



混沌不休，黄金不止

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

混沌不休，黄金不止

过去十年全球黄金年需求约 4500–5000 吨，投资需求占近半。央行、配置型机构、交易型机构和散户构成四大投资主体：各国央行购金量从 2021 年 450 吨激增至 2024 年 1044 吨，中国等地区实物黄金需求支撑季度数据超预期；黄金 ETF 资金在连续九季度抛售后，2025 年一季度大举买入 552 吨（同比+170%），成为推高金价的关键力量。

黄金定价范式三次迭代。第一阶段是美元信用危机与美债牛市终结：美国冻结俄外汇储备引发美元信任危机，全球央行加速购金，美元储备占比小幅下降。第二阶段是贸易战重塑避险逻辑：特朗普关税政策推升通胀预期与市场波动率，黄金避险属性凸显。美国贸易政策不确定性指数（TPU）与金价相关性增强，配置型资金（如央行）与交易型资金（如对冲基金）同步入场，央行季度购金量环比增 80%。第三阶段是美债武器化带来的美元信用“宣泄”：美国提议以百年零息债置换短期美债的“技术性违约”方案，加剧市场抛售美债、涌入黄金。黄金 ETF 波动率飙升，黄金从避险资产异化为高风险资产。

5 月上旬，黄金的利空因素接连释放，前期投机资金的涌入使得市场风险偏好回升时黄金的波动加大。但是美元信用前景依然混沌。在与中国之间的关税缓和后，近期美国与非中国谈判加速，如果继续用美元（强行贬值）美债（强制购买）当成谈判的条件（如基于海湖框架，兜售百年零息美债），那么黄金上涨的动力就不会停止。

再往后，随着美国与非中谈判结束，叠加美国内生动能放缓、特朗普“排毒式”的经济衰退、美联储降息等事宜陆续落地，美债利率出现回落，美元信用的混沌期可能也会阶段性消退，届时黄金可能出现调整。如果特朗普“对内节流、对外开源”的财政紧缩政策使得政府偿债压力减轻，则可能放大黄金的回调幅度。

长期而言，除非美国能够真正提高生产效率和财政效率，让美国脱离滞胀的轨道，让美元的全球公认储备货币得以维持，否则黄金还会有卷土重来的时候。届时，美元指数、美元资产以及被特朗普赋予美元霸权影子的加密货币，都可能站在黄金的对立面上。

风险提示

全球贸易谈判进展超预期；全球央行购金速度超预期；全球地缘局势变化超预期；美联储货币政策超预期。



黄金又一次成为市场焦点。4月8日之后伦敦金先以几乎100美元/天的速度迈向3500美元关口，但之后的一个月陷入了快速波动期。

回首近三年黄金里程碑式的牛市，每盎司金价从2000美元到2500美元共耗时1466天，从2500美元到3000美元耗时207天，从3000美元到3500美元则仅耗时35天。

屡创新高后又出现大幅回调，黄金还能买么？

图表 1：国际金价上升势头越来越快

每盎司金价里程碑	首次触及日期	距离上一里程碑的天数	~年数
100美元	1973/9/28	-	-
500美元	1981/3/16	2726	7.5
1000美元	2008/3/14	9860	27.0
1500美元	2011/4/20	1132	3.1
2000美元	2020/8/18	3408	9.3
2500美元	2024/8/23	1466	4.0
3000美元	2025/3/18	207	0.6
3500美元	2025/4/22	35	0.1

来源：wind，国金证券研究所

一、黄金的传统投资者有哪些？

据世界黄金协会统计，过去10年间全球黄金需求在4500吨-5000吨左右，其中投资需求（包括实物黄金、黄金ETF、OTC）占近一半。投资需求主要来自四类主体——央行及主权基金、配置型机构、交易型机构、散户，过去三年这四类主体各不相同的购买节奏对应了黄金驱动因素的变化。

一季度推高黄金价格的主要需求来自于黄金ETF所代表的交易型资金（机构+散户），在2022Q2-2024Q2连续九个季度净抛售后，于2024年下半年方才重返市场，但在2025年一季度大买552吨（同比+170%）。¹

其次是实物黄金需求，一季度达到了325吨，高于近五年季度均值15%，来自中国地区的实物黄金需求是重要支撑。央行购金规模的中枢在2022年三季度后明显上了一个台阶。2016Q1-2022Q2全球央行季度平均购金量为115吨，2022Q3-2025Q1上升到278吨，增幅141%。²央行购金释放出“黄金是硬通货”的信号，又反过来刺激市场的黄金投资需求。

¹ <https://china.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends/2025/04/30/19089#from-login=1&login-type=wechat>

² <https://www.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends/gold-demand-trends-q1-2025>



图表 2：全球黄金供需平衡表（吨）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1
供给											
金矿产量	3362.4	3516.2	3580.6	3658.4	3605.0	3484.0	3572.8	3631.7	3644.1	3661.2	855.7
生产商净套保	12.9	37.6	-25.5	-11.6	6.2	-36.6	-5.4	-12.3	67.4	-56.8	5.0
回收金	1067.1	1232.1	1112.4	1131.7	1275.7	1293.1	1135.8	1136.3	1234.4	1370.0	345.3
黄金总供给	4442.3	4786.0	4667.4	4778.5	4886.9	4740.5	4703.2	4755.7	4945.9	4974.5	1206.0
需求											
金饰制造	2479.3	2018.8	2257.3	2289.7	2151.8	1323.7	2230.8	2195.3	2191.0	2003.5	434.0
金饰消费	2459.5	2103.8	2240.5	2250.1	2126.6	1398.0	2148.1	2087.8	2110.6	1877.1	380.3
金饰库存	19.8	-85.0	16.8	39.6	25.2	-74.3	82.7	107.5	80.4	126.4	53.6
科技用金	338.0	329.4	339.4	341.7	332.7	309.0	337.2	314.8	305.2	326.1	80.5
电子行业	268.1	261.6	272.1	274.9	268.6	255.3	278.7	257.7	248.7	270.6	67.0
其他工业	51.4	50.1	51.0	51.5	50.1	41.9	47.1	46.8	47.1	46.5	11.3
牙科用金	18.6	17.6	16.3	15.3	13.9	11.9	11.4	10.3	9.4	8.9	2.1
黄金投资	967.4	1616.2	1315.0	1160.9	1274.7	1794.9	991.5	1112.5	945.5	1179.5	551.9
金条金币	1091.0	1073.1	1044.3	1090.7	871.1	902.3	1180.3	1222.1	1189.8	1186.3	325.4
金条	790.7	797.6	780.1	775.8	583.6	542.8	810.9	802.2	781.7	860.0	257.6
官方金币	224.3	207.9	188.1	241.9	220.7	290.4	284.4	320.9	293.5	201.0	45.2
奖章/仿制金币	76.0	67.7	76.1	73.0	66.8	69.1	84.9	98.9	114.6	125.2	22.6
黄金ETF及类似产品	-123.6	543.1	270.7	70.2	403.6	892.5	-188.8	-109.5	-244.2	-6.8	226.5
各国央行及官方机构	579.6	394.9	378.6	656.2	605.4	254.9	450.1	1080.0	1050.8	1044.6	243.7
黄金需求	4364.2	4359.2	4290.2	4448.6	4364.5	3682.6	4009.6	4702.6	4492.5	4553.7	1310.0
场外投资及其他	78.1	426.8	377.2	329.9	522.3	1057.9	693.6	53.1	453.4	420.7	-104.0
黄金总需求	4442.3	4786.0	4667.4	4778.5	4886.9	4740.5	4703.2	4755.7	4945.9	4974.5	1206.0
LBMA 金价 (US\$/oz)	1160.1	1250.8	1257.2	1268.5	1392.6	1769.6	1798.6	1800.1	1940.5	2386.2	2859.6

来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, ICE Benchmark Administration, World Gold Council, 国金证券研究所

2022 年以来，黄金与美元脱钩，始于美债对俄罗斯的“技术性违约”。

2022 年 2 月后，美国冻结了俄罗斯约 3000 亿美元的外汇储备，部分用于向乌克兰提供战争贷款³，这一做法是对美元信用的重大打击。各国央行清醒意识到，美债可能因政治理由被“上锁”，从而加速“外储多元化”。自此之后，黄金最主要的定价驱动力是“美元不讲信用”。

这一时期，黄金开始与美元脱钩，以美元计价的黄金价格大幅上涨。中国、土耳其等地缘大国以及新加坡为代表的边缘中立国的央行增加了黄金储备占比，是全球央行购金需求在 2022 年三季度后大幅上升的重要支撑。与此同时，2022-2024 年美元在全球货币储备中的占比从 60%小幅下降到 58%。

图表 3：全球央行储备连续 10 年减持美元，2022 年后大幅增持黄金



来源：wind, World Gold Council, 国金证券研究所

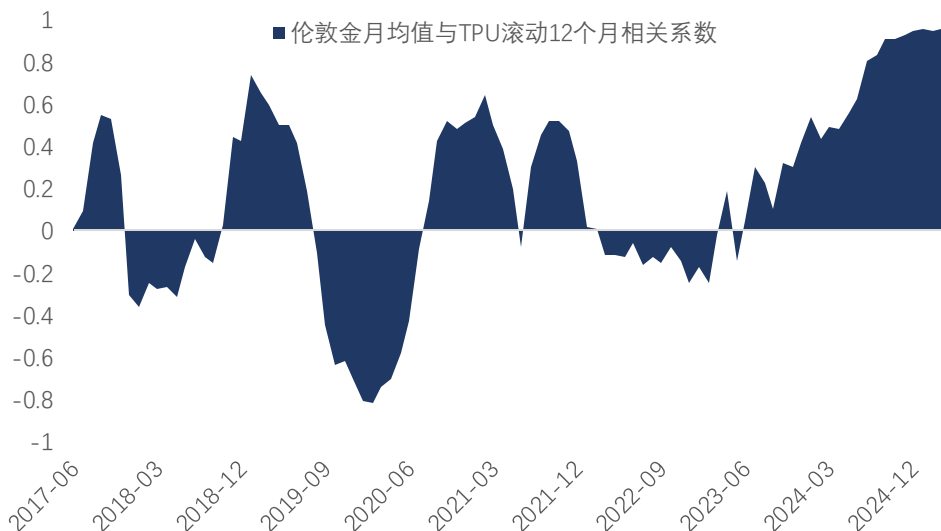
自去年四季度开始，特朗普开始渲染胜选后的新一轮全球贸易战，特朗普的逆全球化倾向和地缘收缩战略势必减少其他国家美元的需求，导致黄金对美元再次升值。2024 年四季度美国贸易政策不确定性指数（TPU）飙升，其与金价

³ <https://www.brookings.edu/articles/why-do-the-u-s-and-its-allies-want-to-seize-russian-reserves-to-aid-ukraine/>



的滚动相关性也在上升，对不确定性的避险需求阶段性成为黄金定价的主导。2024 年四季度，全球央行购金规模是第三季度的 1.8 倍⁴，中国央行也在 2024 年 11 月时隔 7 个月重启购金⁵。

图表 4：伦敦金价（月均值）与美国贸易政策不确定性指数（TPU）滚动 12 个月相关系数



来源：wind，国金证券研究所

二、为何近期黄金波动上升？

本轮黄金的快速上涨始于 4 月 8 日，白宫经济顾问 Steve Miran 在哈德森研究所的演讲中⁶，称“美元和美债为美国为世界提供的全球公共品”，并赤裸裸地建议非美国国家直接向美国财政部“打钱”，这与其“海湖庄园协议”里的化债思路一脉相承。

同时，特朗普数次威胁替换美联储主席鲍威尔⁷，也被市场认为是对美联储独立性的侵蚀。美联储独立性是美元国际地位的核心支柱之一，特朗普的特朗普对于联储独立性的反复质疑和攻击打破了“央行独立决策”这一国际共识。市场担忧特朗普是否会在“白宫-联储”关系上选择一个糟糕的模仿对象：尼克松-伯恩斯。1972 年美国总统尼克松施压时任美联储主席伯恩斯施行扩张型货币政策，被视为 1970 年代大滞胀的开端；2020 年全球公共卫生事件后，土耳其频繁撤换央行行长，引发里拉汇率几度崩盘。此类先例让市场担心特朗普粗暴的干预行为会加速动摇美元长期信用的根基。

短期内，市场弃美债、投黄金的情绪达到高潮，黄金成了一切不确定性的“看涨期权”。

以散户和动量机构资金为代表的黄金 ETF 持有量一度快速攀升，推高了金价，也抬高了波动率。2025 年 4 月 25 日，黄金 ETF 波动率一度升至 2020 年以来的 93%分位数水平，2008 年以来的 85%分位数水平，黄金从名义上的避险资产变成了实质上的风险资产。

⁴ <https://china.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends/2025/04/30/19089#from-login=1&login-type=wechat>

⁵ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1817767157524712799&wfr=spider&for=pc>

⁶ <https://www.whitehouse.gov/briefings-statements/2025/04/cea-chairman-steve-miran-hudson-institute-event-remarks/>

⁷ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1829980318391208532&wfr=spider&for=pc>



图表 5：今年 4 月黄金 ETF 波动率曾大幅走高



来源：wind，国金证券研究所

三、风偏改善是一时，美元信用前景依旧混沌

近期，黄金的利空因素接连释放。先有 5 月 5 日特朗普接受采访并改口称“没有解雇鲍威尔的打算”⁸，后有 5 月 12 日中美发表“日内瓦协议联合声明”⁹，G2 双双大幅调降此前加征的关税税率，全球关税博弈从最激烈的局面降温。由于前期投机资金的涌入，导致市场风险偏好回升时黄金的波动加大。在 5 月 7 日-5 月 19 日的 9 个交易日内，伦敦金现货价格累计回撤 6.2%。

图表 6：黄金价格近期出现回调



来源：wind，国金证券研究所

但是美元信用前景依然混沌。在与中国之间的关税缓和后，近期美国与非中国谈判加速，如果继续用美元（强行贬值）美债（强制购买）当成谈判的条件（如基于海湖框架，兜售百年零息美债），那么黄金上涨的动力就不会停止。再往后，随着美国与非中谈判结束，叠加美国内生动能放缓、特朗普“排毒式”的经济衰退、美联储降息等事宜陆续落地，美债利率出现回落，美元信用的混沌期可能也会阶段性消退，届时黄金可能出现调整。如果特朗普“对内节流、对外开源”的财政紧缩政策使得政府偿债压力减轻，则可能放大黄金的回调幅度。

⁸ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1831285827903076309&wfr=spider&for=pc>

⁹ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1831900097566722183>

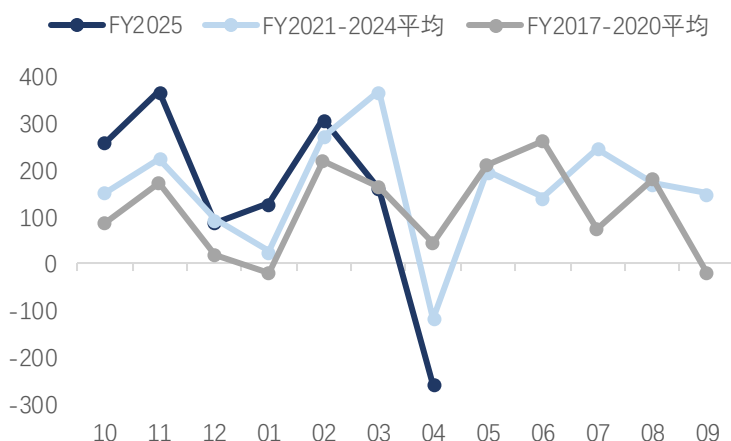


图表 7：联邦利率期货显示下一次美联储降息在 9 月（截至 2025 年 5 月 22 日）

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/6/18					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.3%	94.7%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	27.5%	71.2%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	15.6%	51.3%	32.4%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	8.8%	35.1%	41.0%	14.7%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	6.1%	26.5%	39.0%	23.3%	4.8%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.5%	14.0%	31.3%	33.0%	16.2%	3.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	8.0%	22.4%	32.1%	24.9%	9.8%	1.5%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.3%	2.7%	11.1%	24.5%	30.5%	21.6%	8.0%	1.2%
2026/6/17	0.0%	0.1%	1.1%	5.6%	15.7%	26.5%	27.5%	17.0%	5.7%	0.8%
2026/7/29	0.0%	0.3%	1.9%	7.2%	17.4%	26.7%	25.8%	15.2%	4.9%	0.7%
2026/9/16	0.1%	0.6%	3.0%	9.4%	19.4%	26.5%	23.5%	12.9%	4.0%	0.5%
2026/10/28	0.1%	0.7%	3.3%	9.9%	19.7%	26.4%	23.0%	12.5%	3.8%	0.5%
2026/12/9	0.1%	0.9%	3.7%	10.4%	20.1%	26.2%	22.5%	12.1%	3.6%	0.5%

来源：CME，国金证券研究所

图表 8：美国历年月度财政赤字(盈余为负,单位：十亿美元)



来源：wind，国金证券研究所

但长期而言，除非美国能够真正提高生产效率和财政效率，让美国脱离滞胀的轨道，让美元的全球公认储备货币得以维持，否则黄金还会有卷土重来的时候。届时，美元指数、美元资产以及被特朗普赋予美元霸权影子的加密货币，都可能站在黄金的对立面上。

风险提示

全球贸易谈判进展超预期；全球央行购金速度超预期；全球地缘局势变化超预期；美联储货币政策超预期。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究