

央行购金空间广阔，投资需求推动金价中期上涨

——黄金系列报告之一

行业评级 看好 (维持)

国家/地区 中国
行业 有色、钢铁行业
报告发布日期 2025年03月27日

核心观点

- 黄金投资需求显著增长，2024年总需求量创新高：**根据世界黄金协会2025年2月5日发布的《全球黄金需求趋势报告》，2024年全球黄金总需求量为4974吨，同比增长1%，刷新自2010年以来的最高纪录。其中黄金投资总需求达1180吨，同比大幅增长25%。展望2025年，我们认为消费与科技用金需求或进一步分化，处于历史最高水平的金价可能抑制金饰消费需求，但全球央行购金与黄金ETF的投资需求或继续带来需求增量。
- 央行购金总量稳定国家分化，黄金或削弱美元储备货币地位：**2024年全球央行黄金净购买量为1045吨，连续第三年突破千吨大关。全球央行购金行为作为黄金投资需求的代表，对黄金定价的影响力日益提升，未来投资需求或主导黄金的定价，全球央行购金行为的隐含逻辑是美元作为全球储备货币的绝对主导地位被削弱。
- 中国央行未来购金目标的两种假设：**截止2025年2月28日，中国央行黄金在外汇储备中的占比仅为6.58%，与其他国家相比存在较大差距。假设未来其他资产数额不变，如果外汇储备中黄金占比提升至对标西班牙水平的21.9%，则对应的总理论增量空间为6265.6吨黄金；如果提升黄金外汇储备占比至对标埃及水平23.7%，则对应的总理论增量空间为7166.9吨黄金。
- 央行购金对黄金价格的影响：**根据Wind数据，2022至2024年全球央行月度净购金量除2023年3月至5月为负值以外，总体维持稳定，月度购金量约为50至100吨。其中，全球央行单月购金量的激增，可能推动黄金价格近5%的上涨。需要注意的是，由于全球央行购金释放中长期投资信号，从而备受市场关注，当月全球央行净购金量的增长对金价的影响可能存在1-2个月的滞后效应。



证券分析师

刘洋 021-63325888*6084
liuyang3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010002
香港证监会牌照：BTB487

投资建议与投资标的

投资建议：我们认为，逆全球化与贸易壁垒大背景下，受特朗普关税政策反复变动、美国经济数据及美联储降息预期，全球央行购金有望持续增长，推动黄金价格持续新高。我们看好金价的长期上涨空间，建议关注全球布局的国内黄金民营企业、2026年后产量增量较大的赤峰黄金(600988, 买入)，世界级一流矿企、铜、金双轮驱动的紫金矿业(601899, 买入)，同时建议关注山金国际(000975, 未评级)。

风险提示

美国政策与经济变化超预期；历史数据参考意义弱化；黄金需求不及预期；假设条件变化影响测算结果

目录

1. 2024 年全球黄金需求概况	4
1.1 科技用金：人工智能需求爆发，科技用金增量显著	6
1.2 投资用金：金币金条总体持平，内部需求结构分化	6
1.3 央行购金与 ETF：双轮驱动，黄金投资需求显著增长	8
2. 黄金 ETF 与央行购金分析	9
2.1 黄金 ETF：净流出量明显减少	9
2.2 央行购金：新兴市场主导，增长空间广阔	10
3. 全球央行购金对黄金价格影响	14
4. 投资建议	16
风险提示	16

图表目录

图 1: 全球黄金科技板块需求情况 (单位: 吨)	6
图 2: 全球黄金投资板块需求情况 (单位: 吨)	7
图 3: 2022-2024 全球黄金 ETF 持仓变化量及投资需求 (单位: 吨)	8
图 4: 2022-2024 全球黄金 ETF 持仓变化量及全球央行购金量 (单位: 吨)	8
图 5: 2021-2024 年全球黄金 ETF 持仓量变化量 (单位: 吨)	9
图 6: 全球央行年度购金量与占黄金总需求比例 (单位: %, 右轴)	10
图 7: 2024 年全球央行季度购金量与同比增长率 (右轴)	11
图 8: 2024 年全球央行购金量排名	12
图 9: 中国央行月度购金量及黄金占外汇比例 (右轴)	13
图 10: 世界各国央行黄金储备量及占外汇储备比例 (右轴)	14
图 11: 世界各国央行外汇储备及黄金占外汇储备比例 (右轴)	14
图 12: 黄金价格 (单位: 美元/盎司) 与全球央行月度净购金量 (单位: 吨, 右轴)	15
表 1: 全球黄金供需各版块情况 (单位: 吨)	4
表 2: 全球黄金科技板块需求情况 (单位: 吨)	6
表 3: 全球黄金投资板块需求情况 (单位: 吨)	7
表 4: 2021-2024 各年末以人民币计价的 COMEX 黄金价格及涨跌幅	10
表 5: 2024 年全球央行季度购金量与动因关联	11
表 6: 2024 年全球央行购金量、占比及原因	12
表 7: 央行隐性购金渠道及推测依据	13
表 8: 中国央行理论增量购金空间测算	14

