

## 宏观专题报告

2025 年 2 月 26 日

国联期货研究所

证监许可[2011]1773 号

分析师:

王娜

从业资格证号: F3055965

投资咨询证书号: Z0001999

联系人:

吴昕玥

从业资格证号: F03124129

相关研究报告:

股指衍生品: 估值修复, 磨底等待启动契机

股指衍生品: 稳增长政策渐明朗 期待基本面拐点

【专题报告】国联期货股指分红观察(一): 分红对股指基差的影响

【专题报告】美国通胀拐点将现, 加息临近尾声

## 金融属性与商品属性共振下的黄金定价范式重构

- 本文深入剖析了近期黄金价格波动的成因及其背后的中长期定价逻辑, 指出黄金价格的波动由金融属性与商品属性的双重作用所驱动, 并强调其在当前全球政治经济格局重构下的战略配置价值。
- 在近期金价波动方面, 2022 年以来, 全球黄金价格在金融属性全面强化的背景下呈现陡峭上行趋势, 美元信用体系的松动、传统黄金定价模型失效以及地缘风险溢价的常态化成为推动金价上涨的核心逻辑。2025 年 1 月开始的黄金价格异常上涨则源于商品属性主导的逼仓行情, 但当前该行情已进入衰退阶段, 市场回归“金融属性主导、商品属性退坡”的新均衡状态, 预计短期内金价将维持高位震荡格局。
- 从黄金中长期定价逻辑来看, 金融属性方面, 美元信用折价推升了黄金的信用对冲需求, 美国财政赤字的持续扩张和债务规模的攀升削弱了美元体系的稳定性, 同时地缘政治风险的常态化促使黄金从短期避险工具转变为主权信用及地缘风险对冲锚, 其长期价值被系统性重估。商品属性方面, 全球黄金供给已进入“存量博弈”阶段, 可采储量衰减、开采成本攀升以及再生金供给瓶颈等因素导致供给端刚性深化; 而需求端则受到金饰消费升级和工业用金需求结构性增长的驱动, 供需紧平衡格局加剧了黄金价格的波动。
- 综上所述, 商品属性的紧平衡和金融属性的升级共同驱动黄金市场从“避险资产”向“核心储备资产”转变, 其价格中枢有望系统性上移, 本质是旧货币体系解体与新秩序构建的投射。尽管短期逼仓行情退潮可能引发技术性调整, 但驱动黄金长期上涨的核心变量——央行购金刚性化、美元体系信用折价和地缘风险溢价抬升等仍在持续强化, 黄金在中长期维度都有望维持相对表现。建议投资者逢低配置, 等待下一个战略布局时机。

## 正文目录

一、近期金价波动拆解：金融属性主导长期，商品属性放大波动.....	2
1.1 近年黄金上涨的核心逻辑：金融属性的全面强化.....	2
1.2 近期波动加剧的导火索：商品属性主导的逼仓行情.....	3
1.3 此轮逼仓行情已进入衰退阶段.....	4
二、黄金中长期定价逻辑：双属性驱动下的战略配置价值.....	4
2.1 金融属性：从短期避险工具到主权信用及地缘风险对冲锚.....	4
2.2 商品属性：供需紧平衡的结构性矛盾.....	6

## 图目录

图 1：美国债务/GDP 比率 (%) .....	- 2 -
图 2：美债利率与黄金负相关关系失效.....	- 3 -
图 3：美国财政赤字率 (%) .....	- 4 -
图 4：COMEX 黄金收盘价 (美元/盎司) .....	- 6 -

