

黄金价格“一枝独秀” 论黄金长牛逻辑

投研中心：孙连刚

投资咨询资格号：Z0010869

日期：2025.4.3

目录

CONTENTS

1

美国加征关税影响

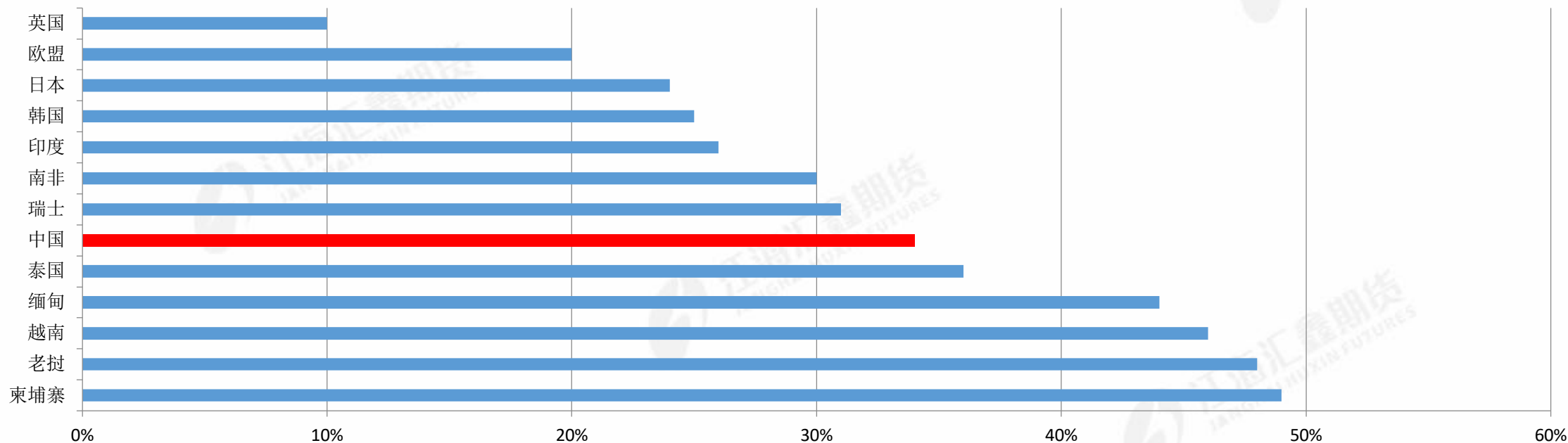
2

国内刺激政策为何“引而未发”

