

研报精选

2025年1月19日 第205期

宏观专栏

解码出口新常态

报告认为，全球产成品贸易去中心化已经显现，但2020年后中国出口占全球份额不降反升。该现象背后是我国贸易出口结构发生了变化，出口的中间品份额增长，而消费品、资本品份额下降。中间品出口的增长主要体现为对新兴市场的出口增长较快。

美国通胀放缓为降息保留余地

美国2024年12月核心CPI环比与同比均有所放缓。报告认为，美联储最关注的非房租服务通胀回落，核心商品和房租通胀保持温和，今年上半年仍有降息两次的可能性。

专题聚焦

规模经济和范围经济的交易所竞争：美国多层次资本市场演化机制分析

报告认为，交易所逐利动机是美国多层次资本市场演化进而促进创新的基础。构建由各利益相关方共同参与的交易所治理体系，实现交易所与各利益相关方的激励相容具有重要意义。

黄金到底贵不贵？

报告认为，黄金价值上升反映美元体系信誉下降，美国债务与央行购金情况是黄金模型的关键长期解释变量。尽管当前黄金价格高于模型均衡价格，但定价并不极端。

宏观专栏

解码出口新常态

2020年后中国出口占全球份额提升，但去中心化已经显现。2016-2019年，我国出口额占全球的比例平均为12.9%，而2020-2024年我国出口额占全球的比例上升到14.5%。与此同时，全球产业链在2020年后开始重构，全球产成品贸易出现去中心化苗头，我国作为全球产成品中心的地位开始出现下降。这两个现象背后是我国的贸易出口结构发生了变化。中国出口的中间品份额增长，而消费品、资本品份额下降。从2017年到2023年，中国出口中，中间品占比从42%提升到46%，消费品份额从36%下降到33%，资本品份额从21%下降到19%。

中国中间品出口的增长主要体现为对新兴市场的出口增长较快。分国别看，我国对越南、墨西哥等新兴市场国家的中间品出口增速较高。例如，从2017年到2023年，中国出口越南的中间品年均复合增长12%，出口墨西哥的中间品年均复合增长16%，而出口美国的中间品仅年均复合增长3%。从新兴市场的进口来看，从中国进口的中间品在中间品总进口中占比也在上升。

我国出口份额占全球比例提升较多的中间品集中于贱金属、纺织、化工、机械电气、塑料橡胶。贱金属中，电镀钢材、热轧钢卷、钢管、钢铁丝等产品出口在全球的占比提升最多，其向新兴市场的出口增长最快。塑料橡胶中，输送带、轮胎、天然聚合物等产品出口在全球的占比提升最多，其主要出口目的地为澳大利亚、智利、俄罗斯、越南等，或与采矿业发展有关。机械电气产品中，电池、电池零件、半导体器件等产品出口在全球的占比提升最多。机械电气产品的技术含量相对更高，因此其提速目的地主要是美国、新加坡、荷兰、巴西、印度等。化工产品中，磷化物、无机酸盐、硫化物、锂镍氧化物等产品出口在全球的占比提升最多。中间品出口提升较多的行业也是中国对外投资提速的行业，说明中间品出口上升部分与中国企业近几年的出海趋势有关系。

细看减速出口的消费品，我国出口份额占全球比例减少较多的消费品主要集中于纺织类。纺织品中，各种服装产品的全球份额下降较多。服装产品很

多是劳动密集型产业，其份额的下降与我国的劳动力成本上升有关，因此服装产业迁移到劳动力成本更具有优势的孟加拉国、越南等。虽然在出口份额下降的产品中，消费品较多，但也有部分消费品逆势增长，如人造毛皮、(人造)宝石制品、新能源汽车等。纺织类产品如合成纤维制女式便服套装、化纤制非起绒结构的铺地制品，在全球出口中的份额也增长较多。消费品中，新能源汽车、手机作为高端制造业产品，在中国总出口中占据比较大的比重。新能源汽车，中国出口额从2017年的2亿美元增长到2023年的400亿美元，在全球出口中的份额从0.6%提升到13.7%。中国手机出口在全球的占比从2017年到2023年变化不大，约占全球出口的50%。但是，手机出口金额大，在2023年出口1395亿美元，占中国全年总出口的4.1%。