1. 2024 年全球黄金需求概况

全球黄金需求持续增长，投资需求是核心驱动因素。根据世界黄金协会 2025 年 2 月 5 日发布的《全球黄金需求趋势报告》，2024 年全球黄金总需求量为 4974 吨，同比增长 1%，刷新自 2010 年世界黄金协会有数据以来的最高纪录。尽管地缘政治动荡与高金价抑制了部分消费需求，但以央行购金和 ETF 投资为代表的投资需求强劲增长，成为金价上涨新的核心驱动力。2024 年全球黄金投资总需求达 1180 吨，同比大幅增长 25%。央行购金方面，全球央行购金量连续第三年超过 1000 吨，2024 年全球官方黄金购金量全年净买入 1045 吨，其中四季度单季购金量飙升至 333 吨；ETF 投资方面，2024 年资金净流入 34 亿美元，创历史新高。

消费与科技用金需求呈现分化态势。从黄金的下游消费需求来看，金饰制造方面，受高金价抑制，2024 年全球金饰消费量下降 11% 至 1877 吨，但消费额因金价上涨增长 9% 至 1440 亿美元；科技用金方面，2024 年需求量同比增长 7% 至 326 吨，其中 2024 年四季度高达 84 吨；金条和金币方面，2024 年需求量 1186 吨，与 2023 年基本持平。

投资与消费此消彼长，投资需求或主导后续金价走势。展望 2025 年，我们认为消费与科技用金需求或进一步分化，处于历史最高水平的金价可能抑制金饰消费需求，但全球央行购金与黄金 ETF 的投资需求或继续带来需求增量。2024 年伦敦现货黄金均价同比上涨 23% 至 2386 美元/盎司，年内 40 次刷新历史新高，2025 年金价在投资需求驱动下有望再创新高。

表 1：全球黄金供需各版块情况（单位：吨）

			2023	2024
供应量		金矿产量	3644.1	3661.2
		同比增长		0.47%
		生产商净套保	67.4	-56.8
		同比增长		-184.27%
		回收金	1234.4	1370
		同比增长		10.99%
		总供应量	4945.9	4974.5
		同比增长		0.58%
需求量	金饰制造	金饰消费	2110.6	1877.1
		同比增长		-11.06%
		金饰库存	80.4	126.4
		同比增长		57.21%
		总量	2191	2003.5
		同比增长		-8.56%
	科技	电子用金	248.7	270.6
		同比增长		8.81%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

		其他行业	47.1	46.5
		同比增长		-1.27%
		牙科	9.4	8.9
		同比增长		-5.32%
		总量	305.2	326.1
		同比增长		6.85%
	投资	金条	781.7	860
		同比增长		10.02%
		官方金币	293.5	201
		同比增长		-31.52%
		奖章/仿制金币	114.6	125.2
		同比增长		9.25%
		黄金 ETF	-244.2	-6.8
		同比增长		97.22%
		总量	945.5	1179.5
		同比增长		24.75%
	各国央行和官方机构		1050.8	1044.6
		同比增长		-0.59%
	黄金需求（制造基础）		4492.5	4553.7
		同比增长		1.36%
场外投资及其他		453.4	420.7	
	同比增长		-7.21%	
总需求		4945.9	4974.5	
	同比需求		0.58%	
LBMA 黄金价格（美元/盎司）		1940.54	2396.2	
			23.48%	

数据来源：世界黄金协会，东方证券研究所

1.1 科技用金：人工智能需求爆发，科技用金增量显著

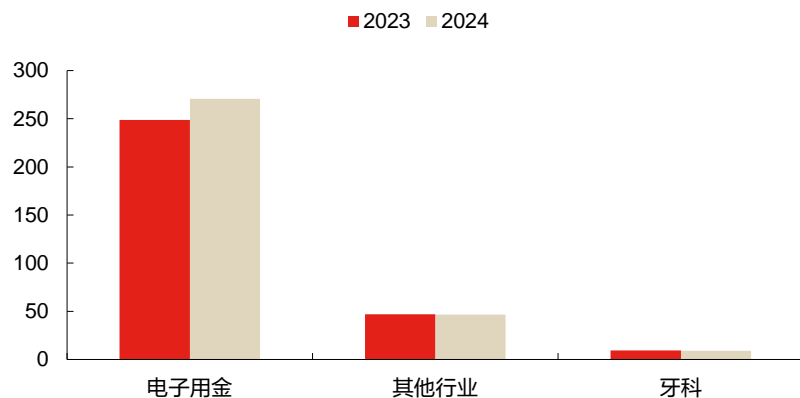
人工智能需求爆发，科技用金增量显著。根据世界黄金协会数据，2024 年全球科技用金需求总量达 326 吨，同比增长 21 吨/7%。受益于人工智能技术突破，电子类产品需求快速增长，贡献了全部 21 吨的增量用金需求。我们认为，半导体芯片、AI 服务器及消费电子领域有望成为黄金下游需求新的核心增长点。此外，尽管 2024 年牙科用金量同比下降 5.32%至 8.9 吨，但电子用金占比已突破科技用金总量的 85%，推动黄金在科技制造领域的整体需求维持稳步增长。

