

## 国信期货 2026 年投资策略报告

贵金属

政策博弈加剧波动 金银能否续写传奇

2025 年 11 月 23 日

## ● 主要结论：

2025 年，贵金属成为全球大宗商品市场中表现最为亮眼的品种之一。在美联储降息周期开启、特朗普关税政策反复与地缘冲突持续等多重因素推动下，金银价格屡创新高，整体价格中枢显著上移。截至 2025 年 11 月底，COMEX 黄金主力合约最高触及 4398 美元/盎司，较年初涨幅超过 66%；沪金主力合约突破千元大关，最高升至 1001.90 元/克。白银表现更为突出，COMEX 银价年内最高触及 54.415 美元/盎司，累计涨幅超过 80%；沪银主力同步攀升至 12639 元/千克，创下历史新高。从全年走势来看，上半年贵金属市场主要受政策预期与滞胀交易主导，一季度特朗普就任引发贸易政策不确定性担忧，推动价格稳步上行；二季度“对等关税”政策正式实施，全球贸易体系动荡加剧，推动价格持续走强。下半年美联储于 9 月启动降息周期，实际利率回落推动贵金属进入主升浪。10 月黄金创出历史新高后，11 月白银接力刷新高点，但后续涨势有所放缓，叠加美国与多国经贸谈判取得突破以及 12 月美联储降息预期削弱的影响，金银价格转入高位震荡。在各国央行持续购金以及地缘风险支撑下，市场整体仍维持在相对高位运行，展现出贵金属市场的强劲韧性。

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：钱信池

从业资格号：F03143995

电话：021-55007766-305186

邮箱：15957@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。

展望 2026 年，贵金属市场将在全球央行持续购金的坚实支撑下，叠加货币政策转向、贸易不确定性延续与地缘风险反复等多重因素共同作用，继续展现其独特的配置价值。美联储预计将延续降息周期，但受制于通胀黏性与经济数据波动，降息路径可能呈现“走走停停”特征，政策预期的频繁修正将成为影响贵金属波动节奏的关键因素。贸易领域方面，尽管 2026 年的贸易紧张局势或较 2025 年的激化阶段有所缓和，但特朗普政府可能继续推行“TACO 式交易”策略，这种政策的不确定性将持续对全球供应链构成威胁，为贵金属提供阶段性支撑。地缘政治方面，中东和俄乌冲突呈现“周而复始、边走边谈”的复杂态势，这种持续但不稳定的地缘格局将增加贵金属价格的波动性。从价格走势来看，COMEX 黄金主力合约或在 3800—4000 美元/盎司附近区间形成坚实支撑，若能有效突破 4400 美元附近关口，下一目标位或看至 4600 美元/盎司附近；对应沪金主力合约或在 900 元/克—1150 元/克附近区间波动。白银在供需偏紧与金融属性共振下表现更具弹性，COMEX 白银主力合约或在 46 美元/盎司—60 美元/盎司附近区间波动；对应沪银主力合约或在 11000 元/千克—13500 元/千克左右波动。建议投资者维持“回调布局、区间突破跟进”的多头思路，重点关注美联储议息路径、通胀数据拐点及地缘局势变化，同时警惕美国核心通胀超预期反弹、美元流动性冲击以及地缘局势意外缓和等风险因素。

## 一、期货市场行情回顾

2025年，在美联储降息周期开启、特朗普关税政策反复与地缘冲突持续等多重因素推动下，全球贵金属市场迎来一轮强劲上涨行情，黄金与白银价格联袂飙升，屡次刷新历史新高。截至11月20日，COMEX黄金主力合约最高触及4398美元/盎司，较年初暴涨超过66%；沪金主力合约同样表现强势，突破千元大关，最高升至1001.86元/克。白银涨势更为凌厉，COMEX银价年内最高触及54.415美元/盎司，累计涨幅超过80%；沪银主力同步攀升至12639元/千克，年内峰值涨幅显著。内外盘金银价格均创下上市以来最高纪录，凸显在金融属性与工业需求共振下的爆发性上涨动能。

2025年上半年，贵金属市场在政策预期与现实冲击的交织下展开快速上涨行情。一季度，特朗普就任美国总统引发市场对贸易政策的不确定性担忧，推动金价稳步上行，COMEX黄金于3月底成功突破3100美元/盎司关键关口。白银在光伏装机需求与低库存支撑下同步跟涨。进入二季度，4月正式实施的“对等关税”政策使全球贸易体系动荡加剧，滞胀交易逻辑主导市场，推动金价持续走强。6月，受中东冲突持续升级及穆迪下调美国主权评级等事件影响，避险需求再度升温，COMEX黄金进一步攀升至3509.9美元/盎司。同期白银表现尤为强劲，在工业需求回暖与金银比修复预期的双重推动下，银价突破37美元，创十三年新高。

2025年下半年，贵金属市场在货币政策转向与地缘政治演变双重因素推动下延续强劲上涨态势。三季度，美联储于9月启动降息周期，实际利率回落推动贵金属价格进入主升浪。10月份，国际金价突破4000美元心理关口后继续攀升，最高触及4398美元/盎司，沪金同步创下1001.90元/克的历史新高；白银表现更为突出，在现货流动性危机的推动下，银价强势突破50美元整数关口。尽管10月下旬中美经贸谈判取得突破推动风险偏好回升，部分投资者选择获利了结，但整体市场格局依然保持强势。进入11月，白银市场继续发力，纽约银价最高触及54.415美元/盎司，沪银同步刷新历史高点至12639元/千克，充分展现其高弹性特征。当前，随着经济数据陆续公布，市场对12月再次降息的预期明显降温，纽约黄金围绕4000美元、白银在50美元附近展开整理，反映出市场正在货币政策预期与风险情绪变化之间寻求新的平衡。

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：沪金主力合约日K线走势



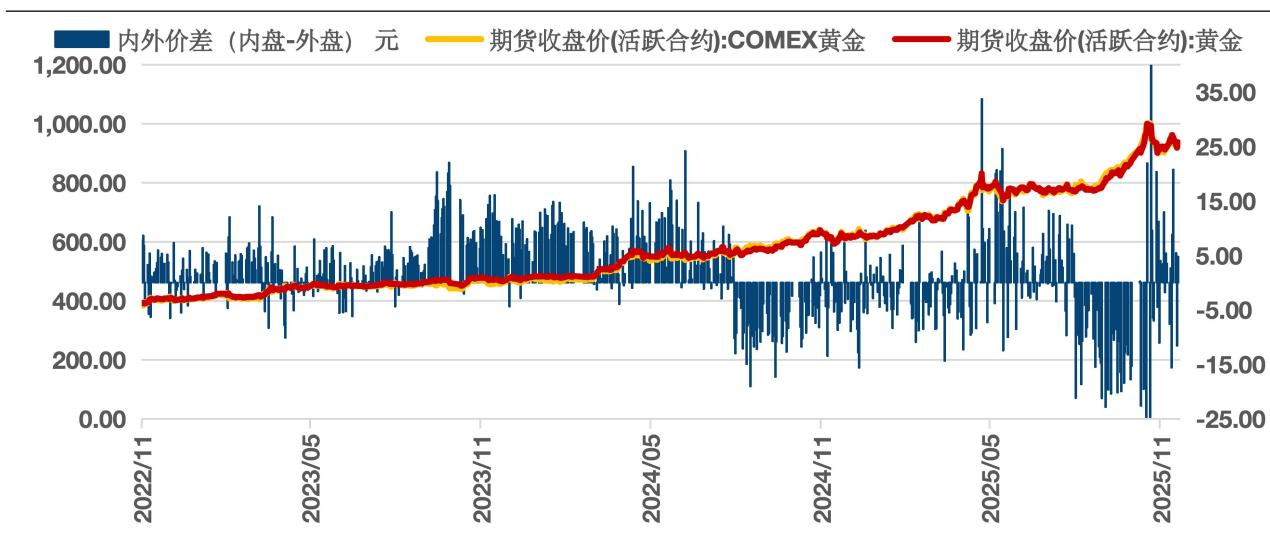
数据来源：WIND 国信期货

图：沪银主力合约日K线走势



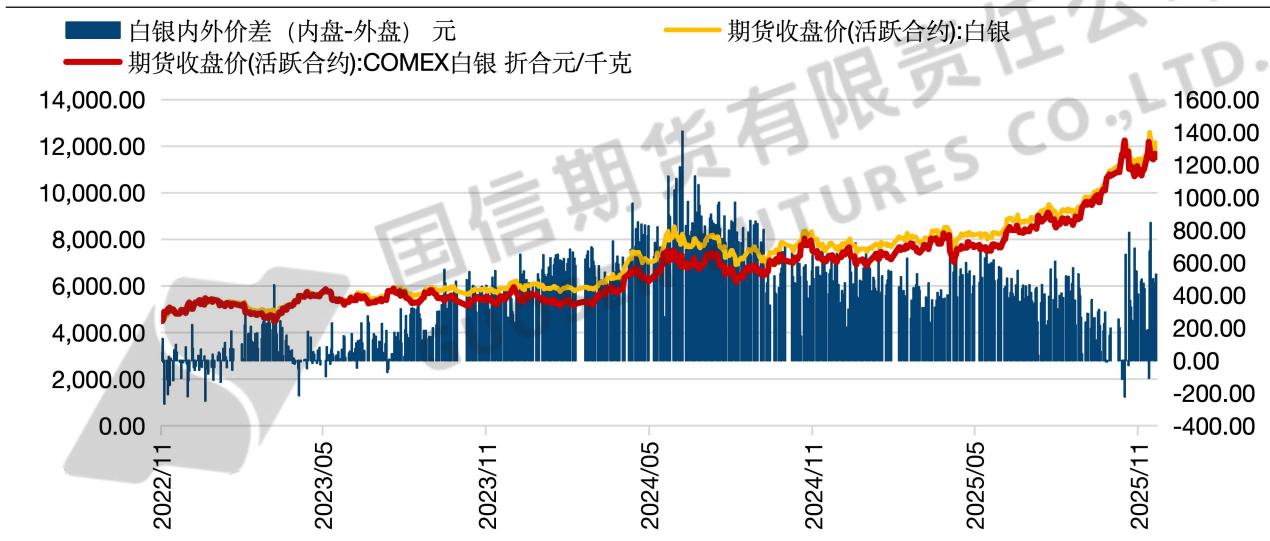
数据来源：WIND 国信期货

图：黄金内外价差走势



数据来源：WIND 国信期货

图：白银内外价差走势



数据来源：WIND 国信期货

## 二、宏观面分析

### (一) 美联储货币政策：从数据依赖到政治博弈的艰难平衡

回顾2025年，美联储的货币政策路径始终在“抗通胀、防衰退、保独立”的三重目标间艰难权衡，其决策过程深受特朗普政府激进财政贸易政策及其政治压力的影响，呈现出“前期观望、后期谨慎、内部分歧、外部干预”的鲜明特征。

美联储于2025年9月宣布降息25个基点，将联邦基金利率目标区间下调至4.00%—4.25%，标志着本轮货币政策周期的正式转向。这一决定并非突如其来，而是此前数月经济数据走弱、内部博弈与外部压力共同作用的结果。在会后声明中，美联储展现出对经济下行风险的关切，并强调将继续关注后续数据。

然而，主席鲍威尔在新闻发布会上的表态则偏于谨慎，他明确将此定义为“风险管理式降息”，旨在平衡“通胀粘性”与“就业下行风险”，并反复强调“政治压力不影响决策”，意在维护美联储的政策独立性形象。

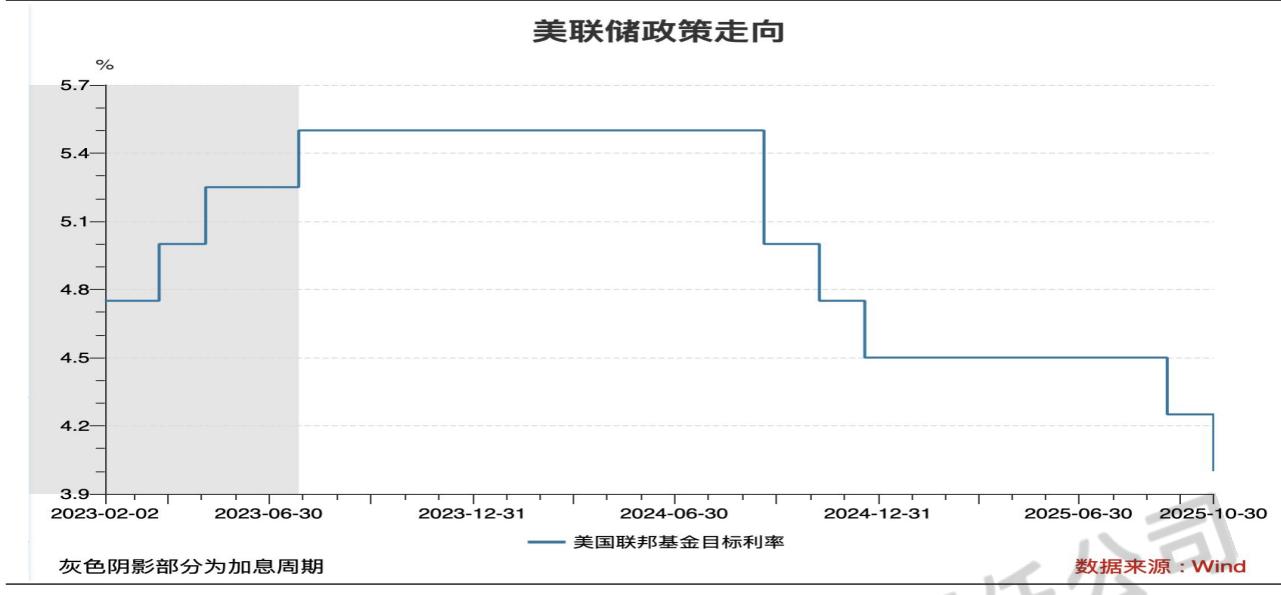
复盘2025年，市场对美联储的降息预期经历了过山车式的剧烈调整。年初，市场普遍预期美联储将因特朗普政府的财政刺激与关税政策而面临更大的通胀压力，从而推迟降息。3月议息会议虽维持利率不变，但点阵图显示官员们对年内降息50个基点持谨慎中性预期，与市场一度押注的更早、更大幅度降息形成对比。4月至5月，随着特朗普关税政策的反复升级与中美贸易摩擦白热化，市场一度陷入“滞胀”恐慌，但随后公布的4月CPI数据意外降温，又使市场重燃降息希望，CME利率期货一度显示市场预期全年降息幅度可达100个基点。

然而，美联储的观望立场比市场预期的更为持久。6月会议虽按兵不动，但罕见地上修通胀预期、下修经济增速，释放出对“关税触发通胀”的深度忧虑，内部关于降息路径的分歧也公开化，导致市场预期反复修正。7月会议两位理事投票支持立即降息，凸显内部分歧加剧。直至9月，在就业市场显现疲态、政府停摆导致数据真空以及政治压力空前的复杂背景下，美联储才终于启动首次降息。随后在10月，尽管面临政府停摆导致的经济数据真空，美联储仍基于前期显示经济增长放缓的高频信号，再次降息25个基点，将联邦基金利率目标区间进一步下调至3.75%—4.00%。然而，会后鲍威尔释放的谨慎信号以及随后官员们的鹰派言论，迅速扭转了市场对12月继续降息的激进预期，表明美联储的宽松路径绝非一帆风顺。

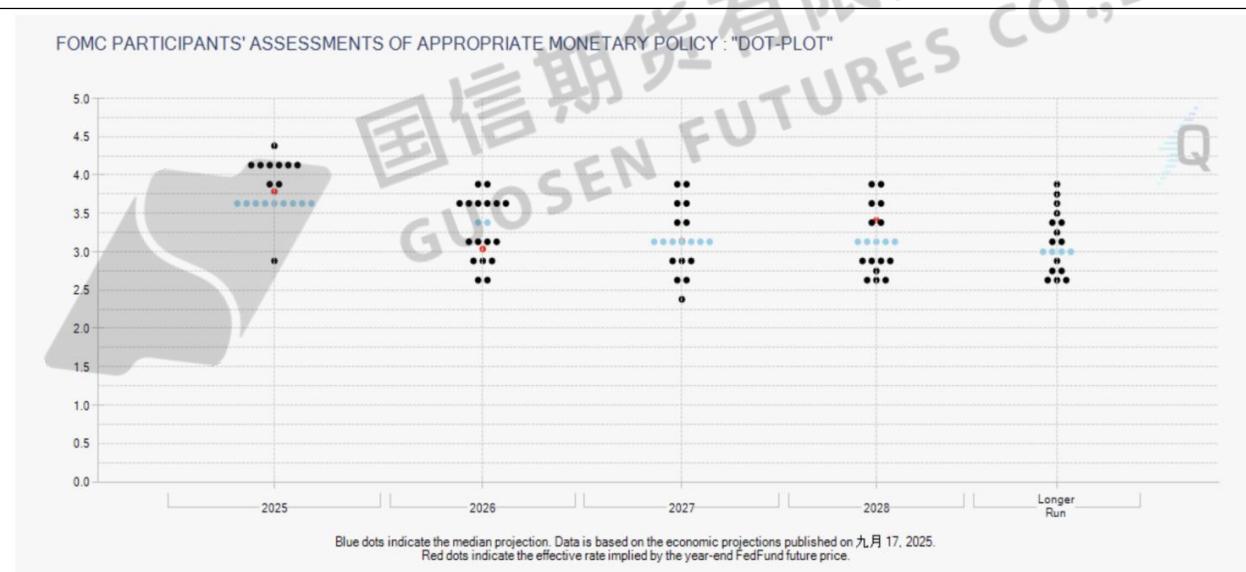
值得关注的是，2025年美联储货币政策制定的外部环境发生了深刻的结构性变化。特朗普政府通过多种渠道系统性地质疑并试图重塑美联储的传统独立地位。在人事层面，政府不仅积极为美联储理事会空缺职位物色候选人，以期在决策层形成多数优势，还采取了前所未有的激进举措——援引有争议的法律条款，试图罢免由前任总统拜登任命的理事丽莎·库克，这一行为引发了漫长的法律争端，对美联储的治理稳定构成了直接冲击。在政治层面，总统及其内阁成员多次在公开场合对利率政策发表评论，明确向美联储施压要求其加快降息步伐，甚至传出以政策分歧为由考虑撤换主席鲍威尔的消息，这打破了数十年来白宫尊重央行决策独立性的不成文惯例。在制度层面，财政部长贝森特公开推动以“有机缩表”为核心的美联储政策框架改革，意图长远地影响其货币政策执行方式。

