

海外策略笔记

黄金 4400：对美元霸权发起的首次挑战

优于大市

核心观点

黄金 4400 是美元霸权“终结的开始”

10 月，黄金上涨至近 4400（美元/盎司，后同），随后回落至 4000 以下。黄金 4400 是一个里程碑价格，意味着黄金总市值与美债总规模基本持平，是黄金首次挑战美债的全球储备货币地位的体现，也是美元霸权“终结的开始”。如果美国财政政策收支平衡不改善，黄金的长线上涨大概率不会止步。长期来看，黄金突破 4400，进而市值超越美债是高确定性事件。

重新认识美债——曾经的全球储备“良币”

在我们的大类资产配置理论——“实质性供应量”体系中，实质性供应量增速决定资产的投资/持有价值。增速越低，资产越稀缺，越有价值。对于一门货币来说，若实质性供应量增速>实际经济增速，它的定位是“流通型货币”；若实质性供应量增速<实际经济增速，它的定位是“价值储藏型货币”。

1970 年代金本位破除后，美元（实质性供应量增速=M2 增速）是流通型货币，美债（实质性供应量增速=非利息赤字/期初债务规模）是价值储藏型货币。美元与美债共同构建了双轨制的全球储备信用货币系统。随着 2008 年、2020 年美国联邦政府两轮激进的债务扩张，美债两度“稀释”，已失去价值储藏型货币地位。

黄金是仅存的全球性价值储藏型货币，市值追平美债只是开始

黄金的质性供应量（已开采量）增速不足 2%，满足价值储藏型货币定义。2020 年前，黄金和美债共同执行全球性价值储藏型货币的职能。由于美债有一些额外的便利性，因此黄金居于次要地位，总市值低于美债规模；但当美债“稀释”后，黄金成为仅存的全球性价值储藏型货币，开始了对美债的替代。

目前，美债总规模约为 32 万亿美元，黄金的已开采量预计在 2025 年达到 22 万吨，约合 71 亿盎司，用美债总规模÷黄金已开采量，将得到黄金单价为 4400-4500。在里程碑式的价位面前，黄金可能需要时间反复试探，但我们相信黄金的 4400 只是开始，而非终结。

重塑联邦财政纪律几乎是打破黄金逻辑的唯一途径

货币问题的关键在印钞行为上，失去纪律的美国联邦财政让黄金与美债走势分道扬镳，而失去纪律的美联储货币政策加速了这个过程。若要破解黄金的长牛逻辑，重塑财货纪律几乎是唯一解。

美债的实质性供应量增速是非息赤字/债务规模，如果美债要重塑良币地位，那么实质性供应量增速要长期回到 2% 以内，可得非息赤字要限制在 6400 亿美元以内，加上约 1.15 万亿美元的利息支出，整体赤字要小于 1.79 万亿美元。目前，市场对美国 2026 年联邦赤字的一致预期是 2.1 万亿美元。也就是说，砍掉约 3100 亿的非息赤字才能打破黄金对美债的替代逻辑。这在当下的美国是难以实现的。

风险提示：美国财政政策的不确定性；美国货币政策的不确定性；美国及全球政经格局的不确定性；黄金勘探的不确定性。

行业研究 · 海外市场专题

港股

优于大市 · 维持

证券分析师：王学恒

010-88005382

wangxueh@guosen.com.cn

S0980514030002

证券分析师：张熙

0755-81982090

zhangxi4@guosen.com.cn

S0980522040001

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《港股市场速览-市场整体回升，互联网板块领先》——2025-10-26
- 《港股市场速览-红利稳中有升，现金流策略业绩上修》——2025-10-19
- 《港股风险溢价 2.0-港股估值底层逻辑再思考》——2025-10-14
- 《港股市场速览-应估值压力回调，贸易冲击尚待定价》——2025-10-12
- 《港股 10 月投资策略-港股定价权的变化——基于中债利率的估值框架作用显现》——2025-10-05

内容目录

主要图表	4
风险提示	5

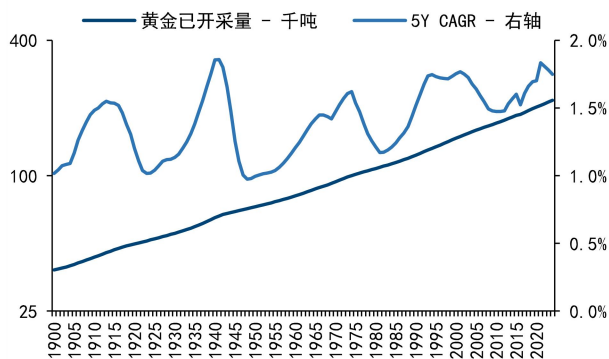
图表目录

图1：黄金实质性供应量（已开采量）及增速	4
图2：美国联邦债务实质性供应量及增速	4
图3：美国联邦债务总规模	4
图4：黄金总市值/美债总规模	4

表1：黄金价格测算：4400-4500 美元/盎司代表黄金总市值追平美债总规模	4
表2：美国联邦政府赤字测算：若要让美债恢复良币地位	5

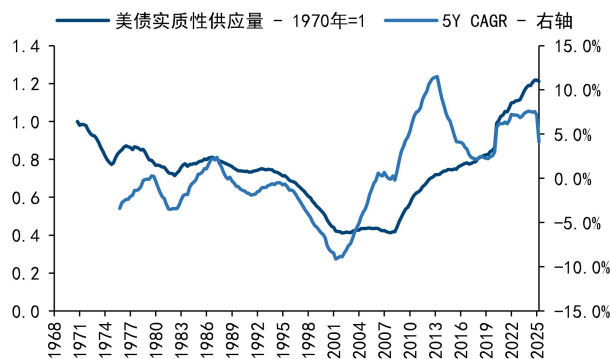
主要图表

图1: 黄金实质性供应量（已开采量）及增速



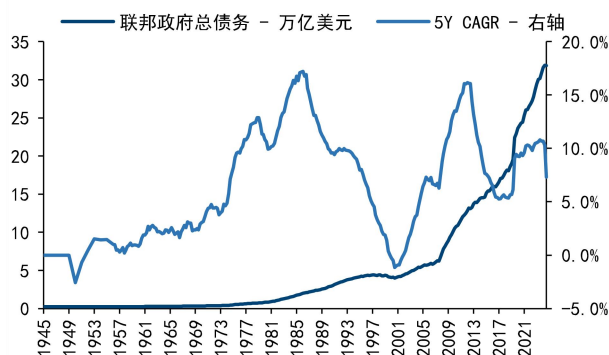
资料来源: Our World in Data、世界黄金协会、国信证券经济研究所整理

图2: 美国联邦债务实质性供应量及增速



资料来源: 美联储、国信证券经济研究所测算

图3: 美国联邦债务总规模



资料来源: 美联储、国信证券经济研究所整理

图4: 黄金总市值/美债总规模



资料来源: 美联储、国信证券经济研究所测算

表1: 黄金价格测算: 4400-4500 美元/盎司代表黄金总市值追平美债总规模

项目	数据	备注
黄金已开采量 - 吨	216,265	2024a, 世界黄金协会
2025 年开采量 - 吨	3,800	国信海外假设
黄金已开采量 - 吨	220,065	2025e
联邦政府债务 - 百万美元	31,834,420	2025/06 实际值, 美联储
单位转换 - 吨/金衡盎司	32,151	
黄金已开采量 - 金衡盎司	7,075,255,071	2025e
黄金理论价格 - 美元/盎司	4,499	

资料来源: 美联储、世界黄金协会、国信证券经济研究所测算

表2: 美国联邦政府赤字测算: 若要让美债恢复良币地位

项目	数据	备注
联邦政府债务 - 百万美元	31,834,420	2025/06 实际值, 美联储
实质性供应量上限	2%	假设, 参考美国实际 GDP 增速
联邦政府非息赤字上限 - 百万美元	636,688	
联邦政府利息支出 - 百万美元	1,150,000	假设, 参考 2025Q2 折年数 1.13 万亿美元, 美联储
联邦政府理论赤字上限 - 百万美元	1,786,688	
当前联邦政府赤字一致预期 - 百万美元	2,100,000	
赤字削减目标 - 百万美元	313,312	

资料来源: 美联储、FactSet、国信证券经济研究所测算

风险提示

美国财政政策的不确定性; 美国货币政策的不确定性; 美国及全球政经军格局的不确定性; 黄金勘探的不确定性。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032