

CIFCO

贵金属 黄金

策略研究·年报

中国国际期货·研发产品系列 2024 年 12 月 30 日 星期一

小憩怡情，长牛不改

内容摘要：

2024 年沪金走势偏强，其主要的推动力来自于美联储和地缘政治热点。此二者在 2025 年或仍为主要驱动力。但二者的推动力可能都会有所减弱，从而使得黄金或不复 2022 年以来连续 3 年牛市、2023 年和 2024 年连续 2 年大牛市的行情那般强势，出现“小憩”。不过，黄金自 2018 年以来的长牛行情也不会就此中断，2025 年仍将总体上延续牛市行情。预计 2025 年沪金主力合约运行区间可能是[500, 750]。

策略：建议顺势操作为主，注意把握短多机会，注意仓位和及时止盈止损。

风险：美联储货币政策、地缘政治热点的非预期变化等。

中期研究院

www.cifco.net

有色金属研究团队

汤林闽

投资咨询号：Z0014852



目 录

一、2024 年回顾.....	3
1.1 沪金主力走势回顾：阶梯上扬、屡创新高.....	3
1.2 COMEX 金主力走势回顾：阶梯上扬、屡创新高.....	4
1.3 美元指数走势回顾：先升后降再升.....	5
二、黄金供需.....	5
2.1 全球黄金供需平衡.....	5
2.2 黄金供应.....	6
2.3 黄金需求.....	7
三、黄金库存.....	9
四、2025 展望.....	11



一、2024 年回顾

1.1 沪金主力走势回顾：阶梯上扬、屡创新高

2024 年，沪金主力合约（连续）呈阶梯上扬、屡创新高的走势。开年不到一个月，就在 1 月 25 日达到全年最低点 476.32 元/克，之后在二月底三月初开启年度级别的阶梯上扬行情。3 月 4 日突破 2023 年 12 月 4 日触及的前期历史最高点 486.48 元/克；3 月 11 日触及阶段性高点 511.66 元/克；3 月 21 日大涨后将沪金价格推上年内第二阶梯，分别在 4 月 15 日和 7 月 17 日最高触及 588.28 元/克和 585.84 元/克的 585 元/克以上的高点；9 月 12 日以后沪金价格进入年内第三阶梯，并于 10 月 30 日达到年内最高点 639.48 元/克，也是最新的历史最高点。至 12 月 19 日，收盘为 613.52 元/克，较 2023 年最后一个交易日（12 月 29 日）的收盘价 481.70 元/克上涨了约 27.37%。具体如图 1-1 所示。

图1-1：2024年沪金主力合约（连续）走势



资料来源：同花顺iFinD、中期研究院



1.2 COMEX 金主力走势回顾：阶梯上扬、屡创新高

2024 年，COMEX 黄金主力合约（连续）呈阶梯上扬、屡创新高的走势。本年前两个月，COMEX 金平稳偏弱，于 2 月 14 日触及年度最低点的 1996.4 美元/盎司；从 3 月初开始，开启年度级别的阶梯上扬行情，3 月 6 日最高触及 2160.7 美元/盎司，突破了 2023 年 12 月 4 日触及的前期历史最高点 2152.3 美元/盎司；3 月 26 日之后，COMEX 金主力合约价格进入年内第二阶梯，分别在 4 月 12 日和 5 月 20 日分别触及 2448.8 美元/盎司和 2454.2 美元/盎司的高位；7 月 3 日之后，COMEX 金主力合约价格进入年内第三阶梯，并于 10 月 30 日触及全年最高点 2801.6 美元/盎司，也是最新的历史最高点；至 12 月 19 日，收盘为 2610.0 美元/盎司，较 2023 年最后一个交易日（12 月 29 日）的收盘价 2071.8 美元/盎司上涨了约 25.97%。具体如图 1-2 所示。

