



年度报告

2023 年 12 月 9 日

2024 年贵金属市场展望：会有强趋势行情吗？

分析概述

- **贵金属的主要驱动因素：**黄金的是一种典型的不生息资产，本质上是对经济的现状投不信任票，黄金的中期驱动在于其货币职能，即美元全球货币的替代者角色，因此其大机会在于美元信用受损的阶段。白银近几年工业需求变化较大，供需一度出现很大缺口，但是白银是一个库存大，可再生量大的品种。所以工业需求（即使短缺）无法决定其价格走势，也不能以其生产成本决定其产量。决定其价格中枢的是其贵金属属性下的货币或类货币功能，即依赖于金价和金银比。
- **2024 年白银价格走势展望：**黄金的决定性因素在于美国相对于非美经济的强弱。预计 2024 年美国经济很难弱于非美经济体，因此黄金更多扮演名义负利率所赋予的零息债券角色，难有大幅表现的机会。在金价相对弱势的情况下，金银比趋于下降，因此白银大概率形成在一个区间内震荡的格局，难有强趋势性行情。
- **风险提示：**地缘政治超预期风险，美国货币政策失误的风险。

研究员 张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

weik.zhang@cicc.com.cn

目 录

我们的贵金属研究思路	3
2024 年黄金市场展望：或缺乏强趋势	3
黄金走势分析框架	3
2024 年美国经济会显著走弱吗？	5
2024 年黄金会怎么走？	6
白银的定价逻辑	8
白银的供需关系：缺口难以达到 2022 年的水平	9
白银价格走势展望	11
法律声明	13

我们的贵金属研究思路

对于贵金属的研究，不同的机构，研究方法存在很大差异。从我们的角度看，我们的研究思路可能与市场上普遍存在的一些观点存在差异，目前我们的主要研究框架总结如下：

1. **贵金属的本质是什么？** 我们认为，贵金属（尤其是黄金）本质是一种货币，在当前全球以美元霸权为主的体系下，黄金实质上是美元的替代者角色，且几乎是唯一的替代者角色，因此本质上是信用货币。研究黄金，实质就是研究美国。
2. **影响贵金属价格的因素。** 目前市场主流观点认为美国无风险利率和美元是影响金价的主要因素，通胀和避险因素也是重要影响因素。我们认为在百年大变局的情况下，美元货币地位的变化这个中期因素开始影响金价（比如2023年的央行购金），因此中期因素需要考虑。
3. **贵金属走势分析框架。** 作为定量分析的指标，目前市场最主流的方法是使用美国实际利率和美元走势的边际变化来推导金价的走势。我们认为这种分析方法无可厚非，但应重点注意美国相对于非美经济体的对比，以及金融系统风险这些非指标因素的变化，这对金价的影响很大。

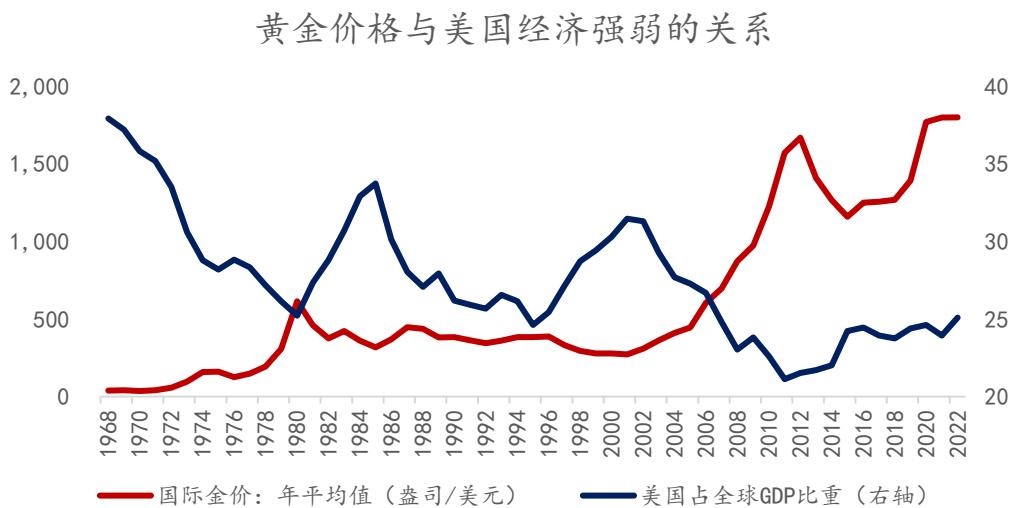
2024年黄金市场展望：或缺乏强趋势

黄金走势分析框架

在分析白银的金融属性之前，我们先把黄金的金融属性及影响因素分析清楚。

黄金自古以来就是实物资产类的货币，即使在布雷顿森林体系解体之后，黄金失去了与主权信用货币的直接关联，但仍然被各国央行视为最重要的储备之一，并且在众多危机时刻可以充当最终的结算货币。所以其储备货币地位在过去不曾改变、未来也难以动摇。各国的主权货币或多或少都会有信用风险，因为存在着货币超发或政府破产的风险，而黄金则是唯一的零信用风险的储备货币。一旦主权货币的信用受到质疑时，零信用风险的黄金就会受到追捧。

图表 1：美国经济强弱与金价的关系



数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

这其中的逻辑在什么地方呢？尽管布雷顿森林体系崩溃之后，美元与黄金脱钩，它在国际贸易中的地位却并未受到太大影响。几十年的时间里，全球已经习惯于使用美元作为交易和储备货币。这在很大程度上是因为美国的经济实力和政治影响力。

黄金与美国经济（美元为载体）的关系其实近似于主权货币与通用货币的关系，本质上是以国家信用为背书的信用货币和以自然属性为背书的贵金属货币之间的博弈。

美国经济/美元走强时，代表美国经济走强，既然主权货币更稳定，则以美元计价的金属货币如黄金价格则会下跌。

美国经济/美元走弱时，代表美国经济走弱，国家货币体系变得不再稳定，通用金属货币呈现避险特性，黄金价格上升，简称负相关。

如果把影响贵金属走势的因素具象化，我们可以这么理解：

一是美联储货币政策，加息-美元走强-金价走弱，降息-美元走弱-金价走强；

二是美国经济情况，GDP 稳步增长，美元走强，反之走弱；

三是地缘政治博弈和经济危机，市场避险需求升温，会推动金价走强，但美元不一定，如果美国是地缘政治博弈或经济危机的受益方，则美元走强，反之美元走弱。

因此，我们经常看到的“美元-黄金”分析框架，其实是不全面的，我们不仅仅考虑美元，还要考虑非常多其他的因素。

基于此，我们可以把黄金价格走势的影响因素具体化到：美国经济在未来会怎么样？美国经济相对于非美经济体是否处在强势？美元及背后的金融体系稳定性？等因素。

2024年美国经济会显著走弱吗？

2023年美国经济一直超预期，甚至史上最急加息也没显著撼动美国经济，那么2024年美国经济会陷入衰退么？

我们认为，不排除美国经济在2024年有衰退风险，然而目前高度紧绷的货币政策也存在很大下行的空间，因此衰退是选项，却不是必然项。我们认为，变数就在于美联储没有及时下调利率以对冲经济下行的风险，而出现的类似2021年加息过晚导致的失控风险。

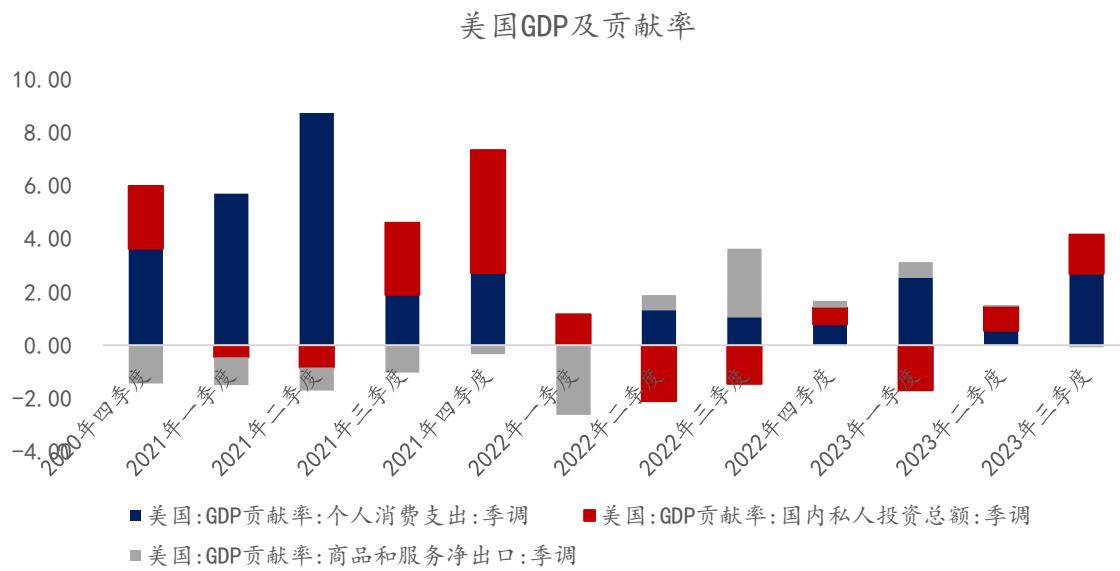
从路径上看，金融条件收紧→增长减速或金融系统脆弱性上升→降息预期发酵，可能最终推动金融条件相应放松。而在接下来的2-3个季度，美国市场和宏观基本面，都需要走过这样的一个波动的过程。

基准情形下，预计美国明年GDP同比增长从今年预期的2.4%明显减速至1.2%，环比层面，今年4季度开始的减速将更明显——4季度GDP增长估计从3季度4.9%的环比折年降至0.8%。目前金融条件收紧的压力，需通过增长减速以及货币政策立场转向来化解，货币政策立场转向可能是对基本面数据做出的反应、也可能由金融体系脆弱性导致的。

对于美国经济四季度乃至明年的表现，我们认为，金融条件快速收紧，暑期旺季后消费减速，学生贷款利息豁免过期，以及可能的政府关门威胁共同作用下，美国2023年4季度GDP增长可能从3季度4.9%的环比折年率，快速下降至1%附近。众所周知，基本面层面，今年产业政策为代表的财政大幅宽松，货币条件在3月后的放松，超额储蓄对消费的持续支撑，及供给瓶颈的快速消失带来淤塞解除是今年美国基本面韧性大超预期的主要驱动因素。但是叠加超额储蓄进一步消耗、财政退坡、地产“补库”结束等因素，2024年下半年美国GDP增长可能比较大的减速压力。如果金融条件不出现明显的宽松，衰退是有可能的。

因此，会不会出现政策失误，就成了美国是否会衰退的关键，这一点有待于后市观察。

图表 2：美国 GDP 状况及分项



数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

因此，在美国经济和美国信用没有“破产”担忧的情况下，黄金难以出现趋势的大涨行情。

2024年黄金会怎么走？

我们可以把不利于贵金属的因素一一映射如下：

- 美国名义产出反弹，使得黄金没有受益于通胀上行风险；
- 私人部门债务杠杆率走低也难以让黄金受益于债务信用风险；
- 新兴市场国家越来越大的美元融资缺口，也限制了黄金储备增长的空间。
- 以实际利率为核心的黄金配置逻辑 面临多重挑战。

