

## ● 主要结论

2025年1月，内外金银整体中枢上行。前期美国12月非农数据大超预期使得市场对降息预期大幅降温，市场对未来潜在通知担忧加剧，金银波动放大。后美国12月通胀再度抬升市场降息预期，同时，市场对特朗普即将上任后政策不确定性的担忧抬升金银风险溢价，金银上行驱动增强。

展望后市，2025年美联储的降息节奏或趋向温和，预计2025H1降息幅度在50个基点左右，但这一过程将受到经济增长和通胀表现的限制。美国经济展现韧性，特别是就业市场的稳定和消费者支出的增长可能使得美联储在降息时更加谨慎。同时，特朗普政策可能推动通胀上行，增加了降息的风险。最终，美联储的降息步伐将依赖于经济数据，特别是通胀和薪资增长的表现。步入2025H2，美联储可能会因通胀压力加大而暂停降息，进入观望期。此外，市场对2025年美联储利率中枢预期的抬升支撑美元，叠加特朗普就职日期的临近，美元预计将继续维持强势，将对金银形成压制力量。然而，尽管特朗普竞选成功带动美元走强，但市场对其贸易保护主义和去全球化政策存在担忧，且美元高位震荡或伴随新兴市场资本外流等连锁反应，均有望进一步提升贵金属风险溢价支撑力度。2月，COMEX金参考区间为2620美元/盎司-2770美元/盎司，沪金为617元/克-660元/克，COMEX银为29.8美元/盎司-32美元/盎司，沪银为7360元/千克-8000元/千克，注意美联储货币政策及特朗普执政下所带来的节奏扰动。

风险提示：美国通胀超预期、地缘冲突局势、流动性冲击

国信期货交易咨询业务资格：

证监许可【2012】116号

分析师：顾冯达

从业资格号：F0262502

投资咨询号：Z0002252

电话：021-55007766-6618

邮箱：15068@guosen.com.cn

分析师助理：王美丹

从业资格号：F03114617

电话：021-55007766-6614

邮箱：15695@guosen.com.cn

### 独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 一、 期货市场行情回顾

2025年1月，内外金银整体中枢上行。前期美国12月非农数据大超预期使得市场对降息预期大幅降温，市场对未来潜在通知担忧加剧，金银波动放大。后美国12月通胀再度抬升市场降息预期，同时，市场对特朗普即将上任后政策不确定性的担忧抬升金银风险溢价，金银上行驱动增强。

