

类别
贵金属专题报告

日期
2024年10月24日



宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)
18665641296
hezhuoqiao@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)
021-60635739
huangwenxin@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)
021-60635731
dongbin@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F3054198

研究员：冯泽仁(宏观集运)
021-60635727
fengzeren@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F03134307



黄金本轮涨势或延续到 2025 年 春季

2020年8月份伦敦黄金在新冠疫情冲击人类社会正常秩序以及环球央行实施超宽松货币政策的刺激下创下2075美元/盎司的历史记录,2020年8月份至2024年2月份伦敦黄金在1614-2080美元/盎司之前高位盘整,2024年3月份伦敦黄金在多重利好的刺激下一举突破2080美元/盎司压力位而展开新一轮的中级趋势上涨行情,10月10日至今伦敦黄金更是与美元指数同步上涨并于10月22日创下2749美元/盎司的新历史记录。本专题分析本轮黄金中级上涨的驱动因素,展望国内外金银的可能目标水平,以为投资者提供参考。

一、伦敦黄金走势回顾

2015年12月至今黄金在1971年以来的第三轮大周期牛市之内运行,主要驱动力是中美博弈和百年变局对全球地缘政治、国际贸易体系和国际货币体系的冲击,同时掺杂2008年全球金融危机的滞后影响以及2020年新冠疫情扩散对人类社会正常秩序和潜在生产能力的冲击。地缘政治风险恶化和国际贸易体系重组一方面直接提振黄金的避险需求,另一方面通过(减弱劳动分工效应)抑制经济潜在增速来间接提振黄金的避险需求;国际货币体系重组则意味着全球分工合作期间形成的大量货币储备有转化为黄金储备的必要性,这将持续推动全球央行增加黄金储备并因此推高金价中枢。从2015年至2024年10月22日,美元金价(伦敦黄金)和人民币金价(上海黄金9999)分别上涨158.9%和187.3%;2024年3月份至今,美元金价和人民币金价分别上涨34.5%和30.5%。

第三轮黄金大牛市的两个显著特征是金价与美元汇率和美债利率的负相关性不再成立,以及金价台阶式上行。2015年12月至今,伦敦黄金与美元指数和10年期美债实际利率的相关系数分别为0.39和0.2,表现出一定程度的正相关特征。我们知道,历史上金价与美元汇率和美债利率通常呈反方向变动,如上一轮黄金大周期(1999年至2015年11月)期间,伦敦黄金与美元指数的相关系数为-0.69,2003年至2015年11月(美债实际利率数据最早只能追溯到2003年)期间伦敦黄金与10年期美债实际利率的相关系数为-0.87,因此第三轮大牛市期间金价与美元汇率和美债利率的正相关性是与历史经验相悖的。

第三轮黄金大牛市迄今可划分为四个阶段,第一个阶段是2015年12月份至2019年5月份,伦敦黄金在1050至1380美元/盎司的区间宽幅震荡;第二个阶段是2019年6月份至2020年8月份,伦敦黄金在美联储宽松货币政策以及新冠疫情冲击下突破上涨至2075美元/盎司;第三个阶段是2020年8月份至2024年2月份,伦敦黄金在1610至2080美元/盎司的新区间内宽幅震荡;第四个阶段是

2024年3月份至今，伦敦黄金在美联储降息预期等因素的刺激下，强势突破四重顶并于10月22日创下2749美元/盎司的新历史记录。由此可见本轮黄金大牛市是台阶式的，一个较长时间的震荡整固接着一个较短时间的突破上涨，大牛市上涨的流畅性有所降低但整体上更为强势，这种情况在历史上也是不常见的。

图1：美元金价与人民币金价(2015年11月底为1)



数据来源：WGC，建信期货研究发展部

本轮黄金大牛市中金价与美元汇率和美债利率呈现正相关关系以及金价台阶式上行，根源在于中美博弈和百年变局背景下美国政府经济管理政策组合的改变。1980年至2015年期间中美紧密协同，以中美G2为核心的全球分工体系一方面提高生产率另一方面降低通胀压力，美国经济管理政策以熨平周期波动的货币政策为主，而较少使用旨在提振长期竞争力和推动经济结构转型升级的财政政策，美元汇率和美债利率与美联储货币政策高度相关，美联储货币政策单独决定货币流动性的扩张与收缩。但2008年全球金融危机之后，美国逐渐意识到产业空心化对社会稳定性和向心力的危害；从奥巴马政府到特朗普政府再到拜登政府，美国逐步加大财政扩张力度，以促进制造业回流和再工业化；特朗普与拜登更是以贸易壁垒和经济制裁为工具，试图减缓甚至阻止中国经济崛起。

在这种情况下，美国货币流动性不仅与美联储货币政策有关更与美国政府财政政策相关。在美联储收紧货币政策的阶段，美国政府财政扩张一方面增强美国经济增长动能(从而支撑美元汇率和美债利率)，另一方面推动社会供需平衡向供不应求转变从而推高美国通胀压力并提振黄金的抗通胀需求。因此我们看到在美联储收紧货币政策阶段黄金价格也难有显著跌幅，而在美联储宽松货币政策(同时叠加美国政府财政扩张)阶段，金价则在货币宽松和财政扩张的双重刺激下迎来中级上涨。归根到底，在2000年美国新经济泡沫破灭后，美国迟迟未能实现持续支撑经济内在增长的科技创新，因此经济增长要么依靠美联储超宽松货币政策要么

