

黄金年度配置策略

浙商期货：郑弘 CFA

期货交易咨询号：Z0015227

日期：2025年3月

01

黄金分析框架

黄金价格

货币属性：长期保值

信用货币长期超发形成通胀，而黄金供应的相对刚性，使得信用货币相对黄金贬值

避险属性：高流动性

全球价值认可，易于出手的特点给予黄金极强的避险属性

金融属性：投资回报

在利率水平较低的时候持有黄金期望获得更高的收益

商品属性：供需平衡

在供需出现极端矛盾下也会出现商品属性影响

1. 保值货币—长期黄金逻辑

长期保值：在布雷顿森林体系破裂前，黄金曾长期作为货币使用，使其至今仍然在全球具备极强的价值储藏功能。而美国债务持续上升以及美元购买力持续下降，使得市场担忧美元信用，从而增加黄金储备。

图 美元购买力下降

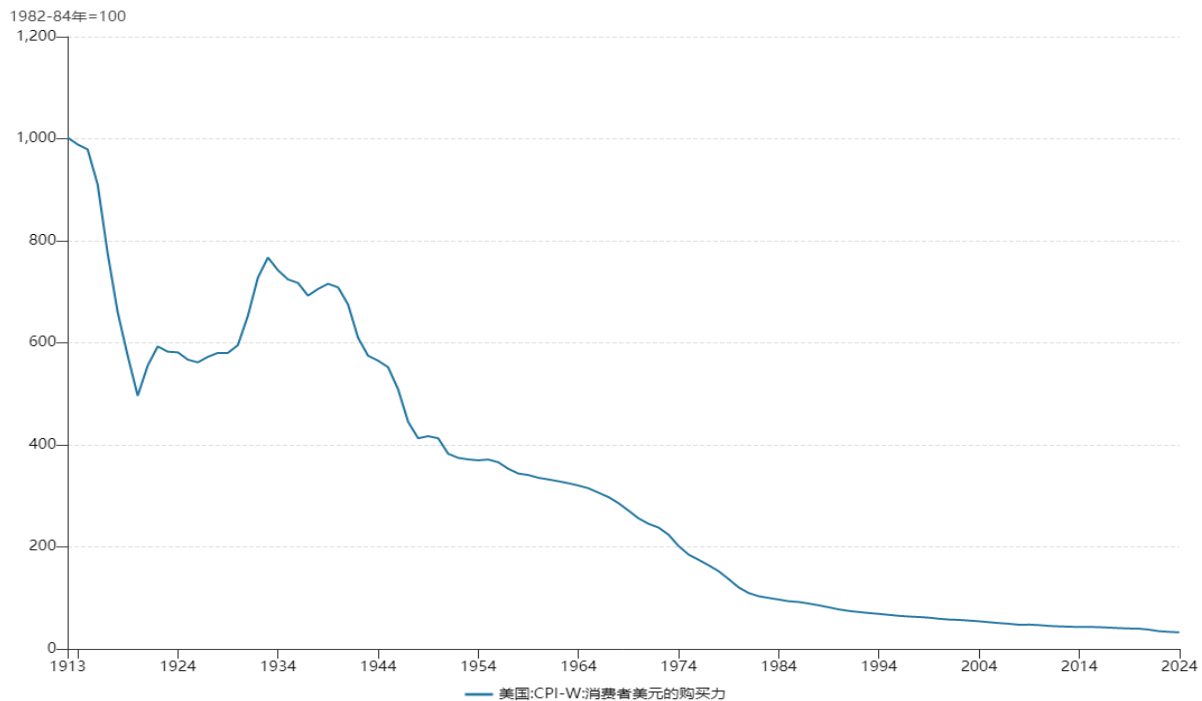


图 美国未偿债务与金价



央行增持黄金储备

图 央行增持黄金储备



黄金：长期逻辑是由于信用货币超发使其相对于黄金存在贬值风险。全球央行连续三年增持超过1000吨大幅刺激黄金需求，使得金价持续上行。今年仍是不确定性走高的一年，中国央行已经重启购金，预期央行将继续增持，使得黄金仍有进一步上行的驱动。

2. 风险对冲—短期黄金逻辑之一



避险需求-对冲风险上升

前所未有之大变局正在加速演进，市场对于安全资产愈发青睐。目前黄金储备最多的地区为欧洲和北美，增幅最大的为东亚、南亚和东欧地区，中国央行自2024年11月再度开始增持黄金储备。

