

贵金属月报

资金情绪和供需错配仍扰动贵金属走势 1月将维持高波运行

本报告及路演当中所有观点仅供参考，请务必阅读此报告倒数第二页的免责声明

广发期货有限公司 研究所 投资咨询业务资格：证监许可【2011】1292号

2026年1月4日 叶倩宁 从业资格：F 投资咨询资格：Z0016628



- **年报观点：**宏观方面看，美联储在实现多重目标以及独立性冲击等困境下预期货币政策或进一步宽松空间，流动性相对宽松对贵金属价格形成利好。供需格局看，逆全球化加剧各国之间在关键矿产资源上的争夺，贵金属矿产供应受到各主要产地的地缘冲突扰动增长空间有限，全球经济增速趋缓及价格高企可能抑制总体需求增长放缓但预期仍存在韧性，流通库存偏紧特别在期货交割月份等特殊时段更容易出现供需错配的问题。尽管2025年贵金属价格的涨势“波澜壮阔”，但在目前价格水平下，从彭博的预测来看多家国际金融机构都进一步上调了贵金属2026-2027年的目标价格，表明在宏观和供需基本面利好预期下对走势的长期看好。操作节奏上，建议结合市场波动率及流动性参考指标来进行中期配置以及波段交易的择时，预期白银和铂钯在价值相对低估的情况下波动弹性仍高于黄金带来相关比价的下行。
- **行情回顾：**12月，随着美联储在分歧中再次降息并启动RMP短债购买释放货币宽松信号带来“再通胀”预期，叠加年末金融市场流动性转差，白银和铂金等多个金属品种在实物库存偏紧的情况下随着大量资金流入引发更加严重的供需错配，价格持续大幅飙升并屡创历史新高，广期所铂钯期货在上市不到1个月之内多次触发涨停，波动率飙升，月内最大涨幅铂金接近50%。此轮“狂飙”行情在CME等交易所多次提保后最终在年末最后一周有所“降温”，资金在年前集中平仓离场使价格短时间内自高位大幅回调。国际金价12月累计2.36%，全年占涨幅64.56%；国际银价月度涨幅26.92%，年涨幅147.79%；铂金现货月度涨幅23.46%，年涨幅127.88%；钯金现货月度涨幅10.86%，年涨幅76.72%。

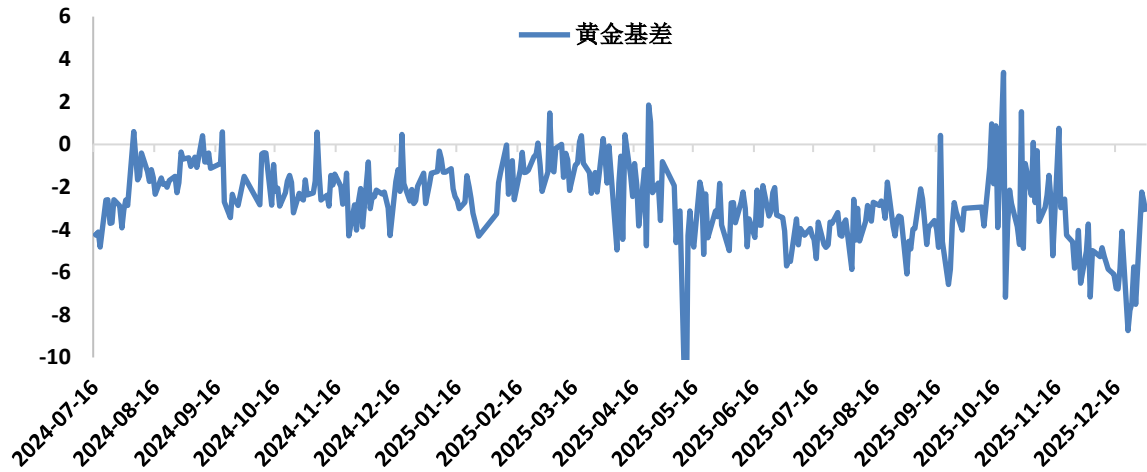
- **后市展望：**当前数据显示美国经济运行和就业市场持续结构性分化但总体上衰退风险不大，美联储未来在衡量就业的通胀目标问题上仍有分歧态度趋于谨慎，但市场对货政宽松预期在“影子主席”言论叠加美联储独立性受到威胁影响下可能升温，贸易和地缘风险的担忧资金提前配置使金价中长期上涨空间可在全球主流机构持续上调贵金属价格预测的情况下，部分投资者选择提前“抢跑”配置贵金属，反映在ETF的持仓持续增加衍生品持仓上升。随着年末资金迅速离场盘面回调到位，未来市场或将关注放到美国经济数据对美联储政策影响和南美地区地缘局势的扰动，不确定因素使1月预期贵金属维持高波运行，建议关注波动率变化多头逢低配置。
- **宏观：**目前数据反映美国经济在K型分化背景下就业和通胀放缓以实现“再平衡”，受到美联储降息和，但总量上增长仍较强劲。预期2026年，美国劳动力供给或因移民政策收紧继续收缩而通胀持续放缓，美联储降息使内需逐步改善而库存周期见底将对美国非科技出口产生积极效应，AI带来资本开支维持高位仍将从库存和私人投资等部门拉动经济保持在2%左右的增速。
- **美联储货币政策：**美联储12月如期宣布降息25个基点并启动RMP短债购买，决议总体偏鸽派，在美国劳动力市场持续趋弱叠加通胀放缓情况下，部分官员发声偏鸽派，市场预期1月的概率超过80%，随着新任美联储主席提名逐步明朗未来其独立性受到威胁，市场预期2026年将有3次降息。然而大宗商品价格“飙升”可能引发“再通胀”从而驱使美联储官员谨慎决策。目前尽管美联储内部存在分歧但市场预期在美国劳动力市场持续趋弱叠加通胀放缓情况下，部分官员发声偏鸽派，1月的概率超过80%，年内预期约降息3次。
- **资金情绪：**12月金银价格大幅走强过程中ETF持仓均上升目前维持在多年高位表明资金看多情绪浓。

- **后市展望：**美国宏观经济基本面和货币政策预期对从金融属性角度对价格形成利好，多头资金通过ETF大量增持驱动和有色板块提振下继续强化上行趋势，实物需求维持强劲而库存紧张的情况或未真正缓解。随着CME等交易所提保短期资金情绪驱动价格“非理性”的上涨走势有望终结带来降波，后续关注还需全球大宗商品指数调仓可能带来被动减持的回调风险，在高波动率的行情下建议保持轻仓低多的思路并及时运用期权等锁定盈利。
- **金银比：**影响偏强，近期白银持续大幅走强使金银比回落至12年多的新低，在自身供需库存逻辑影响下白银表现仍强于黄金使金银比仍有下行空间。
- **供需：**影响中性，11月我国未锻造白银出口量在国家宣布收紧出口后较10月快速下降，银粉进口量略有增加，当前光伏白银对进口银粉需求保持平稳。11月国内珠宝零售额累计同比增幅再度回落，国内黄金税收新政对人们的消费需求的抑制或开始显现；10月电子信息行业工业增加值累计同比增幅回落，或与国庆+中秋长假影响有关，在关税影响减缓后出口偏强使电子消费整体维持高增；11月光伏太阳能电池当月产量在高基数背景下负增收窄表明市场需求好于预期；年末在美联储降息和AI、新能源车需求潜力下白银工业需求凸显韧性，世界白银协会下调对2025年白银总需求的预测但预期2026年需求保持乐观。
- **库存：**12月伦敦白银同业拆借利率出现上升表明市场实物需求偏紧，远月利率和近月的差值有所扩大，反映市场对白银长期紧缺的预期；12月COMEX白银仓单大幅减少1100万盎司回到年初低位附近，实物交割需求强劲单月交割量占总交割库存的50%。

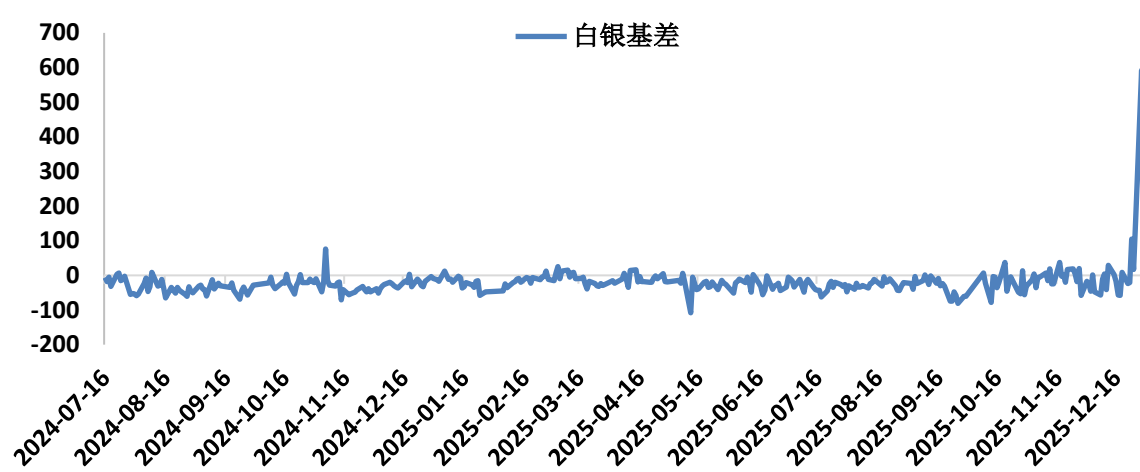
- **后市展望：**铂钯在宏观和供需基本面上偏强且价格相对黄金仍有低估的情况下资金推动价值重塑，预期中长期有望持续震荡上行。短期看，国内市场由于广期所铂钯期货处于上市初期持仓流动性整体有待提升国内相对外盘呈现溢价，在监管加强风控措施后资金情绪或逐步回归平稳，在外盘走势偏强情况下铂金价格中枢逐步上抬建议保持低多思路，钯金基本面相对更弱走势以跟随为主，铂钯比有望进一步上行可以择机进行对冲套利。
- **铂钯比：**相较铂金较大的工业缺口，钯金供需相对平衡，同时铂金受到投资者的关注和交投更加活跃远高于钯金，因此短期铂钯比或持续震荡上行，但钯金可能存在阶段补涨。
- **供需：**影响偏多，铂金市场处于连续第三年的结构性短缺状态，目前WPIC预计2025全年将保持在74万盎司左右的赤字较2024年（97万盎司）有所收窄，但仍占年需求量超过十分之一。
- **库存：**近期伦敦铂金拆借利率持续上升反映实物库存趋紧。

