

黄金价格上涨的逻辑仍在

黄金价格点评及后续展望

近年来全球央行黄金储备的增加是推动本轮黄金价格上涨的重要因素，而实际利率等传统因素对本轮金价上涨的解释力不足；2025 年一季度金价的上涨则更多由于避险需求的支撑。未来全球央行黄金储备仍有增长空间，避险需求对金价的推动短期并未结束，实际利率仍有向下的可能性，因此以伦敦现货黄金度量的黄金价格上涨的逻辑仍在。

- 黄金供求缺口与黄金价格缺乏相关性，即使从黄金需求中与金价相关度较高的投资需求看，2023 年以来，黄金投资需求占比从高位回落，而金价依然持续上涨。
- 实际利率逻辑可以部分解释近期金价的上涨。以美国 10 年期国债实际收益率度量的实际利率在 2023 年 10 月见顶，黄金随后开启了新一轮上涨。然而，此后美国实际利率处于震荡状态，但黄金价格却持续上涨。
- 本轮黄金上涨的重要推动者是全球央行。2022 年开始，全球央行的黄金需求从 2021 年的 450 吨迅速上升至每年 1000 吨以上，占黄金需求的比例也从 2021 年的 11.2% 上升至超过 20%。其中主要是新兴市场和发展中经济体持有的黄金储备在迅速增长。其增持黄金的背后大致有两个逻辑：中长期而言，是对以美元为代表的信用货币体系的担忧；短期而言，是对日益紧张的地缘政治局势的担忧。
- 2025 年一季度黄金的上涨主要来自于避险需求，即特朗普的关税政策导致的不确定性。4 月 3 日，特朗普关税政策最终落地后，黄金出现了明显回调。
- 截至 2024 年三季度末，全球黄金储备占储备资产的比例仅为 18.2%。其中近年来购买黄金较多的新兴市场和发展中经济体央行占比总体偏低。在全球贸易局势未见缓和前，避险需求仍对黄金构成支撑。在当前市场形势下，美国衰退预期的发酵以及美国金融市场的动荡已经令市场调高了美联储降息的预期，如美联储被迫再度开始降息，则实际利率的回落也将支撑金价。综合判断，我们认为黄金价格上行的逻辑并未发生根本变化，以伦敦现货黄金度量的黄金价格上行的逻辑仍在。
- **风险提示：**贸易局势不确定性，美联储降息力度不及预期

相关研究报告

《关税冲击与中美债市》20250406

《策略周报》20250406

《周度金融市场跟踪》20250406

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

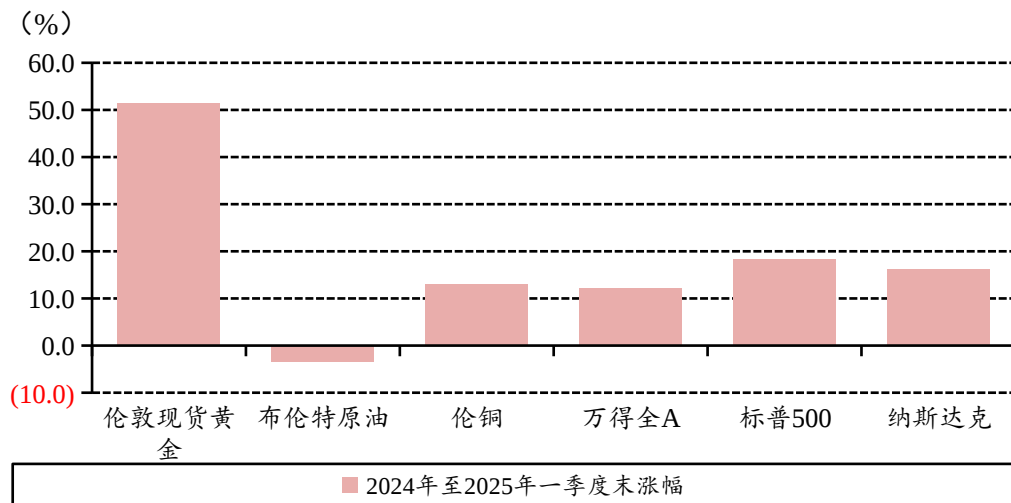
(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