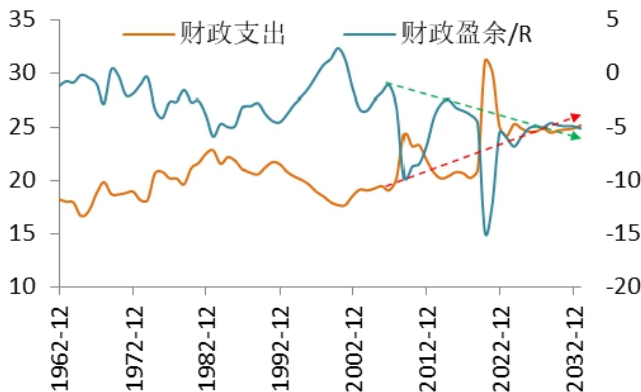
依靠美国政府的积极财政扩张(或者两者兼具),这意味着美国货币扩张速度必然比正常情况下要快,货币超发(无论是通过货币宽松还是财政扩展途径)正是黄金价格上涨的核心驱动力。

二、中级上涨驱动力因素

2.1 美联储提高通胀容忍度

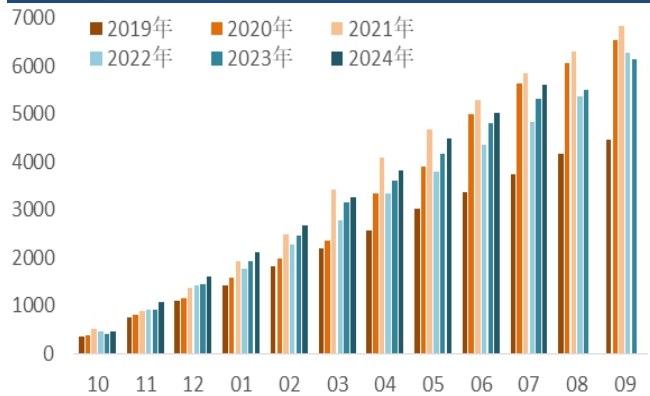
由于新经济泡沫破灭后美国经济增长动能减弱,2008年次贷危机和2020年新冠疫情的轮番冲击,以及意欲通过再工业化增强国家竞争力,2008年之后美国更频繁地以财政扩张政策来刺激经济增长。2008年至2023年美国年均财政支出与财政赤字占GDP比重分别为22.9%和6.3%,与之相比1992年至2007年年均财政支出与财政赤字占GDP比重分别为19.2%和1.4%;2008年至2023年美国政府部门杠杆率从61.3%上升到117.1%,与之相比1992年至2007年美国政府部门杠杆率是先从67.5%回落到2001年的49.8%再回升到61.3%。美国国会预算办公室CBO估计2025年至2035年美国年均财政支出率和赤字率分别为24%和6.2%(在没有金融危机和新冠疫情等意外冲击的基准情形下),也就是说往后十年美国基本上维持当下的财政扩张力度。在2023年中期两党签署债务上限协议的情况下,2024财年前11个月(2023年10月份至2024年9月份),美国财政支出与财政赤字仍然分别增长14.4%和24.4%,因拜登政府意欲通过加大财政恩惠来吸引选民在2024年美国大选中支持民主党。

图2: 美国联邦财政收支



数据来源: Wind, CBO, 建信期货研究发展部

图3: 美国财年累积财政支出

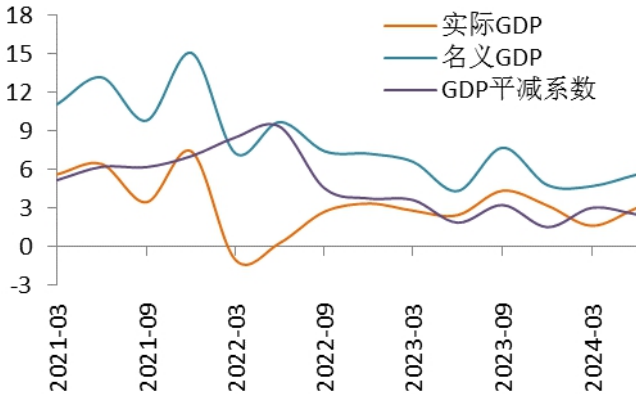


数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

美国政府大规模财政刺激、方兴未艾的人工智能技术革命、东欧和中东动乱带来的地缘政治机遇以及股市楼市繁荣带来的财富效应共同增强美国经济增长韧性,这部分抵消了美联储将政策利率提升至二十年高点对美国经济的负面影响。2024年上半年美国实际GDP环比增长1.15%,增速高于2023年上半年的1.07%;

