

新秩序、新经济：金属的重新锚定与价值重估

投资评级：推荐（维持）

---有色金属行业2025年中期策略报告

华龙证券研究所 有色金属行业

分析师：景丹阳

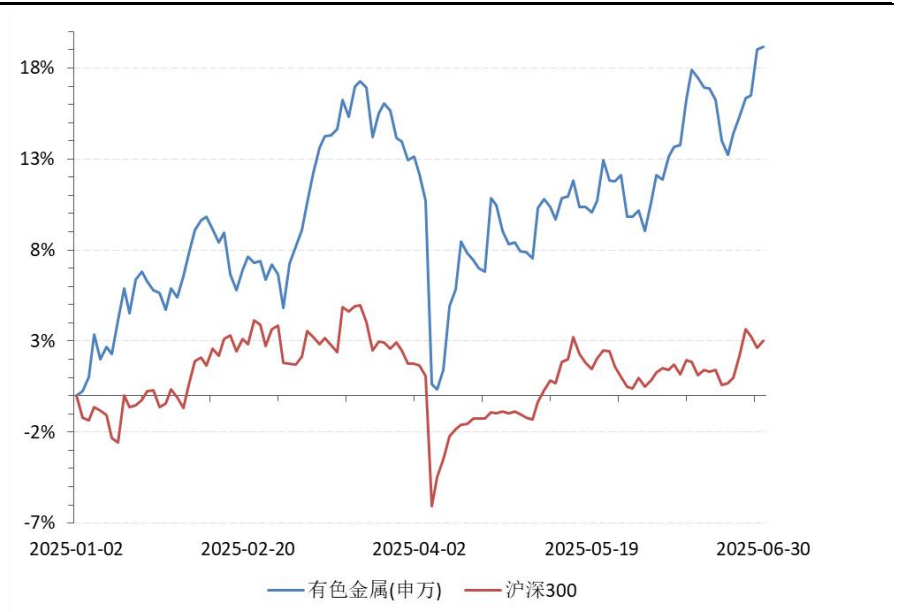
SAC执业证书编号：S0230523080001

邮箱：jingdy@hlzq.com

2025年07月04日

证券研究报告

2025. 1. 1-2025. 6. 30市场走势（单位：%）



相关报告

- 《有色金属行业周报：中美领导人通电话，经贸会谈持续推进》 2025. 6. 9
- 《有色金属行业周报：未来一周金属价格或持续波动》 2025. 5. 26
- 《海亮股份（002203.SZ）公司深度研究：扩规模、提周转，全球铜加工龙头无惧周期》 2025. 5. 21

相对沪深300表现（2025. 06. 30）		（单位：%）		
表现	1M	3M	12M	
沪深300	2. 5	0. 53	13. 71	
有色金属（申万）	9. 26	5. 5	18. 66	

• 黄金：

- 通过复盘黄金历史走势，黄金长期拐点一般以美国经济走势拐点（美联储政策转向）为必要条件。在过去数十年，黄金作为美元等货币的信用存在，与十年期美债实际利率呈负相关关系。但是，近年来美国从国际主义、多边主义转向国内主义、单边主义，从国际事务和盟友关系中实质性退出，同时高利率、高债务下美元信用持续削弱，战后以美国军事、政治、经济、科技主导地位为基础的国际秩序逐步破裂，全球化退潮，单边主义盛行，资本市场重新定价全球秩序瓦解与长期不确定性，黄金价值重新凸显。
- 当前，特朗普关税政策带来的通胀是否具有持续性是美联储面临的最大的不确定性，因此降息节奏较难判断，而美国经济短期内难见复苏，货币政策难言宽松。同时，宏观叙事背景深刻变化，国际秩序的解体和重构使黄金的金融/货币属性回归，在变动的国际秩序中寻找新的定价锚。在此背景下，黄金可能有回调，但下行有支撑，长期仍未见顶。

• 铜：长期供给约束、新经济需求快速增长的铜可能迎来两个层面的价值重估：

- **新经济重估：**铜作为工业金属之母，在能源转型、数据中心等新经济发展中需求较为确定，目前两大新经济正处于高速增长阶段，将在未来多年内贡献主要的铜需求增量，有望提升铜的估值水平。
- **地缘政治重估：**在长期视角的供需紧张下，地缘政治对抗与全球供应链的割裂加剧了对铜供应不足的担忧，铜作为战略资源金属的属性持续增强。市场普遍预期，美国将在2025年年底对铜征收25%关税，长期看，地缘政治对抗升级、供应链割裂与重塑将打破过往的全球铜需求分布，客观上将提升铜的估值。
- 总结而言，我们认为黄金在国际秩序动荡、全球经济预期偏弱背景下寻找新的定价锚，铜在长期供给约束、新经济需求推动下有望得到重估。维持行业“推荐”评级。
- 风险提示：金价高位震荡；美国关税政策变化；海外利率波动风险；主要经济体经济增长不及预期；海外地缘政治风险；数据引用风险。

目录

1

新秩序：黄金的重新锚定

2

新经济：铜的价值重估

3

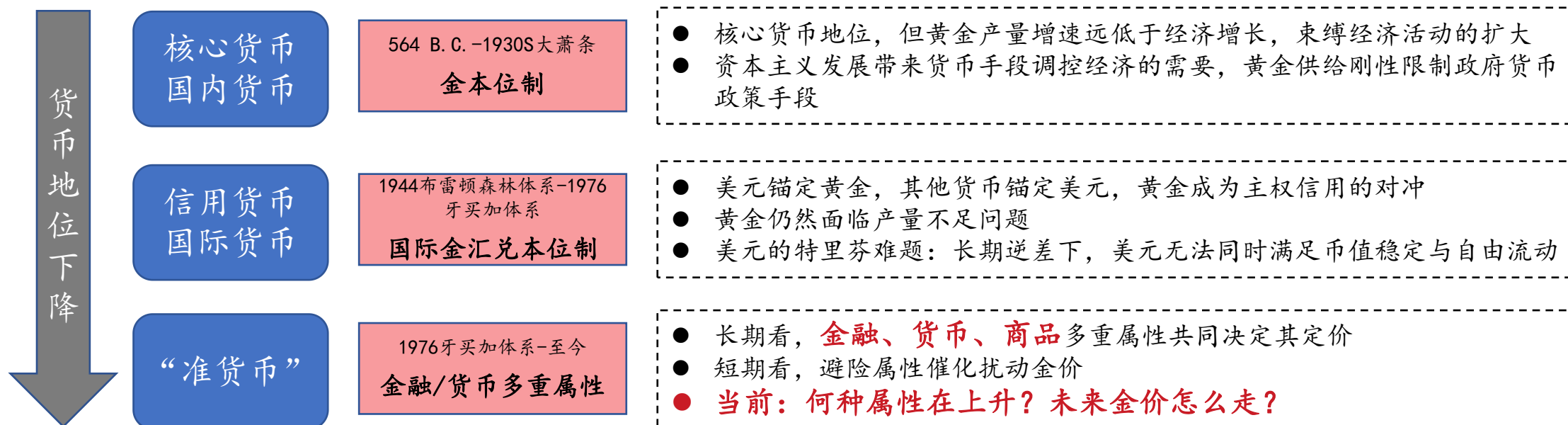
投资建议

4

风险提示

- 作为货币的黄金：金银天然不是货币，货币天然金银。贵金属的特性使其在人类文明早期就成为货币首选。
- 从金本位制至今，作为货币的黄金面临一个永恒的紧张关系：经济发展与黄金供应不足。生产力提升、尤其是资本主义经济的蓬勃发展催生出更大货币需求以及货币政策调控需要，黄金天然的供应不足导致其慢慢无法作为法定货币进行国内国际流通。
- 多重属性下定价锚的变化：尽管早已失去货币地位，但黄金的货币属性未变，是信用货币的信用。1970年代布雷顿森林体系崩溃以来，其定价锚的权重在金融/货币/商品多重属性间摇摆，短期避险情绪等因素扰动金价、加大其波动。
- 本轮黄金行情的定价锚主要是何属性？

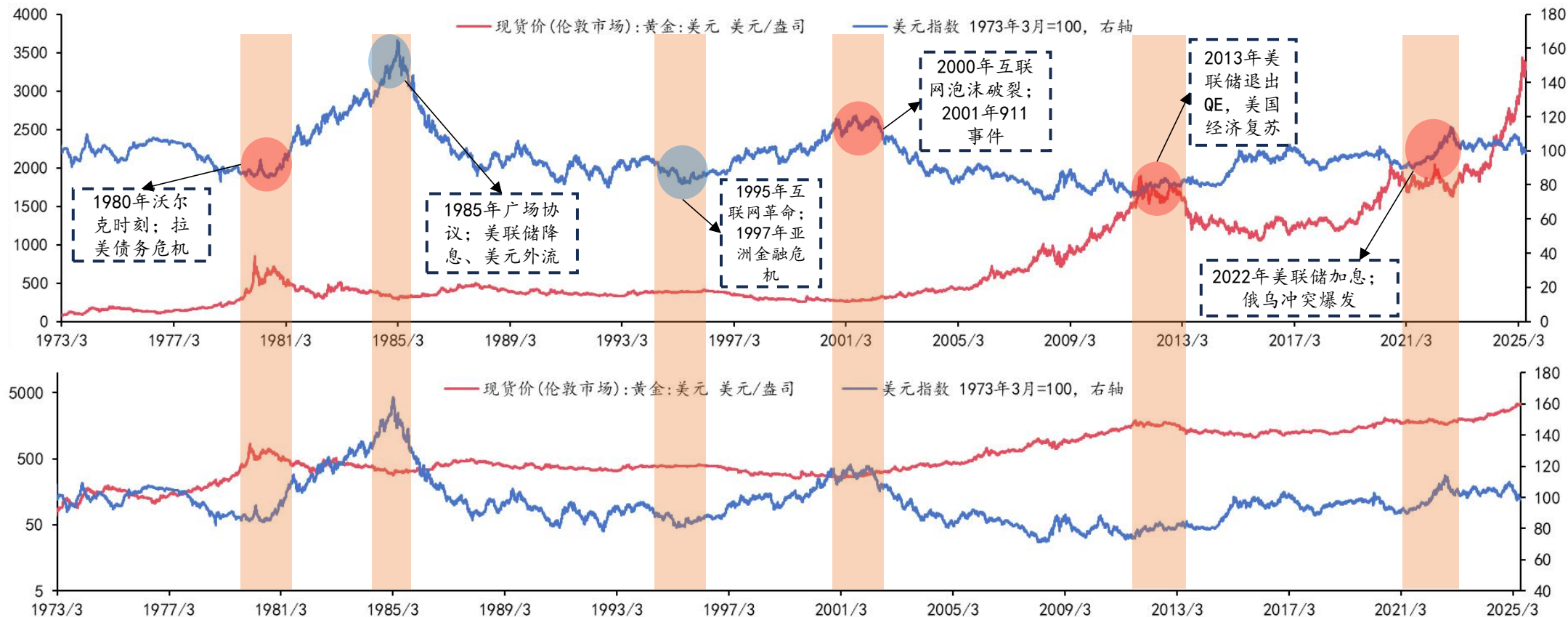
图1：黄金的货币属性



数据来源：《论黄金货币地位的演变与前景》，华龙证券研究所

- **一个必要条件：**1973年至今，黄金两次大顶（1980、2013）、一次大底（2001）均以美国经济增长拐点（美联储政策转向）为标志，但反之并不成立，美国经济拐点（美联储政策转向）可视为金价拐点的必要条件。
- **两个疑问：**
 - 1980年至2013年两次大顶之间间隔超30年，而2013年至本轮黄金破新高，间隔时间大幅缩短。如果将2016年见底、2018年重新上涨、2022年小幅回调后一路上扬连起来看，本轮黄金行情与2013年之间的间隔更短。
 - 2022年美联储加息后，黄金仅小幅回调，随后一路破新高。虽美联储转向只是必要条件，但此次走势背离是否有不同？

图2：美元指数与黄金价格走势对比（下方图金价坐标轴取对数）



数据来源：Wind，新华网，央视网，中国新闻网，安全内参，国务院发展研究中心，凤凰网，新京报，五道口金融学院，华尔街见闻，澎湃新闻，中国石化报，华龙证券研究所

- 如前述，美联储政策转向可看做黄金走势拐点的必要条件。以美国10年期国债实际收益率为美联储政策变化的参考指标，近20年来，十年期美债收益率与黄金走势负相关较为明显，较好地验证了黄金作为实际上的负息资产与另一避险资产美债之间的负相关框架。
- 但大致从2022年开始，10年期美债实际收益率与黄金的负相关走势逐渐减弱，进入2024年以后，黄金打破负相关框架，独立走出趋势性行情，屡创历史新高。

