

新高之后，黄金如何演绎

中信期货研究所 宏观与国际研究部

朱善颖

从业资格号：F3056728
投资咨询号：Z0014122

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。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

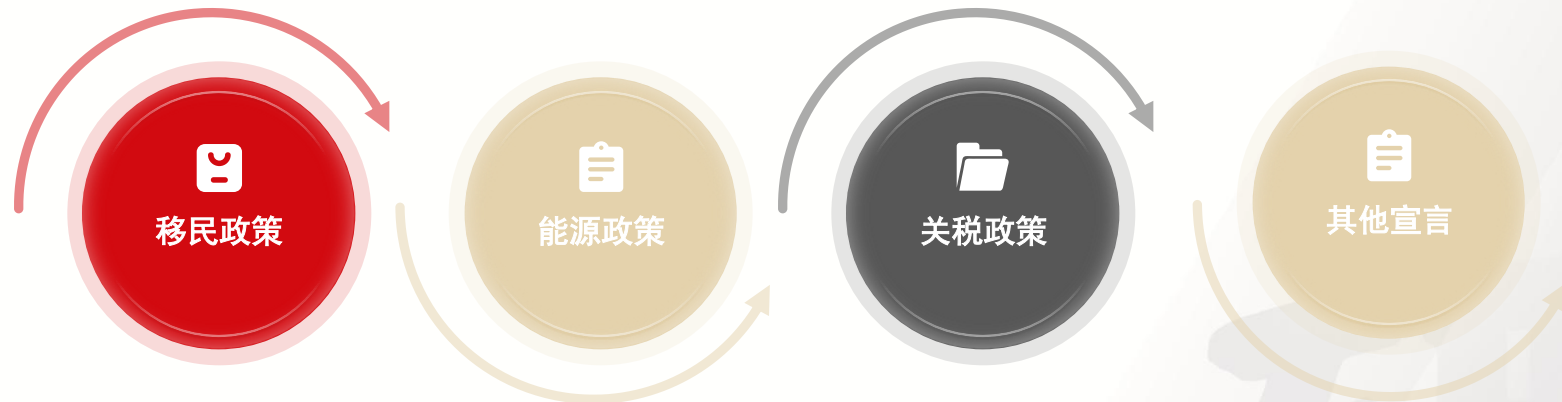
黄金近半年行情回顾



2024/07/24-2025/02/14(146日) ▼



特朗普2.0的新政宣言：移民、关税率先落地



宣布南部边境进入国家紧急状态，停止非法入境，把数百万犯罪外来人员遣返回其来源地。恢复“留在墨西哥”政策，结束“抓捕后释放”的做法。派遣军队到南部边境，以阻止对国家的灾难性入侵。

宣称通货膨胀危机是由于大量超支和不断攀升的能源价格引起的。将大力发展钻探、降低价格，将美国能源出口到全世界。结束绿色新政，撤销电动车强制令，以拯救美国传统汽车工业。

成立对外税务局，用于征收所有的关税、税金和收入，对外国征收关税和税收以使美国公民受益。考虑将在2月1日前对墨西哥和加拿大征收25%的关税。考虑2月1日起对中征收10%关税。

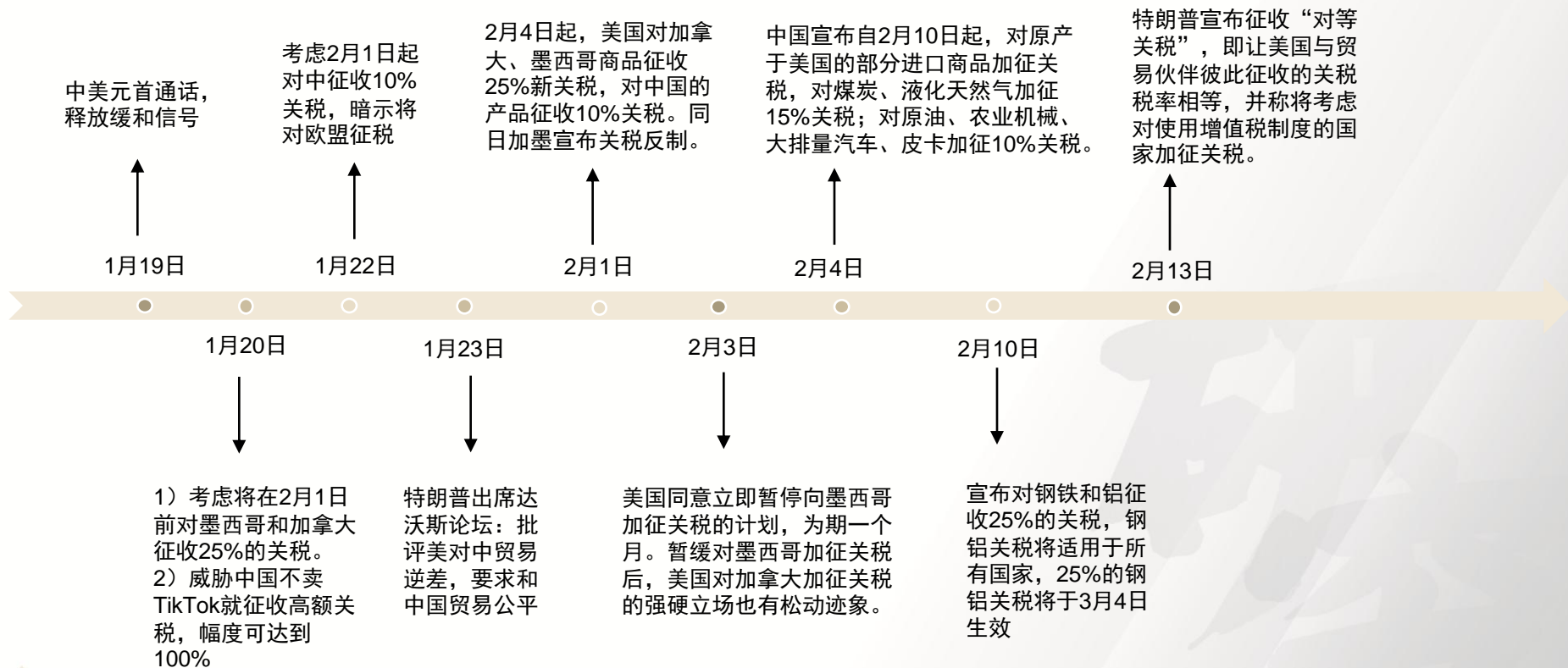
1) 提出设立政府效率部；2) 宣称回复言论自由；3) 规定只有两个性别；4) 保护军人薪酬福利，打造世界上最强大的军队，但重申和平缔造者身份；5) 收回巴拿马运河控制权，改名墨西哥湾为美国湾。