近两年来，黄金无疑是表现最为亮眼的资产之一。2024 年年初至 2025 年一季度末，伦敦现货黄金涨幅超过 50%，远远领先于其他资产。

图表 1. 2024 年以来黄金价格涨幅超越其他资产



资料来源：Wind，中银证券

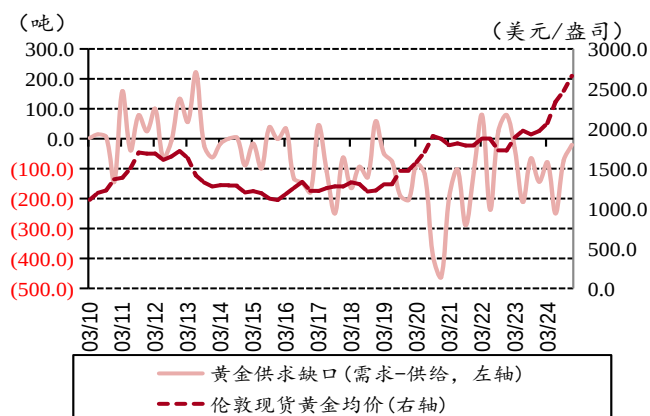
传统意义上，黄金价格最重要的影响因素为实际利率。然而，2025 年以来，市场对美联储降息的预期总体偏向收敛，但 2025 年一季度，伦敦现货黄金依然上涨 19.31%，实际利率逻辑难以解释这一现象。那么，如何理解 2025 年以来黄金的上涨；进一步说，黄金自 2024 年以来的上涨背后有什么新的逻辑？

黄金价格的传统解释逻辑

我们在 2019 年的报告《黄金价格波动的分析：温和而持续的上涨》以及《什么因素主导了黄金价格的上涨：基于实证分析的检验》中曾经讨论过黄金价格的影响因素，包括黄金需求、实际利率、避险、美元指数等。由于黄金本身并无孳息，实际利率是影响黄金价格的主要因素；而避险情绪则会阶段性推升金价；美元指数对金价的影响主要来自伦敦现货黄金以美元计价，实际影响并不确定。

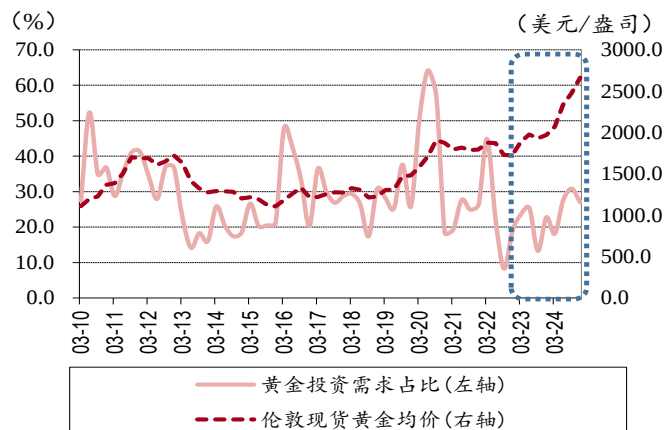
从以上各因素看，首先，黄金需求不能解释近期黄金价格的上涨。总体上，黄金供求缺口与黄金价格缺乏相关性，2023 年以来，黄金处于供大于求状态，但金价持续上涨。即使从黄金需求中与金价相关度较高的投资需求看，投资需求占比的上升可以解释 2016—2020 年金价的上涨，但 2023 年以来，黄金投资需求占比从高位回落，而金价依然持续上涨。

