

凌晓慧**电话：****0571-88399533****邮箱：****Lxh2484@yafco.com**

摘要：

2024 年，全球贵金属市场在充满挑战的环境中波动剧烈，展现出避险资产在复杂经济周期中的重要作用。全球范围内，宏观经济的疲软与地缘政治危机交织，使投资者重新聚焦黄金和白银等贵金属，以对冲风险和不确定性。本文旨在复盘 2024 年贵金属交易的主线逻辑进行复盘以及对 2025 年降息周期内的贵金属主要定价逻辑进行展望，文章分析了多方面驱动因素，包括美联储降息路径对黄金与实际利率关系的恢复、全球地缘政治风险的变化、数字货币对黄金的分流影响以及人民币贬值对内外比价的支持等。整体来看，贵金属市场将在 2025 年面临更加复杂的环境，因此在 2025 年将面临高位震荡的局面，整体伦金核心波动区间为 2500-3000 美金，人民币贬值预期会给沪金相较伦金而言更强的支撑。

正文：

一、2024 年贵金属主线逻辑分析

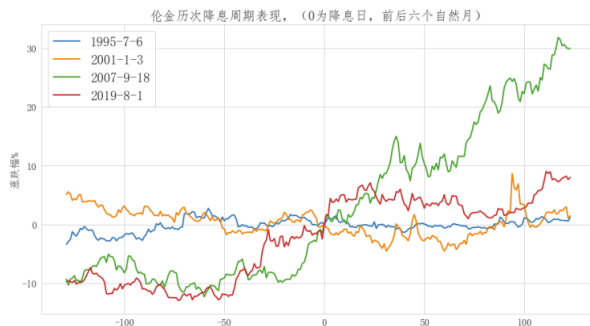
贵金属定价的锚在哪里是每一个贵金属投资者在 2024 年都想要探究清楚的问题。以传统的实际利率框架来衡量黄金价格的话会发现，从 2023 年开始贵金属与实际利率之间的相关性大幅降低，黄金价格涨幅较实际利率跌幅相比存在明显高估。从 2024 年行情复盘来看，上半年贵金属定价的主线围绕避险驱动与央行购金需求两者展开。2024 年上半年 2 月以色列对加沙的军事行动引发巴以冲突升级，成为金银价格新一轮上涨的开端。4 月初市场对美国“二次通胀”担忧升温，加之全球央行购金需求亦有抬升，其余资金也跟风积极涌入，推动国际金价不断攀升并屡创新高。行至下半年，降息交易与大选前的避险定价成为贵金属交易的主线。5 月初美国非农就业数据逊于预期，引发市场对美联储降息的提前押注，在市场“买预期卖现实”的交易逻辑推动下，贵金

属价格进一步受到提振，连续冲击前期高点突破历史新高。随后美联储官员接连发表鹰派言论，市场降息预期受到压制，但金价下行幅度有限。待到美联储与欧元区主要国家央行降息动作实际落地后，美国大选带来的不确定性使得贵金属继续获得避险资金青睐，贵金属价格在避险资金的追逐下继续屡创新高，COMEX 黄金于 10.30 日，美国大选结果公布的前夕来到本年度迄今为止的最高点 2801.8 美金/盎司。待到大选结果公布后，伴随着特朗普内阁成员构成的逐渐明朗，避险情绪持续退散，黄金也经历了本年度最深一轮的回调，回调深度超过 230 美金/盎司。

站在当下关口，笔者认为贵金属市场所面临的最关键的问题有二：一是贵金属与实际利率的相关性在缺位两年后是否会在 2025 年回归；二是贵金属 2025 年内的交易主线是什么。为了回答这两个问题，笔者复盘了 90 年代以来降息周期内黄金的表现，并从中发现了一定的规律。

