

年度回顾展望：2025 年贵金属将维持高位震

荡格局

五矿期货研究中心 钟俊轩

一、美联储降息周期与央行需求支撑黄金价格

(一) 黄金价格表现强势

受到美联储宽松货币政策预期、美国总统大选前的财政政策预期以及海外地缘冲突的影响，金银价格在 2024 年表现强势，内外盘黄金价格在盘中突破历史新高水平。2024 年 1 月 2 日至 12 月 31 日，COMEX 黄金价格上涨 27.39% 至 2639.3 美元/盎司，沪金价格上涨 28.29% 至 617.6 元/克。

2024 年黄金价格的上涨存在两个驱动主线，分别是美联储货币政策预期以及大选前的美国财政政策预期。3 月 1 日公布的美国 2 月 ISM 制造业 PMI 数据是 2024 年贵金属行情的启动点，美国 2 月 ISM 制造业 PMI 为 47.8，低于预期的 49.5 和前值的 49.1。当月发布的美国 2 月零售销售环比值为 0.6%，低于预期的 0.8%。在三月美联储议息会议中所公布的点阵图显示虽然部分官员上调了利率预期，但仍预计 2024 年将进行三次降息，联邦基金目标利率的预期中值为 4.6%。鲍威尔重申利率水平已经达到高峰，总体表态偏鸽派。三月份至五月下旬，贵金属价格走出今年以来的主升浪行情，内盘黄金价格在盘中创下历史新高水平。5 月下旬后，美联

储官员表态总体偏鹰派，经济数据具有韧性，黄金价格开始震荡盘整。

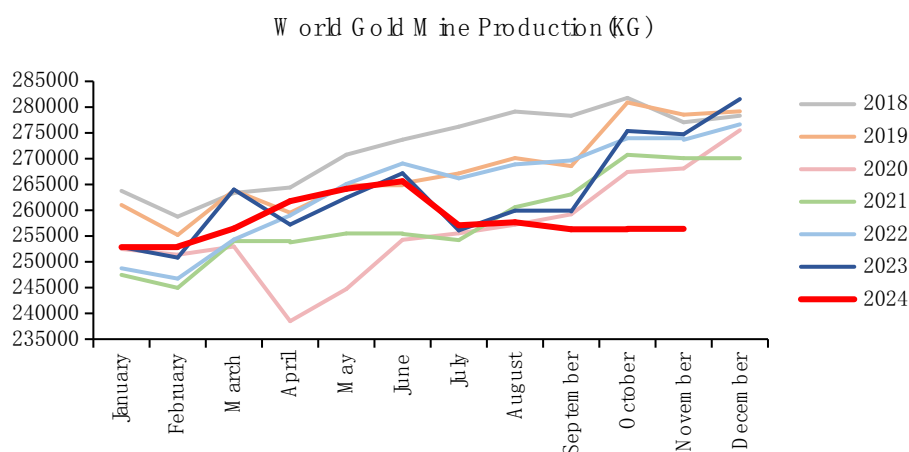
7月下旬哈里斯接替拜登成为总统候选人，鲍威尔在7月议息会议中称最快会在9月进行降息，并在9月18日议息会议中进行50个基点的超预期降息操作。10月初受到副总统辩论以及美国飓风的影响，特朗普民调逐步占优，其在竞选过程中主张将《减税和就业法案》永久化，市场针对美国财政的宽松预期加大。在上述因素影响下，八月初至特朗普当选前，国际金价持续上涨，不断突破历史新高水平。特朗普当选后宣布提名主张控赤字的贝森特为财长，以及提名马斯克为新设立“政府效率部”负责人，美国财政赤字收紧预期增加，金银价格在特朗普当选后直至2024年年末总体表现弱势。

（二） 供给端：黄金矿端供给趋紧

根据WBMS公布的最新黄金矿产数据，2024年11月当月世界矿产黄金产量为256吨，同比下降6.68%。截止至11月份全球矿产黄金累计产量为2837.7吨，同比下降1.48%。矿产黄金的减量主要来源于亚洲以及美洲两大主要生产地产量的下降。亚洲地区产量在下半年降幅明显，2024年11月亚洲地区黄金矿产量为66.23吨，同比下降11.6%，截至11月份的累计产量为751.8吨，同比下降3.2%。美洲产量同样出现下滑，2024年11月美洲黄金矿产量为74.4吨，同比下

降 7.9%，累计产量为 831.9 吨，同比下降 2.15%。黄金矿产端产量的收缩主要集中在 2024 年下半年，供给端在下半年的紧缩也为国际金价的上升带来支撑。

图 1：全球黄金矿端产量及累计值（千克）



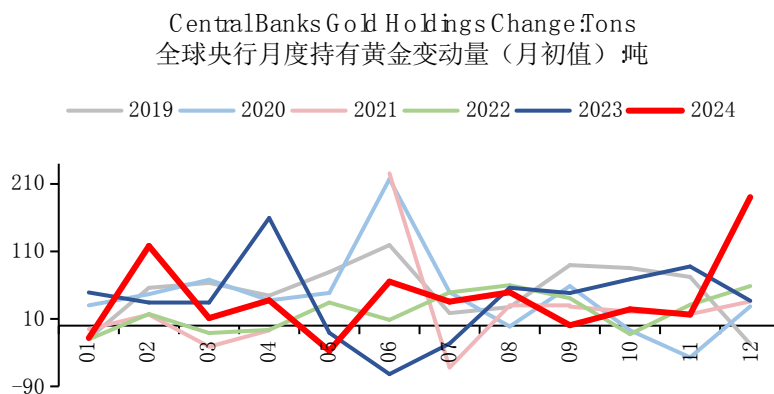
数据来源：WBMS、五矿期货研究中心

（三）需求端：ETF 新增持仓与央行购金为 2024 年下半年金价上涨带来支撑

全球央行对于黄金的持续购入为国际金价带来了有力的支撑。2024 年 12 月，国际金价已较特朗普胜选前的高位出现明显回落，央行购金量再度出现回升。根据世界黄金协会公布的月初储备数据，全球央行黄金储备量由 11 月的 36130 吨上升至 12 月 36320 吨，当月持有黄金数量增加 190.44 吨，增持量为 2019 年以来同期的最大值。2024 年全球央行增持黄金累计值为 493.29 吨，较去年上升 5.83%。近年来海外地缘冲突频繁，美国国债发行总额持续增加，并多次触发债务上限危机，美元信用逐步转弱，预计央行未来将

持续增加黄金的持有量，这为国际金价长期的上行提供支撑。

图 2：2024 年全球央行增持黄金量（以月初值计算：吨）



数据来源：Wind、五矿期货研究中心

相较于全球央行的“逢低买入”，黄金 ETF 持仓量则在金价表现强势的周期中出现明显上升。2024 年一季度黄金 ETF 持仓表现偏弱，一季度全球黄金 ETF 总持仓量下降 113 吨，其中北美下降 68.2 吨，欧洲下降 54.2 吨。随着国际金价在降息预期的影响下逐步在 3 月份开始表现强势，二季度亚洲黄金 ETF 持仓量出现明显上升，当季增持 31.5 吨，但北美和欧洲 ETF 的持仓量仍出现下降，全球黄金 ETF 持仓量在二季度回落 7.1 吨。进入到三季度后，国际金价已上涨至相对高位，同时市场逐步交易特朗普胜选预期，黄金 ETF 持仓量在三季度以及四季度均出现上涨，是 2022 年二季度美联储加息周期开始以来首次录得季度周期的 ETF 增持，三季度全球黄金 ETF 持仓量上升 94.7 吨，其中北美黄金 ETF 持仓量增加 59.1 吨。四季度受到欧洲地区减持的影响，全球黄金 ETF 持仓量当季上升 18.7 吨。

（四）美国财政预期将驱动国际金价在 2025 年维持高位震荡水平

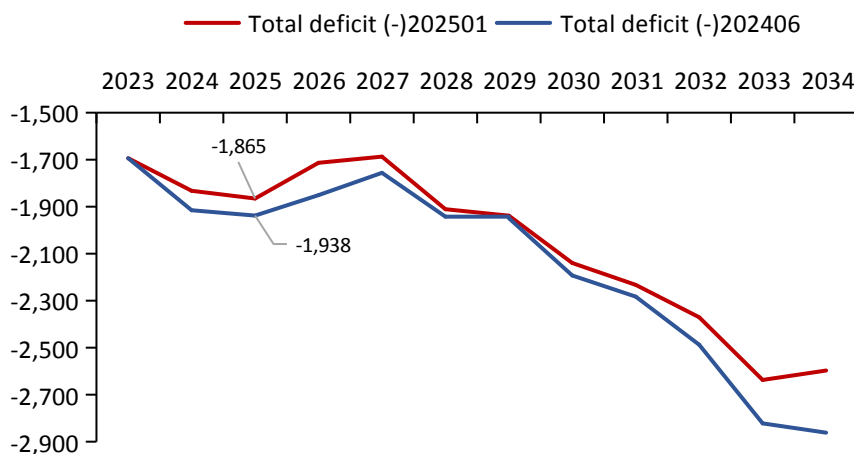
黄金是美元信用的对标物，国际金价在美元信用受到冲击之时往往会呈现偏强走势。在国际金融体系中，美元信用集中体现在美国国债以及美元货币本身，两者均与美国财政赤字的扩张和收缩存在紧密关联。回顾八十年代以来的美国财政情况，在八十年代，里根执政伊始至小布什政府发动伊拉克战争之前，美国财政赤字得以控制，并在克林顿执政时期实现财政盈余，同期国际金价总体呈现震荡偏弱走势。二十一世纪以来，美国总体实行偏宽松的财政政策，财政赤字水平不断扩张，仅在 2011 年至 2016 年出现明显收缩。与此相对应，国际金价也仅在 2011 年至 2015 年底呈现趋势性下跌，总体呈现上涨走势。

国际金价中期的走势变动在历史上来看与美国财政赤字水平呈现较强的正相关性。2011 年债务上限危机后，奥巴马政府对于美国财政赤字的控制令国际金价走出连续四年的熊市行情，国际金价由 2011 年 8 月末的 1825 美元/盎司下跌至 2015 年 12 月底的 1061 美元/盎司。

2025 年 1 月 17 日，美国国会预算办公室 (CBO) 公布了美国财政的最新展望报告，相较于 2024 年 6 月份公布的展望报告，2025 年 1 月报告下调了对于美国未来十个财政年度的财政赤字预期。CBO 预计 2025 年至 2034 年的赤字总额将

达到 21.1 万亿美元,相比 CBO 2024 年 6 月份的预测降低 1 万亿美元,2025 年当年的财政赤字预期由 19380 亿美元下降至 18650 亿美元,赤字减少主要是由于 CBO 所预测的财政收入情况改善,尤其是个人收入(包含收入以及工资)所得税预期收入的增加。CBO 对于 2025 年个人收入所得税的预测由 6 月份的 2.55 万亿美元上升至 2.62 万亿美元,增加 710 亿美元。对于企业所得税 2025 年收入预测由 4900 亿美元上调至 5240 亿美元,主因是 CBO 上调了关于美国经济增长的预期。

图 3: 2025 年 1 月报告中下调了对于未来十年美国财政赤字的预期(十亿美元)



数据来源: CBO、五矿期货研究中心

CBO 的报告显示了美国财政赤字水平受到经济增长影响在 2025 财年出现了边际收缩预期,这将对今年黄金价格的上方空间形成一定压制。但当前对于 2026 财年后财政赤字扩张的预期仍在。同时,货币政策表态方面,美联储理事沃

勒表态偏鸽派，针对 2025 年 1 月 15 日公布的美 2024 年 12 月 CPI 数据，沃勒认为通胀正逐步回落，若数据继续如此发展，有理由认为今年上半年可能会进行降息，沃勒更是提到不能排除三月份进行降息的可能性。

当前 CME 利率观测器显示，市场预期美联储在 2025 年将进行两次 25 个基点的降息操作，时间分别在 5 月以及 12 月议息会议，2025 年全年美联储仍将处于降息周期之中，国际金价难以出现深幅回调，但其上方空间受到美国财政赤字预期的压制，预计 2025 年国际金价将维持在高位的偏强势震荡格局。

图 4：COMEX 黄金技术图形（月线：美元/盎司）



资料来源：文华财经、五矿期货研究中心

国际金价的技术图形同样支持其价格维持强势震荡，当前 COMEX 黄金价格在月线级别仍处于上涨趋势之中，特朗普当选后 11 月以及 12 月份其价格出现回调，但回调阴线成交量收缩，且在 1 月份再度沿趋势线形成阳线，伴随着总持仓

量由 45 万手上升至 55.7 万手。总体而言，COMEX 黄金月线级别表现强势，并未形成明确的区间顶部形态，其价格在下方 2550 美元/盎司一线得到明显支撑，2025 年 COMEX 黄金主力合约参考运行区间 2541-2950 美元/盎司。

二、白银价格表现将弱于黄金

（一）2024 年国际银价表现强势

在黄金价格的影响下，2024 年白银价格表现强势，2024 年 1 月 2 日至 12 月 31 日，COMEX 白银主力合约价格上涨 21.61%，至 29.29 美元/盎司，沪银价格上涨 24.25%，至 7470 元/千克，其在盘中达到 8733 元/千克的历史新高水平。下半年，黄金价格随特朗普胜选预期不断上涨，但白银作为工业金属表现相对弱势，外盘金银比价由 7 月初低位的 76.8 上升至 12 月 31 日收盘的 90.8。

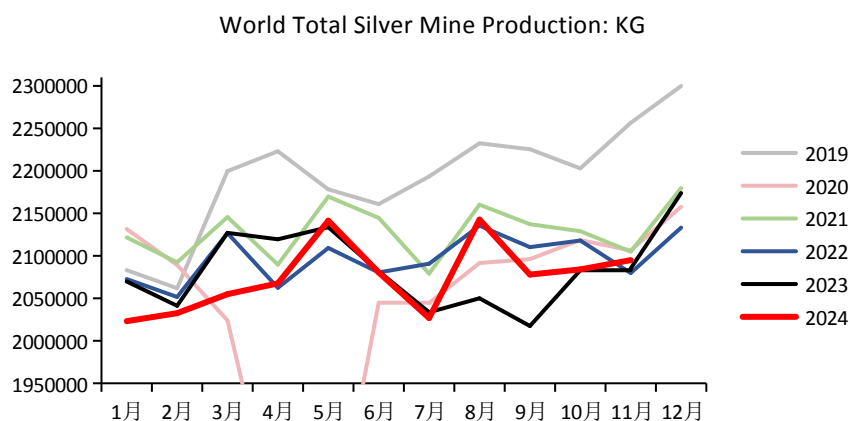
（二）供给端：矿产银供给量维持稳定

WBMS 公布的最新数据显示，截至 2024 年 11 月份，全球矿产白银供应量为 22826 吨，较 2023 年同期累计值小幅下降 16 吨，总体供应量维持稳定。分区域而言，亚洲矿端白银的供应量出现明显的下降，大洋洲以及欧洲矿产银产量出现上升，其中大洋洲矿产银产量增幅明显。

截止至 2024 年 11 月，亚洲白银累计矿产量为 5188.7 吨，较 2023 年同期累计值下降 202.8 吨，大洋洲白银累计量为 1187 吨，较 2023 年度同期上升 123 吨，欧洲白银累计

产量则上升 96 吨。2024 年全年白银矿产端供给总体维持稳定。

图 5：全球白银矿产量（吨）



数据来源：WBMS、五矿期货研究中心

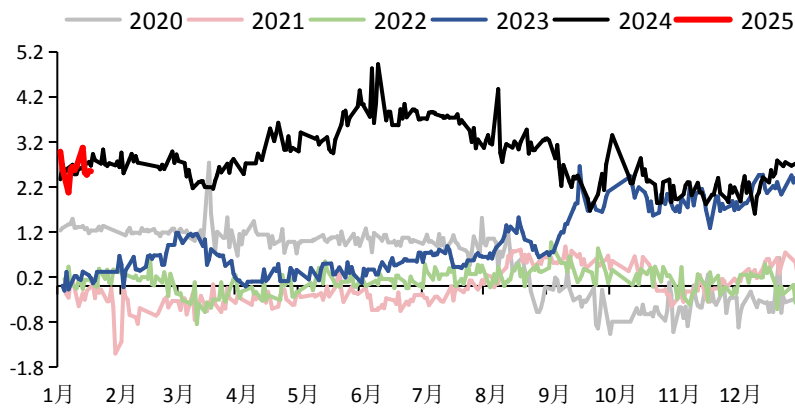
（三）需求端：2024 年供小于求预期未能在显性库存中得以体现

2024 年太阳能电池产量出现增量，符合市场预期。2024 年 11 月太阳能电池当月产量为 68.14GW，年初至 11 月份产量累计值达到 618.55GW，较 2023 年同期的 490.35GW 上升 26.14%。但从库存角度出发，光伏用银所带来的白银增量需求并未使得全球白银显性库存出现去化，LMBA、上海期货交易所、上海金交所以及 COMEX 白银库存总和由 2024 年 1 月份的 38073 吨上升至 12 月份的 39184 吨，库存共计增加 1111 吨，2021 年以来内外盘白银的库存去化趋势停滞。

此外，中国是光伏行业发展建设的重要地区，光伏用银消耗量较大。国内光伏行业的发展驱动光伏用银需求在过去

几年中不断增加，内盘相较于外盘白银的溢价虽然受到人民币汇率的影响，但仍能够较好地反映国内白银需求预期。2024 年上半年内盘白银溢价上升，大幅高于近五年来的平均水平。但截止至 2025 年 1 月，内盘白银溢价已经由 2024 年年 6 月份高位 4.93 美元/盎司回落至 2.53 美元/盎司，显示在 2025 年初，针对国内白银需求增量的预期有所弱化。

图 6：内盘白银溢价（美元/盎司）



数据来源：Wind、五矿期货研究中心

全球主要白银消费国的进出口方面，中国在 2024 年维持白银的净出口格局，2024 年 1-11 月，我国白银累计进口量为 3455 吨，高于 2023 年同期的 3024 吨，进口量上升 14.3%，当月进口量在 2024 年 6 月份的高位达到 476 吨的峰值，并在下半年持续回落。截至 2024 年 11 月，国内白银当年累计出口量为 3971 吨，较 2023 年同期的 3814 吨增长 4.1%。综合进口以及出口数据，2024 年截止至 11 月累计净出口量为 516.3 吨，较去年 790.7 吨的净出口量明显下滑，这包含进

口窗口短暂打开所形成的空间，也显示内盘白银需求在 2024 年所呈现的“强现实”格局。

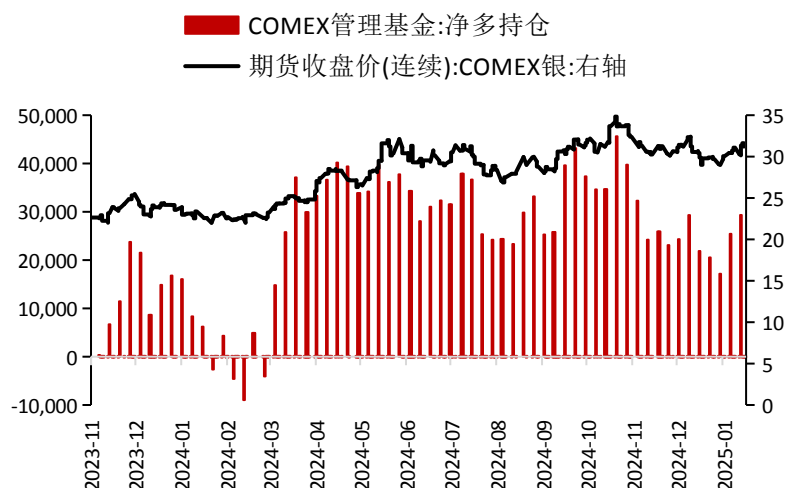
2024 年印度白银进口量出现明显上升，2 月份的单月净进口数量达到 2291 吨，为 2019 年以来单月最高的白银净进口数量，截至 2024 年 11 月份，印度白银当年累计进口量达到 6450 吨，较去年同期上升 246%。总体而言，印度和中国的需求增量有力地支撑了银价在 2024 年的强势表现。

（四）内外盘白银成交和持仓情况

ETF 持仓方面，2024 年全球主要的白银 ETF 持仓量有所上升，统计内的白银 ETF 总持仓量由 2024 年 1 月 2 日的 22572 吨上升至 12 月 31 日的 23480 吨，持仓量共计上升 908 吨，在价格表现强势的背景下白银 ETF 的投资需求有所增强。

COMEX 白银管理基金净多持仓在年初表现偏弱，并在 2 月 13 日录得 8983 手的净空持仓，随着银价的逐步走强，管理基金净持仓在 3 月 5 日当周由 -4083 手转为净多 14812 手，并维持净多格局至今，管理基金净多持仓在 10 月 22 日当周达到 4.56 万手的高位，随后整体呈现回落态势。

图 7：COMEX 白银管理基金净多持仓（手）



数据来源：Wind、五矿期货研究中心

（五）2025 年白银价格将延续高位震荡格局，强势上涨格局难以延续

金银比价所代表的是海外宏观中避险需求与实体需求之间的关系。金银比价的显著上升体现的是避险需求的增强与实体需求的减弱，对应海外的衰退预期增强。回顾九十年代以来的美联储货币政策周期，金银比价在每一轮美联储的降息周期中均会出现上升，内在原因是美联储每一轮的大幅度降息都伴随着美国的衰退周期。从比价上升的幅度来看，当风险事件及衰退预期更为明显的时候，金银比价会在较短时间内出现较大幅度的上行，例如2008年次贷危机以及2020年新冠疫情。反之，当海外所处的阶段是“浅衰退”降息周期时，金银比价上升速度和幅度相对较低，主要体现在1990年及2000年两轮降息周期中。

同时，金银比价的上涨多数呈现形式为黄金价格的震荡偏弱以及白银价格的显著下跌，且与美股的下跌区间同步。

当前美国的经济数据具备韧性，短期难以出现类似 2008 年以及 2012 年的系统性风险事件。2025 年 1 月公布的经济数据显示，劳动力市场方面，美国 12 月非农就业人口变动数为 25.6 万人，超过预期的 16 万人以及前值的 21.2 万人。但与此同时，体现美国居民消费的零售销售数据偏弱，美国 12 月零售销售环比值为 0.4%，低于预期的 0.6%和前值的 0.8%，出现超预期回落。在此经济背景下，预计金银比价将呈现温和上涨的走势，白银价格将难以延续 2024 年的强势上涨表现。

与此同时，美国总体通胀存在韧性，今年 1 月份公布的美国 12 月 CPI 数据显示，美国 12 月 CPI 同比值为 2.9%，符合预期，高于前值的 2.7%。美国 12 月核心 CPI 同比值为 3.2%，低于预期和前值的 3.3%。住所租金 CPI 同比值录得下跌，本月为 4.6%，低于前值的 4.8%，其中外宿价格同比值为 2.6%，大幅低于前值的 3.7%，但住房租金对于总通胀的贡献度仍达到 36%。总体 CPI 则如预期般具备韧性，主要受到食品价格的影响，食品 CPI 同比值近期持续上升，12 月同比值为 2.5%，高于前值 2.4%，对于总体通胀的贡献度达到 13.5%。

美国通胀数据虽低于预期，但总体仍具备较强韧性，十年期美债通胀预期维持在相对高位，令白银价格下方存在一定支撑。

（六）COMEX 白银技术图形

COMEX 白银的价格走势明显弱于黄金，今年 3 月份以来月线级别的加速上涨趋势已破位结束，当前进入盘整周期。预计 COMEX 白银价格将在今年下半年逐步触及基础母线位置，但上方 35 美元/盎司价格一线存在较重压力，国际银价将在高位维持弱势震荡格局。2025 年 COMEX 白银主力合约参考运行区间 27.5-35.2 美元/盎司。

图 8：COMEX 白银价格（美元/盎司）



数据来源：文华财经、五矿期货研究中心

三、铂族金属：震荡反弹

（一）2024 年行情回顾：铂钯表现总体弱势

2024 年铂金价格表现弱势，2024 年 1 月 2 日至 12 月 31 日，NYMEX 铂金主力合约全年下跌 9.79%，至 910.4 美元/盎司，上半年受到美联储降息交易背景下金银价格表现强势的

影响，NYMEX 铂金主力合约在盘中达到 1105 美元/盎司的区间高位，但由于降息预期的回落，铂金价格在下半年价格表现总体弱势。2024 年钯金表现偏弱，延续 2022 年以来的下跌趋势，2024 年 1 月 2 日至 12 月 31 日，NYMEX 钯金主力合约价格下跌 18%，至 909.5 美元/盎司。

图 9：NYMEX 铂及 NYMEX 钯主力合约价格（美元/盎司）



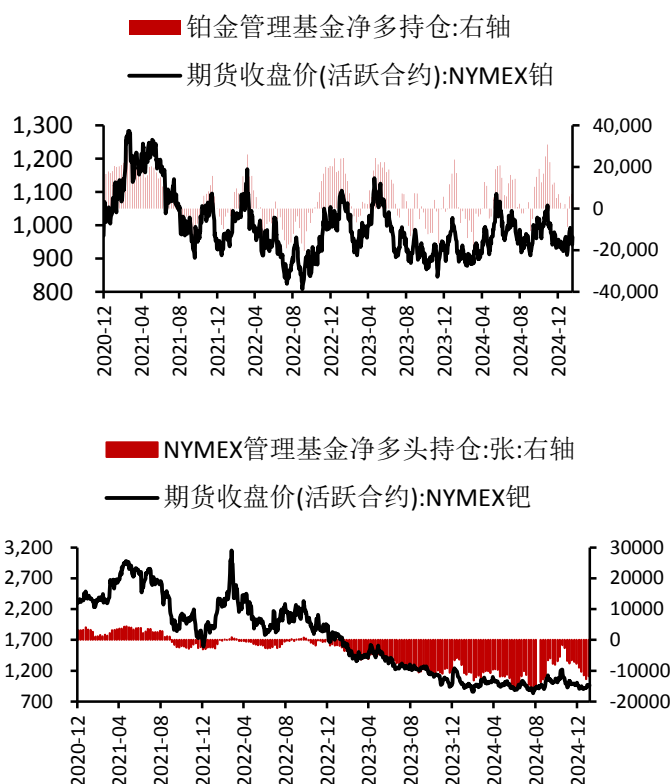
数据来源：Wind、五矿期货研究中心

（二）CFTC 持仓情况

2024 年全年金银价格受到美联储降息预期的影响表现强势，铂金多头情绪有所回暖，NYMEX 铂金管理基金净多头持仓在 10 月 29 日当周达到 30841 手的区间高位，2024 年全年总体维持净多持仓格局，截止至 1 月 14 日，NYMEX 铂金管理基金净多持仓为 7070 手，较 2024 年末的 8707 手净空出现明显上升。NYMEX 钯金净持仓则明显弱于铂金，持续维持净空持仓格局，NYMEX 钯金管理基金净空持仓由 2024 年 1 月 2 日当周的 6342 手上升至年末的 11435 手，并在 8 月份达到

1.62 万手的区间高位，钯金价格受到明显压制。

图 10：铂金与钯金管理基金净持仓（手）



数据来源：Wind、五矿期货研究中心

（三）2025 年铂金及钯金将呈现震荡反弹走势

矿端数据显示，前十五大矿山 2025 年一季度的铂金产量将达到 30.39 吨，较去年同期的 31.24 吨下降 2.72%。一季度前十五大钯金矿山产量总和为 42.92 吨，较去年一季度同期下降 0.6%，铂钯矿端供给具备趋紧倾向。需求端来看，2024 年全年中国燃料乘用车（柴油、汽油及其他燃料）累计产量较 2023 年上升 5.26%，美国纯电动车渗透率自去年四季度以来维持在 10% 一线，需求占比较大的汽车尾气催化剂需求具备企稳动能。在贵金属总体多头情绪回暖的情况下，铂

钯期货今年具备反弹空间，铂金表现将强于钯金，NYMEX 铂主力合约参考运行区间 876-1064 美元/盎司，NYMEX 钯主力合约参考运行区间 810-1026 美元/盎司。