这一系列事件意味着，美联储的决策环境已不同于以往，其原本相对独立、基于经济数据与技术模型的技术性决策过程，目前或已掺杂了更多的政治博弈色彩。正是在这种复杂背景下，美联储通过官员的密集讲话和会议声明，持续向市场传递“数据依赖”和“渐进宽松”的核心信息，其深层目的之一便是主动管理市场预期，避免在政治压力下市场对宽松政策形成过度乐观的押注，从而引发金融条件不合时宜的过早放松。市场对美联储的政策预期在年末出现关键调整。根据截至11月21日的CME FedWatch数据，交易员押注12月降息25个基点的概率已大幅下滑至33.14%。这一数据暗示，市场共识正转向美联储或在12月的议息会议上按兵不动。若按此推断，联邦基金利率区间在2025年结束时大概率将锚定在3.75%—4.00%。若此情形成立，结合9月与10月已执行的两次各25个基点的降息，2025年全年的累计降息幅度或为50个基点。

图：美联储决策走向（2023—2025）



图：9月 FOMC 点阵图



数据来源：CME 国信期货

展望 2026 年，美联储的货币政策委员会将经历一场深刻的人事重组，这不仅会重塑内部的力量平衡，也将为未来的利率路径注入巨大的不确定性。现任主席鲍威尔的任期将于 2026 年 5 月 15 日结束，这构成了明年最核心的变数。若鲍威尔未能连任，根据规定，他仍可以理事身份留任至 2028 年，但其政策影响力将显著减弱。特朗普政府已加速新主席的遴选进程，财政部长贝森特已确定五位最终候选人名单，包括白宫经济顾问哈塞特、前美联储理事沃什、现任理事沃勒、副主席鲍曼及贝莱德高管里克·里德，这些候选人的政策倾向各异，但整体上偏向宽松。值得注意的是，牵头遴选工作的贝森特特别指出，新主席人选甚至可能在 2025 年圣诞节前公布。这一前所未有的“提前官宣”若成真，将在很大程度上架空现任主席鲍威尔，使 2026 年上半年的货币政策决策陷入“双头领导”的混乱局面，极大增加了政策的不确定性。

在此背景下，美联储内部原有的鹰派与鸽派分野将因新成员的加入而变得更为复杂。鸽派阵营将随着政治任命的推进而实力大增。若来自白宫的哈塞特或素有鸽派声誉的沃什等人执掌美联储，其政策立场将与特朗普政府的低利率诉求高度契合，主张采取更积极的宽松政策以防范经济下行风险。然而，鹰派阵营并不会因此销声匿迹。现任负责监管的副主席鲍曼本身就是候选人之一，即便未获提名，她与克利夫兰联储主席哈马克、达拉斯联储主席洛根等地区联储官员仍将构成强大的制衡力量，他们持续对通胀粘性发出警告，反对过快的降息步伐。在此之外，一个规模可观的中间派或灵活阵营，例如理事杰斐逊、沃勒（若其未担任主席）等，将成为决定政策走向的关键摇摆力量。他们的决策将高度依赖经济数据，在抑制通胀与支持增长之间艰难权衡。

这种复杂格局下，美联储的决策机制将面临“数据依赖”与“政治叙事”的双重考验。一方面，美联储在表面上将继续坚持数据驱动的决策原则，但其依赖的经济数据本身可能被卷入政治化解读。例如，白宫可能倾向于强调疲软的就业数据以呼吁更快地降息，而美联储内部的鹰派官员则会选择性地聚焦于任何可能反弹的通胀信号，以此作为反对政策过早转向的理由。另一方面，点阵图与市场预期的分歧将成为全年关注焦点：9月点阵图显示的2026年3.4%利率中值，与市场预期的更低水平形成对比。两者收敛的方向将取决于关键博弈结果：究竟是经济增长放缓迫使美联储追随市场预期，还是通胀韧性令市场向鹰派立场靠拢。

整体而言，在人事“鸽”进“鹰”退与经济增长放缓的大背景下，美联储实际的宽松步伐存在较大概率超越当前点阵图的保守指引，但这一过程必将伴随领导权更迭的动荡、频繁的预期修正与市场震荡，从而为贵金属市场在提供底层支撑的同时，也带来持续且剧烈的价格波动。

## （二）通胀：回落趋势不改，但路径崎岖

2025年，美国通胀整体延续放缓趋势。1月CPI同比达3.0%，核心CPI同比升至3.3%，主要受食品价格冲击与住房成本推动。随着供应链持续改善和能源价格回落，通胀压力自2月起逐步缓解，3月CPI环比甚至出现负增长。尽管年中受关税政策预期影响，部分进口依存度较高的商品价格出现上涨，但企业通过压缩利润率吸收成本，使得关税对消费端的传导呈现明显的“延迟效应”。至三季度末，美国公布的9月CPI数据显示通胀整体温和且全面低于预期，同比涨幅为3.0%，未出现关税显著推高通胀的迹象，为美联储启动降息周期创造了条件。

从结构上看，全年通胀呈现出显著的分化特征。商品领域在供应链持续改善的推动下价格压力稳步缓解，而服务价格特别是住房成本则保持较强韧性，成为核心通胀回落的主要阻力。能源价格的波动性贯穿全年，成为影响月度数据的重要因素。值得注意的是，生产端通胀（PPI）与消费端通胀（CPI）多次出现背离，反映出企业在需求不确定性背景下对成本传导持谨慎态度。这种结构性特征使得通胀回归2%目标的过程较预期更为曲折，也为2026年的通胀前景埋下不确定性。

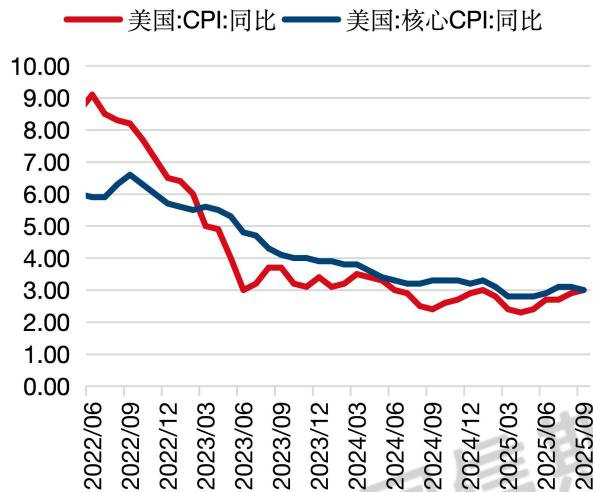
基于2025年的通胀演变轨迹及美联储最新预测，2026年美国通胀可能呈现更为复杂的态势。根据9月FOMC经济预期，核心PCE通胀中值预测显示，2026年底可能维持在2.6%的水平，较6月预测的2.4%有所上调，这表明通胀回落进程或比原先预期的更为缓慢。

从影响因素来看，多重力量可能共同塑造2026年的通胀格局。首先，关税政策的成本传导效应或将在2026年更为充分地显现，随着企业前期库存的逐步消耗，进口商品价格可能面临持续的上行压力。其次，劳动力市场的结构性特征可能导致工资增长保持较强韧性，进而通过成本渠道对服务价格形成支撑。此外，住房成本的回落速度可能较为渐进，其绝对水平或继续对核心通胀构成重要影响。

政策层面而言，通胀的持续性特征可能对货币政策形成制约。虽然美联储的点阵图暗示 2026 年可能继续降息进程，但核心 PCE 预计仍高于 2% 目标的状况或限制其宽松步伐。考虑到通胀回落的速度可能低于预期，美联储或将采取更加渐进的宽松策略，在支持经济增长与控制通胀之间寻求平衡。