图 地缘风险指数上升

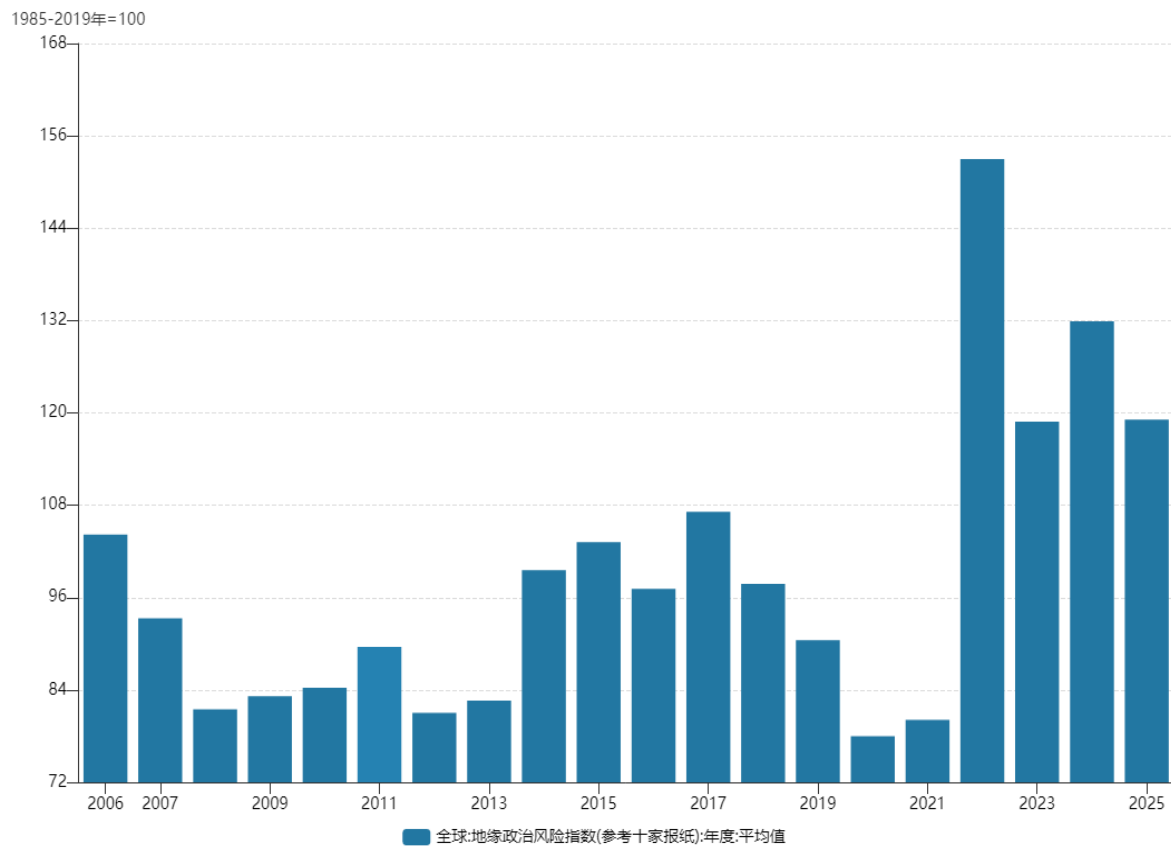
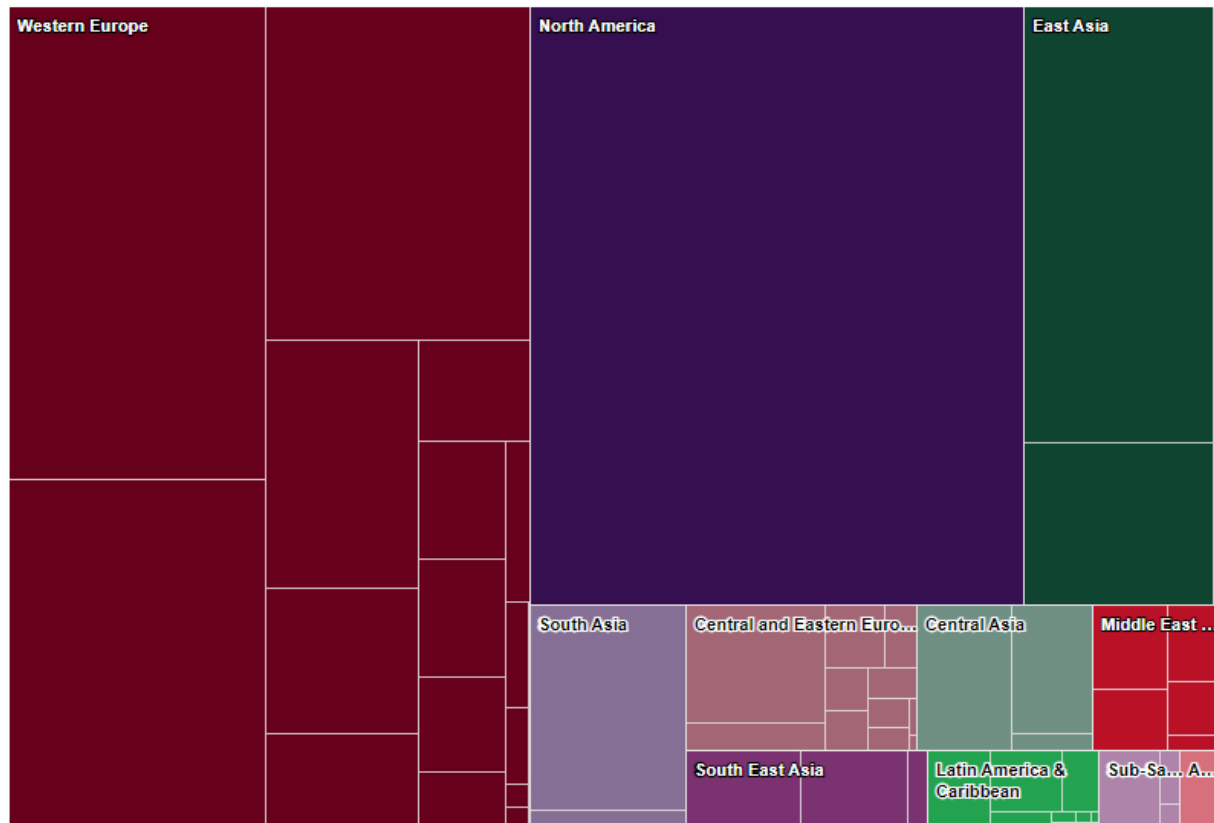


