

人民币黄金突破新高，上半年维持看好 金价

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

我们看好上半年金价，基于美国可能进入类滞涨或再通胀的逻辑环境。

1) 特朗普的关税、移民政策具备通胀性，CPI 粘性主要来自核心通胀，通过控制能源价格来削减通胀的效果有限。2) 驱逐非法移民或带来就业数据走低，美国经济尚处于复苏初期，美联储可能陷入两难，降息周期仍将延续。3) 11 月以来的“特朗普交易”定价远端增长，进而带来美元信用的修复预期，但上半年随着关税、移民等政策的冲击，美元和美债收益率或呈现触顶回落，黄金价格上方压力减轻。

宏观研究组

研究员：
朱善颖

从业资格号 F03138401
投资咨询号 Z0021426

摘要：

1 月 20 日以来，伴随着特朗普就任，贵金属市场波动放大，人民币黄金小幅调整后创历史新高。就任前中美元首的通话互动，缓和市场对冲突的预期，以及就职宣言集中内政、忽略关税，带来黄金的小幅调整。但随着特朗普就任后，接连发布对墨西哥、加拿大及中国的关税计划，黄金重回涨势，人民币黄金突破新高。

我们看好上半年金价，基于美国可能进入类滞涨或再通胀的逻辑环境，原因主要来自以下三点：1) 特朗普的关税、移民政策具备通胀性，当前 CPI 粘性主要来自核心通胀，通过控制能源价格来削减通胀的效果有限。2) 驱逐非法移民或带来就业数据走低，美国经济尚处于复苏初期，美联储可能陷入两难，限制货币政策边际收紧的力度。此外，特朗普的低利率倾向、高额的美债规模和付息压力、以及高利率对融资活动的限制，都对美联储行为形成制约，降息周期仍将延续。3) 11 月以来的“特朗普交易”定价远端增长，进而带来美元信用的修复预期，但上半年随着关税、移民等政策的冲击，美元和美债收益率或呈现触顶回落，黄金价格上方压力减轻。

特朗普政策组合具备通胀属性。根据 PII E 测算，关税对通胀的影响会在 2025 年最突出，长期中随着美联储的调控逐渐回归正常区间。若对所有贸易伙伴加关税 10%，可能带来 2025 年 0.6% 的通胀上行。考虑到 2018 年的案例，若仅考虑对中国加关税 60%，可能带来 2025 年美国 0.4% 的通胀上行。美国境内目前约 1500-2000 万非法移民，其中约 830 万在特朗普的驱逐目标清单上，参考 1956 年艾森豪威尔对 130 万移民的驱逐影响，结论显示，至 2028 年劳动力供给分别减少 0.8%、5.1% (1.3m vs 8.3m)，基于劳动力减少的路径，若驱逐 130 万移民，2025 年 GDP 增速将下降 0.2%。驱逐移民对通胀影响存在两面性，但劳动力缺失推动的通胀上行预计超过需求缺失带来的通缩影响，考虑到美联储在此间的干预和平衡，预计 2025 年通胀上行 0.35%。特朗普在就职宣言中，提出将大力发展钻探、降低能源价格，以此控制通胀。在奥巴马和特朗普 1.0 任期中，能源上行的确对通胀产生了较大影响，但 2024

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

年以来随着原油价格的震荡回落，能源和核心商品不再是通胀上行的主要原因，核心服务成为通胀中黏性最强的部分，通过能源手段控制通胀的效果有限。

经济与通胀再权衡，美联储仍处于降息周期。 美联储 12 月议息会议将联邦基金目标利率下调 25BP 至 4.25-4.50% 区间，点阵图显示美联储对 2025 年降息幅度有所收紧，一度引发市场对美联储转鹰的预期交易。但美国目前尚处于复苏初期，制造业 PMI 位于荣枯线之下，12 月零售数据再度走低，驱逐非法移民可能对就业数据带来扰动，而更利好内生增长的 TCJA 及延续，时序上可能在下半年落地，上半年美联储在经济和就业的天平中面临重新权衡，降息周期仍将延续。此外，特朗普的低利率倾向、高额的美债规模和付息压力、以及高利率对融资活动的限制，都将对美联储的收紧行为形成制约。

美元“信用修复”的压制放缓。 11 月以来的“特朗普交易”定价远端增长，进而带来美元信用的修复预期，美元指数和实际利率持续走高，在趋势上对金价形成压制。随着特朗普就任，美债期限溢价出现回落，美元指数和美债收益率均出现触顶回落的迹象，上半年在美联储降息路径下，预计仍有继续回落的空间，对黄金价格的趋势性压制放松。

长期在去美元化进程及美国信用超发的趋势下，看好黄金的价格重心趋势性上移，黄金具备长周期配置价值。

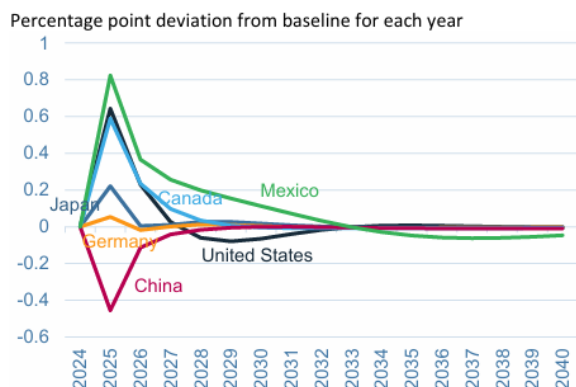
去美元化下的央行购金有望支撑金价中枢。 2016 年以来美元在全球外汇储备中占比逐渐走低，2020 年下半年后下降趋势进一步加强。与此对应的是，全球央行和 ETF 的黄金储备持仓稳步提升，与黄金的长期中枢抬升保持一致。中国央行在 2024 年二、三季度中暂缓购金，但 11 月已经重启购金进程，并在 12 月加量购买。央行近两年的集中购买，形成黄金需求曲线的事实性外移，对金价形成了较好的托底作用。长期来看，美国优先的主张将进一步加深逆全球化，非美国国家在外汇储备中有继续增持黄金的需求，中、印等新兴经济体黄金外储占比较低，增持空间仍然较大。

削减支出途径有限，信用超发趋势难以根本性逆转。 美国新任财政贝森特曾提出“3-3-3”主张，并在任前的听证会中，提出整顿财政秩序、削减支出、控制赤字的主张。但目前实现路径上，除 DOGE 计划表现出的雄心壮志外，并未有可行性措施公布。根据 2023 年数据，美国财政支出中，强制性支出已经达到 61%（社保、医保、医疗补助、收入保障、退休福利等），自由裁量支出为 28%（国防占比 47%），利息支出占比达到 11%。削减强制性支出需要通过国会立法，且特朗普承诺不会削减其中最大的构成项社保和医保，自由裁量支出调整难度相对较低，但其中占比近半的国防支出难以削减，利息支出可能受益于降息而有所缩减，综合来看支出削减空间有限。海外研究机构对削减开支同样缺乏信心，根据 CRFB 预测，2026 年至 2035 财年美国债务总额将增加 7.75 万亿美元，至 2035 年债务总额占 GDP 的比重最高可达到 161%，中性水平也将达到 143%，较当前 126% 的占比水平继续走高。

我们预计黄金价格中枢将波动上移，建议在上半年对黄金维持多头思路，美元黄金有望冲击 3000 美元，人民币黄金受益于汇率预期，看高一线至 700 元，建议逢低参与配置，但需注意特朗普政策善变带来的波动。

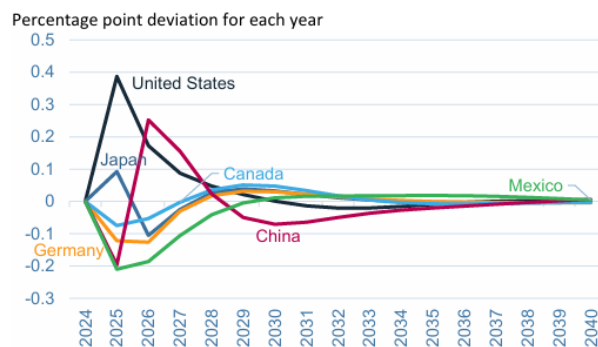
风险提示： 美联储货币政策变化；特朗普政策变化。

图表1：无差别加关税 10%对美国通胀影响



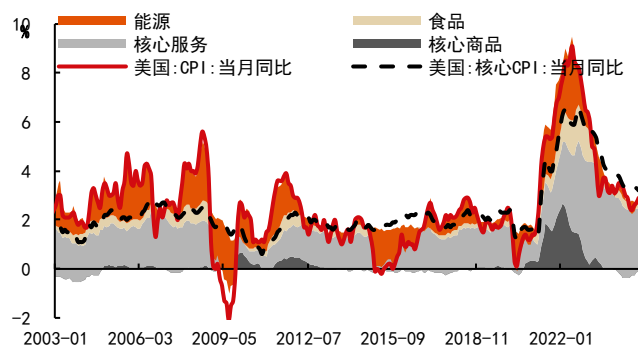
资料来源：PIIE、中信期货研究所

图表2：对中国加关税 60%对美国通胀影响



资料来源：PIIE、中信期货研究所

图表3：能源对美国 CPI 影响降低



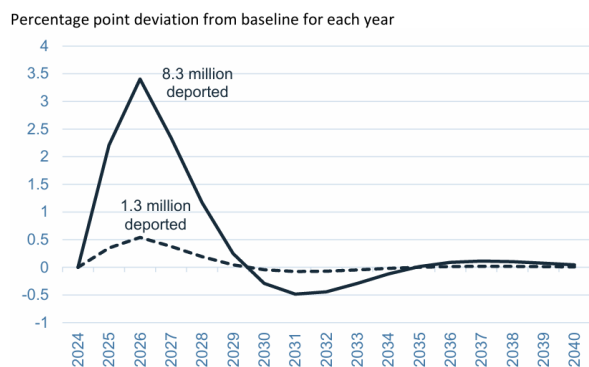
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表4：FedWatch 降息预期

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%	0.5%	99.5%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	28.2%	71.6%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	7.3%	39.2%	53.5%
2025/6/18	0.0%	0.0%	2.9%	19.8%	44.8%	32.5%
2025/7/30	0.0%	0.5%	5.5%	23.7%	42.9%	27.5%
2025/9/17	0.1%	1.7%	9.9%	28.3%	39.2%	20.9%
2025/10/29	0.3%	2.8%	12.4%	29.8%	36.6%	18.0%
2025/12/10	0.7%	4.2%	15.0%	30.8%	33.9%	15.3%

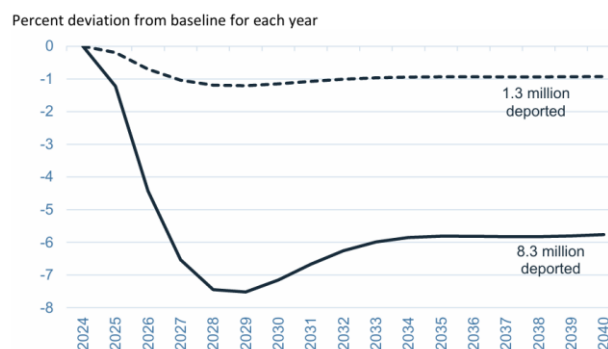
资料来源：CME、中信期货研究所

图表5：驱逐非法移民影响通胀：1.3M vs 8.3M



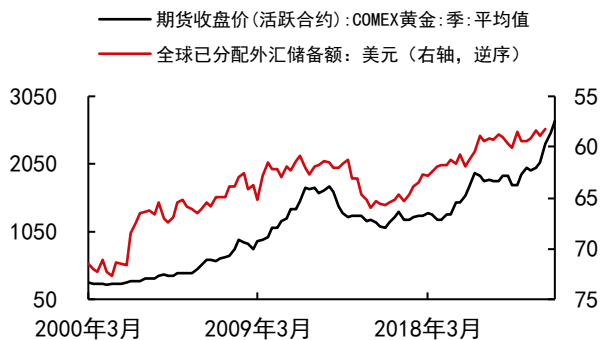
资料来源：PIIE、中信期货研究所

图表6：驱逐非法移民影响 GDP：1.3M vs 8.3M



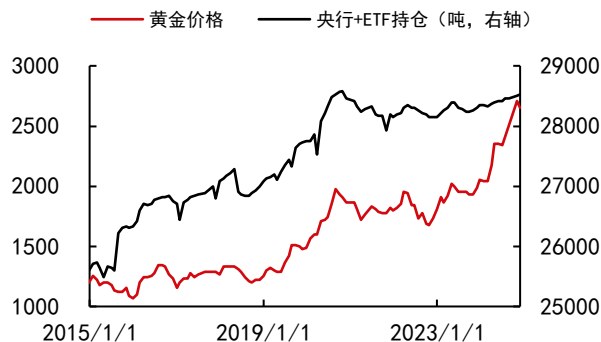
资料来源：PIIE、中信期货研究所

图表7：美元在外汇储备中占比持续走低



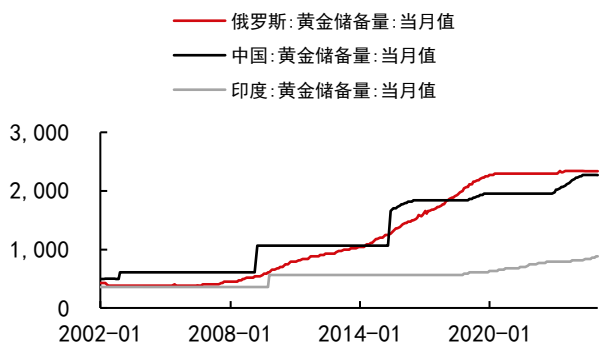
资料来源: Wind、中信期货研究所

图表8：黄金 ETF+央行储备持续走高



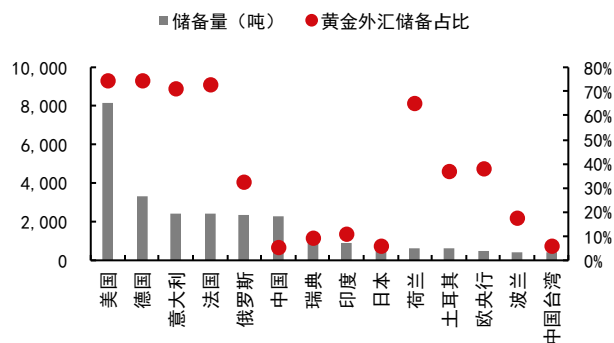
资料来源: Wind、中信期货研究所

图表9：俄罗斯、中国、印度央行是主要购买力量



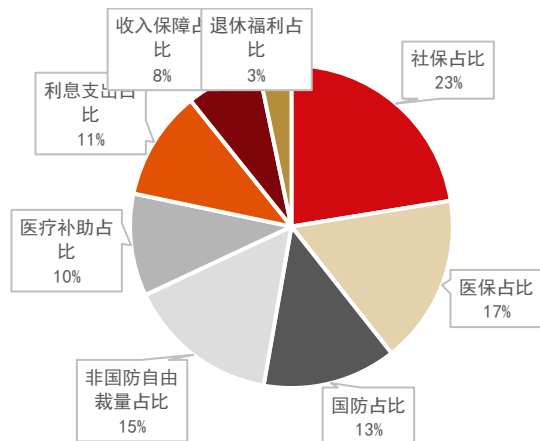
资料来源: Wind、中信期货研究所

图表10：新兴市场黄金外汇储备占比仍然较低



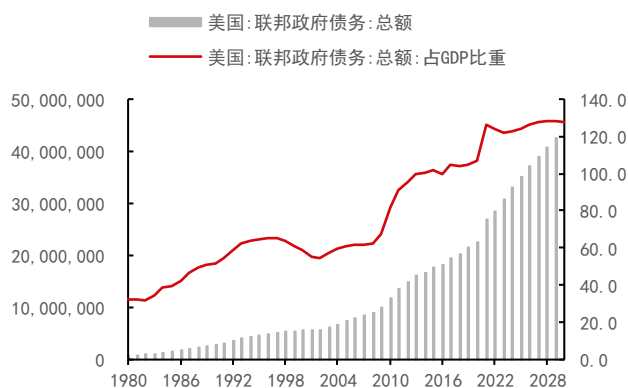
资料来源: Wind、中信期货研究所

图表11：美国主要财政支出分项占比（2023 年）



资料来源: Wind、中信期货研究所

图表12：美国联邦政府债务占 GDP 比例变化



资料来源: 同花顺、中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>