



【黄金：百炼真金，风雨彩虹】2025年度报告

主要逻辑总结

- ①2025年黄金行情的主线仍然延续“**降息+避险**”的主要逻辑，但细节上将有所区别。
- ②一是美联储正式迈入降息周期，实际利率对金价影响将上升，二是在特朗普政策下，降息预期或将前弱后强，对应金价也是前弱后强；三是避险方面，虽然俄乌有望谈判，但中东继续混乱，朝鲜蓄势待发，右翼政党上台引发更多摩擦等，相比去年仍然存在一定避险预期。
- ③整体观察，2025金价先跌后涨，中枢上升，高点有望突破3000美元。

报告撰写人: 浙商期货 郑弘
投资咨询号: Z0015227
联系方式: 0571-87219355

2024-09-04 版本

2024-12-26

图

图

黄金2025主线逻辑

仍是需求主导行情

黄金需求波动大，对价格影响较大

投资需求：美债实际利率下行将带动黄金ETF需求上升，这主要取决于2025年美联储降息的节奏和预期。

避险需求：分为短期地缘、事件冲击影响，和长期美元信用变化及央行储备。

消费需求：中印黄金饰品需求逐年小幅增加，维持稳定增速

工业需求：整体偏小且基本保持稳定

黄金供应整体较为平稳

黄金供应偏刚性，当前对金价影响较小

节奏上，明年贸易战+驱逐非法劳工，上半年提振通胀和就业，降息预期降低，或推进上半年金价走弱。但随后由于货币财政政策双双落空，可能使得美国经济再度走弱，降息预期触底回升，下半年投资需求将有改善。

当前全球地缘格局震荡，欧美政局全面右转，贸易摩擦增加，以及美国政局不稳等风险，短期刺激避险需求；各国央行黄金储备持续增加，美元信用下滑则长期利多金价，整体避险需求仍然较高

投资叠加避险双重推动下，预期2025年金价上半年调整，下半年回升创新高，全年中枢上升，最高或达3000美元上方

黄金商品需求稳中有升

逻辑跟踪

2024-12-26 2024-11-29 2024-11-19 2024-10-09 2024-10-09

由于美联储鹰派降息，FEDWATCH显示2025年降息预期降至1次

一、行情回顾

1、黄金价格

金价回顾

- ①2024年海外金价持续上涨，整体从2000美元最高突破2800美元关口，12月再度回落至2600美元附近水平。
- ②国内金价同样上行，自年初480元开始涨至最高10月份640元附近，随后小幅回落至615元水平，但由于汇率贬值，相对海外金价更加坚挺。

海外金价 2025-05-27



COMEX黄金 伦敦金现

更新频率: 日度

国内金价 2025-05-27



主力合约_收盘价 上海Au (T+D)

数据来源: 浙商期货 更新频率: 日度

二、需求分析

1、投资需求

①实际利率

投资需求

①黄金的投资需求往往用美债实际利率衡量。实际利率=美债利率-通胀预期。
②十年美债实际利率自4月开始回落，同时SPDR黄金ETF持仓开始企稳回升，到9月美联储重新开启降息操作，预期兑现使得超跌的利率回升带动黄金ETF持仓回落。



根据此前专题结论：
在降息与低利率阶段，黄金价格与实际利率均存在较强的负相关。而当前正处于高利率转向降息的阶段，实际利率对金价的解释能力将会增加，使其成为2025年影响金价的一大因素。

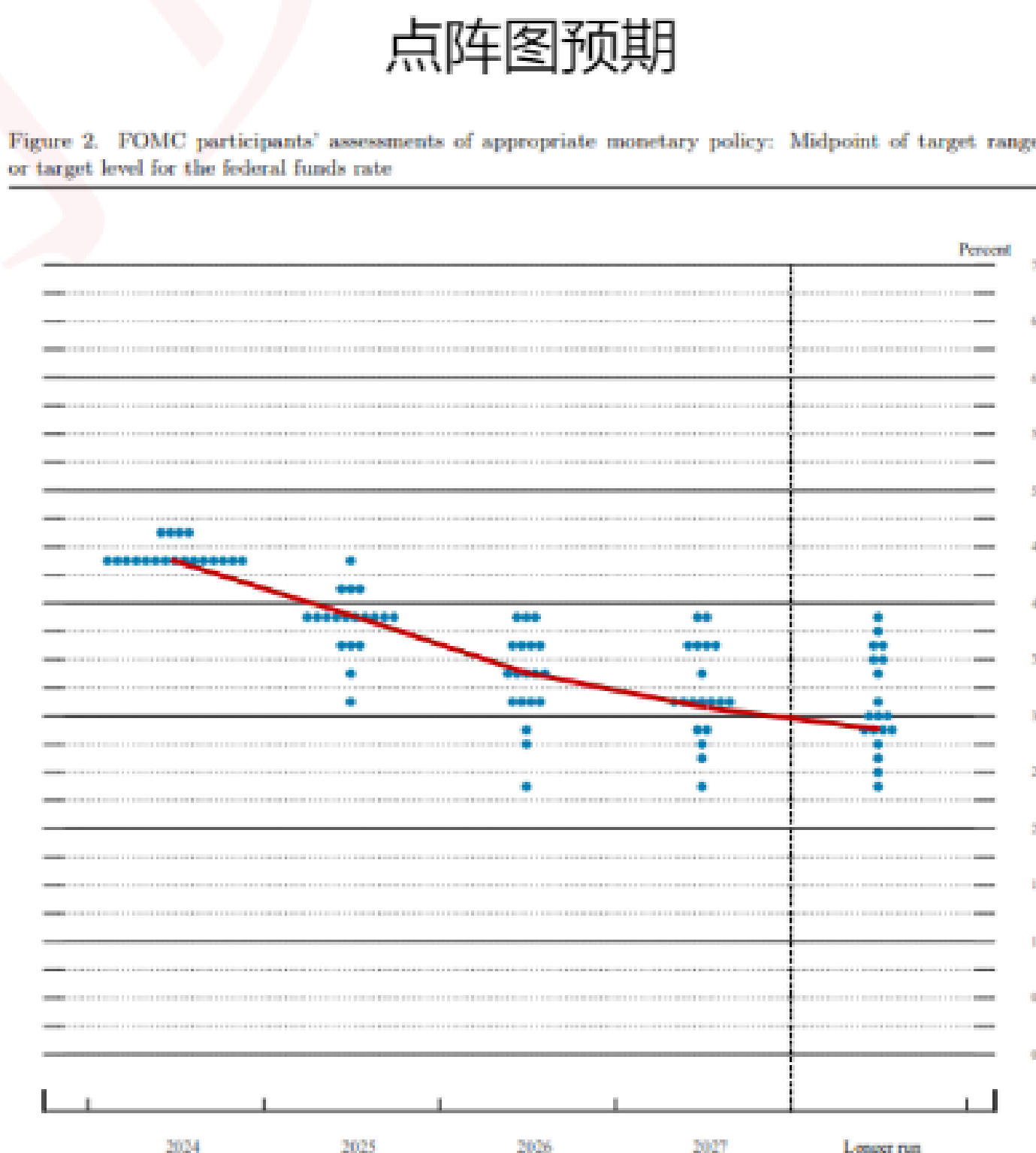
加息与高利率时期			
时期	开始	结束	相关性
加息	2022/3/17	2023/7/27	-4.9%
加息	2015/12/17	2018/12/20	-30.4%
加息	2004/6/30	2006/6/29	82.1%
高利率	2018/12/20	2019/8/1	-73.2%
高利率	2006/6/29	2007/9/18	-3.6%

降息与低利率时期			
时期	开始	结束	相关性
降息	2019/8/1	2020/3/16	-88.5%
降息	2007/9/18	2008/12/16	-75.5%
低利率	2020/3/16	2022/3/17	-62.1%
低利率	2008/12/16	2015/12/17	-81.1%
低利率	2003/6/25	2004/6/30	-60.4%

②货币政策

美联储降息预期

实际利率走势取决于货币政策：
①2024年9月再度开启降息周期，11月、12月延续降息，不过由于经济数据的改善，2025年市场对于降息节奏产生放缓的预期，认为2025年全年将只有1-2次降息的机会。
②我们认为在政策落空下美国经济将延续放缓，倒逼美联储下半年在增加至继续降息3-4次。



	A	B	C	D	E	F	
1	Fed Watch-降息概率 20241226						
2	会议日期	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450
3	2025.01.29	0%	0%	0%	8.6%	91.4%	0
4	2025.03.19	0%	0%	3.6%	43.4%	53%	0
5	2025.05.07	0%	0.7%	10.8%	45.1%	43.7%	0
6	2025.06.18	0.2%	3.7%	20.9%	44.6%	30.6%	0
7	2025.07.30	0.6%	5.6%	23.6%	43%	27.1%	0
8							
9							
10							
11							
12							
13							
14							

欧央行货币政策

欧央行货币政策宽松

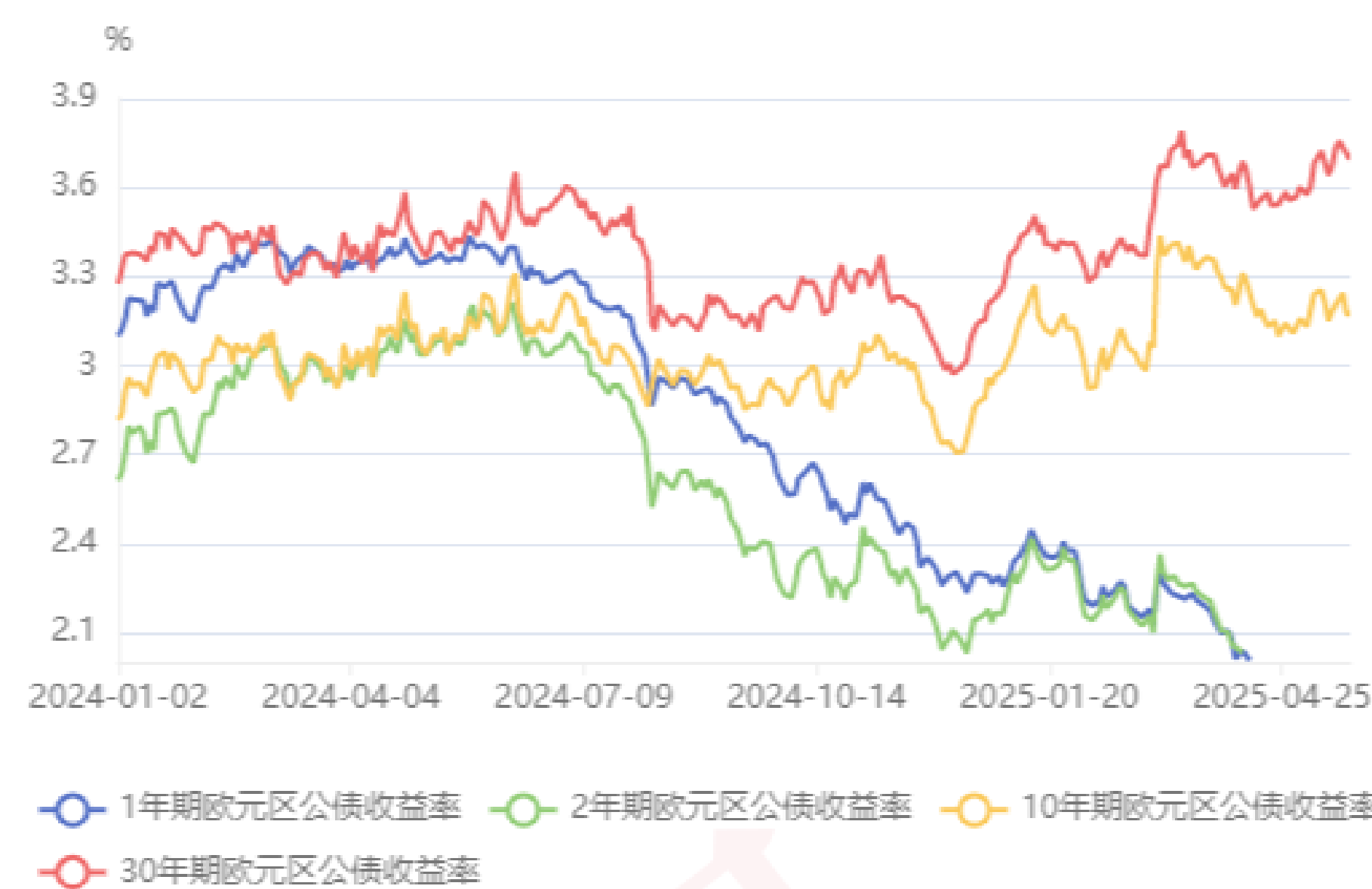
- ①自2024年6月开始，欧央行基准利率从4.50%降至3.15%，已开展降息4次共135bp。
- ②欧债利率同步走低，1年期收益率自3.4%降至最低2.2%，降幅达120bp；10年期收益率自3.3%降至2.7%，降幅达60bp。

