

# 黄金：中枢抬升同时需警惕波动风险

浙商期货

郑弘

Z0015227

日期：2025年5月

# 01

## 黄金行情回顾

# 黄金中枢持续抬升

AU.SHF[SHFE黄金] 2025/04/28 收780.54 幅-1.37%(-10.88) 开784.50 高790.68 低777.16 结0.00 仓15.34万 量53.24万 增-12883 振1.72%

MA5 795.13↓ MA10 790.70↑ MA20 763.83↑ MA60 712.90↑ MA120 669.13↑

2024/10/09-2025/04/28(136日) ▼



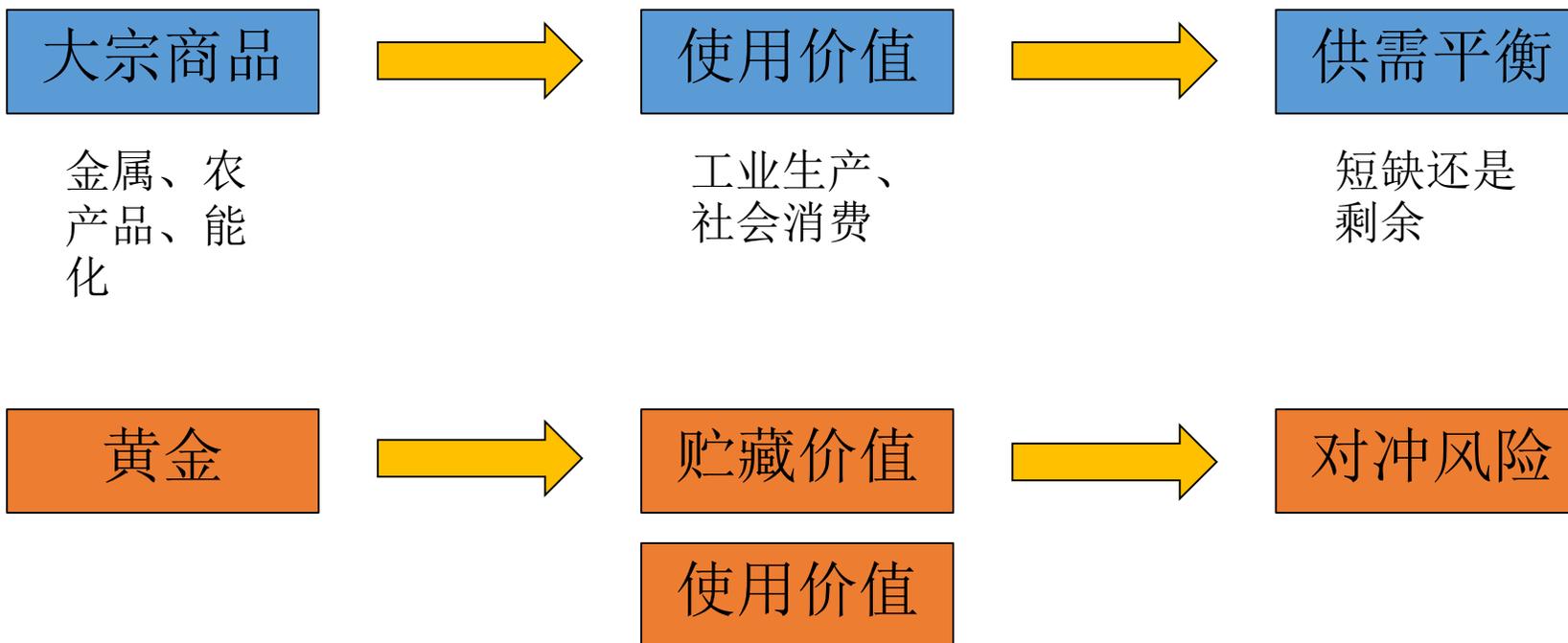
特朗普再度掀起贸易战

特朗普推出对等关税

关税政策出现缓和预期

? VOL: 53万 MA(5): 91万 MA(10): 71万 MA(20): 64万

# 黄金定价不同于一般大宗商品



## 黄金价格

避险保值：价值贮藏

美元信用下滑中黄金提供长期避险保值的功能，为当前**最核心的影响因素**

投资回报：组合配置

在利率水平较低的时候持有黄金期望获得更高的收益，但**当前影响程度下滑**

大宗商品：供需平衡

在供需出现极端矛盾下也会出现商品属性影响，**一般仅作为次要矛盾**

# 02

## 避险属性

# 避险是避什么险？

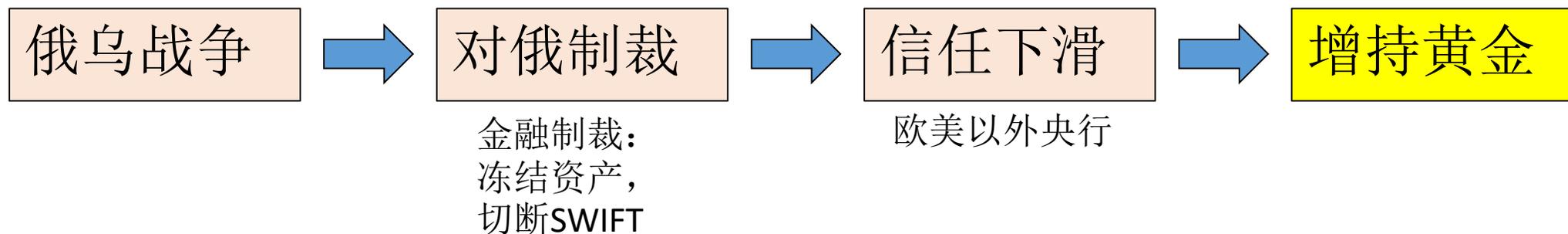
图 全球避险因素



# 避险属性-美元货币体系信用下滑 自俄乌战争加速

- 自2022年俄乌战争之后，美对俄能源、贸易以及金融领域采取全面的制裁措施。其中美国还切断了SWIFT，限制俄罗斯主要银行使用国际支付系统。
- 一方面使得俄罗斯被迫加速去美元化进程，增持黄金储备，降低对西方货币体系的依赖。另一方面，这也使得欧美以外的央行对美元体系信任下降，转而增加黄金储备作为美元储备的替代。从而使得避险需求成为当今**黄金价格的最核心影响因素**。

