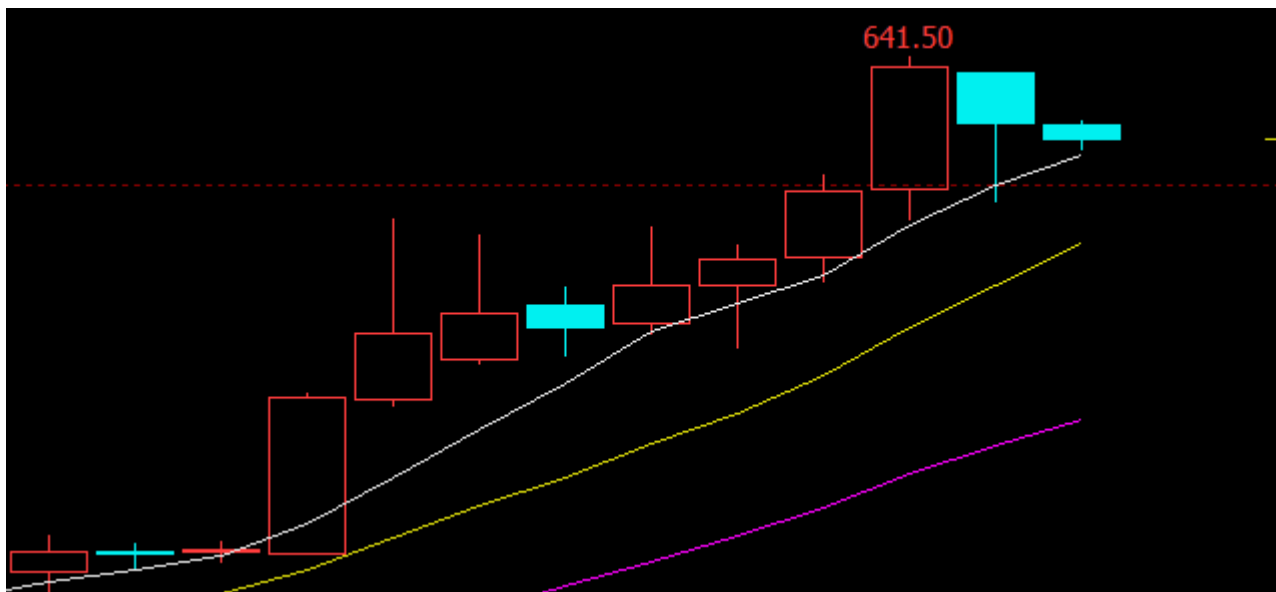




## 华鑫期货贵金属年报

2023年12月2日



**摘要：**纵观历史，黄金创下了上期所推出黄金期货以来的历史最高涨幅，年度涨幅超过25%。且进入4月之后黄金进入了结构性牛市（当时主要的驱动动力来源于两点，第一点是市场在预期美联储降息，因此推动整个大宗商品结构性走强，黄金也因此上行。第二点来源于各国央行作为购金的主力从需求端推高了金价，使得金价进一步稳步上行）。直到2024年11月，共和党领导人特朗普在大选中以绝对优势一举击败民主党哈里斯，伴随着一系列未来的政策的公布后（加征关税贸易壁垒，维护美元霸权地位，驱赶移民，减少企业税，贸易本土化政策支持产业回流），黄金价格才在11月出现了回调，且上升趋势有所减弱，随后12月的美联储的“鹰派降息”进一步限制了贵金属的上行。



## 目录

### 摘要

- 一、2024黄金走势回顾
- 二、2024年底走势与2025特朗普上台对于美国经济的影响
- 三、黄金的结构性牛市如何而来？
- 四、展望



## 一、2024黄金走势回顾



回顾2024，黄金涨幅超过25%，主要分为以下几个阶段。

1-2月，美联储货币政策的不确定性及其经济数据波动，市场趋于窄幅波动。2月周五公布1月非农数据因天气原因超预期。贵金属小幅上升随后回落。

3-4月，美联储议息会议释放“鸽”派信号，贵金属价格由此走高。美国多项经济数据支持美联储的降息信号。4月，市场情绪延续，贵金属涨势不减，但美联储发布“鹰”派消息，贵金属发生了部分回调。

5-8月，经济数据反复拉扯，联储“鹰”“鸽”转换，价格趋于震荡。下方存在央行购金和地缘冲突带来的避险情绪两个支撑。而到了8月份美联储降息与“特朗普交易”交替影响贵金属价格走势，8月还发生了美股去杠杆和日元逆套息交易冲击，流动性紧缩对黄金价格造成了回调。

9-10月，美联储进行了超预期降息50bp，贵金属价格再创历史新高。并且在9-10月期间民调显示哈里斯当选的概率更大，“特朗普交易”暂时趋弱，黄金一路结构性牛市升至历史最高点641.5元/克。

11月，特朗普胜选，“特朗普交易”强势回归，对贵金属形成压制，贵金属一路震荡回调至594.12，期间美联储降息一次，幅度为25个bp，但市场对此已有充分预期，对金价提振有限。

12月，贵金属同时受到几个因素同时影响，一方面特朗普上台的“强美元强美债”政策对贵金属形成压制，巴以冲突局势暂缓，双方达成较为脆弱的协定，地缘冲突的部分下降对于贵金属偏空；在12月美联储的降息会议中，“鹰派降息”占据了主导地位，原本2025年包含的四次降息点阵图下降为两次，原本包含在贵金属价格里面的降息价格预期消失，贵金属随即掉头向下。但另外



一方面，特朗普上台的“强美元”将会显著降低其他国家持有美元外债的意愿而转而持有黄金作为外汇储备，且扩张的财政赤字以及高昂关税壁垒很有可能使美国重新回到70年代“滞涨”时期，即高通胀和高失业率并存，且美国现在正处于一个利率中枢在缓慢的上行的进程中，对于黄金未来的影响较大。

## 二、2025特朗普上台对于美国经济的影响

特朗普上台时的竞选纲领如下，12月后其任命政府成员已陆续亮相，大致与其竞选时的方向相同。

一是，降低通胀的方法主要是释放能源、控制政府开支、放松管制、驱逐非法移民和恢复和平。

一是，释放能源，取消对美国能源生产的限制并终止绿色新政，使美国成为世界第一大石油和天然气生产国，降低原油价格来缓解CPI中的能源消费。

二是，降低政府开支，允诺削减浪费的政府开支。

三是，恢复特朗普的“放松管制政策”，认为民主党监管对中低收入家庭造成伤害；

四是，恢复和平，认为地缘政治风险会导致价格不稳定，将以实力结束世界混乱。

五是，削减扼杀就业、自由和创新以及增加成本的法规，并推动规则制定更加透明和符合常识。

六是，延续2026年初到期的《减税和就业法案》(TCJA)，将企业所得税率从21%降至15%，扩大儿童税收抵免，取消小费税。

七是，贸易壁垒，对外国加征关税，重点围堵中国出口，将关键供应链带回国内。

八是，放松对人工智能和加密货币的限制。

仔细观察其实不难发现，特朗普交易带来的“滞胀”风险较高，尤其是高额的关税，将会带来顽固且难以消除的通胀。产业链转移存在滞后性，短时间关税落地转嫁给消费者的成本使得通胀会瞬间高企。开采石油降低能源价格能部分抵消能源价格，小幅降低CPI，但效果或许收效甚微；减免企业税收意味着美国政府需要继续扩大债务才能维持其运转，而扩大的债务叠加美联储加息控制通胀，将使得未来美国债务管理和偿还压力显著增加，金融市场面临更高的不确定性，如高