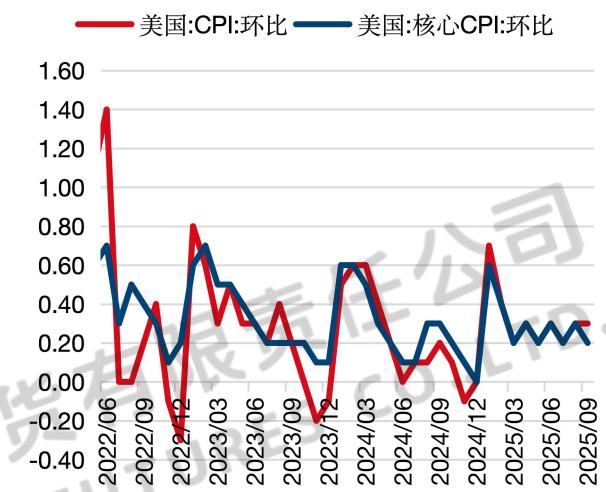
在这一宏观背景下，贵金属市场可能面临较为复杂的运行环境。实际利率的温和回落与通胀粘性并存或为贵金属提供一定支撑，但需要密切关注通胀路径可能出现的波动，以及由此引发的政策预期修正风险。总体而言，2026 年的通胀形势或将呈现“缓慢回落、时有反复”的特点，为各类资产价格走势带来相应的不确定性。

图：美国 CPI 与核心 CPI 同比（%）



数据来源：WIND 国信期货

图：美国 CPI 与核心 CPI 环比（%）



数据来源：WIND, 国信期货

### （三）经济增长：政策冲击下的失速与分化

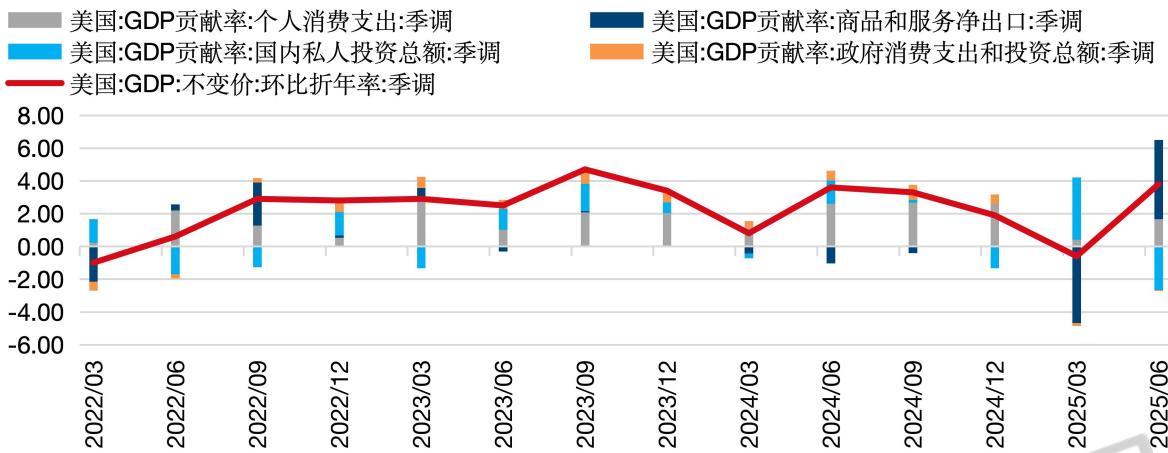
根据美国经济分析局 (BEA) 发布的数据，2025 年美国经济呈现出显著的波动性，增长轨迹先抑后扬，同时面临前所未有的数据发布中断挑战。具体来看各季度表现，第一季度实际国内生产总值按年率计算环比萎缩 0.3%，为 2022 年第二季度以来首次收缩，主要受到企业因预期关税上调而大规模囤积进口商品，以及政府支出减少的拖累。第二季度经济则强劲反弹，实际 GDP 年化增长率达到 3.8%，增长主要由进口大幅回落带来的净出口正向贡献，以及保持稳健的消费者支出所驱动。然而，原定于十月公布的第三季度 GDP 数据，因联邦政府持续停摆而被迫推迟发布，市场仍在等待关键数据的发布。

从上半年增长的主要驱动与拖累因素来看，外部部门的表现构成了巨大波动。第一季度净出口项对 GDP 形成高达 4.83 个百分点的拖累，而第二季度则逆转为主要贡献项，这深刻反映了企业为应对贸易政策不确定性而进行的“提前备货”与后续去库存行为。居民消费展现出相当强的韧性，第二季度个人消费支出以 2.5% 的速度稳健增长，成为内需的稳定基石。相比之下，企业投资意愿显现分化，非住宅固定资产投资在二季度表现强劲，但住宅投资持续低迷，同时企业库存的持续削减也对经济增长构成了显著拖累。

展望 2026 年，美国经济增长前景将很大程度上取决于内外两方面因素的演变。内部而言，消费者能否在劳动力市场出现疲软迹象的背景下继续维持其支出韧性，将是决定经济能否避免衰退的关键。外部方面，关税政策的不确定性若持续存在，将继续干扰企业的库存管理和投资决策，导致经济增长路径波动。

此外，政府停摆事件所暴露出的政治僵局，本身也构成了新的不确定性来源，可能影响商业信心和长期规划。总体来看，美国经济在2026年或将延续一种不均衡且受政策高度影响的增长模式。

图：美国GDP呈现V型反弹



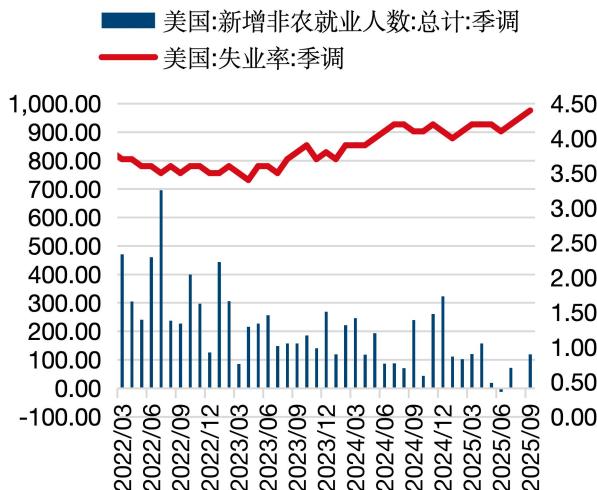
数据来源：Wind 国信期货

2025年美国非农就业市场总体呈现增长动能持续减弱、失业率逐步攀升的格局。与2024年相比，就业扩张速度明显放缓，且多次出现前值大幅下修的情况，例如七月份数据揭示此前两月数据合计下修达25.8万人，凸显市场实际韧性低于初期评估。失业率自二月的4.1%震荡上升至年末的4.4%，表明劳动力市场供需趋于宽松。这一年，市场不仅承受着高利率与经济增长放缓的压力，更受到政策的不确定性显著冲击，特别是关税政策对制造业的拖累以及联邦政府累计削减数十万岗位的直接影响。此外，四季度开始的联邦政府停摆造成了前所未有的数据中断，美国劳工统计局宣布取消发布十月份非农就业报告，原因是用于计算失业率的十月份家庭调查数据无法追溯采集，该月数据将合并至十二月发布的十一月份报告中，这为准确研判年末市场状况带来了巨大挑战。

纵观全年，劳动力市场展现出几个核心特征。其一，就业结构出现令人担忧的恶化，其标志是全职岗位大幅减少与兼职岗位激增并存，八月份数据显示全职岗位锐减35.7万个，而兼职岗位则增加59.7万个，反映出就业质量的下滑与劳动者在生活成本压力下的应对。其二，薪资增长虽从年初的同比4.0%温和放缓，但全年多数时间维持在3.8%至3.9%的区间，环比增速数次超出预期，显示其内在黏性。这种薪资黏性与关税政策共同构成了通胀上行的潜在风险。其三，行业分化加剧，医疗保健和社会援助等服务业成为就业增长的稳定器，而制造业与运输仓储等领域则表现疲软，凸显了政策对不同行业的非对称影响。劳动参与率在62.4%至62.6%的窄幅区间波动，较2024年水平小幅下滑，且结构性供给不足问题并未得到缓解。

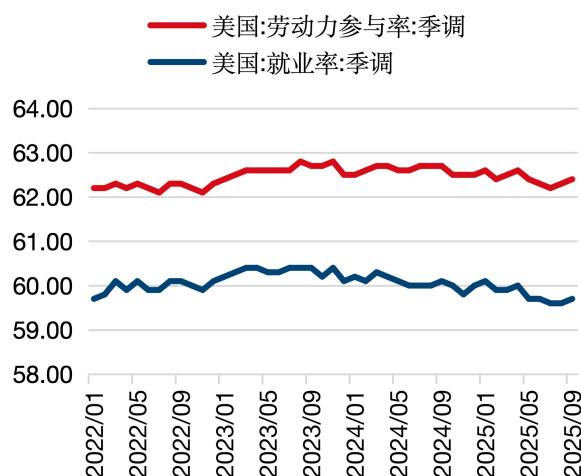
展望2026年，美国就业市场预计将继续在放缓的轨道上运行。在可能延续的降息周期支撑下，市场虽不至于崩溃，但新增岗位料将维持在较低水平。就业结构的扭曲，即全职岗位增长乏力，预计将持续抑制居民收入的健康增长。行业分化格局将延续，医疗保健等刚性需求部门保持韧性，而制造业或继续面临逆风。最大的不确定性仍源于政策层面，移民限制政策若持续将加剧多个行业的劳动力短缺，而贸易保护主义措施则会继续抑制企业投资与招聘意愿。综上所述，2026年的劳动力市场将在经济增长放缓与政策不确定性的双重拉扯中，寻求一个更为脆弱的平衡。

