

策略点评 20250514

阻碍黄金继续上涨的理由

2025 年 05 月 14 日

事件

- 5 月 12 日，中美贸易谈判结果超预期，黄金从 4 月 22 日的 3501 美元/盎司历史高点回调至 3200 美元/盎司附近。

观点

- 黄金中长期上涨的趋势或许还在，但短期上涨的动能被削弱。

一、交易层面分歧加大。自 2021 年 11 月，本轮黄金已上涨 100% 以上，经 M2 调整后的黄金价格基本触达历史峰值区间。从技术指标上看，黄金净多头、乖离度及黄金价格交易波动幅度均已经出现下降态势。

二、本轮黄金多头的“美元信用崩溃”叙事被打断。

历史上促进黄金牛市的原因是多重的，黄金持续下跌或开启熊市往往是从美元转强开始的。以典型的两轮黄金见顶回落为例：1）1980 年，美联储为遏制通胀连续大幅加息，紧缩政策提振美元，金价转跌。2）2011 年，美联储释放退出 QE 信号，欧债危机暂歇，美元触底反弹，金价开始走弱。

当前，我们认为美元不会持续走弱：

1、贸易协议逐渐达成。5 月 8 日，英美确定达成首份关税协议；5 月 12 日，中美日内瓦经贸联合声明发布，谈判结果大超市场预期。贸易的不确定性风险逐渐下降，对美国经济的干扰程度逐渐减弱。

2、美国财政收入有改善。现阶段美国进入贸易协议期，参考英国汽车进口到美国的额外 25% 关税降至最高 10%，以及对 4 月 2 日后的新增关税降至 10%，这释放出 10% 是特朗普的基准关税“底线”，难以豁免。这也说明特朗普希望从关税收入着手，促其达成“降本增效”，改善美国财政赤字。自 4 月 2 日对等关税以来，美国关税收入已累计达 135 亿美元。即便剩余时间美国仅对全球普遍加征 10% 关税，还会额外增加近 350 亿美元。以 2024 年为基准，仅考虑关税项增加，美国今年财政赤字率预计会从 6.2% 降至 5.8%。

3、美联储降息临近。尽管当前美国经济硬数据韧性依旧，美联储上半年降息门槛提高，但考虑到美国物价或不会明显反复上涨，美联储 Q2 内降息概率仍在。我们认为本轮预防式降息，不是降低利率，导致美元走弱，而是给美国经济提供养料，让美元资产重新获得吸引力。所以一旦降息，美元资产走强，黄金的吸引力会进一步减弱。

三、央行购金是金价上涨的理由之一，但也有风险。2008 年后，全球黄金储备持续增长，新兴市场成为购金主力，进行多元化资产配置，以减少美元资产动荡的影响，但黄金并没有因此而持续上涨，牛市不断。

此外，国际储备中黄金占比提升，风险并存。直接地，如果黄金价格下跌，也会影响外汇储备账面价值。间接地，央行用美元等外汇购金，若没有充分冲销，会造成货币供应量减少，不利通缩环境经济。因此，央行购金不能成为黄金价格持续上涨的理由。

