

关税冲击市场，黄金后市如何演绎？

中信期货研究所 宏观与国际研究部

朱善颖

从业资格号：F3056728

投资咨询号：Z0014122

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。
我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

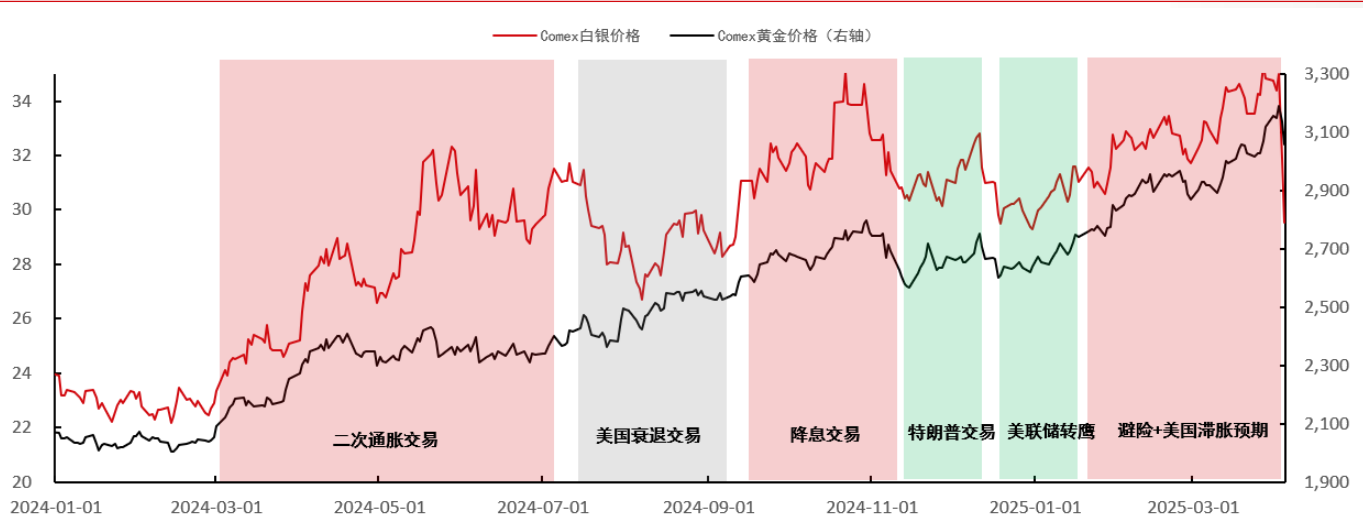
流动性挤兑给黄金带来短期调整



资料来源: Wind, 中信期货研究所



黄金、白银行情回顾

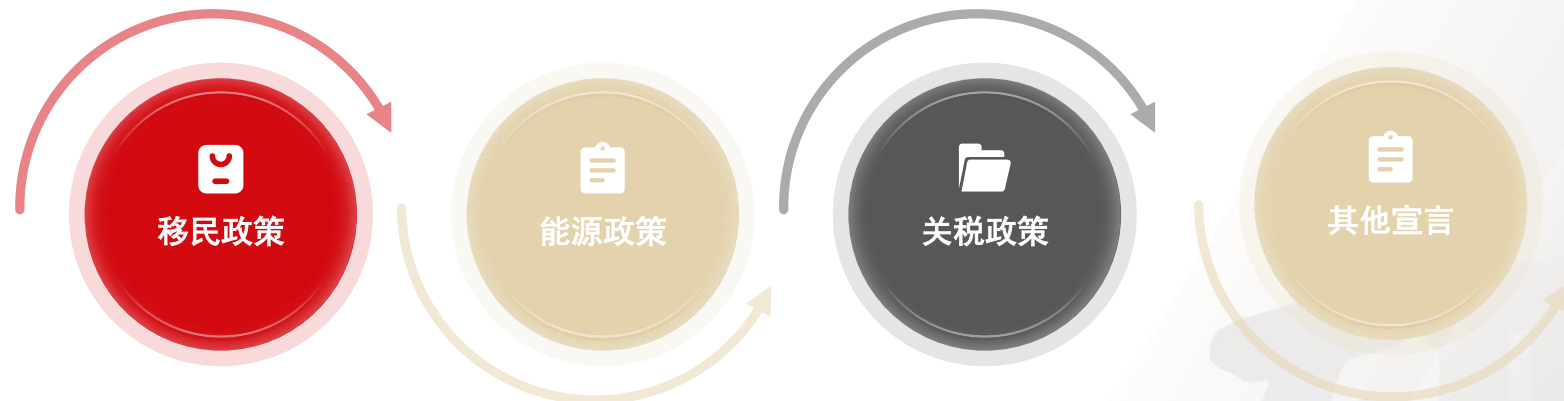


- 继2024年价格重心持续抬升后，2025年1季度贵金属价格再度走强，美元金价有效突破3000，再创历史新高，人民币黄金突破700关口，白银跟随黄金上行，但弹性上表现稍弱，2024年的价格高位对银价体现出压制，金银比值维持在较高区间。

资料来源：Wind，中信期货研究所

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

特朗普2.0的新政宣言：关税、裁员、移民政策率先落地



宣布南部边境进入国家紧急状态，停止非法入境，把数百万犯罪外来人员遣返回其来源地。恢复“留在墨西哥”政策，结束“抓捕后释放”的做法。派遣军队到南部边境，以阻止对国家的灾难性入侵。

宣称通货膨胀危机是由于大量超支和不断攀升的能源价格引起的。将大力发展钻探、降低价格，将美国能源出口到全世界。结束绿色新政，撤销电动车强制令，以拯救美国传统汽车工业。

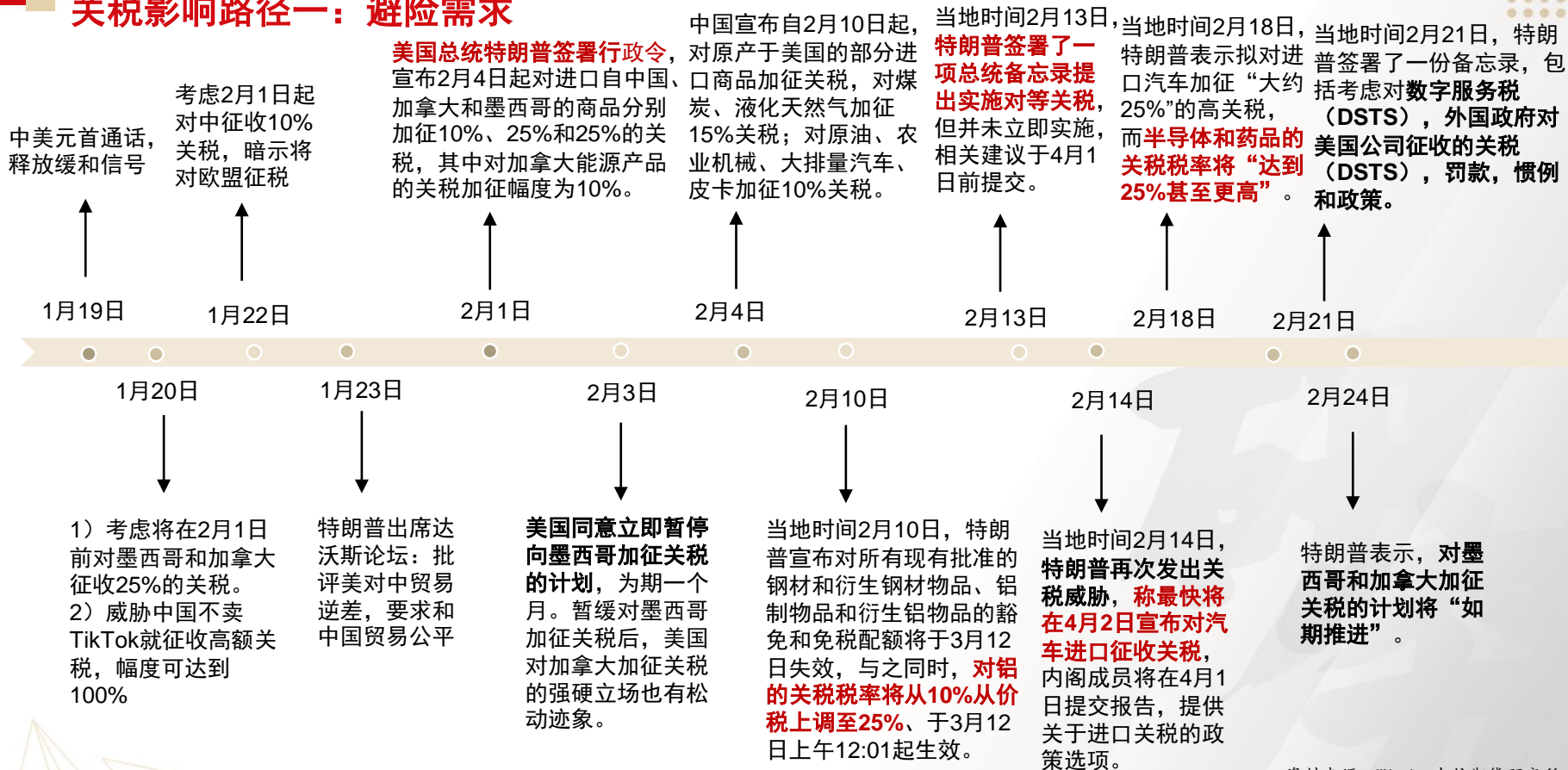
成立对外税务局，用于征收所有的关税、税金和收入，对外国征收关税和税收以使美国公民受益。考虑将在2月1日前对墨西哥和加拿大征收25%的关税。考虑2月1日起对中征收10%关税。

