

## ● 主要结论

2025 年 12 月，全球贵金属市场迎来了一场史诗级的共振。宏观宽松预期与地缘不确定性构筑了上涨的基石，而不同品种自身的结构性矛盾，则在狂热的市场情绪中被点燃、放大。截至 12 月 26 日收盘，四条轨迹迥异却同样惊人的牛市曲线已清晰定格：黄金作为核心避险资产，COMEX 主力合约突破 4500 美元大关，收于 4562 美元/盎司；白银在史无前例的低库存挤仓恐慌中化身最强引擎，COMEX 银价暴涨至 79.675 美元/盎司，年内涨幅高达 172%；铂金于广州期货交易所上市后恰逢其时，在全球资金追逐下走出独立爆发式行情，NYMEX 铂金收报 2513.9 美元/盎司，年内涨幅达 176.13%；钯金则成为情绪与资金博弈的焦点，波动剧烈，NYMEX 钯金收于 2060.5 美元，年内涨幅达 126.55%。这不仅是价格的狂欢，更是一场关于货币属性、工业供需与市场情绪如何在不同品种上极致演绎的生动教程。

展望 2026 年 1 月，贵金属市场在经历 12 月史诗级上涨后，或延续震荡偏强与内部分化格局。市场焦点将从宏观预期与情绪驱动，转向对美联储政策路径、经济数据成色及各品种现货基本面现实的验证。技术面上，经历大幅拉升后，各品种均处于历史高位关键区域，整体价格中枢大幅上移。COMEX 黄金主力合约的核心震荡区间预计将上移至 4400—4700 美元/盎司附近，对应沪金主力合约 990—1050 元/克附近，其突出的避险属性可能市场高波动阶段提供相对支撑。COMEX 白银主力合约在低库存引发的结构性情绪推动至极端高位后，波动性风险显著加剧，其核心波动区间或宽幅震荡于 72—86 美元/盎司附近，对应沪银主力合约 18000—21000 元/千克附近，需警惕库存边际变化可能引发的剧烈获利了结。广期所铂金主力合约在板块情绪的推动下，或在 680—850 元/克附近区间内呈现高波动；而钯金主力合约因自身基本面支撑相对疲弱，在板块整体情绪退潮后可能面临更大调整压力，预计将在 480—620 元/克附近的宽幅区间内震荡。

操作上，建议将风控与仓位管理置于首位，策略应从趋势追涨转为“把握波动，风控为锚”。可优先关注黄金在区间下沿附近的企稳配置机会。对于白银与铂金，已有盈利多单宜考虑逢高部分止盈，新开仓需极度谨慎，避免追高。钯金暂以观望或短线区间思路对待。整体需紧密跟踪美联储政策信号、宏观经济数据兑现情况以及全球现货库存变化，灵活应对市场从情绪主导向现实验证转换过程中的高波动风险。

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。

## 一、期货市场行情回顾

贵金属市场在 2025 年 12 月上演了一轮历史性的狂暴牛市，行情在宏观宽松预期、地缘风险溢价、现货结构性短缺与狂热资金情绪的多重共振下持续爆发。尤其值得注意的是，广州期货交易所于 11 月 27 日正式上市的铂金、钯金期货，恰逢此轮史诗级行情的起点，上市后便与黄金、白银一同展开了波澜壮阔的上涨。

黄金在 12 月呈现稳中带强的格局，作为核心避险资产，在美联储降息预期及地缘的不确定性坚实支撑下稳步上行。国际金价成功突破 4500 美元/盎司关键整数关口。截至 12 月 26 日，COMEX 黄金主力合约收报 4562 美元/盎司；沪金主力合约收报 1018.10 元/克，稳守于千元关口之上。

白银无疑是本月行情的领涨龙头，涨势呈现爆炸性特征。其驱动逻辑来自三重动力：宏观宽松预期赋予其金融属性支撑；地缘风险带来避险买盘；而最核心的驱动力在于全球范围内的现货结构性挤仓——极低的交易所库存引发市场对可交割实物稀缺的极度担忧，最终在资金推动下形成强烈的逼空行情。价格从 11 月末的 53 美元附近一路飙涨，势如破竹。截至 12 月 26 日，COMEX 白银主力合约收报 79.675 美元/盎司，距离 80 美元附近关口只差一步之遥，年内涨幅高达 172.02%；沪银主力合约收报 19204 元/千克，年内涨幅高达 157.08%。

铂金在广期所上市后，于 12 月中后期异军突起，上演了后来居上的迅猛补涨行情。初期其走势跟随外盘及黄金、白银板块，随后市场开始聚焦其自身全球性的基本面矛盾——异常高企的租赁利率暴露了现货市场的流动性紧张。在贵金属板块整体亢奋的氛围中，资金大规模涌入这一兼具金融与工业属性且作为国内新上市品种的标的，推动价格呈几何级数增长。截至 12 月 26 日，NYMEX 铂金主力合约收报 2513.9 美元/盎司，年内涨幅高达 176.13%；广期所铂金主力合约收报 705.30 元/克，自上市以来涨幅极为显著。

钯金作为同步上市的新品种，其走势则充分体现了高弹性品种在情绪市中的特征。其上涨主要受板块整体情绪和资金轮动驱动，在铂金、白银暴涨的带动下出现迅猛补涨，内盘合约一度连续涨停。但由于其长期需求受汽车电动化转型压制，基本面支撑相对薄弱，因此在月末市场情绪出现波动时，其回调幅度也最为剧烈，波动性冠绝板块。截至 12 月 26 日，NYMEX 钯金主力合约收报 2060.5 美元/盎司，年内涨幅达 126.55%；广期所钯金主力合约收报 515.65 元/克。

总结而言，12 月的贵金属市场是一场由宽松预期奠基、地缘风险加持、现货危机引爆、并由情绪与资金最终推至癫狂的全面牛市。广期所铂、钯期货的上市恰逢其时，为国内市场提供了直接参与此轮行情的工具，其上市初期流动性特点与市场高涨的情绪相结合，进一步放大了价格波动，形成了“上市即遇历史性大牛”的独特景观。行情在月末进入纯粹的资金与情绪主导阶段，所有品种在创下惊人涨幅的同时，也积累了巨大的波动性风险。

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：NYMEX 铂金主力合约日 K 线走势



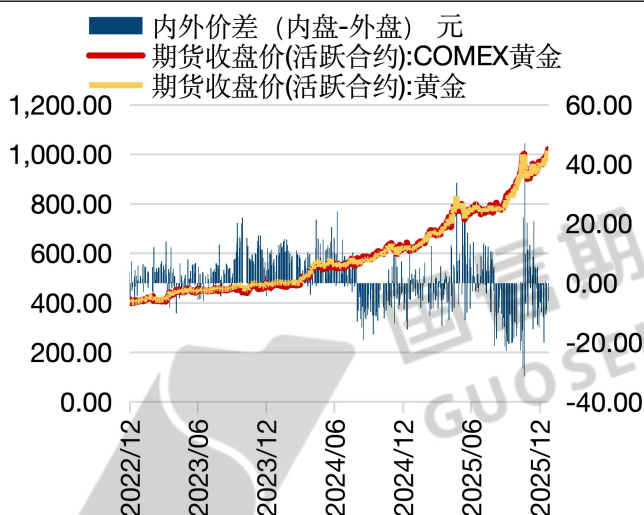
数据来源：Wind，国信期货

图：NYMEX 钯金主力合约日 K 线走势



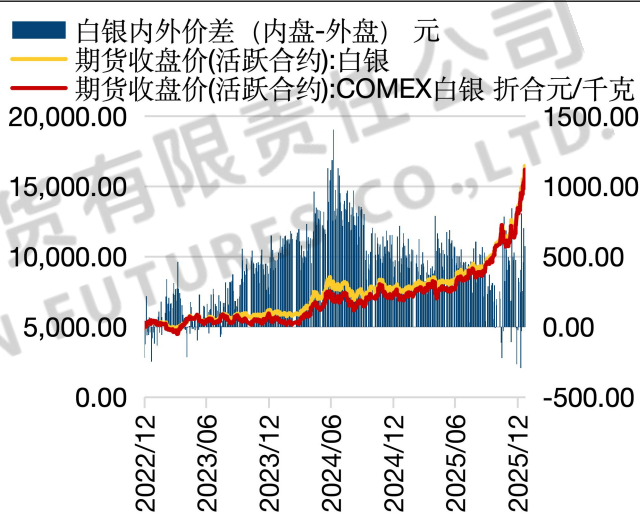
数据来源：Wind，国信期货

图：黄金内外盘价差



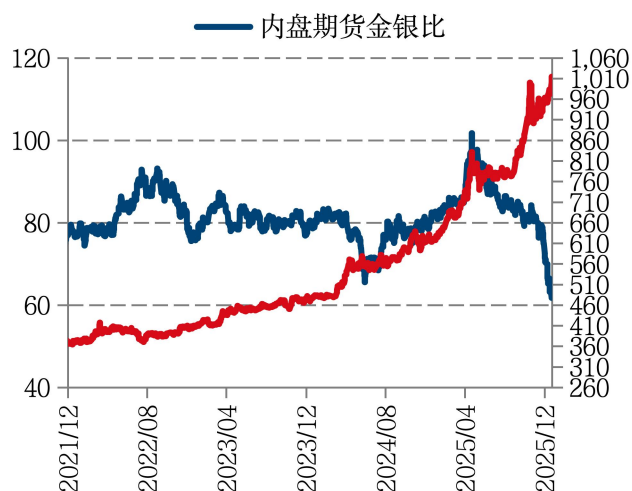
数据来源：Wind 国信期货

图：白银内外盘价差



数据来源：Wind 国信期货

图：截至12月24日，内盘金银比数值在62附近



图：截至12月24日，外盘金银比修复至63附近





数据来源: Wind 国信期货

数据来源: Wind 国信期货

图: 外盘金铂比数值在 2 附近

图: 外盘金钯比数值在 2.3 附近

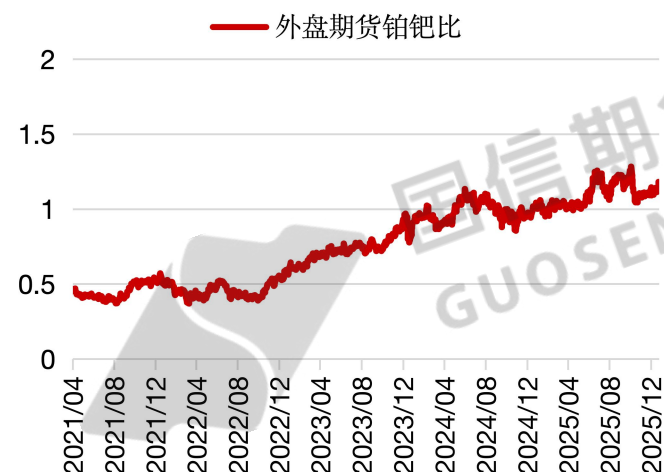


数据来源: Wind 国信期货

数据来源: Wind 国信期货

图: 外盘铂钯比数值在 1.15 附近

图: 内盘铂钯比数值在 1.15 附近



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) 美联储降息落地内部分歧加剧, 宽松周期未改支撑贵金属

北京时间 12 月 11 日凌晨, 美联储宣布年内第三次降息 25 个基点, 将联邦基金利率目标区间下调至 3.50%-3.75%, 符合市场预期。本次会议在政策信号与经济预测上释放了关键变化: 声明中将“失业率维持低位”的表述修改为“失业率截至 9 月有所上升”, 并新增了一项短期国债购买计划, 显示其对经济边缘走弱与流动性维持的关注。同时, 经济预测呈现“增长上修、通胀下修”的组合, 反映出对经济软着陆信心增强且通胀担忧持续缓和。

然而, 内部共识显著削弱成为本次会议的突出特征。最新点阵图显示官员对 2026 年利率路径预测极

为分散，且出现三张反对票，为 2019 年以来首次，凸显后续政策节奏与幅度存在严重分歧。主席鲍威尔的表态保持数据依赖性，虽未关闭进一步行动的大门，但强调利率已进入中性区间，未来决策将更为审慎。

对贵金属而言，降息落地与宽松周期的确认继续构成根本支撑。尽管日本央行同期实施了加息，但其影响被视为局部且符合预期的周期性调整，并未扭转全球以美联储为导向的宽松流动性环境。美联储的货币政策取向仍是全球资产价格的核心风向标，其宽松预期对贵金属的提振作用，显著覆盖了其他主要央行紧缩带来的潜在压力。因此，贵金属的宏观支撑依然牢固，但美联储内部共识的缺失将显著增加未来政策路径的不确定性，市场对经济数据的敏感度可能上升，预示着贵金属在趋势延续的同时，波动性风险也将同步加剧。

## （二） 美联储领导层更迭在即，鸽派候选人如何影响市场？

2026 年，美联储货币政策委员会将经历深刻的人事重组，这不仅将重塑内部力量平衡，也将为未来利率路径注入巨大不确定性。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。

综合近期多方信息研判，白宫经济顾问凯文·哈塞特获提名为下一任美联储主席的可能性正急剧增大，已成为市场共识中的领跑者。若提名在 1 月初落地，从宣布之日起至 2026 年 5 月现任主席鲍威尔任期结束，哈塞特将实质性地经历长达五个月的“影子美联储主席”过渡期。在此期间，他的每一次公开讲话都可能被市场置于放大镜下解读，并与鲍威尔的官方立场进行比较，从而成为引发短期波动的新来源。

倘若哈塞特最终执掌美联储，预计将对货币政策路径、央行独立性认知及市场定价逻辑产生深远影响。在政策立场上，他近期“没有理由阻止利率进一步下降”的公开言论，与特朗普政府一贯呼吁大幅降息的诉求高度契合，这可能预示着美联储的宽松步伐将比此前市场预期的更为积极。然而，其直接从白宫核心幕僚转任央行最高职务的背景，也可能使市场对美联储的独立性产生前所未有的担忧。这种担忧具体表现为，投资者可能质疑未来的货币政策决策会在多大程度上服务于短期政治需求，而非长期经济稳定。这种信誉层面的疑虑，可能部分对冲降息预期带来的利好，表现为长期通胀预期和债券风险溢价的上升。

这一潜在人事变动的影响远不止于个人更替。结合亚特兰大联储主席博斯蒂克等官员即将退休，特朗普政府有机会通过一系列人事任命，在未来重塑美联储理事会及地区联储的力量平衡，使内部决策格局更加复杂。在近半年的过渡期内，市场或进入“双轨制”困境，投资者需要同时研判现任主席与候任主席可能释放出的、并不完全一致的政策信号，这无疑会加剧市场在货币政策预期上的迷茫与波动。

整体而言，美联储即将到来的领导权更迭，已远超普通人事变动的范畴，它标志着美国货币政策制定框架可能站在一个关键的历史节点面前。无论 12 月初的声明是否直接揭晓答案，围绕“后鲍威尔时代”的博弈与不确定性都已成为影响全球资产，包括贵金属在内的核心宏观变量。这一进程本身就会为市场注入额外的波动性溢价，而其最终结果，将深刻影响全球流动性的方向与资产的长期定价逻辑。