表 2：全球黄金科技板块需求情况（单位：吨）

		2023	2024
科技	电子用金	248.7	270.6
	同比增长		8.81%
	其他行业	47.1	46.5
	同比增长		-1.27%
	牙科	9.4	8.9
	同比增长		-5.32%
	总量	305.2	326.1
	同比增长		6.85%

数据来源：世界黄金协会，东方证券研究所

图 1：全球黄金科技板块需求情况（单位：吨）

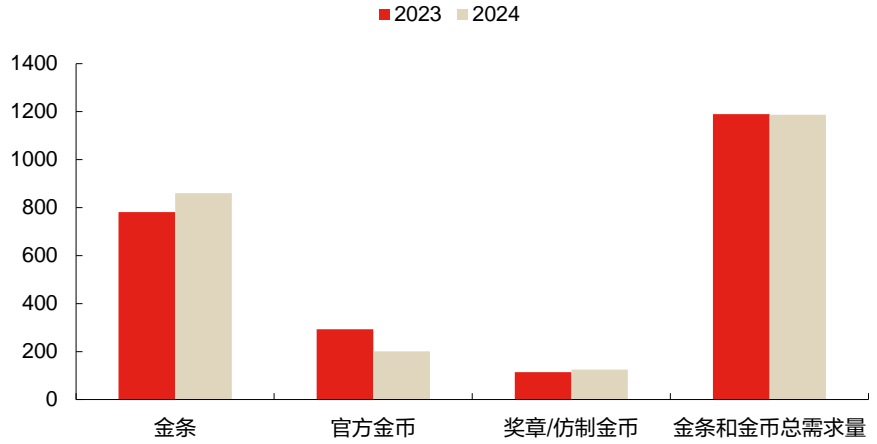


数据来源：世界黄金协会，东方证券研究所

1.2 投资用金：金币金条总体持平，内部需求结构分化

金币金条总需求持平，内部需求结构分化。根据世界黄金协会数据，2024 年全球金条与金币需求总量为 1186 吨，与 2023 年基本持平，但内部结构呈现显著分化。其中金条投资需求增长 10%至 860 吨，而官方金币需求锐减 32%至 201 吨。我们认为，黄金投资需求内部需求结构性分化反映了不同投资者群体在金价高位下选择的差异。

图 2：全球黄金投资板块需求情况（单位：吨）



数据来源：世界黄金协会，东方证券研究所

高净值人群的避险需求是金条增长的核心动力。根据 Wind 数据，2024 年以人民币计价的 COMEX 黄金价格上涨 31.19%，创 2021 年以来最大年度涨幅。由于美联储降息预期及地缘政治风险加剧，高净值投资人群将金条视为家庭资产配置的重要工具。

零售投资者对高金价敏感度提升是金币需求下降的主要原因。根据世界黄金协会数据，2024 年官方金币需求总量降至 201 吨，环比降幅高达 32%，主要受制于金币溢价成本与终端消费者购买力之间的矛盾。与此同时，轻量化黄金产品如奖章、仿制金币需求增长 9%，反映出消费者在金价高位下的替代性选择。

表 3：全球黄金投资板块需求情况（单位：吨）

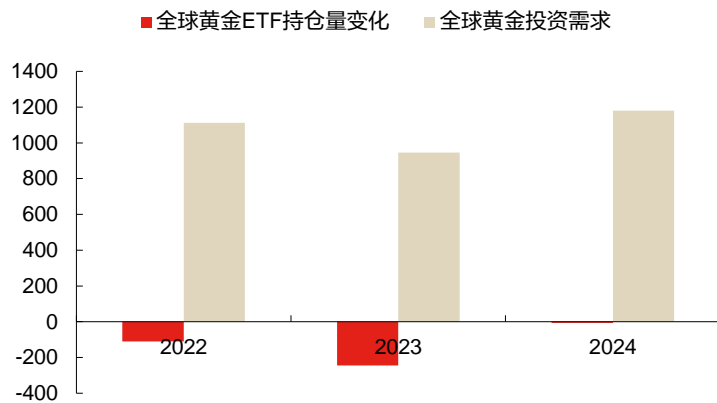
		2023	2024
投资	金条	781.7	860
	同比增长		10.02%
	官方金币	293.5	201
	同比增长		-31.52%
	奖章/仿制金币	114.6	125.3
	同比增长		9.25%
	金条和金币总需求量	1189.8	1186.3
	同比增长		-0.29%