图 俄乌后央行增持黄金逻辑



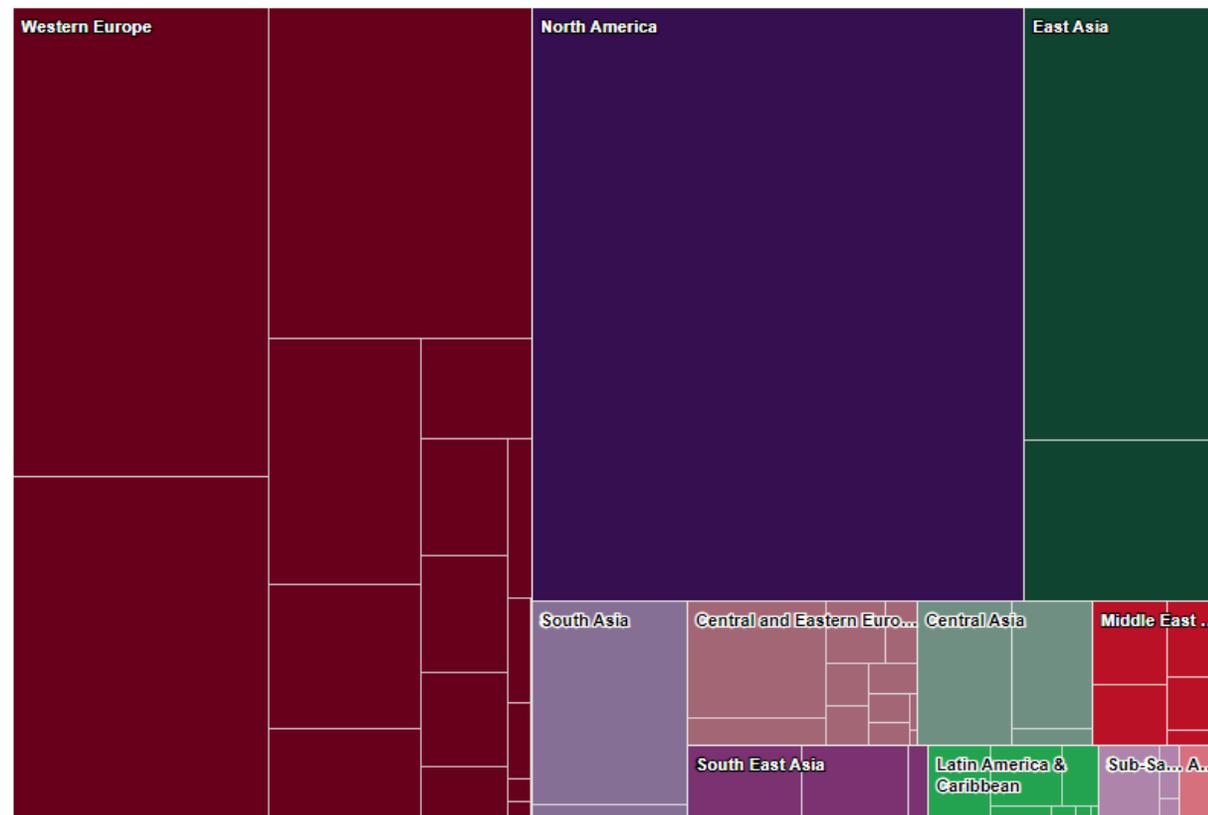
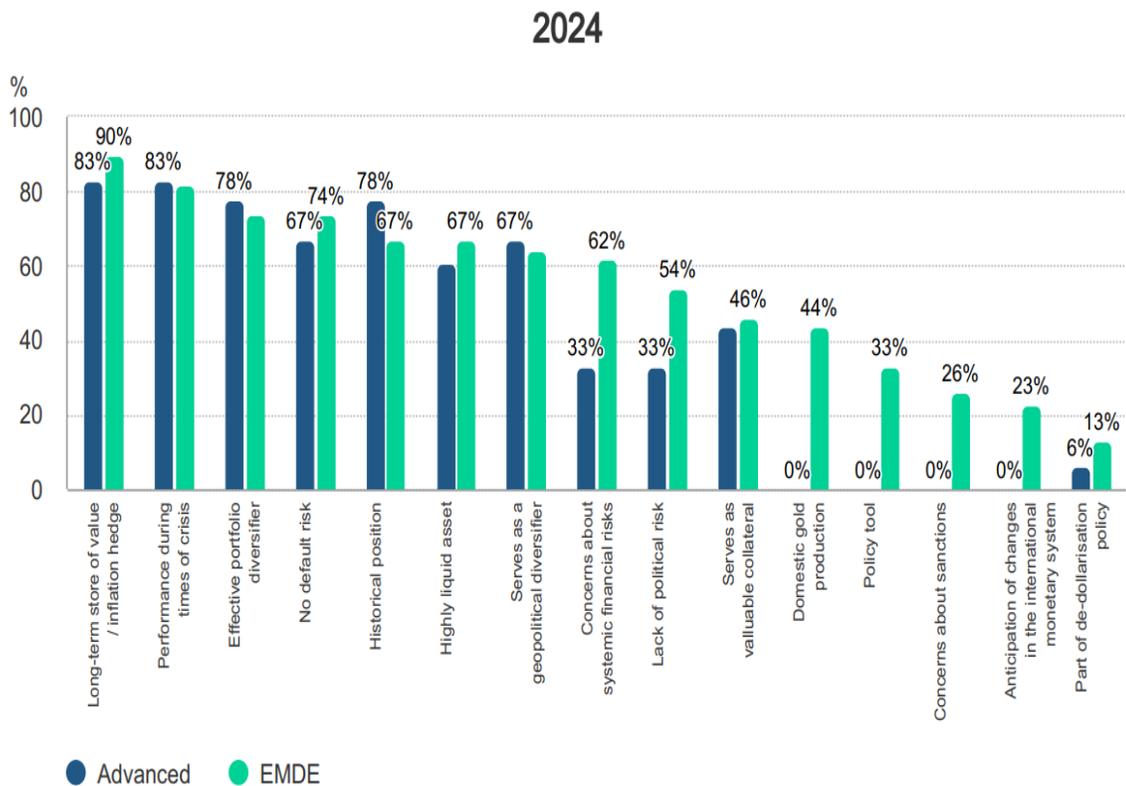
# 避险推动央行增持黄金

图 全球央行黄金储备增持量



黄金：自2022年后，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。2025年俄乌、中东局势仍然紧张，不确定性维持高位，预期全年央行增持黄金也将较高。

# 央行储备黄金情况



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。根据调查显示，主要增持的原因是避险与保值。

# 中国央行继续增持，但占比依然较低

图 中国央行黄金储备

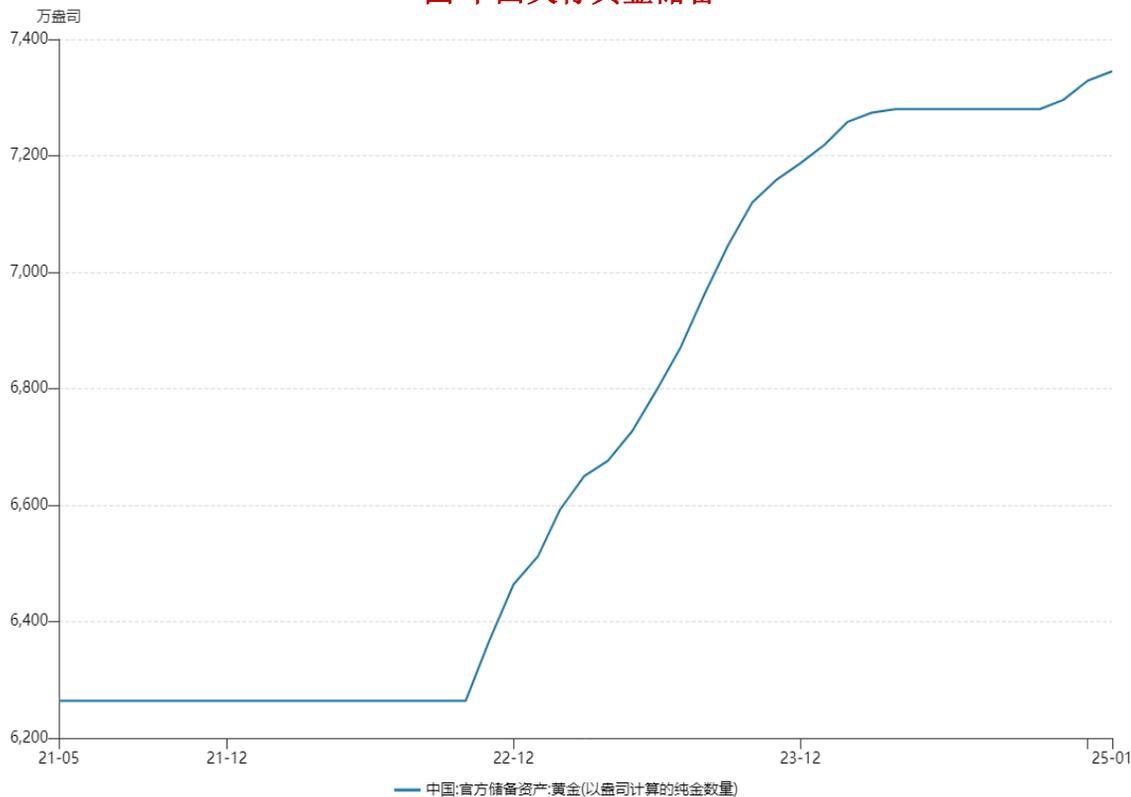


图 黄金储备占比 (截至3月)

