



# 主要国家财政扩张，贵金属价格仍偏多

## 2025年贵金属市场回顾与2026年展望

格林大华期货研究院 刘洋 交易咨询资格：Z0016580

### 摘要

- 受美联储降息从预期到落实，美元指数连续下跌，加上俄乌战争、中东地区地缘政治危机的影响，央行持续购入黄金，主要国家财政持续扩张，投资者对主权货币信用信心缩减，2025年的黄金行情呈现出较为明显的上涨趋势。COMEX 黄金期货价格从 2024 年年末的 2758 美元/盎司，上涨至 10 月 20 日高点 4398 美元/盎司，从年初计算累计价格上涨超过 59%。上海期货交易所（SHFE）黄金期货走势类似，从 2024 年末收盘 626.57 元/克，沪金在 10 月 21 日创下 1005.08 历史新高。2025 年白银行情同样呈现强劲的上涨，COMEX 白银 2024 年年末收盘价 30.5 美元/盎司，至 11 月 13 日创高点 54.415 美元/盎司，沪银在 11 月 13 也创高点 12664 元/千克。随后略有回落。
- 展望 2026 年，黄金市场前景依然乐观，主要国家继续维持财政扩张，美元继续保持降息预期，以及美国滞胀风险的存在，均可能进一步支撑黄金投资需求。虽然金价不断刷新纪录，当前的市场环境显示黄金仍有进一步上行的空间。世界黄金协会的研究显示，市场尚未饱和，配置黄金的战略价值依然稳固。2026 年白银的工业和投资需求均可能继续保持强劲，同样预期偏多。



## 目录

<b>第一部分 贵金属行情回顾 .....</b>	<b>4</b>
一、 黄金行情回顾 .....	4
(一) 黄金历史行情回顾 .....	4
(二) 2025 年黄金行情回顾 .....	6
二、 白银行情回顾 .....	7
(一) 白银历史行情回顾 .....	7
(二) 2025 年白银行情回顾 .....	8
<b>第二部分 宏观经济及地缘政治对贵金属价格的影响分析 .....</b>	<b>10</b>
一、 美国经济对贵金属价格的影响分析 .....	10
(一) 美国降息周期开启对贵金属价格的影响 .....	10
(二) 美国经济对贵金属价格的影响 .....	10
(三) 美元指数走势对贵金属价格的影响 .....	13
二、 央行购金对贵金属价格的影响 .....	13
三、 地缘政治危机对贵金属价格的影响分析 .....	15
<b>第三部分 贵金属供需分析 .....</b>	<b>15</b>
一、 黄金供需分析 .....	15
(一) 黄金供应分析 .....	15
(二) 黄金需求分析 .....	16
(三) 黄金库存分析 .....	17
二、 白银供需分析 .....	18



(一) 白银供给分析 .....	18
(二) 白银需求分析 .....	19
(三) 白银库存分析 .....	19
<b>第四部分 贵金属市场套利分析及持仓分析 .....</b>	<b>21</b>
一、 黄金市场套利分析及持仓分析 .....	21
(一) 国内黄金期现套利分析 .....	21
(二) 黄金跨期套利分析 .....	22
(三) 黄金白银比分析 .....	22
(四) 沪金持仓及资金流入分析 .....	23
二、 白银市场套利分析及持仓分析 .....	25
(一) 白银基差分析 .....	25
(二) 白银跨期价差分析 .....	25
(三) 沪银持仓及资金流入分析 .....	26
<b>第五部分 贵金属期权分析及策略 .....</b>	<b>28</b>
<b>第六部分 贵金属季节性分析 .....</b>	<b>31</b>
<b>第七部分 2026年贵金属价格影响因素展望及技术分析 .....</b>	<b>33</b>
一、 美联储 2026 年降息节奏预测及对贵金属价格的影响 .....	33
二、 2026 年美国政府政策取向及对贵金属价格的影响 .....	33
三、 黄金供需平衡对黄金价格影响 .....	34
四、 贵金属价格走势技术分析 .....	35
<b>第八部分 2026 年贵金属价格展望及策略推荐 .....</b>	<b>37</b>
附录 贵金属相关股票价格及涨跌幅统计表 .....	38



## 第一部分 贵金属行情回顾

### 一、黄金行情回顾

#### (一) 黄金历史行情回顾

黄金在过去 60 年有 3 波大的牛市。1971 年至 1980 年，黄金牛市周期。在这十年期间，金价从 35 美元/盎司上涨至 850 美元/盎司，累计上涨约 24 倍。1971 年布雷顿森林体系崩溃，美国宣布美元与黄金脱钩，黄金不再被固定在 35 美元/盎司，黄金货币属性凸显。1970 年代美国陷入滞胀：高通胀与低增长并存，黄金作为抗通胀资产受追捧。1973 年第一次石油危机爆发。中东战争后，OPEC 联合限产，油价从每桶 3 美元暴涨至 12 美元。1974 年，美国与沙特等主要产油国签订了一项关键协议：全球所有石油交易必须用美元结算。作为交换，美国承诺提供军事保护和经济支持。从此，石油成了信用货币时代的“新锚”。只要能源价格稳定，美元信用就稳。1975-1978 年黄金走势相对平稳。1979 年，伊朗革命引发第二次石油危机，油价再度飙升至 40 美元。地缘政治紧张，1979 年 12 月末苏联入侵阿富汗。1980 年初黄金站上 800 美元/盎司。1980 年至 2000 年，黄金熊市周期，黄金价格从 850 美元/盎司跌至 252 美元/盎司。1979 - 1987 年保罗·沃尔克就任美联储主席，美联储激进加息，为抑制通胀，联邦基金利率一度高达 20%，美元走强压制金价。1991 年-2000 年美股牛市，纳斯达克指数从底部上涨约 10 倍：资金流向风险资产，黄金吸引力下降。1999 年欧洲央行宣布抛售黄金储备，市场信心受挫。

2001 年至 2011 年，金价从 255 美元/盎司上涨至 1920 美元/盎司，期间涨幅高达 650%。2000 年“互联网泡沫”破裂后，美国经济在 2001 年陷入衰退，美联储不得不自 2001 年 1 月采取大幅降息应对，到 2003 年 6 月把联邦基金利率从 6.5%一路降到 1%，同期美元指数



从 120 跌到 85 左右，跌幅约 25%，是 1973 年浮动汇率以来最大的一轮贬值。2001 年 9 月 11 日美国发生“911”恐怖袭击，随后以美国为首的联军在 10 月 7 日起对阿富汗基地组织和塔利班发动反恐战争。2003 年美国发动伊拉克战争，全球原油供应风险上升；2004—2008 年，中国、印度等新兴经济体能源需求飙升，油价从 25 美元/桶上涨至 147 美元/桶（2008 年年中），能源成本失控带来输入型通胀，美元购买力下降，推升金价暴涨。2008 年美国次贷危机引爆全球金融危机，美联储实施量化宽松（QE），货币贬值预期推高金价。

2011-2015 年：黄金震荡与调整。2011-2015 年：美联储缩减资产购买（taper）预期导致金价从 1920 美元跌至 1046 美元。

2016-2025 年：黄金新一轮牛市。2016-2021 年：特朗普贸易战、新冠疫情引发波动，金价接近翻回升最高至约 2075 美元。2022 年：美联储加息周期开启，金价最低回调至 1614 美元附近。2023-2025 年：俄乌战争、全球央行购金及美联储降息推动金价突破 4000 美元/盎司。

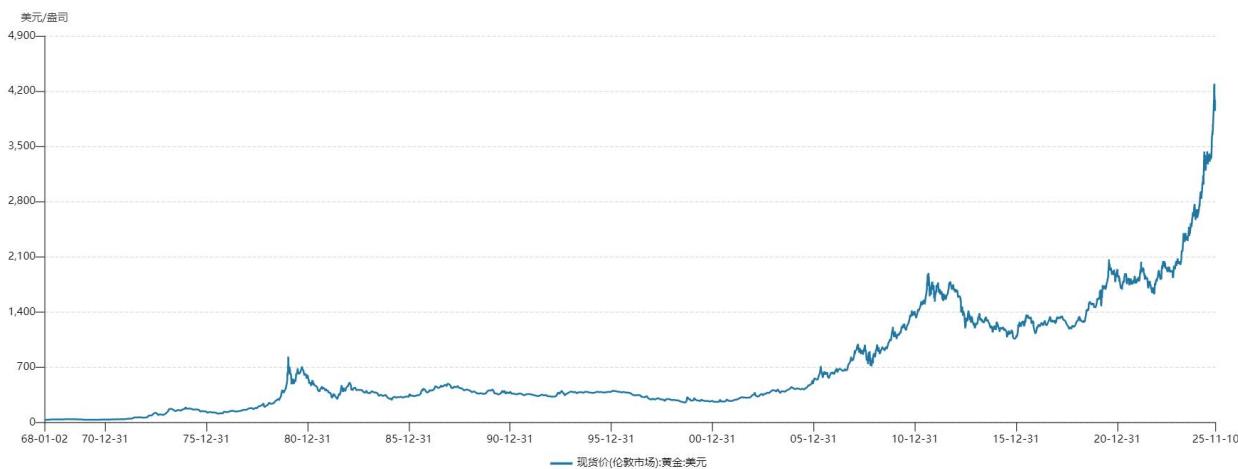


图 1-1：伦敦市场黄金现货价格走势图

来源：Wind，格林大华期货研究院整理



## (二) 2025 年黄金行情回顾

伴随着美国第 60 届总统就职后对全球增加关税从预期到落实，美联储降息从预期到落实，美元指数连续下跌，加上俄乌战争、中东地区地缘政治危机的影响，2025 年的黄金行情呈现出较为明显的上涨趋势。COMEX 黄金期货价格第一波连续上涨从 2024 年年末的 2758 美元/盎司，到 4 月 22 号高点飙涨到 3601 美元/盎司，价格上涨了 30.6%；然后从 4 月下旬至 8 月下旬横盘波动，蓄积能量。然后从 9 月开始连续上涨至 10 月 20 日高点 4398 美元/盎司，从年初计算累计价格上涨超过 59%。上海期货交易所（SHFE）黄金期货走势类似，从 2024 年末收盘 628.52 元/克，在 10 月 21 日沪金创下 1005.08 的历史新高，随后回落。

