

## 贵金属组

电话：0571-85165192

邮编：310000

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

## 2025 年贵金属市场展望——

## 趋势长虹，但插曲不断

## 观点摘要：

## 贵金属：

2024 年，在央行购金、美联储开启降息周期和市场避险情绪的联动下，贵金属的商品属性、货币属性和金融属性齐显现，整体走出强势的上涨走势，COMEX 黄金全年上涨幅度达到 27.3%，沪金上涨 28.3%，COMEX 白银上涨 21.8%，沪银上涨 25.1%。

展望 2025 年，贵金属处于长牛的趋势中，去美元化、央行购金、全球降息周期、国际格局重塑等驱动贵金属上涨的因素仍在。但从幅度上看，2025 年的上涨幅度或许会小于 2024 年。一方面，地缘政治风险可能出现边际改善，特朗普的一系列刺激政策或引起市场对美国再通胀的担忧从而降低美联储降息预期和降息次数；另一方面，特朗普“美国优先”的政策主张托底美国经济软着陆，美联储降息周期延续，贸易保护政策扰乱全球贸易格局和政治格局，避险情绪增加贵金属配置需求。从节奏上看，上半年，市场对特朗普政策的预期和政策落地带来的降息预期波动主导金价行情，整体或许呈现出宽幅震荡走势；下半年，美联储降息周期延续及地缘政治风险的延续或许推动贵金属上涨。整体来看，贵金属或呈现先跌后涨行情，COMEX 黄金价格参考 2500-3000 区间，沪金价格参考 590-700 区间，沪银价格参考 7000-9000 区间。

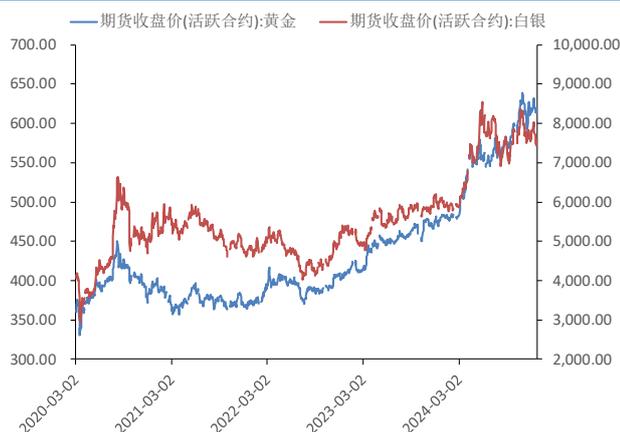
## 风险点：

1. 特朗普政策落实程度；
2. 美国货币政策变化；
3. 再通胀风险；
4. 地缘政治冲突加剧。

## 一、行情回顾

2024 年，在央行购金、美联储开启降息周期和市场避险情绪的联动下，贵金属的商品属性、货币属性和金融属性齐显现，整体走出强势的上涨走势。1-2 月，美国经济数据靓丽而通胀数据坚挺，美联储由鸽转鹰，市场对今年的降息次数的预期从 6 次下降到 3 次，贵金属承压运行；3 月，不及预期的经济数据和超预期回落的通胀数据提振市场对美联储的降息预期，贵金属开启今年首次强势上涨行情，月度涨幅达到 9.84%，4 月初，中东局势紧张，巴以冲突升级，伊朗和以色列冲突更加激烈、范围更广、停火谈判无进展，激发市场避险情绪，贵金属由金融属性转向货币属性，与美元指数同涨，一度突破 2400 美元/盎司，之后叠加有色上涨行情推动贵金属本轮偏强运行至 5 月中下旬；6-7 月，美国非农数据超预期增加，经济表现强劲，美联储鹰派，市场对降息次数下降至 1 次，金银承压，地缘政治的反复博弈同时影响贵金属价格，期间整体呈现区间震荡行情；三季度，美联储持续释放降息信息，于 9 月 FOMC 会议开启本轮降息周期，宣布降息 50 个 bp，期间金银连续创下历史新高；10 月以来，市场关注点转移至美国大选的不确定性和特朗普交易，叠加俄乌、中东、韩朝局势冲突，避险情绪激增，贵金属和美元指数同涨，最高至 2801.8 美元/盎司，本轮上涨以特朗普胜选结束，美元指数的强势使得贵金属承压，但同时市场对未来政策的不确定性及地缘冲突的担忧仍支撑贵金属价格，期间表现出宽幅震荡走势。对白银来说，在避险情绪占主导因素时，其上涨幅度小于黄金；但在上述情形之外，其波动幅度大于黄金。

