

►短期內國際局勢可能持續動盪，黃金或伴隨地緣政治衝突的不斷演化而持續上漲。



今年2月中旬以來，黃金價格急劇上升，屢創歷史新高。國際金價創造了前所未有的上漲速度，其背後反映出的邏輯是傳統黃金定價體系暫時失效，國際衝突逐漸成為黃金定價的主導因素。在去年4月17日發布的《黃金正在開啟新一輪牛市》專題研究報告中，我們也說明了黃金上漲的兩個主要理由：一是美國實際利率重新進入下行趨勢；二是地緣政治動盪促使黃金的貨幣替代價值凸顯。

# 金價為何與美元背離？

飛躍宏觀 蔣飛  
長城證券宏觀經濟學家

## 黃金信用勝美元

在黃金定價的傳統分析框架中，美元指數和美債實際收益率是主導因素。從歷史關係來看，黃金和美元具有較為明顯的「蹺蹺板效應」，即美元漲，黃金跌，反之亦然。直接原因是由於，國際黃金以美元計價，所以呈現負相關關係。更為深層的原因是，在現有的國際貨幣體系當中，黃金和美元都具有較好的信用。黃金可以在全球範圍內交易和兌換，至於美元，根據環球銀行金融電信協會SWIFT數據，截至2022年底，在國際貿易結算佔比約為40%。另據IMF（貨幣基金組織）數據，截至2023年底，美元在全球外匯儲備佔比接近60%。黃金和美元都屬於國際硬通貨，因而存在一定相互替代的關係。

黃金價格和美債實際收益率的負相關關係，是黃金和美元互為替代品關係的進一步延伸。當美債實際收益率下降時，即持有美元的實際收益下降，投資者就更傾向於持有黃金，導致黃金價格上漲。從歷史數據可以看到，倫敦現貨黃金價格和美國10年期國債實際收益率（逆序）走勢較為一致，甚至比黃金和美元指數（逆序）的走勢更為貼合。黃金和美債實際收益率的關係也是我們一直以來分析金價的主要框架之一。

通脹也是黃金定價傳統框架的邏輯之一，主要體現了黃金的抗通脹屬性。1980年至今，在全球通脹率較高的年份，大多情況下黃金價格都在上漲。這一現象背後的邏輯是，全球性通脹的成因之一是貨幣寬鬆周期，當處在貨幣寬鬆周期，持有貨幣的收益下降，持有資產的收益上升，而黃金就是最好的保值資產之一。2019年開始，世界三大經濟體中美歐的央行總資產同比上升，全球進入新一輪貨幣寬鬆周期，2020年疫情加速了這一過程，而黃金價格也在同一時期快速上漲。這正是體現了貨幣寬鬆、預期通脹和黃金定價的聯動。

## 全球央行加速購金

但在2018年之後，逆全球化加劇，黃金的避險屬性更加凸顯，國際金價和傳統分析框架持續背離。黃金首先背離的是美元指數。2018年4月至2020年4月，美元指數大周期走強，從90升至100左右。同時，黃金價格也在上漲，從最低1200美元/盎司左右上漲至接近2000美元/盎司。這主要原因可能是國際貿易爭端開啟了逆全球化趨勢。黃金在2022年也背離了美債實際收益率。美聯儲在高通脹壓力之下啟動加息周期，美債實際收益率上升。但俄烏衝突將逆全球化趨勢從貿易爭端升級為軍事熱戰，黃金價格大幅上漲。



在傳統分析框架中，黃金的保值和抗通脹屬性居於主導地位，避險屬性居於輔助地位，但逆全球化趨勢出現以來，衝突從貿易逐漸蔓延至軍事，甚至存在戰爭風險，黃金的避險屬性更加受到重視，國際衝突也成為黃金定價的主導因素之一。

國際衝突日趨激烈，全球央行購金需求增長。在去年的報告中，我們就提到，部分央行正在積極購買黃金，拋售美元，這種第三方因素推動黃金需求的上升。

根據世界黃金協會的數據，2022年全球央行購買黃金達到創紀錄的1082噸。2023年，這一趨勢還在延續，全球央行購買黃金1037噸，雖然比2022年少45噸，但也是歷史第二高，高金價也難阻各國央行增持黃金的熱情。2022年和2023年「全球央行購金調查」表明，黃金在危機時期的出色表現，以及其作為長期儲值產品的重要作用，是各國央行持有黃金的主要動力。

自2022年11月至2024年3月，中國已經連續17個月增加黃金儲備，也創造了中國最長增持黃金的周期。根據世界黃金協會報告，2023年中國央行黃金儲備增加225噸，是自1977年以來黃金儲備增加最多的一年。不過，該報告也指出，2023年中國黃金儲備2235噸，僅佔中國龐大國際儲備的4%。相較於中國的經濟體量和國際儲備，黃金儲備較低，因此中國增加黃金儲備屬於正常情況。

