



黄金VS美元： 美元资产信用体系的“双城记”

报告日期： 2025年05月20日

- 分析师：杨芹芹
- SAC编号：S1050523040001
- 联系人：孙航
- SAC编号：S1050122120006

研究创造价值

1、黄金框架多元化

黄金定价逻辑多元化导致其在不同的阶段的主导因素不同。

复盘发现，传统框架中的美股、美债、美元和BTC等资产，对本轮黄金快速冲高的解释力不足。

黄金三重定价框架：长期看外汇储备和美国资产抛售，中期看货币和经济周期回归，短期看对美元资产的多空变化。

2、黄金长牛确定性

从外汇储备和布雷顿重演的角度来看，黄金重新作为贸易的主要背书资产，外汇储备中黄金占比逐步回升，发展中国家的黄金占外汇储备比将向发达国家看齐，持续的央行购金行为为长期黄金价格提供支撑。

3、黄金短期偏震荡

短期黄金作为做空美国资产的对立面（美股、美债、美元），能较好地反映市场风险偏好，并解释本轮美股的冲高。

后续仍需观察日本卖债、美国经济和VIX数据，分别对应对美国资产抛售，降息预期和地缘局势的定价，短期关注金价3150美元/盎司附近的支撑。

- 1、地缘局势超预期变化
- 2、特朗普政策不确定性
- 3、科技发展带来贸易格局改变

目录

CONTENTS

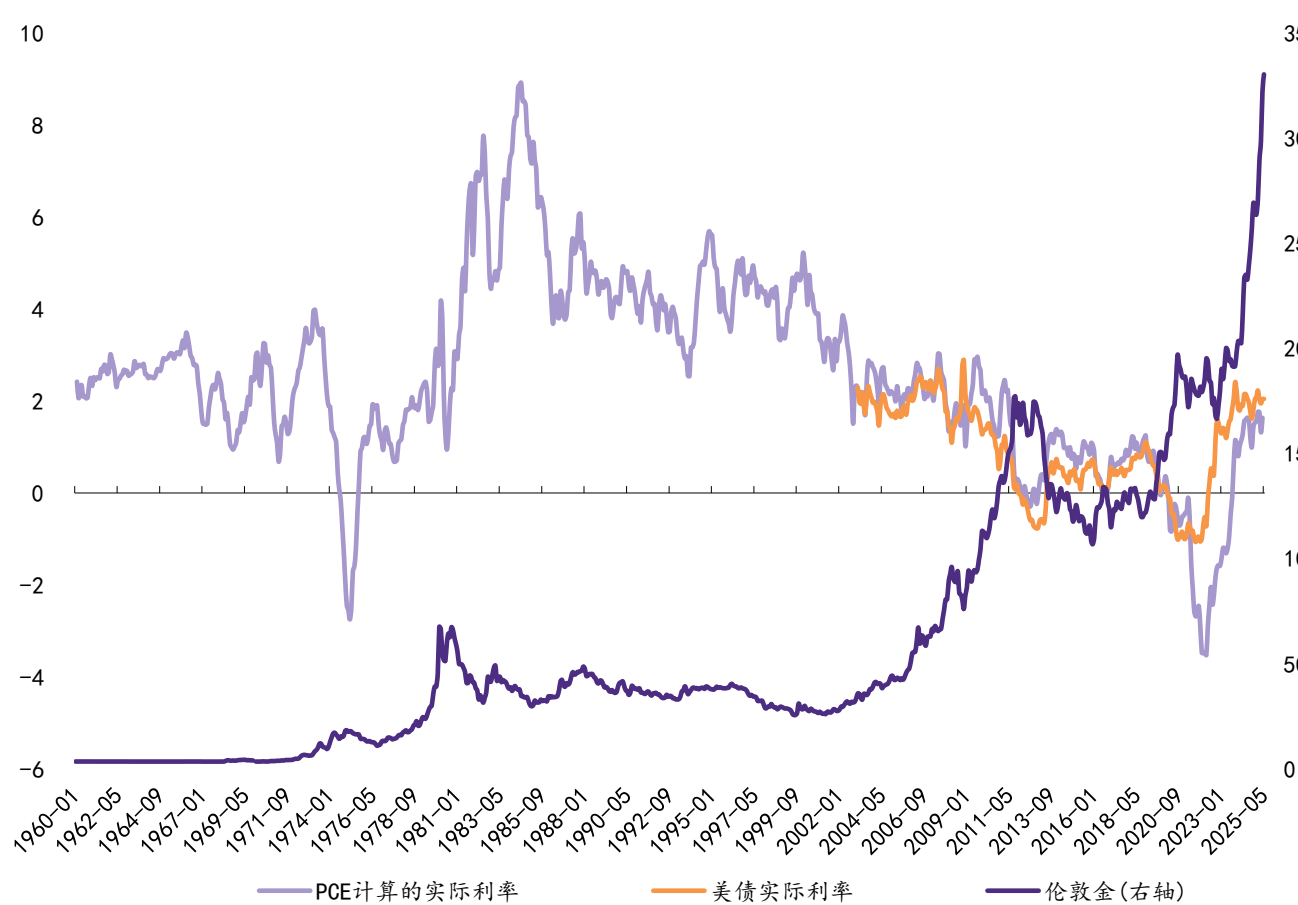
- 1.黄金框架多元化
- 2.黄金长牛确定性
- 3.黄金短期偏震荡

01 黄金传统框架的失效

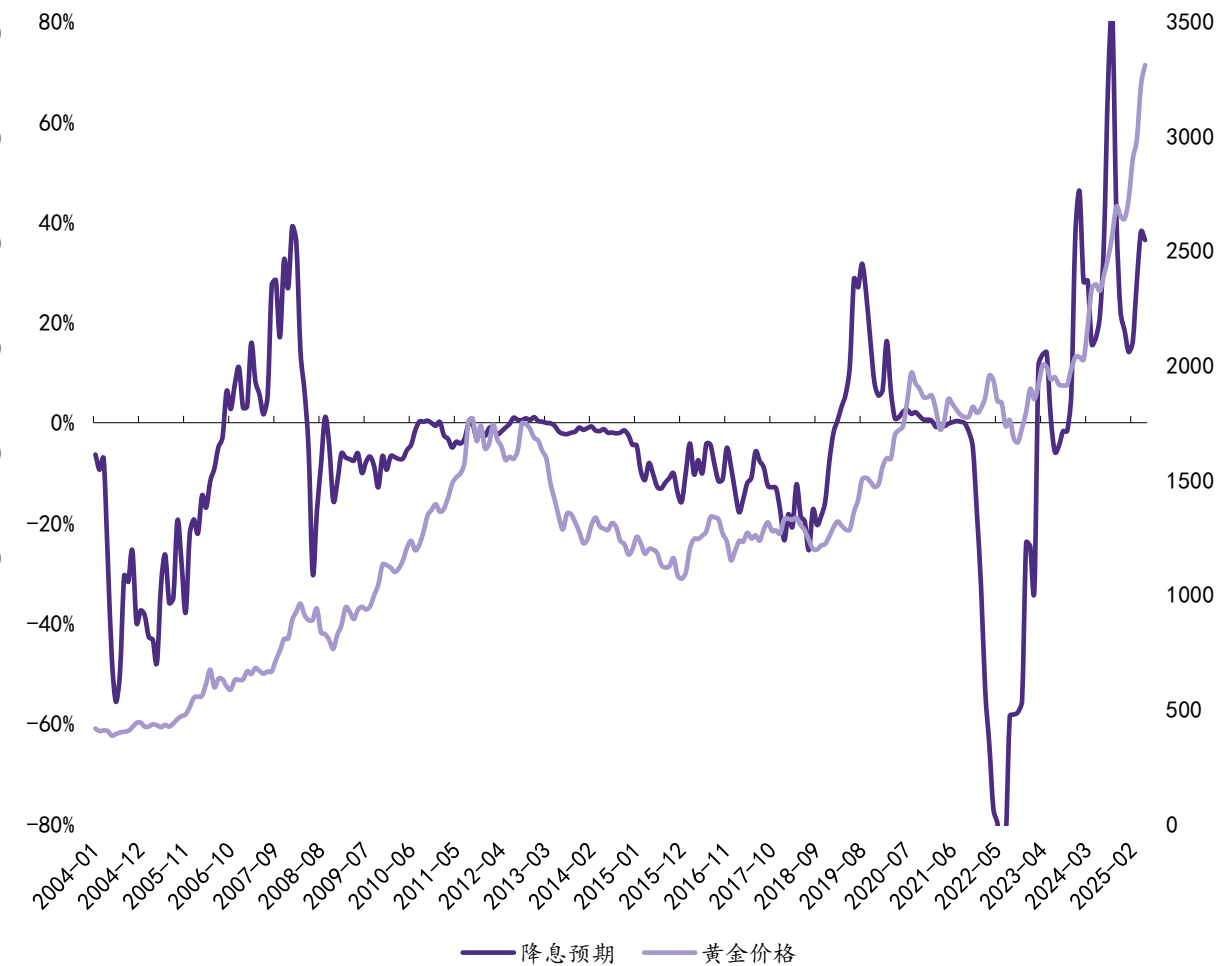
研究创造价值

- 前期黄金快速冲击3500美元/盎司，从各项传统框架来看，对于黄金价格的解释力度均相对有限；
- 实际利率一直是过去支撑黄金价格上涨的主要因素之一，往往实际利率的下行会推动黄金价格的表现，但是在近几个月实际利率保持震荡，并未支撑黄金价格的涨幅；
- 降息预期虽有反复，但是依然是降温的预期，对黄金价格影响不大。