二、90 年代以来降息周期内黄金表现复盘

图一、伦金历次降息周期表现

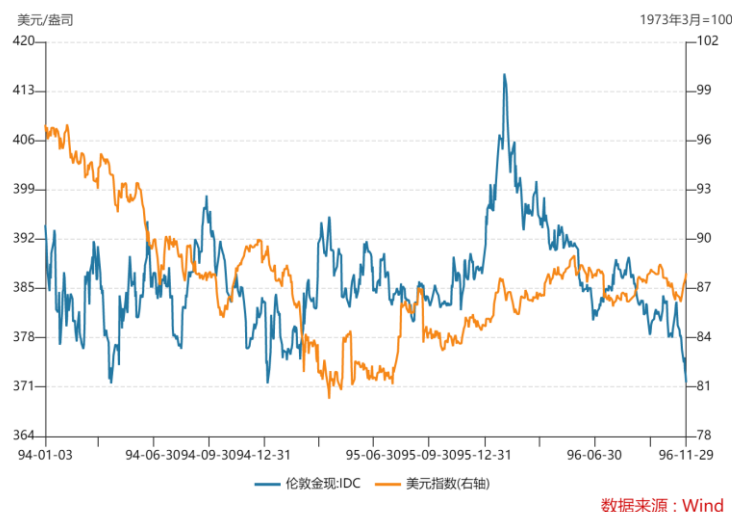


数据来源：永安期货

复盘自 1990 年以来四轮美联储的降息周期，以降息日前后 6 个自然月作为观测窗口，我们可以发现黄金在历轮降息周期内表现均较强。把首次降息的时间节点作为原点，过去四轮降息周期开启 6 个月内黄金涨幅均为正，且美联储降息催化因素的差异对黄金涨幅影响巨大。

1、1995.2.1-1996.1.31，降息周期 12 个月，降息幅度 1.25%。 1995 年这一轮为预防衰退式降息，彼时美联储源于预防衰退诉求的考量，于 1995 年开启该轮降息周期。期初源于降息带来的流动性宽松环境加持，金价出现温和上涨，上涨幅度为 6%。在降息周期末端美国经济增速开始回升，失业率下降，金价转为下跌。

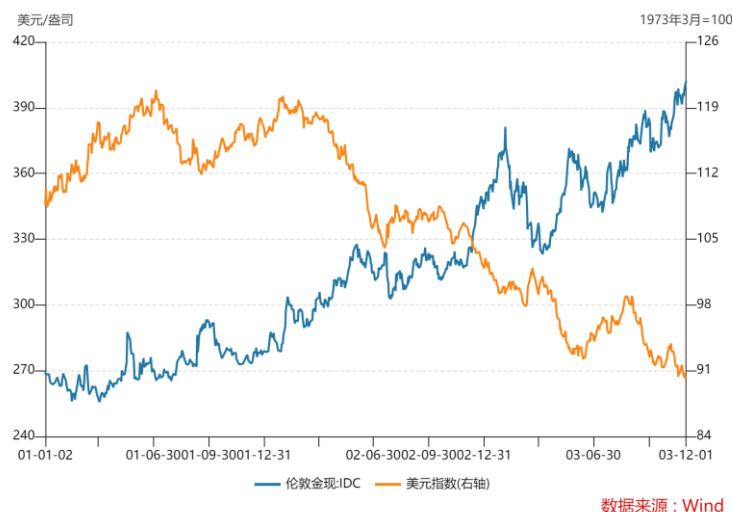
图二、1994-1996 降息周期黄金与有色涨跌幅



数据来源: Wind, 永安期货

2、2001.1.3-2003.6.25，降息周期 29 个月，降息幅度 5.5%。 本轮降息周期开启的原因较为曲折。2000 年互联网泡沫破裂后纳指暴跌，但彼时美联储通胀以及失业率、PMI 都比较健康，美联储逆向加息 50bp 打击通胀，随后经济指标持续恶化，因此美联储于 2001 年年初开始降息。随后 2001 年发生“911”事件、2003 年美国发动伊拉克战争，欧元货币诞生，美元信用遭受挑战，美指该阶段内稳步下跌。黄金在该轮降息周期中表现亮眼，经济的实质性衰退与美元信用遭受挑战这两个维度均刺激了投资机构中长期的购金需求，截至该轮降息周期尾声，黄金累计涨幅超过 30%。

