



Metals Focus 金属聚焦

贵金属周报

第 632 期
2025/11/21

黄金

11月13日，在市场预期美联储将于12月降息、以及对美国债务水平的担忧情绪推动下，金价重新站上 4200 美元。

白银

美国内政部将白银纳入其关键矿产清单。

铂金

中国证监会批准广州期货交易所开展铂金与钯金期货及期权交易。

钯金

由于美国关税导致销量下滑，通用汽车韩国公司（GM Korea）计划在 2026 年初前关闭其自营服务中心。

中国新增值税政策如何重塑黄金市场？

自2025年11月1日起，财政部和国家税务总局对黄金市场的增值税政策进行了调整。新规自发布之日起立即生效，并将持续实施至2027年12月31日。

在讨论此次政策调整的具体内容及其影响之前，有必要先对中国的增值税体系进行整体了解。与其他增值税制度相同，中国企业向税务机关缴纳的应纳增值税按照以下公式计算：

应纳增值税 = 销项税额 - 进项税额。

在此前的制度下，当从上海黄金交易所或上海期货交易所的指定仓库提取黄金出库时，税务机关会代表交易所开具全额13%特殊增值税专用发票（SVI）。随后，提货方会将该专用发票上注明的税额作为进项税额，用于抵扣其应缴的销项增值税。

根据旧的增值税政策：

- 销项税额 = 当期应税销售额 × 13%
- 进项税额 = 当期允许抵扣的采购成本 × 13%

这意味着，在计算最终产品价格时，增值税实际上只对超过黄金本身价格的增值部分征税。

在新政策框架下，会员单位在上海黄金交易所（SGE）或上海期货交易所（SHFE）内直接完成黄金交易（例如黄金 ETF 交易或商业银行的“积存金”），该类交易仍可继续享受增值税免征待遇。如果会员单位将实物黄金从交易所指定



Metals Focus 感谢其合作单位——中国黄金协会
对《贵金属周报》中文版的支持



Metals Focus感谢下列机构对《贵金属周报》中文版的支持



www.valcambi.com



A PALLION COMPANY

www.ABCbullion.com



Bulmint

www.bulmint.com



www.randrefinery.com



PRESTIGE
BULLION

www.realkruggerand.com



MENNICA
POLSKA

ISTNIEJE OD 1766 R.

www.invest.mennica.com.pl



www.axedras.com

Miller

www.miller-insurance.com

仓库实际交割出库，新规将根据黄金的最终用途实施差异化管理，即按其属于投资性用途或非投资性用途适用不同的政策。

投资性黄金产品

对于从上海黄金交易所或上海期货交易实物交割出库、并将黄金用于投资性用途的会员单位，其后续销售行为仍可继续取得13%特殊增值税专用发票，并仅就投资性产品（如金条）销售增值部分缴纳13%增值税。这意味着，若零售消费者直接从交易所会员单位购买金条或金币等投资性产品，在新政策实施后，其实际增值税负担不会发生变化。然而，若会员单位的客户（如加工企业或批发商）将这些产品转售给其他主体，则需额外承担一笔按销售额13%计算的增值税。原因在于，这些客户从会员单位取得的仅为普通发票，而非可用于抵扣进项税额的增值税专用发票，无法在后续销售中进行进项抵扣。

在新政策影响下，我们观察到上海黄金交易所会员单位（如商业银行、精炼厂以及大型零售商），由于新规赋予会员主体在价格端的隐性优势，其在零售投资市场中的市场份额有所提升。对于非上海黄金交易所会员单位的中小黄金零售商而言，将面临更高的适用增值税水平。（此前，中国很大一部分投资类产品是由黄金首饰零售商销售的。）除了销售渠道出现结构性变化外，此次增值税政策调整预计不会对国内的零售投资需求产生重大负面影响。

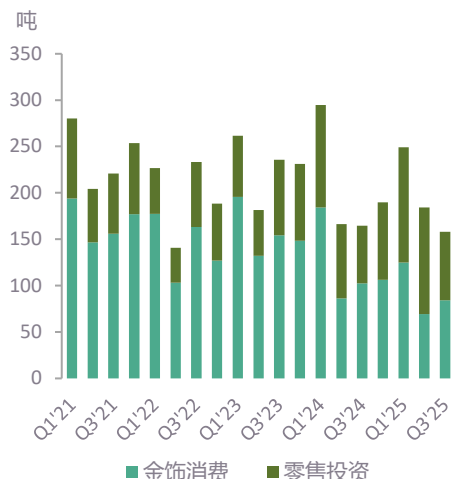
首饰及其他非投资性用途

对于黄金首饰市场，情形则截然不同。会员单位若将黄金从交易所指定仓库提库并用于非投资性用途，将取得一张按6%扣除率计算进项税额的普通发票（之前是按13%全额抵扣的增值税专用发票），其向下游销售仍需按13%计算销项税。这一新增税负将沿着产业链向下游传导，影响二级批发商和零售商，并最终转导至终端消费者。

政策落地后，中国黄金首饰的零售价格已出现上调，因为消费者需承担新增的税负，实际有效税率约为7%。在国内黄金首饰消费中，24K黄金首饰占比超过95%，剩余市场主要由18K金和21K金分布。回顾市场，中国黄金首饰消费中有相当高比例是出于准投资目的。本轮增值税政策调整尤其是对款式简单，克重较高的24K金饰产品影响较大——此类产品通常按克计价、人工成本较低，正好契合消费者的准投资型购买诉求。在新的税负结构下，一些消费者可能转而采取“先购金条、再交由金匠加工”的方式，以规避直接购买成品金饰时承担的额外税费。未来，税务机关也许会出台更明确的操作指引或监管措施，以防止此类“漏洞”。