图 1：上期所黄金白银期货收盘价 单位：元/克



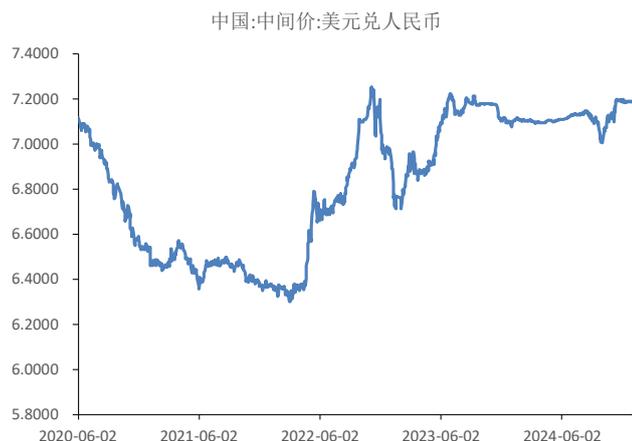
数据来源：WIND 新世纪期货

图 2：COMEX 黄金白银期货收盘价 单位：美元/盎司



数据来源：WIND 新世纪期货

图 3: 人民币汇率 (中间价)



数据来源: WIND 新世纪期货

图 4: 伦敦现货黄金白银价格 单位: 美元/盎司



数据来源: WIND 新世纪期货

图 5: 内外盘黄金白银比



数据来源: WIND 新世纪期货

## 二、影响因素分析

### 2.1 美联储货币政策

今年, 美联储开启本轮的 降息周期, 于 9 月首次降息, 降息 50 个基点, 将联邦基金利率目标区间从 5.25%-5.50% 降至 4.75%-5.00%; 11 月第二次降息, 降息 25 个基点, 将联邦基金目标利率下调至 4.50%-4.75%; 12 月第三次降息, 联邦基金利率的目标区间降至 4.25%-4.5%。至此, 自 2022 年 3 月至去年 7 月累计加息 525 个基点后三次合计降息 100 个基点。

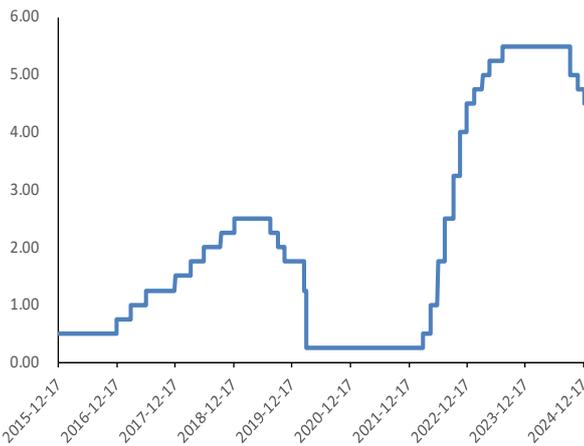
在美联储 12 月议息会议声明中, 美联储继续强调年初以来, 劳动力市场状况整体放松, 通胀回落取得进展但仍然偏高。政策方面, 唯一的改动是, 在提及未来“进一步调整联邦基金利率目标区间时”新增了“程度和时机, ”, 更加强调了美联储决策从“是否降息”转变为“何时降息”, 为后续暂停降息做铺垫。此外, 会议声明显示, 克利夫兰联储主席阿克反对降息。

最新利率点阵图暗示, 2025 年, 有 10 位官员预计年末政策利率在 3.75-4.0% 区间, 5 位官

员预计 2026 年末政策利率在 3.25%-3.5%。即利率点阵图暗示，2025 年美联储将降息两次，2026 年美联储还将降息两次。此前 9 月的利率点阵图暗示，2025 年美联储将降息四次。因此，由于通胀上行的风险增加美联储下调了两次降息预期。

最新的经济展望中，美联储上调了经济增长和通胀预测。相较于 2024 年 9 月，将 2024 年经济增长预测由 2.0% 上修至 2.5%，将 2025 年经济增长预测从 2.0% 小幅上修至 2.1%，维持长期经济增长率为 1.8%；就业方面，将 2024 年底失业率预测由 4.4% 下修至 4.2%，将 2025 年失业率预测由 4.4% 下修至 4.3%，维持长期失业率预测为 4.2%。通胀方面，将 2024 年 PCE 和核心 PCE 通胀率分别上修 0.1 和 0.2 个百分点至 2.4% 和 2.8%；将 2025 年 PCE 和核心 PCE 通胀率分别上修 0.4 和 0.3 个百分点，均上修至 2.5%；将 2026 年的这两个指标从 2.0% 小幅上修至 2.1-2.2%；维持长期通胀预测为 2.0%。利率方面，将 2025 年政策利率预测中值由 3.4% 上修至 3.9%，将 2026 年政策利率预测中值由 2.9% 上修至 3.4%，将长期政策利率继续上修 0.1 个百分点至 3.0%。