资料来源：Wind，中信期货研究所

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。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。



美国关税壁垒实施进展



资料来源：Wind，中信期货研究所



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。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

关税带来黄金的库存转移及价差扩大

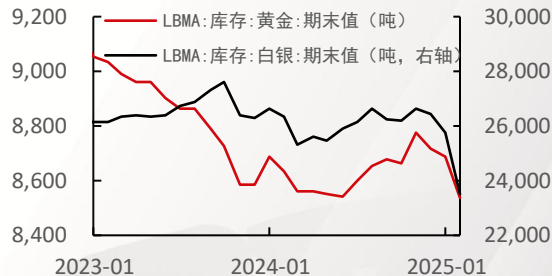


- 基于对美国加征关税的担忧，2024年12月开始伦敦市场的贵金属大量向美国转移，LBMA现货库存走低，COMEX金银库存在近两月快速上行。
- 美国短期对贵金属的进口热，体现为COMEX-LBMA价差于1月快速走高。
- 伦敦市场黄金的流出，带动贵金属现货阶段性紧缺，黄金租赁利率飙升，提升了市场对“软逼仓”的忧虑，情绪上起到了一定的助推作用。

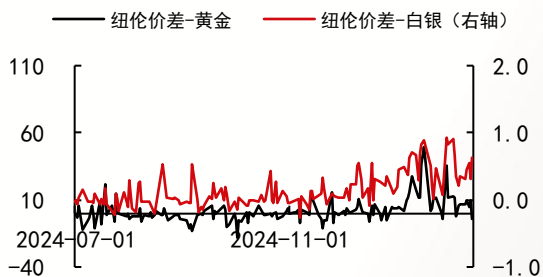
Comex贵金属库存



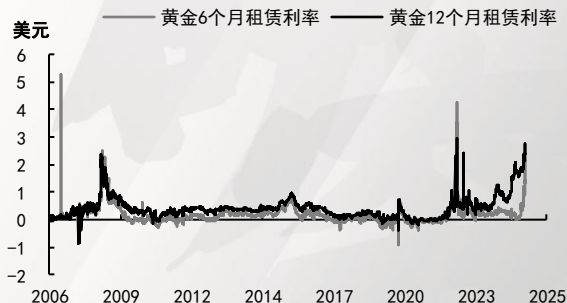
LBMA贵金属库存



COMEX-LBMA价差变动



黄金租赁利率飙升



资料来源：Wind，中信期货研究所

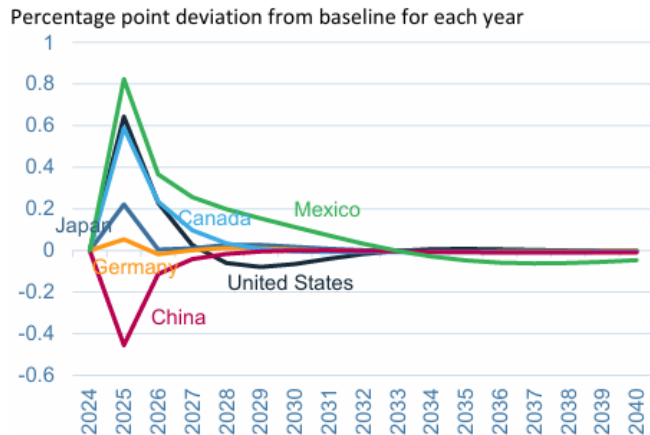
重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。



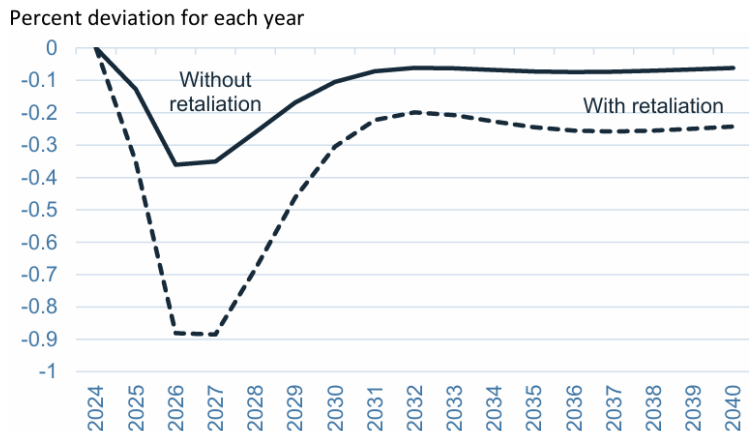
平均10%关税壁垒：通胀上行vs经济走低



对通胀影响（无差别加关税10%）



对美国GDP影响（无反制vs有反制）



- 根据PIIE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。
- 关税对经济产生负面影响，若对所有贸易伙伴加关税10%，在不遭遇贸易伙伴反制的背景下，2026年将带来0.36%的GDP下行，关税反制和贸易战开启将会带来更大的负面影响。

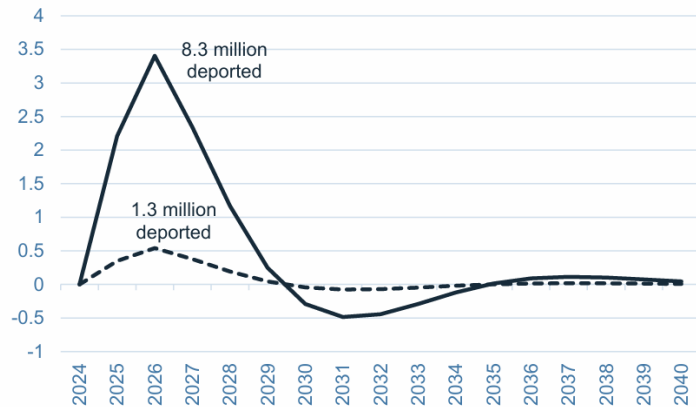
资料来源：PIIE，中信期货研究所

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。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

驱逐非法移民：通胀上行vs经济走低

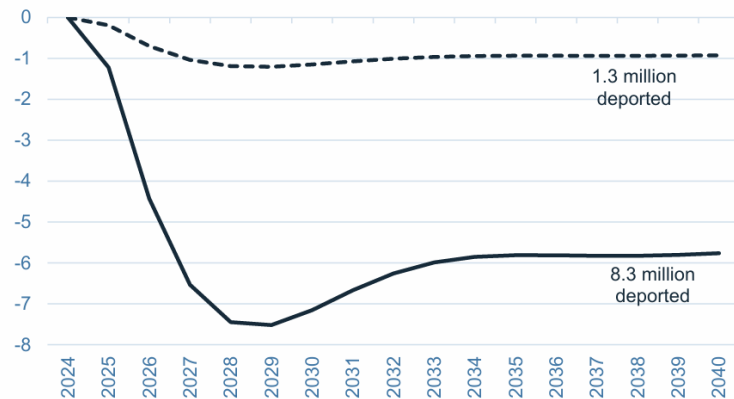
驱逐非法移民影响通胀：1.3M vs 8.3M

Percentage point deviation from baseline for each year



驱逐非法移民影响GDP：1.3M vs 8.3M

Percent deviation from baseline for each year



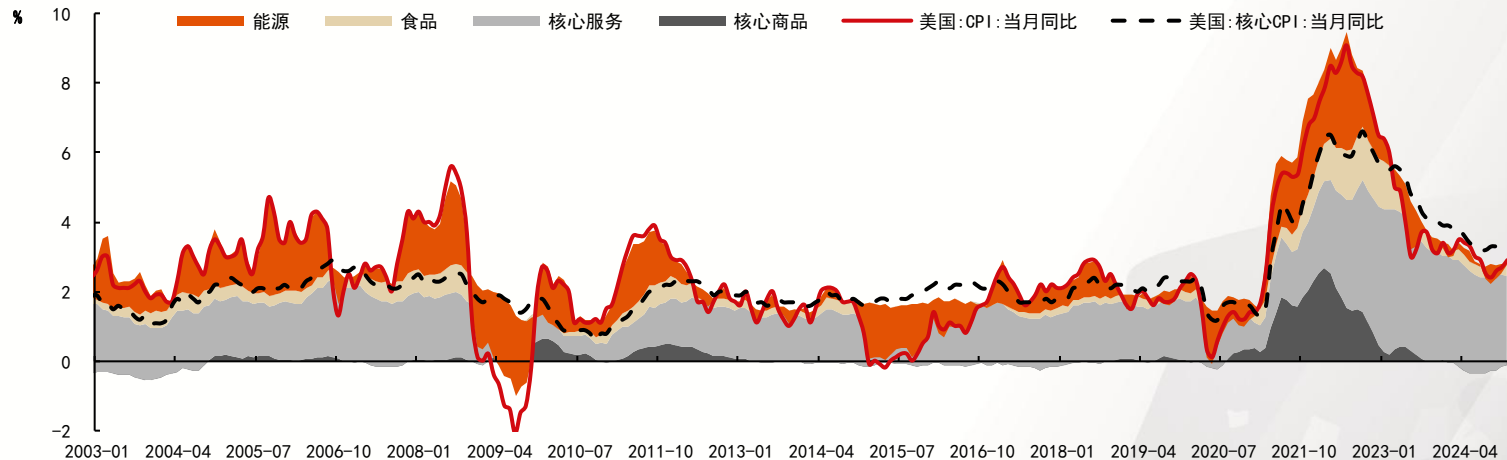
- 根据PIIE数据，美国境内目前约1500-2000万非法移民，其中约830万在特朗普的驱逐目标清单上，参考1956年艾森豪威尔对130万移民的驱逐影响，结论显示，至2028年劳动力供给分别减少0.8%、5.1%（1.3m vs 8.3m），基于劳动力减少的路径，2025年GDP增速将下降0.2%、1.2%（1.3m vs 8.3m）。驱逐移民对通胀影响存在两面性，但劳动力缺失推动的通胀上行预计超过需求缺失带来的通缩影响，考虑到美联储在此间的干预和平衡，预计2025年通胀上行0.35%、2.25%。

资料来源：PIIE，中信期货研究所

能源价格回落利于抗通胀，但影响有限



美国CPI细分驱动



- 奥巴马、特朗普1.0任期中，通胀的大幅上行受能源影响大，但2024年以来随着原油价格的震荡回落，能源项对通胀的影响逐渐降低。
- 当前能源和商品已经不是物价上涨的主要动力，核心服务才是通胀中黏性最强的部分，是当前美国通胀的核心矛盾。

资料来源：Wind，中信期货研究所

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。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

12月议息会议美联储上调通胀预期，口风鹰派



12月议息会议对经济指标的预测

Percent

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

- 相较于9月联储预测，12月经济预测摘要上调美国经济增长预期，分别将2024、2025年实际GDP增速预期上调了0.5、0.1个百分点至2.5%、2.1%；其中鲍威尔的发言对后续降息的“程度和时间”均没有清晰指引，不过对经济增长信心较强。经济预测显示委员会对就业风险担忧下降，分别将2024、2025年失业率下调0.2、0.1个百分点至4.2%、4.3%，并维持长期失业率预测为4.2%。对通胀风险的担忧增加，委员会分别上修2024、2025年PCE预测0.1、0.4个百分点至2.4%、2.5%。

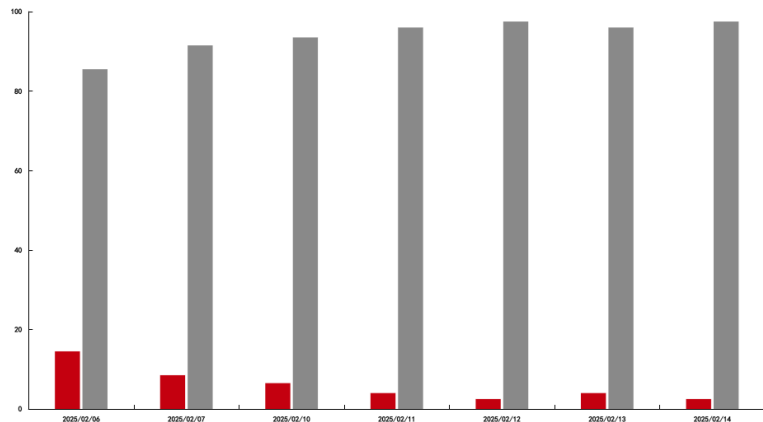
资料来源：美联储 中信期货研究所

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。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

1月议息会议美联储暂停降息，表述边际转鸽，加息叙事出局

美联储目标利率变动概率

■ 美国：联储观察工具：下次联邦公开市场委员会会议目标利率变动可能性：下降 ■ 美国：联储观察工具：下次联邦公开市场委员会会议目标利率变动可能性：持平



FedWatch降息预期（截至2月16日）

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2025/3/19		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	96.0%	0.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	15.4%	84.1%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.8%	35.4%	59.6%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	9.9%	39.4%	49.8%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.3%	3.7%	19.0%	42.6%	34.4%	0.0%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.1%	0.9%	6.3%	23.0%	41.2%	28.5%	0.0%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.2%	2.0%	9.9%	26.9%	38.5%	22.4%	0.0%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.4%	2.6%	11.0%	27.7%	37.4%	20.9%	0.0%	0.0%
2026/3/18	0.1%	0.6%	3.4%	12.7%	28.6%	35.8%	18.9%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.1%	0.7%	3.8%	13.3%	28.9%	35.1%	18.1%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.1%	0.8%	4.0%	13.7%	29.1%	34.7%	17.6%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.1%	0.7%	3.7%	12.9%	27.8%	34.2%	19.1%	1.5%	0.0%
2026/9/16	0.1%	0.8%	4.0%	13.3%	28.0%	33.8%	18.6%	1.5%	0.0%
2026/10/28	0.1%	0.7%	3.7%	12.5%	26.7%	33.2%	19.9%	3.0%	0.1%
2026/12/9	0.7%	3.3%	11.4%	24.9%	32.4%	21.6%	5.1%	0.5%	0.0%

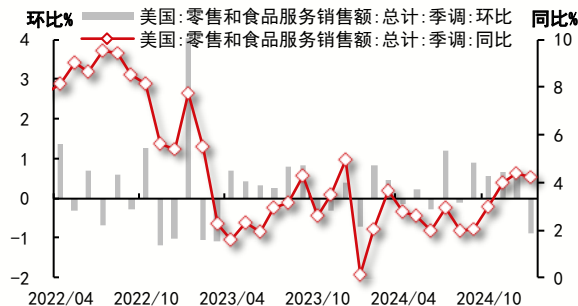
- 美联储举行1月议息会议，维持联邦基金利率目标区间在4.25%-4.50%，相较12月更加关注通胀的鹰派表述，本次会议表态相对中性，在通胀和就业取舍间较为平衡。细节方面：1）关于通胀，通货膨胀在过去两年中显著缓解，但相对2%的长期目标而言仍然略高，不必对短期两次或好或坏的数据进行过度解读，关税等政策并未对长期通胀预期产生明显影响。2）经济方面，劳动力市场状况依然良好，名义工资增长在过去一年有所放缓，职位空缺与求职者比率差距有所缩小。3）对特朗普呼吁降息不予置评，强调美联储独立性并称未与特朗普联系过。

资料来源：美联储 中信期货研究所

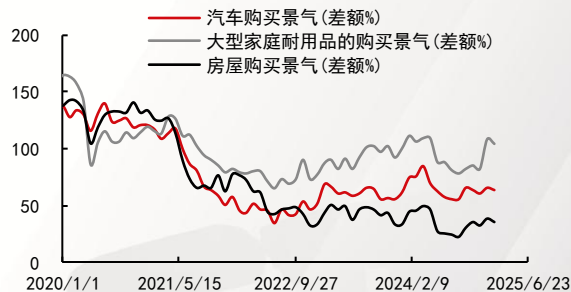
基本面：美国消费者在假日消费旺盛后缩减支出，消费景气回调

- 整体零售销售下降0.9%（相比12月的上修值0.7%），远低于市场普遍预期的0.2%降幅。核心控制组销售（用于衡量消费趋势的关键指标）下降0.8%（12月修正后为0.8%），远低于市场普遍预期的0.3%增长。
- 零售销售在1月份放缓，消费者大幅减少了在体育用品、爱好、音乐商店的支出，同时对大宗商品（如家具和家居用品）的消费也出现下降。而在2024年最后三个月，这两类消费品的销售增长加速，可能是由于消费者提前购买耐用品以规避即将实施的关税。数据显示，消费者在耐用品方面的提前采购可能已结束，部分原因是对于即将实施的关税的预期。

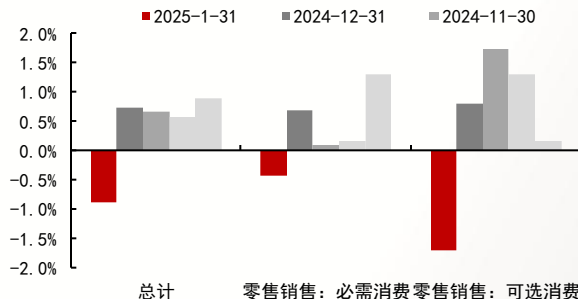
美国1月零售销售数据不及预期



美国消费者1月购买景气受挫



美国1月可选、必需消费环比下挫



美国地产链消费上行犹豫

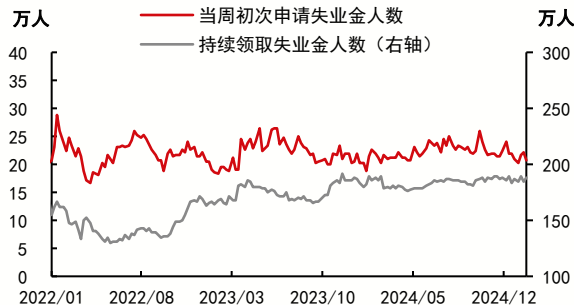


重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

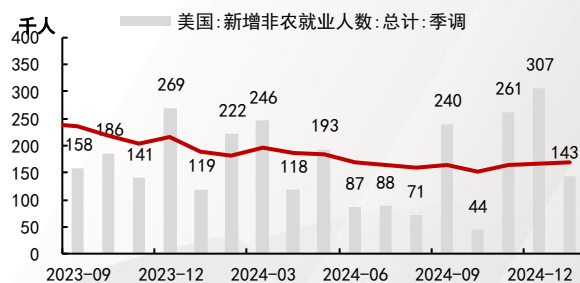
基本面：就业市场表现韧性，关注驱逐移民影响

- 2025年1月，美国新增非农就业为14.3万人、预期为17万人；而去年12月、11月新增非农就业分别上修5.1、4.9万人。
- 从1月美国新增非农就业结构来看，制造业就业增加，而服务业就业回落明显，其中休闲酒店、专商服务、教育保健、运输仓储等就业降幅较大，或受冬季假期结束后招聘需求减少等影响。
- 1月失业率微降至4.0%，优于市场预期，叠加时薪同、环比增长均超预期，指向美国就业市场仍存韧性。1月非农数据公布后，市场进一步增加对3月美联储不降息的押注。

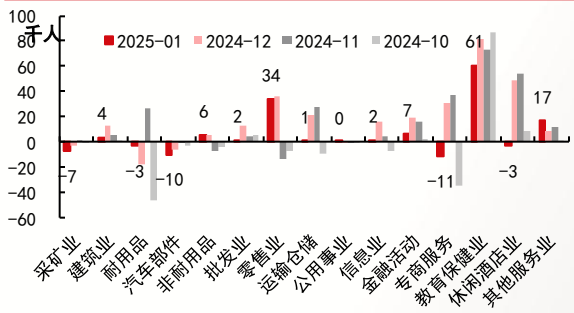
美国初请、续请失业金人数



美国非农就业情况



非农就业拆分



美国失业率情况



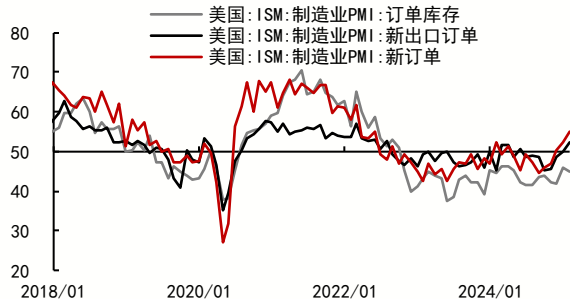
数据来源：Wind，中信期货研究所

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。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

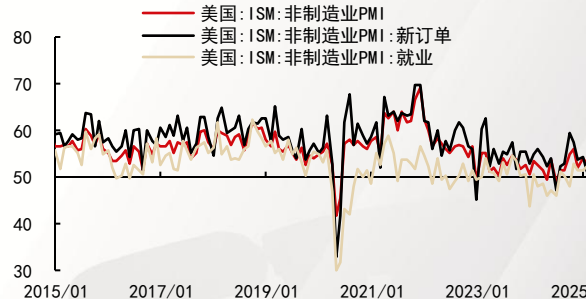
基本面：制造业PMI持续回暖，服务业PMI回落, 关注暂停降息后的表现

- 1月美国制造业PMI超预期回升至荣枯线之上，连续5个月回升。1月制造业PMI为50.9，高于市场预期的50与12月的49.2；分项看，新订单分项环比大幅走高至55，连续5个月回升，或显示9月降息后，金融条件转松对私人部门需求及企业生产与投资的边际推动。
- 1月非制造业PMI不及预期。1月ISM非制造业PMI为52.8，预期54.3，前值54.1。非制造业分项中，库存、进口拖累较明显，物价贡献主要提升项。

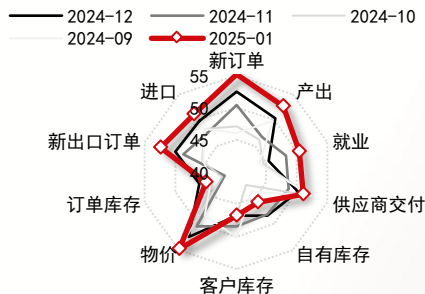
ISM制造业PMI新订单



ISM非制造业PMI活动指标



ISM制造业PMI细分



ISM非制造业PMI细分



数据来源：Wind，中信期货研究所

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。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

关注美联储货币政策，降息路径有望延续



1

特朗普在上一任期中表现出明确低利率倾向，本轮竞选中团队曾表达推动弱美元促进出口。

2

鲍威尔风格谨慎保守、数据依赖，不具备鲜明个人风格。移民、关税政策对经济存在负向影响，美联储面临再权衡。

3

2024年美债规模已经达到36万亿，利息支出突破1万亿，高利率对财政支出形成压力。

4

联邦基金利率目前在4.25-4.5%，短端利率基本与基准利率持平，长端收益率接近5%，高利率压制融资活动。



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。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

数据来源：Wind，中信期货研究所

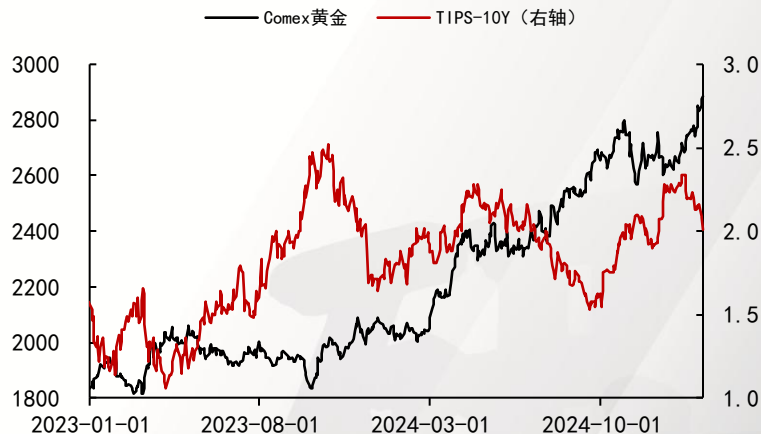
美元“信用修复”的压制阶段性放缓



美元指数和加权利差-2y



黄金价格和实际利率变动



- 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。

资料来源：Wind，彭博，中信期货研究所

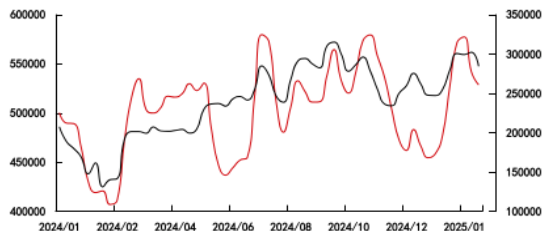
重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。



COMEX、主要ETF持仓变化

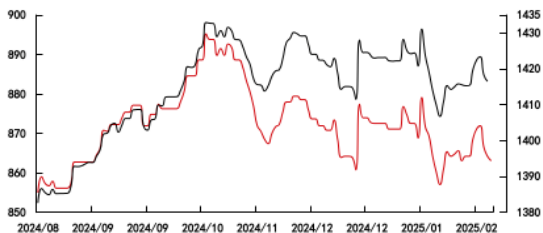
COMEX黄金持仓

COMEX:黄金:总持仓 — Comex黄金:非商业净多持仓(右轴)



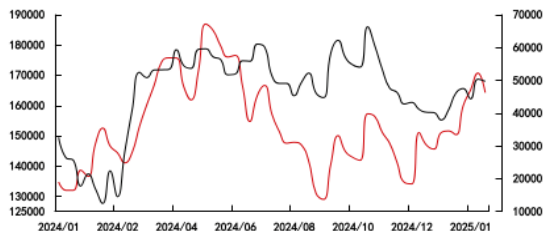
主要黄金ETF持仓

SPDR:黄金ETF:持有量(吨) — 高频黄金ETF持仓量总计(右轴)



