从黄金牛市看全球大类资产配置：不确定性环境下的共识性选择

卢炫直　马铭江

摘　要　2025 年年初以来，黄金高位盘整后再度突破前高。本轮行情主要催化因素包括美国贸易关税、央行购金恢复、有关配置及投机需求高涨等。在黄金行情空前瞩目之际，有鉴于黄金在国家主权储备、金融机构和家庭资产配置中益发重要的地位，本文梳理了基于“三重属性”的黄金分析框架，总结了本轮历史新高行情的主要催化因素，从市场参与者的角度重点分析了央行购金动因和机构投资者策略行为，经过对长、短周期的综合研判，展望了 2025 年黄金市场行情，以期为资产配置决策者提供有益借鉴。

关键词　黄金分析框架　EFP 策略　央行购金　机构投资者

一、引言

继黄金在 2024 年取得全年 27.23% 的耀眼涨幅后，2025 年年初在一系列因素的共同催化下，截至 2025 年 3 月 31 日，黄金再度创下历史新高，达 3 127.92 美元 / 盎司。本轮上涨行情主要原因包括：**一是**美国贸易关税引发伦敦金现货大量流向美国，造成伦敦金现货短缺，直接催化了本轮新高行情；**二是**逆全球化和美元武器化背景下，全球央行购金热情不减，点燃有关央行购金交易逻辑热情；**三是**美联储开启 2024 年 12 月鹰派降息模式之后，“再通胀交易”告一段落，市场在“利空出尽”后对美联储降息节奏减缓表现出钝化；**四是**黄金配置及投机需求高涨，个人和金融机构益发重视黄金在资产配置中的地位。

展望后市，我们认为当前黄金仍处牛市周期，黄金长牛行情有望继续演绎。**一是**“逆全球化”和“去美元化”趋势下，新兴市场国家加速购买黄金以多元化外汇储备。**二是**世界格局变化，大国博弈、民粹主义等持续破坏全球政治经济秩序，助推黄金避险投资需求。**三是**金融机构及个人投资者在黄金走出牛市行情后更加重视黄金在资产配置中的地位，增配黄金预期强烈。综合多种因素，我们研判认为 2025 年黄金全年牛市可期。但仍需要警惕短期催化因素极速转向带来的回调风险，如伦敦实货转移过程结束甚至逆转、美国经济深度衰退、主要央行货币政策紧缩力度超预期等，控制市场风险和谨慎参与 2025 年黄金行情。

二、黄金市场分析框架与历史行情

以黄金为代表的贵金属是国际金融

卢炫直，中国农业银行金融市场部自营商品交易处副处长；马铭江（通信作者），中国农业银行金融市场部自营商品交易处专员，E-mail:mamingjiang@abchina.com.cn。本文系作者个人观点，不代表所在机构观点。

市场不可或缺的组成部分。在百年未有之大变局的时代背景下，全球央行、商业银行、对冲基金、矿山企业、珠宝商以及个人投资者纷纷涉足贵金属市场。黄金，凭借其商品、货币、金融三重属性，成为全球范围内避险保值与投资的标志性资产。

（一）黄金的三重属性分析法

复盘黄金市场行情波动，黄金价格通常由货币、金融和商品三重属性同时驱动。然而在不同时段，驱动黄金行情的主要矛盾不同。图 1 总结了黄金三重属性的本质和主要驱动变量的关系。黄金作为一种特殊的国际货币，受到地缘政治、汇率和央行配置行为的影响；黄金作为一种特殊的无息、限制供给的金融资产，受到通胀、利率以及投资者行为的影响；黄金作为一种实物商品，受到首饰消费量以及区域进出口政策的影响。

①货币属性。黄金的货币属性源于其历史作为价值尺度和交换媒介的职能，以及作为信用货币的最终履约保证。即使脱离了金本位制，黄金仍被全球央行视为核心储备资产，在国际清算、债务危机等场景下承担终极支付手段职能。这使得政府信用、地缘政治局势与避险情绪、美元汇率、央行购金行为成为通过此属性影响黄金价格的重要因素。

②金融属性。黄金的金融属性体现为一种无息资产和抗通胀工具。投资者通过黄金 ETF、期货等金融工具参与交易，使其成为投资组合风险对冲的核心标的。因为黄金独特的金融属性，其市场价格与美国通胀预期、美元实际利率水平、美联储货币政策动向、金融市场投资者行为紧密相关。

