

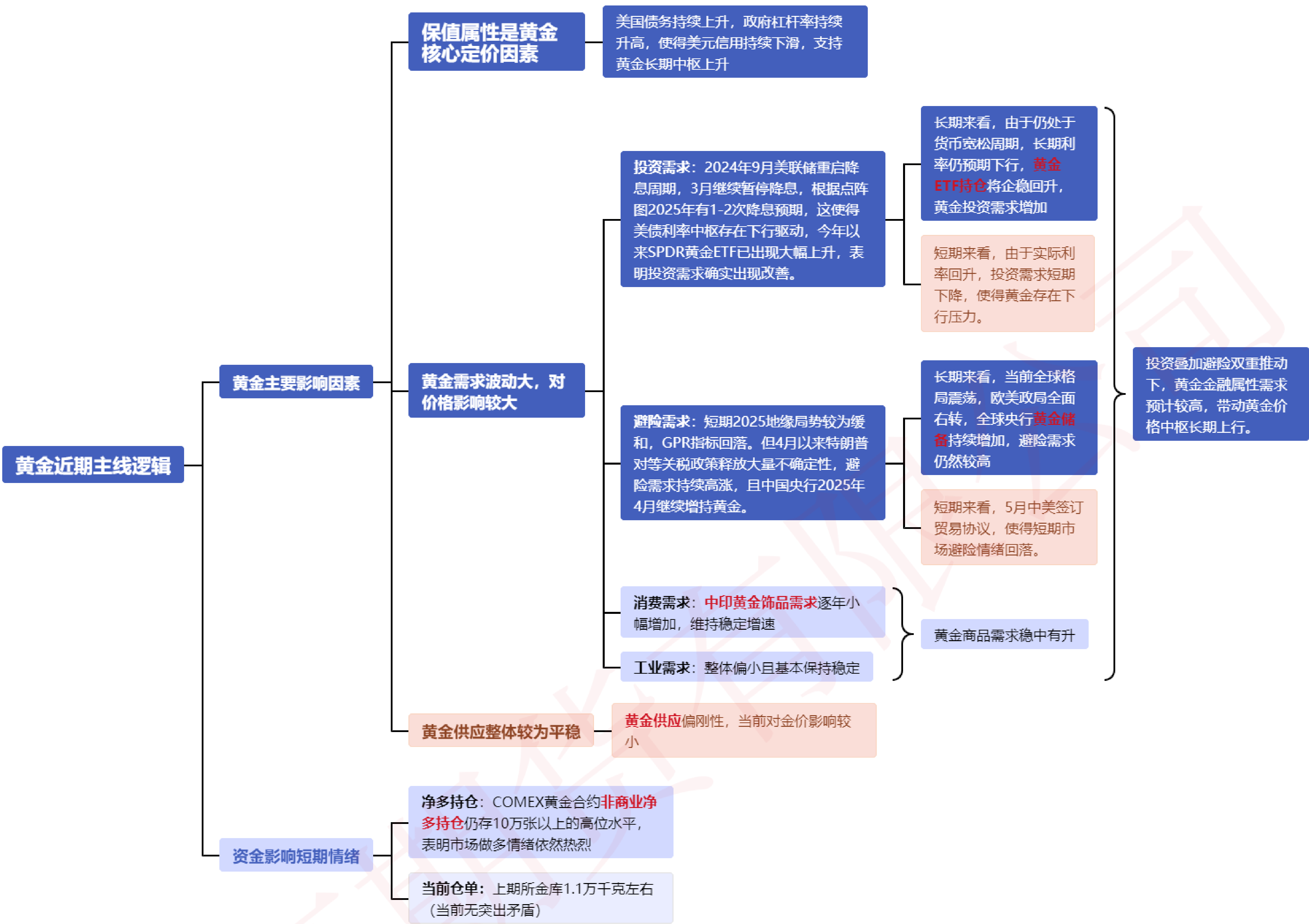
黄金近期主线逻辑

2024-09-04 版本

2025-05-14

🔍

📄



## ①投资需求

### 黄金ETF持仓

①黄金投资需求反映投资人更愿意持有黄金资产还是美元资产，由于持有黄金不产生利率，所以美债实际利率就是黄金的持有成本。即美债实际利率越高，黄金持有意愿越低，美债实际利率越低，黄金持有意愿越高。所以黄金ETF持仓与美债实际利率之间一般呈现负相关关系。

②近期黄金价格与美债利率虽然同时上升，但黄金ETF持仓实际上均在走低，代表黄金投资需求持续下滑。



## 海外利率变化

①由于美债实际利率=美债名义利率-美国通胀预期，而当前长期美国通胀预期维持平稳，所以美债实际利率的波动主要来自于美债名义利率。

②美债名义利率主要受到美国货币政策影响，所以也受到美国经济数据的影响。



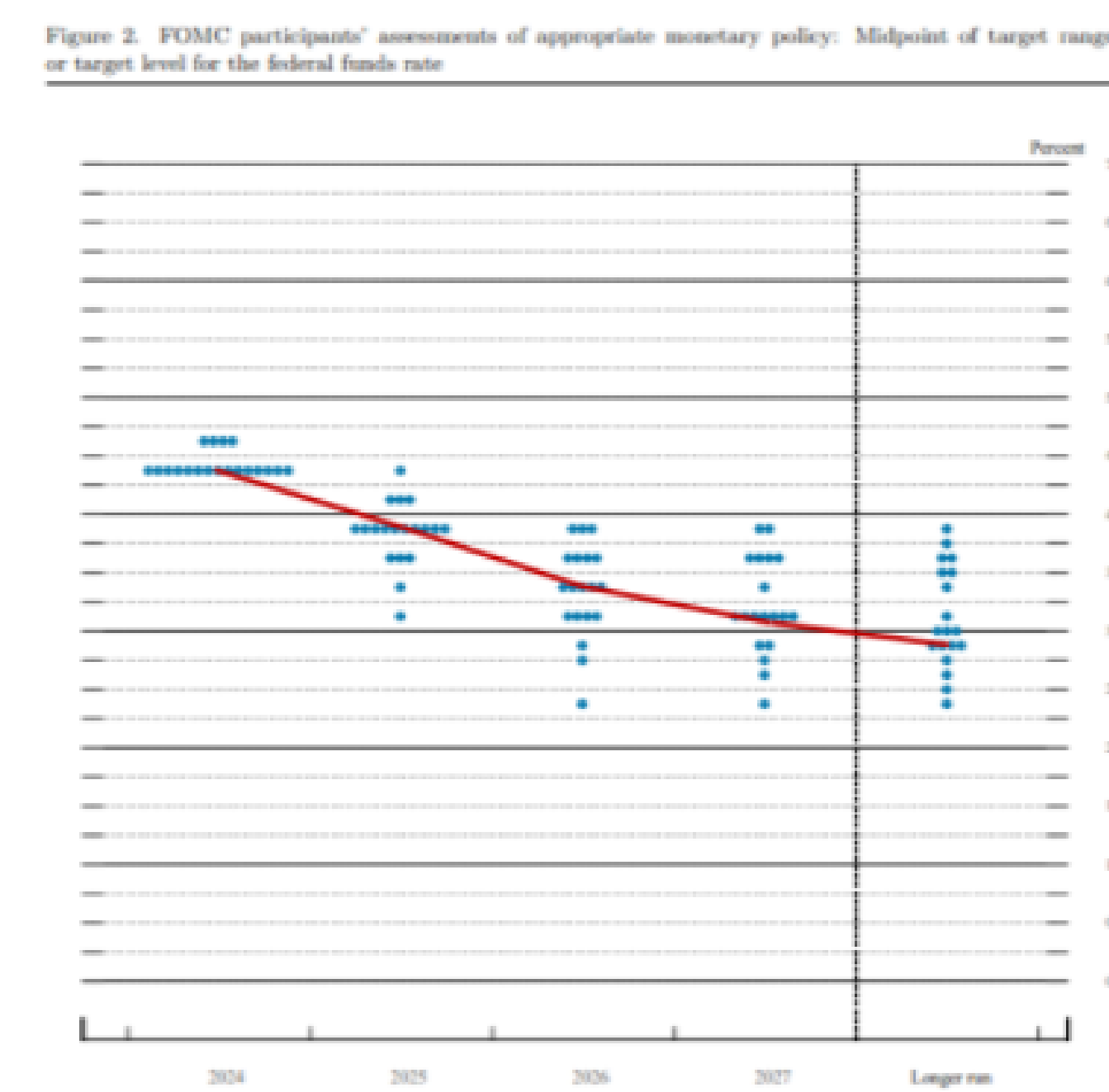
## 美联储货币政策

美联储货币政策由紧缩转向宽松将使得美债利率见顶:

①美联储主席鲍威尔表态当然仍不适合降息，需要更多数据支持。

②6月会议点阵图显示超过半数官员同意年内降息1-2次。

③联储观察工具显示市场预期9月开始降息的概率为90%左右。

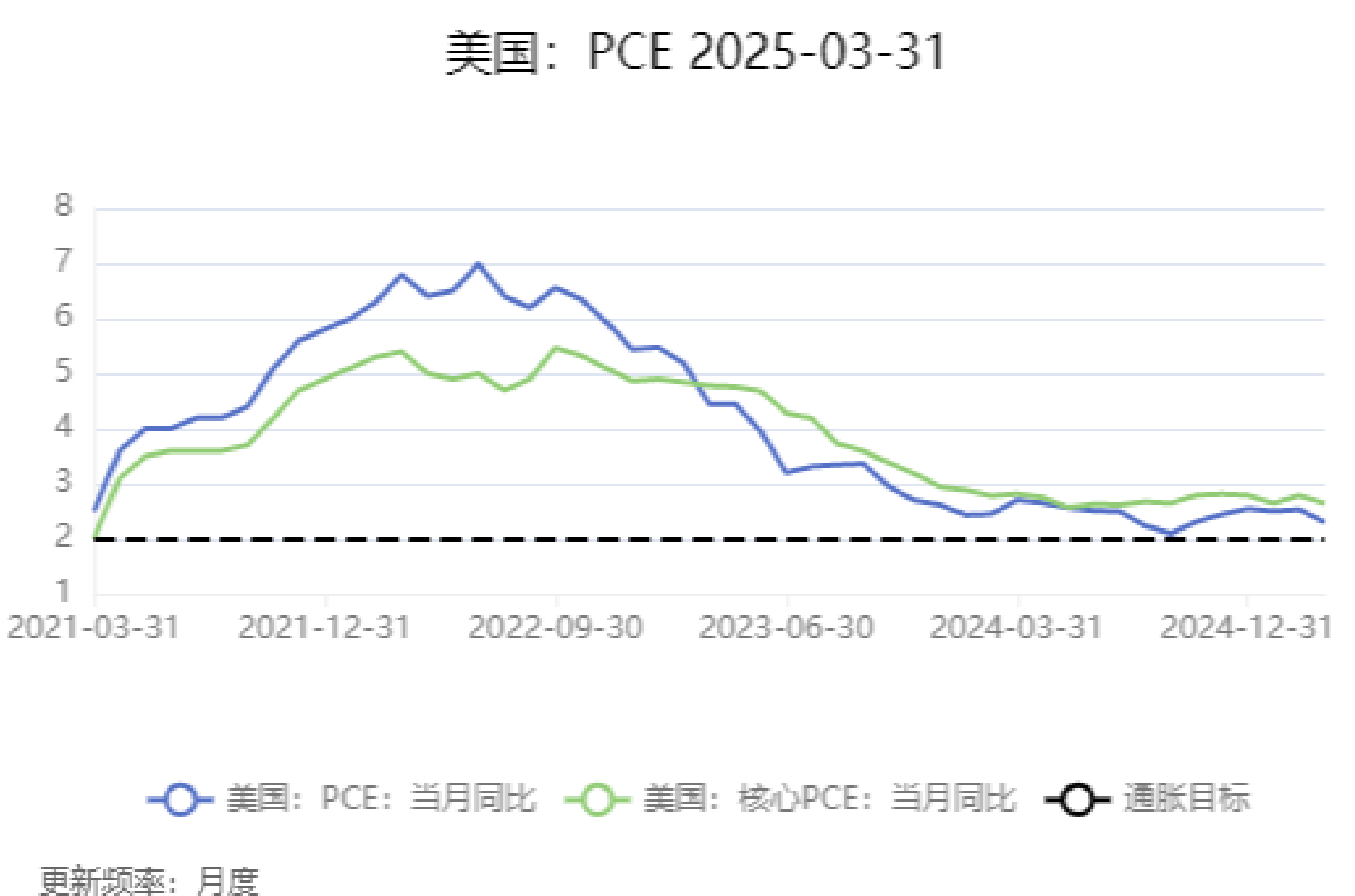
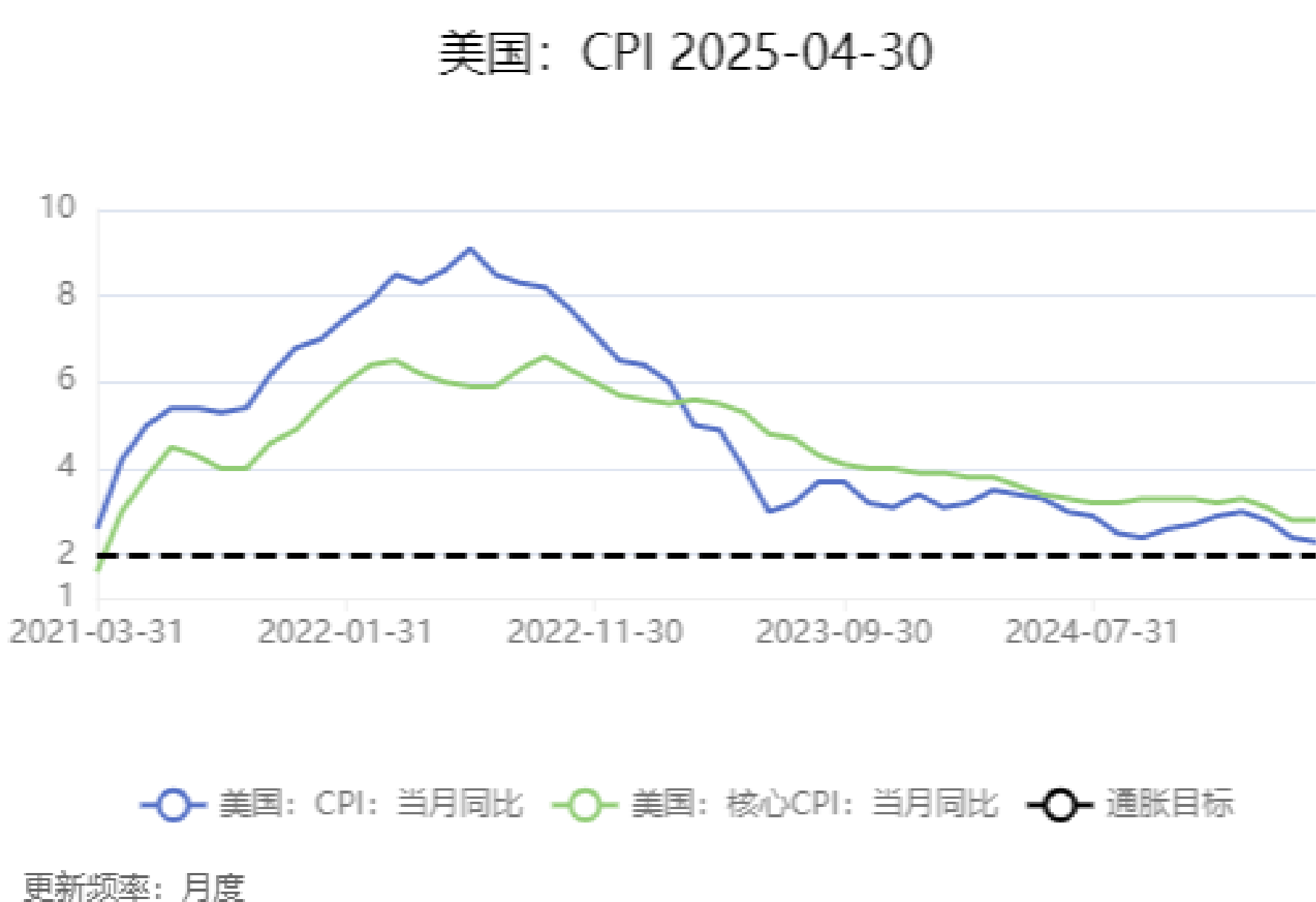


