

货币失序与滞胀困局：黄金的终极信用密码

证券分析师：徐毅达

执业编号：S0600524110001

联系邮箱：xuyd@dwzq.com.cn

证券分析师：孟祥文

执业编号：S0600523120001

联系邮箱：mengxw@dwzq.com.cn

2025年4月30日

- **观点一：本轮行情中金融属性无法解释黄金与实际利率的弱相关性，主权货币多元化资产为锚的时代开启—黄金为“主权保险”。**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，而本轮行情中，黄金价格与实际利率的负相关性并未有效的体现。当下全球央行正经历从“黄金储备主导”到“美债储备主导”再到“多元化资产为锚”的转型，央行的买盘成为本轮购金潮的底色，根据2022-2024年的全球购金情况，购金较多的国家或主体大多为新兴经济体，其黄金占储备资产比重较低，购金空间依旧充足。
- **观点二：特朗普2.0时代可能出现的情景推演 — “海湖庄园协议” 与美财政部黄金储备重估。**
 - **1) 美财政部黄金储备重估可为为其资产端创造约8,781亿美元，用以解决部分赤字与美债困局。**根据《联邦储备法》，美联储发行货币（即扩表）需要资产端匹配，其中美国国债与MBS占据超90%，其余为黄金凭证等。美国财政部目前持有的黄金储备账面价值是基于1973年布雷顿森林体系遗留的法定价格42.22美元/盎司，而当前黄金市场价格已接涨超3,400美元/盎司。重估可为财政部创造约8,781亿资产，用于抵押给美联储，减少国债发行需求。
 - **2) “海湖庄园协议”符合特朗普本届政府的两大核心政治诉求，黄金为最终收益方。**“海湖庄园协议”的核心内容包括债务重组与美债置换、美元贬值与汇率协调、关税与贸易阵营划分、主权财富基金与资产重估、安全成本分摊与地缘博弈。无论是长端利率下行还是极难执行“世纪债券”，亦是通过关税或者黄金储备重估等方式，黄金皆为最终受益方。
- **观点三：用债务的视角构建黄金定价框架，金价上行空间广阔。**
 - **1) 本轮黄金牛市与1970年代具备极高的相似性。**1970至1980年的黄金牛市形成基础为布雷顿森林体系的奔溃以及滞胀经济的长期延续，从内部财政及货币的扩张政策到外部地缘政治动荡与供给冲击都与本轮黄金牛市的宏观框架具备极高的相似性：美国在疫情期间的“货币+财政”双宽松政策背景加剧了美债的雪球效应；俄乌及中东战争的常态化大幅提高避险情绪，以及贸易战的卷土重来为供给冲击提供了条件。
 - **2) 本轮行情的底色同样来自于美元信用的下降，如今美国经济同样面临滞胀，我们提供一些潜在的指引：**在1970年代年因美元信用缺失及美国经济滞胀引发的黄金牛市中，美国黄金储备按市值计算占联邦政府债务百分比从1971年的3.1%大幅提升至1980年的16.4%；截至2024年底，该指标为1.9%，我们认为全球央行货币换锚的趋势已经开始，金价上行空间充足。
- **投资策略：**
 - **1) 从资产配置角度看黄金和大类资产相关性。**黄金和权益资产与非贵金属的商品市场相关性较低，有效降低资产组合的波动率；黄金与大类资产的相关性会因为市场的风偏而波动，有效提升资产组合的夏普比率。
 - **2) 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。
- **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。



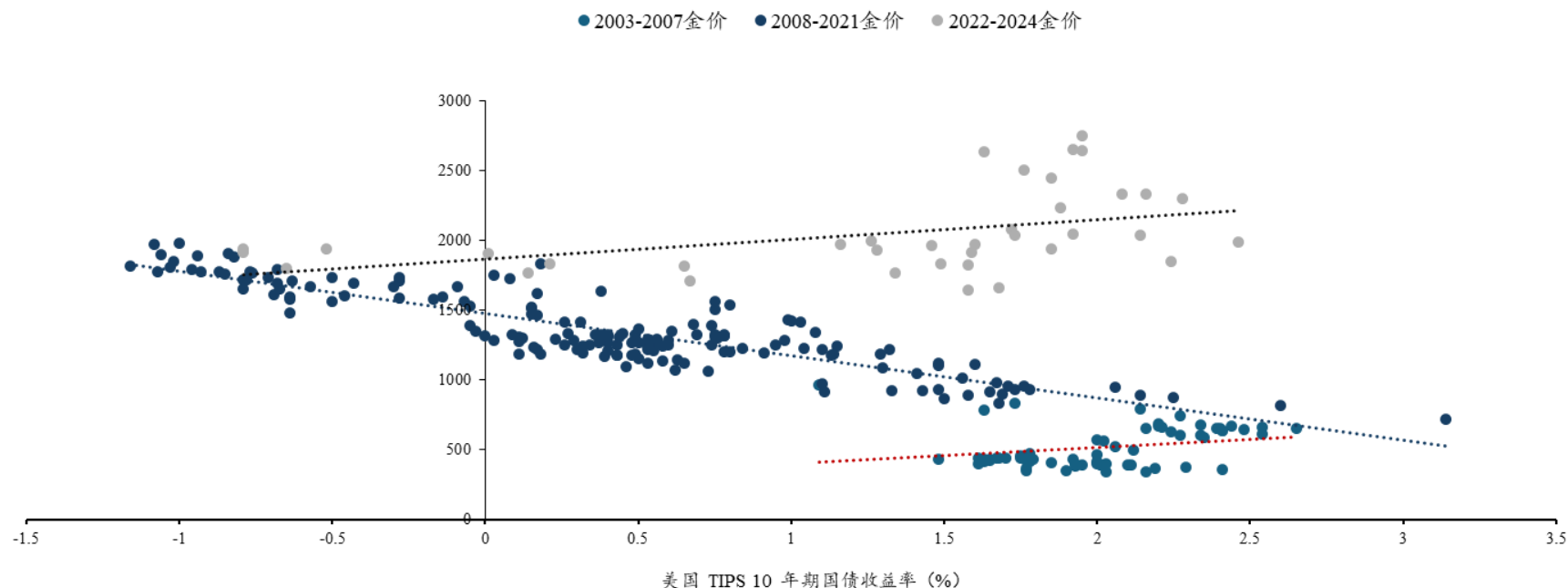
- 一、实际利率模型失效与本轮购金潮的底色
- 二、特朗普2.0时代可能出现的情景推演及潜在卖点
- 三、从债务视角出发看黄金的价格潜力
- 四、投资建议
- 五、风险提示

一、实际利率模型失效与本轮购金潮的底色

1.1 本轮行情中金融属性无法解释黄金与实际利率的弱相关性

- 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，而本轮行情中，黄金价格与实际利率的负相关性并未有效的体现。
- 本轮行情在走势上有些类似2003年至2007年。在此期间，美国经济实现快速增长，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、伊朗核问题等地缘事件频发引发市场避险情绪，美国“双赤字”（财政赤字占GDP从1.5%升至3.2%，贸易逆差从4,680亿增至7,080亿美元）导致美元指数下跌14%，以及全球央行从净售金转为净购金。
- 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年期实际收益率相关性正在减弱



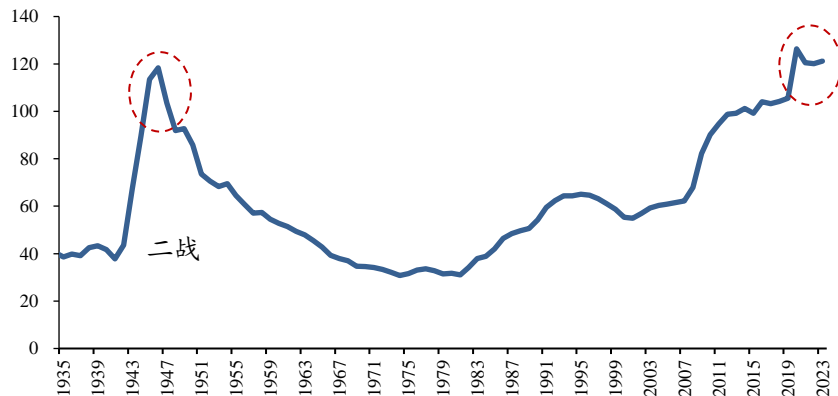
1.2 主权货币多元化资产为锚时代开启—黄金为“主权保险”

- **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。**
- **黄金作为主权货币的锚——布雷顿森林体系无法“特里芬悖论”下长期运行：**
- 二战后期，美国拥有全球超70%的黄金储备以及40%的工业产值，布雷顿森林应运而生，美元与黄金挂钩，各国货币与美元挂钩的“双挂钩”体系固定汇率制度。
- “特里芬悖论”作用下，至1970年，美国黄金储备仅能覆盖海外美元债务的19%，市场对美元兑换黄金能力的信心崩溃：
 - 矛盾一：为保证流动性，美国向全球输出美元需要长时间保持贸易逆差，但长期逆差会削弱美元信用；
 - 矛盾二：美元作为国际储备货币需保持币值稳定，这又要求美国维持贸易顺差来维持美元信用。
- **美债作为主权货币的锚——美债规模扩张速度超过政府可承受范围+美元武器化共同削弱其信用：**
- 1979年美联储主席保罗·沃尔克通过1) 高利率吸引国际资本：将联邦基金利率提升至20%，迫使全球资本回流购买美债；2) 公开市场操作制度化：美联储通过买卖美债调节美元流动性，使美债成为美元发行的主要抵押资产，形成“债务货币化”循环机制。沃尔克通过扩大美债市场规模（1980年代美债占美联储资产比例升至60%以上）和强化其信用背书，使美债在事实上成为美元的隐性锚点。
 - 债务雪球效应：美国国债规模从1971年的4000亿美元激增至2024年的36万亿美元，利息支出突破1万亿美元/年；
 - 滥用金融制裁：冻结俄罗斯外汇储备等行为破坏美债作为“安全资产”的属性，推动70余国转向本币结算和黄金储备。
- **多元化资产为锚时代开启——黄金充当全球货币体系重构背景下“主权保险”：**
- 全球央行正经历从“黄金储备主导”转向“美债储备主导”再次向“多元化外汇储备”的转型，而由于新兴国家央行缺乏黄金储备，该范式的转变将推动黄金买盘长期存在。

1.3 美债困局致使美元法币信用受损，央行买盘迅速增长

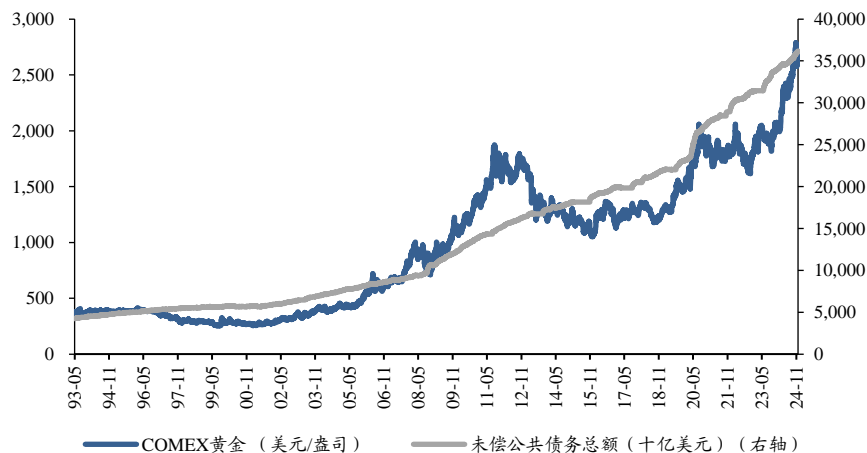
- 债务问题导致美元等货币信用出现“裂痕”，黄金的“去法币化、去中心化”属性凸显。
- 疫情后美联储持续扩表。截至2024年底，美债规模进一步扩大至36万亿，由于高利率背景下利息支出的攀升，导致债增速斜率进一步上斜，美国国会预算局（CBO）预计2025年国债利息支出将达1.4万亿美元（日均27亿美元），占财政收入的28%。
- 美国债务与GDP比率之比持续增长，法币信用遭质疑。2024年美国名义GDP为29.2万亿美元，美国未偿还公共债务与GDP占比为123.3%，逼近2020年历史高点（130%）。以“美债”为锚的情景开始动摇。

图：美国未偿还国债总额占GDP比例（%）



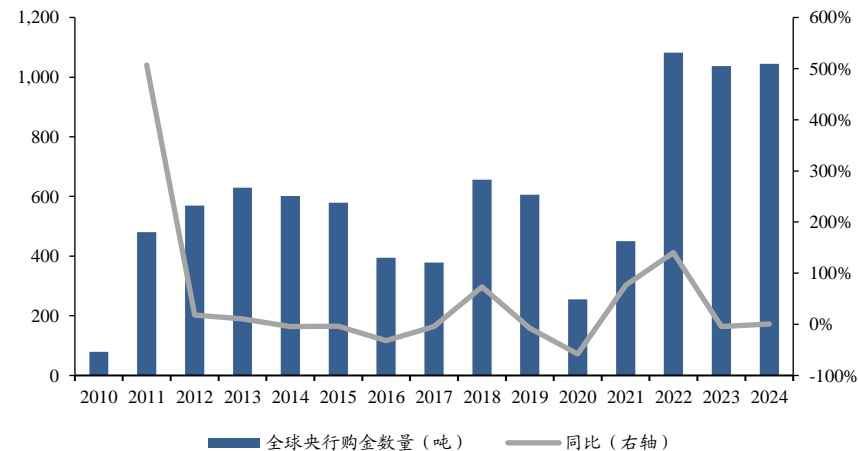
资料来源：美国财政部，Wind，东吴证券研究所

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：Wind，东吴证券研究所

图：全球央行购金数量大幅增长（吨，%）

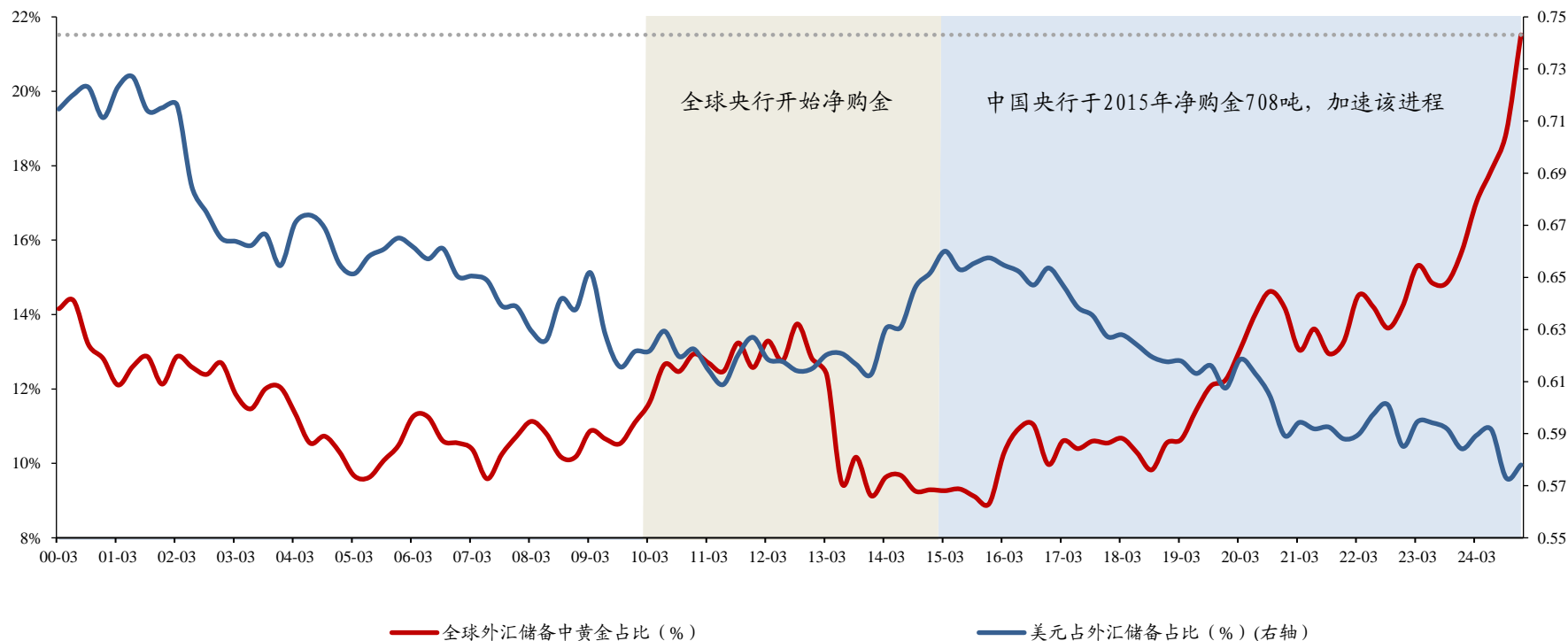


资料来源：WGC，Wind，东吴证券研究所

1.4 本轮购金潮的底色——非美央行对美债的减配以及对黄金的增配

- 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。
- 近十年全球央行开始加速自身调节自身总储备的资产配置结构，黄金显著增配。根据WGC，全球央行总储备中黄金占比从2015年末的8.9%大幅提升至2024年末的21.5%，同期美元占总储备占比从2015年末的66.75%下行至2024年末的57.8%。

图：全球央行自2010起加大购金力度，正在逐步抛售美债并购入黄金



1.5 发达国家黄金储备高，占其央行总储备比较为稳定

- 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。
- 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70%以上，存量黄金储备相对较高、近十年其黄金储备变动比例较低。

表：2024年末黄金储备量最高的前10个国家/组织

国家/地区	黄金储备 (吨)	黄金储备 (百万美元)	黄金占央行总储备比 (%)	占全球黄金总储备比例 (%)	近十年黄金增持比例 (%)
欧元区	10,765	9,031	62%	35%	-0.20%
美国	8,133	6,823	75%	26%	0.00%
德国	3,352	2,811	74%	11%	-1.03%
国际货币基金组织	2,814	2,361	-	9%	0.00%
意大利	2,452	2,057	71%	8%	0.00%
法国	2,437	2,044	72%	8%	0.07%
中国大陆	2,280	1,912	6%	7%	116.26%
瑞士	1,040	872	10%	3%	-0.01%
印度	876	745	11%	3%	57.09%
日本	846	710	6%	3%	10.55%

资料来源：WGC，东吴证券研究所

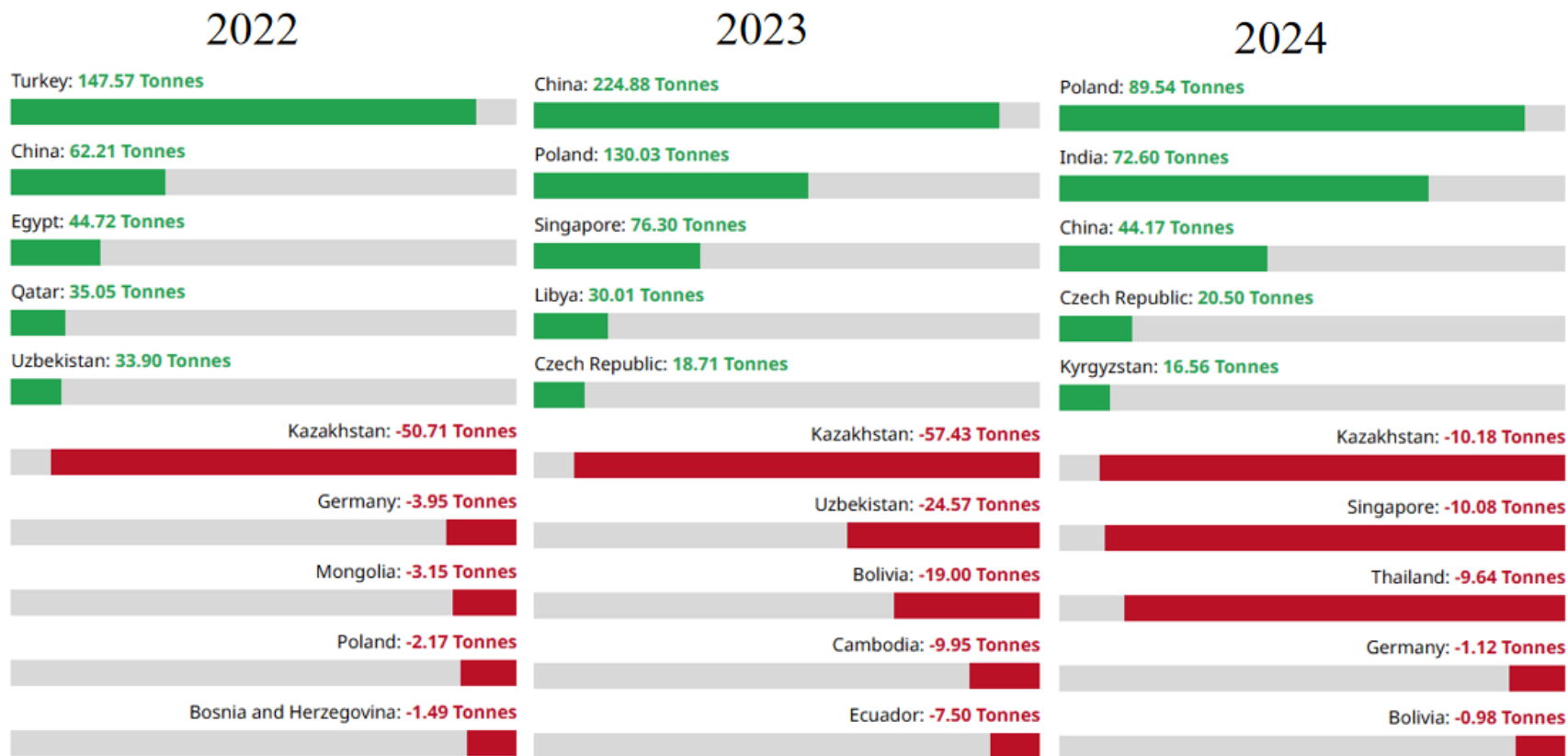
注：国际货币基金组织没有2024Q4的数据，表格数据为2024Q3

注：国际清算银行和国际货币基金组织的资产负债表不允许计算黄金占央行外汇储备比

1.6 本轮黄金牛市全球主要黄金净购入与净卖出国家

- **黄金的主要购买国皆意图强化本国货币或抵御外部政治风险：**2022年至2024年购买黄金（官方）最多的国家为中国（331.26吨，人民币全球化路上的锚）、波兰（217.4吨，受俄乌冲突地缘影响深远）、土耳其（201.2吨，受中东地缘冲突影响深远）。
- **黄金的主要卖出国为短期调整外汇储备：**2022年至2024年主要黄金净卖出国家为哈萨克斯坦（央行抛售以换取美元提供流动性，目标从外汇占比70.1%下降至50-55%区间，截至2024年底，该比例已触及52%），2025年3月，哈萨克斯坦央行宣布，将在本国货币本周触及历史新低后，开始从国内生产商处用美元购买黄金。

图：本轮牛市以来主要的黄金净购入及净卖出国家



1.7 拉长周期—欧洲曾经并不是坚定的黄金持有方

- **金融危机下的紧急应对：**2007年全球经济面临次贷危机初期冲击，部分欧洲国家需通过抛售黄金获取美元或欧元，以缓解外汇储备不足的压力；2008年雷曼兄弟破产引发全球金融市场恐慌，而美元在危机初期走强（美元指数2008年上涨约10%），削弱了黄金的短期吸引力，加速抛售行为欧央行继续抛售黄金，但规模环比缩小。

图：2007年至今黄金储备变动量较为明显的前十大国家/地区（吨）

国家/地区	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
俄罗斯	49	69	129	140	94	75	77	173	206	201	224	274	158	27	3	31	-	3	-3
中国大陆	-	-	454	-	-	-	-	-	708	80	-	10	96	-	-	62	225	44	10
欧元区	-358	-139	-63	-7	-4	-5	-4	5	5	-3	-4	-4	-2	-4	-	-1	-	-6	-
印度	-	-	200	-	-	-	-	-	-	-	-	42	35	42	77	33	16	73	3
土耳其	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	86	51	126	16	-	148	-2	75	3
波兰	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	26	100	-	2	-2	130	90	32
法国	-117	-111	-57	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
瑞士	-145	-105	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
哈萨克斯坦	2	2	-1	-3	15	33	28	48	30	36	42	51	35	2	15	-51	-57	-10	-4
乌兹别克斯坦	-	-	-	-	-	-	47	57	37	17	8	19	-19	-3	30	34	-25	11	-4

资料来源：WGC，东吴证券研究所

- **协议背景：**90年代，欧洲各国央行纷纷减持黄金储备导致金价一度暴跌至255美元/盎司。为明确黄金仍是重要的储存资产，防止其货币功能被过度削弱，1999年9月27日，欧洲11国央行、欧洲央行及瑞士、瑞典、英国央行签署第一轮《央行售金协议》。
- 90年代中后期，美国由于经济长期过热，低失业率与消费扩张引发市场通胀担忧。美联储通过多次加息以抑制通胀预期，联邦基金利率长期维持在6%的高位，欧洲各国为获取美债高昂利息并避免支付黄金仓储费用纷纷减持黄金储备，纷纷减持黄金。为协调抛售行为、稳定金价、以及黄金的货币功能，欧洲各国央行共签署4轮《央行售金协议》。前两轮协议主要内容如下：

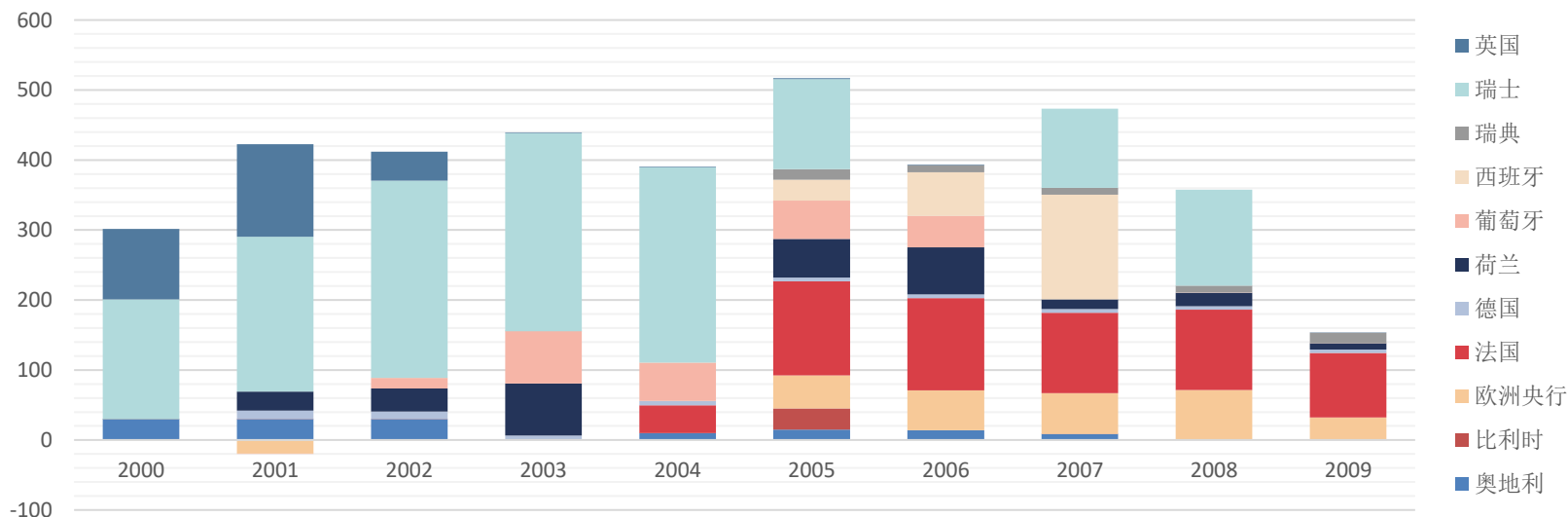
第一轮（1999-2004）

- 明确黄金是全球货币储备的重要组成部分
- 限制抛售：每年售金上限为**400**吨，五年累计不超过**2000**吨。除去已签署的交易外，五年内禁止以卖方的身份进行交易。
- 五年内禁止扩大黄金租赁、期货及期权等衍生品规模

第二轮（2004-2009）

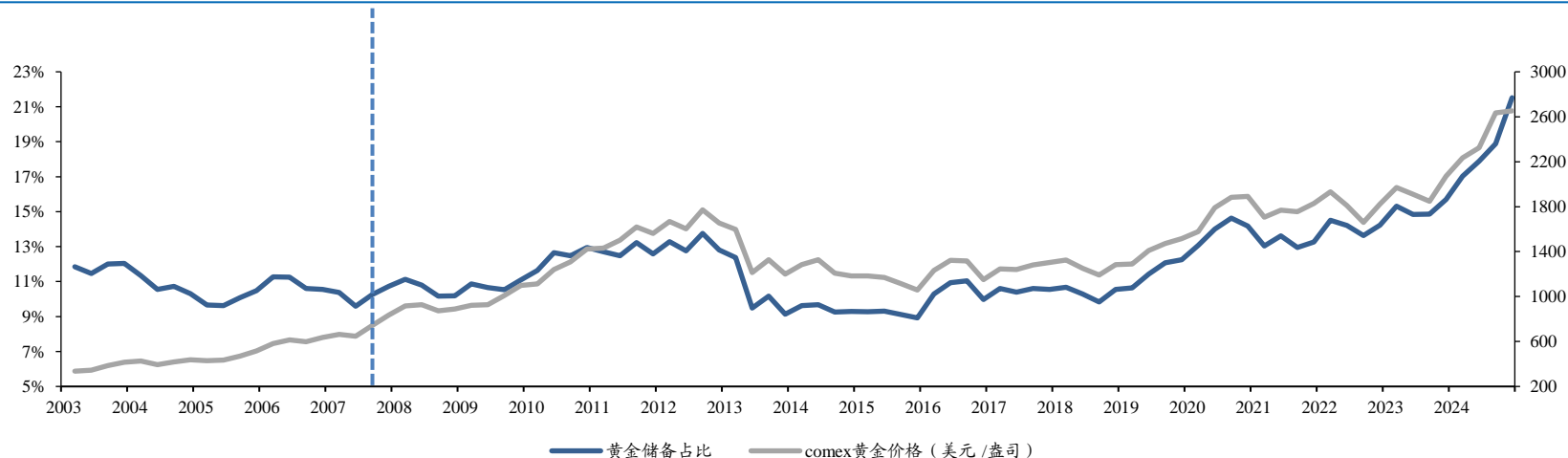
- 明确黄金是全球货币储备的重要组成部分
- 限制抛售：每年售金上限为**500**吨，五年累计不超过**2500**吨。除去已签署的交易外，五年内禁止以卖方的身份进行交易。
- 五年内禁止扩大黄金租赁、期货及期权等衍生品规模

