

避险初步兑现，降息道阻且长

2025 年 3 月 25 日

——贵金属二季度策略报

目录

1. 行情回顾	2
2. 2025 年避险属性演变逻辑	5
3. 2025 年货币属性演变逻辑	7
4. 2025 年商品属性演变逻辑	17
5. 技术分析	21
6. 从多空博弈的角度看未来行情发展的方向	23
7. 国内贵金属产业链概况	23
8. 全球贵金属产业链概况	27
免责声明	31

1.行情回顾

图 1：伦敦金本轮牛市关键节点



数据来源：文华财经、山金期货投资咨询部

2025年以来, 贵金属继续上攻但金银出现分化。黄金多次连创历史新高, 伦敦金最高涨至3057.14美元/盎司, Comex金主力最高涨至3065.2美元/盎司, 国内沪金主力最高涨至711.24元/克。白银在黄金新高后, 跟涨缓慢, 多次承压回落。伦敦银最高涨至34.224美元/盎司, 距离2024年10月创出的34.863美元/盎司仍有空间, 距离2011年4月的历史最高49.840美元/盎司仍然云泥之别, 国内沪银主力最高涨至8444元/千克, 距离2024年5月的8733元/千克仍有距离。

开年以来主要逻辑在于：一是避险情绪升温。全球经济政治体系重构推动货币体系重构。春节期间, 特朗普政府宣布对多个国家加征关税, 尤其是对中国商品加征10%的关税, 引发了市场对全球贸易摩擦升级的担忧。此外, 地缘政治风险的加剧、美股科技股带动股市回调也推动了避险资金流入黄金市场。二是美联储降息预期接近降无可降, 非美货币降息预期增强。联储一月决议后目前市场预期至25年5月维持利率不变, 预期25年总降息空间25基点, 已低于2024年12月点阵图两次降息指引, 后期降息预期有望触底反弹。另外特朗普激进政策或导致通胀压力抬升, 推升再通胀逻辑。

辑。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；三是央行等继续增持黄金。根据世界黄金协会数据，各国央行继续以惊人的速度抢购黄金，连续第三年购买量超过 1000 吨，2024 年第四季度急剧加速至 333 吨。黄金作为避险资产和通胀对冲工具，在全球经济放缓担忧加剧之下，吸引力持续增强。

特朗普正式上任以后，地缘政治动荡与贸易摩擦支撑避险需求。特朗普表示对墨加两国加征关税计划将“如期推进”，他还称美国受到许多贸易伙伴“非常恶劣的对待”，不只是加拿大和墨西哥，引发市场对贸易摩擦升级的担忧。同时，随着特朗普和普京通话、慕尼黑安全会议、美俄特使在沙特会面等一系列外交事件的发生，美俄重启外交接触，俄乌冲突有望进入谈判的新阶段，俄乌冲突缓和的希望重新燃起。

图 2：各币种金价近十五年表现

Gold Price Performance: % Annual Change									
	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	+14.9%	+13.3%	+14.5%	+11.8%	+13.0%	+10.0%	+11.3%	+15.5%	+9.0%
Average	7.5%	9.4%	9.4%	6.2%	7.9%	9.5%	9.1%	11.5%	10.4%

goldprice.org Sunday, March 23, 2025

数据来源：goldprice.org、山金期货投资咨询部

美国经济数据走弱，衰退担忧上升。最新美国 2 月非农就业岗位增加 15.1 万个，预估为增加 16 万个。平均时薪环比上涨 0.3%，同比上涨 4.1%。失业率升至 4.1%。但在混乱的贸易政策和联邦政府大幅削减开支有可能扰乱今年经济增长的情况下，一直坚挺的劳动力市场正在出现裂痕。报告发布后，短期利率期货交易员将对美联储开始降息时间的押注从 5 月推后至 6 月，但仍认为 2025 年将总

共降息三次。

然而美联储官员普遍认为仍需维持利率不变至更长时间。鲍威尔称关税可能推高通胀，美联储须观望其影响无需仓促降息。美联储主席鲍威尔表示，关税计划是否会刺激通胀还有待观察，并列出了一系列需要核实的因素，这些因素可能会使新关税引发更持久的价格压力。鲍威尔还表示，美联储也将保持谨慎，确保充分了解情况后再做决定，因此在掌握更多信息之前，没有必要仓促降息。

图 3：各币种银价近十五年表现

Silver Price Performance: % Annual Change									
	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	+14.3%	+12.8%	+14.0%	+11.3%	+12.5%	+9.5%	+10.8%	+14.9%	+8.4%
Average	7.4%	8.5%	8.8%	5.6%	7.6%	9.3%	9.1%	10.8%	9.5%
silverprice.org					Sunday, March 23, 2025				

数据来源：goldprice.org、山金期货投资咨询部

2025 年国内外白银市场的演变逻辑呈现多因素交织的特征，既受益于工业需求扩张与货币宽松环境，也面临政策不确定性和供应链风险。首先多国央行降息以刺激经济，降低持有白银的机会成本。叠加美国债务高企和“去美元化”趋势，美元指数中期走弱，推动以美元计价的白银价格上涨，并吸引非美地区投资者增持。其次工业需求结构性增长。光伏与新能源革命推动 N 型光伏电池耗银量提升（20mg/块），2025 年全球光伏用银预计突破 5200 吨。新能源汽车（单车用银约 50 克）及 AI 算力中心建设（单机柜耗银约 1.2kg）进一步拉动需求。同时白银仍存较强的供应链瓶颈，全球 70%以上的白银来自铜、铅锌等伴生矿，而 2025 年有色增速放缓，导致白银供应增长受限。目前金银比处于历史高位（约 90:1），触发补涨预期；白银 ETF 资金流入创纪录，形成短期价格推升动力。

然而全球最大用银国中国消费复苏乏力，白银持续弱于黄金。

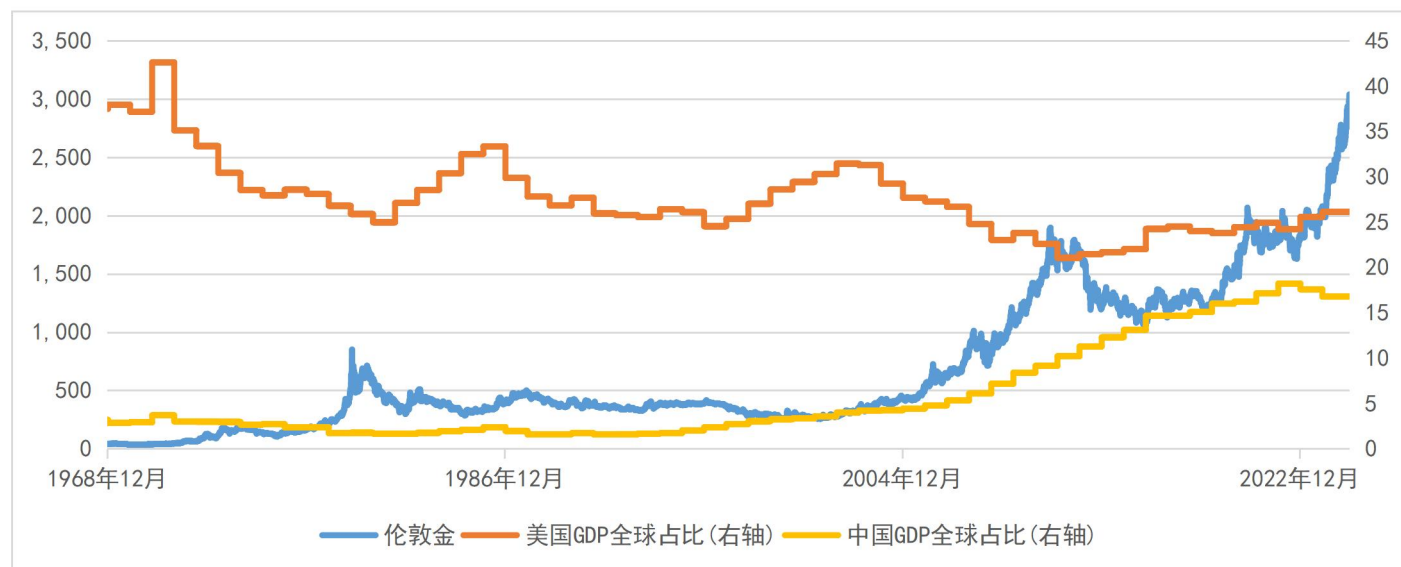
2.2025 年避险属性演变逻辑

2.1 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 4：伦敦金与中美 GDP 占比



数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

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 5: 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、山金期货投资咨询部

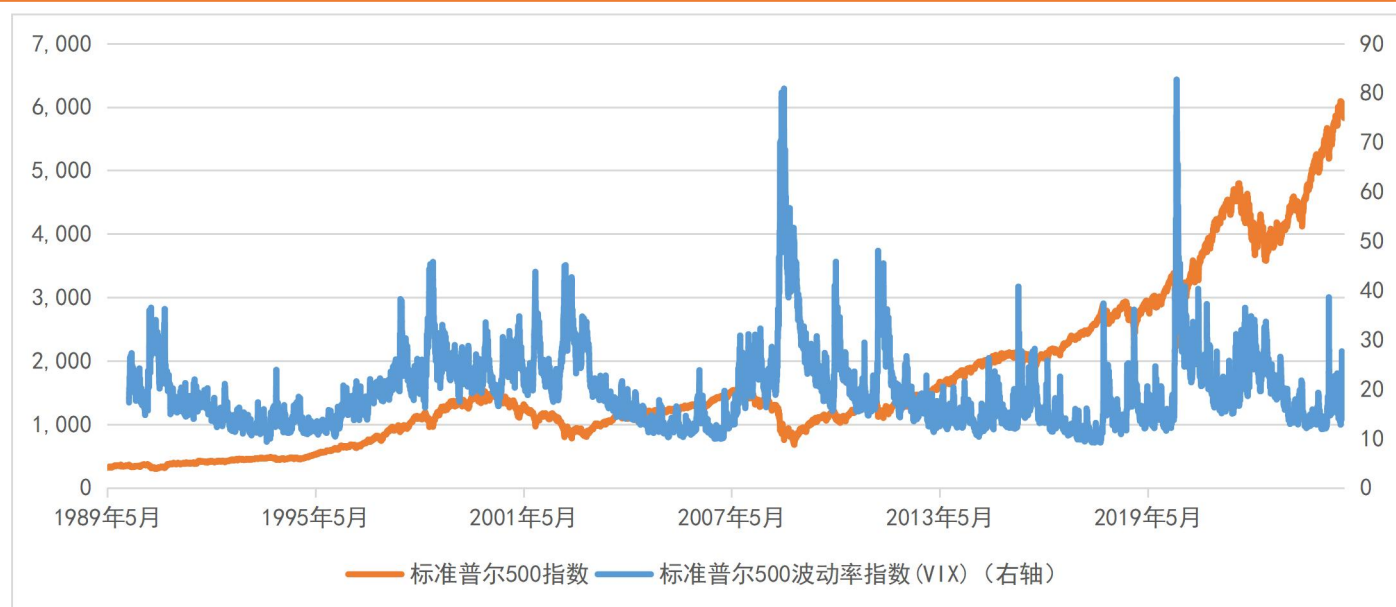
2.2 （一）美股波动率相对处于历史低位，2025 年或震荡上升，推升贵金属避险价值

过去几年，“美股神话”建立在强劲盈利增长与科技巨头统治力之上，但这种过度集中也带来了系统性风险。如今，美股波动已经主导全球市场波动，“七巨头”（Magnificent 7）的波动贡献度接近全球股票市场的 30%。特别是半导体和 AI 概念股，波动率更是远超历史平均水平，一旦盈利或估值预期反转，冲击力极强。

2025 年以来，美股的表现已不再“一枝独秀”。欧洲和中国股市的相对表现开始领先美国市场；即使在美股内部，均权指数（Equal Weight）跑赢了以七巨头为核心的市值加权指数。随着美国经济数据走软（服务业 PMI、消费者信心指数等），市场的乐观预期逐步降温，非美市场的吸引力上升。

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 6: 标普 500 指数与波动率指数 (VIX)



数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

3. 2025 年货币属性演变逻辑

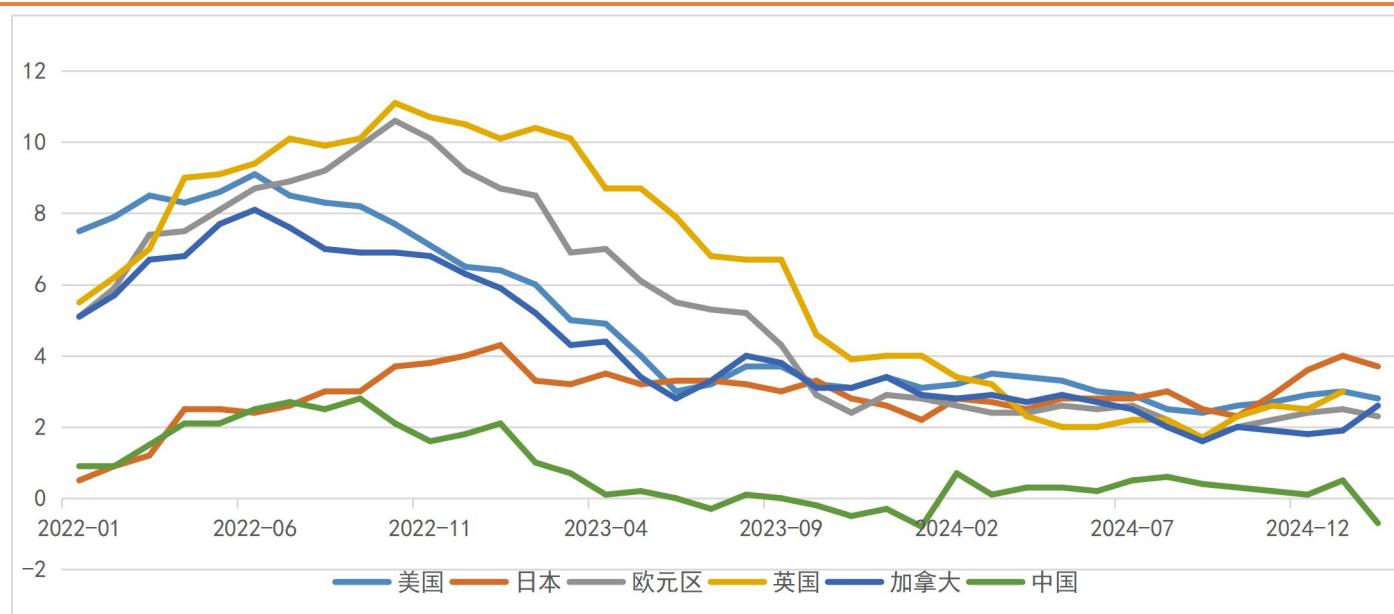
3.1 主要经济体中，2025 年美国通胀下行趋缓，特朗普上任后存在“再通胀”可能；欧元区接近完成抗通胀目标，但贸易战风险给未来降息带来压力

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 7: 全球主要经济体通胀对比



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

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。例如芝加哥联邦储备银行行长奥斯坦·古尔斯比表示，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。

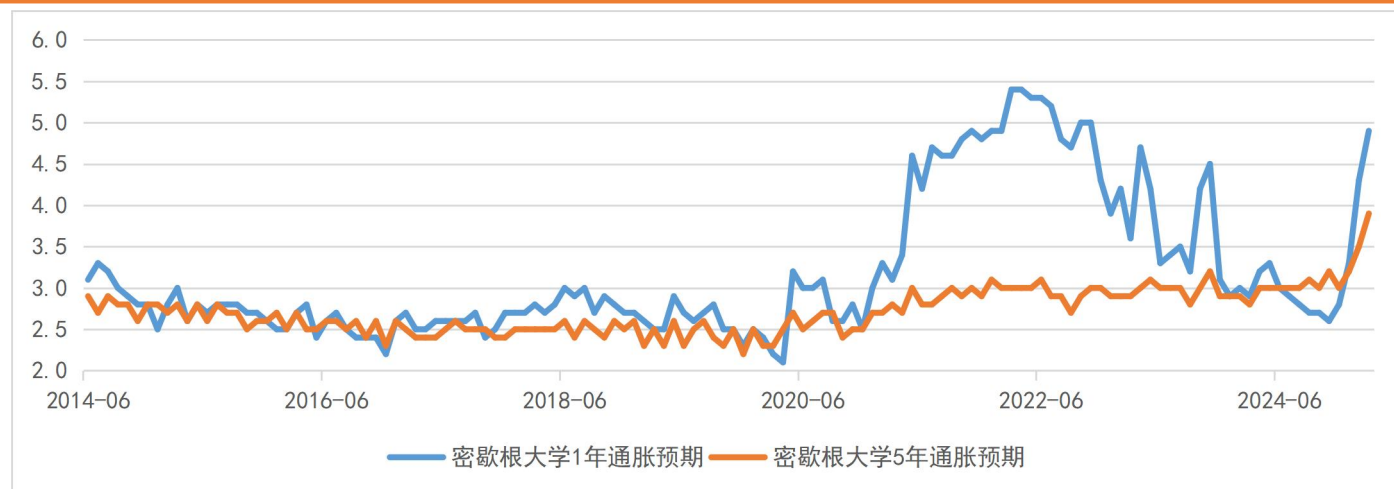
市场备受关注的通胀预期方面，根据密歇根大学的消费者调查，自 2024 年底以来，通胀预期急剧上升。在密歇根大学调查中，对于未来 12 个月的通胀率预期中值从去年 10 月的 2.7% 跃升至 3 月份的 4.9%。更令人担忧的是，对于未来 5 至 10 年的通胀初步预期也从去年秋天的 3.0% 上升到了 3.9%。纽约联储调查中的主要指标也有所上升，但总体而言，在可比时间段内通胀预期上升的幅度没有那么大。

这两项调查在方法上存在两大差别。对这两大差别进行调整后，得到的结果要更一致一些，传递的总体信息介于两项调查各自可能给出的信息之间。

近几个月来，短期通胀预期的恶化程度超过了纽约联邦储备银行官方数据序列所显示的程度。与此同时，长期通胀预期——合理解读的话——恶化的程度可能并没有密歇根大学调查结果所显示的那么大，甚至可能没有恶化。

通胀预期上行的时机表明，近来随处可见的加征关税新闻可能让消费者感到不安。在联邦公开市场委员会（FOMC）努力将通胀率拉回到 2% 目标之际，通胀预期的恶化使其面临的经济环境更加复杂。通胀预期的上升意味着，未来几个月委员会在降息问题上要更加谨慎。。

图 8: 美国通胀预期

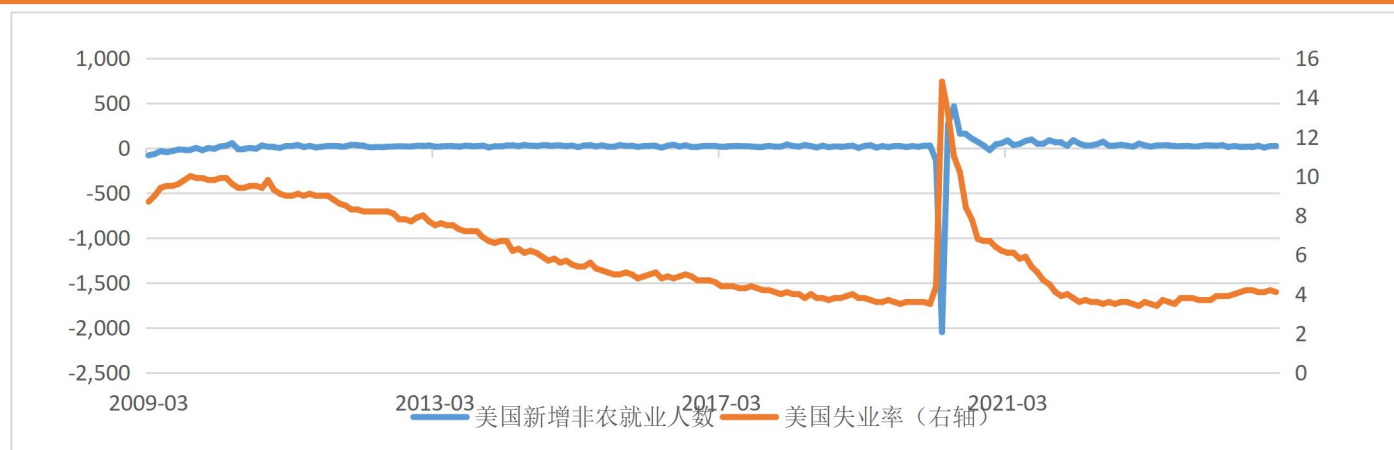


数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

3.2 （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 9： 美国非农和失业率趋势



数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

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。

3.3 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 10： 2024-2025 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
2024/3/21	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。	-
2024/5/1	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。	-
2024/6/12	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。	-
2024/7/31	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。	-
2024/9/19	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。	-0.5
2024/11/7	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。	-0.25

2024/ 12/19	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。	-0.25
2025/ 1/29	通胀仍存压力，劳动力市场已经降温。①美联储如期按兵不动，将联邦基金利率目标区间保持在 4.25% 至 4.5% 不变。这是美联储自去年 9 月开启降息周期以来首次暂停降息。②政策声明删除“通胀朝着目标取得进展”的表述。③鲍威尔表示，无需匆忙调整货币政策立场，通胀仍然在一定程度上偏高。与特朗普在达沃斯论坛上要求“立即降息”唱起了反调。美国经济仍然总体强劲；2024 年 GDP 预计将超过 2%。美联储在缩减资产负债表规模方面仍有运行空间。劳动力市场状况已经降温，但依然稳健。	-
2025/ 3/20	缩表即将放慢，美国滞胀风险增加。①美联储如期维持利率不变，FOMC 声明显示，美联储将于 4 月 1 日开始放慢缩表节奏，将美债减持上限从 250 亿美元/月放缓至 50 亿美元/月，MBS 减持上限维持在 350 亿美元/月。②经济前景不确定性增加。仍预计今年两次降息，累计降息 50 个基点。但点阵图中，预计今年不降息者由一人增至四人，降息两次者降一人至九人。③美联储大幅下调 2025 年经济增长预期，同时上调通胀预期。美联储主席鲍威尔重申，美联储无需急于调整货币政策的立场，称已做好充分准备，耐心等待更清晰的市场信息。	-

数据来源：Fed、山金期货投资咨询部

对于贵金属投资者来说，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。

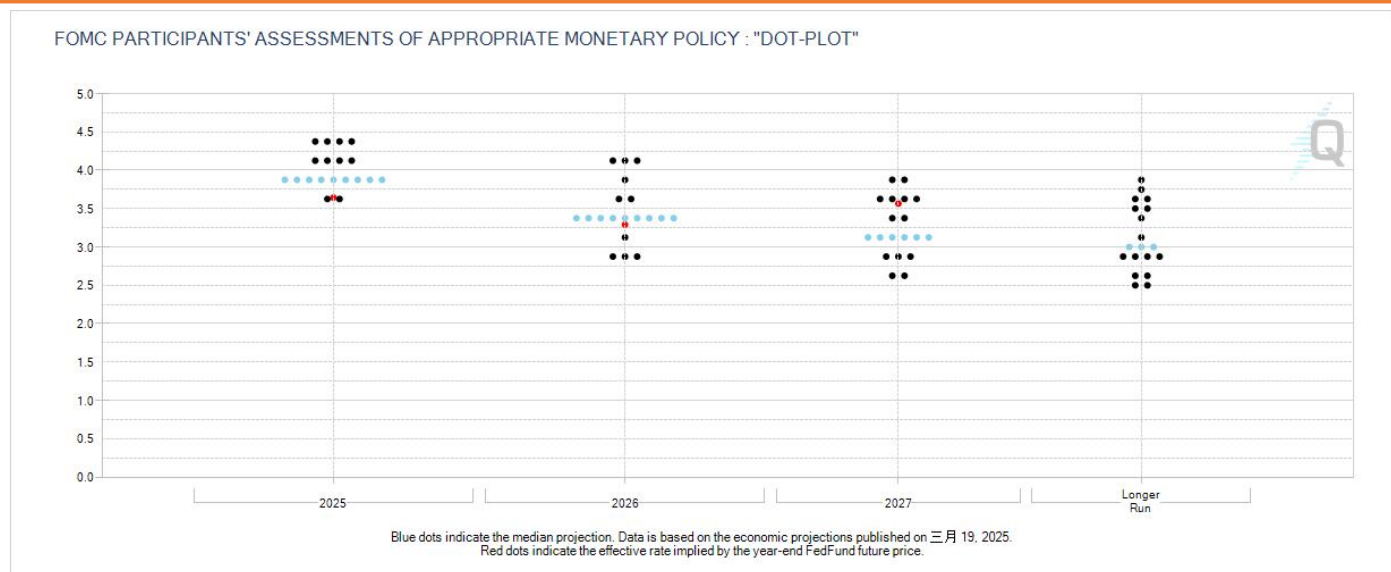
图 11： 美联储利率预期（2025. 03. 24）

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	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%	13.6%	86.4%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.6%	65.3%	25.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	33.2%	48.3%	14.4%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	23.0%	43.0%	26.3%	5.1%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	9.4%	29.6%	37.5%	19.3%	3.4%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	4.9%	19.0%	33.3%	28.8%	11.7%	1.8%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.1%	1.1%	7.1%	21.2%	32.6%	26.2%	10.2%	1.5%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.4%	2.8%	11.1%	24.5%	30.8%	21.6%	7.7%	1.1%
2026/4/29	0.0%	0.1%	0.7%	3.9%	12.8%	25.3%	29.6%	19.9%	6.9%	0.9%
2026/6/17	0.0%	0.1%	1.0%	4.7%	14.0%	25.7%	28.7%	18.6%	6.3%	0.9%
2026/7/29	0.0%	0.3%	1.8%	6.8%	16.6%	26.4%	26.5%	15.9%	5.1%	0.7%
2026/9/16	0.1%	0.4%	2.2%	7.5%	17.3%	26.4%	25.7%	15.1%	4.8%	0.6%
2026/10/28	0.0%	0.4%	2.0%	7.0%	16.4%	25.6%	25.8%	16.1%	5.7%	1.0%
2026/12/9	0.2%	1.2%	4.5%	11.6%	20.9%	25.7%	21.0%	11.0%	3.4%	0.5%

数据来源：CME、山金期货投资咨询部

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 年整体降息空间重回 75 基点左右，已经高于美联储 3 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。美联储官员整体偏谨慎但出现更多分化，叠加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 12： 美联储 12 月点阵图与市场利率预期（红点）（2025.03.10）

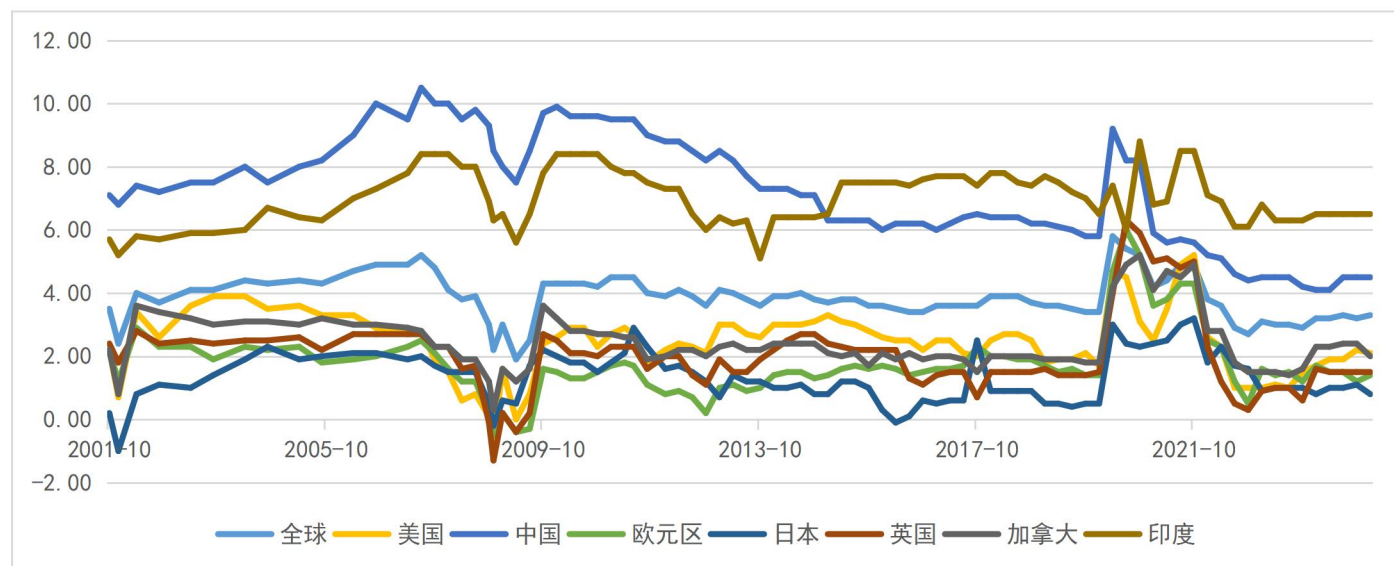


数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

3.4 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 年遇阻回调，整体或继续维持区间震荡

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 年重新转弱。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。

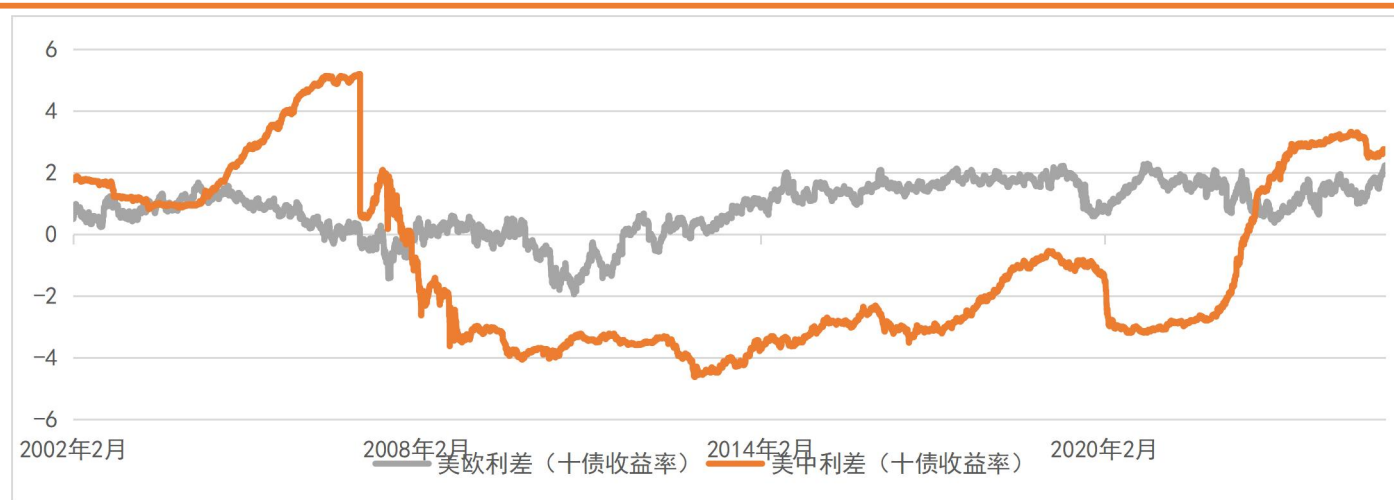
图 13：IMF 经济增速预测（2025 年）



数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

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 年后持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 14：美欧利差与美中利差（十债收益率）



数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

4.2025 年商品属性演变逻辑

4.1 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部分利空影响

根据世界黄金协会统计，四季度黄金需求总量（包含场外交易投资）同比增长 1%，创下季度新高；全年总需求也随之达到创纪录的 4,974 吨。全球央行继续以惊人的速度囤积黄金：购金量已连续第三年超过 1,000 吨，其中四季度购金量更是大增至 333 吨。

全年投资总需求增长 25%至 1,180 吨，创四年来新高。黄金 ETF 对整体投资需求的年同比增幅产生巨大助力：2024 年是自 2020 年以来首次黄金 ETF 持仓量基本保持不变的一年，这与前三年的大规模流出形成鲜明对比。全年金条和金币需求与 2023 年持平，为 1,186 吨。但该板块需求的构成发生了变化：金条投资持续增长，而金币需求下降。全年科技用金也为全球黄金需求总量的增加做出显著贡献：主要受人工智能应用持续增长的影响，2024 年科技用金同比上涨 21 吨（+7%）。

2024 年四季度及全年，金饰需求欠佳，呈现出与其他板块的火热截然不同的景象：全年金饰消费量创下自我们有数据统计以来的新低，仅为 1,877 吨。尽管如此，总体金饰消费额依然增长了 9%，达 1,440 亿美元 - 这表明消费者虽因高金价降低了购买的总体重量，但其在金饰上的消费预算并未减少。

2024 年，LBMA 午盘金价共 40 次刷新纪录。四季度平均金价升至 2,663 美元/盎司，同样创下历史新高；年度平均金价为 2,386 美元/盎司，同比上升 23%。

以价值计算，全球黄金需求已达前所未有的高位。创纪录的高金价和需求推动四季度的黄金需求总额达 1,110 亿美元。2024 年的年度需求总额也高达史无前例的 3,820 亿美元。

黄金供应总量同比略微增长 1%，达 4,974 吨，创下我们有数据统计以来的新高。金矿产量和回收金的增长共同推动了黄金供应总量的增加。2024 年四季度的疲软令全年场外投资（OTC）水平出现轻微下滑。高净值投资者的黄金需求依然稳健，但场外投资的其他领域也出现了一定的获利了结行为。2025 年全年展望，潜在的经济不确定性有望继续凸显黄金作为风险对冲工具的重要作用，全球央行和黄金 ETF 投资者或将再度成为推动黄金需求的主要力量。另一方面，金饰需求可能会因经济不确定性继续承压。

图 15：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%
回收再利用	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、山金期货投资咨询部

4.2 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 16：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、山金期货投资咨询部

5. 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 17：伦敦金 35 年历史走势



数据来源：文华财经、山金期货投资咨询部

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 18：伦敦银 32 年历史走势



数据来源：文华财经、山金期货投资咨询部

6.从多空博弈的角度看未来行情发展的方向

展望后期，全球经济不确定性下的避险需求与政策博弈的复杂交织。尽管短期黄金可能面临美指超卖反弹及多头获利了结压力，但中长期来看，地缘政治风险及美联储政策转向宽松预期仍将为黄金提供支撑。目前贵金属面临高位整固，2025 年或用时间换空间。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。

7.国内贵金属产业链概况

据中国黄金协会最新统计数据显示，2024 年，国内原料产金 377.242 吨，比 2023 年增加 2.087 吨，同比增长 0.56%，其中，黄金矿产金完成 298.408 吨，有色副产金完成 78.834 吨。另外，2024

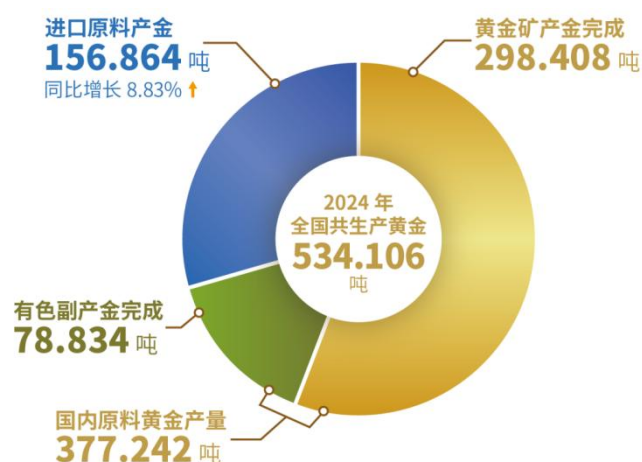
年进口原料产金 156.864 吨,同比增长 8.83%,若加上这部分进口原料产金,全国共生产黄金 534.106 吨,同比增长 2.85%。

2024 年,我国大型黄金集团境外矿山实现矿产金产量 71.937 吨,同比增长 19.14%。2024 年,我国黄金行业积极响应高质量发展要求,加强地质勘探,努力增储上产,坚持科技创新,严守安全环保底线,加快推进绿色矿山建设;黄金珠宝企业灵活应对市场变化,深耕产品研发,提升市场竞争力;黄金市场主动迎接国际化,完善市场功能,黄金交易量持续提升,成为国际贵金属市场的重要一极。全行业呈现出稳中向好的发展势态。

2024 年,我国新一轮金矿找矿突破战略取得新进展,三山岛、多龙、北衙等 24 座矿山深边部共新增资源量 1570 吨,辽宁盖州大东沟地区发现低品位、超大型金矿,预估资源量超 1000 吨;胶东地区世界第三大金矿集区地位进一步巩固,莱州西岭金矿成为我国最大单体金矿床,纱岭、海域金矿已攻克超深竖井建设多项难题,进入全面冲刺的关键阶段。

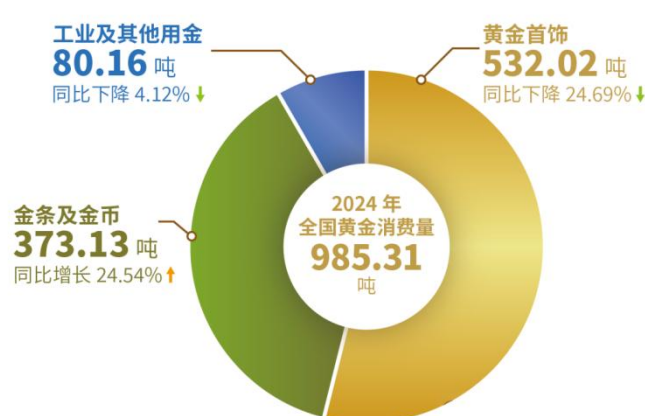
黄金行业企业积极推进氰渣绿色化利用和规范化管理,黄金科技创新成果丰硕,《国家危险废物名录(2025 版)》,对不同氰化工艺过程中产生的尾渣进行了区分,将全泥氰化尾渣和堆浸氰化尾渣从名录中移除。重点黄金企业参与完成的“地下金属矿智能开采关键技术及装备”项目、“新一代绿色高效提炼稀贵金属技术及应用”项目获 2023 年度国家科学技术进步二等奖。我国重点黄金企业海外并购取得新进展。招金矿业收购科特迪瓦的阿布贾金矿股权,间接控股塞拉利昂的科马洪金矿;山金国际收购奥西诺(Osino Resources Corp.)股权;紫金矿业拟收购加纳阿基姆金矿项目、泛美白银旗下秘鲁拉阿雷纳铜金矿项目。

图 19: 2024 年国内黄金产量



数据来源: 中国黄金协会、山金期货投资咨询部

图 20: 2024 年国内黄金消费量

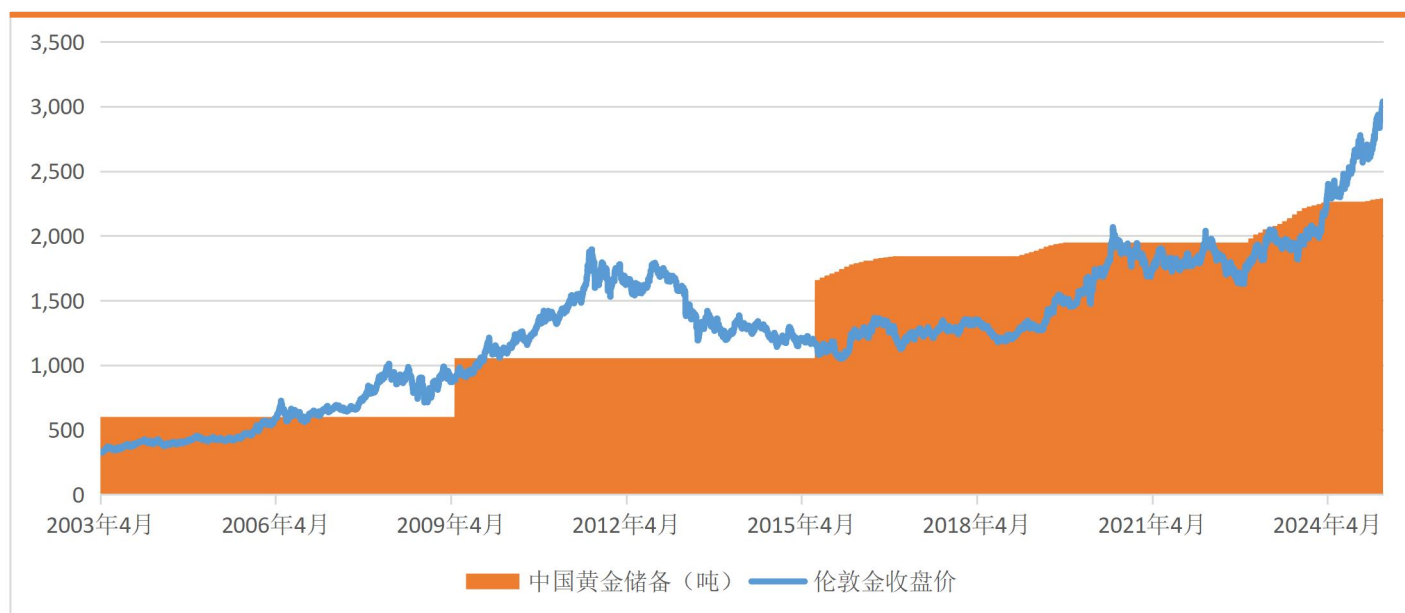


数据来源: 中国黄金协会、山金期货投资咨询部

2024 年，我国黄金消费量 985.31 吨，同比下降 9.58%。其中：黄金首饰 532.02 吨，同比下降 24.69%；金条及金币 373.13 吨，同比增长 24.54%；工业及其他用金 80.16 吨，同比下降 4.12%。2024 年，在整体黄金珠宝消费疲软，库存周转率下降的背景下，黄金珠宝企业及时调整生产经营策略，推动产品创新，古法、国潮等概念金饰兴起。由于国际局势动荡、冲突加剧，黄金避险保值属性凸显，金条销量出现大幅上升。

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 21：伦敦金与中国黄金储备量



数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

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。

图 22：国内黄金企业产量排名

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	金金属资源(储)	4.72	100%	51.31%		1.67 吨	

黄金	量 81.723 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、山金期货投资咨询部

8.全球贵金属产业链概况

8.1 全球黄金产业链概况

图 23：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 24：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

8.2 全球白银产业链概况

图 25:全球排名前 20 位的产银国家

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：世界白银协会、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

投资咨询部

山金期货官方微信号

作者 | 林振龙

从业资格号：F03107169

交易咨询号：Z0018476

审核：王云飞

投资咨询资格证号：Z0021688

复核：刘书语

从业资格证号：F03107583

电话：021 - 2062 7529

邮箱：linzhenlong@sd-gold.com

联系邮箱：linzhenlong@sd-gold.com



免责声明

本报告由山金期货投资咨询部制作，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。