



# 贵金属行业研究

**买入（维持评级）**
**行业专题研究报告**

证券研究报告

金属材料组

分析师：李超（执业 S1130522120001）

lichao3@gjzq.com.cn

## 掘“金”系列（八）：三重框架下的历史新高，金价有望冲击 3100 美元

### 投资观点

2025 年 1 月，伦敦现货金价+6.26%至 2812.05 美元/盎司，SHFE 金价+4.1%至 646.36 元/克。从国内外金价表现来看，1 月中上旬受到人民币持续贬值的影响，沪金先于海外金价达到历史新高。

25 年以来黄金价格持续上涨，伦敦现货黄金价格自 24 年年底的 2611 美元/盎司上涨至 25 年 1 月底的 2812 美元/盎司，一举突破 24 年 10 月的历史高点，续创历史新高。年初以来金价大幅上涨，我们认为主要由以下几个核心逻辑驱动：（1）美国关税不确定性引发的再通胀风险及避险情绪；（2）1 月中上旬油价大幅上涨导致的通胀预期抬升；（3）美国四季度 GDP 增速低于预期引致的滞胀担忧；（4）12 月美国 CPI 增速低于预期且 1 月底议息会议鹰派情绪较 12 月有所缓解；（5）巴以和俄乌冲突等地缘政治风险引发的避险情绪。

**实际利率分析框架角度来看，通胀抬升与利率下移先后主导金价走高。**1 月份的金价上涨可以分为两个阶段，第一阶段为 1 月中上旬的通胀预期抬升导致的金价上涨，实际利率波动幅度小于通胀预期波动幅度。第二阶段为 1 月中下旬，名义利率下行带动实际利率下行导致的金价上涨，实际利率波动幅度大于通胀预期波动幅度。其中的逻辑转折点或与特朗普在社交媒体首次提及“对外税务局”和中东地缘风险缓和导致的油价下跌相关。1 月 24 日日央行加息 25BP，致美元相对走弱，1 月 30 日欧央行降息 25BP，从全球流动性角度完成对金价的助推，当日的美联储议息会议鹰派倾向较 12 月有所缓和。

**市场供需分析框架角度来看，关税预期或为本轮金价启动的触发因素之一。**1 月 8 日，据美国有线电视新闻网（CNN）报道，特朗普正在考虑就任后宣布美国进入“国家经济紧急状态”，并引用《国际经济紧急权力法案》（IEEPA），为向世界各国无差别征税提供法律依据。1 月 14 日，特朗普在其自创的社交平台“真相社交”上宣布，他将在 1 月 20 日正式成立“对外税务局”，专门负责征收关税和所有来自海外的收入。关税预期使得美国境内金价理论上高于其他国家金价，在这一预期的推动下 COMEX 金价相对伦敦现货金价价差在 1 月中上旬显著拉大，且自 1 月 8 日以后 COMEX 黄金库存开始加速上升，以应对关税可能引发的逼仓情形。COMEX 与 LBMA 价差自 1 月 20 日开始逐步缩小，或因特朗普就职演说中只针对墨西哥、加拿大以及中国加征关税，并非全球性的普遍关税，因而此前关税预期导致的价差以伦敦现货金价补涨而收窄。

**信用分析框架角度来看，财政赤字及债务上限隐忧仍存，DeepSeek 海外热潮扰动信用体系。**1 月 2 日美国债务上限自 31.38 万亿美元上修至 36.1 万亿美元，而 1 月底美国未偿公共债务总额已经达到 36.22 万亿美元，创纪录的未偿债务对应的利息支出进一步加重了财政负担。特朗普政府相关政策对于未来财政赤字的影响依然处于混沌状态，但再通胀背景下的高利率压力依然对美元信用进行逐步蚕食。1 月下旬 DeepSeek 开源模型信息在海外媒体的逐步发酵导致月末海外科技股大幅回调，对美国经济长期增长动能削弱的担忧使得美元信用进一步受到影响。1 月上旬国内 12 月央行购金数据的发布以及 2 月初 24 年四季度全球央行购金数据的发布，则是信用体系受损的具象化表达，进一步推升金价持续创新高。

### 投资建议

在特朗普政府上任后美国通胀和通胀预期将有所抬升，压降短端实际利率水平，有望提振金价，而下半年随着相关财政政策的执行，预计赤字率或有超预期抬升，基于信用分析框架，金价有望突破 3000 美元大关。基于我们的两阶段 6 因素黄金价格模型，我们对 2025 年的黄金价格进行预测，预计 25 年金价相对于 24 年年末上涨 17.1%至 3092 美元/盎司。建议关注山东黄金、中金黄金、湖南黄金、山金国际等标的。

### 风险提示

美联储紧缩货币政策反复，黄金公司业绩不及预期，美国经济超预期向好。



## 内容目录

一、再通胀预期叠加避险情绪，金价再创历史新高.....	5
1.1 三重黄金分析框架体系下的价格新高.....	5
1.2 实际金价超越 1980 年，创历史新高.....	6
1.3 25 年金价中枢有望达到 3100 美元/盎司左右.....	6
1.4 贵金属板块相对收益明显，海外黄金股涨幅超国内.....	7
二、美联储维持降息周期，25 年有望停止缩表.....	8
2.1 25 年 1 月美联储议息会议鹰派倾向有所缓释.....	8
2.2 2025 年美联储有望停止缩表，流动性边际有望进一步放松.....	8
2.3 2024 年 12 月美国核心 PCE 通胀下行.....	9
2.4 美国 2025 年 1 月就业市场总体增长放缓.....	11
2.5 美国通胀预期有所抬升，美债期限利差维持稳定.....	13
2.6 美欧日服务业 PMI 仍处于扩张区间.....	16
2.7 黄金 ETF 持仓有所下降.....	17
三、Q4 全球央行购金环比大增，国内黄金进口维持增长.....	19
3.1 4Q24 全球央行购金量同环比大增.....	19
3.2 黄金作为资产配置地位持续加强.....	21
3.3 黄金相对比价未达历史高位.....	21
四、贵金属全球供需平衡.....	22
4.1 2024 年四季度全球黄金供需过剩 20.3 吨.....	22
4.2 世界白银协会预测 2024 年白银短缺 6693 吨.....	23
五、公司估值历史低位，板块相对收益明显.....	23
5.1 黄金公司 PE 历史估值水位.....	23
5.2 黄金公司 PB 历史估值水位.....	25
5.3 主要黄金公司估值比较.....	25
六、投资建议.....	26
七、风险提示.....	26

## 图表目录

图表 1：黄金价格.....	5
图表 2：白银价格.....	6
图表 3：通胀调整的金价（CPI：2024 年 12 月=100）.....	6
图表 4：黄金价格模型各指标对金价贡献（单位：美元/盎司）.....	7



图表 5: 模型预测 2025 年金价上涨至 3100 美元/盎司左右	7
图表 6: 2025 年 1 月贵金属行业指数+7.99%	8
图表 7: 2025 年 1 月国内外重点黄金股涨跌幅 (%)	8
图表 8: 金价&实际利率	8
图表 9: 25 年 1 月中下旬实际利率持续走低 (%)	8
图表 10: 联邦基金目标利率&美联储资产	9
图表 11: 负债端缩表以逆回购下降实现 (十亿美元)	9
图表 12: 美联储资产负债表 (截至 2025 年 2 月 5 日)	9
图表 13: 美国 CPI&核心 CPI 同比	10
图表 14: 美国 PCE&核心 PCE 同比	10
图表 15: 美国核心 CPI 各分项权重	10
图表 16: 美国核心 CPI 分项同比 (%)	10
图表 17: 美国核心商品 CPI 同比	11
图表 18: 美国核心服务 CPI 同比	11
图表 19: 美国核心 CPI 分项环比 (%)	11
图表 20: 美国房屋 CPI 同比与 20 个大中城市房价同比	11
图表 21: 美国新增非农就业人数 (千人)	12
图表 22: 美国失业率&职位空缺率	12
图表 23: 服务新增非农就业分项 (千人)	12
图表 24: 生产新增非农就业分项 (千人)	12
图表 25: 美国新增非农就业人数累计季调值与金价正相关	13
图表 26: 非农平均时薪同比与薪资增速追踪 (%)	13
图表 27: 其他主要经济体 CPI 同比	13
图表 28: 美国通胀预期期限结构 (%)	14
图表 29: 美债期限结构 (%)	14
图表 30: 2024 年 12 月 FOMC 会议利率点阵图	15
图表 31: OIS 隐含利率 (%)	15
图表 32: 2025 年联邦基金利率预测 (单位: %)	15
图表 33: 2026 年联邦基金利率预测 (单位: %)	15
图表 34: 2027 年联邦基金利率预测 (单位: %)	15
图表 35: 长期联邦基金利率预测 (单位: %)	15
图表 36: 2025 年实际 GDP 增速预期提升 (单位: %)	16
图表 37: 2025 年失业率预测下降 (单位: %)	16
图表 38: 2025 年 PCE 通胀预期提升 (单位: %)	16
图表 39: 2025 年核心 PCE 通胀预期提升 (单位: %)	16



图表 40:	主要经济体制造业 PMI	17
图表 41:	主要经济体服务业 PMI	17
图表 42:	主要经济体 GDP 增速	17
图表 43:	主要经济体近两年 GDP 增速	17
图表 44:	COMEX 黄金非商业持仓	17
图表 45:	COMEX 黄金非商业净持仓	17
图表 46:	全球黄金 ETF 持仓 (单位: 吨, 美元/盎司)	18
图表 47:	黄金库存	18
图表 48:	COMEX 白银总持仓	18
图表 49:	白银库存	19
图表 50:	LBMA 金银库存	19
图表 51:	全球央行黄金储备	19
图表 52:	全球央行季度购金量	19
图表 53:	全球央行购金需求	20
图表 54:	2024 年主要购金&售金国家 (吨)	20
图表 55:	中国央行黄金储备	20
图表 56:	中国央行月度持续购金	20
图表 57:	中国海关黄金进口量季节图 (吨)	20
图表 58:	黄金和美元占全球外汇储备比重	20
图表 59:	金铜比与美债名义利率	21
图表 60:	近两年金铜比	21
图表 61:	金油比与 VIX 指数	22
图表 62:	近两年金油比	22
图表 63:	金银比与美元指数	22
图表 64:	近两年金银比	22
图表 65:	黄金供需平衡	23
图表 66:	白银供需平衡	23
图表 67:	黄金重点上市公司 P/E TTM (10Y)	24
图表 68:	黄金重点上市公司 P/B MRQ (10Y)	25
图表 69:	黄金重点上市公司 2024 年估值对比 (含平均值与最大值, 数据截至 2025 年 1 月 17 日)	26



## 一、再通胀预期叠加避险情绪，金价再创历史新高

### 1.1 三重黄金分析框架体系下的价格新高

2025年1月，伦敦现货金价+6.26%至2812.05美元/盎司，COMEX金价+5.58%至2809.3美元/盎司，SHFE金价+4.1%至646.36元/克。伦敦现货银价+7.48%至31.61美元/盎司，COMEX银价+8.09%至32.12美元/盎司，SHFE银价+1.25%至7694元/千克。从国内外金价表现来看，1月中上旬受到人民币持续贬值的影响，沪金先于海外金价达到历史新高。

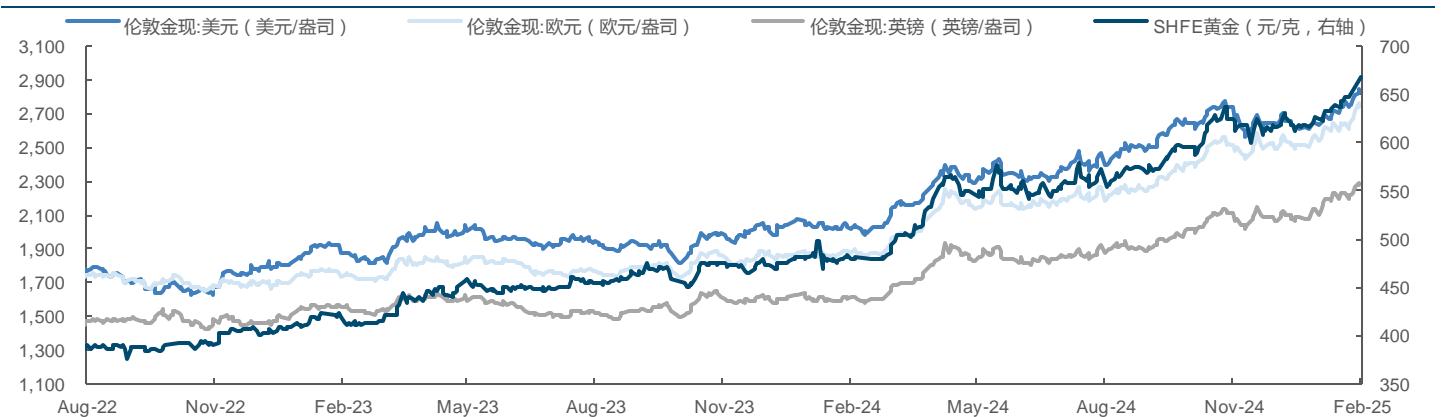
25年以来黄金价格持续上涨，伦敦现货黄金价格自24年年底的2611美元/盎司上涨至25年1月底的2812美元/盎司，一举突破24年10月的历史高点，续创历史新高。年初以来金价大幅上涨，我们认为主要由以下几个核心逻辑推动：(1)美国关税不确定性引发的再通胀风险及避险情绪；(2)1月中上旬油价大幅上涨导致的通胀预期抬升；(3)美国四季度GDP增速低于预期引致的滞胀担忧；(4)12月美国CPI增速低于预期且1月底议息会议鹰派情绪较12月有所缓解；(5)巴以和俄乌冲突等地缘政治风险引发的避险情绪。

从中观的实际利率分析框架角度来看，通胀抬升与利率下移先后主导金价走高。1月份的金价上涨可以分为两个阶段，第一阶段为1月中上旬的通胀预期抬升导致金价上涨，实际利率波动幅度小于通胀预期波动幅度。第二阶段为1月中下旬，名义利率下行带动实际利率下行导致金价上涨，实际利率波动幅度大于通胀预期波动幅度。其中的逻辑转折点或与特朗普在社交媒体首次提及“对外税务局”和中东地缘风险缓和导致的油价下跌相关。1月24日日央行加息25BP，致美元相对走弱，1月30日欧央行降息25BP，从全球流动性角度完成对金价的助推，当日的美联储议息会议鹰派倾向较12月有所缓和。

从市场供需分析框架角度来看，关税预期或为本轮金价启动的触发因素之一。1月8日，据美国有线电视新闻网(CNN)报道，特朗普正在考虑就任后宣布美国进入“国家经济紧急状态”，并引用《国际经济紧急权力法案》(IEEPA)，为向世界各国无差别征税提供法律依据。1月14日，特朗普在其自创的社交平台“真相社交”上宣布，他将在1月20日正式成立“对外税务局”，专门负责征收关税和所有来自海外的收入。关税预期使得美国境内金价理论上高于其他国家金价，在这一预期的推动下COMEX金价相对伦敦现货金价价差在1月中上旬显著拉大，且自1月8日以后COMEX黄金库存开始加速上升，以应对关税可能引发的逼仓情形。COMEX与LBMA价差自1月20日开始逐步缩小，或因特朗普就职演说中只针对墨西哥、加拿大以及中国加征关税，并非全球性的普遍关税，因而此前关税预期导致的价差以伦敦现货金价补涨而收窄。

