

贵金属月报

1月贵金属大涨但月末“暴跌”风险释放 2月临近春节行情将盘整

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31日 叶倩宁 从业资格：F03088416 投资咨询资格：Z0016628



- **上月观点：**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，建议关注波动率多头逢低配置。
- **行情回顾：**2025年贵金属的大幅上涨在2026年第一个月得到延续且在年初资金配置情绪浓厚、贸易地缘冲突频发及美元持续走弱的情况下价格更加强势并屡创新高，实物交割需求强劲造成低库存使白银一度涨幅达到70%。然而价格高波动伴随高风险，随着交易所多次出台风控限制措施打压投机情绪，美国与各国的摩擦有所缓和，月末因美股大跌导致市场流动性收紧，特朗普宣布提名相对“鹰派”的候选人为美联储主席，引发了多头资金恐慌性“出逃”造成价格“闪崩”大跌，前期涨幅大量回吐。1月底，周五国际金价在5000美元上方回调10%，当月仍累计上涨13.01%，月K线创“六连阳”，国际银价涨幅收窄至仅19.12%回到85美元附近；铂金价格跟随黄金等冲高后大跌振幅相对更大，月末自2900美元上方回落至2176美元，当月仅涨5.34%；钯金价格走势相对铂金更强当月累计涨5.82%。

- **后市展望：**美联储在美国经济运行状况有所改善的情况下降息步伐暂缓，尽管美联储提名相对“鹰派”官员为主席但在面临中期选举的压力预期将保持相对宽松预期，贸易摩擦和地缘风险的担忧驱动资金加大黄金配置比例，在全球主流机构持续上调贵金属价格预测及“去美元化”驱动下，投资需求占比不断上升，央行购金规模偏高，都对黄金价格形成支撑。综合来看，短期消息面叠加资金情绪影响波动风险较大，关注20日均线的支撑不排除多次测试，黄金可在行情稳定后再择机配置买入平值或浅虚值看涨期权代替多头，做多金银比套利可轻仓参与。
- **宏观：**近期美国经济在K型分化背景下，就业和通胀放缓到达一定平台，目前随着美联储降息对服务消费和地产领域景气度带来改善，而关税影响减弱企业投资信心亦有回升或将带动招聘市场回暖，在数据变化较小情况下总体上对市场的影响钝化，通胀可能再次成为核心影响指标。
- **美联储货币政策：**美联储1月公布决议如期保持利率不变，这是联储自2025年9月起连续三次会议降息后首次暂停行动，本次FOMC票委有4人轮换其“鹰派”力量增加，决议声明称经济活动稳步扩张、失业率显示企稳迹象，删除“近几个月就业下行风险已增加”，重申通胀仍略高企。比决议更受关注的是特朗普宣布凯文·沃什提名下任美联储主席，其因支持“降息+缩表”的货币政策被认为更加“鹰派”，可能带来就业和通胀的新平衡，同时打消市场对美联储“独立性”受损的担忧，然而在美国政府债务高企的情况下其仍将引导美联储降息；在美联储宣布暂停降息并重申通胀仍高而美联储新主席候选人对货币政策“偏鹰”的情况下，当前市场仍预期其最快降息时点需到6月后，年内仍较降息2次。
- **资金情绪：**金银价格走强但ETF持仓分化，有机构等资金转入谨慎观望而止盈离场，1月以来伦敦白银同业拆借利率下降反映当地供应转松。

- **后市展望：**目前供应库存紧张等驱动白银上涨的逻辑仍未变化，但临近春节企业陆续放假或使需求转弱，短期价格在“暴跌”后资金情绪恐慌下行情仍有回调风险。未来因原材料成本可能加速企业用其他金属取代白银从而抑制工业领域的需求，而AI等领域新增需求则有望持续为看多银价带来支持。监管限制和宏观消息面情绪等因素影响反复银价或在70-110美元区间波动幅度较大，节前机构ETF持续减仓观望使流动性下降，建议保持谨慎观望等待市场波动率回落，单边头寸可以运用卖出期权等方式锁定风险。
- **金银比：**影响中性，1月前期在白银暴涨情况下金银比一度跌至40以下的极端水平，月末贵金属大幅回调过程中白银跌幅相对黄金更大使金银比出现反弹，短期可能仍有上修空间；
- **供需：**影响中性，12月我国未锻造白银出口量在国家宣布收紧出口后进一步下降，银粉进口量连续两个月回升，在银价走强的情况下光伏白进口银粉需求仍较稳定；12月国内珠宝零售额累计同比增幅小幅回落，贵金属价格走强对珠宝消费的意愿略有影响；11月电子信息行业工业增加值累计同比延续小幅下行，电子消费领域总体上增长保持强劲；12月光伏太阳能电池当月产量在高基数背景下负增扩大，光伏行业仍处于回落周期；展望2026年在美联储降息和AI、新能源车需求潜力下白银工业需求凸显韧性，世界白银协会对2026年需求保持乐观。国家宣布今年4月1日起取消光伏产品出口退税可能再次带来“强出口”情况，白银需求将前置；
- **库存：**大规模的实物交割量使COMEX白银仓单库存1月大幅减少减少2300万盎司，目前仅剩1.04亿盎司，近期伦敦白银同业拆借利率出现持续回落至过去相对的低位反映当地市场对白银实物紧张情况有所缓解。

- **后市展望：**铂钯在宏观金融属性及供应偏紧格局的支撑下，工业需求平稳而投资需求升温，中长期走势跟随黄金波动中枢持续上抬，但短期伦敦现货市场供应紧张有所缓和可能抑制上涨空间，价格将转入盘整阶段，建议保持观望等待行情调整到位再尝试买入或短线做高抛低吸操作。
- **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，因此短期铂钯比持续处于相对高位。
- **供需：**影响偏多，从国外以下矿企公布的数据看，2025-2026年铂钯的供应量将有所下调可能使供需延续偏紧态势，而国内取消铂金进口“即征即退”的优化后进口有所回升但整体仍低于季节性，国内铂金价格大涨对进口意愿提振有限，由于钯金价格上涨幅度相对较小或使部分企业更加倾向使用钯金进行工业上的生产。
- **库存流动性：**铂金投机多空均有离场表明机构等对本次贵金属价格大涨的观望情绪更浓，铂金拆借利率前期有所攀升但月末呈现大幅回落，表明受到影响而供应紧张情况缓和。

金银行情回顾——1月贵金属大涨但月末“暴跌” 风险释放 2月临近春节行情将盘整

国际金价走势



国际银价走势



铂钯行情回顾——1月贵金属大涨但月末“暴跌” 风险释放 2月临近春节行情将盘整

国际铂金走势

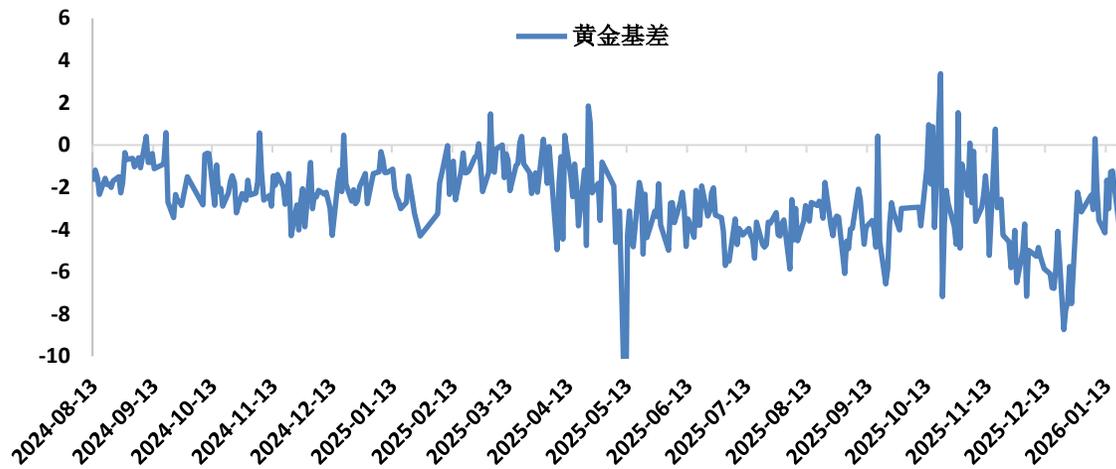


国际钯金走势

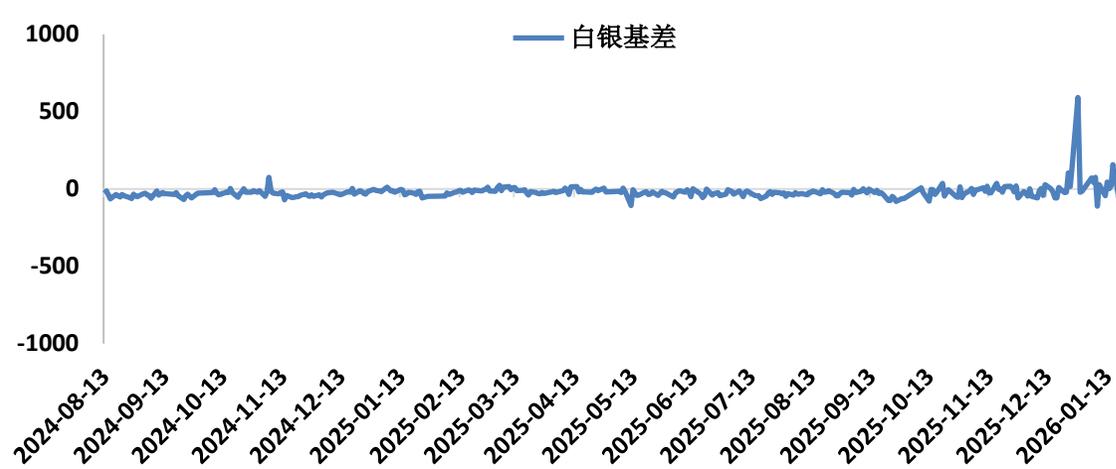


贵金属期现价差——在金银波动剧烈的情况下国内基差均冲高现货一度升水期货随后修复，COMEX合约多次贴水于期货

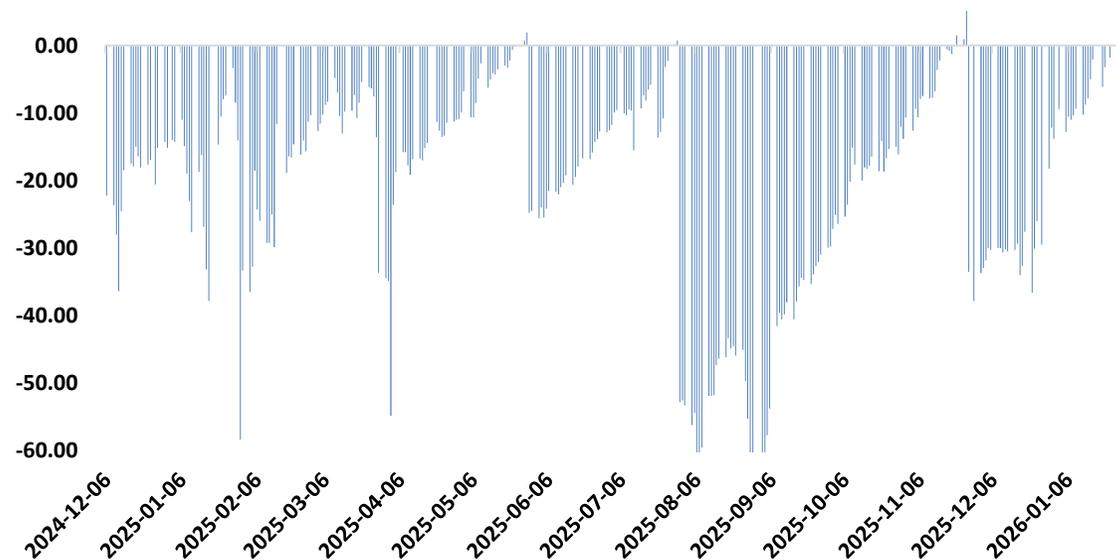
黄金t+d和沪金主力价差



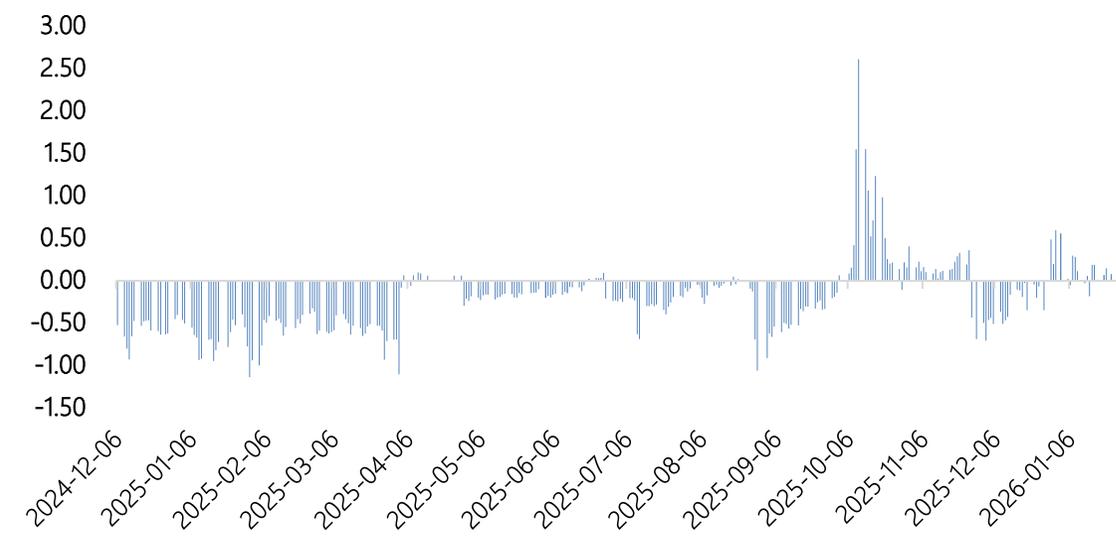
白银t+d与沪银主力价差



伦敦金-COMEX金价差

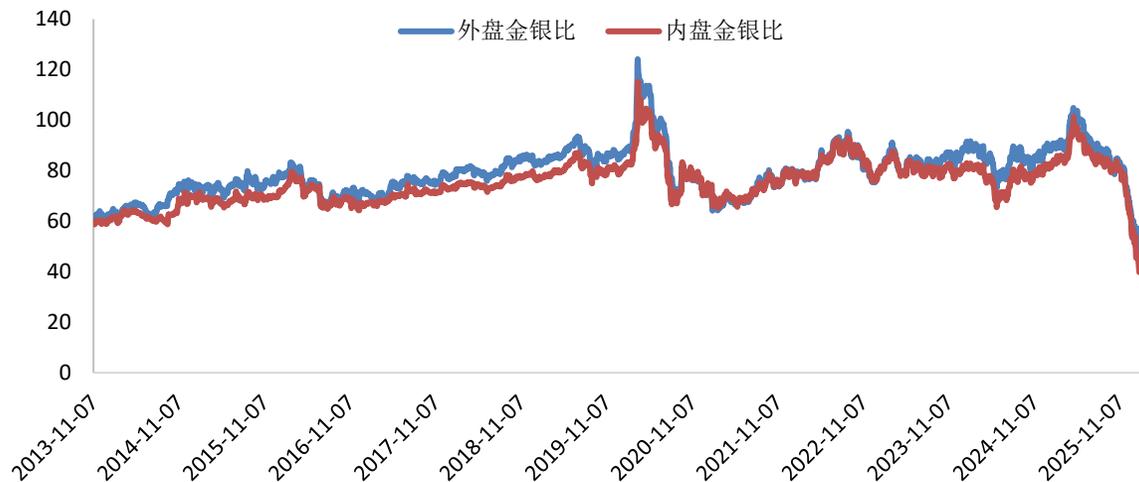


伦敦银-COMEX银价差

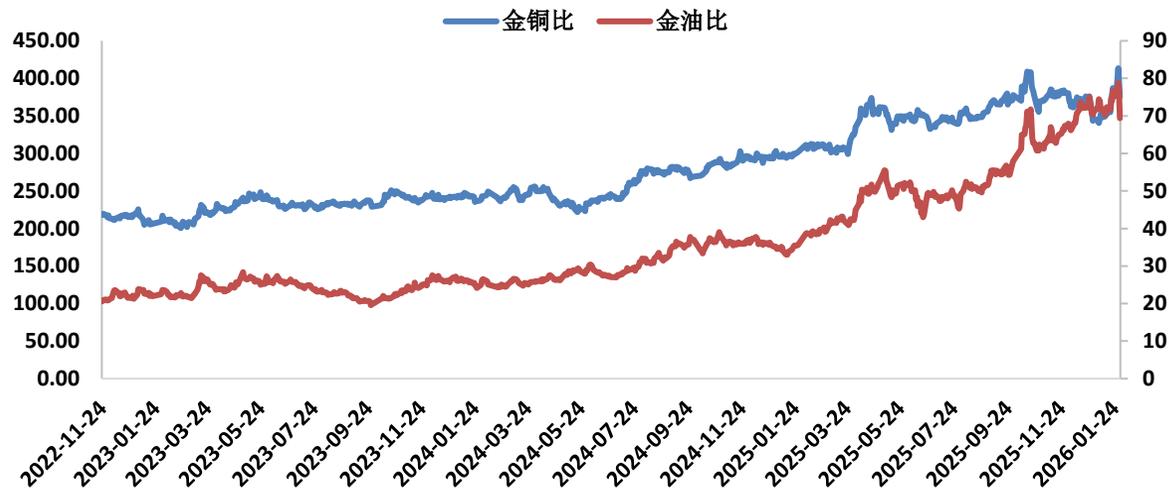


贵金属内外盘价差与比价——此前白银持续大幅走强使金银比一度降至40以下的极端低位后随着银价大幅回调而回升，金铜比等亦下修

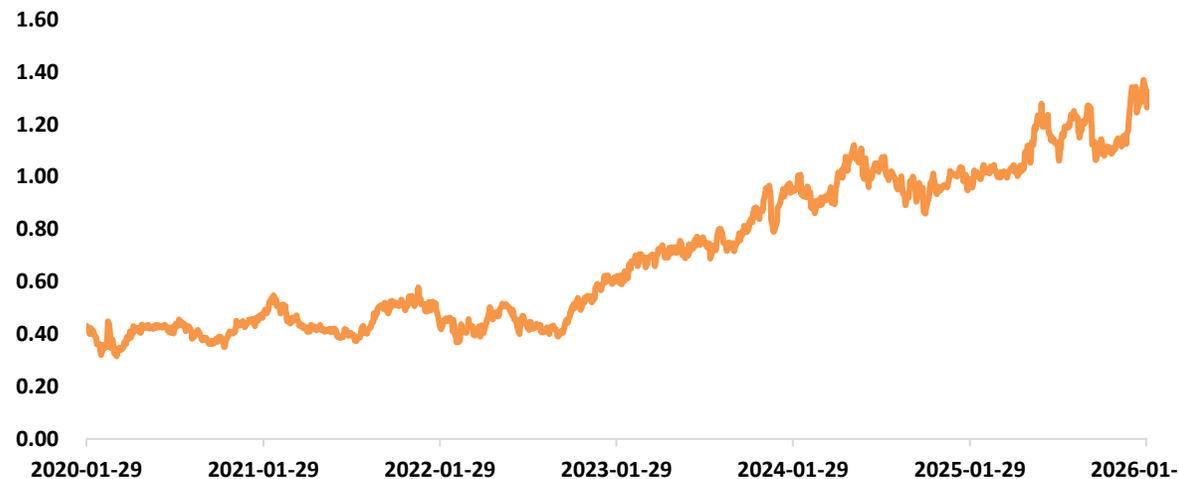
内外盘金银比价



金铜比和金油比

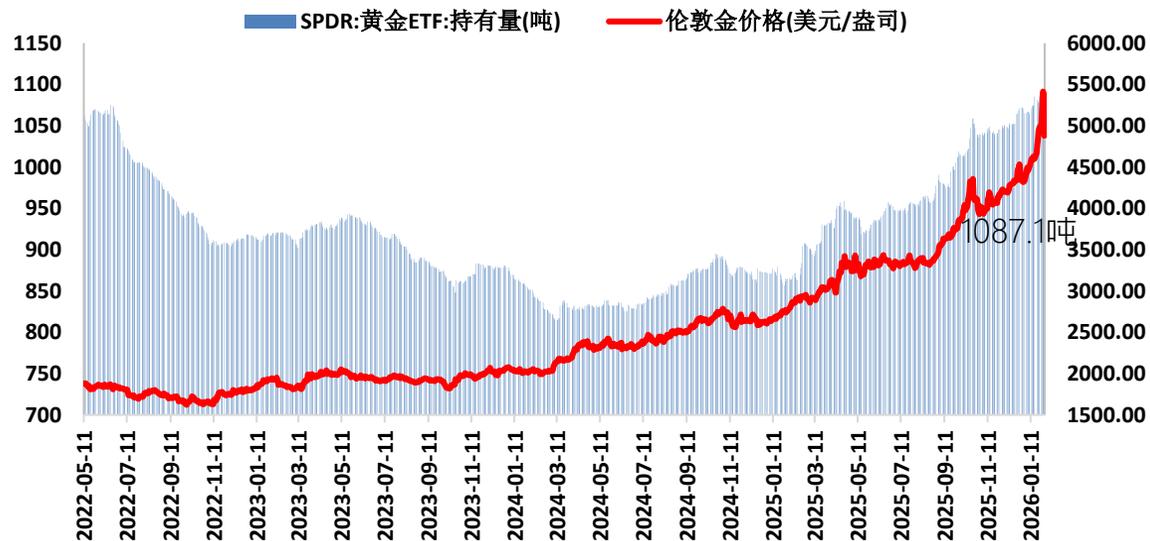


现货铂钯比价

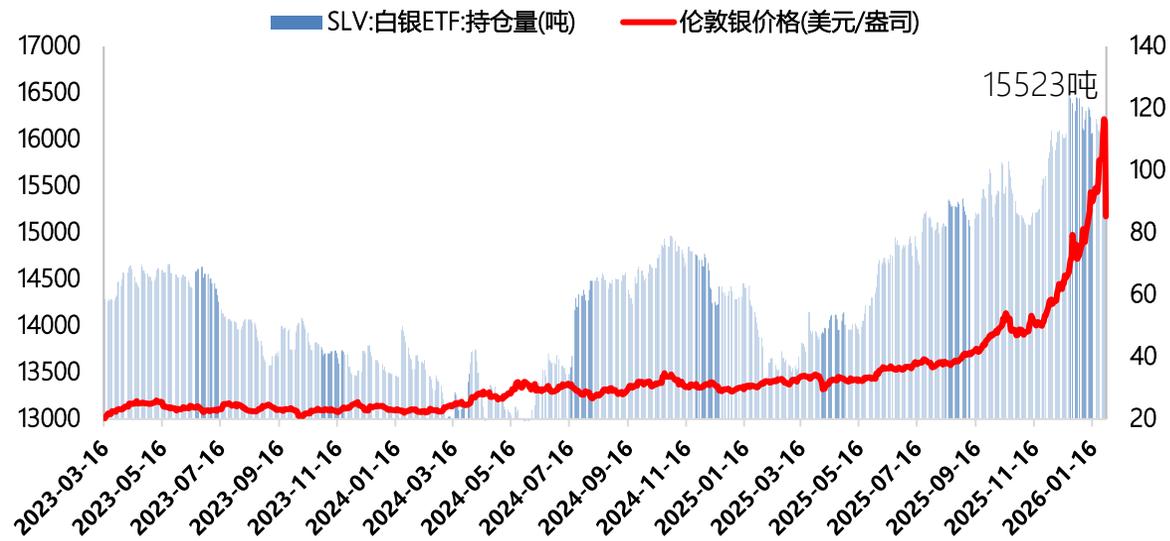


资金面变化——金银价格走强但ETF持仓分化，有机构等资金转入谨慎观望而止盈离场，1月以来伦敦白银同业拆借利率下降反映当地供应转松

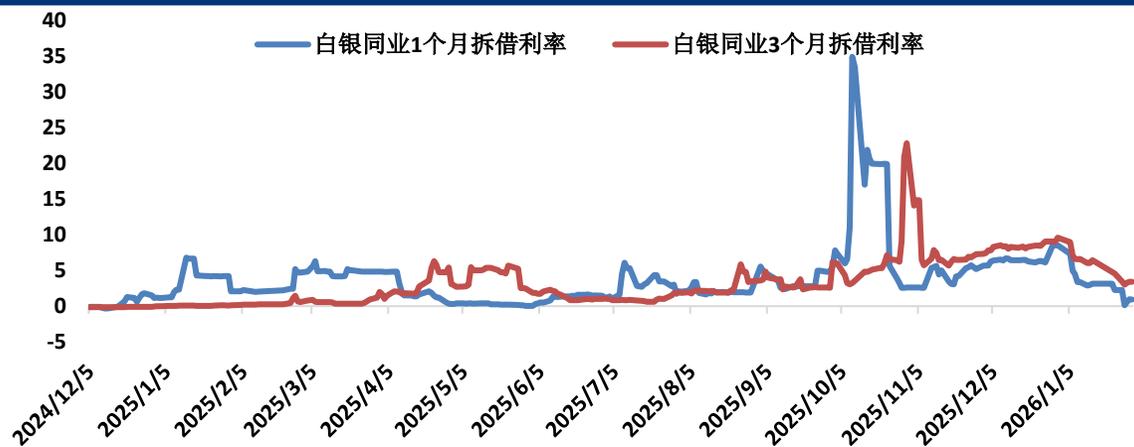
