

# 2025年黄金板块年度策略 抓住财政与货币宽松周期下的再通胀行情

证券分析师：孟祥文

执业编号：S0600523120001

联系邮箱：mengxw@dwzq.com.cn

证券分析师：徐毅达

执业编号：S0600524110001

联系邮箱：xuyd@dwzq.com.cn

2024年12月25日

- **观点一：复盘今年，黄金传统定价框架有效性不足，其本质在于主权货币信用缺失背景下的黄金储备需求增长。**在传统黄金定价模型中，实际利率与黄金价格的反向关系为核心逻辑，本轮行情中金价对实际利率走向反应钝化。2022年至2024年上半年，由于美元信用弱化导致的央行结构性购金行为冲击了黄金和实际利率的关系，使得金价能够抵御真实利率的上升，在长期视角下美国债务扩张困局难以有效缓解，央行对黄金的储备需求或长期托底金价。
- **观点二：展望2025年，我们认为多重因素支持黄金再度走牛，2025H1存在较好的布局窗口。**
- **1) 2025年美国新任政府对黄金定价因素存在长期正向影响，但短期存在利空风险。**短期趋势：美国新任政府对本国能源支持政策或短期降低商品通胀，以及海外影响力扩张的意愿减弱可能对黄金价格产生短期不利影响；长期趋势：美国新任政府对“美国优先”主义的践行将是我们预判未来美国经济将经历再通胀的核心底层逻辑，在美联储重回加息通道前，再通胀将有效压低实际利率，从而推升黄金资产价格。
- **2) 2025年新兴市场黄金储备具备进一步提高空间。**在逆全球化、经济发展不确定性较高的情况下，新兴市场国家央行需要增加黄金储备来稳定本国汇率稳定、降低经济波动风险。随着印度、中国等新兴国家持续增持黄金，我们预计各国央行将在未来数年维持800-1200吨/年的购金量级。
- **3) 2025年全球黄金ETF具备进一步购金的潜力。**全球黄金ETF并未在本轮黄金上涨周期中足够数量级的净流入，截至10月底，本轮宽松周期黄金ETF净流入量145吨，相比2019-2020年净流入1500吨依旧有较大的流入空间。随着前期溢价初步消退，金价回调后黄金ETF于11月下旬重新实现净流入，我们认为随着前述黄金价格上涨的条件逐一验证，ETF资金流入量级将明显放大。
- **4) 黄金非商业性多头持仓下降。**我们认为在黄金基本面框架条件满足的情况下，当非商业性多头持仓降为26-30万手时，黄金较好的买点将会出现。
- **观点三：**
- **1) 2025年黄金潜在的买点，是满足多数基本框架条件的基础上，寻找做多不算拥挤的时间点。**基本面，我们认为在美国新任政府的关税、驱逐移民等政策逐步出台的时间点，美国通胀有望较为确定性的再度抬头；同时，我们预计美国新任政府将在上台初期致力于解决中东及俄乌地缘冲突，届时地缘因素对黄金价格的溢价将会有所消退；而为增加美国制造业岗位，特朗普第二任期内可能会积极寻求美元贬值，预计美元指数将于2025年H1见顶。
- **2) 黄金潜在的卖点，是当美联储决定继续大幅加息，或者美国 and 全球的主要经济体实现了经济的复苏，并开始货币和财政收紧。**我们认为当下美国及全球经济仍需较长时间才可实现经济的彻底复苏，目前处于中美财政及货币政策的共振宽松周期，黄金的卖点暂不可见。
- **投资策略：**
- **1) 由于久期的差异，商品市场与股票市场会呈现出阶段性不同强弱的表现。**在左侧交易中，股票走势往往强于商品走势；而在右侧交易中，股票走势往往弱于商品，其本质是二者久期的不同。我们认为当下正是布局美国再通胀预期较好的窗口期。
- **2) 选股端，黄金板块首选黄金业务占营收比例高以及产量存在增量预期标的。**我们推荐在未来几年具备显著产量增长预期的**山金国际**；以及主营业务集中，权益资源量/市值较高的**山东黄金**。
- **风险提示：**市场竞争格局加剧；地缘政治风险；美国新任政府政策传导不畅风险；美联储独立性存不确定性风险。



- **一、黄金中长期分析框架及2024年走势复盘**

---

- **二、降息周期内的金价历史复盘及2025年预判**

---

- **三、黄金投资的潜在买点及见顶的情景分析**

---

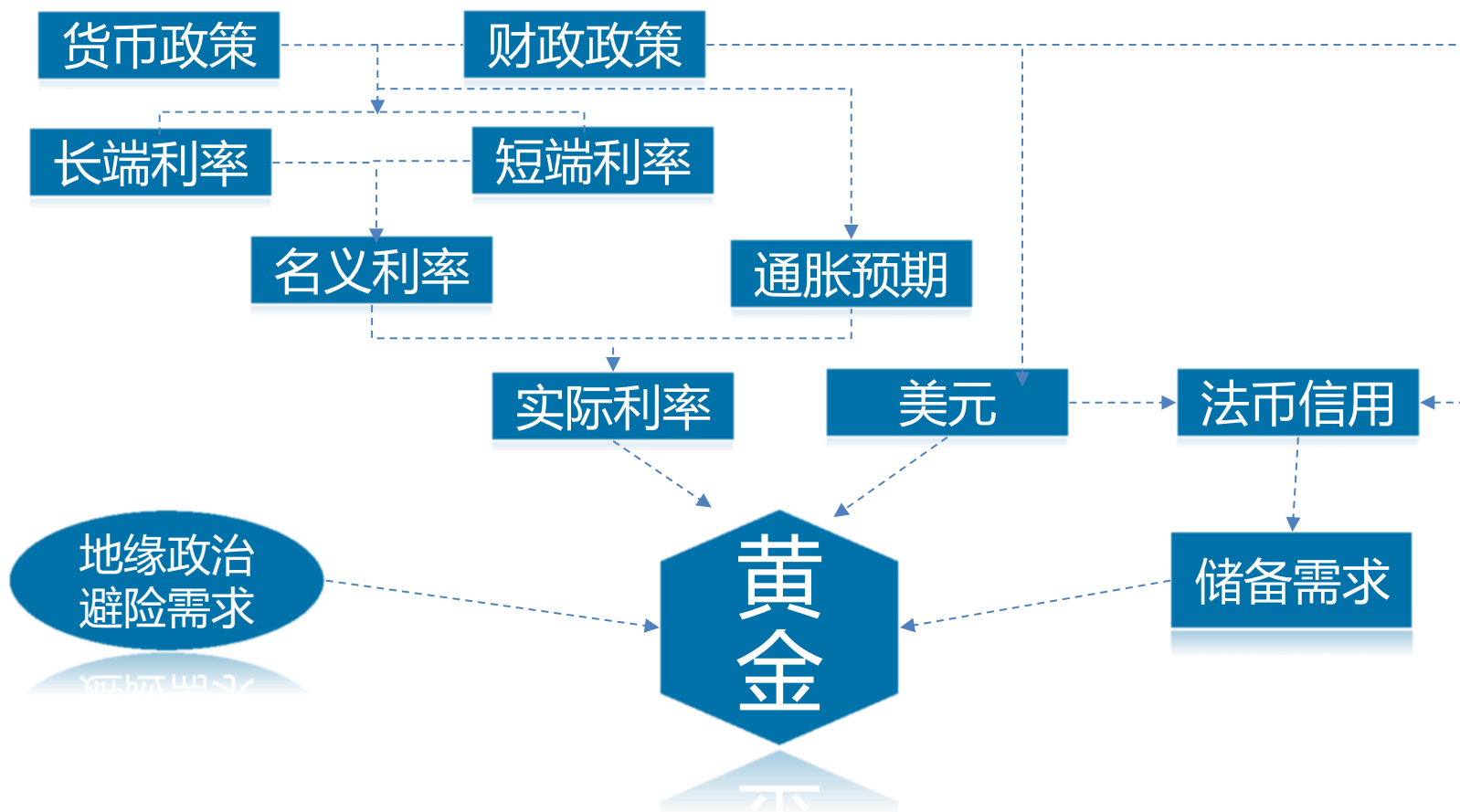
- **四、投资建议**

---

- **五、风险提示**

---

## 一、黄金中长期分析框架及2024年的变量



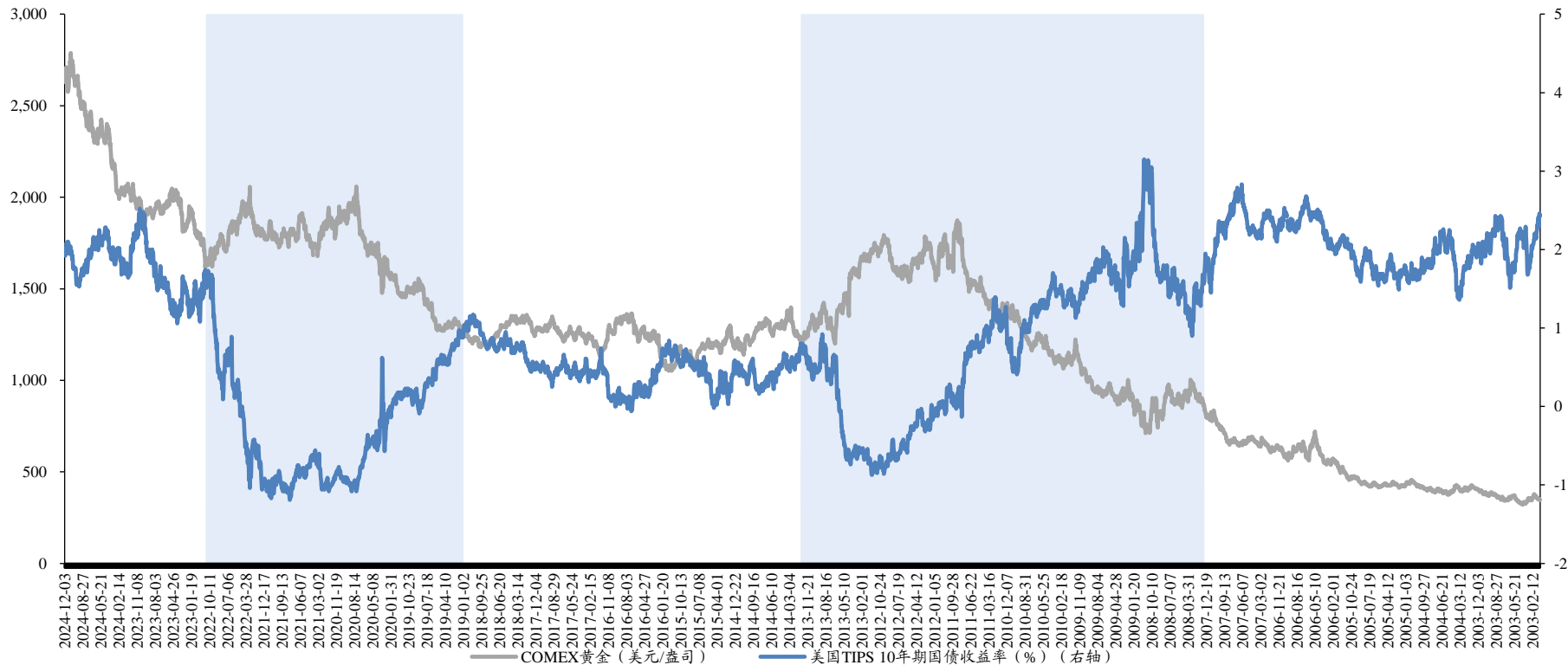
➤ **黄金的四大属性包括：货币属性、金融属性、避险属性、商品属性。**

- 货币属性：黄金本身用美元计价，且黄金和美元在货币体系中天然存在替代关系，因此与美元在多数情况下呈弱负相关性。在信用货币时代，黄金货币锚在大多数时候并不明显，但其货币属性仍旧存在。
- 金融属性：由于黄金相当于“零息债券”，黄金与美国实际利率呈现负相关性。
- 避险属性：在地缘冲突或经济、金融不稳定因素爆发时，投资者倾向于将黄金相对安全的资产。
- 商品属性：黄金具备稀缺性，在装饰、工业方面具备实用价值。

## 1.2 在传统定价模型中黄金价格与实际利率呈现显著负相关

- 在传统的黄金定价模型中，黄金可以被视作“零息债”，而美债实际利率一定程度上充当了持有黄金的机会成本。
- 黄金价格与美国长期实际利率在大周期中呈现显著负相关。由于黄金本质相当于一种无息资产，因此当持有美元的预期收益上升，即实际利率上升时，市场持有美元意愿增强，黄金价格承压；反之当实际利率下降，即持有美元的吸引力下降时，市场偏好持有黄金来保值，此时黄金价格将趋于上涨。
- 长期实际利率=名义利率-通胀预期，因此，判断长期实际利率的变化方向主要是根据名义利率和通胀预期的变化方向和速度，为方面量化，此处参考通货膨胀保值债券（TIPS）的收益率。例如当经济基本面下行时，为刺激经济增长，央行调低名义利率，实际利率随之下行；当通胀预期抬升时，实际利率也趋于下降。

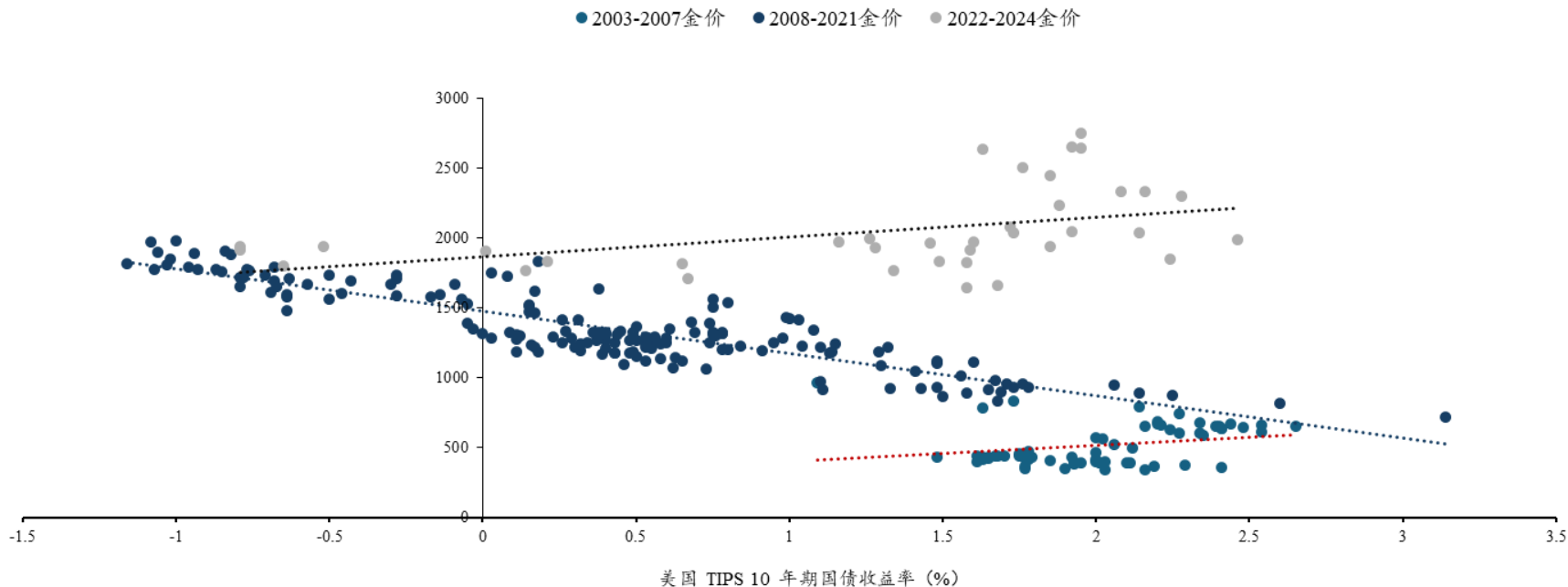
图：黄金价格与美国长期实际利率呈现显著负相关



# 1.3 本轮行情中黄金价格并未反应实际利率对应的弱势结构

- 本轮行情中，黄金价格与实际利率的负相关性并未有效的体现。
- 历史上大多数时间里，黄金价格与实际利率的相关性走势正如2008年至2021年，而本轮行情在走势上有些类似2003年至2007年。在2003年至2007年的黄金上涨周期中，美国经历了一轮完整的加息周期，在实际利率走高的情况下，推动黄金价格持续攀升的关键因素是：伊拉克战争爆发导致大宗石油价格上涨引发通胀，避险情绪推动黄金开启长牛。在此期间，美国经济实现快速增长，美联储在2004-06年加息17次来给经济和不断增长的房地产泡沫降温，然而黄金价格在此期间依旧保持上行，我们认为贯穿此轮行情的关键催化剂为通胀和贸易逆差导致的美元指数下行。
- 而在2022年至今的新一轮行情中，新的关键因素同样起到了类似的作用。

图：本轮行情中黄金价格和美国10年期实际收益率关系正在减弱



# 1.4 本轮行情中美元信用的下降是定价模型偏差的主要原因

- **美元相对于黄金信用水平的稳定是真实收益率定价模型有效性的前提。**
- **2022年至2024年上半年，由于美元信用弱化导致的央行结构性购金行为冲击了黄金和实际利率的关系，使得金价能够抵御真实利率的上升。**在过去的2022年以及2023年，由于美元信用水平的下降，全球央行净购金数量超过1000吨，购金速度达到1967年以来最高值，我们认为在存量市场中，新需求的出现成为了黄金价格在实际利率对应的弱势结构下依旧维持上行趋势的根本原因。
- **此外，本轮周期中，俄乌冲突、巴以冲突等全球地缘政治风险上升，也一定程度上推高了黄金和原油等大宗商品所隐含的地缘政治风险溢价。**历史上出现黄金价格与实际利率背离的情况，均主要发生在突发事件导致的全球避险环境，如70年代的两次石油危机、08年金融危机、11年油价危机，以及当下的逆全球化背景下的美元信用危机。

图：黄金实际收盘价与理论预期值的残差项在历史上的极致情况

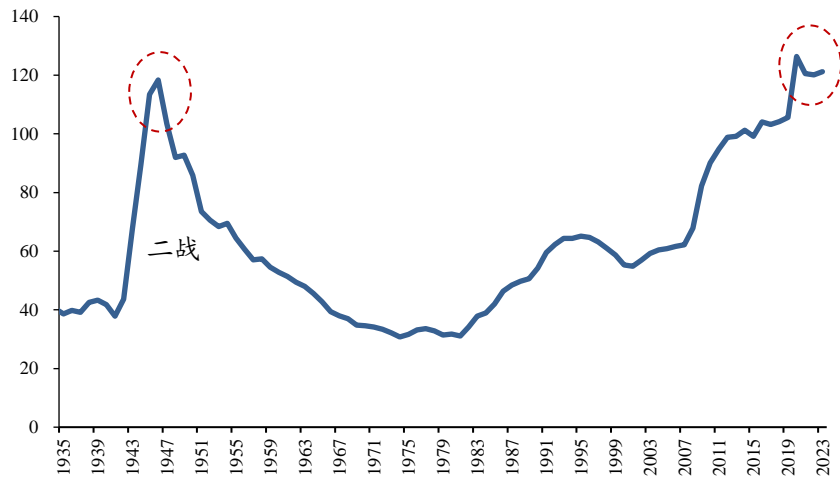




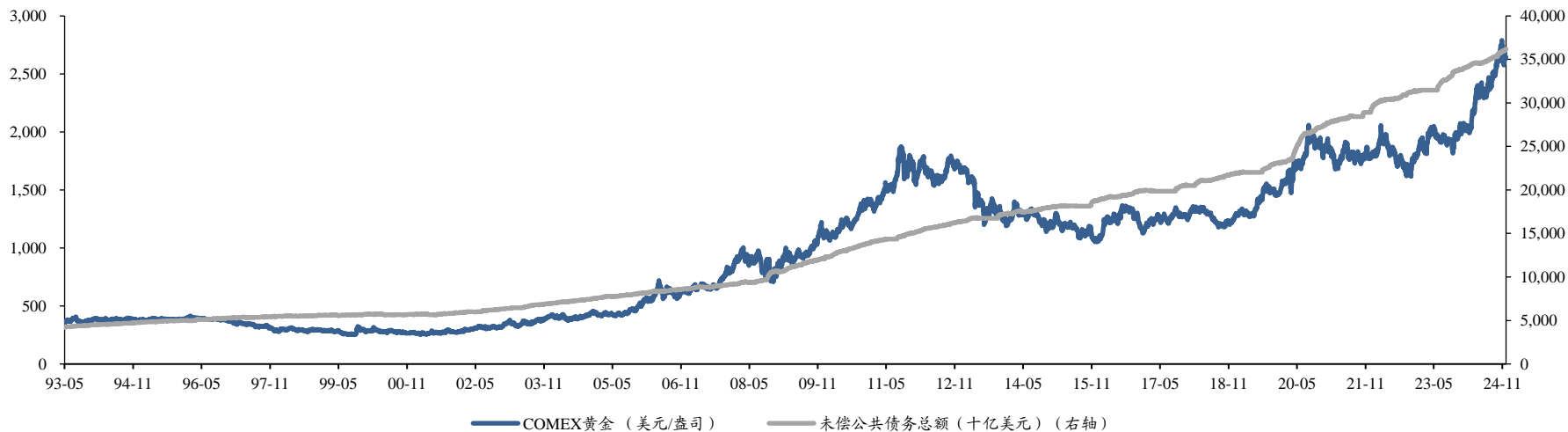
# 1.5 美国债务高企致使美元的法币信用受损，黄金与之呈现较好的相关性

- 债务问题导致美元等货币信用出现“裂痕”，黄金的“去法币化、去中心化”属性凸显。
- 疫情后美联储持续扩表。2023年，美国政府总计负债规模达 34万亿美元，远高于 2023 年美国 GDP 总值 27.36 万亿美元。截至2024年11月底，美债规模进一步扩大至 36万亿，由于高利率背景下利息支出的攀升，妹美债增速斜率进一步上斜。
- 美国债务与GDP 比率之比持续增长，法币信用遭质疑。2023年底美国未偿还公共债务与GDP占比为124.27%，预计该比值到2024年底将进一步上升至129%，逼近2020年历史高点（130%）。美国债务/GDP比率的持续增长对美元的法币信用形成持续负面影响。

图：美国未偿还国债总额占GDP比例（%）



图：黄金价格与美国未偿还公共债务总额呈现较好的正相关性

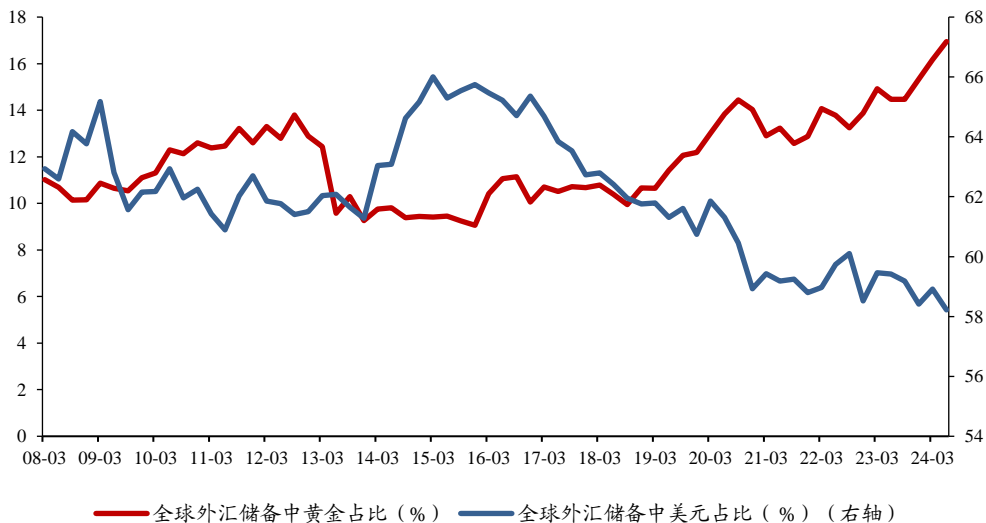


资料来源：美国财政部，Wind，东吴证券研究所

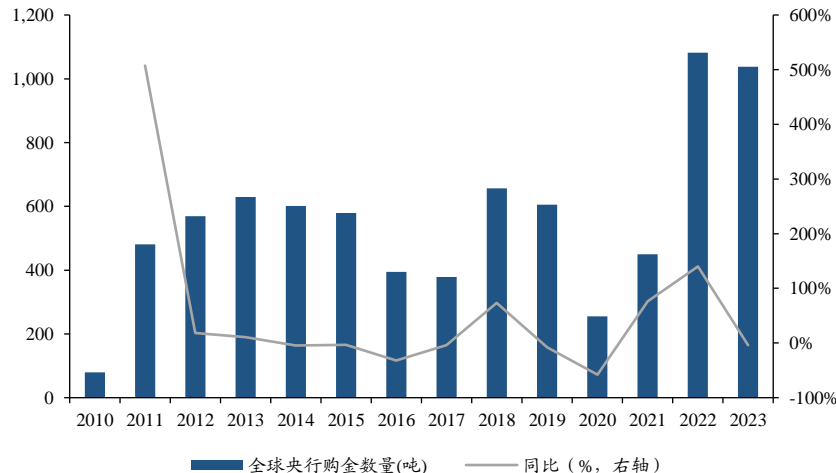
## 1.6 黄金不具备主权法币风险的特性受到全球央行的青睐

- 债务问题导致美元等货币信用出现“裂痕”，黄金的“去法币化、去中心化”属性凸显。
- 美元近 50 年以来始终是全球最重要的国家主权货币。不管是布雷顿森林体系还是后来的“石油美元”，表象上都是美元与硬通货的强绑定，但内核上主要是源于美元的稳定性与美国的国际贸易地位。货币属性方面，黄金本身用美元计价，另一方面黄金和美元在货币体系中也存在替代关系，因此与美元在多数情况下呈负相关性。
- 当下各国央行购金年净购金数量仅次于1967年。回顾历史，1967年，彼时的世界货币体系为美元与黄金挂钩，其他国家的货币与美元挂钩，实行固定汇率制度。60年代末，美国政策扩张过度，国际逆差不断攀升，美元首次出现信用危机，出于对持有纸币的不安全感，欧洲央行于1967-1968年开始大量购买黄金，购买耗尽了伦敦黄金池的储备，并进一步推高了金价。
- 近十年来，黄金开始逐步在外汇储备体系中对美债起到替代作用。自2010年以来，各国央行每年都是黄金的净买家，在本轮周期中，以中俄为首的新兴市场国家正在加速抛售美债，并购入黄金。

