

● 主要结论

2026 年 1 月，全球贵金属市场在地缘政治危机、政策不确定性及市场结构性因素的多重共振下，走出了一轮超越预期的强势上涨行情。市场驱动逻辑从前期的宏观预期，迅速切换至对地缘冲突与制度风险的直接定价。截至月末，各品种价格轨迹在共振中亦呈现显著分化：黄金作为核心避险“压舱石”，COMEX 主力合约接连突破多个整数关口，自 4300 美元/盎司启动，一度逼近 5000 美元大关，沪金同步站上 1100 元/克；白银则成为行情中最耀眼的“情绪放大器”，在结构性挤仓恐慌与狂热投机资金的推动下，COMEX 银价成功突破 100 美元/盎司历史性关口，沪银价格从月初的 18000 元/千克附近飙升至 25000 元以上，金银比历史性跌破 50；铂金在板块情绪外溢下被动跟涨，NYMEX 铂金最高触及 2776.1 美元/盎司，但波动剧烈；钯金则沦为资金博弈的高弹性标的，行情完全由板块情绪与监管成本变化主导，波动同样剧烈。

展望 2 月，贵金属市场或延续震荡偏强的格局。市场焦点将集中于两大方面：一是地缘政治局势的实际演变，任何升级或缓和都将直接冲击价格；二是美联储政策独立性与未来路径的进一步明朗化。技术面上，各品种价格中枢已大幅上移至历史性高位区域，整体波动性风险处于极高水位。COMEX 黄金主力合约的核心震荡区间预计将上移至 4800—5200 美元/盎司附近，对应沪金主力合约 1050—1200 元/克附近，其避险核心地位依旧稳固。COMEX 白银主力合约在突破百元大关后，市场情绪与技术面均处于极端状态，其波动区间可能剧烈震荡于 95—120 美元/盎司附近，对应沪银主力合约 23000—28000 元/千克附近，需警惕任何情绪转向可能引发的剧烈调整。铂金与钯金将继续作为高弹性跟随品种，其走势高度依赖板块整体风险偏好，广期所铂金主力合约或在 630—800 元/克附近宽幅震荡，钯金主力合约则可能在 460—560 元/克附近呈现宽幅震荡。

操作上，建议采取“核心持仓黄金，战术轻仓参与高波动品种”的策略。可坚定持有黄金多头仓位，并利用回调机会布局。对于白银及铂钯，鉴于其波动剧烈、节奏难以把握，仅建议以轻仓趋势思路进行参与，并严格设置止损，不宜重仓博弈。

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

2026年1月，贵金属市场在地缘政治风险急剧升温、全球政策不确定性高企及市场结构性因素的多重共振下，走出了一轮波澜壮阔的强势上涨行情。市场驱动逻辑从前期的宏观宽松预期，迅速切换至对地缘危机与制度风险的直接定价。然而，板块内部分化明显，各品种表现出截然不同的弹性与特征。

全月来看，黄金作为核心避险资产，呈现“震荡上行、阶梯式突破”的强势格局。月初，市场在委内瑞拉、中东等多点地缘风险的驱动下拉开上涨序幕。随后，美国国内政治风险与美联储独立性担忧，叠加美伊对抗持续升级等地缘危机，共同构成强劲的避险买盘。金价自4300美元/盎司附近启动，接连突破4500、4700美元等关键整数关口，月末一度逼近5000美元大关。沪金同步走强，成功突破1100元/克。黄金的上涨逻辑坚实，兼具避险对冲与信用资产替代的双重属性，是全月行情最稳定的主线。

白银是1月贵金属市场中表现最为亮眼、波动最为剧烈的品种，成为观测全球投机情绪的“风向标”。其上涨动能远超黄金，行情呈现典型的“情绪与资金驱动”特征。在黄金为市场提供宏观避险基础的背景下，白银自身的结构性矛盾被市场大幅炒作并迅速发酵，演变为一场强烈的逼空行情。外盘方面，COMEX白银主力合约全月强势上攻，接连突破多个整数关口，成功站上100美元/盎司大关，成为引领全球白银市场的核心引擎。在此带动下，内盘沪银走势亦极为凌厉，主力合约单日涨幅多次超过5%，甚至出现单日暴涨超10%的极端走势，价格从月初的18000元/千克附近一路飙升至月末的25000元以上，内外盘联动紧密，涨幅显著。金银比在月内历史性地跌破50，标志着白银的金融与投机属性被极大激活。全月来看，白银走势呈现“外盘引领、内盘跟涨、高波动”的鲜明特征。

铂金在1月的走势主要体现为“被动跟涨、高波动运行”。其行情与黄金、白银保持高度联动，缺乏独立的驱动主线。在贵金属板块整体情绪亢奋、避险浪潮席卷的背景下，铂金作为板块内品种获得显著的资金外溢与情绪传导，走出强势补涨行情，并一度跟随金银创下历史新高，NYMEX铂金主力合约最高触及2776.1美元/盎司。然而，其涨势的依赖性与脆弱性也同步暴露：当监管政策变化或市场风险偏好转向引发板块整体获利了结时，铂金的回调压力与幅度往往显著大于黄金。全月来看，铂金呈现“情绪驱动、高弹性跟随、宽幅震荡”的运行特征，凸显其作为战术交易品种的定位。

钯金在1月延续其高弹性、高博弈性的特征，走势波动最为剧烈。其行情完全由板块资金情绪和监管成本变化主导。在板块普涨时，钯金能因技术性超跌反弹而出现单日领涨；但在市场调整或交易成本上升时，其又成为资金率先抛售的对象，跌幅居前。自身较为疲弱的基本面使其缺乏内在价值支撑，价格表现为典型的“资金驱动型”剧烈震荡，操作难度最大，仅适合风险偏好极高的短线交易者。

