

多因素交织下贵金属价格未来走势

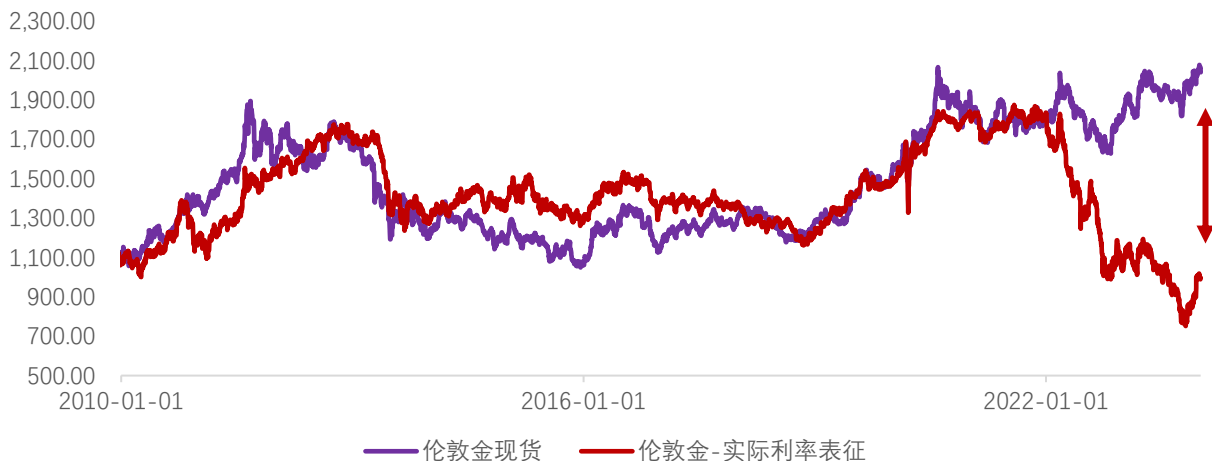
永安期货研究中心 凌晓慧

黄金与实际利率的脱钩

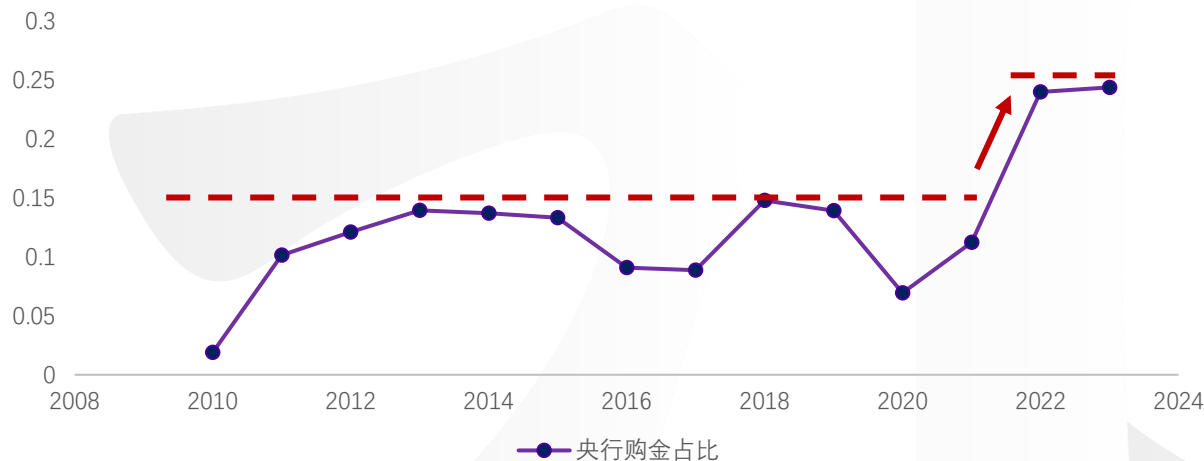
黄金传统模型与金价的大幅偏离：传统黄金定价模型中，仅考虑美债实际利率作为持有黄金的机会成本，黄金价格和实际利率呈现反向关系，表现为实际利率走高期间，黄金作为资产的吸引力下行，反之亦然。而从2022年开始，实际利率与金价出现大幅偏离。