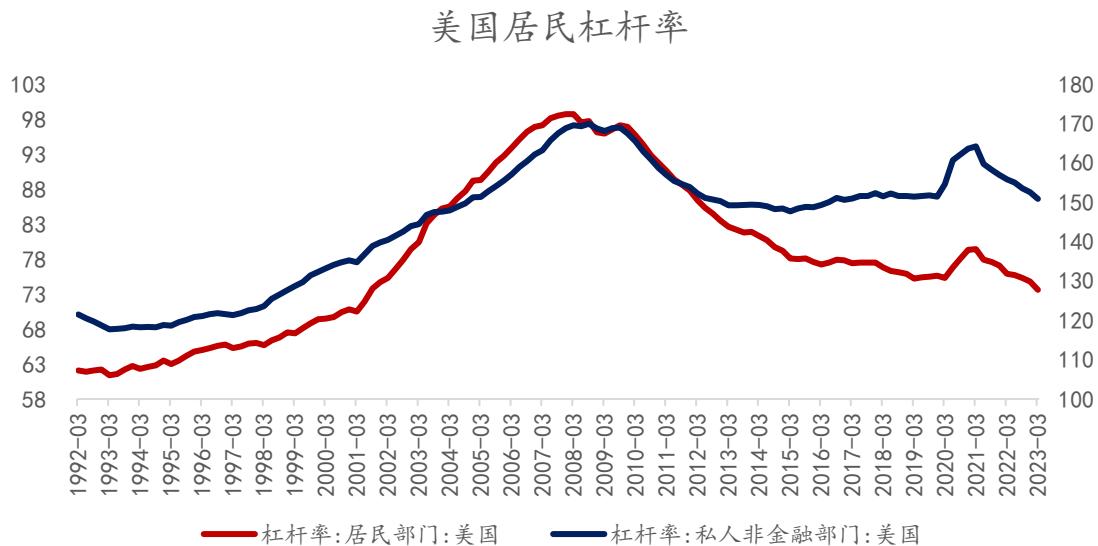
因此，除非美国出现超预期的因素，否则黄金或更多的扮演名义负利率所赋予的零息债券角色。

投资者减持黄金，中央银行增持黄金，二者都有合理的逻辑，但是由此形成的黄金价格宽幅震荡或难以持久，黄金价格的中期下行风险与中期上行风险都较高，但是在美国私人部门资产负债表和金融体系的脆弱性明显下降、外汇储备增长落后于离岸美元融资增长导致非美经济体的美元融资缺口越来越大的情况下，黄金上行面临的压力是存在的。

目前美国私人部门债务杠杆较低、金融体系的脆弱性下降，加上美国经济衰退风险消退，美国实际利率和美元难以大幅回落，私人投资者大概率继续减持黄金。2020年二季度至2023年二季度，美国家庭部门债务杠杆率从84.9%降至75.1%，触及2001年三季度以来最低水平；非金融企业债务杠杆率从121.6%降至96.8%，触及2014年四季度以来最低水平。商业银行核心资本杠

杆率从 9.8% 降至 9.1%，高于 2008 年二季度的 7.9%；住房所有者权益占住房市值之比从 66.1% 升至 72.1%，重新逼近 60 年高位，高于 2008 年二季度的 51.5%；商业银行和房地产市场的债务杠杆风险明显减弱。

图表 3：美国居民和私人部门杠杆率



数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

央行购金是黄金上涨的重要驱动之一，但是这个驱动可能会减弱

这几年非美经济体的跨境美元信贷规模不断扩大，加上美联储大幅度加息引发美国贸易赤字收缩，这些经济体的美元融资缺口也不断扩大，这将限制中央银行增持黄金的能力，甚至不排除中央银行也减持黄金的可能性。

以外汇储备规模排名前十的非美经济体为例，这些国家的外汇储备规模为 6.8 万亿美元，占全球外汇储备规模的 57%，比 2020 年一季度增加 3000 亿美元，比 2014 年二季度要低 6000 亿美元。同时，国际清算银行 (BIS) 口径下，这些国家的离岸美元跨境信贷规模升至 11.6 万亿美元，比 2020 年一季度增加 1.8 万亿美元，比 2014 年二季度增加 5.3 万亿美元。上述十个非美经济体的离岸美元跨境信贷规模与外汇储备规模之比升至 170%，比 2020 年一季度要高 20%，比 2014 年二季度要高 85%。

有观点认为，如果黄金在总储量中的份额（目前为 17%），接近其长期平均水平（58%），那么金价将有很大的上行空间。黄金世界永远不缺乏唱多者，极端的分析师甚至推测，黄金在未来十年内可能达到 8000 美元。