图：美国非农就业人口整体呈现回落趋势



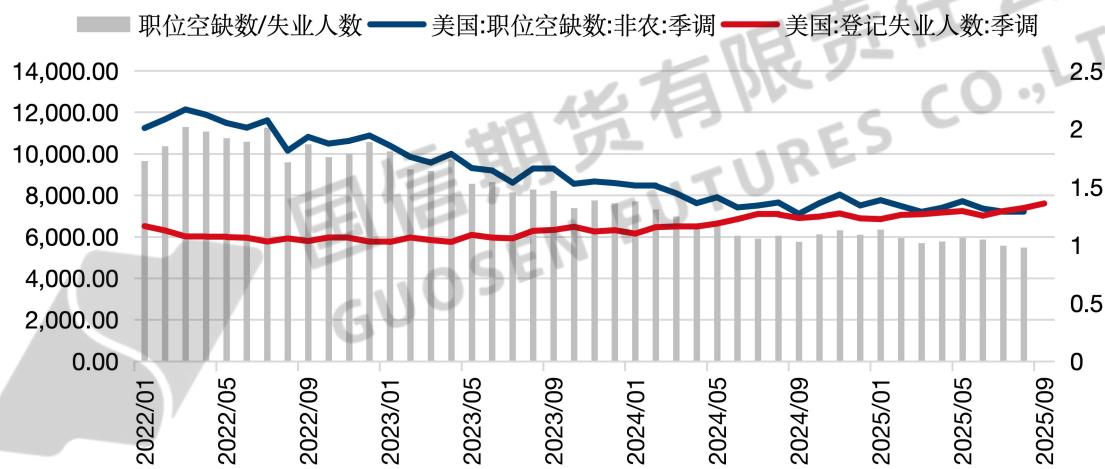
数据来源：WIND 国信期货

图：美国劳动力参与率与就业率



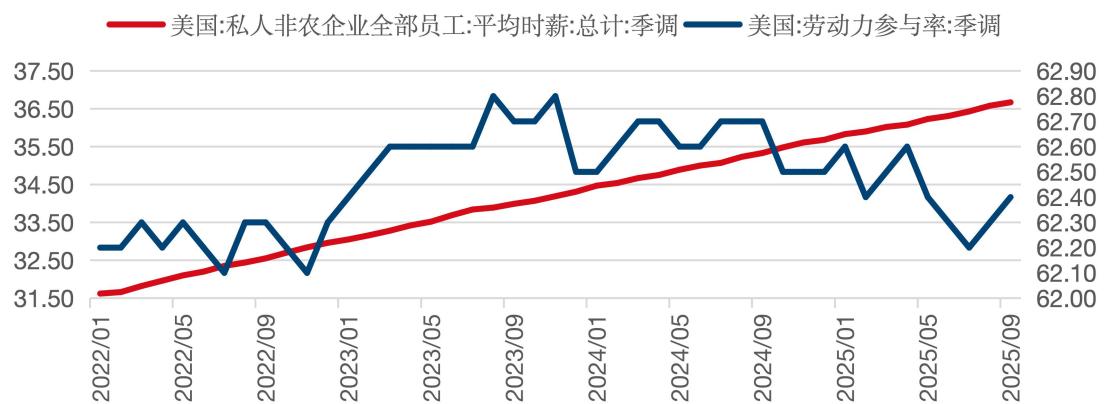
数据来源：WIND、国信期货

图：美国职位空缺人数整体呈现回落态势



数据来源：Wind 国信期货

图：美国平均时薪与劳动参与率



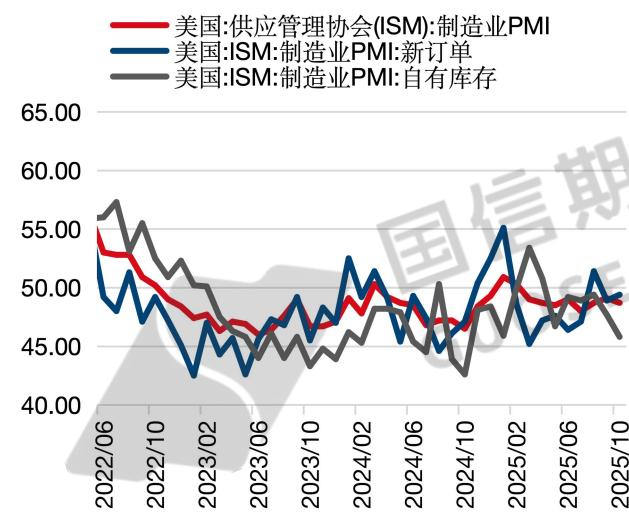
数据来源：Wind 国信期货

2025年，美国ISM采购经理人指数将呈现出制造业持续疲软与服务业主导经济增长的显著分化格局。这一结构性特征贯穿全年，反映了不同部门对政策不确定性和成本压力的迥异承受能力。

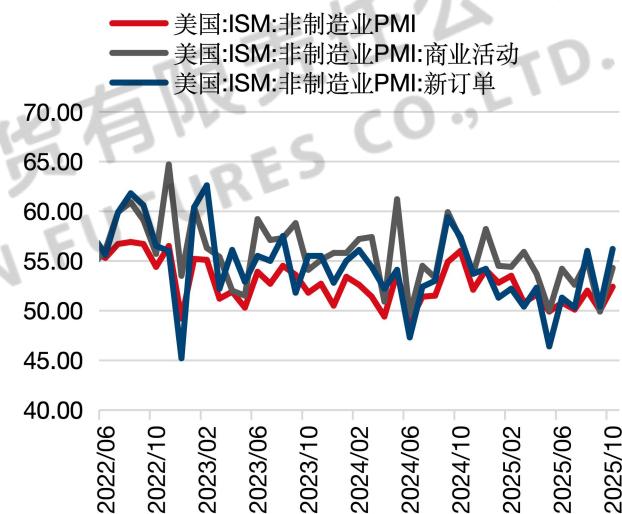
具体而言，ISM制造业PMI在2025年绝大部分时间处于收缩区间，仅年初短暂扩张后便持续低迷。新订单与就业分项指数长期萎靡，特别是就业指数在年中一度创下五年多新低，显示企业因需求不振而严格控制用工成本。尽管物价支付指数在特朗普政府关税政策推动下于上半年屡创新高，但随着供应链逐步适应及需求走弱，该指数在下半年明显回落。与此形成对比的是，服务业PMI虽经历波动，但整体维持在扩张区间。其新订单与商业活动指数在年内多次强劲反弹，展现出内需的韧性。然而，服务业也面临严峻挑战，支付价格指数持续处于历史高位，就业分项则反复在收缩边缘徘徊，凸显出成本压力与用工需求之间的紧张关系。

展望2026年，美国制造业能否走出困境将主要取决于全球需求复苏进度与国内政策的不确定性缓解程度。若关税政策影响边际减弱，制造业PMI有望温和回升至荣枯线附近。服务业预计将延续担当经济增长的主要引擎，但其扩张步伐可能受限于持续的高通胀压力和劳动力市场的结构性疲软。整体而言，两大经济部门的分化态势或将延续，美国经济的韧性或将更多地依赖于服务业的表现。

图：美国制造业PMI走势



图：美国服务业PMI走势

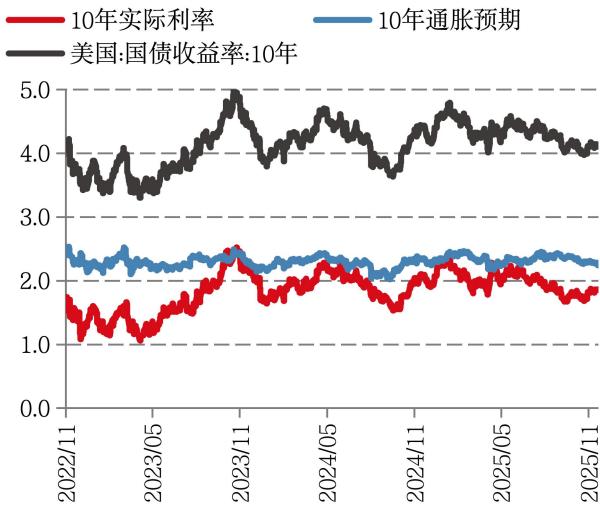


#### (四) 实际利率与美元指数整体呈现承压走低态势

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，实际利率全年整体呈现下行态势，通胀预期在2%至2.5%区间内震荡运行。截至11月20日，美国10年期美债利率回落至4.1%，较2024年末下降10.48%；10年期实际利率由2.24%降至1.86%，同期10年期通胀预期也从2.34%回落至2.24%。