③商品属性。黄金的商品属性基于其物理特性（如导电性、延展性）和实物供需关系。实物端，黄金主要用于珠宝首饰（占比约 60%）、工业（电子、航天等，占 7%）及金条投资。黄金商品属性对价格影响方面，矿产金供给相对稳定，而需求端首饰需求季节性较强。此外，各地区之间的贸易壁垒会导致各地黄金难以满足“一价定律”。比如，限制黄金流入或禁止黄金出口的贸易壁垒，会导致地区之间的黄金价差长期存在。

（二）历史黄金走势与主要影响因素

自 1971 年布雷顿森林体系解体、黄金与美元正式脱钩以来，国际黄金市场经历了三次显著的牛熊周期转换（图 2）。从 20 世纪 70 年代初至 2025 年，以美元计价的

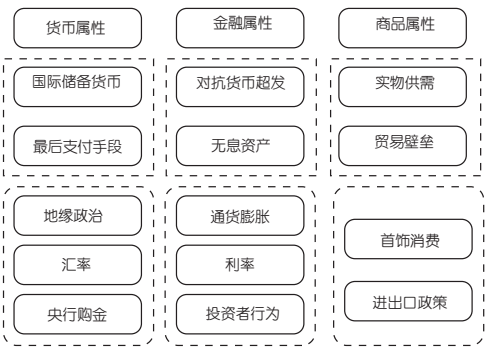
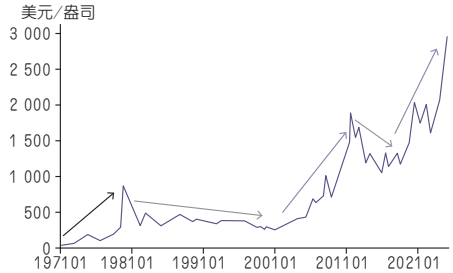


图 1　黄金三重属性



数据来源：Wind，取 EDB 数据库“伦敦金现：IDC”字段。

图 2　布雷顿森林体系解体以来金价走势（1971.1—2025.2）

黄金价格在近半个世纪中整体呈现阶梯式上涨趋势，其背后反映出全球货币体系重构与地缘政治格局演变的深刻逻辑。半个多世纪的价格轨迹揭示：黄金既是对冲主权货币信用风险的“避风港”，又是全球经济秩序重构的“温度计”。其三轮牛市均对应美元信用扩张的极限时刻——从布雷顿森林体系解体、次贷危机到后疫情时代的债务危机，黄金始终在货币体系动荡中充当价值重估的基准。

①第一轮黄金牛市（1971—1980）。1971年布雷顿森林体系解体后，黄金与美元脱钩，黄金市场化定价机制形成。美元信用削弱叠加美国货币超发，黄金的货币属性重新凸显，成为对抗货币超发的重要资产。其间，1973年第四次中东战争引发的第一次石油危机、1978年伊朗革命引发的第二次石油危机引发全球经济输入性通胀，抗通胀属性催化黄金行情。黄金价格从35美元/盎司上涨至850美元/盎司，涨幅超2 300%。

②第一轮黄金熊市（1981—2000）。美联储在主席沃尔克的领导下暴力加息，实际利率回正，黄金持有成本飙升。此外，信息技术革命推动生产率提升，低通胀与经济高增长并存，风险资产吸引力增强。广场协议（1985）及卢浮宫协议（1987）强化了美元霸权地位，美元指数从85升至120，从货币属性的“尺度效应”角度打压美元黄金价格。黄金价格由850美元/盎司跌至272美元/盎司，跌幅高达68%，黄金市场进入近20年的熊市。

③第二轮黄金牛市（2001—2012）。在多重危机的叠加冲击下，黄金的避险属性持续凸显：从互联网泡沫破裂（2000）、“9·11”事件（2001）、次贷危机（2008）到欧债危机（2010），黄金价格在11年间由260美元/盎司飙升至1 920美元/盎司的历史峰值。这一阶段恰逢美联储史无前例的货币宽松周期——联邦基准利率从2000年的6.5%断崖式降至2008年的0%~0.25%区间，并先后推出三轮量化宽松政策（QE）：2008—2010年QE1购买1.725万亿美元资产；2010—2011年QE2增购6 000亿美元国债；2012年启动开放式QE3，每月注入850亿美元流动性。在全球央行累计释放超4.5万亿美元流动性的背景下，黄金作为对抗货币贬值的核心资产，涨幅一度高达630%以上。