欧元区：基准利率（主要再融资利率） 2025-04-23



更新频率：日度

欧元区国债收益率 2025-05-26



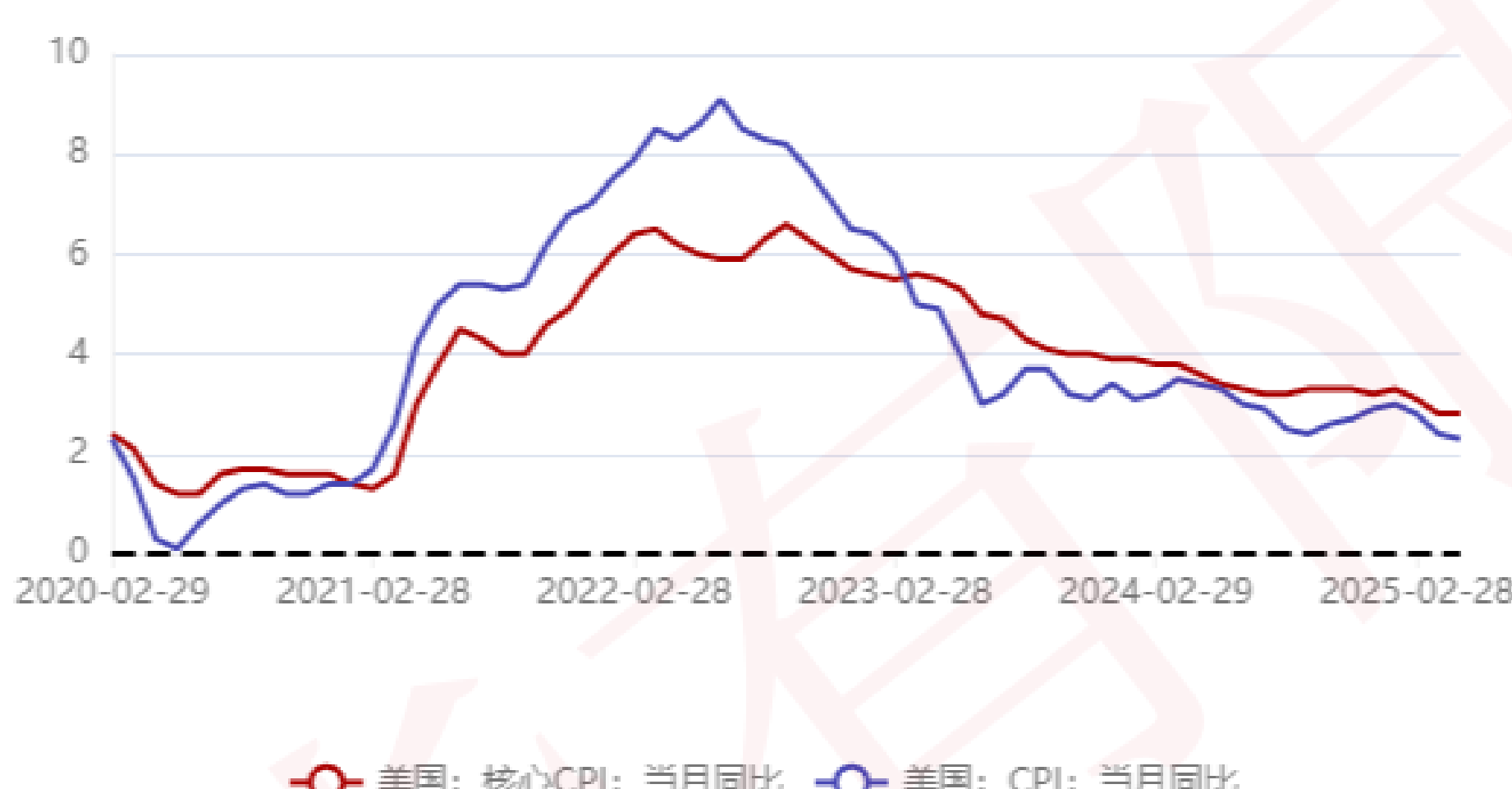
更新频率：日度

③美国通胀

通胀路径的判断

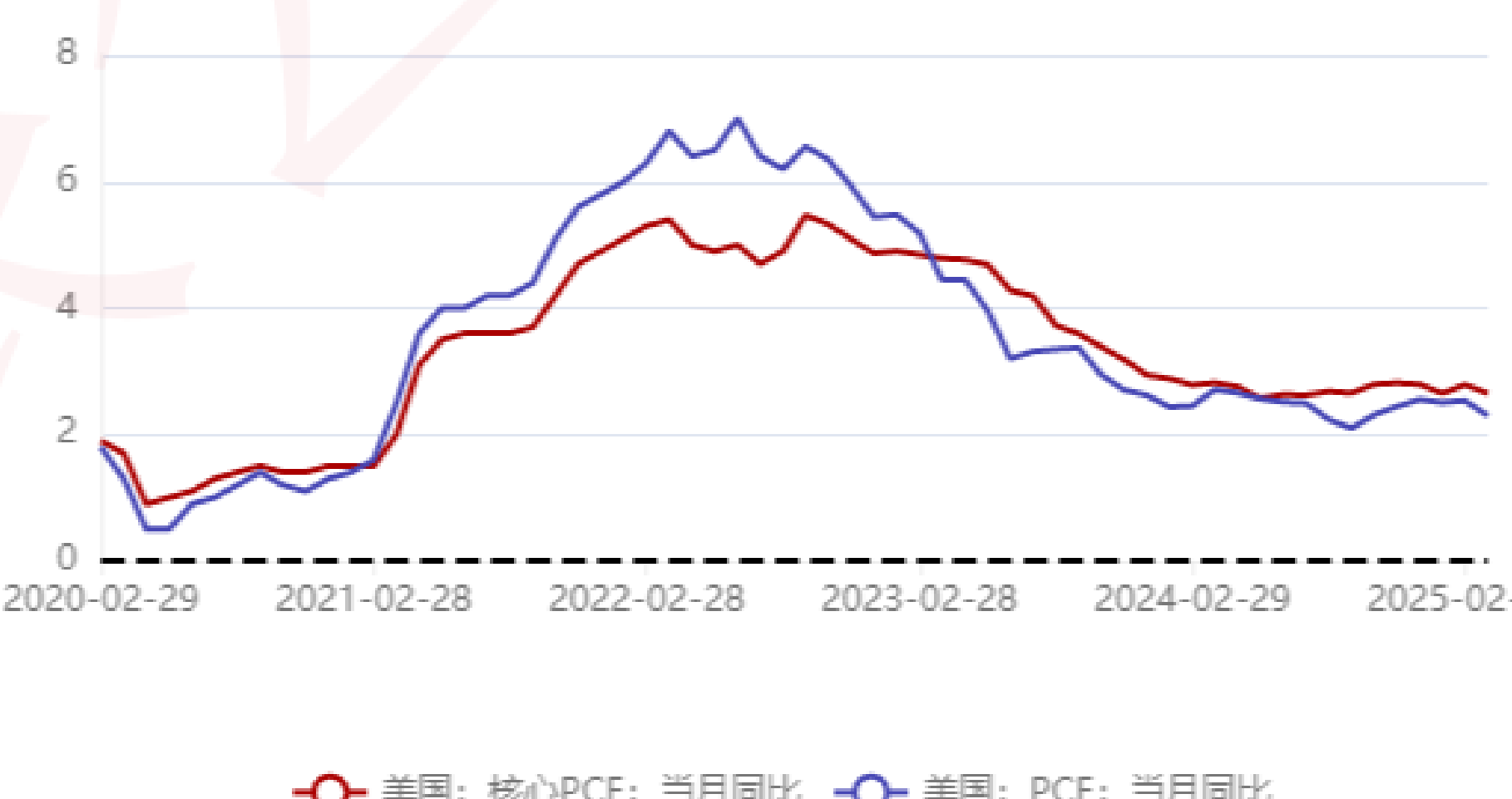
- ①2024年前三个季度美联储暂停加息，维持利率在5%以上的高位，使得美国通胀水平持续下降，虽然9月开启降息，但仍然使得美国核心CPI自3.9%下行至3.3%，名义通胀CPI自3.4%下行至2.7%，都呈现出明显走低趋势，但相对于2%的通胀目标仍然处于相对偏高位置。
- ②对于2025年通胀路径我们将从**非核心价格**、**核心服务价格**，和**核心商品价格**三方面进行观察。

美国CPI情况 2025-04-30



更新频率：月度

美国：PCE：同比 2025-03-31



更新频率：月度

非核心价格

- ①2024年美国能源CPI在-4%到+4%之间波动，大多数时期对名义通胀是拖累作用，是通胀分项中下行最明显得部分，并不是当然高通胀主要的影响因素。
- ②布伦特油价显示2024年油价水平相比2024年有所下滑，而根据特朗普的降通胀政策来看，增产原油和降低地缘溢价可能会使得油价中枢进一步下移，使得2025年能源CPI分项仍然为负向贡献。