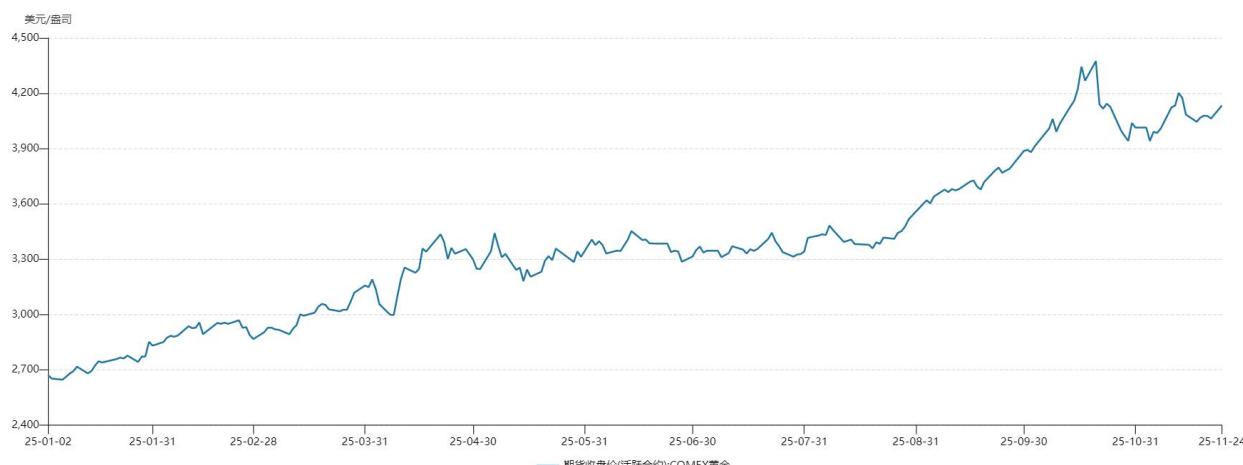


图 1-2：COMEX 黄金价格走势图（2025 年）

来源：Wind，格林大华期货研究院整理

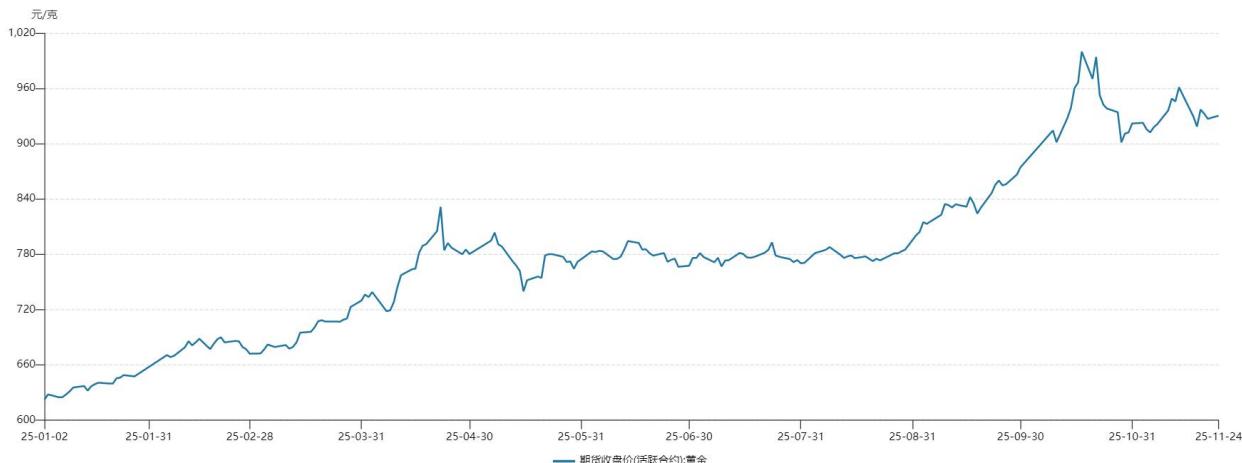


图 1-3: SHF 黄金价格走势图 (2025 年)

来源: Wind, 格林大华期货研究院整理

## 二、白银行情回顾

### (一) 白银历史行情回顾

过去 60 年 (1965-2025 年) 国际白银价格经历了显著波动，其走势与宏观经济、货币政策及工业需求密切相关。1960-1970 年代：白银低位波动。布雷顿森林体系下，白银价格维持在 2 美元/盎司以下的低位，因美国财政部持续抛售白银导致供应过剩。1971-1980 年：布雷顿体系解体后，亨特兄弟通过囤积现货和期货操纵市场，推动银价从 1.5 美元/盎司飙升至 49.45 美元/盎司。1980-2000 年：银价从 1980 年初的约 50 美元/盎司暴跌最低至 1991 年初的 3.6 美元/盎司，主要因美联储加息抑制通胀，且工业需求增长乏力，1991-2000 年，美股大涨，白银维持在 5 美元/盎司左右的较低位置。2001-2011 年：受全球量化宽松政策影响，银价从 4 美元/盎司涨至 49 美元/盎司 (2011 年)，涨幅超 10 倍，但波动剧烈，2008 年金融危机爆发，白银一度从 2008 年年初的高点 20 美元回落超 50%。2012-2020 年：银价在 14-20 美元/盎司区间波动，工业需求 (如光伏、半导体) 占比提升至 58%，但



投资属性较弱。2021-2025年：金融属性（去美元化）、工业需求（AI算力、新能源）及投机需求共同推动银价突破50美元/盎司，伦敦现银2025年10月创下54.47美元/盎司历史新高。

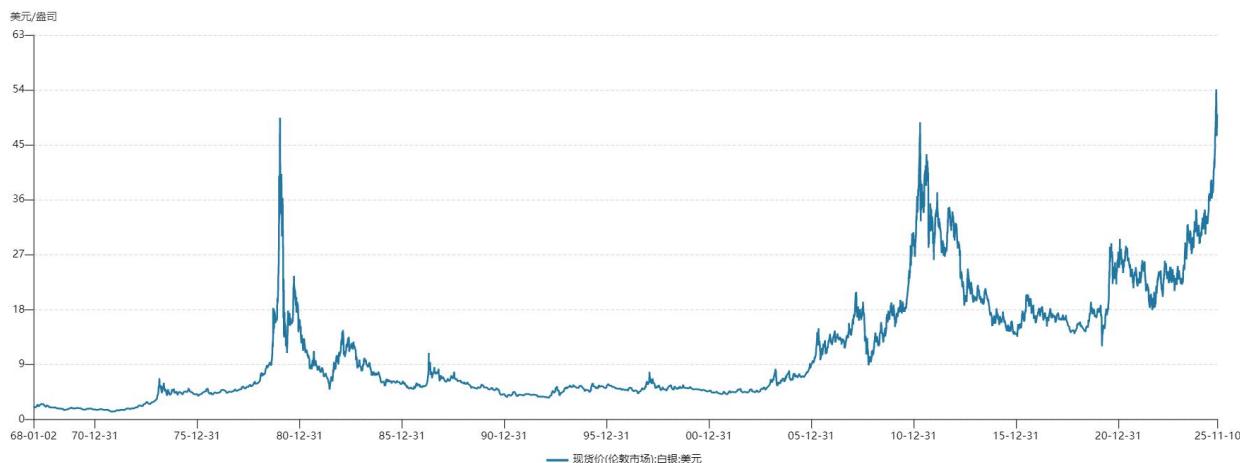


图 1-4：伦敦市场白银现货价格走势图

来源：Wind，格林大华期货研究院整理

## （二）2025年白银行情回顾

2025年白银行情呈现出较为强劲的上涨态势，以下是一些具体的情况：COMEX白银2024年年末收盘价30.5美元/盎司，一季度跟随黄金价格震荡上涨，在4月初美国总统宣布对等关税政策后，连续2日大幅下跌，企稳后震荡上行至8月末，从9月开始连续加速上涨，至11月13日创高点55.13美元/盎司后回落，从去年末至最高点上涨78%。上海期货交易所(SHFE)白银走势类似，2024年沪银收盘价7571元/千克，11月13日创高点12664元/千克，最大涨幅67%，随后略有回落。

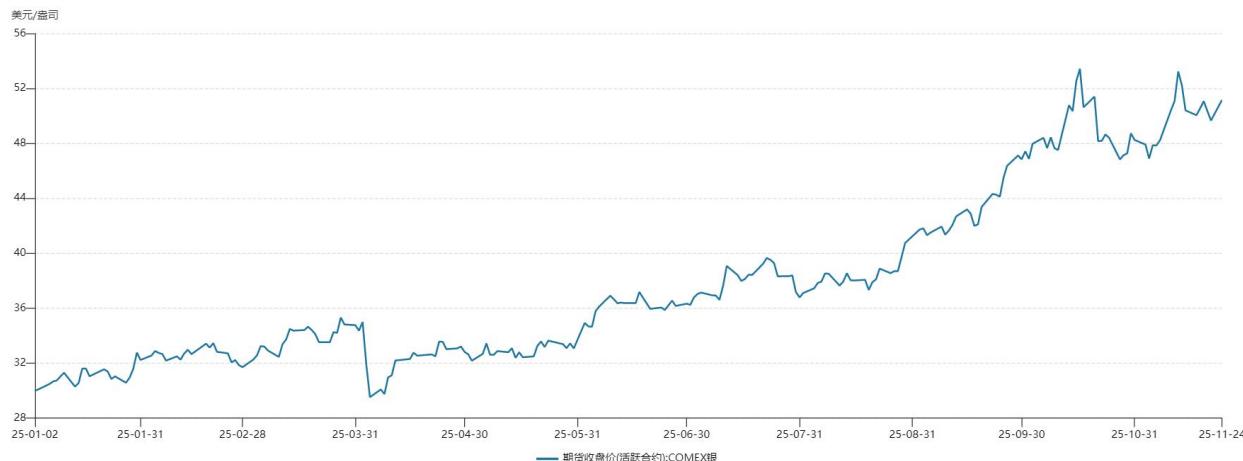


图 1-5: COMEX 白银价格走势图 (2025 年)

来源: Wind, 格林大华期货研究院整理

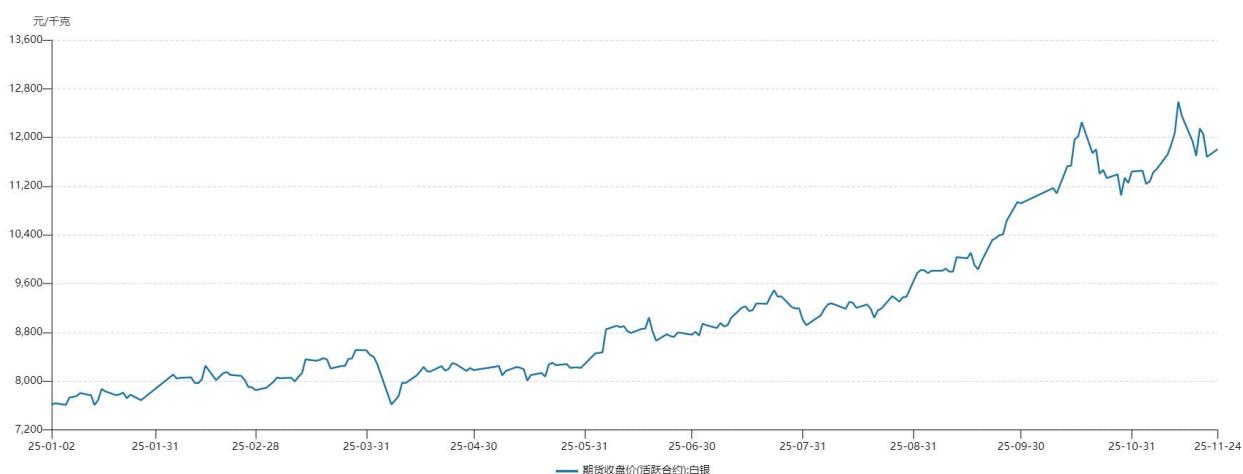


图 1-6: SHF 白银价格走势图 (2025 年)

来源: Wind, 格林大华期货研究院整理



## 第二部分 宏观经济及地缘政治对贵金属价格的影响分析

### 一、美国经济对贵金属价格的影响分析

#### (一) 美国降息周期开启对贵金属价格的影响

美国降息周期开启的预期成为支撑贵金属价格大幅上涨的底层逻辑之一。美联储经过2022年、2023年大幅加息后，2024年进入降息周期，2024年合计降息100个基点。进入2025年后，由于美国经济增长较好，通胀回落缓慢，就业情况平稳，直至2025年9月美联储年内首次降息25个基点，10月美联储再降息25个基点，降息削弱了债券等传统资产的收益率，使无收益的黄金成为更具吸引力的投资。此外，降息政策预示着经济前景疲软，这通常会刺激对避险资产的需求。

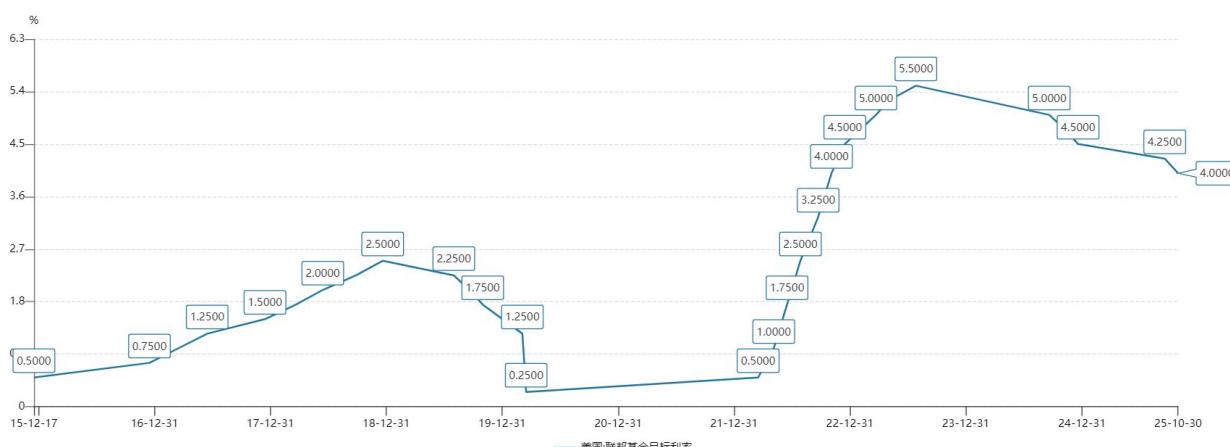


图 2-1：美联储利率决定

来源：Wind，格林大华期货研究院整理

#### (二) 美国经济对贵金属价格的影响

2025年上半年美国GDP增速保持在2%略高，预期全年GDP同比增长2%。三季度美国核心CPI同比增长保持在3.1%附近，并未显著回落。美国9月失业率升至4.4%，二季



度以来美国新增非农就业回落，美国9月非农就业人口增长11.9万人，有所反弹，是预期5.1万的两倍多，但7月和8月非农就业人数合计下修3.3万人。2025年3月以来美国制造业PMI持续低于50，10月ISM制造业PMI录得48.7，美国10月ISM服务业PMI指数52.4，服务业带动美国经济保持韧性。7月22日，美国国会预算办公室预计，未来十年，美国总统特朗普推动的“大而美”税收与支出法案将使政府直接支出减少约1.1万亿美元，政府收入下降约4.5万亿美元。这意味着，美国财政赤字将增加约3.4万亿美元。值得注意的是，该法案的财政影响具有鲜明的“前置化”特征。在2026至2028财年，减税措施与国防、边境安全等增支项目集中生效，导致这三年内净增赤字高达1.6万亿美元，占十年总赤字增量的近40%。这一设计旨在为总统选举周期创造强劲的经济数据，但其代价是将财政压力后移，使2029年后的十年成为债务利息的“偿还期”。2025年8月至10月的两个月内，美国国债就从37万亿美元攀升至38万亿美元，约为2024年美国名义国内生产总值29.3万亿美元的1.3倍。“大而美法案”使得美国中长期财政前景恶化，巩固了黄金牛市的基本盘。

2024年美国财政支出60754.9亿美元中社会保障、医疗等强制性支出40595.7亿美元占比60.1%，利息支出8811.2亿美元占比13.1%，自由裁量支出18098亿美元占比26.8%，自由裁量支出分为国防类和非国防类，其中非国防类9598.5亿美元，占比14.2%。这种结构导致“支出刚性、收入弹性”的困局，收支缺口只能通过发债填补。美国联邦负债完美契合“主权债务风险理论”中“刚性支出主导债务扩张”的危险特征。

