

黄金

国投期货 2025 年度策略报告

——多空驱动兼具，震荡酝酿新高

2024 年 12 月

目录

1. 行情回顾	3
2. 信用对冲是金价长期逻辑核心	3
2.1.美国债务膨胀支撑金价重心，关注新政府削减支出计划	3
2.2.全球去美元化趋势延续	5
2.3.全球央行购金速度放缓，关注中国央行储备变化	5
3. 美联储货币政策变化仍是重要驱动	7
3.1.美联储引领全球进入降息通道，但放缓降息路径基本确认 .	7
3.2.实际利率相关性有所回归，继续下降空间有限	9
3.3.黄金 ETF 需求回暖，但受到比特币分流	10
4. 全球黄金需求维持高位，投资和消费表现分化	12
5. 全球乱局带来持续溢价，关注地缘降温风险	12
6. 美国政府政策对大类资产影响将贯穿 2025 年	13
7. 结论：多空兼具，行情面临更多反复	14

刘冬博 高级分析师

从业资格证号：F3062795

投资咨询号：Z0015311

近期相关报告：

《黄金：长期重心抬升 短期不宜追
涨》20240911

《黄金：外盘新高 回调参与》
20240819

报告摘要

- 信用对冲是金价长期逻辑核心，关注央行购金体量变化

黄金核心是对冲货币信用，与美元信用此消彼长。美国债务膨胀和去美元化进程是支撑黄金的长期因素，2024 年二季度以来全球央行购金环比回落，中国央行 11 月恢复购金后关注后续规模变化。

- 美联储引领全球货币政策转向，但降息节奏放缓基本确认

2024 年美联储开启降息周期，利率重心下移对金价产生积极影响，但软着陆以及通胀反弹前景下，2025 年美联储放缓降息路径已经得到美联储确认，利率对金价驱动转弱。

- 全球乱局带来持续溢价，关注地缘降温潜在利空兑现

地缘风险是近年支撑黄金的重要因素，特朗普结束俄乌战争倾向以及各方推动加沙停火协议有望落地是当前黄金重大的潜在利空。

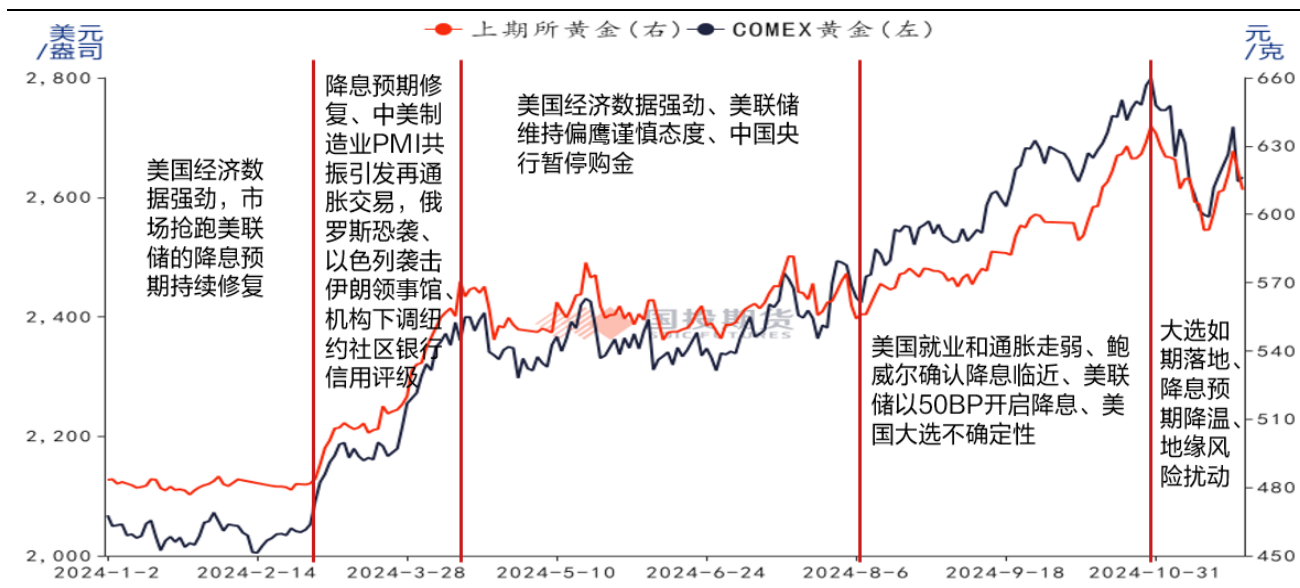
- 多空兼具，黄金走势面临更多反复

在逆全球化和去美元化趋势显著的背景下，金价长期重心抬升方向不变，特朗普政策执行、美国经济前景和地缘局势变化决定后续弹性。全球宏观走向具备高度不确定性，百年未有大变局背景下黄金配置价值显著，也是对冲货币贬值的重要选择，未来再创新高只是时间问题，依然以多头参与为主。不过 2025 年美联储结束降息、地缘降温等潜在利空令黄金行情面临更多反复，宽幅震荡中入场点位的选择更加重要，2500 美元/盎司（国内 580 元/克）以下具备较好的做多盈亏比。

1. 行情回顾

2024 年黄金价格大幅上涨，最高点涨幅接近 40%。上涨行情主要受以下因素共同驱动：一是美元信用受到冲击，去美元化推进；二是美联储货币政策转向，全球主要央行开启加息潮，利率水平下降降低黄金持有成本；三是全球地缘风险加剧及美国大选带来市场不确定性溢价。

