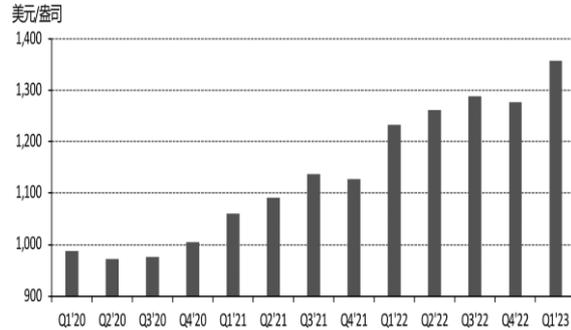
资料来源：Metals Focus, 世界黄金协会, 东兴证券研究所

图3：全球黄金供给比例

图4：全球黄金 AISC 生产成本已升至十年新高



资料来源：Metals Focus，世界黄金协会，东兴证券研究所



资料来源：Metals Focus，世界黄金协会，东兴证券研究所

表2：全球黄金供给数据表（2013-2024H1）

黄金供给	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2023H1	2024H1
金矿产量	3,166.8	3,262.4	3,366.3	3,515.4	3,578.2	3,652.5	3,463.7	3,474.7	3,560.7	3,624.8	3,655.4	1,752.7	1,788.2
金矿产量增速		3.0%	3.2%	4.4%	1.8%	2.1%	-5.2%	0.3%	2.5%	1.8%	0.8%		2.0%
生产商净套保	-27.9	104.9	12.9	37.6	-25.5	-12.4	8.3	-45.9	-44.5	-13.1	17.0	23.0	-30.8
回收金	1,197.0	1,131.5	1,069.6	1,232.7	1,111.4	1,132.2	1,304.1	1,292.3	1,149.9	1,140.1	1,237.3	635.2	683.9
回收金产量增速	-26.9%	-5.5%	-5.5%	15.3%	-9.8%	1.9%	15.2%	-0.9%	-11.0%	-0.9%	8.5%		
总供应量	4,335.9	4,498.8	4,448.8	4,785.8	4,664.0	4,772.3	4,776.1	4,721.1	4,666.1	4,751.9	4,898.8	2,410.7	2441.3
总供应量增速		3.8%	-1.1%	7.6%	-2.5%	2.3%	0.1%	-1.2%	-1.2%	1.8%	3.1%		1.3%

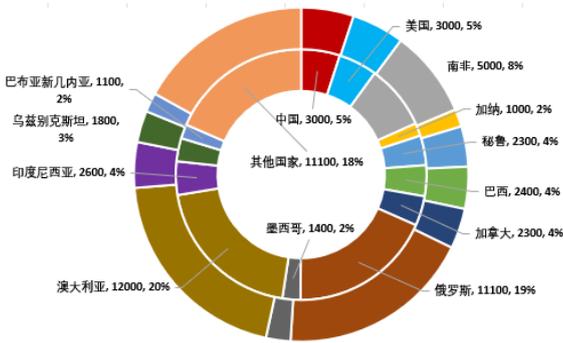
资料来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, Wind, 美国地质调查局, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会, 东兴证券研究所

2.1.2 全球黄金储量及产量呈现聚拢型特征

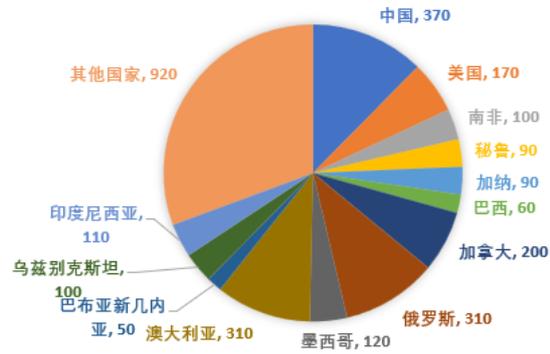
全球黄金储量及产量具有明显的聚拢特征。从全球黄金资源分布角度观察，2023年全球黄金储量约5.9万吨，澳大利亚、俄罗斯、南非、中国、美国占黄金储量前五位，所对应的储量全球占比分别为20.3%（1.2万吨），18.8%（1.1万吨），8.5%（0.5万吨），5.1%（0.3万吨）及5.1%（0.3万吨），累计占全球储量总量的57.8%。从黄金产量分布情况观察，中国（370吨）、澳大利亚（310吨）、俄罗斯（310吨）、加拿大（200吨）、美国（170吨）是全球前五大黄金生产国，累计年黄金产量占全球黄金总产量45.3%。进一步从企业端角度观察，基于Mining截止2023年12月31日统计的数据，纽蒙特与巴里克黄金仍为全球前二高产量黄金矿企，2023年年产量分别为171.07吨与125.97吨。第三至五名则为阿尼科鹰金矿、纳沃伊与极地黄金，其2023年年产量分别为107吨、90.2吨与90.2吨。值得一提的是，中国的紫金矿业亦进入了2023年全球黄金产量前十，排名第八，年产量67.49吨。以2023全球黄金总产量3000吨计算，黄金矿企产量CR10达到31.1%，显示黄金产量呈高集中度。

