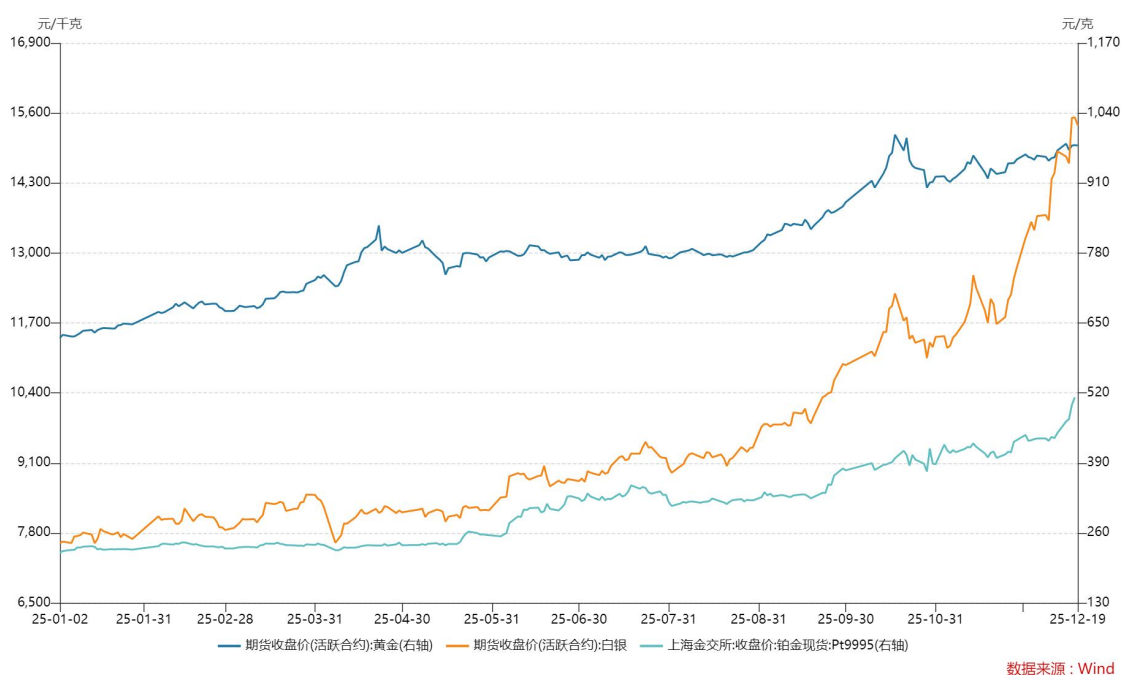




## 华鑫期货2025年贵金属年报——

### 以流动性为矛，央行配置为盾

2026年1月5日



图一：黄金、白银以及铂金收盘价

数据来源：WIND 华鑫期货研究所

#### 【报告要点】

在整个2025年，黄金涨幅超60%，创其上市以来年内最高涨幅，沪金由623.52元/克一路上涨至近日突破且站稳1000元/克附近，近日受白银获利了结有所回落；而白银年内也有亮眼表现，在过去白银经常跟随黄金上下波动，始终弱于黄金走势，而在2025年4月7日中美贸易战开始后，白银连续上涨，从7500元/克一路上行至近日站稳18000元/克，创下年内最高130%的涨幅，为所有商品中年内涨幅最大标的。

一季度伊始到二季度结束，黄金受到2024年降息的持续影响，价格自620元/克一路上行至830元/克，金银比持续扩大，最高一度突破100，其中针对中美贸易战的避险情绪以及在2024年末的三次降息给予金价持续的上行动能，虽然金价中枢应当在770元/克附近，但后续过度的投机使得交易通道过于拥挤，最终踩踏发生，价格自高位回落。二季度末，一方面由于美联储暂时停止降息，