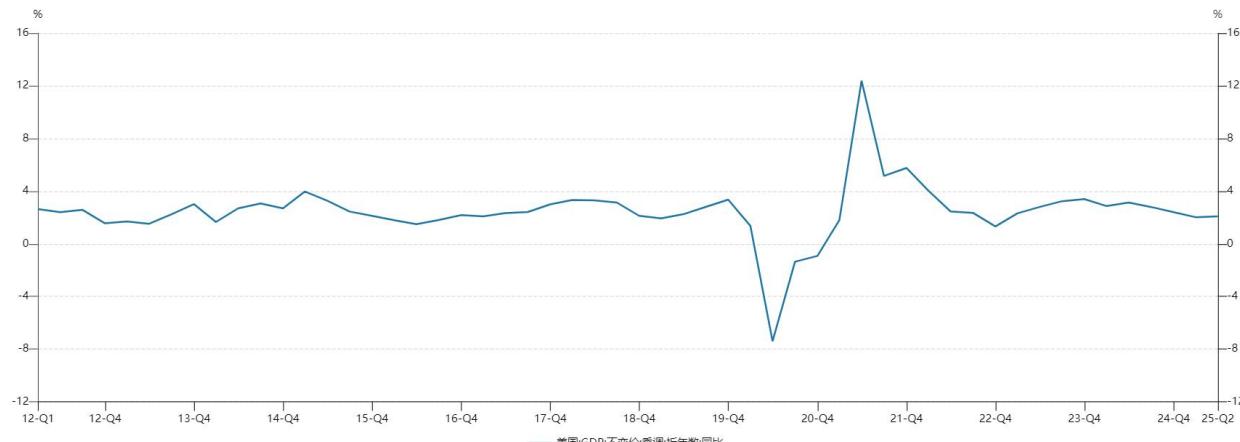


图 2-2：美国 GDP 增速

来源：Wind，格林大华期货研究院整理

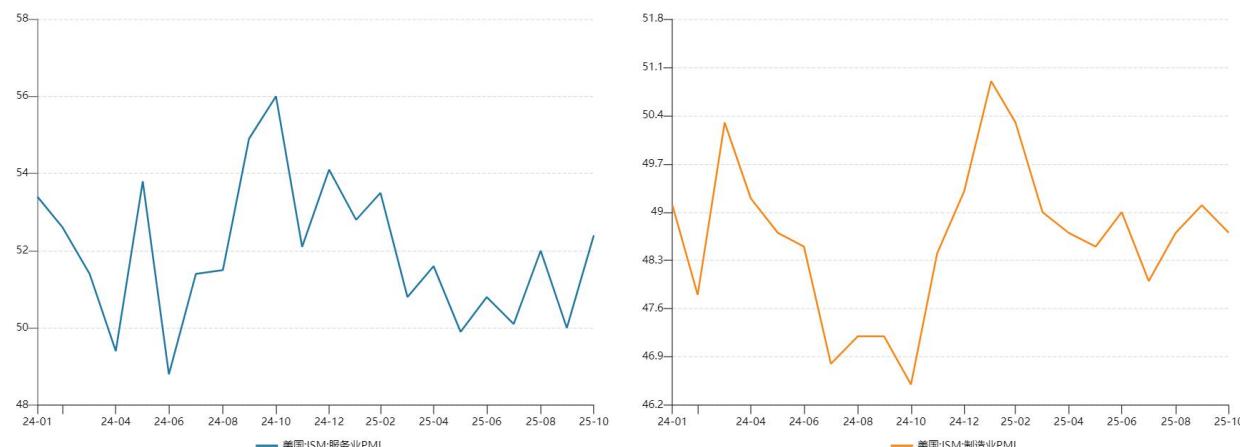


图 2-3：美国 ISM 制造业 PMI 指数及服务业 PMI 指数

来源：Wind，格林大华期货研究院整理

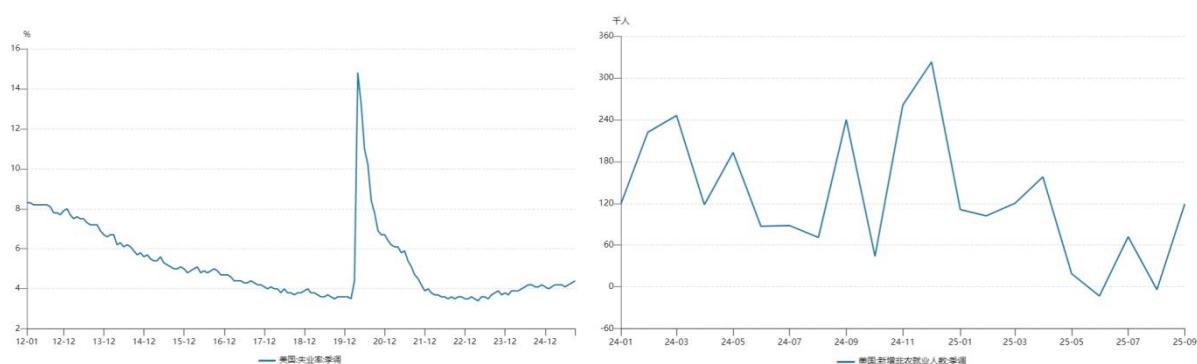


图 2-4：美国失业率及新增非农就业人数

来源：Wind，格林大华期货研究院整理



### (三) 美元指数走势对贵金属价格的影响

从整体上看，美元指数与贵金属价格保持负相关关系。2025年年初以来，美元指数整体上保持弱势，对贵金属价产生支撑。中短线来说，2025年美元指数已经下降较多，在2026年可能维持震荡，对贵金属价格上涨的支持减弱。

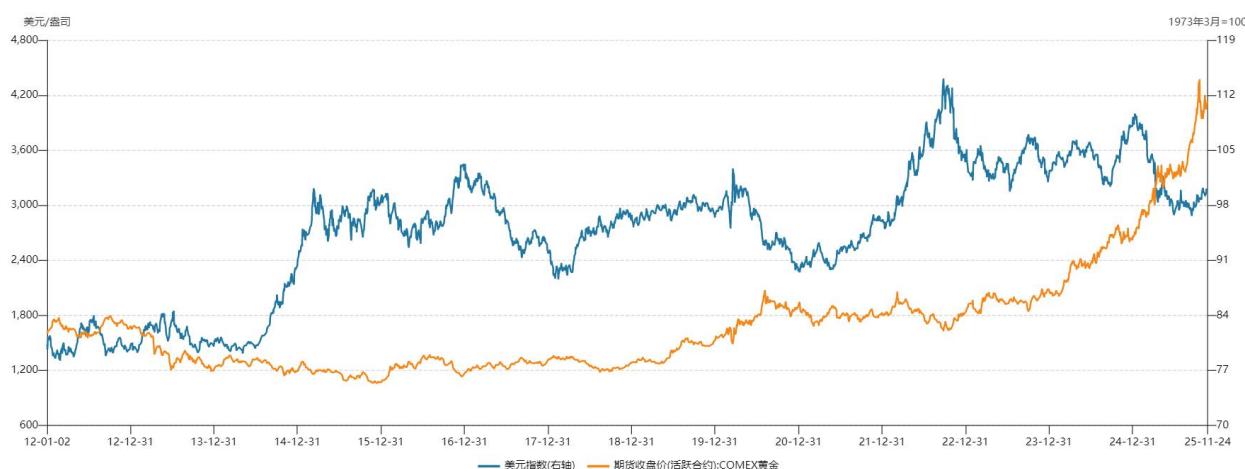


图 2-5：美元指数和 COMEX 黄金日线图

来源：Wind，格林大华期货研究院整理

## 二、央行购金对贵金属价格的影响

全球各国央行近年来持续增加黄金储备，将其作为对冲通胀风险、应对突发危机事件以及优化外汇储备结构的重要手段，2025年这种趋势仍在延续，为黄金市场提供了坚实的需求支撑。2022-2024年，全球央行每年增加的黄金储备都超过千吨，远高于前十年400-500吨的年均购金水平，成为黄金市场的重要多头。世界黄金协会10月30日发布的2025年三季度《全球黄金需求趋势报告》显示，尽管金价处于创纪录的高位，2025年三季度全球央行依然加快了购金步伐，净购金量总计220吨，较二季度增长28%，较上年同比增长10%。



从前三季度整体上看，全球央行净购金总量达 634 吨，虽低于过去三年的异常高位数值，但仍显著高于 2022 年之前的平均水平。在黄金价格连创新高之后，2026 年央行配置黄金的节奏可能走缓。

世界黄金协会于 2025 年 6 月 17 日发布的《2025 年全球央行黄金储备调查》(CBGR) 数据显示，逾九成 (95%) 的受访央行认为，未来 12 个月内全球央行将继续增持黄金。这一比例创下自 2019 年首次针对该问题进行调查以来的最高纪录，同时也较 2024 年的调查结果上升了 17 个百分点。《2025 年全球央行黄金储备调查》(CBGR) 共收集了来自全球 73 家央行的回应，创下历年参与央行数量新高。调查还发现，近 43% 的央行计划在未来一年内增加自身黄金储备。即便金价屡创新高，且全球央行已连续 15 年净购入黄金，各央行依然对黄金青睐有加。当前央行持金的三大主要动机已转变为：黄金长期的价值储存功能 (80%)、有效实现投资组合多样化的手段 (81%) 以及危机时期的表现 (85%)。



图 2-6：全球央行售金/购金

来源：wind，格林大华期货研究院整理



### 三、地缘政治危机对贵金属价格的影响分析

当前世界并不十分和平，地缘政治冲突和动荡较多，对黄金市场产生影响。中东局势的升级、俄乌冲突、巴以冲突等事件，都引发了市场的不确定性和风险规避情绪。投资者为了保护资产免受市场波动的影响，会转向黄金这种被普遍认为具有保值功能的资产。此外，地缘政治事件还会影响黄金的供应和需求格局，一些黄金生产大国如果陷入政治动荡，可能会导致黄金生产中断或减少，从而影响全球的黄金供应。同时，紧张的局势可能刺激某些国家和机构增加黄金储备，进一步改变市场的供需平衡。在美国政府的推动下，以色列和哈马斯双方于2025年10月9日在埃及沙姆沙伊赫签署了“20点计划”第一阶段协议。进入11月，美国继续积极斡旋俄乌冲突，俄乌冲突有可能在2026年停战。

## 第三部分 贵金属供需分析

### 一、黄金供需分析

#### (一) 黄金供应分析

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3.60%。世界黄金协会数据，2025年前三季度，全球黄金总体供应量为3717.4吨，其中再生金供应量为1040.5吨。



图 3-1：中国黄金产量（黄金协会）

来源：wind，格林大华期货研究院整理

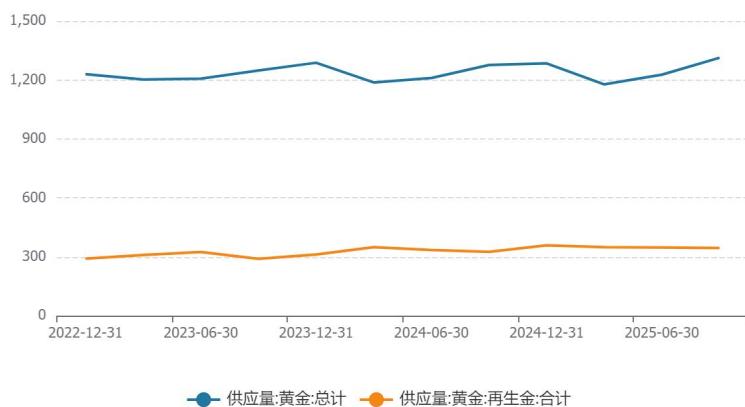


图 3-2：世界黄金供应总量及再生金供应量

来源：wind，格林大华期货研究院整理

## （二）黄金需求分析

世界黄金协会数据，2025 年前三季度全球黄金总需求量为 3717.4 吨，较 2024 年前三季度的 3672.8 吨小幅增加，呈小幅上升趋势。2025 年前三季度，珠宝首饰需求 1199.2 吨，工业需求 240.7 吨，黄金投资需求 1566.3 吨。中国黄金协会最新统计数据显示，2025 年前三季度，中国黄金消费量 682.730 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%。



图3-3: 全球黄金需求总量及珠宝首饰、工业需求、投资需求

来源: wind, 格林大华期货研究院整理

### (三) 黄金库存分析

2025年,随着金价的上涨,SHF黄金库存持续上升,特别是9月开始加速上升;COMEX黄金库存则在一季度上升之后,基本上保持了稳定,10月份开始有逐步小幅回落。



图3-4: SHF黄金库存

来源: wind, 格林大华期货研究院整理

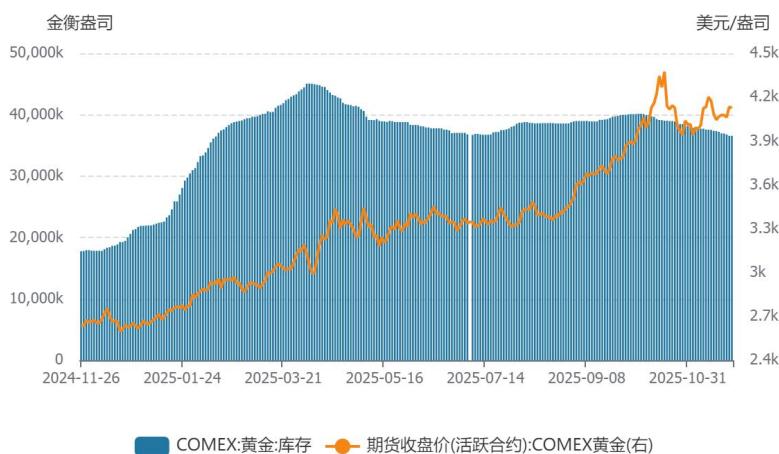


图 3-5: COMEX 黄金库存

来源: wind, 格林大华期货研究院整理

## 二、白银供需分析

### (一) 白银供给分析

《世界白银调查 2025》披露 2024 年全球白银供给 1015.1 百万盎司，其中矿产银 819.7 百万盎司，回收银 193.2 百万盎司；并预期 2025 年全球白银供给同比增长 2% 至 1030.6 百万盎司，主要是矿产银增长 2% 至 835 百万盎司。



图 3-6: 全球白银供给

来源: 《World Silver Survey 2025》，格林大华期货研究院整理



## (二) 白银需求分析

《世界白银调查 2025》披露 2024 年全球白银需求 1164.1 百万盎司，其中工业需求 680.5 百万盎司，珠宝需求 208.7 百万盎司，投资需求（银币和银条）190.9 百万盎司；并预期 2025 年全球白银需求同比下降 1% 至 1148.3 百万盎司，其中工业需求同比下降 0.5% 至 677.4 百万盎司，珠宝需求同比下降 6% 至 196.2 百万盎司，投资需求增长 7% 至 204.4 百万盎司。

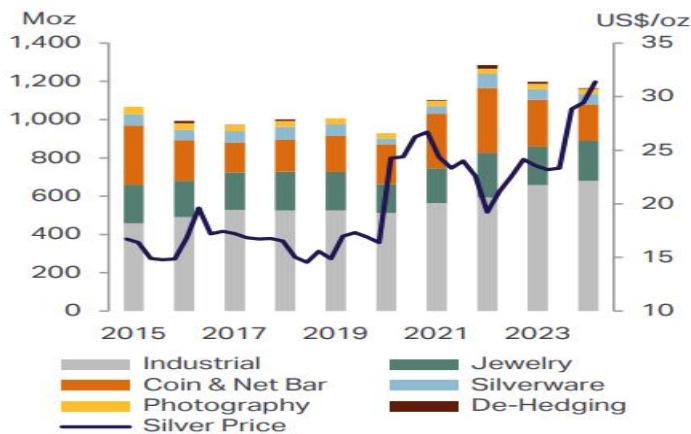


图 3-7：全球白银需求

来源：《World Silver Survey 2025》，格林大华期货研究院整理

## (三) 白银库存分析

SHFE 白银库存 2025 年初从高位持续走低，5 月下旬开始大幅上升至 7 月初，升至 1300 吨以上，然后略有回落，基本保持高位至 10 月，10 月中旬开始快速回落，10 底在 600 多吨短暂持稳后，11 月继续回落，11 月 25 日约 540 吨。2025 年 COMEX 白银库存年初在 3 亿盎司出头，一季度持续上升至 4 月初接近 5 亿盎司，然后基本维持在 5 亿盎司附近，8 月份开始逐步攀升，10 月初站上 5.3 亿盎司，之后逐步回落，11 月 25 日约 4.6 亿盎司。上海金交所白银库存 2025 年年初在略多于 1200 吨，2 月份开始攀升直至 4 月初的高点 1768



吨，随后下行至6月份至1300吨一线徘徊，9月份开始持续下行，至11月21日低至716吨。

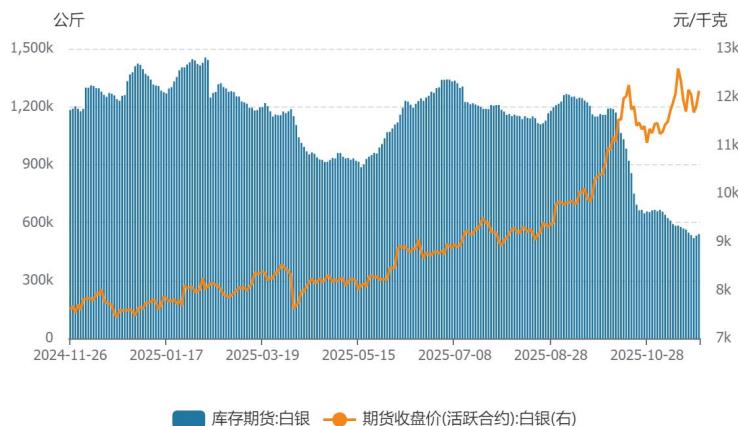


图 3-8: SHFE 白银库存

来源: wind, 格林大华期货研究院整理



图 3-9: COMEX 白银库存

来源: wind, 格林大华期货研究院整理



图 3-10：上金所白银库存

来源：wind，格林大华期货研究院整理

## 第四部分 贵金属市场套利分析及持仓分析

### 一、黄金市场套利分析及持仓分析

#### (一) 国内黄金期现套利分析

2025 年，上海期货交易所 (SHFE) 黄金期货活跃合约基差全年基本保持在负值，一季度多在-1 至-3 之间，二三季度多数在-3 左右，极值基差接近-6 元/克；在 10 月份个别日出现正值，出现卖现实买期套利机会，基差随后回落，目前仍处于小幅贴水的状态。



图 4-1：国内黄金活跃合约与连续合约基差

来源：wind，格林大华期货研究院整理



## (二) 黄金跨期套利分析

上海期货交易所 (SHFE) 黄金期货活跃合约与连续合约的跨期价差在全年基本一直保持着正价差，个别日期跨期价差出现了较大幅度的下跌，则出现了买活跃合约卖连续合约的跨期套利的机会。



图 4-2：国内黄金跨期价差

来源：wind，格林大华期货研究院整理

## (三) 黄金白银比分析

2025 年金银比波动剧烈，2024 年 12 月 31 日，伦敦黄金白银现货价格比值为 90.33，上海黄金白银现货比值为 82.4；4 月份快速上升，4 月 22 日伦敦黄金白银现货价格比值为 105.29，上海黄金白银现货比值为 101.38；之后则连续下行，低点上海黄金白银比值至 76 略高，伦敦黄金白银价格比值至 78 附近。金银比在从高点较大幅度回落之后，未来的方向不易判断，不排除继续回落的可能。



图 4-3：黄金白银比值

来源：wind，格林大华期货研究院整理

#### (四) 沪金持仓及资金流入分析

2025 年，上海期货交易所（SHFE）黄金期货国内机构净持仓前五名和前十名均为净多单从年初至 4 月下旬小幅回落，从 5 月到 9 月上旬则连续增加，9 月下旬至 10 月下旬连续快速回落。截止 10 月 31 日，国内机构净持仓前五名合计 62315 手多单，前十名合计 86406 手多单。在 9 月至 10 月黄金价格连续快速拉升的过程中，机构持仓净多单在下降。



图 4-4：沪金国内机构持仓

来源：wind，格林大华期货研究院整理



图 4-5：国内黄金期货资金流向

来源：wind，格林大华期货研究院整理

表 4-1:沪金 2025 年成交量及成交额

黄金					
时间	本月成交量	累计成交量	本月成交额(亿元)	累计成交额(亿元)	月均持仓量
2025-10	10,997,379	91,840,735	103,858	713,182	380,466
2025-09	8,657,869	80,843,356	72,299	609,324	447,312
2025-08	4,850,628	72,185,487	37,856	537,024	419,892
2025-07	7,178,554	67,334,859	55,757	499,168	412,536
2025-06	7,607,129	60,156,305	59,486	443,412	423,172
2025-05	11,937,242	52,549,176	92,365	383,925	444,270
2025-04	18,032,347	40,611,934	139,196	291,560	410,460
2025-03	8,955,445	22,579,587	62,251	152,364	357,965
2025-02	7,639,436	13,624,142	52,049	90,113	358,130
2025-01	5,984,706	5,984,706	38,064	38,064	356,759

来源：wind，格林大华期货研究院整理



## 二、白银市场套利分析及持仓分析

### (一) 白银基差分析

2025年，上海期货交易所（SHFE）白银期货活跃合约基差全年基本保持在负值，在10月份出现过几次正价差，但很快又回归至负价差。连续合约基差全年维持震荡，在10月和11月负价差曾到过-200的水平。



图 4-6：白银活跃合约与连续合约基差

来源：wind，格林大华期货研究院整理

### (二) 白银跨期价差分析

上海期货交易所（SHFE）白银期货活跃合约与连续合约的跨期价差在全年基本一直保持着正价差，在9月份有一天正价差一度超过200的高位，还有一天超过150，但均很快回落。年内当个别交易日负价差低于-30，只能持续一天，第二天即再度回到正价差。



图 4-7：国内白银期货跨期价差

来源：wind，格林大华期货研究院整理

### (三) 沪银持仓及资金流入分析

2025 年，上海期货交易所 (SHFE) 白银期货国内机构持仓前五名和前十名持续持有净多单，净持仓开年前两个月震荡上行，3 月-7 月有所回落，8 月-10 月基本保持平稳，截止 10 月 31 日，国内机构净持仓前五名合计 63373 手多单，前十名合计 67131 手多单。从资金流入看，随着白银价格的一路上涨，1 月到 6 月上旬的资金流入非常明显，6 月中旬至 8 月下旬横向波动，9 月至 10 月上旬沉淀资金继续增加，之后高位钝化，小幅回落。

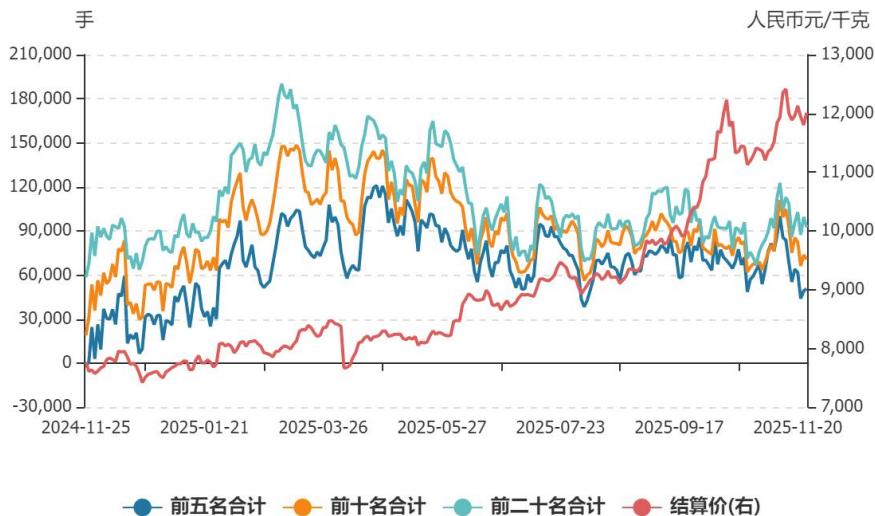


图 4-8：国内白银期货机构持仓

来源：wind，格林大华期货研究院整理



图 4-9：国内白银期货资金流向

来源：wind，格林大华期货研究院整理

表 4-2：沪银 2025 年成交量及成交额

白银					
时间	本月成交量	累计成交量	本月成交额 (亿元)	累计成交额 (亿元)	月平均持仓
2025 年 10 月	39,268,213	228,172,884	68,326	313,761	768,576
2025 年 9 月	27,505,758	188,904,671	41,795	245,435	867,404
2025 年 8 月	12,192,620	161,398,913	16,858	203,640	767,626
2025 年 7 月	24,124,653	149,206,293	33,082	186,782	925,938
2025 年 6 月	20,181,570	125,081,640	26,617	153,700	932,323
2025 年 5 月	18,853,758	104,900,070	23,173	127,083	900,452



2025年4月	28,510,623	86,046,312	34,723	103,910	886,709
2025年3月	20,861,780	57,535,689	25,718	69,187	813,125
2025年2月	19,364,965	36,673,909	23,380	43,469	724,215
2025年1月	17,308,944	17,308,944	20,089	20,089	649,194

来源：wind，格林大华期货研究院整理

## 第五部分 贵金属期权分析及策略

我们观察沪金主力平值 IV（隐含波动率）指标，可以发现在过去两年黄金价格波动放大，黄金平价期权的隐含波动率均值在提高的同时，隐含波动率大幅波动。2024年4月18日、2024年10月30日沪金主力平值 IV 均超过 20，2025年4月22日、2025年10月17日沪金主力平值 IV 均超过 30。沪银主力平值 IV 也有类似的表现。沪金期权持仓量认沽认购比例在 2025 年 5 月下旬开始低于 1，11 月 26 日是 0.6054，表明市场对黄金走势看多。沪银期权持仓量认沽认购比例在 2025 年多数时间围绕 1 上下波动，进入 10 月后在 1 之上，11 月 26 日是 1.0839，在进入 10 月白银市场价格波动较大或不确定性增加时，投资者可能更倾向于购买认沽期权以规避风险。

鉴于我们对 2026 年黄金和白银走势预期依然偏多，策略上，当投资者预期价格中枢上移且波动将放大时，可以考虑逢低买入平价看涨期权（如果方向看反，价格下跌亏损有限）；当投资者预期价格中枢上移但波动将减小时，可以考虑卖出虚值看跌期权头寸（震荡行情可以获取时间价值，极端下跌行情时亏损较大，可能需要补充保证金，资金占用多）。当隐含波动率在高位时，可以考虑卖出宽跨式组合，做空波动率，获取时间价值衰减收益。当隐含波动率在低位，而未来可能有事件冲击时，预期市场将出现大幅波动时，考虑买入平值跨式组合对冲政策事件风险（如美联储议息会议）。买入跨式期权组合是指同时买入



相同行权价和到期日的看涨期权和看跌期权，通过双向行权捕捉突破收益，同时限定震荡市中的最大亏损。

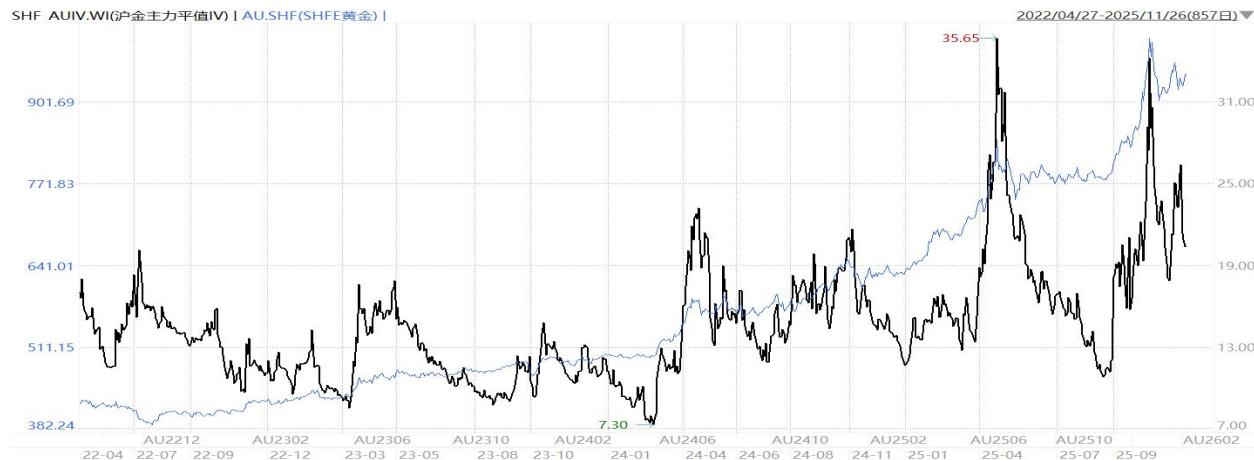


图 5-1：沪金主力平值 IV

来源：wind，格林大华期货研究院整理

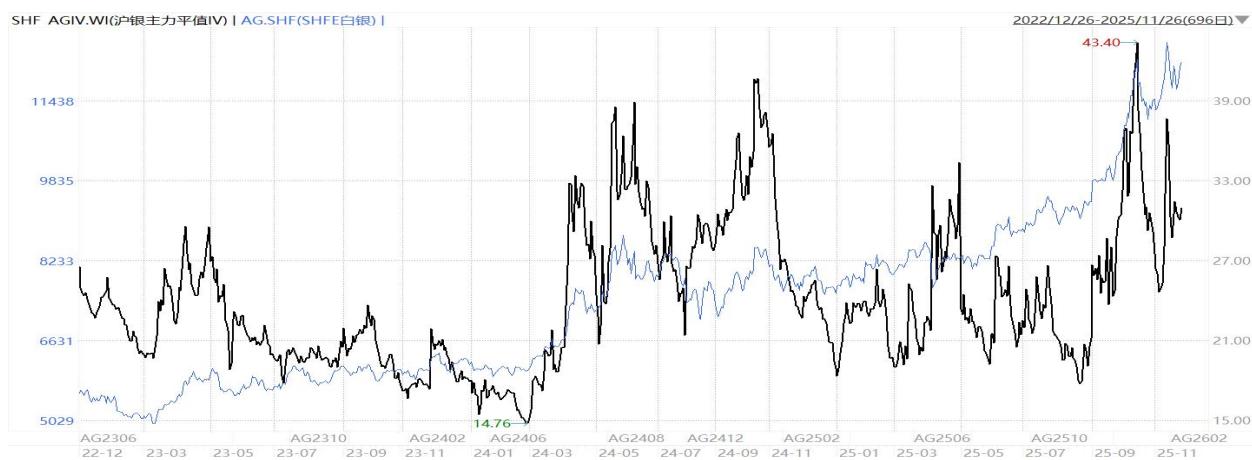


图 5-2：沪银主力平值 IV

来源：wind，格林大华期货研究院整理

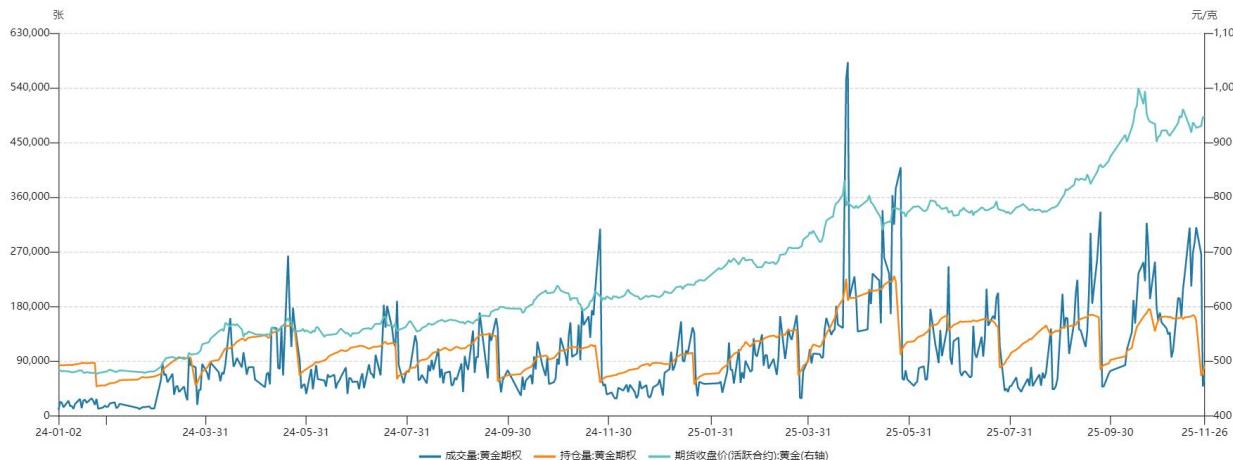


图 5-3：沪金期权成交量与持仓量

来源：wind，格林大华期货研究院整理

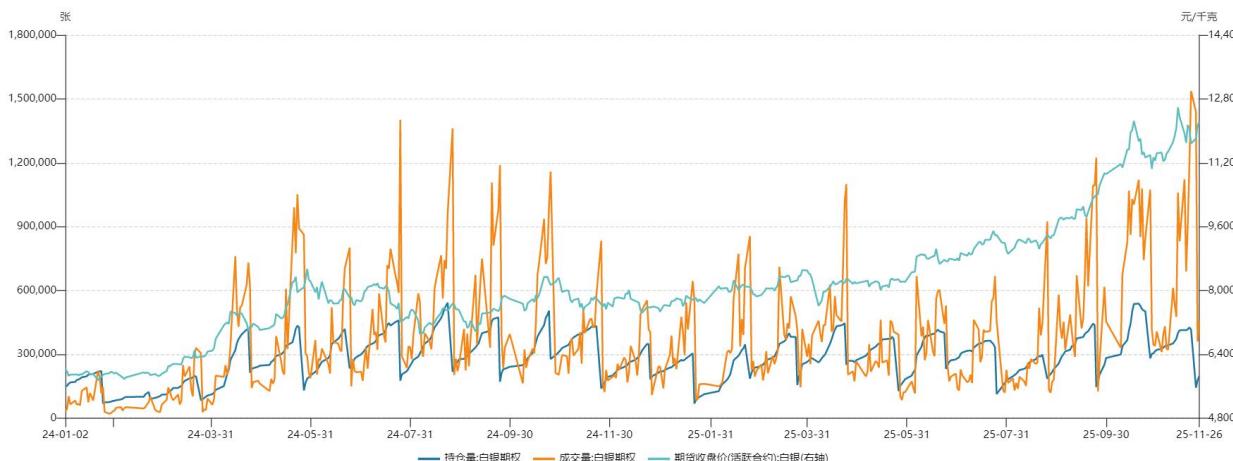


图 5-4：沪银期权成交量与持仓量

来源：wind，格林大华期货研究院整理



图 5-5: 沪金期权持仓量 PCR

来源: wind, 格林大华期货研究院整理



图 5-6: 沪银期权持仓量 PCR

来源: wind, 格林大华期货研究院整理

## 第六部分 贵金属季节性分析

从 5 年的季节性分析看，贵金属在 4 月份和 10 月份上涨的概率比较大，6 月份下跌概率较大。

表 6-1 黄金价格季节性走势

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
2025	4.85%	3.80%	8.58%	6.92%	-1.09%	-0.55%	0.35%	1.93%	11.37%	6.83%			2025
2024	-0.02%	0.05%	10.27%	3.43%	1.34%	-0.96%	2.68%	1.37%	3.95%	6.53%	-2.65%	-0.19%	2024
2023	2.13%	-1.63%	6.92%	0.64%	1.54%	-0.50%	1.65%	1.57%	-0.79%	4.23%	-0.67%	1.26%	2023
2022	-1.23%	5.11%	1.37%	2.91%	-1.67%	-1.59%	-1.68%	0.21%	1.01%	0.21%	3.69%	1.13%	2022
2021	-1.68%	-4.85%	-3.28%	3.74%	6.37%	-6.82%	4.08%	-0.96%	-4.24%	2.12%	-0.06%	1.20%	2021
均值	0.81%	0.50%	4.77%	3.53%	1.30%	-2.08%	1.42%	0.82%	2.26%	3.98%	0.08%	0.85%	均值



图 6-1：黄金价格 3 年季节性分析

来源：wind，格林大华期货研究院整理

表 6-2 白银价格季节性走势

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
2025	2.91%	2.16%	8.32%	-3.81%	0.44%	6.62%	2.81%	4.20%	16.32%	4.36%			2025
2024	-0.50%	-1.21%	10.16%	8.34%	17.42%	-5.72%	-3.79%	0.48%	3.87%	4.56%	-5.54%	-2.95%	2024
2023	-3.32%	-5.98%	9.62%	5.15%	-2.97%	-0.24%	5.63%	2.91%	-2.32%	1.51%	5.25%	-3.14%	2023
2022	-3.63%	5.51%	0.99%	-1.14%	-4.80%	-4.11%	-1.33%	-5.83%	5.28%	2.33%	8.73%	8.96%	2022
2021	-1.92%	1.33%	-9.01%	5.56%	8.53%	-7.10%	0.50%	-4.29%	-10.77%	5.33%	-1.42%	1.84%	2021
均值	-1.29%	0.36%	4.02%	2.82%	3.72%	-2.11%	0.76%	-0.51%	2.48%	3.62%	1.76%	1.18%	均值



图 6-2：白银价格 3 年季节性分析

来源：wind，格林大华期货研究院整理



## 第七部分 2026 年贵金属价格影响因素展望及技术分析

### 一、美联储 2026 年降息节奏预测及对贵金属价格的影响

对于贵金属而言，品种价格的表现受宏观经济的影响很大，对于受到宏观经济影响较强的金价来说，美联储降息的节奏直接影响着价格走势变化。

据 11 月 25 日 CME “美联储观察”：美联储 2025 年 12 月降息 25 个基点的概率超过 80%，联邦基金利率目标区间 12 月将调整至 3.50%-3.75%。对于 2026 年，我们预期美联储还将降息 75 个基点，至 2026 年年底联邦基金利率目标区间 2.75%-3.00%。美联储 2026 年具体降息时间和降息次数，受到美国经济增长、通胀水平、就业情况、以及全球经济形势等多种因素的影响。2026 年美国整体为降息预期，上半年可能降息两次，压制美元指数，有利贵金属价格。

### 二、2026 年美国政府政策取向及对贵金属价格的影响

我们对美国经济 2026 年做出预测：美国经济会保持增长，美国政府会继续保持较高财政赤字率，如果如目前市场预期的关税对通胀的冲击为一次性，特别是中美元首 10 月 30 日会晤以及中美 10 月马来西亚高级别贸易磋商达成共识，降低美国对中国芬太尼关税 10%，则有利于 2026 年中国商品对美出口增长，则 2026 年美国通胀有限对降息的掣肘将比较小。目前的美国总统更倾向于降息，明年美联储主席会更换，并且美联储货币政策委员会会有更多的委员支持现任政府的政策导向。



### 三、黄金供需平衡对黄金价格影响

据世界黄金协会发布的《全球黄金需求趋势 2025 年三季度》报告称，黄金需求增长主要由投资需求推动。三季度黄金投资需求激增至 537 吨，同比增长 47%，占全部三季度黄金净需求的 55%。这一增长势头源于多重因素组合的强大作用：地缘政治环境的不确定性和动荡、美元的走弱态势以及金价攀升引发投资者的“错失恐惧”心理。2025 年三季度全球黄金总供应量达 1313 吨，创季度新高，同比增长 3%。其中，金矿产量同比增长 2% 至 977 吨；回收金供应量同比增长 6% 至 344 吨，在金价飙升的背景下仍保持相对稳定。

展望 2026 年，黄金市场前景依然乐观，因为美元的持续走弱、普遍的降息预期以及滞胀风险的存在，均可能进一步支撑黄金投资需求。今年以来，金价不断刷新纪录，而当前的市场环境显示黄金仍有进一步上行的空间。世界黄金协会的研究显示，市场尚未饱和，配置黄金的战略价值依然稳固。

表 7-1 黄金供需

	2024年三季度	2024年四季度	2024年一季度	2025年二季度	2025年三季度	季度环比变化 (%)	年度同比变化 (%)
<strong>黄金供应量</strong>							
金矿产量	957.6	957.6	835.9	904.3	976.6	8	2
生产商净套保量	-6.5	-18.5	-7.1	-24.8	-8.0	-	-
金矿总供应量	951.1	926.4	828.8	879.4	968.6	10	2
回收金	324.8	358.1	348.7	347.4	344.4	-1	6
<strong>总供应量</strong>	<strong>1,275.9</strong>	<strong>1,284.4</strong>	<strong>1,177.5</strong>	<strong>1,226.8</strong>	<strong>1,313.1</strong>	<strong>7</strong>	<strong>3</strong>



**黄金需求量**

金饰制造	546.5	524.3	424.4	355.6	419.2	18	-23
金饰消费	460.0	548.7	382.4	341.2	371.3	9	-19
金饰库存	86.6	-24.4	42.0	14.4	47.8	232	-45
科技用金	82.9	82.8	80.4	78.6	81.7	4	-2
电子用金	69.1	68.8	67.0	65.8	68.5	4	-1
其他工业用金	11.6	11.9	11.3	10.8	11.1	3	-5
牙科用金	2.2	2.1	2.1	2.1	2.0	-1	-7
投资需求	364.8	343.4	551.5	477.5	537.2	13	47
金条与金币总需求	270.1	324.7	324.9	307.0	315.5	3	17
金条	198.8	236.4	258.0	243.3	237.1	-3	19
官方金币	31.6	52.5	44.3	38.9	31.7	-18	0
奖章/仿制金币	39.8	35.8	22.7	24.8	46.7	89	17
黄金ETF及类似产品	94.7	18.7	226.6	170.5	221.7	30	134
各经济体央行和其他机构	199.5	365.1	241.7	172.0	219.9	28	10
<b>黄金需求</b>	<b>1,193.8</b>	<b>1,315.6</b>	<b>1,298.0</b>	<b>1,083.8</b>	<b>1,257.9</b>	<b>16</b>	<b>5</b>
场外交易和其他需求	82.3	-31.2	-120.5	143.1	55.2	-61	-33
<b>总需求量</b>	<b>1,275.9</b>	<b>1,284.4</b>	<b>1,177.5</b>	<b>1,226.8</b>	<b>1,313.1</b>	<b>7</b>	<b>3</b>
伦敦金 (LBMA) 价格(美元 / 盎司)	2,474.3	2,663.4	2,859.6	3,280.4	3,456.5	5	40

来源：世界黄金协会，格林大华期货研究院整理

#### 四、贵金属价格走势技术分析

从技术上分析，2025年COMEX黄金价格在3500一线横盘4个月，筹码交换充分，将是强有力的支撑，目前在4000点整数关口徘徊，前期高点是压力，但压力不大。COMEX白银40一线形成强支撑，35可能是相当长时间的底部。

沪金主连780一线形成支撑，高点1000整数关口形成压制。沪银主连9400形成支撑，8000可能是相当长时间的底部。



图 7-1: COMEX 黄金周线图

来源: Wind, 格林大华期货研究院整理



图 7-2: COMEX 白银周线图

来源: Wind, 格林大华期货研究院整理



图 7-3: 沪金周线图

来源: Wind, 格林大华期货研究院整理



图 7-4：沪银周线图

来源：Wind，格林大华期货研究院整理

## 第八部分 2026 年贵金属价格展望及策略推荐

2026 年全球宏观博弈格局并未改变。美国政治失能、两党纠葛、执政混乱。美国、欧洲、日本等全球重要经济体财政赤字持续扩张，货币实际价值走贬。中美两国长期战略博弈，逆全球化带来的脱钩断链，导致全球产业链、供应链重新组合。地缘政治格局演变和依然复杂。美联储继续降息，和经济衰退压力下各国保持货币宽松政策。均有望对贵金属价格构成支撑。中长期上涨趋势未改变的情况下，逢低买入仍是可以考虑的交易策略。



## 附录 贵金属相关股票价格及涨跌幅统计表

产业链位置	股票代码	股票简称	相关产品	2024年末收盘价	11月24日收盘价	年度涨跌幅
上游公司	001337.SZ	四川黄金	金精矿	20.67	26.52	28.30%
中游公司	300139.SZ	晓程科技	黄金销售	14.59	23.48	60.93%
中游公司	000017.SZ	深中华A	珠宝黄金(行业)	5.80	8.31	43.28%
中游公司	002155.SZ	湖南黄金	黄金	11.99	21.8	81.84%
中游公司	601028.SH	玉龙股份	黄金	11.46	12.83	11.95%
中游公司	600547.SH	山东黄金	小金条	22.42	34.72	54.86%
中游公司	002237.SZ	恒邦股份	黄金	9.98	12.38	24.09%
中游公司	603900.SH	莱绅通灵	黄金饰品及产品	5.53	9.02	63.11%
中游公司	600655.SH	豫园股份	黄金饰品	6.22	5.31	-14.61%
中游公司	600916.SH	中国黄金	黄金产品	8.27	8.05	-2.67%
中游公司	600987.SH	航民股份	黄金珠宝业	6.56	7.06	7.59%
中游公司	002574.SZ	明牌珠宝	黄金饰品	4.61	6.47	40.35%
中游公司	002731.SZ	萃华珠宝	黄金产品	9.33	14.27	52.95%
中游公司	002345.SZ	潮宏基	传统黄金首饰	5.69	12.27	115.76%
中游公司	605599.SH	菜百股份	黄金珠宝销售	10.92	14.78	35.41%
下游公司	603900.SH	莱绅通灵	黄金饰品及产品	5.53	9.02	63.11%
下游公司	600655.SH	豫园股份	黄金饰品	6.22	5.31	-14.61%
下游公司	002867.SZ	周大生	珠宝首饰(行业)	13.61	12.94	-4.95%
下游公司	002574.SZ	明牌珠宝	黄金饰品	4.61	6.47	40.35%
下游公司	002345.SZ	潮宏基	时尚珠宝首饰	5.69	12.27	115.76%
下游公司	301177.SZ	迪阿股份	珠宝首饰	22.45	30.27	34.84%
下游公司	600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	52.08	44.8	-13.98%
下游公司	300945.SZ	曼卡龙	素金饰品	11.38	17.14	-26.18%
产业链位置	股票代码	股票简称	相关产品	年初价格	当前价格	年度涨跌幅
上游公司	000688.SZ	国城矿业	银精矿	11.89	24.02	102.02%
中游公司	002716.SZ	湖南白银	白银	3.39	5.81	71.39%
中游公司	600531.SH	豫光金铅	白银	6.24	10.46	67.51%

来源：wind 格林大华期货研究院整理



格林大华期货有限公司  
GELIN DAHUA FUTURES CO.,LTD.

证监许可【2011】1288号

宏观与金融衍生品分册

中国期货衍生品市场年报

联系我们：

分支机构	地址	联系电话
<b>总部业务平台</b>		
<b>北京总部</b>	北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼北京国际财源中心 B 座 29 层	010-56711700
<b>期货研究院</b>	北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼北京国际财源中心 B 座 29 层	010-56711856
<b>产业机构业务总部</b>	北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼北京国际财源中心 B 座 29 层	15110165709
<b>金融机构业务总部</b>	北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼北京国际财源中心 B 座 29 层	010-56711830
<b>分支机构信息</b>		
<b>北京分公司</b>	北京市朝阳区光华路 7 号楼十二层 12B11 单元	010-53672071
<b>重庆分公司</b>	重庆市渝中区五一路 99 号一单元 23-2、23-3（平安国际金融中心）	023-63798298
<b>山西分公司</b>	山西省太原市小店区长风街 123 号 1 幢君威财富中心五层 0504、0505、0506 号	0351-7728088
<b>河南分公司</b>	河南省郑州市郑东新区商务外环路 29 号 17 层	0371-65618784
<b>浙江分公司</b>	杭州市西湖区财通双冠大厦东楼 2008 室	0571-28055961
<b>上海分公司</b>	上海市浦东新区福山路 500 号/浦电路 380 号 7 层（实际楼层 6 层）02 单元	13764666557
<b>深圳分公司</b>	深圳市福田区福田街道福安社区民田路 178 号华融大厦 1705	0755-83358603
<b>福建分公司</b>	福建省厦门市思明区鹭江道 100 号厦门财富中心 32 层 03 单元	0592-5085517
<b>山东分公司</b>	山东省青岛市市南区山东路 2 号甲，华仁国际大厦 17 层 F 区	0532-83095257
<b>河北分公司</b>	河北省石家庄市桥西区自强路 118 号中交财富中心 T1、T2 商务办公楼 02-1701A	0311-87879080
<b>天津分公司</b>	天津市南开区长江道与南丰路交口博朗园 1 号楼 26 楼 2601-2/2604-2 号	022-23046198
<b>大连分公司</b>	大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2112 号房间	0411-84806858
<b>广东分公司</b>	广东省广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 9 层 909 房	020-22130388
<b>内蒙古分公司</b>	内蒙古自治区呼和浩特市赛罕区腾飞南路 65 号 1102 号商铺三楼	0471-3243085
<b>洛阳营业部</b>	河南省洛阳市涧西区西苑路 6 号友谊宾馆 5F501-510 室	0379-64687775
<b>泉州营业部</b>	福建省泉州市丰泽区宝洲路浦西万达写字楼 A 座 2509 室	0595-28980095
<b>福州营业部</b>	福建省福州市鼓楼区杨桥东路 19 号衣锦华庭一期一号楼 3 层	0591-87808785
<b>哈尔滨营业部</b>	黑龙江省哈尔滨市南岗区花园街 235 号 1103 室	0451-53679285
<b>南京营业部</b>	江苏省南京市中山东路 288 号 A-3006	025-85288202
<b>桂林营业部</b>	桂林市七星区漓江路 28 号中软现代城 2 区酒店 6-01 号 809 室	0773-2833252





格林大华期货有限公司  
GELIN DAHUA FUTURES CO.,LTD.

证监许可【2011】1288号

宏观与金融衍生品分册

中国期货衍生品市场年报

## 重要事项：

本报告中的信息均源于公开资料，格林大华期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，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，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，格林大华期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为格林大华期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为格林大华期货有限公司。