1) 提出设立政府效率部；2) 宣称回复言论自由；3) 规定只有两个性别；4) 保护军人薪酬福利，打造世界上最强大的军队，但重申和平缔造者身份；5) 收回巴拿马运河控制权，改名墨西哥湾为美国湾。

资料来源：Wind，中信期货研究所

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

关税影响路径一：避险需求



资料来源：Wind，中信期货研究所

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

关税影响路径一：避险需求

特朗普签署行政令，指示商务部长卢特尼克根据《贸易扩展法》第232条启动调查，调查报告定于270天后提交。

特朗普在社交媒体发文，对加拿大和墨西哥产品征收25%的关税将在3月4日开始实施，并将在此前加征的10%关税的基础上，再对中国进口产品加征10%的关税。

特朗普宣布针对通过美墨加协定从墨西哥和加拿大进口的汽车产品免除25%关税的措施，**特朗普指出豁免期是暂时的，到期后将不再对汽车产品给予关税豁免。**

美国对所有进口钢铁和铝征收25%关税的举措正式生效；

此前3月11日特朗普虽称要对从加拿大进口的钢铝产品加征25%关税，令其总税率提升至50%，但白宫发言人随后表示该提议暂不生效。

特朗普在社交媒体平台上称，如果欧盟不取消对美国威士忌产品50%关税，美方会很快对来自法国和其他欧盟国家的所有葡萄酒、香槟等酒类产品征收200%关税。

1) 特朗普在社交媒体上宣布，将对购买委内瑞拉石油和天然气的国家征收25%的关税；
2) 在白宫记者会上，表示他“可能会给许多国家豁免”，甚至还可能更加友好。并表示，对等关税的幅度可能不会达到他此前承诺的与其他国家对美国征收税率一致的水平

2月25日

2月27日

3月5日

3月12日

3月13日

3月24日

2月26日

3月1日

3月4日

3月6日

3月26日

4月2日

特朗普当天在白宫举行内阁会议时对媒体说，整体来说，**对欧盟关税税率将设定在25%**，适用于汽车和其他各种商品，并将“很快”宣布。

特朗普总统签署了一项行政命令，指示商务部长根据1962年《贸易扩张法》启动第232条调查，**对进口木材、木材及其衍生产品如何威胁美国的国家安全和经济稳定展开调查。**

1) 美国借口芬太尼问题，**对中国商品再加征10%关税**；
2) 特朗普在国会联席会议上发表首次演讲，**指出4月2日对等关税开始生效。**
3) 根据《国际紧急经济权力法》(IEEPA)对加拿大和墨西哥征收25%关税；为了尽量减少对美国汽车行业和工人的干扰，调整加拿大和墨西哥商品的关税是适当的。

3月6日，美国总统特朗普发布行政令，决定对符合2020年美墨加协定(USMCA)的墨西哥商品暂时免除进口关税，为期一个月。

1) 对不符合美国-墨西哥-加拿大协定(USMCA)原产地规则的商品征收25%的关税；
2) 对从加拿大进口但不属于USMCA优惠范围的能源产品征收10%的较低关税；
3) 对从加拿大和墨西哥进口但不属于USMCA优惠范围的任何钾肥征收10%的较低关税；
4) 对来自加拿大和墨西哥的声称并符合USMCA优惠条件的商品不征收关税。

特朗普在白宫签署行政令，宣布对所有进口汽车征收25%关税，相关措施将于4月2日生效。

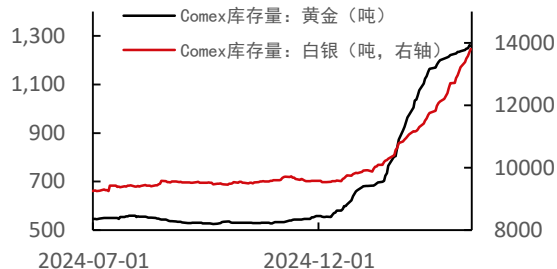
**对等关税
汽车
啤酒和空
铝罐**

?

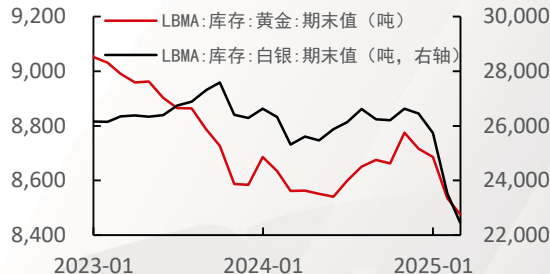
关税影响路径二：现货库存转移曾带来软逼仓风险，但对等关税已经确认豁免贵金属

- 基于对美国加征关税的担忧，2024年12月开始伦敦市场的贵金属大量向美国转移，LBMA现货库存走低，COMEX金银库存在近两月快速上行。
- 美国短期对贵金属的进口热，体现为COMEX-LBMA价差于1月快速走高。
- 伦敦市场黄金的流出，带动贵金属现货阶段性紧缺，黄金租赁利率飙升，提升了市场对“软逼仓”的忧虑，情绪上起到了一定的助推作用。

