

策略深度报告

报告日期：2025 年 03 月 20 日

黄金定价框架演进的新范式

——黄金高级公式模型推演

核心观点

20 世纪 70 年代至今，国际金价 CAGR 高达 8.5%，在全球大类资产中占优。从金融属性主导的传统定价逻辑到对“去美元化”定价权重的抬升，本文我们选取美债 10Y TIPS 利率、CRB 商品、美国 M2 同比、美债存量同比、存量美债规模与 GDP 比值五个指标为基础变量，以调节变量 K 定义市场对美元的不信任程度，我们得到黄金高级公式模型。2025 年我们对金价仍战略看多，全年高点推演：中性预测 3300 美元/盎司。

□ 19 世纪以来黄金的储备地位及价值不断变迁，黄金经历三轮运行周期

从 19 世纪的金本位、金汇兑本位，至 20 世纪 50 年代黄金与美元双本位的布雷顿森林体系，再到 20 世纪 70 年代末确立的牙买加体系，国际货币体系逐步经历实物货币到信用货币、固定汇率向浮动汇率的转变。1970 年以来黄金的三轮周期：前两轮牛市为 1970 年-1980 年、2000 年-2011 年，两轮金价见顶均与 FOMC 加息预期的发酵有关。而 2016 年以来本轮牛市运行 9 年，累计涨幅达 182%。

□ 黄金背后多重属性决定了其长久期回报的稳健性

(1) 金融属性：作为不生息资产，黄金持有收益仅来自资本利得，本质可参考零息债券定价逻辑。全球无风险利率锚——美债利率下行时，金价受到提振。(2) 货币属性：2022 年 Q1 俄乌冲突时在俄美元资产冻结、美债杠杆率攀升背后美元信用削弱均强化了全球央行“去美元化”进程：减配美债+增持黄金。2015Q1-2024Q3，美元在全球央行外汇储备占比由 66%降至 57.4%；存量美债中外资持有占比由 34.08%降至 23.6%；全球黄金储备与央行外储比值由 11%升至 23%。(3) 商品属性：2024 年黄金需求中金饰消费占比超 4 成，央行购金权重升至 22.9%。(4) 避险属性：地缘摩擦升温或大国秩序混沌时，避险需求或阶段主导金价。

□ 黄金宏观友好高级公式：拟合度超过 90%，中性目标价 3300 美元/盎司

我们选取美债 10Y TIPS 利率、CRB 商品、美国 M2 同比、美债存量同比、美国存量国债与 GDP 比值五个指标为基础变量，以 K 值定义市场对美元的不信任程度。2012 年与 2023 年 K 值的走高主要源于美国高赤字及央行购金行为。基于黄金高级公式，中性/乐观情形下我们预计 2025 年金价高点分别为 3300/3500 美元/盎司。

□ 美国财政赤字实际削减幅度或有限，“去美元化”与降息预期仍将提振金价

(1) 特朗普 MAGA 政策纲领与逆全球化主张或带来更为割裂与混沌的全球格局，关税博弈与摇摆态度或引发金价波动，但避险需求仍将形成支撑。(2) 美国经济边际降温，美联储降息延续的确定性较高。考虑海外抢出口背后贸易赤字对美国经济的拖累，Atlanta GDP Now 预计美国 2025Q1 GDP 环比折年率或转负为-2.1%，CME FedWatch 预期全年降息次数为 2-3 次。若美国经济明显走低，复盘历轮美国降息周期或 NBER 衰退周期，可发现黄金均表现占优。(3) 欧洲财政扩张提振欧元，日央行升息支撑日元，美元强势基础或边际转弱。(4) 美国财政赤字实际削减力度或有限，“去美元化”背后央行或延续购金。美债利率“high for longer”外溢效应下，美国 2024 财年利息支出超过国防支出。至 2025 年 2 月，美国 2025 财年财政赤字累计值已超 1 万亿美元，高于过去 5 年同期；美国财政累计支出亦不低于过去 5 年同期。(5) SPDR Gold Shares ETF 等主流黄金 ETF 或延续净流入。

□ 风险提示

特朗普政府政策超预期；海外银行业危机蔓延；国际地缘摩擦超预期

分析师：廖静池

执业证书号：S1230524070005

liaojingchi@stocke.com.cn

分析师：王大霁

执业证书号：S1230524060002

wangdaji@stocke.com.cn

分析师：李沛

执业证书号：S1230525010002

lipei01@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《为何深证红利指数近期表现更好？》 2025.03.16
- 2 《行业再均衡，决断在 5 月》 2025.03.16

正文目录

1 19 世纪以来黄金的储备地位及价值变迁	5
2 黄金定价逻辑的变与不变	7
2.1 金融属性：与美债利率的负向联动	8
2.2 货币属性：“去美元化”依赖非美央行对美债的减配	9
2.3 商品属性：珠宝消费占比高，但央行购金权重抬升	12
2.4 避险属性：地缘摩擦与滞胀	15
3 黄金宏观友好度：中性预测下金价有望突破 3300 美元/盎司	17
3.1 变量 1：CRB 商品指数	19
3.2 变量 2：10Y 美债实际利率	20
3.3 变量 3：美国 M2 存量同比	21
3.4 变量 4：美国国债存量同比	22
3.5 变量 5：存量美债规模与 GDP 比值	23
3.6 调节变量 K：衡量对美元的不信任程度	23
4 黄金当前博弈的几大关注点	25
4.1 如何看待金、银和铜的定价异同？	25
4.2 如何理解“逼仓”交易与纽约金-伦敦金价差？	25
4.3 保险试点黄金影响几何？	26
4.4 比特币 VS 黄金	28
4.5 中国央行增持启示	29
4.6 黄金 ETF 总持仓与金价表现的背离	30
4.7 沪金和国际金价：内外盘价差、汇率及进口配额	32
4.8 为何黄金股和实物金价阶段分化？	33
5 金价 2025 年的展望	34
5.1 特朗普摇摆抬升“不确定性”溢价，市场或先 Risk Off 再 Risk On	34
5.2 美国经济边际降温，美元强势基础或边际转弱	35
5.3 美国赤字规模难以大幅削减，“去美元化”逻辑或仍延续	37
6 风险提示	39

图表目录

图 1: 1970 年以来三轮黄金牛市周期回溯	6
图 2: 黄金定价的多重属性	7
图 3: 国际黄金定价的新范式	8
图 4: 21 世纪以来美联储四轮降息周期中的金价运行规律	8
图 5: 美元指数与伦敦金现价	9
图 6: 2016 年以来全球央行已确认外汇储备中美元占比持续下降	9
图 7: 非美货币在全球央行外储中占比普遍抬升, %	10
图 8: 美国广义货币供应量 M2 与国际金价	10
图 9: 美国财政收支及赤字情况	10
图 10: 美国国债杠杆率及国际金价同向性较强	11
图 11: 美债外资持有占比回落, 全球黄金储备与外汇储备比值抬升	12
图 12: 2024 年黄金需求中金饰消费占比超 4 成, 央行增持占比超 2 成	13
图 13: 黄金供需平衡表	13
图 14: 主要国家央行持有黄金储备情况	14
图 15: 新兴经济体: 黄金储备/央行总储备比重	14
图 16: 发达经济体: 黄金储备/央行总储备比重	14
图 17: VIX 金融市场波动、地缘摩擦与金价复盘	15
图 18: 全球通胀水平与金价存在一定同向性	16
图 19: 1971 年-2024 年国际金价与其他大类资产相关性	16
图 20: 黄金高级公式背后的宏观友好度评分指标数据库思维导图	17
图 21: 黄金宏观友好度反应方向逻辑矩阵 (情形与敏感性分析)	17
图 22: 黄金高级公式对实际金价的解释力度超过 90%	18
图 23: 黄金高级公式拟合情况较优	18
图 24: 三种情境假设下的黄金宏观高级公式友好度	19
图 25: CRB 商品指数宏观友好度	20
图 26: CRB 商品宏观友好度反应方向逻辑矩阵 (情形与敏感性分析)	20
图 27: 美债 10Y 实际利率宏观友好度	21
图 28: 10Y 美债 TIPS 利率宏观友好度反应方向逻辑矩阵 (情形与敏感性分析)	21
图 29: 美国 M2 存量同比数据预测	22
图 30: 美国国债存量同比数据预测	22
图 31: 存量美债规模与 GDP 比值数据预测	23
图 32: K 值=对美元的不信任程度	24
图 33: 隐含风险溢价在黄金基本价格中的占比	24
图 34: 国际银价及金银比价	25
图 35: 铜价与美国库销比	25
图 36: COMEX 黄金-伦敦金现价差 2025 年初一度走高	26
图 37: 伦敦金库存近期或大幅转移至纽约金市场	26
图 38: 黄金租赁利率一度走高后回落	26
图 39: 10 大试点保险公司最新资产规模	27
图 40: 中国保险公司年化综合投资收益率及 Au9999 金价	27
图 41: 黄金全球场内交易所日均流动性分布	28
图 42: 比特币价格与金价运行中长期维度存在一定同向性	28

图 43:	2000 年以来中国央行对黄金储备增储的五轮操作回溯	29
图 44:	中国央行五轮黄金增持周期的相关资产表现	30
图 45:	全球实物支持黄金 ETF 持有量 AUM 前十排名	30
图 46:	近几年全球黄金 ETF 总持仓量与金价背离	31
图 47:	2024 年全球黄金 ETF 增持力量主要来自亚洲	31
图 48:	不同区域或国家持有黄金 ETF 情况, 吨	31
图 49:	全球最大黄金 ETF SPDR 买入操作通常遵循金融属性	31
图 50:	黄金境内外价差与人民币汇率	32
图 51:	A 股黄金标的及金价运行的趋势	33
图 52:	A 股部分黄金上市公司的矿产金产量	33
图 53:	特朗普政府主要政策立场	34
图 54:	特朗普 2017 年 1 月上任后美元震荡回落	35
图 55:	特朗普 2017 年 1 月上任后金价震荡上行	35
图 56:	美国消费者信心指数	35
图 57:	亚特兰大 GDP Now 预测 2025Q1 美国 GDP 折年率 -2.1%	35
图 58:	美联储资产负债表	36
图 59:	CME FedWatch 对美联储降息节奏预期	36
图 60:	1980 年以来历轮降息周期中的金价表现	36
图 61:	1970 年以来的七轮 NBER 美国衰退周期中主要商品表现	37
图 62:	2024 年财政支出中利息支出超过国防支出	37
图 63:	美国政府支出实时动态	37
图 64:	2025 财年累计财政赤字已超 1 万亿美元, 高于过去五年同期	38

1 19 世纪以来黄金的储备地位及价值变迁

从 19 世纪的金本位、金汇兑本位，至 20 世纪 50 年代黄金与美元双本位的布雷顿森林体系，再到 20 世纪 70 年代末逐步确立的牙买加体系，国际货币体系经历了实物货币到信用货币及固定汇率向浮动汇率的转变。

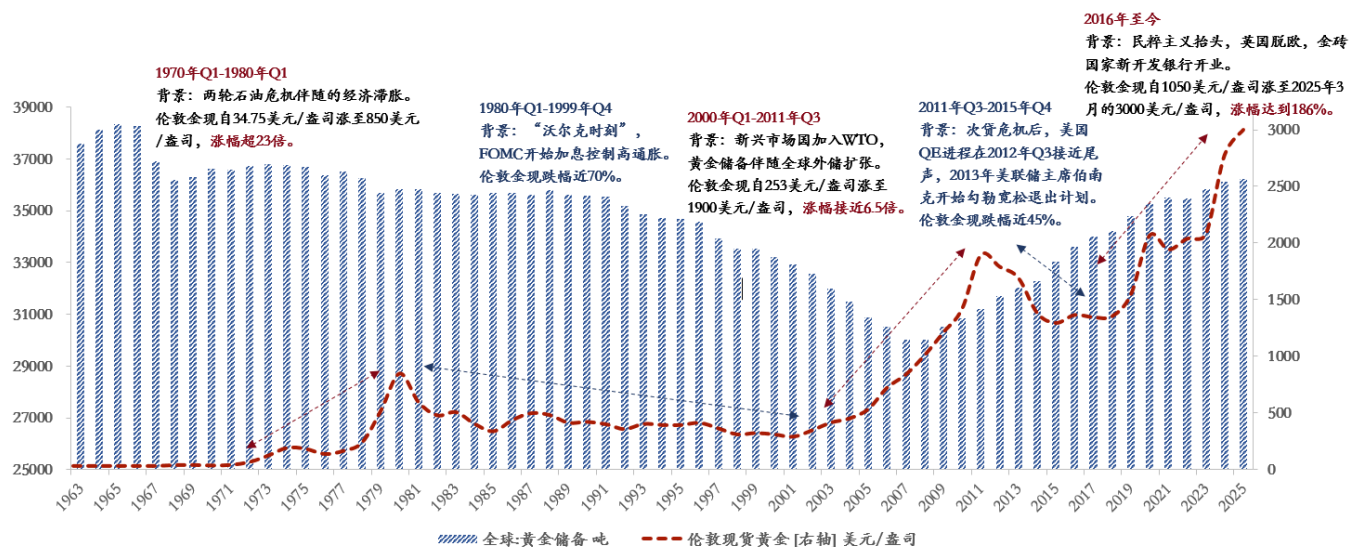
国际金本位制的确立。1816 年，英国通过“金本位制度法案”，正式确立以黄金作为本位币的货币制度——金本位制。金本位制设立的初衷主要在于抑制央行的货币超发与通胀。1844 年，英国国会通过《银行特许法案》，授予英格兰银行垄断银行券发行权的地位，并规定发行 1400 万英镑的钞票须以英国国债为担保，超出限额部分须以黄金储备担保。19 世纪 80 年代，以英镑为中心的国际金本位货币制度形成，各国货币之间的汇率以币种的含“金”量转换。1918 年，第一次世界大战打破了以英镑为中心的国际货币体系。战争期间，多国为筹集战略费用而主动实施通货膨胀，但金价却表现平稳，这使得黄金的产量大幅走低。同期美国由于持有足够的黄金储备而迅速恢复金本位制度，美元信用的上升使其储备货币地位上升明显。1900 年-1933 年，黄金的价格被固定于 20.67 美元/盎司。

布雷顿森林体系的兴亡。西方经济大萧条过后，1934 年，罗斯福签署《黄金储备法案》，将金价提升至 35 美元/盎司，即美国允许外国政府或央行以“1 盎司黄金=35 美元”的比例兑换黄金。1944 年，44 国达成《布雷顿森林协定》，确立第二次世界大战后国际货币体系的新秩序。其以黄金为基础，以美元为国际储备新型货币，实质为可兑换黄金的美元本位。1945 年，《布雷顿森林协定》正式生效。随后，源于美元的双重身份及与黄金挂钩的原则，布雷顿森林体系的局限性与内在不稳定性——“特里芬难题”逐步显现。美元供给量与全球经济贸易规模之间的矛盾难以有效平衡。一方面，美元作为本国货币，其受制于实物黄金产量限制，美元发行量过高时无法保证足够的黄金可供兑换；另一方面，美元作为国际货币，当非美国国家扩大贸易及外储增长时，又需要美元供给的提升来配合，否则将导致国际清偿手段不足。简而言之，美元的国际供给主要通过美国国际收支的逆差实现，但逐步积累的海外美元资产将超过黄金有限供应下的兑换能力，触发了布雷顿森林体系的脆弱性。20 世纪 60 年代，由于对越南战争的介入，美国面临财政贸易双赤字加剧，美元发行量大增但黄金储备下降。20 世纪 70 年代末，黄金市场开始逐步脱离官价。1971 年 8 月 15 日，尼克松政府关闭黄金兑换窗口，布雷顿森林体系就此瓦解，这也意味着黄金货币属性的削弱。

牙买加体系的建立。1976 年，国际货币基金组织 IMF 临时委员会签订《牙买加协议》，承认固定汇率制与浮动汇率制并存，成员国可自由选择汇率制度，并确认浮动汇率制的合法化，此外，协议规定取消黄金官价，成员国央行可按照市价自由进行交易。至此，黄金不再是任何信用纸币的基础，其作为世界流通货币的职能被进一步削弱。

伴随黄金货币属性变迁和价值的重估，金价中枢亦不断抬升。布雷顿森林体系解体之前，黄金主要锚定美元。20 世纪 70 年代末至今，全球黄金储备先降后升。1965 年-2008 年，全球黄金储备由 3.8 万吨降至 3.0 万吨。2008 年后，金融危机外溢影响，全球央行对外汇资产的安全性关注程度提升，低利率环境提升了黄金配置的性价比。2011 年 8 月，标普将美国主权信用评级由 AAA 下调至 AA+，这也是美国历史上首次面临主权信用评级的调降。随后欧洲主权债务危机交织影响，购金热潮延续，全球央行连续 15 年净购入黄金。2008 年-2025 年 Q1，全球黄金储备从 3.0 万吨逐步上升至 3.62 万吨。从国际金价的运行的三轮大周期回溯，每轮周期底部的金价分别为 35 美元/盎司、253 美元/盎司和 1050 美元/盎司；前两轮顶部分别为 850 美元/盎司与 1900 美元/盎司。

图1: 1970 年以来三轮黄金牛市周期回溯



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

(1) 第一轮大周期贯穿 1970 年 Q1-1999 年 Q4, 其中 1970 年 Q1-1980 年 Q1 为石油危机+滞胀伴随的黄金牛市。伴随布雷顿森林体系的瓦解, 金价与美元部分脱钩。发达国家整体对黄金储备减持, 且浮动汇率制度的实施使得央行对储备资产的回报率要求抬升。此时两次石油危机通胀高企, 西方制造业受到石油供给侧冲击。叠加黄金储备的稀缺性, 国际金价从 34.75 美元/盎司大幅升至 850 美元/盎司, 涨幅超过 23 倍。1980 年 Q1-1999 年 Q4, 金价跌幅为 70%。1980 年伴随美国经济增长, FOMC 再度开启加息。1980 年 9 月 22 日, 两伊战争爆发, 油价大幅上升, 联邦基金目标利率于 1980 年 12 月达到 20%, 时任美联储主席沃尔克开启激进加息, 金价步入近二十年的震荡下行周期。伴随苏联解体, 东欧剧变, 世界格局生变, 黄金遭到持续抛售, 但期间亦有 1985 年 Q1-1987 年 Q4 反弹超过 75% 的小周期牛市出现, 这主要为 1985 年 9 月美国与日英法德签署的《广场协议》。美国为了提振出口而对美元主动寻求贬值, 黄金作为美元的镜像而表现阶段升值。

(2) 第二轮大周期贯穿 2000 年 Q1-2015 年 Q4, 其中 2000 年 Q1-2011 年 Q3 为 FOMC+ 低利率背后的黄金牛市, 区间涨幅接近 6.5 倍。美国科技互联网冲击推动避险情绪升温。同时, 新兴经济体加入世贸后, 黄金储备伴随外汇储备的抬升而扩张, 新兴市场国私人部门对于金饰消费的热情亦高涨。2011 年 Q3-2015 年 Q4, 金价跌幅近 45%, 主要源于 FOMC 宽松退出预期发酵。2012 年 Q3, 美联储 QE 操作步入末期。2013 年 6 月, 时任美联储主席伯南克开始勾勒 QE 退出路线, 放缓资产购买步伐。

(3) 第三轮: 2016 年至今, 西方民粹主义思潮抬头, 黄金开启新一轮强势周期, 累计涨幅一度达到 182%。美联储在长达六年的低利率环境后, 于 2015 年 12 月开启新一轮加息周期, 此时黄金反而表现利空出尽, 开启上行。2016 年 H2, 英国公投脱欧。时任美联储主席格林斯潘重提金本位, 试图表达其对当时主要国家货币超发不受纪律约束的疑虑, 并试图寻求更为稳定的货币机制。2018 年 Q3, 美联储加息周期步入末期, 随后降息周期发酵形成催化。至 2020 年 Q3 伦敦金现价格从 1160 美元/盎司上涨 80% 至 2075 美元/盎司。至 2025 年 3 月, 金价累计涨幅达到 182%。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/338022060071007044>