

2024年12月30日

大风起兮云飞扬

内容提要

自2020年之后，受到避险情绪以及高通胀的影响，金价续刷历史新高，价格中枢抬升达34.68%。但2022年开始成为分水岭，金价脱离传统的利率传导逻辑，大致呈现出与实际利率、美元指数同向波动的情况。而今年表现的尤为鲜明，我们认为除了受到联储降息预期影响之外，央行购金以及投资需求成为重要的推手。后续来看，我们认为干扰全球经济增长的因素并未减少，大国博弈以及由来已久的地缘乱局在逆全球化浪潮下更为显著，不稳定性使得黄金的配置价值进一步提升；同时去美元化进程加速以及债务膨胀下政府以及私人部门的持有诉求逐步加大，这些都是黄金上行的关键驱动因素。但若美国经济平稳落地或有超预期的韧性，出现流动性大幅收紧的情况，风险偏好回暖或将打击黄金多头信心，金价势必面临较大回调风险。

参考观点

中性预计2025年价格中枢或进一步抬升，仍具有低配价值，国际金价估值区间2466-3185美元/盎司。

风险提示

经济增长状况；联储货币政策；突发事件影响；地缘政治冲突

金信期货研究院

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





目录

内容提要	1
参考观点	1
风险提示	1
一、 行情回顾	5
二、 驱动分析	7
(一) 经济增长状况——复苏进程或面临干扰	7
(二) 货币政策取向——宽松接近临界点	12
(三) 地缘政治风险——难有较大缓和	14
(四) 供需形势转变——央行购金提供重要支撑	16
三、 综合研判	23
重要声明	25



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)	6
图 1.4: COMEX 黄金成交持仓 (手)	6
图 1.5: 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: 摩根全球服务业 PMI (%)	7
图 2.1.3: 海外主要发达经济体制造业 PMI (%)	8
图 2.1.4: 海外主要发达经济体服务业 PMI (%)	8
图 2.1.5: 美国 GDP 及分项贡献率(%)	8
图 2.1.6: 美国 CPI (%)	9
图 2.1.7: 美国核心 CPI (%)	9
图 2.1.8: 美国 PCE 物价指数 (%)	9
图 2.1.9: 美国就业薪酬 (万人, %)	9
图 2.2.10: 美国财政赤字(百万美元, %)	10
图 2.2.11: 美国财政预算赤字预测值 (十亿美元)	10
图 2.1.12: 全球主要经济体增长预测 (%)	11
图 2.2.1: 美联储 12 月点阵图	12
图 2.2.2: 美联储经济预测调整	13



图 2.2.3: 12.28CME 美联储观察	14
图 2.3.1: 地缘冲突与金价涨跌幅 (美元/盎司)	15
图 2.3.2: 地缘政治风险指数 (%)	15
图 3.3.3: 地缘政治风险报道占比 (%)	15
图 2.4.1: 全球黄金供需平衡表 (吨)	16
图 2.4.2: 黄金需求占比 (%)	17
图 2.4.3: 黄金储备变动 (吨)	17
图 2.4.4: 今年黄金储备分国别月度变动值 (吨)	18
图 2.4.5: 美元占公开储备比重 (%)	18
图 2.4.6: 黄金占外汇储备比重 (%)	18
图 2.4.7: 全球实物 ETF 分区域持仓情况	19
图 2.4.8: 全球资产管理规模分国别变动情况	19
图 2.4.9: 全球主要实物 ETF 持仓情况 (吨)	20
图 2.4.10: 基金持仓与利率变动情况 (% , 吨)	20
图 2.4.11: COMEX 金期货库存 (金衡盎司)	21
图 2.4.12: 上期所黄金库存 (千克)	21
图 2.4.13: COMEX 金多头总持仓 (张, %)	22
图 2.4.14: COMEX 金非商业多头持仓 (张, %)	22
图 3.1: 金价与实际利率走势对比 (美元/盎司 , %)	23



一、行情回顾

今年全年来看，金价继续强势拉涨，10月份创下历史新高。COMEX 黄金价格中枢较去年抬升 449 美元/盎司，上期所黄金价格中枢较去年抬升 109 元/克。

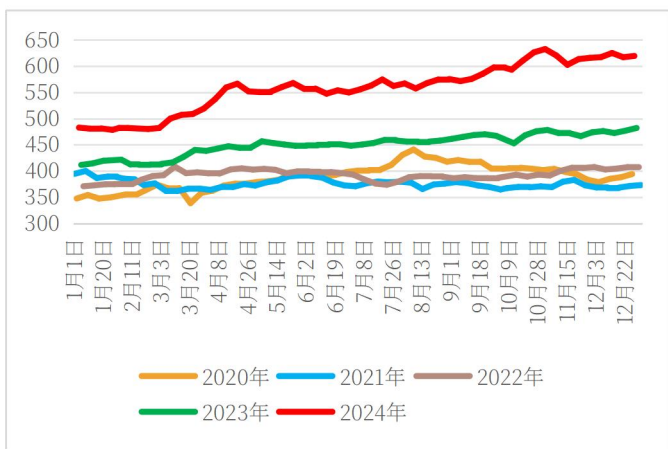
一季度先跌后涨，跟随美国经济数据以及联储相关表态而动。一二月份美国经济数据较好，同时联储表态偏鹰，价格小幅回落；三月份经济数据陡然转差，市场降息预期升温，盘面步步为营，不断拉升。

进入二季度，金价先是在中东冲突加剧下有所反弹，接着在经济复苏与降息预期变动之间博弈。到 5 月下旬，降息预期弱化，工业品均高位回落，黄金也震荡下行。

三季度伊始，延续二季度弱势，期间“特朗普交易”以及日央行加息引起的流动性危机导致盘面上行乏力。进入 8 月下旬，联储态度大为改观，对于降息持积极态势，金价再次开启狂飙模式；9 月中旬联储超常规降息，叠加国内再度降息降准，金价频奏凯歌。

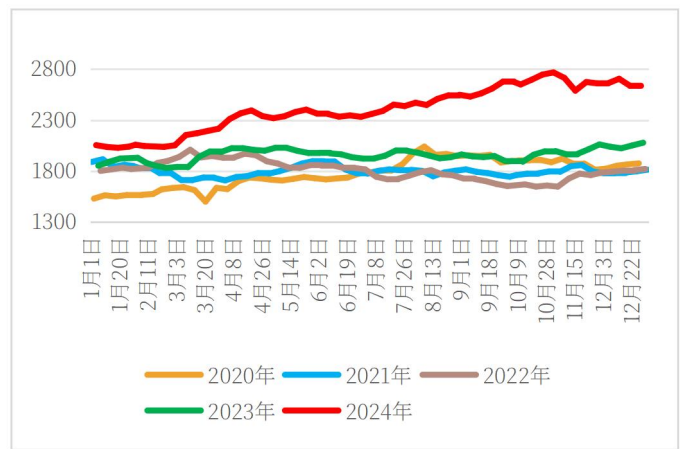
四季度先是在市场一片乐观以及美国大选干扰之下节节攀升，随着 11 月份美国大选落地，资金纷纷获利出逃；同时市场在押注特朗普上台后政策取向以及降息节奏可能放缓等因素之下，黄金也陷入区间整理。

图 1.1: 沪金主力合约收盘价 (元/克)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

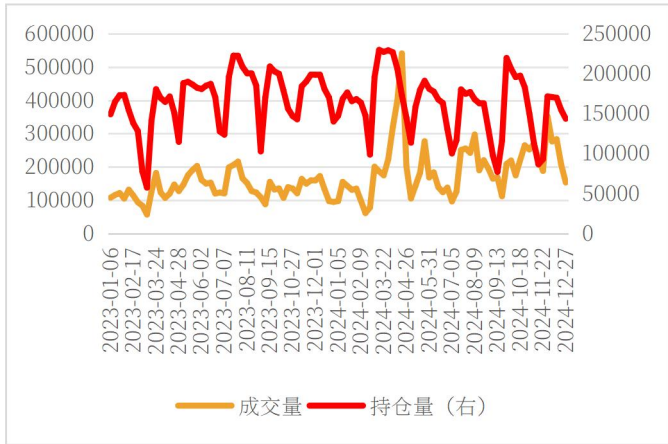
图 1.2: COMEX 金主力合约收盘价 (美元/盎司)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

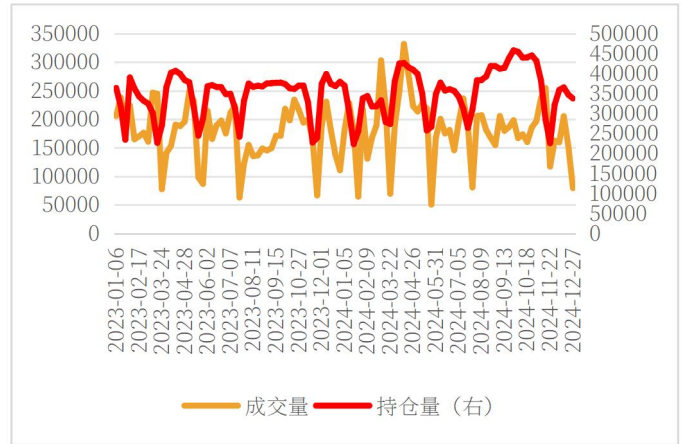


图 1.3: 沪金主力成交持仓 (手)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 1.4: COMEX 黄金成交持仓 (手)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 1.5: 内外盘黄金行情一览

	2023-12-26	2024-12-26	同比变动
伦敦金	2067.63	2633.49	27.37%
COMEX 黄金	2079.2	2653.3	27.61%
Au (T+D)	480.4	617.1	28.46%
上期所黄金	481.4	619.74	28.74%

资料来源: iFinD, 金信期货研究院

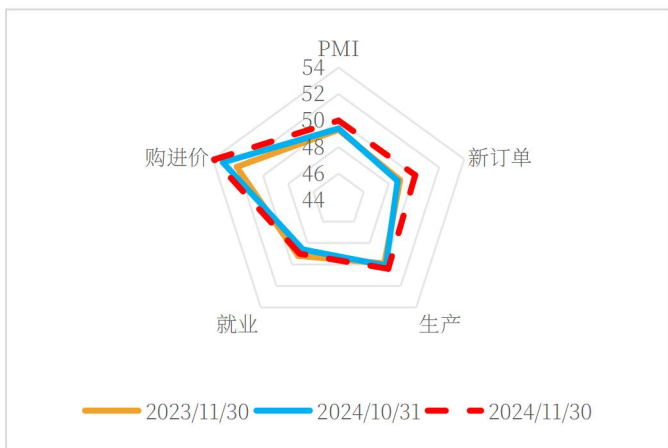


二、驱动分析

(一) 经济增长状况——复苏进程或面临干扰

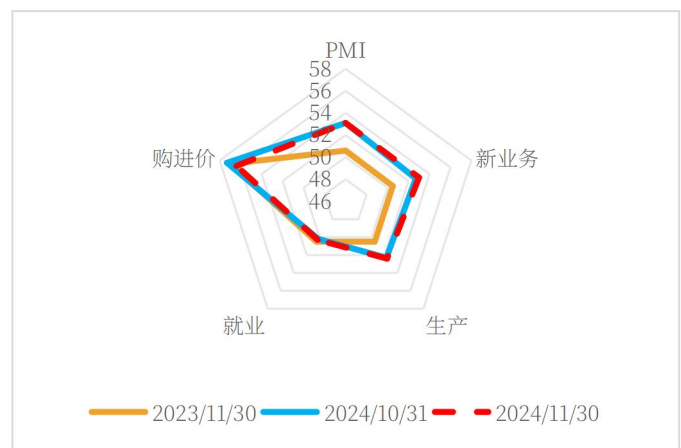
从景气度来看，摩根公布的 11 月份全球制造业 PMI 为 50%，环比回升 0.6%，连续 6 个月回暖；分项来看，新订单指数为 50.1%（↑），生产指数为 50.4%（↑），就业指数为 49%（↑），购进价为 53.9%（↑），均不同程度走强；而服务业 PMI 持续处于扩张区间，服务业 PMI 指数为 53.1%（-），分项来看，新业务指数为 53%（↑），生产指数为 52.4%（↑），就业指数为 50.3%（↑），购进价指数为 56.4%（↓）。全球自疫情后大多经历了短时爆发式增长、通胀爆表以及强力去通胀的过程，而期间俄乌战争以及中东冲突使得疫情产生的“疤痕”效应逐步显现，经济依然呈现弱势复苏的态势。

图 2.1.1: 摩根全球制造业 PMI (%)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 2.1.2: 摩根全球服务业 PMI (%)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

发达经济体 PMI 分化较为严重。制造业方面，今年 11 月份，美国制造业 PMI 回升至 48.4%，欧元区制造业 PMI 回落至 45.2%，英国制造业 PMI 回落至 48%，日本制造业 PMI 回落至 49%，韩国制造业 PMI 回升至 50.6%，加拿大制造业 PMI 回落至 49.7%。服务业方面，今年 11 月份，美国服务业 PMI 回落至 52.1%，欧元区服务业 PMI 回落至 49.8%，英国服务业 PMI 回落至 50.8%，日本服务业 PMI 回落至 50.5%。



图 2.1.3: 海外主要发达经济体制造业 PMI (%)

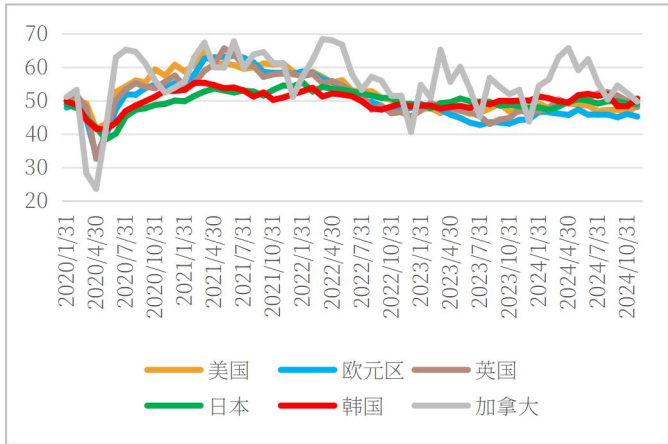
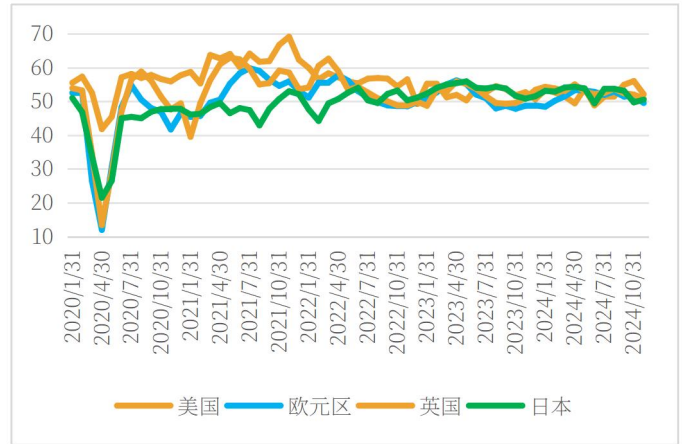


图 2.1.4: 海外主要发达经济体服务业 PMI (%)

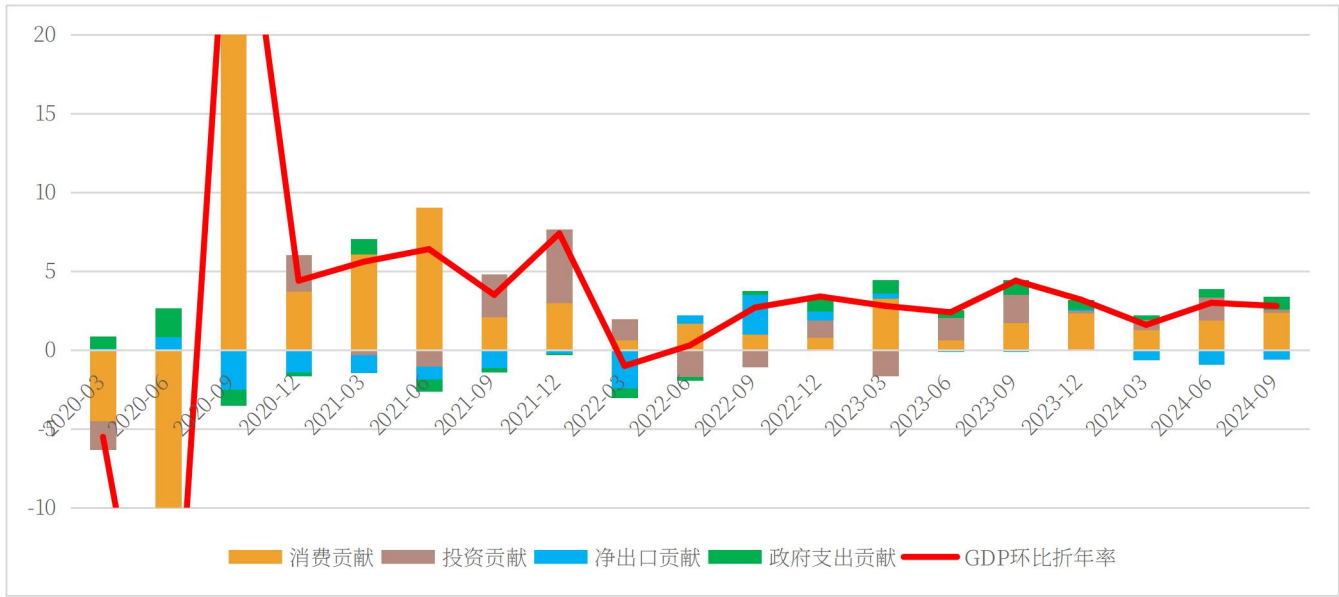


资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

美国方面, 今年三季度, 美国 GDP 环比折年率达 2.8%, 增速较二季度 3% 小幅回落, 也略不及市场预期。分项来看, 个人消费环比折年增速持续走高至 3.5%, 对 GDP 的贡献达 2.37%; 政府消费支出和投资环比折年增速为 5%, 对 GDP 的贡献达 0.83%; 国内私人投资有所回落, 对 GDP 的贡献回落至 0.21%, 净出口仍然产生拖累, 但从二季度 -0.9% 收窄至 -0.57%。通胀粘性十足, 进入三季度后明显回升, 11 月份 CPI 同比回升至 2.7%, 核心 CPI 同比连续四个月稳定在 3.3%, CPI 环比回升至 0.3%, 核心 CPI 环比连续 4 个月稳定在 0.3%, PCE 物价指数同比回升至 2.44%, 核心 PCE 物价指数同比回升 2.82%。劳动力市场增长稍显乏力, 但强劲势头未减, 随着罢工和飓风等干扰因素的消退, 最新公布的 11 月新增非农数据为 22.7 万人, 明显好于预期, 失业率小幅回升至 4.2%, 时薪同比继续维持在 4%。

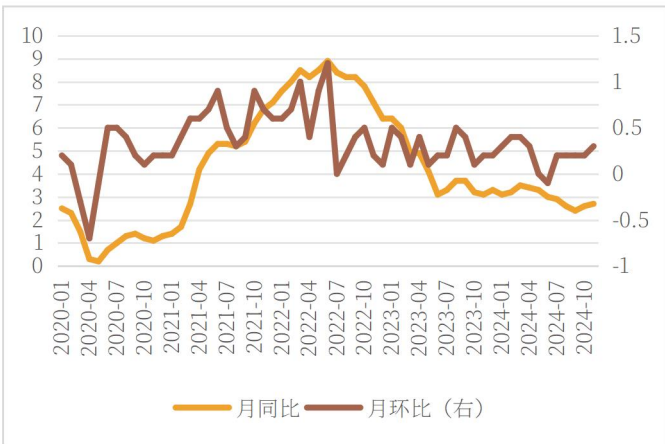
图 2.1.5: 美国 GDP 及分项贡献率(%)



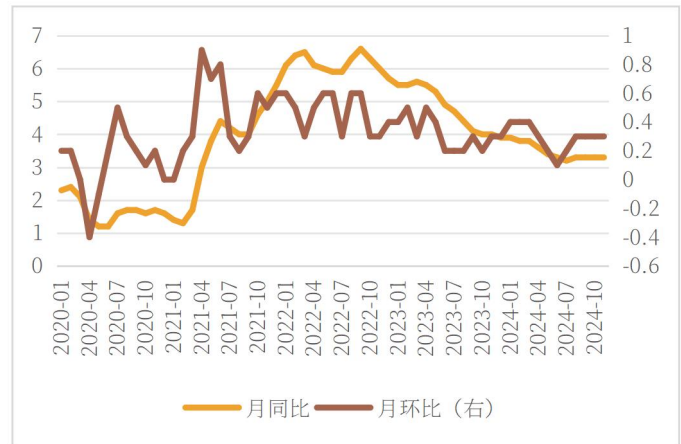
资料来源: iFinD, 金信期货研究院

图 2.1.6: 美国 CPI (%)

图 2.1.7: 美国核心 CPI (%)



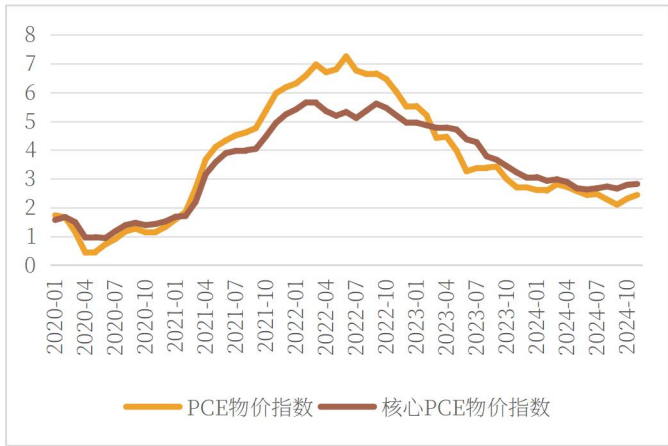
资料来源: iFinD, 金信期货研究院



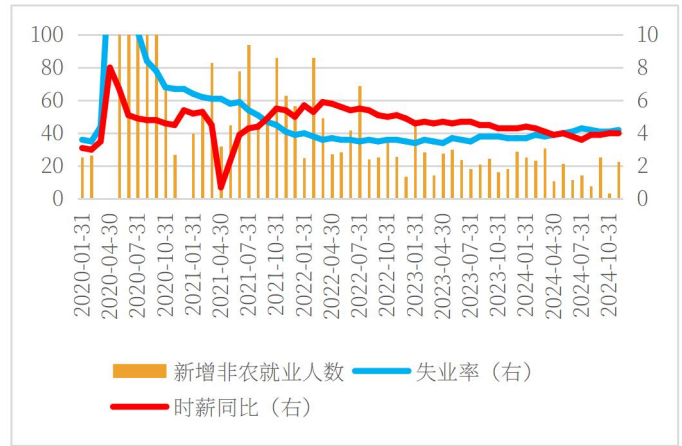
资料来源: iFinD, 金信期货研究院

图 2.1.8: 美国 PCE 物价指数 (%)

图 2.1.9: 美国就业薪酬 (万人, %)



资料来源: iFinD, 金信期货研究院

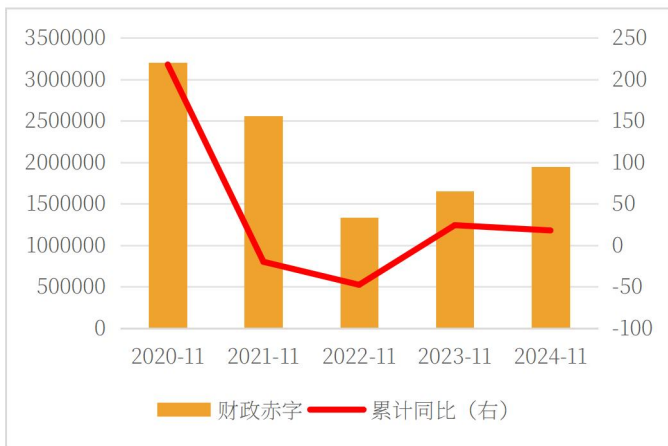


资料来源: iFinD, 金信期货研究院

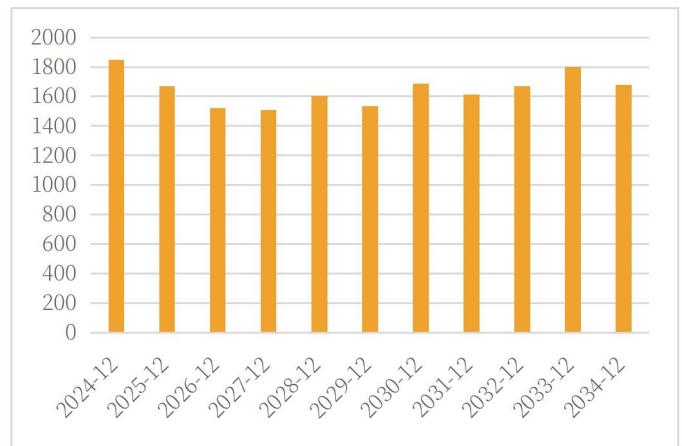
经济稳定增长的背后, 是自疫情后不断加码的财政扩张步伐。截止到今年 11 月份, 美国财政赤字累计接近 1.95 万亿美元, 同比增长 17.67%。据白宫行政管理和预算局的预算, 2025 年经调后财政预算赤字仍达到 1.67 万亿, 这将显著释放消费潜力。同时特朗普政府上台后对内减税、对外征税以及美国优先的大政方针在推进经济向好的同时也会温和抬升通胀。故我们预计明年美国经济在“软着陆”的同时, 二次通胀风险或将加大。

图 2.2.10: 美国财政赤字(百万美元, %)

图 2.2.11: 美国财政预算赤字预测值 (十亿美元)



资料来源: iFinD, 金信期货研究院



资料来源: iFinD, 金信期货研究院

对新兴经济体来说, 受益于当下全球宽松的环境, 经济增长或整体向好。受产业以及供应链转移所带动的越南等东南亚国家, 今年制造业 PMI 持续处于扩张区间, IMF



