



ОБЗОР РЫНКА ЗОЛОТА НОЯБРЬ 2025



Парад рекордов золота продолжится в 2026 г. А

За последний месяц золото подорожало на 6% м/м, до \$4 231 за унцию; продемонстрировав позитивную динамику четвертый месяц подряд. В частности, этому поспособствовали последние комментарии представителей ФРС, которые в сочетании с последней макростатистикой, опубликованной после недавнего шатдауна, в восприятии рынка повышают вероятность декабрьского снижения ставки. В то же время мировые ЦБ не только остаются нетто-покупателями золота, но и наращивают объемы закупок – в сентябре они приобрели 39 тонн, это самый высокий показатель с начала 2025 г. Спрос на золотые ETF также был ключевым фактором, определявшим динамику цен на золото в 2025 г. За 10M25 мировые ETF увеличили объем золота на своём балансе почти на 673 тонны; для сравнения, за аналогичный период 2024 г. они приобрели всего около 20 тонн. Приток средств в глобальные золотые ETF наблюдался пять месяцев подряд, в октябре он достиг \$8,2 млрд. Если до конца 2025 г. месячный приток будет сопоставим с октябрьским, этот год станет рекордным для золотых ETF. Все эти факторы будут и дальше способствовать росту цен на золото. Привлекательность золота как защитного актива в восприятии инвесторов обеспечивают геополитические риски, сравнительно низкая доходность казначейских облигаций и нестабильность фондового рынка, а также спрос со стороны золотых ETF и мировых ЦБ. Средняя цена золота с начала 2025 г. на текущий момент составляет \$3 361 за унцию, а к концу декабря, по нашим оценкам, она может достичь нашего целевого значения в \$3 400 за унцию.

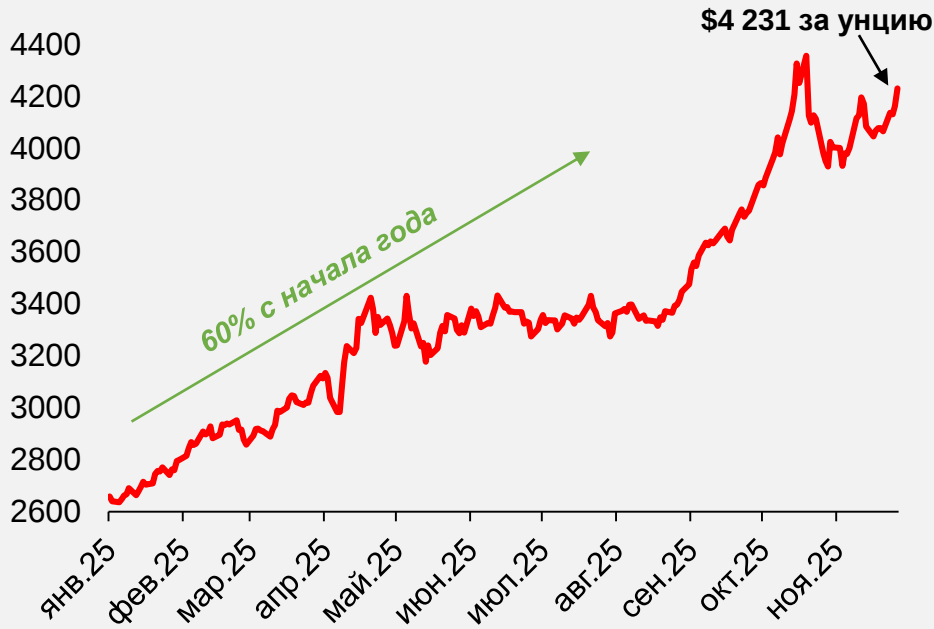
Поддержку ценам на золото должны оказать макроэкономическая ситуация в США и ожидающееся на будущей неделе решение о снижении ставки ФРС. Последние комментарии представителей Федерезерва и неплохая макростатистика дали рынку основания ожидать, что 9-10 декабря американский рынок примет решение о еще одном снижении ключевой ставки. Большинство аналитиков прогнозирует ее снижение на 25 б. п. — до 3,5-3,75%. Помимо этого ФРС США должна опубликовать обновленные макроэкономические прогнозы и свои ожидания по дальнейшей траектории ставки. Отметим, что традиционной обратной корреляции между ценой золота и курсом доллара США сейчас не наблюдается. Курс доллара по индексу DXY держится чуть выше 99 пунктов, а цены на золото динамично растут. Нам кажется, что это связано с растущим беспокойством по поводу статуса доллара США как основной резервной валюты в мире и нарастающими инфляционными ожиданиями.

