

# 2025年贵金属展望

永安期货研究中心 凌晓慧

2025年2月7日

# 贵金属春节行情回顾

FRD Silver Spot \$/Oz Curncy X +					
< >   Silver Spot \$/Oz Curncy   FRD   相关功能目录					
XAG ↑ 32.4195 +.2515 BGN 32.399					
于 16:58 开 32.1712 高 32.4740 低 31.9508 收盘					
1) 指令 2) 多币种视图 3) 设定					
货币	XAG	↔	USD	由	定价日期
即期来源	BGN			交易模式	时间
远期来源	TCPF			3) RFQ 3) CNF	时区
10) 远期 11) 交叉汇率计算 12) 平价远期 13) 提前交割/历史汇率展期					
远期曲线					
T	日期	Rts买价	Rts卖价	远期买价	远期卖价
ON	02/06/25				
TN	02/07/25				
SP	02/07/25	32.3990	32.4400	32.3990	32.4400
SN	02/10/25	-4.50	-2.50	32.386850	32.433242
1W	02/14/25	-4.50	-2.50	32.370651	32.424231
2W	02/21/25	-4.17	-2.50	32.346502	32.408461
3W	02/28/25	-4.06	-2.50	32.322352	32.392692
1M	03/07/25	-4.00	-2.50	32.298203	32.376922
2M	04/07/25	-3.50	-2.50	32.213156	32.307086
3M	05/07/25	-3.00	-2.00	32.158707	32.279602
4M	06/09/25	-2.47	-0.67	32.128040	32.366388
5M	07/07/25	-2.20	0.00	32.102019	32.440025
6M	08/07/25	-2.00	0.50	32.073210	32.521551
9M	11/07/25	-1.25	1.25	32.091884	32.747504
1Y	02/09/26	-1.00	1.50	32.068710	32.936062
15M	05/07/26	-0.23	1.69	32.304893	33.132377
18M	08/07/26	0.32	1.83	32.554651	33.339974
2Y	02/08/27	1.00	2.00	33.056880	33.757424
3Y	02/07/28	1.25	2.25	33.630837	34.660113
4Y	02/07/29	1.50	2.70	34.371289	35.994613
5Y	02/07/30	1.65	3.00	35.110526	37.376287