图5：2023年全球黄金储量分布（吨）

图6：2023年全球黄金产量分布（吨）

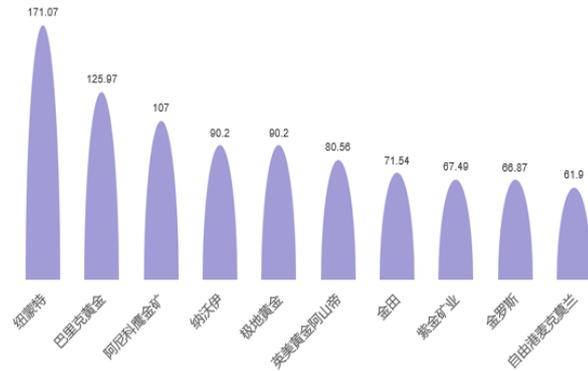


资料来源: USGS, 东兴证券研究所



资料来源: USGS, 东兴证券研究所

图7: 2023年黄金矿企产量前十统计 (单位: 吨)



资料来源: Metal Focus, 东兴证券研究所

3. 黄金需求端：央行和基金投资渐成未来重要变量

3.1 综述：全球黄金总需求维持韧性上涨

全球黄金 2013-2023 十年间年均总需求量约 4653 万吨，总需求自 2021 年后持续性复苏，并于 2023 年刷新历史最高记录。近十年全球黄金年消费维持稳定，尽管 2020 年受疫情影响消费明显回落，但 21 年至今整体消费状态持续性复苏。2022 年，黄金需求在经历印度上调黄金消费税及全球利率成本持续攀升背景下+1.2%至 4761.3 吨；2023 全年包括场外交易和库存流量(485.6 吨)在内的黄金总需求持续上升达到 4953 吨（同比增长 4%），创下历史最高纪录。

表3: 黄金需求端统计 (2010-2023)

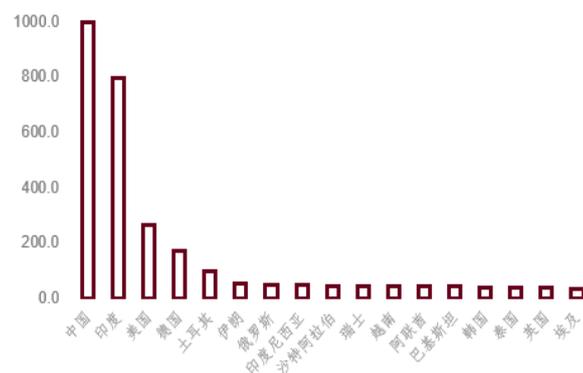
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
金饰制造	2044.9	2096.4	2140.9	2735.3	2544.4	2479.2	2018.8	2257.5	2257.5	2257.5	2257.5	2257.5	2257.5	2257.5
科技	460.7	429.1	382.3	355.8	348.4	331.7	323.0	332.6	334.8	332.7	309.0	337.2	314.8	305.2
投资	1596.5	1769.0	1592.3	793.2	932.2	978.8	1655.1	1309.6	1173.3	1274.7	1794.9	991.5	1112.5	942.3
金条和金币总需求量	1204.3	1501.9	1322.2	1729.6	1066.5	1091.4	1073.1	1043.9	1090.3	871.1	902.3	1180.3	1222.1	1186.5
金条	921.2	1189.5	1023.1	1357.3	780.4	790.2	797.2	779.7	775.4	583.6	542.8	810.9	802.2	778.4
官方金币	195.9	228.3	187.5	270.9	205.5	225.2	208.2	188.1	241.9	220.7	290.4	284.4	320.9	293.5
奖章/仿制金币	87.2	84.2	111.7	101.4	80.7	76.0	67.7	76.1	73.0	66.8	69.1	84.9	98.9	114.6
黄金ETFs及类似产品	392.2	267.1	270.1	-936.4	-134.3	-112.6	582.0	265.7	83.0	403.6	892.5	-188.8	-109.5	-244.2
各国央行和其他机构	79.2	480.8	569.2	629.5	601.1	579.6	394.9	378.6	656.2	605.4	254.9	450.1	1081.9	1030.4
OTC及其他	120.9	-223.1	-163.1	-193.2	99.7	77.2	426.3	373.3	328.8	515.6	1054.7	696.5	56.2	485.6
总需求	4316.7	4525.5	4549.0	4335.9	4498.8	4448.8	4785.8	4664.0	4772.3	4880.4	4737.5	4706.4	4761.3	4953.0