## （三） 通胀：10 月 CPI 与 11 月 CPI 同比均低于预期

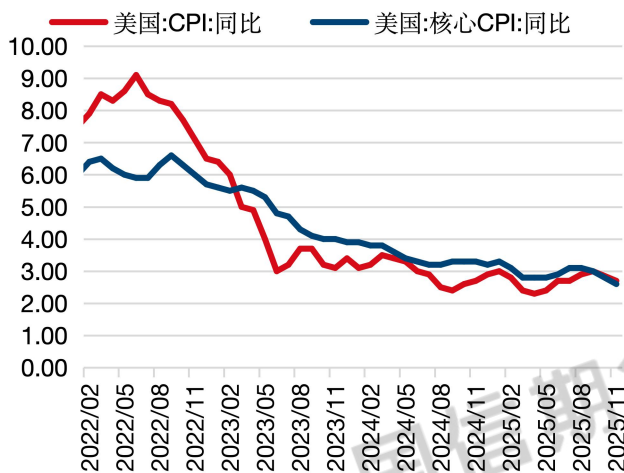
北京时间 12 月 18 日，美国公布 11 月 CPI 数据。由于 10 月数据因政府停摆而缺失，本次报告将不提供月度环比变化，成为一份特殊的“非常规”报告，市场解读难度与潜在波动性均增加。

具体来看，美国 10 月 CPI 同比上涨 3.0%，低于预期的 3.1%；11 月 CPI 同比涨幅显著收窄至 2.7%，

大幅低于预期的 3.1%。核心通胀方面，10 月核心 CPI 同比为 3.0%，低于前值 3.1%；11 月核心 CPI 同比进一步降至 2.6%，远低于预期的 3.0%。通胀的结构性放缓特征明显，其主要拖累来自租金与交通运输商品价格的同比显著下跌。需要指出的是，由于统计部门对缺失的月度数据进行了技术性估算与假设，该组数据的绝对水平及短期趋势的可靠性受到一定质疑。

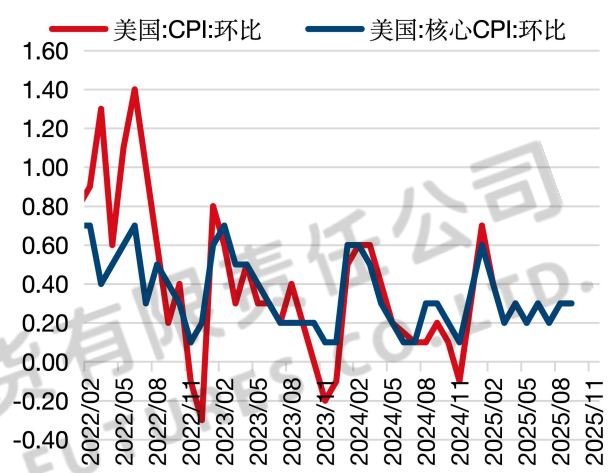
市场普遍将此解读为通胀压力缓解的信号。数据公布后，美债收益率走低，美股上涨。数据公布后，金融市场反应积极：美债收益率应声走低，美股主要指数同步上扬。截至 2025 年 12 月 25 日，根据 CME FedWatch 工具的定价，市场预计美联储在 2026 年 1 月继续降息 25 个基点的概率仅为 15.5%，表明短期内加快宽松步伐并不强烈。目前市场共识更倾向于 2026 年 4 月可能成为年内首次降息的启动时点。

图：11 月美国 CPI 同比与核心同比 (%) 均回落



数据来源：WIND 国信期货

图：美国劳工部未公布 11 月 CPI 及分项的环比增速



数据来源：WIND，国信期货

图：截至 12 月 25 日，FedWatch 显示 2026 年 1 月降息 25 个 BP 的概率为 15.5%

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	450-475
2026/1/28		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.5%	84.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.8%	41.2%	53.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	13.1%	43.7%	42.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.7%	7.9%	30.2%	42.7%	18.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.2%	2.8%	14.6%	34.0%	35.5%	12.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.1%	1.1%	6.8%	21.1%	34.5%	27.9%	8.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.2%	2.0%	9.1%	23.3%	33.4%	24.7%	7.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.5%	3.0%	11.2%	24.7%	32.2%	22.2%	6.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.5%	3.0%	11.0%	24.4%	32.0%	22.5%	6.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.5%	3.0%	11.0%	24.4%	32.0%	22.4%	6.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.5%	2.9%	10.6%	23.7%	31.6%	22.9%	7.4%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.4%	2.7%	10.2%	23.0%	31.1%	23.4%	8.2%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/7/28	0.5%	2.9%	10.5%	23.2%	31.0%	23.0%	8.0%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/9/15	0.4%	2.6%	9.6%	21.7%	30.1%	24.0%	9.8%	1.7%	0.1%	0.0%	0.0%
2027/10/27	0.4%	2.4%	8.9%	20.6%	29.3%	24.5%	11.1%	2.4%	0.3%	0.0%	0.0%
2027/12/8	0.0%	0.1%	0.9%	3.9%	11.5%	22.5%	28.2%	21.6%	9.2%	1.9%	0.2%

数据来源：CME Group 国信期货

#### (四) 美国 11 月就业数据：非农新增难掩失业率高企，美国就业显露结构性困境

在美国政府停摆导致 10 月数据缺失后，美国劳工统计局于 12 月一次性公布了 10 月与 11 月的非农就业报告。数据显示，美国劳动力市场降温趋势延续：11 月非农就业人口增加 6.4 万人，略超预期，但失业

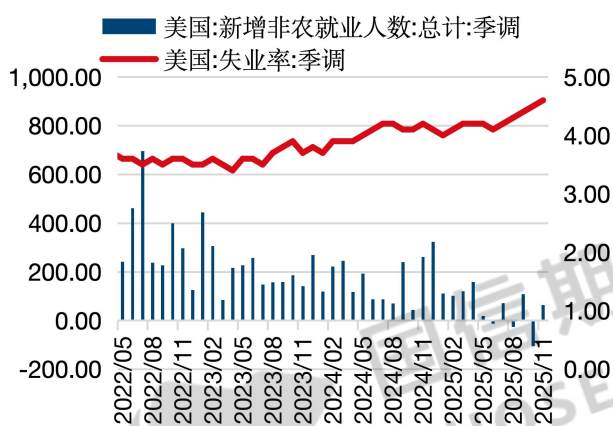


率意外升至 4.6%，创 2021 年 9 月以来新高。更值得关注的是，10 月就业人数被大幅下修，减少 10.5 万人。数据表明，就业市场的疲弱具有持续性，且结构化问题突出。

就业增长疲软，结构分化加剧。从行业看，增长几乎完全由医疗保健行业驱动，而联邦政府部门就业在 10 月大幅减少，成为主要拖累。更为关键的是就业质量显著恶化：自 9 月以来，全职就业人数大幅减少约 98 万人，而兼职就业人数却激增超过 100 万人，升至历史新高。同时，为维持生计而从事多项工作的人数也激增近 50 万人，创下纪录。这反映出在高生活成本压力下，劳动者收入稳定性下降。