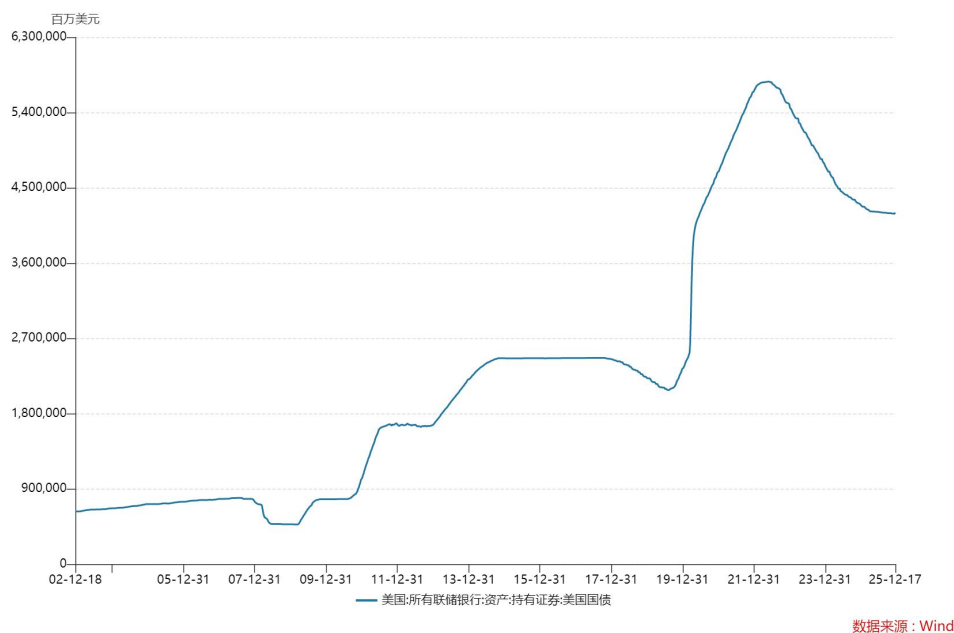


另外一方面，各国风险资产在二季度都拥有不错的涨幅，金价相对受冷，黄金暂时失去上行动能，白银则作为工业属性中的贵金属，恢复向上弹性。

进入三、四季度，贵金属多头方向继续维持，同时铂金与钯金在上市后因其工业稀缺属性，上市至今涨幅突破50%，在之前的新品上市中以及首日策略中我们都提示了其稀缺性+南非俄罗斯原产地的不稳定因素，在美元宽松的大背景下，铂金钯金或走出超出黄金白银的趋势性行情。本文将通过多个维度对黄金2025做出总结，并对2026贵金属走势进行年度展望。

## 一：降息几何？加息几何？

在11月，市场的交易核心更多围绕美联储12月降息，在11月迎来美国政府历史最长停摆结束后，劳动力市场和通胀经济数据缺失使得黄金维持震荡格局。随后美联储理事发言偏鹰的背景下，降息预期摇摆，我们曾经在周报中的策略提示中反复强调，降息预期摇摆是黄金多头逢低布局建仓的较好时机，美国经济基本面并不允许其暂停降息，黄金震荡上行。进入11月末，随着纽约联储威廉姆斯发言偏鸽，12月降息概率快速回升。到12月美联储降息如期落地，虽然鲍威尔表示未来降息节奏或将有所放缓，鹰派言论有所打压市场情绪，但美联储宣布将进行扩表计划，自2022年6月美联储启动缩表以来，美联储持有美债规模持续下降。

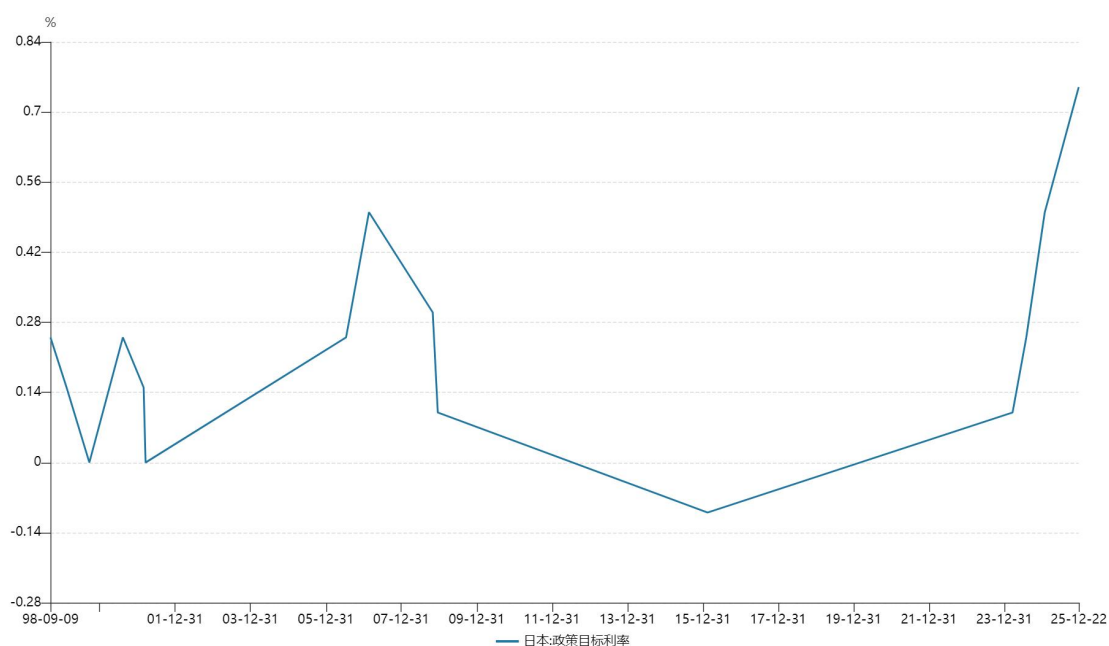


图二：美联储持有美债规模

数据来源: WIND 华鑫期货研究所



在最新的12月FOMC会议上，联储重启“扩表”，在购买美债方面，以短期国债为主。美联储扩表将极大的缓解市场对未来资本市场流动性的担忧。12月降息会议整体在美联储扩表的基础上是利多信号。美联储或将在2026年降息两次，但降息节奏可能趋于放缓，联储在1月按兵不动的概率较大，降息点阵图显示下一次降息可能在3月，3月的降息预期仍将是贵金属近期交易的主线逻辑。



