

2025 年 1 月 27 日

全球市场交易模式：黄金分析框架

民银证券研究团队

应习文

电 话：+852 3728 8180

Email: xiwenying@cmbcint.com

【内容摘要】

本研究属于全球市场交易模式研究系列的第三篇，将黄金分析纳入到全球交易模式框架中。我们发现，不同交易模式对同一交易日内的黄金涨跌幅具有相对显著的解释力。

宽松/紧缩交易代表着黄金的金融属性。宽松对应金价上涨而紧缩反之。在 1989-2024 全时段内，宽松/紧缩交易对黄金日涨跌的影响显著。不过分时段来看，在 2005 年以前，宽松/紧缩交易对黄金的影响很弱，但 2005 年后，随着主要央行先后开启量化宽松和大幅扩张资产负债表，黄金作为金融资产对抗传统货币超发的属性被大大强化。

通胀/降温交易代表着黄金在通胀驱动下的商品属性。通胀对应金价上涨而降温反之。在 1989-2024 全时段内，通胀/降温交易对黄金日涨跌的影响显著。不过分时段看，1989-2004 年全球通胀一度高企，通胀/降温交易的影响最为显著，但在 2005 年之后通胀/降温交易对金价的解释力度开始逐步减弱。

繁荣/衰退交易同时包含增长驱动的商品属性和金融属性。在商品属性占优时，繁荣对应金价上涨而衰退反之。金价在 2005-2014 年是增长驱动下商品属性最显著的时期。

避险/趋险交易充分反映了黄金的避险属性。当全球避险情绪上升时，金价上涨，反之则金价下跌。在 1989-2024 年的各个时段内，避险/趋险交易都体现了对金价的显著影响。

我们可将 1989 年以来的黄金历史走势分为三段。第一阶段为 1989-2004 年，对应通胀商品属性主导；第二阶段为 2005-2014 年，对应黄金全属性定价期；第三阶段为 2015-2024 年，对应黄金商品属性衰减期。不确定交易大部分时间对金价的影响都不显著，但 2022 年后显著性上升，在引入“去美元化”相关指标后或有助于解释。展望下一阶段，预计金融、避险属性和新解释变量依旧主导黄金走势。

目 录

1. 前情回顾：全球市场交易模式的框架搭建.....	1
1.1 八种交易模式背后的逻辑.....	2
1.2 各类交易模式的含量与运用.....	3
1.3 交易模式与代表性宏观指标之间的相关性.....	3
2. 全球市场交易模式：黄金分析框架.....	4
2.1 黄金日涨跌幅与交易模式的相关性.....	4
2.2 分时段研究：黄金影响因素的历史演变.....	6
3. 结论与展望	11
3.1 主要结论：不同交易模式对应黄金的不同属性.....	11
3.2 未来黄金定价：金融、避险属性和新解释变量.....	12

全球市场交易模式：黄金分析框架

1. 前情回顾：全球市场交易模式的框架搭建

我们在 2024 年 9 月开启《全球市场交易模式》系列研报，以每日全球股市、债市、商品三大类资产上涨和下跌的不同排列组合，构建了八种不同的交易模式，具体规则如下：

表 1：围绕三大类资产不同组合形成的交易模式种类

交易种类	股市	债市	商品
宽松（降息）交易	上涨	上涨	上涨或不显著
紧缩（加息）交易	下跌	下跌	下跌或不显著
降温交易	上涨或不显著	上涨	下跌
通胀交易	下跌或不显著	下跌	上涨
繁荣（软着陆）交易	上涨	下跌或不显著	上涨
衰退交易	下跌	上涨或不显著	下跌
趋险交易	上涨	下跌	下跌
避险交易	下跌	上涨	上涨
不确定（特征不明显）	其余情况		

资料来源：民银证券

经过不断扩展，我们目前已选取了 1989 年以来全球市场每日交易数据，并对股市、债市和商品三大类资产每日分别归类为上涨、下跌和不显著，其中上涨是指该类资产的当日涨幅处在历史总体样本前三分之一区间，下跌则为后三分之一区间，中间三分之一为不显著。

对于三类资产的指标构建方法，全球股市涨跌指标是对标普 500 指数、纳斯达克指数、富时 100 指数、德国 DAX 指数、法国 CAC40 指数、日经 225 指数等股指的加权平均；债券指标则直接采用 10 年期美债收益率为标准（收益率升高视为债券下跌，下降视为债券上涨）；商品指标则是对原油现货价格和 CRB 工业品现货指数的加权平均。