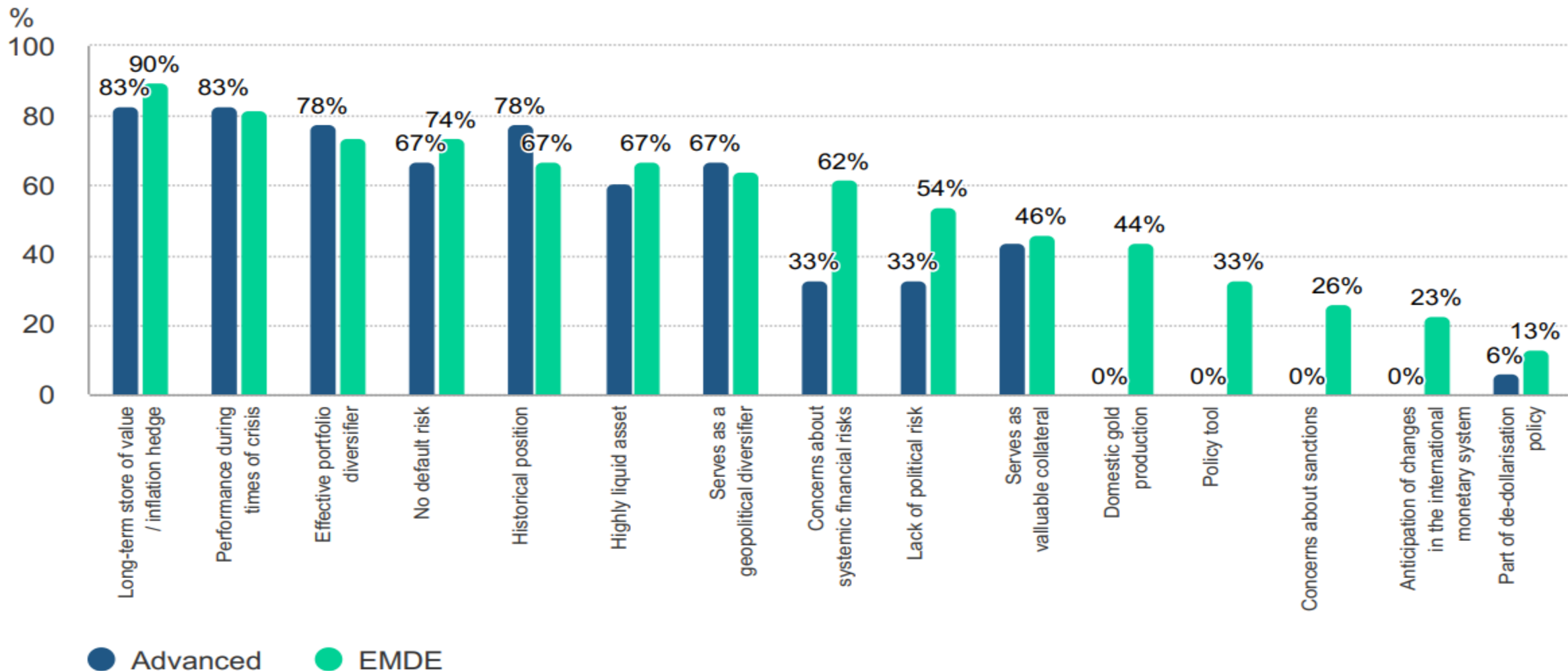
图 各地区黄金储备分布



央行持有黄金原因

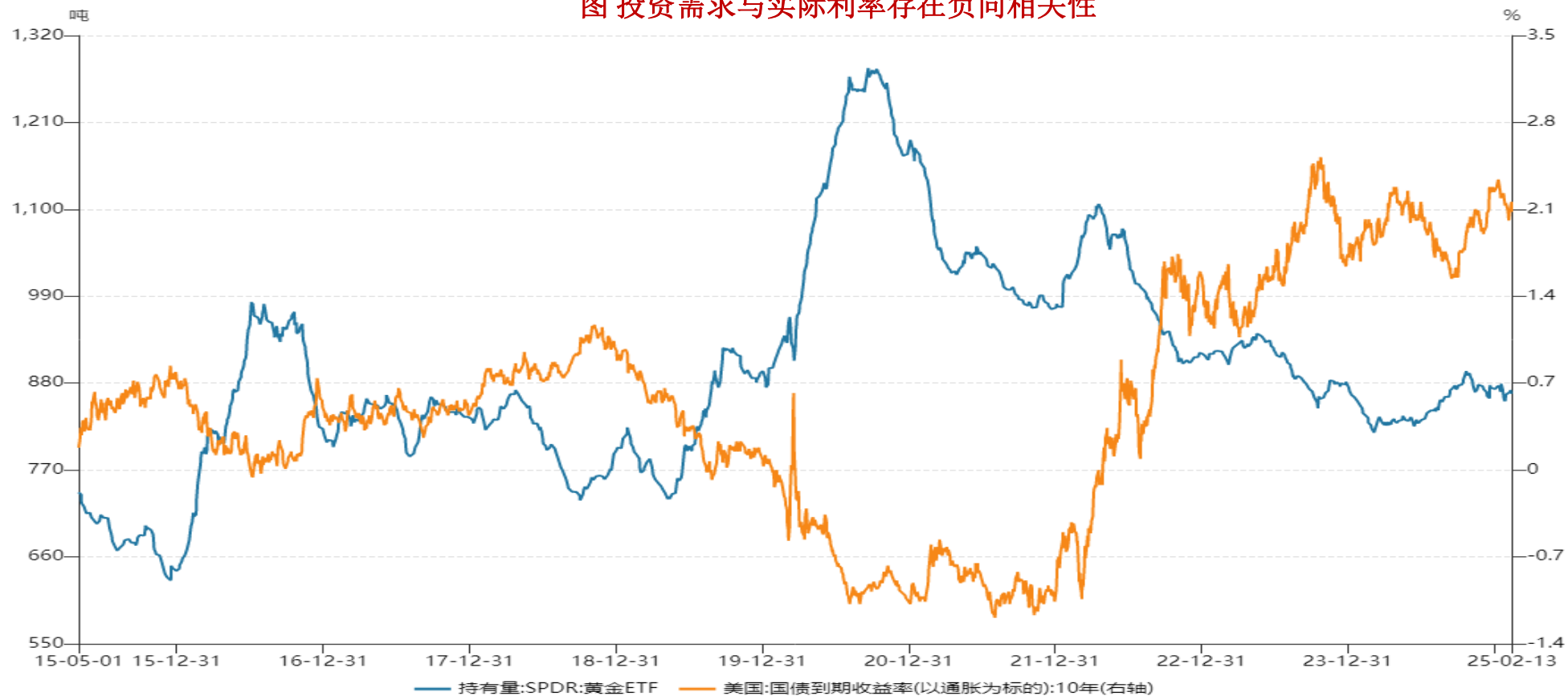
2024

图 央行持有黄金的原因主要为对冲通胀与风险



3. 投资回报—短期黄金逻辑之二

图 投资需求与实际利率存在负向相关性



黄金投资需求：部分投资者投资黄金ETF、金条等黄金资产是为了赚取收益的。一种可比的方式是，黄金不产生利息，而美元剔除通胀的收益是美债实际利率，当实际利率偏低时，就会选择黄金，反之则选择美元。

投资需求主要影响来自于货币政策

- ①长期通胀稳定，实际利率的波动主要由名义利率带动。
- ②美债利率名义利率则又受到美联储货币政策影响。

图 实际利率跟随名义利率

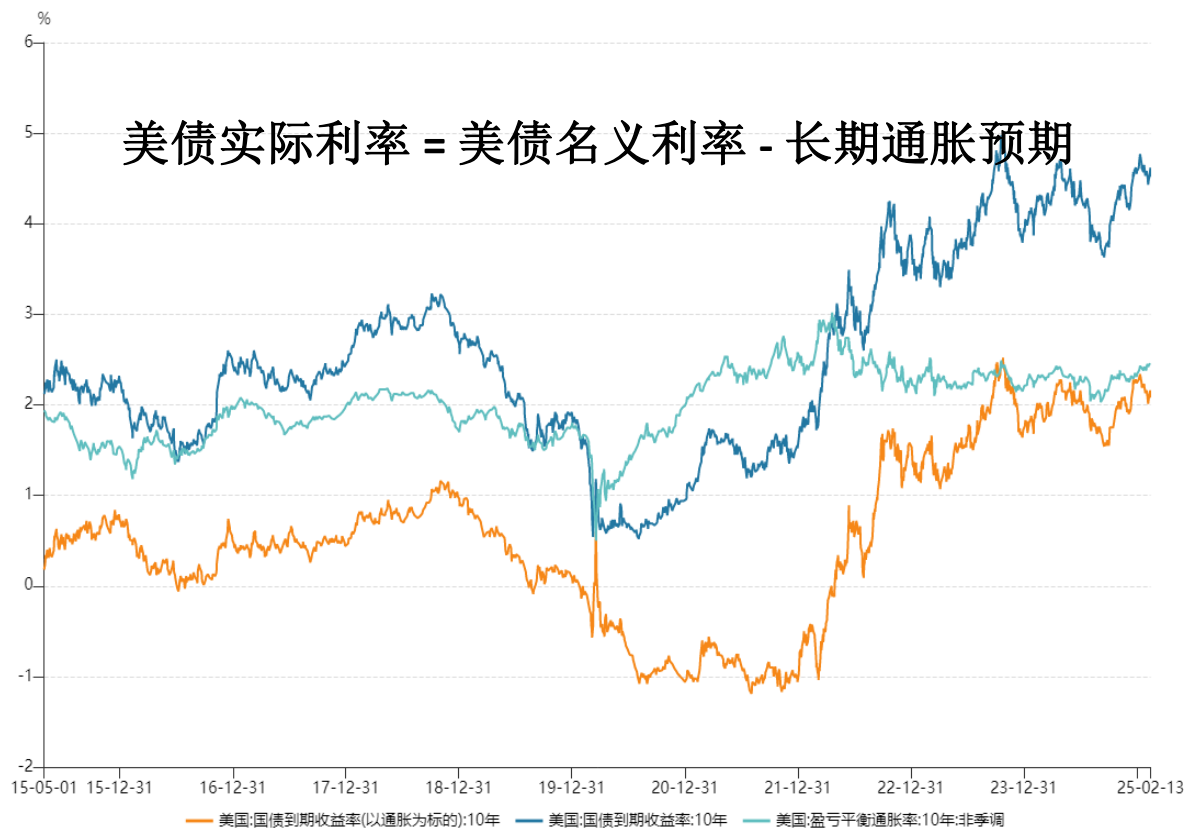
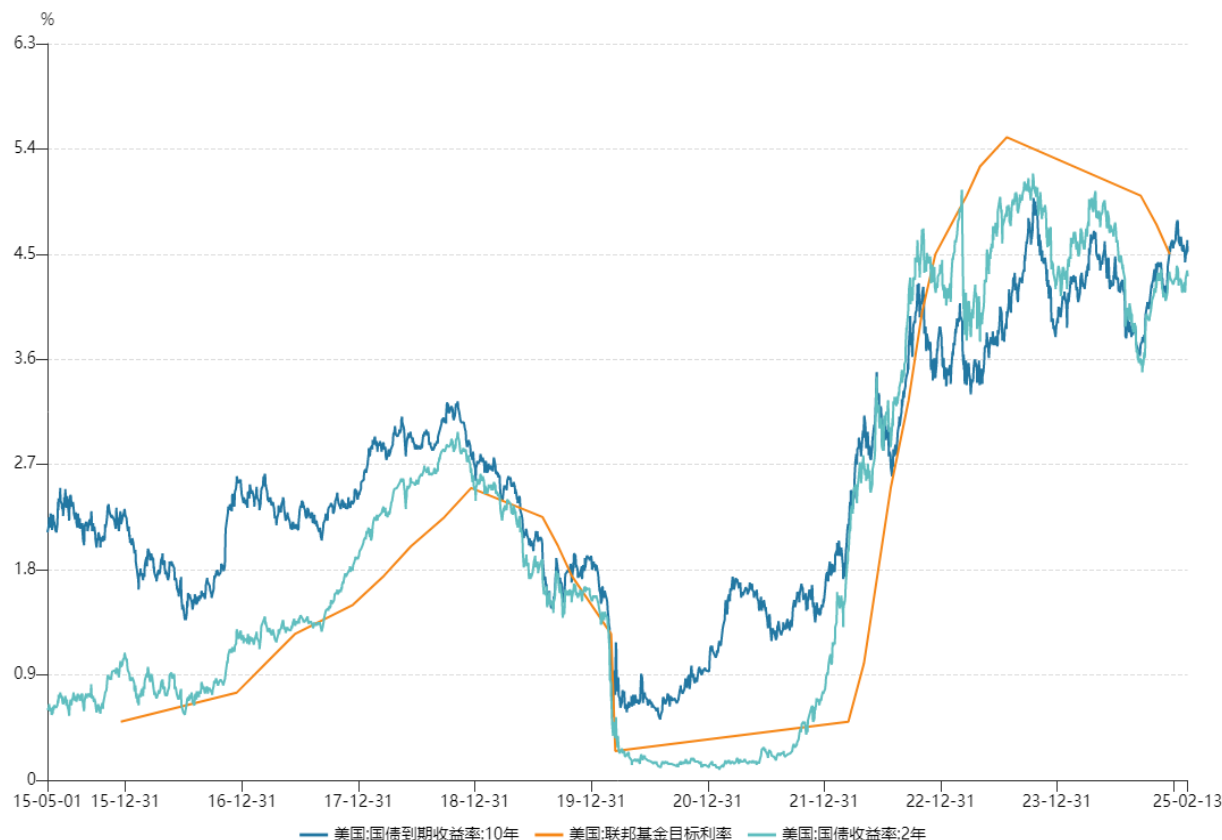