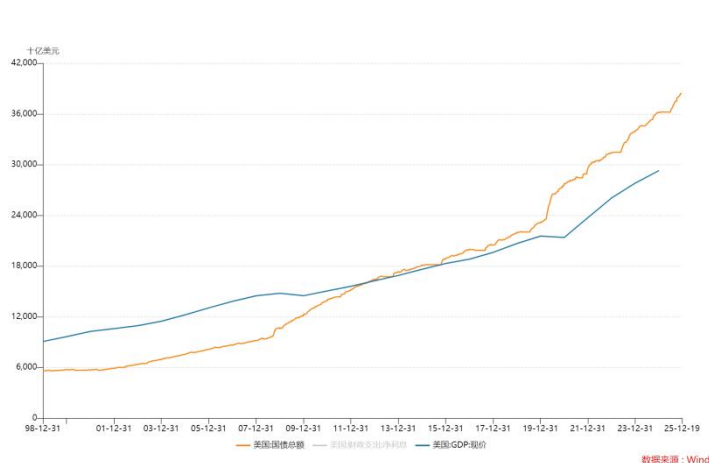
图三：日本政策目标利率

数据来源：WIND 华鑫期货研究所

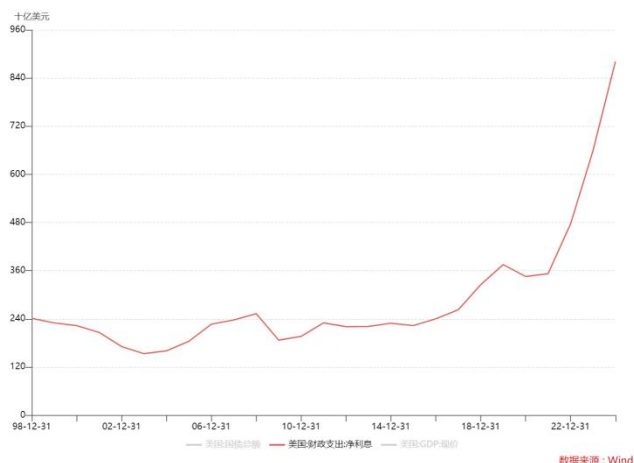
日本央行在近期货币政策会议上全票通过决议，将政策利率上调25个基点，由0.5%提高至0.75%，达到三十年来的最高水平。这一决策主要基于持续的通胀压力与显著的工资增长。数据显示，日本10月CPI同比上升3%，已连续44个月高于央行设定的2%目标，创下近二十年新高。目前通胀已从能源、食品等进口商品扩展至服务业领域。同时，2025年企业平均加薪幅度预计超过5%。日本央行指出，未来将围绕“稳定、可持续实现2%通胀目标”这一方向，适时进行货币政策调整。虽然日本加息或损害日元套息交易，导致提升实际利率，但鉴于之前植田行长此前已经给予市场“最大程度”的加息暗示。当日本央行真正实施加息后，对市场带来的影响则会十分有限。对整个贵金属市场造成的影响较为有限偏中性，且贵金属更多锚定美元进行计价



## 二：美债规模



图四：美国国债总额/美国 GDP

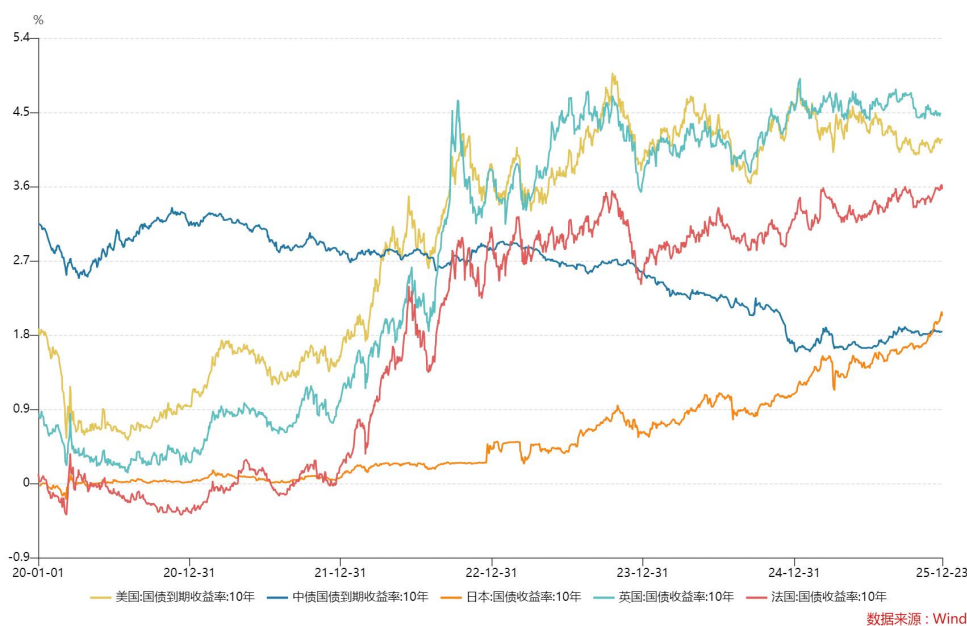


图五：美国财政支出:净利息

数据来源：WIND 华鑫期货研究所

美国联邦公共债务占 GDP 的比例已接近100%。其主要原因在于财政收支结构的长期失衡，财政收入占 GDP 比重低于财政支出的比重，入不敷出成为拖累财政的核心因素，缺口持续放大加重了债务负担。在财政支出中，债务净利息支出占比已升至3.1%，且在未来仍有不断扩大的趋势，成为推高财政赤字的关键因素之一。

我们也关注到，美债相比其他国家的绝对利差逐渐收敛。经过外汇对冲后利差为负，且美元远期存在贬值预期，对于外资而言，配置美债性价比下降。在此背景下，黄金作为具备抗通胀属性的避险资产，其需求有望获得进一步提振。



图六：各国国债10年期到期收益率

数据来源：WIND 华鑫期货研究所





## 五：后市展望

美国财政赤字扩张，美元信用边际下滑、全球货币格局重组，日元，瑞士法郎虽然作为地区稳定货币存在升值基础，但黄金真正锚定的是“世界性贸易货币”美元，其“债务货币化”压力持续增大，为黄金提供了良好的基本面，虽然涨幅难以企及布雷顿森林体系解体后黄金接近19倍的涨幅，但仍有相当想象的空间。

名称 ①		最新值	涨跌	时间	5年分位值	↓ 3年相关系数 ①
标普500指数 提前10日	📈	6,932.05	22.26	2025-12-24	100.00	0.91
美国M2同比 后移6月	📈	4.27	-0.38	2025-11	60.00	0.86
WTI原油价格 提前12日	📈	58.40	-0.07	2025-12-24	4.45	-0.77
欧元美元 后移12日	📈	1.18	0.00	2025-12-24	86.56	0.70
美国5年期盈亏平衡点 后移4月	📈	2.23	0.01	2025-11	83.33	0.68
欧元区CPI同比 后移11月	📈	2.10	--	2025-11	25.00	-0.56
美元指数 提前8日	📈	97.95	0.04	2025-12-24	27.27	-0.55

图九：各风险资产、外汇标的与黄金相关性

数据来源：WIND 华鑫期货研究所

历史上，黄金被视为很好的抗通胀资产，真实利率往往通过机会成本来决定持有黄金的回报，但我们发现年内黄金价值与美债利率脱锚，且其走势与标普500甚至纳斯达克等风险资产走势接近，且往往同涨同跌，流动性的紧缩会导致资金从黄金中抽离前去追加风险资产的保证金，其抗风险作用正边际减弱，与美国M2的相关性也远大于美元指数，我们认为黄金的定价逻辑已由过去的纯抗通胀资产+抗风险资产开始转变为央行抗风险+相当投机属性。且在2026年该定价逻辑或仍将延续。

在短期内，我们无法看到外部基本面扭转黄金牛市的迹象。短期波动并不会妨碍黄金长牛。但我们仍需保持相对警惕，2026年不再是像2025年充斥流动性的一年，欧洲央行的降息步伐已然步入尾声，美联储虽然在特朗普政府的干预下要求配合财政部进行放水，但降息仍处处掣肘，近期公布的美国三季度实际GDP大幅增长4.3%，创两年内最快增速，家庭消费支出强劲。尽管核心通胀仍处2.9%高位，但关税政策预期松动令市场乐观，美联储明年或因经济过热而放缓降息节奏。在贵金属的板块中，我们仍认为其中黄金的历史波动率仍处于较低位置、价格安全边际相对较高，适合长期配置并看好其在2026的表现。



## 注意事项

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或者转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究 创造价值”的理念，深谙“知微见著，臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

侯梦倩

期货从业资格：F3070960

投资咨询资格：Z0017338

邮箱：houmq@shhxqh.com

华鑫期货有限公司

地址：上海市徐汇区云锦路277号9F、10F（电梯楼层10F、11F）

邮编：200000

电话：400-186-8822

华鑫期货



华鑫期评

