

潮来潮去 贵金属仍易涨难跌

研究员：王露晨 CFA

期货从业证号：

F03110758

投资咨询从业证号：

Z0021675

邮箱：

wangluchen_qh@chinastock.com
.cn

一、核心观点

今晨，黄金再次刷新历史高位，伦敦金突破 3200 美元/盎司大关、上触 3220.12 高点，沪金则突破 760 元/克关口、上触 763.62 高点。

我们在 3 月 21 日（当时伦敦金突破 3000 美元大关）推出的专题《贵金属上方还有空间吗？》中就贵金属上方的空间和大幅度回调的可能性进行了探讨，给出了“上涨空间仍存，短期的回调是新的入场机会”的观点，清明假期期间虽然贵金属大跌，但在开盘前我们仍给出了“不必悲观”“逢低试多”的判断，至今的行情演绎较好地和我们此前的判断相吻合。

那么在市场因贸易战而充斥着更大地不确定性、伦敦金一举突破了 3200 美元的下，未来的贵金属走势会如何演绎呢？

总得来说，我们的主要观点保持不变，认为贵金属中长期仍有上涨的空间和动能，黄金的确定性较高，白银不及黄金强势，但仍有跟随和补涨的可能。主要原因仍在于：（1）贸易战不断深化，特朗普关税政策的反复令美国信用遭受质疑，且进一步凸显了其领导班底内部的撕裂和混乱，美国经济前景的不确定性更加高企；（2）央行对黄金的购买和市场对贵金属 ETF 的正向需求或将形成共振，美国政府财政和赤字问题仍亟待解决，长期美债利率的异常走高凸显美国财政和未来发债的压力；（3）在逆全球化的周期之下，地缘政治和大国博弈的前景依然充满曲折且不甚乐观；（4）从技术面看，伦敦金在清明假期期间虽然出现回调，但其下方的支撑力量或强于市场预期，不仅迅速反弹并突破了历史前高，上方的空间进一步打开。因此我们认为，黄金作为所有法币信用背后的锚点和凝聚价值的可靠载体，在世界体系正在打破重塑的当下，其中长期上涨空间仍存。

白银方面，由于不具有避险属性和货币属性，且在市场对经济预期变得悲观时还会受到工业属性的拖累，所以和历史上的贵金属牛市相比，本轮牛市的上涨空间受到了一定限制，但由于仍受到黄金的托举，因此预计仍有阶段性补涨的可能。

期货策略：当前关税政策反复，逢低入场或加仓。4月7日的市场低点为止损位。

期权策略：买入虚值看涨期权或领式看涨期权策略。

风险：关税谈判进展和成果超预期，美国经济韧性超预期，央行购金不及预期。

二、核心逻辑

（一）贸易战进展和背后根源分析

特朗普的贸易政策从竞选期间开始预热；在1月20日正式就职后逐步披露，包括对钢铁、铝、汽车、芯片等商品，对加拿大、墨西哥、中国等国家加征关税；直到当地时间4月2日美国对等关税政策落地，但相关政策反复无常，政策的生效和推迟几近儿戏，同时和中国之间的对峙态势愈发紧张，这引起了全球市场的剧烈波动，避险情绪高涨；至北京时间4月11日下午，特朗普忽然释放就贸易问题和中国磋商的信号。

