

2024年10月22日

Expertsoffinancialderiva  
tivespricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：杨彦龙

·从业资格编号 F03103782

·投资咨询编号 Z0018274

邮箱：yangyanlong@jinxinqh.com

## 迎接独属的高光时刻

### 内容提要

三季度来看，金价在降息预期以及地区冲突等因素的影响下，重心逐步上移，三季度末再创历史新高，沪金主力最高达 602.3 元/克，COMEX 金主力最高达 2708.7 美元/盎司；7 月份的主线在于美国经济数据走弱、鲍威尔鸽派发言以及特朗普遇袭所引起的“特朗普”交易上；而来到 8 月份，日本加息引起的恐慌、中东冲突扩大以及市场再度定价降息持续为金价上涨注入动力；9 月份则随着降息落地，金价开启向上狂奔。

综合看，当下弱勢的经济复苏前景使得各大央行不得不开启货币宽松阀门，主要经济体均处于宽松周期，以刺激经济的持续稳定回升；而美国这边风景独好，经济韧性较强的事实不容置疑，同时联储在 9 月份超幅度降息之后继续加强预期管理，以推动经济软着陆；大选的未知犹如达摩克利斯之剑撩动市场心弦；一边是国际形势风高浪急，另一边则是黄金需求节节攀升；我们看到几大驱动均指向同一个目标，那就是金价将持续上涨，去迎接独属于它的高光时刻，预计四季度 COMEX 金主力运行区间 2564-3145 美元/盎司。

### 操作建议

多单继续持有或可逢低做多

### 风险提示

经济衰退担忧；联储货币政策；美国大选情况；地缘政治冲突

请务必仔细阅读正文之后的声明



## 目录

一、 行情回顾——多因素综合，再创历史新高 .....	5
二、 驱动分析——强强联合，力度不减 .....	7
(一) 经济增长状况——复苏 or 衰退? .....	7
1. 全球——弱势修复，基础不稳 .....	7
2. 美国——软着陆可期 .....	9
(二) 货币政策取向——宽松在路上 .....	11
(三) 美国大选干扰——殊途同归 .....	15
(四) 地区冲突加剧——群雄争霸，兵连祸结 .....	17
(五) 供需形势强劲——星罗棋布 .....	21
1. 央行购买——长期支撑项 .....	21
2. 基金配置——跟随大势 .....	23
3. 库存持仓——短期情绪博弈点 .....	25
三、 综合研判——继续迎接独属的高光时刻 .....	27
重要声明 .....	28

## 图表

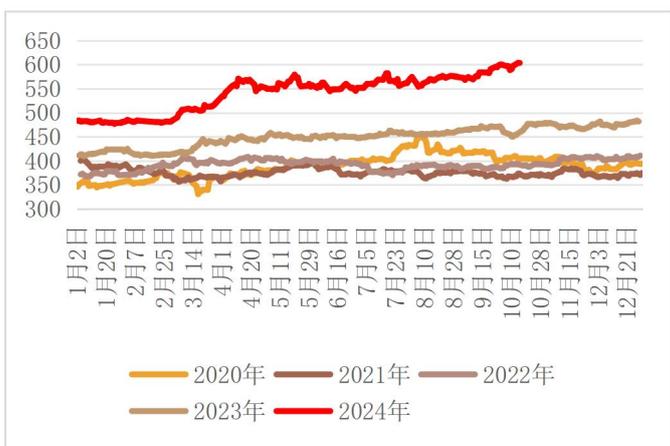
图 1.1: 沪金主力合约收盘价 (元/克) .....	5
图 1.2: COMEX 金主力合约收盘价 (美元/盎司) .....	5
图 1.3: 沪金主力成交持仓 (手) .....	5
图 1.4: COMEX 黄金成交持仓 (手) .....	5
图 1.5: 三季度内外盘黄金行情一览 .....	6
图 2.1.1: 摩根全球制造业 PMI (%) .....	7
图 2.1.2: 海外主要发达经济体 PMI (%) .....	7
图 2.1.3: 部分新兴经济体制造业 PMI (%) .....	8
图 2.1.4: IMF 全球经济增长预测 (%) .....	8
图 2.1.5: IMF 发达经济体增长预测 (%) .....	8
图 2.1.6: IMF 新兴经济体增长预测 (%) .....	8
图 2.1.7: 美国 GDP 及环比贡献数 (季调, %) .....	9
图 2.1.8: 美国 PMI (%) .....	10
图 2.1.9: 美国就业薪酬 (季调, 千人, %) .....	10
图 2.1.10: 美国 CPI (季调, %) .....	10
图 2.1.11: 美国核心 CPI (季调, %) .....	10
图 2.2.1: 美联储 9 月点阵图 .....	12
图 2.2.2: 美联储经济预测调整 .....	12
图 2.2.3: 10.19CME 美联储观察 .....	13

图 2.2.4: 美国 10 年期国债收益率及 COMEX 金收盘价 (%，美元/盎司)	14
图 2.3.1: 两党政策对比 .....	15
图 2.3.2: 两党政策对比 .....	17
图 2.4.1: VIX 与黄金走势对比 (美元/盎司) .....	18
图 2.4.2: 地缘政治风险指数与黄金走势对比 (美元/盎司) .....	18
图 2.4.3: 地缘冲突与金价涨跌幅 (美元/盎司) .....	19
图 2.4.4: 地缘风险指数 (%) .....	20
图 2.4.5: 地缘政治风险报道占比 (%) .....	20
图 2.5.1: 全球黄金供需平衡表 (吨, %) .....	21
图 2.5.2: 黄金需求占比 (%) .....	22
图 2.5.3: 黄金储备变动 (吨) .....	22
图 2.5.4: 今年黄金储备分国别月度变动值 (吨) .....	23
图 2.5.5: 全球实物 ETF 分区域持仓量 .....	24
图 2.5.6: 全球主要实物 ETF 持仓 .....	24
图 2.5.7: COMEX 金期货库存 (金衡盎司) .....	26
图 2.5.8: 上期所黄金库存 (吨) .....	26
图 2.5.9: COMEX 金多头总持仓 (张, %) .....	26
图 2.5.10: COMEX 金非商业多头持仓 (张, %) .....	26

## 一、行情回顾——多因素综合，再创历史新高

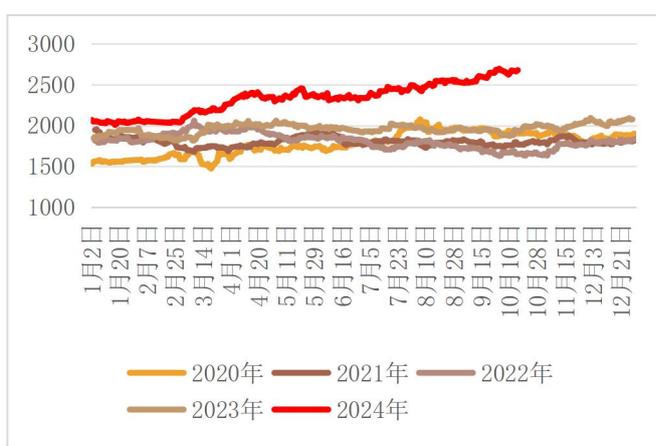
三季度来看，金价在降息预期以及地区冲突等因素的影响下，重心逐步上移，三季度末再创历史新高，沪金主力最高达 602.3 元/克，COMEX 金主力最高达 2708.7 美元/盎司；与此同时，成交持仓也较年初大幅增加，可谓是商品中的翘楚，备受投资者青睐。

图 1.1: 沪金主力合约收盘价 (元/克)



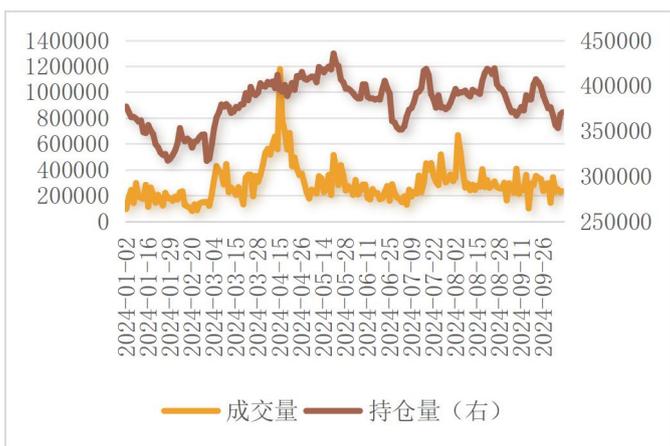
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.2: COMEX 金主力合约收盘价 (美元/盎司)