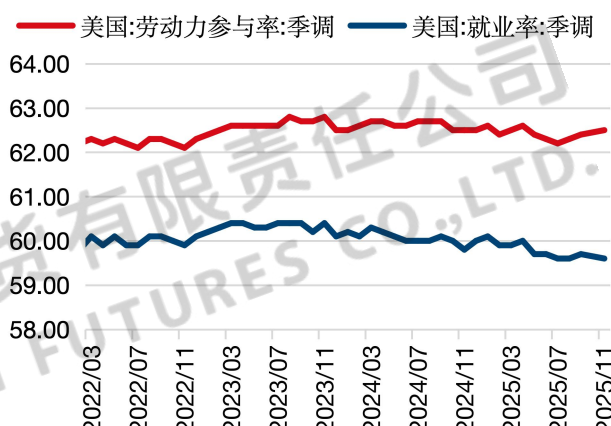
尽管 11 月美国失业率升至四年高位，但该数据可能受到此前政府停摆导致的统计扰动影响，其反映劳动力市场恶化的“信号纯度”存疑。因此，市场不宜对单月数据进行过度解读。预计美联储在评估后续政策路径时，将对此保持审慎态度，短期内或维持其“谨慎降息、依赖数据”的既定节奏，加快宽松步伐的概率较低。

图：美国 11 月非农就业人口新增超预期



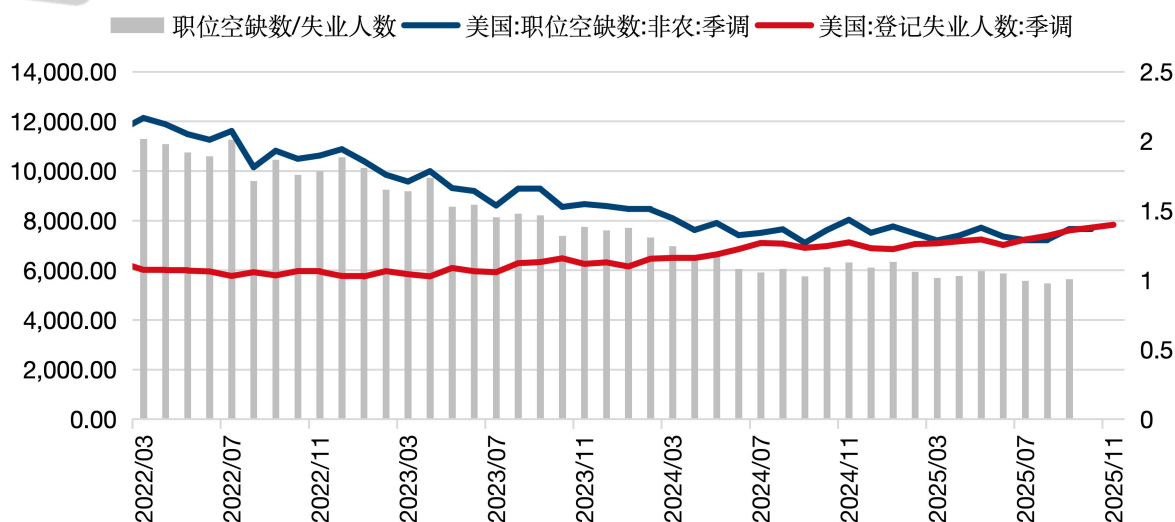
数据来源：WIND 国信期货

图：美国 11 月劳动力参与率与就业率



数据来源：WIND，国信期货

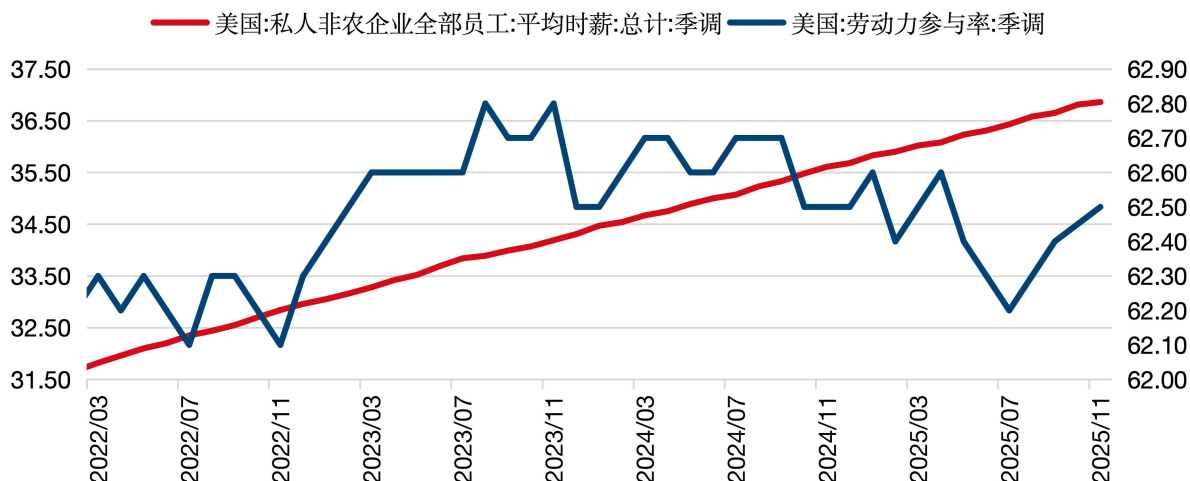
图：美国 11 月登记失业人数上升



数据来源：Wind 国信期货

图：美国 11 月平均时薪与劳动参与率



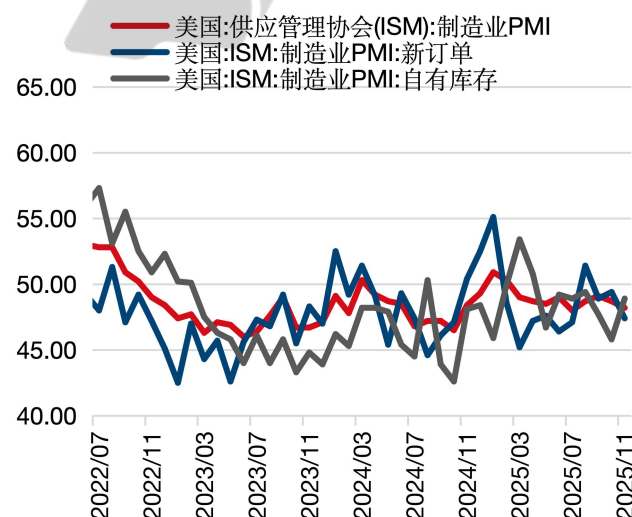


数据来源: Wind 国信期货

北京时间12月1日, ISM公布美国11月制造业PMI录得48.2, 不及预期的49和前值48.7, 创四个月以来最大萎缩幅度, 且已连续第九个月处于收缩区间, 显示制造业活动持续低迷。分项数据呈现显著分化: 新订单指数由前值49.4大幅回落至47.4, 为7月以来最快收缩; 就业指数进一步下滑至44.0, 反映就业岗位持续收缩。另一方面, 物价支付指数升至58.5, 为五个月来首次回升; 生产指数则有所改善, 以四个月来最快速度扩张。调查显示, 库存虽继续减少但降幅放缓, 且供应商交货时间小幅加快。

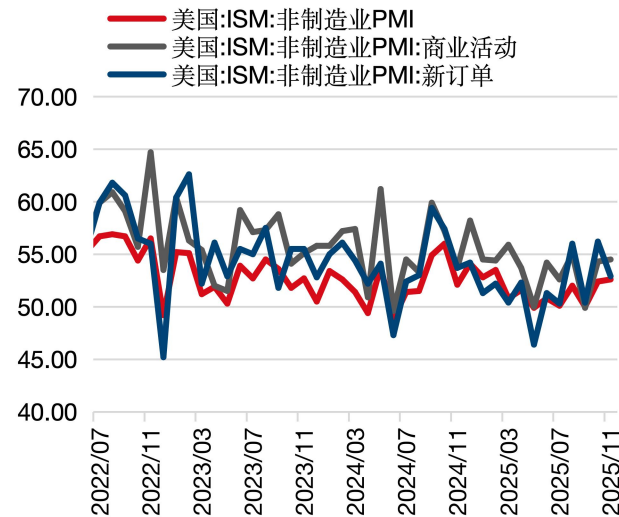
北京时间12月3日, ISM公布美国11月服务业PMI升至52.6, 创九个月来新高, 且高于预期值52.0, 显示服务业活动扩张略有加速。分项数据显示改善与放缓并存: 商业活动指数升至三个月高点54.5; 供应商交付时间显著延长, 对应指数创逾一年新高。通胀压力则有所缓解, 支付价格指数降至七个月低点。就业指数回升至六个月高点48.9, 表明收缩速度放缓; 库存则以七个月来最快速度增长。

图: 美国11月制造业PMI不及预期



数据来源: WIND 国信期货

图: 美国11月服务业PMI高于预期



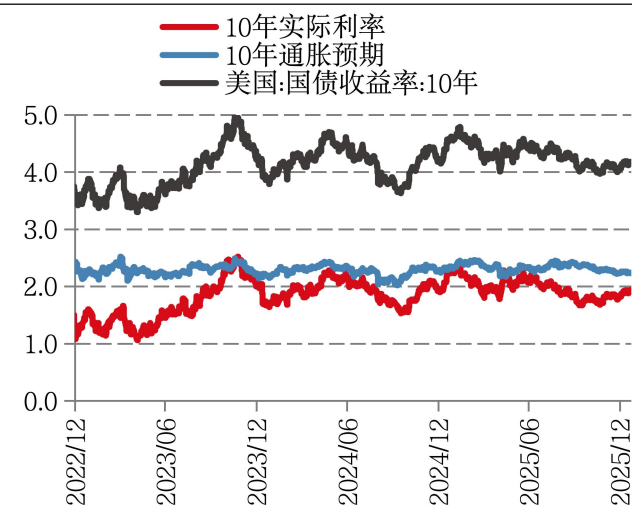
数据来源: WIND, 国信期货

#### (五) 10年期美债收益率反弹 美元指数仍延续疲软态势

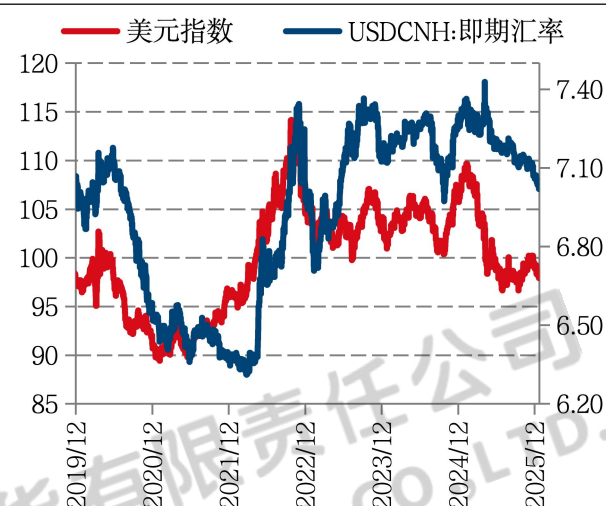
黄金价格与美国长端实际利率呈现负相关关系，实际利率是名义利率与通胀预期的差。2025 年 12 月，美国 10 年期国债收益率在 4.17% 附近企稳，自月初低点反弹。尽管市场交易美联储 2026 年的降息预期，但日本央行等主要央行的紧缩政策产生了全球利率的锚定效应，稳固了美债收益率的底部，使其下行受阻，最终呈现震荡回升。在此背景下，美元指数在 12 月整体呈现承压下行态势，连续下破关键点位，并于月末再次跌破 98 整数关口。综合来看，外围紧缩虽推升名义利率，但市场对美联储的降息预期及由此带来的美元走弱，仍从金融属性与计价层面为贵金属价格提供了关键支撑。

图：美国 12 月国债收益率有所上升

图：美国 12 月美元指数仍呈现疲软态势



数据来源：WIND 国信期货



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）

Silver Supply and Demand											Year on Year	
Million ounces	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	0.0	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>	<b>64.1</b>	<b>52.2</b>	<b>13.5</b>	<b>9.8</b>	<b>45.1</b>	<b>-79.3</b>	<b>-249.6</b>	<b>-200.6</b>	<b>-148.9</b>	<b>-117.6</b>	<b>-26%</b>	<b>-21%</b>
Net Investment in ETPs	53.9	7.2	-21.4	83.3	331.1	64.9	-117.4	-37.6	61.6	70.0	na	14%
<b>Market Balance less ETPs</b>	<b>10.2</b>	<b>45.1</b>	<b>34.9</b>	<b>-73.5</b>	<b>-286.1</b>	<b>-144.3</b>	<b>-132.2</b>	<b>-163.0</b>	<b>-210.5</b>	<b>-187.6</b>	<b>29%</b>	<b>-11%</b>
Nominal Silver Price (US \$/oz, London price)	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

### （三）2025 年，铂金市场已连续三年处于供应短缺状态

2025 年，从供需基本面来看，铂金市场已连续三年处于供应短缺状态。根据世界铂金投资协会（WPIC）第一季度的数据，2025 年预计供应缺口为 96.6 万盎司。供应端方面，总供应量预计为 699.9 万盎司，同比下降 4%。其中，受南非电力危机和矿山老化等因素影响，矿产铂金产量减少 6%；回收铂金虽增长 3%，但仍难以完全弥补供给缺口。需求端方面，总需求预计为 796.5 万盎司，同比下降 4%，主要受汽车与工业需求下滑拖累，但珠宝领域与投资领域增强部分抵消了整体降幅。持续的结构性的短缺为铂金价格提供了坚实的基本面支撑。

但是根据铂金投资协会第三季度的报告预测，2026 年铂金市场可能转向供需再平衡，甚至出现 0.6 吨的小幅盈余。该预测前提是关税担忧得到缓解，交易所库存流出 5 吨，且价格上涨促使铂金 ETF 投资人获利抛售 5 吨。这意味着，当前市场热烈交易的“2025 年供不应求”叙事，在进入 2026 年后可能面临基本



面逻辑的松动。目前价格的飙涨，已在相当程度上超前定价了近期的短缺预期，且由亢奋的情绪主导，与明年潜在的供需再平衡格局形成了值得警惕的背离。

表：铂金供需平衡表（单位：吨）

铂金供需平衡（吨）		2022	2023	2024	2025f	2026f	2025f/2024f 增长率	2026f/2025f 增长率	2024年第 三季度	2025年第 二季度	2025年第 三季度
供应量											
精炼产量		172	174	180	171	175	-5%	2%	45	45	44
	南非	122	123	129	123	126	-5%	3%	33	32	32
	津巴布韦	15	16	16	15	16	-4%	5%	4	4	4
	北美	8	9	8	6	6	-24%	-8%	2	2	2
	俄罗斯	21	21	21	21	21	-1%	-1%	5	5	5
	其他	6	6	6	6	6	4%	-1%	1	2	2
生产库存增加(-)/减少(+)		1	0	0	0	0	-100%	N/A	-1	+1	+0
采矿总供应		173	175	180	171	175	-5%	2%	45	46	44
回收利用		56	47	47	50	55	7%	10%	11	13	12
	汽车催化剂	43	35	36	37	41	5%	10%	9	10	9
	首饰	12	10	9	11	12	14%	10%	2	3	3
	工业	2	2	2	3	3	7%	8%	1	1	1
总供应量		229	222	227	222	230	-2%	4%	56	59	56
需求量											
汽车		86	100	97	94	91	-3%	-3%	23	24	22
	汽车催化剂	86	100	97	94	91	-3%	-3%	23	24	22
	非道路	↑	↑	↑	↑	↑	不适用	不适用	↑	↑	↑
首饰		58	58	62	67	63	7%	-6%	15	21	15
工业		67	74	75	59	65	-22%	9%	17	16	16
	化工	21	26	19	18	20	-8%	10%	4	5	4
	石油	6	5	5	6	5	14%	-15%	1	1	1
	电气	3	3	3	3	3	2%	-1%	1	1	1
	玻璃	14	15	22	6	9	-74%	66%	4	3	3
	医疗	9	9	10	10	10	4%	4%	2	2	3
	固定式氢能应用及其他	0	1	1	2	2	20%	36%	0.4	0.4	0.4
	其他	15	15	16	16	16	0%	-1%	4	4	4
投资		-16	12	22	23	11	6%	-52%	-7	-2	9
	铂金条和铂金币的变化	8	10	6	10	14	73%	37%	2	3	2
	中国铂金条 ≥ 500克	3	4	5	6	7	15%	16%	1	1	1
	ETF持有量变化	-17	-2	9	2	-5	-76%	不适用	-9	3	-5
	交易所持有存货变化	-10	0	2	5	-5	200%	不适用	-1	-10	11
总需求量		196	244	256	243	230	-5%	-6%	48	59	62
结余		34	-22	-29	-22	1	不适用	不适用	8	0	-6
地上存量		**172	150	121	99	100	-18%	1%			