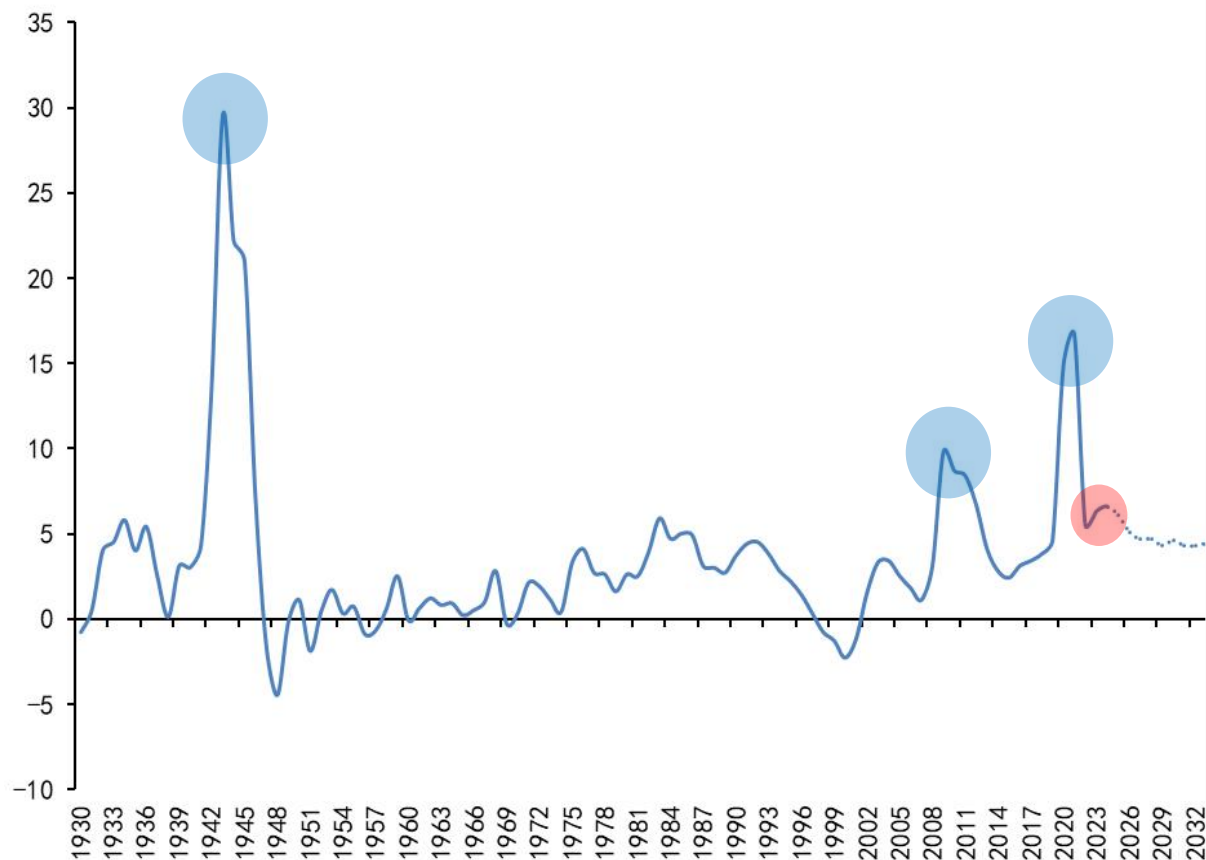
图3：十年期美债与黄金价格走势对比



数据来源：Wind，华龙证券研究所

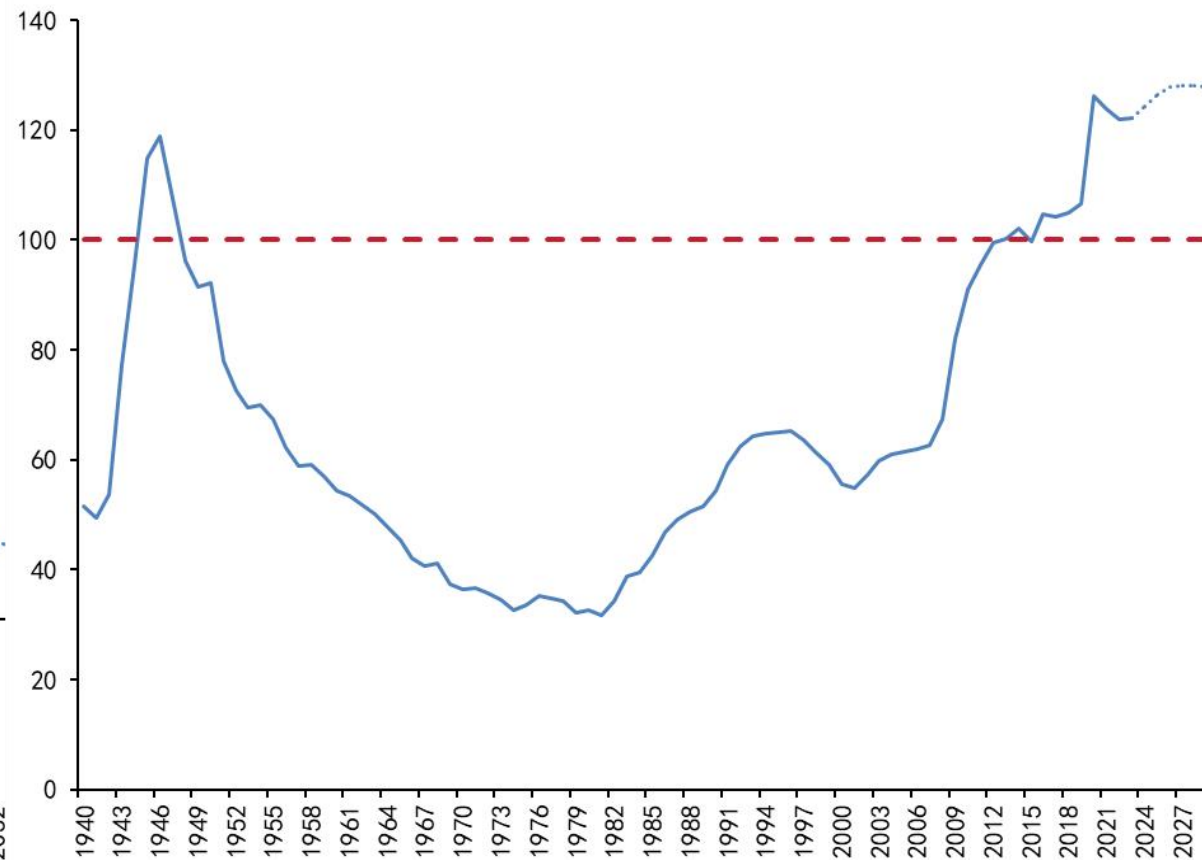
- 传统框架失效背后的重要维度之一，是美国居高不下的赤字率及由此带来的创新高的债务。
- 2023年、2024年，美国赤字率分别为6.3%、6.6%，仅低于二战、次贷危机、新冠疫情期间，为美国历史上非危机期间最高水平。
- 在居高不下的赤字率背景下，美国债务规模持续上升。2013年首次超过GDP总额，2016年以来持续超GDP、并不断增长，当前占GDP比重稳定在120%以上，超过二战期间水平，为历史最高。美官方预测未来数年仍将缓慢增长。

图4：美国赤字率变化情况（%，2025-2034年为预测数据）



数据来源：iFind，华龙证券研究所

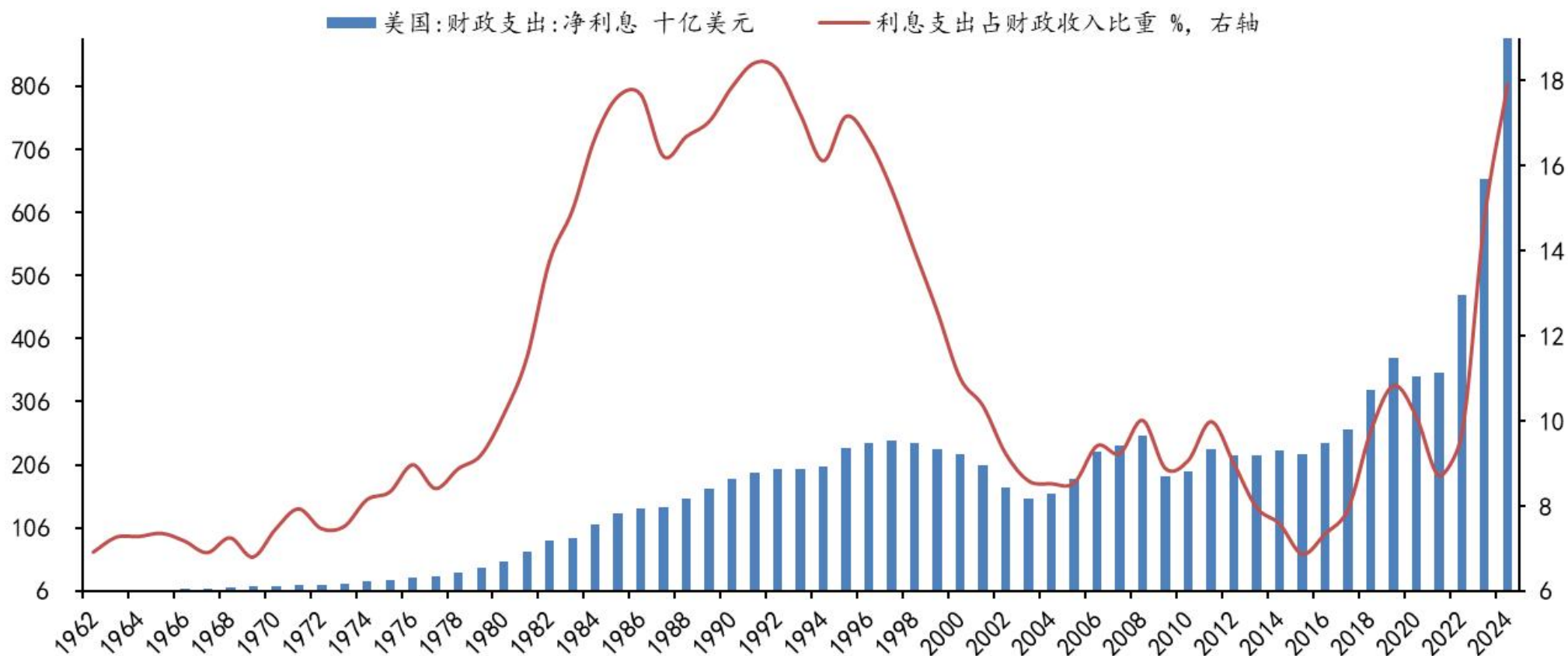
图5：美国债务规模占GDP比重（%，2025-2029年为预测数据）



数据来源：iFind，华龙证券研究所

- 高利率背景下的偿付压力使得庞大债务规模越来越成为“不可承受之重”。
- 2022年美联储最新一轮加息周期开启，至今较利率高点小幅下降，但整体利率水平仍处高位。在创新高的债务占GDP比重基础上，高利率严重加重美国偿债压力。2024年美国利息支出8811.2亿美元，占当年财政收入比重17.92%，仅次于1980年代沃尔克开启暴力加息后的顶峰（18.43%）。值得注意的是，利息支出占财政收入比重于2020年快速上涨，这与疫情期间美国采取的宽松政策密不可分，如不采取措施，美国可能很快面临偿债风险。