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



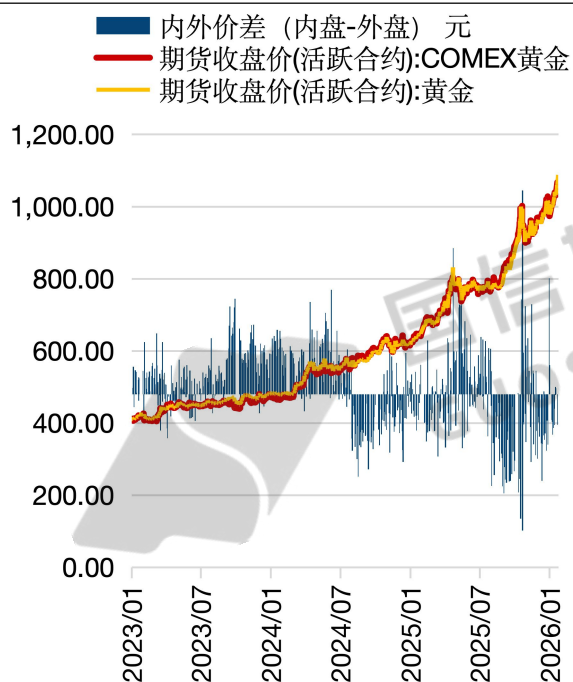
数据来源：Wind，国信期货

图：NYMEX 钯金主力合约日 K 线走势



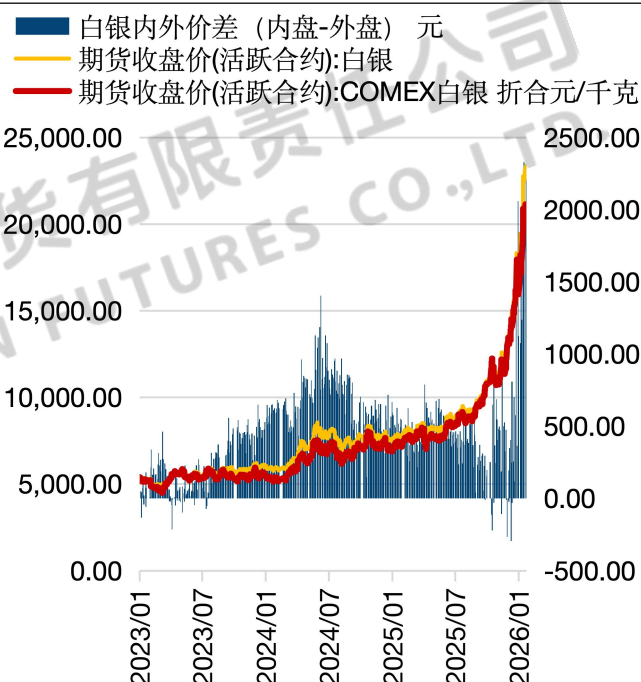
数据来源：Wind，国信期货

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



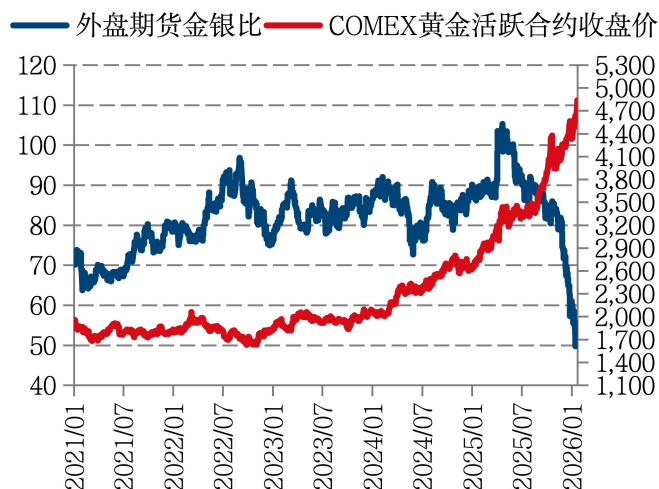
数据来源：Wind 国信期货

图：截至1月22日，内盘金银比数值在46附近



数据来源：Wind 国信期货

图：截至1月22日，外盘金银比修复至50附近



数据来源：Wind 国信期货

图：外盘金铂比数值在1.95附近



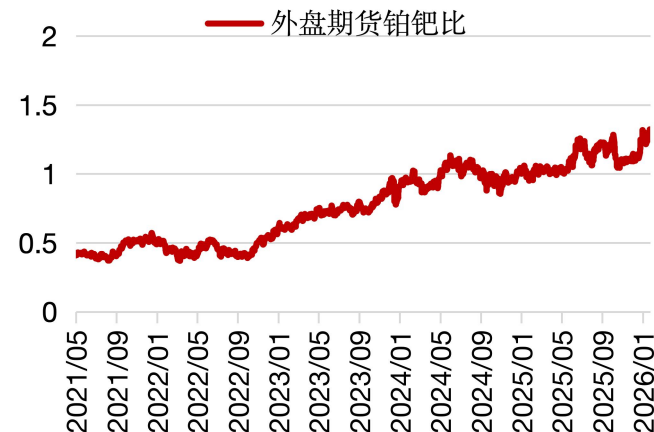
数据来源：Wind 国信期货

图：外盘金钯比数值在2.5附近



数据来源：Wind 国信期货

图：外盘铂钯比数值在1.3附近



数据来源：Wind 国信期货

图：内盘铂钯比数值在1.3附近



数据来源：Wind 国信期货

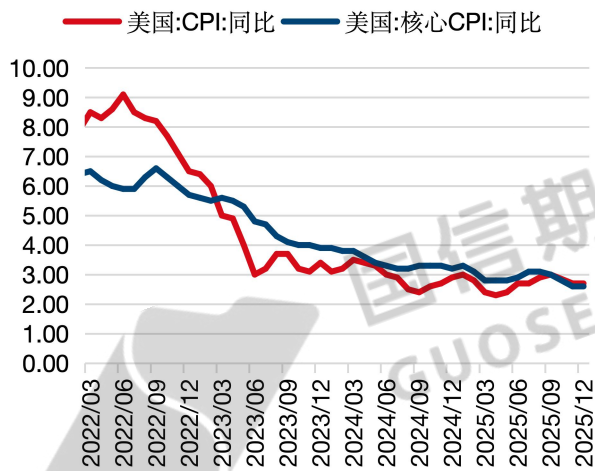
二、宏观面分析

(一) 通胀：美国 12 月 CPI 整体走势平稳

根据北京时间 1 月 13 日公布的数据，美国 12 月 CPI 整体走势平稳，核心通胀则呈现明确放缓信号。具体来看，美国 12 月 CPI 同比上涨 2.7%，符合预期；环比上涨 0.3%。更受关注的核心 CPI 同比涨幅为 2.6%，与上月持平，为 2021 年 3 月以来的最低水平；环比仅上涨 0.2%，低于预期。该数据有力地确认了通胀持续处于下行通道，尤其解决了因 11 月数据采集受政府停摆影响而引发的市场疑虑。

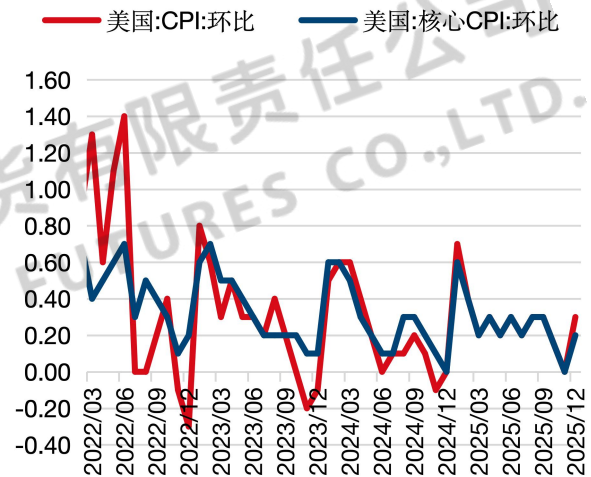
数据发布后，市场对美联储货币政策路径的预期有所调整：交易员加大了对提前降息的押注，4 月降息的概率小幅上升。从结构上看，住房通胀压力显著缓解是通胀降温的主要驱动力。整体而言，这份报告强化了通胀缓解的趋势判断，为美联储未来维持或进一步宽松的货币政策提供了数据支持。

图：12 月美国 CPI 同比与核心同比 (%) 符合预期



数据来源：WIND 国信期货

图：12 月核心 CPI 环比增速低于预期



数据来源：WIND，国信期货

图：截至 1 月 22 日，FedWatch 显示 2026 年 6 月或开启年内首次降息

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
2026/1/28		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	95.0%	0.0%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	15.4%	84.1%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.7%	25.3%	71.9%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	12.3%	45.0%	41.5%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.3%	4.0%	20.7%	44.1%	30.8%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.1%	1.8%	10.4%	29.7%	39.0%	19.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.4%	3.3%	13.8%	31.3%	35.5%	15.7%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.1%	0.9%	5.2%	17.0%	32.1%	31.9%	12.8%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.1%	0.9%	5.1%	16.9%	31.9%	31.9%	13.0%	0.1%	0.0%
2027/3/17	0.1%	0.9%	5.0%	16.4%	31.3%	31.9%	13.7%	0.6%	0.0%
2027/4/28	0.1%	0.9%	4.8%	15.8%	30.6%	31.9%	14.7%	1.3%	0.0%
2027/6/9	0.1%	0.8%	4.6%	15.3%	29.8%	31.8%	15.5%	2.0%	0.1%
2027/7/28	0.2%	1.5%	6.6%	18.0%	30.2%	28.7%	13.0%	1.6%	0.1%
2027/9/15	0.2%	1.2%	5.3%	15.1%	27.1%	29.1%	17.0%	4.5%	0.5%
2027/10/27	0.2%	1.1%	4.9%	14.2%	26.0%	28.9%	18.1%	5.7%	0.9%
2027/12/8	0.2%	1.1%	4.9%	14.2%	26.0%	28.9%	18.1%	5.7%	0.9%

数据来源：CME Group 国信期货

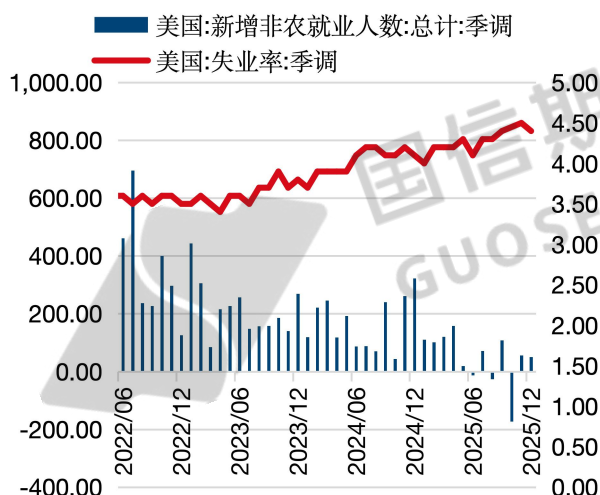
（二）美国 12 月就业数据：非农增 5 万不及预期 失业率降至 4.4%

北京时间 1 月 9 日，美国劳工部公布 12 月非农数据，新增非农就业 5.0 万，低于预期的 6.5 万；10 月与 11 月数据合计下修 7.6 万，使全年新增就业 58.4 万，创下 2020 年疫情以来最弱年度增幅；失业率降至 4.4%，低于预期的 4.5%；时薪同比增长 3.8%，保持稳健。分项来看，私人部门就业增长疲软，制造业岗位持续萎缩，医疗保健行业仍是主要就业增长来源。

短期来看，疲弱的就业增长数据加剧了市场对美国经济动能放缓的担忧。但失业率的超预期下降与薪资的稳固增长，共同削弱了美联储立即采取宽松政策的紧迫性，数据公布后市场对美联储 1 月降息的概率预期已基本归零。这导致数据对美元的即时打压与对黄金的提振作用相对有限。

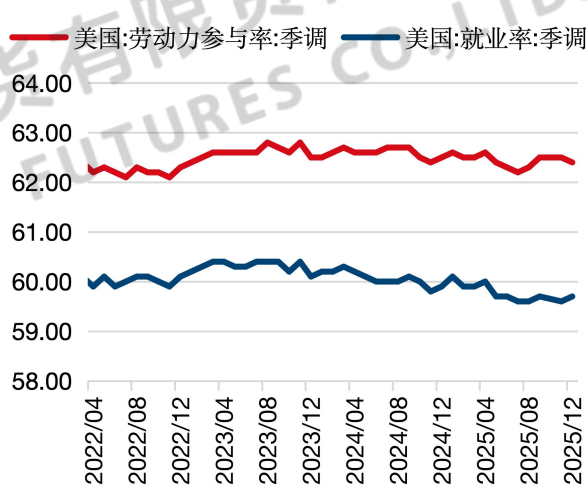
中长期而言，劳动力市场已显现出明确的降温趋势，三个月移动平均就业人数转负，叠加劳动力参与率下滑所反映的结构性问题，增强了市场对未来降息周期的预期，为贵金属价格提供了底层支撑。然而，薪资增长的粘性可能制约货币政策宽松的空间与节奏。整体来看，这份报告确认了就业市场正在走弱，虽未改变美联储当前的观望姿态，但强化了中长期宽松预期，利好贵金属的配置价值。

图：美国 12 月新增非农就业人口低于预期



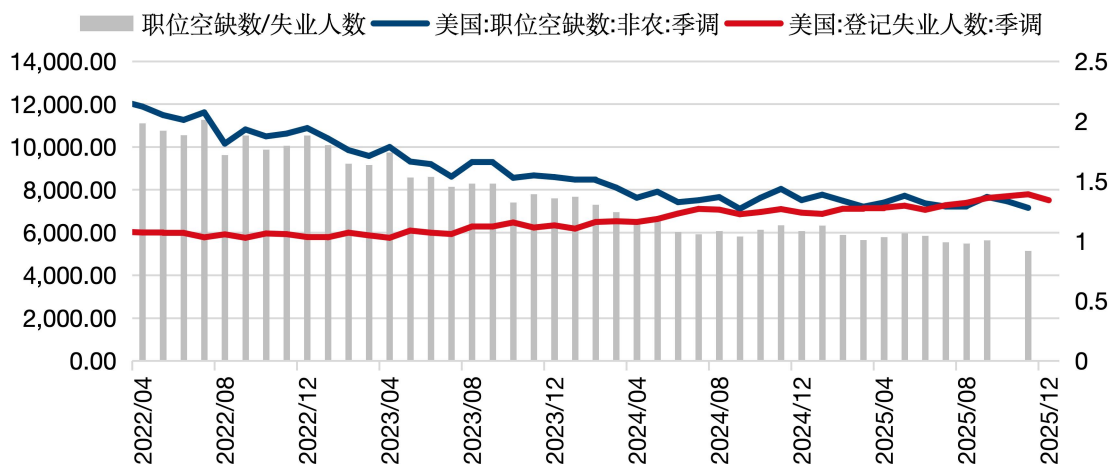
数据来源：WIND 国信期货

图：美国 12 月劳动力参与率与就业率



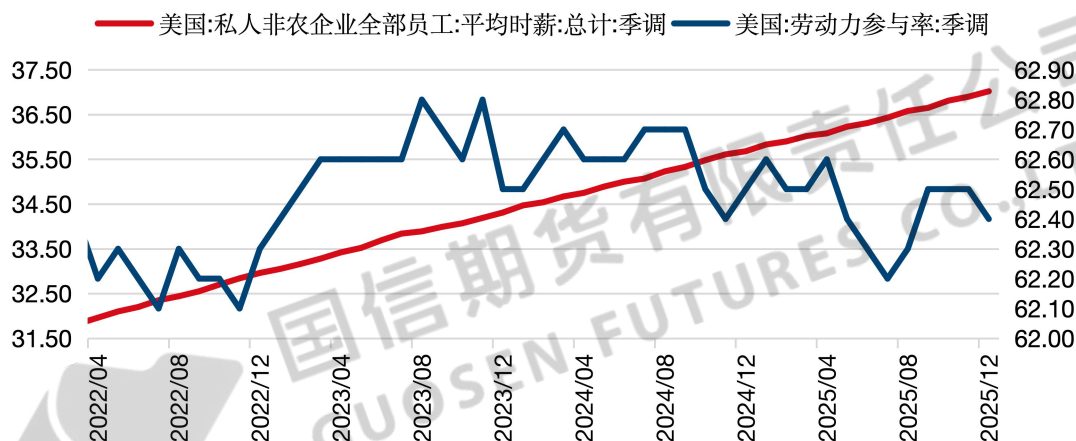
数据来源：WIND，国信期货

图：美国 12 月登记失业人数下降



数据来源：Wind 国信期货

图：美国 12 月平均时薪与劳动参与率

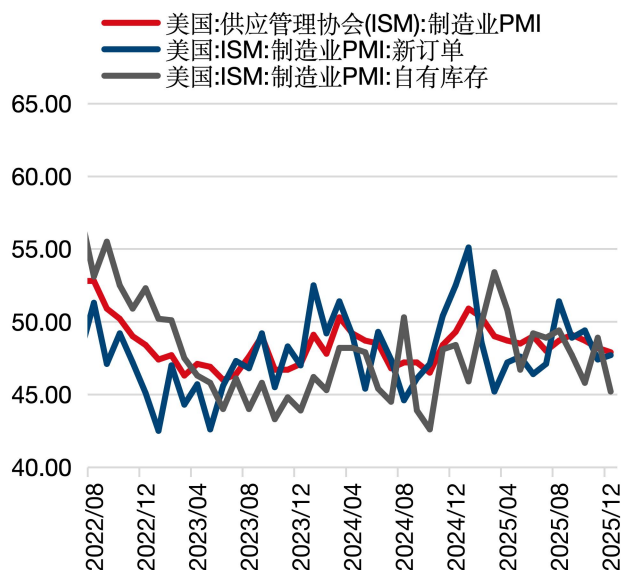


数据来源：Wind 国信期货

北京时间 1 月 6 日，ISM 公布美国 12 月制造业 PMI 录得 47.9，不及前值 48.2，为自 2024 年以来最大萎缩幅度，且已连续第十个月处于收缩区间，显示制造业活动持续低迷并进一步恶化。分项数据显示需求与就业承压：新订单已连续第四个月收缩，就业人数亦连续第十一个月下降。另一方面，成本压力依然显著，支付价格指数维持在 58.5 的高位。调查显示，生产商正以自 2024 年 10 月以来最快的速度削减原材料库存，以应对疲软需求；但客户库存亦快速下降，暗示未来工厂订单存在改善可能。关税政策及成本上升或是制约业务的主要因素。

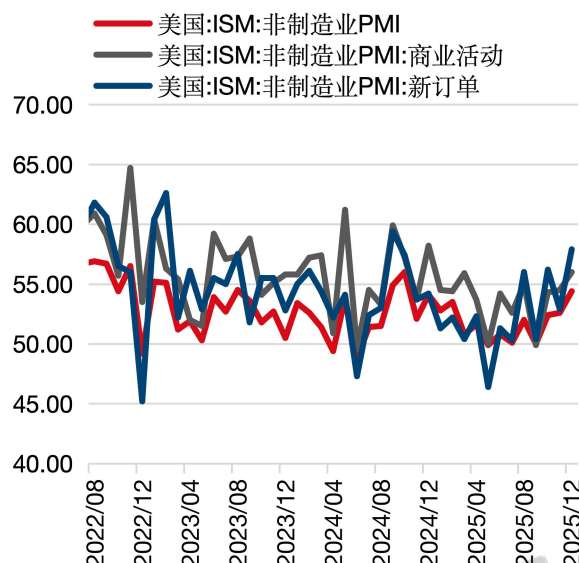
北京时间 1 月 8 日，ISM 公布美国 12 月服务业 PMI 大幅升至 54.4，创 2024 年 10 月以来新高，且显著高于预期值 52.2，显示服务业活动以一年多来最快速度扩张。分项数据全面走强：新订单增幅创下自 2024 年 9 月以来最高，商业活动指数升至一年高点，出口订单亦以一年多来最快速度增长。就业市场出现明显回暖，实现自 2 月以来最为健康的增长。与此同时，通胀压力有所缓解，支付价格指数显示价格上涨速度放缓至九个月来最慢。报告亦指出，服务业库存扩张速度达到 2024 年 10 月以来最快。行业表现分化，零售、金融保险及住宿餐饮等行业领涨。数据表明美国经济内部分化加剧，服务业强劲与制造业疲弱形成鲜明对比。

图：美国 12 月制造业 PMI 不及前值



数据来源：WIND 国信期货

图：美国 12 月服务业 PMI 高于预期

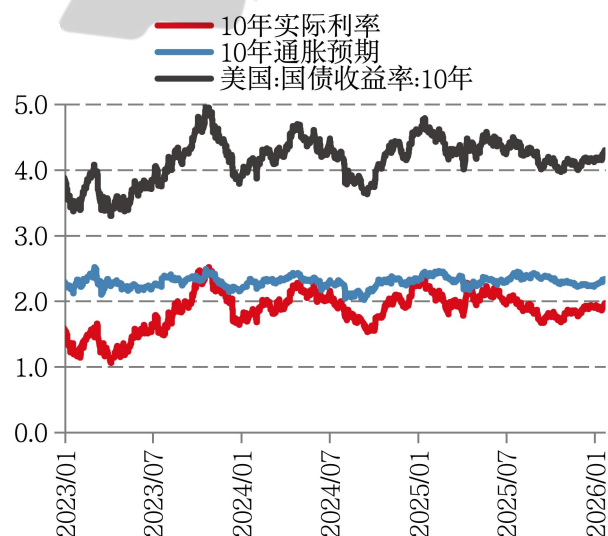


数据来源：WIND，国信期货

(三) 10 年期美债收益率延续上升态势 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 1 月，美国 10 年期国债收益率虽升至 4.25% 附近，但市场对美联储独立性及政策连贯性的持续质疑，显著削弱了美元的信用基础。与此同时，美元指数在 1 月整体承压，并再度跌破 99 关口，反映了市场对美元的信任度下降以及潜在的去美元化担忧。因此，市场对美联储降息的预期、叠加美元信用风险带来的贬值压力，共同从金融属性与计价货币层面为贵金属价格提供了关键支撑。

图：美国 1 月国债收益率有所上升



数据来源：WIND 国信期货

图：美国 1 月美元指数仍呈现疲软态势



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(%)
黄金供应量							
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
总供应量	1,275.9	1,284.4	1,177.5	1,226.8	1,313.1	7	3
黄金需求量							
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
黄金需求	1,193.8	1,315.6	1,298.0	1,083.8	1,257.9	16	5
场外交易和其他需求	82.2	-31.2	-120.5	143.1	55.2	-61	-33
总需求	1,275.9	1,284.4	1,177.5	1,226.8	1,313.1	7	3
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
Supply												
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%
Total Supply	1,057.4	1,025.1	1,014.3	1,016.2	974.0	1,023.1	1,034.6	997.8	1,015.1	1,030.6	2%	2%
Demand												
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
Total Demand	993.3	972.9	1,000.8	1,006.4	929.0	1,102.4	1,284.2	1,198.5	1,164.1	1,148.3	-3%	-1%
Market Balance	64.1	52.2	13.5	9.8	45.1	-79.3	-249.6	-200.6	-148.9	-117.6	-26%	-21%
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%
Market Balance less ETPs	10.2	45.1	34.9	-73.5	-286.1	-144.3	-132.2	-163.0	-210.5	-187.6	29%	-11%
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

Source: Metals Focus

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远期的短缺预期，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										
汽车催化剂	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 年进口中俄罗斯资源占比 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
钯金供应								
精炼矿产								
- 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
总矿产供应	6,487	6,511	6,525	6,404	6,391	6,248	6,098	6,102
回收								
- 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
总回收	2,892	2,635	2,674	3,033	3,295	3,551	3,739	3,975
总供应	9,379	9,146	9,199	9,437	9,685	9,798	9,837	10,077
钯金需求								
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
总需求	9,801	10,468	10,304	9,968	9,919	9,833	9,756	9,671
钯金供/需平衡	-422	-1,322	-1,105	-531	-234	-35	81	406

数据来源：WPIC 国信期货

四、持仓、库存和季节性分析

(一) ETF 持仓：12 月表现强劲，创纪录之年完美收官

根据世界黄金协会数据，2025 年 12 月全球黄金 ETF 连续第七个月实现资金净流入，单月流入约 100 亿美元。在强劲的资金流入与金价持续走强的共同推动下，全球黄金 ETF 总资产管理规模（AUM）环比增长 5% 至 5,590 亿美元，总持仓量环比增长 2% 至 4,025 吨，两者均刷新了历史月末纪录。

从区域看，北美地区仍是主要驱动力，单月流入约 60 亿美元，远超其全年月均水平。亚洲地区需求强劲，流入约 25 亿美元，其中印度市场表现尤为突出，创下该国单月流入纪录；中国与日本市场也持续吸引资金流入。欧洲地区则延续增长态势，当月流入约 10 亿美元，英国与瑞士市场领跑。

交易层面，12 月全球黄金市场日均交易额为 4,100 亿美元，虽较 11 月的历史高位小幅回落 2%，但仍高于全年平均水平。场外交易（OTC）活跃度提升，日均交易额环比增加 16%；而交易所衍生品交易额则因金价波动性下降而环比减少 16%。值得关注的是，2025 年全年黄金市场流动性创下历史新高，日均交易额达 3,610 亿美元，较 2024 年大幅增长 56%。

图：12 月表现强劲，创纪录之年完美收官

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	290.3	6,205.9	2,096.1	45.4 ▲	2.2%
欧洲	196.6	1,048.5	1,419.3	12.2 ▲	0.9%
亚洲	61.8	2,493.4	436.8	17.3 ▲	4.1%
其它	10.1	200.1	73.2	1.9 ▲	2.7%
总计	558.9	9,947.9	4,025.4	76.7	1.9%
全球总流入/正需求		16,484.1		132.3 ▲	3.3%
全球总流出/负需求		-6,536.2		-55.5 ▼	-1.4%

数据来源：WGC 国信期货

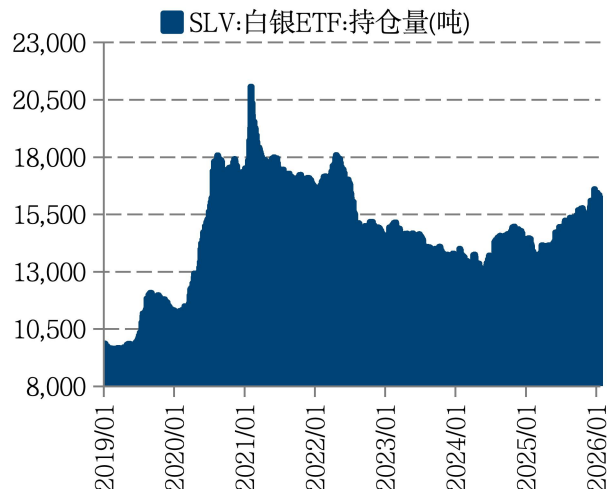
根据 WIND 统计的数据，截至 2026 年 1 月 21 日，全球最大黄金 ETF SPDR Gold Shares 的黄金持仓量为 1,077.66 吨，较 2025 年 12 月末增加约 0.66%。全球最大白银 ETF iShares Silver Trust 的白银持有量为 16,166.10 吨，较 2025 年 12 月末减少约 1.69%。

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）



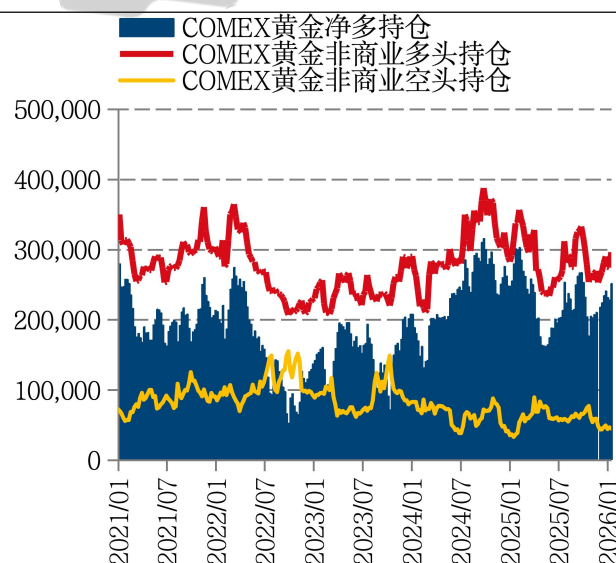
数据来源：WIND 国信期货

（二）CFTC 持仓：1 月金银钯看多意愿均回升 铂金看多意愿下降

美国商品期货交易委员会公布的周度报告显示：截至2026年1月13日当周，CFTC的期货黄金非商业性净多持仓为251,238.00张，较2025年12月30日当周增加20,065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32,060张，较2025年12月30日当周增加1,997张，市场白银看多意愿回升。

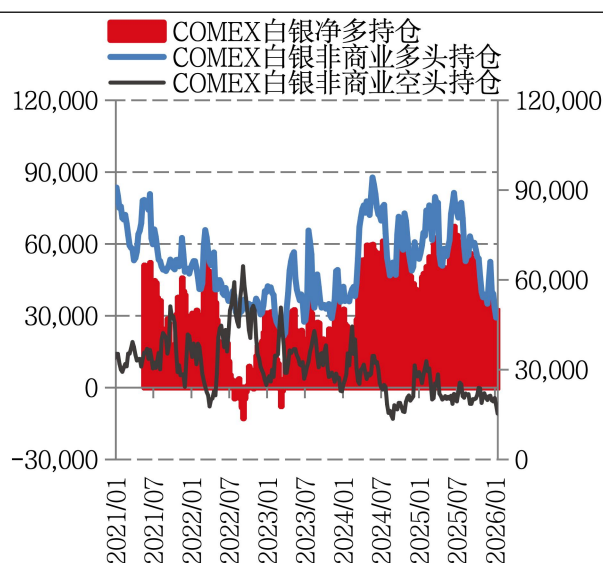
截至2026年1月13日当周，CFTC的期货铂金非商业性净多持仓为17,594张，较2025年12月30日当周减少448张，市场铂金看多意愿回落；CFTC的期货钯金非商业性净多持仓为1,225张，较2025年1月30日当周增加1,796张，市场钯金看多意愿回升。

图：COMEX 黄金非商业净多持仓（单位：张）增加



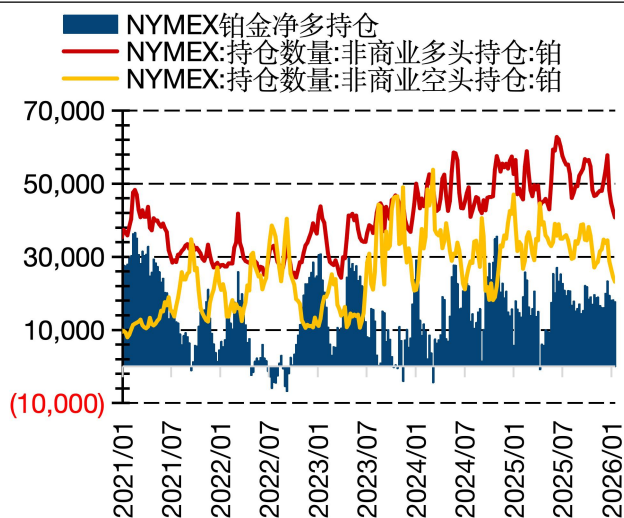
数据来源：WIND 国信期货

图：COMEX 白银非商业净多持仓（单位：张）增加



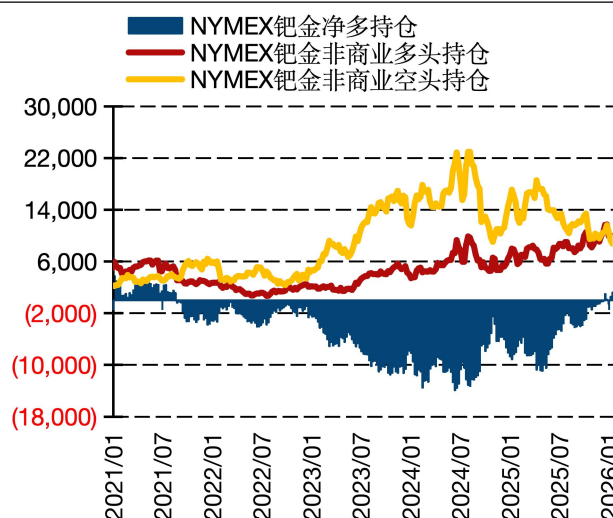
数据来源：WIND 国信期货

图：NYMEX 铂金非商业净多持仓（单位：张）减少



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



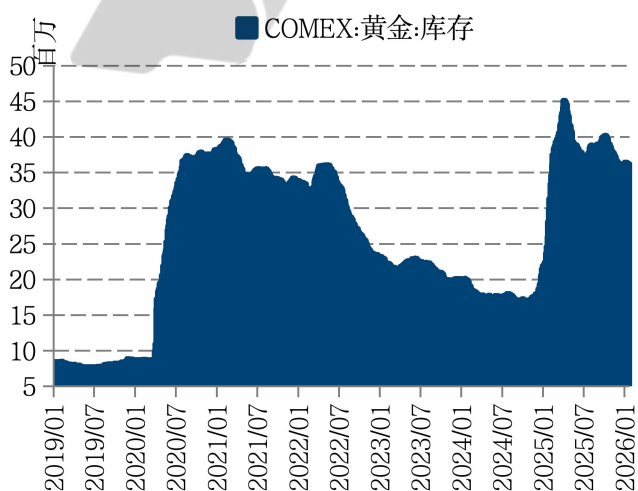
数据来源：WIND 国信期货

（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

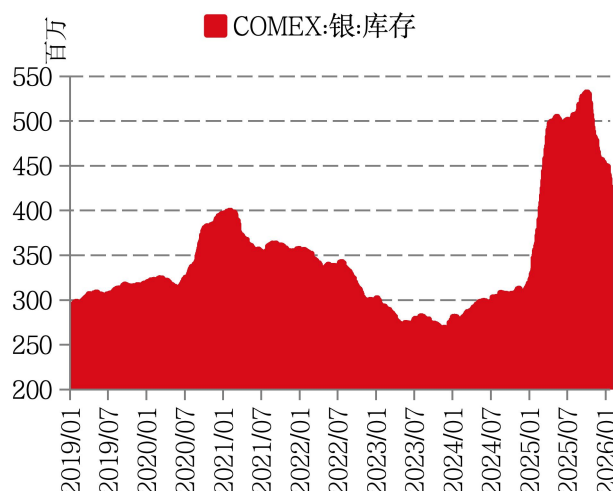
截至 2026 年 1 月 22 日，COMEX 黄金库存为 36,142,879.82 盎司，较上月末减少约 0.31%；COMEX 白银库存为 422,313,658.30 盎司，较上月末减少约 6%；上期所黄金库存为 102,009.00 千克，创新高，较上月末增加约 4.41%；上期所白银库存为 589,052.00 千克，较上月末减少约 14.8%。

截至 2026 年 1 月 22 日，NYMEX 铂金库存为 675,766.06 盎司，较上月末增加约 3.51%；NYMEX 钯金库存为 216,266.31 盎司，较上月末增加约 2.97%。

图：1 月 COMEX 黄金库存(单位：盎司)较上月末减少约 0.31% 图：1 月 COMEX 白银库存（单位：盎司）较上月末减少约 6%

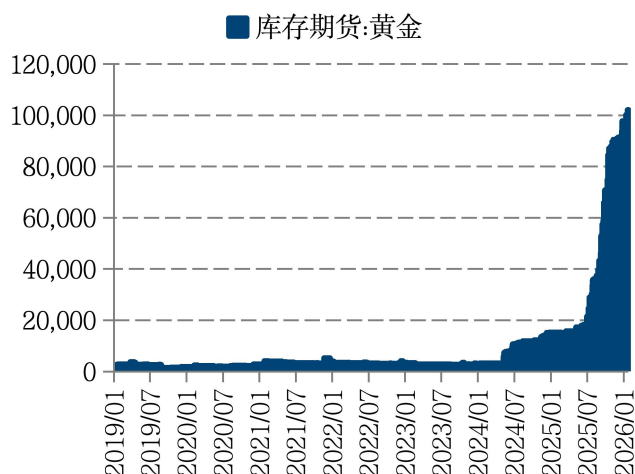


数据来源：WIND 国信期货

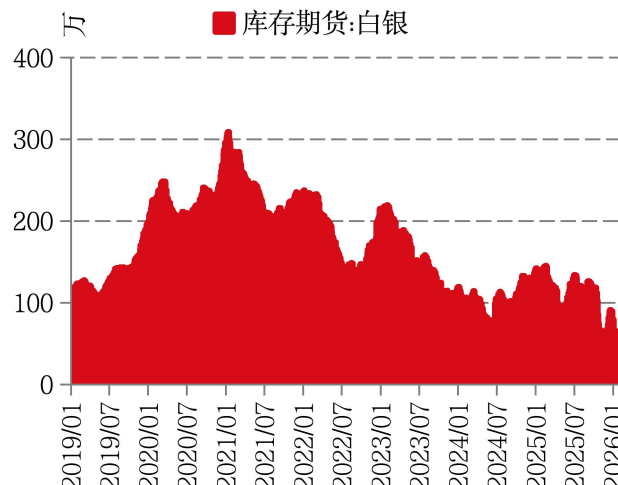


数据来源：WIND 国信期货

图：1 月 SHFE 黄金库存（单位：千克）较上月末增加约 4.41% 图：1 月 SHFE 白银库存（单位：千克）较上月末减少约 14.8%

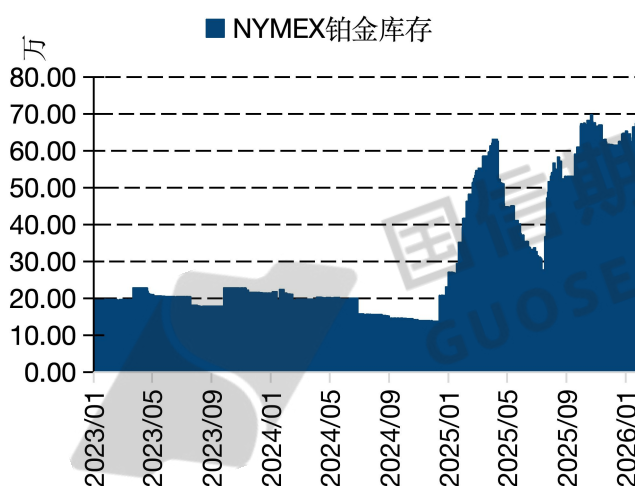


数据来源：WIND 国信期货

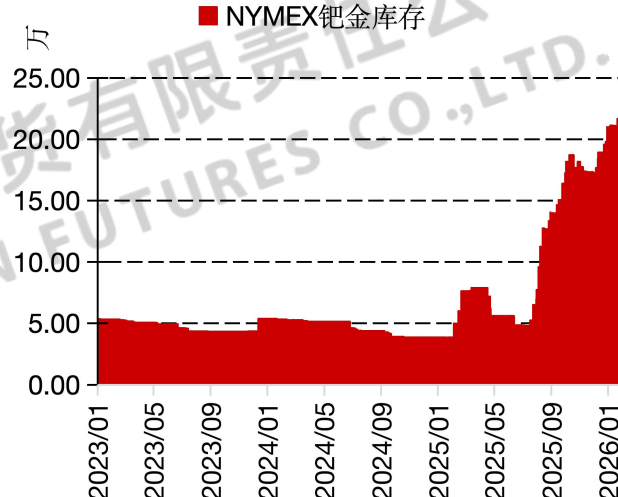


数据来源：WIND 国信期货

图：1 月 NYMEX 铂金库存（单位：盎司）较上月末增加约 3.51% 图：1 月 NYMEX 钯金库存（单位：盎司）较上月末增加约 2.97%



数据来源：WIND 国信期货



数据来源：WIND 国信期货

四、 后市展望及操作建议

展望 2 月，贵金属市场或延续震荡偏强的格局。市场焦点将集中于两大方面：一是地缘政治局势的实际演变，任何升级或缓和都将直接冲击价格；二是美联储政策独立性与未来路径的进一步明朗化。技术面上，各品种价格中枢已大幅上移至历史性高位区域，整体波动性风险处于极高水位。COMEX 黄金主力合约的核心震荡区间预计将上移至 4800—5200 美元/盎司附近，对应沪金主力合约 1050—1200 元/克附近，其避险核心地位依旧稳固。COMEX 白银主力合约在突破百元大关后，市场情绪与技术面均处于极端状态，其波动区间可能剧烈震荡于 95—120 美元/盎司附近，对应沪银主力合约 23000—28000 元/千克附近，需警惕任何情绪转向可能引发的剧烈调整。铂金与钯金将继续作为高弹性跟随品种，其走势高度依赖板块整体风险偏好，广期所铂金主力合约或在 630—800 元/克附近宽幅震荡，钯金主力合约则可能在 460—560 元/克附近呈现宽幅震荡。

操作上，建议采取“核心持仓黄金，战术轻仓参与高波动品种”的策略。可坚定持有黄金多头仓位，并利用回调机会布局。对于白银及铂钯，鉴于其波动剧烈、节奏难以把握，仅建议以轻仓趋势思路进行参与，并严格设置止损，不宜重仓博弈。



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。