图表1：VIX 恐慌指数飙升至2020年以来新高



数据来源：文华财经，银河期货

图表2：美国贸易政策风险指数



数据来源：彭博，银河期货

图表3：近一个月以来美国关税政策进展

3月11日	当地时间3月11日，特朗普威胁对来自加拿大的所有钢铁和铝产品征收50%关税，并通过关税摧毁加拿大汽车产业；加拿大安大略省随即暂停对输美电力征收25%附加费；白宫官员表示，取消对加拿大钢铝征收50%的关税。
3月12日	欧盟宣布下月起对价值260亿欧元的美国产品征收反制性关税；加拿大将对价值298亿加元的美国商品征收25%的报复性关税；特朗普：将对欧盟的反制关税做出回应。
3月13日	特朗普称如果欧盟不取消烈酒税，计划对葡萄酒和香槟征收200%的报复性关税；（2）美商务部长：加拿大的报复性关税已失去威胁性。特朗普将始终以更大的力度和更强的方式做出回应；（3）美财长：除了金属和汽车，其余所有领域都可以进行关税谈判。
3月16日	（1）美国务卿称美国将在征收关税后与贸易伙伴进行双边谈判。（2）美商务部长称可能于下月对进口汽车征收关税。（3）美国财长贝森特：不能保证美国经济不会陷入衰退，正在推行能够持久的稳健政策。（4）特朗普：将于4月2日征收对等关税与特定行业关税，钢铝关税无豁免。
3月20日	①当地时间20日，特朗普敦促美联储降息，称美国关税开始影响经济；②墨西哥经济部长：周四前往华盛顿进行贸易会谈；③欧盟贸易专员：考虑将对美国的首轮反制关税的实施推迟到四月中旬；④特朗普：印度将从4月2日起被征收对等关税。⑤特朗普签署行政令以增加关键矿产的生产，铜和黄金在列；并表示即将与乌克兰签署稀土协议。
3月24日	美国总统特朗普称4月2日起将对所有购买委内瑞拉油气的国家征收25%关税，将在近期宣布针对汽车、制药、木材、芯片等多个行业的新关税，可能会对许多国家给予关税豁免，但需对等；美商务部长：4月2日关税公告将启动“对外收入署”。
3月26日	美国总统特朗普发表声明，宣布对所有进口汽车征收25%关税。关税将于4月2日生效。特朗普称，汽车关税将会是永久的，还称美国将会对木材和药物征收关税。
3月27日	欧盟委员会发言人：欧盟正在为美国宣布的新进口关税准备回应，但尚未确定时间。欧盟拟打击美国服务出口，目标包括大型科技公司。（2）加拿大总理：加拿大将于下周对美国关税作出回应。（3）墨西哥经济部长：墨西哥将于4月2日就钢铁和汽车问题发出通知。
3月31日	白宫表示特朗普将于4月2日在白宫玫瑰园宣布对等关税。美国官员表示该计划不会有任何的豁免条款（包括关乎农民方面），届时将宣布“基于国家”的关税，但总统也“致力于”在其他时间宣布实施行业关税。
4月2日	特朗普25%的汽车关税将扩大到价值近6000亿美元的汽车零部件，将涵盖汽车、轻型卡车、发动机、变速器、锂离子电池以及轮胎、减震器和火花塞电线等次要零部件。汽车关税将涵盖所有电脑进口，包括笔记本电脑和台式电脑。2024年进口额为1385亿美元。
4月3日	①特朗普签署行政令对所有国家设立10%的“最低基准关税”，并将征收对等关税，其中欧盟的对等关税达20%、日本为24%、越南46%、韩国25%，符合美墨加协定下的商品关税豁免将继续，不符合的关税维持在25%②美国财长呼吁各国切勿报复③基准关税生效日期为4月5日，对等关税生效日期为9日。另外25%的汽车关税将于3日生效，汽车零部件关税于5月3日生效④金条、铜、药品、半导体和木材制品不受对等关税的约束。
4月4日	（1）特朗普称我的政策永远不会改变，对鲍威尔来说，现在是降息的最佳时机。（2）美国财政部长贝森特淡化了股市下跌，称其为“短期”反应，没有理由预计关税会导致经济衰退。
4月7日	（1）特朗普称不会暂停对等关税措施，拒绝欧盟提议的互免关税政策。（2）外媒：特朗普团队考虑实行出口关税收抵免政策；七名共和党参议员“倒戈”支持限制特朗普关税权力的法案。（3）市场巨震后白宫紧急辟谣：考虑暂停90天关税的说法都是“假新闻”。（4）美国财长贝森特：4月9日之前不太可能达成（与任何国家的）贸易协议，有近70个国家寻求谈判。（5）美国计划将对加拿大木材征收34.45%的关税，目前为14.4%。
4月8日	（1）美贸易代表称总统不会接受华尔街主导经济的局面，关税没有“例外和豁免”，没有谈判时间表。（2）美国海关与边境保护局重申各国具体税率将于4月9日凌晨12:01（北京时间4月9日中午12:01）生效，加拿大对美征收的25%汽车关税亦生效。（3）据彭博社报道，美国官员表示，将从美东时间4月9日凌晨12:01（北京时间4月9日12:01）开始对中国产品加征额外的50%关税。
4月9日	仅生效13个小时后，特朗普宣布对大部分经济体暂停实施对等关税政策，期限为90天以供谈判，特朗普还表示过去几天一直在考虑暂停事项。将会考虑豁免一些美国公司，但对中国的进口关税提高到了125%。（2）白宫表示，谈判期间仍征收10%的全球关税，且汽车、钢铝等此前宣布的行业关税不在暂停之列。
4月10日	（1）特朗普称关于关税的首份协议已非常接近达成。关税可能带来“过渡期问题”，但目前美国状态非常好。白宫贸易顾问纳瓦罗表示10日的市场下跌没什么大不了的。（2）据美媒爆料：白宫贸易团队权力洗牌，鹰派阵营的商务部长及贸易顾问被边缘化，财长接掌贸易全局。
4月10日	美国总统唐纳德·特朗普表示他愿意与中国达成协议，结束不断升级的中美贸易战。特朗普是在内阁会议期间发表上述言论的，此次会议向媒体开放。美国财政部长斯科特·贝森特（Scott Bessent）在会议期间表示，随着他们与各国达成交易，这将带来更多的贸易政策确定性。