- 风险提示：地缘政治风险超预期，美国经济加速衰退，贸易政策反复。

证券分析师 陈梦

执业证书：S0600524090001

chenm@dwzq.com.cn

证券分析师 葛晓媛

执业证书：S0600525040003

gexy@dwzq.com.cn

相关研究

《并购重组跟踪（十九）》

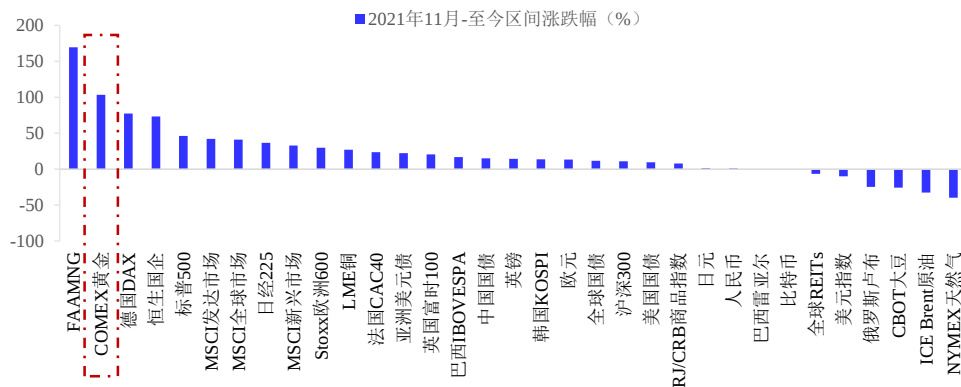
2025-05-13

《公募新规落地，主动偏股仓位大幅调整——资金流向和中短线指标体系跟踪（十三）》

2025-05-12

5月12日，中美贸易谈判结果超预期，黄金从4月22日的3501美元/盎司历史高点回调至3200美元/盎司附近。

图1: 2021年11月至今，黄金已累计涨超100%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

黄金中长期上涨的趋势或许还在，但短期上涨的动能被削弱。

一、交易层面分歧加大。自2021年11月，本轮黄金已上涨100%以上，经M2调整后的黄金价格基本触达历史峰值区间。

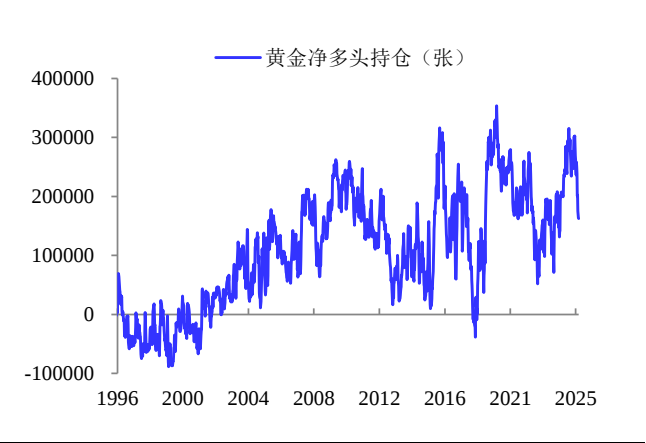
图2: 经M2调整后的金价已基本触达2011年时的峰值



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

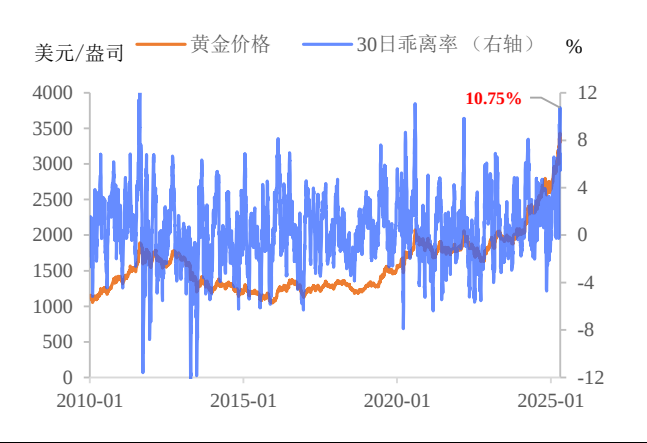
从技术指标上看，黄金净多头、乖离度及黄金价格交易波动幅度均已经出现下降态势。

图3: 黄金净多头持仓回落



数据来源：同花顺，东吴证券研究所

图4: 黄金乖离率最高已触达 11%，接近 2011 年高峰



数据来源：Wind，东吴证券研究所

二、本轮黄金多头的“美元信用崩溃”叙事被打断。

历史上促进黄金牛市的理由是多重的，黄金持续下跌或开启熊市往往是从美元转强开始的。

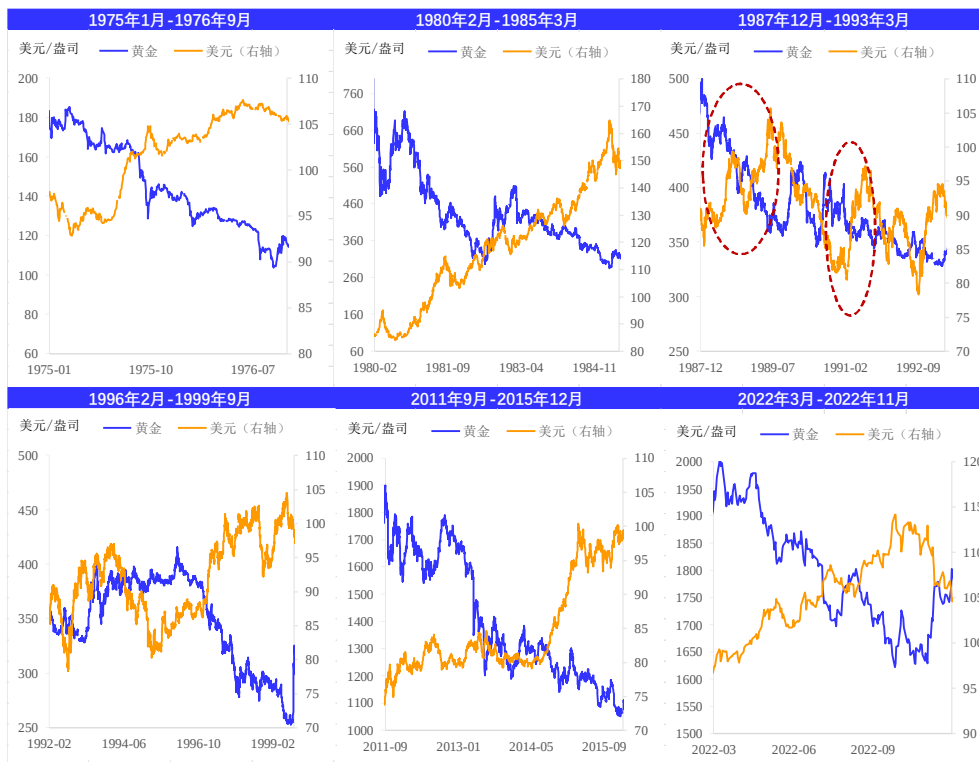
图5: 1970 年至今，黄金总共经历过 7 轮牛市，6 轮熊市

牛市			熊市			转跌因素
时期	持续时间 (月)	累计收益 (%)	时期	持续时间 (月)	累计收益 (%)	
1970年1月-1975年1月	61	451.4	1975年1月-1976年9月	20	-46.4	美国财政部拍卖黄金，叠加汇率制度变更，美元走强 美联储政策导致强美元
1976年10月-1980年2月	41	721.3	1980年2月-1985年3月	61	-55.9	
1985年3月-1987年12月	33	75.8	1987年12月-1993年3月	63	-34.7	黄金供应增加+美联储加息周期 全球经济环境稳定，各国央行考虑黄金作为储备资产的收益较低，抛售黄金，转而认为美元美债更受到青睐
1993年4月-1996年2月	35	27.2	1996年2月-1999年9月	43	-39.1	
1999年10月-2011年9月	144	649.6	2011年9月-2015年12月	52	-41.5	美联储退出宽松，美元走强 美联储加息周期启动，加息导致美国实际利率上升，削弱黄金
2016年1月-2022年3月	74	82.14	2022年3月-2022年11月	8	-16.3	
2022年11月-至今	22	100.7				
平均	59	301	平均	41	-39	
中值	41	101	中值	48	-40	

注：金价为伦敦金。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

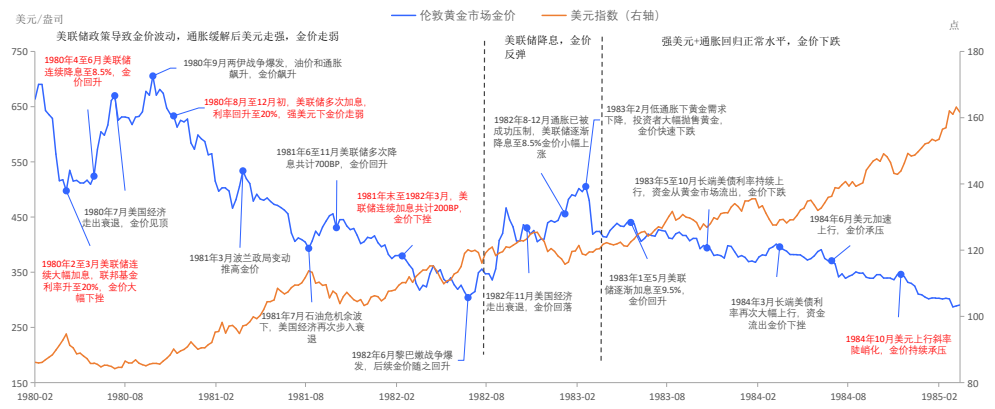
图6: 美元强势, 是过去几轮黄金下跌的主要理由



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

以典型的两轮黄金见顶回落为例: 1) 1980 年, 美联储为遏制通胀连续大幅加息, 紧缩政策提振美元, 金价转跌。2) 2011 年, 美联储释放退出 QE 信号, 欧债危机暂歇, 美元触底反弹, 金价开始走弱。

图7: 1980 年, 强美元和通胀缓解下黄金大幅下跌



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8：2011 年，黄金由于美联储退出宽松，美元走强后开始回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

当前，我们认为美元不会持续走弱：

1、贸易协议逐渐达成。5月8日，英美确定达成首份关税协议；5月12日，中美发布日内瓦经贸联合声明，谈判结果大超市场预期。贸易的不确定性风险逐渐下降，对美国经济的干扰程度逐渐减弱。

图9：英美达成“首份”贸易协定内容

项目	英美贸易协议内容
关税	英国取消美国对英国出口牛肉20%的关税； 美国对英国保留10%的基本关税； 美国对英国汽车制造商每年进口到美国的前10万辆汽车税率降低至10%，额外的车辆在 最惠国关税的基础上征收25%的税率； 美国为英国钢铁和铝产品制定最惠国税率配额。
市场准入	英国为 美国设立13000公吨牛肉的优惠免税配额 ，美国将把其现有的13000公吨其他国家 牛肉关税配额重新分配给英国； 为美国 提供14亿升的乙醇免税配额 ； 采购价值100亿美元的美国波音飞机。
经济安全	双方拟加强经济安全合作，包括协调应对第三国的非市场政策； 谈判达成关于反避税海关合作的条款，以打击规避反倾销、反补贴、保障措施等关税的 逃 税计划和非法转运货物行为 。
后续问题	具体细节后续逐步确定，包括最终确定有关数字贸易、知识产权、劳工、环境和标准（包 括汽车标准）的规定。 美国对英国不愿完全解决其歧视性“数字服务税”表示失望。

数据来源：美国贸易办公室，东吴证券研究所

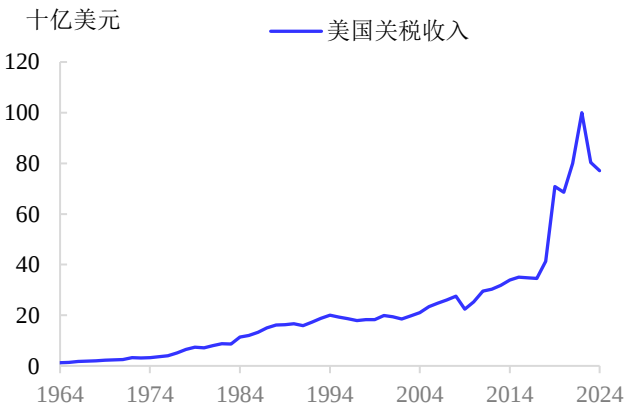
图10：中美日内瓦经贸会谈结果大超预期，中美下调对对方的关税税率

分类		税率	备注
日内瓦会议前	美国对中国	20%（芬太尼相关关税）+34%（对等关税）+91%（关税升级）= 145%	145%美国对华关税调整情况： 10%普适关税-保持 24%对等关税-暂缓90天 20%芬太尼关税-不变 91%报复关税-取消
	中国对美国	125%	
日内瓦会议后	美国对中国	按有效关税税率：11%（有效税率）+10%（普适关税）+20%（芬太尼相关关税）= 41% 按贸易加权平均关税税率：20%（平均关税）+10%（普适关税）+20%（芬太尼相关关税）= 50%	
	中国对美国	10%	

数据来源：美国贸易办公室，中华人民共和国商务部，东吴证券研究所

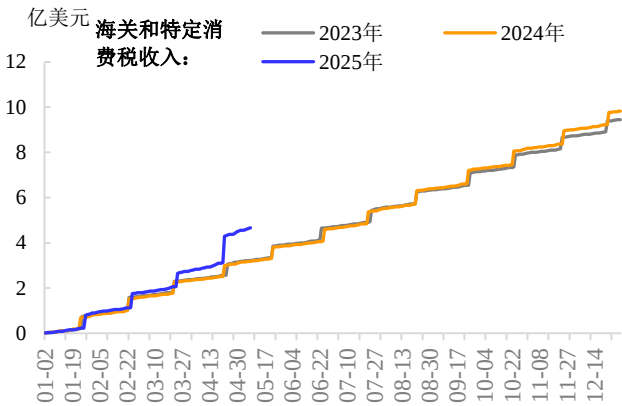
2、美国财政收入有改善。现阶段美国进入贸易协议期，参考英国汽车进口到美国的额外 25%关税降至最高 10%，以及对中国 4 月 2 日后的新增关税降至 10%，这释放出 10%是特朗普的基准关税“底线”，难以豁免。这也说明特朗普希望从关税收入着手，促其达成“降本增效”，改善美国财政赤字。自 4 月 2 日对等关税以来，美国关税收入已累计达 135 亿美元。即便剩余时间美国仅对全球普遍加征 10%关税，还会额外增加近 350 亿美元。以 2024 年为基准，仅考虑关税项增加，美国今年财政赤字率预计会从 6.2%降至 5.8%。

图11：美国关税总收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：相较于过去两年，美国海关和特定消费税收入明显增加，有利于改善贸易赤字



数据来源：美国财政部，东吴证券研究所

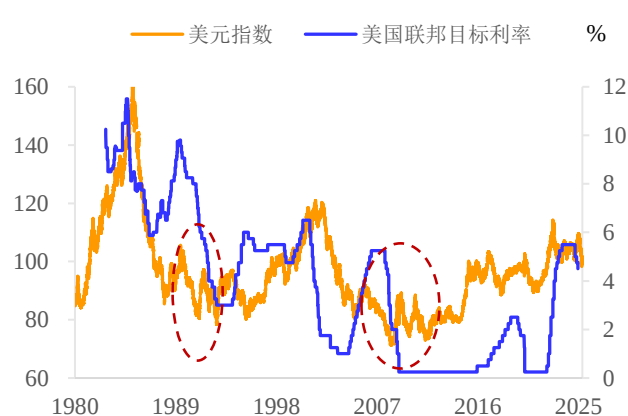
3、美联储降息临近。尽管当前美国经济硬数据韧性依旧，美联储上半年降息门槛提高，但考虑到美国物价或不会明显反复上涨，美联储 Q2 内降息概率仍在。我们认为本轮预防式降息，不是降低利率，导致美元走弱，而是给美国经济提供养料，让美元资产重新获得吸引力。所以一旦降息，美元资产走强，黄金的吸引力会进一步减弱。

图13：美国二季度 GDP 预测增速转正



数据来源：亚特兰大联储，东吴证券研究所

图14：美国降息不一定削弱美元

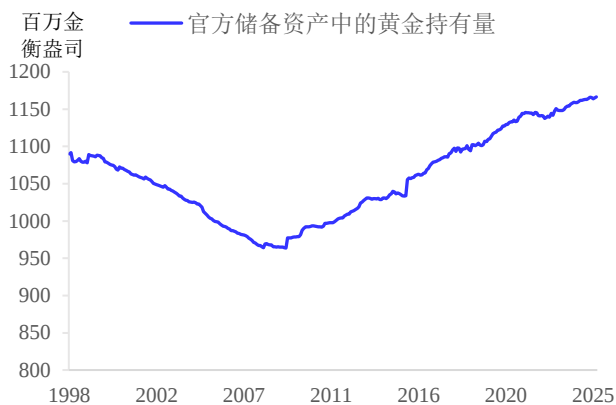


数据来源：Wind，东吴证券研究所

三、央行购金是金价上涨的理由之一，但也有风险。2008年后，全球黄金储备持续增长，新兴市场成为购金主力，进行多元化资产配置，以减少美元资产动荡的影响，但黄金并没有因此而持续上涨，牛市不断。

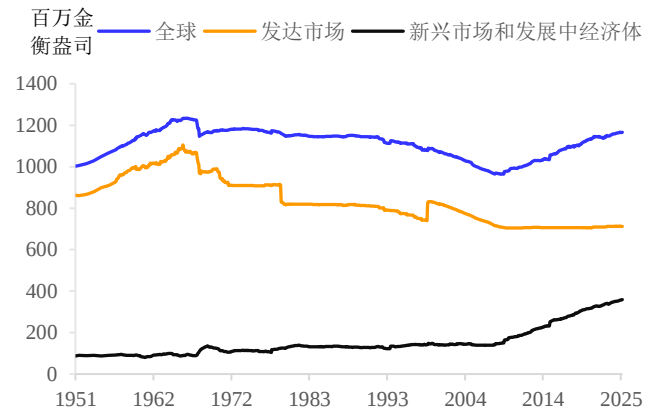
此外，国际储备中黄金占比提升，风险并存。直接地，如果黄金价格下跌，也会影响外汇储备账面价值。间接地，央行用美元等外汇购金，若没有充分冲销，会造成货币供应量减少，不利通缩环境经济。因此，央行购金不能成为黄金价格持续上涨的理由。

图15：2008年后，全球黄金储备持续增长



数据来源：IMF，东吴证券研究所

图16：2008年以后，新兴市场成为购金主力



数据来源：CEIC，IMF，东吴证券研究所

风险提示：地缘政治风险超预期，美国经济加速衰退，贸易政策反复。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>