

2024年12月16日



行稳致远

核心观点及策略

- 贵金属价格的主导逻辑依然是美联储的货币政策走向。当前美国处于降息周期，实际利率的下降将继续支撑贵金属价格走势。因市场的抢跑越来越提前，目前的金价或已包含了对后市降息预期的部分定价。且美国通胀有反弹风险，将制约明年美联储的降息空间。另外，逆全球化和去美元化背景下，黄金的货币属性逐渐回归，再加上地缘政治风险频发，也会提振黄金的避险需求。贵金属的长期资产配置价值依然显著。
- 经历了今年的强势上涨后，预计2025年金价的上涨或将放缓，但仍存在一定的上行空间。
- 明年白银表现将超过黄金。当前的金银处于历史偏高水平，这说明相对于今年屡创新高的金价而言，银价目前仍然被低估。从历史规律来看，在贵金属牛市的后期阶段，白银的表现往往优于黄金。另外，光伏用银增加拉动白银的供需缺口在持续扩大，也为银价提供支撑。预计波动性更强的银价在2025年将会有更耀眼的表现。
- 预计2025年贵金属价格走势将先抑后扬，国际金价主要波动区间：2450-3000美元/盎司；国际银价主要波动区间：26-40美元/盎司。
- 策略建议：金银波段操作，可在国际银价27美元下方时分批买入沪银虚值看涨期权
- 风险因素：二次通胀超预期，美联储提前开启加息

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

目录

二、贵金属价格影响因素分析.....	6
1、美国经济增长稳健，明年“软着陆”基准情景不变.....	6
2、美国通胀现反弹风险，将制约明年降息空间.....	7
3、特朗普新内阁将重构美国政经格局.....	7
4、欧洲经济有限复苏，欧央行或将延续渐进式节奏降息.....	8
5、地缘政治风险依然频发.....	9
三、贵金属的供需基本面分析.....	13
（一）黄金.....	13
1、高金价抑制金饰消费，全球黄金需求依然再创历史新高.....	13
2、全球央行仍在持续购买黄金，但速度放缓.....	14
（二）白银.....	15
1、白银的供需缺口在持续扩大.....	15
四、市场结构及资金流向分析.....	16
1、金银比价变化.....	16
2、铜金比价变化.....	17
3、内外价差及期现价差变化.....	18
4、贵金属库存变化.....	19
5、金银 ETF 持仓分析.....	21
6、CFTC 持仓变化.....	22
五、行情展望及操作策略：.....	23

图表目录

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 4 金价与美元指数走势变化	5
图表 5 金价与美国 10 年期国债收益率走势变化	5
图表 6 金价与美债实际收益率走势变化	5
图表 7 美国通胀预期变化	5
图表 8 美国 GDP 增速变化	9
图表 9 美欧经济意外指数变化	9
图表 10 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	10
图表 11 欧元区制造业 PMI 增速变化	10
图表 12 美国就业情况变化	10
图表 13 美国 CPI 和核心 CPI 变化	10
图表 14 美国通胀预期与原油价格变化	10
图表 15 美元指数与美国 GDP 全球占比	10
图表 16 美元指数与美元非商业性净头寸变化	11
图表 17 美元指数与美国联邦基金利率	11
图表 18 美国 10-2 年期国债收益率持续倒挂	11
图表 19 CME 美联储利率预测	12
图表 20 美联储降息周期中金价表现	12
图表 21 图 2018-2024 年 3 季度全球黄金供需平衡表 (单位: 吨)	14
图表 22 各国黄金储备数量及排名	15
图表 23 全球白银供需平衡表 (单位: 百万盎司)	16
图表 24 COMEX 金银比价变化	17
图表 25 沪期金银比价变化	17
图表 26 铜金比价变化	18
图表 27 金价与铜价走势对比	18
图表 28 沪期金与 COMEX 金价差变化	19
图表 29 沪期银与 COMEX 银价差变化	19
图表 30 沪期金与沪金 T+D 价差变化	19
图表 31 沪期银与沪银 T+D 价差变化	19
图表 32 COMEX 贵金属库存变化	20
图表 33 COMEX 黄金库存变化	20
图表 34 COMEX 白银库存变化	20
图表 35 上海黄金交易所白银库存变化	20
图表 36 上海期货交易所白银库存变化	20
图表 37 贵金属 ETF 持仓变化	21
图表 38 黄金 ETF 持仓变化	21
图表 39 白银 ETF 持仓变化	21
图表 40 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化	22
图表 41 CFTC 黄金净多头持仓变化	23
图表 42 CFTC 白银净多头持仓变化	23

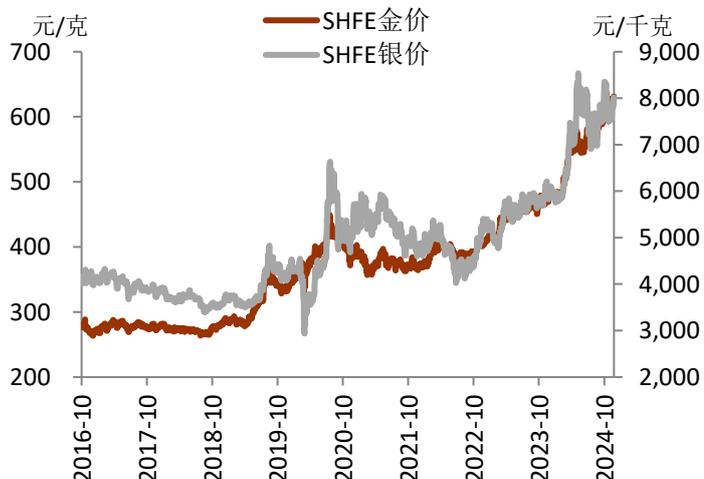
一、贵金属行情回顾

2024 年贵金属价格表现格外耀眼，国际金价屡创历史新高，国际银价也冲高至十二年的历史高点。2024 年 2 月底，以军袭击加沙导致巴以冲突恶化，拉开了金银价格此轮上涨的序幕；4 月市场对于美国“二次通胀”的预期强化，再加上投机资金的助推，大宗商品普遍上涨，国际金价不断再创历史新高；5 月初美国 4 月非农就业数据不及预期，市场再度抢跑降息预期，之后美国大选临近，市场开启“特朗普交易”。8-10 月，贵金属的交易逻辑在“特朗普交易”和“降息预期交易”之间切换，金价不断再创新高并在 10 月底到达 2802 美元/盎司的历史最高点，直到 11 月初特朗普胜选，利多落地，金价才出现调整。随后，胜选总统特朗普提名贝森特为美国财政部长，市场才开始交易美联储可能放缓降息节奏，金价大幅调整至 2542 美元/盎司，随后俄乌局势恶化，金价再度反弹，至今处于震荡之中。年初至今，COMEX 期金主力合约涨幅为 32%，为近几十年来年度最大涨幅。