Обеспеченные золотом ETF в октябре 2025 г. снова показали чистый приток, увеличив объем драгметалла на своем балансе на 55 тонны, до 3 893 тонн – это самый высокий показатель на конец месяца с июля 2022 года. Приток средств в глобальные золотые ETF наблюдался пять месяцев подряд. Спрос на золотые ETF был ключевым фактором, определявшим динамику цен на золото в 2025 году. За 10M2025 мировые ETF увеличили объем золота на своём балансе почти на 673 тонны; для сравнения, за 10M24 они приобрели всего 20 тонн.

Мировые ЦБ значительно увеличили объемы закупок золота – до 39 тонн в сентябре (это лучший месячный показатель с начала 2025 года). Центральные банки сохранили статус нетто-покупателей золота даже в условиях высоких текущих цен. Тем не менее, отметим, что операторы стейблкоина Tether купили в 3K25 больше золота чем любой из мировых ЦБ, что несомненно влияет на понимание золота как защитного актива.

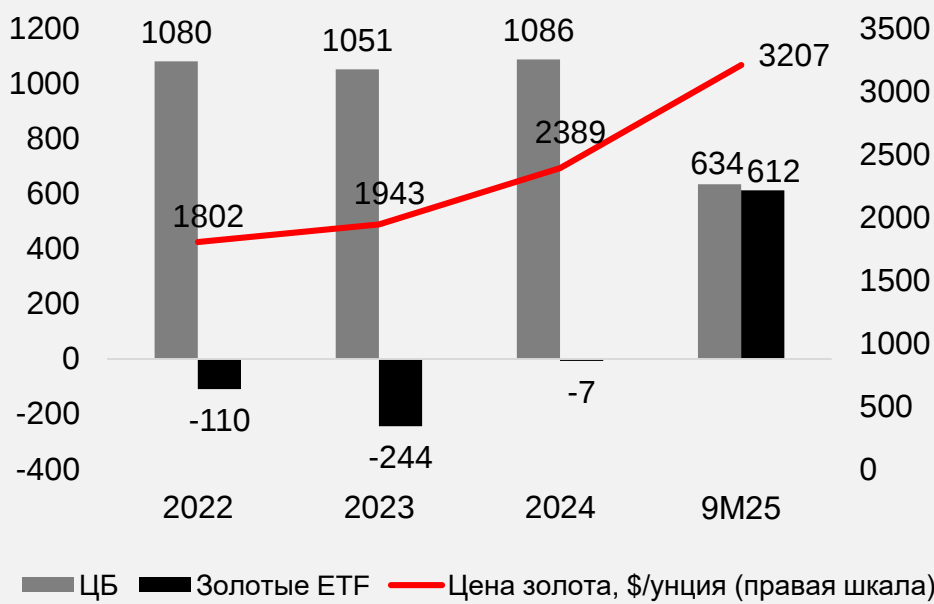
Серебро с начала года подорожало более чем на 85%, впервые превысив уровень \$57 за унцию. Спрос на этот драгметалл рос на фоне многолетнего дефицита поставок и вслед за ростом цен на золото как альтернатива в сегменте защитных активов. Отношение цены золота к серебру находится на уровне 78х, что является относительно высоким уровнем. С учетом ожиданий роста цены на золото до \$4 500-5 000 за унцию в 2026 году, серебро выглядит недооцененным относительно золота, что провоцирует волну покупок.

Динамика цены золота в 2025 г.



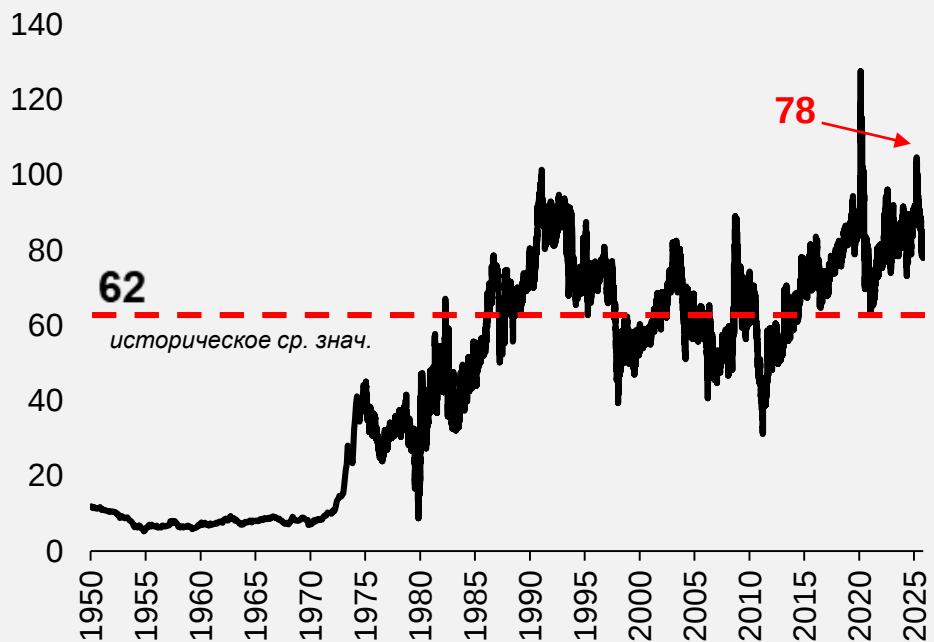
Источник: международные базы данных, Альфа-Банк

Динамика покупок золота мировыми ЦБ и золотыми ETF, т



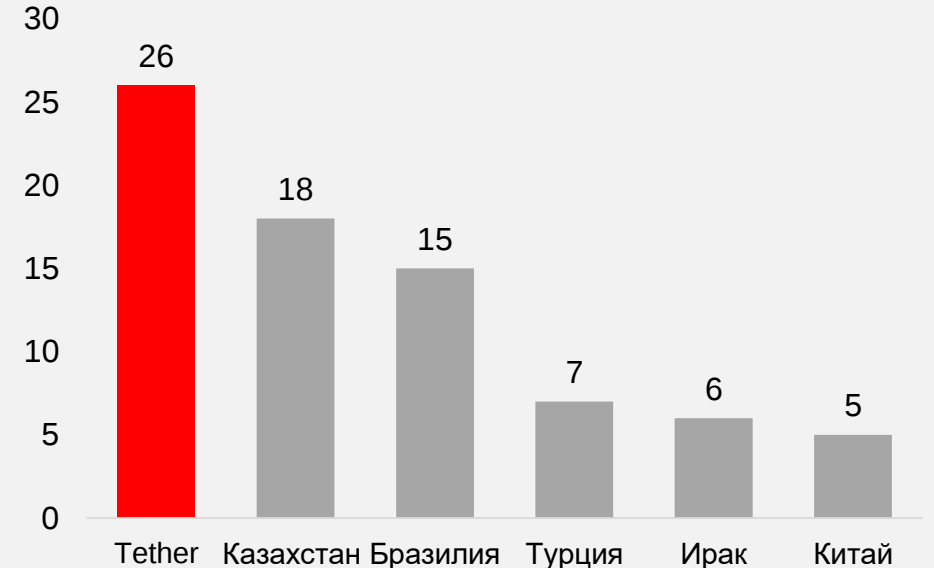
Источник: WGC, Альфа-Банк

Соотношение золота к серебру



Источник: международные базы данных, Альфа-Банк

Операторы стейблкоина в 3K25 купили больше золота чем мировые ЦБ

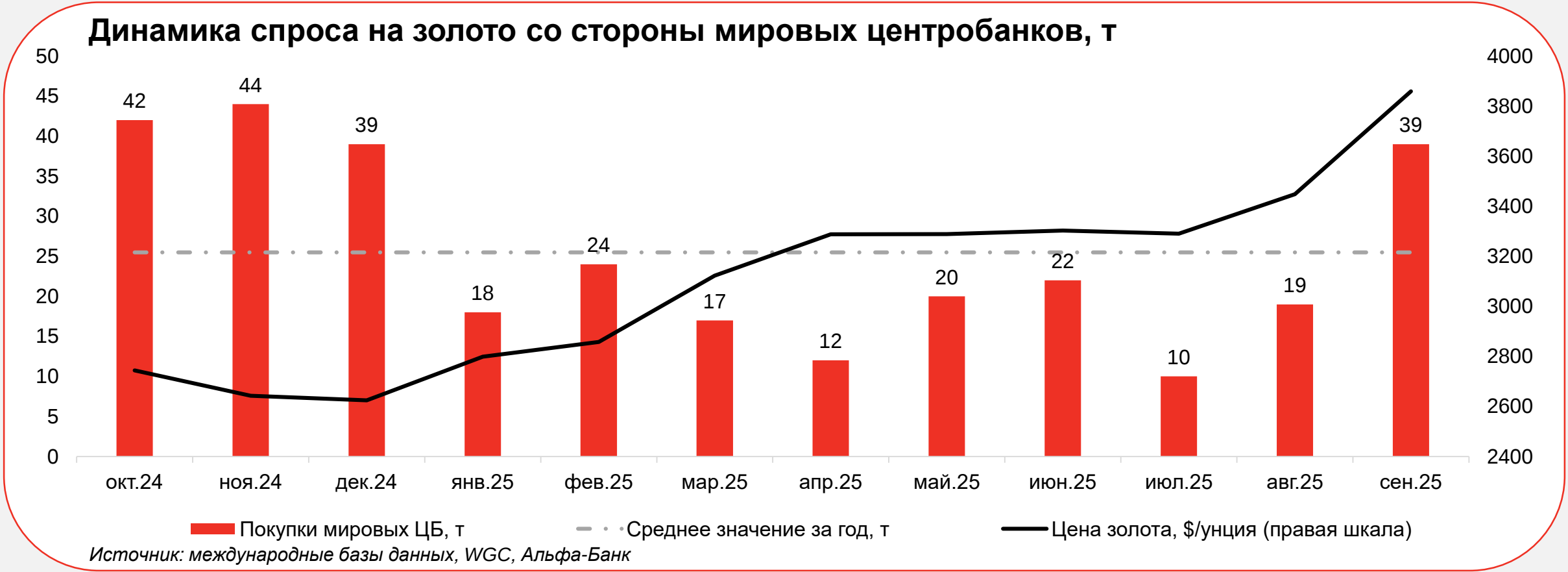


Источник: международные базы данных, WGC, Альфа-Банк

Мировые ЦБ продолжают наращивать закупки А

Мировые центральные банки в сентябре приобрели в общей сложности 39 тонн золота, вдвое больше, чем в августе. Сентябрьский объем на данный момент является самым высоким показателем чистых покупок за месяц с начала 2025 года.

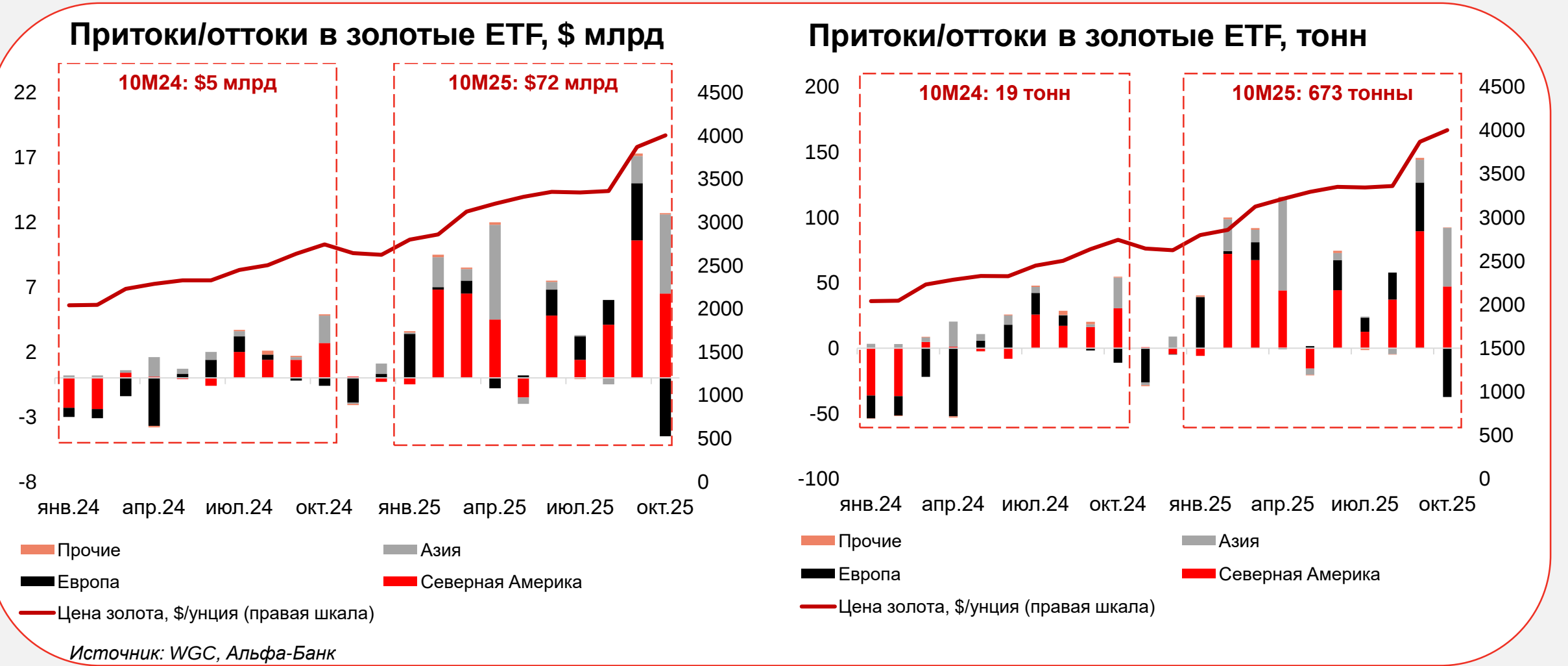
Спрос по итогам 9М25 (634 тонн) несколько ниже средних значений за предыдущие три года, но значительно превышает средние показатели за аналогичные периоды до 2022 года (400 тонн). Значительный рост цен на золото в 2025 г. поначалу, вероятно, сдерживал спрос, но увеличение закупок в 3К25 (+28% кв/кв) свидетельствует о том, что центробанки продолжают стратегически наращивать запасы драгметалла, несмотря на высокие цены. Хотя все более маловероятно, что совокупный объем закупок по итогам 2025 г. будет соответствовать уровням предыдущих трех лет (более 1 000 тонн), общий спрос со стороны мировых ЦБ остается высоким, что несомненно является позитивным драйвером для золота.