1.1 八种交易模式背后的逻辑

宽松（降息）交易。交易逻辑是全球主要央行（特别是美联储）货币政策转向宽松的预期增加，或转向紧缩的预期下降，促进整体流动性边际改善。在资产表现来看，对应股市、债市和商品同时上涨。

紧缩（加息）交易。与宽松（降息）交易相反，当货币政策转向紧缩的预期增加，或者转向宽松的预期下降，导致全球流动性边际收紧，市场表现为股市、债市和商品均下跌。

通胀交易。交易逻辑是全球商品价格上涨，或者市场预期全球通胀上升，由此升高政策利率预期，并导致债市和股市下跌。

降温交易。与通胀交易相反，当全球通胀出现降温，商品价格回落时，政策利率预期下降，并推动债市和股市上涨。

繁荣（软着陆）交易。交易逻辑是当市场预期经济前景改善，整体经济走向繁荣，或者经济下行趋缓形成“软着陆”，需求回暖推动股市和商品上涨。同时，经济扩张推高资产收益率，长期利率趋于上升，对应长期债券下跌。

衰退交易。与繁荣（软着陆）交易相反，当经济前景转向减速甚至衰退时，全球需求回落，股市和商品下跌。作为替代，市场选择买入长期债券，推动债券上涨和长端利率下降。

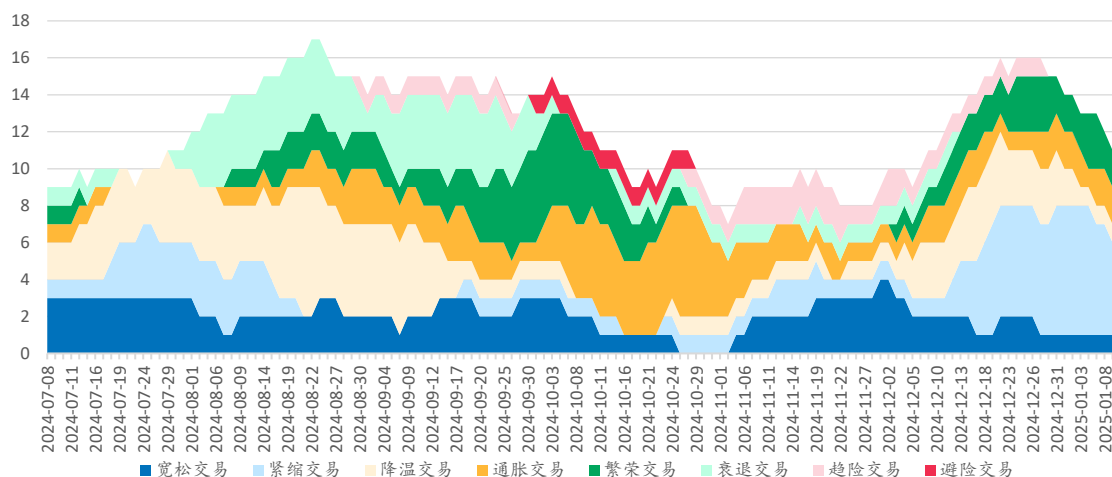
避险交易。交易逻辑是当出现重大外生性风险，比如战争、疫情、地缘政治变动，对全球总体生产供给产生负面冲击时，会导致能矿、粮食供应趋紧，商品价格上涨，全球资金流出风险资产，转向安全资产，股市下跌而债券上涨。

趋险交易。与避险交易相反，当全球在供给层面出现外生性的正面冲击，如科技革命，或地缘政治风险明显缓和时，商品供给恢复，价格回落，资金流入科技股等风险资产，推动股市上涨和债市下跌。

1.2 各类交易模式的含量与运用

我们将过去 20 个交易日（近一个月），某种交易类型占比定义为“月含量”；将过去 60 个交易日（近一个季度），某种交易类型占比定义为“季含量”。由此可以衡量过去一段特定时间内哪种交易模式更为主流。

图 1：近半年全球市场各类交易模式的月含量（最近 20 个交易日内发生频次）



资料来源：民银证券

图 1 反映了 2024 年 7 月以来全球市场主导的交易逻辑，比如在 2024 年 10 月之前，全球市场主要围绕降温交易和衰退交易逻辑进行，背景是市场对美国经济的衰退忧虑，以及通胀预期的回落。2024 年 10 月以后，随着特朗普当选预期升高，市场对美国通胀和美联储降息节奏放缓产生担忧，分别在 10 月和 12 月经历了通胀交易和紧缩交易。而在美国大选的 11 月，由于不确定性增强，全球市场无法确定具体交易模式的比重大幅增加。