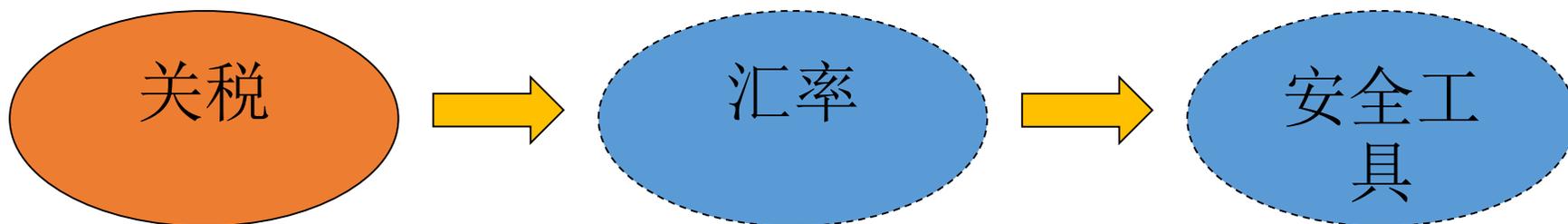
单位: 亿美元	黄金储备	储备资产	占比储备	外汇储备	占比外汇
欧元区	10770.5	13687.75	78.69%	2983.68	360.98%
美国	8133.46	2388.01	340.60%	358.84	2266.60%
德国	3351.53	3778.53	88.70%	352.91	949.68%
法国	2437	2830.3	86.10%	295.98	823.37%
俄罗斯	2335.85	6091.68	38.34%	3850.4	60.67%
中国	2279.56	34780.07	6.55%	32090.36	7.10%
日本	845.97	12406.31	6.82%	10813.67	7.82%
印度	876.2	6594.32	13.29%	5699.6	15.37%
韩国	104.45	4153.92	2.51%	3904.92	2.67%

- 其中中国央行自2024年11月至今再度增持黄金储备。
- 欧美国家黄金储备占比较高，目前并未增持黄金。

# 全球政治经济格局面临百年未遇之大变局，导致避险长期存在

## ➤ 米兰报告：

- ✓ 哈佛大学获得经济学博士，师从著名的马丁·费尔德斯坦（Martin Feldstein）教授。2020年特朗普第一任期内担任过财政部经济政策高级顾问，并于2024年12月被正式提名为美国白宫经济顾问委员会主席。
- ✓ 斯蒂芬·米兰于2024年11月发布《重构全球贸易体系用户指南》。
- ✓ 旨在通过重构全球贸易和金融体系，复兴美国制造业、提升整体竞争力，并将维持美元储备地位的部分成本转嫁他国。政策实施可能遵循“先关税，后汇率，再安全工具”的顺序。若实施这些政策，可能引发全球贸易格局重大调整、国际局势紧张加剧、金融市场波动性上升及避险资产需求增加等影响。
- ✓ 这份报告很可能反映了特朗普政府未来的经济政策思路，绝非“纸上谈兵”。这也意味着包括中美关系在内的全球政治经济格局可能面临长期的、巨大的冲击



# 米兰报告的核心政策框架

## ➤ 问题诊断:

现有的国际贸易和金融体系对美国不利，导致美元被过度高估、进而使得制造业衰落、贸易逆差扩大。

## ➤ 政策目标:

1、扭转经常账户赤字、减少贸易逆差；2、重振美国制造业；3、保持美元的储备货币地位（或至少让其他国家分担美元作为储备货币的“成本”）。

## ➤ 政策工具:

(1) **关税**: 增加财政收入、保护国内产业、并作为与其他国家谈判的筹码——逐步实施、明确规则、分级关税、将贸易与安全挂钩，“汇率抵消”得以实现。(2) **汇率政策**: 主动让美元贬值，以提高美国产品的出口竞争力——“海湖庄园协议”。(3) **安全工具**: 特朗普政府通过将“安全保障”与贸易、金融挂钩，可能试图迫使其他国家做出让步重构对美国有利的全球贸易和金融体系——三部曲最后一步，迫使他国让步。

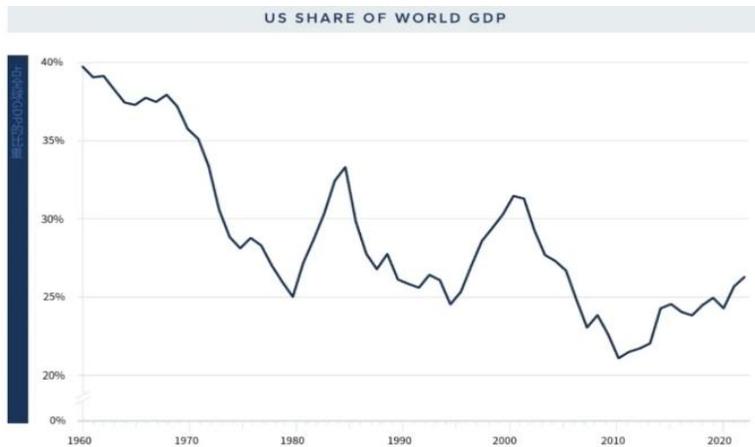


图2 美国在全球国内生产总值 (GDP) 中的占比。资料来源: 世界银行



图3 美国经常账户。资料来源: 经济分析局, HBC 计算结果

# 米兰报告所提措施对黄金影响

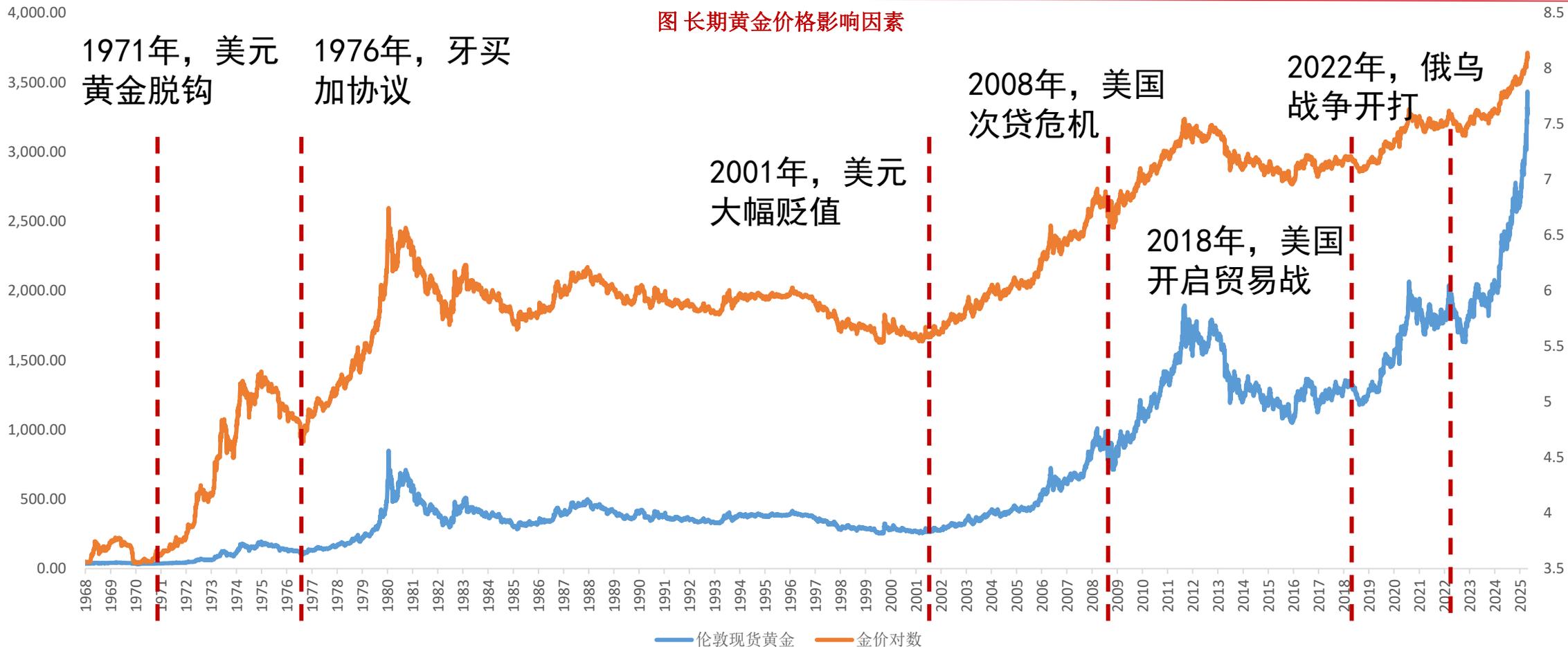
## ➤ 米兰报告所带来的影响：

1. 明确提出通过关税施压与汇率协议推动美元贬值。
2. 关税施压、汇率政策、安全工具等三部曲将直接削弱美元信用，加剧美元贬值，同时也会抬升地缘风险。
3. 此外报告暗示美国可能通过中东军事介入、东亚地缘博弈（如台海、南海冲突）通过制造可控危机重塑美国主导的全球秩序，长期来说面临地缘反噬和金融体系动荡的风险。

## ➤ 政策影响：

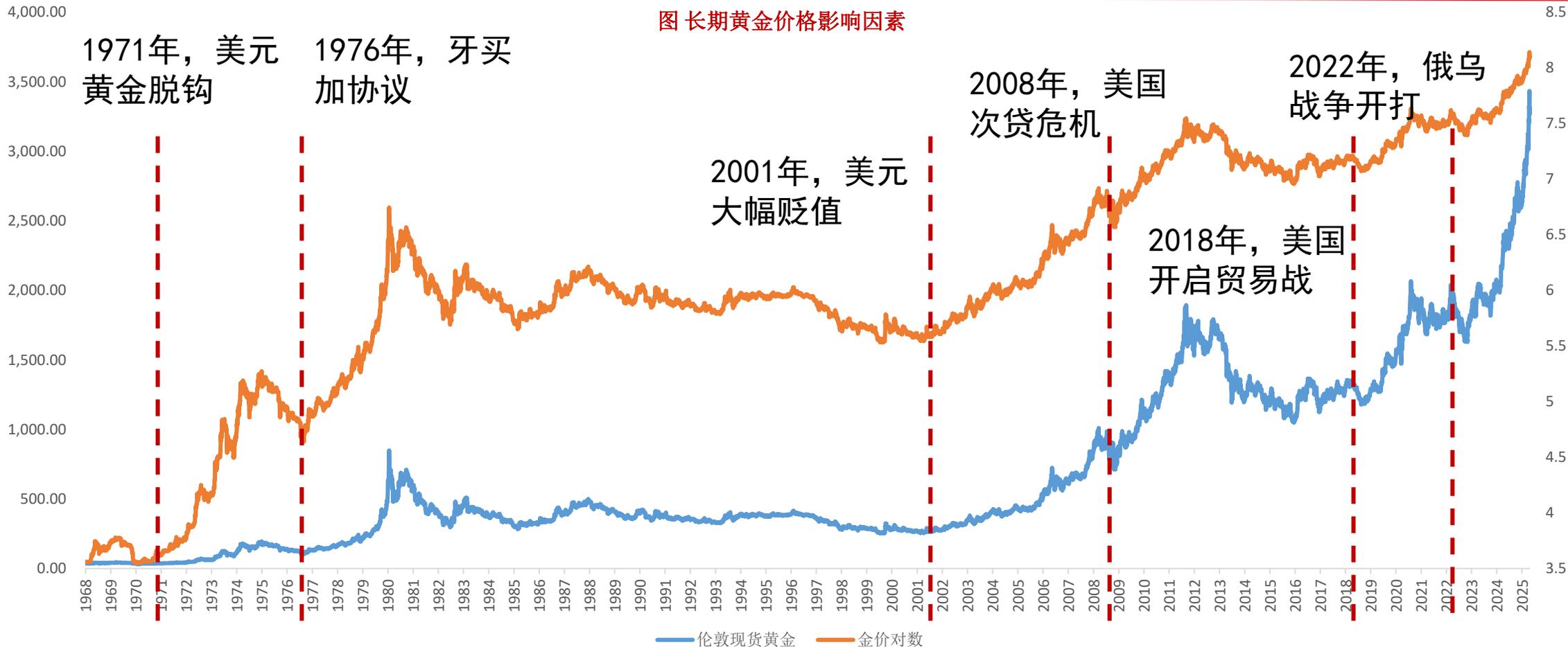
1. 黄金与美元负相关，美元信用下降令其“货币对冲价值”凸显。
  - ✓ 加征关税及对美国国债持有者征收“使用费”等都会使得美元信用下降，美元贬值，黄金的“无主权货币价值”凸显。
2. 地缘政治风险溢价扩大，黄金避险需求结构化上升。
  - ✓ 米兰报告所提的三部曲及潜在的全球秩序重构举措使得地缘冲突加剧，放大黄金波动的同时也催生黄金避险需求。
  - ✓ 全球央行也持续增持黄金，以应对风险，2025年一季度全球央行净购金276吨。
3. 重构通胀逻辑，再通胀或发生，通胀环境利好黄金。
  - ✓ 米兰报告政策目标的达成，是基于“汇率抵消”的前提之下的，认为在汇率抵消的特定条件下，关税可能并不会导致通货膨胀，反而可以成为一种有效的财政收入来源和提高竞争力的手段，但贸易伙伴是否作出让步，对美国有利的全球贸易体系能否重构均是未知数，“关税”手段很有可能导致再通胀。
  - ✓ 通胀再度上行，黄金抗通胀优势显现。

# 回顾上一次全球变局 黄金大涨的周期



- 分别画出金价走势曲线（蓝）、金价对数走势曲线（橙），回顾自1970年以来现货黄金长期的价格走势。
- 其中金价对数走势曲线可以表现出金价涨幅的变化，可以发现相较于上一轮全球变局，本轮金价涨幅仍然处于低位。

# 回顾上一次全球变局 黄金大涨的周期



- 判断当前黄金上涨逻辑与上世纪70年代存在明显相似点，均来自于货币体系重构。
- 1971年尼克松总统宣布美元黄金脱钩，代表布雷顿森林体系破裂。
- 1976年建立牙买加体系取代了布雷顿森林体系，确立了以信用货币（如美元）为本位的汇率指数。

# 第一轮：布雷顿森林体系的破裂

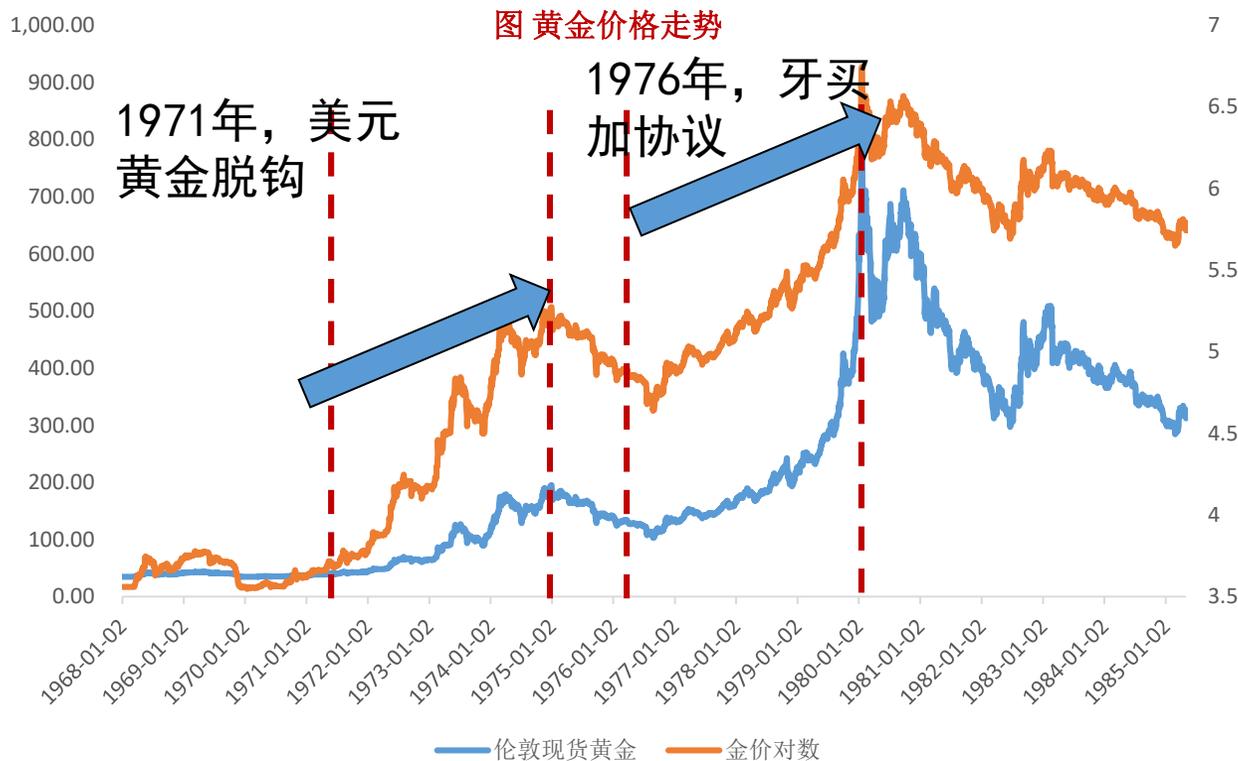


图 黄金价格走势数据统计

	第一段金价	第二段金价
低点	42.75	135
高点	195.25	850
涨幅	356.7%	529.6%
历时	41个月	49个月

- 第一轮黄金大幅上涨来自于布雷顿森林体系的破裂，自1971年8月15日尼克松总统宣布黄金美元脱钩至1980年1月最高点金价涨了18倍。
- 其中可以分成两段，分别是1971年-1974年脱钩时期黄金历时41个月上涨近357%，以及1976年-1980年牙买加体系初建时期黄金历时49个月再度上涨530%。

