

近期國際金價表現較為亮眼並屢創歷史新高，10月8日更是首次突破4000美元/盎司整數關口，境內金價同步走強，貴金屬市場整體呈現強勁上行態勢。在金價強勢行情的帶動下，境內黃金ETF規模快速擴張，多款產品規模突破百億元大關；與此同時，黃金產業鏈相關上市公司股價亦大幅攀升，吸引了機構投資者的高度關注，不僅多家黃金類上市公司獲機構密集調研，代表性黃金股ETF的單月規模更增加逾50億元，市場熱度顯著升溫。近段時間黃金價格表現強勁的原因有哪些？投資者應關注哪些投資機會？

黃金價格持續上行，相關產業鏈亦表現強勁，投資者應關注哪些機會？

今年年初以來國際現貨黃金價格累計上漲近45%，從年初約2700美元/盎司攀升至約4000美元/盎司的歷史新高。此輪上漲由美聯儲降息週期開啟、地緣政治避險需求升溫及全球央行購金潮三重因素共振驅動，行業已進入景氣上行週期。

圖一：年初以來 COMEX 黃金價格情況



資料來源：Wind

從資金配置動向觀察，9月全市場黃金ETF淨申購份額累計達40億份，前9個月黃金ETF累計淨申購份額更攀升至135億份，較此前數據顯著增長，顯示資金對黃金資產的配置需求持續升溫。具體到產品層面，永贏中證滬深港黃金產業股票ETF貢獻了43億份的淨申購量，是同期吸金最多的黃金類ETF；華安黃金易ETF緊隨其後，淨申購份額達33億份；國泰黃金ETF、博時黃金ETF也表現亮眼，兩只產品的淨申購份額均突破10億份，形成多產品同步吸金的格局。



規模層面，多只黃金 ETF 在年內迎來飛躍式擴張，頭部產品的規模優勢進一步凸顯——作為當前國內規模最大的黃金 ETF，華安黃金易 ETF 最新規模已觸及 682.63 億元，成為黃金 ETF 領域首個突破 680 億規模的產品；永贏中證滬深港黃金產業股票 ETF 的規模也在近期成功突破百億元關口，躋身黃金主題 ETF 規模第一梯隊。除了場內黃金 ETF 外，港股市場的黃金標的在長假期間同樣表現亮眼，截至 10 月 10 日收盤，山東黃金(1787.HK)、赤峰黃金(6693.HK)等在 10 月以來的累計漲幅已超 12%，紫金礦業(2899.HK)、招金礦業(1818.HK)等同期漲幅也突破 10%，板塊賺錢效應顯著。

圖二：香港市場黃金概念股本月股價表現情況

序号	代码	名称	量比	换手率	成交量	成交额	月涨跌幅
1	2099	中国黄金国际	2.78	1.65%	655万	9.42亿	11.82%
2	2899	紫金矿业	1.81	2.17%	1.30亿	44.66亿	10.86%
3	1818	招金矿业	2.01	0.71%	2039万	6.72亿	11.07%
4	1787	山东黄金	1.78	2.52%	2512万	9.96亿	13.86%
5	6693	赤峰黄金	1.50	6.24%	1475万	4.86亿	15.65%

資料來源：Wind

➤ 黃金價格本輪上行的原因有哪些？

*貨幣政策寬鬆：降息週期開啟重塑資產估值邏輯

回溯自 8 月下旬開啟的這輪金價上行趨勢，美聯儲貨幣政策的轉向是最為關鍵的直接驅動力。從具體經濟數據來看，市場期待的美國 8 月非農就業數據大幅不及預期，僅錄得 2.2 萬人增長，創下 2025 年 1 月以來最低水準，大幅低於 7.5 萬人的市場預期，同期失業率攀升至 4.3%，製造業 PMI 更是連續 6 個月處於萎縮區間。這一連串疲軟的經濟信號，最終促使美聯儲在 9 月邁出年內首次降息的步伐，且美聯儲點陣圖進一步釋放信號，顯示年內還將累計降息 50 個基點（10 月、12 月各 25 個基點）。這一動作直接推動實際利率下行，而黃金作為零息資產，其持有成本優勢隨利率回落顯著增強。同時，市場對 2026 年寬鬆週期的延續預期進一步強化，目前數據顯示降息預期下西方黃金 ETF 買盤已維持高位。