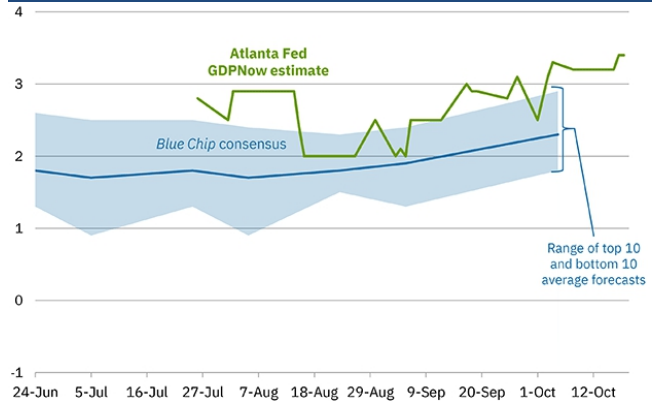
10月18日亚特兰大联储 GDPNow 模型最新预测，美国三季度实际 GDP 环比年率增长 3.4%；10月22日国际货币基金组织 IMF 在其最新版《世界经济展望》报告中，将 2025 年美国经济增长由 2.6% 上调到 2.8%，这意味着 2025 年美国经济增长将仅略低于 2023 年的 2.9%。

图4：美国经济增长(环比年率)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图5：2024年Q3美国经济增长预估



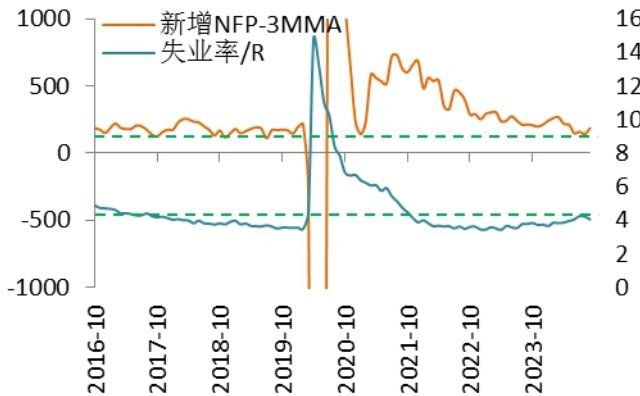
数据来源：GDPNow，建信期货研究发展部

2024年9月份美国新增非农就业 25.4 万，远超市场主流预期的 15 万；与此同时 8 月读数从 14.2 万上修至 15.9 万，7 月读数从 8.9 万上修至 14.4 万。这样近三个月月均新增非农就业回升到 18.6 万，显示美国就业市场已经从飓风季导致的短期影响中恢复过来，同时也可能叠加了美联储 9 月 18 日以 50BP 非常规幅度开启本轮降息进程所带来的激励作用。考虑到 2018 年下半年至 2019 年美国月均新增就业 15.7 万而美国失业率继续震荡回落，我们认为 15-18 万的月均新增就业基本上能保证美国失业率不再上升；这个结论是建立在 2024 年以来美国拜登政府对移民采取相对严格控制以致于移民数量显著回落的基础上，根据 IMF2024 年版《美国第四条磋商报告》的结论，2020 年以来美国新增劳动力供给基本上是由移民提供的。9 月份雇员薪资同比增长 4%，为近四个月的最高值，初步呈现出企稳回升迹象，但近六个月环比折年率维持在 3.86%。

9 月份美国失业率 4.05%，较前一月显著回落 0.17 个百分点，因经济原因从事兼职和临时工作者双双减少，这是美国就业市场重新启动的重要迹象；由于失业率显著回落，萨姆法则观测值从 0.542 回落到 0.478；萨姆法则观测值升穿阈值 0.5 后快速回落的情况在历史上是非常罕见的，历史上最快的回落是 1960 年 10 月份突破阈值而 1961 年 11 月低于阈值。这说明如果排除飓风季的短期影响因素，即使美联储没有开启降息进程，美国就业市场可能也可以维持在较为健康的水平。8 月份美国职位空缺数环比增长 32.9 万至 804 万，就业市场供需缺口环比增长 37 万至 92 万；综合职位空缺率、新增非农就业、失业率以及薪资增速等数

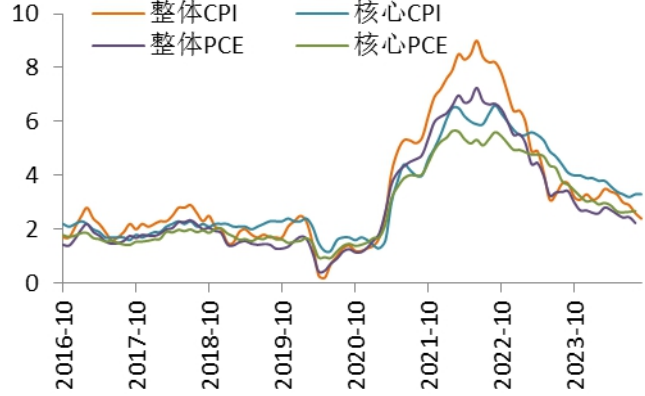
据看，美国就业市场本轮正常化可能结束，后期将重新趋紧。

图6：美国非农就业与失业率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图7：美国通胀同比增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