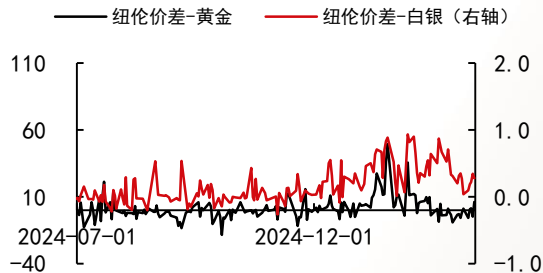
Comex贵金属库存



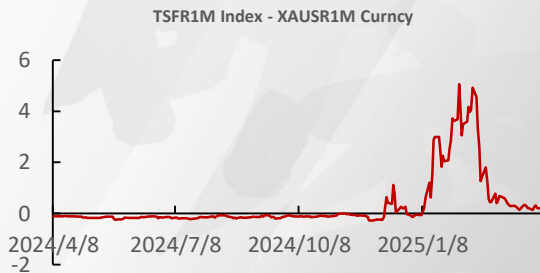
LBMA贵金属库存



COMEX-LBMA价差变动



黄金租赁利率2月飙升

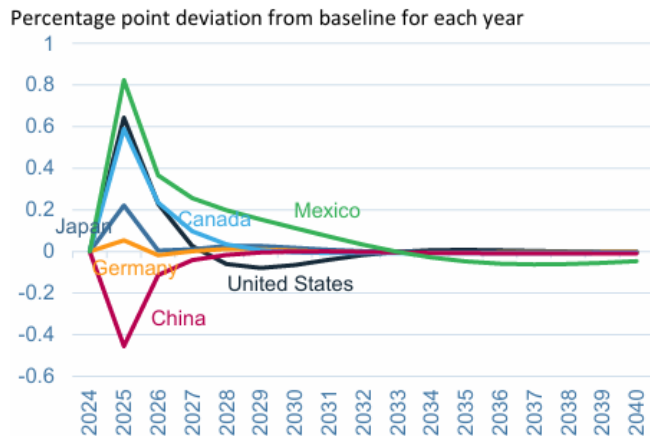


资料来源：Wind，中信期货研究所

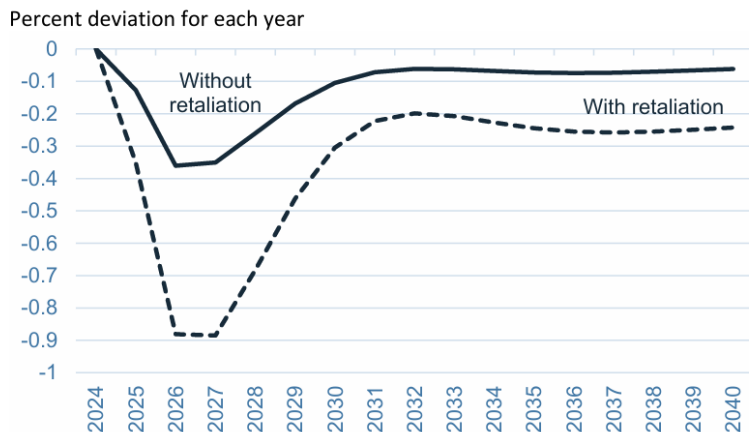
重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

关税影响路径三：通胀上行vs经济走低，滞胀路径利多黄金

对通胀影响（无差别加关税10%）



对美国GDP影响（无反制vs有反制）



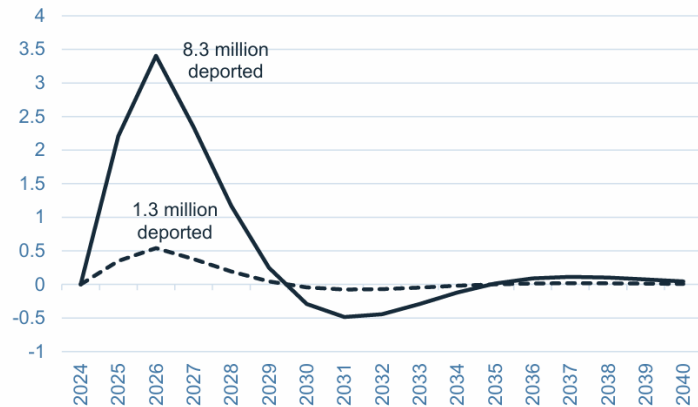
- 根据PIIE测算，关税对通胀的影响会在2025年最突出，长期中随着美联储的调控逐渐回归正常区间。若对所有贸易伙伴加关税10%，可能带来2025年0.6%的通胀上行。
- 关税对经济产生负面影响，若对所有贸易伙伴加关税10%，在不遭遇贸易伙伴反制的背景下，2026年将带来0.36%的GDP下行，关税反制和贸易战开启将会带来更大的负面影响。

资料来源：PIIE，中信期货研究所

驱逐非法移民影响：通胀上行vs经济走低，强化滞胀路径

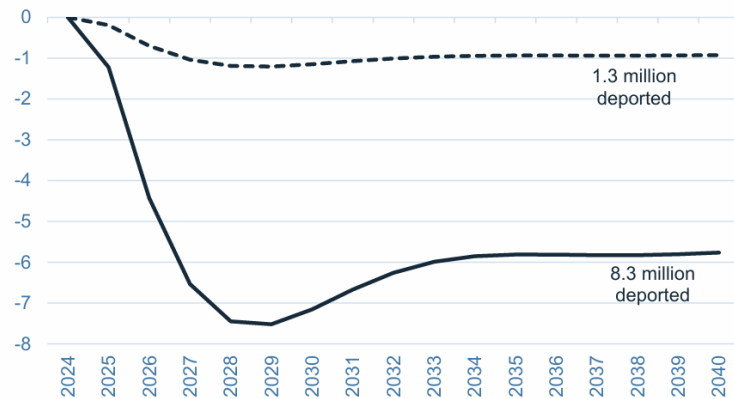
驱逐非法移民影响通胀：1.3M vs 8.3M

Percentage point deviation from baseline for each year



驱逐非法移民影响GDP：1.3M vs 8.3M

Percent deviation from baseline for each year



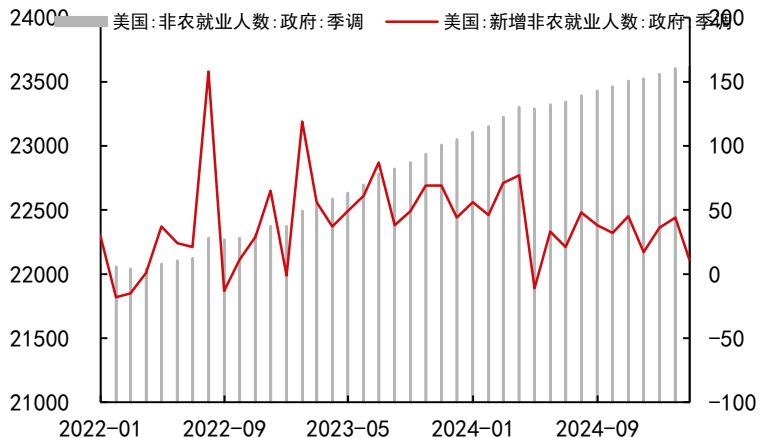
- 根据PIIE数据，美国境内目前约1500-2000万非法移民，其中约830万在特朗普的驱逐目标清单上，参考1956年艾森豪威尔对130万移民的驱逐影响，结论显示，至2028年劳动力供给分别减少0.8%、5.1%（1.3m vs 8.3m），基于劳动力减少的路径，2025年GDP增速将下降0.2%、1.2%（1.3m vs 8.3m）。驱逐移民对通胀影响存在两面性，但劳动力缺失推动的通胀上行预计超过需求缺失带来的通缩影响，考虑到美联储在此间的干预和平衡，预计2025年通胀上行0.35%、2.25%。

资料来源：PIIE，中信期货研究所

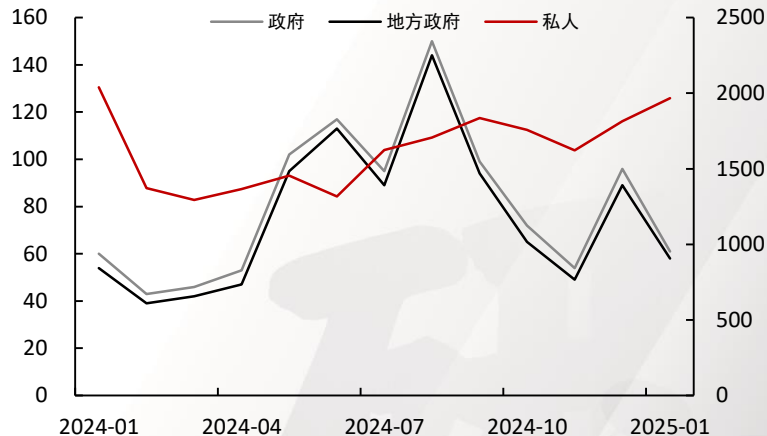
DOGE影响：对就业市场的负向影响初步显现



美国政府就业人数变化



美国非农解雇与裁员人数



- 马斯克DOGE部门对裁员计划的推进正如火如荼，对劳动力市场的负向影响，在2月的非农就业中已经初见端倪，从2月非农的分项结构来看，新增就业人数中政府就业人数大幅回落3.3万人。根据海外媒体报道，DOGE主要使用买断计划、解雇试用期员工、直接裁撤政府部门和直接裁员四种手段进行人员缩减，截至3月中旬已经裁员超过10万人，二季度对劳动力市场的负向影响预计仍将延续。