从宏观的信用分析框架角度来看，财政赤字及债务上限隐忧仍存，DeepSeek海外热潮扰动信用体系。1月2日美国债务上限自31.4万亿美元上修至36.1万亿美元，而1月底美国未偿公共债务总额已经达到36.22万亿美元，创纪录的未偿债务对应的利息支出进一步加重了财政负担。特朗普政府相关政策对于未来财政赤字的影响依然处于混沌状态，但再通胀背景下的高利率压力依然对美元信用进行逐步蚕食。1月下旬DeepSeek开源模型信息在海外媒体的逐步发酵导致月末海外科技股大幅回调，对美国经济长期增长动能削弱的担忧使得美元信用进一步受到影响。1月上旬国内12月央行购金数据的发布以及2月初24年四季度全球央行购金数据的发布，则是信用体系受损的具象化表达，进一步推升金价持续创新高。

图表1：黄金价格



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所



### 1.2 实际金价超越 1980 年，创历史新高

通过将伦敦现货黄金价格剔除美国 CPI (2024 年 12 月=100) 以后的价格作为黄金的实际价格，实际金价自 1968 年以来经历了四轮大幅上涨周期，1980 年 1 月实际金价均价达 2740 美元/盎司/CPI，2011 年 9 月实际金价均价达 2465 美元/盎司/CPI，2020 年 8 月实际金价均价达 2390 美元/盎司/CPI，2024 年 10 月实际金价均价达 2690 美元/盎司/CPI。

2025 年 1 月实际金价均价为 2709.69 美元/盎司/CPI，接近 1980 年的历史高点，而 2 月截至目前的实际金价均价已然超过 1980 年的历史高点，确立了实际金价层面的历史新高。

图表2：白银价格



图表3：通胀调整的金价 (CPI: 2024 年 12 月=100)



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

### 1.3 25 年金价中枢有望达到 3100 美元/盎司左右

根据我们 2023 年 12 月发布的报告《掘“金”系列（四）：加息周期结束，黄金股右侧配置期确认》，我们利用 OLS 回归构建了黄金价格模型，在各影响因素中，PCE 物价指数对黄金价格贡献最为显著，其次是美元指数，综合来看机会成本和通胀层面对于黄金价格的贡献最大。

为进一步探究黄金价格的影响因素，我们对此前的黄金价格模型进行了优化。由于 2016 年开始“逆全球化”浪潮逐步发酵：英国举行“脱欧公投”，特朗普从参选美国总统时就提倡贸易保护主义，上台后签署多项行政命令退出国际组织。我们认为，2016 年后由于“逆全球化”浪潮的影响，黄金价格影响因素或与此前产生变化，因此我们以 2015 年底为分界，构建了两阶段的黄金价格回归模型。

根据逻辑推理及统计学原理，我们从风险、机会成本、通胀、财政和动量趋势五个层面分析影响黄金价格因素，其中：(1) 风险层面包括地缘政治风险指数、标普 500VIX 指数；

(2) 机会成本层面包括十年期实际收益率、美元指数、美元兑人民币；(3) 通胀层面包括 CPI 物价指数、通胀意外指数；(4) 财政层面包括美国累计赤字率、美联储持有国债；

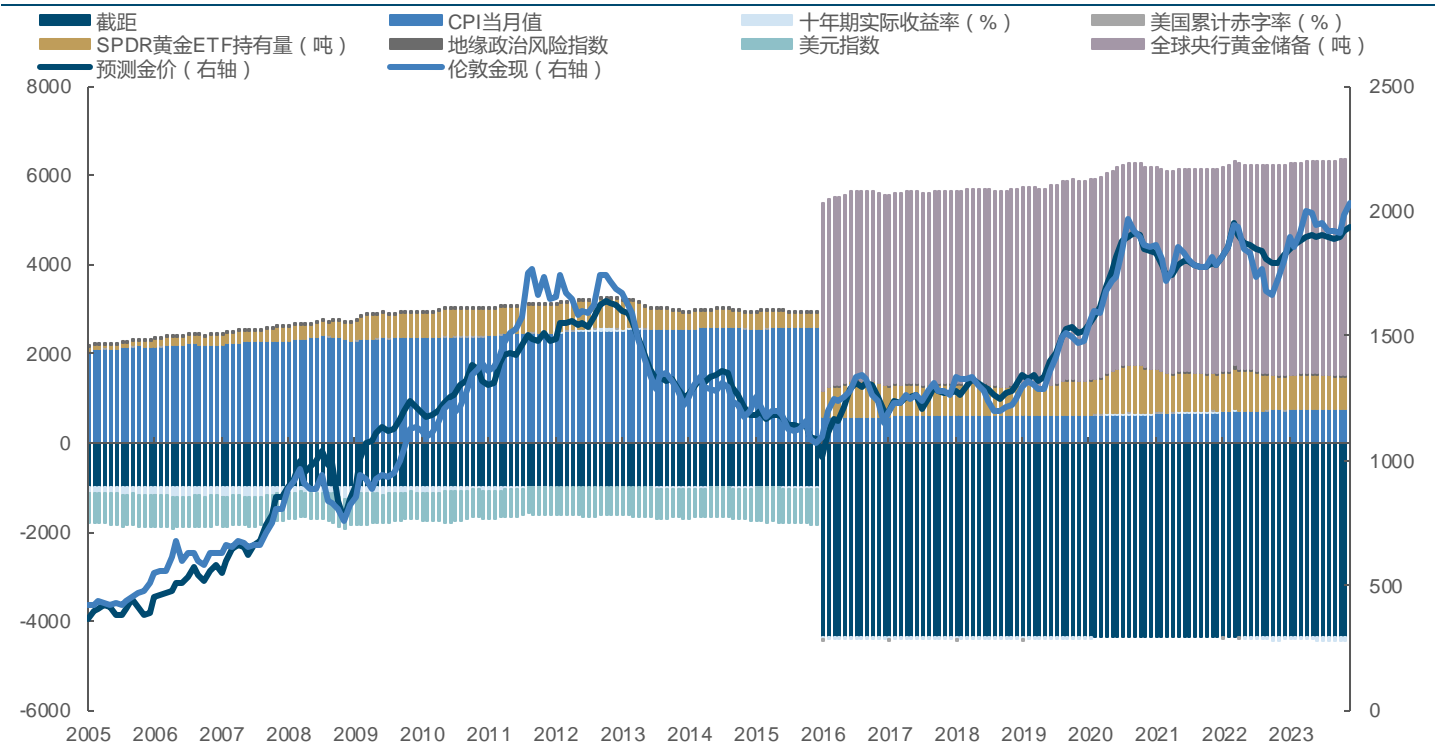
(5) 动量趋势层面包括 SPDR 黄金 ETF 持有量、全球央行黄金储备。为避免内生性问题，首先去除了标普 500VIX 和通胀意外指数；为避免多重共线性问题，又剔除了美联储持有国债和美元兑人民币；最后，由 Lasso 模型进行变量的自主选择与回归。

一阶段模型确定 CPI、实际收益率、累计赤字率、黄金 ETF 持有量、地缘政治风险和美元指数 6 个变量为黄金价格回归模型的自变量；二阶段模型确定 CPI、实际收益率、累计赤字率、黄金 ETF 持有量、地缘政治风险指数和全球央行黄金储备 6 个变量为回归自变量，从 Lasso 回归的结果来看，两阶段模型调整后的 R2 分别为 95.98% 和 97.02%，模型具有高度的拟合效果，且通过内生性和多重共线性检验。

根据模型的回归结果拟合出模型预测的金价中枢，在第一阶段的各影响因素中，CPI 指数对黄金价格贡献最为显著，其次是美元指数；而在第二阶段模型中，对黄金价格影响最大的因素是全球央行黄金储备，其次是 SPDR 黄金 ETF 的持有量。



图表4: 黄金价格模型各指标对金价贡献 (单位: 美元/盎司)



来源: iFinD, Wind, 国金证券研究所

基于上述两阶段黄金价格模型, 我们对 2025 年的黄金价格进行预测, 考虑模型未包括的解释因素后, 2025 年预测金价相对于 2024 年年末上涨 17.1% 至 3092 美元/盎司。

图表5: 模型预测 2025 年金价上涨至 3100 美元/盎司左右

一阶段模型 (2005-2015)	2015 年	二阶段模型 (2016-2024)	2023 年	2024 年	2025E
CPI 当月值	236.53	CPI 当月值	306.75	315.61	325.08
十年期实际收益率 (%)	0.73	十年期实际收益率 (%)	1.84	2.24	1.50
美国累计赤字率 (%)	2.61	美国累计赤字率 (%)	6.43	6.71	10.00
SPDR 黄金 ETF 持有量 (吨)	642.37	SPDR 黄金 ETF 持有量 (吨)	879.11	872.52	1,200.00
地缘政治风险指数	148.24	地缘政治风险指数	142.28	140.87	150.00
美元指数	98.34	全球央行黄金储备 (吨)	37,877.38	38,720.00	39,680.00
<b>模型预测金价 (美元/盎司)</b>	<b>1,083.79</b>	<b>模型预测金价 (美元/盎司)</b>	<b>1,938.11</b>	<b>2,045.62</b>	<b>2,497.18</b>
模型未考虑的因素	-15.65	模型未考虑的因素	94.31	595.27	595.27
<b>最终预测金价 (美元/盎司)</b>	<b>1,068.14</b>	<b>最终预测金价 (美元/盎司)</b>	<b>2,032.42</b>	<b>2,640.89</b>	<b>3,092.46</b>
		涨幅		21.08%	17.10%

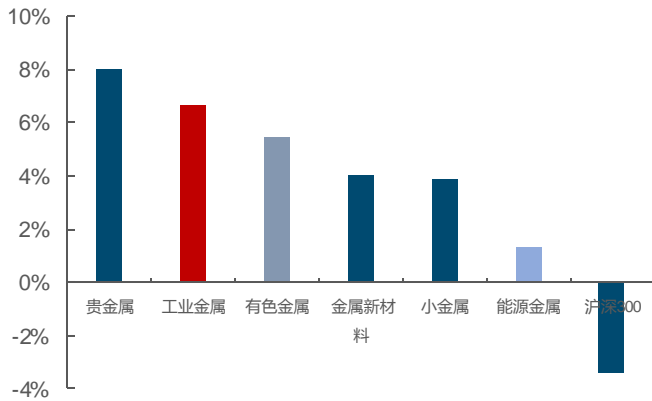
来源: iFinD, Wind, 国金证券研究所

#### 1.4 贵金属板块相对收益明显, 海外黄金股涨幅超国内

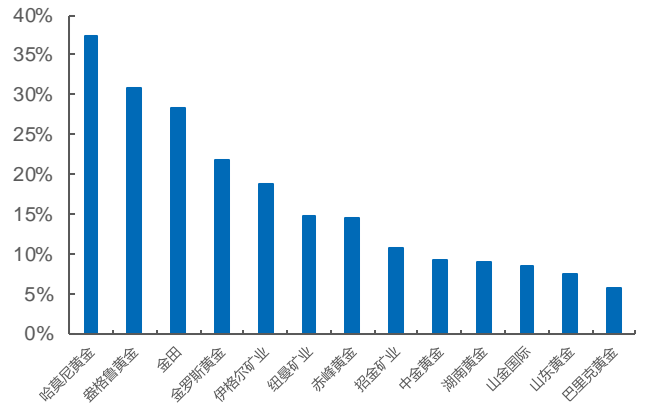
2025 年 1 月, 沪深 300 指数-3.42%, 申万有色金属行业指数+5.46%, 申万贵金属行业指数+7.99%, 相对沪深 300 指数超额收益 11.41%。



图表6: 2025年1月贵金属行业指数+7.99%



图表7: 2025年1月国内外重点黄金股涨跌幅 (%)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

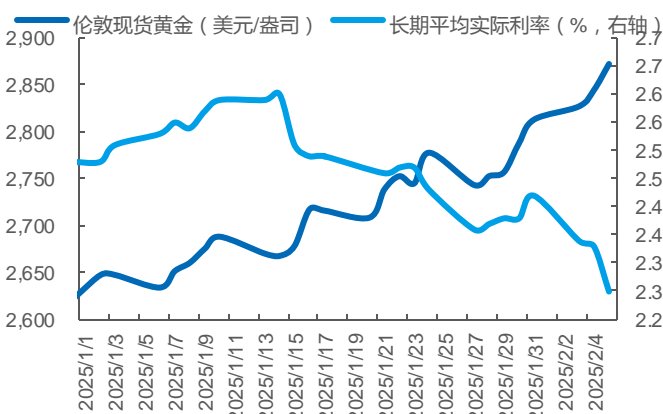
## 二、美联储维持降息周期，25年有望停止缩表

### 2.1 25年1月美联储议息会议鹰派倾向有所缓释

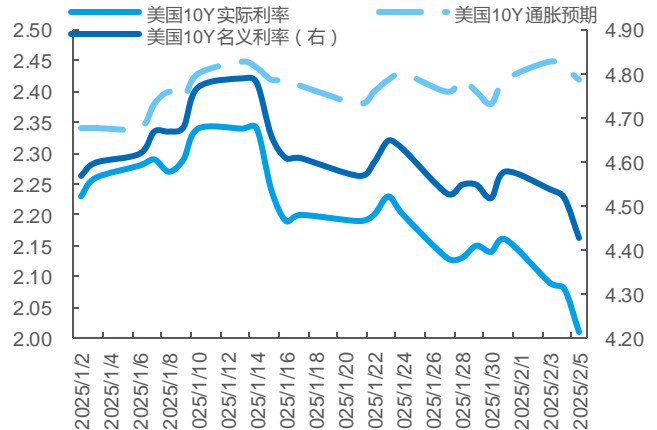
2025年1月FOMC会议，美联储决定维持联邦基金利率目标区间在4.25%-4.50%不变，这是自2024年9月本轮降息周期开启以来的首次暂停降息。鲍威尔在发布会上表示，美联储将继续关注通胀数据，并在未来几个月评估是否需要进一步调整货币政策。尽管会议声明中删除了“通胀取得进展”的表述，但鲍威尔强调，这一变化仅是为了文本精简，并非传达新的政策信号。2025年1月17日，美联储理事沃勒表示，如果经济数据继续向好，美联储可能会在2025年上半年再次降息。美联储官员在过去两个月的讲话表明，货币政策逐步向中性水平调整的趋势已较为明确，降息的可能性依然存在。

1月份的金价上涨可以分为两个阶段，第一阶段为1月中上旬的通胀预期抬升导致的金价上涨，实际利率波动幅度小于通胀预期波动幅度。第二阶段为1月中下旬，名义利率下行带动实际利率下行导致的金价上涨，实际利率波动幅度大于通胀预期波动幅度。其中的逻辑转折点或与特朗普在社交媒体首次提及“对外税务局”和中东地缘风险缓和导致的油价下跌相关。1月24日央行加息25BP，致美元相对走弱，1月30日欧央行降息25BP，从全球流动性角度完成对金价的助推，当日的美联储议息会议鹰派倾向较12月有所缓释。