新兴市场工业化可能是中国中间品出口提速的一个原因。例如，越南的电子产业发展带动中国硅出口，摩托产业带动中国内胎出口。墨西哥的家具、汽车产业带动中国零件出口。印尼的镍矿开采加速带动中国贱金属、冶炼设备出口。韩国、东欧的锂电产业发展带动中国出口锂的氢氧化物、人造石墨等中间品。

以上观点来自：2025年1月14日中金公司研究部已发布的《解码出口新常态》

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄亚东 分析员 SAC 执证编号：S0080523070016 SFC CE Ref: BTY091

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

宏观专栏

美国通胀放缓为降息保留余地

美国12月核心CPI环比涨幅从上月0.3%放缓至0.2%，同比从3.3%放缓至3.2%，均低于市场预期。美联储最关注的非房租服务通胀（supercore）回落，核心商品和房租通胀保持温和，未见重新加速迹象。尽管上周五的非农就业强劲，但通胀继续放缓，表明经济并未出现过热迹象。这是一个好消息。美债收益率下跌，美股反弹。我们维持此前判断，美国有望实现“金发女郎”经济，市场可能高估了美国通胀的上行风险。我们认为美联储1月大概率跳过降息，3月仍有降息的可能性。我们维持上半年仍可能降息两次的观点不变。

本次通胀数据公布的背景是四季度以来核心通胀回落进度停滞，市场担心上周强劲非农与服务业活力可能会带来潜在通胀再度上行的风险。但数据显示12月通胀温和，核心CPI同比3.2%，低于市场预期3.3%，总体CPI同比2.9%，符合市场预期。核心CPI季调后环比从上月0.3%放缓至0.2%。三个月环比折年增速从3.7%回落至3.3%。这些有助于缓解市场对于美联储年内可能不降息或很晚才能降息的担忧。数据公布后，市场情绪得到提振，美债收益率全线回落，美股三大股指强劲反弹。

从分项看，美联储最关注的剔除房租后的核心服务（supercore）价格涨幅打破了过去四个月均不低于0.3%的停滞局面，回落至0.2%。从过去三月的环比折年率来看，非房租核心服务通胀为3.5%，较前两月的4.3%也有所回落。尽管受能源价格上涨影响，机票（3.9%）涨幅仍然较高，但与强劲非农就业增长更为相关的医疗保健（0.2%）和教育服务（0.2%）价格增速则较为温和。结合上周非农报告中的时薪增速同、环比回落来看，目前劳动力市场仍不构成通胀反弹的来源。

核心商品价格涨幅从上月0.3%回落至0.1%，未见重新加速迹象。新车（0.5%）与二手车（1.2%）环比增速较上月回落，但仍保持在快速上升的区间，

可能继续受到10月飓风Milton过后替代购买受损车辆的影响¹。1月份洛杉矶大火也可能会对此后受损车辆替代性需求产生一定支撑，进而增加价格粘性²。但即便如此，其他核心商品通胀仍延续了下行趋势，电视（-0.5%）、音频设备（-3.8%）、运动商品（-0.4%）、玩具（-1.0%）、电脑（-0.9%）、智能手机（-1.7%）价格持续数月下跌，家具家电价格涨幅也由上月的0.7%转跌为下降0.2%。目前尚未看到因担心特朗普政府未来可能加征关税而提前涨价的明显证据。

房屋租金上涨0.3%，较为温和，酒店价格有所回落。主要居所租金与业主等价租金环比涨幅均从上月的0.2%小幅反弹至0.3%，但四季度以来整体房租通胀相较于此前0.4%及以上的高增状态有所降温。12月酒店价格继11月环比上升3.7%后转跌，跌幅为1.2%。