资料来源：美国劳工部，中信期货研究所

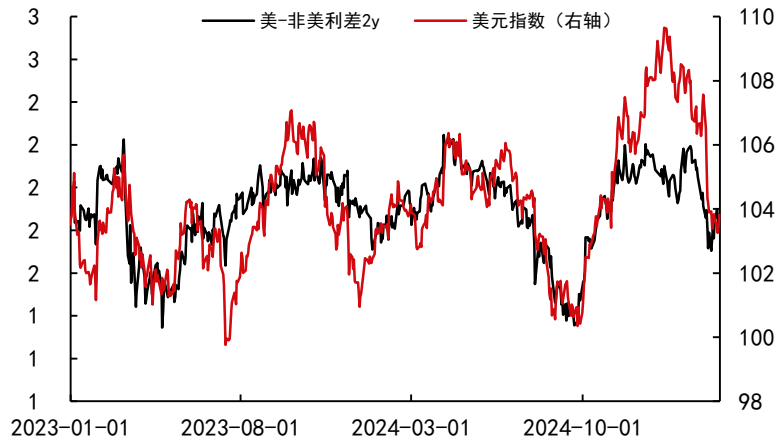
重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。



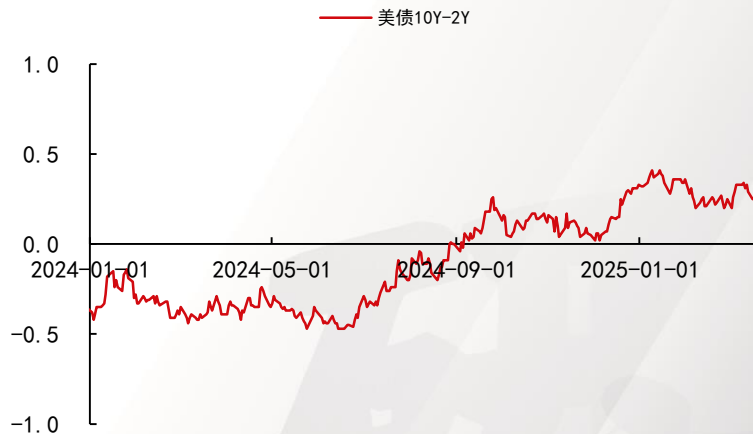
美元指数和美债收益率下行，特朗普交易终结于特朗普



美元指数持续下行



美债长-短端利差小幅回落



- 2024年11月以来的“特朗普交易”定价远端增长，进而带来美元信用的修复预期，美元指数和美债收益率持续走高，在趋势上对金价形成压制。1月特朗普就任后，美债期限溢价出现回落，美元指数和美债收益率触顶回落，美元指数在2月加速下行。从美债收益率的结构来看，长短端利差在2月收窄，曲线呈现为牛平，也一定程度上代表远期增长预期的回落。

资料来源：Wind，中信期货研究所

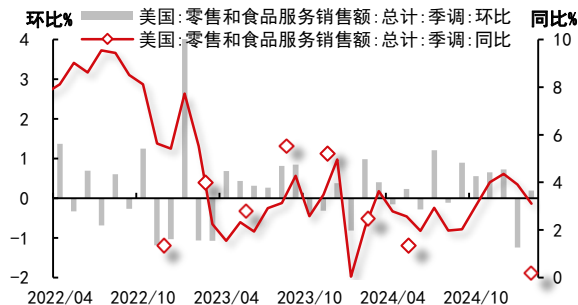
重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。



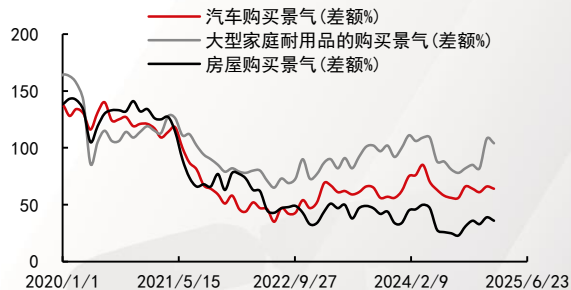
消费：零售数据连续2个月不及预期

- 消费数据自2025年1月以来持续走弱，2月美国零售销售环比0.2%，低于预期值0.6%，前值1月数据从-0.9%下修至-1.2%，核心零售（不含汽车和汽油）销售环比0.3%，低于预期值0.4%。
- 报告涵盖的13个类别中，有7个类别销售额出现下降，其中机动车销售表现不佳，此前市场曾预期该分会从疲软的1月份中复苏。汽油、电子产品和服装的销售额也有所下滑。餐厅和酒吧的消费支出降幅达到一年来最大，表明消费者在可自由支配支出项上越发谨慎，可能预示着疲弱的PCE服务支出。

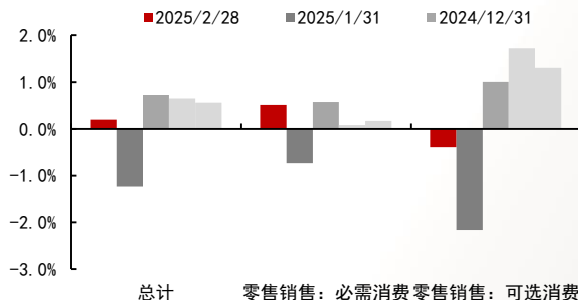
美国2月零售销售数据不及预期



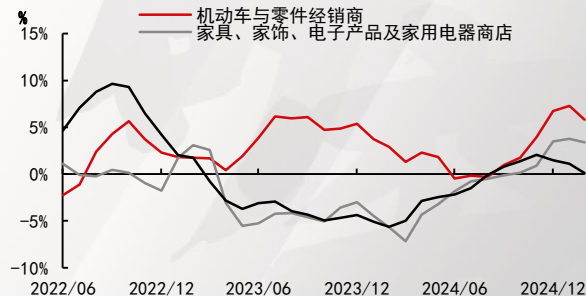
美国消费者购买景气受挫



美国2月可选消费下挫、必须消费回升



美国地产链消费下行

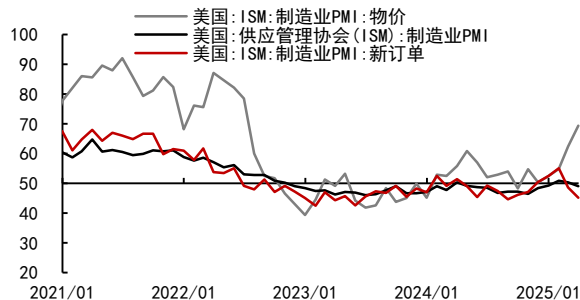


数据来源：Wind，中信期货研究所

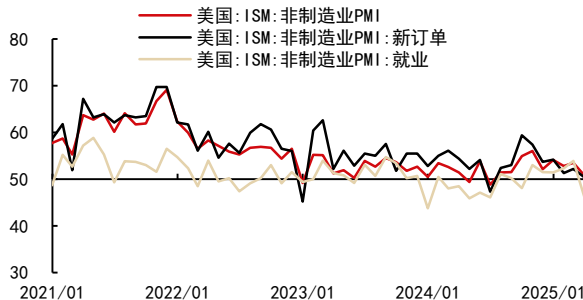
重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

美国PMI：3月制造业、非制造业同步回落，PMI滞胀特征明确

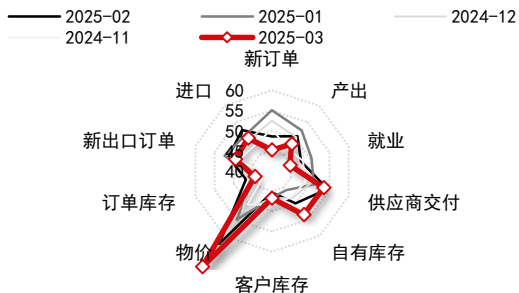
ISM制造业PMI



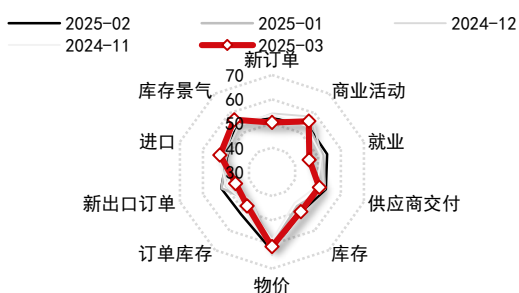
ISM非制造业PMI



ISM制造业PMI细分



ISM非制造业PMI细分



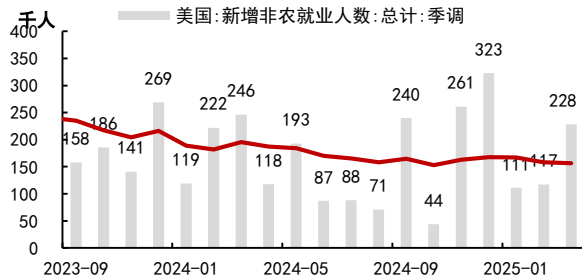
- 3月美国ISM制造业PMI延续。美国3月ISM制造业PMI由前值50.3下滑至49，陷入萎缩区间，也低于预期的49.5。价格指数上升至69.4，连续第二个月大涨，创2022年6月以来的新高。订单和就业指标均低迷，制造业PMI显示的“滞胀”特征依然明显。
- 3月美国ISM非制造业PMI同步回落。美国3月ISM非制造业PMI为50.8，预期53，前值53.5。非制造业PMI距离50的荣枯线仅一步之遥，新订单、就业及新出口订单指数全线下滑。