中国黄金首饰与投资需求



数据来源: Metals Focus

中国黄金需求的结构性转变

其实早在本次增值税政策调整之前,中国的黄金需求结构自 2024 年起便已发生明显转变:消费者正逐步从“准投资型”的黄金首饰购买,转向直接购买金条。促使这一变化的原因之一,是消费者逐渐意识到金条等投资产品在买卖价差方面更具吸引力。与此同时,黄金首饰供应链也在经历从传统素金产品向更高溢价、更高利润率的精品化系列的升级转型,这进一步推动了需求向投资型产品的迁移。

受此影响,2024年中国零售投资需求同比激增20%至336吨,为2013年以来最高水平;而黄金首饰消费则下跌24%至479吨(自2020年疫情爆发以来的最低水平)。进入 2025 年,这一分化趋势不仅持续,而且进一步加剧:在今年前九个月,黄金首饰消费同比再度下滑25%,而同期零售投资需求则同比上升24%。

来自中国黄金首饰批发中心——深圳水贝的最新反馈显示,国庆假期后各大展厅的客流量依然低迷。由于 11 月本身属于国内黄金首饰消费的淡季,这一季节性特征也许在一定程度上掩盖了增值税政策对首饰市场的真实冲击。预计随着消费旺季的临近,这项政策的影响将在终端需求中更加直观地体现出来。

新的增值税政策也正在重塑本地供应链的经营策略。一些零售商开始申请加入上海黄金交易所,以提升自身的价格竞争力;另一些则寻求与会员单位建立合作关系。因此,当前首饰行业的整合趋势预计将进一步加速。与此同时,制造商和零售商正普遍加大产品创新力度,更加强调开发高附加值的精品系列(这类产品通常按件销售、对金价敏感度较低)。此外,由于旧料置换不受新税负影响,“以旧换新”类促销活动预计将继续在终端市场发挥带动作用,支撑黄金首饰销售。

展望未来,这种分化趋势大概率仍将延续。消费者偏好正持续从黄金首饰向金条转移,而疲弱的消费情绪仍将构成抑制首饰需求的主要阻力。此外,由于消费者购买黄金首饰通常存在固定预算,我们预计黄金价格将在 2026 年再创新高,这将进一步促使消费者选择更轻、更小克重的产品。相比之下,自 2025 年以来推动中国投资者增持黄金的多重因素预计将在 2026 年继续发挥作用。强劲的金价涨势、黄金在资产配置中分散风险的吸引力上升,以及央行持续公布的购金消息,都将为本地零售投资需求提供有力支撑。



Metals Focus - 金属聚焦团队

Philip Newman, 常务董事

Charles de Meester, 常务董事

Neil Meader, 金银业务主管

Junlu Liang, 高级研究员

Simon Yau, 高级顾问 - 香港

Peter Ryan, 独立顾问

Elvis Chou, 顾问 - 台湾

Michael Bedford, 顾问

David Gornall, 顾问

Neelan Patel, 区域销售总监

Jacob Smith, 铂族金属高级研究员

Mirian Moreno, 业务经理

Ghananshu Karekar, 研究助理-孟买

Adarsh Diwe, 研究员-孟买

Nilesh Pise, 研究助理-孟买

Nikos Kavalis, 常务董事 - 新加坡

Sarah Timlinson, 矿业组主管

Wilma Swarts, 铂组金属主管

Philip Klapwijk, 首席顾问

Chirag Sheth, 南亚地区顾问 - 孟买

Yiyi Gao, 高级研究员-上海

Çagdas D. Küçükemiroglu, 顾问 - 伊斯坦布尔

Dale Munro, 顾问

Harshal Barot, 高级顾问 - 孟买

Celine Zarate, 顾问 - 马尼拉

Jie Gao, 研究员-上海

Ross Embleton, 矿业研究员

Erin Coyle, 销售及市场经理

Donnadee Francisco, 矿业研究员-马尼拉

Ruby Tagoon, 初级矿业研究员-马尼拉

Hao Xu, 研究员-上海

Metals Focus - 联系方式

地址

6th Floor, Abbey House

74-76 St John Street,

London EC1M 4DT

U.K.

电话: +44 20 3301 6510

邮箱: info@metalsfocus.com

彭博Metals Focus主页: MTFO

彭博聊天: IB MFOCUS

www.metalsfocus.com



MetalsFocus 金属聚焦
微信扫描二维码，关注我们公众号

免责声明与版权声明

除非另有说明，本报告中所有知识产权的拥有或持牌人均均为Metals Focus Ltd。本报告(包括任何附件和附件)是为收信人独家使用而编写的。本报告中任何内容均不构成购买或出售贵金属或相关证券或投资的要约，也不构成关于购买或出售贵金属或相关证券或投资的建议。在根据本报告的内容采取(或不采取)任何行动之前，您必须获得专业或专家的建议。虽然我们已尽一切努力提供在本报告中公布的信息，但Metals Focus Ltd并不保证其内容的准确性或通用性。本公司对任何错误或遗漏概不负责，亦不对任何损失或损害承担任何责任，亦不对任何第三方承担任何责任。

本报告(包含本报告的任何部分)不得在未经Metals Focus明确书面同意的情况下复制、分发、传输或传达给任何第三方。本报告以电子方式提供，只有已获发个人用户牌照的获授权用户，才可下载本报告的副本。如有需要，可向Metals Focus Ltd购买额外的用户许可证。任何未经授权的工作行为可能导致民事或刑事诉讼。