ETF, обеспеченные золотом, в октябре 2025 года снова показали чистый приток, увеличив объем драгметалла на своем балансе на 55 тонны, до 3 893 тонн, что является самым высоким показателем на конец месяца с июля 2022 года.

Приток средств в глобальные золотые ETF наблюдался пять месяцев подряд, а в октябре достиг \$8,2 млрд. Хотя в октябре приток средств замедлился по сравнению с предыдущим месяцем, он по-прежнему значительно превышает средний показатель с начала года. Если до конца 2025 г., в ноябре и декабре, месячный приток будет сопоставим с октябрьским, этот год станет рекордным для золотых ETF.

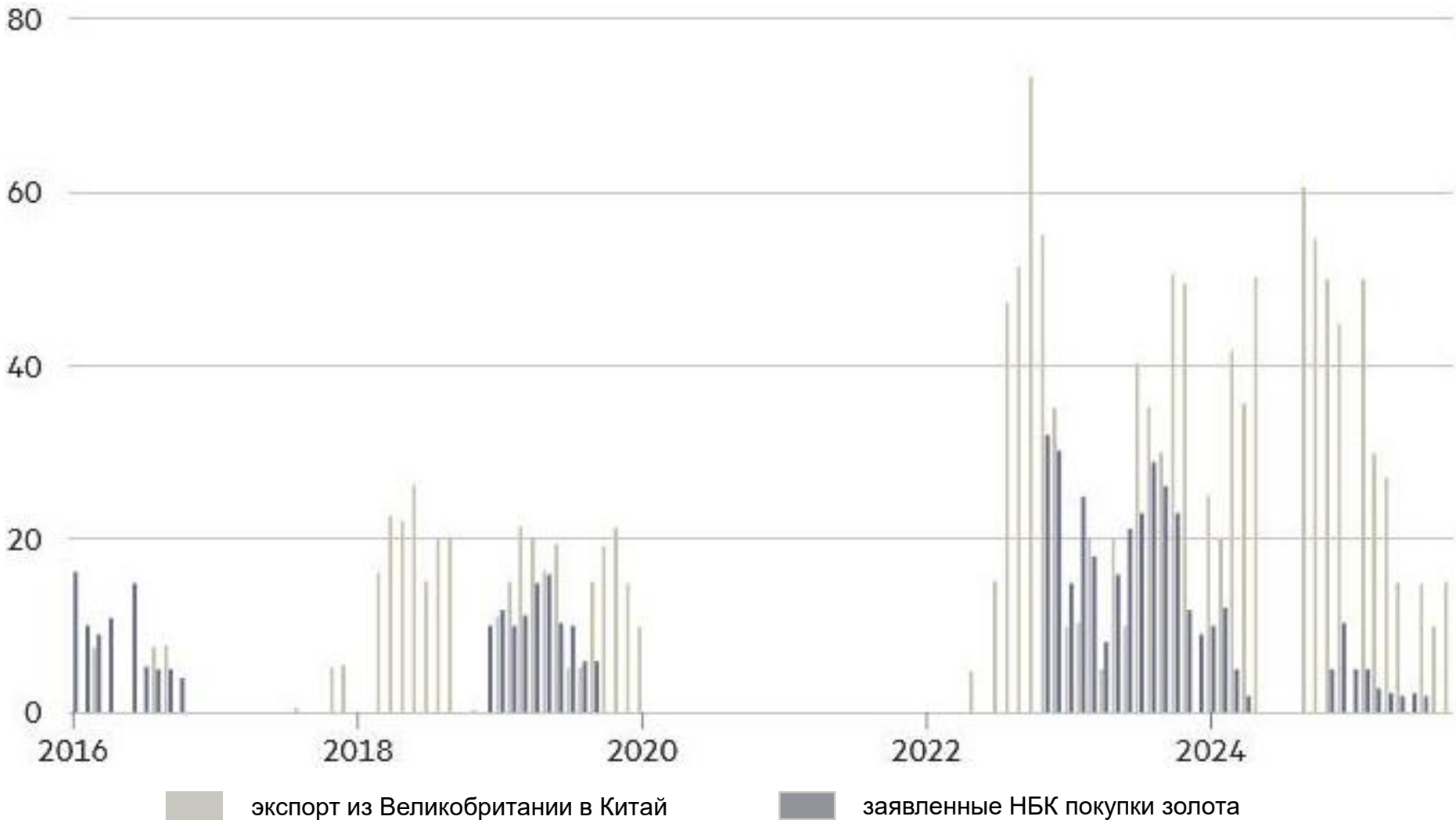
Спрос на золотые ETF был ключевым фактором, определявшим динамику цен на золото в 2025 г. За 10М25 мировые ETF увеличили объем драгметалла на своем балансе почти на 673 тонны, в то время как за аналогичный период 2024 года прирост едва достигал 20 тонн.