2023年第二大黃金買家是波蘭。2023年4月至11月，波蘭央行購入黃金130噸，黃金持有量增加57%，這也是波蘭有紀錄以來的最高年度購金量。波蘭國家銀行行長表示「希望黃金在波蘭的國際儲備中佔比達到20%（目前佔比為12%）」。

從地緣政治角度，波蘭處在俄烏衝突的最前線，是北約中最靠近俄羅斯的國家之一。2023年3月，波蘭總理提議沒收俄羅斯富豪的財產，作為對俄制裁的一部分。5月，俄羅斯駐波蘭大使表示，俄羅斯和波蘭之間本已緊張的外交關係可能會進一步惡化，甚至完全斷絕。

俄羅斯黃金儲備達到歷史新高。由於在俄烏衝突後，以美歐為代表的西方國家對俄羅斯實施金融制裁。2022年4月，俄羅斯央行行長納比烏琳娜表示，西方國家凍結了俄羅斯

央行近3000億美元的外匯儲備。因此，俄羅斯也在積極增加其黃金儲備。俄羅斯央行數據，2023年俄羅斯黃金儲備達到2350噸，佔其國際儲備的26%，為2000年3月以來的最高水平。俄烏衝突仍在繼續，俄羅斯或將繼續增持黃金。

## 地緣衝突越趨激烈

2024年，舊衝突尚未結束，新衝突不斷出現，國際局勢更加緊張，推動黃金價格創新高。2022年2月爆發俄烏戰爭，至今仍在繼續。2023年10月7日，巴勒斯坦哈馬斯向以色列發射火箭彈，以色列隨即宣布向哈馬斯宣戰，巴以衝突爆發。11月19日，胡塞武裝在紅海扣留以色列貨船，之後又襲擊了多國貨船，紅海航道危機爆發。進入2024年，2月26日法國總統馬克龍表示「不排除向烏克蘭派兵的可能」，次日，俄羅斯回應「一旦這種情況發生，北約和俄羅斯的直接衝突將不可避免」，俄烏衝突進一步激化。3月18日，巴基斯坦對阿富汗發動空襲，阿富汗塔利班部隊向兩國邊境開火。3月22日，俄羅斯莫斯科發生恐怖襲擊事件。4月1日，伊朗駐敘利亞使館遭以色列恐襲，4月14日，伊朗向以色列發射無人機和導彈。在一系列國際衝突事件的刺激下，黃金價格節節攀升，在4月12日突破了2400美元/盎司。

自二戰以來，國際社會經歷過一段和平發展的歷史時期。但伴隨着國際力量的重新平衡，地緣政治結構也面臨着重構的風險。1978年改革開放至今，中國GDP從全球十一名上升至第二名，國際地位大幅提升。美國開始對中國實施全方位的打壓制裁，中美貿易爭端只是其中一面。俄羅斯自蘇聯解體之後，綜合國力一直低於歐洲，隨着北約不斷擴大勢力範圍，俄羅斯戰略空間損失殆盡。俄烏衝突即是北約和俄羅斯矛盾的交匯點。

短期內，諸多地緣政治衝突難以妥善解決，國際局勢可能持續動盪。「盛世翡翠，亂世黃金」，黃金作為世界硬通貨，歷史上多次被瘋狂搶購。我們認為這一趨勢還在強化，黃金或將伴隨着地緣政治衝突的不斷演化而持續上漲，安全訴求是各國政府和居民趨之若鶩搶購黃金，以及類黃金資產的主要原因之一。國際衝突逐漸成為黃金定價的主導因素。

## 經濟開局良好 今季有望提速

政經透視 鍾正生  
平安證券首席經濟學家

國家統計局公布數據顯示，2024年一季度中國實際GDP增長5.3%。在生產端，工業增加值、服務業生產指數分別錄得6.1%和5.5%的增速，為實現5.3%的實際GDP增長奠定基礎。在需求端，一季度固定資產投資增速4.5%，較2023年全年的3%明顯提速；出口交貨值增長0.8%，而2023年全年為-3.9%，外需恢復為經濟增長注入動能。

筆者重點分析以下三個要點：

### 全年有望實現5%增長目標

一季度中國經濟開局良好，環比增速達到2015年以來最高值，略強於2023年一季度疫情防控優化初期。考慮到去年二季度經濟環比偏弱，低基數或將推動2024年二季度GDP進一步提速，意味着2024年上半年中國實際GDP增速能夠達到5.3%以上，即便下半年GDP增速回落至4.7%左右，也可實現全年增長5%的目標。

經濟平穩運行背景下，短期內增量政策出台的必要性不足。財政政策方面，從政府工作報告看，2024年中國可動用的「兩本賬」廣義赤字約9.46萬億元（人民幣，下同），較2023年全年可動用規模提高1.28萬億元，財政增量規模可觀。