当然，在地缘政治紧张局势加剧、美元武器化以及全球极高的债务水平（历史上通过通货膨胀缓解）的背景下，各国央行将在可预见的未来继续购买黄金，因此黄金的长期价值，我们并不怀疑。

但是在美国急速加息至高位经济却未衰退，以及俄乌战争和巴以冲突都未根本性破坏全球秩序的情况下，当前全球经济格局和地缘状况与冷战结束之后的任何时期相比，并没有显著的变化。美国作为秩序建立者，虽然一直走在

国力透支的量变期，但是显然未到全球格局发生变化的时候。

对于黄金，在美国债务问题未极端显性的情况下，作为储备货币职能的黄金，其货币属性仍被压制。

图表 4：全球黄金储备及增速



数据来源：Wind，中金财富期货研究所

综上所述，对于黄金

- (1) 美国名义产出反弹，使得黄金没有受益于通胀上行风险；
- (2) 私人部门债务杠杆率走低也难以让黄金受益于债务信用风险；
- (3) 新兴市场国家越来越大的美元融资缺口，也限制了黄金储备增长的空间。

所以，以实际利率为核心的黄金配置逻辑面临多重挑战。未来黄金或更多的扮演名义负利率所赋予的零息债券角色，原因是新冠疫情对于全球经济的冲击类似于 2008 年金融危机——各国债务水平攀升，潜在 GDP 增速回落。欧元区和日本的潜在 GDP 增速低于美国，私人资产负债表稳健性差于美国。美联储不断压低美国通胀水平，欧元区和日本将从通胀压力转到通缩压力，大那个时候，欧洲央行和日本央行也会重新进入货币宽松政策，欧洲和日本的长债利率下行，负利率债券规模扩大导致黄金作为零息资产的吸引力上升，但是这个驱动现在仍看不到。

白银：定价逻辑及供需关系

白银的定价逻辑

对于白银，虽然工业供需占据主要部分，但是其定价不是按照工业供需，而是按照贵金属的逻辑。换言之，即使在短缺的情况下，白银的定价仍取决于黄金，而不是自身的供需关系。

因此，对于白银的定价，我们的逻辑是：

1.对白银的定位：是天然货币、贵金属、影子黄金，而非具备金融属性的基本金属。

2.贵金属具备特征：库存远比产能大、金融属性非常强。因为库存大，可再生量大，所以工业需求无法决定其价格走势，也不能以其生产成本决定其产量。决定其价格中枢的是其货币或类货币功能

因此，白银的供需关系，只能在贵金属的货币属性范围内起作用。

历史上看，白银与黄金的价格走势存在以下的规律：

(1) 从近几十年历史来看，重大风险出现时金银同步性非常高，且白银涨幅远大于黄金。白银在工业属性上强于黄金，但不能认为白银金融属性弱于黄金。

(2) 从历史上几次白银牛市来看，白银的价格不由其工业属性引导，而是由其金融属性决定的。

(3) 库存不是影响白银价格的因素，反而可能是对白银价格预期影响了库存。相对于工业需求，白银库存比较高，工业需求方面无法影响白银价格。而相对于投资需求，白银库存又显得不够多，那么投资者的预期影响了白银价格进而影响其库存。即当预期白银走弱时，投资者抛售，此时库存增多；预期白银走强时，投资者抢购，此时库存减少。

(4) 白银相对黄金的溢出效应比较弱。首先是黄金被认为是天然货币，黄金市值 7 万亿，白银市值 3500 亿，其二是投资者对黄金的认可胜于白银。那么当投资者有配置贵金属需求时，首选黄金，而黄金容易足够大能够容纳投资者需求，其资金不容易溢出到白银。这也导致白银的行情启动得比黄金晚。

