

2025 年 04 月 10 日

战略性看多黄金

宏观研究团队

——宏观经济专题

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

郭晓彬（联系人）

guoxiaobin@kysec.cn

证书编号：S0790123070017

● 一、金价长期利多大于利空

1、黄金实物资产属性服从于货币属性：黄金定价主要基于货币属性与实物资产属性，基本定价逻辑我们在《长期黄金价格取决于经济增长的实际驱动力》中做过较为详细的阐明，简言之：黄金的货币属性基于全球潜在共识，在全球秩序动荡、信用货币失锚时充当“资产避风港”功能，是其价值根本。从长期看，实际利率、美元指数指标与黄金价格变动呈现不对称性，也即金价易涨难跌，背后是不确定性提升以及财政货币扩张下的金价中枢水涨船高，是为实物资产属性服从货币属性。此外，即便在全球秩序较为稳定、确定性较强时，若信用货币扩张速度大幅高于实际经济增速，同样将推高金价中枢。

2、当下情景下，中长期金价利多因素大于利空：(1)货币属性端，“MAGA”结果存疑，但其实现路径侵蚀美元信用：美国经济实际愿景为减少贸易逆差、促进制造业回流、缩减财政赤字，最终巩固美元信用，该过程大概率将耗时良久且结果存疑。且根据“特里芬难题”，美国作为最终消费国，若减少贸易逆差将减少美元输出，在结果存疑的前提下，高筑关税壁垒将破坏全球金融经济秩序与美元共识，严重侵蚀美元信用。这一过程中，非美地区无论出于避险还是更换本币锚定物的目的，大概率将进一步向黄金倾斜。(2)实物资产属性端，美国 AI 或难形成类似上一轮科技革命对于全球的相对领先优势，对经济实际驱动力尚未证实，对美元信用支撑作用或将缩减：以 2010 年为初始定价点，2024 年美元基础货币与地上黄金存量比值比黄金价格高 34%，表明美元货币数量相较于黄金为过剩状态。当货币财政扩张速度快于实际经济增速，实际投资回报率较低时，过剩货币资金或将涌入黄金等稀有实物资产。

● 二、短期看，年内金价或仍有 10%-16% 上行空间

1、当下黄金市场仍处于交易预期进程中，利好因素尚未被完全定价：短期金价波动存在“买预期、卖现实”特征，2025 年 4 月 2 日，特朗普宣布对等关税方案超预期，黄金再创新高后回落，我们认为回落重要原因之一为流动性问题导致黄金被“错杀”，同时后续演进仍存较大不确定性，而市场尚未对此进行完全定价，我们认为，当前仍为较优配置节点。同时，不排除美元流动性危机进一步扩散导致金价再次回落，逢低分步建仓或为较好选择。

2、保守估计，金价年内涨幅或超 23%：截至 2025 年 4 月 9 日，黄金价格相较于年初上涨 14% 左右，我们对过去 24 年价格变动进行汇总，为当前黄金价格涨幅提供参考标准：(1)按年末较年初价格涨幅计算，过去 24 年中，共有 10 年年内涨幅超过 14%，且大多涨幅在 23% 以上。(2)按年内最大涨幅计算，过去 24 年中共有 14 年最大涨幅超过 14%，且大多在 25% 以上。

保守假设 2025 年黄金价格整体走势或将处于历史分位数前十水平。则此假设下，年内黄金价格大概率仍有 10%-16% 的上涨空间。

● **风险提示：**历史经验失效，美国经济韧性超预期。

相关研究报告

《新建房与二手房市场出现明显分化——宏观周报》-2025.4.6

《非农就业已非当前美国市场主要矛盾——美国 3 月非农就业数据点评》-2025.4.5

《特朗普对等关税及影响的几点理解——宏观经济点评》-2025.4.3

目 录

1、 金价中长期利多大于利空	3
1.1、 黄金实物资产属性服从于货币属性.....	3
1.2、 当下情景下，中长期金价利多因素大于利空.....	3
2、 短期看，年内金价或仍有 10%-16%上行空间.....	5
2.1、 当下黄金市场仍处于交易预期进程中，利好因素尚未被完全定价	5
2.2、 保守估计，金价年内涨幅或超 20%	5
3、 风险提示	7