以上数据表明，强劲的就就业与温和的通胀可以共存，市场可能高估了美国通胀的上行风险。我们在年度报告中认为，随着供给逐步改善，美国有望实现“金发女郎”经济，既没有过度的通胀，也没有大量失业，经济走向刚刚好的均衡状态。12月的通胀数据支持我们的观点（参见报告《[海外宏观 2025 年展望：从软着陆到新均衡](#)》）。往前看，由于房地产和劳动力市场供需趋于平衡，全球产能充沛，商品通胀压力有限，我们认为再次出现像2022年那样的通胀走高的可能性较低。市场可能高估了美国通胀的上行风险，低估了在高利率、强美元以及潜在关税不确定性下，全球周期复苏面临的挑战（参见报告《[再思考：特朗普2.0的政策顺序及影响](#)》）。

温和的通胀为美联储降息留有余地，我们认为上半年仍有降息两次的可能性。由于上周五的非农就业数据强劲，显示劳动力市场趋于稳定，美联储短期内不需要再次降息。考虑到12月FOMC会议上鲍威尔已经给出了放缓降息步速的指引³，我们认为美联储大概率在1月份跳过降息。但如果通胀能进一步放

¹ <https://www.wsj.com/economy/cpi-report-inflation-november-interest-rate-d2520eaa>

² https://www.wsj.com/economy/central-banking/cpi-report-inflation-december-interest-rate-0347479e?mod=WSJ_home_mediumtopper_pos_1以及<https://www.nytimes.com/2025/01/12/us/private-firefighters-la-wildfires.html>

³ <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20241218.pdf>

缓，美联储仍可能在3月份重启降息，并在第二季度再次下调利率。我们在年度报告中的预测是联邦基金利率在二季度末下调至3.75%至4%的中性水平，我们维持这一观点不变。



以上观点来自：2025年1月16日中金公司研究部已发布的《美国通胀放缓为降息保留余地》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021 SFC CE Ref: BVG234

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

基于规模经济和范围经济的交易所竞争：美国多层次资本市场演化机制分析

从第二次工业革命、第三次工业革命期间新旧产业生命周期交叠历史来看，美国多层次资本市场之所以及时、有效支持了产业创新，一个重要原因在于作为市场直接组织者的交易（场）所（简称交易所），具有内在逐利动机。伴随着新旧产业盈利能力切换，投资者偏好也会迁移，交易所为实现自身利益自然有动力跟随投资者偏好变化来推动上市公司新陈代谢。因此，交易所逐利动机是美国多层次资本市场演化进而促进创新的基础。在此基础上，交易所间差异化竞争及时支持了创新，但更有效促进创新则有赖于美国各大型交易所之间的规模化同质竞争。这也解释了伴随着通讯技术进步，彼此分割、规模有限的区域市场为什么难免衰落。对于基于规模经济与范围经济的交易所逐利竞争，美国监管部门的角色不可或缺：①对交易所进行严格的反欺诈监管，防范其通过欺诈等侵害投资者利益的方式不当谋利；②打击交易所垄断，主动打破市场分割，以提升交易所及时、有效响应新旧产业交替的积极性；③生态效应意味着市场繁荣取决于投资者、融资者以及各类中介机构在内的整个生态，推动构建由各利益相关方共同参与的交易所治理体系，实现交易所与各利益相关方激励相容，既利于防范单一主导造成的机会主义动机，也有利于巩固市场繁荣基础。公司制是值得考虑的组织模式。

► 生态效应和筛选效应是资本市场促进创新的独特优势，背后是规模经济与范围经济的支撑。这意味着区域市场并非多层次资本市场的必要组成部分，伴随着技术进步大幅降低跨区域交易成本，具有更强生态效应及筛选效应的全国市场，比区域市场能够更有效地提供创新金融服务。从过去二百多年美国资本市场发展史来看，尽管区域市场一度在美国资本市场中占据主导地位，背后原因与其说是因为区域市场在投融资者信息不对称方面具有优势，不如说是受限于一百多年前落后的通讯技术手段不得已为之。伴随着通讯技术进步，生态效应与筛选效应更为突出的全国市场已基本完成了对区域市场的替代。