全球最大SPDR黄金ETF基金持仓量变化（金价：右轴）



全球最大SLV白银ETF基金持仓量变化（银价：右轴）



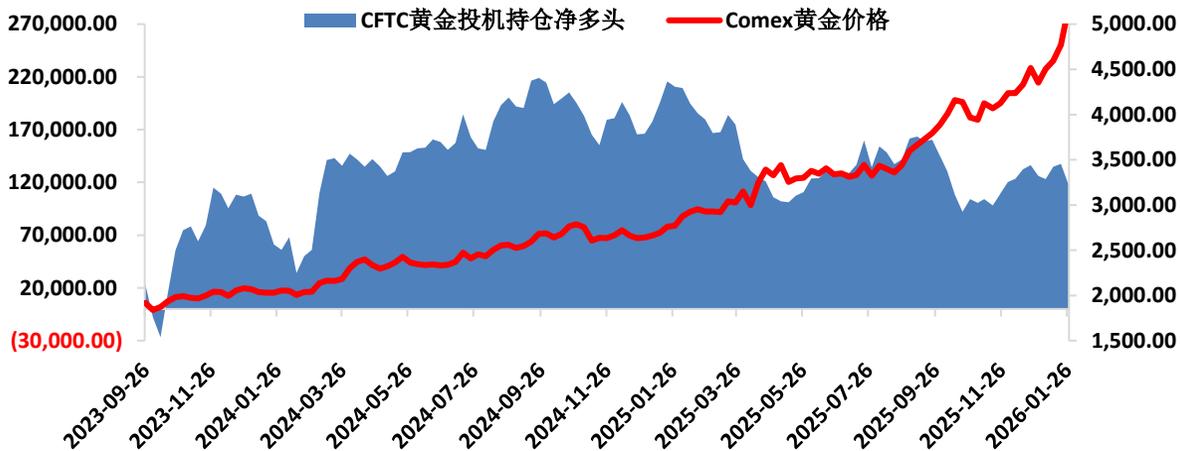
伦敦白银同业拆借 (%)



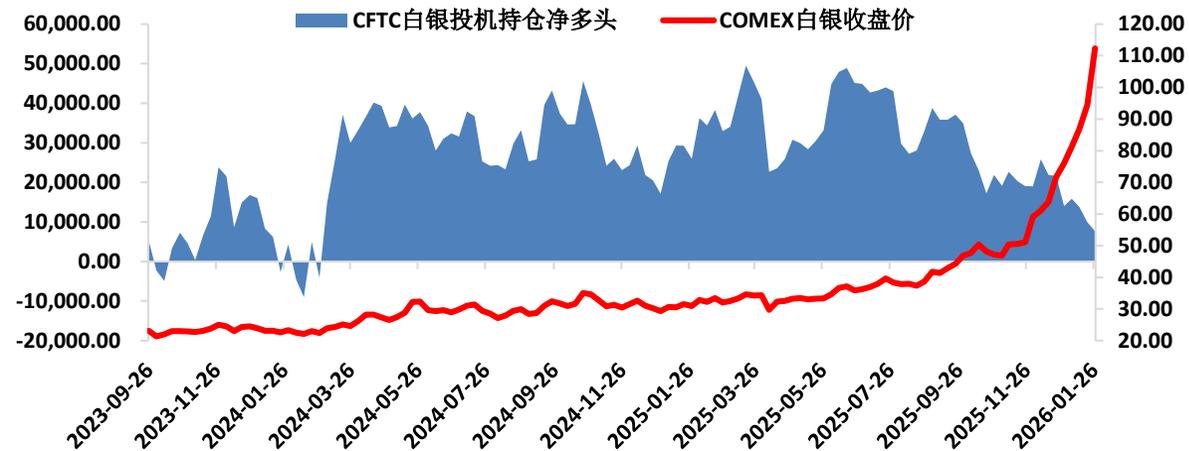
- 截至1月30日，全球最大SPDR黄金ETF基金持仓量约为1087.1吨，当月持仓增加16.5吨，金价走强ETF持仓同步上升且在月末行情回调期间仍有资金持续流入；全球最大SLV白银ETF基金持仓量约为15523吨，较前一个月减少920吨，在银价大幅飙升过程中机构等资金转入谨慎观望而止盈离场。
- 1月以来伦敦白银同业拆借利率出现持续回落至过去相对的低位反映当地市场对白银实物紧张情况有所缓解。

贵金属期货持仓与库存——金银价格大幅上涨但部分多头选择高位平仓，大规模实物交割量使COMEX白银仓单库存偏紧

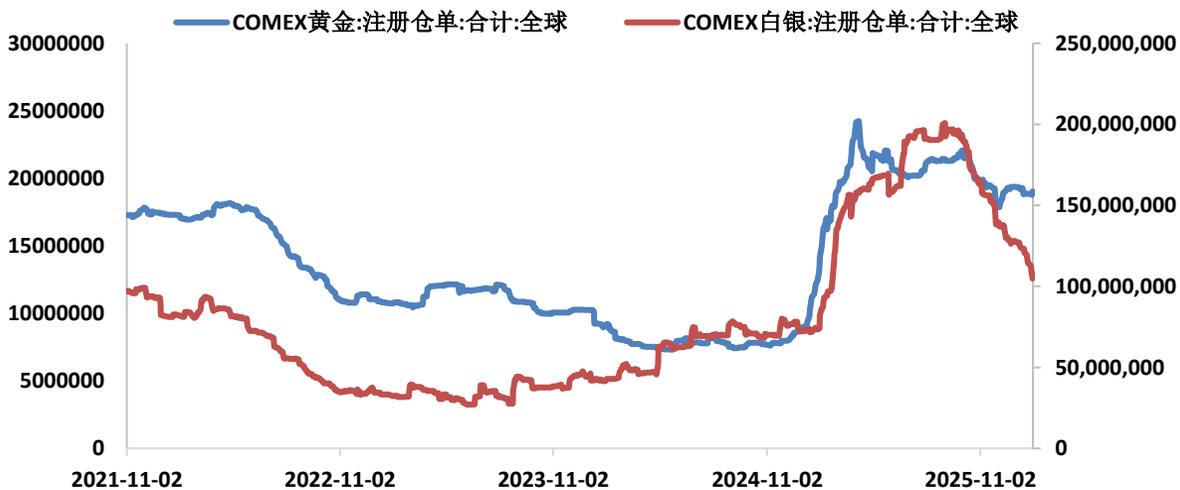
CFTC黄金期货投机持仓净多头变化



CFTC白银期货投机持仓净多头变化



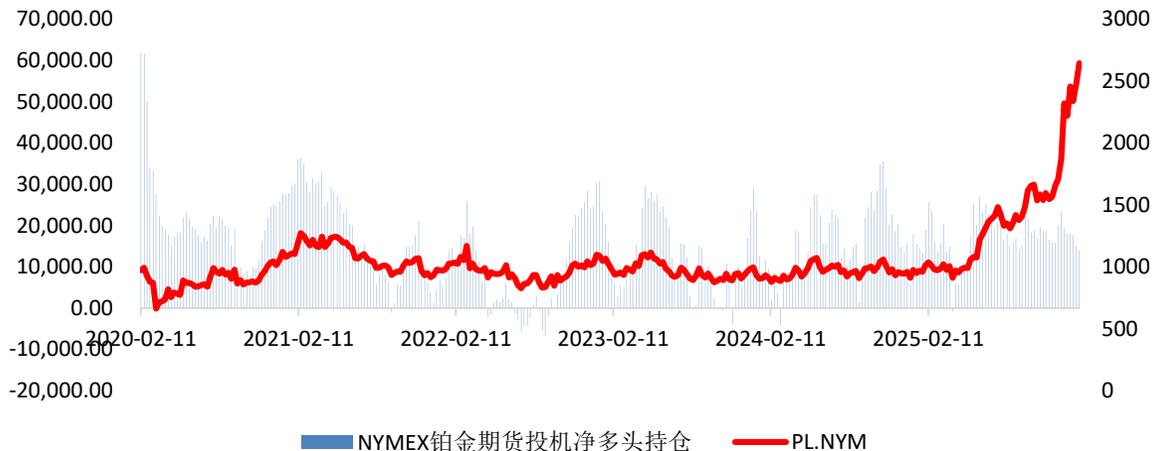
COMEX黄金与白银期货仓单库存



- 1月27日当周，CFTC黄金期货投机持仓净多头为118159手，环比前一周大幅减少19285手，多头减持数量多余空头；白银期货投机持仓净多头为7699手，环比减少2247手，多头减仓和空头增仓，银价强势上涨但交易所持续提高市场保证金的情况下使部分多头止盈离场。
- 1月COMEX黄金注册仓单变化不大，然而大规模的实物交割量使COMEX白银仓单库存大幅减少减少2300万盎司，目前仅剩1.04亿盎司，在实物交割需求强劲情况下仍可能出现挤兑行情。

贵金属期货持仓与库存——贵金属整体趋势上行的时候投机多空头均有离场表明机构等对本次贵金属价格大涨的观望情绪更浓

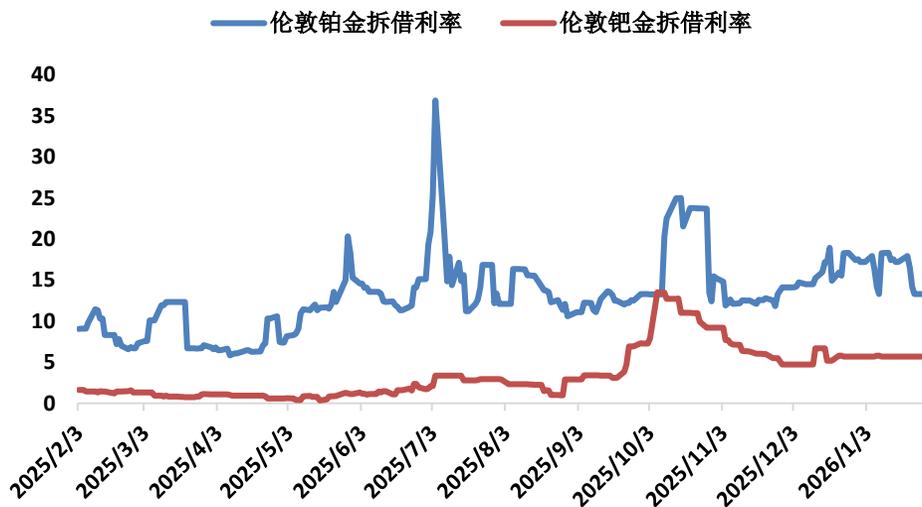
CFTC铂金期货投机持仓净多头变化



CFTC钯金期货投机持仓净多头变化



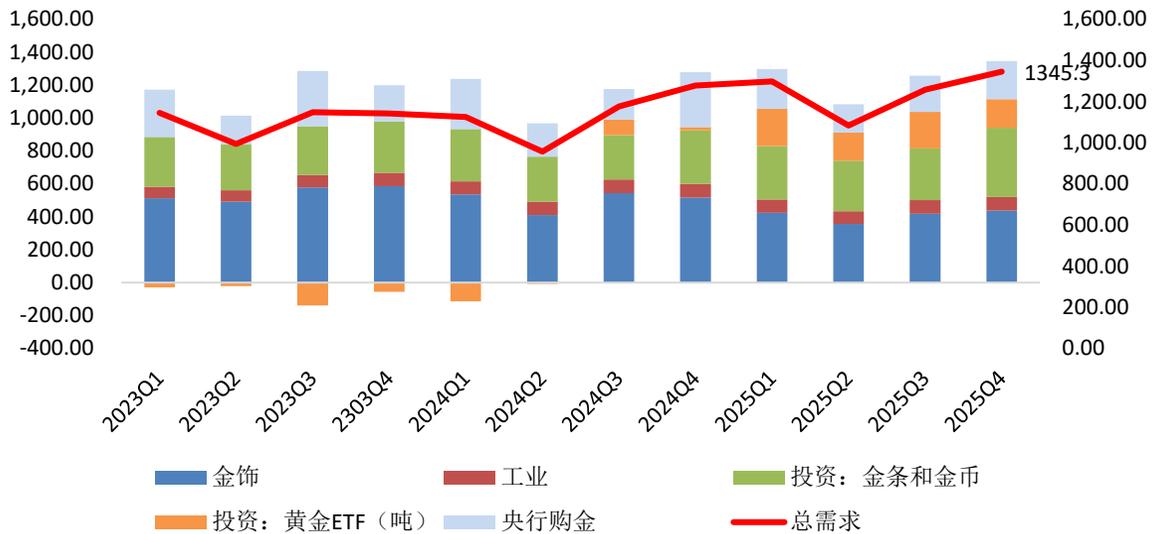
伦敦铂钯同业拆借利率 (%)



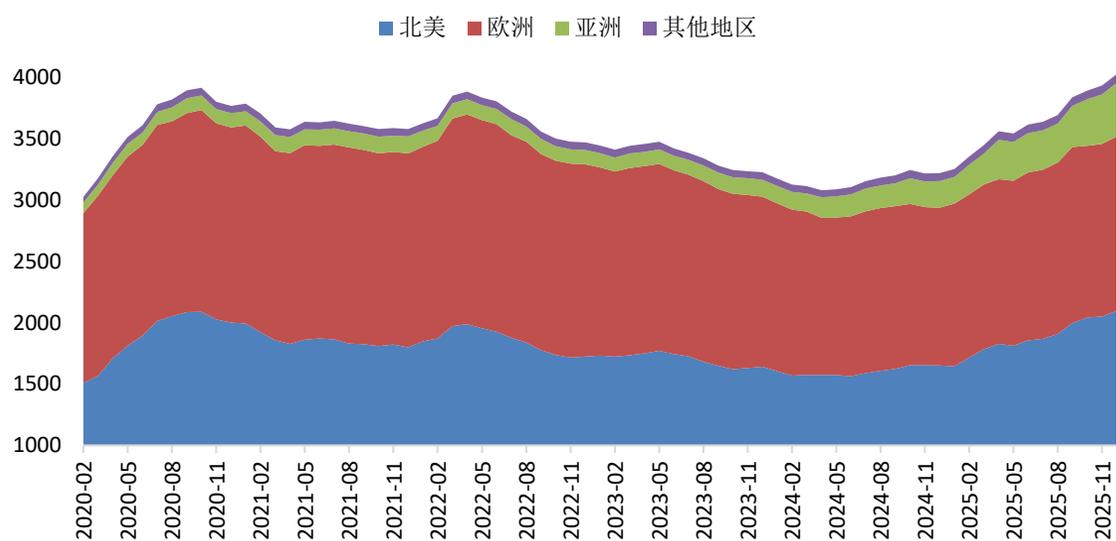
- 1月27日当周，CFTC铂金期货投机持仓净多头为13922手，环比前一周减少1202手，在贵金属整体趋势上行的时候投机多空头均减少；钯金期货投机持仓净多头维持净流入684手较上周再度回落，特别是多头止盈，反映机构等对本次贵金属价格大涨的观望情绪更浓。
- 1月铂金拆借利率前期有所攀升但月末呈现大幅回落，表明受到影响而供应紧张情况缓和。

全球黄金供需——2025年全球黄金需求创历史新高，投资需求占主导，ETF持仓增加，北美和亚洲流入资金规模较大

全球黄金季度需求变化（吨）



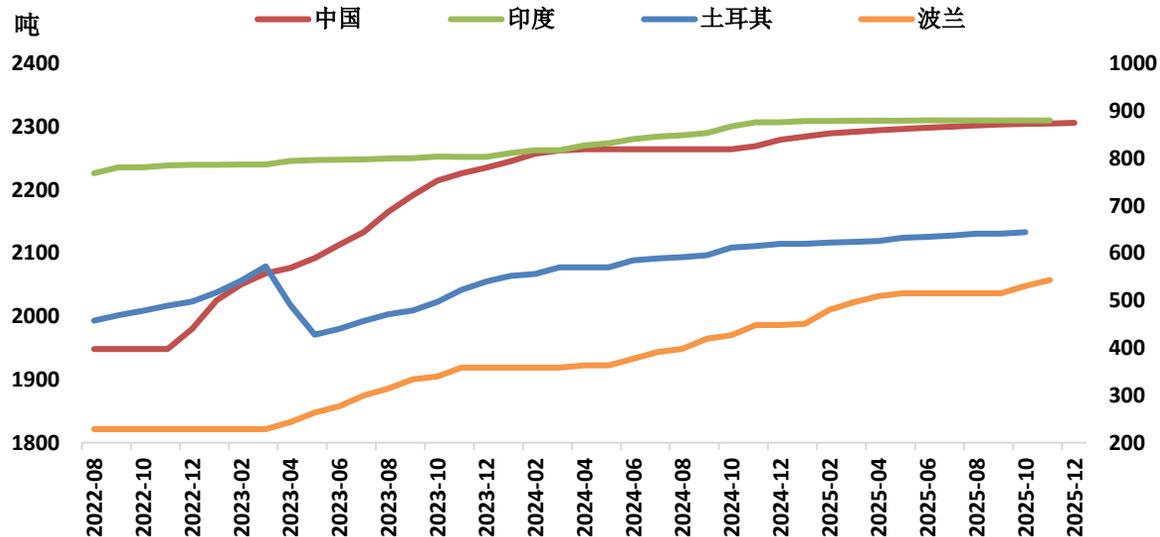
全球黄金ETF按地区持仓量情况（吨）



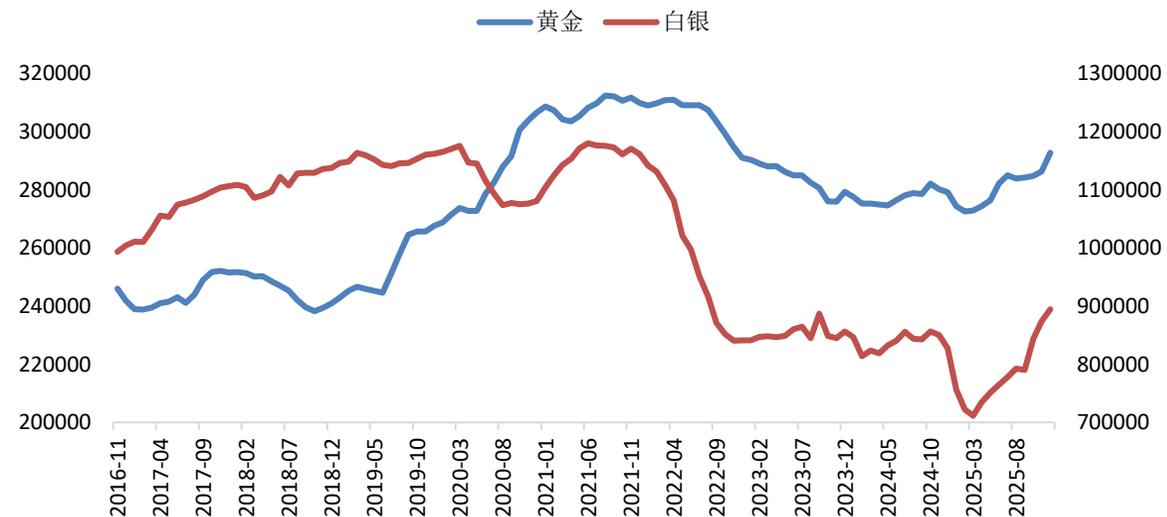
- 据世界黄金协会统计，2025年全球黄金需求首次突破5000吨，达到5002吨的历史新高，投资需求取代珠宝消费成为最大需求来源，其中散户和机构成为购金主导力量。一方面，央行购金速度放缓五分之一至863吨，低于2022至2024年的水平但仍保持相对高位。另一方面，投资需求激增84%至创纪录的2175吨，其中黄金ETF持仓增加801吨，结束连续四年流出，金条和金币购买量跃升16%至1374吨，创12年新高。
- 12月贵金属板块维持高位震荡尽管黄金表现相对平稳但ETF资金仍有较大规模流入达93.6吨，为连续7个月增加，北美地区仍为最大流入地其次是亚洲地区，投资者通过ETF增持黄金逐步形成惯性。

央行购金与现货库存——中国央行12月连续14个月购金，全年购买量26.7吨但可能更多，伦敦金银库存持续上升但未能改变供应紧张格局

新兴国家官方黄金储备（印度、土耳其、波兰：右轴）



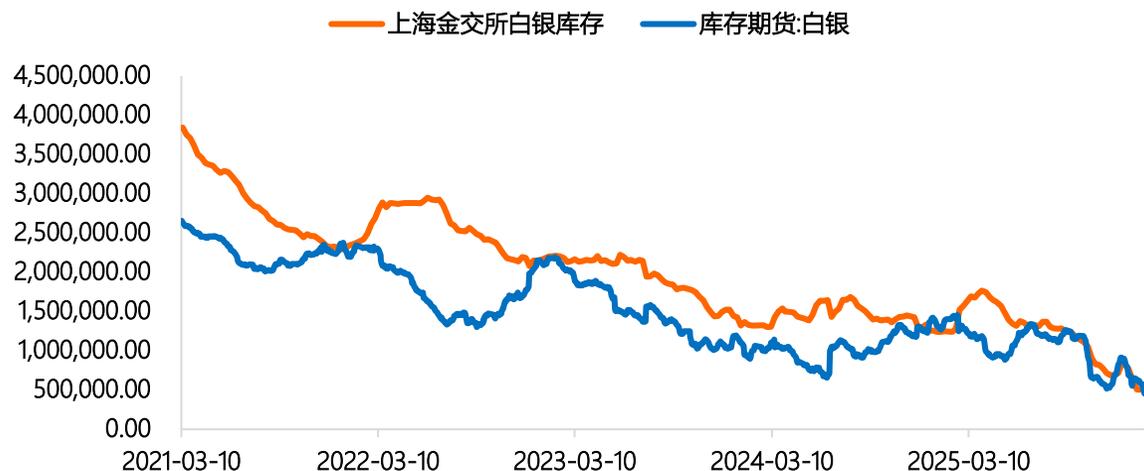
LBMA伦敦金银库存（千盎司）



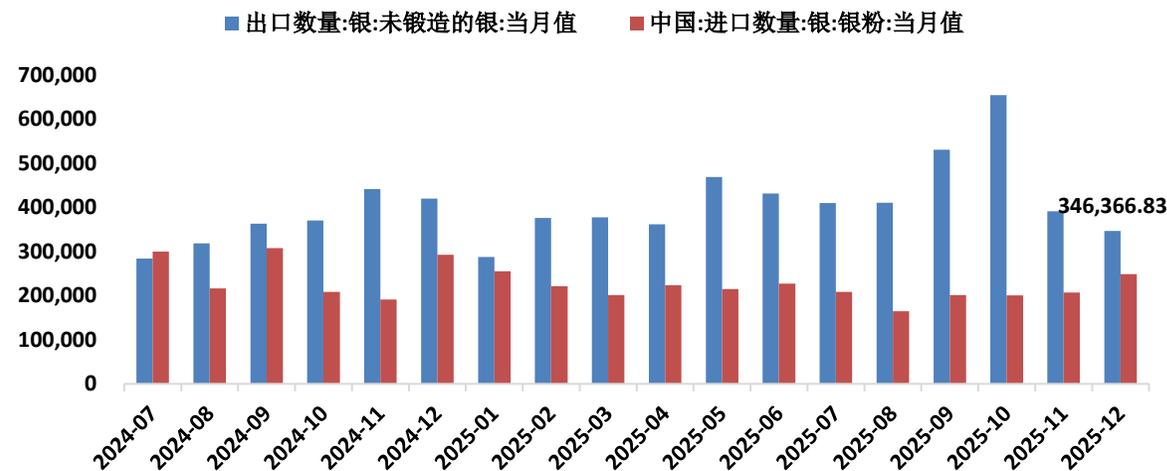
- 以新兴国家为首的央行大规模持续购入黄金是近年推动金价上涨的重要因素之一，其中中国、印度、土耳其和波兰央行购金规模较大，使金价获得支撑；中国外管局公布12月末黄金储备约2306.3吨，环比增加0.9吨，为连续14个月增持，2025年全年累计购买量为26.7吨。
- 2025年12月LBMA伦敦黄金库存小幅增加至约9107.1吨，环比增200吨，为连续4个月回升，金价快速上涨后回调使实物投资等需求有所放缓；白银库存大幅增加631吨至27819吨，此前由于伦敦现货供应紧张带来价格飙升后LBMA快速将纽约和上海等市场白银回流但大量仍为ETF持仓等被锁定的库存。

白银国内库存和贸易——1月交易所白银库存并能延续12月的回升并再次走低创多年新低，12月白银出口进一步下降银粉进口保持稳定

国内白银显性库存 (公斤)



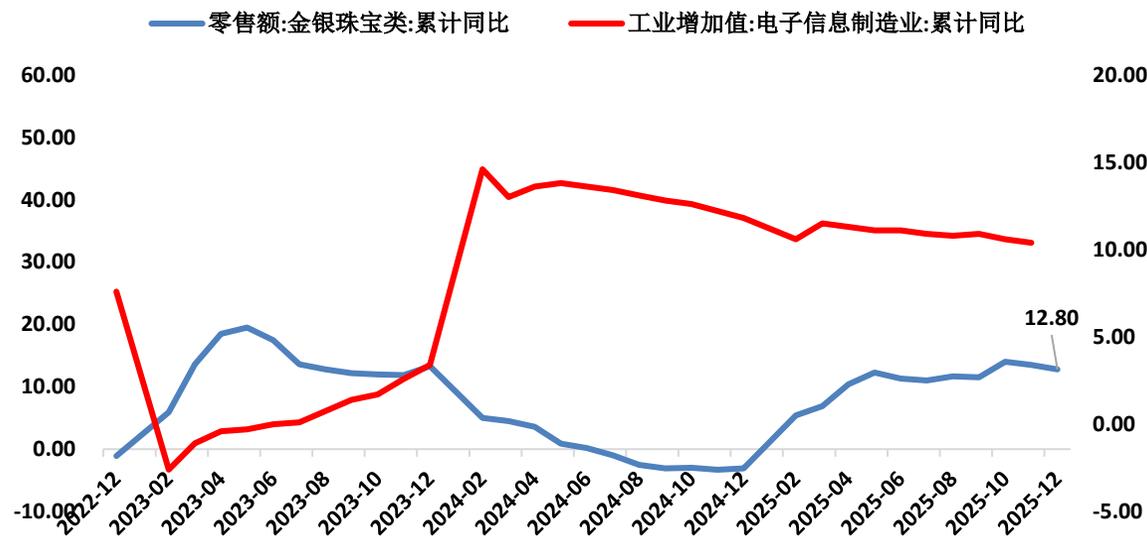
白银制品进出口量 (千克)



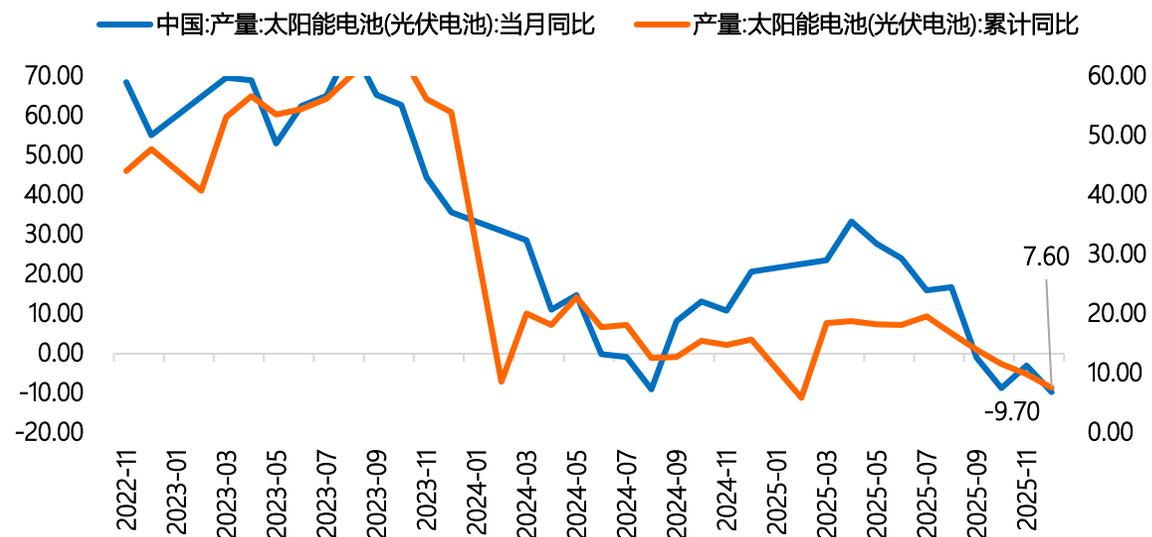
- 1月在实物需求偏强情况下国内两大交易所白银库存并能延续12月的回升再次走低，上期所库存当月减少236吨续创多年新低；
- 12月我国未锻造白银出口量在国家宣布收紧出口后进一步下降至346吨，环比减少11%，同比则降17%；银粉进口量为248吨连续两个月回升，在银价走强的情况下光伏白进口银粉需求仍较稳定。

白银需求——贵金属价格走强对珠宝消费的意愿略有影响，光伏生产负增扩大，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）