图：全球央行正在逐步抛售美债并购入黄金



图：全球央行购金数量大幅增长 (吨, %)

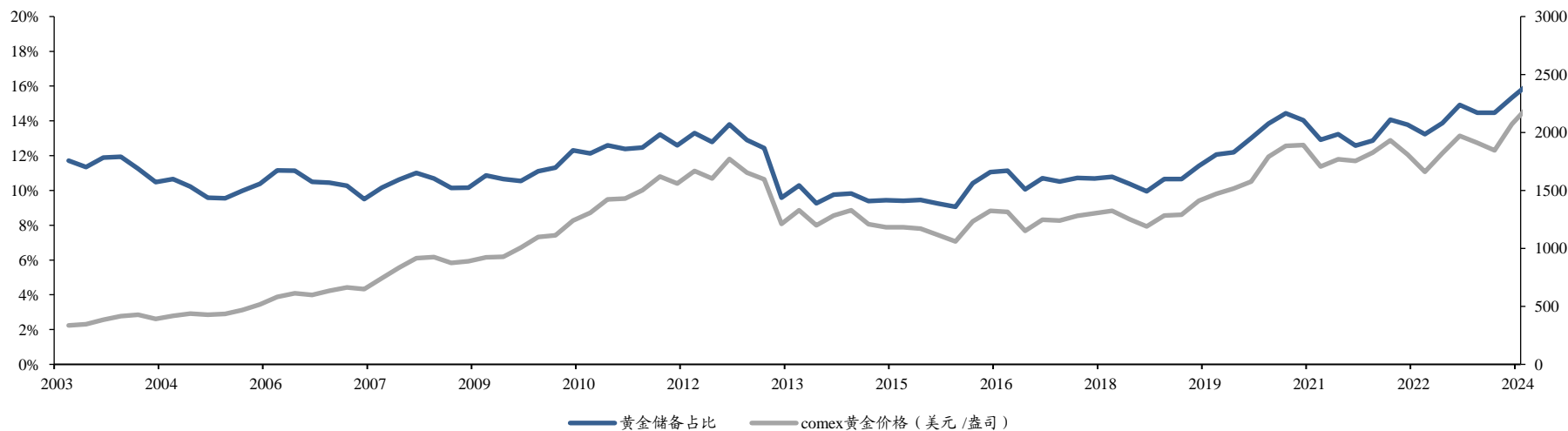


资料来源：WGC, Wind, 东吴证券研究所

## 1.7 2007年以来金价与黄金储备量占比呈现较好的正相关性

- 在当前全球通胀高企、经济发展不确定性较高的情况下，新兴市场国家央行更需要增加黄金储备来稳定本国汇率稳定、降低经济波动风险。
- **2007年之后金价与黄金储备占比呈现高度的正相关性。**从黄金的货币属性出发，在全球货币信用体系不稳定性加剧时，各国央行黄金储备上行，金价同步上涨。自2007至2008年的金融危机促使全球央行对黄金储备的观点发生转变，危机导致了全球金融市场的极度动荡，使得黄金作为主权货币的唯一替代品具备吸引力，黄金价格与黄金储备占比呈显著正相关。
- **新兴市场黄金储备规模占比有望进一步增长，全球黄金储备占比仍将进一步提升。**近两年来全球央行购金规模较疫情前呈现明显提升，但由于疫后各国大幅扩表，黄金储备占比并未出现显著增长。截至到2024年Q3，全球黄金储备占比提升至18.3%。在各国储备资产多样化的背景下，黄金储备占比或将持续抬升，从而推动黄金价格稳步上行。

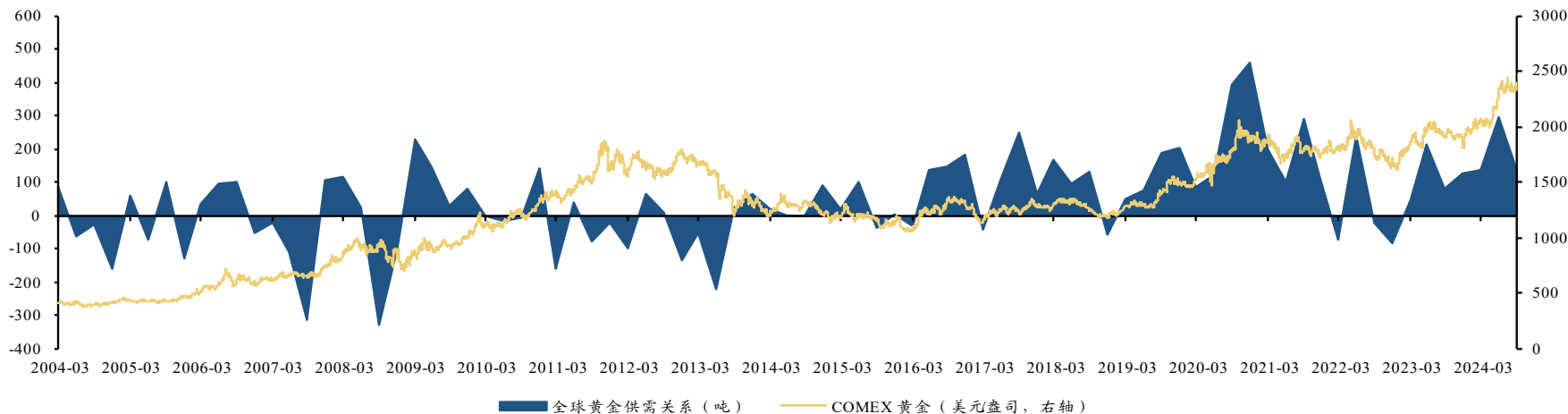
图：2007年以来金价与黄金储备量占比呈现较好的正相关性



# 1.8 黄金在增量市场下价格供需联系较弱

- 在传统的黄金定价模型中，供需逻辑并未占据主要地位。
- 黄金具有强金融属性，属于存量市场，而非增量市场。黄金供给主要来自于矿产金、生产商净对冲与回收金，其中只有回收金供给具备一定弹性；黄金需求由黄金饰品需求、工业用金需求、投资用金需求、央行储备需求四大类构成，其中制造业用金趋势性下降，央行购金需求增速明显。

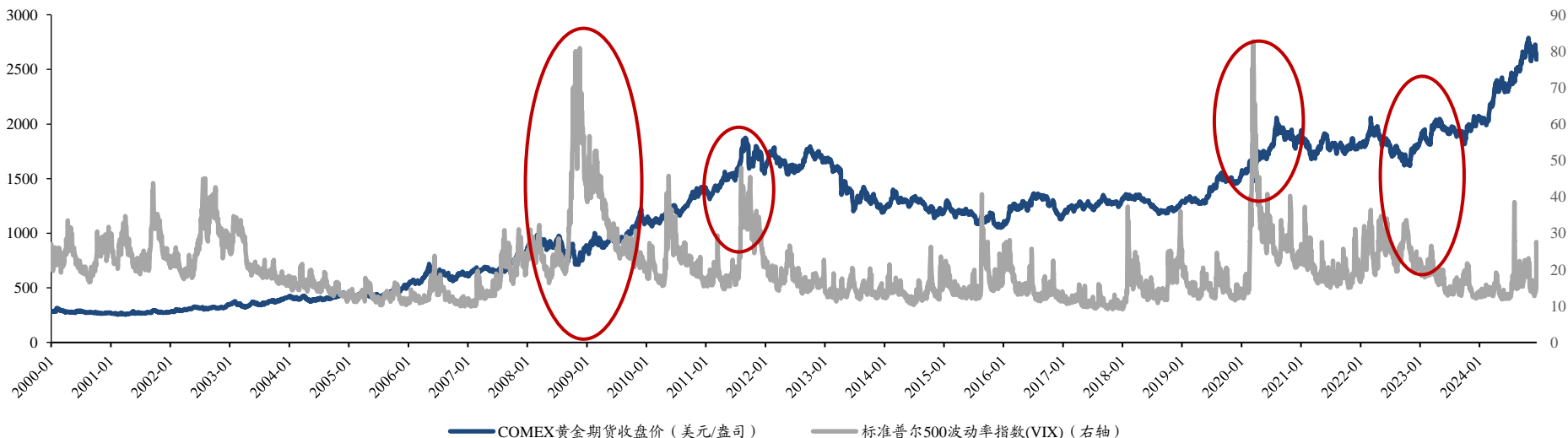
图：供需结构与金价联系较弱



单位：吨	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1-Q3	Year-on-year % change
<b>Supply</b>																
Mine production	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	3,573.2	3,633.0	3,643.9	2,768.4	0.03
Net producer hedging	-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	-16.1	-1.34
Recycled gold	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	1,136.2	1,140.1	1,238.7	1,009.6	0.09
<b>Total supply</b>	<b>4,316.8</b>	<b>4,525.7</b>	<b>4,548.6</b>	<b>4,334.7</b>	<b>4,506.2</b>	<b>4,442.3</b>	<b>4,786.0</b>	<b>4,667.4</b>	<b>4,778.5</b>	<b>4,886.9</b>	<b>4,740.5</b>	<b>4,704.0</b>	<b>4,760.8</b>	<b>4,950.0</b>	<b>3,761.9</b>	<b>0.03</b>
<b>Demand</b>																
Jewellery fabrication	2,043.8	2,092.1	2,140.9	2,735.3	2,544.4	2,479.2	2,018.8	2,257.5	2,290.0	2,152.1	1,324.0	2,231.1	2,195.9	2,190.5	1,487.9	-0.07
Technology	461.9	432.0	386.8	361.7	355.0	338.0	329.4	339.4	341.7	332.7	309.0	337.2	314.8	305.2	243.7	0.09
Investment	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	945.3	833.9	0.22
Central banks & other ir	79.2	480.8	569.2	629.5	601.1	579.6	394.9	378.6	656.2	605.4	254.9	450.1	1,081.9	1,049.1	693.5	-0.17
<b>Gold demand</b>	<b>4,196.0</b>	<b>4,748.8</b>	<b>4,711.8</b>	<b>4,527.4</b>	<b>4,405.3</b>	<b>4,364.2</b>	<b>4,359.2</b>	<b>4,290.4</b>	<b>4,448.9</b>	<b>4,364.8</b>	<b>3,682.8</b>	<b>4,009.9</b>	<b>4,705.1</b>	<b>4,490.0</b>	<b>3,259.0</b>	<b>-0.03</b>
OTC and other	120.9	-223.1	-163.1	-192.7	100.9	78.2	426.8	377.0	329.6	522.0	1,057.7	694.0	55.7	460.0	502.9	0.61