白银的供需关系：缺口难以达到 2022 年的水平

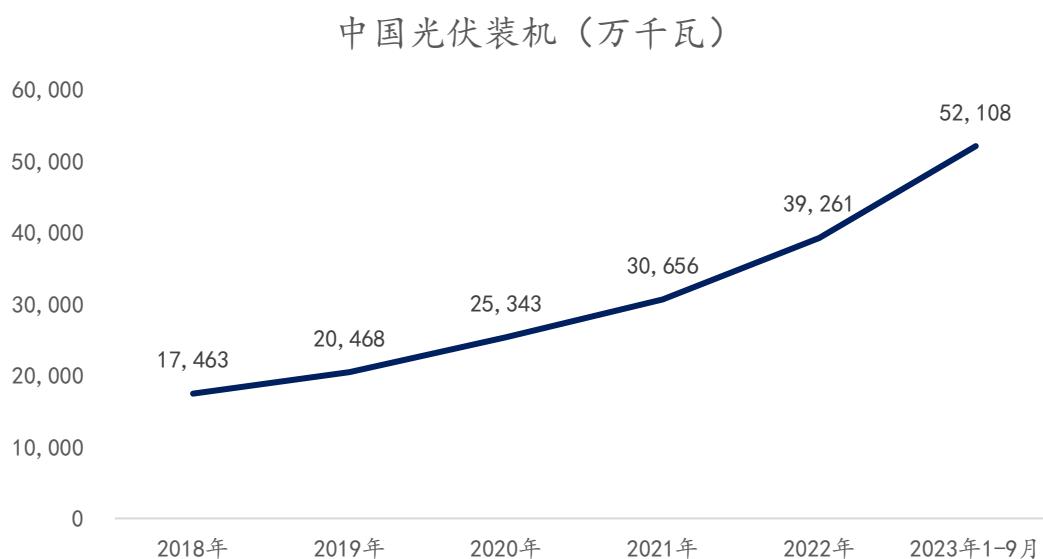
基于白银价格由黄金主导这个逻辑，我们先需要排除白银是否因为工业需求而出现短缺的可能。

工业用银是最大的白银需求构成。从下游产品来说，工业用银主要分为银浆、镀银、银合金、银触点。涉及到的终端领域有光伏、新能源汽车、电力、半导体、消费电子、摄影等等，白银凭借其优异的导电属性，一般用于电流传导或者焊接的功能，被广泛应用于太阳能电池板的电池片上，以银浆的形式加工运用，是光伏电池片结构中的核心电极材料。镀银成为重要的电子功能性镀层，在印制板、接插件、波导等电子和通信产品中扮演重要角色，银触点和各类银合金被广泛的利用在电子元器件的制造中。

光伏用银增长迅速。光伏发电领域近几年需求增长迅速，2022 年占比达 11.3%，光伏用银也是白银需求端最大的扰动项。光伏电池可分晶硅电池和薄膜电池，其中晶硅电池的市场份额达 95%，薄膜电池仅占 5%，晶硅电池又分为 P 型电池和 N 型电池。据 CPIA 预测，未来 N 型电池市场份额将大幅上升，到 2030 年将从 2021 年的 3%上升至 76%。因为 N 型电池的白银需求

量更大，随着 N 型电池的大规模扩展应用，白银需求量或显著增加。并且，CPIA 预计 2022 年全球新增装机或将达到 230GW，创历史新高。中国 2022 年新增装机为 87.41GW，同比增长 59%，占世界新增装机的 38%。同时，全球的产业重心也进一步向中国大陆转移，2022 年，中国大陆的硅片、电池片、组件产量占全球总产量的比重均在 80% 以上，且呈现快速增长势头。

图表 5：中国光伏装机



数据来源：Wind, 中金财富期货研究所

但是需要注意的是，因为白银价格较高，银浆逐渐从前期的纯银浆转变为银包铜浆。

银浆按照电池片使用位置可以划分为正面银浆及背面银浆，其中正面银浆要求较高，截至 2021 年，正面银浆行业 CR3 合计占比约为 47.90%，截至 2023 年国产正面银浆市场份额预计可达 95%。虽未来随光伏电池片规模化后，单片银耗有所下降，但随着下游需求提升及银耗相对较高的 N 型电池片占比增长，光伏银浆需求稳中有进。

预计 2023-2025E 年光伏银浆总体需求分别 5756/6993/7203 吨，分别同比 +47%/+21%/+3%，三年需求复合增速达 22%。增速显著放缓。