► 不只是区域市场并非不可或缺，整个多层次资本市场也不存在最优的、需要保持不变的体制。多层次资本市场之所以能够有效支持创新，关键在于由哪些细分市场构成，而在于有跟随着科技进步而不断演化的内在机制。从第二次、第三次工业革命期间美国新旧产业生命周期交叠历史来看，这个机制的基础在于交易所具有逐利动机。对于需要通过服务投资者投资、交易活动来实现自身利益的交易所而言，存在着响应投资者偏好变化的内在积极性，构成了资本市场向新兴产业靠拢、自发向创新金融演变的内在动力。或者说，由新旧产业盈利能力切换引发的投资者偏好变化，将通过交易所内在的逐利机制传导为上市规则与时俱进和上市公司的新陈代谢。

► 在此基础上，各交易场所基于自身利益诉求而进行的差异化竞争，推动交易场所自发演化出在新兴产业幼稚期就及时给予支持的多层次资本市场。在第二次工业革命初期，一些小型交易所采取了差异化竞争策略，将纽交所覆盖较少的新兴工业企业证券作为主要交易品种，比纽交所更早地支持了新兴产业发展。在1950年代后的美国信息技术创新向产业创新转化初期，新兴科技企业面临着诸如商业模式有待验证、盈利不稳定等挑战，导致纽交所等主流交易所并没有很强的支持意愿。纳斯达克作为场外市场的崛起，具有较小信息披露压力与合规成本、更具备包容性的上市标准，通过与纽交所等主流交易所的差异化竞争及时支持了产业创新。

► 更有效促进创新有赖于大型交易所之间的规模化同质竞争。纳斯达克虽然比纽交所更早地支持了新兴信息技术企业的发展，但在2000年前很多企业在纳斯达克上市并成长到一定规模后依旧会选择转板至纽交所上市。也就是说，大小交易所之间、场内市场与场外市场之间的差异化竞争，固然使得小型交易所、场外市场能够比主流交易所更及时地提供创新金融支持。但考虑到主流交易所尤其是纽交所这种占据主导地位的交易所掌握着绝大多数金融资源，在缺少主流交易所参与的情况下，资本市场整体发挥创新金融作用的效果仍相对有限。真正的显著改变发生在纳斯达克发展壮大并与纽交所展开激烈的同质化竞争后，这不但推动着上市标准沿着增加包容性、更有利于资本市场发挥创新金融作用的方向演进，而且通过交易所内部分层的方式加速了多层次资本市场形

成，有效提升了美国资本市场响应企业尤其是新兴企业融资需求的积极性。

► 对于确保基于逐利诉求的规模化竞争发挥预期效果，美国监管部门的角色不可或缺，主要体现为针对交易所的反欺诈、反垄断，以及完善利益相关者共同主导的治理模式等方面。①对交易所进行严格的反欺诈监管，防范其通过欺诈等侵害投资者利益的方式不当谋利。尽管交易所利益与投资者利益在大多数情况下是激励相容的，但在机会主义动机驱使下也可能会出现通过欺诈等方式进行不当谋利的情况。1990年代纳斯达克做市商“友好竞争”及歧视性报价事件、1999-2002年期间纽交所专家交易介入和提前交易事件便是典型案例。对此，SEC等美国监管部门对于交易所进行了反欺诈监管，例如对交易所相关信息进行录音等形式的监控、完善订单处理规则、处以大额罚没以及加大数字监督赋能等方式，以推动交易所通过增进而非损害投资者利益的方式来实现自身利益诉求。

► ②打击交易所垄断，主动打破市场分割，以提升交易所及时、有效响应新旧产业交替的积极性。资本市场有效性高度依赖其生态效应，也即呈现出参与者越多、偏好差异越大，市场越有效的规模经济、范围经济特点，但这同时也可能会导致某些交易所占据垄断地位。对此，反垄断以促进交易所间的竞争，是美国SEC等监管部门的重要职责所在，典型案例包括废除纽交所Rule 390、通过竞争而非集中方式建设全国市场体系、允许上市公司携码转板等。这些反垄断干预措施，降低了市场交易成本，增进了投资者福利，有效提升了美国资本市场发挥创新金融作用的效率。