- **地缘政治风险往往催生大宗商品价格快速上涨以及滞胀经济的出现。**
- **在地缘冲突或经济、金融不稳定因素爆发时，“乱世买黄金”的交易权重上升。**投资者在面临时局不确定性提升时倾向于购入黄金作为避险资产。1978年6月至1979年10月，第二次石油危机爆发，全球通胀飙升，投机性需求高涨，导致金价加速上行；1979年10月至1980年初，由于美伊关系破裂、苏联入侵阿富汗等事件导致政局动荡，使得避险需求上升，带动金价快速上涨；2023年硅谷银行破产引发市场对流动性危机的担忧，避险情绪升温推动金价大幅上涨，而纵观历史，避险情绪通常不会长期存在，故其对黄金的溢价效应也通常为短期效应。
- **黄金价格上涨的短期推手或在逆全球化背景下演变为长期逻辑。**以2003年伊拉克战争为例，长期的地缘冲突给予金价长期的溢价，而本轮逆全球化的周期中，由大国主导的地缘冲突有成为长期化的可能性，避险情绪有望长期给予金价溢价。

图：黄金价格和美股波动率（VIX 指数）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 二、降息周期内的金价历史复盘及2025年预判

## 2.1 降息周期金价表现历史复盘

### ➤ 回顾历史上主要的12周降息周期，降息开启后，金价走势主要由三类：

- 1. 降息期间金价持续上涨，过去12次降息期间共有5次。
- 2. 降息后金价先涨后跌。过去12次降息期间共有5次。
- 3. 降息后金价先跌后涨。过去12次降息期间共有2次。

### ➤ 降息开启后，金价走势具有较大的不确定性，主要受以下几点因素影响：

- **1. 通胀水平是否回落。**从过去经验看，在预防性降息背景下，若降息后美国经济增速回暖，通胀水平与名义利率共同回落，实际利率上行，不利于金价表现。
- **2. 美元指数能否同步下行。**取决于美国相对其他经济体，尤其是欧洲的经济基本面和货币政策的表现。若欧洲先于美联储步入降息周期，则有望支撑美元指数，进而导致金价承压。
- **3. 黄金储备需求变化。**过去美国降息周期内5次金价下跌中，有3次下跌均源于黄金储备抛售本质上源于美国政治、经济形势企稳，包括冷战结束、国际收支好转、劳动生产率提升等因素，带动美元信用回升。
- **4. 地缘政治是否加剧。**地缘政治的加剧会增强黄金的避险属性，进而短期内可能推高金价。

表：美国历史降息周期整理

降息时段	首次降息时点	降息持续时间 (月)	降息幅度	降息前联邦基金 目标利率	降息周期最终联 邦基金目标利率	降息当日黄金价格 (美元/盎司)	最后一次降息黄金 价格(美元/盎司)	降息期间金价 涨幅	降息期间金价 最大涨幅	降息后金价走势
1974.08-1976.01	1974-12-09	13.3	625BP	11.00%	4.75%	181	137	-24%	8%	降息后金价先涨后跌
1980.05-1980.06	1980-05-22	0.5	25BP	9.75%	9.50%	501	582	16%	16%	降息后金价上涨
1981.11-1982.11	1981-11-02	12.8	500BP	14.00%	9.00%	430	411	-5%	12%	降息后金价先跌后涨
1984.09-1984.12	1984-09-20	3.3	150BP	10.50%	9.00%	339	309	-9%	3%	降息后金价先涨后跌
1985.12-1986.08	1985-12-18	8.2	187BP	7.75%	5.88%	320	381	19%	21%	降息后金价上涨
1987.11-1988.02	1987-11-04	3.3	81BP	7.31%	6.50%	466	411	-5%	7%	降息后金价先涨后跌
1989.06-1992.09	1989-06-06	39.5	681BP	9.81%	3.00%	365	342	-6%	16%	降息后金价先涨后跌
1995.07-1996.01	1995-07-06	7.0	75BP	6.00%	5.25%	384	406	6%	6%	降息后金价上涨
1998.09-1998.11	1998-09-29	1.6	75BP	5.50%	4.75%	296	294	-1%	2%	降息后金价先涨后跌
2001.01-2003.06	2001-01-03	30.1	550BP	6.50%	1.00%	267	348	30%	43%	降息后金价先跌后涨
2007.09-2008.12	2007-09-18	15.2	500BP	5.25%	0.25%	715	838	17%	41%	降息后金价上涨
2019.08-2020.03	2019-08-01	7.2	225BP	2.50%	0.25%	1407	1616	15%	19%	降息后金价上涨

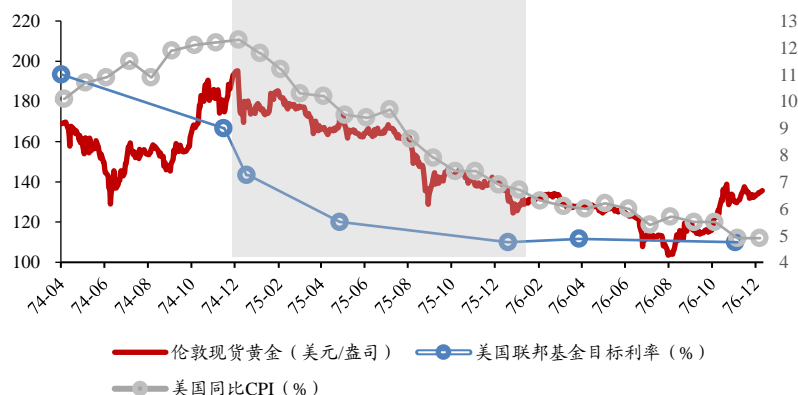
数据来源：Wind，公开市场整理，东吴证券研究所

## 2.2 降息周期金价先涨后跌-实际利率上行叠加储备需求下降

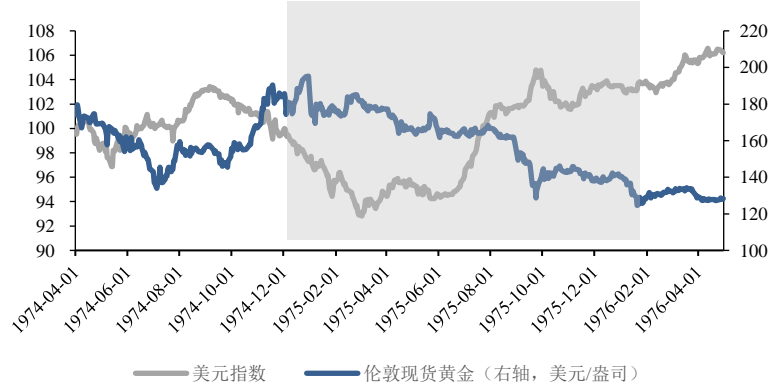
- 1974年12月美联储开启降息周期后，黄金价格在13月期间下跌24%：
- 降息背景：1973-1974年，石油危机背景下，美国正在经历从通胀到滞胀经济的转变，福特政府采取了紧缩的货币政策以抑制通胀。
- 降息期间，美国经济经历衰退、复苏，通胀随名义利率同步回落，且幅度更大，实际利率上升22BP；同期美元指数上涨。
- 降息后美国经济自1975年二季度开始回暖，国际收支状况有所好转，美元指数回升，金价出现明显下跌。
- 1975年1月美国宣布实行“黄金非货币化”政策，此后美国和国际货币基金组织拍卖大量黄金，对金价造成较大冲击。
- 该周期内，1974年12月-1976年1月降息周期内，金价小幅上涨后，便持续大幅下跌，幅度为24%。

实际利率	美元指数	储备需求	地缘政治	黄金价格
↑	↑	↓	=	↓
22BP	3%			24%

图：1974年-1976年降息期间，金价先涨后跌



图：1975年美国经济的复苏和美元指数上行，导致金价承压



资料来源：Wind，东吴证券研究所

资料来源：Wind，东吴证券研究所

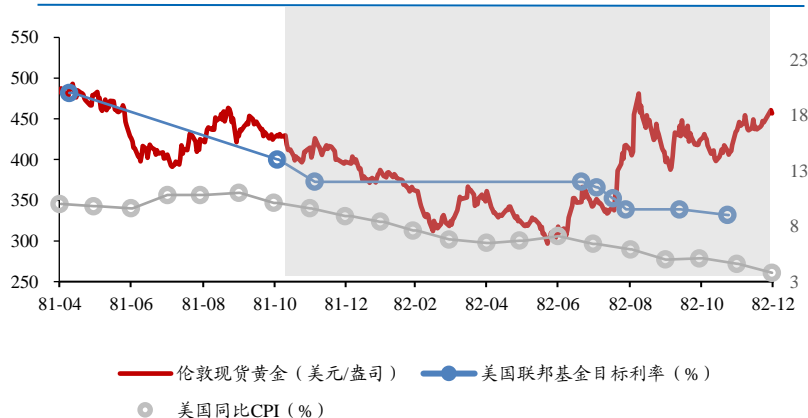


## 2.3 降息周期金价先跌后涨-美元指数上行而实际利率下行

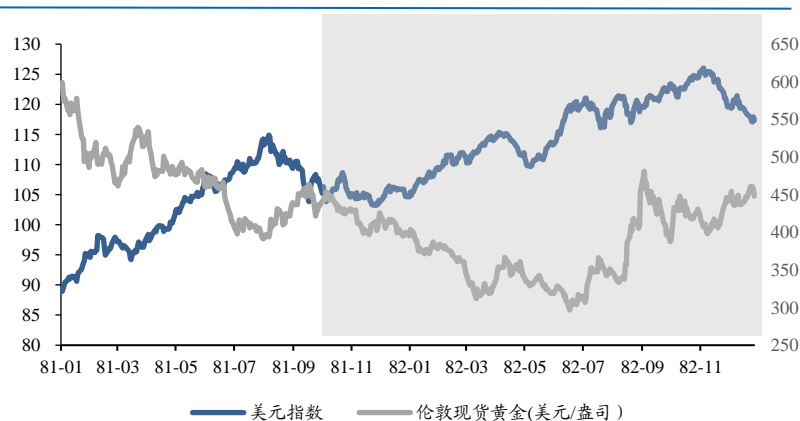
- 1981年11月美联储开启降息周期后，黄金价格在12月期间上涨4.2%：
- 降息背景：两伊战争背景下油价大涨，为遏制通胀，美联储大幅提高利率至20%，美国经济陷入衰退。
- 降息期间，美国经济持续衰退，实际利率先升后降；同期由于美国经济的相对健康与通胀抑制的有效性推升吸引了大量海外资本，美元指数录得大幅上涨。
- 降息周期期间，两伊战争虽未完全结束，但迎来了明显的缓和期，1982年6月，伊拉克单方面宣布挺火并从伊朗撤军，地缘政治风险大幅缓和。
- 该周期内，1981年11月-1982年12月降息周期内，金价小幅先跌后涨，幅度为24%。

实际利率	美元指数	储备需求	地缘政治	黄金价格
↓	↑	=	↓	↑
222BP	11.7%			4.2%

图：1974年-1976年降息期间，金价先涨后跌



图：1982年美国复苏和美元指数上行，导致金价承压



资料来源：Wind，东吴证券研究所

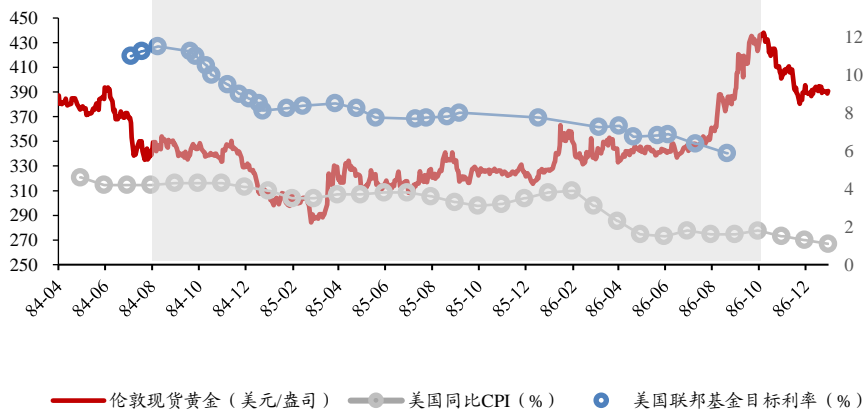
资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 2.4 降息周期金价先跌后涨-美元指数与实际利率双双下行

- 1984年8月美联储开启降息后，黄金价格先跌后涨。
- 降息背景：1982年后美国劳动生产率提升，经济增长好于其他国家，美国GDP占全球比重上行，支撑美元指数上升。
- 1984-1985年间，随着美国经济增速放缓，为预防经济衰退，美联储自1984年9月-12月实行多次降息，然而该阶段实际利率却因通胀的快速下行而上行，黄金价格下跌。
- 1985-1986年间，广场协议签订后，美元快速贬值，美元指数自1985年3月开始持续下跌至1987年底，受美元快速贬值和对国家经济的担忧，黄金价格迎来大幅上涨。
- 降息期间，通胀先升后降，致使实际利率先降后升，整体降息期间实际利率下降250BP；
- 该阶段，1984年9月至1986年10月，黄金价格先跌后涨，幅度为23.5%。

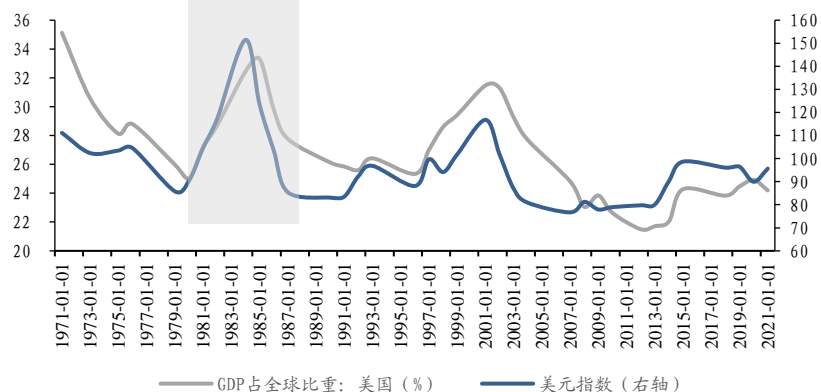
实际利率	美元指数	储备需求	地缘政治	黄金价格
↓	↓	↑	=	↑
509BP	26.2%	97吨		23.5%

图：1984年-1986年降息期间，金价整体上涨



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：1981-1986年间，美国占全球GDP比重及美元指数



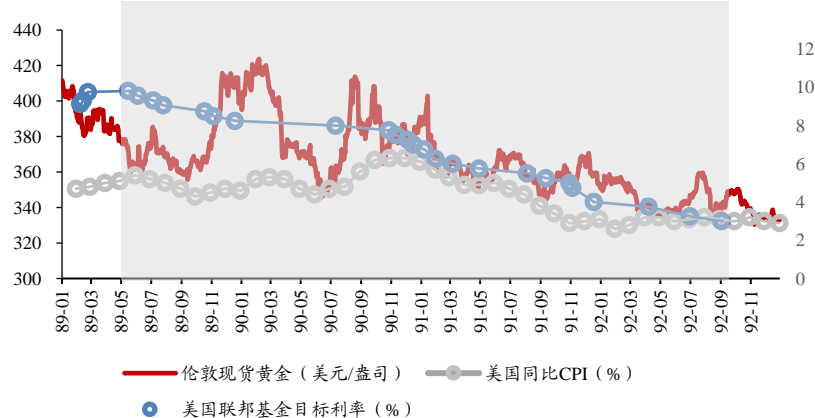
资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 2.5 降息周期金价先涨后跌-冷战结束带动储备需求下行

- 1989年8月美联储开启降息后，黄金价格先跌后涨。
- 降息背景：1987年美国通胀压力升温，美联储随后大幅加息，随后储贷危机爆发，银行业风险集中爆发，大量储贷机构破产，尽管通胀仍在较高水位，但为降低经济衰退压力，美联储自1989年6月起开始降息。
- 1989-1991年间，美国经济处于衰退危机，海外战争爆发大幅推升黄金价格。
- 1991-1992年间，苏联和加拿大央行出于国内政治原因向市场抛售大量黄金，同期海湾战争结束，储备需求的下降以及地缘政治风险的退散使得黄金价格大幅下降。
- 该阶段，1989年6月至1992年9月，黄金价格在海湾战争的期间经历了大幅上行以及回落，最终由于冷战结束，各国央行对黄金储备的需求大幅下降，黄金价格低于本轮周期起点，降幅为5.4%。

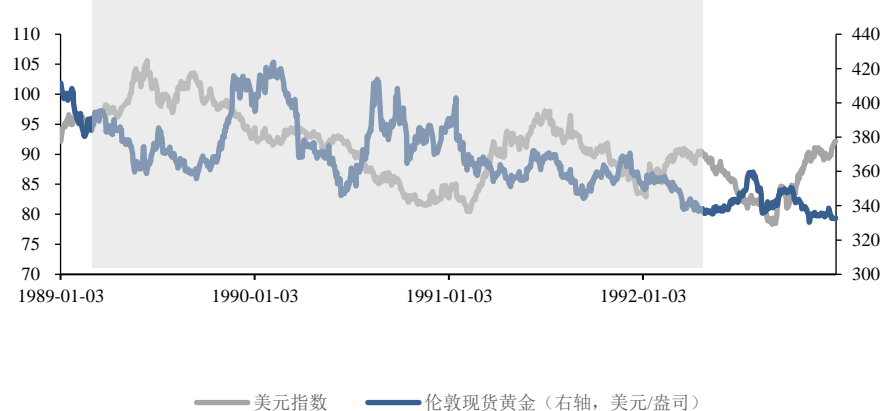
实际利率	美元指数	储备需求	地缘政治	黄金价格
↓	↓	↓	↓	↓
475BP	19.4%	418吨		5.4%

图：1989年-1992年降息期间，金价整体上涨



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：降息期间，美元指数震荡下行



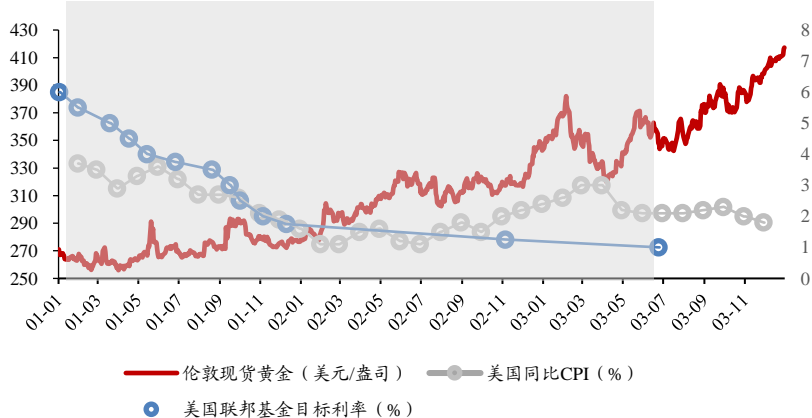
资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 2.6 降息周期金价一路上行-经济危机叠加地缘政治冲突推升金价

- 2001年1月美联储开启降息后，黄金价格一路上行。
- 降息背景：互联网泡沫破裂，美国经济陷入衰退，美联储连续降息试图刺激经济增长。
- 2001年3月至2001年11月，美国互联网泡沫破裂，在经济衰退期间，美国GDP增长放缓；此外911恐怖袭击加剧了市场的不确定性和投资者的恐慌，黄金价格上涨。
- 2002年1月欧元正式流通，叠加美国“双赤字”问题加重，长期的贸易赤字导致大量美元流入国际市场，美元指数走弱，金价迎来持续上涨；2003年3月伊拉克战争爆发，在避险情绪的加持下，黄金价格再度被推升。
- 该阶段，由英国为首的各国央行为平衡外储结构而选择抛售黄金，但并未阻止黄金牛市，2001年1月至2003年6月，黄金累计涨幅为53.8%。

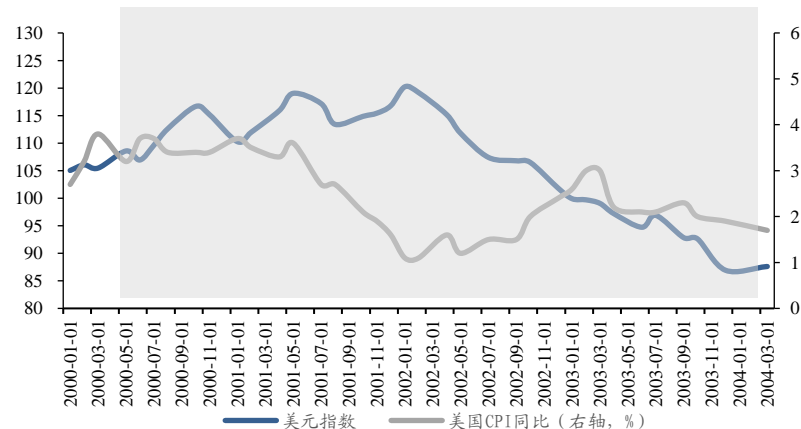
实际利率	美元指数	储备需求	地缘政治	黄金价格
↓	↓	↓	↑	↑
428BP	19.4%	1206吨		53.8%

图：2001年-2003年降息期间，金价整体上涨



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：降息初期，美元指数上行，并于2002年起快速下行



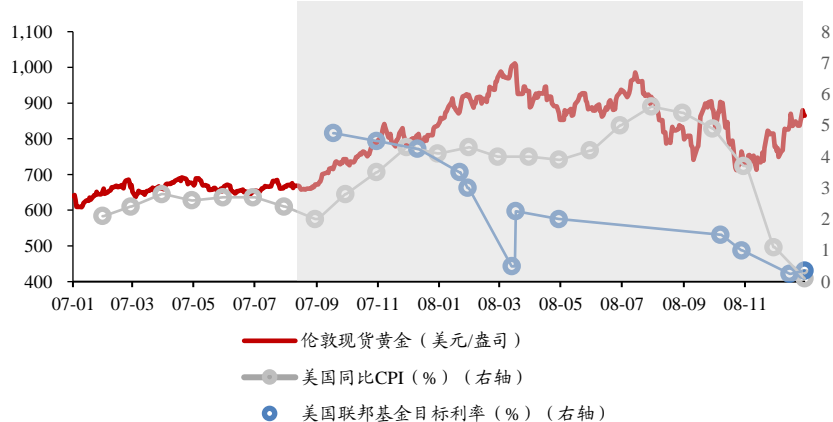
资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 2.7 降息周期金价震荡上行-由恐慌情绪和实际利率主导的行情

- **降息背景：次贷危机引发全球金融危机，金融市场崩溃，美联储连续降息试图刺激经济增长。**
- 2007年次贷危机发生后，美联储持续降息，推动流动性宽松，美元、美债利率持续下行，黄金价格快速上涨，至2008年2月达到阶段性高点。
- 2008年3月-2008年9月，在监管部门的干预与引导措施下，危机有所缓和，黄金价格回落；2008年9月，次贷危机全面引发，恐慌情绪快速蔓延，避险需求快速推升金价上涨，金融危机下所有资产价格下跌；2008年11月，美联储正式启动量化宽松政策，再度推升金价上涨。
- 该阶段，2008年2月前实际利率、美元指数以及地缘政治的变动推升金价，期间最大涨幅达到49%；2月后美元指数开始回升，金价同步回落。

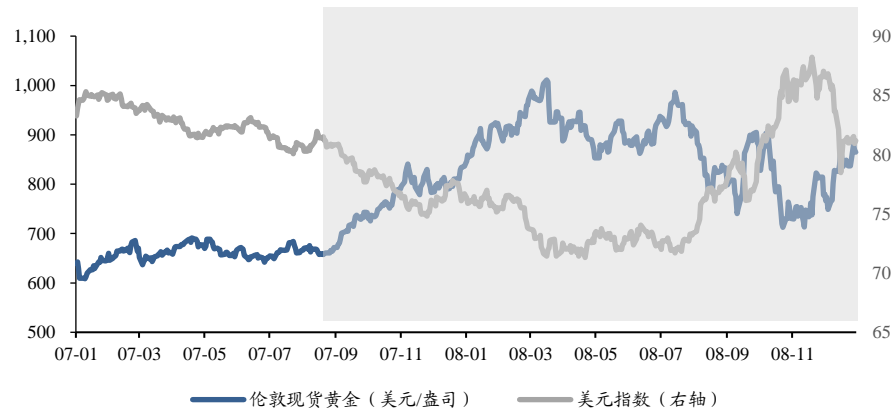
实际利率	美元指数	储备需求	地缘政治	黄金价格
↓	=	=	=	↑
382BP				35.4%

图：2007年-2008年降息期间，金价整体上涨



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：美元指数阶段性对金价影响较大



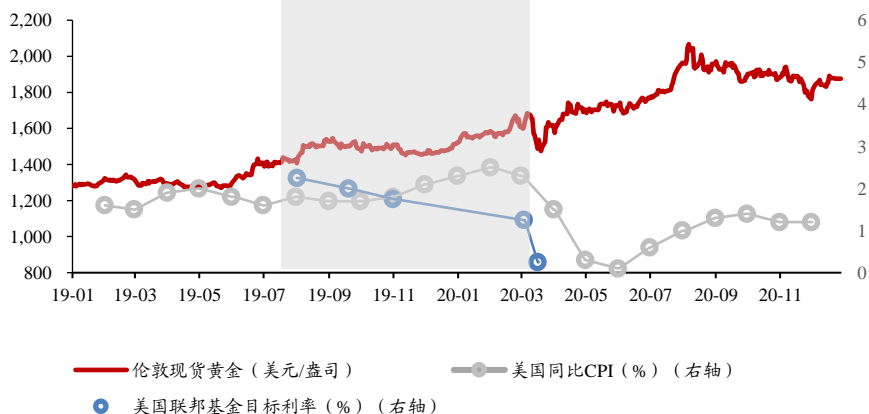
资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 2.8 降息周期金价震荡上行-预防式降息背景下实际利率主导的行情