圖三：2025 年 9 月點陣圖



資料來源：美聯儲

另外，美元指數的同步走弱形成疊加支撐。受降息與美國財政不確定性影響，美元指數近期已跌至 97-100 的年內低點區域，而黃金與美元的負相關性在本輪行情中表現得尤為顯著——美元每貶值 1%，國際金價平均上漲 1.2%。這種貨幣屬性層面的支撐，使得黃金成為對沖美元信用風險的核心工具。

圖四：年初以來美元指數走勢情況



資料來源：Wind



*地緣與經濟風險：多重不確定性啟動避險需求

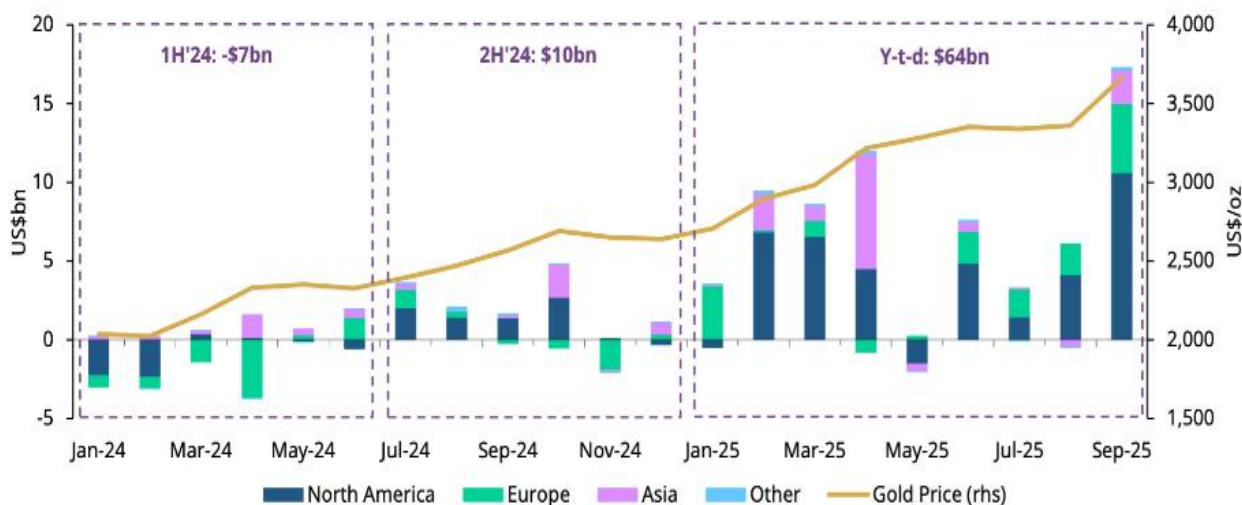
全球地緣政治風險的多點爆發與經濟基本面隱憂的雙重疊加，正不斷驅動避險資金向黃金市場聚集。一方面，地緣層面的風險密集釋放形成“事件集群效應”：美國聯邦政府因預算分歧陷入停擺困境，關鍵經濟數據發佈延遲直接導致市場預期紊亂，迫使資金轉向黃金以尋求確定性；與此同時，法國政局動盪加劇國內政策不確定性，美日兩國經濟增長隱憂持續發酵，而中東及歐亞地區的地緣衝突更在 9 月升級——以色列對能源樞紐卡塔爾多哈發動精準打擊，將區域緊張局勢推向新高度，進一步放大市場恐慌情緒。

除了地緣風險的催化，全球經濟基本面的深層隱憂也讓黃金的配置價值愈發凸顯。當前美國財政赤字率已攀升至 6.8% 的近十年高位，債務上限問題反復拉鋸未決；日本深陷貨幣政策兩難境地，經濟增長動力持續疲軟；歐元區製造業 PMI 更是連續 8 個月處於榮枯線下方，全球“弱復蘇”格局下，黃金作為“終極支付手段”的核心屬性被重新定價，成為對沖經濟不確定性的關鍵資產。