► ③生态效应意味着市场繁荣取决于投资者、融资者以及各类中介机构在内的整个生态，推动构建由利益相关方共同治理的交易所组织模式，实现交易所与各利益相关方激励相容，既利于防范单一利益主体主导造成的机会主义动机，也有利于巩固市场繁荣基础。从美国交易所演化历史来看，交易所两阶段公司制改革或是可行方式：第一阶段，以私募形式向机构投资者、券商等金融机构募资，将交易所打造成为以服务投融资者为导向、以董事会为治理核心的资本市场利益共同体，增强交易所响应新旧产业交叠的积极性；第二阶段，

交易所通过IPO进一步改组为公众公司，以强化盈利动机，让更多利益相关者直接进入治理机制，并接受更广泛的投资者与社会监督。公司制改革有助于制度化交易所内在的盈利驱动机制，提升交易所响应新旧产业生命周期交叠的积极性；另一方面，公司制下的董事会、各专业委员会可以将资本市场各利益相关者的代表直接纳入其中，以实现交易所与各利益相关方激励相容的共同治理机制。

► 发挥大国规模优势，推动交易所之间进行基于规模经济和范围经济的竞争。一方面，资本市场主要任务是促进创新，而创新的不确定性很高，这意味着采用何种资本市场结构来发挥创新金融作用本身也是高度不确定的，对不同规模、不同层级市场组织者采取差异化监管措施，既是美国多层次资本市场发展经验，也有助于提升国内资本市场包容性以更好地促进创新。另一方面，中国作为全球第二大经济体，拥有类似于美国的大国规模优势，这意味着国内交易所或也能够实现类似于纳斯达克与纽交所那样的基于规模经济与范围经济的同质化竞争，而无需过度担忧同质化竞争可能造成的资源浪费、经营成本过高等问题。

以上观点来自：2025年1月7日中金研究院已发布的《基于规模经济和范围经济的交易所竞争：美国多层次资本市场演化机制分析》

谢超 分析员 SAC 执证编号：S0080520100001 SFC CE Ref: BTM576

吴云杰 分析员 SAC 执证编号：S0080523020001

曲博文 联系人 SAC 执证编号：S0080123120025

专题聚焦

大类资产1月报：黄金到底贵不贵？

更新黄金定价模型——聚焦长期实际价格：美债利率过去一年维持高位，近期再度快速冲高，黄金却逆势上涨，同期回报超过30%，进一步验证了美债利率与黄金的脱钩逻辑。在2024年1月发布的《[黄金还能买吗？](#)》一文中，我们构造了一个黄金四因子协整回归模型，提出黄金与美债利率背离主要反映央行购金与美国债务规模扩张的影响，黄金没有被明显高估，预测金价可能在2024年明显上涨。进入2025年，我们发现去年黄金涨幅已经超出当前模型的解释能力，模型残差升至历史最高水平。为了更好分析与预测金价走势，我们对黄金定价模型进行以下更新：**1) 延长时间尺度：**此前模型根据2003-2023期间的数据构造，但是疫情之后宏观环境发生变化，过去20年低通胀时期的资产运行规律未必适用于未来20年。我们把模型拟合时期延长至1971-2024年，纳入70-80年代“大通胀”时期与90年代后“大缓和”时代。由于模型拟合时期经济环境历经多次变化，模型回归系数更易捕捉到穿越周期的长期资产规律，排除一些短期成立的数据规律。**2) 剔除美债利率：**十年期美债实际利率与黄金的负相关性在过去20年非常强，但在2000年以前二者关系其实并不稳定，回归系数也在统计上不显著。结合市场近期趋势，我们认为黄金与美债利率的负相关可能是一个短期规律。因此在长期模型中把美债利率从解释变量中剔除，只用央行购金、美国债务规模与美元3个因子解释金价。**3) 从名义价格到实际价格：**我们发现长周期三因子黄金定价模型难以找到稳定的协整关系，反映为过去20年残差持续为正，均值无法收敛到零。参考相关学术文献⁴，我们使用一个新的模型架构，把名义金价拆分为实际金价与通胀。黄金具有“抗通胀”属性，黄金上涨与物价上行密切相关，而通胀可以用统计模型单独预测（《[新视角看通胀变数与资产变局](#)》）。我们发现实际金价（我们把历史名义金价调整为2024年物价水平对应的价格）与一些经济变量存在长期稳定关系，可以构造出合意的统计模型，在下文展开讨论。最后把实际金价与通胀相乘，即可得到名义金价

