

黄金专题：会当凌绝顶，一览众山小

金信期货 研究院

姓名：杨彦龙

投资咨询编号：Z0018274

黄金专题：会当凌绝顶，一览众山小

一、特性探讨

二、供需分析

三、驱动因素

（一）商品属性

（二）货币属性

（三）金融属性

（四）避险属性

（四）交易属性

四、综合研判

何为贵金属？

- 贵金属（Precious Metals）是一类稀有、高价值、化学性质稳定的金属，具备货币属性、投资储备功能和关键工业应用。它们通常在地壳中丰度极低，开采成本高，且难以被其他材料替代。
- 黄金（Gold）是化学元素金（Au）的单质形式，是稀有金属之一。具有对抗通胀的天然属性，长期来看能够保值增值，是用于储备的特殊通货，英文代码是XAU或GOLD。国际上一般以盎司为单位，中国古代以“两”为单位。Au的名称来自罗马神话中的“黎明女神”欧若拉（Aurora）的一个故事，意为“闪耀的黎明”。

对比项	贵金属	非贵金属
主要功能	储值、避险、高端工业	基建、制造业原料
驱动因素	通胀预期、地缘政治、工业技术革新	宏观经济周期、供需基本面
波动情况	较高（受金融属性放大）	较低（受实际需求主导）
典型代表	金、银、铂、钯	铁、铜、铝、锌

判定标准

判定标准	具体表现	典型特征	对比	备注
稀缺性	地壳丰度低 (<0.1 ppm)，全球储量有限	金: 0.001 ppm	铁: 56300 ppm	白银虽丰度高于金，但独立可采矿体仍稀缺
		银: 0.075 ppm	铜: 60 ppm	
		铂: 0.005 ppm	铝: 82300 ppm	
化学稳定性	抗氧化、抗腐蚀，常温下不与水/氧反应	金: 不锈蚀，仅溶于王水	铁: 易氧化生锈	铂族金属（铂、钯）因催化性能，在汽车尾气处理中不可替代
		银: 遇H ₂ S生成Ag ₂ S	铜: 氧化生成铜绿	
		铂: 耐酸碱		
高价值密度	单位重量/体积经济价值高，易储存和运输	金: 约97416美元/kg	铁: 约0.1美元/kg	白银因密度高 (10.49 g/cm ³)，同等体积价值远超工业金属
		银: 约1060.97美元/kg	铜: 1美元/kg	
历史货币属性	曾作为通货或储备资产，被广泛接受	金: 古代金币、金本位制	铜: 仅局部货币（如中国古代铜钱）	布雷顿森林体系解体后，贵金属仍为央行储备资产（黄金占主导）
		银: 银币、银本位制		
工业不可替代性	在关键领域（如电子、能源、医疗）具有独特功能	银: 光伏银浆、导电材料	铝: 替代铜用于导线（但导电性差）	白银的导电性（电阻率15.87 nΩ·m）使其在芯片封装中无可替代
		钯: 汽车催化剂		
		铂: 燃料电池		
投资流动性	具备标准化全球交易市场（期货、ETF）	黄金ETF持仓超3000吨	铜期货流动性高，但缺乏投资属性	白银波动性高于黄金，更适合投机交易
		白银期货日均交易量超200亿美元		
开采与提炼难度	矿石品位低（金矿>1克/吨具经济性）、提纯工艺复杂	金: 氰化法提金	铁: 高炉直接还原	铂族金属（如钨）因伴生矿多，综合回收成本占价格50%以上
		铂族金属: 高温高压湿法冶金	铝: 电解法成熟	

- 物理属性是物质在不改变其化学组成的前提下表现出的特性。这些特性通常可以通过观察或物理手段（如测量、加热、冷却等）来检测。物理属性主要描述“物质是什么样”，用于识别或应用其物理特性（如选材）。

黄金的物理属性主要体现在：

- 高密度与延展性：便于浓缩价值与精密加工。
- 导电/导热性+抗氧化性：在微电子领域不可替代。

属性分类	属性名称	具体表现	应用场景	备注
密度	20°C时的密度	19.32 g/cm ³	珠宝、金条储存（高密度浓缩价值）	密度仅次于铂族金属，远超多数金属
熔点	熔化温度	1064.18°C	高温焊接材料（金基焊料）、航天耐高温部件	熔点低于铂（1768°C），但远高于银（961.78°C）
沸点	沸腾温度	2856°C	高温工业环境（如火箭发动机涂层）	高沸点使其在极端条件下保持稳定
导电性	电阻率（20°C）	22.14 nΩ·m	精密电子触点、芯片镀金（防氧化）	导电性次于银（15.87 nΩ·m）和铜（16.78 nΩ·m），但抗氧化性极佳
导热性	导热系数（20°C）	318 W/(m·K)	高功率电子元件散热（如CPU镀金层）	导热性优于银（429 W/(m·K)）以外的多数金属
延展性	可加工极限	可压成0.001 mm厚度的金箔或拉成直径仅0.5微米的金丝	微电子连接线、金箔装饰（如古建筑贴金）	1克黄金可延展至3平方米的金箔
颜色与光泽	外观特征	金黄色，金属光泽永不褪色	珠宝、奢侈品、装饰材料	颜色由电子跃迁吸收蓝光所致（其他金属无此特性）
硬度	莫氏硬度	2.5-3（纯金较软）	需合金化提高硬度（如18K金含25%其他金属）	纯金易划伤，加入铜、银可增强耐用性

➤ 化学属性描述了物质在与其他物质发生化学反应时的行为，涉及化学组成的改变（新物质的生成）。化学属性主要描述“物质能做什么（反应）”，用于预测其化学行为（如合成、储存条件）。

黄金的化学属性主要体现在：

- 绝对惰性：常温下不与其他物质反应，确保长期储存价值。
- 可控溶解性：仅溶于王水，适用于特定工业场景。

属性分类	属性名称	具体数值/表现	应用场景	备注
氧化反应	常温氧化性	不反应（极惰性）	长期保存文物、金条	高温下仍不氧化，稳定性远超其他金属
硫化反应	与硫反应	不生成硫化物	无需防硫化处理（珠宝佩戴更耐久）	与银不同，黄金接触硫化物（如H ₂ S）不会变黑
耐酸碱性	常见酸反应	盐酸/硫酸/硝酸（单一酸）：不反应	化工设备镀层、实验室耐腐蚀容器	王水溶解反应式： Au + HNO ₃ + 4HCl → HAuCl ₄ + NO↑ + 2H ₂ O
		王水（硝酸+盐酸混合）：溶解生成HAuCl ₄		
耐碱性	强碱反应	高温浓碱中缓慢反应（如NaOH熔融态）	特殊工业环境（如核反应堆冷却剂）	日常环境下不与碱反应
主要化合物	氯化金	AuCl ₃ （暗红色晶体，易潮解）	玻璃染色、电镀、光敏材料	需避光保存，遇水分解： AuCl ₃ + H ₂ O → H[AuCl ₃ (OH)]
	氰化亚金钾	K[Au(CN) ₂]（无色晶体）	电镀工业（电子元件镀金防氧化）	剧毒，需严格管控使用
	纳米金	Au ⁰ （粒径1-100 nm）	癌症治疗（光热疗法）、快速检测试纸（胶体金）	表面等离子共振效应产生显色反应
同位素	稳定性	仅 ¹⁹⁷ Au为稳定同位素（丰度100%）	放射性医疗（如 ¹⁹⁸ Au用于肿瘤治疗）	人工同位素 ¹⁹⁸ Au半衰期2.7天，需即时制备

黄金专题：会当凌绝顶，一览众山小

一、特性探讨

二、供需分析

三、驱动因素

（一）商品属性

（二）货币属性

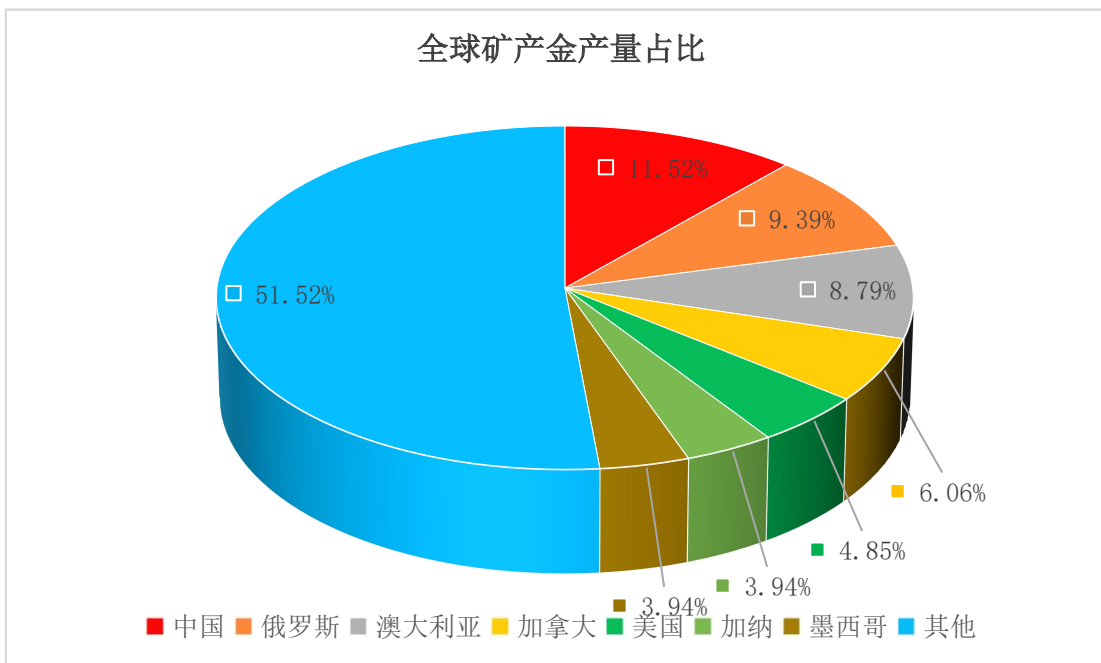
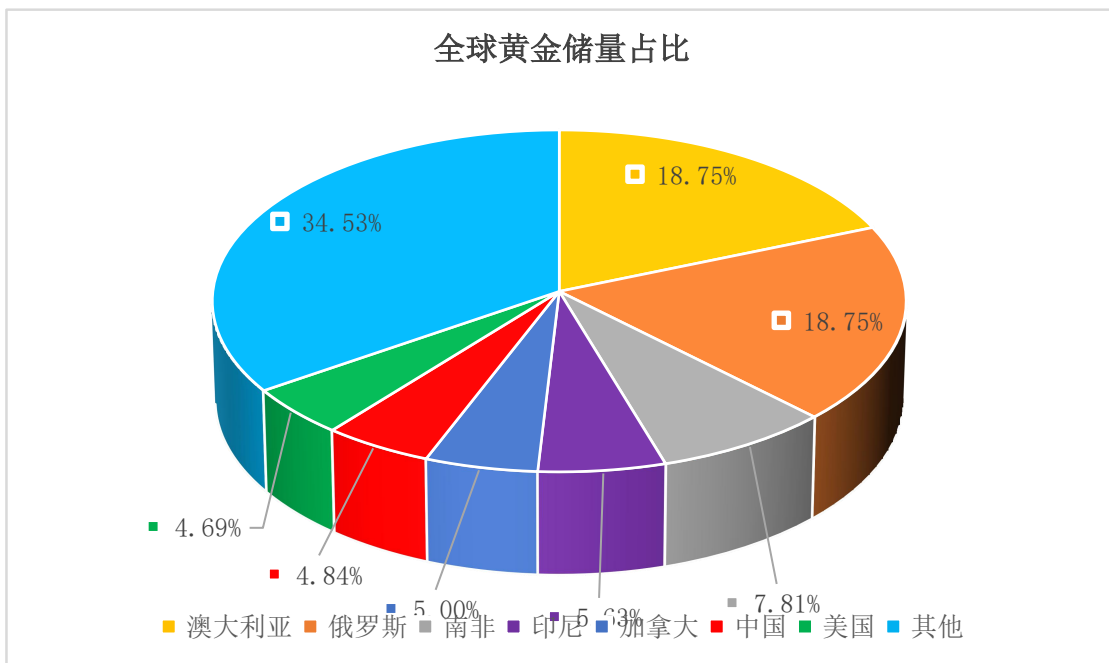
（三）金融属性

（四）避险属性

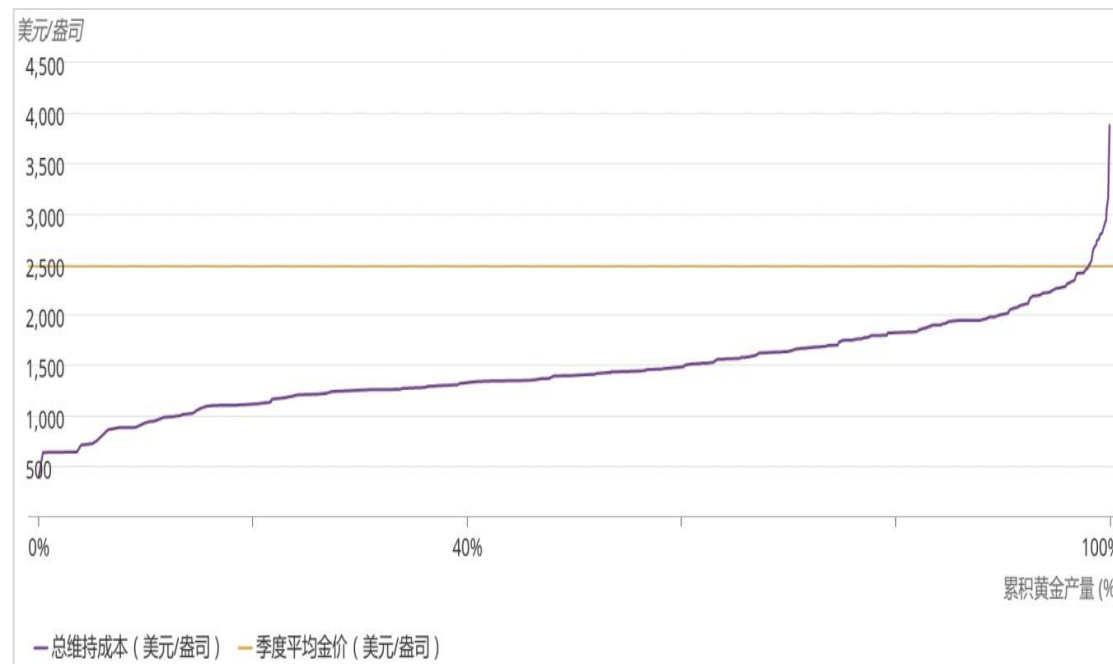
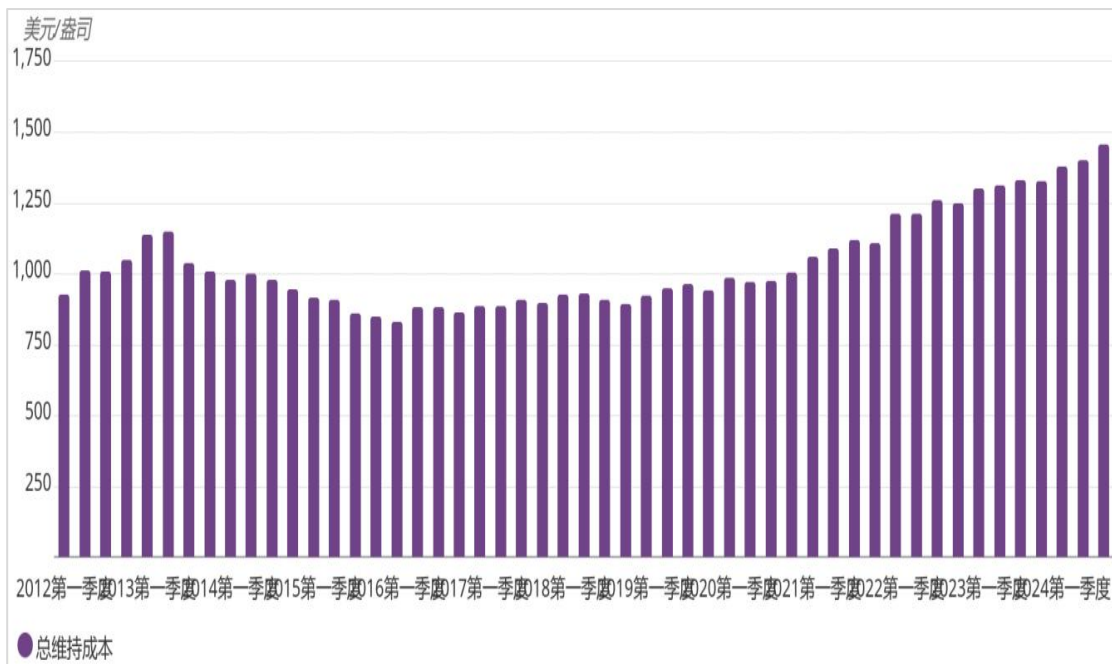
（四）交易属性

四、综合研判

- 据美国地质调查局数据显示，截止到2024年，已探明全球黄金储量达6.4万吨，其中澳大利亚1.2万吨，占比18.75%，俄罗斯1.2万吨，占比18.75%，南非5000吨，占比7.81%，印尼3600吨，占5.635%，加拿大3200吨，占比5%，中国3100吨，占比4.84%，美国3000吨，占比4.69%，其他国家2.21万吨，占比34.53%。
- 据美国地质调查局数据显示，截止到2024年，全球矿产金产量3300吨，其中中国380吨，占比11.52%，俄罗斯310吨，占比9.39%，澳大利亚290吨，占比8.79%，加拿大200吨，占比6.06%，美国160吨，占比4.85%，加纳130吨，占比3.94%，墨西哥130吨，占比3.94%，其他国家1700吨，占比51.52%。



- 从全球来看，行业AISC逐步攀升，从10年前不足1000美元涨至去年第三季度的接近1500美元，且仅50%矿山AISC处于行业平均成本曲线以下。这主要受到以下几方面因素的影响：
 - a) 由于全球未开发的大型金矿数量有限，且随着易开采高品位矿脉逐渐枯竭，金矿企业被迫转向处理低品位矿石，勘探难度大幅提升，矿石加工也需要技术迭代，如高压釜和选矿厂升级等，同时新矿前期需要大量设备以及基建投入，导致单位黄金产出的能耗和成本显著增加。
 - b) 全球劳动力成本攀升明显，如澳大利亚采矿业工资涨幅居前、纽蒙特在阿根廷和加纳的金矿项目、安格鲁阿山帝在加纳的矿山均面临劳动力成本上升问题。
 - c) 政策干扰下，权益金与开采税上升，环保与安全投入继续加强。



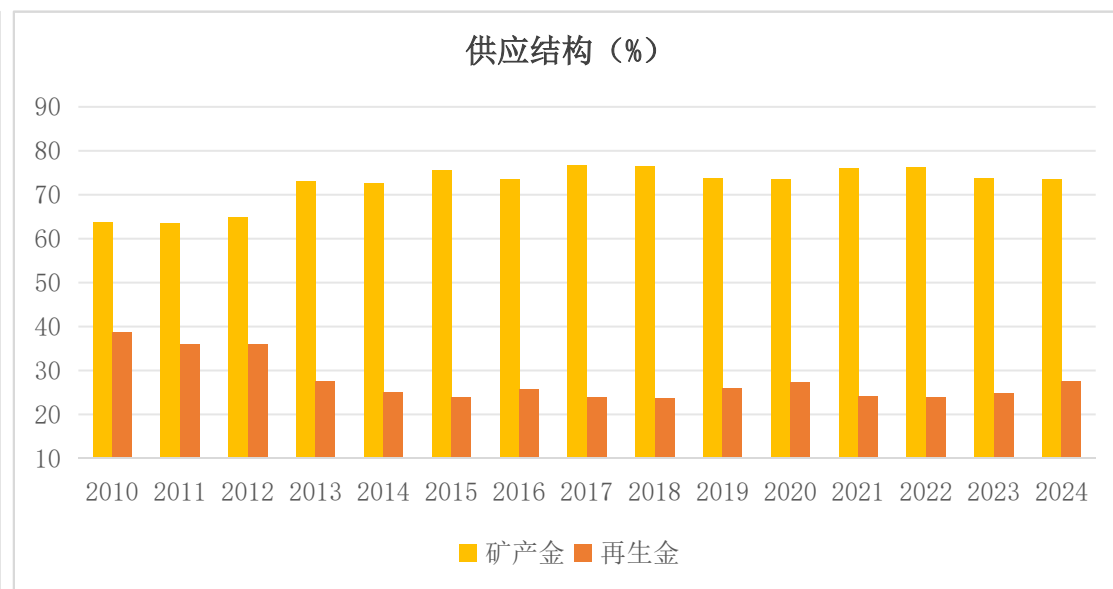
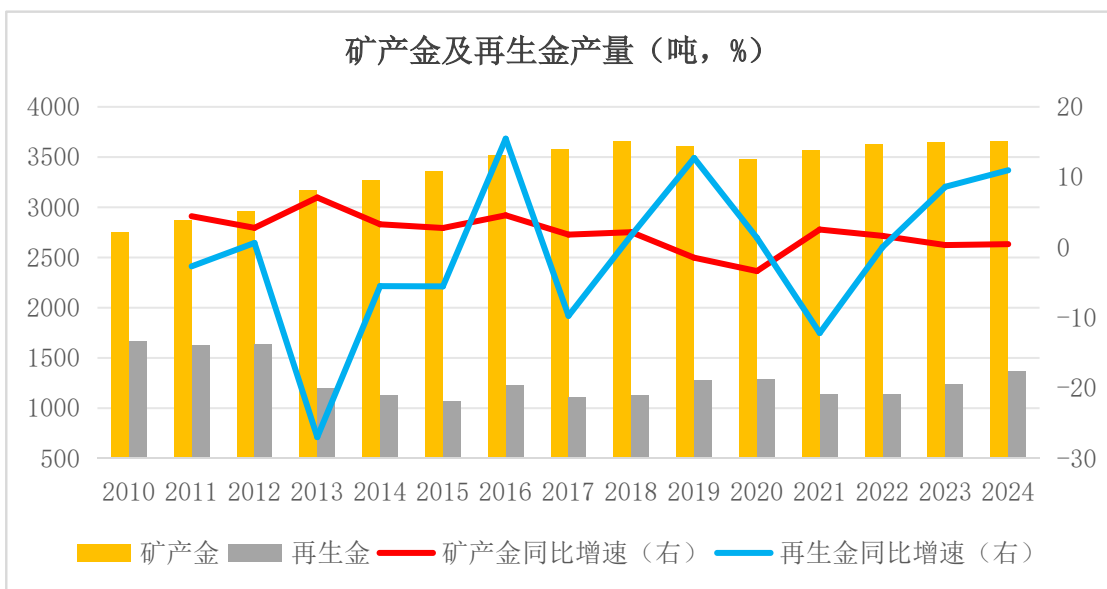
供应总量

- 全球总产量：2023年约3500吨，十大金矿合计产量356.3吨，占比约10.2%。
- 区域分布：澳大利亚、美国、俄罗斯占据主导地位，新兴产区如非洲、拉美增速显著。
- 公司主导：纽蒙特、巴里克黄金、紫金矿业等头部企业控制核心资源。

排名	金矿	国家	运营公司	储量（吨）	年产量（吨）	全球占比	特点
1	穆伦陶金矿	乌兹别克斯坦	纳沃伊采矿冶炼联合公司	5,800	60	1.7%	全球最大单体金矿，露天开采
2	内华达金矿联合体	美国	纽蒙特与巴里克黄金合资	3,300	93.3	2.7%	最大联合体，覆盖多矿区
3	奥林匹亚达金矿	俄罗斯	Polyus（极地黄金公司）	1,600	40	1.1%	露天与地下结合，俄罗斯最大
4	格拉斯伯格金矿	印度尼西亚	自由港麦克莫兰	2,300	35	1.0%	铜金共生矿，全球第二大金矿
5	波丁顿金矿	澳大利亚	纽蒙特	1,000	28	0.8%	澳大利亚最大露天矿
6	卡迪亚金矿	澳大利亚	纽克雷斯特矿业	1,500	25	0.7%	高品位铜金矿，地下开采为主
7	普韦布洛维霍金矿	多米尼加	巴里克黄金	1,100	24	0.7%	拉美最大，露天与堆浸结合
8	基巴利金矿	刚果（金）	巴里克黄金与盎格鲁黄金合资	800	20	0.6%	非洲最大地下矿，全自动化开采
9	紫金山金铜矿	中国	紫金矿业	331	16	0.5%	中国最大单体金矿，铜金共生
10	奥布阿西金矿	加纳	盎格鲁黄金	700	15	0.4%	高品位矿脉，近年重启地下开采

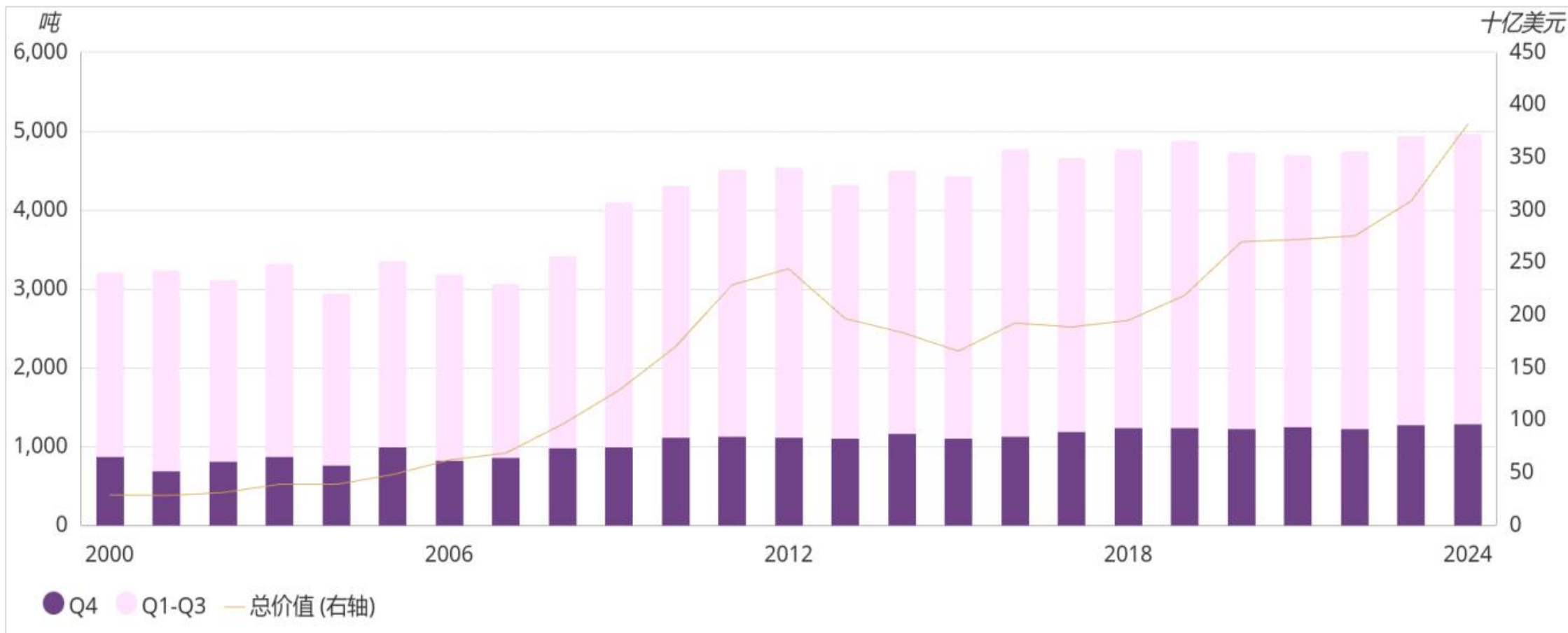
➤ 据世界黄金协会数据显示，截止到2024年，全球黄金供应量达4974.5吨，同比增长1%；其中金矿产量3661.2吨，同比持平，占比达73.6%，生产商净套保量下滑56.8吨，回收金产量1370吨，同比增长11%。

	2023年（吨）	2024年（吨）	年同比（%）	2023年Q4（吨）	2023年Q4（吨）	季同比（%）
金矿产量	3644.1	3661.12	0	955.4	953.6	0
净套保量	67.4	-56.8	-	19.9	-15	-
回收金	1234.4	1370	11	311.2	358.8	15
总供应量	4945.9	4974.5	1	1286.5	1297.4	1



需求总量

- 据世界黄金协会数据显示，2024年全年黄金总需求达到创纪录的4974吨，同比增长1%。以价值计算，2024年的年度需求总额也高达史无前例的3,820 亿美元。



需求结构

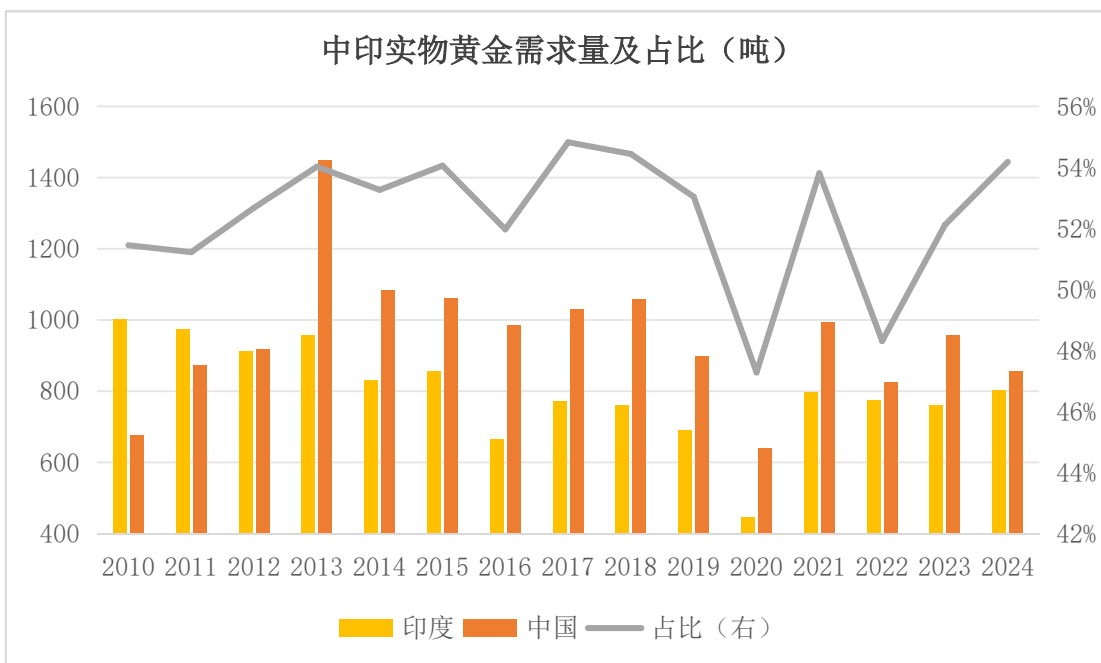
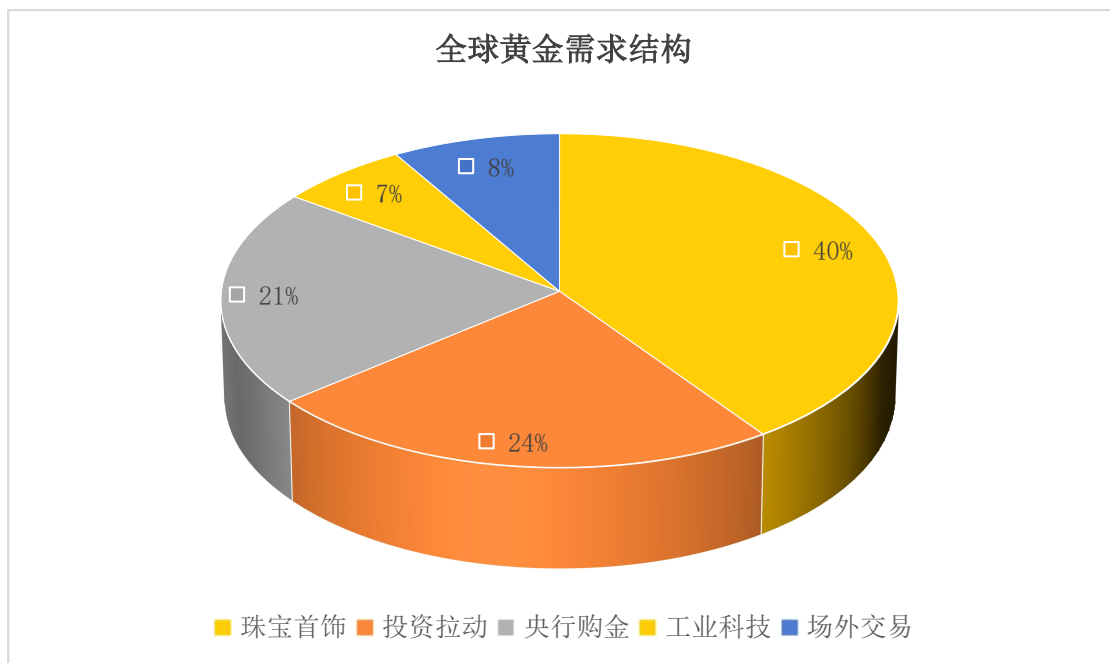
- 珠宝首饰：2024年全年金饰消费量再创新低，仅为1877.1吨，同比下滑11%。受到金价上行的影响，消费者降低了购买的总体重量，但消费额依然增长了9%，达到1440亿美元。
- 科技用金：受人工智能应用持续增长的影响，2024年全年科技用金同比上涨7%，达326.1吨；其中电子用金270.6吨，同比增长9%，其他工业小幅下滑1%，牙科小幅下滑5%。

	2023年（吨）	2024年（吨）	年同比（%）	2023年Q4（吨）	2023年Q4（吨）	季同比（%）
金饰消费	2110.6	1877.1	-11	620.9	547.1	-12
金饰库存	80.4	126.4	57	-37.3	-30.6	-
珠宝首饰	2191	2003.5	-9	583.6	516.5	-12
电子用金	248.7	270.6	9	67.6	69.6	3
其他工业	47.1	46.5	-1	12.3	11.9	-4
牙科	9.4	8.9	-5	2.3	2.2	-6
工业科技	305.2	326.1	7	82.2	83.7	2

- 投资拉动：2024年全年投资总需求增长25%至1179.5吨，创四年来新高。黄金ETF对整体投资需求的年同比增幅产生巨大助力，2024年是自2020年以来首次黄金ETF持仓量基本保持不变的一年，这与前三年的大规模流出形成鲜明对比。全年金条和金币需求与2023年持平，为1186吨。
- 央行购金：全球央行继续以惊人的速度囤积黄金，购金量已连续第三年超过1000吨，2024年全年达1044.6吨，同比小幅下滑1%。

	2023年（吨）	2024年（吨）	年同比（%）	2023年Q4（吨）	2023年Q4（吨）	季同比（%）
金条	781.7	860	10	223.1	236.2	6
官方金币	293.5	201	-31	60.3	53.4	-11
奖章/仿制金币	114.6	125.2	9	31.9	35.8	12
黄金ETF及类似产品	-244.2	-6.8	-	-55.4	18.6	-
投资拉动	945.5	1179.5	25	259.8	344	32
央行购金	1050.8	1044.6	-1	216.8	332.9	54
场外交易	453.4	420.7	-7	144.1	20.3	-86

- 2024年全年，中国（含港台地区）黄金消费总量为857.1吨，同比下滑11%，其中金饰需求511.4吨，同比下滑24%，金条和金币需求345.7吨，同比增长20%。
- 2024年全年，印度黄金消费总量为802.8吨，同比增长5%，其中金饰需求563.4吨，同比下滑2%，金条和金币需求239.4吨，同比增长29%。
- 中印两国买家将黄金作为价值储存手段，在实物金需求方面占比达到54.18%，是重要的消费大国。



黄金专题：会当凌绝顶，一览众山小

一、特性探讨

二、供需分析

三、驱动因素

（一）商品属性

（二）货币属性

（三）金融属性

（四）避险属性

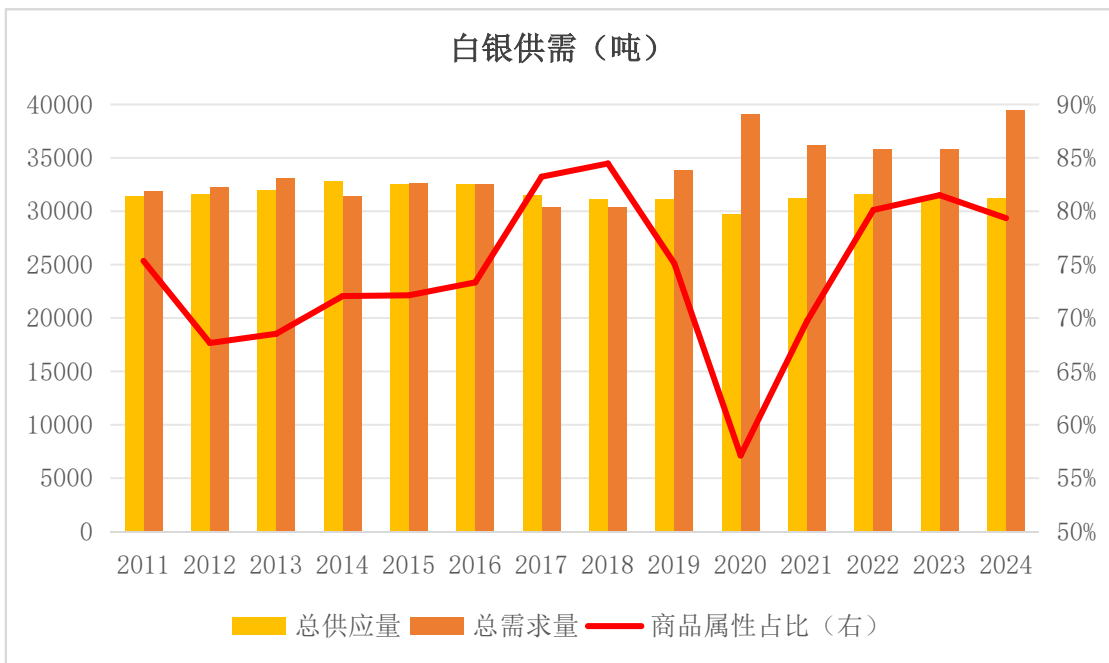
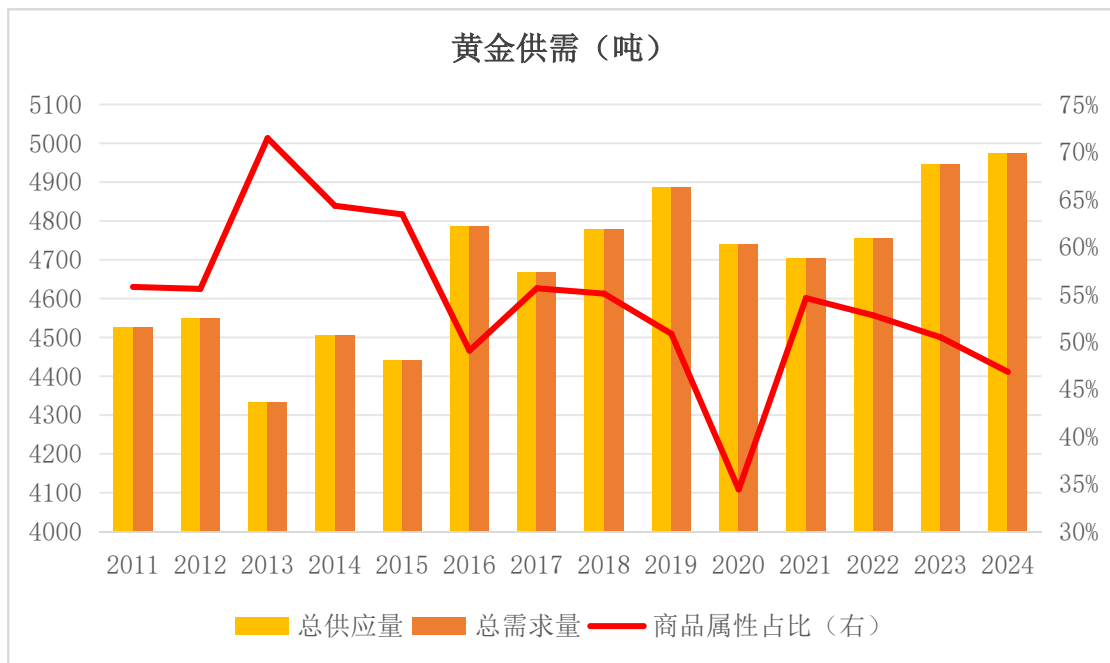
（四）交易属性

四、综合研判

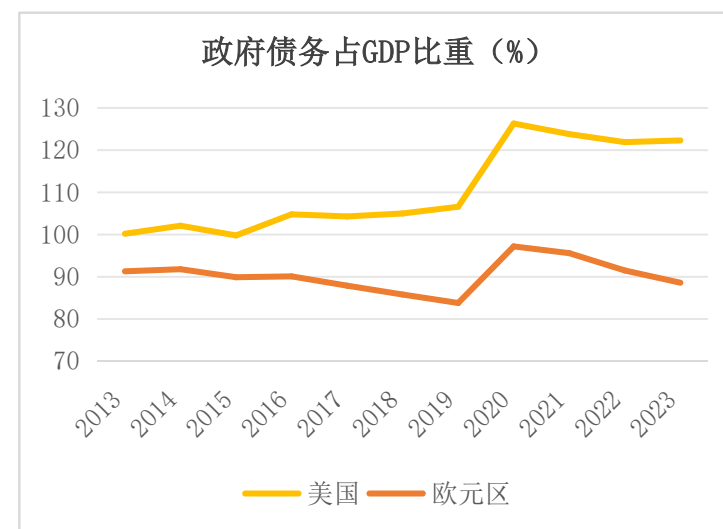
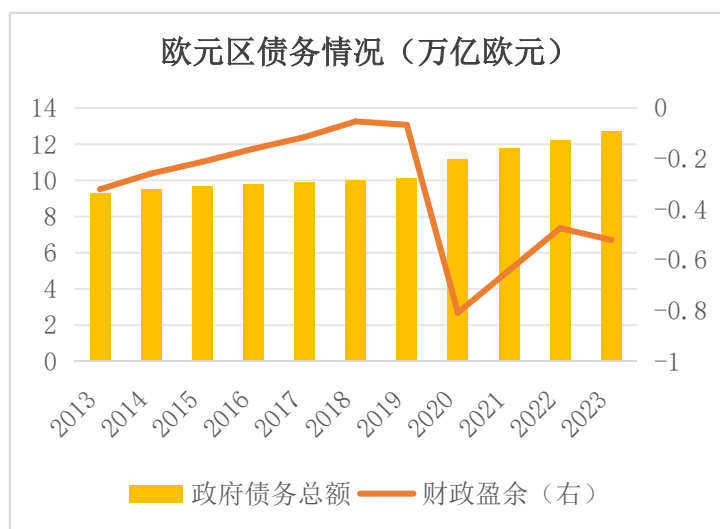
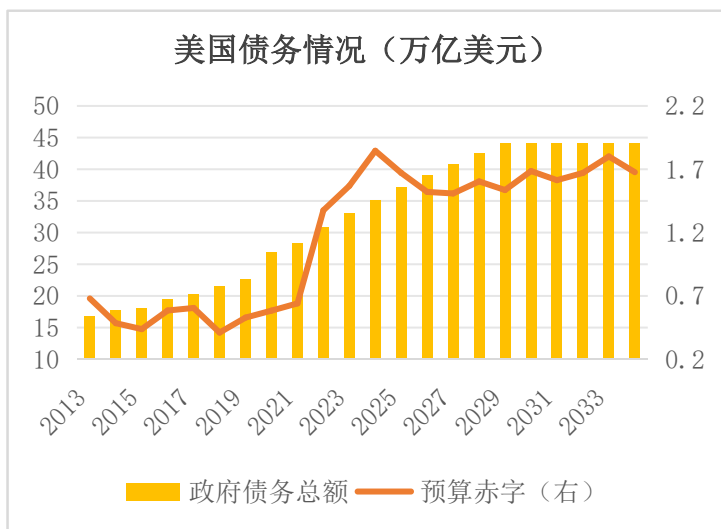
- 黄金作为一种重要的贵金属，是典型的不可再生资源，其地壳丰度仅为铜的1/60000，形成源于宇宙中的极端天体物理过程。
- 超新星爆发和中子星碰撞产生重元素（包括金），随后通过地球形成初期的物质分异作用富集于地核；地壳中的黄金主要来自后期陨石撞击（如45亿年前的后期重轰炸期），地质成矿过程需数亿年时间，完全超出人类文明时间尺度。
- 物以稀为贵是对黄金商品属性最好的诠释。

资源类型	探明储量（2023年）	年产量	储采比	再生能力
黄金	5.4万吨	3100吨	17年	不可再生
铁矿石	1800亿吨（Fe）	26亿吨	69年	不可再生
铜	8.9亿吨	2200万吨	40年	不可再生
石油	2444亿吨	44亿吨	55年	不可再生
铝土矿	300亿吨	3.8亿吨	79年	不可再生

➤ 同样为贵金属，我们对比黄金和白银可知：黄金由于其独特的稀缺属性，年度供需基本维持平衡，其中商品属性（珠宝首饰+科技工业）用金量占比基本维持在50%上下。而白银从年度来看，存在较为明显的供需矛盾，尤其自2018年之后，白银工业属性增强，投资属性逐渐受到大众认同，其供需缺口逐步放大；测算白银商品属性（首饰+工业+银器+摄像）用银量占比接近80%。这便是二者之间最大的不同，白银商品属性更突出。



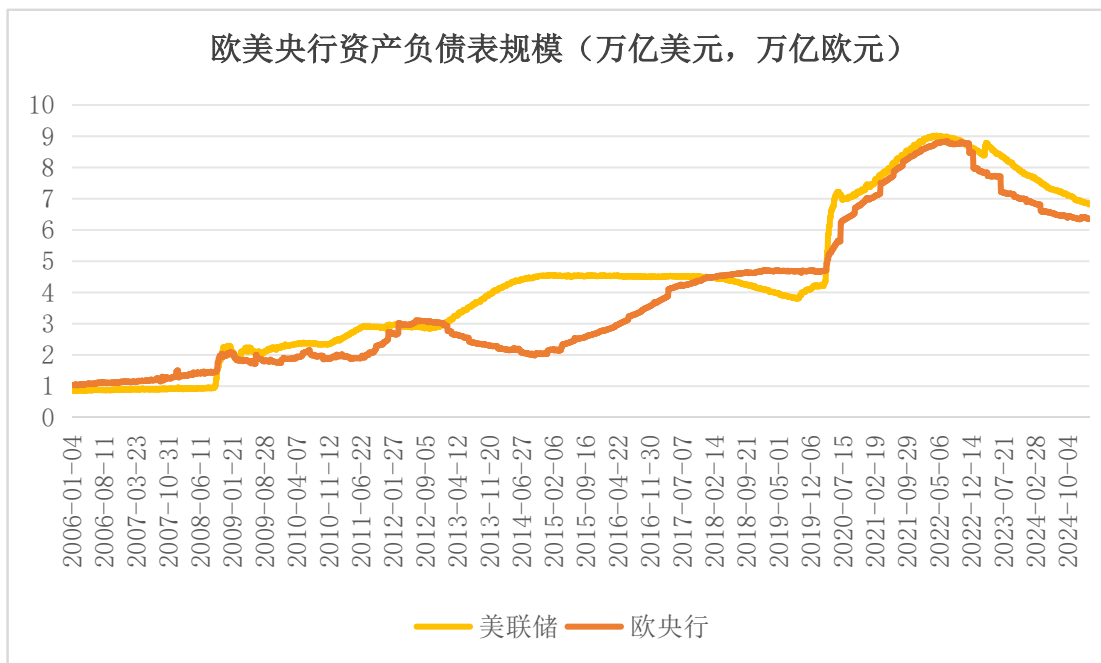
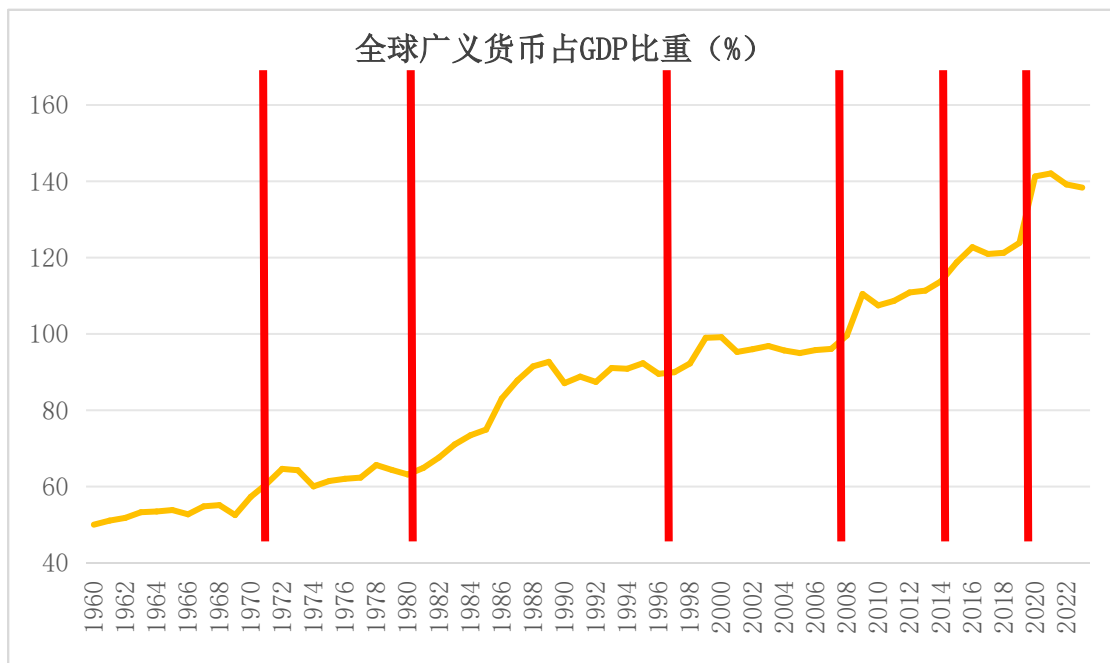
- 货币（Money），是充当一切商品的等价物的特殊商品，是价值的一般代表。而一般等价物是从商品世界中分离出来作为其他一切商品价值的统一表现的特殊商品，是商品生产和商品交换发展到一定阶段的产物。
- 金银天然不是货币，但货币天然就是金银。黄金的本质依然是强货币属性+弱工业属性。
- 1971年前，广义金本位存在导致金价被锁定；而随着布雷顿森林体系的瓦解，全球开启债务驱动和量化宽松。从2013年至2024年间，美国政府债务从16.72万亿美元扩张到35.11万亿美元，年化增速达7.7%，财政赤字达1.85万亿美元，政府债务占GDP比重达到124.3%；欧元区也不遑多让，政府债务从9.29万亿欧元扩张到12.7万亿欧元，年化增速也达到3.17%。



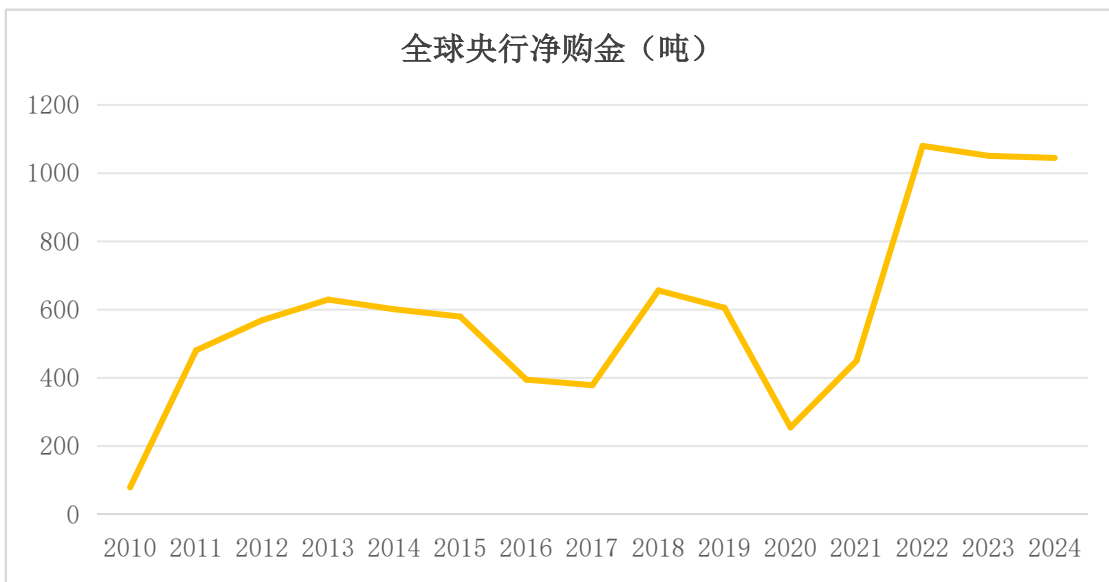
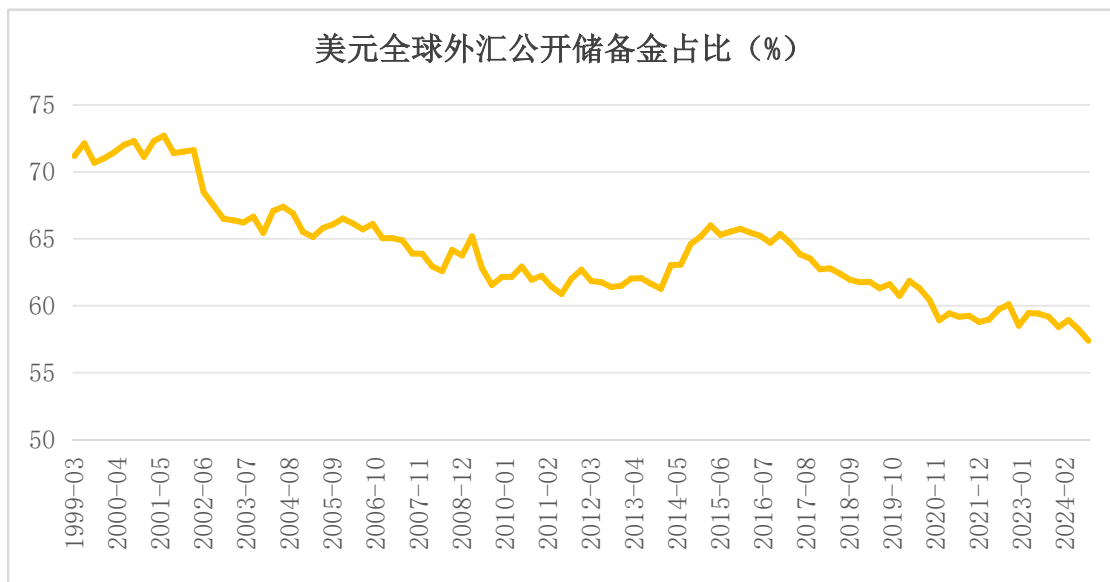
- 据IMF统计数据显示，截止到2023年，全球债务总额达到250万亿美元，占GDP的比重达237.2%；其中全球私人债务总额超过150万亿美元，占GDP的比重达143.4%，全球公共债务上升至98万亿美元，占GDP的比重达到93.8%。

	1950s	1960s	1968	1970s	1980s	1986	1990s	2000s	2004	2010s	2019	2020	2021	2022	2023	
Global Total Debt 1950–2023 (Percent of GDP, weighted averages)	World	96.80	101.50	106.60	114.70	144.30	157.20	180.60	197.10	198.90	219.30	228.90	257.50	247.20	238.00	237.20
	Advanced Economies	110.10	115.50	119.00	133.50	165.80	177.90	202.90	230.20	226.50	267.40	268.70	300.30	288.60	276.70	270.20
	Emerging Market Economies	27.70	32.80	38.00	39.10	64.90	71.90	86.60	100.80	102.10	148.20	177.10	200.90	194.70	191.50	197.10
	Low-Income Developing Countries			20.20	43.30		51.10	73.40	61.70	64.90	62.00	76.30	84.50	85.80	87.00	88.30
Global Private Debt 1950–2023 (Percent of GDP, weighted averages)	World	40.60	61.70	70.20	81.60	96.20	102.10	118.20	130.40	129.00	138.40	144.20	157.40	152.00	146.20	143.40
	Advanced Economies	46.10	71.20	79.50	97.30	114.30	119.30	135.80	154.40	149.40	162.90	163.60	176.60	171.20	164.40	158.20
	Emerging Market Economies	12.30	14.10	17.30	17.90	29.60	32.00	45.60	60.30	58.40	104.10	121.60	135.40	130.20	126.80	128.10
	Low-Income Developing Countries		4.10	4.60	4.60	7.30	8.30	8.80	16.00	14.00	27.30	33.90	36.50	38.30	39.10	38.10
Global Private Debt 1950–2023 (Percent of GDP, weighted averages)	World	56.20	39.80	36.40	33.10	48.10	55.10	62.40	66.80	69.90	80.90	84.70	100.00	95.20	91.80	93.80
	Advanced Economies	64.00	44.30	39.50	36.20	51.50	58.60	67.10	75.80	77.10	104.50	105.10	123.70	117.40	112.30	112.00
	Emerging Market Economies	15.40	18.60	20.70	21.30	35.30	39.90	41.00	40.50	43.70	44.10	55.40	65.50	64.50	64.70	69.00
	Low-Income Developing Countries			15.50		36.00	42.90	64.60	45.70	51.00	34.70	42.40	48.00	47.50	47.90	50.30

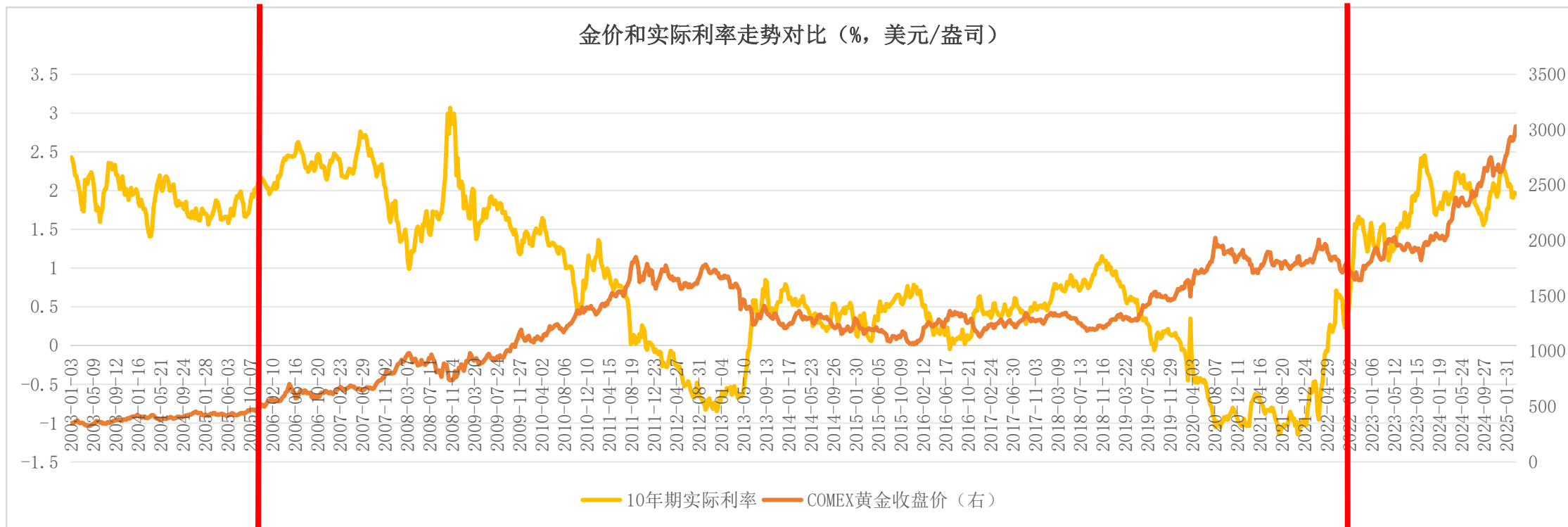
- 据世界银行统计数据显示，1970年之前，全球广义货币占GDP的比重基本稳定在50%左右；之后在上世纪七十年代石油危机期间、上世纪八十年代拉美债务危机期间、上世纪九十年代日本泡沫破灭以及东南亚金融危机期间、2008年全球金融危机期间、2014年全球经济下行期间以及2020年疫情期间均有明显扩张。
- 自2006年至今，美联储资产负债表规模从0.88万亿美元扩张到6.82万亿，年化增速达到112.05%；欧央行资产负债表规模从1.04万亿欧元扩张到6.35万亿，年化增速达到110.58%。
- 财政赤字、货币超发透支美元或者说纸币信用，黄金当之无愧的成为必选项。



- 现代国际货币信用体系虽然根本上仍是美元主导，但随着美国债务膨胀以及新兴经济体崛起、金融制裁引发的恐慌、贸易战、人民币国际化进程加快等因素的影响，美元的霸权地位在逐步弱化，面临挑战。
- 全球去美元化进程逐步加速，据IMF统计数据显示，截止到2024年三季度，美元在全球外汇公开储备金的占比下滑到57.39%，而疫情前这一比重还高达61.88%。同时作为央行的常备资产，近年来各大央行疯狂购金，2010年，全球央行净购金为79.15吨，而2024年已达1044.63吨，年化增速达122%。黄金作为央行可以直接配置的资产，这也是它货币属性的本质。
- 需要关注的是加密货币或者说数字货币正在被多国探讨作为战略储备资产，去中心化金融（DeFi）和比特币二层网络（如Stacks）推动加密货币市场扩张，2025年总市值或达8万亿美元；而且目前加密资产ETF（如比特币、以太坊）吸引机构资金，2024年管理规模超1080亿美元；在挑战传统货币体系的同时，或对黄金地位产生影响。



- 传统的黄金定价体系认为黄金本身是商品，是无收益的资产，故而实际利率是持有黄金的机会成本。在高利率环境之下，现金存款以及国债利息更具性价比；而低利率环境之下，现金持续贬值，黄金等无息资产的吸引力大幅增强。
- 我们依据现有数据复盘发现，在2003年-2005年底，金价和实际利率没有明显关系；2006年底-2022年底，金价和实际利率存在明显的负相关关系；从2022年开始，金价和实际利率则呈现同涨同跌的正向关系。

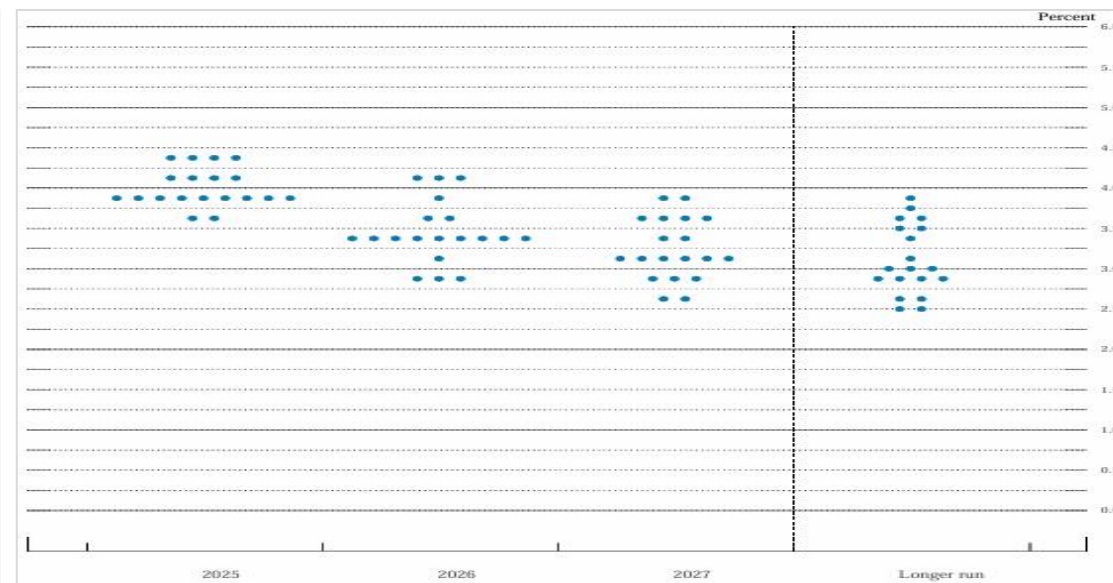


- 资金成本的高低取决于货币政策的松紧，而货币政策的取向背后，又是经济基本面的好坏。尤其是美国经济状况以及联储货币政策节奏，具有举足轻重的作用。
- 我们从通胀的视角去看，发现当通胀大幅偏离2%长期通胀目标时，金价的波动更为明显，且通胀上行时往往伴随着金价的抬升；但这一规律自2023年以来也被打破。而所谓的抗通胀，便是当货币政策趋于宽松，美元或者说法币贬值时，黄金相对升值。

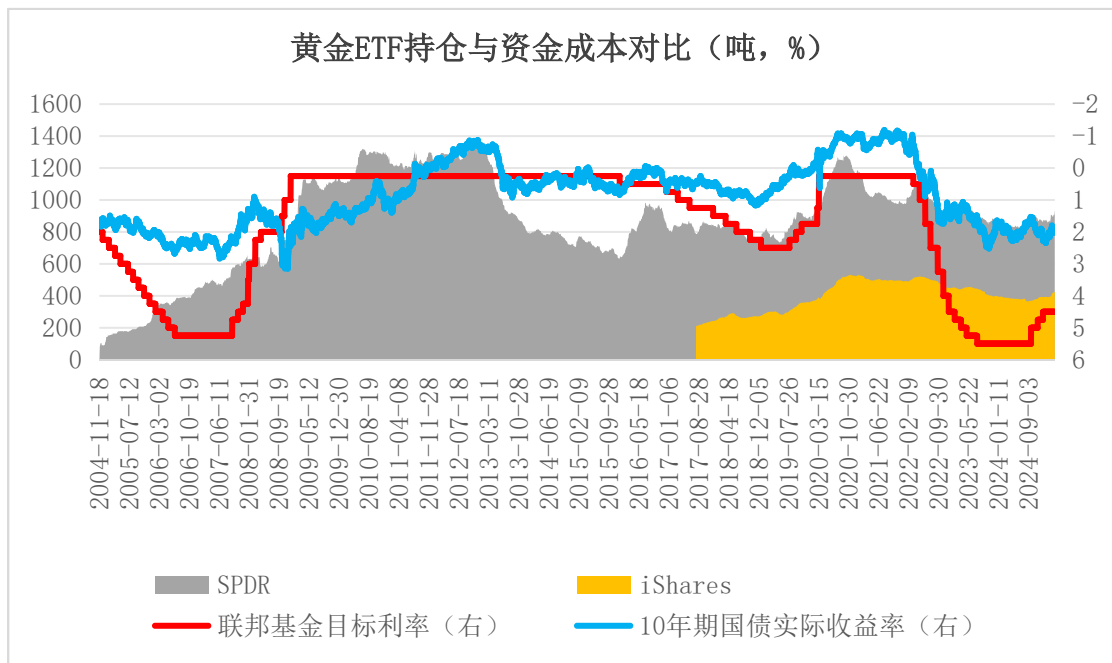


- 今年2月份，美国新增非农就业为15.1万人，略不及市场预期的17.0万人，失业率从4.0%反弹至4.1%，时薪增速同比从3.9%反弹至4.0%。受政府裁员以及部分罢工影响，劳动力市场降温，且削减政府开支的溢出效应或导致劳动力市场进一步放缓。
- 但美联储却继续保持定力，自去年9月份降息50BP以来，今年3月份会议再次按兵不动。且本次会议将今年Q4实际GDP增速从2.1%下调至1.7%，将失业率从4.3%上调至4.4%。同时将今年Q4核心PCE通胀从2.5%上调至2.8%，PCE通胀从2.5%上调至2.7%。点阵图指向偏“鹰”，显示2025年的降息或维持在两次，但支持更少降息的人数有所增加。鲍威尔也多次强调不确定性，称关税和政府削减支出的影响目前还很难评估，依然基于数据而动。
- 后续来看，我们认为特朗普政府对外关税政策对通胀的推升或与对内收缩政府开支引起的劳动力市场走弱之间达成一定的平衡，故而通胀难以大幅回升，联储或更多等待关税政策落地之后再有所行动。

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027	Longer run
	Change in real GDP	1.7	1.8	1.8	1.8	1.5-1.9	1.6-1.9	1.6-2.0	1.7-2.0	1.0-2.4	0.6-2.5	0.6-2.5
December projection	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8-2.2	1.9-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.6-2.5	1.4-2.5	1.5-2.5	1.7-2.5
Unemployment rate	4.4	4.3	4.3	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.4	3.9-4.3	4.1-4.6	4.1-4.7	3.9-4.7	3.5-4.5
December projection	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2-4.5	4.1-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2-4.5	3.9-4.6	3.8-4.5	3.5-4.5
PCE inflation	2.7	2.2	2.0	2.0	2.6-2.9	2.1-2.3	2.0-2.1	2.0	2.5-3.4	2.0-3.1	1.9-2.8	2.0
December projection	2.5	2.1	2.0	2.0	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0	2.1-2.9	2.0-2.6	2.0-2.4	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.2	2.0		2.7-3.0	2.1-2.4	2.0-2.1		2.5-3.5	2.1-3.2	2.0-2.9	
December projection	2.5	2.2	2.0		2.5-2.7	2.0-2.3	2.0		2.1-3.2	2.0-2.7	2.0-2.6	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	3.9	3.4	3.1	3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	2.6-3.6	3.6-4.4	2.9-4.1	2.6-3.9	2.5-3.9
December projection	3.9	3.4	3.1	3.0	3.6-4.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	3.1-4.4	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.9

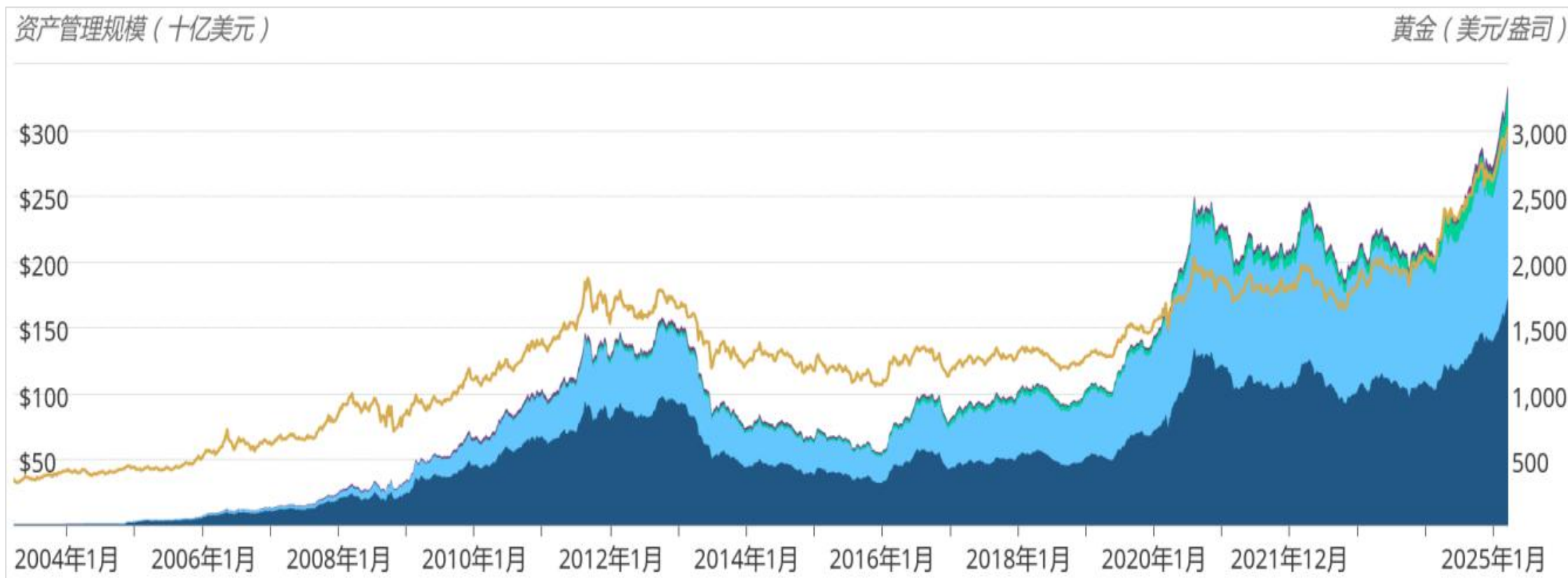


- 前文我们提到金价与资金成本会出现背离情况，并非决定金价的直接因素，但黄金ETF却是资金成本的敏感项。随着新一轮降息进程的开启，ETF的配置逐步加强，成为金价上行的强有力推动力量。
- 同时受到人口老龄化与储蓄率攀升、全球经济潜在增速下行、技术进步放缓、政府维持庞大的偿债规模等因素的影响，低利率环境成为常态。我们可以看到自1974年开始，联储历次降息起始利率在逐步降低，除极个别情况之下，联邦基金目标利率大多处于2%之下，实际利率表现也如出一辙。在低增长-低利率-高债务的恶性循环之下，黄金ETF的规模将逐步攀升。



时期	起始利率	终止利率	总降息幅度	持续时间	主要原因
1974-1975	13.00%	5.25%	775bp	16个月	石油危机
1980-1981	20.00%	12.00%	800bp	12个月	双底衰退
1984-1986	11.75%	5.875%	588bp	21个月	通胀降低
1989-1992	9.75%	3.00%	675bp	40个月	储贷危机
1995-1996	6.00%	5.25%	75bp	7个月	预防性降息
2001-2003	6.50%	1.00%	550bp	30个月	科技泡沫破裂、9.11事件
2007-2008	5.25%	0-0.25%	500+bp	16个月	全球金融危机
2019-2020	2.25-2.50%	0-0.25%	225bp	7个月	疫情

➤ 今年2月，全球实物黄金ETF大幅流入约94亿美元，实现自2022年3月以来最强劲的月度表现。继连续两个月的流出之后，北美地区黄金ETF终于转正，并创造有史以来最佳月度表现。亚洲地区需求同样强劲，而欧洲地区基金流入规模则有所收窄。目前，全球黄金ETF整体已连续三个月实现显著流入，加之金价上扬，二者共同推动黄金ETF资产管理总规模（AUM）增至3060亿美元，再创月末新高。与此同时，全球黄金ETF总持仓升至3353吨，创下自2023年7月以来的最高月末水平。



避险属性

- 普遍认知里，黄金是避险资产，但为何不是铜、铝、铁或者石油呢？
- 我们认为这是由黄金独特的商品属性以及货币、金融属性所催生的；简言之，避险属性并非独立存在，而是依附于其他属性共生共存。

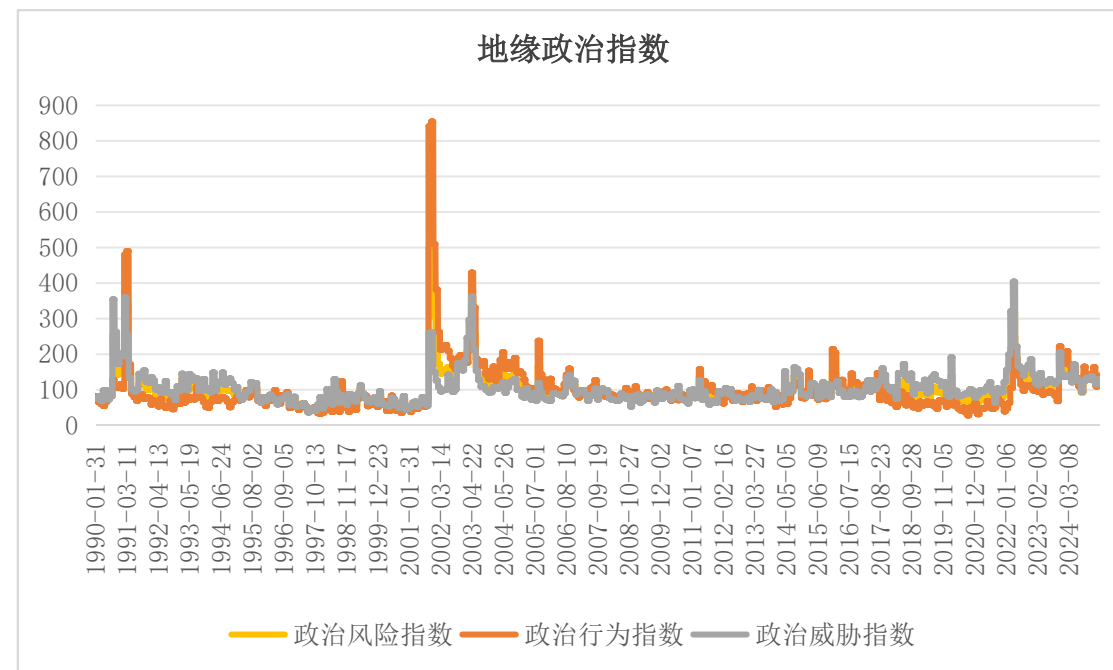
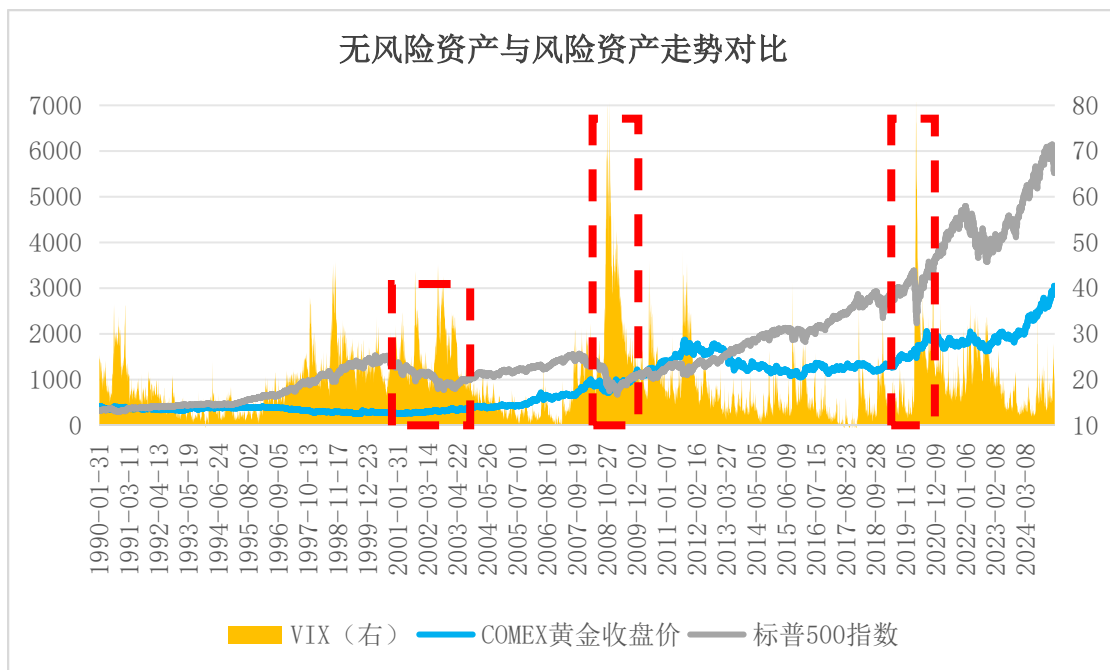
历史信用与货币属性	千年货币地位	在人类历史上长期作为货币和价值的终极载体，这种历史惯性使其成为天然的价值储存工具。即便在脱离金本位后，人们仍普遍信任黄金的“硬通货”属性
	脱离主权信用风险	不依赖任何国家或机构的信用背书，因此不受债务违约或政策失误的直接冲击
稀缺性与抗通胀特性	有限供应	黄金储量有限且开采成本高昂，年产量增长率长期维持在1-2%左右，远低于法币的增发速度
	通胀对冲	当央行宽松政策导致实际利率为负或通胀高企时，黄金的购买力相对稳定，成为抵御购买力缩水的工具
与风险资产的负相关性	市场动荡中的反向波动	在股市暴跌、地缘冲突或经济衰退时，投资者倾向于抛售风险资产（股票、公司债等），转而持有黄金
	流动性强	黄金市场深度大、交易便捷，可在危机中快速变现，增强其避险吸引力
央行与机构的战略储备	官方储备需求	全球央行持续增持黄金作为外汇储备多元化手段，尤其在不确定性加剧时，官方购买为金价提供长期支撑
	机构配置工具	黄金在投资组合中可降低波动性，机构常将其作为对冲系统性风险的工具
无息资产的特殊逻辑	实际利率环境	当实际利率下行，持有成本降低，吸引ETF配置流入

避险属性

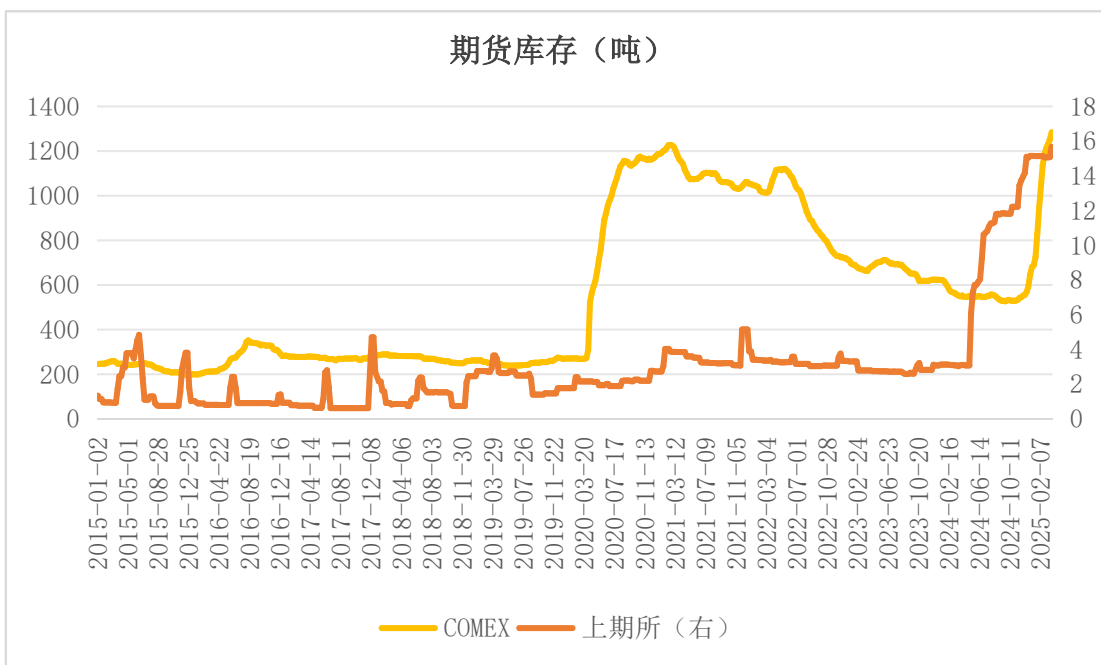
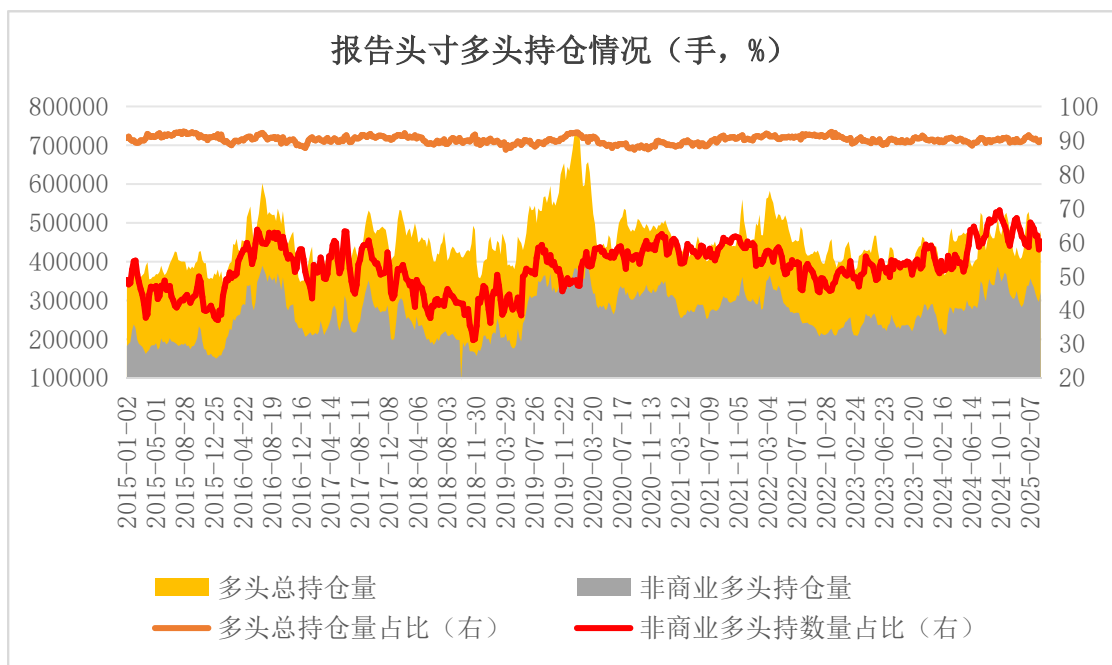
➤ 我们对比自1970年至今黄金与其他大类资产走势发现，除与商品指数相关性较高之外，与其他资产相关性极低，与风险资产MSCI美国、MSCI除美国外发达国家市场以及MSCI新兴市场之间相关性分别为0.001、0.164、0.193。

	LBMA黄金美元价	美债综合	除美国外全球国债	MSCI美国	MSCI除美国外发达国家市场	MSCI新兴市场	彭博商品指数	标普高盛商品指数	美元现金资产	Bitcoin Spot
LBMA黄金美元价	1.000									
美债综合	0.093	1.000								
除美国外全球国债	0.364	0.532	1.000							
MSCI美国	0.001	0.240	0.127	1.000						
MSCI除美国外发达国家市场	0.164	0.186	0.416	0.771	1.000					
MSCI新兴市场	0.193	0.117	0.211	0.667	0.789	1.000				
彭博商品指数	0.433	-0.052	0.191	0.138	0.395	0.396	1.000			
标普高盛商品指数	0.216	-0.044	0.112	0.166	0.348	0.316	0.846	1.000		
美元现金资产	0.005	0.166	0.027	0.020	-0.035	0.001	0.037	0.047	1.000	
Bitcoin Spot	0.067	0.151	0.199	0.370	0.303	0.218	0.168	0.138	-0.030	1.000

- 在去年黄金四季报中，我们以S&P500指数代表风险资产，以现货黄金代表无风险资产，复盘21世纪以来几次典型的冲突或事件后大类资产的走势。可以明显的发现一般冲突发生之后金价先大幅反弹，然后回落，其后会再次走强；事件发生当日平均涨幅在1.06%，事件发生30天后平均涨幅在5.83%，而风险资产平均跌幅超过10%。
- 我们也可以用VIX指数以及地缘政治风险指数来表征类似的突发事件对于市场的冲击，可以清晰地观测到VIX指数大幅冲高以及地缘政治风险指数的抬升。



- 通过前文分析可知，商品属性从稀缺角度、货币属性从价值的角度表明金价长期向上的驱动所在，而金融属性则从成本以及通胀的角度分析了联储政策变动带来的阶段性中期驱动。但黄金作为可交易的资产，短期内也会受到技术走势、期货持仓、投机情绪等因素的影响，这便是其交易属性的体现。
- 最新数据显示，COMEX报告头寸多头总持仓接近50万手，非商业多头持仓超过30万手，占比仍在60%以上，处于近10年来高位。上期所黄金期货周均成交量突破40万手，持仓量也接近40万手，均处于历史极值水平。



- 从技术走势来看，COMEX黄金指数周线、月线、季线级别等均呈现多头排列，MACD在0轴以上金叉并未出现背离情况，指标共振均指向当下仍处于单边多头趋势主导的行情。



黄金专题：会当凌绝顶，一览众山小

一、特性探讨

二、供需分析

三、驱动因素

（一）商品属性

（二）货币属性

（三）金融属性

（四）避险属性

（四）交易属性

四、综合研判

- 在2025年年报中，我们指出当下干扰全球经济增长的因素并未减少，大国博弈以及由来已久的地缘乱局在逆全球化浪潮下更为显著，不稳定性使得黄金的配置价值进一步提升；同时去美元化进程加速以及债务膨胀下政府以及私人部门的持有诉求逐步加大，预计2025年价格中枢或进一步抬升，国际金价估值区间2466-3185美元/盎司。进入今年3月份，国际金价连续突破重要关口，站上3000美元/盎司，基本符合我们此前预期。
- 综合来看，我们认为在其稀缺特性、全球债务增长以及货币超发、美元信用下滑、央行购金需求持续的大背景下，金价长期向上的驱动并不改变；而现在或者说此后一段时间全球仍将处于低利率时代，同时联储进入新一轮降息周期，ETF资金流入成为中期强有力推手；叠加美国新一届政府上台后的关税政策实则加剧了全球乱局、中东战火再燃、俄乌停战尚未如期推进等因素的影响，多头情绪集中爆发。
- 展望后市，我们维持2025年年报金价中枢将继续上扬的观点，并上调目标区域至3340-3475美元/盎司；彼时，我们强调大风起兮云飞扬；而此时，风已来，黄金要捂着才能发热，才能乘风而起，才能会当临绝顶，一览众山小。
- 风险因素：全球经济增长状态、联储货币政策、地缘政治干扰、突发因素影响



谢谢大家!

金信期货 研究院

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格。分析逻辑基于公开信息和合理假设进行分析和阐述，作者以勤勉的职业态度，力求客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者能够获利，不与投资者分享投资收益，也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。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告中来源于第三方信息提供商或其他已公开信息的内容，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。虽然本公司会采取合理措施对所引用的第三方内容进行审查，但鉴于信息获取和传播的复杂性，无法绝对确保其毫无偏差。建议在参考此类内容时保持谨慎，自行进行深入的研究和判断。

本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不作为交易依据，更不作为未来服务承诺或结果。在不同时期，因策略依据、计算方式等不同，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎！本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应综合考虑自身风险承受能力，选择与自身适当性相匹配的产品或服务，独立做出投资决策并承担投资风险，本报告不应取代投资者的独立判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

金信期货投资咨询业务资格：湘证监机构字[2017]1号

投资咨询团队成员：姚兴航（投资咨询编号：Z0015370）、曾文彪（投资咨询编号：Z0017990）、周逐涛（投资咨询编号：Z0020726）、王敬征（投资咨询编号：Z0019935）、张召举（投资咨询编号：Z0019989）、钟朱敏（投资咨询编号：Z0021128）、林敬炜（投资咨询编号：Z0018836）、刁志国（投资咨询编号：Z0019292）、赵辉（投资咨询编号：Z0021669）。