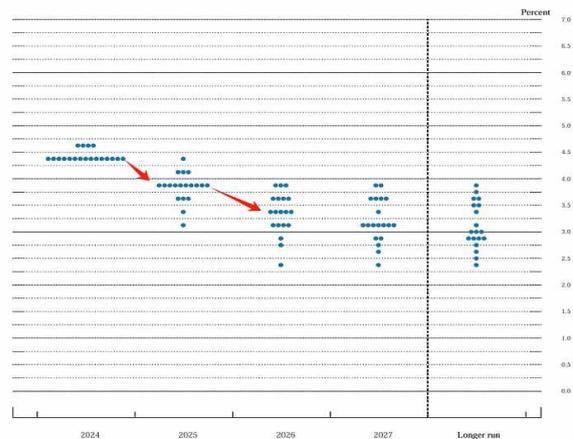
图 6: 美国联邦基金目标利率 (%)



数据来源: WIND 新世纪期货

图 7: 12 月 FOMC 会议利率点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据来源: FED 新世纪期货

图 8： 12 月 FOMC 会议上美联储对美国的经济预测

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, December 2024

Variable	Percent					Percent					Percent				
	Median <sup>1</sup>					Central Tendency <sup>2</sup>					Range <sup>3</sup>				
	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8	2.4-2.5	1.8-2.2	1.9-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	2.3-2.7	1.6-2.5	1.4-2.5	1.5-2.5	1.7-2.5
September projection	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9-2.1	1.8-2.2	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0	1.8-2.6	1.3-2.5	1.7-2.5	1.7-2.5	1.7-2.5
Unemployment rate	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2-4.5	4.1-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2	4.2-4.5	3.9-4.6	3.8-4.5	3.5-4.5
September projection	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.0-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2-4.5	4.2-4.7	3.9-4.5	3.8-4.5	3.5-4.5
PCE inflation	2.4	2.5	2.1	2.0	2.0	2.4-2.5	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0	2.4-2.7	2.1-2.9	2.0-2.6	2.0-2.4	2.0
September projection	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2-2.4	2.1-2.2	2.0	2.0	2.0	2.1-2.7	2.1-2.4	2.0-2.2	2.0-2.1	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	2.8	2.5	2.2	2.0		2.8-2.9	2.5-2.7	2.0-2.3	2.0		2.8-2.9	2.1-3.2	2.0-2.7	2.0-2.6	
September projection	2.6	2.2	2.0	2.0		2.6-2.7	2.1-2.3	2.0	2.0		2.4-2.9	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0-2.2	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	4.4	3.9	3.4	3.1	3.0	4.4-4.6	3.6-4.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	4.4-4.6	3.1-4.4	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.9
September projection	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9	4.4-4.6	3.1-3.6	2.6-3.6	2.6-3.6	2.5-3.5	4.1-4.9	2.9-4.1	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.8

数据来源：FED 新世纪期货

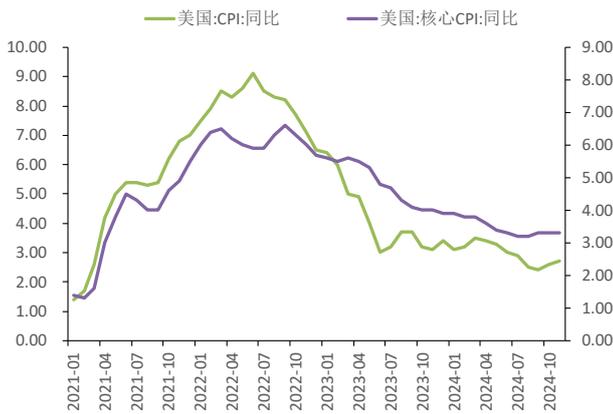
## 2.2 美国通胀

今年美国通胀延续去年的回落趋势但下行速度大幅减弱，呈现较强的粘性，核心 PCE 在 2.7%附近回落困难且有抬头迹象。一季度，CPI 和 PCE 数据多次超出市场预期，打击市场对美联储的降息预期，二季度通胀回落最为顺畅，但三季度后通胀数据涨跌反复，主要是由于服务业的景气和消费韧性的提振。

