

贵金属：川普回归 危机共存

有色研究总监：展大鹏

年报摘要：

● 2024 年行情回顾

2023 年 2024 年以来，受美联储降息预期以及地缘政治风险扩散影响，国内外金价表现出较为强势的一面，金价重心不断上移，白银跟随黄金也水涨船高。伦敦现货黄金波动区间在 1984.08—2790.07 美元/盎司，均价约在 2368 美元/盎司，较去年均价上涨 21.7%；伦敦现货白银波动区间在 21.91—34.863 美元/盎司，均价 28.68 美元/盎司，较去年均价上涨 20.8%。

● 2025 年市场分析逻辑

2025 年初至二季度中上旬，我们可以看到地缘政治将总体呈现缓和的方向，在此期间，受美国通胀翘尾影响，美联储降息节奏也将大概率放缓，对黄金来说很难谈得上利多，反可能推动金价下行。进入二季度中下旬或三季度中上旬，地缘政治因素可能陆续被市场充分定价，此时市场焦点可能回到特朗普政策方面，届时全球贸易冲突会加剧市场的不稳定性，美联储为应对经济和金融波动风险，可能会加大降息力度，甚至结束缩表走向扩表，这也是黄金实现先抑后扬的契机。预计伦敦现货黄金价格将在 2400 美元/盎司至 3000 美元/盎司之间波动。伦敦现货黄金价格将在 26.7 美元/盎司~42 美元/盎司之间波动。

● 风险提示

特朗普政策、美股黑天鹅、地缘政治；

一、 2024 年贵金属走势回顾及影响因素

2024 年以来，受美联储降息预期以及地缘政治风险扩散影响，国内外金价表现出较为强势的一面，金价重心不断上移，白银跟随黄金也水涨船高。年初至 4 月份，随着美国经济、就业和通胀数据的公布，市场对美国软着陆预期走高，美联储加息步伐放缓预期也愈发强劲，美股不断走高也带动市场风险偏好回升，与此同时地缘政治局势依然紧张，特别是俄乌冲突看不到好转的迹象，市场也关注到国内央行连续购金的信息，多方因素主导下黄金市场毅然选择了向上，并不断突破前期高点。4 月至 6 月，市场情绪随着有色价格的调整开始回落，此时市场关注到美国就业数据表现良好，通胀数据下降缓慢，市场对美联储能否（及时）开启降息周期产生质疑，受此影响金价陷入短暂调整。7 月至 10 月，市场开始逐渐关注美国大选情况，随着竞选人的摇摆，市场在“特朗普交易”和“哈里斯交易”之间来回摇摆，影响到美国投资者信心，市场对美联储开启降息周期预期再次提升，美元指数出现一轮下跌行情，推动金价反弹；另外 10 月份爆发哈以冲突，地缘紧张和扩散的神经再次绷紧，更是助涨了金价。11 月至今，市场进入“美国大选”模式，特朗普回归的预期和最终胜选，且共和党在参众两院占据大多数席位，黄金开始快速进入特朗普施政政策中地缘缓和部分，黄金也再次陷入调整态势，且本轮调整幅度要大于年中。截止 2024 年 12 月 13 日，伦敦现货黄金波动区间在 1984.08—2790.07 美元/盎司，均价约在 2368 美元/盎司，较去年均价上涨 21.7%；伦敦现货白银波动区间在 21.91—34.863 美元/盎司，均价 28.68 美元/盎司，较去年均价上涨 20.8%。