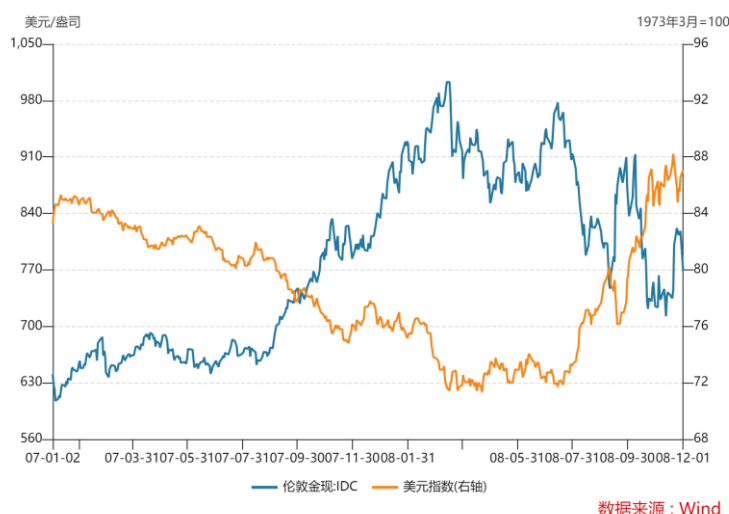
图三、2001-2003 降息周期黄金与有色涨跌幅



数据来源：Wind，永安期货

3、2007.9.18-2008.12.26，降息周期 15 个月，降息幅度 5%。该轮美联储降息的主因是为了消化地产泡沫，2007 年次贷危机发生后，美联储开启持续降息之路，流动性指数大幅转松，美元、美债利率持续下行，黄金价格快速上涨，至 2008 年 2 月达到阶段性高点，涨幅高达 41%。但是，大幅调降基准利率并未阻止美国经济滑入衰退，9 月次贷危机全面爆发并引发流动性恐慌，期初避险带动金价回升但在市场极度恐慌发生踩踏时黄金亦被抛售，同时实际利率因市场极度恐慌下的通缩预期快速上行，直至 11 月开始美联储开启 QE。

图四、2007-2008 降息周期黄金与有色涨跌幅



数据来源：Wind 永安期货

4、2019.8.1-2020.3.16，降息周期 7 个月，降息幅度 2.25%。本轮降息初期美联储采取预防式降息的操作思路，但在 2020 年 1 月后疫情爆发，恐慌情绪催化下金融资产流动性枯竭，美联储紧急再度降息并及时投放流动性，海外各大经济体名义利率大幅下降，持有黄金的成本陡降，黄金本轮降息周期内涨幅超 20%。

图五、2019-2020 降息周期黄金与有色涨跌幅



数据来源: Wind, 永安期货

三、黄金降息周期内的驱动与总结

自 2022 年以来,关于黄金与实际利率脱钩的讨论一直是市场关注的热点话题。过去 30 年中,黄金与实际利率之间的关系发生了显著变化,特别是在高利率环境下,黄金与实际利率的相关性大幅走低。这一现象的出现,意味着黄金对实际利率的敏感性相对减弱。在高利率环境中,投资者更倾向于追求能够带来更高回报的资产,如债券和其他固定收益产品,黄金则作为无息资产,其吸引力大大降低。这种趋势也反映了黄金在高利率时的“机会成本”效应:当利率较高时,持有现金和其他金融资产的回报较为可观,从而降低了黄金的投资吸引力。

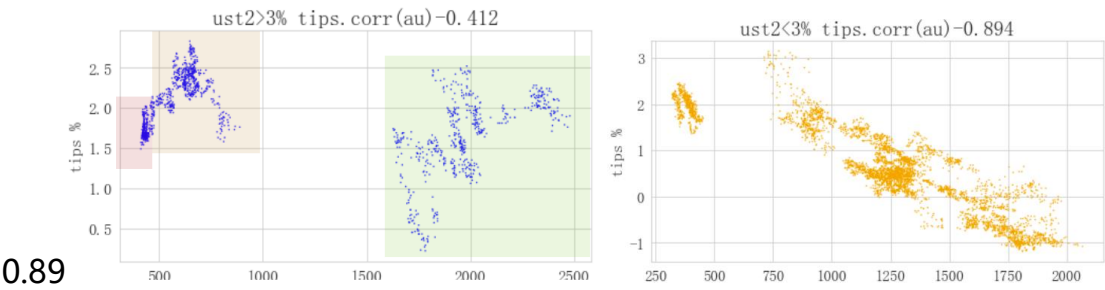
然而,在低利率或降息环境中,黄金与实际利率之间的负相关性趋于恢复。实际利率在此时成为衡量持有黄金与持有美元之间性价比的重要标准。当实际利率下降时,黄金的持有成本相对较低,其相对吸引力上升,投资者会更倾向于将资金转向黄金等无息资产。这种情况下,黄金往往表现出稳定的负相关性,即当实际利率下降时,黄金价格上涨。尤其是在降息周期内,黄金受到货币政策和财政政策双宽松的支持,金价有着较强的上涨势头,有效对冲通胀风险,并发挥避险属性。