1.3 交易模式与代表性宏观指标之间的相关性

为检验各类交易模式背后逻辑的正确性，我们为每两种交易（正反交易对）选取了对应的宏观指标进行相关性分析。

宽松/紧缩交易利用美国联邦基金利率进行验证。结果表明，宽松交易与利率变动预期的相关系数为 0.15，紧缩交易与利率变动的相关性为 0.41。当市场预期未来 3 个月政策利率上升时，紧缩交易含量会明显上升，而其反向的宽松交易则会温和上升。

通胀/降温交易利用美国核心 CPI 进行验证。结果表明，通胀交易与通胀预期的相关系数为 0.09，降温交易与通胀预期的相关性为-0.11。当市场预期未来 3 个月核心通胀上升时，通胀交易含量会小幅上升，而其反向的降温交易则会小幅下降。

繁荣/衰退交易利用美国咨商会领先经济指数（LEI）进行验证。结果表明，繁荣交易与经济扩张预期的相关系数为 0.07，衰退交易与通胀预期的相关性为-0.28。当市场预期未来 3 个月 LEI 上升时，繁荣交易含量会小幅上升，而其反向的衰退交易则会温和下降。

避险/趋险交易利用 VIX 指数进行验证。结果表明，避险交易与 VIX 指数的相关系数为 0.4，趋险交易与 VIX 指数的相关性同样为 0.4。当市场恐慌情绪升高时，避险和趋险交易含量均会上升。从历史趋势看，避险与趋险交易与 VIX 指数的走势相当接近且同步性很高。

关于全球市场交易模式框架构建的更多内容可参考我们在 2024 年 9 月 4 日的研报《全球市场的交易模式：框架构建》。此外，我们在 2024 年 11 月 6 日推出研报《评特朗普胜选：全球交易模式视角》，则利用交易模式框架对美国历届总统治下的全球市场交易特点进行了分析。本篇研报我们则将在全球交易模式视角下探讨黄金的资产表现。

2. 全球市场交易模式：黄金分析框架

除了股票、债券和商品外，黄金也属于全球主要的大类资产，本研究将在全球交易模式框架下，研究黄金和各类交易模式之间的关系，以及探讨各类交易模式是否能解释黄金的走势逻辑。

2.1 黄金日涨跌幅与交易模式的相关性

我们整理了 1989 年以来每个交易日伦敦现货黄金涨跌幅与当日全球市场交易模式的关系。具体方法为观察某一特定交易模式下黄金涨跌幅的统计分布，并检验黄金涨跌幅均值不为零的显著性，以及涨跌幅不同于全体区间平均涨跌幅的显著性，选取样本区间为 1989-2024 年。结果见下表：

表 2：1989-2024 年黄金日涨跌幅（百分比）在各类交易中的描述统计特征

	均值	标准差	峰度	偏度	标准误差	置信度 1	置信度 2
宽松交易	0.141	0.905	3.431	0.786	0.033	99%	99%
紧缩交易	-0.100	0.975	4.436	-0.549	0.036	99%	99%
通胀交易	0.121	0.922	5.831	0.648	0.033	99%	99%
降温交易	-0.103	0.960	8.041	-1.421	0.036	99%	99%
繁荣交易	0.118	1.043	7.347	-0.034	0.036	99%	99%
衰退交易	-0.091	1.175	5.665	-0.698	0.039	95%	99%
避险交易	0.300	0.996	4.736	0.967	0.052	99%	99%
趋险交易	-0.235	1.085	5.993	-0.103	0.057	99%	99%
不确定	0.033	0.871	7.009	0.159	0.014	95%	<90%

数据来源：民银证券

其中，均值、标准差、峰度与偏度刻画了黄金在某个交易模式下所有日涨跌幅的统计特征，标准误差为涨幅均值的估计误差，置信度 1 衡量均值不为零的置信度，置信度 2 衡量对应交易模式下黄金涨跌幅均值不等于所有交易下黄金涨跌幅均值（0.024%）的置信度。从上表中我们可以得出结论如下：

宽松交易有利于黄金上涨，紧缩交易反之，且两种置信度均大于 99%。宽松交易对应全球主要央行更为宽松的货币政策取向，有利于各类资产上涨，也包括黄金。这也是黄金金融属性的体现。

通胀交易有利于黄金上涨，降温交易反之，且两种置信度均大于 99%。通胀交易对应全球通胀预期升温，商品价格趋于上涨。黄金具备抗通胀功能，也是黄金商品属性的体现。

繁荣交易有利于黄金上涨，衰退交易反之，繁荣交易置信度大于 99%，衰退交易不同于零的置信度大于 95%。经济繁荣有利于商品价格上涨，这是黄金商品属性的体现，但理论上来看繁荣带来的实际利率水平升高又不利于黄金的金融属性，从全体样本看繁荣对于黄金商品属性的升高要强于金融属性的压低作用。