3

黄金价格长期看涨原因分析

美国“对等关税”税率表（部分国家）



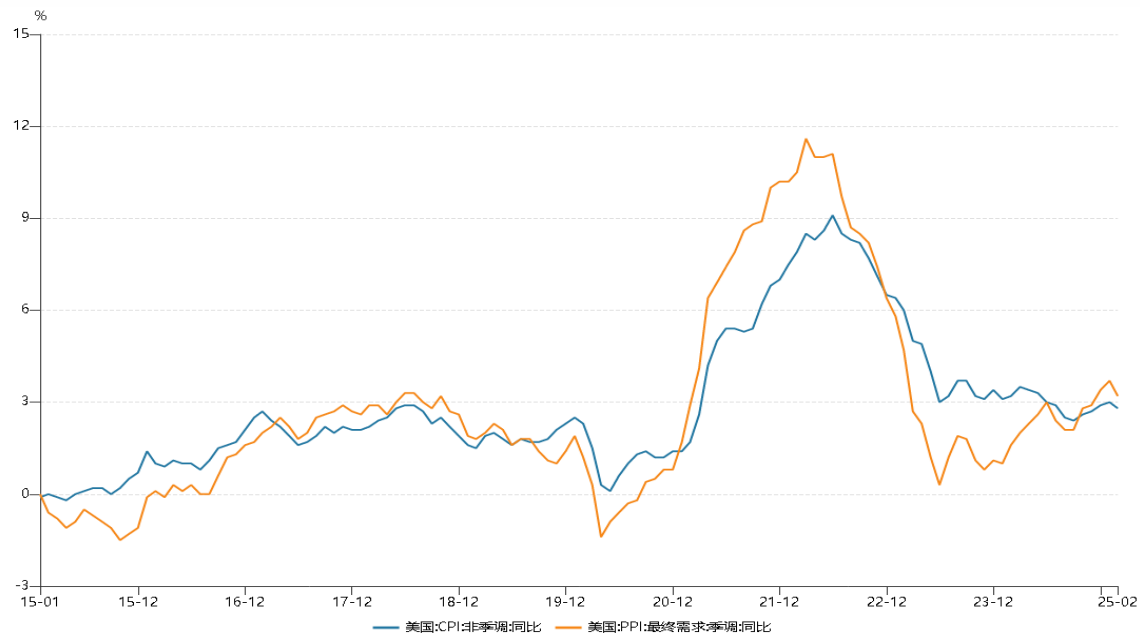
资料来源：东方财富、金十数据、江海汇鑫期货整理

美国总统特朗普4月2日签署行政命令，将对所有进口到美国的商品征收 10% 的基准关税，其中对中国征收 34% 的关税，叠加之前已经加征的20%关税，今年美国已经累计加征54%的关税。

除此以外，美国对特定行业征收关税，特朗普表示美国将对所有外国制造的进口汽车征收25%的关税。汽车关税将涵盖汽车、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较小的零部件。其中针对汽车零部件的关税将不迟于5月3日开始征收。特朗普还表示，汽车关税还将覆盖所有进口电脑，包括笔记本和台式电脑，税率为4%。下一步美国有对半导体、制药、农产品、基本金属等行业继续加征关税的可能。

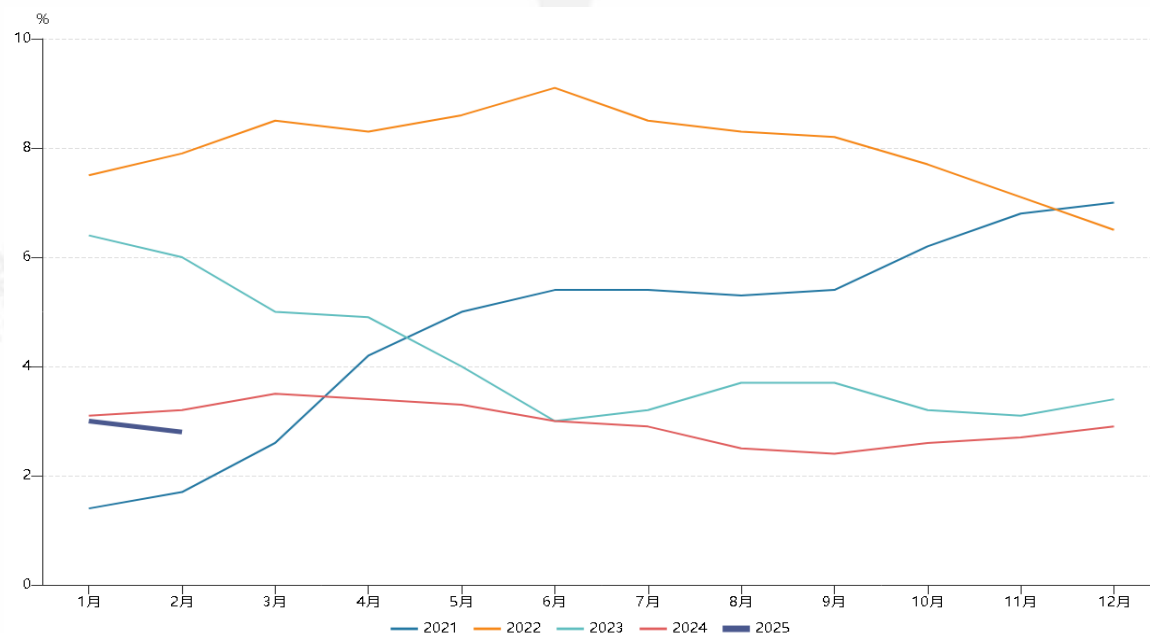
美国加征“对等关税”及定向行业加征关税，试图让其他国家采取妥协政策，购买美国商品减少贸易逆差，以及方便美国企业在他国投资准入等方面。从税率角度看，对亚洲国家影响较大，关税不仅影响上述国家出口，还会影响企业家投资的信心，导致全球贸易和投资出现萎缩风险。也将使得全球供应链更加混乱，各国政治、经济形势面临更大的不确定性，黄金避险属性将更加突出。