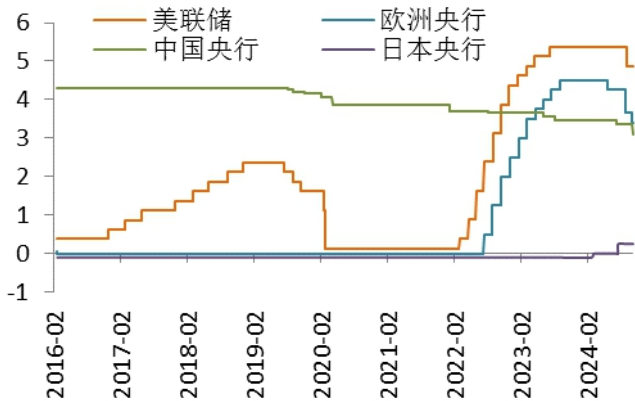
2022年6月份至2024年9月份美国整体通胀增速从9%回落到2.4%，核心通胀增速则从2022年9月份的6.6%回落到2024年7月份的3.2%后微升至9月份的3.3%；驱动通胀回落的因素包括新冠疫情以及俄乌冲突对跨国供应链扰乱的缓和、(美国)就业市场正常化、(欧日)经济增长动能减弱、中国内需疲软供需失衡输出通缩以及美国原油增产对油价的压力。随着美欧央行均开始降息以及劳动力市场边际收紧，近几个月美欧核心通胀增速已经基本企稳；6月份至今美国核心CPI同比增速在3.2-3.3%之间，3月份至今欧元区核心CPI同比增速在2.7-2.9%之间，尽管偏弱的原油价格继续拉低整体通胀。我们预计新冠疫情对人们就业休闲观念的改变以及人口老龄化对就业供给的影响长期存在，中美博弈背景下国际贸易障碍与地缘政治风险对跨国供应链的影响长期存在，美国政府财政持续大幅度扩张使得美国经济增长高于潜在增速并带来持续的通胀压力，因此美国核心通胀难以回到2%附近；且在欧美央行均进入降息周期的情况下，我们最快在2025年即可能看到美国通胀增速企稳回升。

2022年至2023年美联储将政策利率推高至2002年以来最高点以应对1983年以来最严重通胀，但美联储内心一直认为通胀是暂时性的，表现在加息时点的滞后、政策利率路径预期的倒挂以及提前结束加息进程。2021年4月份美国整体CPI和核心CPI增速分别达到4.1%和3%，核心CPI增速已经达到1996年以来的最高值，但美联储持续以暂时性通胀为由拒绝结束超宽松货币政策；而在2022年3月份美联储终于决定加息时，就开始预计美国通胀很快就会结束因此高利率环境也会是暂时性的，利率点阵图显示美联储政策利率路径预期持续上移但始终维持倒挂形态，这在美联储历史上是非常罕见的；2023年10月中旬，在美债长端利率因美国经济通胀韧性和美国财政部加快发债补充账户而飙升后，美联储官

员纷纷出来讲话，称长债利率的飙升使得美联储可能无需继续加息。2023年12月美联储预计2024年美国经济增长仅1.4%，在此基础上预计2024年和2025年分别降息75BP和100BP。

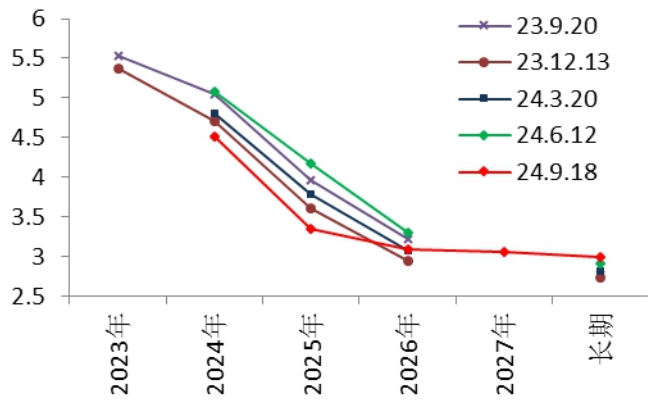
美联储降息意愿引发市场对美联储降息预期的狂热预期，2023年底市场一度预计美联储将在2024年降息150BP，美元汇率和美债利率也被大幅度压低，美国金融货币环境显著改善。但这加上美国政府持续的财政扩张，也使得2024年一季度美国经济、就业和通胀展现出较强韧性，美联储无奈持续推迟降息时点并在2024年6月会议上表示2024年可能只有一次降息。美联储推迟降息时点意味着紧缩货币政策的限制性继续累积，5月份至8月份美国就业和通胀韧性缓解，并且在8月初由于日本央行第二次加息和美国失业率超过萨姆法则阈值而引发全球金融市场剧震。这为美联储提供开启降息进程的充要条件，8月23日鲍威尔在Jackson Hole全球央行年会上明确表示现在是时候调整政策了，9月18日美联储将2024年美国经济增长预估从2.1%下调至2%，并以非常规的50BP幅度开启本轮降息进程，且预计2024年和2025年将分别降息100BP。

图8：美欧中日央行政策利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图9：美联储利率点阵图(均值)