美国：CPI：能源：当月同比 2025-04-30



更新频率：月度

Brent、WTI与SC价格 2025-05-28

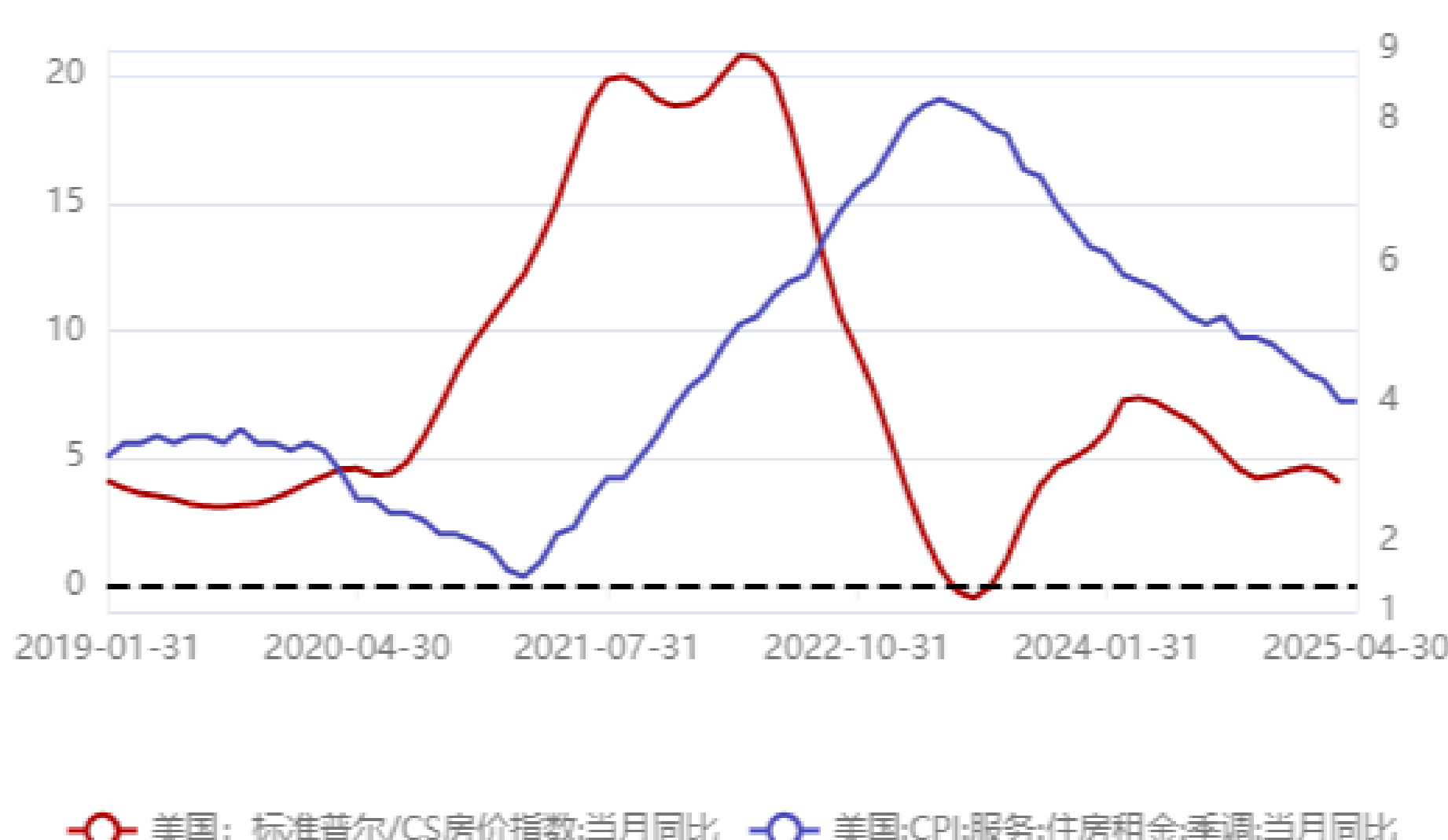


注：当前wti、brent和Dubai期货合约首行为M+2，SC期货合约首行为M+1
更新频率：日度

核心服务价格

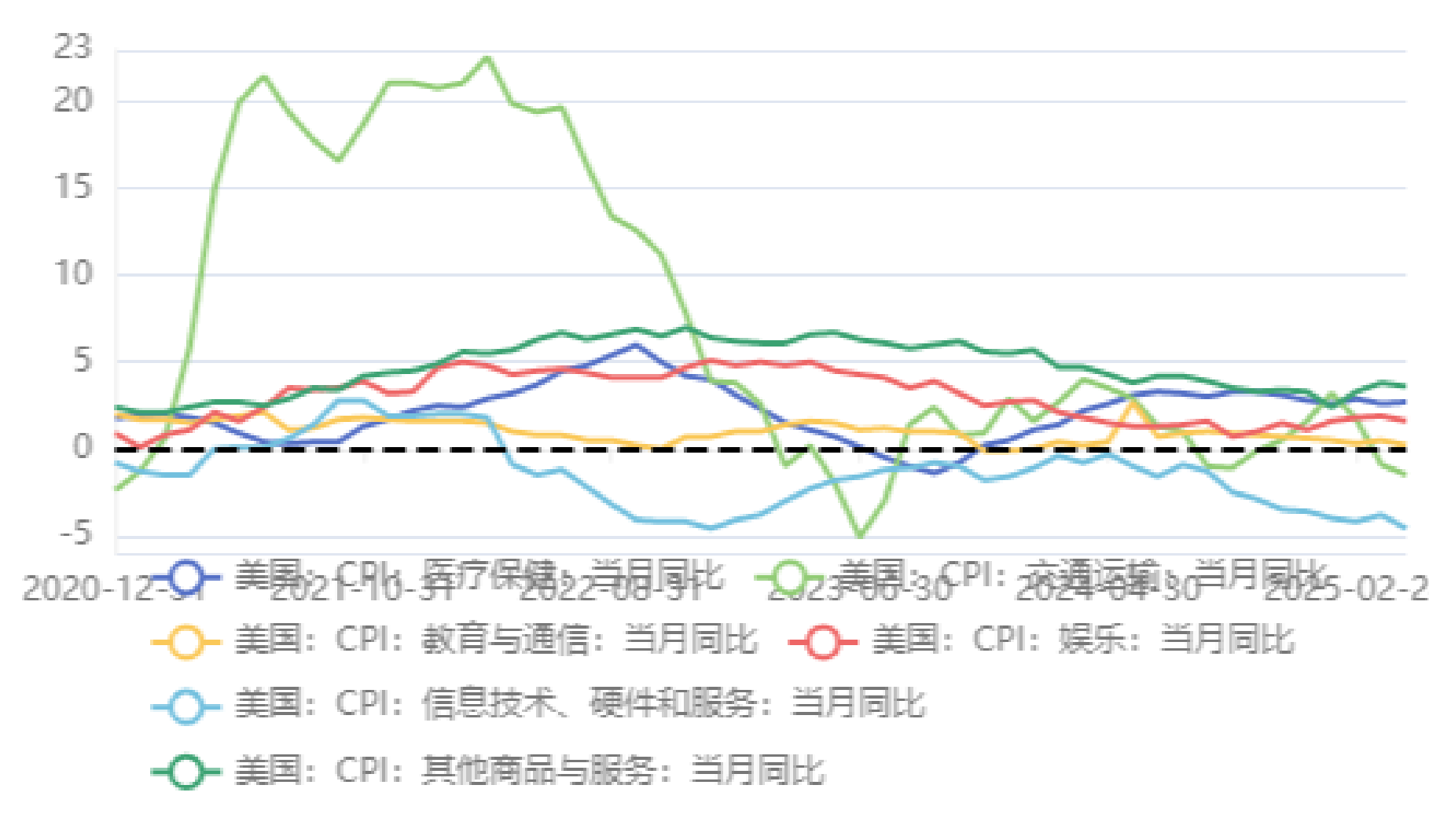
- ①核心服务价格分项占比最大的是房租，2024年从6.1%回落至4.8%，降幅虽慢但胜在稳定。这显示出房租价格粘性大，重趋势的特点。
- ②从趋势上看，2024年以来美国房价继续下行，而特朗普的目前并无直接与房价挂钩的政策预期。按照传统房租滞后12个月-18个月来看，2025年房租分项将仍然延续2024年缓慢下行的趋势。

美国房屋价格一般领先于房租 2025-04-30



更新频率：月度

育与通信：当月同比 美国：CPI：娱乐：当月同比 美国：CPI：信息：



更新频率：月度

核心商品价格

①除了房租以外的核心通胀（超级核心）在2024年基本维持在2%附近，实际已回到目标水平，分项中交通和服装等均徘徊在低位，并无太多通胀压力。
②特朗普新政或将大打贸易战，宣称将对全品类商品加征10%-20%关税，以及对对中国商品加征60%关税，使得核心商品价格有出现明显上行的可能。

美国：CPI：交通运输：当月同比 2025-04-30



更新频率：月度

美国：CPI：服装：当月同比 2025-04-30



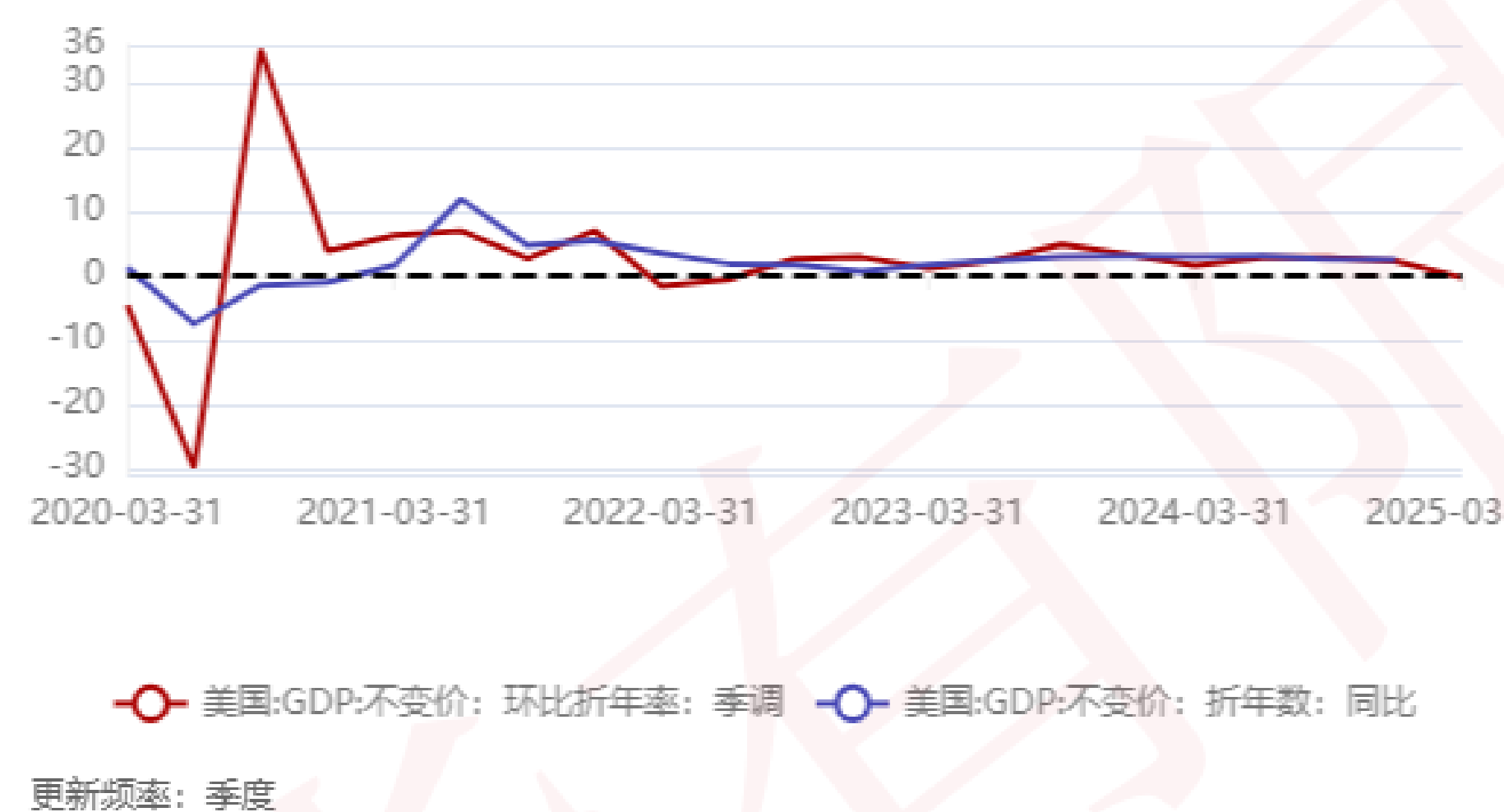
更新频率：月度

④美国经济

经济预期

①三季度美国GDP环比折年率为2.8%，2023年以来的持续走弱，同时同比增速为2.65%。
②美联储12月经济展望对于2025年经济相对2024年可能进一步放缓。

美国：GDP：不变价 2025-03-31



更新频率：季度

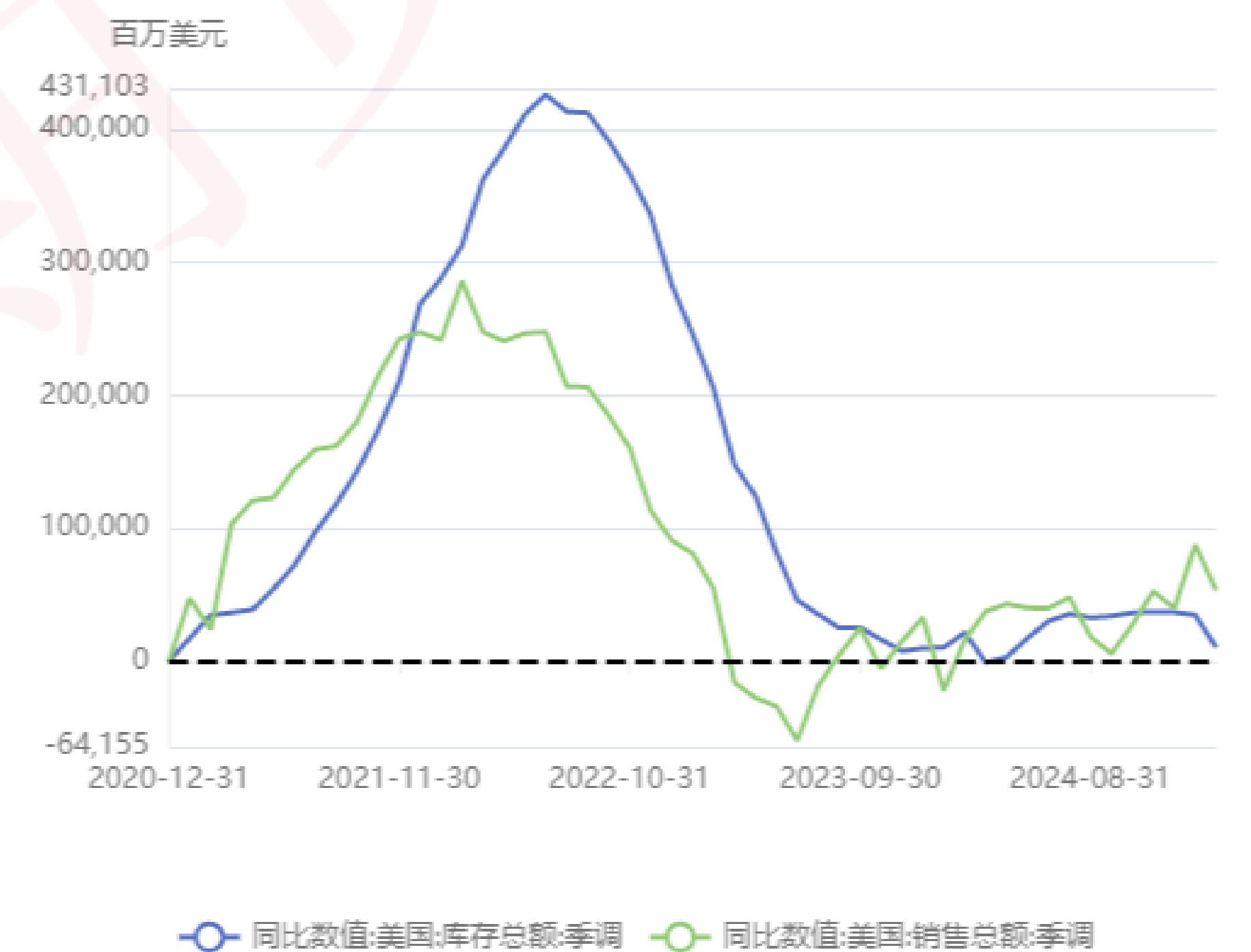
联储GDP预期

Variable	Median ¹					Central Tendency ²				
	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8	2.4-2.5	1.8-2.2	1.9-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0
September projection	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9-2.1	1.8-2.2	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0
Unemployment rate	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2-4.5	4.1-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3
September projection	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.0-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3
PCE inflation	2.4	2.5	2.1	2.0	2.0	2.4-2.5	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0
September projection	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2-2.4	2.1-2.2	2.0	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.5	2.2	2.0	2.0	2.8-2.9	2.5-2.7	2.0-2.3	2.0	2.0
September projection	2.6	2.2	2.0	2.0	2.0	2.6-2.7	2.1-2.3	2.0	2.0	2.0
Memo: Projected appropriate policy path										
Federal funds rate	4.4	3.9	3.4	3.1	3.0	4.4-4.6	3.6-4.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6
September projection	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9	4.4-4.6	3.1-3.6	2.6-3.6	2.6-3.6	2.5-3.5

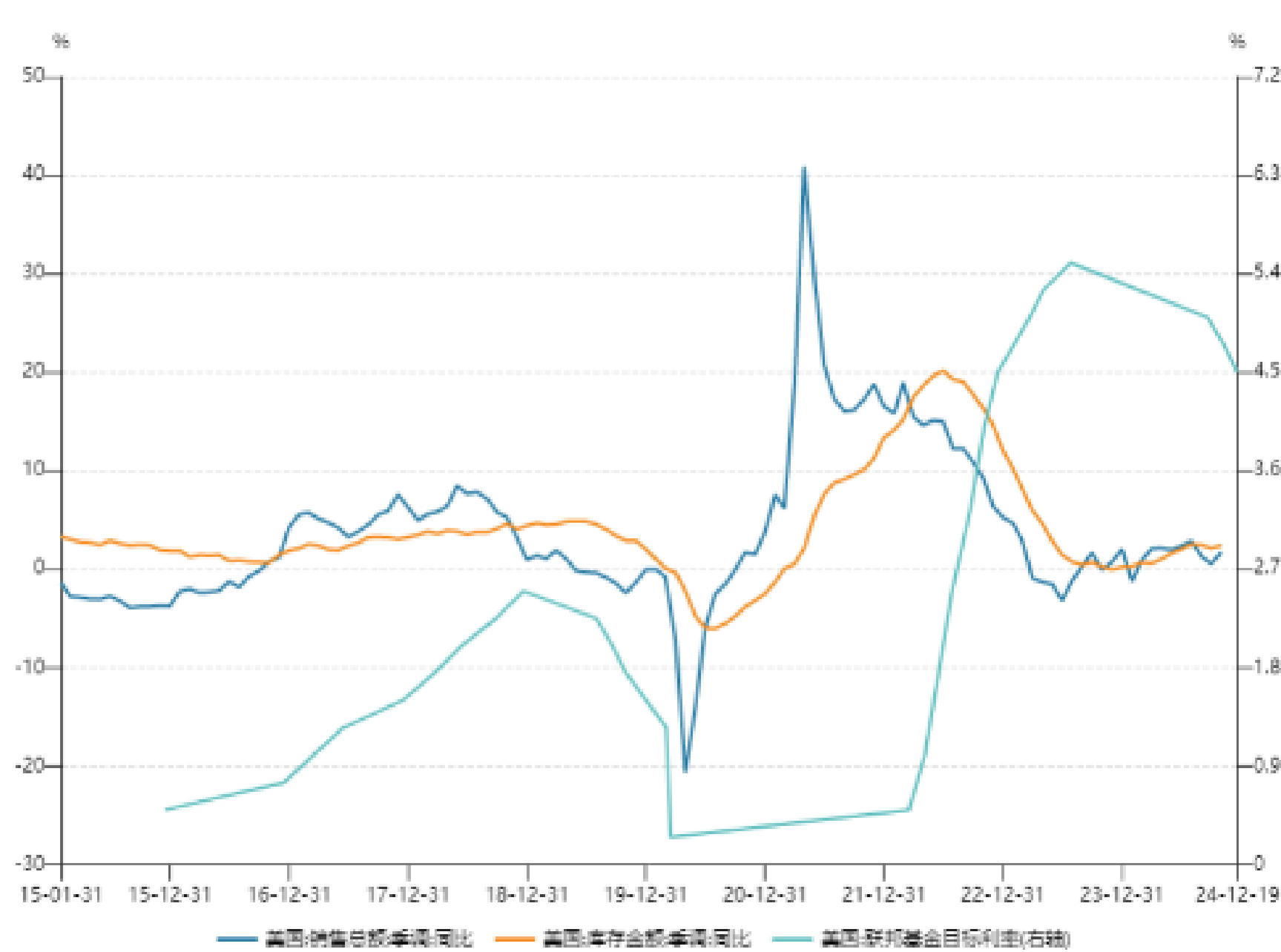
周期特征

①美国2024年已进入新一轮补库周期，但本轮周期由于高通胀的特殊性，使得货币政策紧缩延长，从而滞后于库存周期。自Q3降息之后，或将推动补库上升。
②去年我们推断“被动去库+高位利率”的组合会使美国2024年GDP增速出现疲软目前已被印证。同时若按照当前明年上半年仅降息一次的预期，也可认为2025年上半年美国经济也会偏弱，从而刺激美联储进一步开展降息。

比数值：美国：库存总额：季调 同比数值：美国：销售总额：季调 2025-03-31



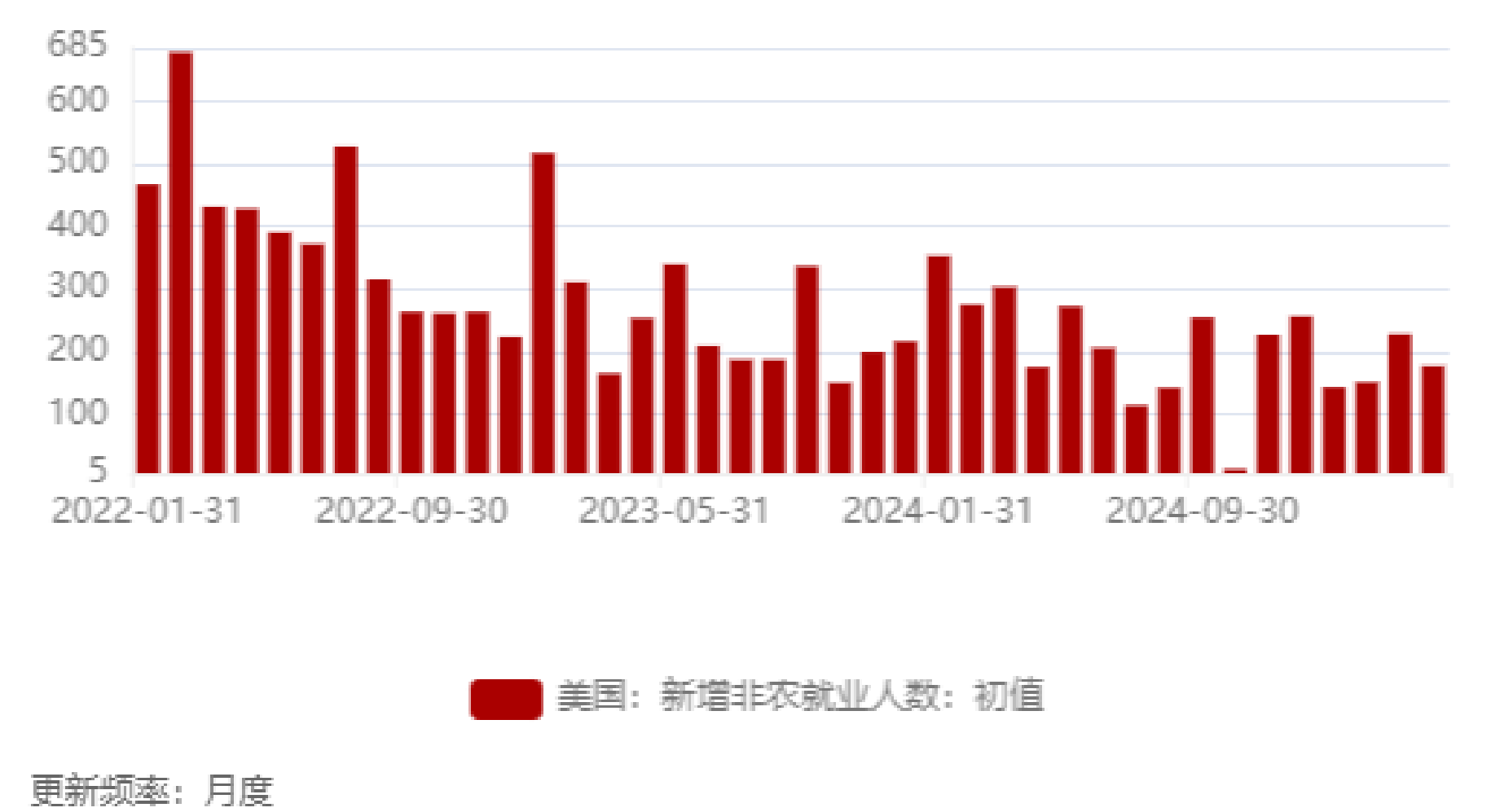
更新频率：月度



具体就业

①11月新增非农就业22.7万人，罢工工人返工影响就业小幅回升，整体看新增就业中枢趋势下行。
②职位空缺率已从疫后高点5.3%回落至4.6%，已经回到疫前2019年（4.2%-4.8%）的正常水平。若特朗普上台后推行严格的驱逐非法劳工政策，或将再度出现大量职位空缺，同时改善整体失业率和薪资水平。

美国新增非农就业人数超预期 2025-04-30



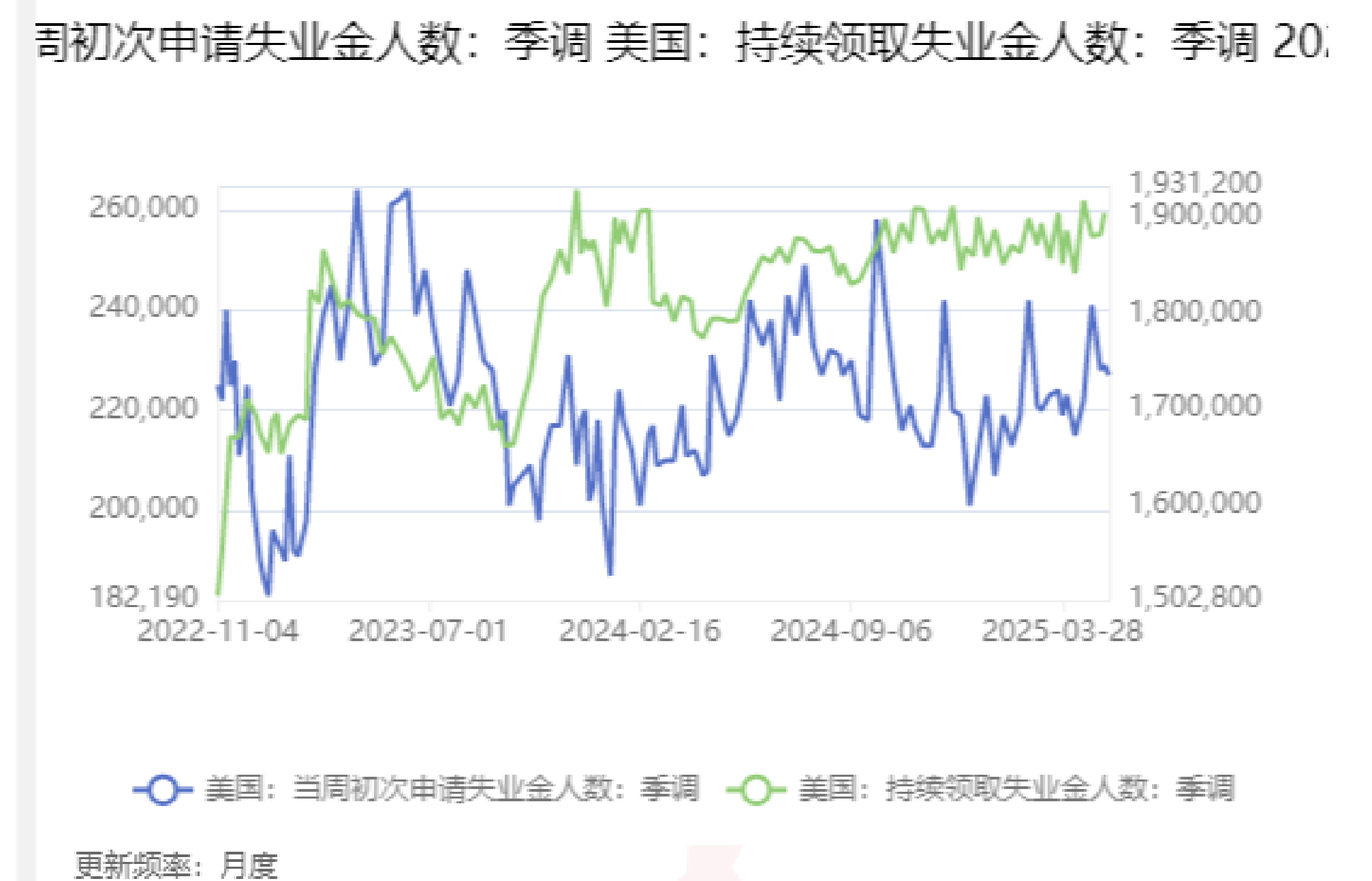
更新频率：月度

美国：职位空缺率：非农：总计：季调 2025-03-31



具体就业

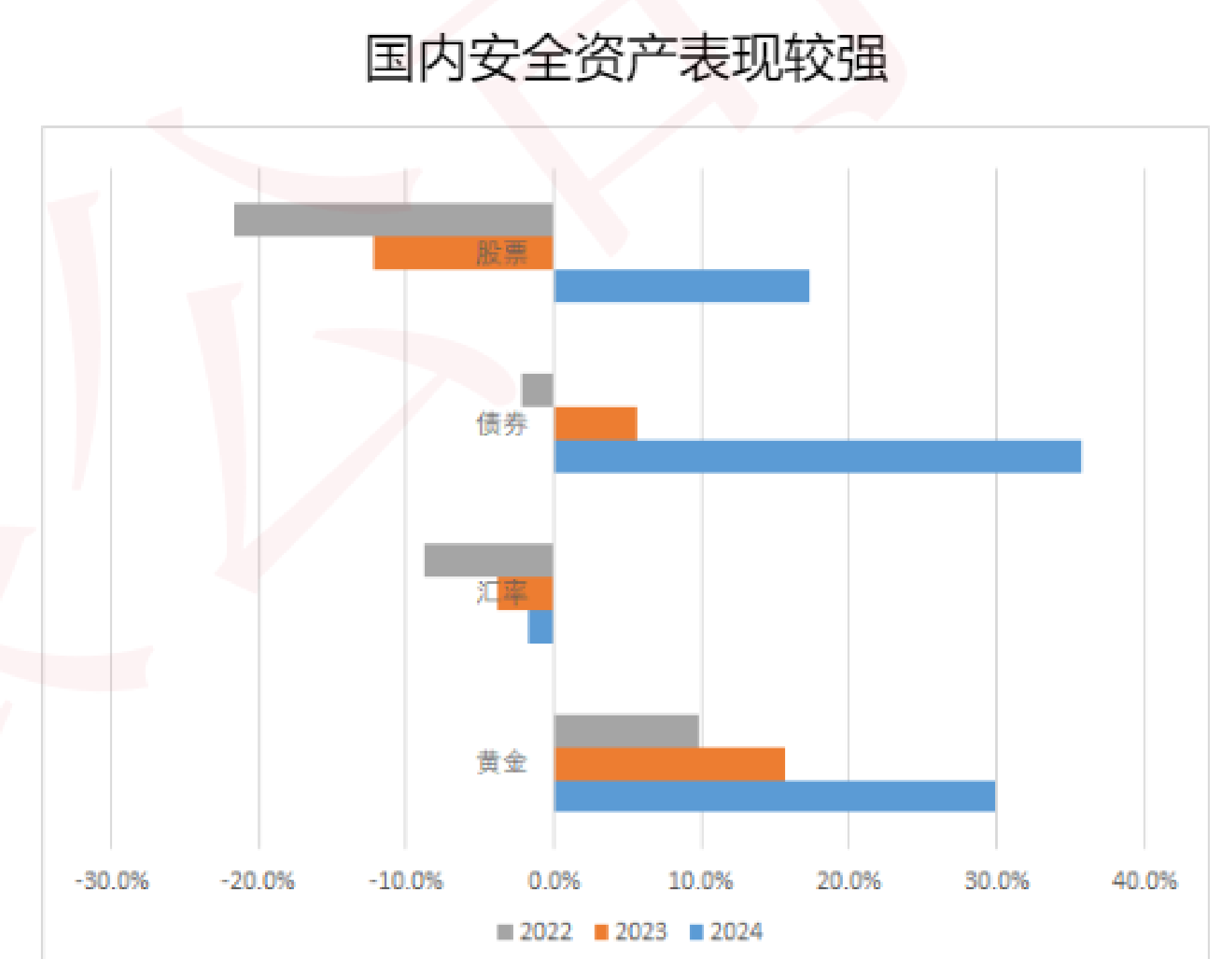
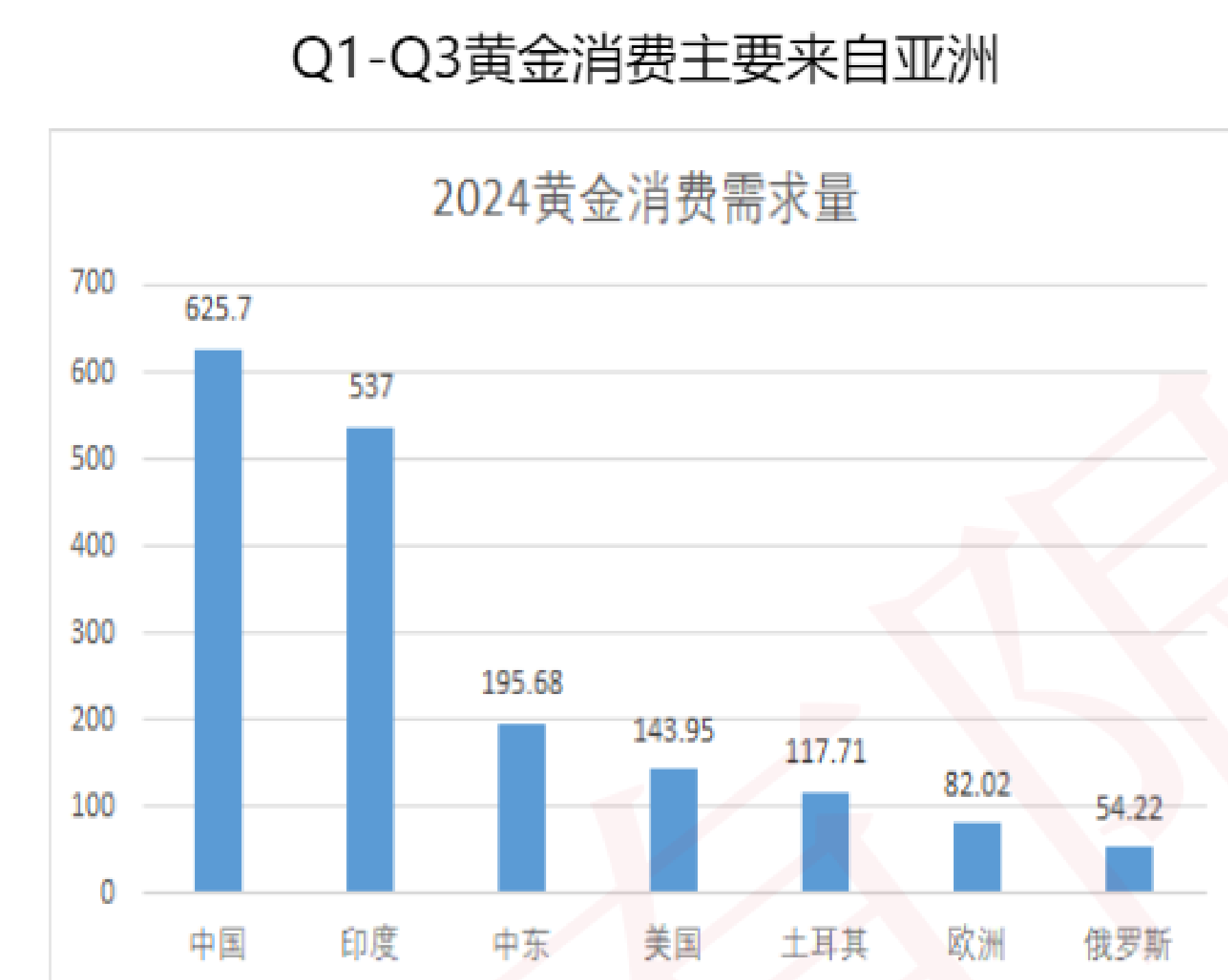
- ①11月美国失业率4.2%，整体2024年自3.7%持续回升，表明年初就业供需不平衡的情况正在逐渐改善。一方面是由于职位空缺的下降，另一方面可能也是经济放缓的影响。
- ②失业金数据显示，2024年续领失业金人数并无太大变化，表明当前美国就业情况基本已经趋于稳定。



⑤国内黄金投资

国内黄金投资增加

- ①2024Q1-Q3黄金消费最高的主要是中国和印度等亚洲国家，远超欧美及中东国家。
- ②国内来看，近期安全资产表现较好，黄金、债券是投资首选。



⑥投资需求逻辑

综合小结

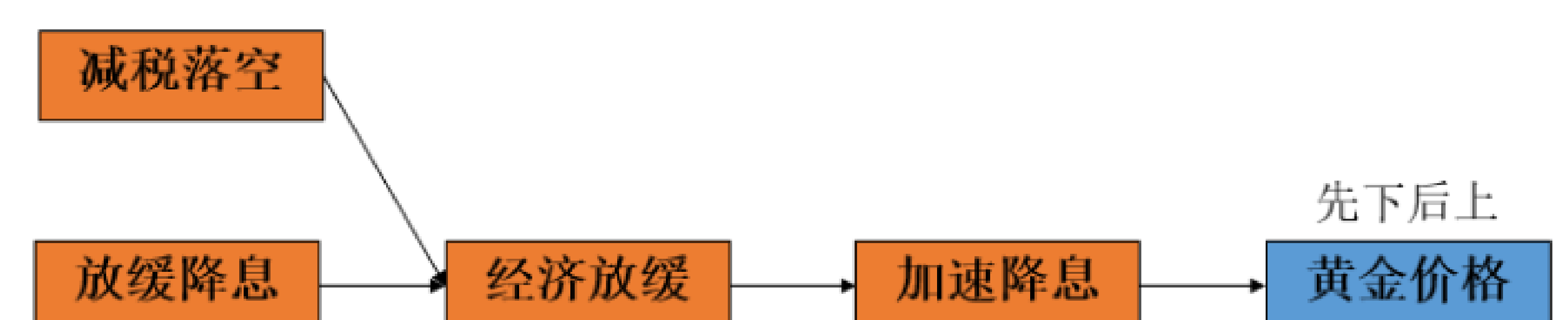
联储政策小结

当前市场对于美联储2025年降息预期颇为悲观，认为全年可能只有1-2次降息空间，十年美债利率已经重新回到基准利率之上。

反过来看，降息周期没有降息预期反映了市场对于经济极为乐观的预期，特别是特朗普上台后驱逐非法劳工预期会改善就业，对外加税、对内减税政策则预期会提振二次通胀。但我们认为美国经济仍在放缓过程中，若美联储没有足够降息支持是不足以形成明显改善的。

所以我们认为更大概率的路径应为上半年经济表现尚可，美联储维持少量降息，美债利率高位震荡，黄金有一定的短期下行空间，但下半年随着经济数据回落，降息预期再起，黄金仍有冲高动能。

投资需求驱动逻辑



2、避险需求

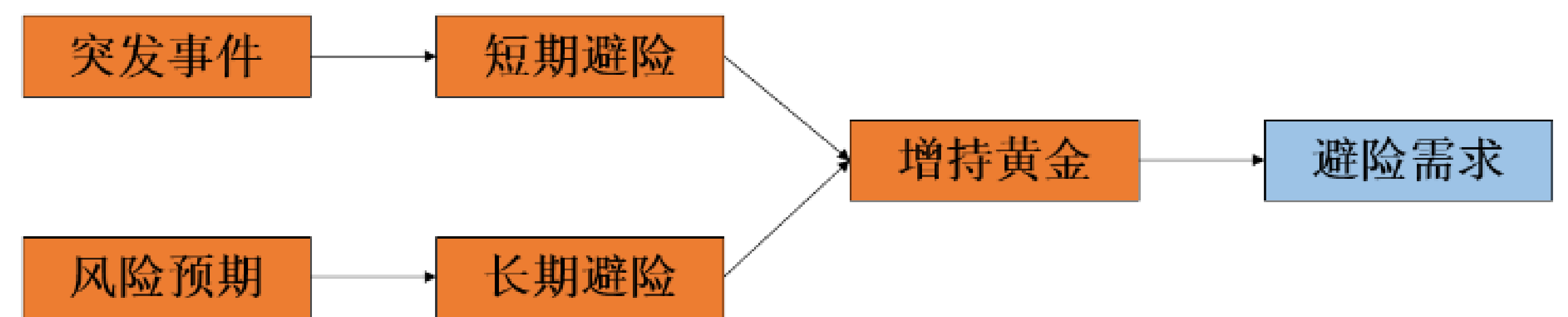
①避险驱动逻辑

避险驱动逻辑

①我们把避险逻辑分为**短期避险**与**长期避险**两方面。短期避险是地缘政治等突发事件造成的短期避险需求上升，类似银行破产、俄乌战争、巴以冲突等等。

②风险预期是相对来说较长期的避险逻辑，在百年未有之大变局下，世界多极化与逆全球化浪潮推动国际形势愈发严峻且脆弱，各类突发风险事件发生频率明显上升，会推动官方购金、个人囤金等需求上升。

黄金避险情绪驱动逻辑



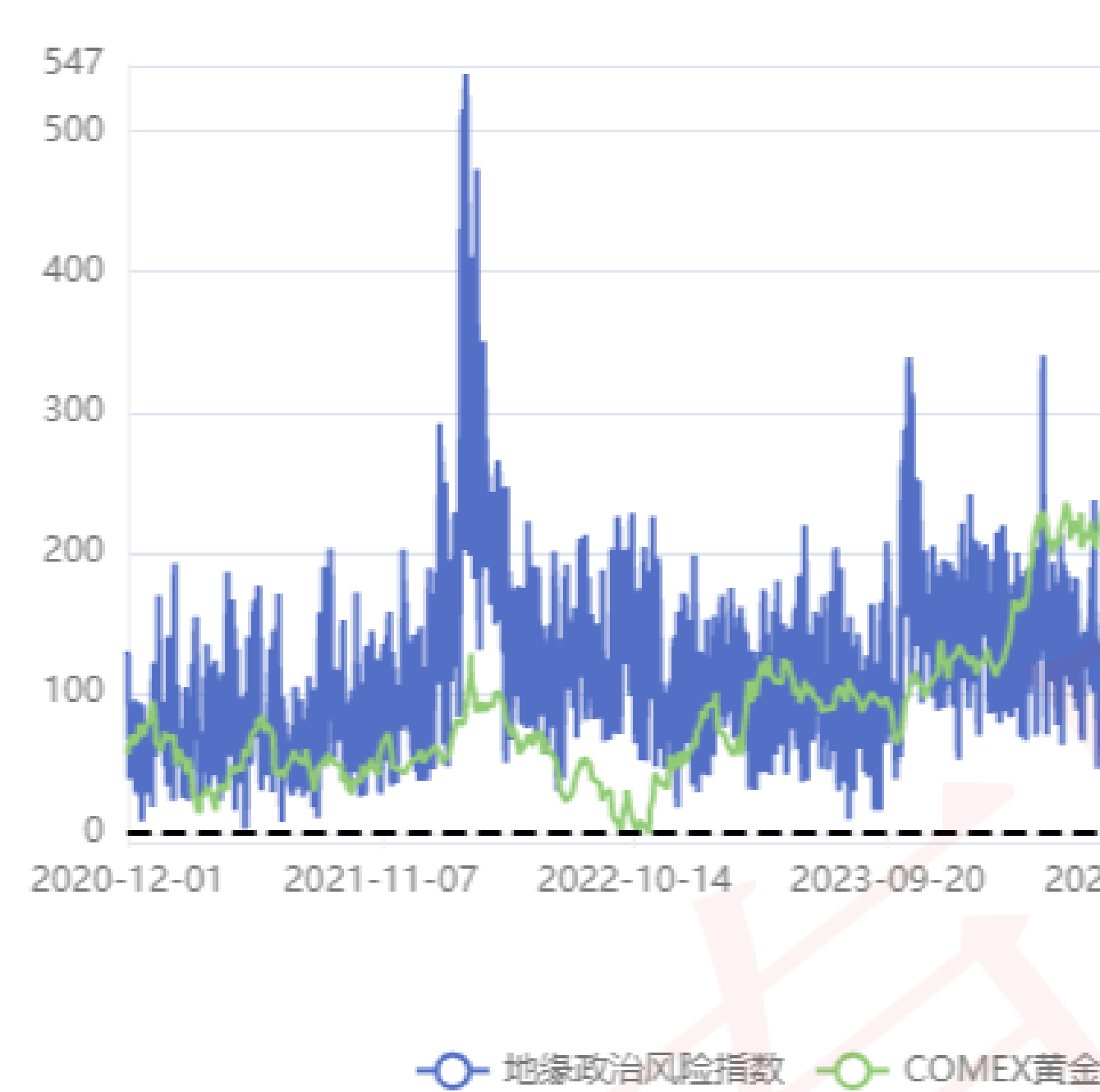
②短期避险驱动

避险因素短期刺激金价

①短期黄金与避险事件之间存在一定联动，即避险事件发生后黄金出现上涨居多。不过长期来看避险因素与黄金价格并不具有明显的一一对应关系。

②2025年地缘局势仍将紧张，俄乌或许会有所缓和，但中东地区观察仍然十分动荡。从各大发达经济体观察，大多处于右翼政党控制，或者右翼政党支持率大于执政党，政治倾向于孤立与保守，全球合作减少，摩擦增加，贸易争端概率上升。

地缘政治风险指数 2025-05-27



更新频率：日度

VIX波动率指数 COMEX黄金 2025-05-27



更新频率：日度

2025年地缘局势



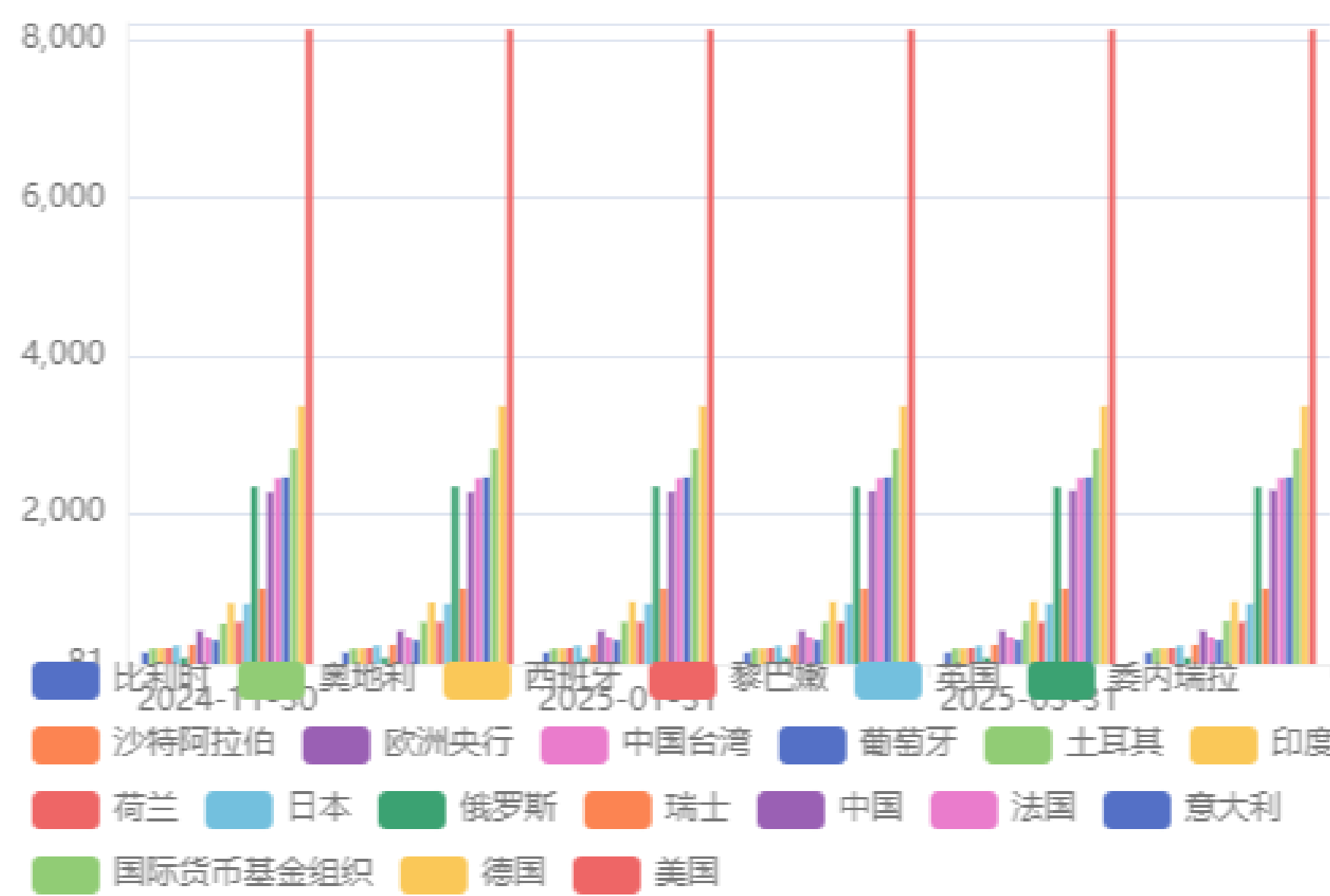
③长期避险驱动

黄金储备增加

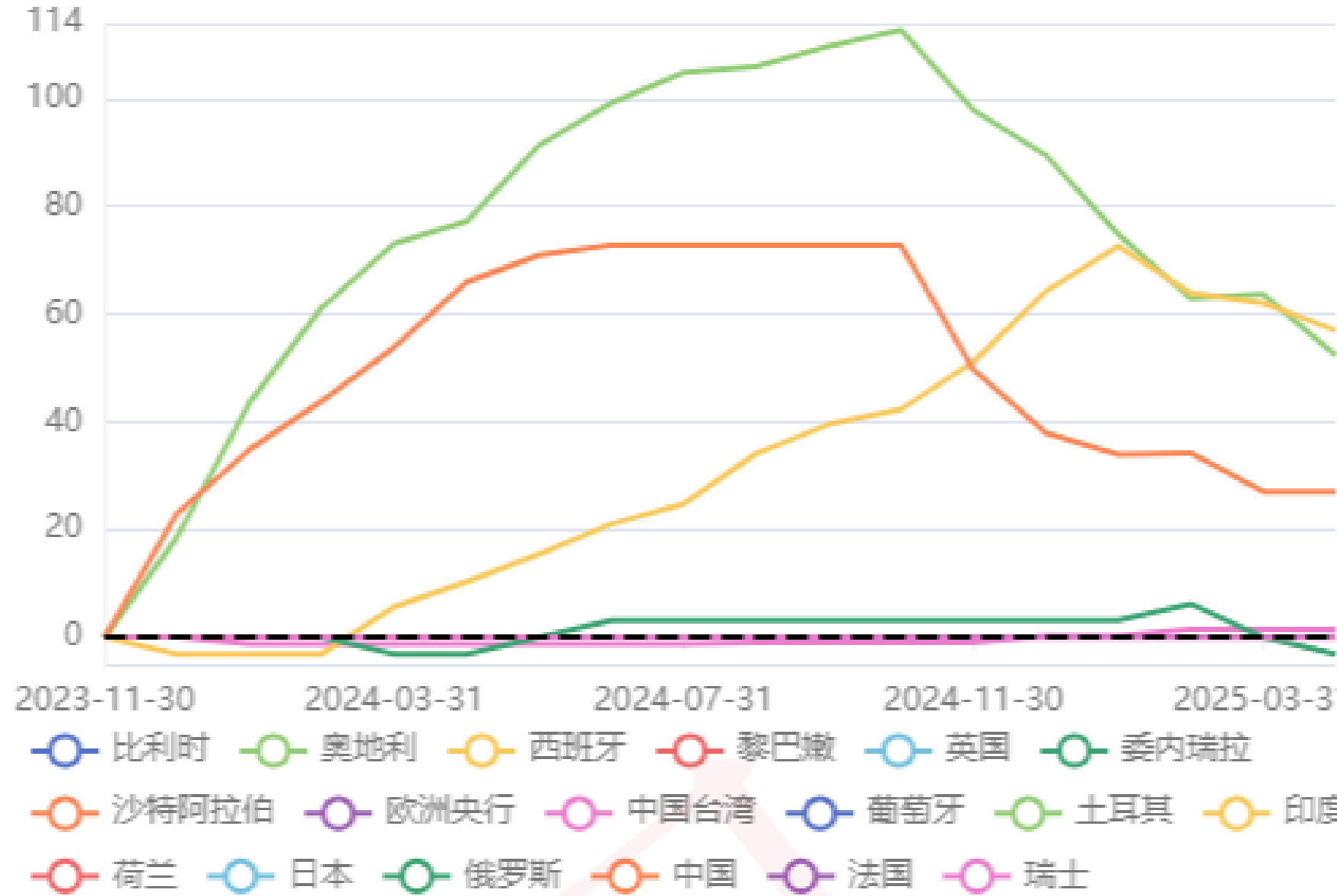
黄金储备上行

- ①全球黄金储备主要以美国、德国、意大利、法国等西方发达国家居多。不过从增持速度上，2024年主要是土耳其、中国、印度、俄罗斯等国在增持。
- ②2024年11月，中国央行再度增持黄金16万盎司，或将再度开启一轮增持潮，有力增加黄金储备需求。

黄金储备 2025-04-30



同比数值:黄金储备 2025-04-30

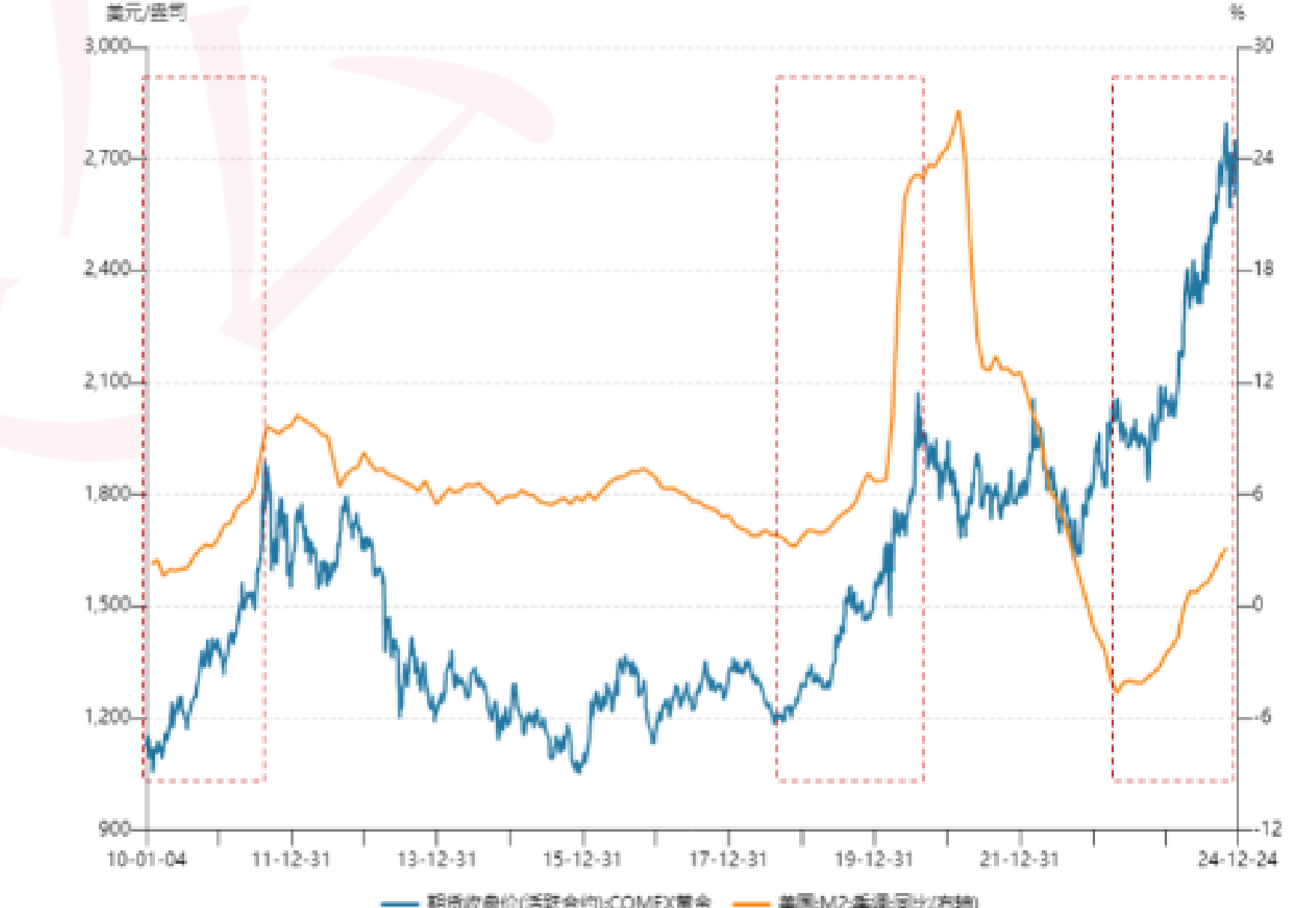


美元信用下降

货币属性对标美元指数

- ①由于黄金可以作为美元的替代，且国际上贵金属以美元计价，所以理论上黄金与美元应该存在一定负相关性。而从历史上几轮黄金大涨的背后，都可以观察到美元供应大幅增加的背景。
- ②2025年预期美国将开启财政货币双宽松，美国赤字与债务进一步上升，或将持续削弱美元储备货币地位，人民将相对倾向于持有硬通货如黄金。但同时特朗普的美国优先政策，以及贸易战的可能性可能短期刺激美元走强。

金价与美元 2025-05-27

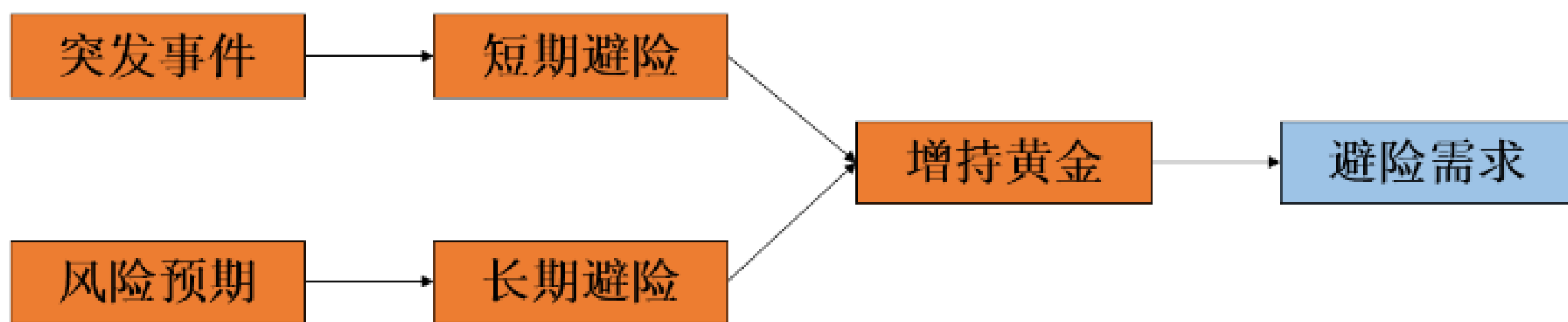


避险情绪小结

避险情绪小结

- ①在2023年我们提出黄金价格与实际利率逐渐脱钩，表明单纯投资属性已经不能完全定价，而是要引入长期避险情绪中枢上移的逻辑。
- ②在今年我们认为降息周期中，黄金价格与实际利率将再度回归相关，全球避险的影响会相会有所放缓，但特别在短期情绪上仍然有一席之地。

黄金避险情绪驱动逻辑



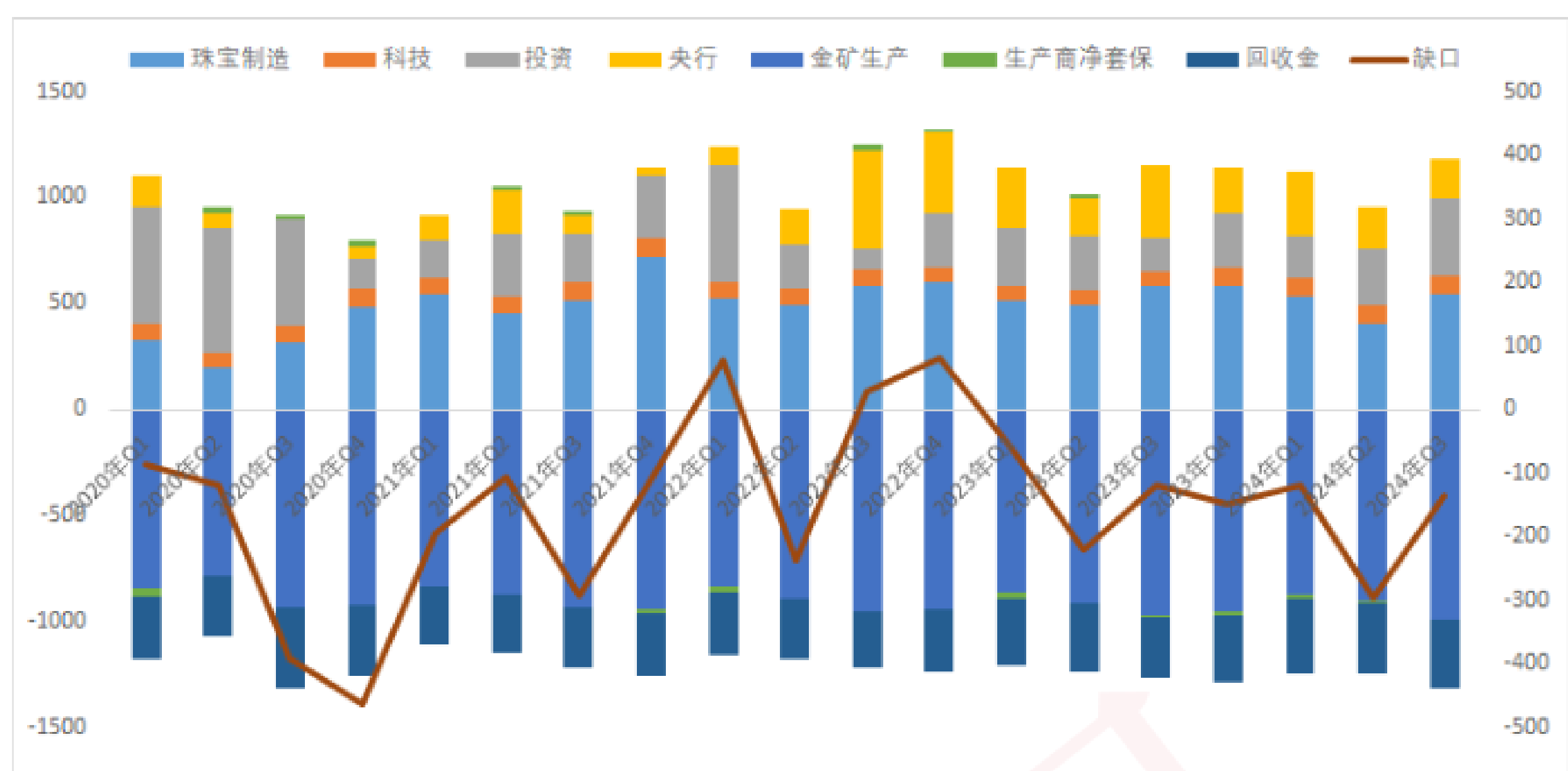
三、供需平衡

1、商品属性影响

黄金供需平衡

- ①与2023年相比，2024年前三季度黄金的投资需求上升147吨，而央行增持下降106吨，消费需求下降95.5吨，科技需求增加27.9吨。同时供应方面，矿产金与再生金叠加下降110.3吨。
- ②所以全球供需角度观察，2024年前三季度黄金供需平衡仍有552.4吨缺口，相比2023年缺口扩大了145.6吨。

季度黄金供需平衡



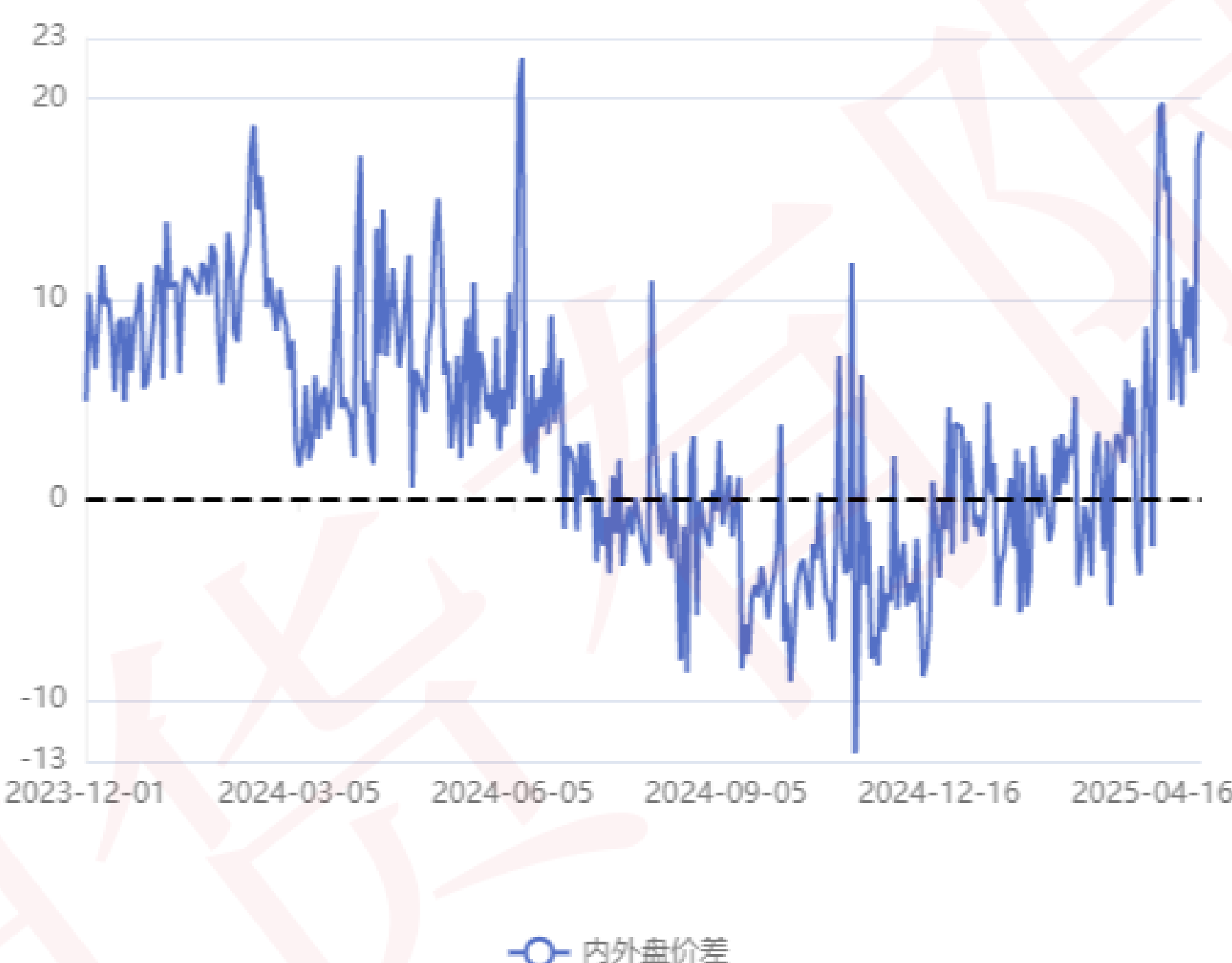
四、比价关系

1、内外盘价差

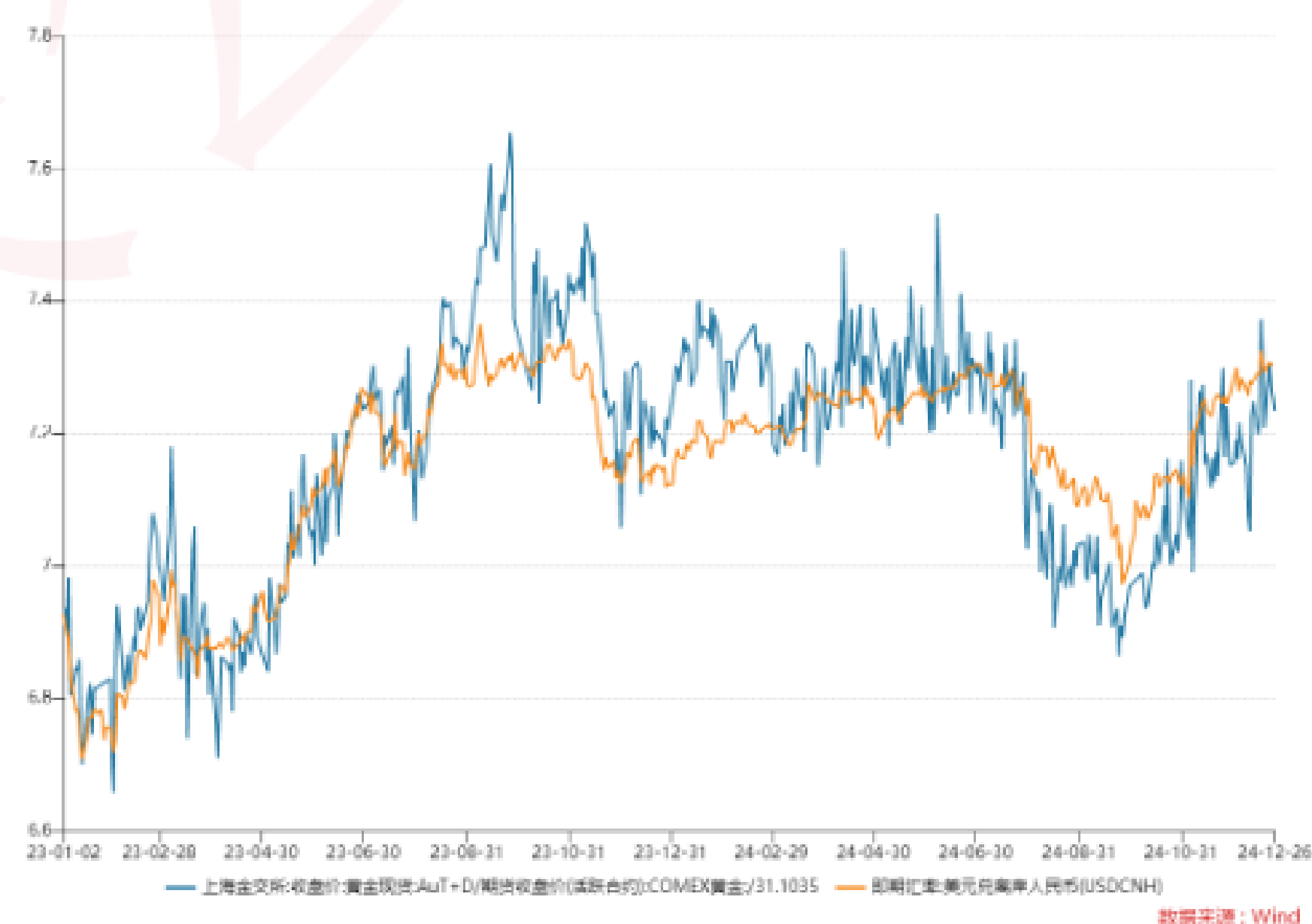
近年内盘金价偏强

- ①2024年内外盘价差由强转弱，可以观察到在6月之前内盘偏强，可能与央行持续购金相关，而6月之后转为外盘金价略强的正常水平。
- ②从当然内外盘比价观察，汇率预期中性偏强，叠加央行11月再度开启购金，汇率判断明年先弱后强，2025年判断内盘或再度转强。

内外盘价差 2025-05-14



内外盘比价显示汇率预期与当前汇率水平相差不大



2、金银比价

金银比价关系

- ①2024年金银比价运行范围在【75，92】。低点主要是在避险情绪上升带动更多金价上升所致，高点则是在衰退预期下白银大幅走弱所致。
- ②而往后看当前市场对经济较为乐观，降息预期较低，对应金银比价有所回落，若下半年衰退预期再起，可能导致金银比价再度回升。

金银比价 2025-05-27



COMEX黄金 COMEX白银 2025-05-27

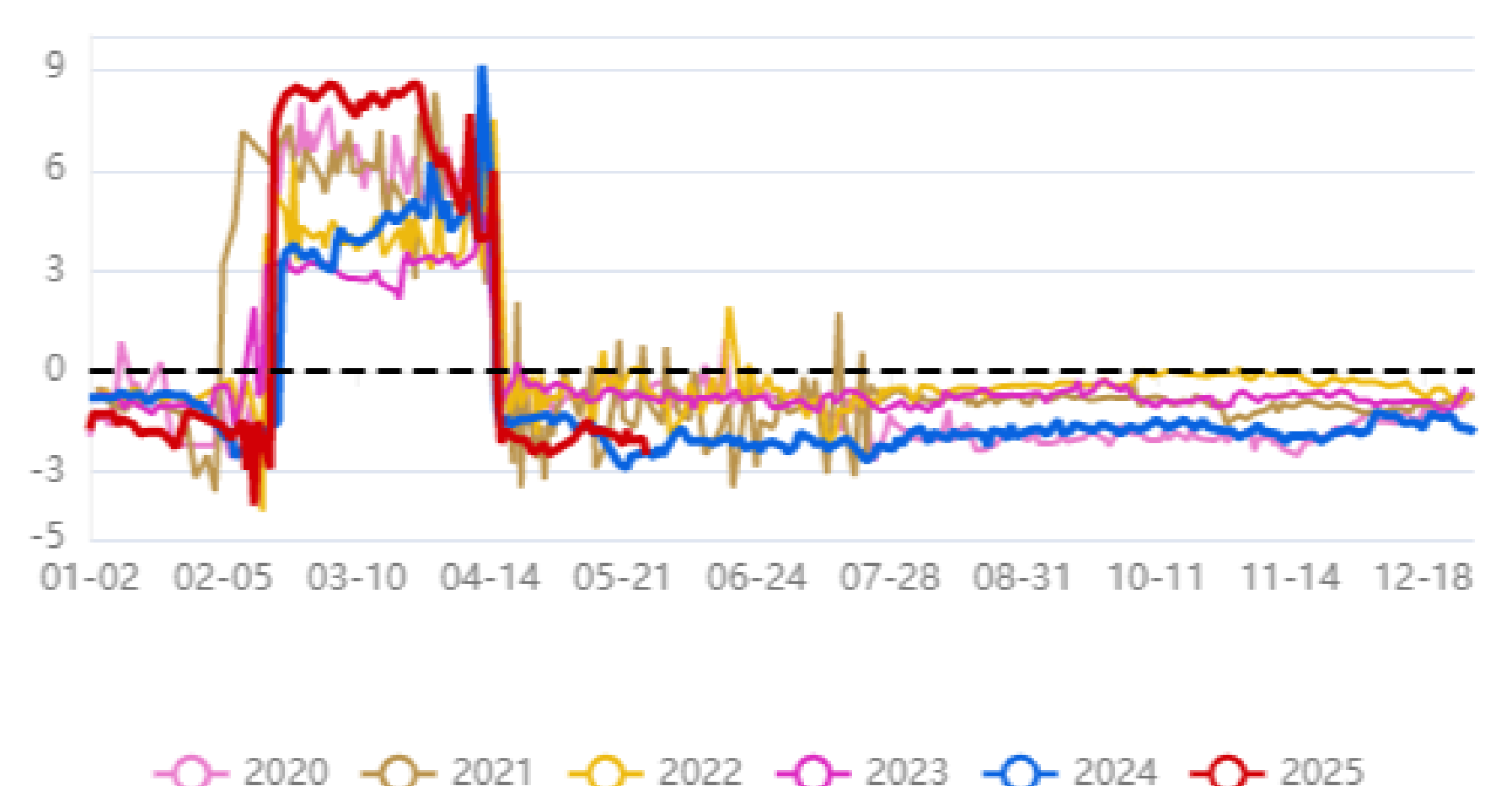


3、月间价差

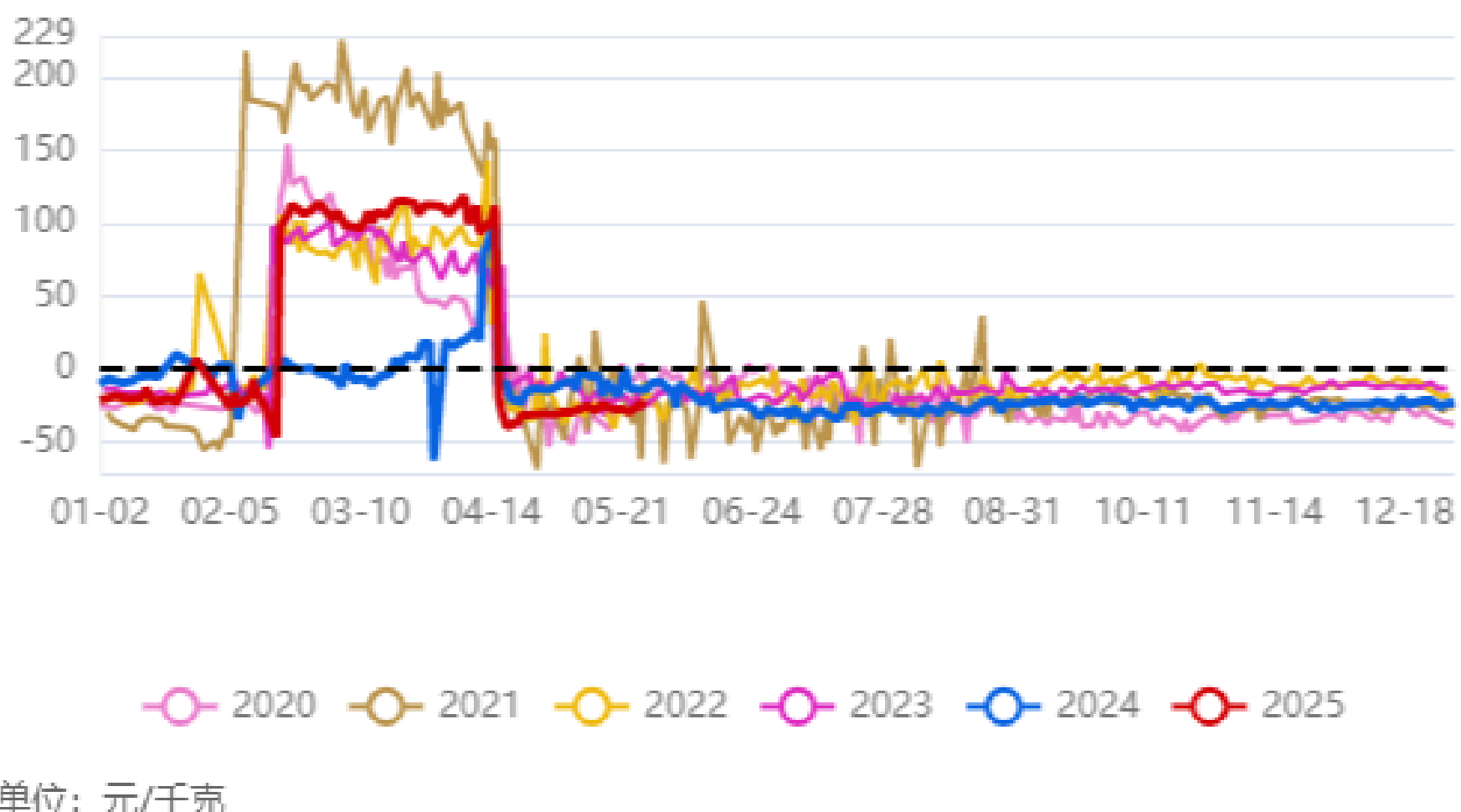
月间价差

- ①金银月间价差基本上都比较稳定，长期处于CONT ANGO结构，即远月比近月价格略高，这主要反应贵金属租赁成本。
- ②预期2025年这一价差结构不会打破，可以观察但机会可能不会太多。

02-04价差 2025-05-27

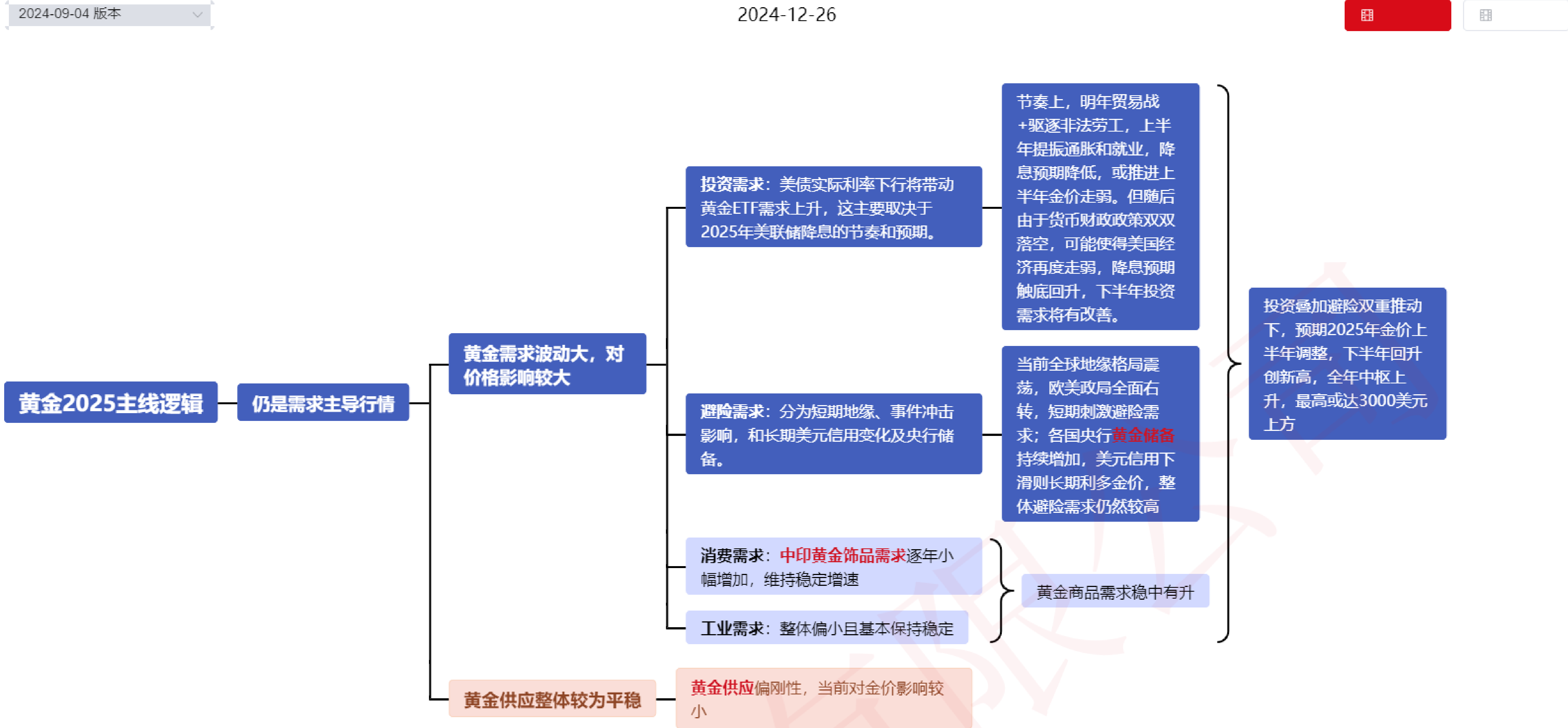


02-04价差 2025-05-27



五、综合展望

1、贵金属综合逻辑



逻辑跟踪

2024-12-26 2024-11-29 2024-11-19 2024-10-09 2024-10-09

由于美联储鹰派降息，FEDWATCH显示2025年降息预期降至1次

2、结论展望

①综合来看，2024年黄金行情由“降息+避险”组成，即“投资属性与避险属性共同支撑”。一方面美联储在2024年Q3开展降息操作，美债实际利率下行带动金价上升；另一方面2024年地缘事件大幅爆发，提振黄金避险需求。2024年金价一度突破2800美元。

②2025年黄金行情的主线仍然延续“降息+避险”的主要逻辑，但细节上将有所区别。一是在特朗普政策下，降息预期或将前弱后强，对应金价也是前弱后强；二是避险方面，虽然俄乌有望谈判，但中东继续混乱，朝鲜蓄势待发，右翼政党上台引发更多摩擦等，相比去年仍然存在较强避险预期。整体观察，2025金价先跌后涨，中枢上升，高点有望突破3000美元。

免责声明

本报告的版权归“浙商期货有限公司”所有，未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用，未经授权的转载本公司不承担任何责任。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“浙商期货有限公司”。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记，本公司保留一切权利。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。