

策略解读

时隔半年，再次看多黄金

◆ 策略研究 · 策略解读

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

执证编码：S0980521030001

事项：

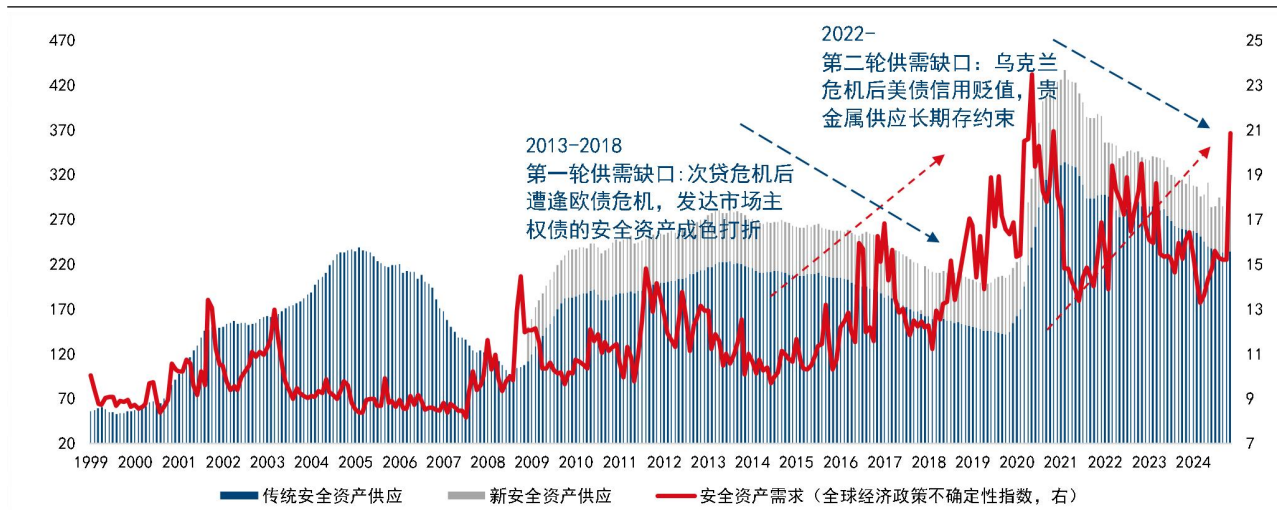
截至8月末，沪金收盘价为791.28元/克，伦敦金收盘价为3446.805美元/盎司。我们时隔半年再度战略看多黄金，主要逻辑来自“全球避险资产不足”到“美联储独立性存疑”的加码，导致美元信用二度折价。全球央行的持续配置作为黄金价格稳定必要条件依然成立，加密货币扩供给对金价冲击并非今年交易主线。

观点：

◆ 从“全球避险资产不足”到“美联储独立性存疑”

我们在2023年9月以来连续发布7篇报告看多黄金行情，最近一篇是2025年2月4日发布《黄金上涨的逻辑：全球避险资产不足》，以乌克兰危机后避险资产供不应求为基础定调黄金长期趋势。经历过半年的震荡行情后，黄金有望迎来新一轮配置机会。本次触发因素从“全球避险资产不足”就一步延伸为“美联储独立性存疑”。

图1：全球避险资产不足是黄金大行情中第一性原则



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

特朗普自从开启第二任期后即开启对鲍威尔为首的美联储人员持续批判，近期通过公开渠道呼吁美联储理事库克“立刻辞职”，指控其抵押贷款欺诈。在8月22日的全球央行年会上，鲍威尔发言释放了幅度预期有限的降息预期，在认可就业市场风险同时也担心通胀的干扰。截至2025年8月30日，联邦基金利率期货和OIS隐含的9月美联储议息会议间隙概率虽然高达87.9%和88%，但截至2025年底议息会议所隐含的利率分别为3.769%和3.770%，预示降息节奏偏缓。虽然鲍威尔调整为降息预期后黄金短期反应走高，但在“穹囊降息”的预期下，降息与否本身并非黄金中期开启上涨行情的首要原则。金价在2022年开始就和流动性因素严重脱钩，我们此前关注的TIPs利率、全球负利率债券规模等有效指标和黄金价格大相