实际利率基本没有助推黄金涨幅（美元）



降息预期阶段性降温（美元）



资料来源：Wind资讯，彭博，华鑫证券研究

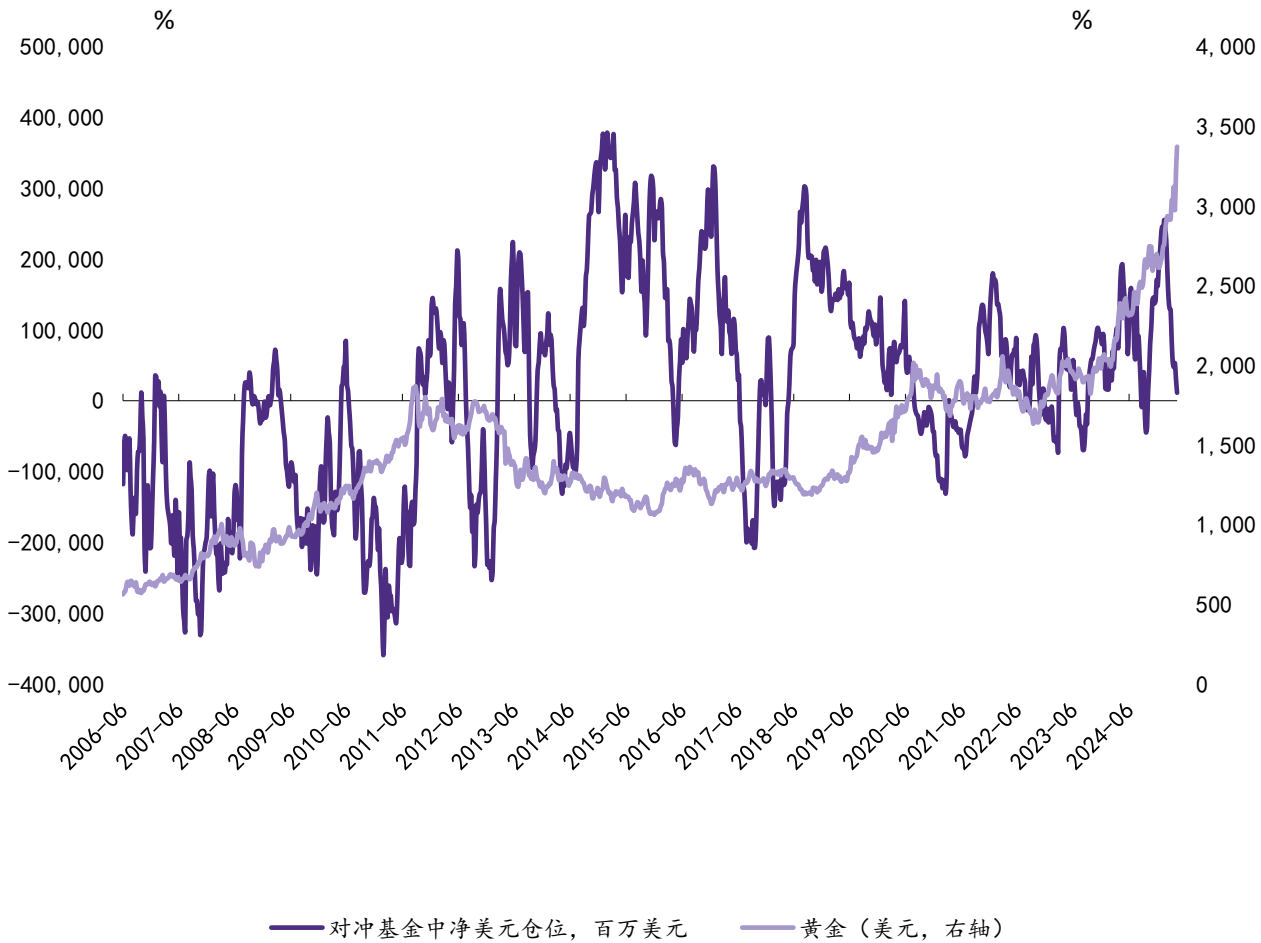
➤ 美元降幅也并不足以支撑黄金的快速上行，对冲基金的净美元仓位能部分解释黄金价格。

美元指数的回落幅度不足以支撑黄金涨幅（美元）



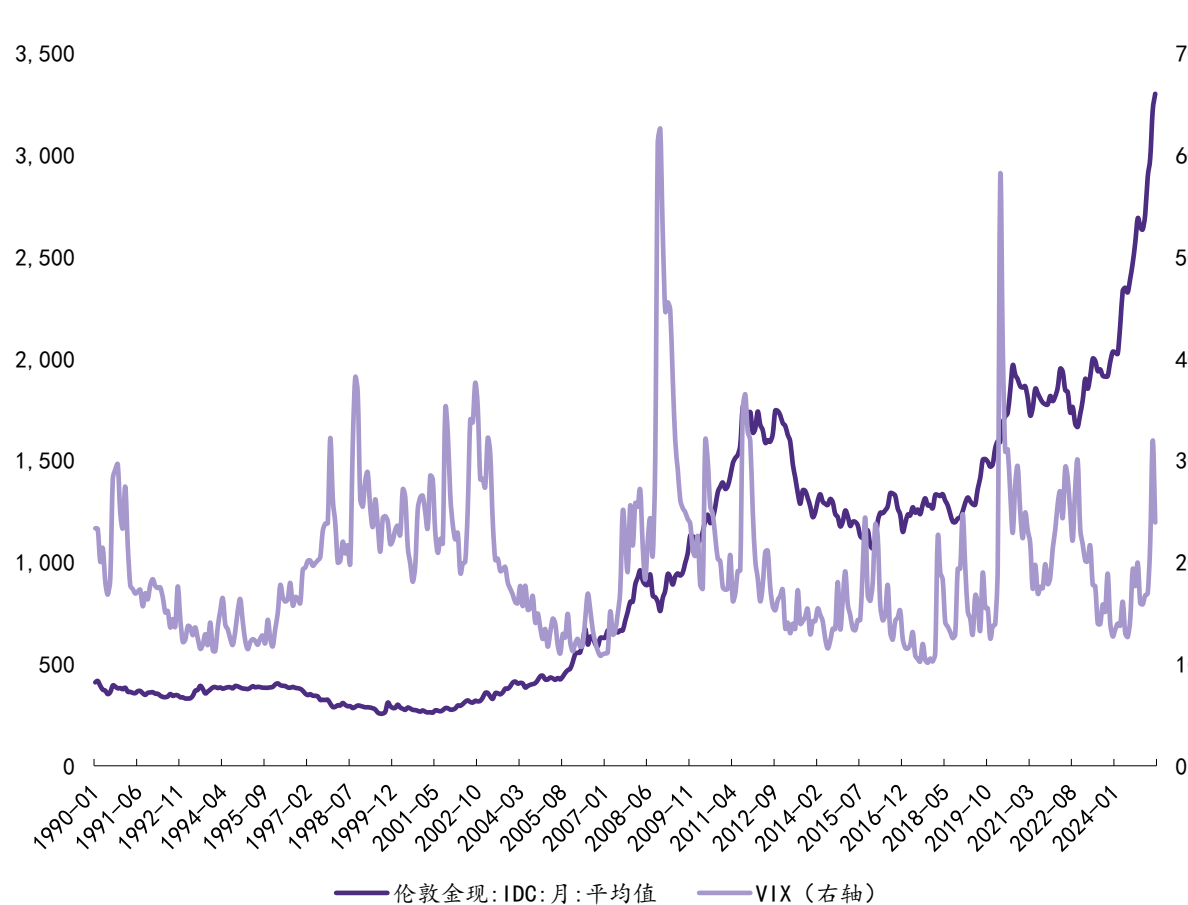
资料来源：Wind资讯，彭博，华鑫证券研究

净美元仓位部分解释



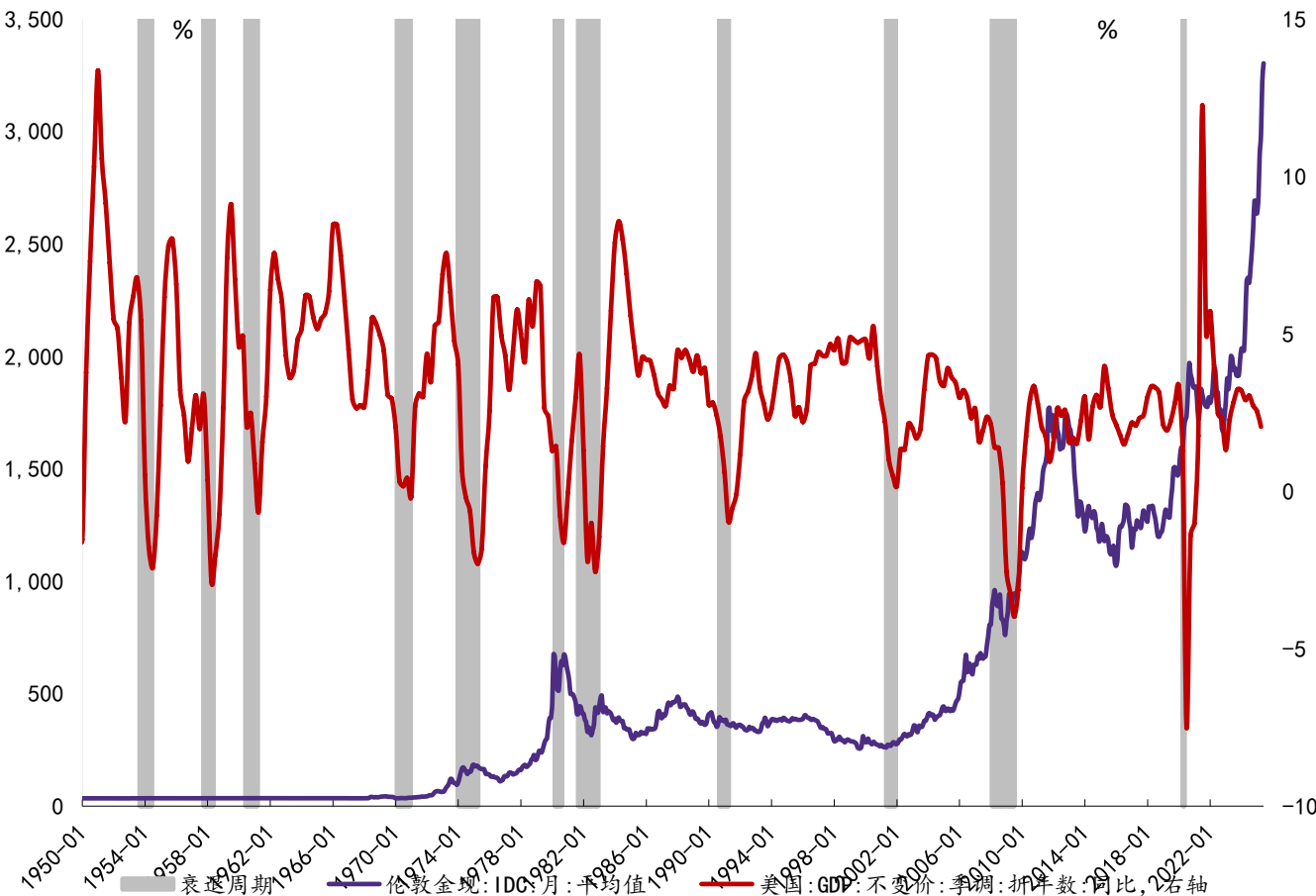
- 特朗普关税政策导致VIX指数快速上行，但伴随着VIX指数的冲高回落，黄金仍持续冲高，短期避险因素不是本轮黄金价格上涨的主因。
- 从衰退交易来看，往往衰退触发后黄金反而会出现快速的兑现和止盈。

VIX指数出现回落但黄金持续冲高



资料来源: Wind资讯, FRED, 华鑫证券研究

过去往往真的衰退后黄金反而会出现兑现行情



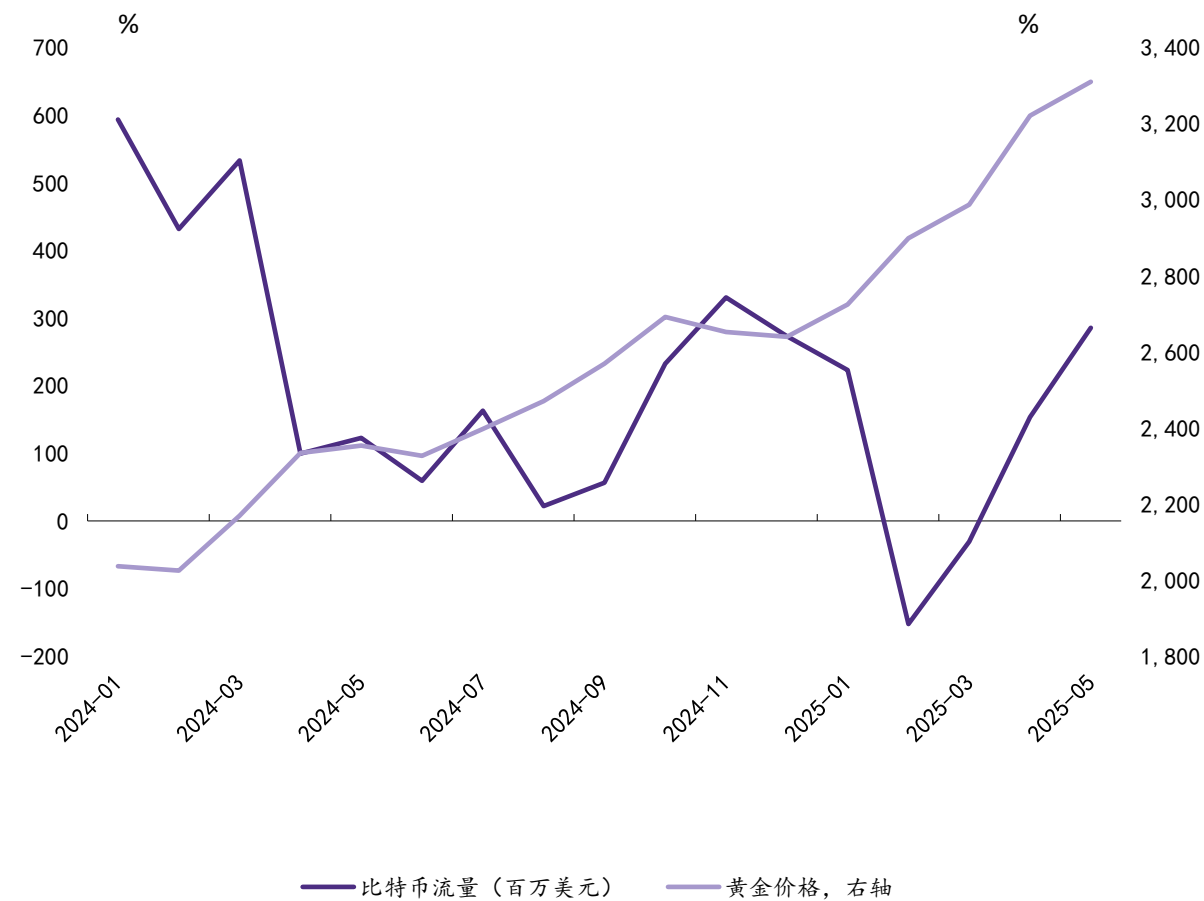
➤ BTC作为数字黄金，长期趋势和实物黄金基本一致，但是在短期流动性的影响下会出现数字黄金和实体黄金的相爱相杀，在流动性宽裕的时候数字黄金更加受益。

实物黄金和数字黄金长期预期相对一致



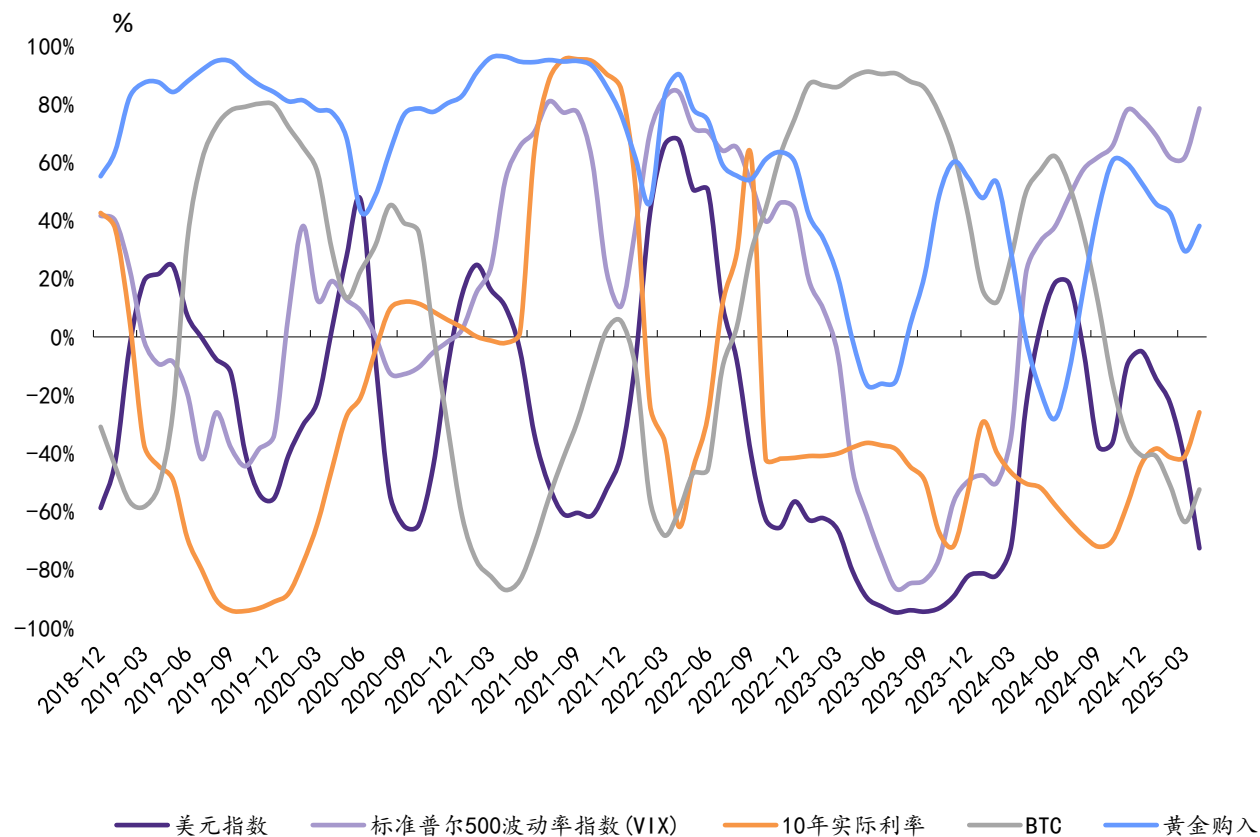
资料来源：Wind资讯，彭博，华鑫证券研究

但是短期仍会出现相爱相杀的局面



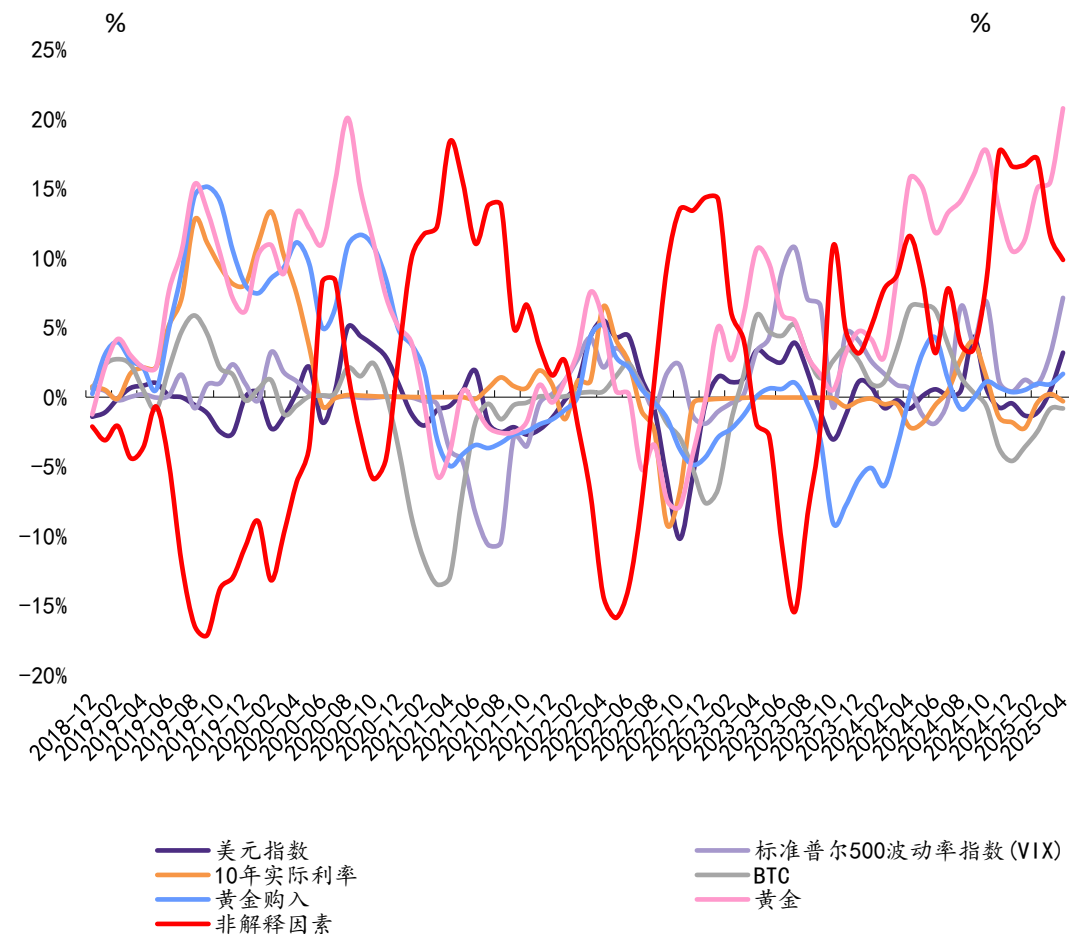
- 黄金作为一个多逻辑的资产，各个相关的定价逻辑只能一方唱罢我登场，且传统的框架对近期黄金涨幅的解释力度较弱。
- 因此我们需要找到：1) 长期黄金价格的支撑；2) 短期黄金价格的解释或者是可观察的因素。

黄金定价因素的多元化导致其资产相关性变化较大



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

传统框架中，黄金有很大的不可解释项



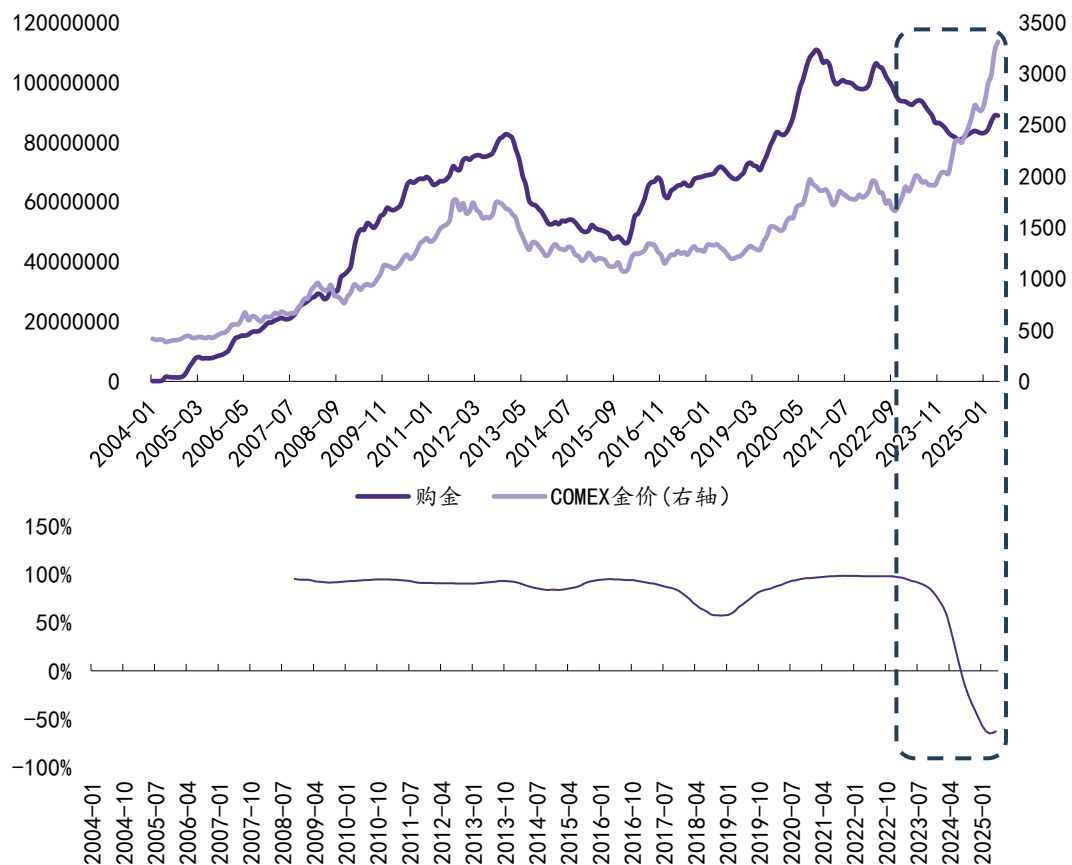
02 黄金长牛确定性

研究创造价值

长期趋势：购金行为的持续上行

- 从ETF的角度来说，黄金价格和ETF购金行为从2023年以来便开始出现了背离，移动10年平均MA出现走负。
- 虽然央行购金行为持续，但短期对于黄金的价格支撑也相对有限。

ETF机构购金行为并未推动黄金价格上行



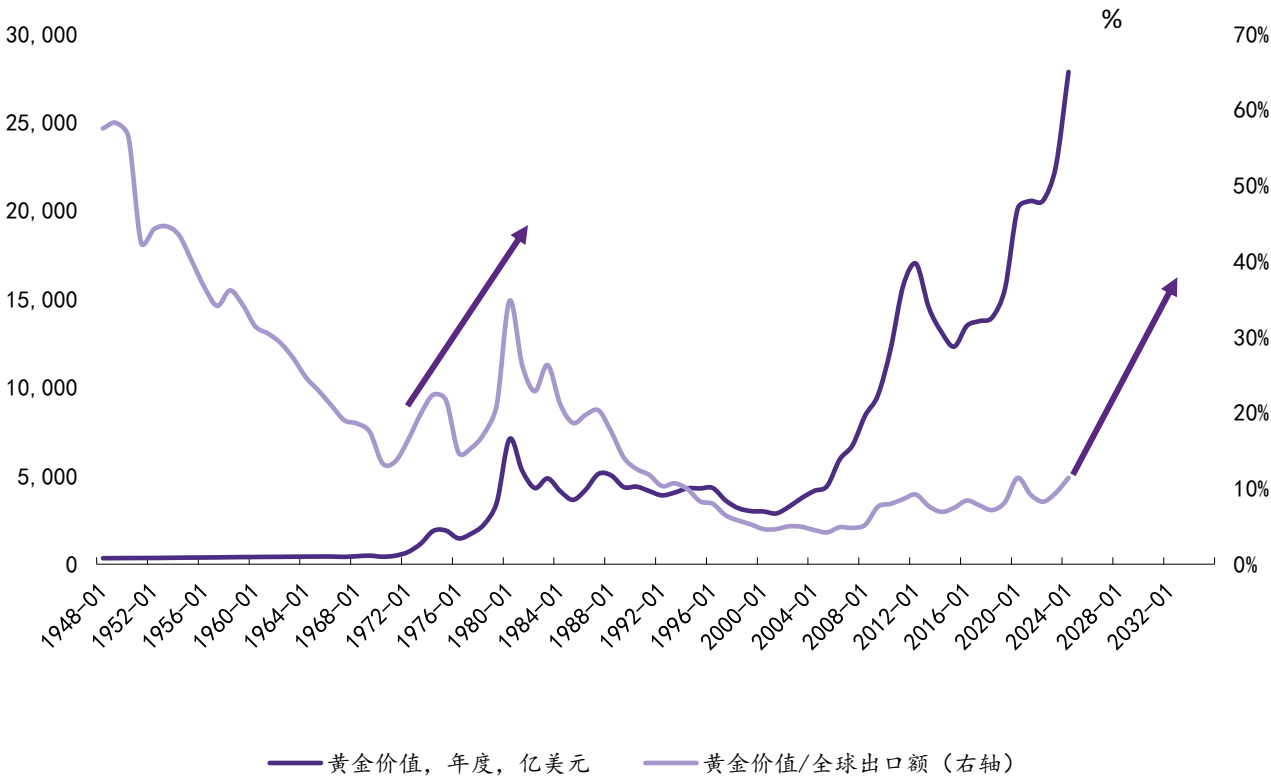
资料来源：Wind资讯，彭博，华鑫证券研究

反而是央行的购金持续助推

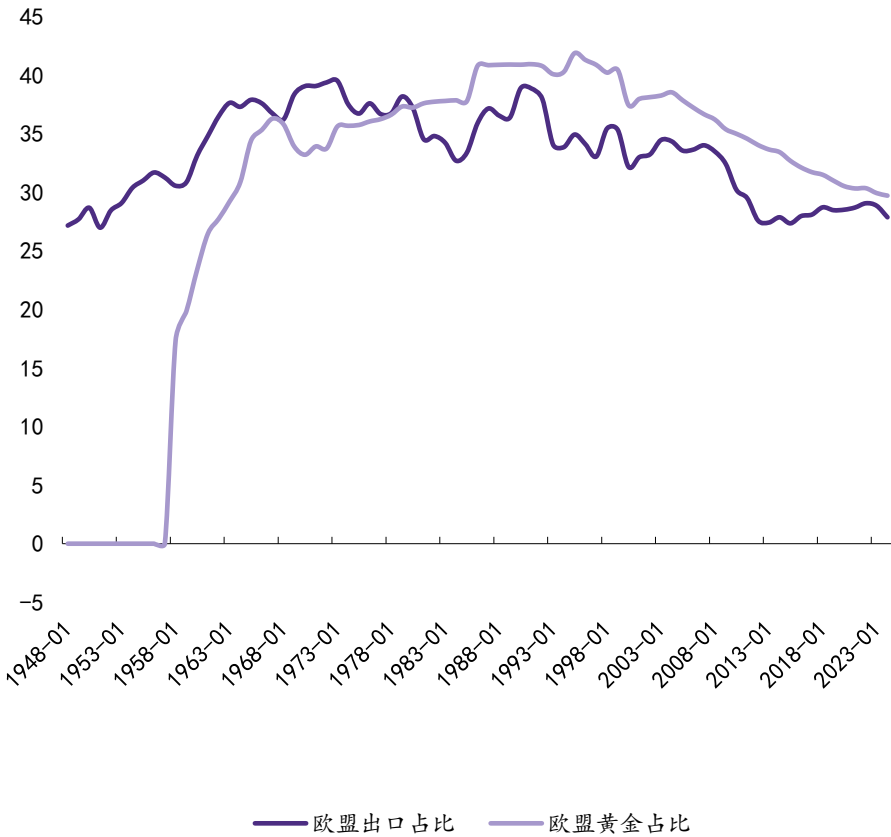


- 特朗普上台后，美元信用问题再度受到挑战，从全球出口和黄金价值的比值来看，黄金或重新成为外汇储备的重要背书，及全球贸易的背书，这点在1980年时期布雷顿森林体系破裂时出现类似的走势。
- 欧洲国家作为1980年体系破裂的主要参与者，保持了贸易额和黄金量的相对平衡。

主要是从全球出口额和黄金比来看，信用的崩塌将会带来黄金的持续多配



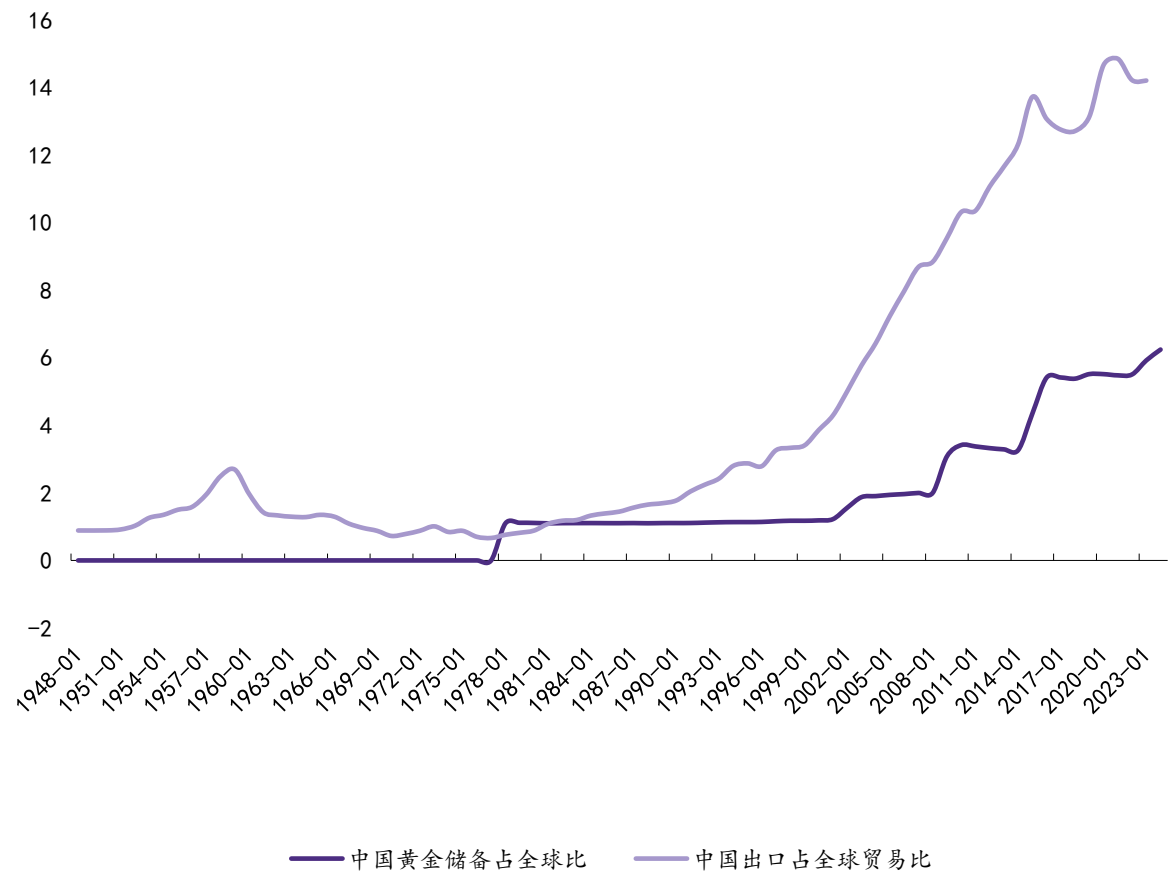
欧盟的出口额和黄金量比例相当



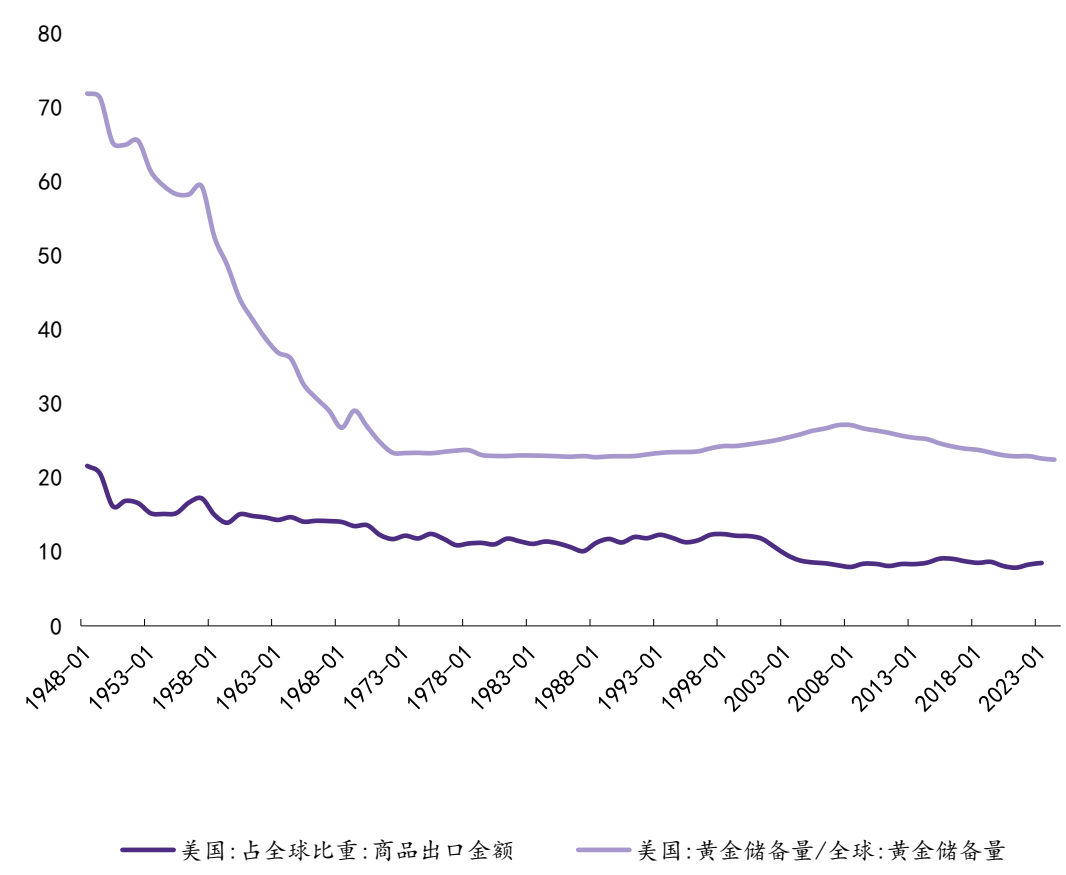
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

➢ 中美则是分别非常典型的贸易额和黄金量不匹配的国家，其中中国是出口过多、黄金太少，而美国则是出口太少、黄金过多。

中国的出口额和黄金量有较大差距



美国的出口额和黄金量度也有较大差距

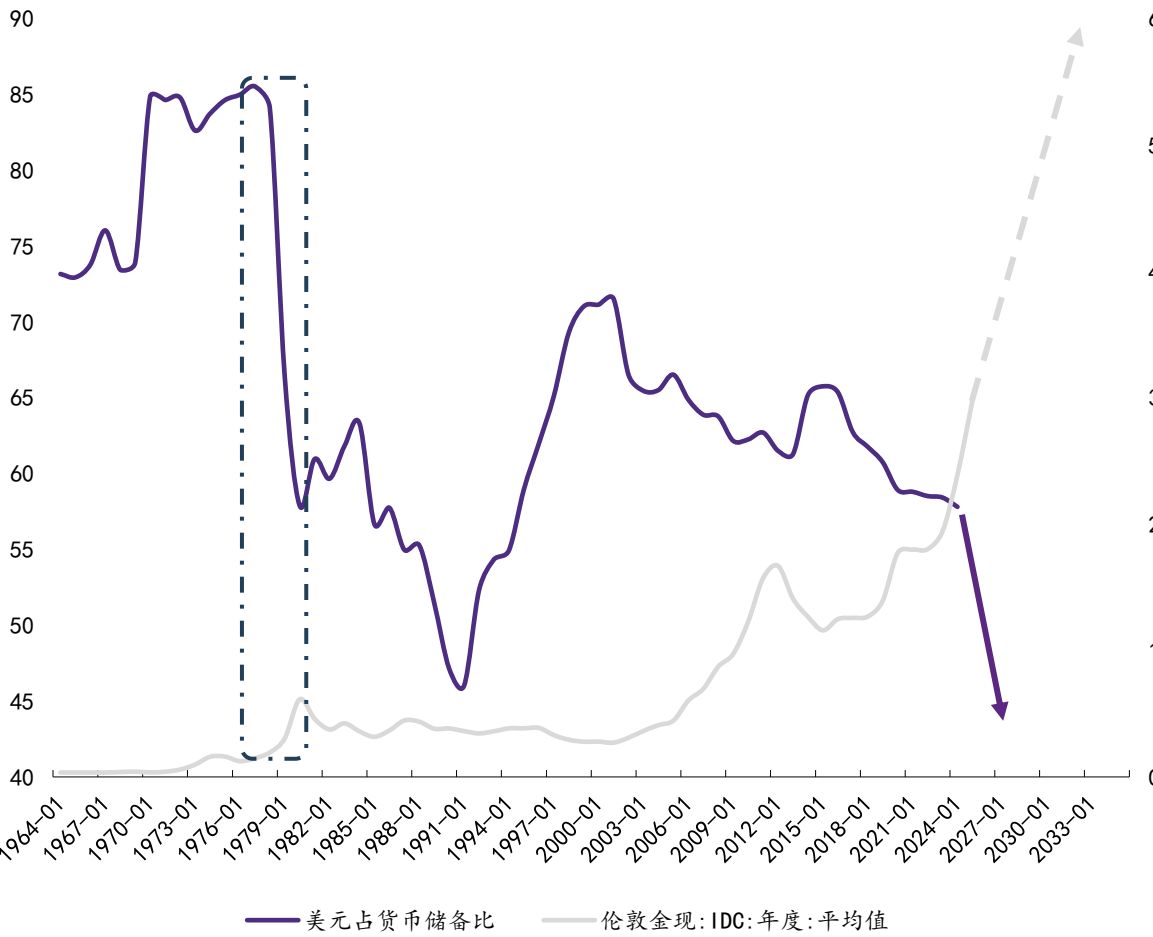


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

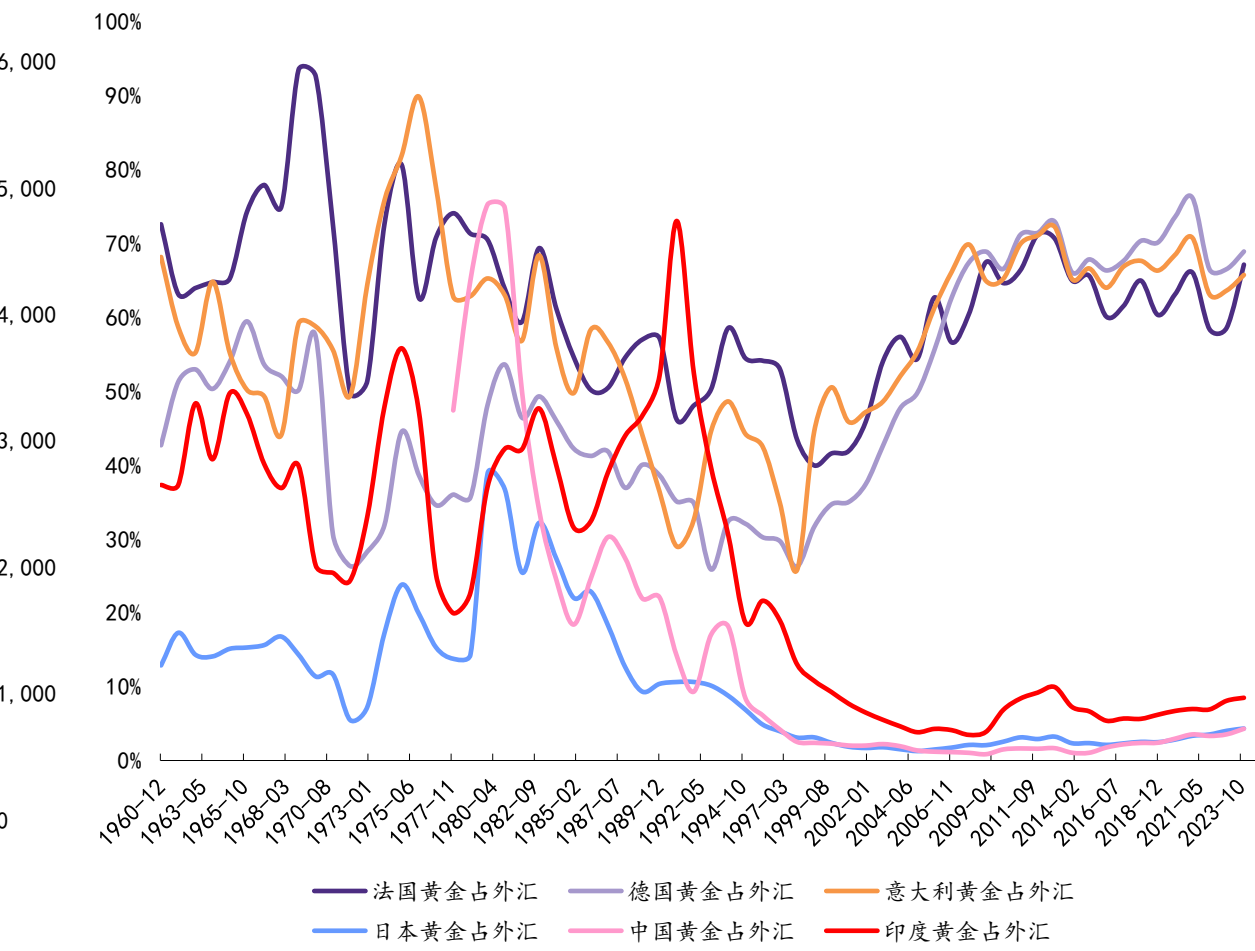
黄金：贸易角度的长期购金行为仍未结束

➤ 从长期的角度来说，伴随着美元信用问题的进一步恶化，全球贸易国家均会调整美元资产在外汇储备中的占比，带动黄金占外汇储备的回升，发展中国家将向着有着丰富经验的发达国家看齐，带动央行购金行为的持续。

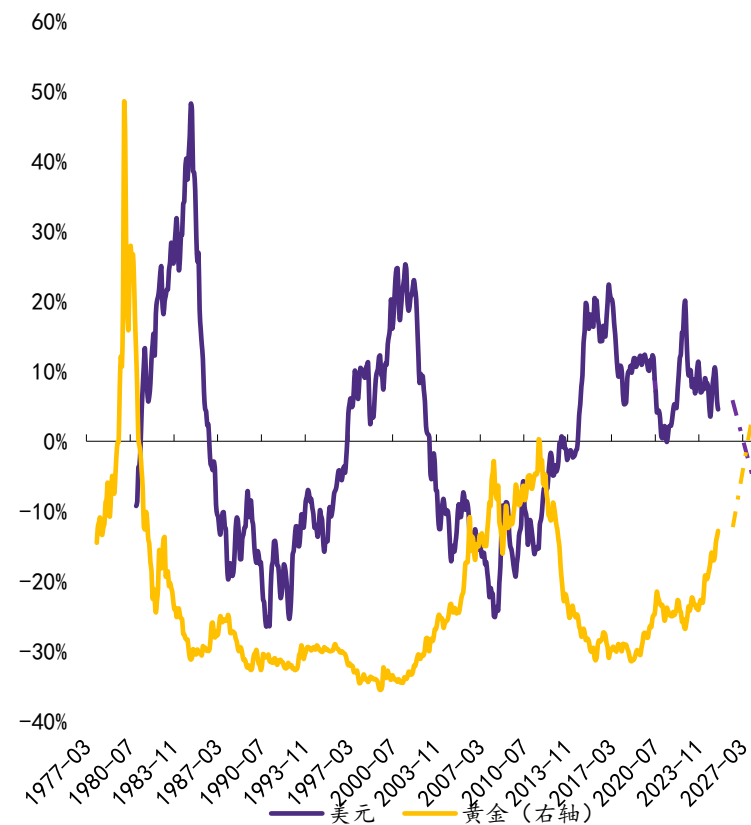
从贸易信用来看，伴随着美元占比的持续回落，购金仍会持续
(美元)



发展中国家的黄金外汇比将向老发达国家看齐

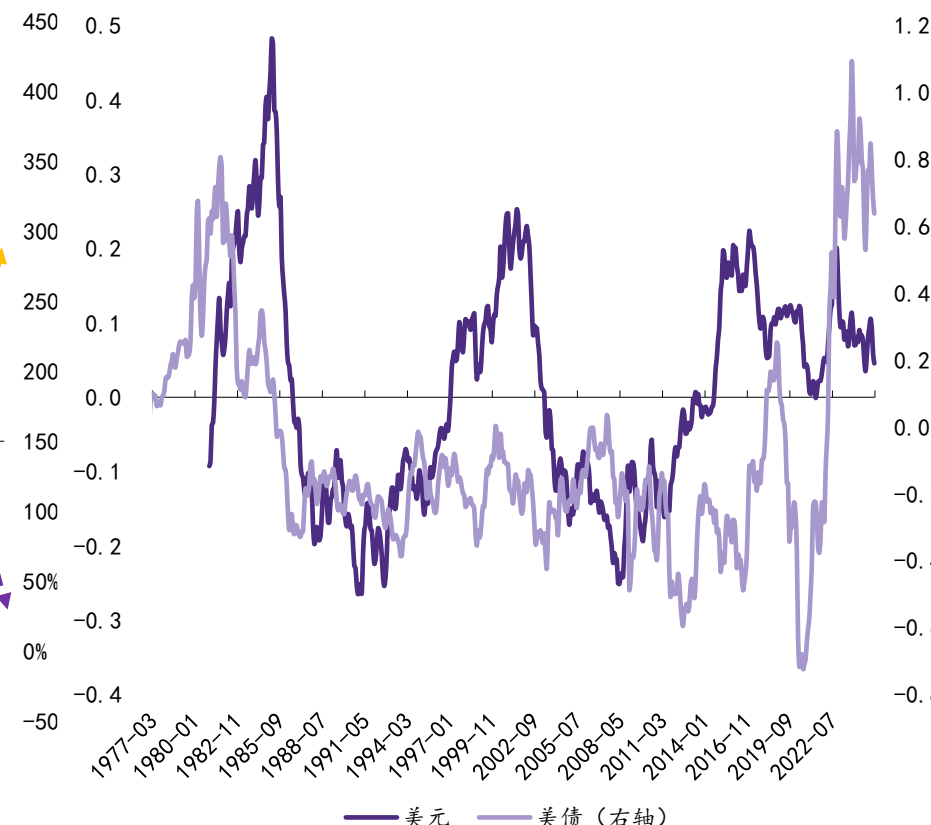


当前可能处在大美元周期的起点

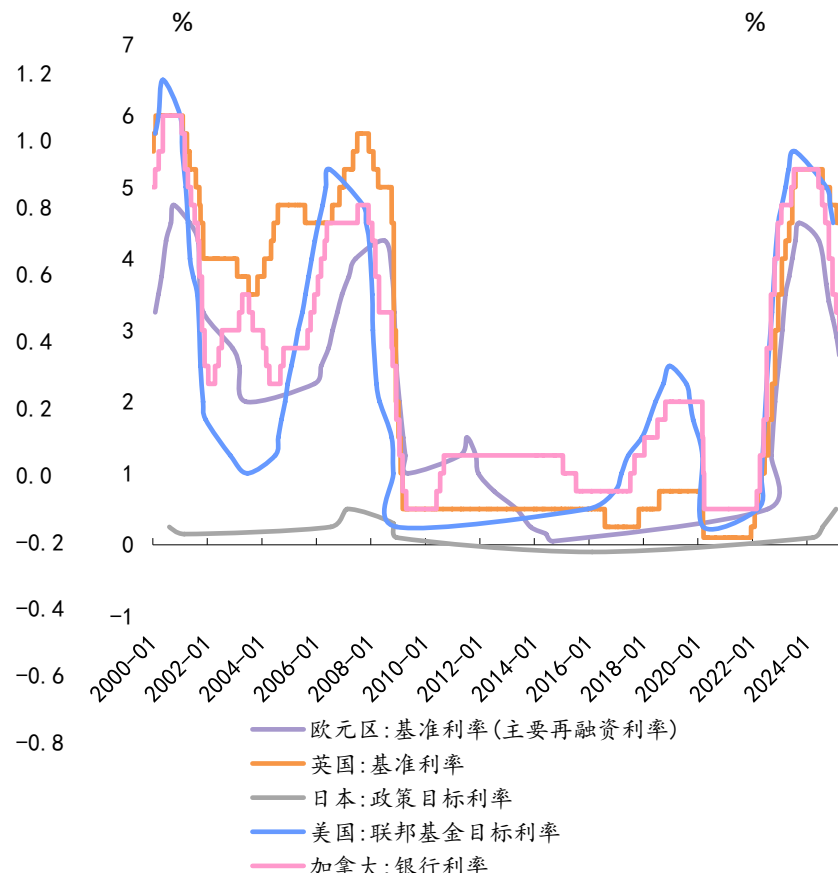


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

美元走弱的本质是经济下行带来的利率下行



等待全球共同放水的重启



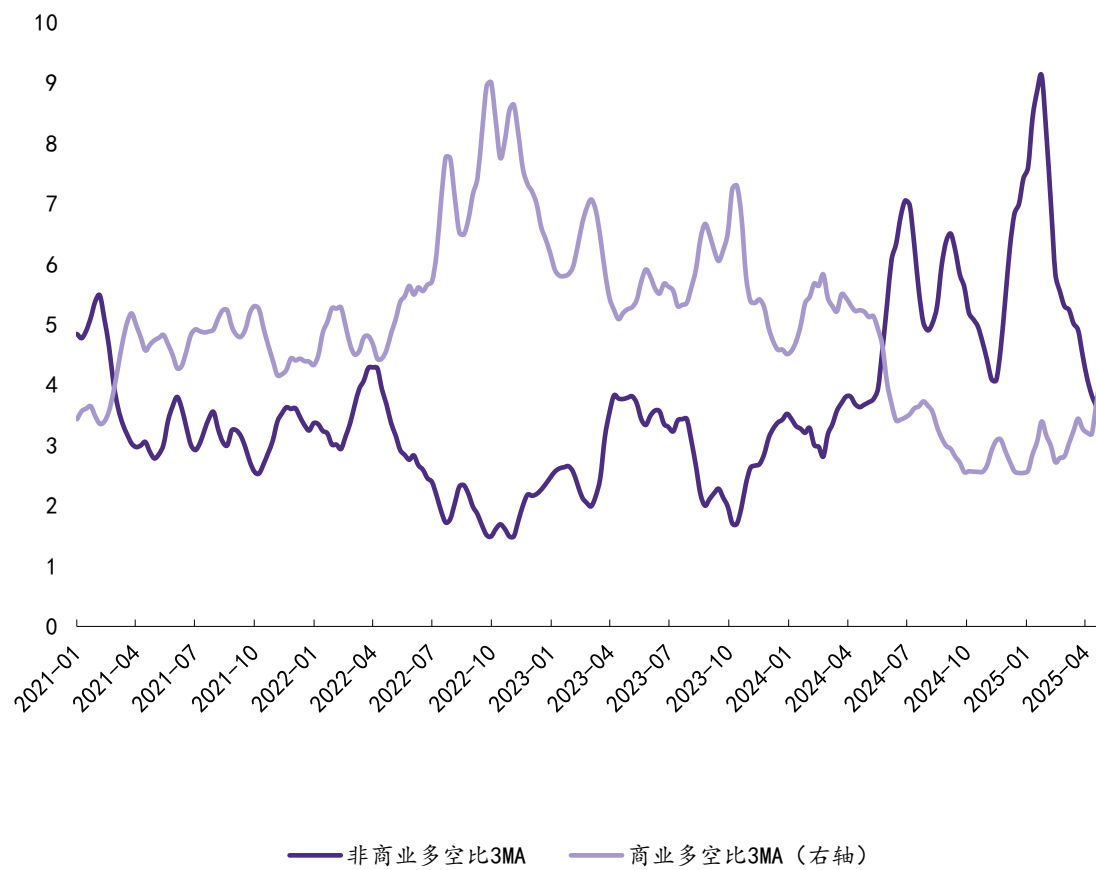
03 黄金短期偏震荡

研究创造价值

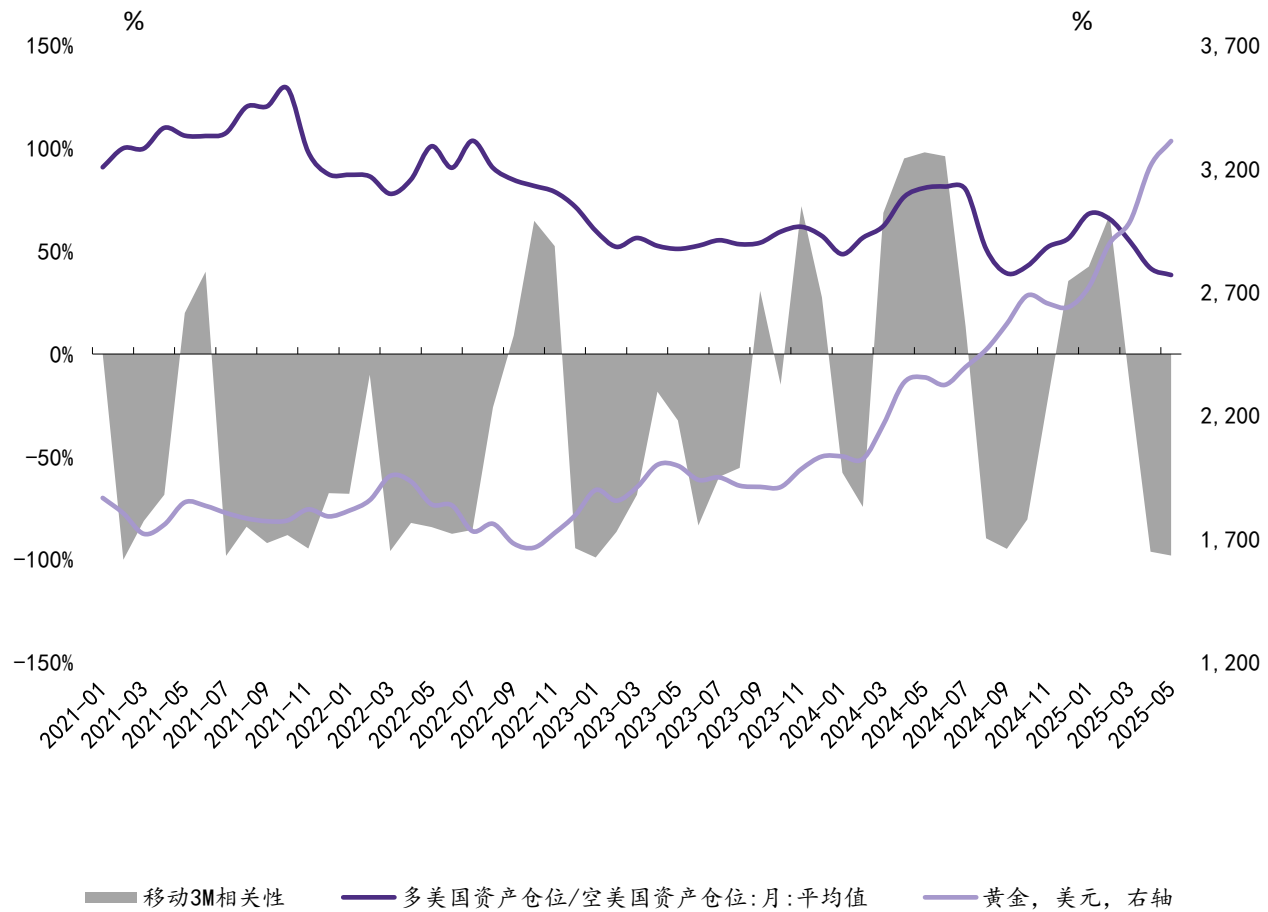
短期解释：对美国资产的抛售和交易情绪的波动

- 黄金长期在替代美元的储备地位，短期作为避险美国资产的选项，是多美国资产的对立面。
- 结合仓位数据，把市场上多VIX（空美股）、空美元（包括多日元和多欧元）以及空美债的仓位结合起来，发现其对黄金近期价格波动有更好的解释力。

黄金在3500附近出现了高波动主要是非商业持仓快速兑现



近一个月以来做空美国资产的仓位和黄金价格呈强负相关

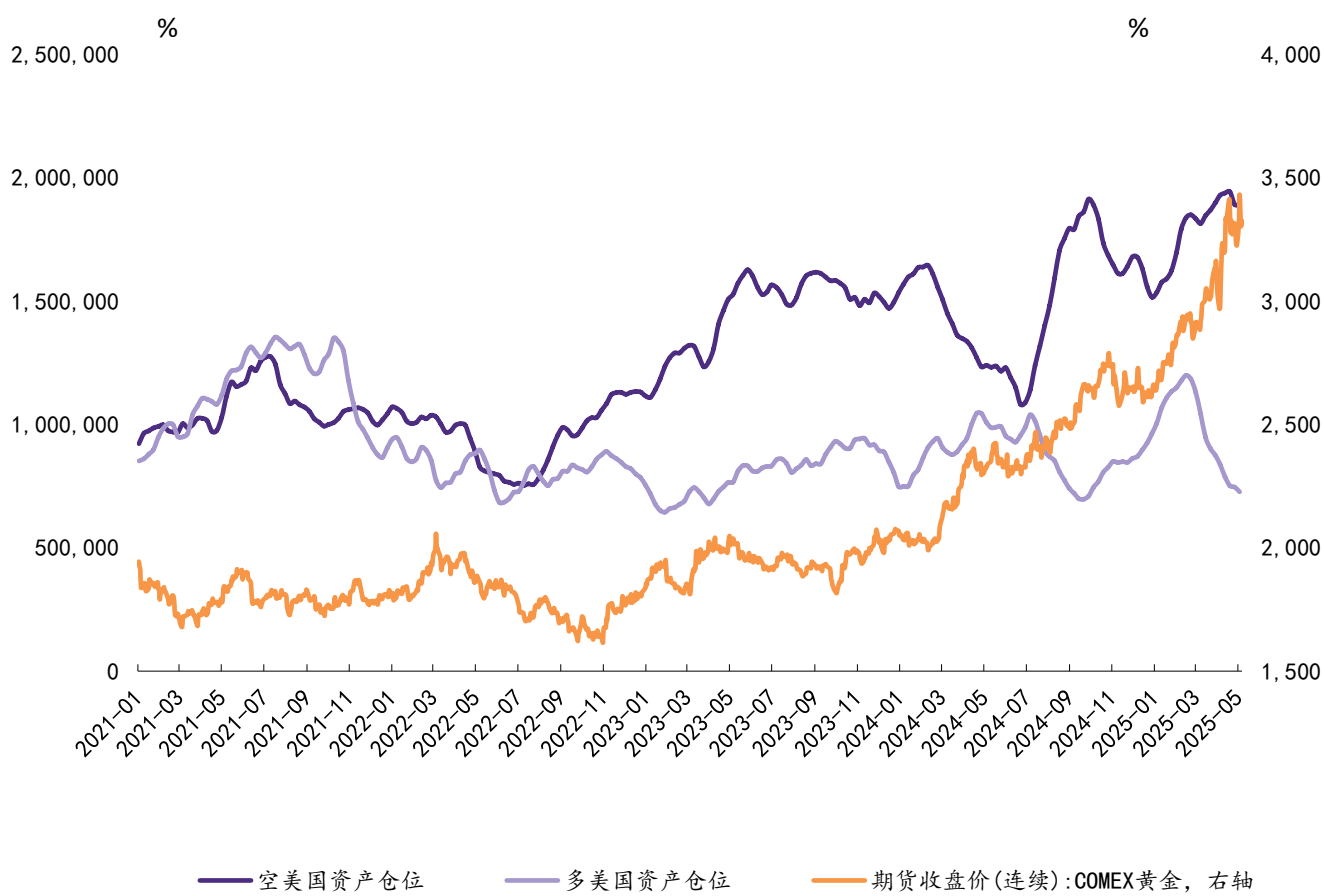
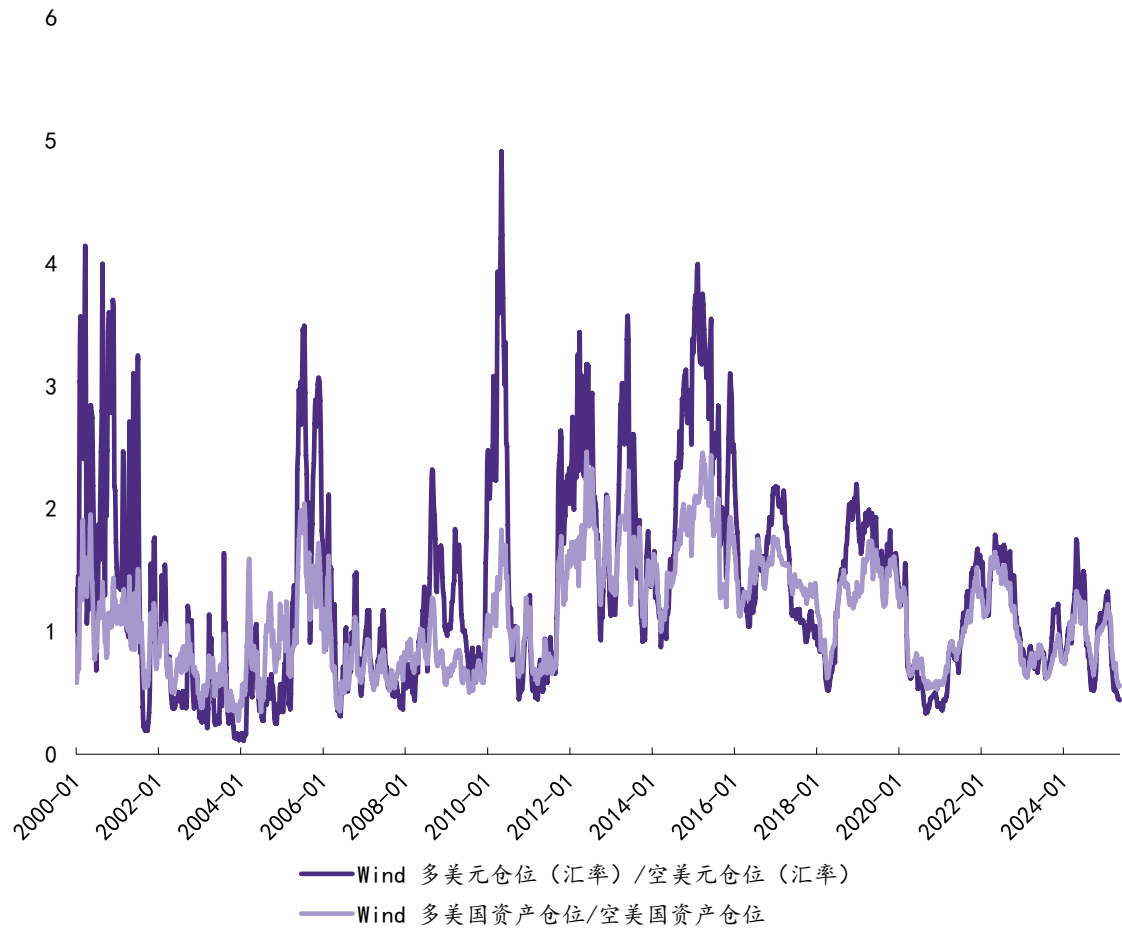


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

黄金：预计短期震荡2个月左右

- 近期随着中美关税和谈和财报韧性，资金对美国投资热情重新回归，做空美国资产仓位到达相对峰值，做多美国资产仓位达到相对低谷，使得黄金出现调整；
- 从时间和空间来看，美国多空转化通常在2个月左右，预计黄金在3150-3500区间波动。

短期持续关注对美国资产的抛售，已经来到阶段峰值，黄金价格上行受阻



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

➤ 黄金横盘整理过程中，也有高频数据可以持续关注，或成为黄金后续走势的主导因素，分别是日本卖债、美国经济和VIX数据，分别对应美国资产抛售，降息预期和地缘局势的定价。

短期关注的高频指标：卖债、经济和恐慌



在黄金长牛趋势确认的情况下，短期上行受阻，更多需要通过交易因素寻找合适的布局点，关注3150附近的支撑。

长期逻辑：黄金贸易背书属性的回归

- 1、外汇储备的调整（布雷顿森林体系的重演）；
- 2、美国资产的抛售（大美元周期回落）

中期逻辑：滞胀、降息等经济货币周期的回归

黄金抗风险、抗通胀属性的定价

短期：对美资产的抛售、关注美股，美元，美债的资产联动以及特朗普政策

黄金作为美国资产对手盘的交易端因素

- 1, 地缘局势超预期变化
- 2, 特朗普政策不确定性
- 3, 科技发展带来贸易格局改变

杨芹芹：经济学硕士，8年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

孙航：金融硕士，2022年5月入职华鑫研究所

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

研究创造价值