图表目录

图 1： 长期看，美国实际利率在-2%-10%区间波动，而黄金价格中枢不断上移.....	3
图 2： 长期看，美元指数在 70-150 区间波动，而黄金价格中枢不断上移.....	3
图 3： 近年来，世界各地央行进一步向黄金倾斜.....	4
图 4： 以地上黄金存量为分母，美元总量为分子，美元货币数量相对于黄金过剩	4
图 5： 市场尚未对后续不确定性进行完全定价.....	5
图 6： 保守估计，2025 年黄金价格整体走势或将处于历史分位数前十水平。则此假设下，年内黄金价格大概率仍有 10%-16%的上涨空间	6

1、金价中长期利多大于利空

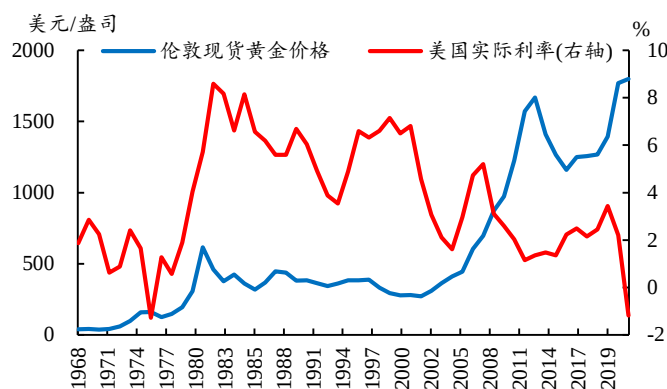
1.1、黄金实物资产属性服从于货币属性

黄金定价主要基于货币属性与实物资产属性，基本定价逻辑我们在《长期黄金价格取决于经济增长的实际驱动力》中已有详细说明。

简言之：**黄金的货币属性基于全球潜在共识，在全球秩序动荡、信用货币失锚时充当“资产避风港”功能，是其价值根本。**其他所谓金融属性、避险属性等均为其衍生属性。

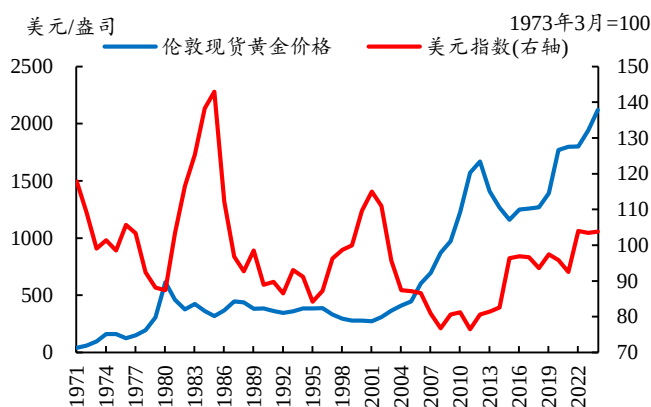
与实际利率、美元指数相关性较强的实物资产属性则为黄金价格提供中短期定价依据。从长期看，此类指标与黄金价格变动呈现不对称性，也即金价易涨难跌，背后是**不确定性提升以及财政货币扩张下金价中枢水涨船高，是为实物资产属性服从货币属性。**此外，即便在全球秩序较为稳定、确定性较强时，若信用货币扩张速度大幅高于实际经济增速，同样将推高金价中枢。

图1：长期看，美国实际利率在-2%-10%区间波动，而黄金价格中枢不断上移



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：长期看，美元指数在 70-150 区间波动，而黄金价格中枢不断上移



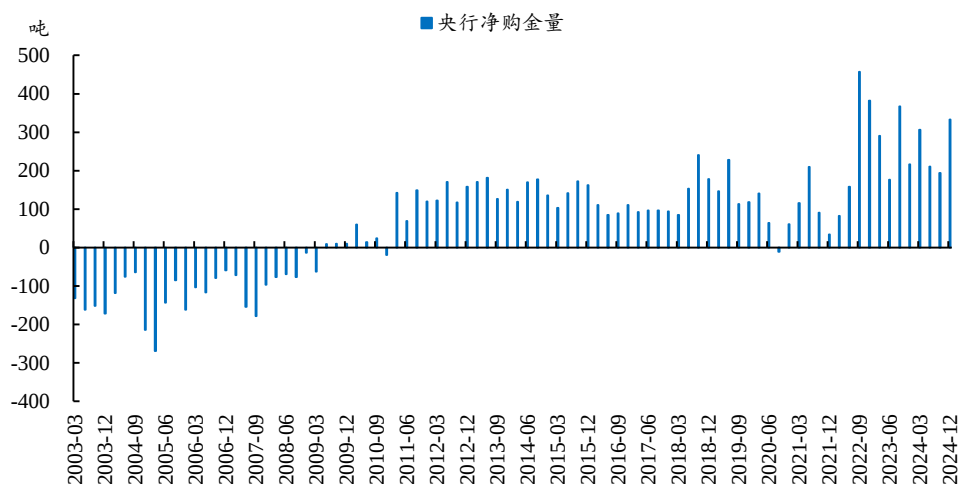
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、当下情景下，中长期金价利多因素大于利空