图表 1：Comex 黄金周度走势

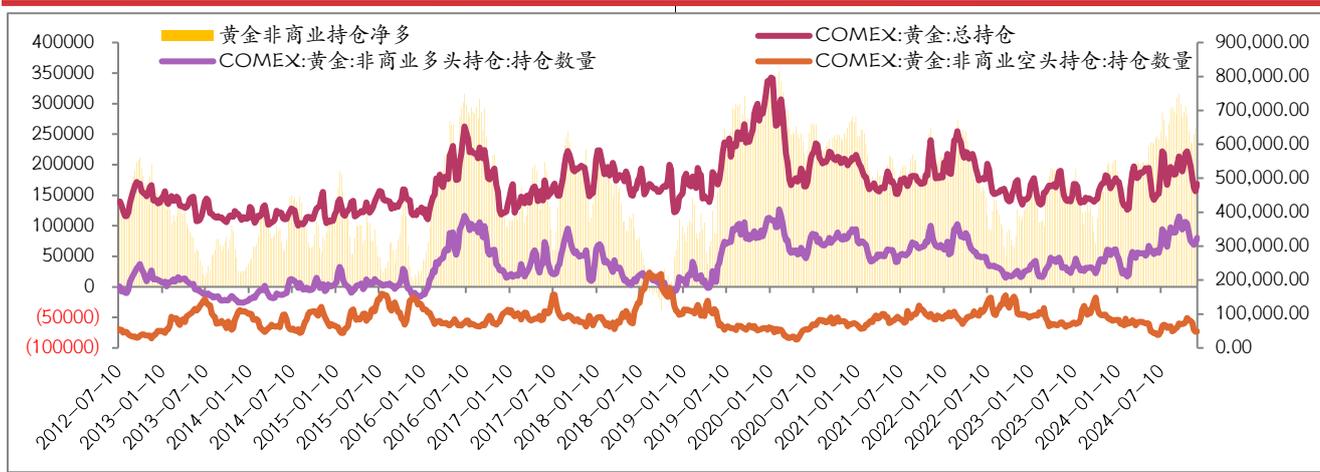


图表 2：Comex 白银周度走势



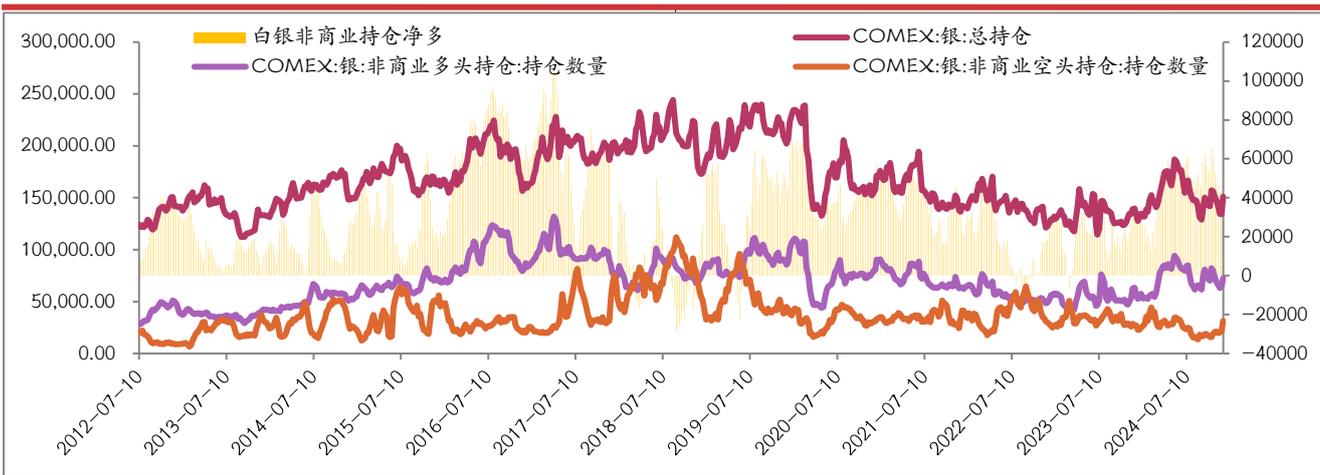
资料来源：IFIND、光大期货研究所

图表 3：CFTC 黄金总持仓与非商业净多持仓（单位：张）



资料来源：IFIND、光大期货研究所

图表 4：CFTC 白银总持仓与非商业净多持仓（单位：张）



资料来源：IFIND、光大期货研究所

二、2024 年贵金属基本面分析：高金价带来实物需求的负反馈

1、黄金供求平衡表

图表 5：全球黄金供求平衡表（单位：吨）

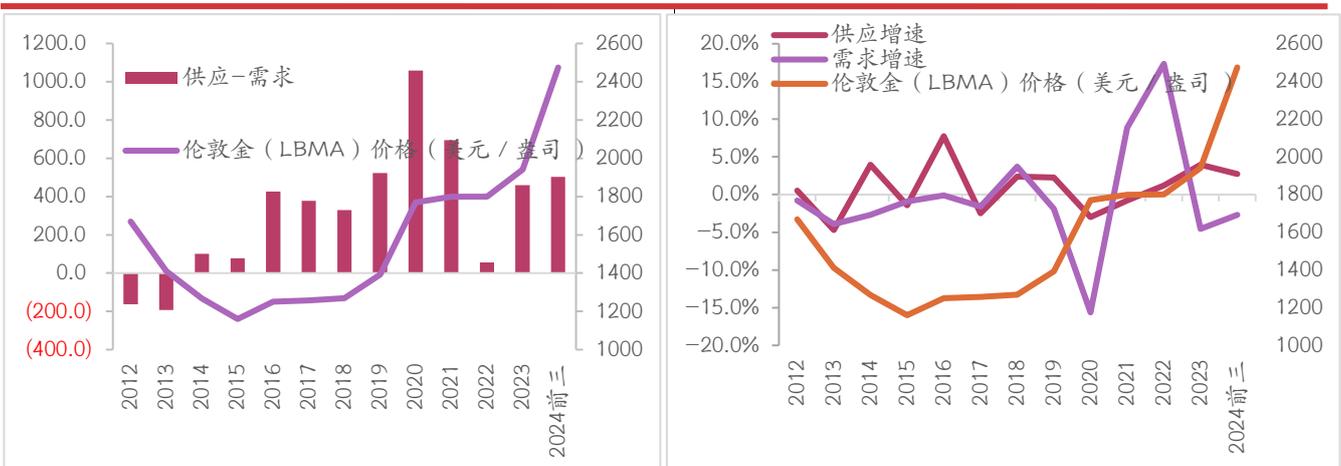
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	同比	Q1'24	Q2'24	Q3'24	同比	
供应端																		
金矿产量	2,957.2	3,167.3	3,271.7	3,362.4	3,516.2	3,580.6	3,658.4	3,605.0	3,484.0	3,573.2	3,633.0	3,643.9	▲	0	871.6	907.0	989.8	▲
生产商净套保量	-45.3	-27.9	104.9	12.9	37.6	-25.5	-11.6	6.2	-36.6	-5.4	-12.3	67.4	▲	-	-24.8	8.5	0.2	▼
回收金	1,636.8	1,195.3	1,129.6	1,067.1	1,232.1	1,112.4	1,131.7	1,275.7	1,293.1	1,136.2	1,140.1	1,238.7	▲	9	350.2	336.4	323.0	▲
总供应端	4,548.6	4,334.7	4,506.2	4,442.3	4,786.0	4,667.4	4,778.5	4,886.9	4,740.5	4,704.0	4,760.8	4,950.0	▲	4	1,197.0	1,251.9	1,313.0	▲
需求端																		
金饰制造	2,140.9	2,735.3	2,544.4	2,479.2	2,018.8	2,257.5	2,290.0	2,152.1	1,324.0	2,231.1	2,195.9	2,190.5	▼	0	536.4	408.2	543.3	▼
金饰消费	2,156.1	2,726.0	2,532.1	2,459.1	2,103.6	2,240.5	2,250.2	2,126.7	1,398.1	2,148.4	2,089.6	2,111.5	▲	1	478.8	390.9	458.6	▼
金饰库存	-15.3	9.3	12.3	20.1	-84.8	17.0	39.8	25.4	-74.2	82.8	106.3	78.9	▼	-26	57.7	17.2	84.6	▲
科技用金	386.8	361.7	355.0	338.0	329.4	339.4	341.7	332.7	309.0	337.2	314.8	305.2	▼	-3	80.5	80.2	83.0	▲
电子用金	292.9	284.2	283.8	268.1	261.6	272.1	274.9	268.6	255.3	278.7	257.7	248.7	▼	-4	66.3	66.9	69.0	▲
其他工业用金	65.6	54.6	51.6	51.3	50.1	51.0	51.5	50.1	41.9	47.1	46.8	47.1	▲	1	11.9	11.1	11.8	▲
牙科用金	28.4	22.8	19.6	18.6	17.6	16.3	15.3	13.9	11.9	11.4	10.3	9.4	▼	-9	2.3	2.3	2.2	▼
投资需求	1,614.9	800.9	904.7	967.4	1,616.2	1,315.0	1,160.9	1,274.7	1,794.9	991.5	1,112.5	945.3	▼	-15	203.7	266.1	364.1	▲
金条与金币总需求	1,322.4	1,730.2	1,067.0	1,091.0	1,073.1	1,044.3	1,090.7	871.1	902.3	1,180.3	1,222.1	1,189.6	▼	-3	316.7	273.2	269.4	▼
金条	1,023.2	1,357.7	780.9	790.7	797.6	780.1	775.8	583.6	542.8	810.9	802.2	781.5	▼	-3	226.2	198.4	198.4	▼
官方金币	187.5	271.0	205.5	224.3	207.9	188.1	241.9	220.7	290.4	284.4	320.9	293.5	▼	-9	66.0	49.6	31.3	▼
奖章/仿制金币	111.7	101.5	80.6	76.0	67.7	76.1	73.0	66.8	69.1	84.9	98.9	114.6	▲	16	24.5	25.3	39.8	▲
黄金 ETF 及类似产品	292.5	-929.2	-162.3	-123.6	543.1	270.7	70.2	403.6	892.5	-188.8	-109.5	-244.2	▲	-	-113.0	-7.1	94.6	▲
各经济体央行和其他机构	569.2	629.5	601.1	579.6	394.9	378.6	656.2	605.4	254.9	450.1	1,081.9	1,049.1	▼	-3	305.2	202.2	186.2	▼
黄金需求	4,711.8	4,527.4	4,405.3	4,364.2	4,359.2	4,290.4	4,448.9	4,364.8	3,682.8	4,009.9	4,705.1	4,490.0	▼	-5	1,125.8	956.7	1,176.5	▼
场外交易和其他需求	-163.1	-192.7	100.9	78.2	426.8	377.0	329.6	522.0	1,057.7	694.0	55.7	460.0	▲	726	71.2	295.2	136.5	▲
总需求	4,548.6	4,334.7	4,506.2	4,442.3	4,786.0	4,667.4	4,778.5	4,886.9	4,740.5	4,704.0	4,760.8	4,950.0	▲	4	1,197.0	1,251.9	1,313.0	▲
伦敦金 (LBMA) 价格 (美元/盎司)	1668.98	1411.23	1266.4	1160.06	1250.8	1257.15	1268.49	1392.6	1769.59	1798.61	1800.09	1940.54	▲	8	2,069.8	2,338.2	2,474.3	▲

