



海内外宏观形势及黄金资产配置展望

新湖研究所 李明玉

2024年3月22日

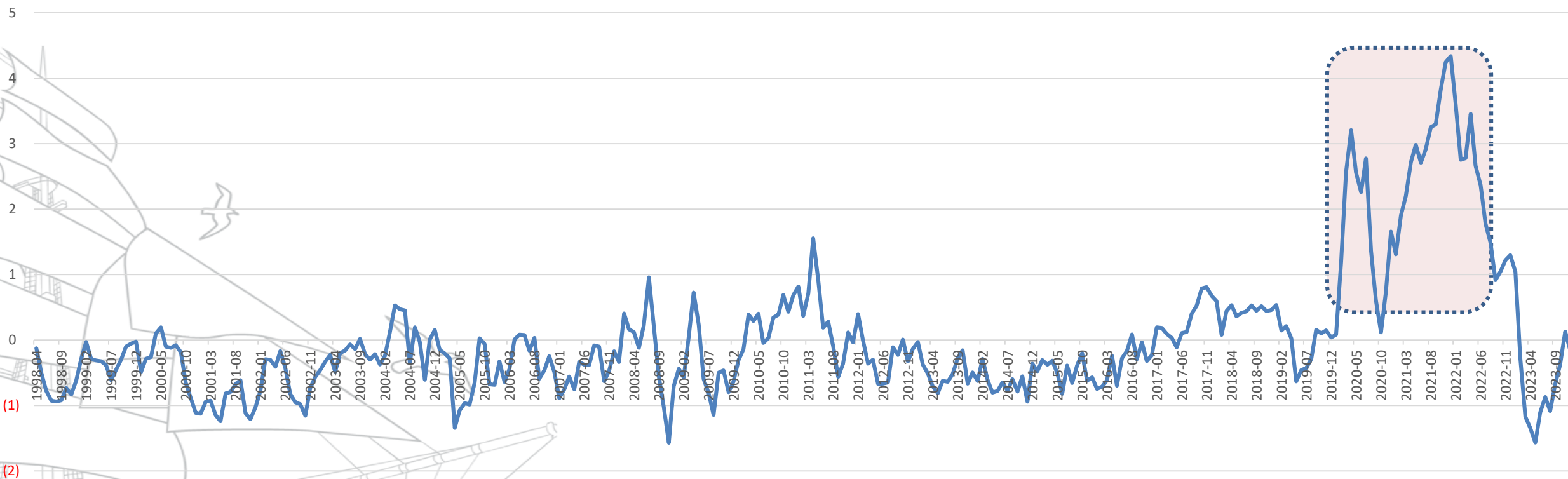
地缘政治风险指数



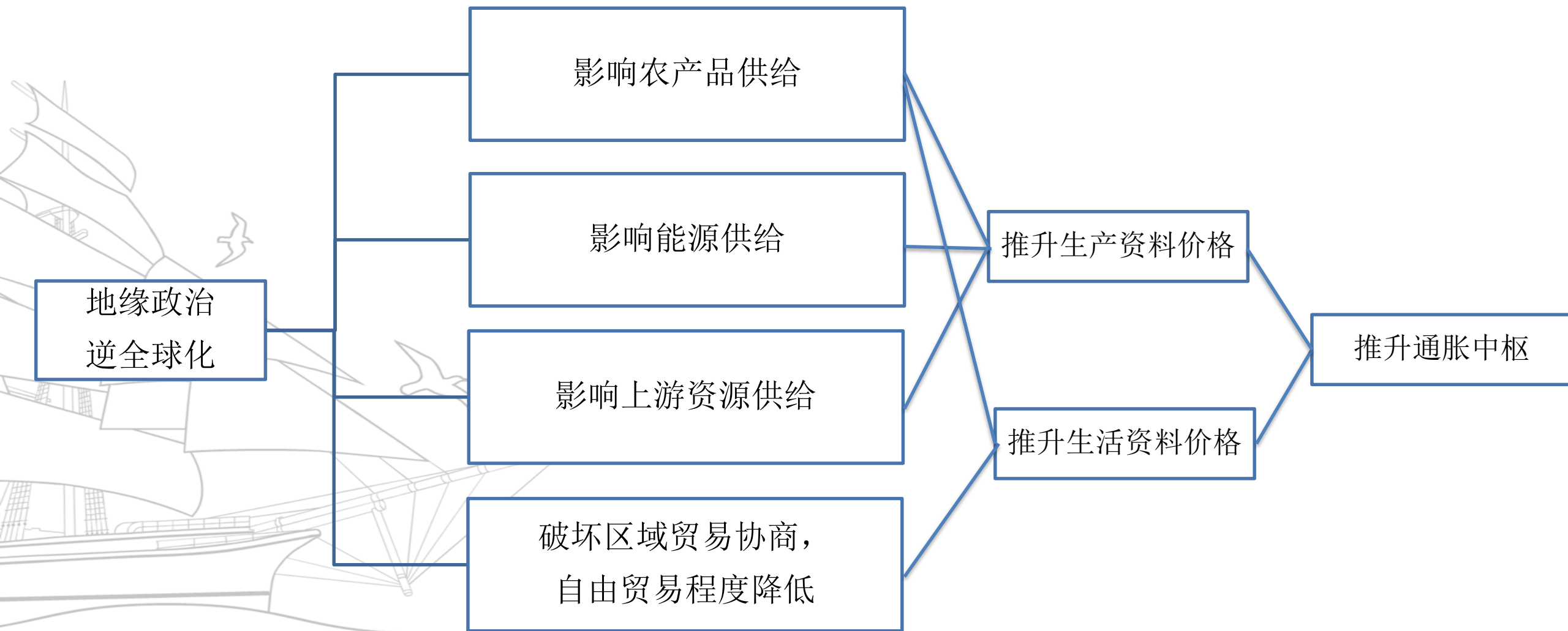
➤ 2022年的俄乌冲突很大程度上改变了冷战之后的地缘政治格局，欧美发达国家基本上都加入制裁俄罗斯的行列。中国受到波及，被美国视为最大竞争对手，这也导致我国近20年的战略机遇窗口或已关闭。巴厘岛会面之后，中美关系缓和，但是流浪气球事件使中美关系急转直下，美国也是继续拉小圈子围堵中国，继续通过“小院高墙”战略对核心技术卡脖子。G7、G20会议重要议题都是对中国的“去风险化”。巴以冲突的外溢影响仍待观察……。习近平总书记指出：“当前，世界百年未有之大变局加速演进，世界进入新的动荡变革期”，“我国发展的外部环境急剧变化，不确定难预料因素显著增多”。

未来全球经济面临的趋势之二：逆全球化下，全球供应链面临重构

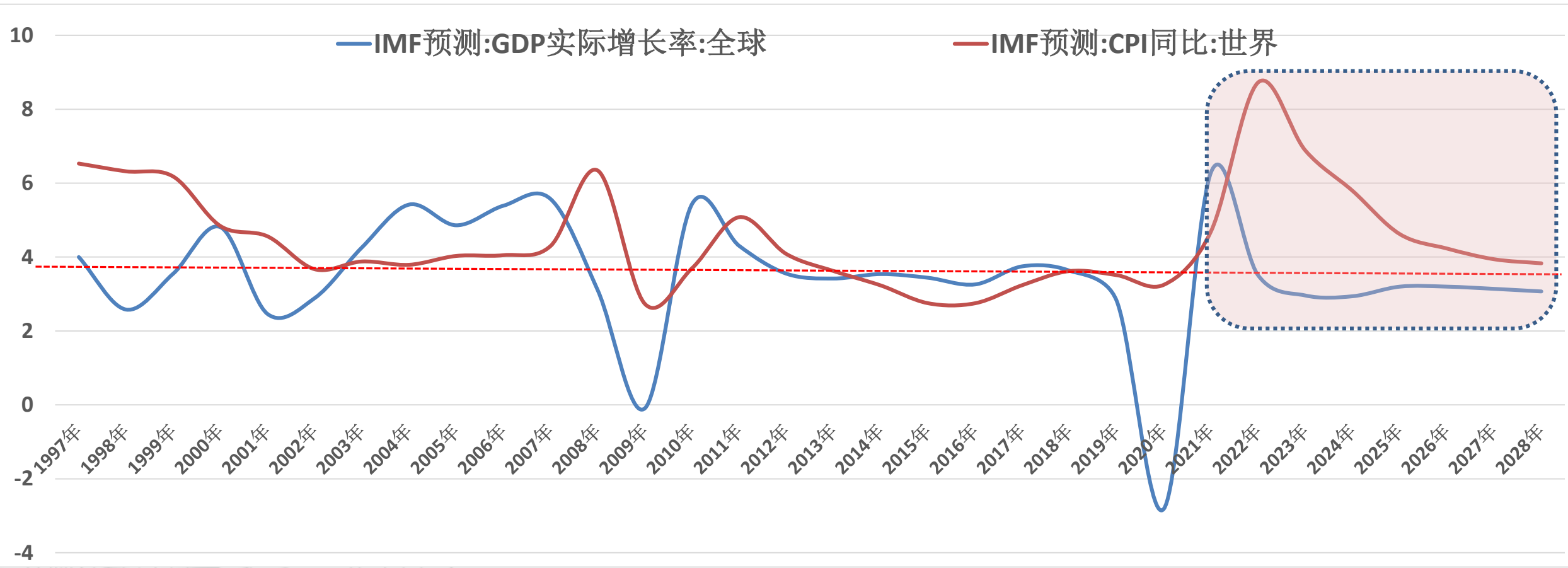
美国:全球供应链压力指数(GSCPI)



- 疫情之后，逆全球化的背景下，全球供应链运行逻辑由疫情前的比较优势和资本逐利主导的模式发生变化，此前的“即时性生产”模式正在向“保障性生产”模式过渡。发达国家推行近岸、友岸甚至在岸生产并重构价值链，力图摆脱对海外制造的依赖。特别是近年来美国制造业回流的趋势还是比较明显的。



未来全球经济面临的趋势之三：海外滞胀短期恐难消除



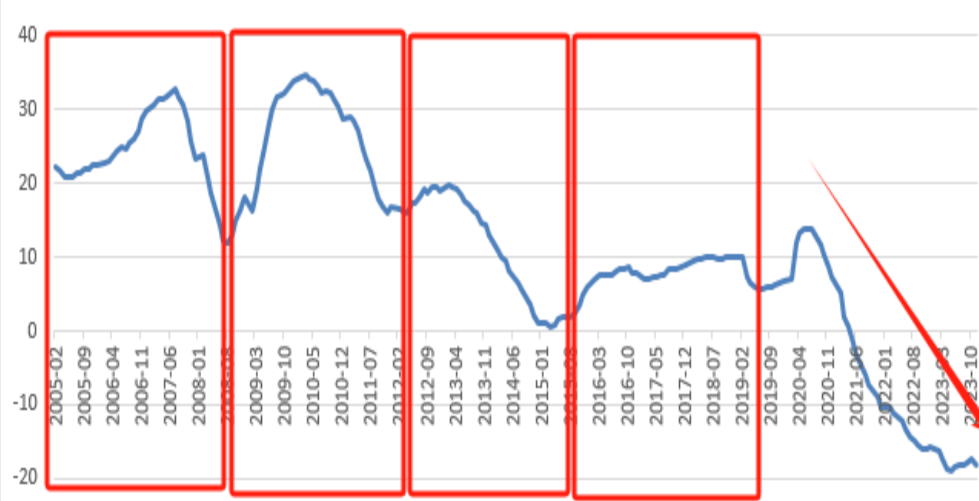
➤ 全球经济将面临近几十年来最低的中期增速，但物价压力仍然居高不下。老龄化以及贫富差距加剧导致的潜在增速下降，逆全球化和能源转型造成的生产成本上升，使“滞胀”面临长期化的趋势。

海内外宏观经济预期差背后原因：中美经济、政策和利率的背离

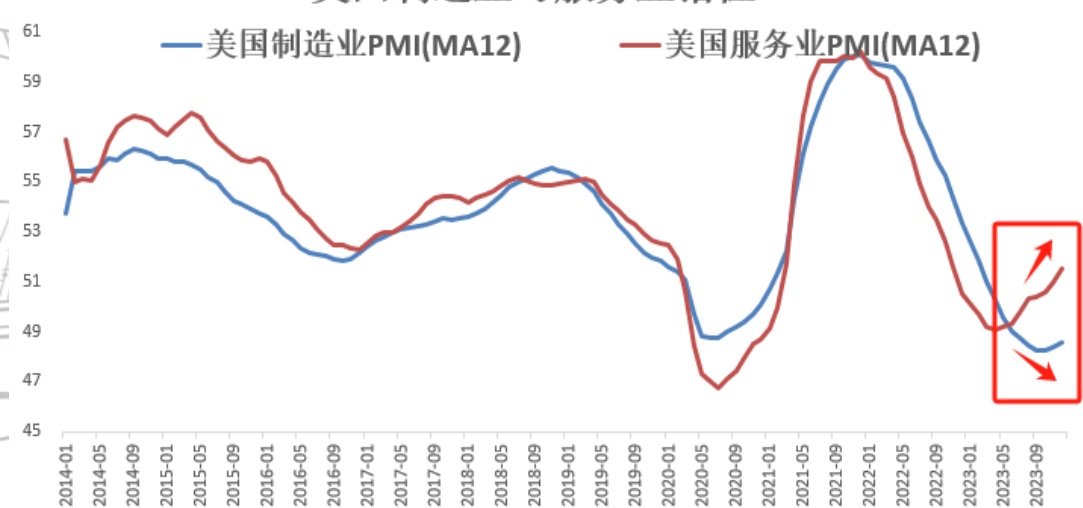
中美国债收益率走势



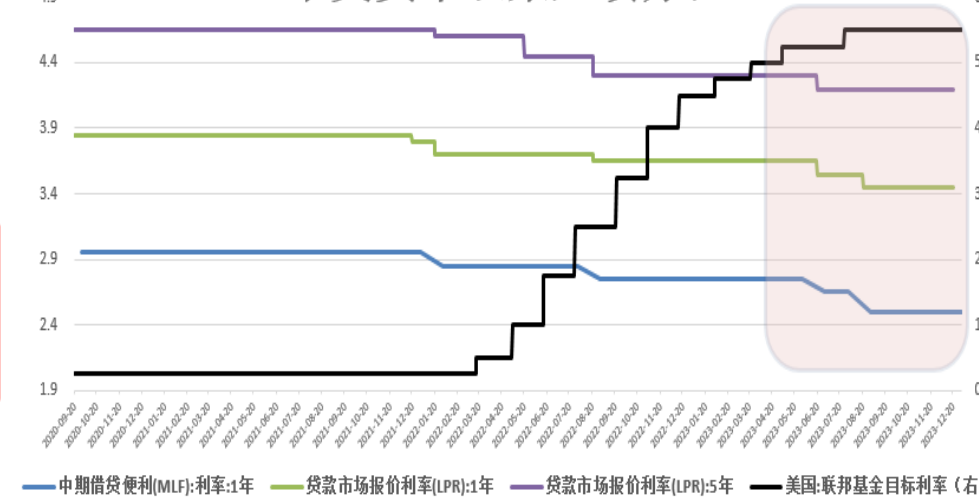
房地产投资当月同比



美国制造业与服务业错位

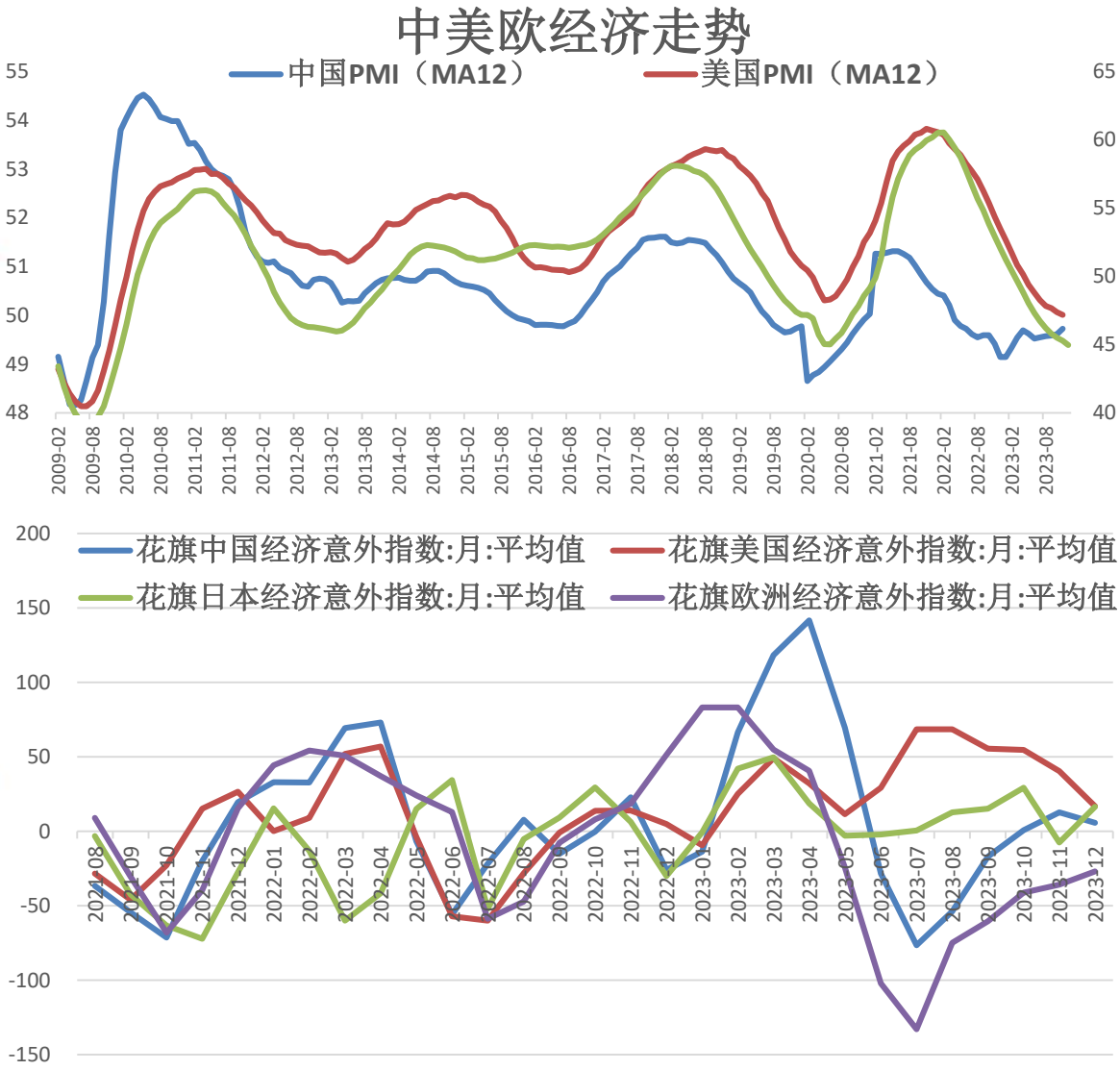
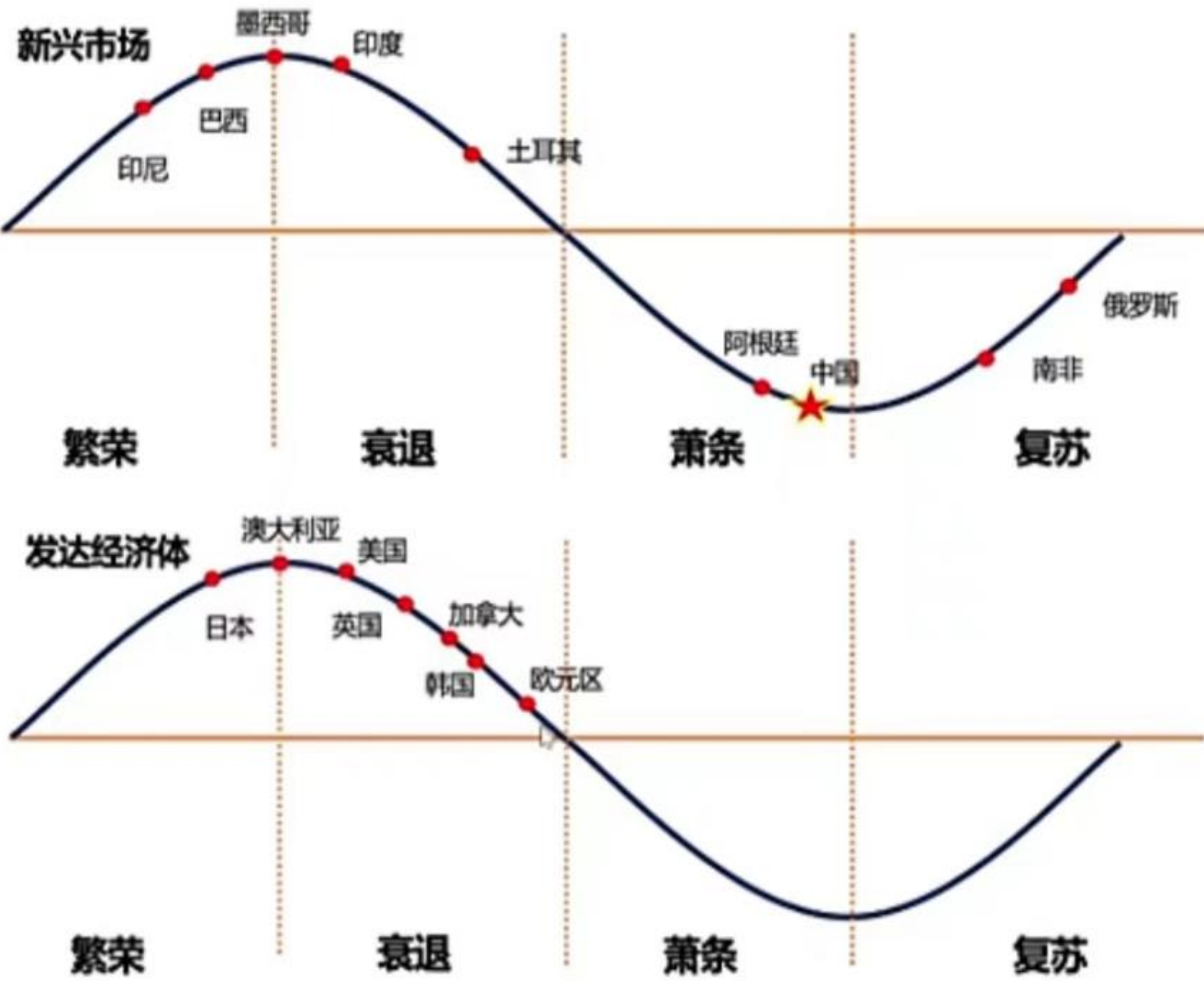


中美货币政策延续分化

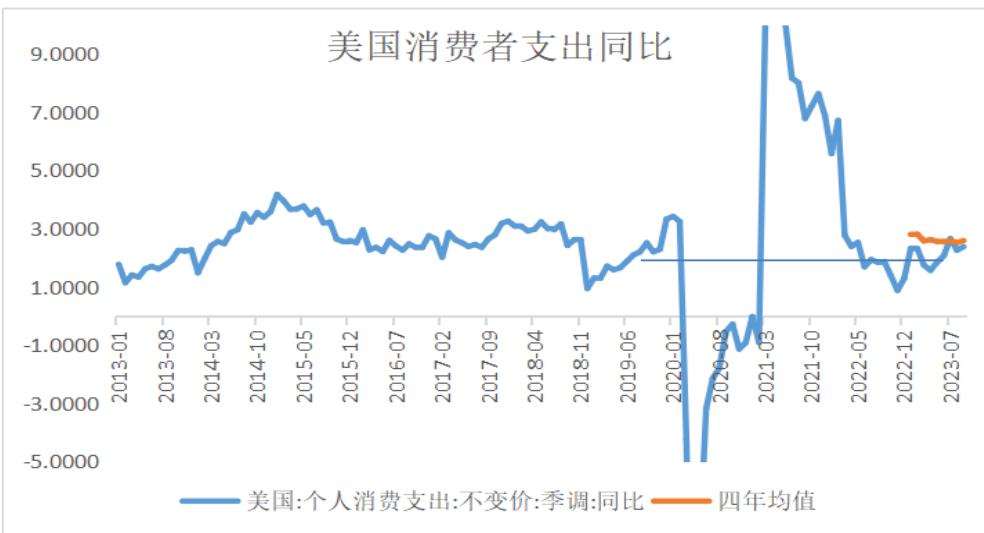
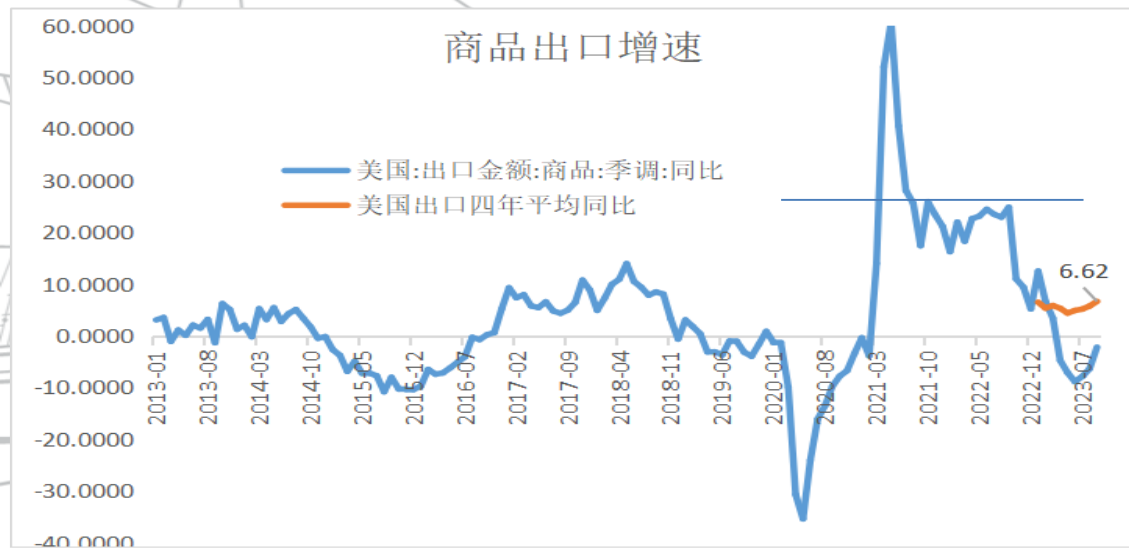
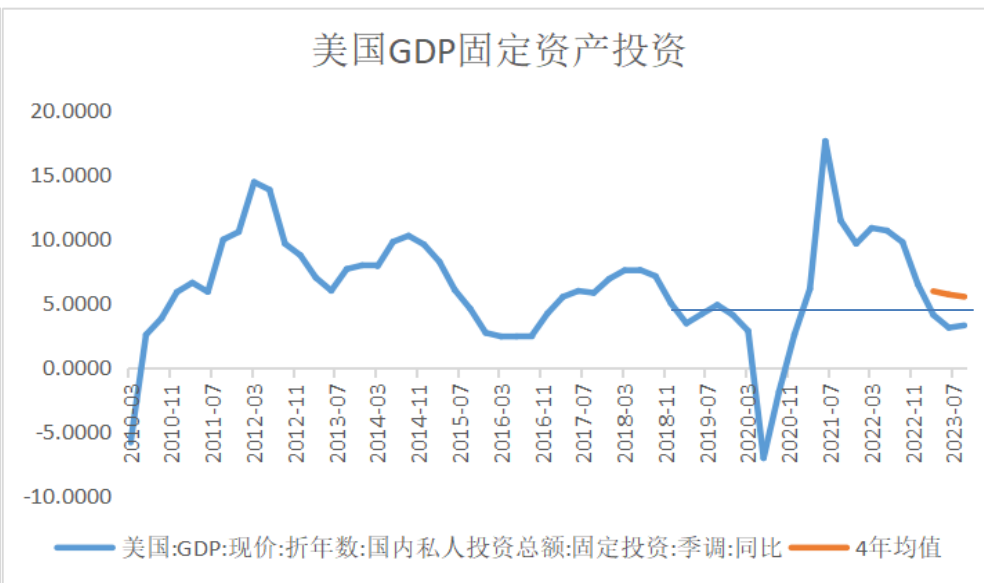
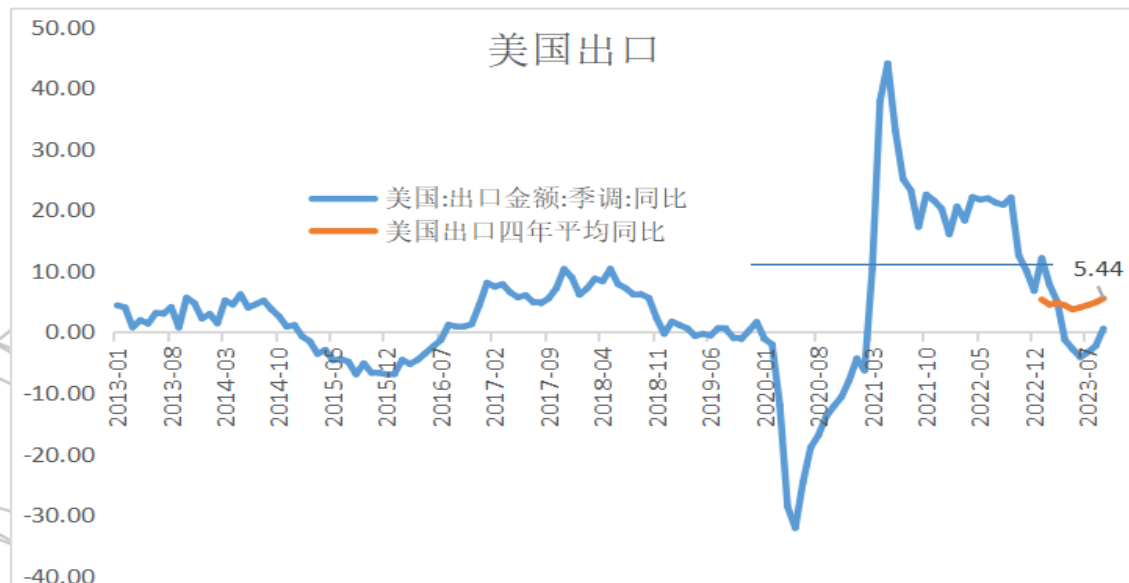


- 过去一年中美经济和政策的背离是宏观经济的主要矛盾
- 国内以往3年一轮的信用周期被打破（房地产）
- 美国周期同样被打破，主要体现在服务业和制造业的错位，美国财政宽松带来的转移支付以及居民超额储蓄支撑服务业，导致美国以往制造业和美债利率的顺周期变成了逆周期

发达经济体与新兴经济体所处经济周期位置：中美从背离到收敛



美国版的三驾马车支撑经济有韧性



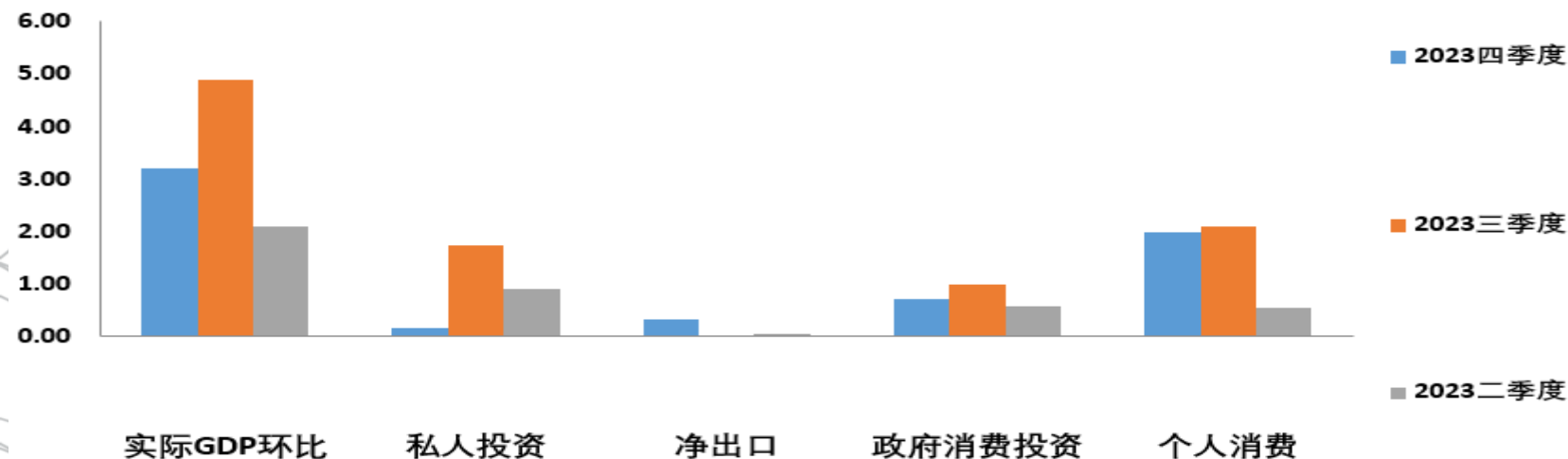
➤ 中美贸易冲突制造业回流，叠加俄乌冲突带来投资增量。

➤ 疫情期间财政补贴居民带来消费增长。

➤ 俄乌冲突，制裁俄罗斯，推动美国出口增长

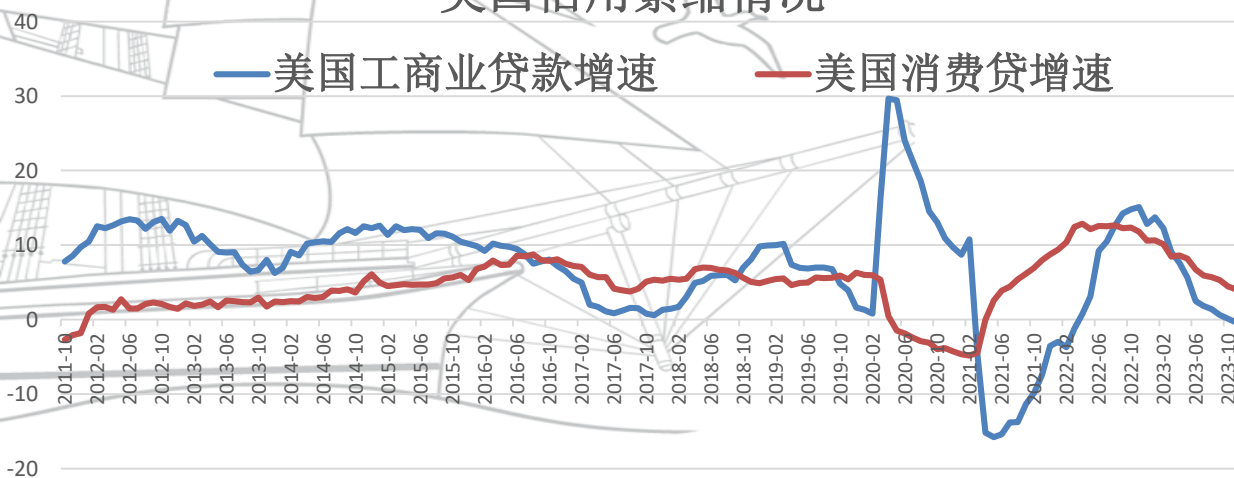
美国经济软着陆成共识，虽无“近忧”，或有“远虑”

美四季度经济超预期

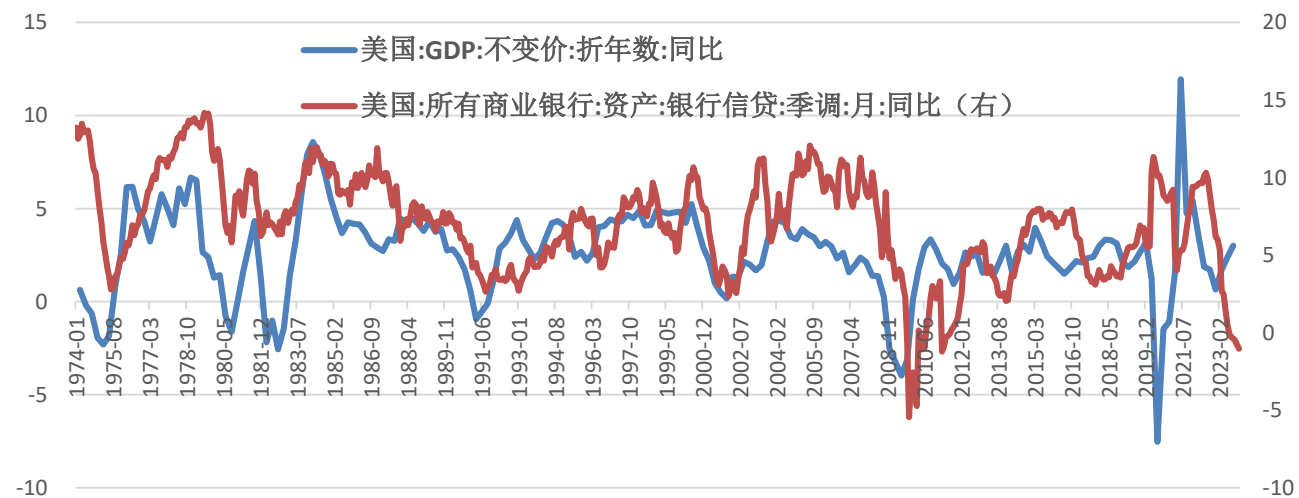


➤ 货币紧缩造成的金融条件收紧，在欧元区和美国的传导却是大相径庭，也导致美欧未来一年的经济走势可能截然相反。对于美国，由于货币政策传导可能更为滞后，经济增速在今年更可能是“前高后低”的。

美国信用紧缩情况

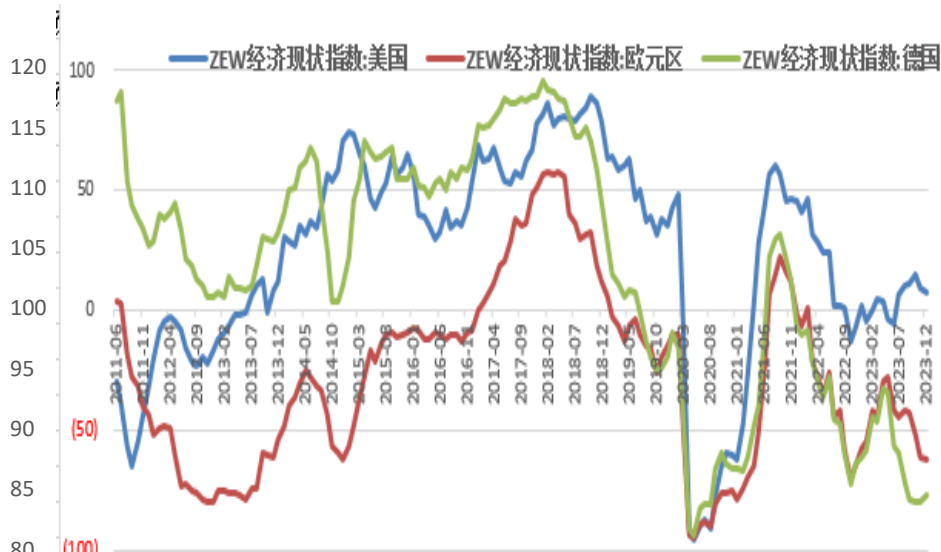
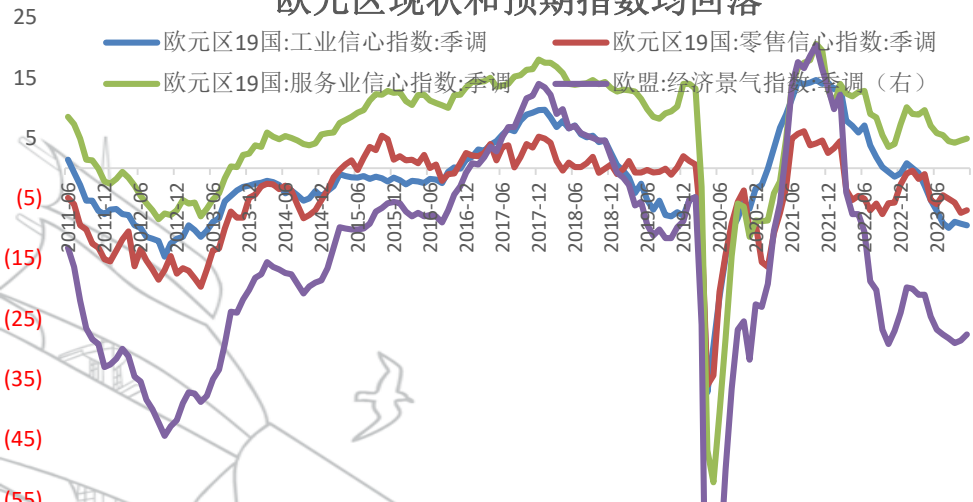


美国商业银行信贷收缩比较明显

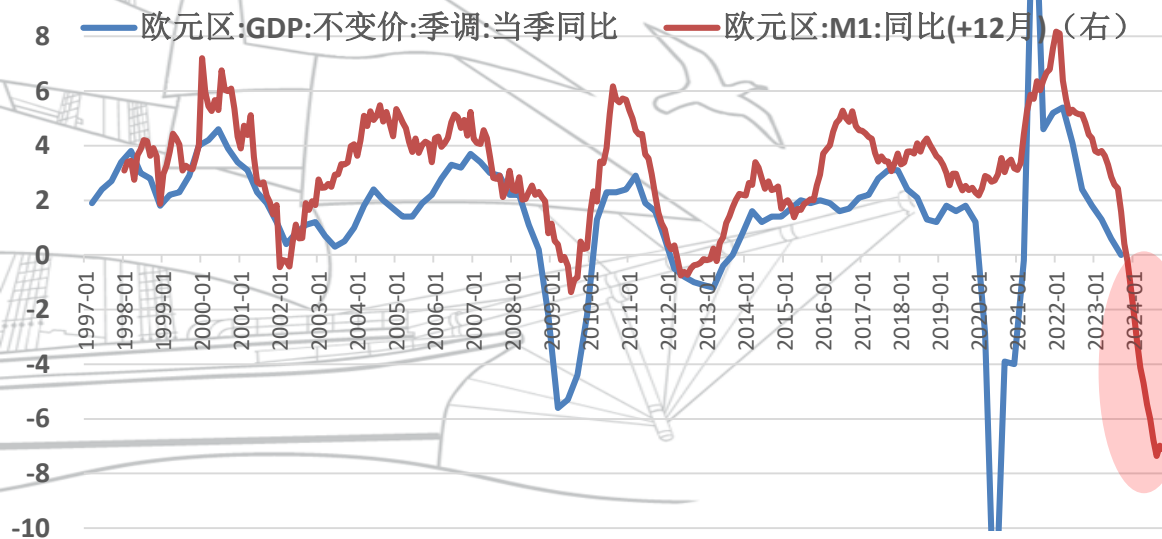


欧洲经济有“近忧”无“远虑”

欧元区现状和预期指数均回落

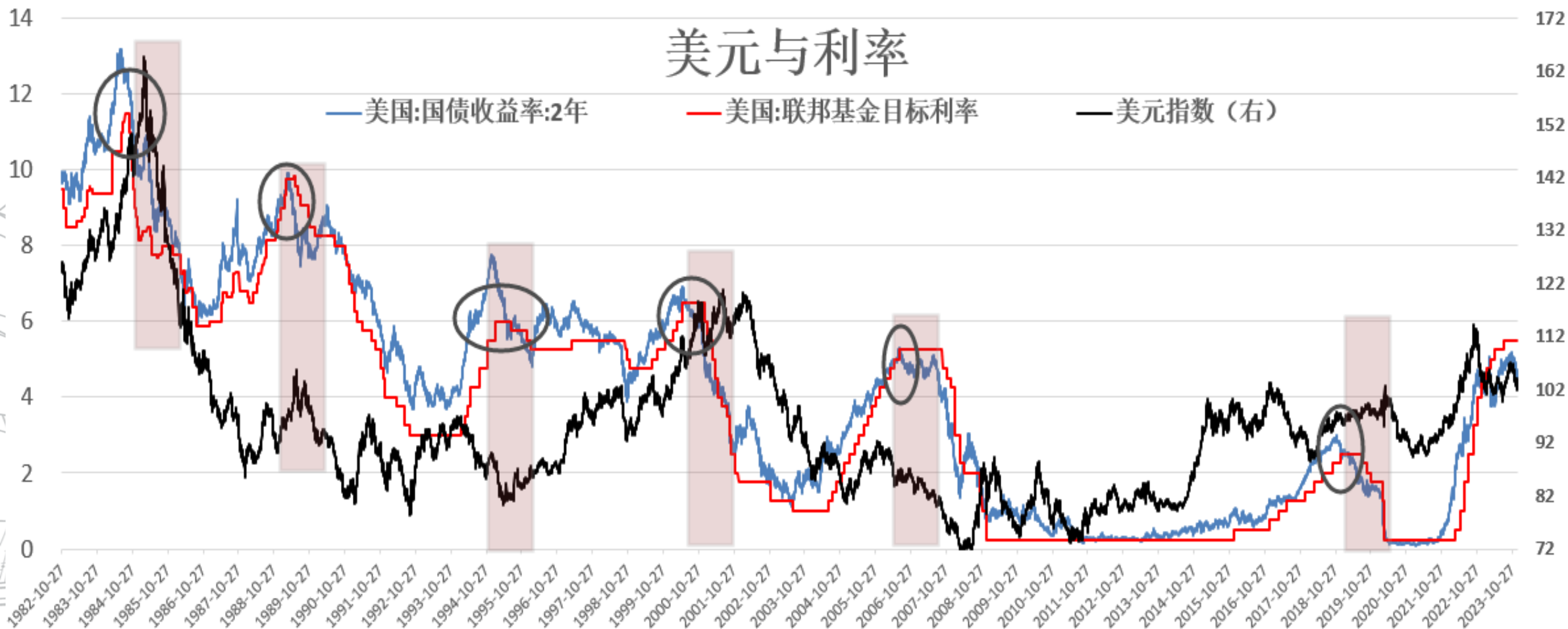


➤ 对于欧元区来说，信用紧缩早已对经济造成压力，同时随着欧央行停止加息，甚至是可能率先开启降息，信用紧缩幅度反而可能略微缓解，欧元区经济在今年可能是“前低后高”的。



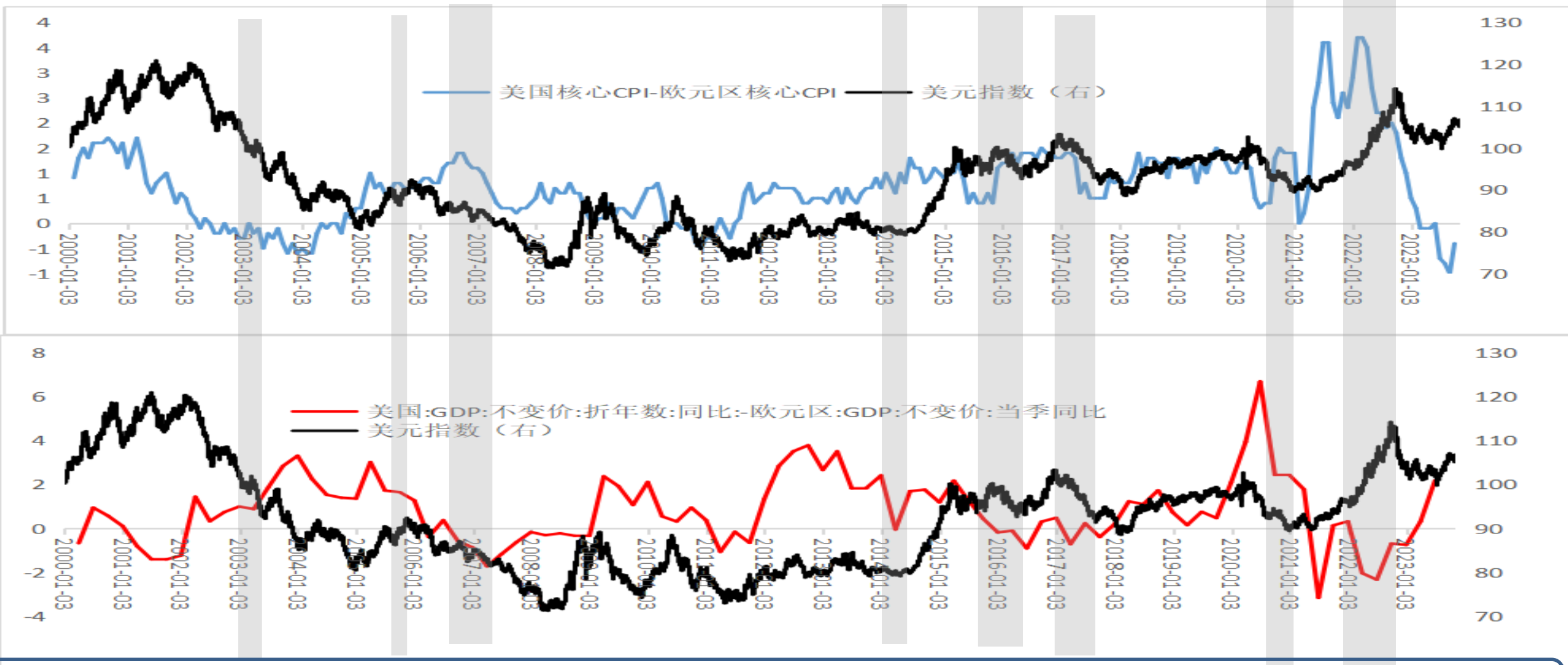
欧元区:M3:同比





➤ 利率见顶往往意味着美元也进入顶部阶段，市场利率往往前瞻于政策利率。美元回落，对于商品的估值有利的

除了通胀还有经济影响美元



➤ 欧美通胀回落，货币政策从通胀比较转向经济比较，美国仍强于欧洲，美元回落可能并非行云流水。

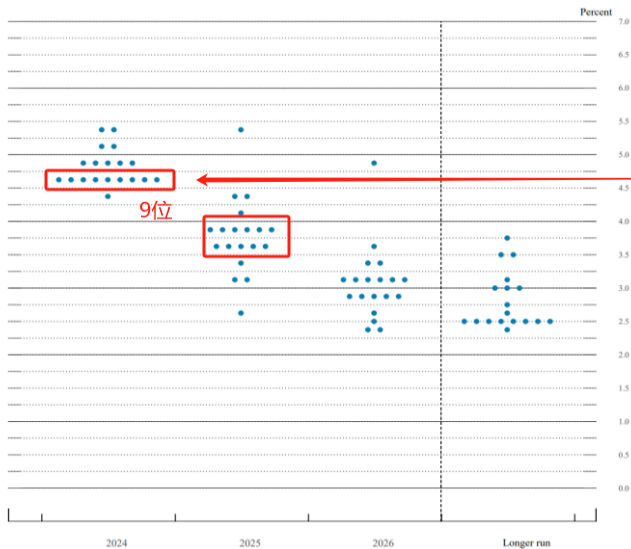
年内降息基本确定，降息时点及幅度仍有变数

会议 时间	3/20 /2024	5/1 /2024	6/12 /2024	7/31 /2024	9/18 /2024	11/7 /2024	12/18 /2024	1/29 /2025	3/19 /2025
政策 利率									
5.25-5.50%	99.0%	88.7%	38.9%	22.0%	6.6%	3.6%	1.2%	0.6%	0.3%
5.00-5.25%	1.0%	11.2%	54.7%	47.8%	29.8%	19.2%	9.0%	4.9%	2.6%
4.75-5.00%		0.1%	6.3%	27.3%	41.7%	36.3%	25.1%	16.6%	10.4%
4.50-4.75%			0.1%	2.8%	20.0%	29.9%	34.0%	29.3%	22.6%
4.25-4.50%		议息会议前				2.0%	10.2%	23.0%	29.1%
4.00-4.25%					0.9%	6.9%	15.5%	22.5%	
3.75-4.00%						0.6%	4.0%	10.0%	
3.50-3.75%							0.3%	2.2%	

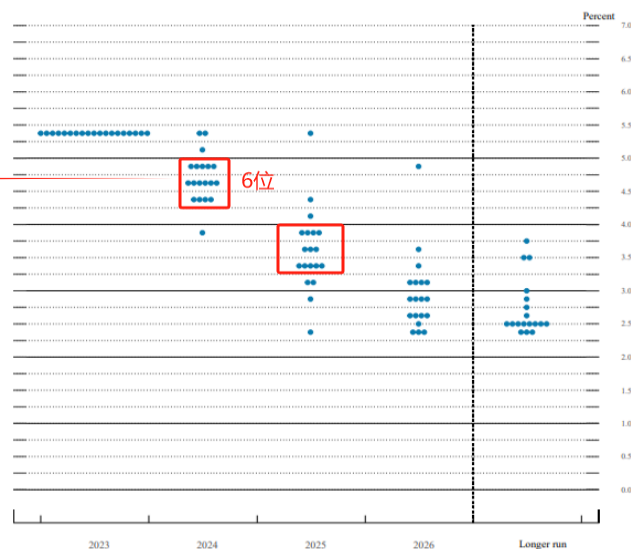
会议 时间	5/1 /2024	6/12 /2024	7/31 /2024	9/18 /2024	11/7 /2024	12/18 /2024	1/29 /2025	3/19 /2025
政策 利率								
5.25-5.50%	92.3%	23.4%	11.6%	2.4%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
5.00-5.25%	7.7%	70.8%	46.8%	19.0%	16.1%	1.9%	0.9%	0.4%
4.75-5.00%		5.8%	38.7%	45.1%	40.6%	15.6%	8.5%	4.4%
4.50-4.75%			2.9%	31.2%	33.6%	39.7%	27.1%	17.2%
4.25-4.50%	议息会议后			2.3%	7.2%	33.8%	36.9%	31.7%
4.00-4.25%					0.4%	8.3%	21.6%	29.8%
3.75-4.00%						0.7%	4.6%	13.7%
3.50-3.75%							0.4%	2.6%

和目前 5.25-5.50%的 目标区间相比	2024 年降息幅度预测人数	
	2023 年 12 月	2024 年 3 月
2.25-2.50%		
2.50-2.75%		
2.75-3.00%		
3.00-3.25%		
3.25-3.50%		
3.50-3.75%		
3.75-4.00%	1	
4.00-4.25%		
4.25-4.50%	4	1
4.50-4.75%	6	9
4.75-5.00%	5	5
5.00-5.25%	1	2
5.25-5.50%	2	2

2024 年 3 月点阵图

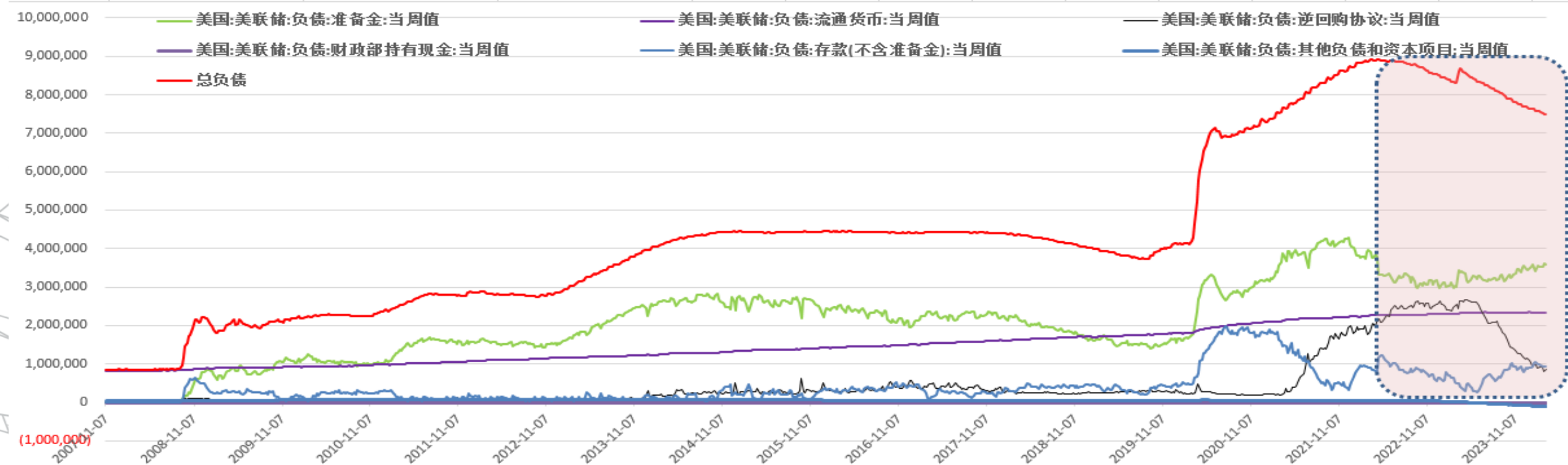


2023 年 12 月点阵图



- 点阵图预计2024年降息3次（10位委员）。重申本轮周期利率已经触顶，确认今年启动降息。1-2月CPI数据并未改变鲍威尔对去通胀进程的乐观态度。鲍威尔强调就业过强不会影响降息决定。
- 对于QT Taper，联储已经开始讨论资产负债表的结构性问题，鲍威尔表示“不久后放缓缩表是适当的”。随着美联储缩表抽走流动性，隔夜逆回购规模持续下降。若继续缩表会让准备金以几乎一比一的速度下降，“将会高度关注预示缩表结束的迹象”。

年内降息基本确定，降息时点及幅度仍有变数，放缓缩表进入视野

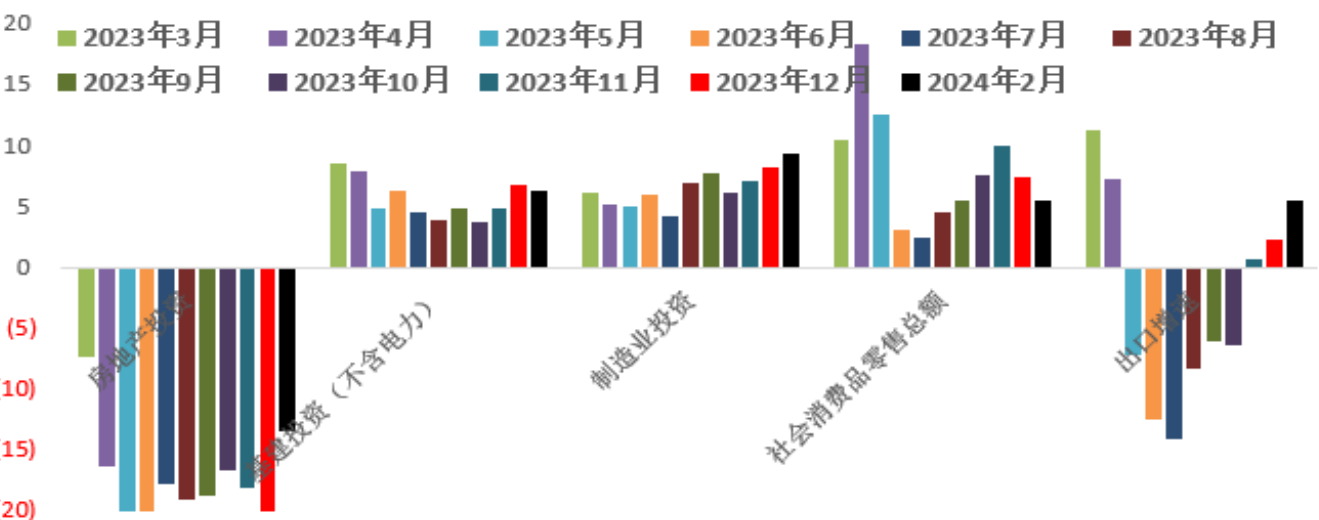


- 本次会议整体偏鸽，市场在会议前所担忧的二次通胀风险并未进入FOMC的视野。
- 此前市场担心1-2月火热的通胀数据可能会导致比市场预期延后、幅度更少的降息，而3月的点阵图显然给市场吃了一颗定心丸。关于缩表，放缓缩表可能早于降息，联储可能不希望看到货币市场超预期紧张。另外，今年美国大选年的情况下，美国可能也有自己国情下的“维稳”需求……，政策上是边际转松的
- 后续可能存的风险点是，美联储在美国经济韧性较强的情况下开启降息，可能会带来潜在的二次通胀风险，进而对市场产生负面影响，后续需要密切跟踪通胀、就业情况。

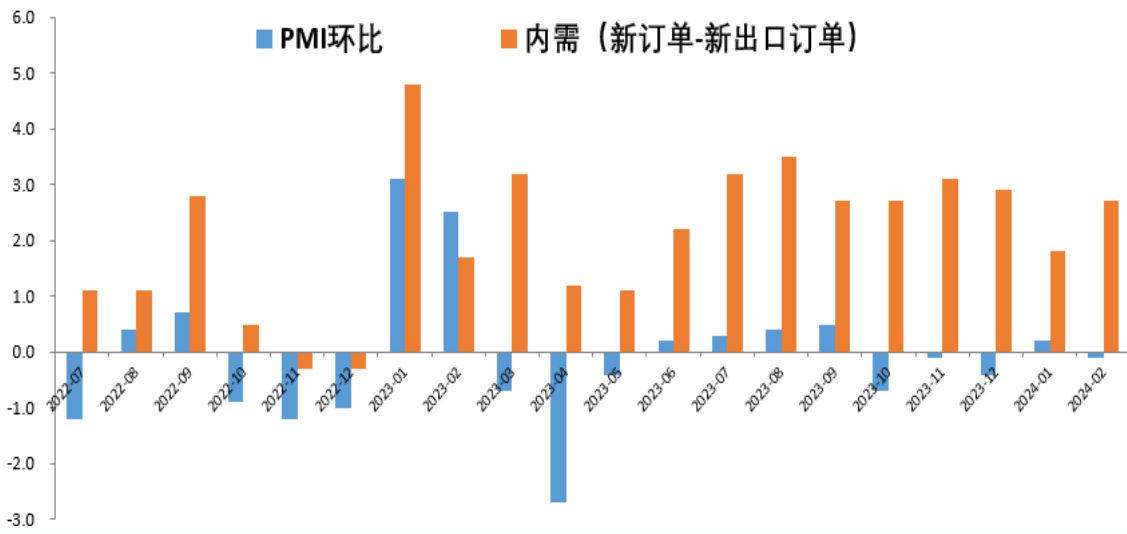
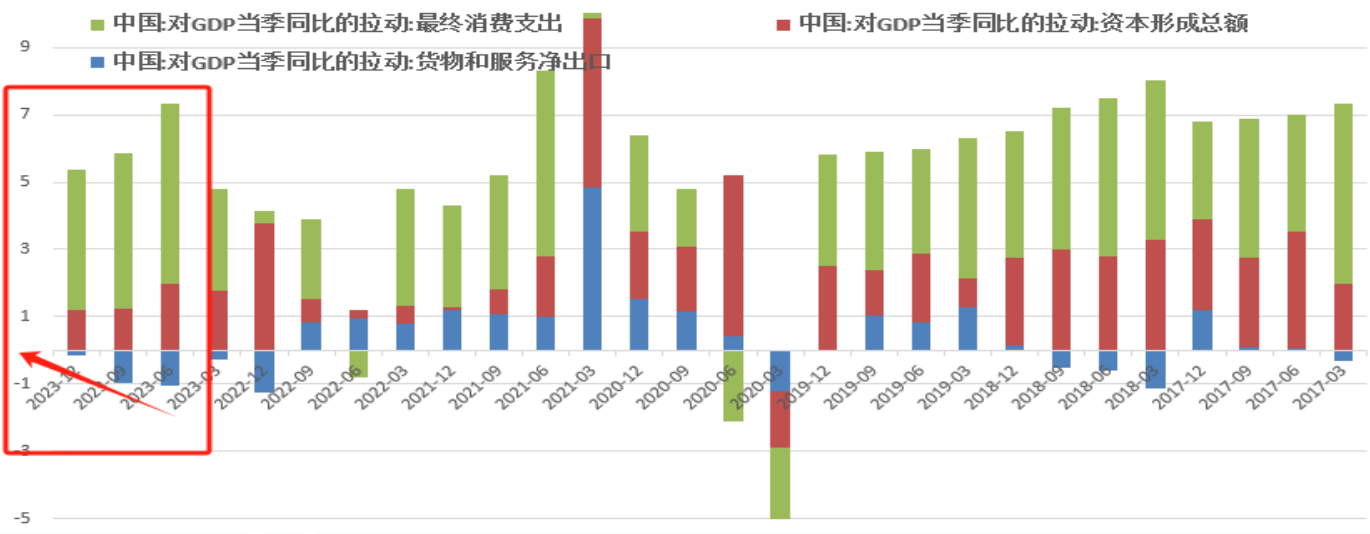
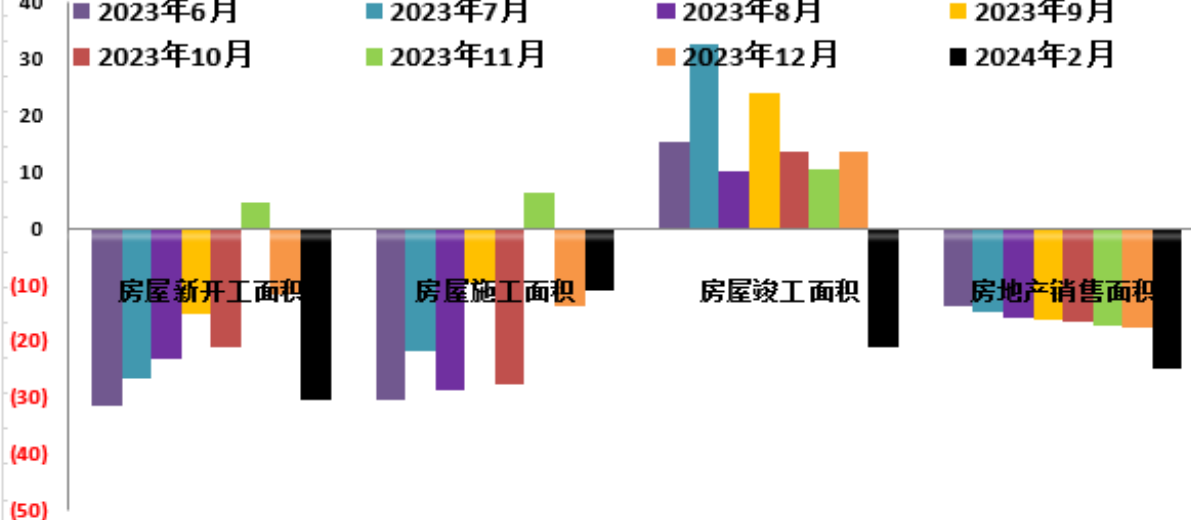
中国经济修复基础不牢固，短期外需支撑为主，政策发力空间再度打开



中国经济数据概览（当月增速）



中国房地产分项数据概览（当月增速）

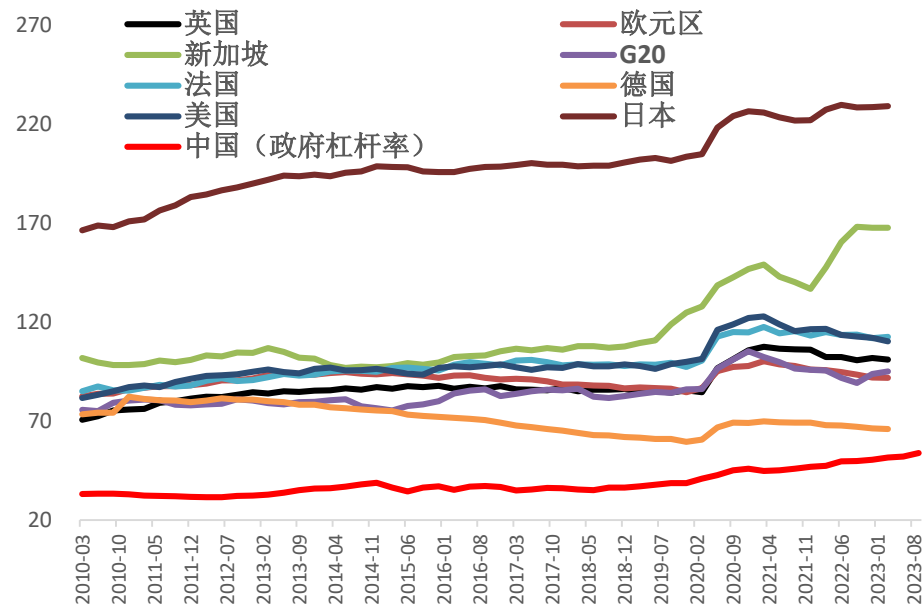
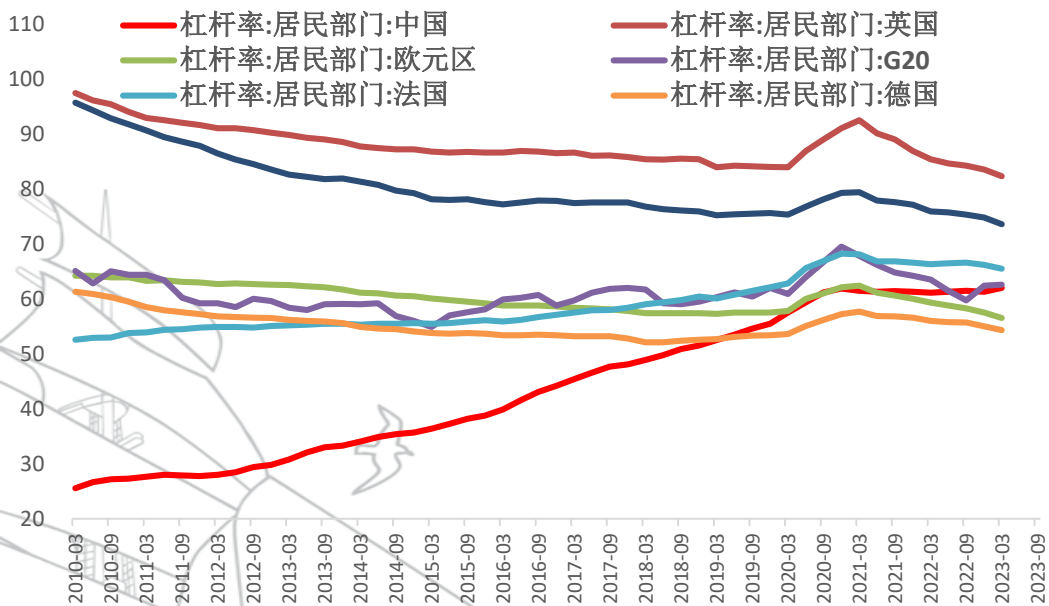


历年政府工作报告对比

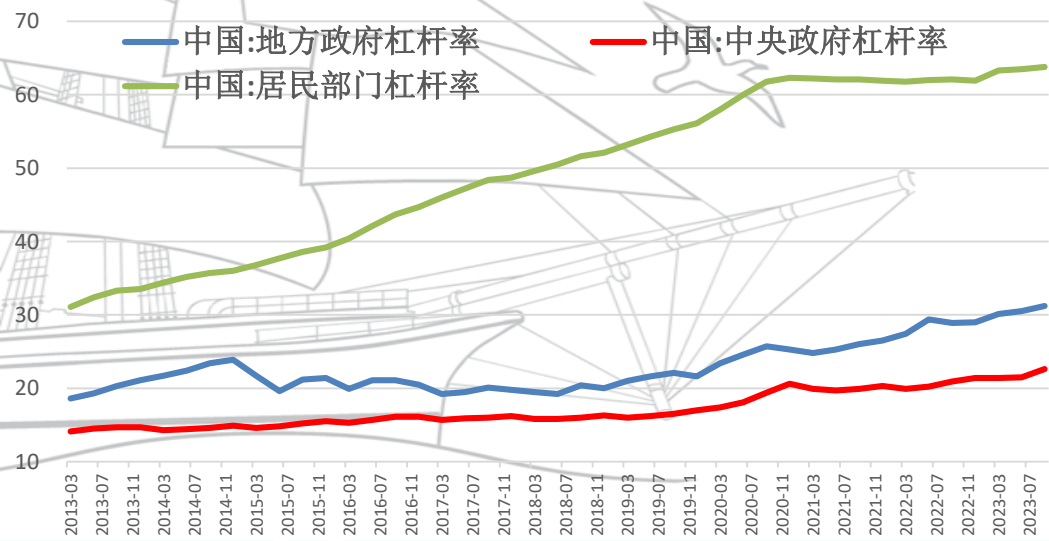
	2024年	2023年	2022年	2021年
GDP目标	5%左右	5%左右	5.5%左右	6%以上
新增城镇就业	1200万人以上	1200万人左右	1100万人以上	1100万人以上
城镇调查失业率	5.5%左右	5.5%左右	5.5%以内	5.5%左右
进出口	-	保稳提质	保稳提质	量稳质升
国际收支	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡
居民收入	与经济增长基本同比	与经济增长基本同比	与经济增长基本同步	居民收入稳步增长
居民消费价格涨幅	3%左右	3%左右	3%左右	3%左右
粮食产量	1.3万亿斤以上	1.3万亿斤以上	1.3万亿斤以上	1.3万亿斤以上
单位GDP能耗降低	2.5%左右，生态环境质量持续改善	继续下降	在“十四五”规划期内统筹考核，并留有适当弹性，	3%左右
财政赤字率	3%	3%	2.8%左右	3.2%左右
财政赤字规模	4.06万亿元	3.88万亿元（两会） 4.88万亿元（特别国债后）	3.37万亿元	3.57万亿元
地方政府债券	3.9万亿元	3.8万亿元	3.65万亿元	3.65万亿元
特别国债	1万亿元（连续几年发行超长期特别国债）	1万亿元（10月24日人大常委会会议审议通过）	-	-
M2增速	同经济增长和价格水平预期目标相匹配	与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配
社会融资规模增速	同经济增长和价格水平预期目标相匹配	与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配
首要工作目标	大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力	着力扩大国内需求	着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间	保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，促进经济运行在合理区间
地产领域政策	适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给，完善商品房相关基础性制度，满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求	有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债现状，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题	坚持房住不炒，支持合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策，促进房地产良性循环和健康发展	坚持房住不炒，稳地价、稳房价、稳预期

- (1) 往年主要提及经济恢复不牢固、下行压力大、三重压力等等，这些靠更加积极的财政、货币政策就可以解决，但是今年有了新提法：经济恢复本身有不少难题，长期积累的深层次的矛盾加速显现，很多新情况新问题接踵而至，这些就是周期性、结构性的问题并存，未来的举措可能就要靠改革来解决了，比如财税、经济结构等方面可能会有明显的改革；
- (2) GDP增速和赤字率都和去年初一样，就赤字率而言，是赤字与名义GDP比值，今年4.06万亿赤字，就对应今年的名义GDP要超过135万亿，增速要达到7.37%，去年是4.64%，据测算要达到这个目标，通胀率一般不能低于2.5%，因此货币政策就特别提出：社融和货币供应量不光要和经济增长匹配还要和价格水平预期目标匹配，就是降准、降息还是要来的；
- (3) 虽然赤字是3%，但是考虑到去年年末1万亿特别国债中有5000亿要放到今年初使用的，加上今年再发1万亿特别国债，都算进去实际赤字应该是4.1%，因此财政的力度是加强不少的；另外还强调了从今年开始连续几年都会发行超长期特别国债，即今后几年的财政力度都不会弱到哪里的，从这一点也看出通过中央加杠杆来稳经济的路线基本得到确认了。
- (4) 房地产相关表述变化：要加大保障性住房的建设和供给、要加快构建房地产发展的新模式，我个人理解从今年开始房地产可能会正式从香港模式逐渐过度到新加坡模式。房地产会慢慢过渡到社会保障兜底、中高端房产自由买卖的阶段。

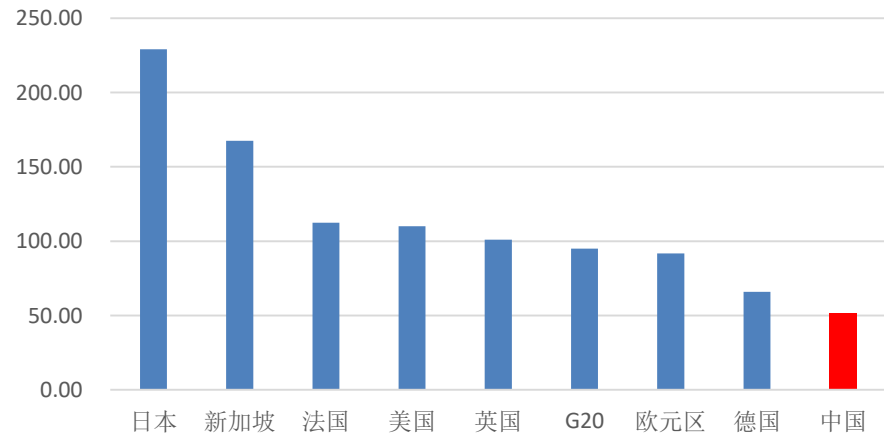
中国经济温而不暖：中国财政可能进入新时代



- 国际比较看，我国政府还有加杠杆空间。
- 央地比较来看，中央政府仍有举债空间。2022年底，我国中央政府债务率仅为21.4%。



政府杠杆率

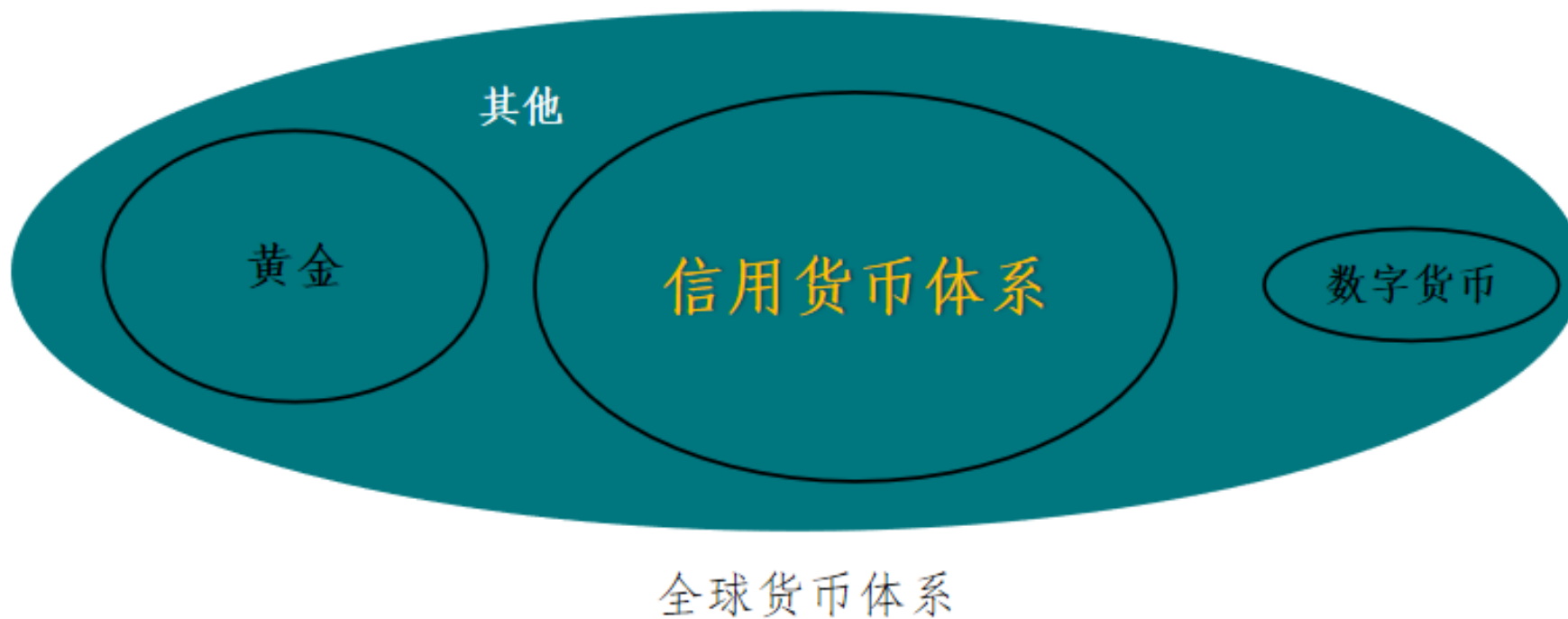




- 海外主要经济体的政策偏好明显从之前的“宽货币”转向了“宽财政”。疫情后主要经济体在货币政策上更加谨慎，但是财政上则明显更加“大方”，这背后的原因可能主要来自于两个方面：一方面，长期的宽松之后，货币政策的效果已经大打折扣；另一方面，持续的宽货币带来了高通胀，更加令人民苦不堪言；

从黄金的货币属性来看，大周期依然向上

►从大周期看，黄金的根本属性为货币属性。在当前以美元为主的纯信用货币体系下，黄金仍是全球货币体系的重要补充。黄金作为一种超国家主权信用且永不到期的资产，它的估值取决于美元信用、信用货币体系的相对强弱。



►当全球货币信用体系的稳定性下降时，往往会导致主要央行增持黄金储备，并降低货币外汇储备。以美元为主的信用货币的信用强弱，决定了信用货币体系的内部稳定性以及外部对黄金、数字货币需求的延伸性

从黄金的货币属性来看，大周期依然向上

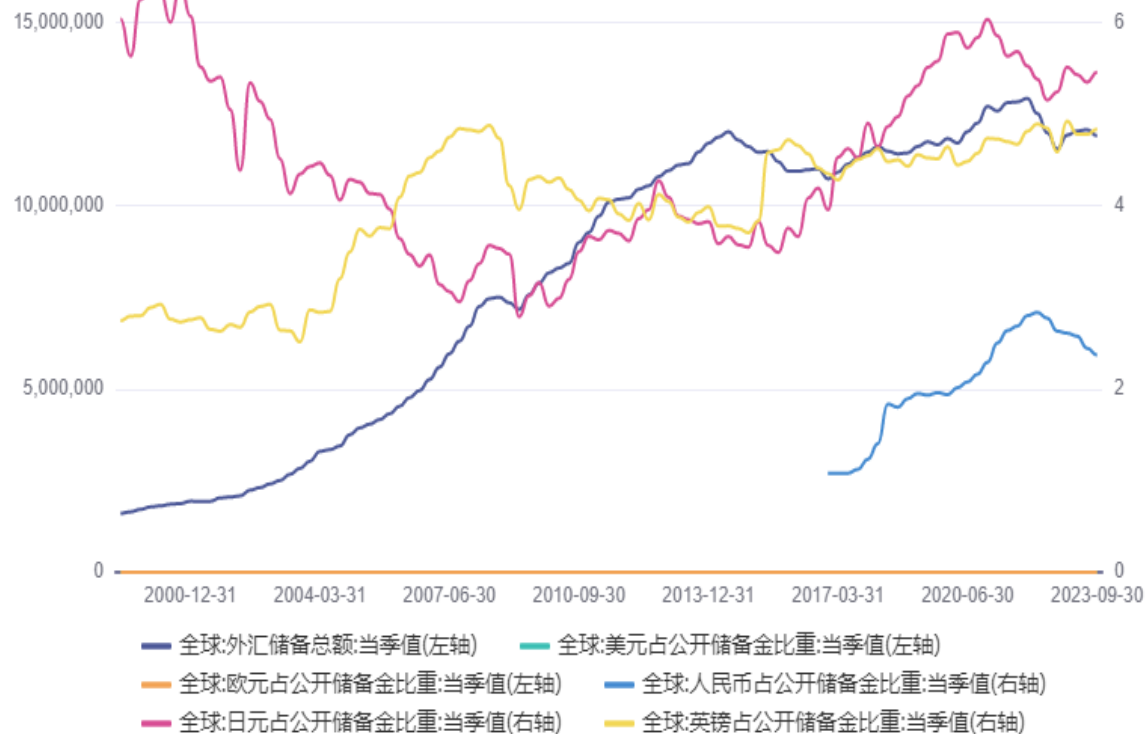


➤近期比特币价格的暴涨，反映出市场流动性的充裕以及投资者对替代传统信用货币的其他类货币需求的上升，一定程度也带动了硬通货黄金的投资热情。

从黄金的货币属性来看，大周期依然向上

- 根据IMF公布的外汇储备数据，全球货币形态外汇储备自22年以来总体回落。相较之下，黄金外汇储备数量在23年后已经重回新高。反映出全球央行外汇储备的构成结构中，黄金无论在数量还是价值层面的份额呈现上升趋势。
- 近年来黄金和非美元货币在全球外汇储备中的比重上升，而黄金作为超主权硬通货，将是信用货币体系信心下滑的核心受益资产，未来黄金大周期重心必然向上。

全球外汇储备构成



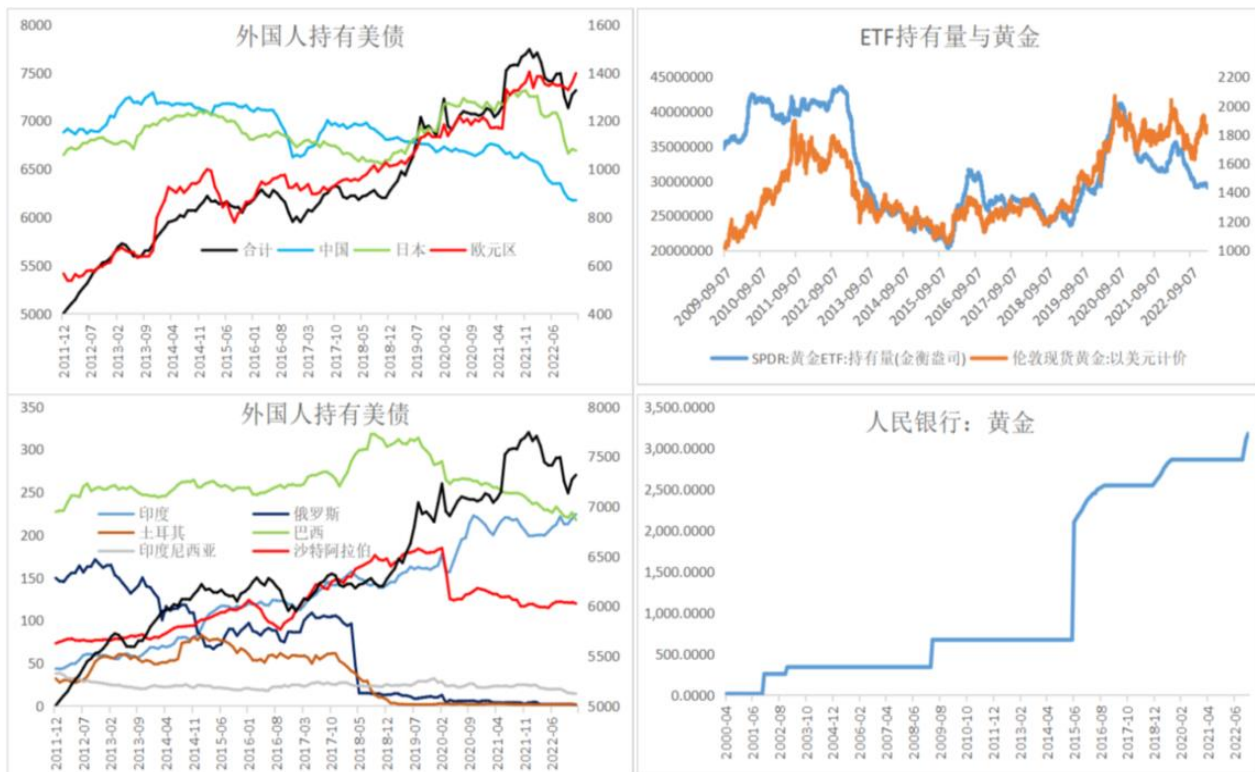
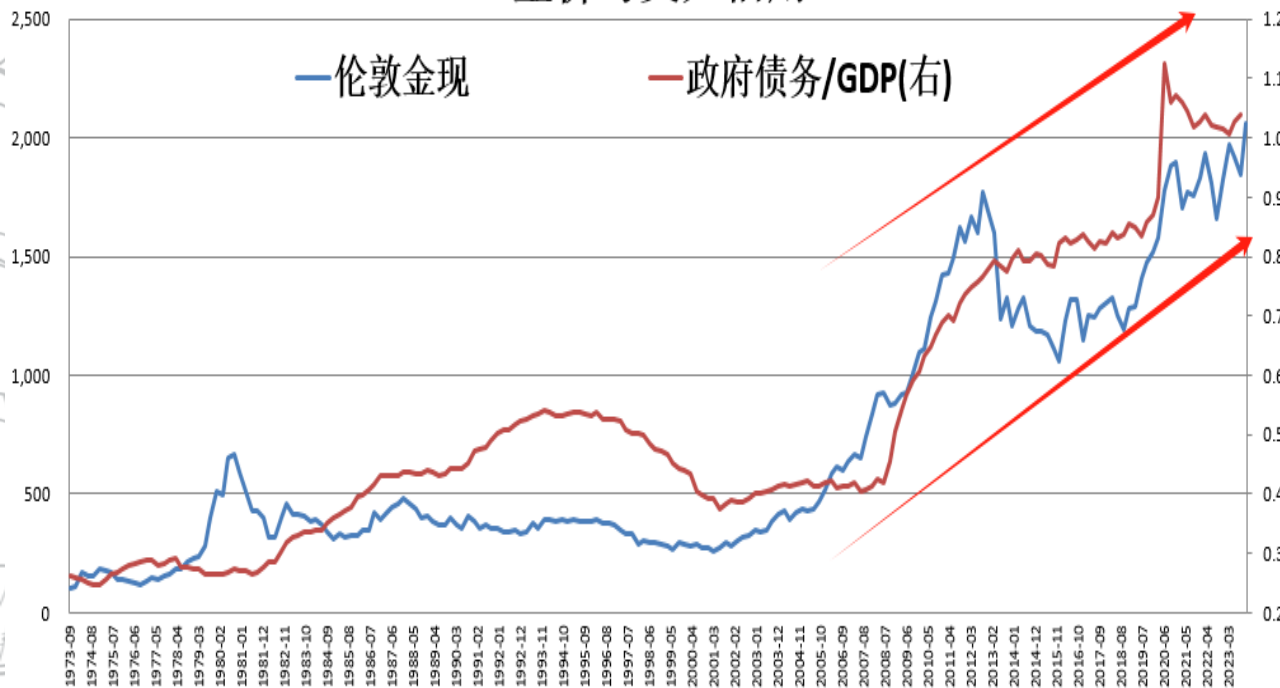
全球央行黄金储备情况



从黄金的货币属性来看，大周期依然向上

►短期看，美国债务的新债换旧债模式，允许美国债务存量远超GDP水平，因美国政府的实际成本仅为与利率水平挂钩的利息支出。但长周期看，当美政府债务/GDP超出一定规模或增长过快时，容易造成美债以及美元信誉的下滑。根据美国财政部公布的数据显示，截止2023年底，美国未偿还公共债务已经突破34万亿美元；美国没收俄罗斯外汇储备之举也促使外国投资者转向黄金

金价与美元信用

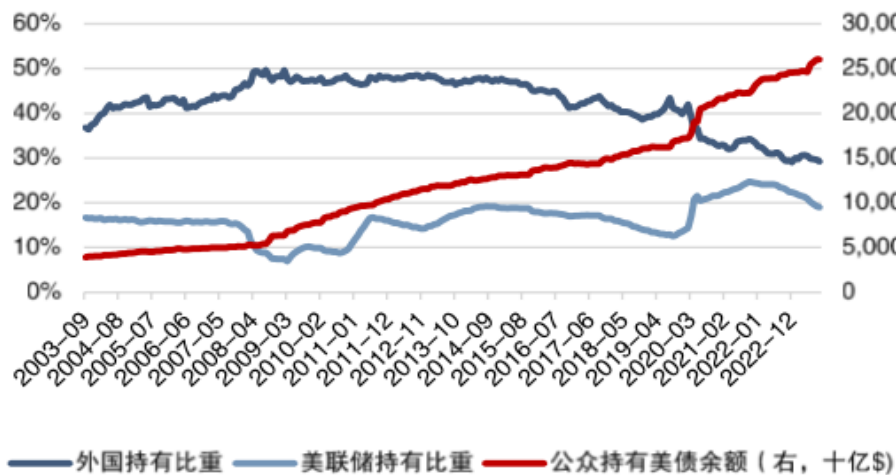


►长期看，当美政府债务/GDP走高时，反映的是美政府债务可持续性和偿债能力的下滑以及美元信誉的下降，从而利多黄金估值上移。

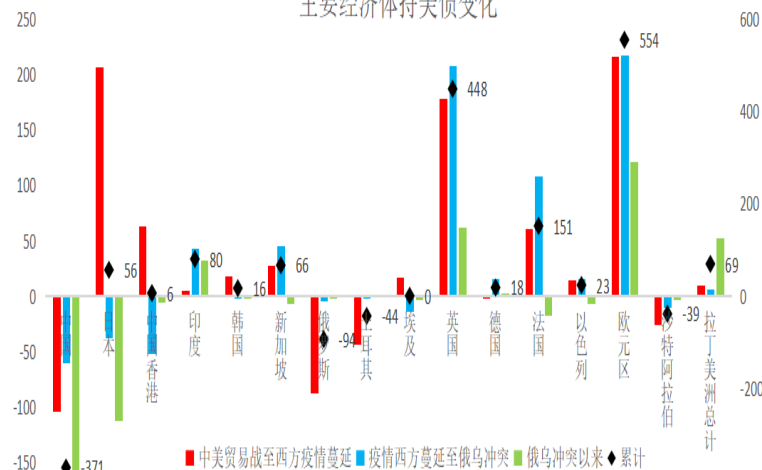
从黄金的货币属性来看，大周期依然向上

➤对海外央行而言，其外汇储备价值易受美联储利率及美债供应量的波动而波动，同时需考虑地缘政治风险下的外汇储备安全性问题。对于美联储而言，美债持有规模受到美联储货币政策决策、或更深层次政治因素考虑。对于海外央行及美联储以外美债公众持有方而言，其美债需求受美债偿付能力对标的信用等级及风险补偿等因素影响。

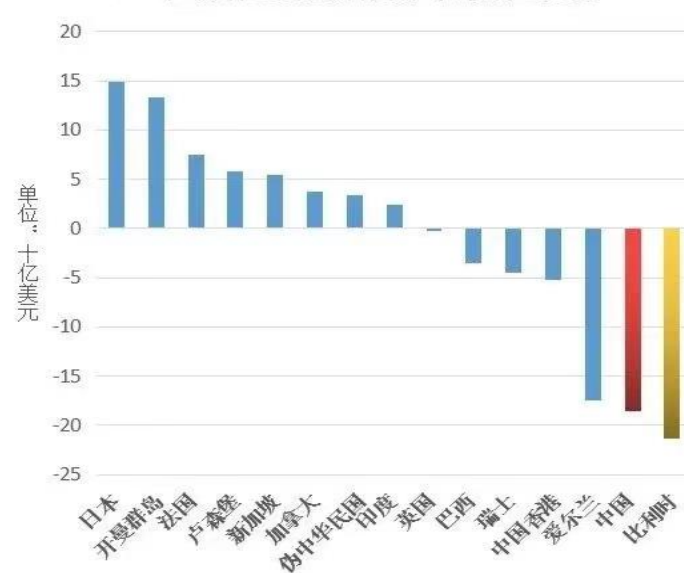
美联储缩表及外国投资者对美债需求下滑



主要经济体持美债变化



2024年1月各主要经济体美国国债持仓变化

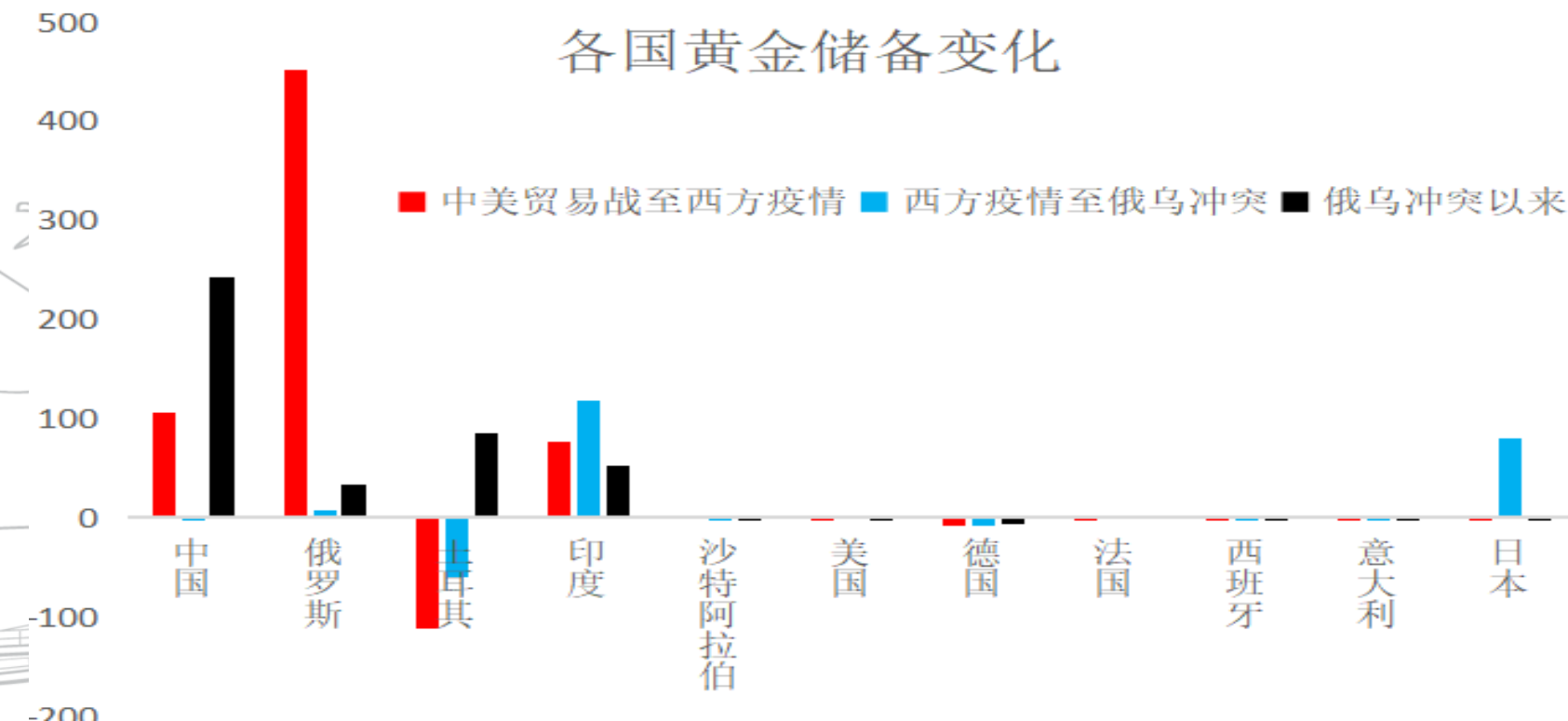


➤由于美国财政部的长期财政扩张加深财政赤字，美政府债务规模持续膨胀。逆全球化下，海外对美元资产的态度出现了分化。例如美债对外国持有者的吸引力从2012年后不断下滑，美国债务货币化的趋势，亦进一步加快全球央行去美元化进程。

➤中美贸易战、疫情、俄乌冲突，对于美元资产具有典型的地缘特征，西方国家对于美债大幅增持，但中、俄、土等国家明显减持。

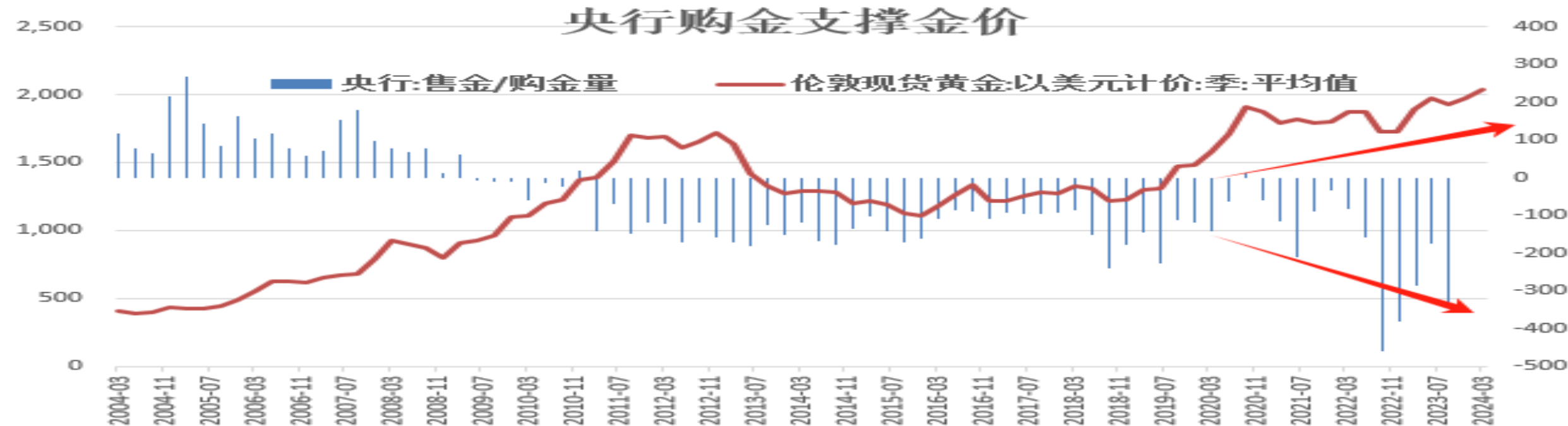
从黄金的货币属性来看，大周期依然向上

➤长期看，随着美债/GDP比重上升，美债信用和吸引力必然下滑。美联储若采取了宽松货币政策支撑财政扩张，一旦美国通胀输出的难度上升，则将加剧美国国内通胀问题，进而削弱美元信用并利多黄金； 美联储若扮演其本身应该承担的中立角色，则美债供给增加而需求下滑之下，加剧美债发行难度和发债成本，从而削弱美财政部的职能并增加美债偿债成本、甚至美债违约风险，这同样不利于美元信用的维系，并利多金价。



➤欧洲国家对黄金的配置增长几乎为零，日本在中美贸易冲突后增持，但在俄乌危机之后没有变化，印度也在不断增持黄金。黄金配置和美元配置具有显著的地缘关系特征。

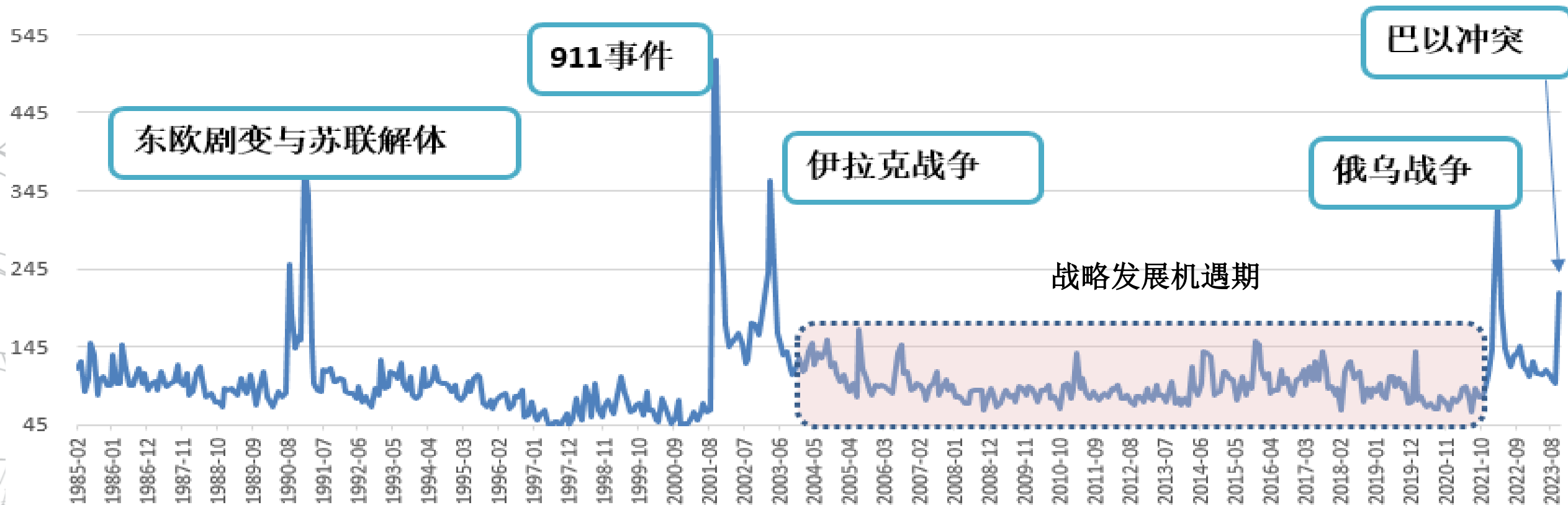
从黄金的货币属性来看，央行购金行为支撑金价



►据世界黄金协会发布的《2023年央行黄金储备调查》显示，相较于之前，各国央行对美元未来作用的想法更加悲观，但对黄金未来作用的想法更加乐观。受访的62%央行表示黄金将在总储备中占据更大的份额，较2022年的46%有显著增长。此外，70%的受访央行认为未来12个月黄金储备将增加，较2022年增加10个百分点。

►黄金作为避险资产和价值储备手段，在全球经济和金融市场不确定性增大的背景下，将继续发挥重要作用。各国央行可能会继续关注黄金市场的动态，并适时调整其黄金储备策略，以应对潜在的风险和机遇。随着国际货币体系的发展变化，黄金的战略意义仍将继续显现。

地缘政治风险指数



- 目前出于全球旧秩序逐渐瓦解，但新秩序又尚未完全形成的过程当中，全球大秩序的切换以及国际货币切换过程中，全球的风险偏好将一直面临冲击的多样性，黄金是未来数十年级别都需要重视的资产，因此我们是战略级别趋势看多黄金。

相对估值角度：黄金等商品相对权益资产极具配置价值



数据来源：Wind

相对估值角度：黄金等商品相对权益资产极具配置价值



►近年来大宗商品价格相对于权益市场达到了50年来低点，过去当比值达到这一水平时，大宗商品的超级周期就开始了。

相对估值角度：黄金等商品相对权益资产极具配置价值

权益市场估值明显偏高



供需角度:

►与传统商品供需定价模型不同的是，黄金供需对黄金价格影响极其有限，主要因其特殊的需求结构，以及稳定供给之下，庞大的库存存量。

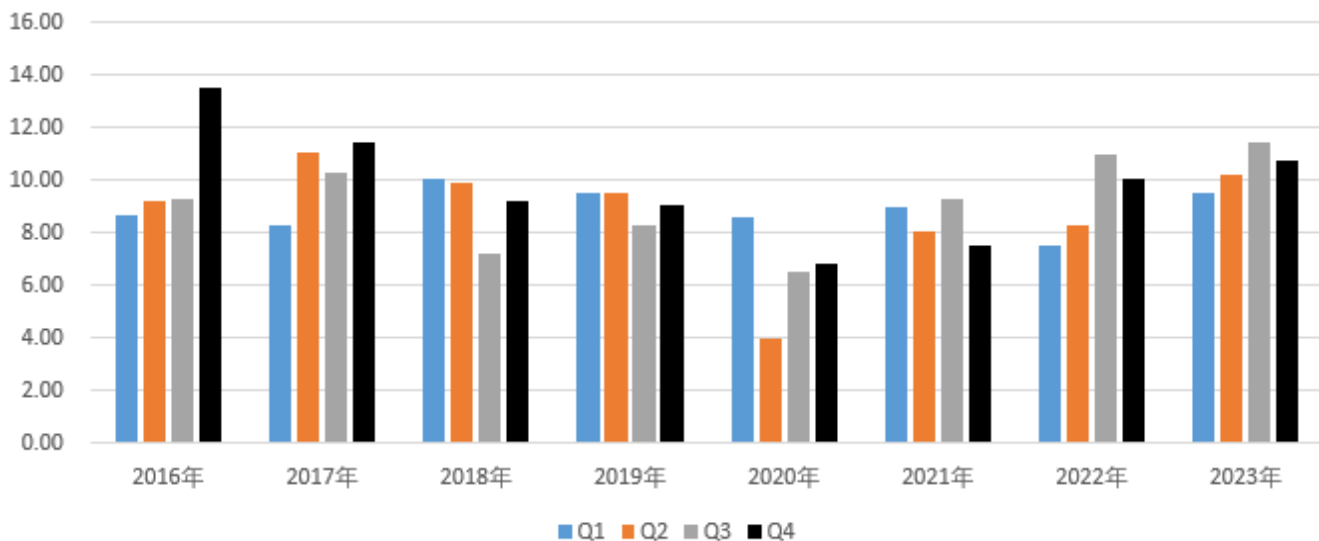
►根据世界黄金协会公布的全球黄金供需平衡表显示，黄金需求整体23年相比22年减少5.3%。虽ETF投资需求继续下滑，但实物投资、珠宝首饰消费以及央行购金仍助推需求走高。

Gold supply and demand

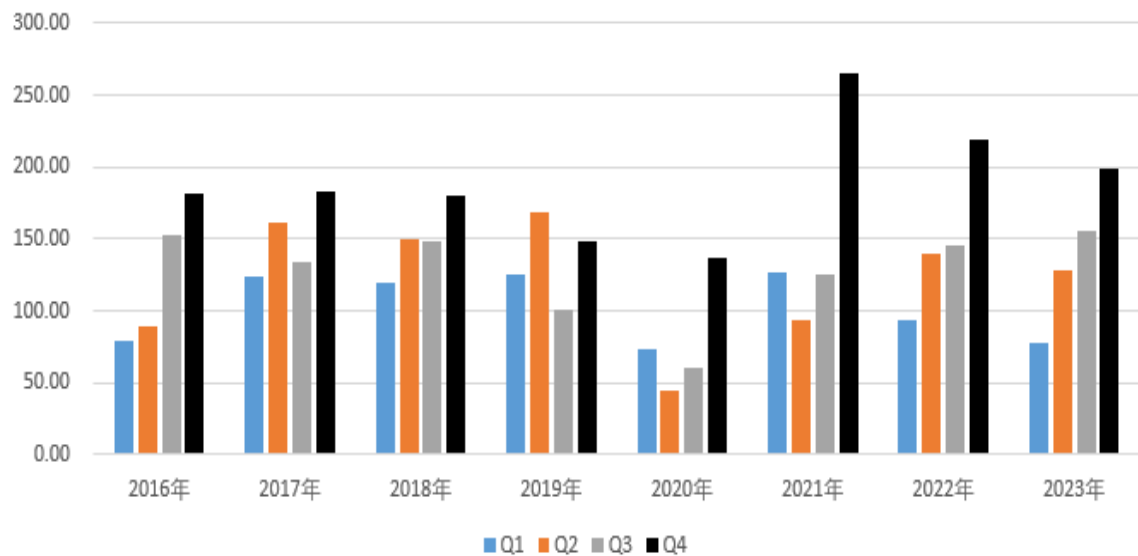
	2022	2023		Annual y/y % change	Q4'22	Q4'23		Quarterly y/y % change
Supply								
Mine production	3,624.8	3,644.4	▲	1	946.7	930.8	▼	-2
Net producer hedging	-13.1	17.0	▲	-	-13.6	-22.3	▲	-
Recycled gold	1,140.1	1,237.3	▲	9	290.7	312.9	▲	8
Total Supply	4,751.9	4,898.8	▲	3	1,223.8	1,221.4	▼	0
Demand								
Jewellery fabrication	2,195.4	2,168.0	▼	-1	601.9	581.5	▼	-3
Jewellery consumption	2,088.9	2,092.0	▲	0	627.9	621.6	▼	-1
Jewellery inventory	106.5	75.4	▼	-29	-26.1	-40.0	▲	-
Technology	308.7	297.8	▼	-4	72.1	80.6	▲	12
Electronics	252.0	241.3	▼	-4	57.9	65.9	▲	14
Other Industrial	46.5	47.1	▲	1	11.7	12.3	▲	5
Dentistry	10.3	9.5	▼	-8	2.4	2.4	▼	-3
Investment	1,113.0	945.1	▼	-15	247.4	258.3	▲	4
Total bar and coin	1,222.6	1,189.5	▼	-3	336.6	313.8	▼	-7
Bars	802.7	775.9	▼	-3	222.2	221.1	▼	0
Official coins	320.9	297.1	▼	-7	85.5	60.3	▼	-30
Medals/Imitation coins	98.9	116.5	▲	18	28.9	32.4	▲	12
ETFs & similar products	-109.5	-244.4	▼	-	-89.2	-55.6	▲	-
Central banks & other inst.	1,081.9	1,037.4	▼	-4	382.1	229.4	▼	-40
Gold demand	4,699.0	4,448.4	▼	-5	1,303.4	1,149.8	▼	-12
OTC and other	52.8	450.4	▲	753	-79.7	-71.5	▲	-
Total Demand	4,751.9	4,898.8	▲	3	1,223.8	1,221.4	▼	0
LBMA Gold Price (US\$/oz)	1800.09	1940.54	▲	8	1,725.9	1,971.5	▲	14

供需角度:

土耳其:消费量:黄金:珠宝首饰



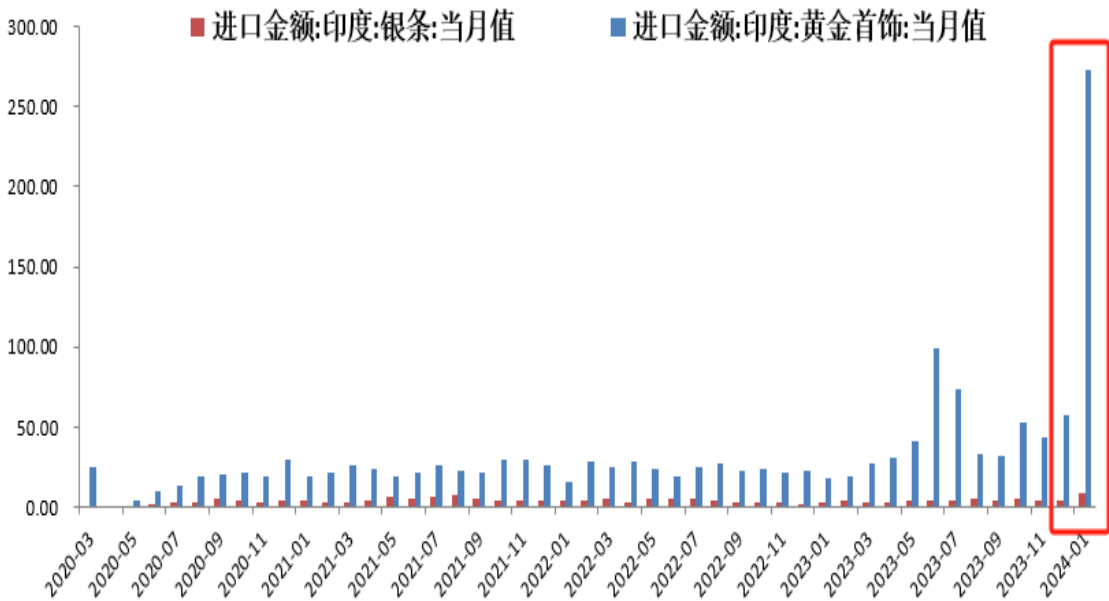
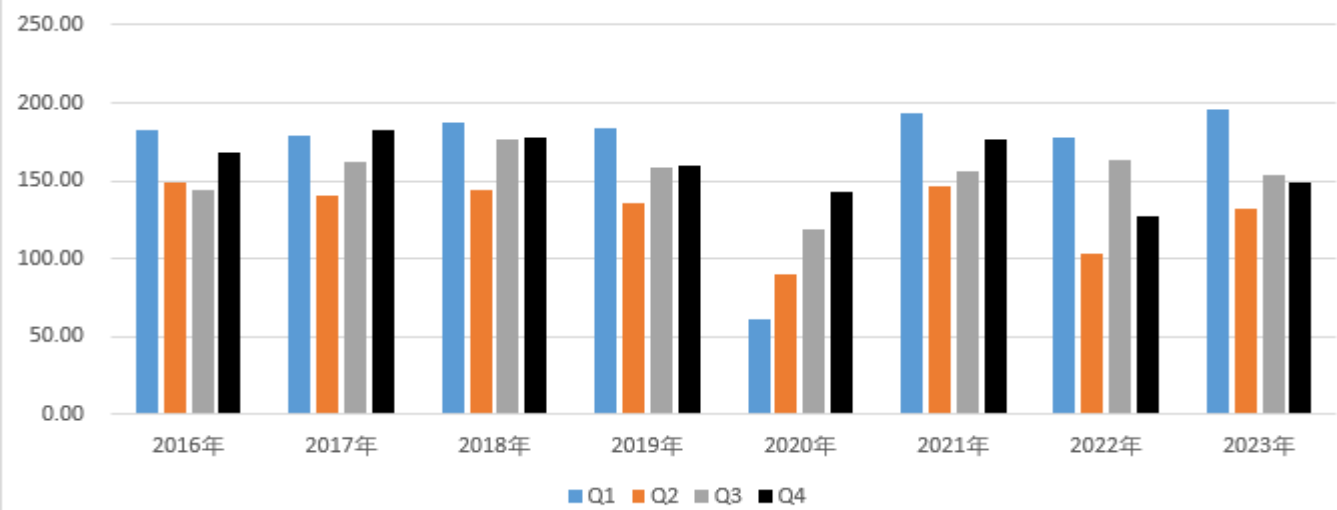
印度:消费量:黄金:珠宝首饰



►黄金需求主要分为珠宝首饰需求、投资需求、央行需求以及工业需求四大块。珠宝首饰需求占比通常最大，四季度全球珠宝首饰消费环比增加7.5%，主要因主力军中印需求明显增加；投资需求波动相对灵敏，其中ETF投资在欧美高利率下继续净流出，但金条金币类投资需求环比改善；央行需求最近几年持续增长，增持主力主要来自中国、印度、土耳其等西方外国家；工业需求总体占比较低，对黄金需求影响较小。

供需角度:

中国:消费需求量:黄金:珠宝首饰



- 中国“龙年”主题的金饰产品往往带有吉祥寓意，2024年初至今一直为金饰销售提供强力支撑。
- 央行的购金热，加上国内主要资产表现疲软，激发了个人投资者对黄金的兴趣。
- 从国内实际消费情况来看，黄金市场近段时间延续了以往春节前后黄金热销的趋势，这是在金价居高不下的情况下出现的持续购买热潮。这意味着，以往春节过后的3、4月购买黄金步入淡季、价格阶段性回落的定律正在被打破。

- 全球面临三大趋势：地缘政治格局的重塑；全球供应链面临重构；海外滞胀短期恐难消除，趋于长期化；
- 美国经济软着陆成共识，无“近忧”有“远虑”，24年经济前高后低；欧洲经济有“近忧”无“远虑”，24年经济前低后高；
- 美联储加息周期结束即将进入降息周期，年内降息基本确定，降息时点及幅度仍有变数，放缓缩表进入视野；后续可能存的风险点是，美联储在美国经济韧性较强的情况下开启降息，可能会带来潜在的二次通胀风险，进而对市场产生负面影响，后续需要密切跟踪通胀、就业情况。从商品角度看，降息周期的将开启+再通胀交易和制造业景气改善对海外定价的商品有支撑，支撑重心上移；
- 美元大周期转向，但美国经济依然表现的韧性令市场从通胀逻辑转向经济逻辑，欧洲经济弱于美国，仍对美元形成一定的支撑；美元以及美债收益率拐点基本已经确认；重点关注欧央行与日本央行动作可能产生额外扰动；
- 国内经济向好的趋势没有改变，确定央行加杠杆稳经济模式，重点关注政策落地情况，二季度降准、降息均会出现，不排除后续再度调整赤字可能。
- 商品方面，大宗商品可能迎来新的超级周期，重点品种关注黄金、铜、原油、铅等商品；

► **短期看**，进入3月以来，美国经济数据不及预期，重燃美联储6月降息的乐观情绪；可能成为下一任联储主席的理事沃勒提出的反向扭转操作的观点提振市场对于美联储除降息以外实施数量型宽松货币政策的期待；年后市场避险情绪也是此起彼伏，从俄乌冲突延续、巴以新一轮冲突再起、红海危机加剧、美国大选的不确定性和美国中小银行危机担忧不断。经济基本面，美国经济现转弱迹象，联储即将开启降息周期，美国实际利率和美元压制在逐渐转向，金价24年将不断刷新新高；短期连续暴涨后，存在调整可能，预计回调空间可能有限，回调仍应视为中长期逢低布局多机会。

► **中周期看**，美联储24年步入降息周期，10年美债收益率重心下移，黄金价格重心总体上抬。逆全球化背景下，地缘冲突频发，美元信用体系摇摆，叠加大选年避险需求升温。而美联储降息节奏以及美通胀数据的短期反弹，影响的是黄金价格年内波动节奏；相对价值看，当前黄金等商品相比权益资产也是更有配置价值，以标普500为代表的权益市场估值偏高；

► **长周期看**，美元信用冲击是金价的核心驱动力。美国债务挑战和金融霸权动摇全球对美元信心，全球的去美元化趋势已经不可忽视。长期角度美元信誉下滑，将推动央行外汇储备结构的调整（黄金和非美元货币在全球外汇储备中的比重上升），黄金作为硬通货配置价值凸显，将支撑黄金大周期重心向上；

► **战略级别，看多黄金**，目前出于全球旧秩序逐渐瓦解，但新秩序又尚未完全形成的过程当中，全球大秩序的切换以及国际货币切换过程中，全球的风险偏好将一直面临冲击的多样性，黄金是未来数十年级别都需要重视的资产，因此我们战略级别趋势看多黄金。

► **未来一些潜在风险事件同样可能支撑金价**：（1）美债供需失衡风险，加剧债市恶性循环，可能引爆发行主体债务危机；（2）日本央行的货币政策紧缩风险，24年日本央行加息几成定局，这对于全球流动性可能造成巨大冲击，并存在引发金融市场动荡，甚至引爆金融风险可能；（3）美国银行业风险；（4）地缘政治风险；

李明玉 执业资格号：F0299477

投资咨询资格号：Z0011341

创新服务 价值共享

一切为了提升客户盈利能力
一切为了优秀员工持续成长

免责声明：

本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，投资咨询业务许可证号**32090000**）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者投资咨询建议。