数据来源：Fed，建信期货研究发展部

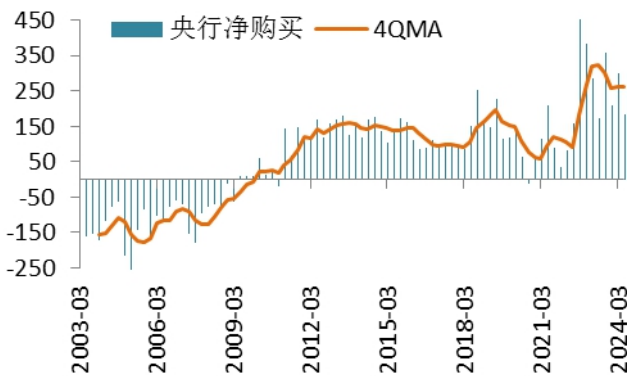
从美国经济增长看美联储紧缩货币政策对美国社会总需求的限制性较为有限，其一是私人部门在2020年通过贷款利率置换锁定长期低利率，其二是股市楼市繁荣通过财富效应提振居民的消费意愿。根据BIS的信贷数据，2023年四季度美国家庭部门偿债比率(debt service ratio)7.6%，甚至低于2019年四季度的8%(非金企业部门则是42.3%对40.6%)；根据2024年IMF《美国第四条磋商》报告，2020年至2023年美国真实消费增长有7成来自股市和房市繁荣带来的财富效应。在总需求没有明显压缩的情况下，美国就业市场正常化以及通胀增速回落主要归因于供给面的改善，如美国移民的大幅度增长以及新冠疫情和俄乌战争对国际供应链扰动的减缓等。

但目前看美国移民增长已经显著放缓，劳动力同比增速已经从2023年底的1.5%放缓至2024年9月份的0.5%；而且供应面改善对通胀的益处也基本上完全体现，近期欧美核心CPI下行趋势有所停滞；在对美国经济展望上美联储也与IMF背道而驰，有为降息刻意调降经济增速展望的嫌疑，与2023年12月如出一辙。我们判断本届美联储有意提高通胀容忍度，以增强对就业市场繁荣的促进能力，从就业广度方面增进社会福祉；正如美联储主席鲍威尔所说的，美国就业市场是从疫情后异常紧张的非正常情况回到正常但健康的状态而不是已经显著恶化，美联储降息是为了维持美国就业市场的强劲而不是挽救已经衰退的就业市场。较高的通胀容忍度意味着美联储政策利率的限制性不足，较高的潜在通胀压力是支持黄金价格的核心因素之一。

2.2 全球央行增持黄金储备

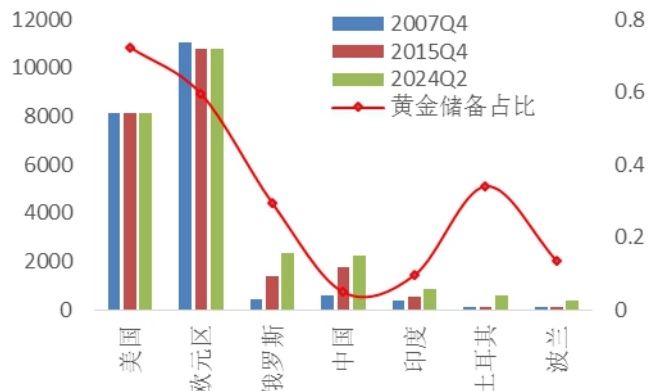
在地缘政治风险居高不下和全球货币贸易体系重组的情况下，近年来全球央行购金备受市场关注。数据可见2008年金融危机之前全球央行在黄金市场上表现为净卖出，但净卖出量是持续减少的。2008年金融危机之后，全球央行在黄金市场上从净卖出逐步转为净买入，因为金融危机之后全球经济贸易格局发生重大变化，外汇储备分散化成为新兴市场经济体储备管理的重要目标；2020年新冠疫情和2022年俄乌战争爆发之后，地缘政治风险居高不下以及国际货币金融体系重组使得全球央行购金数量再上一个台阶。2003年四季度至2009年四季度，全球央行净购金占黄金需求量比重平均为-14.3%（负值表示净售金）；2010年一季度至2021年四季度，全球央行净购金占黄金需求量比重平均为10.6%；2022年一季度至2024年二季度，全球央行净购金占黄金需求量比重平均为21.4%。地缘政治风险与全球政经格局重组带来的储备分散化需求与央行购金热潮，有效抵消了欧美高利率环境对民间部门配置需求的抑制。

图10：全球央行购金热情不减



数据来源：WGC，建信期货研究发展部

图11：典型经济体黄金储备及占比

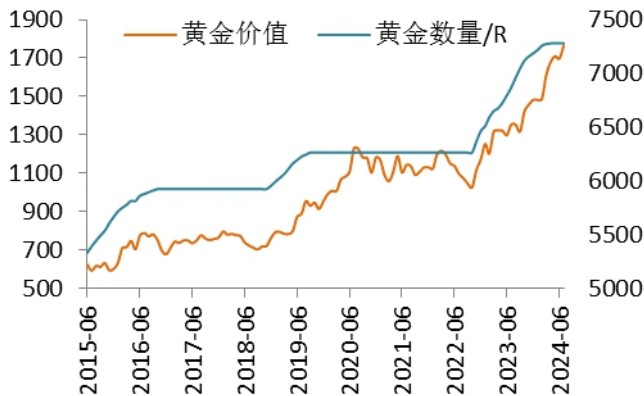


数据来源：WGC，建信期货研究发展部

2024年二季度全球央行净购金183.4吨，环比减少116.5吨但同比增加9.8吨；2024年上半年全球央行净购金483吨，比之前的上半年最高纪录(2023年上半年的460吨)高出5%，购金数量较多的央行有土耳其(44.7吨)、印度(37.2吨)、中国(28.9吨)和波兰(18.7吨)。2008年以来购金数量较多的央行有俄罗斯、中国、印度、土耳其和波兰，其中中国和印度是经济快速发展、外汇储备积累较多的亚洲新兴市场经济体，俄罗斯、土耳其和波兰处于地缘政治风险较高的亚欧文明断层线附近。

