

黄金市场评论

贵金属市场风云激荡

2025年黄金“火力全开”

表现回顾

2025年，金价共计53次刷新历史记录，于12月23日涨至4,449美元/盎司，月末以4,368美元/盎司收官(图1)。黄金12月回报率为4.2%，全年累计回报率高达67%，为辉煌的2025年画上了完美的句号。以所有主要货币计价的金价均创历史纪录，但由于汇率波动，各币种对应的最终年度回报率存在一定差异(表1)。

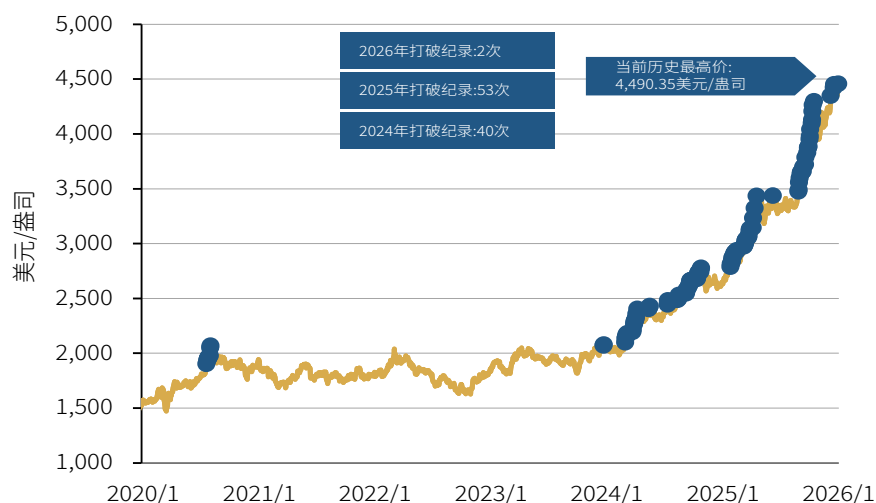
归因分析

我们的金价表现归因模型(GRAM)显示，黄金期权交易活动(属风险与不确定性因素)是推动12月金价上涨的首要因素，其次为新兴市场汇率变动，其中美元兑人民币(+1.2%)走弱是关键影响因素(图2)。

纵观2025全年，模型中的显性变量解释了约60%的年度回报。其中地缘政治风险和期权市场活动为主导因素，其影响在8月至10月期间尤为显著。新兴市场货币走强导致美元相对走弱，也起到了关键作用。此外，美债收益率下行对黄金回报的提振作用虽较弱但也不可忽视。更多细节请见《2026年全球黄金市场展望》报告中的表1。