④第二轮黄金熊市（2013—2015）。美联储释放缩减QE信号（2013年“Taper Tantrum”），美元指数从80反弹至100。实物端，印度上调黄金进口关税使得2013年需求骤降70%，在这一阶段，黄金价格由1 561美元/盎司跌至1 061美元/盎司，跌幅达32%。这一阶段随着美国经济回暖、美联储政策转向、实际利率回升，全球进入低通胀周期。金价快速下跌，进入熊市区间。

⑤第三轮黄金牛市（2016年至今）。2022年俄乌冲突后，全球央行连续3年购金量突破1 000吨（2024年达1 045吨），黄金成为“美元武器化”背景下的央行重要储备资产。地缘政治形势和全球重大风险背景下，中美贸易摩擦（2018）、新冠疫情（2020）、俄乌冲突（2022）等接连发生，推升避险溢价。“美元武器化”、美国关税政策、比特币等加密货币的推出等新问题通过黄金的货币、金融和商品属性特征影响黄金行情，创造新一轮牛市。黄金不断创历史新高至3 057.51美元/盎司，较2016年初最高涨幅近188%。

三、近期行情回顾与分析

2024 年伦敦金现货开于 2 063.044 美元 / 盎司，收于 2 624.16 美元 / 盎司，除部分时段市场交易“美国通胀”，表现为高位震荡外，全年整体单边上涨，录得 27.23% 的涨幅。2025 年中国春节期间，在美国贸易关税导致伦敦黄金流动性短缺加之全球避险情绪的催化下，黄金高位震荡后再度突破新高，截至 2025 年 3 月 31 日，再度创下历史新高 3 127.92 美元 / 盎司。黄金年初至今走出新高行情的主要原因为以下方面。

（一）伦敦金实货紧张：美国贸易关税政策引发伦敦金现货大量流向美国，造成伦敦金现货短缺，直接助推了本轮新高行情

黄金的期货实物交割（Exchange of Futures for Physical, EFP）策略是美国大型金融机构的主要交易策略之一（图 3[①]），旨在通过卖出远月期货合约并以现货多头头寸对冲从而获取基差收敛的收益，本身是对商品价格中性的稳健策略。然而，自特朗普当选美国总统后，市场关于美国对全球主要国家加征关税的预期急剧升温，市场开始预期伦敦金运输到美国用于 COMEX 黄金期货交割未来可能需要承担超过 10% 的关税成本（图 4）。因此，主流贸易商努力抢在美国对欧洲加征关税之前购买伦敦金现货并运输至美国纽约，截至 2025 年 3 月 31 日，美国 COMEX 期金交割库库存 1 362.55 吨，较 2024 年 12 月初增长 144.18%。“抢运潮”导致伦敦金现货一时之间极为短缺，构成本轮新高行情的直接催化剂。这是黄金商品属性下贸易壁垒影响的典型体现。

（二）央行购金：在“逆全球化”与“美元武器化”的大背景下，全球央行增加黄金作为外汇储备的需求高涨，引发市场对“央行购金”交易的关注和热情

“美元武器化”威胁下，2022 年至今，全球央行加快了“外汇储备多元化”速度（图 5），2024 年连续第三年购买了超过 1 000 吨黄金，约占去年总需求的 20%。据人民银行数据，中国央行在 2024 年 5 月起暂停购金达六个月，11 月起重新恢复购金，至今连续购金四个月达 25.19 吨（图 6）。

根据世界黄金业协会的调研数据，各国央行增持黄金的战略考量既存在共性又呈现结构性差异（图 7）。从共同动因来看，央行普遍重视黄金的三大核心功能：对抗通胀的稳定器、危机时期的避险锚定物、长期保值能力。从这个意义上来讲，央行配置黄金的动因与普通投资者相似，希望通过配置黄金以在地缘政治动荡时获得资本利得收益，同时，持有大量黄金的央行也会担心黄金的贬值。但与普通投资者不同，央行需在战略储备安全与市场波动风险间寻求平衡——数据显示，全球央行黄金储备的平均持有周期超过 20 年，远高于机构投资者的 3~5 年持仓周期。从差异化动因来看，新兴市场央行更聚焦于国家金融安全构建。以土耳其（2024 年增持 75 吨）、印度（73 吨）等为例，其购金决策主要受三重压力驱动：美元资产占比过高（平均超 60%）、美国长臂管辖风险（如俄罗斯 3 000 亿美元外汇储备被冻结事件），以及

① 图3~11、表1~3见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

本币国际化需求。新兴市场央行普遍将“防范金融制裁”列为增持重要动因。而对比而言，发达经济体央行更侧重“资产组合优化”。

（三）金融环境：美联储开启 2024 年 12 月鹰派降息模式之后，“再通胀交易”告一段落，市场已充分消化前期各类负面因素，面对美联储降息节奏减缓，黄金市场反应体现出阶段性“利空出尽”

2024 年 12 月以来，美国经济数据继续显示经济韧性和通胀黏性，美联储在 12 月 FOMC 上宣布“鹰派降息”25 bps，点阵图大幅度收缩降息预期（表 1、图 8）。12 月 FOMC 将 2024 年实际 GDP 增速预测从 9 月的 2.0% 上调至 2.5%；失业预测从 4.4% 降至 4.2%；核心 PCE 增速预测从 2.6% 上调至 2.8%。点阵图显示票委对降息路径的节奏预期明显较 9 月点阵图减缓，对于 2025 年预期利率中位数较 9 月点阵图上升 50 bps，联邦基金利率期货定价甚至比点阵图更加悲观（2025 年仅降息 25 bps）。鹰派降息公布后黄金整体表现强韧，在定价了充分紧缩的美国货币政策后，黄金价格仍对美国鹰派货币政策反应较为平淡。这是黄金金融属性方面，投资者根据美国经济数据和美国货币政策走向进行博弈的体现。

（四）投资者行为：瞩目的黄金牛市行情下，黄金配置及投机需求高涨，个人和金融机构益发重视黄金在资产配置中的地位

不同类别的机构由于不同的负债端特性，形成了迥异的风险偏好（表 2）。目前商业银行和保险公司的黄金策略倾向于期货现货价差套利、黄金掉期等市场中性策略，以应对负债端刚兑的现实需要，服务产业链客户和参与养老金融、普惠金融，是市场稳定的重要维护者。公募基金的被动 ETF 投资为黄金投资提供了便捷的方式，体现了市场化配置型力量。私募基金的策略更为灵活、激进，倾向于杠杆博弈，催化行情。

国际方面，2023 年以来，境外黄金 ETF 持仓量与金价的相关性大幅下降，在近两年的黄金上涨行情中 ETF 的持仓量甚至出现了下降，与此前二者同涨同跌的走势截然不同。比如，2024 年美国 SPDR 黄金 ETF 年底持仓量 879.12 吨，比年初减少 0.69%，说明投资配置型力量踏空严重，配置型资金倾向于逢低买入，预计将在金价回调时对金价构成强有力的支撑。国内方面，黄金 ETF 持仓量达到 112.79 吨，同比增长 87.79%，显示黄金配置及投机需求高涨，居民和金融机构益发重视黄金在资产配置中的地位。

四、黄金行情后市展望

黄金价格在“去美元化”长期逻辑的支撑下，有望在美国贸易政策扰动导致的伦敦金实货短缺催化下再度挑战前高，国际金价在上半年有望挑战 3 200 美元 / 盎司，全年或走出“N”字形上涨走势。策略研判上，需要结合研判统筹黄金大周期、小周期不同的矛盾，综合摆布资产：大周期上，黄金处于 2015 年以来的主升浪周期，整体以牛市逻辑开展交易策略；小周期上，2025 年延续震荡上涨走势，但个别时段存在大幅调整空间。在货币和金融属性加强的基础上，叠加央行持续增持黄金等因素，我们认为黄金保持长牛行情，考虑交易获利了结等因素，2025 年在 2 800~3 500 美元 / 盎司区间偏牛震荡。

①经济逆全球化和政治对抗加剧为主要特征的全球背景下，央行储备资产“去美元化”逻辑持续支撑黄金。自“9·11”事件以来，美国实施的国际经济和金融制裁呈爆炸性增长。特别是在俄乌冲突中，美国对俄罗斯发起了规模空前的金融制裁（图9），限制俄罗斯主权债在国际金融市场融资，制裁其央行，冻结其外储资产，切断其金融交易。在此背景下，央行储备资产“去美元化”逻辑将继续支撑黄金价格走高（图10）。

②世界格局方面，大国博弈、民粹主义等持续破坏全球政治经济秩序，助推黄金避险投资需求。展望未来，在全球经济增长放缓，内部矛盾转移需求强烈的大背景下，随着特朗普上台后的“逆全球化”贸易倾向和孤立主义蔓延（表3），加之欧洲法国、德国可能的政党更替，“右翼化”倾向将导致全球政治格局更加混乱，预计地缘政治冲突局势仍将紧张，市场避险情绪将助推金价继续上行。

③个人及金融机构在黄金走出牛市行情后更加重视黄金在资产配置中的地位，会在右侧增配黄金。黄金牛市行情为该类资产带来了空前的市场关注度，投资机构开始更加重视黄金在资产配置组合中不可替代的重要作用。2024年以来，海内外投行的大类资产配置报告多对黄金做出超配投资建议，这类投机类持仓将对金价在长期构成支撑，且放大金价的波动性，增加相关交易机会。复盘全球最大的黄金ETF——SPDR黄金ETF 2023年以来的持仓量走势（图11），可见黄金ETF配置者通常会在踏空多头行情后补仓进入。

2025年2月7日，国家金融监督管理总局办公厅公布《关于开展保险资金投资黄金业务试点的通知》。根据通知，十家头部保险公司可开展黄金投资。3月25日，中国人寿、平安人寿等四家保险公司在上海黄金交易所完成保险机构首笔交易，酝酿多时的险资购金从规划走向现实。在未来，黄金作为保险优化资产配置的重要工具，势必会在中国金融“五篇大文章”之一的“养老金融”中发挥更大作用。

五、风险分析

尽管2025年黄金市场整体维持震荡偏强的趋势，但仍需警惕风险，应通过动态监控风险、控制仓位、加强套保来维持策略稳健运行。

①伦敦实货转移结束甚至逆转。当前伦敦至纽约的黄金套利交易面临物流瓶颈和套利窗口收窄的双重压力。随着纽约市场黄金溢价回落，伦敦与纽约价差逐渐缩小，套利利润大幅压缩。若美国关税政策预期生变（如取消或降低关税），或市场意识到关税政策仅是“雷声大雨点小”，黄金流向可能快速逆转，涌入纽约的黄金或回流至伦敦、亚洲及中东市场，导致黄金实物供需格局突变，引发黄金显著回调。

②美国经济深度非线性衰退。特朗普政府的关税不确定性、政府支出削减及高利率环境正加剧经济下行压力。消费者信心指数连续下跌至近两年低位，服务业PMI两年来首次跌破荣枯线，房地产受高利率抑制复苏乏力，叠加联邦裁员计划可能引发就业市场收缩，经济衰退信号逐渐显现。经济硬着陆或削弱黄金的抗通胀属性，通过美股大幅下跌带动黄金显著下行。

③美联储政策紧缩超预期。若美国通

胀反弹迫使美联储重启加息或延缓降息步伐，可能导致实际利率上行压力超出预期，削弱黄金的零息资产吸引力。N

学术编辑：韦燕春

参考文献

[1] 国家金融监督管理总局.关于开展保险资金投资黄金业务试点的通知（金办发〔2025〕7号）[EB/OL].(2025-01-22)[2025-03-02].https://www.nfra.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=1198136&itemId=917&-generaltype=0.

[2] 世界黄金协会.2024年央行黄金储备调查[EB/OL].(2024-06-18)[2025-03-02].https://china.gold.org/gold-hub/data/18692.

[3] 陶士贵.美元的“不可能三角”:国际货币、债务货币与制裁货币[J].经济学家,2022(10):44-53.

[4] 张彦,刘亚欣.美元武器化与霸权维护:机理,策略与影响[J].当代世界与社会主义,2024(3):23-32.

[5] 周宇.全球金融公共品的武器化及其形成机制[J].国际关系研究,2022(4):71-86+157.

Global Asset Allocation from the Perspective of Gold Bull Market : Consensus Choice in Uncertain Environment

LU Xuanzhi MA Mingjiang

(Financial Markets Department, Agricaltural Bank of China)

Abstract Since the beginning of 2025, gold has broken through its previous highs after consolidating at an elevated level. The main catalysts behind this advance include US tariffs, a resumption of central bank purchasing, related market positioning, and speculative demand. Amid unprecedented attention to the gold market and in view of the increasingly important position of the metal in national sovereign reserves as well as the asset allocation of financial institutions and households, this paper evaluates the gold analysis framework based on 'triple attributes'. It summarizes the main factors in this round of market highs and analyzes the motivation behind central bank purchases and the strategic behavior of institutional investors. After a comprehensive study of long and short market cycles, this study also assesses the outlook for gold in 2025 in order to provide a useful reference for asset allocation by investment decision makers.

Keywords Gold Analysis Framework, EFP Strategy, Central Bank Gold Buying, Institutional Investors

JEL Classification G11 G15 G20