這種雙因素共振直接反映在資金流向中：世界黃金協會數據顯示，全球實物支持的黃金交易所交易基金（ETF）在 9 月錄得最大單月資金流入，使得本季度成為有記錄以來表現最強勁的季度，資金流入達 260 億美元。北美投資者在本季度的大部分時間裏引領了這一趨勢；161 億美元的資金流入是有記錄以來第三季度最大規模的流入，也是第二大季度流入規模。歐洲基金也出現了大量買入，錄得該地區第二強勁的季度表現（82 億美元），僅比 2020 年第一季度創下的紀錄少 7400 萬美元。亞洲在本季度的買入有所放緩（17 億美元），而其他地區的基金（2820 萬美元）則相對平穩。截至第三季度末，全球黃金交易所交易基金（ETF）的管理資產總額達到 4720 億美元，環比增長 23%，再創歷史新高。持倉量環比增長 6%，達到 3838 噸，僅比 2020 年 11 月第一周創下的 3929 噸的峰值低 2%。值得注意的是，資金結構也在發生變化——傳統上由機構主導的黃金避險交易，正通過 ETF 管道向個人投資者滲透，“機構+散戶”的資金共振效應不僅強化了資金流入的持續性，也進一步放大了黃金價格的短期上行動能。



圖五：區域黃金 ETF 資金流向情況



*As of 30 September 2025. Gold price based on the monthly average LBMA gold price PM in USD.

資料來源：世界黃金協會

*供需結構失衡：央行購金構建剛性支撐

從黃金市場供需格局來看，需求端的核心支撐源於全球央行的戰略性增持，而這一行為背後的深層邏輯，根植於美元信用體系的持續弱化與全球儲備貨幣結構的歷史性重構。2025 年美元指數中樞已下移至 95-100 區間，年內貶值幅度約 5%-10%，創下 2018 年以來的最大年度跌幅；與此同時，IMF《官方外匯儲備貨幣構成》（COFER）報告顯示，美元在全球外匯儲備中的占比已從 2000 年的 72% 逐步降至 2025 年第二季度的 56.3%。更具標誌性的是，當前全球央行黃金儲備占比自 1996 年以來首次超越美國國債，這一變化標誌著全球貨幣體系正從“純粹信用美元體系”向“美元主導下的分散化體系”漸進轉型，也為央行增持黃金提供了底層動因。

具體來看，央行購金的規模與性質已發生顯著轉變。Wind 數據顯示，全球黃金儲備從 2020 年底的 35,305 噸增至 2025 年 3 月底的 36,268 噸，年均增長約 240 噸；以中國央行為例，其已連續 11 個月增持黃金，截至 2025 年 9 月末儲備量達 7406 萬盎司（約合 2300 噸）。從歷史維度對比，2010-2019 年全球央行年均購金量為 457 噸，僅占同期礦產金產量的 12.6%，屬於“補充性配置”；而 2020-2024 年這一比例躍升至 22.3%，意味著央行購金已正式轉向“戰略性需求”。世界黃金協會的調查進一步印證了這一趨勢：76% 的受訪央行預計未來五年黃金在全球儲備中的占比將“適度或顯著提升”，43% 的央行計畫在未來一年內增持；截至 2025 年 10 月，全球官方黃金儲備價值已達 4.64 萬億美元，較 2024 年底激增 52.9%，且 95% 的央行明確計畫在未來一年繼續擴大黃金儲備，其中新興市場央行表現尤為積極，各國通過增持黃金推進儲備多元化、對沖美元風險的動作，共同構成了黃金需求端的剛性支撐。

與需求端的強勁形成鮮明對比的是，供應端的約束進一步加劇了供需矛盾。2025 年全球黃金礦產產量預計同比僅增長 1.2%，主要金礦企業的勘探投入已連續三年下降，導致新增產能釋放受限；即便高金價對再生金供應形成一定刺激，其增幅也僅預計為 3.5%，難以彌補礦產金的增長乏力。據世界黃金協會測算，2025