图：COMEX 黄金主力合约日K线走势



数据来源：Wind，国信期货

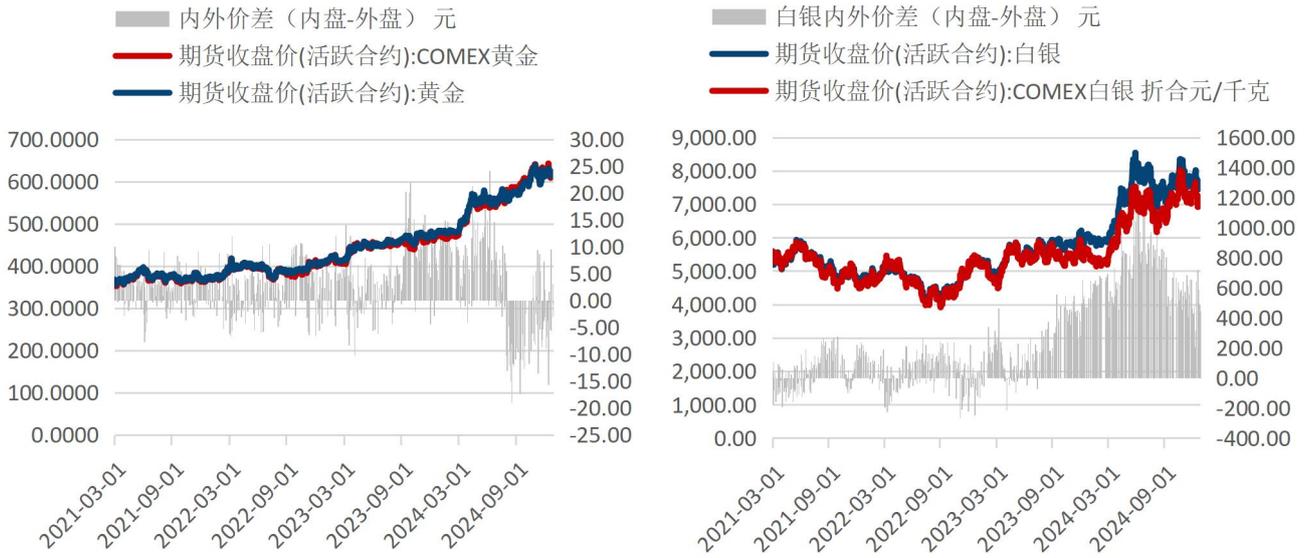
图：COMEX 白银主力合约日K线走势



数据来源：Wind，国信期货

图：黄金内外盘价差

图：白银内外盘价差

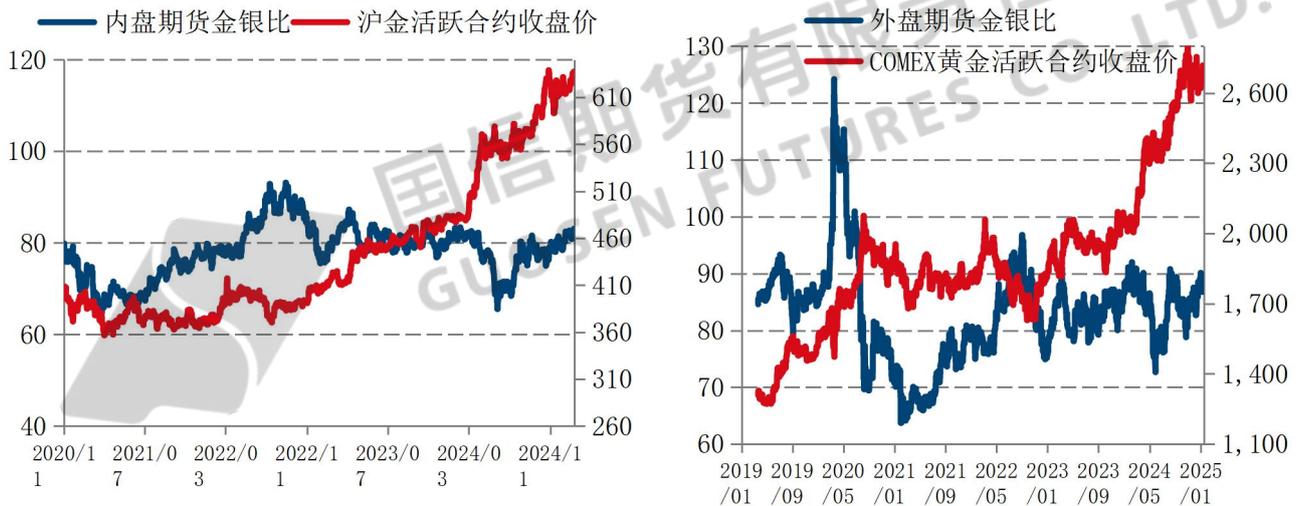


数据来源: Wind 国信期货

数据来源: Wind 国信期货

图: 内盘金银比

图: 外盘金银比



数据来源: Wind 国信期货

数据来源: Wind 国信期货

## 二、 宏观面分析

### (一) 特朗普上任政策前瞻: 不确定性中的期待

2025年1月20日,唐纳德·特朗普将再次走上美国总统的岗位。这一事件无疑会对美国及全球经济产生重要影响,而金融市场的表现也已明显反映出市场对特朗普政策的预期与不确定性。同时,特朗普的上任时点与美联储1月29日的货币政策会议时间相近,这一时点尤为关键。美联储能否维持当前的货币政策立场,或者因应特朗普政府的财政刺激计划做出调整,将直接影响全球金融市场,尤其是在中国春节长假前后,全球市场的波动可能对国内市场带来较大冲击。尤其是特朗普政府如果实施更多的贸易保护措施,可能引发全球资本市场的剧烈波动,从而影响国内市场的资本流动和金融稳定。

特朗普的经济政策以“美国优先”为核心，主张通过提高关税、减少外资依赖、强化国内制造业等手段来促进美国经济的增长。特朗普的政策倾向于直接干预市场，进行财政刺激和税制改革，以刺激经济增长。特朗普上任后，继续推进贸易保护主义是显而易见的。特朗普在竞选期间就明确表示，他将通过加征关税来保护美国制造业，尤其是对中国、欧盟及其他贸易伙伴施加更多的压力，迫使对方在贸易谈判中做出让步。特朗普曾在前任任期内对中国商品加征关税，这种政策虽然在短期内可能有助于保护美国部分产业，但长期来看可能导致全球贸易紧张加剧，从而影响全球供应链的稳定。在特朗普上任后，预计他将继续加征关税，特别是针对中国的关税政策可能会得到加强，特别是在科技、能源和制造业领域。特朗普可能还会对全球其他经济体施加更多的关税压力，尤其是在美欧之间的贸易争端可能会进一步升级。

特朗普的关税政策可能会对美国经济产生两方面的影响。一方面，关税政策可能使得部分国内产业受益，尤其是那些能够替代进口产品的行业。然而，另一方面，关税政策可能导致消费价格上涨，特别是对于中低收入群体而言，生活成本的上升可能会对消费者支出产生抑制作用。更重要的是，全球贸易的不确定性增加可能会导致外资流出、资本市场动荡，甚至可能影响到美国的出口竞争力。

特朗普的另一项重要政策是通过增加政府支出，特别是在基础设施建设、军事开支等领域，来刺激美国经济增长。特朗普曾承诺推出一项大规模的基础设施投资计划，以推动就业和经济增长。预计他将在第二次任期内继续推动这一议程，尤其是在科技基础设施和能源领域的投资。

特朗普的财政刺激计划将推动政府支出，但这一政策也将带来较大的财政赤字问题。在扩大政府支出的同时，特朗普并未提出有效的增税措施，这将进一步加大美国的财政负担。2025年，美国的财政赤字可能会继续扩大，政府债务将进一步积累。这种财政赤字的增加不仅对美国的长期经济稳定构成压力，还可能对全球金融市场产生影响，特别是影响美国国债市场的稳定性。同时，美国的财政政策将在很大程度上依赖于特朗普政府的立法能力。如果特朗普能够成功通过更多的财政刺激计划，这可能会在短期内推动美国经济增长。然而，长期来看，如何平衡财政赤字和债务问题，将是特朗普面临的重大挑战。

总结特朗普政策组合，通胀压力为其最明显的风险之一。如果特朗普继续推行关税政策，加之基础设施投资的强劲需求刺激，美国经济面临的通胀压力将进一步加剧。受益于这类政策的板块可能包括：建筑业、能源企业（尤其是传统化石燃料）、国防工业、钢铁和其他基础原材料行业。此外，黄金等避险资产在地缘政治不确定性和通胀上升的背景下，也会受到投资者青睐。同时市场对美国经济的预期可能更倾向于“再通胀”情景。大规模的财政支出和贸易保护主义将推高消费价格，尤其是在进口商品成本增加的背景下，通胀可能出现明显的上行压力。历史经验表明，贸易摩擦升级往往伴随着通胀预期的上升，而美联储在面对这种情形时，可能需要更为积极的政策应对。此外，特朗普的政策可能会推高美元，特别是在他推行大规模的减税政策时，美元资产的吸引力会增强，推动资本流入美国。

## （二）通胀：通胀数据推升降息预期

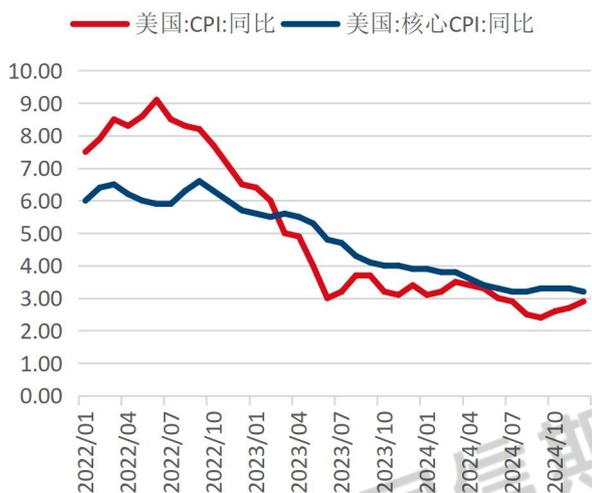
美国12月CPI同比上涨2.9%，符合市场预期，前值为2.7%。核心CPI同比上涨3.2%，低于预期的3.3%，前值为3.3%；核心CPI环比上涨0.2%，低于预期和前值的0.3%。从细分领域来看，酒店住宿价格下降、医疗服务增长幅度较小、以及租金涨幅相对温和，这些因素有助于抑制当月的通胀数据。而食品价格、机票、新车和二手车、汽车保险等则推动了CPI的上涨。不包括食品和能源的商品成本在11月上涨0.3%之后，12月小幅上涨了0.1%。美联储最喜欢的CPI指标——超级核心CPI环比上涨0.28%，将年度通胀速度放缓至4.17%。

美国12月PPI同比上涨3.3%，为2023年2月以来的最高，高于11月的3%，但低于预期值的3.5%。核心PPI同比上涨3.5%，为2023年2月以来的最高，高于11月的3.4%，低于预期的3.8%。PPI环比上

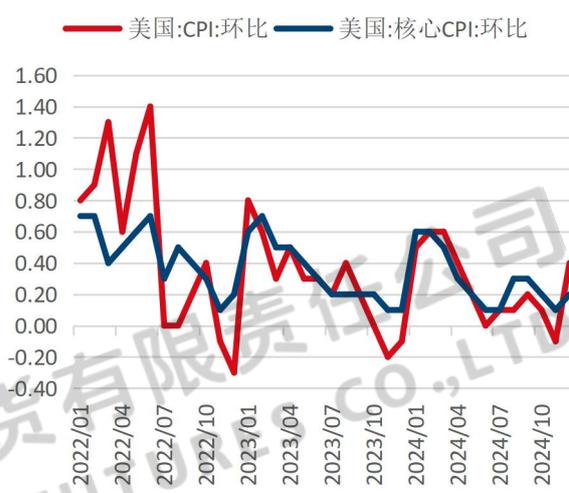
涨 0.2%，低于 11 月 0.4% 的涨幅，也低于市场预期的 0.4%。不包括食品和能源的核心 PPI 环比 0%，低于经济学家预期的 0.3% 涨幅和上个月的 0.2% 涨幅。从细分类别来看，12 月整体商品价格上涨 0.6%，此前 11 月为上涨 0.7%。不包括食品和能源的商品价格保持不变。PPI 报告显示服务类价格保持不变，这是 2024 年以来最温和的读数之一，反映出利润率的下降。

CPI 与 PPI 数据的放缓对美联储的货币政策产生了重要影响。市场对美联储降息的预期显著升温。交易员预期美联储首次降息时间从 9 月提前至 7 月，全年累计降息幅度从 28 个基点回升至 40 个基点。尽管如此，美联储在 1 月会议上仍可能保持利率不变，以观察更多数据来确定下一步行动。

图：美国 CPI 与核心 CPI 同比 (%)



图：美国 CPI 与核心 CPI 环比 (%)



数据来源：WIND 国信期货

数据来源：WIND，国信期货

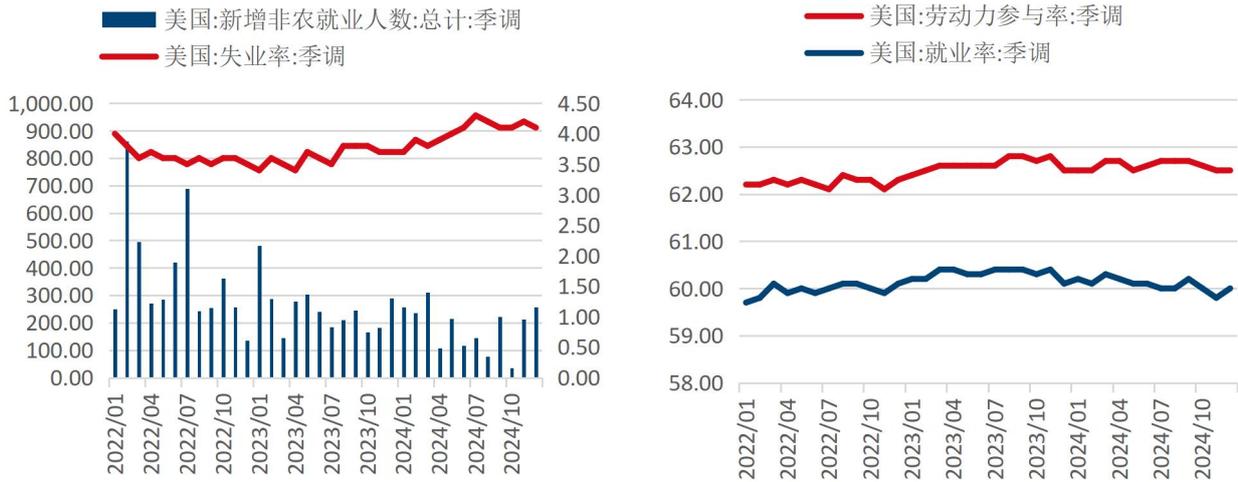
### (三) 经济增长：

美国第三季度实际 GDP 年化季环比终值达到 3.1%，超出预期的 2.8% 和前值 2.8%。核心个人消费支出 (PCE) 物价指数年化季环比终值 2.2%，同样超出预期的 2.1% 和前值 2.1%。这一数据显示，美国第三季度的经济增长速度超出了市场预期，其中消费者支出和出口的强劲增长是主要推动力。消费者支出增长率上调至 3.7%，为 2023 年初以来的最快增速，主要由服务支出增加推动。此外，出口增长了 9.6%，高于之前估计的 7.5%，服务业出口的增长对此贡献显著。这些数据表明，尽管预测者普遍预计美国经济将逐步放缓，但实际情况显示经济仍在强劲增长。同时，核心 PCE 物价指数的上升可能表明通胀压力仍在持续，这可能会对美联储的货币政策决策产生影响。