图1-2：2024年COMEX金主力合约（连续）走势



资料来源:同花顺iFinD、中期研究院



1.3 美元指数走势回顾：先升后降再升

2024 年，美元指数呈先升后降再升的走势。本年伊始，美元指数先进入震荡上扬阶段，4 月 16 日最高触及 106.500，此后进入逐级下降阶段；至 9 月 27 日，最低触及 100.140，为全年最低点；此后又恢复震荡上扬，至 12 月 19 日，当日触及的最高点 108.470 为全年最高点，收盘为 109.350，较 2023 年最后一个交易日（12 月 29 日）的收盘价 101.310 上涨了约 7.94%。如图 1-3 所示。

图1-3：2024年美元指数走势



资料来源：同花顺iFinD、中期研究院

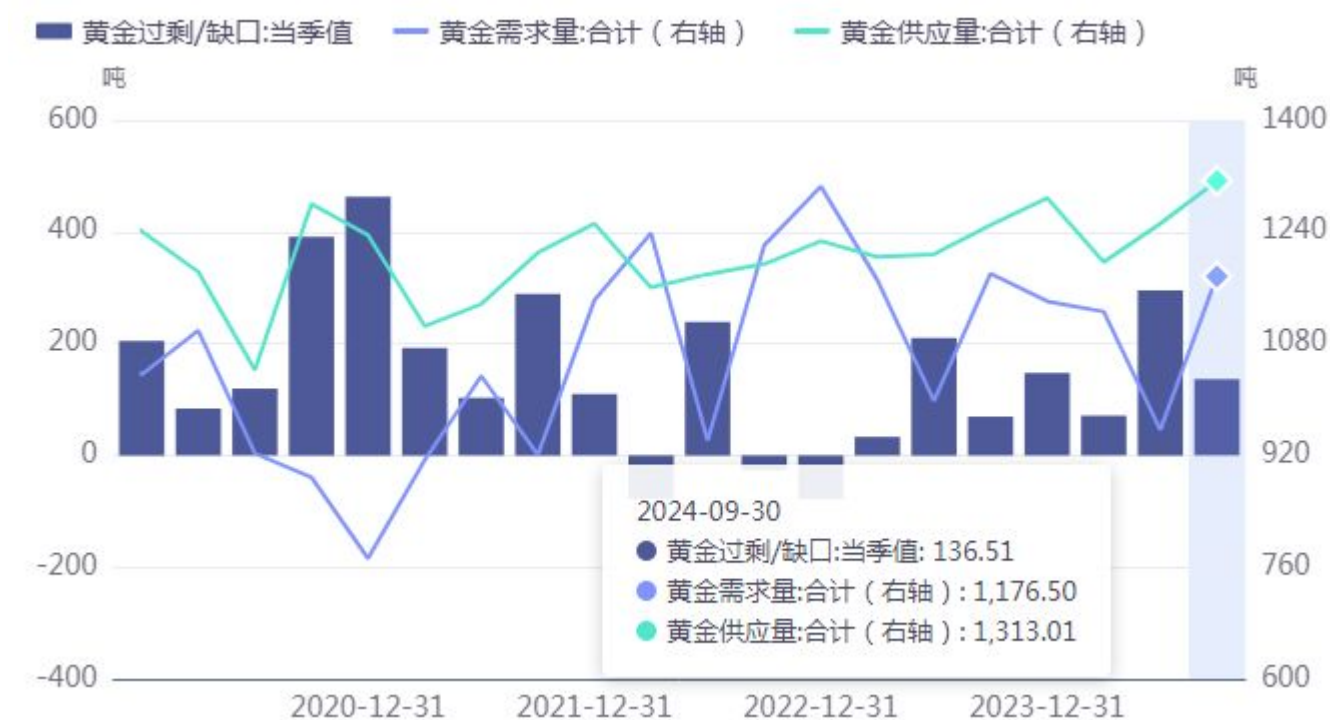
二、黄金供需

2.1 全球黄金供需平衡

2024 年，全球黄金的供需缺口呈供大于求的态势。截至 9 月 30 日，全球黄金供需为过剩 136.51 吨，需求量为 1176.5 吨，供应量为 1313.01 吨。如图 2-1 所示。



图2-1：全球黄金供需平衡2020-2024



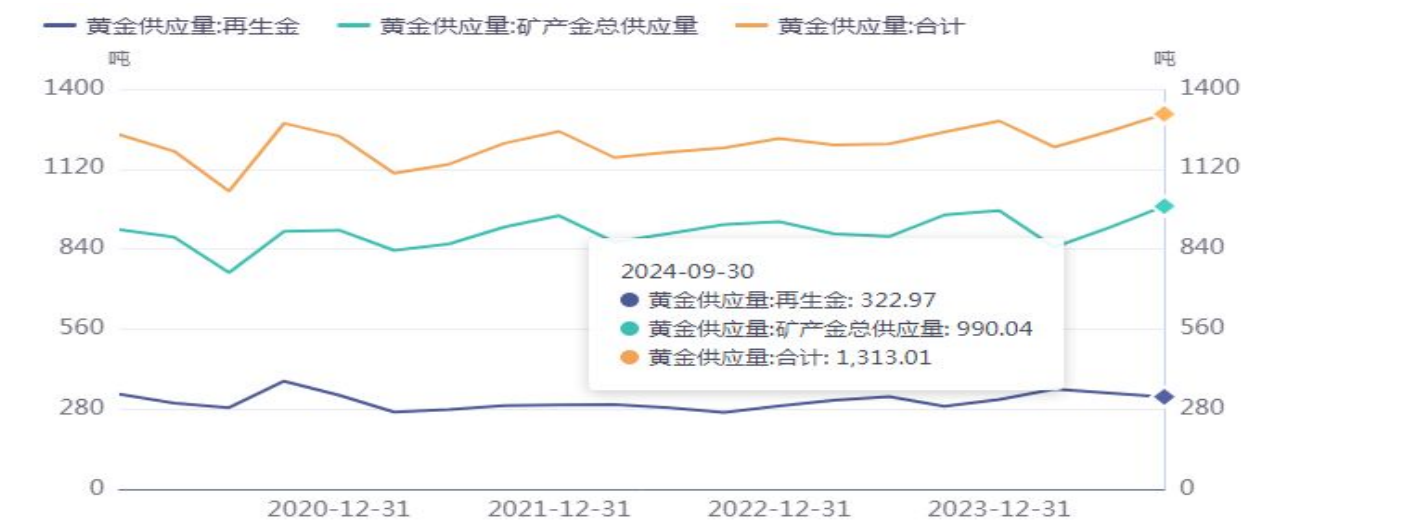
资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

2.2 黄金供应

2024 年，截至 9 月 30 日，黄金供应总计为 1313.01 吨，其中再生金 322.97 吨，约占 24.6%；矿产金 990.04 吨，约占 75.4%。如图 2-2 所示。



图2-2：黄金供应量2020-2024



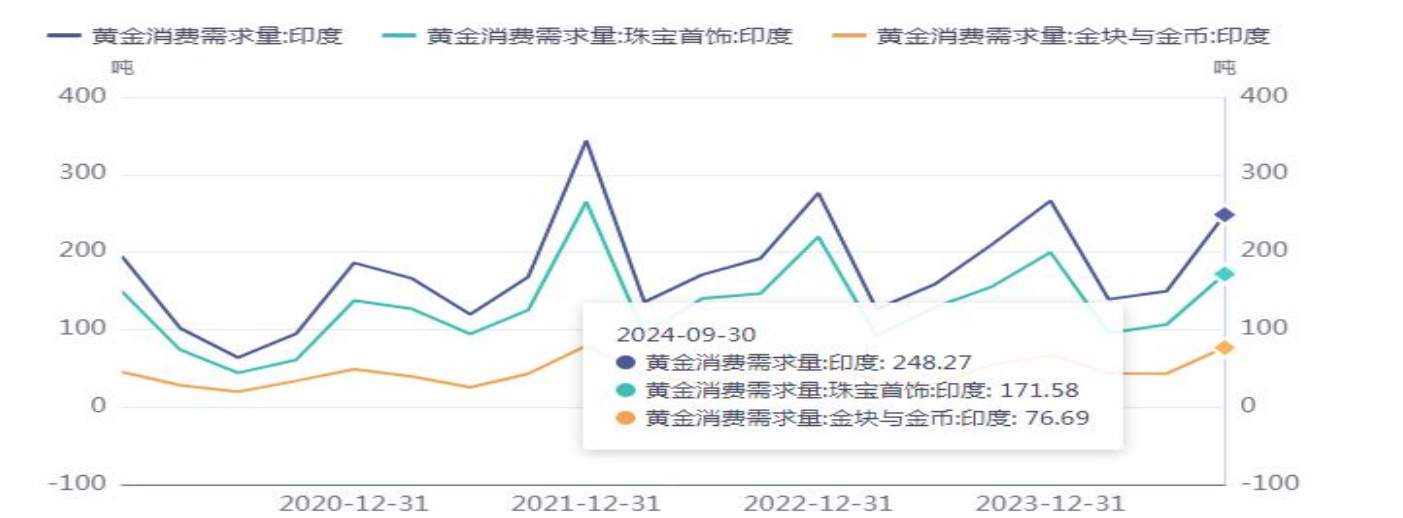
资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

2.3 黄金需求

2024 年，截至 9 月 30 日，印度黄金需求总计为 248.27 吨，其中，珠宝首饰的金需求约 171.58 吨，约占 69.11%；金块与金币的需求约 76.69 吨，约占 30.89%。

如图 2-3 所示。

图2-3：印度黄金需求2020-2024

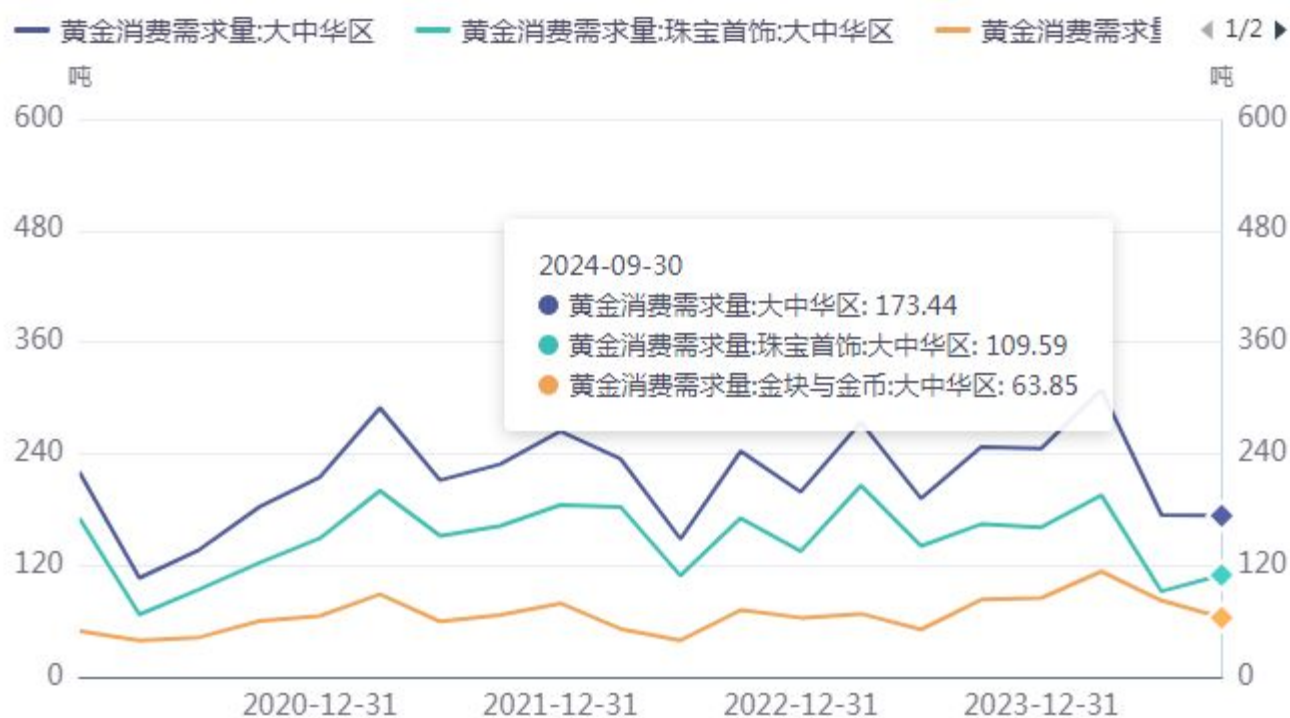


资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院



2024 年，截至 9 月 30 日，大中华区黄金消费需求总计约 173.44 吨。其中，珠宝首饰的金需求约 109.59 吨，约占 63.19 %；金块与金币的需求约 63.85 吨，约占 36.81%。如图 2-4 所示。

图2-4：大中华区黄金需求2020-2024

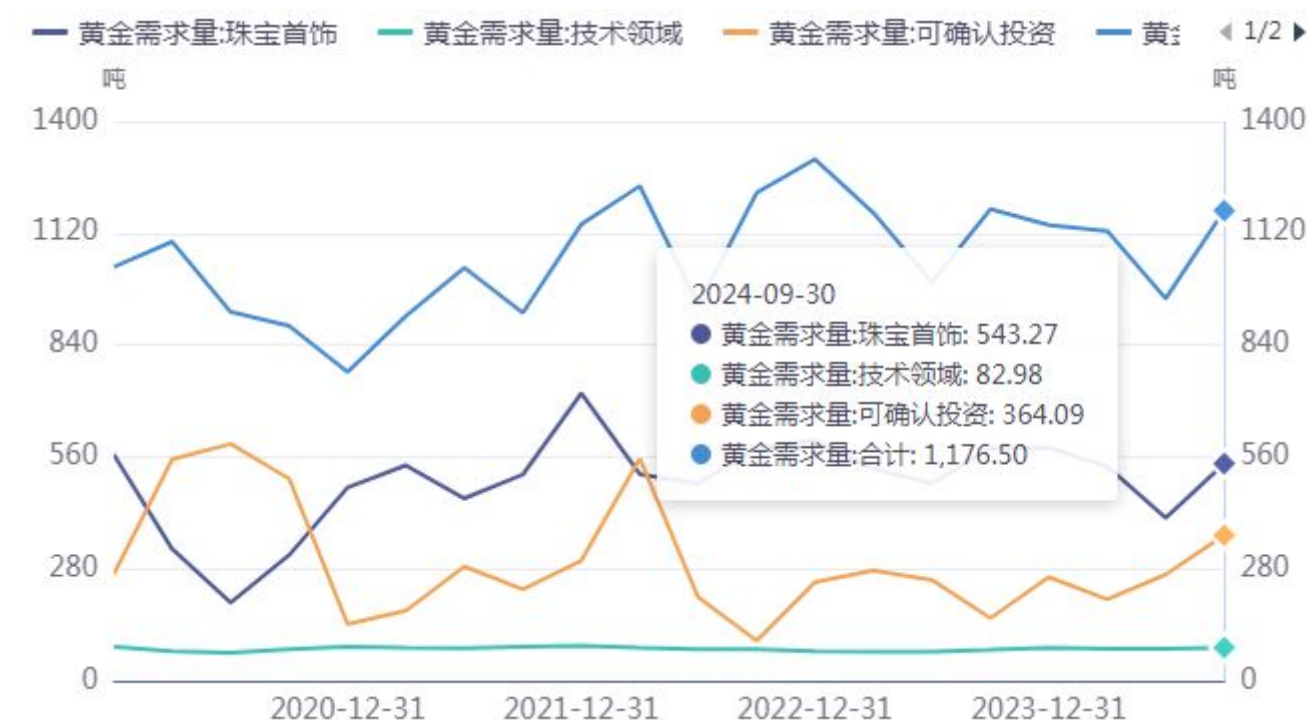


资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

2024 年，截至 9 月 30 日，全球黄金消费需求总计约 1176.5 吨。其中，珠宝首饰的金需求约 543.27 吨，约占 46.17%；技术领域的金需求约 82.98 吨，约占 7.05%；可确认投资的金需求约为 364.09 吨，约占 30.95%。如图 2-5 所示。