数据来源：万得 中信期货研究所

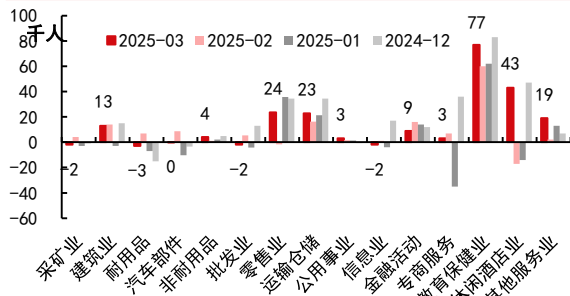
重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

劳动力市场：3月非农数据超预期反弹

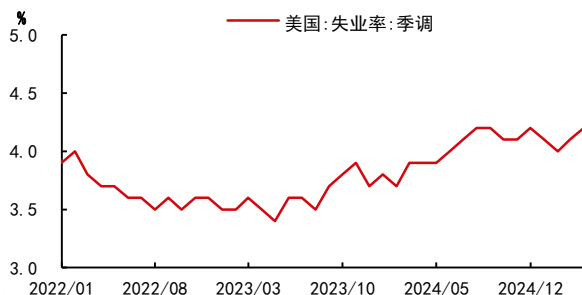
新增非农就业数据



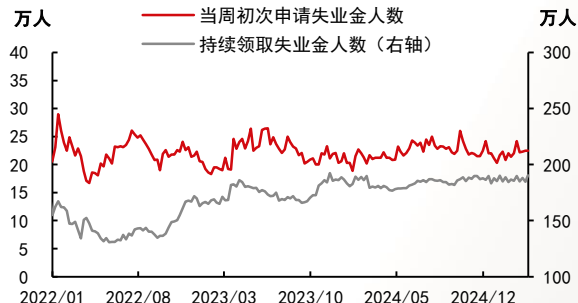
新增非农就业细分



美国失业率



美国初请、续请失业金人数



- 美国3月季调后非农就业人口22.8万人，预期13.5万人，前值为15.1万人。美国2月非农就业人数修正至增11.7万，1月修正至增11.1万。美国3月份失业率报4.2%，预估4.1%。
- 政府部门新增1.9万人（前值1万人），其中联邦政府-0.4万人（前值-1.1万人），州政府新增0.6万人（前值-0.4万人），地方政府新增1.7万人（前值1.6万人）。联邦政府新增人数连续两个月为负，体现出DOGE负向影响。
- 回溯2月数据细分，零售业、政府部门就业分别回落3.6、3.3万人，或主要缘于部分地区恶劣天气影响、特朗普对外关税加征、以及2月中下旬起减少联邦官僚机构的影响开始部分显现。

数据来源：万得 彭博 中信期货研究所

12月议息会议美联储上调通胀预期，口风鹰派

12月议息会议对经济指标的预测

Percent

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8	2.4-2.5	1.8-2.2	1.9-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	2.3-2.7	1.6-2.5	1.4-2.5	1.5-2.5	1.7-2.5
September projection	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9-2.1	1.8-2.2	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0	1.8-2.6	1.3-2.5	1.7-2.5	1.7-2.5	1.7-2.5
Unemployment rate	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2-4.5	4.1-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2	4.2-4.5	3.9-4.6	3.8-4.5	3.5-4.5
September projection	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.0-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2-4.5	4.2-4.7	3.9-4.5	3.8-4.5	3.5-4.5
PCE inflation	2.4	2.5	2.1	2.0	2.0	2.4-2.5	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0	2.4-2.7	2.1-2.9	2.0-2.6	2.0-2.4	2.0
September projection	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2-2.4	2.1-2.2	2.0	2.0	2.0	2.1-2.7	2.1-2.4	2.0-2.2	2.0-2.1	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.5	2.2	2.0		2.8-2.9	2.5-2.7	2.0-2.3	2.0		2.8-2.9	2.1-3.2	2.0-2.7	2.0-2.6	
September projection	2.6	2.2	2.0	2.0		2.6-2.7	2.1-2.3	2.0	2.0		2.4-2.9	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0-2.2	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	4.4	3.9	3.4	3.1	3.0	4.4-4.6	3.6-4.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	4.4-4.6	3.1-4.4	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.9
September projection	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9	4.4-4.6	3.1-3.6	2.6-3.6	2.6-3.6	2.5-3.5	4.1-4.9	2.9-4.1	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.8

- 相较于9月联储预测，12月经济预测摘要上调美国经济增长预期，分别将2024、2025年实际GDP增速预期上调了0.5、0.1个百分点至2.5%、2.1%；其中鲍威尔的发言对后续降息的“程度和时间”均没有清晰指引，不过对经济增长信心较强。经济预测显示委员会对就业风险担忧下降，分别将2024、2025年失业率下调0.2、0.1个百分点至4.2%、4.3%，并维持长期失业率预测为4.2%。对通胀风险的担忧增加，委员会分别上修2024、2025年PCE预测0.1、0.4个百分点至2.4%、2.5%。

资料来源：美联储 中信期货研究所

3月议息会议强化滞胀预期，确定4月放缓缩表



3月议息会议对经济指标的预测

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	1.7	1.8	1.8	1.8	1.5-1.9	1.6-1.9	1.6-2.0	1.7-2.0	1.0-2.4	0.6-2.5	0.6-2.5	1.5-2.5
December projection	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8-2.2	1.9-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.6-2.5	1.4-2.5	1.5-2.5	1.7-2.5
Unemployment rate	4.4	4.3	4.3	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.4	3.9-4.3	4.1-4.6	4.1-4.7	3.9-4.7	3.5-4.5
December projection	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2-4.5	4.1-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2-4.5	3.9-4.6	3.8-4.5	3.5-4.5
PCE inflation	2.7	2.2	2.0	2.0	2.6-2.9	2.1-2.3	2.0-2.1	2.0	2.5-3.4	2.0-3.1	1.9-2.8	2.0
December projection	2.5	2.1	2.0	2.0	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0	2.1-2.9	2.0-2.6	2.0-2.4	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.2	2.0		2.7-3.0	2.1-2.4	2.0-2.1		2.5-3.5	2.1-3.2	2.0-2.9	
December projection	2.5	2.2	2.0		2.5-2.7	2.0-2.3	2.0		2.1-3.2	2.0-2.7	2.0-2.6	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	3.9	3.4	3.1	3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	2.6-3.6	3.6-4.4	2.9-4.1	2.6-3.9	2.5-3.9
December projection	3.9	3.4	3.1	3.0	3.6-4.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	3.1-4.4	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.9

