



▲黃金具備避險屬性，所以每當地緣政治風險上升，市場對黃金的需求都會增加，從而為金價帶來支持。

近期黃金盤中一度突破每盎司2480美元，創出新高。在「降息」與「特朗普2.0」這兩個互相矛盾的交易邏輯影響下，黃金價格表現優異，再度凸顯其「進可攻、退可守、長期有空間」的優良配置屬性。

美市場風險升高 黃金成避難所

持之以恆 易恒
華泰證券首席宏觀經濟學家

7月份以來，海外政策／政治相關的變化較為密集，同時美國6月份CPI（消費物價指數）的增速連續第2個月低於預期。一眾資產表現分化，尤其是在近期美國總統候選人特朗普民調勝選率大幅跳升後，一些此前被公認為「特朗普交易」的典型資產價格走勢並未按部就班地發生，如美元近期走弱、且美債利率曲線下移。這可能是因為，聯儲降息操作預期升溫對很多資產價格的影響與共識中的「特朗普交易」相反，如美元、美債等。

從結果上看，近期「降息交易」在美元和美債定價上暫時佔上風。然而，不排除特朗普交易仍會升溫。

兩條存在一定內在「矛盾」的邏輯主線同時推進，尋找「交集」成為很多投資者的應對策略。一方面，兩者均對美國權益資產的影響偏正面，尤其是本土收入佔比較大的企業及全球化、但無商品出口的平台型企業，尤其是在副總統候選人萬斯被確認之後。但同時，兩項邏輯不同的交易均有利於黃金和一些另類資產的表現。具體看：

經濟減速觸發降息憧憬，真實利率下降。如筆者此前分析的一樣，隨著美國居民名義收入增長放緩，疊加疫後積累超額儲蓄基本耗盡，年初至今美國居民消費整體處於減速趨勢。與此同時，持續高利率對地產等利率敏感板塊的負面影響日益顯現。

此外，前期推動美國經濟持續超預期的財政刺激，以及產業政策的提振作用邊際退坡，且美國大選期間、有關總統和國會選舉結果的不確定性也會令實際的財政寬鬆效果打折扣。

全球資本加速去美元化

美國經濟增長與通脹同時回落，以及新增非農就業持續下行，市場對美聯儲開啟降息的預期時點提前至9月。由此，近期美國名義利率明顯下行，並帶動真實利率下降，對應持有黃金及另類資產的機會成本下降。

降息預期上升推動美元走弱。隨着二季度美國通脹持續回落，7月以來美聯儲開始強調降通脹取得進展，對通脹降至2%更有信心。近期美國6月非農和通脹數據發布後，市場對美聯儲的降息預期明顯升溫，開始認為美聯儲9月降息幾成定局。由此，7月至今美元指數累計下跌1.5%，為金價和另類資產價格走勢提供一定的支撐。

長期來看，特朗普的財政、貿易和外交等政策均可能觸發對全球儲備配置美元和美債以外資產的需求。結合美國大選首次辯論及共和黨競選綱領具體看：

近期黃金和另類資產走勢亮眼



資料來源：Haver、彭博、華泰研究

財政政策方面，堅持減稅和放鬆監管。今年共和黨競選綱領提及的具體財政措施包括：延續2025年底到期的降低個人所得稅率、提高標準扣除額、擴大兒童稅收抵免等政策，取消小費稅並尋求進一步減稅，以及削減浪費的政府開支、並且減少「昂貴且繁瑣」的政府監管。

與2016年相比，今年的競選綱領強調減稅政策永久化，對減稅的態度更為堅定。在目前美國財政赤字率偏高的背景下，特朗普財政政策可能加劇市場對美國財政可持續性的擔憂，或將推升美債的風險溢價。作為參考，2017至19年間特朗普政府的平均財政赤字率較2014至16年結構性上升了1.2個百分點。

貿易政策方面，堅持「美國優先」，對外加徵關稅。今年共和黨競選綱領表示，將對外國商品徵收基本關稅，強化「買美國貨，僱美國人」政策，禁止聯邦政府與外包業務的公司合作，以及阻止購買美國地產和收購工業企業等。與特朗普上一任期內的貿易政策相比，今年的競選綱領對外加徵關稅的表態更為堅決，可能會加劇全球貿易和資本流動的割裂，或將推升全球資本對美元以外資產的多元化配置需求、而降低對美元資產的需求。

外交政策方面，堅持「美國優先的安全戰略」，並恢復歐洲和中東和平。今年共和黨競選綱領提出，要加強美國軍事實力，建立「鐵穹」導彈防禦系統以提高遠程核武器的應對能力，並且確保盟友履行相應的共同防禦義務；恢復歐洲和中東和平，以及支持印太地區的和平。地緣政治風險的上升可能會讓投資者增配黃金，以及另類資產來分散組合風險。

各國央行增持黃金儲備

中長期來看，筆者重申黃金「進可攻、退可守、長期有空間」的優良配置屬性。如我們在此前報告中分析，長期全球央行增持黃金，以及當前宏觀環境下黃金的避險屬性都將為金價提供結構性支撐。

長期各國央行及全球資本有增配黃金的需求，尤其是在全球金融和貿易體系日趨割裂的背景。隨着地緣

政治及相關的金融風險結構性上升，外匯儲備「多元化」需求將繼續對黃金價格形成支撐。如我們此前在報告中分析的，即使2022年以來全球央行加速增持黃金儲備，但新興市場儲備資產中黃金的佔比仍偏低，未來仍有較大增持空間。

此外，黃金的避險屬性也意味着，在現今的宏觀環境下，黃金及比特幣等其他另類資產在資產配置中始終佔有「一席之地」。黃金需求的結構性上升，很大程度上解釋了在真實利率上升的背景、金價的韌性。而在可預見的未來，這些結構性因素可能不會消失。俄烏衝突、巴以衝突後的黃金走勢，均印證了這一點。

2022年以來金價與真實利率、美元的長期趨勢已經脫鉤，美元與真實利率走勢對金價的指導意義可能僅在交易層面，而非長期趨勢層面。如我們此前分析的，2022年以來，央行購金及黃金避險屬性帶來的配置需求導致黃金市場發生結構性變化，真實利率與金價之間的關係走弱。但短期真實利率下行或美元走弱可能會助攻金價走勢，而真實利率回升或美元走強可能會導致金價走勢有所反覆，反而提供了較好的交易性窗口。與2003至07年全球化「黃金時期」相比，考慮到全球化停滯，且疫情期間全球大幅加槓桿等因素，美債10年期真實利率可能很難大幅高出此前高點，未來可能會有一定的下行空間。

如果短期美國財政寬鬆導致美元偏強，或者關稅上升機械性推升美元匯率，可能邊際壓制以美元計的金價漲幅，但其他貨幣計的金價上漲空間依然亮眼。如果短期美國財政維持寬鬆，或將拉動美國經濟增長超預期，將為美元走強提供基本面支撐。另外，如果美國對外國商品加徵關稅，將對應其他國家貿易條件惡化，可能會給其他國家貨幣帶來貶值壓力，進而會機械性推升美元走強。

不過，歷史經驗顯示，雖然美元走強導致以美元計的金價走勢有所波動，但其他貨幣計的金價走勢更為亮眼。如2018年3月至2020年1月期間，以歐元計的金價均累計上漲約33%，高於以美元計的金價漲幅21%。

無人駕駛的士市場空間廣闊

中金點睛 李詩雯 孔楊

中金公司研究員

Robotaxi即無人出租車，是自動駕駛技術在出租場景的重要應用。與乘用車場景不同，出租場景天生具有「人車分離」的屬性，此特點促使了Robotaxi直接探索L4級別高度無人駕駛。

一方面，乘用車的駕駛員具備駕駛能力，在算法能力不足時可以主動介入，容錯率較高，使得自動駕駛算法能夠在不斷完善中由低階向高階漸進式演進；而出租服務的消費者不一定具有駕駛能力，這對Robotaxi算法的感知、決策能力提出了較高要求。

另一方面，Robotaxi的「人車分離」意味着權責明晰，在交通事故中不會出現駕駛人與智駕算法之間權責不清的情況，因而能比乘用車場景更早推進L4級別自動駕駛技術。

長期來看，Robotaxi潛在的市場空間較為廣闊。美國NHSTA（國家公路安全管理局）曾發布調查報告，人為因素是導致交通事故的主要原因，94%的事故是由於駕駛員注意力不集中、速度過快、判斷失誤、疲勞駕駛等因素引起的。自動駕駛技術能夠規避人類特有的風險因素，減少道路傷亡情況。

全球知名增長諮詢公司Frost&Sullivan預測，至2030年，中國L4及以上自動駕駛滲透率有望達9.5%，Robotaxi市場規模有望達4888億元人民幣，具有廣闊的想像空間。

中美Robotaxi商業化探索引領全球。谷歌旗下自動駕駛公司Waymo早在2019年就在美國鳳凰城上線無安全員內測運營服務，北京也在2020年首次允許無人化自動駕駛測試，並向百度發放了首批5張無人化路測（第一階段）通知書。

我們看到，中美兩國率先開啟無主駕安全員試驗，在全無人化運營方面較其他國家更快，Robotaxi產業進展位居全球前列。

美國路測方面，加州機動車輛管理局數據顯示，2023年加州Robotaxi路測總里程達575萬英里（合925萬公里），同比增長13%，呈穩步增長之勢。政策方面，2023年公共事業委員會

（CPUC）通過決議，允許Waymo等獲許可的Robotaxi公司在舊金山地區「全無人」、「全時段（一周7天全時）」、「全城域」地提供Robotaxi收費服務。

中國路測方面，2023年北京、上海、廣州三地合計道路測試里程達3393萬公里，同比增長6%，維持2022年的高位水平。政策方面，上海、廣州、武漢等多個城市也放開了24小時無人駕駛出租車運營，深圳寶安於2024年1月頒發智能網聯無人商業化試點許可，開啟國內首個一線城市中心城區的無人化Robotaxi商業運營。

商業落地仍存挑戰

為什麼Robotaxi商業化之路這麼難？究其原因，筆者認為瓶頸在於技術、成本、生態、監管四個方面。

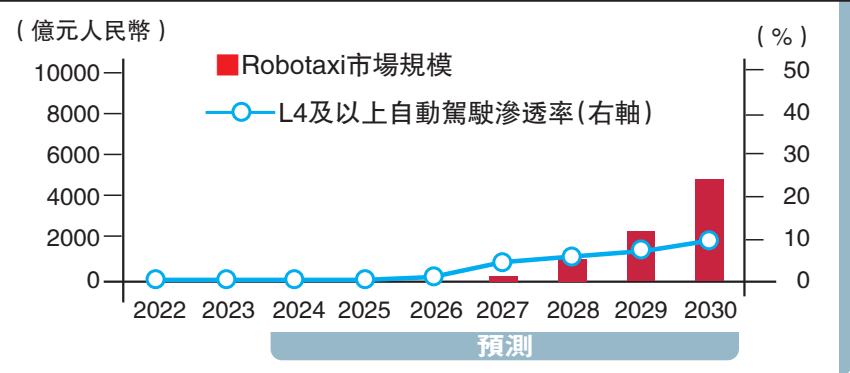
技術上，目前L4自動駕駛技術仍不成熟，長尾場景下的應對能力有限，貿然大範圍的商業化運營可能存在安全隱患，動搖公眾信任。2023年10月，GM Cruise無人車在加州發生嚴重交通事故，被收回Robotaxi無人化商業運營牌照。GM Cruise的事故亦使得Waymo的商業擴張偏向穩健，對美國Robotaxi進程造成一定影響。

成本上，根據估測，單台Waymo改裝車成本為13萬至15萬美元、Cruise改裝車為近20萬美元，成本高昂，且研發投入較大。以GM Cruise為例，2023全年Cruise營業收入僅1億美元，但EBIT（息稅前利潤）錄得虧損27億美元，且自收購以來虧損幅度逐年擴大。

生態上，Robotaxi發展初期的生態體系尚不完善，三方合作模式的探索自2020年開始，至2022年往後成為主流。2022年如祺出行推出開放式Robotaxi運營平台，接入小馬智行、文遠知行等Robotaxi廠商；AutoX、Momenta與享道出行的合作在2023年得到深化。

監管上，雖然政策有逐步放開之勢，但當前大部分試點城市仍然只限於小範圍區域，且大多遠離城市中心，Robotaxi商業運營難以大規模鋪開。2022年以前並未城市針對智能網聯汽車立法，權責劃分沒有明確的界定，制約了Robotaxi的商業化發展。

2022至2030年中國Robotaxi市場空間



通脹下行 美減息幾率增

樓市智庫 陳永傑
中原地產亞太區副主席 兼住宅部總裁

美國聯儲局主席鮑威爾近日表示，已在通脹方面取得了相當大的進展。他又指，希望看到更多進展後，才有足夠的信心開始減息。鮑威爾言論顯示，美國減息的機會經已愈來愈近，當日美股道指及納指即日分別上漲0.41%及0.84%，相信樓市亦會受惠。

鮑威爾指出，美國繼續擁有穩健的增長及強勁的勞動力市場，看到了朝着改善勞動力平衡的實質步伐。勞動力市場正如預期那樣隨着時間推移降溫；若勞動力市場意外疲弱，也會導致局方作出降息反應。

芝加哥聯儲銀行行長古爾斯比透露，看到美國經濟有轉弱信號。他指出，假如未來數月美國通脹按照目前步

伐放緩，他則更有信心通脹可回落至2%聯儲局目標，這是局方開始減息前必須達至的重要門檻。

古爾斯比表示，聯儲局目標是令通脹受控，同時不會打擊就業市場，當局希望盡可能讓利率保持在具限制性水平一段足夠長時間。

財赤或令經濟下行

美國經濟表現不俗，勞動力市場漸見降溫，但其實美國債務高得令人憂心。若高息環境維持下去，美國政府和國民的負擔會非常沉重，應付高息會感到吃力。國際貨幣基金組織（IMF）指出，美國財政赤字龐大，加上持續增加貿易限制等，都對其經濟構成重大下行風險。

IMF與美國政府完成常規交流之後，認為美國經濟強勁並能適應全球變化，經濟活動及就業都超出預期，降低通脹成本亦遠低過市場的擔憂。IMF認同聯儲局應保持利率於現水平，直至今年年底。

筆者所知，許多美國民眾對於高息感到吃力，尤其是部分高達7厘的按揭息率令他們感到左支右絀，希望減息快些來臨。鮑威爾表示，聯儲局在通脹方面取得了相當大進展，是美國歷史最悠久的消息。美國大選年經濟會比較好，翌年就會走樣，需要用減息扶持，料資本市場就會有較佳表現。



▲美國債務問題嚴重，所以高息會令其面對沉重的償還壓力。