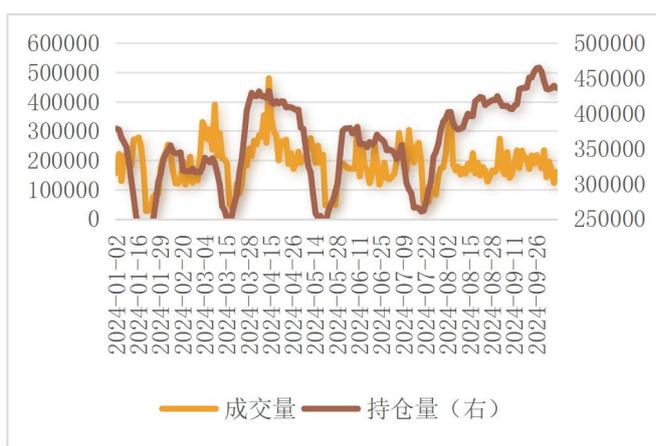
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.3: 沪金主力成交持仓 (手)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.4: COMEX 黄金成交持仓 (手)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

进一步分析，7 月份的主线在于美国经济数据走弱、鲍威尔鸽派发言以及

特朗普遇袭所引起的“特朗普”交易上；而来到8月份，日本加息引起的恐慌、中东冲突扩大以及市场再度定价降息持续为金价上涨注入动力；9月份则随着降息落地，金价开启向上狂奔。

图 1.5: 三季度内外盘黄金行情一览

行情总览	开盘价	收盘价	涨跌幅	振幅	日均成交量	日均持仓量
沪金主力	555.30	596.72	8.20%	10.31%	29.85	38.86
COMEX 金 主力	2336.2	2656.4	13.67%	16.72%	18.43	38.04
AU (T+D)	550.03	595.22	8.30%	10.52%	3.320	20.75

资料来源: iFinD, 优财研究院

## 二、驱动分析——强强联合，力度不减

### (一) 经济增长状况——复苏 or 衰退？

#### 1. 全球——弱势修复，基础不稳

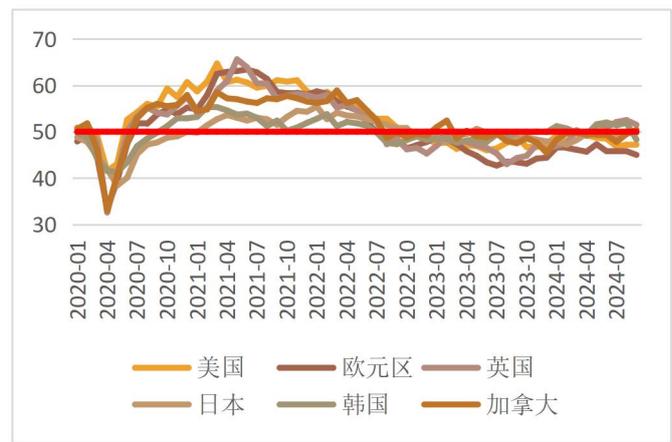
从景气度来看，摩根公布的9月份全球制造业 PMI 为 48.8%，环比下滑 0.8%，已连续 4 个月走弱；分项来看，新订单指数为 47.3%（↓），生产指数为 49.4%（↓），就业指数为 48.9%（↓），购进价为 53.3%（↓），均不同程度回落；海外主要发达经济体 PMI 除英国（51.5%）和加拿大（50.4%）外，均处于荣枯线以下；部分新兴经济体中，印度尚维持较高景气度（56.5%），但较二季度出现一定下挫，中国表现疲软。

图 2.1.1: 摩根全球制造业 PMI (%)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.1.2: 海外主要发达经济体 PMI (%)

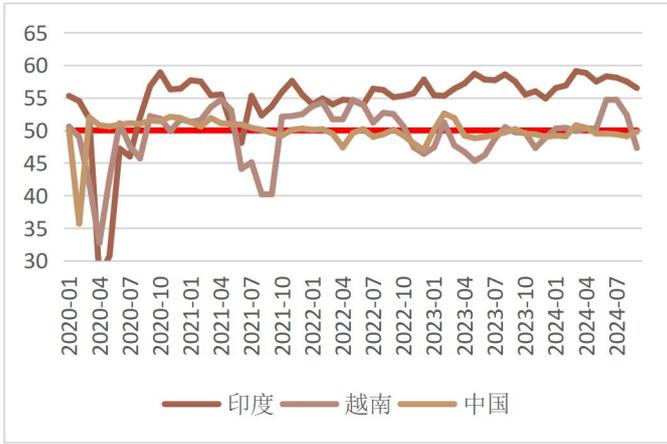


资料来源: Mysteel, 优财研究院

从 IMF 最新经济预测来看，今年全球经济增长速为 3.2%，2025 年为 3.3%；海外主要发达经济体中，美国今年经济增长速预测值为 2.6%，2025 年为 1.9%，欧元区美国今年经济增长速预测值为 0.9%，2025 年为 1.5%，英国今年经济增长速预测值为 0.7%，2025 年为 1.5%，日本今年经济增长速预测值为 0.7%，2025 年为 1%；部分新兴经济体中，中国今年经济增长速预测值为 5%，2025 年为 4.5%，印度今年经济增长速预测值为 7%，2025 年为 6.5%，东盟五国今年经

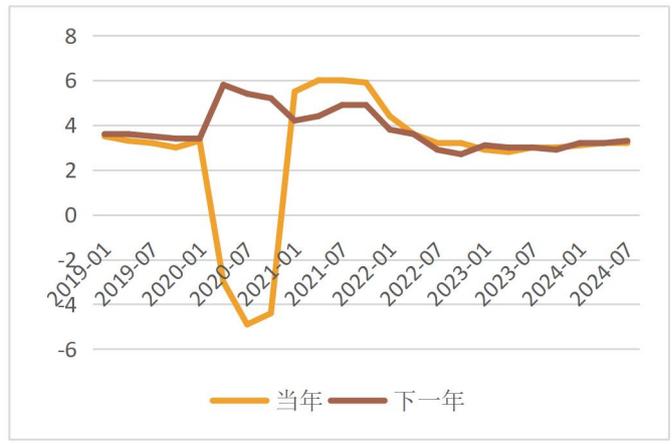
济增速预测值为 4.5%，2025 年为 4.6%。

图 2.1.3: 部分新兴经济体制造业 PMI (%)



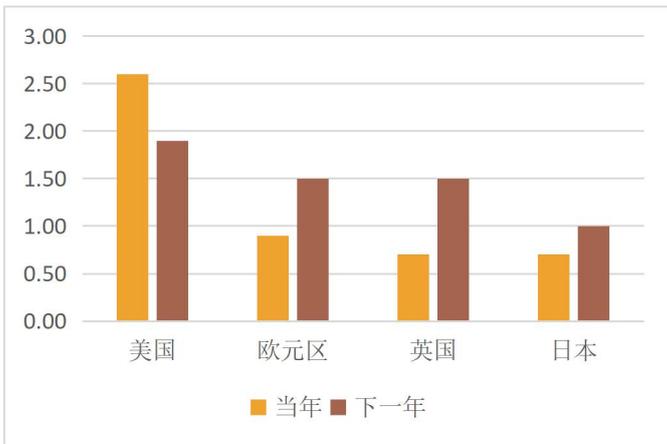
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.1.4: IMF 全球经济增长预测 (%)



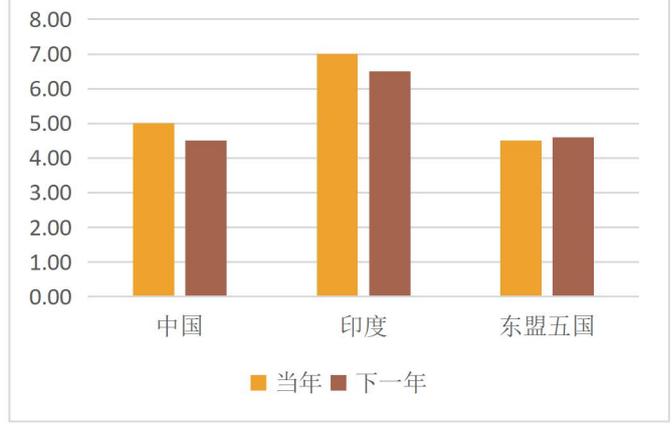
资料来源: iFinD, 优财研究院

图 2.1.5: IMF 发达经济体增长预测 (%)



资料来源: iFinD, 优财研究院

图 2.1.6: IMF 新兴经济体增长预测 (%)