年全球黃金全年供需缺口將擴大至 280 噸，創下 2015 年以來的最高水準，供需失衡的格局進一步鞏固了黃金的價格支撐。

*投資者應該關注行業內哪些公司的投資機會？

當前黃金行業多利好共振：美聯儲降息週期開啟推動實際利率下行，地緣政治風險多點爆發啟動避險需求，全球央行戰略性增持構建需求剛性支撐，供需缺口擴大強化價格中樞上移基礎；與此同時，國際黃金 ETF 持續吸金與國內黃金消費復蘇形成資金共振，為行業持續注入增長動能。因此在全球金價突破 4000 美元/盎司、供需失衡與避險需求共振的背景下，國內黃金概念股（尤其是資源儲備豐厚、產量穩定增長的開採型企業）具備顯著的業績彈性，投資者可在港股市場上選取具備競爭優勢的標的：

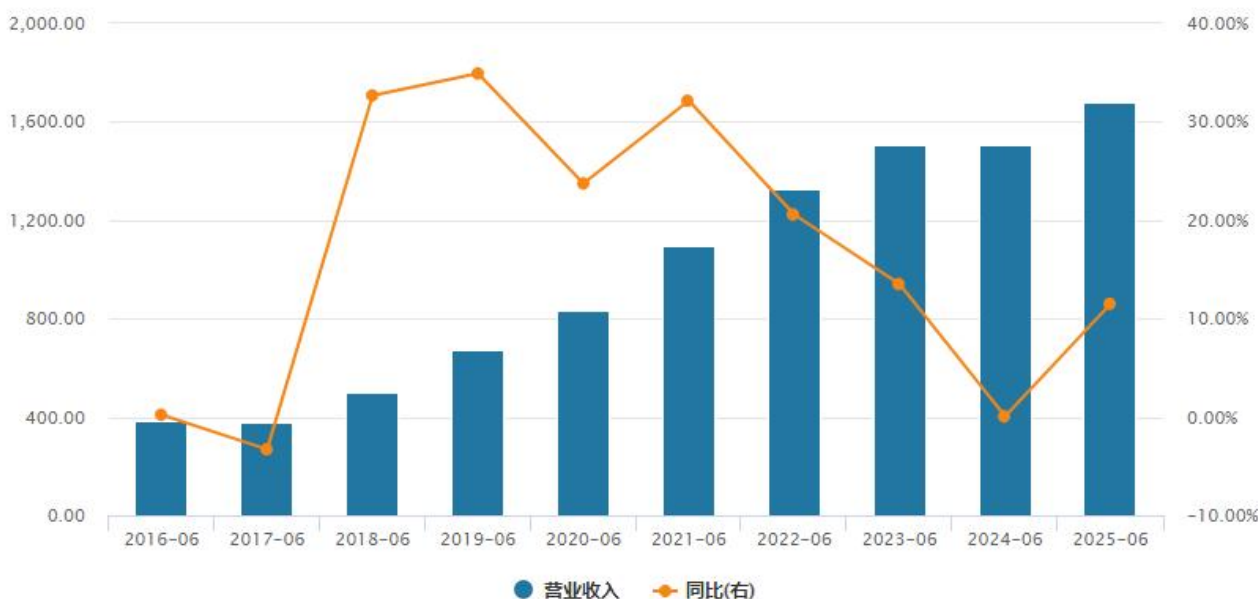
紫金礦業(2899.HK)

作為港股市場上的綜合礦業龍頭，紫金礦業(2899.HK)以銅、金為主業，同步卡位鋰等新能源金屬，形成“傳統資源壓艙、新興資源增長”的戰略佈局，資源儲備規模與品質均居全球前列。截至 2025 年中報，公司銅資源量超 1.1 億噸（全球第二），金資源量突破 3000 噸（全球第五），鋰資源量達 1800 萬噸碳酸鋰當量（LCE），通過境內外 17 個國家的 120 餘個礦業專案，構建起覆蓋“兩湖兩礦”鋰鹽湖、西藏巨龍銅礦、新疆薩瓦亞爾頓金礦等核心資產的全球網路。境內資產佈局尤為扎實：2025 年斥資 137 億元收購藏格礦業控股權，新增 83.4 萬噸鋰資源權益；西藏巨龍銅礦二期預計年底建成，達產後年產銅 30-35 萬噸，成為境內最大銅礦基地之一。同時，公司作為世界黃金協會成員，“紫金牌”金錠獲上海黃金交易所、倫敦金銀市場協會雙重交割資質，黃金冶煉與貿易配套能力完善，進一步強化資源變現能力。