Китай покупает больше золота, чем отражается в официальных источниках

По официальным данным Народного банка Китая (НБК), с начала 2025 г. объемы покупок золота Китаем были сравнительно невелики — примерно по 1-2 тонны в месяц. Однако по мнению многих международных аналитиков, эти данные не вполне адекватно отражают реальную ситуацию. Существует устойчивая гипотеза, что в реальности Китай покупает гораздо больше золота через непубличные каналы. Предполагается, что НБК не афиширует реальные объемы закупок, чтобы избежать повышенного внимания со стороны международных рынков и резкого скачка цен на золото, который был бы неминуем, если бы реальные масштабы раскрывались в официальной статистике. Эту гипотезу косвенно подтверждают устойчиво высокие объемы импорта золота в КНР через ключевые хабы, такие как Гонконг и Шанхай, которые значительно превосходят объемы, декларируемые в официальных сводках НБК. Теневые объемы драгметалла, вероятно, аккумулируются в государственных фондах, в том числе под эгидой Государственного валютного управления КНР (SAFE), или в иных хранилищах, позволяя Китаю диверсифицировать свои резервы и снижать зависимость от доллара США, тем самым укрепляя свою финансовую безопасность, не привлекая лишнего внимания на глобальных финансовых рынках.

Корреляция экспорта золота из Великобритании в Китай с периодами официальных закупок, т



Источник: SG Cross Asset Research, WGC, Альфа-Банк

Так, анализ покупок золота центральными банками и другими институциональными инвесторами на внебиржевом рынке Лондона, позволяет сделать вывод, что фактический объем закупок со стороны Китая в 10 раз превышает официально признаваемый. По итогам 2025 г. совокупный объем приобретенного Китаем в рамках стратегии дедолларизации золота может достичь 250 тонн.

Центральные банки могут не сообщать о своих операциях с золотом, чтобы не провоцировать рынок или по политическим причинам. Некоторые опасаются, что публичная покупка слитков, которая часто продиктована стремлением ослабить зависимость от доллара США, может ухудшить отношения с администрацией Трампа, и так достаточно напряженные.

Хотя Китай является крупнейшим в мире производителем и потребителем золота, он также не отличается прозрачностью своей финансовой системы для внешнего мира, поэтому аналитикам приходится самостоятельно рассчитывать реальные объемы поставок этого драгметалла в КНР, делая предположения на основе сопоставления статистики импорта и данных НБК.

Анализируя экспорт золота из Великобритании в Китай (поскольку НБК предпочитает крупные слитки, которые в основном продаются в Лондоне), мы можем предположить, что с начала 2025 г. в КНР было импортировано 10 раз больше драгметалла, чем официально задекларировал китайский центробанк.

Китай покупает больше золота, чем отражается в официальных источниках

Другой метод оценки реальных закупок золота Китаем предполагает анализ разницы между чистым импортом этого драгметалла в КНР и его внутренним производством, а также изучение динамики золотого запаса в коммерческих банках или объемов, приобретаемых розничными потребителями. Используя этот метод, пекинская консалтинговая компания Plenum Research подсчитала, что в 2023 г. этот разрыв составил 1 351 тонну, а в 2022 г. — 1382 тонны, то есть фактические объемы превышали официально признаваемые более чем в шесть раз.