图 美债利率跟随货币政策



美联储政策预期

图 CME美联储降息预期

Fed Watch-降息概率 20250228						
会议日期	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2025.03.19	0%	0%	0%	7%	93%	0%
2025.05.07	0%	0%	2%	30%	68%	0%
2025.06.18	0%	1%	20%	54%	25%	0%
2025.07.30	0%	8%	32%	44%	16%	0%
2025.09.17	0%	22%	39%	28%	7%	0%

图 美联储持续缩表

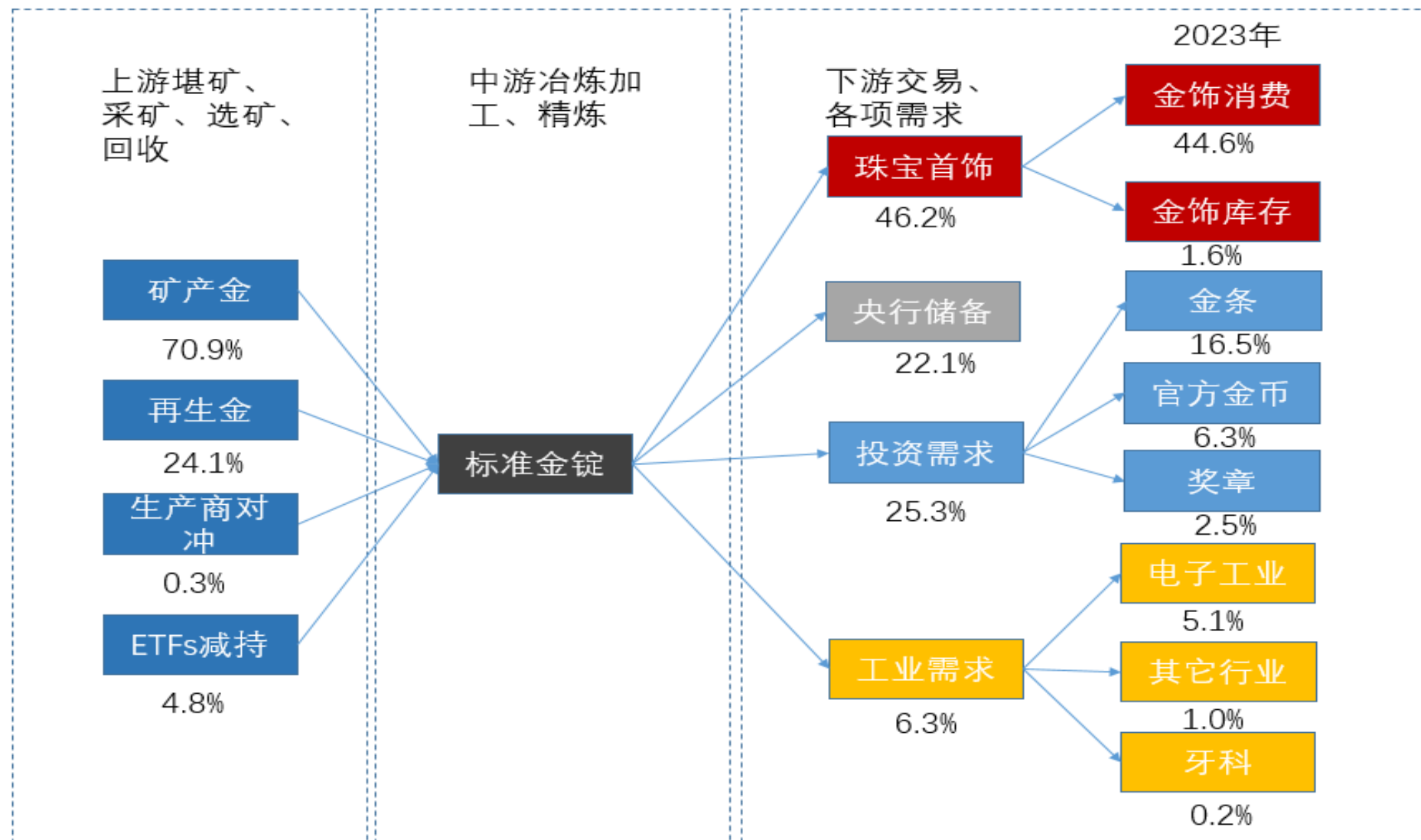
美国:存款机构:资产:储备银行信贷 2025-01-29



美国:存款机构:资产:储备银行信贷

联储1月FOMC暂停降息，基准利率维持在4.25%-4.5%，符合市场预期；鲍威尔表示联储不急于调整政策立场，需要观察数据以及特朗普政策效果。决议声明中，联储删除了“通胀朝目标2%取得进展”的表述，只保留了“通胀有所高企”的表述。