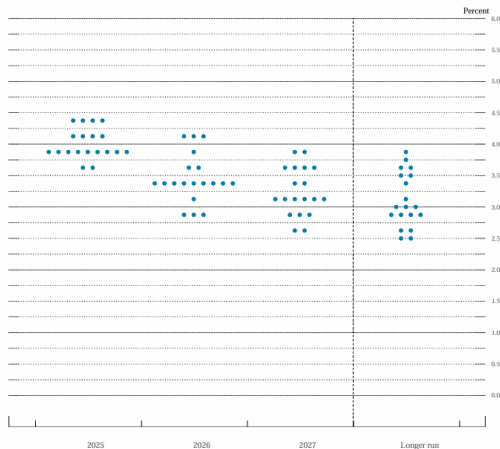
- 美联储暂停降息但放缓缩表，下调今年经济预期、上调通胀预期，略微上调今年失业率预期，点阵图给出的降息区间较12月明显收敛。1) 2025-2027年实际GDP增速预期中值分别为1.7%、1.8%和1.8%（12月预期分别为2.1%、2.0%和1.9%）；2) 2025-2027年核心PCE增速预期中值分别为2.8%、2.2%和2.0%（12月预期分别为2.5%、2.2%和2.0%）；3) 2025-2027年失业率预期中值分别4.4%、4.3%和4.3%（12月预期分别为4.3%、4.3%和4.3%）；4) 2025-2027年联邦基金利率预期中值分别3.9%、3.4%和3.1%（12月预期分别为3.9%、3.4%和3.1%）。

资料来源：美联储 中信期货研究所

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

上半年有望落地年内首次降息

美联储点阵图（2025年3月）



Fed Watch利率期货指引（截至2025年4月6日）

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/5/7						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	33.3%	66.7%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.6%	63.9%	5.6%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.4%	61.6%	9.6%	0.4%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.7%	52.6%	23.7%	2.9%	0.1%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.2%	36.4%	38.4%	13.5%	1.5%	0.1%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.8%	25.1%	37.5%	24.2%	6.7%	0.7%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	11.8%	28.9%	33.4%	18.8%	4.8%	0.5%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.6%	5.3%	17.8%	30.5%	28.2%	13.8%	3.3%	0.3%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.1%	1.6%	7.9%	20.5%	30.0%	25.2%	11.7%	2.7%	0.3%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.4%	2.8%	10.4%	22.3%	29.1%	22.6%	9.9%	2.2%	0.2%	0.0%
2026/7/29	0.1%	0.6%	3.3%	11.1%	22.8%	28.7%	21.8%	9.4%	2.1%	0.2%	0.0%
2026/9/16	0.1%	0.7%	3.5%	11.5%	22.9%	28.5%	21.4%	9.2%	2.0%	0.2%	0.0%
2026/10/28	0.1%	0.6%	3.3%	10.8%	21.9%	28.0%	22.0%	10.3%	2.7%	0.3%	0.0%
2026/12/9	0.5%	3.0%	9.8%	20.5%	27.2%	22.8%	11.8%	3.6%	0.6%	0.1%	0.0%

- 3月议息会议后的点阵图显示，年内利率中枢位于3.75%-4.0%，即年内降息2次。会后Fed Watch利率期货显示，年内预计降息3次共75BP，第一次降息将发生在年内6月。对等关税落地后，市场对美国衰退预期提升，虽然3月非农数据表现尚可且鲍威尔并未有明显转鸽的发言，但市场依旧提升了对后续美联储降息的预期，年内降息预期提升至4次，首次降息预计6月落地。

资料来源：美联储 中信期货研究所

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

更多因素支持美联储转鸽



1

特朗普在上一任期中表现出明确低利率倾向，本轮竞选中团队曾表达推动弱美元促进出口。

2

鲍威尔风格谨慎保守、数据依赖，不具备鲜明个人风格。移民、关税政策对经济存在负向影响，美联储面临再权衡。

3

2024年美债规模已经达到36万亿，利息支出突破1万亿，高利率对财政支出形成压力。

4

联邦基金利率目前在4.25-4.5%，短端利率基本与基准利率持平，长端收益率接近5%，高利率压制融资活动。



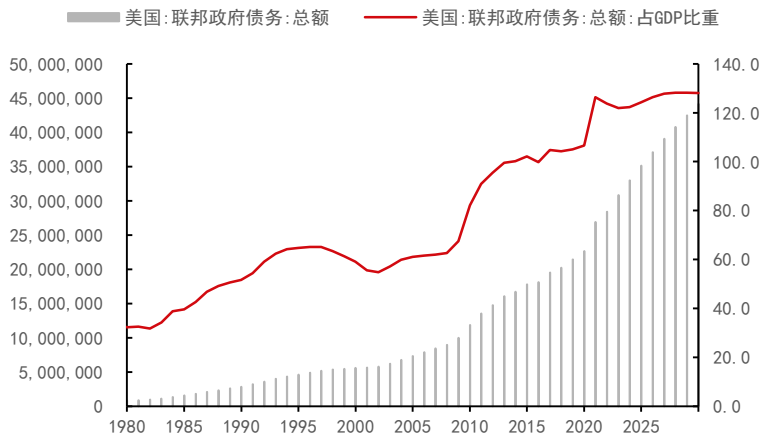
重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

数据来源：Wind，中信期货研究所

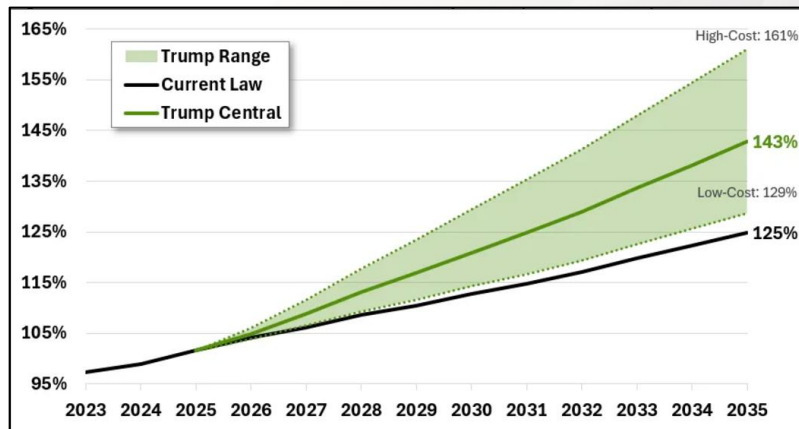
长期趋势一：美国信用超发路径持续

- 疫情前美国联邦政府债务占GDP比例长时间维持在100%附近，疫情后美国的财政扩张将占比大幅拉升至126%左右，并在随后的几年中始终维持在120%以上，2024年美国债务总额预计达到36万亿，债务占比达到124%。根据CRFB预测，基于对特朗普降低税收、增加国家安全支出、增加关税收入、降低医疗保健和住房成本、限制和扭转非法移民等组合政策之下，2026年至2035财年美国债务总额将增加7.75万亿美元，至2035年债务总额占GDP的比重最高可达到161%，中性水平也将达到143%。

美国联邦政府债务



特朗普当选下的债务占比路径



资料来源：Wind，CRFB，中信期货研究所

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。



广场协议

- 为了解决美元被高估和美国贸易逆差不断扩大问题。美国和法国、联邦德国、英国、日本签订协议，达成五国政府联合干预外汇市场，促进美元对主要货币的汇率有秩序地贬值，以解决美国巨额贸易赤字问题的协议。广场协议签订后，上述五国开始联合干预外汇市场，在国际外汇市场大量抛售美元，继而形成市场投资者的抛售狂潮，导致美元持续大幅度贬值。。
- 《广场协议》解决了美元高估问题，美国贸易逆差问题也大幅好转，到1991年甚至恢复到顺差状态。不过好景不长，随着1995年经济全球化加速，美国外贸形势又加速恶化。



海湖庄园协议

- 美元贬值：包含26种货币的美元的贸易加权指数在过去40年中上涨了218%，这使得美国制造业在全球市场中处于不利地位。为了提升美国制造业的竞争力，需要降低美元的贸易加权价值，可以通过重新协商国际金融协议来实现。
- 债务重组**：美国目前有36万亿美元的债务，债务的积累使得美国在全球金融体系中处于不利地位。要求外国央行一方面出售部分美元储备资产，推高本国货币，另一方面将剩余储备转为超长期美国国债“世纪债券”，避免债务危机。**可以通过大棒（关税）+胡萝卜（国防保护伞）的方式提高该方案的可行性。**特朗普已经采取了行动，比如大规模加征关税、威胁撤销美国对北约的安全承诺等。这两项措施正是建议使用的关键“筹码”。
- 主权财富基金：美国拥有大量未充分利用的资产，如黄金储备（8010吨）和比特币（207000个），这些资产可以被重新估值并纳入主权财富基金。通过重新估值和利用这些资产，可以改善美国的财务状况，减少债务负担。

数据来源：Wind，中信期货研究所

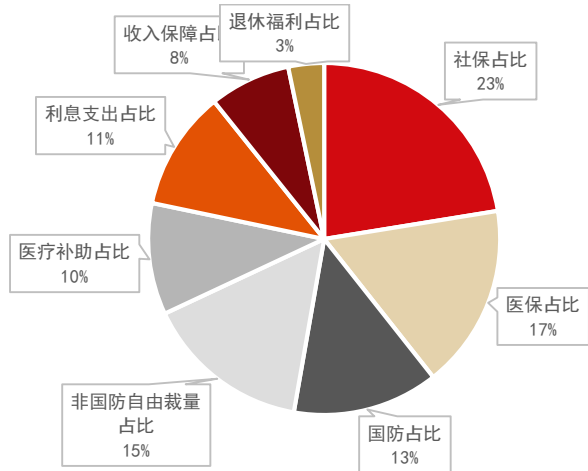
重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。



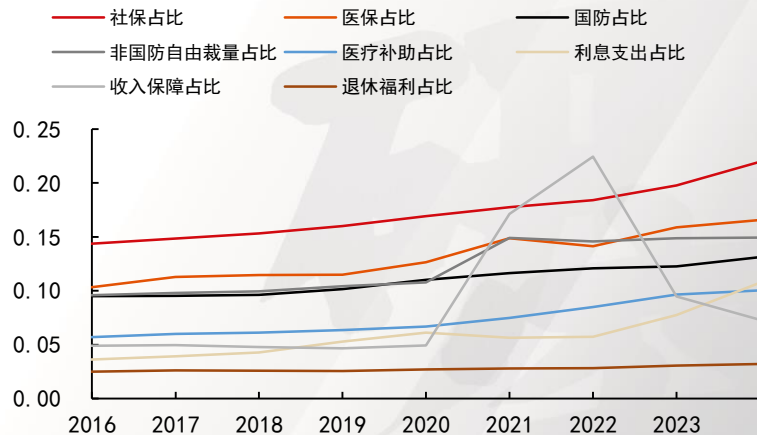
刚性支出占比高，削减空间受限

- 根据2023年数据，美国强制性支出已经达到61%（社保、医保、医疗补助、收入保障、退休福利等），自由裁量支出为28%（国防占比47%），利息支出占比达到11%。
- 削减强制性支出需要通过国会立法，难度较高，且特朗普承诺不会削减其中最大的构成项社保和医保。自由裁量支出需要每年审查，调整难度相对较低，但其中占比近半的国防支出难以削减。利息支出受高利率影响，近两年来快速上行。

主要财政支出分项占比（2023年）



财政支出比例变化趋势



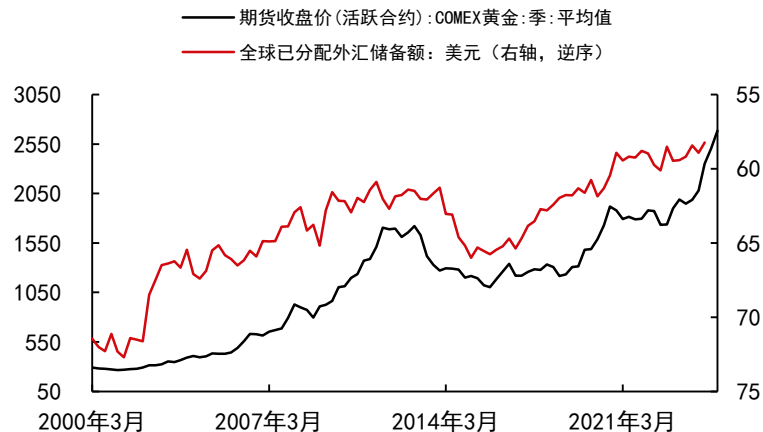
资料来源：美国国会预算办公室，中信期货研究所

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

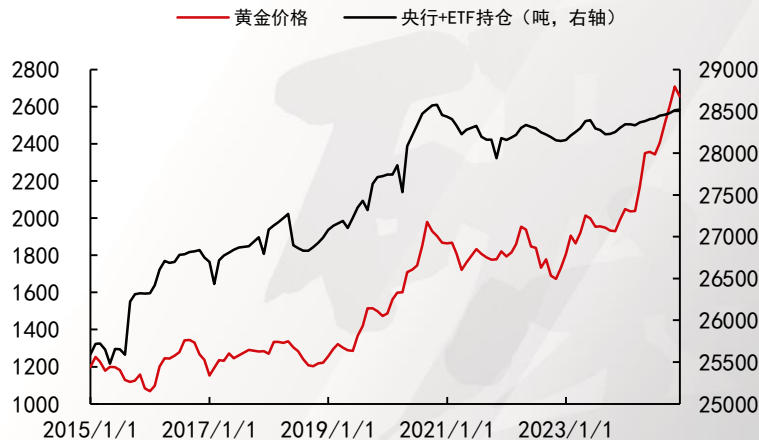
长期趋势二：去美元化趋势下，黄金长期配置价值持续提升

- 2016年以来，美元在全球外汇储备中占比逐渐走低，2020下半年后下降趋势进一步加强，截至2024年2季度，美元在全球外汇储备中占比已经下降至58%。与此对应的是，全球央行+ETF的储备持仓稳步提升，和黄金的长期中枢抬升保持一致。2024年尽管全球央行在二、三季度中暂缓购金，但三季度开始美国 and 欧洲国家交易押注降息，ETF购买量上升。长期来看，美国优先的主张将进一步加深逆全球化，非美国国家在外汇储备中有继续增持黄金的需求。

美元在外汇储备中占比持续走低



黄金ETF+央行储备持续走高



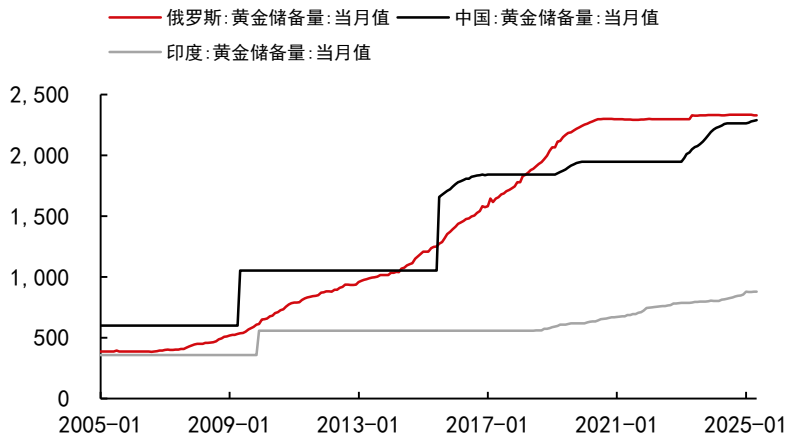
资料来源：Wind，中信期货研究所

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

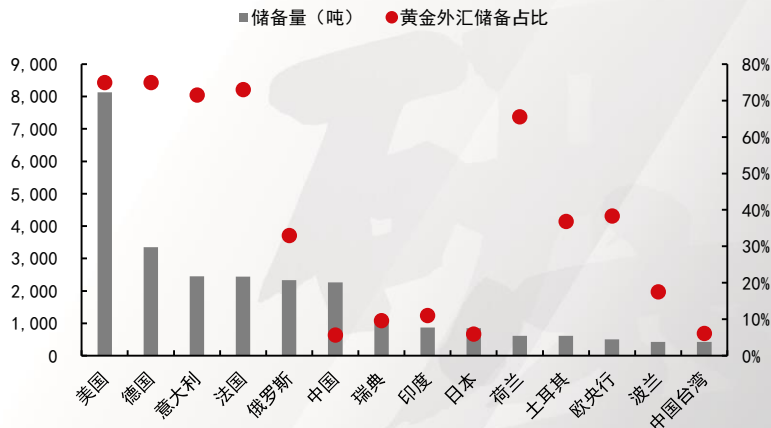
新兴市场央行的黄金储备提升空间仍然较高

- 近20年间，俄罗斯、中国、印度央行是主要的购买力量，从外储结构来看，中、印等新兴经济体购金空间仍在。新型国家央行购金在2022年下半年加速，和美国在货币结算体系将俄罗斯踢出、引起制裁担忧的关联性较高。截至2024年12月，中国、印度、日本等黄金占外汇储备比例相对偏低，“去美元化”经济体购金空间仍然较大。

