

中国宏观经济月报

2025/2/11

中国宏观经济研究员 阎奕锦

010-66555831

yijin_yan@chiefgroup.com

突破 2900 美元后，黄金价格将何去何从

2025 年开年以来，黄金价格累计涨幅超 10%，现货与 COMEX 主力合约双双突破 2900 美元/盎司，创历史新高。本轮上涨主要由央行购金加速，特朗普政府加征关税引发避险情绪升温，以及期货现货价差引致的套利需求驱动。

短期看，交易层面因素继续主导价格走势，提升黄金价格波动性。中长期看，央行购金和特朗普 2.0 带来的不确定将支撑今年黄金价格维持在 2600-3200 美元/盎司区间震荡；全球各国提升黄金储备占比会或推动金价长期走强。

1、 黄金价格的核心驱动因素

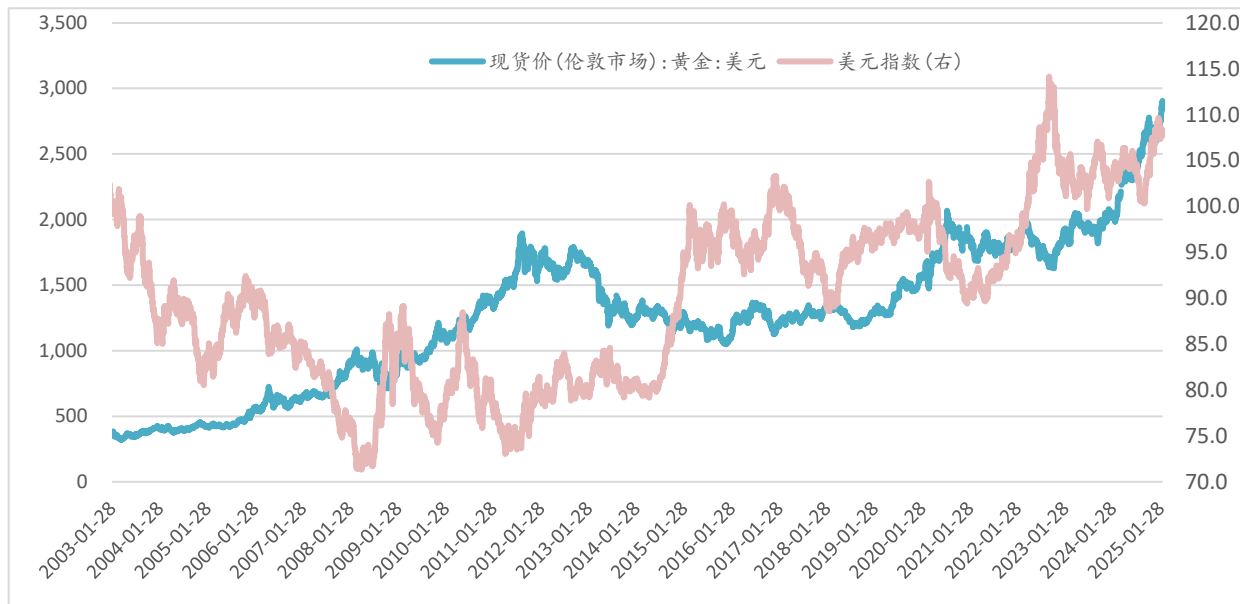
黄金兼具货币、商品、避险及抗通胀等多重属性。不同时期，这些属性在影响黄金价格走势中的重要性不同，而不同属性在不同时期驱动价格移动方向不同，这就提升了黄金价格走势预测的难度系数。近年来，货币属性和避险需求对金价的影响显著增强。

• 货币属性

作为黄金价格的计价货币，美元指数通常与黄金价格走势呈负相关关系。

但近年来，二者经常出现同涨同跌的正相关走势。

图表 1：金价与美元指数走势图

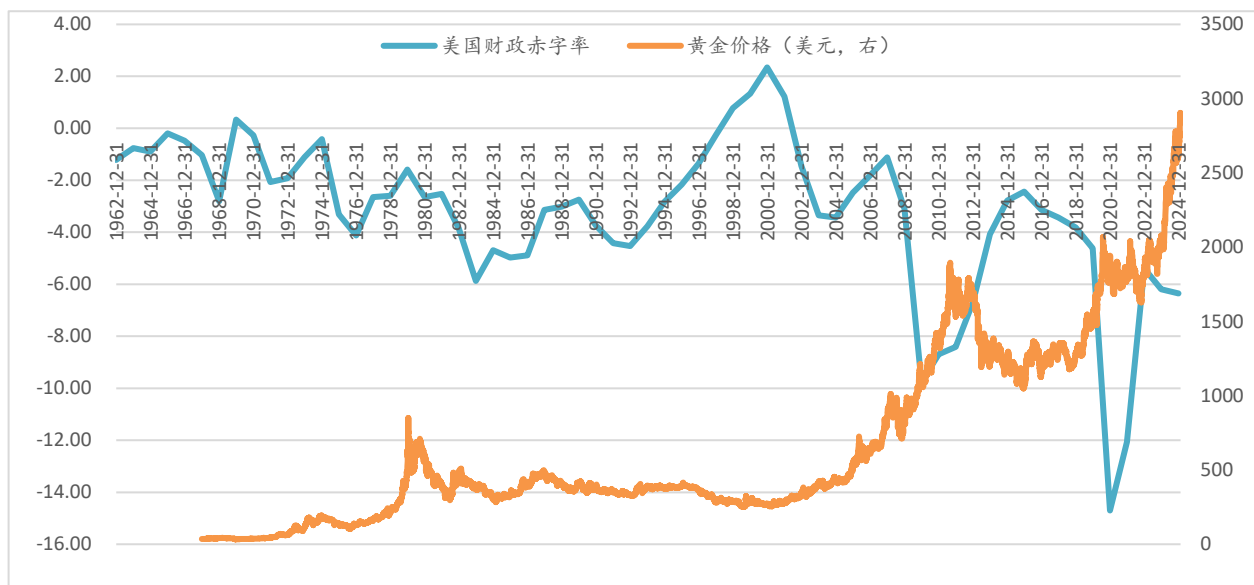


资料来源：Wind、致富研究院

黄金的货币属性体现在两个方面：一、尽管金本位制已经终结很多年，但黄金仍被视为“准货币”，在极端情况下被投资者视为硬通货而受到追捧。二、黄金是各央行外汇储备多元化的重要选择之一，不受单一国家货币政策直接影响。