图表 2. 黄金供求缺口与黄金价格



资料来源：World Gold Council，中银证券

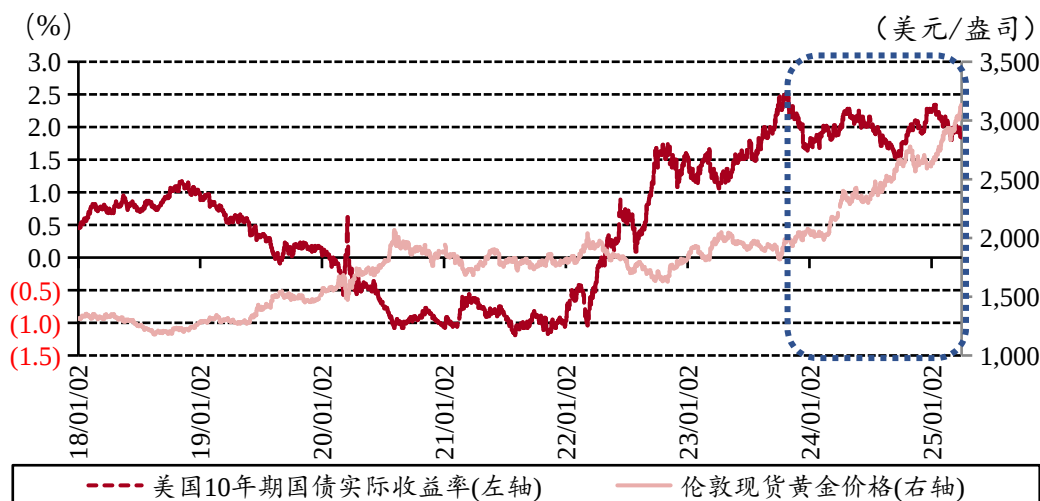
图表 3. 黄金投资需求与黄金价格



资料来源：World Gold Council，中银证券

相较于黄金需求，实际利率逻辑可以部分解释近期金价的上涨。以美国 10 年期国债实际收益率度量的实际利率在 2023 年 10 月见顶，随着实际利率的见顶回落，黄金开启了新一轮上涨。然而，此后美国实际利率处于震荡状态，但黄金价格却持续上涨。特别是 2025 年以来，美联储降息预期来回摇摆，美联储点阵图显示的 2025 年降息次数也从此前的 4 次变为 2 次。因此，实际利率亦不能完全解释 2024 年至今的金价上涨。

图表 4. 实际利率逻辑仅可以部分解释近期金价的上涨

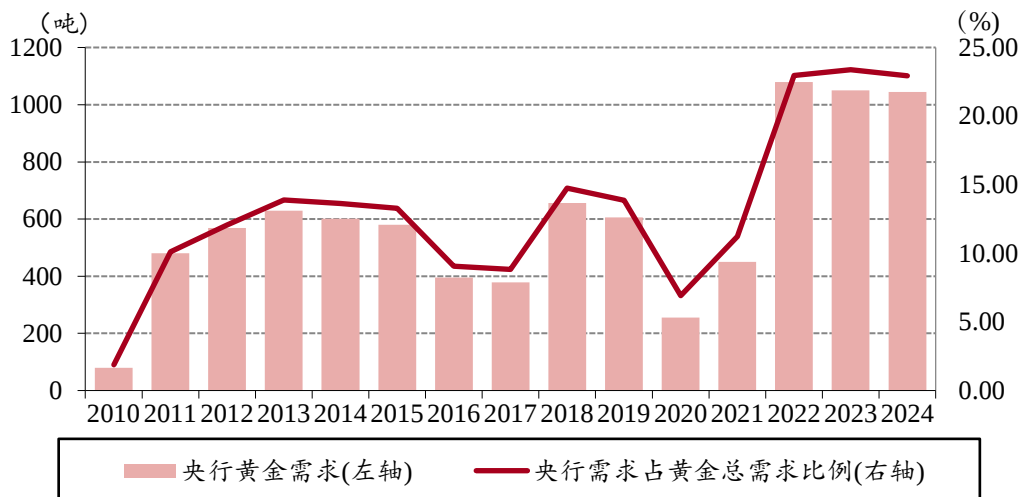


资料来源：Wind，中银证券

央行：黄金价格上涨的重要推动力量

本轮黄金上涨的重要推动者是全球央行。据世界黄金协会（World Gold Council）的数据，2022 年开始，全球央行的黄金需求从 2021 年的 450 吨迅速上升至每年 1000 吨以上，占黄金需求的比例也从 2021 年的 11.2% 上升至超过 20%。