## 一、近期金价波动拆解：金融属性主导长期，商品属性放大波动

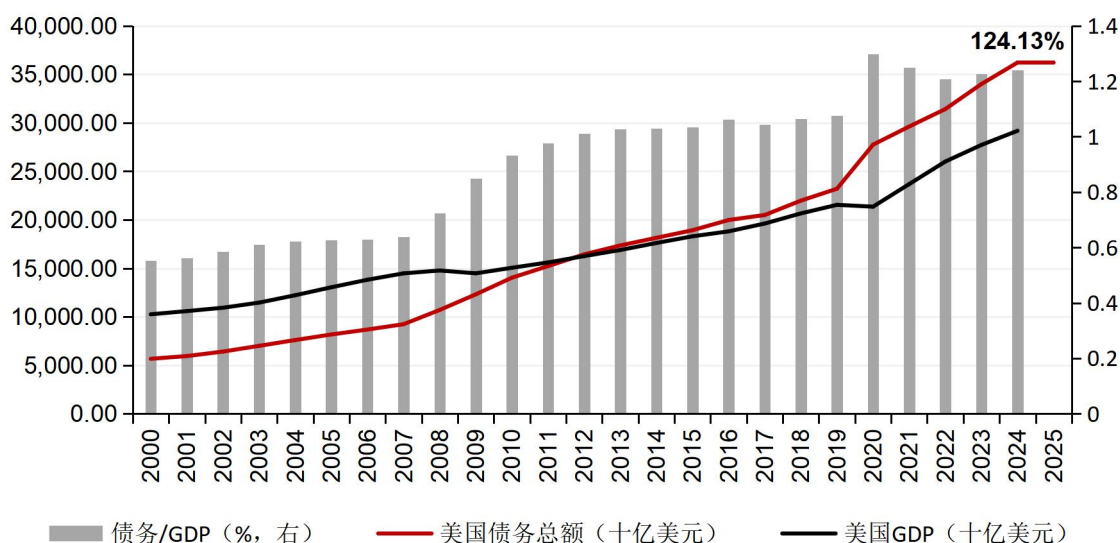
### 1.1 近年黄金上涨的核心逻辑：金融属性的全面强化

2022 年初，全球黄金价格尚稳定在 1800 美元/盎司左右，但在近年来全球政治经济秩序深度重构的驱动下，黄金定价逻辑发生范式转变。2022 年底至今，COMEX 黄金期货主力合约呈现陡峭上行轨迹，在 2 月 24 日最高触及 2974 美元/盎司，创下历史最高。此轮黄金价格飙升的背后，折射出大变革时代下黄金金融属性的全面强化。

#### 1.1.1 美元信用体系松动的长期预期

2022 年至 2025 年，美元作为全球储备货币的地位受到了前所未有的挑战。目前美国债务总额突破 36 万亿美元，创下历史新高，债务/GDP 比率达 124%左右，美国债务规模的不断扩大使得美元的信誉受到撼动。

图 1：美国债务/GDP 比率（%）



图表来源：Wind、国联期货研究所

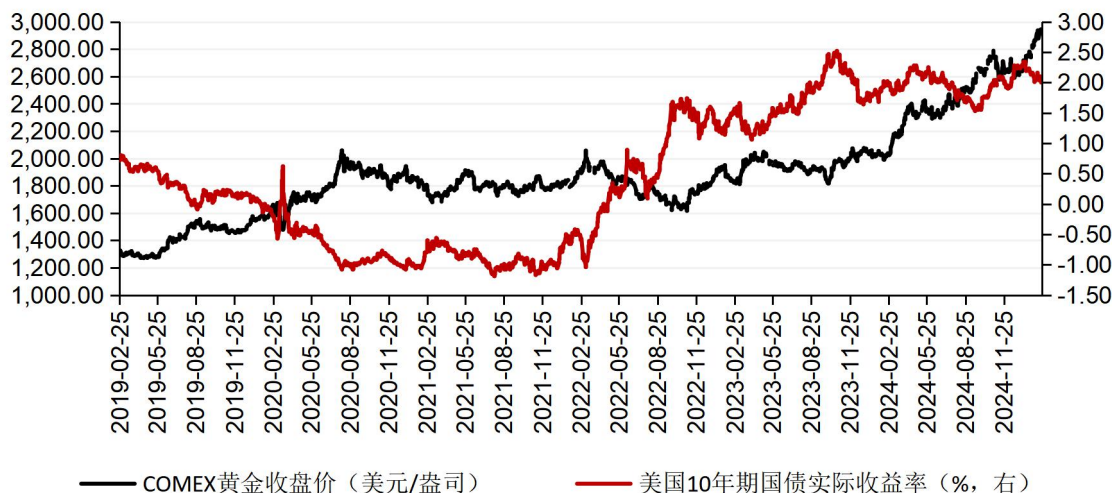
在这种背景下，许多国家逐渐转向增加黄金储备。全球央行 2022-2024 年连续三年购金量超千吨，这一水平远超 2010-2021 年年均 550 吨的水平，反映美元信用弱化背景下黄金“终极货币”属性的回归，定价逻辑从利率敏感型转向主权信用对冲型。

#### 1.1.2 传统黄金定价模型失效

在传统黄金定价框架中，10 年期美债实际收益率作为无风险利率标杆，通常与黄金价格呈现显著的负向关联，但 2022 年后两者多次出现同向波动。原因在于：美联储 2022-2023 年实施的超常规紧缩周期（联邦基金利率累计上调 525bp），在能源

价格冲击与全球供应链重构的持续作用下，形成了名义利率上行与实际通胀粘性并存的非典型环境，导致实际利率对黄金定价失效；更为关键的是，全球债务扩张下使得黄金作为非主权信用资产的货币替代属性被系统性重估，推动黄金价值中枢上移，即使实际利率回升，金价底部仍高于历史周期。

图 2：美债利率与黄金负相关关系失效



图表来源：Wind、国联期货研究所

### 1.1.3 地缘风险溢价常态化

全球地缘政治冲突频发，如中东、俄乌局势紧张，欧洲、朝鲜半岛政治不确定性上升，叠加全球经济复苏不确定性推动黄金作为“终极避险资产”的需求激增。

## 1.2 近期波动加剧的导火索：商品属性主导的逼仓行情

2025 年 1 月开始的黄金价格异常加速上涨，本质是黄金商品属性层面的交割机制矛盾与金融属性层面的政策预期冲击发生共振。

2024 年 12 月末，市场对特朗普政府可能扩大关税征收范围的预期升温，纽约 COMEX 黄金期货和伦敦金现货价差波动加大，该价差 1 月 30 日盘中一度触及 60 美元/盎司。由于摩根大通等大型机构长期采用“伦敦现货多头+COMEX 期货空头”的跨市场对冲策略，当价差突破阈值时，套利行为驱动下其空头头寸面临巨额浮亏。为应对潜在的交割需求并避免在期货市场平仓造成的资本损耗，这些机构加快将伦敦金库实物黄金转运至纽约。

此外，2 月 10 日美国宣布对进口钢铝加征 25% 关税后，市场恐慌情绪向贵金属领域蔓延。尽管尚未出台具体征税方案，但交易商为防范潜在进口管制风险，加速将境外黄金转移至纽约保税仓库。从结果来看，2025 年 1 月伦敦金库黄金持有量骤降



151 吨至 8535 吨，库存总量创 2016 年以来最大降幅，而美国 COMEX 黄金库存三个月内激增逾 120%，创历史新高。这种黄金流动使得境外市场出现现货紧缺担忧，现货价格被动抬升后进一步传导至期货市场，最终形成了自我强化的上涨循环。

### 1.3 此轮逼仓行情已进入衰退阶段

当前黄金市场已呈现逼空动能弱化的明确信号：一方面，三个月内 COMEX 黄金注册仓单量激增逾 120%，反映出空头交割能力的大幅改善。另一方面，伦敦市场黄金租赁利率（LBMA GOFO）已从 4% 的高位回落至 2%，这一指标表明现货市场流动性紧张已显著缓解。租赁利率的回落与库存迁徙的同步性显示，前期因跨市场套利引发的实物转移需求已边际衰减，市场对交割风险的恐慌性定价逐步出清。

进一步观察政策扰动因子，关税预期冲击亦有所弱化。特朗普政府对钢铝加征关税的政策落地后，贵金属领域并未出现配套征税方案，市场对黄金进口管制的担忧证伪，短期政策扰动（如钢铝关税）对金价的边际影响已显著下降。

综合来看，本轮逼仓行情已进入衰退阶段，当前市场已进入“金融属性主导、商品属性退坡”的新均衡阶段，黄金定价逻辑将重新回归美元信用及地缘风险溢价等长期因子的驱动框架。在缺乏明确宏观变量催化的情况下，预计短期内金价或维持高位震荡格局。

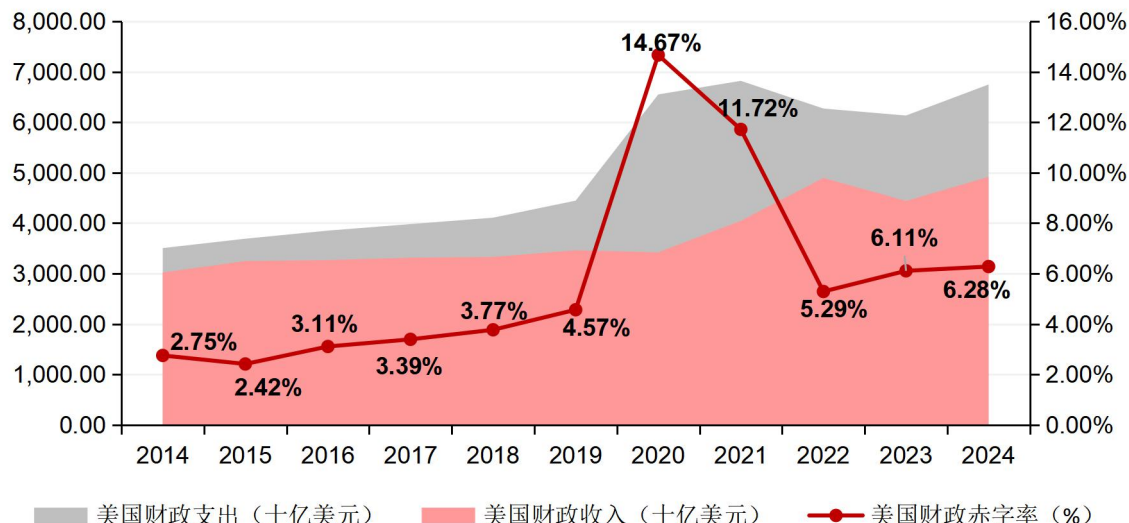
## 二、黄金中长期定价逻辑：双属性驱动下的战略配置价值

### 2.1 金融属性：从短期避险工具到主权信用及地缘风险对冲锚

#### 2.1.1 美元信用折价推升黄金信用对冲需求

从资产配置角度来看，市场对美国财政可持续性的担忧正在重构黄金的长期估值逻辑。2020 年以来，美国财政赤字率持续高企，2020-2024 年期间，联邦赤字率中枢维持在 9% 的历史高位。展望未来，在特朗普减税法案延期与国防、医疗等财政支出刚性的压力下，2025 年美国赤字率或仍达 7%，未来十年内美国财政支持或增加 5-10 万亿美元。美国财政赤字的持续扩张和债务规模的攀升，将迫使美联储持续通过“财政赤字货币化”为债务可持续性提供支撑，其长期效应将体现在美元体系稳定性的渐进式磨损。

图 3：美国财政赤字率（%）



图表来源：Wind、国联期货研究所

同时，特朗普政府将加征关税异化为多维政策目标的战术性外交工具，这种策略的常态化实际会削弱货币信用。观察特朗普政府运用关税工具的实践，如为达成贸易谈判目的对加拿大、墨西哥实施的关税政策“两日游”，以及为解决遣返移民问题对哥伦比亚政府关税政策的反复调整等，均凸显关税已成为其高频外交施压工具，这种关税政策的随机性将导致纸币相对于供给刚性资产（如黄金）的价值系统性折价，同时也会进一步动摇美元资产端的安全属性，驱动离岸美元流动性向非信用敏感资产转移，进而推动黄金作为非主权信用资产的替代需求加速提升。

### 2.1.2 地缘政治风险驱动黄金长期价值重估

地缘政治风险对黄金定价的影响已从短期脉冲式冲击演变为风险定价周期的结构性延长，其核心逻辑在于风险定价框架的范式转换与安全资产的稀缺性矛盾。

首先，地缘风险对金价的驱动机制已从“事件驱动型”转向“结构重估型”。历史上数据显示，通常在地缘冲突事件发生时，金价在开战前的酝酿阶段会因避险情绪走高，当局势明朗后随之走弱，以科索沃战争（1999.3.24-1999.6.10）和海湾战争（1990.8.2-1991.2.28）两次最为明显。但2022年俄乌冲突开始后，金价涨幅的50%以上转化为永久性溢价，其根源在于冲突暴露了美元体系的结构缺陷，促使各国央行将黄金配置从“战术头寸”升级为“战略储备”。地缘政治风险指数（GPR）显示，2024年GPR指数共有11个月高于长期平均水平，这一持续的高风险状态表明地缘政治紧张局势的常态化，市场对未来风险事件的预期发生频率增加。在此背景下，市场开始对地缘风险进行久期贴现，黄金的长期价值因此被重估。

图 4：COMEX 黄金收盘价（美元/盎司）



图表来源：Wind、国联期货研究所

其次，当前地缘冲突呈现两大特征：一是制裁的武器化，如冻结外汇储备、切断跨境支付等；二是产业链脱钩的常态化，如芯片禁运、能源断供等。在此背景下，美元、美债等传统避险资产的可靠性被系统性削弱，黄金因其物理存管独立于任何主权管辖，成为唯一不受单边制裁影响的储备资产。此外，与受制于发行国监管的数字货币或其他主权货币不同，黄金不依赖特定国家的信用背书，在政权更迭或货币信用崩溃时，黄金是唯一被冲突各方共同接受的交易媒介，其作为稀缺的终极安全资产，需求呈现刚性。

## 2.2 商品属性：供需紧平衡的结构性矛盾

### 2.2.1 供给端：刚性深化

全球黄金供给已进入“存量博弈”阶段，其刚性约束体现在三方面：

**第一，可采储量衰减。**截至 2024 年底，目前全球黄金资源储量大约为 5.3 万吨，加上目前已探明或者是推断出的资源型黄金储量大约为 12 万吨，按当前年产量 3600 吨左右计算，静态可采年限仅十几年。同时主要黄金矿区，如南非 Witwatersrand 盆地、美国内华达州 Carlin Trend 品位持续下降，截至 2024 年，全球正在生产的金矿平均品位已下降至 1.06g/吨。

**第二，开采成本攀升。**受能源价格高企与环保政策趋严影响，全球黄金全维持成本（AISC）从 2020 年的 980 美元/盎司左右升至 2024 年的 1350 美元/盎司左右，成本支撑位逐渐上移。

**第三，再生金供给瓶颈。**尽管金价上涨刺激回收量增加，但回收率受技术限制与政策约束，如印度对民间黄金交易存在税收管制等，再生金供应或难以形成持续增量。



### 2.2.2 需求端：消费升级与科技驱动

黄金的商品属性需求主要集中于金饰消费和工业用金两大领域：

首先，当前金饰需求呈现“量缩价升”特征。2024 年全球金饰消费量同比下降 11%，但消费总额依然增长了 9%。这一矛盾现象表明全球消费者虽因高金价降低了购买的总体重量，但在金饰上的消费预算并未减少。同时，当前金饰消费出现了一些结构性调整，主要体现在品牌策略分化下消费者对高奢品牌设计金饰的需求激增，如老铺黄金 2024 年净利润预增 236%-260%，凸显出高金价环境下，消费者对工艺价值和品牌背书的认可度持续提升，金饰消费正在从“商品交易”向“价值投资、身份认同”演进，中长期金饰消费结构性增长潜力仍然稳固。

其次，工业用金需求结构性增长。2024 年全球科技用金总需求量同比增长 7%，尤其在四季度，科技用金需求量同比增长 2%，是自 2021 年四季度以来最强劲的季度表现，主因半导体封装、高精度电子元件对黄金的耐腐蚀性和高性能稳定性依赖加深，AI 芯片等需求推动该领域用金量增长。向后看，一方面，预计 AI 算力硬件对高可靠性电子元件的需求或爆发式增长，另一方面，黄金纳米粒子在癌症靶向治疗、水质检测等领域的应用扩大，两者有望共同支撑工业用金长期潜力。

综上所述，商品属性的紧平衡和金融属性的升级共同驱动黄金市场从“避险资产”向“核心储备资产”的范式转换，其价格中枢有望系统性上移，本质是旧货币体系解体与新秩序构建的投射。

因此当前黄金的战略配置价值需要跳出短期交割博弈，置于全球债务周期与货币秩序重构的宏观坐标中审视，尽管短期逼仓行情退潮可能引发技术性调整，但驱动黄金长期上涨的核心变量——央行购金刚性化、美元体系信用折价和地缘风险溢价抬升等仍在持续强化，黄金在中长期维度都有望维持相对表现。短期技术性调整不改长期上行趋势，建议逢低配置，近期金价相对处于高位，可等待下一个战略布局时机。

## 免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

## 联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600