贵金属期现价差——黄金因价格波动大国内基差先降后升，白银基差一度飙升至接近600的极端水平表明现货极端

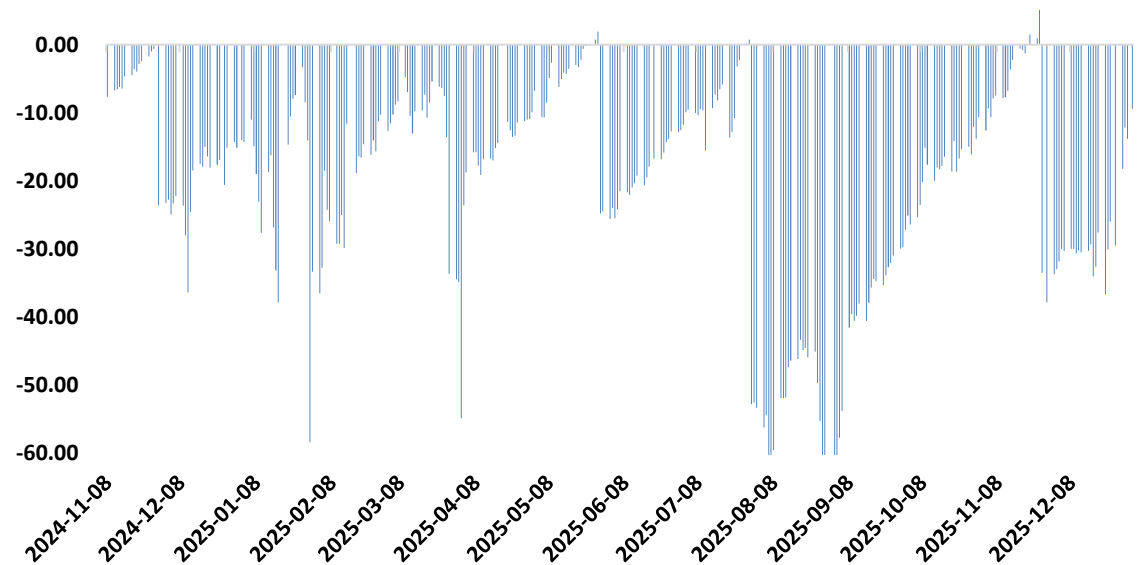
黄金t+d和沪金主力价差



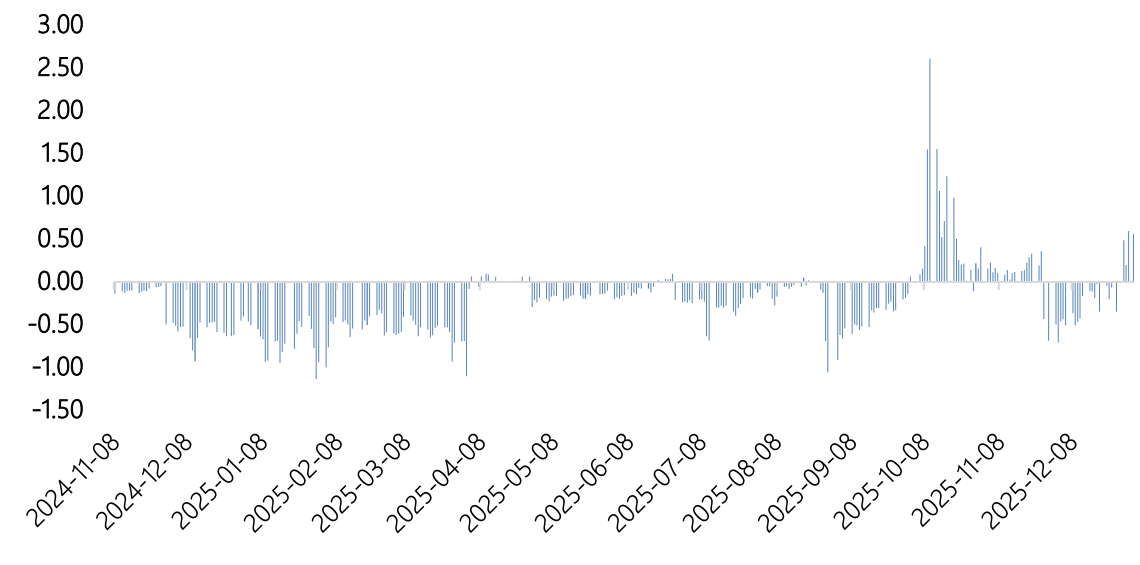
白银t+d与沪银主力价差



伦敦金-COMEX金价差

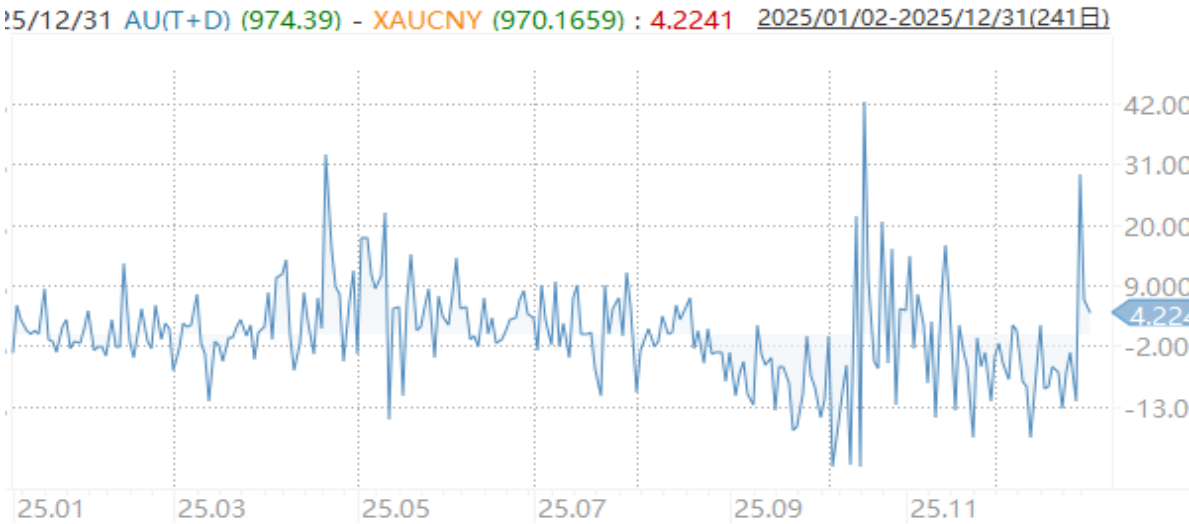


伦敦银-COMEX银价差



贵金属内外盘价差与比价——年末大涨走势下国内资金增持金银实物意愿较强使价格较外盘溢价较多，金银比持续创新低，铂钯比震荡上行

黄金内外盘价差



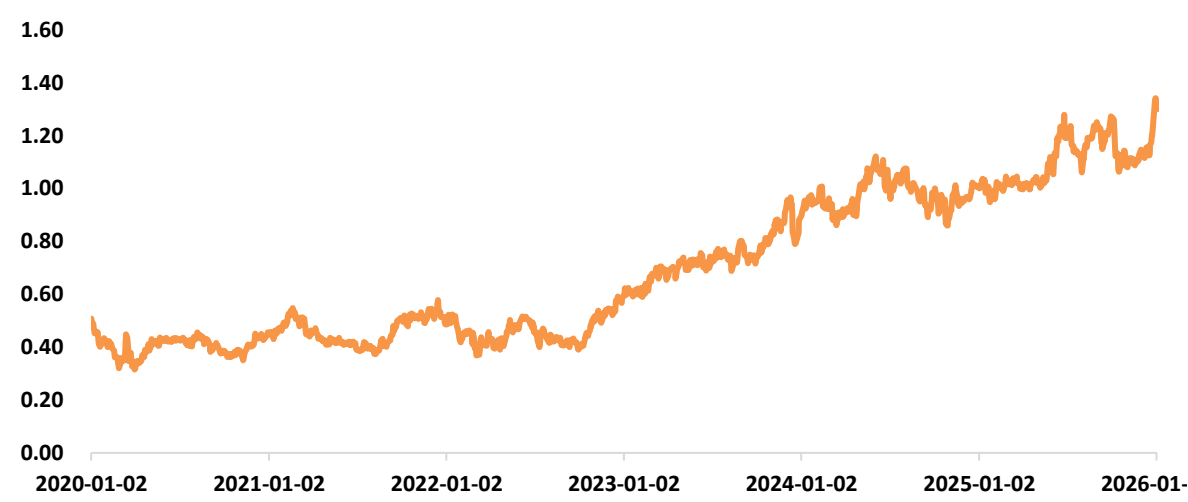
白银内外盘价差



内外盘金银比价

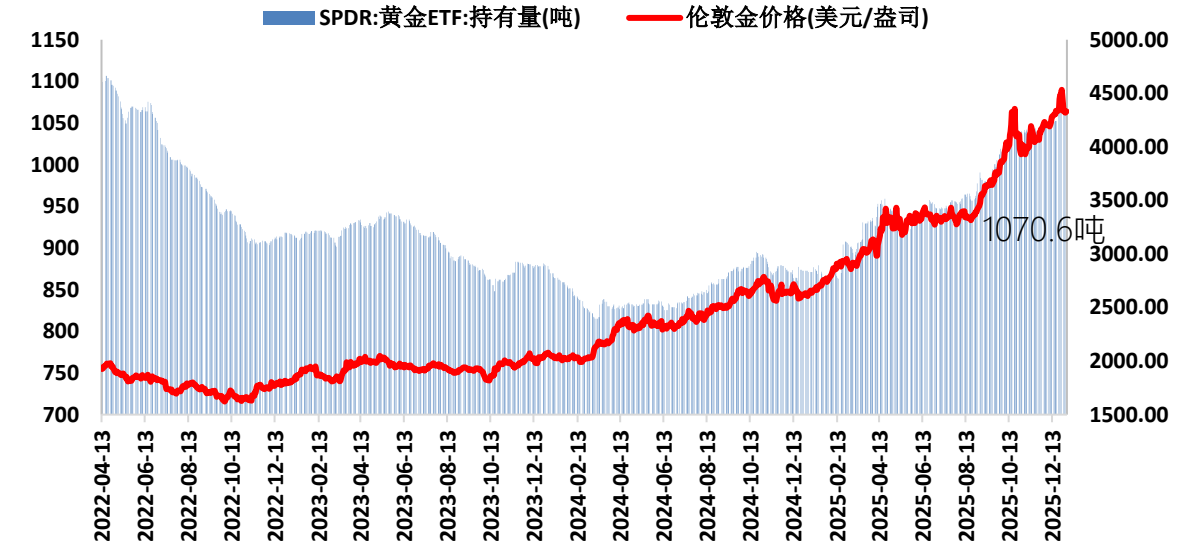


现货铂钯比价

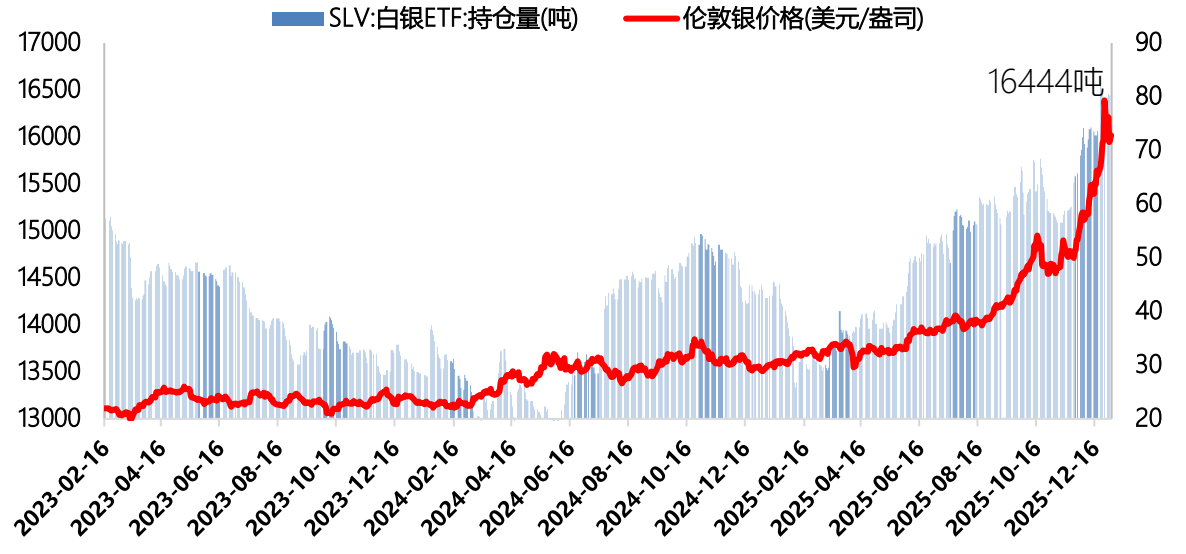


资金面变化——金银价格走强过程中ETF持仓均上升，伦敦白银拆借远月利率和近月的差值有所扩大反映市场对白银长期紧缺的预期

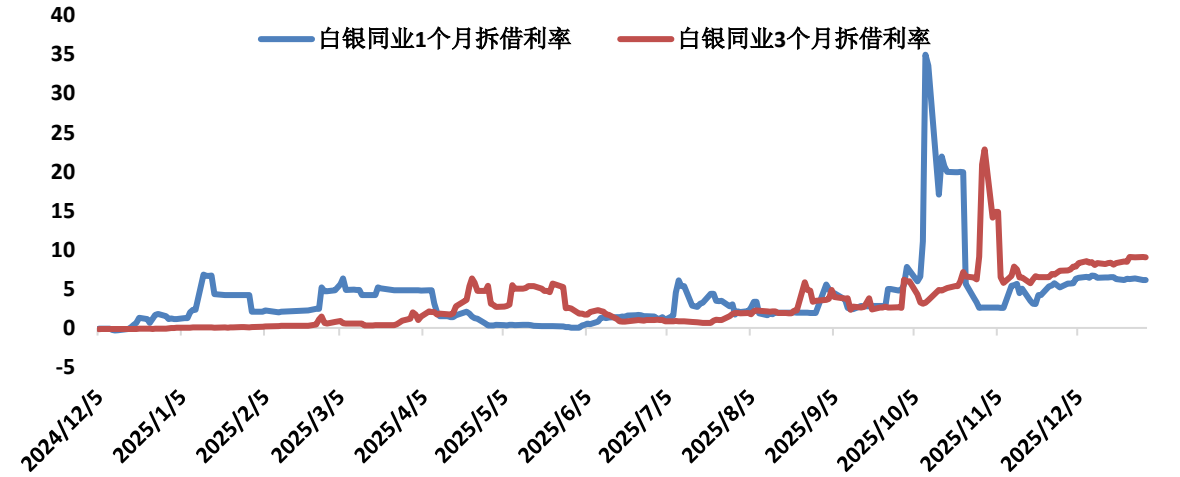
全球最大SPRD黄金ETF基金持仓量变化（金价：右轴）



全球最大SLV白银ETF基金持仓量变化（银价：右轴）



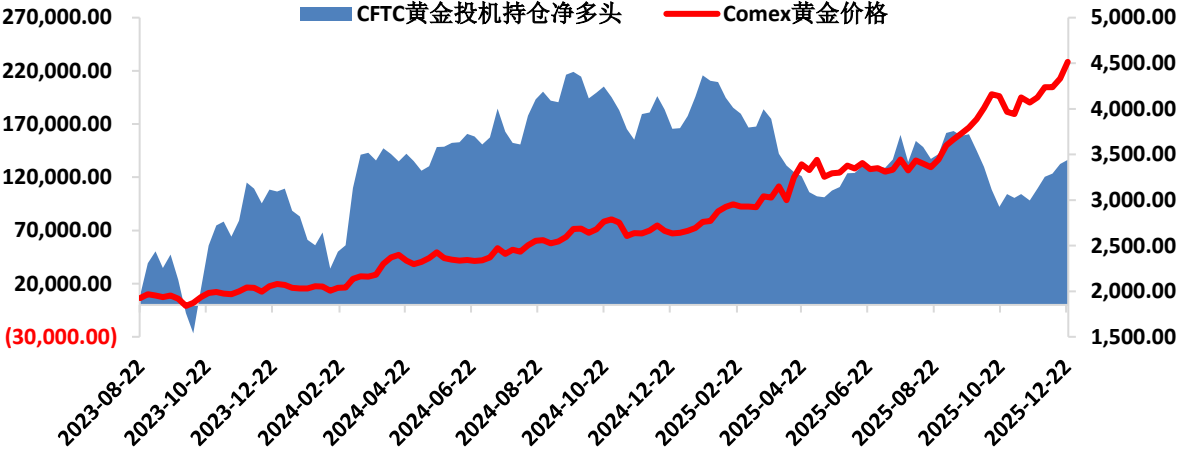
伦敦白银同业拆借（%）