黄金的边际定价力量在发生变化：2022年之后央行购金需求占比黄金总需求从以往10%的中枢跃升至24%，成为黄金需求的最主要边际增量。

实际利率与金价自2023年开始出现大幅偏离



央行购金占比



黄金平衡

黄金季度平衡表	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24
供应												
矿山	838.6	891.5	952.2	949.4	854.1	899.2	935.4	955.4	865.0	899.3	943.3	953.6
生产商净套保	25.7	2.6	-26.9	-13.7	39.2	-15.5	23.8	19.9	-8.3	-19.6	-13.9	-15.0
回收	294.3	284.2	267.9	289.9	309.5	324.0	289.7	311.2	349.4	336.5	325.4	358.8
总供给	1,158.6	1,178.2	1,193.3	1,225.7	1,202.8	1,207.7	1,248.9	1,286.5	1,206.1	1,216.2	1,254.7	1,297.4
需求												
金饰品	517.3	493.4	582.5	602.1	531.0	494.3	582.1	583.6	536.6	409.0	541.4	516.5
科技	82.6	79.5	78.8	73.9	72.8	72.8	77.3	82.2	80.2	79.8	82.3	83.7
投资	555.9	209.3	100.5	246.9	276.4	252.6	156.8	259.8	203.9	266.8	364.8	344.0
——金币金条	284.1	257.6	344.2	336.1	305.0	273.7	295.9	315.2	316.9	274.0	270.1	325.4
——ETF	271.7	-48.3	-243.7	-89.2	-28.6	-21.1	-139.1	-55.4	-113.0	-7.1	94.7	18.6
央行购金	82.4	158.6	456.9	382.1	290.4	176.3	367.3	216.8	306.7	210.8	194.2	332.9
总需求	1,238.2	940.8	1,218.6	1,305.0	1,170.6	996.0	1,183.5	1,142.4	1,127.4	966.5	1,182.7	1,277.1
央行购金占比总需求	6.66%	16.85%	37.49%	29.28%	24.81%	17.71%	31.03%	18.98%	27.20%	21.81%	16.42%	26.07%

YoY同比

▼

▼

▼

▼

▲

▲

▲

▲

▲

黄金需求的边际变化：

1.投资需求（连续9个季度净流出转为净流入）：黄金ETF流入是推动投资需求增长的核心动力。

2.实物需求（-6%）：受高金价影响，总体珠宝需求同比下滑，但印度市场逆势增长；金条和金币需求因高金价略有下降。

3.央行需求（继续攀升至26.07%）：净购买量显著减少，反映出高金价对官方储备需求的抑制。

4.工业需求（非常稳定）：随着电子行业复苏，工业用金需求小幅增加，表现稳定。

央行增持黄金的逻辑

新兴发展中国家的黄金长周期增持之路：
对比2014年与2024年年末，发达国家（美、德、意、法、瑞、日等国）的黄金储备总额并无明显变动；而新型国家的黄金储备总额和占比外汇储备比值在这两年都有显著的抬升。

黄金增持背后的多重原因：全球范围内新兴国家央行增持黄金的行为主要受到：长期投资回报率、应对金融制裁以及避险、储备资产多元化等多因素主导，我们认为从新兴国家央行增持黄金的原因来看，去美元化和多资产配置会趋势性推动央行购金行为，央行购金会成为黄金定价的重要边际指标。

排名	国家或组织	储备量（吨）	占比外汇储备	排名	国家或组织	储备量（吨）	占比外汇储备
1	美国	8133.5	71.6%	1	美国	8133.46	68.0%
2	德国	3390.6	68.6%	2	德国	3352.65	67.3%
3	意大利	2451.8	67.0%	3	意大利	2451.84	64.4%
4	法国	2435.4	66.5%	4	法国	2436.91	66.1%
5	中国	1054.1	1.3%	5	俄罗斯	2332.74	24.7%
6	瑞士	1040.1	8.6%	6	中国	2191.53	4.0%
7	日本	1002.8	8.3%	7	瑞士	1040	7.6%
8	俄罗斯	765.2	2.6%	8	日本	845.97	4.1%
9	荷兰	612.5	54.2%	9	印度	800.78	8.1%
10	印度	557.7	8.3%	10	荷兰	612.45	5.1%
11	ECB	502.1	28.7%	11	土耳其	478.97	27.4%
12	土耳其	464	15.8%	12	台湾（地区）	423.63	4.3%