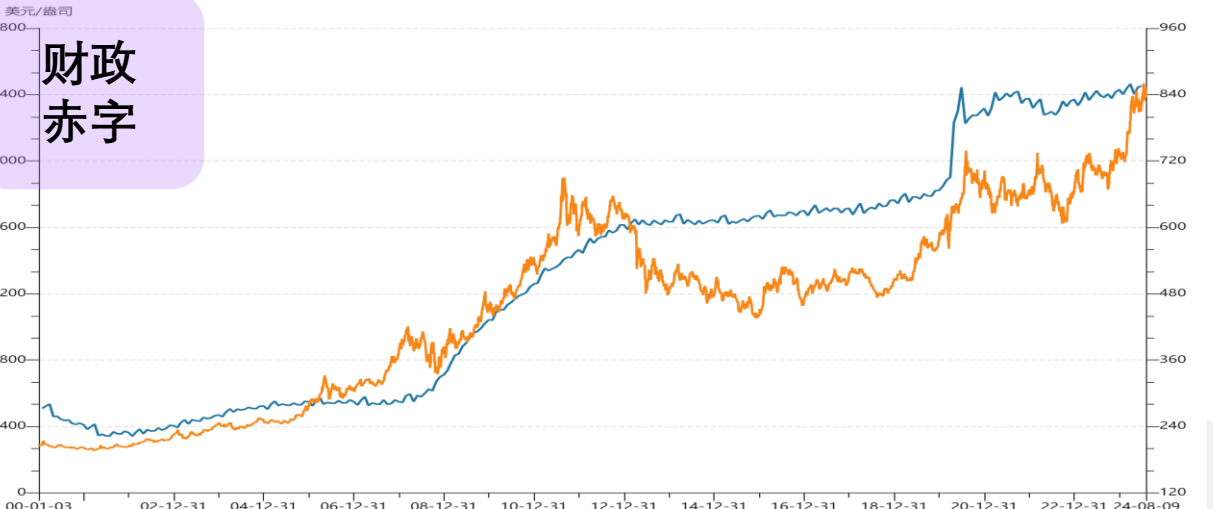
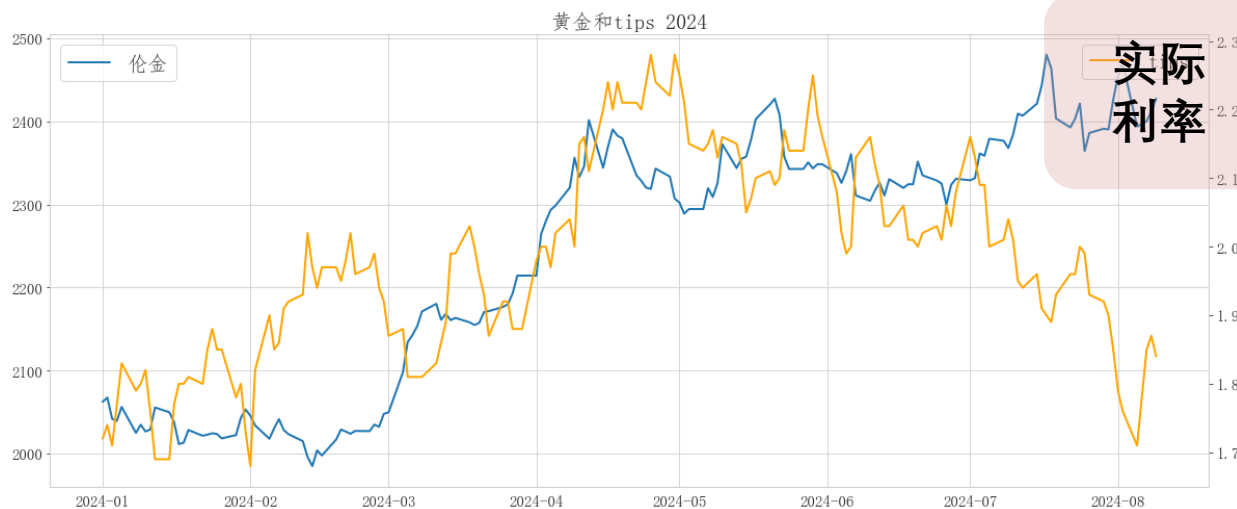
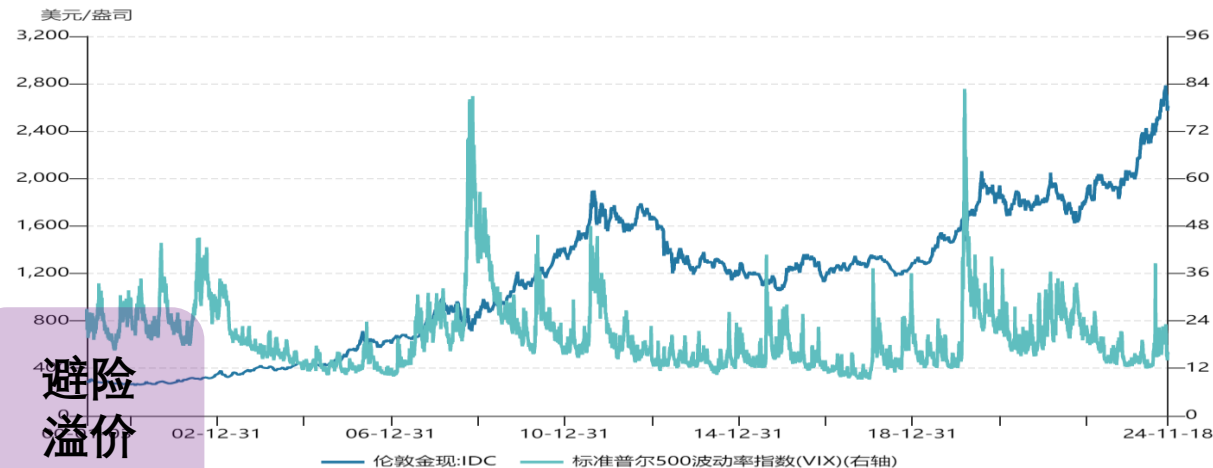
伦金：假期中涨幅：3.92%  
 节前下午三时收盘价：2743美金  
 节中最后一天下午三时收盘价：2850.7美金

伦银：假期中涨幅：6.46%  
 节前下午三时收盘价：30.58美金  
 节中最后一天下午三时收盘价：32.55美金

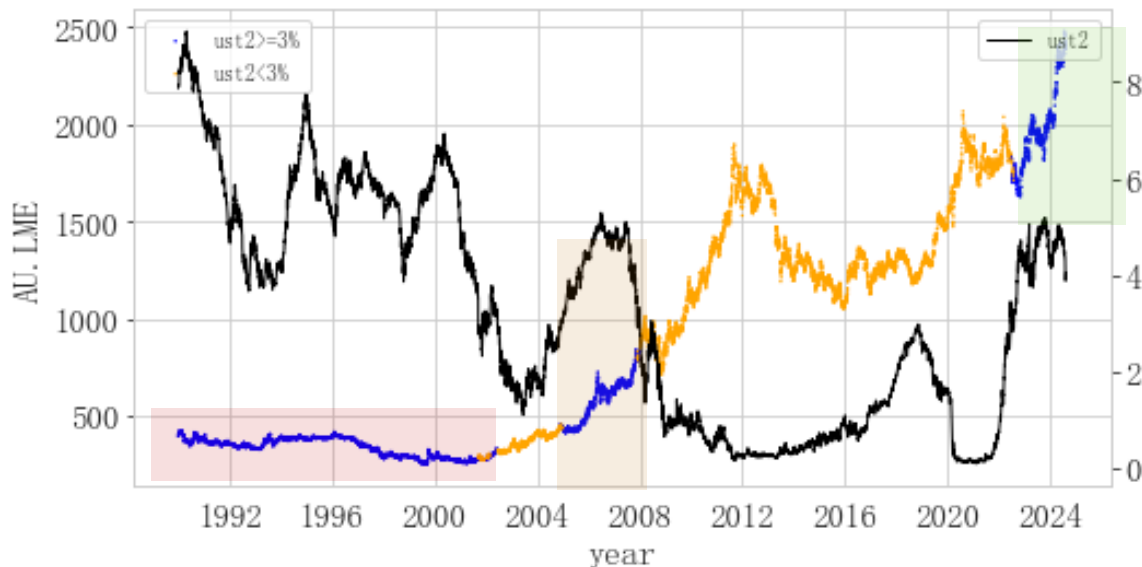