## 第二轮：次贷危机后美元超发带来的美元贬值



图 黄金价格走势数据统计

	第一段金价	第二段金价
低点	277.75	713.5
高点	725	1895
涨幅	161.0%	165.6%
历时	53个月	34个月

- 第二轮黄金大幅上涨来自于2002年以来美元的大幅贬值，以及次贷危机之后美元超发带来的信用下滑。自2002年1月至2011年9月最高点金价涨了5.8倍。
- 其中也可以分成两段，分别是2002年-2006年去美元化时期黄金历时53个月上涨近161%，以及2008年-2011年次贷危机美元放水时期黄金历时34个月再度上涨166%。

# 第三轮至今：借鉴上一轮全球大变局

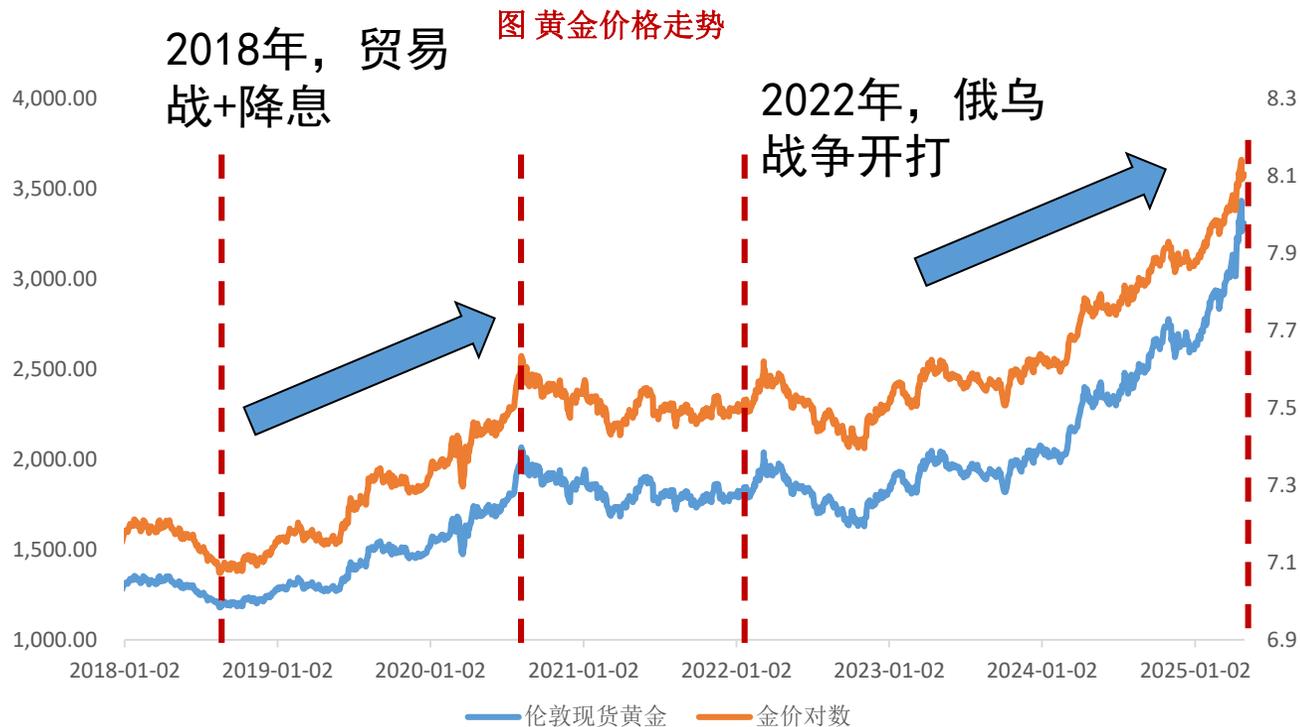


图 黄金价格走势数据统计

	第一段金价	第二段金价
低点	1255.4	1913.2
高点	2067.2	3500.1
涨幅	64.7%	82.9%
历时	25个月	37个月

- 第三轮若以2018年贸易战为开始至今则黄金涨幅达到179%，其中也可以分成两段，如上图所示。
- 本轮黄金上涨周期中，基本上美债危机叠加特朗普新政进一步削弱美元信用，统计面上无论金价涨幅还是时间跨度都远小于前两轮。**借鉴上一轮全球大变局，即布雷顿森林体系重构时期的金价走势，判断黄金本轮上行尚未结束。**

# 03

## 投资属性

# 投资需求的逻辑

图 美债实际利率与黄金ETF



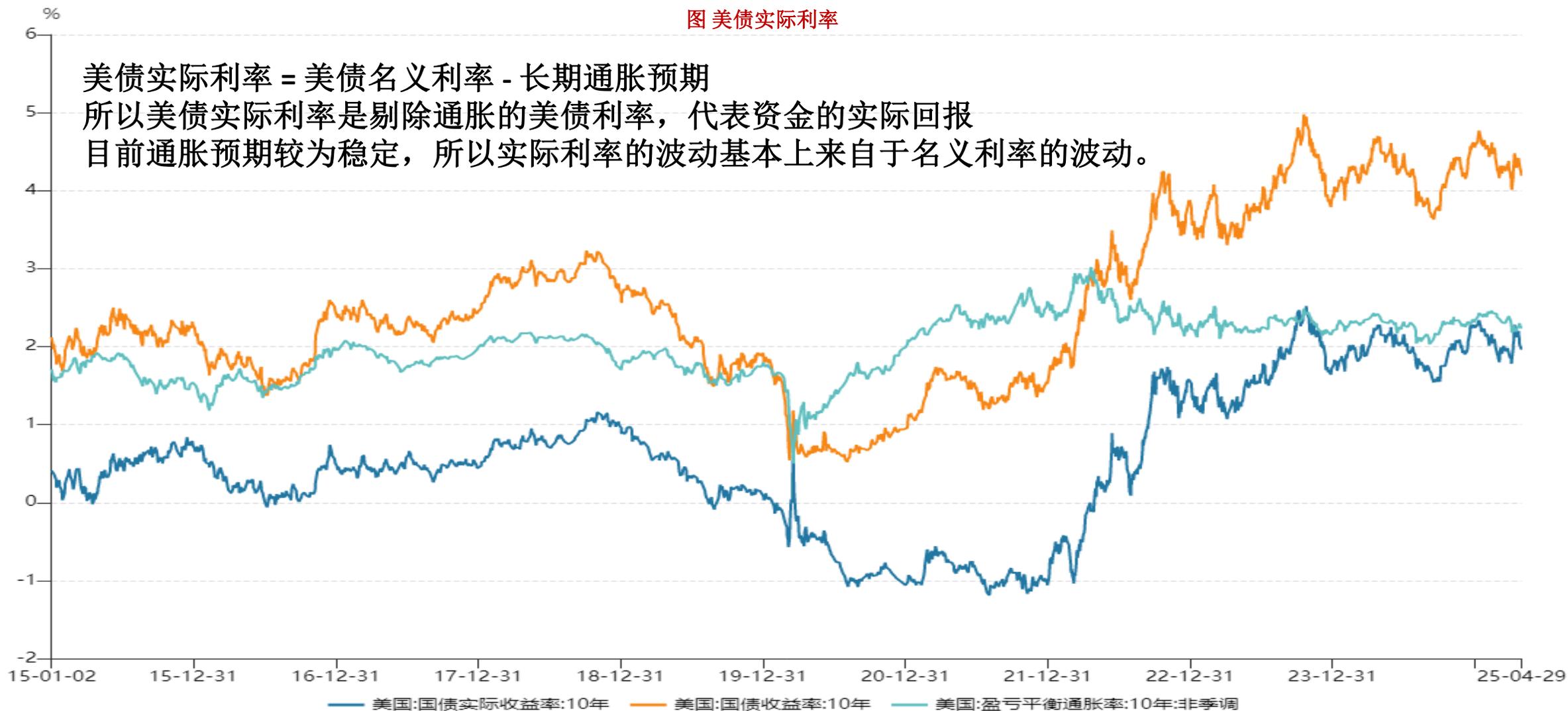
图 美债实际利率与黄金价格



**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。

# 实际利率的含义

图 美债实际利率



# 美债名义利率受美联储货币政策影响

图 美债利率与美联储货币政策

美债名义利率长期很大程度受到美联储货币政策影响，其中短期限品种受到的影响大于长期限品种。



# 当前美联储政策预期

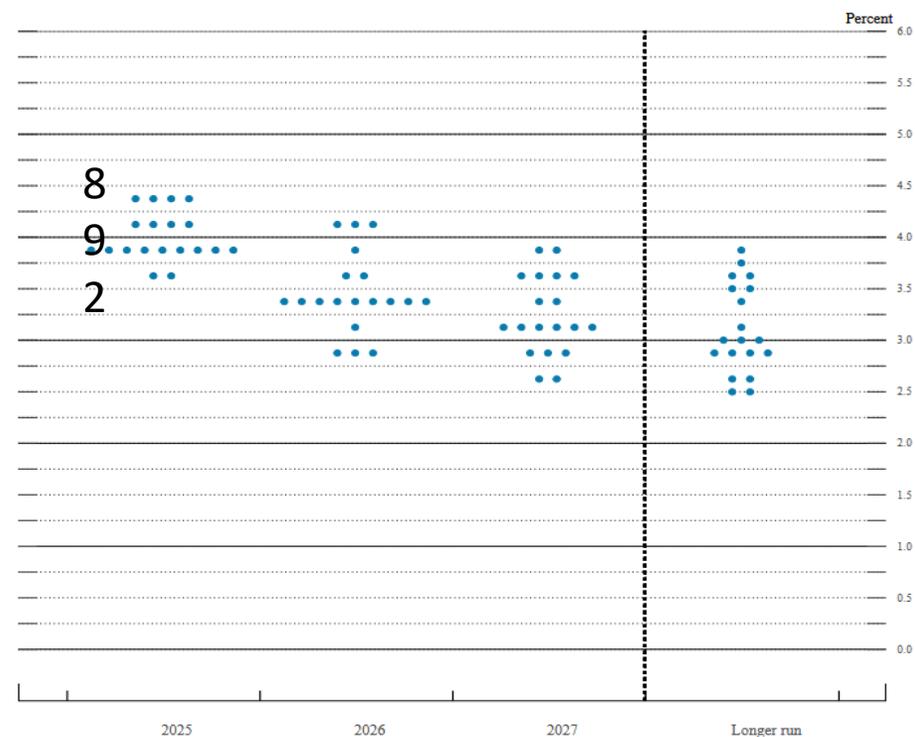
图 FedWatch市场预期

Fed Watch-降息概率 20250506						
会议日期	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2025.05.07	0%	0%	0%	3%	97%	0%
2025.06.18	0%	0%	1%	31%	68%	0%
2025.07.30	0%	1%	22%	57%	20%	0%
2025.09.17	1%	18%	50%	28%	4%	0%
2025.10.29	11%	38%	36%	13%	1%	0%

- 3月点阵图显示官员预期2025年将降息2次，共50bp左右，较12月偏鹰
- 美联储若降息，则预期名义利率下降，带动黄金投资上升。

图 点阵图预期

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



# 输入性通胀压力上升

图 美国通胀

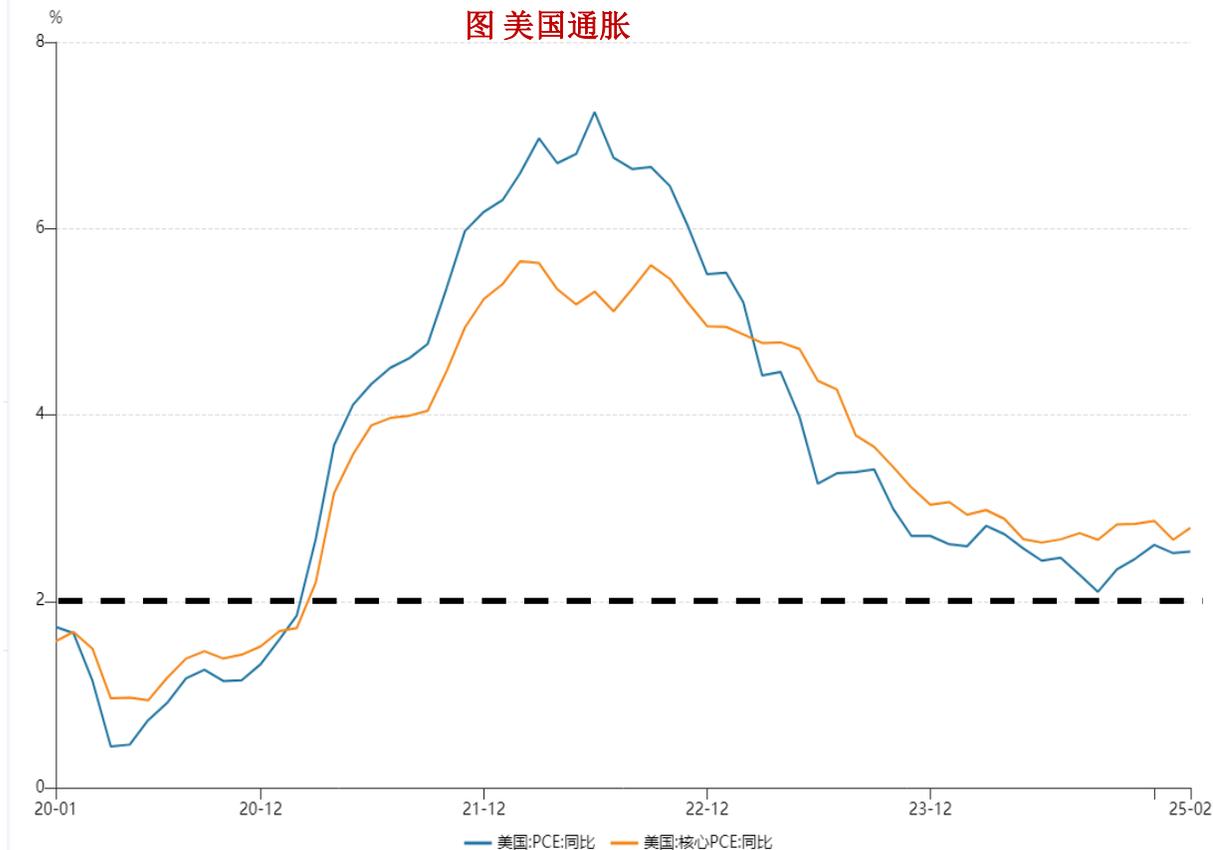
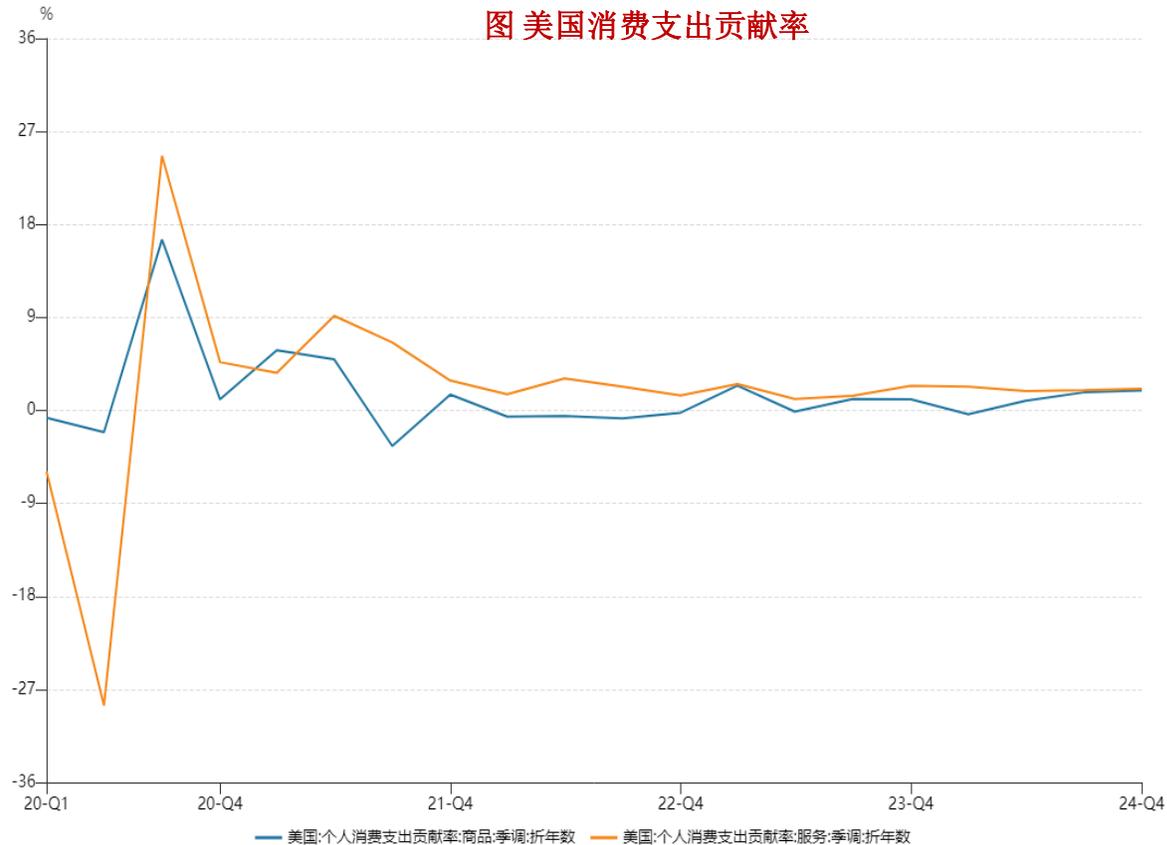


图 美国消费支出贡献率

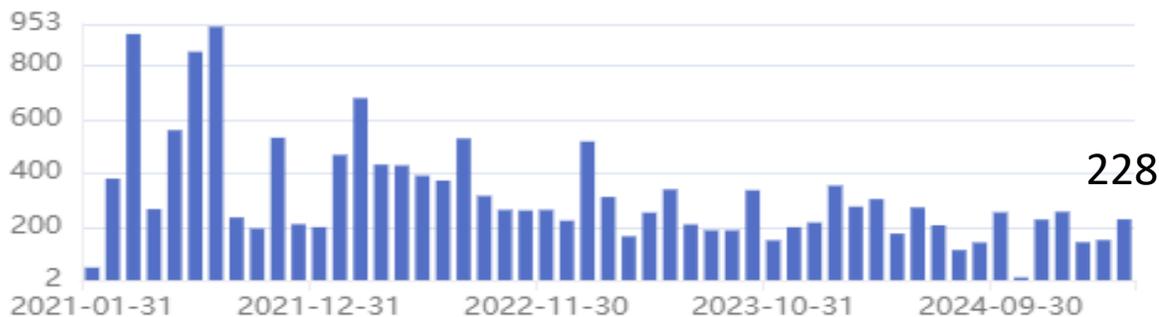


- 美联储**核心观察指标之一**就是**通胀**，若通胀过高则会考虑加息，若通胀过低则会考虑降息。
- 当前在特朗普新政中对全球加征关税使得进口商转嫁关税至消费者，最终将使得核心商品价格上涨，可能会削弱美联储降息的预期。

# 美国就业当前维持稳定

图 美国非农就业

美国：新增非农就业人数：初值 2025-03-31



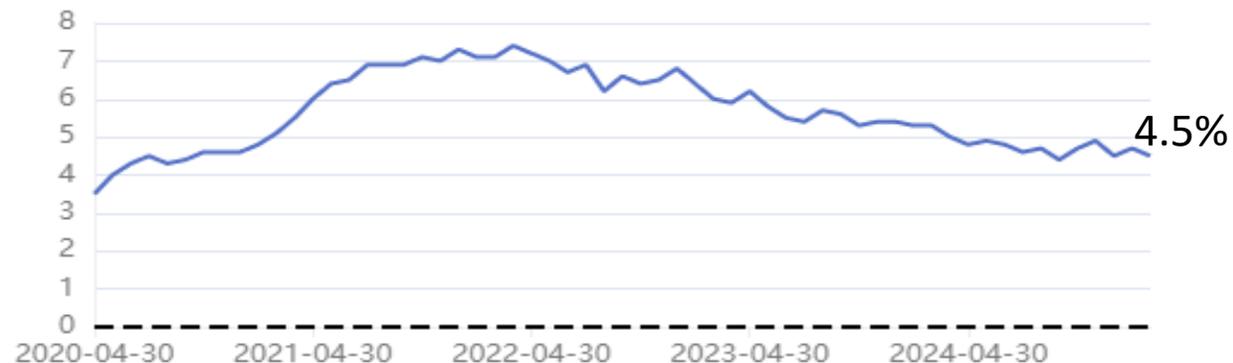
美国：新增非农就业人数：初值

单位：千人

更新频率：月度

图 美国非农职位空缺率

美国：职位空缺率：非农：总计：季调 2025-02-28



美国：职位空缺率：非农：总计：季调

单位：%

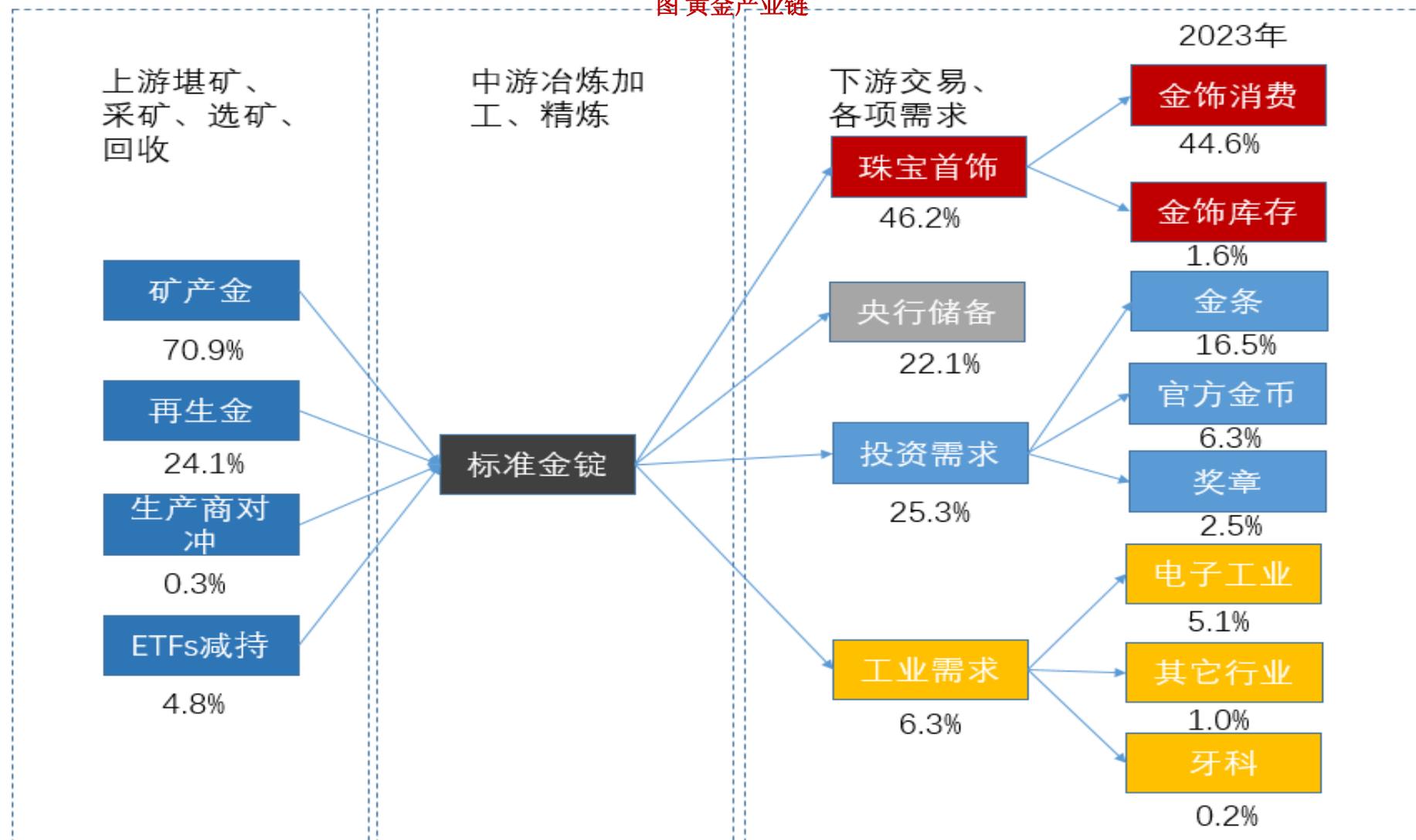
- 美联储核心观察指标之二就是就业，若就业过热可能考虑加息，若就业很差则会考虑降息。
- 3月就业出现回升，主要来自于私人服务部门，整体就业情况变化不大。未来担忧一是在移民政策，二是关税影响。