4. 供需平衡—并非主要矛盾



黄金供需平衡表

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
矿产金	2754.5	2876.9	2957.2	3166.8	3270.5	3361.3	3509.6	3573.1	3655.2	3594.4	3474.1	3570	3611.9	3636.2
生产商净套保	-108.8	22.5	-45.3	-27.9	104.9	12.9	37.6	-25.5	-11.6	6.2	-39.1	-22.7	-1.5	55.3
再生金	1671.1	1626.1	1636.5	1195.2	1129.5	1066.8	1232.1	1112.3	1131.7	1275.6	1293	1136.1	1144.1	1238.9
总供应量	4316.7	4525.5	4548.4	4334.1	4504.9	4441	4779.3	4659.9	4775.3	4876.2	4728	4683.4	4754.5	4930.4
金饰制造	2044.9	2096.4	2140.9	2735.3	2544.4	2479.2	2018.8	2257.5	2290	2152.1	1324.3	2230.6	2189.8	2192.2
金饰消费	2057	2103.9	2156.6	2724.7	2532.5	2459.7	2103.8	2240.7	2248.9	2125.4	1397.1	2147.7	2086.2	2112.3
金饰库存	-12.1	-7.5	-15.7	10.6	11.9	19.5	-85	16.8	41.1	26.7	-72.8	82.9	103.6	80
科技	460.6	429.2	382.2	355.7	348.3	331.7	323	332.6	334.9	326	302.8	330.2	308.5	297.8
电子用金	326.7	316.6	289.1	279.2	277.5	262.1	255.6	265.6	268.4	262.3	249.3	272.1	251.7	241.3
其他行业	88.3	76.4	64.7	53.7	51.2	51	49.8	50.7	51.2	49.8	41.6	46.8	46.6	47.1
牙科	45.6	36.2	28.4	22.8	19.6	18.6	17.6	16.3	15.3	13.9	11.9	11.4	10.3	9.5
个人投资	1586.4	1746.8	1591.4	793.2	932.2	978	1654.7	1309.6	1173.3	1274.9	1769.2	1001.9	1106.8	940.7
金条和金币总需求量	1204.3	1501.9	1322.2	1729.6	1066.5	1090.6	1072.7	1043.9	1090.3	866.7	895.8	1190.9	1217.1	1185.5
金条	921.2	1189.5	1023.1	1357.3	780.4	790.2	797.2	779.7	775.4	579.2	533.8	810.8	790.9	777.4
官方金币	195.9	228.3	187.5	270.9	205.5	224.3	207.9	188.1	241.9	220.7	292.9	295.3	334.8	293.5
奖章/仿制金币	87.2	84.2	111.7	101.4	80.7	76	67.7	76.1	73	66.8	69.1	84.8	91.4	114.6
黄金ETFs及类似产品	382.1	244.9	269.2	-936.4	-134.3	-112.6	582	265.7	83	408.2	873.4	-189	-110.4	-244.7
各国央行和其他机构	79.2	480.8	569.2	629.5	601.1	579.6	394.9	378.6	656.2	605.4	254.9	450.1	1135.7	1037.1
黄金需求(制造基础)	4171.2	4753.1	4683.8	4513.7	4426.1	4368.5	4391.3	4278.2	4454.4	4358.3	3651.1	4012.8	4740.7	4467.8
供需平衡	145.6	-227.7	-135.4	-179.7	78.8	72.5	388	381.7	320.9	517.9	1076.8	669.6	13.8	462.6

02

年内走势分析

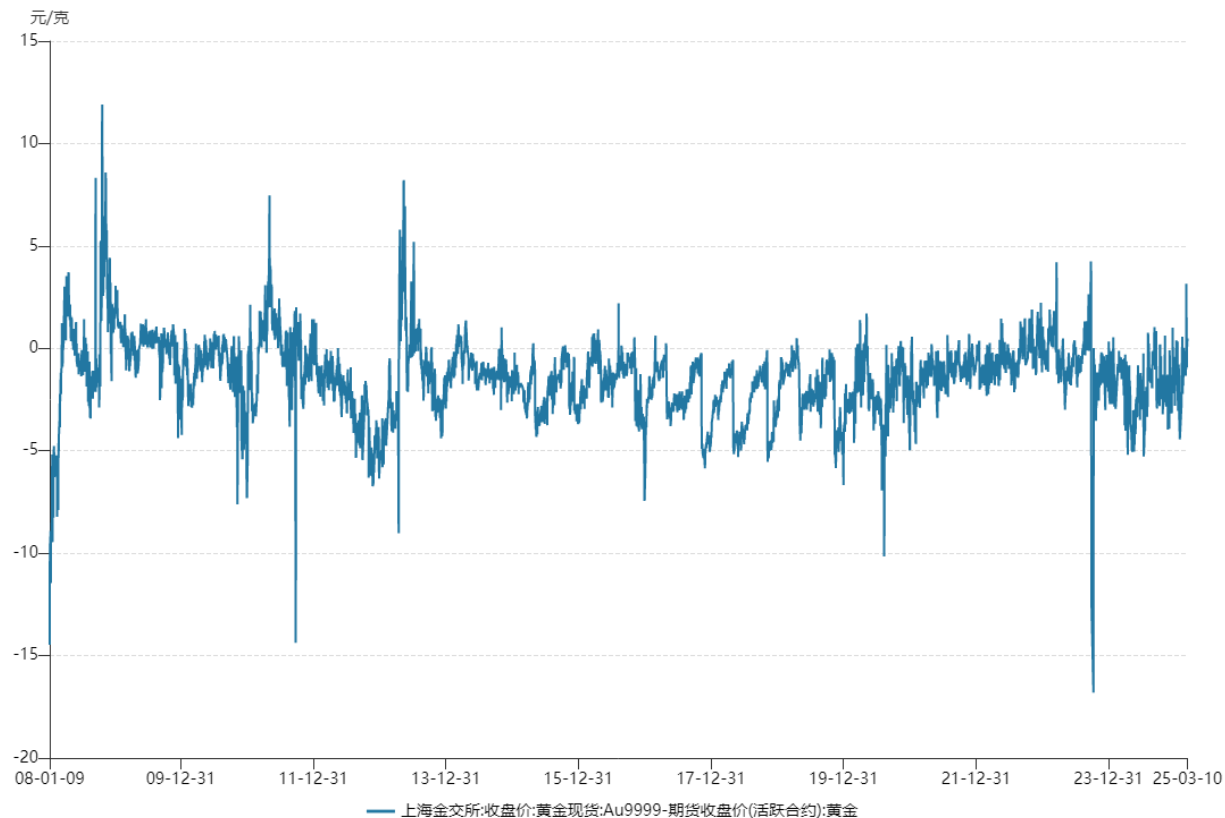
Au9999价格走势

自2008年以来，黄金期货与现货走势基本一致，基差相对比较稳定在 $(-5, 2)$ 之间，均值为 -1.38 。主要或有两方面因素，一为纯度差异，二为远月溢价。

