

黄金市场报告

在不确定浪潮中乘风破浪

美元弱势和ETF资金流入推动金价

黄金在2月份继续上涨，创下多个新高，然后在月底回调至每盎司2,835美元——环比上涨0.8%。¹ 这一表现也体现在了主要货币中，所有这些货币也都创下了新的历史最高纪录（表1）。一般对黄金的兴趣因持续流入COMEX库存的黄金而加强，这受到持续关税不确定性的推动。

根据我们的黄金回报归因模型（GRAM），在本月，美元走弱是推动金价表现的主要因素之一，同时伴随着地缘政治风险的上升和利率的下降（图表1）。尽管1月份金价强劲上涨造成了一定的拖累，但由优质资产避险流带来的正面支持抵消了这一影响。这最好地体现在黄金ETF的活跃度上，其活动量巨大，但未提供完整句子。美国和亚洲上市的基金引领下，流入资金达到94亿美元（100万亿）——这是自2022年3月以来的最强一个月。

要点

二月份回顾

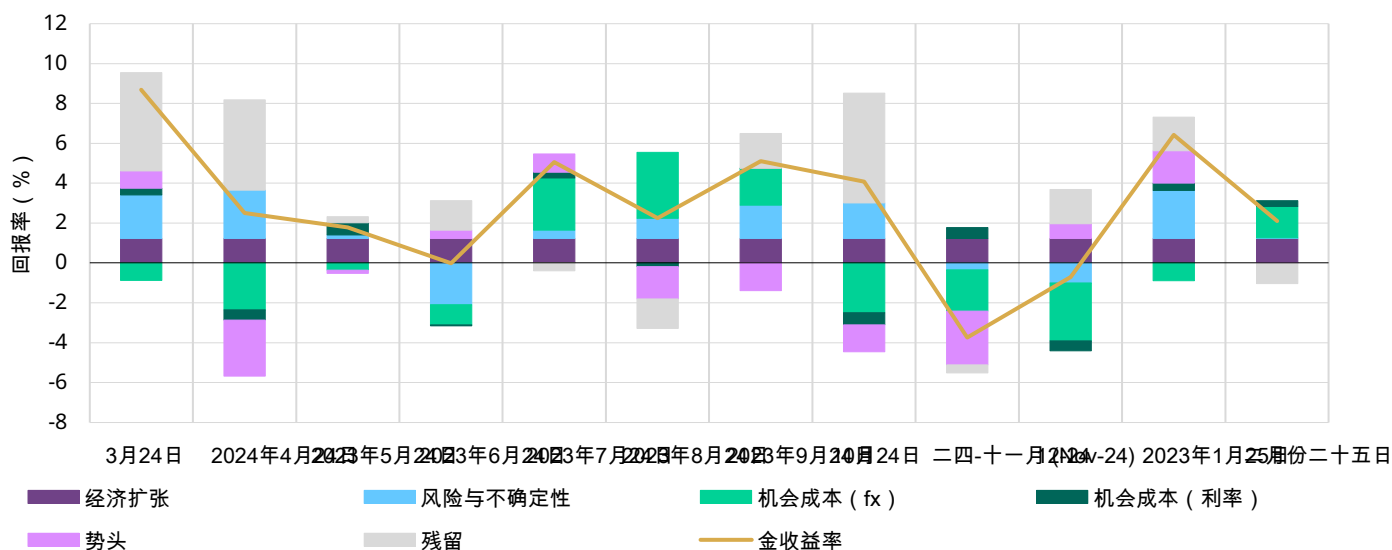
黄金在当月达到新高，得益于美元走弱，将其年内累计涨幅扩大至9%。

期待着

通货膨胀预期上升、利率下降以及持续的地理经济不确定性正对黄金有利。

图表1：美元走弱和优质资产流入支撑了金价

关键因素：按月计算的黄金回报的驱动因素*



数据截止至2025年2月28日。我们的黄金回报归因模型（GRAM）是一个关于月度黄金价格回报的多重回归模型，我们将这些回报归类为黄金表现四大关键主题驱动类别：经济扩张、风险与不确定性、机会成本和动量。这些主题捕捉了黄金需求背后的动机；最重要的是投资需求，这被视为短期内黄金价格回报的边际驱动因素。“未解释的”代表黄金价格变化中未被包括的因素所解释的百分比。此处显示的结果是基于从2007年2月至2025年2月的一个估算时期的分析。来源：彭博社、世界黄金协会

1. 基于截至2025年2月28日的伦敦金银市场协会（LBMA）黄金价格PM。黄金在2025年2月19日创下每盎司2936.85美元的历史最高价。



表1：2月份黄金价格达到新高，增强其年度至今的表现
金价及在主要货币中的表现*

	美元 (盎司)	欧元 (盎司)	日元 (增长单位)	英镑 (盎司)	CAD (盎司)	瑞士法郎 (盎司)	印度尼西亚盾 (盎司)	人民币 (元)	TRY (盎司)	澳元 (盎司)
二月份价格*	2,835	2,732	13,727	2,254	4,099	2,560	84,789	672	103,372	4,565
二月份回报*	0.8%	0.7%	-2.2%	-0.7%	0.2%	-0.1%	3.7%	4.3%	2.8%	0.9%
截至今年至今的回报率*	8.6%	8.4%	4.0%	8.1%	9.2%	8.1%	11.7%	9.0%	12.0%	8.2%
创纪录的最高价*	2,937	2,821	14,356	2,346	4,192	2,658	86,360	689	106,908	4,636
记录高水平日期*	19-2月	19-2月	2023年2月13日	2023年2月10日	19-2月	19-2月	19-2月	2022年2月20日	2023年2月13日	2023年2月13日

截至2025年2月28日。基于伦敦金银市场协会 (LBMA) 黄金价格PM美元报价，以当地货币表示，除非为印度和中国，分别使用MCX黄金价格PM和上海黄金基准PM。来源：彭博社，世界黄金协会

重新评估风险与回报

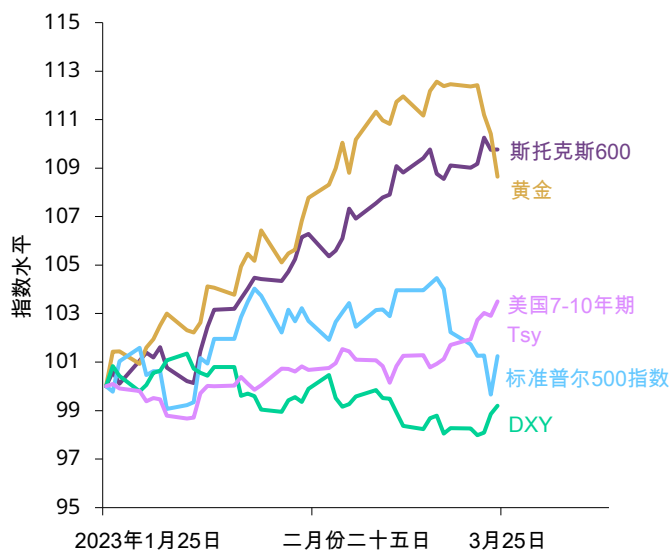
• “特朗普交易”——美元走强和美国股市上涨——在关税和鹰派外交政策的担忧下已经退居次要位置，这些条件预计将持续存在。

• 当各国政府寻求增加军事开支时，预算赤字很可能会增加，而信用评级可能下降

• 同时，尽管面临通货膨胀压力，市场预期美联储将更加鸽派，预计年底前至少降息两次

这些因素综合起来，正为黄金创造一个特别有利的投资环境。

图表2：在特朗普贸易政策减退的背景下，黄金表现优于其他资产
截至今年至今为止的关键资产类别表现*



*数据截止至2025年2月28日。美国7-10年期国债，使用ICE BofA 7-10年美国国债指数。来源：彭博社，世界黄金协会

风险规避入，风险偏好出

特朗普交易——它依赖于新政府的亲美增长议程，并在美国大选后推动了美元和股市的反弹——似乎已经褪色。

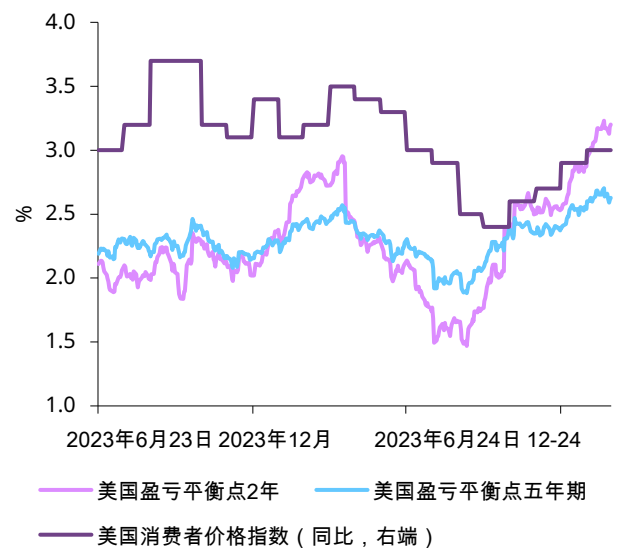
尽管欧洲股市持续表现良好，但主要受益者却是风险厌恶型资产，如美国国债和黄金（图表2）。

通货膨胀正在上升。

特朗普的竞选议程围绕几个关键事项展开，包括：关税、移民和减税。²——所有这些都可能引发通货膨胀（图3）。

图3：通货膨胀预期一直在上升

美国消费者价格指数以及两年和五年期盈亏平衡通胀率*



*数据截止至2025年2月28日。来源：彭博社，世界黄金协会

2. 以下是特朗普在第二个任期内承诺要做的事情，CNN，更新于2025年1月



然而，评估关税的经济影响并不简单：在非常强劲的经济中，它们可能引发通货膨胀，而在经济较弱的情况下，它们可能会降低支出。³ 并且，已有迹象表明美国消费者情绪开始下滑：密歇根大学消费者和预期调查已降至2023年以来的最低水平。⁴

移民水平降低（以及遣返增加）可能导致劳动力成本上升，尽管劳动力市场的强劲程度是决定其全面影响的关键。目前美国的名义工资正在持平，而潜在的联邦大规模裁员可能会增加劳动力供给。然而，那些工人不太可能填补移民留下的空缺。

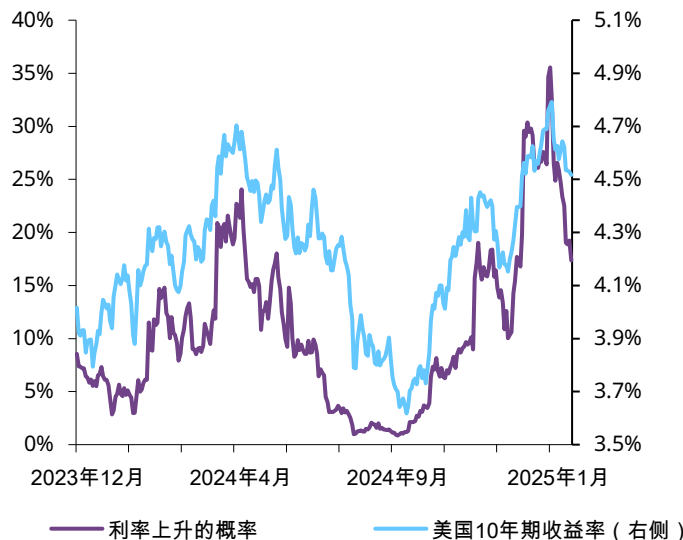
对企业及富裕人士的减税将促进增长和通货膨胀。然而，任何预期的减税带来的增长助推效果尚未实现，因为这些减税措施可能需要“数月来谈判”。⁵

不确定性，不确定性，不确定性

投资者紧张情绪推高了债券价格，降低了收益率。市场参与者现在预计到年底前将进行两次完整的降息……这是自特朗普就职前中甸以来的一个更为鸽派的想法。美联储加息的可能性似乎已达到峰值（图表4）。

图4：市场预期降息次数将减少。

美联储利率上升的概率和美国10年期收益率*



*至2025年1月30日的数据。在12个月后，平均季度SOFR高于美联储目标区间的概率。更多信息，请参阅：亚特兰大联储银行市场概率追踪器。来源：亚特兰大联储银行、彭博社、世界黄金协会

虽然一月份的通货膨胀数据普遍较高，但美联储的政策制定者似乎对迄今为止取得的进展感到满意。与此同时，在最近一次会议的纪要中，高度的不确定性被频繁提及，无论是通过关税、移民还是国内政策，例如可能的大规模联邦裁员，这反映了美联储关于价格稳定和充分就业的双重使命。

更重要的是，美国财政部长贝森特关于他们专注于降低10年期收益率的评论也多少缓和了条件。⁶

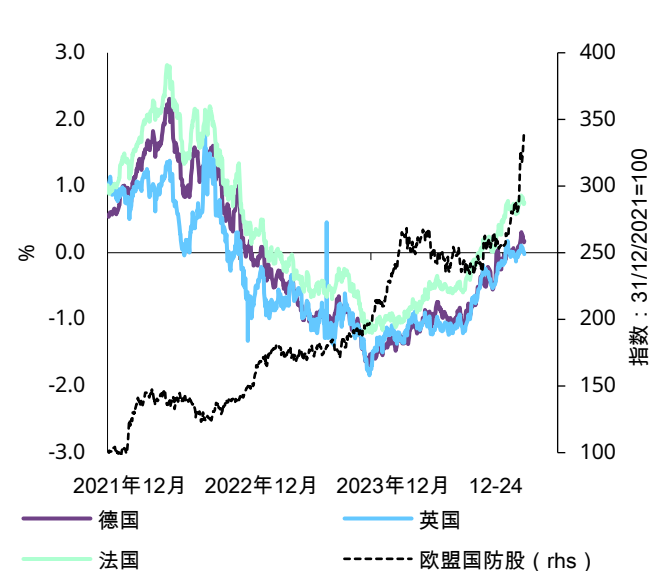
新世界（失）秩序？

谈判结束俄乌战争导致了许多焦虑和困惑，尤其是在二月份的欧洲地区。这加剧了已经很高的地缘政治不确定性，因为积极的成果根本无法保证，现有的政治联盟也受到质疑。

关于未来欧洲可能需要增加国防开支，导致更大赤字的推测已经推高了借贷成本。欧洲主权债务的收益率曲线越来越陡峭；短期利率正在下降，而长期利率保持较高水平，因为对长期债券供应增加预期在增长（图表5）。⁷

图表5：更高的赤字导致更高的借贷成本

3个月/10年国债收益率差与主权债务和欧洲国防股票*



*数据截止至2025年2月28日。欧洲国防股票指数基于莱茵金属、泰雷兹、BAE系统、莱昂纳多、达索、空中客车、萨博等公司的等权重表现。来源：彭博社、世界黄金协会

3. 关税即将到来：贸易动态如何塑造总需求和通货膨胀，经济政策研究中心，2025年1月

4. 密歇根大学消费者调查，2025年2月

5. 特朗普支持众议院共和党预算计划中的4.5万亿美元减税，彭博社，2025年2月

6. 贝森特表示特朗普希望降低10年期收益率，而非美联储的削减，彭博社，2025年2月7—债券投资者为欧洲的国防支出“bazooka”做准备，金融时报，2025年2月



图表6：弱势技术面可能暂时挑战强劲的基本面
每日金价波动及技术指标*



截至2025年2月28日。包括相对强度指标。来源：彭博，世界黄金协会

英国已承诺增加国防经费。⁸ 德国未来的总理弗里德里希·梅尔已经开始就此议题进行讨论。⁹ 对于后者，在选举结果有些复杂的情况下，可能需要依赖边缘政党的支持，这可能会使情况进一步复杂化。¹⁰ 欧洲国防部门的业绩，今年表现最佳之一，反映出这一趋势可能持续。

如果在俄罗斯-乌克兰战争中找到解决方案——并且重要的是，这需要得到所有各方的同意——这可能会削弱黄金中的任何地缘政治风险溢价。但仍然有待观察是否能够取得实际进展，以及如果取得进展，其影响将是什么。在此之前，黄金很可能继续保持良好的支撑。

完美的条件对黄金来说吗？

不确定性似乎贯穿市场。对关税的担忧，以及它们可能对全球增长产生的广泛影响，继续笼罩市场并对美国例外主义提出质疑。这加剧了已经上升的地缘政治风险。最近的事件凸显了增加军事支出的必要性，这可能导致更高的赤字。

存在几个因素可能会重新引发高通胀这一棘手问题，尤其是在经济状况恶化可能需要维持低利率的时期。美国经济可能陷入“滞胀”，消费者似乎也这样认为。¹¹

历史上，这些驱动因素中的每一个都单独对黄金产生积极影响。GPR指数每上升100点，通常与黄金价格2.5%的增长相联系，其他条件均不变。同样，10年期盈亏平衡通胀预期上升50个基点，通常与黄金价格大约4%的上升相联系。而在长期内，10年期国债利率下降50个基点与黄金价格2.5%的上升相联系。^{12,13}

尽管这些因素很少同时出现，但它们的综合效应可以创造一个黄金持续表现积极的环境。

值得注意的是，尽管如此，黄金的坚实基本面仍需克服暂时性技术价格拉高的障碍。回调可能会带来短期逆风，但同时也可能为新手投资者以及消费者黄金需求提供一段受欢迎的喘息机会。

图表 6). 总体而言，鉴于当前市场条件，我们预计黄金将继续受到关注。

8. 英国计划到2027年将国防开支提高到GDP的2.5%，《金融时报》，2025年2月

9. 德国正在讨论设立2000亿欧元的紧急国防基金，《彭博社》，2025年2月

10. “尽管基民盟和社民党迅速获得了足够席位以组建两党联合政府，但昨天的结果并不像我们最初希望的那样乐观。”Vanda FICC战术策略，2025年2月。

11. 密歇根大学消费者调查显示，明年对通货膨胀的预期以及失业率上升的预期都有大幅上升，这都预示着滞胀可能正在形成。

12. 我们使用GRAM模型中的系数，在三个不同的估计窗口中进行敏感性估计：17年、10年和5年。13. 虽然基于较短期限的分析表明效果可能较低——可能接近于0.5%，如我们在1月份的黄金市场评论中所讨论——但我们的观点是，在利率大幅下降的环境中，黄金与利率的更强联系将会重新建立。



世界黄金协会

我们是一家倡导金作为战略资产角色的会员组织，塑造负责任和可获取的金供应链的未来。我们的专家团队通过可信的研究、分析、评论和洞察，构建对金的使用案例和可能性的理解。

我们推动行业发展，塑造政策并为一个持续和可持续的黄金市场设立标准。

研究

杰里米·德·佩瑟米耶尔，CFA
资产配置策略师

约翰·帕尔伯格 高级数量分析师

卡维塔·查科，研究主管，印度

Krishan Gopaul 高级分析师，EMEA

路易丝·斯特里特高级市场分析师

玛丽萨·萨利姆 高级研究主管，亚太地区

雷佳 研究负责人，中国

泰勒·伯内特，美洲研究负责人

胡安·卡洛斯·阿蒂加斯
全球研究负责人

市场策略

约翰·里德，欧洲和亚洲
高级市场策略师

约瑟夫·卡瓦托尼，高级
市场策略师，美洲

进一步信息：

数据集和方法论访问：

www.gold.org/goldhub 联系人：
research@gold.org



重要信息及免责声明

© 2025 世界黄金协会。版权所有。世界黄金协会和圆形设备是世界黄金协会的商标。黄金委员会或其附属机构。

所有关于LBMA黄金价格的引用均得到ICE基准管理有限责任公司许可，仅供信息目的提供。ICE基准管理有限责任公司不对价格的准确性或可能引用的价格所涉及的基础产品承担任何责任或义务。其他内容为相关第三方的知识产权，所有权利均归其所有。

任何此信息的复制或分发均需事先获得世界黄金协会或适当的版权所有者的书面同意，除非以下具体规定。信息和统计数据为世界黄金协会或其附属机构或本处指定的第三方供应商的版权©和/或其他知识产权，所有相应所有者的权利均予以保留。

本信息中统计数据的利用仅限于审查和评论目的（包括媒体评论），符合公平行业惯例，前提如下：(i) 仅限于使用数据或分析的部分摘要；以及(ii) 对这些统计数据的任何使用都应附带引用至世界黄金协会，并在适当情况下，引用至Metals Focus或其他确定的版权所有者，作为其数据来源。世界黄金协会与Metals Focus有附属关系。

世界黄金协会及其附属机构不保证任何信息的准确性或完整性，也不对因使用此信息而产生的任何直接或间接损失或损害承担责任。

此信息仅供教育目的使用，并且通过接收此信息，您同意其预期的用途。本信息内不含任何旨在构成推荐、投资建议或购买或出售黄金、任何与黄金相关的产品或服务或任何其他产品、服务、证券或金融工具（统称为“服务”）的购买或销售意向。本信息未考虑任何特定个人的投资目标、财务状况或特定需求。

多元化并不能保证任何投资回报，也不能消除亏损的风险。过去的业绩并不一定预示未来的结果。通过分配到黄金所产生任何投资结果的性能是假设性的，可能不反映实际的投资结果，也不是未来结果的保证。世界黄金协会及其附属机构不对任何假设投资组合或任何此类使用产生的结果进行保证或保修。投资者在做出任何关于服务或投资的决策之前，应与他们的适当投资专业人士讨论他们的个人情况。

此信息可能包含前瞻性陈述，如使用“相信”、“预期”、“可能”或“暗示”等词语的陈述，或类似术语，这些陈述基于当前期望，并可能发生变更。前瞻性陈述涉及多种风险和不确定性。无法保证任何前瞻性陈述将得以实现。世界黄金协会及其附属公司不对更新任何前瞻性陈述承担任何责任。

关于Qaurum的信息 SM 并且黄金估值框架

请注意，通过使用Qaurum、黄金估值框架以及其他信息生成的各种投资结果的表现性质为假设性，可能不反映实际投资结果，也不能保证未来结果。世界黄金理事会（包括其附属机构）和牛津经济研究院均不对该工具的功能提供任何保证或担保，包括但不限于任何预测、估计或计算。