俄罗斯、中国、印度央行是主要购买力量



中印黄金外汇储备占比仍然较低



资料来源：世界黄金协会，中信期货研究所

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

保险资金投资黄金业务试点开启，进一步提升市场信心



- 2025年2月7日，国家金融监督管理总局（以下简称“金融监管总局”）印发了《关于开展保险资金投资黄金业务试点的通知》，标志着保险资金投资黄金业务试点正式启动。
- 试点机构方面，**确定了10家试点保险公司**，分别为中国人民财产保险股份有限公司、中国人寿保险股份有限公司、太平人寿保险有限公司、中国出口信用保险公司、中国平安财产保险股份有限公司、中国平安人寿保险股份有限公司、中国太平洋财产保险股份有限公司、中国太平洋人寿保险股份有限公司、泰康人寿保险有限责任公司、新华人寿保险股份有限公司。
- 交易途径方面，保险公司可以投资在**上海黄金交易所**主板上市或交易的黄金现货实盘合约、黄金现货延期交收合约、上海金集中定价合约、黄金询价即期合约、黄金询价掉期合约和黄金租借业务。
- 规模管理方面，《通知》规定**试点保险公司投资黄金账面余额合计不超过本公司上季末总资产的1%**。其中，黄金现货延期交收合约以该业务黄金现货合约市值为统计口径；黄金询价掉期合约以该业务黄金持仓净敞口为统计口径，且单边的存续规模不超过本公司上季末总资产的1%；借出黄金规模应纳入投资比例管理，交易对手应当限于金融机构，单一交易对手租借规模不得超过持有黄金现货合约的20%。
- 根据金融监管总局发布保险业经营情况数据显示，至2024年12月末，保险行业总资产突破35万亿关口，达到35.91万亿元。根据公司披露数据，截至2024年3季度，**10家试点公司总资产规模约20万亿**，分别：中国人民财产保险（0.73万亿）、中国人寿保险（6.77万亿）、太平人寿（1.12万亿）、中国出口信用保险（0.2）、中国平安财险（0.49万亿）、中国平安人寿（5.15万亿）、中国太平洋财险（0.23万亿）、中国太平洋人寿（2.35万亿）、泰康人寿（1.89万亿）、新华人寿（1.67万亿）。**按1%的上限计算，可购买的黄金价值上限约2000亿，以克金700元计算，折约黄金280吨，购买的空间较大。**

资料来源：Wind 中信期货研究所

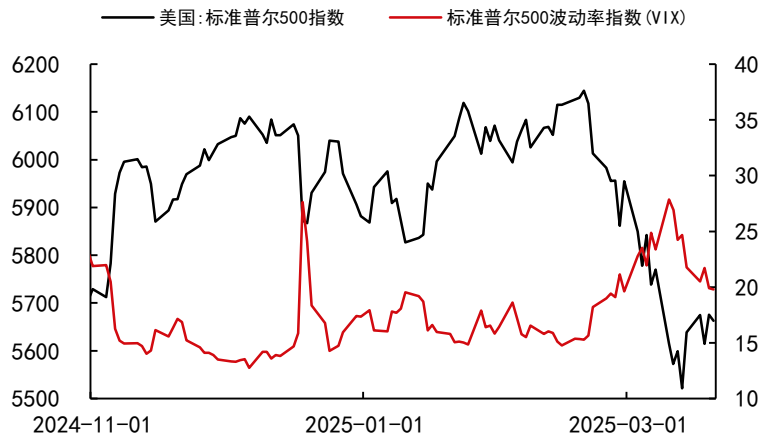


重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

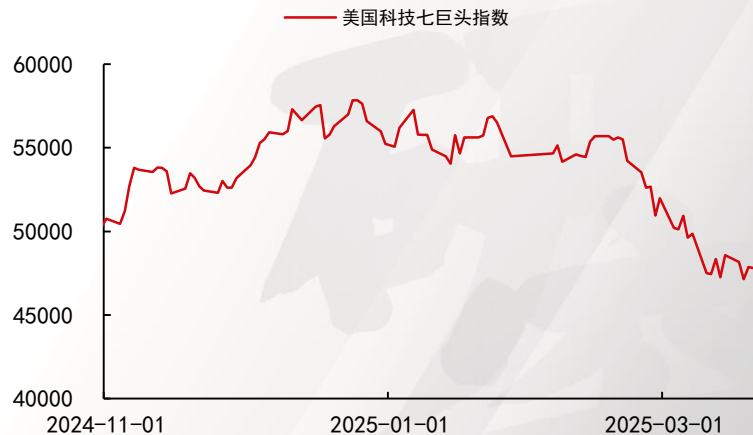
长期趋势三：科技竞争格局变化催生“东升西落”交易

- 科技是传统增长模型中的三要素之一，科技革命及引发的竞争格局的变革，对美元信用存在长期影响。2000年3月美国互联网泡沫破灭，互联网公司业绩大面积不及预期，纳斯达克熊市周期持续到2002年四季度，全球风险偏好走低，黄金从此开启了十年长牛。2024年由美国AI落地，引发美国进入低通胀下的增长预期，进而带来长期中美元信用修复的逻辑，成为动摇黄金长期配置价值的隐忧。而这种长端对黄金的空头叙事，伴随着国产AI发展的逆袭在2025年被打破。科技竞争格局的变化，叠加美国滞胀预期的发酵，带动美股大范围下跌，“东升西落”交易逻辑主导市场。长期中科技革命带来美元信用修复的叙事被撼动，进一步强化了市场对黄金长周期配置的信心。

标普500指数与VIX变化



美国科技七巨头大幅下跌



资料来源：Wind，中信期货研究所

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

黄金：先滞胀、降息延续，二季度逻辑环境顺风



➤ 先滞胀、降息开启，二季度逻辑环境顺风

- 美国先滞胀带来的降息周期延续，是价格上涨的核心驱动。具体包括：1）特朗普就任后的一揽子政策，包括关税落地、驱逐移民、DOGE裁员等，对美国经济、就业层面的负向影响逐渐显现，关税升级带动滞胀交易开始向衰退交易转换；2）暂停降息后高利率的反身性结果强化，美联储3月议息会议的指引验证滞胀预期，放缓缩表体现出边际转鸽倾向，二季度有望落地年内首次降息。

➤ 美元信用收缩趋势加强，黄金处于长期牛市周期

- 长期中，美国债务超发的路径难改；逆全球化下的去美元化需求持续，央行购金方向不变，开放险资购买进一步打开机构购金的想象空间，强化市场对黄金的投资信心；中美AI竞争格局的变化引发“东升西落”交易，长期中美元信用修复的叙事松动。
- 价格展望：2900-3000美元区间成为COMEX黄金新的支撑区间，二季度价格目标位上调至3400-3500美元区间。
- 风险提示：美联储货币政策变化；特朗普政策变化。



重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

【中信期货机构服务平台】邀您体验高质量投研！

业务功能全覆盖

平台横跨研究服务、路演会议、行情资讯、资产管理、场外衍生品、业务办理等模块。

研究服务

全面覆盖商品、权益、固收市场，满足机构客户查询、订阅研报的研究服务需求

路演会议

聚合路演直播，为客户提供查看、订阅、报名、参会以及回放的全链路场景



多维度丰富的投研报告/路演集结于此，助您及时掌握市场深度走向，不落当下的每一次深度观点碰撞。金牌团队集体亮相，为您推送专业的市场声音。

PC端入口

<https://inst.citicsf.com>



- 除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。
- 如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。
- 此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。
- 尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。
- 此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。
- 中信期货有限公司

致谢



中信期货
CITIC Futures

中信期货有限公司

总部地址：

深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）
北座13层1301-1305室、14层

上海地址：

上海市浦东新区杨高南路799号陆家嘴世纪金融广场
3号楼23层