美国CPI/PPI数据走势



资料来源: wind、江海汇鑫期货整理

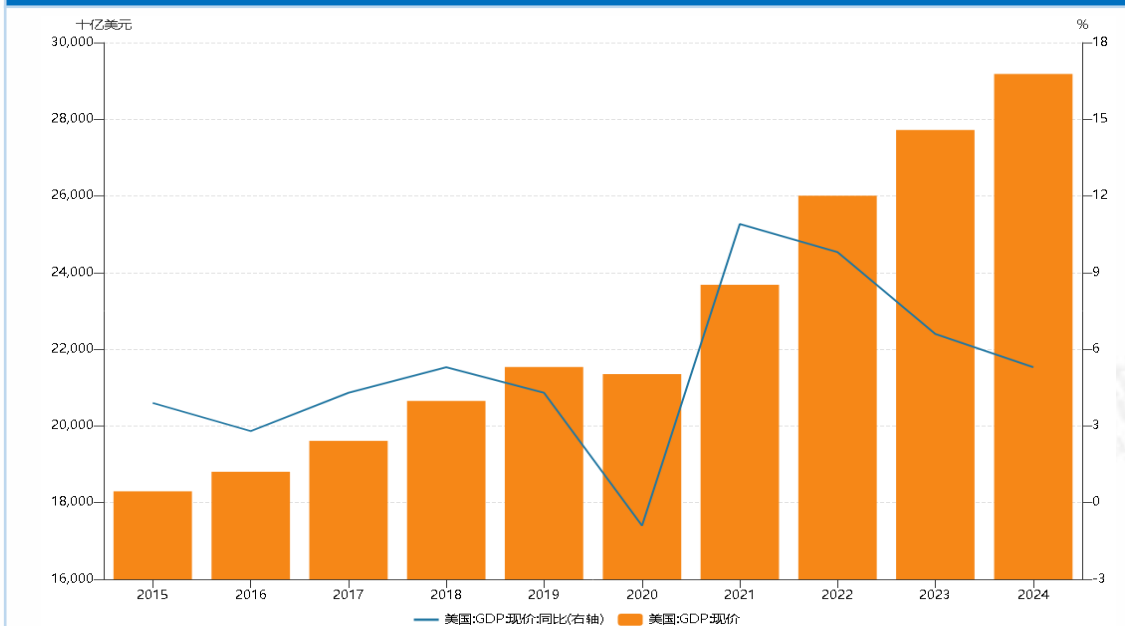
美国CPI非季调同比变化（季节性）



资料来源: 文华财经、钢联、江海汇鑫期货整理

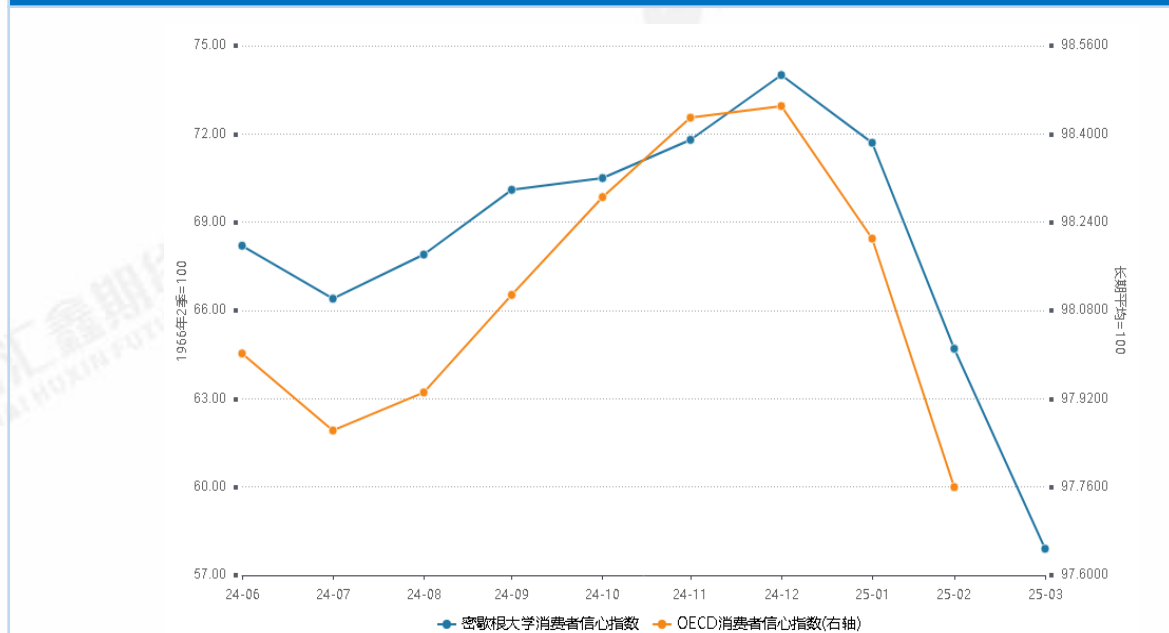
按照目前美国公布的“对等关税”税率表，美国几乎对其所有最主要的贸易国加征至少10%的关税，将引发全国向美国输入的商品减少或者价格的提升。短期内供给减少或者价格的提升将推动美国通胀再次走高的风险。若收入不能同步增长，美国居民消费下降，最为以消费为主导的美国经济增长或将面临困境。

