

## “特朗普衰退交易”预期下的商品走势之（一） 黄金突破 3000 再创新高，未来是否还有上行空间？

通惠期货研发部

李英杰

从业编号：F3040852

投资咨询：Z0010294

手机：18516056442

liyingjie@thqh.com.cn

www.thqh.com.cn

“华尔街正在经历一轮新的经济增长恐慌……”2025年伊始，市场对特朗普上任后的政策抱有一定期待，减税、去监管、增加基础设施投资等政策主张利好企业盈利预期并引发经济数据修复，科技股与AI投资热情高涨，美股在“特朗普交易”预期下走出一波强势行情。然而，随着特朗普政府关税政策反复、裁员减支政策落地加快，经济数据走弱，投资者对2025年美国强劲增长的预期扭转，“衰退预期”进一步走强。

上周，黄金价格再创新高，伦敦金、纽约金价强势上行突破3000美金/盎司。特朗普的“MAGA”计划需要低利率环境的配合，而其政策主张所要达到的经济增长效果和美联储对通胀管理目标的矛盾所引发的市场演绎结果不得而知，黄金未来的走势仍需要在经济数据中找线索。

### 核心观点：

美指与股债共振走弱的现实引发对美元计价资产信心的动摇，近期行情驱动在于特朗普关税政策反复以及经济“衰退预期”引发的避险情绪升温。在去监管、减税降支及货币大幅宽松前，美国政府或将对短期“衰退”保持宽容态度，通过预期管理进行资产价格调控，缓解债务及关税引发的通胀压力，进入短暂“戒毒期”。“滞涨”现象短期或难缓解，中长期的低利率环境也会到来，各国“去美元化”进程继续，美元信用冲击继续潜在推高贵金属估值，故未来黄金或仍有上升空间。

### 风险提示：

地缘政治冲突升级、滞涨黏性超预期、特朗普政策超预期等。

## ■ 黄金价格走势回顾

2020 年新冠疫情席卷，全球经济受到巨大打击。为应对经济下行和流动性风险，美联储开始一轮宽松货币政策，并将量化宽松设置为不限量 QE，利率水平不断下行，金价加速攀升并首次突破 2000 美金。随后疫情不确定性降温，经济有所复苏，美联储释放 Taper 信号，黄金价格开始回调。

2022 年，俄乌冲突爆发，避险情绪迅速攀升，黄金价格再度冲击 2000 美金关口。3 月，美联储宣布加息，基准利率达到 4.25%，美指飙升。年内 7 次加息使得俄乌冲突的利多作用被尽数对冲，黄金承压下行。

2023 年 3 月，硅谷银行倒闭，银行业危机爆发，叠加地缘不确定性催化，市场重燃避险投资情绪。二季度，美联储再度加息，黄金涨势受打击。四季度，去通胀进程取得成效，美联储调整加息措辞，黄金反弹。

2024 年，巴以冲突恶化，叠加美国纽约社区银行暴雷，恐慌指数飙升。二季度初，美国二次通胀预期升温，大宗商品估值抬升。市场对经济“软硬着陆”观点摇摆，美联储“鹰、鸽派”言论反复，不断修正市场降息预期。下半年，“特朗普交易”升温，日本央行超预期加息引发流动性恐慌，金价大幅波动。随着美联储降息声音强化、美国大选不确定性增强，通胀预期走强。资金驱动及跨市场套利行为成为金价短线冲高的重要驱动力。

2025 年，金价在 2800 点下方盘整数月后再度突破上行。美元信用动摇、全球货币政策宽松、地缘政治动荡、贸易摩擦风险以及央行购金需求持续为金价上涨提供利多支撑，截至 2025 年 3 月 17 日，纽约金突破 3000 美金/盎司关口。

图 1: COMEX 金主连日 K



数据来源：同花顺期货通、通惠期货研发部

## ■ 近期黄金驱动因素分析

自 2 月以来，纽约金上行突破 2840 美金，2880 附近支撑力量明显，3 月 13 日，黄金突破 1 个月以来的震荡区间，上探到 3017 美金后小幅回落寻找支撑。

