

宏观经济专题研究

去美元化下的央行购金行为研究

核心观点

去美元化下的储备资产重分配。（1）GDP 与货币国际地位的关联及例外情况。理论上，各国 GDP 份额与外汇交易份额应呈相关性。但中国和美国是明显例外，中国 GDP 占比 16.67%，外汇储备占比仅 2.29%；美国 GDP 占比 26.10%，外汇储备占比却达 58.42%，两国货币化水平均大幅偏离经济地位。（2）金价与美元储备地位的关系。中长期看，金价与美元储备地位高度相关，美元储备占比上升时金价往往下降，反之则上涨。

（3）央行购金行为的趋势。2022 年以来，各国央行黄金需求大增，2011-2021 年央行年均黄金需求 509.1 吨，2022-2024 年平均达 1072.3 吨。2024 年各国央行持有的黄金储备接近布雷顿森林体系时代水平，按市场价格计算，黄金成为全球第二大储备资产，仅次于美元。买入黄金的央行主要是波兰、土耳其、印度和中国等新兴国家央行，2022 年后新兴国家央行大幅增持黄金。

如何观测央行购金行为。（1）官方黄金储备数据的局限性。人民银行官方黄金储备数据存在延迟，如 2022 年 5-10 月英国对华黄金出口逐步放量至 7.34 万千克，但中国人民银行公布的官方储备黄金在此期间未变，直至 11 月才增记 3.2 万千克，可见官方储备数据与实际购金行为存在时间差。（2）英国对华黄金出口情况的参考价值。伦敦是全球最大黄金现货交易市场，从英国进口的非货币黄金海关报关和国内央行入账存在时间差，原因包括伦敦黄金现货市场交易达成与实物交割可能有时差，以及购入的黄金需重新精炼重铸后归入央行储存。英国对华黄金出口情况可在一定程度上反映央行购金行为。（3）不同市场间的交易情况和价格偏差。中国非官方部门的黄金购买通过上海黄金交易所进行，反映在 SGE 溢价中，而中国人民银行等官方部门在伦敦场外市场交易。2025 年 4 月，伦敦黄金在亚洲时段（北京时间 9:00-15:00）涨幅 4.78%，显著高于其他时段的 0.79%，且远超同期上海黄金亚洲时段 0.57% 的涨幅。亚洲时段伦敦与上海金价偏离程度与英国对华黄金出口量有一定相关性，这种价格异动可能反映亚洲官方部门的集中购买。

风险提示：海外市场波动，海外经济增速下滑。

经济研究·宏观专题

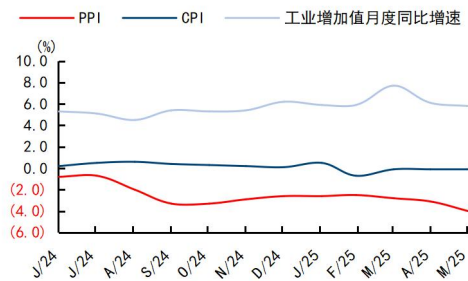
证券分析师：邵兴宇 010-88005483
shaoxingyu@guosen.com.cn
S0980523070001

证券分析师：董德志 021-60933158
cndongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	3.70
社零总额当月同比	6.40
出口当月同比	4.80
M2	7.90

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

《宏观经济专题研究-“投资驱动型增长”正在走向效率悬崖》——2025-06-27

《水线下的冰山——“政策克制+需求前置”下的预期差》——2025-06-18

《DeepSeek 解读中央政治局经济工作会议——AI 赋能资产配置（十五）》——2025-05-26

《AI、关税与黄金的启示——2025 年中期宏观展望》——2025-05-20

《宏观经济专题研究-对美出口损失背景下的中国 GDP 增速预测》——2025-05-12

内容目录

去美元化下的储备资产重分配	4
如何观测央行购金行为	6
（一）官方储备数据的局限性	6
（二）英国对华黄金出口：观测购金的先行指标	6
（三）跨市场价格偏差：亚洲时段交易的信号意义	7
风险提示	9

图表目录

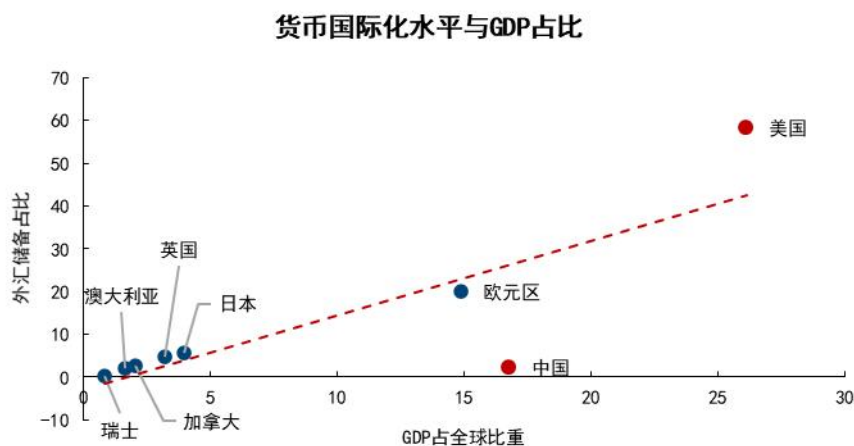
图1： 中国与美国货币化水平均大幅偏离经济地位	4
图2： 中长期看金价与美元储备地位高度相关	5
图3： 2022 年后，各国央行大幅增持黄金	6
图4： 中国黄金与英国出口的对比	7
图5： 2025 年 4 月伦敦金亚洲时段涨幅超过其他时段	8
图6： 2025 年 4 月伦敦金亚洲时段涨幅远超同时段沪金	8
图7： 亚洲时段伦敦与上海金价偏离程度与英国对华黄金出口量具有一定相关性	8

去美元化下的储备资产重分配

各国 GDP 水平普遍与货币国际地位相等。理论上，各国 GDP 份额与外汇交易份额应该呈现一定相关性。实际上，在 2023 年，欧元区 GDP 占全球比重为 14.86%，欧元占全球外汇储备的比重为 19.44%，日本、英国、澳大利亚、加拿大、瑞士等国家占全球 GDP 比重分别为 3.96%、3.18%、1.63%、2.02%、0.83%，占外汇储备比重分别为 5.69%、4.86%、2.15%、2.59%、0.19%，二者呈现严格正相关关系。

但是，在上述关系当中，出现两个明显的例外，即中国和美国。中国 GDP 占比为 16.67%，人民币在全球外汇储备中的占比仅为 2.29%，美国 GDP 占比为 26.10%，美元在全球外汇储备中占比则高达 58.42%。中美两国的“双偏离”现象，本质上反映了全球储备体系的失衡：美元的“超经济地位”与人民币的“次经济地位”形成鲜明对比，这种失衡为“去美元化”浪潮提供了现实基础——新兴经济体开始寻求更均衡的储备资产配置，以降低对单一货币的依赖。

图1：中国与美国货币化水平均大幅偏离经济地位



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理测算

黄金作为传统的避险资产和储备工具，其价格走势与美元的储备地位存在显著的中长期关联。历史数据显示，当美元在全球外汇储备中的占比上升时，黄金价格往往承压；而当美元储备地位遭遇挑战、占比下降时，黄金价格则倾向于上涨。

这种相关性的背后，是黄金与美元在储备职能上的替代关系：美元地位越强，各国对黄金的储备需求越低；反之，当美元的信用基础（如美国债务规模、通胀水平、地缘政治影响力）受到质疑时，黄金作为“无信用风险”资产的价值凸显，推动其价格上升。

2020 年以来，全球地缘政治冲突加剧（如俄乌冲突）、美国通胀高企、债务规模持续扩张，美元储备地位面临多重挑战，这直接推动了黄金价格的中长期上涨。欧洲央行报告指出，2024 年国际金价达到历史高点，经通胀调整后，实际金价已超过 1979 年石油危机期间的峰值，这正是美元储备地位弱化的重要体现。

图2：中长期看金价与美元储备地位高度相关



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理测算

2011-2021 年的 11 年间，全球央行年均黄金需求量为 509.1 吨，处于相对平稳的水平。但 2022 年之后，这一数据出现跨越式增长：2022 年购金 1080 吨，2023 年 1050.8 吨，2024 年 1086 吨，三年平均达到 1072.3 吨，较此前 11 年的均值翻倍。

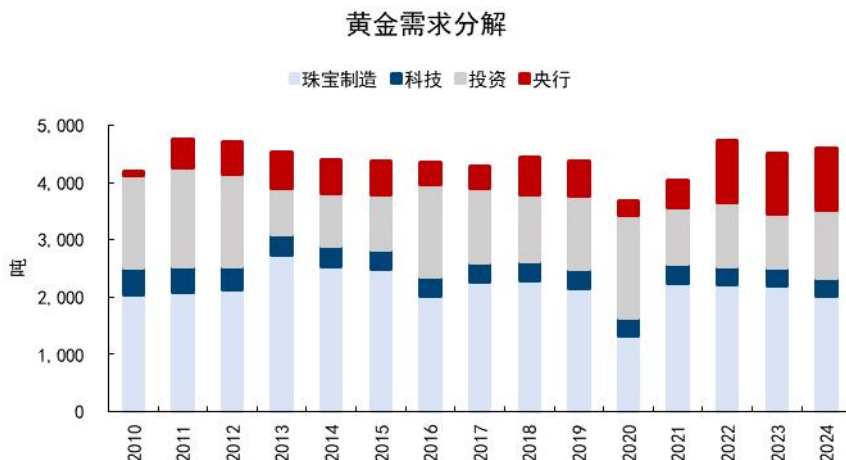
这种增长并非偶然，而是与 2022 年俄乌冲突后全球支付体系的重构直接相关。冲突中，美国冻结俄罗斯外汇储备的行为，让新兴经济体意识到“美元储备并非绝对安全”，推动各国加速增持黄金以分散风险。

从购金主体看，2022 年后的央行购金行为呈现“新兴国家主导”的特征（见图 3）。世界黄金协会数据显示，波兰、土耳其、印度和中国央行是近年来黄金购买的主要力量。

新兴国家的集中购金，本质上是对现有储备体系的主动调整：一方面，新兴经济体 GDP 在全球占比持续上升，但外汇储备仍高度依赖美元，购金是平衡储备结构的重要手段；另一方面，新兴国家在国际支付中面临的美元结算限制，也促使其通过增持黄金增强支付自主性。

2024 年，全球央行持有的黄金储备规模已接近布雷顿森林体系时代的水平。从储备资产的市场价值看，由于金价上涨叠加购金规模扩大，黄金在 2024 年成为按市场价格计算的第二大全球储备资产，仅次于美元。这一变化具有标志性意义：黄金重新回归全球储备体系的核心位置，反映了各国对“多元化储备”的迫切需求。

图3：2022年后，各国央行大幅增持黄金



资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理测算

如何观测央行购金行为

央行购金行为往往具有一定的隐蔽性，直接数据存在滞后性，因此需要通过多元指标综合观测。结合市场特征和数据可得性，主要的观测方法包括官方储备数据、跨境黄金出口数据以及跨市场价格偏差分析。

（一）官方储备数据的局限性

中国人民银行会定期公布官方黄金储备数据，这是观测央行购金的直接指标，但该数据存在显著的滞后性。

以2022年为例，英国对华黄金出口从5月起逐步放量，至10月已达到7.34万千克，但中国人民银行公布的官方黄金储备在2022年5-10月间未发生任何变化，直至11月才增记3.2万千克，并在此后持续增加（见图4）。这种时间差的存在，源于黄金从进口到最终记入官方储备需经历多个环节：实物交割、精炼重铸、入库登记等，每个环节都需要时间。

此外，部分央行可能出于战略保密考虑，延迟披露购金信息，导致官方数据难以实时反映实际购金行为。因此，仅依赖官方储备数据会低估央行购金的真实规模和节奏。

（二）英国对华黄金出口：观测购金的先行指标

伦敦作为全球最大的黄金现货交易市场，其黄金出口数据（尤其是对华出口）是观测中国央行购金行为的重要先行指标。

黄金分为“货币黄金”与“非货币黄金”，货币黄金由央行持有，属于金融资产，在国际收支平衡表的“储备资产”项下记录；非货币黄金由企业、机构或个人持有，属于实物资产，在“经常账户-货物进出口”项下记录。

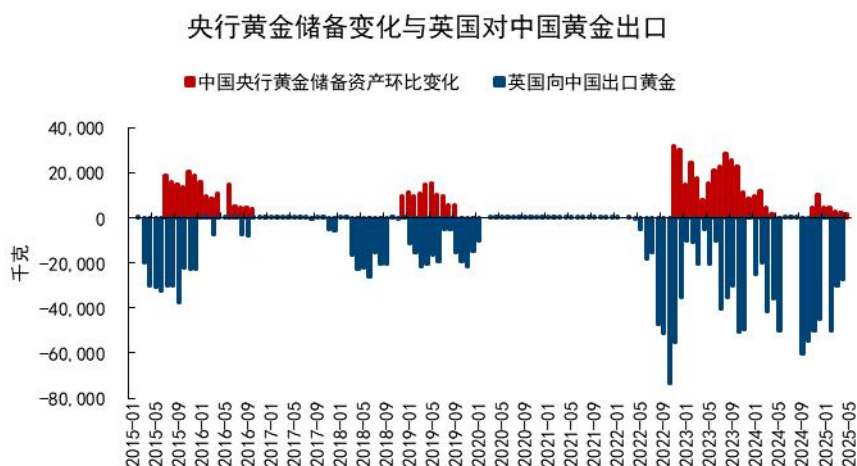
央行增持黄金的渠道包括国内交易和国外交易：国内交易无需在国际收支表中记录，而国外交易中，若从国外央行或国际组织购买，直接记为“货币黄金”；若

从商业机构购买，则先以“非货币黄金”进口（记为货物进口），再通过“黄金货币化”（非交易变动）转为央行的货币黄金储备。

中国央行的海外购金多通过伦敦市场完成，因此英国对华黄金出口（尤其是非货币黄金）往往是央行购金的“前奏”。从数据看，英国对华黄金出口量的变化，通常会领先于中国官方储备数据的更新。

这种领先关系的原因有二：（1）伦敦市场交易达成与实物交割存在时间差，出口数据反映的是交易执行，而储备数据反映的是最终入库；（2）进口的非货币黄金需经过重新精炼（如符合国内纯度标准）、重铸后才能归入央行储备，这一过程也需要时间。因此，跟踪英国对华黄金出口数据，可提前预判中国央行购金的节奏和规模。

图4：中国黄金与英国出口的对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理测算

（三）跨市场价格偏差：亚洲时段交易的信号意义

不同市场的交易特征和价格偏差，为观测央行购金提供了另一重要视角。中国官方与非官方的黄金购买渠道存在显著差异，这种差异会体现在伦敦与上海市场的价格走势中。

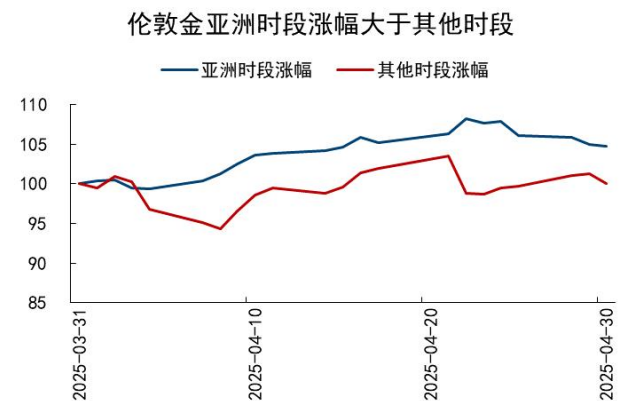
中国非官方部门（商业银行、珠宝商、零售投资者等）的黄金购买，均通过上海黄金交易所进行，其需求变化会直接反映在上海黄金交易所的溢价中；

中国官方部门（如人民银行）的购金行为，则在上海黄金交易所系统之外，直接通过伦敦场外市场（OTC）完成，这种“场外交易”不会体现在上海黄金交易所系统的价格中。

因此，伦敦市场与上海市场的价格偏差，可能反映官方部门的集中购买行为。

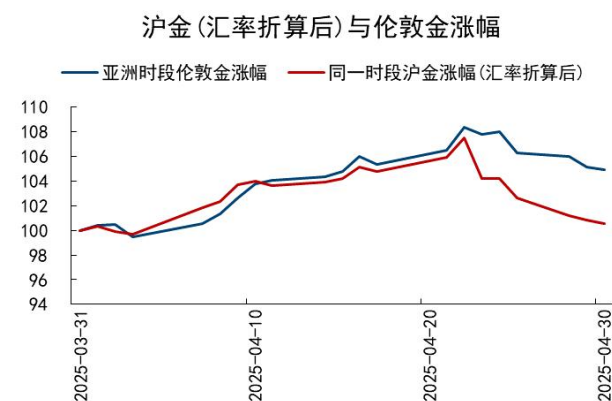
我们将亚洲交易时段定义为北京时间 9:00-15:00（覆盖中国主要交易时段）。2025 年 4 月的数据显示，伦敦黄金在亚洲时段的涨幅显著高于其他时段：整个 4 月，伦敦金亚洲时段上涨 4.78%，而其他时段仅上涨 0.79%；同期，上海金亚洲时段涨幅为 0.57%，远低于伦敦金。

图5: 2025 年 4 月伦敦金亚洲时段涨幅超过其他时段



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

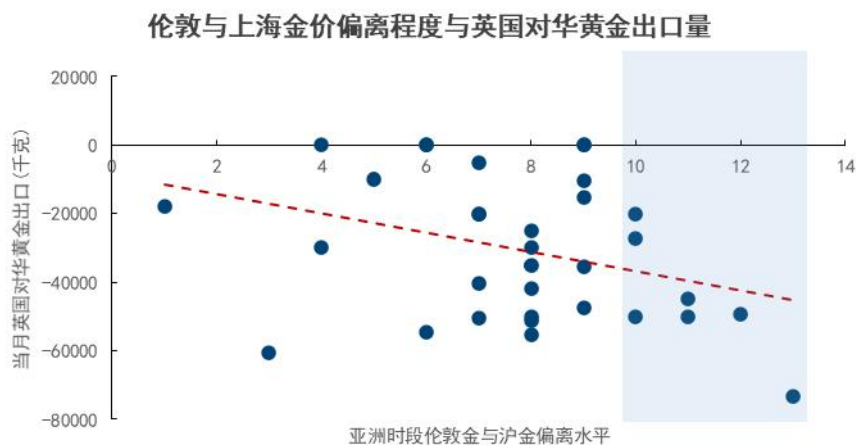
图6: 2025 年 4 月伦敦金亚洲时段涨幅远超同时段沪金



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

这种价格偏差的原因在于: 中国官方部门在伦敦市场的集中购买, 推高了亚洲时段的伦敦金价, 但非官方部门的需求未同步增长(因此上海金价涨幅有限)。历史数据显示, 亚洲时段伦敦与上海金价的偏离程度, 与英国对华黄金出口量存在一定的相关性, 进一步验证了“价格偏差反映官方购金”的逻辑。从我们的统计来看, 近年来亚洲时段伦敦黄金和上海黄金涨幅偏差显著拉大的月份共计出现 8 次, 分别是 2022 年 6 月、2022 年 10 月、2023 年 11 月、2024 年 2 月、2024 年 5 月、2024 年 11 月、2024 年 12 月、2025 年 4 月。同时, 在上述 8 个月份, 英国对华黄金出口均出现大幅上升, 平均出口规模达到 4.16 万吨。

图7: 亚洲时段伦敦与上海金价偏离程度与英国对华黄金出口量具有一定相关性



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理测算

风险提示

历史数据缺失，经济增速下滑。

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（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