数据来源：金十数据， 银河期货

在特朗普释放愿意磋商的信号后，未来的经济走势是否就变得乐观了呢？对此我们持一定的保留观点。原因在于本轮贸易战的根源在于美国社会内部的分裂，以特朗普为代表的 MAGA 叙事本质上是希望通过转移矛盾来解决美国内部激化的矛盾。MAGA 叙事中的一大要点在于“全球化让美国‘吃亏’了”，他们认为是全球化导致美国制造业占比下滑，就业减少，同时令美国贸易逆差大幅上升，让美国人损失财富。因此，他们认为只有通过大幅提高关税，让美国经济和社会“倒退”回到 100 年前的制造业时代，才能实现 MAGA。

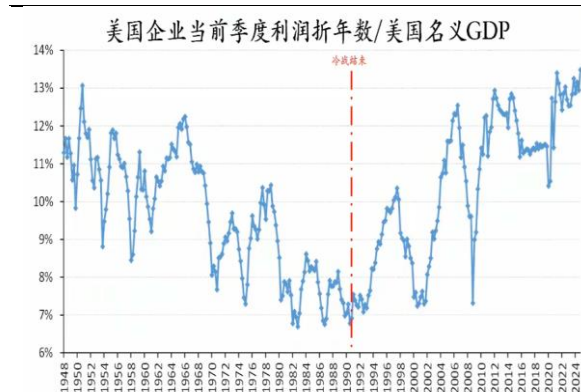
但这种贸易保护主义谈论的全球化自由贸易导致美国人财富减少是与事实不符的。美国私人部门总资产从2002年中国加入WTO的55万亿美元增加到2024年末的190万亿，不但增速为历史最快，而且私人部门总资产与GDP的倍数不断提高。表明冷战结束以来，全球化快速发展和美国建立的这套国际经济贸易和地缘政治格局同样给美国实体企业带来了巨大的利益。另外，从美国企业利润占美国GDP比重数据上就可以看到，1990年以来，整体美国企业利润水平呈现持续上升态势，而过去几年更是处于历史最高水平。这跟美国企业利用海外生产国内销售获利的经营方式密不可分。

图表4：美国私人部门财富增速随全球化深入而加速



数据来源: Straits Group, 银河期货

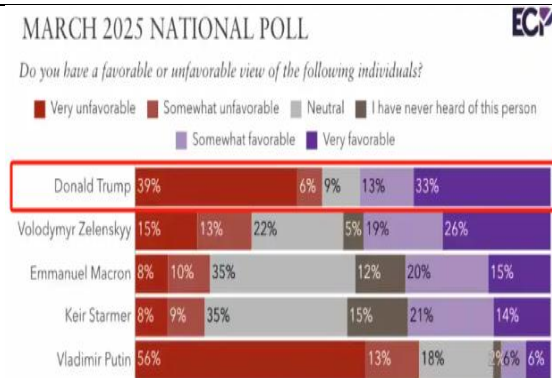
图表5：美国实体经济实际也是全球化的受益者



数据来源: Straits Group, 银河期货

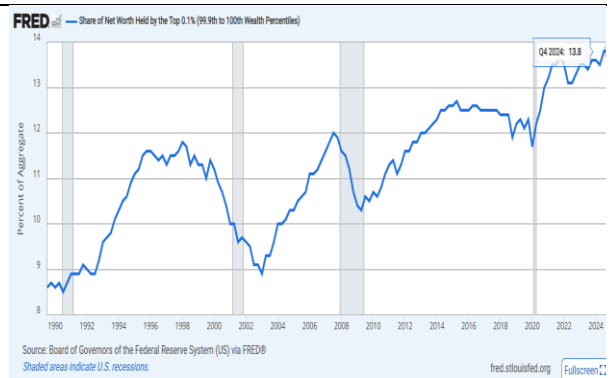
实际问题则是在于美国社会在全球化的浪潮下，内部财富分配出现问题，财富不断向最顶级的富人集中，中下层人民并未享受到全球化带来的好处。从美国民调来看，极端支持特朗普和极端不支持特朗普的民众都占到30%以上，而正常情况下，这种调查多以正态分布为主，即大部分民众应处于中间区域，所以这种民调的区间分布直接折射出了美国社会民众间的对立，支持特朗普的民众多是生活在美国传统工业区、未能成功升级到服务业也未能享受到全球化好处的群众，因此MAGA叙事对他们有着天然的吸引力。另外，圣路易斯联储的统计则更直接得显示出了美国社会财富的分化，TOP0.1%的富人拥有社会13.8%的财富，TOP1%的富人拥有社会30.8%的财富，而后50%的人群仅仅拥有社会2.5%的财富。这表明，美国的贫富差距在冷战结束开启全球化浪潮以来不断地拉大，财富不仅一直向富人集中，富人内部的财富也是在向更顶尖的一批人分化，中产的财富受到挤压，中下层人民的财富占比则一直维持在低位。

图表 6：民调对立显示出美国社会对立现状



数据来源: Straits Group, 银河期货

图表 7：美国 TOP 0.1% 人群拥有的社会财富占比



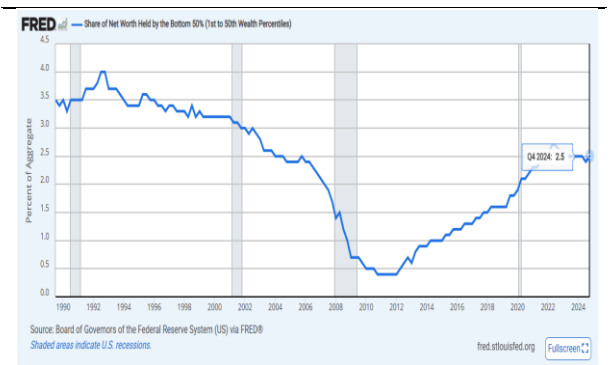
数据来源: 圣路易斯联储, 银河期货

图表 8：美国 TOP 1% 人群拥有的社会财富占比



数据来源: 圣路易斯联储, 银河期货

图表 9：美国后 50% 人群拥有的社会财富占比



数据来源: 圣路易斯联储, 银河期货

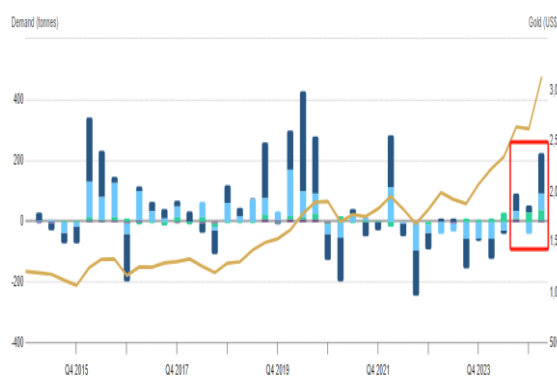
所以，在贸易战背后的美国社会根源问题没有得到解决的情况下，即使特朗普政府当前在言辞上出现一定缓和，但未来大国间的博弈和对抗或仍将持续。因此，这种风险带来的不确定性仍需要避险资产来进行对冲，从而对黄金形成支撑。

（二）黄金 ETF 需求或将和央行购金需求将形成共振

1. 黄金 ETF 流向转正

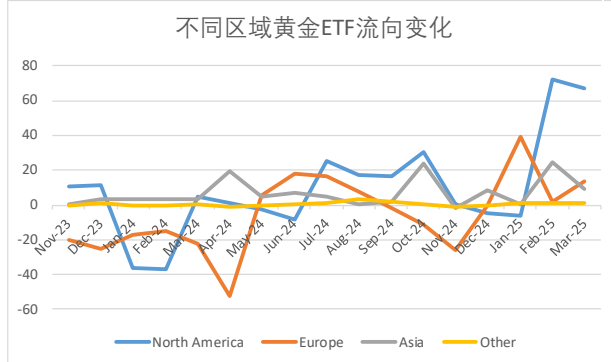
根据世界黄金协会的统计，至 3 月底，全球黄金 ETF 持仓量环比增长 3%，至 3445 吨。北美（61%）和欧洲（22%）占第一季度净流入的大部分（83%）。亚洲贡献了 16%，而亚洲的黄金 ETF 管理资产规模仅占全球的 7%，显示亚洲对黄金 ETF 的投资需求热情不减。从下图中可以看到，和本轮货币政策周期美联储加息时相比，自进入降息通道以来，无论是一直对黄金保持热情的亚洲地区，还是欧美地区，黄金 ETF 的需求逐渐转正。

图表 10：黄金 ETF 流向（按季度）



数据来源: WGC, 银河期货

图表 11：黄金 ETF 流向（按地区）



数据来源: WGC, 银河期货

（二）央行购金的驱动

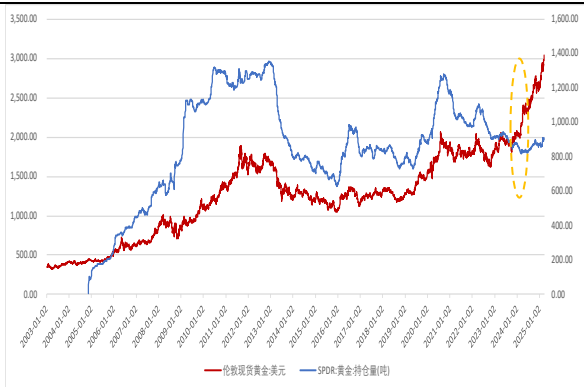
从 24 年以来，市场经常提及黄金对美国实际收益率的“脱锚”，对于这一点，我们认为并非是传统的分析框架失效，而是出现了新的边际影响因素需要纳入对黄金的定价模型中。

通过对比黄金的价格走势、欧美黄金 ETF 的流向和央行的购金，可以看到从 2022 年二季度起在行加息的宏观背景下，黄金 ETF 持续流出，和黄金价格走势发生背离：从 2022 年 2 季度（加息后）至 2024 年 2 季度（降息前），全球黄金 ETF 净流出 745.6 吨，而同期伦敦金价格上涨超过 20%。下图中以全球最大的 SPDR 黄金 ETF 持仓为例，可以看到历史上其持仓和金价走势较为一致，本轮加息周期中净减少 200 余吨。而另一方面，自 2022 年以来，全球央行掀起购金潮，2022 年达到创纪录的 1082 吨，2023 年为 1037 吨，2024 年为 1045 吨。