数据来源：世界铂金投资协会 Metal Focus 国信期货

#### （四） 钯金：短期紧缺与长期结构性压力并存

从基本面看，钯金市场呈现“短期紧缺与长期结构性压力并存”的复杂格局。全球钯金供应呈现寡头垄断，储量高度集中于南非、俄罗斯等地，2024 年全球储量约 8100 万公斤，南非占 63%，俄罗斯占 19.8%。产量方面，2023 年全球矿产供应 651.1 万盎司，俄罗斯和南非主导，2024 年预计达 652.5 万盎司，未来五年矿产供应年均复合增长率预计下降 1.3%；回收钯金成为重要补充，2023 年回收量占总供应量 28.8%，未来五年有望增长。中国钯金自身储量少，“低品位、强伴生、难开采”，高度依赖进口，2024 年进口中俄罗斯源占比 63.78%，进口方式与铂金类似。

全球钯金需求中汽车催化剂主宰，2024 年占总需求 81%，虽未来五年小幅下滑但占比仍高，工业、首饰和投资等领域构成辅助需求。短期内钯金市场供应偏紧，短缺状况预计持续至 2027 年。然而，中长期结构性压力显著：随着全球汽车电动化转型持续深入，钯金在燃油车催化剂中的需求或面临进一步下滑风险。与铂金相比，钯金的需求结构更为单一，其基本面受汽车行业技术路线变迁的影响更为直接和深刻。

由于钯金相关数据更新频率较低，市场对其真实供需状况的把握往往存在滞后，这在一定程度上放大了其价格的波动弹性。在情绪与资金驱动阶段，钯金更容易出现脱离基本面的超涨超跌，投资者需警惕其高波动特性背后的基本面脆弱性。

图：2022 年—2029 年全球钯金金属供需平衡表

	已公布		WPIC 预估钯金					
	2022	2023	2024f	2025f	2026f	2027f	2028f	2029f
<b>钯金供应</b>								
<b>精炼矿产</b>								
- 南非	2,238	2,337	2,266	2,314	2,296	2,251	2,222	2,213
- 津巴布韦	404	410	431	453	463	473	461	474
- 北美	822	844	833	673	668	560	451	451
- 俄罗斯	2,790	2,692	2,762	2,730	2,730	2,730	2,730	2,730
- 其他	234	228	234	234	234	234	234	234
- 生产商库存变化	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>总矿产供应</b>	<b>6,487</b>	<b>6,511</b>	<b>6,525</b>	<b>6,404</b>	<b>6,391</b>	<b>6,248</b>	<b>6,098</b>	<b>6,102</b>
<b>回收</b>								
- 汽车	2,377	2,144	2,193	2,568	2,842	3,111	3,312	3,560
- 首饰	112	93	96	88	85	81	77	73
- 工业	403	397	386	377	367	359	350	341
<b>总回收</b>	<b>2,892</b>	<b>2,635</b>	<b>2,674</b>	<b>3,033</b>	<b>3,295</b>	<b>3,551</b>	<b>3,739</b>	<b>3,975</b>
<b>总供应</b>	<b>9,379</b>	<b>9,146</b>	<b>9,199</b>	<b>9,437</b>	<b>9,685</b>	<b>9,798</b>	<b>9,837</b>	<b>10,077</b>
<b>钯金需求</b>								
汽车	8,139	8,692	8,357	8,279	8,226	8,131	8,054	7,961
首饰	228	234	237	240	243	246	249	252
工业	1,504	1,454	1,423	1,429	1,430	1,436	1,433	1,439
总投资	-70	87	287	20	20	20	20	20
<b>总需求</b>	<b>9,801</b>	<b>10,468</b>	<b>10,304</b>	<b>9,968</b>	<b>9,919</b>	<b>9,833</b>	<b>9,756</b>	<b>9,671</b>
<b>钯金供/需平衡</b>	<b>-422</b>	<b>-1,322</b>	<b>-1,105</b>	<b>-531</b>	<b>-234</b>	<b>-35</b>	<b>81</b>	<b>406</b>

数据来源：WPIC 国信期货

## 四、 持仓、库存和季节性分析

### (一) ETF 持仓：11 月全球黄金 ETF 的流入主要得益于亚洲地区投资者的持续大举增持

根据世界黄金协会数据，2025 年 11 月全球黄金 ETF 连续第六个月实现资金净流入，单月流入约 52 亿美元。在持续的资金流入与金价走强的共同推动下，全球黄金 ETF 总资产管理规模 (AUM) 环比增长 5.4% 至 5,300 亿美元，总持仓量环比增长 1% 至 3,932 吨，两者均创下历史月末新高。

从区域看，亚洲地区表现最为突出，单月流入约 32 亿美元，成为全球增长的主要驱动力，其中中国市场贡献了约 22 亿美元。欧洲地区需求由负转正，当月流入约 9.78 亿美元，英国与德国基金流入居前。北美地区虽连续第六个月流入约 10 亿美元，但势头较此前数月显著放缓，显示多空因素博弈加剧。

交易层面，全球黄金市场日均交易额从 10 月历史高位回落 26% 至 4,170 亿美元，但仍显著高于年内

平均水平。各板块交易活跃度均有降温，其中场外交易额与交易所衍生品交易额分别环比下降 24%和 26%。

图：11 月全球黄金 ETF 的流入主要得益于亚洲地区投资者的持续大举增持

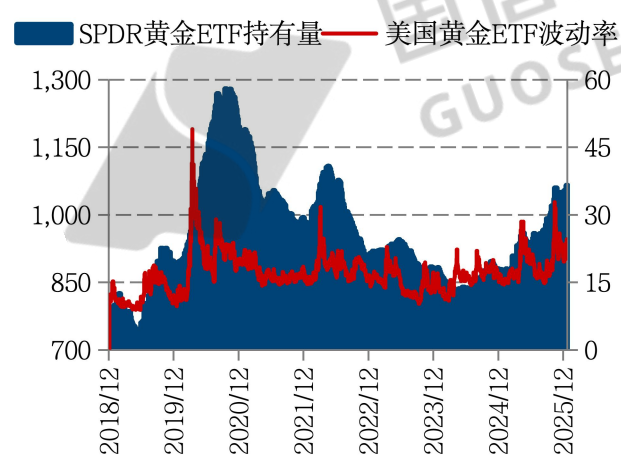
区域	资产管理规模 (十亿美元)	基金流量 (百万美元)	持仓量 (公吨)	需求 (吨)	需求 (占总持仓比例)
▲▼	▲▼	▲▼	▲▼	▲▼	▲▼
北美	276.3	1,053.7	2,050.7	7.3 ▲	0.4%
欧洲	189.6	978.4	1,407.2	7.9 ▲	0.6%
亚洲	54.7	3,160.1	402.7	23.6 ▲	6.2%
其它	9.6	-38.2	71.3	-0.4 ▼	-0.5%
总计	530.3	5,154.0	3,931.8	38.5	1.0%
全球总流入/正需求		9,801.5		83.1 ▲	2.1%
全球总流出/负需求		-4,647.5		-44.6 ▼	-1.1%