因此，2023 年在绿色经济终端应用的带动下，工业需求预计 will 再次上升，今年将增加 4%，达到历史新高。增长的驱动力来自国内生产总值的增长，对光伏、电网和 5G 网络的投资，消费电子产品的恢复增长和汽车产量的上升。摄影需求的结构性下降在 2023 年继续。受印度的需求减弱和贸易库存正常化影响，珠宝制造需求预计下降 15%，银器需求预计下降 24% 至 55.7 百万盎司。在 2022 年的强劲增长后，净实物投资预计减少 7%。2023 年白银总需求预计下降 6.07%，达到 1167 百万盎司。

图表 6：白银供需平衡表（世界白银协会）

单位: 吨	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023E
矿产银	27,894	27,987	26,861	26,447	26,021	24,329	25,741	25,580	26,192
回收银	4,569	4,529	4,572	4,619	4,603	5,163	5,452	5,617	5,633
净套保供应	68	-	-	-	432	264	-	-	-
官方部门净销售	34	34	31	37	31	37	47	53	53
总供应量	32,565	32,550	31,464	31,104	31,088	29,794	31,240	31,250	31,878
工业	13,791	14,849	16,028	15,900	15,853	15,200	16,429	17,309	17,928
摄影 (硝酸银)	1,188	1,079	1,008	977	955	837	862	855	821
银饰	6,298	5,882	6,103	6,317	6,264	4,681	5,645	7,281	6,205
银器	1,813	1,664	1,848	2,087	1,907	970	1,266	2,286	1,732
实物净投资	9,620	6,622	4,846	5,148	5,816	6,370	8,522	10,354	9,611
净套保需求	-	373	34	230	-	-	109	557	-
总需求量	32,712	30,469	29,866	30,659	30,796	28,058	32,833	38,643	36,298
供需平衡	-146	2,081	1,599	445	292	1,736	-1,592	-7,393	-4,420

数据来源：世界白银协会预测，中金财富期货研究所

按照世界白银协会的数据，2023年白银短缺4420吨，但是从结构上看，光伏需求增加，但是银饰需求下降，而电子产品销售疲软也抑制工业需求，2023年白银需求依然下降近6%。因此短缺量相对于2022年的7400万吨，大幅缩减。

基于此，我们认为未来白银需求的主要增量在于光伏，我们预测光伏用银量的变化：

乐观条件下，预计2023年光伏用银需求将同比增长25%达到5451吨，且白银供需缺口将达到4859吨。然而，在保守条件下，我们预计2023年光伏用银需求同比增长3%达到4489吨，且2023年的白银供需缺口将达到3897吨。至2030年，乐观估计光伏用银需求将达到5592吨，供需缺口为5163吨；保守估计光伏用银需求将达到4731吨，供需缺口约为4302吨。