图 1：黄金价格走势回顾



资料来源：Wind，国投期货

2. 信用对冲是金价长期逻辑核心

2.1. 美国债务膨胀支撑金价重心，关注新政府削减支出计划

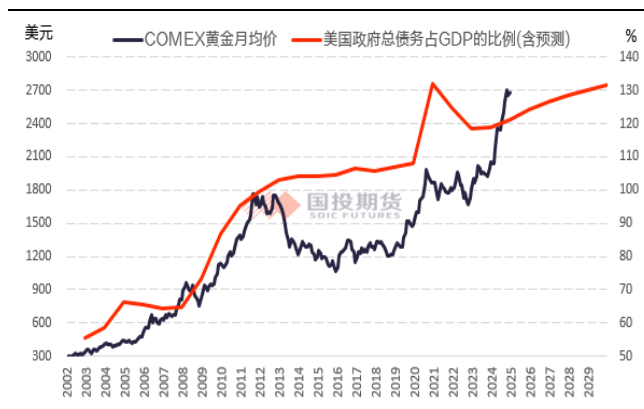
黄金天然具备充当货币的优良特点，自古以来长期作为货币存在。布雷顿森林体系解体后金价和美元脱钩，黄金以自然为背书成为对冲货币信用工具，与美元信用此消彼长。

2020 年疫情后美国开启天量放水使得债务暴增，不断借新还旧加剧信用风险。美国财政部发布的报告显示，美国联邦政府公共债务总额于 2023 年底突破 34 万亿美元，比美国国会预算办公室 2020 年 1 月的预测提前了 5 年。2024 年 7 月突破 35 万亿美元，11 月突破 36 万亿美元。国际货币基金组织预测（与美国官方部门预测基本相当）2030 年债务逐渐超过 46 万亿美元，占 GDP 比重从 120% 升至 130% 以上。

美国财政部数据显示 2024 财年财政赤字高达 1.83 万亿美元，为仅次于 2020 年和 2021 年的历史第三

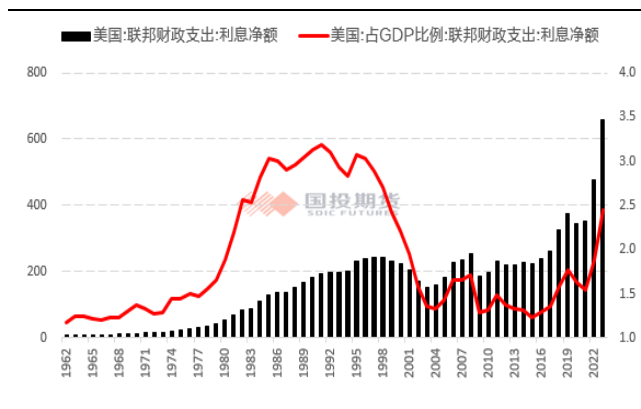
高。2024 年美国联邦政府用以偿还美债利息的支出达到了 8820 亿美元，同比增长 33.8%。

图 2：美国债务与金价



资料来源：Wind，国投期货

图 3：美国联邦政府利息支出

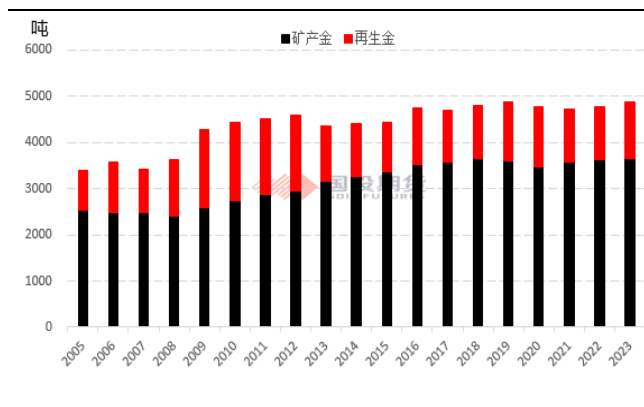


资料来源：Wind，国投期货

根据世界黄金协会数据有史以来已开采大约 21 万吨黄金（美国地质调查局数字为 18 万吨），其中约三分之二是在 1950 年之后开采，已开采黄金以某种形式存在于世界上。近年全球黄金开采作业每年新增约 3500 吨的地上黄金存量，年复合增速不到 2%。

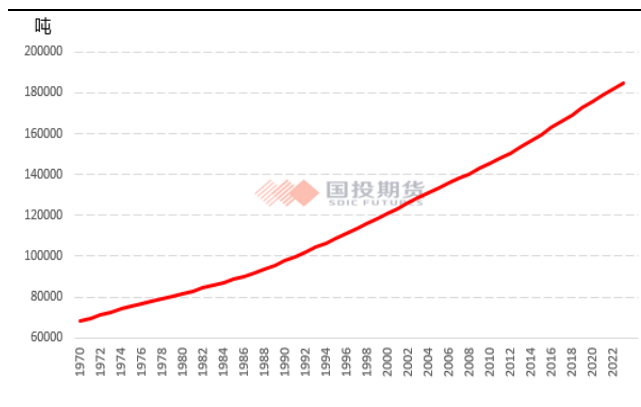
1970 年以来黄金开采总量增长不到 2 倍，美国债务增长超过 90 倍，2020 年以来债务增长超过 50%对应金价上涨幅度。

图 4：黄金供应量



资料来源：世界黄金协会，国投期货

图 5：地上黄金存量



资料来源：USGS，国投期货

美国当选总统特朗普宣布马斯克领导政府效率部，将为拆解政府官僚机构铺平道路，削减多余的监管法

规和浪费的开支，并重组联邦机构。马斯克作为实干派改革派表态大幅削减政府支出，至少从联邦预算中削减 2 万亿美元。如果削减支出执行能阶段性减缓债务膨胀速度，对金价驱动可能边际减弱。

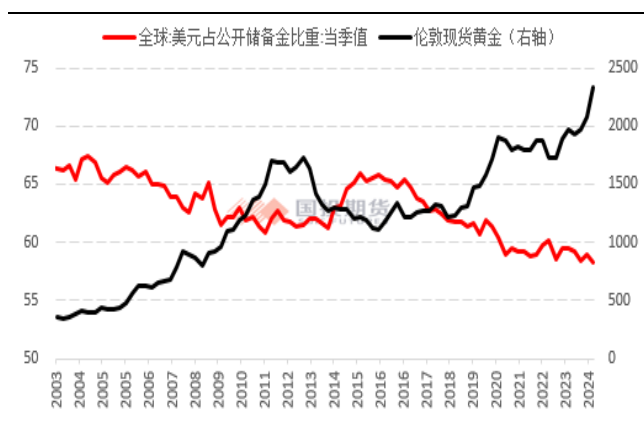
2.2.全球去美元化趋势延续

美国将美元支付体系武器化产生信任危机，尽管美元在短期内地位难以动摇，但全球的去美元化趋势已经不可忽视。更多国家采取措施来降低对美元的依赖，在非美货币尚不具备很强竞争力的情况下，黄金作为硬通货成为各国关注的重要储备资产。数据显示美元在各国官方储备货币中占比从 2000 年的 70% 降至 60% 以下，而黄金储备已经恢复到 1970 年水平。

2024 年金砖国家会议推动新支付系统，俄罗斯总统普京表示打造金砖国家统一货币尚不成熟，在启用统一货币之前，金砖国家的经济一体化必须达到必要的高水平。

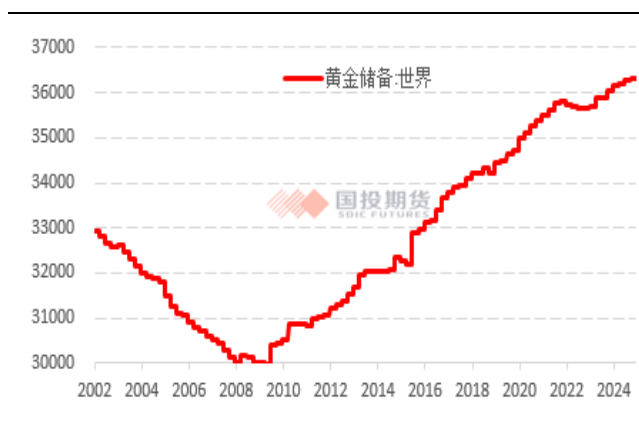
美国当选总统特朗普威胁称，如果金砖国家削弱美元，他将对金砖国家征收 100% 的关税。目前金砖国家规模不断扩大，人口约占世界总人口 45%，生产总值占全球超过 30%，特朗普的威胁可能成为去美元化的加速器。

图 6：美元储备占比和金价



资料来源：Wind，国投期货

图 7：黄金储备



资料来源：Wind，国投期货

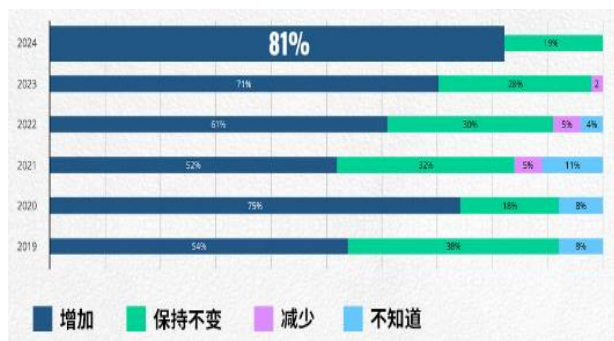
2.3.全球央行购金速度放缓，关注中国央行储备变化

去美元化具体体现在于央行黄金储备的增长，世界黄金协会发布的《全球黄金需求趋势报告》显示 2022

年和 2023 年全球央行净购金达到千吨创历史记录。

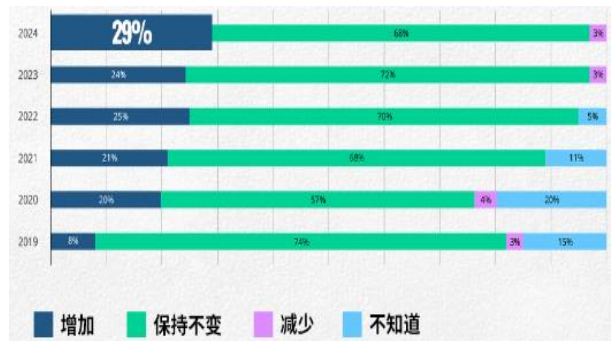
2024 年世界黄金协会对 70 家全球央行最新调查结果显示：81%央行认为全球央行黄金持有量将在未来十二个月增加，29%央行有意在未来 12 个月增持黄金，两项均是有统计以来最高值。