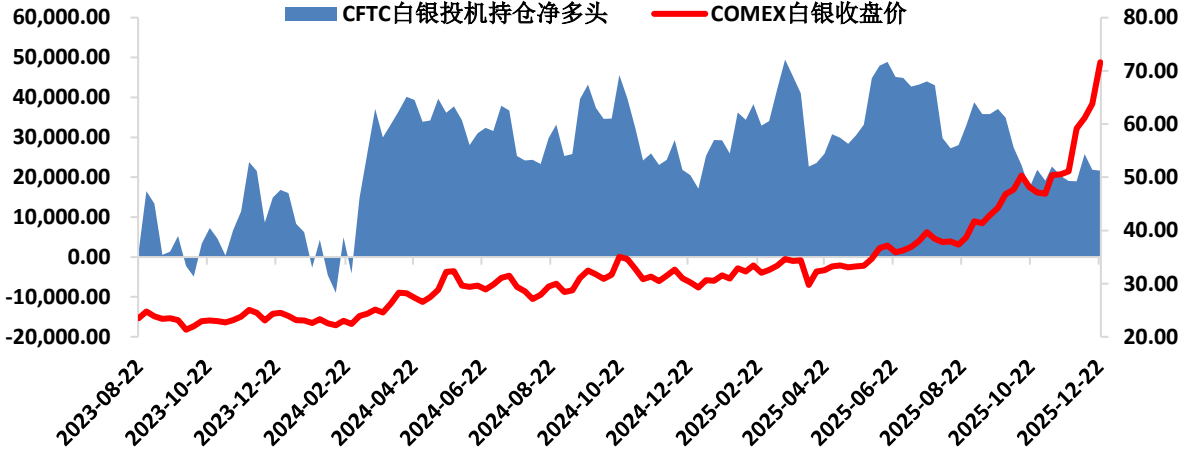
- 截至12月31日，全球最大SPRD黄金ETF基金持仓量约为1070.6吨，当月持仓增加19.7吨，金价走强ETF持仓同步上升；全球最大SLV白银ETF基金持仓量约为16444吨，较前一个月增加834吨，在银价飙升过程中ETF同步流入。
- 12月伦敦白银同业拆借利率出现上升表明市场实物需求偏紧，远月利率和近月的差值有所扩大，反映市场对白银长期紧缺的预期。

贵金属期货持仓与库存——金银价格上涨过程中投机净多头持仓有所分化，白银主力并非投机交易者而是实物交割需求强劲的投行等

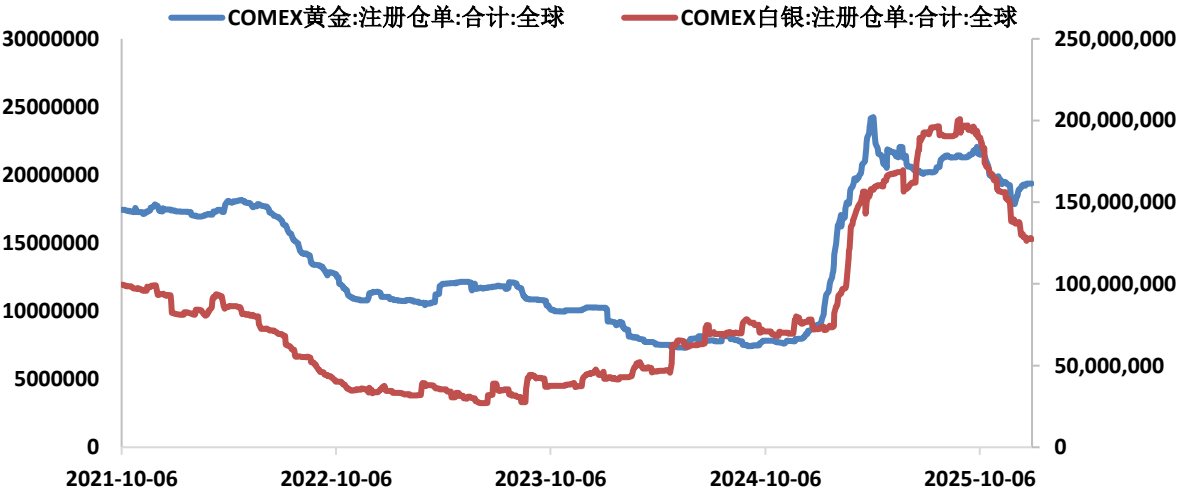
CFTC黄金期货投机持仓净多头变化



CFTC白银期货投机持仓净多头变化



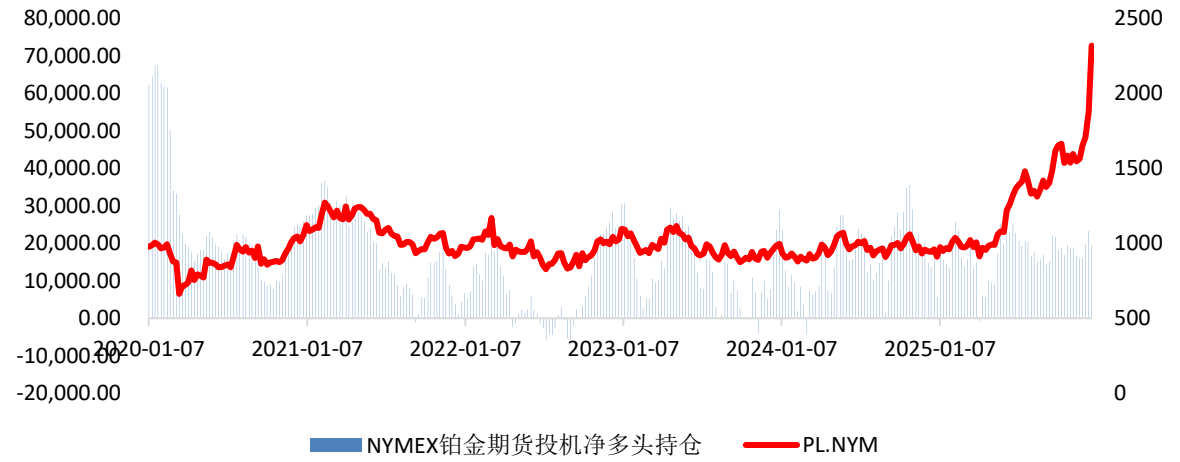
COMEX黄金与白银期货仓单库存



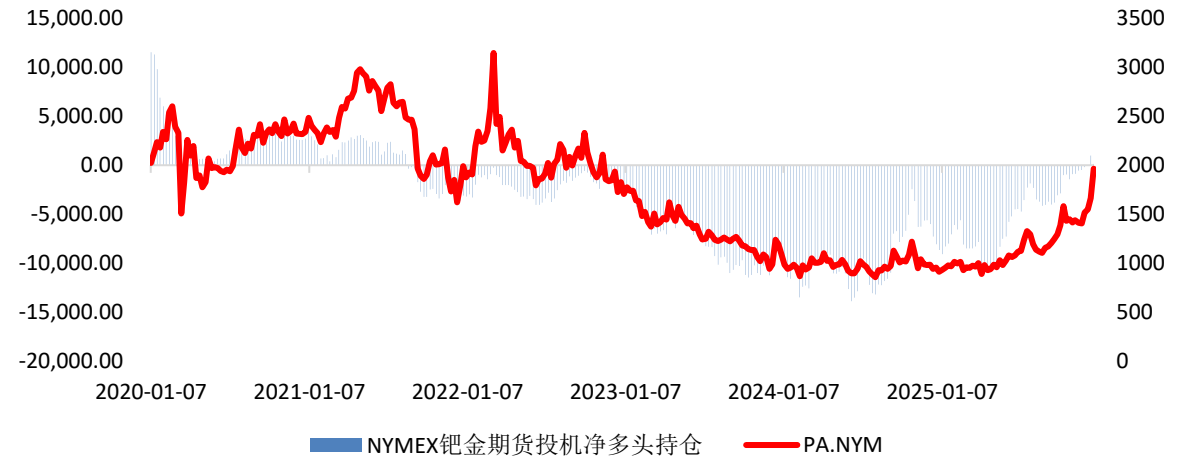
- 12月23日当周，CFTC黄金期货投机持仓净多头为136720手，环比前一周略增加3674手，在金价上涨过程中多空头均有增仓反映短期分歧增加；白银期货投机持仓净多头为21608手，环比减少279手，多空头都减持，银价强势上涨过程中投机多头持仓变化不大表明市场主力并非投机交易者而是实物交割需求强劲的投行等。
- 12月COMEX黄金注册仓单先降后回升总体平稳，白银仓单减少1100万盎司回到年初低位附近，实物交割需求强劲单月交割量占可交割库存的50%。

贵金属期货持仓与库存——12月中旬铂钯启动一轮强劲的上漲，投机多头持仓有所增加，铂金伦敦同业拆借利率持续上升反映现货库存趋紧

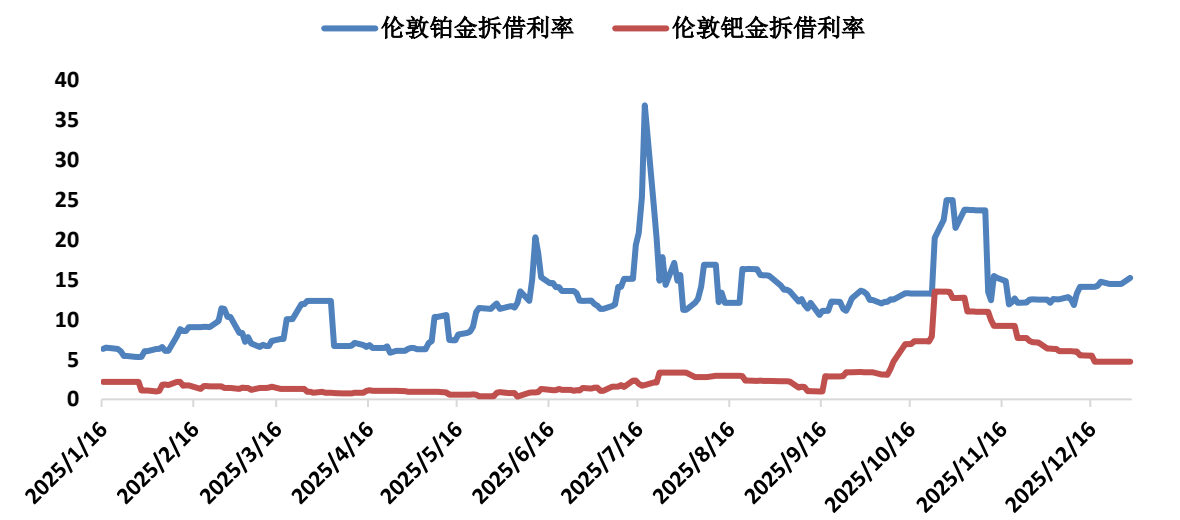
CFTC铂金期货投机持仓净多头变化



CFTC钯金期货投机持仓净多头变化



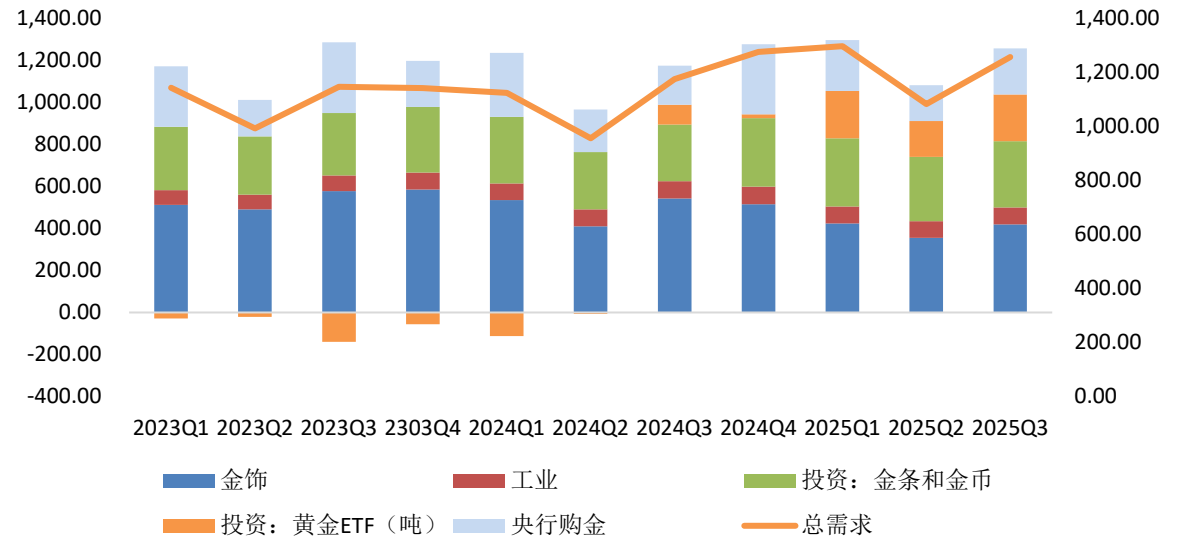
伦敦铂钯同业拆借利率 (%)



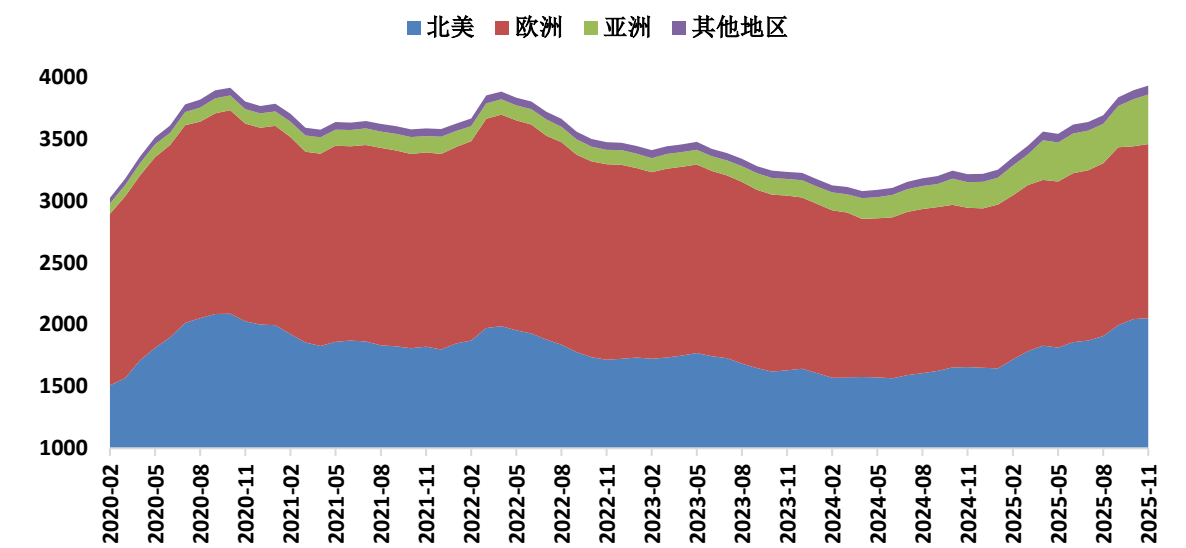
- 12月23日当周，CFTC铂金期货投机持仓净多头为19343手，环比前一周减少3950手，投机多空头均减少；钯金期货投机持仓净多头维持净流入122手，反映多头力量仍然占优但优势较前一周减弱。12月中旬铂钯启动一轮强劲的上漲，投机多头持仓有所增加但月末有所减少。
- 近期铂金价格大幅走强伦敦同业拆借利率持续上升反映现货库存趋紧，但钯金库存相对宽松。

全球黄金供需——全球黄金ETF持仓仍维持净流入，连续6个月增加，亚洲净流入规模超越欧美地区，机构增持黄金惯性持续

全球黄金季度需求变化（吨）



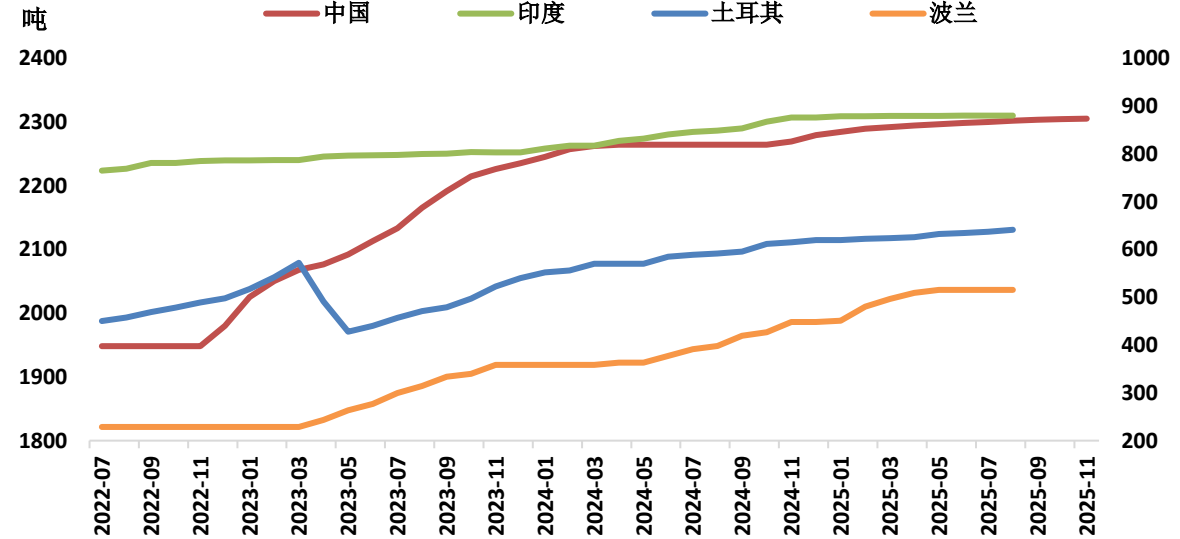
全球黄金ETF按地区持仓量情况（吨）



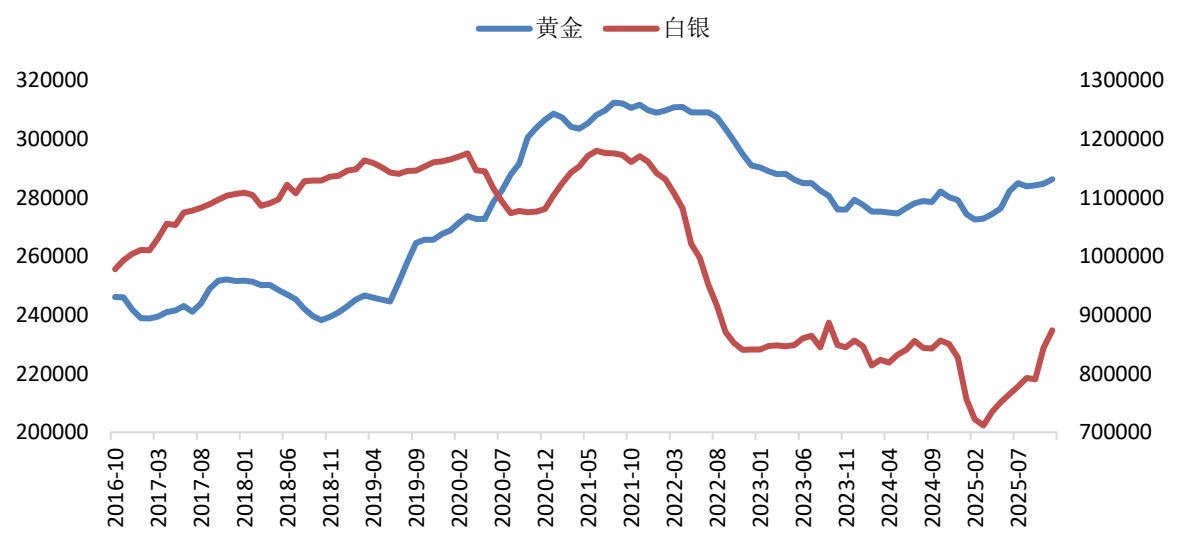
- 据世界黄金协会统计，2025年三季度全球黄金总需求为1258吨，环比二季度回升16%，同比去年增长7%，黄金在4-8月盘整后在9月再度迎来价格突破，当季各个领域的需求均有增加，特别使ETF和央行购金需求环比二季度显著上升，首饰亦脱离2020年以来新低而回升；
- 11月在金价转入震荡区间情况下，全球黄金ETF持仓仍维持净流入但幅度不及10月，共增持32.2吨连续6个月增加，其中亚洲净流入规模超越欧美地区，机构增持黄金惯性持续。

央行购金与现货库存——中国央行11月连续13个月购金，伦敦金银库存持续回升显著但白银供应紧缺问题仍存

新兴国家官方黄金储备（印度、土耳其、波兰：右轴）



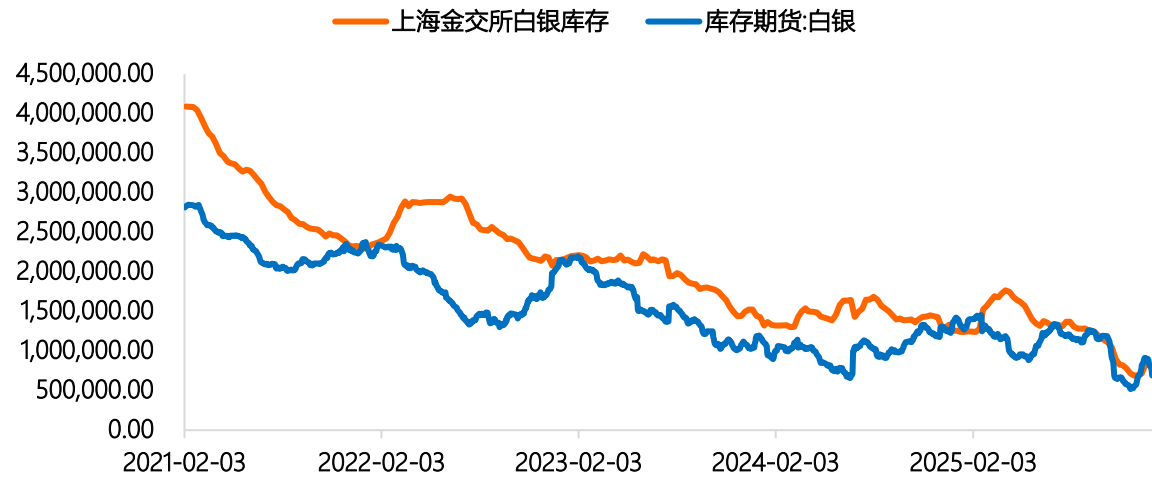
LBMA伦敦金银库存（千盎司）



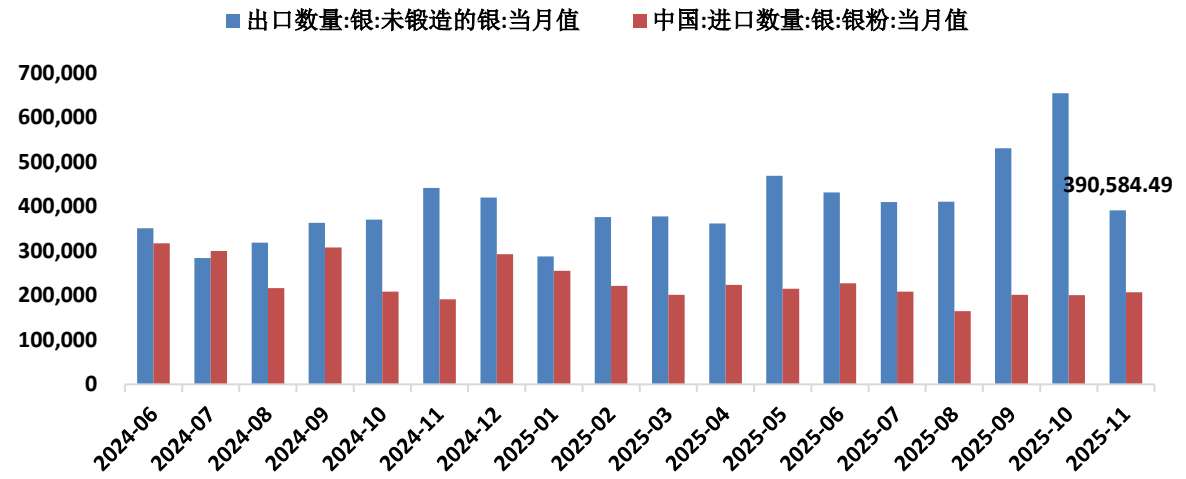
- 以新兴国家为首的央行大规模持续购入黄金是近年推动金价上涨的重要因素之一，其中中国、印度、土耳其和波兰央行购金规模较大，使金价获得支撑；中国外管局公布11月末黄金储备约2305.4吨，较10月末环比增加约0.93吨，为连续13个月增持，央行购金节奏保持稳健；
- 2025年11月LBMA伦敦黄金库存小幅增加至约8905吨，环比增加48吨，为连续3个月回升，金价快速上涨后回调使实物投资等需求有所放缓；白银库存大幅增加933吨至27184吨，此前由于伦敦现货供应紧张带来价格飙升后LBMA快速将纽约和上海等市场白银回流但大量仍为ETF持仓等被锁定的库存。

白银国内库存和贸易——国家收紧出口后国内两大交易所白银库存均有回升但月末因“抢购潮”而再次回落，11月白银出口环比大幅减少

国内白银显性库存（公斤）



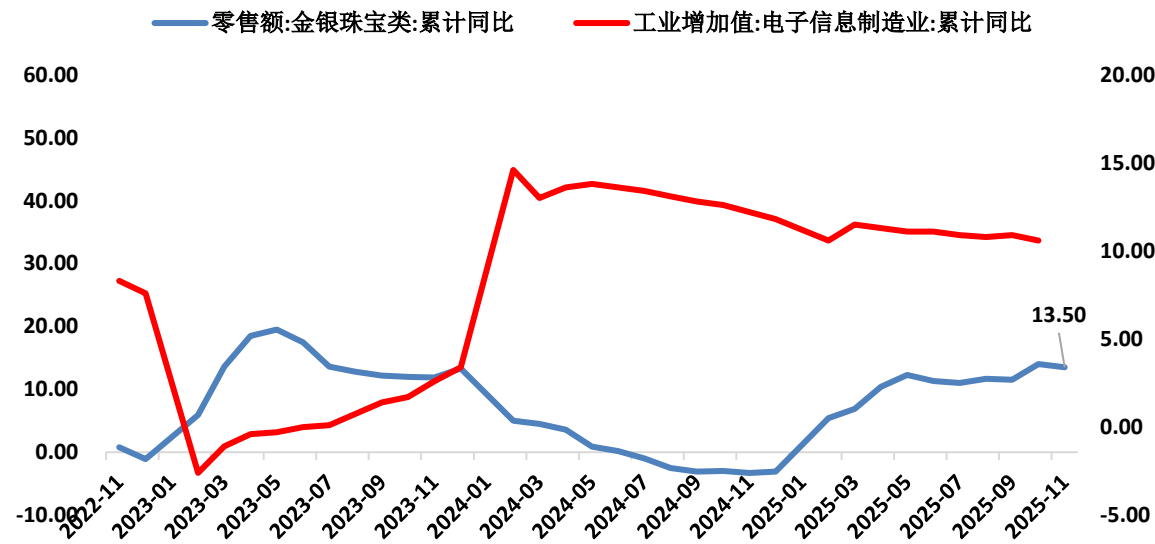
白银制品进出口量（千克）



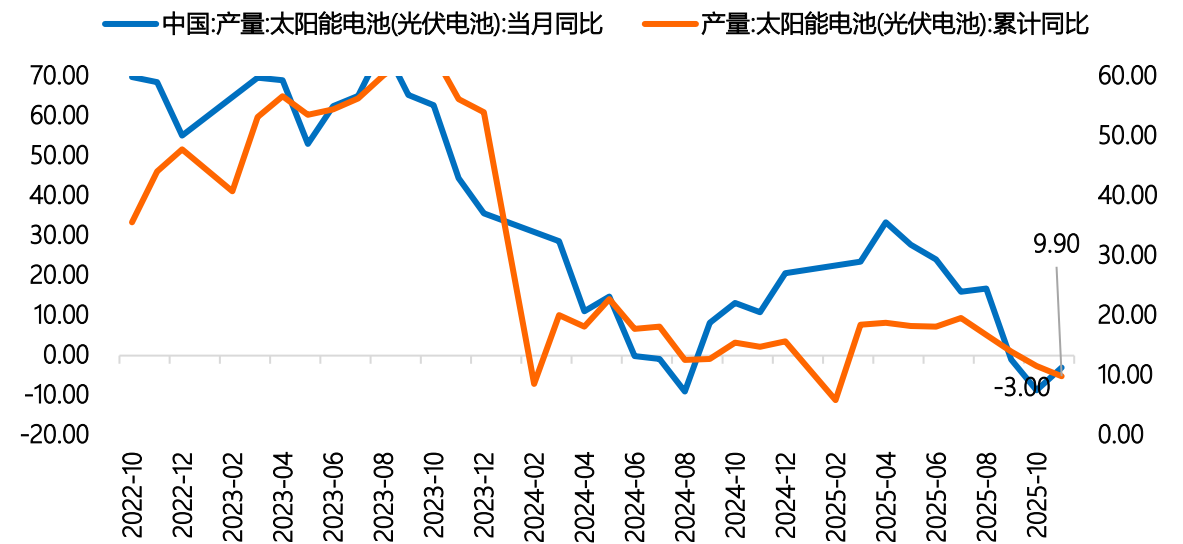
- 12月国内两大交易所白银库存在国家收紧出口后有所回升，但月末由于白银大涨加剧部分投资者抢购实物现货使库存再次回落；
- 11月我国未锻造白银出口量在国家宣布收紧出口后较10月快速下降至390吨，环比减少40%，同比则降11%；银粉进口量为206吨较10月略有增加，当前光伏白银对进口银粉需求保持平稳。

白银需求——黄金税收新政对国内消费需求的抑制或显现，光伏生产跌幅收窄，美联储降息和AI、新能源车需求潜力下需求存在韧性

金银珠宝零售与电子信息制造业工业增加值累计同比（%；右轴：消费电子）



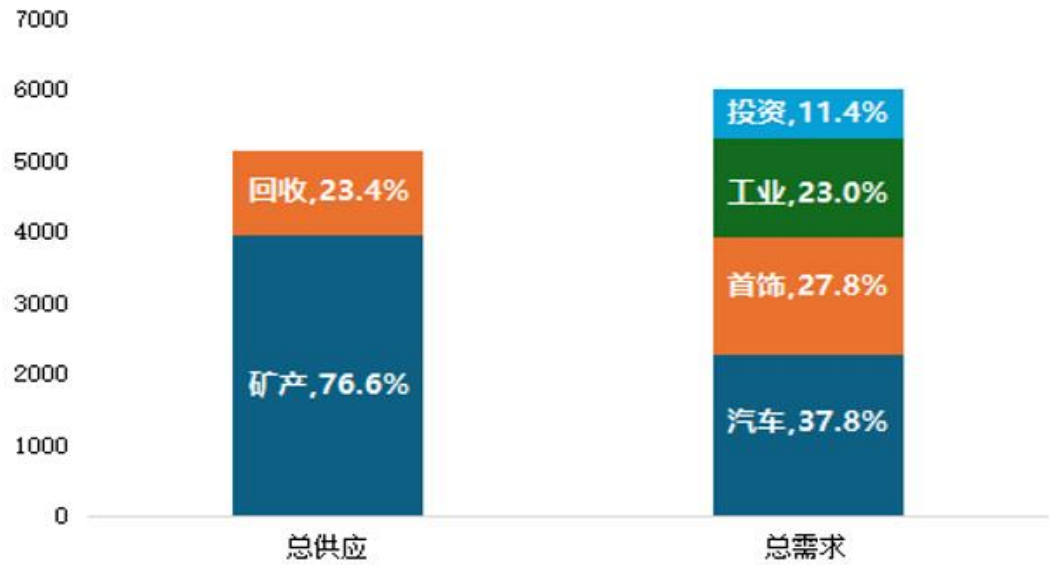
光伏电池产量变化（%；累计同比：右轴）



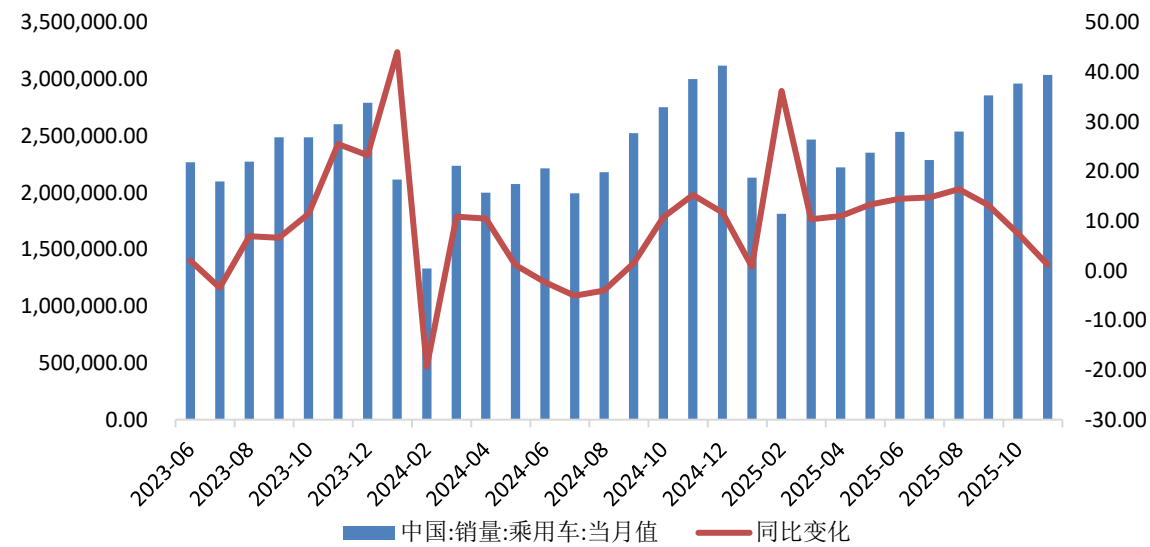
- 11月国内珠宝零售额累计同比增幅再度回落至13.5%，国内黄金税收新政对人们的消费需求的抑制或开始显现；10月电子信息行业工业增加值累计同比增幅回落至10.6%，或与国庆+中秋长假影响有关，在关税影响减缓后出口偏强使电子消费整体维持高增；11月光伏太阳能电池当月产量在高基数背景下负增收窄至3%表明市场需求好于预期；年末在美联储降息和AI、新能源车需求潜力下白银工业需求凸显韧性，世界白银协会下调对2025年白银总需求的预测但预期2026年需求保持乐观。

铂钯需求——铂金供应下降使缺口仍较大，燃油车销售市场萎缩影响铂族金属的工业需求，铂金供不应求在2026年有望缓解

2025年前三季度全球铂金供需结构情况（千盎司）



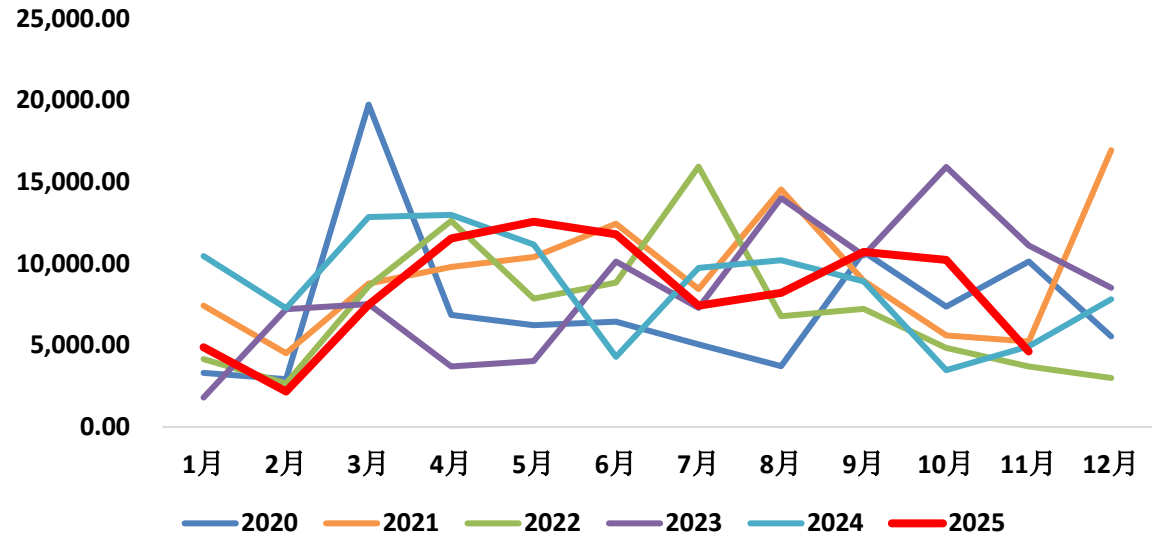
国内乘用车市场销售数据（%；同比：右轴）



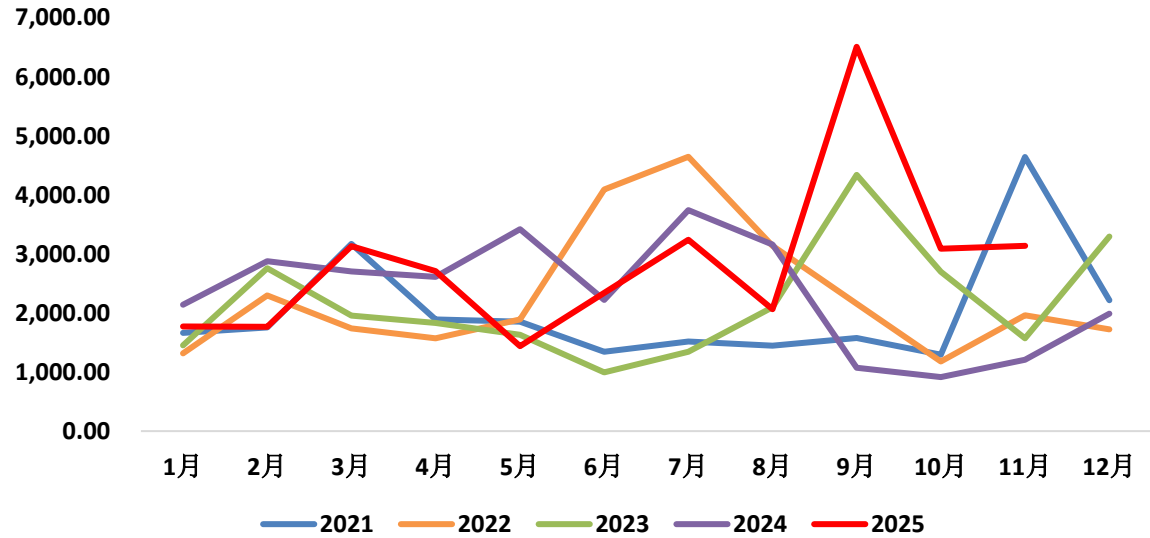
- 根据WPIC数据，2025年前三季度累计供应量为517万盎司，需求为601万盎司，录得约84万盎司（26吨）的缺口。今年铂金供应较2024年同期下滑4.4%，需求则较2024年同期略降0.7%。铂金市场处于连续第三年的结构性短缺状态，目前WPIC预计2025全年将保持在74万盎司左右的赤字较2024年（97万盎司）有所收窄，但仍占年需求量超过十分之一。
- 11月全国乘用车市场零售222.5万辆，同比下降8.1%，环比下降1%，其中燃油车国内零售同比下降22%；纯电动市场零售同比增9.2%。

铂钯需求——11月国内铂金进口环比大幅下降，增值税即征即退政策取消后进口量迅速萎缩，钯金进口相对稳定

铂金进口量季节性变化（千克）



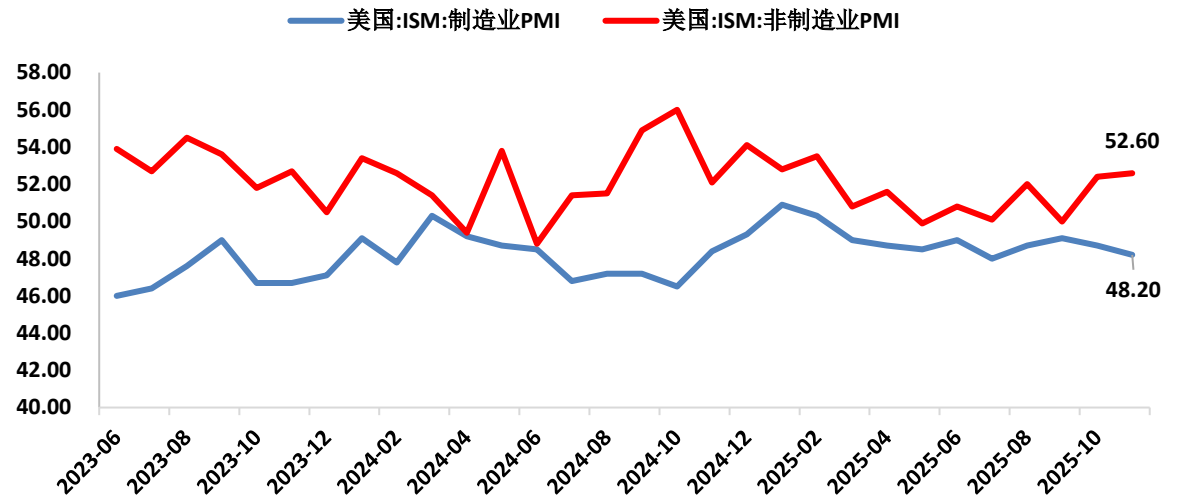
钯金进口量季节性变化（千克）



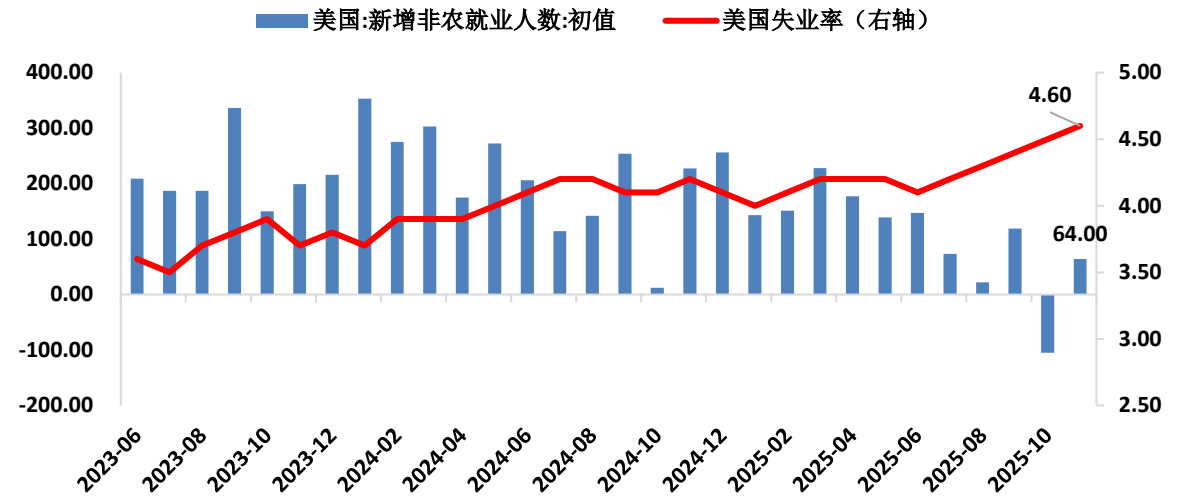
- 11月国内进口铂金10.23吨，同比回落6.4%，环比大幅下降55%，整体低于季节性，在铂金取消增值税即征即退后进口量迅速萎缩；国内进口钯金3.14吨，同比上涨159.5%，环比略增1.6%在9月进口大增后回落整体稳定。

宏观影响因素——11月美国制造业和服务业PMI表现分化，非农数据相对疲软失业率创新高，三季度经济增长反弹超预期消费保持强劲

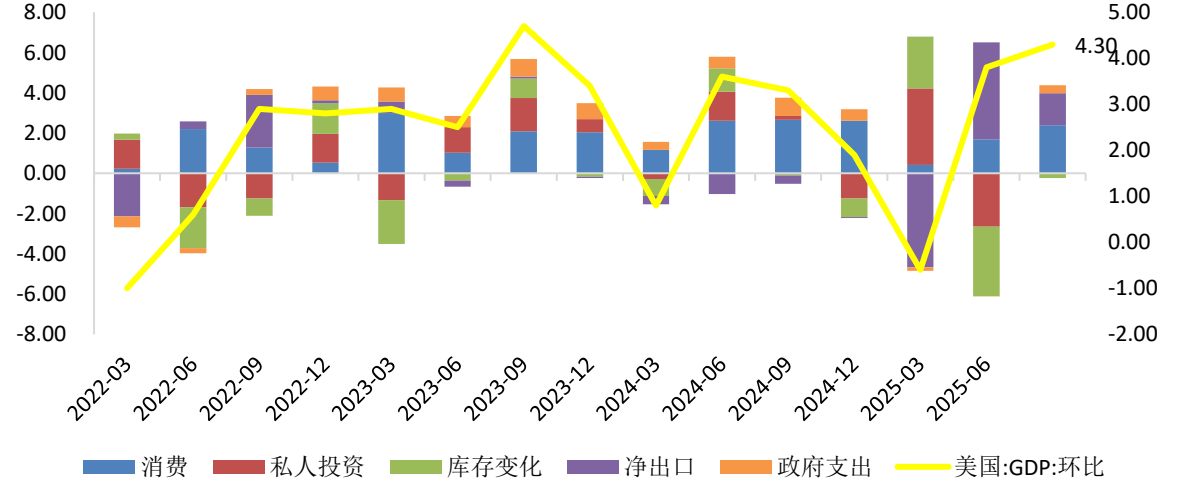
美国制造业与服务业PMI



美国新增非农就业人数与失业率（失业率：右轴）



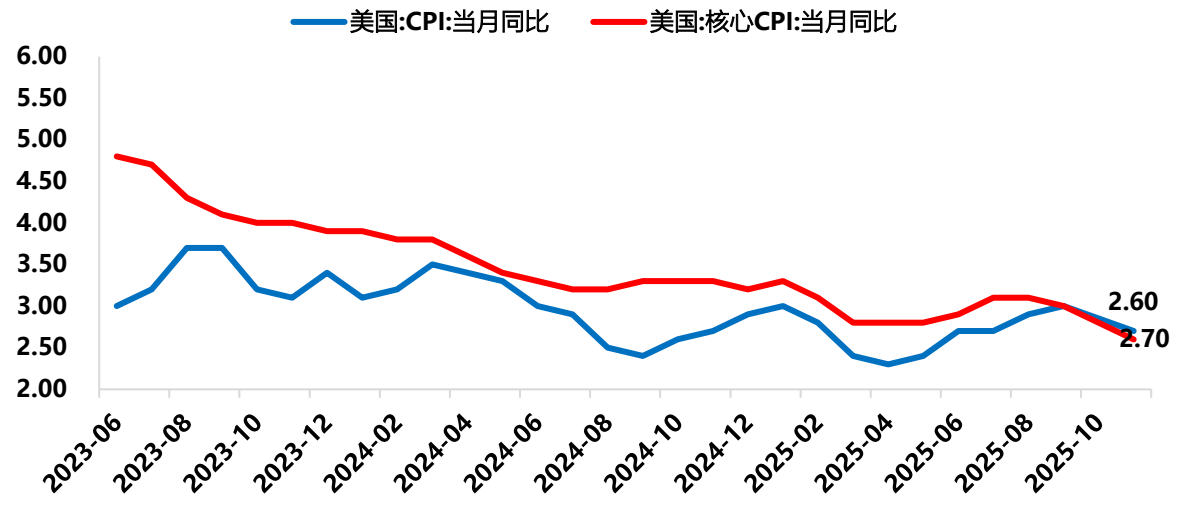
美国GDP环比与分项拉动（%；GDP环比：右轴）



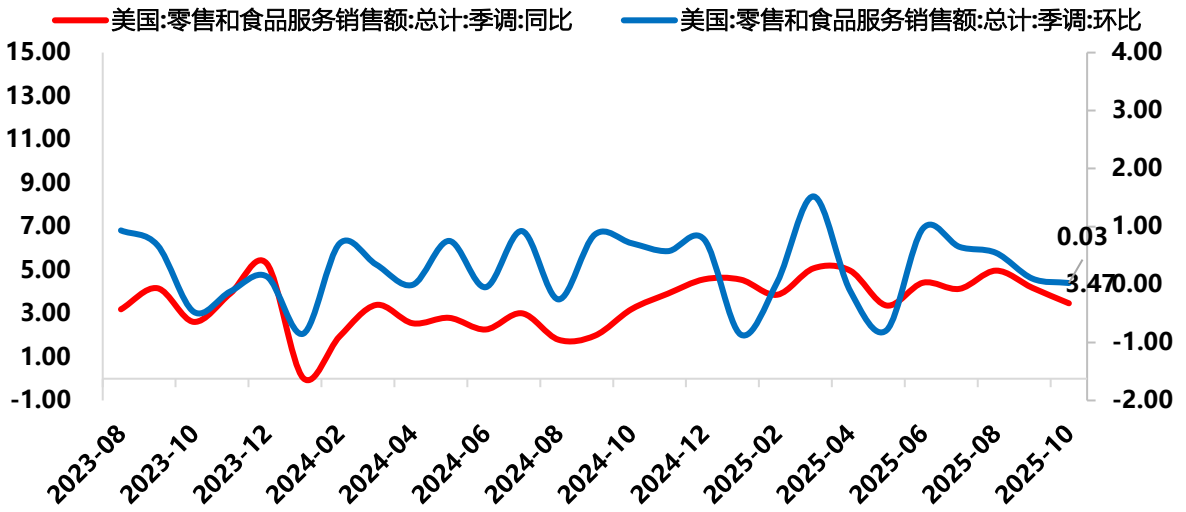
- ❑ 美国11月ISM制造业PMI为48.2，不及预期49，前值为48.7，制造业持续收缩，工厂活动萎缩幅度创四个月最大。新订单指数回落反映客户需求依然乏力，就业指数进一步走低而物价支付指数超预期反弹；ISM服务业PMI指数升至52.6，创九个月来新高，好于预期的52。整体服务业指数受到供应商交付时间延长以及商业活动进一步改善的支撑，就业指数升至六个月高点表明就业下降速度放缓；
- ❑ 美国11月非农就业人数增加6.4万人略好于预期的5万人，10月数据因美国政府“停摆”而减少了10.5万人，预期减少2.5万人，8月和9月新增就业人数再次下修，合计减少3.3万人。11月失业率意外升至4.6%，高于9月的4.4%，为2021年以来最高水平，10月失业率因政府关门而缺失，当前劳动力市场持续呈现下行压力，低就业和高劳动力参与率使失业率不断上升。
- ❑ 美国公布三季度实际GDP年化季环比回升至4.3%，创两年内最快增速，预期3.3%，前值3.8%，经济增长超预期主要由于消费者支出在第三季度表现强劲增幅达3.5%，远高于第二季度的2.5%，此外企业支出以及更加平稳的贸易政策对经济也有提振。

宏观影响因素——11月美国CPI超预期回落核心通胀持续放缓，10月零售销售数据弱于预期，房地产疲软反映当前传统行业的下行压力

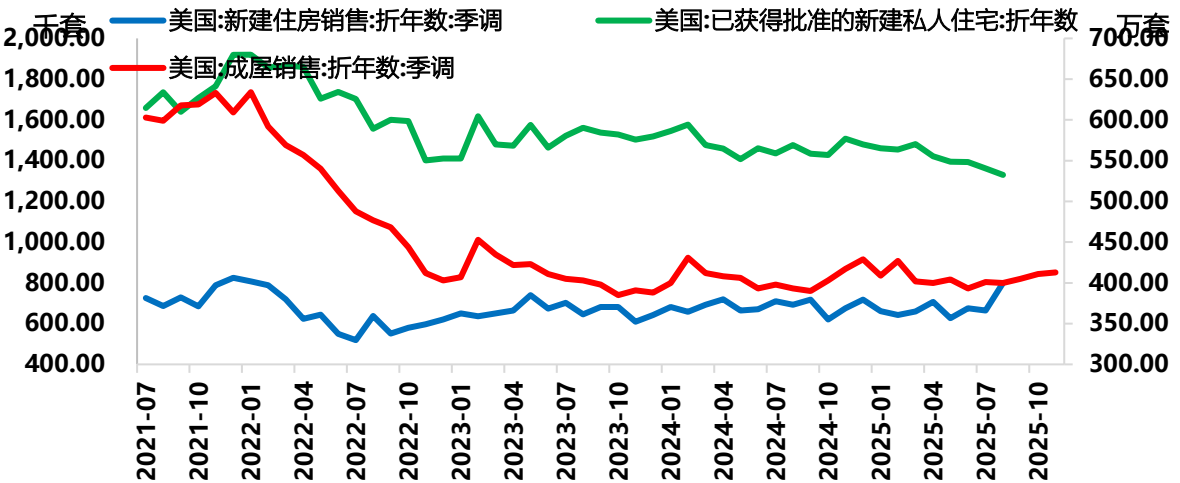
美国CPI和核心CPI当月同比 (%)



美国零售销售同环比变化 (%; 环比: 右轴)