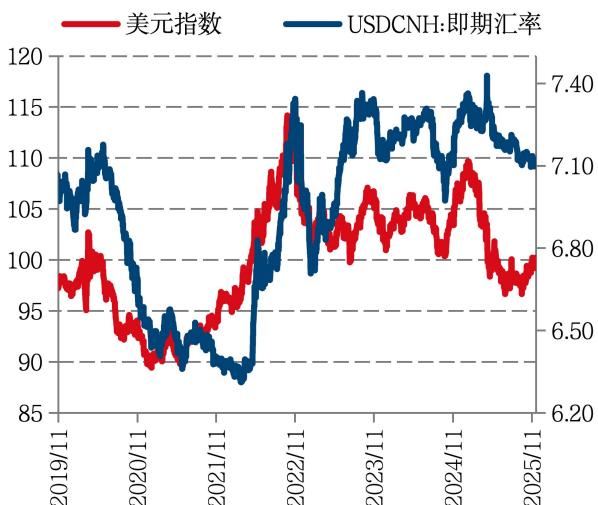
美元指数在2025年整体承压走低。自4月关税政策实施后，美元长期徘徊于100关口以下，最低曾下探至96.21，近期方重新回升至100附近水平。

图：2025年美国实际利率呈现下跌的态势



数据来源：WIND 国信期货

图：2025年美元指数整体呈现承压下行的态势



数据来源：WIND、国信期货

### 三、贵金属商品供需面分析

#### (一) 黄金：2025年三季度市场强劲依旧，金价与投资需求同创新高

2025年三季度全球黄金市场显示延续强劲表现，呈现供需两旺、金价屡创新高的格局。据世界黄金协会数据，三季度全球黄金总需求（含场外交易）达1,313吨，创历史季度新高，同比增长3%；需求总金额同比激增44%至1,460亿美元，同步刷新纪录。供应侧同样表现强劲，总供应量增长3%至1,313吨，其中金矿产量季节性增长至977吨，回收金供应保持344吨高位。

投资需求继续主导市场，结构性分化特征显著。三季度全球黄金ETF持仓大幅增加222吨，金条与金币需求连续第四季度突破300吨大关，达316吨，共同推动投资需求增长。央行购金保持积极态势，净购入220吨，较上季度增长28%。与此形成鲜明对比的是，金饰消费量降至371吨，延续下滑趋势，但受益于金价上涨，消费金额反增至410亿美元。科技用金需求受关税与高价抑制，同比小幅下滑。

金价表现方面，LBMA金价三季度创下13次历史新高，季度均价达3,456.54美元/盎司，同比上涨40%。场外交易投资贡献55吨需求，显示机构投资者配置兴趣持续升温。整体而言，黄金市场在投资属性强化、央行持续购金与供应稳定的多重因素支撑下，展现出作为避险资产与配置核心的强劲吸引力。

图：全球黄金供需平衡 (2024 三季度—2025 年三季度)

	2024年 三季度	2024年 四季度	2025年 一季度	2025年 二季度	2025年 三季度	季度环比 变化(%)	年度同比 变化(%)
<b>黄金供应量</b>							
金矿产量	957.6	944.9	835.9	904.3	976.6	8	2
生产商净套保量	-6.5	-18.5	-7.1	-24.8	-8.0	-	-
金矿总供应量	951.1	926.4	828.8	879.4	968.6	10	2
回收金	324.8	358.1	348.7	347.4	344.4	-1	6
<b>总供应量</b>	<b>1,275.9</b>	<b>1,284.4</b>	<b>1,177.5</b>	<b>1,226.8</b>	<b>1,313.1</b>	<b>7</b>	<b>3</b>
<b>黄金需求量</b>							
金饰制造	546.5	524.3	424.4	355.6	419.2	18	-23
金饰消费	460.0	548.7	382.4	341.2	371.3	9	-19
金饰库存	86.6	-24.4	42.0	14.4	47.8	232	-45
科技用金	82.9	82.8	80.4	78.6	81.7	4	-2
电子用金	69.1	68.8	67.0	65.8	68.5	4	-1
其他工业用金	11.6	11.9	11.3	10.8	11.1	3	-5
牙科用金	2.2	2.1	2.1	2.1	2.0	-1	-7
投资需求	364.8	343.4	551.5	477.5	537.2	13	47
金条与金币总需求	270.1	324.7	324.9	307.0	315.5	3	17
金条	198.8	236.4	258.0	243.3	237.1	-3	19
官方金币	31.6	52.5	44.3	38.9	31.7	-18	0
奖章 / 仿制金币	39.8	35.8	22.7	24.8	46.7	89	17
黄金 ETF 及类似产品	94.7	18.7	226.6	170.5	221.7	30	134
各经济体央行和其他机构	199.5	365.1	241.7	172.0	219.9	28	10
<b>黄金需求</b>	<b>1,193.8</b>	<b>1,315.6</b>	<b>1,298.0</b>	<b>1,083.8</b>	<b>1,257.9</b>	<b>16</b>	<b>5</b>
场外交易和其他需求	82.2	-31.2	-120.5	143.1	55.2	-61	-33
<b>总需求</b>	<b>1,275.9</b>	<b>1,284.4</b>	<b>1,177.5</b>	<b>1,226.8</b>	<b>1,313.1</b>	<b>7</b>	<b>3</b>
伦敦金(LBMA)价格(美元/盎司)	2,474.3	2,663.4	2,859.6	3,280.4	3,456.5	5	40

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) 白银供需结构偏紧, 工业需求支撑强劲

2025 年全球白银市场预计将呈现“总需求温和回落, 但结构分化显著”的特征。尽管实物投资和银器等领域需求有所走弱, 工业需求仍保持强劲, 预计与 2024 年基本持平。在供应仅小幅增长的背景下, 供需缺口持续存在, 为白银价格提供中长期支撑。

回顾 2024 年, 白银供应呈现温和增长。全球矿产银产量达 8.197 亿盎司, 同比增长 0.9%, 主要得益于墨西哥、澳大利亚等地矿山复产及铅锌矿伴生银增产, 但智利等产区产量下滑形成抵消。回收银供应达 1.939 亿盎司, 创 12 年新高, 同比增长 6%, 主要受银价上涨和生活成本提高带动回收银意愿增强影响。

需求端结构分化显著, 2024 年总需求同比下降 3% 至 11.6 亿盎司。实物投资与银器需求回落, 但工业需求创历史新高, 成为核心支撑。电子电气领域持续走强, 光伏、汽车电控、电网基础设施及 AI 相关应用显著拉动白银消费。尽管光伏技术进步推动单位银耗下降, 但 N 型电池加速渗透(其银耗约为 P 型电池的

2倍），叠加全球装机量维持高增长，共同支撑该领域白银需求保持强劲。

展望2025年，全球白银总供应预计增长2%至10,306亿盎司，总需求微降1%至11,483亿盎司，供应缺口达1,176亿盎司；若剔除交易所交易产品（ETP）影响因素，实物缺口将进一步扩大至1,876亿盎司。低库存环境下，持续的供需缺口削弱了市场对需求波动的缓冲能力，加剧价格波动弹性。

整体来看，白银本轮上涨具备扎实的基本面支撑，核心逻辑源于工业需求的持续强劲、供需紧平衡下的持续缺口以及低库存对价格波动的放大作用。在绿色能源转型与全球电子化进程持续推进的背景下，白银在中长期仍将保持较强的价格弹性与配置价值。

表：白银供需平衡表（单位：百万盎司）

Million ounces	Year on Year											
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2024	2025F
<b>Supply</b>												
Mine Production	900.1	863.9	850.8	837.4	783.8	830.8	839.4	812.7	819.7	835.0	1%	2%
Recycling	156.3	160.2	162.3	163.8	180.5	190.7	193.5	183.5	193.9	193.2	6%	0%
Net Physical Disinvestment	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	na	na	na
Net Hedging Supply	0.0	0.0	0.0	13.9	8.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9	na	na
Net Official Sector Sales	1.1	1.0	1.2	1.0	1.2	1.5	1.7	1.6	1.5	1.5	-9%	4%
<b>Total Supply</b>	<b>1,057.4</b>	<b>1,025.1</b>	<b>1,014.3</b>	<b>1,016.2</b>	<b>974.0</b>	<b>1,023.1</b>	<b>1,034.6</b>	<b>997.8</b>	<b>1,015.1</b>	<b>1,030.6</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>
<b>Demand</b>												
Industrial (total)	491.0	528.0	525.8	525.4	511.9	564.1	592.3	657.1	680.5	677.4	4%	0%
Electrical & Electronics	309.0	339.1	330.4	326.6	321.4	350.7	370.7	444.4	460.5	465.6	4%	1%
...of which photovoltaics	81.6	99.3	87.0	74.9	82.8	88.9	118.1	192.7	197.6	195.7	3%	-1%
Brazing Alloys & Solders	49.1	50.9	52.0	52.4	47.5	50.5	49.2	50.2	51.6	52.9	3%	3%
Other Industrial	132.9	138.0	143.5	146.4	142.9	162.9	172.4	162.6	168.4	158.9	4%	-6%
Photography	34.7	32.4	31.4	30.7	26.9	27.7	27.7	27.3	25.5	24.2	-7%	-5%
Jewelry	189.1	196.2	203.2	201.6	150.9	182.0	234.5	203.1	208.7	196.2	3%	-6%
Silverware	53.5	59.4	67.1	61.3	31.2	40.7	73.5	55.1	54.2	46.0	-2%	-15%
Net Physical Investment	212.9	155.8	165.9	187.4	208.1	284.3	338.3	244.3	190.9	204.4	-22%	7%
Net Hedging Demand	12.0	1.1	7.4	0.0	0.0	3.5	17.9	11.5	4.3	0.0	-62%	na
<b>Total Demand</b>	<b>993.3</b>	<b>972.9</b>	<b>1,000.8</b>	<b>1,006.4</b>	<b>929.0</b>	<b>1,102.4</b>	<b>1,284.2</b>	<b>1,198.5</b>	<b>1,164.1</b>	<b>1,148.3</b>	<b>-3%</b>	<b>-1%</b>
<b>Market Balance</b>												
Net Investment in ETPs	64.1	52.2	13.5	9.8	45.1	-79.3	-249.6	-200.6	-148.9	-117.6	-26%	-21%
<b>Market Balance less ETPs</b>	<b>53.9</b>	<b>7.2</b>	<b>-21.4</b>	<b>83.3</b>	<b>331.1</b>	<b>64.9</b>	<b>-117.4</b>	<b>-37.6</b>	<b>61.6</b>	<b>70.0</b>	<b>na</b>	<b>14%</b>
Nominal Silver Price (US \$/oz, London price)	10.2	45.1	34.9	-73.5	-286.1	-144.3	-132.2	-163.0	-210.5	-187.6	29%	-11%
Source: Metals Focus	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	23.35	28.27	-	21%	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：全球资金青睐 黄金 ETF 持仓规模破纪录

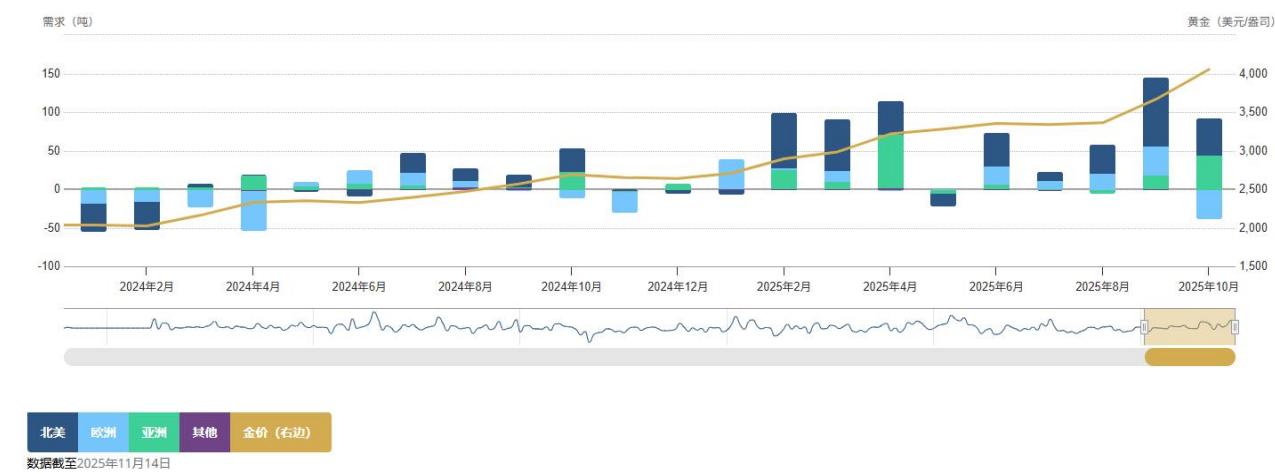
根据世界黄金协会统计，2025年1—10月全球黄金ETF累计净流入达720亿美元，创下历史最高纪录，展现出持续强劲的配置需求。截至10月底，全球黄金ETF总资产管理规模增至5,030亿美元，持仓量增长至3,893吨。

2025年10月，全球黄金ETF实现连续第五个月资金净流入，单月流入规模达82亿美元。从区域表现来看，北美地区延续强势，单月流入约65亿美元；亚洲地区表现尤为亮眼，单月流入61亿美元，创下该地区历史第二高纪录；欧洲地区则终结了连续五个月的流入态势，单月净流出约45亿美元。

尽管10月下半月金价出现回调引发部分获利了结，但北美和亚洲市场的稳健流入仍显示出投资者对

黄金资产的长期信心，反映出在全球经济政策不确定性背景下，黄金作为避险资产的重要地位。

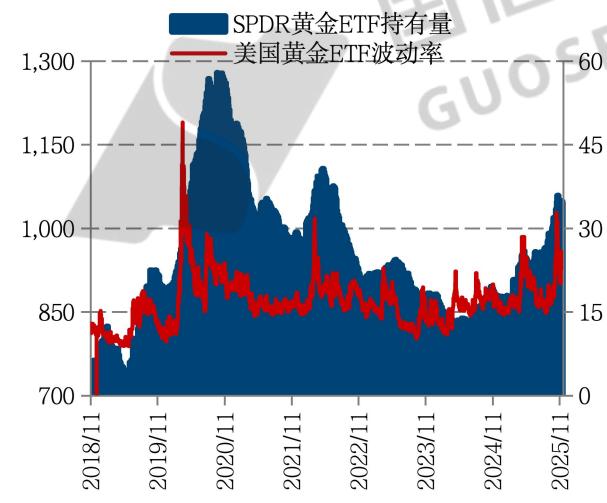
图：全球黄金 ETF 持有量和流动（2024 年 1 月至 2025 年 10 月）



数据来源：WGC 国信期货

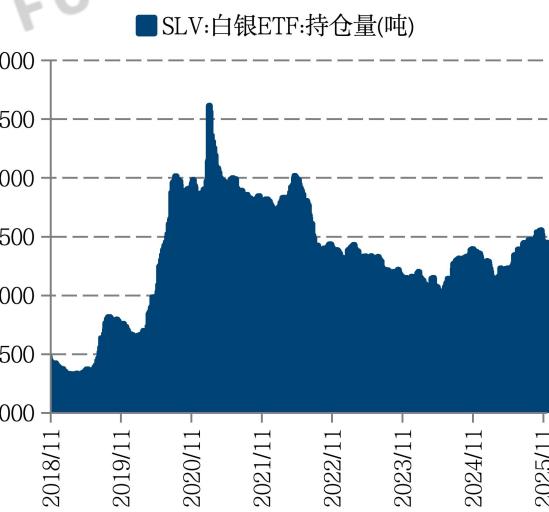
根据 WIND 统计的数据，截至 2025 年 11 月 20 日，全球最大黄金 ETF SPDR Gold Shares 的黄金持仓量为 1,039.43 吨，较 2024 年末增加约 166.91 吨，涨幅为 19.13%。全球最大白银 ETF iShares Silver Trust 的白银持有量为 15,246.63 吨，较 2024 年末增加约 870.66 吨，涨幅约 6.06%。

图：SPDR Gold Shares 黄金持仓情况（单位：吨）



数据来源：WIND 国信期货

图：iShares Silver Trust 白银持仓情况（单位：吨）

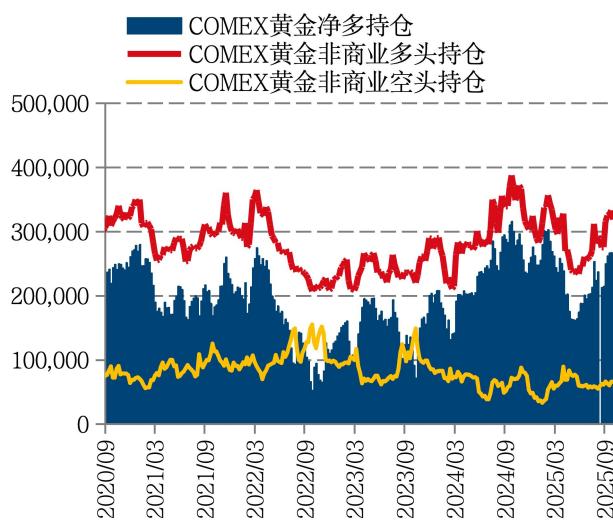


数据来源：WIND 国信期货

## （二）CFTC 持仓：金银看多意愿一致

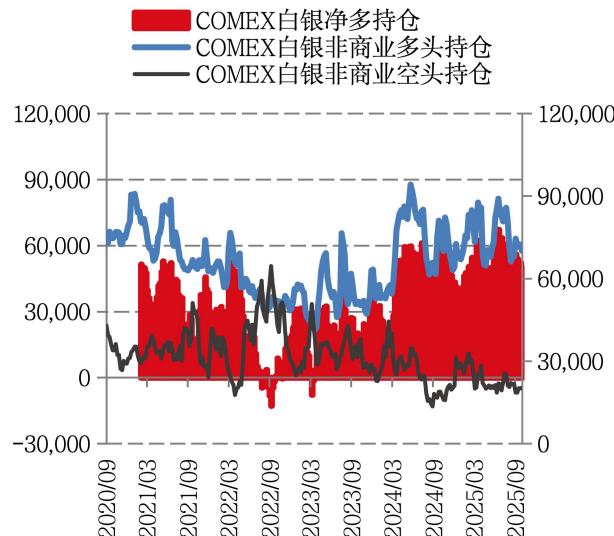
随着 11 月 12 日美国联邦政府结束长达 43 天的历史性停摆，此前中断的各项经济数据发布工作将全面恢复。截至北京时间 11 月 21 日，可获取的最新 CFTC 数据报告仍为 9 月 23 日当周。截至 2025 年 9 月 23 日当周，CFTC 的期货黄金非商业性净多持仓为 252,908 张，较 2024 年年末增加 5,629 张，涨幅约 2.28%，市场黄金看多意愿回升；CFTC 的期货白银非商业性净多持仓为 49,739 张，较 2024 年年末净多增加 11,859 张，涨幅 31.28%，市场白银看多意愿回升。