两相对比，可以看到央行购金弱化了欧美央行加息对于黄金的压力、抵消了黄金 ETF 投资减少的影响，推动黄金的交易价格中枢不断上移。

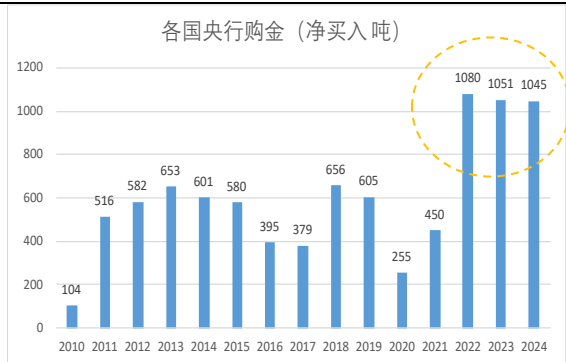
而未来，市场对于黄金 ETF 投资的需求或将和央行购金需求形成共振，一起推动黄金价格走高。

图表 12：伦敦金与黄金 ETF 持仓（右）



数据来源: 同花顺 iFinD, 银河期货

图表 13：全球央行购金（吨）



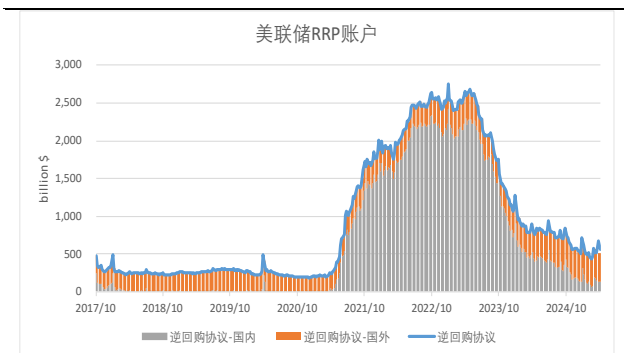
数据来源: 同花顺 iFinD, 银河期货

对于央行购金背后的驱动能否持续，我们曾在 3 月的专题《贵金属上方还有空间

吗?》中具体分析过美国财政和赤字的情况,这里不再过多赘述。

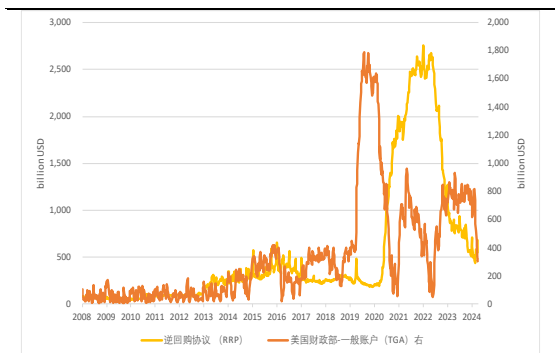
另外,值得一提的是,关于美国的财政问题,中短期内需要关注的是美国财政部的TGA账户快速消耗的问题。在2023年下半年,美国财政部为了扩充TGA账户余额从市场吸收了一部分流动性,这部分流动性由美联储的逆回购(RRP)账户中抽取,但当前,随着美联储的缩表,RRP账户的余额已经降至低点,TGA财政存款为了支持美国支出的赤字从2月的8000亿快速下降至当前的3000亿左右,预计在年中美国国会通过债务上限决议后,财政部会再次通过发行新债回补TGA账户,这将对市场的流动性形成较大的考验,因此市场呼吁美联储降息和再次QE的呼声不断增强。

图表 14 : 美国金融市场的冗余流动性降至低点



数据来源: 同花顺 iFinD, 银河期货

图表 15: 美国财政部账户 (TGA) 快速消耗



数据来源: 同花顺 iFinD, 银河期货

三、小结

我们认为在逆全球化的进程中,由于利益的分配问题大概率将继续导致不同国家间的碰撞和博弈加剧,无论是局部的地缘冲突(“代理人”战争)还是大国间的直接的碰撞,都会给市场带来更大的不确定性,在这种宏观周期之下,央行对更安全的储备资产的需求会一直存在,因此预计央行购金仍有持续的动力。另外,随着美联储降息通道的开启,黄金ETF的需求有望持续增加,和央行的需求形成共振。因此对于黄金,我们维持看涨的判断,仍以低多思路为主要策略,期权策略上以买入看涨或领式看涨期权为主。白银作为黄金的跟随者,以偏强震荡思路为主。

风险: 关税谈判进展和成果超预期,美国经济韧性超预期,央行购金不及预期。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 财源国际中心 A 座 31 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799