径庭。虽然黄金是作为无息资产，与生息债券等进行比价中决定其配置价值的，但是当前美债利率还是居高不下，美债利率中枢仍在 4.23% 附近，在这种“窝囊降息”预期的线性外推下，降幅空间受限，短期内框架很难重归到利率决定论上，换言之在预防式降息或者 3% 以上的利率中枢去讨论黄金和利率跷跷板是没有意义的。

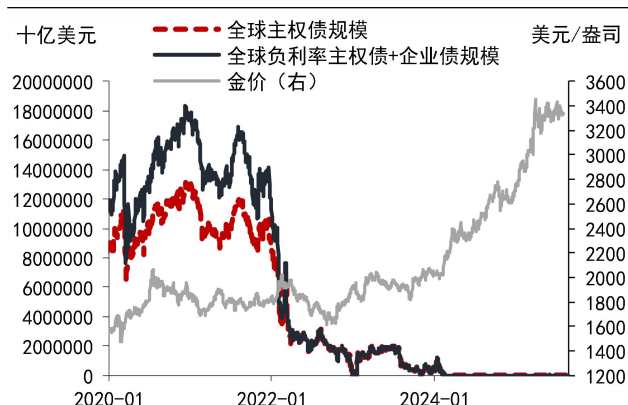
历次黄金行情定价机制的重构都来自于美元资产的信用重估。我们更为关注的是近期美联储独立性的问题会在第二个层面上挫伤美元主体，以及美元类资产的信用。乌克兰危机后美国对俄罗斯资产的处置已经在第一个层面伤害了美元信用，导致全球央行寻找流动性好、避险成色稳定的黄金作为平替储备，而美联储的独立性受损无疑则会成为加剧美元资产信用折价的又一根稻草。

表1: 特朗普第二任期开启后，对鲍威尔及其他美联储人员的批判言论及回应

时间	特朗普公开言论	所针对人员	美联储人员回应
2025-04-17	“鲍威尔的行动总是‘又迟又错’……鲍威尔‘越走人越好’。”	鲍威尔	鲍威尔在芝加哥经济俱乐部表示，美联储将基于经济数据独立决策，不会因政治压力降息。
2025-04-22	“我无意解雇美联储主席鲍威尔，但美联储应该降低利率。”	鲍威尔	鲍威尔表示，美联储不会屈从政治压力，当前重点是遏制通胀。
2025-05-30	“他不降低利率是一个错误，这让美国经济和中国以及其他国家相比，处于不利地位”。	鲍威尔	会后美联储声明：鲍威尔“未就货币政策前景发表具体看法”，强调决策将“完全取决于经济数据”，并保持“非政治性”。
2025-06-19	“或许我该去美联储工作……法律允许我任命自己当美联储主席吗？我肯定比现在这些人干得出色得多。”	鲍威尔及现任理事会	——
2025-06-28	“如果鲍威尔愿意辞职，我将非常乐意接受……他患有‘特朗普精神错乱综合症’。”	鲍威尔	——
2025-07-24	“这家伙正在建造一栋严重超支的大楼，他需要这栋楼做什么？”	鲍威尔	鲍威尔否认特朗普提出的 31 亿美元造价：“我没有从美联储任何人那里听到过这个数据。”
2025-07-31	“‘太迟先生’……又犯了错，根本不配担任美联储主席……是个‘彻底的失败者’。”	鲍威尔	——
2025-08-25	呼吁美联储理事库克“立刻辞职”，指控其抵押贷款欺诈。	美联储理事莉萨·库克	库克声明：“不接受这种霸凌行为”，拒绝辞职。

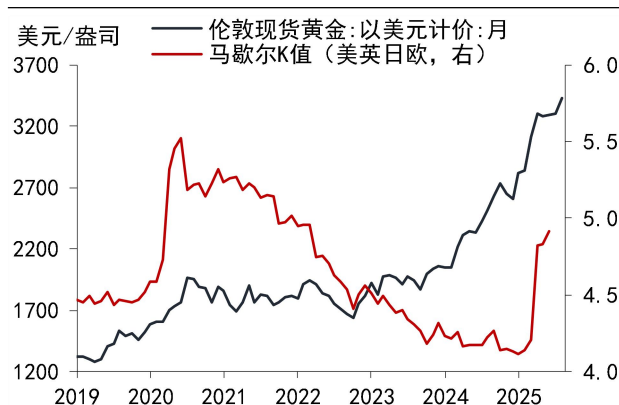
资料来源：央视网，人民网，新浪财经，国信证券经济研究所整理

图2: 全球负利率债规模和黄金走势脱钩



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图3: 全球马歇尔 K (M2/GDP) 和金价走势关联减弱

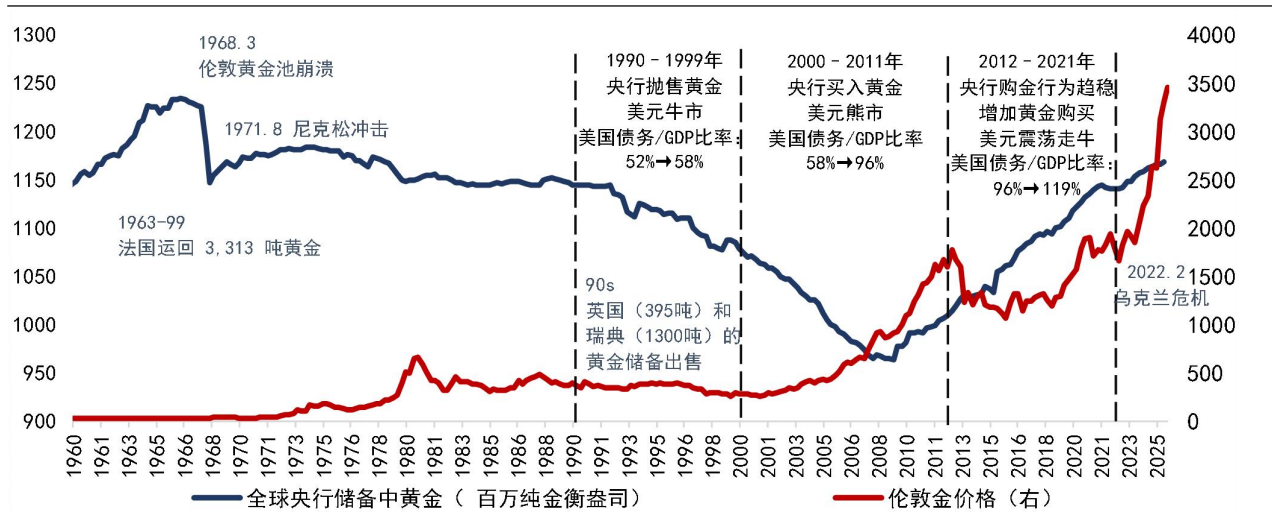


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

◆ 全球央行买盘力量、后半段白银弹性以及加密货币供给影响探讨

从金价逻辑的基础条件来看，全球央行继续购买构成了金价上涨的基础，2025 年二季度全球央行净购买黄金 166.4 公吨。在全球黄金存量用途的分布上，珠宝首饰占了 45%比例外，中央银行储备的黄金比例次之，占据 21%。

图4: 全球央行储备中黄金和金价走势



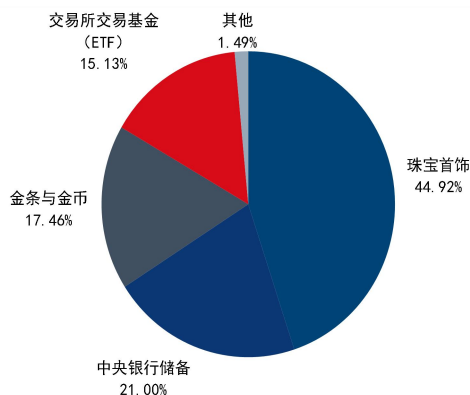
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图5: 英格兰央行总黄金持有量



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图6: 全球黄金存量的领域分布（2024 年）



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

我们以各国央行主动从伦敦金库撤资的历程来总结原因：（1）波兰（2019 年）：波兰央行在 2019 年从英国央行伦敦金库中撤出 100 吨黄金，并高调宣布将黄金运回华沙和波兹南的国内金库，理由是“降低地缘政治风险”和避免“海外资产被冻结的可能性”，直接反映了对西方金融体系的不信任。（2）匈牙利（2018-2021 年）：匈牙利央行分两阶段从伦敦运回 94.5 吨黄金（2018 年 28.4 吨，2021 年 63 吨），明确表示此举是为了“增强国家金融主权”，并提到对制裁风险的担忧，尤其是俄罗斯外汇储备被冻结后引发的连锁反应。（3）印度（2022-2024 年）：印度储备银行（RBI）在乌克兰危机后加速从伦敦运回 215 吨黄金，最终将 58%的黄金储备转移至国内。这一行动与印度加入金砖国家（BRICS）及规避美元体系风险的策略相关。（4）土耳其（2017-2018 年）：土耳其央行及 Halk Bank 等商业银行从英国央行撤出逾 200 吨黄金，主因是里拉危机和与美国的地缘政治紧张，面临制裁威胁，土耳其政府将此视为“去美元化”的关键步骤。

这些国家的央行或者商业银行从伦敦金库撤回黄金的共同动无非三个方面原因：其一是制裁风险，如 2022

年俄罗斯外汇储备被冻结成为催化剂；其二是去美元化，通过黄金替代美元储备，降低对西方金融基础设施的依赖；其三是国内政治压力，如波兰、匈牙利等国的民族主义政策推动“黄金回国”象征主权。**历史经验证明这些不确定性反而造成了黄金价格的上涨。**

回溯黄金历史行情，有过三次大幅飙升期间：（1）1970 年代，随着美元与黄金脱钩、通胀失控两次石油危机冲击，金价由 35 美元/盎司一路狂飙至 1980 年初的 850 美元；（2）2000 年代，互联网泡沫破裂和全球金融危机引爆避险需求，金价从 250 美元起步，经十年震荡上行，2008 年突破 1000 美元，2011 年攀至 1920 美元的历史新高；（3）进入 2020 年代，全球对抗疫情加剧宽松程度、地缘冲突与美元信用疑虑叠加，金价 2020 年 8 月即突破 2075 美元刷新纪录，2022 年虽受激进加息短暂压制，但在 2023-2025 年再度加速，屡创历史新高并冲破 3400 美元。

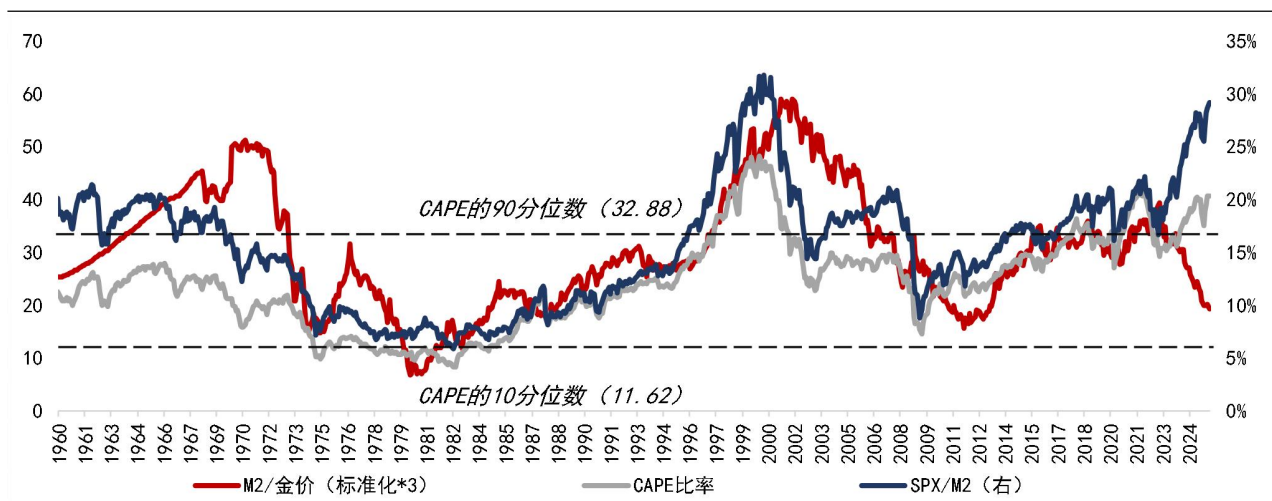
表2: 历史上三次金价飙升时期的背景对比

指标	1970 年代	2000 年代	2020 年代
通胀率	年均 7%，后期两位数；1974 年第一次峰值，1980 年 3 月达 14.8%	年均 2-3%，多数时间较低；2008 年 7 月因油价飙升达 5.6%峰值	2021-22 年飙升，2022 年 6 月达 9.1%（40 年来新高）；2020/21 年创纪录新高
货币供应量	显著增加（部分年份>10%）；1959 年以来首次 2022 年出现 M2 收缩	年均温和增长 5-10%；2008 年后因量化宽松（QE）加速	2020 年暴增 26.9%（史上最高增速）；2022 年首次收缩（60 年来首次）
政府债务	初期温和增长，1970 年代末仍低于 GDP 的 40%	2008/09 年金融危机后飙升至 GDP 的 80%；2020 年新冠危机后从 2019 年末的 106%升至 130%以上（增 4.5 万亿美元）	2020 年因疫情债务爆炸式增长（从 2019 年末 106%升至 130%以上）
基准利率	1970 年代初 4-5%，1980 年沃尔克冲击升至 20%	2003 年 1%，2006 年 5.25%；2008 年末起接近零利率（ZIRP）	2019 年约 2.5%，2020 年降至 0-0.25%；2022 年起急速加息至 4%（1980 年以来最高水平）
实际利率	整个十年基本为负（通胀>利率）；1974-79 年严重负值	2000 年代中期短暂+1-2%，2008 年后持续为负（零利率+通胀）	2020 年代初极端负值（2021 年-5%至-7%）；2023 年起随加息与通胀回落而回升
美元汇率	1971 年废除金本位后大幅贬值，1970 年代初中期美元最疲软（DXY 约 40%至 2008 年）	2002 年后美元急剧下跌（至 2008 年约 40%），随后温和回升	2020-2022 年显著走强（DXI>110），2023 年起因地缘政治挑战而走弱
GDP 增长	年均 0-3%，两次衰退/滞胀，产能利用不足	2009 年 GDP-2.6%；金融危机后长期低迷	2020 年暴跌（美国-3.4%，欧盟-6.3%）；2021 年反弹，2022 年起增长乏力，滞胀风险（高通胀+低增长）
经济衰退时长	共 27 个月（1980 年 1 月至 7 月为 16 个月）	共 26 个月（2007-2009 年金融危机）	2020 年仅 2 个月（疫情初期短暂衰退）

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

历史中，M2/金价（货币供应量与金价比值）、美股/M2（美股与货币供应量比值）和 CAPE 比率（周期调整后美股的市盈率）三者长期呈现同向波动，共同反映市场对货币信用与风险资产的信心。高 CAPE 比率通常伴随股票相对货币供应溢价语境的美股/M2 上升和黄金被低估环境下 M2/金价下降，反之亦然。例如，1970 年代滞胀期三者同步走低是由于黄金强势，而 1990-2000 年科技泡沫期三者同步攀升则是股票主导的。2023-2025 年出现罕见背离：CAPE 比率（34.97，历史 97%分位）和美股/M2（高估）维持高位，但 M2/金价因央行购金、地缘冲突和美元信用疑虑而显著下降。这一分化显示市场对法币体系的信任危机，资金绕过传统估值逻辑直接涌入黄金。**未来若美股调整带来 CAPE 比率均值回归，叠加美联储降息预期过程中的 M2 持续扩张，黄金或迎来加速上涨，尤其需关注债务货币化与通胀二次冲高的催化剂。**

图7: M2/金价、美股/金价和 CAPE 间联动关系



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

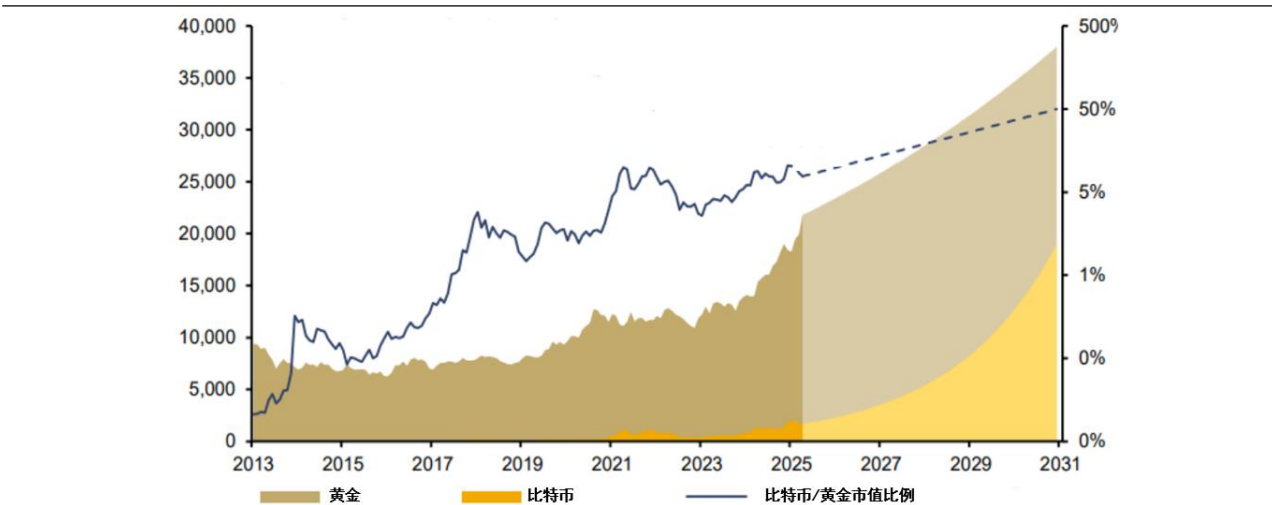
此外，关注通过复盘历次商品周期行情可发现，如果将三次上涨过程分为前半段和后半段，1970、2000 两次商品周期的后半段，白银弹性更强、反超黄金。本次黄金价格在后半段以来仍占主导，背后是白银在工业领域里平替的属性更强，作为贵金属的成色有所折价，因此本轮商品周期后半段，黄金未必会被白银反超。从加密货币扩容对黄金避险资产的替代品角度出发，伤害金价的短期风险也较为有限，根据 LSGE 等相关机构的测算，全球加密货币快速扩容的时点预计在 2027 年后出现，当前对黄金类避险资产的替代效应并非全年基调。

表3: 商品牛市时期复盘：前两次白银后半段更强但本次未必

资产	1970s（前半段）	1970s（后半段）	1970s（全程）	2000s（前半段）	2000s（后半段）	2000s（全程）	2020s（前半段）	2020s（后半段）	2020s（全程）
黄金	40.66%	21.24%	36.88%	8.78%	20.11%	17.46%	11.63%	93.02%	15.65%
白银	21.66%	44.22%	39.04%	4.68%	16.06%	21.25%	10.58%	35.18%	12.02%
矿股	35.82%	3.15%	27.62%	23.78%	13.58%	20.06%	3.25%	170.12%	9.85%
商品	36.76%	7.57%	21.88%	14.07%	-4.00%	6.42%	6.72%	-0.61%	6.23%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：2020s 后半段数据截止至 2025 年中

图8: 全球加密货币扩容对黄金避险类资产的冲击的担忧在 2025 全年并不成立



资料来源：LSGE、世界黄金协会，CoinMarketCap，国信证券经济研究所整理 注：单位为十亿美元

◆ 风险提示：

（1）**短期回调风险**：当前黄金价格已突破历史新高，市场情绪接近亢奋，叠加季节性需求淡季，可能出现技术性回调；

（2）**政策博弈风险**：若美联储推迟降息或美元阶段性走强，黄金可能承压；此外，美国大选后的财政政策转向或地缘冲突缓和可能削弱避险需求；

（3）**流动性陷阱风险**：若全球通缩压力骤增、经济硬着陆，黄金或与其他资产同步下跌，需警惕“现金为王”时期的短期抛售压力。

相关研究报告：

《策略快评-2025 年 9 月各行业金股推荐汇总》——2025-08-28

《策略解读-科创牛：规律和展望》——2025-08-28

《策略解读-3800 点之后怎么看》——2025-08-24

《AI 赋能资产配置追踪（2025.8）-下半年增配股市、成长风格占优》——2025-08-23

《策略解读-“慢长牛”需要具备哪些条件》——2025-08-20

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±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±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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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