图 8：全球主要央行对黄金总储备观点



资料来源：世界黄金协会，国投期货

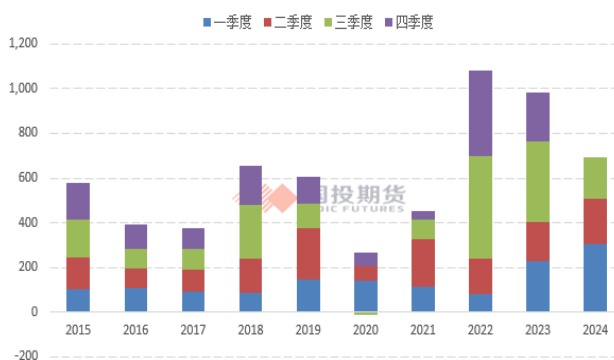
图 9：全球主要央行增持黄金意愿



资料来源：世界黄金协会，国投期货

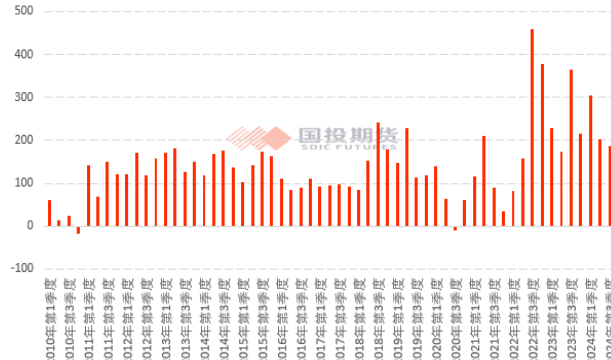
不过需要注意随着 2024 年 5 月中国央行暂停购金，全球央行购金总量放缓，前三季度全球央行净购金 693.6 吨，同比下降 9.4%，其中三季度净购金量 186.2 吨，为 2023 年二季度以来最低水平。最新数据显示 11 月全球央行净购金量也仅在 60 吨。

图 10：全球央行年度购金量



资料来源：世界黄金协会，国投期货

图 11：全球央行季度购金量

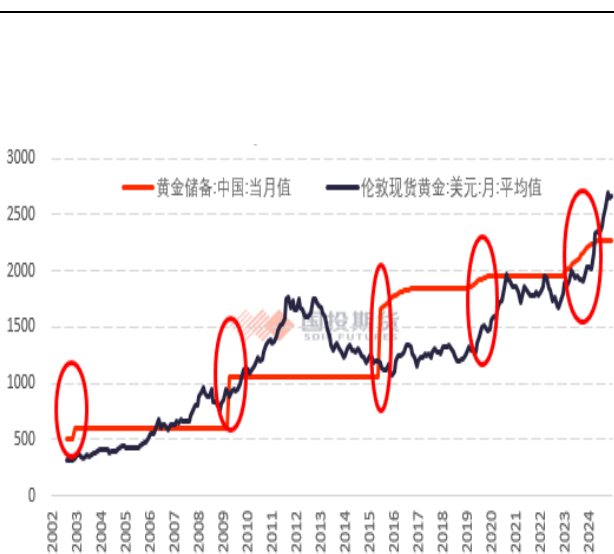


资料来源：世界黄金协会，国投期货

中国人民银行所公布的官方黄金储备数据显示，2022 年 11 月黄金储备出现自 2019 年 9 月后的首

次增长，至 2024 年 4 月连续十八个月增持黄金，2023 年增持量占全球 20%。全球平均 18%黄金储备水平，我国黄金储备占比不到 6%，未来增持空间大。2024 年 6 月 7 日央行暂停购金消息引发金价大跌，12 月 7 日央行恢复购金消息同样带来行情提振，虽然体量只有 5 吨，但是对于去美元化逻辑线条的表象意义重大，关注后续购金规模是否会扩大。

图 12：中国央行购金



资料来源：Wind，国投期货

表 1：各国央行黄金储备

	国家/地区	吨	储备占比
1	美国	8,133.5	74.3%
2	德国	3,351.5	73.9%
3	国际货币基金组织	2,814.0	-
4	意大利	2,451.8	70.5%
5	法国	2,436.9	72.1%
6	俄罗斯	2,335.9	32.0%
7	中国大陆	2,264.3	5.4%
8	瑞士	1,039.9	9.7%
9	印度	854.7	10.2%
10	日本	846.0	5.7%
11	荷兰	612.5	64.3%
12	土耳其	595.4	36.2%
13	欧洲央行	506.5	40.7%
14	中国台湾	422.7	5.8%
15	波兰	419.7	16.2%
16	葡萄牙	382.7	77.1%
17	乌兹别克斯坦	373.9	77.3%
18	沙特阿拉伯	323.1	5.5%
19	英国	310.3	14.5%
20	黎巴嫩	286.8	62.7%
21	哈萨克斯坦	285.9	54.5%
22	西班牙	281.6	21.8%
23	奥地利	280.0	64.9%
24	泰国	234.5	8.4%
25	新加坡	227.6	4.8%
26	比利时	227.4	43.7%
27	阿尔及利亚	173.6	17.1%
28	委内瑞拉	161.2	87.6%
29	伊拉克	152.7	11.5%
30	利比亚	146.7	13.5%

资料来源：世界黄金协会，国投期货

3. 美联储货币政策变化仍是重要驱动

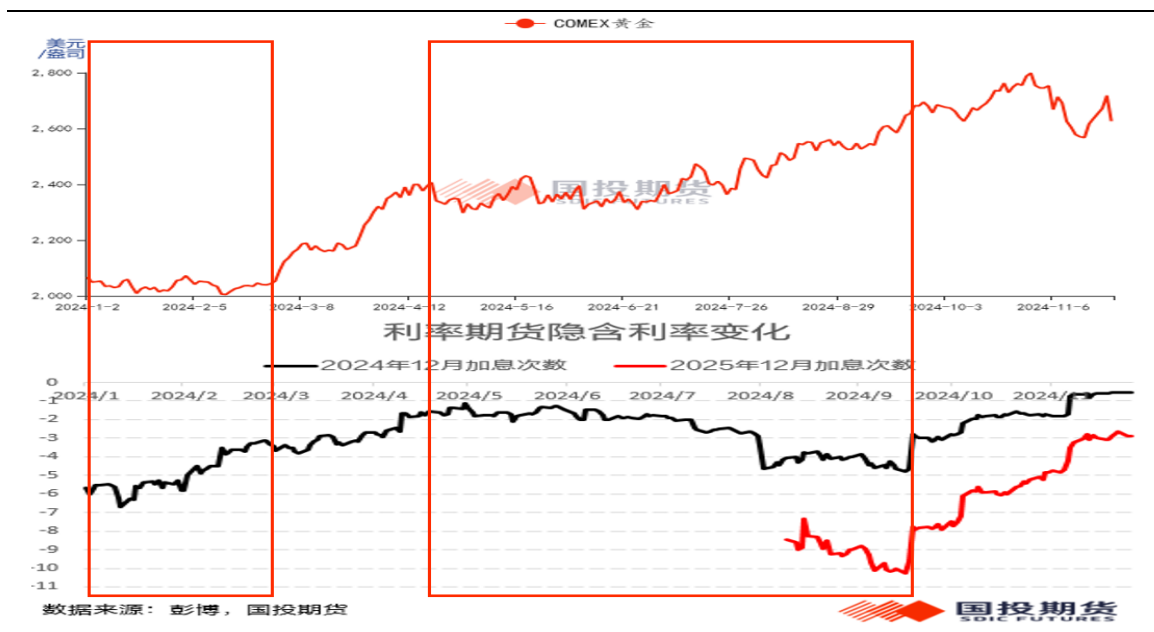
3.1. 美联储引领全球进入降息通道，但放缓降息路径基本确认

黄金作为重要的投资标的，其金融属性同样对价格产生重要影响。黄金可视为一种不生息债券长期与美国货币政策息息相关，利率水平代表黄金投资的机会成本。

2024 年是美联储政策转向的重要拐点，美国经济数据虽然依然具备韧性，但是最受美联储关注的就业和通胀数据向有利于降息的方向发展。美国非农失业率从年初 3.7%持续升至最高 4.3%，CPI 从 3.5%降至低点 2.4%，美联储表态逐渐由鹰转鸽，降息预期持续升温，主席鲍威尔在长时间的谨慎表态之后终于

在 8 月的全球央行年会上确认政策调整时机到来，美联储也在 9 月以 50 个基点略超预期的幅度开启降息周期。美元和美债收益率在三季度均录得显著回落伴随金价强劲涨势。

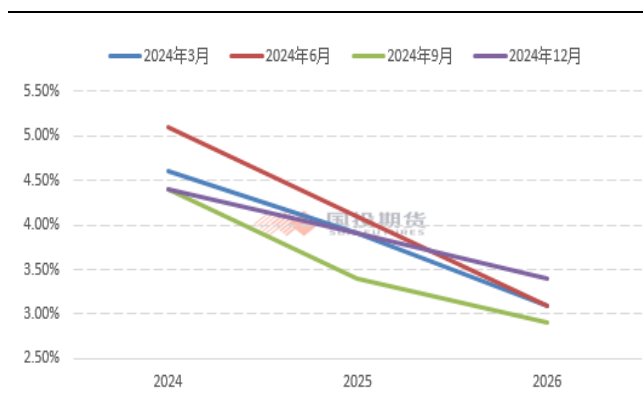
图 13：美国利率期货隐含利率变化与金价



资料来源：Wind，国投期货

不过在四季度通胀有所回升的情况下美联储众多官员讲话均保持谨慎，鲍威尔表态不迫切需要降息，倾向于渐进式降息。美国利率期货体现市场显示市场对于 2024-2025 年后续降息前景预期持续收缩，预计 2025 年仅降息 2 次。

图 14：美联储利率预测



资料来源：美联储，国投期货

表 2：美联储经济预测

		2024	2025	2026	2027	长期
实际GDP增速	12月预测	2.50%	2.10%	2.00%	1.90%	1.80%
	9月预测	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	1.80%
	6月预测	2.10%	2.00%	2.00%		1.80%
	3月预测	2.10%	2.00%	2.00%		1.80%
失业率	12月预测	4.20%	4.30%	4.30%	4.30%	4.20%
	9月预测	4.40%	4.40%	4.30%	4.20%	4.20%
	6月预测	4.00%	4.20%	4.10%		4.20%
	3月预测	4.00%	4.10%	4.00%		4.10%
PCE	12月预测	2.40%	2.50%	2.10%	2.00%	2.00%
	9月预测	2.30%	2.10%	2.00%	2.00%	2.00%
	6月预测	2.60%	2.30%	2.00%		2.00%
	3月预测	2.40%	2.20%	2.00%		2.00%
核心PCE	12月预测	2.80%	2.50%	2.20%	2.00%	-
	9月预测	2.60%	2.20%	2.00%	2.00%	-
	6月预测	2.80%	2.30%	2.00%		-
	3月预测	2.60%	2.20%	2.00%		-

资料来源：美联储，国投期货

12月美联储会议释放鹰派信号，确认2025年放缓降息路径。美联储上调GDP和通胀预期，下调失业率预期，点阵图显示明年降息幅度预测从4次调整为2次，与市场预期拟合。鲍威尔讲话认为未来考虑利率调整时可以更谨慎，美联储接近放缓降息。

美联储目标是平衡就业和通胀，而非大幅提振经济。美国经济走向决定黄金弹性，前三轮降息均伴随衰退发生，目前美国经济表现偏强，软着陆前景下降息空间受限，利率对金价驱动将会减弱。

