

策略深度报告

报告日期：2025 年 03 月 20 日

黄金定价框架演进的新范式

——黄金高级公式模型推演

核心观点

20 世纪 70 年代至今，国际金价 CAGR 高达 8.5%，在全球大类资产中占优。从金融属性主导的传统定价逻辑到对“去美元化”定价权重的抬升，本文我们选取美债 10Y TIPS 利率、CRB 商品、美国 M2 同比、美债存量同比、存量美债规模与 GDP 比值五个指标为基础变量，以调节变量 K 定义市场对美元的不信任程度，我们得到黄金高级公式模型。2025 年我们对金价仍战略看多，全年高点推演：中性预测 3300 美元/盎司。

□ 19 世纪以来黄金的储备地位及价值不断变迁，黄金经历三轮运行周期

从 19 世纪的金本位、金汇兑本位，至 20 世纪 50 年代黄金与美元双本位的布雷顿森林体系，再到 20 世纪 70 年代末确立的牙买加体系，国际货币体系逐步经历实物货币到信用货币、固定汇率向浮动汇率的转变。1970 年以来黄金的三轮周期：前两轮牛市为 1970 年-1980 年、2000 年-2011 年，两轮金价见顶均与 FOMC 加息预期的发酵有关。而 2016 年以来本轮牛市运行 9 年，累计涨幅达 182%。

□ 黄金背后多重属性决定了其长久期回报的稳健性

(1) 金融属性：作为不生息资产，黄金持有收益仅来自资本利得，本质可参考零息债券定价逻辑。全球无风险利率锚——美债利率下行时，金价受到提振。(2) 货币属性：2022 年 Q1 俄乌冲突时在俄美元资产冻结、美债杠杆率攀升背后美元信用削弱均强化了全球央行“去美元化”进程：减配美债+增持黄金。2015Q1-2024Q3，美元在全球央行外汇储备占比由 66%降至 57.4%；存量美债中外资持有占比由 34.08%降至 23.6%；全球黄金储备与央行外储比值由 11%升至 23%。(3) 商品属性：2024 年黄金需求中金饰消费占比超 4 成，央行购金权重升至 22.9%。

(4) 避险属性：地缘摩擦升温或大国秩序混沌时，避险需求或阶段主导金价。

□ 黄金宏观友好度高级公式：拟合度超过 90%，中性目标价 3300 美元/盎司

我们选取美债 10Y TIPS 利率、CRB 商品、美国 M2 同比、美债存量同比、美国存量国债与 GDP 比值五个指标为基础变量，以 K 值定义市场对美元的不信任程度。2012 年与 2023 年 K 值的走高主要源于美国高赤字及央行购金行为。基于黄金高级公式，中性/乐观情形下我们预计 2025 年金价高点分别为 3300/3500 美元/盎司。

□ 美国财政赤字实际削减幅度或有限，“去美元化”与降息预期仍将提振金价

(1) 特朗普 MAGA 政策纲领与逆全球化主张或带来更为割裂与混沌的全球格局，关税博弈与摇摆态度或引发金价波动，但避险需求仍将形成支撑。(2) 美国经济边际降温，美联储降息延续的确定性较高。考虑海外抢出口背后贸易赤字对美国经济拖累，Atlanta GDP Now 预计美国 2025Q1 GDP 环比折年率或转负为-2.1%，CME FedWatch 预期全年降息次数为 2-3 次。若美国经济明显走低，复盘历轮美国降息周期或 NBER 衰退周期，可发现黄金均表现占优。(3) 欧洲财政扩张提振欧元，日央行升息支撑日元，美元强势基础或边际转弱。(4) 美国财政赤字实际削减力度或有限，“去美元化”背后央行或延续购金。美债利率“high for longer”外溢效应下，美国 2024 财年利息支出超过国防支出。至 2025 年 2 月，美国 2025 财年财政赤字累计值已超 1 万亿美元，高于过去 5 年同期；美国财政累计支出亦不低于过去 5 年同期。(5) SPDR Gold Shares ETF 等主流黄金 ETF 或延续净流入。

□ 风险提示

特朗普政府政策超预期；海外银行业危机蔓延；国际地缘摩擦超预期

分析师：廖静池

执业证书号：S1230524070005

liaojingchi@stocke.com.cn

分析师：王大霁

执业证书号：S1230524060002

wangdaji@stocke.com.cn

分析师：李沛

执业证书号：S1230525010002

lipei01@stocke.com.cn

相关报告

1 《为何深证红利指数近期表现更好？》 2025.03.16

2 《行业再均衡，决断在 5 月》
2025.03.16

正文目录

1 19 世纪以来黄金的储备地位及价值变迁	5
2 黄金定价逻辑的变与不变	7
2.1 金融属性：与美债利率的负向联动	8
2.2 货币属性：“去美元化”依赖非美央行对美债的减配	9
2.3 商品属性：珠宝消费占比高，但央行购金权重抬升	12
2.4 避险属性：地缘摩擦与滞胀	15
3 黄金宏观友好度：中性预测下金价有望突破 3300 美元/盎司	17
3.1 变量 1：CRB 商品指数	19
3.2 变量 2：10Y 美债实际利率	20
3.3 变量 3：美国 M2 存量同比	21
3.4 变量 4：美国国债存量同比	22
3.5 变量 5：存量美债规模与 GDP 比值	23
3.6 调节变量 K：衡量对美元的不信任程度	23
4 黄金当前博弈的几大关注点	25
4.1 如何看待金、银和铜的定价异同？	25
4.2 如何理解“逼仓”交易与纽约金-伦敦金价差？	25
4.3 保险试点黄金影响几何？	26
4.4 比特币 VS 黄金	28
4.5 中国央行增持启示	29
4.6 黄金 ETF 总持仓与金价表现的背离	30
4.7 沪金和国际金价：内外盘价差、汇率及进口配额	32
4.8 为何黄金股和实物金价阶段分化？	33
5 金价 2025 年的展望	34
5.1 特朗普摇摆抬升“不确定性”溢价，市场或先 Risk Off 再 Risk On	34
5.2 美国经济边际降温，美元强势基础或边际转弱	35
5.3 美国赤字规模难以大幅削减，“去美元化”逻辑或仍延续	37
6 风险提示	39

图表目录

图 1: 1970 年以来三轮黄金牛市周期回溯	6
图 2: 黄金定价的多重属性	7
图 3: 国际黄金定价的新范式	8
图 4: 21 世纪以来美联储四轮降息周期中的金价运行规律	8
图 5: 美元指数与伦敦金现价	9
图 6: 2016 年以来全球央行已确认外汇储备中美元占比持续下降	9
图 7: 非美货币在全球央行外储中占比普遍抬升, %	10
图 8: 美国广义货币供应量 M2 与国际金价	10
图 9: 美国财政收支及赤字情况	10
图 10: 美国国债杠杆率及国际金价同向性较强	11
图 11: 美债外资持有占比回落, 全球黄金储备与外汇储备比值抬升	12
图 12: 2024 年黄金需求中金饰消费占比超 4 成, 央行增持占比超 2 成	13
图 13: 黄金供需平衡表	13
图 14: 主要国家央行持有黄金储备情况	14
图 15: 新兴经济体: 黄金储备/央行总储备比重	14
图 16: 发达经济体: 黄金储备/央行总储备比重	14
图 17: VIX 金融市场波动、地缘摩擦与金价复盘	15
图 18: 全球通胀水平与金价存在一定同向性	16
图 19: 1971 年-2024 年国际金价与其他大类资产相关性	16
图 20: 黄金高级公式背后的宏观友好度评分指标数据库思维导图	17
图 21: 黄金宏观友好度反应方向逻辑矩阵 (情形与敏感性分析)	17
图 22: 黄金高级公式对实际金价的解释力度超过 90%	18
图 23: 黄金高级公式拟合情况较优	18
图 24: 三种情境假设下的黄金宏观高级公式友好度	19
图 25: CRB 商品指数宏观友好度	20
图 26: CRB 商品宏观友好度反应方向逻辑矩阵 (情形与敏感性分析)	20
图 27: 美债 10Y 实际利率宏观友好度	21
图 28: 10Y 美债 TIPS 利率宏观友好度反应方向逻辑矩阵 (情形与敏感性分析)	21
图 29: 美国 M2 存量同比数据预测	22
图 30: 美国国债存量同比数据预测	22
图 31: 存量美债规模与 GDP 比值数据预测	23
图 32: K 值=对美元的不信任程度	24
图 33: 隐含风险溢价在黄金基本价格中的占比	24
图 34: 国际银价及金银比价	25
图 35: 铜价与美国库销比	25
图 36: COMEX 黄金-伦敦金现价差 2025 年初一度走高	26
图 37: 伦敦金库存近期或大幅转移至纽约金市场	26
图 38: 黄金租赁利率一度走高后回落	26
图 39: 10 大试点保险公司最新资产规模	27
图 40: 中国保险公司年化综合投资收益率及 Au9999 金价	27
图 41: 黄金全球场内交易所日均流动性分布	28
图 42: 比特币价格与金价运行中长期维度存在一定同向性	28

图 43:	2000 年以来中国央行对黄金储备增储的五轮操作回溯	29
图 44:	中国央行五轮黄金增持周期的相关资产表现	30
图 45:	全球实物支持黄金 ETF 持有量 AUM 前十排名	30
图 46:	近几年全球黄金 ETF 总持仓量与金价背离	31
图 47:	2024 年全球黄金 ETF 增持力量主要来自亚洲	31
图 48:	不同区域或国家持有黄金 ETF 情况, 吨	31
图 49:	全球最大黄金 ETF SPDR 买入操作通常遵循金融属性	31
图 50:	黄金境内外价差与人民币汇率	32
图 51:	A 股黄金标的及金价运行的趋势	33
图 52:	A 股部分黄金上市公司的矿产金产量	33
图 53:	特朗普政府主要政策立场	34
图 54:	特朗普 2017 年 1 月上任后美元震荡回落	35
图 55:	特朗普 2017 年 1 月上任后金价震荡上行	35
图 56:	美国消费者信心指数	35
图 57:	亚特兰大 GDP Now 预测 2025Q1 美国 GDP 折年率-2.1%	35
图 58:	美联储资产负债表	36
图 59:	CME FedWatch 对美联储降息节奏预期	36
图 60:	1980 年以来历轮降息周期中的金价表现	36
图 61:	1970 年以来的七轮 NBER 美国衰退周期中主要商品表现	37
图 62:	2024 年财政支出中利息支出超过国防支出	37
图 63:	美国政府支出实时动态	37
图 64:	2025 财年累计财政赤字已超 1 万亿美元, 高于过去五年同期	38

1 19 世纪以来黄金的储备地位及价值变迁

从 19 世纪的金本位、金汇兑本位，至 20 世纪 50 年代黄金与美元双本位的布雷顿森林体系，再到 20 世纪 70 年代末逐步确立的牙买加体系，国际货币体系经历了实物货币到信用货币及固定汇率向浮动汇率的转变。

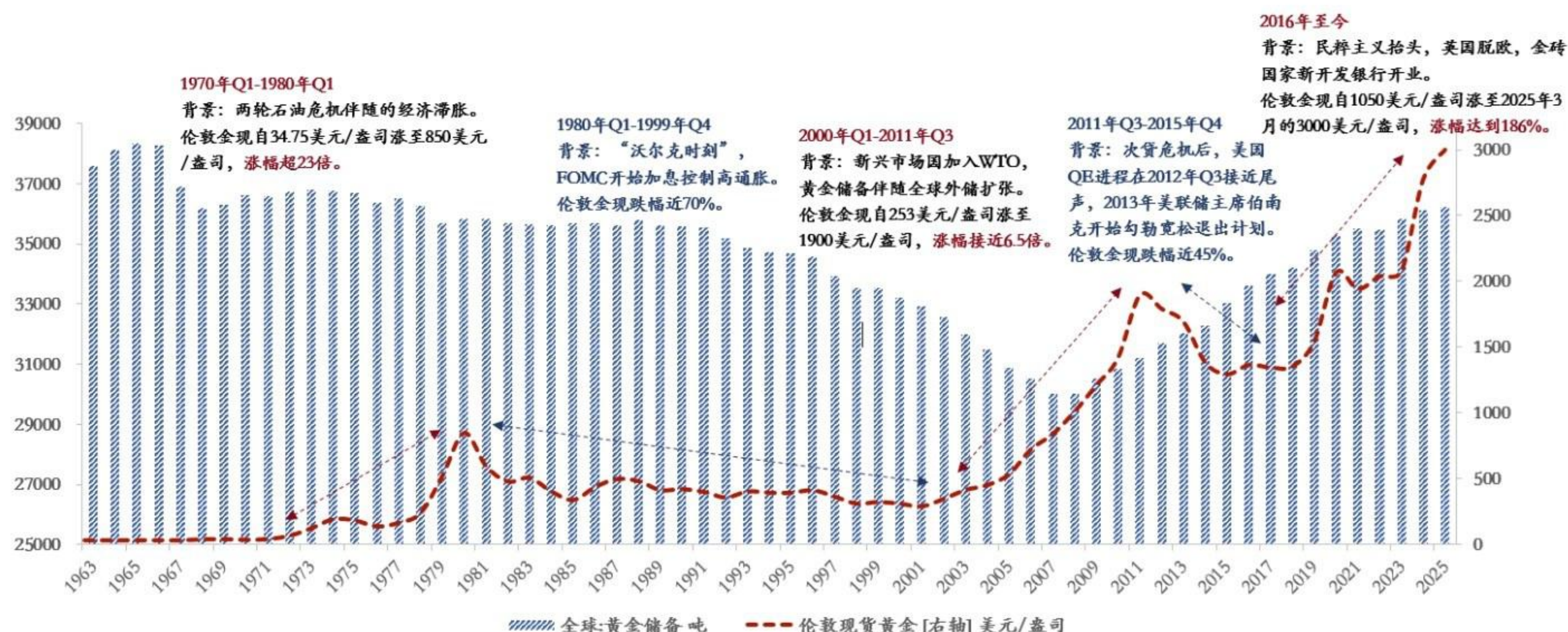
国际金本位制的确立。1816 年，英国通过“金本位制度法案”，正式确立以黄金作为本位币的货币制度——金本位制。金本位制设立的初衷主要在于抑制央行的货币超发与通胀。1844 年，英国国会通过《银行特许法案》，授予英格兰银行垄断银行券发行权的地位，并规定发行 1400 万英镑的钞票须以英国国债为担保，超出限额部分须以黄金储备担保。19 世纪 80 年代，以英镑为中心的国际金本位货币制度形成，各国货币之间的汇率以币种的含“金”量转换。1918 年，第一次世界大战打破了以英镑为中心的国际货币体系。战争期间，多国为筹集战略费用而主动实施通货膨胀，但金价却表现平稳，这使得黄金的产量大幅走低。同期美国由于持有足够的黄金储备而迅速恢复金本位制度，美元信用的上升使其储备货币地位上升明显。1900 年-1933 年，黄金的价格被固定于 20.67 美元/盎司。

布雷顿森林体系的兴亡。西方经济大萧条过后，1934 年，罗斯福签署《黄金储备法案》，将金价提升至 35 美元/盎司，即美国允许外国政府或央行以“1 盎司黄金=35 美元”的比例兑换黄金。1944 年，44 国达成《布雷顿森林协定》，确立第二次世界大战后国际货币体系的新秩序。其以黄金为基础，以美元为国际储备新型货币，实质为可兑换黄金的美元本位。1945 年，《布雷顿森林协定》正式生效。随后，源于美元的双重身份及与黄金挂钩的原则，布雷顿森林体系的局限性与内在不稳定性——“特里芬难题”逐步显现。美元供给量与全球经济贸易规模之间的矛盾难以有效平衡。一方面，美元作为本国货币，其受制于实物黄金产量限制，美元发行量过高时无法保证足够的黄金可供兑换；另一方面，美元作为国际货币，当非美国国家扩大贸易及外储增长时，又需要美元供给的提升来配合，否则将导致国际清偿手段不足。简而言之，美元的国际供给主要通过美国国际收支的逆差实现，但逐步积累的海外美元资产将超过黄金有限供应下的兑换能力，触发了布雷顿森林体系的脆弱性。20 世纪 60 年代，由于对越南战争的介入，美国面临财政贸易双赤字加剧，美元发行量大增但黄金储备下降。20 世纪 70 年代末，黄金市场开始逐步脱离官价。1971 年 8 月 15 日，尼克松政府关闭黄金兑换窗口，布雷顿森林体系就此瓦解，这也意味着黄金货币属性的削弱。

牙买加体系的建立。1976 年，国际货币基金组织 IMF 临时委员会签订《牙买加协议》，承认固定汇率制与浮动汇率制并存，成员国可自由选择汇率制度，并确认浮动汇率制的合法化，此外，协议规定取消黄金官价，成员国央行可按照市价自由进行交易。至此，黄金不再是任何信用纸币的基础，其作为世界流通货币的职能被进一步削弱。

伴随黄金货币属性变迁和价值的重估，金价中枢亦不断抬升。布雷顿森林体系解体之前，黄金主要锚定美元。20 世纪 70 年代末至今，全球黄金储备先降后升。1965 年-2008 年，全球黄金储备由 3.8 万吨降至 3.0 万吨。2008 年后，金融危机外溢影响，全球央行对外汇资产的安全性关注程度提升，低利率环境提升了黄金配置的性价比。2011 年 8 月，标普将美国主权信用评级由 AAA 下调至 AA+，这也是美国历史上首次面临主权信用评级的调降。随后欧洲主权债务危机交织影响，购金热潮延续，全球央行连续 15 年净购入黄金。2008 年-2025 年 Q1，全球黄金储备从 3.0 万吨逐步上升至 3.62 万吨。从国际金价的运行的三轮大周期回溯，每轮周期底部的金价分别为 35 美元/盎司、253 美元/盎司和 1050 美元/盎司；前两轮顶部分别为 850 美元/盎司与 1900 美元/盎司。

图1: 1970年以来三轮黄金牛市周期回溯



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

(1) 第一轮大周期贯穿 1970 年 Q1-1999 年 Q4, 其中 1970 年 Q1-1980 年 Q1 为石油危机+滞胀伴随的黄金牛市。伴随布雷顿森林体系的瓦解, 金价与美元部分脱钩。发达国家整体对黄金储备减持, 且浮动汇率制度的实施使得央行对储备资产的回报率要求抬升。此时两次石油危机通胀高企, 西方制造业受到石油供给侧冲击。叠加黄金储备的稀缺性, 国际金价从 34.75 美元/盎司大幅升至 850 美元/盎司, 涨幅超过 23 倍。1980 年 Q1-1999 年 Q4, 金价跌幅为 70%。1980 年伴随美国经济增长, FOMC 再度开启加息。1980 年 9 月 22 日, 两伊战争爆发, 油价大幅上升, 联邦基金目标利率于 1980 年 12 月达到 20%, 时任美联储主席沃尔克开启激进加息, 金价步入近二十年的震荡下行周期。伴随苏联解体, 东欧剧变, 世界格局生变, 黄金遭到持续抛售, 但期间亦有 1985 年 Q1-1987 年 Q4 反弹超过 75% 的小周期牛市出现, 这主要为 1985 年 9 月美国与日英法德签署的《广场协议》。美国为了提振出口而对美元主动寻求贬值, 黄金作为美元的镜像而表现阶段升值。

(2) 第二轮大周期贯穿 2000 年 Q1-2015 年 Q4, 其中 2000 年 Q1-2011 年 Q3 为 FOMC+低利率背后的黄金牛市, 区间涨幅接近 6.5 倍。美国科技互联网冲击推动避险情绪升温。同时, 新兴经济体加入世贸后, 黄金储备伴随外汇储备的抬升而扩张, 新兴市场国私人部门对于金饰消费的热情亦高涨。2011 年 Q3-2015 年 Q4, 金价跌幅近 45%, 主要源于 FOMC 宽松退出预期发酵。2012 年 Q3, 美联储 QE 操作步入末期。2013 年 6 月, 时任美联储主席伯南克开始勾勒 QE 退出路线, 放缓资产购买步伐。

(3) 第三轮: 2016 年至今, 西方民粹主义思潮抬头, 黄金开启新一轮强势周期, 累计涨幅一度达到 182%。美联储在长达六年的低利率环境后, 于 2015 年 12 月开启新一轮加息周期, 此时黄金反而表现利空出尽, 开启上行。2016 年 H2, 英国公投脱欧。时任美联储主席格林斯潘重提金本位, 试图表达其对当时主要国家货币超发不受纪律约束的疑虑, 并试图寻求更为稳定的货币机制。2018 年 Q3, 美联储加息周期步入末期, 随后降息周期发酵形成催化。至 2020 年 Q3 伦敦金现价格从 1160 美元/盎司上涨 80% 至 2075 美元/盎司。至 2025 年 3 月, 金价累计涨幅达到 182%。

从前两轮的规律来看，两轮金价见顶均与 FOMC 加息预期的发酵有关。每轮黄金完整周期中，牛市持续时间平均为 11 年。而本轮始于 2016 年的黄金牛市已经持续运行 9 年。整体而言，金价熊市区间回撤幅度较牛市涨幅更为温和。当黄金处于强势上涨周期时，即使美元加息，对其形成的冲击也会较为有限。但需注意，黄金一旦步入下行周期，调整的绝对空间亦较为可观。

2 黄金定价逻辑的变与不变

黄金背后多重属性决定了其长久期回报的稳健性。20 世纪 70 年代至今，伦敦金现的复合收益率高达 8.5%，在全球核心大类资产中明显占优。作为传统避险资产之一，金价运行背后隐含多重变量的交织，包括汇率、经济基本面及地缘因素等，且不同因素之间或形成阶段对冲。中长期维度，最核心的因素源于金融属性和货币属性（去美元地位中心化）。金融属性¹角度，贵金属作为不生息资产，当全球无风险利率锚下行时，持有黄金的吸引力将上升。从货币信用价值²理解，黄金是全球央行的重要多元化储备，货币属性的强化背后依赖全球央行对美元或美债的减配，且这一机制可能会导致美债利率和黄金阶段表现同步上行。但中短期维度，市场避险属性³或在特定阶段主导金价运行，短期让位于金融属性和货币属性。商品属性角度，黄金需求对金价运行的影响强于供给，由于黄金产量较为稳定，金矿供给对金价边际变化有限。

图2： 黄金定价的多重属性

黄金属性	影响因素/指标	对金价影响方向	对交易指引信号
金融属性	美元指数	-	较强
	美债实际利率[TIPS]	-	较强
	美债名义利率	-	较强
货币属性/去美元化	美国债务规模	+	较强
	法币信用	-	较强
避险属性	VIX波动率[地缘冲突/流动性危机]	+	较强
	通胀水平	+	一般
商品属性	供给水平	-	一般
	需求水平	+	较强

资料来源：浙商证券研究所整理

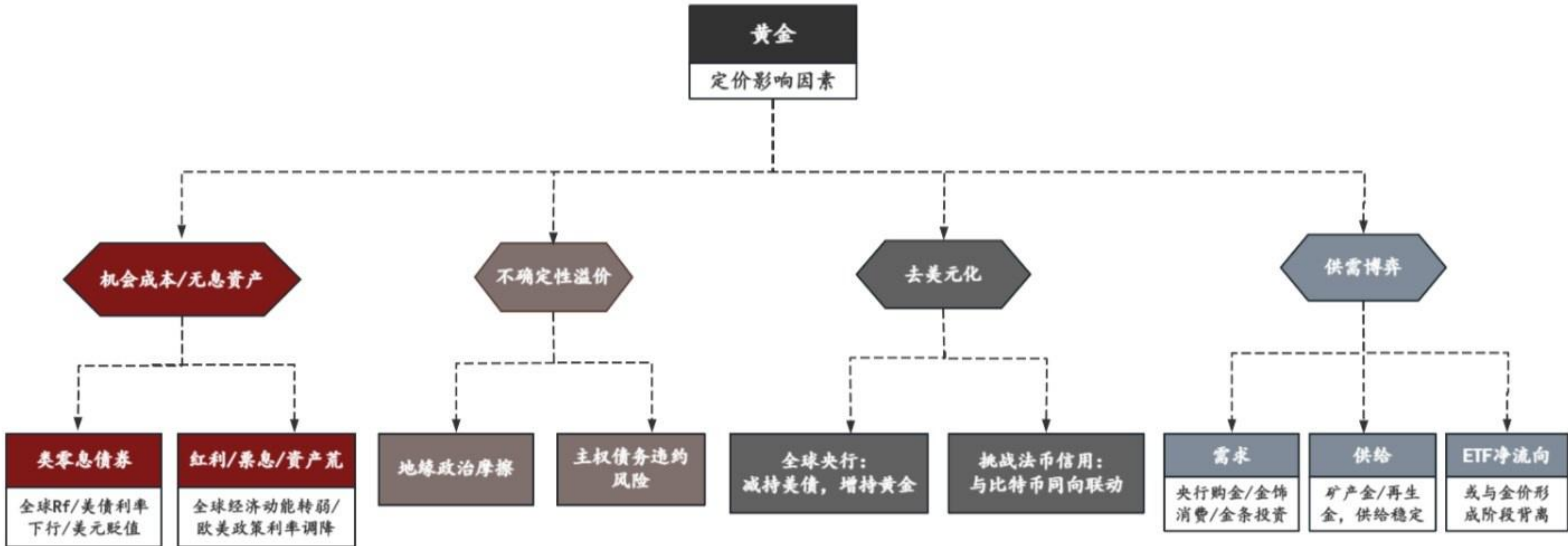
黄金旧框架仍然有效，但近年美元信用削弱后央行对黄金增储的影响权重抬升。中长期视角，美债利率及美元的走势仍能较好地解释金价运行。但 2021 年以来，美债利率及全球黄金 ETF 与金价运行规律出现一定变化。其一，2023 年全球黄金 ETF 的整体净流出与黄金价格的走强形成背离。其二，新兴市场国为主经济体的央行对黄金储备的增持成为支撑金价的核心力量，可能部分对冲欧美黄金 ETF 资金的减持。其三，避险需求阶段主导可能使得金价和美元、美债利率出现同向上行。

¹ 跟踪指标：美元指数/美债实际利率/美债名义利率等；

² 跟踪指标：美债杠杆率/法币信用等；

³ 跟踪指标：VIX 波动率/地缘政治风险指数等。

图3： 国际黄金定价的新范式

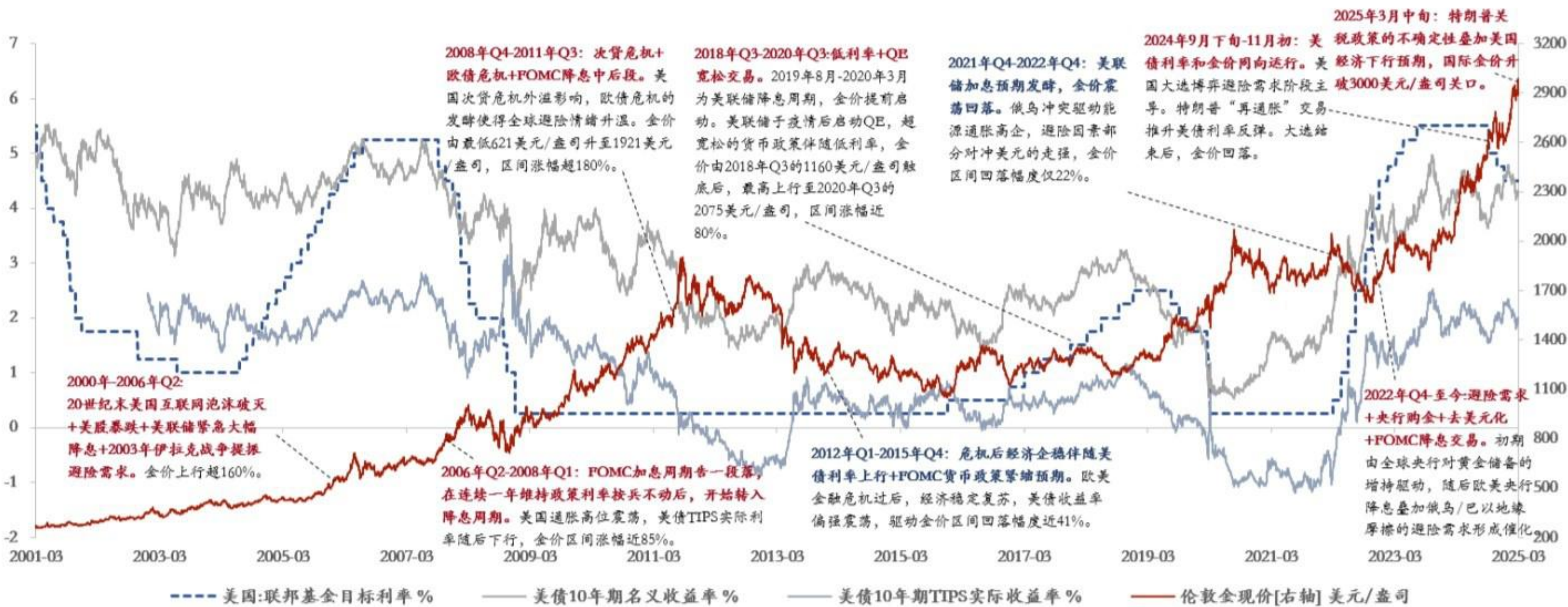


资料来源：美联储，Bloomberg，浙商证券研究所整理

2.1 金融属性：与美债利率的负向联动

金融属性仍是主导金价走势的核心因素之一，且强势周期中该因素传导的收益特征呈现非对称性。黄金本质为不生息资产，其持有收益主要源于资本利得，而期间收益几乎为零。这一点与股票及债券存在差异，权益资产的期间收益可源于股息红利，付息债券的期间收益可源于票息。故黄金的金融属性本质可参考零息债券的定价逻辑。美债利率作为全球无风险利率锚，可视为大类资产回报率的锚之一，亦可视为持有黄金的“机会成本”。回溯来看，中长期维度，美债利率与国际金价存在明显负向性。当其他资产回报不佳时，经济基本面所处阶段往往伴随加息尾声及降息周期，此时国际金价易受提振，表现占优。反之，当美联储处于加息周期时，黄金却未必大跌。此时，其对源于金融属性的利空可能表现相对钝化，加息背后伴随的滞胀亦或形成避险需求，对金融属性形成对冲。总之，黄金强势周期中，FOMC加息时金价的回撤幅度明显低于降息周期中金价的涨幅，实证中金融属性表现非对称性。