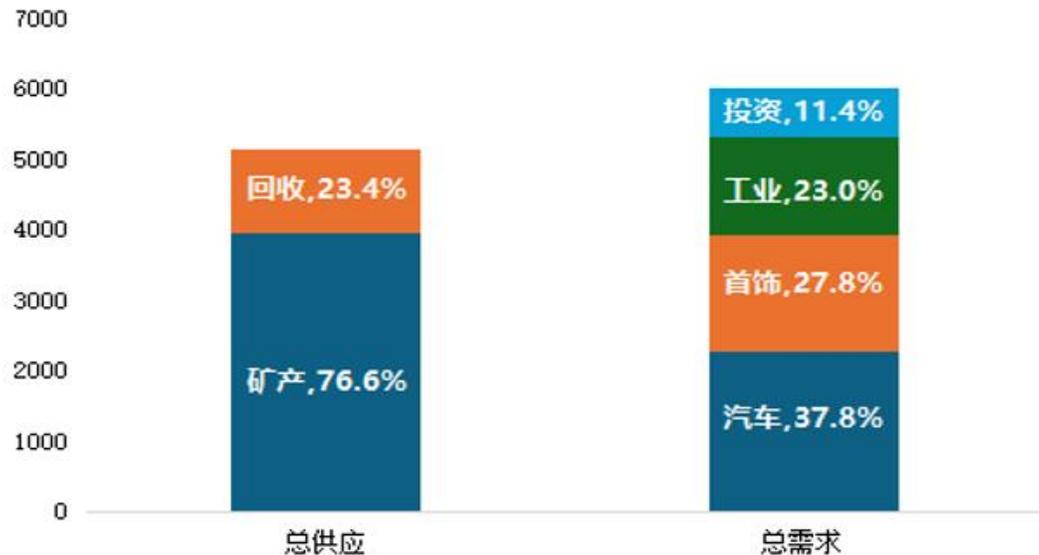
光伏电池产量变化（%；累计同比：右轴）



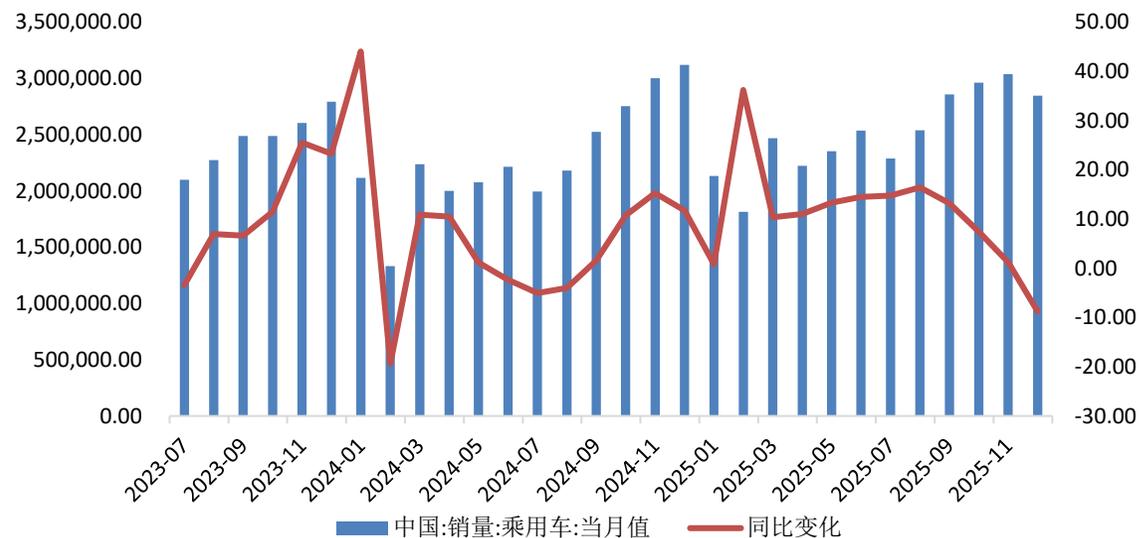
- 12月国内珠宝零售额累计同比增幅小幅回落至12.8%，贵金属价格走强对珠宝消费的意愿略有影响；11月电子信息行业工业增加值累计同比增幅回落至10.4%，电子消费领域总体上增长保持强劲；12月光伏太阳能电池当月产量在高基数背景下负增扩大至9.7%，光伏行业仍处于回落周期；展望2026年在美联储降息和AI、新能源车需求潜力下白银工业需求凸显韧性，世界白银协会对2026年需求保持乐观。

铂钯需求——铂金供应下降使缺口仍较大，燃油车市场份额持续萎缩，铂金2026年工业需求或将一步放缓

2025年前三季度全球铂金供需结构情况（千盎司）



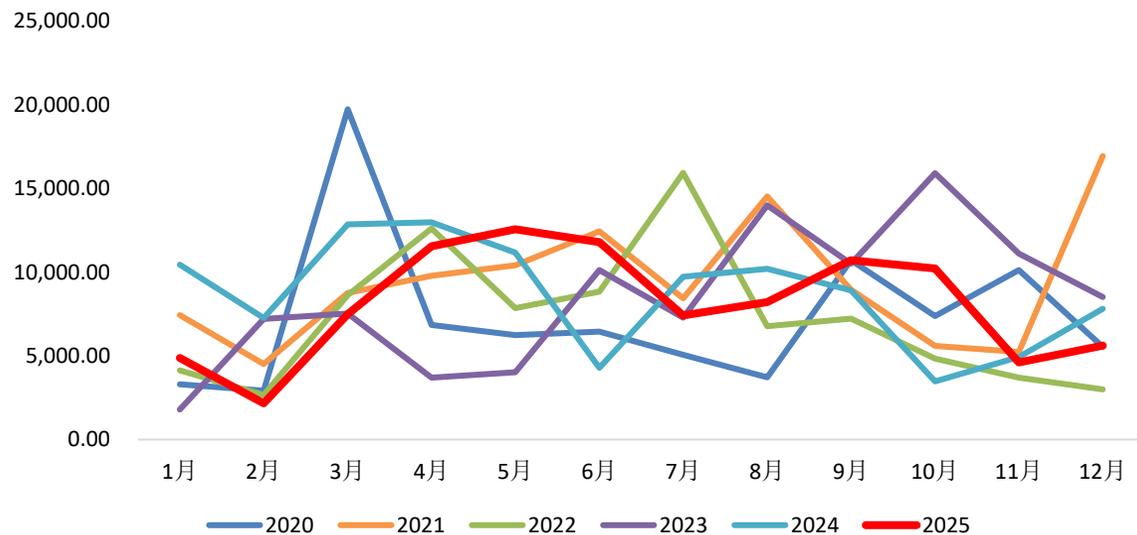
国内乘用车市场销售数据（%；同比：右轴）



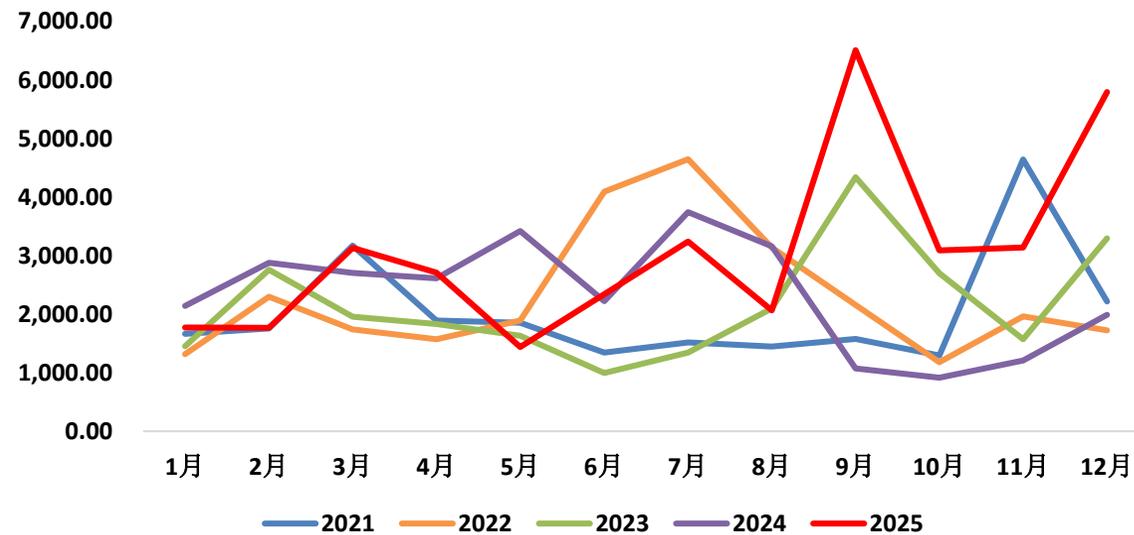
- 根据WPIC数据，2025年前三季度累计供应量为517万盎司，需求为601万盎司，录得约84万盎司（26吨）的缺口。今年铂金供应较2024年同期下滑4.4%，需求则较2024年同期略降0.7%。铂金市场处于连续第三年的结构性短缺状态，目前WPIC预计2025全年将保持在74万盎司左右的赤字较2024年（97万盎司）有所收窄，但仍占年需求量超过十分之一。
- 12月全国乘用车市场零售284.7万辆，同比由正转负增8.7%，其中燃油车国内零售同比下降30%市场份额仍在下降，纯电动市场零售同比增3%。

铂钯需求——12月国内铂金环比略有改善，价格上涨对铂金进口意愿提振有限，钯金进口量则大增部分工业企业更加倾向使用钯金

铂金进口量季节性变化（千克）



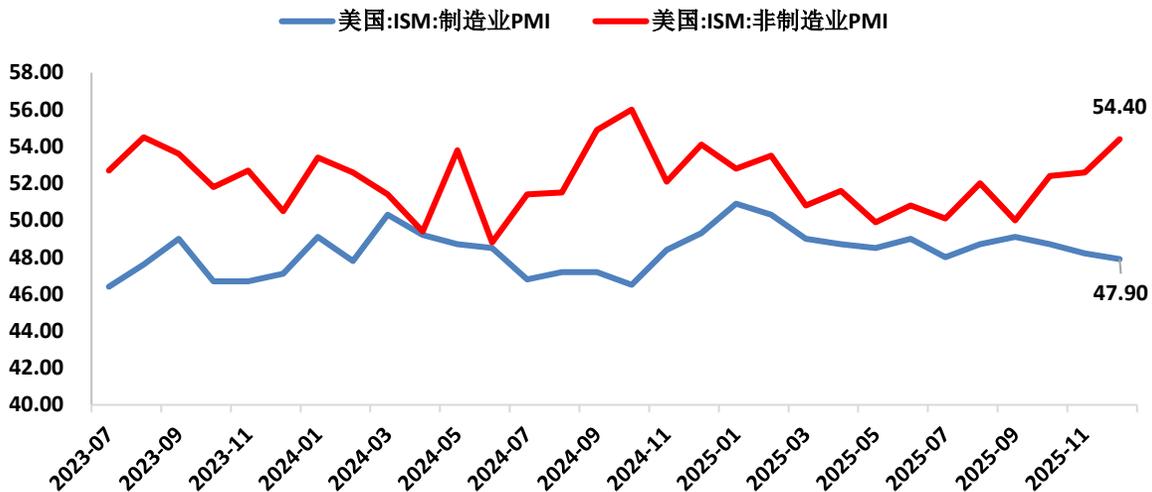
钯金进口量季节性变化（千克）



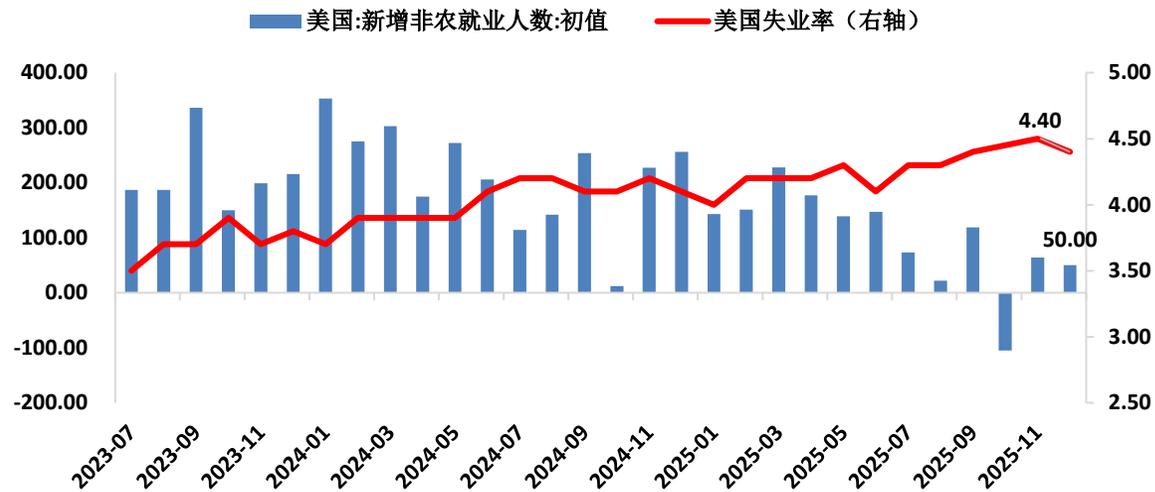
- 12月国内进口铂金5.6吨，同比回落28%，环回升21.6%，在国内取消铂金进口“即征即退”的优化后进口有所回升但整体仍低于季节性，国内铂金价格大涨对进口意愿提振有限；国内进口钯金5.8吨，同比上涨191%，环比亦大增84.4%，由于钯金价格上涨幅度相对较小或使部分企业更加倾向使用钯金进行工业上的生产。

宏观影响因素——12月美国制造业与服务业景气度分化，就业市场略有回稳失业率回落，三季度经济增长超预期消费保持强劲

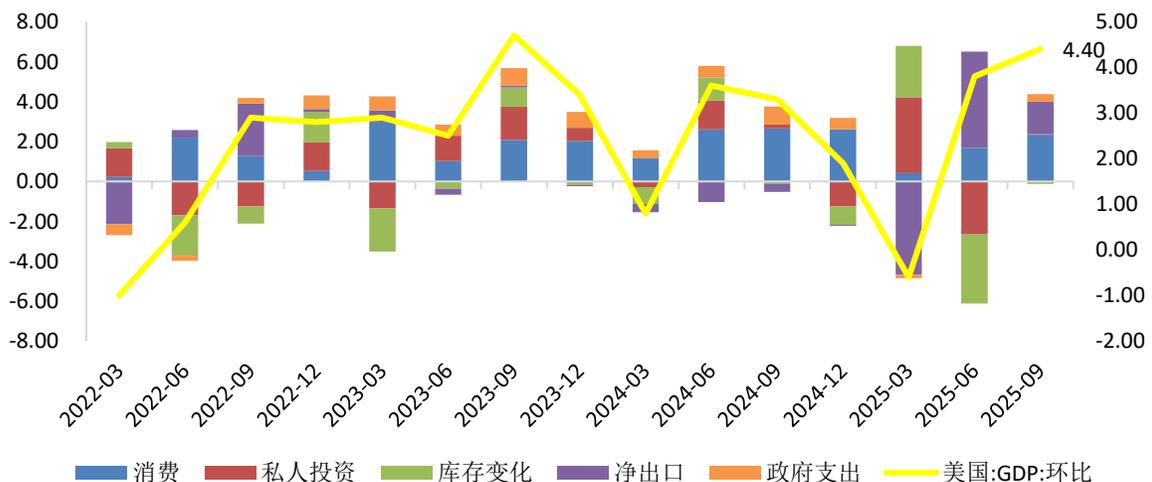
美国制造业与服务业PMI



美国新增非农就业人数与失业率 (失业率: 右轴)



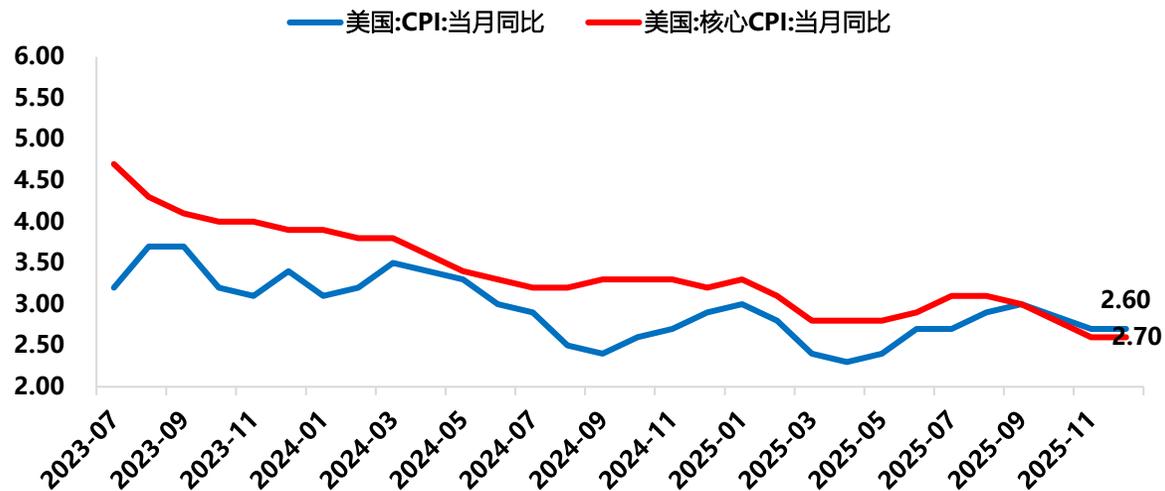
美国GDP环比与分项拉动 (%; GDP环比: 右轴)



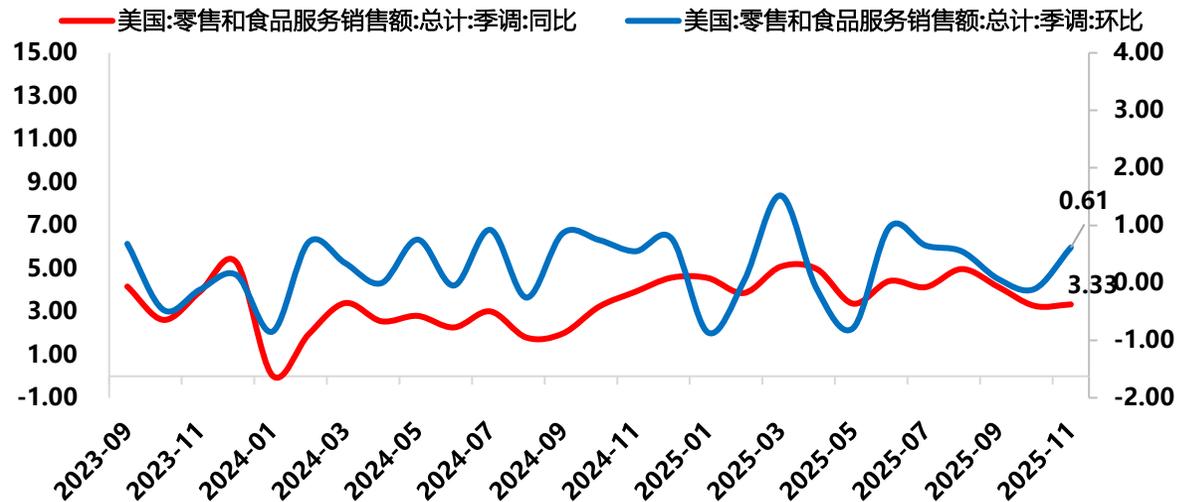
- 美国12月ISM制造业PMI指数从48.2小幅降至47.9，为连续10个月低于50荣枯线了，其中新订单已连续第四个月收缩，出口订单仍然疲弱，就业人数连续第11个月下降但降幅有所放缓，支付价格指数维持在58.5；ISM服务业PMI指数上升至54.4，为2024年10月以来的最高水平，远高于预期的52.2，新订单增幅创下自2024年9月以来的最大水平，就业分项数据持续回暖，价格上涨速度持续放缓。
- 美国12月非农就业人数增长5万人，预期6.5万人，前值6.4万人，10-11月合计下修7.6万，2025年全年就业仅增加58.4万，为疫情以来最弱。失业率降至4.4%，预期4.5%，前值4.6%，劳动力参与率再次下滑表明供应减少使失业率有所改善，但随着美国政府停摆对就业数据影响减少，目前数据或反映真实就业市场疲软。
- 美国公布三季度实际GDP年化季环比终值为4.4%高于初值，创两年内最快增速，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——12月美国CPI同比增速持平环比增速温和，11月零售销售环比回升幅度超预期，成屋销售进一步回升但不及预期

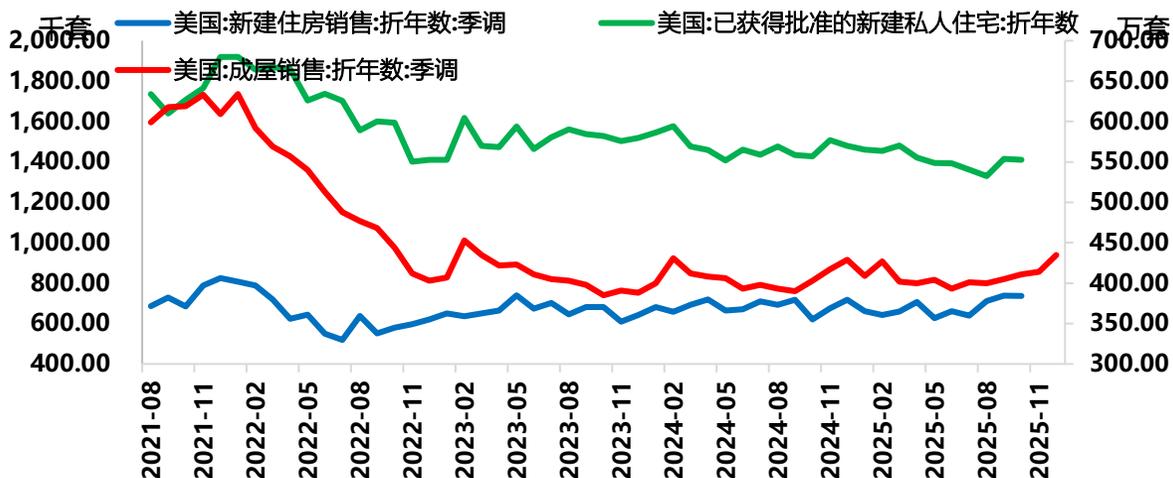
美国CPI和核心CPI当月同比 (%)



美国零售销售同环比变化 (%; 环比: 右轴)