图表 5. 全球央行 2022—2024 年黄金需求量明显上升

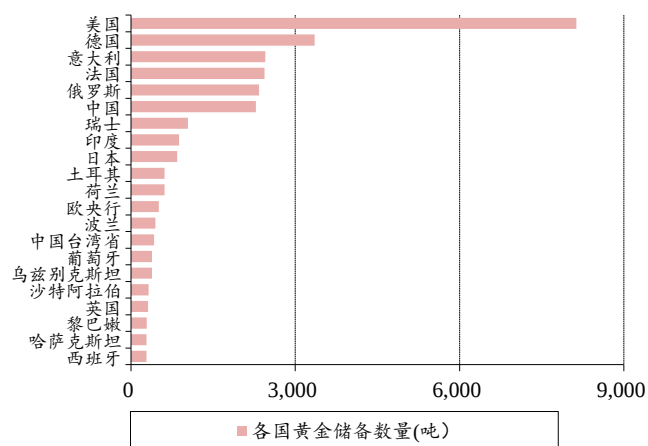


资料来源：World Gold Council，中银证券

从全球央行持有的黄金数量看，发达经济体仍是全球黄金储备的主要持有国。截至 2024 年末，美国仍是最大的黄金储备持有国，持有黄金储备 8133.5 吨，占其储备总额的 74.9%；其次是德国、意大利、法国，分别持有黄金储备 3351.5 吨、2451.8 吨和 2437.0 吨，占储备比例分别为 74.3%、70.7% 和 70.2%。新兴市场和发展中国家中，俄罗斯持有黄金储备 2335.9 吨，占储备比例 31.9%；中国持有黄金储备 2279.6 吨，占储备比例 5.5%；印度持有黄金储备 876.2 吨，占储备比例 11.4%；土耳其持有黄金储备 615.0 吨，占其储备总额的 35.7%。

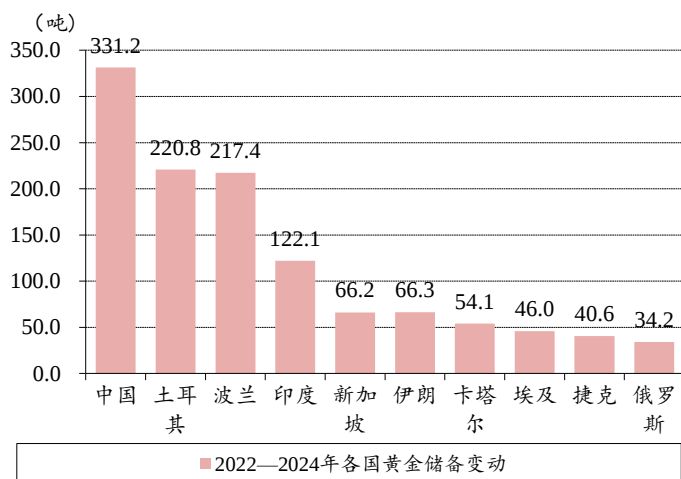
然而，近年来新兴市场和发展中经济体持有的黄金储备在迅速增长。2022—2024 年，中国央行增加了 331.2 吨黄金储备，增长 17.0%；土耳其央行增加了 220.8 吨黄金储备，增长 56.0%；印度央行增加了 122.1 吨黄金储备，增长 16.2%。

图表 6. 全球黄金储备的主要拥有者



资料来源：World Gold Council，中银证券

图表 7. 2022 年以来全球黄金储备增加的主要国家



资料来源：World Gold Council，中银证券

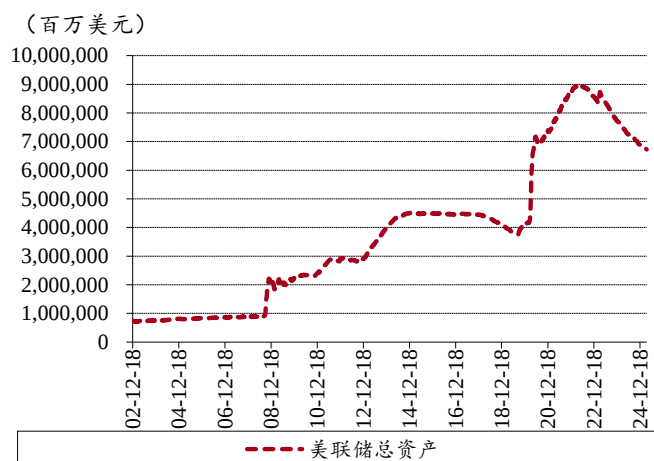
尽管发达经济体仍是黄金储备的主要持有国，但新兴市场和发展中经济体的黄金储备在迅速增加，这是近年来黄金价格上涨的重要推动力量。从中国央行的情况看，从 2022 年 11 月至 2024 年 4 月央行持有的黄金储备持续增加，2024 年 11 月，在暂停 6 个月 after，中国央行再度开始增持黄金。

我们理解，新兴市场和发展中经济体央行增持黄金的背后大致有两个逻辑。中长期而言，是对以美元为代表的信用货币体系的担忧。短期而言，是对日益紧张的地缘政治局势的担忧。

从图表 8 可见，美联储资产负债表规模从 2003 年初的 7310 亿美元，最高升至 2023 年 3 月的 87337.9 亿美元，扩大了 10 倍有余，即使经历了 2024 年以来的缩表，2025 年 3 月底的美联储资产负债表规模仍有 6.74 万亿美元。从时间看，美联储资产负债表经历了两轮明显的膨胀，第一轮是 2008 年金融危机之后，第二轮是 2020 年全球新冠大流行之后。除了美联储之外，欧央行自 2016 年 3 月至 2022 年 7 月一直将主要再融资利率设定为 0；日本央行更是从 2016 年 2 月起将政策目标利率设定为 -0.1%，直至 2024 年 3 月才恢复为 0.1%。