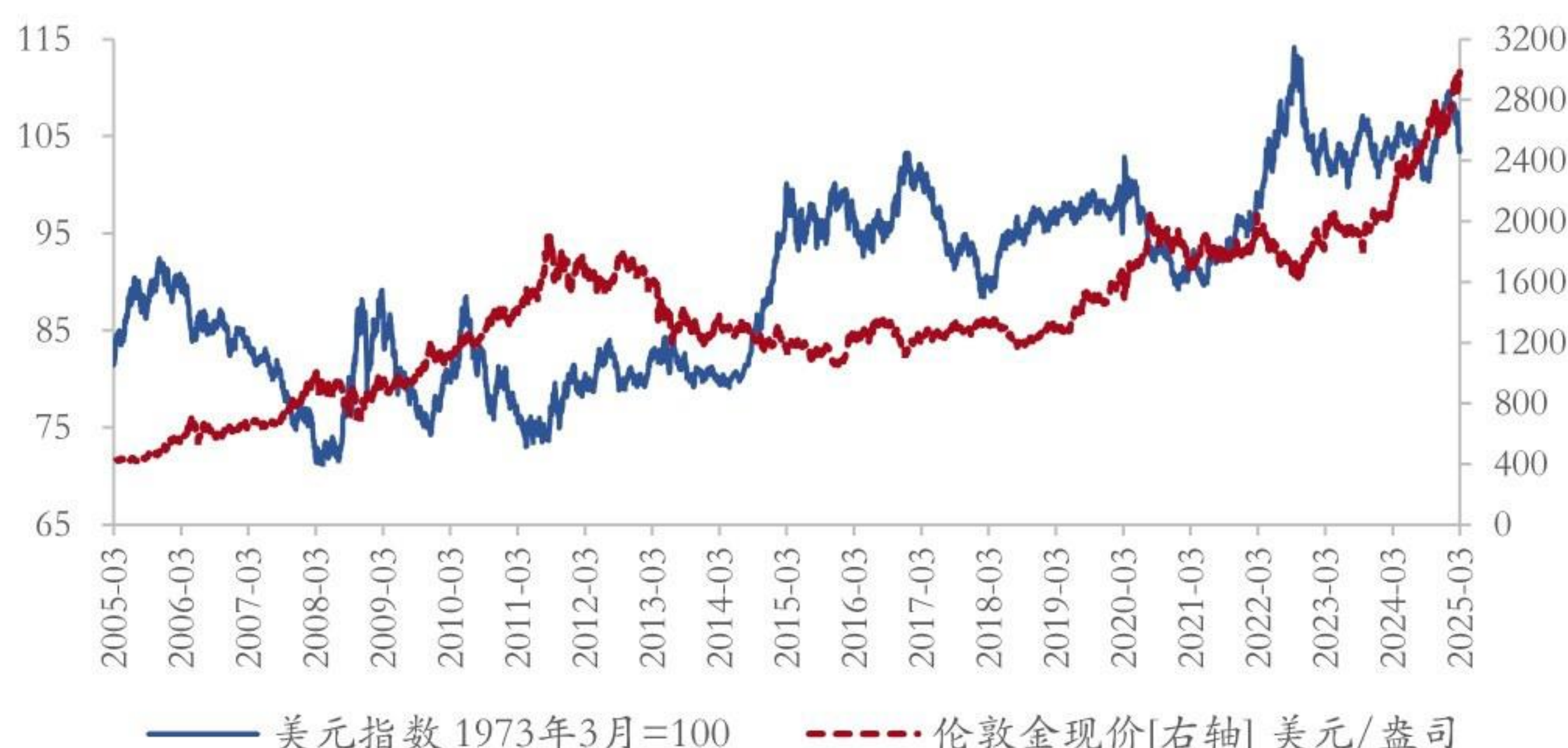
图4： 21 世纪以来美联储四轮降息周期中的金价运行规律



资料来源：美联储，Bloomberg，浙商证券研究所

美元与国际金价整体呈现负向性。美元仍为国际重要储备及结算货币。国际金价的计价货币为美元，美元的变动通常可解释部分金价的运行。但 2022 年以来的小周期来看，全球整体利率中枢上移后，实际利率和黄金表现阶段“脱锚”。传统框架下，美元/美债利率与金价的负向性指引意义在部分阶段受限，但拉长来看，其对金价走势仍具较强解释力。

图5：美元指数与伦敦金现价

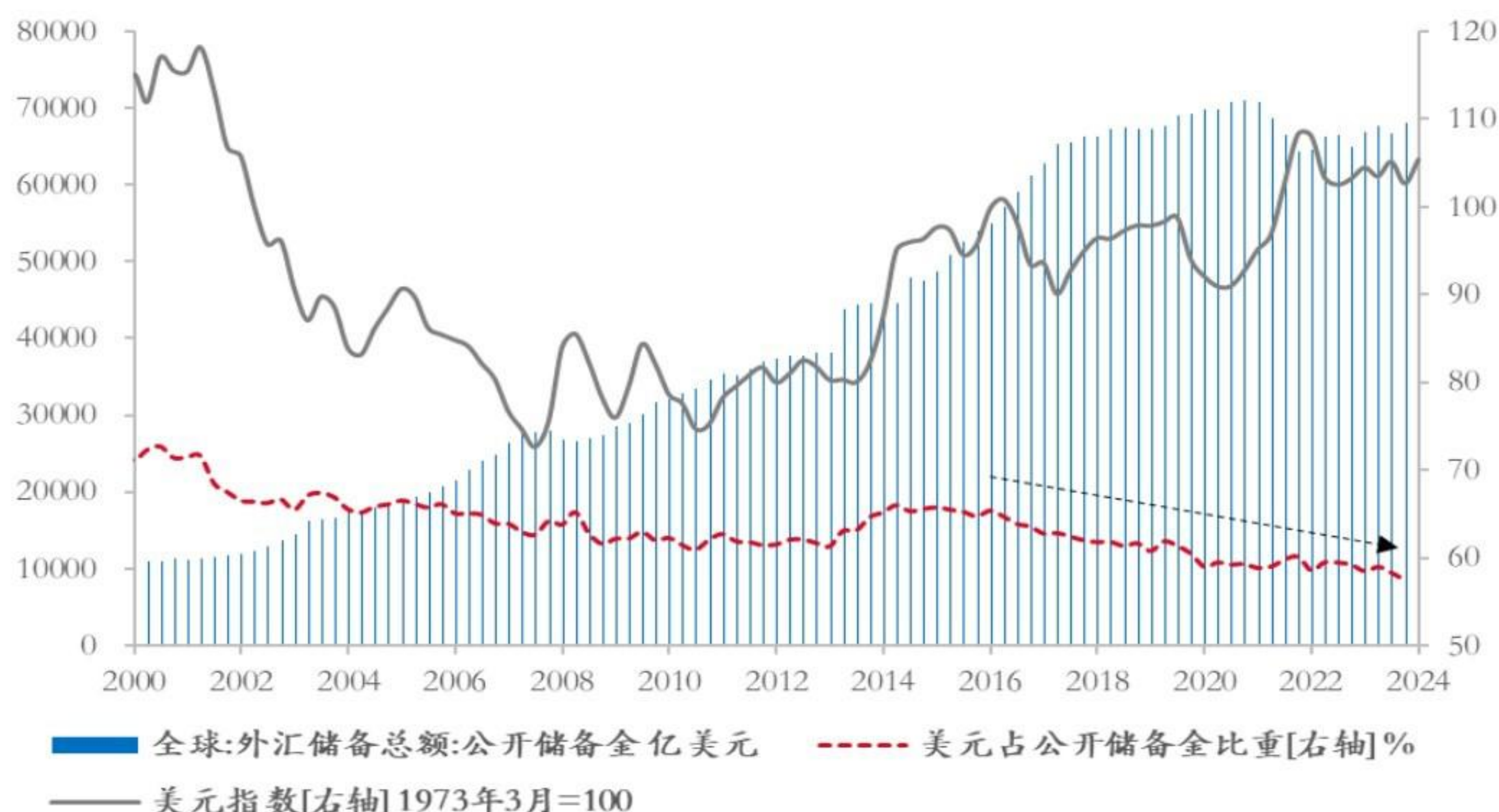


资料来源：美联储，Bloomberg，浙商证券研究所整理

2.2 货币属性：“去美元化”依赖非美央行对美债的减配

金价从货币属性支撑的底层逻辑在于“去美元化”。全球央行对黄金储备的增持一定程度反映其与传统法币——美元地位的博弈。需要指明的是，我们所提“去美元化”并非指美元指数本身的强弱，而更多是指美元作为国际货币地位的变化。为应对跨境资本流动及国际收支风险问题，全球央行借助黄金储备资产抵御波动。据 IMF，2015 年 Q1 至 2024 年 Q3，美元在全球央行已确认外汇储备中的占比由 66% 累计下降 8.36 pct 至 57.39%。而同期在 2015 年至今的两轮加息周期过后，我们看到美元指数上行过后位于高位震荡。

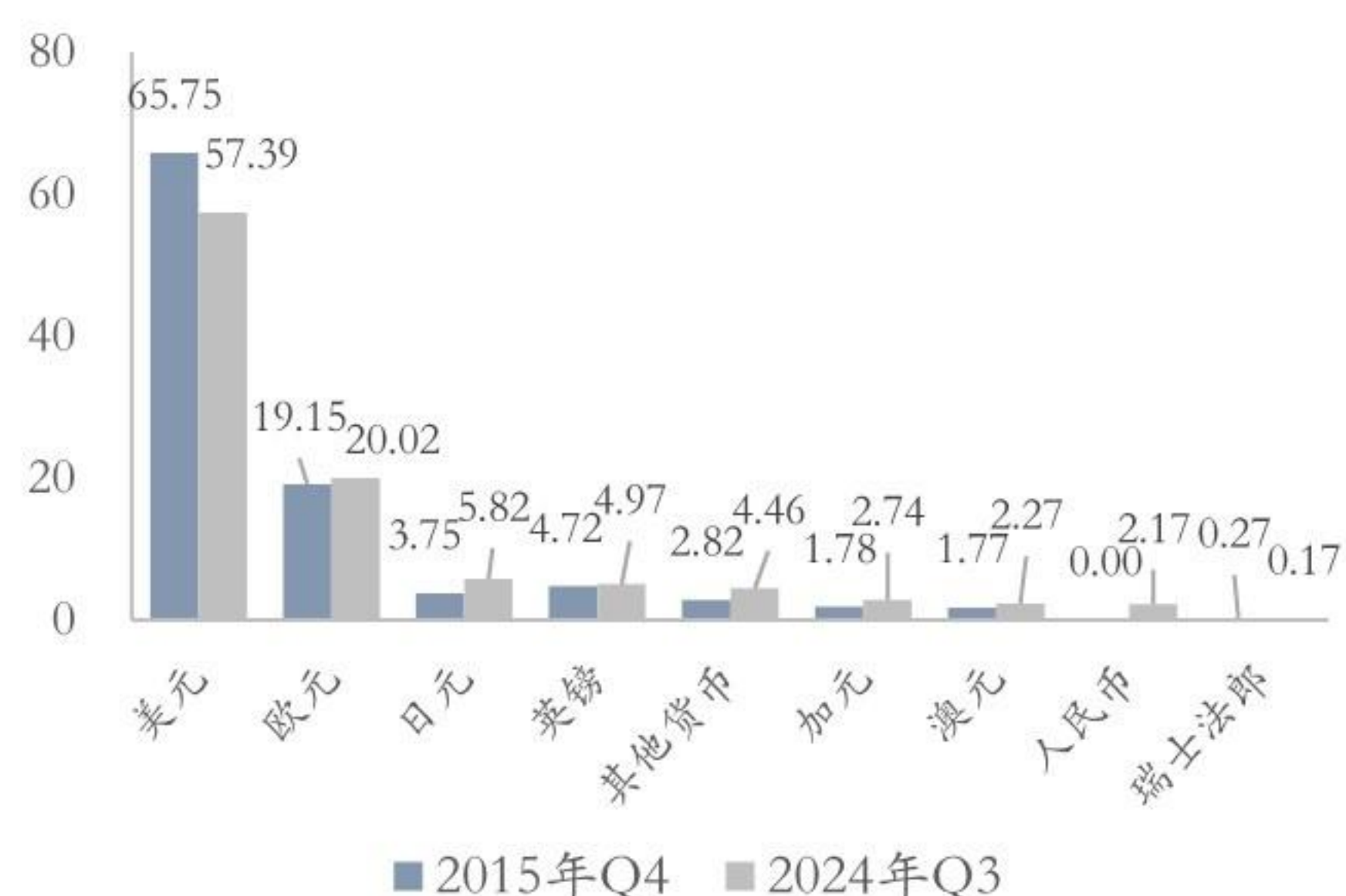
图6：2016 年以来全球央行已确认外汇储备中美元占比持续下降



资料来源：IMF，浙商证券研究所

非美货币在全球央行外储中占比整体抬升。据 IMF，至 2024 年 Q3，欧元、日元及英镑为非美货币中在外储中权重最大的三类，占比分别为 20.02%、5.82%和 4.97%，分别较 2015 年 Q4 上升 0.87pct、2.07pct 和 0.25pct。而加元、澳元和人民币的对应权重分别为 2.74 %、2.27%和 2.17%，分别较 2015 年 Q4 上升 0.96pct、0.50pct 和 2.17pct。从 M2 数据来看，全球公共卫生事件后 M2 总规模上升较快，22 年 4 月美国 M2 达到 21.7 万亿美元，货币的超发同样对美元的信用形成削弱。从黄金的保值属性考虑，金价受到支撑。

图7： 非美货币在全球央行外储中占比普遍抬升，%



资料来源：IMF，浙商证券研究所

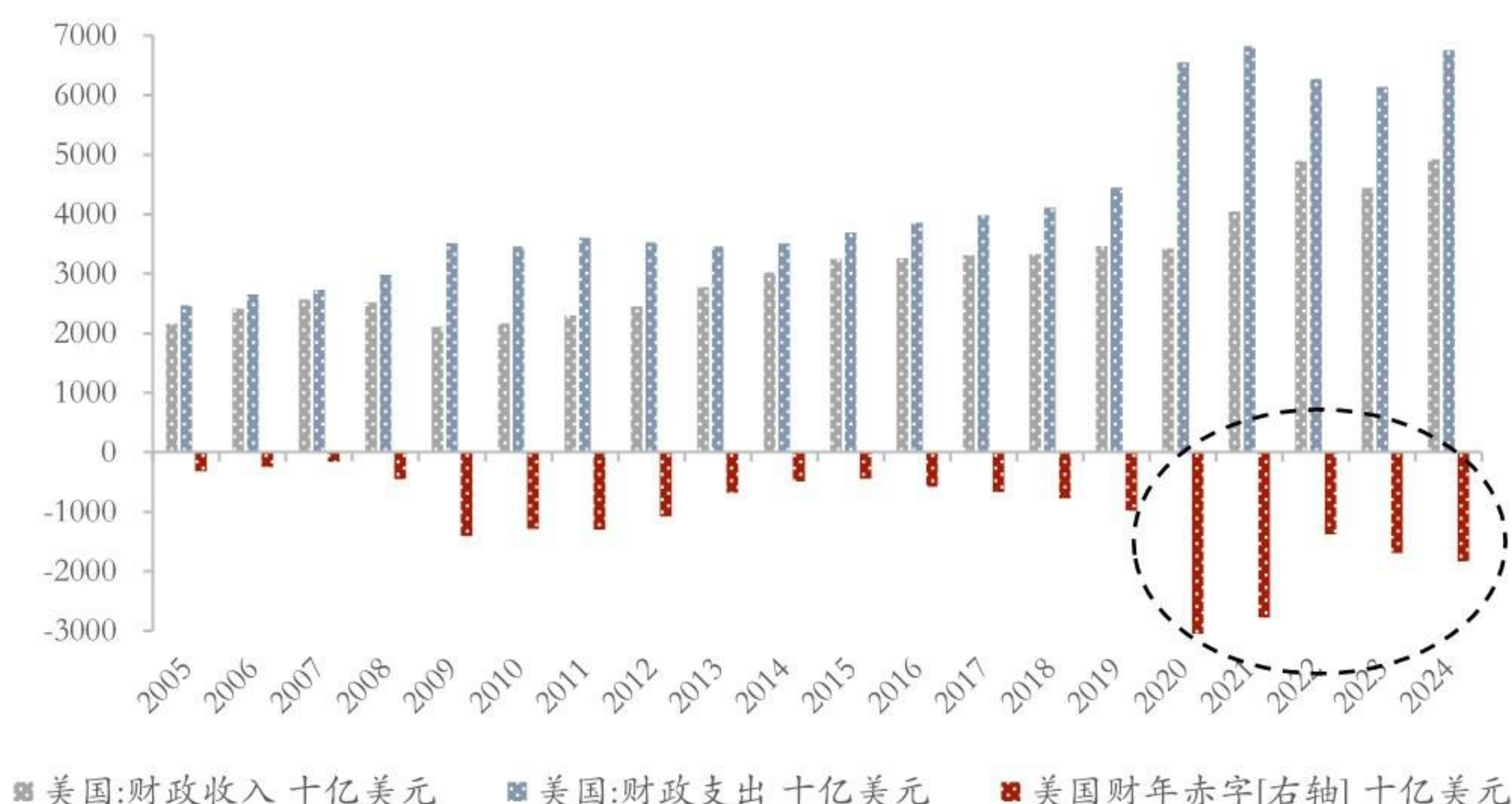
图8： 美国广义货币供应量 M2 与国际金价



资料来源：美联储，LBMA，浙商证券研究所

美国财政赤字近年明显走阔。2020 年全球公共事件催化后，美国在医疗及社会福利、国防等部门支出增加，美国财政赤字规模加速走阔。据美国国会预算办公室 CBO，2020 年-2023 年，美国财政赤字分别为 3.1 万亿美元、2.8 万亿美元、1.4 万亿美元和 1.7 万亿美元，较 2019 年财政赤字规模 0.98 亿美元大幅抬升。美国 2024 财年的财政收入和支出分别为 4.92 万亿美元与 6.75 万亿美元，即财政赤字为 1.83 万亿美元，较 2023 年赤字同比扩大近 8%。背后主要源于美国对乌克兰及以色列军事援助等立法项目、老年人社保项目及利息支出。

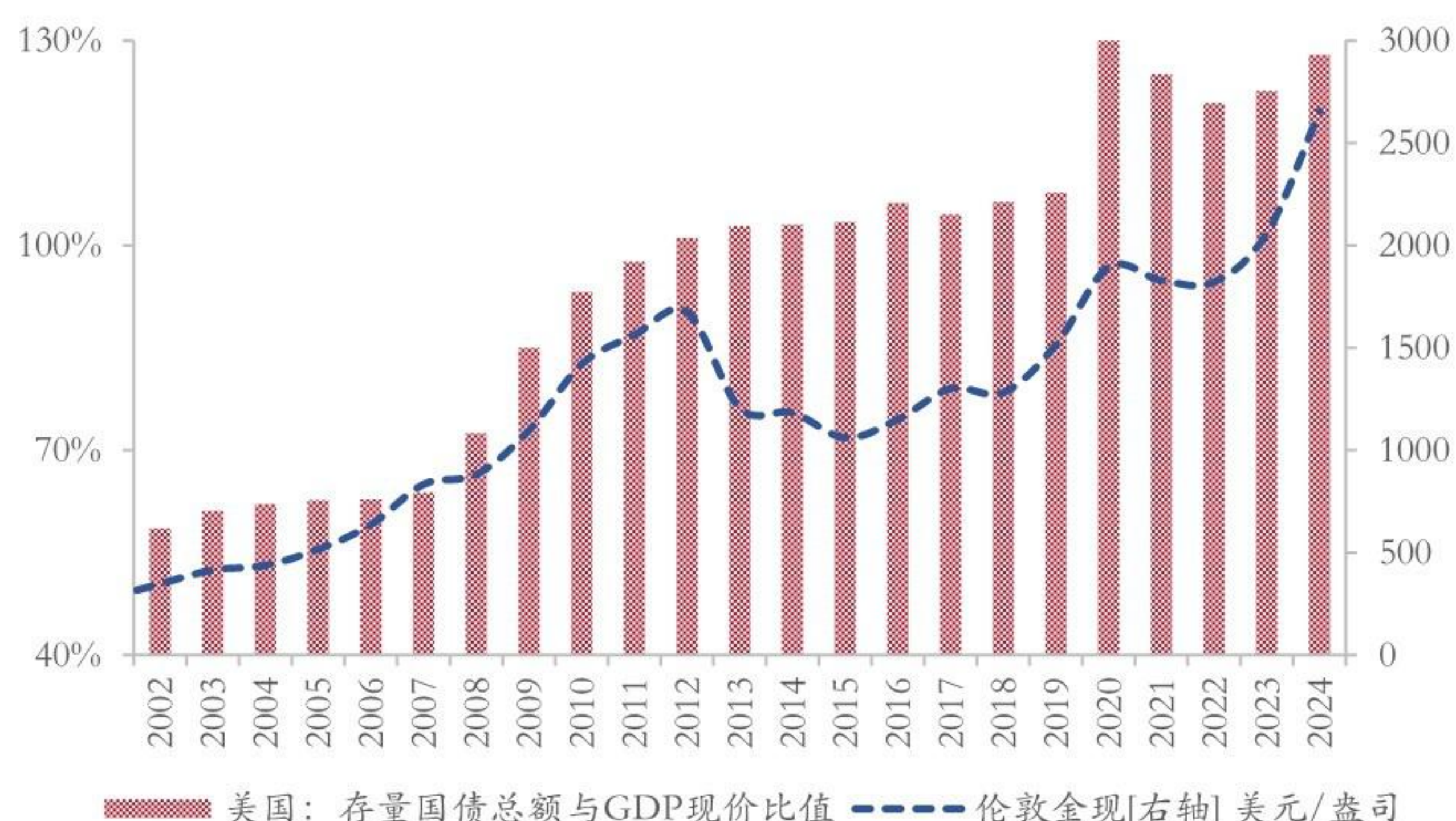
图9： 美国财政收支及赤字情况



资料来源：CBO，浙商证券研究所

美国债务杠杆扩张程度与金价呈现同向性。从美国存量国债规模来看，据美国财政部，2019 年 Q4-2024 年 Q4，美国联邦政府国债存量总额由 23.2 万亿美元升至 36 万亿美元，5 年累计扩张幅度为 55%。债务规模的提升及高额的年度利息支出引发市场对美国主权信用的隐忧，黄金作为更“安全的”资产受到青睐。以美国存量国债规模与 GDP 现价比值来衡量，2024 年美国国债杠杆率达到 128%。

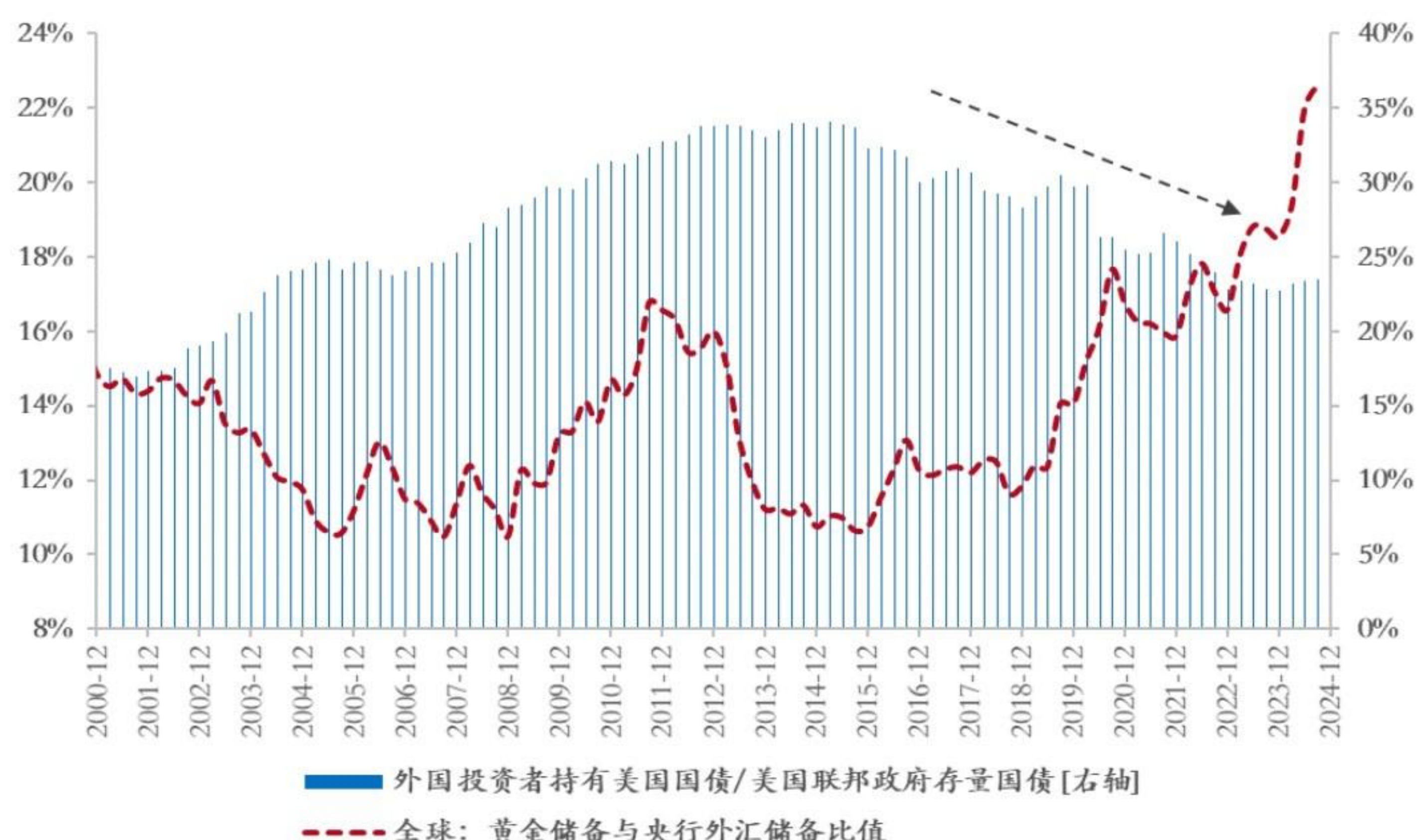
图10: 美国国债杠杆率及国际金价同向性较强



资料来源：美联储，Bloomberg，浙商证券研究所

近十年全球央行对美债整体减配，对黄金明显增配。美债高企背后，美国两党多次因债务上限问题陷入僵持。黄金兼具流动性和稳定性，可以作为一国货币当局持有用于稳定收支的重要战略储备资产。且黄金具备天然对冲属性，当美联储加息时，持有美债的资本利得趋于收缩。美元信用的边际弱化，驱动美债作为央行储备资产的吸引力下降。据美国财政部，2015 年 Q1 至 2024 年末，美国联邦政府存量国债中外资持有占比逐步由 34.08% 降至 23.6%，2015 年 Q1-2024 年 Q3，全球黄金储备与央行外储的比值由 11% 升至 23%。