资料来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会, 东兴证券研究所

3.2 黄金消费具有强区域集中性特征

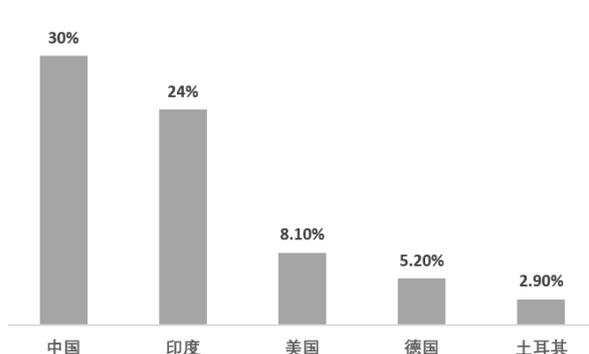
全球前5大黄金消费国占总需求比重超70%，中国与印度对全球黄金消费贡献度占比极高。中国是全球最大黄金消费国，年均黄金消费量逼近1000吨（占全球30%），而印度年黄金消费约790吨（24%）排名第二。此外美国（约266吨，8.1%）、德国（约172吨，5.2%）及土耳其（95.4吨，2.9%）亦位列全球前五大黄金消费国。

图8：全球黄金年需求量超过30吨的国家共17个



资料来源：wind, 世界黄金协会, 东兴证券研究所

图9：全球前五大黄金消费国占比分布



资料来源：wind, 世界黄金协会, 东兴证券研究所

3.3 巴塞尔协议 III 对黄金资本属性再定义的讨论

《巴塞尔协议》是巴塞尔委员会制定的在全球范围内主要的银行资本和风险监管标准。巴塞尔委员会由来自13个国家的银行监管当局组成，是国际清算银行的四个常务委员会之一。由巴塞尔委员会公布的准则规定的资本要求被称为以风险为基础的资本要求。

- 1988年7月，颁布第一个准则文件，称“1988资本一致方针”，又称“巴塞尔协议”。主要目的是建立防止信用风险的最低资本要求。
- 2004年6月，颁布新的资本要求准则，称“巴塞尔协议II”，目的是通过引入与银行所面临风险更加一致的以风险为基础的资本要求，于2007年在全球范围内实施。
- 2010年9月，由27个国家银行业监管部门和中央银行高级代表组成的巴塞尔银行监管委员会就《巴塞尔协议III》的内容达成一致，全球银行业正式步入巴塞尔协议III时代。2017年12月，巴塞尔银行监管委员会发表声明称，《巴塞尔协议III》已完成修订，将从2022年1月1日起逐步实施。

巴塞尔协议III对黄金的最大影响就是将黄金在全球央行的资本属性进行了再定义：自2019年3月29日起，国际清算银行(BIS)允许各国央行将持有的实物黄金（按市值计价）作为储备资产进行计算，如同允许计算现金和主权债务工具一样。这意味着黄金由新规前的央行三级资产（风险资产）变成新规后的一级资产，和货币、国债具备了同等的法律地位。黄金的交易属性将因此发生质变，由商品属性逐步向货币属性转换。

对各国央行而言，黄金资本属性的重新划分意味着央行可以通过黄金来扩充资产负债表，同时代表全球央行对黄金的需求进入了新的增长周期，这也是为什么全球央行自2019年开始一致性购买黄金的最核心的原因。

图10：巴塞尔协议 III



14. Other assets
95. The standard risk weight for all other assets will be 100%, with the exception of exposures mentioned in paragraphs 96 and 97.
96. A 0% risk weight will apply to (i) cash owned and held at the bank or in transit; and (ii) gold bullion held at the bank or held in another bank on an allocated basis, to the extent the gold bullion assets are backed by gold bullion liabilities.
97. A 20% risk weight will apply to cash items in the process of collection.
148. The following collateral instruments are eligible for recognition in the simple approach:
- (a) Cash (as well as certificates of deposit or comparable instruments issued by the lending bank) on deposit with the bank that is incurring the counterparty exposure.^{69, 70}
- (b) Gold.
- (c) In jurisdictions that allow the use of external ratings for regulatory purposes:
- (i) Debt securities rated by a recognised ECAI where these are either:
- at least BB- when issued by sovereigns or PSEs that are treated as sovereigns by the national supervisor; or
 - at least BBB- when issued by other entities (including banks and other prudentially regulated financial institutions); or
 - at least A-3/P-3 for short-term debt instruments.

资料来源：BIS，东兴证券研究所

表4：2017年修订版 BASAL III 协议中部分资产风险权重

Risk Weight	0%	10%	20%	30%	50%	75%	100%	150%
Sovereigns	AAA to AA-		A+ to A-		BBB+ to BBB-		BB+ to B- Unrated	Below B-
Non-central government public sector entities			AAA to AA-		A+ to A-		BBB+ to BBB- BB+ to B- Unrated	Below B-
Multilateral development banks			AAA to AA-	A+ to A-	BBB+ to BBB- Unrated		BB+ to B-	Below B-
Banks			AAA to AA-	A+ to A-	BBB+ to BBB-		BB+ to B-	Below B-
Covered bonds		AAA to AA-	A+ to A- BBB+ to BBB-		BBB+ to BBB-	BB+ to B-	Below B-	
Securities firms /other financial institutions			AAA to AA-	A+ to A-	BBB+ to BBB-		BB+ to B-	Below B-
Corporates			AAA to AA-		A+ to A-	BBB+ to BBB-	BB+ to BB- Unrated	Below BB-
Cash owned & held at bank/in transit	√							
Cash items in the process of collection			√					
Gold bullion held at the bank	√							
Other assets							√	

资料来源：BIS，东兴证券研究所

3.4 黄金消费的韧性显现：央行购金的燃起及持续

3.4.1 央行购金规模燃起有效推动全球黄金需求曲线右移

央行购金已成为全球黄金消费的新增量。自 08 年金融危机以来，全球央行每年黄金保持净购入状态，全球央行黄金储备自 2008 年的 3 万吨提升至 2024 年 8 月的 3.6089 万吨储备量，增幅高达 20%。从现阶段央行年购金的绝对量观察，22 年全球央行购金量升至 1081.9 吨，创历史新高；而 2023 年该规模再度超过 1000 吨至 1030.4 吨，两年累计购金量达 2112.3 吨。截至 24H1，全球各国央行的净购金量共计 483 吨，较 23H1 的央行最高购金记录再度增长+5%。在 6 月底公布黄金储备数据的央行中，土耳其 (+44.74 吨)、印度 (+37.18 吨)、中国 (+28.93 吨) 以及波兰 (+18.68 吨) 是上半年内最显著的黄金净买家。而从全球央行购金节奏观察，考虑到全球货币体系的变化以及高通胀背景下地缘政治不稳定性的攀升，央行购金行为将呈现系统性、趋势性及持续性，这将对黄金消费的韧性予以支撑。

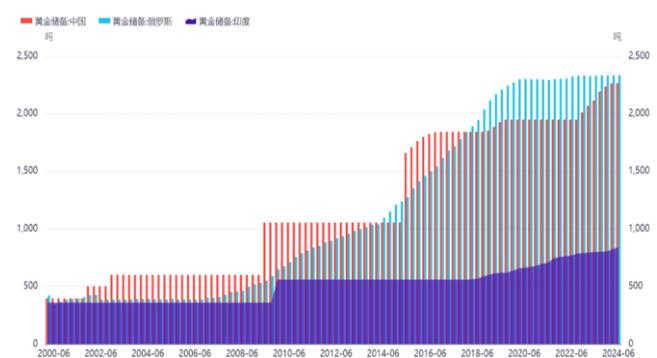
中国央行购金步伐阶段性放缓但黄金进口总规模持续扩张。中国央行自 22 年 11 月至 24 年 4 月连续 18 个月持续购买黄金（累计+316 吨），至 24 年 8 月中国官方黄金储备为 2,264.3 吨，占外汇储备总额的 4.9%，但较全球平均 16.9% 的水平仍有较大增长空间。另一方面，中国官方的黄金进口量自 21 年后出现持续性的增长，至 24H1 中国黄金进口数量增至 875.97 吨，较 23 年同期高位继续增长 12.1%。数据的变化充分反应中国黄金需求的真实增长，亦显示出央行购金的数量未能有效显示中国实际的黄金进口比例，如央行连续 18 个月购金量仅占中国该期限内进口数量的 13.8%。

图11：自 1950 年来的世界官方黄金储备



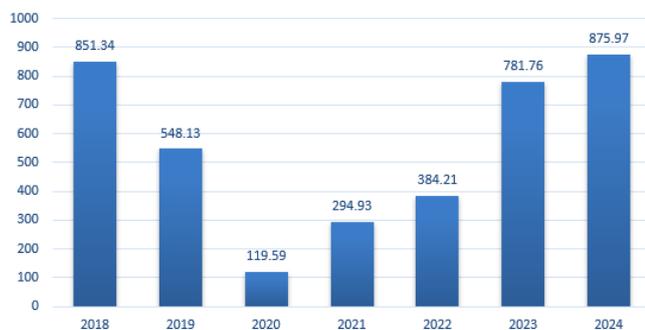
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图12：中印俄黄金储备量持续增长