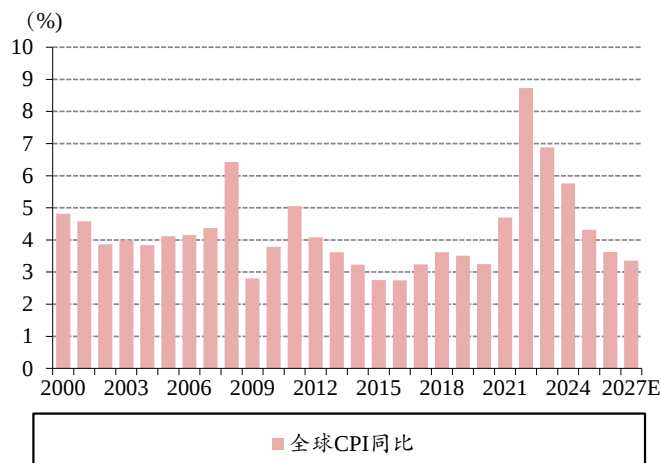
全球货币政策的持续宽松意味着信用货币的规模膨胀，并最终引发了自 2021 年以来的全球通胀上行。据 IMF 的预测，全球 CPI 在 2025 年仍位于 4.3% 的偏高水平，2026 年降至 3.6%，直至 2027 年降至 3.4%，大致接近 2013—2020 年的平均水平 3.2%。通胀的高企意味着信用货币的贬值。

图表 8. 美联储资产负债表持续膨胀



资料来源: Wind, 中银证券

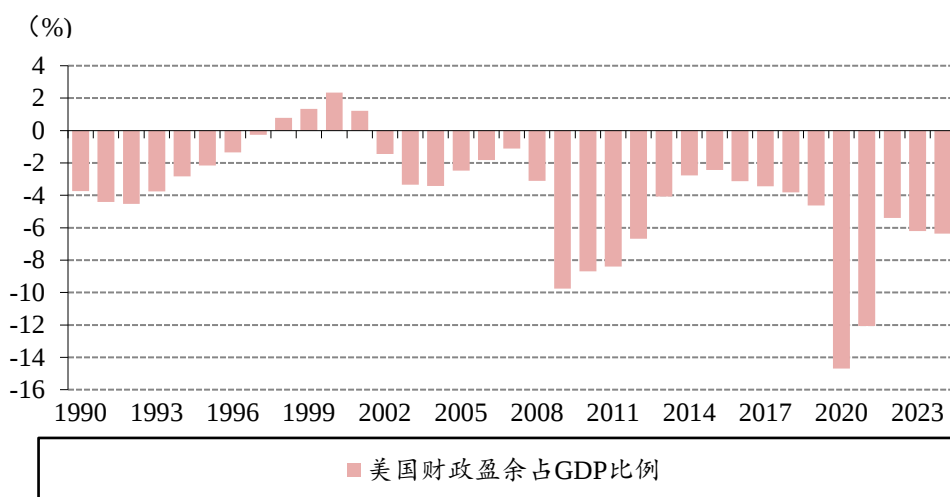
图表 9. IMF 对全球 CPI 的预测



资料来源: Wind, 中银证券

此外, 美国的财政状况一直未见改善, 如果剔除 2020 年和 2021 年的特殊情况, 可以看到 2015 年以来美国财政赤字占 GDP 比例呈持续扩大态势。美国债务的累积在一定程度上强化了对美元的不信任。

图表 10. 美国财政赤字未见改善



资料来源: Wind, 中银证券

信用货币的贬值和对美元的不信任共同促成了全球央行, 尤其是新兴市场和发展中经济体央行, 对黄金储备的偏好。

此外, 近年来地缘政治局势的紧张导致美国对其他国家频频制裁, 也在一定程度上导致了新兴市场和发展中经济体从自身金融安全出发, 更多选择了黄金储备。

避险需求推动 2025 年一季度黄金价格上涨

通常认为, 避险需求也是黄金价格的影响因素。就避险需求而言, 需要注意以下几点: 第一, 考虑到风险事件的突发性, 避险需求对黄金价格的影响往往是脉冲性的。第二, 并非所有风险都利好黄金, 当风险事件导致市场出现流动性坍塌时, 黄金同样可能遭遇抛售, 典型的如 2020 年 3 月美国疫情爆发, 伦敦现货黄金价格从 1680 美元/盎司上方连续下跌至 1500 美元/盎司以下。