图 黄金期现价格相关性较高



图 黄金基差比较稳定



四大因素判断

黄金价格

货币属性：长期保值

美国政府外交政策大搞孤立，同时财政支出难以缩减，预期美元信用继续贬值。

避险属性：高流动性

全球百年未有之大变局加速演进，地缘风险维持高位，考虑美股风险下预期上半年黄金坑。

金融属性：投资回报

降息节奏前慢后快，美债利率前高后低，对应投资需求带动金价前低后高。

商品属性：供需平衡

关税短期有所影响，但预期矛盾仍不明显。

黄金季度均价预测

我们预测2025年季度均价分别为660、650、675、680。主要有几方面考虑：

- ①从美元信用和避险出发，今年与2022年-2024年类似，均为地缘风险高、央行储备高，排除异常值后预期环比增速在3.1%附近，但也需要考虑连续十个季度上涨后信用和避险定价已在一定程度上兑现。
- ②从投资需求出发，2022年-2023年是加息周期，今年与2024年一致为降息周期，环比增速将有所上移。
- ③从宏观逻辑节奏出发，预期金价前低后高，叠加Q2美股风险，或会使得金价回调，而Q3降息预期上升会刺激金价上涨，Q4整体尘埃落定，叠加汇率等影响或使得涨幅收窄。

图 黄金9999季度均值环比
上海金交所:收盘价:黄金现货:Au9999:季:平均值:环比

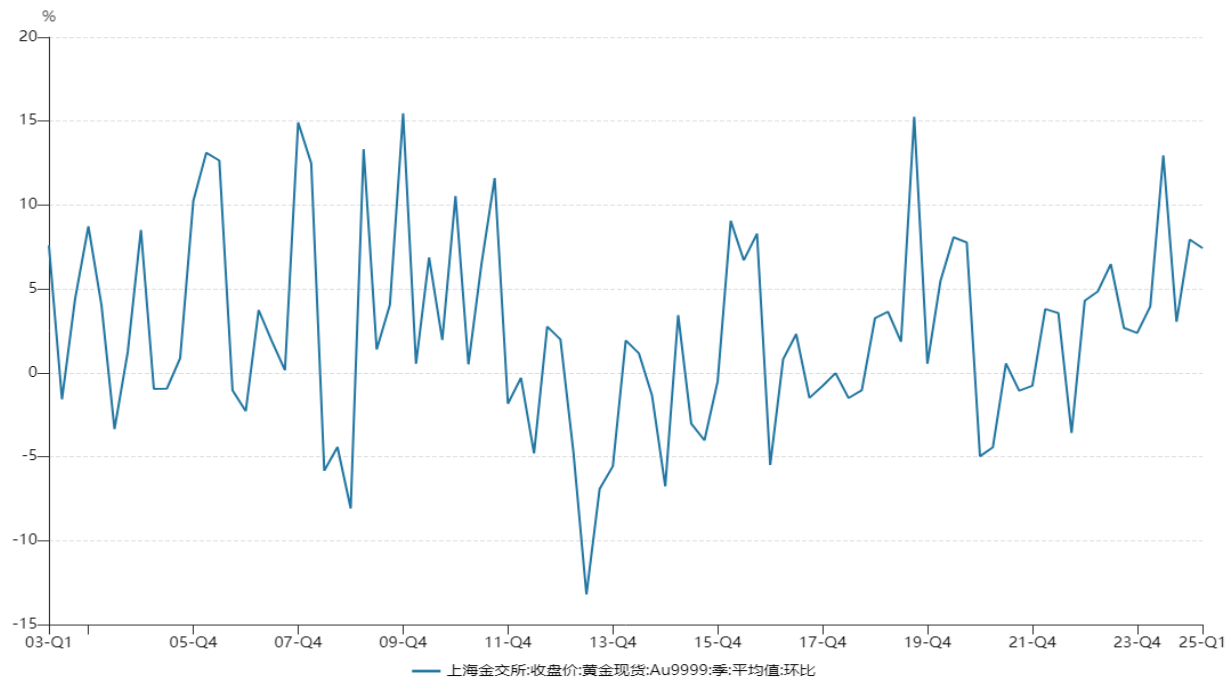
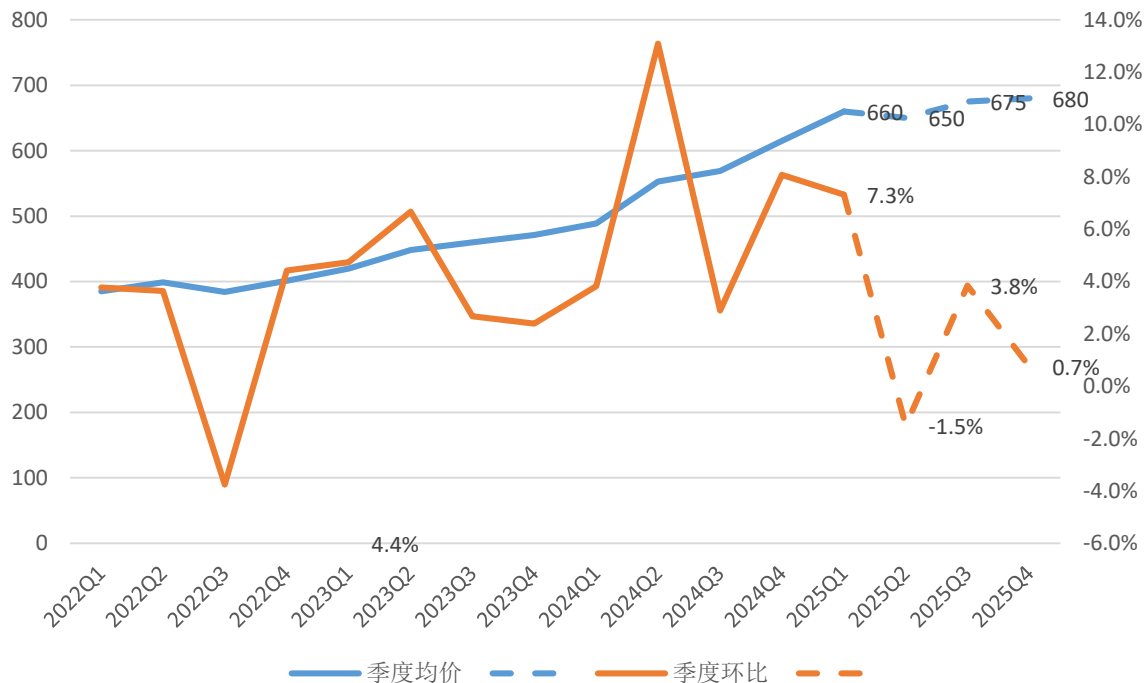


图 黄金9999预期季度均价



03

配置节奏建议

上金所合约观察

近期上金所AU9999品种日成交量在9.9吨左右，折合人民币规模在67亿左右，若60亿资金全部用来配置黄金则可购买约8.8吨黄金，一次性建仓将会极大冲击该品种价格增加成本，分布建仓的策略更为合适。

图 黄金9999日均成交量

上海金交所:成交量:黄金现货:Au9999

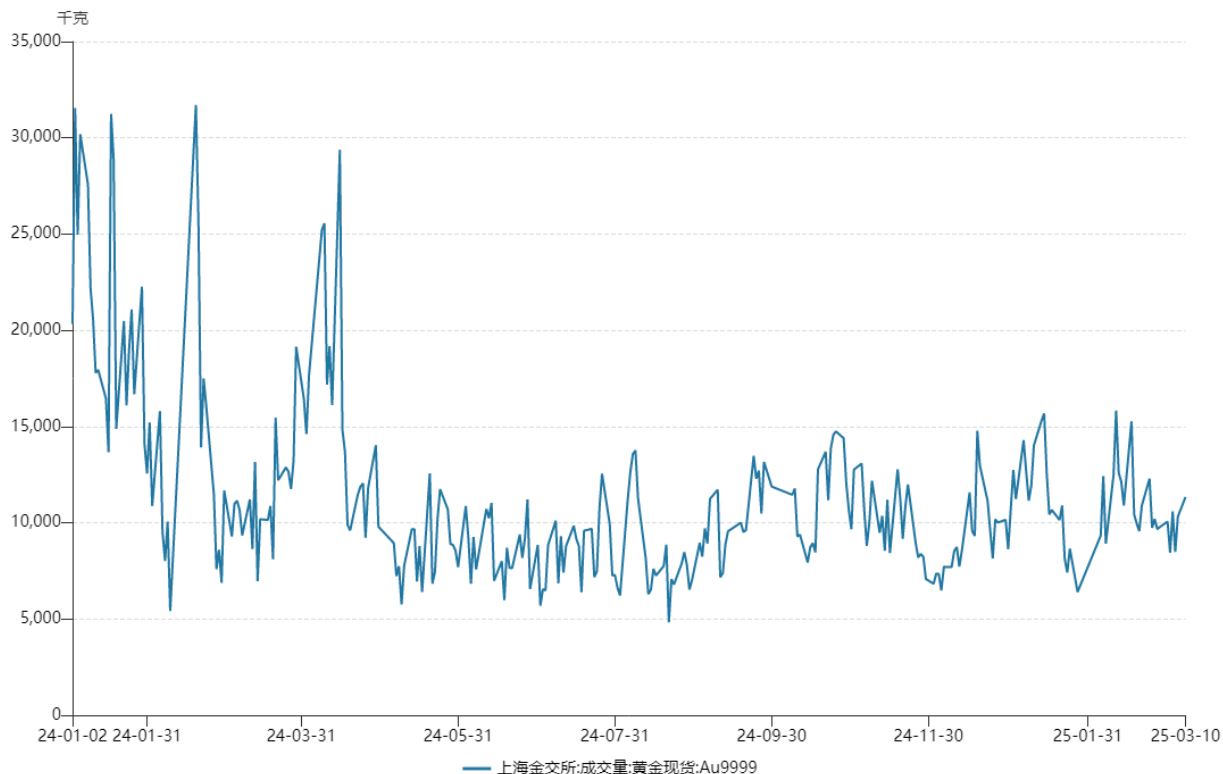
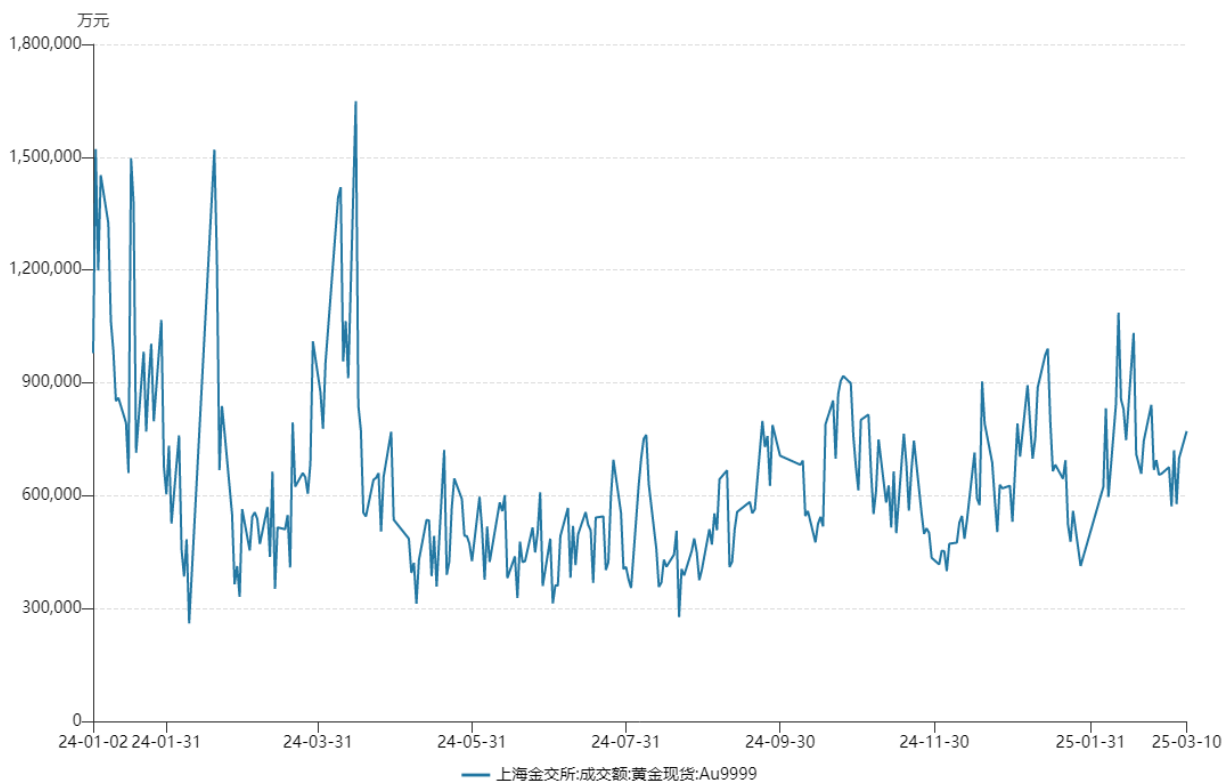


图 黄金9999日均成交额

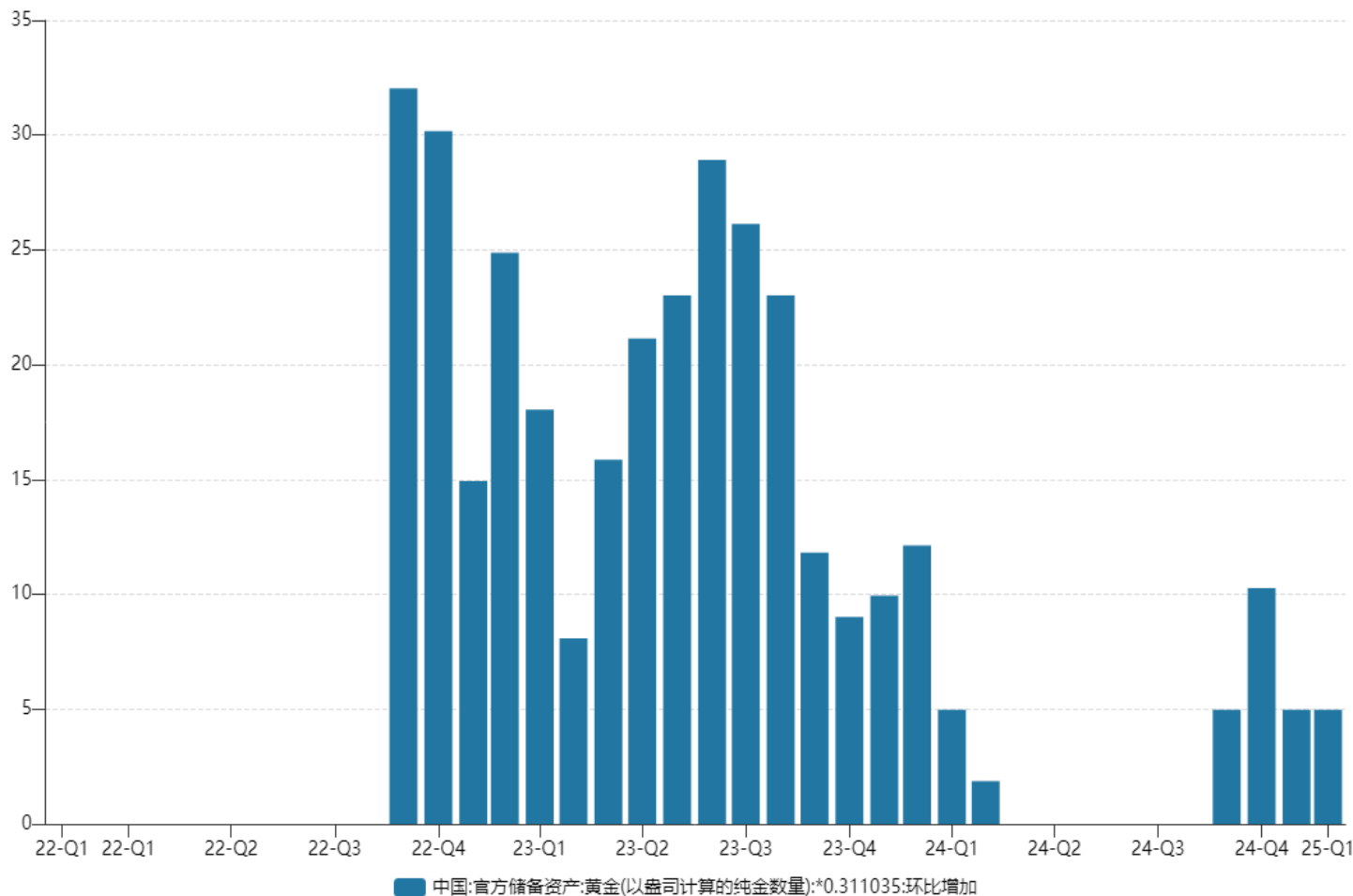
上海金交所:成交额:黄金现货:Au9999



央行购金节奏观察

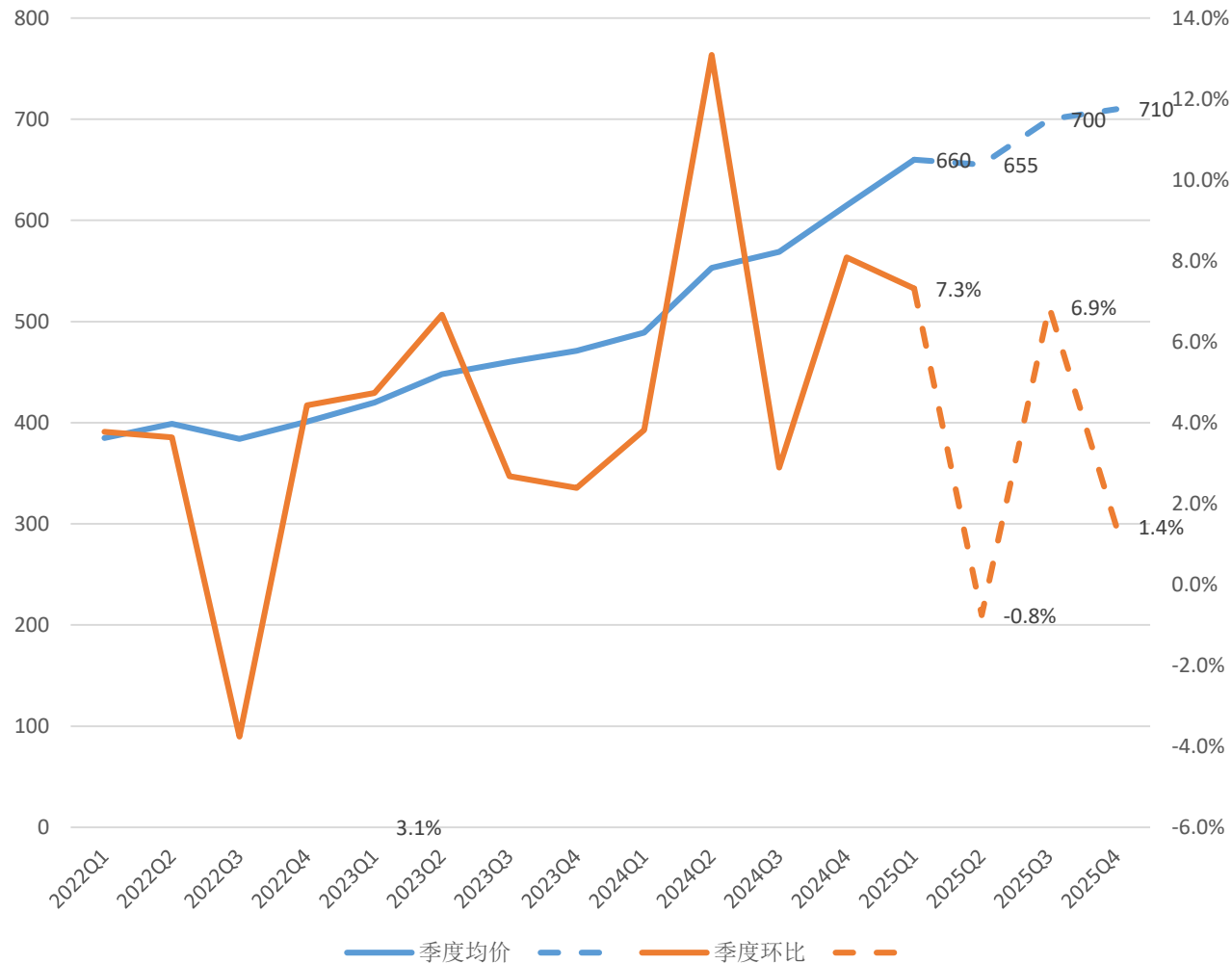
图 央行月度购金节奏

中国:官方储备资产:黄金(以盎司计算的纯金数量):*0.311035:环比增加



2024年Q4以来央行再度开启购金，节奏上少则每月5吨，多则10吨。按20个交易日算即平均每日约0.25吨-0.5吨左右，可作为配置速度的参考。

图 黄金9999预期季度均价



按照季度黄金均价预测二季度金价可能会出现下跌，同时三、四季度会上涨。所以若在二季度发现金价出现明显下跌后，进行大量配置较为合适。

具体可分成两步：

- ①当金价回落至二季度预期均价650元以下时配置50%，速度可参考央行每日购买0.25吨左右。
- ②当美联储释放出明显宽松信号时可进行剩下50%配置，速度可参考央行每日购买0.5吨左右。

本报告版权归“浙商期货”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。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。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。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。

THANK YOU