数据来源：世界黄金协会，东方证券研究所

1.3 央行购金与 ETF：双轮驱动，黄金投资需求显著增长

黄金投资需求显著增长，ETF 贡献主要增量。根据世界黄金协会数据，2024 年全球黄金投资需求同比增长 25% 至 1180 吨，创四年来新高，其中 ETF 持仓量变化量由去年的净减少 244.2 万吨转为基本持平。黄金 ETF 资金净流出明显减小的现象表明，在实物黄金供需偏紧的情况下，投资者正积极通过购买 ETF 的方式投资黄金。

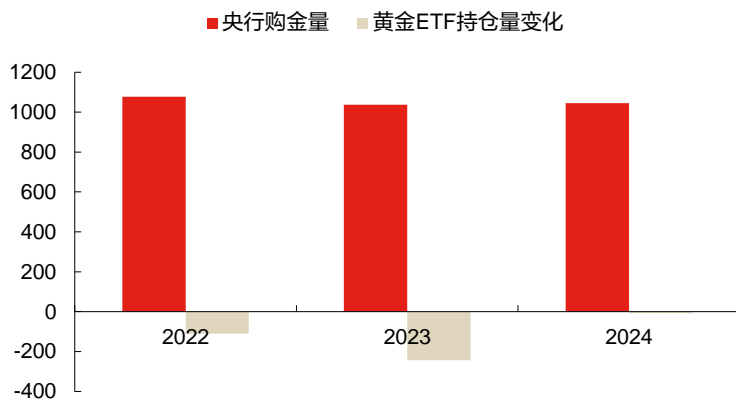
图 3：2022-2024 全球黄金 ETF 持仓变化量及投资需求（单位：吨）



数据来源：世界黄金协会，东方证券研究所

投资与避险需求持续增长，ETF 持仓与央行购金量保持稳定。根据世界黄金协会数据，2024 年全球黄金 ETF 总持仓量为 3219 吨，央行购金量为 1045 吨，均较去年基本持平。黄金 ETF 作为黄金下游需求的重要组成部分之一，因便于构建长短期、多元的投资策略而深受机构和个人投资者青睐。我们认为，机构投资者对黄金的长期配置需求正逐步恢复，特别是在逆全球化以及地缘冲突持续的背景下，黄金的避险属性再次受到重视。

图 4：2022-2024 全球黄金 ETF 持仓变化量及全球央行购金量（单位：吨）



数据来源：世界黄金协会，东方证券研究所

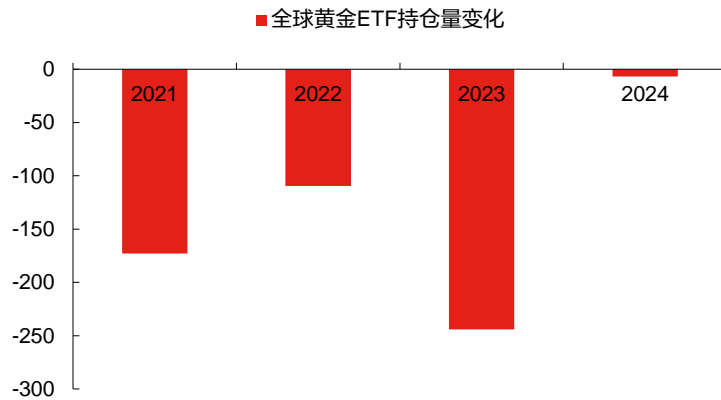
全球央行购金热情不减，数量连续三年突破 1000 吨。根据世界黄金协会数据，2024 年全球央行购金量高达 1045 吨，其中四季度单季购金量飙升至 333 吨，同比增速高达 54%。截至 2024 年 12 月 31 日，中国央行黄金占全部外汇储备比例为 6.58%，仍然显著低于其他各国央行黄金储备比例，中国央行未来或有较大的黄金增持空间。

2. 黄金 ETF 与央行购金分析

2.1 黄金 ETF：净流出量明显减少

黄金 ETF 持仓量较前三年大额净流出明显减少。根据世界黄金协会数据，2024 年全球黄金 ETF 总持仓量达 3219 吨，较 2023 年仅微降 6.8 吨，降幅较过去三年大幅减少。具体来看，2021 年全球黄金 ETF 持仓量较 2020 年净减少 173 吨，2022 年净减少 109.5 吨，2023 年净减少 244 吨。我们认为，黄金 ETF 持仓量较前三年大额净流出明显减少，其背后所反映的可能是在黄金现货紧缺的背景下，投资者借道 ETF 增加对黄金的投资。

