

大争之世 大有可为

作者：林振龙

投资咨询资格证号：Z0018476

审核：曹有明

投资咨询资格证号：Z0011385

复核：刘书语

从业资格证号：F03107583

电话：021 - 2062 7529

邮箱：

linzhenlong@sd-gold.com

山金期货官微：



报告导读

一、2024 年行情回顾

2024 年以来，黄金连续创出历史新高，并且与美元指数长期同涨。白银在之后也快速补涨，但整体弱于黄金。2025 年随着特朗普上任，注定是个大争之世，全球经济政治体系重构推动货币体系重构，贵金属未来仍旧大有可为。

二、货币属性

（一）主要经济体中，2025 年美国通胀下行趋缓，特朗普上任后存在“再通胀”可能；欧元区接近完成抗通胀目标，但贸易战风险给未来降息带来压力；

（二）2025 年美国就业整体或维持走弱态势，特朗普新政或加速就业下行；（三）梳理 23-24 年美联储货币政策路径，2025 降息仍是基本愿景，降息预期近期有所回落，但已接近降无可降；（四）相比其他主要经济体经济和通胀表现，美元吸引力在 2024 被动强势上行后，2025 年有望延续强势，但继续上破困难重重；

三、避险属性

（一）美股波动率相对处于历史低位，2025 年或震荡上升，推升贵金属避险价值；（二）世界正处于向新秩序过渡的过程中，美国不再是主导力量。不能忽视潜在地缘异动风险，如中美关系、中东危机扩大化等可能避险事件对避险资产的需求推动作用；

四、商品属性

（一）全球黄金 2024 年供给稳定增加，但需求回落。2025 年需求预期继续结构分化，首饰需求受到高位金价抑制，但官方和民间增持抵消了部分利空影响；

（二）2024 年全球白银供需缺口预期为 6696 吨，2025 年全球白银矿产银增长或继续乏力，供需紧张叠加低库存现状，另外光伏去产能加速后有望重新增长；

五、未来的投资逻辑演变：

2024 年贵金属的暴涨，伴随美元强势。一方面是欧美降息路径差美指被动上涨，另一方面资金推动作用不可小视，而且国内贡献越来越大。目前联储降息预期重回低位，但接近降无可降，地缘异动等避险需求仍在。联储 12 月决议并非对后期明确指引，更类似市场预期的美联储印证。目前贵金属面临高位整固，2025 年或用时间换空间。年初降息等利多开始兑现后高位承压。年中前后如无避险上破，回调压力突出。下半年联储降息或重回视野，再次回归涨势。全年有望走出前后高中间低的“微笑曲线”。建议投资者提前做好风险管理。

六、策略：中期高位偏弱震荡，长期阶梯上行，逢低布多为主，做好仓位管理

七、支撑压力：伦敦金：2450-2950 沪金：590-700

伦敦银：26-40 沪银：6800-10200

风险提示：通胀就业等再次上行、联储官员发言偏鹰、地缘异动等

2024年以来，贵金属前两个月基本延续2023年12月以来的震荡走势。3月及10月开始黄金连续创出历史新高，并且与美元指数长期同涨，伦敦金最高涨至2789.99美元/盎司，国内沪金主力最高涨至639.48元/克。白银在黄金新高后，也快速补涨。伦敦银最高涨至34.863美元/盎司，国内沪银主力最高涨至8733元/千克，创出白银期货2012年上市以来新高。四季度以来，美国经济依然坚挺，特朗普胜选给美国乃至全球带来巨大变数。同时非美货币国家经济增长趋缓，贸易战风险增加，全球央行货币政策路径分化。2025年随着特朗普上任，注定是个大争之世，全球经济政治体系重构推动货币体系重构，贵金属未来仍旧大有可为。

一、2024年行情回顾

一二月份，贵金属整体延续高位震荡

2023年11月29日，美联储沃勒暗示或已完成加息，若通胀持续下降几个月后将开始降息。多位联储官员转鸽。美联储褐皮书显示最近几周美国经济活动放缓，通胀大幅缓解。至12月4日星期一，伦敦金上破历史前高，最高涨至2146。2023年12月13日，美联储主席鲍威尔表示，美国货币政策历史性的紧缩周期可能已经结束，讨论降息的问题开始“进入视野”。进一步印证了市场预期。

图 1：伦敦金 2024 年行情逻辑



数据来源：文华财经、山金期货交易咨询部

但随后美国1月非农就业超预期激增，薪资增长强劲，失业率保持3.7%低位。美国1月新增非农就业人数35.3万，远超预期18万，为2023年2月以来最大增幅，也远超过去12

个月均值（25.5万）。2024年2月13日，美国劳工统计局公布的数据显示，美国1月CPI同比增3.1%，虽然为去年6月以来的最低水平，但高于预期的增2.9%，12月前值为3.4%。美国1月CPI环比增0.3%，高于预期的增0.2%，12月前值为0.3%。美国就业和通胀压力持续，抗通胀之路崎岖不平，对美联储降息预期回撤。

三月之后，贵金属连续突破上行

2024年2月29日，美国商务部最新数据显示，美联储首选通胀目标、剔除食物和能源后的1月核心PCE物价指数同比增速回落至2.8%，较前月的2.9%略有降低，与市场预期一致，为2021年3月以来最小增幅；但环比从前月的0.2%反弹至0.4%，符合预期的0.4%，创2023年4月以来最大增幅。2023年3月1日，美国制造业2月进一步萎缩，1月建筑支出意外下降。黄金快速突破前高。

图 2:各币种金价近十五年表现

| | USD | AUD | CAD | CHF | CNY | EUR | GBP | INR | JPY |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2010 | +29.5% | +13.5% | +22.3% | +16.7% | +24.9% | +38.8% | +34.3% | +23.7% | +13.0% |
| 2011 | +10.1% | +10.2% | +13.5% | +11.2% | +5.9% | +14.2% | +10.5% | +31.1% | +4.5% |
| 2012 | +7.0% | +5.4% | +4.3% | +4.2% | +6.2% | +4.9% | +2.2% | +10.3% | +20.7% |
| 2013 | -28.3% | -16.2% | -23.0% | -30.1% | -30.2% | -31.2% | -29.4% | -18.7% | -12.8% |
| 2014 | -1.5% | +7.7% | +7.9% | +9.9% | +1.2% | +12.1% | +5.0% | +0.8% | +12.3% |
| 2015 | -10.4% | +0.4% | +7.5% | -9.9% | -6.2% | -0.3% | -5.2% | -5.9% | -10.1% |
| 2016 | +9.1% | +10.5% | +5.9% | +10.8% | +16.8% | +12.4% | +30.2% | +11.9% | +5.8% |
| 2017 | +13.6% | +4.6% | +6.0% | +8.1% | +6.4% | -1.0% | +3.2% | +6.4% | +8.9% |
| 2018 | -2.1% | +8.5% | +6.3% | -1.2% | +3.5% | +2.7% | +3.8% | +6.6% | -4.7% |
| 2019 | +18.9% | +19.3% | +13.0% | +17.1% | +20.3% | +22.7% | +14.2% | +21.6% | +17.7% |
| 2020 | +24.6% | +13.6% | +22.2% | +14.0% | +16.9% | +14.4% | +20.9% | +27.9% | +18.5% |
| 2021 | -3.5% | +2.2% | -4.1% | -2.0% | -6.1% | +2.9% | -2.5% | -1.6% | +7.5% |
| 2022 | -0.3% | +6.5% | +6.9% | +1.0% | +8.3% | +6.0% | +11.8% | +10.7% | +13.4% |
| 2023 | +12.8% | +12.6% | +9.9% | +2.4% | +15.7% | +8.7% | +6.6% | +13.4% | +21.6% |
| 2024 | +26.3% | +38.3% | +37.1% | +35.9% | +30.3% | +34.2% | +28.2% | +29.8% | +40.9% |
| 2025 | +1.7% | +1.7% | +1.5% | +2.4% | +2.2% | +2.2% | +4.3% | +2.8% | +2.1% |
| Average | 6.7% | 8.7% | 8.6% | 5.7% | 7.3% | 9.0% | 8.6% | 10.7% | 10.0% |

数据来源：goldprice.org、山金期货交易咨询部

3月21日，美联储一如预期将利率目标区间维持在5.25%-5.50%，并发布了最新季度经济预测，决策者现预计今年经济将增长2.1%，大大高于12月预测的增长1.4%。鲍威尔表示，近期的高通胀并未改变美国物价压力缓慢缓解的基本情况，美联储仍预计今年将降息三次，并确认经济将继续保持稳健增长。美联储仍预计，在利率下降的背景下经济将实现“软着陆”。鲍威尔表示很快开始放慢缩表，但对具体时间框架三缄其口。而欧央行等6月降息预期快速上升。贵金属在短暂整理后，重新恢复涨势，本次伴随着美元美债收益率同涨。白银在黄金站稳后，也打开上涨格局。从全球各大交易所黄金交易量对比来看，国内上期所黄金交易量全球交易所占比由2023年的14.01%上升到2024年4月的32.53%。

图 3:各币种银价近十五年表现

| | USD | AUD | CAD | CHF | CNY | EUR | GBP | INR | JPY |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| 2010 | +83.0% | +60.4% | +72.8% | +64.9% | +76.5% | +96.2% | +89.8% | +74.8% | +59.7% |
| 2011 | -10.2% | -10.2% | -7.5% | -9.4% | -13.7% | -6.9% | -10.0% | +6.9% | -14.8% |
| 2012 | +8.3% | +6.7% | +5.6% | +5.5% | +7.5% | +6.2% | +3.5% | +11.6% | +22.2% |
| 2013 | -35.9% | -25.2% | -31.3% | -37.6% | -37.6% | -38.5% | -37.0% | -27.4% | -22.1% |
| 2014 | -19.6% | -12.1% | -11.9% | -10.3% | -17.4% | -8.5% | -14.3% | -17.8% | -8.3% |
| 2015 | -11.5% | -0.7% | +6.2% | -11.0% | -7.3% | -1.5% | -6.4% | -7.0% | -11.1% |
| 2016 | +17.3% | +18.8% | +13.9% | +19.2% | +25.6% | +20.9% | +40.1% | +20.4% | +13.9% |
| 2017 | +7.1% | -1.5% | -0.1% | +1.8% | +0.3% | -6.7% | -2.7% | +0.3% | +2.7% |
| 2018 | -9.5% | +0.3% | -1.8% | -8.7% | -4.3% | -5.1% | -4.1% | -1.5% | -11.9% |
| 2019 | +15.5% | +16.0% | +9.8% | +13.8% | +16.9% | +19.2% | +11.0% | +18.1% | +14.4% |
| 2020 | +47.5% | +34.4% | +44.7% | +35.0% | +38.4% | +35.4% | +43.2% | +51.5% | +40.2% |
| 2021 | -11.5% | -6.2% | -12.1% | -10.0% | -13.9% | -5.6% | -10.5% | -9.8% | -1.3% |
| 2022 | +2.9% | +9.9% | +10.2% | +4.1% | +11.6% | +9.3% | +15.3% | +14.2% | +17.0% |
| 2023 | -1.2% | -1.4% | -3.8% | -10.3% | +1.3% | -4.8% | -6.7% | -0.7% | +6.5% |
| 2024 | +21.7% | +33.2% | +31.9% | +30.8% | +25.5% | +29.2% | +23.5% | +25.0% | +35.7% |
| 2025 | +3.1% | +3.2% | +2.9% | +3.9% | +3.6% | +3.8% | +5.9% | +4.3% | +3.6% |
| Average | 6.7% | 7.9% | 8.1% | 5.1% | 7.1% | 8.9% | 8.8% | 10.2% | 9.2% |

数据来源: goldprice.org、山金期货交易咨询部

11 月以后美国大选避险利多兑现，特朗普对俄乌等地缘冲突立场保守，进一步利空贵金属避险需求。加之美联储 11 月决议降息利多兑现，鲍威尔表示坚定捍卫美联储独立性。但特朗普激进财政和税收政策或带来新的通胀压力，市场已经对 12 月是否降息产生更大分歧，并且大幅压缩到 25 年底降息预期至 75 基点。之后贵金属高位大幅跳水，截止目前基本维持三角形形态收敛。

二、2025 年货币属性演变逻辑

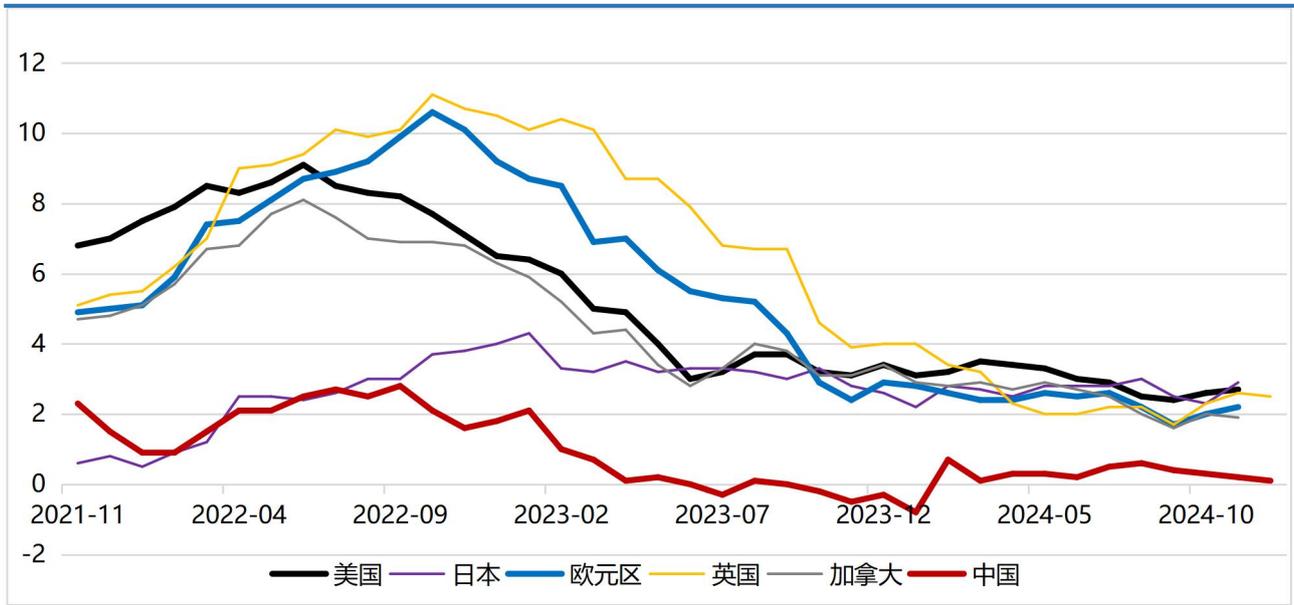
(一) 主要经济体中，2025 年美国通胀下行趋缓，特朗普上任后存在“再通胀”可能；欧元区接近完成抗通胀目标，但贸易战风险给未来降息带来压力

2024 年年初，美联储继续沿用之前的货币政策框架目标特别提到，长期的通货膨胀率主要由货币政策决定，因此委员会有能力为通货膨胀制定一个长期的目标。委员会重申其判断，以个人消费支出价格指数（PCE）的年度变化来衡量，2%的通胀率与美联储的长期法定使命最为一致。委员会认为，长期通胀预期若能稳定在 2%，将有利于物价稳定和长期利率的调整，并增强委员会在面临重大经济动荡时促进最大就业的能力。为了将长期通胀预期稳定在这一水平，委员会寻求实现一段时间内平均 2%的通胀。因此判断，在通胀持续低于 2%的时期之后，适当的货币政策目标可能是使通胀率在一段时间内保持在 2%以上。

通胀是指整体物价水平的普遍上涨。当经济活动繁荣、货币供应增加、需求超过供应时，通常会出现通胀现象。通胀会导致货币的购买力下降，即同样的货币数量所能购买的物品和服务减少。美联储的目标是保持通胀在 2%的水平浮动，但是允许短期内高于 2%。和 CPI 相比，PCE 衡量的商品和服务类别更为广泛。同时，PCE 数据计算过程中考虑了消费者消费习惯的改

变。PCE 的原始数据来源于企业问卷调查，而 CPI 的原始数据来源于消费者的问卷调查。一般来说，企业问卷调查获取的数据更为可靠。历史上 CPI 受到的关注度更高，也是国际上讨论通胀的通用指标，这很大程度上是因为美国劳动统计局发布 CPI 的时间要早于美国经济分析局 (BEA) 发布 PCE 的时间，一般来说 CPI 对于市场的影响也更大。

图 4:全球主要经济体通胀对比



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

美国：

美国的通胀率在 2022 年至 2023 年期间，达到了一个相对较高的水平。这主要是由于疫情期间的财政扩张政策、全球供应链混乱以及地缘政治因素等多重因素共同作用的结果。随着美联储逐步加息以控制通胀，以及全球经济的逐步复苏，美国的通胀率已经开始出现回落的趋势，但 2024 年下半年以来下行趋缓。

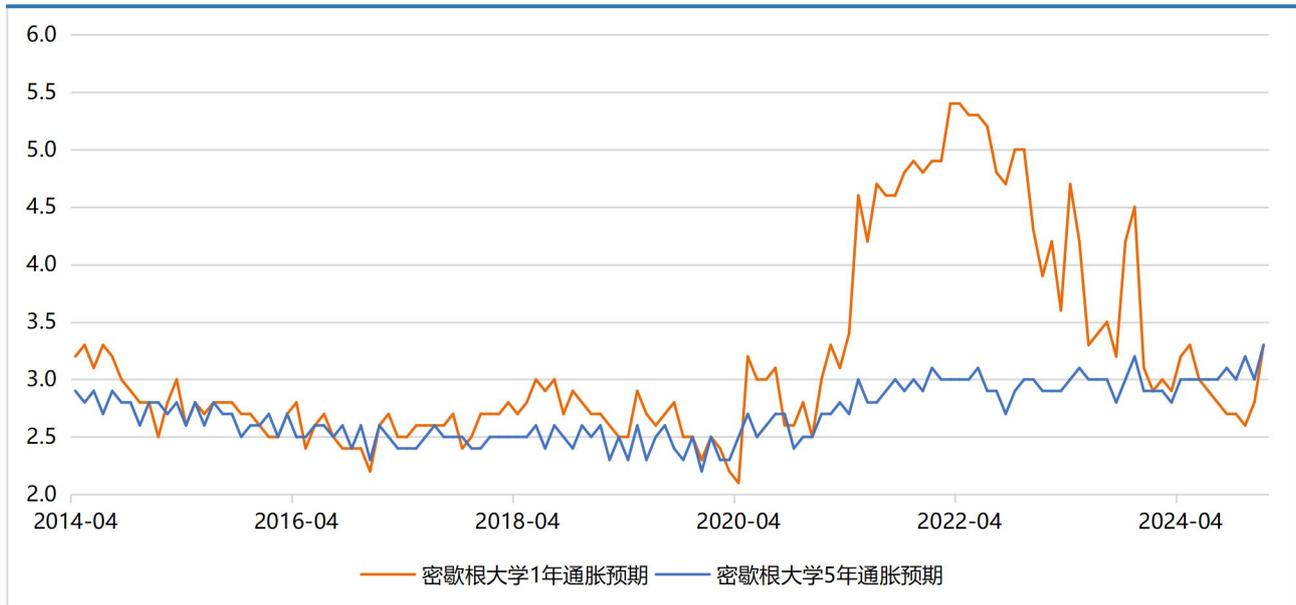
预计 2025 年美国通胀将缓慢下降，同时特朗普政策或带来再通胀风险。芝加哥联邦储备银行行长奥斯坦·古尔斯比近期表示，他仍预计 2025 年通胀将继续下降，并对经济软着陆持乐观态度。但同时他也指出了一些潜在的不确定性和风险，包括潜在的财政政策、地缘政治因素以及更广泛的经济表现。

欧元区：

欧元区的通胀率接近完成 2% 的抗通胀目标，但在 2024 年尾有所上升。相比美国而言，其涨幅相对较小。这可能与欧元区内部的经济结构和政策调整有关。欧元区在面临通胀压力的同时，还需要应对俄乌冲突等地缘政治因素的影响。这些因素可能对欧元区的通胀走势产生进一步的影响。

预计欧元区通胀短期反弹后将逐步回落。随着欧元区内部经济结构的调整 and 政策的逐步实施，以及全球经济的复苏，欧元区的通胀压力有望得到缓解。

图 5:美国通胀预期



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

市场备受关注的通胀预期方面，据密歇根大学近期公布的 1 月初步调查，美国人预计未来五到十年物价将以每年 3.3% 的速度上涨，高于上个月预期的 3%。他们还预计，未来一年物价将上涨 3.3%，比 12 月的预期高出 0.5 个百分点。1 月消费者信心指数初值从 74 降至 73.2。调查时间为 12 月 17 日至 1 月 6 日。调查者表示，接近三分之一的消费者在调查中提到关税，比例高于 12 月的 24%，大选前提到的这一话题的人占比不到 2%。消费者认为关税提高会导致物价上涨。整体消费者预期指数跌至 70.2，创六个月低点，半数受访者预计未来一年失业率将上升。

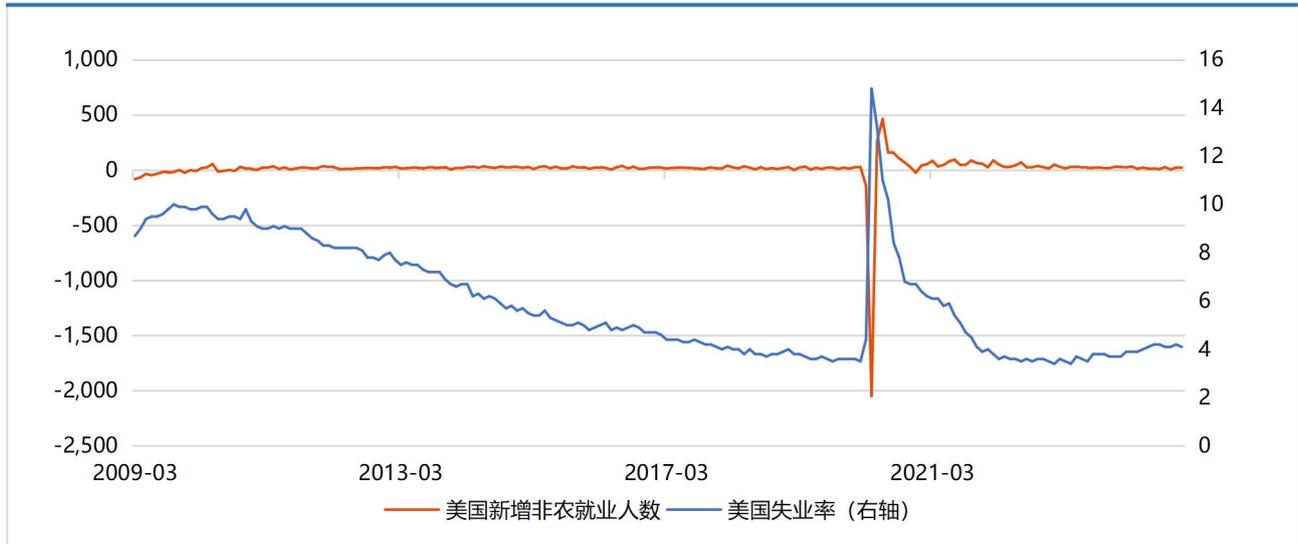
另一份纽约联储的月度调查显示，美国消费者称预计未来几年通胀将高于此前预期，这是 11 月美国大选后对物价担忧加剧的最新迹象。消费者预期调查结果显示，消费者 12 月对未来三年通胀率的预期升至 3%，高于 11 月预期的 2.6%。对未来一年通胀率的预期保持在 3%，对未来五年通胀率的预期从 2.9% 降至 2.7%。纽约联储的报告显示出对劳动力市场的复杂情绪：虽然消费者认为失业的可能性下降，但自愿离职的可能性也下降。如果失业，消费者认为找到新工作的可能性降至 50.2%，为 2021 年 4 月以来低点。调查结果显示，消费者还愈加担心自己的偿债能力。认为未来三个月无法偿还最低还款额的可能性升至 14.2%，触及 2020 年 4 月以来高点。收入超过 10 万美元的消费者认为错过还款的可能性达到逾 10 年最高水平。

随着金融市场受到通胀担忧的影响，基准 10 年期美国国债收益率已升至逾一年高点。调查显示，居民仍然不确定美联储是否有能力在短期将通胀降至目标水平。

（二）2025 年美国就业整体或维持走弱态势，特朗普新政或加速就业下行

最新的美联储货币政策框架目标同时提到，最大就业水平是一个基础广泛、具有包容性的目标，不能直接衡量，而且在很大程度上由于影响劳动力市场结构和动态的非货币因素而随时间而变化。因此，为就业规定一个固定目标是不适当的；相反，委员会政策决定必须根据对就业人数低于其最高水平的评估来作出，但要认识到这种评估必然是不确定的，而且需要加以修订，委员会在进行这些评估时会考虑各种各样的指标。

图 6:美国非农和失业率趋势

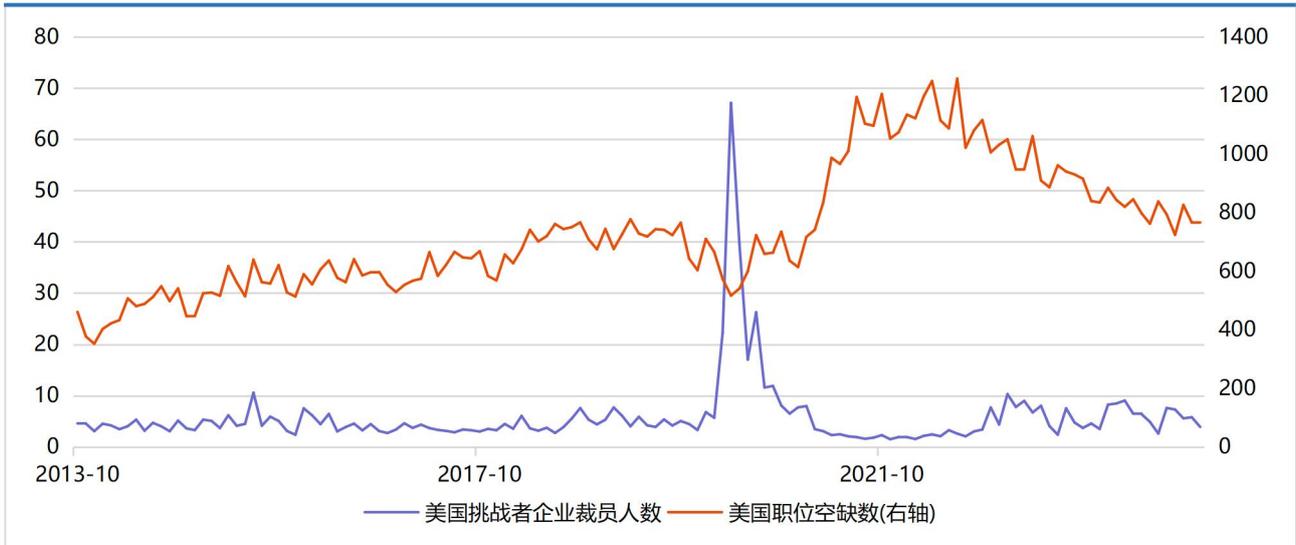


数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

非农就业人口是美联储十分关注的衡量美国就业状况的指标，一旦其有所增加，将支持美联储加息，反之则可能令美联储加息步伐受阻，因而对市场具有很大影响力。非农数据被认为是衡量美国经济健康状况的关键指标之一，其公布结果可能会影响美元汇率、美股美债的表现以及全球经济预期等多个方面，进而影响到贵金属价格。如果非农数据表现良好，市场会认为美国经济持续复苏，美联储紧缩预期增强，美元汇率上行，这会导致贵金属价格下跌，因为贵金属常被视为对冲通胀和经济不确定性的避险资产，其价格与美元走势大概率呈反向关系。反之亦然。

此外，非农代表的就业也会和通胀互相影响。两者之间互相影响：**1. 非农对通胀的影响：**通常情况下，非农的增加意味着更多的人有收入，消费能力增强，从而推动经济增长。这可能会导致商品和服务的需求增加，进而推动价格上涨，从而对通胀形成推动作用。另一方面，非农的增长也意味着劳动力市场需求增加，这可能导致工资水平的上涨。当工资上涨时，企业为了维持利润，可能会提升产品价格，从而对通胀产生一定的拉动效应。**2. 通胀对非农的影响：**当通胀水平过高时，消费者的购买力可能会受到削减，消费需求下降，从而对企业的产出和就业产生负面影响。此外，高通胀还可能导致成本上升，企业可能会面临较高的生产成本。为了降低成本，企业可能会采取裁员措施，从而对非农产生不利影响。

图 7:美国企业裁员人数和职位空缺数(万人)



数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

伴随美国经济增速温和回落, 就业市场或保持温和降温。但特朗普加大关税、大规模遣返非法移民, 以及计划“削减政府规模”的承诺可能会重新加速通胀并提高生活成本。这可能会加剧农业、医疗保健、食品服务、儿童看护和建筑等行业的就业短缺; 并重挫向公众提供服务的机构。

(三) 梳理 2023-2024 年美联储货币政策路径, 2025 降息仍是基本愿景, 降息预期近期有所回落, 但已接近降无可降

从历史上看, 美联储的降息大致可以分为两种, 衰退式降息和预防式降息。衰退式降息对应美国境内发生危机事件, 对经济造成严重影响, 从而倒逼美联储降息“救火”, 衰退式降息累计次数多、幅度大。例如, 2008 年次贷危机和 2020 年新冠疫情重创美国本土时, 美联储大幅降低了基准利率以帮助提振经济和市场信心。预防式降息对应美国境外发生危机事件, 对境内经济造成冲击但程度可控, 美联储为了降低经济衰退风险而采取预防式措施, 预防式降息累计次数少、幅度小。例如, 2019 年 8 月, 美联储宣布降息 25 个基点, 将联邦基金利率目标区间下调至 2.00%-2.25%, 这是美联储时隔 10 年后的首次降息, 也标志着美联储从 2015 年启动的货币政策紧缩周期告一段落。当时核心 PCE 从 2018 年中到达 2% 之后持续下跌至 1.6%, 且市场对于未来通胀预期仍较悲观。梳理 2023-2024 年美联储货币政策路径, 美联储对市场的宽松预期反应冷淡, 经常出来踩刹车。相比经济增长, 通胀显然是联储最为看重的使命任务。联储一直认为, 如果通胀没有达到预期区间, 利率高位仍会维持较长时间。

图 8：2023 年美联储货币政策路径回顾（**橙色**为偏鸽，**红色**为偏鹰）

| 时间 | 美联储货币政策路径 | 联邦基金利率 |
|------------|---|--------|
| 2023/12/14 | <p>点阵图显示明年降息三次，降息已开始进入视野。①连续三次利率决议按兵不动。FOMC 声明显示，将评估需要“任何”额外加息的程度；通胀在过去一年中“有所缓解”，但仍然居高不下。经济活动已从第三季度的强劲势头放缓。②点阵图显示过半美联储官员预计明年至少降息三次，每次 25 个基点，近三成官员预计至少降四次。③美联储主席鲍威尔表示，尽管美联储不排除适当时候进一步加息的可能性，但相信利率可能已经达到或接近峰值。降息已开始进入视野。</p> | - |
| 2024/2/1 | <p>3 月降息太早，缩表或将调整。①美联储将联邦基金利率的目标区间保持在 5.25%到 5.50%，符合市场预期。自 2023 年 7 月加息后，美联储的政策利率一直维持在二十二年来高位。②本次声明删除了暗示未来进一步加息的措辞，称美联储预计，在对通胀降至目标更有信心以前，不适合降息。③声明中称，“通胀在过去一年有所缓解，但仍处于高位”，并重申决策者“仍高度关注通胀风险”。④鲍威尔表示，多数委员预计今年可能降息多次，但并不认为 3 月就会启动降息，计划 3 月份开始深入讨论资产负债表问题。</p> | - |
| 2024/3/21 | <p>上调经济和通胀预期，仍维持年内降息指引。①利率维持在 5.25%-5.50%，决策者预计今年经济将增长 2.1%，大大高于 12 月预测的增长 1.4%。②鲍威尔表示，近期的高通胀并未改变美国物价压力缓慢缓解的基本情况，美联储仍预计今年将降息三次，并确认经济将继续保持稳健增长。③美联储仍预计，在利率下降的背景下经济将实现“软着陆”。④鲍威尔表示很快开始放慢缩表，但对具体时间框架三缄其口。</p> | - |
| 2024/5/1 | <p>暗示通胀缺乏进一步进展，但仍释放降息信号。①美联储维持利率不变，并给出了仍倾向于最终降息的信号，但近期令人失望的通胀数据让决策者感到警觉，暗示经济朝着更加平衡方向发展的进程可能出现停滞。②宣布将从 6 月 1 日起放慢缩减资产负债表的步伐。联储将把到期且不再将回笼本金进行再投资的公债上限从目前的每月 600 亿美元降至 250 亿美元，把抵押支持证券(MBS)赎回上限保持在每月 350 亿美元。③鲍威尔表示，但他仍预计今年通胀会随着时间的推移逐步回落。④鲍威尔称美联储下一步的利率行动不太可能是加息，数据表明美联储政策仍具限制性；必须出现相当严重的就业问题才能推动降息。</p> | - |
| 2024/6/12 | <p>点阵图下调降息预期，通胀不足以支持降息。①美联储如期将利率政策按兵不动，从去年 7 月以来连续第七次会议将联邦基金利率区间维持在 5.25%至 5.50%的二十多年高位。②但更新的点阵图暗示，美联储官员大幅下调了对今年降息次数的预期，从上次点阵图显示的三次降至一次，并未如最近数据激发的市场预期那样降息两次。③美联储主席鲍威尔在记者会上表示，通胀已经实质性地放缓，但仍然太高，今年迄今的通胀数据还不足以给美联储降息的信心。</p> | - |

| | | |
|------------|---|-------|
| 2024/7/31 | <p>降通胀方面取得进展，最快将在9月份降息。①美联储在7月的FOMC会议上继续按兵不动，将联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%不变。②美联储进一步确认在降通胀方面取得进展，除了通胀，美联储开始强调关注避免就业方面风险。③鲍威尔表示，随着劳动力市场降温 and 通胀率下降，实现就业和通胀目标的风险继续趋于平衡。9月份FOMC货币政策会议上，降息可能是一个选项，最快将在9月份选择降息。</p> | - |
| 2024/9/19 | <p>超预期降息反引起市场衰退担忧，鹰派指引不改市场强降息预期。①降息50个基点，首次降息幅度大于往常。②鲍威尔表示，目前联储双重使命面临的风险“基本平衡”，今日降息应被视为美联储不会落后于形势发展的承诺。③美联储指标利率将在年底前再下降50个基点，2025年降息100个基点，2026年降息50个基点，指标利率目标区间最终将降至2.75%-3.00%。④降息的同时可继续缩减资产负债表。⑤尽管通胀压力已经明显减弱，但他还不能说物价压力已经明确降温；如果知道劳动力市场降温的速度如此之快，联储可能在7月底就已开始降息。</p> | -0.5 |
| 2024/11/7 | <p>重新担心通胀压力，后期降息可能放缓。①美联储如期降息25个基点，决议声明表示就业和通胀目标所面临的风险“大致平衡”，但决议声明删除了关于“在抗通胀问题上获得信心”的表述。②鲍威尔表示，经济整体表现强劲，近期指标表明，经济稳健地扩张，消费者开支增速仍然保持韧性，供应条件改善，这已经支持经济。③美国通胀已经更加接近2%，核心通胀仍然在某种程度上偏高。降息将有助于保持经济的强度。美联储将继续逐次会议地做决定。④具体的降息步伐和终点将取决于未来出炉的数据。⑤已准备好在唐纳德·特朗普重返白宫之后，带领美联储政策制定者们抵御政治相关的压力，坚定捍卫美联储独立性。</p> | -0.25 |
| 2024/12/19 | <p>美联储如期降息，但预期25年降息次数减少。①美联储如期降息25个基点，将联邦基金利率的目标区间从4.5%至4.75%降至4.25%至4.5%。②最新出炉的点阵图显示，美联储决策者们现在预计，到2025年底将只降息两次，每次25个基点，对明年和后年的通胀预期也显著上调。③美联储主席鲍威尔表示，不再紧缩的政策会让美联储进一步调整利率时更加谨慎，决议声明意味着，美联储处于或接近放慢降息节奏、或暂停降息步伐。</p> | -0.25 |

美联储公布联邦公开市场委员会（FOMC）2024年12月17日至18日的会议纪要显示，美联储决定将联邦基金利率目标区间下调25个基点，使其基准基金利率达到4.25%-4.5%的区间，这是美联储连续第三次降息，累计下调幅度已达到1个百分点。然而，委员会成员预计，2025年的降息步伐将显著放缓，预计全年仅降息75个基点。市场期货价格则显示，2025年的政策宽松程度可能略低于这一预期。尽管如此，市场参与者对未来一年联邦基金利率的路径仍抱有相当大的不确定性。在讨论通货膨胀发展时，与会者指出，尽管通货膨胀从2022年的峰值大幅放缓，但仍偏高。与会者评论称，在2024年，整体通胀速度有所放缓，最近部分月度价格读数高于预期。尽管如此，大多数人表示，在广泛的核心商品和服务价格中，通胀的进展仍然很明显。

对于贵金属投资者来说，分析外汇基本面，掌握市场对美联储利率的预期是极为重要的。若投资者能够预测未来目标利率的趋势走向，也将有利于其交易。芝商所(Chicago Mercantile Exchange, CME) 提供了一款免费的分析工具，叫 CME FedWatch Tool。这款工具主要分析联邦公开市场委员会（FOMC）在未来会议中调整联邦基金利率目标的可能性。在计算加息减息的概率时，FedWatch 主要利用芝商所上市的 30 天短期联邦基金期货（FedFund Futures, FF）的价格来进行计算。由于该短期期货是以联邦基金利率作为标的物，而联邦基金利率也被限制在一个目标范围值内，因此该期货的价格变化波动相对较小，能更好地反映出市场对该期货合约在月份内的日均联邦基金有效利率水平的预期，从而有助于计算加息减息的概率。除此之外，FedWatch Tool 也提供联储点阵图，而该图主要反映各联储银行行长对于短期和长期内联邦基金利率走向的预期。

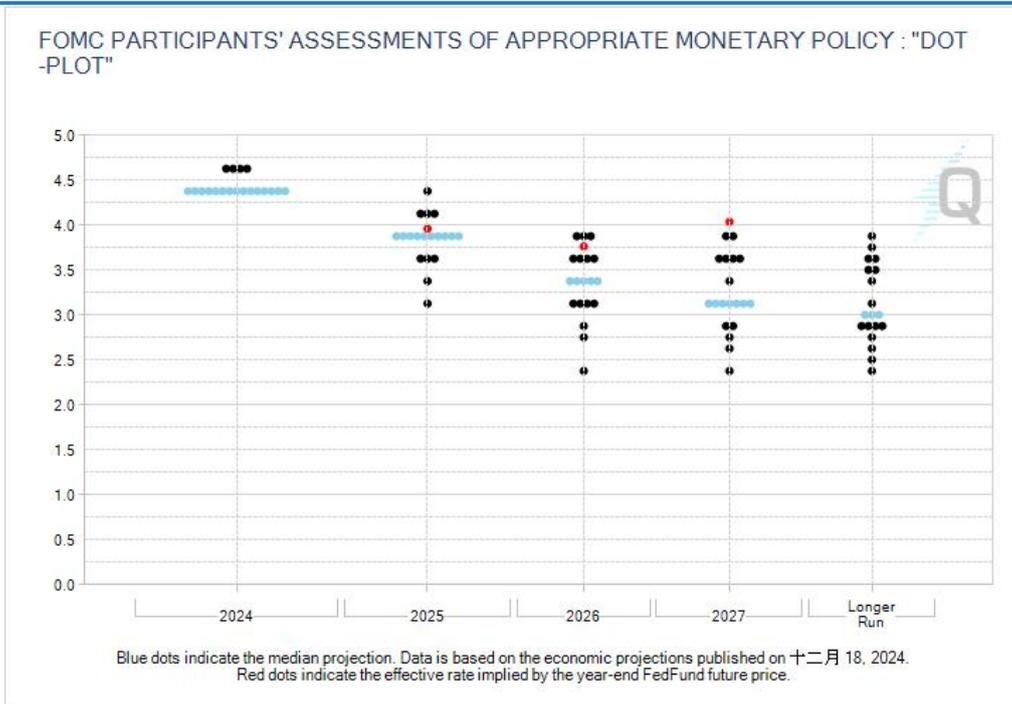
图 9:美联储利率预期（2025.01.16）

| MEETING DATE | CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES | | | | | |
|--------------|---|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 |
| 2025/1/29 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 2.7% | 97.3% |
| 2025/3/19 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.5% | 19.7% | 79.8% |
| 2025/5/7 | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 4.1% | 31.1% | 64.7% |
| 2025/6/18 | 0.0% | 0.0% | 1.4% | 12.9% | 42.1% | 43.6% |
| 2025/7/30 | 0.0% | 0.2% | 3.0% | 16.8% | 42.3% | 37.7% |
| 2025/9/17 | 0.0% | 0.7% | 5.6% | 21.7% | 41.4% | 30.5% |
| 2025/10/29 | 0.1% | 1.3% | 7.5% | 24.0% | 40.1% | 26.9% |
| 2025/12/10 | 0.2% | 1.9% | 9.0% | 25.5% | 38.9% | 24.5% |

数据来源：CME、山金期货交易咨询部

芝加哥商品交易所的“美联储观察工具”显示，目前，市场预期美联储将维持利率不变至 2025 年 6 月，2025 年整体降息空间仅有一次 25 基点左右，已经低于美联储 12 月点阵图指引。美国近期通胀水平有所停滞，但占据通胀大头的房租放缓，核心通胀重回下行态势。美联储官员整体偏鹰但出现更多分化，叠加 2025 年一月份特朗普新政府上台可能实施的一系列的新政策措施，短期美联储或继续维持利率不变，等候通胀的稳健下行。对于 2025 年整体降息空间，我们预目前整体低估，全年我们预计降息幅度在 50-75 个基点左右，即降息 2-3 次，进一步降息的节奏将取决于经济数据的表现与联储的政策评估结果。

图 10:美联储 12 月点阵图与市场利率预期（红点）（2025.01.16）

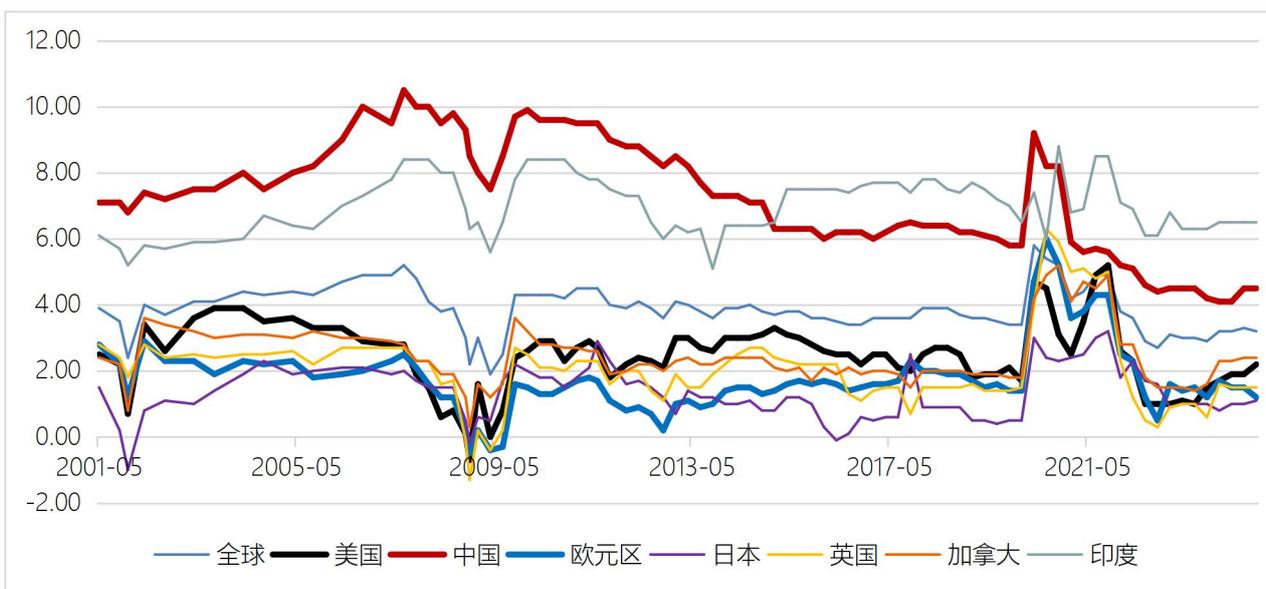


数据来源：CME、山金期货交易咨询部

（四）相比其他主要经济体经济和通胀表现，美元吸引力在 2024 被动强势上行后，2025 年有望延续强势，但继续向上突破困难重重；

我们在 2024 贵金属年报《云销雨霁 乘势待时》中提出：“考虑欧元区等美指构成一揽子货币所在经济体经济预期更差，美欧利差更有可能从下行趋缓转为震荡偏强，以及美元资产和贵金属不遑多让的避险价值，或支撑美元和贵金属相关性转弱，乃至出现更多正相关。”2024 年基本符合预期。展望 2025 年，支撑美国经济和通胀韧性的产业、消费、就业等经济数据或逐渐走弱，美国财政政策扩张的势头有望延续。美元吸引力在 2024 年因欧美央行降息路径预期分歧，被动强势上行后，2025 年有望延续强势，但继续向上突破困难重重。特朗普保守主义或影响美元的长期国际需求，对美联储独立性的可能干预也会冲击美元的全球信用。

图 11:IMF 经济增速预测 (2025 年)



数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

对人民币来说,随着国家政策重心从货币政策转向财政和产业政策,经济增长预期上行。各项政策合力稳增长,将在 2025 年后续支撑汇率和国际收支。上半年,国内经济基本面有望复苏,但贸易战风险增长。美国基本面韧性较强,受外部环境压制,中美仍处高位,人民币贬值压力仍存。下半年,预计美联储重回降息,美元指数、美债收益率回落,人民币汇率或渐进升值。总体来看,人民币未来仍会保持双向波动的走势,预期 2025 美元/人民币或在 7.15-7.40 区间宽幅偏强震荡。

图 12:美欧利差与美中利差 (十债收益率)



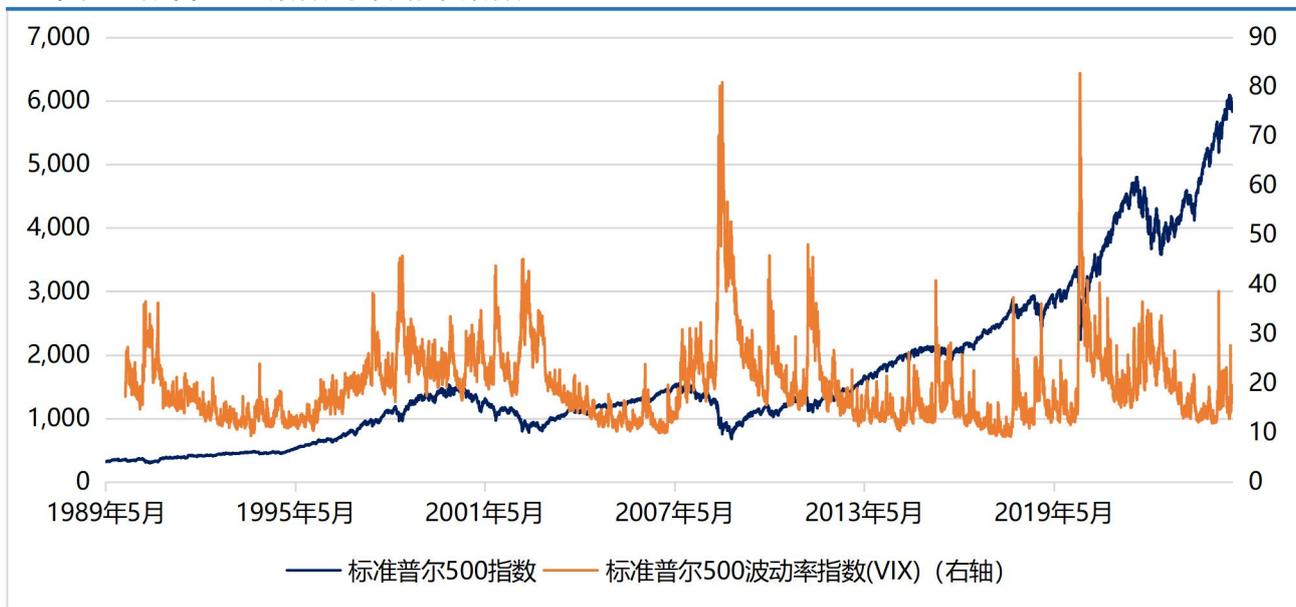
数据来源: iFind、山金期货交易咨询部

三、2025 年避险属性演变逻辑

（一）美股波动率相对处于历史低位，2025 年或震荡上升，推升贵金属避险价值

在经济保持坚挺，利率整体还在下降的背景下，2025 年美股波动率或低位上行。在降息、去监管和 AI 的三重提振下，个股的盈利预期会有一个更好的提升。考虑到美国经济 2025 年软着陆概率最大的基本面，随着特朗普减税刺激之下，消费有望支撑经济。但发动贸易战增加关税或抑制好于其他主要经济体的经济面和利率面预期，美股或开启高位震荡。伴随波动率上升，资金溢出从而推升贵金属的避险价值。

图 13:标普 500 指数与波动率指数 (VIX)



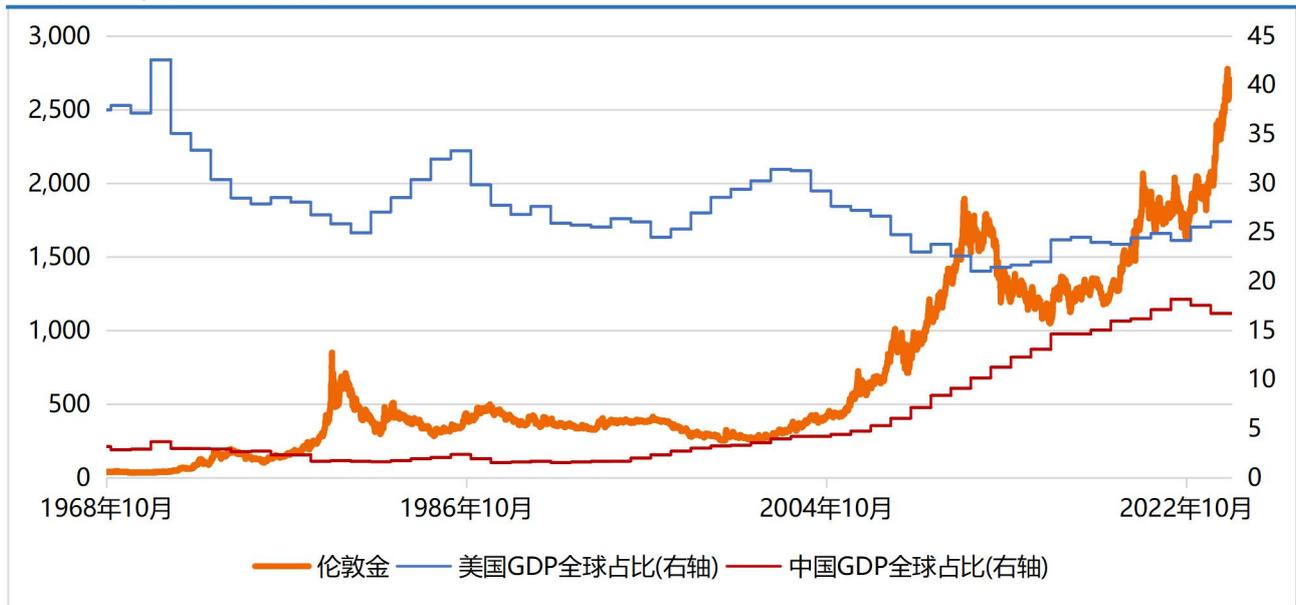
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

（二）世界正处于向新秩序过渡的过程中，美国不再是主导力量。不能忽视潜在地缘异动风险，如中美关系、中东危机扩大化等可能避险事件对避险资产的需求推动作用

世界正处于向新秩序过渡的过程中，美国不再是主导力量，也没有替代者出现。对于潜在地缘冲突方来说，采取激进行动的好处可能大于成本。未来美国势力相对撤出后，我们或将看到更多意料之外情理之中的地缘异动政治经济冲突。

在金融领域，“黑天鹅”一般指那些出乎意料发生的小概率风险事件；“灰犀牛”指那些经常被提示却没有得到充分重视的大概率风险事件。经济下行周期往往伴随更多的黑天鹅事件与灰犀牛事件，贵金属的避险价值也应受到提前关注。2022 年的俄乌战争、2023 年的硅谷银行破产和巴以冲突无不如此。

图 14:伦敦金与中美 GDP 占比



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

中美关系或是 2025 年世界面临的重要风险。作为世界前两大经济体，中美如何互动，左右着国际合作的风向、牵动着百年变局的走向。中美竞斗，世界紧张；中美合作，世界受益。巴以冲突和红海问题、亲伊朗武装力量的不停袭扰、以色列的强硬坚持或继续存在。俄乌战争没有结果的情况下；特朗普既想迅速结束，又要避免美国深陷复杂的变局里。

图 15:特朗普政策预期及对贵金属影响

| 特朗普政策预期 | 对贵金属影响 |
|--|--|
| 一、激进减税政策会显著提升美股业绩和股价，推升美股美元走强 | 短期利空贵金属 |
| 二、激进的财政政策或导致未来美国财政状况恶化，利多美债收益率 | 短期利空贵金属 |
| 三、大力支持加密货币，曾表态比特币可能超越黄金，将建立战略储备 | 短期或影响黄金部分流动性，但中长期影响较小 |
| 四、特朗普对俄乌等地缘冲突立场保守 | 短期利空贵金属避险属性 |
| 五、特朗普宣称将挑战美联储独立性，借助本次共和党参众两院优势，并非没有可能。虽然特朗普批评 9 月降息 50 基点，但同时保证上任后将大幅下调利率。这一言论源于他对选民在住房负担能力问题上的关注。 | 市场短期担心通胀压力下调后期降息预期，短线利空贵金属。长期来看，对美联储独立性的侵蚀可能损害美元信誉和全球经济稳定，中长期或利多贵金属。 |

数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

四、2025 年商品属性演变逻辑

(一) 全球黄金 2024 年供给稳定增加，但需求回落。2025 年需求预期继续结构分化，首饰需求受到高位金价抑制，但官方和民间增持抵消了部分利空影响

图 16: 全球黄金供需平衡表(单位: 吨)

| 吨 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 F | 2023 | 2024 F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|-----------|
| 供应 | | | | | | | | | | | | |
| 矿山生产 | 3,361 | 3,515 | 3,577 | 3,658 | 3,599 | 3,484 | 3,576 | 3,634 | 3,646 | 3,749 | 0% | 3% |
| 回收再用 | 1,067 | 1,232 | 1,112 | 1,132 | 1,276 | 1,293 | 1,136 | 1,140 | 1,239 | 1,299 | 9% | 5% |
| 净对冲供应 | 13 | 38 | - | - | 6 | - | - | - | 59 | 35 | na | -40% |
| 总供给 | 4,441 | 4,785 | 4,689 | 4,789 | 4,880 | 4,777 | 4,712 | 4,774 | 4,945 | 5,083 | 4% | 3% |
| 需求 | | | | | | | | | | | | |
| 首饰业 | 2,479 | 2,019 | 2,257 | 2,290 | 2,152 | 1,324 | 2,230 | 2,196 | 2,194 | 2,141 | -0.1% | -2% |
| 工业制造 | 338 | 329 | 339 | 342 | 333 | 309 | 337 | 315 | 305 | 328 | -3% | 7% |
| 净实金投资 | 1,073 | 1,063 | 1,035 | 1,068 | 849 | 899 | 1,181 | 1,213 | 1,203 | 1,170 | -1% | -3% |
| 净对冲需求 | - | - | 26 | 12 | - | 39 | 7 | 9 | - | - | na | na |
| 官方部门净买入 | 580 | 394 | 379 | 656 | 605 | 255 | 450 | 1,082 | 1,030 | 1,000 | -5% | -3% |
| 总需求 | 4,470 | 3,805 | 4,036 | 4,367 | 3,939 | 2,826 | 4,205 | 4,815 | 4,732 | 4,639 | -2% | -2% |

| | | | | | | | | | | | | |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|------|--------|
| 市场平衡 | -29 | 980 | 653 | 422 | 942 | 1,950 | 507 | -41 | 212 | 444 | na | 109% |
| 黄金ETP的净投资 | -124 | 543 | 271 | 70 | 404 | 893 | -189 | -110 | -244 | -150 | 123% | -39% |
| 黄金ETP除外的市场平衡 | 95 | 437 | 382 | 352 | 538 | 1,058 | 695 | 68 | 456 | 594 | 567% | 30% |
| 金价(美元/盎司, 伦敦) | 1,160 | 1,251 | 1,257 | 1,268 | 1,393 | 1,770 | 1,799 | 1,800 | 1,941 | 2623.81 | 8% | 27.21% |

数据来源：世界黄金协会、山金期货交易咨询部

(二) 2024 年全球白银供需缺口预期为 6696 吨，2025 年全球白银矿产银增长或继续乏力，供需紧张叠加低库存现状，另外光伏去产能加速后有望重新增长

图 17: 全球白银供需平衡表(单位：吨)

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2023 | 2024F |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------|------------|
| 供应量 | | | | | | | | | | | | | | |
| 银矿产量 | 26292 | 27433 | 27894 | 27987 | 26861 | 26447 | 26021 | 24329 | 25741 | 25579 | 25831 | 25614 | -1% | -1% |
| 回收银 | 5608 | 4989 | 4569 | 4529 | 4572 | 4619 | 4603 | 5163 | 5452 | 5617 | 5555 | 5564 | 1% | 0% |
| 生产商净套保 | - | 333 | 68 | - | - | - | 432 | 264 | - | - | - | 0 | - | - |
| 官方净出售 | 53 | 37 | 34 | 34 | 31 | 37 | 31 | 37 | 47 | 53 | 50 | 47 | -6% | -9% |
| 供给合计 | 31953 | 32789 | 32562 | 32547 | 31467 | 31103 | 31088 | 29794 | 31243 | 31250 | 31436 | 31222 | 0% | -1% |
| 需求量 | | | | | | | | | | | | | | |

| | | | | | | | | | | | | | | |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|------------|
| 工业需求合计 | 13984 | 13714 | 13791 | 14849 | 16028 | 15900 | 15853 | 15200 | 16429 | 17309 | 20354 | 22111 | 11% | 9% |
| 电子电气 | 8566 | 8392 | 8469 | 9608 | 10566 | 10295 | 10180 | 10009 | 10917 | 11555 | 13844 | 15104 | 20% | 9% |
| 光伏 | 1571 | 1505 | 1683 | 2914 | 3166 | 2877 | 3042 | 3110 | 3421 | 4364 | 6019 | 7216 | 64% | 20% |
| 钎料 | 1630 | 1658 | 1586 | 1524 | 1580 | 1614 | 1627 | 1474 | 1568 | 1524 | 1561 | 1611 | 2% | 3% |
| 其他工业 | 3788 | 3664 | 3736 | 3717 | 3882 | 3991 | 4047 | 3714 | 3944 | 4230 | 4945 | 5396 | -5% | 9% |
| 摄影 | 1425 | 1275 | 1188 | 1079 | 1008 | 977 | 955 | 837 | 862 | 855 | 840 | 812 | -2% | -3% |
| 珠宝首饰 | 5813 | 6019 | 6298 | 5882 | 6103 | 6317 | 6264 | 4681 | 5645 | 7281 | 6317 | 6572 | -13% | 4% |
| 银器 | 1446 | 1664 | 1813 | 1664 | 1848 | 2087 | 1907 | 970 | 1266 | 2286 | 1717 | 1829 | -25% | 7% |
| 银条银币需求 | 9350 | 8802 | 9620 | 6622 | 4846 | 5148 | 5816 | 6370 | 8522 | 10354 | 7561 | 6594 | -28% | -13% |
| 净对冲需求 | 911 | - | - | 373 | 34 | 230 | - | - | 109 | 557 | 379 | - | -32% | - |
| 需求合计 | 32929 | 31474 | 32712 | 30472 | 29866 | 30659 | 30792 | 28052 | 32833 | 38643 | 37169 | 37918 | -7% | 2% |
| 供需平衡 | -977 | 1316 | -149 | 2075 | 1602 | 448 | 295 | 1742 | -1589 | -7393 | -5732 | -6697 | -30% | 17% |
| ETP 等产品净投资 | 146 | -9 | -532 | 1676 | 224 | -666 | 2591 | 10298 | 2019 | -3913 | -1309 | 1555 | -67% | - |
| 最终供需缺口 | -1126 | 1325 | 383 | 401 | 1378 | 1114 | -2295 | -8557 | -3611 | -3480 | -4423 | -7972 | 3% | 87% |
| 白银价格 (美元/盎司) | 23.79 | 19.08 | 15.68 | 17.14 | 17.05 | 15.71 | 16.21 | 20.55 | 25.14 | 21.73 | 21.3 | 28.87 | 10% | - |
| 年度涨跌幅 | -23.63% | -19.80% | -17.82% | 9.31% | -0.53% | -7.86% | 3.18% | 26.77% | 22.34% | -13.56% | -1.98% | 21.50% | | |

数据来源：世界白银协会、山金期货交易咨询部

五、技术分析

伦敦金自 1991 年以来，至 2000 左右处于低位宽幅震荡。2000 年后从 252.10 美元/盎司开始，技术上处于大周期上行通道中。第一波上行至 2011 年最高上冲至 1921.175 上涨接近八倍，之后因联储紧缩预期至 2015 年年末跌至 1046.39。之后加息靴子落地，自 2016 年伦敦金开启新的上行趋势。中间又有 2018、2020 和 2021 年阴线收盘，基本站稳 5 年年线这条上行趋势线。2022 年 K 线伴随着联储加息放缓最终以十字星收盘，2023 年突破历史前高，历史上第三年上破 2000 大关，并且收在其上。2024 年伦敦金收涨 24.3%，突破年线布林带上轨技术上进入超买区间。年线面临高位整固，2025 年或用时间换空间，年初开始降息等利多兑现后高位承压。年中前后如无避险上破，回调压力突出。下半年联储降息或重回视野，再次回归涨势。全年有望或走出前后高，中间低的微笑曲线。

图 18：伦敦金 35 年历史走势



数据来源：文华财经、山金期货交易咨询部

黄金是白银的锚。伦敦银自 1994 年以来，至 2000 年前后和黄金同样区间宽幅震荡。2000 年后，借助全球经济工业需求增长以及美联储宽松货币政策，至 2011 年最高涨至 49.84，涨幅超过十倍，但当年收盘仅收在 27.862 一线。至 2015 年年末跟随黄金跌至 13.644 一线。2016 年开始，白银沿着 20 年年线震荡上行。特别值得注意的是，2020 年年初疫情扩散到全球，伦敦银一度跌至 11.615，但当年收盘依然收在 20 年年线之上。从 2020 年收盘开始，K 线更是追随黄金，沿着 5 年线震荡上行。同样自 2015 年年尾低点 13.644 经过 2020 年高点 29.863 回踩 2022 年低点 17.54 做波浪尺分析，2024 年在 34 附近及布林带上轨一线承压。由于白银一半以

上用量是工业用量，全球经济增长乏力，白银追上黄金节奏任重道远，但波动性值得期待。2025年全球白银工业需求有望触底反弹，国内光伏等行业去产能加快，有望成为新的增长点，从而带动白银需求高增长。技术面或再次挑战前高 34 一线压力，突破后 40 一线大关值得关注。

图 19：伦敦银 32 年历史走势



数据来源：文华财经、山金期货交易咨询部

六、从多空博弈的角度看未来行情发展的方向

2024 年三月中旬以来贵金属的暴涨，伴随美元强势。一方面是欧美降息路径差美指被动上涨，另一方面资金推动作用不可小视，而且国内贡献越来越大。当前资金获利减仓，贵金属风浪在前。同时也应注意，当下的贵金属轻舟已过万重山。目前联储降息预期重回低位，但接近降无可降，地缘异动等避险需求仍在。联储 12 月联储决议并非对后期明确指引，更类似市场预期的美联储印证。目前贵金属面临高位整固，2025 年或用时间换空间。年初开始降息等利多兑现后高位承压。年中前后如无避险上破，回调压力突出。下半年联储降息或重回视野，再次回归涨势。全年有望走出前后高，中间低的“微笑曲线”。建议投资者提前做好风险管理。

六、国内贵金属产业链概况

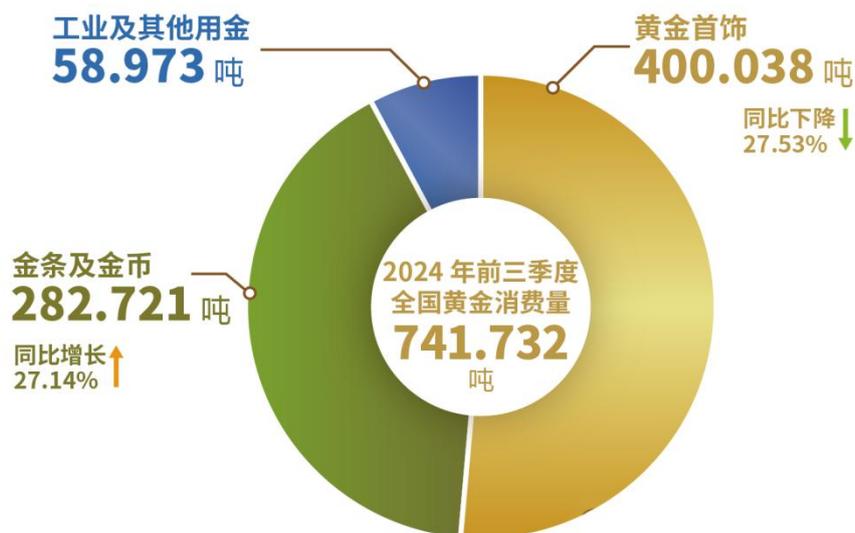
（一）国内 2024 年前三季度黄金生产消费与市场交易情况

1、黄金生产

据中国黄金协会最新统计数据显示：2024 年前三季度，国内原料黄金产量为 268.068 吨，与 2023 年同期相比减产 3.18 吨，同比下降 1.17%。其中，黄金矿产金完成 209.71 吨，有色副产金完成 58.358 吨。另外，2024 年前三季度进口原料产金 111.207 吨，同比增长 15.51%。若加上这部分进口原料产金，全国共生产黄金 379.275 吨，同比增长 3.20%。

2024 年前三季度，我国黄金生产企业抓住金价较高的有利时机，调整产能结构，优化生产布局，持续提高资源利用效率。但由于我国黄金矿业正处于新旧产能转换时期，黄金产量并未如期增长。老矿山易开采资源逐渐减少，海域金矿、纱岭金矿和西岭金矿等新建大型矿山尚未形成新增生产能力。从长远发展看，黄金产量虽有暂时性回落但前景可期。

图 20:国内 2024 年前三季度黄金产量



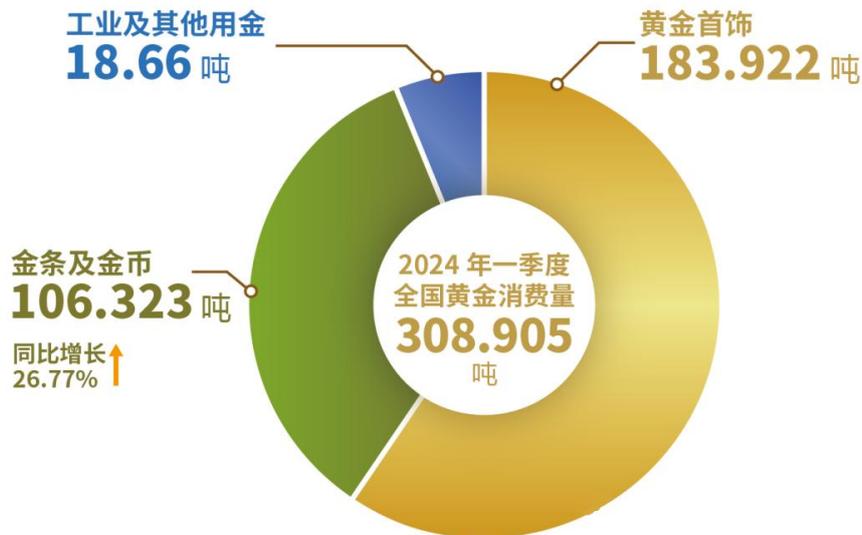
数据来源：中国黄金协会、山金期货交易咨询部

2024 年前三季度，大型黄金企业（集团）发展总体向好，境内矿山矿产金产量 103.45 吨，占全国的比重为 49.33%。继紫金矿业、山东黄金和赤峰黄金等企业“走出去”战略开花结果之后，山东招金厄瓜多尔金王矿业和科特迪瓦德拉罗泊矿业相继投产。前三季度，我国重点黄金企业境外矿山实现矿产金产量 51.896 吨，同比增长 20.5%。

2、黄金消费

2024 年前三季度，全国黄金消费量 741.732 吨，与 2023 年同期相比下降 11.18%。其中，黄金首饰 400.038 吨，同比下降 27.53%；金条及金币 282.721 吨，同比增长 27.14%；工业及其他用金 58.973 吨，同比下降 2.78%。

图 21:国内 2024 年前三季度黄金消费量



数据来源：中国黄金协会、山金期货交易咨询部

2024 年前三季度，黄金价格一路上涨，黄金首饰消费受到明显影响。直播带货、即时零售等电商新模式快速发展，拉动了小克重黄金首饰消费增长。三季度，金价持续高位波动及上涨预期增加，实物黄金消费有所回落，但总体上看，前三季度溢价相对较低的金条及金币消费仍能保持较大幅度增长。

3、黄金交易

2024 年前三季度，上海黄金交易所全部黄金品种累计成交量双边 4.65 万吨（单边 2.32 万吨），同比增长 47.49%，成交额双边 24.98 万亿元（单边 12.49 万亿元），同比增长 80.23%；上海期货交易所全部黄金品种累计成交量双边 12.95 万吨（单边 6.48 万吨），同比增长 40.49%，成交额双边 57.46 万亿元（单边 28.73 万亿元），同比增长 62.89%。前三季度，受金价上涨预期提振，国内黄金 ETF 持有量上升至 91.39 吨，较 2023 年底增长 29.93 吨，增长幅度为 48.69%。

2024 年前三季度，地缘政治冲突持续，全球经济复苏乏力，黄金避险保值功能重新受到重视，黄金价格持续强势上涨，不断刷新历史新高。9 月底，伦敦现货黄金定盘价为 2629.95 美元/盎司，较年初 2074.9 美元/盎司上涨 26.75%，前三季度均价 2295.75 美元/盎司，较上一年同期 1930.5 美元/盎司上涨 18.92%。上海黄金交易所 Au9999 黄金 9 月末收盘价 595.25 元/克，较年初开盘价 480.8 元/克上涨 23.80%，前三季度加权平均价格为 529.14 元/克，较上一年同期 441.76 元/克上涨 19.78%。

4、央行黄金储备

近两年来，来自全球各国中央银行的增持，是国际金价上涨的主要推动力之一，而中国央行更是其中的最主要的力量。2023、2024 年初至今，中国央行增持黄金的数量分别为：266 吨、54.5 吨，从总量以及频次来说，都是引领全球。中国央行作为大规模的黄金买家，其增持行为直接增加了市场对黄金的需求。在黄金市场供应相对稳定的情况下，需求的上升会打破

原有的供需平衡，促使价格上涨，在中国央行增持黄金的过程中，国际金价也是一路上涨，已经从 2022 年的 1600 美元/盎司价格中枢，来到了今年 4 月间，2200 美元盎司价格中枢，涨幅高达 25%，今年 5 月间，随着中国央行暂停增持黄金，国家金价也一度陷入调整。需要注意的是，在中国央行暂停增持的半年时间内，其他国家央行仍然继续增持黄金，且数量不小。8 月，波兰央行增持黄金 20.01 万盎司。据世界黄金协会数据，10 月、11 月，印度央行连续两个月增持黄金 27 吨，其 2024 年的总购买量达到 77 吨，主导了 2024 年迄今的购买量。

图 22:伦敦金与中国黄金储备量



数据来源：中国黄金协会、山金期货交易咨询部

2024 年 12 月 7 日，中国央行最新数据显示，2024 年 11 月末中国黄金储备为 7296 万盎司，10 月末为 7280 万盎司，这是央行时隔半年首次增持黄金。此次央行黄金净增持约 16 万盎司，约合 4.98 吨。此前中国央行曾连续 18 个月增持黄金储备，到 2024 年 4 月时，黄金储备达到 7280 万盎司，而 5 月至 10 月期间暂停了增持。此次央行增持黄金，意义重大：第一，当前全球经济不确定性增加，如美债收益率波动加大等，各国面临着不同程度的经济增长放缓、地缘政治紧张等问题，这些因素使得黄金作为避险资产的重要性更加凸显；第二，从优化外汇储备资产结构方面来看，也继续降低对单一货币依赖，提升国际储备多元化水平；第三，从资产增持保持的角度来看，黄金作为一种稀缺金融资产，具有很好的长期投资价值。

(二) 国内黄金企业产量排名

图 23:A 股上市黄金企业经营情况对比

| | 资源量 | 2022 年黄金业务营收 (亿元) | 黄金业务营收占比 (%)) | 黄金业务毛利率 (%) | 矿产金成本 (元/克) | 2023 产量 | 2024 计划 |
|------|-------------------------------------|------------------------------|----------------|--------------------------|-------------|-------------------------|-------------------------|
| 紫金矿业 | 储量 1191 吨 资源量 3117 吨 | 矿山产金 224.19 冶炼加工及贸易金 1005.80 | 45.5% | 金精矿 59.65% 金锭 34.81% | 191.77 | 矿产金 67.7 吨 | 73.5 吨 |
| 山东黄金 | 资源量 1318.6 吨 | 黄金业务 474.84 其中自产金 151.83 | 94.4% | 黄金行业 14.42% 其中自产金 43.33% | | 41.78 吨 | 不低于 47 吨 |
| 中金黄金 | 保有资源储量金金属量 507.3 吨 | 黄金业务 372.40 | 54.1% | 7.45% | | 20 吨 | |
| 招金矿业 | 黄金资源量 1190.81 吨 可采储量为 482.13 吨 | 黄金业务 71.19 | 90.3% | 整体销售毛利率 33.68% | | 24.68 吨 | |
| 赤峰黄金 | 金矿石资源量 111.91 百万吨 (折金金属量约 424.36 吨) | 黄金业务 53.05 | 84.73% | 27.64% | | 14.35 吨 | |
| 银泰黄金 | 金金属量 173.9 吨 | 合质金业务 27.09 | 32.33% | 合质金 57.37% | 167.54 | 合质金 7.34 吨 | 不低于 8 吨 |
| 湖南黄金 | 金金属量 144.90 吨 | 186.52 | 88.65% | 4% | | 标准金 45.01 吨, 含量金 2.69 吨 | 黄金产量 49.7 吨 |
| 灵宝黄金 | 金金属量 135.079 吨 | 97.97 | 96.19% | 公司整体 7.75% | | 金精粉 (含量金) 及合质金 5.49 吨 | |
| 四川黄金 | 金金属资源(储量) 81.723 吨 | 4.72 | 100% | 51.31% | | 1.67 吨 | |
| 恒邦股份 | 金资源量 150.38 吨 | 147.04 | 35.67% | 2.46% | | 标准金 73.88 吨 | 黄金 86.52 吨, 白银 804.79 吨 |

数据来源: 公开资料、山金期货交易咨询部

八、全球贵金属产业链概况

(一) 全球黄金产业链概况

图 24: 黄金分国别供应和需求

| 吨 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 年同比 |
|----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|
| 供应 | | | | | | | | | | | | |
| 矿产金 | 3182 | 3269 | 3362 | 3515 | 3577 | 3658 | 3599 | 3484 | 3577 | 3633 | 3645 | 0% |
| 前 5 位国家: | | | | | | | | | | | | |
| 中国 | 439 | 463 | 460 | 463 | 429 | 404 | 383 | 367 | 333 | 376 | 379 | 1% |
| 俄罗斯 | 249 | 252 | 255 | 261 | 280 | 295 | 327 | 333 | 330 | 330 | 320 | -2% |
| 澳大利亚 | 267 | 274 | 280 | 286 | 292 | 314 | 327 | 327 | 308 | 305 | 292 | -4% |
| 加拿大 | 131 | 152 | 159 | 162 | 171 | 193 | 187 | 174 | 193 | 196 | 193 | -1% |
| 美国 | 230 | 212 | 218 | 230 | 236 | 224 | 199 | 193 | 187 | 174 | 168 | -3% |
| 回收金 | 1188 | 1129 | 1067 | 1232 | 1114 | 1132 | 1275 | 1294 | 1135 | 1141 | 1238 | 9% |
| 前 5 位国家: | | | | | | | | | | | | |
| 中国 | 100 | 118 | 106 | 146 | 143 | 146 | 168 | 190 | 168 | 156 | 208 | 36% |
| 印度 | 96 | 93 | 81 | 81 | 87 | 87 | 118 | 96 | 75 | 96 | 118 | 20% |
| 意大利 | 106 | 87 | 84 | 84 | 81 | 78 | 84 | 87 | 81 | 87 | 87 | 1% |
| 美国 | 162 | 106 | 87 | 84 | 81 | 81 | 84 | 72 | 75 | 68 | 72 | 4% |
| 土耳其 | 93 | 121 | 165 | 131 | 84 | 112 | 115 | 75 | 53 | 53 | 50 | -6% |
| 净对冲供应 | - | 106 | 12 | 37 | - | - | 6 | - | - | - | 59 | na |
| 总供应 | 4370 | 4504 | 4442 | 4784 | 4690 | 4790 | 4880 | 4777 | 4712 | 4774 | 4945 | 4% |

数据来源: 世界黄金协会、金属聚焦、山金期货交易咨询部

图 25: 全球排名前 20 位的产金国家

| 吨 | 2022 | 2023 | 年同比 |
|--------|---------|---------|------|
| 中国 | 375.0 | 378.2 | 1% |
| 俄罗斯 | 330.0 | 321.8 | -3% |
| 澳大利亚 | 306.3 | 293.8 | -4% |
| 加拿大 | 194.5 | 191.9 | -1% |
| 美国 | 172.7 | 166.7 | -3% |
| 加纳 | 137.2 | 135.1 | -2% |
| 印度尼西亚 | 131.8 | 132.5 | 1% |
| 秘鲁 | 125.7 | 128.8 | 2% |
| 墨西哥 | 124.0 | 126.6 | 2% |
| 乌兹别克斯坦 | 110.8 | 119.6 | 8% |
| 马里 | 101.4 | 105.0 | 4% |
| 南非 | 92.6 | 104.3 | 13% |
| 布基纳法索 | 96.3 | 98.6 | 2% |
| 巴西 | 86.6 | 86.3 | 0% |
| 哈萨克斯坦 | 81.9 | 86.3 | 5% |
| 苏丹 | 80.1 | 72.5 | -9% |
| 哥伦比亚 | 57.4 | 67.4 | 17% |
| 几内亚 | 63.5 | 64.9 | 2% |
| 坦桑尼亚 | 50.9 | 52.0 | 2% |
| 科特迪瓦 | 48.3 | 51.5 | 7% |
| 其他 | 867.0 | 862.4 | -1% |
| 全球总计 | 3,634.1 | 3,646.1 | 0.3% |

数据来源: 世界黄金协会、金属聚焦、山金期货交易咨询部

图 26: 全球排名前 20 位的产金企业

| 吨 | 2022 | 2023 | 年同比 |
|------------------------|-------|-------|------|
| 纽蒙特矿业公司 | 185.3 | 172.5 | -7% |
| 巴里克黄金矿业公司 | 128.8 | 126.1 | -2% |
| 伊格尔矿业公司 | 97.5 | 107.0 | 10% |
| 极地黄金公司 | 79.0 | 90.3 | 14% |
| 纳沃伊矿冶联合公司 ¹ | 87.1 | 90.2 | 4% |
| 英美黄金阿山帝公司 | 85.3 | 81.6 | -4% |
| 金田公司 | 74.6 | 71.7 | -4% |
| 紫金矿业集团股份有限公司 | 56.4 | 67.7 | 20% |
| 金罗斯黄金公司 ² | 60.9 | 67.0 | 10% |
| 自由港麦克莫兰铜金公司 | 56.3 | 62.0 | 10% |
| 北极星资源公司 | 48.4 | 49.4 | 2% |
| 山东黄金集团有限公司 | 44.9 | 48.8 | 9% |
| 纽克雷斯特矿业公司 ³ | 67.3 | 47.3 | -30% |

| | | | |
|--|------|------|------|
| 多金属国际公司 | 45.1 | 46.4 | 3% |
| 哈莫尼黄金矿业公司 | 46.2 | 45.7 | -1% |
| 奋进矿业公司 | 36.1 | 33.3 | -8% |
| 加拿大公共金矿公司 | 32.0 | 33.0 | 3% |
| 中国黄金集团有限公司 | 34.4 | 29.0 | -16% |
| 泛美白银公司 | 17.2 | 27.5 | 60% |
| 斯巴雅-静水矿业公司 | 19.3 | 25.2 | 31% |
| 注：1、预估值，2、黄金销售，3、第一季度至第三季度，第四季度被纽蒙特矿业收购。 | | | |

数据来源：世界黄金协会、金属聚焦、山金期货交易咨询部

（二）全球白银产业链概况

图 27: 全球排名前 20 位的产银国家

| 吨 | 2022 | 2023 | Y/Y |
|---------|-------|-------|------|
| 墨西哥 | 6631 | 6289 | -5% |
| 中国 | 3477 | 3400 | -2% |
| 秘鲁 | 3328 | 3331 | 0% |
| 智利 | 1303 | 1617 | 24% |
| 玻利维亚 | 1207 | 1325 | 10% |
| 波兰 | 1319 | 1322 | 0% |
| 俄罗斯 | 1278 | 1238 | -3% |
| 澳大利亚 | 1166 | 1070 | -8% |
| 美国 | 1033 | 995 | -3% |
| 阿根廷 | 958 | 809 | -16% |
| 印度 | 694 | 740 | 6% |
| 哈萨克斯坦 | 479 | 516 | 8% |
| 瑞典 | 454 | 392 | -14% |
| 印度尼西亚 | 320 | 320 | -1% |
| 摩洛哥 | 271 | 274 | 1% |
| 乌兹别克斯坦 | 218 | 239 | 9% |
| 加拿大 | 271 | 221 | -18% |
| 巴布亚新几内亚 | 93 | 134 | 42% |
| 西班牙 | 109 | 115 | 6% |
| 巴西 | 75 | 103 | 36% |
| 其他 | 1334 | 1381 | 3% |
| 总共 | 26024 | 25831 | -1% |

数据来源：世界白银协会、金属聚焦、山金期货交易咨询部

图 28: 全球排名前 20 位的产银企业

| Ton | 2022 | 2023 | Y/Y |
|------------------------------------|------|------|------|
| Fresnillo ¹ | 1589 | 1664 | 5% |
| KGHM Polska Miedz ² | 1328 | 1428 | 8% |
| Hindustan Zinc Ltd. ³⁴⁵ | 694 | 740 | 6% |
| Pan American Silver | 575 | 635 | 11% |
| Glencore | 740 | 622 | -16% |
| CODELCO ⁸ | 650 | 597 | -8% |
| Industrias Penoles ⁶ | 495 | 588 | 19% |
| Southern Copper | 579 | 572 | -1% |
| Newmont | 924 | 560 | -39% |
| Polymetal Intl. | 653 | 551 | -16% |
| Volcan Cia Minera | 445 | 473 | 6% |
| Hecla Mining | 442 | 445 | 1% |
| South32 ⁷ | 383 | 404 | 6% |
| BHP ⁷ | 364 | 367 | 1% |
| Boliden ⁷ | 376 | 323 | -15% |
| Nexa Resources | 311 | 320 | 3% |
| Coeur Mining | 305 | 320 | 4% |
| First Majestic Silver | 327 | 320 | -3% |
| SSR Mining | 261 | 302 | 15% |
| Hochschild Mining | 342 | 295 | -14% |

NB: 1 、 Excludes Silverstream contract; 2 、 Payable production; 3、 KGHM Group figures including Polish and international operations; 4 、 Hindustan Zinc is a Vedanta Group company; 5、 Production from integrated operations only; 6、 Refined Silver; 7、 Excludes 100% Fresnillo; 8、 Estimate

数据来源：世界白银协会、金属聚焦、山金期货交易咨询部

免责声明

本报告由山金期货交易咨询部制作，未获得山金期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在山金期货有限公司及其研究人员知情的范围内，山金期货有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。