图1：自2024年以来，金价已创下95次历史新高

LBMA午盘金价(美元/盎司)历年刷新纪录情况*



*数据截至2026年1月6日。
来源：彭博社，世界黄金协会

摘要

2025年12月及全年回顾

12月，金价上涨4%，推动黄金全年回报率达67%，创数十年来新高。

央行购金、关税与贸易风险、强劲的期权市场活动以及美元走弱，均为推动金价上涨的重要因素。

未来展望

12月贵金属(包括白银和铂金)价格飙升，加上大宗商品指数再平衡，可能引发短期市场波动。但从中长期看，黄金走势仍将遵循自身逻辑。

美国最高法院即将就关税政策问题作出裁决，这可能会对美国贸易政策产生重大影响。此举对黄金的影响或许更为微妙，但其潜在支撑作用依然存在。

此外，持续不断的地缘政治冲突(最近美国对委内瑞拉的行动就是例证)为黄金提供了支撑，也凸显出黄金已成为投资者首选的避险资产。

详情请联络: research@gold.org



表1:12月汇率稳定,以主要货币计价的金价均呈现上涨势头

以主要货币计价的金价与回报*

	美元 (盎司)	欧元 (盎司)	日元 (克)	英镑 (盎司)	加元 (盎司)	瑞士法郎 (盎司)	印度卢比 (十克)	人民币 (克)	土耳其里拉 (盎司)	澳元 (盎司)
12月金价*	4,368	3,722	22,023	3,247	5,993	3,465	132,640	973	187,627	6,546
12月回报*	4.2%	3.0%	4.7%	2.5%	2.3%	2.8%	5.2%	2.6%	5.4%	2.3%
2025全年回报*	67.4%	47.6%	66.8%	55.8%	59.6%	46.3%	74.7%	57.9%	103.3%	55.2%
历史最高价*	4,449	3,780	22,398	3,302	6,100	3,513	137,591	1,010	190,646	6,652
最高价日期*	12月23日	12月23日	12月26日	12月23日	12月23日	12月26日	12月26日	12月26日	12月26日	12月23日

*数据截至2025年12月31日。除印度和中国分别采用MCX午盘金价和上海金午盘基准金价外,其他国家/地区均以LBMA午盘金价(美元)为基础,以本币计价。

来源:彭博社,世界黄金协会

而模型中的另一参数,前一期的黄金回报率(主要衡量黄金价格的均值回归倾向)对金价的表现形成了一定拖累。这反映出黄金市场具备较强的自我修正与自我平衡能力,即便是在上涨行情中亦是如此。这主要得益于黄金兼具“消费品”和“投资品”的双重属性,可在消费需求与投资需求之间实现动态调节。这也有助于黄金在大宗商品体系中保持较低的平均波动率。

全年模型中的“残差”部分反映了显性变量未能捕捉到的因素,例如部分央行操作、关税政策相关活动或商品交易顾问(CTA)及散户投资者的交易行为。此外,模型中更高的常数项(即在考虑了所有显性因素后的无条件平均回报)很可能体现了2025年央行持续购金所带来的需求影响。我们认为这是模型的特点,而非缺陷。

黄金ETF与期货

12月,全球黄金ETF连续第七个月实现净流入。其中北美地区基金仍为主导力量,这与全年整体趋势一致。截至2025年底,黄金期货持仓数据显示:12月管理基金净多仓增加110亿美元(约合59吨);以价值计全年增加80亿美元,但以吨位计则减少173吨。