图 5：2021-2024 年全球黄金 ETF 持仓量变化量（单位：吨）



数据来源：世界黄金协会，东方证券研究所

亚洲地区贡献 ETF 主要增量，北美地区资金净流量转正。分区域来看，根据世界黄金协会数据，2024 年亚洲地区增持黄金 ETF 78.4 吨，增幅达 57%，成为全球最大净流入的区域。亚洲投资者因货币贬值压力，如日元、人民币等对美元贬值，同时面对中国经济转型期股市波动加剧以及地缘冲突等因素，促使资金流向黄金，并且部分国家的政策支持也鼓励了黄金投资。北美地区黄金 ETF 持仓量增加 8 吨，这主要得益于美联储 2024 年下半年释放的降息信号，使得美元走弱预期增强，黄金作为非美资产吸引力上升，同时美国核心 CPI 维持高位，黄金抗通胀需求回升。欧洲地区黄金 ETF 流出量较 2023 年减少，显示投资者对欧洲经济衰退的担忧有所缓解，这背后是地缘冲突对欧洲能源危机的冲击边际减弱，以及欧洲央行加息步伐放缓使得债券收益率下行，黄金的相对收益优势提升。

中国市场黄金 ETF 规模增长显著。根据世界黄金协会数据，2024 年中国市场黄金 ETF 全年净流入 3.26 亿美元，资产管理规模增长 131% 至 97 亿美元，黄金 ETF 总持仓量增加 86% 至 114 吨，首次突破 100 吨大关，成为亚洲区域持仓量增长的核心动力。受益于美元黄金回报与人民币贬值双重利多因素，以人民币计价的黄金 ETF 在 2024 年表现亮眼。与此同时，中国央行连续增持黄金，释放中长期看多信号，也促使更多投资者积极关注黄金的投资价值。

ETF 投资对黄金价格影响力日益提升。2021-2023 年，虽然全球黄金 ETF 持续净流出，2023 年总持仓量维持在 3222.7 吨，资产管理规模降至 2144 亿美元，但黄金价格仍然震荡向上。根据 Wind 数据，截止每年最后一个工作日，按人民币计价的 COMEX 黄金价格从 2021 年的 411 元/克回升至 2022 年的 448 元/克，2023 年进一步涨至 518 元/克。2024 年，COMEX 黄金价格上涨至

2641 美元/盎司，国内黄金价格同比上涨 31%至 680 元/克，创历史新高。与此同时，黄金 ETF 2024 全年资金净流入 34 亿美元，资产管理规模增长 26.6%至 2740 亿美元。这一现象表明，黄金 ETF 作为黄金投资性需求的代表，对黄金定价的影响力日益提升，未来投资需求或主导黄金的定价。

表 4：2021-2024 各年末以人民币计价的 COMEX 黄金价格及涨跌幅

	人民币金价（元/克）	COMEX 金价（美元/盎司）	人民币金价年度涨跌幅
2021	411.07	1828.60	-7.37%
2022	447.79	1826.20	8.93%
2023	518.29	2071.80	15.74%
2024	679.95	2641.00	31.19%

数据来源：Wind，东方证券研究所

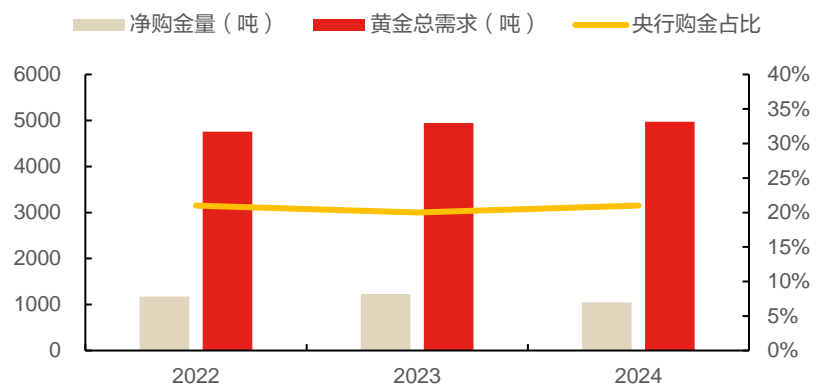
多重因素促进黄金 ETF 加速流入，2025 年有望延续趋势。2024 年受到美联储降息 50 个基点，俄乌冲突、中东地缘冲突以及特朗普重返白宫带来的政策不确定性持续推升避险需求，推动黄金成为避险资产的首选。展望 2025 年，我们认为特朗普执政的不确定性持续增长，俄乌和平之路或有曲折，贸易保护主义抬头等多重因素，有望支撑黄金 ETF 资金持续净流入。

2.2 央行购金：新兴市场主导，增长空间广阔

2.2.1 全球央行购金情况：欧亚增长显著，或削弱美元地位

全球央行持续购金，占黄金总需求比例稳定。根据世界黄金协会数据，2024 年全球央行黄金全年净购买量为 1045 吨，连续第三年突破千吨大关。从占比来看，央行购金占全球黄金总需求的比例较为稳定，近三年均在 20%-25%之间。

图 6：全球央行年度购金量与占黄金总需求比例（单位：%，右轴）



数据来源：世界黄金协会，东方证券研究所

2024 年第四季度购金量显著增长，地缘冲突催化避险需求。地缘冲突的催化效应在 2024 年第四季度集中显现，促使当季度全球央行购金量飙升至 333 吨，同比激增 54%，创近三年单季新高。