资料来源：世界黄金协会、光大期货研究所

据世界黄金协会公布的黄金供求平衡表显示，2024 年实物黄金供需差强人意，表现在以下几个方面：

1、供增需弱。供应方面，2024 年前三季度，黄金产量依然有一定的增长，黄金产出相比去年同期增长 2.7%至 3761.9 吨；其中矿产金产量增长 3%至 2768.4 吨，回收金增长 9.1%至 1009.6 吨。若以 3%的增速计算，则全年供给量有望达到 5098.5 吨，并再创历史新高。需求方面，2024 年前三季度，黄金需求下降 2.7%至 3259 吨。由此黄金顺差达到 502.9 吨，同比去年同期达到 60.9%。

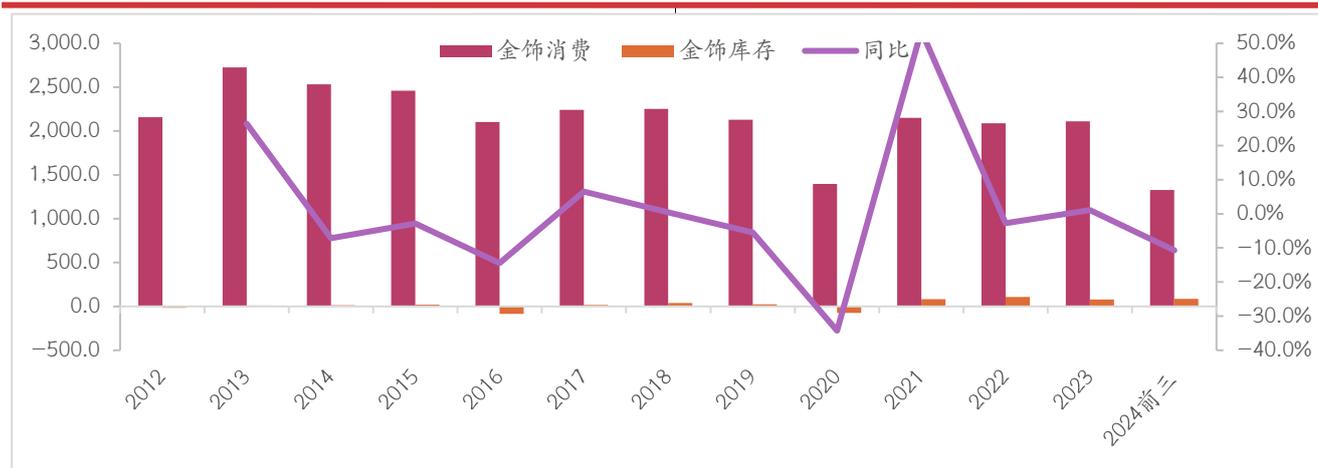
图表 6：黄金顺差/逆差与金价（单位：吨，美元/盎司） 图表 7：黄金供应和需求增速



资料来源：世界黄金协会、光大期货研究所

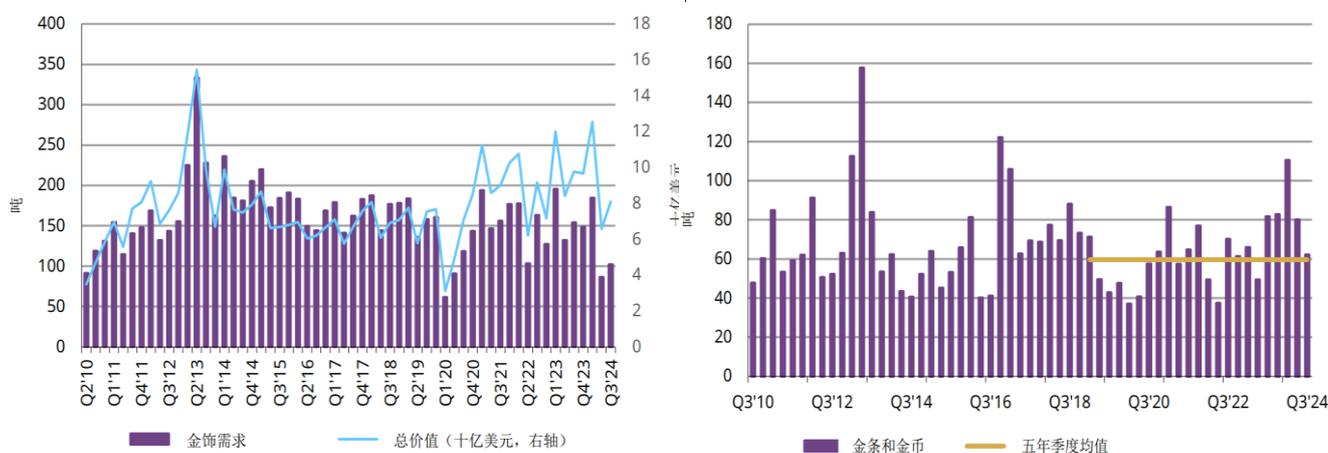
2、金饰品需求下滑且金饰品库存累积。2024 年前三季度，全球黄金珠宝首饰需求下降 7.4% 至 1487.9 吨，2023 年全年耗金 2111.5 吨。值得注意的是，金饰品库存增加 84.6 吨。今年以来，金价实现大幅上涨，从商品属性来看，高金价下“需求抑制”的副作用也在显现。这也就意味着，珠宝首饰商的流转速度在变慢，这可能增加经营压力，从而减少备库需求。

图表 8：全球金饰品需求与金饰品库存增减（单位：吨）



资料来源：世界黄金协会、光大期货研究所

图表 9：中国金饰品需求（单位：吨，十亿美元） **图表 10：中国金条金币需求（单位：吨）**



资料来源：世界黄金协会、光大期货研究所

3、投资需求有增加，但央行购金量小幅下滑。不过，随着金价不断走高，投资者对金条金币等的投资需求在同步增加。2024 年前三季度，投资需求同比去年同期增长了 21.6% 至 859.3 吨，其中金条和奖章需求增速较快，官方金币需求却出现了同比下滑。另外，全球黄金 ETF 持有量前三季度下降 25 吨，去年同期下降 188 吨，海外 ETF 持仓的增减往往代表海外部分机构投资者动作，这表明机构投资者对黄金态度的改观，特别是自三季度起全球黄金 ETF 已呈现流入态势。

图表 11：全球央行和其他机构购金量（单位：吨，美元/盎司）


资料来源：世界黄金协会、光大期货研究所

需要关注的是，今年以来央行购金量虽然依然较大，但统计来看同比下滑却达到 16.8%至 693.5 吨，2023 年购金量为 1049.1 吨。俄乌冲突爆发后，美国利用其在全球银行间交易结算领域的地位，毅然把俄罗斯部分银行踢出 SWIFT 支付体系，这引起了全球央行特别是新兴市场国家的不安，也由此造成了美元在新兴市场国家的信用危机，各国央行也纷纷调整自己的资产配置以应对不确定性，因此从 2022 年起全球央行的购金量相比之前呈现倍量增加，并维持在 1000 吨以上。央行加大购金动作一度给了黄金强大的背书和价格支撑，也由此大幅改善了黄金实物供求关系。2024 年起，随着金价的不断冲高，央行购金量开始出现一定下滑，特别是国内央行自 4 月起连续 6 个月，给了当时金价一定争议，不过国内央行 11 月起已开始重启购金，关注持续性。

综合来看，2024 年黄金供求平衡表不尽人意，高金价最终带来实物需求的反噬，央行购金的减弱也代表了对金价一定的态度。不过，黄金首饰需求的下降和投资需求的增加再次形成对比，这比较符合大众和机构对金价的感受，从历史对比来看，机构惯于中短期内追涨杀跌，而大众则惯于逢低买入长期持有。

2、白银供求平衡表

供应方面。2024 年，全球矿山银产量预计将同比增长 1%至 26034 吨，其中墨西哥、智利和美国的产量将超过秘鲁、阿根廷和中国的产量下降。另外，2024 年上半年，主要银矿的平均全维持成本 (AISC) 有所下降，投入成本上升的速度放缓，加上副产品收入增加，使得 90%的高成本生产商实现了正收益。2024 年回收银产量将增长 5%达到 5816 吨，也是 12 年来最高水平。总产量将同比增长 2%达到 31912 吨。

需求方面。2024 年，全球白银需求预计同比增长 1% 达到 37573 吨，成为有记录以来的第二高。其中工业需求将增长 7% 至 21835 吨，再创历史新高，这主要得益于光伏产业的快速发展；受益于新能源汽车日益电气化以及充电站等基础设施的持续投资，汽车领域的需求预计也会增加；另外 AI 技术的快速应用导致了技术升级、更换和新基础设施投资的需求不断增长，这些均有助于白银需求。预计银珠宝和银器将增长 5%，其中印度是主要的增量贡献者。不过，2024 年实物投资预计将下降 15% 至 6470 吨，为四年来最低水平，主要在于美国对银币销售预计将下滑 40%，降至自 2019 年以来的最低水平，而欧洲实物投资也有所减弱，但今年的降幅相对较小。ETPs 净投资今年实现净流入，主要受益于美联储降息、美元预期疲软以及美元资产收益率下降预期提高了白银的投资吸引力。

总的来说，全球白银市场预计在 2024 年将连续第四年出现供不应求，并产生 5661 吨的供求缺口，但相比 2023 年的 5879 吨的缺口小幅减少。展望 2025 年，预计全球白银供求将维持赤字，在光伏产业增速放缓以及白银单位用量减少下，预计缺口将继续收窄，但连续多年较大缺口水平将对白银库存形成考验，这无疑也将继续支撑着银价。

图表 12：白银供求平衡表

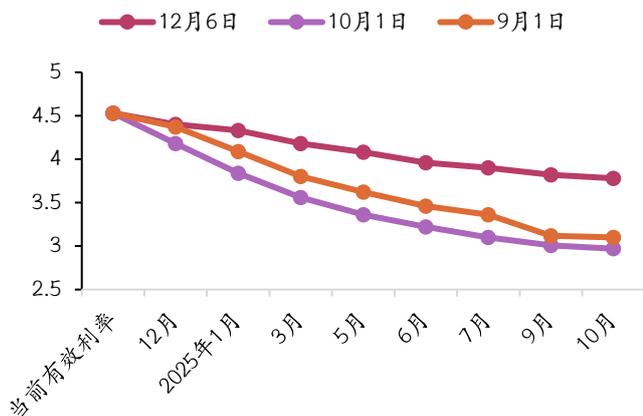
	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2023年同比	2024年同比
供给													
银矿生产	27433	27900	27993	26873	26469	26034	24385	25847	26096	25785	26034	-1%	1%
再生银	4977	4572	4541	4572	4634	4603	5101	5412	5505	5568	5816	1%	5%
套期保值净供应	342	62	0	0	0	435	249	0	0	0	0	na	na
官方净销售	31	31	31	31	31	31	31	62	62	62	31	-6%	-9%
总供应量	32783	32565	32565	31477	31135	31135	29797	31290	31663	31383	31912	-1%	2%
需求													
工业	13997	14214	15241	16360	16298	16267	15863	17449	18289	20373	21835	11%	7%
摄影	1275	1182	1089	995	964	964	840	871	840	840	809	-2%	-4%
珠宝	6003	6314	5879	6096	6314	6283	4697	5661	7309	6314	6594	-13%	5%
银器	1648	1804	1680	1835	2084	1897	964	1275	2302	1711	1804	-25%	5%
净实物投资	8802	9611	6625	4852	5163	5816	6470	8833	10482	7558	6470	-27%	-16%
套期保值净需求	0	0	373	31	218	0	0	124	560	373	93	-31%	-77%
总需求	31757	33125	30855	30201	31072	31228	28833	34214	39781	37262	37573	-6%	1%
供需平衡	1058	-560	1711	1275	62	-124	964	-2893	-8118	-5879	-5661	-28%	-4%
ETPs净投资	0	-529	1680	218	-653	2582	10295	2022	-3919	-1306	3110	-67%	na
供需平衡除ETPs外	1058	-31	31	1058	715	-2706	-9331	-4914	-4199	-4572	-8771	9%	92%
银价（美元/盎司）	19.08	15.68	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	23.35	31	7%	33%

资料来源：世界白银协会、Metals Focu、光大期货研究所

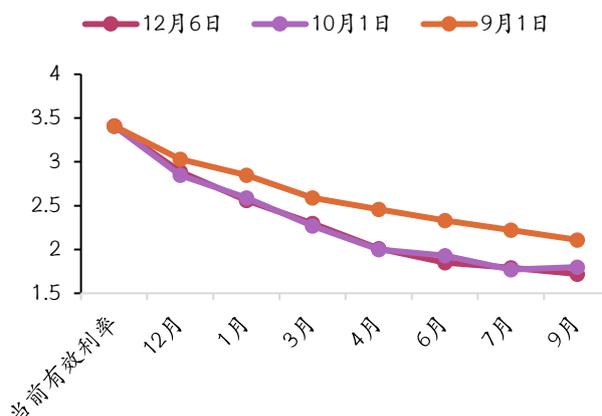
三、 宏观分析：特朗普政策利多和地缘缓和利空相互交汇

1、 欧美开启降息周期

图表 13：美联储利率预期（单位：%）

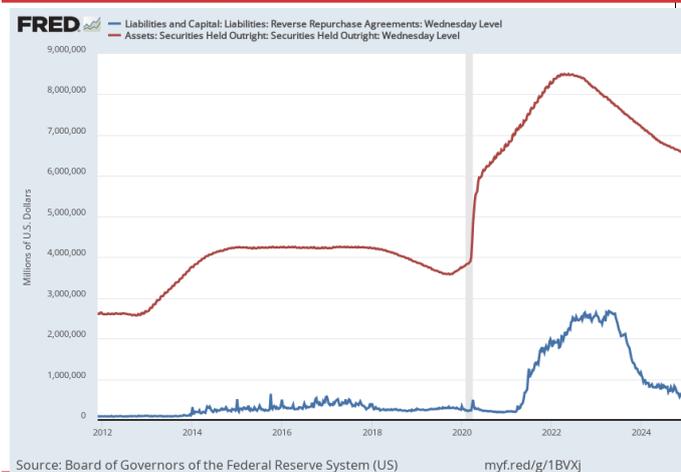


图表 14：欧央行利率预期（单位：%）

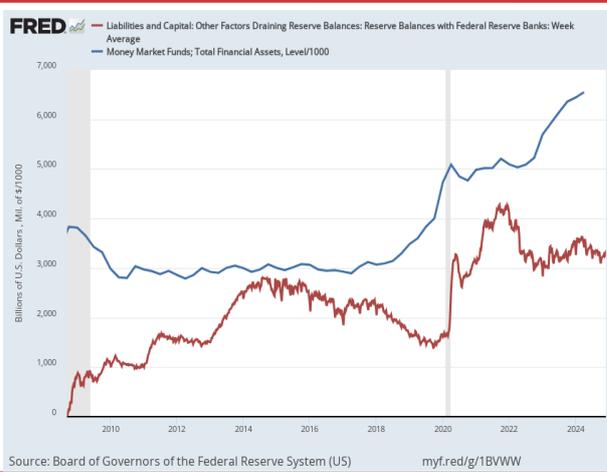


资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

图表 15：美联储持有国债与逆回购规模



图表 16：美国货币基金规模和货币储备



资料来源：FRED、光大期货研究所

2024 年，随着欧美通胀逐渐回落，为稳住经济和就业压力，美联储和欧央行最终开启了降息周期，年内美联储降息 3 次 75BP，欧央行降息 4 次 100BP。欧美降息周期从预期到落地也掀起了金融市场的狂欢，特别是美股反映更为积极，并带动市场风险偏好不断走高，BTC 与黄金等资产联袂走高。进入 2025 年度，欧美依然会维系降息周期，市场预计美联储将累计降息 3 次 75BP，欧央行将累计降息 125 或 150BP。单从降息幅度来看或意味着美元相比欧元或表现更强，特别是