- **降息背景：贸易局势紧张、全球经济放缓，美联储连续降息试图刺激经济增长。**
- 2019年美国经济增速放缓、通胀处于低位，考虑到贸易局势紧张以及全球经济的不景气，美联储开启预防式降息。
- 2019年12月，新冠疫情爆发，为应对疫情引发的经济放缓，美联储迅速采取激进的降息措施，支持经济和就业，再度推升金价上涨。
- 该阶段，2019年8月至2020年3月，美国实际利率下降125bp。同期黄金价格上涨14.4%。

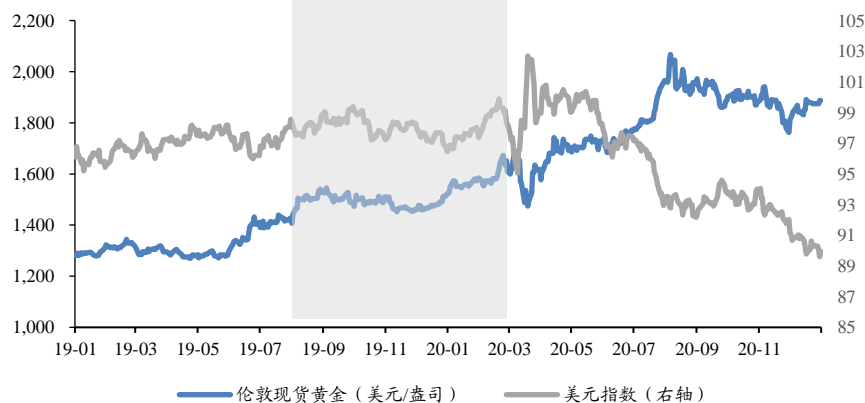
实际利率	美元指数	储备需求	地缘政治	黄金价格
↓	=	=	=	↑
125BP				14.4%

图：2019年-2020年降息期间，金价整体上涨



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：美元指数在该时期并未有明显变化



资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 2.9 2025年美国新任政府对黄金定价因素存在长期正向影响

- **长期趋势：**美国新任政府对“美国优先”主义的践行将是我们预判未来美国经济将经历再通胀的核心底层逻辑，在美联储重回加息通道前，再通胀将有效压低实际利率，从而推升黄金资产价格。
- **商品通胀：**我们认为关税政策将是新任政府为重塑国际贸易体系、保护美国国内产业、创造就业机会并推动美国经济增长的重要方略，而这一政策也将无可避免的推升商品通胀。
- **服务业通胀：**非法移民驱逐、为中小企业减税的政策方针将大幅提高美国本国人民的薪资水平及消费能力，从而推升美国国内的服务业通胀水平。
- **短期趋势：**美国新任政府对本国能源支持政策以及海外影响力扩张的意愿可能对黄金价格产生短期影响。
- **地缘冲突：**美国新任政府对于介入海外地缘政治的意向较弱，我们认为新政府存在短期结束地缘冲突的倾向，而这一举措将减弱黄金上涨的动能。
- **能源政策：**在当下全球经济处于复苏初期的背景下，若美国新任政府支持大力开采本土页岩油，将于短期压力商品通胀。

表：特朗普政府潜在政策主张及对黄金价格走势的影响

特朗普政策		对黄金影响
关税	<p><b>对国外商品加征关税</b></p> <p>对国外商品加征关税：提高进口商品价格，增加美国国内商品的竞争力。</p>	提高美国国内商品价格，推升通胀水平 <b>推动黄金价格上涨</b>
减税	<p><b>继续推进大规模减税</b></p> <p>继续推进大规模减税：推进2018年税法法案永久化，并将企业所得税从当前的21%进一步降低至15%；取消小费税。</p>	政府赤字扩大、债务增加，削弱美元长期价值 <b>推动黄金价格上涨</b>
利率	<p><b>推动低利率政策</b></p> <p>施压美联储降息：特朗普多次公开呼吁美联储降低利率，以刺激经济增长和股市表现；支持“零利率甚至负利率”政策。</p>	名义利率下行降低黄金持有成本，刺激消费推升通胀 <b>推动黄金价格上涨</b>
基建	<p><b>推进大规模基础设施投资计划</b></p> <p>推出“万亿美元基建计划”，用于修复公路、桥梁、机场等基础设施。</p>	刺激经济增长与通胀预期上升 <b>推动黄金价格上涨</b>
移民	<p><b>收紧移民政策，限制移民流入</b></p> <p>收紧移民流入：修建美墨边境墙，限制非法移民；减少H-1B签证发放数量，严格审查高技能劳工移民。</p>	劳动力供给减少推高服务型通胀 <b>推动黄金价格上涨</b>
新旧能源	<p><b>回归传统化石能源，大力开采美国页岩油</b></p> <p>减少对绿色能源的投资，强调传统能源的使用；支持煤炭、石油等化石燃料行业发展。</p>	开采美国页岩油继续压低能源价格，通胀下行 <b>促使黄金价格下跌</b>
地缘政治	<p><b>“和平”主张</b></p> <p>减少军事干预；通过外交缓和紧张。</p>	地缘政治风险下降，避险需求减弱 <b>促使黄金价格下跌</b>

资料来源：公开市场资料整理，东吴证券研究所

## 2.10 2025年新兴市场黄金储备具备进一步提高空间

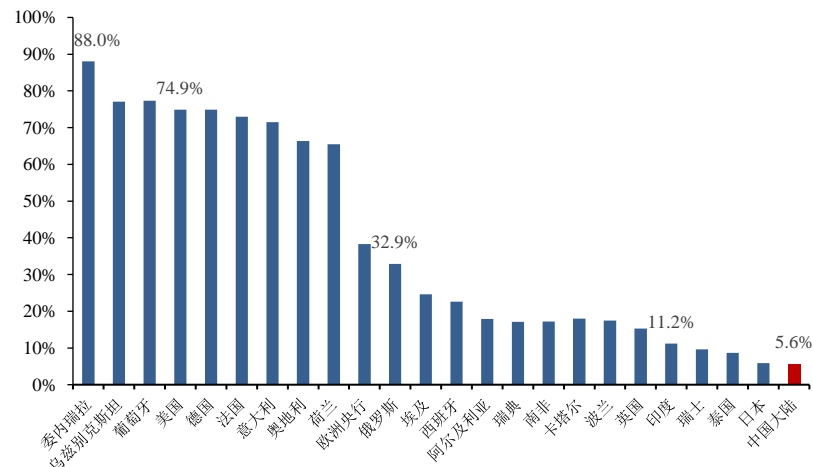
- **在逆全球化、经济发展不确定性较高的情况下，新兴市场国家央行需要增加黄金储备来稳定本国汇率稳定、降低经济波动风险。**
- **黄金的抗通胀和保值属性优势凸显，各国央行购金意愿大幅提升，预计各国央行将在未来数年维持800-1200吨/年的购金量级。** 2022年全球央行净购入1082吨黄金，同比大幅增长 140.36%，创历史新高，2023年全球央行净购入1034万吨黄金，维持高买入趋势。在逆全球化的大背景下，我们预计各国央行将每年保持净购金将维持800-1200吨/年的量级，为黄金价格托底。
- **从存量数据来看，发达国家黄金储备占外汇资产比例较高。** 根据世界黄金协会数据，主要发达国家如美国、德国、法国等央行黄金储备均占其外汇资产的 60%以上，存量黄金储备相对较高；而发展中国家黄金储备占外汇比例则明显较低。
- **从增量数据来看，新兴国家为主要购金国家，且中国作为主要购金国具备潜力。** 从过去数十年各国央行购金数据来看，以俄罗斯、中国、印度为首的新兴市场国家为主要净购买国，截至2024Q3，俄罗斯央行持有的黄金储量占其外汇储备的32.9%，印度黄金储备占外汇占比11.2%，而中国黄金储备占外汇资产比例仅为5.6%，具备长期增长的空间。
- **中国央行于11月恢复购金，预计具备持续性。** 截至2024年11月末，我国央行黄金储备报7296万盎司，较上个月增加16万盎司（4.5吨），参考中国央行之前的购金行为（2014-2015年，2018-2019年），我们认为具备持续性。

表：2010-2023年间全球主要黄金净购买国家（吨）

俄罗斯	1544.12
中国	1181.3
印度	245.83
泰国	144.63
伊拉克	136.71
新加坡	102.64
巴西	96.04
卡塔尔	88.54
日本	80.75

数据来源：WGC，东吴证券研究所

图：截至2024Q3各国黄金储备占外汇资产比例（%）



资料来源：WGC，Wind，东吴证券研究所

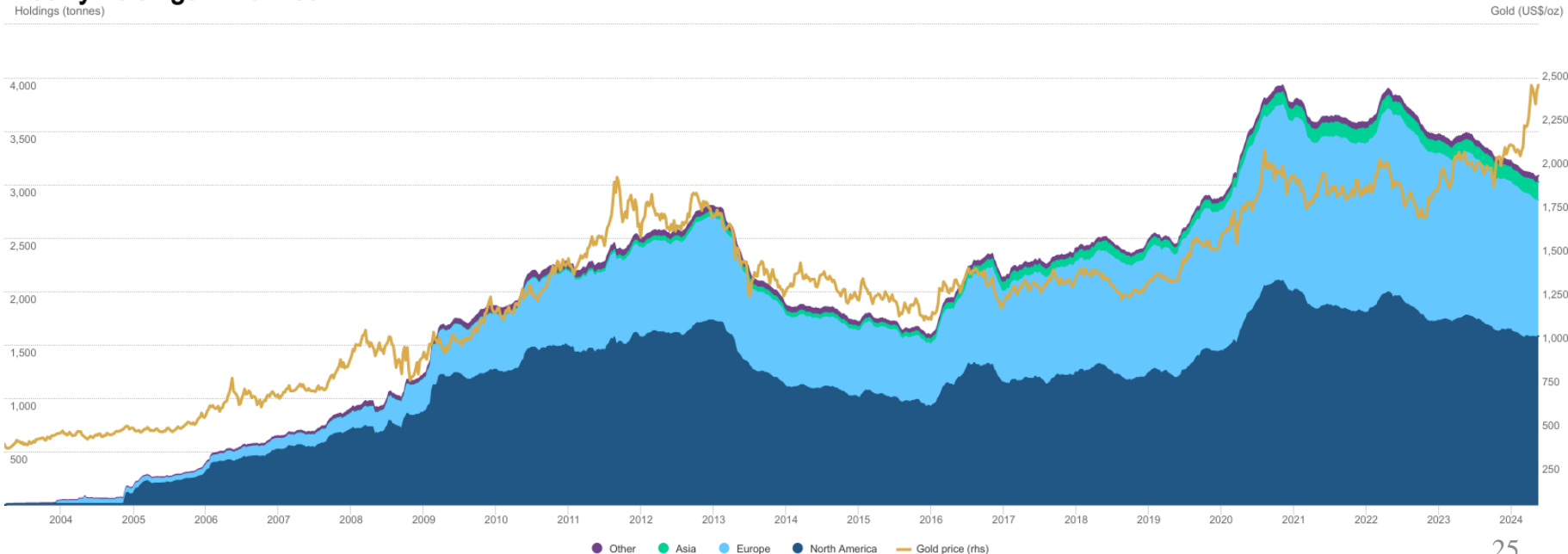


## 2.11 2025年全球黄金ETF具备进一步购金的潜力

- **欧洲央行降息、美国经济数据下行，美联储释放降息信号之际，我们发现欧美配置型资金开始入场。**
- **全球黄金ETF并未在本轮黄金上涨周期中足够数量级的净流入。**2023年6月至2024年4月，全球黄金价格大幅上涨，但黄金ETF持续净流出，这段时间，名义利率并没有显著下行，配置型资金不愿提前入局。随着2024年5月欧洲央行宣布降息开始，黄金ETF于5-10月的金价快速上涨周期实现了净流入。具体来看，从5月净流入了8.2吨，到10月实现了43.5吨的净流入，本轮宽松周期黄金ETF净流入量145吨，相比2019-2020年净流入1500吨依旧有较大的流入空间。
- **前期溢价初步消退，金价回调后黄金ETF重新实现净流入。**进入2024年11月之后，由于先前美国大选造成的波动率溢价在消退，中东局势快速缓和，由地缘冲突造成的这部分溢价也在消退，11月的前两周全球黄金ETF是净流出了33吨，随着金价的回调，目前已经重回净流入的过程，但绝对量级仍旧较小，我们认为随着前述黄金价格上涨的条件逐一验证，ETF资金流入量级将明显放大。

图：全球黄金ETF持仓（吨）

### Weekly holdings in Tonnes



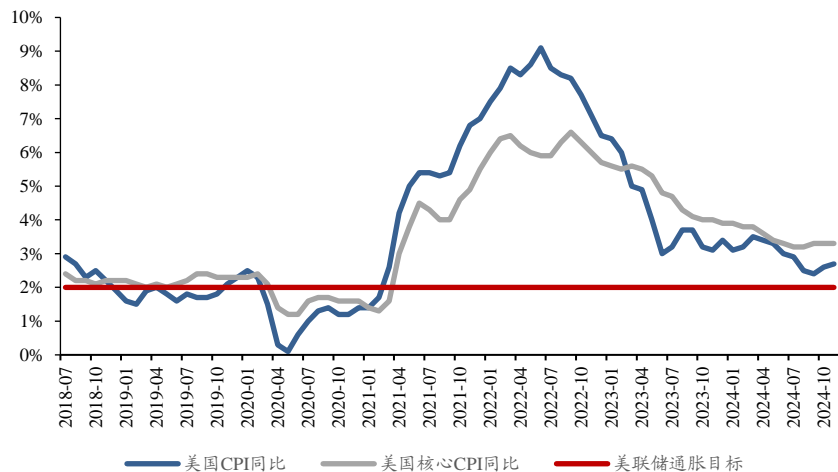
### 三、黄金投资的潜在买点及见顶的情景分析

### 3.1 2025年黄金的潜在买点分析—满足多数框架条件

- **黄金潜在的买点**，是满足多数基本框架条件的基础上，寻找做多不算拥挤的时间点。
- 在**前述黄金价格框架分析中**，我们认为满足过半条件即可拥有足够胜率。
- **实际利率**：寻找美国再通胀趋势确定的时间点，我们认为在新任政府的关税、驱逐移民等政策逐步出台的时间点，美国通胀有望较为确定性的再度抬头，期间需要关注美国财政部的国债发行节奏。
- **储备需求**：预计各国央行将在未来数年维持800-1200吨/年的购金量级，中国央行于2024年11月恢复净购金，我们预计持续性可期。
- **地缘政治**：预计美国新任政府将在上台初期致力于解决中东及俄乌地缘冲突，届时地缘因素对黄金价格的溢价将会有所消退。
- **美元指数**：我们认为美元指数将于2025年H1见顶，为增加美国制造业岗位，特朗普第二任期内可能会积极寻求美元贬值。



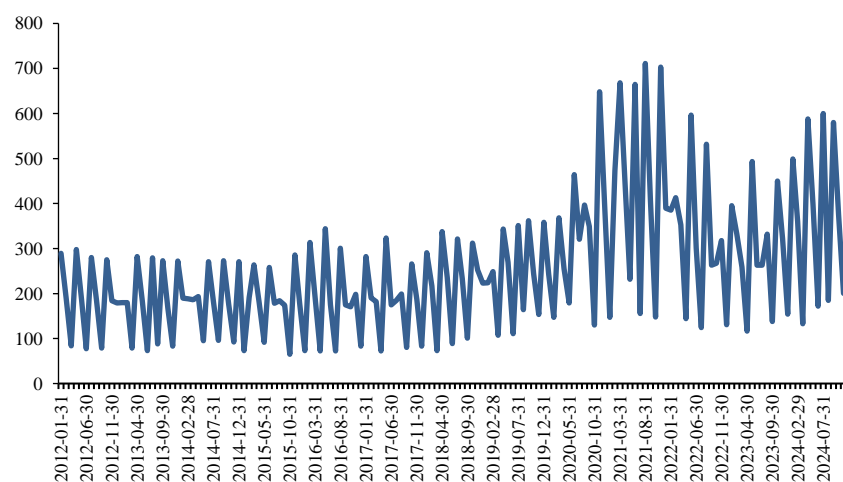
图：美国当前通胀有重新小幅走高趋势（%）



资料来源：Wind，东吴证券研究所



图：美国财政部发债节奏（十亿美元）

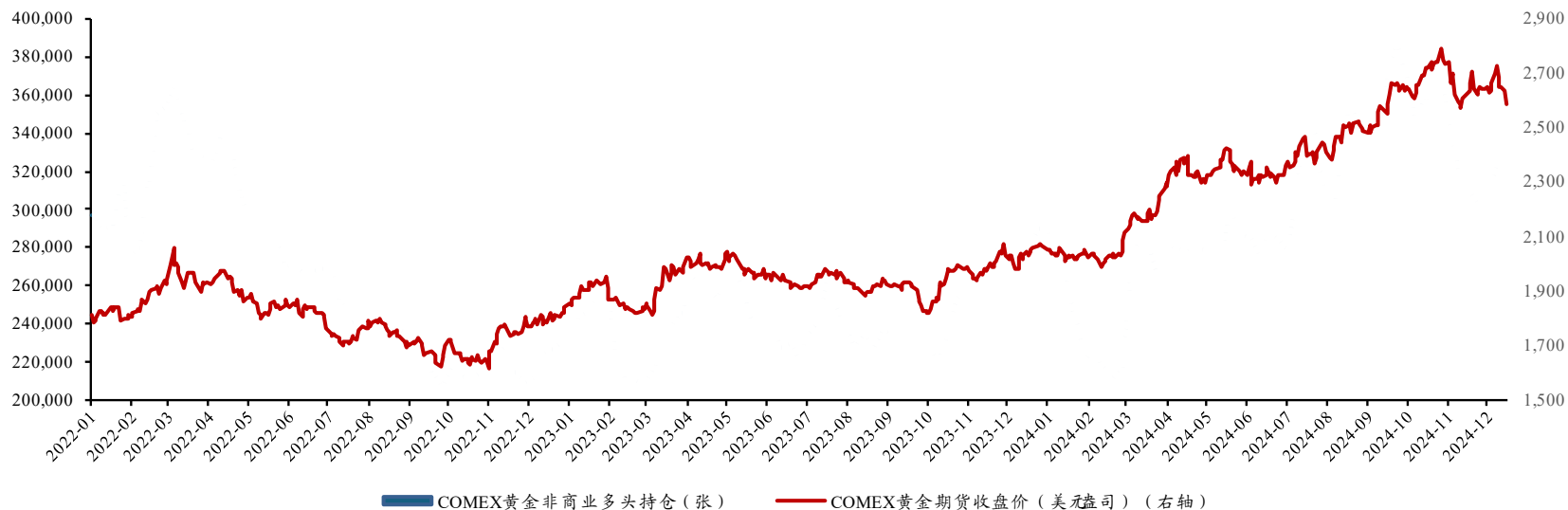


资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 3.2 2025年黄金的潜在买点分析—寻找做多不算拥挤的时间点

- **黄金潜在的买点，是满足多数基本框架条件的基础上，寻找做多不算拥挤的时间点。**
- **Comex黄金的非商业性多头持仓：**我们回顾本轮黄金上涨趋势行情，Comex黄金的非商业性多头持仓的阶段性高点往往对应黄金价格的阶段性高点，其表现为当市场上做多交易占比较高，做多较为拥挤时，任何不利因素都将较容易诱发回调。
- 根据美国商品期货交易委员会（CFTC）的数据，目前comex黄金的投机性多头持仓是在32万手，虽然较10月底的37万手有所回调，但多头持仓占总持仓的66%，仍处于历史较高位置（4月底5月初的时候是20万手）。
- 我们认为在黄金基本面框架条件满足的情况下，当非商业性多头持仓降为26-30万手时，黄金较好的买点将会出现。

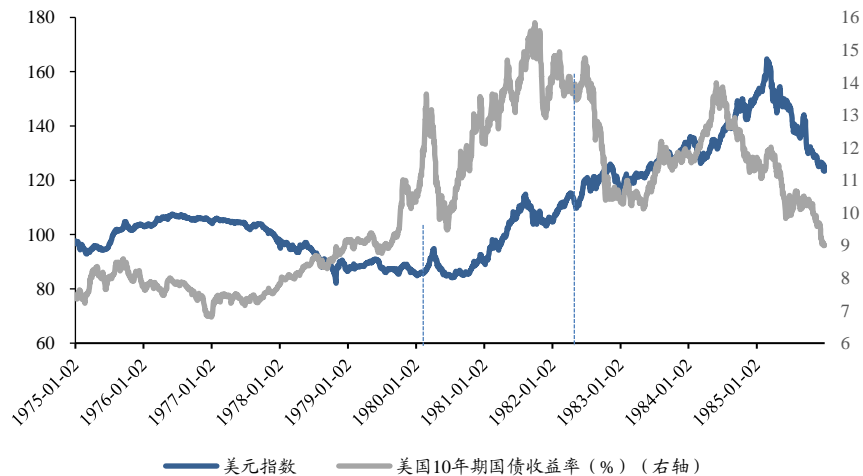
图：COMEX黄金非商业性持仓与金价走势



### 3.3 潜在黄金价格见顶情景的预判—更高的利率

- 黄金潜在的卖点，是有一天美联储决定继续大幅加息，或者美国 and 全球的主要经济体通过财政和货币的刺激，实现了经济的复苏，然后开始货币和财政收紧，目前两种情景均不可预见。
- **情景1：美联储强势利率政策，美元信心增强**
- 1980-1982年：美联储强势利率政策、非美经济体衰退下美国国际货币地位加强：
  - 为了应对美国当时极高的通胀率，美联储实施了强硬的货币政策，这直接推动了1980年美元指数的快速上升，从而导致黄金价格迅速下跌。此外，1979年的石油危机触发了一场全球性的经济危机，非美经济体受到的冲击远大于美国，使得美国经济的相对强势地位得以突出，进一步拉动美元指数的第二次上涨，并引发黄金价格的进一步下跌。这一系列事件共同塑造了那一时期黄金市场的熊市格局。
- **当下，美国联邦利率不具备上行的基础、实际利率中长期偏下行。**我们正处于美联储降息的大周期之中，根据鲍威尔多次公开演讲，我们认为美联储进一步加息的门槛极高，在美国出现通胀大幅上行之前，我们认为皆不具备出现类似于1980-1982年黄金熊市的条件。

图:1980-1982年美元指数与美债收益率快速走高



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：1980-1982黄金价格快速下降（美元/盎司）

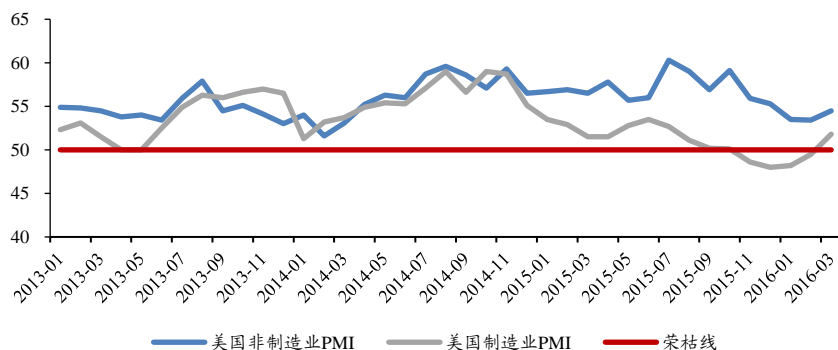


资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 3.4 潜在黄金价格见顶情景的预判—快速复苏的经济

- **情景2：美国及全球经济快速复苏，货币及财政政策转向紧缩，黄金避险需求及金融属性下降**
- 2013-2015年：美国经济稳健增长，黄金价格呈现下行趋势。2013-2015年间，美国服务业、制造业PMI持续处于荣枯线以上，失业率稳定下降，通胀率保持较低。市场对黄金的避险需求减少，导致黄金价格呈下行趋势。

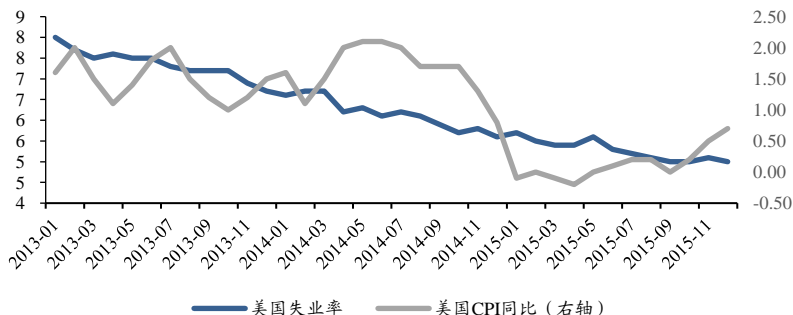
图：2013-2015年美国制造业和服务业PMI (%)



资料来源：Wind，东吴证券研究所

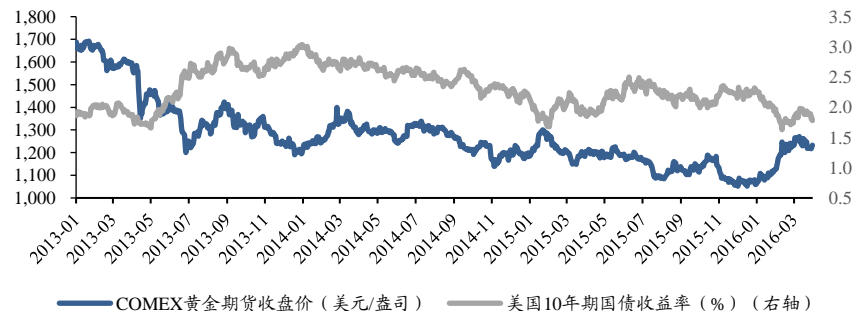
- **目前美国缺乏快速增长经济的基础，宽财政难以结束**
- 当下美国PMI与GDP均处下行周期，美国CPI和失业率等指标也与2013年-2015年时期有较大差距。
- 此外，在美国制造业未见明显复苏的情况下，美国未偿还公共债务总额持续增加，美国不得不进一步发债以偿还巨大的财政利息压力，以及进一步支持制造业回归美国的长期策略。因此我们认为当前不存在类似于2013-2015年黄金熊市的发生基础。

图：2013-2015年美国失业率和通胀 (%)



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：2013-2015年黄金价格和美国10年期国债收益率



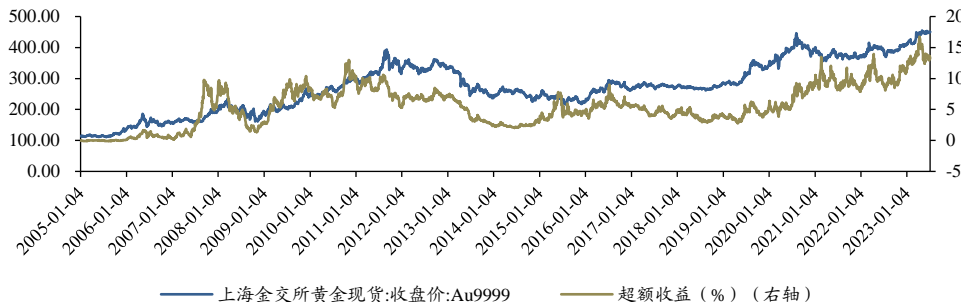
资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 四、投资策略：黄金业务占营收比例高+产量存在增量预期

# 4.1 金价上行周期黄金股具备超额收益及绝对收益

## ➤ 金价上行周期黄金股具备显著的超额收益以及绝对收益。

复盘 2005 年以来金价走势与中信黄金指数走势可以发现，历史金价上涨期间，中信黄金指数相对 Wind 全 A 指数的超额收益也快速爬升，同时超额收益曲线斜率更为陡峭，说明金价上涨对于黄金股股价的刺激作用立竿见影。历次金价上行周期，中信黄金指数的超额收益在 5%-16% 区间，较高的超额收益也凸显了黄金股的配置价值。



图：历史金价显著上行阶段



资料来源：百川盈孚，Wind，东吴证券研究所

图：黄金股绝对收益

时间	西部黄金	紫金矿业	招金矿业	湖南黄金	银泰黄金	中金黄金	山东黄金	赤峰黄金
2005.07-2008.03					536.77%	1895.76%	3163.00%	221.32%
2008.10-2011.08		165.64%	1604.92%	460.10%	225.37%	479.82%	562.87%	186.49%
2015.12-2016.07	24.80%	1.09%	1.09%	60.47%	13.51%	51.97%	100.28%	76.23%
2019.04-2020.08	20.01%	81.37%	81.37%	22.25%	93.38%	40.89%	113.34%	398.58%
2022.07-2023.05	-2.00%	29.03%	29.03%	22.01%	36.09%	50.72%	42.55%	3.11%

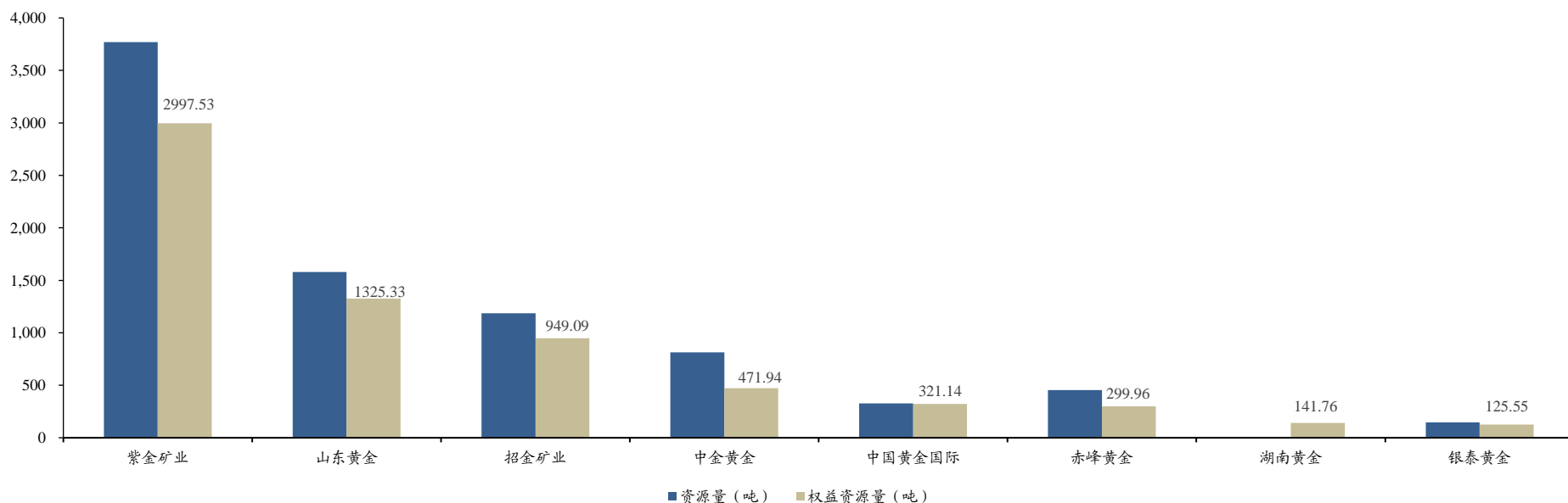
资料来源：Wind，东吴证券研究所



## 4.2 黄金公司资源量及地理分布情况

- **从黄金矿山地理分布来看，紫金矿业、赤峰黄金、山东黄金全球化布局。**紫金矿业是我国最大的矿产金生产企业，并购能力较强且持续在考察海内外优质黄金项目，目前除中国外，在中亚、南美洲、澳洲、欧洲等地均有矿山布局。赤峰黄金近年来也同样向海外扩张，2018年12月完成收购老挝 Sepon 铜金矿，2022年1月底公司完成对金星资源62%的股权的收购，获得其核心资产 Wassa 金矿的控制权。山东黄金的主力矿山主要分布在山东省，公司2017年收购阿根廷贝拉德罗金矿，2020年收购加纳卡蒂诺资源，开启海外并购。
- **招金矿业、湖南黄金、西部黄金的矿山相对集中。**招金矿业的矿山主要分布在山东，湖南黄金矿山集中分布在湖南，西部黄金的矿山集中在新疆。此外，中金黄金、中国黄金国际和银泰黄金的矿山均分布在国内，且较为分散。
- **紫金矿业、山东黄金、招金矿业资源量具备显著优势。**截止2023年底，紫金矿业是国内最大的矿产金生产企业，现有黄金权益资源量远高于国内同行水平，约2997.53吨，从资源储备厚度上具备较大的增产挖掘空间。山东黄金、招金矿业同样具备较强的内生增储空间，权益资源量分别为1325.33吨、949.09吨。

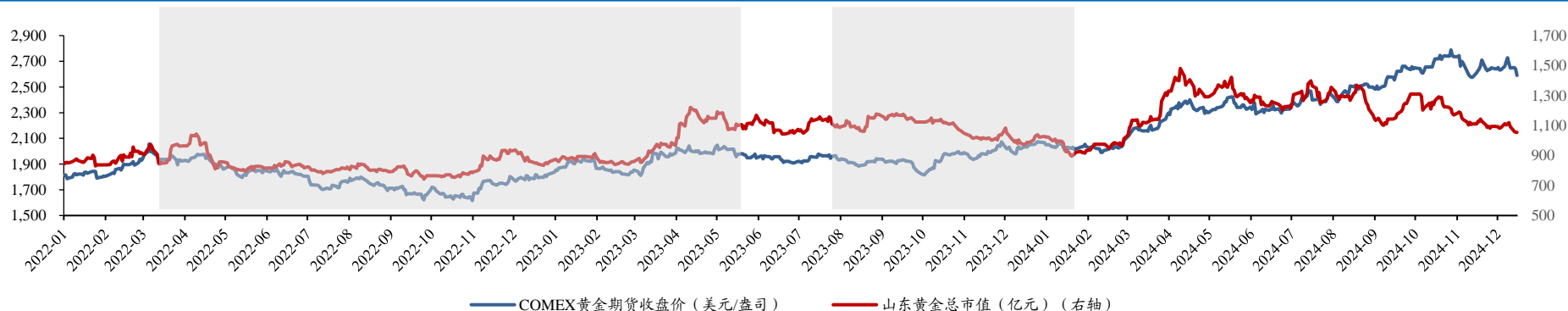
图：截至2023年中国主要黄金上市公司金属资源量情况（吨）



## 4.3 黄金板块首选黄金业务占营收比例高以及产量存在增量预期标的

- 由于久期的差异，商品市场与股票市场会呈现出阶段性不同强弱的表现。在左侧交易中，股票走势往往强于商品走势；而在右侧交易中，股票走势往往弱于商品，其本质是二者久期的不同。我们认为当下正是布局美国再通胀预期极佳的左侧交易时间。
- 选股端，黄金板块首选黄金业务占营收比例高以及产量存在增量预期标的。我们推荐在未来几年具备显著产量增长预期的山金国际；以及主营业务集中，权益资源量/市值较高的山东黄金。

图：商品与股票走势并不完全吻合（以山东黄金为例）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

表：主要电解铝上市企业估值情况（截至2024年12月18日）

证券简称	证券代码	市值 (亿元)	2023归母净利润 (亿元)	PE-2023	2024E归母净利润 (亿元)	PE-2024E	2023年产量 (万吨)	权益产量 (万吨)	权益资源量 (万吨)	权益资源量/市值 (万吨/亿元)
紫金矿业	601899.SH	3950	211.19	15.53	323.5	12.59	67.73	57.27	2997.53	0.75
山东黄金	600547.SH	1053	23.28	43.95	36.86	28.56	41.78	35.69	1325.33	1.39
招金矿业	1818.HK	357	6.86	41.92	13.57	24.32	17.58		949.09	2.66
中金黄金	600489.SH	587	29.78	16.21	37.82	15.51	18.46	14.30	471.94	0.79
中国黄金国际	2099.HK	151	-0.25	/	0.95	20.59	4.19	4.07	321.14	2.22
赤峰黄金	600988.SH	270	8.03	29	16.67	16.17	14.35		299.96	1.10
山金国际	000975.SZ	437	14.24	29.24	24.79	19.21	7.01	6.62	125.55	0.28
湖南黄金	002155.SZ	201	4.89	27.38	10.78	18.66	3.95	3.95	141.76	0.69

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

备注：除山东黄金、山金国际外，其余公司2024年归母净利润预测均来自于Wind一致预期。

## 五、风险提示

- **市场竞争格局加剧：**行业需求不及预期，市场可能受到竞争加剧影响。
- **地缘政治风险：**地缘政治风险的加剧及缓解将极大影响黄金价格。
- **美国新任政府政策传导不畅：**黄金的上涨逻辑部分依赖于新政府一系列政策下，美国再通胀的发生，若政策传导不畅，将对经济前景产生不确定性影响。
- **美联储独立性存不确定性：**美国新任政府存在提前提名下一任美联储主席的可能性，届时美联储独立性可能面临考验，对降息节奏产生不确定性影响。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街5号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

# 东吴证券 财富家园