Тем не менее, даже с учетом неопределенности вокруг реальных объемов закупок, одно можно сказать наверняка: Китай будет покупать гораздо больше золота, чем сообщается официально. SAFE установило годовые и пятилетние целевые показатели по закупкам золота, и текущие официальные запасы все еще ниже целевых. Более того, покупки золота осуществляются не только SAFE и ее посредниками, но и суверенным фондом China Investment Corporation (CIC), а также Народно-освободительной армией Китая (НОАК), которая не обязана своевременно раскрывать информацию о своих активах.

Картину осложняет статус Китая как крупнейшего в мире золотодобытчика, на долю которого в прошлом году пришлось 10% мирового производства, а это означает, что у него также есть возможность закупать слитки внутри страны для пополнения суверенных запасов.

Так, по последним оценкам Goldman Sachs, центральный банк Китая в сентябре приобрел 15 тонн.

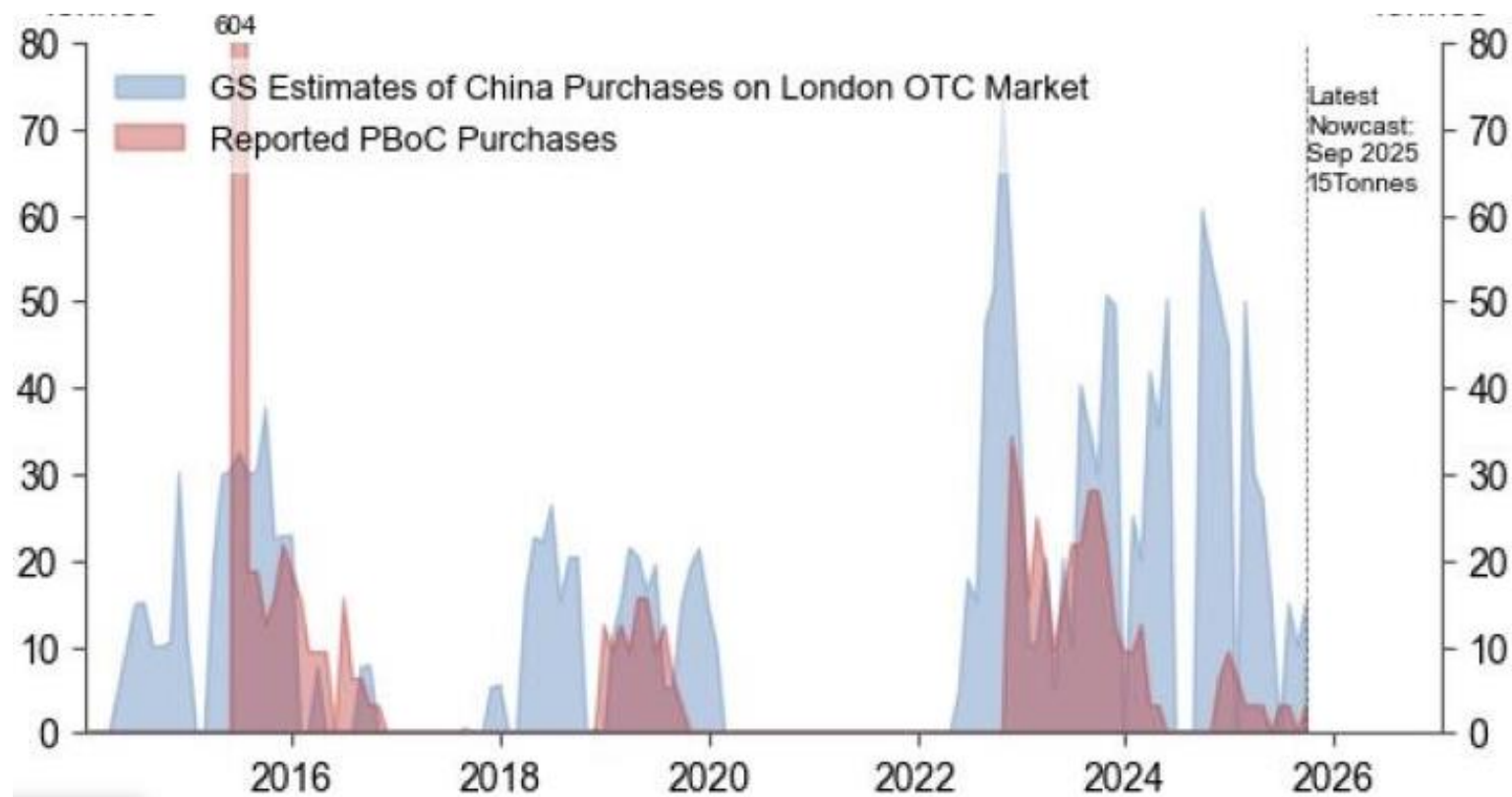
Что касается геополитической составляющей, Китай, наращивая свой золотой запас, также привлекает развивающиеся страны к тому, чтобы размещать их золото на хранение в КНР. Так, недавно Камбоджа согласилась разместить недавно приобретенное за юани золото в сертифицированном хранилище Шанхайской биржи золота в Шэньчжэне.

В свете всех этих факторов мы даже не рискуем предположить, каков истинный масштаб спроса на золото со стороны НБК.

Однако, по нашему мнению, наращивание центробанками вложений в золото можно считать многолетним трендом, в рамках которого они диверсифицируют свои резервы для хеджирования финансовых и геополитических рисков.

Мы исходим из того, что в 4К25—1П26 мировые центробанки будут ежемесячно совокупно покупать в среднем около 40-60 тонн золота.

По оценкам Goldman Sachs, НБК в сентябре купил 15 тонн



Источник: GS, Альфа-Банк

Новый рекордный рубеж у серебра



Рост цен на серебро в последнее время обусловлен сочетанием нескольких фундаментальных и финансовых факторов, которые создают мощный восходящий тренд. Последние годы рынок серебра стабильно находится в состоянии структурного дефицита, когда физический спрос превышает предложение. Добыча первичного серебра растет медленно, а значительную часть поставок на мировой рынок обеспечивает вторичная переработки, что не всегда покрывает увеличивающиеся потребности промышленности и инвесторов. Постоянный дефицит предложения истощает складские запасы и создает фундаментальную основу для роста цен. Как следствие, рекордный рост цен на серебро обусловлен двойной природой спроса, который включает промышленный и инвестиционный компоненты.

Промышленный спрос:

Около 50% мирового спроса на серебро обеспечивает промышленность. Этот драгметалл незаменим в производстве солнечных панелей, электроники, автомобилей (особенно электромобилей) и в 5G-технологиях. Глобальный «зеленый» энергетический переход, стимулируемый правительствами по всему миру, напрямую увеличивает потребление серебра.

Инвестиционный спрос:

На фоне геополитической нестабильности, высокой инфляции и рисков замедления мировой экономики повышается инвестиционный спрос на защитные активы. Серебро, наряду с золотом, традиционно рассматривается как один из таких активов. При этом исторически цены на серебро коррелируют с ценами на золото, но при этом первые отличаются более высокой волатильностью.

Когда золото обновляет рекорды, как это происходит на протяжении всего 2025 года, инвесторы обращают внимание на относительно «дешевое» серебро как альтернативу. Соотношение цен на золото и серебро – это важный индикатор. Когда оно достигает высоких значений, как было недавно, это признак того, что серебро недооценено относительно золота, что обеспечивает первому повышенный спрос.

Таким образом, текущий рост цены на серебро — это результат синергии: мощный промышленный спрос со стороны «зеленых» технологий сопровождается повышением инвестиционного спросом на фоне ослабления доллара и дефицита физического предложения. А подорожание золота становится катализатором, привлекающим дополнительное внимание к рынку серебра.



Что касается прошлой недели - серебро в пятницу впервые в истории торговалось выше \$55 за унцию, превысив рекордные максимумы 1980 и 2011 гг.

Такой большой отток серебра на прошлой неделе за один день (более 12,5 млн унций), как следует из последнего отчета CME от 26 ноября 2025 года, является одним из самых значительных однодневных движений в недавней истории серебра на Comex (8,3% всего зарегистрированного серебра — было исключено из категории запасов, которая обеспечивает фьючерсные контракты). Такой сдвиг не является обычной перетасовкой запасов. Это имеет очевидные последствия: пул металла, доступного для расчетов по фьючерсным контрактам, сокращается: крупные игроки ограждают физическое серебро от бумажной системы. На рынке, уже напряженном из-за высокого спроса в Азии и сокращения запасов, этот шаг служит еще одним сигналом того, что эпоха дешевого, обильного серебра приближается к концу.

Начальник управления Аналитики, старший аналитик сектора металлов и горной добычи

Борис Красноженов bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

Аналитик сектора металлов и горной добычи

Елизавета Арбузова eyarbuzova@alfabank.ru
+7 (495) 010-4889



© Альфа-Банк, 2025 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из публичных источников, которые по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.