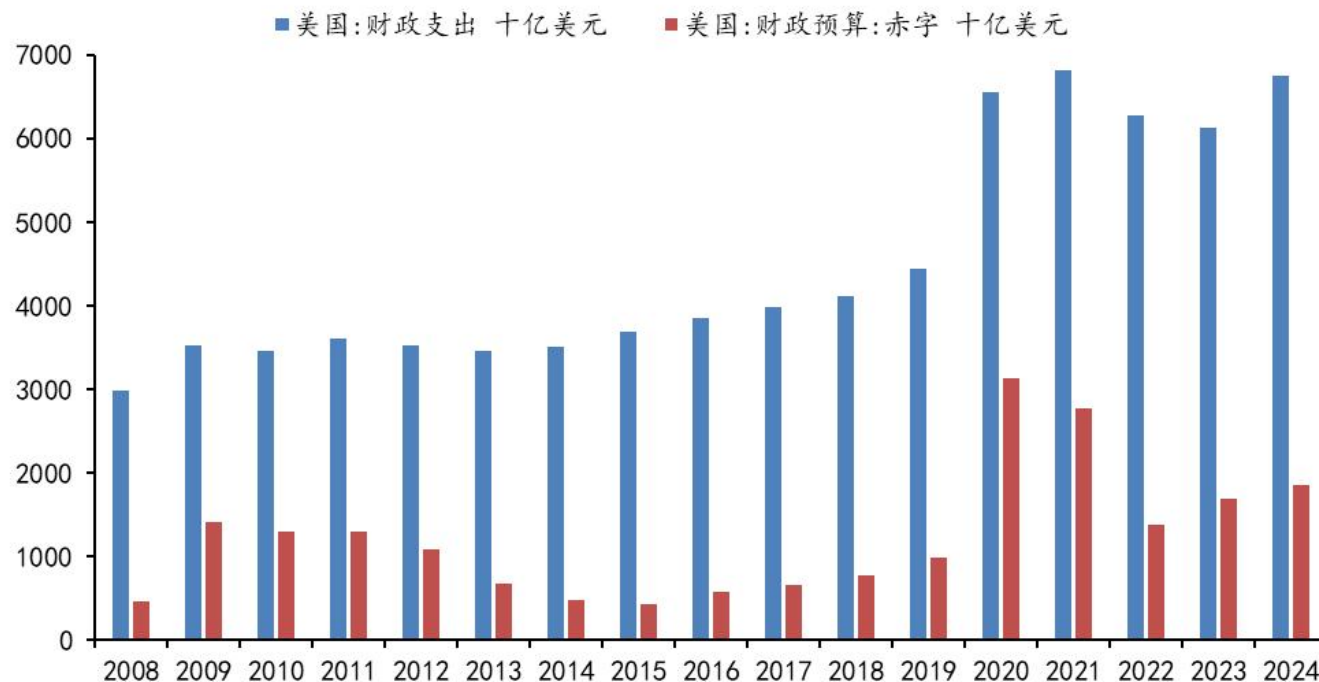
图6：美国利息支出负担快速加重



数据来源：Wind，华龙证券研究所

- 特朗普第二任期财政政策核心：减税、削减开支、提高债务上限、增加国防与移民支出。
- “又大又美法案”（Big Beautiful Bill Act）已于2025年5月在众议院通过，目前正在参议院进行审议，法案计划在未来10年内减税超过4万亿美元、削减开支至少1.5万亿美元、上调债务限额4万亿美元，但据估算将继续推高赤字率，目前争议较大：
 - 将特朗普第一任期内个人与企业减税条款永久化，提高SALT扣除上限，同时推出服务行业消费免税、加班所得免税等针对性减税政策；
 - 削减医疗补助Medicaid、食物补助SNAP等多项社会福利支出，引起民主党反对；增加国防与移民支出。
- 一方面，当前特朗普的减税空间较第一任期并无明显增加，而通过关税增加税收的效果可能也并不理想，另一方面，“又大又美法案”通过削减社会福利支出、减税来开源节流，将推高债务规模和赤字率，加剧社会不平等，最终反而损害美国信用。截至2025年4月，穆迪三家评级机构均已下调美国主权信用评级。

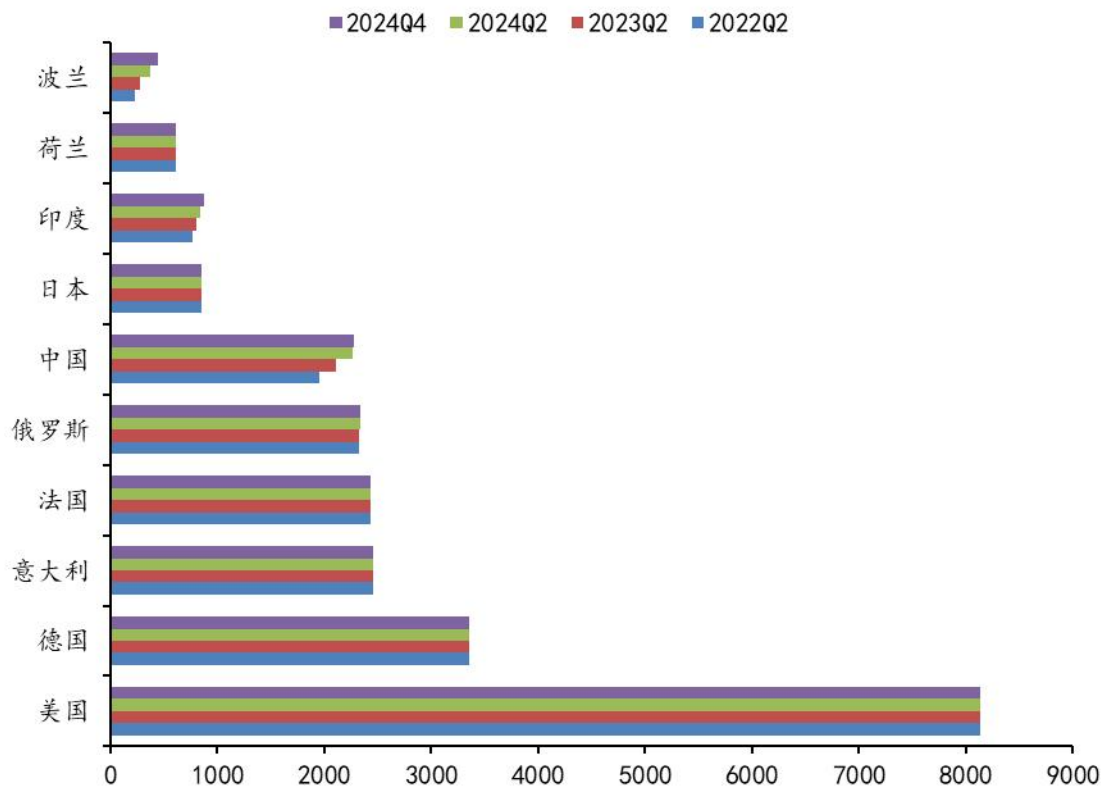
图7：当前美国财政支出与赤字规模



数据来源：Wind，华龙证券研究所

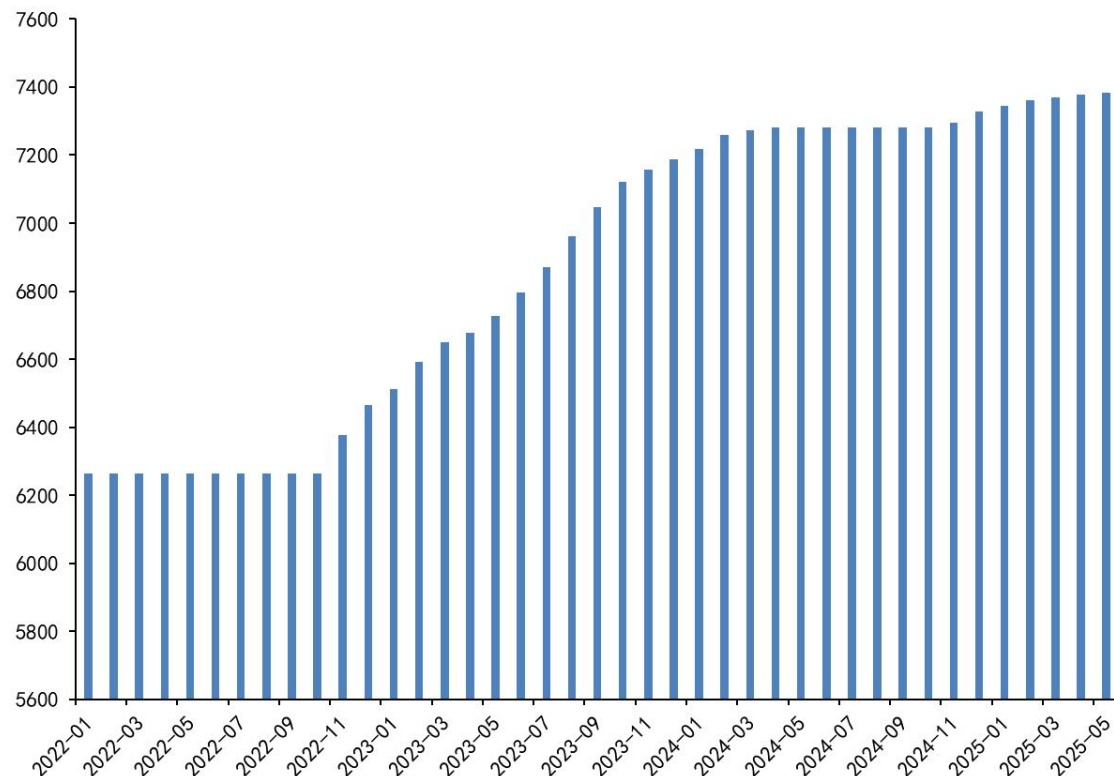
- 长期以来，美国赤字不断累计，债台高筑，不断伤害美元信用、损害美国经济。更重要的是，进入特朗普第二任期的美国，单边主义盛行，贸易方面采取贸易保护主义，对大批国家征加关税；安全与防务方面将盟友关系交易化，要求欧洲及印太盟友承担相应防务责任与安全支出，退出部分重要军事存在，同时加大对抗和围堵中国的力度。整体而言，特朗普治下的美国以经济思维来看待国际政治事务，采取单边主义要求盟友承担义务、减少付出，导致战后国际秩序加速瓦解，盟国对美国信任下降，全球范围内不确定性增强。
- 在此背景下，非西方国家对美国为首建立的国际秩序不信任感更强，除加强战略自主与产业链自主等措施外，外汇安全与金融体系稳固也是重要方面，以中国、印度为代表的非西方国家近年来持续购金，黄金的货币属性不断增强。

图8：非西方国家大举购金（吨）



数据来源：世界黄金协会，华龙证券研究所

图9：中国人民银行持续购金（万盎司）



数据来源：中国人民银行，华龙证券研究所

- **宏观叙事背景**：美国从以“民主自由”为核心的道义理想主义国际观转向以实力和利益为核心的利益现实主义国际观，以经济视角衡量国家间关系，从国际事务和盟友关系中实质性退出。同时高利率、高债务下美元信用持续削弱，战后以美国军事、政治、经济、科技主导地位为基础的国际秩序逐步破裂，全球化退潮，单边主义盛行，资本市场重新定价全球秩序瓦解与长期不确定性，黄金价值重新凸显。
- **黄金长期逻辑**：美国经济有韧性，但不确定性仍较高，不确定性核心来源是特朗普关税政策带来的通胀是否具有持续性。在此背景下，美联储降息节奏较难判断，目前美联储释放的预期仍是2025年内降息2次50个基点，但降息节点推迟较多，且大幅放缓2026-2027年降息节奏，预计每年各1次25个基点，以反映当前通胀的顽固性，并留下充足政策空间。总而言之，美国经济短期内难见复苏，货币政策难言宽松。在传统负相关框架弱化背景下，这样的经济、货币环境，黄金可能有回调，但下行有支撑，长期仍未见顶。
- **黄金短期逻辑**：特朗普当前政策意图内部矛盾较多，通过大幅削减高收入人群税收是否能促进经济增长目前无明确答案，减税同时削减社会福利，希望通过征加关税实现低利率债务置换，同时加大国防支出，提高债务上限。在美国经济转好、赤字与债务问题实质性解决之前，其余地缘政治冲突、关税政策变动均为短期扰动，将加大黄金波动。
- **回答两个疑问**：在美国经济走势（美联储政策拐点）的长逻辑下，宏观叙事背景深刻变化重塑几类核心资产的属性，国际秩序的解体和重构使包括国家机构和资本市场在内的资金迫切需要应对不确定性，黄金的金融/货币属性回归，在变动的国际秩序中寻找新的定价锚，直到新的国际秩序成形。

目录

1

新秩序：黄金的重新锚定

2

新经济：铜的价值重估

3

投资建议

4

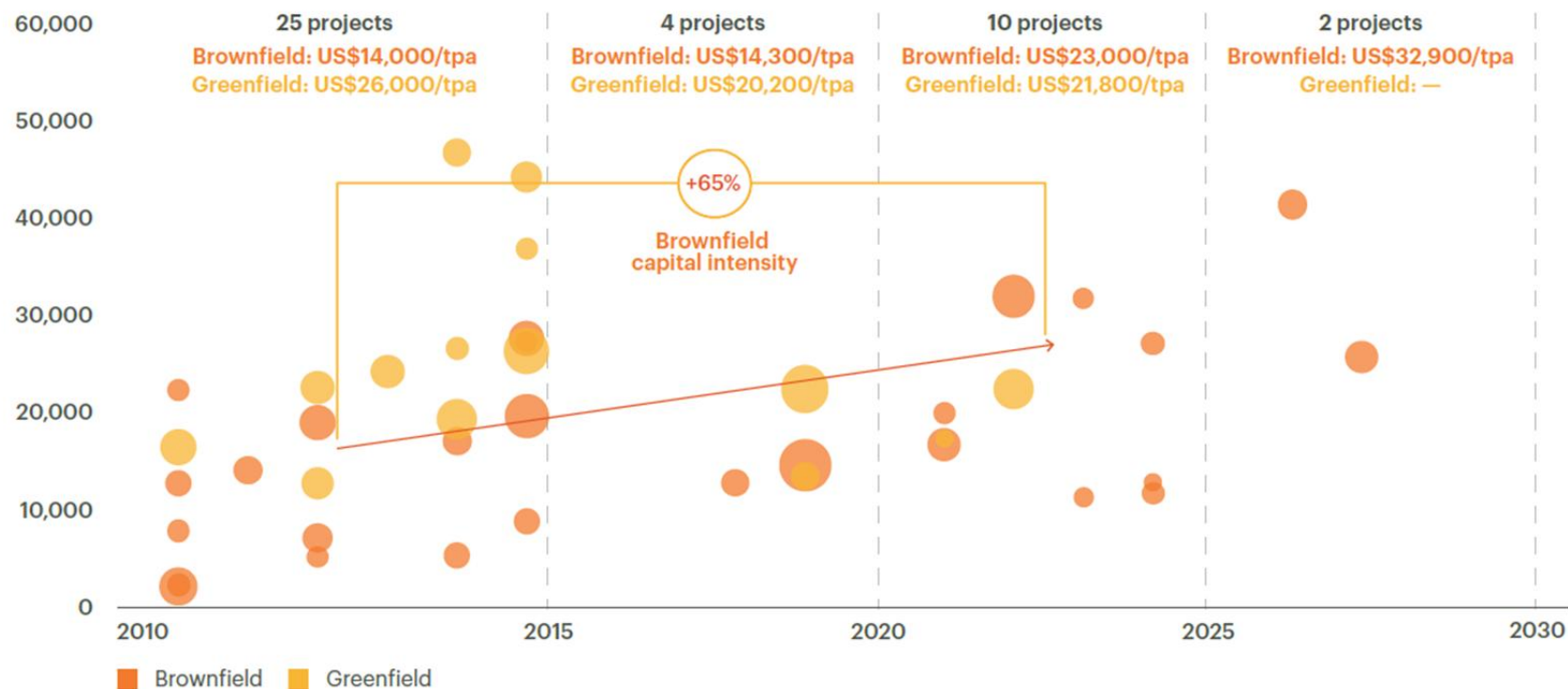
风险提示

- 现有铜矿品位下降、产出降低、成本增长。据必和必拓测算，1991年至今全球铜矿平均品位从1%以上降至0.6%左右，降低约40%；同时，现有铜矿的生产维持和再投资成本快速增长，全球铜精矿主产区拉美地区的棕地项目资本开支强度自2010年以来增长了约65%。必和必拓预测，到2035年，现有铜矿整体产量将减少约15%。
- 绿地项目也面临同样情况，当前未投产的30个最大新建项目生产预期一再延后，2030年以后的产量预期可能还会面临进一步下调。

图10：现有、新建项目均面临资本开支强度大幅提升

Steady increase in brownfield project capital intensity

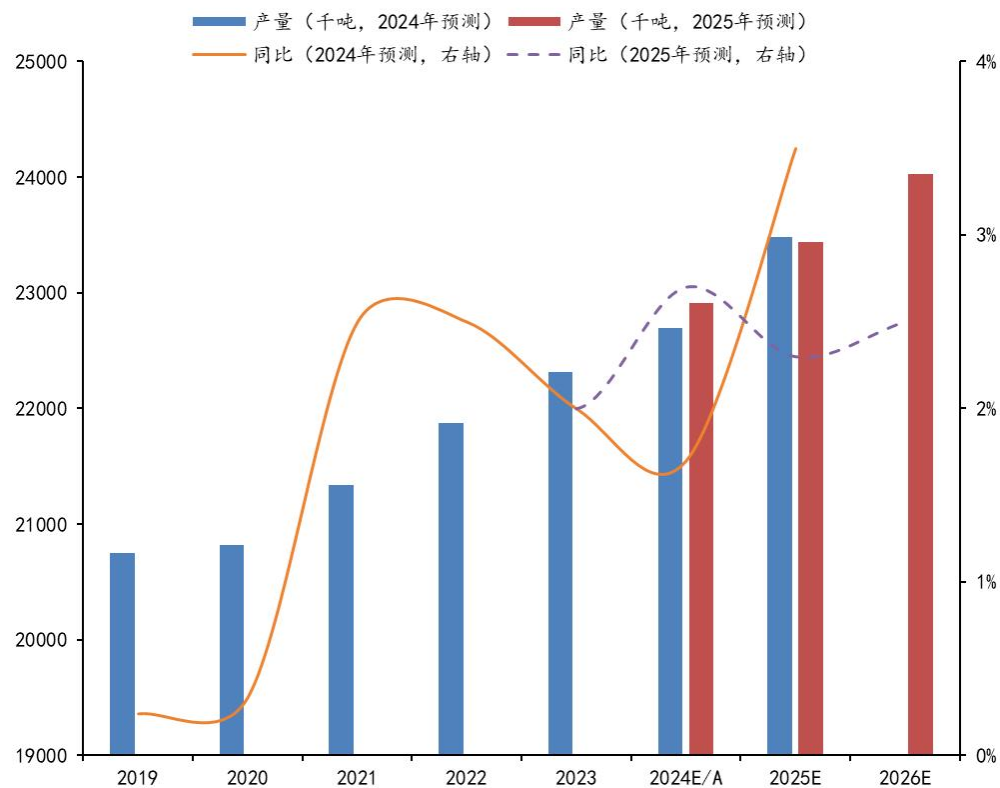
(Latin American sanctioned project capital intensity, US\$/tpa copper equivalent, real 2024)



数据来源：BHP，华龙证券研究所

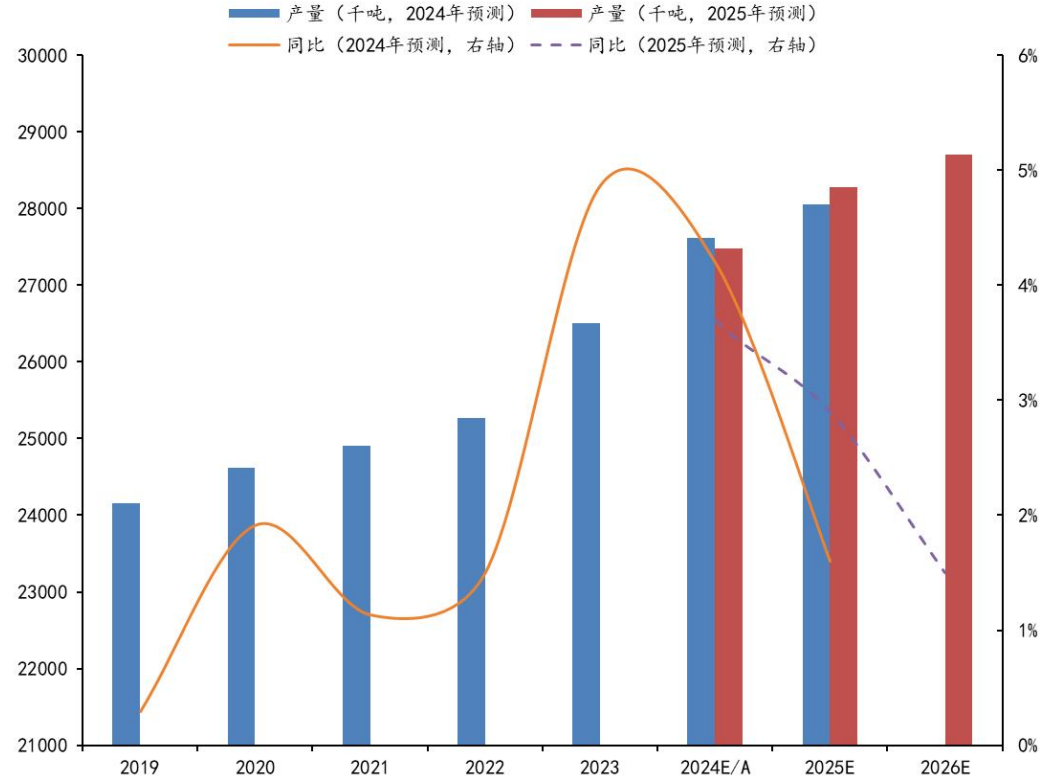
- 尽管铜精矿供给在资本开支、ESG等因素约束下长期短缺，但中短期看新矿的投产延后平滑了未来数年的供给曲线，ICSG预测2025-2028年全球铜矿产能年均增速3.2%，较2017-2020年1%显著提升。具体来看，其2024年的测算低估了2024年铜精矿供给增速，而在2025年4月的最新测算中下调了2025年增速预期至2.3%。
- 精炼铜端由于中国产能仍大幅过剩，在上游铜精矿压制下，2024年实际增速不及ICSG预测，而对2025年的最新预测则显著高于2024年测算。
- 将矿端、冶炼端联系起来看，铜精矿新建产能后移对短期供应形成支撑，曲线趋于平滑，使精炼铜产量变化也趋缓和，是否会继续向矿端供应增速收敛仍需观察。整体而言，短期铜供给有远虑、少近忧。