美国现价GDP及同比变化



资料来源：wind、江海汇鑫期货整理

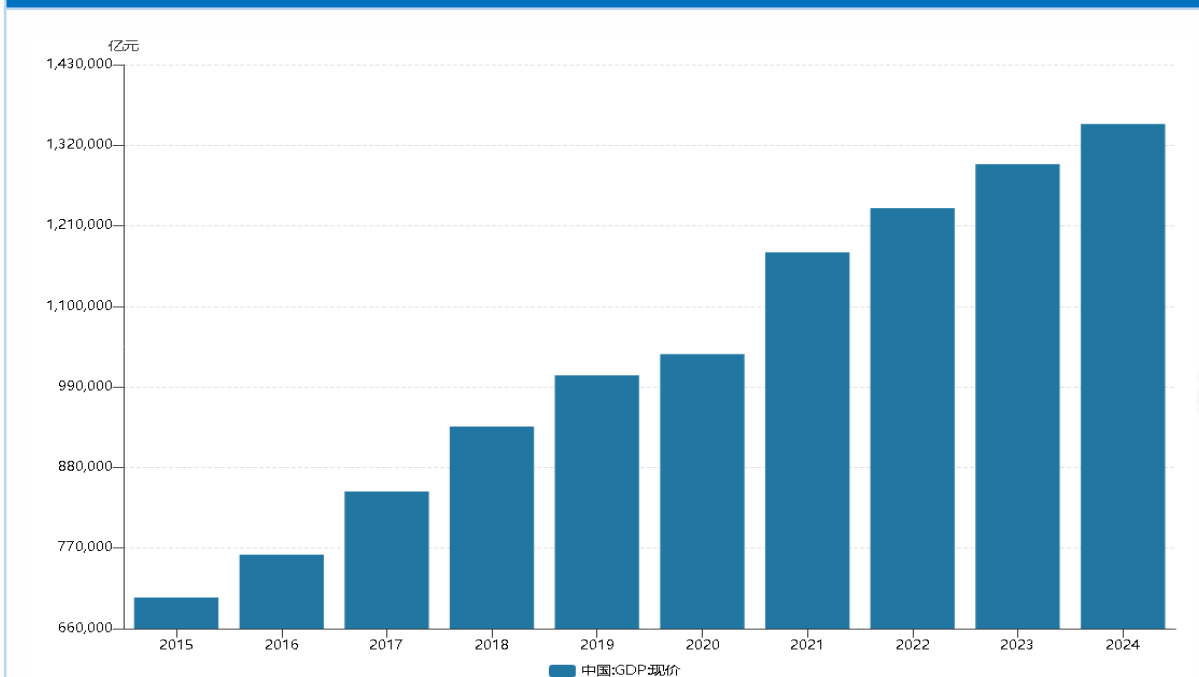
美国消费者信心指数



资料来源：wind、江海汇鑫期货整理

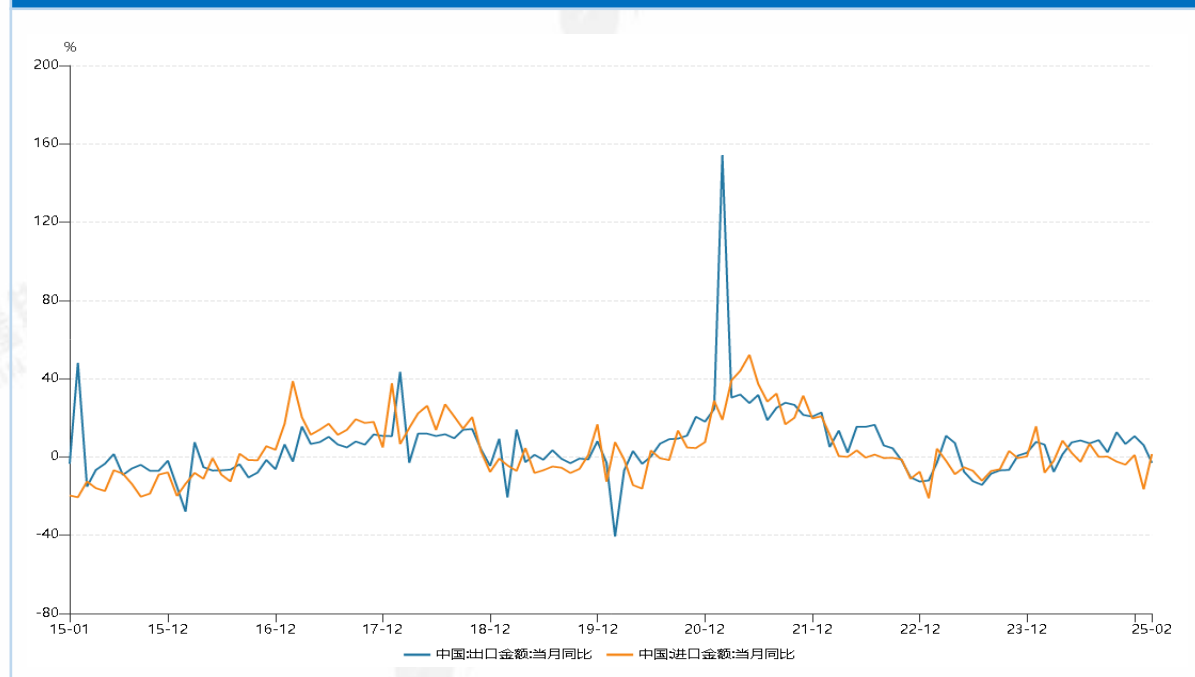
2024年美国全年GDP达到了29.2万亿美元；2023年美国的GDP为27.73万亿美元，2024年美国名义GDP增速达到了5.3%。而2025年以来，从美国消费者信心指数等一系列数据来看，美国消费者信心指数持续走弱。美国经济在有走弱预期的情况下，再次加征关税导致美国经济衰退的风险进一步增加。