⁴ World Gold Council, 2006, Short-run and Long-run Determinants of the Price of Gold, By Eric J. Levin & Robert E. Wright

的均衡价格与未来预测。

从长期看，当前黄金价格可能没有明显高估。黄金价值上升反映美元体系信誉下降。美国债务失衡是美元信誉下降的关键原因，央行增加购金是美元体系信誉下降的结果，因此美国债务与央行购金情况是黄金模型的关键长期解释变量。从数据上看，这些解释变量与实际金价的关联程度要高于与名义金价的关联程度，有助于提高模型解释能力。黄金价值上涨同时反映避险需求上升，背后是经济周期运行。由于名义金价里面包含通胀价值，因此长期趋势上涨，难以和周期性变量建立统计联系。而实际金价的趋势上行程度低，周期性更强，更容易与其他周期性变量建立联系。我们发现GDP越低，PMI越弱，实际金价越高。实际金价与消费者预期和经济政策不确定性指标的关联度尤为明显。从“预期未来5年会变差”与黄金的负关系来看，当前金价似乎并不赞同市场对于“软着陆”的乐观预期。我们对实际金价尝试了多种解释变量组合，回归结果大同小异，残差水平基本位于300-500美元之间，其中央行购金/ETF+赤字率+密歇根大学消费者预期的3因子模型在今年内残差最小，模型显示黄金至2024年底均衡价格为2230美元/盎司，对应残差390美元/盎司。尽管上述模型的残差均为正，并不意味着当前黄金价格被明显高估：由于长周期模型跨越时期较长，期间经济结构出现多次重大变化，原本就比短周期模型残差更大。从残差的历史比较来看，当前300-500美元的残差水平明显低于1970年代与2010年代的残差水平，偏离并不极致。此外，由于上述模型使用年度频率数据的年底终值，考虑到2024年金价年内波动较高，从年均价格角度看金价与模型的偏差会进一步收窄。通盘考虑名义金价模型与实际金价模型，我们认为尽管当前黄金价格高于模型均衡价格，但定价并不极端，估值不会对金价形成明显压制，仍可以根据基本面宏观逻辑交易黄金。

未来十年，黄金中枢或在3000-5000美元/盎司。从定价模型的关键驱动因子（美国债务、央行购金、通胀）看，黄金在中长期仍有充分上涨空间：特朗普在美国大选中胜出，共和党同时控制两院，未来可以推出更加激进的减税政策，叠加高利率带来的利息成本，美国债务可能在未来几十年加速扩张，削弱美元信誉，支持黄金价格。截至2024年3季度，中国、印度和新加坡等亚洲主

要经济体黄金占外汇储备比例仅为5%-10%左右，土耳其的黄金储备占比相对较高，但仍远低于欧美主要央行黄金储备超过70%的占比。2022年至今，上述四家央行购金量在全球央行总购金量中占比超过60%，显示出其积极补充黄金储备的意愿。我们测算显示，如果亚洲央行最终能够把黄金储备占比补充至与欧美央行相当，将带来超过3万吨的购金需求，是现在黄金年度供给的6倍。因此，应对逆全球化与美元信用下降，亚洲央行购金也会推升黄金价格。根据我们的测算，美国通胀中枢在疫情后上升至2.5%-3%左右(《[美国进入高利率时代了吗?](#)》)。但是如果特朗普上任导致美国通胀失控，根据PIIE测算，通胀可以在未来2-3年维度里冲高至9%以上。无论通胀是否失控，物价持续上涨利好黄金表现。我们使用前文中构造的央行购金+美国赤字率双因子实际金价模型，结合对黄金解释变量的合理假设，推算黄金价格的潜在上涨空间。