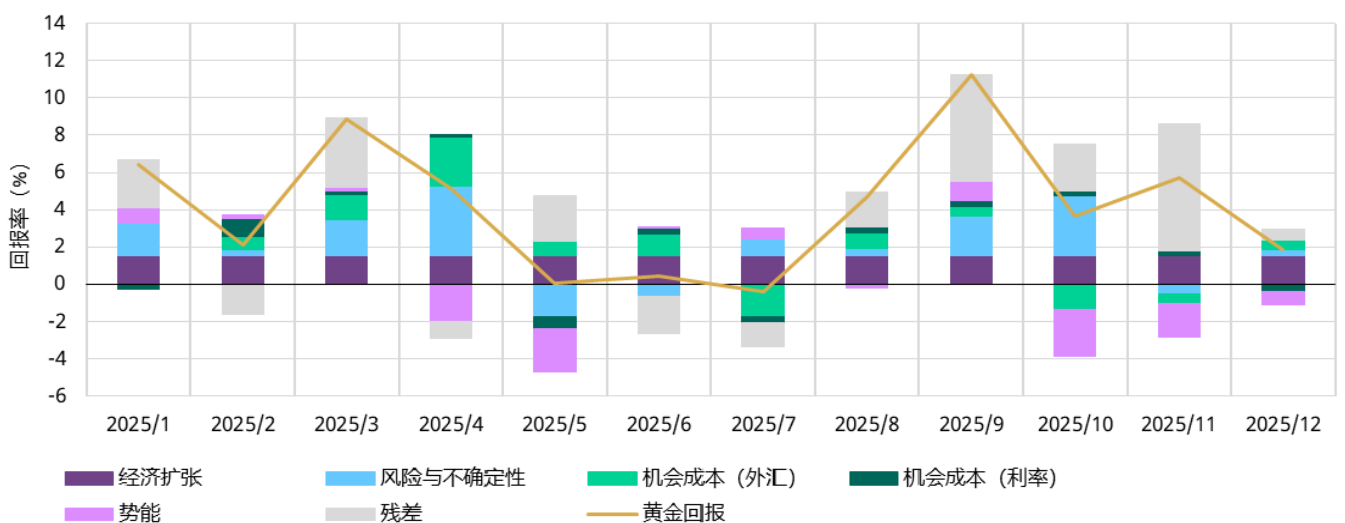
贵金属市场风云激荡

- 12月,贵金属价格涨幅刷新历史纪录,但内部走势分化明显。白银与铂金的变动显示出政策驱动型特征,而黄金的涨势则相对温和克制。
- 白银和铂金的短期价格波动可能对金价造成暂时性压力,但三种金属的中期前景依然向好,拖累金价持续下跌的可能性较低。
- 美国抓捕马杜罗事件及委内瑞拉持续紧张的局势提醒我们,地缘政治冲突虽往往快速平息,但2025年此类事件的频发及其累计效应,已显著推升市场紧张情绪与相关风险溢价。在这种情况下,黄金似乎已成为主要受益者。

12月,贵金属价格“雷鸣”般的全线飙升,推动该板块实现了45年来未见的同比回报水平(图3和图4)。

此轮涨势的最后一波冲高,尤其是黄金以外的贵金属,与其说是源于结构性利好因素(如实物资产需求、财政担忧或美元走弱)的加速推动,不如说更多是受到政策面与短期市场供应收紧的影响。

图2:强劲的期权交易与美元走弱共同推动12月金价上涨

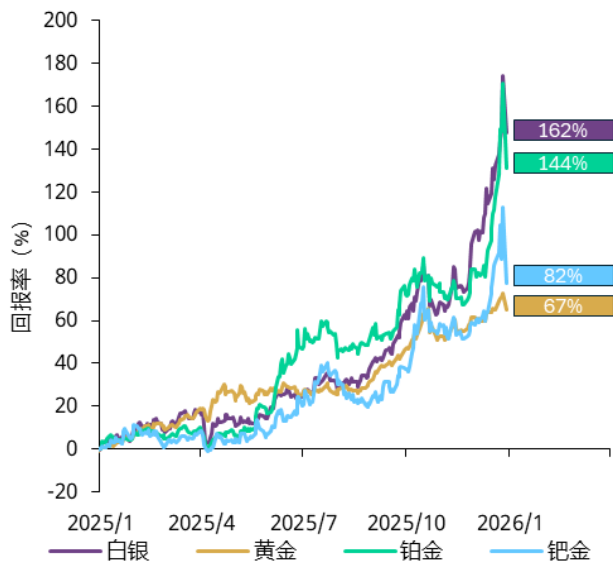


*数据截至2025年12月31日。我们的短期金价表现归因模型(GRAM)是有关金价月度回报的多元回归模型,其中包括四类关键的金价表现驱动因素:经济扩张、风险与不确定性、机会成本和趋势动能,这些驱动因素的相关主题反映了黄金需求背后的动机,更为重要的是投资需求背后的动机。这些被认为是短期内黄金价格回报的边际驱动因素。“残差”包含了目前模型尚未捕捉到的其他因素。此处结果是基于五年期月度数据的分析。其他估算周期和数据频率选项可在Goldhub.com获取。