图表8: 金价&实际利率



图表9: 25年1月中下旬实际利率持续走低 (%)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

### 2.2 2025年美联储有望停止缩表，流动性边际有望进一步放松

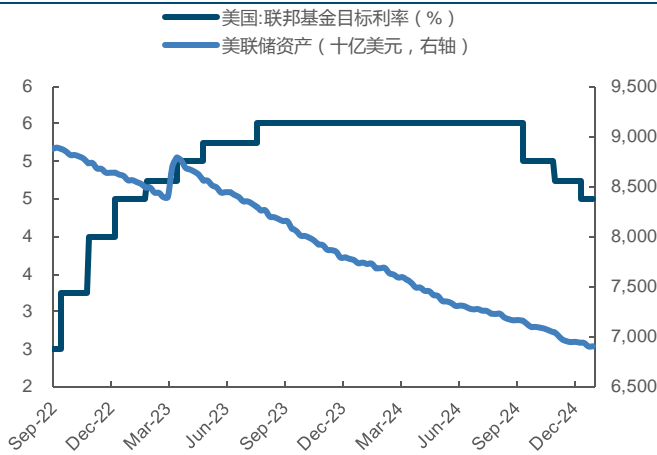
25年1月的议息会议上，鲍威尔表示，美联储将继续减持美国国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券(MBS)，量化紧缩(QT)行动计划未变。

美联储主席鲍威尔在新闻发布会上暗示，美联储在缩减资产负债表规模方面仍有运行空间。他表示，银行系统储备仍然“充足”。根据纽约联储对一级交易商和市场参与者的调查，三分之二的受访者预计美联储缩表将在2025年第一季度或第二季度结束。

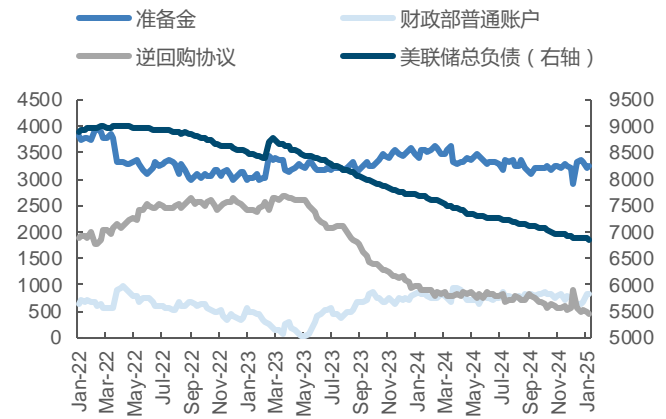




图表10: 联邦基金目标利率&美联储资产



图表11: 负债端缩表以逆回购下降实现 (十亿美元)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

1月2日美国债务上限自31.38万亿美元上修至36.1万亿美元,而1月底美国未偿公共债务总额已经达到36.22万亿美元,目前来看美国债务上限问题尚未得到最终解决。若25年债务上限问题得以解决,财政部将增加其普通账户(TGA)余额,而在美联储资产负债表的负债端,财政部普通账户与准备金存在此消彼长的关系,届时TGA余额的上升将导致准备金余额出现大幅下降,进而导致美联储停止缩表。

目前市场预期25年上半年美联储结束缩表的概率较高,结束缩表后美联储在流动性量的层面不再进一步收紧,而降息预期依然维持,因此对于黄金来说,流动性从量价角度依然维持放松的总基调。历史复盘来看,只要美国流动性没有边际收紧的预期和趋势,金价上行趋势就不会终止。

图表12: 美联储资产负债表 (截至2025年2月5日)

占比	单位: 百万美元	2025/2/5	周环比	月环比	年同比	2025/1/29	2025/1/8	2024/2/7
100.00%	总资产	6,862,159	-6,542	-42,491	-819,937	6,868,701	6,904,650	7,682,096
98.58%	储备资产	6,764,976	-6,681	-42,919	-830,126	6,771,657	6,807,895	7,595,102
94.52%	持有证券	6,485,850	-8,567	-40,826	-626,262	6,494,417	6,526,676	7,112,112
62.17%	国债	4,265,944	-8,567	-25,123	-426,664	4,274,511	4,291,067	4,692,608
0.03%	联邦机构债务证券	2,347	0	0	0	2,347	2,347	2,347
32.32%	住房抵押支持证券	2,217,559	0	-15,703	-199,597	2,217,559	2,233,262	2,417,156
3.60%	未摊销溢价	246,850	-447	-2,162	-28,705	247,297	249,012	275,555
-0.35%	未摊销折扣	-24,071	-105	-615	1,452	-23,966	-23,456	-25,523
0.00%	回购协议	0	-3	0	0	3	0	0
0.00%	外国官方	0	0	0	0	0	0	0
0.00%	其他	0	-3	0	0	3	0	0
0.08%	贷款	5,212	-127	-2,501	-165,289	5,339	7,713	170,501
0.11%	主街贷款计划净持仓	7,394	-254	-876	-7,709	7,648	8,270	15,103
0.00%	市政流动性工具净持仓	0	0	0	-1	0	0	1
0.00%	期限ABS贷款工具净持仓	0	0	0	0	0	0	0
0.00%	浮动盈亏	-336	684	135	-15	-1,020	-471	-321
0.00%	央行流动性互换	76	-2	-1,044	-154	78	1,120	230
0.64%	其他储备资产	44,001	2,140	4,970	-3,443	41,861	39,031	47,444
0.26%	外币计价资产	17,769	124	371	-298	17,645	17,398	18,067
0.16%	货币黄金	11,041	0	0	0	11,041	11,041	11,041
0.22%	特别提款权	15,200	0	0	10,000	15,200	15,200	5,200
0.77%	未偿还国库券货币	53,173	14	56	487	53,159	53,117	52,686
52.88%	总负债(不含准备金)	3,628,831	39,216	56,617	-497,527	3,668,047	3,572,214	4,126,358
34.25%	流通货币	2,349,958	833	-16,215	22,578	2,349,125	2,366,173	2,327,380
6.64%	逆回购协议	455,413	-40,974	-116,107	-434,766	496,387	571,520	890,179
5.49%	外国官方和国际账户	376,625	2,080	-9,751	39,501	374,545	386,376	337,124
1.15%	其他	78,788	-43,054	-106,356	-474,267	121,842	185,144	553,055
0.01%	财政部持有现金	349	9	33	-73	340	316	422
14.37%	存款(不含准备金)	986,400	-1,558	191,914	-6,999	987,958	794,486	993,399
0.00%	存款机构持有的定期存款	0	0	0	0	0	0	0
11.92%	美国财政部普通账户	817,953	6,404	197,422	-3,622	811,549	620,531	821,575
0.14%	外国官方	9,683	3	-4	-8	9,680	9,687	9,691
2.31%	其他	158,765	-7,964	-5,502	-3,369	166,729	164,267	162,134
0.05%	财政部对信贷机构的捐助	3,461	0	0	-3,977	3,461	3,461	7,438
-2.43%	其他负债和资本项目	-166,750	2,473	-3,008	-74,290	-169,223	-163,742	-92,460
47.12%	准备金	3,233,328	32,674	-99,107	-322,410	3,200,654	3,332,435	3,555,738

来源: 同花顺 iFinD, 美联储, 国金证券研究所

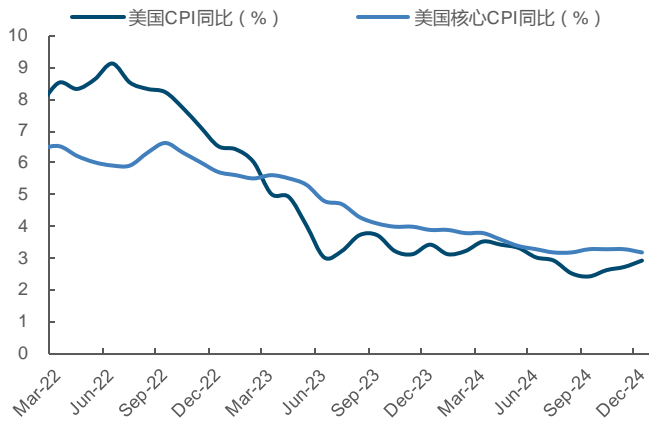
### 2.3 2024年12月美国核心PCE通胀下行

美国12月CPI同比+2.9%,符合预期,高于前值的2.7%,核心CPI同比3.2%,低于预期的3.3%,低于前值的3.3%。美国12月PCE物价指数同比2.55%,符合预期,高于前值的

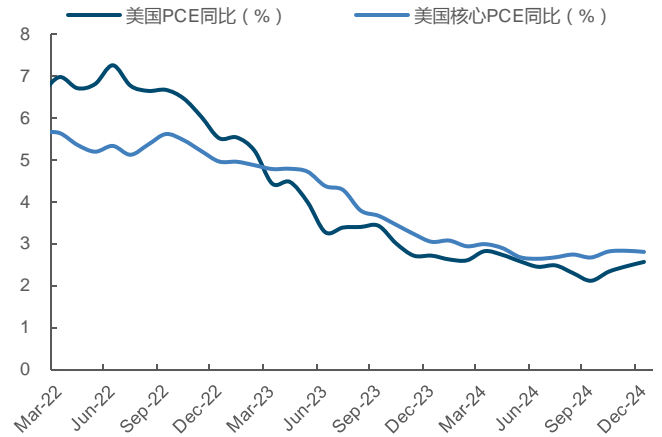


2.45%，12月核心PCE物价指数同比2.79%，符合预期，低于前值的2.82%。

图表13: 美国CPI&核心CPI同比



图表14: 美国PCE&核心PCE同比



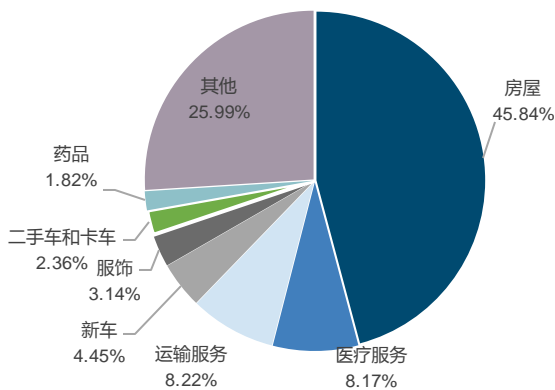
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

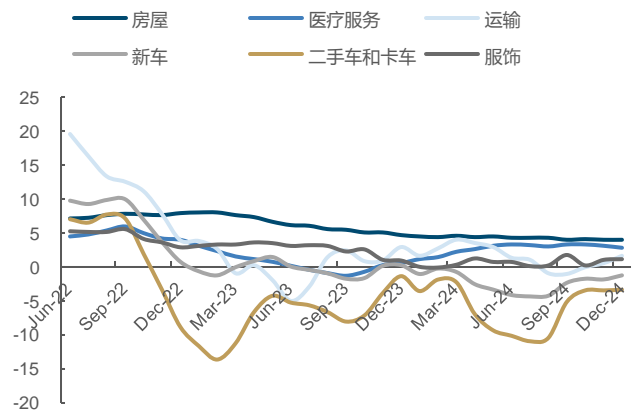
房屋 (Shelter) 在 CPI 中所占比重为 36.71%，在核心 CPI 中所占比重约为 45.84%；医疗服务 (Medical care services) 在 CPI 中所占比重为 6.54%，在核心 CPI 中所占比重约为 8.17%；运输服务 (Transportation services) 在 CPI 中所占比重为 6.59%，在核心 CPI 中所占比重约为 8.22%；新车 (New vehicles) 在 CPI 中所占比重为 3.57%，在核心 CPI 中所占比重约为 4.45%；二手车和卡车 (Used cars and trucks) 在 CPI 中所占比重为 1.89%，在核心 CPI 中所占比重约为 2.36%；服饰 (Apparel) 在 CPI 中所占比重为 2.52%，在核心 CPI 中所占比重约为 3.14%。

美国 12 月核心 CPI 同比 3.2%，环比 0.2%。核心 CPI 分项方面，医疗服务同比+2.8%，同比增速降低 0.3 个百分点，环比增速降低 0.2 个百分点至 0.1%。运输同比+1.6%，同比增速提升 1.1 个百分点，环比增速提升 1 个百分点至 1.4%；新车同比-1.3%，同比增速提升 0.6 个百分点，环比增速降低 0.1 个百分点至 0.5%；二手车和卡车同比-3.3%，同比增速降低 0.1 个百分点，环比增速降低 0.8 个百分点至 1.2%；住房同比保持+4.1%，环比保持+0.3%；服饰同比+1.2%，同比增速提升 0.1 个百分点，环比增速降低 0.1 个百分点至 0.1%。

图表15: 美国核心CPI各分项权重



图表16: 美国核心CPI分项同比 (%)



来源: 美国劳工部, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

美国 20 个大中城市房价同比后置 14 个月后数据与 CPI 房屋分项较好匹配。从这一指标的领先意义来看，这可能预示着住房通胀在 2025 年上半年会有所上行，从而加大通胀的粘性。然而，CPI 房屋分项的变化通常滞后于房价和市场租金的波动。尽管房价上涨的压力仍然存在，CPI 住所通胀更可能受到市场租金稳定的支撑，继续呈现改善趋势。目前，CPI 房屋同比增速已回落至 2022 年 2 月以来的最低水平，显示出住房市场的降温效应。

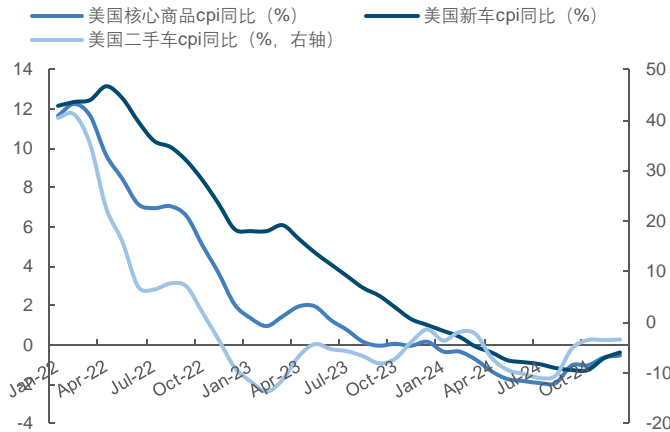
美国 12 月核心商品 CPI 同比-0.5%，高于前值的-0.6%。其中，二手车、新车是核心商品通胀的关键因素，二手车 CPI 同比-3.3%，新车 CPI 同比-0.4%，都较前值提升。

美国 12 月核心服务 CPI 同比+4.4%，低于前值的 4.6%，为全年最小读数。其中，住房通胀表现较为突出，是推动核心服务价格的主要因素之一，房租 CPI 同比+4.6%，业主等价



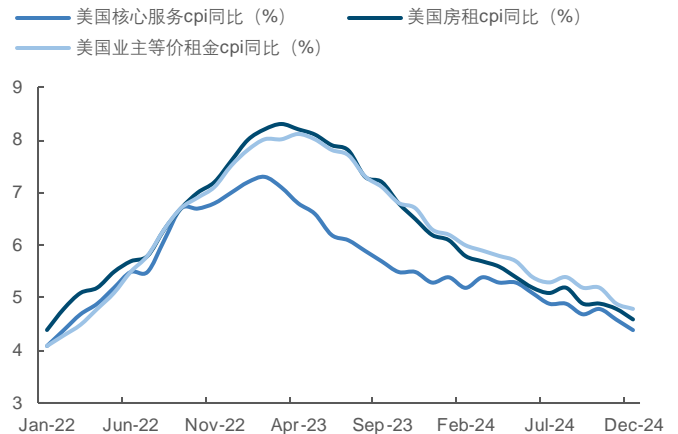
租金同比+4.8%，都较前值回落。

图表17: 美国核心商品CPI同比



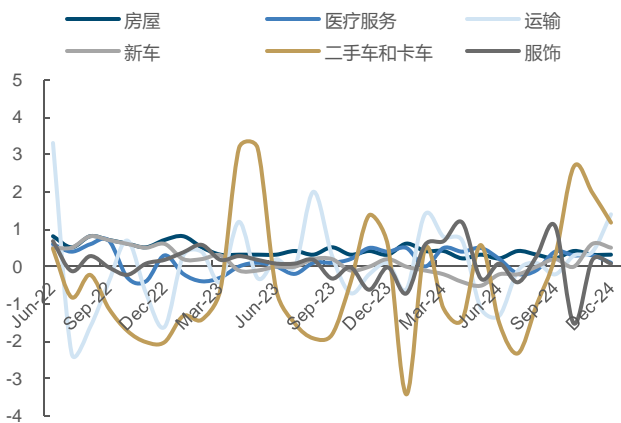
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表18: 美国核心服务CPI同比



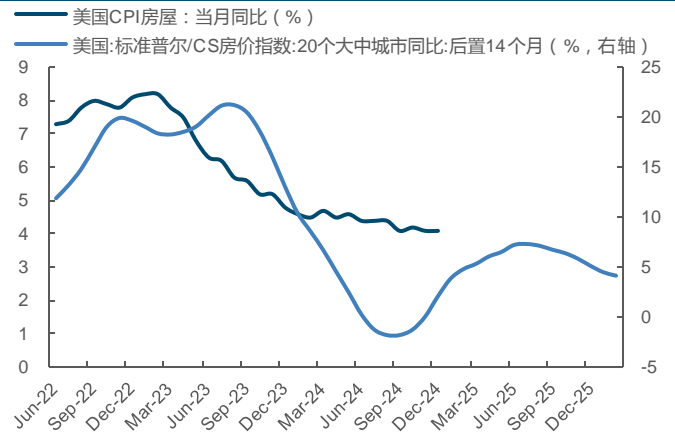
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表19: 美国核心CPI分项环比(%)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表20: 美国房屋CPI同比与20个大中城市房价同比



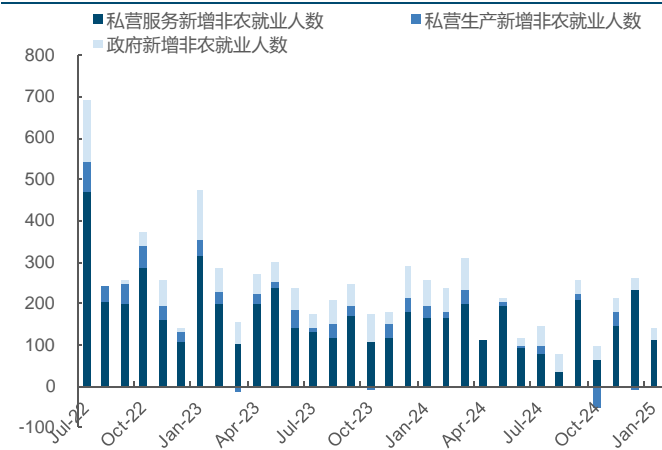
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

### 2.4 美国 2025 年 1 月就业市场总体增长放缓

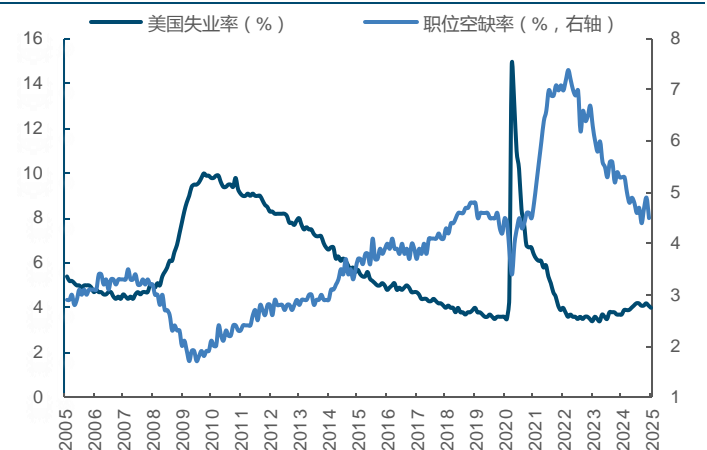
美国 25 年 1 月新增非农就业人数 14.3 万人，低于预期的 17 万人，低于前值的 25.6 万人。24 年 12 月就业人数从 25.6 万上修至 30.7 万，11 月就业人数从 21.2 万上修至 26.1 万人。24 年全年末季调非农就业基准下修 59.8 万人，前值下修 81.8 万人。25 年 1 月私营服务领域新增 11.1 万人，私营生产领域就业人数保持不变，政府新增 3.2 万人。美国 25 年 1 月失业率 4%，低于预期和前值的 4.1%。24 年 12 月职位空缺率 4.5%，环比下降 8.2 个百分点。



图表21: 美国新增非农就业人数 (千人)



图表22: 美国失业率&职位空缺率



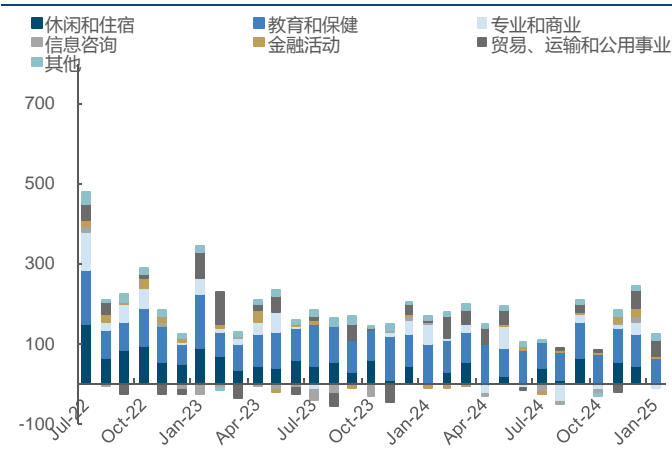
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

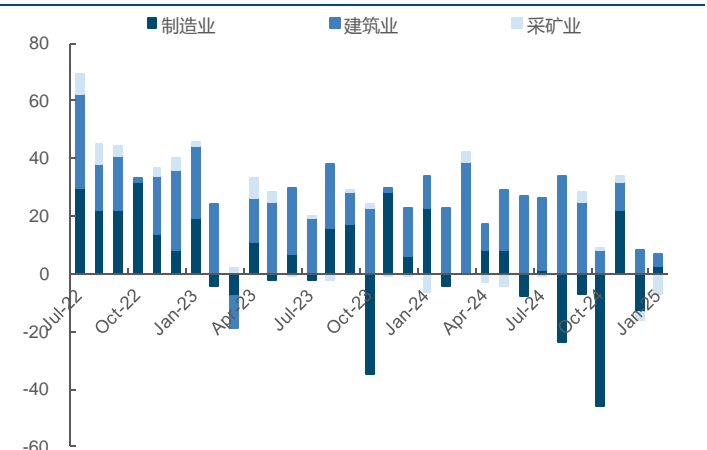
对于服务领域, 绝对增量来看, 1月教育和保健新增非农就业6.1万人, 贸易、运输和公用事业新增非农就业3.8万人, 其他新增非农就业1.7万人, 贡献服务领域主要新增非农就业。相对增量来看, 其他(环比+0.8万人)贡献主要环比增量, 休闲和住宿(环比-4.6万人)贡献主要环比减量。

对于生产领域, 绝对增量来看, 1月建筑业新增非农就业0.4万人, 贡献生产领域主要新增非农就业。相对增量来看, 制造业(环比+1.6万人)贡献环比增量, 建筑业(环比-0.4万人), 采矿业(环比-0.4万人)贡献环比减量。

图表23: 服务新增非农就业分项 (千人)



图表24: 生产新增非农就业分项 (千人)



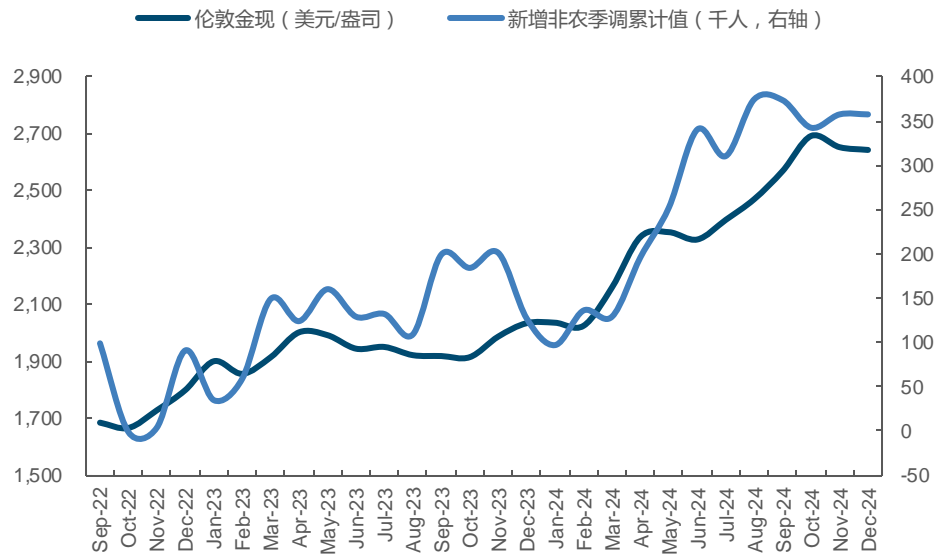
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

美国新增非农就业人数年内累计季调值与金价同向波动。新增非农就业人数年内累计季调值越高, 说明美国对于年内非农就业人数下修越多, 该指标与金价同向波动, 显示出美国经济增长与金价的负相关关系。



图表25: 美国新增非农就业人数累计季调值与金价正相关

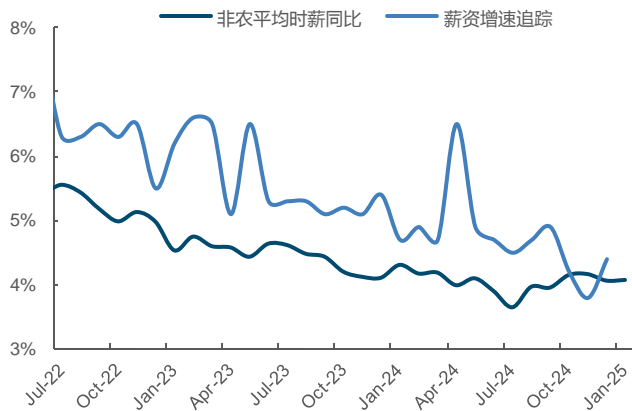


来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

薪资增速方面, 25 年 1 月美国非农平均时薪同比+4.06%, 高于前值的 4.05%, 同比提高 81BP, 24 年 12 月薪资增速追踪+4.4%, 高于前值的 3.8%, 同比下降 1 个百分点。同比增速有所回落, 对通胀支撑减弱。

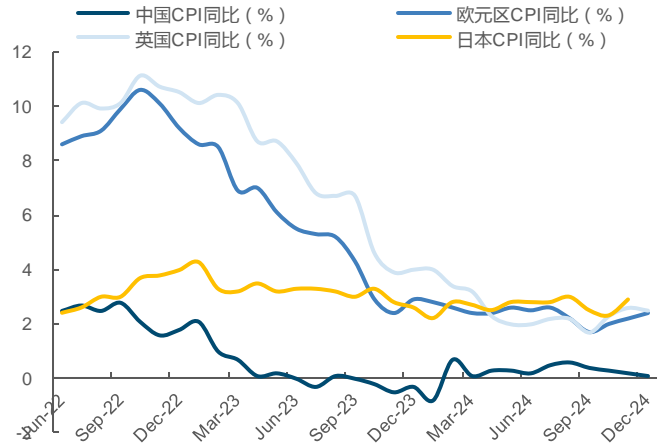
中国 12 月 CPI 同比 0.1%, 符合预期, 低于前值的 0.2%。欧元区 12 月 CPI 同比 2.4%, 符合预期, 高于前值的 2.2%。英国 12 月 CPI 同比 2.5%, 低于预期和前值的 2.6%。日本 12 月 CPI 同比 3%, 符合预期, 高于前值的 2.7%。

图表26: 非农平均时薪同比与薪资增速追踪 (%)



来源: 美国劳工局, 芝加哥联储, 国金证券研究所

图表27: 其他主要经济体 CPI 同比



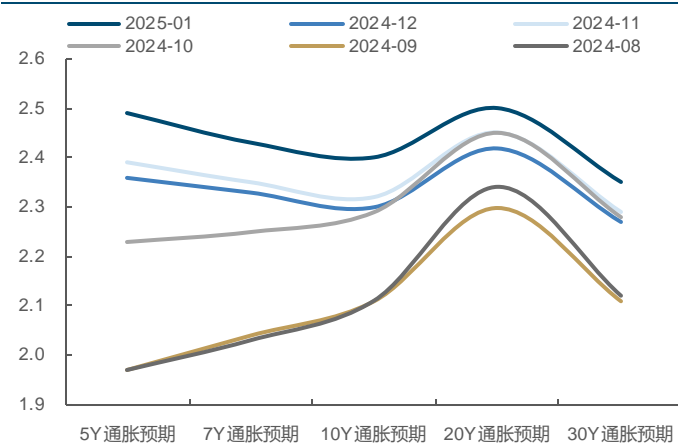
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

## 2.5 美国通胀预期有所抬升, 美债期限利差维持稳定

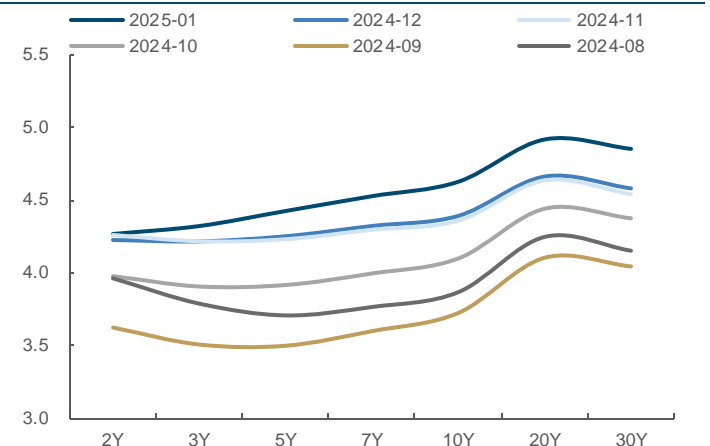
近半年, 美国 5-10 年期通胀预期持续抬升, 市场对于再通胀预期有所加强。2-10 年期美债期限利差基本维持稳定。



图表28: 美国通胀预期期限结构 (%)



图表29: 美债期限结构 (%)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

据 2025 年 2 月 7 日发布的美联储半年度货币政策报告, 美国经济整体表现良好, 就业市场更加平衡, 通胀压力有所下降。2024 年美国实际 GDP 增长 2.5%, 较 2023 年有所放缓, 但消费支出的韧性显示出经济的内在动力。通胀水平在 2024 年有所下降, 但仍高于美联储 2% 的长期目标, 核心 PCE 价格指数上涨 2.8%, 较 2023 年有所放缓。就业市场在 2024 年表现出一定的稳定性, 失业率在下半年基本保持在 4.1% 的较低水平, 劳动力市场供需更加平衡。