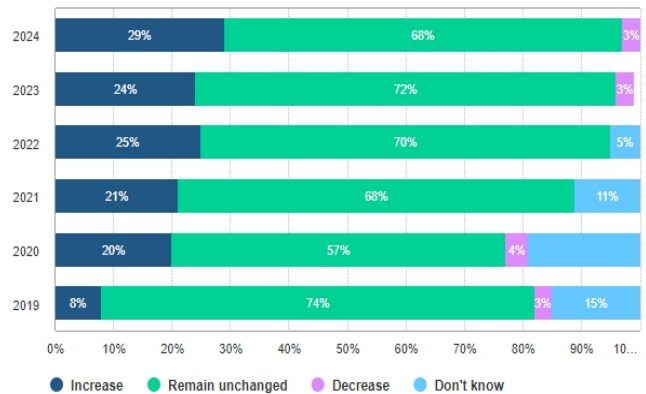
中国央行在2022年11月份至2024年4月份连续18个月增持黄金储备之后，在5月份至10月份连续三个月暂停购买黄金。自从2015年常态化月度公布黄金储备以来，中国央行曾经在2016年11月份至2018年11月份，以及2019年10月份至2022年10月份两次暂停购买黄金。连目前的第三次暂停购买黄金一起，我们发现中国央行每次暂停购买黄金之前，金价均经历了一段较大幅度的上涨行情；而中国央行暂停购买黄金之后，金价可能继续上涨或处于盘整格局当中。我们认为中国央行暂停购买黄金主要是受储备管理规则驱动，部分原因是缓解人民币汇率贬值压力，但不是意图影响黄金价格走势，在中国央行暂停购买黄金期间金价并没有显著的趋势性下跌。

图12：中国央行黄金储备量价



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图13：未来12个月黄金储备变动预期



数据来源：WGC，建信期货研究发展部

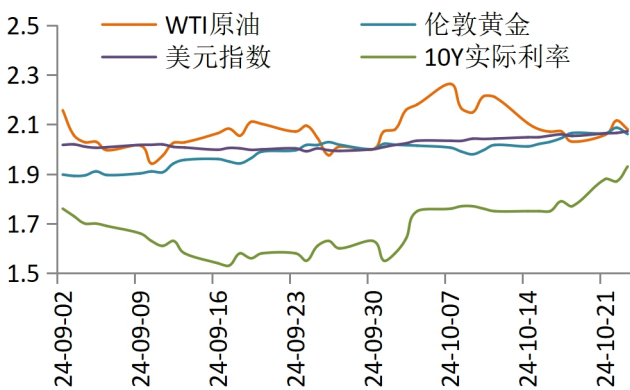
在2024年春季世界黄金协会进行了第七次央行黄金储备调查(CBGR)，调查结果显示，有62%受访央行预期未来五年美元储备所占比例下降，69%受访央行预期未来五年黄金储备所占比例上升；有81%受访央行预期未来12个月黄金储备有所增长(2023年比例为71%)，有29%受访央行预期未来12个月将会增持黄金储备(2023年比例为24%)。新兴市场经济体央行以及越来越多的发达经济体央行，在不确定的地缘政治时代和对金融稳定的新担忧中重视黄金的战略作用。在上世纪60-80年代，黄金储备在全球官方储备中占比超过50%；后来随着经济自由化和全

全球化的兴起,2000年至2010年黄金储备在官方储备中的占比快速下降到13%;2008年金融危机、2020年新冠疫情和2022年俄乌战争之后,黄金储备在官方储备中的占比逐渐回升到2023年的17.6%。在百年变局和中美博弈背景下,我们预计全球央行特别是新兴市场经济体央行储备分散化的需求将持续上升,央行购金行为将继续推动金价波动中枢上行,这也是金价在美联储货币政策紧缩期保持坚挺的主要原因。

2.3 “特朗普交易”推高金价

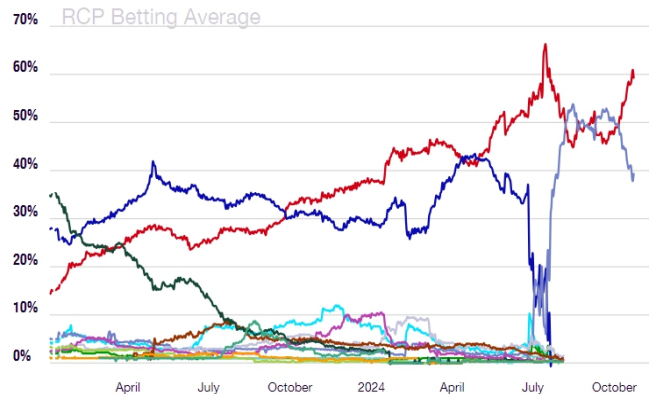
如图14所示(WIT原油、伦敦黄金与美元指数标准化至2024年9月底为2),2024年10月10日至22日,伦敦黄金与美元指数、美债利率同步上行,伦敦黄金从2607美元/盎司上涨到2750美元/盎司,美元指数从102.5反弹至104,美债10年期实际利率从1.77%回升到1.93%(美债10年期利率从4.06%回升到4.24%),与此同时比特币价格也从60629美元升至67427美元。背后因素除了中东、东欧和东北亚地缘政治风险升温外,主要是由于2024年美国大选形势重新偏向于特朗普,金融市场上“特朗普交易”再次升温。