最新预测显示，2025 年东盟五国经济增速仍然能够维持在 4.5%，超过大部发达经济体增速。受丰富矿产资源导向的印尼、南非等国，三季度末开始，制造业 PMI 也逐步改善走强，IMF 最新预测显示，2025 年南非经济增速达 1.5%，比今年上调 0.4 个百分点，而 OECD 预测也显示 2025 年印尼经济增速在 5.22%，比今年上调 0.14 个百分点。受自身劳动力优势以及内需增长的印度，近些年经济增速始终处于 7% 以上，据 IMF 以及 OECD 预测，2025 年经济增速仍然能达 6.5% 左右。但如果考虑特朗普加征高关税及其它“排外”政策的干扰，增长可能不及预期。

从世界主要机构预测值来看，全球经济明年稳中有升。WB 预测今年全球经济增速为 2.6%，2025 为 2.7%；IMF 预测今年全球经济增速为 3.2%，2025 为 3.2%；OECD 预测今年全球经济增速为 3.07%，2025 为 3.21%。虽然对于美国经济增速普遍下调，但在发达经济体中，依然属于佼佼者。而欧元区面临较为严重的财政预算掣肘，法德两大经济体陷入政治危机进一步削弱了欧洲经济增长信心；今年三季度欧元区 GDP 季调同比增长 0.9%，环比增长 0.4%，可以说几乎陷入停滞状态。在 12 月份欧央行货币政策声明中就提到，欧元区经济增长依然面临较大的下行风险，全球贸易摩擦会抑制出口，信心下滑也使得消费和投资的恢复进程严重偏慢，地缘冲突则会放大这种情况。我们认为 2025 年全球经济仍处于复苏初期，而新兴经济体或是重要的增长引擎。而特朗普上台之后的政策取向则是最大的干扰项，其多次表示要对中国之外的其他国家商品征收 20% 的关税；特朗普 2.0 时代的对外政策或更加强硬、单边主义或加速推进、非军事冲突或更加剧烈，全球经济增长或逢更大的不确定性。

图 2.1.12：全球主要经济体增长预测（%）

	WB		IMF		OECD	
	2024 年	2025 年	2024 年	2025 年	2024 年	2025 年
全球	2.60	2.70	3.20	3.20	3.07	3.21
美国	2.50	1.80	2.80	2.20	2.56	1.83
欧元区	0.70	1.40	0.80	1.20	0.73	1.45
日本	0.90	1.00	0.30	1.10	0.45	1.10
中国	4.80	4.10	4.80	4.50	4.94	4.52
印度	6.60	6.70	7.00	6.50	6.59	6.58
南非	1.20	1.30	1.10	1.50	0.96	1.40



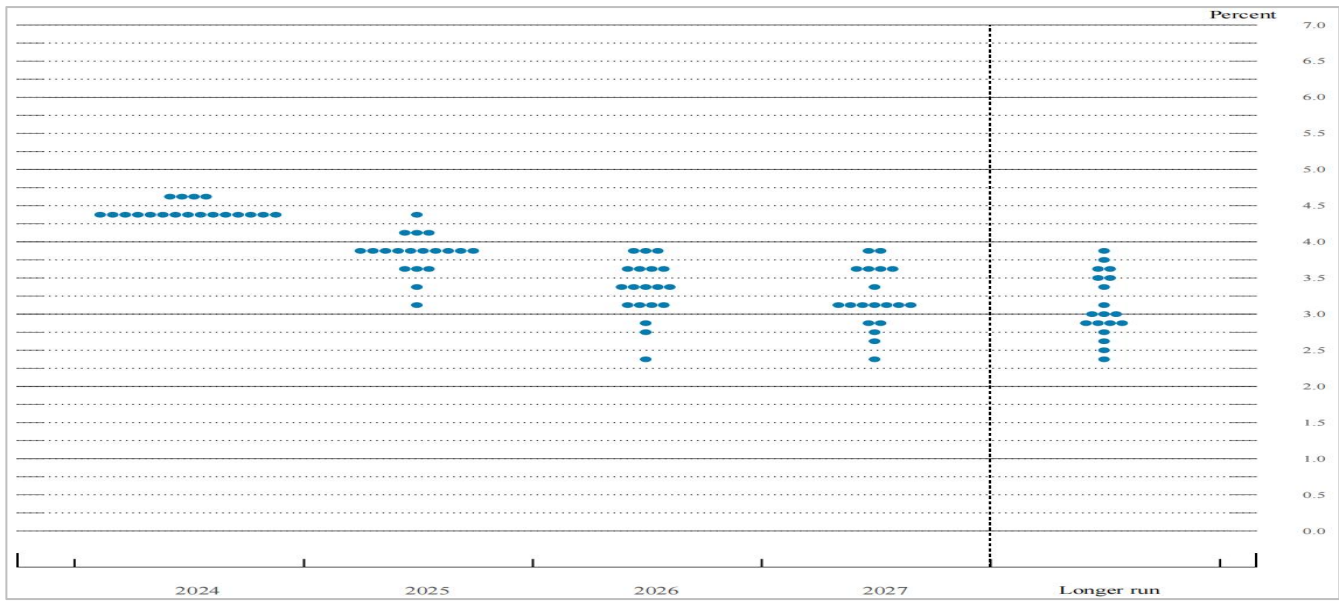
资料来源：iFinD，金信期货研究院

(二) 货币政策取向——宽松接近临界点

在增长乏力或面临较大干扰的同时，各大央行今年大开货币阀门。12月份，联储第三次降息，宣布下调联邦基金利率 25BP 至 4.25%-4.50%，今年累计降息幅度达到 100BP。欧央行今年累计四次下调三大关键利率，同时删去了此前多次强调的“在必要时维持足够严格的政策利率”的措辞。国内今年也多次下调存贷款利率，并表示将实施更加积极有为的宏观政策。

作为全球货币政策的风向标，联储的一举一动对全球流动性松紧的影响至关重要。在利率指引方面，最新的点阵图显示，几乎所有成员均认为 2025 年至少降息 25BP，近 80% 的成员认为 2025 年至少降息 50BP，而认为降息超过 50BP 的成员仅为 26%。在 2025 年降息 50BP 的基础上，预计 2026 年大概率还有 50BP-75BP 左右的降息。经济预测方面，2024 年的利率中枢保持在 4.4% 不变，而 2025 年以及 2026 年利率中枢均分别上提 50BP 至 3.9% 和 3.4%，2027 年利率中枢和长期利率中枢也分别上提 20BP 和 10BP 至 3.1% 和 3.0%。将 2024 年以及 2025 年的 GDP 增速预期分别上调至 2.5% 和 2.1%，2026 年则维持在 2.0%，长期经济预期维持在 1.8% 不变。将 2024 以及 2025 年失业率预期分别下调至 4.2% 和 4.3%，2026 年失业率预期维持 4.3% 不变。将 2024 年和 2025 年通胀预期分别上调至 2.4% 和 2.5%，长期通胀预期维持在 2.0% 不变。将 2024 年和 2025 年核心通胀预期分别上调至 2.8% 和 2.5%，2026 年通胀预期上调至 2.2%，长期核心通胀预期维持在 2.0% 不变。这表明联储对于经济增长以及就业市场保持较大信心。在新闻发布会上，鲍威尔表示核心通胀压力仍大，后续政策目标将更多的关注收入以及经济增长状况，降息节奏则有可能放缓。正如我们在四季报中指出的，中性利率会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 12 月点阵图



资料来源：美联储，金信期货研究院

图 2.2.2: 美联储经济预测调整

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

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，市场目前普遍预计明年 1 月份美联储降息 25BP 的可能性仅为 25.7%，而维持利率不变概率达到 89.3%，3 月份降息 25BP 的可能性为 43.7%，而维持利率不变概率也达到 51.8%。根据联储利率指引以及美国经济基本盘，我们预计明年下半年联储将暂停降息。虽然欧央行表示利率决定将根据经济数



据、潜在通胀动态以及货币政策传导力度进行评估，并不会预先承诺特定的利率路径，但势必会对进一步决策形成掣肘。而国内人民币面临较大的贬值压力，若联储降息按下暂停键，则国内将更加审慎和克制。预期先行之下，不排除会对金价形成向下驱动。

图 2.2.3: 12.28CME 美联储观察

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES						
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.7%	89.3%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%	43.7%	51.8%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.8%	11.1%	45.1%	43.0%
2025/6/18	0.0%	0.2%	4.1%	22.2%	44.4%	29.0%
2025/7/30	0.0%	0.7%	6.4%	25.0%	42.5%	25.4%
2025/9/17	0.1%	1.6%	9.3%	27.7%	39.9%	21.5%
2025/10/29	0.3%	2.3%	10.8%	28.7%	38.3%	19.6%
2025/12/10	0.5%	3.3%	12.9%	29.8%	36.1%	17.3%

资料来源：CME，金信期货研究院

(三) 地缘政治风险——难有较大缓和

根据我们在四季报中对于突发事件或者地区冲突对于资产价格的影响的分析，会发现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。同时发现近 30 年来冲突事件发生后金价一般先大幅反弹，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%。