尽管金融市场总体“健全且有韧性”, 但在一系列市场中, 估值相对基本面而言仍较高, 包括股市、公司债和住宅房地产市场。这些高估值可能反映了市场对未来经济增长的乐观预期, 但也增加了金融市场的脆弱性。此外, 家庭和非金融企业总债务占 GDP 的比例继续下降, 处于过去二十年相对较低的水平, 但对冲基金杠杆率较高且集中, 这也引起了美联储的关注。美联储官员强调, 他们将密切监测这些市场的动态, 以确保金融稳定。

在 2025 年 1 月的联邦公开市场委员会 (FOMC) 会议上, 美联储一致投票决定维持联邦基金利率目标区间在 4.25% 至 4.50% 不变, 投票获得全部成员的一致通过。会议声明显示, 过去数月失业率保持在低位, 劳动力市场强劲, 通胀水平仍高于长期目标, 但实现就业与通胀双重目标的风险基本平衡。

鲍威尔在会后新闻发布会上表示, 当前货币政策已处于应对通胀和劳动力市场风险的有利位置, 无需急于调整。他强调, 只有在通胀进一步改善或劳动力市场疲软时, 才会考虑调整政策。美联储将持续监测通胀动态, 确保价格稳定。根据 2024 年 12 月的利率点阵图, 2025 年可能会有两次降息, 但具体取决于经济数据的进一步发展。官员们一致认为, 未来的货币政策必须基于经济数据的细致分析, 以在控制通胀和促进经济增长之间取得平衡。

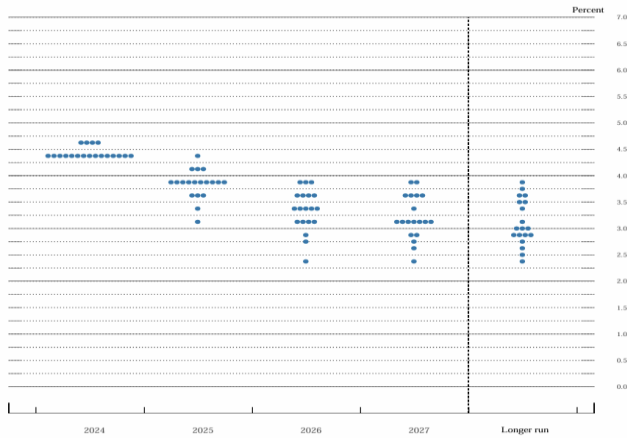
具体到 FOMC 成员的立场, 2024 年的政策倾向普遍较为中性。大多数地区委员保持中立, 但克利夫兰联储主席贝丝·哈马克在 12 月的降息决定中持有异议, 她倾向于保持利率不变。到了 2025 年, FOMC 内部的分歧愈发明。堪萨斯城联储主席阿尔贝托·穆萨勒姆和圣路易斯联储主席杰弗里·施密德表现出鹰派立场, 主张对降息持谨慎态度。而芝加哥联储主席奥斯坦·古尔斯比则倾向于鸽派, 强调通胀放缓的积极趋势, 并支持进一步降息。在常驻委员中, 也存在类似的分歧。美联储理事米歇尔·鲍曼持有鹰派立场, 曾在 9 月反对大幅降息。相反, 理事克里斯托弗·沃勒则持有鸽派倾向, 支持更为宽松的货币政策。



图表30: 2024年12月FOMC会议利率点阵图

For release at 2:00 p.m., EST, December 18, 2024

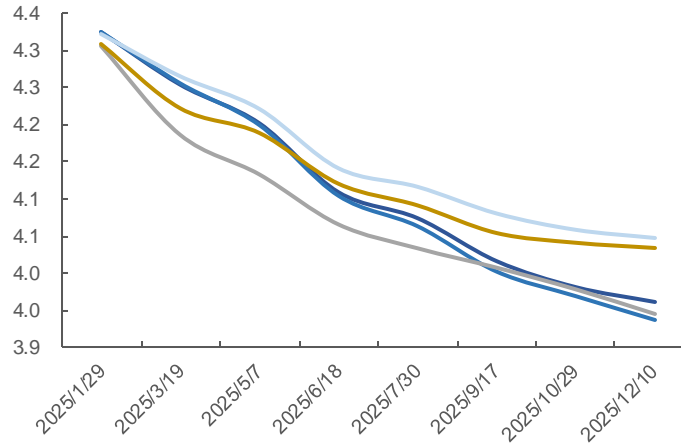
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



来源: 美联储, 国金证券研究所

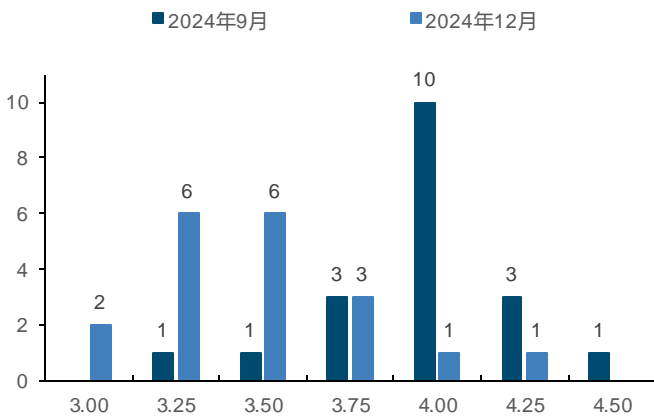
图表31: OIS 隐含利率 (%)

12月零售数据后 (1月17日) 12月CPI数据后 (1月15日)  
12月非农数据后 (1月10日) 11月PCE数据后 (12月20日)  
12月FOMC会后 (12月18日)



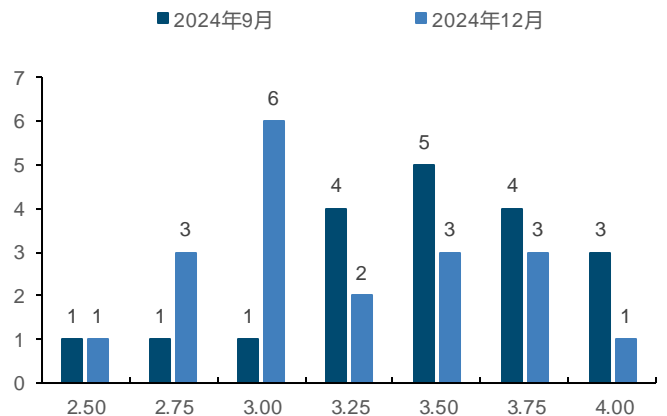
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表32: 2025年联邦基金利率预测 (单位: %)



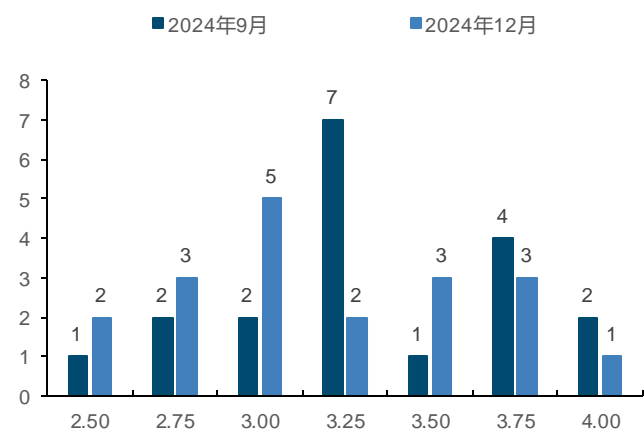
来源: 美联储, 国金证券研究所

图表33: 2026年联邦基金利率预测 (单位: %)



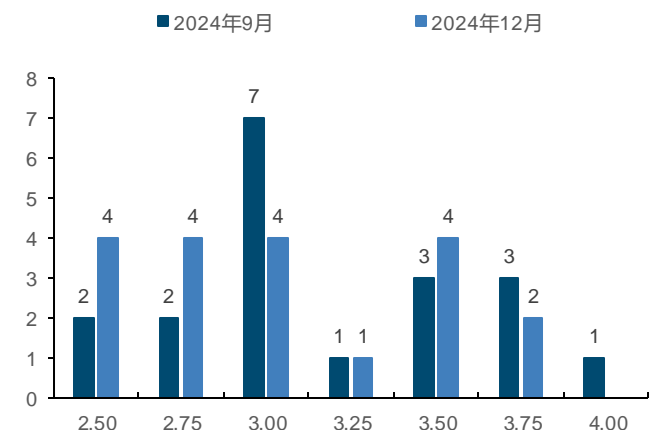
来源: 美联储, 国金证券研究所

图表34: 2027年联邦基金利率预测 (单位: %)



来源: 美联储, 国金证券研究所

图表35: 长期联邦基金利率预测 (单位: %)

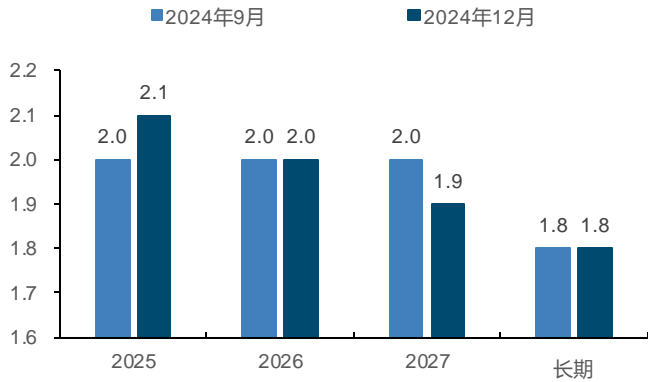


来源: 美联储, 国金证券研究所

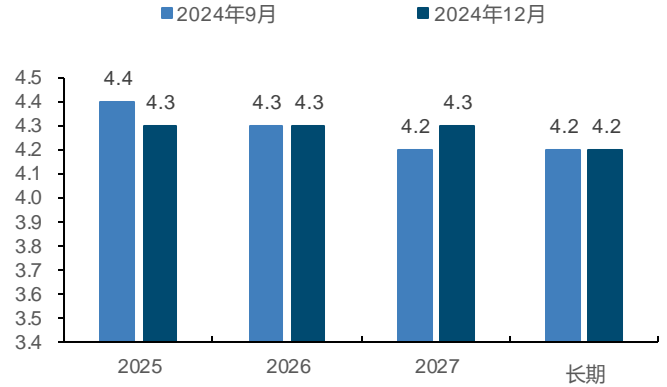


2024年12月FOMC会议美联储官员对未来美国主要经济指标数据预测进行了调整。将2025年实际GDP增速从2024年9月预测的2.0%上调至2.1%，失业率预测从4.4%下调至4.3%，PCE通胀维持从2.1%上调至2.5%，核心PCE通胀从2.2%上调至2.5%。2025年经济指标预测数据的调整显示出美联储官员认为美国劳动力市场韧性增强，同时通胀压力较此前预期更为持久。

图表36: 2025年实际GDP增速预期提升(单位:%)



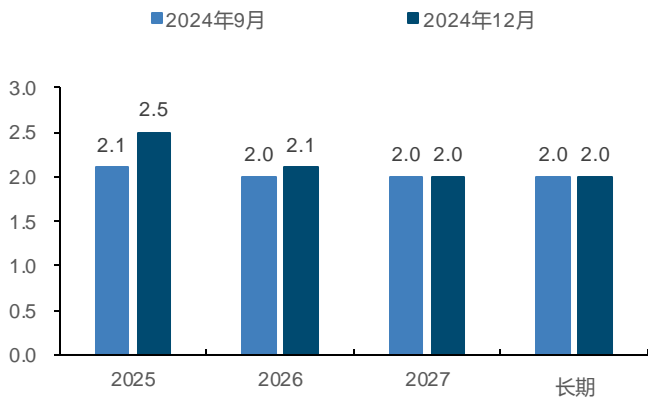
图表37: 2025年失业率预测下降(单位:%)



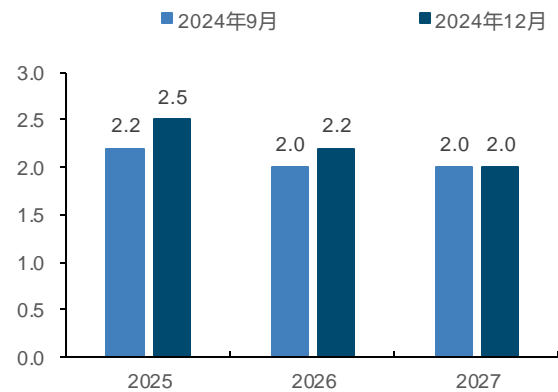
来源: 美联储, 国金证券研究所

来源: 美联储, 国金证券研究所

图表38: 2025年PCE通胀预期提升(单位:%)



图表39: 2025年核心PCE通胀预期提升(单位:%)



来源: 美联储, 国金证券研究所

来源: 美联储, 国金证券研究所

美国12月PCE通胀有所上行, 美联储主席鲍威尔在1月的讲话中提到, 尽管通胀在过去两年中已显著缓解, 但相对于美联储2%的长期目标, 通胀仍“有些偏高”, 且长期通胀预期依然稳定, 鲍威尔强调, 美联储将密切关注特朗普政府的政策变化及其对经济和通胀的潜在影响。鉴于12月PCE通胀数据符合预期且通胀水平有所上升, 市场对美联储货币政策的预期也有所调整。根据CME的Fed Watch工具数据, 截至2025年2月7日, 市场预期2025年3月维持利率不变的概率为93.5%, 而在2025年5月降息25BP的概率为23.7%, 2025年7月及以后降息25BP的概率将超过维持利率不变的概率。

## 2.6 美欧日服务业PMI仍处于扩张区间

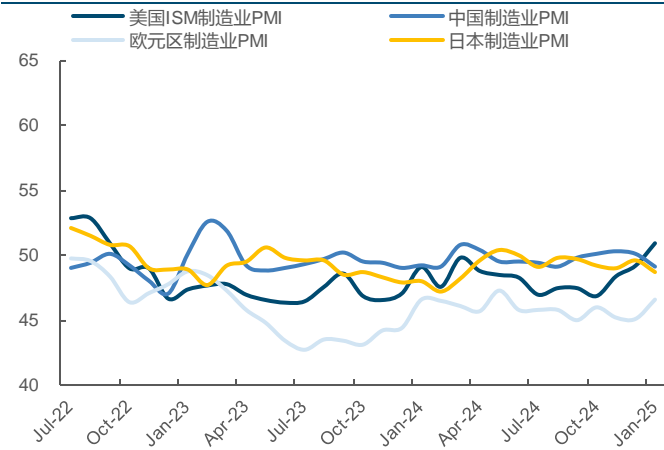
主要经济体制造业PMI表现分化, 美国制造业PMI重回扩张区间。2025年1月, 美国供应管理协会(ISM)制造业PMI 50.9, 高于预期的49.8, 高于前值的49.3。中国1月官方制造业PMI 49.1, 低于预期和前值的50.1。欧元区1月Markit制造业PMI 46.6, 高于预期的44.7, 高于前值的45.1。日本1月制造业PMI 48.7, 低于前值的48.8。

美欧日服务业PMI仍处于扩张区间。美国1月ISM服务业PMI 52.8, 低于预期的54, 低于前值的54.1。欧元区1月服务业PMI 51.3, 低于预期的51.4, 低于前值的51.6。日本1月服务业PMI 53, 高于前值的50.9。