来源:彭博社,世界黄金协会



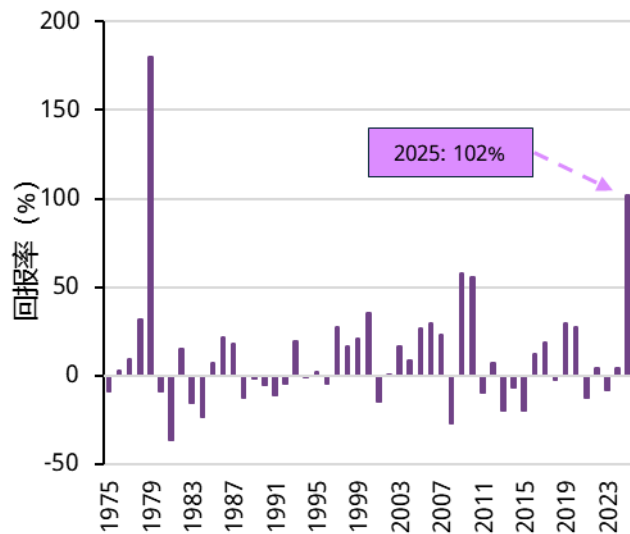
图3: 贵金属年终强势收官



*数据截至2025年12月31日。所有价格均以美元/盎司为单位。
来源: 彭博社, 世界黄金协会

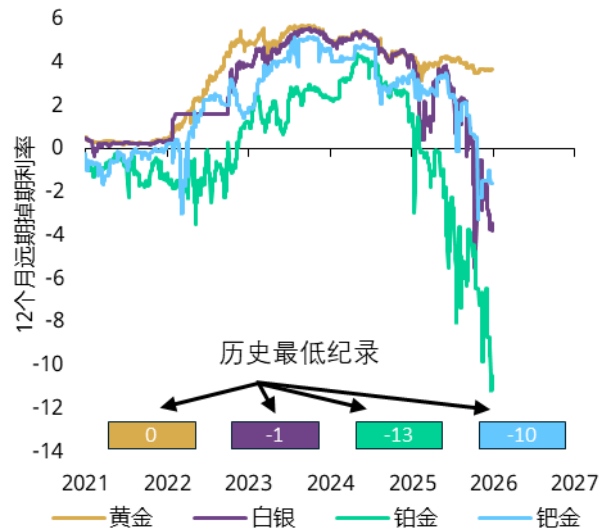
图4: 1979年的盛况几乎重现

贵金属年度回报率*



*基于1975年至2025年间的的历史数据。由于数据可得性限制, 1975年至1995年的回报率基于标普高盛贵金属指数 (仅包含黄金与白银) 计算, 而1996年至2025年的回报率则采用标普高盛贵金属、铂金及钯金等权重指数进行测算。
来源: 彭博社, 世界黄金协会

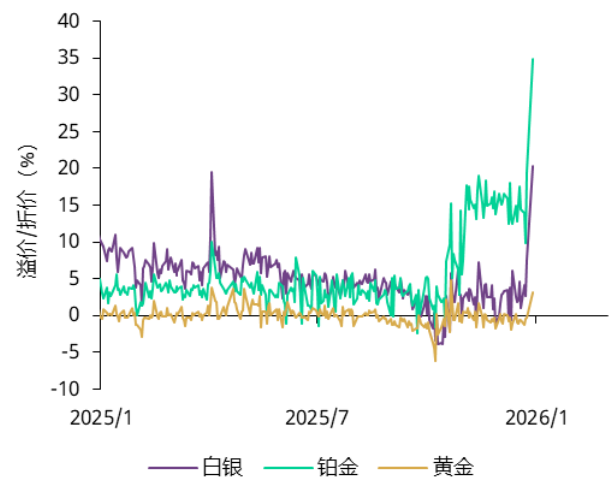
关税政策的不确定性与贸易摩擦促使投资者提前购入实物资产, 推高现货溢价 (图5) 与区域溢价水平 (图6), 这一点在白银与铂金市场的体现尤为明显。而中国于2026年1月开始继续实施白银出口许可证制度, 或将进一步抬升国际市场的紧张情绪。¹

图5: 除黄金外, 其他贵金属市场的供应紧张信号仍显脆弱
贵金属12个月掉期利率*

*数据截至2025年12月31日。掉期利率反映远期价格与现货价格之差。负值表明现货溢价, 即市场对即时供应的需求。由于期货合约成交量影响, 相关数据存在一定不可靠性。
来源: 彭博社, 世界黄金协会

图6: 中国的白银政策影响尤为突出

中国本土价格相较于全球价格的溢价/折价*



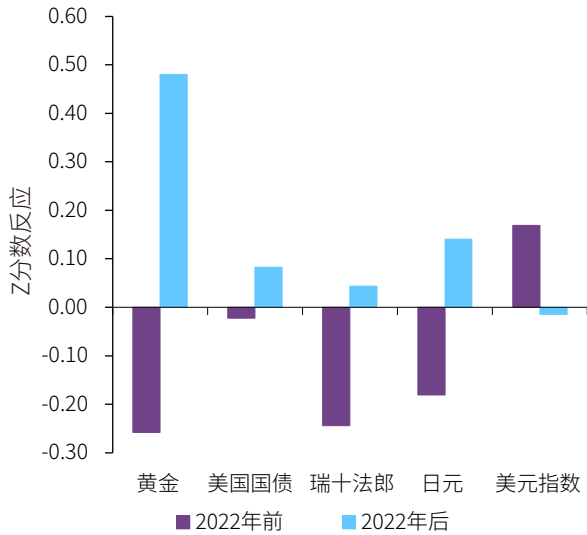
*数据截至2025年12月31日。各系列数据通过将中国本土现货价格换算为美元/盎司, 再与该金属全球现货价格对比, 最终以相对百分比形式呈现。
来源: 彭博社, 世界黄金协会

1. 商务部关于公布2026—2027年度钨、锑、白银出口国营贸易企业名单的通知



此外,我们的分析表明,黄金与地缘政治之间存在直接关联。短期来看,地缘政治风险指数每上升100点,金价上涨约2.5%。长期影响则取决于相关事件的持续性,及其对其它关键宏观变量(如通胀、利率和美元)可能产生的连锁效应。

图8:黄金现已成为市场首选的地缘政治避险资产
对地缘政治事件的标准化(z分数)反应*



*数据自2015年1月6日起。本图展示了在地缘政治风险指数(GPR)单日涨幅至少达到150个基点(且此后两周内未再次发生类似事件)时,各资产的标准化(滚动200天z分数)反应。样本分为2022年前(2015年至2022年)和2022年后至2026年1月6日。共计发生19次此类事件。美国国债指彭博美国国债总回报指数,黄金价格单位为美元/盎司。
来源:彭博社,世界黄金协会

总结

12月的价格涨势进一步凸显了贵金属板块内部的分化动态。白银和铂金的上涨是由严重的实物供应收紧和政策性扭曲所推动,相比之下黄金的上涨则更多是市场外溢效应的作用,而非其自身基本面的转变。随着这些扭曲因素的消退,黄金基于宏观经济担忧和结构性需求所形成的韧性,很可能再次凸显。

展望未来,政策风险、通胀预期和投资者持仓之间的相互作用将共同塑造黄金的前景。随着白色金属价格重置且黄金的核心驱动因素依然稳固,市场已准备好进行叙事调整——且黄金有望回归主导地位。

近年来,在全球范围内产生影响的地缘政治事件频繁发生。尽管这些事件往往持续时间较短(部分原因在于媒体关注度的波动),但其发生的频率之高似乎足以抬升投资者的整体焦虑水平,即产生风险溢价。黄金无疑可以从这些短暂的冲突局面以及整体紧张情绪加剧的大环境中双重获益。几乎没有迹象表明这一格局在可预见的未来会发生改变。

我们的《2026年全球黄金市场展望》报告分析了随着全球宏观经济和地缘政治条件的终局演变,黄金在不同宏观经济情景下可能的表现路径。



关于世界黄金协会

我们是一家致力于推广黄金作为重要战略资产、由会员组成的机构。我们努力打造一个负责任且开放包容的全球黄金供应链。通过各类可靠严谨的研究、分析、评论和洞见，我们的专业团队希望帮助公众了解黄金的实际应用案例和其他应用的可能性。

我们正为促进行业进步而不懈努力。通过影响行业政策和原则标准的制定，我们希望为构建一个充满活力、经久不衰、可持续发展的全球黄金市场贡献自己的力量。

世界黄金协会(北京)

中国北京市朝阳区东三环北路5号
北京发展大厦10层1009室
邮编100004
T +86 10 8592 5000
W www.gold.org

世界黄金协会(上海)

上海市静安区南京西路1717号
会德丰广场4805B室
邮编200040
T +86 21 2226 1188
W www.gold.org

研究部门

Jeremy De Pessemier, CFA
资产配置策略师

Johan Palmberg
资深量化分析师

Kavita Chacko
印度区研究负责人

Krishan Gopaul
EMEA区资深分析师

Louise Street
资深市场分析师

Marissa Salim
亚太区研究主管

贾舒畅 (Ray Jia)
亚太区(除印度)研究负责人兼中国区行业拓展副总监

Taylor Burnette
美洲区研究主管

安凯 (Juan Carlos Artigas)
美洲区CEO兼全球研究负责人

市场战略部门

芮强 (John Reade)
欧亚区资深市场策略师

康乔 (Joseph Cavatoni)
美洲区资深市场策略师

更多信息请见：

数据集与方法论请访问：
<https://china.gold.org/goldhub>

详情请联络：
research@gold.org



重要信息和披露

© 2026年世界黄金协会版权所有。世界黄金协会和圆环图案是世界黄金协会或其附属机构的商标。

未经世界黄金协会或相关知识产权所有者的事先书面同意，不得复制或再分发本文件中的任何内容，但符合下述规定的情况除外。信息和统计资料的版权©和/或其他知识产权归世界黄金协会或其附属机构或本文件中说明的第三方供应商所有。由各自所有者保留所有权利。

本文件中的统计数据仅可用于根据行业公平做法和以下两个前提条件进行综述和评论：(i) 仅允许使用部分节选数据或分析；(ii) 使用任何和所有统计资料时都应明确标注内容来源为世界黄金协会以及(在适当情况下) Metals Focus或者经过确认的其他版权所有人。世界黄金协会与Metals Focus有关联关系。

世界黄金协会及其附属机构不保证任何信息的准确性和完整性。对于使用本文件而造成的直接或间接损失或损害，世界黄金协会不承担任何责任。

本文件所含信息仅供参考之用。接受本文件所含信息，这表明您认同其预期目的。本文件所含信息不构成且不可视为构成黄金、任何黄金相关产品或服务或任何其他产品、服务、证券或金融工具(统称“服务”)的购买或销售建议、投资建议或要约。本文件所含信息没有包含任何投资目的，也不反应任何机构的财务状况或者任何个人的特殊需求。

分散投资不保证投资回报，也无法消除损失风险。过去的表现并不能全然代表未来的结果。通过配置黄金而产生的任何投资成果的最终表现，从本质上讲都是假设性的，可能无法反映实际投资结果，也不保证未来的结果。世界黄金协会及其附属机构不为任何假设投资组合中使用的任何计算和模型或任何此类使用所产生的结果提供保证或担保。投资者在就任何服务或投资作出任何决定前，应向合适的投资专业人士咨询其个人情况。

本文件包含前瞻性陈述，如使用“相信”、“预计”、“可能”或“建议”等词语或类似用语的陈述。这些前瞻性陈述是基于当前预期，可能会有变动。前瞻性陈述包含一些风险和不确定性。无法保证任何前瞻性陈述会成为现实。世界黄金协会及其附属机构不承担更新任何前瞻性陈述的责任。

有关LBMA黄金价格的信息

伦敦金银市场协会(LBMA)黄金价格由洲际交易所(ICE)基准管理机构有限公司(IBA)负责管理与发布。LBMA黄金价格(LBMA Gold Price)是贵金属价格有限公司(Precious Metals Prices Limited)的注册商标，并已授权IBA作为其定价管理机构。ICE与ICE基准管理机构是IBA及/或其附属机构的注册商标。世界黄金协会经由IBA授权许可，且受此处所列限制条款约束(详见网址：<https://china.gold.org/terms-and-conditions>)。

有关QaurumSM与黄金估值框架的信息

注意，通过使用Qaurum、黄金估值框架及其他信息而取得的各种投资成果的最终表现，从本质上讲都是假设性的，可能无法体现实际投资成果，也不保证未来的回报。世界黄金协会(包括其附属机构)及牛津经济研究院不保证该工具的作用，包括但不限于任何预测、估算或计算。