## 美国通胀

平衡通胀目标为核心PCE达到2%，其趋势下行将提高降息预期:

①5月核心PCE在2.57%，下行趋势持续。

②6月核心CPI在3.3%，超预期下行，代表通胀粘性下降。



## 美国就业

充分就业目标是失业率达到4.4%的当前自然失业率水平，其趋势回升将提高降息预期：

①6月新增非农就业人数20.6万，同时再次下修前值。

②6月失业率4.1%，较上月进一步回升，连续两月站上4%。

美国：新增非农就业人数：初值 2025-04-30



更新频率：月度

美国：失业率：季调 2025-04-30



更新频率：月度

美国：职位空缺率：非农：总计：季调 2025-03-31



美国：劳动力参与率：季调 2025-04-30



更新频率：月度

持续领取失业金人数与当周初次申请失业金人数 2025-05-16



更新频率：月度

## ②避险需求

### 地缘政治风险

①地缘政治风险上升会提振黄金的避险需求，因为黄金的功能是保值。短期避险情绪可以观察地缘风险指数，5月后有所回落。特朗普枪击后支持率上升反而小幅降低不确定性。

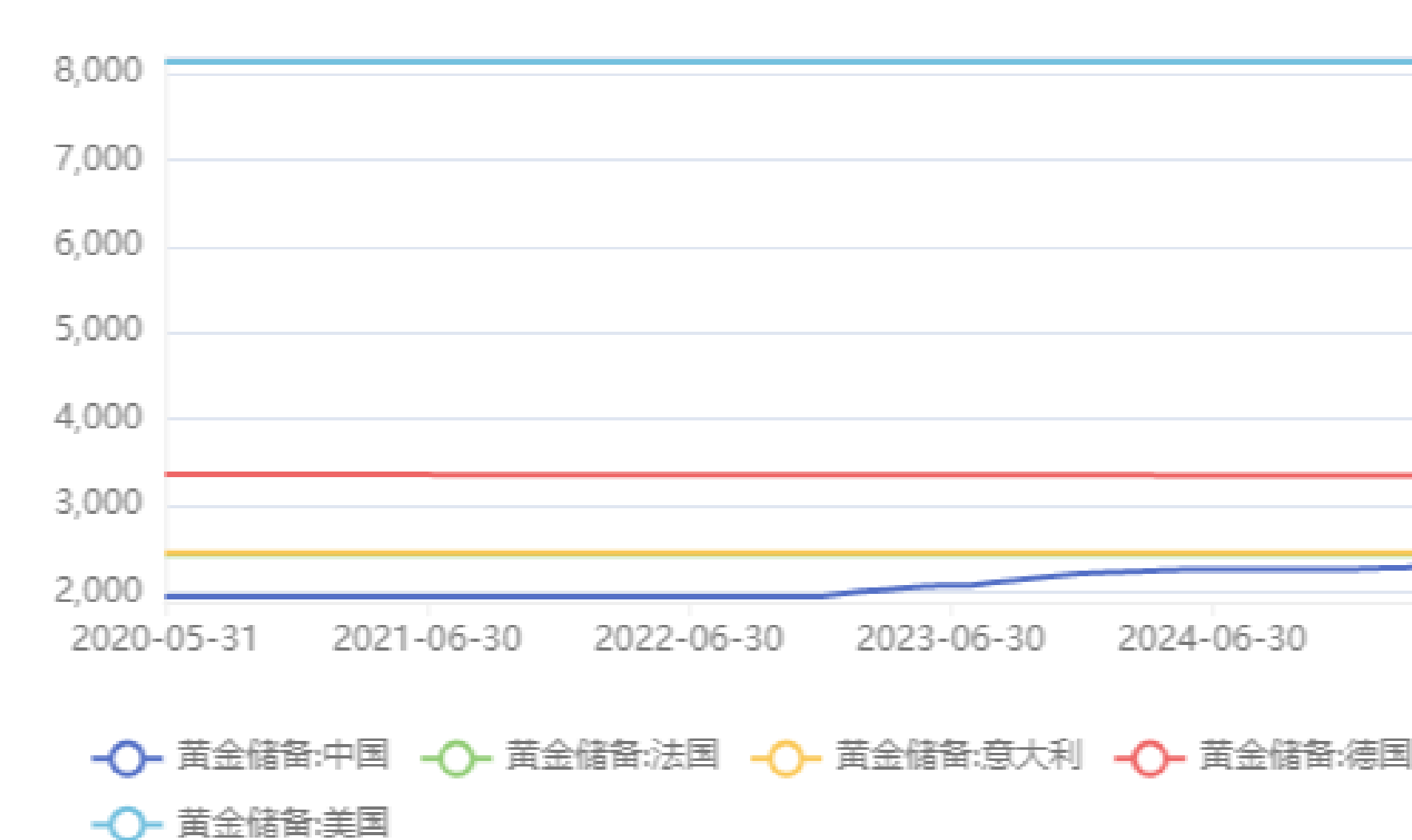
②同时央行黄金储备代表长期黄金避险需求，5-6月中国央行暂停增持黄金，使得黄金实物需求预期出现下降。

地缘政治风险指数 2025-05-27



更新频率：日度

主要国家黄金储备 2025-04-30



## 美元信用风险

①美国债务过高将带来信用风险，因为债务高会增加利息支出，则间接降低其它财政支出，会导致部分经济风险。其次高债务会增加还贷压力，若美元发行增速加快，将会造成美元供过于求出现贬值。

美元指数 2025-05-27



更新频率：日度

杠杆率：政府部门：美国 2023-12-31



更新频率：年度

## 流动性风险

①7月中旬以来，TED利差小幅回升至0.15%附近，仍处于偏低水平，表明当前美国流动性风险较低。

美国：LIBOR3个月-国债3个月收益率（美债泰德利差） 2024-09-30



更新频率：日度

VIX波动率指数 2025-05-27



## ③消费需求

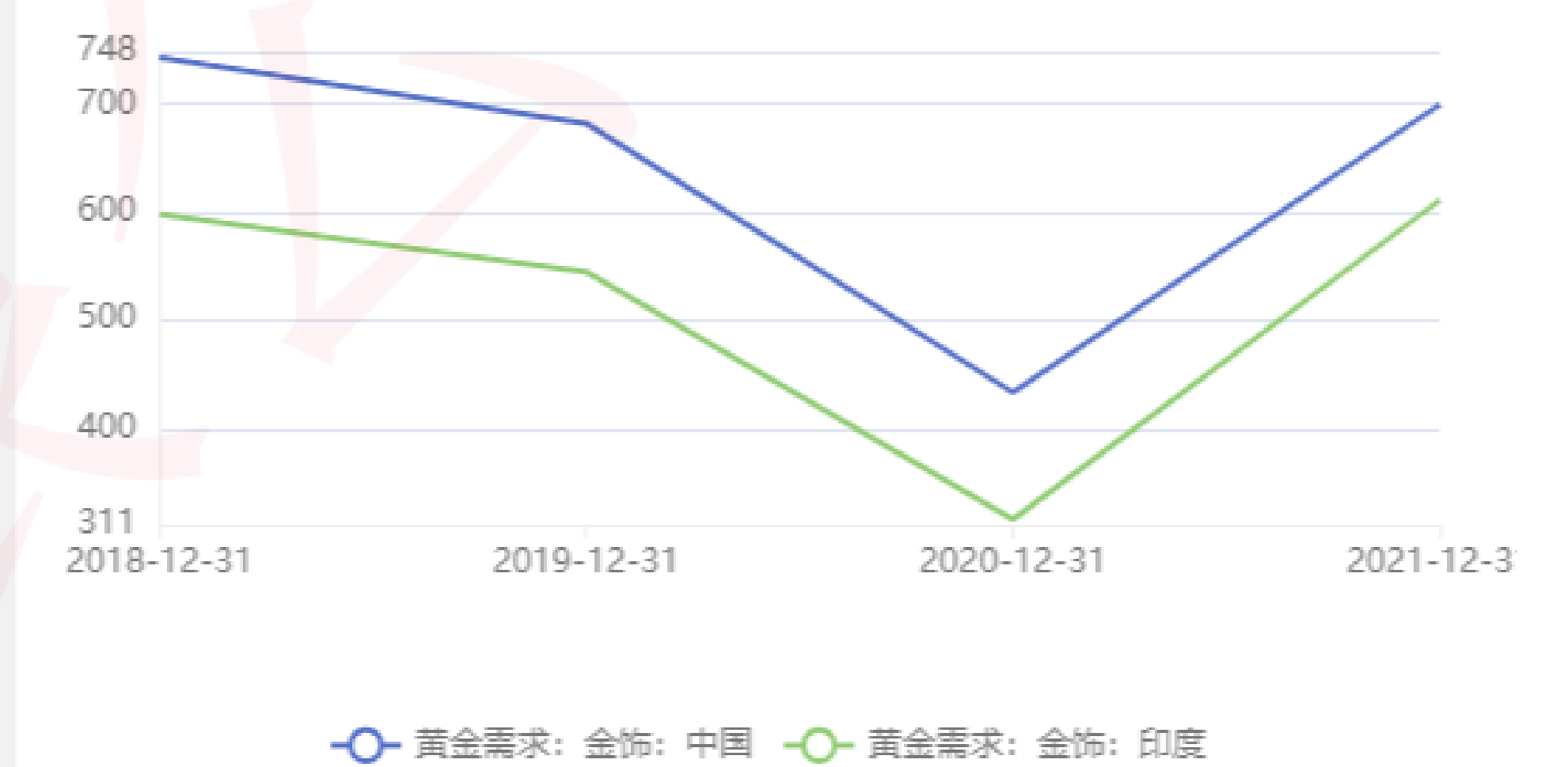
### 黄金首饰消费

①年度黄金首饰消费整体维持稳定，并未发生重大变化。预期只要不出现类似2020年新冠疫情爆发事件，未来也将维持稳定。

黄金需求：金饰 2023-12-31



黄金需求：金饰：中国 黄金需求：金饰：印度 2021-12-31



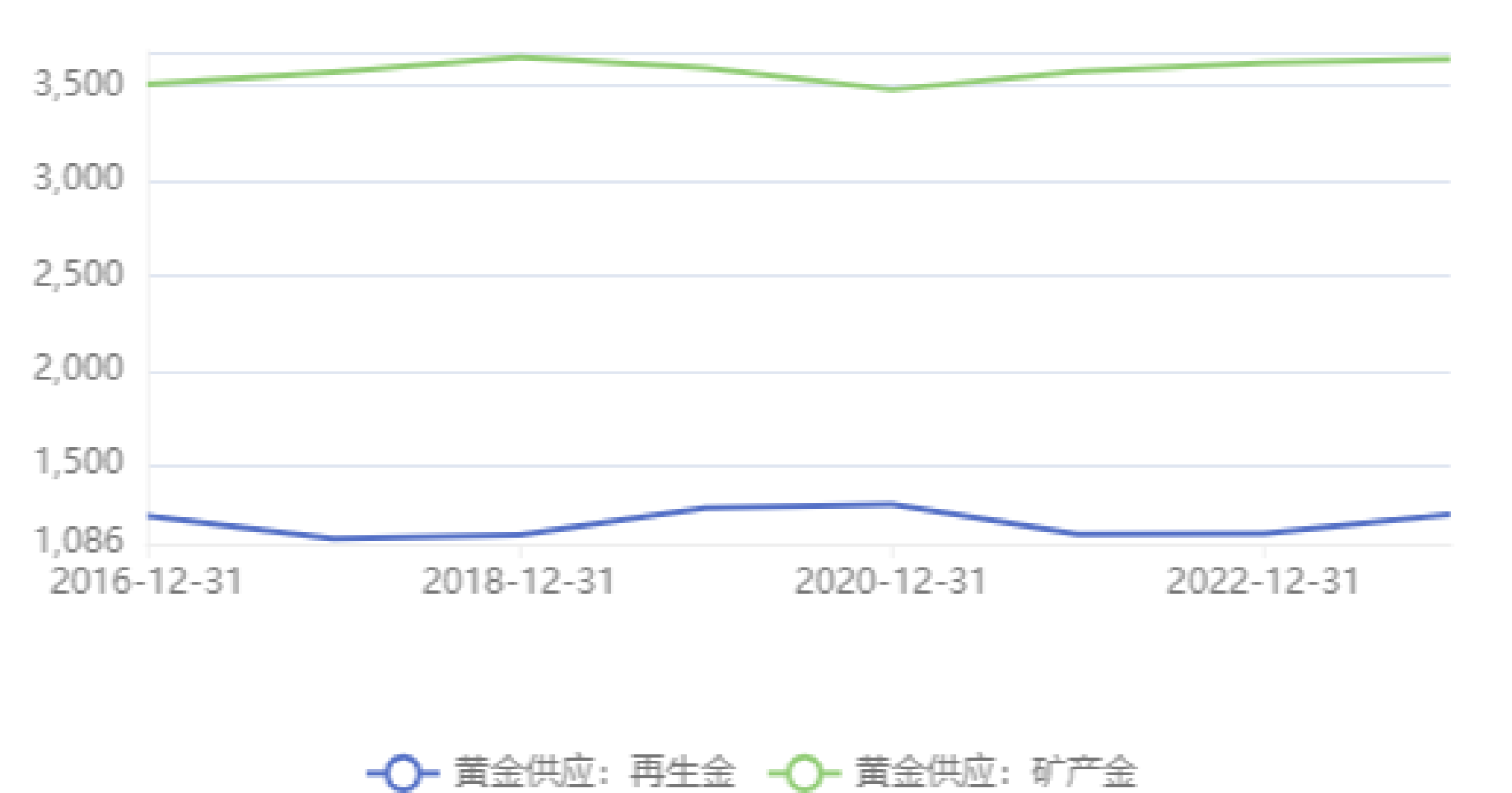
## ④工业需求

①黄金工业需求占比约6%-8%，基本不受价格影响，且长期保持稳定，对行情影响较小。

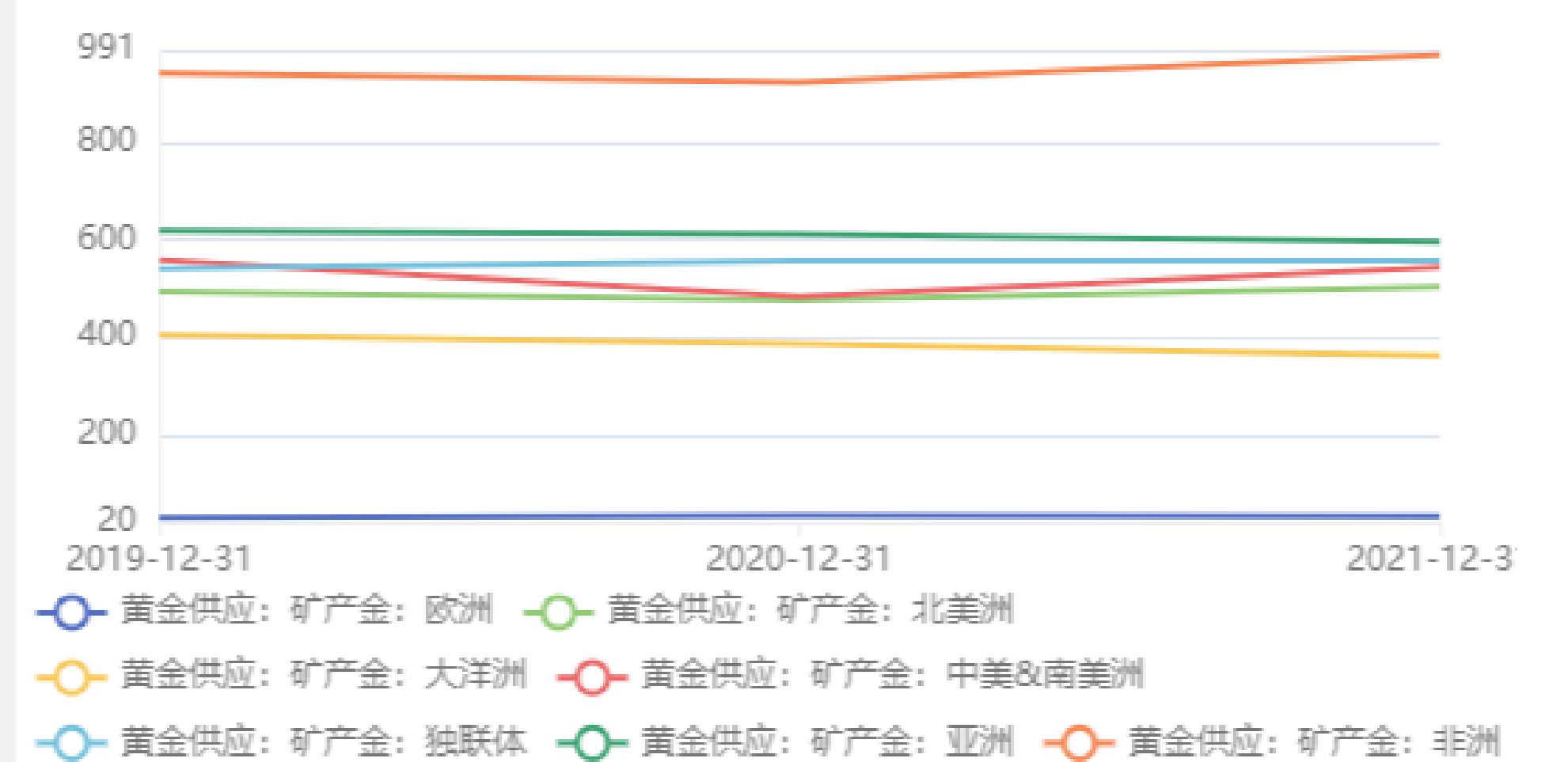
## (二) 黄金供应

①整体观察，黄金供应长期平稳。其中矿产金占比近八成，具有较强的刚性特征，再生金占比两成左右，在一定程度上会受金价影响。

黄金供应：再生金 黄金供应：矿产金 2023-12-31



黄金供应：矿产金 2021-12-31



## 黄金资金基本面



## COMEX

- ①黄金商业净多持仓一般为负，主要是由于产业链企业主要是套保需求。
- ②黄金非商业净多持仓与黄金价格互相影响，自3月以后净多持仓一直维持高位支撑金价。

COMEX黄金：商业净多持仓 2025-05-20



COMEX黄金：非商业净多持仓 2025-05-20



## 免责声明

本报告的版权归“浙商期货有限公司”所有，未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用，未经授权的转载本公司不承担任何责任。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“浙商期货有限公司”。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记，本公司保留一切权利。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。