不过,尽管降息周期通常对黄金构成支撑,黄金市场仍然高度依赖流动性的状况。降息背后往往伴随着经济下行的压力,经济危机或者金融动荡所带来的流动性枯竭,可能导致黄金价格的剧烈回调。特别是在极端的流动性危机中,黄金可能暂时失去其传统的避险属性,并与风险资产

一同被抛售。这一点在历史上的多次危机事件中得到了体现。例如，2024 年 8 月日元套息交易出现的市场动荡、2020 年 1 月疫情爆发带来的全球金融市场流动性危机、以及 2008 年次贷危机爆发时的市场恐慌，都曾导致黄金在短期内的价格回调，尽管它长期以来一直被视为避险资产。

综合来看，黄金的表现不仅与实际利率密切相关，还受到流动性环境的强烈影响。黄金在经济衰退周期中表现尤为突出，尤其是在低利率和货币宽松的背景下，黄金的吸引力大幅上升，成为投资者规避市场风险的重要选择。然而，投资者也应谨慎，警惕流动性危机对黄金的短期负面影响。在极端市场情况下，黄金可能暂时失去避险属性，与股票、债券等风险资产一同承压。

图六、UST2Y <3%黄金与实际利率相关性仅为 0.4 图七、UST2Y >3%黄金与实际利率相关性



数据来源：永安期货

四、2025 年核心矛盾

1. 传统定价框架视角

展望后市，我们认为黄金与实际利率的相关性会在降息周期内逐渐回归，因而黄金走势与美联储的降息路径息息相关，黄金在流动性宽松的衰退周期内表现较“软着陆”下更加强势。

图八、各国央行政策一览

央行	最新政策利率	下次会议时间	市场2025年降息幅度预期
中国央行	1.7% (OMO7D利率)	暂无	1-2次，每次10bp-25bp
美联储	4.75%	2024.12.19	3.75%
欧央行	3.4%	2024.12.12	2.25%
英国央行	4.75%	2024.12.19	3.7%
日本央行	0.25%	2024.12.19	有加息预期，目前市场定价75bp

数据来源：永安期货

实际利率角度而言，近几个月通胀小幅超出市场预期，其根源是 5-7 月去通胀速度太快，导致前期通胀预期下调的也太快。但目前整体依旧处于温和去通胀的状态。结合联储票委发言，当前年内货币政策的基准假设依旧是降息 25bp，目前短端利率市场主要迟疑的是 2025 年下半年开始计算的远端降息预期。

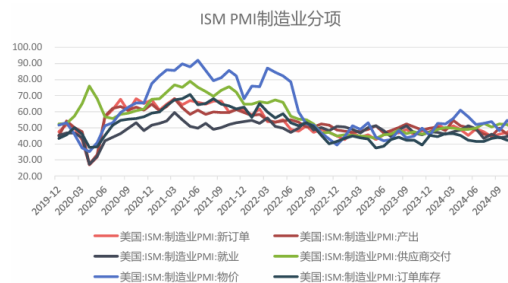
从特朗普团队的政治诉求来看，美国的财政政策可能面临边际收紧的可能性。这种趋势反映了当前政府在应对高赤字与债务水平攀升的情况下，逐渐将政策重心从短期经济刺激转向中长期财政可持续性。一方面，减少非关键领域的财政支出，例如社会福利和教育支出，将成为可能的调整方向，而财政赤字的边际收紧有利于抑制通胀，2025 年出现再通胀的可能性在下降。另一方面，通过回顾特朗普上一届任期的表现可以发现，特朗普倾向于维护一个较为宽松的低利率环境，因而长端利率仍有较大中期下行的空间。对于贵金属市场而言，宽货币+边际紧财政的环境相较于 2024 年的宽货币+宽财政的环境略有收紧，但考虑到眼下美国财政支出的惯性仍在，且其中刚性支出比较高，因而中短期内并不构成对 2025 贵金属价格的利空因素。

此外，从市场短期流动性风险的角度考量，7 月下旬日元套息交易的拆仓放大了整体风险资产的波动，日央行亦紧急出来表态安稳市场，短期流动性危机化解。但是，我们认为仍需继续警惕日元套息交易逆转的可能。从中期视角看，日央行货币政策仍有紧缩的需求和空间，因此仍需关注后市美日利差波动带来的美日套息盘的集体撤出、以及随之而来的流动性枯竭对黄金短期的冲击。