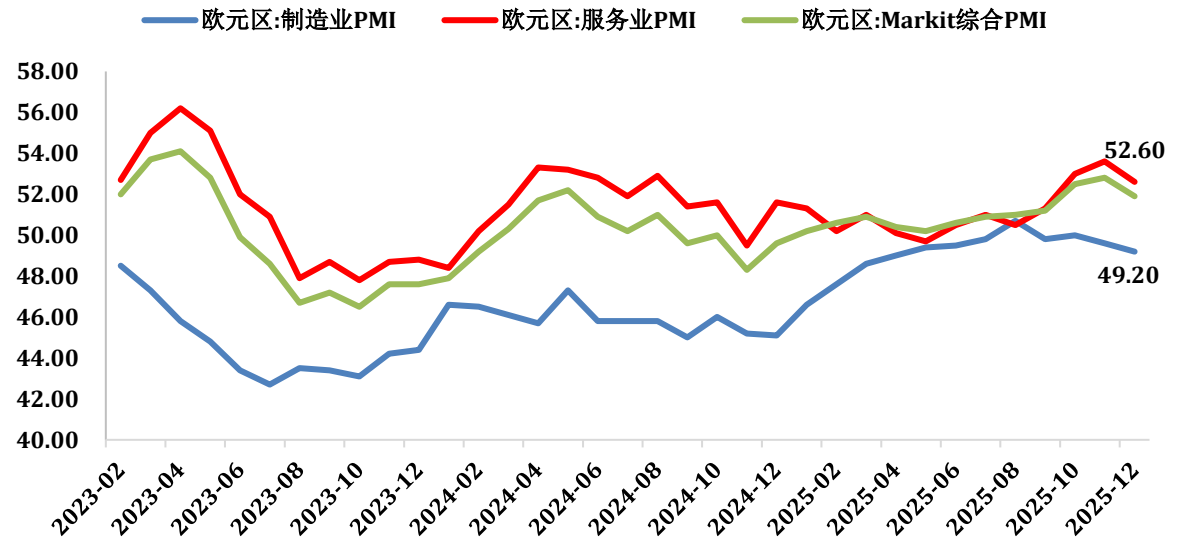
美国房地产销售和 investment 数据 (右轴: 成屋销售)



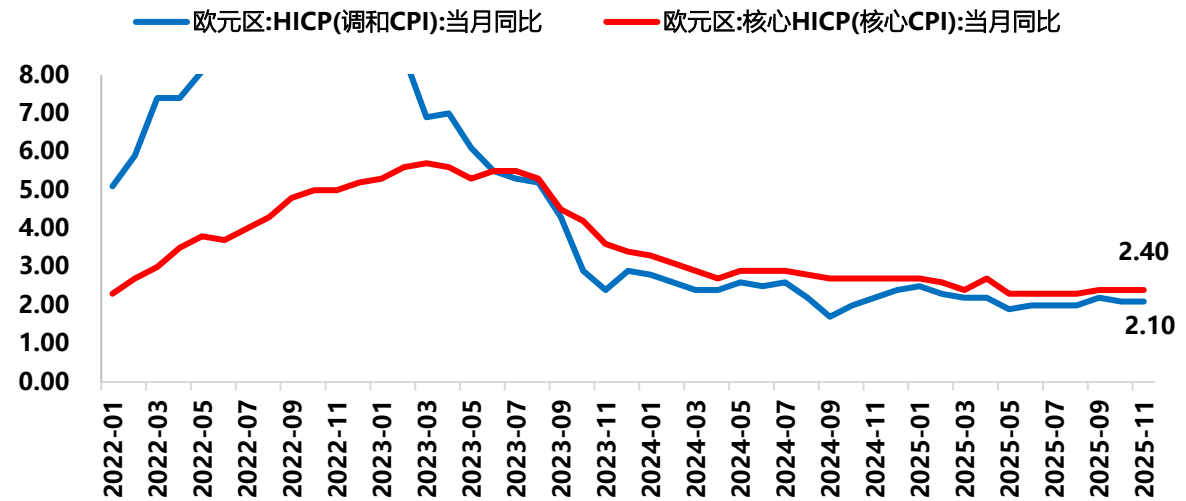
- 美国11月CPI同比2.7%，低于市场预期的3.1%；核心CPI同比2.6%亦不及市场预期的3%，为2021年3月以来新低。美国10到11月CPI累计涨0.204%，核心CPI两个月累计涨0.159%，10月份的CPI报告因政府停摆而取消。官方分析核心通胀放缓主要受到酒店住宿、娱乐和服装成本下降的抑制，但家用家具和个人护理用品价格有所上涨，目前更多迹象表明美国通胀降温，但因政府停摆可能存在缺失；
- 美国10月零售销售环比持平，不及预期的0.1%和前值0.2%，除汽车经销商和加油站后外零售销售环比增长0.5%，好于预期的0.4%。13个零售类别中有8个录得增长，百货商店和在线零售商表现强劲，假日购物季早期消费存在韧性，汽车及零部件经销商销售额和加油站销售额均有下降；
- 美国11月成屋销售总数年化413万户，再次回升，但低于预期415万户，前值上修至411万户，环比上涨0.5%。房屋售价中位数同比上涨1.2%至40.92万美元，但环比再次回落创今年3月以来新低；数据反映随着美联储降息使按揭成本减少对房地产销售形成提振。

宏观影响因素——12月欧元区服务业和制造业景气度均转弱超预期，欧洲央行第四次按兵不动，若经济增长韧性，市场预期2026年可能加息

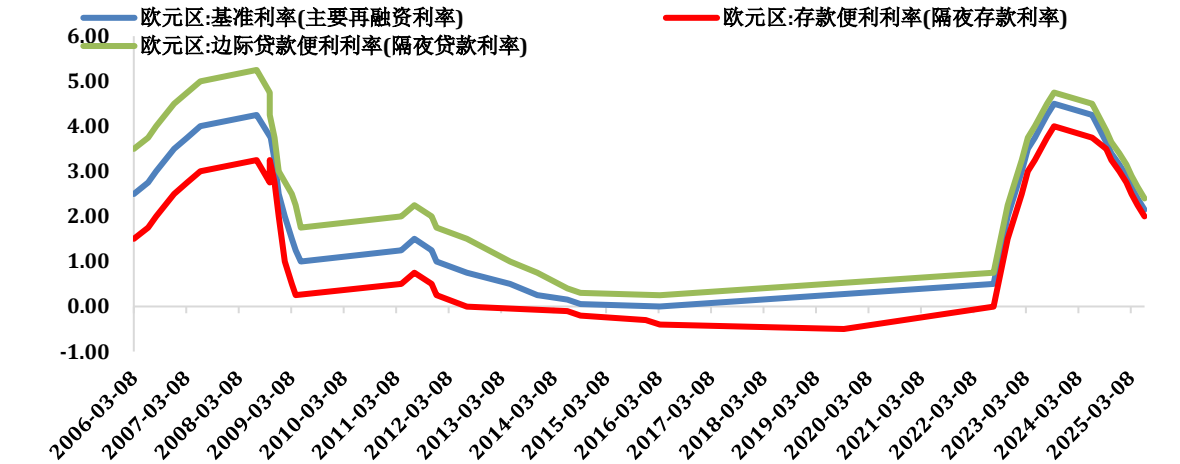
欧元区制造业与非制造业PMI



欧元区CPI与核心CPI同比 (%)



欧洲央行利率变化 (%)

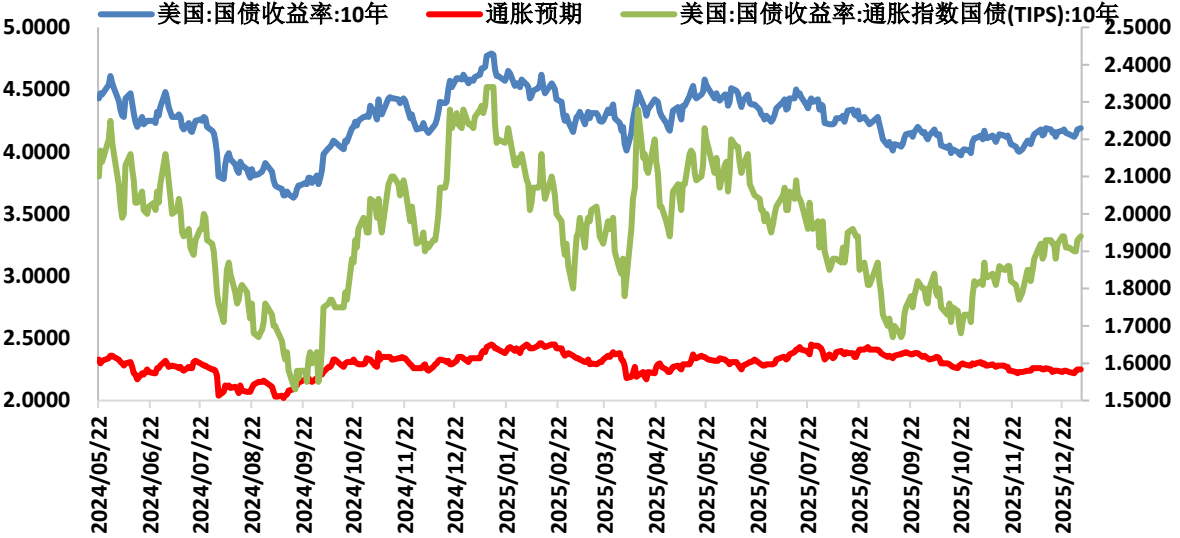


- ❑ 欧元区12月制造业PMI初值降至49.2，创八个月低点，预期49.9；服务业PMI初值降至52.6，低于前值53.6，预期53.3；综合PMI初值降至51.9，创三个月新低，前值52.8；德国和法国表现分化，订单需求下滑拖累整体景气度，特别是德国的疲软；
- ❑ 欧元区11月CPI同比初值从上月的2.1%加速至2.2%，高于预期的2.1%，能源价格持续下跌；核心CPI维持在2.4%不变，服务价格的持续快速增长支撑整体通胀反弹，而耐用品价格增长则相对温和；
- ❑ 欧元区三季度GDP环比增长0.2%，超过预期的0.1%，也好于第二季度的0.1%，同比增速从1.5%放缓至1.3%，成员国之间的表现分化加剧，其中法国增速创近三年最高，德国经济则陷入停滞。经济增长韧性支撑欧洲央行连续第四次维持利率不变，在通胀符合目标的情况下本轮降息周期结束，市场开始定价2026年可能加息。

数据来源：Wind，广发期货研究所

宏观影响因素——美国劳动力市场持续趋弱叠加通胀放缓情况下，部分官员发声偏鸽派，1月降息概率超过80%

10年期美债收益率、通胀预期与实际利率（%；右轴：TIPS国债）



美元指数与黄金价格（右轴：黄金价格）



FedWatch美联储降息概率预测(%)

MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375
2026/1/28		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.2%	82.8%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.9%	43.6%	49.5%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	14.9%	44.9%	38.7%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.8%	9.0%	31.7%	41.4%	17.0%
2026/7/29	0.0%	0.2%	3.2%	15.6%	34.5%	34.4%	12.1%
2026/9/16	0.1%	1.2%	7.3%	21.9%	34.5%	27.0%	8.1%
2026/10/28	0.3%	2.3%	9.9%	24.1%	33.1%	23.6%	6.6%
2026/12/9	0.6%	3.5%	12.1%	25.5%	31.7%	21.0%	5.6%
2027/1/27	0.6%	3.4%	12.0%	25.3%	31.6%	21.2%	5.8%

数据来源：Wind，CME，广发期货研究所

- 美联储12月如期宣布降息25个基点将决议以9票支持、3票反对的比例通过，2019年以来首次出现三名官员投反对票，其内部分歧加大。决议同时宣布当月启动400亿美元的短期国债购买用于准备金管理，在关键时间保障市场流动性。从最新点阵图看，多数官员预计明后年各降息一次。经济预期方面，美联储上调了2026年GDP增速预测但下调了通胀和失业率的预期。主席鲍威尔在发布会上表示，就业市场逐步降温但慢于预期，商品通胀可能会在2026年一季度见顶，在否认加息的可能性同时表示未来将更加耐心等待观察经济接下来的演变。
- 美联储决议偏鸽派，会议纪要总体未有更多增量信息，尽管内部存在分歧但市场预期在美国劳动力市场持续趋弱叠加通胀放缓情况下，部分官员发声偏鸽派，1月的概率超过80%，年内预期约降息3次。

报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1292号

数据来源：Wind、CCF、iFinD、Mysteel、SMM、Bloomberg、隆众资讯、卓创资讯、广发期货研究所

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！



THANKS!

地址：广州市天河区天河北路183-187号大都会广场38楼，41楼，42楼、43楼

电话：020-88800000

网址：www.gfqh.com.cn