图14: 黄金与原油、美元、美债利率



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图15: 特朗普(红线)与哈里斯胜选概率



数据来源: RCP, 建信期货研究发展部

2024年7月21日民主党原总统候选人、现任总统拜登决定退选并由现任副总统哈里斯替代参选,虽然哈里斯在短时间内凭借年轻、少数族裔女性、检察官出身等特征以及民主党庞大基本盘和华尔街金主的支持成为市场焦点,但10月份之后美国总统大选形势再次偏向于特朗普。10月22日真实清洁政治网站RCP综合美国七大赌场赔率数据,计算出特朗普与哈里斯胜选概率分别为60.9%和37.9%,特朗普领先优势达到7月23日以来最大值;如果各州最终投票结果与目前民意调查结果相符,则特朗普有望以312张选举人票重新问鼎白宫,而共和党有望分别掌控参议院和众议院。当然有必要提醒的是,目前无论是全国民调还是各摇摆州民调,特朗普与哈里斯的差距均在±3%的统计误差范围之内,因此特朗

普重返白宫并不是板上钉钉。

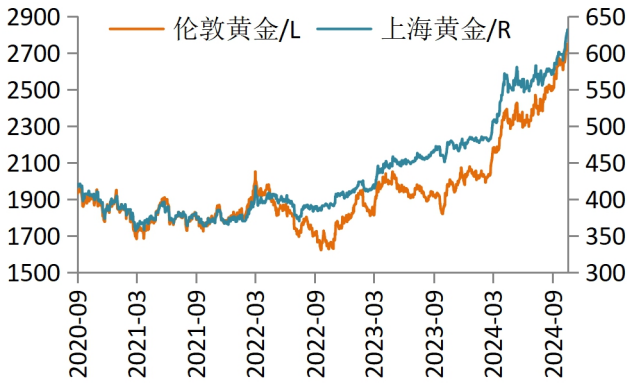
根据特朗普首个总统任期以及本轮总统大选期间的言行举止，我们判断如果特朗普重返白宫的同时共和党和民主党分别掌控参议院和众议院，在国内特朗普政府将继续推动财政扩张、促进化石能源开采并支持数字货币发展，在国际上特朗普政府将推动俄乌冲突降温、支持以色列对抗伊朗并强化关税武器促进制造业回流。在这种情况下，美国整体通胀(油价影响更大)与核心通胀(受财政扩张与关税壁垒影响)分歧或继续加大，美联储本轮降息周期与幅度可能收窄(经济动能与核心通胀加速回升)但重新加息幅度也有限(原油低迷压低整体通胀)；地缘政治风险难以显著降温且国际经济增长动能更受打击，美国数字货币产业可能迎来发展良机。这些因素其实有利于推高金价波动中枢，因为美联储降息幅度的减少(以及重新加息)对黄金的利空作用，可能不如地缘政治风险高企与国际经济增长减弱给黄金带来的避险需求，以及数字货币上涨给黄金带来的替代效应。

三、金价涨势或延续至明年春季

综上所述，2015年12月黄金进入第三轮大周期牛市，主要驱动力是中美博弈和百年变局对全球地缘政治、国际贸易体系和国际货币体系的冲击；地缘政治风险带来的避险需求与国际货币体系重组带来的储备需求推动金价波动中枢持续上移，而美国经济短周期波动以及美联储货币政策松紧节奏则决定金价宽幅震荡还是趋势上涨。2024年3月份黄金进入第三轮大牛市的第四个阶段(也是本轮大牛市的第二个趋势上涨阶段)，核心驱动力是包括美联储在内的全球央行降息，而地缘政治风险继续起到支撑作用。

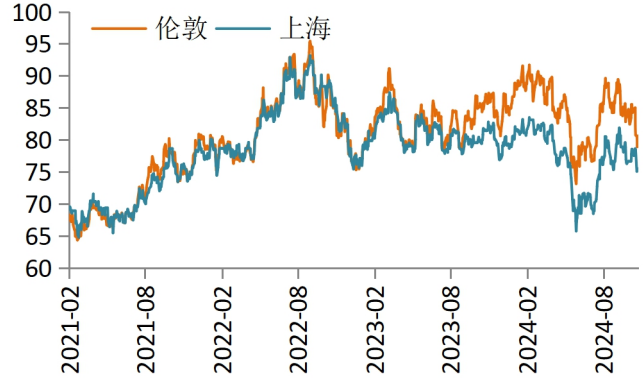
3月21日瑞士央行拉开本轮欧美央行降息序幕，随后瑞典央行、加拿大央行、欧洲央行、英国央行和新西兰联储等央行纷纷降息；而多次推迟后美联储也于9月18日以50BP非常规幅度开启本轮降息步伐，并预计2024年和2025年均将分别降息100BP；中国央行于2024年2月份和7月份分别降息，9月下旬以来中国陆续推出包括货币宽松、财政扩张以及股市房地产支持政策在内的新一轮大规模经济刺激措施。地缘政治方面，2022年2月份俄乌战争爆发至今未见停火迹象，涉及面反而持续扩大，10月下旬北约称已掌握朝鲜向俄罗斯部署士兵的证据，英国和德国签署两国间首份防务协议；以色列在以反恐为由大举扫荡巴勒斯坦加沙地带的哈马斯势力，随后又将矛头转向伊朗支持下的黎巴嫩真主党等反以色列势力，9月份以色列主导的黎巴嫩BP机集体爆炸事件震惊全球；菲律宾在美国鼓动下屡屡侵犯中国南中国海，南中国海局势显著升温。以上全球央行宽松进程以及地缘政治风险事件是2024年3月份至今金价突破上涨的主要驱动力。

图16: 伦敦黄金与上海黄金期指



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图17: 伦敦与上海金银比值



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

如果特朗普在 2024 年美国大选总统大选中胜出, 则美联储本轮降息周期与幅度可能收窄; 10 月 23 日联邦基金利率期货价格显示, 市场预计美联储在 2024 年 11 月份至 2025 年 1 月份逐次会议降息 25BP, 从 2025 年 3 月份开始美联储就再次放缓降息步伐(从逐次降息到间隔降息), 2025 年 6 月份联邦基金利率目标区间下降至 3.5-3.75% 后就将结束本轮降息进程; 结合黄金价格通常在年初走出春季攻势(由于中国和印度这两大黄金消费国的节日消费)的季节性规律, 我们判断本轮黄金涨势或延续到 2025 年春季。另一方面, 特朗普重新上台意味着地缘政治风险难以显著降温且国际经济增长动能更受打击, 而硅谷精英的支持以及特朗普对数字货币态度的 180 度转变意味着美国数字货币产业可能迎来发展良机, 避险需求的增强以及替代资产价格的上涨将进一步推升金价波动中枢。

鉴于特朗普重返白宫的基线预测, 我们将伦敦黄金本轮目标价上调到 2900-3100 美元/盎司, 预计黄金本轮涨势延续到 2025 年春季后转为高位宽幅震荡; 由于中国推出新一轮一揽子经济刺激措施但财政扩张力度有限且围绕新能源产品的贸易纷争加剧, 假定金银比值回落到 75-80, 则伦敦白银可能上涨到 36-41.5 美元/盎司; 中国经济增长动能改善以及美联储降息有利于人民币汇率升值, 假定人民币兑美元汇率升至 6.9-7.1, 考虑目前国内金银的贴水幅度, 上海金银可能分别上涨到 640-705 元/克和 8500-10200 元/千克。以上判断具有较大不确定性, 仅供研判参考不作投资依据。比如如果美国总统大选最终不是特朗普而是哈里斯胜出, 则美联储本轮降息进程可能更久更深, 但哈里斯对国际经济贸易货币体系的破坏性也 smaller, 因此对黄金的影响是短多长空。

【建信期货研究发展部】

宏观金融研究团队 021-60635739 有色金属研究团队 021-60635734 黑色金属研究团队 021-60635736
石油化工研究团队 021-60635738 农业产品研究团队 021-60635732 量化策略研究团队 021-60635726

免责声明:

本报告由建信期货有限责任公司(以下简称本公司)研究发展部撰写。

本研究报告仅供报告阅读者参考。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告版权归建信期货所有。未经建信期货书面授权,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在授权范围内使用,并注明出处为“建信期货研究发展部”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)5楼
电话:021-60635548 邮编:200120

深圳分公司

地址:深圳市福田区鹏程一路8号深圳建行大厦39层3913
电话:0755-83382269 邮编:518026

山东分公司

地址:济南市历下区龙奥北路168号综合营业楼1833-1837室
电话:0531-81752761 邮编:250014

广东分公司

地址:广州市天河区天河北路233号中信广场3316室
电话:020-38909805 邮编:510620

北京营业部

地址:北京市宣武门西大街28号大成广场7门501室
电话:010-83120360 邮编:100031

福清营业部

地址:福清市音西街福清万达广场A1号楼21层2105、2106室
电话:0591-86006777/86005193 邮编:350300

郑州营业部

地址:郑州市未来大道69号未来大厦2008A
电话:0371-65613455 邮编:450008

宁波营业部

地址:浙江省宁波市鄞州区宝华街255号0874、0876室
电话:0574-83062932 邮编:315000

总部金融机构业务部

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)6楼
电话:021-60636327 邮编:200120

西北分公司

地址:西安市高新区高新路42号金融大厦建行1801室
电话:029-88455275 邮编:710075

浙江分公司

地址:杭州市上城区五星路188号荣安大厦602-1室
电话:0571-87777081 邮编:310000

上海浦电路营业部

地址:上海市浦电路438号1306室(电梯16层F单元)
电话:021-62528592 邮编:200122

上海杨树浦路营业部

地址:上海市虹口杨树浦路248号瑞丰国际大厦811室
电话:021-63097527 邮编:200082

泉州营业部

地址:泉州市丰泽区丰泽街608号建行大厦14层CB座
电话:0595-24669988 邮编:362000

厦门营业部

地址:厦门市思明区鹭江道98号建行大厦2908
电话:0592-3248888 邮编:361000

成都营业部

地址:成都市青羊区提督街88号28层2807号、2808号
电话:028-86199726 邮编:610020

【建信期货联系方式】

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)5楼
邮编:200120 全国客服电话:400-90-95533 转5
邮箱:khh@ccb.ccbfutures.com 网址:http://www.ccbfutures.com