

乐观预期推迟降息，央行增持或再发力

——黄金近期行情展望

报告导读

2025 年黄金行情的主线仍然延续“降息+避险”的主要逻辑，但细节上将有所区别。一是美联储正式迈入降息周期，实际利率对金价影响将上升，二是在特朗普政策下，降息预期或将前弱后强，对应金价也是前弱后强；三是避险方面，虽然俄乌有望谈判，但中东继续混乱，朝韩蓄势待发，右翼政党上台引发更多摩擦等，相比去年仍然存在一定避险预期。

分析师：沈凡超

中央编号：BTT231

联系电话：852-4623 5564

邮箱：hector@cnzsqh.hk

相关报告

投资要点

□ 近期金价行情

2024 年全球金价持续上涨，COMEX 黄金从 2000 美元最高突破 2800 美元关口，12 月再度回落至 2600 美元附近水平。可以观察到由于降息预期的变化，使得国内外金价在 11 月后均出现明显走弱，这一趋势进入 2025 年可能仍将持续。

□ 联储降息节奏

当前市场与官方的 2025 年降息预期在 25-50bp 左右，我们判断一旦暂停降息，会使得美国经济增速再度恶化，甚至有出现系统性风险的可能。从而使得下半年美联储将被迫开展至少 75-100bp 降息以应对风险。

□ 央行再度购金

全球黄金储备主要以美国、德国、意大利、法国等西方发达国家居多。从增持速度上，2024 年主要是土耳其、中国、印度、俄罗斯等国在增持。11 月中国央行再度增持黄金 16 万盎司，或将再度开启一轮增持潮，有力增加黄金储备需求。

风险提示

美联储 2025 年停止降息，风险事件突然爆发。

正文目录

1. 近期黄金行情回顾	4
2. 降息预期或重回首要影响因素	4
2.1. 美联储政策与降息预期	5
2.2. 美国就业预期改善	6
2.3. 美国通胀粘性下降	7
3. 避险因素出现变化	8
3.1. 短期避险驱动来自于地缘政治风险	9
3.2. 中国央行再度开启增持黄金	10
4. 黄金供需缺口持续扩大	10
5. 2025 黄金行情展望	11

图表目录

图表 1：近期内外盘黄金走势	4
图表 2：美国降息预期推后	4
图表 3：美联储经济预期高位	4
图表 4：加息与高利率时期黄金与实际利率相关性	5
图表 5：降息与低利率时期黄金与实际利率相关性	5
图表 6：12 月议息会议点阵图	5
图表 7：美国降息预期下降	6
图表 8：美联储经济预期下滑	6
图表 9：美国非农就业	7
图表 10：美国失业率	7
图表 11：职位空缺趋势下滑	7
图表 12：申请失业金人数维持高位	7
图表 13：美国通胀短期企稳	8
图表 14：能源分项价格走低	8
图表 15：美国房价领先房租	8
图表 16：核心商品价格或出现回升	8
图表 17：地缘政治风险指数中枢上升	9
图表 18：中东局势持续紧张	9
图表 19：VIX 波动与金价	9
图表 22：全球央行黄金储备大幅上升	10
图表 23：中国央行 11 月再度开启增加黄金储备	10
图表 24：黄金供需结构	10

1. 近期黄金行情回顾

2024 年全球金价持续上涨，COMEX 黄金从 2000 美元最高突破 2800 美元关口，12 月再度回落至 2600 美元附近水平。国内金价同样上行，自年初 480 元开始涨至最高 10 月份 640 元附近，随后小幅回落至 615 元水平，但由于汇率贬值，相对海外金价更加坚挺。

可以观察到由于降息预期的变化，使得国内外金价在 11 月后均出现明显走弱，这一趋势进入 2025 年可能仍将持续，直到经济数据再次出现走弱，降息预期再度回升。

图表 1：近期内外盘黄金走势



资料来源：wind，浙商国际

2. 降息预期或重回首要影响因素

2024 年 9 月央行重新开启降息周期，并在 11 月、12 月连续两次降息，使得年内下调联邦目标利率共达 100bp。根据历史数据可得，降息周期中实际利率与黄金价格之间将存在相比于加息周期中两者更高的负向关系，从而使 2023 年以来黄金价格走势与黄金 ETC 持仓之间的分歧得到弥合。事实上今年以来降息预期的变化已经逐渐更多影响金价的变化，而在 2025 年随着降息更进一步，我们预期这将成为影响金价的首要因素。