由此可见，在未来5-7年的时间，即使考虑供应端只是微小的增长，光伏银浆需求大增导致的供需缺口，也很难超过2022年的7393万吨。

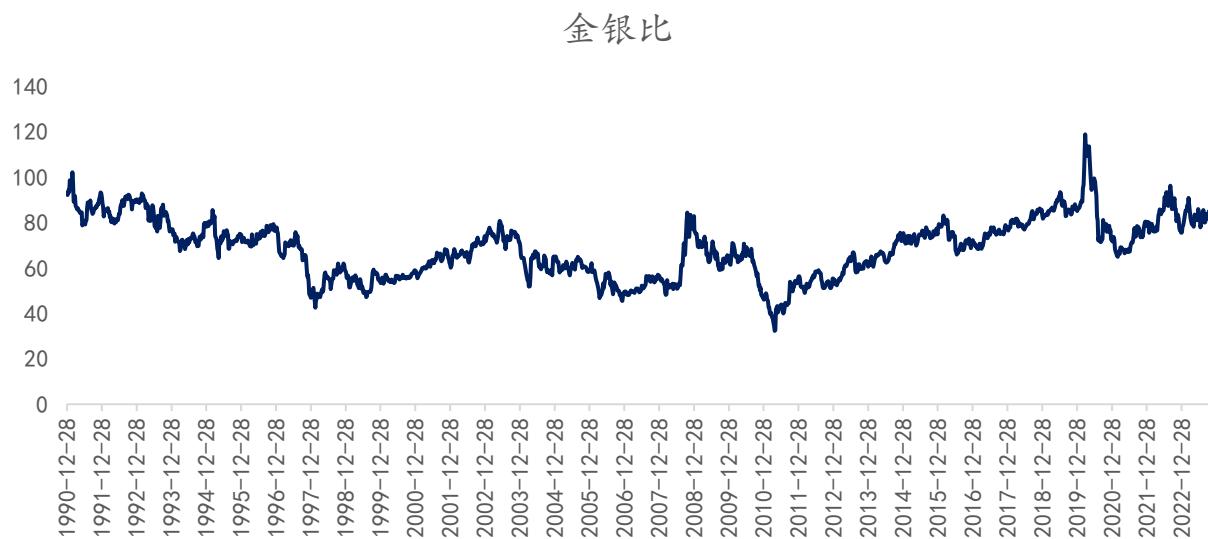
白银价格走势展望

基于上述分析，我们把白银价格走势的逻辑做个总结：

- 1.白银的价格是由其贵金属属性，主要由黄金决定的。供需关系一定程度上可以影响价格，但是不是白银价格走势的核心主导因素。因此，对于白银而言，预测其价格区间，很大程度上是预测金价的区间。
- 2.光伏行业爆发一度使得白银出现较大缺口（2022年），但是白银的价格并未因为供需关系的紧张而大幅上涨（如碳酸锂从8万/吨上涨到60万/吨）。
- 3.随着银包铜浆技术的推广，白银的工业需求增速放缓，供需缺口难以达到2022年的水平。
- 4.白银难以突破过去10年形成的金银比区间。

从金银比的角度看，历史上贵金属上涨行情中，金银比往往走弱。并且金银比与通胀预期具有显著负相关性，但从 22 年 8 月起金银比与通胀预期负相关关系出现背离，显示白银相对黄金定价逻辑出现一定的变化，白银定价逻辑大量参考了实物端的供需。因此我们认为金银比存在修复的可能。

图表 7：金银比及趋势



数据来源：世界白银协会预测，中金财富期货研究所

从金银比的角度看，过去 33 年的平均值约为 68，次贷危机之后平均值约为 70，新冠疫情之后平均值约为 82，目前的金银比为 86 附近。考虑到黄金在上涨的时候金银比趋向扩大，那么 2024 年金银比有继续下降的趋势。

基于此，我们对于黄金和白银的价格预测（国际金价、银价：Comex 黄金、白银主力合约）逻辑如下：

1. 在美国经济强于非美，且 2024 年有宽松预期的情况下，美国经济难以深度衰退，实际负利率难现，因此 2024 年黄金难有较为极端的表现，我们预测 2024 年国际金价在 1750-2200 美元位置波动，中枢位置在 1850 美元-2050 美元之间。

2. 2024 年白银的短缺程度难以超过 2022 年，白银的定价主要遵循金银比，我们认为金银比有回落的空间，回归到 70-80 的区间概率很大，因此 2024 年白银的主要价格区间 21 美元-27 美元，极限位置 19-29 美元。从时间周期看，目前的价格处在相对较高的位置，白银价格在年末岁初回到 21 美元的概率较大，如果回落到这个位置，存在买保的价值。

法律声明

版权免责声明：本报告由中金财富期货有限公司提供，未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过正当渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

报告内容免责：本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据中金财富期货研究所后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。

报告使用免责：本报告仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。本资料仅供订投资者参考之用，并不构成对所述期货买卖的出价，在任何情况下，本报告的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。我公司及研究人员不对投资者使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。



扫码立即下载中金财富期货APP

客服热线：4001087888

中金财富期货有限公司

公司网站：<https://www.ciccwtf.cn/>

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203—4205单元

邮编：518048

传真：0755-82912900

总机：0755-82912900