2025 年上半年公司業績實現爆發式增長，營收 1677.11 億元（同比+11.5%），歸母淨利潤 232.92 億元（同比+54.41%），核心源於銅金業務“量價共振”與成本優勢釋放。產量端，礦產銅 57 萬噸（+9%），礦產金 41 噸（+16%），鋰產量 7315 噸（同比激增 2961%），三大品類均創同期新高；價格端，上半年金價同比上漲 38%，銅價維持高位，推動礦產品毛利率飆升至 60.23%。成本控制能力行業領先：銅礦 C1 成本 950 美元/噸，較國際巨頭低 15%；金礦加權成本 230.64 元/克，顯著低於國內同行，“礦石流五環歸一”管理模式與 15.8 億元研發投入（2025H1）構築效率壁壘。更關鍵的是，分拆紫金黃金國際赴港上市成為估值催化劑——旗下 1800 噸境外黃金資產單獨上市後，估值有望從當前 21 倍 PE 向 30 倍 PE 靠近，為行業打開價值重估空間。



圖六：紫金礦業(2899.HK)營業收入及增長情況



資料來源：Wind

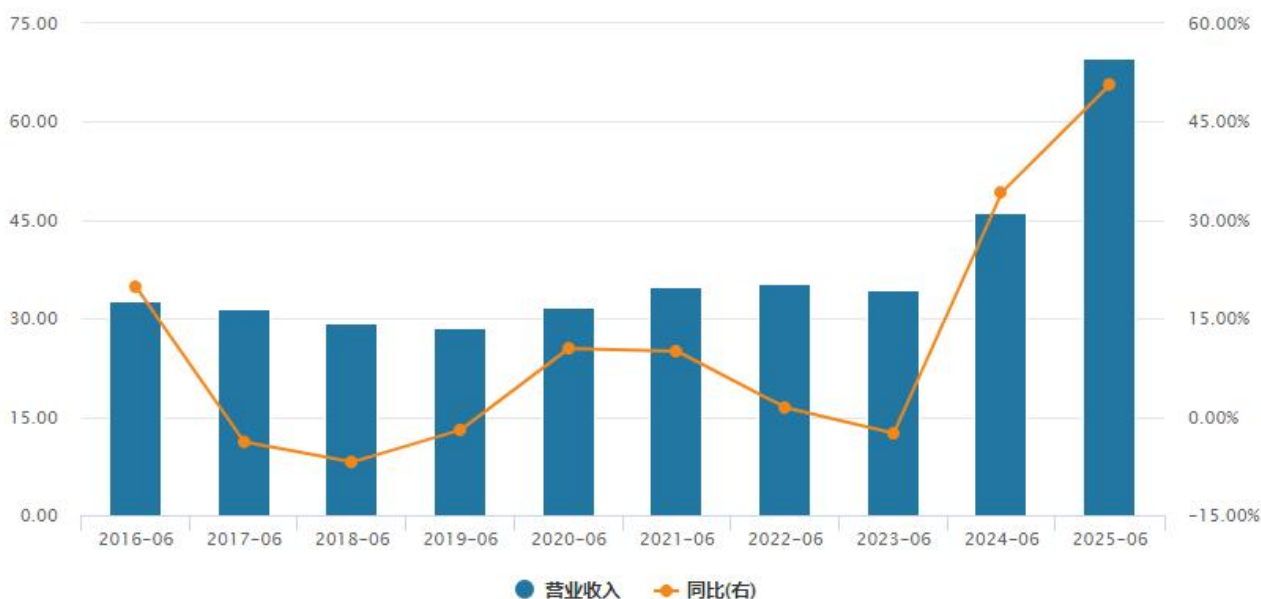
招金礦業(1818.HK)