图表 2：美国降息预期推后

图表 3：美联储经济预期高位

美国十年期实际利率 2024-12-24



资料来源：wind，浙商国际

DR:黄金:持仓量(吨) iShares: 黄金: 持仓量 (吨) 2024-



资料来源：wind，浙商国际

图表 4：加息与高利率时期黄金与实际利率相关性

时期	开始	结束	相关性
加息	2022/3/17	2023/7/27	-4.9%
加息	2015/12/17	2018/12/20	-30.4%
加息	2004/6/30	2006/6/29	82.1%
高利率	2018/12/20	2019/8/1	-73.2%
高利率	2006/6/29	2007/9/18	-3.6%

资料来源：CME，浙商国际

图表 5：降息与低利率时期黄金与实际利率相关性

时期	开始	结束	相关性
降息	2019/8/1	2020/3/16	-88.5%
降息	2007/9/18	2008/12/16	-75.5%
低利率	2020/3/16	2022/3/17	-62.1%
低利率	2008/12/16	2015/12/17	-81.1%
低利率	2003/6/25	2004/6/30	-60.4%

资料来源：美联储，浙商国际

2.1. 美联储政策与降息预期

从两方面观察当前美联储降息预期：

一是 12 月美联储议息会议中公布了点阵图，显示出各位联储官员对于未来降息路径的判断。可以发现 10 名委员判断 2025 年目标利率区间为【3.75%，4%】，相比当前水平有 50bp 的降息空间。此外有 4 名判断会低于 50bp 的降息，5 名委员判断会高于 50bp 的降息。

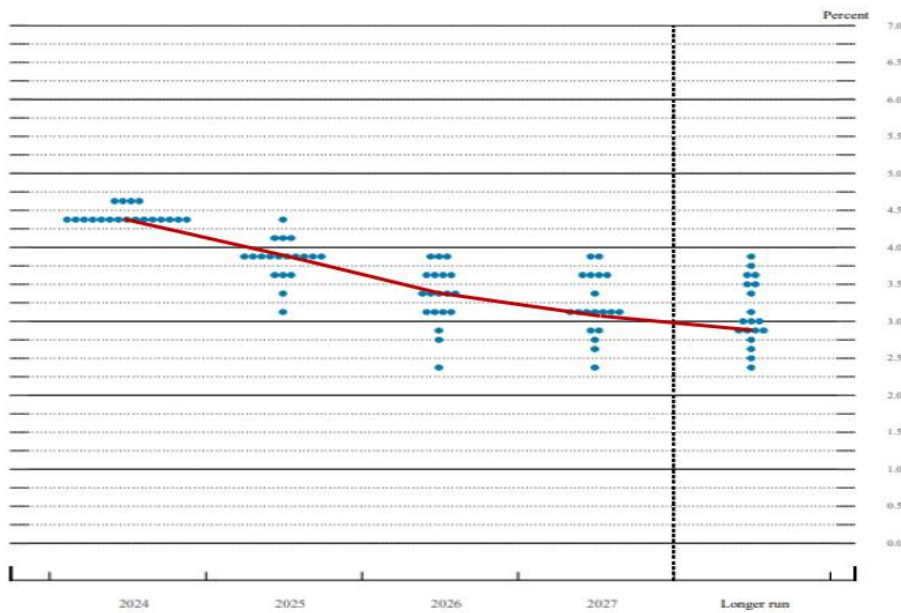
二是 FED Watch 显示的市场预期，上半年仅在 5 月有一次降息的预期，而下半年的预期较为分散，也有进一步降息的可能。

我们判断当前市场降息预期过于悲观，换言之市场对经济的表现过于乐观。当前美国就业、通胀数据的改善是建立在 Q4 开展 100bp 降息的基础之上的，而明年一旦暂停降息，同时财政减税难以快速落地，会使得美国经济增速再度恶化，甚至有出现系统性风险的可能。最晚至下半年，美联储将被迫开展纾困式降息以应对风险。