图九、美国 CPI 分项同比



图十、ISM PMI 制造业分项



数据来源：永安期货

2. 黄金供需结构视角

图十一、黄金供需平衡

黄金季度平衡表	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	Q1'24	Q2'24	Q3'24
供应											
矿山	839.37	889.70	949.05	946.71	853.00	899.70	937.30	954.60	859.10	906.97	989.84
生产商净套保	25.68	1.65	-26.81	-13.64	38.70	-15.70	23.80	23.00	-24.50	8.49	0.20
回收	295.92	285.20	268.32	290.70	311.20	324.00	290.10	313.50	348.50	336.44	322.97
总供给	1160.97	1176.55	1190.56	1223.77	1202.80	1207.90	1251.20	1291.10	1183.10	1251.90	1313.01
需求											
金饰	517.40	493.46	582.62	601.86	531.10	494.10	581.00	583.40	534.40	408.19	543.27
工业	81.06	78.33	77.29	72.07	72.80	72.80	77.30	82.20	80.50	80.25	82.98
投资	555.85	209.31	100.49	247.39	276.40	252.60	155.90	257.40	200.40	266.07	364.09
——金币金条	284.10	257.62	344.21	336.62	305.00	273.70	295.00	312.80	313.40	273.20	269.44
——ETF	271.75	-48.31	-243.72	-89.23	-28.61	-21.09	-139.11	-55.40	-133.00	-7.00	94.65
央行购金	82.44	158.57	458.77	382.10	286.20	173.60	359.40	211.10	299.90	202.00	186.20
总需求	1236.75	939.66	1219.18	1303.43	1143.75	988.57	1166.20	1149.83	1295.60	1222.71	1540.64
央行购金占比需求	7%	17%	38%	29%	25%	18%	31%	18%	23%	17%	12%

数据来源：永安期货

从黄金供应端来看，2024 年前三季度矿产金较 2023 年同期增长 79.5 吨，再生金较 2023 年同期增长 84.3 吨。其中第三季度全球黄金矿产量同比增长 6%，达到 989.8 吨，创下历史季度新高。这主要得益于加拿大、墨西哥和印度尼西亚等国家的新矿投产。此外，回收黄金量同比增加 11%，达到 323 吨，但同时环比减少 4%，主要受高金价和消费者等待更高价格的心理影响。净生产者套保方面来看，第三季度净套保几乎没有贡献，表明矿业公司在当前高金价下持相对谨慎态度。

从黄金需求端来看，之前市场关注度最高的央行购金需求边际转弱，占比下滑至 12%，净购买量显著减少，反映出高金价对官方储备需求的抑制。其中三季度央行净购买量为 186 吨，同比下降 49%，成为近年来较大的降幅。投资需求从连续 9 个季度的净流出转为净流入，黄金 ETF 的净流入已经成为继央行购金需求之后支撑金价的核心动力。实物需求来看，受高金价影响，总体珠宝需求同比下滑 6%，但印度市场逆势增长。三季度印度市场实物金需求同比上升 10%，得益于节日季和婚礼旺季的推动，以及 7 月起进口关税的下调，实物金币需求较中国提升明显。此外，黄金工业端需求常年稳定，2024 三季度随着海外电子行业略有复苏，工业用金需求环比小幅增加 2.74 吨。

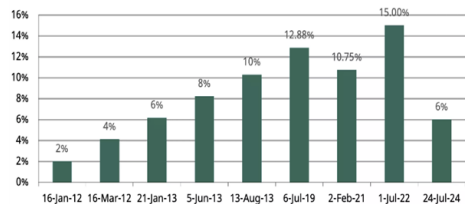
展望 2025 年，我们认为在黄金供应保持稳定的同时，需求端主要关注投资需求以及央行购金需求的边际影响。其中投资需求主要关注黄金 ETF 的边际净流入，在美联储与欧央行在 2025

年分别有 100bp 以及 115bp 降息空间的基准假设下，我们认为黄金 ETF 有较大动力维持边际性的净流入趋势。而央行购金需求主要关注国内央行动态，本轮央行购金潮中国内央行始终是购金力量的中流砥柱。2024 年 11 月中国央行在停止 6 个月购金动作后重新购入单月 4.54 吨黄金，按照以往惯例，中国央行购金行为有一定惯性，不排除未来数月央行会持续性继续购买黄金。因此总结来看，我们认为黄金需求在 2025 年有望稳中有升，从边际流量的角度来看，黄金在 2025 年有望继续赢得资金青睐。