作為港股黃金開採龍頭，招金礦業(1818.HK)以黃金勘探、采選及冶煉為核心主業，資源儲備規模與品質穩居國內前列，形成“國內核心資產錨定 + 海外優質專案拓展”的雙佈局。截至2024年末，公司按JORC標準計算的金資源量達1446.16噸，可采儲量517.54噸，其中國內資源以高品位礦山為核心——持有70%股權的海域金礦堪稱“壓艙石”，該礦保有黃金資源量562.37噸，平均品位4.2克/噸，達產後年產黃金15-20噸，有望成為國內最大在產黃金礦山之一。國際化佈局已初見成效，2024年通過收購鐵拓礦業（象牙海岸）與西金礦業（塞拉里昂）新增資源量261噸，其中阿布賈金礦未來9年年均產金5.28噸，科馬洪金礦年產1.77噸，支撐“國內一半、國外一半”的“雙H”戰略落地。此外，公司啟動“黃金資源倍增計畫”並設立1億元專項勘查基金，2023年以來累計完成22個高品位專案並購，礦業權面積激增799%，資源擴張動能持續強化。紫金礦業(2899.HK)作為第二大股東，在技術、管理與資本層面的協同進一步夯實其資源開發能力。

2025年上半年公司業績實現爆發式增長，營收69.73億元（同比+50.69%），歸母淨利潤14.4億元（同比+160.44%），核心源於黃金“量價齊升”與成本控制優勢的雙重催化。產量端，國內礦山應產盡產疊加海外專案爬坡，上半年自產金達28.87萬盎司（同比+21.83%），其中海外阿布賈金礦貢獻18.25%的自產金產量，國際化收益占比持續提升。價格端，受益於美聯儲降息預期與地緣避險需求，上半年金價同比大幅上漲，推動金礦業務收入61.64億元（同比+44.4%），毛利率升至43.74%。成本優勢尤為突出，2025年Q1克金成本降至210元/克，顯著低於行業平均240元/克，且海域金礦投產後憑藉高品位與規模化開採，成本有望進一步降至120元/克，利潤彈性空間巨大。資本運作同步發力，2024-2025年兩次港股配售募資36.95億港元，優化資本結構的同時支撐專案建設，目前看好其成長潛力。



圖七：招金礦業(1818.HK)度營收及增長情況



資料來源：Wind

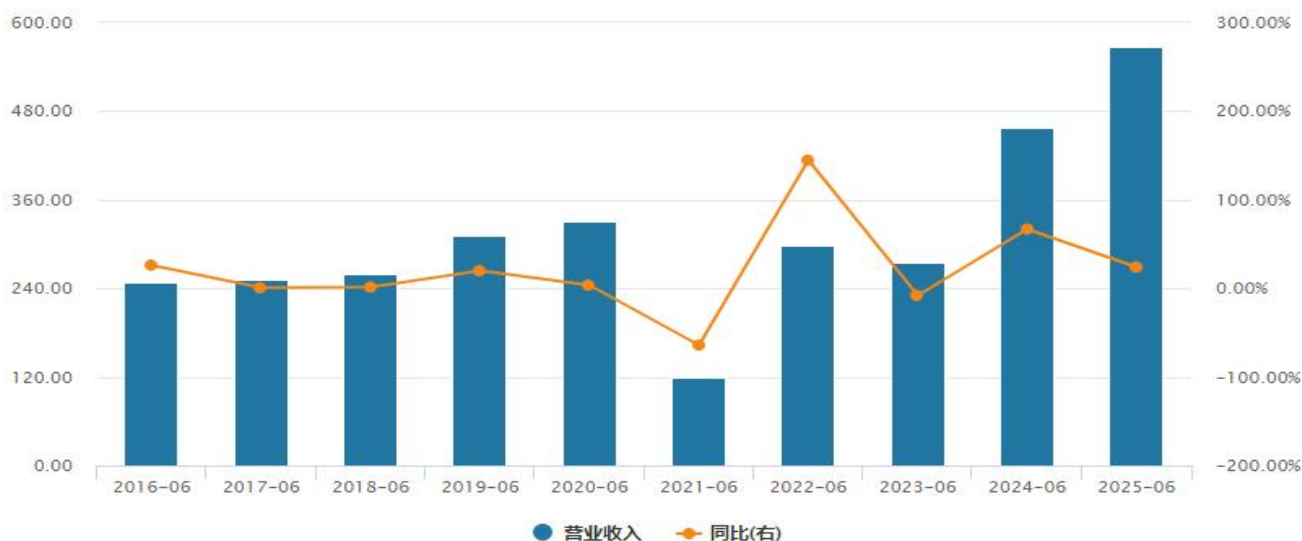
山東黃金(1787.HK)