避险交易有利于黄金上涨，趋险交易反之，且两种置信度均大于 99%。避险/趋险交易模式下黄金均值要显著大于其他几类交易模式，反映出黄金的避险属性特征相对更明显。

从 1989-2024 年的总体区间表现来看，黄金涨跌幅与全球不同交易模式的对应表现特征显著。黄金表现出良好的商品属性，跟随商品一起上涨，反向交易亦然，而商品属性又可以进一步分解为通胀驱动的商品属性和繁荣驱动的商品属

性。在宽松交易下，黄金则表现出良好的金融属性，与股票、债券和商品等各类资产一起上涨，反向交易亦然。同时避险交易对黄金的推动作用亦非常显著，反映出黄金良好的避险属性。

2.2 分时段研究：黄金影响因素的历史演变

我们将 1989-2024 年的黄金交易分为三个时间段，并计算了 8 种交易模式再加上不确定一共 9 种情况下每个时间段的黄金累计涨跌幅。对于每种特定模式，我们计算该时间段黄金的平均日涨跌幅（用 1-3 颗星号分别对应 90%、95%、99%置信度下平均日涨跌幅不为零的检验），以及该区间内的累计涨跌幅，由此对比不同时间段黄金受到各交易模式影响的背后逻辑。

第一阶段：通胀驱动的商品属性主导期（1989-2004）

时代背景：全球高通胀逐步回落、亚洲金融危机与互联网泡沫破裂。此阶段黄金价格走势遵循两大逻辑，一是通胀驱动的商品属性，二是避险属性。在两种属性的影响下，该阶段黄金整体走平。

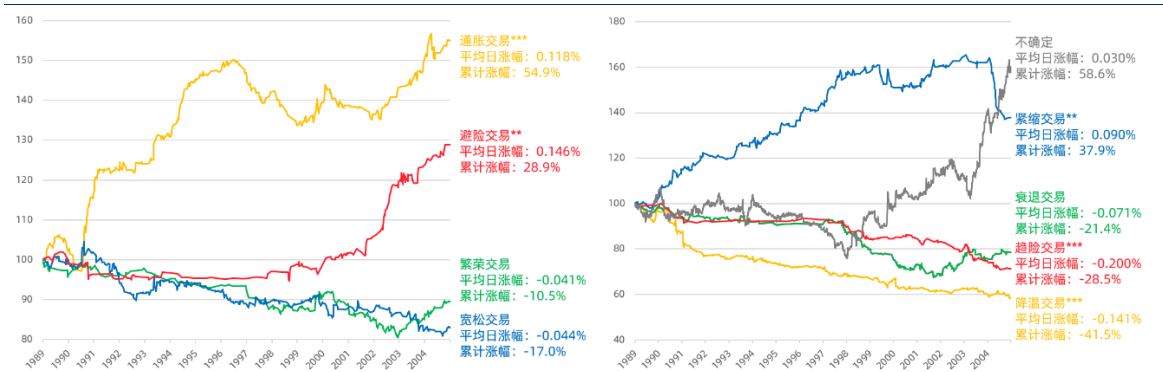
通胀/降温交易对黄金涨跌幅影响最为显著。在该阶段，通胀交易下黄金平均日涨幅达到 0.118%，且处在 99%置信区间，累计涨幅达到 54.9%；降温交易平均日跌幅达到 0.141%，且处在 99%置信区间，累计跌幅达到 41.5%。两类合计贡献黄金价格在该时间段内下跌 9.4%。

为何此阶段黄金的通胀商品属性如此之强？从时代背景看，1989 年-2007 年全球通胀水平经历了从高点回落的过程，其中发达国家平均通胀由 1989 年的 5% 附近逐步回落至 1997 年的 2% 附近，但由于新兴市场国家高通胀问题严重，全球平均通胀率在 1996 年以前一度连续高于两位数，这导致黄金肩负起抗通胀的重任。通胀/降温交易在 1997 年以前对于黄金价格的影响尤其显著，在 1997 年后，随着亚洲金融危机爆发和全球通胀的普遍回落，通胀/降温交易对黄金走势的影响减弱甚至出现一定的反向影响。不过随后在 2003-2004 年再次明显。

避险/趋险交易在 1998 年后开始对黄金造成显著影响。1989-2004 年时间段内，避险交易下黄金平均日涨幅达到 0.146%，处在 95%置信区间，累计涨幅达到 28.9%；趋险交易平均日跌幅达到 0.200%，处在 99%置信区间，累计跌幅达到 28.5%。两类合计贡献黄金价格在该时间段内下跌 7.8%。在 1997 年以前，避险/趋险交易对黄金的影响尚不明显，但在 1997 年后，避险/趋险交易对黄金影响

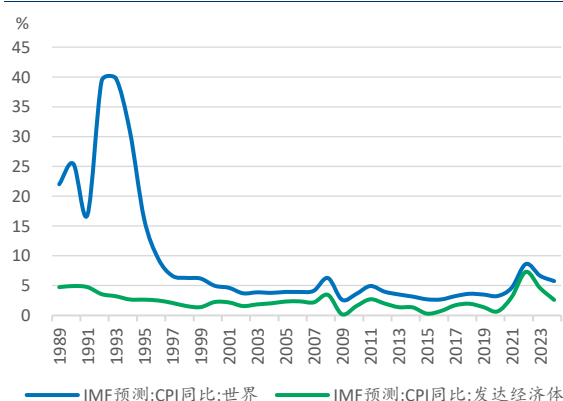
突然显著，主要原因是亚洲金融危机和随后而来的美国互联网泡沫破灭，激发了黄金的避险属性。

图 2：1989-2004 黄金在各类交易模式下的因素分解



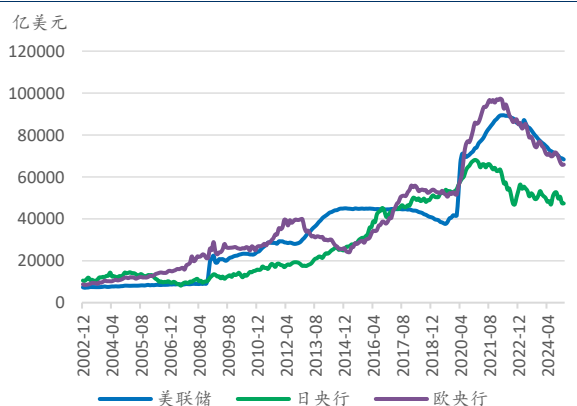
资料来源：民银证券

图 3：全球与发达国家年度 CPI



资料来源：民银证券

图 4：美日欧央行扩张资产负债表激发黄金金融属性



第二阶段：全属性定价期（1989-2004）

时代背景：全球经济由开始的过热转向经济危机，全球量化宽松时代开启。该阶段是黄金的全属性定价期，四大因素分别是：商品的通胀属性；商品的增长属性；货币属性和避险属性。由于各类属性的爆发，该阶段黄金也迎来了波澜壮阔的大幅上涨。

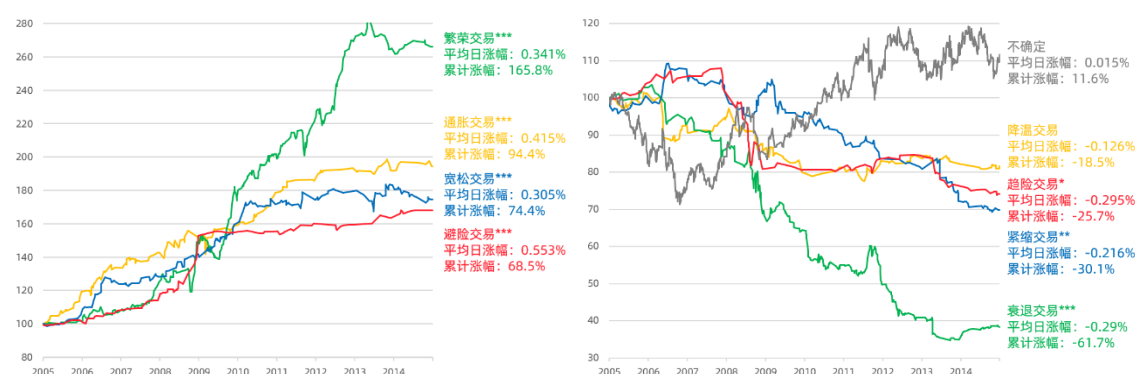
通胀交易继续影响黄金走势，但降温交易显著性下降。2005-2014 年时间段内，通胀交易下黄金平均日涨幅达到 0.415%，处在 99%置信区间，累计涨幅达到 94.4%；降温交易平均日跌幅达到 0.126%，但显著性低于 90%，累计跌幅达到 18.5%。两类合计贡献黄金价格在该时间段内上涨 58.4%。

繁荣/衰退交易开始对黄金走势产生明显影响。2005-2014 年时间段内，繁荣交易下黄金平均日涨幅达到 0.341%，处在 99%置信区间，累计涨幅达到 165.8%；衰退交易平均日跌幅达到 0.290%，处在 99%置信区间，累计跌幅达到 61.7%。两类合计贡献黄金价格在该时间段内上涨 1.8%。

宽松/紧缩交易在 2006 年后开始对黄金走势产生一定影响。2005-2014 时间段内，宽松交易下黄金平均日涨幅达到 0.305%，处在 99%置信区间，累计涨幅达到 74.4%；紧缩交易平均日跌幅达到 0.216%，处在 95%置信区间，累计跌幅达到 30.1%。两类合计贡献黄金价格在该时间段内上涨 21.9%。

避险/趋险继续保持对黄金价格的影响。2005-2014 年时间段内，避险交易下黄金平均日涨幅达到 0.553%，处在 99%置信区间，累计涨幅达到 68.5%；趋险交易平均日跌幅达到 0.295%，处在 90%置信区间，累计跌幅达到 25.7%。两类合计贡献黄金价格在该时间段内下跌 25.2%。

图 5：2005-2014 黄金在各类交易模式下的因素分解



资料来源：民银证券

为何黄金进入全属性定价阶段？从时代背景看，随着全球通胀在 1998 年后进入温和期，黄金的通胀商品属性部分让渡给增长驱动的商品属性，特别是全球经济经历了 2005-2007 年的过热期以及随后到来的大衰退，繁荣/衰退交易对全球市场交易逻辑的主导性开始上升，也激发了黄金除抗通胀以外的另一层商品属性。同时，由于全球经济危机的爆发，发达国家央行也进入到量化宽松时代，货币无限量供给下各国央行资产负债表大幅扩张（图 4），黄金的金融（货币）属性开始凸显，宽松/紧缩交易也贡献了该阶段黄金的较大涨跌幅。此外，避险属性则一以贯之地保持对于黄金的定价影响。

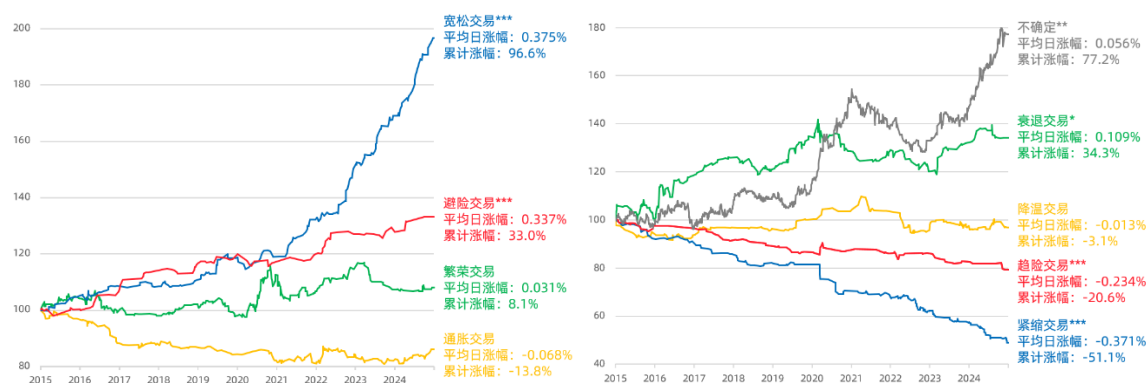
第三阶段：商品属性衰减期（2015-2024）

时代背景：大衰退后的恢复期，欧债危机，英国脱欧与逆全球化启动，疫情下的新一轮量化宽松以及随后到来的全球新通胀。该阶段商品属性在黄金定价中明显衰减，不论是通胀还是增长逻辑下的商品均对黄金涨跌幅影响不显著。相比之下，黄金金融属性大爆发，避险属性则依旧保持。此外，**不确定交易**下黄金平均日涨跌幅首次转为显著，表明黄金定价存在新变量的干扰。

宽松/紧缩交易对黄金的影响力大幅加强。2015-2024 年时间段内，宽松交易下黄金平均日涨幅达到 0.375%，处在 99% 置信区间，累计涨幅达到 96.6%；紧缩交易平均日跌幅达到 0.371%，处在 99% 置信区间，累计跌幅达到 51.1%。两类合计贡献黄金价格在该时间段内下跌 3.9%。特别是 2020 年以后，宽松/紧缩交易的影响更大，其原因在于疫情导致的全球货币大宽松再次激发了黄金的金融（货币）属性。

避险/趋险始终保持对黄金价格的影响。2015-2024 年时间段内，避险交易下黄金平均日涨幅达到 0.337%，处在 99% 置信区间，累计涨幅达到 33.0%；趋险交易平均日跌幅达到 0.234%，处在 99% 置信区间，累计跌幅达到 20.6%。两类合计贡献黄金价格在该时间段内上涨 5.6%。

图 6：2015-2024 黄金在各类交易模式下的因素分解



资料来源：民银证券

黄金商品属性衰减严重。2015-2024 年时间段内，基于通胀与增长逻辑下的商品属性，对黄金涨跌幅的影响不再显著。其中繁荣、通胀和降温交易的日平均涨跌幅均达不到 90% 显著性要求，仅衰退交易有一定的弱显著性，但其对黄金 0.11% 的日平均涨幅依旧偏小。从影响方向看，衰退带来的降息预期引发金价上涨，表明依旧是金融属性在起主导作用。

不确定交易下黄金平均日涨跌幅首次显著。2015-2024 年时间段内，所有不确定交易模式的交易日内，黄金平均日涨幅达到 0.056%，处在 95%置信区间，累计贡献了 77.2%的黄金涨幅。相比 1989-2004、2005-2014 年的两个阶段，不确定交易的影响首次显著，表明黄金定价因素下出现了新的解释变量。

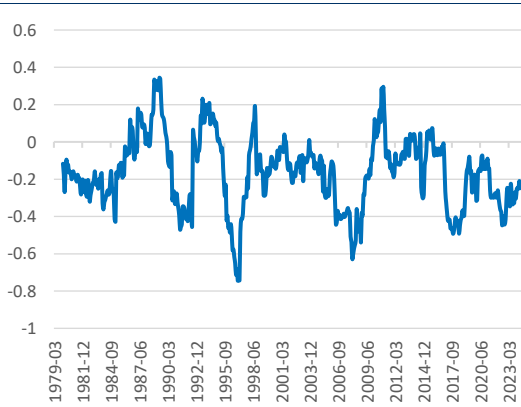
近年来不少研究将全球“去美元化”因素引入到黄金定价框架中，以此解释黄金与实际利率出现的偏离现象。从历史走势可以发现，2007 年全属性主导黄金走势以来，实际利率与黄金走势的负相关性对金价走势的解释力度很强，由于实际利率包含名义利率和通胀，前者代表金融属性而后者代表商品通胀属性。但 2022 年后实际利率与金价却转为正相关。传统黄金定价框架的误差上升，不得不考虑引入新的解释变量。不少研究从“去美元化”入手，发现美国公共债务率、美国财政赤字率、全球央行购金量上升等现象可以较好地解释实际利率上行但金价依旧上升的现象。这些因素或可以解释本研究框架内不确定交易下 2022 年以来黄金价格的显著上涨。

图 7：黄金与实际利率走势



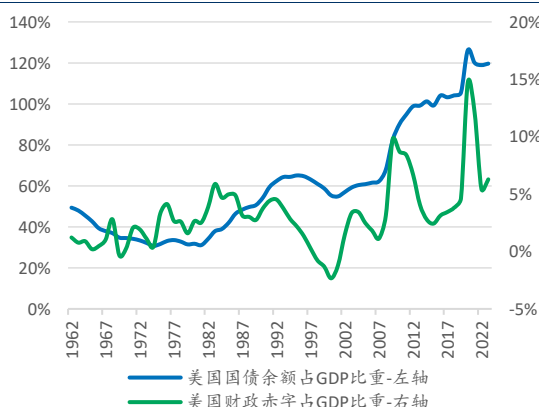
资料来源：Wind

图 8：24 个月黄金月率与实际利率月变化相关系数



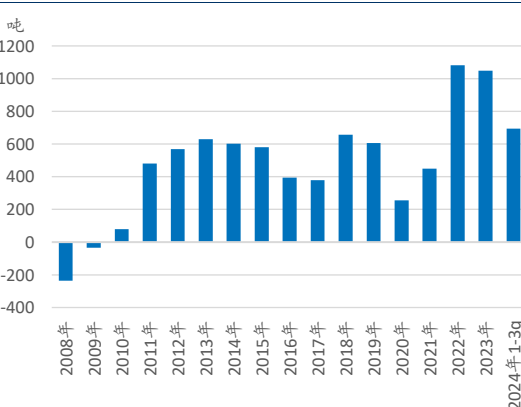
资料来源：民银证券

图 9：美国国债余额与财政赤字占 GDP 比重（年）



资料来源：美国财政部，Wind

图 10：全球央行和官方部门黄金年需求量



资料来源：世界黄金协会，Wind

3. 结论与展望

3.1 主要结论：不同交易模式对应黄金的不同属性

本研究属于全球市场交易模式研究系列的第三篇，将黄金分析纳入到全球交易模式框架中。我们发现，不同交易模式对同一交易日内的黄金涨跌幅具有相对显著的影响，并且可对应到黄金背后的不同资产属性。

宽松/紧缩交易代表着黄金的金融属性。全球央行货币政策趋向于宽松，将导致名义利率下行，而黄金作为金融产品，其固定零利率的持有成本变相降低，从而价格上涨；反之，全球央行紧缩时黄金价格则下跌。在 1989-2024 全时段内，宽松/紧缩交易对黄金日涨跌的影响显著。不过分时段来看，在 2005 年以前，宽松/紧缩交易对黄金的影响很弱，但 2005 年后，随着主要央行先后开启量化宽松和大幅扩张资产负债表，黄金作为金融资产对抗传统货币超发的属性被大大强化。疫情之后全球央行再次扩表，也导致黄金的金融属性更加明显。

通胀/降温交易代表着黄金在通胀驱动下的商品属性。当全球面临高通胀时，黄金作为对抗通胀的最优商品而价格上涨，通胀降温时则下跌。在 1989-2024 全时段内，通胀/降温交易对黄金日涨跌的影响显著。不过分时段看，1989-2004 年全球通胀一度高企，通胀/降温交易的影响最为显著，但在 2005-2014 年时段，随着全球通胀的回落，黄金的通胀商品属性有所减弱。2015 年后，随着黄金金融属性的爆发，通胀驱动的商品属性已十分微弱。通胀/降温交易对黄金价格影响的显著性也大幅下降。

繁荣/衰退交易同时包含增长驱动的商品属性和金融属性。在经济增长预期下，商品需求增加将推升金价，这是商品属性的体现；但高增长带来的实际利率上升会导致金价下降，这是金融属性的体现。2005-2014 年是黄金增长驱动下商品属性最显著的时期；但 2005 年以前由于全球高通胀影响，该属性被通胀驱动的商品属性所替代；而 2015 年之后，由于黄金的金融属性大幅加强，平衡了增长驱动的商品属性，也导致繁荣/衰退交易不再显著地影响金价涨跌。

避险/趋险交易充分反映了黄金的避险属性。当全球避险情绪上升时，金价上涨，反之则金价下跌。在 1989-2024 年的各个时段内，避险/趋险交易都体现了对金价的显著影响。

不确定交易大部分时间对金价的影响都不显著，但 2022 年后显著性上升。其他黄金定价模型中也发现了类似现象，比如实际利率对金价的解释力度下降等。在引入“去美元化”指标，如美国公共债务率或财政赤字率，以及央行购金量等指标后，或可优化现有框架对于黄金定价偏离。

按照上述结论，我们可将 1989 年以来的黄金历史走势分为三段。第一阶段为 1989-2004 年，对应通胀商品属性主导，背景是全球高通胀逐步回落、亚洲金融危机与互联网泡沫破裂。第二阶段为 2005-2014 年，对应黄金全属性定价期，背景是全球经济由开始的过热转向经济危机，全球量化宽松时代开启。第三阶段为 2015-2024 年，对应黄金商品属性衰减期，背景为大衰退后的恢复期，欧债危机，英国脱欧与逆全球化启动，以及疫情下的新一轮量化宽松以及随后到来的全球新通胀。

3.2 未来黄金定价：金融、避险属性和新解释变量

从金融属性看，美国实际利率仍处在 2008 年金融危机以来的高点，全球降息与通胀见底大概率推动实际利率转向走低，从而在金融属性上压低金价。尽管 2024 年 10 月以来推动金价上升的宽松交易在特朗普当选以及美国再通胀预期下明显减少，但金价已对其有充分定价，此外全球其他央行降息仍将持续，后续若宽松交易重启仍有望支撑金价。

从避险属性看，特朗普上台后的一系列政策主张导致全球地缘政治走向破朔迷离，特别是其提出的收回巴拿马运河、格陵兰岛以及让加拿大成为美国第 51 州等“疯狂”观点正在冲击二战以来的国际秩序，地缘政治的不确定性或增强黄金的避险需求。

从新解释变量来看，美国债务与赤字率居高不下，美联储降息放缓导致美国未来财政利息支出上升，特朗普的减税政策或导致赤字率高企，提升政府效率与加征关税的效果或有限，这将导致“去美元化”逻辑延续。此外，各国央行继续购金，中国央行在近期连续两个月重启购金，也将对金价形成利好。

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解，分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何其附属公司（统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。(7)民银集团的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员，及(8)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以

任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。