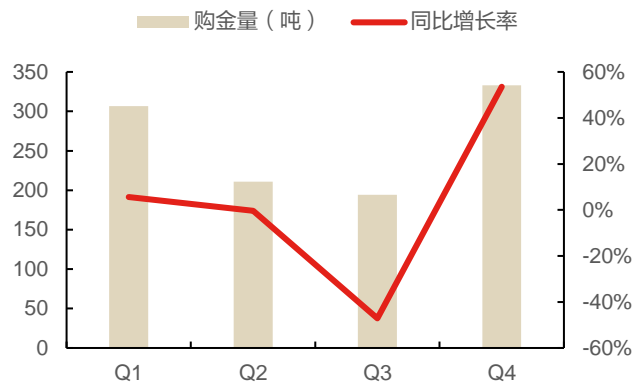
这种脉冲式增持与两大事件直接相关：一方面，巴以冲突升级，促使中东地区央行成为四季度购金的重要参与者，沙特阿拉伯、阿联酋等国增持黄金以平衡石油美元收入波动风险；另一方面，美国大选特朗普胜出，重返白宫后或带来政策的高度不确定性，引发市场新一轮避险预期交易。

表 5：2024 年全球央行季度购金量与动因关联

季度	购金量（吨）	同比增长率	主要驱动因素
Q1	306.7	6%	美联储加息周期尾声观望情绪
Q2	210.8	0%	地缘风险初步升温
Q3	194.2	-47%	巴以冲突尚未全面爆发
Q4	332.9	54%	巴以冲突升级+特朗普政策预期

数据来源：世界黄金协会，东方证券研究所

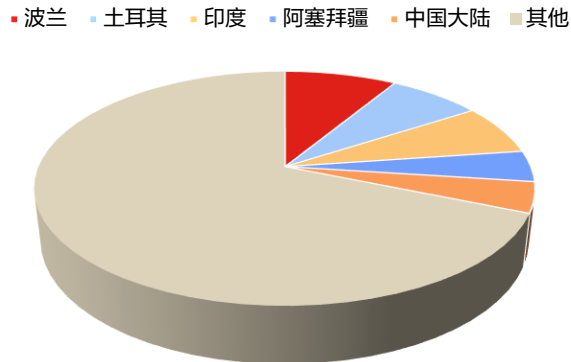
图 7：2024 年全球央行季度购金量与同比增长率（右轴）



数据来源：世界黄金协会，东方证券研究所

欧洲、印度贡献显著增量，黄金或削弱美元储备货币地位。分国别来看，波兰（90 吨）、土耳其（75 吨）、印度（73 吨）三国合计购金量占全球央行总量的 22.78%。虽然三国购金行为逻辑具有一定的差异：波兰因 2023 年国内通胀压力加速布局黄金储备，2024 年进一步强化这一策略；土耳其在里拉贬值背景下，通过增持黄金对冲外汇风险；印度基于长期战略目标，通过黄金储备多元化降低对美元资产的依赖，但值得注意的是，三国购金量的爆发式增长本质上是去美元化浪潮的主动回应，央行购金行为的隐含逻辑是美元作为全球储备货币的绝对主导地位被削弱。

图 8：2024 年全球央行购金量排名



数据来源：世界黄金协会，东方证券研究所

表 6：2024 年全球央行购金量、占比及原因

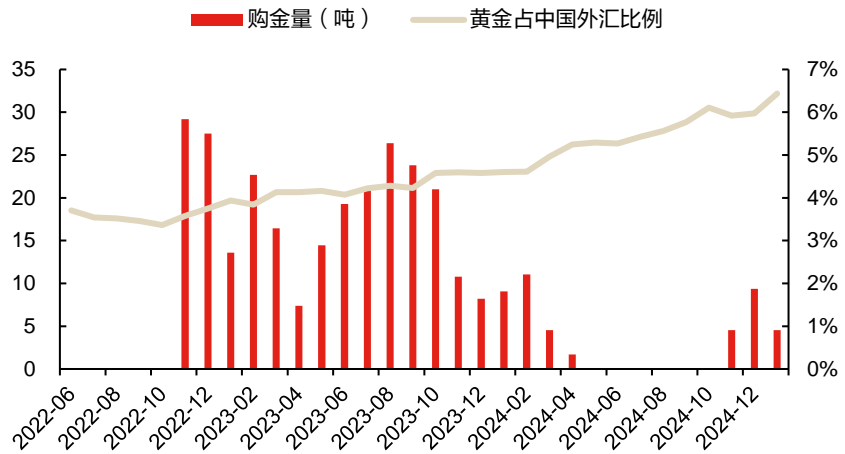
	购金量 (吨)	占比	原因
波兰	90	8.62%	2023 年国内通胀压力
土耳其	75	7.18%	里拉贬值背景下的对冲策略
印度	73	6.99%	外汇储备多元化长期目标
阿塞拜疆	45	4.31%	巴以冲突后四季度激增
中国大陆	44	4.21%	长期持续购金
其他	718	68.73%	包含中东、东南亚国家等