图11: 美债外资持有占比回落, 全球黄金储备与外汇储备比值抬升



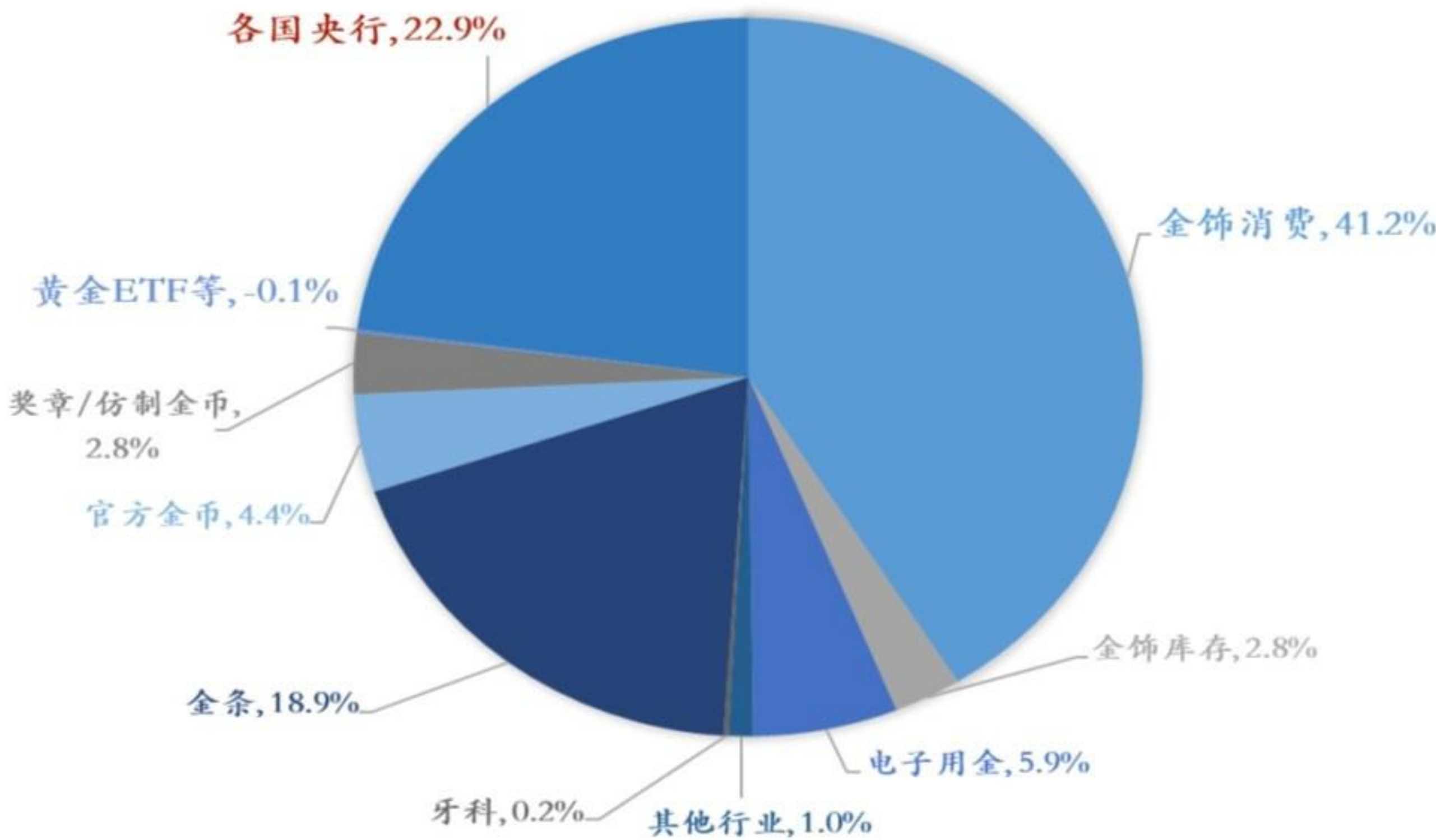
资料来源: 美国财政部, IMF, 浙商证券研究所

2.3 商品属性: 珠宝消费占比高, 但央行购金权重抬升

商品属性角度, 黄金又兼具资产配置属性和零售属性。黄金市场供给以存量为主。黄金供给增加与金价的负向性并不紧密, 因此供给并非影响金价走势的主导。金矿从勘探发现、到漫长的采矿周期, 再到冶炼加工, 耗时或达数年。根据世界黄金协会, 近十年黄金的年供给基本稳定于 4500-5000 吨。2024 年, 黄金供应量为 4974 吨, 其中金矿产量为 3661 吨, 占比近 73.6%。此外, 回收金供应 1370 吨, 生产商净套保提供-57 吨, 二者合计占比 26.4%。金价上行的年份中, 黄金高位出售意愿的提升, 可能使得回收金在黄金供给中的占比增加。

珠宝消费为黄金需求的主要来源, 而黄金 ETF 近年贡献为负。据世界黄金协会, 黄金饰品消费每年稳定于 2000 吨附近, 在黄金实际需求中比重最高, 在黄金需求中占比超过 4 成, 而央行购金规模、金条需求及官方金币对应比重分别为 23%、18.9%及 4.4%。唯一对黄金实际需求贡献为负的为黄金 ETF, 2021 年-2024 年, 全球黄金 ETF 分别净减持 189 吨、110 吨、244 吨和 7 吨, 其中 2023 年全球黄金 ETF 净卖出规模对黄金需求贡献为-5%。

图12： 2024 年黄金需求中金饰消费占比超 4 成，央行增持占比超 2 成



资料来源：世界黄金协会，浙商证券研究所

2022 年俄乌冲突以来，以美元为中心的货币体系动摇提速。全球央行购金成为金价中枢抬升的主导因素。由于实物属性背书，黄金天然不存在交易对手方的违约风险，是全球央行多元化储备的重要资产。据世界黄金协会，2010 年至今央行已连续 15 年对黄金储备净增持。2010-2021 年，央行对黄金储备的净买入规模在黄金实际需求占比不超过 15%。但 2022 年-2024 年，央行购金规模绝对值分别为 1080 吨、1051 吨与 1045 吨，较此前翻倍，且在黄金实际需求中占比均达到 1/5 以上，较 2021 年之前抬升明显。

图13： 黄金供需平衡表

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	YOY %
供应量 (吨)										
金矿产量	3516	3581	3658	3605	3484	3573	3632	3644	3661	0.5
生产商净套保	38	-26	-12	6	-37	-5	-12	67	-57	-
回收金	1232	1112	1132	1276	1293	1136	1136	1234	1370	11.0
总供应量	4786	4667	4778	4887	4740	4703	4756	4946	4974	0.6
需求量 (吨)										
金饰制造	2019	2257	2290	2152	1324	2231	2195	2191	2004	-8.6
金饰消费	2104	2240	2250	2127	1398	2148	2088	2111	1877	-11.1
金饰库存	-85	17	40	25	-74	83	107	80	126	57.3
科技	329	339	342	333	309	337	315	305	326	6.9
电子用金	262	272	275	269	255	279	258	249	271	8.8
其他行业	50	51	52	50	42	47	47	47	47	-1.2
牙科	18	16	15	14	12	11	10	9	9	-5.1
投资	1616	1315	1161	1275	1795	992	1113	946	1180	24.7
金条和金币	1073	1044	1091	871	902	1180	1222	1190	1186	-0.3
金条	798	780	776	584	543	811	802	782	860	10.0
官方金币	208	188	242	221	290	284	321	293	201	-31.5
奖章/仿制金币	68	76	73	67	69	85	99	115	125	9.3
黄金ETF等	543	271	70	404	893	-189	-110	-244	-7	/
各国央行	395	379	656	605	255	450	1080	1051	1045	-0.6
黄金需求	4359	4290	4449	4365	3683	4010	4703	4492	4554	1.4
过剩/缺口	427	377	330	522	1058	694	53	453	421	-7.2
总需求	4786	4667	4778	4887	4740	4703	4756	4946	4974	0.6
央行购金占比	9.1%	8.8%	14.8%	13.9%	6.9%	11.2%	23.0%	23.4%	22.9%	/

资料来源：世界黄金协会，浙商证券研究所

发达国家黄金储备与央行总储备比值于高位维持稳定。据世界黄金协会 WGC，截至 2024 年 Q4，黄金储备在全球央行总储备中占比超过 20%。其中发达国家的黄金储备在本国央行总储备中的占比较高。据 WGC 最新披露，至 2024 年 Q4，持有黄金储备规模前五的国家为美国、德国、意大利、法国和俄罗斯央行，分别持有 8133 吨、3352 吨、2452 吨、2437 吨和 2236 吨，在其本国央行总储备中比例分别为 75%、74.4%、70.8%、72.3%和 32.0%。中国、瑞士、印度、日本、荷兰和波兰央行黄金储备分别为 2280 吨、1040 吨、876 吨、846 吨、612 吨和 448 吨，占本国央行总储备比重分别为 5.5%、9.6%、11.4%、5.8%、64.9%与 16.9%。

图14： 主要国家央行持有黄金储备情况

国家/地区	黄金储备 亿美元	黄金储备 吨	占本国央行总储备比例 %	占全球黄金总储备比例 %
美国	6823	8133	75.0	22.5
德国	2811	3352	74.4	9.3
意大利	2057	2452	70.8	6.8
法国	2044	2437	72.3	6.7
俄罗斯	1960	2336	32.0	6.5
中国大陆	1912	2280	5.5	6.3
瑞士	872	1040	9.6	2.9
印度	735	876	11.4	2.4
日本	710	846	5.8	2.33
荷兰	514	612	64.9	1.7
波兰	376	448	16.9	1.2
葡萄牙	321	383	75.7	1.1
乌兹别克斯坦	321	383	77.8	1.1

资料来源：IMF，世界黄金协会，至 2024 年 Q4，浙商证券研究所

新兴经济体央行对黄金储备增持提升更明显，未来央行购金增量或亦源于此。近年央行购金规模的净买入主要源于新兴市场国。以俄罗斯为例，俄乌冲突过后，其因石油能源相关制裁而削减了对美元资产的配置，提升了黄金储备占比。长期来看，新兴经济体央行总资产中的黄金储备提升空间更大，未来央行购金增量或主要源于此。

图15： 新兴经济体：黄金储备/央行总储备比重



资料来源：IMF，Bloomberg，至 2024 年 Q4，浙商证券研究所

图16： 发达经济体：黄金储备/央行总储备比重



资料来源：IMF，Bloomberg，至 2024 年 Q4，浙商证券研究所

2.4 避险属性：地缘摩擦与滞胀

黄金的避险属性可从地缘摩擦或经济下行时的“不确定性溢价”角度理解。2022 年俄乌冲突发酵，美国对俄罗斯能源实施制裁，美元在国际货币体系及石油结算中的地位受到削弱，现有货币信用体系受到一定动摇，金价一度上行。2024 年为全球选举大年，地缘政治博弈叠加海外部分中小银行风险事件催生的避险需求，支撑金价高位运行。

地缘博弈升温时，黄金的金融属性可能阶段让位于避险属性。回溯 2000 年以来黄金避险属性的呈现，我们选取地缘政治风险指数作地缘博弈升温的代理变量，选取 S&P500 VIX 指数以代表金融市场的波动。我们发现，当地缘冲突发酵时，金价多数时候会在短期呈现明显冲高的动能。但在金融危机或银行体系流动性危机出现时，金价可能随其他资产共振下跌，这主要源于黄金头寸可能被卖出用于对其他风险资产的杠杆头寸平仓所致。回溯来看，由大国博弈相关的避险情绪显著升温时，金融属性短期或让位，由避险需求主导。二者的同向联动在 2022 年 3 月俄乌冲突、2023 年 3 月 SVB 风险事件发酵时、2024 年 10 月-11 月美国大选及 2025 年 1 月特朗普关税政策“不确定性”发酵时均有呈现。

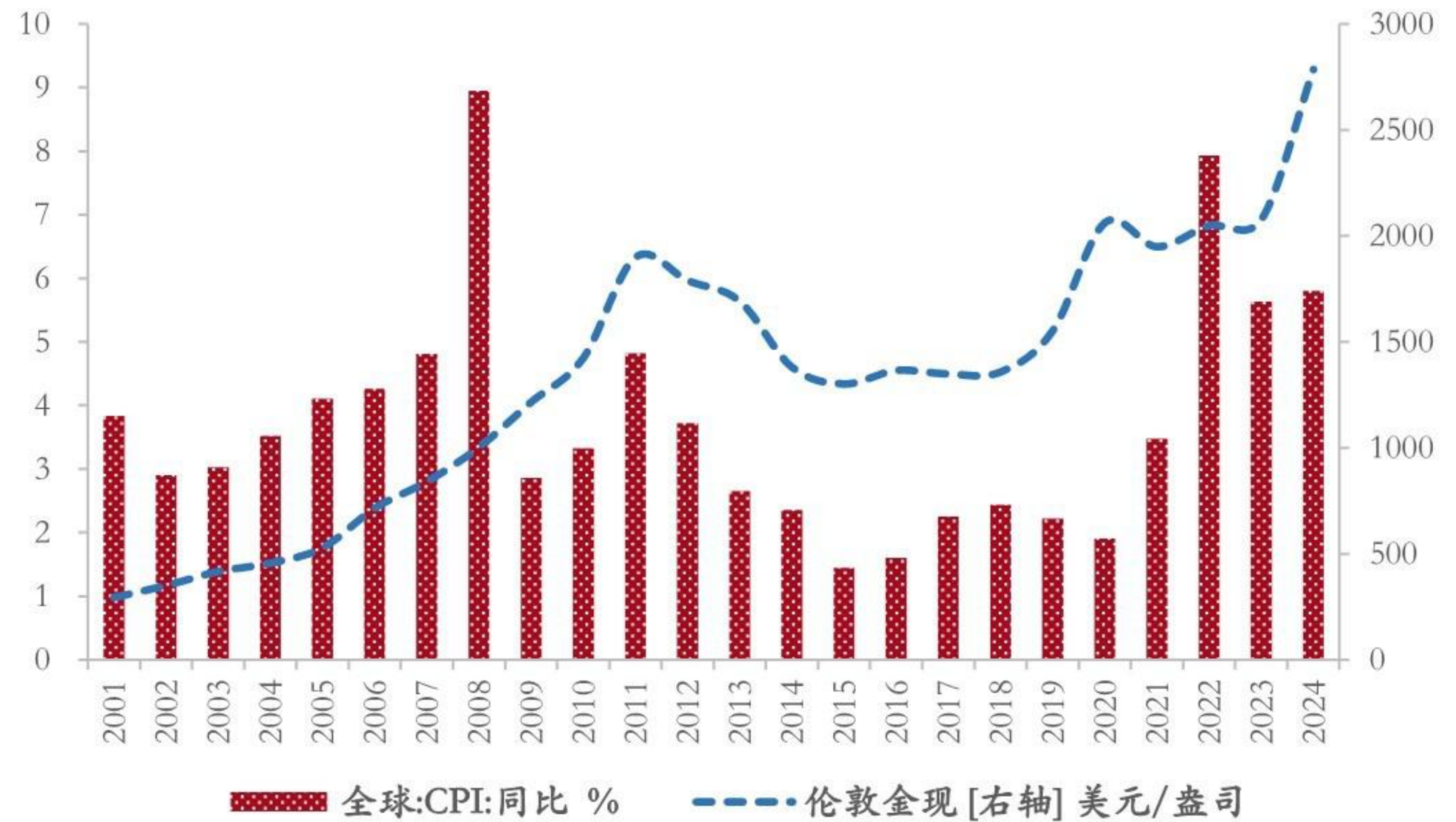
图17: VIX 金融市场波动、地缘摩擦与金价复盘



资料来源：Bloomberg，Wind，浙商证券研究所整理

相比“抗通胀”，黄金对冲“滞胀”的效果或更佳。与传统印象中的“抗通胀”存在差异的是，实证表现中，通胀并不必然对应金价走高。据世界银行，2022 年至 2023 年全球 CPI 同比由 7.93%回落至 5.84%，但同期金价却上行明显。且 2022 年俄乌冲突叠加前期流动性充裕之下，欧美通胀攀升至历史高位，滞胀信号指引下欧美央行整体步入加息周期，欧美国债利率的抬升从金融属性角度对金价构成利空。2022 年末，美国通胀动能下一台阶，虽仍具一定韧性，但此时黄金对美联储激进加息表现钝化，市场对美国经济下行担忧抬升。全球央行对黄金增储抬升叠加滞胀背后的避险需求与“美债利率走高对金价的压制”形成对冲。

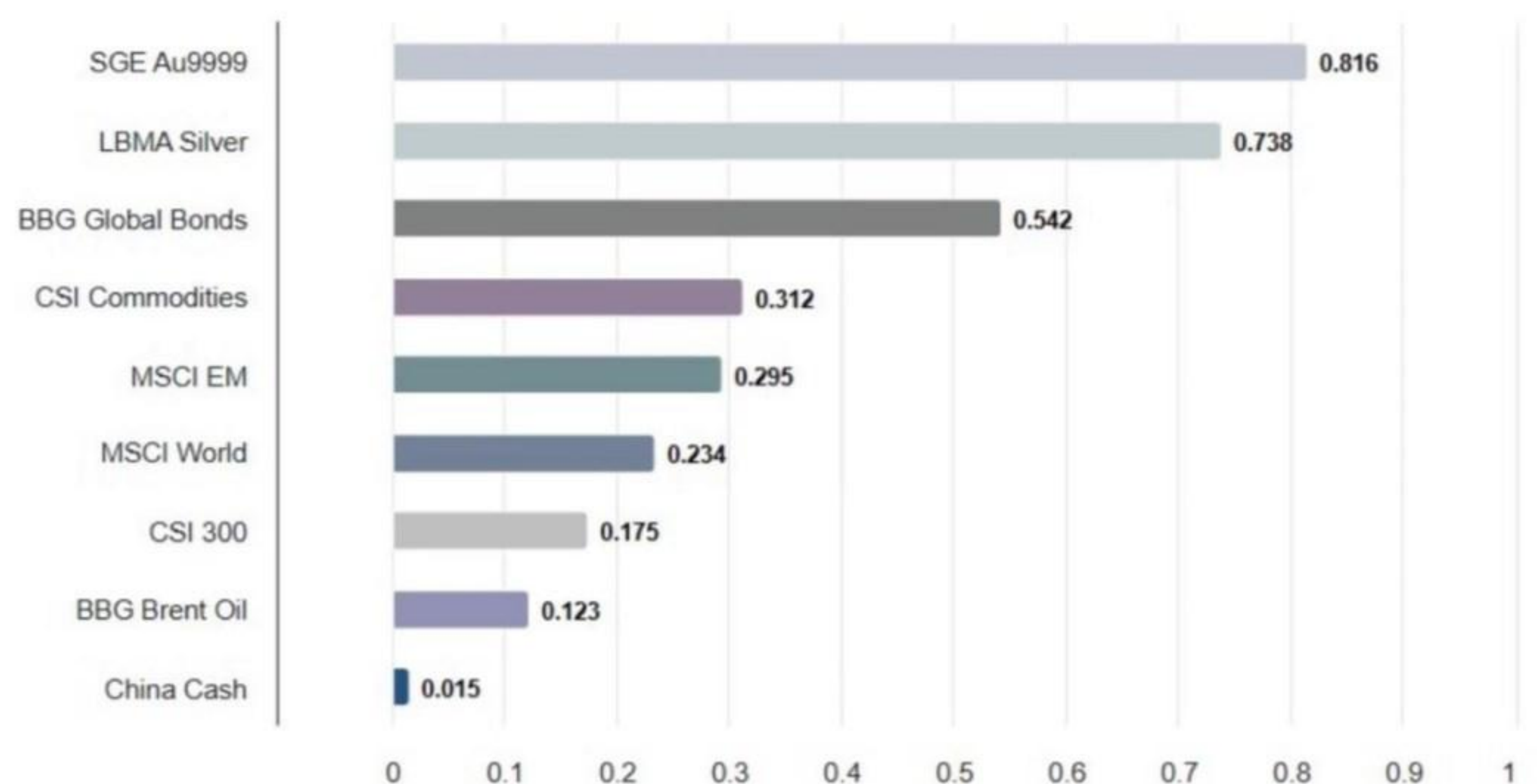
图18: 全球通胀水平与金价存在一定同向性



资料来源: 世界银行, LBMA, 浙商证券研究所

黄金与风险资产之间的相关性较小, 可以成为资金的避风港。据世界黄金协会, 1971 年-2024 年, 伦敦金和沪金的相关性高达 0.82。其他主流资产相关系数观察, 与伦敦金价相关系数最高的是伦敦银价, 达到 0.74; 其次是全球债券指数, 相关系数达到 0.55, 侧面反映当全球利率中枢下移时, 持有黄金的机会成本下降, 金价将得到提振。此外, 伦敦金和商品指数、全球股票指数及布伦特原油指数的相关性较低, 分别为 0.32、0.24 和 0.13。指向黄金与权益等风险资产的联动性非常有限, 故对黄金增配能较好地降低组合净值波动。

图19: 1971 年-2024 年国际金价与其他大类资产相关性

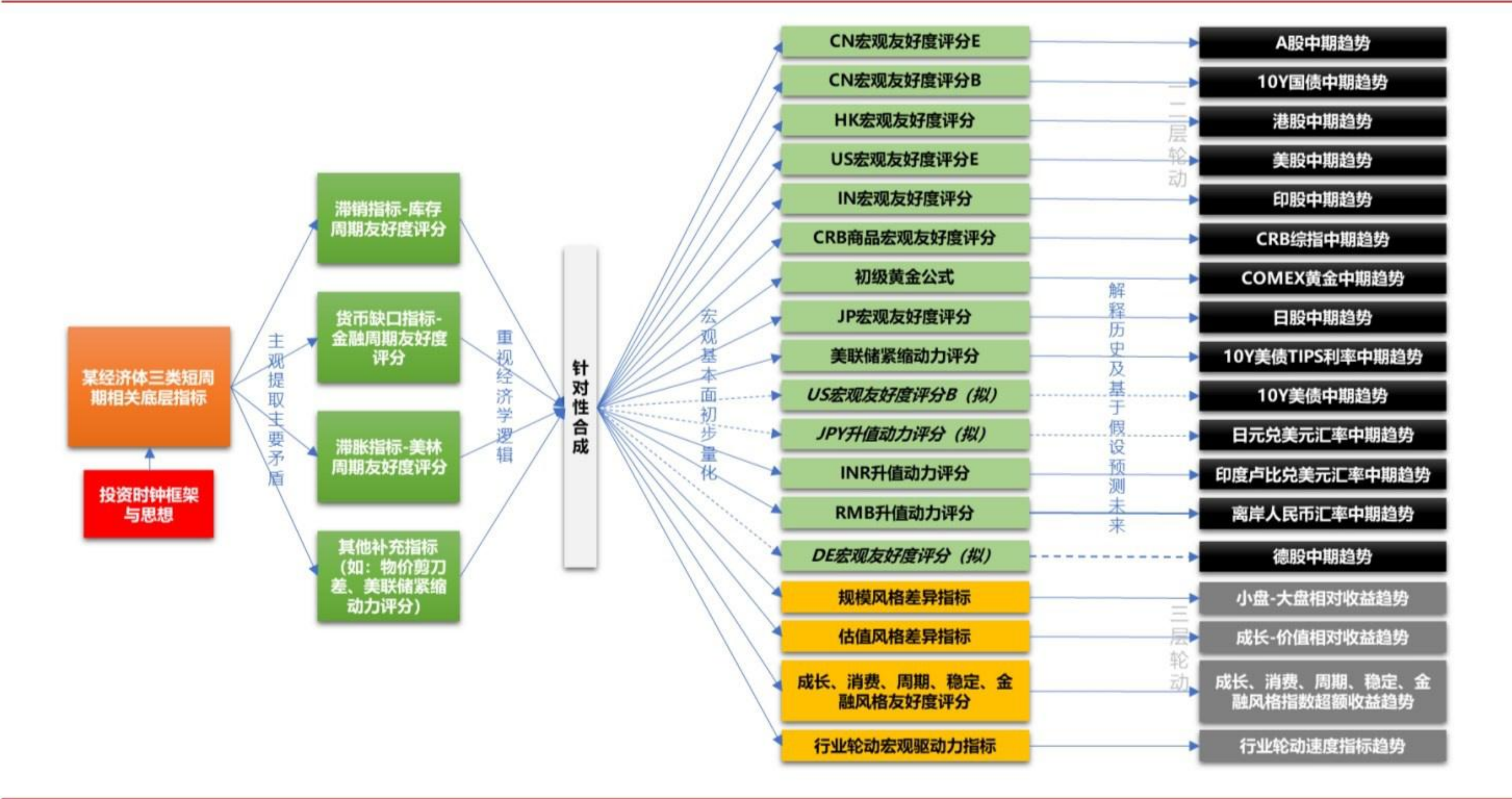


资料来源: 世界黄金协会, 浙商证券研究所

3 黄金宏观友好度：中性预测下金价有望突破 3300 美元/盎司

宏观友好度评分指标体系。在用高级黄金公式预测未来金价走势时，我们的特色分析工具是宏观友好度评分指标体系。该工具是针对资产及风格的宏观基本面量化，通过对投资时钟理论进行因子化处理，以自上而下的视角为各大类资产及风格进行综合宏观环境的打分。我们会依据指标曲线形态和相关基本面逻辑进行主客观相结合的中期预测与敏感性分析。

图20： 黄金高级公式背后的宏观友好度评分指标数据库思维导图



资料来源：浙商证券研究所整理

本篇报告我们定义黄金高级公式，以评估宏观环境对黄金的友好度。回归区间为 2006 年-2024 年，回归方程式为： $Y=879+2.16 \times X_1+46.8 \times X_2+4.35 \times X_3+10.17 \times (1+10 \times K) \times X_4+15.8 \times X_5$ 。其中我们选取的基础自变量 X_1-X_5 分别为 CRB 商品指数、美债 10Y TIPS 利率、美国 M2 存量同比、美国国债存量同比、美国国债存量与 GDP 比值五个指标，另对美元信用变量设为调节系数 K，以此得到黄金的高级公式。

图21： 黄金宏观友好度反应方向逻辑矩阵（情形与敏感性分析）

情境假设	CRB商品指数	10Y美债 TIPS利率	美国M2总量同比	美国国债存量同比	美国国债存量/GDP比值
黄金宏观友好度评分	↑	/	↑	↑	↑
乐观情形	全球需求向好，经济偏强运行，商品景气度上行	理论而言，当美债实际利率下行时，黄金作为不生息资产，其持有的吸引力将上升	美国货币超发，黄金去美元化+保值属性受益	美国国债存量同比上行，美元信用削弱，去美元化逻辑支撑黄金	美国国债杠杆率上行，美元信用削弱，去美元化逻辑支撑黄金
中性情形	全球经济预期平稳	10Y美债TIPS利率震荡运行	美国M2同比趋稳	美国国债存量同比趋稳	美债存量同比/GDP趋稳
悲观情形	全球需求转弱，经济偏弱运行，商品景气度下行	理论而言，当美债实际利率上行时，黄金作为不生息资产，其持有的吸引力将下降	美国货币发行放缓，货币保值需求减弱，黄金持有的吸引力下降	美国国债存量同比幅度收窄，美元信用趋稳，去美元化趋势放缓，黄金价格承压	美国国债杠杆率收缩，美元信用趋稳，去美元化趋势放缓，黄金价格承压
复合情形	中性偏强	小幅震荡下行	中性	中性	中性

资料来源：浙商证券研究所整理

该公式对实际金价的解释程度可以达到 90%以上，拟合程度较优。如前文所述，黄金驱动因素受金融属性、货币属性、商品属性与避险属性的共同推动，其中地缘秩序等变量捕捉存在一定难度。我们可以发现五个自变量与金价均呈现正向联动，但需要说明的是，美债 10Y TIPS 利率作为 X_2 变量，其在 2022 年之前与金价呈现负向性，而 2023 年-2024 年呈现一定同向性，这也是框架演进的核心要素之一，这代表实际利率对金价的负向解释力度在近年有所收敛，而其他因子的表达权重有所上升。但中长期来看，黄金金融属性仍将对定价构成一定解释力。

图22： 黄金高级公式对实际金价的解释力度超过 90%

回归统计

Multiple R

0.97

R Square

0.94

Adjusted R Square

0.94

标准误差

119.72

观测值

230

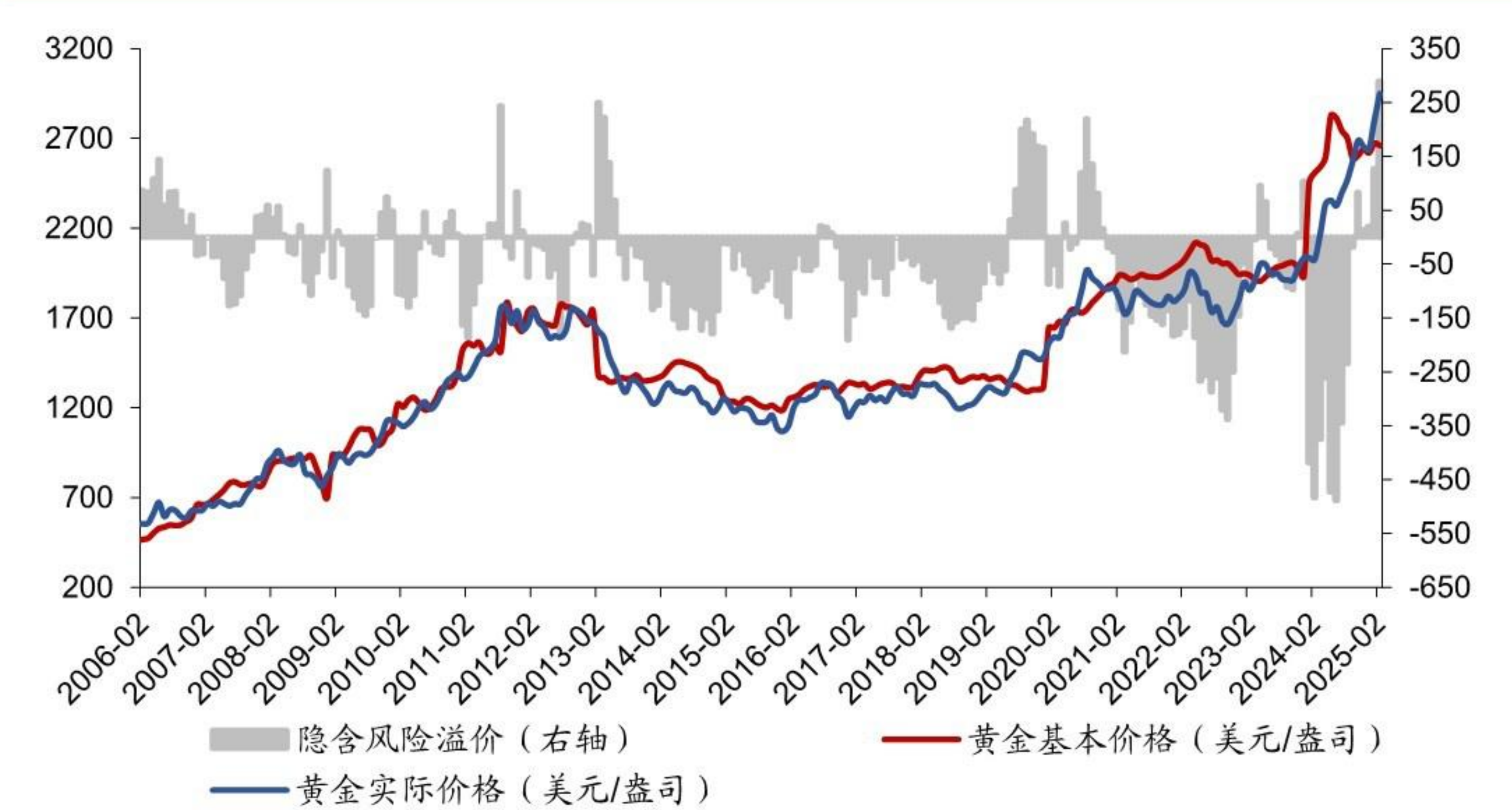
方差分析

	df	SS	MS	F	Significance F
回归分析	1	53491813.21	53491813.21	3732.25	2.5084E-143
残差	228	3267766.11	14332.31		
总计	229	56759579.33			

	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	下限 95%	上限 95%
Intercept	-1.74	25.09	-0.07	0.94	-51.18	47.70	-51.18	47.70
X Variable 1	1.04	0.02	61.09	0.00	1.01	1.07	1.01	1.07

资料来源：浙商证券研究所测算

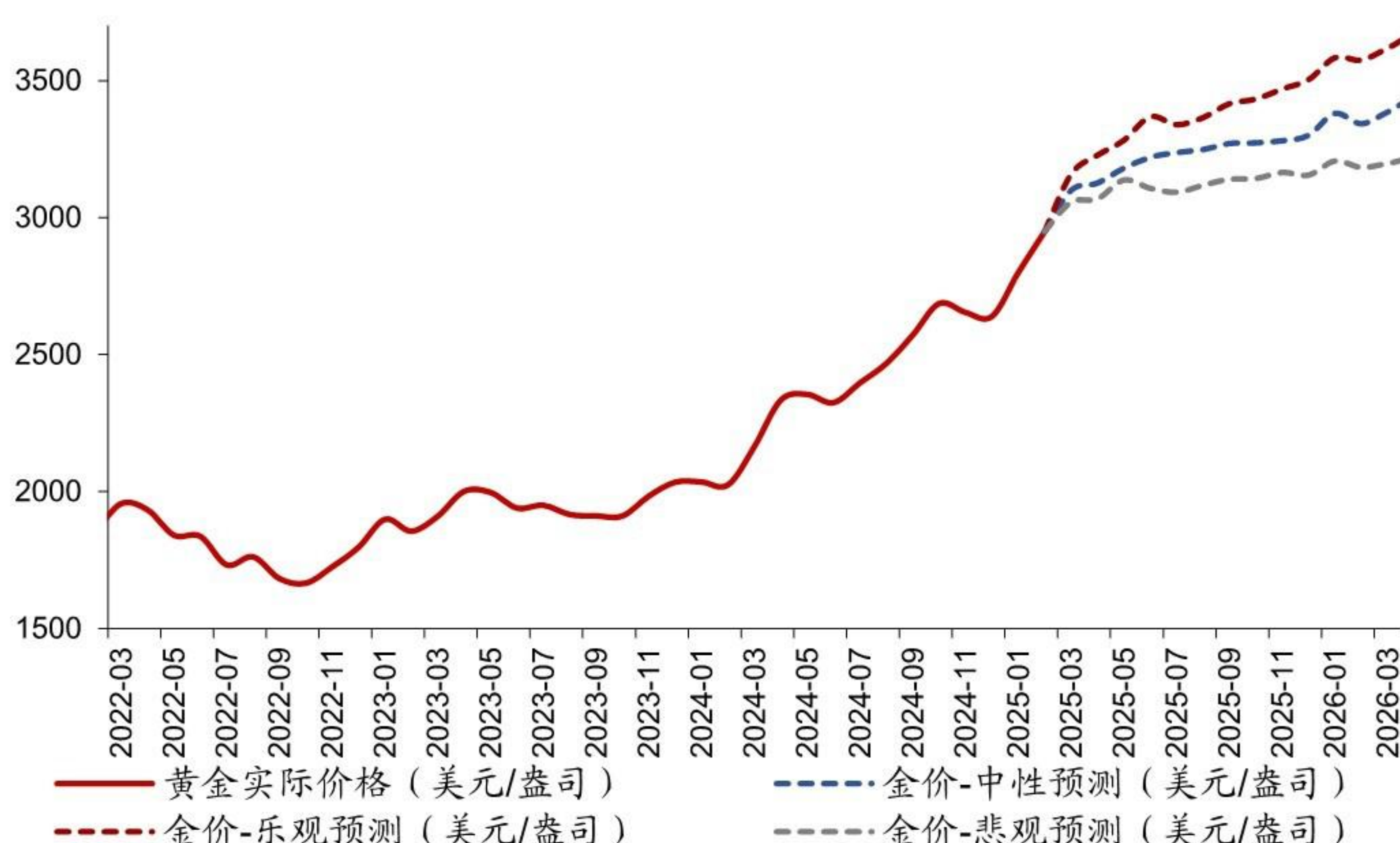
图23： 黄金高级公式拟合情况较优



资料来源：LBMA，浙商证券研究所测算

2025 年我们对黄金仍战略看多，全年金价高点的中性预测为 3300 美元/盎司。站在 2025 年 Q1 时间节点，我们认为：一方面，特朗普政府背景下，美国财长贝森特削减美国赤字的诉求更可能形成边际影响。从多重因素推测，美国财政大幅收缩的可能性较小。另一方面，而特朗普本身或倾向于形成市场预期的“先 risk-off，再 risk-on”。伴随 2025 年美联储降息周期的推进以及美国经济降温预期的抬升，美债利率下行可能从金融属性视角再次对金价形成助推。根据我们的推演，中性预测下，黄金年内有望升至 3300 美元/盎司。乐观预测下，金价有望突破 3500 美元/盎司。

图24： 三种情境假设下的黄金宏观高级公式友好度

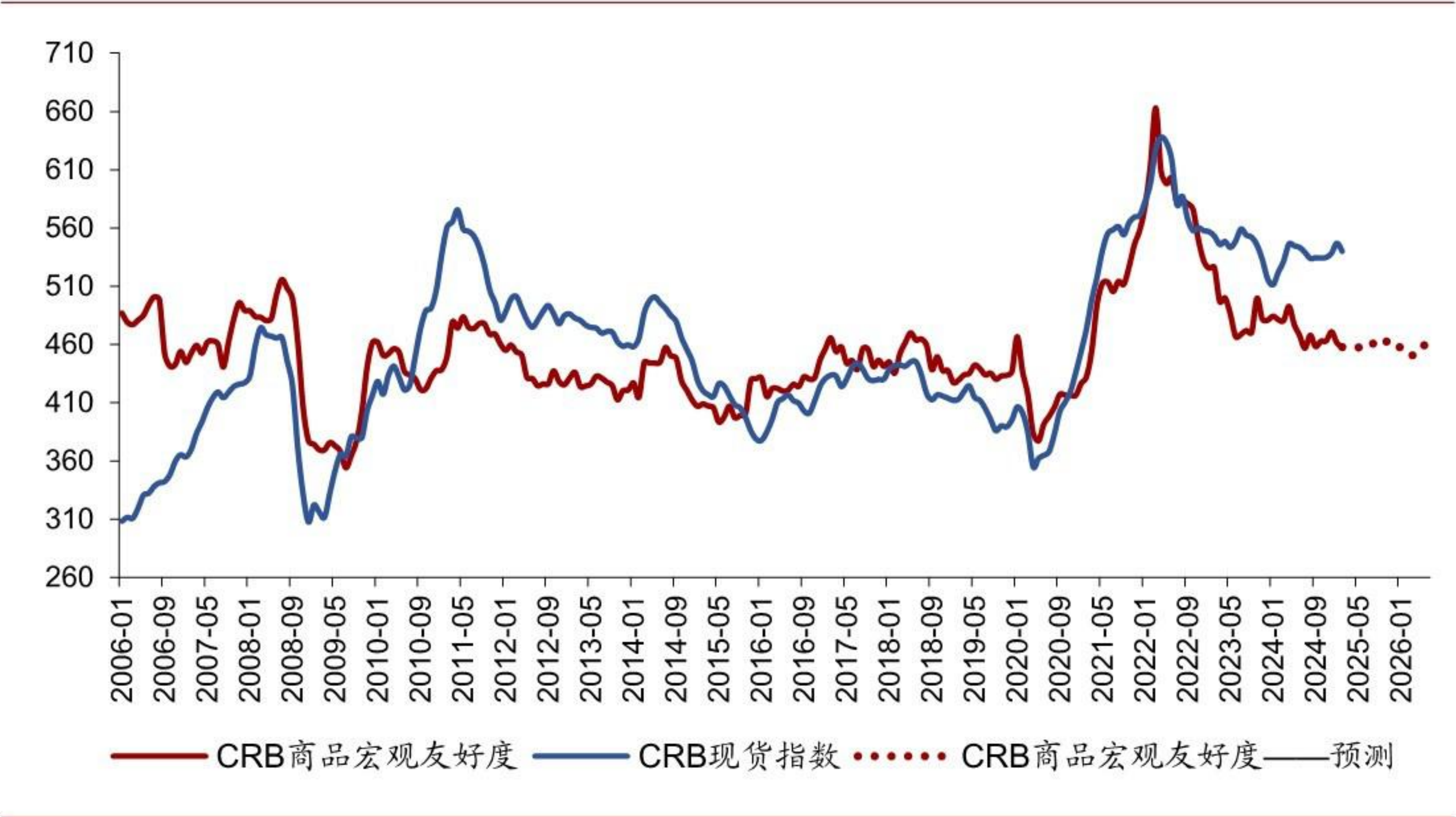


资料来源：LBMA，浙商证券研究所测算

3.1 变量 1: CRB 商品指数

对于 CRB 商品指数，我们选用韩国库存周期指标、美国物价指数 CPI、地缘环境变化程度进行预测。通过回归我们得到被解释变量 CRB 商品指数与三个解释变量之间的相关性达到 66%，解释力度良好。其中，对于韩国 KR 库存周期指标的预测，我们综合参考了彭博对韩国经济数据的一致预期以及韩国 BSI 指标作为代理变量。对于美国物价指数 CPI 同比，我们选取彭博未来一致预期进行预测。对于地缘环境变化程度，我们选取地缘政治风险指数作为代理变量。

图25： CRB 商品指数宏观友好度



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

通过回归我们得到被解释变量 CRB 商品宏观友好度与三个解释变量之间的相关性达到 66%，解释力度良好。当前我们观察到韩国 KR 库存友好度偏乐观，美国 CPI 同比预期偏中性，地缘环境变化程度偏中性。对于 CRB 商品指数整体判断，我们认为中性略偏乐观。

图26： CRB 商品宏观友好度反应方向逻辑矩阵（情形与敏感性分析）

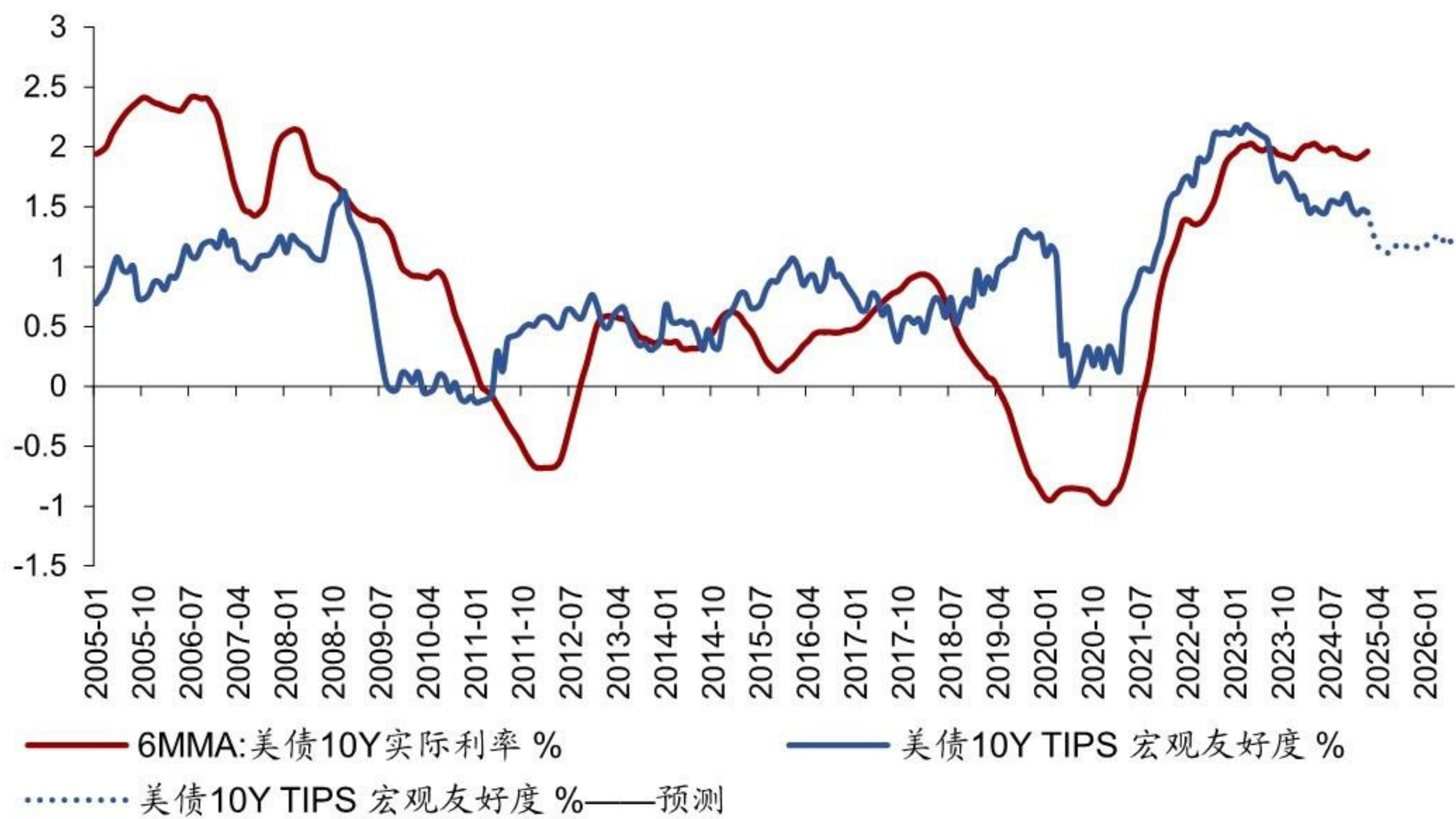
情境假设	韩国KR库存周期友好度	美国物价指数CPI同比	地缘环境变化程度友好度评分
CRB商品宏观友好度评分	↑	↑	↑
乐观情形	韩国出口景气度上行，该国主动补库↑	美国需求向好，经济偏强运行，物价处于高位↑	地缘冲突上行，市场避险情绪升温↑
中性情形	韩国出口景气或维持平稳	美国物价波动预期平缓	地缘摩擦仍存，但进一步恶化或缓和预期尚无
悲观情形	韩国出口景气较低，该国库存累积↓	美国需求转弱，经济存下行风险，物价上行动能收窄↓	地缘摩擦趋弱，市场避险需求下降↓
复合情形	乐观	中性	中性

资料来源：浙商证券研究所整理

3.2 变量 2：10Y 美债实际利率

美债利率为全球资产定价之锚。如前文所述，黄金本质为不生息资产，其持有收益主要源于资本利得，而期间收益几乎为零。这一点与股票及债券存在差异，权益资产的期间收益可源于股息红利，付息债券的期间收益可源于票息。故黄金的金融属性本质可参考零息债券的定价逻辑。美债利率作为全球无风险利率锚，可视为大类资产回报率的锚之一，亦可视为持有黄金的“机会成本”。

图27： 美债 10Y 实际利率宏观友好度



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所测算

对于 10Y 美债 TIPS 利率的预测，我们选取以下变量：美国 PCE 通胀同比，美国失业率、美国 ISM 制造业 PMI、美国 2s10s 国债利差。以上数据的预测均采用彭博一致预期。通过回归我们得到被解释变量 10Y 美债 TIPS 利率与四个解释变量之间的相关性为 55%，解释力度一般。过去两年由于利率过高而使得黄金的金融属性阶段失效的情形增多，但 2025 年金融属性对金价的解释力或边际上升。后续实际利率波动可能以震荡为主。

图28： 10Y 美债 TIPS 利率宏观友好度反应方向逻辑矩阵（情形与敏感性分析）

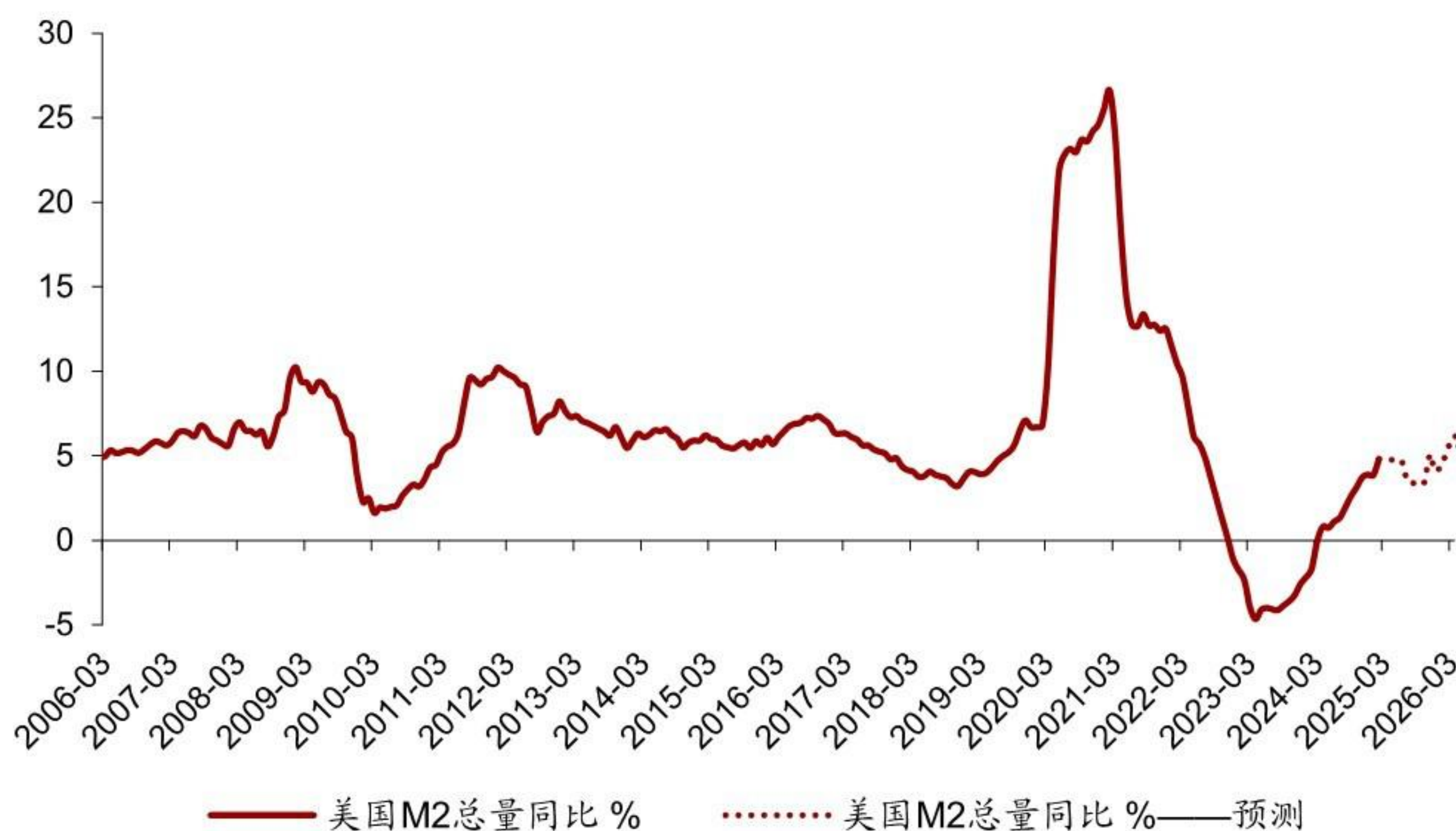
情境假设	美国PCE通胀同比	美国失业率	美国ISM制造业PMI	美国2s10s国债利差
10Y美债TIPS利率评分	↑	↓	↑	↑
乐观情形	美国需求向好，经济偏强运行，物价处于高位↑	美国劳动力市场强劲，失业率下降↓	美国需求向好，经济偏强运行，PMI超预期↑	降息预期抬升，10Y美债2s10s利差开始结束倒挂；或者经济预期向好，美债利率曲线熊陡，长端利率上行更多
中性情形	美国物价波动预期平缓	美国就业市场预期平缓	美国经济预期平缓	长短期美债利率波动幅度基本一致
悲观情形	美国需求转弱，经济存下行风险，物价上行动能收窄↓	美国劳动力市场恶化，失业率上升↑	美国需求转弱，经济存下行风险，PMI低于预期↓	加息预期上升，美债利率曲线长短期利差收窄甚至倒挂；或者市场寻求软着陆，美债利率曲线扁平，长端利率下行更多
复合情形	中性	中性	偏乐观	中性

资料来源：浙商证券研究所整理

3.3 变量 3：美国 M2 存量同比

在预测美国 M2 同比数据时，我们选取彭博最新一致预期。2020 年全球公共卫生事件后，美国 M2 总规模上升较快。22 年 4 月美国 M2 达到 21.7 万亿美元，货币的超发同样对美元的信用形成削弱。从黄金的保值属性考虑，当 M2 同比走高时，金价将受到支撑。展望未来，美国降息背景下，M2 存量同比可能延续缓慢扩张。

图29: 美国 M2 存量同比数据预测



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所测算

3.4 变量 4: 美国国债存量同比

在预测美国国债存量同比数据时,我们选取彭博最新一致预期。当美国国债存量同比上行,美元信用削弱,“去美元化”逻辑支撑黄金。美国国债存量同比幅度收窄,美元信用趋稳,“去美元化”趋势放缓,黄金价格承压。我们认为后续国债存量同比可能整体持平,但节奏或呈现一定季节。

图30: 美国国债存量同比数据预测

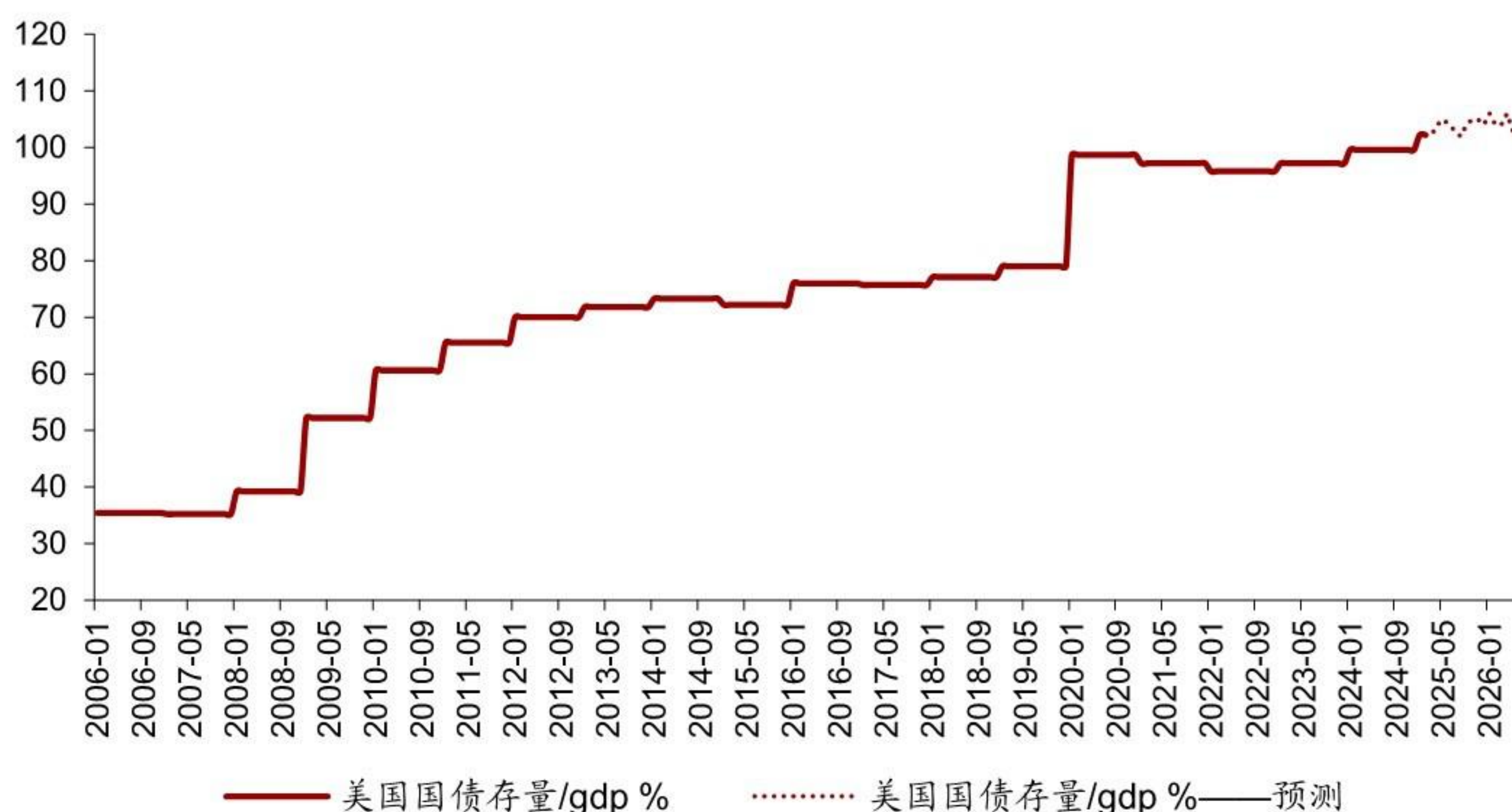


资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所测算

3.5 变量 5: 存量美债规模与 GDP 比值

在预测美国国债存量规模与 GDP 的比值数据时，我们选取彭博最新一致预期。我们以美国国债存量与 GDP 的比值刻画美国国债杠杆率。当美国国债杠杆率上行，美元信用削弱，“去美元化”逻辑支撑黄金。而当美国国债杠杆率上行，美元信用削弱，“去美元化”逻辑支撑黄金。展望而言，我们认为存量美债规模与 GDP 比值可能维持相对高位。

图31: 存量美债规模与 GDP 比值数据预测

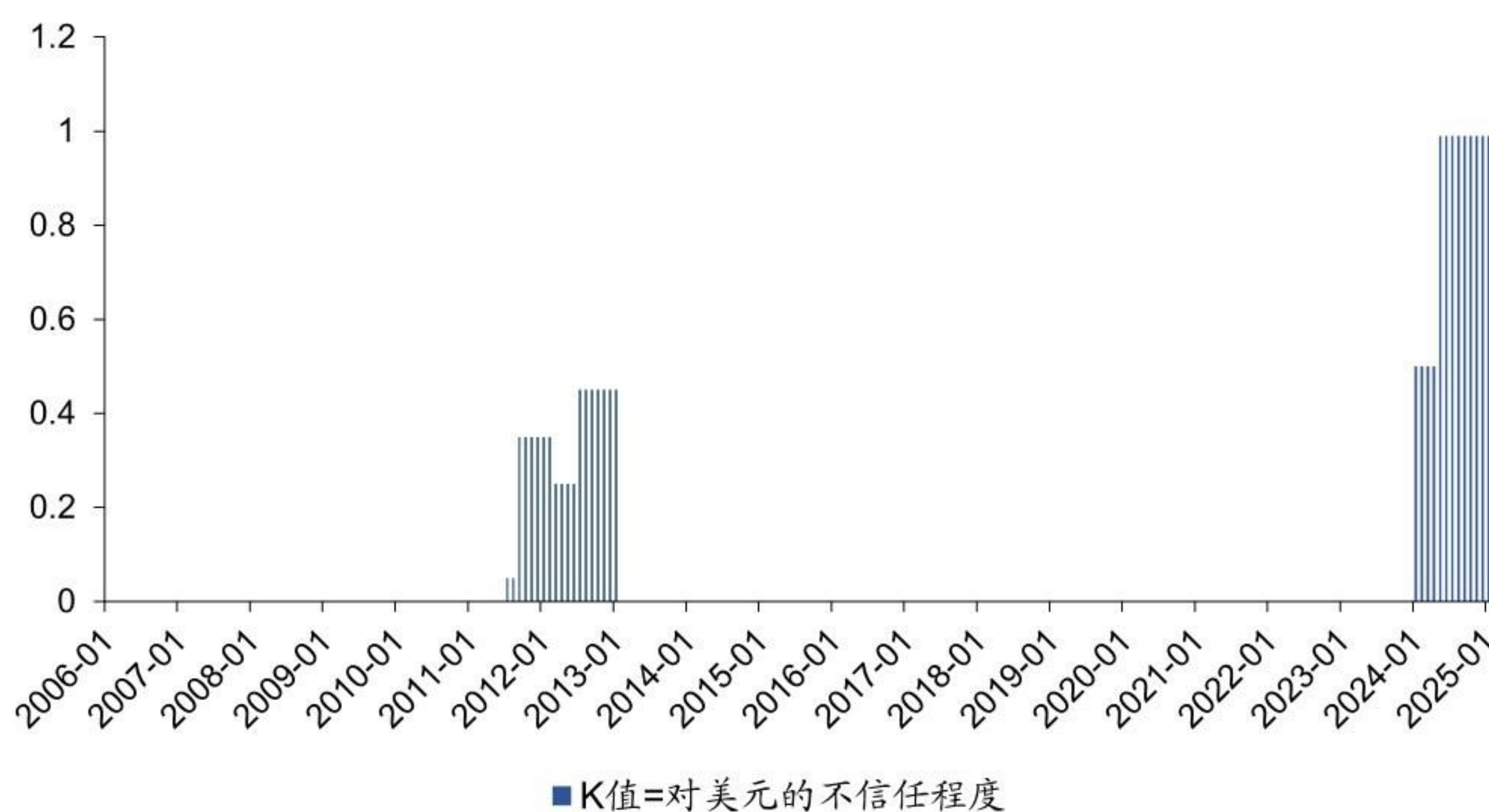


资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所测算

3.6 调节变量 K: 衡量对美元的不信任程度

回顾 20 世纪 70 年代以来金价的三轮运行周期，我们发现不同的变量在不同的时期，其权重可能存在差异。2006 年至 2022 年，金融属性对于金价波动解释整体有效，但 2022 年以后，美元信用削弱背后的“去美元化”进一步成为主导，我们将市场对美元的不信任程度设为 K。简而言之，从旧框架到新的范式，其实也是对美元信任逐步下降的过程。2012 年-2013 年、2023 年-2024 年，K 值均明显抬升。2012 年可以用美国赤字高位来解释 K 值的走高，2023 年前后可以用央行购金的行为来衡量对美元的不信任。我们假设 2025 年美元信用的变量与 2024 年持平为 0.99。

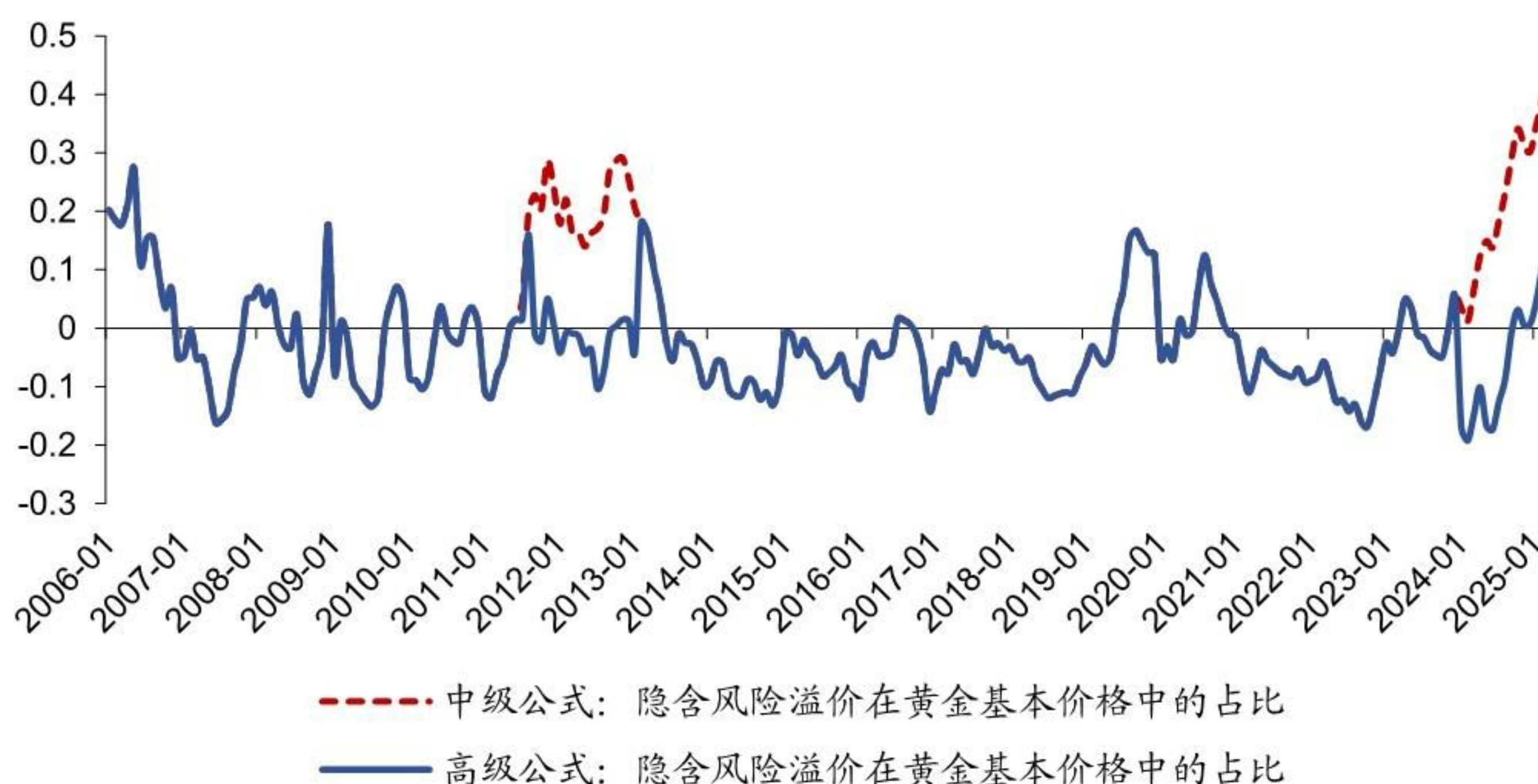
图32: K 值=对美元的不信任程度



资料来源：浙商证券研究所测算

当前市场隐含风险溢价在黄金高级公式推导价格中的比值为：新设隐含风险溢价在当前实际金价的占比，这反映当前金价受不可测风险因素的影响程度。我们观察到黄金基本价格与实际价格之间显示的隐含风险溢价较高，指向当前金价亦确处历史高位。考虑 2022 年俄乌冲突以来，美国对在俄美元资产的冻结使得以新兴市场国家央行为代表的全球央行黄金增储力量抬升，“去美元化”逻辑成为支撑金价的主导。2025 年 1 月，特朗普政府上任后，美国财长贝森特致力于削减美国赤字。但从美国实时的财政支出动态来看，高利率外溢效应之下，2025 年美国财政支出的绝对值并不比过去 5 年更低。且特朗普摇摆的特质及逆全球化背后可能使得全球成为一个更为混沌的状态，特朗普后续政策的不确定性仍将从避险需求提振金价。

图33: 隐含风险溢价在黄金基本价格中的占比



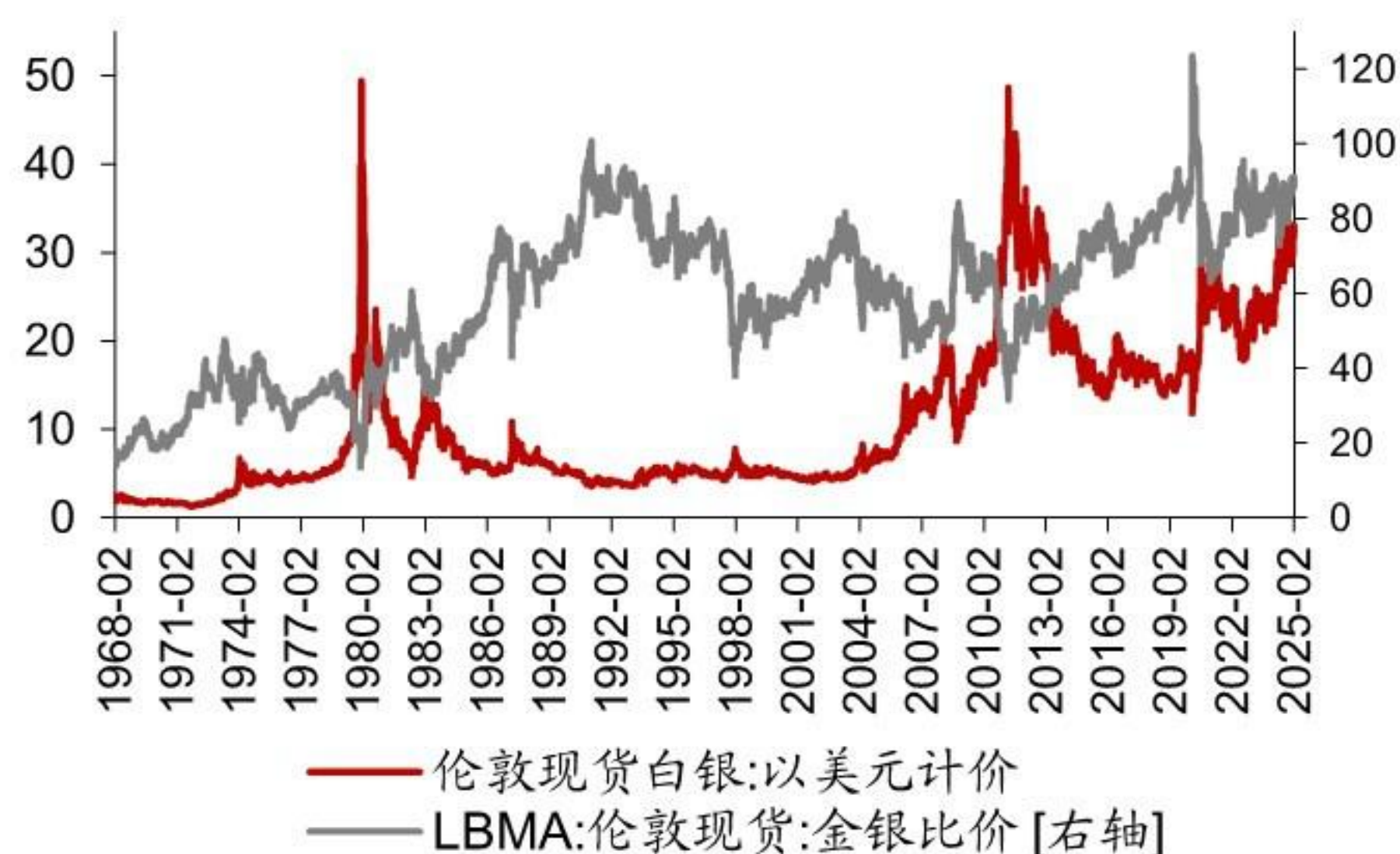
资料来源：浙商证券研究所测算

4 黄金当前博弈的几大关注点

4.1 如何看待金、银和铜的定价异同？

金与银同属贵金属，二者均为珠宝首饰的主要材质。中长期维度，金银价格同向性较强，二者均受金融属性推动，但不同之处在于：（1）白银的工业属性更强，而货币属性明显更弱。全球央行的白银储备可忽略不计。（2）白银行情的演绎相对黄金呈现更大的波动性，且前者常在金银比偏离均值较大的阶段表现迅速的“补涨”拉升。（3）与黄金相比，白银的产量不具备稀缺性，而黄金稀缺性更强。2022 年 Q4 至今，金价涨幅接近 81%。但白银价格本轮小周期起点位于 2022 年 Q3，至今累计涨幅超 90%。至 2025 年 3 月 16 日，金银比为 88，高于 1968 年至今的金银比平均值 58。但金银比本质为交易的结果，指引意义仅作参考。而“铜博士”是预期通胀输入变量之一，亦是实体工业生产景气度的观测指标，与经济拉动的通胀同步性更强。当全球 PMI 回暖或美国经济库存周期向好时，铜价往往表现偏强。而原油价格可视为全球经济周期及通胀的同步指标，且与供给引发的通胀联动性更强。相比贵金属，铜的顺周期属性更强，与通胀的同步性较高。

图34： 国际银价及金银比价



资料来源：LBMA，浙商证券研究所

图35： 铜价与美国库销比

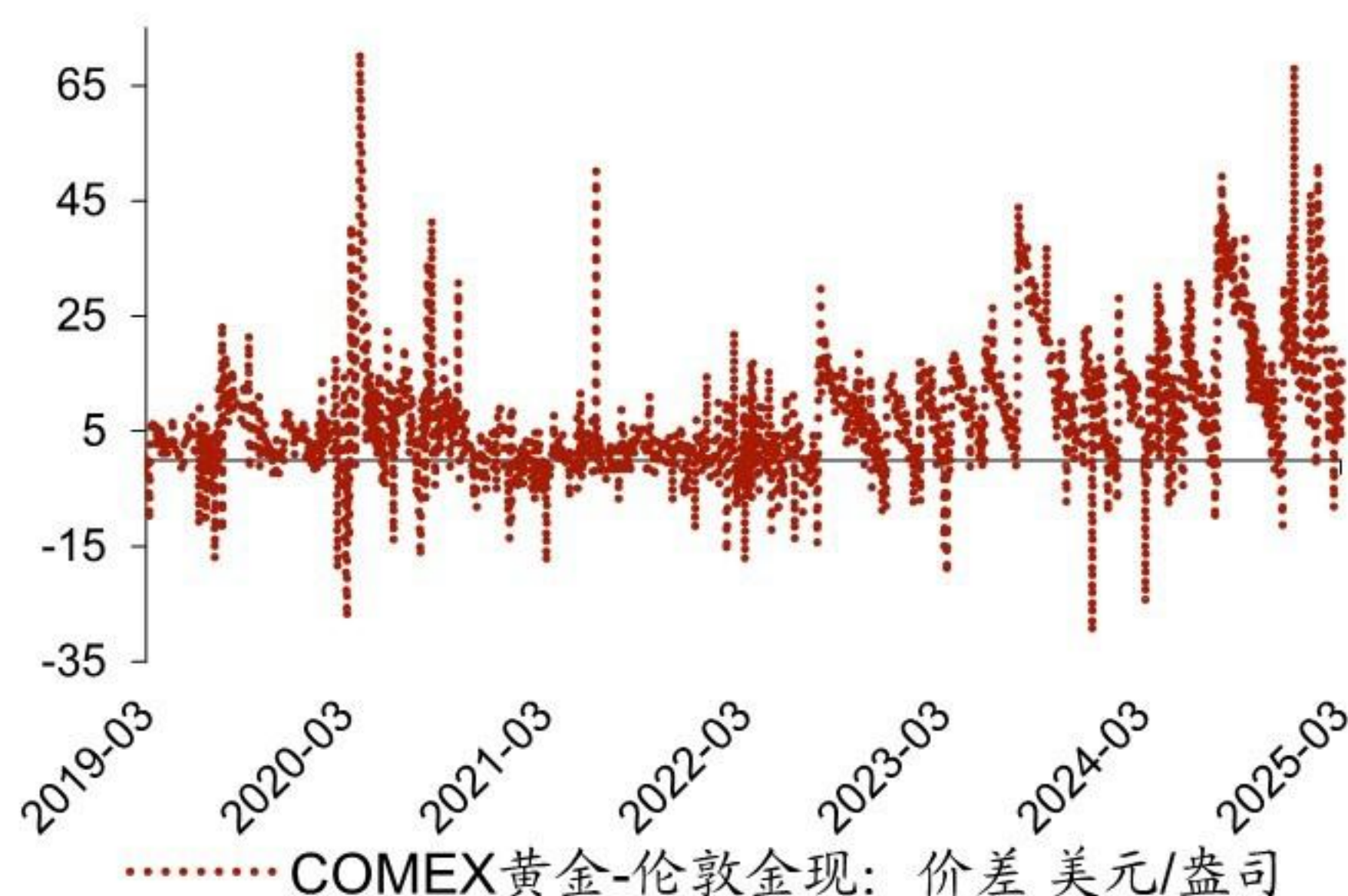


资料来源：LME，美国商务部普查局，浙商证券研究所

4.2 如何理解“逼仓”交易与纽约金-伦敦金价差？

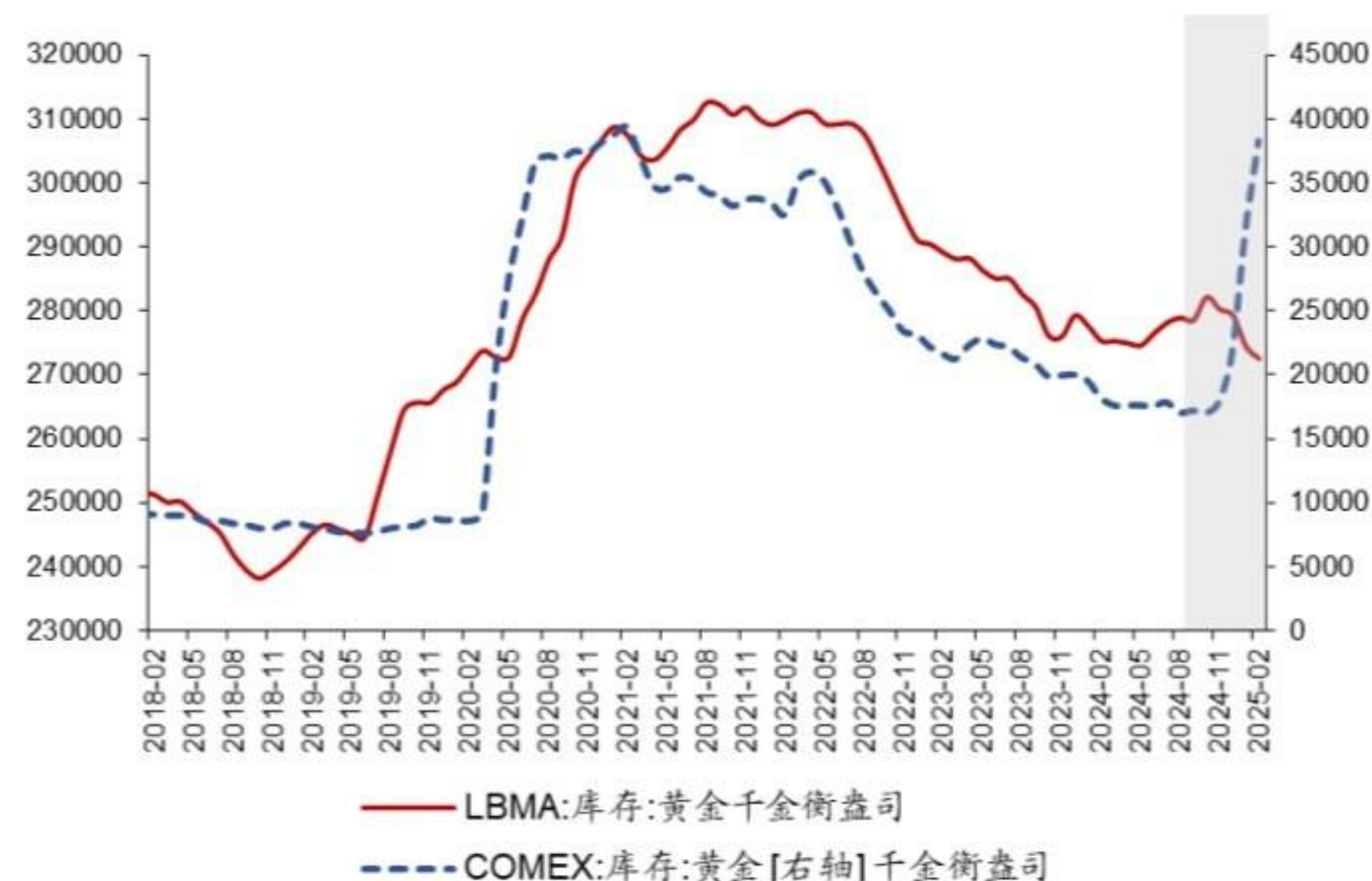
黄金“逼仓”的交易因素消退后，伦敦金现货紧缺的情形有所缓解，纽约金-伦敦金价差或回归正常。2025 年 1 月，关税因素不确定性抬升，金价一度上破 2950 美元/盎司，黄金供应的不确定性形成短期溢价。另一方面，美国空头平仓对实物金交割存在需求，市场担忧美国对黄金加征关税，纽约金库存一度抬升，伦敦金库存同期明显下降。这也使得 COMEX 金-LBMA 金一度到了 40 美元/盎司，即黄金期现价差呈现升，该情形于 2020 年亦有出现，当时主要源于公共卫生事件下全球供应扰动。但据 2025 年 3 月初最新数据，该价差已修复至 10 美元/盎司的正常区间。近期铜价在纽约市场与伦敦市场呈现的价差亦受到类似推动因素。

图36: COMEX 黄金-伦敦金现价差 2025 年初一度走高



资料来源: LBMA, COMEX, 浙商证券研究所

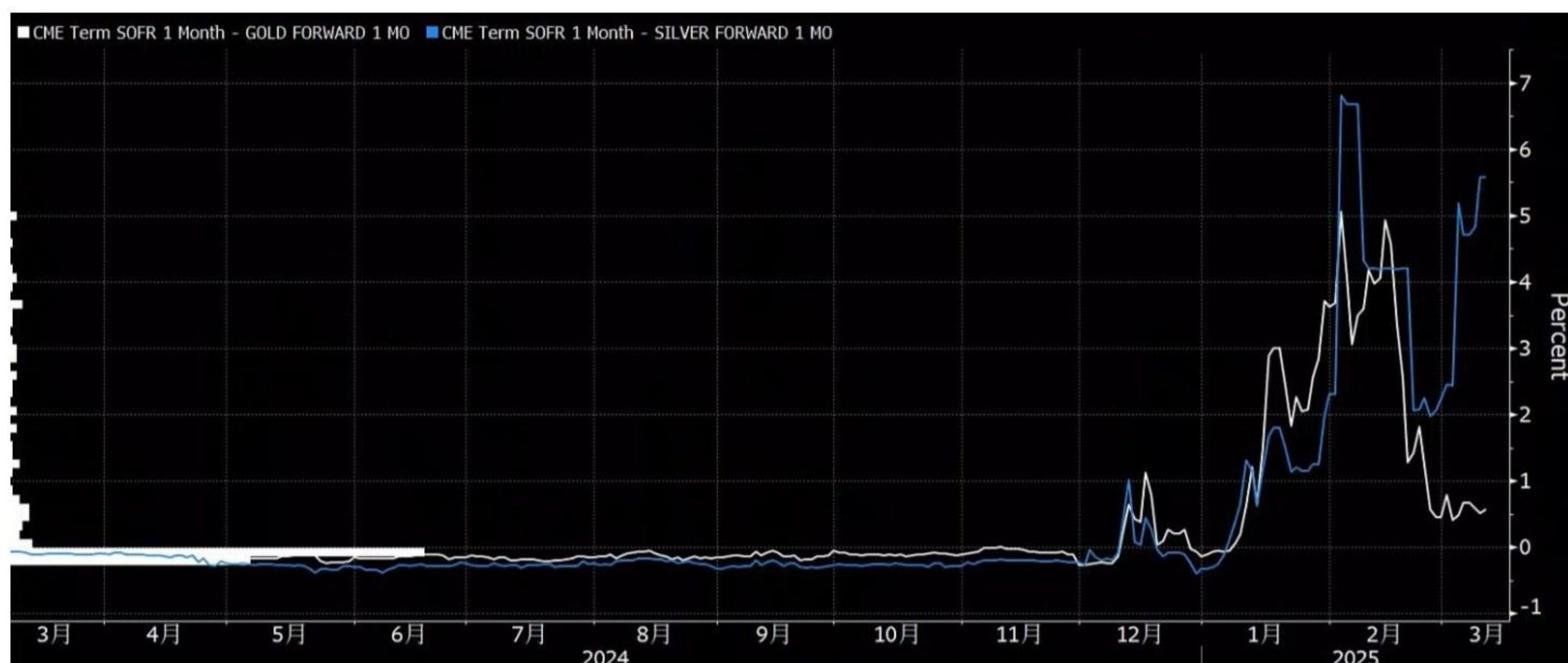
图37: 伦敦金库存近期或大幅转移至纽约金市场



资料来源: LBMA, COMEX, 浙商证券研究所

2025 年 1 月，实物黄金的租赁利率（GLR=Gold Lease Rate=SOFR-GOLD forward）一度抬升，但截至 2025 年 3 月，CME Term SOFR 1month-Gold Forward 1month 价格已回归正常水平。而白银的租赁利率一度走高，和银价的补涨存在一定关联。

图38: 黄金租赁利率一度走高后回落



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

4.3 保险试点黄金影响几何？

2025 年 2 月 7 日，国家金融监督管理总局发布《关于开展保险资金投资黄金业务试点的通知》，提到试点保险公司可以中长期资产配置为目的，开展投资黄金业务试点。我们主要关注以下几点：

首先，《通知》明确试点投资黄金范围包括：在上海黄金交易所主板上市或交易的黄金现货实盘合约、黄金现货延期交收合约、上海金集中定价合约、黄金询价及其合约、黄金询价掉期合约和黄金租借业务。

其次，明确 10 家保险公司为试点参与主体：中国人民财产保险股份有限公司、中国人寿保险股份有限公司、太平洋人寿保险股份有限公司、中国出口信用保险公司、中国平安财产保险股份有限公司、中国平安人寿保险股份有限公司、中国太平洋财产保险股份有限公司、中国太平洋人寿保险股份有限公司、泰康人寿保险有限责任公司、新华人寿保险股份有限公司。

再次，试点保险公司开展黄金租借业务，交易对手方应当限于金融机构，并合理控制交易对手集中度，单一交易对手租借规模不得超过试点保险公司持有黄金现货合约的 20%。

最后，保险公司应严格执行投资比例要求：投资黄金的账面余额不超过本公司上季末总资产的 1%，试点保险公司投资比例计算应当全面、真实地反映投资情况。

保险配置资金上限合计约为 2155 亿元，有望对境内金价形成托底。黄金作为战略配置，在提升组合稳定性的同时，还可以增加长期回报，提供流动性。目前险资资金运用主要去向为债券投资，黄金试点有望增厚险资投资收益。据国家金融监督管理总局，截至 2024 年 Q3，保险公司账面余额为 32.15 万亿元，同比增长 14.06%，其中年化综合投资收益率为 7.16%。其中，财险公司资金运用余额为 2.14 万亿元，银行存款、债券、股票、证券投资基金和长期股权投资分布占 17.88%、37.27%、7.05%、9.92%和 6.39%。对于人身险公司，其资金运用余额为 28.94 万亿元，其中银行存款、债券、股票、证券投资基金和长期股权投资分布占比分别为 8.38%、49.18%、7.55%、5.42%和 7.92%。保险为债券资产的传统配置机构。

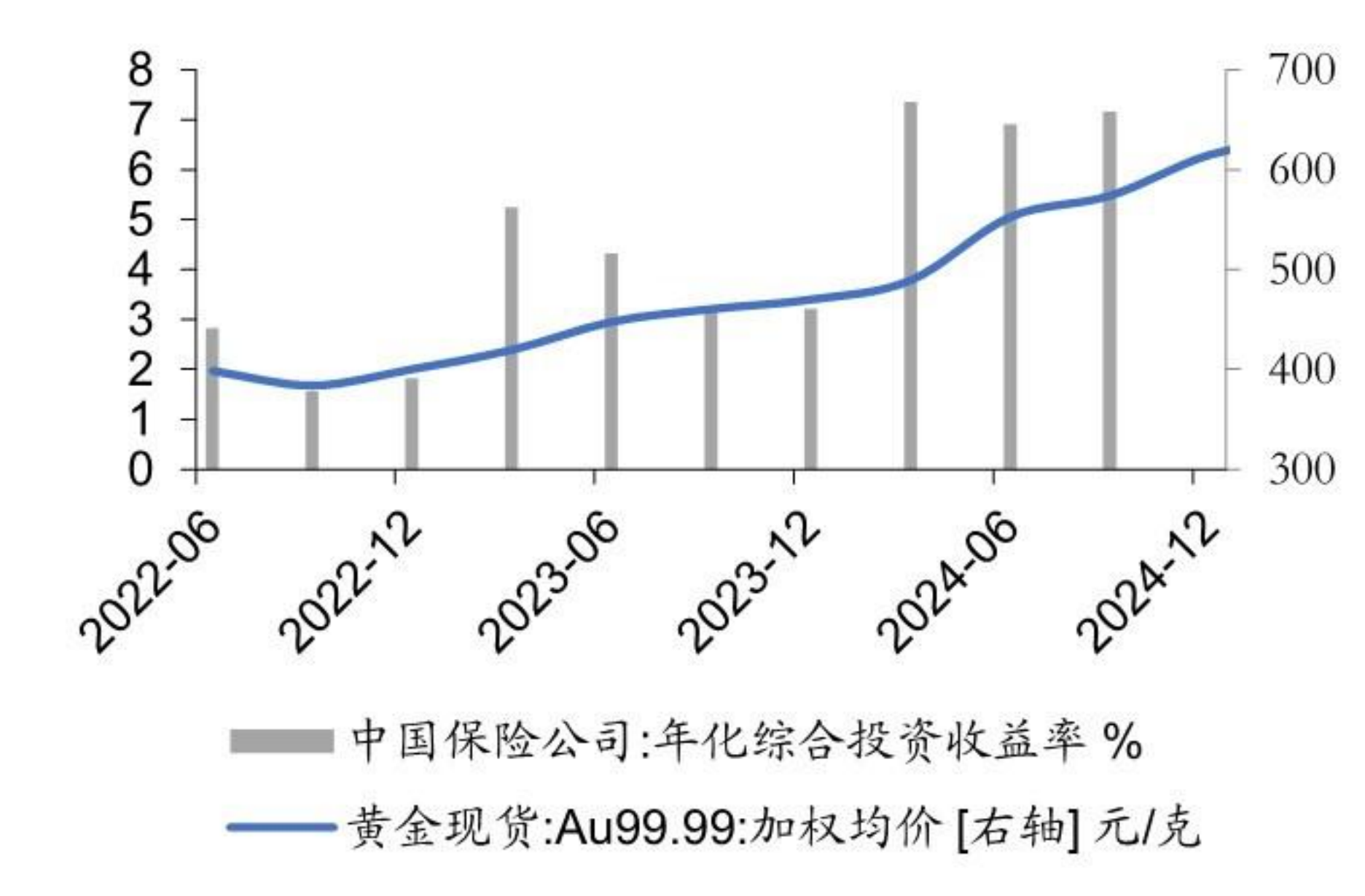
而黄金作为重要的另类投资品种，其 2022Q4-2024Q4 表现亮眼，累计涨幅达到 70%以上。2024 年，上海黄金交易所全部黄金品种累计成交量双边 6.23 万吨，同比增长 49.9%，成交额双边 34.65 万亿元，同比增长 86.65%。黄金作为央行多元化的战略储备，保险对黄金进行投资试点亦有助于增厚保险资产端收益，提升资本利得。

图39： 10 大试点保险公司最新资产规模

试点险资	总资产 万亿元	最新披露报告
中国人民财产保险股份有限公司	0.74	2024年半年报
中国人寿保险股份有限公司	6.48	2024年三季度报
太平洋人寿保险股份有限公司	2.35	2024年三季度报
中国出口信用保险公司	0.20	2023年年报
中国平安财产保险股份有限公司	0.49	2024年三季度报
中国平安人寿保险股份有限公司	5.15	2024年三季度报
中国太平洋财产保险股份有限公司	0.23	2024年三季度报
中国太平洋人寿保险股份有限公司	2.35	2024年三季度报
泰康人寿保险有限责任公司	1.89	2024年三季度报
新华人寿保险股份有限公司	1.67	2024年三季度报
估算合计	21.55	/

资料来源：Wind，浙商证券研究所

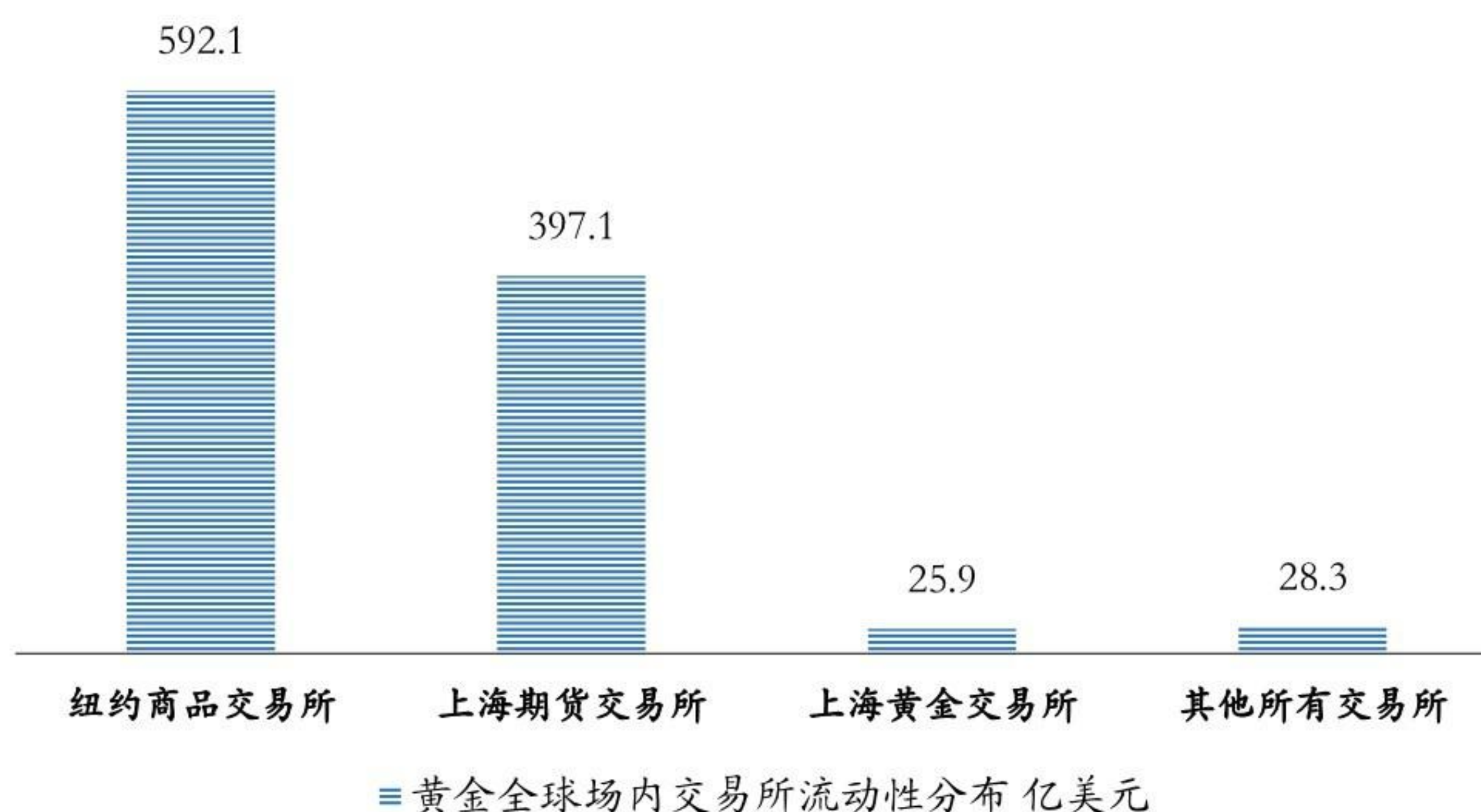
图40： 中国保险公司年化综合投资收益率及 Au9999 金价



资料来源：国家金融监督管理总局，上金所，浙商证券研究所

伦敦和北美市场在全球黄金交易中定价权较高，但中国市场在总流动性的亦有一定权重。全球黄金交易市场的布局来看，据世界黄金协会，2025 年 2 月全球黄金市场日均交易量为 3000 亿美元，其中场外交易、场内交易和黄金 ETF 流动性占比分别 63.9%、34.7%和 1.4%。黄金全球场外市场中，伦敦金银市场协会 LBMA 日均交易规模为 1518 亿美元，在场外市场占比达 79.1%。场内市场中，纽约商品交易所成交量占 56.6%，上海黄金交易所和上海期货交易所成交金额合计占 40.5%。2025 年 2 月上海黄金交易所的场内日均成交金额为 17.2 亿美元，场外日均成交金额为 95.4 亿美元，二者在全球黄金场内市场和场外市场交易占比分别为 2.48%和 4.9%

图41： 黄金全球场内交易所日均流动性分布



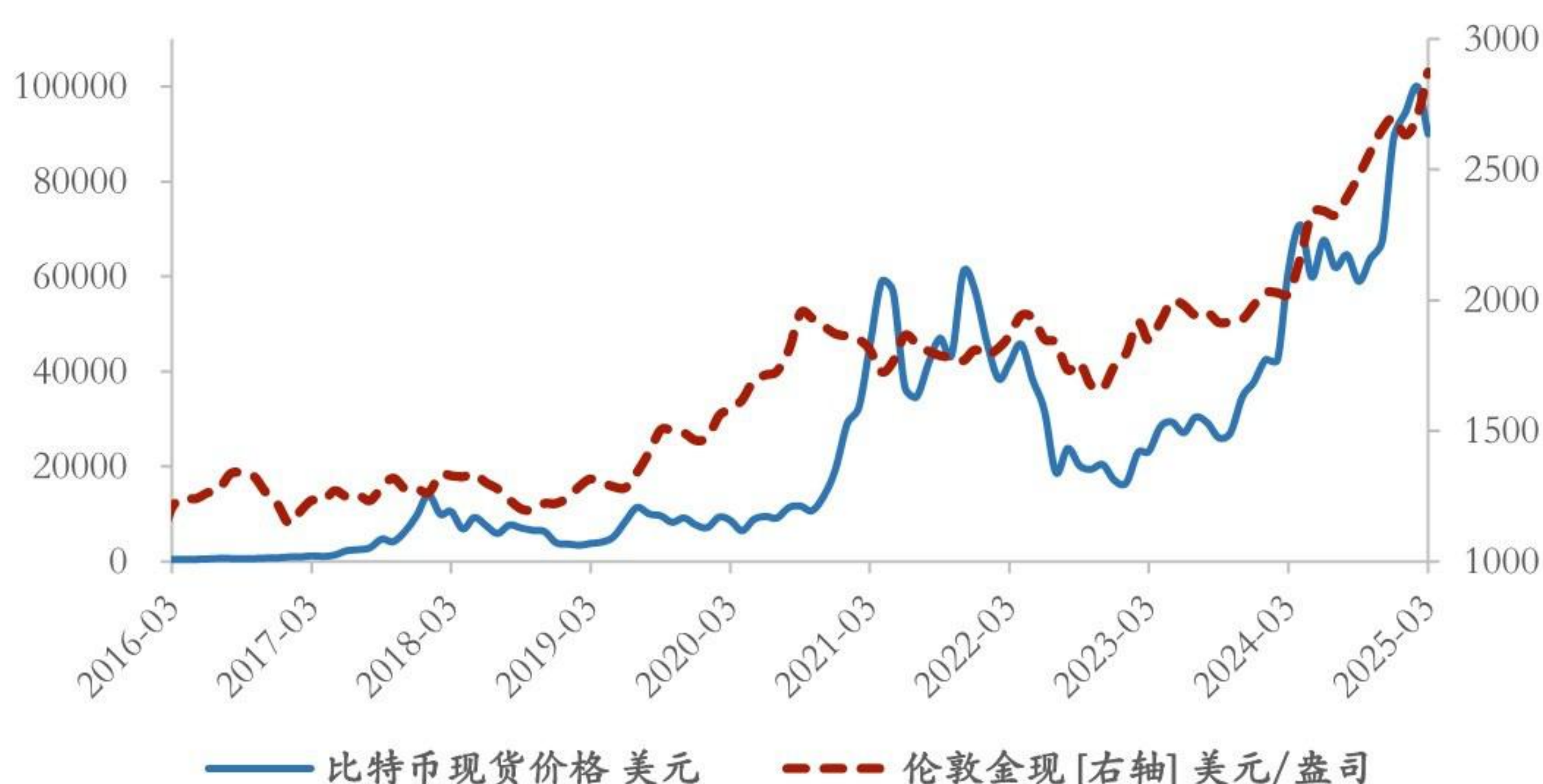
资料来源：世界黄金协会，浙商证券研究所

注：数据截至 2025 年 2 月 14 日

4.4 比特币 VS 黄金

比特币与国际金价运行整体呈现同向性，但前者波幅明显更大。比特币作为虚拟货币，其走强的支撑部分亦源于对传统法币替代的逻辑，受益于“美元信用”的削弱。但由于其稀缺性不如贵金属，价格波动性较大，故其投机属性相对更强，在国际货币中的战略地位亦远不如黄金。2022 年 Q4，二者同处于阶段底部区间，且至今均大幅走牛。其中伦敦金现价涨幅近 81%，比特币现货价格涨幅超过 400%。

图42： 比特币价格与金价运行中长期维度存在一定同向性



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

4.5 中国央行增持启示

黄金是外汇储备之外，全球央行多元化配置及风险管理的重要工具。近十年，全球央行储备整体呈现多元化与再平衡的趋势。尤其当国际地缘摩擦升温时，对黄金的配置可以优化央行整体的风险敞口，与系统性风险 beta 形成一定对冲。不论是从资产稳健的长期回报、优质的流动性还是从降低央行资产端收益波动性的优势角度考虑，黄金均具备持续的吸引力。

黄金储备在中国央行总储备资产中比重升至 5.96%。以中国央行口径，至 2025 年 2 月，央行官方总储备资产为 34985 亿美元，其中外汇储备规模为 32272 亿美元，黄金储备规模为 2086 亿美元（7361 万盎司/2286.4 吨）。2015 年 6 月至 2025 年 2 月，外储在央行总储备资产中占比由 97.94%降 5.74pct 至 92.2%，而黄金在央行总储备资产中比重由 1.69%上升 4.27pct 至 5.96%。

2000 年以来，中国央行共经历五轮黄金储备增持。（1）第一轮：2001 年 Q4-2002 年 Q4，时间跨度 13 个月，金价涨幅为 25%。2001 年 12 月，我国加入 WTO 后，出口景气度的上行带来外储规模迅速扩张，国内黄金储备与外汇储备并行增长。2001 年，时任高盛集团首席经济学家吉姆·奥尼尔首次提出“金砖四国”概念。2001 年 12 月，中国央行一次性增持 341 万盎司黄金储备。2002 年 12 月，中国央行一次性增持 321 万盎司黄金储备。（2）第二轮：2008 年以后，美国次贷危机外溢，避险需求升温。2009 年 4 月，中国央行一次性增持 1460 万盎司黄金储备。金价处牛市中的震荡期。2009 年 6 月，首次金砖国家峰会召开。（3）第三轮：2015 年 7 月 21 日，金砖国家新开发银行开业。2015 年 6 月-2016 年 10 月，中国央行持续 17 个月累计增持 2425 万盎司黄金储备，金价区间涨幅为 7%。（4）第四轮：2018 年 12 月-2019 年 9 月，FOMC 降息周期催化，中国央行持续 10 个月累计增持 340 万盎司黄金储备，金价区间涨幅为 22%。（5）第五轮：“去美元化”/俄乌冲突外溢。2022 年 11 月-2025 年 2 月，中国央行累计增持 1097 万盎司黄金储备，金价累计涨幅为 81%。

图43： 2000 年以来中国央行对黄金储备增持的五轮操作回溯



资料来源：中国央行，LBMA，浙商证券研究所

除此之外，我们可以跟踪上金所提取量与（净黄金进口量+国内矿山产量+再生金属）之间数值变动，不排除部分进口黄金在未被上金所提取的情形下，进入储备库，但未被及时披露。

图44： 中国央行五轮黄金增持周期的相关资产表现

初次增持月	末次增持月	持续时间	累计增持	国际金价变化	10Y美债TIPS利率变动	10Y美债名义利率变动
2001年12月	2002年12月	13个月	662万盎司	25%	-	降95bps
2009年4月	2009年4月	1个月	1460万盎司	-3%	升26bps	升45bps
2015年6月	2016年10月	17个月	2535万盎司	7%	降21bps	降28bps
2018年12月	2019年9月	10个月	340万盎司	22%	降89bps	降133bps
2022年11月	2025年2月	28个月	1097万盎司	53%	升65bps	升70bps

资料来源：中国央行，美联储，浙商证券研究所

4.6 黄金 ETF 总持仓与金价表现的背离

全球几类主要的黄金ETF简介。(1)SPDR Gold Trust ETF——实物黄金ETF，简称GLD，属于道富集团，费率为0.4%。至2025年3月20日当周，GLD黄金ETF持仓规模合计909吨，为全球规模最大的黄金ETF。(2)iShares Gold Trust ETF——实物黄金ETF，简称IAU，属于贝莱德集团，费率为0.25%。至2025年3月19日当周，其黄金持有量为424吨。(3)SPDR Gold MiniShares Trust ETF——实物黄金ETF，简称GLDM。其费率较低，为0.1%，与GLD同属于道富集团。但流动性相对更差。(4)VanEck Gold Miners ETF——黄金股ETF，简称GDX。整体而言，黄金股ETF波动强于实物黄金ETF。

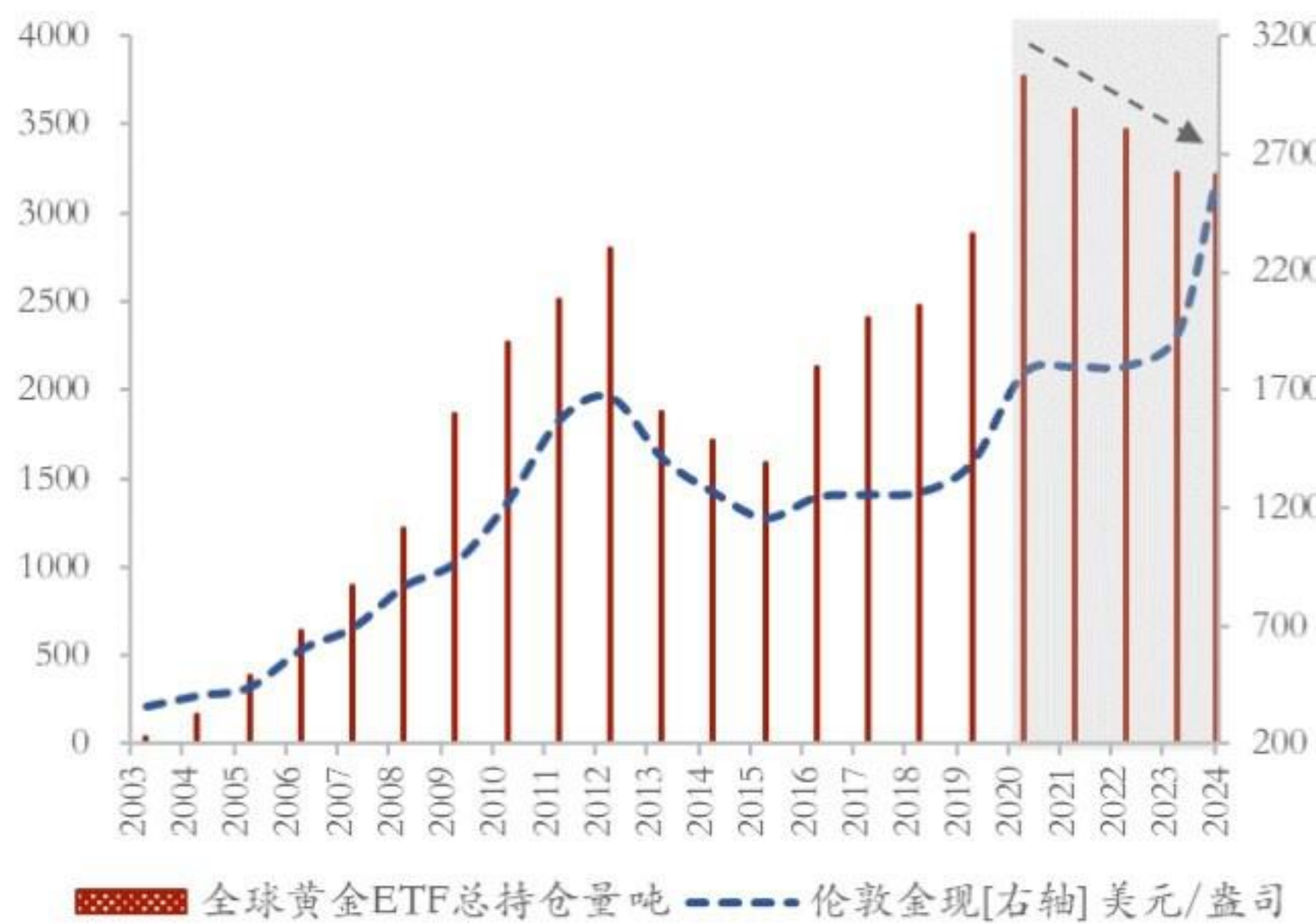
图45： 全球实物支持黄金ETF持有量AUM 前十排名

ETF基金名称	国家	至2024年Q4持有量 吨	年同比 %
SPDR Gold Shares	美国	872.2	-0.8
iShares Gold Trust	美国	392.6	-1.5
Invesco Physical Gold ETC	英国	200.2	-10.2
iShares Physical Gold ETC	英国	198.2	-4.2
Xetra-Gold	德国	166.5	-16.2
SPDR Gold MiniShares Trust	美国	109.7	14.3
Sprott Physical Gold Trust	美国	101.9	3.9
Amundi Physical Gold ETC	法国	65.1	8.9
Xtrackers IE Physical Gold ETC	德国	64.0	34.3
ZKB Gold ETF ‡	瑞士	63.8	-8.6
全球总量		3218.8	-0.2

资料来源：洲际交易所基准管理机构，世界黄金协会，浙商证券研究所

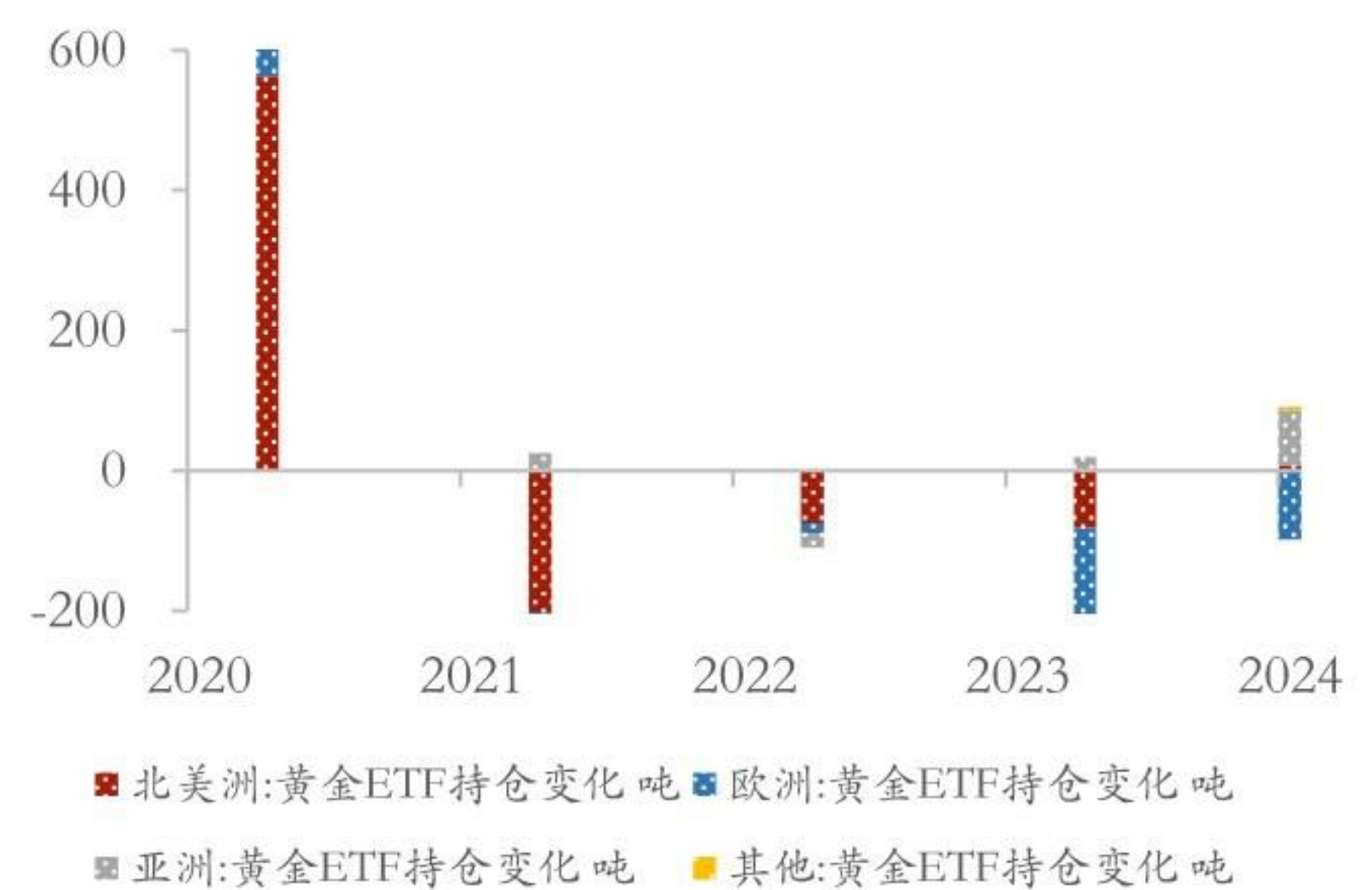
黄金 ETF 的净流出与金价上行阶段背离，但该因素被央行购金所对冲。据世界黄金协会，2025 年 2 月，全球黄金日均成交金额为 3000 亿美元，其中全球黄金 ETF 在黄金总成交为 42.5 亿美元占比仅 1.42%，且北美黄金 ETF 份额达到 82% 以上。2020 年之前，全球 ETF 增持情况与金价走势整体趋同。2021 年-2023 年，二者明显背离。据 WGC，全球黄金 ETF 总持仓量明显下滑，由 2020 年的 3768 吨下降至 2024 年的 3219 吨，但同期金价涨幅超 50%。分区域看，2021 年-2023 年欧美地区黄金 ETF 整体净流出，亚洲地区黄金 ETF 整体净流入。2021 年-2023 年，亚洲黄金 ETF 规模流向分别为 24.9 吨、-21.3 吨和 19.3 吨。2024 年，北美和亚洲地区的黄金 ETF 分别累计净流入 8 吨和 78 吨，欧洲黄金 ETF 累计净流出 98 吨。

图46： 近几年全球黄金 ETF 总持仓量与金价背离



资料来源：世界黄金协会，浙商证券研究所

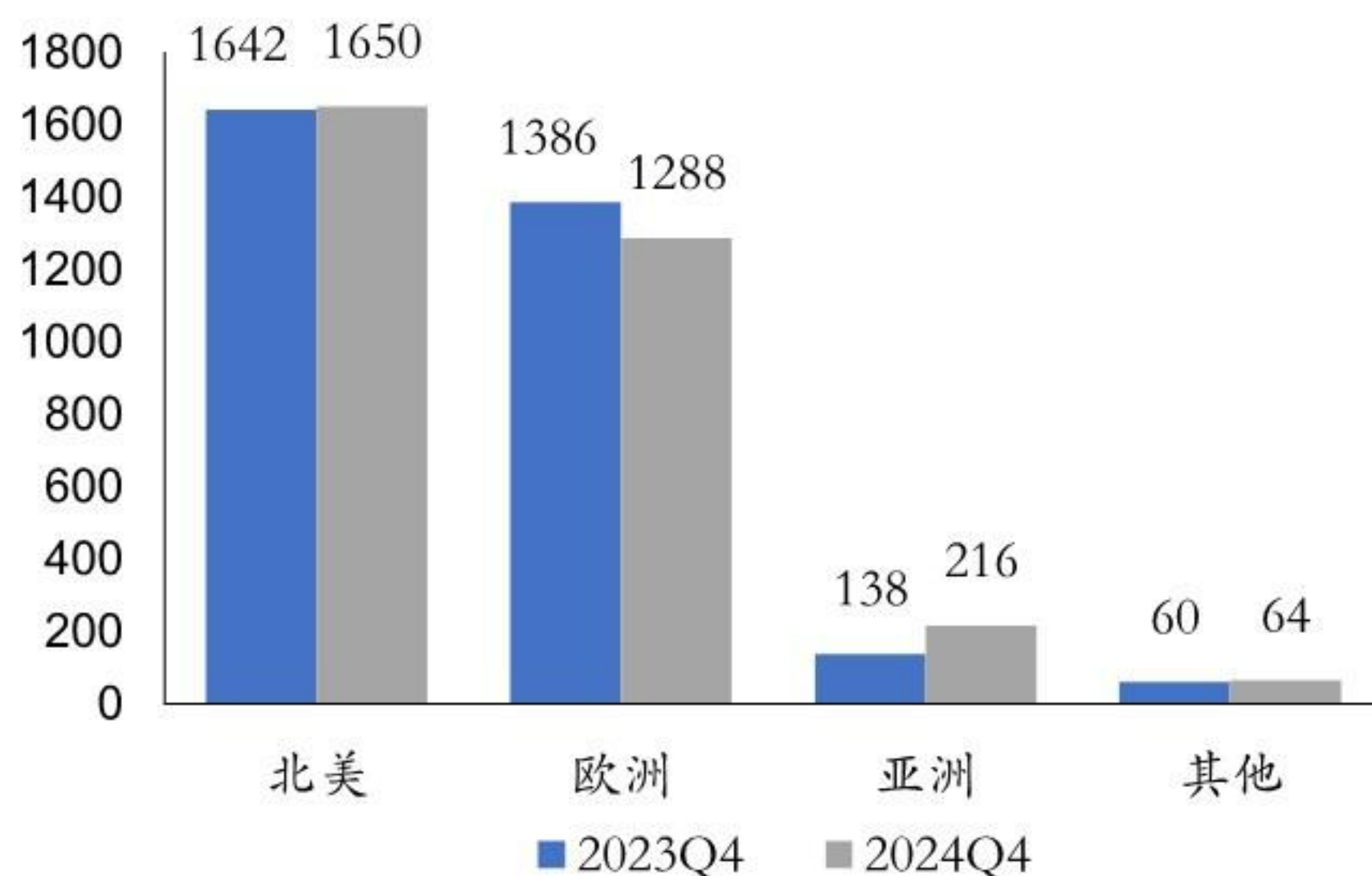
图47： 2024 年全球黄金 ETF 增持力量主要来自亚洲



资料来源：世界黄金协会，浙商证券研究所

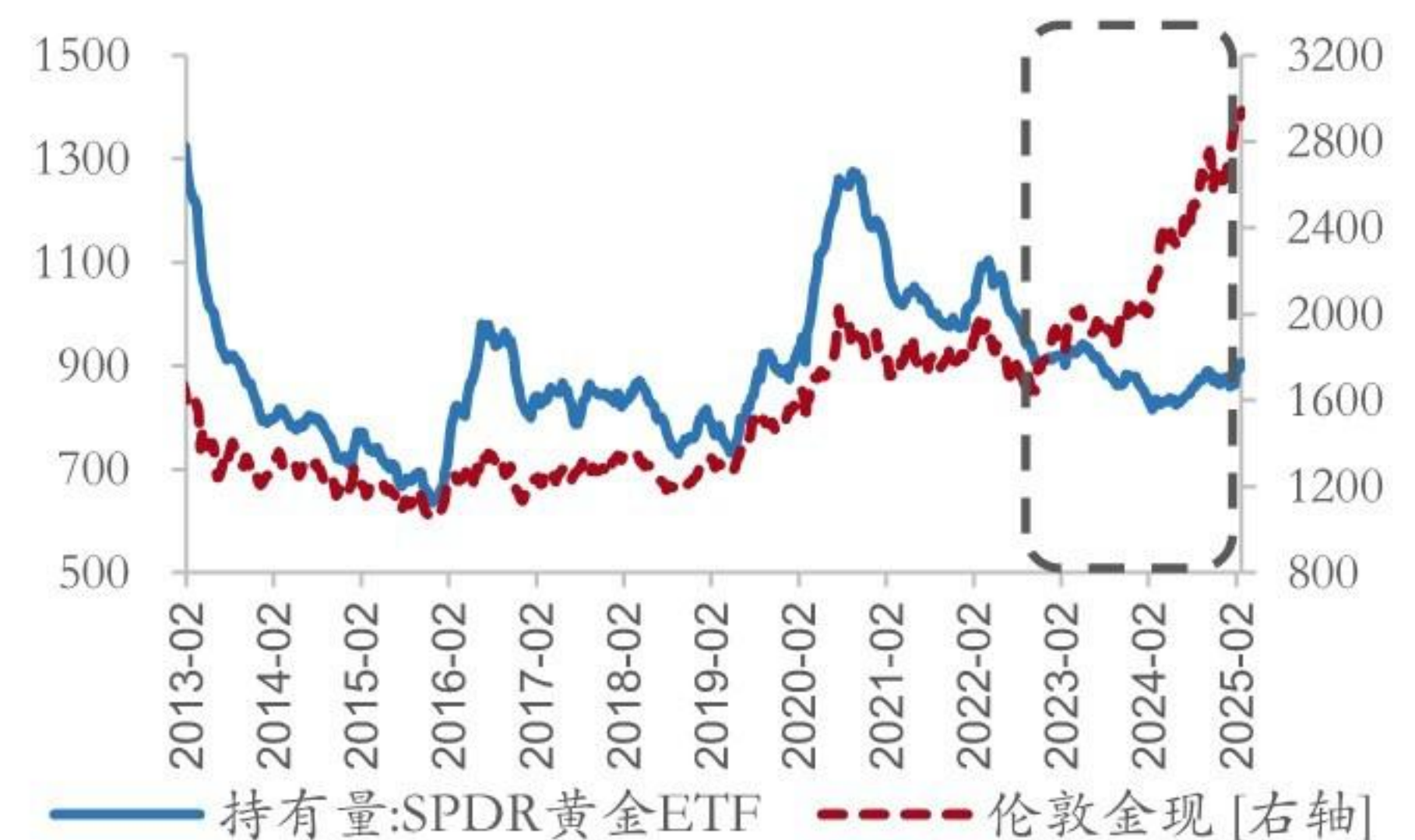
以历史数据观测美国黄金 ETF 操作规律，我们发现其更倾向于跟随美联储的降息周期配置黄金。即其行为较遵循金融属性，且一般在降息周期确认开启后才开始流入，进入 2024 年 H2，伴随美联储降息预期的发酵及 2024 年 9 月 FOMC 50bp 降息的落地，北美黄金 ETF 转为净流入。若 2025 年市场对美国经济下行预期增强，降息预期的抬升可能驱动欧美黄金 ETF 增持提速。

图48： 不同区域或国家持有黄金 ETF 情况，吨



资料来源：世界黄金协会，浙商证券研究所

图49： 全球最大黄金 ETF SPDR 买入操作通常遵循金融属性



资料来源：SPDR, LBMA, 浙商证券研究所

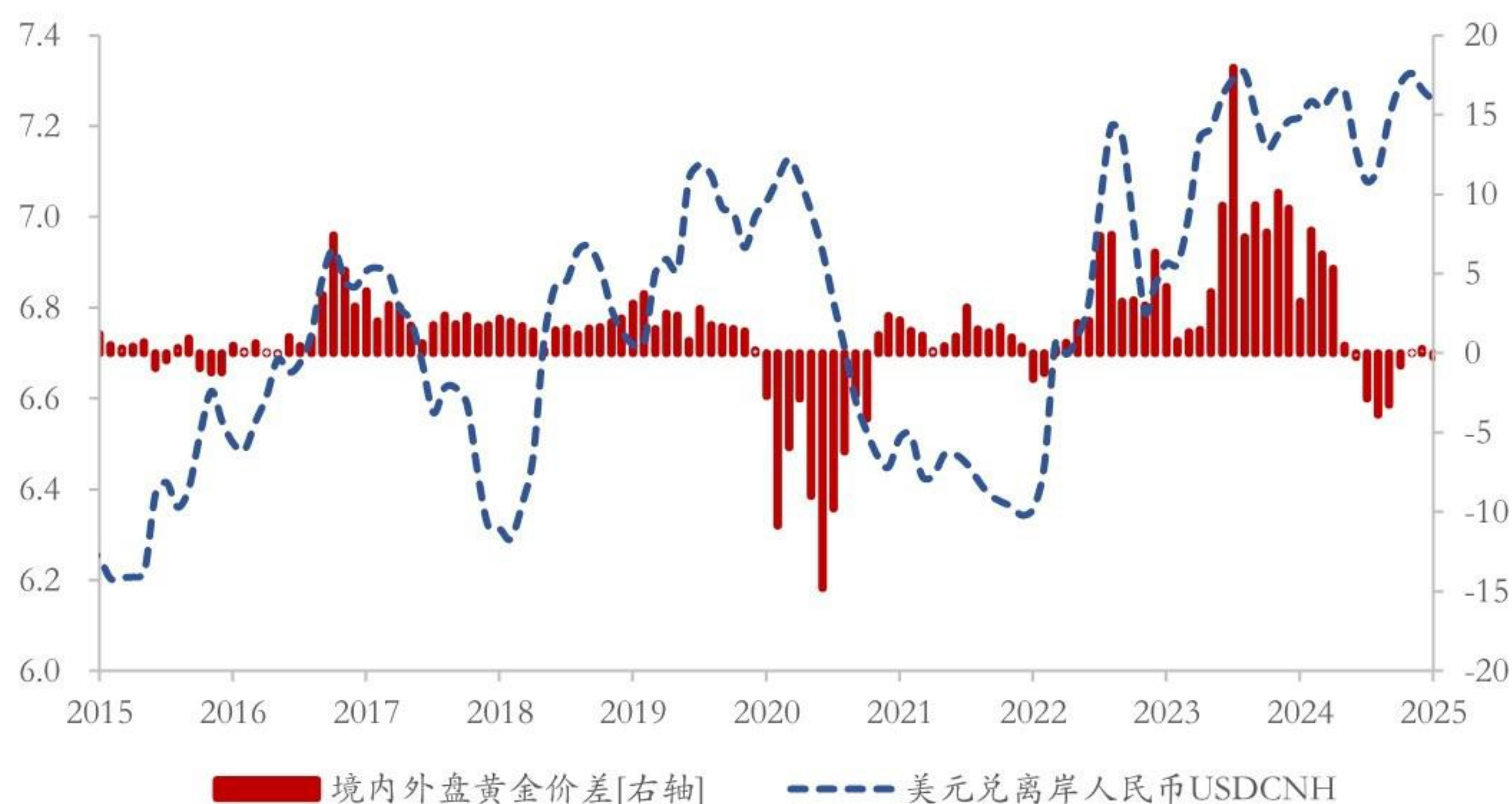
4.7 沪金和国际金价：内外盘价差、汇率及进口配额

什么是境内外盘黄金价差？根据金衡盎司计量单位转换后，境内人民币计价现货黄金相对境外美元计价国际现货黄金在折算为人民币后的价格差异。我们选取以下计算方式观测：境内外黄金价差=沪金现价-伦敦金现价*USDCNH/31.1035。（金衡盎司标准：1盎司=31.1035克，即1千克=32.15盎司。）

沪金和国际金价走势整体趋同，二者价格形成机制类似，阶段分化主要源于汇率波动。沪金的计价单位为元/克，而伦敦金的计价单位为美元/盎司。实证来看，当中美利差倒挂走阔或人民币汇率贬值压力较大的阶段，沪金相对伦敦金价格会呈现明显溢价，这是由于沪金计价了部分人民币贬值的预期，例如：（1）2022年8月，沪金微幅上行0.75%，而伦敦金价下跌3.13%。2022年9月，沪金微幅上行0.82%，而伦敦金价下跌2.89%。这主要源于：当时美联储在连续4次加息累计提升联邦基金目标利率225bp后，中美利差倒挂开启后人民币汇率明显承压。（2）2023年8月，沪金相对伦敦金再次呈现溢价，沪金当月涨幅1.93%，伦敦金现价却下跌1.27%。此时美联储财政部债供给开始放量，2023年10月下旬，长端10Y美债利率触及5%的高位，中美利差倒挂深度接近220bp，人民币汇率再度承压。叠加进口配额限制的因素，沪金表现溢价。

反之，当市场处于中美利差倒挂收敛、中美正利差走阔或人民币汇率升值的阶段，沪金的涨幅可能阶段跑输国际金价，例如2024年9月，沪金涨幅3.81%，伦敦金现5.24%，沪金跑输1.43%。除此之外，二者价差还需要考虑交易成本与市场流动性等因素。同样，原油、铁矿石等黑色商品的内外盘也存在类似差异。人民币汇率趋贬较快的阶段，国内品种表现强于美元计价品种；人民币汇率趋贬较慢的阶段，国内品种表现弱于美元计价品种。

图50： 黄金境内外价差与人民币汇率



资料来源：上海黄金交易所，外汇交易中心，浙商证券研究所

本币汇率趋贬时，黄金进口配额发放趋严，或进一步推升沪金溢价。当汇率预期趋贬的阶段，进口黄金的需求可能增加，因为这可以视为人民币资产对美元资产的转换。而我国央行所决定的汇率形成机制在“三元悖论”中选择了独立的货币政策，有管理的浮动汇率制和部分资本管制。这决定了央行不会允许汇率出现超调或者不会放任人民币汇率单边的大幅波

动，人民币汇率会在合理区间双向波动。尤其当汇率处于 7.3-7.4 这类过去实证隐含的关键点位时，进口黄金的配额会受到关注。本币汇率承压时，央行将引导商业银行减少美元储备外流，防止因境内美元流动性趋紧而使得人民币汇率进一步承压。实操层面，企业进口黄金需提供中国人民银行及其分支机构签发的《中国人民银行黄金及黄金制品进出口准许证》。进口商需要按规定程序申请配额，再在配额内进口黄金。本币汇率趋贬时，商业银行或进口商申请的进口黄金许可证审批可能趋严。沪金和国际金价偏离极致时往往也对应人民币汇率趋贬/升值的拐点，可以此对资产价格运行趋势进行交叉验证。当汇率波动预期释放充分后，黄金境内外盘走势的一致性有望提升。

4.8 为何黄金股和实物金价阶段分化？

黄金权益标的走势，受金价与大盘整个系统 beta 的双重影响。黄金股票的运行和金价的趋势整体一致，但黄金股票价格弹性高于实物金价。金价的走高有助于改善黄金企业的资产负债表，但黄金股的演绎并非完全决定于金价。一方面，黄金相关上市公司利润的释放可能滞后于商品价格走势。另一方面，公司主营业务的构成不同以及行业竞争格局的差异，也会引导不同黄金股票标的表现分化。具体来看，矿产金业务占比较高的公司对业绩弹性会更强，因为其从金价上行受益的逻辑更为直接。而以黄金加工为主营业务的珠宝首饰品类企业主要赚取黄金加工价差，其对金价本身上行的受益逻辑较为间接。除此之外，黄金权益标的走强需要大盘平稳运行的配合。

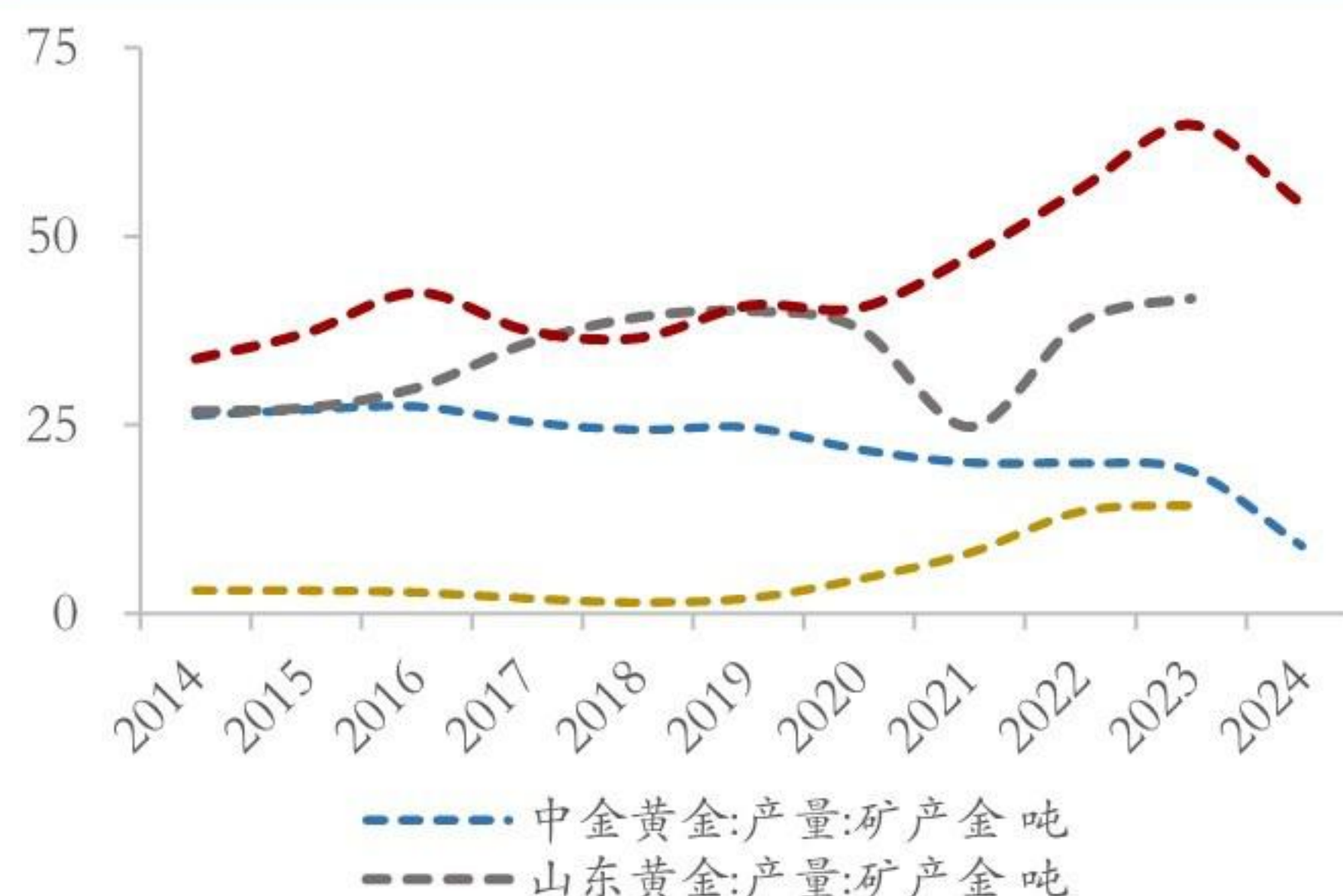
回顾近五年，国际金价与 A 股黄金板块明显分化的区间包括：（1）2020 年 Q4-2021 年 Q1，当时金价震荡偏弱运行，但 A 股黄金板块和沪深 300 指数走强，这主要源于 2020 年国内货币财政双积极的提振。（2）2022 年 Q2-Q3，美联储连续三次激进加息累计达 225bp，美债利率上行驱动国际金价大幅承压，且此时沪深 300 指数亦偏弱运行，但 A 股黄金行业股票指数走出 alpha。这可能源于前期黄金股票阶段跑输金价，后续迎来估值修复而呈现“补涨”格局。（3）2023 年 Q4-2024 年 2 月，FOMC 加息周期基本结束，美债利率一度回落，金融属性提振国际金价，但 A 股黄金行业指数表现偏弱。（4）2024 年 Q3，金价主升区间，A 股震荡下跌，这主要因为大盘整体表现承压。

图51: A 股黄金标的及金价运行的趋势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图52: A 股部分黄金上市公司的矿产金产量



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5 金价 2025 年的展望

当前黄金仍处强势周期，本轮牛市运行是多重因素共振的结果。据世界黄金协会的归因模型 GRAM，近一年推动金价走强的因素主要包括机会成本、经济基本面及不确定性因素等。全球地缘格局重构下，黄金仍为较优的避险品种。拉长来看，我们回到本轮黄金小周期的起点：2022 年 11 月，金价的拐点先于美联储货币政策转向节奏而出现。当时美国 CPI 同比从 2022 年 6 月“9”开头回落至 10 月的“7”开头，指向物价得到一定控制。虽 2022 年 Q4 美联储仍处加息进程，但市场预期加息节奏或将放缓。叠加 2022 年美股表现大幅回撤，市场预期后续降息将虽迟但到。国际金价也对美联储鹰派加息的“利空”表现钝化，在 1650 美元/盎司附近呈现较强支撑力量。2022 年 9 月 26 日，美元指数触及阶段顶点 114。“美元及美债利率接近触顶+美国通胀降温+FOMC 加息渐入中后段+央行增储”等因素共同支撑，金价触底后步入上涨区间。2022 年 Q1 俄乌冲突以来在俄的美元资产冻结叠加美债规模攀升驱动市场对于美元的不信任程度加深，全球央行尤其新兴市场国家的央行加速“减持美债，增配黄金”，“去美元化”也成为过去两年表现强势的核心推动力。地缘摩擦背后的避险需求与“不确定性溢价”为支持金价的核心因素之一。

5.1 特朗普摇摆抬升“不确定性”溢价，市场或先 Risk Off 再 Risk On

“关税”不确定溢价推动，2025 年黄金仍存在新高可能。当前风险点博弈部分源于俄乌谈判走势、美国军费开支预期及利息支出压力高企背后特朗普对降息的诉求，但以上均为影响金价运行的中短期逻辑。资产后续演绎需特朗普政府对全球地缘格局的引导与“关税”不确定溢价。特朗普对外的关税政策预期摇摆，叠加其对格林兰岛与巴拿马运河的政治主张可能也将加剧地缘博弈的风险。

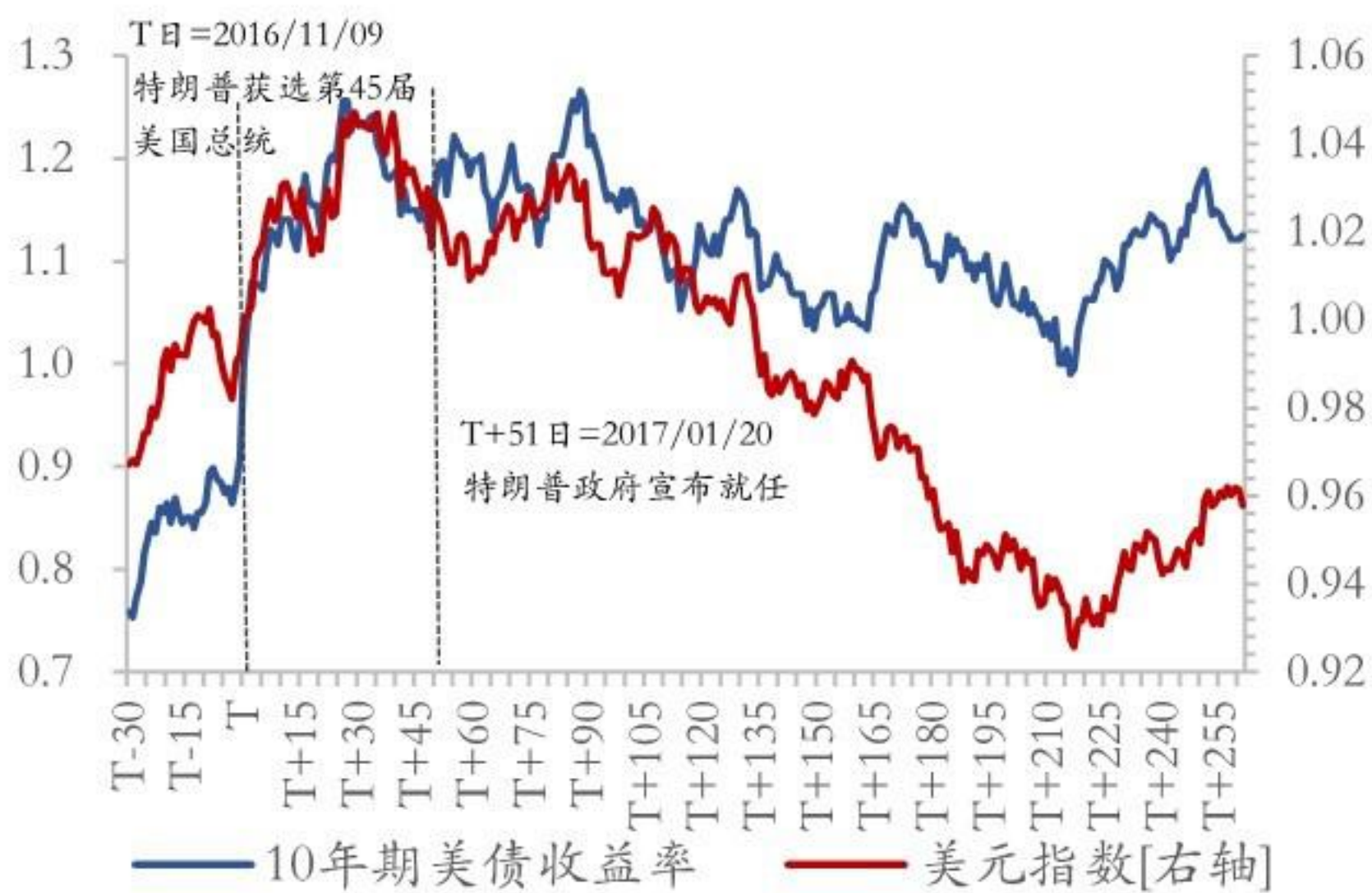
图 53： 特朗普政府主要政策立场

领域	特朗普主张	对通胀影响	对经济影响	对美元影响	对贵金属影响	对原油影响
贸易	支持对外全面加征关税	+	中性	+	-	中性
福利及财政	支持对国内企业减税	+	+	+	-	中性
产业政策	支持制造业回流，方式主要通过对外贸易制裁	+	+	+	-	+
医疗	削减联邦医疗支出，以对冲减税减少的联邦收入	中性	中性	中性	中性	中性
能源	支持加大传统石化能源的投入和生产	中性	中性	中性	中性	-
移民	收紧非法移民政策，腾挪就业岗位给本土居民	+	中性	+	-	中性
地缘	倾向于缓和俄乌战争，但仍支持以色列	中性	中性	中性	-	-

资料来源：美国国会，浙商证券研究所

类似 2017 年特朗普政府上任情形，“强美元”的交易可能会在大选结果揭晓日后持续近 50 个交易日，而待正式上任，美元与美债利率重回下行轨道。2025 年 1 月 13 日，美元指数阶段触顶 110，10Y 美债利率触及 4.9%。至 2025 年 3 月初，二者分别回落 6.4%与 70bp，分别至 103 与 4.1%。

图54: 特朗普 2017 年 1 月上任后美元震荡回落



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图55: 特朗普 2017 年 1 月上任后金价震荡上行

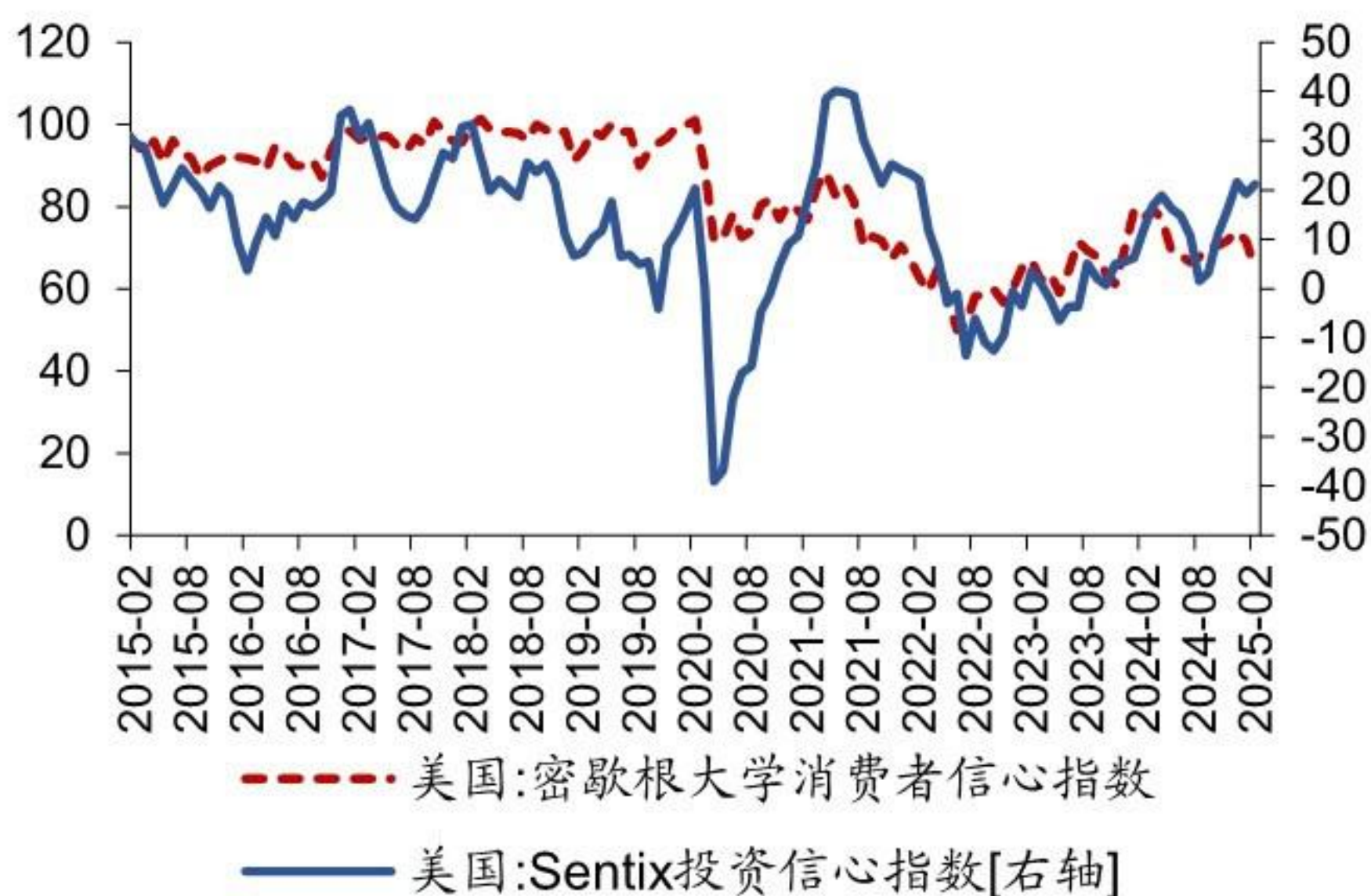


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5.2 美国经济边际降温，美元强势基础或边际转弱

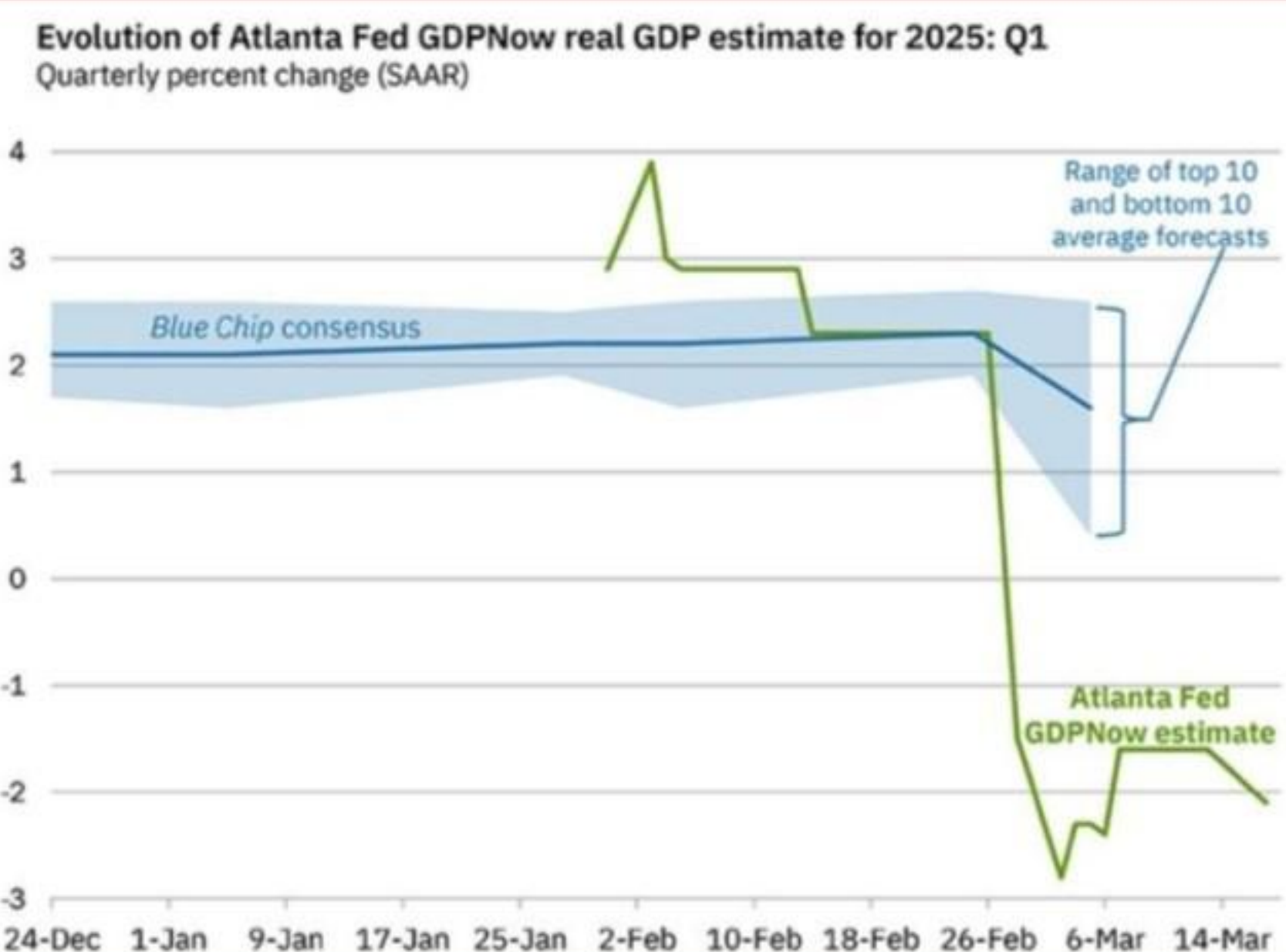
近期市场对美国经济的担忧升温引发金融市场波动。其一，2025 年 3 月美国密歇根大学消费者信心指数为 57.9，低于前值的 64.7，并连续三个月下滑；其二，特朗普关税政策下，海外抢出口的现象可能使得美国 2025 年 Q1 贸易逆差走扩，从而对经济形成阶段拖累。2025 年 3 月 17 日，亚特兰大 GDP Now 最新预计美国 2025 年 Q1 GDP 环比折年率或转负为-2.1%，较 3 月 6 日的预测负值有所收敛。其三，2025 年 2 月美国 CPI 录得 2.8%，较前值回落 0.2pct，2025 年 2 月美国失业率为 4.1%，较前值上升 0.1pct。通胀数据的回落及劳动力市场中失业率的小幅上行，指向美国经济基本面边际降温。

图56: 美国消费者信心指数



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图57: 亚特兰大 GDP Now 预测 2025Q1 美国 GDP 折年率-2.1%

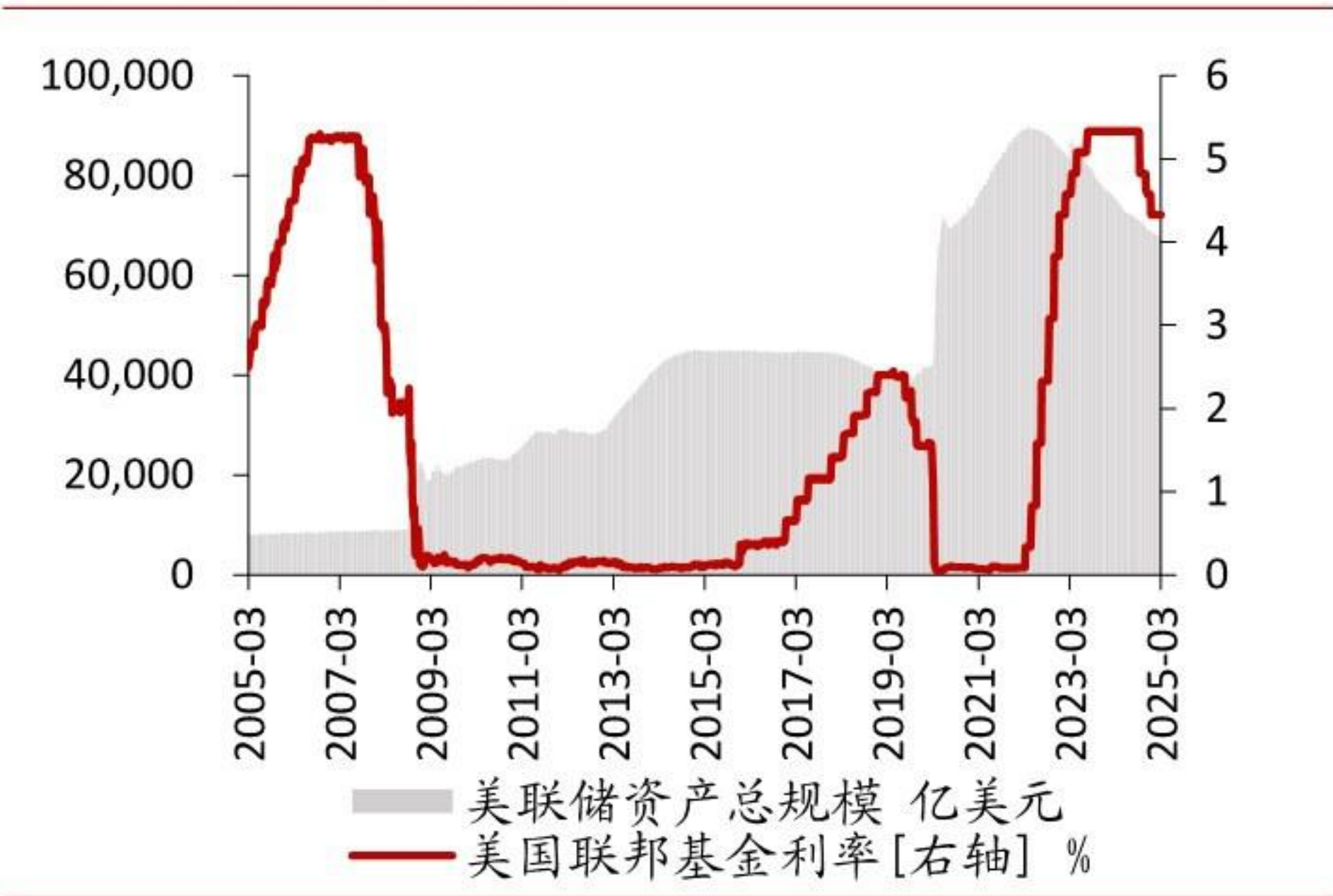


资料来源: Atlanta Fed, 浙商证券研究所

美联储资产负债表规模仍明显高于 2019 年及之前。2020 年-2022 年，美联储资产负债表扩张近一倍，尽管 2022 年 3 月 FOMC 开启加息周期至今，美联储资产总规模收缩近 1/4，但仍比 2019 年末 4 万亿美元的水位高近 70%，指向美联储紧缩周期过后，美国金融市场流动性仍较充裕。

美联储 2025 年 6 月存在重启降息的可能,欧元与日元偏强,美元强势基础或边际转弱。2024 年 9 月至今,美联储新一轮降息周期累计下调 100bp。2025 年 3 月 19 日,美联储议息会议维持政策利率按兵不动,联邦基金目标利率区间仍为 4.25%-5.0%。截至 2025 年 3 月 20 日,CME FedWatch 利率期货显示,当前市场对全年降息预期计价为 2 次-3 次,2025 年 6 月降息 25bp 的概率为 70%。指向美联储上半年存在重启降息的可能。对于美国的通胀风险,我们认为总体可控,一方面,特朗普的关税政策可能对美国国内物价的回落形成阻力,另一方面,油价的低位运行可能部分对冲再通胀风险。美元方面,考虑欧洲财政扩张提振欧元,日央行升息支撑日元,美元强势基础或边际转弱。

图58: 美联储资产负债表



资料来源: 美联储, 浙商证券研究所

图59: CME FedWatch 对美联储降息节奏预期

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/5/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.7%	82.3%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.2%	58.5%	30.3%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	27.3%	48.9%	20.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	19.0%	41.3%	30.2%	7.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	8.3%	26.9%	37.4%	22.0%	4.6%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	4.6%	17.6%	32.1%	29.7%	13.3%	2.3%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	7.1%	20.4%	31.7%	26.6%	11.2%	1.8%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.4%	2.9%	11.0%	23.7%	30.2%	22.0%	8.4%	1.3%
2026/4/29	0.0%	0.1%	0.8%	4.0%	12.7%	24.6%	29.1%	20.2%	7.5%	1.1%
2026/6/17	0.0%	0.2%	1.2%	5.2%	14.3%	25.2%	27.9%	18.5%	6.6%	1.0%
2026/7/29	0.0%	0.3%	1.6%	6.2%	15.4%	25.5%	26.9%	17.2%	6.0%	0.9%
2026/9/16	0.0%	0.3%	1.5%	5.7%	14.4%	24.3%	26.7%	18.3%	7.3%	1.4%
2026/10/28	0.0%	0.2%	1.4%	5.3%	13.6%	23.5%	26.5%	19.1%	8.2%	2.0%
2026/12/9	0.2%	1.2%	4.6%	12.1%	21.7%	26.0%	20.4%	10.2%	3.1%	0.5%

资料来源: CME, 浙商证券研究所

注: 截至 2025 年 3 月 20 日

从历轮降息周期来看,黄金表现均占优。不论基于软着陆或硬着陆假设,美国经济的走弱或虽迟但到,过往降息周期区间来看,黄金表现较优。

图60: 1980 年以来历轮降息周期中的金价表现

降息开始	降息结束	政策利率降幅	历时	降息背景	金价表现
1984年9月20日	1986年8月21日	11.5%-5.875%	24个月	高赤字与强美元过后的经济放缓	13.6%
1987年11月4日	1988年2月11日	7.3%-6.5%	4个月	应对美股1987年Q4股灾	-5.1%
1989年6月6日	1992年9月4日	9.8%-3%	40个月	储贷危机+应对海湾战争	-6.1%
1995年7月6日	1996年1月31日	6%-5.25%	7个月	经济软着陆	5.7%
1998年9月29日	1998年11月17日	5.5%-4.75%	3个月	应对亚洲金融危机外溢影响	-0.6%
2001年1月3日	2003年6月25日	6.5%-1%	30个月	20世纪末科网泡沫破裂	29.1%
2007年9月18日	2008年12月16日	5.25%-0.25%	16个月	美国次贷危机	19.6%
2019年8月1日	2020年3月16日	2.5%-0.25%	8个月	贸易摩擦+Covid-19事件应对	7.1%
2024年9月19日	至今	5.5%-4.5%	/	预防式降息	18.1%

资料来源: NBER, Bloomberg, 浙商证券研究所

美国 NBER 衰退周期中黄金在商品中占优。NBER 衰退周期中，大宗商品中黄金表现明显占优。回溯历轮完整 NBER 衰退期资产表现，商品表现普遍回落。结构上，黄金表现占优，大幅跑赢 CRB 综合指数。从近四轮衰退周期观测，CRB 综合指数平均下跌 9.15%，原油平均跌 24.09%，铜平均跌 13.03%，黄金平均录得正收益 6.75%。

图61： 1970 年以来的七轮 NBER 美国衰退周期中主要商品表现

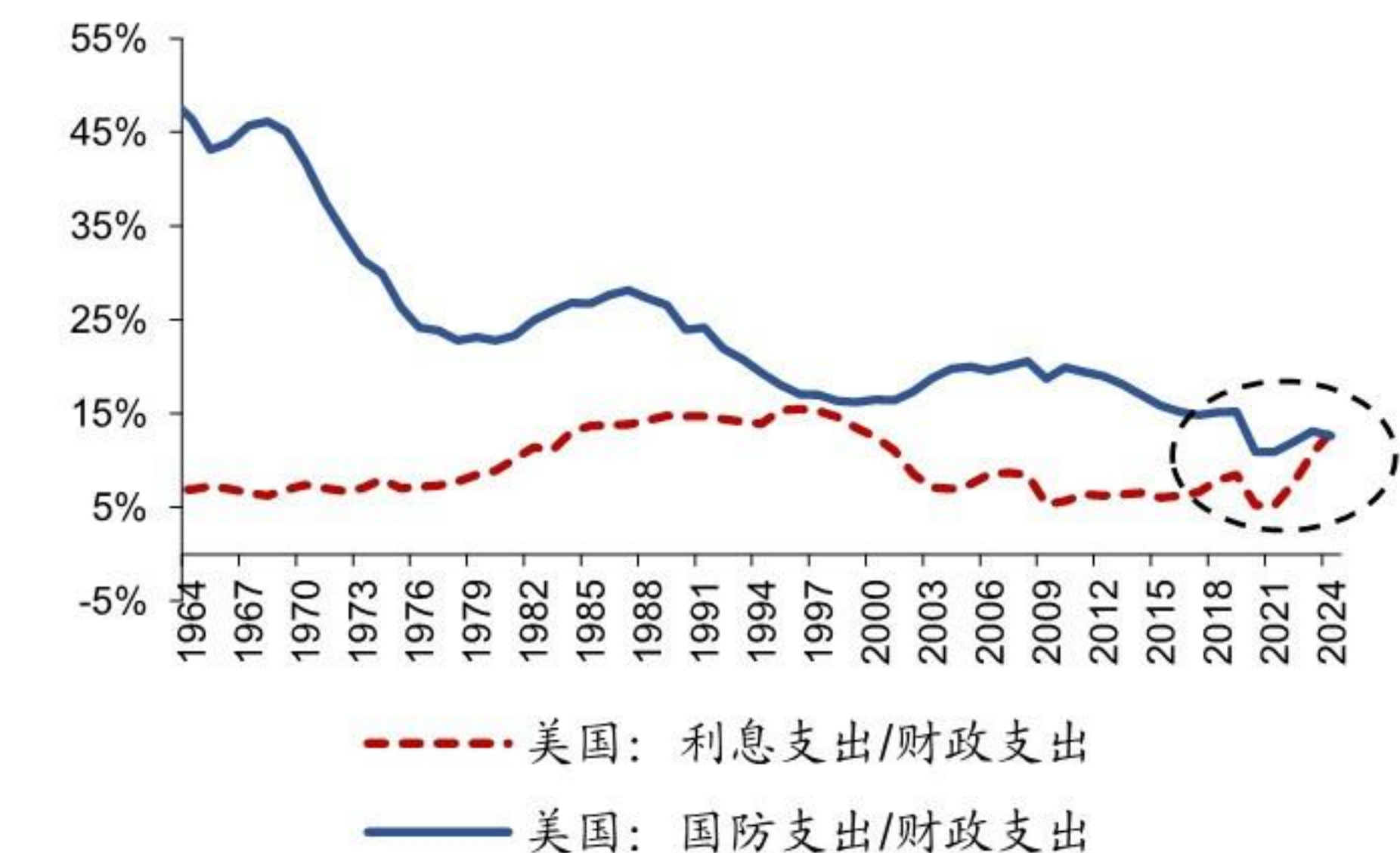
衰退周期	NBER 实质性衰退区间	CRB 商品综合	原油	黄金	铜
第一轮	1973年11月—1975年03月	5%	—	73%	—
第二轮	1980年01月—1980年07月	-2%	—	9%	—
第三轮	1981年07月—1982年11月	-18%	—	6%	—
第四轮	1990年07月—1991年03月	-5%	17%	-1%	-7%
第五轮	2001年03月—2001年11月	-4%	-30%	3%	-12%
第六轮	2007年12月—2009年06月	-15%	-22%	18%	-27%
第七轮	2020年02月—2020年04月	-12%	-62%	7%	-7%

资料来源：NBER, Bloomberg, 浙商证券研究所

5.3 美国赤字规模难以大幅削减，“去美元化”逻辑或仍延续

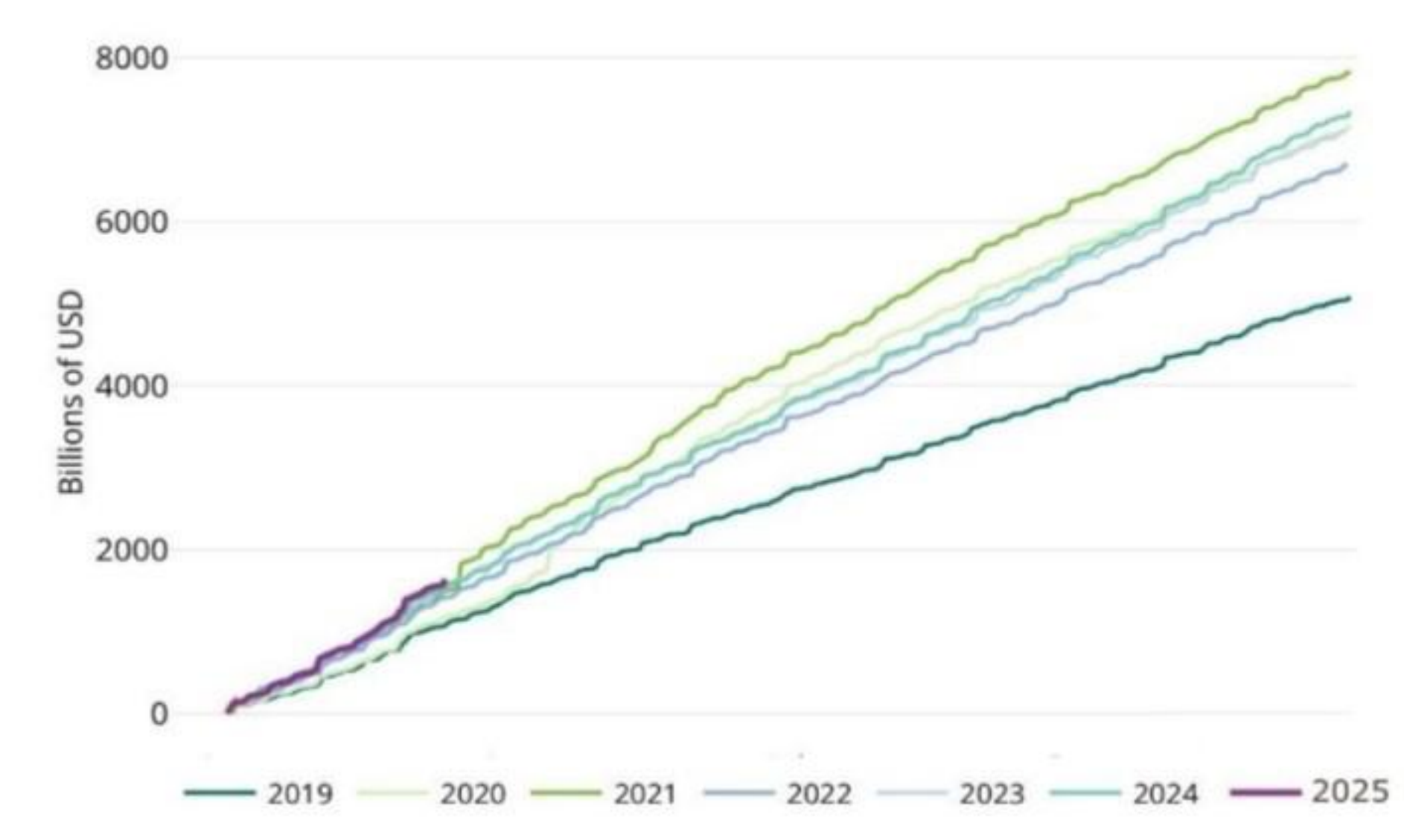
财政赤字可能将维持相对高位，“去美元化”背景下全球央行对黄金储备的增持或延续。2024 年，美国利息支出为 8811 亿美元，同比增加 34%；美国利息支出/财政支出比值为 13%，为 2000 年以来的最高值，这主要源于加息及美债利率“high for longer”带来的外溢效应。2024 年财政支出中利息支出超过国防支出。其中美国国防类自由裁量支出为 8500 亿美元，在财政支出中的占比为 12.6。2024 年，CBO 对美国财政预算赤字率为 6.6%，而美国实际财政赤字率（赤字规模/GDP 现价）比值为 6.3%。CBO 预测，2025 年美国财政预算赤字为 1.865 万亿美元，2025 年，CBO 对美国财政预算赤字率预测为 6.2%。

图62： 2024 年财政支出中利息支出超过国防支出



资料来源：美国国会预算办公室, 浙商证券研究所

图63： 美国政府支出实时动态

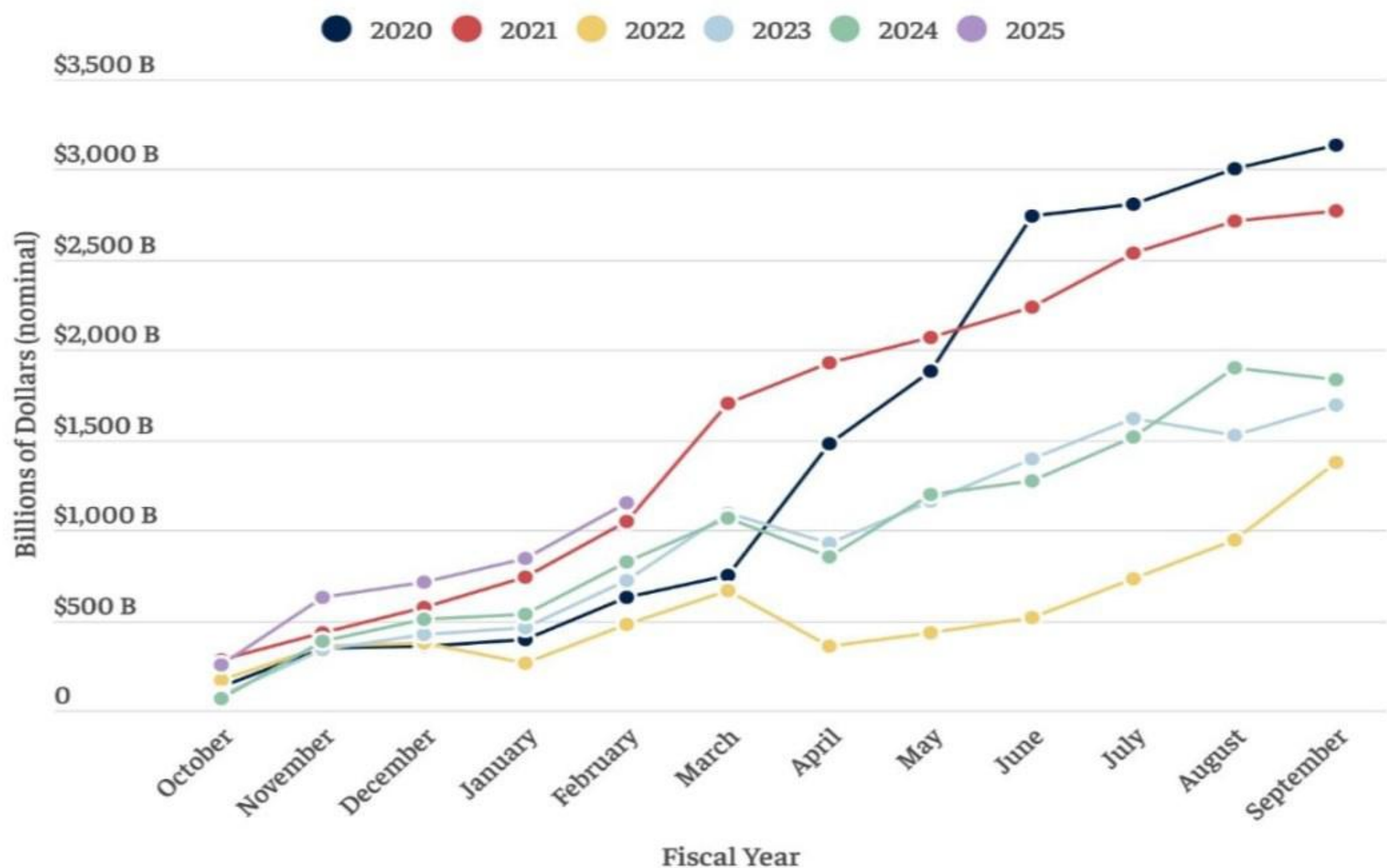


资料来源：美国财政部, 浙商证券研究所

展望 2025 年，美国总统特朗普与财长贝森特主张削减财政赤字，并对美国政府开支实施一定精简。但从实际支出来看，2025 年同期财政支出并未出现明显收敛。截至 2025 年 3 月中旬，美国政府支出年内累计值为 1.7 万亿美元左右，高于过去 5 年同期值。截至 2025 年 2 月，美国 2025 财年财政赤字累计值已超 1 万亿美元，高于过去 5 年同期值，可以看到利

率下方有底的背景下，利息支出仍有压力。特朗普政府“加关税+对内减税+政府精简措施”对财政支出的缓和压力有限。

图64： 2025 财年累计财政赤字已超 1 万亿美元，高于过去五年同期



资料来源：Deficit Tracker，浙商证券研究所

特朗普的摇摆可能引发金价波动加剧，但全年来看当前黄金或仍处强势周期。“去美元化”与降息预期有望形成双重提振：

(1) 特朗普 MAGA 政策纲领与逆全球化的主张或带来更为割裂与混沌的全球格局，加剧社会矛盾，叠加关税博弈，避险需求仍将提振黄金。(2) 美国经济边际降温，美联储降息周期延续的确定性较高。2025 年 3 月 17 日，考虑海外抢出口影响下贸易赤字对美国经济的拖累，亚特兰大 GDP Now 预计美国 2025Q1 GDP 环比折年率或转负为-2.1%，CME FedWatch 利率期货对全年降息次数升至 3 次。即使经济出现大幅下行，我们复盘历轮美国 NBER 衰退周期，发现黄金在商品中明显占优。(3) 欧洲财政扩张对欧元形成提振，叠加日央行升息预期，美元强势基础或边际转弱，助于提振金价。(4) 财政赤字实际削减力度或有限，“去美元化”延续背后全球央行对黄金的增持或延续，未来新兴市场仍有明显购金空间。美债利率“high for longer”带来的外溢效应下，美国 2024 财年利息支出高于国防支出。截至 2025 年 3 月，2025 年美国同期财政支出并未较 2024 年同期收敛。(5) SPDR Gold Shares ETF 等部分全球主流黄金 ETF 在过去两年对黄金净减持，但 2024 年 Q3 以来开始转向净增持。以上因素或使金价调整幅度受限。虽 2022 年 Q4 至今，金价累计涨幅接近 80%，后续赔率或收敛，但黄金大周期拐点的出现或言之尚早。依据我们前文提到的黄金高级公式指引，中性预测下，黄金年内有望升至 3300 美元/盎司，乐观预测下，金价有望突破 3500 美元/盎司。

6 风险提示

特朗普政府政策超预期: 特朗普政府主张对内减税, 对外加征关税, 同时限制非法移民。如果政策强于预期, “再通胀”交易可能导致美债利率持续高位, 约束金价上行空间。

海外银行业危机蔓延: 部分海外银行资产端以长久期、低利率产品为主, 流动性相对较差。而全球多数发达经济体央行连续加息背景下, 银行负债端若集中于久期短且利率高的产品, 或使得资产负债期限错配、净息差压缩甚至倒挂, 引发一定流动性危机和挤兑风险。

国际地缘摩擦超预期: 俄乌冲突尚未结束, 地缘摩擦扰动或引发大宗价格大幅波动, 引发通胀上行。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>