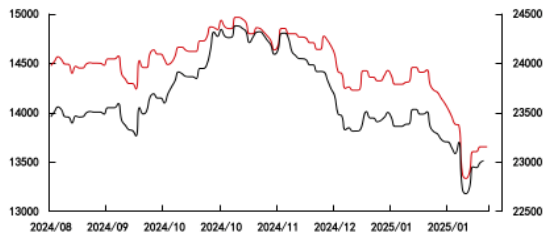
COMEX白银持仓

COMEX:银:总持仓 — Comex白银:非商业净多持仓(右轴)



主要白银ETF持仓

SLV:白银ETF:持仓量(吨) — 高频白银ETF持仓总计(右轴)



- 从黄金持仓来看，截至2月11日，Comex黄金总持仓528719张，周环比下降13285张，非商业净多持仓284504张，周环比下降18004张。SPDR黄金持仓下行，截至2月16日，SPDR黄金总持仓为863.06吨，环比上周下降8.02吨。
- 白银持仓方面，截至2月11日，Comex白银总持仓164251张，周环比下降6475张，非商业净多持仓49710张，周环比下降651张。SLV白银持仓持续下降，截至2月7日总持仓为13654.26吨，周环比上升49.56吨。

数据来源：Wind，中信期货研究所

滞胀+避险的双重驱动并未逆转

- 滞胀逻辑的演绎：美联储降息周期延续+通胀粘性
- 1) 美国仍处于降息周期中。美国近两个季度以来的经济修复，是基于9月以来的降息，利率决定本身具备反身性，暂停降息的负向影响逐渐体现后，反而会提升后续市场对美联储回复降息的预期。驱逐非法移民、贸易战对就业、经济存在负向影响，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。
- 2) 特朗普的关税、移民政策带来滞胀交易组合。削减通胀的主要手段是调控能源价格，而当前能源和商品分项对CPI的影响已经减弱，粘性主要来自核心通胀，能源政策对降低通胀的有效性存疑，通胀粘性可能推动美国进入“类滞胀”交易环境。关税政策类似竞争性贬值，纸币信用下移带动黄金价值上升。
- 3) 去年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，美元和美债收益率大幅上行。随着关税、移民等政策落地，以及降息周期的延续，美元和美债收益率呈现触顶回落迹象，对金价的趋势性压制放缓。
- 特朗普政策就任，市场不确定性和波动性放大，利多避险资产。

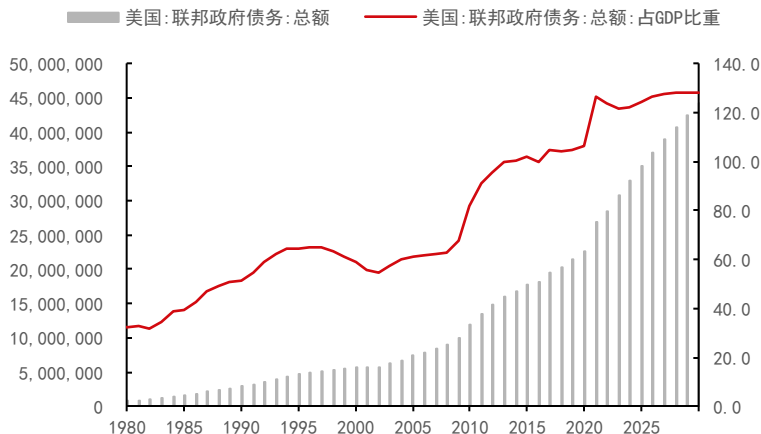


资料来源：中信期货研究所

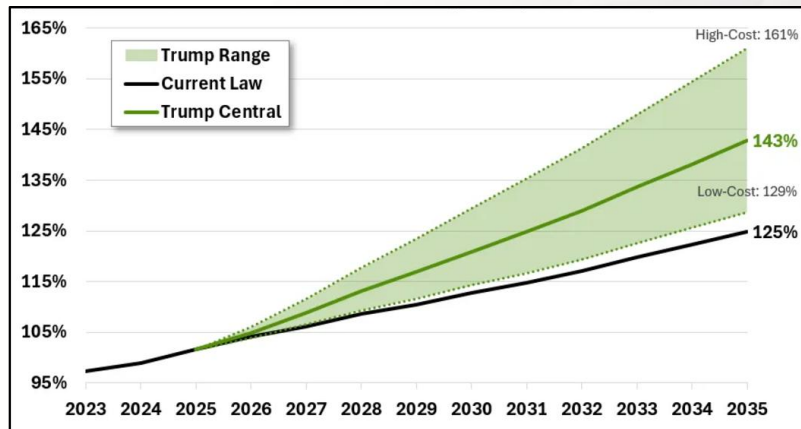
长期趋势一：美国信用超额扩张路径难改

- 疫情前美国联邦政府债务占GDP比例长时间维持在100%附近，疫情后美国的财政扩张将占比大幅拉升至126%左右，并在随后的几年中始终维持在120%以上，2024年美国债务总额预计达到36万亿，债务占比达到124%。根据CRFB预测，基于对特朗普降低税收、增加国家安全支出、增加关税收入、降低医疗保健和住房成本、限制和扭转非法移民等组合政策之下，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%。

美国联邦政府债务



特朗普当选下的债务占比路径



资料来源：Wind, CRFB, 中信期货研究所

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。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。



- **赤字：削减开支来减少赤字**
- 联邦政府的支出存在严重问题，导致过去四年的平均赤字达到GDP的7%，创历史新高。必须努力整顿财政秩序，调整联邦国内可自由支配的支出（这项支出在过去四年里惊人地增长了40%）。必须优先考虑能够促进经济增长的有效投资，而不是导致通货膨胀的浪费性支出，我们有的不是收入问题而是支出问题。
- **TCJA：对内减税方向将延续**
- 如果不延续现有政策，将面临一场经济灾难，并如以往一样伴随金融动荡。只有持久的政策和前瞻性的指引才能给人们带来确定性，才能带来资本投入、投资增长、就业机会增加和实际工资的提高。
- **关税：关税带来本币升值，是一种手段**
- 假设媒体报道的10%关税落地，传统上来说，本币会升值4%。美国人民应该从三个方面理解特朗普政府的关税政策：第一，关税可以用来纠正不公平贸易行为；第二，可以将关税普遍化，作为一种增加政府收入的途径；第三，特朗普总统增加了关税的第三种用途——作为一名谈判高手，他可以利用关税作为谈判的筹码。
- **能源制裁：制裁俄罗斯以推动俄乌战争结束**
- 作为结束乌克兰战争战略的一部分，全力支持加大对俄罗斯的制裁力度，尤其是对俄罗斯主要石油公司的制裁，直到施压促使俄罗斯联邦回到谈判桌前。

资料来源：Wind，中信期货研究所

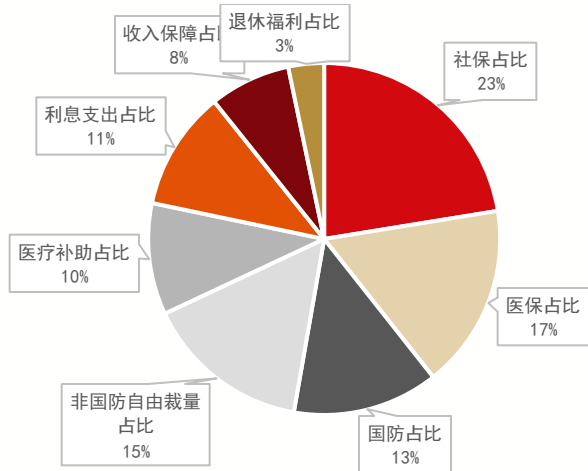


重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

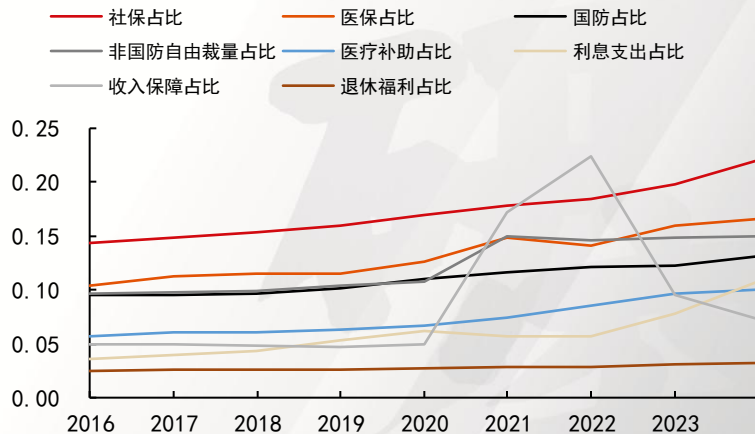
削减开支空间有限

- 根据2023年数据，美国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，难度较高，且特朗普承诺不会削减其中最大的构成项社保和医保。自由裁量支出需要每年审查，调整难度相对较低，但其中占比近半的国防支出难以削减。利息支出受高利率影响，近两年来快速上行。

主要财政支出分项占比（2023年）



财政支出比例变化趋势



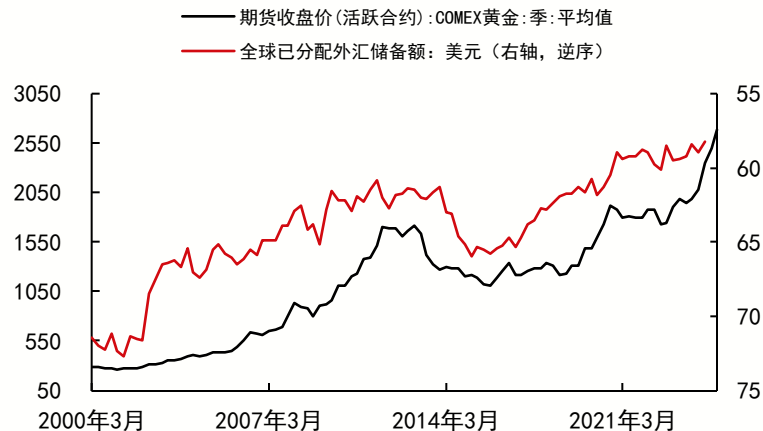
资料来源：美国国会预算办公室，中信期货研究所

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供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

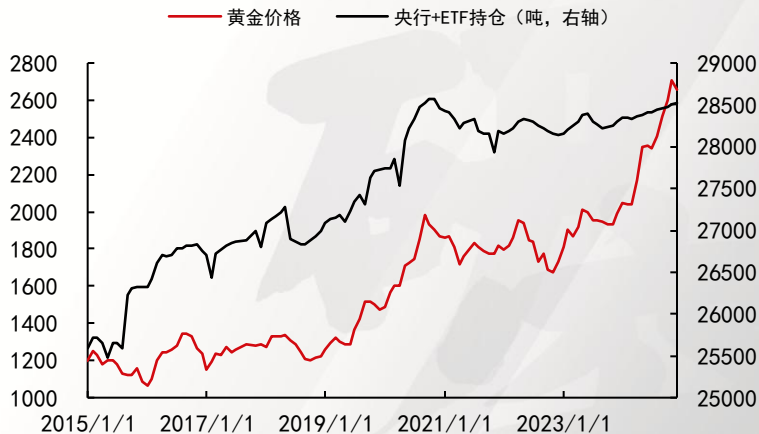
长期趋势二：去美元化趋势下，黄金长期配置价值持续提升

- 2016年以来，美元在全球外汇储备中占比逐渐走低，2020下半年后下降趋势进一步加强，截至2024年2季度，美元在全球外汇储备中占比已经下降至58%。与此对应的是，全球央行+ETF的储备持仓稳步提升，和黄金的长期中枢抬升保持一致。今年以来，尽管全球央行在二、三季度中暂缓购金，但三季度开始美国和欧洲国家交易押注降息，ETF购买量上升。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。

美元在外汇储备中占比持续走低



黄金ETF+央行储备持续走高



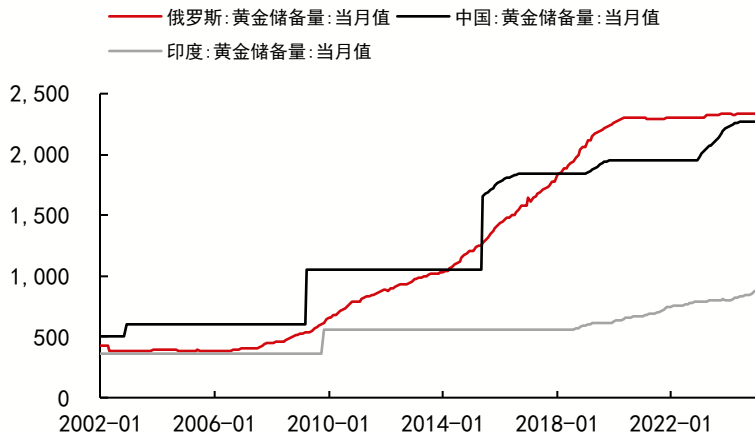
资料来源: Wind, 中信期货研究所

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。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户; 市场有风险, 投资需谨慎。

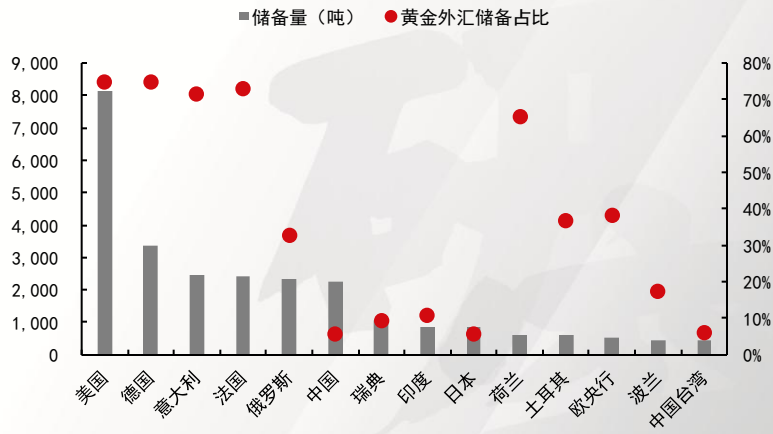
长期趋势二：新兴市场央行的黄金储备提升空间仍然较高

- 近20年间，俄罗斯、中国、印度央行是主要的购买力量，从外储结构来看，中、印等新兴经济体购金空间仍在。新型国家央行购金在2022年下半年加速，和美国在货币结算体系将俄罗斯踢出、引起制裁担忧的关联性较高。截至2024年12月，中国、印度、日本等黄金占外汇储备比例相对偏低，“去美元化”经济体购金空间仍然较大。

俄罗斯、中国、印度央行是主要购买力量



中印黄金外汇储备占比仍然较低



资料来源：世界黄金协会，中信期货研究所

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。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

保险资金投资黄金业务试点开启，购买空间较大



- 2025年2月7日，国家金融监督管理总局（以下简称“金融监管总局”）印发了《关于开展保险资金投资黄金业务试点的通知》，标志着保险资金投资黄金业务试点正式启动。
- 试点机构方面，**确定了10家试点保险公司**，分别为中国人民财产保险股份有限公司、中国人寿保险股份有限公司、太平人寿保险有限公司、中国出口信用保险公司、中国平安财产保险股份有限公司、中国平安人寿保险股份有限公司、中国太平洋财产保险股份有限公司、中国太平洋人寿保险股份有限公司、泰康人寿保险有限责任公司、新华人寿保险股份有限公司。
- 交易途径方面，保险公司可以投资在**上海黄金交易所**主板上市或交易的黄金现货实盘合约、黄金现货延期交收合约、上海金集中定价合约、黄金询价即期合约、黄金询价掉期合约和黄金租借业务。
- 规模管理方面，《通知》规定**试点保险公司投资黄金账面余额合计不超过本公司上季末总资产的1%**。其中，黄金现货延期交收合约以该业务黄金现货合约市值为统计口径；黄金询价掉期合约以该业务黄金持仓净敞口为统计口径，且单边的存续规模不超过本公司上季末总资产的1%；借出黄金规模应纳入投资比例管理，交易对手应当限于金融机构，单一交易对手租借规模不得超过持有黄金现货合约的20%。
- 根据金融监管总局发布保险业经营情况数据显示，至2024年12月末，保险行业总资产突破35万亿关口，达到35.91万亿元。根据公司披露数据，截至2024年3季度，**10家试点公司总资产规模约20万亿**，分别：中国人民财产保险（0.73万亿）、中国人寿保险（6.77万亿）、太平人寿（1.12万亿）、中国出口信用保险（0.2）、中国平安财险（0.49万亿）、中国平安人寿（5.15万亿）、中国太平洋财险（0.23万亿）、中国太平洋人寿（2.35万亿）、泰康人寿（1.89万亿）、新华人寿（1.67万亿）。**按1%的上限计算，可购买的黄金价值上限约2000亿，以克金670元计算，折约黄金300吨，购买的空间较大。**

资料来源：Wind 中信期货研究所



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。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

长期趋势三： 关注DeepSeek逆袭，长期中对美元信用的冲击



美股科技七巨头走势



- DeepSeek AI 发布其最新的大型语言模型 DeepSeek-V3、DeepSeek-R1，模型在性能和效率方面都取得了显著的进步。

资料来源：Wind，中信期货研究所

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。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。



价格展望：急涨后短期有调整需求，年内金价中枢保持上移趋势



➤ 急涨后短期有调整需求，上半年滞胀+避险需求仍将延续

- **滞胀交易+避险交易**的双重驱动并未结束：1) **美联储仍处于降息周期路径**。美国近两个季度以来的经济修复，是基于9月以来的降息，利率决定本身具备反身性，暂停降息的负向影响逐渐体现后，反而会提升后续市场对美联储回复降息的预期。驱逐非法移民、贸易战对就业、经济存在负向影响，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。2) **特朗普的关税、移民政策带来滞胀交易方向**。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，通胀粘性可能推动美国进入“类滞胀”交易环境。3) 去年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，以及降息周期的延续，**美元和美债收益率呈现触顶回落**，对金价的趋势性压制放缓。4) 特朗普政策的反复无常，增大市场波动性，**黄金的避险属性优势突出**。
- 国内降息预期已经交易的较充分，短期人民币或有回升。但贸易战背景下，非美国国家有降低利率、纸币贬值的倾向，后续如若发生人民币有序贬值，人民币黄金将具备更强的配置价值。

➤ 长期黄金重心趋势性上移，黄金具备长周期配置价值

- 长周期关注美元信用。1) 美国削减财政支出空间受限，信用超发趋势难以根本性逆转，美元纸币信用维持向下预期。2) 逆全球化、去美元化趋势加强，非美央行增持黄金空间较大，央行购金有望支撑金价中枢，险资入市进一步打开购金空间。3) 关注国产AI的逆袭，对长期中美元信用的潜在冲击。
- 风险提示：美联储货币政策变化；特朗普政策变化。



【中信期货机构服务平台】邀您体验高质量投研！



业务功能全覆盖

平台横跨研究服务、路演会议、行情资讯、
资产管理、场外衍生品、业务办理等模块。



全面覆盖商品、权益、
固收市场，满足机构
客户查询、订阅研报
的研究服务需求



聚合路演直播，为客
户提供查看、订阅、
报名、参会以及回放
的全链路场景



多维度丰富的投研报告/路演集结于此，
助您及时掌握市场深度走向，不落当下
的每一次深度观点碰撞。金牌团队集体
亮相，为您推送专业的市场声音。



PC端入口

<https://inst.citicsf.com>



- 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，且不承担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。
- 中信期货有限公司

致谢



中信期货
CITIC Futures

中信期货有限公司

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室、14层

上海地址：

上海市浦东新区杨高南路799号陆家嘴世纪金融广场
3号楼23层