美国 12 月非农就业数据表现强劲，新增就业人数达到 25.6 万人，远超市场预期的 16.5 万人，创 9 个月以来最大增幅。这一亮眼数据背后，反映出美国劳动力市场在 2024 年下半年经历短暂恶化后，正逐步趋于稳定。从行业来看，医疗保健、休闲和酒店业、政府类岗位以及零售业是就业增长的主要驱动力，分别新增就业 4.6 万、4.3 万、3.3 万和 4.3 万人。然而，制造业就业形势依然严峻，连续五个月中有四个月出现减员，2024 年全年总就业减少 8.7 万人。此外，12 月失业率降至 4.1%，低于预期和 11 月的 4.2%，更广泛的失业率指标也下降至 7.5%，为 2024 年 6 月以来的最低水平，显示出就业市场的整体健康状况。

图：美国非农就业人口整体呈现回落趋势

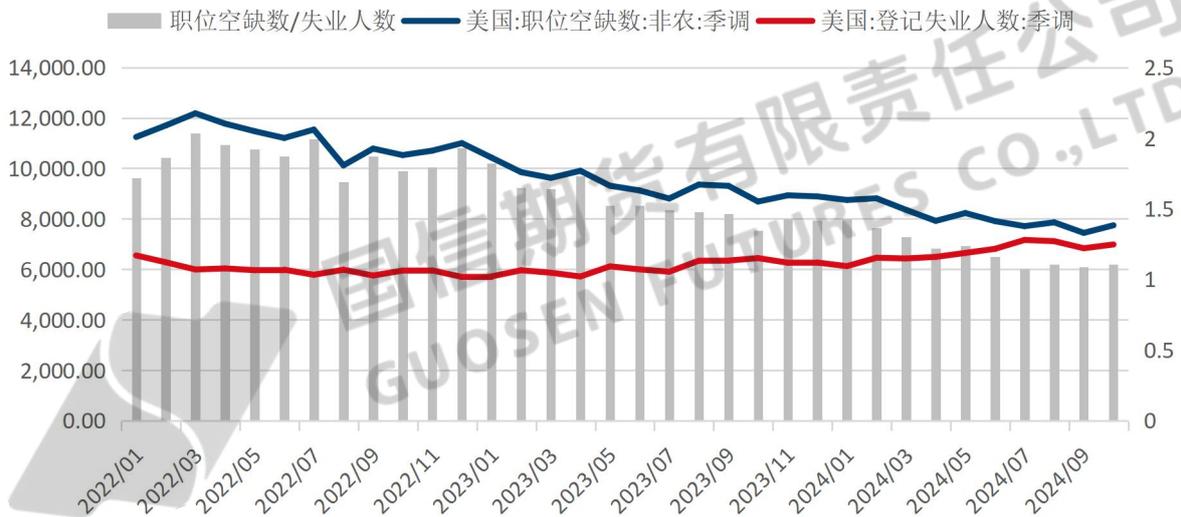
图：美国劳动力参与率与就业率



数据来源: WIND 国信期货

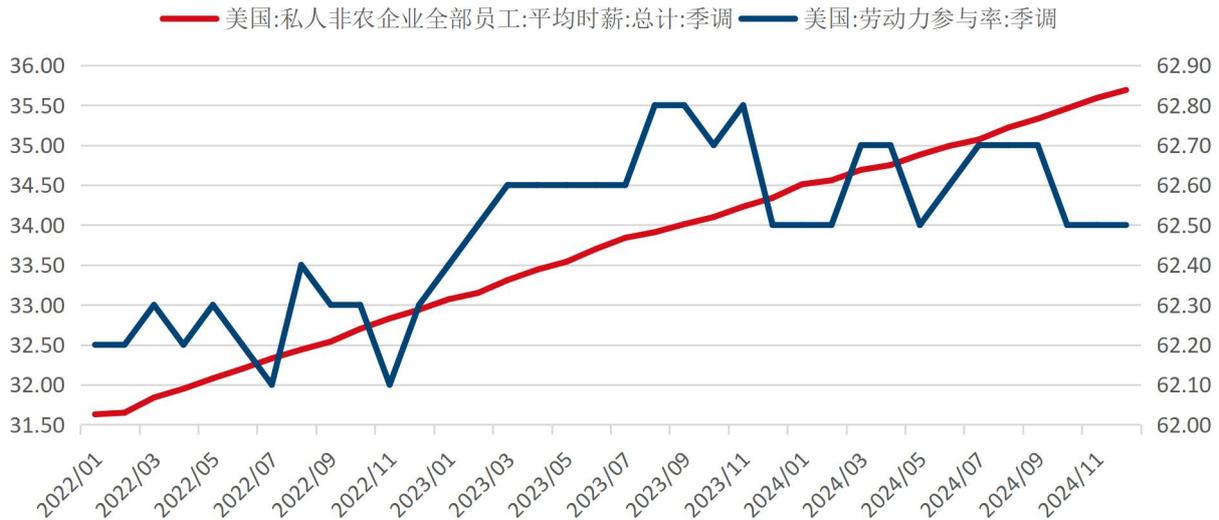
数据来源: WIND, 国信期货

图: 美国职位空缺人数回落



数据来源: Wind 国信期货

图: 美国平均时薪与劳动参与率



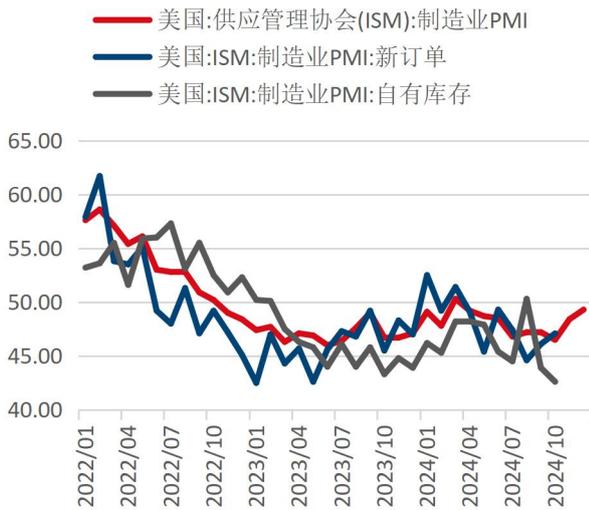
数据来源: Wind 国信期货

PMI 数据来看, 2024 年 12 月, 美国 ISM 制造业采购经理人指数 (PMI) 录得 49.3, 超出了市场预期的 48.2, 相较于 11 月的 48.4 有所提升, 创下了自 2024 年 3 月以来的九个月新高。尽管如此, 该数值依然低于 50 的荣枯线, 表明美国制造业整体仍处于萎缩状态。从分项指数来看, 新订单指数表现尤为亮眼, 达到 52.5, 创 2024 年 1 月以来的新高, 较 11 月的 50.4 上升了 2.1 个点, 显示出市场需求有所回暖, 为制造业带来了积极信号。新出口订单也有所回升, 升至 50 的荣枯线, 表明国际市场对美国制造业产品的需求有所增加。然而, 就业指数却表现低迷, 仅为 45.3, 较 11 月的 48.1 下滑了 2.8 个点, 连续第七个月低于 50, 反映出制造业领域的就业形势依然严峻, 制造商们可能在裁员, 劳动力市场走弱。物价支付指数为 52.5, 较 11 月的 50.3 上升了 2.2 个点, 表明制造业生产成本在加速上涨, 这可能会对企业的利润空间造成一定挤压。工厂库存指数为 48.4, 较 11 月上升了 0.3 个点, 虽然仍处于收缩区间, 但收缩速度有所放缓, 暗示生产商在去年 9 月和 10 月大幅削减库存后, 库存调整可能已接近尾声, 库存的稳定有助于进一步增加订单并刺激生产。