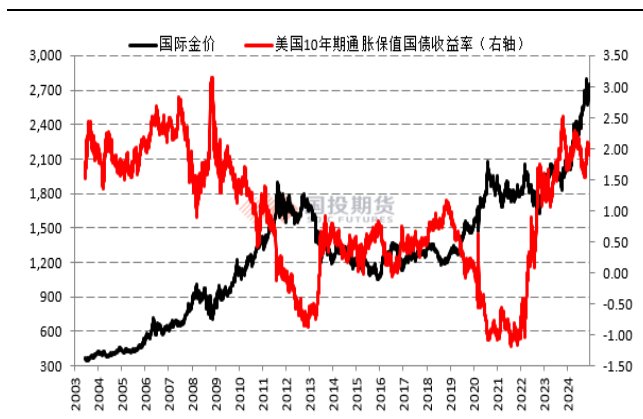
图 15：降息期间黄金表现



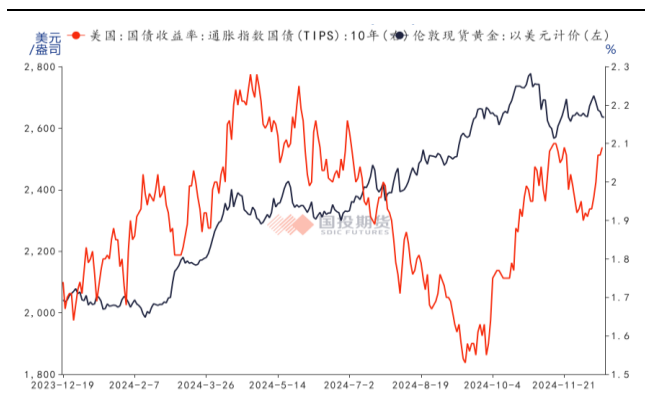
资料来源：Wind，国投期货

3.2. 实际利率相关性有所回归，继续下降空间有限

2022年以前跟随美国货币周期而动的实际利率与黄金价格保持高度负相关，但近几年全球大变局背景下黄金定价转换。2022年以来实际利率上升对金价压制有所减弱，即相同的利率水平对应了更高的金价，原因来自于美元信用冲击、央行购金需求暴涨以及全球变局下的风险溢价。2024年随着美联储开启降息周期，对政策利率敏感的实际利率和黄金相关性有所回归。

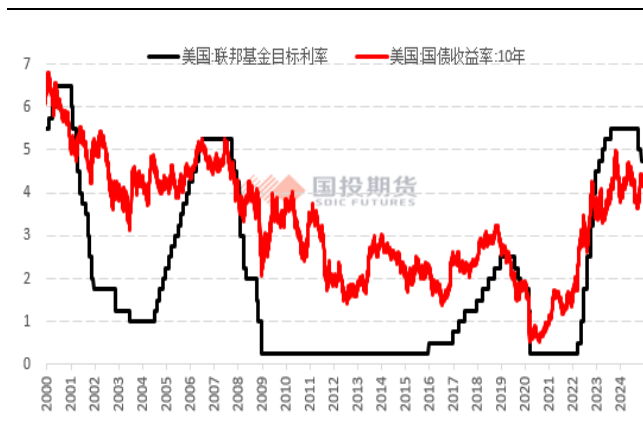
图 16：实际利率与金价


资料来源：Wind，国投期货

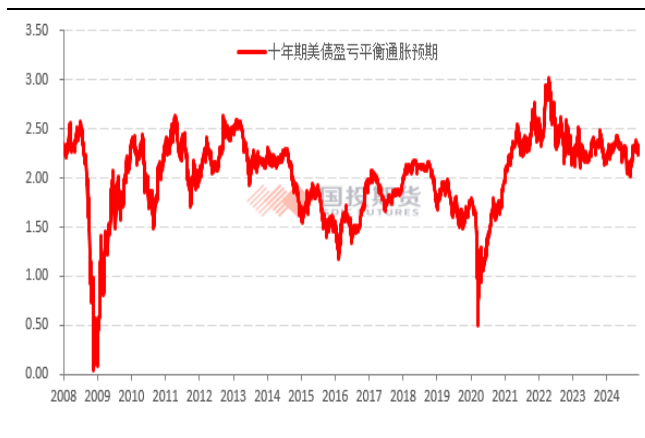
图 17：实际利率与金价


资料来源：Wind，国投期货

2024 年美国十年期国债收益率波动较大，9 月美联储 50bp 略超预期的降息对应利率的阶段性底部。十年期国债损益均衡通胀预期维持在金融危机后均值水平。目前来看软着陆前景下，2025 年名义利率围绕 4%波动，通胀预期弹性有限，实际利率水平在 1.5%-2%区域重心继续下跌空间受限。

图 18：美国政策利率与名义利率


资料来源：Wind，国投期货

图 19：美债隐含通胀预期


资料来源：Wind，国投期货

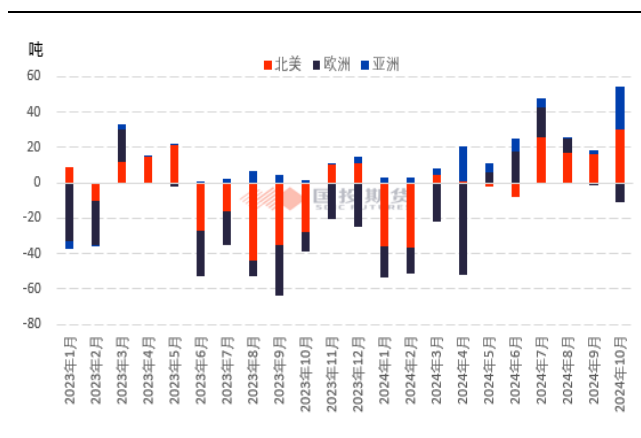
3.3.黄金 ETF 需求回暖，但受到比特币分流

全球黄金 ETF 需求与货币政策关联度很高。2020 年美国迅速完成降息并于 2022 年进入加息周期，全球黄金 ETF 持仓连续三年下降。2024 年降息重启后黄金 ETF 成为重要的需求边际增量。

2024 年 1-10 月黄金 ETF 持仓总持仓增加 18.9 吨，前四月共减持 145.9 吨，5 月至 10 月净增 164.7 吨

连续六个月增持。

图 20：全球黄金 ETF 月度变化



资料来源：世界黄金协会，国投期货

图 21：全球最大黄金 ETF 持仓与金价



资料来源：Wind，国投期货

2022 年以来比特币与黄金走势保持较高同步性，同样成为对冲美元信用风险的代表，不过高波动性特点令其具备更高投资门槛。特朗普大力支持数字货币发展令比特币需求潜力巨大，虽然不到 2 万亿的资产总规模仅有黄金的十分之一，但其对黄金的投资分流已经在 ETF 领域显现。

图 22：比特币与金价



资料来源：wind，国投期货

2024 年 1 月份美国推进比特币 ETF，12 只比特币 ETF 管理的资产总额仅用十个月时间便达到千亿美元，12 月比特币 ETF 总规模接近 1300 亿美元首次超过黄金 ETF。其中最大比特币 ETF 贝莱德的 iShares

比特币信托基金（IBIT）已经吸引超过 600 亿美元的净流入，规模达到全球最大的黄金 ETF—SPDR Gold Trust 的三分之二以上，成立一年资金规模达到 SPDR 成立后六年水平。比特币快速发展可能对黄金 ETF 需求形成负面影响，如果美联储降息前景不能放大，黄金 ETF 需求增幅可能或将远低于前两轮降息时期。

4. 全球黄金需求维持高位，投资和消费表现分化

世界黄金协会数据显示前三季度全球黄金需求总量为 3259 吨，与去年同期基本持平。黄金饰品 1457.9 吨，同比下降 8%。央行净购金 693.6 吨，同比下降 9.4%。黄金 ETF 需求从去年同期-188.9 吨回暖至-25.5 吨。金条需求 623 吨，同比增长 12.7%。

表 3：全球黄金需求

	2023年第1季度	2023年第2季度	2023年第3季度	2023年第4季度	2024年第1季度	2024年第2季度	2024年第3季度
金饰制造	508.6	494.1	582.2	583.3	536.4	408.2	543.3
金饰消费	477.9	479.4	520.0	623.4	478.8	390.9	458.6
金饰库存	30.7	14.7	62.1	-40.1	57.7	17.2	84.6
科技	70.0	72.8	77.3	82.2	80.5	80.2	83.0
电子用金	56.0	59.1	63.3	67.6	66.3	66.9	69.0
其他行业	11.6	11.3	11.7	12.3	11.9	11.1	11.8
牙科	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.2
投资	273.7	252.6	156.8	259.6	203.7	266.1	364.1
金条和金币总需求量	302.4	273.7	295.9	315.0	316.7	273.2	269.4
金条	181.9	164.0	207.7	222.9	226.2	198.4	198.4
官方金币	96.5	85.3	54.3	60.3	66.0	49.6	31.3
奖章/仿制金币	24.1	24.4	34.0	31.9	24.5	25.3	39.8
黄金ETFs及类似产品	-28.7	-21.1	-139.1	-55.4	-113.0	-7.1	94.6
各国央行和其他机构	228.4	173.6	363.9	215.6	305.2	202.2	186.2
合计	1,080.8	993.1	1,180.2	1,140.7	1,125.8	956.7	1,176.5

资料来源：世界黄金协会，国投期货

5. 全球乱局带来持续溢价，关注地缘降温风险

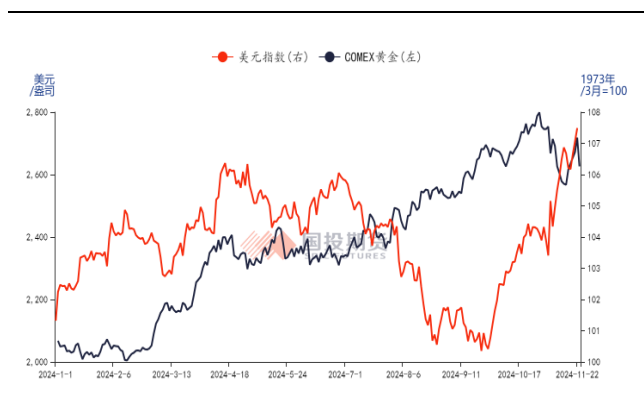
2024 年全球地缘乱局加剧，恐慌指数 VIX 波动频繁，美元和黄金多次同步上行表明避险情绪阶段性主导市场，近年来较高的避险情绪给黄金带来持续溢价，一旦出现边际降温则构成较大利空。

2024 年中东局势在伊朗、黎巴嫩真主党、胡塞武装等多方介入下局势愈发复杂。11 月以色列和黎巴嫩真主党签订停火协议令避险情绪出现阶段性回落，加沙停火协议在各方调解下重启。逐渐淡化的俄乌局势在 11 月也有升温，乌克兰在美国授权下首次使用美制导弹袭击俄罗斯本土。结束俄乌冲突是特朗普在本届

美国大选期间的核心承诺之一，近期已提名俄乌冲突问题特使，美方多次表示希望俄乌双方尽快坐上谈判桌。

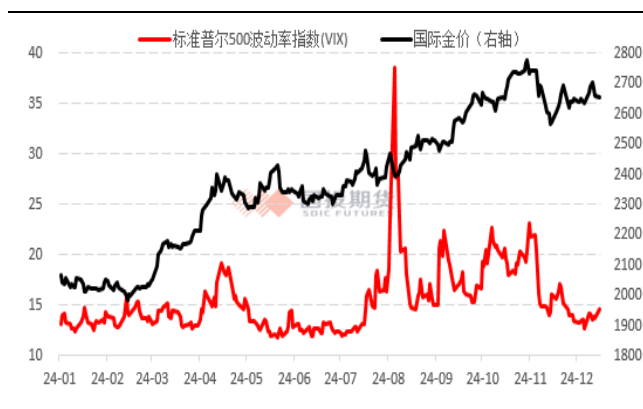
总体来看地缘风险是近年支撑黄金的重要因素，加沙停火协议达成以及俄乌战争调停是当前黄金重大的潜在利空。

图 23：美元与金价



资料来源：Wind，国投期货

图 24：VIX 与金价

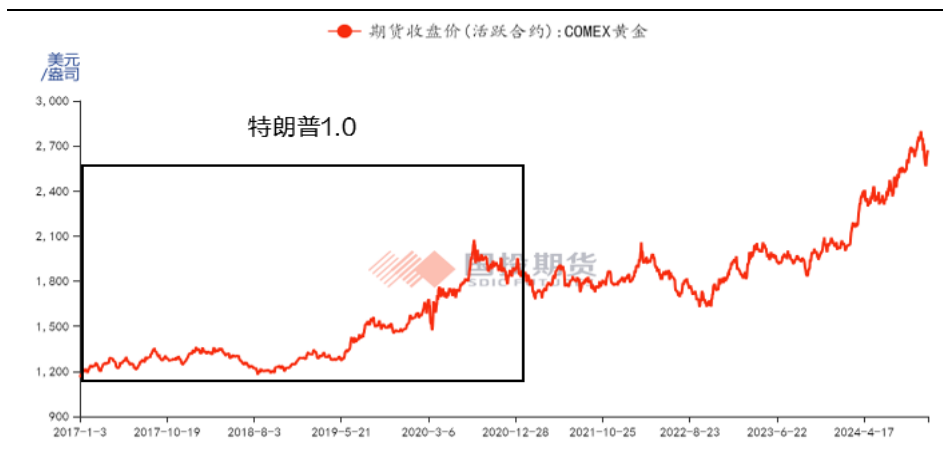


资料来源：Wind，国投期货

6. 美国政府政策对大类资产影响将贯穿 2025 年

新一届美国政府的经济政策是 2025 年资产走向的核心变量。特朗普上台给黄金带来双向波动风险，低利率弱美元目标与其对内减税、对外加税、驱逐移民等政策存在矛盾。

图 25：特朗普 1.0 时期金价走势



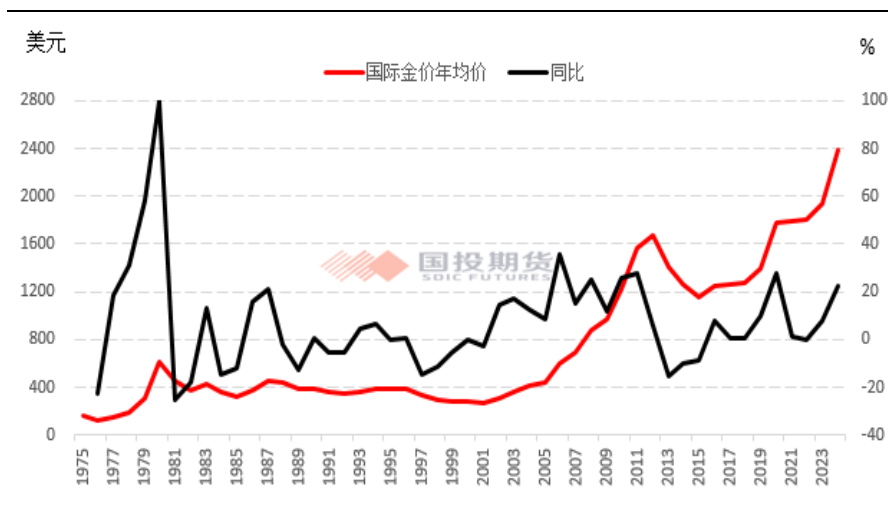
资料来源：Wind，国投期货

特朗普 1.0 时期金价先稳后扬，突破上涨行情来自贸易战启动降息周期以及疫情加速经济衰退。2.0 时期提升关税能否压制经济前景并打开降息空间以及地缘风险的演绎将是左右金价弹性。

7. 结论：多空兼具，行情面临更多反复

在逆全球化和去美元化趋势显著的背景下，金价长期重心抬升方向不变，特朗普政策执行、美国经济前景和地缘局势变化决定后续弹性。2024 年国际金价均价在 2400 美元附近，同比增速超过 20% 为近 40 年高位。2025 年即使价格围绕当前 2700 美元附近震荡，年均价增速也接近 10% 超出长期年复合增速，价格上行趋势大概率放缓。

图 26：国际金价年均价



资料来源：wind，国投期货

全球宏观走向具备高度不确定性，百年未有大变局背景下黄金配置价值显著，也是对冲货币贬值的重要选择，未来再创新高只是时间问题，依然以多头参与为主。不过 2025 年美联储结束降息、地缘战争调停等潜在利空令黄金行情面临更多反复，宽幅震荡中等待突破契机，入场点位的选择更加重要。目前月线级别存在压力，震荡调整将持续。2024 年二季度震荡区间下沿 2300 美元/盎司（国内 540 元/克）位置具备较强支撑，从峰值 2800 美元回落 15% 左右也符合过去金价牛市阶段调整幅度，因此倾向于国际金价 2500 美元/盎司（国内 580 元/克）以下具有较好的做多盈亏比。

【免责声明】

国投期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。本报告仅供国投期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

国投期货研究院

北京市

地 址：北京市西城区金融街街道金融大街 5 号新盛大厦 B 座 18 层

上海市

地 址：上海市虹口区杨树浦路 168 号 17 楼

公共邮箱：gtaxinstitute@essence.com.cn

国投期货研究院公众号



国投期货数据投研平台安卓版



国投期货数据投研平台 IOS 版