山東黃金(1787.HK)以黃金勘探、采選及冶煉為核心主業，資源儲備規模與產能實力穩居國內前列，形成“國內核心資產錨定 + 海外增量突破”的戰略格局。資源儲備方面，依託集團強大的探礦能力，截至 2024 年底上市公司關聯主體保有黃金資源儲量超 2940 噸，掌控西嶺（592 噸）、萊州灣（550 噸）等多個超大型金礦床，其中西嶺金礦為國內近年探明的最大單體金礦床之一。國內產能根基扎實，焦家金礦、三山島金礦等 4 座礦山連續入選“中國十大黃金礦山”，2024 年自產金 46.17 噸，占全國總產量近 20%，年產金超 1 噸的礦山達 12 座，2025 年預計增至 13 座。海外佈局同步推進，納米比亞 Osino 選廠計畫 2025 年四季度開工、2027 年投產，阿根廷貝拉德羅金礦 2025 年目標產金 7 噸以上，構建起國內外協同的產能網路。

2025 年上半年公司業績實現翻倍增長，營收 567.66 億元（同比+24.01%），歸母淨利潤 28.08 億元（同比+102.98%），核心源於黃金“量價齊升”與盈利品質優化的雙重催化。價格端，上半年國際金價同比上漲 39.8%，Q2 單季均價達 3281 美元/盎司，推動整體毛利率提升 3.3 個百分點至 17.46%，淨利率同步升至 6.82%。產量端，上半年礦產金 24.71 噸，其中國內礦山穩產 19.04 噸，海外卡迪諾金礦產能爬坡至年貢獻 4 噸水準，庫存規模達 5.5 噸，為後續銷售提供彈性。成本與費用管控成效顯著，儘管深井開採導致綜合成本預計同比上漲 10% 以內，但研發投入同比增加 58.11%（聚焦智能開採技術），疊加 EBITDA 利息保障倍數升至 10.08，盈利穩定性持續增強。



圖八：山東黃金(1787.HK)公司營收增長情況



資料來源：Wind

短期經營需應對三重挑戰：一是債務壓力仍存，截至 2025 年中資產負債率 63.11%，雖較上年末微降 0.43 個百分點，但百億級在建工程轉固可能帶來折舊壓力；二是成本上行壓力，國內礦山開採深度持續增加，2024 年綜合成本 293 元/克，2025 年預計小幅上漲；三是金價波動風險，若美聯儲降息節奏放緩，可能直接影響盈利彈性。但長期成長韌性明確：產能釋放路徑清晰，2025 年維持 50 噸產金目標，萊州灣金礦全面投產後產能將增 30%，2026 年預計新增 5 噸產量，2030 年目標達 80 噸；集團資產注入預期強烈，內蒙古長山壕礦等優質資產有望逐步注入；疊加黃金長牛週期與國內龍頭溢價，公司“資源儲備+產能釋放+技術升級”的核心邏輯未變，長期價值空間清晰。

免責聲明：本報內容所提供資料所述或與其相關的任何投資或潛在交易，均受限於閣下司法轄區適用的法律及監管規定，而閣下須單獨就遵守該等法律及監管規定負責。本報內容僅供參考，不構成任何投資建議。本公司對所提供的財經資訊已力求準確，但對其中全部或部分內容的準確性、完整性或有效性，不承擔任何責任或提供任何形式保證。如有錯失遺漏，本公司恕不負責。另請注意證券與虛擬資產價格可升可跌，尤其虛擬資產的風險極高，投資者應對有關產品保持審慎及自行承擔投資風險。