图十二、央行购金占比



图十三、印度黄金关税变化



数据来源：永安期货

3. 避险需求视角

2024 年以来，全球地缘政治局势复杂多变，对黄金价格的影响逐渐超出传统可解释因素的范围。根据世界黄金协会的分析，黄金价格中无法明确归因的部分显著上升，反映出地缘政治风险对金价的持续支撑作用。展望 2025 年，无论是中东紧张局势、朝鲜半岛动荡，还是俄乌冲突，这些关键领域暂未有冲突升级的迹象，市场对特朗普政府可能加速俄乌冲突结束抱有期待。如果俄乌冲突朝着缓和方向运行，则黄金的避险投资需求或会下行。

与此同时，数字货币的崛起对黄金有两方面的影响。一方面来看，市场对数字货币的青睐反映了市场对美元信用体系的担忧，各国央行储备中美元占比持续下降，更有美联储官员支持将数字货币纳入联储体系。从长远角度看，市场对黄金和数字货币的双重青睐反映了对未来不确定性的忧虑。而另一方面，近期数字货币与黄金的走势出现明显分化，从以往的同涨同跌到现在的出现分化，背后反映了数字货币投资对黄金投资的分流作用。特朗普新一届内阁成员中不乏对数字货币大举背书的成员，因而在投资分散化以及对冲美元体系风险的投资选择上，近期不少资金需

求流入数字货币而非黄金。

因此我们看到黄金的避险需求影响因素是复杂的，整体来看短期地缘冲突有缓和趋势，中期来看下方支撑在于黄金对冲美元信用体系风险的功能，上方压力来自于数字货币的分流作用。

4. 汇率以及美元视角

2024 年，美元指数呈现 V 型走势，其主要驱动因素包括美国经济的就业和通胀表现，以及市场对美联储政策路径的预期。此外，欧系央行降息、日本央行加息、地缘政治风险及部分地缘冲突对美元指数也有阶段性影响。11 月美国总统大选后，“特朗普交易”再次升温，一度推动美元指数突破 108，但随后迅速回落。

展望 2025 年，美国财政扩张预计放缓，潜在的再通胀压力主要来自于 2025 年下半年而非眼前。欧洲方面，欧元区经济增速较美国明显恶化，美欧经济差明显。此外，特朗普可能重新推行加关税政策，一方面提升美国国内通胀的不确定性，另一方面对海外经济体也造成冲击。因此整体来看，基于当下美欧经济差以及关税摩擦的可能性，我们预期美元指数将在 2025 年继续偏强运行。

人民币方面，2024 年人民币兑美元汇率在 7-7.3 区间波动。短期来看，中国货币政策周期与美欧货币政策周期从过去几年的相向运行转为通向运行，且近来数月中国经济的刺激政策短期内缓解了人民币贬值压力，但中期来看关税摩擦落地的可能性加剧了贬值预期。展望 2025 年，中国经济受房地产市场疲软及外部冲击的影响持续存在，预计 2025 年人民币兑美元汇率将面临值压力，尤其在下半年可能测试 7.5 支撑位，全年核心波动区间在 7-7.5 之间。

对于贵金属而言，基于 2025 年人民币的贬值压力，我们认为贵金属内外比价有望进一步抬升以此反应人民币的贬值预期，沪金相较于伦金而言有一定对冲人民币贬值的作用。

五、2025 年价格展望

总结来看，2025 年贵金属市场可能面临“宽货币+财政边际收紧”的宏观经济环境。这一组合意味着货币政策的进一步宽松可能为贵金属价格提供下方支撑，而财政政策的边际收紧可能对整体经济活动产生一定的约束作用，但并不构成贵金属需求的全面利空。因此，在多因素共同主

导作用下，贵金属市场面临更加复杂的环境，整体来看，我们认为贵金属在 2025 年将面临高位震荡的局面，整体伦金核心波动区间为 2500-3000 美金，人民币贬值预期会给沪金相较伦金而言更强的支撑。

免责声明：以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但我司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，您应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我司不承担任何责任。我司在为您提供服务时已最大程度避免与您产生利益冲突。未经我司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我司均不承担任何责任。