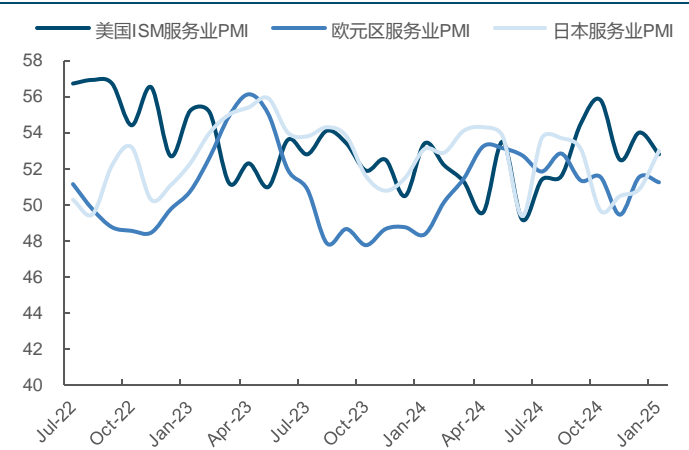




图表40: 主要经济体制造业 PMI



图表41: 主要经济体服务业 PMI

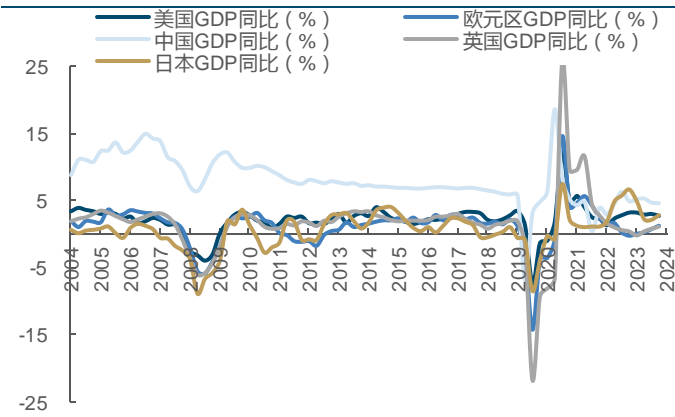


来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

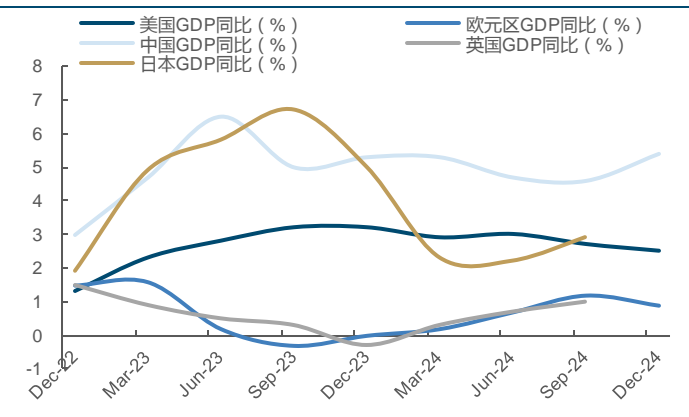
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

美国 Q4 GDP 同比 2.5%，低于预期的 2.6%。中国 Q4 GDP 同比 5.4%，高于预期的 5%，环比 1.6%，低于预期的 1.7%。欧元区 Q4 GDP 同比 0.7%。英国 Q3 GDP 同比 1%。日本 Q3 GDP 同比 2.9%。

图表42: 主要经济体 GDP 增速



图表43: 主要经济体近两年 GDP 增速



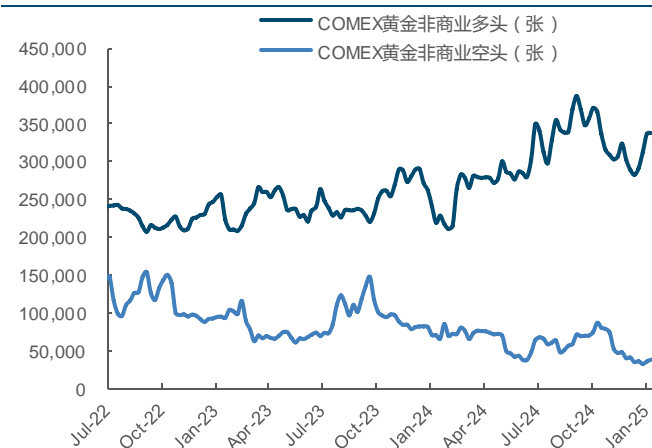
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

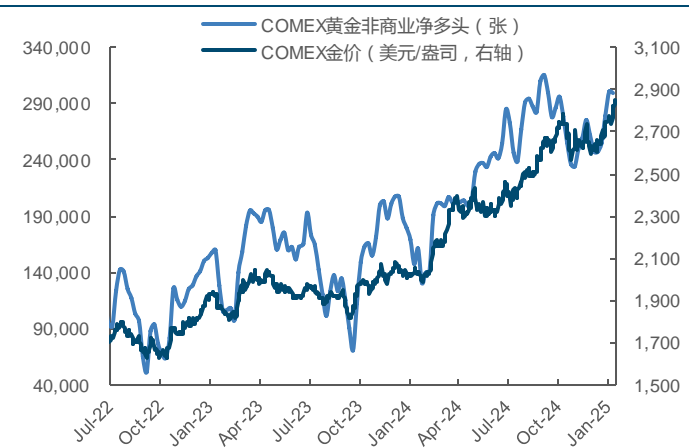
## 2.7 黄金 ETF 持仓有所下降

2025 年 1 月，COMEX 黄金非商业净多头持仓增加 5.21 万张至 29.94 万张。截至 2025 年 1 月底，全球黄金 ETF 持仓 1415.01 吨，环比 24 年 12 月底减少 8.12 吨，主因降息预期有所下降以后，基于降息逻辑进行配置的 ETF 持仓有所下降。

图表44: COMEX 黄金非商业持仓



图表45: COMEX 黄金非商业净持仓

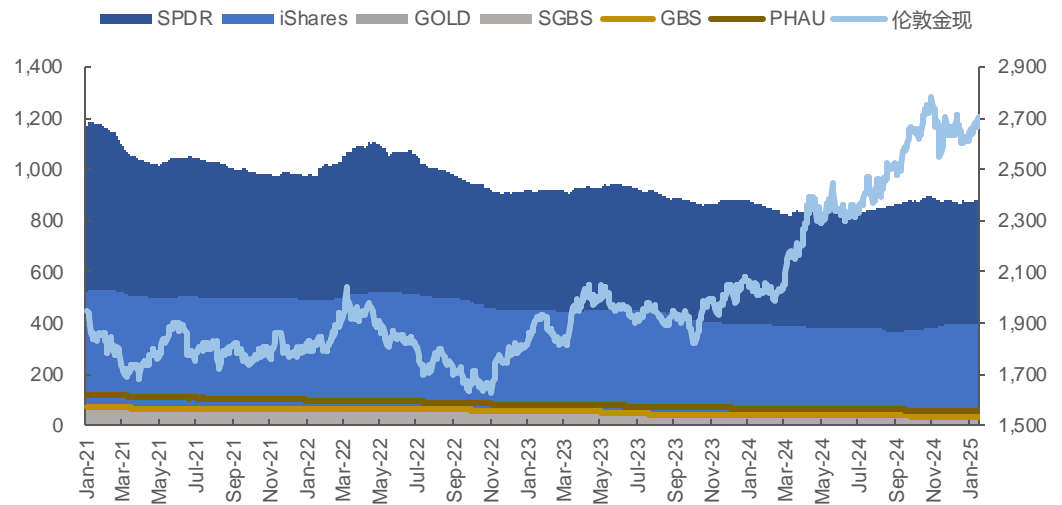


来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所



图表46: 全球黄金ETF持仓 (单位: 吨, 美元/盎司)

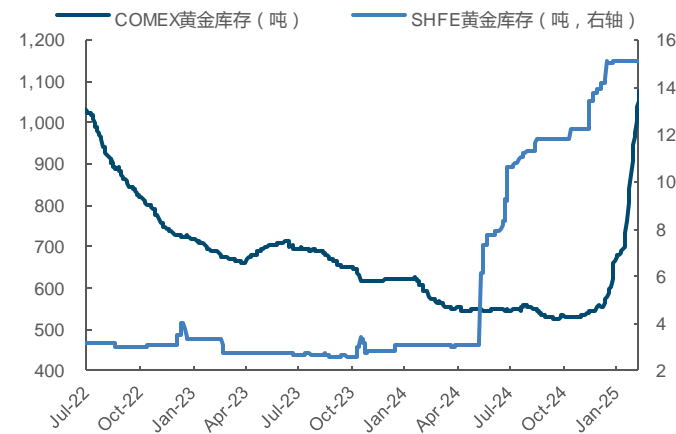


来源: Wind, 国金证券研究所

2025年1月, LBMA黄金库存去库151.37吨至8534.68吨, COMEX黄金库存累库292.85吨至974.04吨, SHFE黄金去库0.01吨至15.14吨。LBMA黄金库存的下降和COMEX黄金库存的增加, 或因黄金从伦敦流向纽约, 这种流动或与COMEX市场的需求增加、两地市场之间的价差以及潜在关税担忧等因素密切相关。

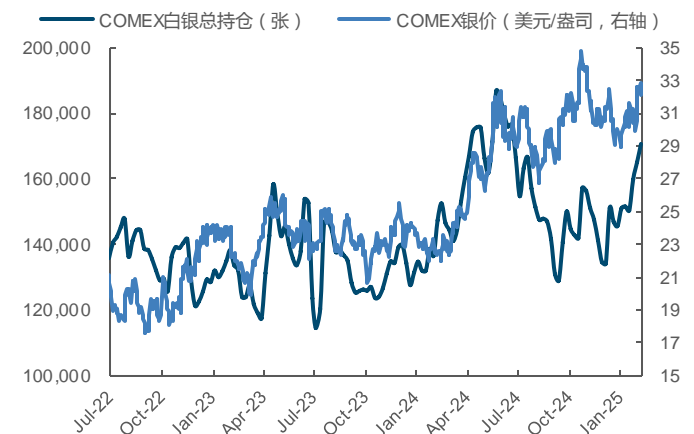
2025年1月, COMEX白银总持仓增加1.41万张至16.5万张, LBMA白银库存去库2211.05吨至23528.47吨, COMEX白银库存累库1148.6吨至11067.38吨, SHFE白银库存累库37.05吨至1403.43吨。与黄金一样, LBMA白银库存的减少也与潜在关税担忧等因素密切相关, 这些因素共同促使白银从伦敦流向纽约。

图表47: 黄金库存



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表48: COMEX白银总持仓



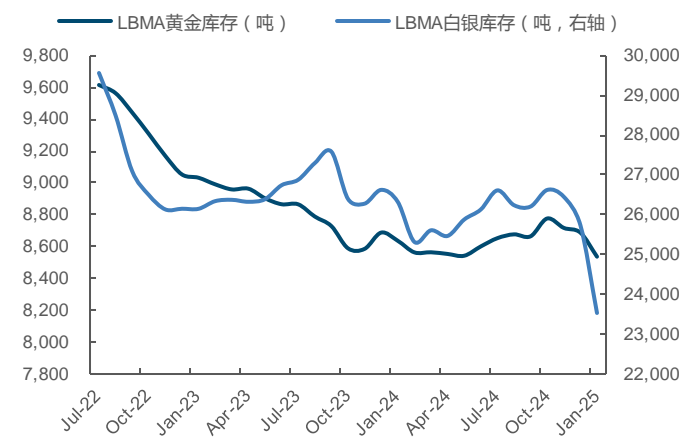
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所



图表49: 白银库存



图表50: LBMA 金银库存



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

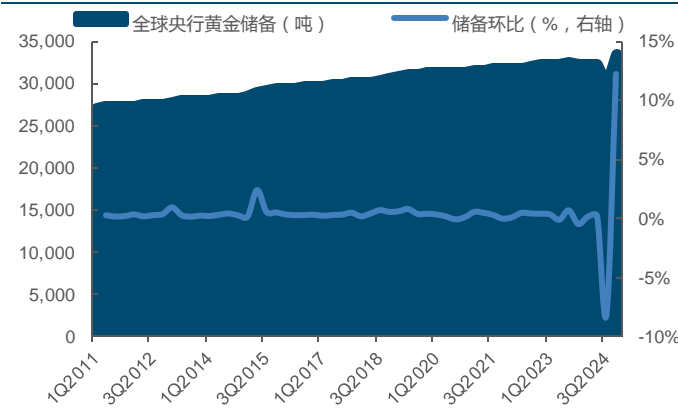
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

### 三、Q4 全球央行购金环比大增，国内黄金进口维持增长

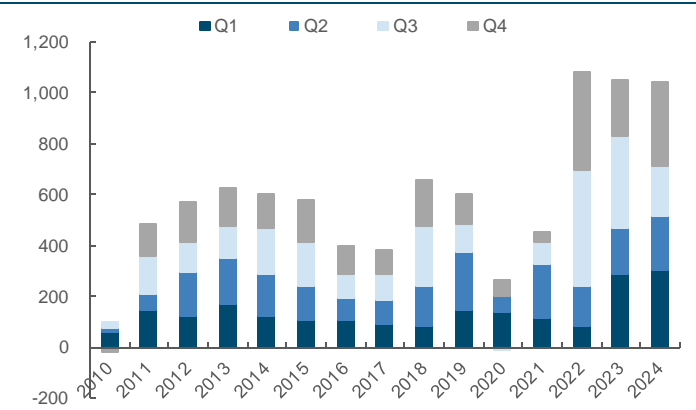
#### 3.1 4Q24 全球央行购金量同环比大增

4Q24 全球央行购金 332.92 吨，同比+54%，环比+71%，24 年全球央行购金 1044.63 吨，同比-0.58%。2024 年 11 月全球央行购金量 58.79 吨，售金量 5.27 吨，净购金 53.52 吨。截至 2024 年 10 月，全球官方黄金储备共计 36165.3 吨。

图表51: 全球央行黄金储备



图表52: 全球央行季度购金量



来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

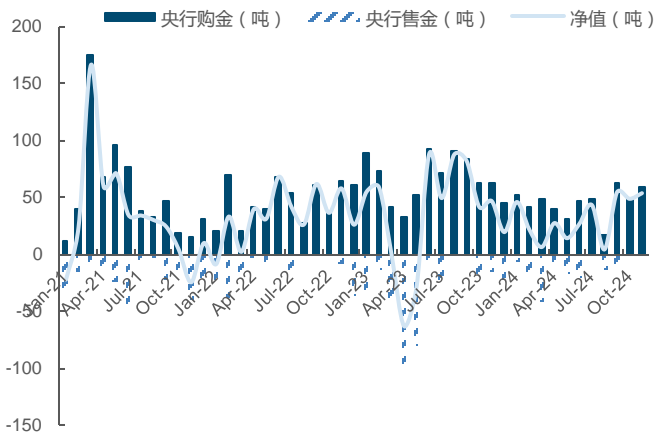
来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

2024 年 11 月各国央行总计净增持了 53 吨黄金，波兰央行以 21.05 吨的购金量位居第一。乌兹别克斯坦央行在中断购金数月后，于 11 月增持 9 吨。此外，印度央行购金 8.4 吨，目前其黄金储备量为 812 吨。全球央行售金量有所减少，主要为新加坡售金 5.23 吨。

从 2022 年 11 月定期公布购金量至 2025 年 1 月，中国人民银行购金量已达到 336 吨，2025 年 1 月净购金 4.98 吨，截至 2025 年 1 月底，中国官方黄金总储备已达 2284.55 吨。中国央行从 2022 年 11 月开始公布购金，主要是出于储备资产多元化的考量、近年来黄金稳定的回报和对冲金融风险的能力。