就本轮黄金上涨而言, 2025 年一季度黄金的上涨主要来自于避险需求, 即特朗普的关税政策导致的不确定性。4 月 3 日, 特朗普关税政策最终落地后, 黄金出现了明显回调。

图表 11.流动性危机下黄金可能遭遇抛售



资料来源: Wind, 中银证券

图表 12. 2025 年一季度黄金的上涨主要由于避险因素



资料来源: Wind, 中银证券

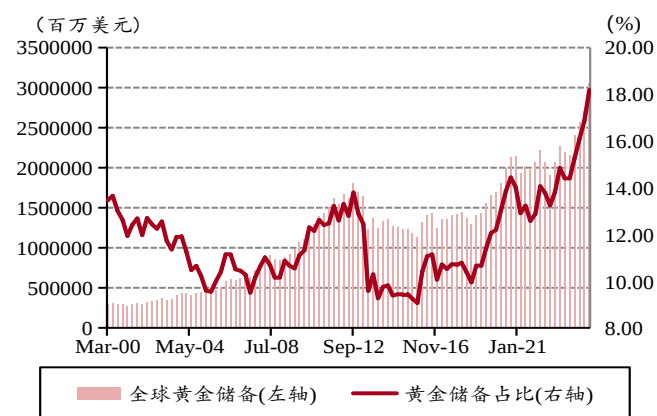
黄金价格未来展望

2025 年 4 月 4 日, 美国“对等关税”落地, 全球金融市场动荡, 黄金也出现了明显回调。那么, 黄金价格的未来走势如何?

综合判断, 我们认为黄金价格上行的逻辑并未发生根本变化, 以伦敦现货黄金度量的黄金价格上行的逻辑仍在。

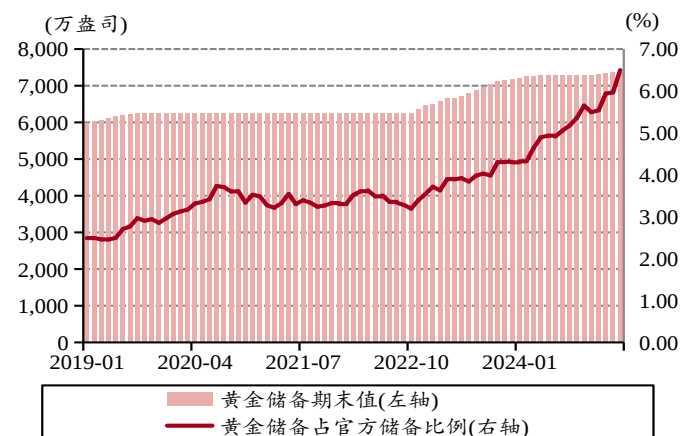
首先, 从中期看, 各国央行对黄金储备的需求仍对黄金价格构成支撑。尽管近年来黄金储备占全球储备资产的比例在逐渐上升, 但截至 2024 年三季度末, 全球黄金储备占储备资产的比例仅为 18.2%。其中近年来购买黄金较多的新兴市场和发展中经济体央行占比总体偏低。以中国为例, 尽管中国央行近年来持续购买黄金, 但截至 2025 年 3 月末, 黄金储备仅占中国央行储备资产的 6.5%。从这一角度看, 黄金储备比例仍有提升空间。

图表 13.黄金储备在全球储备资产中占比仍不高



资料来源: World Gold Council, 中银证券

图表 14. 中国黄金储备占比较低



资料来源: iFind, 中银证券

其次, 短期内避险需求仍对金价构成支撑。在特朗普关税政策出台后, 全球市场动荡, 而对于美国经济衰退以及通胀加速的担忧导致美债收益率上行, 美元走低。在此背景下, 黄金仍是首选的避险资产。在全球贸易局势未见缓和前, 避险需求仍对黄金构成支撑。

最后, 实际利率仍有向下的可能性。尽管美联储已经在 1 月和 3 月两次暂停降息, 但在当前市场形势下, 美国衰退预期的发酵以及美国金融市场的动荡已经令市场调高了美联储降息的预期, 如美联储被迫再度开始降息, 则实际利率的回落也将支撑金价。

风险提示: 贸易局势不确定性, 美联储降息力度不及预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371