

► **黄金库存“搬家”，价差走阔。**受特朗普过往任期对外贸易政策以及黄金贸易潜在关税等影响，黄金期现价差走阔，同时 COMEX 黄金库存开启大幅增长。截至 2025 年 2 月 7 日，COMEX 黄金库存达到 346 万盎司，相较于年初增长 57.91%，COMEX 金价 2866 美元/盎司，相较于年初增长 7.72%，价差走扩。**复盘历史，此次黄金库存“搬家”与 2020 年有所不同。**历史库存“搬家”行为主要受公共卫生事件引发美联储降息及新一轮 QE。此次库存转移实质源于美元信用弱化以及全球贸易局势风险上升，且美联储降息幅度与节奏较上次更为温和。

► **风险资产收益受挫，避险需求强化。**黄金作为避险资产配置比例明显不足。2023 年投资者持有的实物黄金存量价值仅占全球金融资产投资总额的 1%，同时黄金 ETF 持仓量持续下滑，2024 年末较 2020 年高位下降了 31.71%。与之相对的是资金大幅涌入美国科技股以及虚拟货币等高风险投资标的。在 DeepSeek 发布后美国 M7 以及比特币等风险资产收益持续受挫，VIX 指数从 70 点一度上升至 94 点，再迅速下滑至 2 月 9 日的 46 点。黄金避险需求强化进一步助推金价走向新高。

► **央行购金持续，支撑金价中枢。**央行黄金储备的作用在于为本国发行的货币信用背书，复盘历史，黄金储备量与金价整体呈正向关系。2020 年全球货币超发后，各国央行购金需求增加，2022 年全球央行购金总量达到历史新高。与此同时，2024 年央行购金热度不减，四季度全球央行购金量 333 吨，同比增长 53.6%，环比增长 71.4%。全球央行年度购金量 1045 吨，连续三年购金超千吨，占全球黄金供应总量的 21%。2024 年 11 月，我国央行时隔半年重启购金，11 月央行环比增持约 5 吨，12 月份进一步增持约 10 吨黄金，2025 年 1 月增持约 4 吨，连续三个月扩大黄金储备。复盘中国央行购金和金价走势，中国央行大幅购金时点均对应金价阶段性低点，央行增持抬升金价中枢。

► **投资建议：**我们认为在全球货币超发、美元信用弱化以及地缘局势加温、美国二次通胀潜在风险上升的宏观叙事下，以对外关税政策、海外风险资产收益受挫以及全球央行持续购金为代表进一步强化黄金的避险价值与保值功能，伴随金价的大幅上扬黄金牛市开始加速。考虑当前美国降息周期或将长期持续，我们认为未来金价上涨空间依然较大。**综上，2025 年贵金属行业维持“推荐”评级。重点推荐：万国黄金集团、中金黄金、山金国际、招金矿业、赤峰黄金、山东黄金。建议关注：中国黄金国际、盛达资源、兴业银锡。**

► **风险提示：**金属价格大幅波动。海外地缘政治风险，安全生产风险等。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
3939.HK	万国黄金集团	12.94	0.31	0.54	0.70	42	24	18	推荐
600489.SH	中金黄金	13.69	0.61	0.76	0.94	22	18	15	推荐
000975.SZ	山金国际	17.63	0.51	0.83	1.04	35	21	17	推荐
1818.HK	招金矿业	13.98	0.21	0.38	0.57	67	37	25	推荐
600988.SH	赤峰黄金	19.72	0.49	0.99	1.23	40	20	16	推荐
600547.SH	山东黄金	25.90	0.42	0.69	0.83	62	38	31	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2025 年 2 月 7 日收盘价，港币/人民币 0.93，美元/人民币 7.3)

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 王作森

执业证书：S0100124060015

邮箱：wangzuoshen@mszq.com

相关研究

1. 有色金属周报 20250209：金价再创新高，看好春季行情启动-2025/02/09
2. 有色金属周报 20250125：特朗普政策基调缓解市场担忧，金属价格震荡-2025/01/26
3. AI 液冷行业深度报告：液冷进入新纪元-2025/01/23
4. 有色金属周报 20250119：美国通胀预期回落，金属价格走强-2025/01/19
5. 有色金属周报 20250111：二次通胀预期再起，金属价格走强-2025/01/11

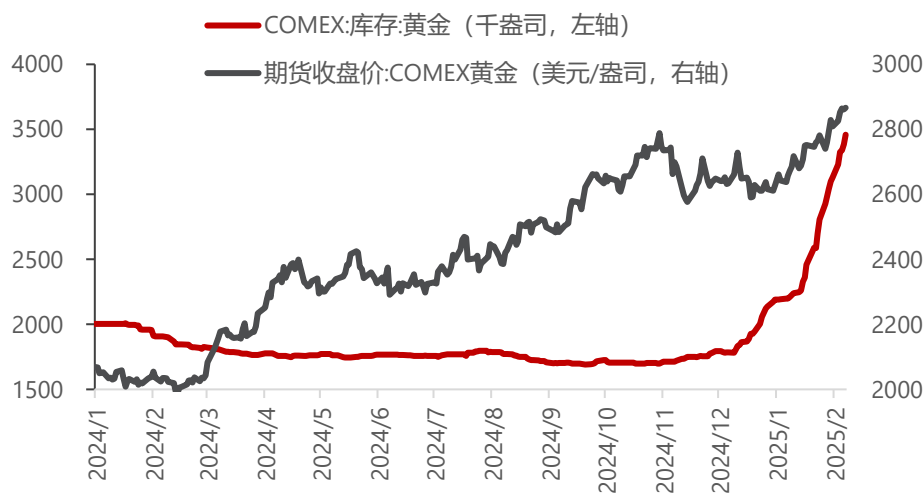
目录

1 黄金库存“搬家”，期现价差走阔	3
2 风险资产波动率上升，黄金避险需求强化	7
3 央行购金持续，支撑金价中枢	10
4 投资建议：黄金牛市加速	15
5 风险提示	16
插图目录	17
表格目录	17

1 黄金库存“搬家”，期现价差走阔

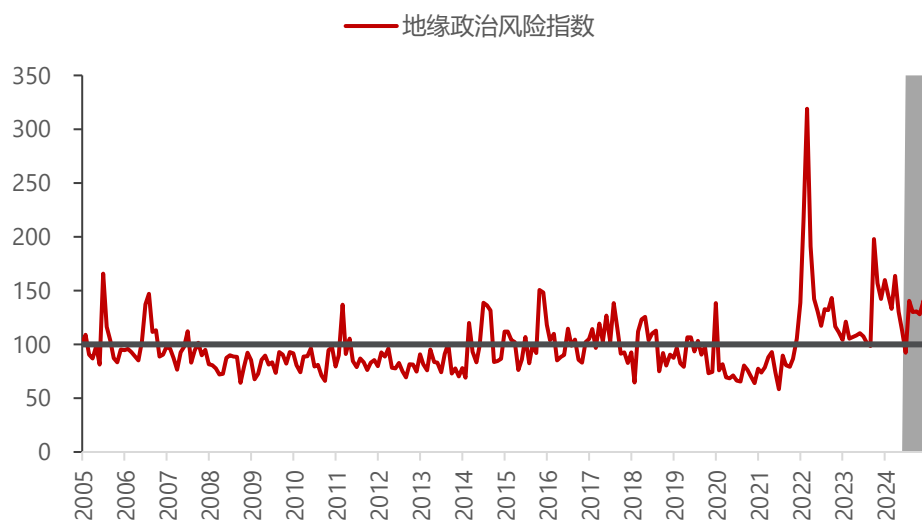
全球避险情绪以及黄金潜在征税开启 COMEX 黄金补库期。2024 年 11 月特朗普胜选，受过往任期对外贸易政策等影响，12 月中上旬美国 COMEX 黄金库存开启大幅增长。1 月 20 日，特朗普上台正式开启其第二任期并签署《美国优先贸易政策》总统备忘录，宣布自 2 月 1 日起对加拿大和墨西哥的进口商品征收 25% 关税，并可能扩大到所有美国进口商品，由于担忧关税政策波及黄金，COMEX 补库行为进一步强化。截至 2025 年 2 月 7 日，COMEX 黄金库存达到 346 万盎司，同比年初增长 57.91%，COMEX 金价 2866 美元/盎司，同比年初增长 7.72%。

图1：美国 COMEX 黄金库存开启大幅增长



资料来源：wind，民生证券研究院

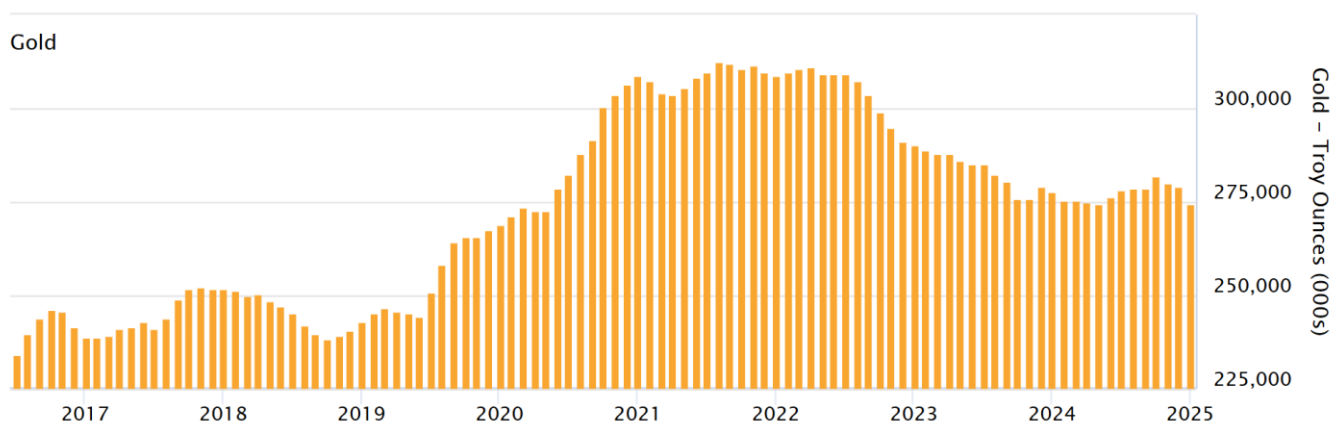
图2：2024 下半年地缘政治风险回升



资料来源：wind，民生证券研究院

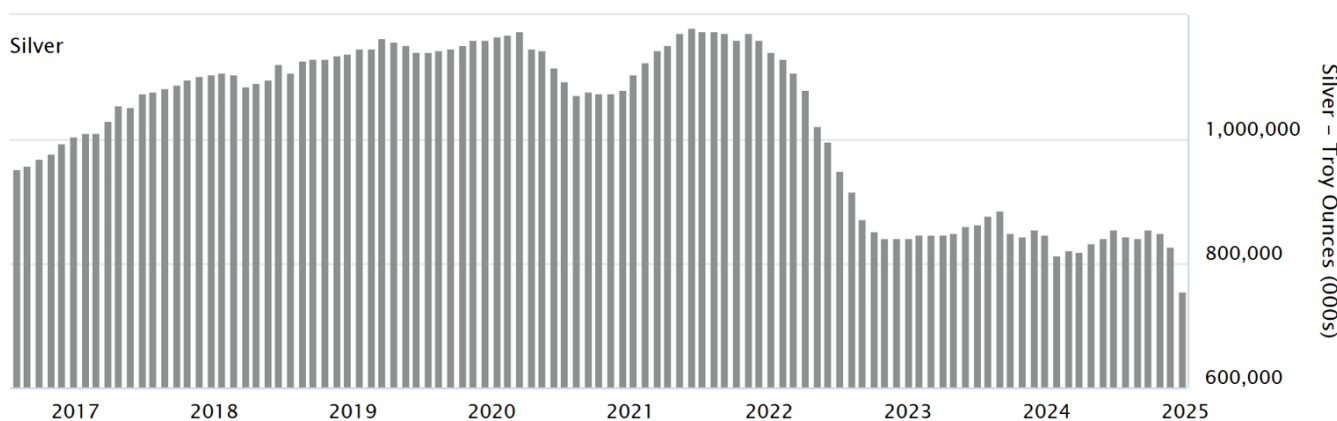
金价涨势预期和流动性问题引致期现价差走阔，贵金属发生跨地“搬家”。伴随 2024 年末黄金抗通胀、避险属性持续强化等潜在影响，在金价上涨同时黄金期现价差也呈现短期走阔。2024 年 12 月 11 日，2025 年 2 月份交割 Comex 黄金期货价一度较伦敦金现高出 60 美元/盎司，两者相差幅度约 2%。此外，2 月份交割 Comex 白银期货价也一度较现货白银价格高出 1 美元/盎司，价差达到 3%。在套利机会和潜在流动性问题的加持下，2025 年 1 月伦敦金库黄金库存减少 490 万盎司，实现自 2016 年有记录以来的最大月度降幅。

图3：伦敦金库黄金库存（单位：千盎司）



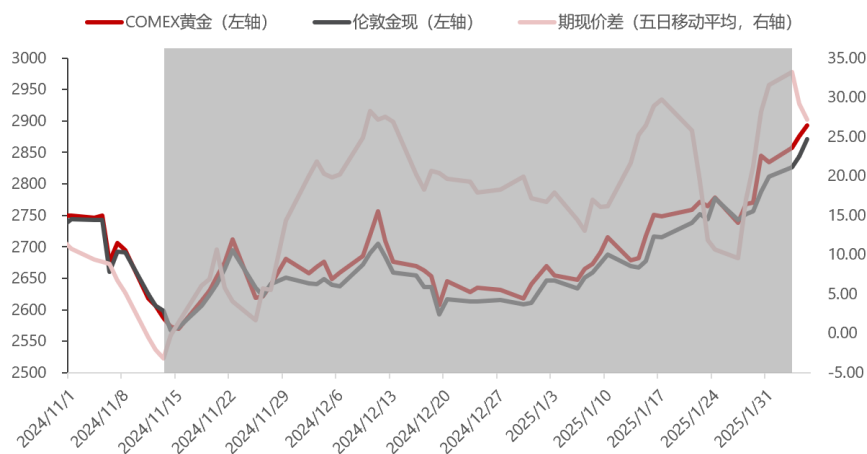
资料来源：LMBA，民生证券研究院

图4：伦敦金库白银库存（单位：千盎司）



资料来源：LMBA，民生证券研究院

图5：黄金整体期现价差处于高位（单位：美元/盎司）



资料来源：LMBA，新华财经，民生证券研究院

复盘历史，2020 年以来也曾发生过一次大规模补库事件。2020 年 3 月至 2021 年 2 月，COMEX 黄金库存曾从 88.6 万盎司一度增长至 393.8 万盎司，涨幅达到 344.4%，金价也从 1661 增长至 1829 美元/盎司，涨幅为 13.0%。

图6：美国 2020-2021 年也曾发生大规模补库行为

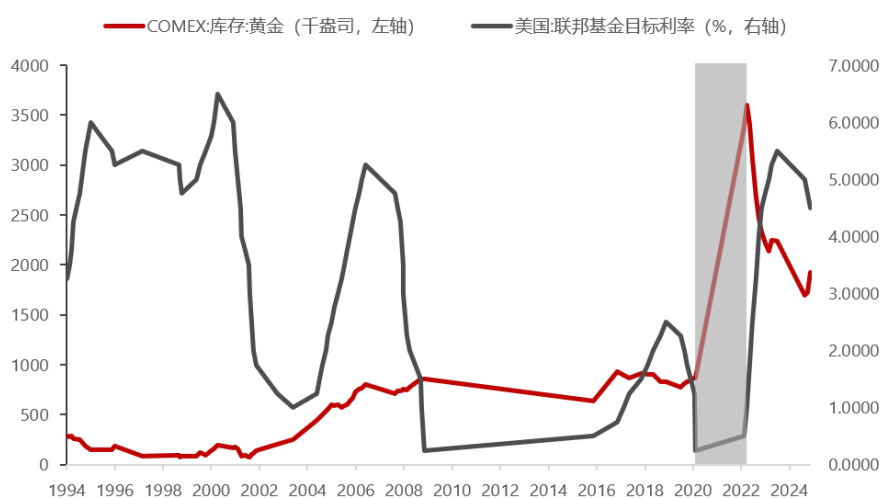


资料来源：wind，民生证券研究院

此次黄金补库与历史情况有所不同，库存高位短期仍将持续。从原因来看，第一次 COMEX 补库行为主要受 2020 年全球公共卫生事件冲击影响，2020 年美联储 3 月份两次紧急降息至 0%至 0.25%，同时开启新一轮 QE，从而引发黄金库存

大规模上涨。而上轮黄金去库则开始于美联储 2022 年 3 月为应对持续高通胀，美联储宣布加息 25BP，在通胀高企下美联储随后又于 5 月、6 月、7 月、9 月、11 月、12 进行多次大规模加息，黄金上一轮大规模补库去库周期正式宣告结束。反观此次补库实质源于美元信用弱化以及全球贸易局势风险上升的宏观背景，黄金的保值与避险属性得到强化，且美联储的降息幅度与节奏较上次补库周期更为温和。在当前美国对外贸易政策主张不改、降息周期持续条件下，我们认为黄金库存高位短期仍将持续。

图7：美联储连续大规模降息曾催动黄金库存大幅上涨

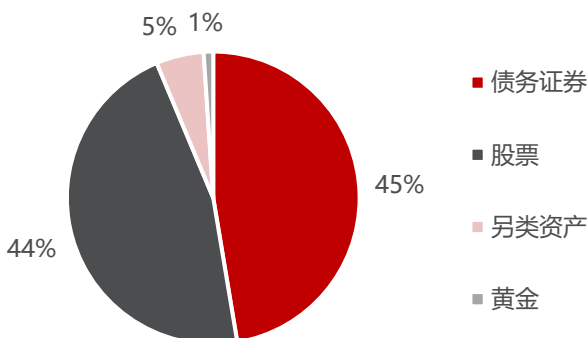


资料来源：wind，民生证券研究院

2 风险资产波动率上升，黄金避险需求强化

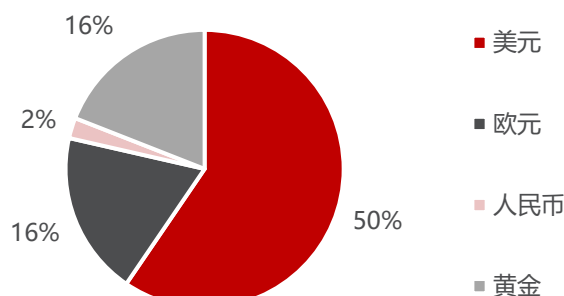
黄金在全球金融资产配置中处于较低水平。根据世界黄金协会数据，截至2023年，尽管黄金市场庞大且流动性较高，但投资者所持有的实物黄金（包括实物金条、金币和黄金ETF）存量价值却仅占全球金融资产投资总额（不包含央行外汇储备）的1%。与之相对的是从货币角度看，黄金占全球已分配储备总额的16%，仅次于美元和欧元。

图8：黄金仅占投资于全球金融资产的1%



资料来源：世界黄金协会，民生证券研究院
注：数据截至2023年

图9：货币角度看，黄金约占储备总额的16%



资料来源：世界黄金协会，民生证券研究院
注：数据截至2023年

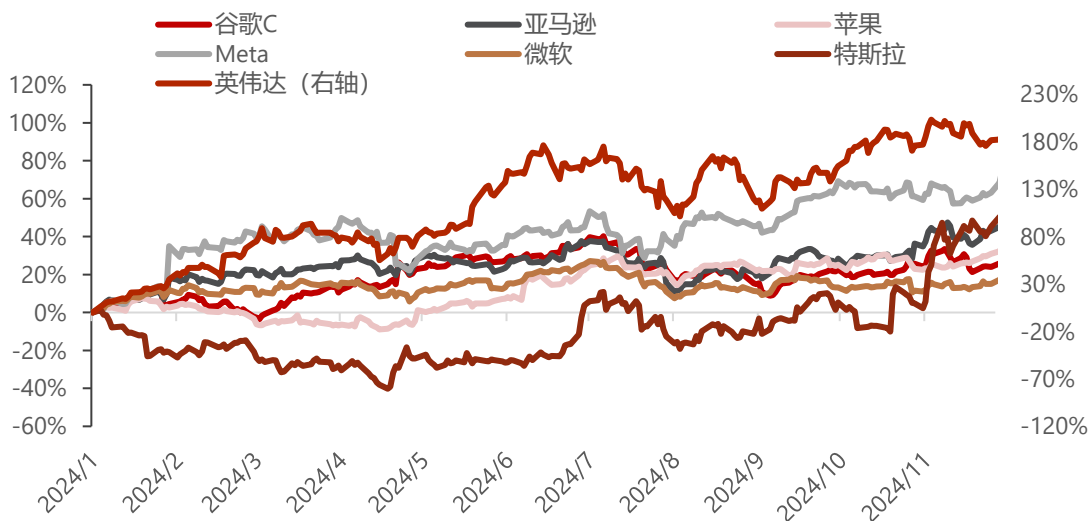
2024年ETF持仓持续下滑，海外风险偏好程度持续上升。从ETF持仓来看，尽管2024年进行整体呈现上行趋势，但截至2024年末全球最大黄金ETF SPDR持仓量为872.5吨，较2020年高位实际下降了31.71%。另外2024年美股市场大量资金持续涌入科技公司标的，美股“七巨头”（Magnificent 7）全年涨幅均超过30%，英伟达涨幅超过180%。

图10：主要黄金ETF持仓（单位：吨）（截至2025年1月）



资料来源：wind，民生证券研究院

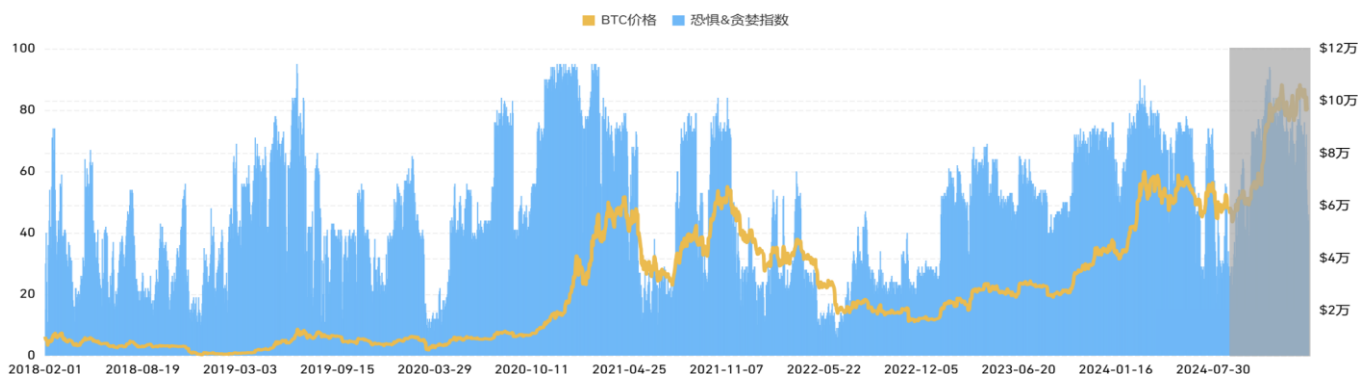
图11：2024年美国 M7 相对涨跌幅



资料来源：ifind，民生证券研究院

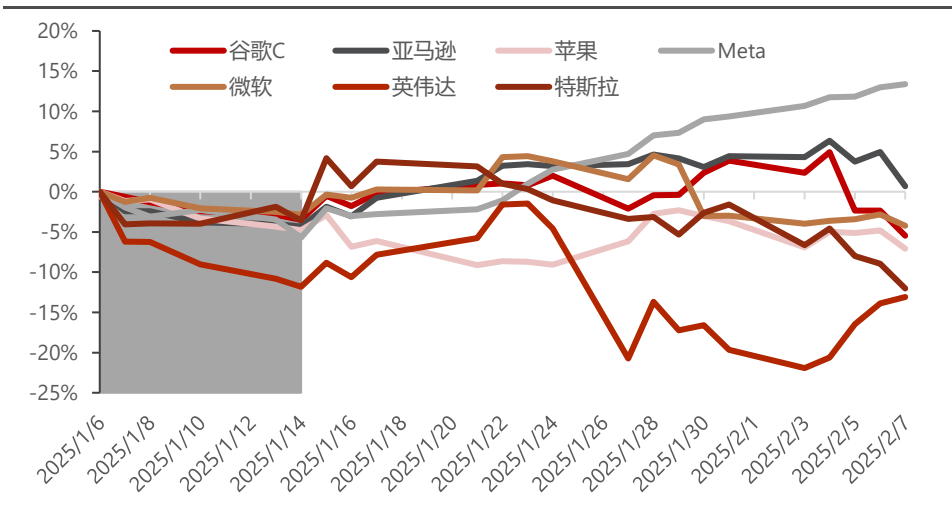
风险资产波动率明显上升，避险功能强化助推金价。2025年1月5日，Deepseek LLM 模型论文（《DeepSeek LLM: Scaling Open-Source Language Models with Longtermism》）发布，来自中国模型低成本高性能的特点引发美国科技股震荡，美国 M7 全线下跌，英伟达股价一度下跌近 17%。加密货币市场比特币和以太坊也分别下跌了 6% 和 7%，个别其他虚拟货币下跌近 17%。从比特币市场 Vix 指数（贪婪与恐惧指数）来看，特朗普胜选后 Vix 指数从 70 点一度上升至 11 月 22 日的 94 点，随后在 1 月中下旬迅速下滑至 2 月 9 日的 46 点。风险资产收益受挫下黄金的避险功能得到进一步催化，1 月 5 日至今，COMEX 黄金从 2638 涨至 2866 美元/盎司，涨幅达 8.67%。

图12：BTC 价格与 VIX 指数 (BTC 单位：美元)



资料来源：LMBA，民生证券研究院

图13：2025年美国M7相对涨跌幅（以2025年1月5日为基期）



资料来源：wind，民生证券研究院

图14：美国比特币与黄金价格

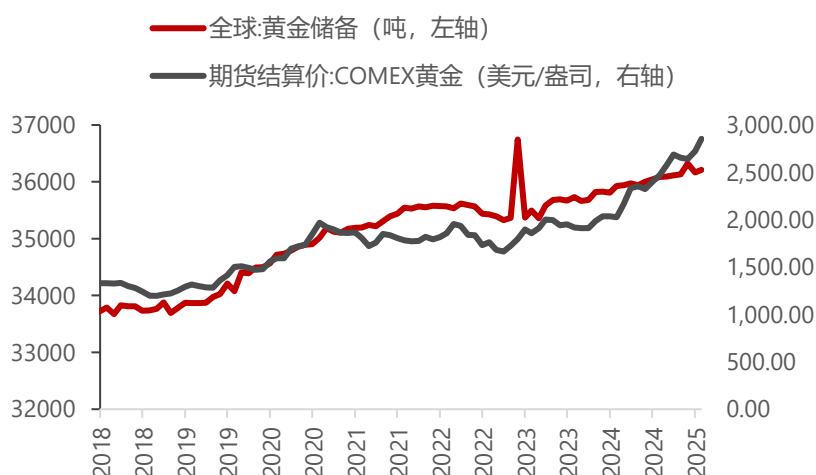


资料来源：wind，民生证券研究院

3 央行购金持续，支撑金价中枢

全球央行黄金储备的增长推动金价上升。复盘历史，1971 到 2008 年，布雷顿森林体系的瓦解、《牙买加协议》的签订不断削弱黄金的货币属性，各国央行持续减持黄金，金价维持低迷状态；2008 年金融危机以来，全球各国尤其是发展中国家，逐步意识到持有的外债资产的风险性，央行开始进入净购买黄金的时代。此外，全球主要经济体货币的长期宽松也带来了各国央行购金以稳定币值的需求，支撑了金价的趋势性上涨，从长周期维度来看，全球央行的黄金储备量与金价呈现正相关的关系。

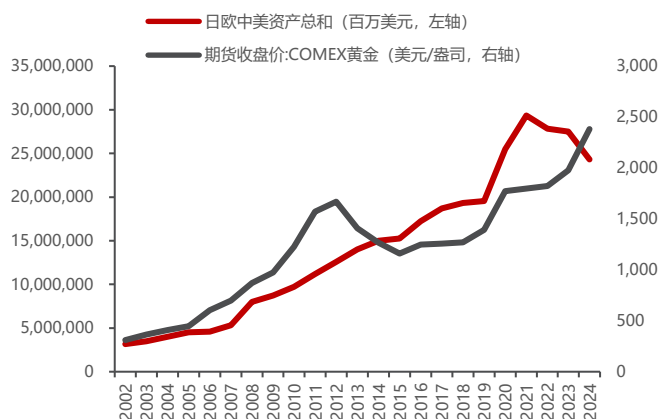
图15：世界各国黄金储备与金价呈正相关



资料来源：wind，民生证券研究院

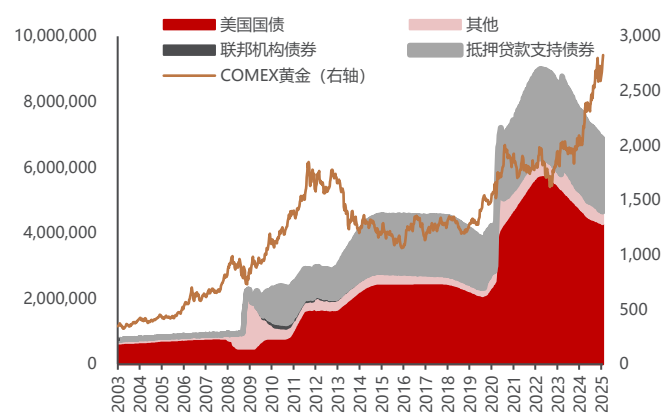
全球央行大幅扩表导致货币信用泛滥。2020 年以来，为刺激公共卫生事件后经济增长，全球各大央行不断实施量化宽松政策。2020 年 1 月-2024 年 12 月，美联储资产负债表总资产增加了 2.67 万亿美元，扩大了 64.2%。日本央行和欧洲央行总资产分别增加 147.94 万亿日元和 1.69 万亿欧元，扩大了 30.5%和 36.3%。美元、欧元等货币的超发伴随的是主流货币信用的泛滥，一方面带来了通货膨胀，另一方面也带动了全球货币购买力长期下降。

图16: 全球卫生公共事件以来主要经济体资产大幅增长



资料来源: wind, 民生证券研究院
注: COMEX 黄金取历年均价

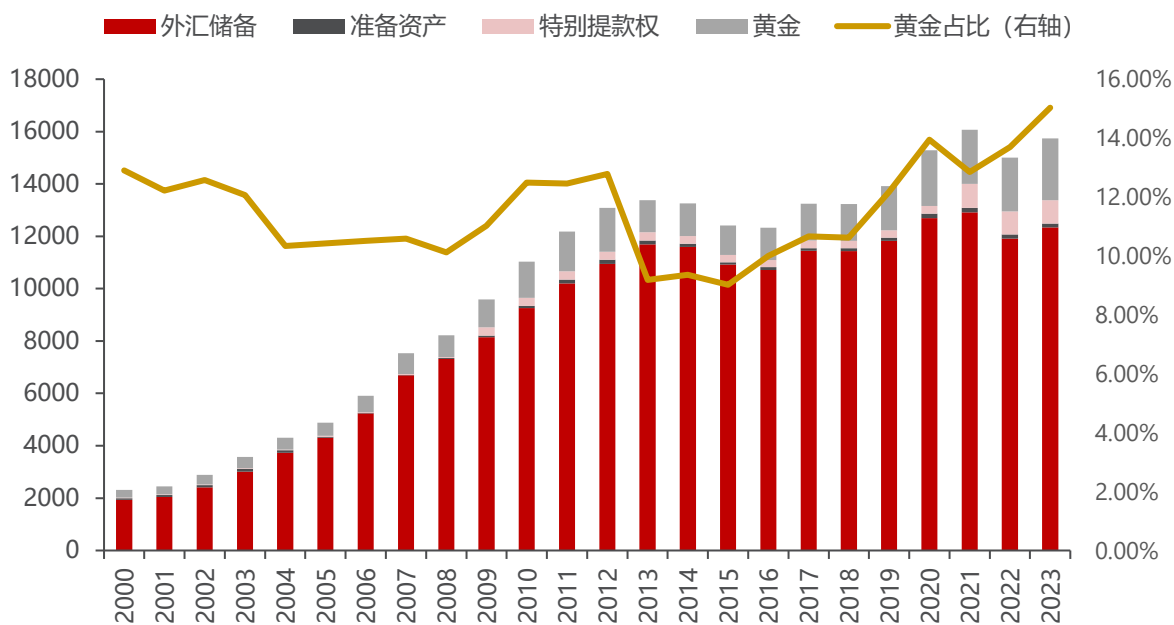
图17: 美国资产负债表规模公共卫生事件后大幅增长 (单位: 左轴: 百万美元; 右轴: 美元/盎司)



资料来源: wind, 民生证券研究院

黄金作为官方储备资产的价值日益显现。在近年国际贸易摩擦和美元信用弱化催化下,黄金作为储备资产的重要性日渐突出。根据全球官方总储备口径,2023年全球黄金储备总量约为 2.37 万亿美元,占比从 2013 年最低点 9.18%提升至 2023 年的 15.03%,在全球官方储备扩张以及黄金占比增长趋势下黄金储备资产价值有望进一步上行。

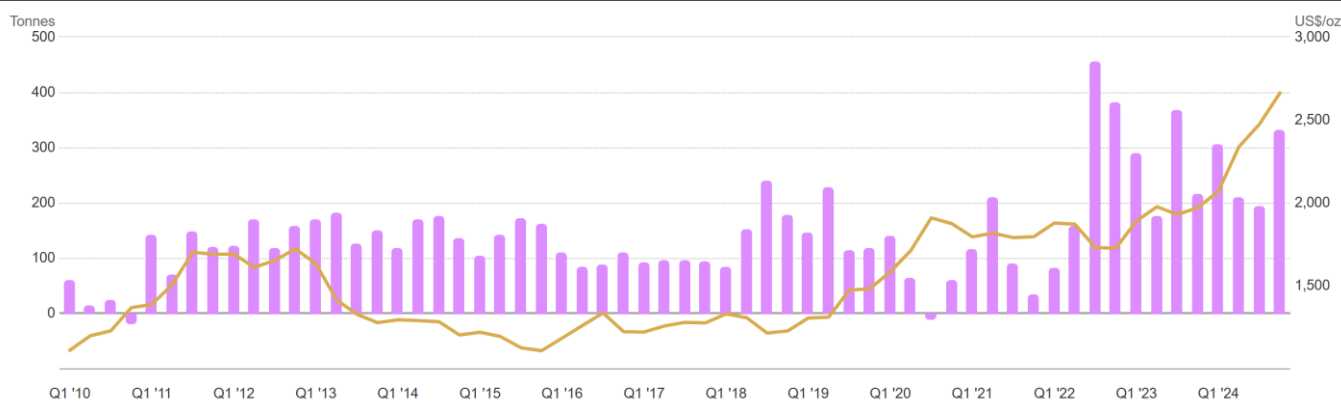
图18: 全球官方储备资产构成及黄金占比 (单位: 左: 十亿美元; 右: %)



资料来源: MacroMicro, 民生证券研究院

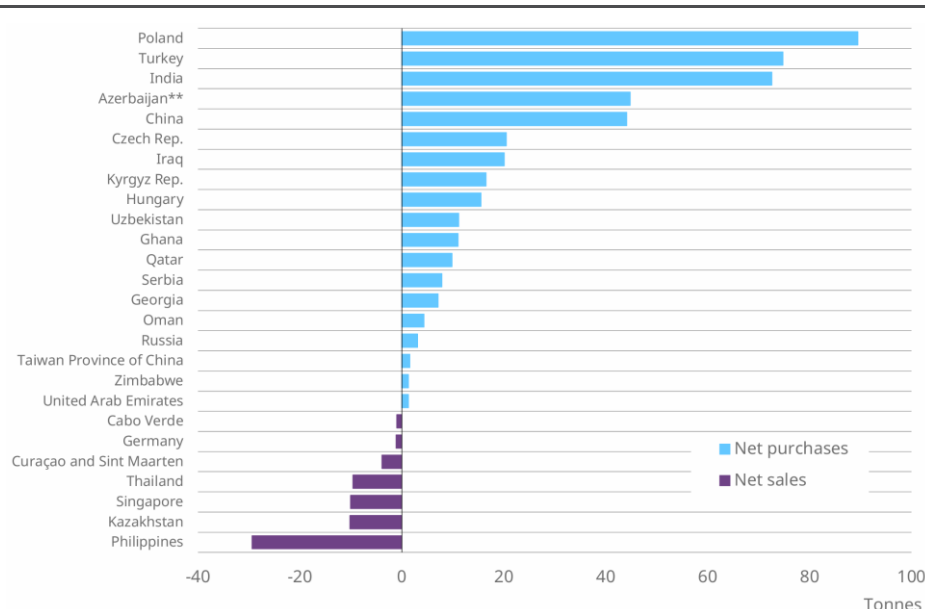
全球央行购金持续，连续三年购金超千吨。2月5日，世界黄金协会发布的全球《全球黄金需求趋势报告》。2024年四季度，全球央行购金量为333吨，同比增长53.6%，环比增长71.4%。全球央行年度购金量为1045吨，连续三年购金超千吨。分国别来看，2024年央行黄金净买入主要国家分别是波兰（90吨），土耳其（75吨）和印度（73吨），中国央行购金44.17吨，位列第五位。从相对体量来看，2024年全球黄金供应量为4975吨，其中矿产金3661吨。央行购金占全球黄金供应总量的21%。

图19：全球央行历史购金情况（左轴：吨；右轴：美元/盎司）



资料来源：WGC，民生证券研究院

图20：2024年全球央行分国别净买入情况（单位：吨）



资料来源：WGC，民生证券研究院

我国央行重启购金，增补货币信用。考虑到全球货币信用的冲击，全球央行转而购入黄金以维持保障资产的安全和维持本国货币信用体系的稳定，2022年以来

全球央行购金数量大幅上升，首次达到 1135.69 吨，创历史新高。根据最新数据显示，2024 年前三季度全球央行黄金储备净增加 693.6 吨，央行购金热度持续。

自 2000 年以来，中国央行进行过五次黄金储备增加的操作，其中前三次发生在 2001 年 12 月、2002 年 12 月和 2009 年 4 月，主要是为了扩张储备规模和提高财富安全性，后两次发生在 2015 年 7 月至 2016 年 10 月，以及 2018 年 12 月至 2019 年第三季度，主要是为了多元化储备结构和提高国际影响力。

2022 年第四季度，中国央行继 2019 年第三季度之后再次增加黄金储备，2024 年 11 月，我国央行时隔半年重启购金，11 月末中国的黄金储备已增加至 2264 吨，环比增持约 5 吨，12 月份进一步增持约 10 吨黄金，2025 年 1 月增持约 4 吨，连续三个月扩大黄金储备。复盘中国央行购金和金价走势，中国央行大幅购金时点均对应金价阶段性低点，央行增持黄金增强市场信心。

图21：全球央行持续购金



资料来源：wind，民生证券研究院

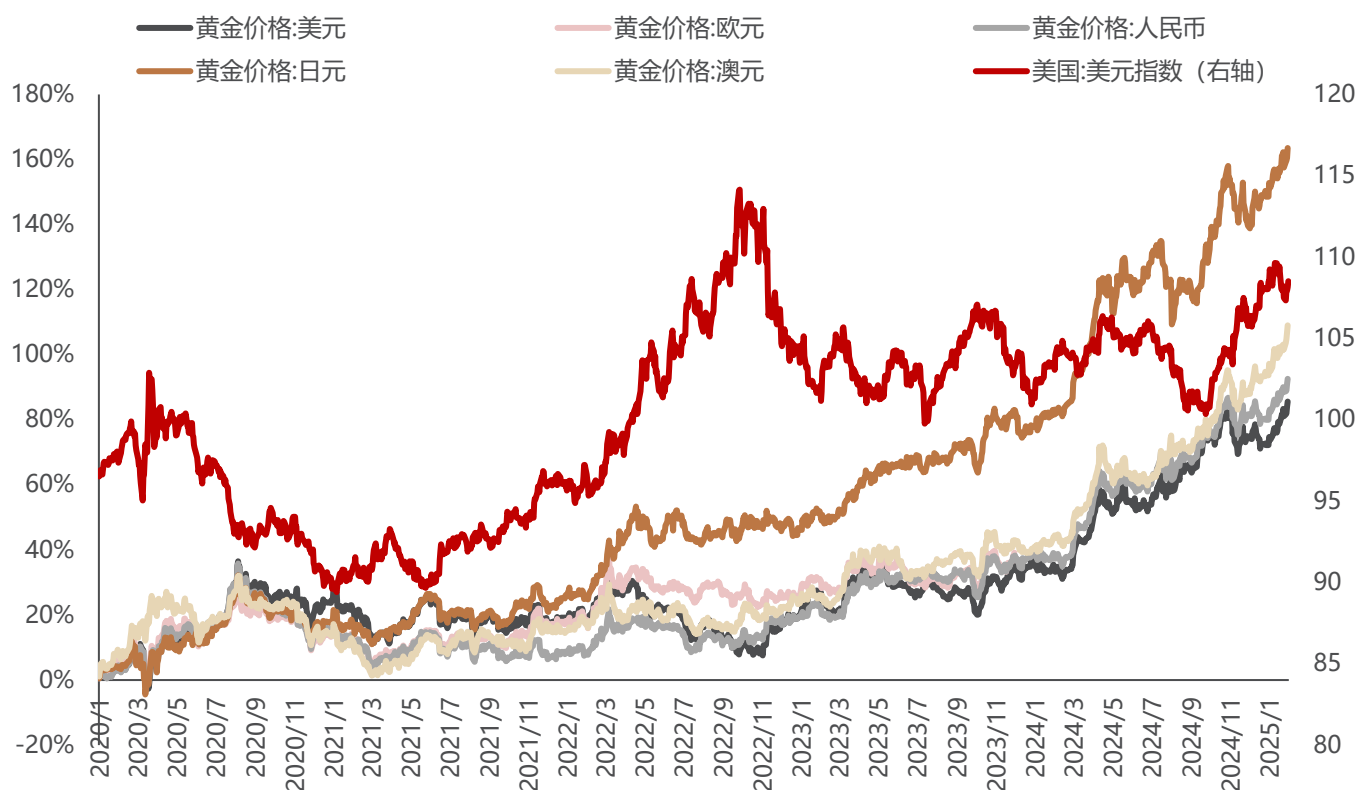
图22：中国央行黄金储备（左：吨，右：美元/盎司）



资料来源：wind，民生证券研究院

金价作为保值资产，上涨潜力依然充足。考虑到各国利率政策周期不同和经济增速的差异，以不同货币计价的金价涨跌幅也不同，但自 2020 年以来大都曾创下历史新高，其中以日元计价的黄金更是不断创新高，背后实际上反映的是全球纸币发行增速超过 GDP 实际增速，全球货币信用整体步入下行周期。

图23：2020 年以来不同国家货币计价的黄金涨跌幅



资料来源：wind，民生证券研究院

4 投资建议：黄金牛市加速

我们认为在全球货币超发、美元信用弱化以及地缘局势加温、美国二次通胀潜在风险上升的宏观叙事下，以对外关税政策、海外风险资产收益受挫以及全球央行持续购金为代表进一步强化黄金的避险价值与保值功能，伴随金价的大幅上扬黄金牛市开始加速。考虑当前美国降息周期或将长期持续，我们认为未来金价上涨空间依然较大。综上，2025年贵金属行业维持“推荐”评级。重点推荐：万国黄金集团、中金黄金、山金国际、招金矿业、赤峰黄金、山东黄金。建议关注：中国黄金国际、盛达资源、兴业银锡。

5 风险提示

1) 金属价格大幅波动。黄金价格变动受众多因素影响,若金属价格大幅波动,可能会对贵金属板块收益产生一定不利影响。

2) 海外地缘政治风险。俄乌冲突持续影响供应,同时地缘冲突风险也影响市场避险情绪,影响未来贵金属板块需求。

3) 安全生产风险。金矿开采存在一定安全隐患和风险,包括采空区垮冒、巷道垮塌、井下火灾和透水等,若安全事故频发将对行业整体产生不利影响。

插图目录

图 1: 美国 COMEX 黄金库存开启大幅增长.....	3
图 2: 2024 下半年地缘政治风险回升.....	3
图 3: 伦敦金库黄金库存 (单位: 千盎司)	4
图 4: 伦敦金库白银库存 (单位: 千盎司)	4
图 5: 黄金整体期现价差处于高位 (单位: 美元/盎司)	5
图 6: 美国 2020-2021 年也曾发生大规模补库行为.....	5
图 7: 美联储连续大规模降息曾催动黄金库存大幅上涨.....	6
图 8: 黄金仅占投资于全球金融资产的 1%	7
图 9: 货币角度看, 黄金约占储备总额的 16%.....	7
图 10: 主要黄金 ETF 持仓 (单位: 吨) (截至 2025 年 1 月)	7
图 11: 2024 年美国 M7 相对涨跌幅.....	8
图 12: BTC 价格与 VIX 指数 (BTC 单位: 美元)	8
图 13: 2025 年美国 M7 相对涨跌幅 (以 2025 年 1 月 5 日为基期)	9
图 14: 美国比特币与黄金价格.....	9
图 15: 世界各国黄金储备与金价呈正相关.....	10
图 16: 全球卫生公共事件以来主要经济体资产大幅增长.....	11
图 17: 美国资产负债表规模公共卫生事件后大幅增长 (单位: 左轴: 百万美元; 右轴: 美元/盎司)	11
图 18: 全球官方储备资产构成及黄金占比 (单位: 左: 十亿美元; 右: %)	11
图 19: 全球央行历史购金情况 (左轴: 吨; 右轴: 美元/盎司)	12
图 20: 2024 年全球央行分国别净买入情况 (单位: 吨)	12
图 21: 全球央行持续购金.....	13
图 22: 中国央行黄金储备 (左: 吨, 右: 美元/盎司)	13
图 23: 2020 年以来不同国家货币计价的黄金涨跌幅.....	14

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
----------------------	---

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048