

2026 年贵金属年度策略报告

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1292 号

价格中枢逐步上抬

广发期货研究所

电话：020-88818051

E-Mail: yeqianning@gf.com.cn

摘要：

回顾2025年，宏观和地缘政治事件叠加供需错配、市场情绪等驱动贵金属全年呈现“狂飙”走势超越大多数机构年初的预期。包括美国总统特朗普全面关税政策、美国经济增长放缓和美债抛售危机等带来美元信用走弱，贵金属的货币替代和避险保值功能得到全球各地投资者的一致认可，大量的增持需求使得金银价格大幅攀升并突破历史新高，资产回报率在各类资产当中亦是“一枝独秀”。节奏方面，年初黄金率先启动上涨趋势，其他贵金属品种主要以跟随为主，二季度后随着中美贸易冲突暂缓，黄金呈现高位震荡，银铂钯“补涨”并先后拉升涨幅赶上黄金。到下半年，白银因流通盘较小、交割需求集中而多次在交割月发生流动性紧张情况，价格弹性较大从而年内涨幅超100%实现翻倍。11月末经历两年多筹备的铂钯期货期权在广州期货交易所上市交易，标志着我国在铂族金属金融基础设施建设上迈出关键一步，为国内相关实体企业提供远期价格信号和风险管理工具，对提升我国铂、钯价格的国际影响力有重要意义。在供应趋紧需求稳定的情况下，部分资金从黄金止盈转向价值处于“洼地”的铂钯，铂金在年中涨幅超越黄金，现货价格年内累计涨幅超过100%，钯金现货累计涨幅超过70%。

展望2026年，宏观环境看美国经济在K型分化背景下就业和通胀放缓以实现“再平衡”，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。

联系信息

叶倩宁（投资咨询资格编号：Z0016628）

电话：020-88818051

邮箱：yeqianning@gf.com.cn

目录

一、2025 年贵金属行情回顾	1
二、贵金属供需基本面	3
1、央行购金和 ETF 投资等需求偏强成为金价长期上涨的重要基础	3
2、白银工业需求下滑而供应增加但仍维持供不应求，价格上涨有望刺激增产	5
3、2025 年铂金供应缺口仍较大，预期 2026 年供需趋于平衡	6
三、宏观基本面分析	7
1、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”	7
2、美联储独立性受到挑战货币政策或进一步宽松	10
四、贵金属 2026 年行情策略展望——价格中枢逐步上抬	12
免责声明	13

一、2025年贵金属行情回顾

回顾2025年，一系列宏观和地缘政治事件叠加供需错配、市场情绪等驱动贵金属全年呈现“狂飙”走势超越大多数机构年初的预期。包括美国总统特朗普全面关税政策、美国经济增长放缓和美债抛售危机等带来美元信用走弱，在此情况下贵金属的货币替代和避险保值功能得到全球各地投资者的一致认可，大量的增持需求使得金银价格大幅攀升并突破历史新高，资产回报率在各类资产当中亦是“一枝独秀”。节奏方面，年初黄金率先启动上涨趋势，其他贵金属品种主要以跟随为主，然而在二季度后，随着中美贸易冲突暂缓，黄金呈现高位震荡，银铂钯“补涨”并先后拉升涨幅赶上黄金。到下半年，白银因流通盘较小、交割需求集中而多次在交割月发生流动性紧张情况，价格展现出强于黄金的弹性，年内涨幅超100%实现翻倍。

11月27日，经历两年多筹备的铂钯期货期权在广州期货交易所上市交易，标志着我国在铂族金属金融基础设施建设上迈出关键一步，为国内相关实体企业提供远期价格信号和风险管理工具，对提升我国铂、钯价格的国际影响力有重要意义。上市首日以来到12月10日，铂、钯期货累计成交额超过1000亿元，市场关注度、交易活跃度都较高。在供应趋紧需求稳定的情况下，部分资金从黄金止盈转向价值处于相对“洼地”的铂钯，铂金在年中涨幅超越黄金，现货价格年内累计涨幅超过100%，钯金现货累计涨幅超过70%。

图表：2025年贵金属价格走势（截至2025年12月15日）

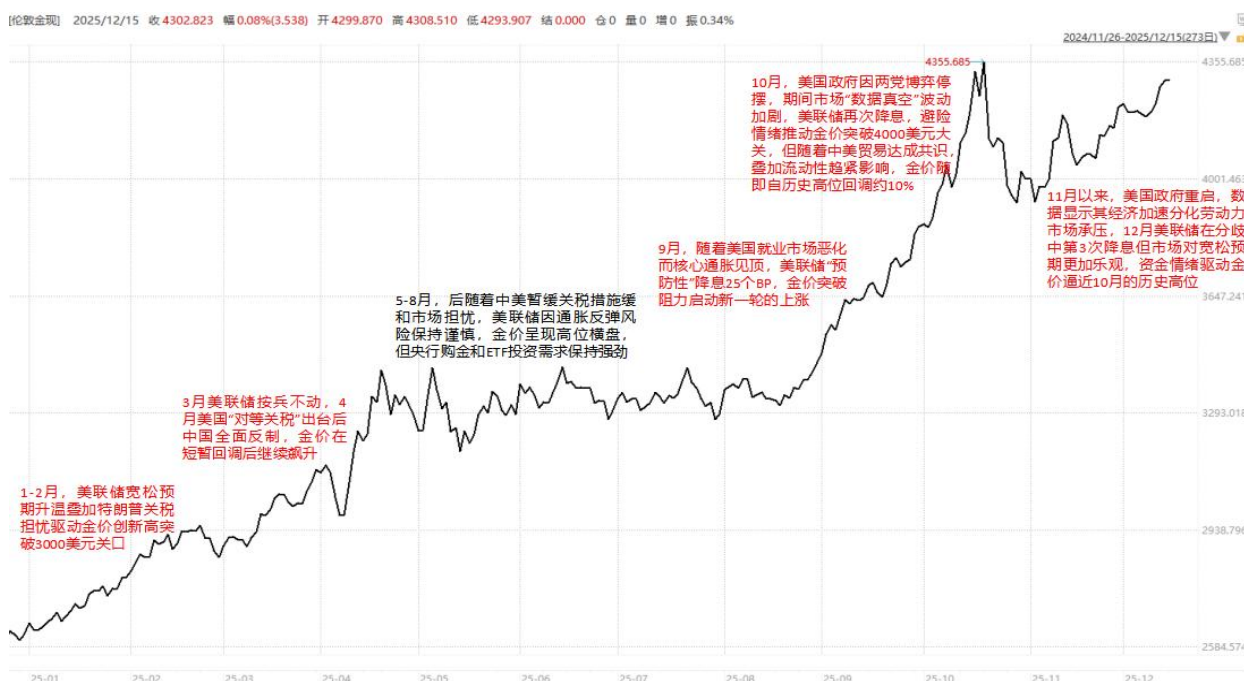


数据来源: Wind

上半年随着特朗普正式就任美国总统并快速推进关税政策，因担心进口金银等被纳入征收范围，大量贸易商等提前从伦敦抢运实物到纽约导致现货供应趋紧，期现价差扩大刺激套利需求进而驱动贵金属价格持续上涨，年初金价一举站上3000美元的历史新高。4月初特朗普“对等关税”计划正式出炉，关税范围对金银豁免使此前的利多快速证伪，清明期间中国对美国关税的坚决反制导致市场恐慌性抛售贵金属价格短期大幅下挫，但此后全球各地资金进一步抛售美元美债等资产并增持贵金属迅速回补节前跌幅并再度创出新高，国际金价盘中一度触及3500美元/盎司的高点。4月下旬后，随着特朗普释放与中国贸易冲突缓和的信号，随后中美达成关税暂缓实施的协议使避险需求缓和，此外美联储因关税导致通胀反弹风险而维持按兵不动，多头驱动减弱，到8月黄金行情持续在3100-3500美元/盎司区间高位震荡。9月后，随着美国就业市场呈现恶化且核心通胀见顶，美联储“预防性”降息25个BP，金价突破阻力启动新一轮的上涨趋势接

近3800美元/盎司，期间几乎美元出现回调。10月，美国政府因两党博弈停摆，期间市场“数据真空”波动加剧，美联储再次降息，避险情绪推动金价突破4000美元/盎司大关后涨幅持续扩大更出现超买现象，但随着中美贸易达成共识使市场担忧消除叠加流动性趋紧发酵，多头回补使金价迅速自历史高位的4380美元/盎司回调约10%。11月以来，美国政府重启，数据显示其经济加速分化劳动力市场承压，12月美联储在分歧中第3次降息但市场对宽松预期更加乐观，资金情绪驱动金价逼近10月的历史高位。截至12月15日，国际金价收盘报4304美元/盎司，年涨幅64%；国内黄金期货主力合约收盘价格983.16元/克，年内累计涨57%，人民币升值在一定程度上抑制了内盘金价。

图表：2025年国际金价走势（美元/盎司）

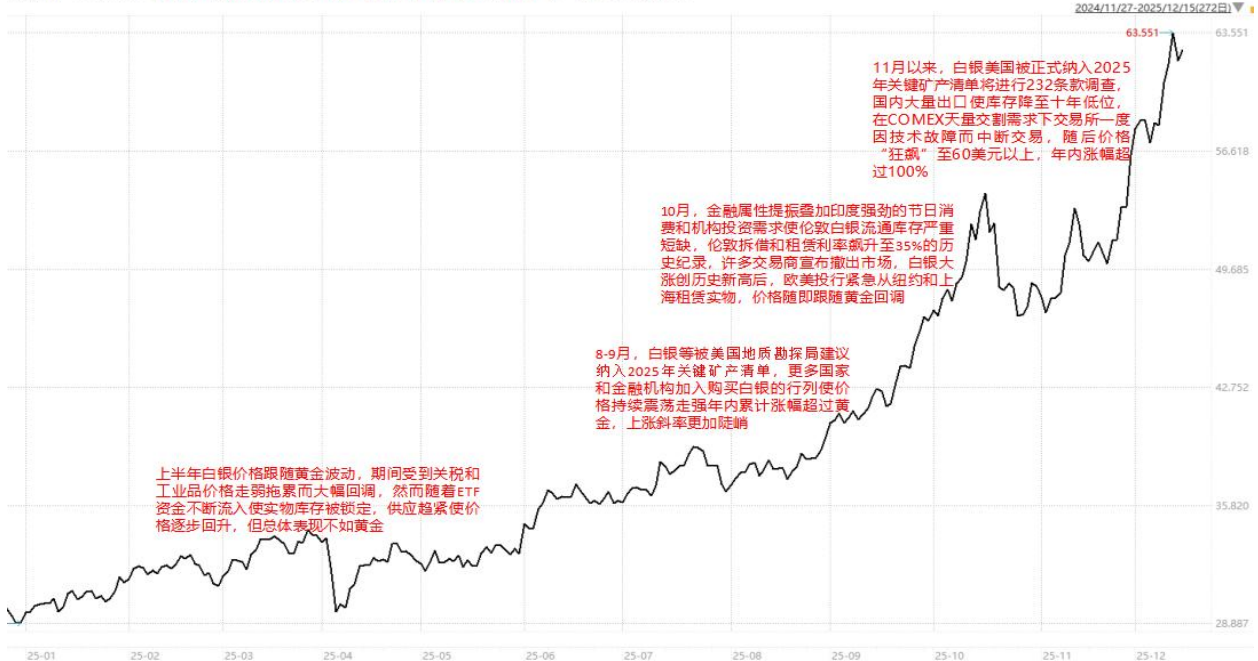


数据来源: Wind、广发期货研究所

白银上半年某些时候走势节奏与黄金出现了一定的分化但总体跟随黄金波动,在3-4月黄金上涨最为猛烈的阶段,白银的表现相对温和始终无法突破前期高位阻力,走势与铜为首的有色金属趋同,更多或由工业属性的主导,期间金银比出现大幅上行。然而当后期黄金价格呈现滞涨的迹象,并且在欧盟等国积极的货币和财政政策对工业需求预期的提振下,部分资金迅速将目标转向估值相对更低的白银、铂钯等工业贵金属,使价格迅速补涨追赶黄金,国际银价6月走势快速突破前高单月累计上涨超过10%并创逾14年的新高,上半年累计涨幅26.81%,金银比下修。8-9月,白银等被美国地质勘探局建议纳入2025年关键矿产清单,更多国家和金融机构加入购买白银的行列使价格持续震荡走强年内累计涨幅超过黄金,上涨斜率更加陡峭并逼近2011年的历史高位。10月,金融属性提振叠加印度强劲的节日消费和机构投资需求使伦敦白银流通库存严重短缺,伦敦拆借和租赁利率飙升至35%的历史纪录,许多交易商宣布撤离市场,白银大涨至50美元/盎司之上创历史新高后,欧美投行紧急从纽约和上海租赁实物,价格随后跟随黄金回调。11月以来,白银美国被正式纳入2025年关键矿产清单将进行232条款调查,国内大量出口使库存降至十年低位,在COMEX天量交割下涨幅不断扩大上行至60美元以上,年内涨幅超过100%。截至12月15日,国际银价收盘报64美元/盎司,年涨幅120%;国内黄金期货主力合约收盘价格14793元/千克,年内累计涨95%涨幅相对外盘更小。

图表：2025年国际银价走势（美元/盎司）

【伦敦银期】 2025/12/15 收 62.577 幅 1.06%(0.657) 开 61.853 高 62.814 低 61.455 结 0.000 仓 0 量 0 增 0 振 2.19%



数据来源: Wind、广发期货研究所

二、贵金属供需基本面

1、央行购金和ETF投资等需求偏强成为金价长期上涨的重要基础

据世界黄金协会统计，2025年前三季度全球黄金总需求为3639.7吨，相较2024年同期增长11.7%，其中ETF投资需求在今年显著增长，前三季度累计增长619吨，相较2024年同期仍未净流出有较大转变，完全弥补了在首饰和实物投资领域的需求下滑。央行购金在前三季度保持较快增长达634吨，同比下滑9%。三季度单季看黄金需求为1258吨，环比二季度回升16%，同比去年增长7%，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。

今年以来，全球黄金需求走强的一个重要边际变化在于ETF需求的大幅增长，背后指向的是在美国总统特朗普上任后关税对高通胀威胁和持续高企的财政赤字率对美国经济和美元资产安全都带来较大冲击，美元信用风险上升时而走弱，黄金ETF作为挂钩实物的资产的保值效果成为投资者配置黄金的首选标的。从地区持仓变化来看，今年1-4月欧洲、北美和亚洲地区轮流大幅增持黄金ETF，特别是4月单月增持量达到115吨，创3年多来最高水平。下半年随着金价在9月突破年内高位再度攀升，ETF资金也同步流入，单月增幅达到145吨。通常情况下，各地区投资者出于不同目的增持ETF，北美地区主要按大类资产配置思路在做多美股同时买入黄金ETF，欧洲地区主要基于盘面走势买卖黄金ETF以追求绝对收益，亚洲地区则在地缘政治避险和“去美元化”等目的中增持黄金ETF。根据IMF公布数据，今年以来中国、土耳其、波兰和乌兹别克斯坦等新兴国家央行购金规模稳步增长。中国外管局公布11月末黄金储备约2305.4吨，为连续13个月增持，年内累计购买量为25.8吨。预期未来央行购金长期惯性将持续，在美联储宽松政策下，机构等私人投资者的资金也将不断流入将推动金价。

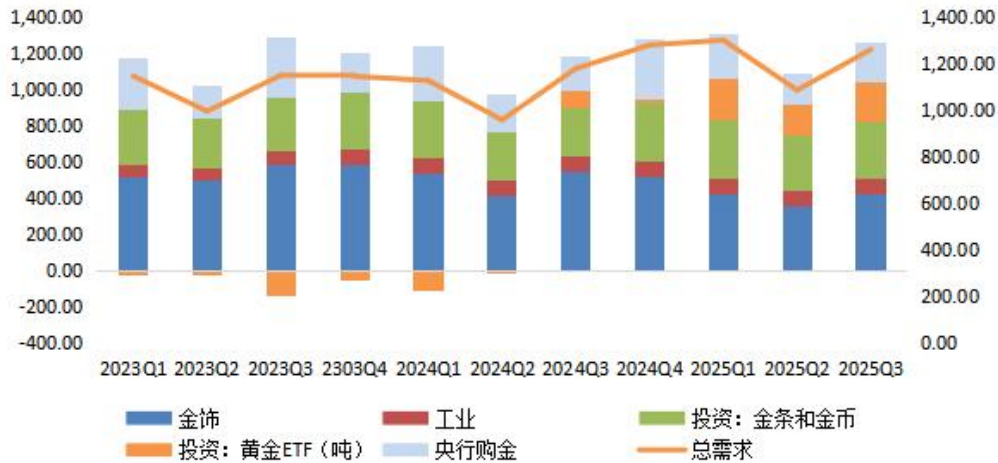
表：黄金季度供应和需求情况（吨）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
供给											

金矿产量	860.2	912.7	971.1	939.89	871.6	907.0	989.84	953.60	835.9	904.3	976.6
回收金	312	322.9	288.8	313.95	350.2	336.4	323.00	358.80	348.7	347.4	344.4
生产商净套保	37.1	-19.5	7.2	15.90	-24.8	8.50	0.20	-15.00	-7.1	-24.8	-8.0
总供给	1209.3	1216.1	1267.1	1269.7	1183.1	1258.2	1313.0	1297.4	1177.5	1226.8	1313.1
需求											
金饰	70.03	70.4	75.30	80.24	80.50	81.10	83	83.7	80.4	78.6	81.7
工业	303.00	276.8	296.20	312.87	316.70	273.20	269.40	325.99	324.9	307.0	315.5
投资：金条和金币	-28.67	-21.3	-139.3	-55.74	-113.0	-7.20	94.60	18.60	226.6	170.5	221.7
投资：黄金ETF	287.70	174.8	337.10	219.60	305.20	202.20	186.20	332.90	241.7	172.0	219.9
总需求	1144.5	993.7	1147.5	1142.8	1125.0	956.7	1176.5	1277.1	1298.0	1083.8	1257.9

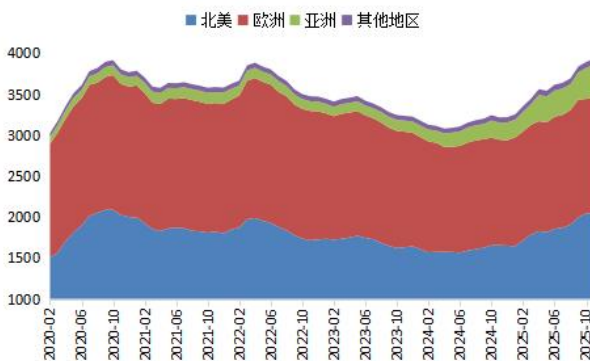
数据来源：世界黄金协会 广发期货研究所

图：全球黄金季度需求情况（吨；总需求：右轴）

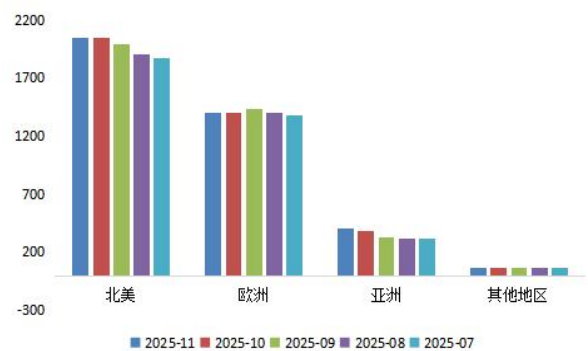


数据来源：世界黄金协会 广发期货研究所

图：全球黄金ETF月度持仓量情况（吨）

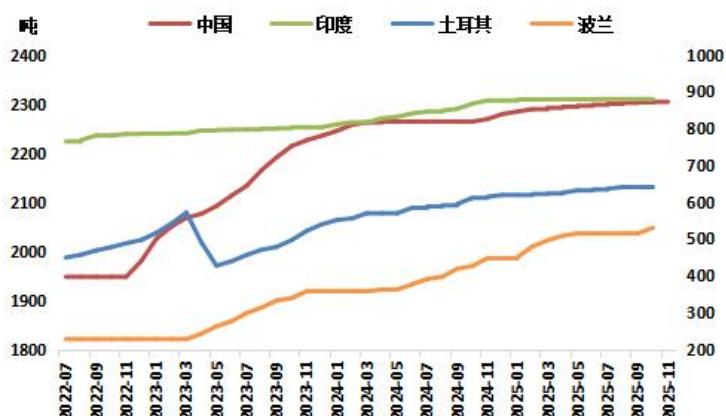


图：全球黄金ETF按地区月度持仓量情况（吨）



数据来源：世界黄金协会 Wind 广发期货研究所

图：新兴国家官方黄金储备（印度、土耳其、波兰：右轴）



数据来源：世界黄金协会 广发期货研究所

2、白银工业需求下滑而供应增加但仍维持供不应求，价格上涨有望刺激增产

根据世界白银协会发布最新数据，2025年全球供应量预计为31788吨同比增长1%，全球需求量则预计为34743吨同比下降4%，尽管多个领域的需求出现下滑，包括工业需求、珠宝需求以及银条银币需求等，但在供应基本没有明显增长的情况下连续第五年处于供应短缺状态。具体来看，白银矿产供应量预计同比持平，为25320吨左右，其中墨西哥与俄罗斯地区产量上升，但被秘鲁和印尼的产量下滑所抵消。2025年白银的平均全维持成本（AISC）降至每盎司13.0美元/盎司，创2022年上半年以来的最低水平，运营成本的下降抵消了矿区使用费和税费的上涨。白银回收量2025年预计增长1%至6127吨并创下13年来的新高，增长主要来自西方市场银器回收量的提升，这部分增量抵消了工业废料回收供应的小幅疲软。展望2026年，在白银巨大的涨幅和较低的成本面前，丰厚的利润或将成为矿企增产和回收加速的动力，采矿业在中美等国家政策支持下将加速发展提振供应预期。

需求方面，2025年白银工业需求量预计将下降2%至20684吨。需求下滑源于美国关税政策与地缘政治紧张局势引发的全球经济不确定性，此外也因白银价格飙升促使企业生产节约化使用进程加快。光伏领域在全球装机量有望创下历史新高的情况下，单位光伏组件用银量却大幅下降使光伏白银需求量同比回落5%至6086吨但仍维持在近5年高位。展望2026年，多家机构预测全球光伏新增装机受到中美市场影响将出现近十年来的首次负增长，世界白银协会预期在光伏需求的下滑将会被在电动汽车和AI数据中心领域较强的用银需求弥补，其中在2025-2031年期间，全球汽车行业的白银需求量年复合增长率增长约为3.4%。白银首饰与银器的需求量预计将分别下降4%和11%，为6190和1493吨。实物消费需求下滑的主要原因在于卢比计价的白银抑制了印度市场的表现，未来在银价偏强的情况下消费可能仍然承压。实物投资需求同比下降4%至5660吨，创下七年来的新低，美国市场的疲软抵消了印度、德国和澳大利亚等市场的增长。

表：白银年度供应和需求情况（吨）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
供给												
矿山银	27437	27896	27992	26863	26445	26000	24295	25842	25827	25278	25349	25320
再生银	5018	4581	4537	4580	4622	4593	5044	5932	6020	5708	6034	6127
净套保供应	332	67	-	-	-	434	264	-	-	-	-	342
总供给	32822	32277	32562	31475	31104	31097	29794	31821	32181	31041	31383	31788
% yoy		-1.7%	0.9%	-3.3%	-1.2%	0.0%	-4.2%	6.8%	1.1%	-3.5%	1.1%	1.3%
需求												
工业需求	13650	13720	14785	15663	15539	15492	14459	17546	18422	20439	21150	20684
——光伏	1507	1684	2915	3166	2877	3109	3142	2766	3672	5993	6147	6086

摄影	1276	1188	1080	1009	977	956	836	862	860	851	778	746
银饰	6018	6300	5883	6103	6316	6263	4694	5661	7295	6316	6438	6190
银器	1666	1802	1677	1853	2086	1931	969	1267	2286	1715	1648	1493
实物投资	8806	9654	6621	4843	5139	5809	6377	8844	10522	7599	5878	5660
套保净需求	-	-	374	35	239	-	-	110	557	357	155	-
总需求	31478	32731	30463	29590	31129	31302	28894	34289	39943	37276	36080	34743
% yoy		4.0%	-6.9%	-2.9%	5.2%	0.6%	-7.7%	18.7%	16.5%	-6.7%	-3.2%	-3.7%
供需平衡	1344	-454	2,099	1,885	-25	-205	900	-2468	-7762	-6235	-4697	-2955

数据来源：世界白银协会 广发期货研究所

图：2025-2031年汽车领域白银需求预测（百万盎司）



图：全球光伏新增装机容量及变化（GW；%）



数据来源：世界白银协会 IEA 广发期货研究所

3、2025年铂金供应缺口仍较大，预期2026年供需趋于平衡

根据 WPIC 数据，2025 年前三季度全球铂金累计供应量为 517 万盎司，需求为 601 万盎司，存在约 84 万盎司（26 吨）的缺口。今年铂金总供应较 2024 年同期下滑 2% 至 222 吨，主要由于南非、俄罗斯和津巴布韦等主要产区矿产供应持续收缩产量低于去年同期，尽管回收增长 7% 至 50 吨却未能弥补缺口。铂金全球需求为 243 吨较 2024 年同比降 5%，不同领域的表现有所分化，来自中国等地的汽车尾气催化行业和其他工业行业受到美国关税和原材料成本上涨的冲击需求出现下降，然而首饰消费和投资需求在铂金价格的上涨刺激下出现增长并弥补了工业需求萎缩。自 2023 年以来，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 22 吨左右的赤字较 2024 年（29 吨）有所收窄，但仍占年需求量超过十分之一。展望 2026 年，该机构预测在关税担忧的缓和的情况下铂金供应有望增长 4% 达到 230 吨，需求则下降至 230 吨放缓 6% 使供需平衡呈现略有盈余的格局，价格走强将刺激回收和矿产供应的扩张，而需求则受到工业特别是玻璃行业产能收缩和 ETF 投资持仓流出的影响而放缓，然而当前铂钯仍面临“232 关税”的威胁，受到投资市场等因素影响现货容易出现局部供需错配的情况。

据贺利氏最新报告预测 2025 年全球钯金总供应将同比减少 3.4% 至 272.6 吨，总需求同比则减少 2.1% 至 273.1 吨，供应从 2024 年的盈余重新转为略有赤字 0.5 吨。供应端，由于在俄罗斯和南非等国家减产情况下矿产供应下滑 6.2% 至 189.3 吨使整体供应回落，回收领域则增长 3.5% 至 83.4 吨。需求端，燃油车产量下滑影响汽车尾气催化对钯金的需求减少，同比降 2.8% 至 225 吨。展望 2026 年，金属聚焦公司预计钯金市场仍可能出现供应短缺，但随着金属回收供应增加及汽车行业需求放缓，缺口规模相对较小。

表：铂金年度供应和需求情况（吨）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2025/2024 增长率	2026/2025 增长率
供给							

精炼矿产产量							
·南非	15	16	16	15	16	-4%	5%
·津巴布韦	8	9	8	6	6	-24%	-8%
·北美	21	21	21	21	21	-1%	-1%
·俄罗斯	6	6	6	6	6	4%	-1%
·其他	122	123	129	123	126	-5%	3%
总矿产供应	172	174	180	171	175	-5%	2%
回收	56	47	47	50	55	7%	10%
总供给	229	222	227	222	230	-2%	4%
需求							
汽车	86	100	97	94	91	-3%	-3%
首饰	58	58	62	67	63	7%	-6%
工业	67	74	75	59	65	-22%	9%
投资	-16	12	22	23	11	6%	-52%
总需求	196	244	256	243	230	-5%	-6%
供需平衡	34	-22	-29	-22	1		

数据来源：WPIC 广发期货研究所

表：钯金年度供应和需求情况（吨）

	2023	2024	2025E	2025E/2024增长率
供给				
精炼矿产产量				
·南非	69.83	71.85	65.94	-8.2%
·津巴布韦	13.37	13.06	13.37	2.4%
·北美	24.42	23.02	17.11	-25.7%
·俄罗斯	83.67	85.85	84.91	-1.1%
·其他	8.09	7.93	8.09	2.0%
总矿产供应	199.53	201.71	189.26	-6.2%
回收	80.71	80.56	83.36	3.5%
总供给	280.24	282.26	272.62	-3.4%
需求				
汽车	243.23	231.25	224.88	-2.8%
首饰	4.04	3.89	4.04	4.0%
工业	42.77	43.70	44.01	0.7%
投资	0.16	0.16	0.16	0.0%
总需求	290.82	279.00	273.09	-2.1%
供需平衡	-10.58	3.27	-0.47	

数据来源：贺利氏 广发期货研究所

三、宏观基本面分析

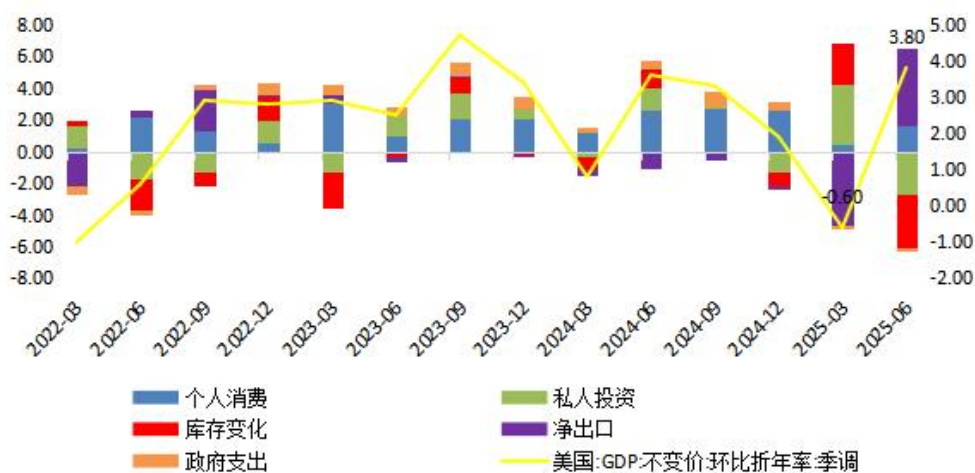
1、美国经济在K型分化背景下就业和通胀放缓以实现“再平衡”

2025年美国经济在特朗普政府的关税和移民等新政下，同时受到AI产业的冲击而呈现K型的两极分化，

一方面就业市场供需偏弱且结构性分化显著，另一方面通胀逐步回落但受结构性因素影响不均，再有是制造业和服务业景气度的进一步劈叉。而从经济整体增速来看，在高收入群体的高端消费和AI资本开支的支撑下，多家组织机构预测2025年GDP增速仍将保持在2%以上。

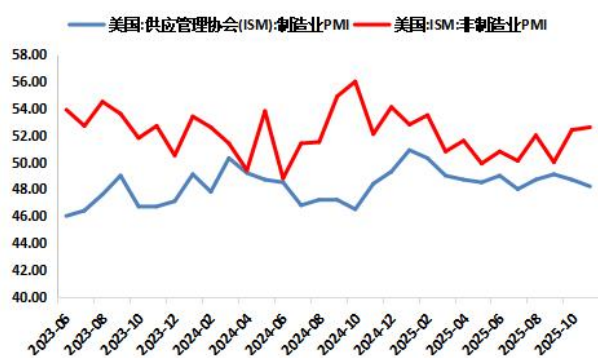
2025年就业市场整体增长乏力，特朗普执政后新增非农就业人数大幅下滑，移民政策影响劳动力供应，下半年修正后月均仅2.28万人；需求端虽政府裁员暂告一段落，但AI的就业替代效应或持续显现，居民失业后再次就业难度增加等。此外就业分化还在于低学历、少数族裔等弱势群体失业率边际恶化在11月达到4.6%创近5年新高，而薪资增速放缓节奏相对温和，11月平均时薪同比增长3.5%为2021年5月以来最低增速但幅度仍超过通胀，高收入群体所在的科技、高端服务业受AI投资支撑，就业收入等相对稳定。通胀方面，关税对物价的影响相对温和，美国CPI同比在三季度略有反弹至3%，美联储利率水平存在限制性使住房相关通胀持续回落，汽车其他大众消费商品因低收入群体消费疲软而价格走低，然而核心服务价格因高收入群体消费支撑而波动较小。

图：美国GDP增速环比和分项拉动水平（%；右轴：GDP环比）

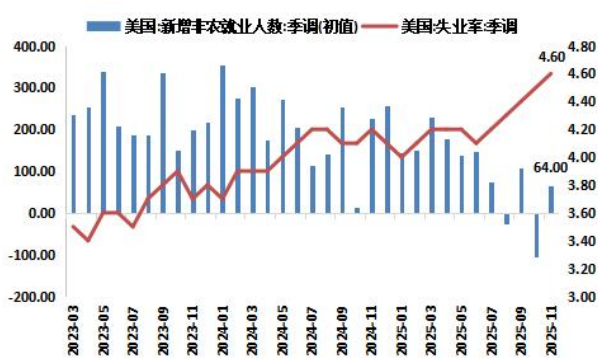


数据来源：Wind 广发期货研究所

图：美国ISM制造业与服务业PMI指数



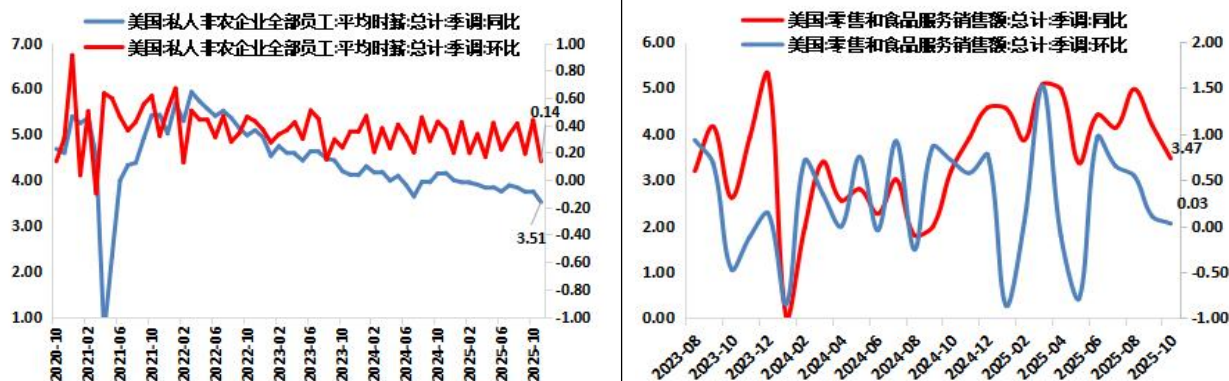
图：美国非农新增就业人口与失业率（千人；%）



数据来源：Wind 广发期货研究所

图：美国非农企业员工平均时薪同比与环比变化（%；环比：右轴）

图：美国零售和食品服务销售变化（%；环比：右轴）



数据来源: Wind 广发期货研究所

图: 美国CPI与核心CPI同比 (%)

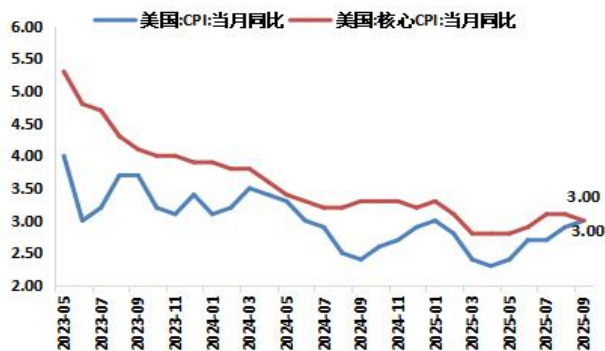
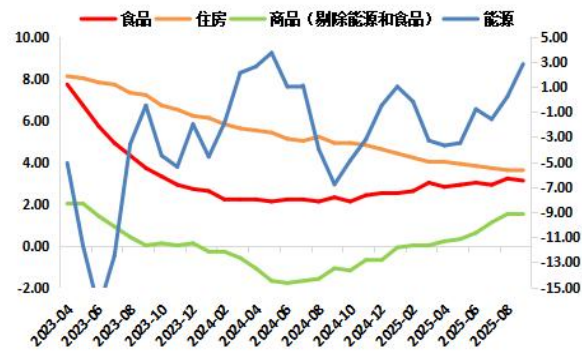


图: 美国CPI分项同比 (%; 能源: 右轴)

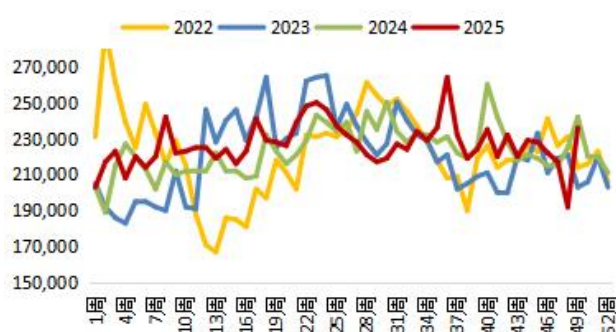


数据来源: Wind 广发期货研究所

展望2026年,美国劳动力供给或因移民政策收紧继续收缩,特朗普政府目标继续遣返非法移民百万人,随着供需缺口逐步弥合,就业市场大概率维持“低增长平衡”,而个别部门的不确定性将上升。首先是近年美国非农数据波动性大幅上升,频繁的大幅下修削弱了数据的前瞻性信号功能,其次部分美国政府“停摆”使公共服务部门运营中断,间接影响私营领域的招聘计划与临时用工安排,从而使就业数据在统计上产生短期“噪音”。随着初请失业金人数呈回落趋势就业市场趋稳,但结构性失业压力仍突出,AI商业化或带来新的扰动,预期未来非农月均新增就业人口维持在10万人以内,但具体仍需看美联储降息带来的提振。通胀方面,从调查数据来看目前服务价格黏性依旧、核心商品价格仍可能受到关税影响而短期上行至4%左右,美国通胀中枢上移风险不可忽视,但若其他部门如居民财务状况恶化的则可能拖累经济陷入滞胀困境,CPI同比将回到2%附近。值得注意的是,2026年美国内需有望改善和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。

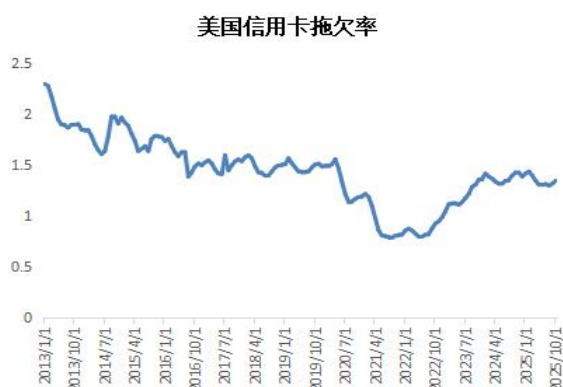
图: 美国当周初请失业金人数季节性变化 (人)

图: 美国密歇根消费者信心指数和通胀预期 (%; 右轴: 通胀预期)

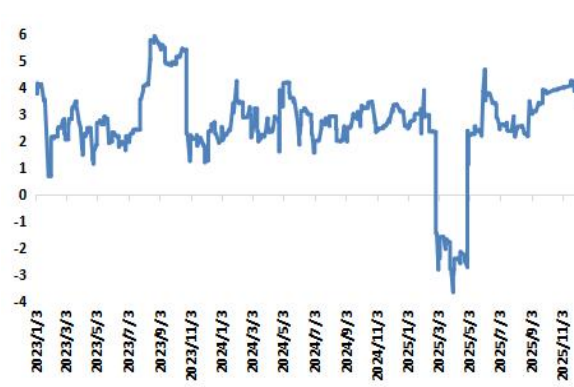


数据来源：Wind 广发期货研究所

图：美国信用卡拖欠率抬头



图：亚特兰大联储Now GDP增长预测 (%)



数据来源：Wind 彭博 广发期货研究所

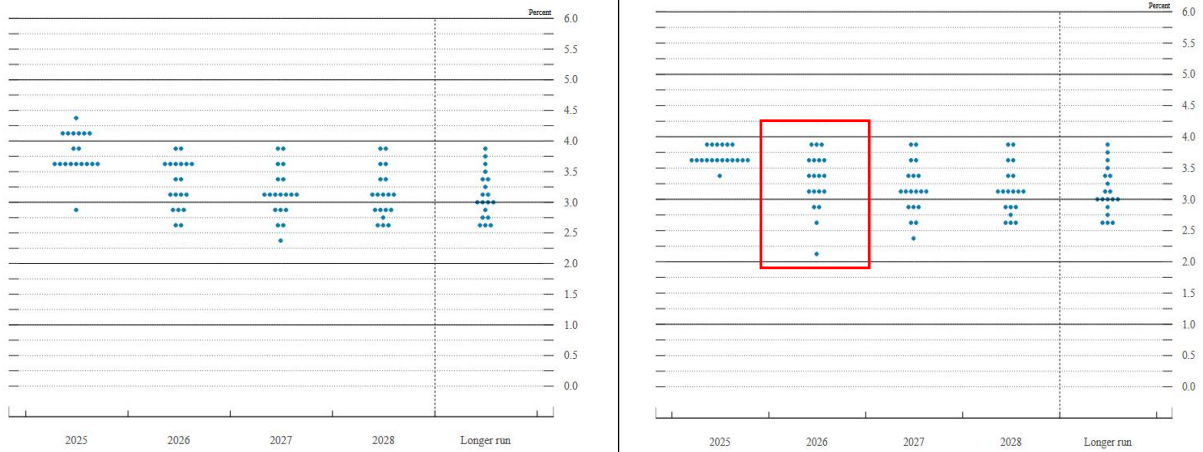
2、美联储独立性受到挑战货币政策或进一步宽松

为应对就业市场下行风险，美联储自9月以来连续三次会议降息年内累计降达75个基点将联邦基金利率目标区间下调至3.5%-3.75%，期间联储还宣布停止缩表并在12月决议中宣布启动RMP购买短期国债用于准备金管理，被市场解读为决议偏鸽派。从最新点阵图看，预期整体与9月趋同，多数官员预计明后年各降息一次，使长期中性利率趋近3%。但亦有相对部分官员认为2026年不应降息或是降息两次，个别官员则认为应降息至2%。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，反映对明年宏观环境的乐观。在新闻发布会上，主席鲍威尔表示，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。

表面上看，美联储官员决策在就业和通胀目标的平衡上存在分歧但仍保持谨慎和独立，但目前有更多证据表明其独立性正进一步受到挑战，包括总统特朗普对理事库克、米兰和下一任联储主席人选等的人事干预，同时持续公开要求美联储将利率水平大幅降低，更有官员在临近会议“静默期”时发表“鸽派”言论来安抚市场。随着下一任联储主席人选逐渐“浮出水面”，为迎合特朗普政府诉求其态度将更偏“鸽派”并作为“影子主席”影响市场预期。

基准情景假设下，美国就业疲软、增长动能不足的基本面将支撑2026年降息2—3次、利率至3.0%—3.25%的空间，但通胀黏性与市场约束决定至少在上半年政策宽松不会激进，但若特朗普政府在中期选举等压力下不断威胁美联储独立性受损，货币政策或进一步宽松空间，下半年存在激进降息或QE的可能。

图：美联储9月和12月点阵图



数据来源：美联储

图表：美联储最新经济预测

Variable	Median ¹					Central Tendency ²				
	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	1.7	2.3	2.0	1.9	1.8	1.6-1.8	2.1-2.5	1.9-2.3	1.8-2.1	1.8-2.0
September projection	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8	1.4-1.7	1.7-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0
Unemployment rate	4.5	4.4	4.2	4.2	4.2	4.5-4.6	4.3-4.4	4.2-4.3	4.0-4.3	4.0-4.3
September projection	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.4-4.5	4.4-4.5	4.2-4.4	4.0-4.3	4.0-4.3
PCE inflation	2.9	2.4	2.1	2.0	2.0	2.8-2.9	2.3-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0
September projection	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0	2.9-3.0	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.0	2.5	2.1	2.0		2.9-3.0	2.4-2.6	2.0-2.2	2.0	
September projection	3.1	2.6	2.1	2.0		3.0-3.2	2.5-2.7	2.0-2.2	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path										
Federal funds rate	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0	3.6-3.9	2.9-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	2.8-3.5
September projection	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0	3.6-4.1	2.9-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	2.8-3.5

数据来源：美联储

图表：FedWatch美联储降息概率预测

MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400
2026/1/28			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.4%	75.6%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.1%	43.5%	47.5%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	16.9%	44.4%	36.7%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	10.1%	31.8%	40.2%	16.8%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.3%	3.8%	16.6%	34.3%	33.2%	11.8%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.1%	1.5%	8.2%	22.7%	33.9%	25.8%	7.7%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.3%	2.6%	10.6%	24.5%	32.6%	22.8%	6.5%	0.0%
2026/12/9	0.1%	0.7%	4.0%	13.0%	25.9%	30.9%	20.1%	5.4%	0.0%
2027/1/27	0.1%	0.7%	4.0%	13.0%	25.9%	30.9%	20.1%	5.4%	0.0%
2027/3/17	0.1%	0.9%	4.4%	13.5%	26.1%	30.4%	19.4%	5.1%	0.0%

数据来源：CME

四、贵金属2026年行情策略展望——价格中枢逐步上抬

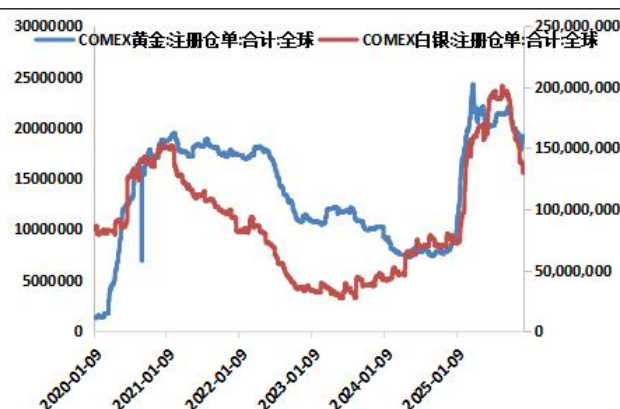
综上，展望2026年宏观环境看美国经济在K型分化背景下就业和通胀放缓以实现“再平衡”，美联储在实现多重目标以及独立性冲击等困境下预期货币政策或进一步宽松空间，流动性相对宽松对贵金属价格形成利好。供需格局看，逆全球化加剧各国之间在关键矿产资源上的争夺，贵金属矿产供应受到各主要产地的地缘冲突扰动增长空间有限，全球经济增速趋缓及价格高企可能抑制总体需求增长放缓但预期仍存在韧性，流通库存偏紧特别在期货交割月份等特殊时段更容易出现供需错配的问题。尽管2025年贵金属价格的涨势“波澜壮阔”，但在目前价格水平下，从彭博的预测来看多家国际金融机构都进一步上调了贵金属2026-2027年的目标价格，表明在宏观和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库存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。

图表：2025-2027年彭博贵金属季度和年度目标价格预测

	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3	2026	2027
黄金（美元/盎司）	4153	4334	4381	4427	4403	4569
白银（美元/盎司）	54.46	63.13	63.82	64.48	64.12	66.32
铂金（美元/盎司）	1689	1892	1918	1932	1921	1971
钯金（美元/盎司）	1498	1646	1676	1692	1680	1732

数据来源：彭博

图：COMEX金银注册仓单库存

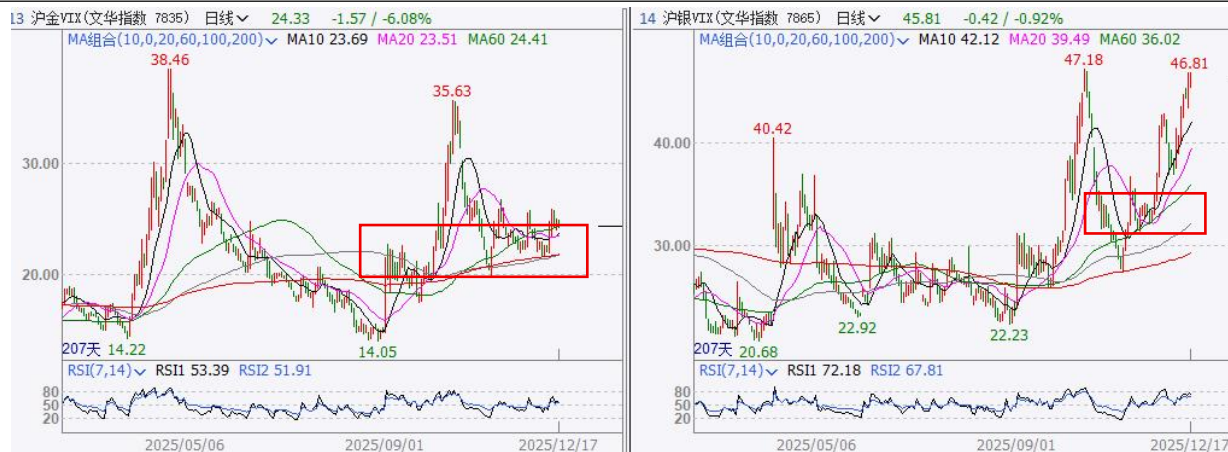


图：上金所和上期所白银库存



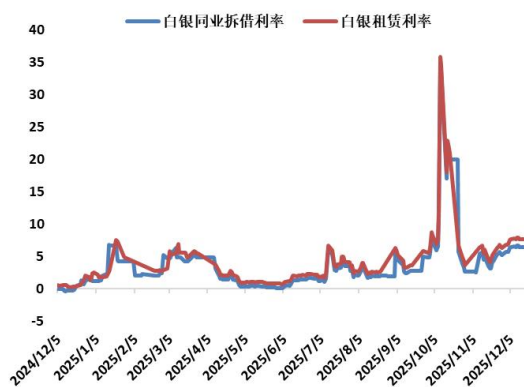
数据来源：Wind 广发期货研究所

图表：黄金白银VIX波动率指数走势

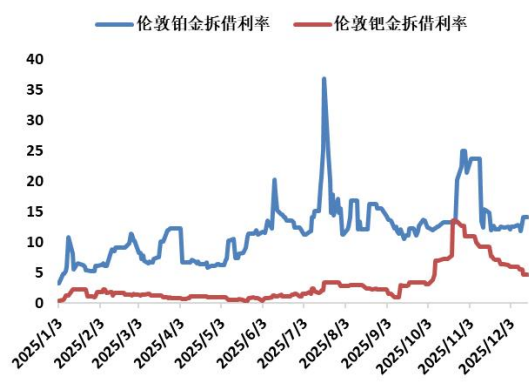


数据来源：文华财经

图：伦敦白银拆借和租赁利率（%）



图：伦敦铂钯拆借利率（%）



数据来源：彭博 广发期货研究所

风险提示：美国AI的“增长贡献”2026年后渐进释放，体现在单位劳动生产率的提升和科技行业增长向制造业、服务业扩散；美国财政赤字未来逐步收敛，整体财政对GDP的贡献转为小幅拖累但由于财政“紧缩”有限不会造成衰退；美元资产走强美联储维持鹰派对贵金属形成打压。

免责声明

本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。

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！

相关信息

数据来源：Wind 彭博 美联储 世界黄金协会 世界白银协会 CME 文华财经 广发期货研究所

广发期货研究所

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-88800000

地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼

邮政编码：510620