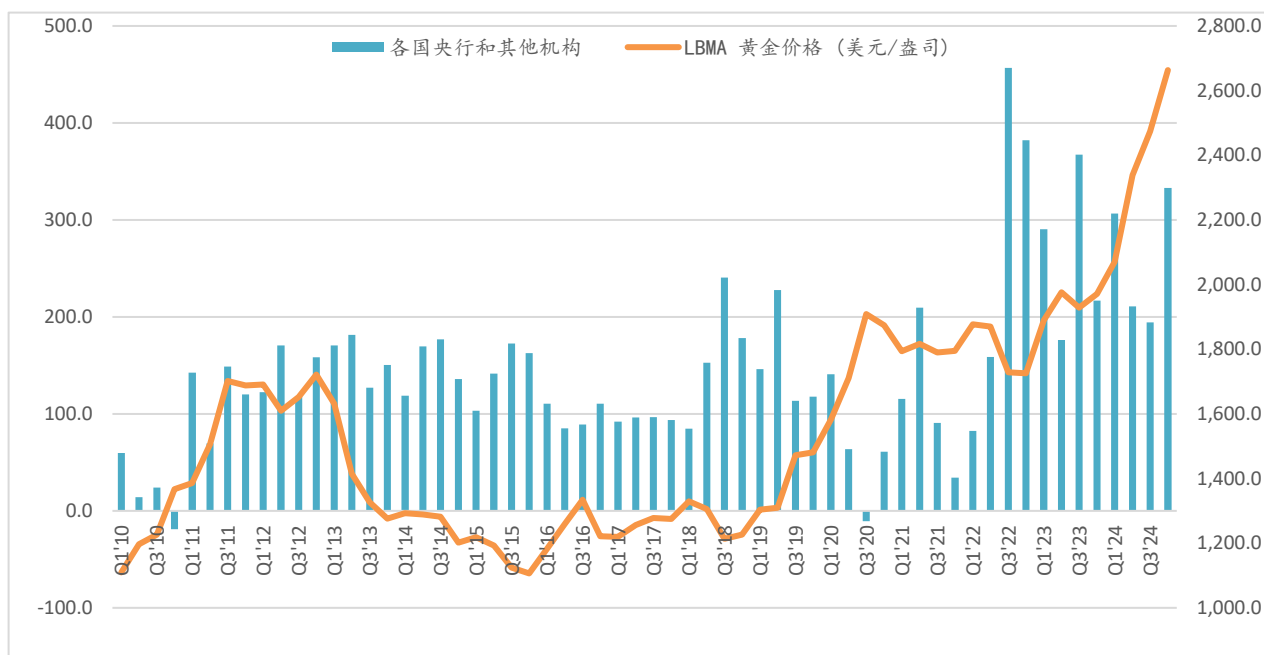
这一属性是近几年黄金价格持续上涨的一个驱动力。一方面，美国持续执行刺激性财政政策，连续数年维持较高赤字率，持续推升债务规模，削弱美元信用。另一方面，美国主导的去全球化和地缘冲突加剧，使得俄罗斯、中国等多国央行纷纷增加黄金购买量，提升其在外汇储备中的占比，加速外汇储备多元化。2024 年全球央行净购金量达 1180 吨，连续三年突破千吨。

图表 2：美国财政赤字率与黄金价格负相关



资料来源：世界黄金协会、Wind、致富研究院

图表 3：央行购金与黄金价格



资料来源：世界黄金协会、Wind、致富研究院

• 商品属性

黄金的商品属性体现在一方面黄金作为实物商品，在大多数时期价格走势与其他商品走势一致，所以具备抗通胀的属性。其作为商品主要应用在珠宝消费和电子科技、医疗（牙科等）等领域。

从图表 4 黄金价格与 CRB 商品价格指数的走势图可以看出，2021 年之后二者走势开始分化，意味着黄金的抗通胀属性弱化。

图表 4：金价与美元指数走势图



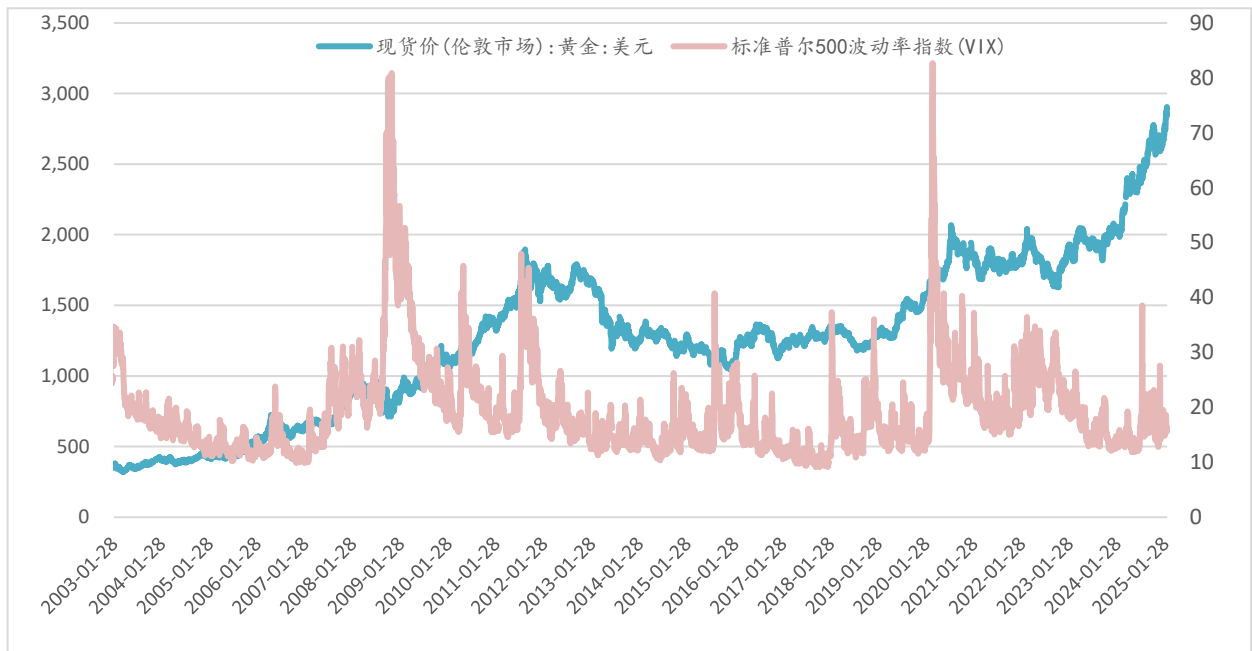
资料来源：Wind、致富研究院

• 避险属性

在地缘冲突、经济危机或市场动荡时，黄金会成为投资者眼中的“终极安全资产”，资金竞相涌入，推动价格上涨。

2020 年以来，黄金价格大幅上涨，在很大程度上是新冠疫情爆发、俄乌冲突、中东冲突、特朗普 2.0 冲击等一系列事件接续推升黄金的避险需求所致。

图表 5：金价与 VIX 指数走势图



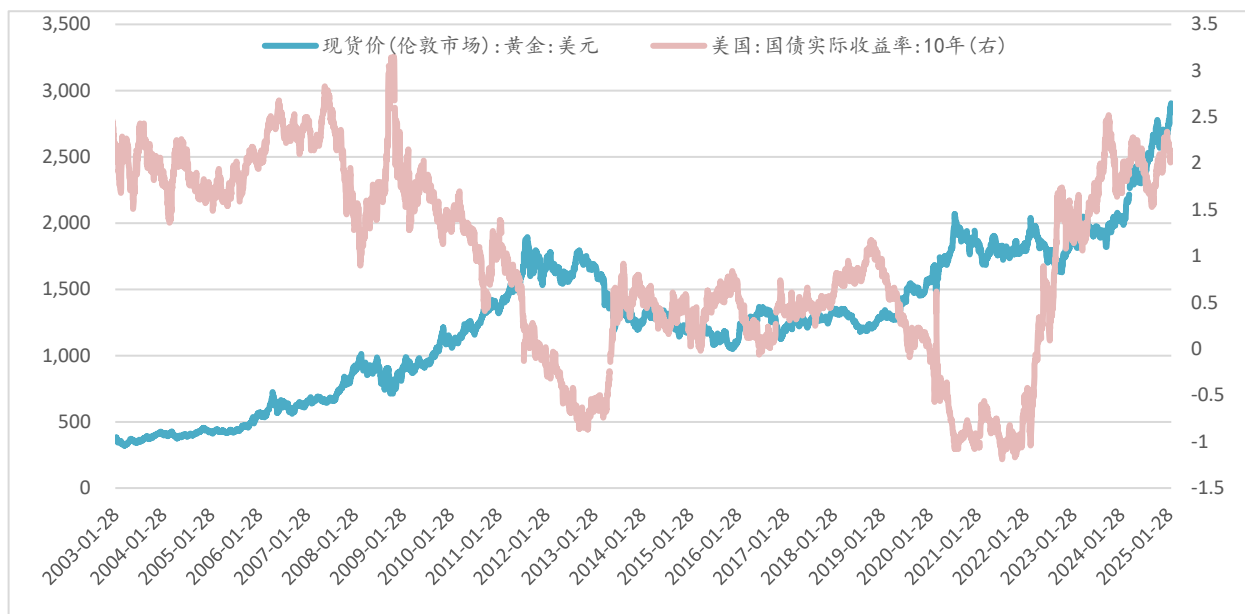
资料来源：Wind、致富研究院

• 黄金价格与实际利率走势分化

由于黄金是无息资产，所以实际利率是黄金的间接持有成本。实际利率上升，黄金持有成本上升，黄金价格下跌。

2022 年以来，黄金价格与实际利率走势“脱钩”。尽管美联储维持高利率环境，美国通胀从高位显著回落，实际利率提升，但央行购金和避险资金流入抵消了实际利率上升的影响，推动黄金价格持续走高。

图表 6: 2022 年之后，金价与实际利率走势“脱钩”



资料来源: Wind、致富研究院

• 小结

综上所述，2022 年之前黄金价格的主要驱动因素是其商品属性和金融属性，实际利率对黄金价格走势的解释度最高。但 2022 年之后，黄金货币属性和避险属性的重要性显著提升，各央行购金、美国财政政策、各风险事件推升的避险需求成为黄金定价的主导因素。

2、黄金供需格局演变

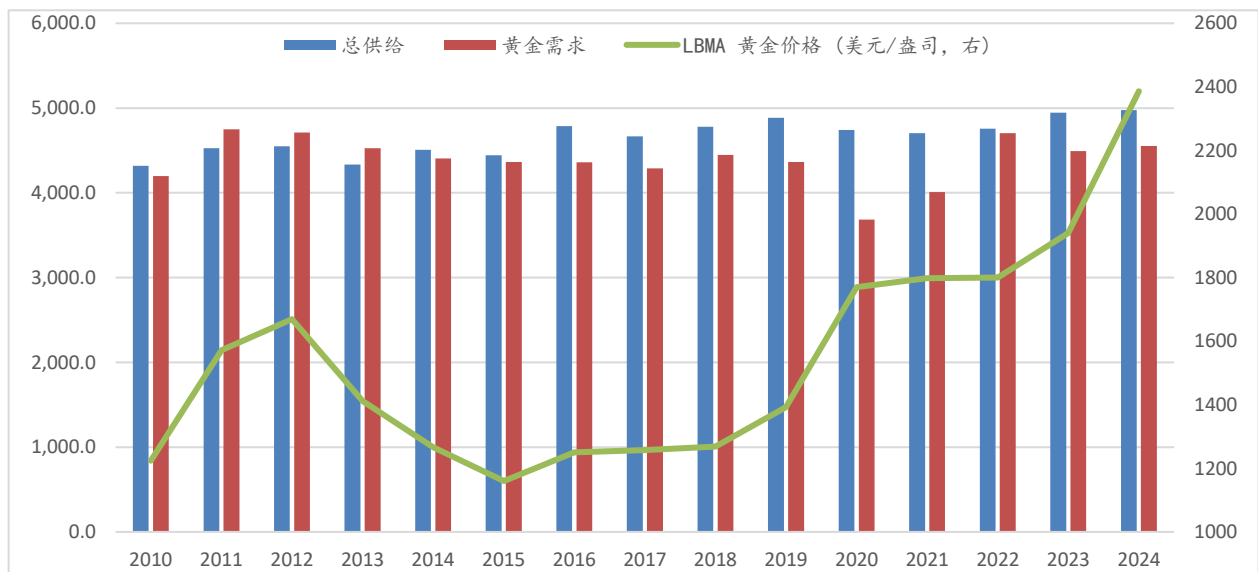
世界黄金协会公布的黄金供需平衡表数据显示，近年来黄金供给量持续略大于需求量。

图表 7: 黄金供需平衡表(吨)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
供给															
金矿生产	2,754.5	2,876.9	2,957.2	3,167.3	3,271.7	3,362.4	3,516.2	3,580.6	3,658.4	3,605.0	3,484.0	3,572.8	3,631.7	3,644.1	3,661.2
生产商净对冲额	-108.8	22.5	-45.3	-27.9	104.9	12.9	37.6	-25.5	-11.6	6.2	-36.6	-5.4	-12.3	67.4	-56.8
再生金	1,671.2	1,626.3	1,636.8	1,195.3	1,129.6	1,067.1	1,232.1	1,112.4	1,131.7	1,275.7	1,293.1	1,135.8	1,136.3	1,234.4	1,370.0
总供给	4,316.8	4,525.7	4,548.6	4,334.7	4,506.2	4,442.3	4,786.0	4,667.4	4,778.5	4,886.9	4,740.5	4,703.2	4,755.7	4,945.9	4,974.5
需求															
金饰制造	2,043.8	2,092.1	2,140.9	2,735.4	2,543.8	2,479.3	2,018.8	2,257.3	2,289.7	2,151.8	1,323.7	2,230.8	2,195.3	2,191.0	2,003.5
金饰消费	2,057.0	2,103.8	2,156.1	2,724.2	2,530.4	2,459.5	2,103.8	2,240.5	2,250.1	2,126.6	1,398.0	2,148.1	2,087.8	2,110.6	1,877.1
金饰存货	-13.2	-11.7	-15.3	11.2	13.3	19.8	-85.0	16.8	39.6	25.2	-74.3	82.7	107.5	80.4	126.4
科技	461.9	432.0	386.8	361.7	355.1	338.0	329.4	339.4	341.7	332.7	309.0	337.2	314.8	305.2	326.1
电子产品	327.7	318.9	292.9	284.2	283.8	268.1	261.6	272.1	274.9	268.6	255.3	278.7	257.7	248.7	270.6
其他行业	88.6	77.0	65.6	54.6	51.6	51.4	50.1	51.0	51.5	50.1	41.9	47.1	46.8	47.1	46.5
牙科	45.6	36.2	28.4	22.8	19.6	18.6	17.6	16.3	15.3	13.9	11.9	11.4	10.3	9.4	8.9
投资	1,611.1	1,743.9	1,614.9	800.9	904.7	967.4	1,616.2	1,315.0	1,160.9	1,274.7	1,794.9	991.5	1,112.5	945.5	1,179.5
金条和金币需求量	1,204.3	1,502.0	1,322.4	1,730.2	1,067.0	1,091.0	1,073.1	1,044.3	1,090.7	871.1	902.3	1,180.3	1,222.1	1,189.8	1,186.3
金条	921.2	1,189.5	1,023.2	1,357.7	780.9	790.7	797.6	780.1	775.8	583.6	542.8	810.9	802.2	781.7	860.0
官方硬币	195.9	228.3	187.5	271.0	205.5	224.3	207.9	188.1	241.9	220.7	290.4	284.4	320.9	293.5	201.0
奖章/仿制硬币	87.2	84.2	111.7	101.5	80.6	76.0	67.7	76.1	73.0	66.8	69.1	84.9	98.9	114.6	125.2
黄金ETFs 及类似产品	406.8	241.9	292.5	-929.2	-162.3	-123.6	543.1	270.7	70.2	403.6	892.5	-188.8	-109.5	-244.2	-6.8
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	1,080.0	1,050.8	1,044.6
黄金需求	4,196.0	4,748.8	4,711.8	4,527.5	4,404.7	4,364.2	4,359.2	4,290.2	4,448.6	4,364.5	3,682.6	4,009.6	4,702.6	4,492.5	4,553.7
OTC和其他	120.9	-223.1	-163.1	-192.8	101.5	78.1	426.8	377.2	329.9	522.3	1,057.9	693.6	53.1	453.4	420.7
总需求	4,316.8	4,525.7	4,548.6	4,334.7	4,506.2	4,442.3	4,786.0	4,667.4	4,778.5	4,886.9	4,740.5	4,703.2	4,755.7	4,945.9	4,974.5
LBMA 黄金价格 (美元/盎司)	1224.52	1571.52	1668.98	1411.23	1266.4	1160.06	1250.8	1257.15	1268.49	1392.6	1769.59	1798.61	1800.09	1940.54	2386.2

资料来源: 世界黄金协会、Wind、致富研究院

图表 8: 黄金供需情况与价格走势

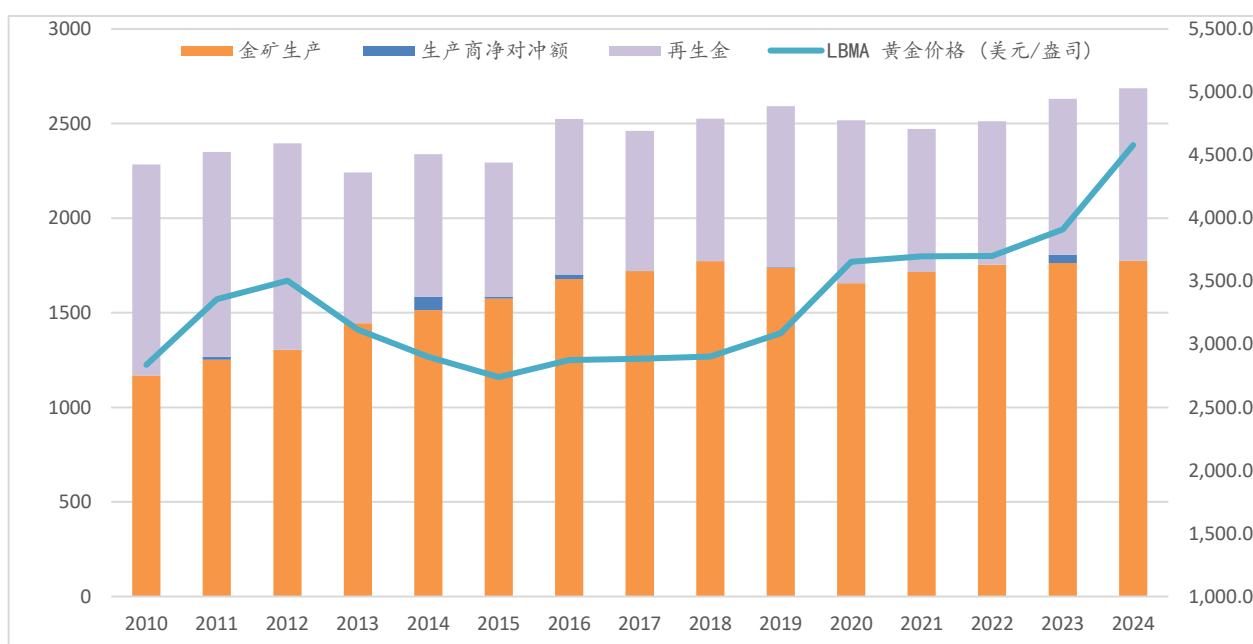


资料来源: 世界黄金协会、Wind、致富研究院

• 供给端保持稳定

近年来，全球黄金供应量维持在 4800 吨左右。矿产金年产出 3600 吨左右，再生金 1200 吨左右。整体看，总量及结构均较为稳定，数据变化均不大。

图表 9：黄金供给结构与黄金价格变动



资料来源：世界黄金协会、Wind、致富研究院

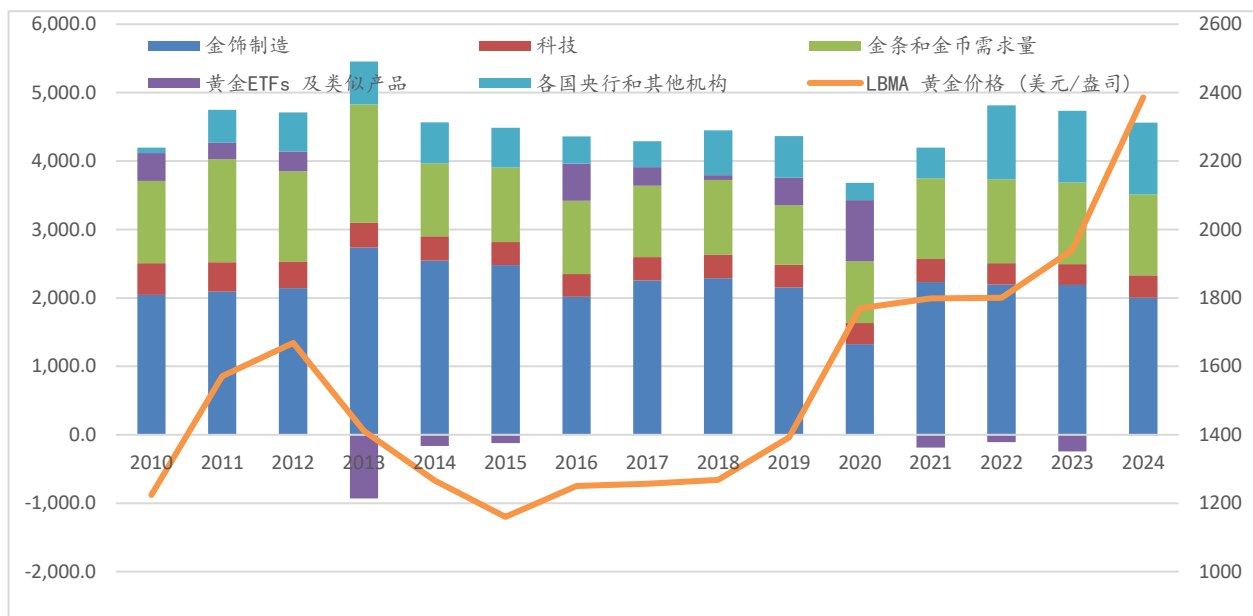
• 需求端结构性变化

黄金需求总量相对供给总量波动较大，主要是新冠疫情冲击了 2020 年和 2021 年的需求。其他年份需求总量较为稳定，年均需求量 4500 吨左右。

但近年来黄金需求结构变化较大。黄金需求主要分为金饰需求、科技和工业用金需求、金条和金币需求、黄金 ETF 及类似产品需求、央行购金需求等几大类。近年来，黄金 ETF 需求减少，央行购金显著增加。

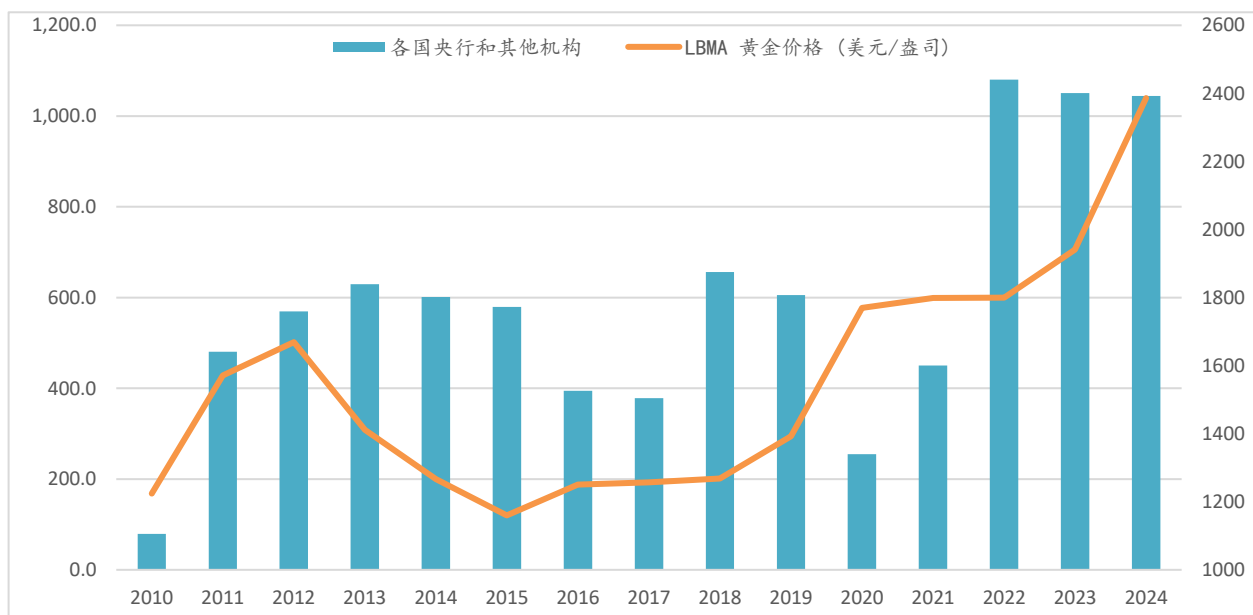
更重要的是，之前年份，由于其他类别需求变化不大或其需求变动对价格走势影响不大，ETF 需求直接决定黄金价格走势，ETF 需求量下降，黄金价格回落；ETF 需求量上升，黄金价格上涨。但疫情之后，央行购金总量从之前的年均 500 吨左右跳升至年均 1000 吨以上，增幅显著高于 ETF 减少量，直接导致黄金价格不仅未在 ETF 需求减少的带动下回落，反而在央行购金的推动下持续上涨。

图表 10: 黄金需求结构与黄金价格变动



资料来源：世界黄金协会、Wind、致富研究院

图表 11: 央行购金与黄金价格变动



资料来源：世界黄金协会、Wind、致富研究院

3、2025 年开年以来金价飙升的三大推力

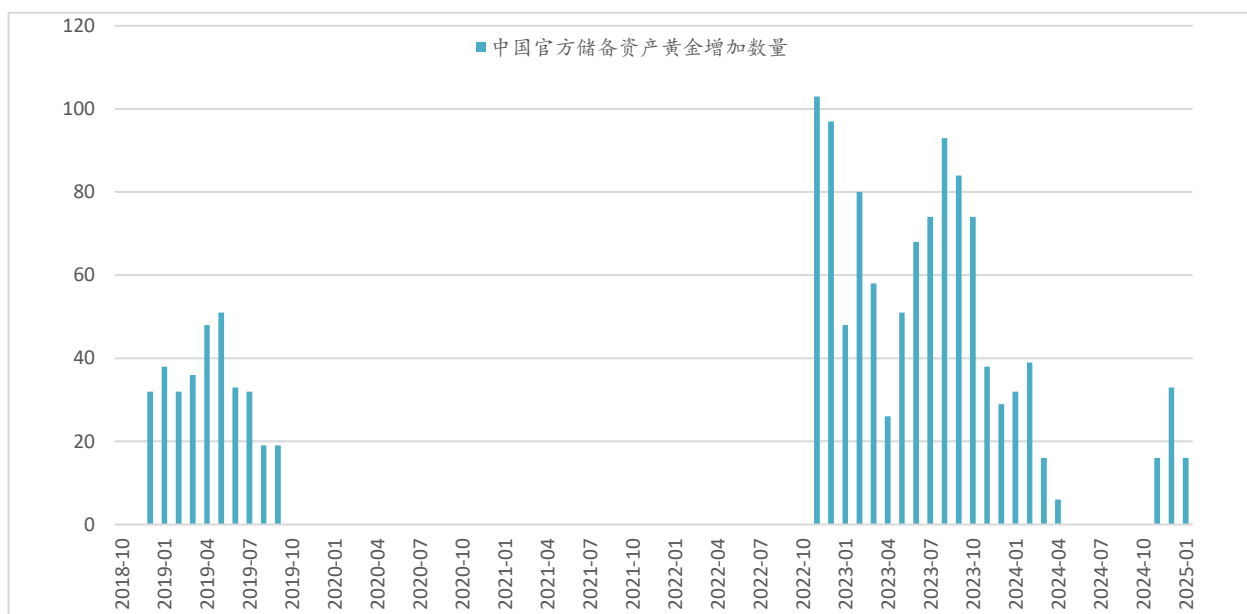
综合以上分析及今年行情走势的具体情况，开年黄金价格飙升的三大推力为：央行购金持续发力，特朗普加征关税提升不确定性推升避险需求，交易层面期货现货价格溢价推动套利需求。

• 央行购金持续发力

前面数据显示，近年来全球央行黄金净购买量增加，连续三年突破 1000 吨以上。今年这一趋势大概率继续得以保持。

从高频数据看，中国央行 1 月末黄金储备为 7,345 万盎司，较去年 12 月末的 7,329 万盎司增持了 16 万盎司，在连续 6 个月未增持之后，连续 3 个月再次增持。显示出央行购金是年初黄金价格上涨的推动力量之一。

图表 12：人行在 6 个月未增持之后，连续 3 个月再次增持黄金



资料来源：中国人民银行、Wind、致富研究院

• 特朗普关税政策冲击

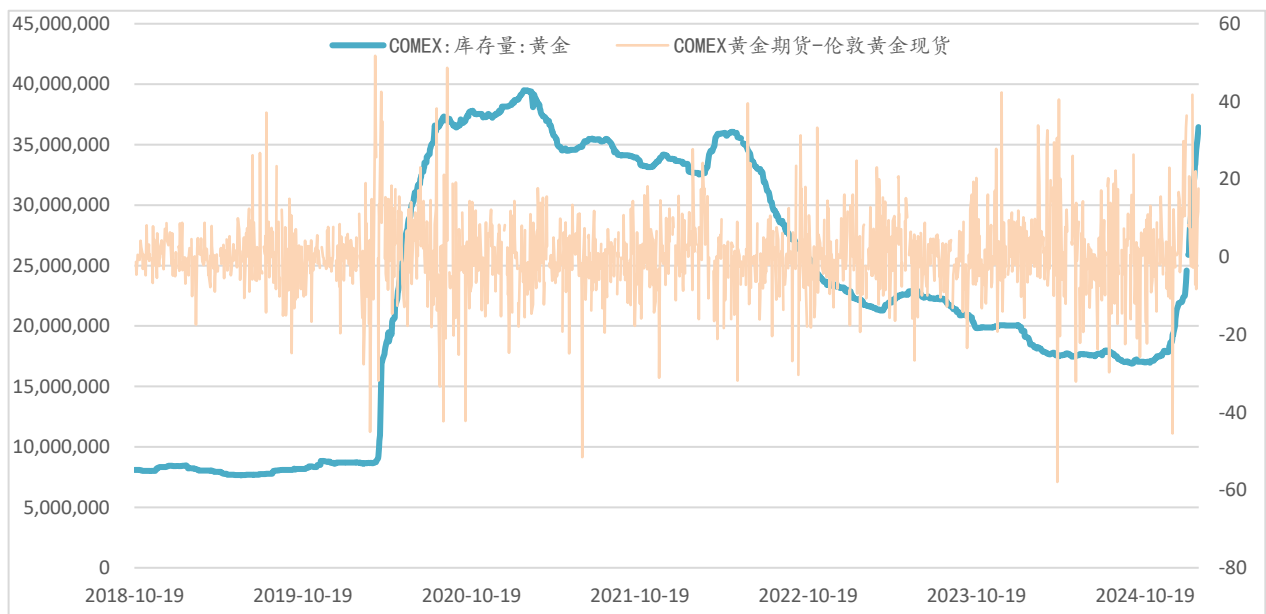
特朗普政府宣布对加拿大、墨西哥和中国加征关税（加拿大和墨西哥 25%，中国 10%），这一政策在提升不确定性，推升黄金避险需求的同时，也引发市场对黄金关税的担忧。关税的加征可能提高黄金的进口成本，促使市场在关税生效前加快黄金的交付，尤其是从伦敦市场转向纽约市场。这种物流和储备压力的增加，推高了黄金的租赁和运输保险成本，进一步加剧了黄金的供需

紧张。

• 交易层面，期现溢价引致套利需求

特朗普加征关税提升不确定性，导致黄金 COMEX 期货与伦敦黄金现货之间溢价扩大，一度增长至 70 美元/盎司，交易层面跨市场套利需求增加，伦敦黄金被转运到纽约，COMEX 黄金库存量快速增加。

图表 13：期现溢价引致套利需求增加，COMEX 库存量快速增加



资料来源：Wind、致富研究院

4、未来走势预测

基于以上分析，不同时期不同因素将主导黄金价格，使其价格呈现不同走势，具体而言：

• 短期走势（1-3 个月）：

短期交易层面的投资者行为继续主导价格走势，期货与现货之间溢价、交易层面跨市场套利

引致的购金需求变动均较大，将提升黄金价格波动性。

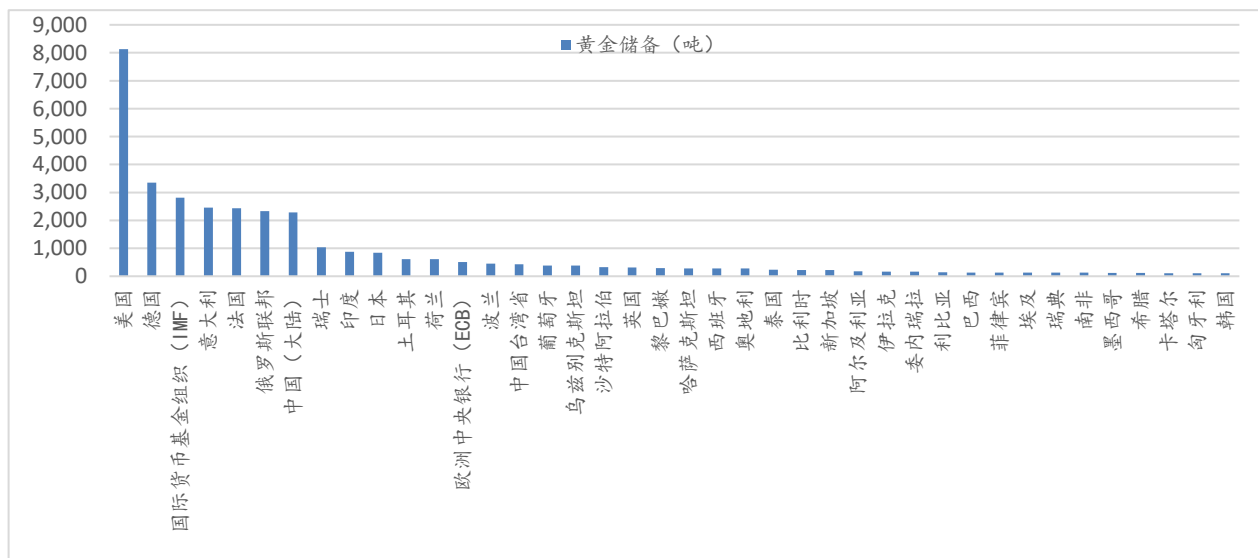
• 中期走势（2025 年全年）：

展望今年价格走势，央行购金和特朗普 2.0 带来的不确定将支撑今年黄金价格维持在 2600-3200 美元/盎司区间震荡。

• 长期走势（3-10 年）：

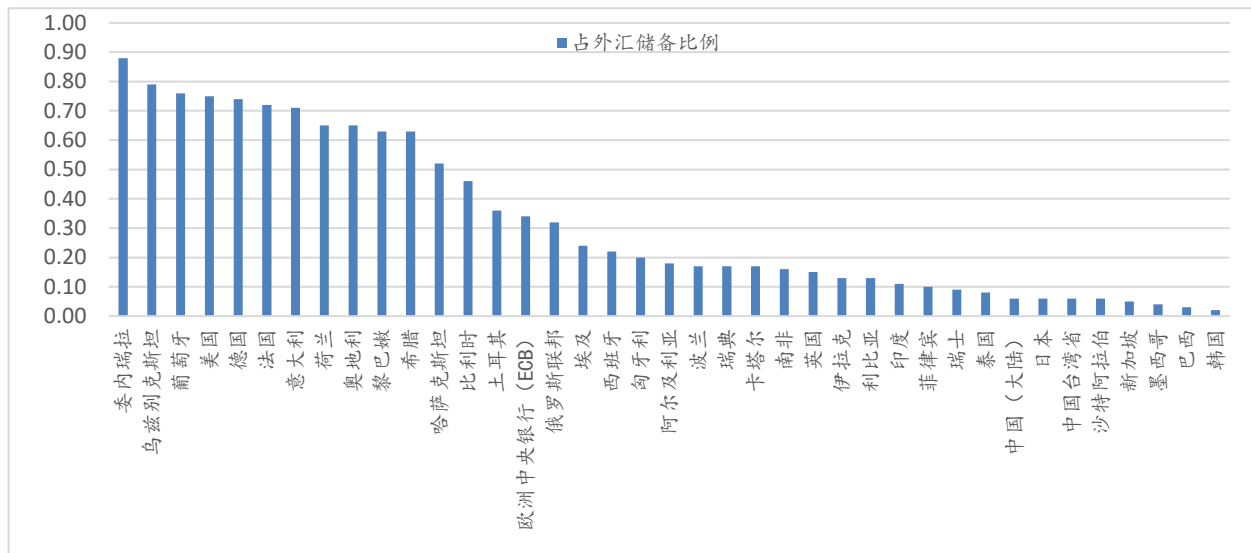
长期来看，黄金作为一种避险资产，其价格走势将受到全球经济环境、货币政策和地缘政治因素的综合影响。在逆全球化、地缘政治冲突常态化的大背景下，黄金作为“终极避险资产”的地位得到巩固；美元信用削弱、不少国家央行购金、提升外汇储备中黄金占比将是长期趋势。如图表 14 所示，大多数国家外汇储备中黄金占比较低，我国仅有 6%，提升空间很大，而每年黄金供应量又十分有限。所以全球各国——尤其是亚洲等国——央行购金、提升黄金储备占比会或推动金价长期走强。

图表 14：各国家黄金储备数量



资料来源：世界黄金协会、Wind、致富研究院

图表 15: 亚洲国家外汇储备中黄金占比较低



资料来源：世界黄金协会、Wind、致富研究院

风险提示

- 1、美国经济韧性强劲或通胀上行，美联储超预期加息或美元流动性紧缩，可能压制金价。
- 2、地缘局势缓和或特朗普政策转向，或导致黄金避险需求回落。

研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司 香港德辅道中 308 号 富卫金融中心 11 楼 电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	香港致富证券有限公司北京代表处 北京市朝阳区国贸写字楼 1 座 6 层 电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555831	香港致富证券有限公司上海代表处 上海市陆家嘴东路 161 号招商局大厦 1309 室 电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	香港致富证券有限公司深圳代表处 深圳福田区福华路 399 号中海大厦 6 楼 电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk