

多重因素推动黄金价格上涨，看好黄金中长期投资机会

黄金行业研究

投资要点

➤ 美债信用走弱，突出黄金储备货币属性

美国国债占GDP比例从2008年的60%升至2025年9月的119%，美债的大量增发导致利息支出占GDP的比重攀升，美国政府利息负担加重，2024年美国净利息占GDP比重已经超过3%，当前利息支出已超越国防开支，且预期将会持续增加，显著加重了政府的财政负担，引发了市场对美国债务可持续性的担忧。标普、穆迪、惠誉三大评级机构均已下调美国主权信用评级，美债信用走弱。

美国国债规模占GDP的比重整体而言与黄金价格大致呈现同向变动的趋势，美国国债占GDP的比重由1993年的66.1%波动上升至2024年的124.1%，债务高速扩张引发市场对美国主权信用的担忧，黄金因避险属性获得投资者的青睐，美国财政负债率上升或带动金价中枢上行。

➤ 美联储降息进程持续推进，利好金价未来走势

2025年上半年美国经济增速放缓，就业市场活力不足，就业市场显著降温。2025年9月美国整体CPI同比上涨3.0%，低于市场预期，通胀虽具黏性但压力有所缓和，美联储于10月宣布将联邦基金利率目标区间下调25个基点至3.75%-4.00%。因黄金本身不产生利息，当美联储降息时，市场上的无风险收益率随之下降，持有黄金的机会成本因此降低，资金更倾向于流入黄金市场，推高金价。

➤ 去美元化背景下，各国央行购金需求增加

受美元信用基础走弱，产业空心化以及贸易逆差等因素影响，全球“去美元化”进程加速。美元占全球央行储备金的比重整体呈下降趋势，1999年美元占全球外汇储备的比重高达71%，至2024年四季度，这一数据已降至57%，美元地位有所减弱。与美元储备下降对应的是全球央行购金需求的增加，世界黄金协会数据显示，全球央行黄金储备2009年至2021年连续13年正增长，2022年出现略微下滑，而后继续恢复增长态势，2024年达到36,250吨，至2025年10月达到36,359吨，处于历史相对高位。全球央行2025年三季度购金量达220吨，较二季度增长28%，较上年同期上升10%，成为黄金市场需求的重要支撑。

➤ 投资建议

建议关注工艺先进且具备资源量优势的紫金矿业、山东黄金和赤峰黄金。

➤ 风险提示

建议关注美联储降息不及预期、经营安全生产以及扩产进度不及预期的风险。

分析师：褚聪聪

执业登记编号：A0190523050005

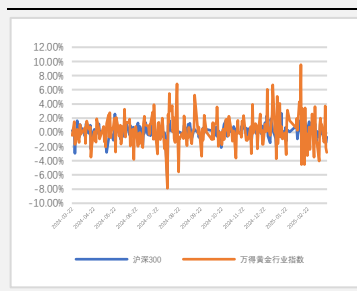
chucongcong@yd.com.cn

分析师助理：赵毅轩

执业登记编号：A0190124060001

zhaoyixuan@yd.com.cn

上证指数与万得黄金行业指数



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

目录

一、美债信用走弱，黄金的储备货币属性凸显	3
二、美联储年内或开启多轮降息	5
三、去美元化背景下，各国央行购金需求增加	7
四、避险需求升温推动金价走强	8
五、投资建议	9
1、紫金矿业	9
2、山东黄金	9
3、赤峰黄金	10
六、风险提示	11

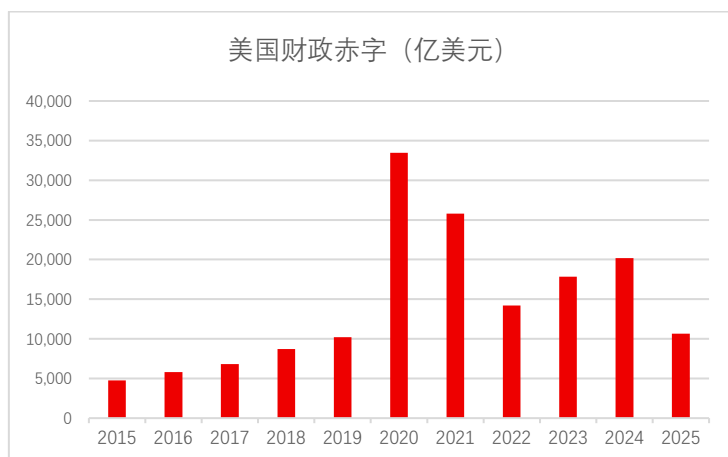
图表目录

图 1：美国财政赤字（亿美元）	3
图 2：美国制造业增加值占 GDP 比重（%）	3
图 3：美国国债规模占 GDP 比重与黄金价格（美元/盎司）	4
图 4：美国净利息占 GDP 比重（%）	4
图 5：黄金价格与美国十年期国债收益率	5
图 6：美国失业率（%）	5
图 7：美元指数和黄金价格走势	6
图 8：美国 CPI 同比(%)	6
图 9：全球外汇储备（亿美元）及美元外汇储备（亿美元）	7
图 10：全球黄金储备（吨）及同比增速（%）	7
图 11：VIX 指数	8
图 12：2020-2025Q1-Q3 营业总收入（亿元）	9
图 13：2020-2025Q1-Q3 扣非归母净利润（亿元）	9
图 14：2020-2025Q1-Q3 营业总收入（亿元）	10
图 15：2020-2025Q1-Q3 扣非归母净利润（亿元）	10
图 16：2020-2025Q1-Q3 营业总收入（亿元）	11
图 17：2020-2025Q1-Q3 扣非归母净利润（亿元）	11

一、美债信用走弱，黄金的储备货币属性凸显

美国债务到期高峰叠加财政赤字高位运行，导致美国财政部不得不扩大向市场投放的债券规模，若信用溢价持续放大，借新还旧成本将系统性抬升，进一步侵蚀财政可持续性和政策回旋余地。美国国会预算办公室（CBO）预计 2025 年联邦利息支出占财政收入比重将升至 12% 以上，大量占用财政预算，压缩基建、教育等长期投资空间。

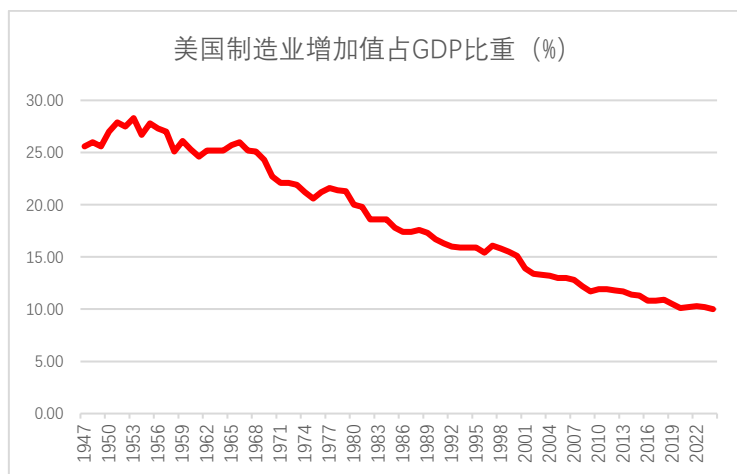
图 1：美国财政赤字（亿美元）



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

从 20 世纪 70 年代开始，美国为了追求更高的利润，将大量低附加值和中高附加值产业链的低端环节转移到劳动力成本更低的地区，如亚洲和拉丁美洲，美国制造业占 GDP 的比重从 1970 年的 22.7% 下降到 2024 年的 10.0%。产业空心化、制造业衰退不仅削弱了美元的物质基础，一定程度上动摇了美元的价值支撑，同时使得美国在全球产业链中的地位下降，美国需在国际贸易中增加进口并更易形成贸易赤字，对美元形成了贬值压力，美元作为全球储备货币的地位有所弱化。

图 2：美国制造业增加值占 GDP 比重（%）



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

美国国债规模占 GDP 的比重整体而言与黄金价格大致呈现同向变动的趋势，美国国债占 GDP 的比重由 1993 年的 66.1% 波动上升至 2024 年的 124.1%，债务高速扩张引发市场对美国主权信用的担忧，黄金因避险属性获得投资者的青睐，美国财政负债率上升或带动金价中枢上行。

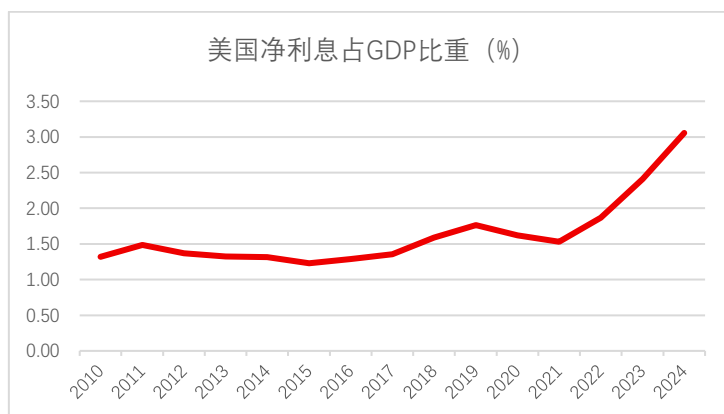
图 3：美国国债规模占 GDP 比重与黄金价格（美元/盎司）



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

美国国债占 GDP 比例从 2008 年的 60% 升至 2025 年 9 月的 119%，美债的大量增发导致利息支出占 GDP 的比重攀升，美国政府利息负担加重，2024 年美国净利息占 GDP 比重已经超过 3%，当前利息支出已超越国防开支，且预期将会持续增加，显著加重了政府的财政负担，引发了市场对美国债务可持续性的担忧。标普、穆迪、惠誉三大评级机构均已下调美国主权信用评级，美债信用走弱。

图 4：美国净利息占 GDP 比重 (%)



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

美债收益率（尤其是十年期收益率）是黄金价格的重要影响因素，黄金作为零息资产，无风险收益率可视为持有黄金的机会成本，通常情况下黄金价格与美债收益率呈负相关。当美债收益率上升时，黄金的机会成本增加，资金流向美债，导致黄金价格下跌，反之，当美债收益率下降时，黄金的机会成本降低，资金可能流向黄金，推动黄金价格上涨。但特定时期投资避险需求的提升也会使金价与十年期美债收益率出现阶段性背离，如美联储处于加息周期时或引发市场对于“滞胀”的担忧情绪，出于避险需要，投资者仍有可能选择增持黄金并对金价形成支撑作用，从而导致金价并未因加息而出现回落。

图 5：黄金价格与美国十年期国债收益率



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

二、 美联储年内或开启多轮降息

2025 年上半年美国经济增速放缓，就业市场活力不足，就业市场显著降温，而通胀虽具黏性但压力有所缓和，2025 年 9 月美国整体 CPI 同比上涨 3.0%，低于市场预期，美联储于 10 月宣布将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点至 3.75%-4.00%。因黄金本身不产生利息，当美联储降息时，市场上的无风险收益率随之下降，持有黄金的机会成本因此降低，资金更倾向于流入黄金市场，推高金价。

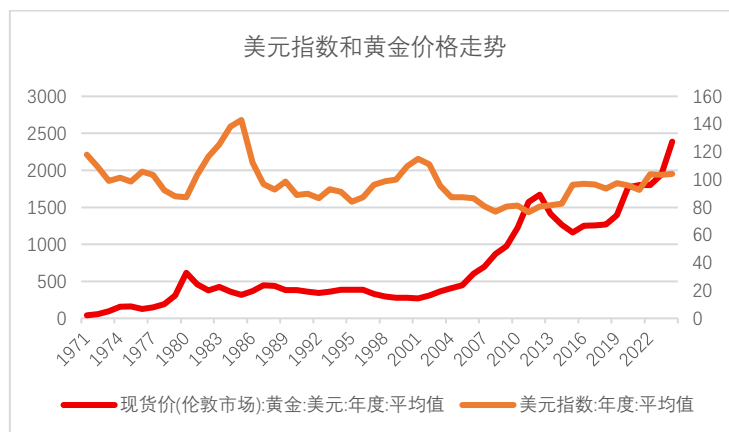
图 6：美国失业率 (%)



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

降息通常会导致美元贬值，持有美元的吸引力因此降低。而国际黄金市场主要以美元计价，美元贬值降低了使用其他货币购买黄金的成本，刺激全球购金需求增加，从而推高以美元计价的黄金价格。且黄金具备货币属性和储备货币功能，与美元存在替代效应，一般情况下，美元指数走强时吸引资金从黄金流向美元而导致金价下行，虽然小周期存在美元指数与黄金价格走势出现背离，美元指数对金价的负向指引阶段性受限，但长期来看美元指数对黄金价格具有较强解释力。

图 7：美元指数和黄金价格走势



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

降息旨在刺激经济活动和借贷，更多货币流入市场，可能推高未来的通胀预期。黄金具备抗通胀属性，当市场预期通胀率上行时，投资者倾向于买入黄金对冲货币贬值风险，进而推动金价上涨。2025 年 8 月美国非农就业仅增加 2.2 万人，失业率升至 4.3%，新增就业岗位接近停滞，美联储降息政策落地有助于缓解就业市场压力，但或进一步推升通胀，目前美国通胀仍未回落至目标区间，降息可能重新点燃通胀压力，叠加特朗普政府关税政策对物价的潜在影响，稳就业与抗通胀双重目标或对美联储降息政策的持续性产生影响。

图 8：美国 CPI 同比(%)

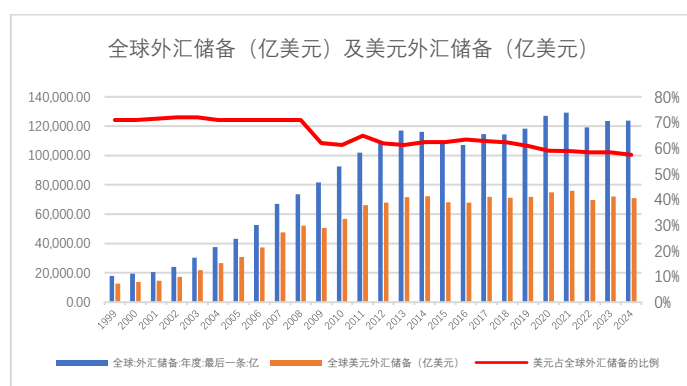


资料来源：Wind，源达信息证券研究所

三、去美元化背景下，各国央行购金需求增加

美国将美元“武器化”，利用美元在全球金融体系中的主导地位，通过加息降息影响全球资本流动和他国经济，或将其作为对其他国家实施经济制裁和政治施压的工具，如在俄乌冲突中，美国冻结了俄罗斯中央银行的外汇储备和黄金储备，限制俄罗斯部分银行使用 SWIFT 系统。美元“武器化”损害了美元信用，有损美元作为国际储备货币的地位，导致其他国家减少对美元的依赖并寻找替代货币。叠加美元信用基础走弱，产业空心化以及贸易逆差等因素影响，全球“去美元化”进程正在加速。美元占全球央行储备金的比重整体呈现下降趋势，1999 年美元作为全球储备货币地位突出，占全球外汇储备的比重高达 71%，并在相当长的时间里维持 70%以上高位，至 2024 年四季度，这一数据已降至 57%，美元地位有所减弱。

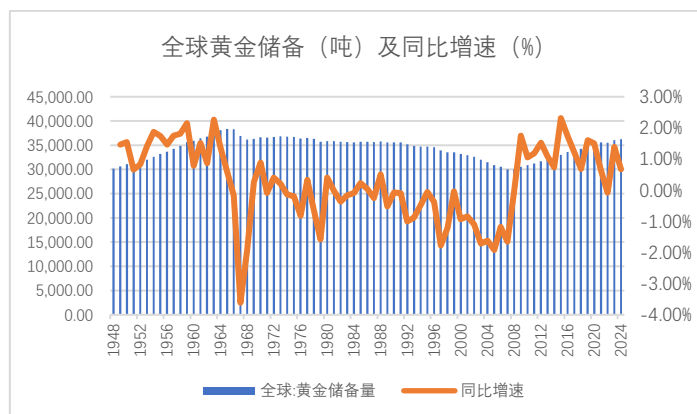
图 9：全球外汇储备（亿美元）及美元外汇储备（亿美元）



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

与美元储备下降对应的是全球央行购金需求的增加，世界黄金协会数据显示，全球央行黄金储备 2009 年至 2021 年连续 13 年正增长，2022 年出现略微下滑，而后继续恢复增长态势，2024 年达到 36,250 吨，至 2025 年 10 月达到 36,359 吨，处于历史相对高位。全球央行 2025 年三季度购金量达 220 吨，较二季度增长 28%，较上年同期上升 10%，成为黄金市场需求的重要支撑。

图 10：全球黄金储备（吨）及同比增速（%）



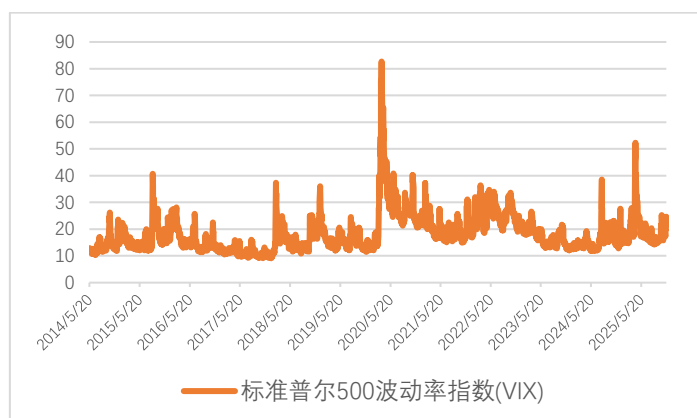
资料来源：Wind，源达信息证券研究所

四、避险需求升温推动金价走强

中东地区是全球重要的石油产区，伊朗与以色列、沙特等国的关系紧张，导致对能源供应的担忧始终存在，此外，俄乌和谈进展缓慢，战争长期化可能性增加，冲突加剧了全球粮食市场的紧张局势和全球能源供应的不确定性，特朗普“美国优先”政策下的关税战、技术封锁、金融制裁等非传统安全挑战持续，中印、美欧经济纠纷不断，“逆全球化”趋势增加了全球贸易不确定性，美元武器化及美债问题损害美元信用，加剧国际金融风险等问题均会促使投资者寻求避险资产，黄金价格因此受到支撑。

2025 年 10 月 16 日，美国区域性银行相继披露贷款问题，如 Zions Bancorp 与 Western Alliance Bancorp 披露贷款欺诈，市场恐慌指数（VIX）当日飙升超 20%，银行股遭受重挫，投资者风险偏好急剧下降并推动金价上涨。区域银行的暴雷引发市场对信贷体系稳定性的担忧，投资者对信贷质量恶化的担忧直接冲击市场信心，担忧银行体系在经历大幅加息后抵御风险的能力，一定程度上导致避险需求增加，而黄金不受主权信用影响并具备天然避险属性，在市场恐慌情绪以及对未来不确定性的担忧加剧时受到投资者的青睐。

图 11：VIX 指数



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

五、投资建议

1、紫金矿业

紫金矿业，是中国最大的黄金生产企业之一。业务全球布局，海外资源量占比 58%，投资项目分布在加拿大、澳大利亚、巴布亚新几内亚、俄罗斯、塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、南非、刚果(金)、秘鲁等 9 个国家，是中国控制金属矿产资源最多的企业之一，拥有资源量优势。业务涵盖金、铜、锌等金属矿产资源的勘查和开发。公司在国内外拥有多个重要矿山项目，技术实力雄厚，盈利能力强劲。公司对 RG Gold Mine、Raygorodok 金矿等项目的收购进展顺利，公司黄金资源储备进一步增加。塞尔维亚丘卡卢等大型矿山产能持续释放，公司未来增长逻辑清晰，业绩基本盘稳定。

2025 年前三季度累计营收 2542 亿元，同比增长 10.3%，归母净利润 378.6 亿元，同比增长 55.5%，第三季度，公司单季营收达 864.9 亿元，同比增长 8.1%；归母净利润 145.7 亿元，同比增长 57.1%，经营业绩大幅增长。

图 12：2020-2025Q1-Q3 营业总收入（亿元）

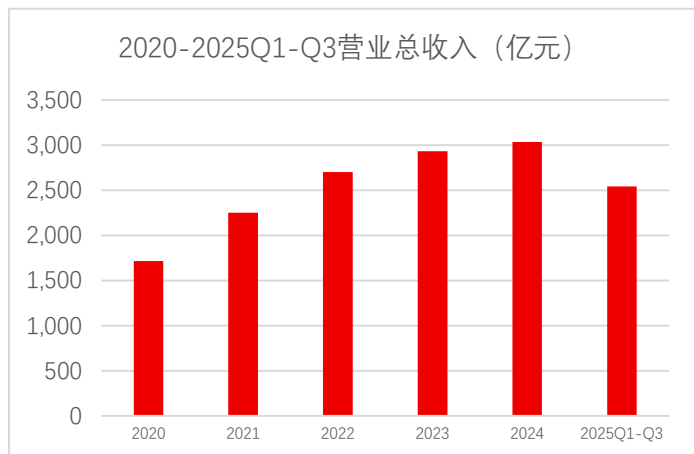
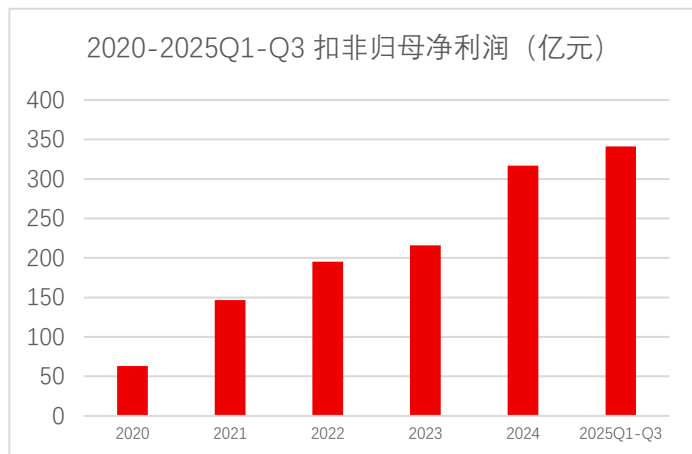


图 13：2020-2025Q1-Q3 扣非归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

资料来源：Wind，源达信息证券研究所

2、山东黄金

山东黄金主要从事黄金的开采、选冶、生产及销售，主要产品包括自产金、外购金和小金条。近年来，随着公司在境内外的矿山收购及整合，公司的矿产资源储量逐步提升，自产金成为公司未来的重要发展方向。外购金业务为公司外购合质金，经冶炼公司精炼生产成标准金锭通过上海黄金交易所进行销售。小金条业务为公司采购标准金锭，加工制成非标准金条、金锭或其他定制黄金产品进行销售。公司现有年产黄金 1 吨以上的矿山高达 12 座，行业地位突出，规模优势显著，此外，焦家金矿资源整合项目、新城金矿资源整合项目有序推进，纳穆蒂尼金矿处于产能爬坡期，产能爬坡进度稳中向好，资源量优势进一步巩固。

2025 年前三季度公司实现营收 837.8 亿元，同比增长 25.0%，归母净利润 39.6 亿元，同比增长 91.5%。单季度看，25Q3 公司实现营收 270.2 亿元，同比增长 27.3%，归母净利润 11.5 亿元，同比增长 68.2%。

图 14: 2020-2025Q1-Q3 营业总收入 (亿元)

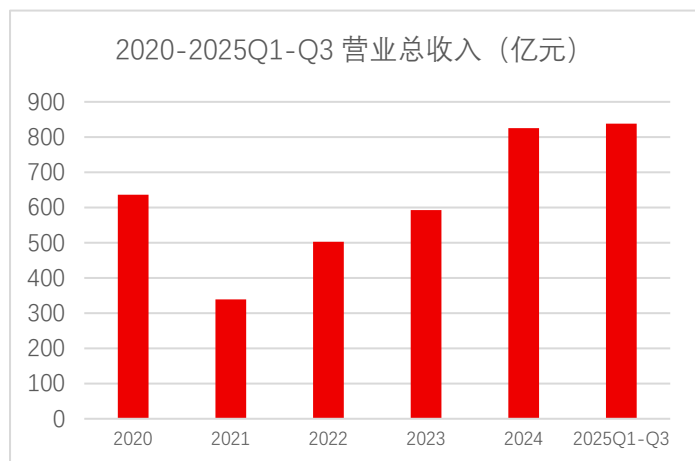
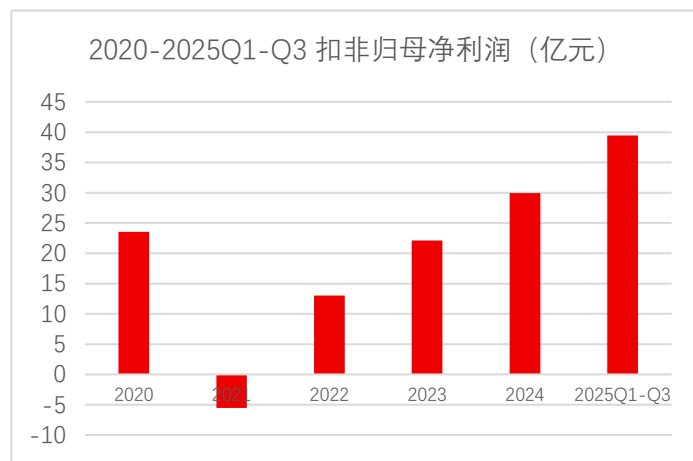


图 15: 2020-2025Q1-Q3 扣非归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

3、赤峰黄金

公司主要从事在全球范围内的黄金采、选和销售业务，公司黄金业务占比超过 90%，金价上涨对利润的边际贡献显著，业绩充分受益于金价上涨。公司 Q3 产销量环比提升带动公司业绩迅速释放，2025 第三季度，公司矿产金产量 4.0 吨，环比上升 15.7%，销量约 3.9 吨，环比上升 13.7%。公司吉隆矿业、万象矿业等项目稳步推进，公司资源储备持续增厚。公司雨季矿石选矿调配方案优化调整，第三季度产量明显提升，黄金产能有望进一步释放，管理优化带来经营效率提升，成本控制能力持续提升。

2025 年 Q1-Q3，公司实现营收 86.4 亿元，同比提升 38.9%，归母净利润 20.6 亿元，同比增加 86.2%。单季度看，25Q3 公司实现营收 33.7 亿元，同比提升 66.4%，归母净利润 9.5 亿元，同比增长 141.0%。获益于金价上行、产量提升以及管理优化，公司营收和利润同比高增，业绩基本盘稳定。

图 16: 2020-2025Q1-Q3 营业总收入 (亿元)

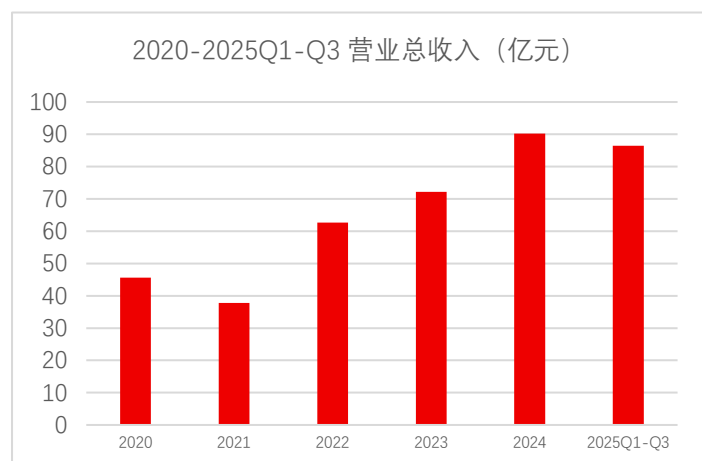
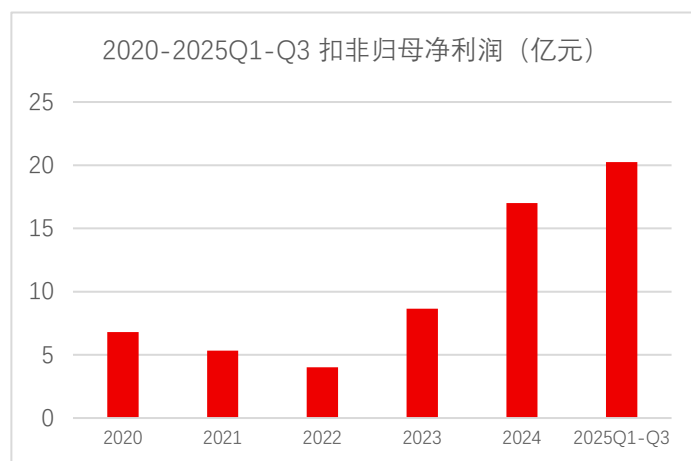


图 17: 2020-2025Q1-Q3 扣非归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

六、风险提示

美联储降息不及预期的风险

经营安全生产风险

扩产进度不及预期的风险

投资评级说明

行业评级	以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：		
看 好：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上		
中 性：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%~ + 10%以上		
看 淡：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下		
公司评级	以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：		
买 入：	相对于沪深 300 指数表现 + 20%以上		
增 持：	相对于沪深 300 指数表现 + 10%~ + 20%		
中 性：	相对于沪深 300 指数表现 - 10%~ + 10%之间波动		
减 持：	相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下		

办公地址

石家庄

河北省石家庄市长安区跃进路 167 号源达办公楼

上海

上海市浦东新区峨山路 91 弄 100 号陆家嘴软件园 2 号楼 701 室

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

河北源达信息技术股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：911301001043661976。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供河北源达信息技术股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估。

本报告仅反映本公司于发布报告当日的判断，在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为源达信息证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。