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）

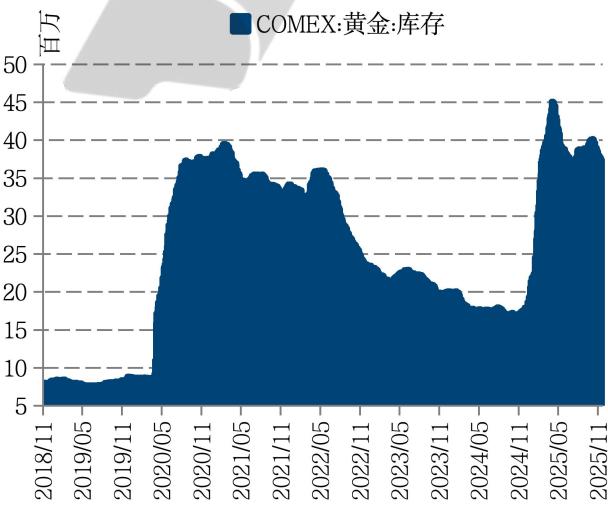


数据来源：WIND 国信期货

### (三) 库存分析：内盘黄金库存大幅增加

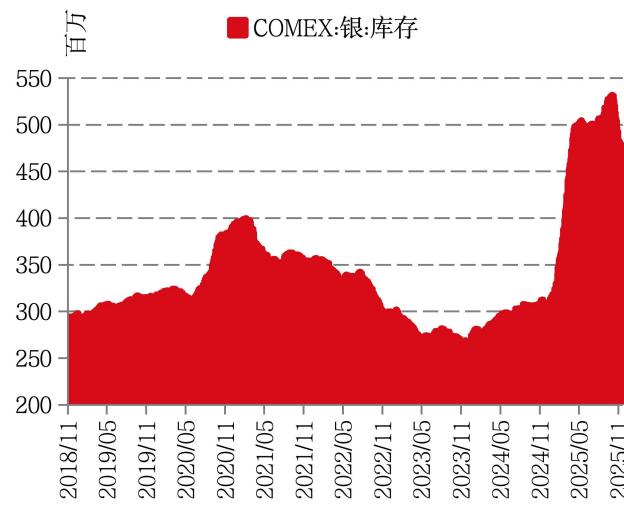
截至 2025 年 11 月 20 日，COMEX 黄金库存为 36,937,024.89 盎司，较 2024 年末增加约 68.7%。COMEX 白银库存为 461,910,305.65 盎司，较 2024 年末增加约 45%。截至 2025 年 11 月 20 日，上期所黄金库存为 90,426.00 千克，较 2024 年大幅增加约 497%。上期所白银库存为 519,271.00 千克，较 2024 年减少约 63.2%。

图：COMEX 黄金库存（单位：盎司）大幅增加



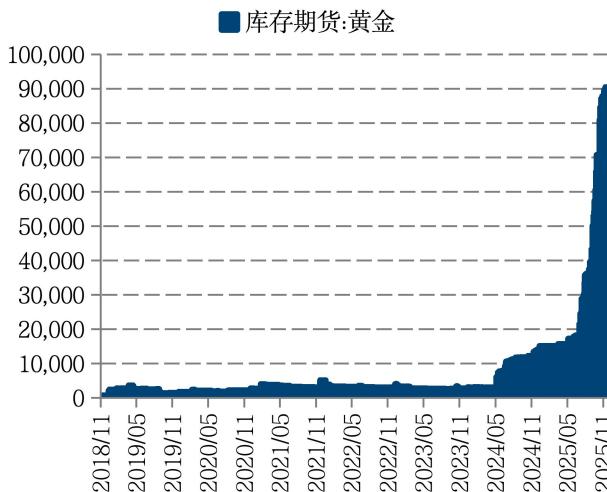
数据来源：WIND 国信期货

图：COMEX 白银库存（单位：盎司）大幅增加



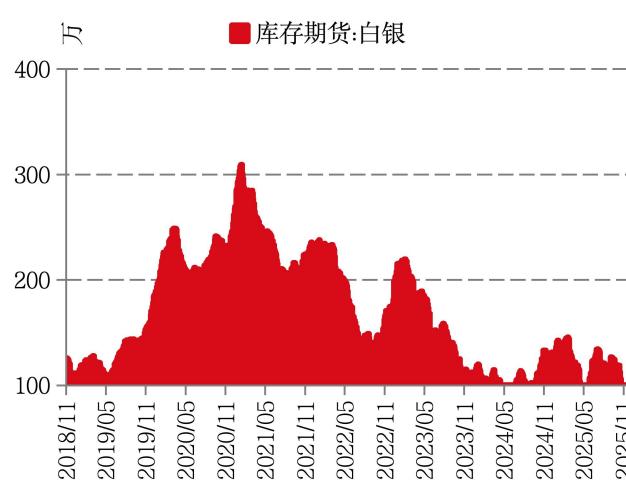
数据来源：WIND 国信期货

图：SHFE 黄金库存（单位：千克）创新高



数据来源：WIND 国信期货

图：SHFE 白银库存（单位：千克）减少



数据来源：WIND 国信期货

## 五、后市展望及操作建议

2025年，贵金属成为全球大宗商品市场中表现最为亮眼的品种之一。在美联储降息周期开启、特朗普关税政策反复与地缘冲突持续等多重因素推动下，金银价格屡创新高，整体价格中枢显著上移。截至2025年11月底，COMEX黄金主力合约最高触及4398美元/盎司，较年初涨幅超过66%；沪金主力合约突破千元大关，最高升至1001.90元/克。白银表现更为突出，COMEX银价年内最高触及54.415美元/盎司，累计涨幅超过80%；沪银主力同步攀升至12639元/千克，创下历史新高。从全年走势来看，上半年贵金属市场主要受政策预期与滞胀交易主导，一季度特朗普就任引发贸易政策不确定性担忧，推动价格稳步上行；二季度“对等关税”政策正式实施，全球贸易体系动荡加剧，推动价格持续走强。下半年美联储于9月启动降息周期，实际利率回落推动贵金属进入主升浪。10月黄金创出历史新高后，11月白银接力刷新高点，但后续涨势有所放缓，叠加美国与多国经贸谈判取得突破以及12月美联储降息预期削弱的影响，金银价格转入高位震荡。在各国央行持续购金以及地缘风险支撑下，市场整体仍维持在相对高位运行，展现出贵金属市场的强劲韧性。

展望2026年，贵金属市场将在全球央行持续购金的坚实支撑下，叠加货币政策转向、贸易不确定性延续与地缘风险反复等多重因素共同作用，继续展现其独特的配置价值。美联储预计将延续降息周期，但受制于通胀黏性与经济数据波动，降息路径可能呈现“走走停停”特征，政策预期的频繁修正将成为影响贵金属波动节奏的关键因素。贸易领域方面，尽管2026年的贸易紧张局势或较2025年的激化阶段有所缓和，但特朗普政府可能继续推行“TACO式交易”策略，这种政策的不确定性将持续对全球供应链构成威胁，为贵金属提供阶段性支撑。地缘政治方面，中东和俄乌冲突呈现“周而复始、边走边谈”的复杂态势，这种持续但不稳定的地缘格局将增加贵金属价格的波动性。从价格走势来看，COMEX黄金主力合约或在3800-4000美元/盎司附近区间形成坚实支撑，若能有效突破4400美元附近关口，下一目标位或看至4600美元/盎司附近；对应沪金主力合约或在900元/克-1150元/克附近区间波动。白银在供需偏紧与金融属性共振下表现更具弹性，COMEX白银主力合约或在46美元/盎司-60美元/盎司附近区间波动；对应沪银主力合约或在11000元/千克-13500元/千克左右波动。建议投资者维持“回调布局、区间突破跟进”的多头思路，重点关注美联储议息路径、通胀数据拐点及地缘局势变化，同时警惕美国核心通胀超预期反弹、美元流动性冲击以及地缘局势意外缓和等风险因素。

### 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、引用资料和数据的客观与公正，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。