

黄金 2025 年：重新寻找新锚点

华联期货研究员段福林：投资咨询从业证书号：Z0015600

时间：2025 年 3 月 12 日

黄金价格自 2022 年 11 月央行大幅增持后，连续几年出现了上涨，目前上涨幅度超 70%。

我们在 2022 年 12 月期货日报发表了《黄金价格拐点出现了吗？》中提到的黄金上涨的几个核心逻辑，下面我们看看 2022 年 11 月以来黄金上涨的逻辑发生了什么变化。

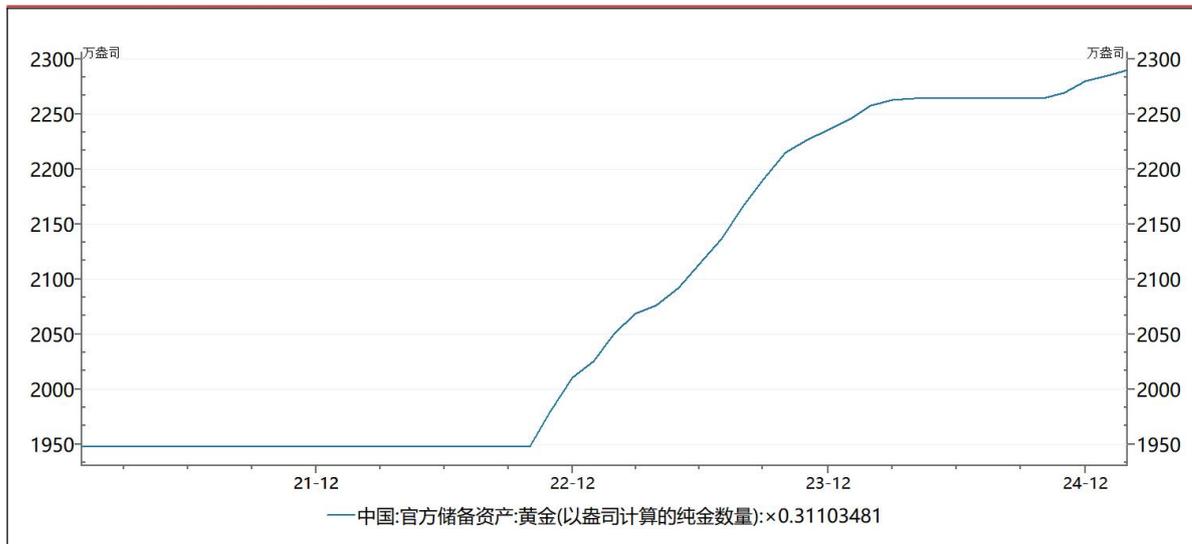
图表 1：全球黄金供需平衡表

(单位：吨)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
总供应	4448.8	4785.7	4664.1	4772.3	4877.9	4721	4666.1	4754.5	4930.4	4974
储备	33017.94	33594.05	33997.72	34232.55	34781.93	35287.76	35512.65	35459.5		
矿产金	3366.3	3515.4	3578.2	3652.5	3598.5	3474.7	3560.7	3611.9	3636.2	3661
回收金	1069.6	1232.7	1111.4	1132.2	1273.2	1292.2	1149.9	1144.1	1238.9	1370
生产者套期保值	12.9	37.6	-25.5	-12.4	6.2	-45.9	-44.5	-1.5	55.3	-57
伦敦金银市场协会	1160	1251	1257	1268	1393	1770	1799	1725.9	1940	
实物需求	4369.3	4391.8	4278.3	4448.9	4344	3658.8	4021.4	4740.8	4467.8	4555
珠宝制造	2479.2	2018.8	2257.5	2284.6	2137.7	1327.4	2221	2189.8	2192.2	2004
科技	331.7	323	332.6	334.8	326	302.8	330.2	308.5	297.8	326
投资	978.8	1655.1	1309.6	1173.3	1274.9	1773.6	1007.1	1106.8	940.7	1180
央行	579.6	394.9	378.6	656.2	605.4	255	463.1	1135.7	1037.1	1045
伦敦金银市场协会	1160	1251	1257	1268	1393	1770	1799	1725.9	1940	
供需差值	79.5	393.9	385.8	323.4	533.9	1062.2	644.7	13.7	462.6	419
实物库存增加		87.20	303.90	-354.86	864.94	2128.37	-33.76	-915.60	-519.29	64.45
LBMA库存		7523.34	7826.32	7491.40	8325.56	9536.73	9637.16	9052.61	8686.39	8686.05
COMEX库存	197.58	284.87	284.37	262.33	270.57	1186.79	1051.46	720.96	568.15	620.88
SHFE库存	1.03	0.93	2.31	2.46	1.77	2.73	3.89	3.34	3.08	15.15
净平衡		481.10	689.70	-31.46	1398.84	3190.57	610.94	-901.90	-56.69	483.45
LBMA黄金年收盘价		1250.00	1257.30	1268.50	1393.50	1774.95	1799.55	1942.30	2062.60	2624.16
SHFE黄金年收盘价		269.8023	277.9691	273.87	314.7845	389.5261	374.7	411.2	482.16	619.06