图 2.3.1: 地缘冲突与金价涨跌幅 (美元/盎司)

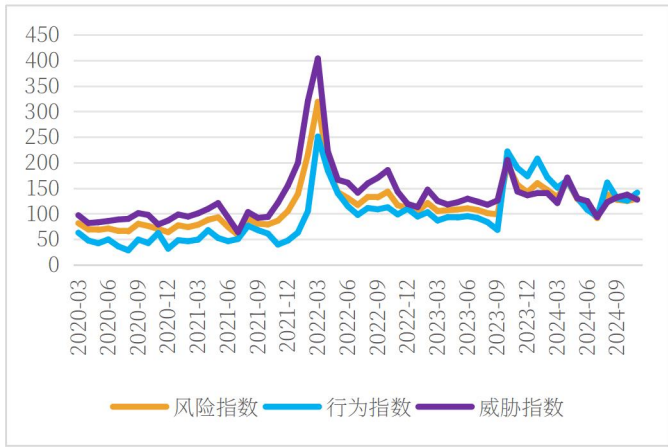
地缘冲突事件	时间	当日金价涨跌幅	30 天后金价涨跌幅
海湾战争	1990/08/02	0.92%	3.66%
科索沃战争	1999/03/24	-0.21%	2.32%
“911”事件	2001/09/11	2.30%	0.83%
伊拉克战争	2003/03/20	-0.95%	2.43%
俄格战争	2008/08/08	-1.49%	5.37%
利比亚战争	2011/02/19	0.91%	3.98%
克里米亚事件	2014/03/16	-0.45%	-5.82%
俄乌冲突	2022/02/24	-0.26%	2.74%
巴以冲突	2023/10/07	1.62%	5.60%
平均涨跌幅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

资料来源: iFinD, 新闻整理, 金信期货研究院

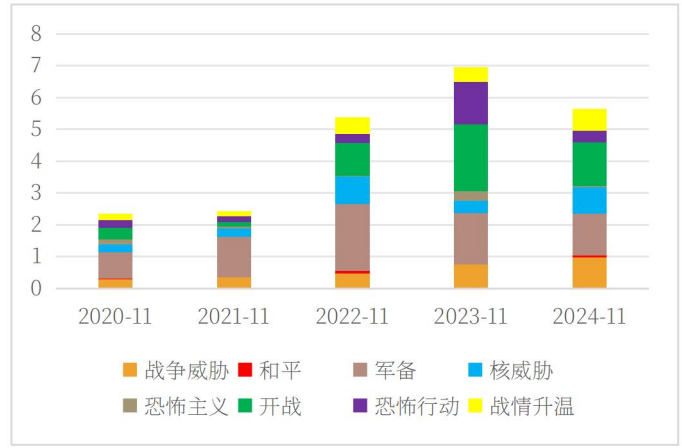
在俄乌问题上, 特朗普政府或削减军事援助, 启动停战谈判, 表现出较好的善意; 虽然俄罗斯方面多次表示对于谈判持开放态度, 或与明年启动, 并表示愿意做出让步, 但基础条件不会退让。而中东乱局由来已久, 特朗普对于中东的态度一贯且明确, 扶持以色列以打击伊朗。例如在上届任期内退出伊核协议并重启对伊朗的制裁, 将美国大使馆迁至耶路撒冷, 擅自承认戈兰高地主权归以色列以及宣称有争议的定居点主权归以色列等, 中东冲突或以另外的方式显现。但特朗普的战略定位或者主要关注点仍是中国, 中美关系难有明显改善, 对抗不排除进一步升级可能, 从而波及到各自战略伙伴, 侧面加剧了地缘紧张局势。可以看到自 2020 年以来, 地缘政治风险指数、地缘政治行为指数、地缘政治威胁指数均大幅上升。从这个角度讲, 黄金的长期配置价值不变。

图 2.3.2: 地缘政治风险指数 (%)

图 3.3.3: 地缘政治风险报道占比 (%)



资料来源: iFinD, 金信期货研究院



资料来源: iFinD, 金信期货研究院

(四) 供需形势转变——央行购金提供重要支撑

据世界黄金协会最新公布的供需数据可知,今年三季度全球黄金总需求(含场外交易)达到1313吨,同比增长5%,创下三季度需求记录。分项去看,在金价大幅攀升的影响下,消费者金饰购买量有所减少,珠宝首饰需求同比下降6.68%,跌至543.27吨;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量有所下滑,投资需求依然表现可佳,同比大幅增长132.23%至364.09吨。今年前三季度,黄金总需求量累计达3761.9吨,同比增长2.74%,整体上依然维持供需双旺的局面。

黄金虽然不同于一般的商品,但并不妨碍我们从商品供需的角度的去看待它。进一步分析得知,珠宝首饰需求相对表现平稳,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,占比曾一度高达40%左右。截止到12月份,世界黄金储备累计达3.63万吨,同比增长1%;分国别来看,印度、土耳其、波兰、乌兹别克斯坦、匈牙利等国增幅居前,分别达到867.8吨、611.96吨、427.18吨、373.24吨、110.01吨。

图 2.4.1: 全球黄金供需平衡表 (吨)

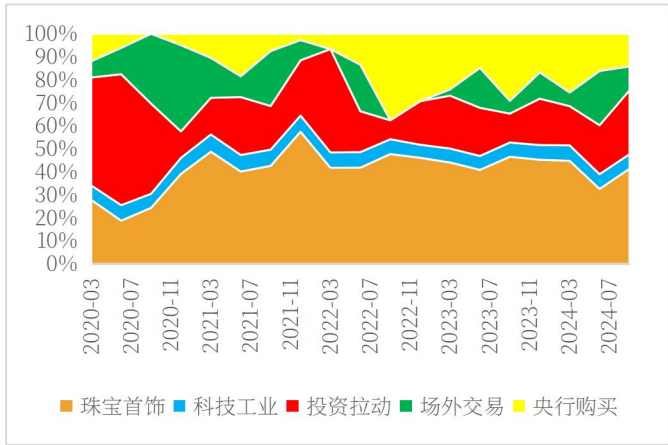
2023-09	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09	同比变动	环比变动
---------	---------	---------	---------	---------	------	------



金矿产量	935.71	954.98	871.61	906.97	989.84	5.78%	9.14%
生产商净套保	23.84	19.87	-24.79	8.49	0.20	-99.16%	-97.64%
再生金	290.08	313.49	350.18	336.44	322.97	11.34%	-4.00%
总供应量	1,249.63	1,288.34	1,196.99	1,251.90	1,313.01	5.07%	4.88%
珠宝首饰	582.16	583.31	536.45	408.19	543.27	-6.68%	33.09%
工业科技	77.32	82.20	80.48	80.25	82.98	7.32%	3.40%
投资拉动	156.78	259.59	203.73	266.07	364.09	132.23%	36.84%
场外交易	69.43	147.59	71.18	295.18	136.51	96.62%	-53.75%
央行购买	363.93	215.65	305.16	202.20	186.16	-48.85%	-7.93%
总需求量	1,249.63	1,288.34	1,196.99	1,251.90	1,313.01	5.07%	4.88%

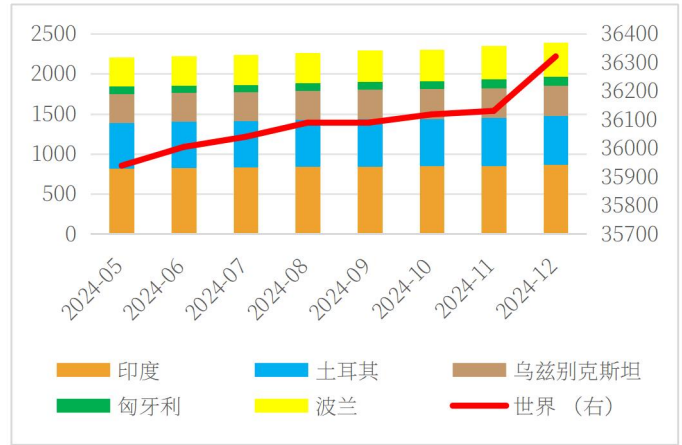
资料来源：世界黄金协会，金信研究院

图 2.4.2: 黄金需求占比 (%)



资料来源：世界黄金协会，金信期货研究院

图 2.4.3: 黄金储备变动 (吨)



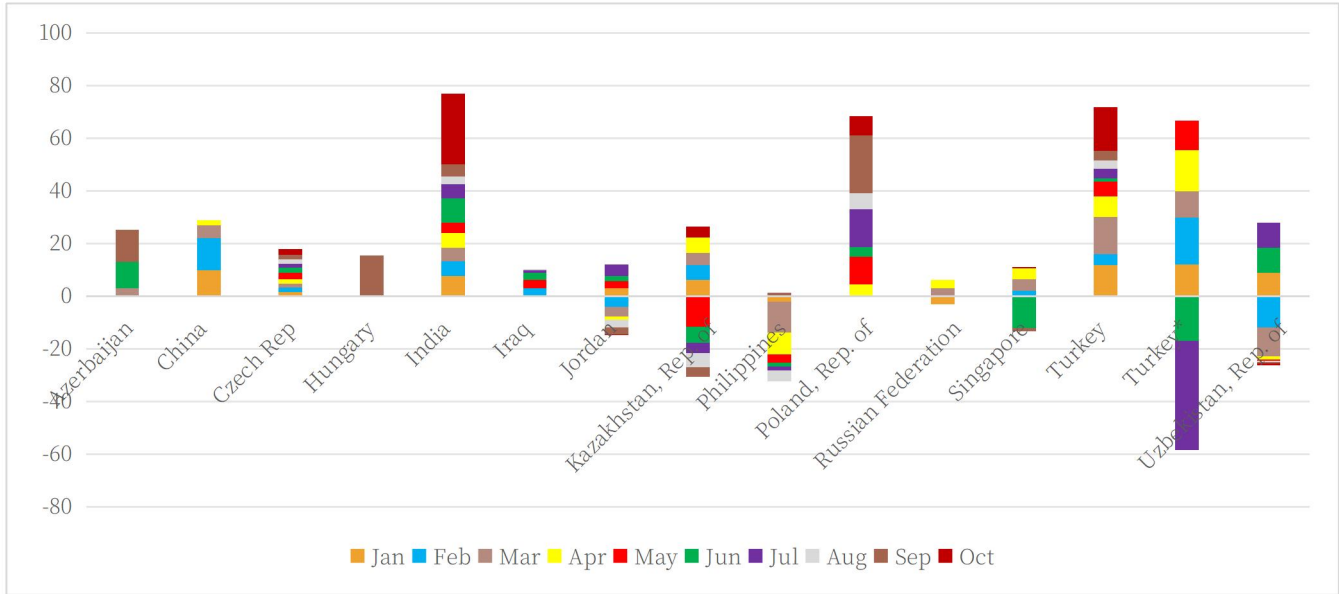
资料来源：世界黄金协会，金信期货研究院

在四季报中我们指出，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；据白宫行政管理和预算局预计，2024 年联邦政府债务规模将突破 35 万亿美元，占 GDP 比重达 124.3%，到 2029 年将达到 44.2 万亿美元，占 GDP 比重高达 128%；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，导致对于持有大量美元外汇的不信任；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。据 IMF 公布数据显示，截止到今年三季度，美元占全球公开储备金的比重已下滑至 57.39%，而去年同期为 59.38%。另据世界黄金协会统计可知，今年下半年以来，黄金占全球外汇储备的比重进一步上升至 18.86%，其他主要经济体黄金占比均不同程度回



升。

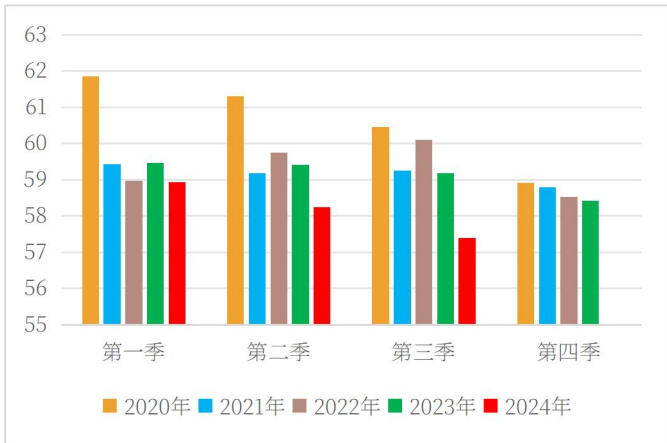
图 2.4.4: 今年黄金储备分国别月度变动值 (吨)



注: 上述国家选取综合考虑趋势性变动、增幅大小等因素

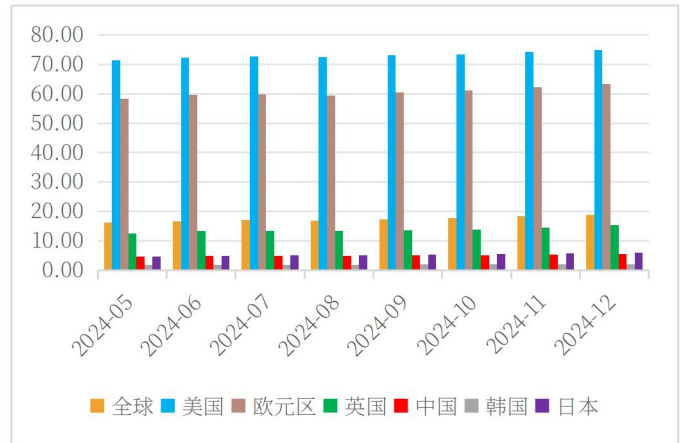
资料来源: 世界黄金协会, 金信期货研究院

图 2.4.5: 美元占公开储备比重 (%)



资料来源: IMF, 金信期货研究院

图 2.4.6: 黄金占外汇储备比重 (%)



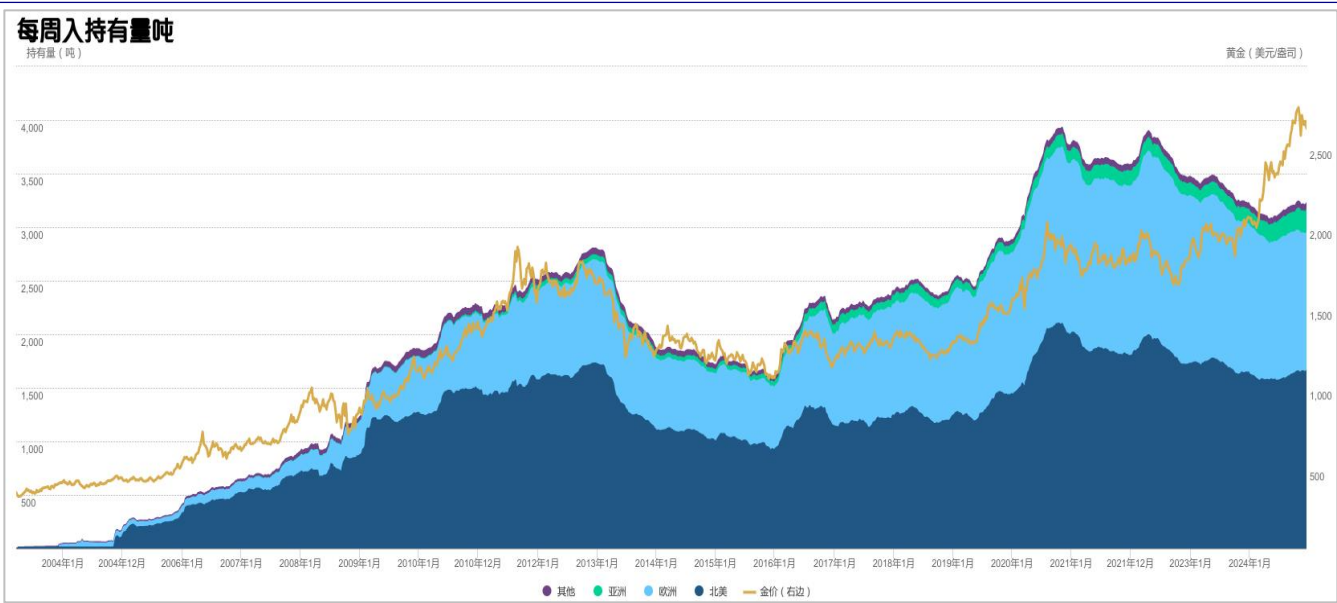
资料来源: 世界黄金协会, 金信期货研究院

世界黄金协会也提到, 虽然当下央行购金有所放缓, 但主要受到持有成本抬升的影响, 其趋势并没有改变, 而且是各大央行的普遍行为, 对于后续全球央行的需求依然保持积极预期。除此之外, ETF 投资也成为增长的主要推手。今年三季度, 全球黄金 ETF



流入达 95 吨，是自 2022 年一季度以来首现净流入，与去年同期的大幅流出（流出 139 吨）相比呈截然相反之势。截止到今年 12 月 20 日，全球实物黄金 ETF 总流入量累计达 578.81 亿美元，总流出量累计为 543.78 亿美元，净流入累计达到 35.03 亿元，总持有量达 3222.2 吨；其中北美地区净流入 272.96 亿美元，亚洲地区净流入达 598.4 亿美元，其他地区净流入达 4535 万美元，欧洲地区今年持续净流出达 566.34 亿美元。全球资产管理规模达到 2713 亿美元。

图 2.4.7: 全球实物 ETF 分区域持仓情况



资料来源：世界黄金协会，金信期货研究院

图 2.4.8: 全球资产管理规模分国别变动情况

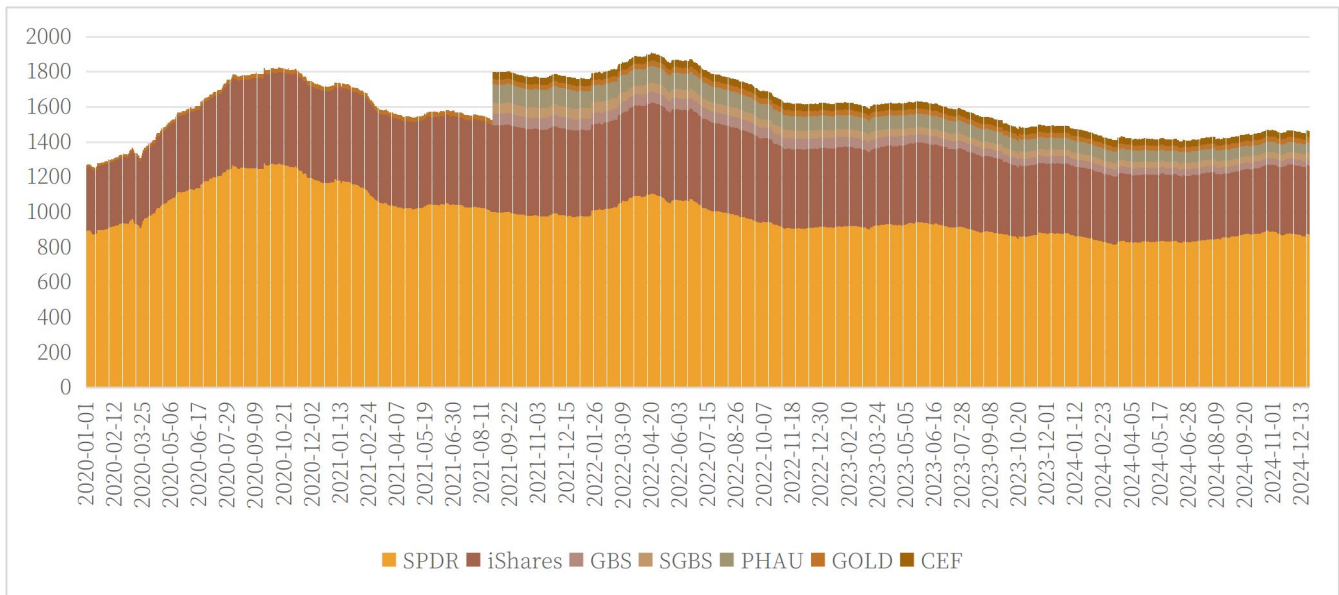
国家	资产管理规模 (十亿美元)	基金流量 (百万美元)	持仓量 (公吨)	需求 (吨)	需求占比
美国	133.50	2244.20	1586.70	8.80	0.60%
英国	49.10	-3105.80	583.60	-44.80	-7.10%
瑞士	26.70	-43.10	317.50	-13.60	-4.10%
德国	26.00	-2681.90	309.40	-38.60	-11.10%
中国大陆	9.30	3986.00	110.40	48.90	79.50%
加拿大	5.80	485.40	69.10	4.60	7.20%
法国	5.30	283.10	63.50	3.70	6.10%
印度	5.00	1216.00	56.70	14.40	34.00%
澳大利亚	3.60	189.30	42.60	1.70	4.20%
日本	3.40	760.20	40.00	9.70	32.00%



南非	1.60	349.60	19.10	4.30	29.40%
爱尔兰	1.00	18.50	11.40	0.10	1.00%
意大利	0.40	-130.80	4.70	-1.70	-26.70%
中国香港特别行政区	0.30	16.80	3.90	0.20	5.50%
土耳其	0.20	-82.70	2.70	-1.20	-30.50%
列支敦士登	0.00	-3.50	0.50	-0.10	-8.60%
马来西亚	0.00	5.00	0.30	0.10	42.20%
沙特阿拉伯	0.00	-2.70	0.10	0.00	-22.10%

资料来源：世界黄金协会，金信期货研究院

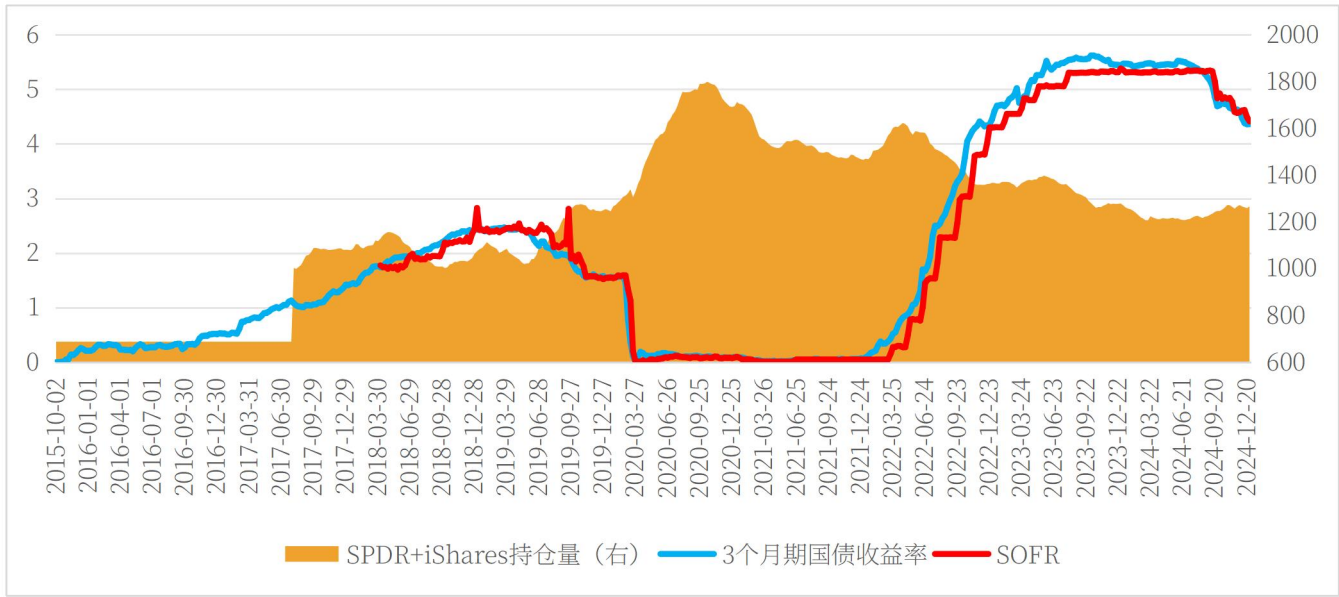
图 2.4.9：全球主要实物 ETF 持仓情况（吨）



资料来源：世界黄金协会，金信期货研究院

投资需求的主要影响因素是利率，对比可以明显的发现，一般在加息周期的尾部以及市场降息预期逐步显现的时候，基金的持仓和配置会逐步提升。而近些年基金配置持续处于高位的原因，我们认为还要受前文提到全球经济面临的复杂环境或者说不确定性的增强，风险资产的波动加大，长期收益显著下滑。

图 2.4.10：基金持仓与利率变动情况（%，吨）



资料来源：世界黄金协会，金信期货研究院

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，我们可以从投机需求的角度来理解。截止到12月27日，COMEX金期货库存为641.05吨，较年初小幅回升2.86%，而上期所期货库存为15.15吨，较年初大幅增加12.07吨。截止到12月20日，COMEX金期货报告头寸多头总持仓为41.82万张，占比达89.6%，较年初下滑7.31%，其中非商业多头持仓30.3万张，占比64.9%，较年初增加4.22%。当下海外主要库存处于低位小幅抬升，而多头持仓占比仍处相对较高位置，显示市场多头情绪仍然较为集中。

图 2.4.11: COMEX 金期货库存 (金衡盎司)

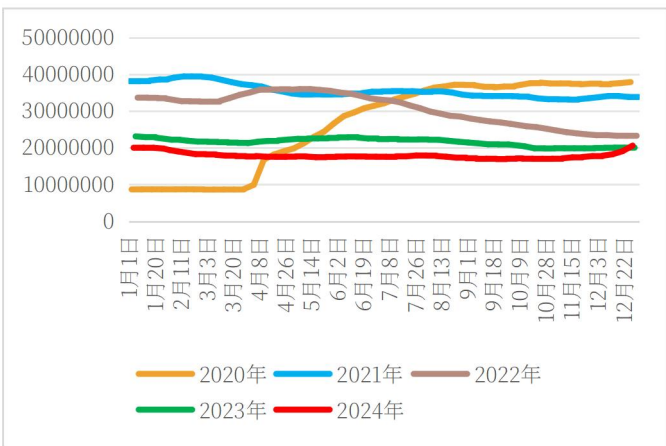
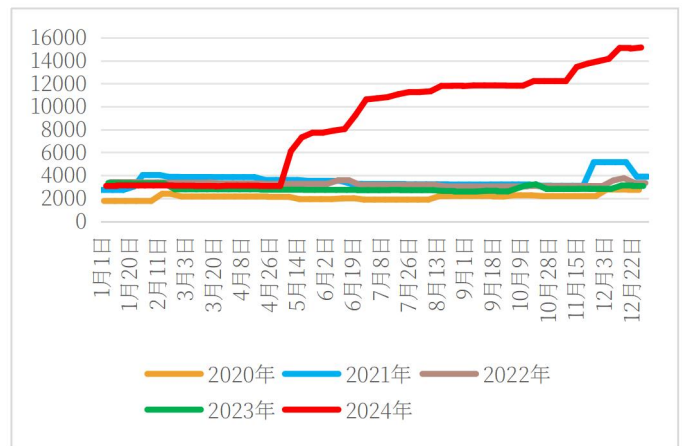


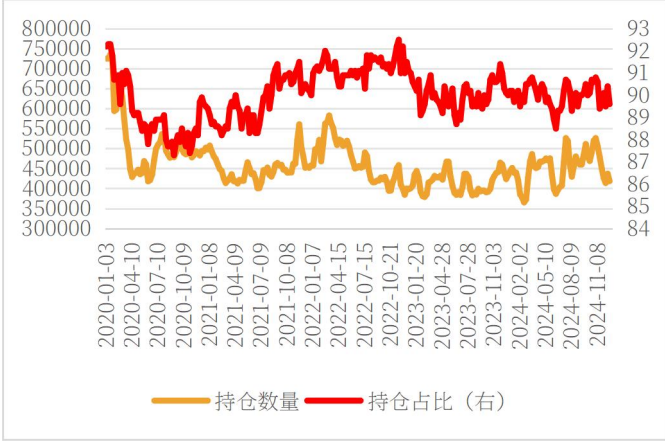
图 2.4.12: 上期所黄金库存 (千克)





资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

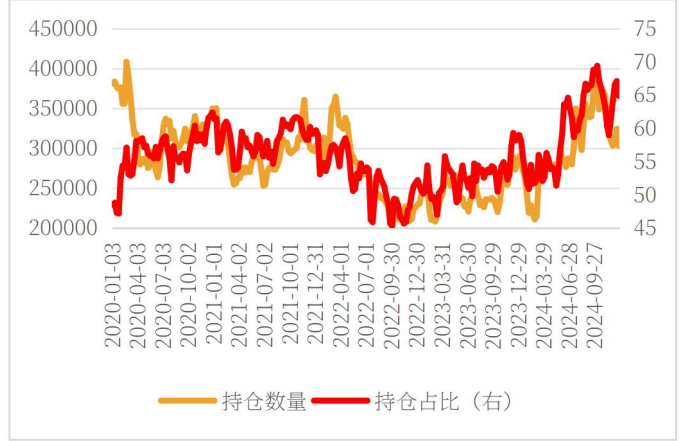
图 2.4.13: COMEX 金多头总持仓 (张, %)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 2.4.14: COMEX 金非商业多头持仓 (张, %)



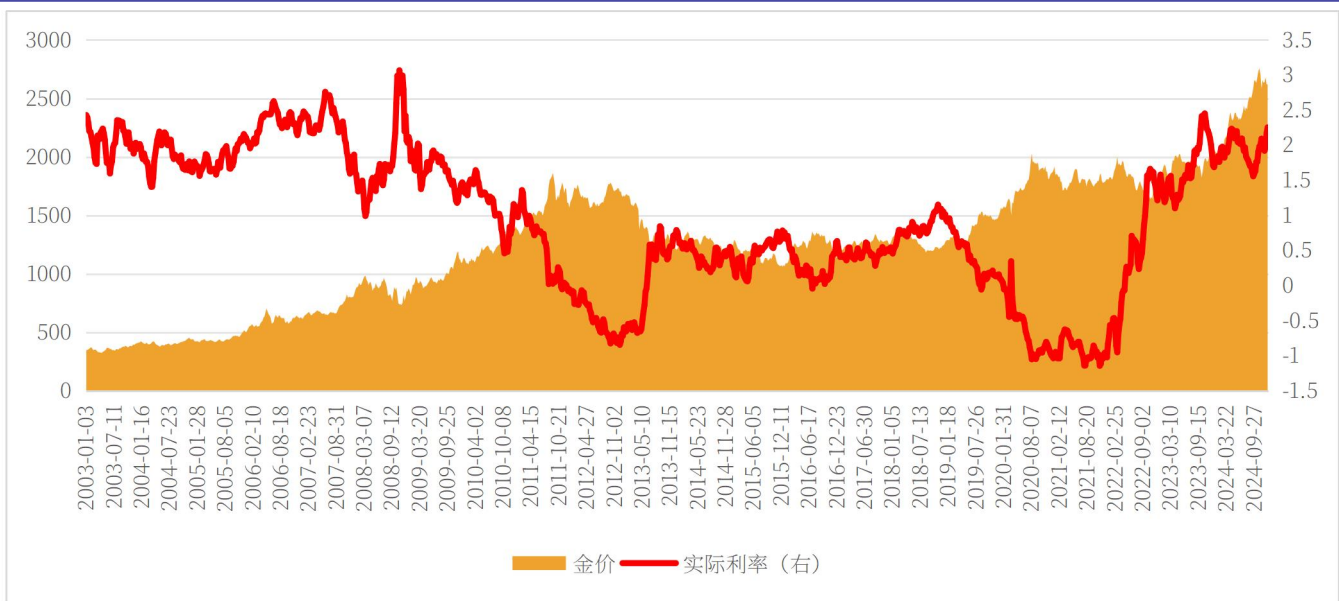
资料来源: Mysteel, 金信期货研究院



三、综合研判

自 2020 年之后，受到避险情绪以及高通胀的影响，金价续刷历史新高，价格中枢抬升达 34.68%。但 2022 年开始成为分水岭，金价脱离传统的利率传导逻辑，大致呈现出与实际利率、美元指数同向波动的情况。而今年表现的尤为鲜明，我们认为除了受到联储降息预期影响之外，央行购金以及投资需求成为重要的推手。后续来看，我们认为干扰全球经济增长的因素并未减少，大国博弈以及由来已久的地缘乱局在逆全球化浪潮下更为显著，不稳定性使得黄金的配置价值进一步提升；同时去美元化进程加速以及债务膨胀下政府以及私人部门的持有诉求逐步加大，这些都是黄金上行的关键驱动因素。具体的，我们中性预计 2025 年价格中枢或进一步抬升，国际金价估值区间 2466-3185 美元/盎司。

图 3.1: 金价与实际利率走势对比 (美元/盎司, %)



资料来源: iFinD, 金信期货研究院

潜在的风险也不容忽视，或对价格运行造成较大干扰。（一）美国经济以及就业市场保持稳健态势，联储上调经济增速预期、利率中枢以及通胀预期的背后，也是对于经济前景体现出较大信心；若美国经济平稳落地或有超预期的韧性，风险偏好回暖或将打击黄金多头信心。（二）联储讲话中多次暗示明年降息周期或逐步趋缓，如果基于（一）



的假设情形下出现流动性大幅收紧的情况，则金价势必面临较大回调风险。（三）通胀的影响或更多体现为边际驱动，联储也表示对于长期通胀目标并未改变，在经过 2022 年高通胀的后知后觉之后，我们认为虽然美国或面临二次通胀风险，但联储更有可能先知先觉做好预期引导；除非触发不可控因素导致通胀快速反弹，则可能对金价产生正向驱动。



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。分析逻辑基于公开信息和合理假设进行分析和阐述，作者以勤勉的职业态度，力求客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。

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能够获利，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。本报告中来源于第三方信息提供商或其他已公开信息的内容，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。虽然本公司会采取合理措施对所引用的第三方内容进行审查，但鉴于信息获取和传播的复杂性，无法绝对确保其毫无偏差。建议您在参考此类内容时保持谨慎，自行进行深入的研究和判断。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，过往表现不作为交易依据，更不作为未来服务承诺或结果。在不同时期，因策略依据、计算方式等不同，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，投资者应综合考虑自身风险承受能力，选择与自身适当性相匹配的产品或服务，独立做出投资决策并承担投资风险，本报告不应取代投资者的独立判断。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、修改或以其他任何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。

金信期货投资咨询业务资格：湘证监机构字[2017]1号

投资咨询团队成员：姚兴航（投资咨询编号：Z0015370）、曾文彪（投资咨询编号：Z0017990）、杨彦龙（投资咨询编号：Z0018274）、周逐涛（投资咨询编号：Z0020726）、王敬征（投资咨询编号：Z0019935）、张召举（投资咨询编号：Z0019989）、钟朱敏（投资咨询编号：Z0021128）