最新的数据显示，美国 11 月核心 PCE 同比涨 2.82%，与 10 月份的水平一致，低于市场预计的 2.9%；11 月 PCE 同比涨 2.44%，较上月回升 0.1%。美国 11 月 CPI 同比涨 2.7%，符合市场预期，较 10 月回升 0.1%；核心 CPI 同比涨 3.3%，同样符合预期，与上月一致。这些数据显示，目前通胀水平仍高于美联储 2%的通胀目标，虽有所缓解但韧性较强。具体来看，住房通胀和其他商品与服务粘性表现明显，11 月住房通胀同比仍涨 4.1%，其他商品与服务同比涨 3.4%；食品饮料、服装和交通运输等多低于政策目标 2%；能源价格大幅回落但存较大不确定性。

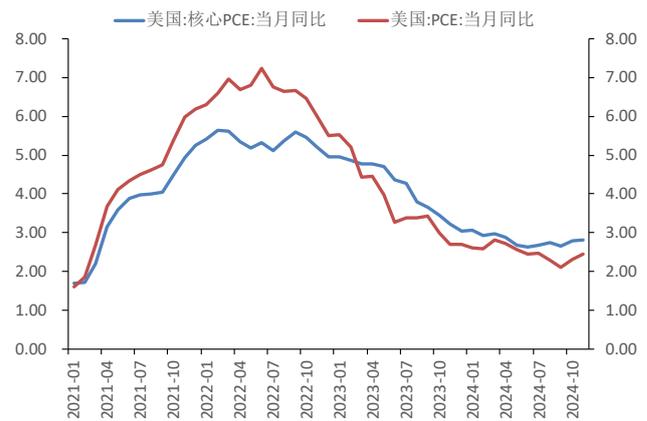
预计明年特朗普上台后，更激进的财政政策和关税政策会引起美国再通胀担忧。

图 9： 美国 CPI 与核心 CPI 单位：%



数据来源：WIND 新世纪期货

图 10： 美国 PCE 与核心 PCE 单位：%



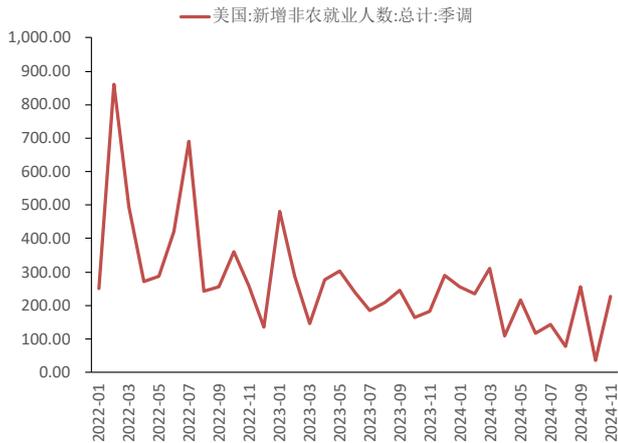
数据来源：WIND 新世纪期货

### 2.3 美国经济基本面

美国 ISM 制造业 PMI 和非制造业 PMI 走势分化，制造业 PMI 仅在 3 月份提高至荣枯线以上，其他月份均处于荣枯线以下，基本呈现下降走势，就业市场的强劲和消费的托底逐渐弱势，但在 11 月由 46.5% 反弹至 48.4%，有回暖迹象；而非制造业 PMI 表现更强势波动也更大，一方面服务行业的消费支出和就业活跃支撑非制造业 PMI 扩张，另一方面服务企业的生产活动和对未来的生产预期驱使着非制造业波动，11 月非制造业 PMI 放缓至 52.1%。美国第三季度实际 GDP 增长 2.8%，前三季度增长 2.5%，表现出经济的增长韧性，消费强劲起着支撑作用，但高利率环境和就业市场降温不利于消费动能持续。预计明年经济会温和增长，主要驱动因素由今年的消费支撑转向明年在特朗普减税等刺激政策下的政府支出托底。