图11：铜精矿供应变化曲线趋于平滑



数据来源：ICSG，华龙证券研究所

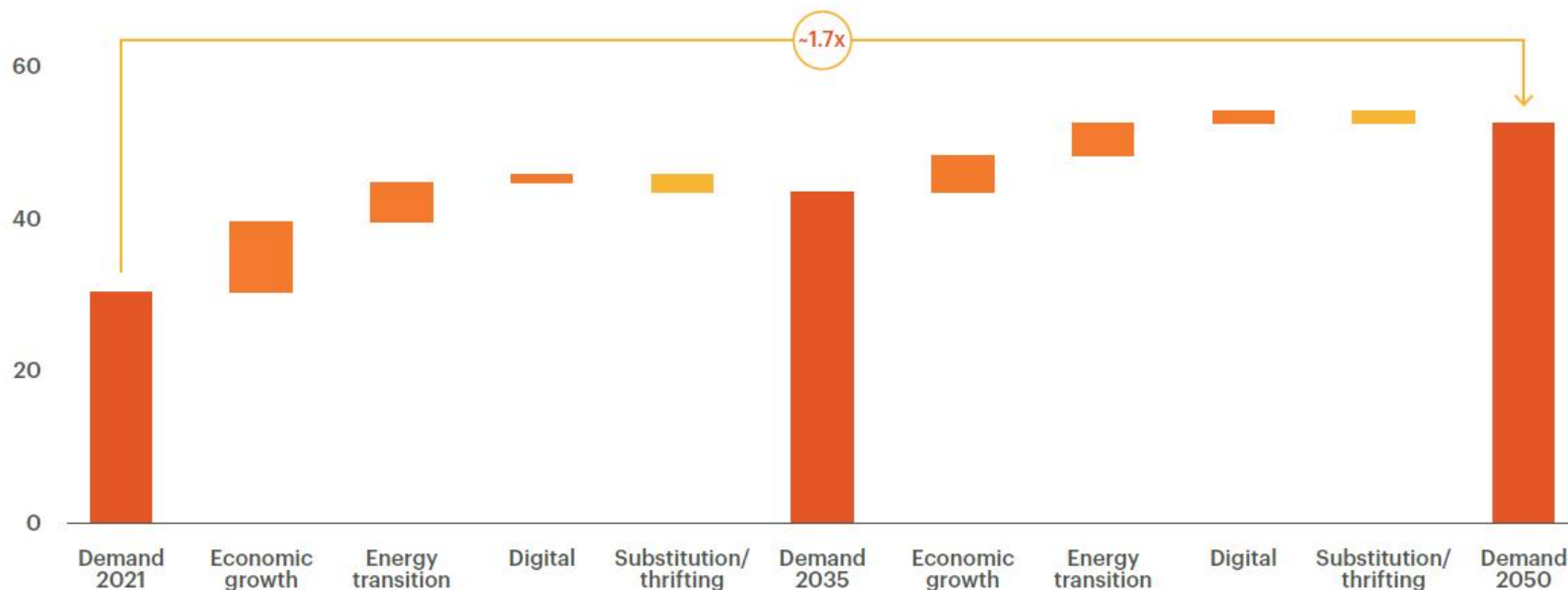
图12：冶炼端减产速度或放缓



数据来源：ICSG，华龙证券研究所

- 能源、数据方向带动未来铜需求增长。根据必和必拓，过往75年间全球铜消费CAGR为3.1%，2021年之前的15年仅有1.9%，但在能源转型、数据中心等新经济带下，到2035年的未来10年间全球铜需求增速有望回升至2.6%。
- 从需求量的绝对增长来看，到2050年，全球铜需求将增长超70%，达5000万吨/年，平均年增速超2%。分阶段看，过去15年电力等传统领域需求随着主要国家的工业化逐步完成而增速放缓，CAGR仅有1.9%，2035年后，能源转型和数据中心的需求将加速增长。
- 从需求的结构变化来看，尽管铜的最大需求来源——电气化增速放缓，但其绝对值仍保持增长，到2050年，电力用铜有望翻倍。与此同时，新能源汽车等交通领域的用铜需求占比将由2021年11%提升至2040年超过20%，数据中心的用铜需求将在2050年翻6倍。相较当前传统需求、能源转型、数据中心三大领域的用铜需求占比（92%/7%/1%），2050年三大领域的用铜需求占比将分别达到71%/23%/6%。

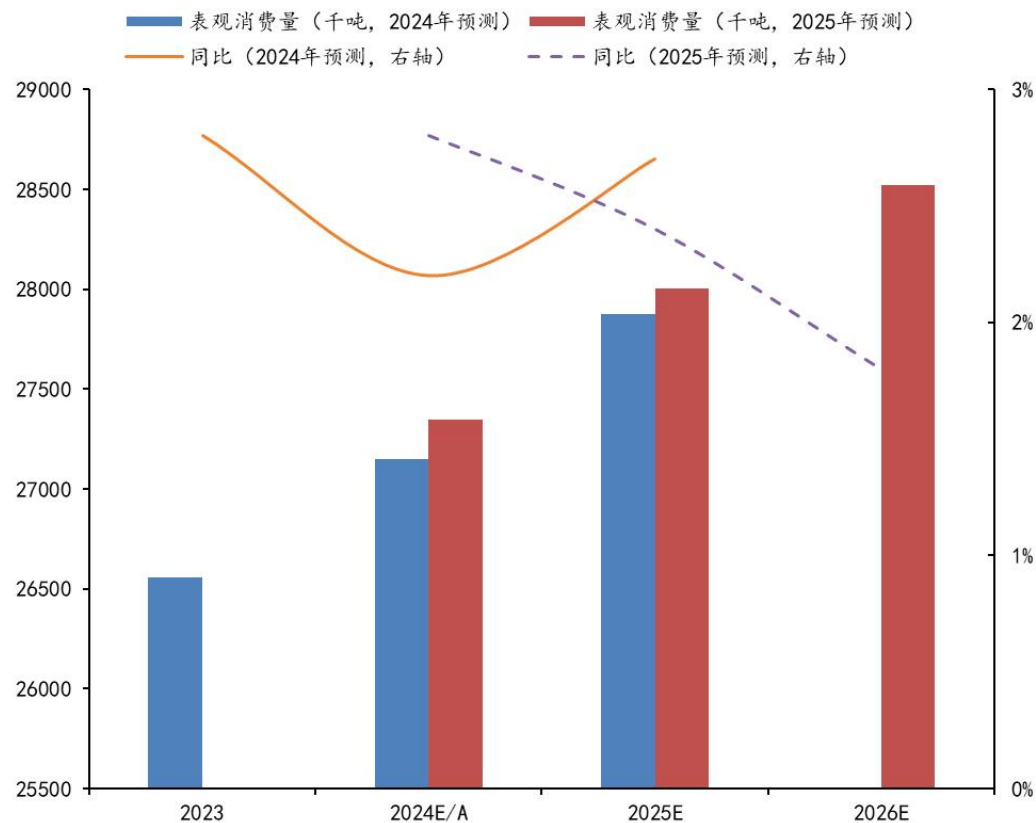
图13：2050年铜需求或增长70%以上



数据来源：BHP，华龙证券研究所

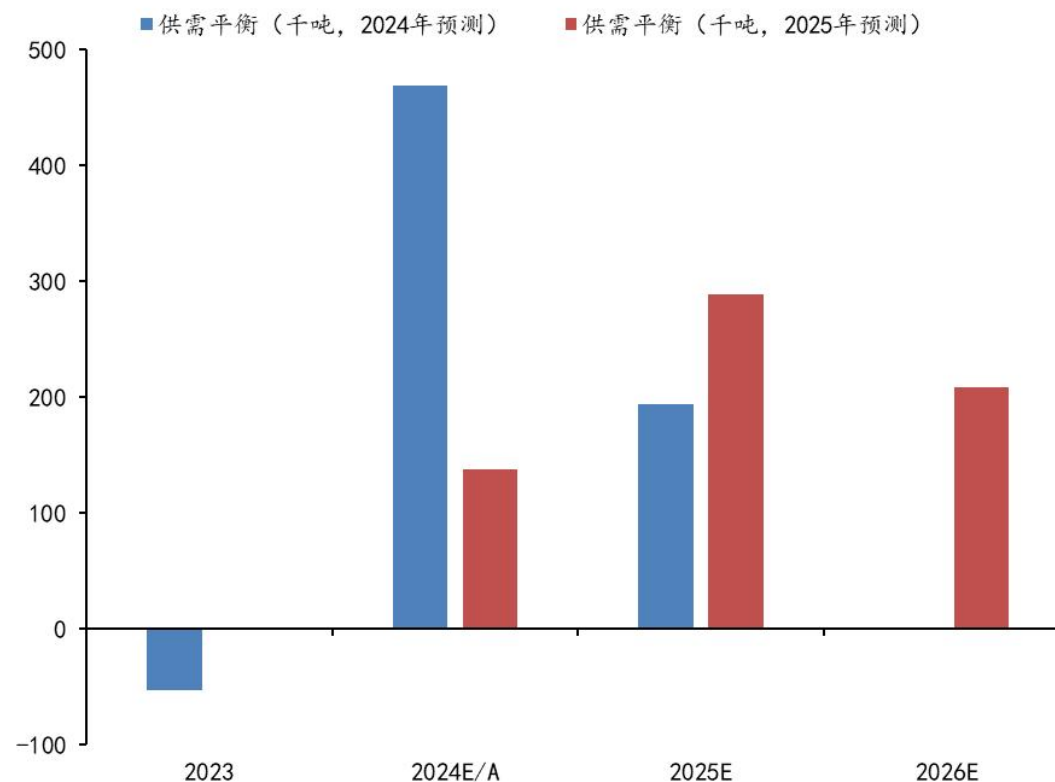
- 由于上游铜精矿供给略超预期，同时美国关税带来的不确定性迫使下游补库和社会库存转移，2024年实际精炼铜表观消费好于预期。但同时，关税冲击可能损害主要经济体的增长预期，拖累铜需求，而社会库存的转移也可能在短期内提前透支了部分需求，因此ICSG在2025年4月的最新预测下调2025年铜表观消费增速0.3pct至2.4%，2026年进一步下调增速至1.8%。
- 在短期上游供给延后、下游经济不确定性较强背景下，ICSG测算2024年实际供需平衡为138千吨，较预测值大幅减少，而2025年到2026年过剩将小幅增长，以反映中短期疲弱的经济增长前景。

图14：表观消费量增速或下滑



数据来源：ICSG，华龙证券研究所

图15：短期内供给或宽松



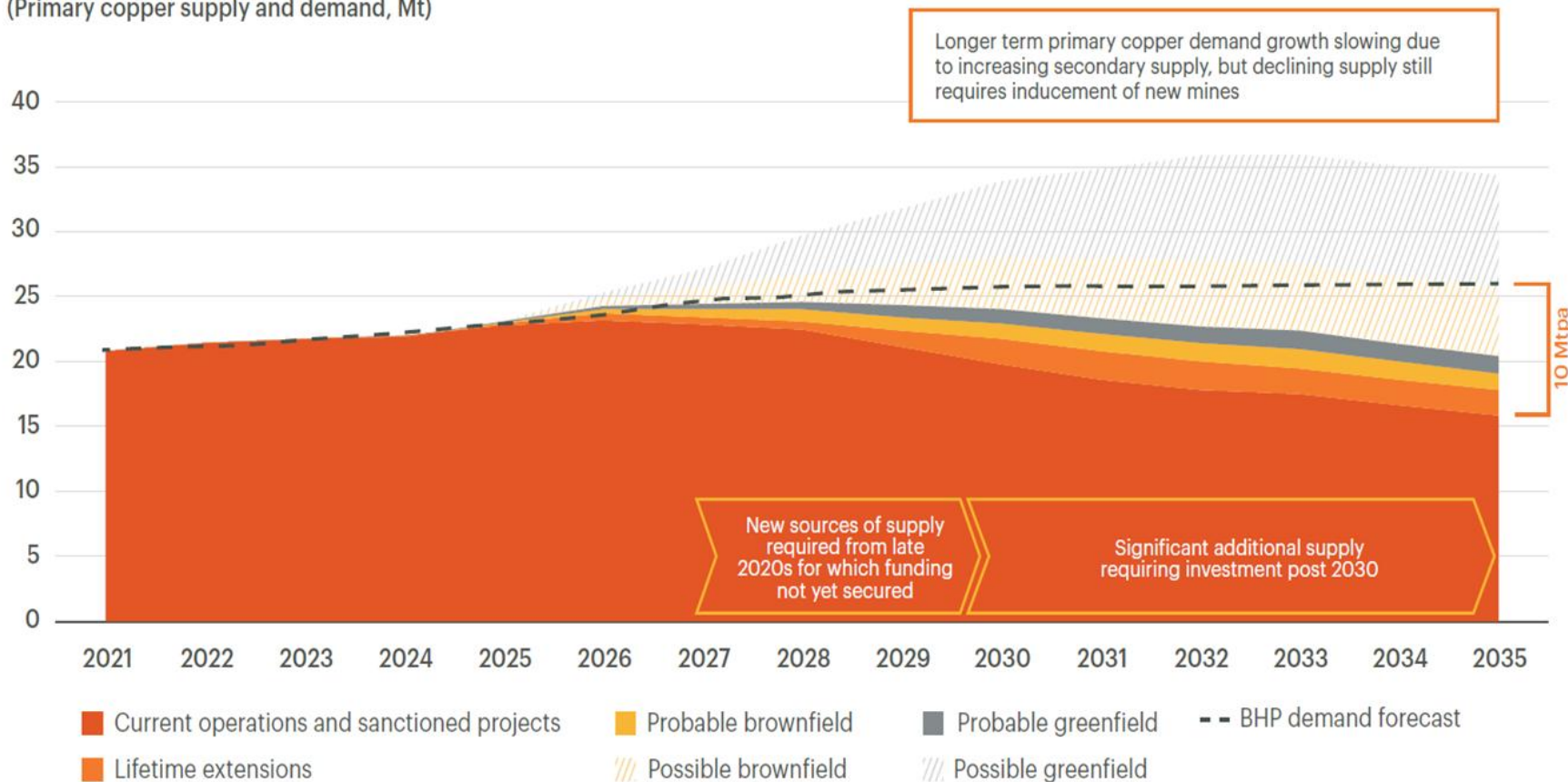
数据来源：ICSG，华龙证券研究所

- 尽管眼下的项目推迟与需求阶段性前置使供需关系有所缓和，但长期视角下的供给约束并未改变。必和必拓估算，若要满足2035年铜需求，目前产能面临约1000万吨缺口。而过去十年间发现的主要铜矿数量大幅减少，为满足2035年需求，未来十年勘探新矿所需资本开支为2500亿美元，较之前十年的1500亿美元显著增长，供给弹性的成本快速攀升，未来新勘探铜矿将面临更大资金压力。

图16：铜需求增长预期下当前供给面临较大缺口

Significant investment required

(Primary copper supply and demand, Mt)



数据来源：BHP，华龙证券研究所

- 总结而言，铜面临长期供给约束，而缓解供给约束的资本开支强度显著提升，为长期铜供应增添不确定性。当经济复苏、需求回暖时，铜有望迎来新一轮行情。
- 与此同时，我们认为当前时点下，铜可能在两个层面迎来价值重估：
 - **新经济重估**：电气化时代奠定了铜作为工业金属之母的地位，而能源转型、数据中心等新业态对铜的需求更为确定，目前两大新经济正处于高速增长阶段，将在未来多年内贡献主要的铜需求增量，铜不仅是传统经济中的工业金属之母，也是新经济的核心资源品类。在资本开支不足、供给曲线平缓背景下，来自新经济的需求预期有望提升铜的估值水平。
 - **地缘政治重估**：在长期视角的供需紧张下，地缘政治对抗与全球供应链的割裂加剧了对铜供应不足的担忧，铜作为战略资源金属的属性持续增强。2025年2月，特朗普指示美国商务部对可能征收的进口铜关税展开调查，命令其在270天内提交报告得出结论。市场普遍预期，美国将在2025年年底对铜征收25%关税，在此预期下，全球不同市场之间套利交易火热，短期推涨铜价。但是长期看，地缘政治对抗升级、供应链割裂与重塑将打破过往的全球铜需求分布，主要经济体为保证铜这类战略金属的供应安全，将采取更多手段，客观上是对铜的提估值。

目录

1

新秩序：黄金的重新锚定

2

新经济：铜的价值重估

3

投资建议

4

风险提示

- **黄金：**

- 通过复盘黄金历史走势，**黄金长期拐点一般以美国经济走势拐点（美联储政策转向）为必要条件**。在过去数十年，黄金作为美元等货币的信用存在，与十年期美债实际利率呈负相关关系。但是，近年来美国从国际主义、多边主义转向国内主义、单边主义，从国际事务和盟友关系中实质性退出，同时高利率、高债务下美元信用持续削弱，战后以美国军事、政治、经济、科技主导地位为基础的国际秩序逐步破裂，全球化退潮，单边主义盛行，**资本市场重新定价全球秩序瓦解与长期不确定性，黄金价值重新凸显**。
- 当前，特朗普关税政策带来的通胀是否具有持续性是美联储面临的**最大不确定性**，因此降息节奏较难判断，而美国经济短期内难见复苏，货币政策难言宽松。同时，宏观叙事背景深刻变化，国际秩序的解体和重构使黄金的金融/货币属性回归，在变动的国际秩序中寻找新的定价锚。在此背景下，**黄金可能有回调，但下行有支撑，长期仍未见顶**。

- **铜：**长期供给约束、新经济需求快速增长的铜可能迎来两个层面的价值重估：

- **新经济重估：**铜作为工业金属之母，在能源转型、数据中心等新经济发展中需求较为确定，目前两大新经济正处于高速增长阶段，将在未来多年内贡献主要的铜需求增量，有望提升铜的估值水平。
- **地缘政治重估：**在长期视角的供需紧张下，地缘政治对抗与全球供应链的割裂加剧了对铜供应不足的担忧，铜作为战略资源金属的属性持续增强。市场普遍预期，美国将在2025年年底对铜征收25%关税，长期看，地缘政治对抗升级、供应链割裂与重塑将打破过往的全球铜需求分布，客观上将提升铜的估值。
- 总结而言，我们认为黄金在国际秩序动荡、全球经济预期偏弱背景下寻找新的定价锚，铜在长期供给约束、新经济需求推动下有望得到重估。维持行业“推荐”评级。
- 风险提示：金价高位震荡；美国关税政策变化；海外利率波动风险；主要经济体经济增长不及预期；海外地缘政治风险；数据引用风险。

目录

1

新秩序：黄金的重新锚定

2

新经济：铜的价值重估

3

投资建议

4

风险提示

- 黄金价格可能高位震荡。短期事件情绪较极致、博弈剧烈，金价可能高位震荡。
- 美国关税政策变化。美国对中国等国征加关税细节仍未完全确定，短期可能加剧主要金属价格震荡。
- 海外利率波动风险。美联储货币政策变动直接影响贵金属价格及宏观经济预期。
- 主要经济体经济增长不及预期。全球主要经济体如果陷入衰退，可能影响资本市场情绪，进而影响主要金属价格。
- 海外地缘政治风险。海外地缘政治事件可能引起极端避险情绪，从而影响金属价格。
- 数据引用风险。本文中的数据引用来源可靠的来源，测算周密，数据经过多次审核，但是不排除有误差的可能性，请以实际为准。

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所	北京	兰州	上海	深圳
	地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号 华融大厦辅楼2层 邮编：518046