基于黄金以上两大属性进行分析：

货币属性端，“MAGA”结果存疑，但其实现路径侵蚀美元信用：当前全球信用货币为美元，美国经济实际愿景为减少贸易逆差、促进制造业回流、缩减财政赤字从而进一步巩固美元信用，但考虑到其国内人工成本、基建水平、营商环境、供应链完整性等多方面因素，该过程大概率将耗时良久且结果存疑。**且更加重要的是，其实现手段的“副作用”与其最终目的相悖：**根据“特里芬难题”，美国作为最终消费国，若减少贸易逆差将减少美元输出，削弱美元作为世界货币的功能，在结果存疑的前提下，高筑关税壁垒、以邻为壑、朝令夕改将破坏全球金融经济秩序与美元共识，严重侵蚀美元信用。**这一过程中，非美地区无论出于避险还是更换本币锚定物的目的，大概率将进一步向黄金倾斜。**

图3：近年来，世界各地央行进一步向黄金倾斜

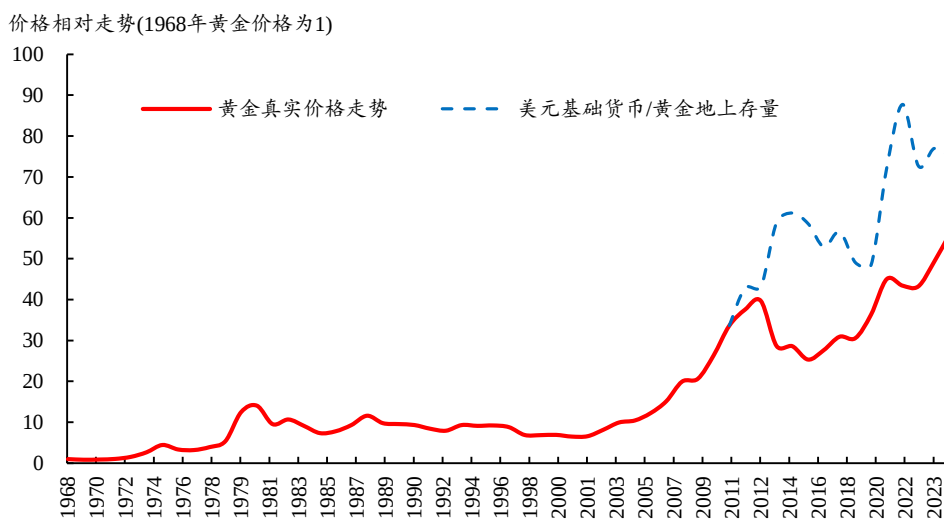


数据来源：Wind、开源证券研究所

实物资产属性端，美国 AI 或难形成类似上一轮科技革命对于全球的相对领先优势，对经济实际驱动力尚未证实，对美元信用支撑作用或将缩减：美元的经济属性在于美元资产实际投资盈利能力，与美国科技领先程度强相关，从当下来看，相较于上一轮科技革命，美国 AI 研发水平对于全球领先优势明显缩小，此外，其对经济的实际驱动力尚待进一步验证。因此在供给效率尚未明显提高情形下，进口关税提升将推升通胀水平，根据我们在《长期黄金价格取决于经济增长的实际驱动力》中的复盘与分析：即便美联储锚定通胀，保持高利率，或将导致经济衰退可能性增强，实际利率虚高“失真”，难以对金价形成压制。

若以地上黄金存量为分母，美元总量为分子，美元货币数量相对于黄金为过剩状态，即便以 2010 年为初始定价点，至 2024 年，美元基础货币与地上黄金存量比值高于黄金价格 34%。当货币财政扩张速度快于实际经济增速，实际投资回报率较低时，过剩货币资金或将涌入黄金等稀有实物资产。

图4：以地上黄金存量为分母，美元总量为分子，美元货币数量相对于黄金过剩



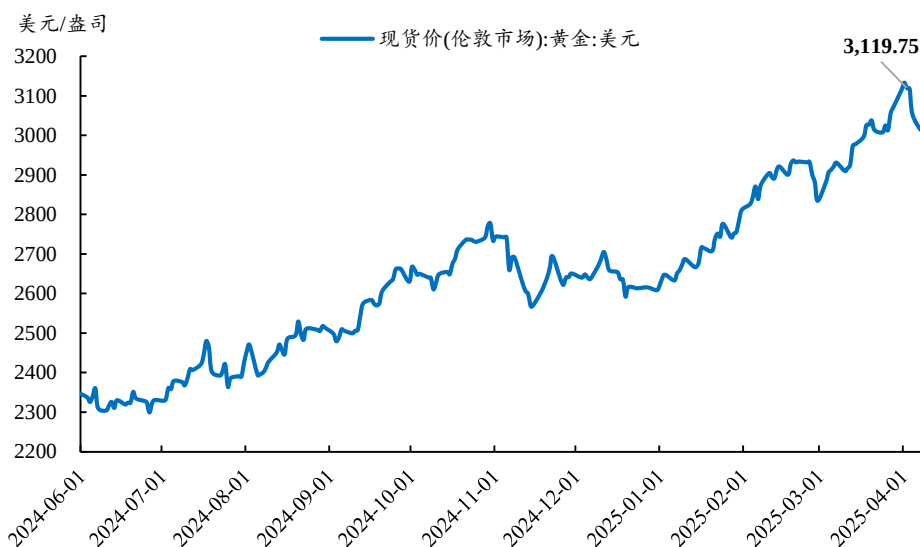
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、短期看，年内金价或仍有 10%-16%上行空间

2.1、当下黄金市场仍处于交易预期进程中，利好因素尚未被完全定价

短期金价波动存在“买预期、卖现实”特征，即提前定价不确定性，在靴子落地、利好出尽后获利了结，而当前市场交易仍在“买预期”进程中，尚未因不确定性对黄金进行充分定价：2025 年 4 月 2 日，特朗普宣布对等关税方案超预期，黄金再创新高，随后有所回落，我们认为，此后回落重要原因之一为流动性问题导致黄金被“错杀”，同时后续演进仍存较大不确定性，而市场尚未对此进行完全定价，结合第一部分对于长期金价的分析，我们认为，当前(截至 4 月 9 日，伦敦现货黄金价格仍在 3100 美元/盎司以下)仍为较优配置节点。同时，不排除美元流动性危机进一步扩散导致金价再次回落，逢低分步建仓或为较好选择。后续关税影响落地、美国衰退预期升温、美联储年内降息次数增多等均可成为驱动金价进一步上行的催化剂。

图5：市场尚未对后续不确定性进行完全定价



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、保守估计，金价年内涨幅或超 20%

截至 2025 年 4 月 9 日，黄金价格相较于年初上涨 14%左右，我们对过去 24 年价格变动进行汇总，为当前黄金价格涨幅提供参考标准：

(1)按年末较年初价格涨幅计算，过去 24 年中，共有 10 年年内涨幅超过 14%，且大多涨幅在 23%以上。

(2)按年内最大涨幅计算，过去 24 年中共有 14 年最大涨幅超过 14%，且大多在 25%以上。

保守估计，2025 年黄金价格整体走势或将处于历史分位数前十水平。则此假设下，年内黄金价格大概率仍有 10%-16%的上涨空间。

图6：保守估计，2025 年黄金价格整体走势或将处于历史分位数前十水平。则此假设下，年内黄金价格大概率仍有 10%-16% 的上涨空间

年份	年末价格较年初变动 (%)	年内最高价格较年初 变动(%)	年内最低价格较年初 变动(%)
2001年	1.4	8.2	-5.6
2002年	24.0	25.5	-0.2
2003年	21.7	21.7	-7.0
2004年	5.0	9.4	-9.7
2005年	17.1	25.4	-3.9
2006年	23.9	36.8	-1.0
2007年	31.6	31.6	-4.9
2008年	3.4	19.4	-15.9
2009年	27.6	38.7	-7.4
2010年	27.7	27.7	-5.7
2011年	11.6	36.5	-5.0
2012年	5.7	12.1	-3.6
2013年	-27.8	0.0	-29.6
2014年	-0.2	13.1	-6.8
2015年	-11.4	10.6	-10.5
2016年	9.1	26.2	-0.5
2017年	11.9	17.0	0.0
2018年	-1.1	3.3	-10.2
2019年	18.8	20.5	-1.0
2020年	23.9	35.4	-3.5
2021年	-3.6	0.0	-13.3
2022年	-0.4	12.6	-10.1
2023年	13.8	12.8	-1.8
2024年	26.6	34.4	-4.0
历史分位数前十位均值	24.3	29.8	
2025年(截至4月8日)	13.9		

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、风险提示

历史经验失效，美国经济韧性超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn