

摘要

统计结果看，美国总统大选对金价的影响，可分为两个周期维度。在大选前，黄金价格宜受避险需求推动而上涨。但大选后金价规律性较低，仅从总统公布日后3个月维度看，呈现较高概率的下跌特征，但1个月及1年期的特征不显著。此外，由于统计次数较少，其代表性可能较低。

我们认为“美总统大选事件”与“特朗普交易”对黄金的影响可能皆较小，特别是当前“特朗普交易”的突发性已经远低于2016年，且从边际影响力角度看亦趋弱。

如若特朗普成功竞选，大选前1个月的避险交易助推的金价上涨，或存在一定回吐需求，但难以简单复制2016年时特朗普上台后逾1个月的明显下跌行情，主要因货币政策环境的差异。当前降息周期下，美联储货币政策的路径选择，亦即美国经济的着陆方式，可能才是影响金价中期变化的核心要素。

展望25年贵金属走势，贵金属或仍将处于相对易涨难跌的格局中，除非美经济内生增长动能增强，美国经济实现软着陆，并削弱美联储降息需求这条概率极低的路径发生。但2025年黄金价格具体的演变路径存在较大不确定性，风险上需防范金融危机下的资产普跌风险。我们预计2025年伦敦金将在2450-3000区间内运行，伦敦银预计在27-38区间，SHFE黄金主力580-650区间，SHFE白银主力7000-10000区间。

南华研究院

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1290号

联系人：

夏莹莹
Z0016569
xyy@nawaa.com

电话：
0571-87839265

请务必阅读正文之后的免责条款部分



目录

目录.....	2
1. 年内市场关注点提示	3
2. 美国大选游戏规则介绍	4
2.1 选举种类	4
2.2 美大选年选举流程	4
2.3 美大选制度特征.....	5
2.4 美国会选举介绍.....	6
3. 特朗普 VS. 哈里斯.....	8
3.1 政策主张差异	8
3.2 各平台最新支持率调查	9
4. 美国大选对黄金的影响分析	13
4.1 历次美总统大选信息梳理	13
4.2 历次美总统大选前后金价表现	13
4.3 2016 年特朗普胜选前后金价表现及驱动分析	15
5. 黄金后市展望.....	21

目录

图表

图 1.1: 本周美国即将公布的经济指标	3
图 2.1: 美国选举种类.....	4
图 2.2: 美国选举时间轴	4
图 2.3: 美国选举时间轴	5
图 3.1: 美国通胀交易有所抬头.....	8
图 3.2: 美总统大选 RCP 综合民调支持率变化.....	9
图 3.3: 美总统大选 RCP 各平台民调支持率	9
图 3.4: 当前选举人票数分布	10
图 3.5: 摇摆州民调支持率情况.....	10
图 3.6: 10 月以来摇摆州对于哈里斯的支持率明显下滑	11
图 3.7: 结合摇摆州票数后的选举人票数对决	11
图 3.8: 结合摇摆州票数后的选举人票数对决	12
图 4.1: 2000 年以内美国总统大选基本信息	13
图 4.2: 总统结果日前后黄金走势 (-60,365)	14
图 4.3: 总统结果日前后美指走势 (-60,365)	14
图 4.4: 总统结果日前后黄金走势 (-30,90)	14
图 4.5: 总统结果日前后美指走势 (-30,90)	14
图 4.6: 总统结果日前后黄金走势 (-30,30)	15
图 4.7: 总统结果日前后美指走势 (-30,30)	15
图 4.8: 2016 特朗普执政期黄金与美指走势	16
图 4.9: 当前与 2016 特朗普执政期黄金走势	16
图 4.10: 当前与 2016 特朗普执政期美指走势	17
图 4.11: 2016 特朗普执政期黄金与美指	17
图 4.12: 2016 特朗普执政期黄金与美债	17
图 4.13: 2016 特朗普执政期个税税率下降	19
图 4.14: 2016 特朗普执政期 CPI 同比表现	19
图 4.15: 2016 特朗普执政期 CPI 环比表现	19
图 4.16: 2016 特朗普执政期个税税率下降	20

1. 年内市场关注点提示

临近10月底，国内外金价续刷新高，年内涨幅亦超30%，引发市场热议。站在当下，年内影响金价的因素依然繁多。

近端看，本周美国经济数据公布，包括代表通胀的PCE数据与美三季度就业成本指数，代表就业的非农就业报告，以及代表经济硬实力和工业需求的以及美三季度GDP初值、ISM制造业PMI等。

年内剩余2个月里，除2期非农和CPI数据外，宏观事件同样密集：11.4–11.8：中国人大常委第十二次会议；11.5–12.17：美总统大选日，国会大选，内阁敲定；1月20日美新总统任职及政策演说；11.7：美联储FOMC；12.19：美联储FOMC；12月：中央经济工作会议。

图 1.1：本周美国即将公布的经济指标

本周美国将要公布的经济指标	周期	公布时间	预期值	前值
标普CoreLogic CS 20个城市月环比经季调	Aug	10/29/2024 21:00	0.20%	0.27%
JOLTS职位空缺	Sep	10/29/2024 22:00	7935k	8040k
ADP就业变动指数	Oct	10/30/2024 20:15	110k	143k
GDP环比折合年率	3Q A	10/30/2024 20:30	3.00%	3.00%
就业成本指数	3Q	10/31/2024 20:30	0.90%	0.90%
PCE价格指数同比	Sep	10/31/2024 20:30	2.10%	2.20%
核心PCE价格指数同比	Sep	10/31/2024 20:30	2.60%	2.70%
周度首次申领失业救济人数	26–Oct	10/31/2024 20:30	232k	227k
非农就业人数增减	Oct	11/01/2024 20:30	110k	254k
失业率	Oct	11/01/2024 20:30	4.10%	4.10%
ISM制造业指数	Oct	11/01/2024 22:00	47.60	47.20

资料来源：Bloomberg、Wind、南华研究

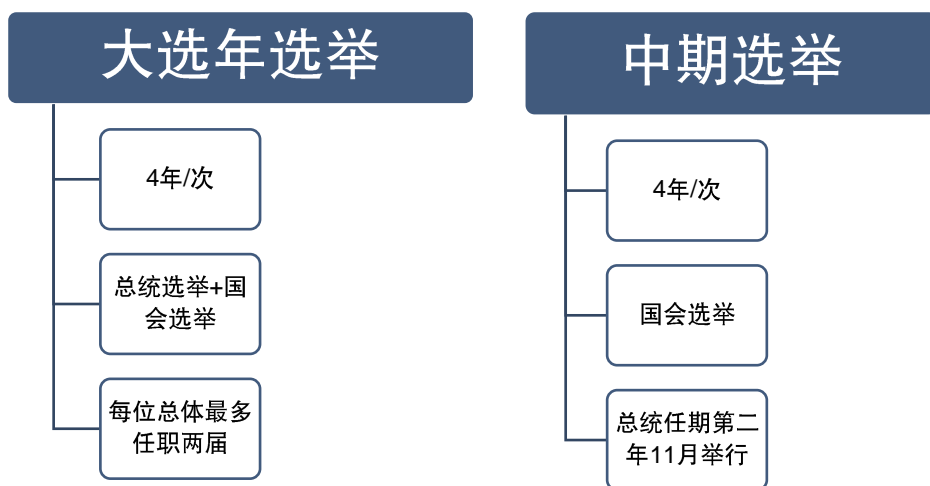
随着11月5日，即下周二美国总统大选日的临近，金融市场“特朗普交易”呈现升温迹象，然如何理解美国总统大选游戏规则，特朗普和哈里斯究竟谁的胜算更大，以及美总统大选对金价有何影响，是目前投资者关注焦点。

2. 美国大选游戏规则介绍

2.1 选举种类

美国的选举分为大选年选举、中期选举和补选等。大选年选举为4年一度的总统大选年的国会选举，中期选举指两次大选年之间的第二年举行的国会选举，补选则是因议员任期未满而辞职、死亡或被驱逐等形成空缺时举行的选举。今年11月5日的美国大选，显然属于4年一度的总统大选年的国会选举。而2016年11月，则将举办中期国会大选。

图 2.1：美国选举种类



资料来源：公开资料整理 南华研究

图 2.2：美国选举时间轴



资料来源：公开资料整理 南华研究

2.2 美大选年选举流程

美国总统大选的选举流程是一个复杂而独特的体系，涉及多个阶段和步骤。以下是美国总统大选的主要流程：

1. 初选（Primaries）和党团会议（Caucuses）：党内预选

初选是美国总统选举的第一阶段，通常从大选年的年初开始，到年中结束。初

选有两种形式：政党基层会议和直接预选。政党基层会议从选举点、县、选区到州逐级召开代表会议，最终选出代表本党在本州的选民参加全国代表大会的代表。直接预选类似于普选，选民在同一天到投票站投票选出代表本党在本州的选民参加全国代表大会的代表。

2. 全国代表大会 (Party Conventions): 党内提名及总统辩论

预选结束后，两党通常将分别在7、8月份召开全国代表大会，确定本党总统、副总统候选人，并讨论通过总统竞选纲领。总统候选人竞选：全国代表大会之后，总统竞选活动正式拉开帷幕，持续8至9周。候选人将进行广告大战、发表竞选演说、会见选民、召开记者招待会以及进行公开辩论。

3. 全国选民投票 (Election Day):

选举年11月份的首个星期一的翌日为选举日，选民在这一天投票。由于实行选举人团制度，选民实际上是在选举代表选民的“选举人”。

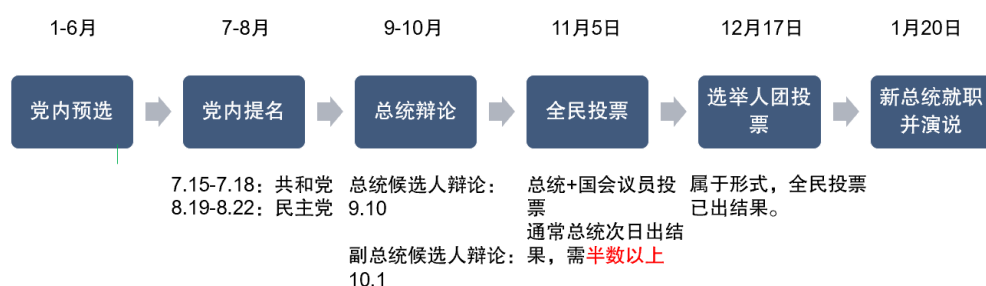
4. 选举人团投票 (Electoral College Vote):

真正的总统选举在12月第二个星期三之后的第一个星期一举行，各州被推选出的“选举人”将前往各州首府进行投票，最终选举出总统。

5. 总统就职典礼 (Inauguration):

当当选总统于次年1月20日在就职典礼上宣誓就职，总统选举过程方告结束。

图 2.3: 美国选举时间轴



资料来源：公开资料整理 南华研究

2.3 美大选制度特征

美国选举人团制度 (Electoral College) 是美国总统选举中一个关键的机制，它规定了如何通过选举产生美国总统和副总统。以下是该制度的一些核心要点：

1. 选举人团的组成：

选举人团由538名选举人组成，这个数字等于美国国会的参议员（100名）和众

议员（435名）的总数，再加上华盛顿特区的3名选举人。每个州的选举人数量等于该州在国会中的参议员和众议员人数之和。

2. “赢者通吃”原则：

除了缅因州和内布拉斯加州外，其余48个州和华盛顿特区都实行“赢者通吃”规则，即在州一级选举中获得相对多数选民票的总统候选人将获得该州全部的选举人票。

3. 选举过程：

在大选日，选民投票选择总统候选人，同时也间接选出了代表他们意志的选举人。这些选举人通常承诺会投票给他们所在党派的总统候选人。

4. 选举人团投票：

选举人团成员在各自州的首府集合，根据所在州选民的投票结果进行投票。理论上，选举人应该按照选民的意愿投票，但实际上他们可以投给任何候选人，这些不按选民意愿投票的选举人被称为“失信选举人”。

5. 当选门槛：

总统候选人需要获得至少270张选举人票（即超过总数的一半）才能当选。

2.4 美国会选举介绍

美国国会选举是指美国众议院和参议院的选举过程。国会两院的控制权归属则直接影响总统上台后各项政策的通过和实施。两党分歧加剧下，如若执政党仅能控制众议院控制权，则预示美国各项政策执行的难度将大增。

以下是美国国会选举的主要特点和流程：

1. 参议院选举：

国会参议员由各州直接选举产生，每州选举出2名参议员，共100人，任期6年，每两年改选三分之一。具体做法是将参议员分为3组，1组两年后改选，1组4年后改选，1组任满6年改选。

在当前的参议院席位中，民主党：48名，共和党：49名，独立人士：3名（与民主党团结合作），分别为伯尼·桑德斯（佛蒙特州），安格斯·金（缅因州），以及乔·曼钦（西弗吉尼亚州）

本届国会大选将有1/3参议院议员，即34席换选。其中民主党换选23席，共和党换选11席，共34席。这也预示着本届国内大选的参议院控制权，更容易向共和党倾斜。

2. 众议院选举：

国会众议员依据各州人口比例分配名额选出，众议员与人口的比例不得超过1：3万（即每位众议员至少须代表3万选民），但每个州至少应有1名众议员。美国人口普查每10年进行一次，依普查结果重新分配众议院议席。

本次参议院选举的435个席位需全部换选。当前共和党在众议院中共220席；民主党212席；空缺3席。

3. 特朗普 VS. 哈里斯

共和党总统候选人特朗普和民主党总统候选人哈里斯的对决，可谓一波三折。在现任总统拜登宣布推选后，哈里斯的国民支持率快速上升，并超越特朗普。但10月后局势发生逆转，特朗普支持率明显回升，这也导致10月以来“特朗普交易”升温，美元指数自10月以来亦持续走强。

3.1 政策主张差异

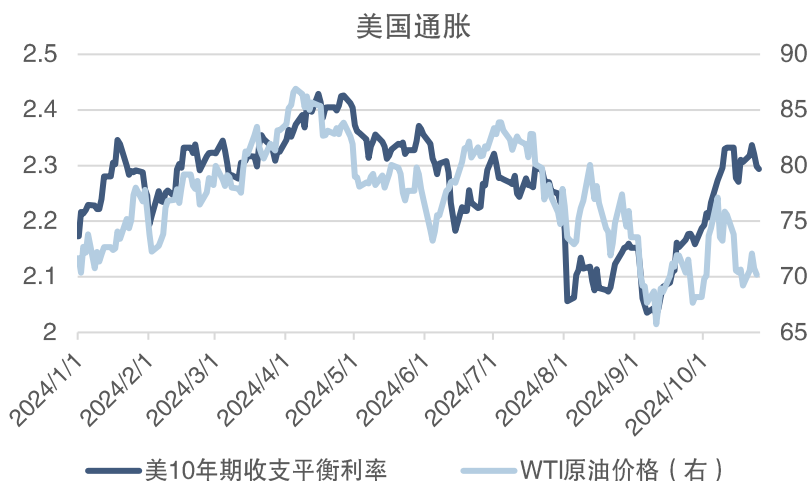
总体看，民主党与共和党在扩大基建、对华强硬、振兴制造业等方面的分歧较小，分歧较大的点主要有4个：

- （1）民主党支持新能源，共和党支持传统能源；
- （2）民主党主张扩大政府支出，共和党主张削减政府支出；
- （3）民主党主张对富人和企业加税，共和党主张普遍减税；
- （4）民主党支持堕胎、移民、少数族裔等公民权利，共和党则反对。

从能源政策维度看，特朗普如果胜选，可能抑制光伏和新能源行业发展，并对新能源相关资源价格形成阶段性利空影响，这其中包括部分有色和白银。从通胀逻辑看，特朗普支持普遍减税，一定程度可能造成通胀回升风险；对华相对强硬的贸易关税政策，亦加剧美国国内通胀压力；同时，共和党推崇的驱逐难民政策，亦可能通过削减劳动力供给而推升工资通胀压力。

近期市场上因“特朗普交易”产生的通胀交易有所抬头，10月来10Y美债盈亏平衡利率（通胀预期）继续走高后维持高位运行。

图 3.1：美国通胀交易有所抬头

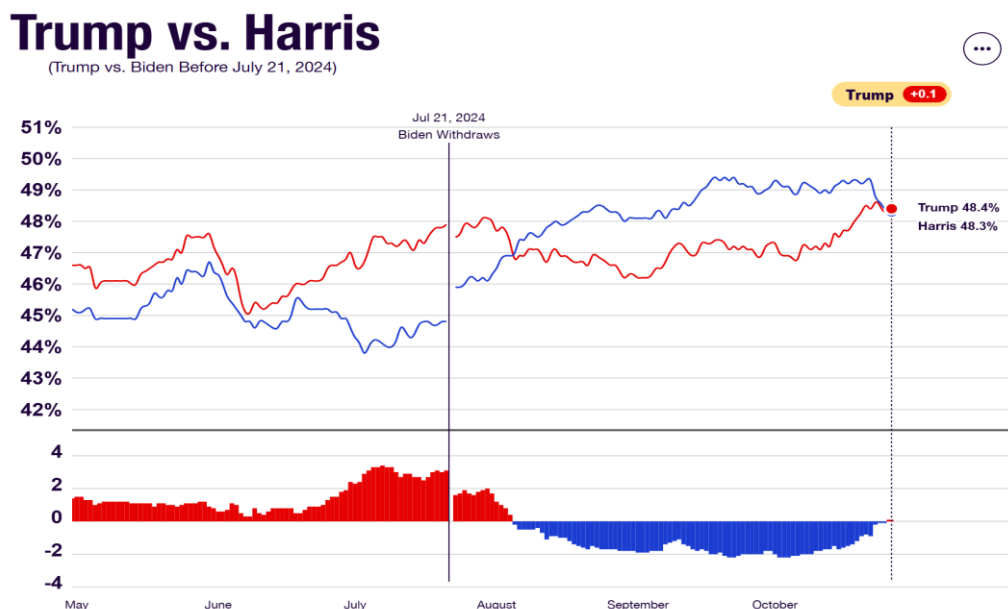


资料来源：Wind 南华研究

3.2 各平台最新支持率调查

根据权威性较强的RCP综合民调结果显示，截止10月28日，特朗普支持率小幅高于哈里斯0.1%。但从趋势变化看，在哈里斯竞选总统后，其支持率曾一度飙升并远超特朗普，因此临近大选前最后时刻的这种翻盘变化，造成金融市场的美总统大选不确定交易以及“特朗普交易”升温。

图 3.2: 美总统大选 RCP 综合民调支持率变化



资料来源：RCP 南华研究

从RCP公布的不同平台的大选民调结果看，两位竞选人依然竞争焦灼。

图 3.3: 美总统大选 RCP 各平台民调支持率

This Day In History: October 27, 2020: Biden +7.4 | October 27, 2016: Clinton +5.6

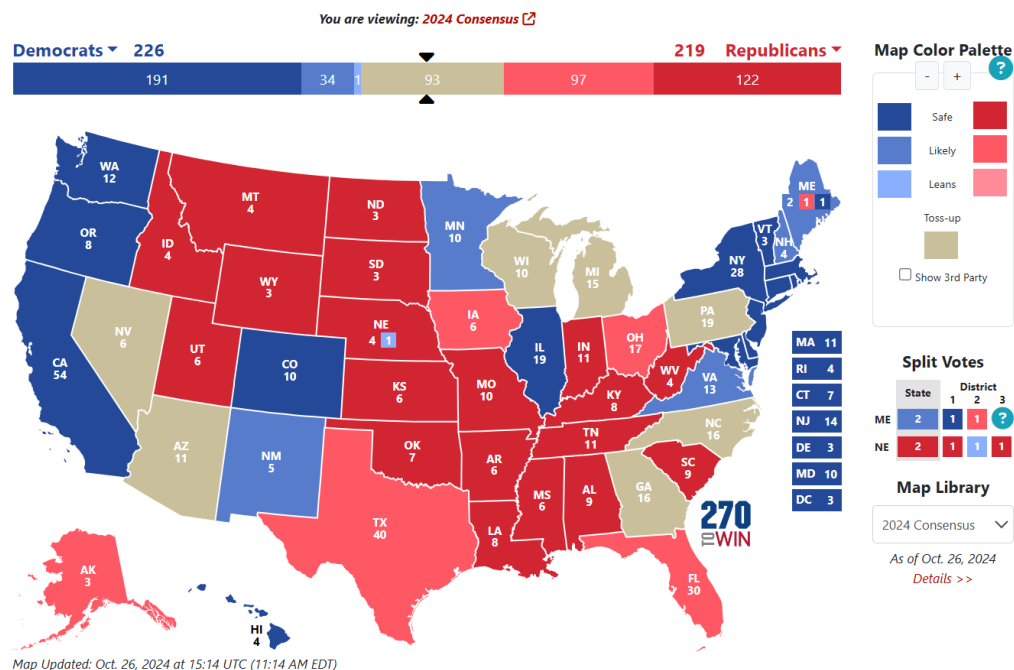
POLLSTER	DATE	SAMPLE	MOE	TRUMP (R)	HARRIS (D)	SPREAD
RCP Average	10/11 - 10/26	—	—	48.5	48.4	Trump +0.1
CBS News	10/23 - 10/25	2161 LV	2.6	49	50	Harris +1
Emerson	10/23 - 10/24	1000 LV	3.0	49	49	Tie
Rasmussen Reports	10/21 - 10/24	2745 LV	2.0	47	48	Harris +1
NY Times/Siena	10/20 - 10/23	2516 LV	—	48	48	Tie
CNN*	10/20 - 10/23	1704 LV	3.1	47	47	Tie
Wall Street Journal	10/19 - 10/22	1500 RV	2.5	49	46	Trump +3
TIPP	Tracking	1292 LV	2.7	48	48	Tie
Forbes/HarrisX	10/20 - 10/21	1244 LV	2.8	51	49	Trump +2
ABC News/Ipsos	10/18 - 10/22	1913 LV	2.5	47	51	Harris +4
Morning Consult	10/18 - 10/20	8570 LV	1.0	46	50	Harris +4
CNBC	10/15 - 10/19	1000 RV	3.1	48	46	Trump +2
USA Today/Suffolk	10/14 - 10/18	1000 LV	3.1	49	50	Harris +1
Atlas Intel	10/12 - 10/17	4180 LV	2.0	51	48	Trump +3
FOX News	10/11 - 10/14	870 LV	3.0	50	48	Trump +2

资料来源：RCP 南华研究

由于美国总统大选采取选举人制度，因此民调结果可能与实际结果间产生较大的不一致风险，各州的选举人票数立场分布或显得更重要些。

根据270TOWIN的数据显示，当前共和党支持率219票，民主党226票，摇摆州共7个，总计票数93票。基于总计538位选举人半数以上支持胜出的逻辑，特朗普若想胜出仍需获得摇摆州中270-219=51票支持，哈里斯则需继续获得摇摆州中270-226=43票支持。

图 3.4: 当前选举人票数分布



资料来源：270TOWIN 南华研究

然而从当前摇摆州的民调结果显示，特朗普在7个摇摆州的支持率皆更胜一筹，特朗普平均优势达到0.9%，且这样的优势在10月份才建立，主要因在选民最关注的两个问题上，即移民问题和经济问题，特朗普都明显比哈里斯占优，分别领先11个百分点和6个百分点，并且在通胀和边境安全等选民普遍关心的问题上，哈里斯的执政经验不足和政策模糊也让她陷入了被动。

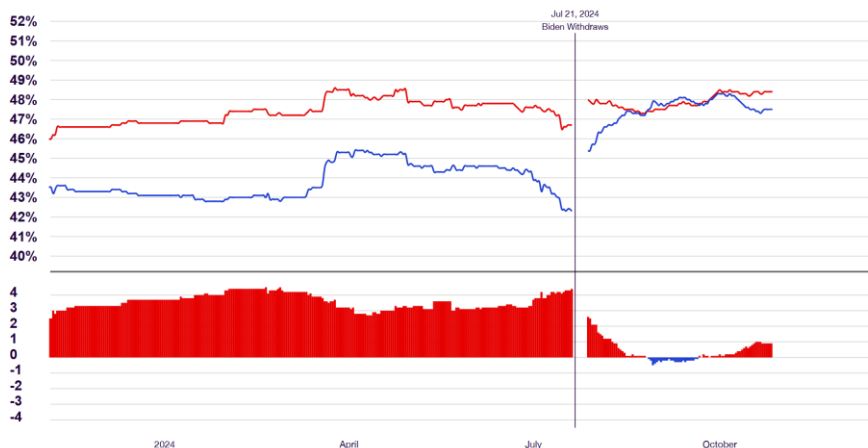
图 3.5: 摇摆州民调支持率情况

RCP AVERAGE	DATE	TRUMP (R)	HARRIS (D)	SPREAD
Top Battlegrounds	10/27	48.4	47.5	Trump +0.9
Arizona	十月 27th	49.2	47.7	Trump +1.5
Nevada	十月 27th	47.8	47.1	Trump +0.7
Wisconsin	十月 27th	48.2	48.0	Trump +0.2
Michigan	十月 27th	47.9	47.7	Trump +0.2
Pennsylvania	十月 27th	48.1	47.6	Trump +0.5
North Carolina	十月 27th	48.6	47.8	Trump +0.8
Georgia	十月 27th	49.2	46.9	Trump +2.3

资料来源：270TOWIN 南华研究

图 3.6: 10 月以来摇摆州对于哈里斯的支持率明显下滑

Top Battlegrounds: Trump vs. Harris

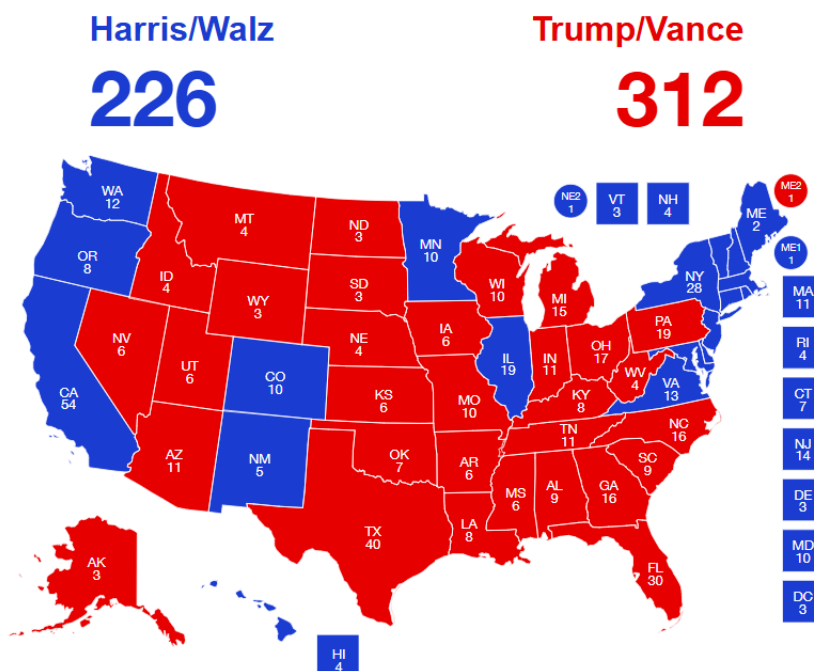


资料来源: RCP 南华研究

如若结合摇摆州的选举人选票, 则当前特朗普的选举人票数已经达到312票, 远超哈里斯的226票。

图 3.7: 结合摇摆州票数后的选举人票数对决

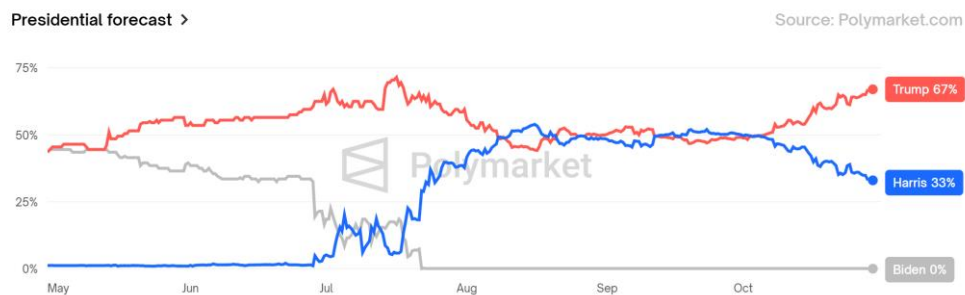
2024 Electoral College: No Toss-Up States



资料来源: RCP 南华研究

此外，从英国博彩网站Polymarket截止10月27日的跟踪结果看，押注特朗普胜选的概率在10月份快速上升，并最新达到67%，而哈里斯的胜率已经下滑至33%。

图 3.8：结合摇摆州票数后的选举人票数对决



资料来源：Polymarket 南华研究

因此，从当前形势看，特朗普在各个维度的支持率似乎更胜一筹，这也是造成10月份“特朗普交易”升温的背后数据支持。

4. 美国大选对黄金的影响分析

4.1 历次美总统大选信息梳理

分析美国总统大选对黄金的影响，仍需回顾历次美总统大选事件前后黄金价格表现、当时总统大选的环境和特殊性、以及分析是否存在其他更重要的影响因素。

我们回顾了近端自2000年以来6轮美国总统大选期间的选举情况以及黄金、美元指数走势。

图 4.1：2000 年以内美国总统大选基本信息

总统大选年	选举日	总统结果日	执政党	总统	对手
2000	11月7日	12月12日	共和党	布什	戈尔
2004	11月2日	11月3日	共和党	布什	克里
2008	11月4日	11月4日	民主党	奥巴马	麦凯恩
2012	11月6日	11月6日	民主党	奥巴马	罗姆尼
2016	11月8日	11月9日	共和党	特朗普	希拉里
2020	11月3日	11月7日	民主党	拜登	特朗普
2024	11月5日	? 最晚12/17	?	?	?

资料来源：公开资料整理、南华研究

在这6轮美国总统大选中，共和党和民主党分别胜出3轮，其中民主党奥巴马在2008届和2012届大选中获得连任。

从历次总统选举日后公布的总统时间看，偏差依然较大。2008年，总统结果于总统大选日当天晚间即公布，而2000年时总统结果在总统大选日的1个月后方公布，这主要与竞选人优势大小有关，因先获得270票选举人票数支持的竞选人即胜出。

对于本次美国大选，总统结果最快于11月5日公布，最晚于12月17日公布，除非两位竞选人均未能获得270票支持，而这种情况可能基于某些选举人弃票现象，但预计11月公布总统结果的可能性较高。

此外，基于当前各项民调结果中特朗普胜率更高的情况，2016年特朗普胜选前后黄金价格走势参考，可能具有更高的参考性意义。

4.2 历次美总统大选前后金价表现

我们从不同时间周期，对2000年以来6轮美国总统结果日前后黄金价格与美元指数的走势进行回顾。

从美国总统公布日前60个自然日到公布后一年的行情变化看，黄金涨跌分散度较高，且与执政党党派的性质相关性低，但相较之下，在共和党胜选的周期中，黄金价格走势相对波动较小，而民主党胜选时金价波动较大。

