

去美元化背景下，看好黄金长期投资机会

黄金行业研究

投资要点

➤ 与美元存在替代效应，黄金价格受美债收益率影响较大

美债收益率（尤其是十年期收益率）是黄金价格的重要影响因素，黄金作为零息资产，无风险收益率可视为持有黄金的机会成本，通常情况下黄金价格与美债收益率呈负相关。当美债收益率上升时，黄金的机会成本增加，资金流向美债，导致黄金价格下跌，反之，当美债收益率下降时，黄金的机会成本降低，资金可能流向黄金，推动黄金价格上涨。

黄金具备货币属性和储备货币功能，与美元存在替代效应，通常情况下，美元指数走强时吸引资金从黄金流向美元而导致金价下行，虽然小周期存在美元指数与黄金价格走势出现背离的情况，美元指数对金价的负向指引阶段性受限，但长期来看美元指数对黄金价格具有较强解释力。此外，黄金以美元计价，美元升值意味着对黄金的购买力增加，计价因素对二者相关性具备一定影响。

➤ 多重因素推动全球去美元化，各国央行增储黄金

去美元化的原因是综合性的，一方面美国长期通过大规模举债刺激经济增长，致使政府负债率不断攀升，发行国债规模持续扩大，2025年美国国债总额已突破30万亿美元大关，占GDP的比重超过120%，高政府负债率引发市场对美国财政可持续性的担忧并对美元信用造成不利影响，损害持有美元的信心。

美国占全球GDP的比重总体呈现下降趋势，1960年美国占全球GDP的比重高达近40%，至2023年下降到26%左右，降低约14个百分点，美国在全球经济中的地位相对弱化，一定程度上动摇了美元的价值支撑。美元作为全球储备货币的地位很大程度上依赖于美国强大的经济实力，随着美国经济全球GDP占比的下降，美元的国际认可度和需求可能会受到冲击。

➤ 去美元化背景下，各国央行购金需求增加

与美元储备下降对应的是全球央行购金需求的增加，全球央行黄金储备2009年至2021年连续13年正增长，2022年出现略微下滑，同比下降0.08%，而后继续恢复增长态势，2024年达到36,250吨，处于历史相对高位。

➤ 投资建议

建议关注工艺先进且具备资源量优势的山金国际、紫金矿业和山东黄金。

➤ 风险提示

建议关注美联储降息不及预期的风险、经营安全生产风险和黄金价格下降风险。

分析师：褚聪聪

执业登记编号：A0190523050005

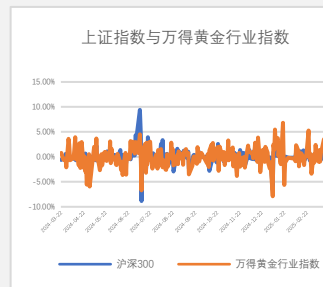
chucongcong@yd.com.cn

分析师：赵毅轩

执业登记编号：A0190124060001

zhaoyixuan@yd.com.cn

上证指数与万得黄金行业指数



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

目录

一、黄金是重要储备货币与避险资产	
1. 黄金价格与美债收益率总体负相关	3
2. 同为储备货币，对美元而言具备替代性	3
二、多重因素推动全球去美元化，驱动央行增储黄金	4
1. 美国政府高赤字，国债规模不断扩大	4
2. 美国占全球 GDP 比重降低，经济地位有所弱化	6
3. “武器化”损害美元信用，加速去美元化进程	7
三、去美元化背景下，各国央行购金需求增加	7
四、投资建议	9
1. 山金国际	9
2. 紫金矿业	9
3. 山东黄金	10
五、风险提示	11

图表目录

图 1：黄金价格与美国十年期国债收益率	3
图 2：各国货币在国际结算中的市场份额（%）	4
图 3：美元指数和黄金价格走势	4
图 4：美国国债规模（亿美元）及占 GDP 比重（%）	5
图 5：美国国债规模占 GDP 比重与黄金价格（美元/盎司）	5
图 6：美国占全球 GDP 比重（%）	6
图 7：美国及全球 GDP 同比增速（%）	6
图 8：美国制造业增加值占 GDP 比重（%）	7
图 9：全球外汇储备（亿美元）及美元外汇储备（亿美元）	8
图 10：全球黄金储备（吨）及同比增速（%）	8
图 11：2020-2025Q1 营业总收入（亿元）	9
图 12：2020-2025Q1 扣非归母净利润（亿元）	9
图 13：2020-2025Q1 营业总收入（亿元）	10
图 14：2020-2025Q1 扣非归母净利润（亿元）	10
图 15：2020-2025Q1 营业总收入（亿元）	10
图 16：2020-2025Q1 扣非归母净利润（亿元）	10

一、黄金是重要储备货币与避险资产

1. 黄金价格与美债收益率总体负相关

美债收益率（尤其是十年期收益率）是黄金价格的重要影响因素，黄金作为零息资产，无风险收益率可视为持有黄金的机会成本，通常情况下黄金价格与美债收益率呈负相关。当美债收益率上升时，黄金的机会成本增加，资金流向美债，导致黄金价格下跌，反之，当美债收益率下降时，黄金的机会成本降低，资金可能流向黄金，推动黄金价格上涨。但特定时期投资避险需求的提升也会使金价与十年期美债收益率出现阶段性背离，如美联储处于加息周期时或引发市场对于“滞胀”的担忧情绪，出于避险需要，投资者仍有可能选择增持黄金并对金价形成支撑作用，从而导致金价并未因加息而出现回落。

图 1：黄金价格与美国十年期国债收益率

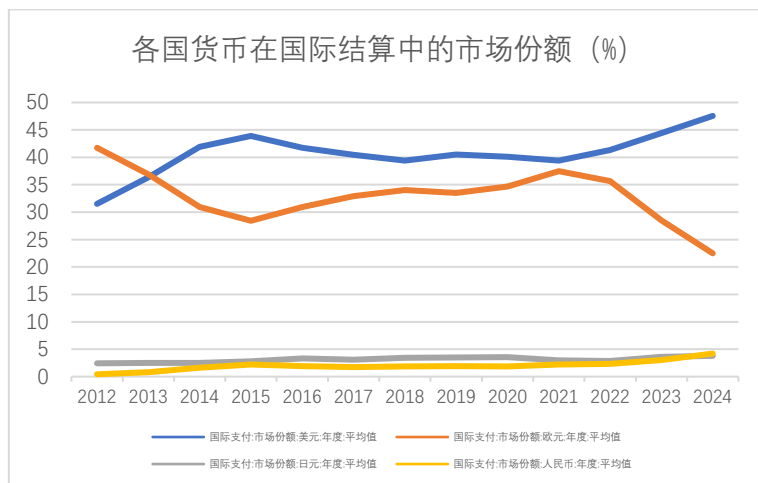


资料来源：Wind，源达信息证券研究所

2. 黄金具备货币属性和储备功能，与美元存在替代性

美元指数与黄金价格大致呈现负相关关系，这在一定程度上揭示了金融属性在黄金的定价逻辑中具有重要作用。美元作为储备货币，是全球各国重要的外汇储备且在国际贸易结算中地位显著。美元和欧元是全球国际结算中使用比例最高的货币，美元 2014 年在国际结算中占比 41.9%，超过欧元成为全球贸易结算使用比例第一的货币并延续至今，2024 年美元在国际支付中的市场份额为 47.5%。

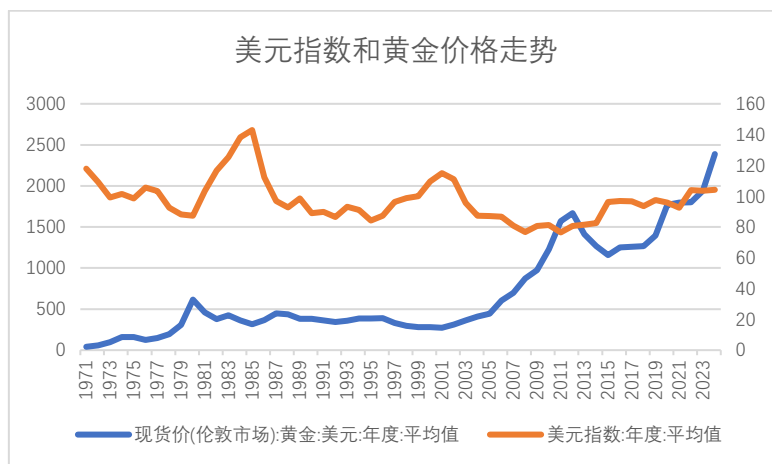
图 2：各国货币在国际结算中的市场份额（%）



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

而黄金具备货币属性和储备货币功能，与美元存在替代效应，通常情况下，美元指数走强时吸引资金从黄金流向美元而导致金价下行，虽然小周期存在美元指数与黄金价格走势出现背离，美元指数对金价的负向指引阶段性受限，但长期来看美元指数对黄金价格具有较强解释力。此外，黄金以美元计价，美元升值意味着对黄金的购买力增加，计价因素对二者相关性同样具备一定影响。

图 3：美元指数和黄金价格走势



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

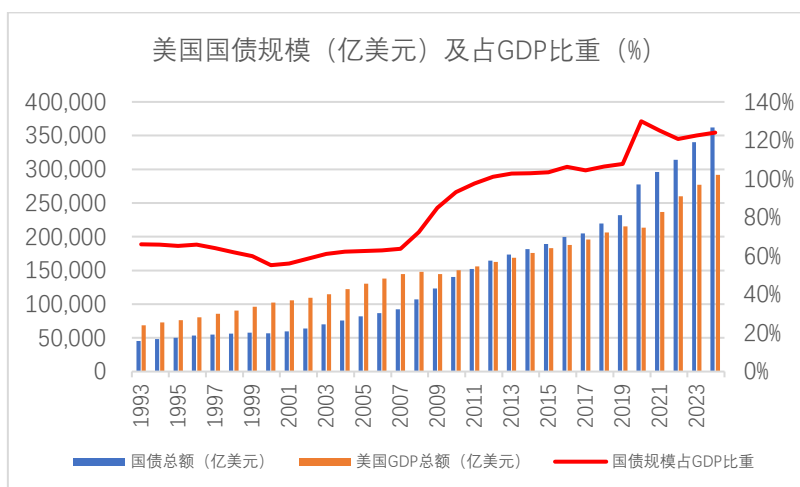
二、多重因素推动全球去美元化，驱动央行增储黄金

1. 美国政府高赤字，国债规模不断扩大

去美元化的原因是综合性的，一方面美国长期通过大规模举债刺激经济增长，致使政府负债率不断攀升，发行国债规模持续扩大，2025 年美国国债总额已突破 30 万亿美元大关，占

GDP 的比重超过 120%，高政府负债率引发市场对美国财政可持续性的担忧并对美元信用造成不利影响，损害持有美元的信心。

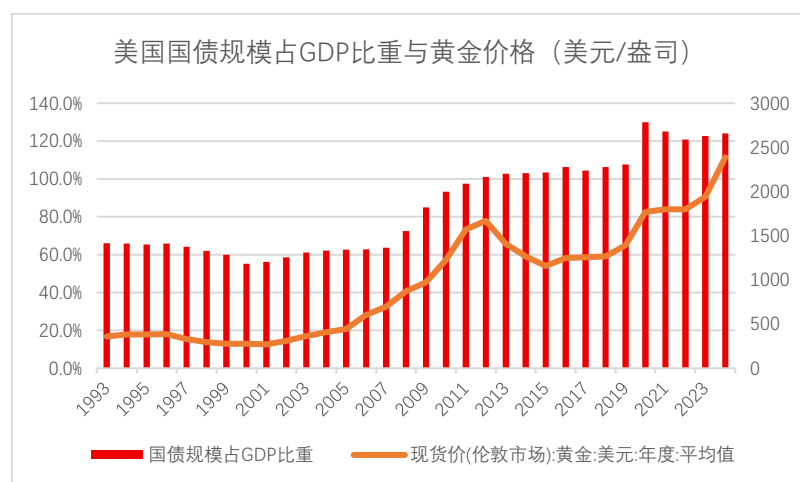
图 4：美国国债规模（亿美元）及占 GDP 比重（%）



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

美国国债规模占 GDP 的比重整体而言与黄金价格大致呈现同向变动的趋势，美国国债占 GDP 的比重由 1993 年的 66.1% 波动上升至 2024 年的 124.1%，债务高速扩张引发市场对美国主权信用的担忧，黄金因避险属性获得投资者的青睐，美国财政负债率上升或带动金价中枢上行。

图 5：美国国债规模占 GDP 比重与黄金价格（美元/盎司）

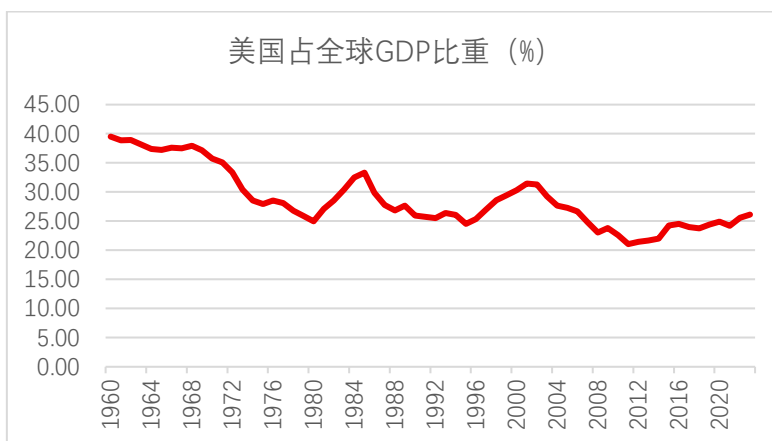


资料来源：Wind，源达信息证券研究所

2. 美国占全球 GDP 比重降低，经济地位有所弱化

美元作为全球储备货币的地位在一定程度上依赖于美国强大的经济实力，随着美国经济占比的下降，美元的国际认可度和需求可能会受到冲击。拉长时间周期来看，美国占全球 GDP 的比重总体呈现下降趋势，1960 年美国占全球 GDP 的比重高达近 40%，至 2023 年下降到 26% 左右，降低约 14 个百分点，美国在全球经济中的地位相对弱化，一定程度上动摇了美元的价值支撑。

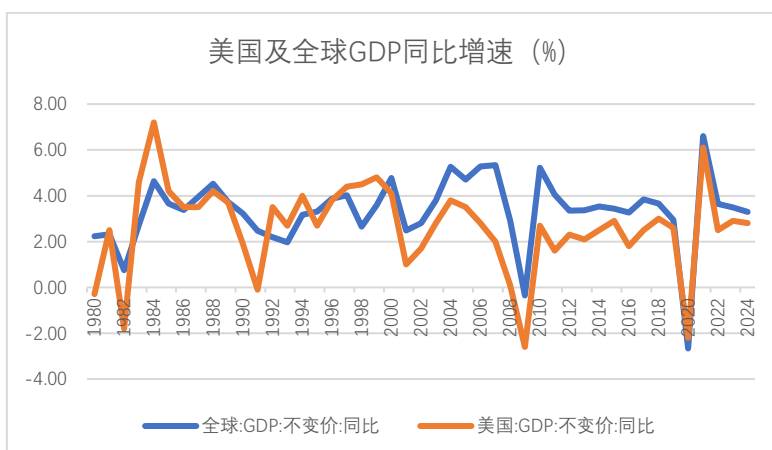
图 6：美国占全球 GDP 比重 (%)



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

此外，美国的经济增速同样有所放缓，经济增长逐渐乏力，据国际货币基金组织预测，预期美国 GDP 增速将从 2021 年的 5.1% 逐步下降至 2025 年的 1.8%，而全球 2025 年 GDP 增速为 3.5%，美国经济增速显著低于全球平均水平，将对美国在全球的经济地位带来不利影响，美元作为储备货币的地位将有所下降，不利于美元指数走强。

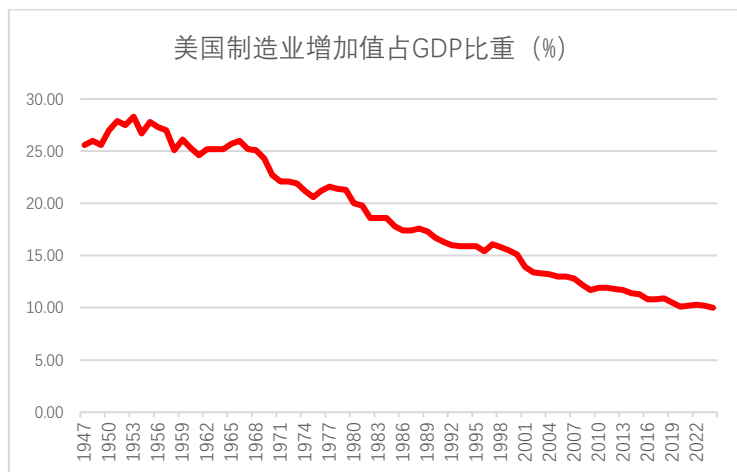
图 7：美国及全球 GDP 同比增速 (%)



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

从 20 世纪 70 年代开始，美国为了追求更高的利润，将大量低附加值和中高附加值产业链的低端环节转移到劳动力成本更低的地区，如亚洲和拉丁美洲，美国制造业占 GDP 的比重从 1970 年的 22.7% 下降到 2024 年的 10.0%。产业空心化、制造业衰退不仅削弱了美元的物质基础，同时使得美国在全球产业链中地位的下降，美国需在国际贸易中增加进口并更易形成贸易赤字，对美元形成了贬值压力，使美元地位有所弱化。

图 8：美国制造业增加值占 GDP 比重 (%)



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

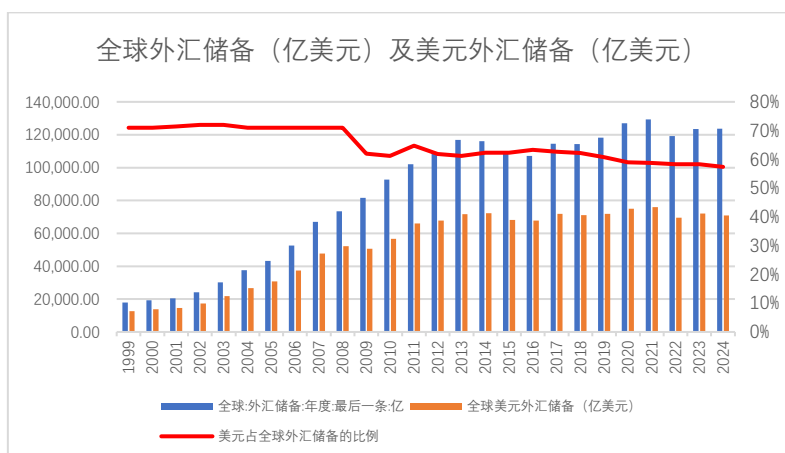
3. “武器化” 损害美元信用，加速全球去美元化进程

美国将美元“武器化”，利用美元在全球金融体系中的主导地位，通过加息降息影响全球资本流动和他国经济，或将其作为对其他国家实施经济制裁和政治施压的工具，如在俄乌冲突中，美国冻结了俄罗斯中央银行的外汇储备和黄金储备，限制俄罗斯部分银行使用 SWIFT 系统。美元“武器化”损害了美元信用，有损美元作为国际储备货币的地位，导致其他国家减少对美元的依赖并寻找替代货币，加速全球“去美元化”进程。

三、去美元化背景下，各国央行购金需求增加

多重因素共同影响下，全球去美元化趋势明显，美元占全球央行储备金的比重整体呈现下降趋势，1999 年美元作为全球储备货币地位突出，占全球外汇储备的比重高达 71%，并在相当长的时间里维持 70% 以上高位，至 2024 年四季度，这一数据已降至 57%，美元地位有所减弱。

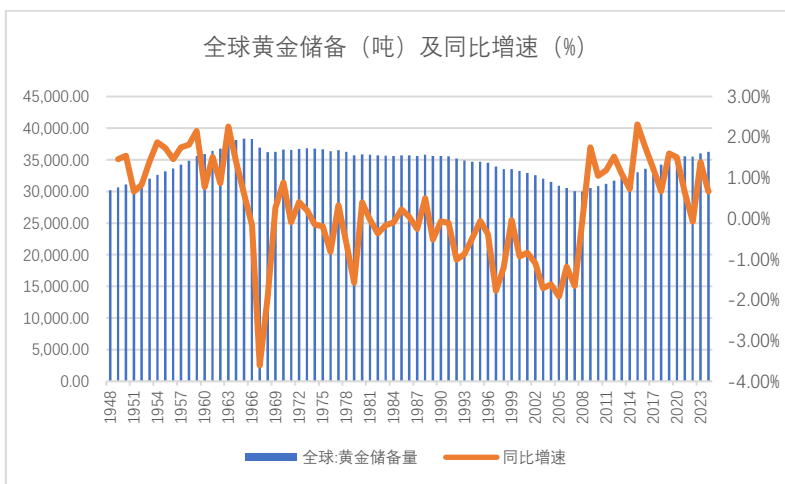
图 9：全球外汇储备（亿美元）及美元外汇储备（亿美元）



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

与美元储备下降对应的是全球央行购金需求的增加，全球央行黄金储备 2009 年至 2021 年连续 13 年正增长，2022 年出现略微下滑，同比下降 0.08%，而后继续恢复增长态势，2024 年达到 36,250 吨，处于历史相对高位。2008 年金融危机导致全球经济衰退，美元信用减弱，美元贬值风险加大，全球经济不确定性增加，各国央行增加黄金储备。

图 10：全球黄金储备（吨）及同比增速（%）



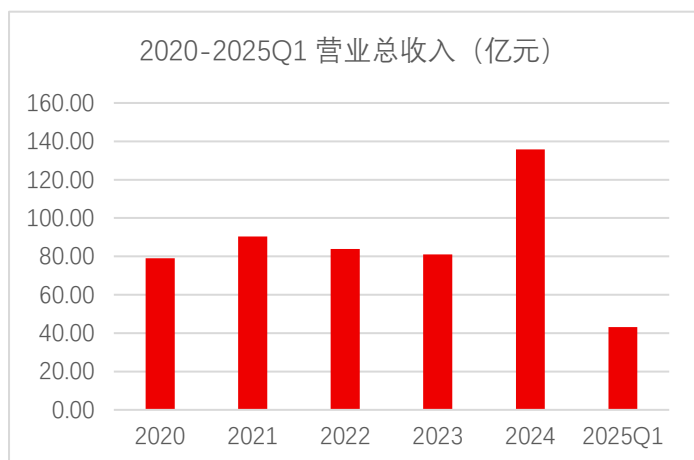
资料来源：Wind，源达信息证券研究所

四、投资建议

1、山金国际

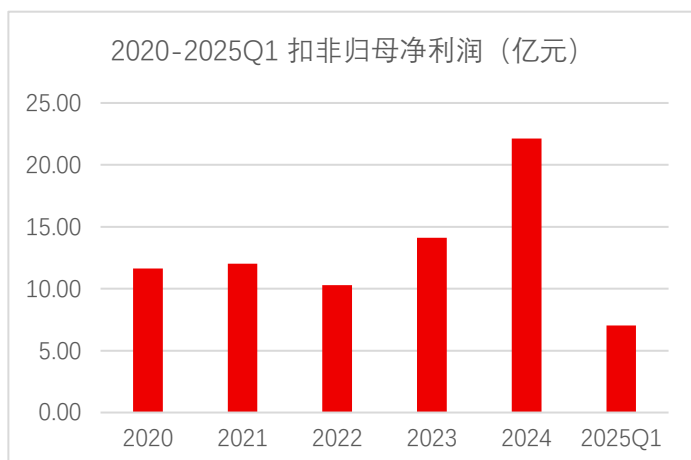
公司主营业务范围为贵金属和有色金属矿采选及金属贸易，公司克金成本较低，拥有 6 个矿山企业，包括玉龙矿业、黑河洛克、吉林板庙子、青海大柴旦、华盛金矿和 Osino Resources。公司矿产资源储量丰富、品位高，勘探潜力巨大，公司不断拓展海外资源项目，控制资源量有望进一步增加，提升自身在全球黄金及有色金属市场的影响力，有望深度受益于金价走强，看好公司未来业绩增长。

图 11：2020-2025Q1 营业总收入（亿元）



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

图 12：2020-2025Q1 扣非归母净利润（亿元）

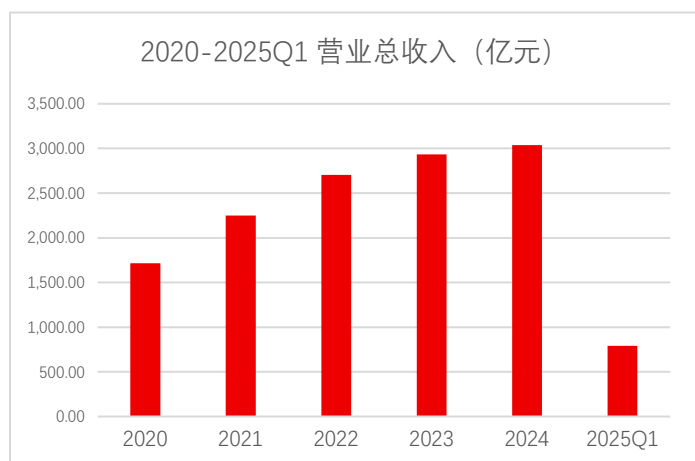


资料来源：Wind，源达信息证券研究所

2、紫金矿业

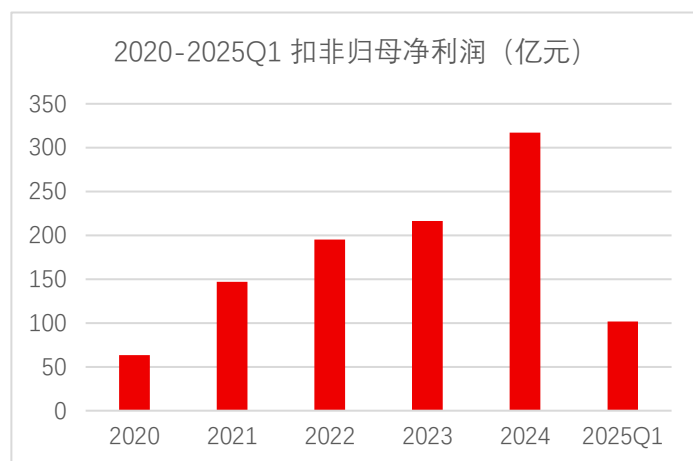
紫金矿业，是中国最大的黄金生产企业之一。业务全球布局，海外资源量占比 58%，投资项目分布在加拿大、澳大利亚、巴布亚新几内亚、俄罗斯、塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、南非、刚果(金)、秘鲁等 9 个国家，是中国控制金属矿产资源最多的企业之一，拥有资源量优势。业务涵盖金、铜、锌等金属矿产资源的勘查和开发。公司在国内外拥有多个重要矿山项目，技术实力雄厚，盈利能力强劲。

图 13：2020-2025Q1 营业总收入（亿元）



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

图 14：2020-2025Q1 扣非归母净利润（亿元）

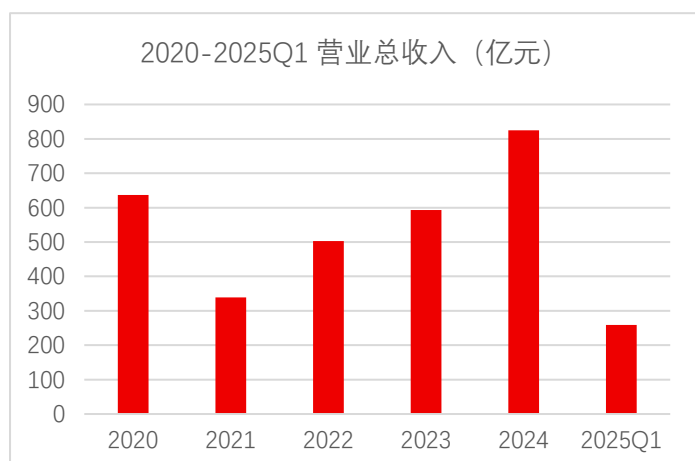


资料来源：Wind，源达信息证券研究所

3、山东黄金

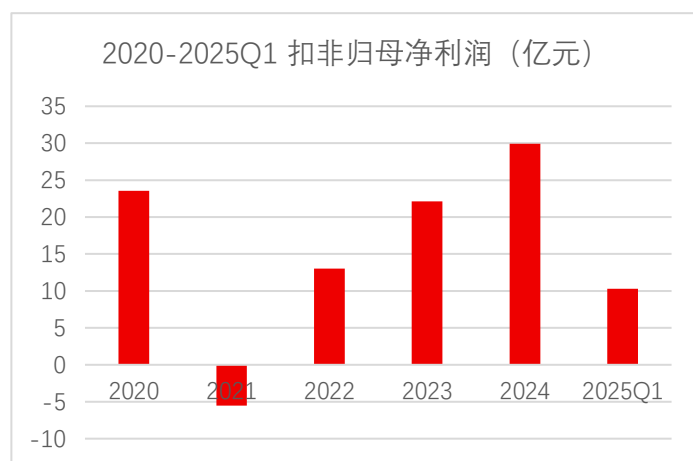
山东黄金主要从事黄金的开采、选冶、生产及销售，主要产品包括自产金、外购金和小金条。近年来，随着公司在境内外的矿山收购及整合，公司的矿产资源储量逐步提升，自产金成为公司未来的重要发展方向。外购金业务为公司外购合质金，经冶炼公司精炼生产成标准金锭通过上海黄金交易所进行销售。小金条业务为公司采购标准金锭，加工制成非标准金条、金锭或其他定制黄金产品进行销售。

图 15：2020-2025Q1 营业总收入（亿元）



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

图 16：2020-2025Q1 扣非归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

五、风险提示

美联储降息不及预期的风险

经营安全生产风险

黄金价格下跌风险

投资评级说明

行业评级	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，投资建议的评级标准为：		
看好：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上		
中性：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%~ + 10%以上		
看淡：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下		
公司评级	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，投资建议的评级标准为：		
买入：	相对于沪深 300 指数表现 + 20%以上		
增持：	相对于沪深 300 指数表现 + 10%~ + 20%		
中性：	相对于沪深 300 指数表现 - 10%~ + 10%之间波动		
减持：	相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下		

办公地址

石家庄

河北省石家庄市长安区跃进路 167 号源达办公楼

上海

上海市浦东新区峨山路 91 弄 100 号陆家嘴软件园 2 号楼 701 室

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

河北源达信息技术股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：911301001043661976。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供河北源达信息技术股份有限公司（以下简称：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客户。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本报告仅反映本公司于发布报告当日的判断，在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为源达信息证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。