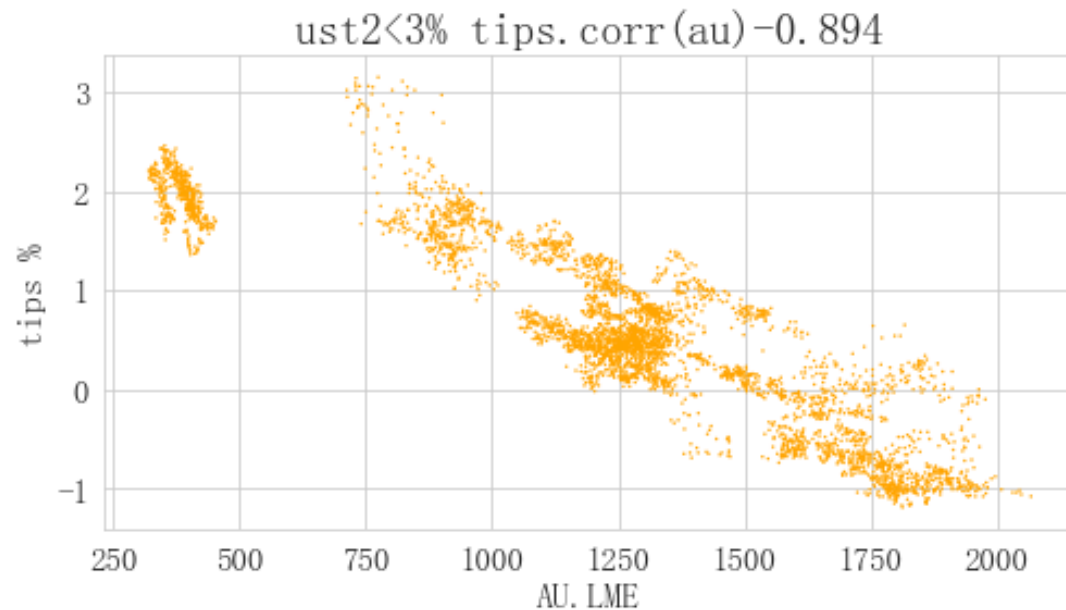
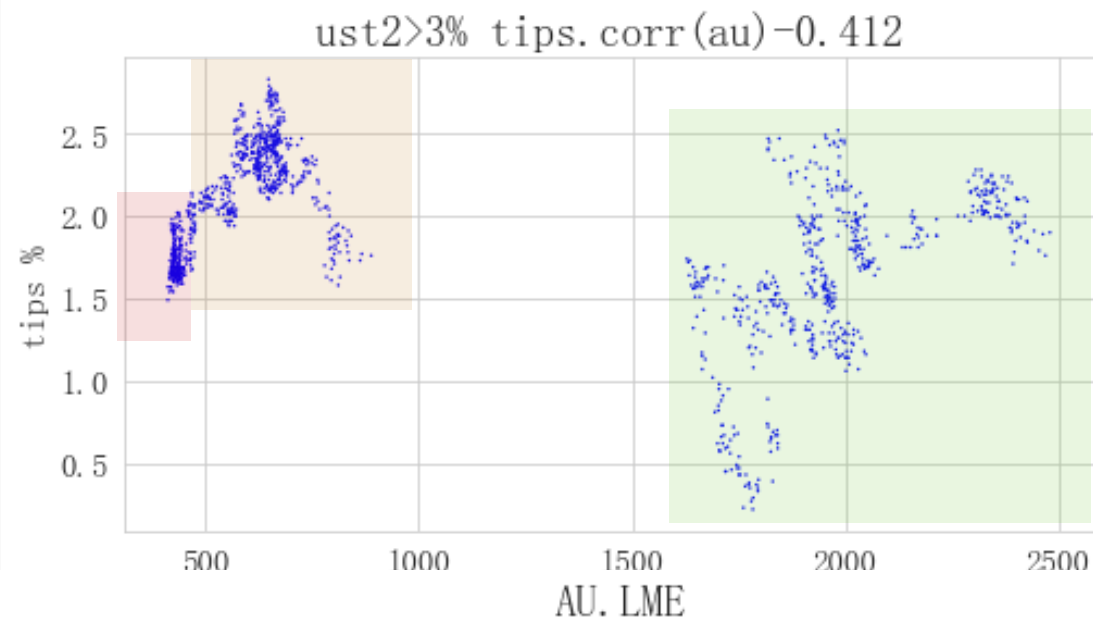
节中三条主线并行：

- ①关税预期的来回扰动推动贵金属避险情绪的升温。
- ②节中FOMC会议上美联储暂停降息，且对特朗普组合拳可能造成的再通胀表示密切关注。
- ③现货软逼仓情绪升温，贵金属实货物流向COMEX市场集中。

# 贵金属中长期框架



# 黄金与tips



- 高利率环境之下，黄金和实际利率相关性明显走低，黄金对实际利率相对不敏感。
- 降息周期内黄金往往受益于货币财政双宽政策，金价偏向于正收益，尤其是低利率环境之下黄金吸引力大幅上升。但降息周期内经济危机带来的流动性枯竭带动黄金大幅回调。黄金被视为避险资产在经济金融不确定性加剧时往往买盘增加，衰退比软着陆对黄金更友好，但警惕流动性危机中黄金会短期失去避险属性，一同被抛售（2024.8日元套息、2020.1疫情、2008.9次贷）。

# 黄金供需平衡



## 黄金供应的边际变化

1. 矿产供应（6%）：第三季度全球黄金矿产量同比增长6%，达到989.8吨，创下历史季度新高。这主要得益于加拿大、墨西哥和印度尼西亚等国家的新矿投产。

2. 回收黄金（11%）：回收黄金量同比增加11%，达到323吨，但环比减少4%，主要受高金价和消费者等待更高价格的心理影响。

3. 净生产者套保：第三季度净套保几乎没有贡献，表明矿业公司在当前高金价下持谨慎态度。

黄金季度平衡表	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	Q1'24	Q2'24	Q3'24
供应											
矿山	839.37	889.70	949.05	946.71	853.00	899.70	937.30	954.60	859.10	906.97	989.84
生产商净套保	25.68	1.65	-26.81	-13.64	38.70	-15.70	23.80	23.00	-24.50	8.49	0.20
回收	295.92	285.20	268.32	290.70	311.20	324.00	290.10	313.50	348.50	336.44	322.97
总供给	1160.97	1176.55	1190.56	1223.77	1202.80	1207.90	1251.20	1291.10	1183.10	1251.90	1313.01
需求											
金饰	517.40	493.46	582.62	601.86	531.10	494.10	581.00	583.40	534.40	408.19	543.27
工业	81.06	78.33	77.29	72.07	72.80	72.80	77.30	82.20	80.50	80.25	82.98
投资	555.85	209.31	100.49	247.39	276.40	252.60	155.90	257.40	200.40	266.07	364.09
——金币金条	284.10	257.62	344.21	336.62	305.00	273.70	295.00	312.80	313.40	273.20	269.44
——ETF	271.75	-48.31	-243.72	-89.23	-28.61	-21.09	-139.11	-55.40	-133.00	-7.00	94.65
央行购金	82.44	158.57	458.77	382.10	286.20	173.60	359.40	211.10	299.90	202.00	186.20
总需求	1236.75	939.66	1219.18	1303.43	1143.75	988.57	1166.20	1149.83	1295.60	1222.71	1540.64
央行购金占比需求	7%	17%	38%	29%	25%	18%	31%	18%	23%	17%	12%



# ETF持仓变动

**季度持仓量增加：**黄金ETF全球持仓量显著增长，总流入量为 ~100吨。

**区域表现：**

- 北美市场：**流入量最多，受益于美元走弱和经济衰退预期；近期资金受大选落地止盈、流向比特币等因素驱动，短期有小幅流出。
- 欧洲市场：**地缘政治紧张局势和通胀压力推动资金进入黄金ETF；
- 亚洲市场：**持仓量相对稳定，印度和中国的需求主要集中在实物黄金，而非ETF。



# 黄金供需平衡

黄金季度平衡表	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	Q1'24	Q2'24	Q3'24
供应											
矿山	839.37	889.70	949.05	946.71	853.00	899.70	937.30	954.60	859.10	906.97	989.84
生产商净套保	25.68	1.65	-26.81	-13.64	38.70	-15.70	23.80	23.00	-24.50	8.49	0.20
回收	295.92	285.20	268.32	290.70	311.20	324.00	290.10	313.50	348.50	336.44	322.97
总供给	1160.97	1176.55	1190.56	1223.77	1202.80	1207.90	1251.20	1291.10	1183.10	1251.90	1313.01
需求											
金饰	517.40	493.46	582.62	601.86	531.10	494.10	581.00	583.40	534.40	408.19	543.27
工业	81.06	78.33	77.29	72.07	72.80	72.80	77.30	82.20	80.50	80.25	82.98
投资	555.85	209.31	100.49	247.39	276.40	252.60	155.90	257.40	200.40	266.07	364.09
——金币金条	284.10	257.62	344.21	336.62	305.00	273.70	295.00	312.80	313.40	273.20	269.44
——ETF	271.75	-48.31	-243.72	-89.23	-28.61	-21.09	-139.11	-55.40	-133.00	-7.00	94.65
央行购金	82.44	158.57	458.77	382.10	286.20	173.60	359.40	211.10	299.90	202.00	186.20
总需求	1236.75	939.66	1219.18	1303.43	1143.75	988.57	1166.20	1149.83	1295.60	1222.71	1540.64
央行购金占比需求	7%	17%	38%	29%	25%	18%	31%	18%	23%	17%	12%

- 黄金需求的边际变化：
- 1. 投资需求（连续9个季度净流出转为净流入）：黄金ETF流入是推动投资需求增长的核心动力。
  - 2. 实物需求（-6%）：受高金价影响，总体珠宝需求同比下滑，但印度市场逆势增长；金条和金币需求因高金价略有下降。
  - 3. 央行需求（占比下滑至12%，表外购买）：净购买量显著减少，反映出高金价对官方储备需求的抑制。
  - 4. 工业需求（非常稳定）：随着电子行业复苏，工业用金需求小幅增加，表现稳定。