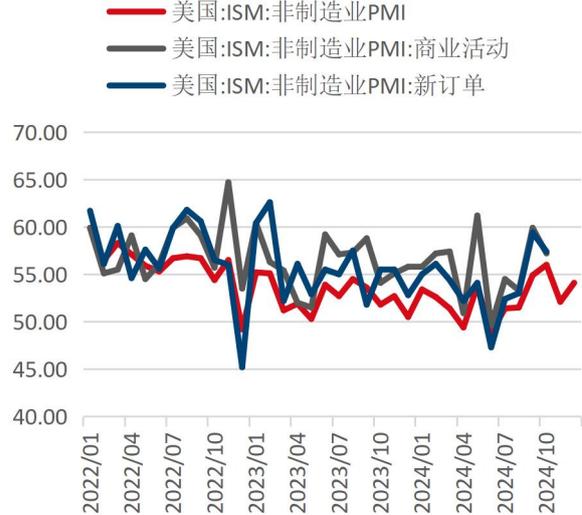
美国 12 月 ISM 服务业 PMI 指数达到 54.1, 超出市场预期的 53.5, 相较于 11 月的 52.1 上升了 2 个点, 显示出美国服务业增长加快, 商业活动走强。值得注意的是, 价格指数升至 64.4, 较 11 月上升了 6.2 个点, 创 2023 年初以来的新高, 反映出服务业面临高成本的压力在增加, 这可能会对企业的利润和消费者的价格敏感度产生影响。新订单指标为 54.2, 较 11 月上升了 0.5 个点, 与 2024 年均值一致, 表明市场需求保持稳定增长。新出口订单微升至 50.1, 刚突破荣枯线, 显示出服务业在国际市场上的竞争力有所提升。商业活动指标大幅上升 4.5 个点, 达到 58.2 的三个月高位, 显示出服务业的商业活动正在加速回暖。就业指标为 51.4, 虽然较 11 月略下跌了 0.1 个点, 但仍在荣枯线之上, 表明企业对现有员工数量感到满意, 服务业的就业市场相对稳定。积压订单指数为 44.3, 较 11 月下降了 2.8 个点, 连续第五个月下跌, 显示出订单处理速度加快, 企业运营效率有所提升。供应商交货时间指数为 52.5, 较 11 月上升了 3 个点, 回到 50 大关上方, 表明供应商交货速度有所放缓, 可能与需求回暖有关。库存指标为 49.4, 较 11 月上升了 3.5 个点, 虽然仍处于萎缩区间, 但下降速度明显减缓, 库存情绪指标也有所下降, 表明企业对库存的担忧有所减轻。

图: 美国制造业 PMI 走势

图: 美国服务业 PMI 走势



数据来源：WIND 国信期货

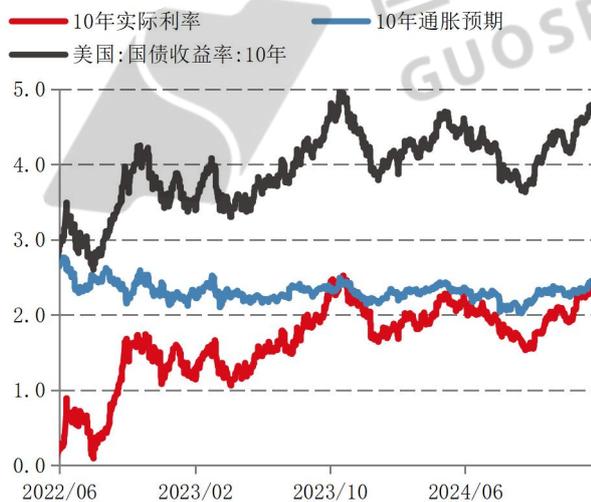


数据来源：WIND, 国信期货

#### (四) 实际利率上行，美元指数月内破位整数关口

黄金价格与美国长端实际利率呈现负相关关系，实际利率是名义利率与通胀预期的差。2025年1月，10年期实际利率上行。美元指数方面，市场对2025年美联储利率中枢预期的抬升支撑美元迅速走高，月内突破110整数关口。

图：美国实际利率和通胀预期



数据来源：WIND 国信期货

图：美元指数



数据来源：WIND, 国信期货

### 三、 贵金属商品供需面分析

#### (一) 黄金：高价对实物需求抑制明显

高金价对全球实物黄金需求的抑制作用明显，尤其是金饰需求显著下降。2024年第三季度的数据显示，

全球金饰消费同比下降了12%，但总价值却上涨了13%，表明消费者在高金价下更加偏向轻量化的金饰产品。尽管金饰需求受到抑制，总体黄金消费依然保持高位，反映了高金价对购买力的约束。

然而，珠宝市场需求的放缓对国际金价影响有限，因为金价走势主要由投资需求和宏观经济环境驱动。第三季度全球黄金需求增长了5%，其中投资需求同比翻倍至364吨。全球黄金ETF净流入达到95吨，这是自2022年一季度以来的首次季度正增长。央行持续购金，进一步支撑了金价。整体而言，投资需求和央行购金的支撑作用远大于珠宝市场低迷所带来的影响。

图：全球黄金供需平衡（2022-2023）



	2023年 二季度	2023年 三季度	2023年 四季度	2024年 一季度	2024年 二季度	季度 同比变化
<b>黄金供应量</b>						
金矿产量	899.7	937.3	954.6	859.1	929.1	▲ 3
生产商净套保量	-15.7	23.8	23.0	-24.5	-6.3	▲ -
回收金	324.0	290.1	313.5	348.5	335.4	▲ 4
<b>总供应量</b>	<b>1,207.9</b>	<b>1,251.2</b>	<b>1,291.1</b>	<b>1,183.1</b>	<b>1,258.2</b>	<b>▲ 4</b>
<b>黄金需求量</b>						
金饰制造	494.1	581.0	583.4	534.4	410.6	▲ -17
金饰消费	479.4	520.0	623.4	479.1	390.6	▼ -19
金饰库存	14.7	61.0	-40.0	55.2	20.0	▲ 36
科技用金	72.8	77.3	82.2	80.5	81.1	▲ 11
电子用金	59.1	63.4	67.6	66.4	67.6	▲ 14
其他行业	11.3	11.6	12.2	11.8	11.3	▲ 0
牙科用金	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	▼ -5
投资需求	252.6	155.9	257.4	200.4	253.9	▲ 1
金条和金币总需求	273.7	295.0	312.8	313.4	261.0	▲ -5
实体金条需求	164.0	206.8	220.7	223.3	183.6	▲ 12
官方金币	85.3	54.3	60.3	66.0	52.7	▼ -38
奖章/仿制金币	24.4	34.0	31.9	24.1	24.8	▼ 2
黄金ETF及类似产品	-21.1	-139.1	-55.4	-113.0	-7.2	▼ -
各国央行和其他机构	173.6	359.4	211.1	299.9	183.4	▲ 6
<b>黄金需求</b>	<b>993.1</b>	<b>1,173.7</b>	<b>1,134.1</b>	<b>1,115.2</b>	<b>929.0</b>	<b>▼ -6</b>
场外交易和其他需求	214.9	77.5	156.9	67.9	329.2	▲ 53
<b>总需求</b>	<b>1,207.9</b>	<b>1,251.2</b>	<b>1,291.1</b>	<b>1,183.1</b>	<b>1,258.2</b>	<b>▲ 4</b>
<b>伦敦金 (LBMA) 午盘价 (美元/盎司)</b>	<b>1,975.9</b>	<b>1,928.5</b>	<b>1,971.5</b>	<b>2,069.8</b>	<b>2,338.2</b>	<b>▲ 18</b>

数据来源: Metals Focus, Refinitiv GFMS, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会 国信期货

## (二) 白银: 需求和供需短缺幅度均创新高

值得注意的是, 白银自身连续三年供需紧平衡为其打下较强的价格向上弹性。看向白银本身的供需情

况，白银基本面来看，近些年最大的变化实则为其在光伏领域增加的需求用量，而 AI 相关的电子制造过程也大量依赖白银作为关键原料。在供给产出相对受限的背景下，白银基本面基于其向上弹性。根据国际白银协会今年 1 月发布的报告预计，2024 年全球白银需求有望达到 12 亿盎司，将是有史以来第二高的水平，原因是工业需求预计将达到创纪录的高位、以及珠宝和银器的需求将出现好转。供需紧俏叠加低库存现状，将给予白银更多向上的弹性。同时，白银自身的工业属性给予其更好的价格弹性。

根据中国光伏行业协会的数据，N 型电池中 HJT 电池对银浆的单位消耗量 (mg/片) 是普通 P 型电池的约 2 倍。从每瓦银浆消耗量的角度来看，N 型电池的每瓦消耗量仍然高于 P 型电池。随着 N 型硅电池未来市场份额的增加，正面银浆市场需求量有望进一步增加。随着光伏产业的迅速发展，光伏行业对白银的需求也在迅速增加。2023 年，全国电池片产量约为 545GW，同比增长 64.9%。预计 2024 年全国电池片产量将超过 820GW。

综合供需情况来看，根据世界白银协会数据，白银预计将在 2024 年再次出现供应短缺，短缺幅度 215.3 百万盎司，除去 ETP (Exchange Traded Products) 将达到 265.3 百万盎司，较 2023 年短缺幅度有所扩大。供需紧俏叠加低库存现状，将给予白银更多弹性。

表：白银供需平衡表 (单位：百万盎司)