数据来源：WGC 国信期货

根据 WIND 统计的数据，截至 2025 年 12 月 24 日，全球最大黄金 ETF SPDR Gold Shares 的黄金持仓量为 1,068.27 吨，较 2025 年 11 月末增加约 2.18%。全球最大白银 ETF iShares Silver Trust 的白银持有量为 16,446.97 吨，较 2025 年 11 月末增加约 5.36%。

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

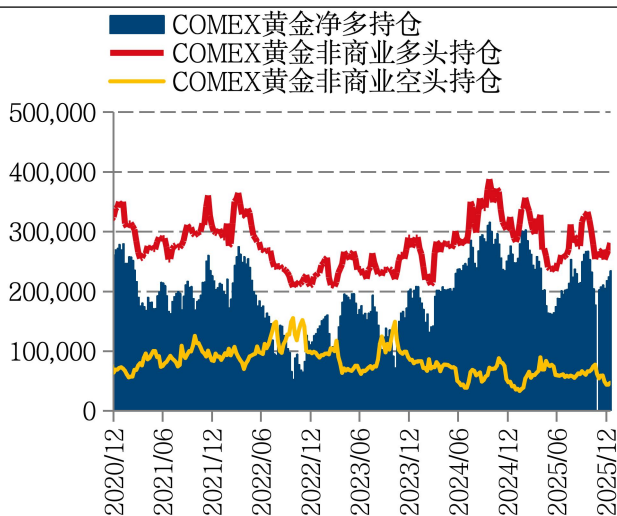
## （二）CFTC 持仓：12 月金银铂钯看多意愿均回升

美国商品期货交易委员会公布的周度报告显示：截至 2025 年 12 月 16 日当周，CFTC 的期货黄金非商业性净多持仓为 10,092 张，较 11 月 25 日当周增加 29,390 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 36,352 张，较 11 月 25 日当周增加 4,164 张，市场白银看多意愿回升。

截至 2025 年 12 月 16 日当周，CFTC 的期货铂金非商业性净多持仓为 23,293 张，较 11 月 25 日当周增加 7,314 张，市场铂金看多意愿回升；CFTC 的期货钯金非商业性净多持仓为 978 张，较 11 月 25 日当周增

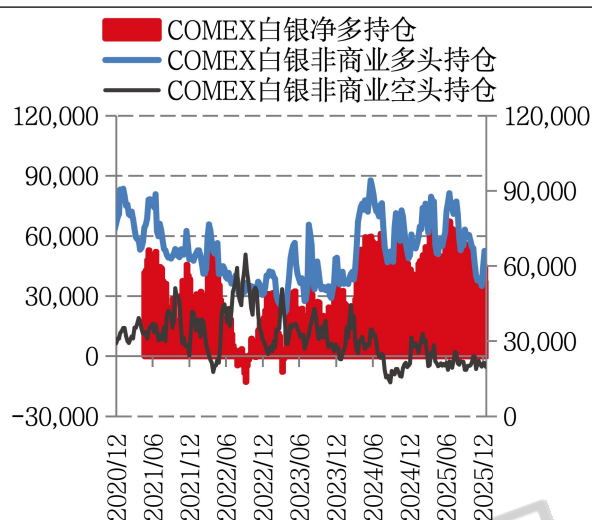
加 1,475 张，市场钯金看多意愿回升。

图：COMEX 黄金非商业净多持仓（单位：张）增加



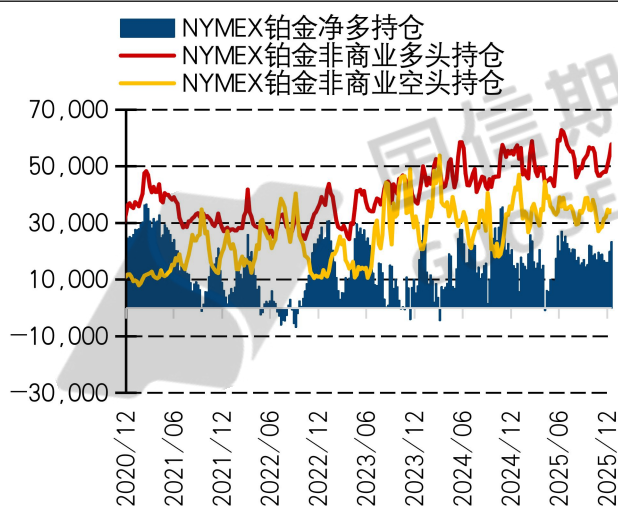
数据来源：WIND 国信期货

图：COMEX 白银非商业净多持仓（单位：张）增加



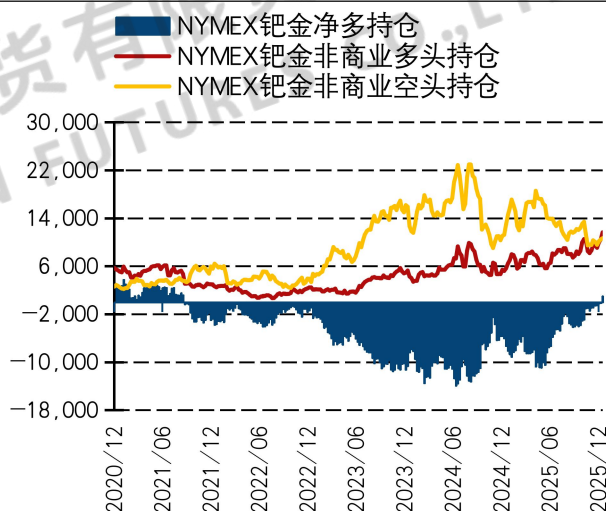
数据来源：WIND 国信期货

图：NYMEX 铂金非商业净多持仓（单位：张）增加



数据来源：WIND 国信期货

图：NYMEX 钯金非商业净多持仓（单位：张）增加



数据来源：WIND 国信期货

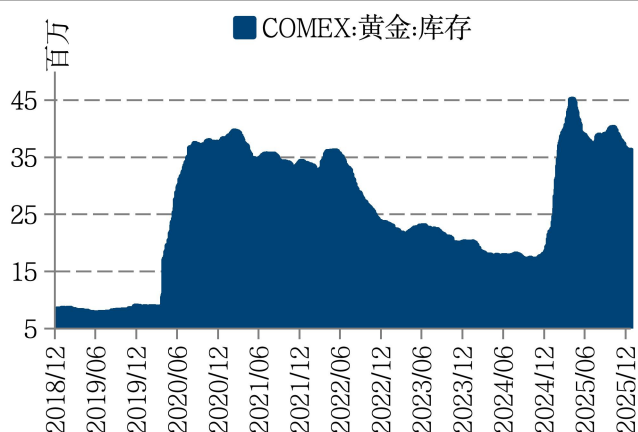
### （三）库存分析：内外黄金白银库存增减不一 NYMEX 铂钯库存有所上升

截至 2025 年 12 月 24 日，COMEX 黄金库存为 36,159,361.41 盎司，较上月末减少约 0.54%；COMEX 白银库存为 451,352,685.61 盎司，较上月末减少约 1.2%；上期所黄金库存为 93,711.00 千克，创新高，较上月末增加约 3.12%；上期所白银库存为 881,949.00 千克，较上月末增加约 57.8%。