# 04

## 商品属性

# 商品属性：黄金产业链

图 黄金产业链



- 黄金的商品属性主要体现在产业链供需矛盾。
- 由于黄金不会被消耗，且较为容易再生，所以社会库存巨大。
- 所以除非类似疫情等极端因素影响，**一般仅作为次要矛盾考虑。**

# 黄金供需平衡表

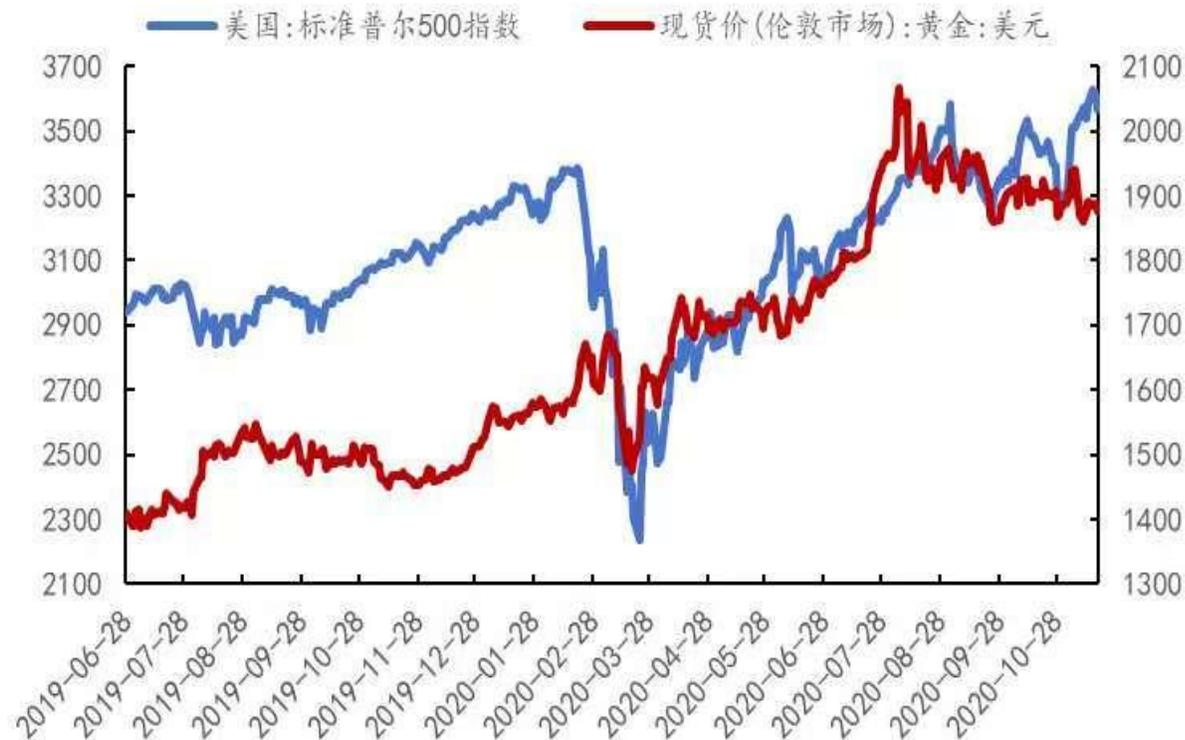
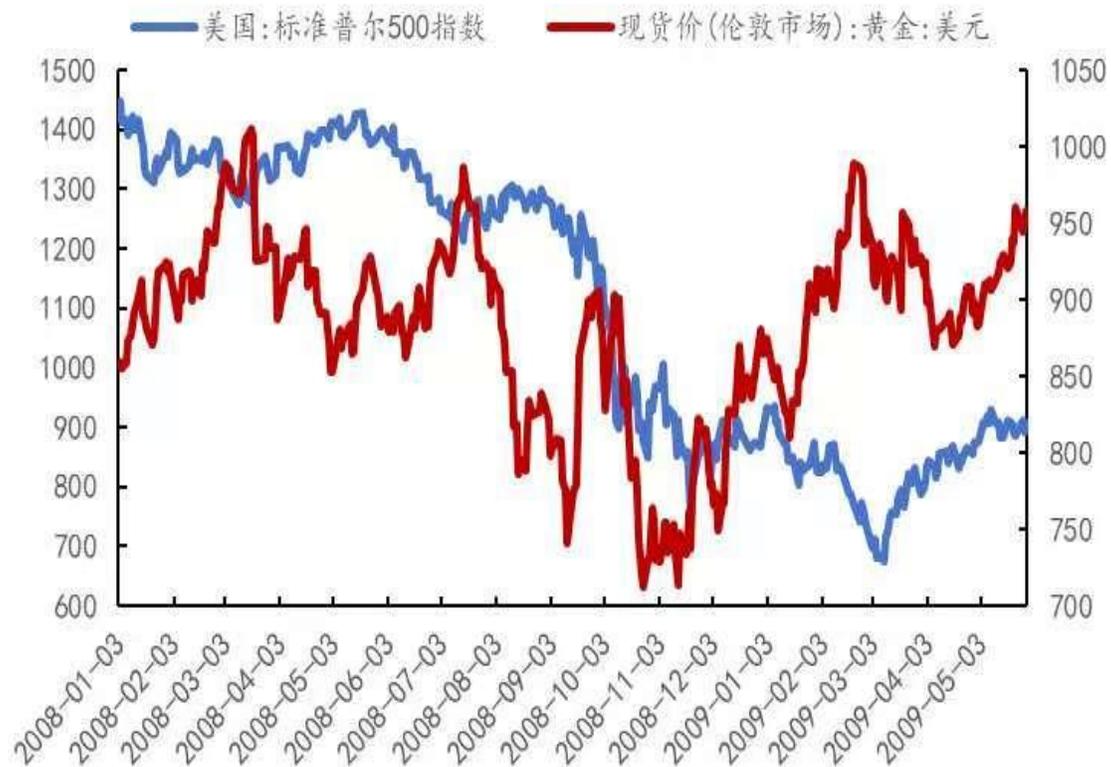
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
矿产金	2754.5	2876.9	2957.2	3166.8	3270.5	3361.3	3509.6	3573.1	3655.2	3594.4	3474.1	3570	3611.9	3636.2
生产商净套保	-108.8	22.5	-45.3	-27.9	104.9	12.9	37.6	-25.5	-11.6	6.2	-39.1	-22.7	-1.5	55.3
再生金	1671.1	1626.1	1636.5	1195.2	1129.5	1066.8	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

# 05

## 展望小结

- 目前以美元为主的全球信用货币体系逐渐走向分崩离析，在此背景下各国央行不得不持续增加黄金作为储备资产，金价或将迎来长期历史性上涨的机会。
- 同时节奏上仍需注意风险：美国关税政策变化、美联储政策变化、流动性危机。

# 流动性危机下黄金承压



**2008年雷曼兄弟破产、2020年3月美国疫情暴发时,华尔街机构的杠杆投资组合遭遇亏损并急需补充保证金,被迫紧急套现已盈利的黄金以填补缺口。**

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