



华鑫期货黄金专题报告：长期配置价值犹存 中短期谨防波动

2024年11月27日

去年下半年以来，黄金价格持续上涨，特别是进入2024年后，黄金价的上涨呈小幅加速，屡屡创下历史新高。推动黄金价格中长期上涨主要逻辑有：实际利率预期下行、全球央行购金、持续不断的地缘政治风险等。但进入11月，特别是特朗普胜选后，黄金的波动开始加大。对于后市，我们维持黄金中长期配置的观点，但短期，处于高位的黄金价格或进入震荡期。

一、黄金的中长期配置逻辑分析

1、实际利率

2020年以来美元和黄金之间呈弱正相关性，所谓美元涨，黄金跌；美元跌，黄金涨在实际市场中并非在。影响黄金价格的并非美元或者名义利率，而是实际利率，而实际利率是名义利率与通胀之差。11月上旬，特朗普胜选后，市场提前进入特朗普2.0交易，市场预期特朗普的相关政策，引发通胀，而导致美联储12月降息延缓，降息预期下降，名义利率下行预期受阻，对黄金继续反弹不利，但通胀上行同样也面临了两面性，虽然通胀上行，不利于美联储降息，但通胀上行的自身也有利于黄金的上涨，因为实际利率=名义利率-通胀率（预期），市场目前暂时聚焦于12月降息预期的减弱，而非通胀本身，但未来美国通胀中长期上行的趋势维持，黄金依然具备配置逻辑。

表1：黄金与美元、美债的相关性分析

	77年至今	07年至今	20年至今
美债与黄金	-0.76255	-0.29818	0.546641
美元与黄金	-0.094861274	0.487022	0.239938

数据来源:华鑫期货研究所

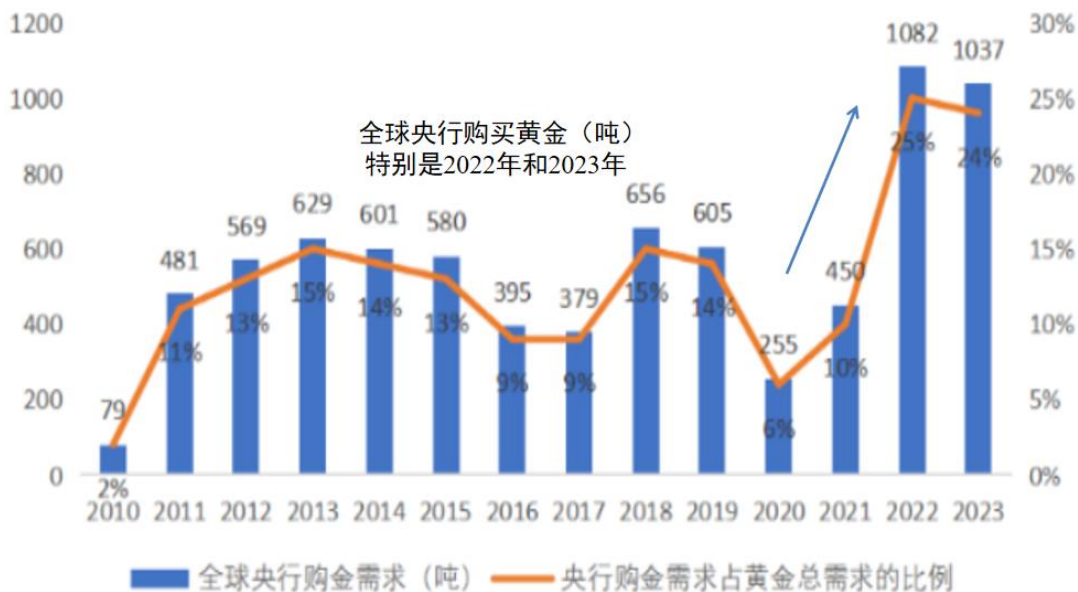
2、全球央行增持黄金

因美债滥发，美元信用下降，从2021年以来，特别是2022年，全球央行减持美债，增加了黄金储备增持，历史上三次较大的全球央行增持黄金的时期，如70年代、2000-2010年和2022年以来，黄金均出现了较大的上涨行情。我国也是在2022年后，开始了明显增持黄金，但今年5月份，暂停了增持，之后连续6个月未再增持黄金，中国作为全球黄金的最大买家，暂时停止增持，短期对国际黄金价格形成了一定的影响，但我们判断，我国央行是基于目前价格而调整了增持节奏，而非停止增持，全球央行平均黄金储备占资产比例为15%左右，发达



国家在25%左右，发展中国家在9%左右，而我国仅5%左右，我国作为全球最大的制造业国和出口国，黄金储备明显偏低，后期我国黄金储备仍有望继续上升，目前我国央行在调整购金节奏。

图1:全球央行购金比例



数据来源：网络

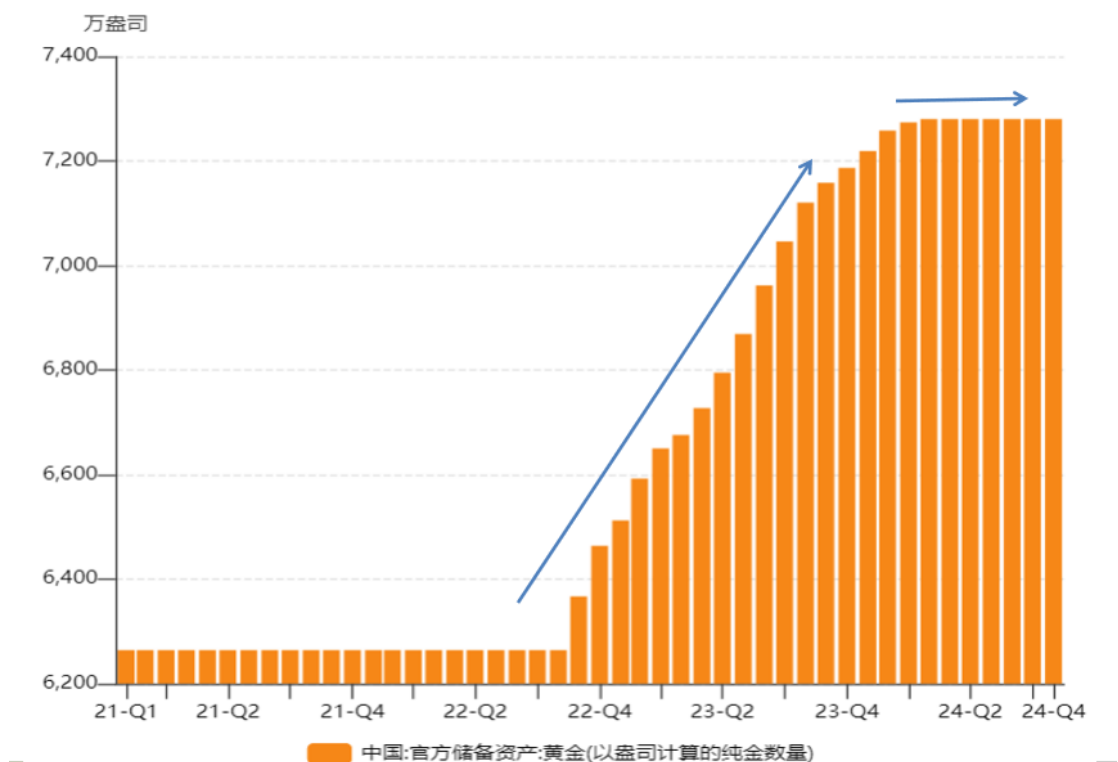
图2: 美国长债月线图



数据来源：文华财经 华鑫期货研究所



图3: 我国央行月度黄金储备统计



数据来源: WIND 华鑫期货研究所

3、美国财政政策

目前美国债务已经突破36万亿美元，若继续维持扩张，美债下行，利于黄金上涨，而美国财政转入收缩，4%以上的美国长债收益率的吸引力将超过“无息债券”的黄金。目前政策正处于真空期，市场交易预期。这里需要指出的是，美国经济数据如制造业PMI、非农等数据，并非如股市表现那么强劲，持续数年的财政宽松转入财政收缩，其难度不言而喻。我们判断未来美国财政难以回到收缩，但短期受到特朗普胜选连锁反应，处于历史高位区域的黄金，容易出现剧烈波动。

图4: 美国长期收益率



数据来源: WIND 华鑫期货研究所



图5：美国公共债务总额



数据来源:WIND 华鑫期货研究所

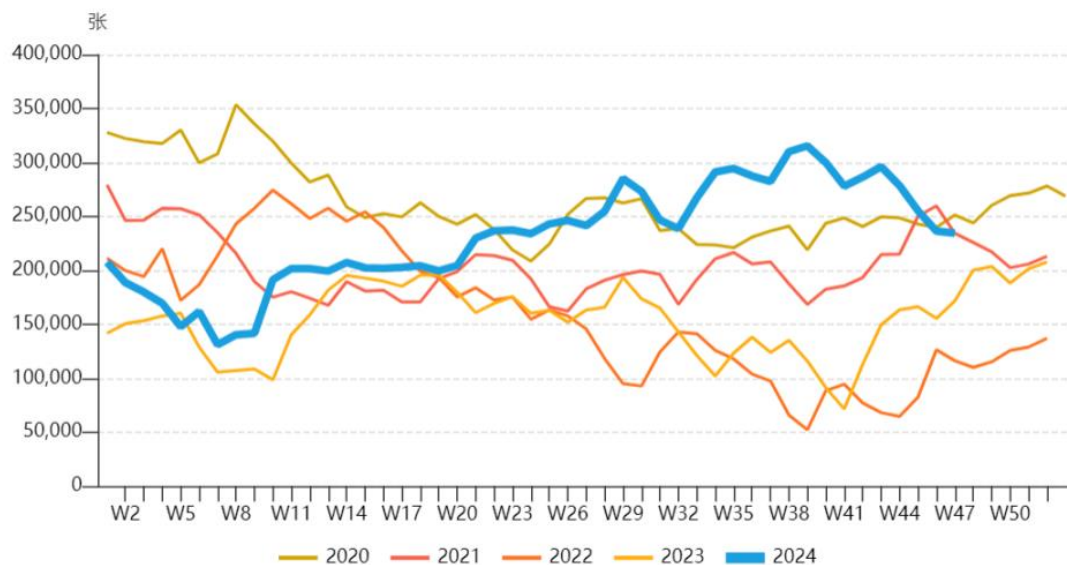
4、地缘政治风险

2022年以来，全球地缘政治风险层出不穷，俄乌冲突已经接近3年，还有哈以危机、伊以危机、红海危机、朝鲜半岛危机等等。地缘正常风险吸引了避险买盘交易，所谓“乱世买黄金”。11月上旬，市场对特朗普胜选后，俄乌冲突缓解有所预期，避险买盘有所减弱，但11月中旬俄乌的导弹危机再起，黄金与美元出现了共振上涨。总体而言，地缘政治，具有高度不确定性，近期黄金也存在一定的情绪化交易，震荡加大。

5、基金和ETF动向

COMEX基金持仓显示，10月下旬基金净多曾一度接近30万手历史峰值，之后连续4周减持。而现货ETF方面，全球最大的黄金ETF-SPDR持仓近期再度出现减持，处于历史高位的黄金，市场的分歧有所加大。

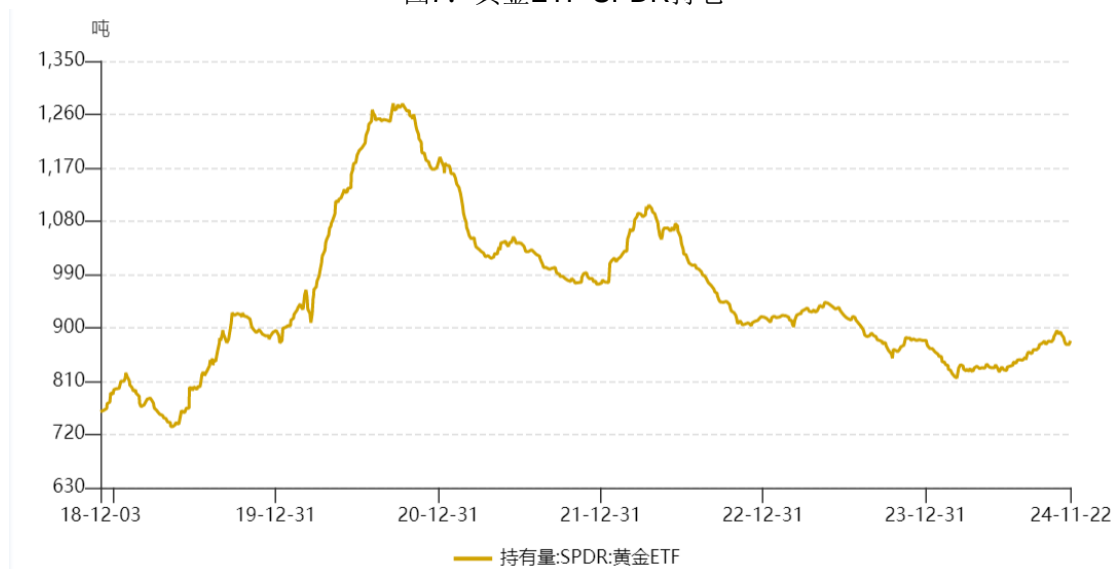
图6：COMEX黄金基金净多



数据来源: WIND 华鑫期货研究所



图7：黄金ETF-SPDR持仓



数据来源：WIND 华鑫期货研究所

二、总结

综合以上分析，我们判断黄金的中长期配置逻辑仍在，但基于目前黄金价格处于历史高位区域，特朗普胜选引发的连锁反应，短期黄金价格或存在震荡风险。



注意事项

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或者转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究创造价值”的理念，深谙“知微见著，臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

章孜海

期货从业资格：F03117293

交易咨询资格：Z0019353

邮箱：zhangzh@shhxqh.com

华鑫期货有限公司

地址：上海市黄浦区福州路666号21、22楼

邮编：200001

电话：400-186-8822

华鑫期货



华鑫期评