图 2：COMEX 金主连 30 分



数据来源：同花顺期货通、通惠期货研发部

### 1. 宏观面

宏观经济数据方面，美国 2 月核心 CPI 同比增长 3.1%，低于预期值 3.2%、前值 3.3%。短期显示通胀压力缓解，但特朗普政府关税政策推升通胀风险的预期尚未消除，降息预期无太大变化。此外，密歇根大学 3 月消费者信心指数降至 57.9，低于预期 63.1 和前值 64.7，美国 3 月一年期通胀预期上升至 4.9%，高于预期 4.2% 和前值 4.3%，为 2022 年 11 月以来最高。五年通胀预期升至 3.9%，为 1993 年 2 月以来最高。1 月美国职位空缺录得 774 万，预期 760 万，前值由 760 万下修至 750.8 万。根据挑战者数据，美国政府 2 月裁员共计 6.3 万人，2 月联邦政府就业减少 1 万人。2 月美国失业率上升至 4.1%，美国劳动力市场转弱压力大。

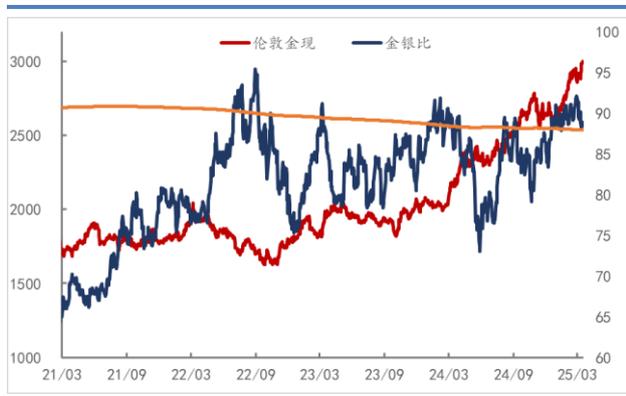
地缘政治方面，特朗普维持其关税政策的强硬态度。乌克兰接受美国 30 天停火提议，美俄领导人将在近期就推动俄乌战争结束进行对话，地缘风险仍然存在不确定性。

### 2. 基本面

今年以来，贵金属市场出现一波挤兑浪潮，引发黄金期现货价格同步上行。美国对加拿大、墨西哥两大黄金供应国加征关税，投资者对美进口黄金价格上涨担忧情绪引发跨市场套利行为，COMEX 金库存大幅上涨超 50%，LBMA 伦敦金库存则大幅下降，黄金市场的流动性紧

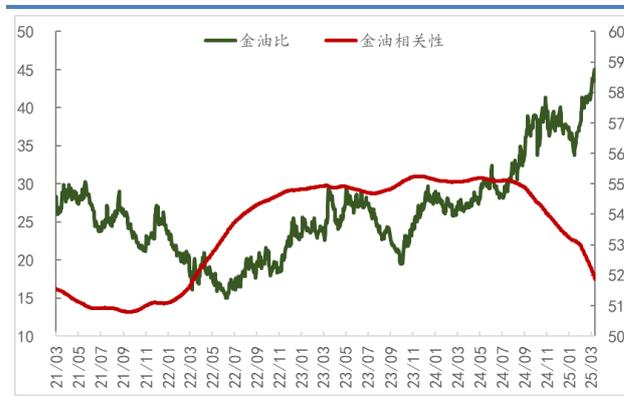
张引发黄金掉期市场隐含黄金租赁利率飙升。随着套利活动进行，套利空间逐渐收窄，部分获利盘了结离场，黄金远期掉期利率和租赁利率逐步恢复正常。

图 3：金银比及相关性



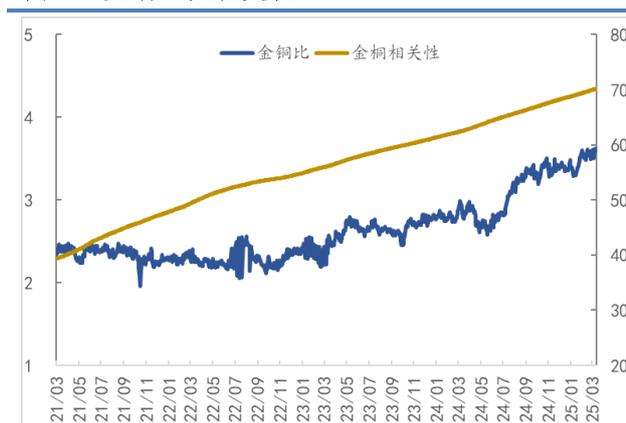
数据来源：同花顺 iFind、通惠期货研发部

图 4：金油比及相关性



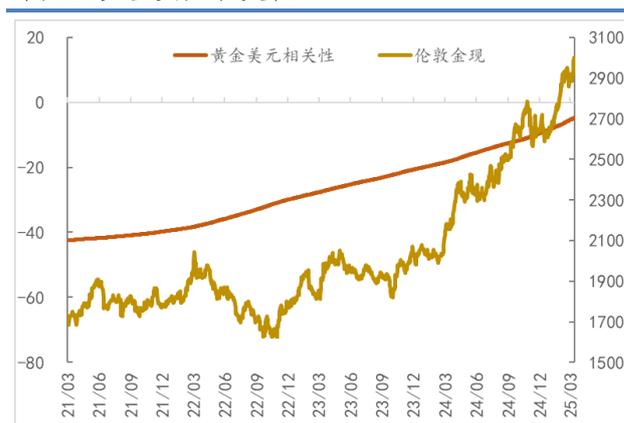
数据来源：同花顺 iFind、通惠期货研发部

图 5：金铜比及相关性



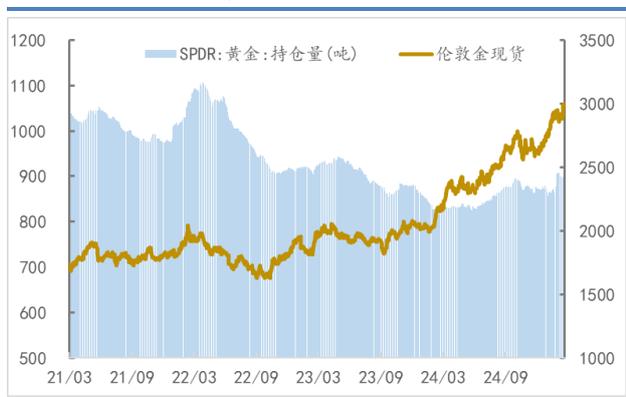
数据来源：同花顺 iFind、通惠期货研发部

图 6：黄金美元相关性



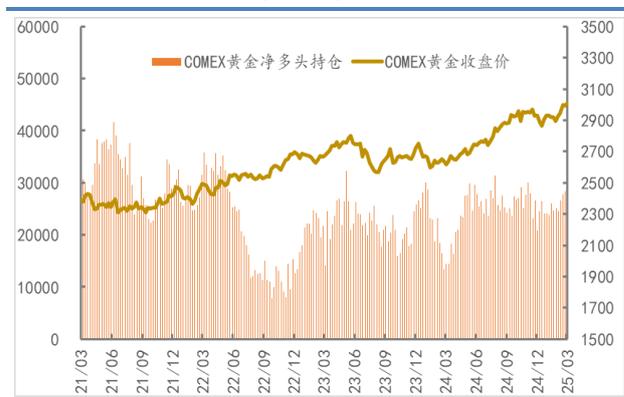
数据来源：同花顺 iFind、通惠期货研发部

图 7：黄金 ETF 持仓量 单位：吨



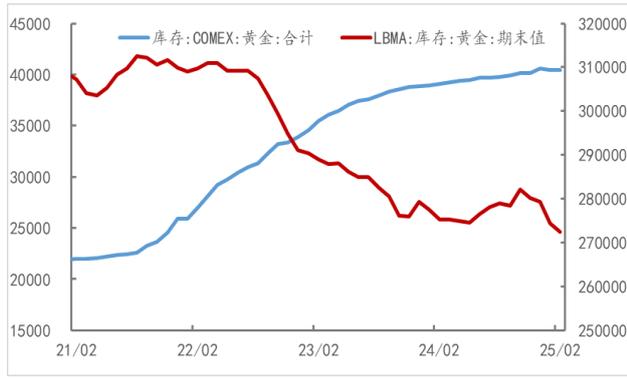
数据来源：同花顺 iFind、通惠期货研发部

图 8：COMEX 黄金净多头持仓量 单位：张



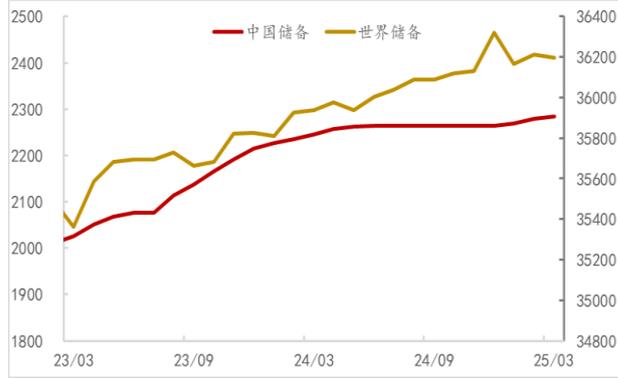
数据来源：同花顺 iFind、通惠期货研发部

图 9: LBMA/COMEX 黄金库存 单位: 千金衡盎司



数据来源: 同花顺 iFind、通惠期货研发部

图 10: 世界/中国黄金储备量 单位: 吨

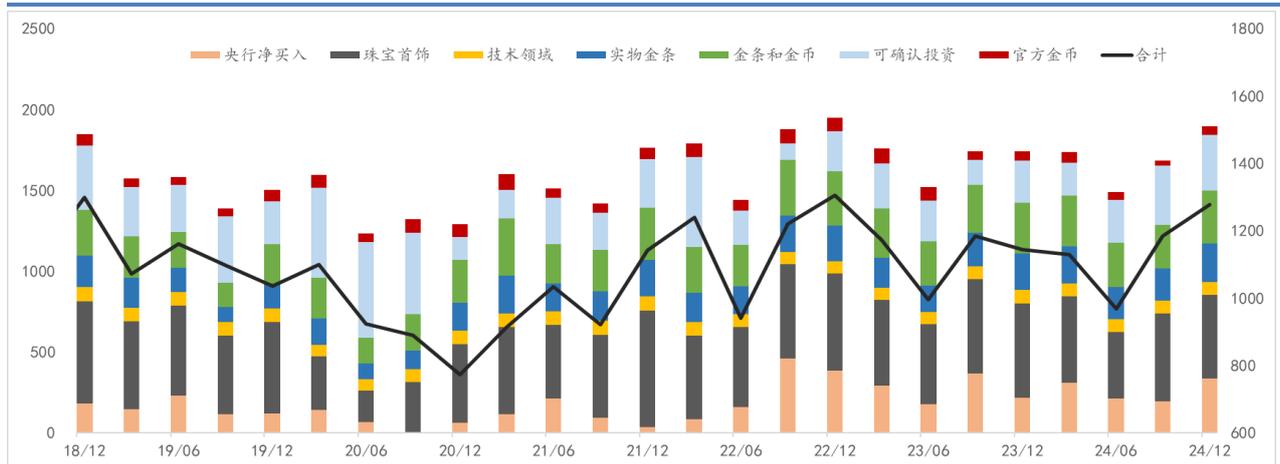


数据来源: 同花顺 iFind、通惠期货研发部

截至 3 月 17 日, 全球最大 SPDR 黄金 ETF 基金持仓量为 907.27 吨, 持仓止跌回升。截至 3 月 11 日, COMEX 黄金净多头持仓 29904 张, 连续四周上升。

2024 年全球黄金需求总量为 4974 吨, 创历史新高, 其中央行购金为最主要贡献。2024 年全球央行购金总量为 1045 吨, 占黄金市场总需求量的 20% 以上。央行持续购金主要集中在新兴国家, 中国、印度、土耳其和波兰央行的购金规模较大。中国官方公布的 2 月末黄金储备为 2289.5 吨。此外, 受黄金 ETF 投资需求推动, 全球黄金投资需求同比增长 25%, 创四年以来新高。今年 2 月, 全球黄金 ETF 持仓均为正流入, 北美地区流入 72 吨, 亚洲地区流入 24 吨, 再创历史新高。

图 3: 黄金需求量 单位: 吨



数据来源: 同花顺 iFind、通惠期货研发部

---

## ■ 未来黄金行情判断

短期黄金跨市场套利活动带来的利多推动基本进入尾声，近期行情驱动仍然在特朗普关税威胁反复以及经济“衰退预期”引发的避险情绪升温。俄乌冲突的平息或进一步挤出地缘风险溢价，通胀数据黏性也会拖累降息节奏，但在去监管、减税降支以及货币大幅宽松前，美国政府或将对经济短期“衰退”保持宽容态度，通过预期管理进行资产价格调控，缓解债务及关税引发的通胀压力，进入短暂“戒毒期”以打开后期财务整顿与经济增长的环境空间。

因此，特朗普政策的反复短期内或将持续，一方面是其国际贸易博弈需要，另一方面则通过高频调整管理市场预期，避险资金的流入将助推黄金价格上行。“滞涨”现象短期或难缓解，中长期的低利率环境也会到来，且各国“去美元化”进程继续，美元信用冲击继续潜在推高贵金属估值，未来贵金属的利多驱动将继续占据上风。

## 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。本报告清晰地反映了本人(或研究团队)的研究观点。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投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司不确保本报告充分考虑到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)咨询独立投资顾问。

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投资建议。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责。

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投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

**咨询热线: 021-68864915**

地址: 上海市浦东新区陆家嘴西路 99 号万向大厦 7 楼

邮编: 200120

电话: 021-68866986 传真: 021-68866985