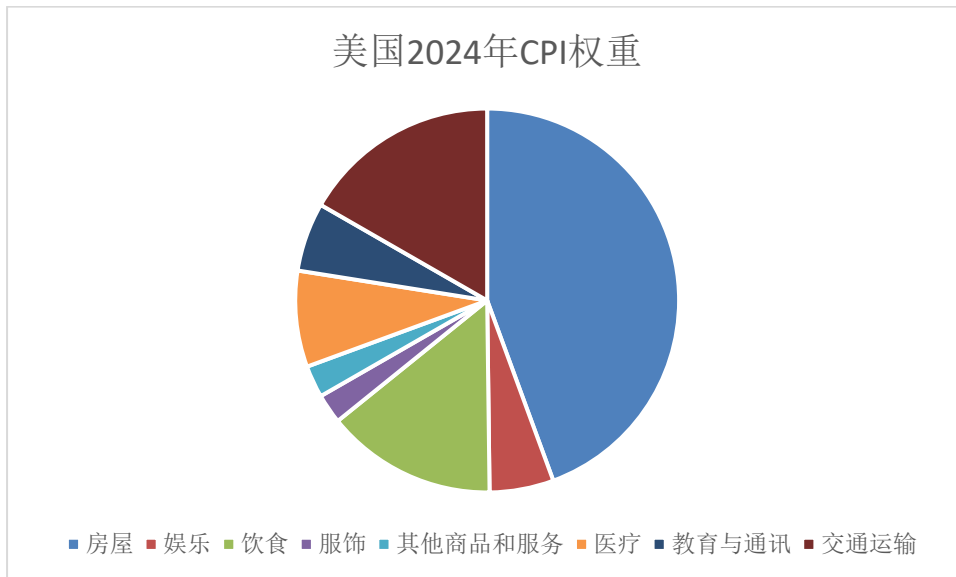


利率持续存在，对贵金属将会造成偏空，但当特朗普政策无法延续维持时，交易从“滞涨加息”转向“再降息”时，黄金的交易转折点或将来临。

### 三、黄金的结构性牛市-通胀与降息

#### 黄金的定价逻辑来源于抗通胀与抗国家信用风险

首先是抗通胀能力在本轮黄金牛市中的起到了较大的助推力，黄金自2022至今3年涨幅已超过150%。第一个原因是美国的通胀与美元走弱。黄金定价存在规律，并且有很多指标，从货币的周期来看，以美联储为主的态度，通胀和失业率应当作为我们交易者研判美联储做决策的动力。而CPI指标是美国衡量通胀的主要指标。