1) 中性情形：由于亚洲央行需要补充的黄金储备金额巨大，且特朗普上台后全球形势更加复杂，美元体系信誉下降，我们预期央行购金速度至少保持现状，即维持在1000吨/年左右。对于美国债务，我们采用美国联邦预算委员会(CRFB)基准情形下的预测结果，美国财政赤字在未来10年多增7.5万亿美元左右。我们同时假设特朗普不会导致通胀失控，CPI未来稳定在3%，拟合金价在未来十年升至3300美元/盎司。

2) 激进情形：假设亚洲央行希望更快补充黄金储备，加速购金至1500吨/年(央行购金过快可能拉升黄金价格，提高购金成本，我们不对央行购金节奏做出过高假设)。财政方面，我们假设特朗普大幅扩张财政，达到CRFB预测的上限，即额外增加美国财政赤字15万亿美元左右，同时采纳PIIE对于特朗普冲击的通胀路径预测，即通胀先冲高至9%，然后再降至3%中枢，计算出黄金未来十年的价值中枢升至5000美元/盎司。

黄金仍可超配，但2025年涨幅可能放缓，波动可能增大。根据上述模型结果，黄金短期估值合理，长期仍有充分上涨空间，因此估值并非进一步上涨的制约因素。过去2个月黄金震荡增大，可能主要受到“特朗普交易”避险情绪下降，地缘风险缓和影响。展望2025年，我们预期特朗普政策大概率导致“通胀失控”，或导致“经济失速”，这两种情景都有利于黄金表现(《[大类资产2025年展望：时变之应](#)》)。尽管市场对俄乌与中东局势预期趋于乐观，但我们提示

特朗普对外政策导致其他地缘问题的风险不宜忽视，逆全球化大趋势下，更多资金可能涌向避险资产，黄金有望表现占优。与此同时，由于2024年黄金涨幅较大，积累了一定正向残差，存在一定均值回归压力，黄金短期可能波动增大，2025年涨幅或低于过去2年。因此我们建议维持超配黄金，适度淡化黄金的短期交易价值，关注黄金的长期配置价值。



以上观点来自：2025年1月14日中金公司研究部已发布的《大类资产1月报：黄金到底贵不贵？》

李昭 分析员 SAC 执证编号：S0080523050001 SFC CE Ref: BTR923

屈博韬 联系人 SAC 执证编号：S0080123080031

杨晓卿 分析员 SAC 执证编号：S0080523040004 SFC CE Ref: BRY559

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.1.13 中国图说中国宏观周报：政策前置，助力经济企稳
- 2025.1.13 中国宏观热点速评：出口超预期收官，但不确定性上升——2024年12月进出口点评
- 2025.1.14 中国宏观专题报告：解码出口新常态
- 2025.1.14 中国宏观专题报告：弱通胀：破局与拐点
- 2025.1.14 中国宏观热点速评：财政发力改善金融数据 | 2024年12月金融数据点评
- 2025.1.15 宏观探市：一月报：静待美元流动性拐点
- 2025.1.16 海外宏观简评：美国通胀放缓为降息保留余地
- 2025.1.17 联合解读：中金1月数说资产
- 2025.1.17 中国宏观热点速评：量价分化，还需政策加力——12月经济数据点评
- 2025.1.17 中国宏观简评：稳汇率之后的宽松空间

策略及大宗商品

- 2025.1.14 大类资产1月报：黄金到底贵不贵？
- 2025.1.14 聚焦：有色金属：增长预期上修，重申看好铜铝
- 2025.1.16 港股策略：港股通与恒指调整预览（2025-2）
- 2025.1.17 大宗商品：数据观察：12月数据点评：需求边际改善，仍待政策提振
- 2025.1.18 全球资金流向监测：主动外资流出再度扩大

固定收益

- 2025.1.13 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.1.13 简评：顺差创新高，关注未来不确定——12月贸易数据分析
- 2025.1.13 资产证券化分析周报：分散类资产仍有期限利差和级别利差
- 2025.1.14 简评：融资需求偏弱，债券利率震荡下行格局未改——12月金融数据点评
- 2025.1.15 中国房地产债券月报：12月房地产债券月报：销售延续增长势头
- 2025.1.16 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.1.16 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.1.17 中国可转债策略周报：信号混搭的疑惑，暨本月十大转债
- 2025.1.17 简评：经济边际回升，仍需政策持续发力保证其稳定性——2024年12月经济数据分析

- 2025.1.18 简评：规模增长明显，现金及存款转为拆借和同业存单——2024年理财年报点评
- 2025.1.18 信用债收益率跟踪周报：短端在资金面收敛下利差走扩更明显
- 2025.1.18 中国利率策略周报：从一季度经济数据看债市走势

行业

- 2025.1.13 交通运输物流：影子船队制裁趋严，油运供给进一步改善
- 2025.1.13 传媒互联网：数据月报：12月稳健收官，关注开年新内容周期
- 2025.1.13 日常消费：休闲食品渠道观察系列3：安徽合肥来优品折扣超市业态观察
- 2025.1.13 REITs：公募REITs周报（1.6-1.10）：连续三周收涨，关注估值与运营情况
- 2025.1.13 汽车及零部件：特斯拉人形机器人追踪（六）：Optimus量纲指引超预期，关注高确定性+边际变化
- 2025.1.13 公用事业：电碳11月月报：服务业/居民需求走低减弱用电表现；电源投资提速明显
- 2025.1.13 传媒互联网：短剧行业全景分析：拥抱变化，规范发展下行稳致远
- 2025.1.13 零售：澄海玩具产业链调研：国产玩具设计、制造能力快速强化，看好优质龙头成长前景
- 2025.1.14 农业：USDA 1月供需报告：下调美国玉米、大豆产量预测，有望支撑价格边际改善
- 2025.1.14 REITs：REITs增持走到哪了？
- 2025.1.14 不动产与空间服务：周评#423：上周一二手房销售同比增幅均收窄
- 2025.1.14 汽车及零部件：电动两轮车行业跟踪（三）：电自新国标正式发布，低基数上旺季需求可期
- 2025.1.14 电力电气设备：电新双周报：AI浪潮下数据中心强弱电供电系统迎发展机遇，国网召开特高压柔性直流会议
- 2025.1.14 主题研究：全球大型光储装机景气度延续，看好大型PCS厂商量利双收
- 2025.1.14 银行：社融超预期收官，前瞻开门红——12月金融数据和央行发布会解读
- 2025.1.15 东南亚研究：东南亚1月月报：宏观、互联网与消费
- 2025.1.15 电力电气设备：国网投资首超6500亿元，景气度持续向上
- 2025.1.16 有色金属：黄金2025年展望：继续闪耀
- 2025.1.16 轻工日化：轻工2025年展望：景气筑底，静待花开

- 2025.1.17 房地产：12月新房销售表现平稳，房地产投资仍弱
- 2025.1.17 传媒互联网：IP系列#2上海产业链调研：看好体验消费潜力，IP方有望深化布局
- 2025.1.17 建筑与工程：12月固投：固投增速趋缓，制造业仍有支撑
- 2025.1.17 电力电气设备：磷酸铁锂正极：加工费有望修复，基本面拐点渐近
- 2025.1.18 可选消费：数说消费1月刊：春节旺季来临有望提振消费情绪
- 2025.1.18 煤炭：12月点评：供给高位，需求偏弱
- 2025.1.19 传媒互联网：小红书促进中美用户交流，社区价值彰显



法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn