

# 降息逻辑渐近尾声 避险逻辑考期将至

2025 年 12 月 26 日

——贵金属 2026 年度策略报告

## 目录

1. 行情回顾 .....	2
2. 避险属性演变逻辑 .....	7
3. 货币属性演变逻辑 .....	10
4. 商品属性演变逻辑 .....	23
5. 基本面与技术面动态结合分析 .....	30
6. 从多空博弈的角度看未来行情发展的方向 .....	33
7. 国内贵金属产业链概况 .....	34
免责声明 .....	37

## 1.行情回顾

图 1：沪金主连本轮牛市关键节点



数据来源：文华财经、山金期货投资咨询部

2025 年是贵金属市场载入史册的一年。在全球货币体系演变、地缘政治风险加剧、供需结构性失衡等多重因素的共同驱动下，黄金、白银、铂金、钯金四大贵金属全面爆发，迎来了数十年未见的狂热行情。黄金创下延续之前牛市，白银与铂金实现翻倍增长，贵金属板块成为年度表现最耀眼的大类资产。

从时间序列看，贵金属市场的上涨并非一帆风顺，而是呈现明显的阶段性特征。一季度，黄金率先启动，在地缘政治风险和央行购金推动下稳步上行；二季度，白银开始崭露头角，工业属性与金融属性共振；三、四季度，铂金和钯金后来居上，尤其是广州期货交易所推出铂钯期货后，中国市场交易热情高涨，推动价格加速上涨。

纵观全年，贵金属市场的强势表现远超多数机构预期。这场全球性的贵金属狂欢背后，是多重因素的综合共振：美元信用担忧引发的“货币贬值交易”、全球央行持续的购金潮、地缘政治风险溢价、供需结构性失衡，以及宽松货币政策下的流动性泛滥。这些因素共同作用，使得 2025 年成为贵金属

市场历史上值得铭记的“超级年”。

图 2：各币种金价近十五年表现（截止到 2025. 12. 24）

Year	USD	AUD	CAD	CHF	CNY	EUR	GBP	INR
2010	+29.5%	+13.5%	+22.3%	+16.7%	+24.9%	+38.8%	+34.3%	+23.7%
2011	+10.1%	+10.2%	+13.5%	+11.2%	+5.9%	+14.2%	+10.5%	+31.1%
2012	+7.0%	+5.4%	+4.3%	+4.2%	+6.2%	+4.9%	+2.2%	+10.3%
2013	-28.3%	-16.2%	-23.0%	-30.1%	-30.2%	-31.2%	-29.4%	-18.7%
2014	-1.5%	+7.7%	+7.9%	+9.9%	+1.2%	+12.1%	+5.0%	+0.8%
2015	-10.4%	+0.4%	+7.5%	-9.9%	-6.2%	-0.3%	-5.2%	-5.9%
2016	+9.1%	+10.5%	+5.9%	+10.8%	+16.8%	+12.4%	+30.2%	+11.9%
2017	+13.6%	+4.6%	+6.0%	+8.1%	+6.4%	-1.0%	+3.2%	+6.4%
2018	-2.1%	+8.5%	+6.3%	-1.2%	+3.5%	+2.7%	+3.8%	+6.6%
2019	+18.9%	+19.3%	+13.0%	+17.1%	+20.3%	+22.7%	+14.2%	+21.6%
2020	+24.6%	+13.6%	+22.2%	+14.0%	+16.9%	+14.4%	+20.9%	+27.9%
2021	-3.5%	+2.2%	-4.1%	-2.0%	-6.1%	+2.9%	-2.5%	-1.6%
2022	-0.3%	+6.5%	+6.9%	+1.0%	+8.3%	+6.0%	+11.8%	+10.7%
2023	+12.8%	+12.6%	+9.9%	+2.4%	+15.7%	+8.7%	+6.6%	+13.4%
2024	+26.3%	+38.3%	+37.1%	+35.9%	+30.3%	+34.2%	+28.2%	+29.8%
2025	+70.6%	+57.6%	+62.5%	+48.3%	+64.3%	+50.0%	+58.4%	+78.4%
Average	11.0%	12.2%	12.4%	8.5%	11.1%	12.0%	12.0%	15.4%

数据来源：goldprice.org、山金期货投资咨询部

在 2025 年的贵金属大牛市中，黄金作为传统避险资产，展现了其作为市场“定盘星”的核心地位。全年金价从约 2650 美元/盎司起步，一路突破多个整数关口，最终站上 4500 美元/盎司的历史新高，年内涨幅近 70%，创下自 1979 年第二次石油危机以来的第二大年度涨幅。更令人瞩目的是，黄金价格在年内超过 40 次刷新历史高点，这种持续强势的表现超越了传统的避险资产范畴，凸显出其在全球货币体系重构中的新角色。

黄金市场的驱动逻辑已从传统的避险和抗通胀因素，转向更深层次的结构性力量。截至 2025 年第三季度，全球黄金需求总量（包含场外交易）达到 1313 吨的历史最高纪录，需求总金额高达 1460 亿美元。各国央行成为黄金的持续战略性买家，10 月份全球央行净增持黄金 53 吨，环比增幅达 36%，创下年内单月净买入的最高纪录。中国人民银行更是连续第 13 个月增持黄金，反映出新兴市场央行对储备资产多元化的战略需求。

2025 年黄金市场的另一个显著变化是其价格驱动机制的结构性转变。美元利率、美债与黄金价格走势呈现从强负相关、弱负相关到同向而行的变化，这意味着黄金正在脱离传统定价框架，与各国货币的关系正在重新对标。这种变化背后的深层次原因，是全球货币体系重构过程中黄金货币属性的重



新凸显。随着美国联邦政府债务规模突破 38.5 万亿美元并以每年 3 万亿美元的速度增长，投资者对主权货币价值的担忧日益加深，黄金作为非主权价值储藏工具的魅力显著提升。

值得注意的是，黄金价格的上涨并非孤立现象，而是引发了整个贵金属体系的共振。金价大涨带动不少资金关注黄金市场的替代投资品，为白银、铂金等其他贵金属的上涨创造了条件。

图 3：各币种银价近十五年表现（截止到 2025. 12. 24）

Year	USD	AUD	CAD	CHF	CNY	EUR	GBP	INR
2010	+83.0%	+60.4%	+72.8%	+64.9%	+76.5%	+96.2%	+89.8%	+74.8%
2011	-10.2%	-10.2%	-7.5%	-9.4%	-13.7%	-6.9%	-10.0%	+6.9%
2012	+8.3%	+6.7%	+5.6%	+5.5%	+7.5%	+6.2%	+3.5%	+11.6%
2013	-35.9%	-25.2%	-31.3%	-37.6%	-37.6%	-38.5%	-37.0%	-27.4%
2014	-19.6%	-12.1%	-11.9%	-10.3%	-17.4%	-8.5%	-14.3%	-17.8%
2015	-11.5%	-0.7%	+6.2%	-11.0%	-7.3%	-1.5%	-6.4%	-7.0%
2016	+17.3%	+18.8%	+13.9%	+19.2%	+25.6%	+20.9%	+40.1%	+20.4%
2017	+7.1%	-1.5%	-0.1%	+1.8%	+0.3%	-6.7%	-2.7%	+0.3%
2018	-9.5%	+0.3%	-1.8%	-8.7%	-4.3%	-5.1%	-4.1%	-1.5%
2019	+15.5%	+16.0%	+9.8%	+13.8%	+16.9%	+19.2%	+11.0%	+18.1%
2020	+47.5%	+34.4%	+44.7%	+35.0%	+38.4%	+35.4%	+43.2%	+51.5%
2021	-11.5%	-6.2%	-12.1%	-10.0%	-13.9%	-5.6%	-10.5%	-9.8%
2022	+2.9%	+9.9%	+10.2%	+4.1%	+11.6%	+9.3%	+15.3%	+14.2%
2023	-1.2%	-1.4%	-3.8%	-10.3%	+1.3%	-4.8%	-6.7%	-0.7%
2024	+21.7%	+33.2%	+31.9%	+30.8%	+25.5%	+29.2%	+23.5%	+25.0%
2025	+145.9%	+127.2%	+134.1%	+113.7%	+136.8%	+116.1%	+128.2%	+157.0%
Average	15.6%	15.6%	16.3%	12.0%	15.4%	15.9%	16.4%	19.7%

数据来源：goldprice.org、山金期货投资咨询部

在 2025 年贵金属的全面牛市中，白银无疑是最为耀眼的明星。全年银价从约 30 美元/盎司一路飙升至 72 美元/盎司以上，涨幅超过 140%，远超黄金的 70% 涨幅，成为贵金属板块中的领跑者。尤其引人注目的是，白银在四季度表现异常强劲，单季度涨幅近 50%，展现出极大的价格弹性。白银市场的这场“狂飙”，是过去三年供需缺口积累、关税引发的库存套利以及近期投资情绪升温三重因素共振的结果。

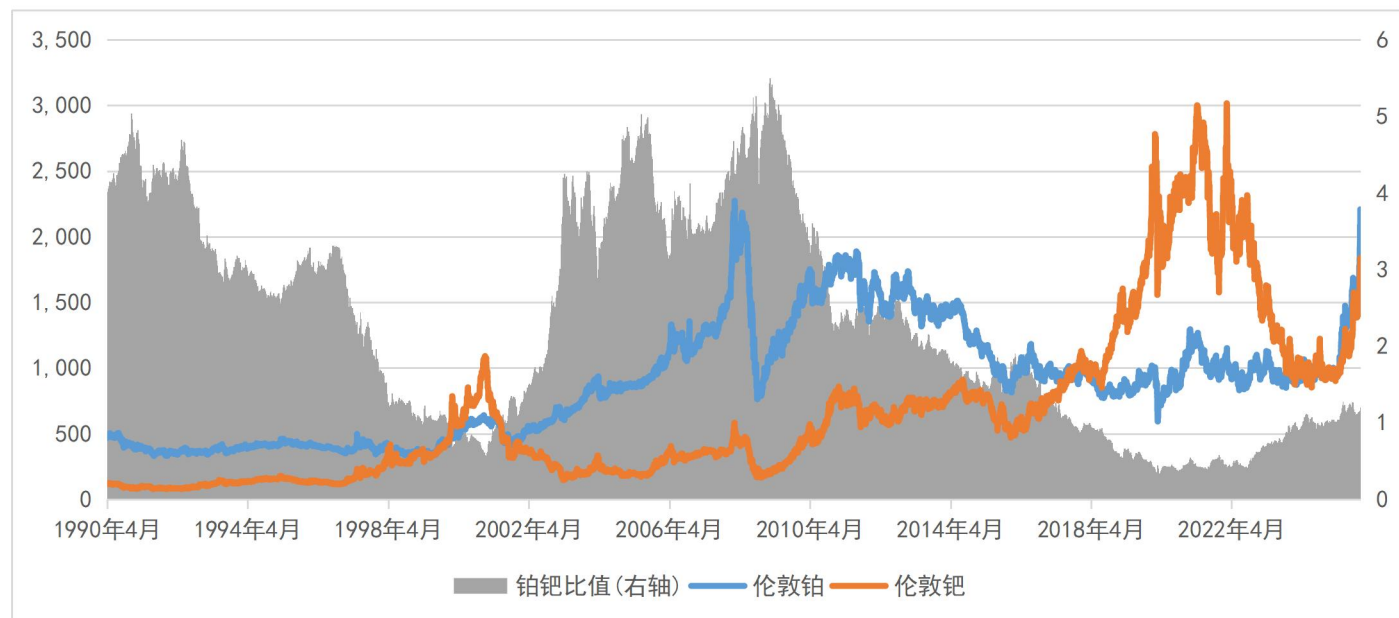
白银市场的供需格局构成了价格上涨的坚实基础。世界白银协会的报告指出，受益于在导电和导热方面的卓越性能，白银正成为全球经济转型不可或缺的关键金属之一。光伏和电动汽车产业的快速发展，以及数据中心和人工智能领域的爆发式扩张，对白银需求构成了强劲支撑。然而，供给端却难以跟上需求增长步伐。自 2021 年起，白银市场就一直处于供不应求的状态。与能源转型所需的所有金属一样，白银也面临需求不断上升但产能难以快速扩大的矛盾，因为一座新银矿从决定开采到实现首次产出，大约需要十年时间。

2025 年白银市场的另一个关键驱动因素是库存异常紧张。行业统计显示，目前 COMEX 白银库存约 1.4 万吨，同期伦敦金银市场协会的白银现货库存约 2.7 万吨，较 2022 年峰值下降约三分之一，国内

上海黄金交易所和上海期货交易所库存总量为 1535 吨，处于十年低位。这种库存紧张局面在关税不确定性的背景下进一步加剧。特朗普政府已将白银纳入关键矿产清单，投资者担忧美国可能对其加征关税。若实施将锁定已流入美国的白银，叠加中国库存低位难以提供缓冲，可能加剧全球供应紧张。此外，11 月末芝商所宕机事件被不少人视为新一轮行情的起点，当时市场发现主要交易所未平仓合约的急剧下降，大型银行存在大规模空头平仓操作，引发市场对挤仓风险的担忧。

然而，在银价飙升的背后，潜在风险正在积聚。白银年内近 130% 的涨幅，已将其在太阳能组件总售价中的成本份额从 2024 年以前通常低于 5% 的水平，大幅推高至近 20%。这严重挤压了光伏组件制造商本已微薄的利润空间，高昂的成本正迫使行业加速节银技术应用。如果镀银铜浆粉和零主栅等节银技术加速普及，未来几年可能导致多达 5000 万至 6000 万盎司的白银需求受到威胁。这种需求破坏的风险可能在市场紧张状况缓解后暴露，导致白银相对于黄金的强势表现出现更急剧的逆转风险。

图 4：伦敦铂钯比值（截止到 2025. 12. 24）



数据来源：goldprice.org、山金期货投资咨询部

在 2025 年的贵金属市场中，铂金表现堪称一匹亮眼的“黑马”，全年涨幅约 160%。纵观全年，铂金价格经历了反复筑底、爆发上涨、迈向新高三个阶段，最终突破 2300 美元/盎司，创下历史新高。特别引人注目的是，自 11 月 27 日广州期货交易所推出铂金期货以来，其价格直线飙升，主力合约在短短一个月内累计上涨超过 43%。铂金的全年行情由供需基本面、宏观环境及市场情绪共同驱动，展现出独特的市场特性。

铂金市场的供需格局已发生根本性转变。根据世界铂金投资协会数据，全球铂金市场已连续三年陷入供应短缺，2025 年的供应缺口预计将达到 69.2 万盎司。这一缺口已导致全球铂金显性库存减少

42%，目前库存仅能满足不到五个月的市场需求。供应端面临严峻挑战，全球铂金供给高度集中于南非和俄罗斯，且近年来行业产能扩张停滞，供给增长受限。与此同时，需求端却呈现多元化增长态势。铂在氢能产业链中扮演关键角色，既是电解水制氢催化剂的核心材料，也是氢燃料电池汽车的必需元素。氢能产业的兴起为铂金需求打开了新空间，部分抵消了传统燃油汽车催化剂需求下滑的影响。

2025 年铂金市场最显著的变化来自中国因素的强力驱动。自 11 月 27 日广州期货交易所推出铂金期货以来，其铂金合约的日均总成交量已增至近 500 万盎司，近期甚至超过了纽约商品交易所的成交量。同时，广州期货交易所的总未平仓合约也飙升至超过 100 万盎司，约为纽约商品交易所的四分之一。中国市场的参与度大幅提升，显著改变了铂金的定价机制，增强了价格发现效率。

投资需求的激增是铂金市场的另一重要驱动。世界铂金投资协会预计，2025 年中国铂金条币的购买量将达到 41.8 万盎司，创 4 年来新高。铂金目前仍以商品属性为主，金融属性有待继续培育完善。这表明铂金的投资价值尚未被充分挖掘。值得注意的是，欧盟政策转变也为铂金需求带来支撑。欧盟放缓了 2035 年禁售燃油车的计划，调整后提出的方案为：以 2021 年的排放量为基准，将汽车二氧化碳排放量削减 90%，同时允许插电式混合动力汽车继续销售。这一政策转向预计将延缓汽车电动化进程，进而对汽车催化剂领域的铂金长期需求形成支撑。

从更宏观的角度看，铂金在 2025 年的卓越表现，部分得益于其在贵金属体系中的价值重估。作为价格远低于黄金但特性独特的贵金属，铂金吸引了寻求高价黄金替代品的投资者。特别是在黄金价格高企的背景下，部分投资需求向铂金溢出，推动了其价格补涨。

在 2025 年贵金属全面牛市的背景下，钯金表现相对稳健但涨幅依然惊人，全年价格从约 900 美元/盎司上涨至突破 1900 美元/盎司，涨幅超过 100%。与铂金类似，钯金也在下半年迎来补涨行情，尤其是在广州期货交易所推出钯金期货后，交易活跃度显著提升，主力合约在近一个月内累计上涨近 38%。钯金市场的驱动逻辑相对复杂，既有贵金属板块整体上涨的带动，也受到自身供需基本面的深刻影响。

钯金市场的供需格局正在发生重要变化。全球最大钯生产商——俄罗斯诺里尔斯克镍业公司预计，若计入投资需求，2025 年钯金市场将出现 20 万盎司的供应缺口；若不计入投资需求，市场供需则基本保持平衡。供应端方面，钯金与铂金类似，具有供给高度集中的特点，主要来自南非和俄罗斯，且行业投资不足限制了产能扩张。然而，与铂金不同的是，钯金需求面临更严峻的结构性挑战。钯长期主导汽油车尾气催化市场，占其全球需求的 80% 以上。随着全球汽车电动化转型加速，钯在传统燃油车领域的需求受到冲击，这种趋势在长期内可能制约钯金价格上涨空间。

2025 年钯金市场的一个重要利好因素是政策环境的转变。欧盟委员会提议放宽燃油车禁售令，也



有望对钯金需求形成支撑，原因是汽油车与混合动力车仍需装配含钯的催化转化器。这一政策转变与全球汽车电动化进程的复杂性和现实挑战有关。尽管电动汽车普及率不断提升，但传统燃油车仍将在较长时间内占据重要市场份额，特别是在发展中国家市场。这种政策调整为钯金需求提供了一定的稳定性，缓解了市场对需求急剧下降的担忧。

此外，关税因素也为钯金市场增添了不确定性。美国商务部依据《贸易扩展法》第 232 条对关键矿产启动的调查已将铂金、钯金纳入调查范围，若未来加征关税，可能进一步加剧区域性供应紧张。

## 2. 避险属性演变逻辑

### 2.1 世界正处于向新秩序过渡的过程中，美国不再是主导力量。贵金属避险功能正在从传统模式向对冲主权信用风险的转变

2026 年贵金属市场的核心变化在于其避险属性的根本性转变。传统上，黄金等贵金属主要作为地缘政治紧张或经济衰退时期的临时避风港，但其定价核心已转向对主权货币信用、特别是美元信用可持续性的深层担忧。这一转变并非突然发生，而是多因素长期演化的结果，标志着贵金属在全球资产配置中角色的重新定义。

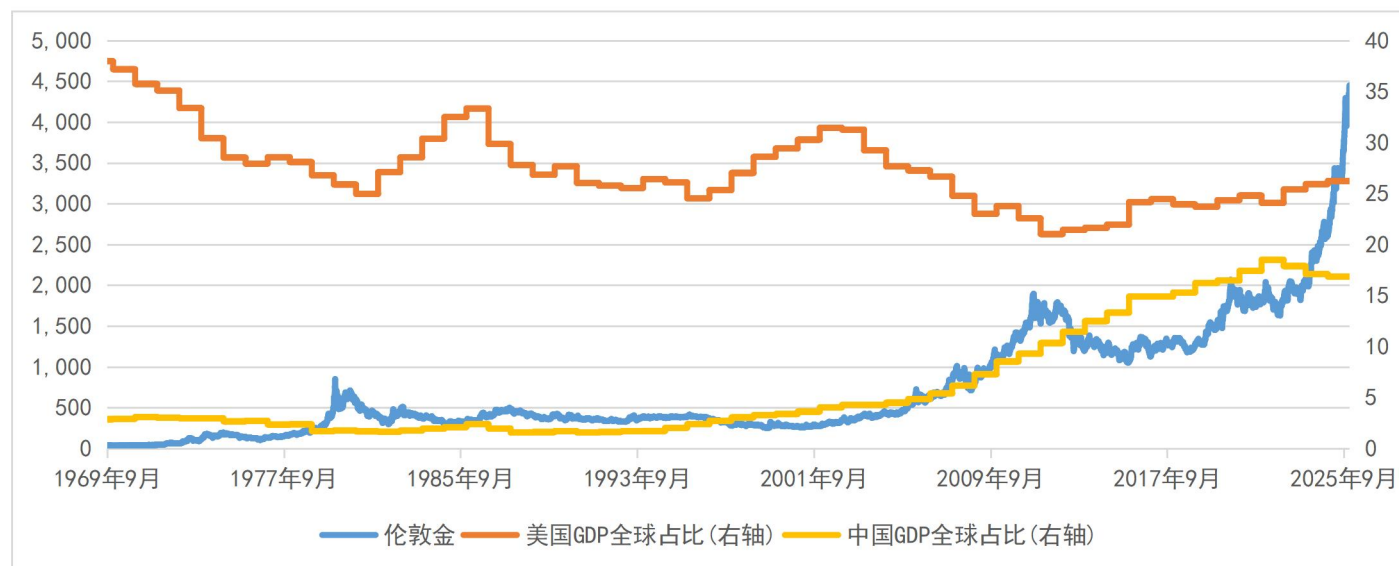
美元信用的削弱与债务货币化趋势。美国联邦政府公共债务规模已突破 38 万亿美元，占 GDP 比例高达 131%，且债务扩张速度仍在加快。特朗普政府的减税政策与国防开支扩张预计将在未来十年增加 3.4 万亿美元赤字，使赤字率长期维持在 5% 以上。这种财政主导的政策框架迫使货币政策被动适应，美联储通过购买短债等方式维持流动性，本质上是一种债务货币化过程。当主权货币的发行基础从实体经济增长转向政府债务扩张时，投资者对货币购买力的长期信心不可避免地受损，黄金作为非主权价值储存工具的比较优势凸显。

全球货币体系的多极化重构。美元在全球外汇储备中的占比已从 2000 年的 72% 降至 2025 年的 56%，这种多样化趋势在 2026 年预计将持续。值得注意的是，这种多极化并非由其他主权货币如欧元、人民币完全替代美元，而是黄金与多种储备资产共同分担角色。各国央行连续三年净购金超千吨，远超 2011-2021 年年均 409 吨的水平，表明官方部门对黄金的认可从战术配置转向战略基石资产。这一转变的重大意义在于，央行行为不仅为金价提供了结构性买盘，更改变了黄金的定价锚，使其与美元利率的传统负相关关系减弱，而与全球主权信用风险溢价的正相关性增强。

在 2026 年的环境下，不同贵金属品种的避险属性表现出显著差异。黄金作为纯粹的货币金属，其避险功能最直接关联主权信用担忧；白银则兼具金融属性与工业属性，在绿色产业如光伏、新能源车与 AI 硬件需求扩张的背景下，其价格波动既反映避险情绪，也体现全球工业周期变化。铂族金属铂金、钯金则更紧密地绑定特定产业趋势如氢能经济与供应集中如南非电力危机。这种属性差异使得贵金属内部在不同宏观情景下可能呈现轮动或分化，而非简单同向波动。

这一范式转变的核心在于，贵金属的避险功能已从对冲经济周期的波动性，升级为对冲法币体系的系统性风险。当投资者担忧的不再是单一国家的经济衰退或汇率波动，而是全球储备货币的价值基础时，贵金属作为千年來被广泛认可的价值尺度，其战略配置价值自然提升。贵金属驱动力量已从传统的“抗通胀”逻辑，转向更深刻的“替代货币”逻辑。

图 5：伦敦金与中美 GDP 占比



数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

中美关系或继续成为世界面临的重要风险。作为世界前两大经济体，中美如何互动，左右着国际合作的风向、牵动着百年变局的走向。中美竞斗，世界紧张；中美合作，世界受益。中美战略竞争作为 2026 年全球格局的核心变量，对贵金属避险属性产生着截然不同但又相互关联的影响。两国在政策路径、债务状况与市场结构上的差异，塑造了贵金属在不同市场的定价逻辑与需求动力，使贵金属的避险功能呈现出两极分化的鲜明特征。

美国因素对贵金属避险属性的影响呈现复杂的双重性。一方面，美国债务膨胀与美元信用削弱提升黄金的长期配置价值；另一方面，美国经济相对韧性与政策不确定性又带来短期波动。

债务不可持续性与政策困境。美国国会预算办公室已明确指出美国财政路径不可持续，利息支出



占财政支出比例超过 12%，已高于国防开支。特朗普政府面临的核心困境在于，减税与扩大开支需要低利率环境配合，但若通胀粘性超预期如贸易壁垒推高进口价格、财政刺激过热，美联储可能被迫推迟降息甚至重新收紧，引发流动性危机。这种政策困境使得黄金成为对冲美国财政-货币政策冲突的有效工具。特别需要关注的是，美国债务结构中短期国债占比升至 23%，形成“短债陷阱”，使政府每季度面临大规模再融资压力，任何利率波动都可能放大财政脆弱性。

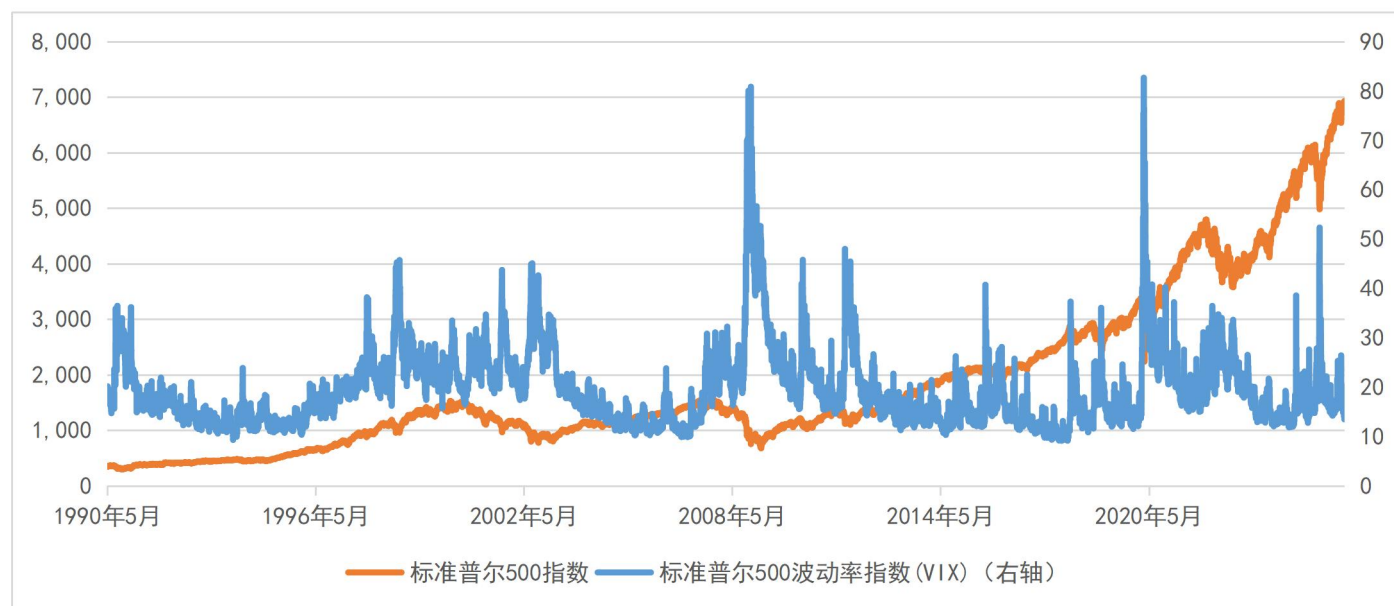
美元武器化与替代性金融基础设施兴起。俄乌冲突后，西方冻结俄罗斯境外资产的行为促使许多国家重新评估美元资产的安全性。2025 年 12 月欧盟提出利用被冻结俄资产援助乌克兰的方案，若实施将进一步加剧对非西方经济体对美元体系的担忧。这种地缘政治考量推动央行购金从收益优化转向安全优先，且更偏好实物黄金而非纸黄金。此外，Tether 等稳定币发行方大量购金，创建以黄金为锚的替代性支付系统，可能逐步侵蚀美元在跨境交易中的主导地位。

## 2.2 美股波动率相对处于历史低位，后期或震荡上升，推升贵金属避险价值

过去几年，“美股神话”建立在强劲盈利增长与科技巨头统治力之上，但这种过度集中也带来了系统性风险。如今，美股波动已经主导全球市场波动，“七巨头”（Magnificent 7）的波动贡献度接近全球股票市场的 30%。特别是半导体和 AI 概念股，波动率更是远超历史平均水平，一旦盈利或估值预期反转，冲击力极强。

美股总市值与美国 GDP 比值已接近 3 倍，纳斯达克市盈率超过 40 倍，显示科技股估值显著偏高。若 AI 概念股盈利不及预期或利率环境逆转，可能触发美股大幅回调。历史数据显示，当美股波动率（VIX 指数）飙升时，黄金与标普 500 指数的负相关性增强，吸引资金从风险资产转向贵金属。值得注意的是，美国投资者更关注黄金与生息资产的相对收益，因此黄金 ETF 流量仍与美债收益率保持负相关；但 2025 年以来，这种关系有所弱化，表明非利率因素对黄金的驱动增强。

图 6: 标普 500 指数与波动率指数 (VIX)



数据来源: iFinD、山金期货投资咨询部

最后, 贵金属当前定价已包含较多风险溢价, 若地缘局势出现突破性和解如俄乌停火、中东达成长期停火协议, 或 AI 技术革命实质性提升全要素生产率, 可能削弱避险属性。AI 叙事若兑现, 可能从三方面压制金价: 一是实际利率预期维持高位, 美联储不必大幅降息, 提升黄金机会成本; 二是科技股高回报吸引资金分流; 三是美元信用增强, 美国 AI 领先延长其科技特权。这些变化可能使市场焦点从“避险”转向“增长”, 逆转近年来的资本流向。此外, 若中美关系超预期缓和如 2026 年中期选举后贸易战彻底结束, 将显著改善全球增长前景, 降低对贵金属的防御性需求。

### 3. 货币属性演变逻辑

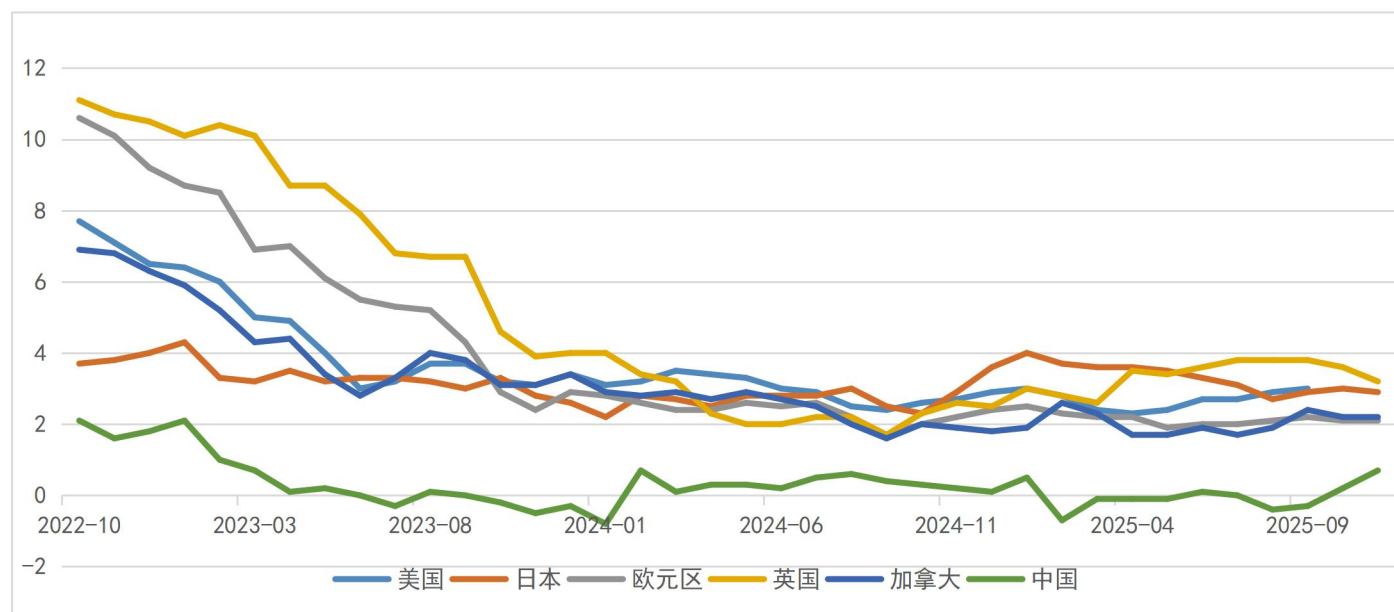
#### 3.1 2026 年全球通胀预计将延续温和回落的总体趋势, 美国通胀仍具黏性, 欧元区通胀问题基本得到解决

在 2025 年杰克逊霍尔全球央行年会上, 美联储宣布对其货币政策运行框架进行重要更新。此次调整主要涉及两个关键目标: 放弃原先固定的就业目标, 转而采用更灵活的通货膨胀目标制; 同时取消了此前允许通胀短期超调以补偿低迷时期的“补偿性”策略。这一变化被市场解读为美联储可能采取

预防性降息而非激进宽松政策的信号。调整背后的原因包括对美国就业数据统计可信度的担忧，以及数字技术发展特别是稳定币对传统货币政策传导机制带来的挑战。新框架保留了美联储的政策裁量空间，但可能加剧其与行政当局的分歧。

当经济活动繁荣、货币供应增加、需求超过供应时，通常会出现通胀现象。通胀会导致货币的购买力下降，即同样的货币数量所能购买的物品和服务减少。美联储的目标是保持通胀在 2% 的水平浮动，但是允许短期内高于 2%。和 CPI 相比，PCE 衡量的商品和服务类别更为广泛。同时，PCE 数据计算过程中考虑了消费者消费习惯的改变。PCE 的原始数据来源于企业问卷调查，而 CPI 的原始数据来源于消费者的问卷调查。一般来说，企业问卷调查获取的数据更为可靠。历史上 CPI 受到的关注度更高，也是国际上讨论通胀的通用指标，这很大程度上是因为美国劳动统计局发布 CPI 的时间要早于美国经济分析局 (BEA) 发布 PCE 的时间，一般来说 CPI 对于市场的影响也更大。

图 7: 全球主要经济体通胀对比



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

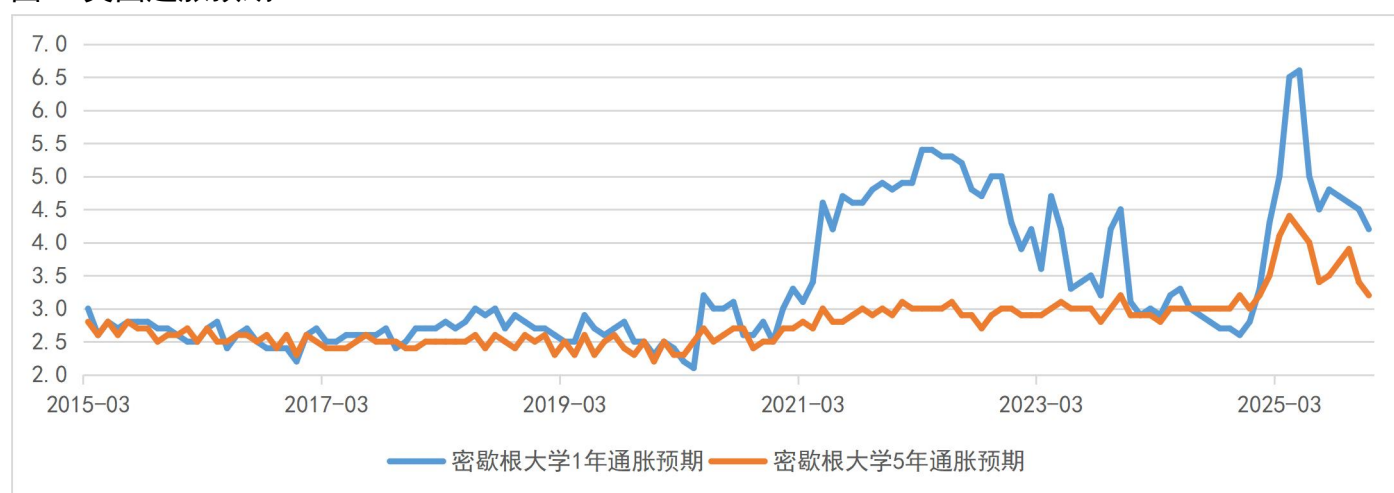
2026 年美国通胀最显著的特征是其顽固的黏性。市场普遍预期的单边回落可能不会出现，取而代之的是一种“U 型”或波浪式下行的复杂格局。推动通胀保持韧性的核心力量主要来自三个方面：首先是住房成本，其在 CPI 中占比超过三分之一，尽管新签租约价格回落，但传导至整体物价指数需要时间，预计将从年初的 3.8% 缓慢降至年底的 3.1% 左右。其次是服务价格，医疗、教育、休闲等行业的劳动力需求旺盛，工资成本难以迅速回落，剔除住房后的服务项价格预计全年涨幅仍在 3.3% 左右。



最后是政策因素，特朗普政府的财政扩张政策可能持续，而其关税政策如对中国商品加征关税则会推高进口商品成本，形成输入性通胀压力。综合来看，2026 年美国整体 CPI 中枢预计在 2.8% 左右，而核心 CPI 可能维持在 3.2% 的高位，这意味着通胀将持续高于美联储 2% 的目标。。

与美国形成鲜明对比的是，欧元区的通胀问题将得到根本性缓解。在能源价格基数效应和内需稳健修复的共同作用下，欧元区通胀率预计将稳步下降至 1.9%，这一水平已非常接近欧洲央行的通胀目标。这种相对温和的通胀环境为欧央行提供了更大的货币政策宽松空间，其降息节奏可能早于和快于美联储。

图 8: 美国通胀预期



数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

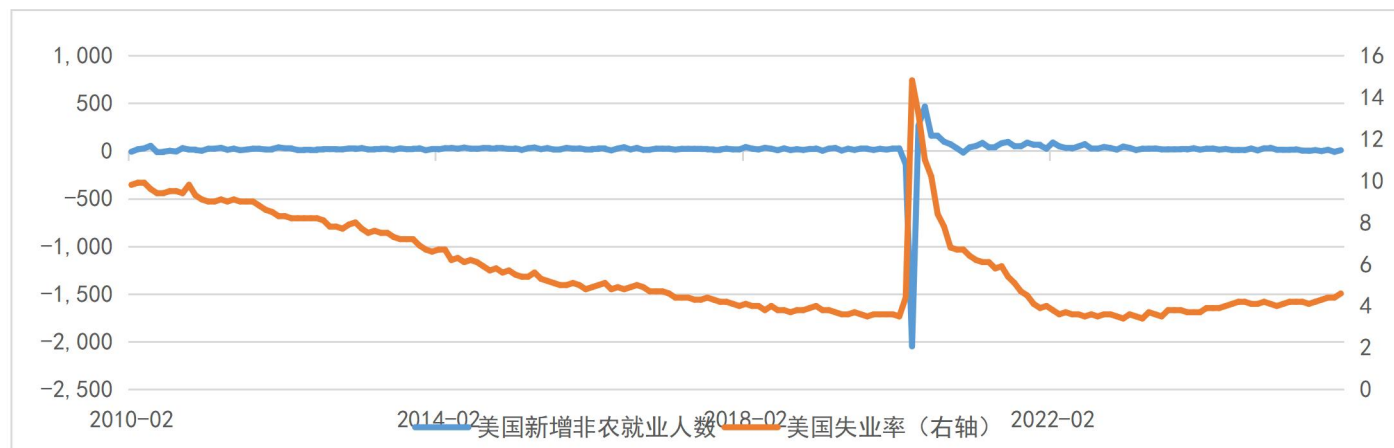
整体来看，2026 年全球通胀预计将延续温和回落的总体趋势，但呈现显著的区域分化特征。根据国际货币基金组织预测，全球通胀率将从 2025 年的 4.2% 降至 2026 年的 3.6%。这一过程中，美国通胀仍具黏性，可能呈现“U 型”或波动式下行，核心驱动包括住房成本预计从年初 3.8% 缓降至年底 3.1% 与服务价格全年涨幅约 3.3% 的刚性支撑，全年核心 PCE 通胀预计维持在 2.8% 左右；而欧元区通胀问题基本得到解决，其通胀动态更温和，有望更快接近央行目标。潜在风险双向存在：若地缘冲突或气候冲击引发能源价格飙升，或美国贸易保护政策升级导致全球供应链成本上升，可能触发“二次通胀”；反之，若全球经济放缓超预期或 AI 技术显著提升生产率，通胀回落速度可能加快。

### 3.2 （二）2026 年的美国就业市场，预计将延续 2025 年的疲软态势，增长疲软与失业率温和上升。

最新的美联储货币政策框架目标同时提到，最大就业水平是一个基础广泛、具有包容性的目标，不能直接衡量，而且在很大程度上由于影响劳动力市场结构和动态的非货币因素而随时间而变化。因

此，为就业规定一个固定目标是不适当的；相反，委员会政策决定必须根据对就业人数低于其最高水平的评估来作出，但要认识到这种评估必然是不确定的，而且需要加以修订，委员会在进行这些评估时会考虑各种各样的指标。

图 9： 美国非农和失业率趋势



数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

非农就业人口是美联储十分关注的衡量美国就业状况的指标，一旦其有所增加，将支持美联储加息，反之则可能令美联储加息步伐受阻，因而对市场具有很大影响力。非农数据被认为是衡量美国经济健康状况的关键指标之一，其公布结果可能会影响美元汇率、美股美债的表现以及全球经济预期等多个方面，进而影响到贵金属价格。如果非农数据表现良好，市场会认为美国经济持续复苏，美联储紧缩预期增强，美元汇率上行，这会导致贵金属价格下跌，因为贵金属常被视为对冲通胀和经济不确定性的避险资产，其价格与美元走势大概率呈反向关系。反之亦然。

此外，非农代表的就业也会和通胀互相影响。两者之间互相影响：1. 非农对通胀的影响：通常情况下，非农的增加意味着更多的人有收入，消费能力增强，从而推动经济增长。这可能会导致商品和服务的需求增加，进而推动价格上涨，从而对通胀形成推动作用。另一方面，非农的增长也意味着劳动力市场需求增加，这可能导致工资水平的上涨。当工资上涨时，企业为了维持利润，可能会提升产品价格，从而对通胀产生一定的拉动效应。2. 通胀对非农的影响：当通胀水平过高时，消费者的购买力可能会受到削减，消费需求下降，从而对企业的产出和就业产生负面影响。此外，高通胀还可能导致成本上升，企业可能会面临较高的生产成本。为了降低成本，企业可能会采取裁员措施，从而对非农产生不利影响。

主要机构的预测显示，2026 年美国就业增长将明显乏力。全美商业经济协会的调查预计，月度新

增就业岗位将维持在约 6.4 万个的较低水平，远低于历史均值。与此相应，失业率预计将从当前水平逐步上升，在 2026 年初升至 4.5%，并可能全年维持在该水平附近，甚至存在触发失业率短期移动平均线升至 4.7% 以上的“萨姆规则”的风险，这通常是劳动力市场显著放缓的信号。高盛的研究进一步指出，就业市场的实际情况可能比官方整体数据显示的更糟糕，特别是受过高等教育的劳动者和年轻大学毕业生的失业率已从低点显著上升，这暗示了结构性问题正在深化。

2026 年就业市场的状态将是供给与需求双弱的结果。供给端，特朗普政府持续的紧缩移民政策是关键制约。目标是遣返数百万非法移民，这将直接减少劳动力供给，并导致维持当前失业率水平所需的“盈亏平衡就业”人数大幅下移至每月 3-8 万人的低位。需求端，虽然大规模的政府裁员可能告一段落，关税对就业的冲击也可能弱化，但人工智能的“替代效应”将继续压制就业需求，尤其对高 AI 暴露度的行业、职场新人以及部分高薪白领职位构成结构性冲击。这种供需同步收缩的局面，使得市场呈现出“低招聘、低裁员”的特征，雇主因经济前景不确定而推迟招聘决策，但又未担忧到需要大规模裁员的地步。

就业市场的疲软并非均匀分布。就业市场将呈现“K 型分化”：一方面，与 AI、医疗保健和建筑相关的领域可能保持相对韧性；另一方面，传统行业和部分白领职业则面临较大压力。这种“冰火两重天”的状况将使美联储的决策陷入两难，既要应对失业率上行的短期风险而倾向于宽松，又要警惕供给侧约束可能带来的中期通胀风险。

### 3.3 梳理 2024-2025 年美联储货币政策路径，2026 降息仍是基本愿景，降息预期近期如期兑现，目前市场预期美联储 2026 年预期仍有 2 次降息，至年底总降息空间 50 基点。预期至明年年中基本完成降息

从历史上看，美联储的降息大致可以分为两种，衰退式降息和预防式降息。衰退式降息对应美国境内发生危机事件，对经济造成严重影响，从而倒逼美联储降息“救火”，衰退式降息累计次数多、幅度大。例如，2008 年次贷危机和 2020 年新冠疫情重创美国本土时，美联储大幅降低了基准利率以帮助提振经济和市场信心。预防式降息对应美国境外发生危机事件，对境内经济造成冲击但程度可控，美联储为了降低经济衰退风险而采取预防式措施，预防式降息累计次数少、幅度小。例如，2019 年 8 月，美联储宣布降息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间下调至 2.00%-2.25%，这是美联储时隔 10 年后的首次降息，也标志着美联储从 2015 年启动的货币政策紧缩周期告一段落。当时核心 PCE 从 2018 年中到达 2% 之后持续下跌至 1.6%，且市场对于未来通胀预期仍较悲观。梳理 2023-2024 年美联储货币政策路径，美联储对市场的宽松预期反应冷淡，经常出来踩刹车。相比经济增长，通胀显然是联



储最为看重的使命任务。联储一直认为，如果通胀没有达到预期区间，利率高位仍会维持较长时间。

图 10： 2024-2025 年美联储货币政策路径回顾（橙色为偏鸽，红色为偏鹰）

时间	美联储货币政策路径	联邦基金利率
2024/6/12	点阵图下调降息预期，通胀不足以支持降息。①美联储如期将利率政策按兵不动，从去年 7 月以来连续第七次会议将联邦基金利率区间维持在 5.25%至 5.50%的二十多年高位。②但更新的点阵图暗示，美联储官员大幅下调了对今年降息次数的预期，从上次点阵图显示的三次降至一次，并未如最近数据激发的市场预期那样降息两次。③美联储主席鲍威尔在记者会上表示，通胀已经实质性地放缓，但仍然太高，今年迄今的通胀数据还不足以给美联储降息的信心。	-
2024/7/31	降通胀方面取得进展，最快将在 9 月份降息。①美联储在 7 月的 FOMC 会议上继续按兵不动，将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%至 5.5%不变。②美联储进一步确认在降通胀方面取得进展，除了通胀，美联储开始强调关注避免就业方面风险。③鲍威尔表示，随着劳动力市场降温 and 通胀率下降，实现就业和通胀目标的风险继续趋于平衡。9 月份 FOMC 货币政策会议上，降息可能是一个选项，最快将在 9 月份选择降息。	-
2024/9/19	超预期降息反引起市场衰退担忧，鹰派指引不改市场强降息预期。①降息 50 个基点，首次降息幅度大于往常。②鲍威尔表示，目前联储双重使命面临的风险“基本平衡”，今日降息应被视为美联储不会落后于形势发展的承诺。③美联储指标利率将在年底前再下降 50 个基点，2025 年降息 100 个基点，2026 年降息 50 个基点，指标利率目标区间最终将降至 2.75%-3.00%。④降息的同时可继续缩减资产负债表。⑤尽管通胀压力已经明显减弱，但他还不能说物价压力已经明确降温；如果知道劳动力市场降温的速度如此之快，联储可能在 7 月底就已开始降息。	-0.5
2024/11/7	重新担心通胀压力，后期降息可能放缓。①美联储如期降息 25 个基点，决议声明表示就业和通胀目标所面临的风险“大致平衡”，但决议声明删除了关于“在抗通胀问题上获得信心”的表述。②鲍威尔表示，经济整体表现强劲，近期指标表明，经济稳健地扩张，消费者开支增速仍然保持韧性，供应条件改善，这已经支持经济。③美国通胀已经更加接近 2%，核心通胀仍然在某种程度上偏高。降息将有助于保持经济的强度。美联储将继续逐次会议地做决定。④已准备好在唐纳德·特朗普重返白宫之后，带领美联储政策制定者们抵御政治相关的压力，坚定捍卫美联储独立性。	-0.25
2024/12/19	美联储如期降息，但预期 25 年降息次数减少。①美联储如期降息 25 个基点，将联邦基金利率的目标区间从 4.5%至 4.75%降至 4.25%至 4.5%。②最新出炉的点阵图显示，美联储决策者们现在预计，到 2025 年底将只降息两次，每次 25 个基点，对明年和后年的通胀预期也显著上调。③美联储主席鲍威尔表示，美联储处于或接近放慢降息节奏、或暂停降息步伐。	-0.25
2025/1/29	通胀仍存压力，劳动力市场已经降温。①美联储如期按兵不动，将联邦基金利率目标区间保持在 4.25%至 4.5%不变。这是美联储自去年 9 月开启降息周期以来首次暂停降息。②政策声明删除“通胀朝着目标取得进展”的表述。③鲍威尔表示，无需匆忙调整货币政策立场，通胀仍然在一定程度上偏高。与特朗普在达沃斯论坛上要求“立即降息”唱起了反调。美国经济仍然总体强劲；2024 年 GDP 预计将超过 2%。美联储在缩减资产负债表规模方面仍有运行空间。劳动力市场状况已经降温，但依然稳健。	-

2025/3/20	<p><b>缩表即将放慢，美国滞胀风险增加。</b>①美联储如期维持利率不变，FOMC 声明显示，美联储将于 4 月 1 日 <b>开始放慢缩表节奏</b>，将美债减持上限从 250 亿美元/月放缓至 50 亿美元/月，MBS 减持上限维持在 350 亿美元/月。②经济前景不确定性增加。仍预计今年两次降息，累计降息 50 个基点。但点阵图中，预计今年不降息者由一人增至四人，降息两次者降一人至九人。③美联储 <b>大幅下调 2025 年经济增长预期，同时上调通胀预期</b>。美联储主席鲍威尔重申，美联储无需急于调整货币政策的立场，称已做好充分准备，耐心等待更清晰的市场信息。</p>	-
2025/5/7	<p><b>就业与通胀风险增加，整体维持谨慎。</b>①美联储如期按兵不动，维持联邦基金利率目标区间在 4.25%-4.5% 不变。FOMC 声明称，经济前景的不确定性进一步增加，<b>失业率上升、通胀上升的风险都已经增加</b>。重申最近指标显示经济活动仍稳健扩张，但指出净出口波动已影响数据。②美联储宣布，将继续以 3 月会议宣布的更慢速度缩减资产负债表。③美联储主席鲍威尔重申观望立场，称<b>如果数据支持，降息是可能的，目前不适合采取先发制人的利率政策</b>。</p>	-
2025/6/18	<p><b>关税通胀将于今夏加剧，降息步伐会略微放缓。</b>①将指标隔夜利率目标区间维持在 4.25%-4.50% 不变，暗示今年借贷成本仍有可能下降。②在新的经济预测中，经济出现温和滞胀，<b>预计今年经济增长将放缓至 1.4%，年底失业率将升至 4.5%，通胀率将达到 3%，远高于当前水平</b>。仍预计今年将降息 50 个基点，但认为<b>之后降息步伐会略微放缓</b>，随着通胀回归 2% 目标的时间拉长，预计 2026 年和 2027 年均将只进行一次 25 个基点的降息。③鲍威尔表示，<b>关税通胀将于今夏加剧，消费者将承担部分成本</b>。商品关税的影响需要时间才能传导到销售终端。不要过分看重联储的利率预测，这些预测可能根据未来公布的数据做出调整，尤其是在通胀方面。</p>	-
2025/7/30	<p><b>断言降息仍早，关税通胀风险仍在。</b>①美联储连续第五次按兵不动，将联邦基金利率目标区间维持在 4.25% 至 4.5% 之间不变，符合预期。②美联储主席鲍威尔表示现在就断言美联储是否会像金融市场预期的那样在 9 月下调联邦基金利率还为时过早。他说，在关税和通胀仍充满不确定性的情况下，当前的利率水平是合适的。③鲍威尔表示，关税传导至价格的过程可能比之前预料的更慢，判断关税对通胀的影响仍然太早。</p>	-
2025/9/17	<p><b>如期开启降息，通胀风险倾向于上行。</b>①美联储如期降息 25 个基点，将联邦基金利率下调至 4.00%-4.25%，为年内首次降息，也是时隔 9 个月后重启降息。②FOMC 声明指出，<b>就业方面的下行风险已上升</b>，今年上半年经济增长有所放缓，通胀有所上升。③美联储主席鲍威尔表示，就业增长已放缓，就业下行风险上升，劳动力市场不如以前活跃，略有疲软。通胀最近有所上升，仍略微偏高。商品通胀已加速，服务通胀回落仍在继续。<b>持续性通胀的风险需要加以管理，通胀风险倾向于上行。</b></p>	-0.25
2025/10/29	<p><b>连续第二次降息，后续降息分歧。</b>①美联储如期降息 25 个基点，将联邦基金利率下调至 3.75%-4.00%，为年内第二次降息；并<b>宣布自 12 月 1 日起结束资产负债表缩减</b>。②声明指出通胀仍处高位，就业下行风险上升，货币政策保持适度限制性。美联储理事米兰再次投了反对票，他希望降息 50 个基点。美联储施密德则希望维持利率不变。③美联储主席鲍威尔表示，12 月是否进一步降息“远非已成定局”，政府停摆导致数据缺失，可能影响后续决策。<b>美联储内部对后续路径存在显著分歧</b>，部分官员主张至少等待一个会议周期再做决定。</p>	-0.25
2025/12/10	<p><b>连续第二次降息，后续降息或放缓。</b>①美联储降息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间下调至 3.50% - 3.75%。这是美联储继年内的<b>第三次降息</b>。会议投票为 9 票赞成、3 票反对，</p>	-0.25

部分委员主张维持利率不变或更大降幅。②会议声明指出经济温和扩张，就业增长放缓、失业率小幅上升，通胀仍处高位，委员会关注双重使命的双向风险。为维持银行体系流动性充足，自12月12日起启动每月约400亿美元的短期国债购买计划。③美联储点阵图预测显示在2026年和2027年各有一次25个基点的降息。④美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，货币政策无预设路径，将逐次会议依据数据决策。通胀仍偏高，但非关税驱动的核心通胀已显著改善，若无新关税，商品通胀预计2026年第一季度见顶。
---

数据来源：Fed、山金期货投资咨询部

对于贵金属投资者来说，掌握市场对美联储利率的预期是极为重要的。若投资者能够预测未来目标利率的趋势走向，也将有利于其交易。芝商所(Chicago Mercantile Exchange, CME)提供了一款免费的分析工具，叫CME FedWatch Tool。这款工具主要分析联邦公开市场委员会(FOMC)在未来会议中调整联邦基金利率目标的可能性。在计算加息减息的概率时，FedWatch主要利用芝商所上市的30天短期联邦基金期货(FedFund Futures, FF)的价格来进行计算。由于该短期期货是以联邦基金利率作为标的物，而联邦基金利率也被限制在一个目标范围值内，因此该期货的价格变化波动相对较小，能更好地反映出市场对该期货合约在月份内的日均联邦基金有效利率水平的预期，从而有助于计算加息减息的概率。除此之外，FedWatch Tool也提供联储点阵图，而该图主要反映各联储银行行长对于短期和长期内联邦基金利率走向的预期。

图 11： 美联储利率预期（2025. 12. 25）

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	150-175	175-200	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%	15.5%	84.5%	0.0%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.0%	42.2%	51.8%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	9.7%	43.2%	46.5%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	5.7%	28.5%	45.0%	20.4%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.8%	16.0%	35.9%	34.0%	11.2%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	6.4%	21.4%	35.4%	27.8%	8.2%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.3%	2.4%	10.7%	25.4%	33.2%	22.1%	5.8%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.3%	2.6%	10.9%	25.5%	33.1%	21.9%	5.8%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.3%	2.5%	10.7%	25.2%	32.9%	22.2%	6.1%	0.1%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	0.3%	2.3%	9.9%	23.9%	32.2%	23.2%	7.6%	0.7%	0.0%
2027/4/28	0.3%	2.2%	9.7%	23.5%	31.9%	23.4%	8.0%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.0%	0.0%	0.3%	2.2%	9.5%	23.0%	31.7%	23.7%	8.5%	1.1%	0.1%
2027/7/28	0.0%	0.0%	0.5%	3.0%	11.0%	24.0%	30.8%	22.0%	7.7%	1.0%	0.1%
2027/9/15	0.0%	0.0%	0.4%	2.6%	9.8%	22.1%	29.8%	23.3%	9.8%	2.0%	0.2%
2027/10/27	0.0%	0.0%	0.4%	2.4%	9.1%	20.9%	29.1%	23.9%	11.0%	2.7%	0.4%
2027/12/8	0.0%	0.0%	0.3%	2.2%	8.6%	20.0%	28.4%	24.3%	12.1%	3.4%	0.5%

数据来源：CME、山金期货投资咨询部



美联储在 2026 年或继续降息，但节奏极其缓慢，且首次降息时点可能晚于市场预期。整个周期将被“走走停停”的谨慎态度所主导，远非一场顺畅的宽松。

年初或按兵不动，展现极强耐心。对于 2026 年 1 月 28 日的会议，市场目前认为利率有高达 84.5% 的概率维持在 3.50-3.75 基点的当前区间。这明确告诉我们，市场几乎排除了第一季度降息的可能性。美联储需要更多时间确认通胀趋势，年初政策将保持稳定。

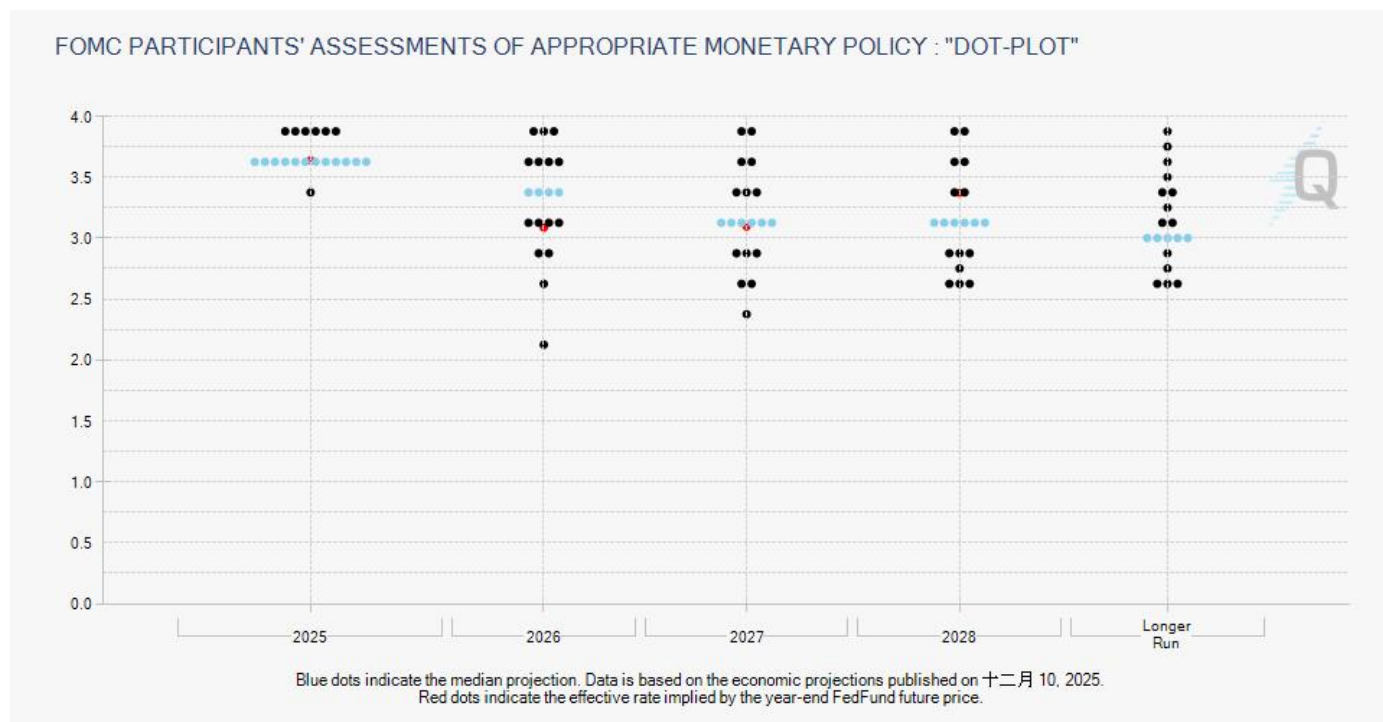
春季窗口微启，但行动仍非共识。到 2026 年 3 月 18 日的会议，预期开始分化。虽然维持现利率的概率仍有 51.8%，但降息 25 个基点至 3.25-3.50 基点的概率已升至 42.2%。这表明 3 月会议是第一个潜在的、但并非确定的“实时观测窗口”。市场在博弈，但尚未形成降息的压倒性预期。

年中成为首个关键行动节点。至 2026 年 6 月 17 日的会议，概率分布发生决定性偏移。利率落在 3.25-3.50 基点的概率最高，达到 45.0%，而维持在 3.50-3.75 基点的概率已降至 20.4%。更重要的是，利率落在更低区间 3.00-3.25 基点的概率达到了 28.5%。这强烈暗示，市场认为到 6 月会议时，美联储至少降息 25 个基点已是基准情景，甚至有可能累计降息 50 个基点。因此，第二季度末是市场押注的首次降息最可能发生的时点。

全年温和宽松，预期高度分散。从下半年各次会议的概率分布看，市场预期利率中枢将逐步下移，但预期非常分散。到 2026 年 12 月的会议，利率落在 3.00-3.50 基点区间，即累计降息 50-100 基点的合计概率超过 80%。然而，对于更大幅度的降息如降至 3.00 基点以下，概率则显著降低。这描绘出一个温和、渐进的降息年度图景，全年幅度可能在 50-75 个基点。

长期预期揭示深层不确定性。市场对将近一年半后的政策路径存在巨大分歧，反映了对经济可能走向“软着陆”或“轻度衰退”这两种情景的深刻博弈。这种长期预期的分裂，是当前市场面临的根本性不确定的直观体现。

图 12： 美联储 12 月点阵图与市场利率预期（红点）（2025.12.25）



数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

美联储 12 月点阵图显示，2026 年及以后中位预测维持在 3.25–3.50%。直至 2028 年，长期中性利率预测为 3.00–3.25%。这传递了一个更强烈的信号，即美联储认为，为遏制具有黏性的通胀，未来数年的利率都将维持在高于历史中性水平的“限制性区域”。他们并不认为有必要或可能回到疫情前的超低利率环境。

而红点显示市场的激进预期，即提前、快速的降息。市场通过联邦基金期货定价隐含的预期是，到 2026 年底，利率将降至 3.00–3.25%。这意味着市场押注美联储将在 2026 年进行约 2 次降息，比美联储点阵图多一次预期。

这一预期反映了市场两种主流情绪的交织，一是对经济即将显著放缓甚至衰退的担忧，二是相信通胀问题已基本解决，美联储有充足空间转向宽松。核心矛盾由此凸显，市场在交易一场“预防式”或“应对衰退式”的快速宽松，而美联储在规划一场“数据依赖”的、旨在微调经济、防止通胀复燃的缓慢宽松。

总结而言，目前市场共识是一条“缓慢、谨慎”的降息路径。对于贵金属而言，这条路径本身构成温和利好。但真正的巨大机会与风险，都隐藏在这条共识路径被打破的时刻，无论是因通胀复燃而推迟行动，还是因经济衰退而提前狂奔。投资者应密切关注未来几个月通胀与就业数据的细微变化，这些数据将不断重塑图中的概率分布，并引发贵金属的剧烈重定价。

### 3.4 近年全球央行货币政策分化严重，非美货币对贵金属影响显著，其与美国降息预期差尤为关键，后期美联储降息空间大于非美，或助推美元指数反弹承压相对弱势

在全球货币政策分化加剧的背景下，不同经济体之间的“货币政策预期差”会驱动资本流动，并通过美元指数这个关键枢纽，最终影响贵金属的定价和吸引力。

当市场预期美联储的降息空间大于其他主要央行如欧洲央行、日本央行时，会对美元构成下行压力，这主要基于以下几个相互关联的机制。利差收窄预期，美元的吸引力很大程度上源于其资产的相对高收益率。如果美联储的降息幅度和速度都超过欧央行或日央行，那么美债与非美国国家债券之间的利率差异将会收窄。这会削弱美元资产的吸引力，促使国际资本从美国市场流出，寻求更高收益的资产，从而直接打压美元汇率。增长预期与避险情绪，美联储更大幅度的降息，有时可能被市场解读为是对美国经济前景担忧的确认。如果市场认为美国经济可能显著放缓，而其他经济体例如欧洲经济显现韧性相对表现更好，那么美元的避险需求可能会减弱。资本可能不会流向美元，反而会流向增长前景更佳的经济体或其货币，或者直接涌入黄金等传统避险资产。即使美联储尚未执行比别家更大的降息幅度，但只要市场形成了这种“美联储将更鸽派”的预期，交易员就会提前行动，卖出美元，买入非美货币。这种预期本身的博弈就足以在短期内推动美元走弱。

黄金主要以美元计价。当美元贬值时，意味着用其他货币如欧元、日元、人民币购买黄金会变得相对便宜。这种“打折”效应会刺激全球范围内的实物黄金投资和消费需求，从而推高金价。美元和黄金都具有避险属性，但在特定环境下存在竞争关系。当美元因上述原因走弱时，其作为保值工具的吸引力下降。投资者会寻找替代品，黄金作为非主权、无信用风险的终极价值储藏手段的吸引力便会凸显，吸引大量资金流入。



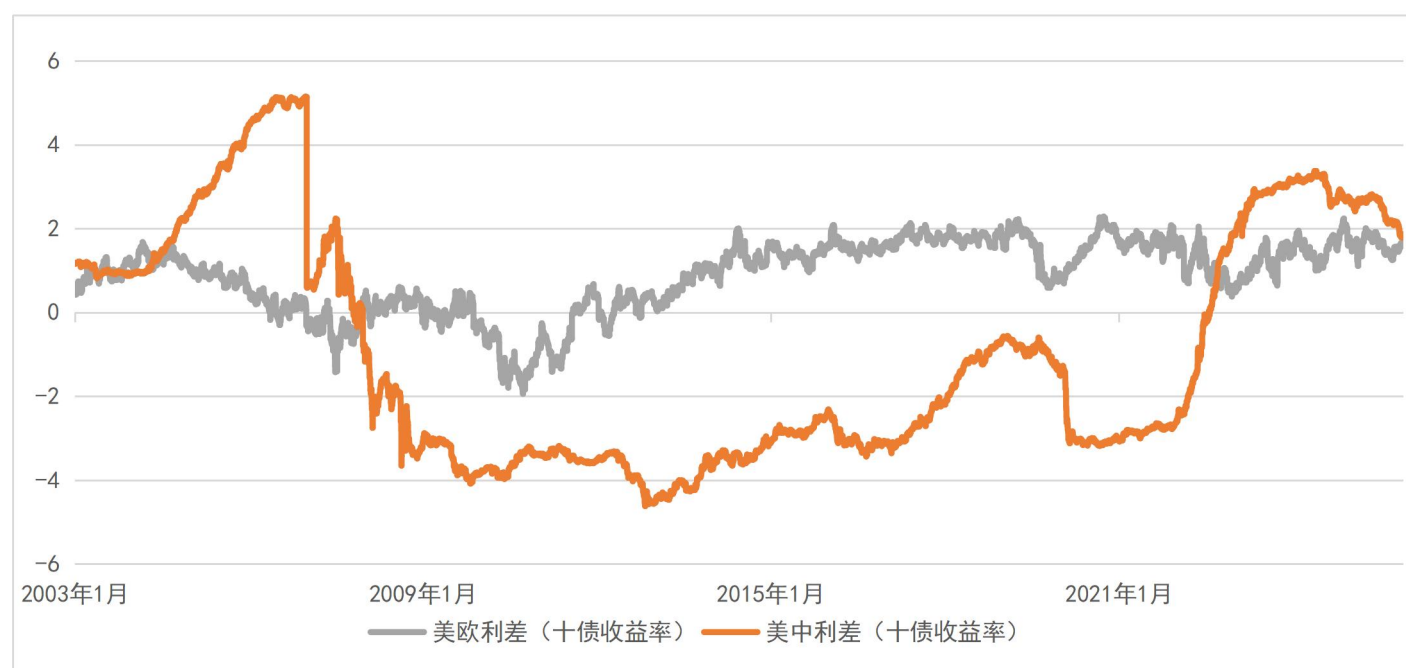
图 13：IMF 经济增速预测（2025 年 10 月）

(实际GDP, 年百分数变化)	预测值		
	2024	2025	2026
全球产出	3.3	3.2	3.1
发达经济体	1.8	1.6	1.6
美国	2.8	2.0	2.1
欧元区	0.9	1.2	1.1
德国	-0.5	0.2	0.9
法国	1.1	0.7	0.9
意大利	0.7	0.5	0.8
西班牙	3.5	2.9	2.0
日本	0.1	1.1	0.6
英国	1.1	1.3	1.3
加拿大	1.6	1.2	1.5
其他发达经济体	2.3	1.8	2.0
新兴市场和发展中经济体	4.3	4.2	4.0
亚洲新兴市场和发展中经济体	5.3	5.2	4.7
中国	5.0	4.8	4.2
印度	6.5	6.6	6.2
欧洲新兴市场和发展中经济体	3.5	1.8	2.2
俄罗斯	4.3	0.6	1.0
拉丁美洲和加勒比地区	2.4	2.4	2.3
巴西	3.4	2.4	1.9
墨西哥	1.4	1.0	1.5
中东和中亚	2.6	3.5	3.8
沙特阿拉伯	2.0	4.0	4.0
撒哈拉以南非洲	4.1	4.1	4.4
尼日利亚	4.1	3.9	4.2
南非	0.5	1.1	1.2
备忘项			
新兴市场和中等收入经济体	4.3	4.1	3.9
低收入发展中国家	4.2	4.4	5.0

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

IMF 在最新《世界经济展望报告》预计，全球经济增速将从 2024 年的 3.3% 放缓至 2025 年的 3.2%，2026 年将进一步降至 3.1%。其中，发达经济体的增速约为 1.5%，新兴市场与发展中经济体增速略高于 4%。预计美国今明两年经济增速分别为 2.0% 和 2.1%，较 7 月预测值上调 0.1 个百分点。由于各方协议及政策调整，部分极端高关税情况有所缓和，但整体环境仍不稳定。全球通胀率预计将继续下降，但各国情况存在差异。美国的通胀率将高于目标水平，上行风险较大，其他国家通胀则相对温和。报告提醒，当前全球经济面临的下行风险更大。长期不确定性、贸易保护主义加剧及劳动力供给冲击，均可能拉低经济增速。财政脆弱性、金融市场潜在回调及制度弱化，也可能对经济稳定构成威胁。

图 14：美欧利差与美中利差（十债收益率）



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

2026 年美欧利差或从当前水平温和收窄，但不会崩塌。美国十年期国债收益率将因增长放缓预期和美联储降息而承受下行压力。然而，由于美国通胀尤其是服务业具有黏性，且巨大的财政赤字将构成长期供应压力，美债收益率的下行将有地板支撑。与此同时，欧元区在能源冲击缓解后呈现弱复苏，通胀更快接近目标，欧洲央行可能以接近或略快于美联储的节奏进行谨慎宽松，这使德债收益率同样面临下行压力。两者合力，导致利差收窄，但过程缓慢。美国从一枝独秀的相对优势回落，欧洲从低谷缓慢修复，两者经济与政策周期从巨大分化走向趋同。

美中利差或维持倒挂格局延续，中国端在强有力的宏观政策支持下，经济有望实现企稳复苏，增长动能切换。更重要的是，中国通胀水平预计将保持温和，人民银行拥有更充分、更自主的货币政策空间，其宽松节奏未必跟随美联储，甚至可能为巩固复苏而维持相对宽松的流动性环境。这意味着中

国十年期国债收益率的下行速度可能慢于美债，或保持相对稳定。中国货币政策自主权分化，加之增长预期边际逆转，全球资本对两大经济体增长前景和政策的定价正在发生深刻变化。

利差改变是对美元国际货币地位的长期结构性侵蚀。在这种“去美元化”的宏观叙事下，黄金作为非主权、超脱于任何一国信用的终极货币，其战略配置价值将得到空前强化。央行购金可能从“积极”变为“持续且坚定”，为金价构筑一个长期且坚实的底部。

## 4.商品属性演变逻辑

### 4.1 2026 年黄金供给侧预期继续遇到增长瓶颈与刚性约束；需求侧预期维持结构性扩张与刚性化，首饰需求受到高位金价抑制，但官方和民间增持抵消部分利空影响

2026 年黄金供需格局，其核心逻辑正从传统的周期性波动，转向一系列深刻的结构性变革。驱动力量已不再是短期的市场情绪，而是全球货币体系重构、主要国家战略储备调整等长期根本性因素。

需求侧：结构性扩张与刚性化

2026 年，黄金需求将由战略性配置主导，而非短期波动。其核心驱动力来自官方和机构投资者，它们的需求更具“粘性”和“战略性”，即使价格高企也难以迅速逆转。

官方机构购金维持新需求支柱。全球央行特别是新兴市场央行的购金行为已从战术调整转变为长期的战略配置。背后是深刻的“去美元化”需求和优化外汇储备结构提升黄金占比的努力。目前新兴市场央行黄金储备占比平均仅约 7%，远低于发达国家约 25%-30% 的水平，这预示着巨大的结构性增持空间。即使金价高企，央行购金行为对价格不敏感，因为其目标是战略性的，这为金价提供了强大的结构性底部支撑。

投资需求呈现多元化与大众化。个人和机构投资者的需求在 2026 年将更加多元。驱动力量包括对全球债务问题、地缘政治风险的担忧，以及将黄金作为资产配置中重要的风险对冲工具。一个显著趋势是黄金投资的“大众化”和“便捷化”。黄金 ETF 等产品的发展降低了投资门槛。同时，新的需求来源正在涌现，例如中国的保险资金以及加密货币社区将黄金视为价值储存的替代品，这些都可能成为新的需求增长点。

工业与首饰需求整体结构转型而非总量萎缩。虽然高金价会抑制部分传统黄金首饰消费，但需求正经历一场悄悄的转型。消费趋势转向轻克重、高附加值、高设计感的产品如硬足金、古法金饰品。同时，消费动机也从婚庆等“仪式性”需求，更多转向年轻人表达个性的“自戴需求”。在工业领域，尽管占比相对较小，但在 AI 芯片、新能源等高科技领域的用金量预计将稳步增长，为需求提供韧性。



### 供给侧：增长瓶颈与刚性约束

与需求的强劲和刚性相比，供给端面临长期的结构性约束，无法对价格信号做出快速、大量的反应。矿产金增长乏力，弹性不足。全球黄金矿产供应已进入平台期。主要挑战包括现有矿山品位下降、新矿发现难度大、以及从发现到投产周期长达 5-7 年。此外，环保政策趋严、开采成本尤其是深部开采成本上升等因素，共同制约了产能的快速扩张。回收金呈现高金价下的反常弹性。通常金价高涨会刺激回收供应增加，但 2026 年可能出现新情况。由于投资者和民众将黄金视为终极财富储存手段，可能产生“惜售心理”。这意味着回收金供应量可能不会随金价上涨而同步大增，其供给弹性减弱。

图 15：全球黄金供需平衡表(单位：吨)

项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2024 (%)	2025F (%)
矿山生产	3516	3581	3658	3606	3483	3575	3645	3640	3661	3694	1%	1%
回收	1232	1112	1132	1276	1293	1136	1136	1234	1368	1368	11%	0%
净对冲供应	38	-	-	-	6	-	-	69	-	25	na	na
总供给	4786	4693	4790	4888	4776	4711	4782	4943	5029	5087	2%	1%
首饰业	2019	2257	2290	2152	1324	2247	2228	2206	2011	1696	-9%	-16%
工业制造需求	1063	1035	1068	849	900	1182	1214	1207	1191	1218	-1%	2%
净实物投资	1063	1035	1068	849	900	1182	1214	1207	1191	1218	-1%	2%
净对冲需求	-	26	12	-	37	5	7	-	55	-	na	na
官方部门净买入	394	379	656	605	255	450	1080	1051	1086	1000	3%	-8%
总需求	3805	4036	4367	3939	2824	4222	4844	4769	4669	4246	-2%	-9%
市场平衡	981	657	423	949	1952	489	-62	175	359	840	106%	134%

黄金 ETP 的净 投资	543	271	70	404	893	-189	-110	-244	-7	500	-97%	na
黄金 ETP 除外的 市场平 衡	438	386	353	546	1059	678	47	419	366	340	-13%	-7%
金价 (美 元/盎 司, 伦 敦)	1251	1257	1268	1393	1770	1799	1800	1941	2386	3210	23%	35%

数据来源：金属聚焦、山金期货投资咨询部

4.2 2026 年白银供需层面呈现供给增长弹性极度匮乏与需求端工业驱动与投资共振之间的结构性矛盾。这一矛盾在低库存的放大镜下，被全球宽松的货币环境所引爆

图 16：全球白银供需平衡表(单位：吨)

全球白银供需平衡表												
吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2024	2025F
<b>供应量</b>												
银矿产量	27996	26870	26463	26046	24379	25841	26108	25278	25496	25971	1%	2%
回收银	4861	4983	5048	5095	5614	5931	-	5707	6031	6009	6%	0%
净实物投资	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-	-
生产商净套保	0	0	0	432	264	0	0	0	0	28	-	-
官方净出售	34	31	37	31	37	47	53	50	47	47	-9%	4%
供给合计	32889	31884	31548	31607	30295	31822	32180	31035	31573	32055	2%	2%
<b>需求量</b>												
工业需求合计	15272	16423	16354	16342	15922	-	18423	20438	21166	21069	4%	0%
电子电气	9611	10547	10277	10158	9997	10908	11530	13822	14323	14482	4%	1%
光伏	2538	3089	2706	2330	2575	2765	3673	5994	6146	6087	3%	-1%
钎料	1527	1583	1617	1630	1477	1571	1530	1561	1605	1645	3%	3%
其他工业	4134	4292	4463	4554	4445	5067	5362	5057	5238	4942	4%	-6%

摄影	1079	1008	977	955	837	862	862	849	793	753	-7%	-5%
珠宝首饰	5882	6103	6320	6270	4694	5661	7294	6317	6491	6103	3%	-6%
银器	1664	1848	2087	1907	970	1266	2286	1714	1686	1431	-2%	-15%
净实物投资	6622	4846	5160	5829	6473	8843	10522	7599	5938	6358	-22%	7%
净对冲需求	373	34	230	0	0	109	557	358	134	0	-62%	-
需求合计	30895	30261	31128	31303	28895	34288	39943	37278	36208	35716	-3%	-1%
供需平衡	1994	1624	420	305	1403	-2467	-7763	-6239	-4631	-3658	-26%	-21%
ETP 等产品净投资	1676	224	-666	2591	10298	2019	-3652	-1169	1916	2177	-	14%
除去 ETPs 的	317	1403	1086	-2286	-8899	-4488	-4112	-5070	-6547	-5835	29%	-11%
白银均价（美元/盎司）	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	23.35	28.27	-	21%	-
年度涨跌幅	14.98%	-0.53%	-7.86%	3.18%	26.77%	22.34%	-13.56%	7.46%	21.07%	-	-	-

数据来源：世界白银协会、山金期货投资咨询部

白银市场已连续 5 年处于供应短缺状态，2025 年缺口估计在 3658 吨左右，而 2026 年这一缺口预计将进一步扩大。持续的赤字不断消耗地上库存。数据显示，全球四大交易所的白银库存已从 2021 年的峰值 5.4 万吨降至 2024 年初的 3.64 万吨低点，去化幅度达 33%。尽管此后略有回补，但绝对库存仍处于历史低位。更严峻的是，其中超过半数的库存已被 ETF 基金长期锁定，导致可自由流通的现货极其稀缺。这种状况使得市场极为脆弱，任何风吹草动都可能引发剧烈的价格波动，甚至出现“逼仓”风险。

#### 供给端：刚性约束与增长瓶颈

2026 年白银供给的核心特征是增长弹性极度匮乏。这种刚性约束并非短期现象，而是由矿产结构、投资周期和物理特性共同决定的结构性问题。

矿产银：伴生矿主导，供给弹性低下。全球高达 72% 的白银是铜、铅、锌等基本金属开采的副产品。这意味着白银的供应并不直接由其自身价格决定，而主要取决于主金属的矿山投资和开采计划。近年来，主要矿业公司受制于环保压力、矿石品位下降以及前期资本开支不足的影响，新增产能极为有限。尽管银价高企，但预计 2026 年全球白银供给增速仅 2.8%。主要生产国如墨西哥计划上调出口关税、秘鲁的罢工停产等风险，将进一步制约供应释放。

回收银：来源稳定，但难有爆发式增长。回收银约占供应的 19%，其主要来源是工业废料和旧首饰。近年来回收银供应量基本稳定在 1.9 亿至 1.93 亿盎司。一个重要的结构性变化是，虽然光伏装



机量激增，但光伏面板的报废回收高峰至少要等到 2030 年之后。因此，在 2026 年这个时间点，回收银无法成为填补供需缺口的有效来源，供应量增长将持续偏缓。

#### 需求端：工业驱动与投资共振

与供给的停滞形成鲜明对比，需求端受到绿色能源革命和全球宽松货币周期的双轮驱动，展现出强劲且结构性的增长动力。

工业需求：绿色转型与科技发展为核心引擎。工业需求已占据白银总需求的 65%左右，并且比例仍在攀升。其中最大的驱动力来自光伏产业，全球光伏装机量超 600GW，每 GW 装机需消耗约 10 吨白银。尽管存在“去银化”技术努力，但在 N 型电池等高效技术路线中，银的不可替代性反而可能使单耗提升。此外，新能源汽车单车用银约 35 克、AI 数据中心及 5G 通信设备等领域，都对白银的导电、导热性能产生刚性需求。

投资需求：货币政策转向下的金融属性爆发。美联储在 2026 年预计将继续其降息周期，这将导致实际利率下行，降低持有无息资产白银的机会成本，凸显其吸引力。与此同时，白银 ETF 持仓一改逐年降低的态势，在 2025 年转为净流入。更值得关注的是，美国已将白银列为关键矿产，这可能引发战略储备需求，进一步加剧现货市场的紧张局面。

然而，高价格也伴随着高风险。一方面，价格暴涨会刺激材料替代的加速研发如镀银铜浆粉；另一方面，市场积累了大量的获利盘，一旦美联储政策表态不及预期鸽派，或经济数据出现反复，都可能引发投机需求快速撤离。因此，2026 年的白银市场将是高收益与高风险并存的博弈场，需关注需求证伪风险。

图 17：全球铂金供需平衡表(单位：吨)

供需项目	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
矿产	152.7	192.8	173.2	174.8	180	171.4	174.9
回收	63.5	65.5	56.3	47.1	47.2	50.4	55.4
<b>总供给</b>	<b>216.1</b>	<b>258.4</b>	<b>229.5</b>	<b>221.9</b>	<b>227.1</b>	<b>221.7</b>	<b>230.3</b>
汽车需求	68.4	76.6	86	99.8	96.7	93.9	90.7
首饰需求	57	60.7	58.5	57.5	62.5	67.1	63.3
工业需求	62.3	74.7	67.4	74.3	75.4	59.2	64.6
投资需求	49.2	-0.1	-16.1	12.3	21.8	23.1	11.1
<b>总需求</b>	<b>236.8</b>	<b>212.0</b>	<b>195.8</b>	<b>244.0</b>	<b>256.4</b>	<b>243.3</b>	<b>229.7</b>
<b>供需缺口</b>	<b>-20.7</b>	<b>46.4</b>	<b>33.7</b>	<b>-22.1</b>	<b>-29.2</b>	<b>-21.5</b>	<b>0.6</b>

数据来源：世界铂金投资协会、山金期货投资咨询部

2026 年全球铂金市场的核心预期是，在经历了连续数年的供应短缺后，市场供需关系将趋于紧张平衡，甚至可能出现小幅盈余。然而，这并不代表结构性短缺的问题得到根本性解决，市场紧张状况预计仍将持续。2026 年铂金市场有望达到一种紧平衡状态。尽管总供应小幅增加，但过去几年持续消耗的“地上存量”难以快速重建，这意味着市场的底层支撑依然脆弱。因此，供需平衡的预期非常依赖于“投资需求回落”和“回收供应增加”等假设的实现。任何意外的供应中断或来自氢能等产业的需求超预期，都可能迅速打破这种脆弱的平衡，从而支撑价格保持高位运行并伴随较大波动。



图 18：全球钯金供需平衡表(单位：吨)

类别	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
精炼产量 (分国别)								
南非	69.61	72	73.22	72.99	72.82	72.9	73.99	75.33
俄罗斯	86.78	83.74	85.91	84.93	84.93	84.93	84.93	84.93
北美	12.57	13.31	13.19	14.21	14.21	14.21	14.62	14.62
津巴布韦	25.57	26.34	24.54	19.78	19.93	16.55	13.19	13.19
其他	7.28	7.12	7.09	7.28	7.28	7.28	7.28	7.28
生产商库存变化	-0.12	0.4	2.15	0	0	0	0	0
总矿产供应	201.64	202.92	206.09	199.15	199.12	196.18	193.60	195.32
总回收	96.93	79.64	86.73	90.04	96.84	105.04	110.21	117.44
汽车催化剂回收	80.93	64.42	72.43	75.86	83.2	91.7	97.3	104.87
首饰回收	3.48	2.89	2.02	2.3	2.02	1.99	1.87	1.8
工业回收	12.53	12.35	12.29	11.88	11.63	11.32	11.07	10.79
总供应	298.57	282.59	292.82	289.16	295.96	301.22	303.81	312.76
钯金需求								
汽车	248.1	264.26	251.81	239.75	239.38	237.6	236.7	235.51
首饰	7.03	7.22	7.31	7.56	7.65	7.74	7.84	7.84
工业	46.34	44.42	44.13	44.56	45.72	46.16	47.33	47.33
投资								
条 & 币	0.56	-0.03	0.09	0.59	0.59	0.59	0.59	0.59
ETF	-2.74	2.67	8.99	0.62	0.62	0.62	0.62	0.62
总需求	299.31	318.48	312.24	292.97	292.10	291.49	291.24	291.30
供需平衡	-0.72	-35.89	-19.42	-3.81	3.86	9.73	12.57	21.46

数据来源：世界铂金投资协会、山金期货投资咨询部

2026 年钯金市场预计将从连续多年的供应短缺转向供应过剩格局,这一转变主要由需求结构性萎



缩和供应边际恢复共同驱动。需求侧核心压力源于全球汽车电动化转型，特别是纯电动汽车普及对传统燃油车市场的侵蚀，这将直接压制占钯金需求超 80% 的汽车催化剂用量，同时铂金价格相对钯金的溢价可能推动“反向替代”（即在部分领域用钯替代铂），进一步挤压钯金需求；而供应侧随着主要产区（如俄罗斯）地缘政治扰动的边际缓和及回收量的增长，预计总供应将小幅增加。此供需错配可能导致 2026 年钯金市场出现约 3.86 吨的过剩，使价格承压，全年走势或呈现前高后低态势，其表现将显著弱于铂金等贵金属。

## 5. 基本面与技术面动态结合分析

图 19：伦敦金 35 年历史走势

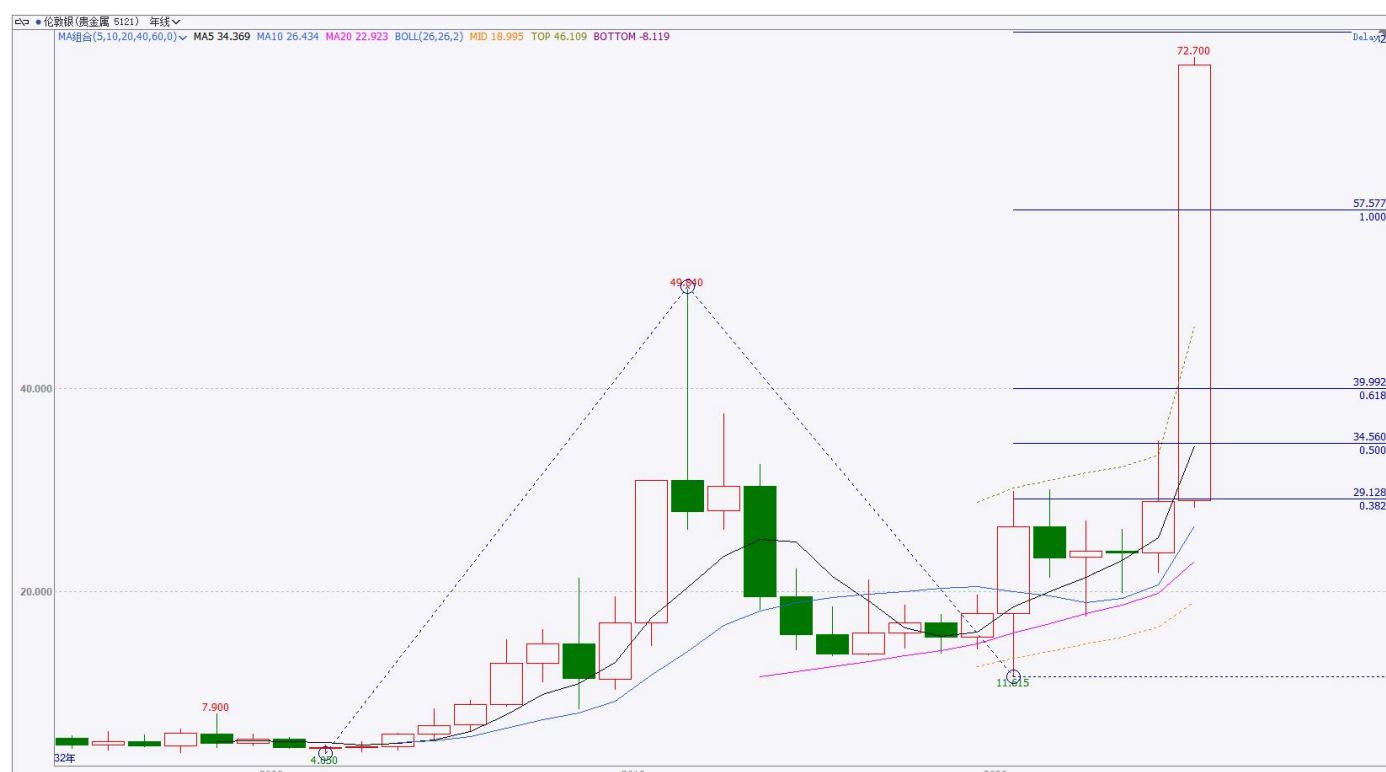


数据来源：文华财经、山金期货投资咨询部

伦敦金自 1991 年以来，至 2000 左右处于低位宽幅震荡。2000 年后从 252.10 美元/盎司开始，技术上处于大周期上行通道中。第一波上行至 2011 年最高上冲至 1921.175 上涨接近八倍，之后因联储紧缩预期至 2015 年年末跌至 1046.39。之后加息靴子落地，自 2016 年伦敦金开启新的上行趋势。中间又有 2018、2020 和 2021 年阴线收盘，基本站稳 5 年年线这条上行趋势线。2022 年 K 线伴随着联储加息放缓最终以十字星收盘，2023 年突破历史前高，历史上第三年上破 2000 大关，并且收在其上。

2024 年伦敦金收涨 24.3%，突破年线布林带上轨技术上进入超买区间。2025 年上年初伦敦金借助贸易战和地缘异动避险等推动，快速上行。年中中美和谈后，伦敦金持续高位震荡。近期降息逻辑持续发酵，同时美国政府停摆、美联储独立性担忧及贸易战再次升级风险共振，伦敦金重新加速上行。预期在 2026 年年中左右美联储暗示降息即将结束之前，伦敦金或继续维持上行。同时需要注意短期避险事件解决高位快速回撤风险。技术面观察，伦敦金自 252.1 经过 1921.175 回踩 1046.395 做波浪尺分析，短期上行趋缓，中期偏强震荡，长期偏多未变，后期建议关注 4830-5000 压力（沪金约 1090-1130），以及 4000（沪金约 900）支撑。

图 20：伦敦银 32 年历史走势

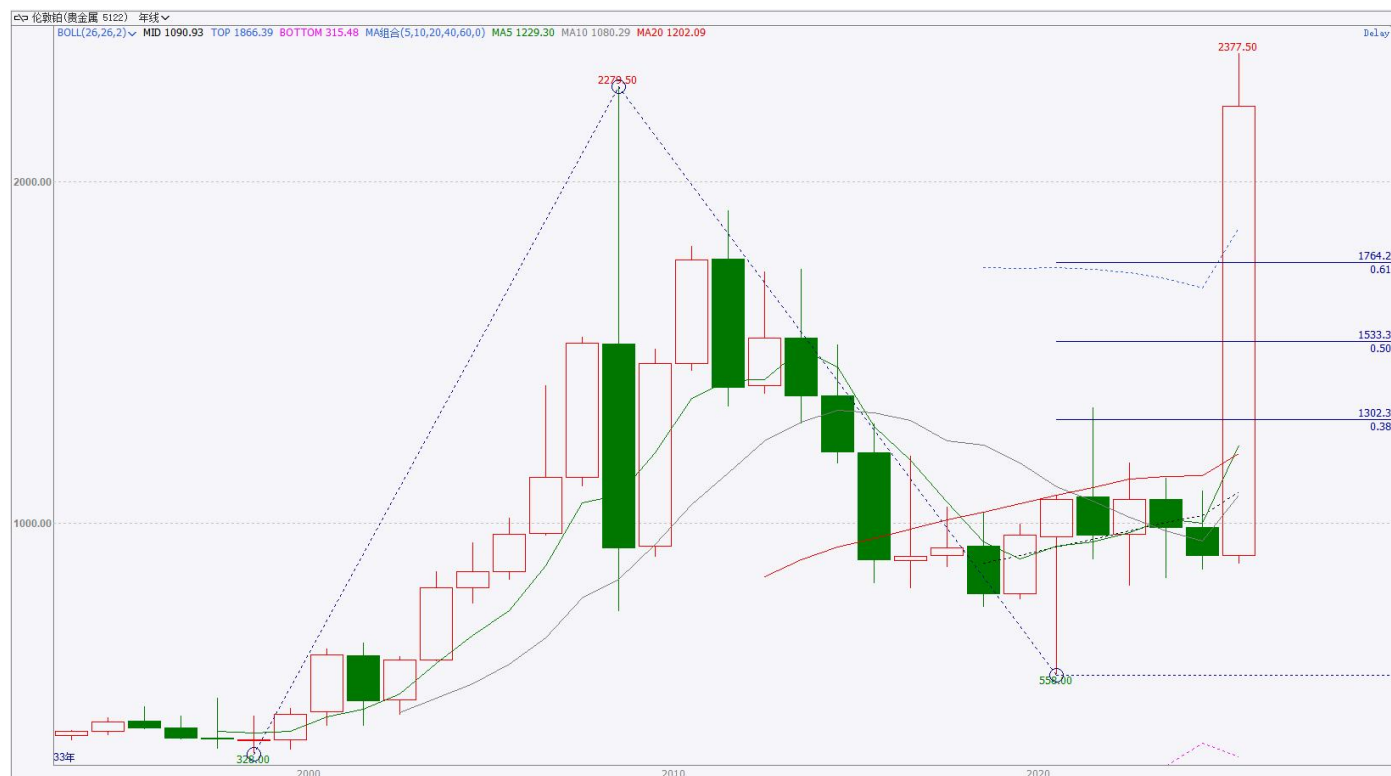


数据来源：文华财经、山金期货投资咨询部

黄金是白银的锚。伦敦银自 1994 年以来，至 2000 年前后和黄金同样区间宽幅震荡。2000 年后，借助全球经济工业需求增长以及美联储宽松货币政策，至 2011 年最高涨至 49.84，涨幅超过十倍，但当年收盘仅收在 27.862 一线。至 2015 年年末跟随黄金跌至 13.644 一线。2016 年开始，白银沿着 20 年年线震荡上行。特别值得注意的是，2020 年年初疫情扩散到全球，伦敦银一度跌至 11.615，但当年收盘依然收在 20 年年线之上。从 2020 年收盘开始，K 线更是追随黄金，沿着 5 年线震荡上行。同样自 2015 年年尾低点 13.644 经过 2020 年高点 29.863 回踩 2022 年低点 17.54 做波浪尺分析，2024 年在 34 附近及布林带上轨一线承压。由于白银一半以上用量是工业用量，全球经济增长乏力，白银追上黄金节奏任重道远，但波动性值得期待。近期全球白银工业需求有望触底反弹，国内光伏等行

业去产能加快，有望成为新的增长点，从而带动白银需求高增长。技术面观察，伦敦银自 17.5 经过 26.1 回踩 20.7 做波浪尺分析，短期继续上行，中期偏强震荡，长期偏多未变，伦敦银关注 100-120（沪银约 24600-29500）区间压力突破情况，以及 58（沪银约 14300）支撑。

图 21：伦敦铂 33 年历史走势



数据来源：文华财经、山金期货投资咨询部

纵观近 33 年，伦敦铂金价格经历了从产业主导到金融与叙事驱动的深刻演变：2008 年前，受益于中国工业化与柴油车普及的产业繁荣，价格飙升至历史峰值；2008 年金融危机使其因流动性崩溃而暴跌，随后在全球量化宽松下反弹，彰显宏观流动性主导；2015 年“柴油门”丑闻成为转折点，叠加电动车兴起，导致其需求核心叙事崩塌，价格陷入长达数年的结构性熊市；而 2020 年底以来，在“碳中和”背景下，氢能经济叙事重塑了长期增长预期，同时全球货币宽松与供应链风险（南非供应脆弱）共同推动其价值重估，开启了由“未来能源金属”属性和金融属性共振的新周期。技术面观察，伦敦铂自 328 经过 2279.5 回踩 558 做波浪尺分析，短期突破上行，中期偏强震荡，长期偏多未变，后期关注 3000-3300（铂期货主力约 878-966）区间压力突破情况，以及 1760（铂期货主力约 515）支撑。



图 22：伦敦钯 29 年历史走势



数据来源：文华财经、山金期货投资咨询部

近 29 年伦敦钯金价格经历了数次深刻转折，其核心驱动逻辑从地缘政治与资本操控，逐步转向产业需求变革与金融属性的复杂博弈。1997-2001 年，价格从 200 美元飙升至 1100 美元，这轮“挤仓式”上涨主要由俄罗斯在苏联解体后抛售国家储备引发的供应恐慌，以及西方资本借机炒作所驱动。2001-2015 年，价格进入长期回落与震荡整理期，因俄罗斯在加入 WTO 压力下取消出口配额，供给秩序重建，同时高价位抑制了汽车行业需求。2016-2022 年，钯金开启金融主导的超级牛市，从 450 美元最高触及 3000 美元以上。这背后是俄罗斯主导的“金融逼仓”（通过全球钯金基金控盘），叠加全球汽油车销量增长收紧供需，以及俄乌冲突带来的供应恐慌共同推动。2023 年后，价格从历史高位理性回落，标志着趋势的结构性转折。主导逻辑变为新能源汽车普及对燃油车需求的不可逆侵蚀，以及高利率环境下金融投机退潮，钯金市场步入长期再平衡阶段。技术面观察，伦敦钯自 141 经过 3433 回踩 826 做波浪尺分析,短期低位反弹,中期偏强震荡,长期偏多未变,后期关注 2080-2480（钯期货主力约 640-765）区间压力突破情况，以及 1480（钯期货主力约 455）支撑。

## 6.从多空博弈的角度看未来行情发展的方向

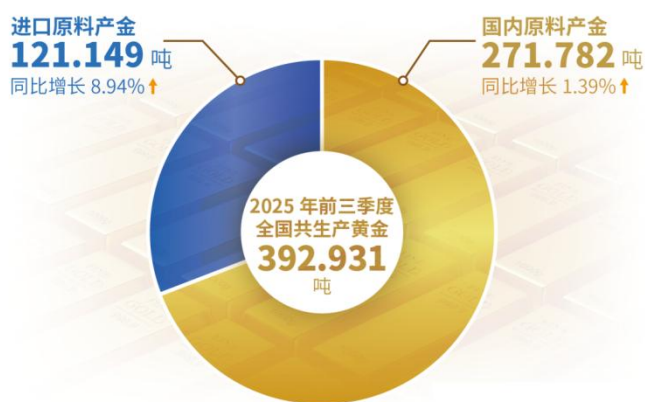
展望后期，2026 年贵金属行情将由宏观金融属性与产业供需基本面共同驱动，其中黄金作为核心压舱石，在央行购金与货币信用对冲需求下走势最为稳健；白银因光伏与 AI 的工业需求刚性及历史性低库存，将呈现高价格弹性；铂金受益于氢能产业叙事和投资需求增长，潜力巨大但需基本面对验证；而钯金受燃油车需求衰退的结构性压制，在贵金属中预计表现最为弱势。整体而言，在美联储降息、去美元化及绿色能源转型的宏观背景下，贵金属板块将延续强势，但品种间分化显著，策略上宜以黄金为底仓，并把握白银与铂金的波段机会。2026 年，贵金属的降息逻辑渐近尾声，避险逻辑也将迎来重大考验，一旦避险事件缓和贵金属波动率或大幅抬升，银铂钯也需关注需求证伪风险。

## 7.国内贵金属产业链概况

据中国黄金协会最新统计数据显示：2025 年前三季度，国内原料产金 271.782 吨，比 2024 年同期增加 3.714 吨，同比增长 1.39%。另有进口原料产金 121.149 吨，同比增长 8.94%。国内原料和进口原料共计生产黄金 392.931 吨，同比增长 3.6%。

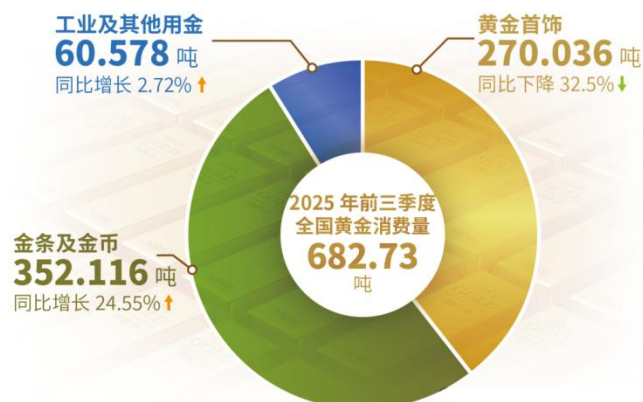
2025 年前三季度，黄金行业紧盯高质量发展目标，一批具备战略意义的重点勘查、开发项目稳步推进，为行业可持续发展注入强劲动力。辽宁省大东沟金矿初步评审金资源量近 1500 吨，有望成为继山东胶东金矿之后我国又一个世界级金矿。我国超深矿井建设技术实现里程碑式突破，三山岛金矿副井井筒工程安全顺利落底，最终深度锁定 2005 米。重点黄金企业“走出去”战略快速推进，成效显著。2025 年前三季度，我国大型黄金集团境外矿山实现矿产金产量 61.439 吨，同比增长 18.39%。

图 23：2025 年前三季度国内黄金产量



数据来源：中国黄金协会、山金期货投资咨询部

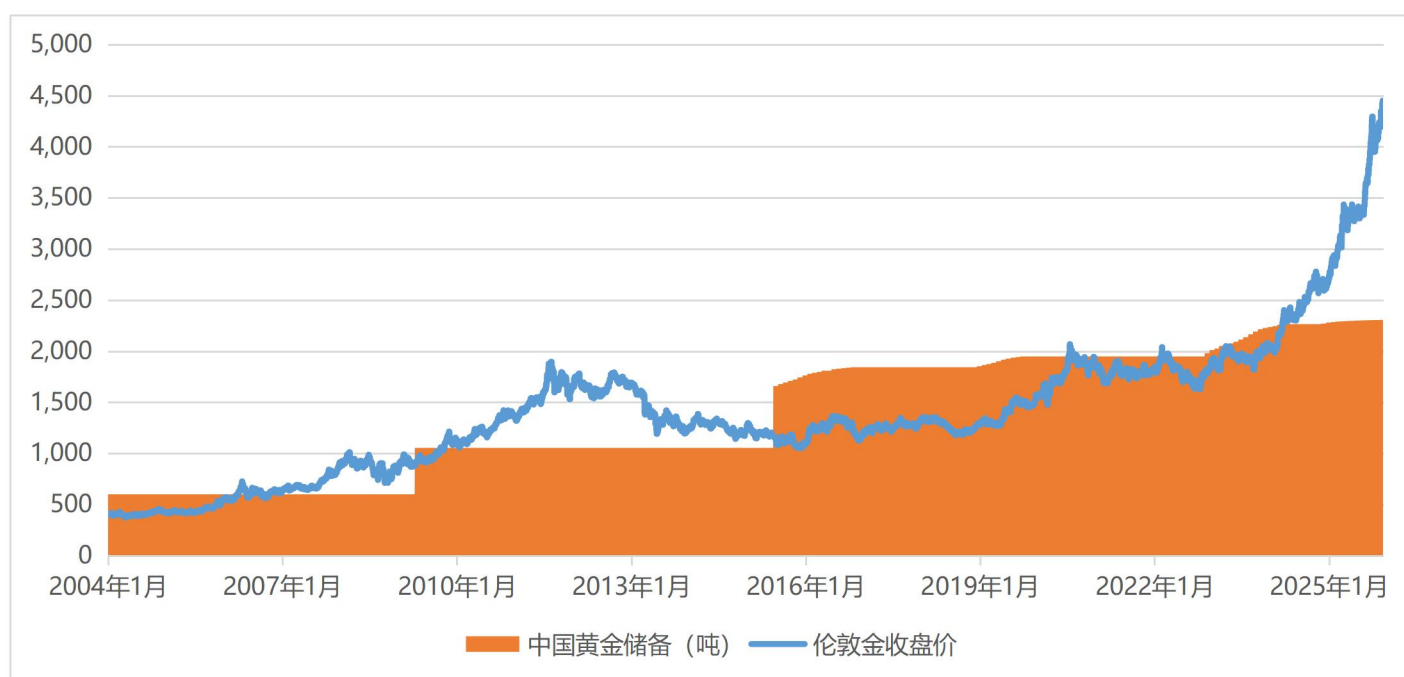
图 24：2025 年前三季度国内黄金消费量



数据来源：中国黄金协会、山金期货投资咨询部

2025 年前三季度，我国黄金消费量 682.73 吨，同比下降 7.95%。其中：黄金首饰 270.036 吨，同比下降 32.50%；金条及金币 352.116 吨，同比增长 24.55%；工业及其他用金 60.578 吨，同比增长 2.72%。不同品类黄金产品的表现差异明显。轻克重、附加值高的首饰产品仍保持较强市场吸引力，销售情况较好。金条需求仍然旺盛，地缘冲突加剧与经济不确定性使得黄金避险保值的功能进一步凸显。电子、新能源等产业的快速发展使得工业用金需求稳步回升。

图 25：伦敦金与中国黄金储备量



数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

从 2024 年 11 月至 2025 年 9 月止，我国已连续 11 个月增持黄金。2025 年前三季度，我国增持黄金 23.95 吨，截至 9 月底，我国黄金储备为 2303.52 吨。增持黄金储备主要：第一，当前全球经济不确定性增加，如美债收益率波动加大等，各国面临着不同程度的经济增长放缓、地缘政治紧张等问题，这些因素使得黄金作为避险资产的重要性更加凸显；第二，从优化外汇储备资产结构方面来看，也继续降低对单一货币依赖，提升国际储备多元化水平；第三，从资产增持保持的角度来看，黄金作为一种稀缺金融资产，具有很好的长期投资价值。

图 26：国内黄金企业产量排名

排名	企业名称	2024 年 矿产金 产量 (吨)	2025 年计划/ 预测产量 (吨)	同比增 长预期	主要特点
1	紫金矿业	72.94	85	约 16.5%	中国最大、全球前十的黄金生产商，海外产量占比高。
2	山东黄金	46.17	≥50	≥8.3%	国内龙头，深耕胶东世界级金矿带，资源储量丰富。
3	中金黄金	18.35	18.17（计划）	微降	央企背景，聚焦资源增储，冶炼业务占比高。
4	招金矿业	18.34	26.9（预计）	约 46.7%	拥有海域金矿（亚洲最大单体金矿），投产后增速显著。
5	赤峰黄金	15.16	16.7	约 10.2%	海外矿山贡献大（超 70%），成本控制与盈利能力突出。
6	西部黄金	9.59	-	-	新疆主要黄金生产企业，2024 年扭亏为盈。
7	山金国际	8	12	50%	被山东黄金控股后，资源整合与产能提升预期强。
8	湖南黄金	3.7 (自产)	-	-	“黄金+锑”双轮驱动，平江特大金矿未来潜力大。

数据来源：公开资料、山金期货投资咨询部



## 投资咨询部

## 山金期货官方微信号

作者 | 林振龙

从业资格号: F03107169

交易咨询号: Z0018476

电话: 021 - 2062 7529

邮箱: [linzhenlong@sd-gold.com](mailto:linzhenlong@sd-gold.com)

联系邮箱: [linzhenlong@sd-gold.com](mailto:linzhenlong@sd-gold.com)



## 免责声明

山金期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可[2012]33号）。

本报告由本公司投资咨询部制作，未获得本公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在本公司及其研究人员知情的范围内，本公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。