# 黄金供需平衡

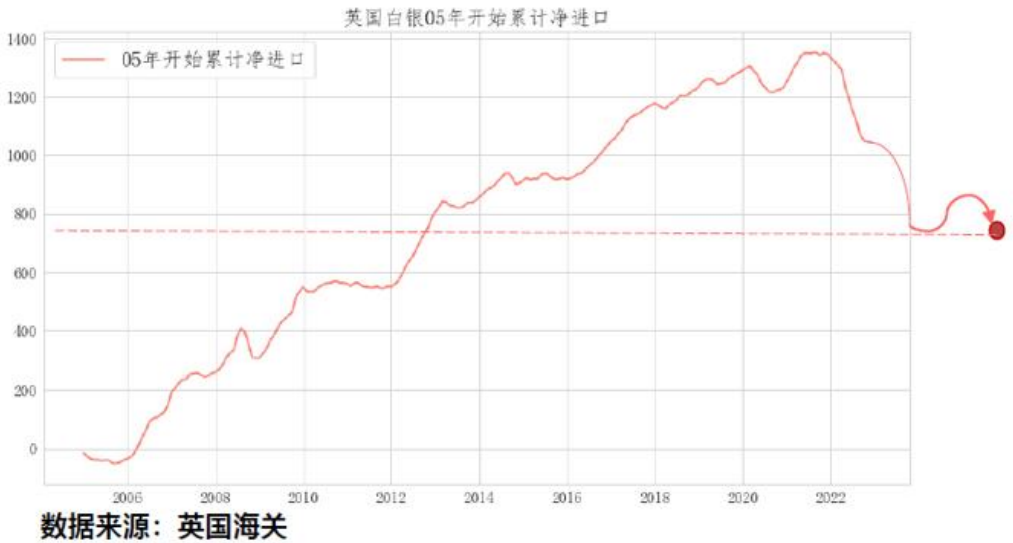
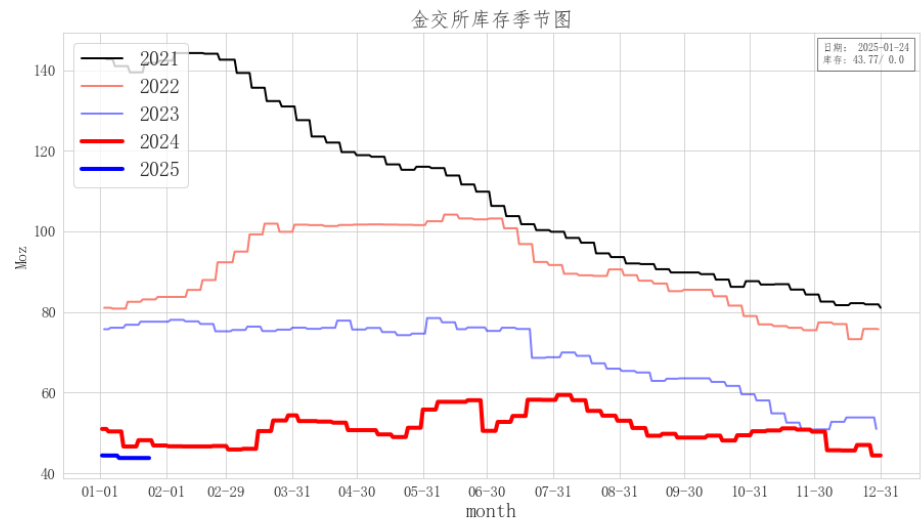
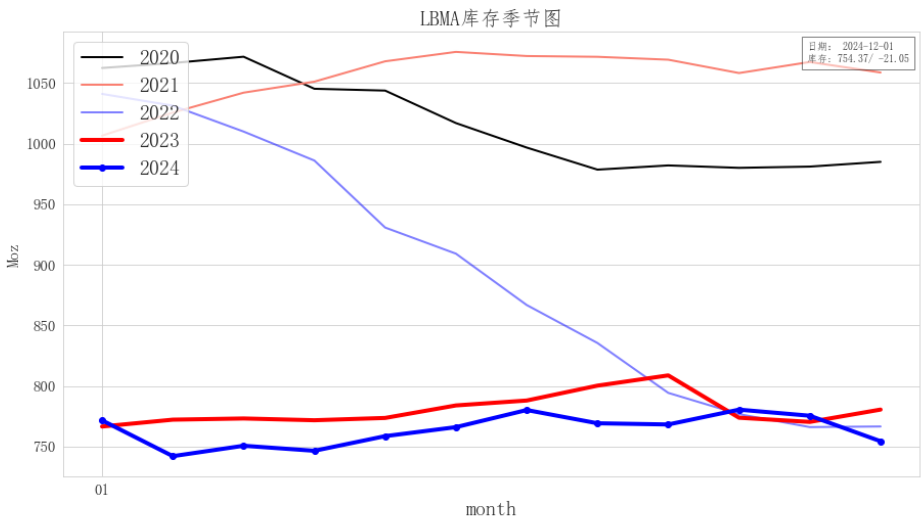
黄金季度平衡表	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	Q1'24	Q2'24	Q3'24
供应											
矿山	839.37	889.70	949.05	946.71	853.00	899.70	937.30	954.60	859.10	906.97	989.84
生产商净套保	25.68	1.65	-26.81	-13.64	38.70	-15.70	23.80	23.00	-24.50	8.49	0.20
回收	295.92	285.20	268.32	290.70	311.20	324.00	290.10	313.50	348.50	336.44	322.97
总供给	1160.97	1176.55	1190.56	1223.77	1202.80	1207.90	1251.20	1291.10	1183.10	1251.90	1313.01
需求											
金饰	517.40	493.46	582.62	601.86	531.10	494.10	581.00	583.40	534.40	408.19	543.27
工业	81.06	78.33	77.29	72.07	72.80	72.80	77.30	82.20	80.50	80.25	82.98
投资	555.85	209.31	100.49	247.39	276.40	252.60	155.90	257.40	200.40	266.07	364.09
——金币金条	284.10	257.62	344.21	336.62	305.00	273.70	295.00	312.80	313.40	273.20	269.44
——ETF	271.75	-48.31	-243.72	-89.23	-28.61	-21.09	-139.11	-55.40	-133.00	-7.00	94.65
央行购金	82.44	158.57	458.77	382.10	286.20	173.60	359.40	211.10	299.90	202.00	186.20
总需求	1236.75	939.66	1219.18	1303.43	1143.75	988.57	1166.20	1149.83	1295.60	1222.71	1540.64
央行购金占比需求	7%	17%	38%	29%	25%	18%	31%	18%	23%	17%	12%