日元控制加息幅度下，美元恐继续维持在偏高位置运行，与黄金并不有利。另外，投资者也要关注日央行态度，日央行加息无疑会推动日元阶段性走高，美元反可能受到抑制，届时以美元计价的黄金可能表现偏强，但也要防止日元套息交易逆转下，市场对风险资产抛售推动金价出现短线下跌。另外，市场对美联储的关注角度也在于能否从“缩表”逐渐走向“扩表”，但站在 2024 年底去看，美国金融市场整体流动性尚十分充足，2025 年上半年暂不具备暂停缩表的条件，但可能成为下半年市场预期点。

图表 17：美联储总资产与金价



资料来源：Bloomberg、WIND、光大期货研究所

2、特朗普回归下全球经济不稳定性再增加

图表 18：全球主要经济体实际 GDP 增速预测

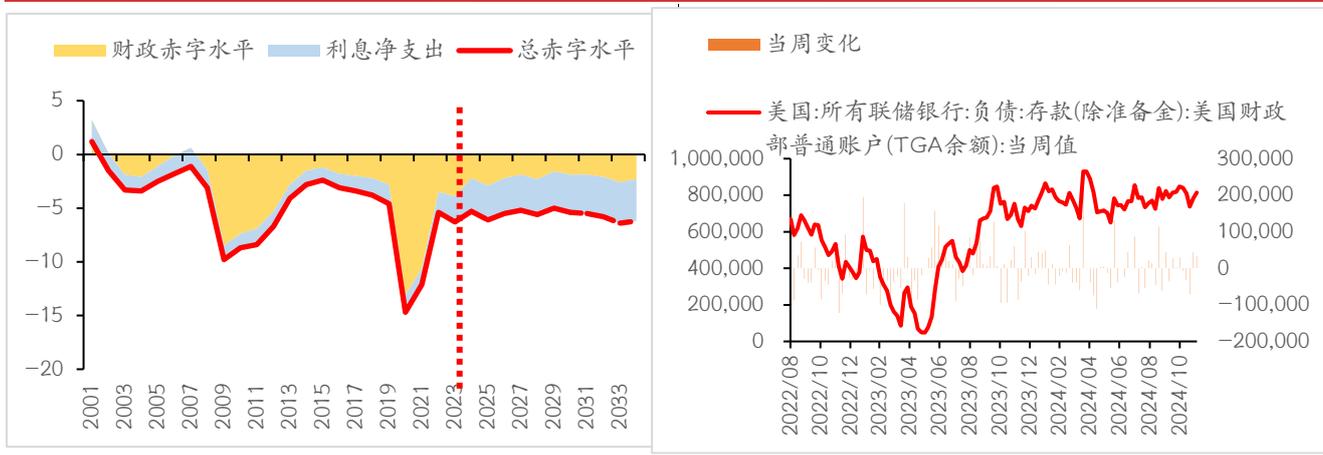
	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25	Q1 26
美国	3.2	2.9	3	2.7	2.4	2.4	2.1	1.9	1.9	2.1
欧元区	0.1	0.4	0.5	0.9	1	1	1.1	1.1	1.3	1.3
中国	5.2	5.3	4.7	4.6	4.9	4.5	4.7	4.5	4.3	4.1
日本	0.9	-0.8	-1.1	0.3	0.6	1.5	1.2	1.1	1	0.9

资料来源：Bloomberg、光大期货研究所（单位：%）

美联储 2025 年度继续温和降息背后实际是美国经济的软着陆预期的判断，站在全球经济增长的角度，IMF 和美联储相对海外投行预测更理性一些，2025 年的经济增速维持 2024 年 3.2% 的

预判；但对美国经济增速则由 2024 年的 2.8% 调降至 2.2%，所以进入 2025 年，另一个关注点在于美国经济能否继续维系软着陆预期和川普回归后的影响。

图表 19：美国财政预算赤字水平（单位：%） 图表 20：美国 24 财年财政收入（单位：亿美元）



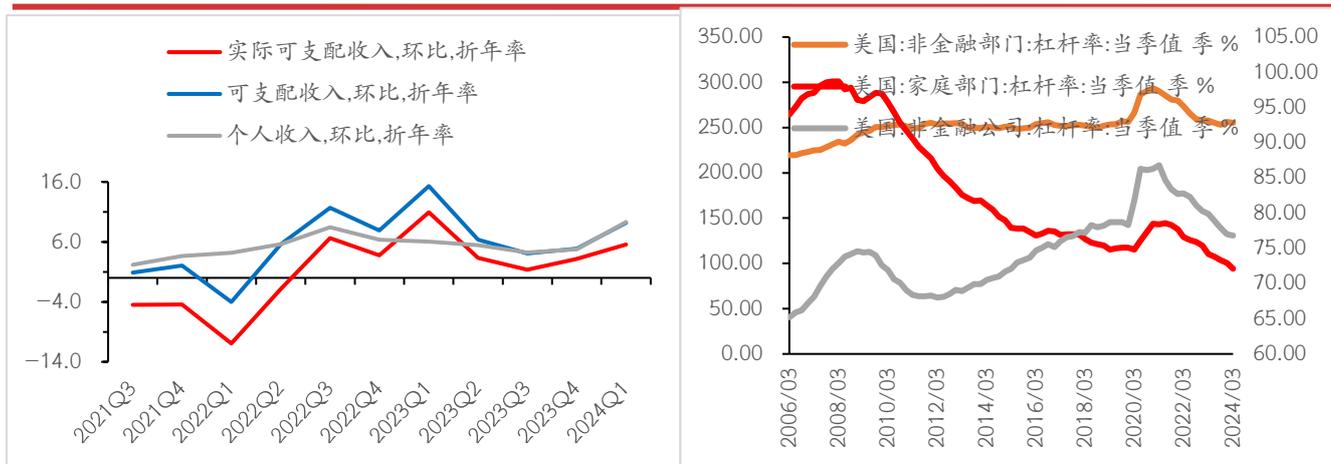
资料来源：美国财政部、光大期货研究所

美国经济能否实现软着陆，我们从美国财政支出、居民消费以及库存周期三个方面来去看。

首先财政收入方面。即便财政支出受到赤字水平约束，无法明显加力，但美国财政对经济的支持仍“留有余温”。2024 财年税收的超预期增加，使得美国财政得以继续主动增支。在扣除潜在产出缺口的影响后，预算内赤字仍将对 GDP 持续产生正向拉动，预计这种作用在 2025 年将逐步趋缓。其次，居民消费方面。从居民消费与家庭负债比率来看，虽然较疫情前水平仍有差距，但信贷需求也开始持续恢复，由此看居民部门从去杠杆向重新加杠杆的切换只是节奏和幅度问题，这也意味着美国经济动能仍存韧性，这离不开居民消费与劳动力市场的稳健发展。最后，从库存周期角度来看，虽然当前偏高的实际利率水平或对企业投资意愿形成一定压力，但在消费支出与销售额持续扩张支持下，企业利润持续改善，叠加美国降息周期提振下，为美国的库存周期拐点向上提供了动能。所以我们认为美国能够维系住软着陆的预期，市场风险点在于美国股市不断走高下是否会发生金融性风险，以及特朗普入主白宫后的一系列动作。

