



光期研究 见微知著

川普回归下的黄金市场展望

2024年12月11日



光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

今年以来黄金表现

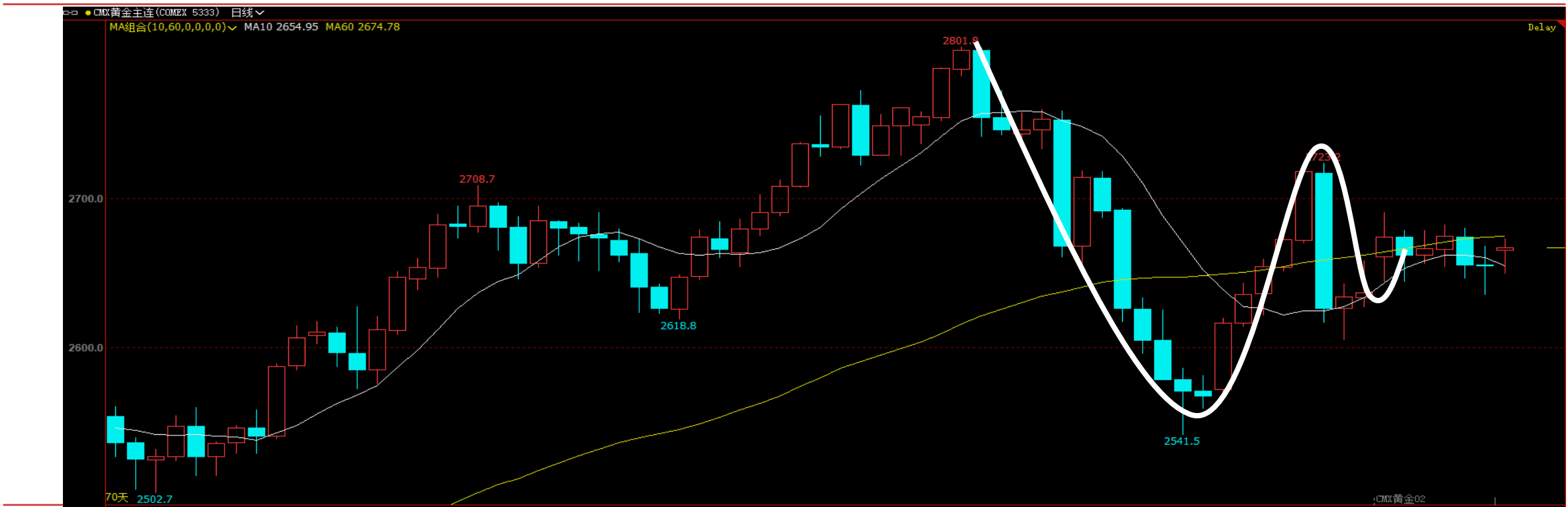
图表：黄金走势（单位：美元/盎司）



资料来源：文华财经，光大期货研究所

美国大选前后黄金表现

图表：黄金走势（单位：美元/盎司）



资料来源：文华财经，光大期货研究所

特朗普上一届总统期间黄金表现

图表：黄金走势（单位：美元/盎司）



资料来源：Ifind，光大期货研究所

2024年全球黄金供求平衡表——高金价下的负反馈

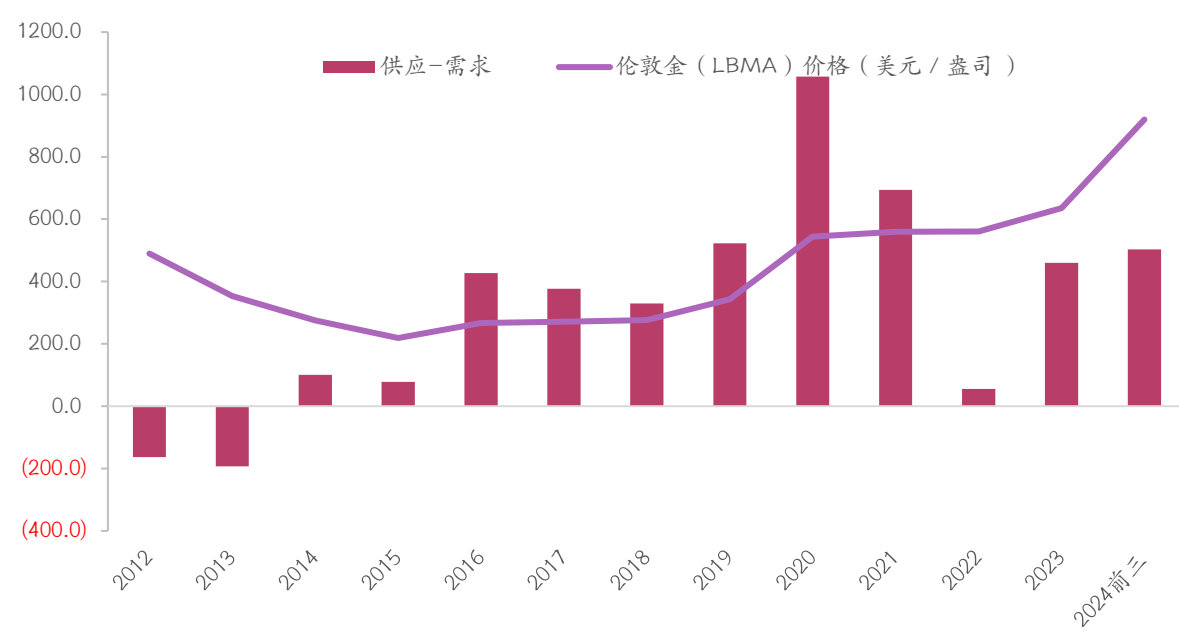
图表：黄金供求平衡表（单位：吨）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	同比	Q1'24	Q2'24	Q3'24	同比		
供应量																			
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	▲	6
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	▼	-99
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	▲	11
总供应量	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	▲	5
需求量																			
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	▼	-7
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	▼	-12
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	▲	36
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	▲	7
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	▲	9
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	▲	1
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	▼	-4
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	▲	132
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	▼	-9
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	▼	-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	▼	-42
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	▲	17
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	▼	-49
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	▼	0
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	▲	97
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	▲	5
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	▲	28