资料来源: iFinD, 优财研究院

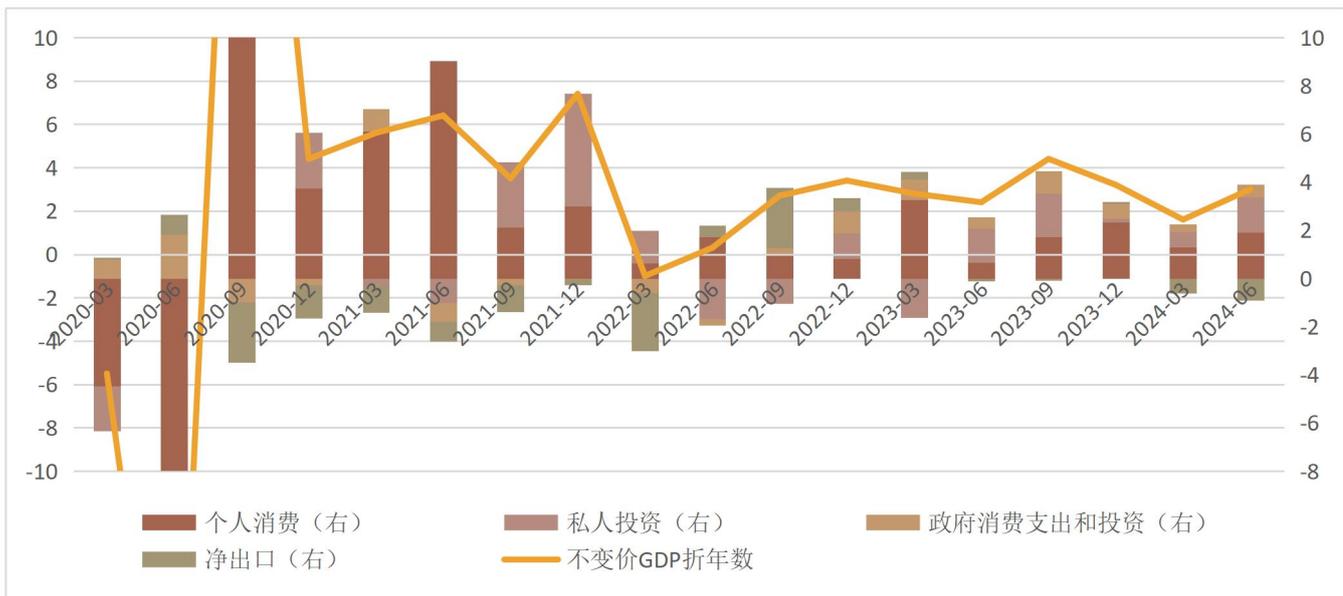
虽然发达经济体制造业 PMI 较去年同期有小幅提升，但是恢复的基础不稳固，趋势性不强，易于受到冲击，这一点从摩根全球制造业 PMI 数据可见一斑；进一步分析 IMF 经济增速预测值可以发现，虽然 IMF 调高了主要发达经济体经济增长预期（除美国），但整体的经济增速仍处于底部缓慢增长期，较上一轮货币宽松后仍有较大差距；而对于新兴经济体，则是下调了经济增长预期（除东盟）；经由上述分析，我们认为当下全球经济发展还是面

临诸多不稳定因素和挑战，整体上还是处于疫情后“疤痕效应”的修复期，同时经济发展的地区性不平衡则会在贸易冲突下愈加显著。

## 2. 美国——软着陆可期

截止到二季度，美国 GDP 不变价环比折年率为 2.8%，高于市场预期的 2%，也高于亚特兰大联储预测的 2.6%，美国 GDP 同比增速达 3.1%，环比回升 0.2%；结构性方面，私人消费环比折年率为 2.3%，拉动 GDP 环比 1.6%，私人投资环比折年率为 8.4%，拉动 GDP 环比 1.5%，政府消费与投资环比折年率为 3.1%，拉动 GDP 环比 0.5%；出口环比折年率为 2.0%，进口环比折年率则由 6.1%提升至 6.9%，扩大的贸易逆差使得净进口对 GDP 环造成较大拖累；总体来看，在消费与投资支柱性作用的拉动下，美国经济韧性十足，同时我们反观扩大的贸易逆差背后，恰恰是其国内消费强劲对于商品需求旺盛所致。

图 2.1.7: 美国 GDP 及环比贡献数 (季调, %)



资料来源: iFinD, 优财研究院

就业方面，9月份美国新增非农就业为 25.4 万人，为 3 月以来新高，且 7 月和 8 月均有所上修；失业率为 4.1%，环比回落 0.1%，已连续 2 个月下

行；劳动力参与率为 62.7%，环比持平；时薪同比为 4.0%，环比回升 0.1%；整体来看，美国就业市场保持稳健，

图 2.1.8: 美国 PMI (%)

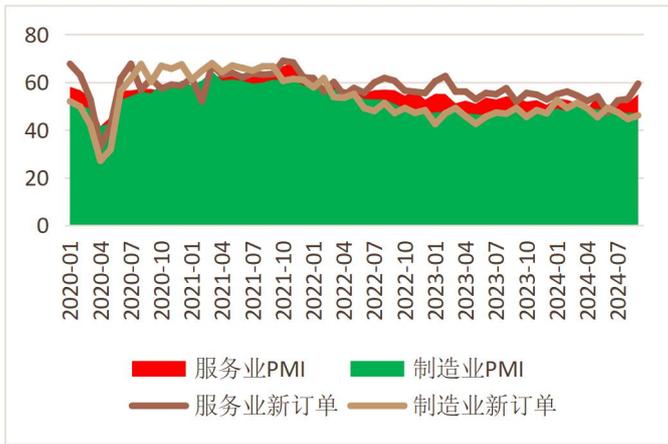
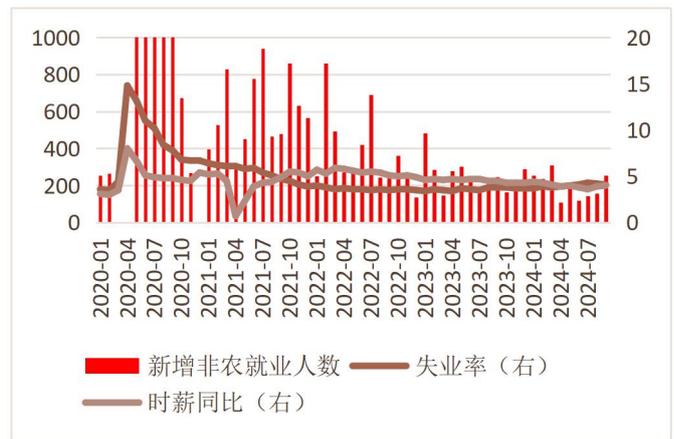


图 2.1.9: 美国就业薪酬 (季调, 千人, %)



资料来源: iFinD, 优财研究院

资料来源: iFinD, 优财研究院

通胀方面，从同比来看，9 月份美国 CPI 同比为 2.4%，环比回落 0.1%，而核心 CPI 同比为 3.3%，环比回升 0.1%；从环比来看，9 月份 CPI 环比为 0.2%，与 8 月持平，而核心 CPI 季调环比为 0.31%，来到近 3 个月高点，持续走强；整体来看，随着能源以及商品价格的走弱，通胀缓解明显，但是核心通胀仍处于较高位置，这与上文提到稳健的就业市场以及健康的经济基本面互相印证；同时 9 月份服务业 PMI 54.9%，环比回升 3.4%，服务业新订单指数为 59.4%，环比回升 6.4%，均处于两年来高位，这也与上述论证想吻合。

图 2.1.10: 美国 CPI (季调, %)

图 2.1.11: 美国核心 CPI (季调, %)



资料来源: iFinD, 优财研究院



资料来源: iFinD, 优财研究院

综上, 我们可以对第一章节进行总结, 全球(除美国)经济弱势修复, 但需要呵护, 而美国经济维持强劲, 预期引导下, 软着陆的可能性大大增加, 但需要警惕通胀反复的风险; 故而我们认为, 对于全球经济增长而言, 最大的一个点就是不确定性, 在此情况下, 黄金作为稳定性的资产, 将具有持续增值的潜力, 驱动向上。

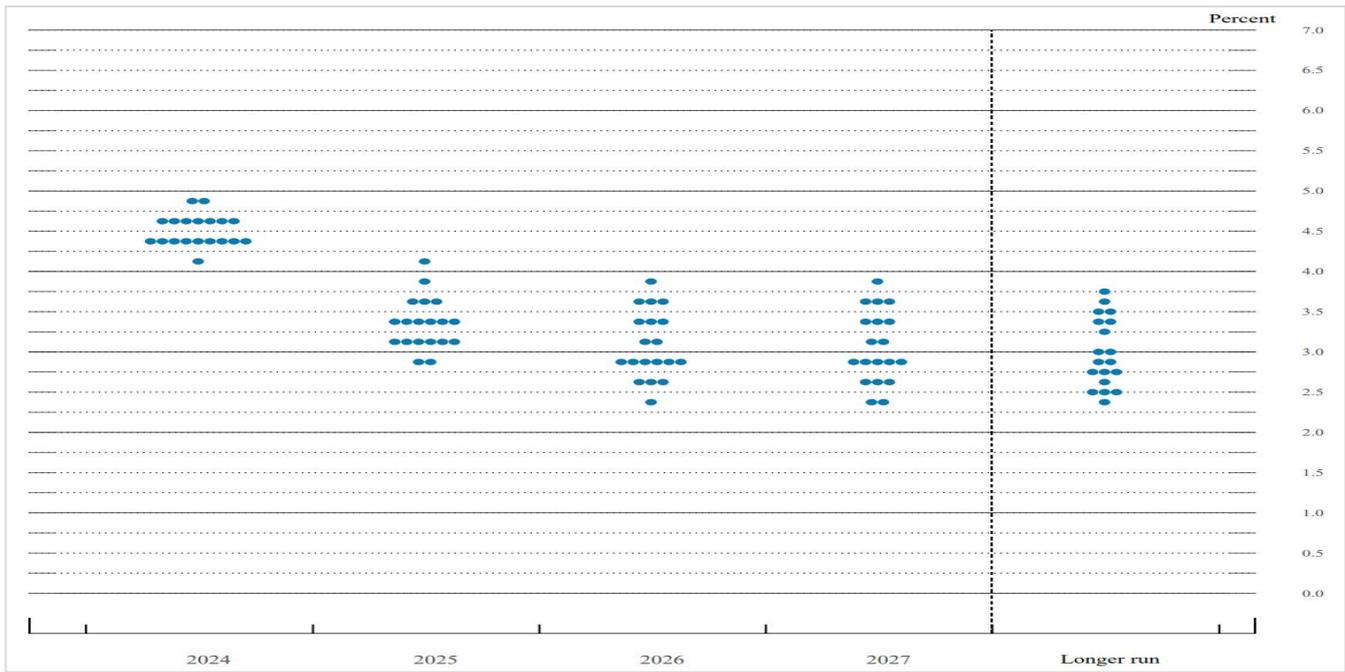
## (二) 货币政策取向——宽松在路上

紧接上文, 在面对经济增长难题的时候, 各央行又有怎样行动呢? 9月份议息会议上, 美联储公布最新利率决议, 将联邦基准利率下调 50bp, 目标区间维持在 4.75%—5%之间, 开启新一轮降息周期; 此次降息符合市场预期, 但降息幅度却超乎预料, 更为激进。

利率指引方面, 最新的点阵图显示, 2024 年累计降息幅度达到 100bp, 年内将再降息两次达 50bp, 2025 年降息 4 次共 100bp, 2026 年降息两次共 50bp, 本次降息周期累计降息幅度达到 250bp, 降息终点为 2.75%-3%, 支持 2024 年累计降息 100bp 或以上的委员数量达到 10 位; 经济预测方面, 美联储将 2024 年四季度实际 GDP 同比增速预测小幅下调 0.1pct 至 2.0%, 2024 年四季度的 PCE 和核心 PCE 同比分别下调 0.3pct 和 0.2pct 至 2.3%和 2.6%, 将 2025 年四季度的 PCE 和核心 PCE 下调 0.2pct 和 0.1pct 至 2.1%和 2.2%;

在其后的新闻发布会上，鲍威尔表示此次降息是基于当下就业市场的正常应对，没有设定固定利率路径，可以加快，也可以放缓，甚至可以选择暂停降息，同时还强调并未出现任何衰退迹象，中性利率会议显著高于疫情前水平，总体上将根据经济数据而定。

图 2.2.1: 美联储 9 月点阵图



资料来源：美联储，优财研究院

图 2.2.2: 美联储经济预测调整

Percent															
Variable	Median <sup>1</sup>					Central Tendency <sup>2</sup>					Range <sup>3</sup>				
	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9-2.1	1.8-2.2	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0	1.8-2.6	1.3-2.5	1.7-2.5	1.7-2.5	1.7-2.5
June projection	2.1	2.0	2.0		1.8	1.9-2.3	1.8-2.2	1.8-2.1		1.7-2.0	1.4-2.7	1.5-2.5	1.7-2.5		1.6-2.5
Unemployment rate	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.0-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2-4.5	4.2-4.7	3.9-4.5	3.8-4.5	3.5-4.5
June projection	4.0	4.2	4.1		4.2	4.0-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3		3.9-4.3	3.8-4.4	3.8-4.3	3.8-4.3		3.5-4.5
PCE inflation	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2-2.4	2.1-2.2	2.0	2.0	2.0	2.1-2.7	2.1-2.4	2.0-2.2	2.0-2.1	2.0
June projection	2.6	2.3	2.0		2.0	2.5-2.9	2.2-2.4	2.0-2.1		2.0	2.5-3.0	2.2-2.5	2.0-2.3		2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	2.6	2.2	2.0	2.0		2.6-2.7	2.1-2.3	2.0	2.0		2.4-2.9	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0-2.2	
June projection	2.8	2.3	2.0			2.8-3.0	2.3-2.4	2.0-2.1			2.7-3.2	2.2-2.6	2.0-2.3		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9	4.4-4.6	3.1-3.6	2.6-3.6	2.6-3.6	2.5-3.5	4.1-4.9	2.9-4.1	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.8
June projection	5.1	4.1	3.1		2.8	4.9-5.4	3.9-4.4	2.9-3.6		2.5-3.5	4.9-5.4	2.9-5.4	2.4-4.9		2.4-3.8

资料来源：美联储，优财研究院

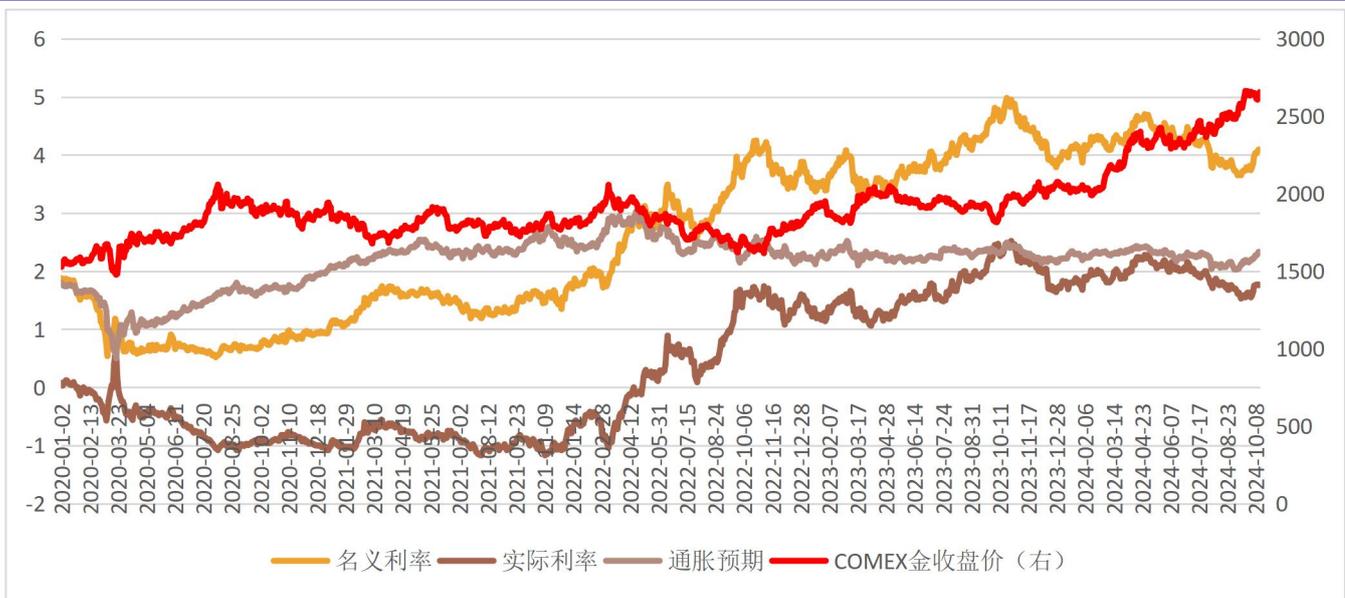
据 CME 美联储观察工具最新预测显示, 市场目前预计美联储下次会议降息 25 个基点的可能性为 90.4%, 维持利率不变的可能性仅为 9.6%; 当下我们需要明白, 其一是今年累计降息 100bp 基本已成定局, 其二是上文提到的美国经济比较健康且面临通胀回升压力, 叠加大选疑云 (下章分析), 故明年降息或有反复, 这点可从近期美债收益率以及通胀预期回升窥得端倪; 其三是无论数据如何变化, 联储已经开启宽松周期。

图 2.2.3: 10.19CME 美联储观察

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2024/11/7						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	90.4%	9.6%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	76.8%	21.8%	1.4%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	55.8%	36.8%	7.0%	0.4%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	52.4%	37.9%	8.8%	0.8%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	36.1%	42.5%	17.9%	3.3%	0.3%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.5%	40.4%	25.8%	8.0%	1.2%	0.1%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	9.6%	30.8%	34.7%	18.8%	5.3%	0.8%	0.1%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	3.5%	17.3%	32.2%	28.9%	13.9%	3.7%	0.5%	0.0%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.8%	6.8%	20.8%	31.4%	25.3%	11.5%	2.9%	0.4%	0.0%	0.0%
2025/12/10	0.2%	2.1%	9.7%	23.0%	30.2%	22.5%	9.7%	2.4%	0.3%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，优财研究院

图 2.2.4：美国 10 年期国债收益率及 COMEX 金收盘价（%，美元/盎司）



资料来源：iFinD，优财研究院

随着联储按下降息键，紧接着就是国内打出的一系列政策组合拳，降息降准降存量房贷，同时央行行长在潘功胜在 2024 金融街论坛年会上再次表示，预计年底前视市场流动性情况，择机进一步下调存款准备金率 0.25-0.5 个百分点；而欧央行也紧随其后，在最新一期的货币政策会议上宣布将三大利率

均下调 25 个基点，将主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率分别下调至 3.4%、3.65%和 3.25%，符合市场预期，这已经是今年内欧央行的第三次降息，且市场预计后续仍有较大降息空间。

当下全球主要经济体央行（除日本）均处于宽松进程，我们统计自 1995 年联储 5 次降息周期内黄金的走势发现，除 1998 年小幅回落之外，其他几次均实现较大幅度上涨（以伦敦金为标的，1995 年 5.57%、1998 年-0.74%、2001 年 23.66%、2007 年 17.07%、2019 年 7.4%）；故我们认为当下宽松周期内，受益于流动性增加，黄金仍将获得向上驱动。

### （三）美国大选干扰——殊途同归

在上述第二章我们论述降息时提到美国大选的影响，那么美国大选为何会干扰降息甚至影响到金价呢？我们认为主要在于特朗普和哈里斯政策主张差距以及市场抢跑交易造成的扰动上，而两党的分歧主要集中在关贸、财政、气候、移民、科技和新兴产业发展等政策上。

据 Polymarket 预测网站最新数据显示，共和党候选人特朗普当选的概率是 59.7%，而民主党候选人哈里斯当选的概率是 40.2%；同时预测数据显示，若特朗普当选，则有 42%的概率形成统一国会，若哈里斯当选，则有 24%的概率形成国会分裂；当下来看，共和党候选人特朗普当选是大概率事件。

图 2.3.1: 两党政策对比

分歧点	共和党—特朗普	民主党—哈里斯
关贸政策	贸易保护、大加关税（尤其对中国）	延续拜登政策，一定程度支持公平 自由贸易
财政政策	延续大幅减税	为中低收入群体及初创企业减税， 对富人及大企业加税
货币政策	更偏向低利率、弱美元环境	延续拜登政策，强调联储独立
气候政策	重视传统能源，退出气候协定	推动清洁能源的发展
移民政策	非法移民零容忍，大力打击	温和移民、合法移民
科技与新兴产业政策	严监管下的数字货币发展	确保政府监管下的高新技术产业领 先地位
建筑政策	增加住房供给，推行重大基建项目	住房补贴和税收减免，延续《两党 基础设施法案(BID)》

资料来源：Bloomberg，新闻整理，优财研究院

我们进一步分析两党的政策分歧可知，特朗普仍然专注于“Make America great again”上面，其取向更激进，更聚焦于维护美国自身利益，倡导美国优先；而哈里斯则显得较为温和包容、更加开放式发展；但对黄金的影响上面，则殊途同归；首先是在大选未尘埃落定前市场的摇摆波动使得黄金在一众投资品中脱颖而出（即避险属性，下章分析）；其次是假设如上述预测那样，特朗普如期当选，但其政策取向的冒进以及不按常理出牌的一贯做法势必放大市场恐慌；再者如若哈里斯当选，其所提倡的社会保障措施将带来债务扩张，进一步加强黄金硬通货的位置。

图 2.3.2: 两党政策对比

大选年份	两院控制情况	总统所属党派	涨跌幅
1996	共和党控制参、众两院	民主党	-30%
2000	共和党控制参、众两院	共和党	53%
2004	共和党控制参、众两院	共和党	128%
2008	民主党控制参、众两院	民主党	127%
2012	民主党控制参议院，共和党控制众议院	民主党	-24%
2016	共和党控制参、众两院	共和党	47%
2020	民主党控制参议院，共和党控制众议院	民主党	25%

资料来源: Bloomberg, 新闻整理, 优财研究院

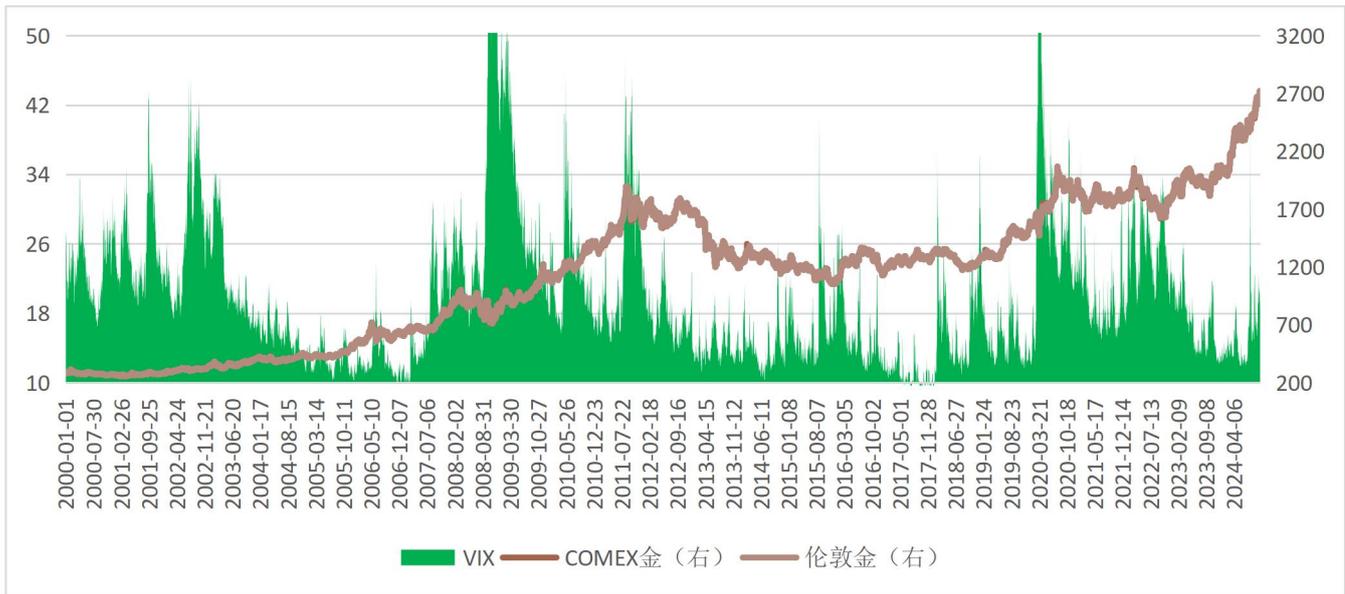
从统计近 7 次美国大选对于黄金的影响可知，由于大选只是黄金的催化剂之一，并不能完全决定黄金走势，故整体上可以认为大选年份依然保持上涨（除 1996 年、2012 年），再者可以发现共和党当选时黄金涨幅更大；再结合上文分析，我们认为大选依然会对金价产生正向驱动。

#### （四）地区冲突加剧——群雄争霸，兵连祸结

中国有句俗语叫“盛世古董，乱世黄金”，很好的诠释了黄金独特的避险功能；当国际地缘政治风险升级或金融市场波动加大时，黄金的避险属性便会被动触发，投资者会更倾向于加大仓位配置，从而使得金价在短时间内快速拉升；我们以 S&P500 指数代表风险资产，以现货黄金代表无风险资产，复盘 21 世纪以来几次典型的冲突或事件可以明显的发现这一规律；例如“911”

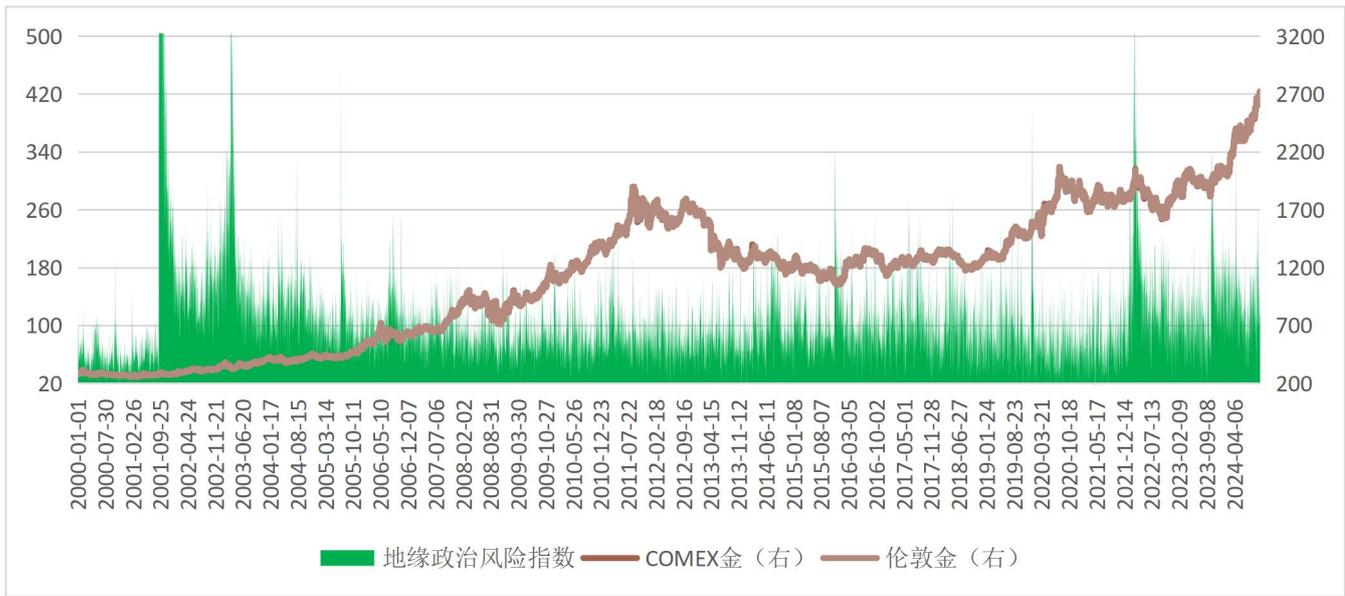
事件导致市场风险偏好极具萎缩,其后一个月 S&P500 指数最大跌幅为 16.8%,而伦敦金却逆势上涨,最大涨幅达 8.0%;2008 年全球金融危机期间, S&P500 指数最大跌幅为-35.6%,而伦敦金再次达到最大 15.7%的涨幅;最近的在 2022 年俄乌冲突爆发后, S&P500 指数再次恐慌式下跌,最大跌幅接近 10.5%,而伦敦金现依然可以实现 13.8%的最大涨幅;同时我们也可以用 VIX 指数以及地缘政治风险指数来表征类似的突发事件对于市场的冲击,可以清晰地观测到 VIX 指数大幅冲高以及地缘政治风险指数的抬升。

图 2.4.1: VIX 与黄金走势对比 (美元/盎司)



资料来源: iFinD, 优财研究院

图 2.4.2: 地缘政治风险指数与黄金走势对比 (美元/盎司)



资料来源：iFinD，优财研究院

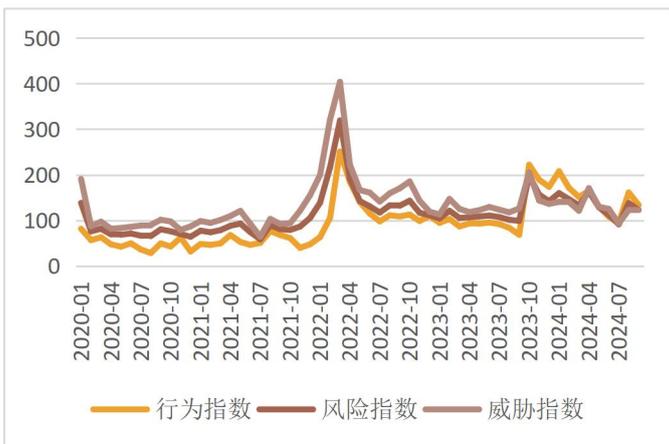
而当下的局势用风谲云诡来形容丝毫不为过，俄乌战争没有任何缓解迹象，中东乱局愈演愈烈，半岛局势骤然升温，菲律宾等部分国家妄图搅局南海，欧美等国依然肆意渲染台海问题……截止到 9 月份，地缘政治风险报道占比达 3.69%，其他诸如战争威胁、军备、开战、战情升温等分项均回升至近年来高位，而且逐步上移态势明显，反之和平报道占比几近于 0；正如英国作家查尔斯·狄更斯在《双城记》中所说，“It was the best of times,it was the worst of times;it was the age of wisdom,it was the age of foolishness...”

图 2.4.3：地缘冲突与金价涨跌幅（美元/盎司）

地缘冲突事件	时间	当日金价涨跌幅	30 天后金价涨跌幅
海湾战争	1990/08/02	0.92%	3.66%
科索沃战争	1999/03/24	-0.21%	2.32%
“911”事件	2001/09/11	2.30%	0.83%
伊拉克战争	2003/03/20	-0.95%	2.43%
俄格战争	2008/08/08	-1.49%	5.37%
利比亚战争	2011/02/19	0.91%	3.98%
克里米亚事件	2014/03/16	-0.45%	-5.82%
俄乌冲突	2022/02/24	-0.26%	2.74%
巴以冲突	2023/10/07	1.62%	5.60%
平均涨跌幅		1.06%	5.83%

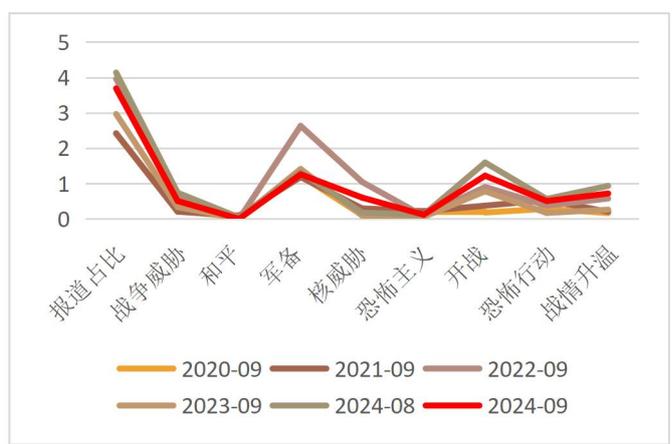
资料来源：iFinD，新闻整理，优财研究院

图 2.4.4：地缘风险指数 (%)



资料来源：iFinD，优财研究院

图 2.4.5：地缘政治风险报道占比 (%)



资料来源：iFinD，优财研究院

进一步分析近 30 年来冲突事件发生后金价走势可以发现，一般冲突发生之后金价先大幅反弹，然后回落，其后会再次走强；事件发生当日平均涨幅在 1.06%，事件发生 30 天后平均涨幅在 5.83%；故结合上文分析，我们认为日益紧张的地区冲突，对金价而言，无异于猛虎加之羽翼，而翱翔四海。

## （五）供需形势强劲——星罗棋布

### 1. 央行购买——长期支撑项

据世界黄金协会最新公布的供需数据可知，今年二季度全球黄金总需求（含场外交易）达到 1258.18 吨，同比增长 4.16%，为 2000 年以来最强劲的二季度表现；分项去看，在金价屡创新高的影响下，珠宝首饰需求同比下降 16.9%，跌至 410.59 吨，为四年以来的最低点；受人工智能发展的持续推动，科技工业用金需求同比增长 11.44%；场外交易和央行购金也贡献较大增量，同比分别增长 53.26%和 5.62%；整体上依然维持供需双旺的局面。

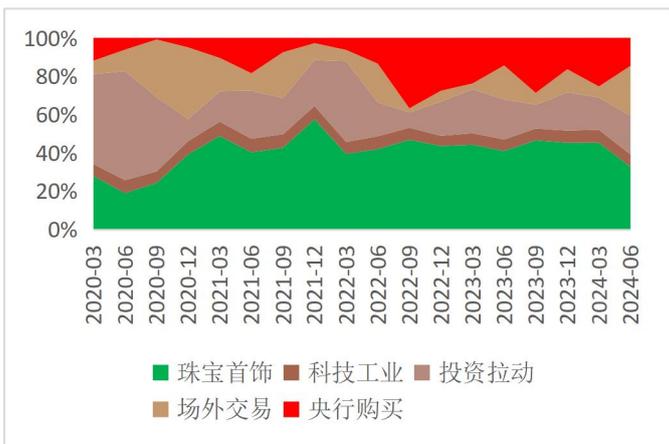
进一步分析得知，珠宝首饰需求相对表示平稳，同时其中存在较多细分需求，故虽然其在总体需求中份量较大，但是难以产生较强价格驱动力；而 ETF 投资以及央行购金波动更大，故价格变化对其更为敏感；其央行购金成为自 2020 年以来黄金需求的最大增量，占比一度高达 40%左右，截止到 10 月份，世界黄金储备达 3.61 万吨，同比增长 1.22%；分国别来看，土耳其、中国以及印度增幅居前，分别较年初累计达 94.20 吨、49.77 吨以及 45.40 吨。

图 2.5.1: 全球黄金供需平衡表（吨，%）

	2023Q2	2024Q1	2024Q2	同比变动
金矿产量	899.67	859.10	929.10	3.27
生产商净套保量	-15.72	-24.50	-6.32	-59.8
回收金	323.99	348.49	335.39	3.52
<b>总供应量</b>	<b>1207.94</b>	<b>1183.09</b>	<b>1258.18</b>	<b>4.16</b>
珠宝首饰	494.07	534.37	410.59	-16.9
科技工业	72.79	80.48	81.12	11.44
投资拉动(实体金、ETF等)	252.57	200.43	253.87	0.51
场外交易	214.87	67.86	329.20	53.21
央行购买	173.6	299.94	183.39	5.62
<b>总需求量</b>	<b>1207.94</b>	<b>1183.09</b>	<b>1258.18</b>	<b>4.16</b>

资料来源：世界黄金协会，优财研究院

图 2.5.2: 黄金需求占比 (%)



资料来源：世界黄金协会，优财研究院

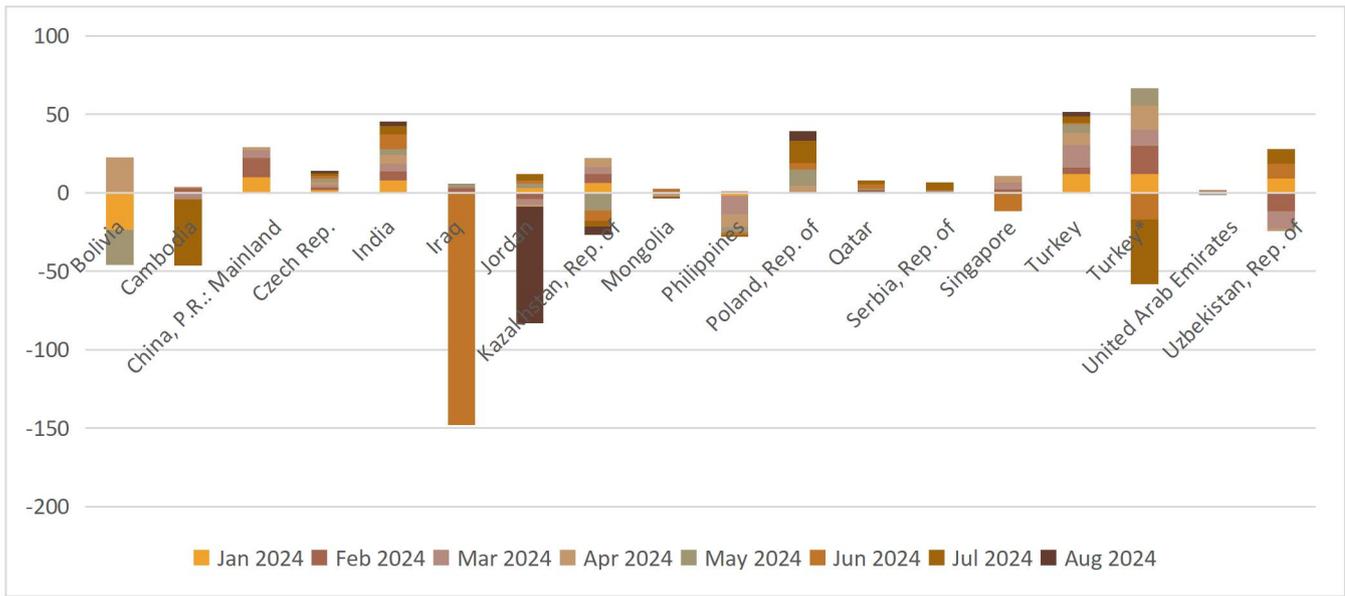
图 2.5.3: 黄金储备变动 (吨)



资料来源：世界黄金协会，优财研究院

之所以全球央行疯狂购金，一是美国债务扩张导致美元信誉下滑，全球处于去美元化的进程；二是俄乌战争之后引发的冻结外汇储备等一系列操作成为直接催化剂，导致对于持有美元外汇的担忧；三是贸易冲突或者制裁使得外汇储备多样化成为官方共识；四是前文中提到的对于潜在全球经济增长以及地缘不确定性的担忧。

图 2.5.4: 今年黄金储备分国别月度变动值 (吨)



注：上述国家选取综合考虑趋势性变动、增幅大小等因素

资料来源：世界黄金协会，优财研究院

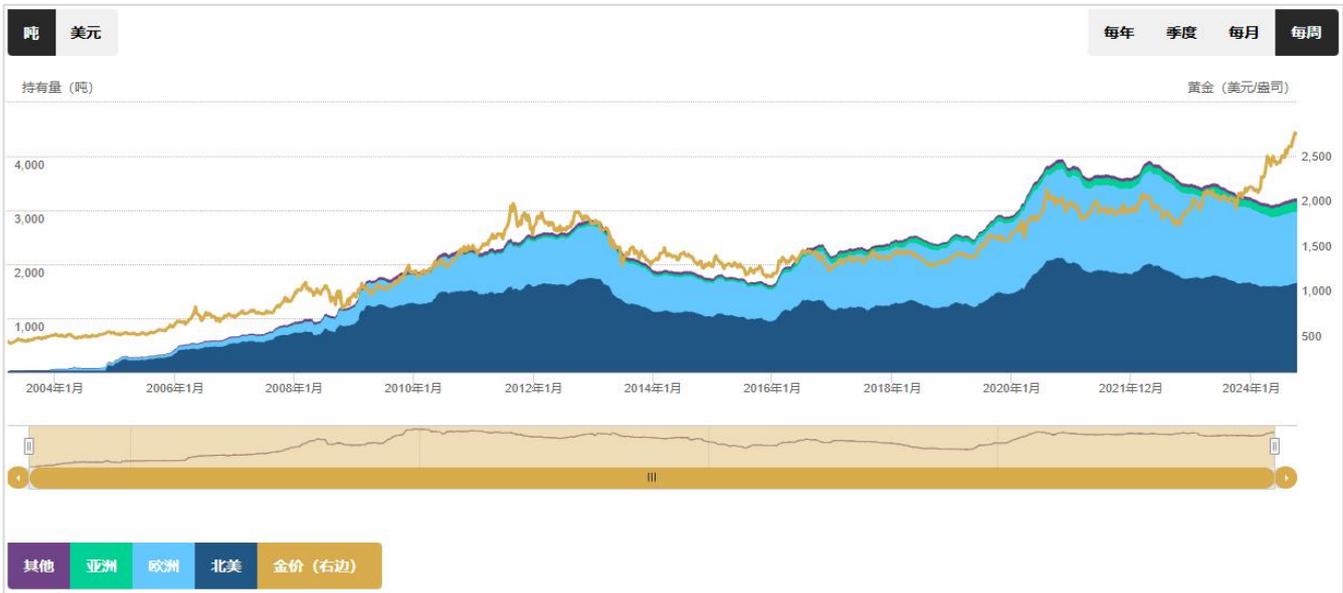
世界黄金协会也指出，虽然当下央行购金有所放缓，但主要受到金价持续性走高的影响，其趋势并没有改变，对于后续全球央行的需求依然保持积极预期；再结合上文所述，我们认为央行购金是长期支撑项，且具有持续性，依然对于金价有着正反馈效应。