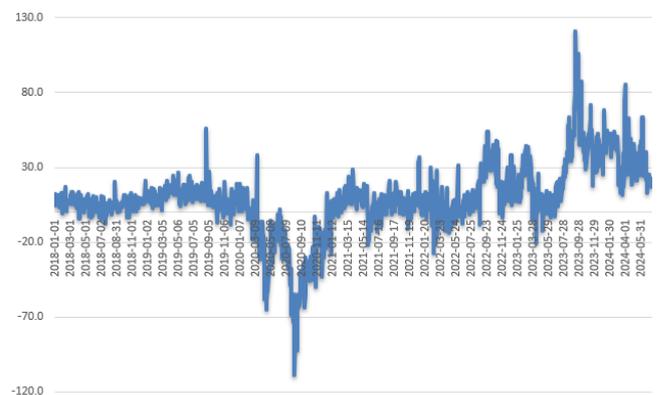
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图13：中国黄金进口量（半年度 H1，吨）



资料来源：中国海关, S&P Global, 东兴证券研究所

图14：中国现货黄金自 2021 年后维持平溢价状态



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

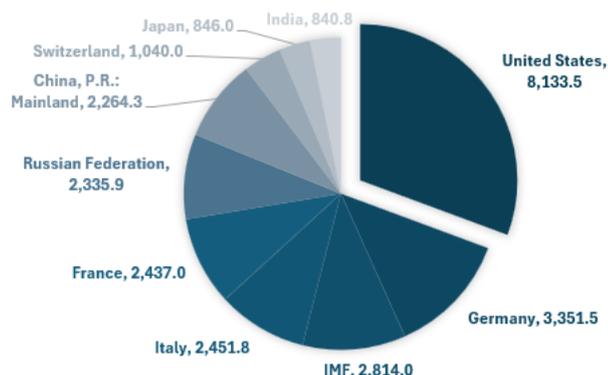
3.4.2 全球央行黄金分布的两个不平衡会带动央行购金的持续性进行

各央行黄金分布情况中依然存有两个不平衡状态，这或将带动新兴央行购金行为的持续。

第一个是黄金储备分布的不平衡：当前全球央行官方总储备 3.6089 万吨，其中美国占 22.5%，欧元区合计占 30%，俄罗斯 6.5%，中国 6.3%，日本 2.3%，印度 2.3%。欧美+中日俄印的黄金总储备占全球 197 个央行黄金总储备 69.9%，显示出黄金在全球央行储备的分布呈现极不平衡特征（新兴国家的央行黄金储备过低）。

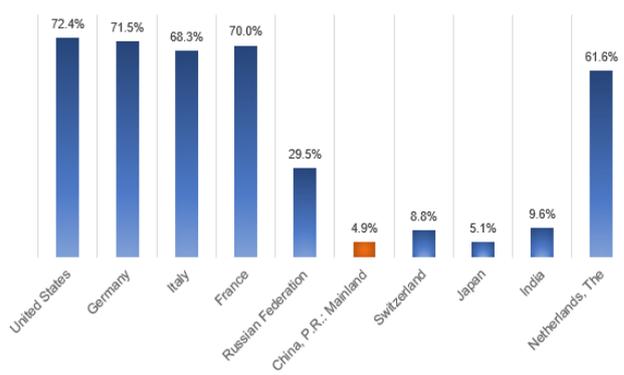
第二个是黄金占外储比例分布的不平衡：西方发达国家黄金占其外储比例均在 60% 之上（美国 72.4%，德国 71.5%），而东亚及中东地区则普遍偏低。如中国黄金占外储比例仅有 4.9%，日本 5.1%，印度 9.6%，俄罗斯 29.5%。所以，从黄金储备分布的两个不平衡角度观察，新兴央行黄金储备规模及黄金占外储比例的明显偏低，意味着以新兴央行为主的黄金购置仍有持续性增长的可能。

图15：全球前十大官方黄金储备统计（至 2408）



资料来源：国际金融统计，东兴证券研究所

图16：主要国家黄金占外储比例对比（至 2408）



资料来源：国际金融统计，东兴证券研究所

3.4.3 黄金已在央行储备体系中对美元形成趋势性替代

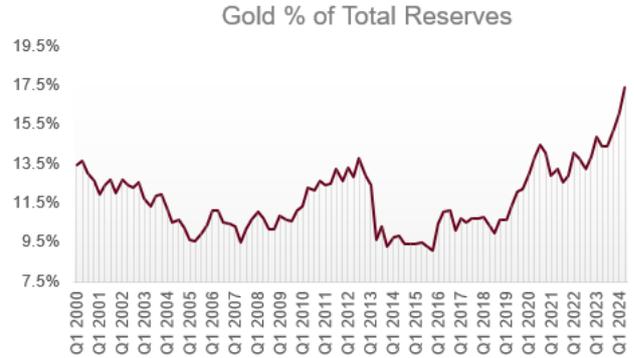
黄金已在全球央行储备体系中对美元储备形成趋势性替代。巴塞尔协议 III 对于黄金资本属性的一级资产定义提升黄金在全球央行的储备地位，从实际数据观察，美元在全球央行的储备比例由 2015 年的 66% 降至 23 年的 58.44%，而与之对应的黄金储备比例则由同期 9% 附近增至 17.4%。根据世界黄金协会在 2024 年的调查数据，69 家受访央行中有 81% 预计在未来 12 个月中全球央行的黄金储备量将延续增长，考虑到以新兴央行为代表的购金活动仍将在金融市场高挥发、地缘政治摩擦增加、通胀水平上升及贸易结算稳定性等背景下延续，预计黄金在央行储备比例仍将延续攀升态势。

图17：美元在全球央行的储备比例已降至 58.4%

图18：主要国家黄金占外储比例升至 17.4%（至 24Q2）



资料来源：Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), International Financial Statistics (IFS), 东兴证券研究所



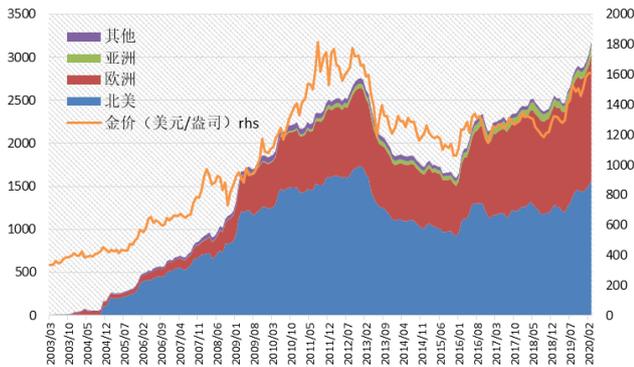
资料来源：IMF, IFS, World Gold Council, 东兴证券研究所

3.5 实物持仓 ETF 规模增长将推升黄金需求弹性显现

3.5.1 全球黄金实物持仓 ETF 对黄金需求形成有效推动

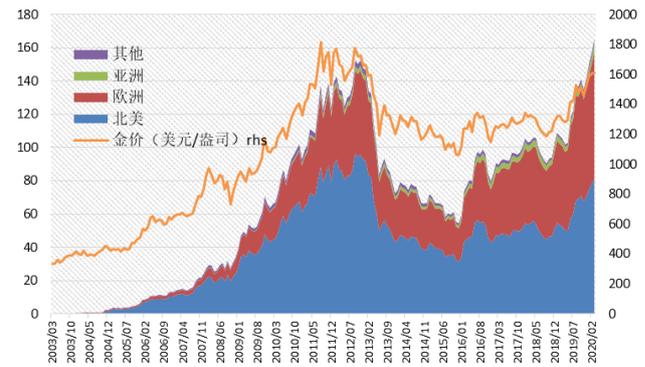
全球黄金实物持仓 ETF 对黄金需求形成有效推动。全球黄金实物持仓 ETF 规模从 2006 年开始出现明显增长，至 2024 年 7 月已增至 3105.5 吨。尽管近两年受全球实际利率偏高影响全球黄金实物持仓 ETF 呈现趋势性的净流出，但从十余年该产品的需求规模观察，近十年 ETF 实物持仓流量绝对值年均约 359 吨，占总需求比值约 8%，显示黄金 ETF 对需求端具有实际性拉动。

图19：全球黄金 ETF 持仓总量（单位：吨）



资料来源：世界黄金协会，东兴证券研究所

图20：全球黄金 ETF 持仓总规模（单位：十亿美元）



资料来源：世界黄金协会，东兴证券研究所

3.5.2 全球黄金实物持仓 ETF 持续性净流出态势已逐步结束

全球黄金实物持仓 ETF 近年来持续的净流出态势已逐步结束。最新数据显示，亚洲地区黄金实物持仓 ETF 已呈持续性增长，而欧美地区自 24M5 后亦显现积极变化。分区域观察，亚洲黄金实物持仓 ETF 连续三年持续增长，当前总持仓 184.6 吨，较 2023 年底增长 46.8 吨 (+34%)。而北美 (较 23 年底-3.2%)、欧洲 (较 23 年底-4.8%) 与世界其他地区 (较 23 年底-0.3%) 的黄金实物 ETF 近三年则表现净流出态势。另一方面，若从全球与亚洲主要黄金 ETF 持仓变化观察，全球前六大黄金 ETF 在 2024 年 H1 均保持净流出，其中全球最大的 SPDR 黄金 ETF 净流出 33.1 吨 (较 2023 年底-3.8%)；而亚洲前十大黄金 ETF 在同期则均维持净流入状态，其中亚洲最大的华安易富黄金 ETF 净流入 14.9 吨 (较 2023 年底+51.6%)，显现亚洲与其他区

域的投资标的有所分化。此外，中国的黄金实物持仓 ETF 同样保持积极增长，如华安易富，博时，易方达及国泰四个基金黄金实物持仓 7 月底合计已达到 89 吨（较 23 年底+52.1%），分别为全亚洲第一，第三，第五和第七大的黄金基金。亚洲市场的 ETF 交易通常具有强流动性特点，而黄金 ETF 亚洲市场的大幅增长显示出资金提前配置实际息率下降的预期及市场对黄金资产有效性的信心，这有助于强化全球黄金 ETF 总持仓量的规模扩张。

表5：全球黄金 ETF 持仓统计（截止 2024 年 7 月 31 日）

	2022年底持仓（吨）	2023年底持仓（吨）	当前持仓（吨）	2024年变动（吨）	资产管理规模（十亿美元）
北美	1,727.1	1,642.5	1,590.6	-51.9	124.1
欧洲	1,565.9	1,385.5	1,319.3	-66.2	102.9
亚洲	118.7	137.8	184.6	46.8	14.7
其他	60.8	59.6	59.5	-0.2	4.6
合计	3,472.5	3,225.5	3,154.0	-71.5	246.3

资料来源：世界黄金协会，东兴证券研究所

表6：全球前十大黄金 ETF 持仓统计（截止 2024 年 7 月 31 日）

基金名称	彭博交易代码	上市国家（地区）	当前持仓（吨）	2024年变动（吨）
SPDR Gold Shares	gld us equity	US	845.8	-33.1
iShares Gold Trust	iau us equity	US	381.7	-16.9
Invesco Physical Gold ETC	sgld ln equity	UK	212.8	-10.2
iShares Physical Gold ETC	igln ln equity	UK	203.4	-3.4
Xetra-Gold	4gld gr equity	Germany	176.5	-22.2
ZKB Gold ETF ‡	zgld sw equity	Switzerland	160.0	-11.5
SPDR Gold MiniShares Trust	gldm us equity	US	101.5	5.6
Sprott Physical Gold Trust	phys us equity	US	98.3	0.2
Amundi Physical Gold ETC	gold fp equity	France	63.9	4.1
Xtrackers IE Physical Gold ETC	xgdu gr equity	Germany	63.6	16.0

资料来源：世界黄金协会，东兴证券研究所

表7：亚洲前十大黄金 ETF 持仓统计（截止 2024 年 7 月 31 日）

基金名称	彭博交易代码	上市国家（地区）	当前持仓（吨）	2024年变动（吨）
华安易富黄金ETF	518880 ch equity	China P.R. Mainland	43.9	14.9
Japan Physical Gold ETF	1540 jt equity	Japan	37.0	6.7
博时黄金ETF	159937 ch equity	China P.R. Mainland	21.3	6.0
Nippon India ETF Gold BeES	159934 ch equity	India	16.5	3.0
易方达黄金ETF	gbees in equity	China P.R. Mainland	16.5	6.2
HDFC Gold Exchange Traded Fund	icpgold in equity	India	7.3	1.0
国泰黄金ETF	3081 hk equity	China P.R. Mainland	7.3	3.3
ICICI Prudential Gold iWIN ETF	sgets in equity	India	7.1	0.0
SBI-ETF Gold	hdfgold in equity	India	6.8	1.2
Kotak Gold ETF	930	India	5.8	0.8

资料来源：世界黄金协会，东兴证券研究所

3.5.3 避险及流动性因素将推动黄金 ETF 持仓扩张

08 年金融危机的借鉴与启示：2008 年 9 月以雷曼兄弟破产为标志性事件的金融危机爆发，同年 12 月美联储降息至零，全球黄金 ETF 总规模短期均出现了显著增长。2009 年一季度合计增长 465.7 吨，较 08 年底增长了 38.4%；如果将时间跨度拉长至三年，全球 ETF 总持仓增长了 1294.5 吨，较 08 年底增长 106.8%；直到 2013 年该趋势才被打破。对比当下，全球利率政策下行拐点再次显现，考虑到海外市场依然较高的通胀粘性，在可预期的低利率高通胀且金融扩表环境将推高黄金的投资配置需求，意味着全球黄金实物持仓 ETF 在后期将大概率呈持续性的净流入，这将驱动现货金价维持强劲平溢价状态，意味着黄金的上涨结构仍将稳健。

黄金实物持仓 ETF 未来增长具有持续性：

- 首先回报率角度对个人投资者具有吸引力。根据 Wind 2024 年 8 月数据统计，全市场 20 只黄金主题 ETF 中，共计 16 只基金年内区间回报达到 17% 以上，该数据已明显跑赢主要大类资产收益。如果从金价过去 20 年的涨跌幅观察，可以发现伦敦金近 20 年的年化收益率高达 8.85%，该数据高于标普 500 的 7.88% 年化收益率且明显跑赢 CPI，这意味着持有黄金类资产可获得有效投资回报并且跑赢通胀。所以实物黄金 ETF 这种分散化按份额购买黄金的产品对个人投资具有吸引力。
- 对于机构而言，对冲和流动性将提升机构对黄金实物持仓的配置。对于机构而言，对冲和流动性将提升机构对黄金实物持仓的配置。对冲的表现加入黄金资产的投资组合可有效降低波动率，根据共同基金投资平台库维拉对 1990 至 2019 期间投资数据的分析，当投资组合全为股票时，其收益的波动率高达 27%，而当股票与黄金的投资组合比为 50:50 时，波动率降至 16%。

3.5.4 黄金实物 ETF 已经成为影响全球黄金需求端的重要变量

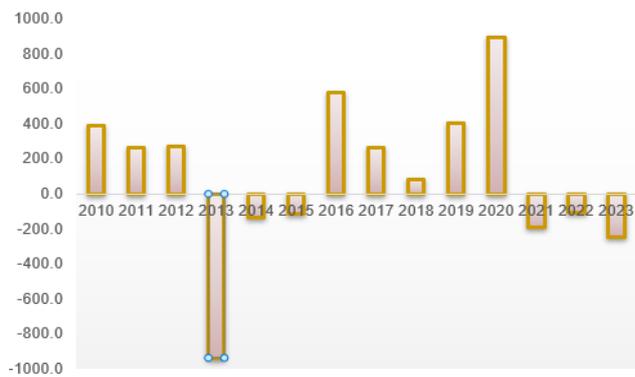
黄金消费的弹性将源于黄金实物持仓 ETF 的再扩张。考虑到 2022 年以来受利率及汇率市场变动导致持有黄金机会成本的攀升，预计随着利率环境的常态化回归（2022-2024M7 由 3469.8 吨降至 3105.5 吨，-10.5%），全球黄金实物持仓 ETF 的年增长量或有望恢复至 2016-2020 年的平均水平（约增长 445 吨/年）。这意味着近两年其对全球黄金需求的负贡献将被逐渐平滑，而利率市场回归常态化后将推动黄金需求曲线进一步右移。考虑到 2023 年全球黄金实物需求端为 4467 吨/年，黄金实物的投资性年消耗或相当于推升全球黄金需求曲线右移近 10%。

图21：ETF+央行购金占总需求比值变化



资料来源：世界黄金协会，东兴证券研究所

图22：全球黄金实物持仓 ETF 年净流量变化（吨）



资料来源：世界黄金协会，东兴证券研究所

4. 黄金股多维度数据对比

黄金基本面的定价逻辑依然维持着强势的多头格局，供需关系的强化导致现货黄金维持有效的平溢价交易，从而提升了黄金交易结构中的安全边际。我们从市值、资源储量、产量、毛利率、PE/PB 等多个维度详细对比了 A 股和港股的几家黄金上市公司，具体内容数据罗列如下

表8：A 股和港股黄金企业各项指标对比（截止 2024 年 8 月 31 日）

	公司	代码	总市值	储量	权益储量	市值/储量	矿产产量	矿产毛利率	PE	PB
			亿元	吨	吨	亿元/吨	吨	%	TTM	MRQ
A股	山东黄金	600547.SH	1,237.79	545.97	455.18	2.27	41.78	28.91	52.81	5.74
	赤峰黄金	600988.SH	314.15				14.35	35.69	33.81	4.94
	中金黄金	600489.SH	747.46	104.07		7.18	18.89		23.24	2.80
	山金国际	000975.SZ	500.92	78.67		6.37	7.01	60.76	28.38	4.22
	紫金矿业	601899.SH	4,204.46		1,148.49		67.73	58.05	19.58	3.68
	西部黄金	601069.SH	104.80	12.21		8.58	7.17	-16.84	-56.81	2.37
	湖南黄金	002155.SZ	192.93	141.76		1.36	3.95		35.40	3.03
	四川黄金	001337.SZ	96.52	29.79		3.24	1.67	53.80	42.74	6.72
	玉龙股份	601028.SH	101.40				2.85	52.70	24.86	3.13
港股	招金矿业	1818.HK	441.13	472.17	386.78	0.93	17.58		53.98	3.78

资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关公司：紫金矿业，山金国际、赤峰黄金、山东黄金，玉龙股份。

风险提示：全球流动性超预期紧缩，央行购金节奏发生趋势性逆转，黄金现货大幅折价交易等。

分析师简介

张天丰

金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师，Wind金牌分析师，中国东方资产估值专家库成员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526