有放缓预期：央行购金

有流入预期：印度金饰、欧美ETF



# 白银库存的矛盾



# 贵金属小结

**短期来看**，贵金属软逼仓和现货紧张情绪的缓解关注远期曲线倒挂能否回正。（截至周四收盘时纽金现货溢价回落至1美金，纽银溢价依旧维持高位。）

**中长期来看**，在黄金的宏大叙事逻辑没有被打破前，黄金整体依旧是处于多头叙事的框架下不轻言见顶。但是跳出宏大叙事回归实际利率的基本面，黄金的走势依旧和降息预期牢牢挂钩。今年在美联储降息空间目前看整体有限的情况之下，黄金节中大涨已经对关税带来的再通胀预期有较为充分的计价。

## 黄金的中长期叙事逻辑：

- ①前年到去年的以中国央行为首的持续购金买盘；
- ②这几年的地缘冲突、复杂国际政局不断带动避险情绪一直升温；
- ③美国财政的赤字率高企带动的美元不可持续性。

## 2025年资产配置策略：

当前黄金谨慎上杠杆，更推荐etf或实物金做中长期资产配置，例如持有10%-20%做中期的资产配置。后续在两种情况下考虑回调加仓：一个是上述宏大叙事没有被打破情况下的回调或者看到滞涨逻辑的起来；一个是人民币汇率短期升值到7.1-7.2左右，可以考虑加仓沪金或者提高沪金配置比例，用汇率贬值的空间做安全垫。

谢谢  
THANKS



## 免责声明

以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但我们对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们提供的全部分分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，您应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我司不承担任何责任。我司在为您提供服务时已最大程度避免与您产生利益冲突。未经我司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我司均不承担任何责任。