同时纵观美国货币政策周期，降息周期往往会伴随突发事件冲击，使其经常快于加息周期，这要求降息的步伐往往较快。只有在降息周期末尾才会有全年仅降息 25bp 的情况，其他时期至少会有 75bp 及以上的降息。所以我们也预判明年货币政策或将降息达到 75-100bp 水平。

图表 6：12 月议息会议点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：美联储，浙商国际

图表 7：美国降息预期下降

Fed Watch-降息概率 20241226						
会议日期	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024.01.29	0%	0%	0%	8.6%	91.4%	0%
2024.03.19	0%	0%	3.6%	43.4%	53%	0%
2024.05.07	0%	0.7%	10.8%	45.1%	43.7%	0%
2024.06.18	0.2%	3.7%	20.9%	44.6%	30.6%	0%
2024.07.30	0.6%	5.6%	23.6%	43%	27.1%	0%

资料来源：CME，浙商国际

图表 8：美联储经济预期下滑

Variable	Median ¹					Central Tendency ²				
	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8	2.4-2.5	1.8-2.2	1.9-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0
September projection	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9-2.1	1.8-2.2	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0
Unemployment rate	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2-4.5	4.1-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3
September projection	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.0-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3
PCE inflation	2.4	2.5	2.1	2.0	2.0	2.4-2.5	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0
September projection	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2-2.4	2.1-2.2	2.0	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.5	2.2	2.0		2.8-2.9	2.5-2.7	2.0-2.3	2.0	
September projection	2.6	2.2	2.0	2.0		2.6-2.7	2.1-2.3	2.0	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path										
Federal funds rate	4.4	3.9	3.4	3.1	3.0	4.4-4.6	3.6-4.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6
September projection	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9	4.4-4.6	3.1-3.6	2.6-3.6	2.6-3.6	2.5-3.5

资料来源：美联储，浙商国际

2.2. 美国就业预期改善

11 月美国非农就业新增 22.7 万人，明显好于前值 1.2 万人，也大幅超出市场普遍预期的 20 万人。分项上看，私人商品新增 3.4 万人，私人服务新增 16 万人，均较上月出现明显改善。其中私人商品中，制造业新增 2.2 万人，较上月多增 7 万，主要反映上月罢工影响结束。私人服务中，专业商业服务、教育保健、酒店休闲分别新增 2.6 万、7.9 万和 5.3 万人，较上月多增较多，而零售业新增-2.8 万人，较上月进一步走弱。

11 月失业率小幅回升至 4.2%，较上月增加 0.1 个百分点。整体 2024 年自 3.7%持续回升，表明年初就业供需不平衡的情况正在逐渐改善。一方面是由于职位空缺的下降，另一方面可能也是经济放缓的影响。

2025 年的政策预期将对就业情况造成较大影响，特别是特朗普的移民政策明确将驱逐非法劳工作为主要方向，这会使得本来已经重回平衡的美国劳动力水平再度失衡。根据美国调查机构的数据，当前美国存在 800 万-1000 万非法劳工，占当前就业人数比例达到近 5%。若大幅驱逐非法劳工短期将使职位空缺大幅上升，从而改善合法劳工的就业率。

图表 9：美国非农就业

美国新增非农就业人数超预期 2024-11-30



资料来源：同花顺，企智汇，浙商国际

图表 10：美国失业率

美国：失业率：季调 2024-11-30



资料来源：同花顺，企智汇，浙商国际

图表 11：职位空缺趋势下滑

美国:职位空缺率:非农:总计:季调 2024-10-31



资料来源：同花顺，企智汇，浙商国际

图表 12：申请失业金人数维持高位

1次申请失业金人数：季调 美国：持续领取失业金人数：季调



资料来源：同花顺，企智汇，浙商国际

2.3. 美国通胀粘性下降

11 月美国 CPI 为 2.7%，较上月回升 0.1%，核心 CPI 为 3.3%，较上月持平。相比前三个季度，Q4 美国通胀水平显示出较强粘性，甚至有一些反弹。

2024 年前三个季度美联储暂停加息，维持利率在 5%以上的高位，使得美国通胀水平持续下降，虽然 9 月开启降息，但仍然使得美国核心 CPI 自 3.9%下行至 3.3%，名义通胀 CPI 自 3.4%下行至 2.7%，都呈现出明显走低趋势，但相对于 2%的通胀目标仍然处于相对偏高位置。

对于 2025 年通胀路径我们将从非核心价格、核心服务价格，和核心商品价格三方面进行观察。一是非核心价格方面，由于特朗普将增产原油，同时降低地缘溢价，或将促使油价下行带动非核心价格同比走弱。二是核心服务方面，房租价格同比呈现出极强粘性，同时滞后于美国房价大约 12-18 个月，在 2025 年或仍将延续下行趋势。三是核心商品价格，由于特朗普多次宣称要对全商品加征关税，或许在 2025 年表现较强。

图表 13：美国通胀短期企稳

美国CPI情况 2024-11-30



资料来源：WIND，浙商国际

图表 14：能源分项价格走低

美国：CPI：能源：当月同比 2024-11-30



资料来源：亚特兰大联储，浙商国际

图表 15：美国房价领先房租

美国房屋价格一般领先于房租 2024-11-30



资料来源：Zillow，浙商国际

图表 16：核心商品价格或出现回升

美国：CPI：服装：当月同比 2024-11-30



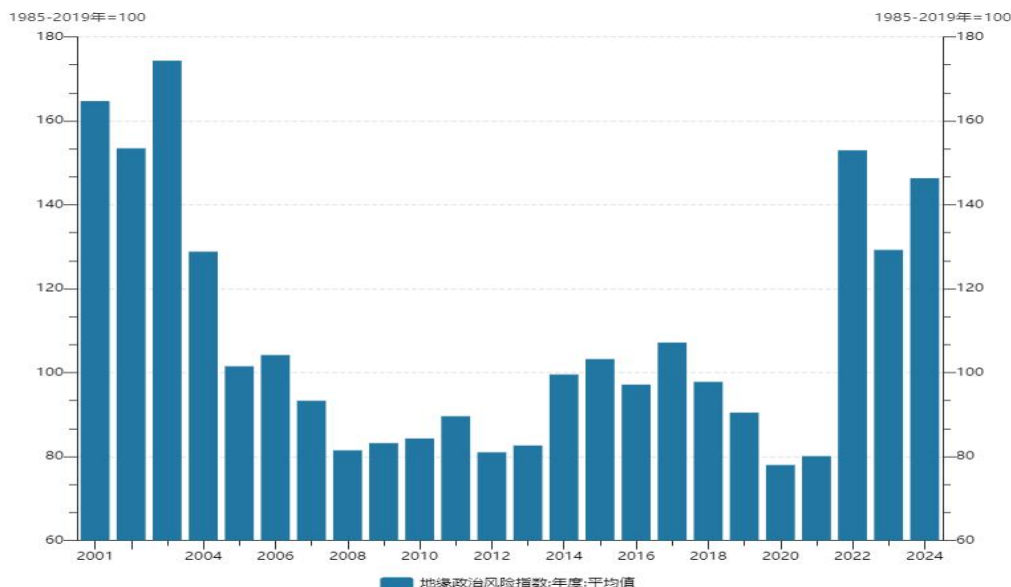
资料来源：WIND，浙商国际

3. 避险因素出现变化

新冠疫情之后全球风险事件逐渐有频率增加、影响上升的趋势。从 GPR 地缘政治风险指数观察可以发现，2005-2021 年全球经历了和平发展的一段时间，整体地缘风险都处在低位水平。而再 2022 年之后，地缘风险大幅上升，已经出现明显的断层。这表明近年来贵金属避险需求有进一步上升的可能性。

2025 年可能有两方面变化：一是地缘方面，特朗普或极力推动俄乌和平谈判，从而降低俄乌局势紧张情绪，但中东乱局目前观察可能仍将继续。二是长期观察，特朗普的宽松财政政策将进一步扩大赤字，从而降低美元信用，削弱美元的储备货币地位，这会使得更多国家央行选择储备黄金。

图表 17：地缘政治风险指数中枢上升



资料来源：wind，浙商国际

3.1. 短期避险驱动来自于地缘政治风险

短期黄金与避险事件之间存在一定联动，即避险事件发生后黄金出现上涨居多。不过长期来看避险因素与黄金价格并不具有明显的一一对应关系。2025 年地缘局势仍将紧张，俄乌或许会有所缓和，但中东地区观察仍然十分动荡。从各大发达经济体观察，大多处于右翼政党控制，或者右翼政党支持率大于执政党，政治倾向于孤立与保守，全球合作减少，摩擦增加，贸易争端概率上升。

图表 18：中东局势持续紧张



图表 19：VIX 波动与金价



资料来源：新闻整理，浙商国际

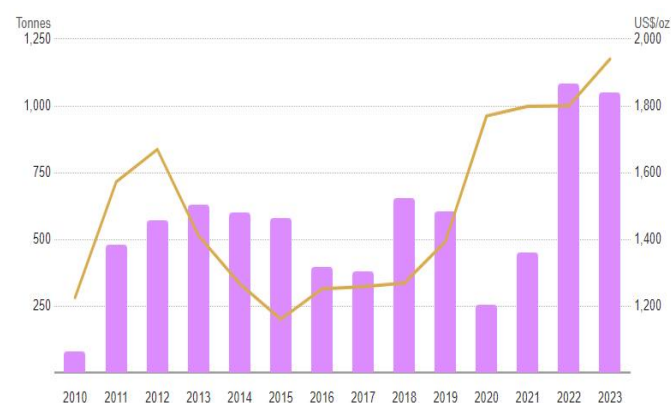
资料来源：新闻整理，浙商国际

3.2. 中国央行再度开启增持黄金

全球黄金储备主要以美国、德国、意大利、法国等西方发达国家居多。根据世界黄金协会的统计认为，发达国家央行持有黄金的主要原因是以前持有，而新增储备的意愿并不高。不过从增持速度上，2024 年主要是土耳其、中国、印度、俄罗斯等国在增持。2024 年 11 月，中国央行再度增持黄金 16 万盎司，或将再度开启一轮增持潮，有力增加黄金储备需求。

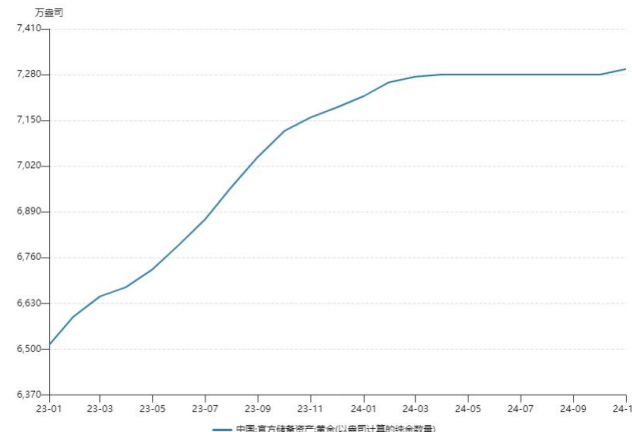
此外由于黄金可以作为美元的替代，且国际上贵金属以美元计价，所以理论上黄金与美元应该存在一定负相关性。而从历史上几轮黄金大涨的背后，都可以观察到美元供应大幅增加的背景。这表明央行增持黄金还是美元在一定程度上受美元信用的影响。

