

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。下半年, 市场环境发生显著变化。美联储开启降息周期, 且避险情绪出现反复。尽管如此, 贵金属表现仍具韧性, 截至 11 月 25 日, COMEX 黄金累计上涨 26.52%, COMEX 白银涨幅则为 25.72%, 充分反映了贵金属兼具抗通胀、避险以及投资等多重属性。

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, 黄金价格涨幅与实际利率跌幅相比存在明显高估。

站在当下关口, 笔者认为贵金属市场面临的关键问题有二: 一是贵金属与实际利率的相关性在缺位两年后是否会回归; 二是贵金属未来一段时间内的交易主线是什么。为了回答这两个问题, 笔者复盘了上世纪 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。

一、四轮降息周期内黄金表现

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 年 2 月 1 日至 1996 年 1 月 31 日, 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。

2.2001 年 1 月 3 日至 2003 年 6 月 25 日，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“9·11”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，美指在该阶段内稳步下跌。

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%。

3.2007 年 9 月 18 日至 2008 年 12 月 26 日，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，并在 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，期初避险需求带动金价回升，但在市场恐慌加剧时黄金亦被抛售，同时实际利率因市场恐慌下的通缩预期快速上行，直至 11 月美联储开启 QE。

4.2019 年 8 月 1 日至 2020 年 3 月 16 日，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，在恐慌情绪催化下金融资产流动性枯竭，美联储紧急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，黄金在本轮降息周期内涨幅超 20%。

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，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，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。在这种情况下，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月日元套息交易导致的市场动荡、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年次贷危机暴发时的市场恐慌，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。

二、保持对长期配置价值的信心

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。**我们认为眼下可从实际利率、流动性、特朗普团队政治主张三个维度去看贵金属后市交易节奏。

从实际利率角度而言，近两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也太快，但目前整体依旧处于温和去通胀的状态。结合美联储票委发言，年内货币政策的基准假设依旧是降息50BP，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。

从流动性方面而言，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，日央行亦紧急发声安抚市场，短期流动性危机化解。但是，我们认为仍需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的可能性。

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；另

一方面，进一步的减税措施可能因债务压力而被限制。与此同时，特朗普团队可能将资源更多集中于贸易政策调整和本土制造业的支持上，以优化资源配置和提升经济竞争力。这一边际收紧的财政政策不仅意在控制内部经济风险，而且可能对全球资本流动和市场预期产生深远影响。

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。**在这样的背景下，我们认为市场对贵金属的预期无需过度悲观，价格调整反而可能带来新的布局机会。建议投资者保持对贵金属长期配置价值的信心，继续参考“回调买入”的策略思路，灵活应对市场波动，同时关注宏观政策变化和地缘政治风险对市场的影响。

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。