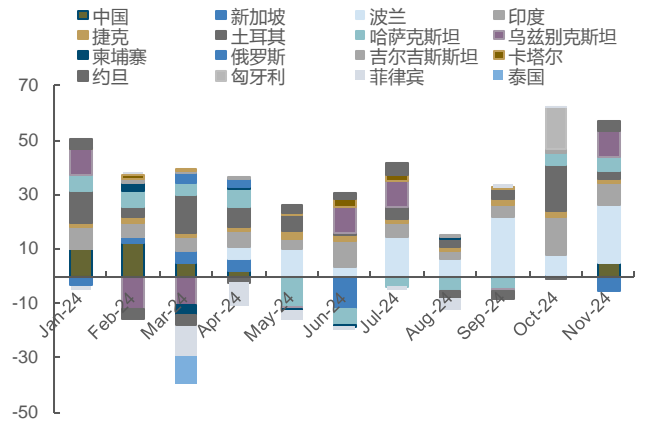


图表53: 全球央行购金需求



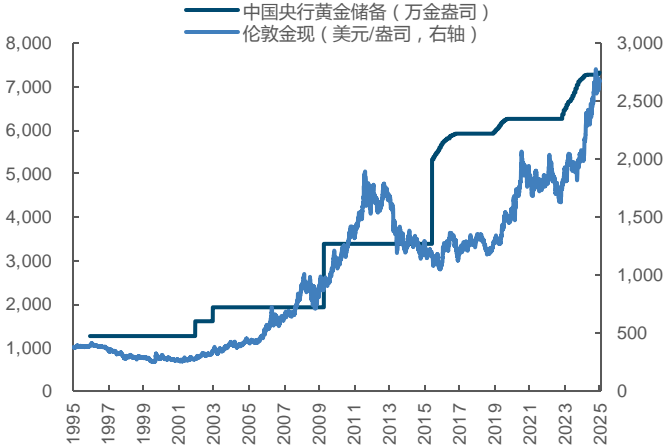
来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

图表54: 2024年主要购金&售金国家(吨)



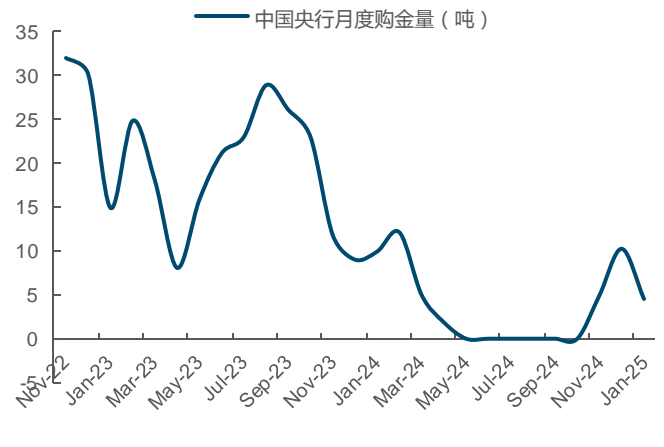
来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

图表55: 中国央行黄金储备



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

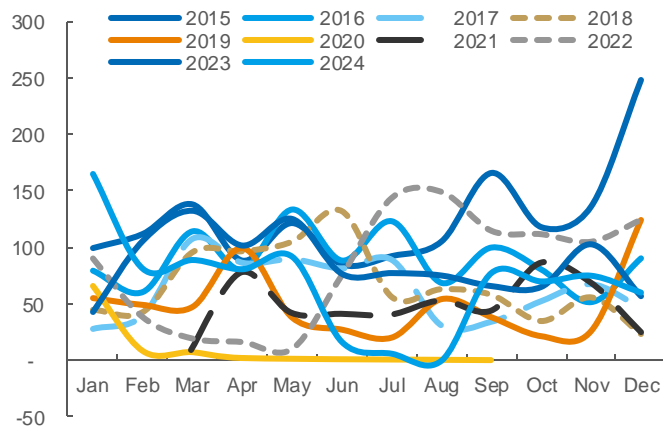
图表56: 中国央行月度持续购金



来源: 世界黄金协会, 国家外汇管理局, 国金证券研究所

2024年12月, 中国黄金进口量达60吨, 同比增加5%, 全年累计进口量为810.83吨, 相较于2023年的1031.71吨有所下降。24年国内黄金进口数据与央行购金数据趋势大体一致, 但从时间节奏上来看, 国内央行购金在5-10月之间有所暂停, 或因金价大幅上涨以后, 央行购金有所暂停, 但是国内黄金进口只有8月出现暂停, 因此我们认为央行储备口径的购金暂停不能简单理解为购金的停止或者央行不在看好金价, 国内或存在部分官方隐性购金的情况。

图表57: 中国海关黄金进口量季节图(吨)



来源: 中华人民共和国海关总署, 国金证券研究所

图表58: 黄金和美元占全球外汇储备比重



来源: 世界黄金协会, 同花顺 iFinD, 国金证券研究所



截至 2024 年第三季度，黄金在全球官方外汇储备中所占比重为 19.15%，相较于 2023 年第三季度提升 4.3 个百分点。2024 年第三季度，美元在全球官方外汇储备中所占比重为 57.39%，相较于 2023 年第三季度降低 1.78 个百分点。

### 3.2 黄金作为资产配置地位持续加强

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》，正式开启保险资金投资黄金业务试点。试点范围包括在上海黄金交易所上市或交易的黄金现货实盘合约、延期交收合约、集中定价合约、询价即期合约、询价掉期合约及黄金租借业务。10 家保险公司参与试点，包括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等。试点保险公司投资黄金的账面余额合计不得超过上季末总资产的 1%，且需严格遵循监管要求。此次试点拓宽了保险资金运用渠道，为黄金市场带来新资金流入，预计将对黄金现货市场产生一定影响，但短期内对市场价格冲击有限。

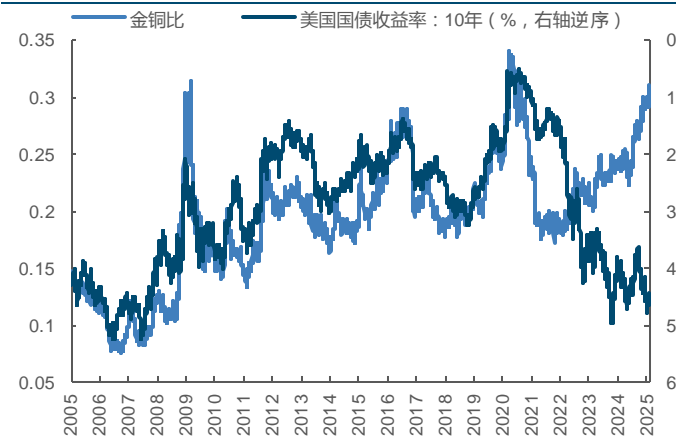
截至 2025 年 2 月，美国已有 46 个州正式宣布将黄金和白银赋予与美元并驾齐驱的法定货币地位。这些州通过相关法案，明确黄金和白银的货币属性，禁止美国财政部扣押和没收黄金，并且部分州免除了黄金和白银交易的资本利得税。这一趋势始于 2011 年 3 月 10 日，当时犹他州率先宣布黄金和白银为法定货币，随后其他州陆续效仿。自 2024 年以来，已有 16 个州先后公布了以黄金取代美元的举措。2025 年 2 月 3 日，肯塔基州通过法案（HB101），正式宣布将黄金视为法定货币，并免除了黄金和白银交易时的资本利得税。此外，南卡罗来纳州和夏威夷州也在加速立法取消黄金交易所得税。这些举措主要是为了应对美元购买力下降和通胀等不确定性风险，同时也反映出对美元和美国金融系统安全性的怀疑。

### 3.3 黄金相对比价未达历史高位

截至 2025 年 1 月底，金铜比提高至 0.31，金油比提高至 36.63，金银比降低至 88.97，黄金相对比价尚未达到历史高位。

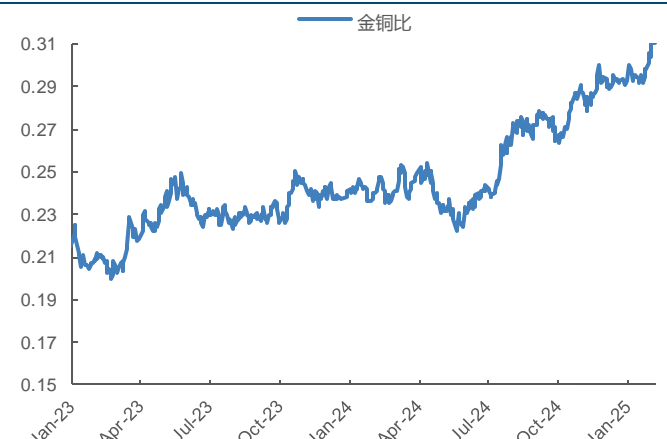
金价+6.26%至 2812 美元/盎司，铜价+2.79%至 9048 美元/吨，金铜比提高至 0.31。金价与美国实际利率负相关，而铜价与美国通胀预期存在正相关，1 月中上旬的通胀预期抬升共同推升金铜价格，而中下旬金铜比进一步攀升，主因铜价受到关税预期影响而有所回调。目前金铜比价已经接近 2020 年的历史相对高位，而铜金比运行趋势方向与美债名义利率运行方向一致，后续二者的修复或以铜价相对金价补涨以及美债远端利率下移实现。

图表59：金铜比与美债名义利率



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

图表60：近两年金铜比

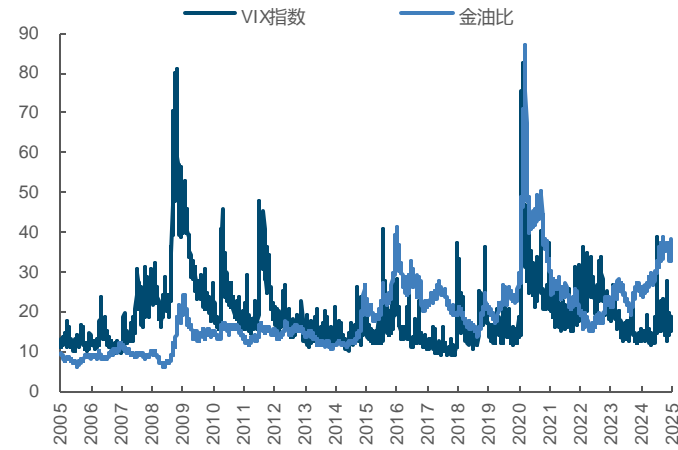


来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

金价+6.26%至 2812 美元/盎司，布伦特原油+1.09%至 76.76 美元/桶，金油比提高至 36.63。



图表61: 金油比与 VIX 指数



图表62: 近两年金油比



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

金价+6.26%至 2812 美元/盎司, 银价+7.48%至 31.61 美元/盎司, 金银比降低至 88.97。黄金和白银同属贵金属,但是白银相比于黄金的商品属性更强,因此金银比可以认为衡量了白银的商品属性。复盘美元指数与金银比的历史趋势,发现二者存在正相关。因为白银作为工业品的需求主要来自欧洲、日本、中国等非美经济体,白银相对价格的上涨反映出上述经济体工业需求的提升。

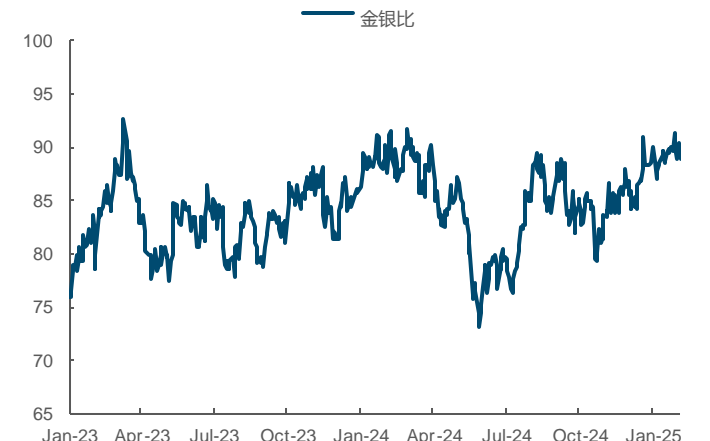
根据我们 2024 年 2 月发布的报告《掘“金”系列(六):当我们交易金银比时,交易的是什么?》,我们认为当前判断金银比是否满足修复条件,需要关注以下三个指标:①黄金价格;②白银的供需状况(库存);③白银投资需求(白银 ETF 和期货持仓)。

当前黄金价格短期出现大幅上涨,白银库存维持去化,未来随着市场关注度提升,白银 COMEX 期货持仓或将增加,触发金银比修复条件,白银价格快速上涨。

图表63: 金银比与美元指数



图表64: 近两年金银比



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

## 四、贵金属全球供需平衡

### 4.1 2024 年四季度全球黄金供需过剩 20.3 吨

供给端, 4Q2024 全球黄金矿产量 953.62 吨, 同比减少 0.18%; 生产商净套保-15.01 吨; 回收金产量 358.8 吨, 同比增长 15.28%; 黄金总供应量 1297.4 吨, 同比增长 0.85%。2024 年全球黄金供应量 4974.5 吨, 创历史新高, 同比增长 0.58%, 主要来自于黄金矿产量的增加以及回收金产量的提升。

需求端, 4Q2024 金饰制造消费黄金 516.46 吨, 同比减少 11.5%; 科技领域消费黄金 83.68 吨, 同比增长 1.79%; 投资领域黄金需求 344.04 吨, 同比增加 32.43%; 各国央行购金 332.92 吨, 同比增长 53.57%。2024 年全球黄金需求量 4553.75 吨, 同比增加 1.36%。这一增长趋势主要受到多家央行进入降息周期、美国总统大选以及中东紧张局势升级等全球地缘政治不确定性加剧的影响。尽管金饰制造和央行购金量在个别季度有所波动,



但从全年来看，黄金作为避险资产和价值储存工具的属性依然受到市场青睐。综合来看，4Q2024 全球黄金供需过剩 20.3 吨，2024 年供需过剩 420.72 吨。

图表65：黄金供需平衡

单位：吨	3Q2022	4Q2022	1Q2023	2Q2023	3Q2023	4Q2023	1Q2024	2Q2024	3Q2024	4Q2024
金矿产量	952.24	949.43	854.08	899.20	935.43	955.36	865.02	899.32	943.27	953.62
生产商净套保	-26.88	-13.70	39.22	-15.54	23.84	19.87	-8.28	-19.57	-13.91	-15.01
回收金	267.91	289.92	309.52	324.02	289.65	311.23	349.38	336.47	325.35	358.80
<b>总供应量</b>	<b>1193.28</b>	<b>1225.66</b>	<b>1202.82</b>	<b>1207.67</b>	<b>1248.92</b>	<b>1286.47</b>	<b>1206.12</b>	<b>1216.23</b>	<b>1254.72</b>	<b>1297.40</b>
金饰制造	582.45	602.14	530.96	494.28	582.15	583.58	536.65	409.04	541.37	516.46
科技	78.79	73.87	72.84	72.79	77.32	82.20	80.22	79.83	82.34	83.68
投资	100.49	246.89	276.38	252.57	156.80	259.79	203.89	266.82	364.78	344.04
各国央行和其他机构	456.91	382.10	290.42	176.34	367.26	216.79	306.69	210.80	194.22	332.92
<b>总需求量</b>	<b>1218.64</b>	<b>1305.00</b>	<b>1170.61</b>	<b>995.99</b>	<b>1183.53</b>	<b>1142.36</b>	<b>1127.44</b>	<b>966.49</b>	<b>1182.71</b>	<b>1277.10</b>
<b>供需平衡</b>	<b>-25.36</b>	<b>-79.34</b>	<b>32.21</b>	<b>211.69</b>	<b>65.40</b>	<b>144.10</b>	<b>78.68</b>	<b>249.74</b>	<b>72.00</b>	<b>20.30</b>

来源：世界黄金协会，国金证券研究所

#### 4.2 世界白银协会预测 2024 年白银短缺 6693 吨

据世界白银协会预测，2024 年全球矿产银 2.56 万吨，同比减少 0.84%；回收银 5564.42 吨，同比增长 0.17%；全球白银总供应量 3.12 万吨，同比减少 0.67%。工业领域白银需求量 2.21 万吨，同比增长 8.63%；银饰需求量 6572.17 吨，同比增长 4.04%；银器需求量 1828.89 吨，同比增长 6.52%；实物净投资需求 6593.94 吨，同比减少 12.79%；全球白银总需求量 3.79 万吨，同比增长 2.02%。2024 年全球白银供需短缺 6693.47 吨。

图表66：白银供需平衡

单位：吨	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024F
矿产银	27,987	26,861	26,457	26,040	24,366	25,785	26,024	25,831	25,614
回收银	4,532	4,578	4,625	4,610	5,110	5,403	5,502	5,555	5,564
净套保供应	-	-	-	-	432	264	-	-	-
官方部门净销售	34	31	37	31	37	47	53	50	47
<b>总供应量</b>	<b>32,553</b>	<b>31,471</b>	<b>31,119</b>	<b>31,113</b>	<b>29,778</b>	<b>31,234</b>	<b>31,579</b>	<b>31,436</b>	<b>31,225</b>
工业	15,225	16,373	16,304	16,283	15,853	17,458	18,298	20,354	22,111
摄影（硝酸银）	1,079	1,008	977	955	837	862	855	840	812
银饰	5,882	6,103	6,320	6,270	4,694	5,661	7,294	6,317	6,572
银器	1,664	1,848	2,087	1,907	970	1,266	2,286	1,717	1,829
实物净投资	6,620	4,846	5,160	5,829	6,473	8,843	10,485	7,561	6,594
净套保需求	373	34	230	-	-	109	557	379	-
<b>总需求量</b>	<b>30,845</b>	<b>30,211</b>	<b>31,079</b>	<b>31,243</b>	<b>28,827</b>	<b>34,198</b>	<b>39,775</b>	<b>37,169</b>	<b>37,918</b>
<b>供需平衡</b>	<b>1,708</b>	<b>1,260</b>	<b>40</b>	<b>-131</b>	<b>952</b>	<b>-2,964</b>	<b>-8,196</b>	<b>-5,732</b>	<b>-6,693</b>

来源：世界白银协会，国金证券研究所

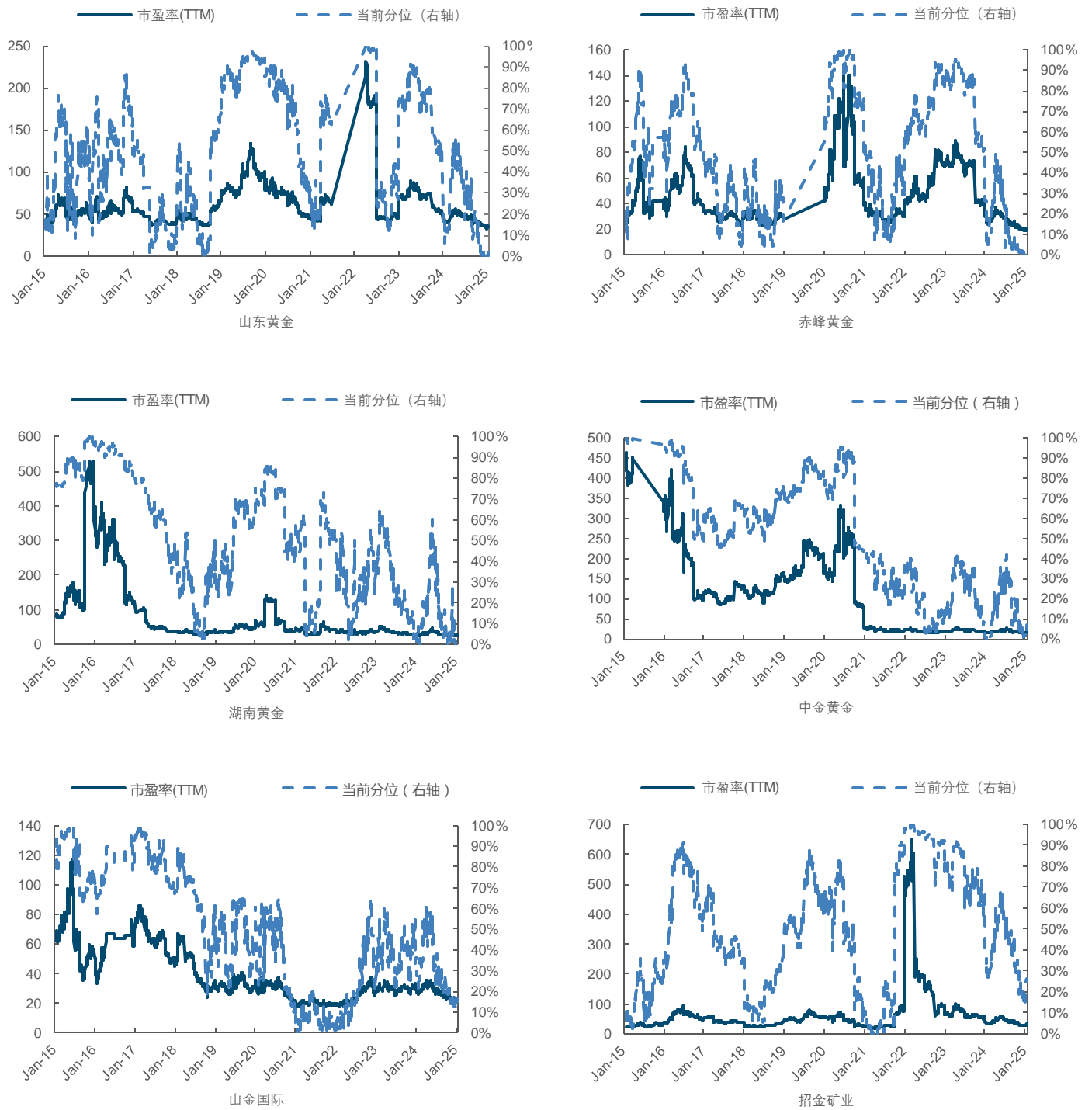
## 五、公司估值历史低位，板块相对收益明显

### 5.1 黄金公司 PE 历史估值水位

为评估当前黄金股票的估值水平在历史范围内的位置，我们选择了截至 2025 年 1 月 17 日的过去十年数据，对主要黄金上市公司的市盈率-滚动 12 个月（P/E TTM）进行了比较分析。这些公司包括山东黄金、中金黄金、山金国际、招金矿业、赤峰黄金和湖南黄金。结果发现，山东黄金、赤峰黄金、湖南黄金、中金黄金、山金国际、招金矿业的 P/E（TTM）均未达历史高位，处于上市以来估值 1%-30% 区间的较低分位，分别为 1%、1.6%、2.5%、7.2%、15.6%、26.9%。



图表67: 黄金重点上市公司 P/E TTM (10Y)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

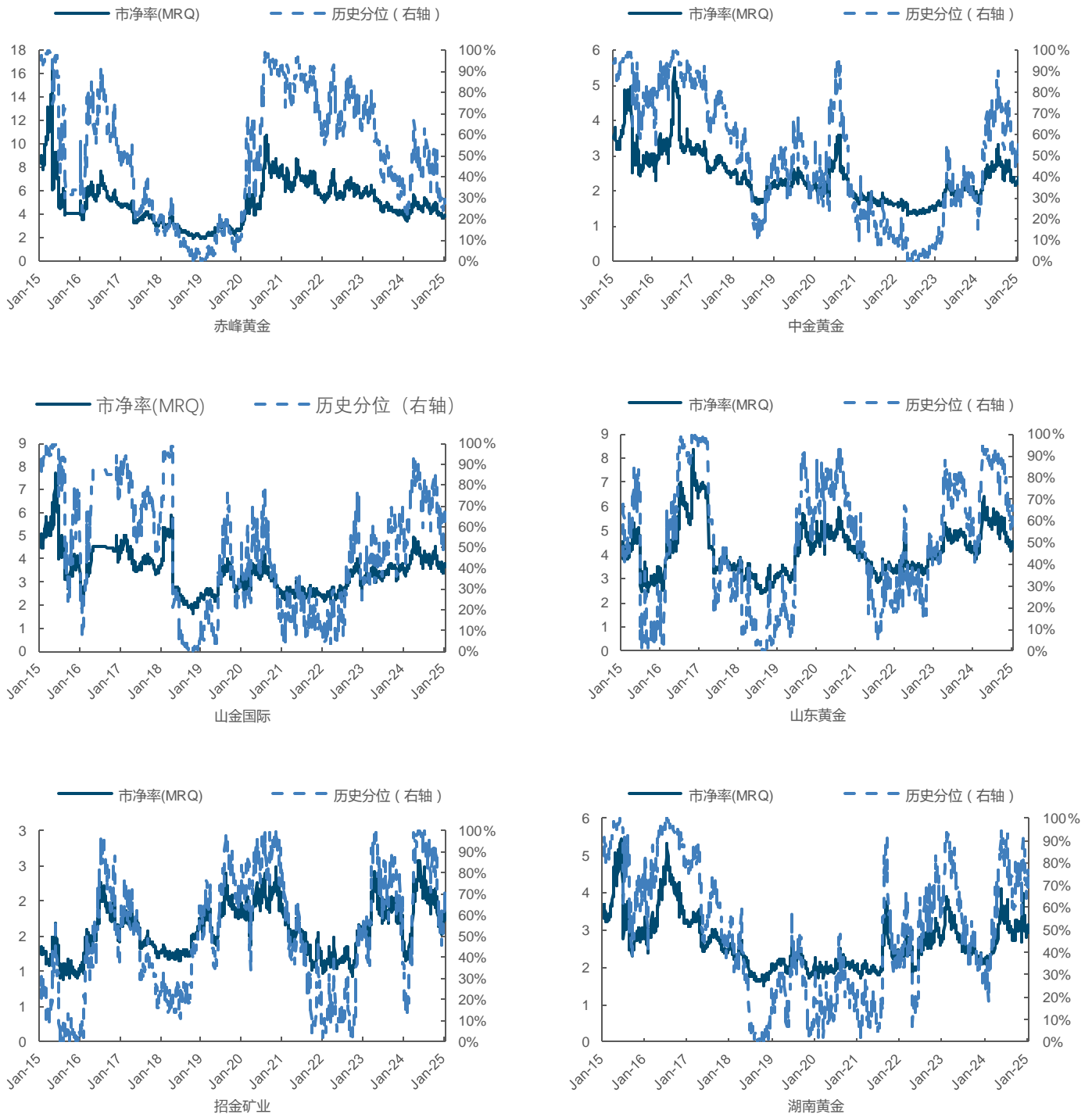




### 5.2 黄金公司 PB 历史估值水位

我们对主要黄金上市公司山东黄金、中金黄金、山金国际、招金矿业、赤峰黄金、湖南黄金的最近报告期市净率 (P/B MRQ) 进行对比。结果发现, 当前山赤峰黄金、中金黄金、山金国际、山东黄金、招金矿业、湖南黄金的 P/B MRQ 均未达历史高位, 处于上市以来估值 30%-70% 区间的较高分位, 分别为 30.2%、56.9%、62.9%、65.1%、72.8%、76%。

图表68: 黄金重点上市公司 P/B MRQ (10Y)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

### 5.3 主要黄金公司估值比较

在对 2025 年初黄金重点上市公司的估值情况进行综合分析时, 我们参考了此六家上市公司 2024 年的市盈率 (P/E-TTM) 和市净率 (P/B-MRQ) 的平均值、最大值, 2025 年当前值以及它们在 10 年周期中的百分位。从市盈率和市净率的角度来看, 大部分公司的当前估值都低于其历史平均水平, 特别是山东黄金、中金黄金和赤峰黄金的市盈率



显示出当前估值相对较低。市净率方面，除了赤峰黄金外，其他公司的当前市净率均高于其 10 年百分位的 50% 以上，表明市场对这些公司的资产价值有较高的认可。

图表69：黄金重点上市公司 2024 年估值对比（含平均值与最大值，数据截至 2025 年 1 月 17 日）

公司名称	P/E-TTM	P/E-TTM	P/E-TTM	P/B-MRQ	P/B-MRQ	P/B-MRQ
	平均值	最大值	当前值	平均值	最大值	当前值
	10 年百分位	10 年百分位	10 年百分位	10 年百分位	10 年百分位	10 年百分位
山东黄金	44.12	57.21	35.67	4.99	6.4	4.48
	22.4%	56.9%	1%	81.7%	94.8%	65.1%
中金黄金	19.51	26.25	18.02	2.46	3.3	2.4
	13.3%	41.5%	7.2%	59%	90%	56.9%
山金国际	27.71	35.33	22.64	3.95	4.98	3.68
	27.2%	60.6%	15.6%	73.5%	93.9%	62.9%
招金矿业	40.54	58.8	31.53	1.88	2.57	1.84
	40.8%	69.4%	26.9%	75.9%	100%	72.8%
赤峰黄金	26.61	37.62	20.55	4.42	5.68	4.01
	11.50%	49.20%	1.60%	42%	67.2%	30.2%
湖南黄金	30.85	47.79	26.99	2.94	4.1	3.1
	16.3%	60.5%	2.5%	69.4%	94.1%	76%

来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

## 六、投资建议

在特朗普政府上任后美国通胀和通胀预期将有所抬升，压降短端实际利率水平，有望提振金价，而下半年随着相关财政政策的执行，预计赤字率或有超预期抬升，基于信用分析框架，金价有望突破 3000 美元大关。基于我们的两阶段 6 因素黄金价格模型，我们对 2025 年的黄金价格进行预测，预计 25 年金价相对于 24 年年末上涨 17.1% 至 3092 美元/盎司。目前黄金股估值普遍回到历史相对低位，而金价高位运行，预计黄金股相对收益将较为明显。建议关注山东黄金、中金黄金、湖南黄金、山金国际等标的。

## 七、风险提示

美联储紧缩货币政策反复。我们认为当前美联储停止加息条件已经充分，随着前期紧缩政策的滞后效应逐步显现，通胀、经济增长和劳动力市场的降温将为美联储放松货币政策创造条件。但若因通胀、劳动力市场韧性导致美联储进一步紧缩货币政策，将对黄金价格、黄金公司业绩、黄金股走势产生压制。

黄金公司业绩不及预期。当黄金价格处于高位时，黄金生产企业有动力开采品位较低的矿石，这会导致黄金生产成本上涨，同时或导致黄金产量下降，黄金公司业绩不及预期。

美国经济超预期向好。我们认为美联储明确释放降息信号需要达到部分经济状况条件，而这些条件意味着美国经济边际走弱，而如果后面美国经济超预期向好，则金价相关上涨逻辑将受损。



**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究