美国在2023年1月进行了权重调整并沿用至今

美国2023年CPI权重变化：

房屋+1.4%： 44.4%

娱乐+0.3%： 5.4%

饮食+0.1%： 14.4%

服饰不变： 2.5%

其他商品和服务-0.1%： 2.7%

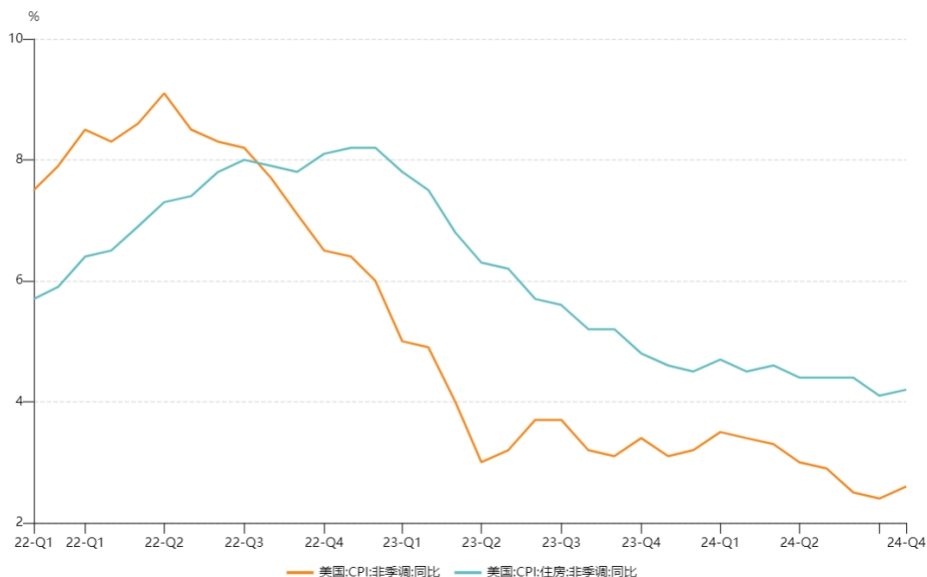
医疗-0.4%： 8.1%

教育与通讯-0.6%： 5.8%

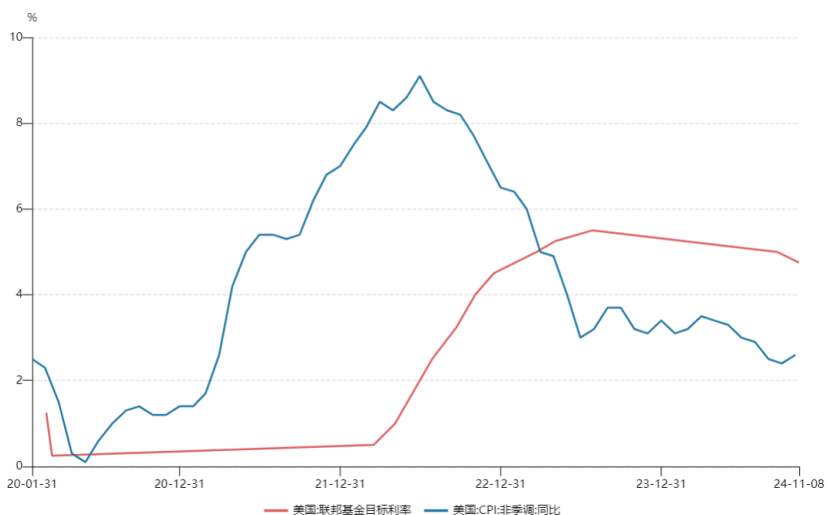
交通运输-1.4%： 16.7%



我们可以看出，通胀里最大的项是住宅，且占比在2023年还进行了向上修正，占了44%；食品是14%。美国的住宅支出是分析通胀里最主要的因素之一。而在房地产里很大部分来源于租房市场。房租和房价有一定的滞后关系，并且它的计算是用过去6个月的移动平均值。



美国通胀存在粘性，主要原因还是来源于美联储在用了不到一年左右的时间将联邦基准利率从0加到5.25%，来对抗新冠疫情期间美国政府大量发直升机钱造成的通胀。通胀下降幅度并不大。在这段时间黄金先跌后涨，在加息过程中出现了明显上涨。且通胀粘性较强，黄金依然保持强势。短时间的通胀预期并未立即发生改变，从而助推了金价继续上行。



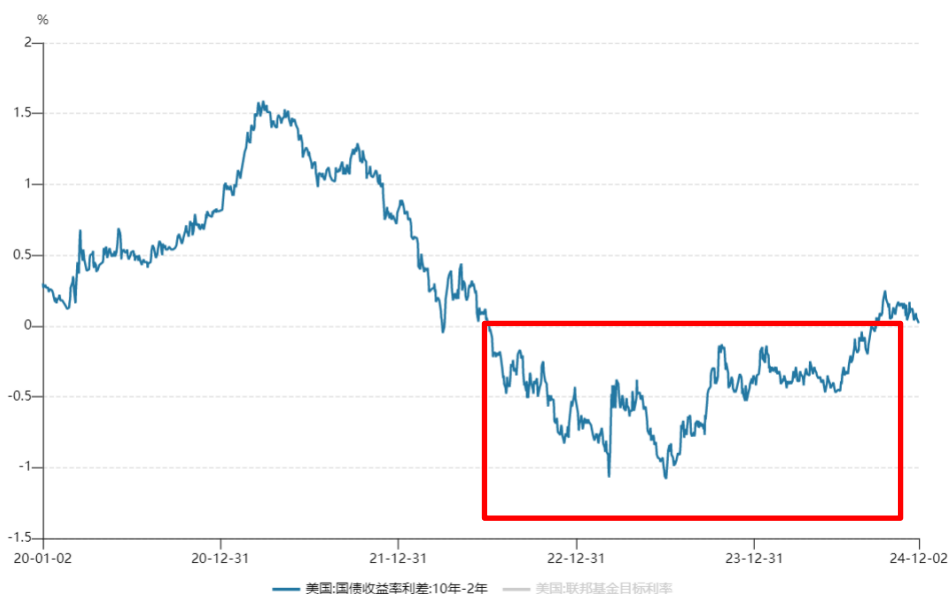
因此1月特朗普上台后的交易节点主要来源于特朗普当选后，如果行政指令带来的通胀较为温和，上半年仍有降息的时机。但如果政策过于激进导致通胀快速，降息或将进一步延后。



## 为何降息？

历史上的多数降息都是衰退情景下的降息，而本轮则是预防式降息。

美国自新冠疫情过后正经历80年代以来最深的利率倒挂问题，自2022年维持利率倒挂持续2年时间，而其中持续倒挂的利差将会显著导致银行净息差受损，易造成金融风险，因此需要降息；而过快的降息又容易造成市场过于乐观利率反弹，因此降息是一个持续缓慢有节奏的过程，这过程中对于黄金的节奏把握至关重要。



而因为降息而处于“通胀”环境下，市场可能会更偏好那些能从经济复苏和通胀上升中受益的资产，而黄金作为一种零息债券，是一种能够抵御通胀的良好资产，在今年跑出了不错的收益率。

## 央行购金与黄金ETF

自疫情之后，全球央行购金的步伐一直较大，央行购金的主要动力来源于抗国家信用风险。在美国财政赤字扩张时，美国国际信用有所削弱。在今年第三季度，各国央行的购金有所放缓，主要受制于高企的金价，但黄金ETF成为新兴主力弥补了这一块的份额，在第三季度有一个较大的流入。但第三季度随着黄金结构性牛市结束，黄金ETF再次流出。



|                    | 2023年<br>三季度    | 2023年<br>四季度    | 2024年<br>一季度    | 2024年<br>二季度    | 2024年<br>三季度    | 季度同比变化 % |
|--------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------|
| <b>黄金供应量</b>       |                 |                 |                 |                 |                 |          |
| 金矿产量               | 935.7           | 955             | 871.6           | 907             | 989.8           | 6        |
| 生产商净套保量            | 23.8            | 19.9            | -24.8           | 8.5             | 0.2             | -99      |
| 回收金                | 290.1           | 313.5           | 350.2           | 336.4           | 323             | 11       |
| <b>总供应量</b>        | <b>1,249.60</b> | <b>1,288.30</b> | <b>1,197.00</b> | <b>1,251.90</b> | <b>1,313.00</b> | <b>5</b> |
| <b>黄金需求量</b>       |                 |                 |                 |                 |                 |          |
| 金饰制造               | 582.2           | 583.3           | 536.4           | 408.2           | 543.3           | -7       |
| 金饰消费               | 520             | 623.4           | 478.8           | 390.9           | 458.6           | -12      |
| 金饰库存               | 62.1            | -40.1           | 57.7            | 17.2            | 84.6            | 36       |
| 科技用金               | 77.3            | 82.2            | 80.5            | 80.2            | 83              | 7        |
| 电子用金               | 63.3            | 67.6            | 66.3            | 66.9            | 69              | 9        |
| 其他工业用金             | 11.7            | 12.3            | 11.9            | 11.1            | 11.8            | 1        |
| 牙科用金               | 2.3             | 2.3             | 2.3             | 2.3             | 2.2             | -4       |
| 投资需求               | 156.8           | 259.6           | 203.7           | 266.1           | 364.1           | 132      |
| 金条与金币总需求           | 295.9           | 315             | 316.7           | 273.2           | 269.4           | -9       |
| 金条                 | 207.7           | 222.9           | 226.2           | 198.4           | 198.4           | -4       |
| 官方金币               | 54.3            | 60.3            | 66              | 49.6            | 31.3            | -42      |
| 奖章/仿制金币            | 34              | 31.9            | 24.5            | 25.3            | 39.8            | 17       |
| 黄金ETF及类似产品         | -139.1          | -55.4           | -113            | -7.1            | 94.6            | -        |
| 各经济体央行和其他机构        | 363.9           | 215.6           | 305.2           | 202.2           | 186.2           | -49      |
| <b>黄金需求</b>        | <b>1,180.20</b> | <b>1,140.70</b> | <b>1,125.80</b> | <b>956.7</b>    | <b>1,176.50</b> | <b>0</b> |
| 场外交易和其他需求          | 69.4            | 147.6           | 71.2            | 295.2           | 136.5           | 97       |
| <b>总需求</b>         | <b>1,249.60</b> | <b>1,288.30</b> | <b>1,197.00</b> | <b>1,251.90</b> | <b>1,313.00</b> | <b>5</b> |
| 伦敦金(LBMA)价格(美元/盎司) | 1,928.50        | 1,971.50        | 2,069.80        | 2,338.20        | 2,474.30        | 28       |