今年美国就业市场逐步走弱，非农就业数据在前三季度均值逐步走低，失业率全年连续走高，7 月达到全年最高值 4.3% 且触及萨姆法则，引发市场对经济衰退的担忧，表明就业强劲势头有所放缓。但四季度有所反弹，11 月非农就业人口 22.7 万人，超过预期的 22 万人，明显高于上个月的 3.6 万人，这一增幅为 4 月以来最大，表明就业市场的一定韧性。具体来看，教育与保健服务业、休闲和酒店业、政府部门是新增非农就业的主要拉动项。制造业、运输仓储业以及专业和商业服务业新增就业人数也由负转正。不过，零售业新增就业人数降幅有所扩大。美国 11 月失业率为 4.2%，与市场预期一致，较前值上升 0.1%，平均时薪环比增长 4%，与上月一致。这些数据表明，尽管就业市场有所回暖，但劳动力市场供需两端的景气度均有所降低。失业 15 周及以上人数也维持上行趋势，进一步加剧了市场对就业前景的担忧。

图 11: 美国新增非农就业人数 单位: 千人



数据来源: WIND 新世纪期货

图 12: 美国失业率 单位: %



数据来源: WIND 新世纪期货

图 13: 美国职位空缺率 单位: %



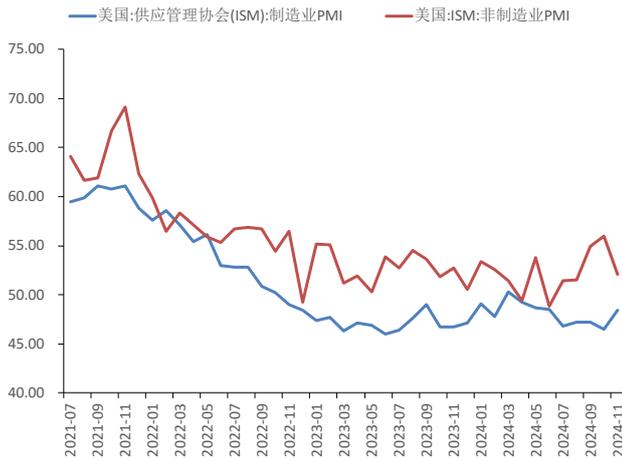
数据来源: WIND 新世纪期货

图 14: 美国非农员工平均时薪同比增长率 单位: %



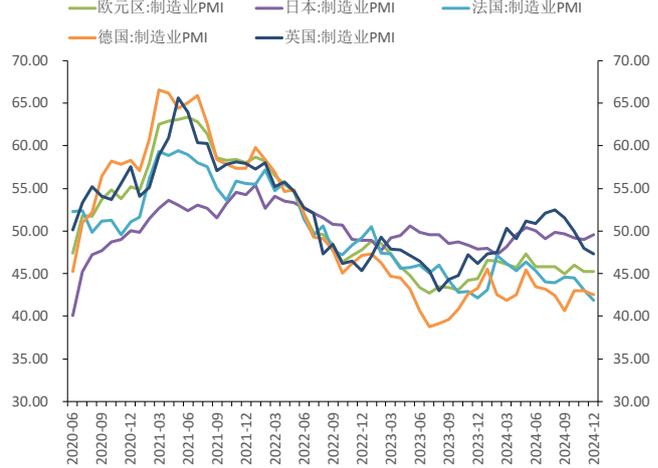
数据来源: WIND 新世纪期货

图 15: 美国经济景气度变化趋势



数据来源: WIND 新世纪期货

图 16: 全球主要经济体经济景气度



数据来源: WIND 新世纪期货

## 2.4 美元和美债

黄金的货币属性对应黄金对美元指数的替代性，美元指数与金价负相关性较明显。一是美

元是黄金的计价货币，黄金若本身价值不变，美元下跌则标价上行。二是黄金具有货币属性，在储备功能上与法定货币存在替代关系，在全球货币信用体系出现波动时，往往会导致主要央行黄金储备上行，对黄金的需求上升。美国 10 年期国债收益率作为无风险利率，通胀保值债券收益率（TIPS）是根据通货膨胀调整后的的债券收益率，作为实际利率的代表，可以反应真实的资金成本。黄金的金融属性是指黄金本身没有利息偿付，持有黄金的机会成本即基于法定货币体系下资产可得的收益率，是影响黄金投资价值的主要因素。因此，实际利率可以作为衡量黄金的机会成本，经验上与黄金价格高度负相关。

特朗普的政策立场以振兴美国制造业为核心，主张对外加征关税、对内减税等，会通过贸易和货币政策带来“强美元”的结果。美元和美债的高位震荡会对贵金属造成持续性的压力。

## 2.5 央行购金

在当前全球经济体系转变、地缘冲突加剧以及美元体系受到挑战的背景下，黄金的避险属性更加凸显，为优化国际储备结构央行通过增加黄金储备来多元化和去美元化，增加了黄金的需求，对金价形成支撑。22 年以来，央行购金显著增加，是近两年来托底金价上涨的主要因素之一。今年以来央行购金速度放缓，24 年前三季度的净购金总量为 694 吨，虽同比下降 16.7%，但与 22 年同期基本持平。央行购金热潮对黄金价格走强的支撑作用正趋于下降，但长期来看，美国政府债务问题积重难返，美国面临财政赤字和保经济增长的两难选择，以美元为主的主权信用货币体系受到挑战，黄金作为一般价值等价物的属性回归，这或许会促使央行持续增持黄金，成为利多金价的长期因素。

## 2.6 风险事件

黄金作为传统的避险资产，在市场不确定性增加、风险偏好下降时，往往会受到投资者的青睐。当 VIX 指数上升，意味着市场预期未来的市场波动加剧，投资者的恐慌情绪增加，这时资金往往会流向黄金等避险资产，从而推动黄金价格上涨。VIX 指数的上升与黄金价格的上涨往往呈现出明显的正相关关系。2024 年以来，黄金价格总体的强势走势与地缘政治的动荡起伏之间的关系很大。2022 年以来的俄乌冲突、2023 年以来的巴以冲突、中东地区的争端等持续演变重塑着国际格局，给全球局势带来巨大的不确定性。俄乌冲突已持续超过 1000 天，美俄围绕乌克兰的较量变得更加尖锐，今年呈现出战场胶着与外部干预加剧的双重态势，加剧了全球地缘政治紧张局势。2024 年巴以冲突持续外溢，对周边国家、中东地区乃至世界产生多种复杂的外溢影响，对美国的中东布局形成较大冲击。除了地缘政治冲突之外，美国大选的不确定性和特朗普胜选后其主张的贸易政策效应的不确定性同样激发着市场的避险情绪，从而推升黄金上涨。

值得注意的是，今年美国进入本轮降息周期，金价的波动根源更多源于美联储的货币政策的变化。在美联储利率政策和避险情绪同时利多黄金时，黄金表现出强势上涨；在美联储鹰派和避险情绪同时出现时，市场更多受到货币政策的影响。

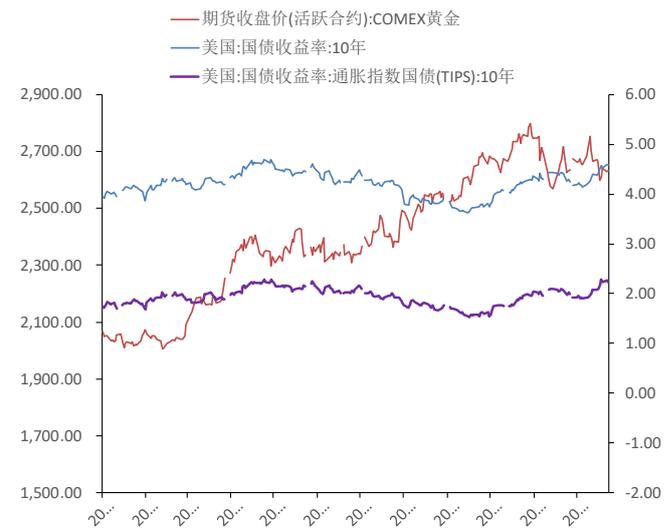
进入 2025 年，虽然特朗普可能在俄乌冲突方面做出更多努力，但中东地区的动荡持续，地缘政策冲突或许依然存在。同时，他的“美国优先”政策和贸易保护主义可能对全球贸易格局和国际政治局势带来更多的挑战和不确定性，市场的避险情绪会持续为金价带来支撑。

图 17: COMEX 黄金价格与美元指数



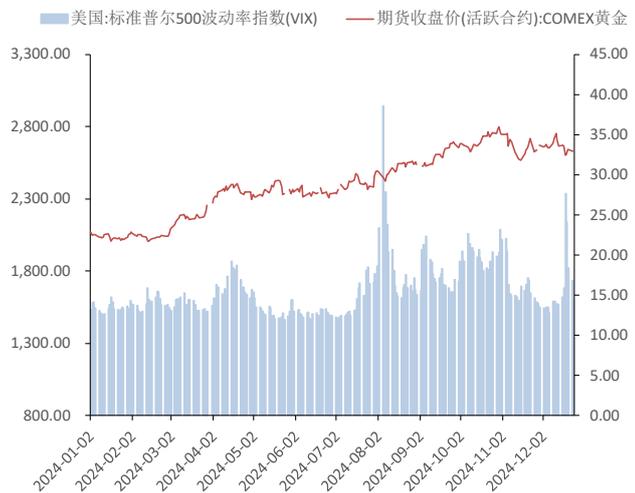
数据来源: WIND 新世纪期货

图 18: COMEX 黄金与美国 10 年期国债收益率



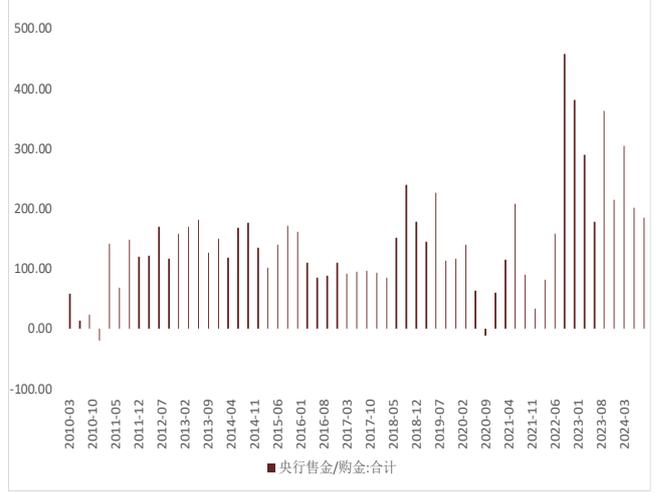
数据来源: WIND 新世纪期货

图 19: COMEX 黄金价格与 VIX 指数



数据来源: WIND 新世纪期货

图 20: 央行售金/购金 (单位为吨, 售金为正)



数据来源: WIND 新世纪期货

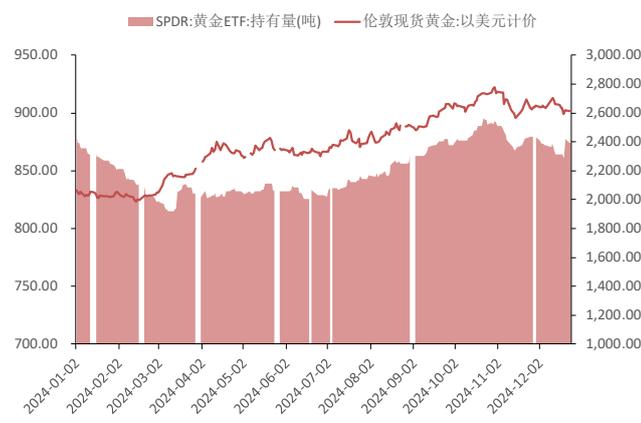
## 2.7 ETF 持仓

黄金 ETF 是黄金市场上主要的做多力量，ETF 的动向也是反映黄金投资需求的重要量化指标。黄金 ETF 的流量变动往往是由金价变化引起，随后若趋势持续，可能会放大或减弱该价格趋势。目前全球共有 5 只黄金 ETF 产品，而其中 SPDR Gold Trust 为全球最大黄金 ETF，其投

资需求正是过去几年金价持续升势的主要影响因素之一。黄金 ETF 持仓的变动反映着市场风险偏好的不断变化。7 至 10 月，美国大选的不确定性和特朗普交易，叠加俄乌、中东、韩朝局势冲突，激发市场避险情绪，黄金 ETF 持仓不断增加，最高达到 895.24 吨，主导黄金上涨行情。

截止 12 月 31 日，SPDR 黄金 ETF 持仓为 872.52 吨，当月流出 6.03 吨。SLV 白银 ETF 为 14375.97 吨，当月流出 333.62 吨。本月黄金白银持仓均所流出，体现市场情绪变动。2025 年，地缘政治冲突的持续和特朗普贸易保护主义效应的不确定性，市场或许延续今年的避险情绪，但在风险释放充分之后，黄金 ETF 需求或不会持续停留。

图 21: SPDR 黄金 ETF 持仓 单位: 吨



数据来源: WIND 新世纪期货

图 22: SLV 白银 ETF 持仓 单位: 吨



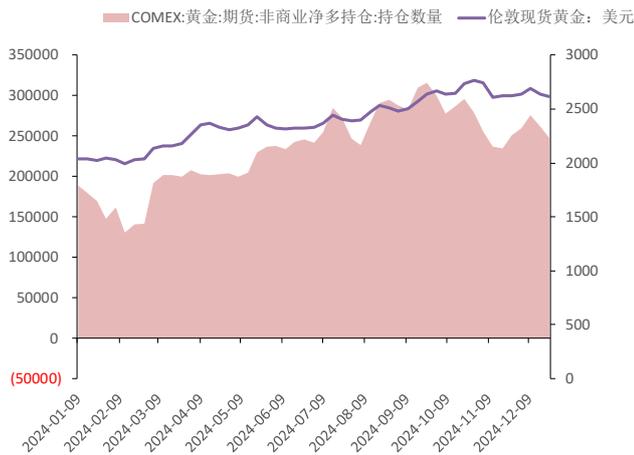
数据来源: WIND 新世纪期货

## 2.8 CFTC 持仓

CFTC 投机净多头头寸的增减持变动更加清晰地反映着市场参与者对金融条件的预期。比如，3 月份，不及预期的经济数据和超预期回落的通胀数据提振市场对美联储的降息预期，黄金投机者大量增持黄金表达对黄金的看多意愿；9 月以来，美联储降息靴子落地，黄金投机净多头头寸不断减持。

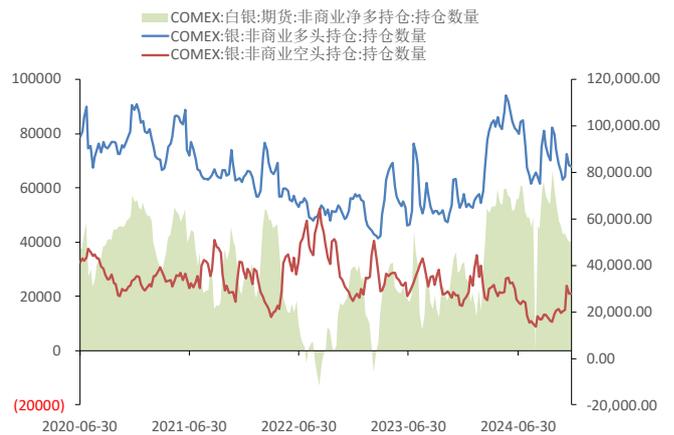
从 CFTC 黄金非商业持仓水平来看，截至 12 月 24 日当周，COMEX 黄金投机净多头头寸为 247629 张，较去年同期增加 39911 张，较上月末减少 2709 张；COMEX 白银投机净多头头寸为 40163 张，较去年同期增加 8300 张，较上月末减少 2620 张。金银净持仓均较去年有显著增加，投机者对金银的看多意愿推动着金银的上涨。12 月美联储 FOMC 会议的鹰派表态打压市场降息预期，金银净持仓均较上月减少，反映着投机者对金银的看空意愿。2025 年美国降息周期持续，在流动性宽松的背景下预计黄金的投机需求边际减弱。

图 23: COMEX 黄金 CFTC 非商业持仓数量



数据来源: WIND 新世纪期货

图 24: COMEX 白银 CFTC 非商业持仓数量



数据来源: WIND 新世纪期货

### 三、小结与交易策略

长期来看，贵金属处于长牛的趋势中，去美元化、央行购金、全球降息周期、国际格局重塑等驱动贵金属上涨的因素仍在。但从幅度上看，2025 年的上涨幅度或许会小于 2024 年。一方面，地缘政治风险可能出现边际改善，特朗普的一系列刺激政策或引起市场对美国再通胀的担忧从而降低美联储降息预期和降息次数；另一方面，特朗普“美国优先”的政策主张托底美国经济软着陆，美联储降息周期延续，贸易保护政策扰乱全球贸易格局和政治格局，避险情绪增加贵金属配置需求。从节奏上看，上半年，市场对特朗普政策的预期和政策落地带来的降息预期波动主导金价行情，整体或许呈现出宽幅震荡走势；下半年，美联储降息周期延续及地缘政治风险的延续或许推动贵金属上涨。整体来看，贵金属或呈现先跌后涨行情，COMEX 黄金价格参考 2500-3000 区间，沪金价格参考 590-700 区间，沪银价格参考 7000-9000 区间。

## 免责声明

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价，交易者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，请交易者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证，不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。

2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。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，可随时更改且无需另行通告。

3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

## 浙江新世纪期货有限公司

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310003

电话：400-700-2828

网址：<http://www.zjncf.com.cn>