Million ounces	Year on Year											
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2023	2024F
<b>Supply</b>												
Mine Production	896.8	899.8	863.6	850.6	837.2	783.4	829.0	836.7	830.5	823.5	-1%	-1%
Recycling	147.0	145.7	147.2	148.7	148.2	164.3	173.7	176.9	178.6	178.9	1%	0%
Net Physical Disinvestment	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	na	na
Net Hedging Supply	2.2	0.0	0.0	0.0	13.9	8.5	0.0	0.0	0.0	0.0	na	na
Net Official Sector Sales	1.1	1.1	1.0	1.2	1.0	1.2	1.5	1.7	1.6	1.5	-6%	-9%
<b>Total Supply</b>	<b>1,047.0</b>	<b>1,046.5</b>	<b>1,011.8</b>	<b>1,000.5</b>	<b>1,000.3</b>	<b>957.4</b>	<b>1,004.3</b>	<b>1,015.4</b>	<b>1,010.7</b>	<b>1,003.8</b>	<b>0%</b>	<b>-1%</b>
<b>Demand</b>												
Industrial (total)	457.1	489.5	526.4	524.2	523.5	509.7	561.3	588.3	654.4	710.9	11%	9%
Electrical & Electronics	272.3	308.9	339.7	331.0	327.3	322.0	351.2	371.3	445.1	485.6	20%	9%
...of which photovoltaics	59.6	81.6	99.3	87.0	74.9	82.8	88.9	118.1	193.5	232.0	64%	20%
Brazing Alloys & Solders	51.1	49.1	50.9	52.0	52.4	47.5	50.5	49.2	50.2	51.8	2%	3%
Other Industrial	133.7	131.5	135.8	141.2	143.8	140.2	159.6	167.8	159.0	173.5	-5%	9%
Photography	38.2	34.7	32.4	31.4	30.7	26.9	27.7	27.5	27.0	26.1	-2%	-3%
Jewelry	202.5	189.1	196.2	203.2	201.6	150.9	182.0	234.5	203.1	211.3	-13%	4%
Silverware	58.3	53.5	59.4	67.1	61.3	31.2	40.7	73.5	55.2	58.8	-25%	7%
Net Physical Investment	309.3	212.9	155.8	165.9	187.4	208.1	284.3	337.1	243.1	212.0	-28%	-13%
Net Hedging Demand	0.0	12.0	1.1	7.4	0.0	0.0	3.5	17.9	12.2	0.0	-32%	na
<b>Total Demand</b>	<b>1,065.4</b>	<b>991.8</b>	<b>971.3</b>	<b>999.2</b>	<b>1,004.4</b>	<b>926.8</b>	<b>1,099.6</b>	<b>1,278.9</b>	<b>1,195.0</b>	<b>1,219.1</b>	<b>-7%</b>	<b>2%</b>
<b>Market Balance</b>	<b>-18.4</b>	<b>54.7</b>	<b>40.5</b>	<b>1.3</b>	<b>-4.1</b>	<b>30.6</b>	<b>-95.4</b>	<b>-263.5</b>	<b>-184.3</b>	<b>-215.3</b>	<b>-30%</b>	<b>17%</b>
Net Investment in ETPs	-17.1	53.9	7.2	-21.4	83.3	331.1	64.9	-125.8	-42.1	50.0	-67%	na
<b>Market Balance less ETPs</b>	<b>-1.3</b>	<b>0.8</b>	<b>33.3</b>	<b>22.7</b>	<b>-87.4</b>	<b>-300.5</b>	<b>-160.3</b>	<b>-137.7</b>	<b>-142.2</b>	<b>-265.3</b>	<b>3%</b>	<b>87%</b>
Nominal Silver Price (US \$/oz, London price)	15.68	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	23.35	-	7%	na

数据来源：世界白银协会 Metal Focus 国信期货

## 四、 持仓、库存和季节性分析

### (一) ETF 持仓：全球黄金 ETF 转为净流入

据世界黄金协会统计，2024年1月-10月，全球黄金ETF于1月至4月均实现净流出，但于5月开始逆转，且净流入量于10月达到目前全年峰值。2024年10月，全球黄金ETF实现净流入，其中北美流入量最多，约为30.5吨，亚洲位居第二、流入23.5吨，欧洲则实现净流出11.1吨。

图：全球黄金ETF持有量和流动（2023年1月至10月）



数据来源：WGC 国信期货

根据WIND统计的数据，截至2025年1月14日，全球最大黄金ETF SPDR Gold Shares 的黄金持仓量为872.52吨，全球最大白银ETF iShares Silver Trust 的白银持有量为14,458.88吨。

图：SPDR Gold Shares 黄金持仓情况（单位：吨） 图：iShares Silver Trust 白银持仓情况（单位：吨）



数据来源：WIND 国信期货

数据来源：WIND 国信期货

## （二） CFTC 持仓：黄金看多意愿上升

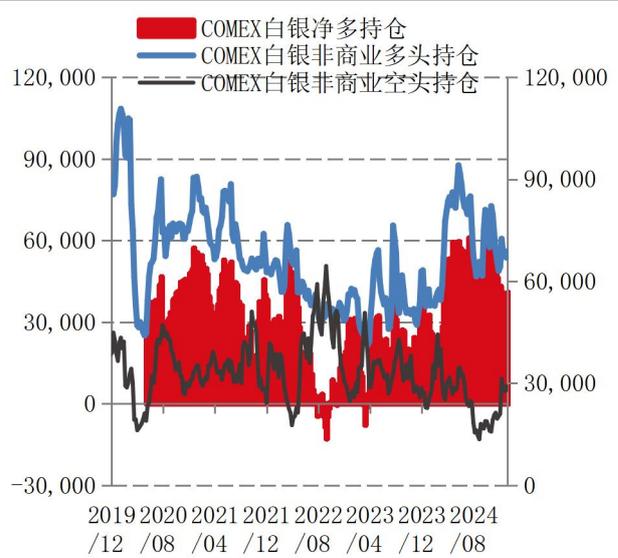
美国商品期货交易委员会公布的周度报告显示：截止2025年1月7日当周，CFTC的期货黄金非商业性净多持仓为254,911.00张，较12月31日当周增加7632张，市场黄金看多意愿回升；CFTC的期货白银非商业性净多持仓为40948张，较12月31日当周增加3059张，市场白银看多意愿回升。

图：COMEX 黄金非商业净多持仓（单位：张）



数据来源：WIND 国信期货

图：COMEX 白银非商业净多持仓（单位：张）

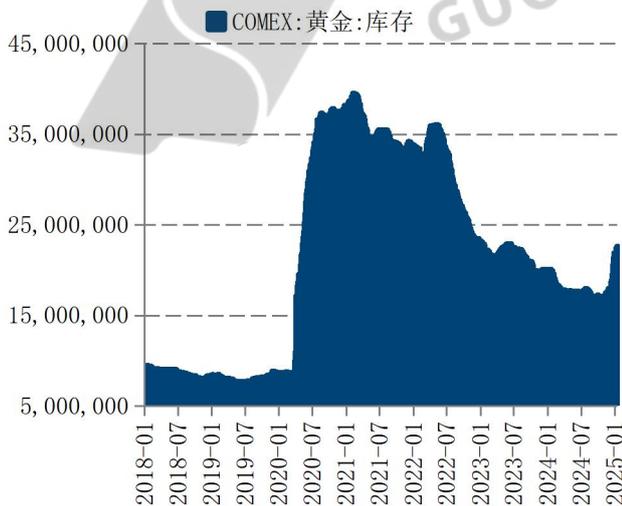


数据来源：WIND 国信期货

### （三） 库存分析：内外金银库存增减不一

截止 2025 年 1 月 14 日，COMEX 黄金库存为 22,598,053.77 盎司，较上月末增加约 3.2%；COMEX 白银库存为 327,590,207.48 盎司，较上月末增加约 2.8%；上期所黄金库存为 15,147.00 千克，持平上月；上期所白银库存为 1,332,211.00 千克，较上月末减少 7.3%。

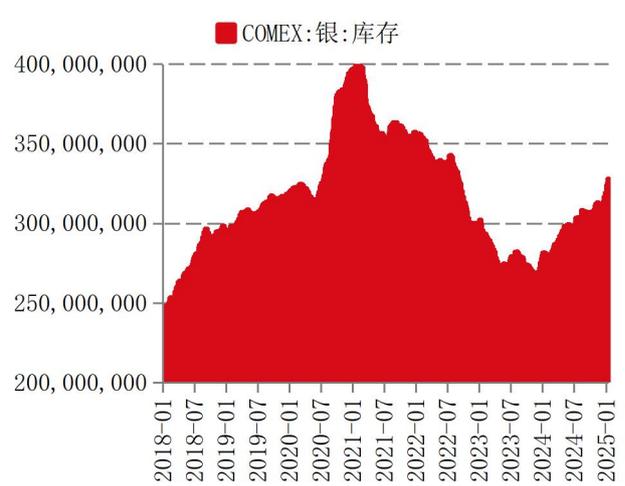
图：COMEX 黄金库存（单位：盎司）



数据来源：WIND 国信期货

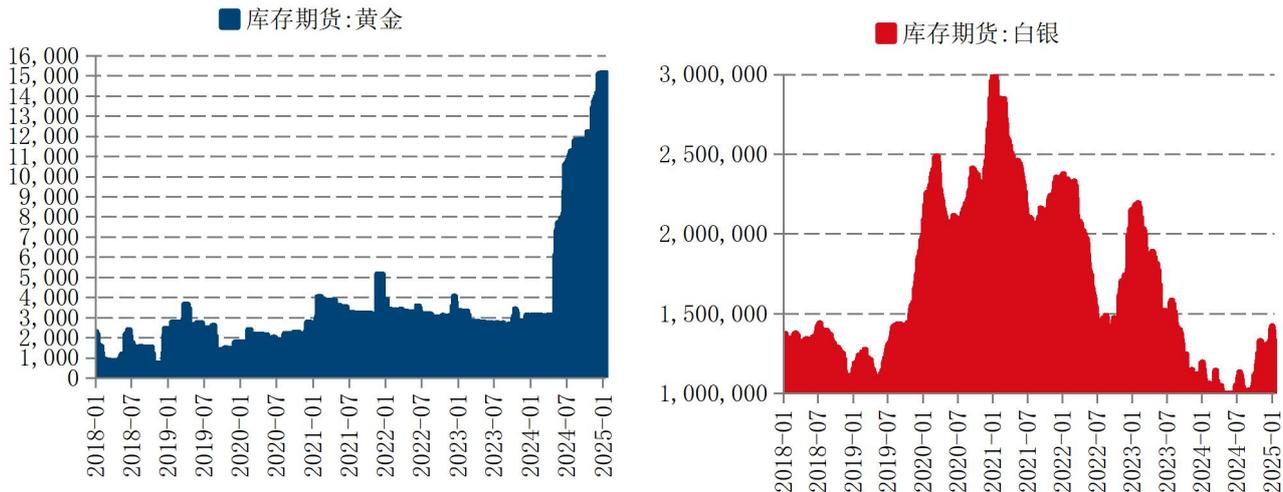
图：SHFE 黄金库存（单位：千克）

图：COMEX 白银库存（单位：盎司）



数据来源：WIND 国信期货

图：SHFE 白银库存（单位：千克）



数据来源: WIND 国信期货

数据来源: WIND 国信期货

## 五、 后市展望及操作建议

2025年1月,内外金银整体中枢上行。前期美国12月非农数据大超预期使得市场对降息预期大幅降温,市场对未来潜在通知担忧加剧,金银波动放大。后美国12月通胀再度抬升市场降息预期,同时,市场对特朗普即将上任后政策不确定性的担忧抬升金银风险溢价,金银上行驱动增强。

展望后市,2025年美联储的降息节奏或趋向温和,预计2025H1降息幅度在50个基点左右,但这一过程将受到经济增长和通胀表现的限制。美国经济展现韧性,特别是就业市场的稳定和消费者支出的增长可能使得美联储在降息时更加谨慎。同时,特朗普政策可能推动通胀上行,增加了降息的风险。最终,美联储的降息步伐将依赖于经济数据,特别是通胀和薪资增长的表现。步入2025H2,美联储可能会因通胀压力加大而暂停降息,进入观望期。此外,市场对2025年美联储利率中枢预期的抬升支撑美元,叠加特朗普就职日期的临近,美元预计将继续维持强势,将对金银形成压制力量。然而,尽管特朗普竞选成功带动美元走强,但市场对其贸易保护主义和去全球化政策存在担忧,且美元高位震荡或伴随新兴市场资本外流等连锁反应,均有望进一步提升贵金属风险溢价支撑力度。2月,COMEX金参考区间为2620美元/盎司-2770美元/盎司,沪金为617元/克-660元/克,COMEX银为29.8美元/盎司-32美元/盎司,沪银为7360元/千克-8000元/千克,注意美联储货币政策及特朗普执政下所带来的节奏扰动。

风险提示:美国通胀超预期、地缘冲突局势、流动性冲击

### 重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。