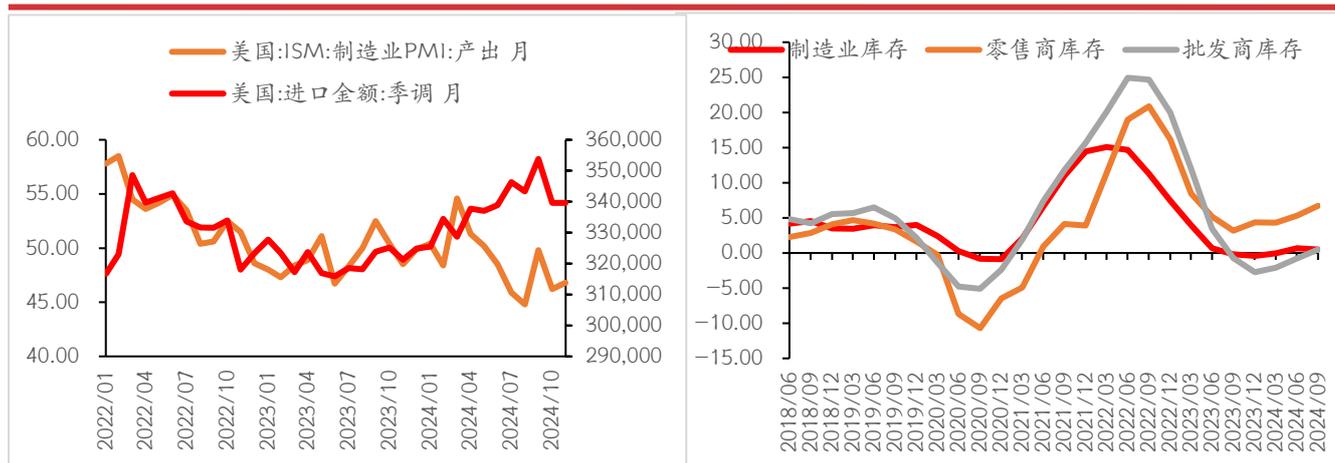
从路径依赖的角度去思考，美国经济若实现软着陆，就业稳定，通胀稳中有降，对当前美元及美元资产恐形成支撑，届时黄金投资吸引力或会削弱，但在美联储稳步降息预期下，金价或陷入高位震荡走势。

图表 21：美国居民可支配收入（单位：%） 图表 22：美国企业和家庭部门杠杆率（单位：%）



资料来源：美国财政部、Wind、光大期货研究所

图表 23：美制造业 ISM 与进口（单位：%） 图表 24：美国库存周期（单位：%）



资料来源：美国财政部、Wind、光大期货研究所

以上是基于美国当前现状去推测美国经济可以实现软着陆，但变数在于新当选总统特朗普。从上一届特朗普作为美国总统期间一系列政策来看，对美国经济产生了多方面的影响，其中短期内表现为经济增长和失业率下降等正面结果，但也存在着长期财政赤字、财富不平等、国际贸易关系紧张等挑战。他的“美国优先”策略在刺激国内经济的同时，也带来了对外经济关系的紧张和内部社会的分裂。未来，这些政策的长远效果仍有待观察，尤其是在全球化背景下，美国如何平衡经济增长与国际合作将是一个重要课题。本次美国总统大选后，国会参议院与众议院也均由共和党掌控，这使得特朗普在推行其施政时的阻力进一步减弱，其宽财政、宽监管、弱美元的组合下，极易出现经济阶段性回升+二次通胀的组合，这也意味着将进一步制约 2025 年的降息空间。长远来看，美国经济也容易遭受全球经济不稳定性的反噬，其“美国优先”的贸易政策，尤

其是对中国的商品征收高额关税，将推动全球贸易紧张局势，这些关税加大了跨国贸易的成本，导致国际供应链的复杂性和不确定性增加。另外，贸易冲突也会加剧市场的不稳定性，投资者和企业对未来经济增长的信心受挫，会导致资本流动的停滞，尤其是在关税征收初期，投资者担忧全球经济增长放缓，进而导致全球股市普遍面临较大的波动。全球经济不稳定性、汇率波动风险加大以及金融市场波动加大，对黄金来说难谈得上利多，但“危中有机”，投资者可以期待美联储为应对经济和金融波动风险，可能会加大降息力度，甚至重新走向扩表，也是黄金实现先抑后扬的契机。

图表 25：特朗普政府 2.0 政策概要

政策领域	详情	潜在影响
税收	继续推进大规模减税： 1) 推进2018年税法永久化，其中部分个税减免条款即将到期 2) 将企业所得税从当前的21%进一步降低至15%，激励企业加大资本支出和生产	1) 降税将增加居民实际可支配收入，增加居民消费支出的能力 2) 企业降税将会帮助企业增加利润水平，进而刺激企业增加投资与人员雇佣水平 3) 税收收入永久性减少
贸易政策	坚持美国优先(American First)的贸易政策： 1) 向任何对美国征收出口关税的国家征收同标准的“互惠关税” 2) 可能对进入美国的所有商品征收无差别的10%基准关税，对中国加征60%或更高的关税 3) 拒绝TPP协定，更加倾向推动《美墨加协定》等条款	1) 增加基础关税与互惠关税将帮助美国更好的减少贸易逆差水平，提高本国制造商品的竞争力， 但也会带来输入性通胀的风险 2) 对于中国加征关税可能会重蹈此前中美贸易战的场景（预计加征规模可能达到 3000亿美元，这是2019年底暂停执行的第三轮关税制裁规模）
能源政策	回归传统化石能源，寻求美国能源自主： 1) 加快发放石油、天然气勘探许可，增产传统能源： 2) 为关键矿物和稀土元素建立能源独立途径，并再度退出巴黎协定	1) 增加本土能源国内供应将使得美国能够更好的应对外部的价格冲击， 在降低能源价格通胀的同时也能增加对欧洲能源的出口规模以此获利 2) 暂缓美国新能源转型步伐，可能再度退出巴黎气候协议，减少财政支出的规模
本土制造政策	支持美国制造： 1) 取缔工人竞业协议并承认州外专业执照，促进劳动力流动 2) 加强制造业回流和近岸外包，构建北美FTA为主的供应链体系	1) 增加本土就业机会与劳动力流动，使得劳动力供需平衡 2) 制造业回流，短期内将增加企业的投资与人力资本，进而提高终端产品物价水平
移民政策	或推出“史上最严苛移民政策”： 1) 暂停各类援助计划，加强移民意识形态筛查，并可能恢复建设边境墙 2) 可能终止非法移民子女自动获得美国身份，禁止生育旅游	1) 移民人口的减少将使得劳动力市场重新回归紧张的状态，尤其是基础性工作的人员短缺，将会 推动用工成本的快速升高 ，并且不利于提高生产效率
经济政策	支持基础设施建设，但暂无明确支出计划： 1) 基建投资仍然瞄准道路、桥梁、海港和新兴技术以来的基础设施 2) 确保基建投资真正用于“基础”设施，而非社会福利支出等 3) 强调降低房屋抵押贷款利率，开放部分联邦土地以允许新房建设	1) 政府开支的增加将会刺激经济增长，但同时也会带来财政赤字与长期通胀的风险
外交政策	确保美国优先原则与以实力求和平的原则，确保美国盟友履行义务，同时对俄罗斯、中国、朝鲜、伊朗等国施压	1) 多次强调通过实力恢复和平，减少地缘政治风险，但实际可操作性还存在不确定性 2) 俄乌战争转向冷却的可能性高于巴以冲突。共和党对于俄乌冲突倾向于缩减支持规模，但巴以冲突上将继续保持坚定的支持，红海绕行或将继续
货币与外汇	主动压低美元以提振出口： 1) 依靠主动且大幅贬值美元以改善美国贸易赤字，实现贸易平衡目标	1) 存在通胀大幅反弹的风险
枪支权利	1) 继续支持美国宪法第二修正案，反对限制弹匣容量或禁止现代步枪的销售	1) 近年来美国大型枪击悲剧时有发生，美国民众对于限制枪支的呼声很高，可能会加剧社会的分裂
政府权力限制	1) 减少政府对于市场经济的干预，减少因监管而付出的财政支出，包括税务监管支出、银行业监管支出、互联网业务监管等	1) 减少政府监管将增加经济的活力 2) 但同时也会带来潜在的风险冲击，这是把双刃剑

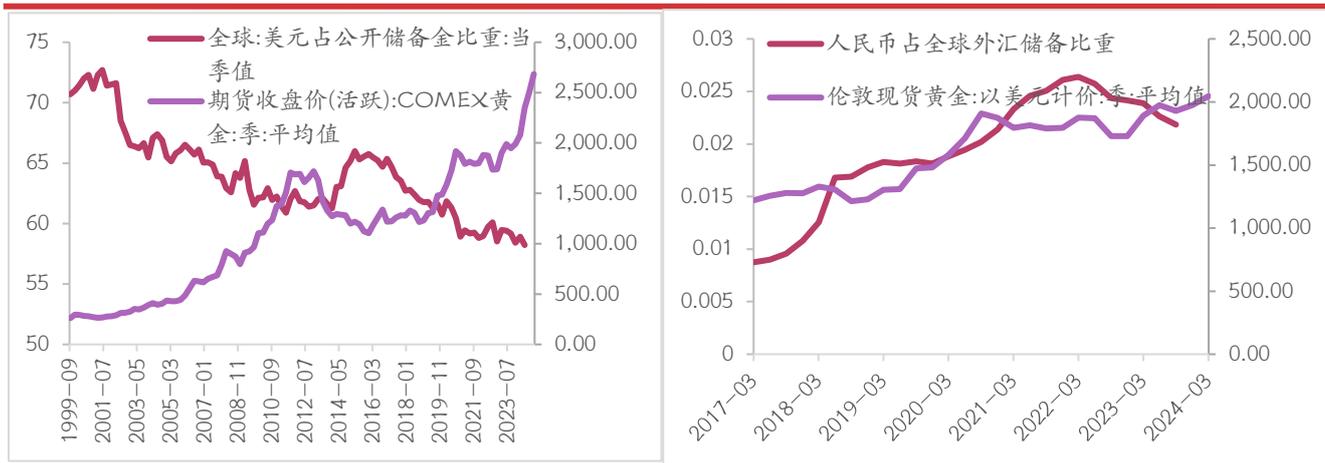
资料来源：网络公开资料、光大期货研究所

3、特朗普或重塑全球地缘政治

特朗普推行的“美国优先”政策强调保护美国利益，特别是在经济、贸易和安全领域。这一政策的核心思想是减少美国在全球事务中的参与，推动更具对称性的国际关系，要求其他国家在经济、贸易和防务问题上承担更多责任。在上一届总统期间，特朗普政府在2018年宣布退出伊核协议(JCPOA)，并重新对伊朗实施严厉制裁，这一决定引发了全球广泛的争议，并导致美国与伊朗的关系急剧恶化，增加中东地区的不稳定性。除了孤立伊朗外，特朗普政府在中东地区尝试通过推动“和平协议”来实现外交突破，特别是在阿联酋、巴林、苏丹和摩洛哥等国与以色列的关

系正常化方面取得了一定进展，称为“亚伯拉罕协议”。另外，特朗普曾批评北约成员国未能为自己的防务提供足够资金，要求北约成员增加防务开支，甚至威胁减少美国对北约的支持，这使得北约成员国之间产生了分歧，尤其是对于美国是否继续承担北约防务的角色产生了疑问。

图表 26: 美元占全球外汇储备额比重与金价 图表 27: 人民币占全球外汇储备比重与金价

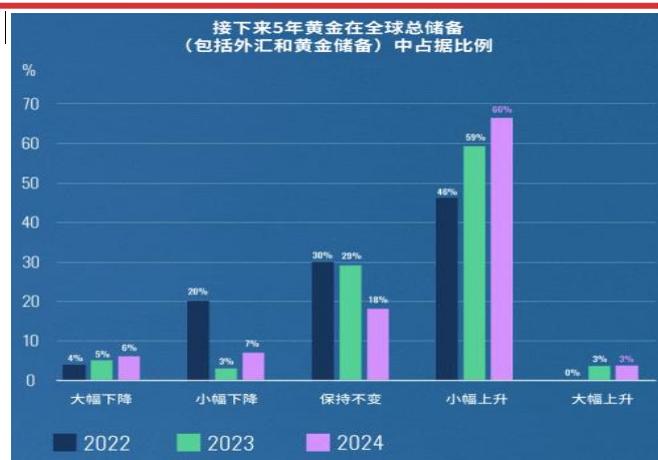


资料来源: Wind、光大期货研究所

图表 28: 世界黄金协会调研之美元



图表 29: 世界黄金协会调研之黄金



资料来源: 世界黄金协会、光大期货研究所

特朗普在 2024 年竞选总统时的政策纲领在军事领域集中表现在减少对乌军事援助，但加大对以色列的支持，其曾表示在其当选总统后将立即着手解决俄乌冲突，并希望以色列迅速结束加沙冲突。当前特朗普成功竞选已月余，但无论是中东还是俄乌之间的地缘政治并未得到明显的缓和，反而不断有冲突加剧的消息传来。对黄金而言，若地缘政治扩散风险解除，并恢复至地缘环境稳定期，或不利于黄金后市展开，我们也看到了自 11 月起金价开始陷入调整阶段，笔者认为这实际是市场认为地缘将走向中长期缓和的表现；但反过来，若特朗普并不能很好的兑现竞选“承

诺”，则会损害美国的公信力，最终可能引导全球地缘政治走向更加混乱的态势，对黄金来说则构成“重大利好”。

值得注意的是，特朗普在上一届任期内表现出与俄罗斯较为亲近的态度，尽管两国在乌克兰、叙利亚等问题上存在明显分歧，其再次入主白宫后，亦可能借俄乌冲突继续寻求与俄罗斯的关系改善。我们知道，2022 年俄乌冲突发生后，拜登政府毅然把俄罗斯部分银行踢出 SWIFT 支付体系，这引起了全球央行特别是新兴市场国家的不安，由此加大了黄金在货币储备中的比例。若特朗普再次向俄罗斯示好，一是俄罗斯部分银行重新加入 SWIFT 支付体系，可以强化美元的地位；二是减弱黄金在央行资产中的配置意愿。

四、 结论

我们回顾黄金近几年走势。自 2022 年开始，影响金价的主要因素，实际有两条明线，一是地缘政治，二是美联储货币政策预期。地缘政治方面。俄乌冲突爆发后，欧美国家对俄罗斯一系列制裁令美元信用下降，且俄乌冲突时间跨度以及由此引发的全球地缘政治链锁反应远超投资者预期，市场开始重视地缘政治扩散风险，而全球央行特别是新兴市场对黄金的大幅增持，也令投资者意识到黄金开始得到重视和价值重估。2000 年之后美国实际利率走势与黄金呈现负相关关系，但这一逻辑在 2022 年开始产生背离，这不得不认为地缘政治在里面起到较大的支撑作用。美联储货币政策预期方面。美国实际利率与黄金走势产生背离后，市场开始找寻影响金价的其他因素（除地缘政治）。笔者认为，主要在于近几年美联储越来越重视主动管理，主动管理的重要性越来越凸显，因此投资者开始“预测”美联储货币政策方向。比如在 2022 年 5 月至 2022 年 10 月金价走出下跌行情，实际是对美联储由“缓步”加息到“激进”加息应对通胀的集中体现；之后，市场变迫不及待开启了“激进”加息结束转向“缓步”加息的预期，金价由此出现探底回升；2023 年最后一次加息过后，市场对美联储态度一度产生摇摆，直至 10 月确认不再加息后，降息预期也随之到来，并开启了之后的黄金上涨行情；2024 年则是美联储降息预期开启的具体体现。

因此，进入 2025 年，我们实际上仍然要对这两条明线做出判断，但特朗普的回归无疑会深度影响这两条线，并且会成为贯穿整年可以反复交易的因素，因此应把它放在首位影响因素去推导行情。我们认为，2025 年随着特朗普的回归，对黄金而言危机并存，将出现先抑后扬的走势。首先，从特朗普政策 2.0 来看，实际对全球经济和地缘格局影响较大的集中在两条，一是缓和地缘

冲突，减少军事干预；二是对全球特别是对华加征关税，扭转贸易逆差。从介入的难易程度和时间跨度来看，显然地缘因素更容易介入，而加征关税因通胀问题可能“徐徐图之”。因此 2025 年初至二季度中上旬，我们可以看到地缘政治将总体呈现缓和的方向，而在此期间，受美国通胀翘尾影响，美联储降息节奏也将大概率放缓，对黄金来说很难谈得上利多，反可能推动金价下行。在此期间，可能伴随着部分多头的获利了结。进入二季度中下旬或三季度中上旬，地缘政治因素可能陆续被市场充分定价，此时市场焦点可能回到特朗普政策方面。当特朗普政策逐步推动下，全球贸易冲突会加剧市场的不稳定性，全球股市特别是美股可能会面临较大的波动，美联储为应对经济和金融波动风险，可能会加大降息力度，甚至结束缩表走向扩表，这也是黄金实现先抑后扬的契机。

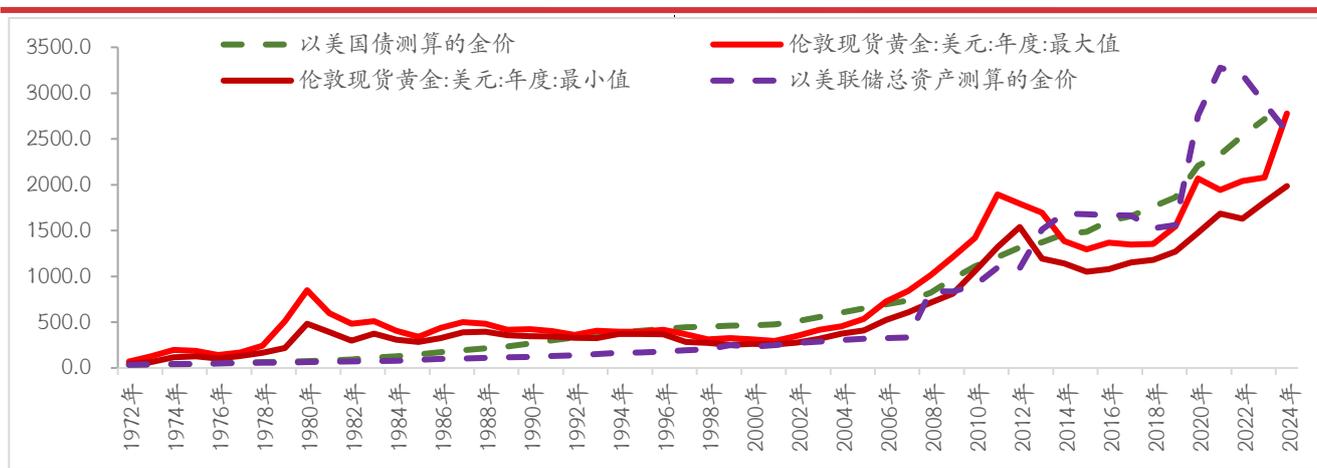
对于白银而言，会跟随黄金的节奏。但从白银基本面也可以看出来，随着光伏的快速发展，白银将在 2025 年实现第五个年度的供不应求，这也就意味着全球白银库存将继续下降，届时白银向上的弹性要大于向下。因此我们更建议，当金银价格联袂下行之时，关注白银触底反弹的时机，以及做空金银比的机会。

我们预测，2025 年伦敦现货黄金价格将在 2400 美元/盎司至 3000 美元/盎司之间波动，均价将上移至 2750 美元/盎司，对应国内运行区间约在 580 元/克~700 元/克。伦敦现货黄金价格将在 26.7 美元/盎司~42 美元/盎司之间波动，对应国内运行区间约在 6900 元/千克~10500 元/千克。

风险提示：

特朗普政策、美股黑天鹅、地缘政治

图表 30：基于美联储资产负债表和美债总量的金价估值预测（单位：美元/盎司）



资料来源：世界黄金协会、光大期货研究所

有色金属团队介绍

展大鹏，理科硕士，现任光大期货研究所有色研究总监，贵金属资深研究员，黄金中级投资分析师，上期所优秀金属分析师，期货日报&证券时报最佳工业品期货分析师。十多年商品研究经验，服务于多家现货龙头企业，在公开报刊杂志发表专业文章数十篇，长期接受期货日报、中证报，上证报、证券时报、第一财经、华夏时报等多家媒体采访，团队曾荣获第十六届、第十五届期货日报&证券时报最佳金属产业期货研究团队奖，上期所 2016 年度有色金属优秀产业团队称号。

期货从业资格号：F3013795 期货交易咨询资格号：Z0013582 E-mail: Zhandp@ebfcn.com.cn

刘轶男，英国利物浦大学理学硕士，现任光大期货研究所有色研究员，主要研究方向为锌锡，期货日报&证券时报最佳工业品期货分析师。深入国内外有色产业，扎根产业链上下游，关注行业热点和时事政策，服务于多家产业龙头企业。长期在期货日报、中证报、第一财经、华夏时报等国内主流财经媒体发表观点，撰写多篇深度专题报告和热点解读报告，获得客户高度认可。

期货从业资格号：F3030849 期货交易咨询资格号：Z0016041 E-mail: Liuyn@ebfcn.com.cn

王珩，澳大利亚阿德莱德大学金融学硕士，现任光大期货研究所有色研究员，主要研究方向为铝硅。扎根国内有色行业研究，跟踪新能源产业链动态，为客户提供及时的热点和政策解读，撰写多篇深度报告，获得客户高度认可；深入套期保值会计及套保信披方面研究，更好的服务上市公司风险管理。

期货从业资格号：F3080733 期货交易咨询资格号：Z0020715 E-mail: Wangheng@ebfcn.com.cn

朱希，英国华威大学理学硕士，现任光大期货研究所有色研究员，主要研究方向为锂镍。重点聚焦有色与新能源融合，跟踪新能源产业链动态，为客户提供及时的热点和政策解读，撰写多篇深度报告，获得客户高度认可。

期货从业资格号：F03109968 E-mail: zhuxi@ebfcn.com.cn

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、可靠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更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号 6 楼、703 单元

公司电话：021-80212222

传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979

邮编：200127