中国现价GDP变化



资料来源: wind、江海汇鑫期货整理

中国进出口同比变化



资料来源: wind、江海汇鑫期货整理

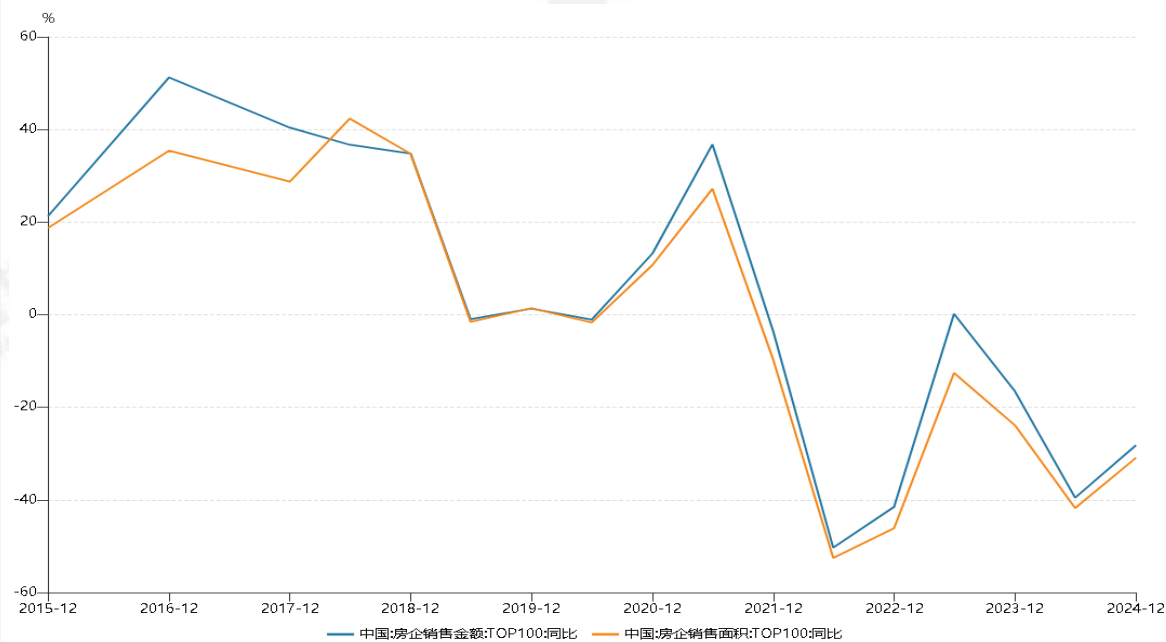
2024年中国GDP总量初步核算达到了134.9万亿元人民币；2023年中国GDP为129.43万亿人民币。2024年中国名义GDP增速达到了4.2%。公布的按不变价格计算，2024年比2023年增长5.0%。2025年一季度，因国内宏观经济政策靠前发力，包括地方债发行落地、实施消费品价格补贴以及企业抢在关税政策实施之前增加出口等因素，一季度国内GDP水平预计将处于偏高水平。

中国工业企业利润累计同比变化



资料来源: wind、江海汇鑫期货整理

中国百强房企销售面积及销售金额



资料来源: wind、江海汇鑫期货整理

中国工业企业利润率在1 - 2月份仍在萎缩，截止2月累计利润总额同比增长为-0.3%。百强房企前3个月销售总额为8101亿元，同比下降9.8%；其中，3月百强房企销售额同比下降10.6%。从中国一季度经济经济形势虽然在赶出口及补贴促进的国内消费等方面预期较好，但存在不均衡情况，房地产行业尚未企稳，工业企业利润增长乏力。

中国社会消费品零售总额当月同比



资料来源: wind、江海汇鑫期货整理

经济增长面临的压力主要来自于：一是国内在2024年9月份的政策出台后，截止目前尚未有新的政策落地，而是以预期的形势引导。二是美国加征关税累积效应将在二季度和今年下半年体现在出口上面，外贸面临压力。三是国内目前的消费主要是依托补贴来提振，居民自发消费尚未得到实质改善。

中国一般公共预算收入支出目标

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
全国一般公共预算收入目标（亿元）	183177	192500	180270	197650	210140	217300	223950	219850
调入资金及上年结转（亿元）	2853	15144	29980	16770	23285	19030	20940	20555
狭义赤字（亿元）	23800	27600	37600	35700	33700	38800	40600	56600
支出目标（亿元）	209830	235244	247850	250120	267125	275130	285490	297005
收入目标增速%	6.1	5	-5.3	8.1	3.8	6.7	3.3	0.1
支出目标增速%	7.6	6.5	3.8	1.8	8.4	5.6	4	4.4

资料来源：wind、江海汇鑫期货整理

2025年狭义赤字率定为4%，对应新增一般公共预算赤字规模5.66万亿。2024年两会公布的赤字额为4.06万亿，赤字率为3%。2023年末发行的1万亿国债中有5000亿于2024年结转使用，因此2024年实际赤字额为4.56万亿。

中国政府性基金预算

项目	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
全国政府性基金预算收入（亿元）	64165	77948	81446	94527	98637	78170	70802	62499
地方专项债（亿元）	13500	21500	37500	36500	36500	38000	39000	44000
特定机构利润上缴（亿元）					16500			
特别国债（亿元）			10000				10000	18000
支出目标（亿元）	78049	99802	126124	131266	138991	117963	120194	124884
收入目标增速%	4.3	3.4	-3.6	1.1	0.6	0.4	0.1	0.7
支出目标增速%	28.5	23.9	38	11.2	22.3	6.7	18.6	23.1

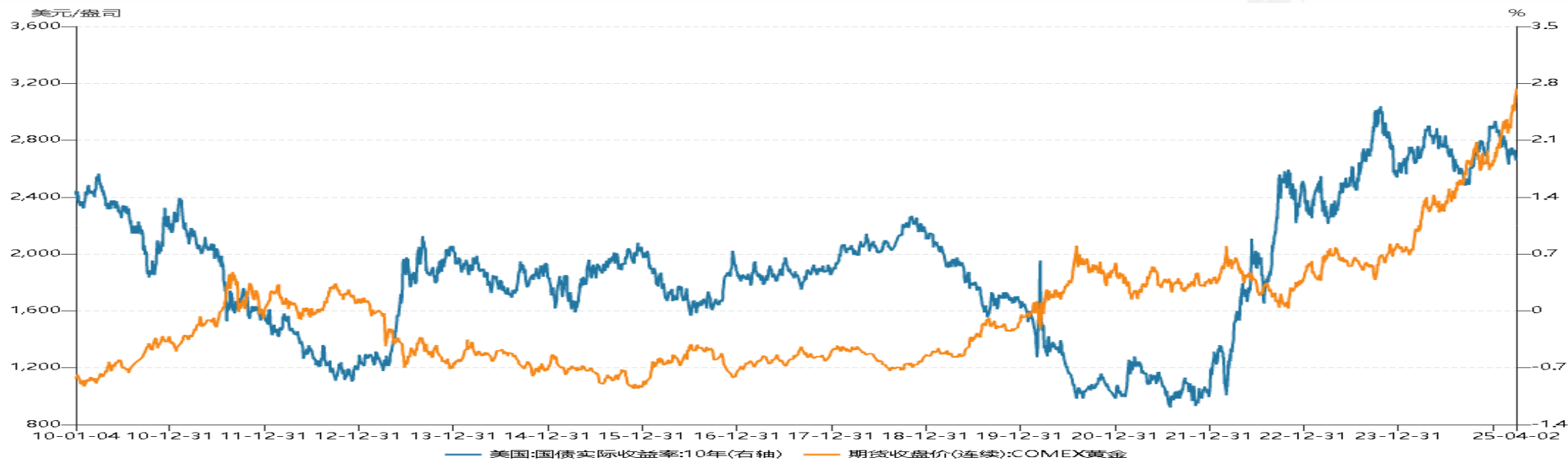
资料来源：wind、江海汇鑫期货整理

2024年在实际支出项目上偏谨慎。2024年全国政府性基金预算支出为12.02万亿，实际支出10.15万亿。2025年预算支出为12.49万亿，实际支出是否达到预算水平有待观察。目前国有土地使用权出让收入占政府性基金预算收入的80%以上，若2025年收入目标能够实现0.7%的增速，房地产市场将实现止跌企稳的目标。

央行多位官员，分别在不同场合表示中国仍有降息降准的空间，将择机降息降准操作。其中中国人民银行副行长宣昌能3月27日在博鳌亚洲论坛2025年年会“在不稳定世界中寻找货币与金融稳定”分论坛上表示，中国实施适度宽松货币政策立场很明确，货币政策有足够空间，将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息。同时，综合运用多种货币政策工具，保持市场流动性充裕，加强利率政策执行和监督，持续推动社会综合融资成本下降。

从时间点上来看，目前正处于政策观察期，一季度的各项经济数据尚未落地，外部风险处于逐渐释放在过程，其对国内经济的影响有待观察。因此上述财政、货币政策处于“引而未发”的状态。

黄金价格与美国长期实际利率的关系



资料来源: wind、江海汇鑫期货整理

黄金具备金融属性、避险属性及商品属性，在长期以来，黄金的金融属性是主导黄金价格走势的主要因素，其价格与美国实际利率水平负相关。美国加征关税会降低美国的实际利润水平，从而推动黄金价格进一步上涨。

中国黄金储备量



资料来源: wind、江海汇鑫期货整理

中国持续增加黄金储备量的考量分析：一是中国黄金储备占外汇储备5.5%左右的水平，与全球平均水平相比，仍有较大差距；二是美国特朗普在2018年第一个任期上台后，对中国经济开始围追堵截，中美大国之间竞争导致央行有增持黄金，减少美元资产占比需求。最新数据公布显示中国央行已经在短暂停止购金之后，又连续第4个月增持黄金。

中国黄金期货价格走势



资料来源：文华财经、江海汇鑫期货整理

此轮黄金牛市在2023年年中超过2020年8月的历史最高点454点附近，之后持续上涨，截止目前黄金价格已经与前期历史最高点相比上涨超过60%，且在过去的三个月金价上涨接近15%。黄金价格处于历史绝对的大牛市行情当中。在中美，尤其是美国政策未发生重大改变的情况下，黄金将长期维持牛市，回调需要经济对金融市场发生重大冲击，在中美大国竞争长期化背景下，回调依旧是买点。

免责声明：

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变化。我们力求报告内容的客观、公正，但报告中的任何观点、结论和建议仅供参考，不构成操作建议，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，由投资者自行承担结果。