- 该阶段，参与协议央行共抛售约3864吨黄金。金价从255美元/盎司（1999年）回升至1008美元/盎司（2009年）。



- 第二轮中后期美国爆发金融危机，促使全球央行对黄金储备的观点发生转变。协议第三轮（2009-2014）抛售上限为**2000**吨，但实际抛售量仅为**24**吨。
- **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。
- 全球央行转向增持黄金以对冲美元信用风险。协议国从“抛售主力”变为“惜售方”，协议约束力丧失。
- 第四轮（2014-2019）到期后，欧洲各国央行并未续签。

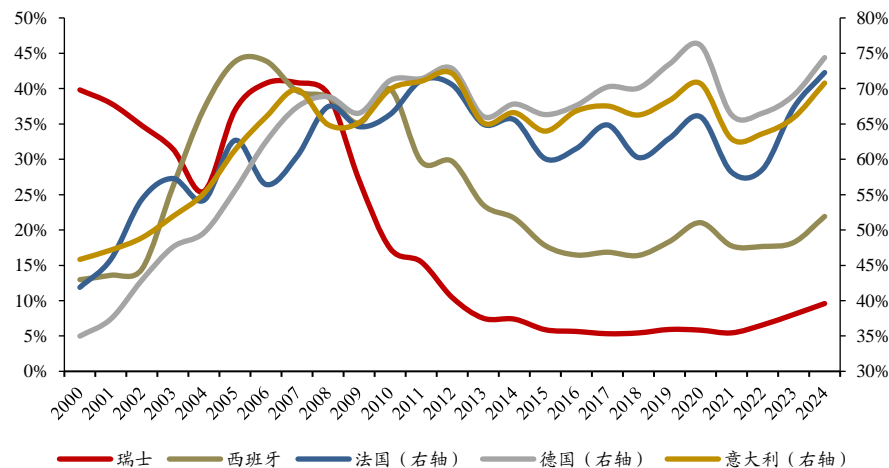
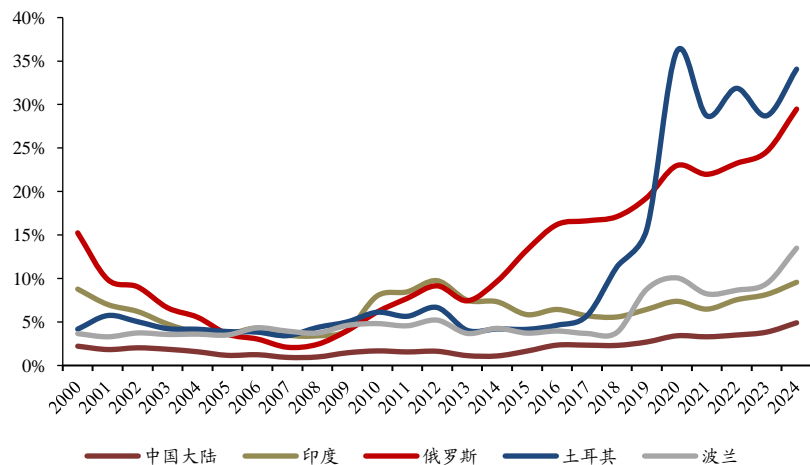
图：2007年以来金价与黄金储备量占比呈现较好的正相关性



1.10 新兴经济体是本轮央行增储黄金的主要参与者

- 在当前全球通胀高企、经济发展不确定性较高的情况下，发达经济体选择继续持有其庞大的黄金储备，而新兴市场国家央行需要增持更多黄金储备来稳定本国汇率稳定、降低经济波动风险。
- 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2024年底，俄罗斯央行持有的黄金储量占其外汇储备的32%，印度黄金储备占外汇占比11.35%，而中国黄金储备占外汇资产比例仅为5.53%，从人民币全球化的角度，具备长期增长的空间。
- 黄金的抗通胀和保值属性优势凸显，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1080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1050.8吨黄金，2024年全球央行净购入1045吨黄金。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1000-1200吨/年的量级，为黄金价格托底。