资料来源：华联期货研究所、Wind 资讯

第一、需求回升，特别是央行储备。从全球央行储备来看，2011 年全球央行需求 463.1 吨，2022 年央行需求就增加到了 1135.7 吨，增幅达 145.24%，其中中国央行从 2019 年 9 月的黄金储备 1948.32 吨，连续三年没有增持，直至 2022 年 11 月开始增持，二个月大幅增持 62.21 吨。2022 年 11 月至 2024 年 4 月中国央行不断购金，黄金储备量达 2264.33 吨，此后央行增持速度放缓，其中 2023 年中国央行购金 224.88 吨，2024 年购金 44.16 吨；2025 年中国央行 2025 年 1-2 月购金量降至 9.96 吨(2024 年同期为 22.08 吨,2023 年同期为 39.81 吨)，需求弹性显著下降。全球购金需求也保持平稳，购金节奏从“激进增持”转向“稳定配置”。此外，随着黄金价格不断上涨，黄金的首饰需求也是大幅下降，根据中国黄金协会数据显示，中国首饰需求量 2024 年同比下降了 174.46 吨，降幅达 24.69%。

图表 2：中国央行黄金储备



资料来源：华联期货研究所、Wind 资讯

第二、2022 年以来黄金上涨的第二个逻辑是美联储降息，美国通胀保持韧性，实际利率拐点中长期利好黄金价格。但随着特朗普上台后，美联储政策发生转向：特朗普政府减税及移民管控推升通胀，美联储暂停降息概率大增。12 月点阵图显示 2025 年利率预期中值从 4.5%降至 3.75%，降息幅度缩窄 75BP，实际利率拐头压制黄金估值。

图表 3：黄金与实际利率



资料来源：华联期货研究所、Wind 资讯

第三，黄金是美元信用的对标物，国际金价在美元信用受到冲击之时往往会呈现偏强走势。在国际金融体系中，美元信用集中体现在美国国债以及美元货币本身。2008 年以来货

币宽松、财政赤字扩张，仅在 2011 年至 2016 年出现明显收缩。特朗普拟通过关税增收及非国防支出削减，另外，马斯克也曾公开预测，联邦预算应该有可能削减约 2 万亿美元，贝森特历来主张控制债务，主张削减赤字，降低通胀预期。2025 年赤字率或从 5.8% 降至 4.5%，财政赤字收缩预期，美元信用修复或施压金价。

图表 4：美国财政赤字和黄金走势



资料来源：华联期货研究所、Wind 资讯

第四，2022 年以来地缘政治风险不断，从俄乌冲突再到中东局部爆发，成了黄金上涨的助推剂。目前来看，俄乌冲突进入谈判阶段、中东局势缓和削弱避险需求，地缘风险溢价减弱。但我们也看到，美国不断对其他各国加征关税，对全球经济政治构成不稳定。

2025 年黄金市场或将从“趋势驱动”转向“波动主导”，核心矛盾从“实际利率锚定”转向“政策预期博弈”，黄金或许需要新的刺激点才能更上一层楼。投资者需适应高波动环境，同时关注三大信号——央行购金量、美国赤字率、美联储降息——以捕捉结构性机会。中长期看，美元信用重构与全球政治经济格局变迁仍为黄金提供战略配置价值。

风险因素：1. 美联储超幅度降息，2. 美国财政赤字继续扩强。