图表 20：全球央行黄金储备大幅上升



资料来源：wind，浙商国际

图表 21：中国央行 11 月再度开启增加黄金储备

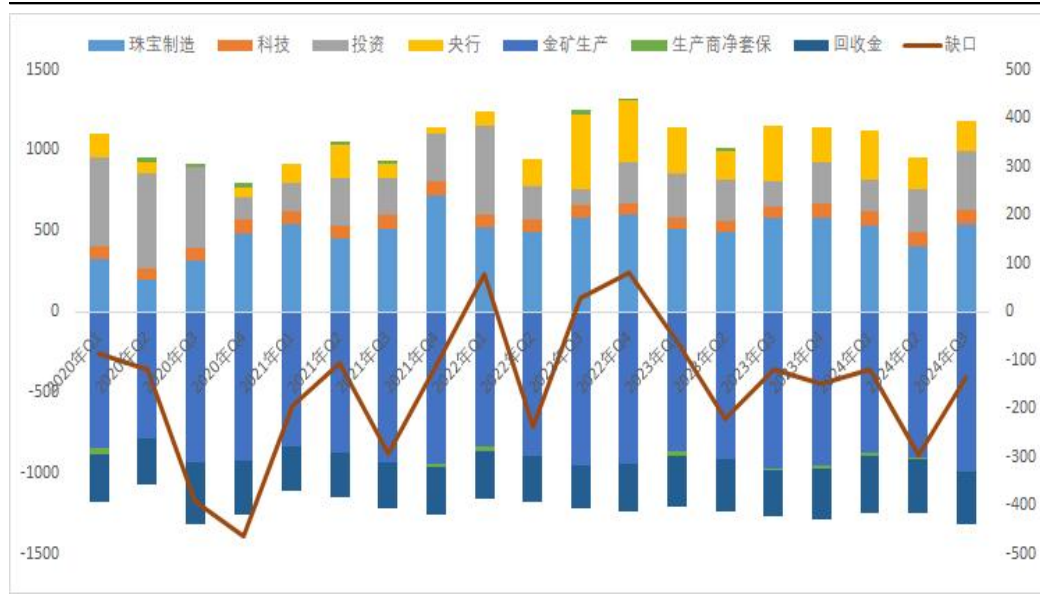


资料来源：wind，浙商国际

4. 黄金供需缺口持续扩大

与 2023 年相比，2024 年前三季度黄金的投资需求上升 147 吨，而央行增持下降 106 吨，消费需求下降 95.5 吨，科技需求增加 27.9 吨。同时供应方面，矿产金与再生金叠加下降 110.3 吨。所以全球供需角度观察，2024 年前三季度黄金供需平衡仍有 552.4 吨缺口，相比 2023 年缺口扩大了 145.6 吨。

图表 22：黄金供需结构



资料来源：世界黄金协会，浙商国际

5. 2025 黄金行情展望

2025 年黄金行情的主线仍然延续“降息+避险”的主要逻辑，但细节上将有所区别。一是美联储正式迈入降息周期，实际利率对金价影响将上升，二是在特朗普政策下，降息预期或将前弱后强，对应金价也是前弱后强；三是避险方面，虽然俄乌有望谈判，但中东继续混乱，朝韩蓄势待发，右翼政党上台引发更多摩擦等，相比去年仍然存在一定避险预期。整体观察，2025 金价节奏上先跌后涨，整体上中枢上升，高点有望突破 3000 美元。

风险披露及免责声明

负责撰写本报告的分析员是浙商国际金融控股有限公司（“浙商国际”）的持牌代表及证监会持牌人士（沈凡超，中央编号：BTT231），该（等）分析员及其有联系人士没有在有关香港上市公司内任职高级人员、没有持有有关证券的任何权益、没有在发表此报告 30 日前处置或买卖有关证券及不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖有关证券。

本报告所包含的内容及其他资料乃从可靠来源搜集，这些分析和信息并未经独立核实及浙商国际并不保证其绝对准确和可靠，且不会承担因任何不准确或遗漏而引起的任何损失或损害的责任。

本报告的版权为浙商国际及其关联机构所有，仅供浙商国际及其关联机构在符合其司法管辖区的注册或发牌条件下使用，并禁止任何人士在没有得到浙商国际的书面同意下透过任何媒介或方式复制、转发、分发、出版或作任何用途，否则可能触犯相关法规。

投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升可跌，而过往表现并不反映将来之表现。本报告只供一般参考，不应视为作出任何投资或业务决策的基础，亦不应视为邀约、招揽、邀请、意见或建议购买、出售或以其他方式买卖任何投资工具或产品。浙商国际建议投资者在进行投资前寻求独立的专业意见。任何人士因本报告之资料及内容而蒙受的任何直接或间接损失，浙商国际均不承担任何法律责任。

浙商国际金融控股有限公司

地址：香港上环德辅道中 199 号无限极广场 17 楼 1703-1706 室

客服热线：+852-2367 2367

传真：+852-2180 6598

电邮：cs@cnzsqh.hk

官网：www.cnzsqh.hk