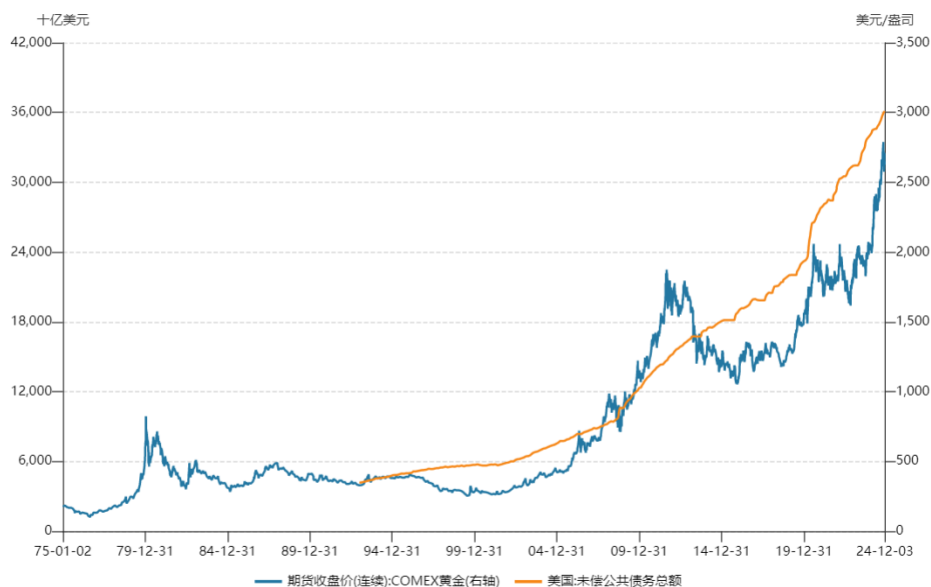






## 美债带来的影响

自2022年新冠后，美国债务增速显著增加，政府需要开支的时候，为了弥补赤字，政府大幅借款，在美元信用体系受到较大的负面影响时，黄金的价格或将进一步助推上升。背后的主要逻辑是高债务 → 通胀预期上升 → 美联储维持低利率 → 实际利率下降 → 黄金因货币超发价格上升。



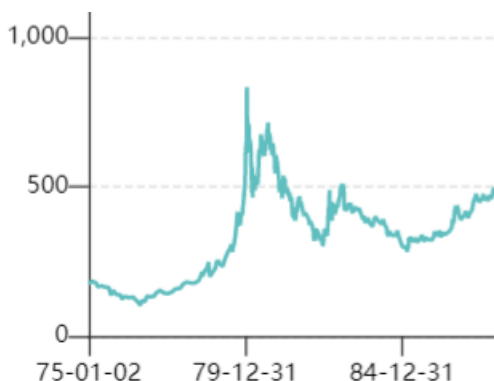
当然，债务的增速上升也会造成债券市场收益率上升。如果名义收益率上升幅度超过通胀预期的上升，实际利率可能增加（实际利率=名义收益率—通胀率）。因此仍需衡量名义收益率与美债的关系。扩张性财政政策带来的通胀预期上升与名义收益率的上升几何仍需进一步观察联储信号。

。



#### 四、展望

如果回顾历史，可以发现特朗普的政策大致与80年代“里根经济学”的翻版，后者的政策包括大幅削减个人和企业所得税（1981年《经济复苏税法》），国防预算显著增加。同时在应对1970年代的“滞胀”现象，美联储主席保罗·沃尔克采取了激进的货币紧缩政策，通过大幅加息来压低通胀。彼时高利率和财政扩张同时存在，导致国债收益率攀升，存在的高利率对于私人部门产生“挤出效应”，导致流动性紧缩。



如图，COMEX金在79年至1979年的提升到1981年持续上升，主要原因来源于布雷顿森林体系解体后美元信任危机出现，且通胀高企，因此将金价从350美元推高至850美元。但随后流动性紧缩带来的高失业与经济萎靡导致了金价的下跌。但萧条过后美国经济进入了腾飞，金价则进入了近20年的熊市。

回顾当下，特朗普政府同时面对着类似于里根政府的状况；地缘冲突加剧，地区紧张局势升级；即将提高的关税将会显著带来通胀；大幅减税带来的政府赤字扩张；逆全球化的开端，世界各国抱有去美元化的态度，各国央行增持黄金。而且可以显而易见的，一旦通胀上升到难以忍受的程度，存在长期通胀风险，美联储将会果断的抬高利率和美元指数，紧缩流动性将会对贵金属价格造成压制。而制造业回流绝非一朝一夕之事，特朗普执政的四年内重新构建完整的产业链难度极大，制造业回流，则先需要降低利率弱化美元。

对于未来，主要的变量还是来源于特朗普政府对于新政策的具体落实程度几何，在几项政策与货币政策相悖时难以为继之时，政策转向就是贵金属重新多头交易的机会。

另外一个变量来源于科技创新的变革，如果新的科技迭代突破带来更高的生产力，压低通胀，经济增长率大幅高于利率，黄金或将重新进入“二十年的熊市”。



## 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。

侯梦倩

期货从业资格：F3070960

投资咨询资格：Z0017338

邮箱：houmq@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