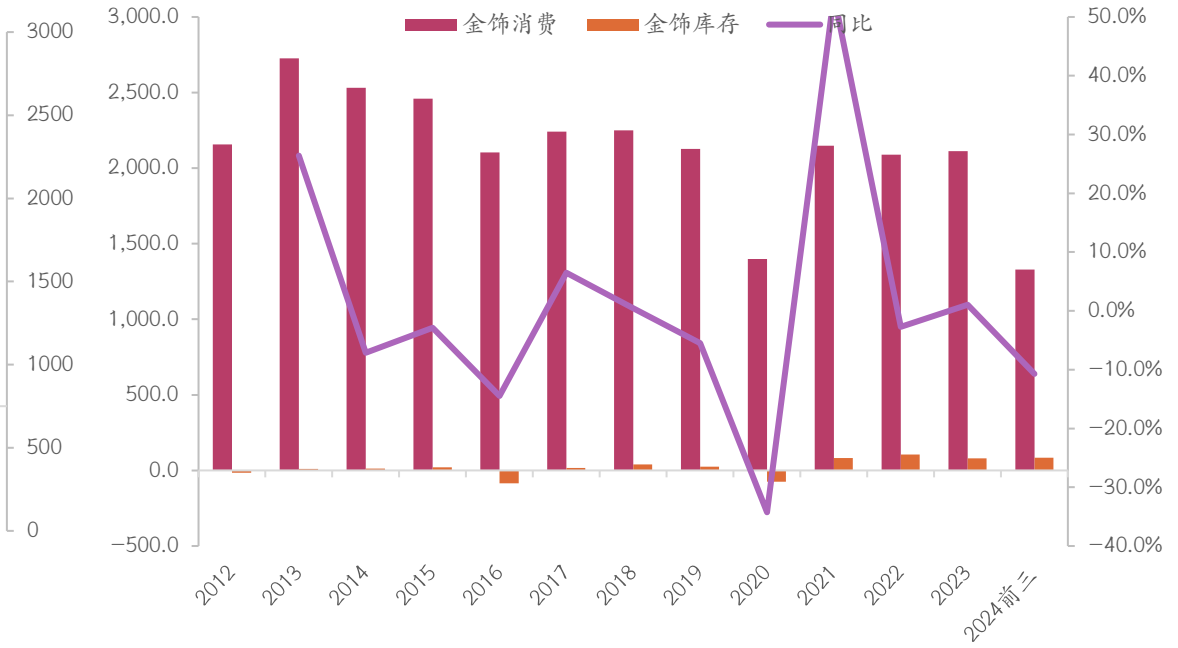
资料来源：世界黄金协会，光大期货研究所

高金价下的负反馈：供增需弱、金饰消费下降、库存累积

图表：黄金顺差/逆差与金价（单位：吨，美元/盎司）



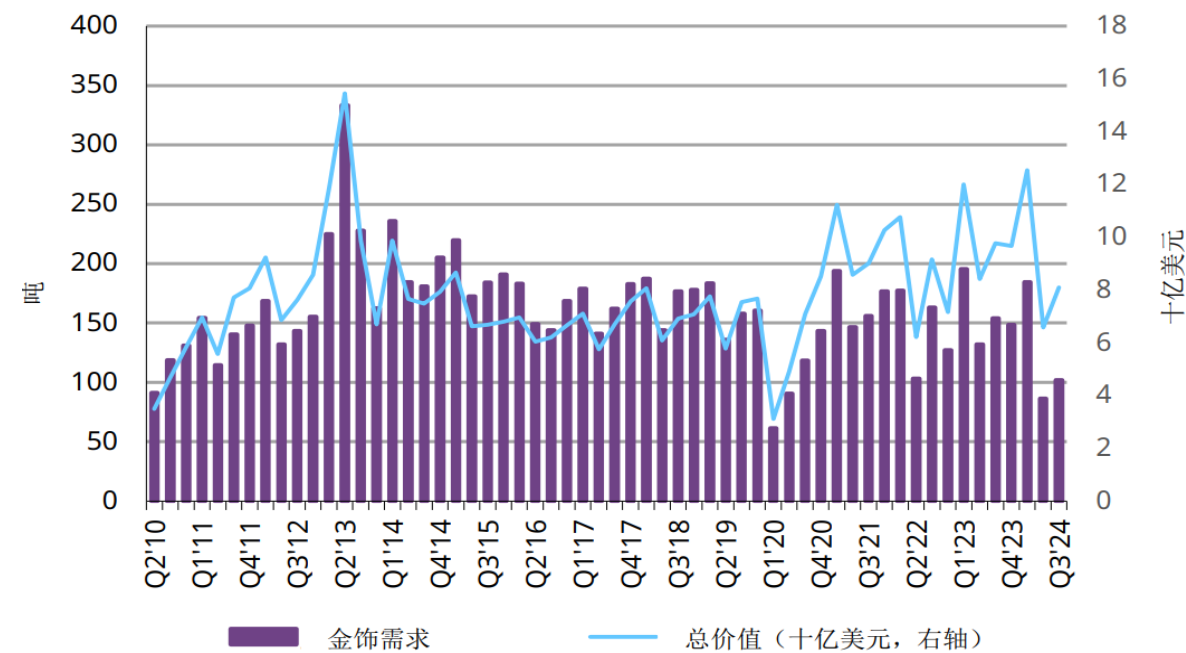
图表：全球金饰品与金饰品库存（单位：吨）



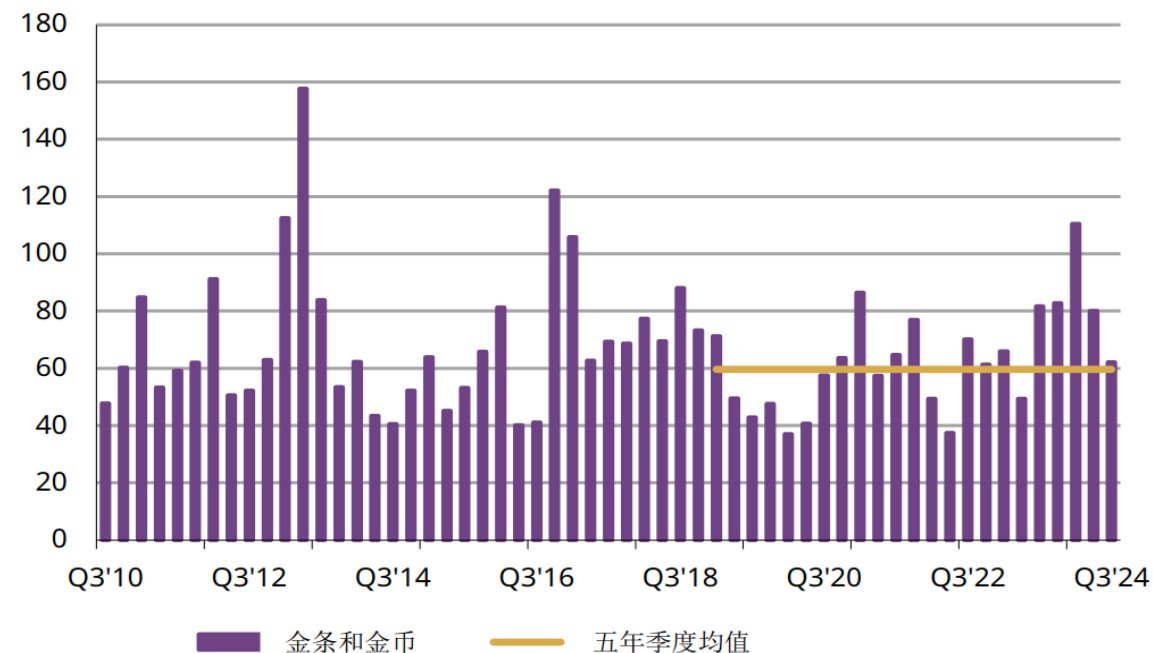
资料来源：世界黄金协会，光大期货研究所

高金价下的负反馈：中国需求稳中有降

图表：中国金饰品需求（单位：吨；十亿美元）



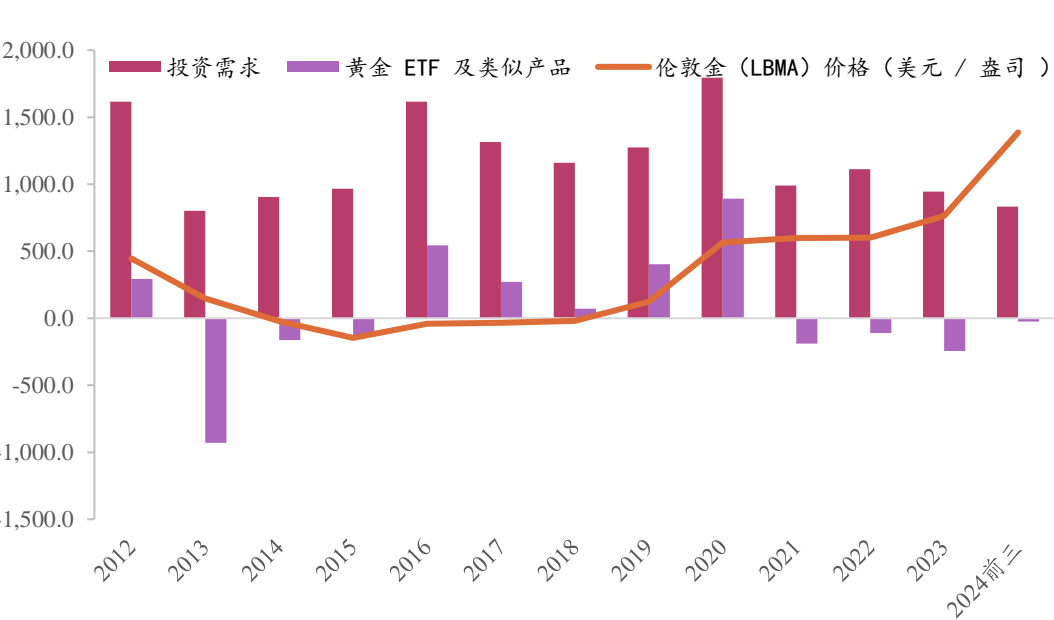
图表：中国金条金币需求（单位：吨）



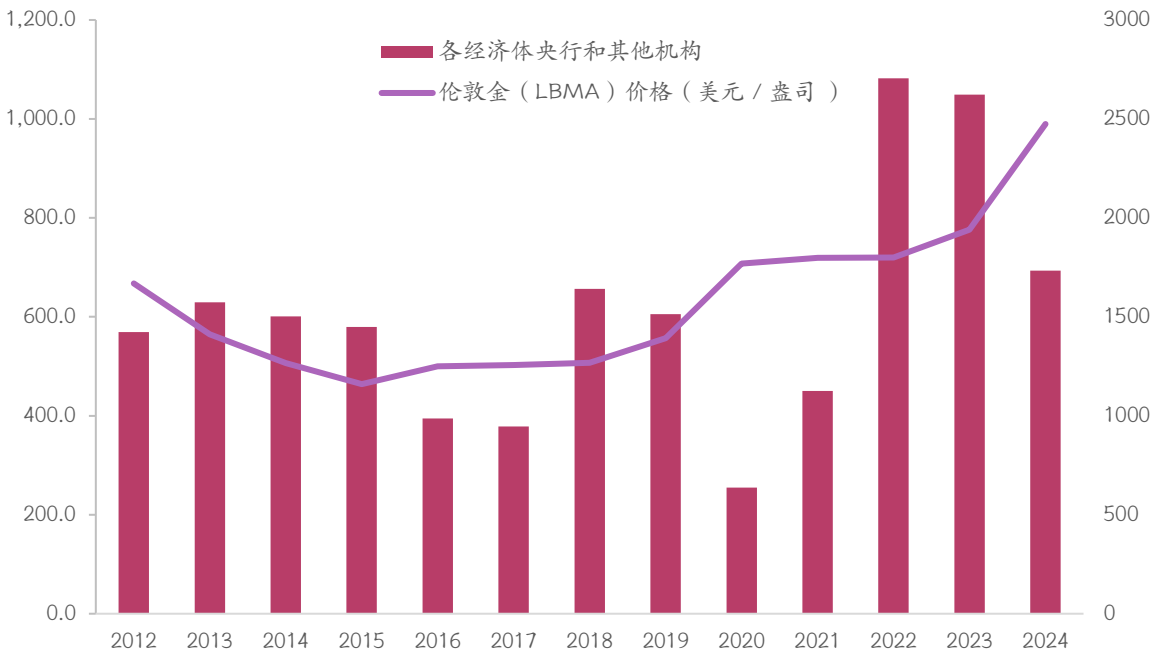
资料来源：世界黄金协会，光大期货研究所

高金价下的负反馈：黄金ETF的回流和央行购金的减弱

图表：全球投资需求（单位：吨）



图表：央行购金需求（单位：吨）



资料来源：世界黄金协会，光大期货研究所

2022年至今黄金影响因素——地缘政治扩散风险、美联储货币政策预期

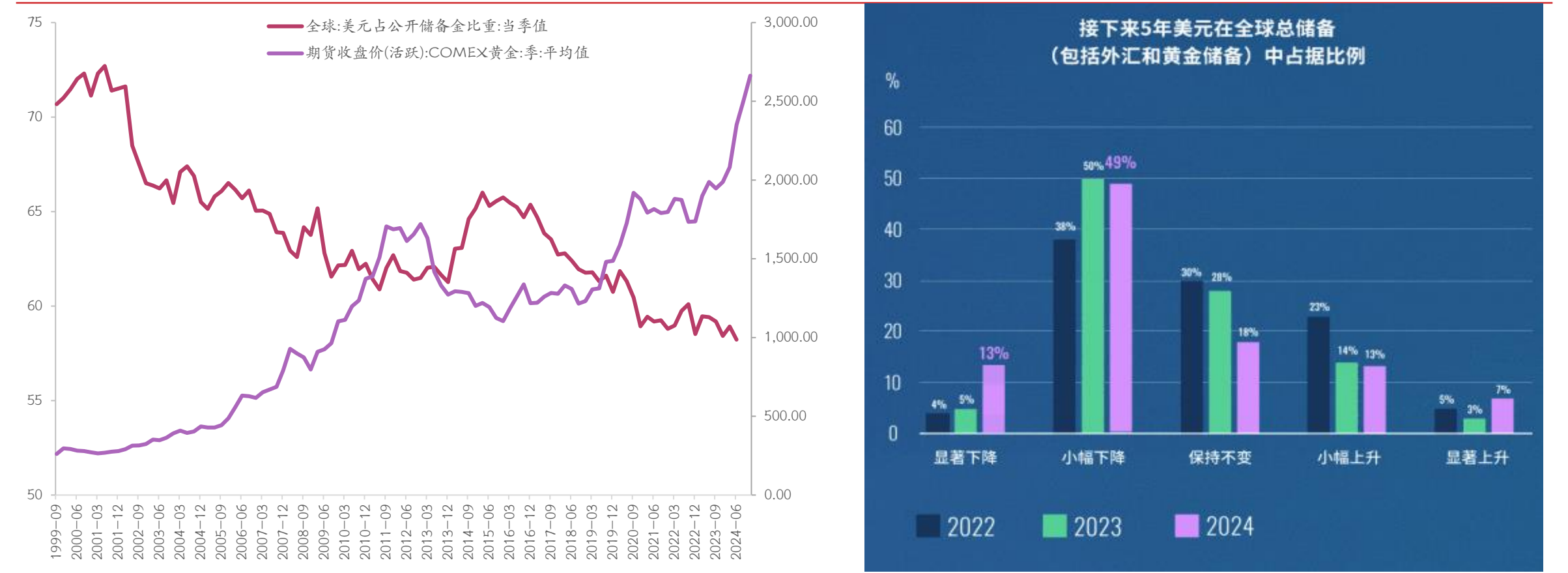
图表：黄金走势（单位：美元/盎司；美元/吨）



资料来源：文华财经，光大期货研究所

全球地缘政治风险，对冲美元信用风险，央行的强大背书，是黄金价格的有力支撑

图表：美元占全球外汇储备额比重及金价（单位：%、美元/盎司）



资料来源：Wind，世界黄金协会，光大期货研究所

全球地缘政治风险，对冲美元信用风险，央行的强大背书，是黄金价格的有力支撑

图表：人民币占全球外汇储备比重与金价（单位：%、美元/盎司）



资料来源：世界黄金协会，光大期货研究所

2025年的变数：特朗普政策的“三板斧”

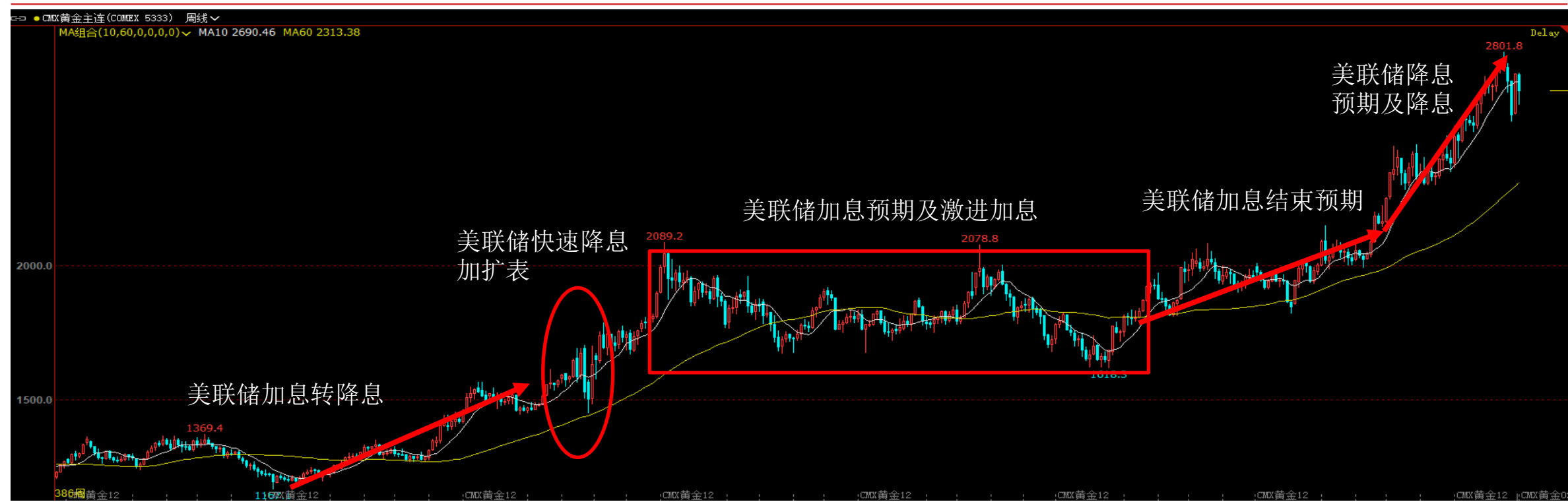
图 8：特朗普的政策标签：财政扩张、逆全球化、贸易保护

	领域	2024年政策纲领	主要内容
财政扩张 刺激经济	税收	对内减税	(1) 延续减税法案中个税条款，提议取消对小费、社会保障福利以及加班工资的所得税。 (2) 将在美国生产产品的公司税率降至15%。这一数字远低于当前的21%。
	财政	扶持本国制造业	(1) 为购买美国产汽车提供税收减免优惠，废除或部分废除拜登《削减通胀法案》。 (2) 将关税所得资金注入主权财富基金并投资于制造业中心、国防和医学研究。
	货币	倾向货币宽松，支持尽快降息	(1) 特朗普任内曾多次公开施压美联储，指责美联储加息拖累美国股票市场表现和经济增长，要求尽快降息，并认为目前利率过高。 (2) 倾向于实施弱美元政策，提振出口。
逆全球化 加剧	关税	提升关税	(1) 承诺要对所有国家的所有进口商品征收20%的统一关税，特别是对中国进口商品征收高达60%的关税。
	移民	收紧移民政策	(1) 继续收紧移民政策，当选后或实施美国史上规模最大的非法移民驱逐计划。
	军事	加大对以色列支持、减少对乌援助	(1) 计划解决俄乌冲突，并打算当选后就立即行动，而不是等到1月正式就职。 (2) 希望以色列可以在自己胜选后迅速结束加沙冲突，将给予以色列更自由的决策权，抨击拜登试图限制以色列针对伊朗的报复性袭击。

资料来源：央视网，新浪财经，光大证券研究所整理

2018至今黄金走势复盘——美联储动作预期及美联储扩（缩）表

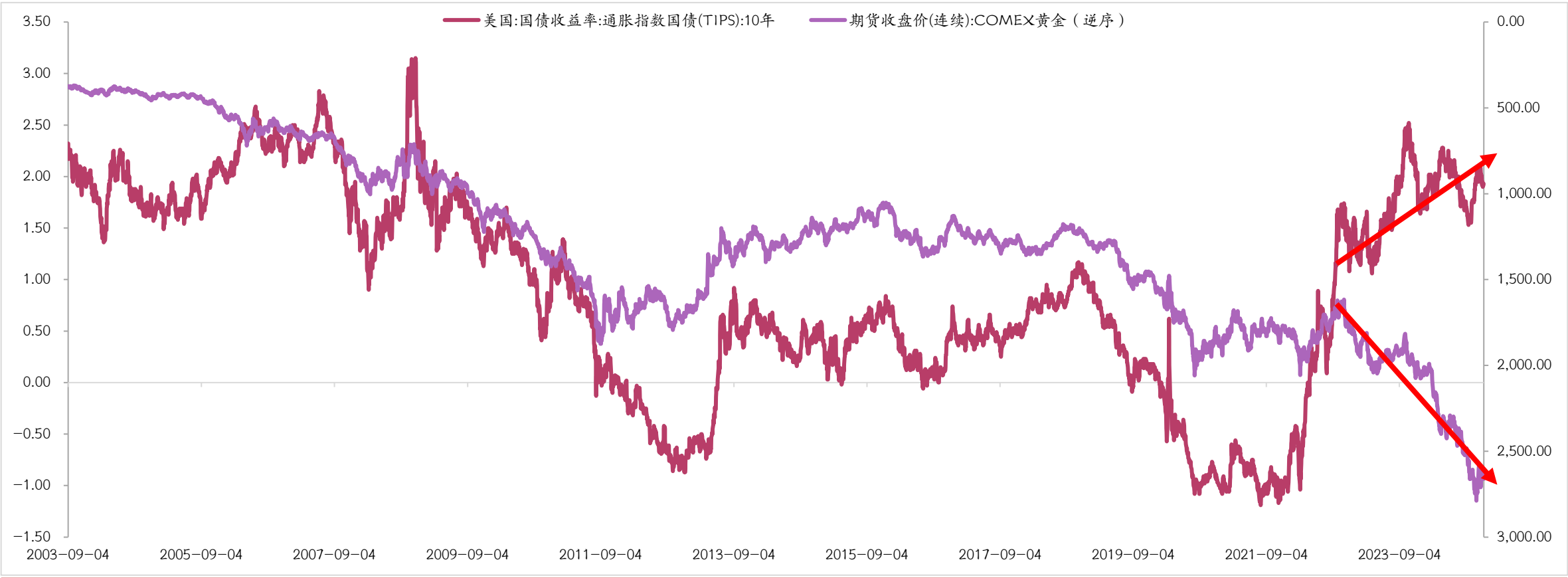
图表：黄金走势（单位：美元/盎司；美元/吨）



资料来源：文华财经，光大期货研究所

黄金传统研究框架：美国实际利率与金价走势产生背离

图表：美国通胀指数国债与金价走势（单位：%、美元/盎司）



资料来源：IFind，光大期货研究所

2025年的变数：特朗普政策的“三板斧”

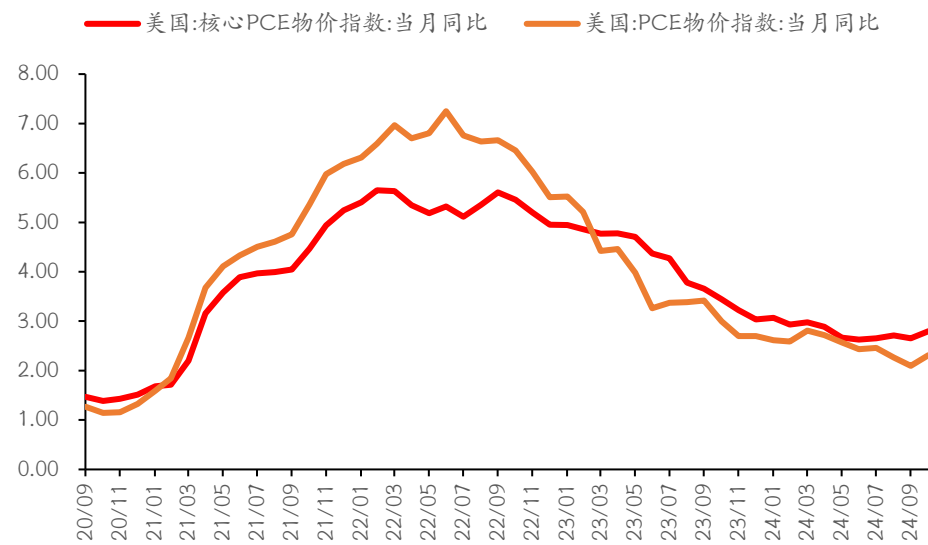
图 8：特朗普的政策标签：财政扩张、逆全球化、贸易保护

领域		2024年政策纲领	主要内容
财政扩张 刺激经济	税收	对内减税	(1) 延续减税法案中个税条款，提议取消对小费、社会保障福利以及加班工资的所得税。 (2) 将在美国生产产品的公司税率降至15%。这一数字远低于当前的21%。
	财政	扶持本国制造业	(1) 为购买美国产汽车提供税收减免优惠，废除或部分废除拜登《削减通胀法案》。 (2) 将关税所得资金注入主权财富基金并投资于制造业中心、国防和医学研究。
	货币	倾向货币宽松，支持尽快降息	(1) 特朗普任内曾多次公开施压美联储，指责美联储加息拖累美国股票市场表现和经济增长，要求尽快降息，并认为目前利率过高。 (2) 倾向于实施弱美元政策，提振出口。
逆全球化 加剧	关税	提升关税	(1) 承诺要对所有国家的所有进口商品征收20%的统一关税，特别是对中国进口商品征收高达60%的关税。
	移民	收紧移民政策	(1) 继续收紧移民政策，当选后或实施美国史上规模最大的非法移民驱逐计划。
	军事	加大对以色列支持、减少对乌援助	(1) 计划解决俄乌冲突，并打算当选后就立即行动，而不是等到1月正式就职。 (2) 希望以色列可以在自己胜选后迅速结束加沙冲突，将给予以色列更自由的决策权，抨击拜登试图限制以色列针对伊朗的报复性袭击。

资料来源：央视网，新浪财经，光大证券研究所整理

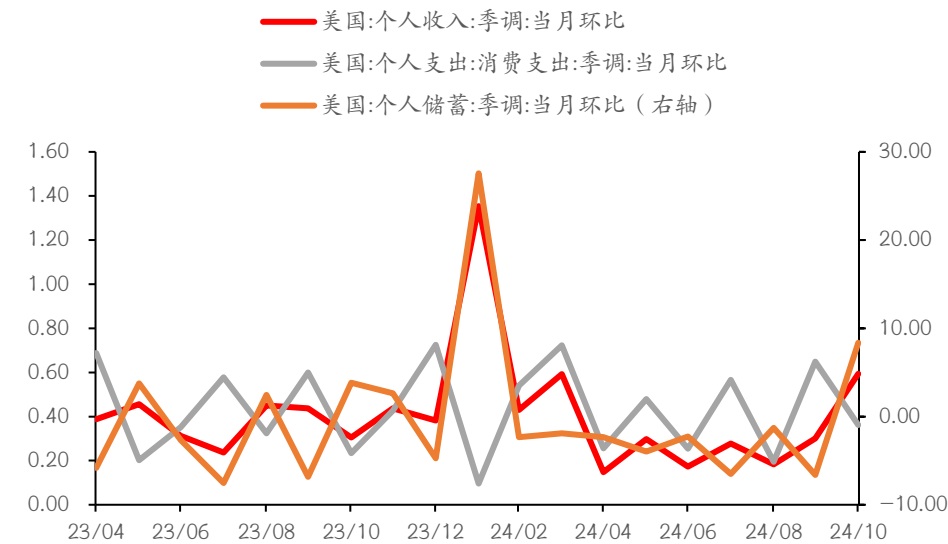
2025年的变数：美联储阶段性放缓降息步伐

图表：美国10月核心PCE物价降温再放缓（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

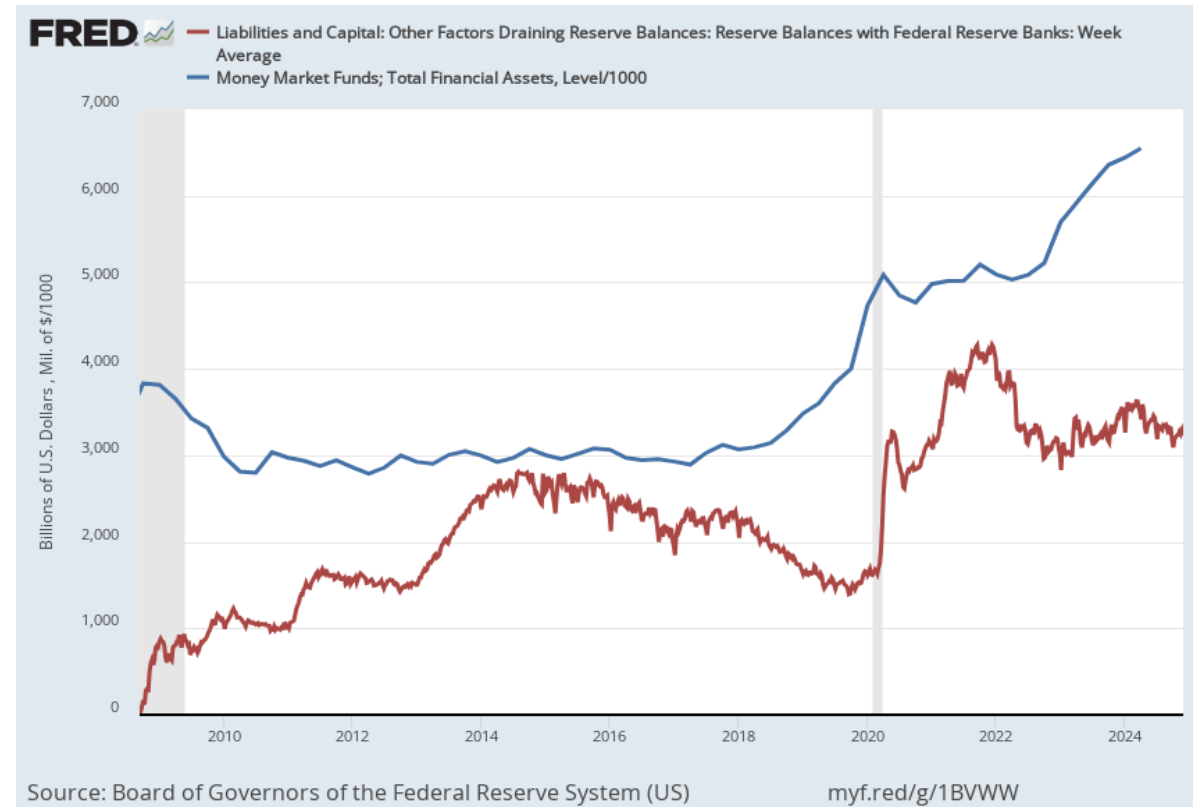
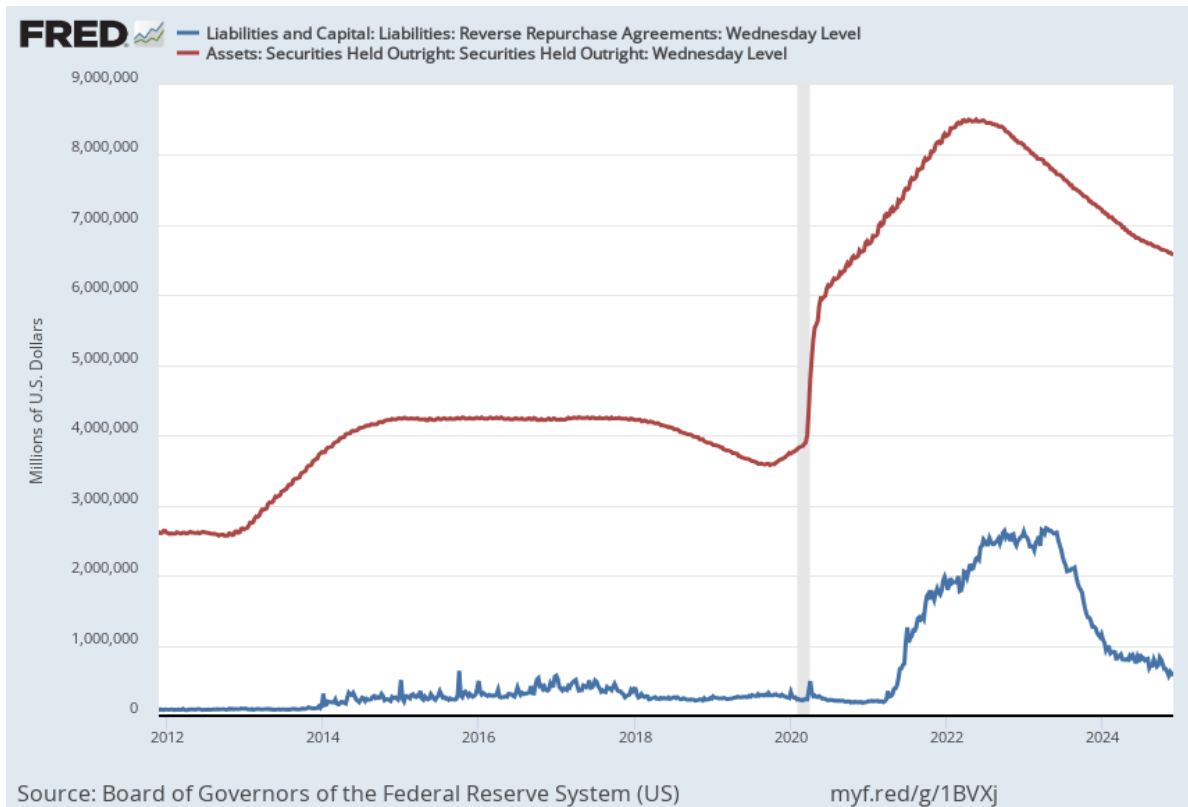
图表：居民收入依旧强劲（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 美国10月PCE物价指数同比小幅反弹至2.3%，前值2.1%；核心PCE物价指数也出现小幅反弹，同比上升2.8%，为2024年4月以来最大增幅，前值为2.7%。核心服务价格在10月环比上涨0.4%，为3月以来的最大涨幅，核心商品成本则保持不变，通胀降温再度放缓。
- 美国10月个人储蓄率由前值的4.2%意外上涨至4.4%，但个人消费支出与个人收入仍然表现强劲，环比分别上涨0.4%和0.6%，指向居民的消费意愿并未减少，未来几个月的支出仍可能健康增长，美联储渐进式降息的预期走强。

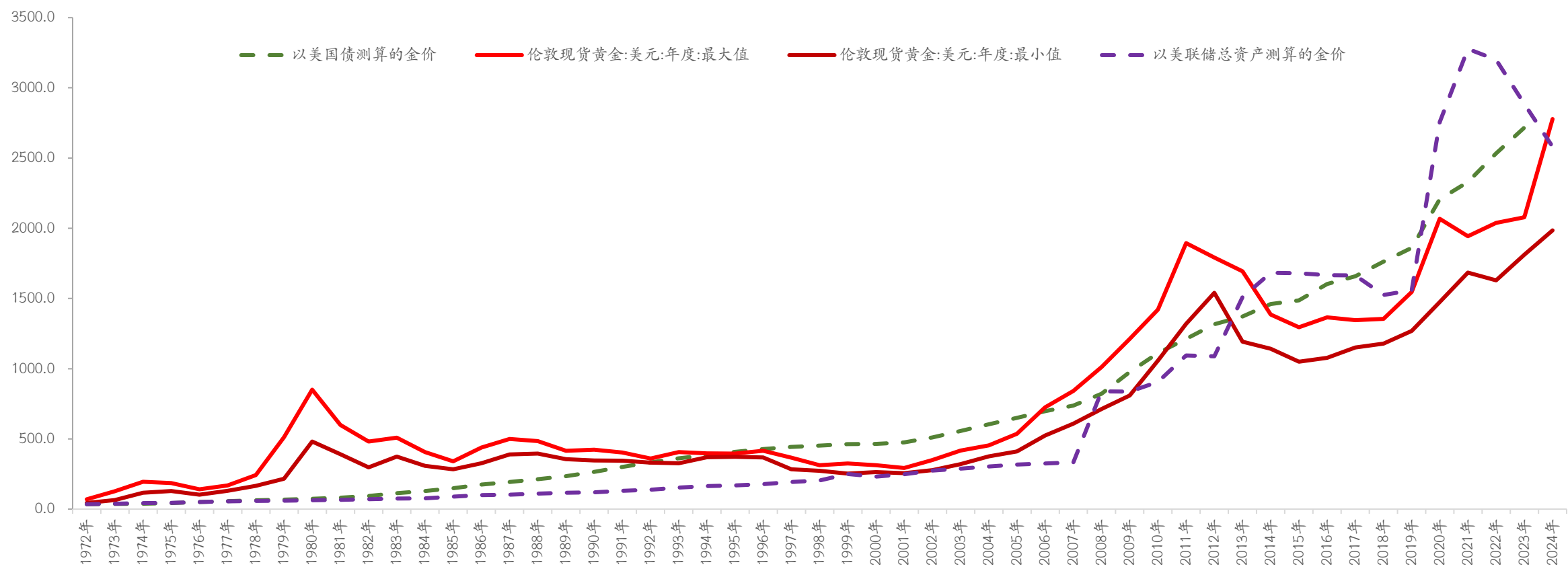
2025年的变数：美联储离暂时不会结束缩表



资料来源：FRED，光大期货研究所

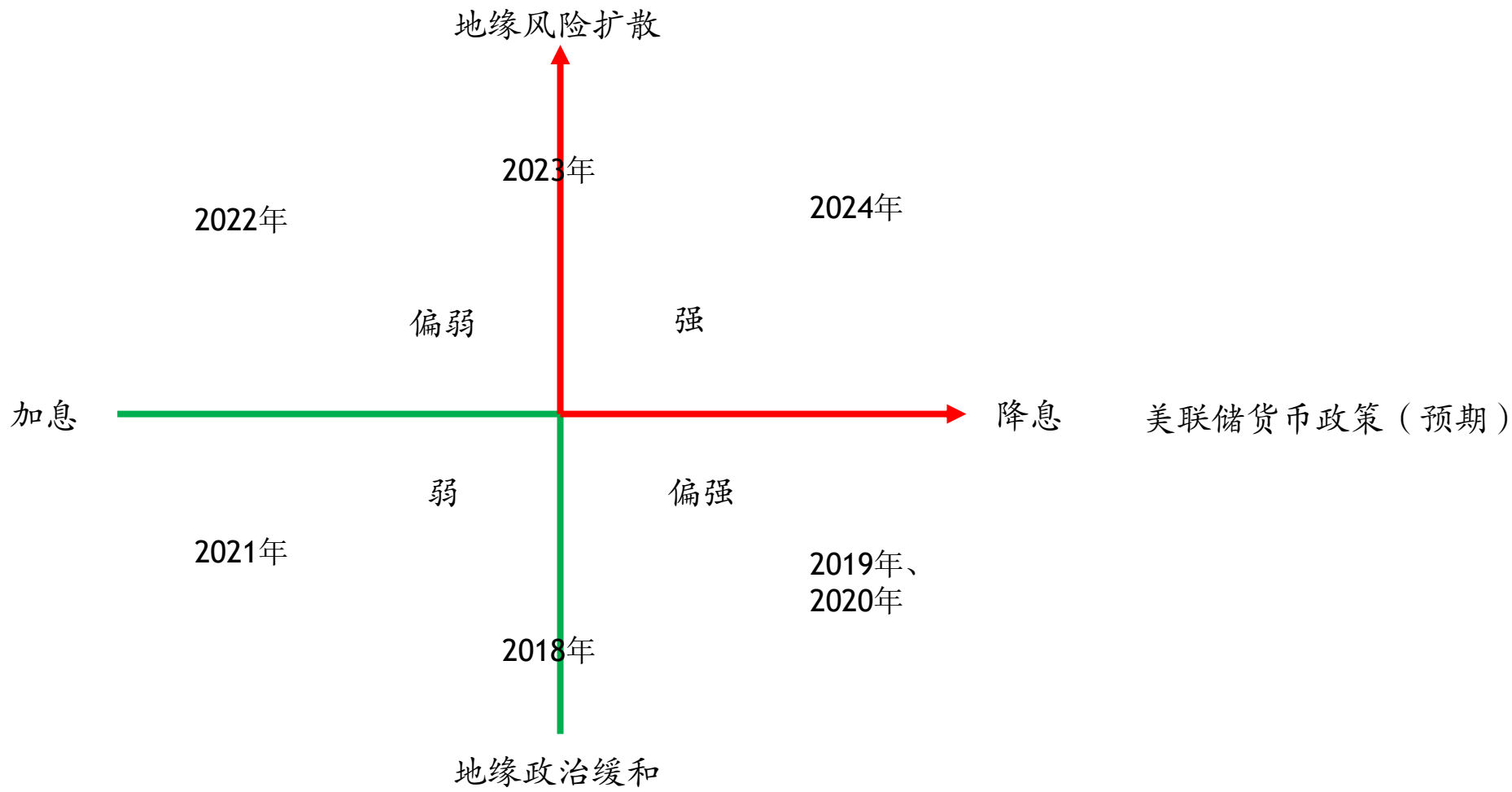
金价趋于合理：从美联储资产负债表和美国债增发的角度去测算

图表：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）

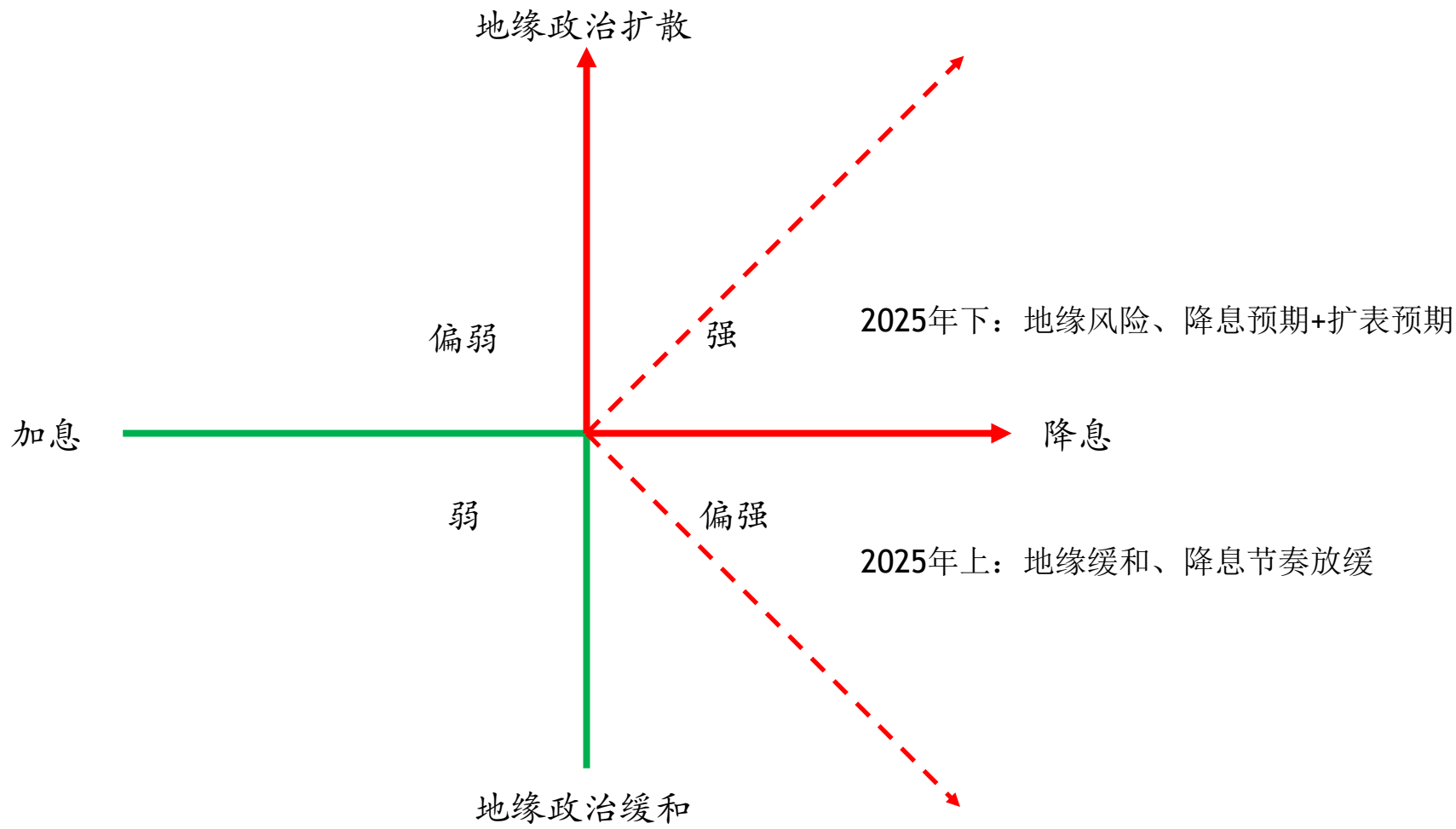


资料来源：Ifind，光大期货研究所

2025年金价如何演绎？

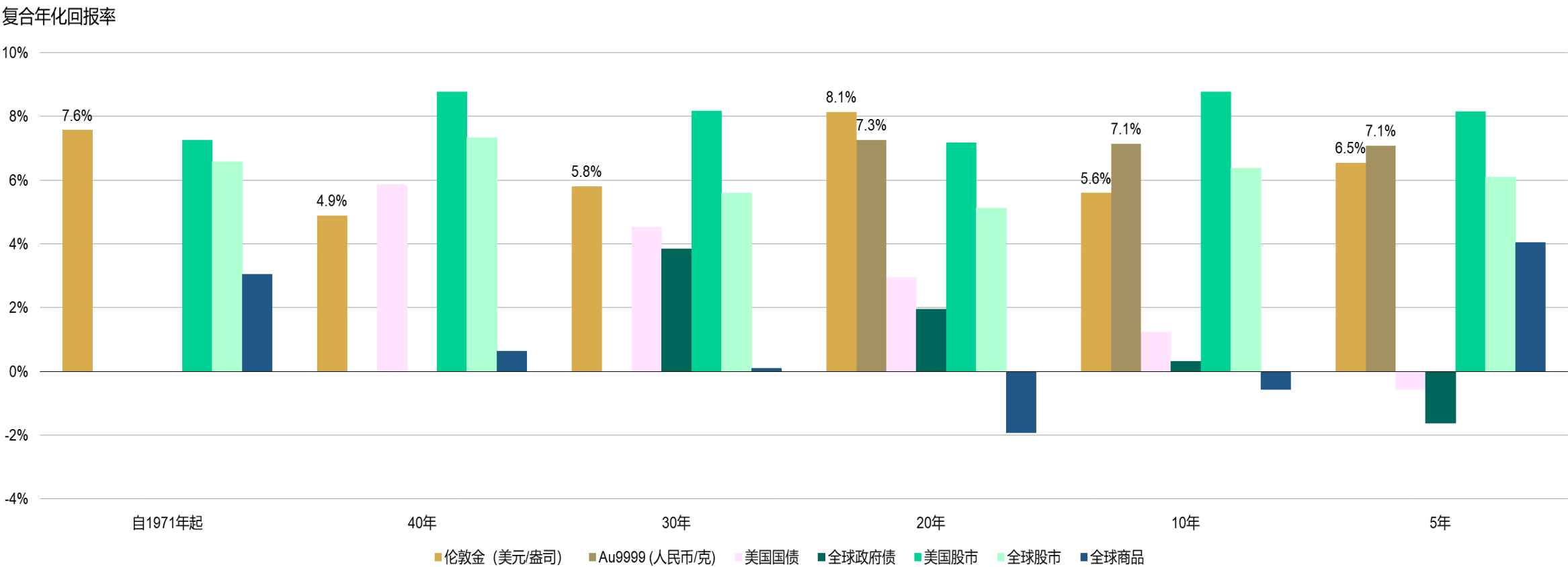


2025年金价如何演绎？



黄金：应站在资产配置和长期回报率的角度去看待

图表：黄金复合年化回报率（单位：%）



资料来源：世界黄金协会，光大期货研究所

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，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。