## 2. 基金配置——跟随大势

据世界黄金协会最新数据显示，9月份全球实物黄金ETF连续第五个月流入，共吸引14亿美元资金，全球资产管理规模(AUM)增长5%至2710亿

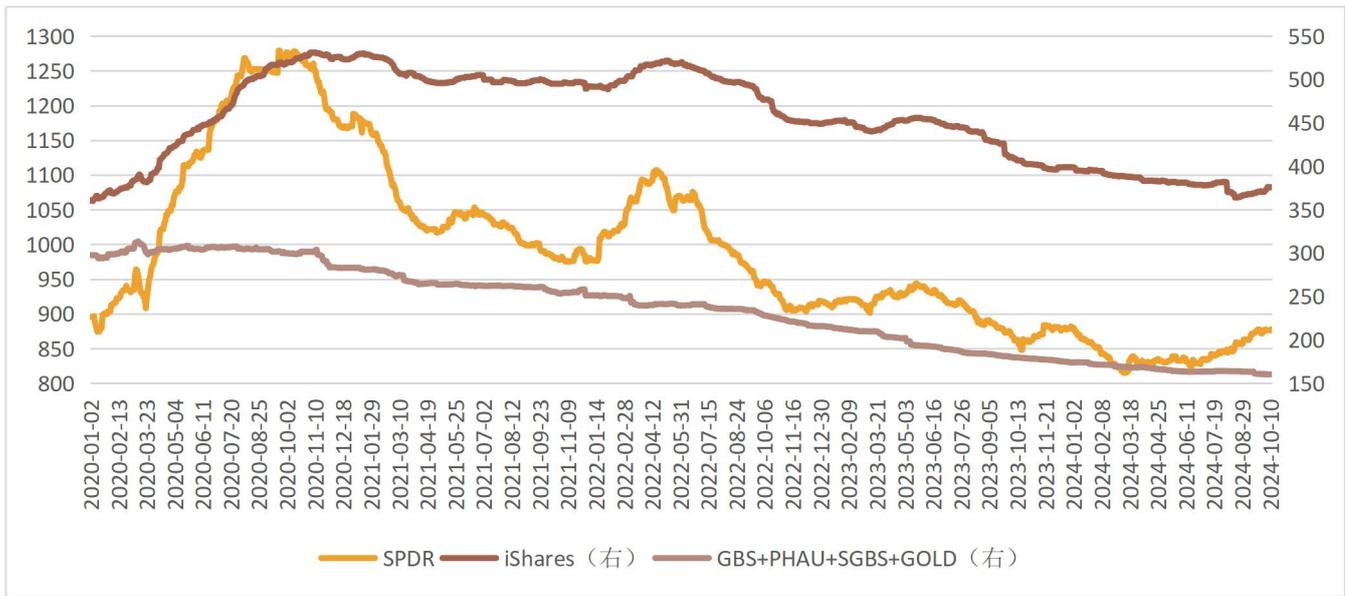
美元，再创月末新高，总持仓量攀升 18 吨至 3200 吨；其中北美基金连续三个月出现资金流入，9 月份流入资金增加 14 亿美元；而欧洲 9 月流出 2.45 亿美元，结束了连续四个月的流入势头，主要受到英国央行谨慎表态的影响，英国资金大幅流出；亚洲基金吸引了 1.75 亿美元，已是连续 20 个月流入，印度表现强劲，中国资金流入较为温和；其他地区的资金也出现连续第四个月流入，9 月份澳大利亚和南非的资金共流入 1.2 亿美元。

图 2.5.5: 全球实物 ETF 分区域持仓量



资料来源：世界黄金协会，优财研究院

图 2.5.6: 全球主要实物 ETF 持仓



资料来源：世界黄金协会，优财研究院

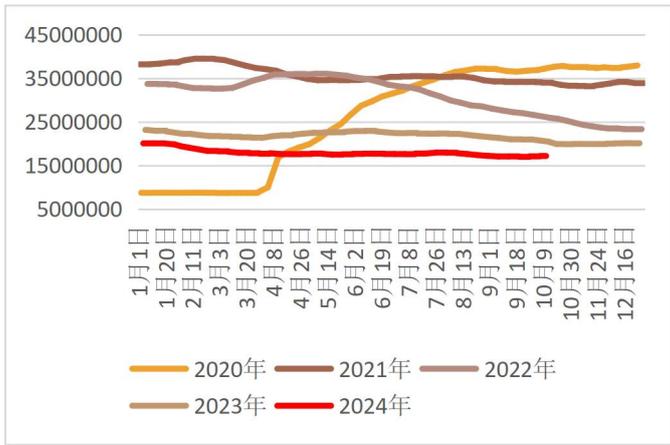
投资需求整体上跟随各大央行货币政策周期即利率的变动而变动，这其中联储的利率决议对于全球央行的行动有着举足轻重的地位；从全球来看，截止到10月11日，全球ETF总持仓为3195吨，其中北美地区1635.8吨，欧洲地区1312.2吨，二者合计占比达92.27%；故结合第二章中我们分析全球货币政策走向的内容，可知在当下ETF持仓仍有进一步走高的可能。

### 3. 库存持仓——短期情绪博弈点

相比投资需求的周期性波动，期货库存以及持仓的变动则会成为短期资金追逐的点，这里更多有黄金商品属性的体现；截止到10月11日，COMEX金期货库存为530.26吨，较年初降14.92%，而上期所期货库存为11.23吨，较年初（3.078吨）大幅增加；截止到10月15日，COMEX金期货报告头寸多头总持仓为49.0742万张，占比达90.70%，基本持平年初，其中非商业多头持仓35.7484万张，占比达66.10%，较年初增加13.77%。

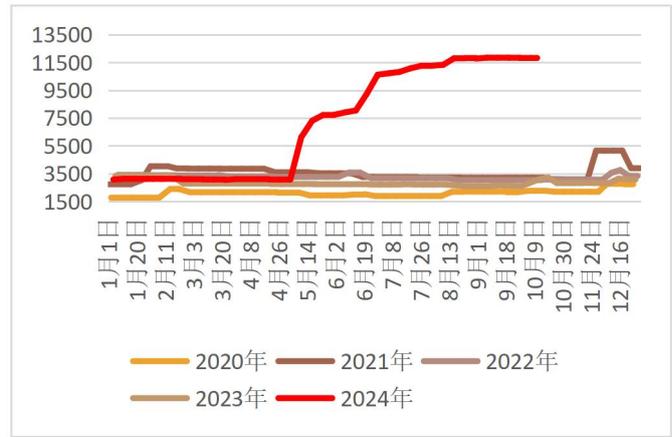
由于主要受到海外主导，故上期所的高库存基本可以忽略不计，而COMEX去化的低库存以及较高的多头持仓，均显示当下情绪端高度的乐观。

图 2.5.7: COMEX 金期货库存 (金衡盎司)



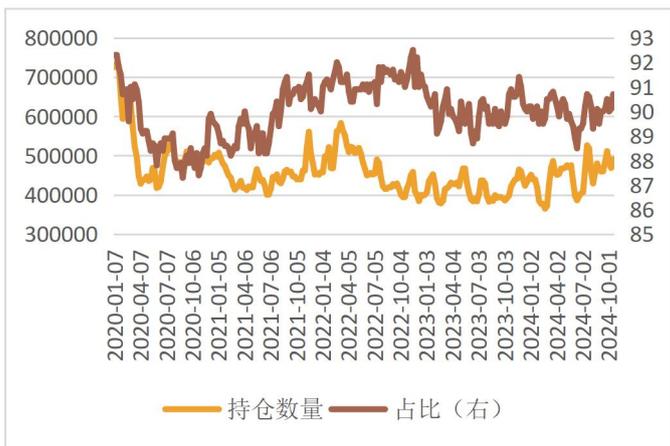
资料来源: iFinD, 优财研究院

图 2.5.8: 上期所黄金库存 (吨)



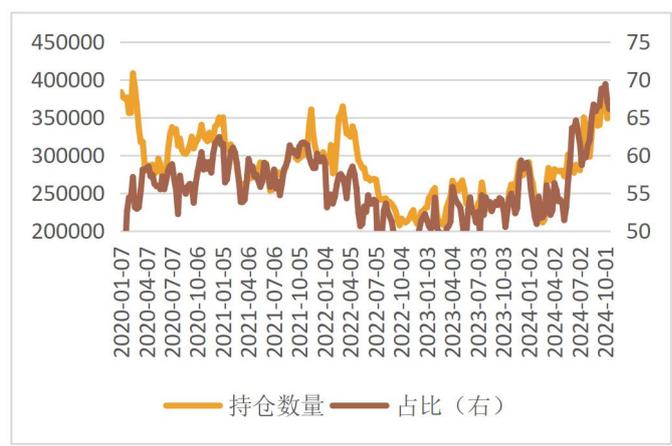
资料来源: iFinD, 优财研究院

图 2.5.9: COMEX 金多头总持仓 (张, %)



资料来源: iFinD, 优财研究院

图 2.5.10: COMEX 金非商业多头持仓 (张, %)



资料来源: iFinD, 优财研究院

综上所述, 我们可以对第五章进行总结, 央行购金的趋势并未改变, 而去美元化的进程必然伴随着黄金储备的增长, 联储的宽松周期使得 ETF 配置大增, 而多头持仓的集中更是情绪的释放; 故而我们认为当下如火如荼的供需形势将继续为金价上行添砖加瓦。

### 三、综合研判——继续迎接独属的高光时刻

综合看，当下弱勢的经济复苏前景使得各大央行不得不开启货币宽松阀门，主要经济体均处于宽松周期，以刺激经济的持续稳定回升；而美国这边风景独好，经济韧性较强的事实不容置疑，同时联储在 9 月份超幅度降息之后继续加强预期管理，以推动经济软着陆；大选的未知犹如达摩克利斯之剑撩动市场心弦；一边是国际形势风高浪急，另一边则是黄金需求节节攀升；我们看到几大驱动均指向同一个目标，那就是金价将持续上涨，去迎接独属于它的高光时刻。

操作上，建议逢低做多为主，预计 COMEX 金主力运行区间 2564-3145 美元/盎司。

虽然驱动较强，但我们也要注意到的潜在的风险：一是联储降息是根据数据的渐进式降息，虽然周期不变，但短期的表态或者降息幅度以及时间节点的变化均会对市场造成扰动，出现多头获利减仓而回调的情况；二是我们提到两党的财政扩张以及本次降息后市场宽松效果已经显现，均有可能使得通胀回升从而影响到降息的节奏，打击多头信心；需要重点关注数据表现，及时做出仓位调整。

## 重要声明

### 分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

### 免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>