数据来源：世界黄金协会，东方证券研究所

2.2.2 中国央行购金情况：节奏波动，空间广阔

央行购金备受市场关注，全年购金节奏波动。根据世界黄金协会数据，2024 年中国央行黄金总储备量增加至 2280 吨，占中国央行全部外汇储备的 6.58%，全年净增 44 吨，其中第四季度单季增持 15 吨创全年峰值。自 2024 年年初黄金价格连续 4 个月显著上涨，与此同时中国央行连续 4 个月公布增持后黄金后，引来市场密切关注。官方于年中暂停了对黄金增持的披露。直到 6 个月后的 2024 年 11 月，才重新披露增持。

图 9：中国央行月度购金量及黄金占外汇比例（右轴）



数据来源：Wind、东方证券研究所

官方口径之外，或有隐性购金渠道。尽管官方数据显示 2024 年全年中国央行仅增持黄金 44 吨，但我们认为，通过中介购买、海关进口、交易所提取等非公开渠道，中国央行隐性增持黄金规模可能远超官方披露数据，实际储备增量远超预期。

表 7：央行隐性购金渠道及推测依据

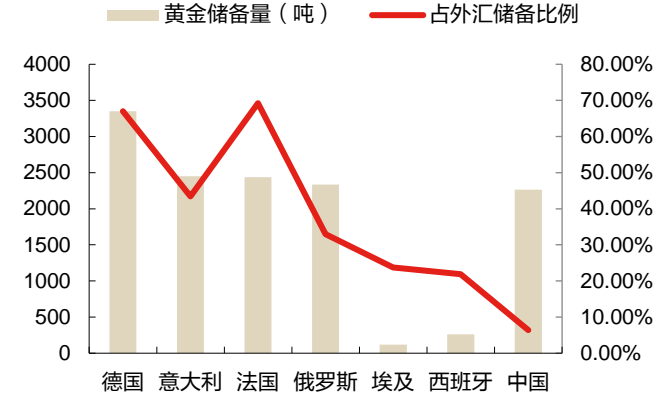
隐性渠道	推测依据
中介购买	根据高盛 Lina Thomas 和 Daan Struyven 报告，2024 年 11 月有一家央行通过瑞士央行代购了 43 吨黄金
海关进口	海关编码中，中国海关数据查询不到英国每年 200 多吨的黄金到港数据，而香港却看到对应的英国黄金
交易所提取	在 2022 年和 2023 年，中国黄金净进口量加上矿山产出量超过了上海黄金交易所提取量

数据来源：世界黄金协会，HMRC，中国黄金协会，Gainesvillecoins，上海黄金交易所，东方证券研究所

2.2.3 中国央行未来购金量测算

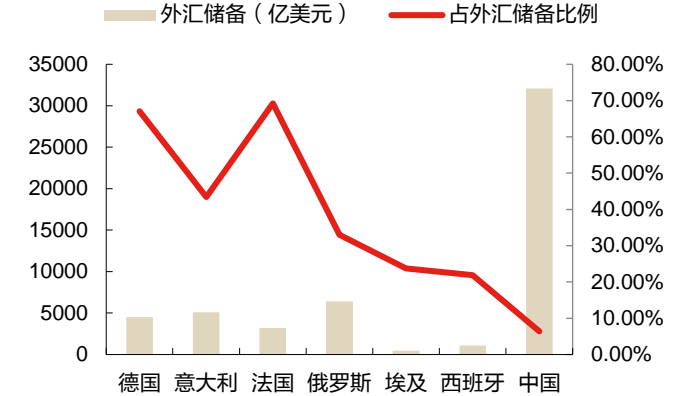
储量尚可但占比较低，中国央行未来购金空间广阔。根据世界黄金协会数据，参考世界各国央行黄金储备量及占外汇储备比例，截止 2024 年底黄金储备量排名较前的国家例如德国、法国、意大利，黄金占外汇储备比例均超过 40%，黄金是上述各国的主要外汇储备形式。而中国央行黄金占外汇储备比例仅为 6.58%。在逆全球化大背景下，我们认为未来中国央行未来购金量还有较大的增长空间。

图 10：世界各国央行黄金储备量及占外汇储备比例（右轴）



数据来源：世界黄金协会、东方证券研究所
数据截止 2024 年 12 月 31 日

图 11：世界各国央行外汇储备及黄金占外汇储备比例（右轴）



数据来源：世界黄金协会、东方证券研究所
数据截止 2024 年 12 月 31 日

中国央行未来购金目标的两种假设。截至 2025 年 2 月 28 日，中国外汇储备总量为 32272 亿美元，黄金储备为 7361 万盎司，黄金现货价格伦敦金现为 2864.29 美元/盎司，黄金储备在中国央行外汇储备资产中的占比为 6.53%。我们按以上数据进行测算：假设中国央行外汇储备中，其他资产数额不变，如果假设未来黄金资产占比提升至对标西班牙水平的 21.9%，则在未来中国央行外汇储备中，其他资产对应的占比为 78.1%。由此倒算出未来中国央行外汇储备总量，并与当前央行外汇储备总资产相减，得到黄金资产的理论购买数额，按当前金价换算得到对应的总计理论增量空间为 6265.6 吨黄金；同样地，如果假设未来黄金资产占比提升至对标埃及水平 23.7%，则对应的总计理论增量空间为 7166.9 吨黄金。

表 8：中国央行理论增量购金空间测算

对标国家	外汇储备中黄金占比 (%)	理论增量购金空间 (吨)
西班牙	21.9%	6265.6
埃及	23.7%	7166.9

数据来源：Wind，东方证券研究所预测

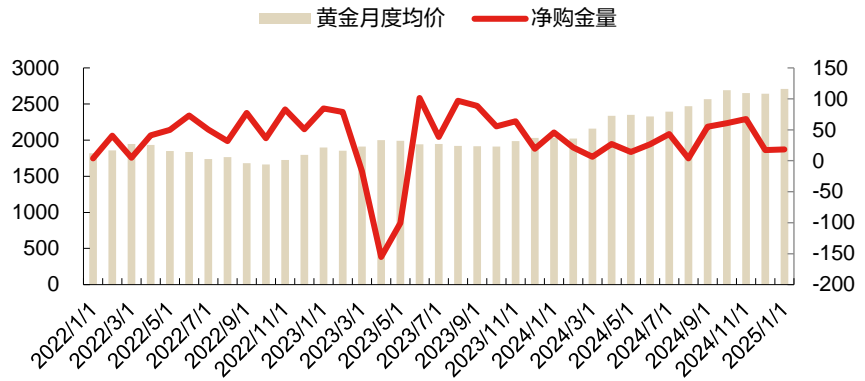
3. 全球央行购金对黄金价格影响

全球央行月度净购金量与黄金月度均价总体呈现正相关性。根据 Wind 数据，2022 至 2024 年全球央行月度净购金量除 2023 年 3 月至 5 月为负值以外，总体维持稳定，月度购金量约为 50 至 100 吨。我们分析发现，在过去三年期间，全球央行净购金量增加与黄金月度金价的上涨，总体呈现出一定的正相关性。

全球央行购金对黄金价格的影响。2022 年 4 月，全球央行净购金 40.8 吨，为 4 个月以来最高值，推动当月黄金均价上涨 91.5 美元/盎司 (+4.93%)，至年内高点 1947.8 美元；2024 年 10 月，全球央行净购金 60.8 吨，为 11 个月以来最高值，推动当月黄金均价上涨 122.96 美元/盎司

(+4.79%)，一举突破 2690 美元关口。在上述高相关性案例中，全球央行月度购金量的激增，或推动黄金价格上涨近 5%。

图 12：黄金月度均价（单位：美元/盎司）与全球央行月度净购金量（单位：吨，右轴）



数据来源：Wind，东方证券研究所

净购金量对金价可能存在滞后效应。需要注意的是，由于全球央行购金释放中长期投资信号，从而备受市场关注，当月全球央行净购金量的增长对金价的影响可能存在 1-2 个月的滞后效应。例如 2024 年四季度全球央行净购金量激增至 333 吨后，2024 年 12 月金价延续涨势至 2709.7 美元，这表明全球央行净购金量的增长可能是金价继续上涨的领先指标。

4. 投资建议

我们认为，逆全球化与贸易壁垒大背景下，受特朗普关税政策反复变动、美国经济数据及美联储降息预期，全球央行购金有望持续增长，推动黄金价格持续新高。我们看好金价的长期上涨空间，建议关注全球布局的国内黄金民营企业、2026年后产量增量较大的赤峰黄金(600988，买入)，世界级一流矿企、铜、金双轮驱动的紫金矿业(601899，买入)，同时建议关注山金国际(000975，未评级)。

风险提示

美国政策与经济变化超预期：美国政策自特朗普就任总统后出现较大波动，经济预期也随之产生剧烈变化，可能阶段性对黄金价格造成负面影响

历史数据参考意义弱化：逆全球化大背景下，黄金历史价格数据及其背后的投资逻辑对新时代的投资指引参考意义可能逐渐下降

黄金需求不及预期：本报告仅按理论值对中国央行购金进行测算，实际情况下可能存在由于金价过高导致央行购金量减少或其他下游需求减少的风险

假设条件变化影响测算结果：文中测算基于设定的前提假设基础之上，存在央行外汇储备价格变化、黄金价格变化、购金目标变化、购金目标时长变化等假设条件发生变化导致结果产生偏差的风险

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 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在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。