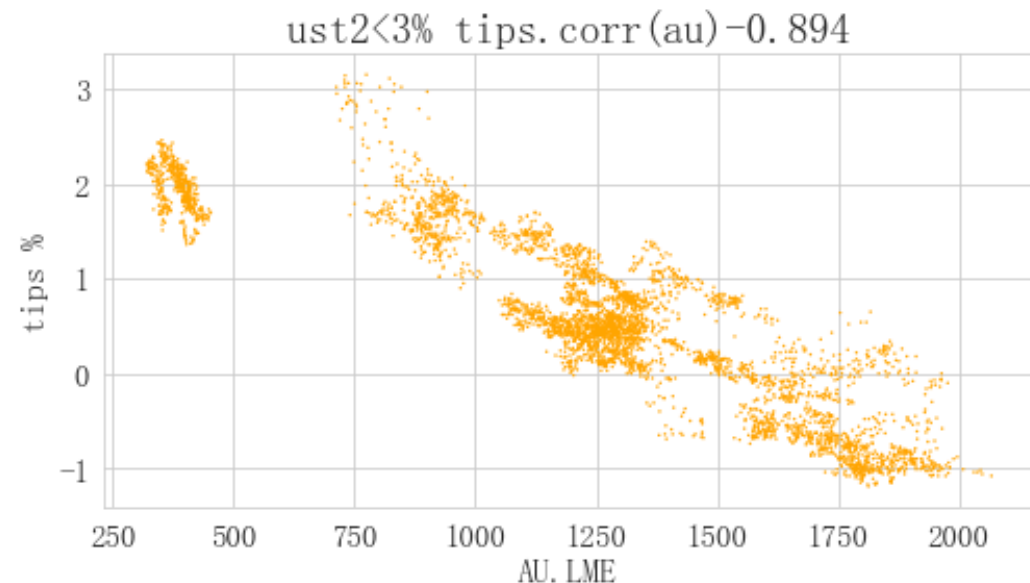
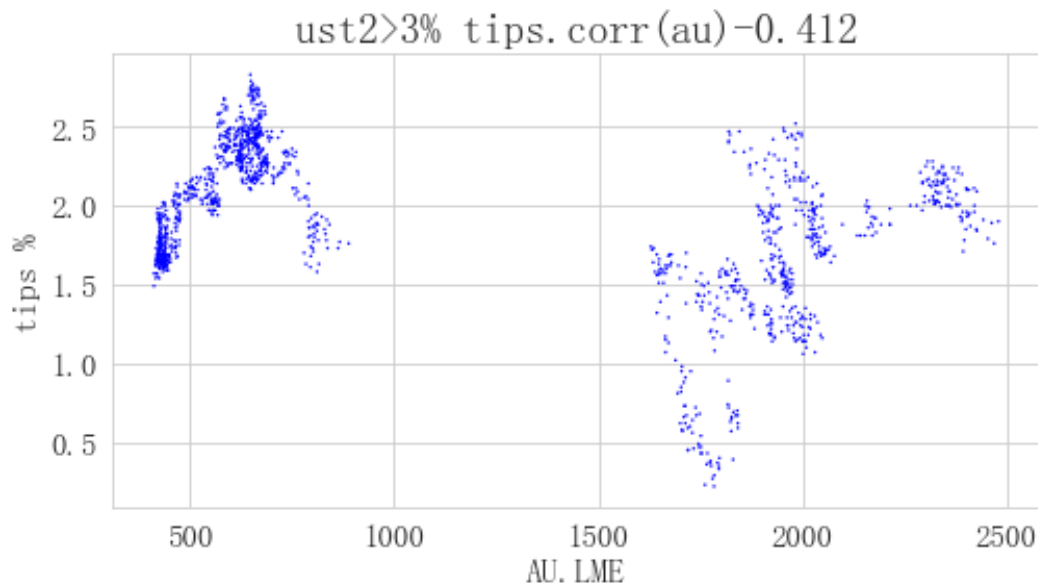
央行购金（吨）		
黄金储备占比	<5%	<10%
提升至5%	1639.7	(-)
占比2022年矿产金	44.95%	
提升至10%	6475.8	8706.9
占比2022年矿产金	177.52%	238.68%

ETF净流入

季度持仓量增加：黄金ETF全球持仓量显著增长，总流入量为~100吨。

区域表现：

- **北美市场：**流入量最多，受益于美元走弱和经济衰退预期；近期资金受大选落地止盈、流向比特币等因素驱动，短期有小幅流出。
- **欧洲市场：**地缘政治紧张局势和通胀压力推动资金进入黄金ETF；
- **亚洲市场：**持仓量相对稳定，印度和中国的需求主要集中在实物黄金，而非ETF。



边际流量定价 VS 供需总量定价

纳入边际流量定价的模型：黄金定价的底层逻辑依然是实际利率，加上央行购金对黄金定价模型的补充，2022年以来的偏离度很大程度上可以被解释。

黄金价格

机会成本

美债实际利率表征持有黄金的机会成本

货币属性

美元、黄金均为全球央行的储备资产

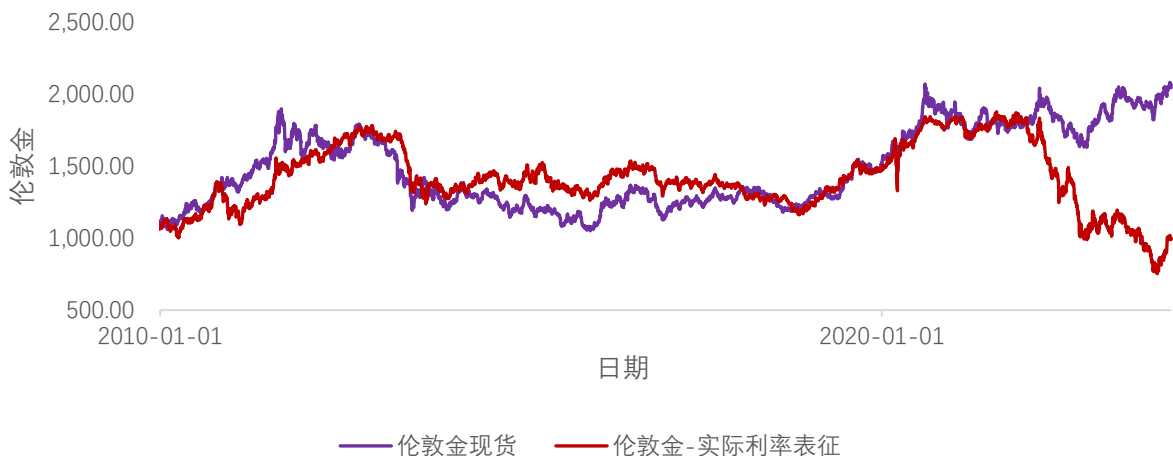
央行购金

供给刚需，央行购金带来边际需求增量

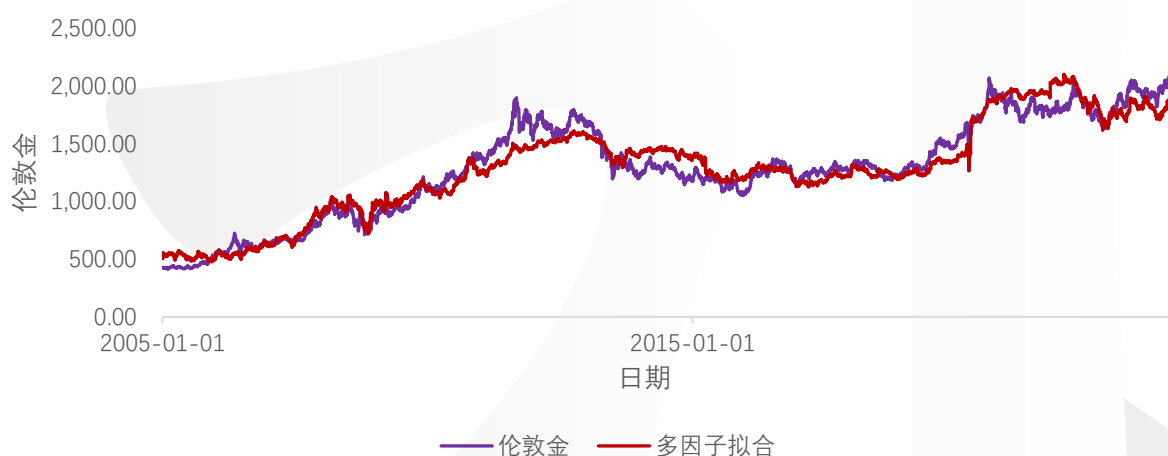
美元信用

美国债务扩张持续高于经济增长中枢，削弱美元信用

实际利率与金价自2022年开始出现大幅偏离



黄金多因子模型



黄金展望：不止关税，还有财政

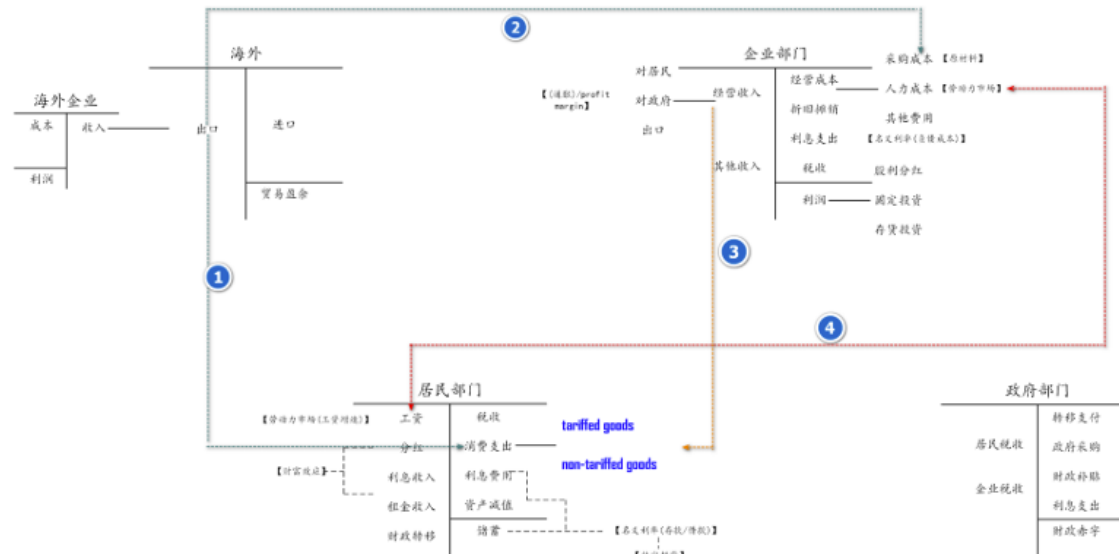
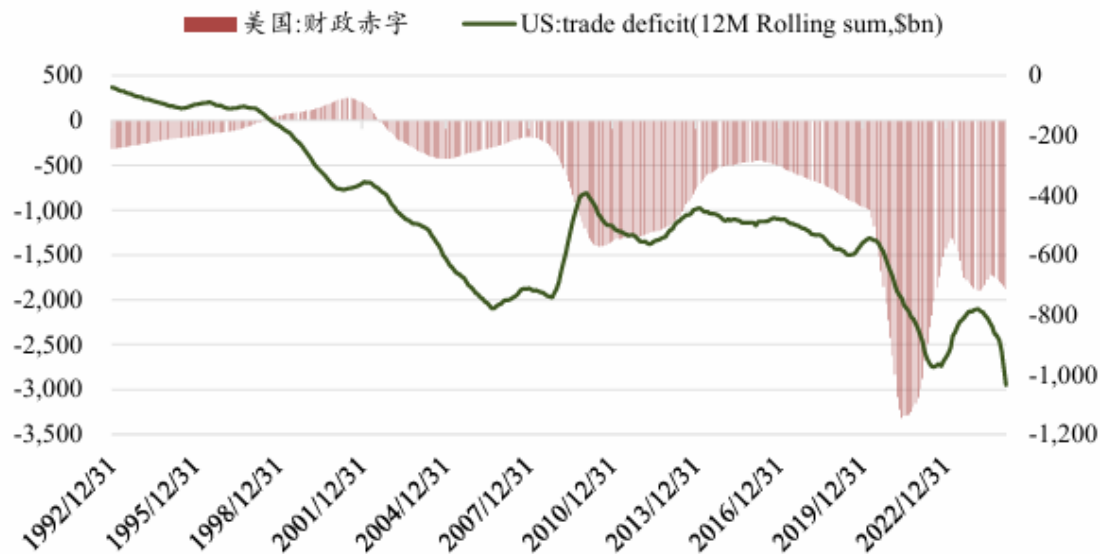
支撑的来源：

1. 央行购金。
2. 美国紧财政预期没实现、货币谨慎但非紧缩；欧洲、中国有财政扩张计划。
3. 特朗普政府的关税行动是当前不确定性的催化剂，关税表现保护美国制造业，但同时带来潜在的连锁反应、二阶、三阶后果（通胀、需求破坏、供应链终端、全球秩序重塑），黄金价格会去持续计价这种不确定性。

下跌的力量：

1. 关税导致的“对秩序变化”的担忧是长期改变，市场会在乐观/悲观中持续切换，黄金涨可能体现短期担忧，开始谈判之后回撤。
2. 认识周期的力量，避免在市场顶部过度乐观。
3. 潜在流动性危机。

结论：3200很高，突破新高之后也有逆转的一天，但从现在的支撑力量来看宏观大背景似乎不支持黄金走熊。好资产如果价格过高，可能也是糟糕的投资。在不确定性加剧的情况下避免使用高杠杆，保留一定流动性比以往更重要。

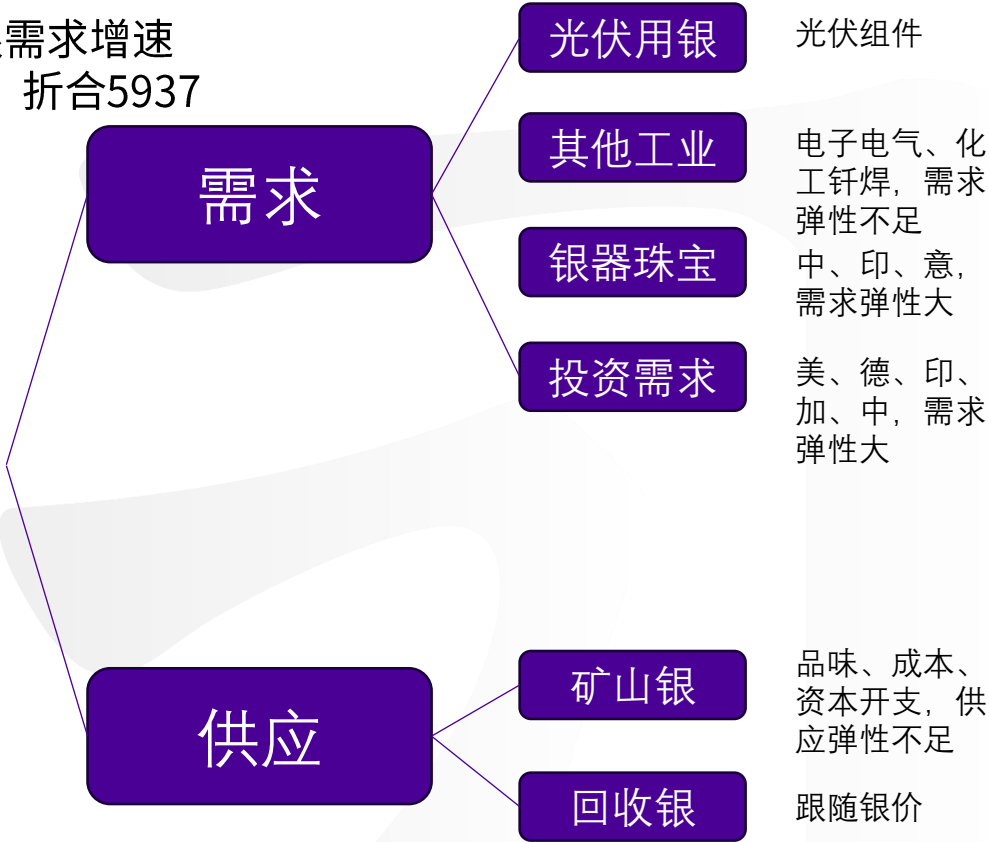


白银平衡

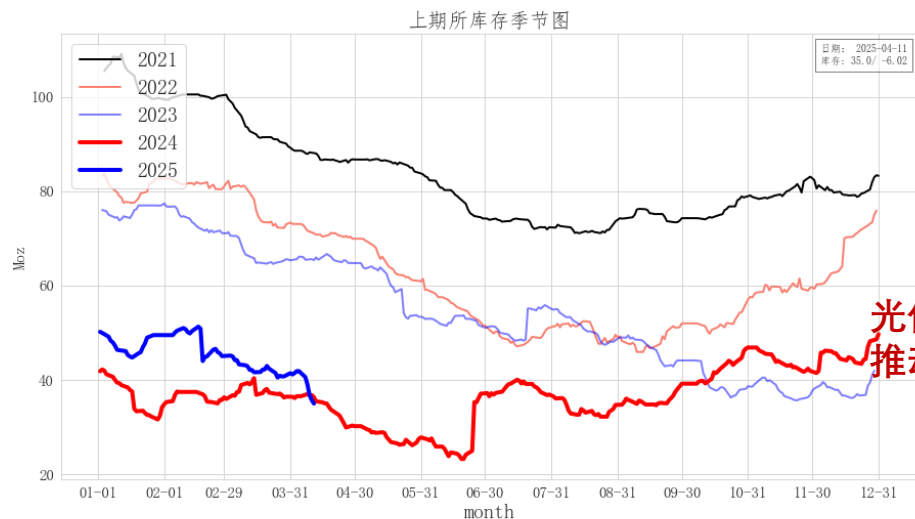
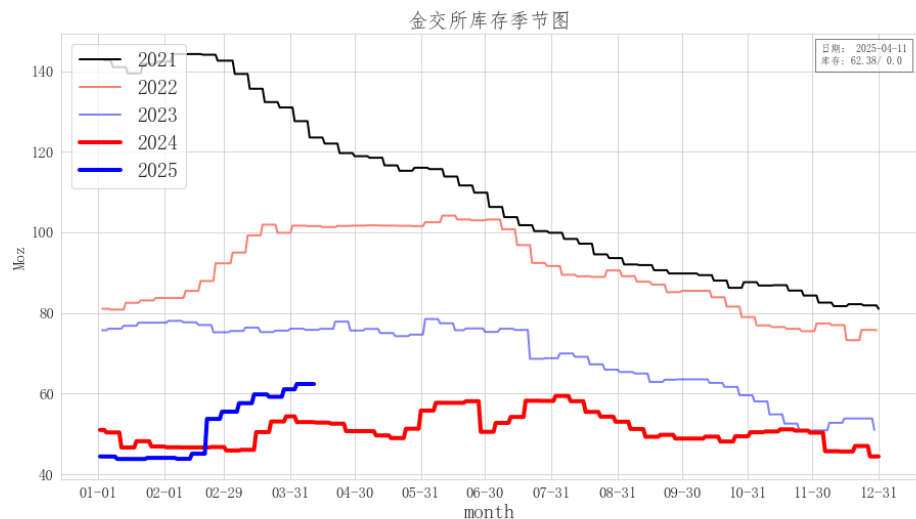
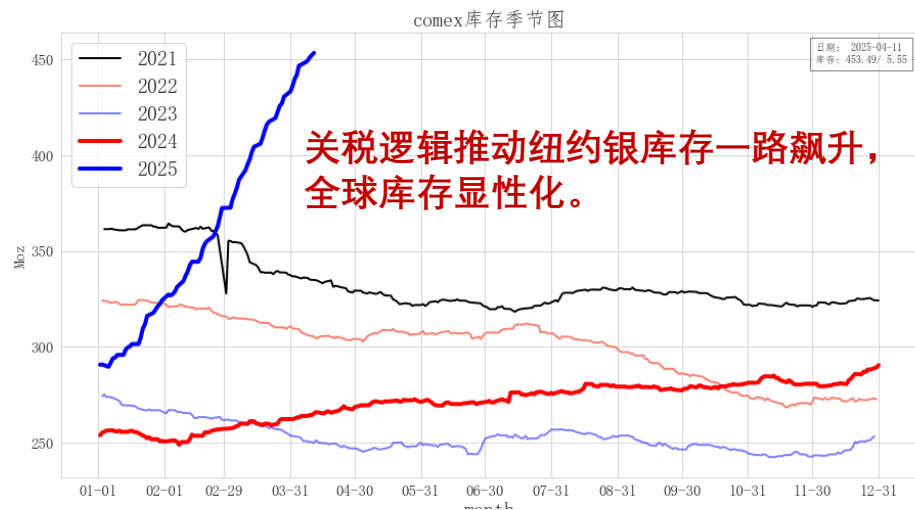
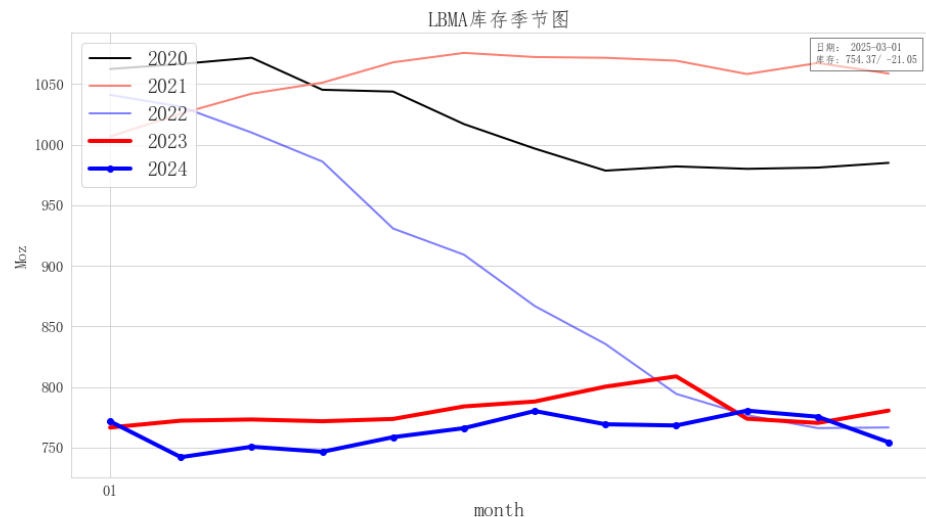
白银高弹性源于其工业属性：相较于黄金，白银有一般需求体现为工业需求，因而白银兼具商品属性与金融品属性，赋予白银更高的弹性。

白银2025年的平衡：我们认为在光伏用银以及投资需求的推动下，白银需求增速有望在3%以上，对比供应的低弹性，全年供需缺口有望超过190百万盎司，折合5937吨。

	2020	2021	2022	2023	2024E
供应					
矿山	782.2	827.6	822.4	842.1	870.5
回收	166	175.3	180.6	181.1	191
官方售银	1.2	1.5	1.7	1.7	1.7
对冲头寸	8.5				
总供给	957.9	1004.4	1004.7	1024.9	1063.2
同比增速	-4.16%	4.85%	0.03%	2.01%	3.74%
需求					
工业（总）	488.7	528.2	556.5	605.3	647
——光伏	100	110	140.3	190	232
——非光伏	289.7	418.2	416.2	415.3	415
银器、珠宝、投资	413.4	523.9	668	590.6	610
对冲头寸		3.5	17.9		
总需求	902.1	1052.1	1224.5	1195.9	1257
同比增速	-8.90%	16.63%	16.39%	-2.34%	5.11%
平衡	55.8	-47.7	-219.8	-171	-193.8



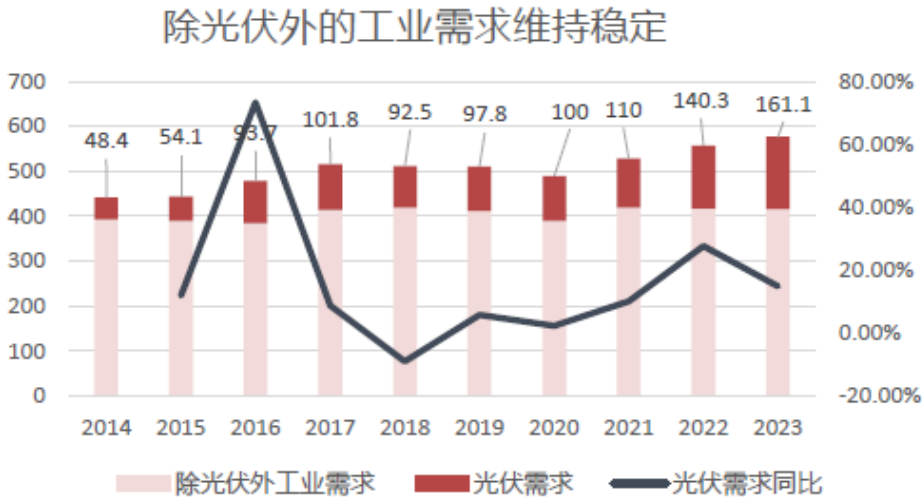
白银库存



白银需求-工业除光伏

非光伏工业需求维持稳定：除光伏需求外的工业需求近6年（2020年疫情扰动除外）相当稳定，维持在【410，420】Moz的区间范围内。

光伏需求成为工业需求主要增量来源：从2017年的占比19.7%逐渐抬升至最新占比24.3%，绝对量上增长70Moz，成为白银工业需求主要增量来源。



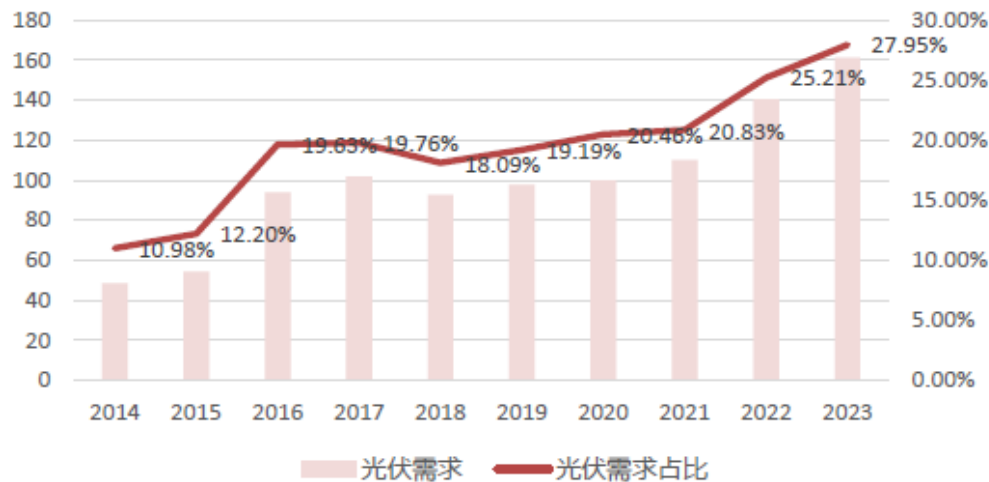
	欧洲	北美洲	南亚	东亚	...其中中国	其他地区	总工业需求
2013	70.7	107.5	40.3	212.4	92.3	20.8	451.7
2014	72.9	92.6	37.9	216.1	97.3	21.5	441
2015	69.9	96.7	35.7	221	100.2	20.1	443.4
2016	70.8	114.8	35.9	236	102.1	19.9	477.4
2017	75.9	117.4	37.3	265.3	117.4	19.3	515.2
2018	78.9	120.6	40.2	254.7	121.3	16.9	511.3
2019	79.4	118.6	37.8	258.5	121.3	15.4	509.7
2020	79.2	122.3	26.7	248.5	111.4	12	488.7
2021	91.4	125.9	34.2	263.3	120.6	13.3	528.1
2022	85.9	132.9	42.6	280.9	151.6	14.3	556.6

白银需求-光伏

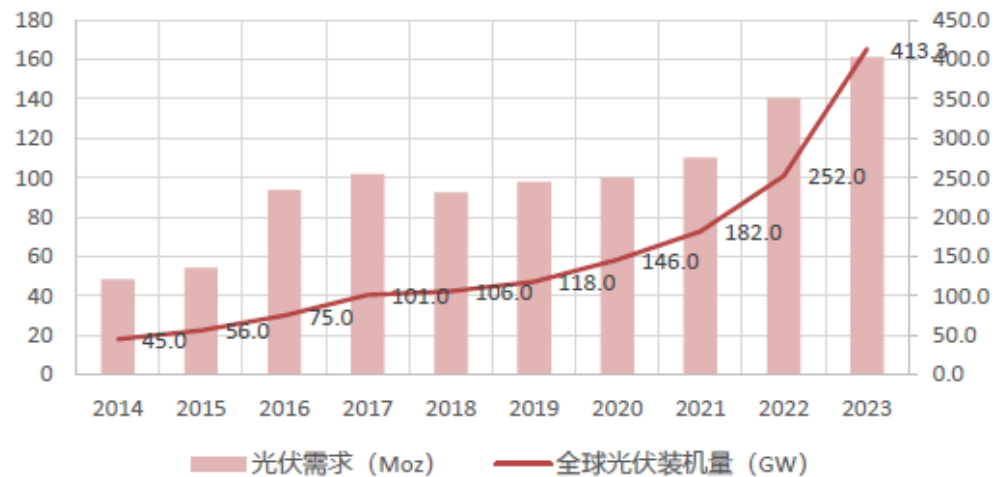
光伏需求占比白银工业需求比例近10年快速抬升：全球光伏装机量抬升而耗银需求快速上行，10年内从10.98%上行27.95%，与此同时全球光伏装机量从2014年的45GW上行至2023年的413GW。

光伏单耗技术升级使得对应耗银需求出现回落：近几年技术升级，单位电池片耗银量逐渐降低，使得光伏耗银的增长不及装机容量的增长率。

光伏需求占比工业需求



全球光伏装机量



关注金银比回落机会

1. 趋势跟随黄金，工业需求致使白银弹性更大。地存银数量难以统计，供需敏感性低，工业属性阶段性彰显。
2. 整体来看，黄金白银走势仍有高度的相关性，虽然白银有较强的工业属性，但大势仍离不开黄金的指引。
3. 金融属性角度，与美债实际利率、美元指数长期负相关。实际利率的拐点往往是行情的起点。
4. 金银比影响因素主要有三个：全球制造业需求周期主导金银比波动；白银自身产业供需情况决定金银比中枢位置，且白银商品属性导致白银波动率大于黄金；黄金货币属性与避险属性；在经济复苏的时候，白银工业需求抬升，白银的价格涨幅往往更大，金银比价回落。



谢谢
THANKS



免责声明

以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但我司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们提供的全部分分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，您应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我司不承担任何责任。我司在为您提供服务时已最大程度避免与您产生利益冲突。未经我司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我司均不承担任何责任。