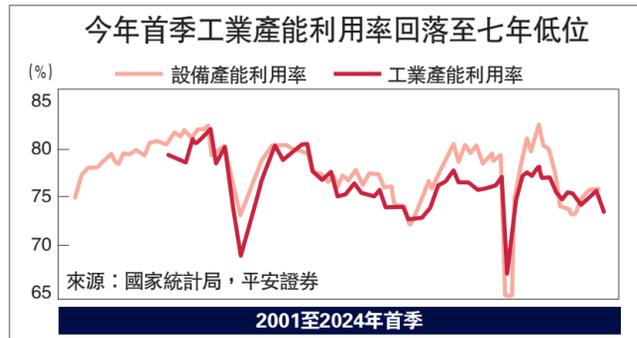
筆者預計，2024年二、三季度特別國債和地方政府專項債將集中發行和落地使用，現有政策能夠對經濟增長形成持續支撐。貨幣政策方面，海外美聯儲降息時點的不確定性增強，人民幣匯率仍是政策寬鬆的重要考量。

### 房地產投資仍偏冷

價格低迷影響市場「體感」。企業的營收、利潤和政府財政收入均與名義GDP掛鉤，實際GDP與名義GDP增速的差距意味着企業「增收不增利」，也會加劇地方政府的財政收入壓力。同時，作為領先指標的PPI低位震盪，不利於工業庫存周期的啟動。

2024年一季度，中國名義GDP同比增長4.0%，較實際GDP增速低1.3個百分點，因GDP平減指數增長-1.3%，主要受物價低迷的拖累。從GDP平減指數看，2023年二季度至今已連續四個季度負增長。

《政府工作報告》對財政赤字率與新增赤字規模安排，暗含了對名義GDP增速目標的假設。筆者測算，2024年名



## 內地品牌南下 為港商舖市道添活力

樓市強心針 廖偉強  
利嘉閣地產總裁

經歷了新冠疫情後，香港經濟仍未完全恢復，而且有些改變，令大家始料未及。本港不少行業都在洗牌，不少居民感到陣痛未癒。

面對去年通關後出現的北上消費熱潮，做零售業、餐飲業的老闆，當然不會好過。很多企業在高峰期急劇擴張，除了飽受租金的壓力之外，生意額亦不足以應付。兩地通關後，港人赫然發現內地的消費原來很低廉，不但吸引眼球，而且消費力亦轉移了。

其實，內地的消費，從來都是以平價作賣點，只是今時今日各式各樣的硬件，例如景點、酒店、商場等都比以前進步，就更加凸顯性價比的優勢；加上近年港人消費力未恢復，通關後突然多了選擇，而往返大灣區的交通十分方便快捷，港人自然就會傾向「平靚正」的消費。香港的零售及餐飲行業，難免要面對一輪洗牌，物競天擇、汰弱留強。

義GDP增速目標的「隱含下限」在5.6%附近，剔除5%的實際GDP增速目標，對應GDP平減指數的目標下限應在0.6%附近。以一季度物價數據線性外推，實現物價溫和回升的目標仍需努力。

房地產投資雖有好轉，各項面積指標卻趨於回落。一季度房地產投資增速為-9.5%，相比2023年跌幅略有收窄。然而，一季度房地產施工面積（-11.1%）、房屋新開工面積（-27.8%）和商品房銷售面積（-19.4%）同比跌幅分別較2023年末擴大3.9、7.4和10.9個百分點；房屋竣工面積累計同比增速則從2023年的17%，轉為2024年一季度的-20.7%。

從中指調查數據看，2024年3月選擇「購房意願強於上月」的人數佔比約17%，環比2月回落2.2個百分點，創近一年新低；半年內計劃購房的居民佔比約18.2%，遠低於2023年末的24.3%。足見居民購房信心不足，或使「銷售一拿地一新開工」的房地產投資內生鏈條難以明顯恢復。

### 工業產能利用率待改善

當前工業和製造業運行有兩點特徵。一是生產快於需求。2024年一季度，工業增加值的累計同比增長6.1%，其中製造業增長6.7%；工業產銷率卻回落至94.9%，達到2000年以來（不含1月）的最低點。二是投資快於生產。2024年一季度，製造業投資累計同比增長9.9%，增速高於製造業生產的6.7%，或得益於新一輪設備更新政策支持。然而，2021年起製造業投資的快速擴張已三年有餘，新增產能不斷投放，逐步拉低企業產能利用水平。

產能利用水平不足。2024年一季度，工業企業產能利用率回落至73.6%，為2016年四季度以來的歷史次低點（僅高於2020年一季度）。過低的產能利用水平體現產能過剩的潛在風險，現有閒置產能會抑制新增投資，往往伴隨價格中樞回落、行業預期回報率下降、債務及金融風險抬頭、涉外貿易爭端增多等一系列問題。

以近四個季度均值剔除季節性觀察，與新能源相關的電氣機械和器材製造業、計算機通信電子製造業、汽車製造業，以及醫藥製造業產能利用率均低於2016年四季度以來的中樞，可見裝備和高技術製造業明顯存在產能利用不足的問題，這恰是2021年以來受政策支持力度較大、投資較快增長的製造業行業。適度的產能冗餘有助於平衡「效率」和「安全」的關係，卻也會影響產能去化的步伐，推遲市場出清的時點。