图2-5：全球黄金需求2020-2024



资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

三、黄金库存

2024 年，SHFE 的黄金库存呈阶梯式上升。前几个月库存一直维持在 3100 千克附近窄幅波动，至 5 月 9 日，库存为 3228 千克；5 月 10 日突然跃升至 6117 千克，上了一个台阶；约一个月后开始继续明显上攀，至 6 月 27 日，库存达到 10617 千克，攀上第二台阶；此后又分别在 11 月 13 日和 12 月 13 日攀上新台阶，当日库存分别为 13449 千克和 15105 千克，后者也是全年的库存最高点。截至 12 月 19 日，库存为 15051 千克。如图 3-1 所示。

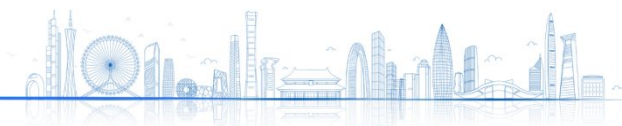


图3-1：SHFE黄金库存2023. 12. 20-2024. 12. 18



资料来源:同花顺iFinD, 中期研究院

2024 年，COMEX 金的黄金库存呈类“W”走势。初期库存最高，2024 年 1 月 17 为年内最高库存 2009.23 万盎司，然后下降，2024 年 5 月 14 日达到阶段性低点的 1745.96 万盎司；此后反弹，在 7 月 25 日达到反弹高点 1796.43 万盎司后又开始下滑，9 月 20 日达到全年最低点 1689.80 万盎司，此后再次上升；至 2024 年 12 月 18 日为 1925.99 万盎司。如图 3-2 所示。



图3-2：COMEX黄金库存2023. 12. 20-2024. 12. 18



资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

四、2025 展望

2024 年沪金走势基本符合我们去年年报的判断——“乐观情形下，黄金百尺竿头可能更进一步”，但其上涨空间超出了我们预估较多，可谓进了不止“一步”。其主要的推动力来自于美联储和地缘政治。

美联储方面，在 2023 年 7 月最后一次加息之后，美联储进入漫长的暂停加息时期。长期忍受高利率折磨的市场对美联储开启降息的预期和呼吁在进入 2024 年后愈加激烈，积累的情绪终于在 3 月份美联储政策会议前夕爆发，因为彼时从多方因素看美联储在其 3 月份政策会议上可能发出有关降息的明确信号，而在此之前美联储



最多只会给出少量模棱两可的信息。3月政策会议也很大程度上满足了市场预期，其更新的点阵图显示年内仍有3次降息令市场亢奋，黄金实现年内第一次大涨。

不过，4月之后的数月时间里，美联储迟迟未有降息实际行动，市场的降息预期一再落空并延后，黄金也随之箱体震荡。直到9月份，美联储在当月政策会议上终于开始降息，且降息幅度达到50个基点，超出市场预期，帮助黄金再次向上突破。市场情绪一度再次高涨，憧憬下一次美联储会议还将降息50个基点，年内或还有75-100个基点的降息。但这一预期很快破灭，年内最后两次美联储会议仅分别降息25个基点。

地缘政治方面，2024年地缘政治热点主要出现在3个地方，中东、俄乌和美国。美国主要是美国大选，其热度上升来自于7月份特朗普遭袭击、拜登退选和11月特朗普赢得大选，但对黄金的影响不明显且偏短期。俄乌主要是8月份乌克兰攻入俄罗斯库尔斯克地区并一度对当地核电站构成威胁，以及11月美国突然改变政策，允许乌克兰使用美国武器打击俄罗斯本土，均一度引发俄乌局势可能升级失控的担忧。不过与此二者相比，2024年对金价影响最大的地缘政治热点还是中东。4月份，以色列对伊朗驻叙利亚使馆领事处的空袭震惊市场，以伊开战的担忧剧增，好在伊朗进行了一次“有限度的”回击后，事态就逐渐降温最终趋于平淡；7月份，以色列接连刺杀真主党高官和哈马斯领导人，直接导致中东局势变得异常复杂严峻，真主党和伊朗的可能回应令市场避险情绪高涨；8月末真主党的大规模袭击和10月初伊朗的大规模袭击分别给予了回应，以色列开始与黎巴嫩真主党交战等，进一步令中东局势大幅升温。



展望 2025 年，美联储和地缘政治仍为金价的主要驱动力，但二者的推动力可能都会有所减弱，从而使得黄金或不复 2022 年以来连续 3 年牛市、2023 年和 2024 年连续 2 年大牛市的行情那般强势，出现“小憩”。不过，黄金自 2018 年以来的长牛行情也不会就此中断，2025 年仍将总体上延续牛市行情。

美联储方面。特朗普重回白宫后，市场普遍预期其很可能将落实其竞选时加关税、减税和驱逐移民等政策主张，而这些政策若落地，很有可能推高美国通胀，从而预期美联储可能在 2025 年减缓降息的步伐。美联储在 12 月政策会议上鹰派降息，更新的点阵图显示 2025 年仅降息 2 次，市场认为美联储甚至可能仅降息一次。因此 2025 年来自美联储降息逻辑对黄金价格的推动力势必减弱。不过，美联储主要视当前数据来决定其政策，其点阵图预测也并非一成不变，加上特朗普正式开始行使总统职权后是否会，以及多大程度上会落地前述政策主张也存在不确定性，因而 2025 年美联储逻辑对黄金价格的推动力大概率不会消失。

地缘政治方面。在中东，近期局势更多偏向于缓和方向发展，主要是巴以新冲突似乎有望结束。据汇通网，当地时间 12 月 18 日晚，据一位匿名的哈马斯官员透露，哈马斯与以色列就分阶段释放被扣押人员和停火协议进行的谈判取得了重大进展。而此前的 11 月末以黎停火协议已经签署，加之叙利亚阿萨德政府倒台，黎巴嫩真主党承认其无法再通过叙利亚获得军事供应，以黎方向局势也已经取向缓和。巴以和以黎这两大中东地区热点如果大幅降温乃至熄灭，中东地缘政治热点自然也会随之大降温或熄灭。在俄乌，特朗普在竞选前后一直宣称要快速解决俄乌问题，结束俄乌战争，且胜选后的确已经展开了一些相关动作，因而俄乌方向的地缘政治热



点也出现了相对降温的态势。不过，市场担心，在哈马斯、真主党、叙利亚后，以色列会紧盯伊朗，且双方直接冲突的可能性增加了。俄乌方面同样存在很多不确定性，特朗普可能面临着意料之外的障碍。2025 年地缘政治热点逻辑对黄金价格的推动力即使相对减弱，也应当不会消失，甚至还有提升的可能。

综上，预计 2025 年沪金主力合约运行区间可能是 [500, 750]。操作上建议顺势操作为主，注意把握短多机会，注意仓位和及时止盈止损。

风险：美联储货币政策、地缘政治热点的非预期变化等。

分析师承诺

本人（或研究团队）以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人（或研究团队）的研究观点。本人（或研究团队）严格遵守《中国国际期货股份有限公司廉洁从业规定》不存在利用期货交易咨询从事或变相从事期货委托理财活动，本人（或研究团队）不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出交易决策的唯一因素。本报告中所指的观点及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）向取得期货交易咨询业务资格的经营机构或期货交易研究分析人员咨询。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的交易建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何交易决定或就本报告要求任何解释前向取得期货交易咨询业务资格的经营机构或期货交易研究分析人员咨询。

联系我们

境内分支机构

总部：北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 6 层

客服热线 95162

分支机构：北京 上海 广州 深圳 大连 郑州 沈阳 青岛 济南 武汉 武昌 苏州
南京 宁波 杭州 佛山 清远 江门 汕头 厦门 南昌 成都 昆明 新疆乌鲁木齐 南宁

官方网站 www.cifco.net

风险子公司

中期国际风险管理有限公司

客服热线 010-65807861

北京市朝阳区建国门外光华路 14 号 1 幢 1008A 号

境外子公司

中国国际期货(香港)有限公司 | 中国中期证券有限公司

客服热线 (852)25739868

香港铜锣湾告士打道 255-257 号信和广场 29 楼 2903 室

官方网站 hk.cifco.net



全国
客服热线 95162
官方网站 WWW.CIFCO.NET