图：发达经济体央行黄金占总储备比仅于近期小幅增长

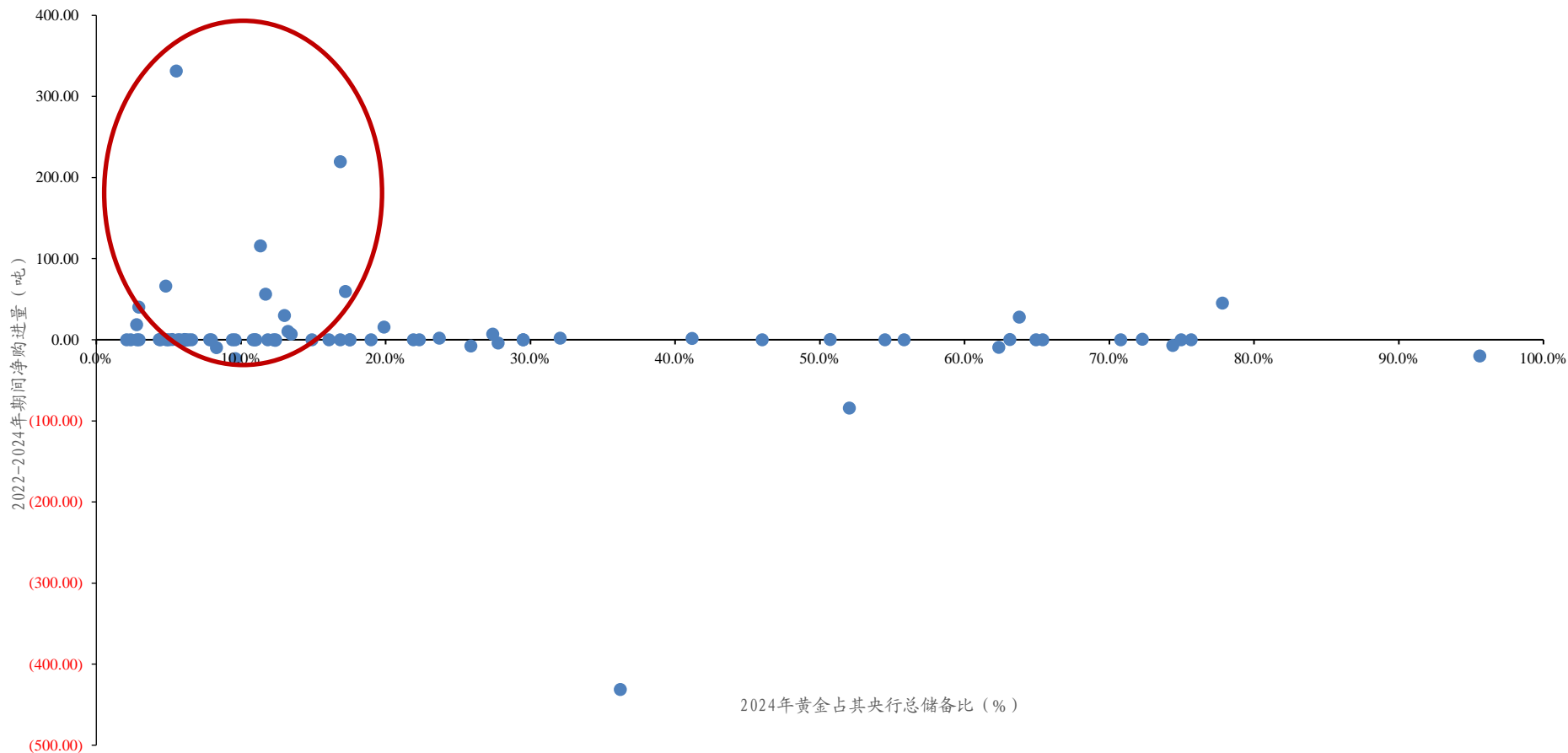


资料来源：Wind，东吴证券研究所

1.11 主要购金国央行增持黄金空间充足

- 我们将2022至2024年期间主要主权国家的净购金量与其黄金占央行总储备比进行汇总，根据2022-2024年的全球购金情况来看，购金较多的国家或主体普遍是黄金占储备资产比重较低，央行购金空间依旧充足。

图：本轮牛市以来主要购金国主体其黄金储备占比较低



二、特朗普2.0时代可能出现的情景推演及潜在卖点

2.1 特朗普2.0时代可能出现的情景推演—美财政部黄金储备重估

- **背景：**埃隆·马斯克领导的“政府效率部”近期公开质疑美国诺克斯堡(Fort Knox)黄金储备的真实性该金库存放约4,580吨黄金(占美国官方储备的56.35%)，但自1974年以来未接受独立审计。
- 根据《联邦储备法》，美联储发行货币（即扩表）需要资产端匹配，其中美国国债与MBS占据超90%，其余为黄金凭证等。
- **美国财政部对抵押黄金进行价值重估的可能性：**美国财政部目前持有的黄金储备账面价值是基于1973年布雷顿森林体系遗留的法定价格42.22美元/盎司，而当前黄金市场价格已接涨超3,400美元/盎司。

美国财政部黄金储备（亿美金）	黄金储量（盎司）	法定金价（42.22美金/盎司）	市场金价（3,400美金/盎司）	重估值新增资产
美联储持有的黄金证书	261,498,927	110	8,891	8,781
铸币局持有的无证书黄金	100,000	0.04	0.04	
总量	261,598,927	110	8,891	8,781

美联储资产端（亿美金）	法定金价（42.22美金/盎司）	市场金价（3,400美金/盎司）	重估值新增资产
储备银行信贷	68,405	68,405	—
外币资产	175	175	—
黄金证书	110	8,891	8,781
特别提款权证书账户	152	152	—
财政部发行的流通货币	531	531	—
总资产	69,374	69,374	8,781

资料来源：美联储，美国财政部，东吴证券研究所

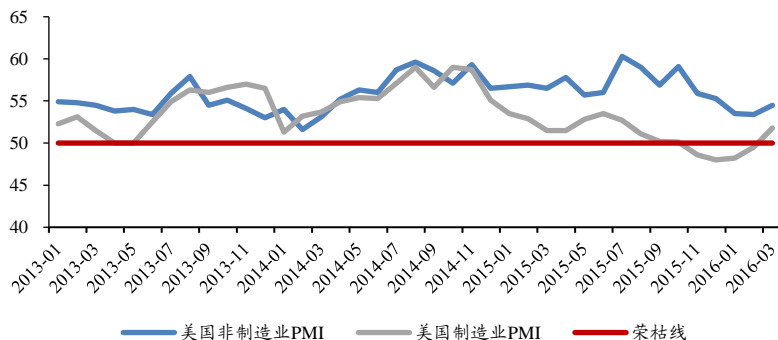
- 若按市价重估，总价值将飙升至约8,891亿美元。重估可为财政部创造约8,781亿资产，用于抵押给美联储，减少国债发行需求。但需国会批准修改《黄金储备法案》。

- “海湖庄园协议”的核心内容与现任白宫经济顾问委员会主席Stephen Miran去年11月发布的报告《重组全球贸易体系的用户指南》高度吻合，本届美国政府虽未在公开场合承认该协议，但部分内容在目前的一些实践中已找到对应，故我们拿来讨论：
- **1、债务重组与美债置换 —— 为了解决债务问题，但美债信用危机与避险需求激增，新兴市场央行加速去美元化**
 - 强制外国债权人将持有的美国国债置换为100年期不可交易、零息债券（即“世纪债券”），到期仅偿还本金。置换后，美国每年利息支出可减少超1万亿美元。若债权国需流动性，可通过美联储贷款机制临时获取资金支持。
- **2、美元贬值与汇率协调 —— MAGA，为了提升美国制造竞争力，但美元长期贬值以及美债需求大幅降低**
 - 效仿1985年《广场协议》，通过多边或单边施压推动美元贬值，要求贸易伙伴货币升值，以提升美国出口竞争力；同时，美国可能对持有美债的外国央行征收“使用费”。
- **3、关税与贸易阵营划分 —— MAGA，为了解决债务问题，但协议加速全球供应链重构，美国长期通胀预期上升**
 - 将全球经济体划分为“盟友”（配合债务重组及安全开支）和“对手”（拒绝合作的国家），实施差异化关税政策。
- **4、主权财富基金与资产重估 —— 为了解决债务问题，但金价上行与联邦资产负债表绑定**
 - 将美国黄金和比特币储备重新估值，以增加政府美元资产；通过设立主权基金投资基础设施、能源开发等项目（如乌克兰矿产、TikTok全球扩张基金等），绕过国会审批。
- **5、安全成本分摊与地缘博弈 —— MAGA，黄金有望具备长期信用对冲需求**
 - 要求盟友通过贸易优惠换取美国安全保护，例如日本韩国需接受债务置换以避免驻军撤离威胁；将经济政策与安全承诺捆绑，构建以美国为中心的“公平贸易区”。
- ◆ “海湖庄园协议”符合特朗普本届政府的两大核心政治诉求：MAGA（美国优先）、解决美债困局。从债务的角度出发，无论是长端利率下行还是极难执行“世纪债券”，亦是通过关税或者黄金储备重估等方式，黄金皆为最终受益方。

2.3 降息周期金价的见顶情景——更好的经济下货币及财政政策转向

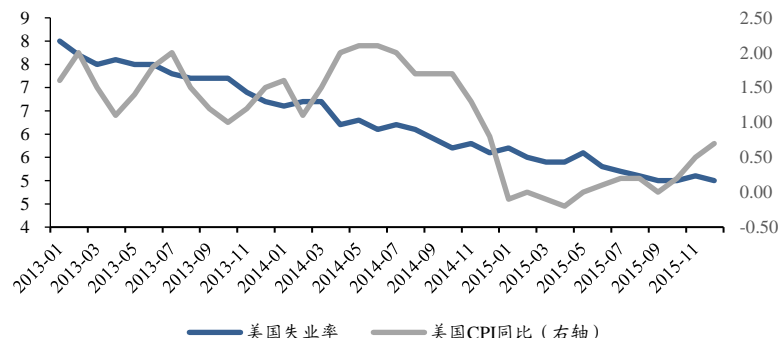
- **2013-2015年：**美国经济稳健增长，美国服务业、制造业PMI持续处于荣枯线以上，失业率稳定下降，通胀率保持较低；2013年5月，美联储主席伯南克首次暗示缩减QE，美元指数从80升至100，金价单日暴跌9%。

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

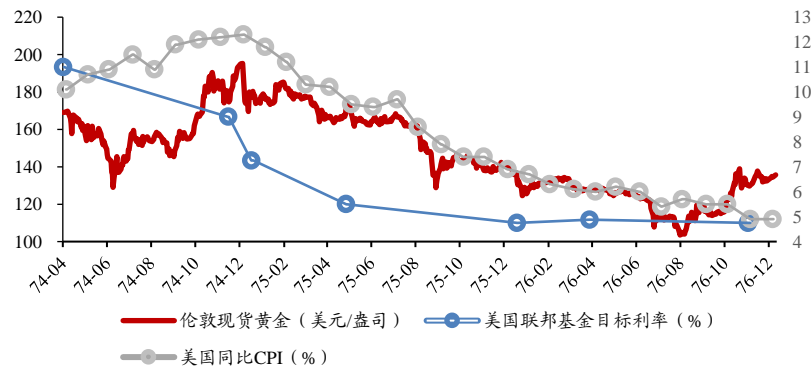
图：2013-2015年美国失业率和通胀 (%)



资料来源：Wind，东吴证券研究所

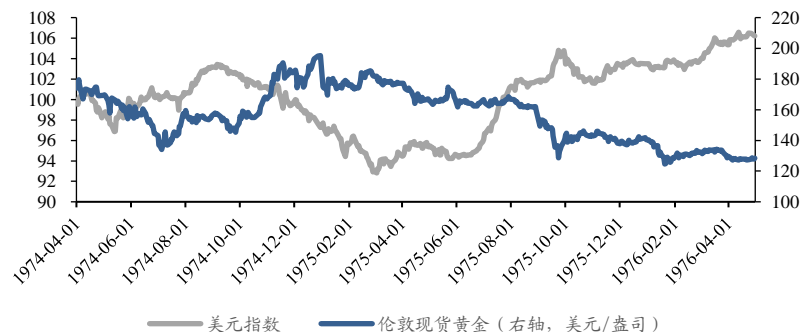
- **1974-1976年：**石油危机后，美联储开启降息周期，美国经济经历衰退、复苏，通胀随名义利率同步回落，且幅度更大，实际利率上升22BP；1975年1月美国宣布实行“黄金非货币化”政策，此后美国和国际货币基金组织拍卖大量黄金。

图：1974年-1976年降息期间，金价先涨后跌



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：1975年美国经济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

三、从债务视角出发看黄金的价格潜力

3.1 本轮黄金牛市和1970年代的异同——美元信用和经济滞胀

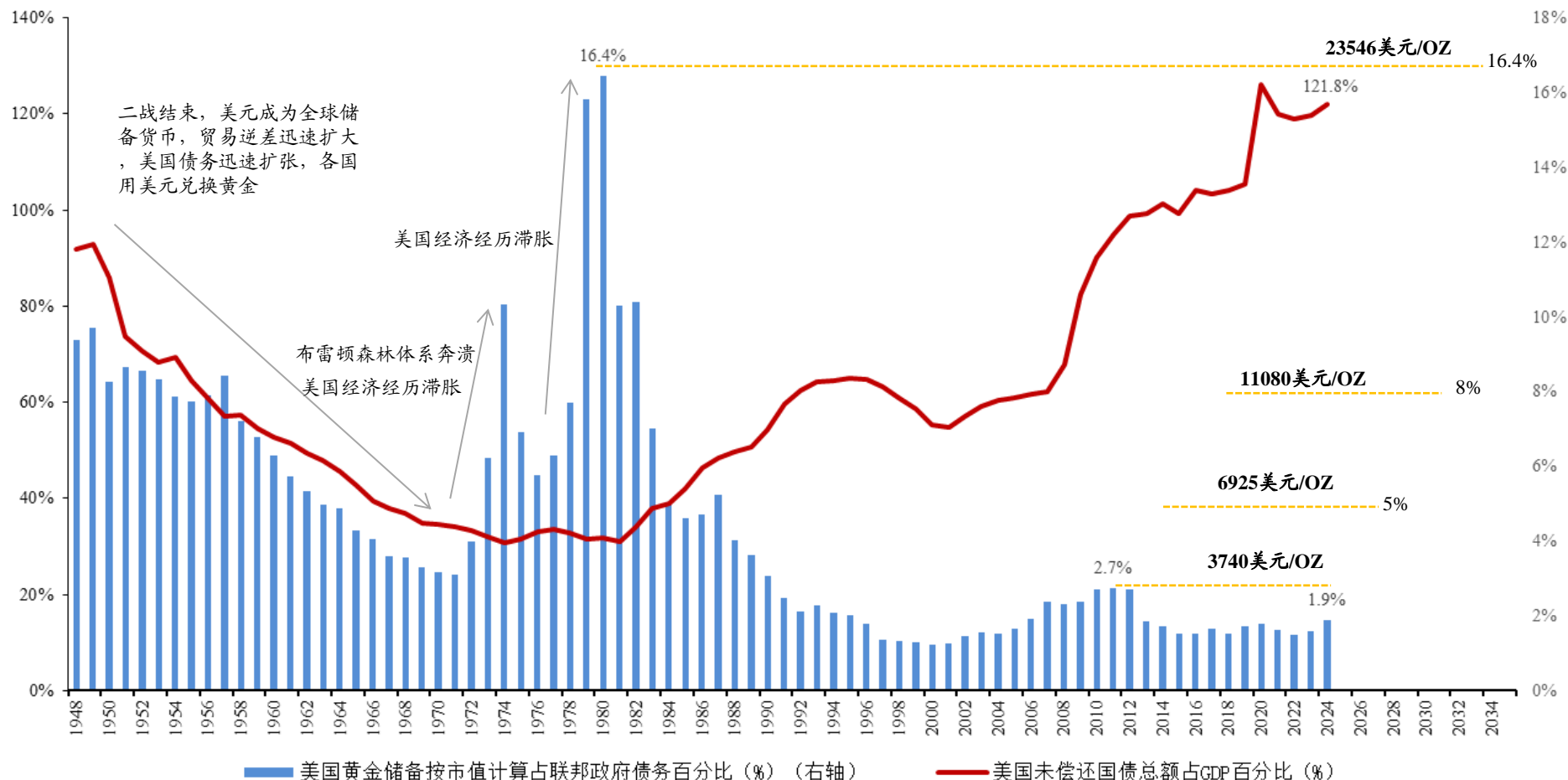
- **1970至1980年：布雷顿森林体系崩溃以及经济滞胀**
- **扩张性政策的长期累积效应与美元信用的下行**
- 1960年代至1970年代初，美国政府推行财政赤字和宽松货币政策（M2增速达13%以上）；
- 尼克松政府1971年取消美元与黄金挂钩，越南战争使得美元贬值进一步加剧输入性通胀，全球央行黄金储备占总外汇储备的比例从1971年的35%飙升至1980年的62%。
- **地缘政治动荡与外部供给冲击的放大作用**
- 1973年的石油禁运与1979年的伊朗革命致使国际油价从1972年的1.77美元/桶暴涨至1980年的近40美元/桶，石油危机直接冲击能源密集型产业”；
- 粮食短缺（1972-1974年全球粮食减产）推高食品价格，美国食品价格涨幅在1973-1974年分别达20.3%和12%。
- **本轮黄金上升周期**
- **扩张性政策的长期累积效应与美元信用的下行**
- 美国在疫情期间通过“货币+财政”双宽松政策释放流动性，（M2增速达25%以上）；
- 美国未偿还公共债务与GDP占比超过120%，俄乌冲突后全球加速“去美元化”，22-24年全球央行购金均超1000吨。
- **地缘政治动荡与外部供给冲击的放大作用**
- 中东战争（以色列对伊朗）、俄乌战争常态化；避险需求长期存在，若地缘冲突进一步扩散，原油价格存在快速上行的可能性；
- 美国关税政策冲击全球供应链，商品通胀有望于2025年Q2-Q3开始逐步显现。

指标	1970年	1974年	变化趋势	指标	1976年	1980年	变化趋势
实际GDP增速	-0.25%	-0.5%	持续衰退	实际GDP增速	5.4%	-0.2%	陷入衰退
CPI通胀率	5.8%	11%	翻倍上涨	CPI通胀率	5.8%	13.5%	翻倍上涨
失业率	5.9%	5.6%	高位维持	失业率	7.7%	7.8%	高位维持
美元指数	120	100	-17%	美元指数	105	85	-19%
黄金价格 (美元/盎司)	38	195	+513%	黄金价格 (美元/盎司)	104	850	+717%

3.2 用债务的视角为金价的走势提供远期指引

- 1971-1980年，布雷顿森林体系奔溃+美国经济经历滞胀，美国黄金储备市值占联邦政府债务百分比从3.1%大幅提升至16.4%；
- 本轮行情的底色同样来自于美元信用的下降，如今美国经济同样面临滞胀，我们提供一些潜在的指引：

图：以美债角度为可能的黄金价格提供指引

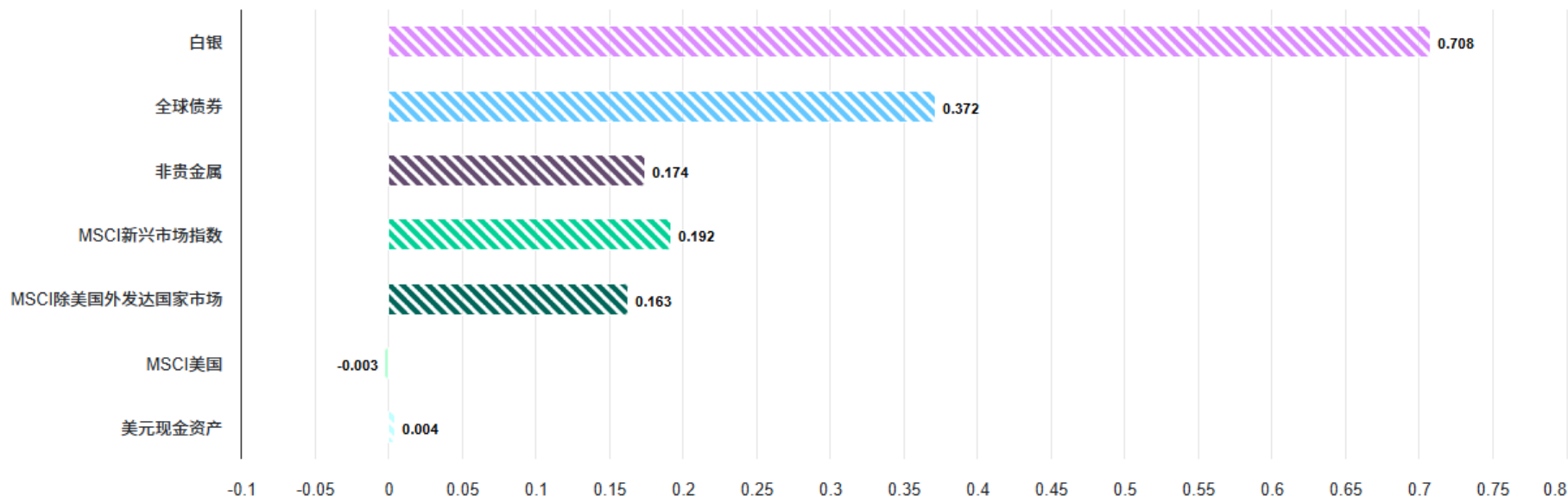


四、投资策略：提高资产配置比例与黄金股票的投资机遇

4.1 从资产配置角度看黄金和大类资产相关性

- **逆全球化的浪潮不会轻易结束，高波动率和高通胀时代或已来临，黄金已成为资产配置组合中不可或缺的一部分。**
- **黄金和权益资产与非贵金属的商品市场相关性较低，降低资产组合的波动率：**根据世界黄金协会，我们以月度频率的回报进行回测，黄金与权益市场的走势相关性较低（黄金与MSCI新兴市场、MSCI除美国外发达国家市场，以及MSCI美国的相关性分别为0.192、0.163、-0.003），与非贵金属的商品市场相关性为0.174，同样处于较低水平，低相关性可以有效的降低整体资产组合的波动性。
- **黄金与大类资产的相关性会因为市场的风偏而波动，提升资产组合的夏普比率：**我们在对不同时期的大类资产进行回测时发现，黄金与权益资产在市场风偏高位时相关性会提升，而在市场风偏低位时相关性会降低，该属性将有效地提升整体资产的组合的夏普比率。

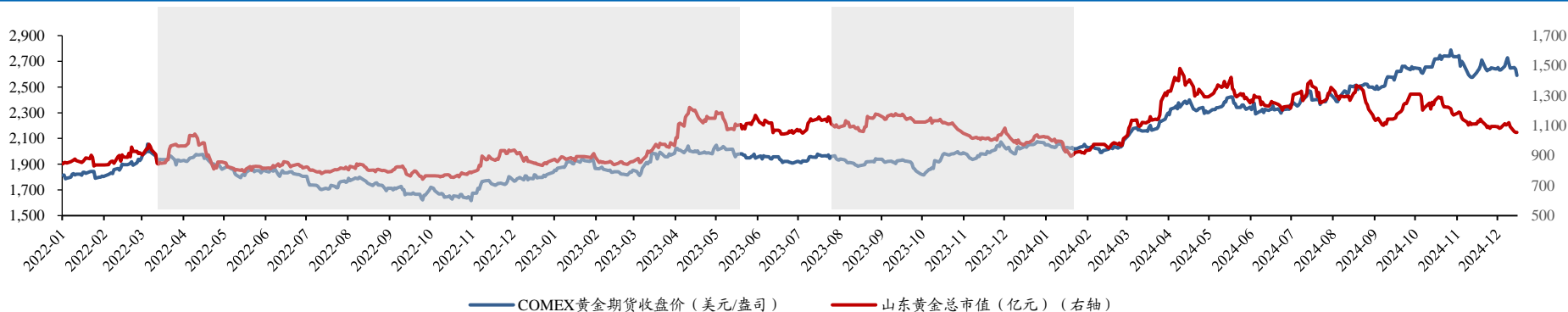
图：国际金价与大类资产相关性（1970.4-2025.4）



4.2 长久期资产在长逻辑的演绎下具备投资价值

- 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、赤峰黄金；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：黄金价格对主要黄金企业业绩影响的敏感性分析

证券简称	2024年黄金业务经营数据				黄金价格变动对应利润增厚（亿元）			黄金价格变动对应利润增厚比例		
	销量（吨）	单吨价格（元/克）	黄金业务毛利润（亿元）	整体毛利润（亿元）	15%	25%	35%	15%	25%	35%
山东黄金	45.24	553	117.8	136.2	37.5	62.6	87.6	28%	46%	64%
山金国际	8.05	549	32.5	40.7	6.6	11.1	15.5	16%	27%	38%
紫金矿业	67.79	521	196.6	618.6	52.9	88.2	123.5	9%	14%	20%
赤峰黄金	15.21	524	37.5	39.6	12.0	19.9	27.9	30%	50%	71%
中金黄金	18.27	450	/	81.3	12.3	20.6	28.8	15%	25%	35%

备注：中金黄金数据为2023年年报数据

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

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

投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