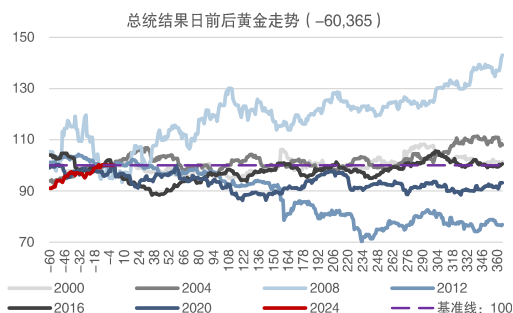
从美国总统公布日前1个月到公布后3个月的行情变化看，除奥巴马执政期，黄金价格皆在总统公布日前1个月内上涨，这一定程度反映大选前市场避险需求。而奥巴马在2008年和2012年大选中皆优势显著，因此市场不确定性亦较低，从而可能抑制避险情绪。

此外，黄金大概率在总统公布日后的一季度内下跌，但期间走势差异性较大，而金价唯独大涨的2008年则发生在美国次贷危机爆发前夕；美元指数亦在美国总统公布日后呈现出一定疲软的迹象。

从美国总统公布日后1个月的行情变化看，黄金和美指走势离散度依然较高，或反映避险情绪的消散仍需总统公布后更多国会细节、内阁敲定以及相关政策的细节配合。

因此统计结果看，美国总统大选对金价的影响，可分为两个周期维度。在大选前，黄金价格宜受避险需求推动而上涨。但大选后金价规律性较低，仅从总统公布日后3个月维度看，呈现较高概率的下跌特征，但1个月及1年期的特征不显著。此外，由于统计次数较少，其代表性可能较低。

图 4.2: 总统结果日前后黄金走势 (-60,365)



资料来源：Wind、南华研究

图 4.3: 总统结果日前后美指走势 (-60,365)

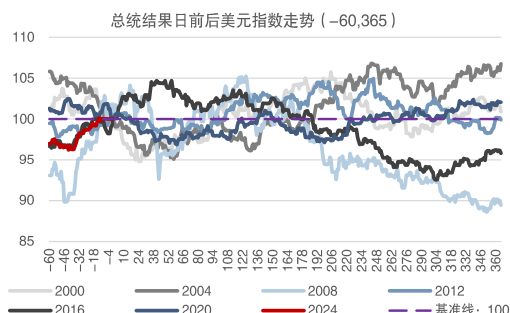
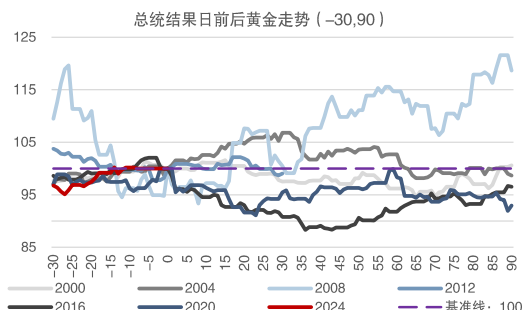


图 4.4: 总统结果日前后黄金走势 (-30,90)



资料来源：Wind、南华研究

图 4.5: 总统结果日前后美指走势 (-30,90)

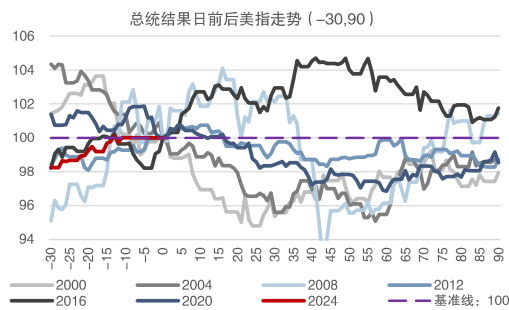


图 4.6: 总统结果日前后黄金走势 (-30,30)

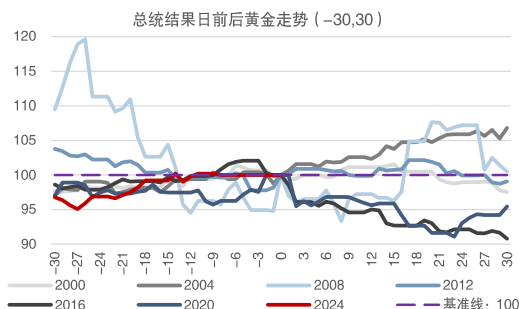
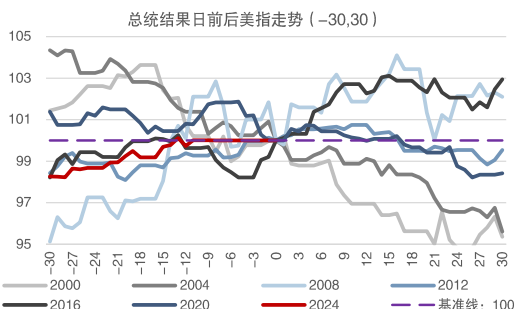


图 4.7: 总统结果日前后美指走势 (-30,30)



资料来源: Wind、南华研究

4.3 2016 年特朗普胜选前后金价表现及驱动分析

我们继续对参考意义相对更高的2016年大选前后，黄金与美指走势进行特殊场合分析，时间周期维度为2016年10月至2020年12月。

我们认为需区分“美总统大选事件”和“特朗普上台”两者交易逻辑。虽同样引发市场避险情绪升温，但前者侧重于对波动率上升的避险，因此黄金和美元呈现同涨特征；而后者则基于特朗普个人风格下对美国经济政策的不确定性增加，因此呈现黄金涨美元跌的避险特征。但如果回到2018年中美贸易战下美元上涨逻辑，则“特朗普交易”一定程度上助推了美指上涨，并对金价形成压制。

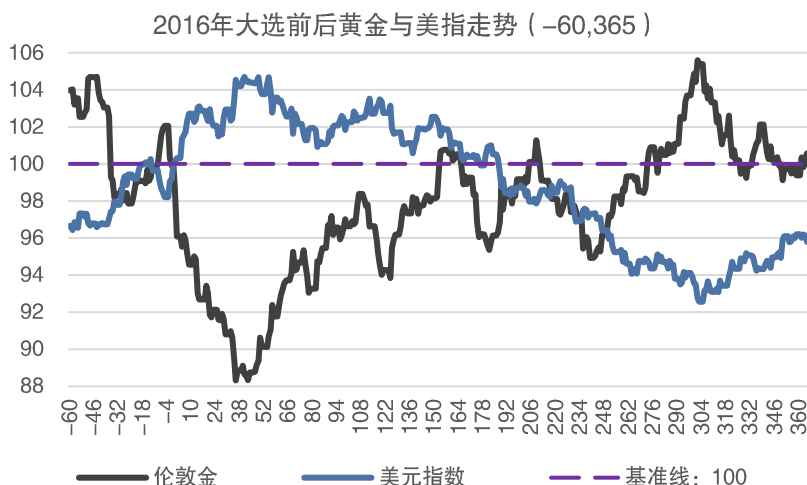
其次，对于避险情绪的回吐概念，预示着首先存在避险交易下的行情，再呈现反转下的悉数回吐状态，且通常不能明显超出前期交易的空间。

1、2016年美总统大选前后黄金与美指走势回顾

在2016年10月中旬至10月底期间，黄金价格与美指重心皆小幅上抬，我们认为当时在美总统大选前，黄金和美指皆受“美总统大选事件”的避险情绪升温而同步上涨，但涨幅相对有限。之后一周两者负相关性重新回归，呈现金涨美指跌走势，直至美总统大选11月8日前一天，黄金开启至年底前的逾一个月深度下跌，而美指反向持续走高。

2016年11月9日当日，特朗普“意外”获胜引发日内黄金价格先急涨后下跌走势。特朗普胜选后，市场对美国经济政策的不确定性增加，即“特朗普交易”，并导致投资者寻求黄金避险，并抛售美元，呈现黄金急涨美元急跌的走势。但随着市场逐渐恢复理性，黄金很快恢复下跌，美指则重新上扬。

图 4.8: 2016 特朗普执政期黄金与美指走势



资料来源：公开资料整理、南华研究

2、2016年美总统大选前后黄金走势的驱动分析

针对2016年年底特朗普胜选后逾1个月黄金的疲软走势，市场担心本届美总统大选，若重演特朗普胜选局势，黄金价格是否会遭遇类似剧烈回调？特别是在大选前的10月份，当前金价与美指走势与2016年时有较强的一致性。我们认为需分析2016年大选周期中黄金价格波动的背后逻辑。

图 4.9: 当前与 2016 特朗普执政期黄金走势



资料来源：Wind、南华研究

图 4.10: 当前与 2016 特朗普执政期美指走势



资料来源: Wind、南华研究

首先, 2016年的“特朗普交易”主要集中在11月9日当天, 当时已经呈现剧烈波动特征, 且日内黄金先涨后跌, 美指则反向先跌后涨。

其次, 大选前黄金与美指的同步上涨, 反映为“总统大选不确定性交易”下的避险特征, 但大选时及大选后已经不再交易。2016年大选前黄金与美指整体涨幅有限, 控制在约2%。

第三, 大选后至年底前黄金的下跌, 与美指负相关性较强, 期间10Y美债实际利率亦大幅走升, 3M美债收益率上行速度则更快, 反映为驱动可能主要来自与货币政策相关的加息预期。观察当时货币政策环境, 美联储在2015年12月开启加息周期后, 2016年12月宣布第二次加息, 当时还大幅增强2017年加息节奏预期。货币政策环境的趋紧, 或是引发2016年年底金价明显下探, 以及美指、美债实际利率上涨的主因。

图 4.11: 2016 特朗普执政期黄金与美指



资料来源: Wind、南华研究

图 4.12: 2016 特朗普执政期黄金与美债



那么2016年年底黄金大跌期间，货币政策的趋紧交易，是否受到“特朗普交易”的影响呢？我们认为影响力较小。

特朗普的政策主张，首先从能源政策维度看，对于传统能源开发的支持，并未带来2016年年底油价的下跌，当然期间存OPEC联合减产消息的影响。从通胀逻辑看，特朗普支持普遍减税，一定程度可能造成通胀回升风险，但实际上当时10Y盈亏平衡通胀率的上行，主要是受到原油价格的上涨带动；而对华相对强硬的贸易关税政策，则在2018年才显现出来。当然，对特朗普政策主张的期待，一定程度支撑美指的走强，并对黄金形成利空压力，但考虑期间美指与美债利率走势的同步性，这种影响力可能较弱。

拉长特朗普整个2017-2020年执政期间的黄金走势看，黄金整体亦处于先震荡后上涨的格局中，即特朗普上台不会对金价形成强利空。且受“特朗普交易”影响相对更敏锐的美指，与金价相关性较低。相反，金价与10Y美债实际利率负相关性较强，反映为，美总统大选，以及“特朗普”交易对金价的影响有限。且即使在2016年特朗普胜选后金价确实连续下挫逾1个月，但这与特朗普交易相关性较低，而主要可能受美联储货币政策影响。

此外，在2017年至2018年的整个美联储加息周期中的宏观资产看，美指在2017年表现疲软，但2018年走强，期间3M美债收益率受加息影响持续走升，但10Y美债名义利率在2017年震荡，2018年上行。反映为2017年美指的回落，可能受到对特朗普政策落实能力的怀疑影响，特别是在国会两院同时掌握在执政党共和党的前提下，其施政第一把火“废除奥巴马医改法案”的遇阻，让市场怀疑其政策落实能力，带动美元回调。2018年美指的走强，则同步于货币政策周期，当然这其中可能有部分受到中美贸易战的影响。

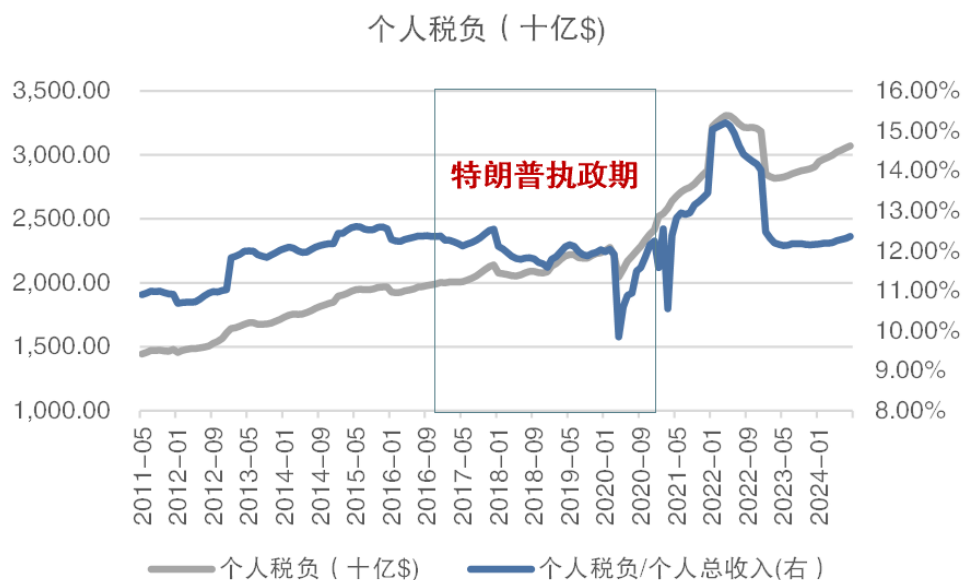
3、如特朗普在24年胜选，对黄金的影响展望

基于以上分析，我们认为“美总统大选事件”与“特朗普交易”对黄金的影响可能皆较小，特别是当前“特朗普交易”的突发性已经远低于2016年，且从边际影响力角度看亦趋弱。

此外，市场亦关注特朗普上台后是否将加剧美国二次通胀压力、以及是否进一步削弱美元信誉的问题。

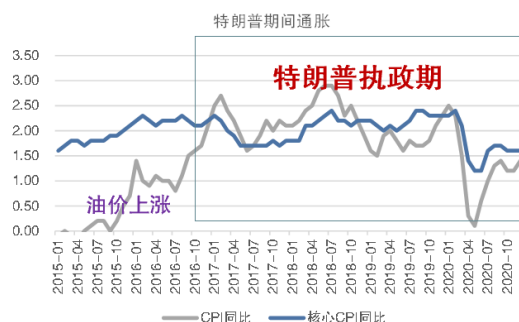
从通胀条线看，特朗普减税政策很难直接传递至通胀端，2017及2018年美国通胀整体维持在相对平稳的状态，因决定消费支出的可支配收入端，主要受收入端，即时薪及就业率因素影响。此外，2018年的中美贸易战亦未造成美国通胀压力明显上升。

图 4.13: 2016 特朗普执政期个税税率下降



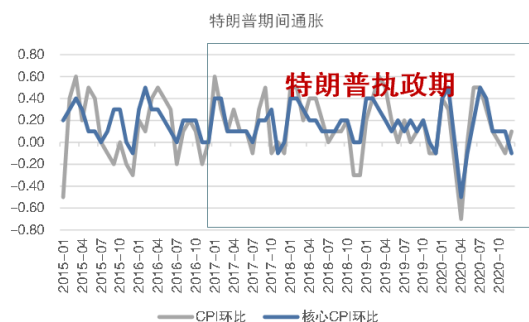
资料来源: 公开资料整理、南华研究

图 4.14: 2016 特朗普执政期 CPI 同比表现



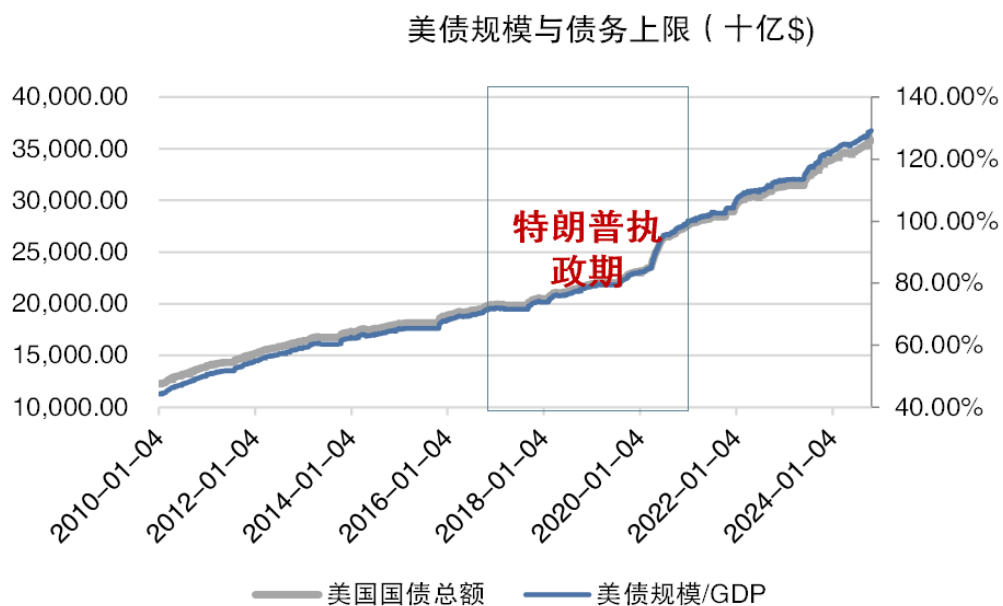
资料来源: Wind、南华研究

图 4.15: 2016 特朗普执政期 CPI 环比表现



那么，特朗普执政，是否会加剧美财政赤字，从而削弱美元信誉呢？我们认为，美元信誉的走弱是大势所趋，这与执政党派或执政人的选择相关性较低。相反，在 2016 年之后的特朗普执政期，美债务规模增长速度亦未较之前显著走陡，尽管债务规模依然延续上涨。

图 4.16：2016 特朗普执政期个税税率下降



资料来源：Wind、南华研究

5. 黄金后市展望

统计结果看，美国总统大选对金价的影响，可分为两个周期维度。在大选前，黄金价格宜受避险需求推动而上涨。但大选后金价规律性较低，仅从总统公布日后3个月维度看，呈现较高概率的下跌特征，但1个月及1年期的特征不显著。此外，由于统计次数较少，其代表性可能较低。

我们认为“美总统大选事件”与“特朗普交易”对黄金的影响可能皆较小，特别是当前“特朗普交易”的突发性已经远低于2016年，且从边际影响力角度看亦趋弱。

如若特朗普成功竞选，大选前1个月的避险交易助推的金价上涨，或存在一定回吐需求，但难以简单复制2016年时特朗普上台后逾1个月的明显下跌行情，主要因货币政策环境的差异。当前降息周期下，美联储货币政策的路径选择，亦即美国经济的着陆方式，可能才是影响金价中期变化的核心要素。

展望25年贵金属走势，贵金属或仍将处于相对易涨难跌的格局中，除非美经济内生增长动能增强，美国经济实现软着陆，并削弱美联储降息需求这条概率极低的路径发生。但2025年黄金价格具体的演变路径存在较大不确定性，风险上需防范金融危机下的资产普跌风险。我们预计2025年伦敦金将在2450–3000区间内运行，伦敦银预计在27–38区间，SHFE黄金主力580–650区间，SHFE白银主力7000–10000区间。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

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。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。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。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货营业网点