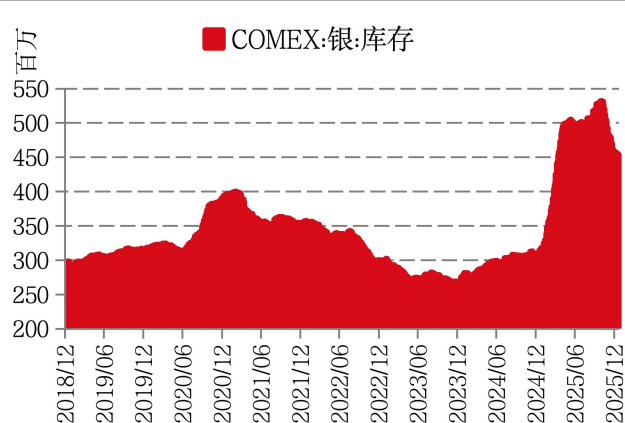
截至 2025 年 12 月 24 日，NYMEX 铂金库存为 645,466.92 盎司，较上月末增加约 4.73%；NYMEX 钯金库存为 195,833.87 盎司，较上月末增加约 13.05%。



图:12月COMEX黄金库存(单位:盎司)较上月末减少约0.54% 图:12月COMEX白银库存(单位:盎司)较上月末减少约1.2%

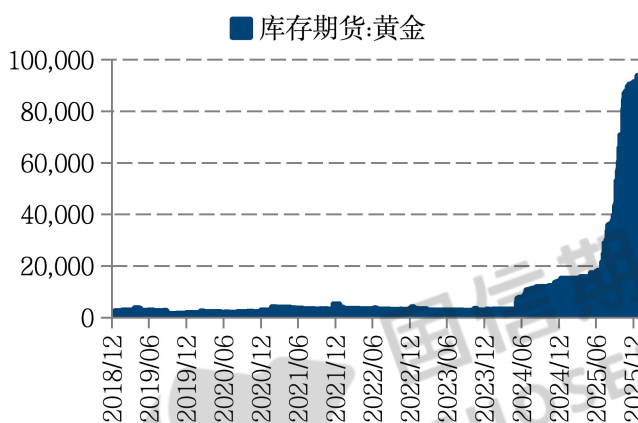


数据来源: WIND 国信期货

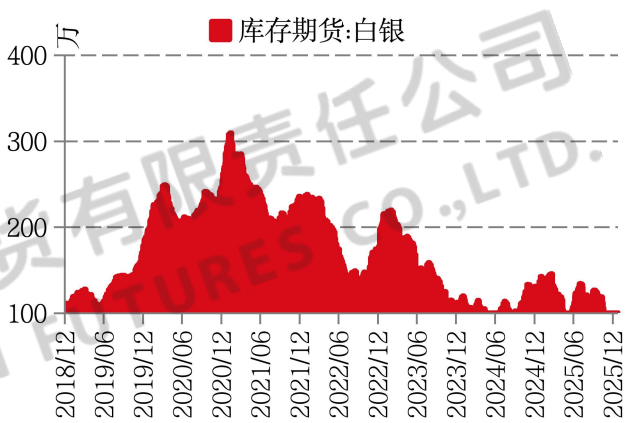


数据来源: WIND 国信期货

图:12月SHFE黄金库存(单位:千克)较上月末增加约3.12% 图:12月SHFE白银库存(单位:千克)较上月末增加约57.8%

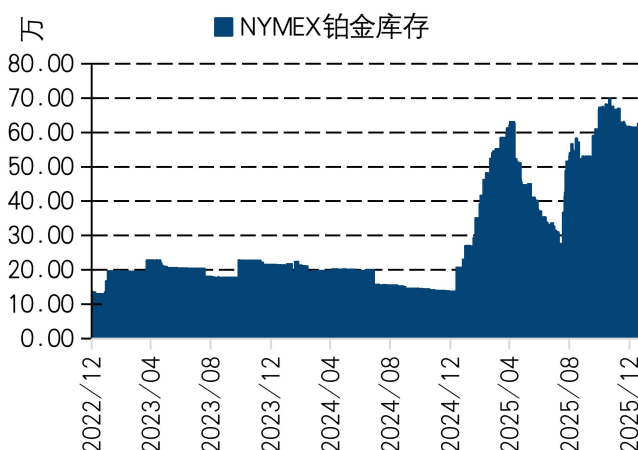


数据来源: WIND 国信期货

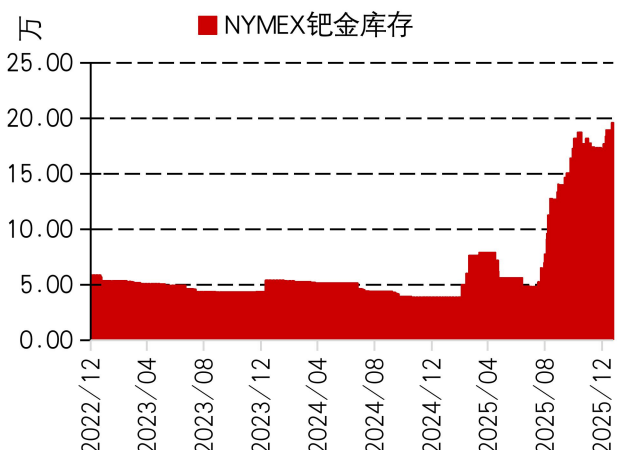


数据来源: WIND 国信期货

图:12月NYMEX铂金库存(单位:盎司)较上月末增加约4.73% 图:12月NYMEX钯金库存(单位:盎司)较上月末增加约13.05%



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

展望 2026 年 1 月，贵金属市场在经历 12 月史诗级上涨后，或延续震荡偏强与内部分化格局。市场焦点将从宏观预期与情绪驱动，转向对美联储政策路径、经济数据成色及各品种现货基本面现实的验证。技术面上，经历大幅拉升后，各品种均处于历史高位关键区域，整体价格中枢大幅上移。COMEX 黄金主力合约的核心震荡区间预计将上移至 4400—4700 美元/盎司附近，对应沪金主力合约 990—1050 元/克附近，其突出的避险属性可能在市场高波动阶段提供相对支撑。COMEX 白银主力合约在低库存引发的结构性情绪推动至极端高位后，波动性风险显著加剧，其核心波动区间或宽幅震荡于 72—86 美元/盎司附近，对应沪银主力合约 18000—21000 元/千克附近，需警惕库存边际变化可能引发的剧烈获利了结。广期所铂金主力合约在板块情绪的推动下，或在 680—850 元/克附近区间内呈现高波动；而钯金主力合约因自身基本面支撑相对疲弱，在板块整体情绪退潮后可能面临更大调整压力，预计将在 480—620 元/克附近的宽幅区间内震荡。

操作上，建议将风控与仓位管理置于首位，策略应从趋势追涨转为“把握波动，风控为锚”。可优先关注黄金在区间下沿附近的企稳配置机会。对于白银与铂金，已有盈利多单宜考虑逢高部分止盈，新开仓需极度谨慎，避免追高。钯金暂以观望或短线区间思路对待。整体需紧密跟踪美联储政策信号、宏观经济数据兑现情况以及全球现货库存变化，灵活应对市场从情绪主导向现实验证转换过程中的高波动风险。



国信期货有限责任公司  
GUOSEN FUTURES CO., LTD.

#### 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。