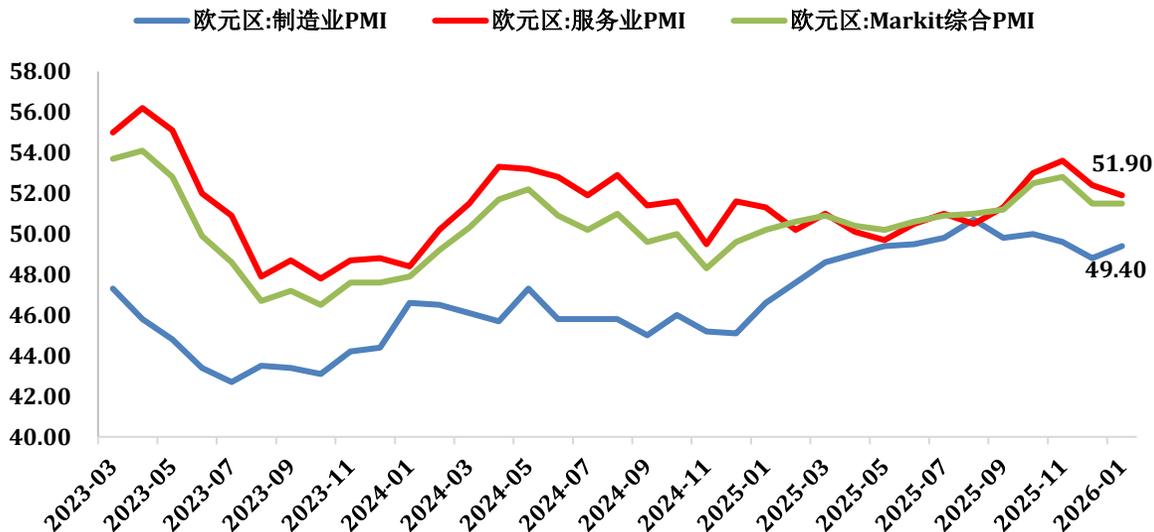
美国房地产销售和投资建议数据 (右轴: 成屋销售)



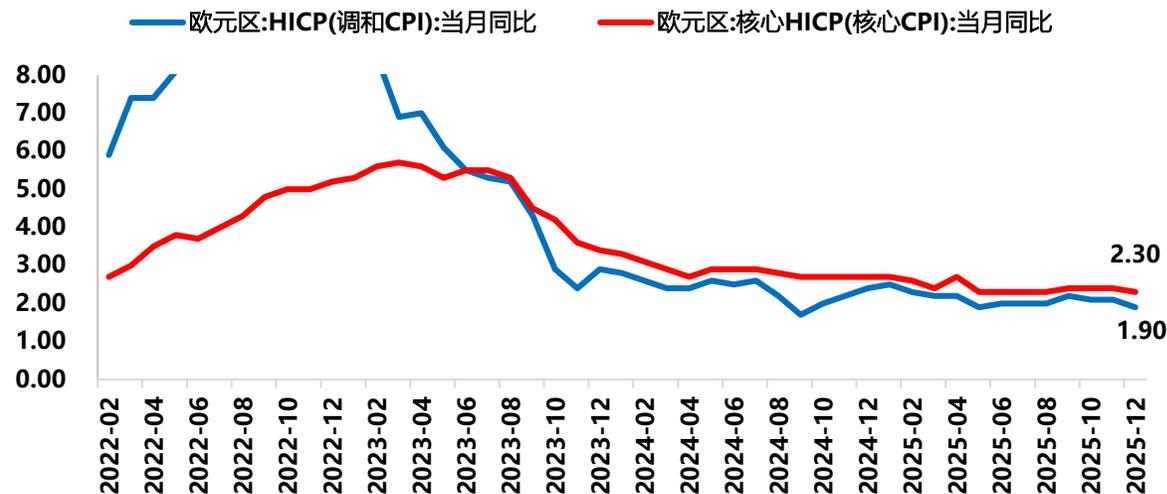
- 美国12月CPI环比增长0.3%，同比增速2.7%，核心CP环比增0.2%，同比增2.6%；同环比均与前值持平，核心通胀略低于市场预期2.7%。分项方面，食品及电力和天然气价格拉动的能源驱动通胀增长，核心商品价格与前值持平，此前波动较大的二手车维持负增长；核心服务通胀则保持韧性，其中住房通胀有所反弹；
- 美国11月零售销售环比增长0.6%，高于0.5%的预期值，10月数据则从初值下修至-0.1%，销售额同比增长3.3%，受汽车销量反弹与假日购物季消费强劲带动，剔除波动较大的汽车类别核心零售销售额环比增长0.5%。在13个主要零售类别中，有10个类别实现环比增长，其中体育用品与爱好商店、建材零售商及服装店表现突出；
- 美国12月成屋销售总数年化435万户，创下2023年2月以来的最高水平，预期422万户，前值413万户；数据环比涨5.1%，预期涨2.2%，前值涨0.5%，成屋销售中位价同比略上涨0.4%至40.54万美元为两年半以来的最弱涨幅，数据反映随着美联储降息房地产销量带来显著效果。

宏观影响因素——1月欧元区经济活动相对保持乐观，制造业改善超预期通胀维持在2%附近，欧洲央行官员表态利率决议维持按兵不动

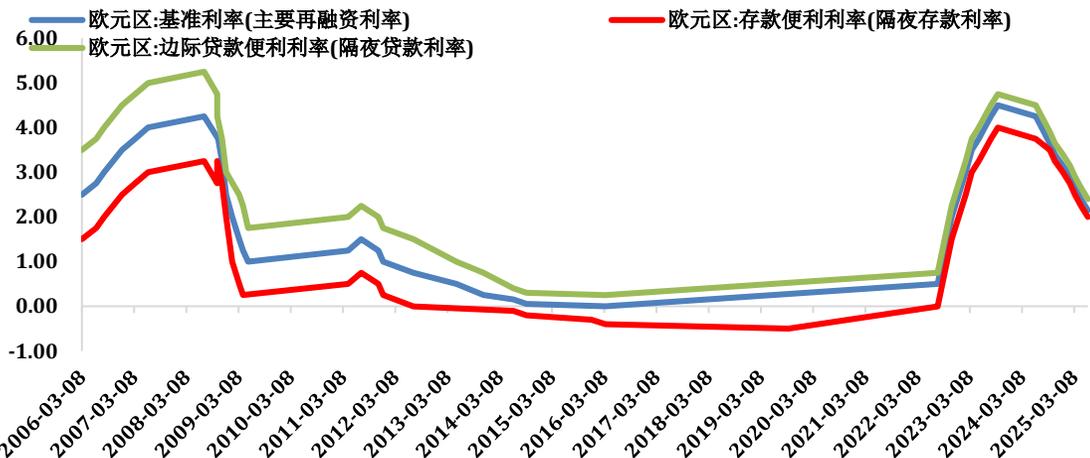
欧元区制造业与非制造业PMI



欧元区CPI与核心CPI同比 (%)



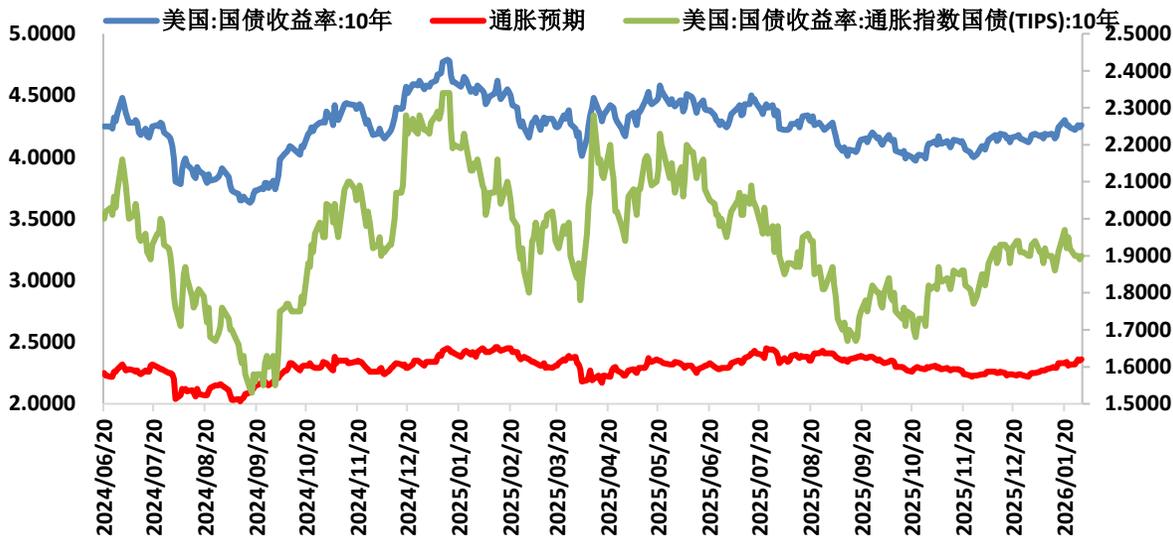
欧洲央行利率变化 (%)



- 欧元区1月制造业PMI初值升至49.4，高于12月的48.8和市场预期的49.1自创八个月低点改善，新订单改善推动生产重返扩张区间使数据整体回升；服务业PMI初值降至51.9创四个月低点，预期为52.6；综合PMI初值为51.5与上月持平，低于预期的51.8；德国复苏情况好于法国但整体仍较脆弱
- 欧元区12月CPI同比初值小幅回落至2%符合预期，前值2.1%，能源成本回落驱动数据放缓；核心CPI同比2%持平于预期，前值2.1%，服务价格在薪资增长放缓情况下回落；
- 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继续暂停降息，但官员担忧成员国之间的财政纪律等的方面差异可能给经济带来的风险，欧洲央行官员表态维持按兵不动。

宏观影响因素——美联储暂停降息并重申重视通胀风险，特朗普提名凯文·沃什为下任美联储主席被认为偏“鹰派”，市场仍年内预期降息2次

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
2026/3/18		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.3%	84.7%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	29.7%	67.2%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	16.9%	49.0%	32.5%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.6%	7.2%	28.6%	43.0%	20.7%
2026/9/16	0.0%	0.3%	3.5%	16.5%	34.9%	33.2%	11.6%
2026/10/28	0.1%	1.0%	6.4%	20.6%	34.5%	28.4%	9.0%
2026/12/9	0.3%	2.2%	9.5%	23.6%	33.2%	24.2%	7.1%
2027/1/27	0.3%	2.2%	9.6%	23.8%	33.1%	24.0%	7.0%

- 美联储1月公布决议如期保持利率不变，这是联储自2025年9月起连续三次会议降息后首次暂停行动，本次FOMC票委有4人轮换其“鹰派”力量增加，决议声明称经济活动稳步扩张、失业率显示企稳迹象，删除“近几个月就业下行风险已增加”，重申通胀仍略高企。比决议更受关注的是特朗普宣布凯文·沃什提名下任美联储主席，其因支持“降息+缩表”的货币政策被认为更加“鹰派”，可能带来就业和通胀的新平衡，同时打消市场对美联储“独立性”受损的担忧，然而在美国政府债务高企的情况下其仍将引导美联储降息；
- 在美联储宣布暂停降息并重申通胀仍高而美联储新主席候选人对货币政策“偏鹰”的情况下，当前市场仍预期其最快降息时点需到6月后，年内仍较降息2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