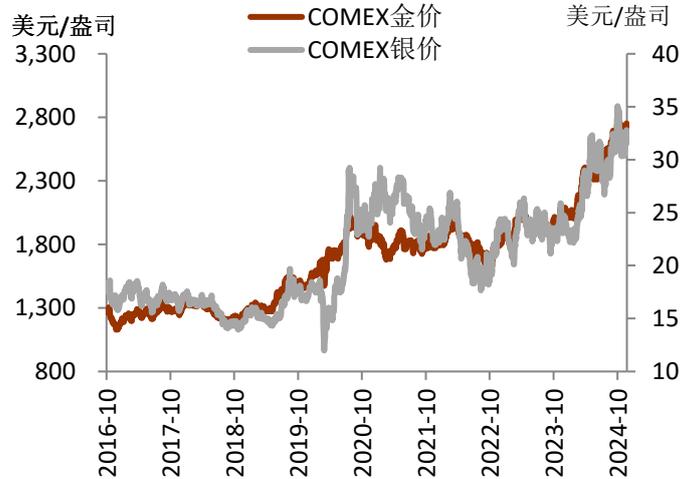
银价走势整体跟随金价，但波动性更大，特别是在金价 6 月窄幅震荡，7 月再创新高时，银价出现了一波回调。在 9 月，银价受有色金属价格反弹带动而表现强于金价，10 月银价跟随金价走强再度冲高至 35 美元/盎司的近十二年的历史高点之后受阻回调，目前也处于震荡之中。年初至今，COMEX 期银主力合约涨幅为 35%。

今年上半年，由于美国经济表现强于预期，而中国经济复苏未兑现，人民币兑美元汇率表现为小幅持续贬值，离岸人民币兑美元汇率从年初的 7.1 贬值至 7.3。7 月 31 日，日本央行超预期加息 15 个基点，日元套利交易逆转，美元指数大幅回调，人民币兑美元汇率升值至 7 一线，随着美国大选日临近，市场开启“特朗普交易”，以后特朗普胜选之后关税美元指数强势上涨，最高冲高至 108，人民币兑美元汇率在潜在关税压力之下大幅贬值。整体来看，今年国内金银价格的走势都弱于外盘，沪期金年初至今的涨幅为 30%，沪期银年初至今的涨幅为 32%。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

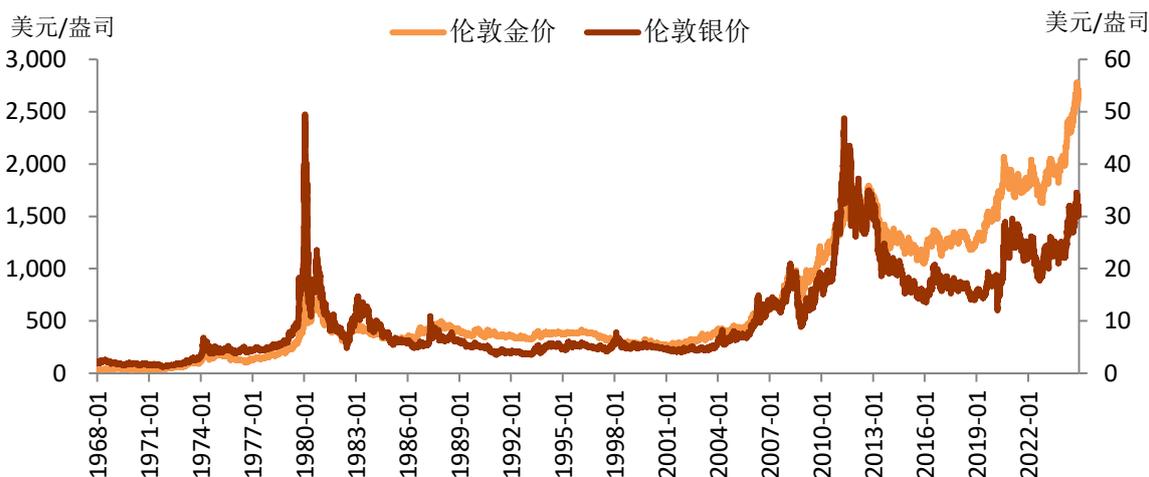


图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势



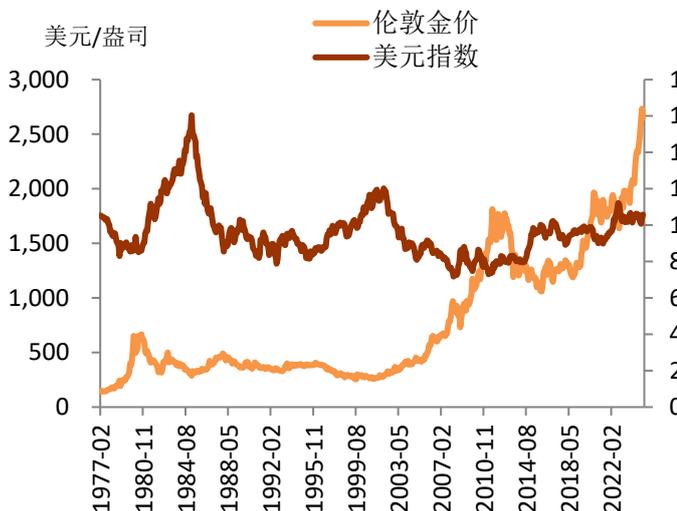
资料来源：iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表3 1968年以来贵金属价格走势

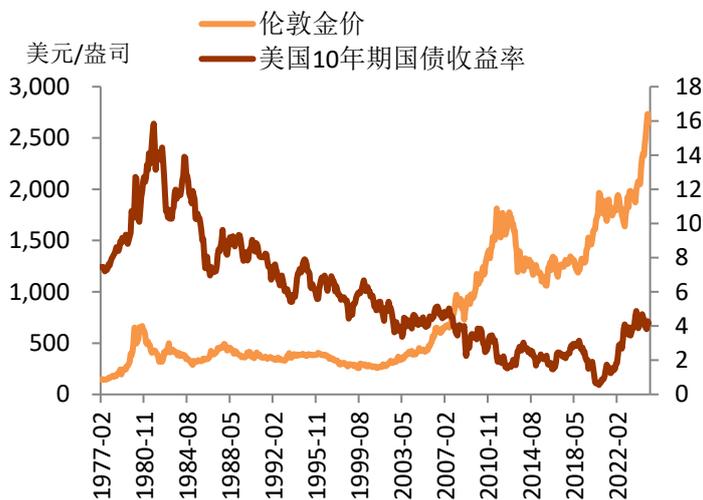


资料来源: Bloomberg, iFinD, 铜冠金源期货

图表4 金价与美元指数走势变化



图表5 金价与美国10年期国债收益率走势变化

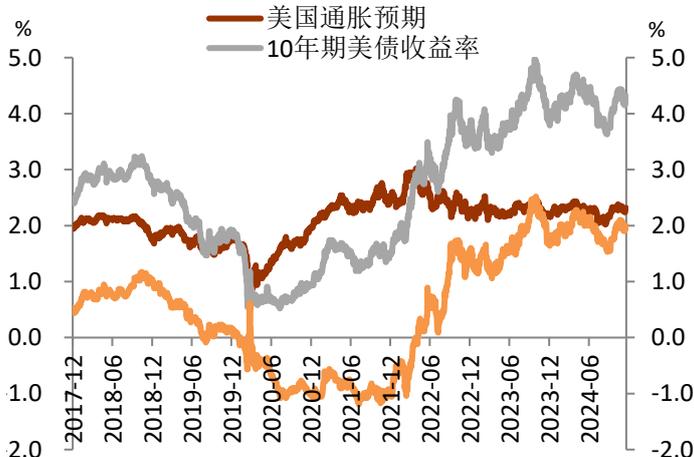


数据来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表6 金价与美债实际收益率走势变化



图表7 美国通胀预期变化



数据来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

二、贵金属价格影响因素分析

今年全球经济温和降温，通胀整体回落，全球货币政策周期转向宽松过渡。美联储今年9月以50BP的大幅降息拉开了此轮降息周期的帷幕，但年底的通胀数据显示美国的降通胀进程已经停滞，再加上明年1月特朗普上任，美国财政和货币政策，以及国际关系等，各方面都面临着很多不确定性。整体来看，明年美国经济将软着陆，美联储放缓降息节奏是大概率事件。

1、美国经济增长稳健，明年“软着陆”基准情景不变

美国2024第三季度实际GDP年化季率修正值2.8%，与首次预估数据持平。个人消费支出是拉动第三季度经济增长的主要因素。今年第三季度占美国经济总量约70%的个人消费支出增长3.5%，为2023年第四季度以来的最快增速，但较首次预估数据下调了0.2%。反映企业投资状况的非住宅类固定资产投资增幅为3.8%，较此前数据上调了0.5%。修正数据还显示，美国第三季度经济增长受到波动性贸易数据的拖累，商品和服务净出口拖累经济增速0.57个百分点。同时，私人库存投资也拖累经济增长0.11个百分点。由于住房和办公楼、仓库等非住宅建筑的投资下降，商业投资增长急剧放缓。相比之下，设备支出激增。美国第三季度GDP数据虽然依然保持在健康的水平，但较第二季度的增长3%仍有所下滑，美国经济增长的韧性受到了持续的价格压力、高借贷成本和政治不确定性的考验。

最新公布的美国11月ISM制造业PMI指数好于预期，表明企业信心正在改善，美国总统大选后的乐观情绪正在萌芽。美国11月ISM制造业PMI指数48.4，创今年6月以来的最高水平，高于预期的47.6，10月前值为46.5。其中，新订单指数50.4，10月前值为47.1，八个月以来首次进入扩张区间。美国11月ISM非制造业PMI 52.1，预期55.5，前值56。美国11月Markit服务业PMI终值为56.1，预期和初值为57，10月前值为55。11月ISM非制造业PMI和Markit服务业PMI则低于预期，但仍处于扩张状态。

在经历了飓风和波音公司罢工的影响之后，11月美国非农就业数据回归常态，整体符合预期。11月新增非农基本符合预期，失业率小幅抬升，而薪资增长继续偏高；11月“小非农”弱于预期；10月职位空缺意外反弹，职位空缺与失业人数比值回升。美国11月非农新增就业22.7万人，预期22万人，10月新增人数从1.2万上修至3.6万。11月失业率为4.2%，超出预期和前值的4.1%。11月平均时薪同比和环比增速分别达到4%和0.4%，均超出预期的3.9%和0.3%。虽然美国就业市场有波动，但整体依然稳健，预计1月特朗普上任后将加快步伐推进关税政策调整以及去监管化等措施，有望在2025年上半年推动美国经济增速的提升。2025年下半年，随着关税水平的进一步提升可能导致经济增长动力有所减弱。整体而言，明年美国经济软着陆基准情景不变。

2、美国通胀现反弹风险，将制约明年降息空间

美国 11 月 CPI 温和反弹。美国 11 月 CPI 同比增速加快 0.1 个百分点至 2.7%，符合市场预期。美国 11 月 CPI 环比增长 0.3%，涨幅较 10 月扩大 0.1 个百分点，是自 4 月以来的最大涨幅。剔除波动较大的食品和能源价格后的 11 月核心 CPI 环比增长 0.3%，同比增长 3.3%，涨幅均与前一个月持平。食品和能源价格是 11 月整体通胀小幅回升的关键因素，核心通胀则相对稳定。除租金外的核心服务通胀也有所缓解。11 月不含租金的服务通胀环比为 0.1%，较 10 月放缓 0.3 个百分点；其同比也下行 0.4 个百分点至 4.1%。虽然没有进一步反弹，但与美联储 2% 的通胀目标仍有距离，显示通胀仍具有粘性。美国 11 月 PPI 意外加速，PPI 环比增速创 6 月以来最大涨幅，特别核心通胀率连续第四个月保持坚挺，为明年的物价和利率前景带来了不确定性，尤其是特朗普威胁上台后会提高进口关税。一方面，11 月 PPI 涨幅超过预期，显示降通胀进程放缓；另一方面，几大关键服务类别的价格几乎没有变化或直接下降，也缓解了人们对近期整体通胀指标走强的一些担忧。

整体来看，11 月的 CPI 和 PPI 数据并未给联储短期内的继续降息制造障碍。我们认为鲍威尔可能会在 12 月 17-18 日的会议上降息 25BP，强调通胀仍在放缓的通道中，但由于近期表现有所停滞，美联储也不急于再次降息，市场可能会将其解读为 1 月“跳过”降息的信号。预计美联储将在 2025 年继续降息，货币政策回归中性，但速度将放缓，降息将进入“慢车道”。我们预测新的点阵图将显示 2025 年总降息次数为 2 次（9 月为 4 次），联邦基金利率或将于明年二季度末下调至 3.75% 至 4% 的中性水平。然后美联储或将停止降息，进入观望。

从中远期的定价来看，市场交易或体现了对核心通胀韧性的担忧：关税落地前核心商品通胀就已反弹、核心服务通胀韧性依然缺少软化迹象，进而衍生出对明年下半年降息空间不足的担忧。在这种背景下，美债利率曲线或进一步陡峭化。

3、特朗普新内阁将重构美国政经格局

自 11 月 6 日美国大选落幕以来，特朗普以超预期的速度组建内阁，并高调宣布了一系列执政思路，包括：加强边境管控、强硬对华政策、支持以色列、美国优先的外交等。提名的内阁成员均为“MAGA”的坚定支持者。任命包括福克斯新闻主持人皮特·赫格塞斯担任国防部长在内的多个重要职位。特别引人注目的是，特朗普计划设立“政府效率部”，并邀请埃隆·马斯克和维韦克·拉马斯瓦米领导，旨在精简政府机构、削减监管。这一举措可能对美国未来的政经格局产生深远影响。特朗普宣布提名了华尔街知名对冲基金总裁贝森特担任下届政府财政部长一职。贝森特金融经验丰富，支持特朗普经济政策。如提名获参议院确认，贝森特将主导美国的国际贸易、税收和金融监管等核心政策。以及推进特朗普的核心经济政纲，平衡经济等挑战，包括全面减税计划，同时确保美元和美国债券市场的稳定运行。

也有不少提名充满争议，一些提名成员则专业性不足。

与特朗普第一任期相比，特朗普执政 2.0 期的人事提名蕴含了更深层次的政策诉求。从人选特点来看，特朗普显然更倾向于剔除建制派，青睐于商界人士及外围选手。这反映了特朗普希望通过重塑内阁，以增强政府的执行力，力求在政策实施过程中更加高效。特朗普对于个人忠诚度的重视程度提升，这意味着政策的连贯性和一致性会得到进一步加强。

可以预见，未来的美国政策将更加强势。特朗普 2.0 时期美国经济将具有更强的经济内生动力、更高的通胀中枢、更紧张的劳动力市场、更高的中性利率和更强的财政约束。特朗普政策充分落地、通胀目标顺利完成和美联储持续降息将至多完成两项，预计较大可能出现政策落地和美联储降息之间的妥协平衡，而通胀约束将更为刚性。

4、欧洲经济有限复苏，欧央行或将延续渐进式节奏降息

欧元区经济复苏较弱，面临去工业化挑战。欧元区三季度 GDP 终值同比增长 0.9%，环比增长 0.4%，符合市场预期，均较第二季度有所好转。由于大多数主要经济体出现问题以及需求持续下降，11 月份欧元区工业活动大幅下滑。11 月制造业和服务业均弱于预期且处于萎缩区间，结束了自年初以来的增长态势。且新订单连续六个月下降且降幅持续扩大，企业信心降至一年来最低。短期内欧元区经济增长可能放缓，中期经济面临下行风险。

欧元区通胀略有反弹，11 月 HICP 初值同比升 2.3%，高于前值的 2%，符合预期；核心 HICP 同比连续第三个月持平于 2.7%，且环比下降 0.6%。12 月 12 日，欧央行如期降息 25BP 至 3%，声明删除“在必要的时间内保持政策利率足够严格”的表述，下调部分通胀预测、全面下调增长预测。欧洲央行表示，将采取依赖数据、逐次会议决定的方式来确定适当的货币政策立场。利率决策将基于对通胀前景的评估，包括最新经济和金融数据、潜在通胀动态以及货币政策传导的力度。管理委员会并未预先承诺特定的利率路径。上述表述与前次决议相同。欧洲央行放弃了利率政策“将在必要长的时间内保持充分限制性”的措辞，表明其货币政策立场已经发生了转变，未来欧洲央行或将加快货币宽松的步伐，后续降息料将更加顺畅。

欧央行决策面临不确定性难题。当下法国政局动荡仍悬而未决。马克龙继续任命一名仅能获得少数派支持的总理，相关动荡发生的频率将提高，存在无法实现财政紧缩的可能性。欧洲央行发布《金融稳定报告》指出，尽管多数欧元区国家的债务占 GDP 比重有所下降，但部分国家的主权债务负担仍然很重，可持续性存在较高风险。欧洲央行行长拉加德表示，欧洲央行需要更加关注金融稳定和欧洲经济长期增长。另外，由于贸易紧张局势加剧以及全球冲突等不确定因素，官员们不应仓促行事。

随着欧洲央行持续降息，欧洲保持需求复苏，但特朗普的贸易政策或将进一步冲击欧洲疲弱的工业，造成外需收缩和去工业化，影响就业创造并削弱工资—通胀螺旋。预计欧洲经济在明年将弱势复苏，通胀有望触及政策目标，欧央行也将保持降息节奏。预计 2025 年

欧央行继续以 25BP 节奏降息至明年 6 月。

5、地缘政治风险依然频发

地缘政治冲突频发是 2024 年金价大幅上涨的重要支撑因素之一。尽管市场预期特朗普执政后可能会加速俄乌战争的结束进程，但是特朗普是否确实具备迅速解决这一涉及众多利益方且旷日持久的冲突的能力，目前尚无定论。从近期俄乌冲突持续恶化，市场对于结束战争的预期可能过度乐观。

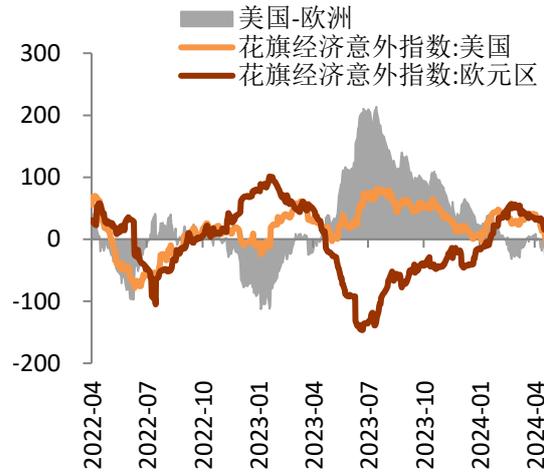
中东形势依然错综复杂，黎以停火协议正式生效后依然在动武，以色列和伊朗等势力的冲突仍在继续，并且以色列与 Hamas 在加沙地带的冲突实际上很难因为黎以冲突的结束而终止，未来可能还会有更多的冲突发生。在逆全球化背景下，各国之间的博弈加剧，潜在的地缘冲突可能会更加频繁，对国际地缘政治、全球贸易格局的深层次的影响仍在持续蔓延。

展望 2025 年，无论是中东地区、朝鲜半岛，还是俄乌之间的紧张局势，均未展现出明确的缓和迹象。地缘政治因素仍有可能继续成为推动贵金属价格脉冲式上涨的重要因素。

图表 8 美国 GDP 增速变化



图表 9 美欧经济意外指数变化

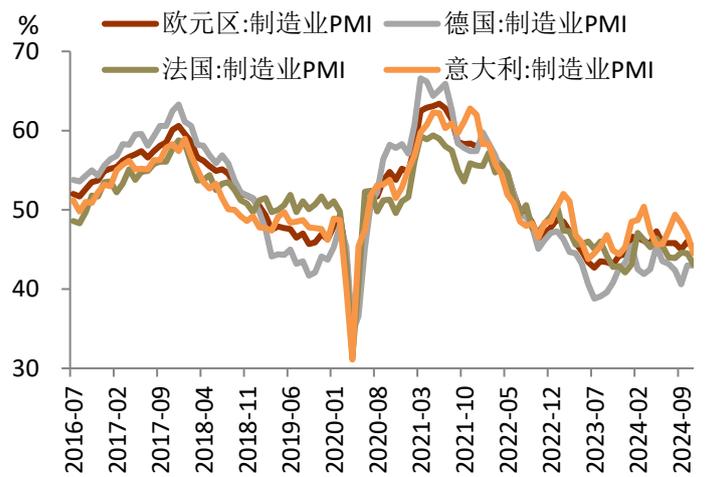


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 10 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

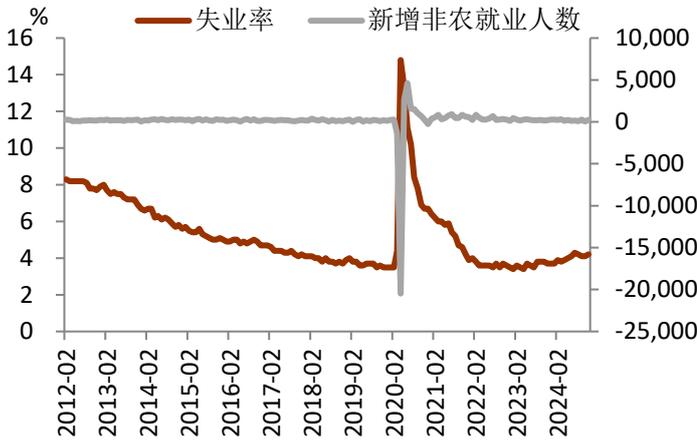


图表 11 欧元区制造业 PMI 增速变化

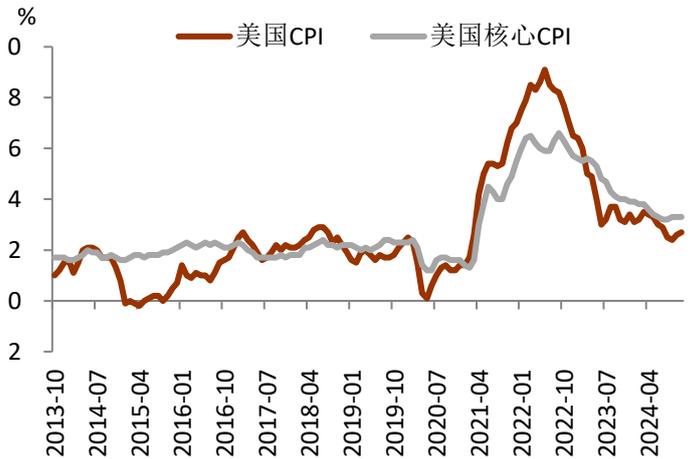


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 12 美国就业情况变化

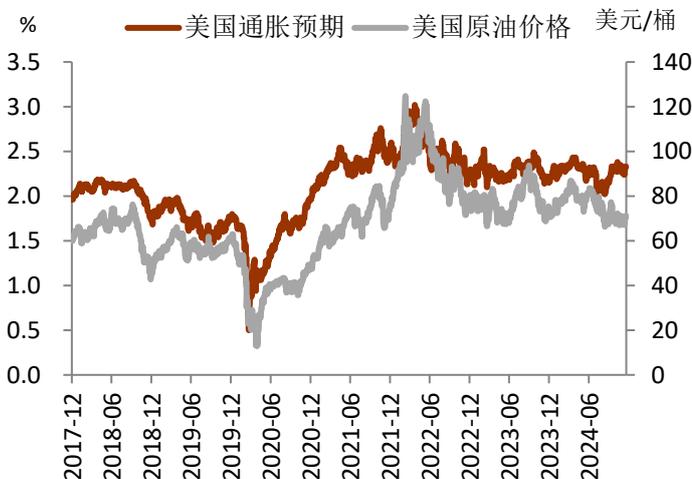


图表 13 美国 CPI 和核心 CPI 变化

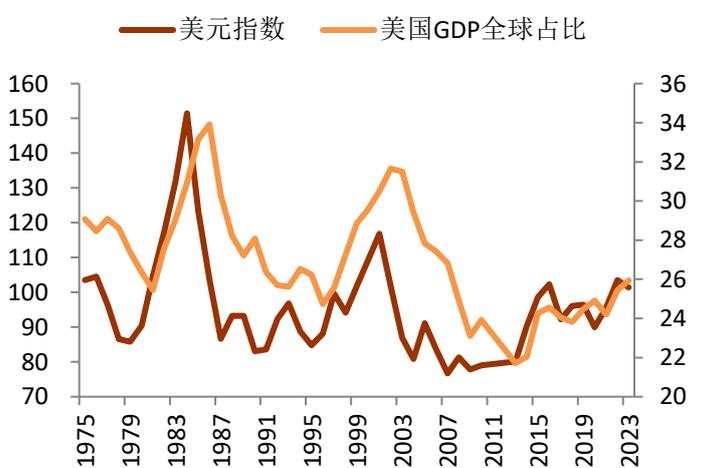


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 14 美国通胀预期与原油价格变化

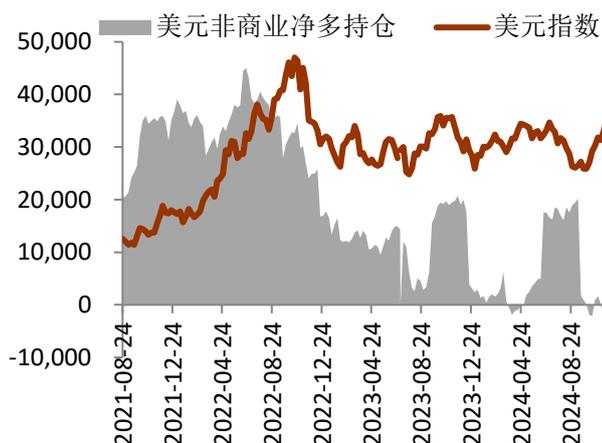


图表 15 美元指数与美国 GDP 全球占比

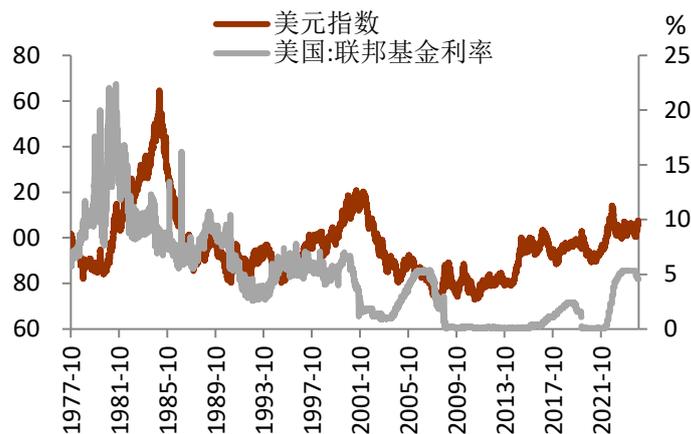


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 16 美元指数与美元非商业性净头寸变化

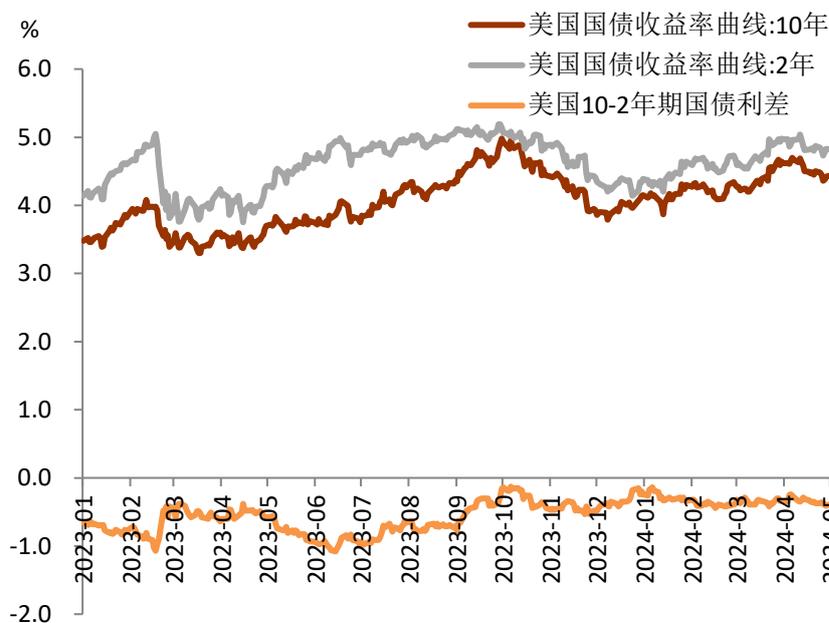


图表 17 美元指数与美国联邦基金利率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 18 美国 10-2 年期国债收益率持续倒挂



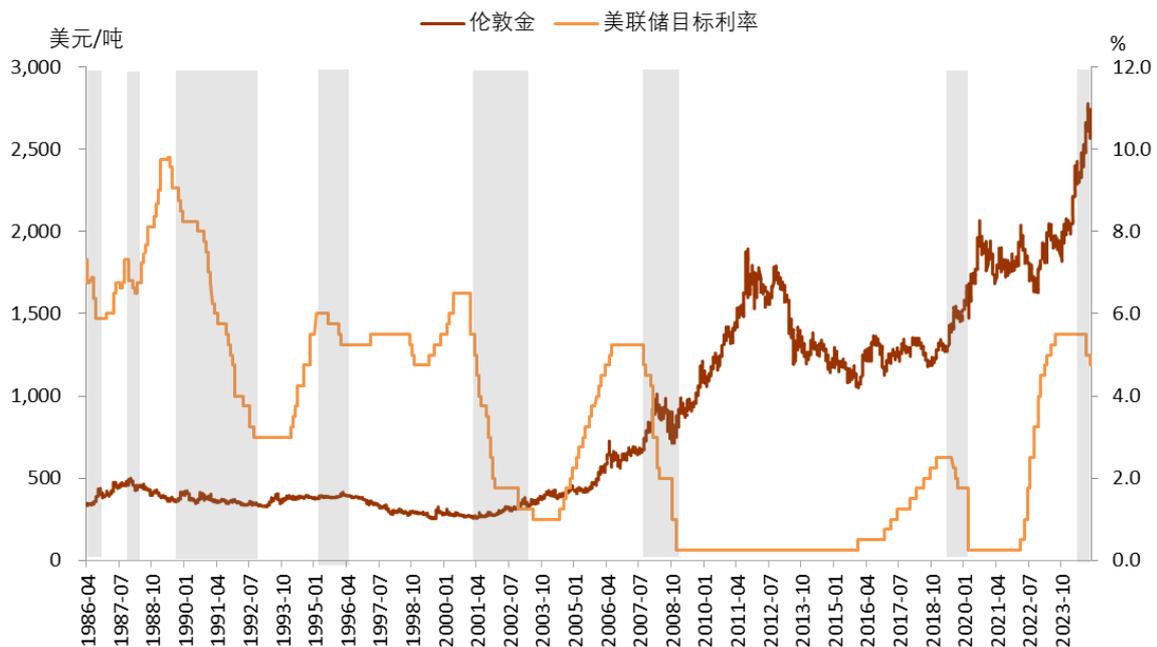
资料来源：Bloomberg，iFinD，铜冠金源期货

图表 19 CME 美联储利率预测

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	93.4%	6.6%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.0%	76.7%	5.3%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.7%	49.7%	38.2%	2.4%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	17.9%	47.3%	30.9%	1.9%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.8%	8.2%	29.4%	40.9%	19.6%	1.2%
2025/7/30	0.0%	0.1%	2.1%	12.1%	31.5%	37.0%	16.2%	1.0%
2025/9/17	0.0%	0.6%	4.5%	16.6%	32.8%	32.1%	12.6%	0.7%
2025/10/29	0.1%	1.1%	6.0%	18.7%	32.7%	29.6%	11.1%	0.6%
2025/12/10	0.2%	1.6%	7.3%	20.1%	32.4%	27.7%	10.0%	0.6%

资料来源: Bloomberg, iFinD, 铜冠金源期货

图表 20 美联储降息周期中金价表现



资料来源: Bloomberg, iFinD, 铜冠金源期货

三、贵金属的供需基本面分析

（一）黄金

1、高金价抑制金饰消费，全球黄金需求依然再创历史新高

世界黄金协会发布的 2024 年三季度《全球黄金需求趋势报告》显示，三季度黄金需求总量同比增长 5% 至 1313 吨，创历年三季度需求新高。得益于创纪录的高金价环境中依旧强劲的投资势头，本季度黄金需求总额首次突破 1,000 亿美元大关，同样刷新历史纪录。

全球投资需求同比增长逾一倍至 364 吨，主要因为西方投资者对黄金 ETF 的需求大增。全球范围内，黄金 ETF 流入 95 吨，是自 2022 年一季度以来首次取得季度需求正增长。金条和金币需求下降 9% 至 269 吨，但年初至今的需求总量已达 859 吨，与过去 10 年的平均水平 774 吨相比，表现依然强劲。

三季度金价屡创新高，抑制了金饰的需求。全球金饰消费总量同比下降 12% 至 459 吨，但其价值总额同比上升 13% 达 360 多亿美元，反映出消费者更愿意花费金钱去购买轻量化的金饰产品。此外，随着人工智能热潮持续，电子消费品行业蓬勃发展，也推动了科技用金的需求总量同比增长 7%，达 83 吨。

亚洲市场仍然是全球黄金需求的核心区域，不包括央行在内的年度需求中超过 60% 来自亚洲。特别是在中国和印度，这两个国家仍然是全球最大的黄金消费市场。印度黄金需求受到多重利好因素支撑，特别是今年下半年，印度宣布将黄金进口税从 15% 降至 6%，刺激了黄金需求。

今年三季度黄金供应总量 1313 吨，同比增长 5%，其中金矿产量达 989.8 吨，同比增长 6%；回收金为 323 吨，同比增长 11%。

图表 21 图 2018–2024 年 3 季度全球黄金供需平衡表（单位：吨）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2023年同 比变化	Q1'24	Q2'24	Q3'24	2024年前三季 度同比变化
供应											
矿产金	3,658.4	3,605.0	3,484.0	3,573.2	3,633.0	3,643.9	0	871.6	907.0	989.8	6
生产商净套保	-11.6	6.2	-36.6	-5.4	-12.3	67.4	-	-24.8	8.5	0.2	-99
回收金	1,131.7	1,275.7	1,293.1	1,136.2	1,140.1	1,238.7	9	350.2	336.4	323.0	11
供应量	4,778.5	4,886.9	4,740.5	4,704.0	4,760.8	4,950.0	4	1,197.0	1,251.9	1,313.0	5
需求											
金饰制造	2,290.0	2,152.1	1,324.0	2,231.1	2,195.9	2,190.5	0	536.4	408.2	543.3	
金饰消费	2,250.2	2,126.7	1,398.1	2,148.4	2,089.6	2,111.5	1	478.8	390.9	458.6	-7
金饰库存	39.8	25.4	-74.2	82.8	106.3	78.9	-26	57.7	17.2	84.6	-12
科技	341.7	332.7	309.0	337.2	314.8	305.2	-3	80.5	80.2	83.0	36
电子用金	274.9	268.6	255.3	278.7	257.7	248.7	-4	66.3	66.9	69.0	7
其他行业	51.5	50.1	41.9	47.1	46.8	47.1	1	11.9	11.1	11.8	9
牙科	15.3	13.9	11.9	11.4	10.3	9.4	-9	2.3	2.3	2.2	1
投资	1,160.9	1,274.7	1,794.9	991.5	1,112.5	945.3	-15	203.7	266.1	364.1	-4
金条与金币	1,090.7	871.1	902.3	1,180.3	1,222.1	1,189.6	-3	316.7	273.2	269.4	132
金条	775.8	583.6	542.8	810.9	802.2	781.5	-3	226.2	198.4	198.4	-9
官方金币	241.9	220.7	290.4	284.4	320.9	293.5	-9	66.0	49.6	31.3	-4
奖章/仿制金币	73.0	66.8	69.1	84.9	98.9	114.6	16	24.5	25.3	39.8	-42
黄金ETFs及类似产品	70.2	403.6	892.5	-188.8	-109.5	-244.2	-	-113.0	-7.1	94.6	17
各国央行及其他机构	656.2	605.4	254.9	450.1	1,081.9	1,049.1	-3	305.2	202.2	186.2	-
黄金需求	4,448.9	4,364.8	3,682.8	4,009.9	4,705.1	4,490.0	-5	1,125.8	956.7	1,176.5	-49
场外及其他	329.6	522.0	1,057.7	694.0	55.7	460.0	726	71.2	295.2	136.5	0
总需求	4,778.5	4,886.9	4,740.5	4,704.0	4,760.8	4,950.0	4	1,197.0	1,251.9	1,313.0	97
LBMA黄金价格 (美元/盎司)	1268.49	1392.6	1769.59	1798.61	1800.09	1940.54	8	2,069.8	2,338.2	2,474.3	5

数据来源：World Gold Council，铜冠金源期货

2、全球央行仍在持续购买黄金，但速度放缓

黄金储备一直是各国国际储备多元化构成的重要内容。从 2010 年开始，全球央行就成为黄金的净买入方。特别 2022 年初俄乌冲突发生后，欧美冻结了俄罗斯央行在海外的外汇储备，各国央行加速其储备资产的多元化进程，黄金作为没有政治风险的资产受到央行的青睐。全球央行在 2022 年增持创纪录的 1082 吨黄金储备后，去年依然热情不减，购金规模仍达到 1037 吨。中国央行是去年全球增持黄金储备规模最大的买家，去年总计增持逾 200 吨黄金。

今年年初至今，全球央行购买黄金 694 吨，低于 2023 年的记录；第三季度，全球央行购买黄金 186.2 吨，同比下降 49%。全球央行中，波兰国家银行和匈牙利中央银行是第三季度最大的买家。全球央行的需求依然强劲，年初至今的净购买量与 2022 年同期相当。预计官方机构的需求将远高于平均水平，但可能会低于去年的总量。在黄金价格快速上涨的时期，一些央行可能会战术性地延迟购买。逆全球化背景下，全球央行去美元化趋势将持续、地缘政治突然可能更加频繁，央行大量购金将持续，将继续为黄金需求提供支撑。

中国央行时隔半年再次购金。央行公布的数据显示，中国 11 月末黄金储备 7296 万盎司，相较 10 月末增持 16 万盎司。此前央行已连续 6 个月暂停增持黄金。中国央行前黄金储备数量为 2264.3 吨，居全球第七为，黄金储备在外汇储备种的占比依然非常低，还有很大增长空间。

图表 22 各国黄金储备数量及排名

排名	国家和地区	黄金储备 (吨)	占外汇储备比例
1	美国	8133.5	74.9%
2	德国	3351.5	74.9%
3	国际货币基金组织	2814.0	1)
4	意大利	2451.8	71.5%
5	法国	2436.9	73.0%
6	俄罗斯	2335.9	32.9%
7	中国	2264.3	5.6%
8	瑞士	1039.9	9.6%
9	日本	880.5	11.2%
10	印度	846.0	5.9%
11	荷兰	612.5	65.5%
12	欧洲央行	612.0	36.8%
13	土耳其	506.5	38.3%

数据来源：World Gold Council，铜冠金源期货（截止于 2024 年 12 月）

（二）白银

虽然白银与黄金同样具有商品属性、货币属性和金融属性，但白银的商品属性要强于黄金，银价更容易受到商品属性的影响。货币属性和金融属性决定了银价的方向，而商品属性则决定了银价的波动幅度。

从历史走势和经验分析来看，银价的走势跟随金价，黄金价格走势决定白银的价格趋势，白银的供需状况影响其价格弹性。

1、白银的供需缺口在持续扩大

近几年，全球白银的供需状况有明显改善。从 2021 年起，全球白银供需格局就由之前的供应过剩转变为供应紧缺。随着白银需求的快速增加，和较低的矿山产量供应上行不足，白银的供需缺口在持续扩大。

白银强劲需求背后的主要驱动力之一是在其在绿色技术中的关键作用，特别是在支撑太阳能生产的光伏（PV）领域。汽车行业需求的增加、车辆电气化进程加快，以及充电站等基础设施的投资，也为工业白银需求提供了助力。此外，人工智能技术的快速普及所引发的科技升级、设备更换和新基础设施投资，也推动了工业白银的需求。预计将在 2024 年得到增强，工业需求的增长尤为显著。工业需求预计将增长 7%，首次超过 7 亿盎司。

珠宝和银器需求回升，白银实物投资有所下滑。白银珠宝与银器的需求预计在 2024 年增长 5%，其中印度是主要增长贡献者，美国市场的珠宝需求也将增加，这也将对亚洲和欧

洲的主要出口国产生积极影响。相比之下，实物投资需求预计下降 15%，达到四年来的最低水平，为 2.08 亿盎司。这一下降主要集中在美国，银币和银条的销量预计将下降 40%，达到 2019 年以来的最低水平。

白银将继续受益于与全球推动清洁能源相关的结构性收益。除了工业用途外，珠宝与银器需求恢复也将推动整体需求达到 12.1 亿盎司。

供应限制主要是由于矿山生产停滞和回收利用有限。在供应方面，2024 年全球白银开采产量预计同比增长 1%，达到 8.37 亿盎司。墨西哥、智利和美国的产量增长将超过秘鲁、阿根廷的产量下降。受价格上涨推动，白银回收预计将增长 5%，达到 12 年来的最高水平。回收增长大部分来自价格敏感的行业，比如西方国家的银器废料增加。工业回收也略有增加，这部分增长占比较小。

预计全球白银市场在 2024 年将连续第四年出现实物供应赤字。世界白银协会预测，这一赤字将达 1.82 亿盎司，与 2023 年相比缺口在持续扩大。Metals Focus 还预测，这一赤字预计将在未来持续存在。

图表 23 全球白银供需平衡表（单位：百万盎司）

单位：百万盎司	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
供给量									
银矿产量	26860.8	26447.2	26021.0	24329.0	25741.1	26024.2	25831.3	25613.6	25410.7
回收量	4572.2	4618.8	4603.3	5163.2	5452.4	5555.1	5555.1	5564.4	5569.1
生产商净套保			432.3	264.4					
官方部门销售净额	31.1	37.3	31.1	37.3	46.7	52.9	51.0	46.7	43.8
总供给	31467.2	31103.3	31087.8	29793.9	31243.3	31582.3	31436.1	31221.5	31023.6
需求量									
工业需求	16027.5	15900.0	15853.4	15200.2	16428.8	18298.1	20354.0	22111.4	24306.4
其中：光伏需求	3166.3	2877.1	3041.9	3110.3	3485.5	4538.6	7690.5	8631.8	9238.0
摄影需求	1007.7	976.6	954.9	836.7	861.6	855.3	839.8	811.8	790.9
珠宝首饰需求	6102.5	6317.1	6264.2	4681.1	5645.3	7293.7	6317.1	6572.1	6238.6
银器需求	1847.5	2087.0	1906.6	970.4	1265.9	2286.1	1716.9	1828.9	1635.8
投资需求	4845.9	5147.6	5816.3	6370.0	8522.3	10484.9	7561.2	6593.9	5229.2
供应商净套保	34.2	230.2			108.9	556.7	379.5		
总需求	29865.4	30658.5	30792.3	28052.1	32832.7	39778.0	37168.5	37918.1	38200.7
供需分析	1601.8	444.8	295.5	1741.8	-1589.4	-8192.7	-5732.3	-6696.5	-7177.1

资料来源：The Silver Institute，铜冠金源期货

四、市场结构及资金流向分析

1、金银比价变化

自从 1971 年尼克松宣布美元与黄金脱钩以来，金银价格开始剧烈波动，金银比价的波动区间非常大。长期来看，金银比价并不存在明显的均值回归的规律，阶段性波动主要由逻辑驱动。

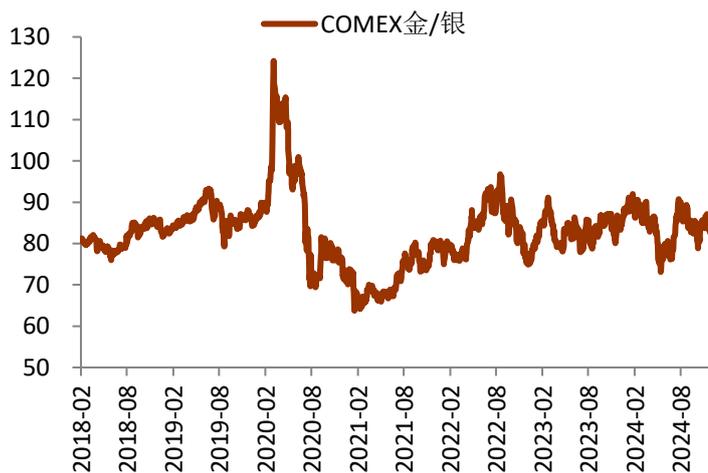
2020 年金银比价的波动率明显加大，在 2020 年 3 月中旬达到 124 的历史高点，而后银

价的补涨导致金银比价快速回落至 67 一线。2021 年金银比价的波动率变小，因金价走势整体强于银价，金银比价的重心整体上移。2022 年金银比价再度冲高后回落。2023 年金银比价在 75-92 之间宽幅震荡。

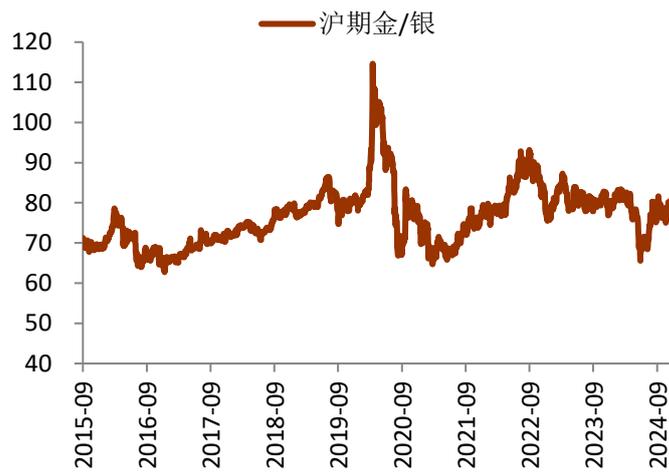
今年年初，在贵金属价格调整的过程中，COMEX 金银比价再度上涨，在 3 月初最高至 91 附近，随后贵金属价格低位反弹，COMEX 金银比价持续回调至 5 月至 78 一线，之后金银价格高位回调，COMEX 金价比价再度反弹，下半年金银比价波动减弱，COMEX 金银比价整体在 78-85 的区间内波动，整体来看，金银比价有“在贵金属价格上涨趋势中，金银比价下降；在贵金属价格下降趋势中，金银比价上涨”的规律。我们预计贵金属仍处于阶段性调整的过程之中，预计接下来几个月金银比价大概率还是会继续高走。

而国内金银比价变化跟随外盘，还受到人民币兑美元汇率的影响。今年上半年人民币兑美元汇率大幅贬值，国内金银价格走势都明显强于外盘，沪金银比价波动更窄，今年大部分是在 78-82 的区间内窄幅波动。近期人民币兑美元贬值趋缓，国内金银价表现强于外盘的现象有望改观，国内金银比价依然会跟随外盘波动。

图表 24 COMEX 金银比价变化



图表 25 沪期金银比价变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、铜金比价变化

铜作为最主要的基本金属，其价格走势代表了基本金属的整体变化趋势。铜的需求弹性显著强于黄金，铜金比价可以代表投资者的风险偏好，也包含了市场对经济基本面的预期。从历史上看，铜金比价的波动区间很大，LME 铜价/伦敦金价的波动在 3-12.2 之间。2021 年上半年在铜价创历史新高时，铜金比价从 4 一线上移至最高 5.7，之后铜金比价在当年 10 月再上冲至 5.78 的阶段高点，之后就震荡下行，整体呈下降趋势。

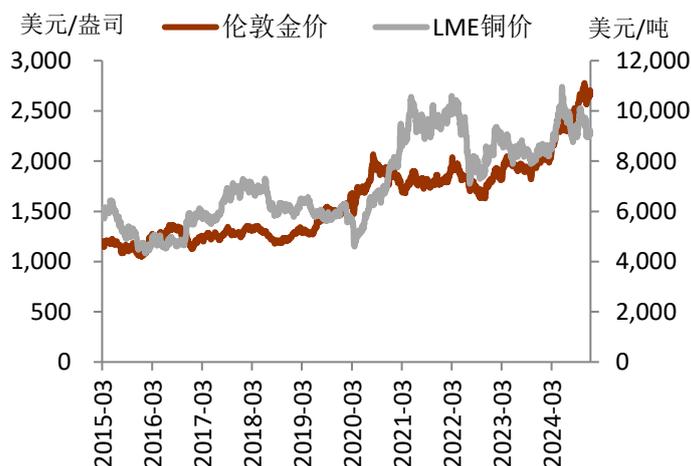
近几年，铜的金融属性显著增强，宏观对冲基金加强对铜的配置，铜价和金价的相关性强化，特别是在今年上半年美铜逼仓的情况下，贵金属和铜价走势同涨同跌，联动性非常

强。今年美铜上演罕见的逼仓行情，LME 铜价/伦敦金价的在 5 月 20 日铜价见顶的当日达到 4.5 的阶段高点。之后，铜价快速回落，而金价再不断再创历史新高，铜金比价也持续下行，11 月下旬至 3.3 的低点，目前依然处于低位。预计金价依然会处于高位运行，铜金比价持续下行的概率较大。

图表 26 铜金比价变化



图表 27 金价与铜价走势对比



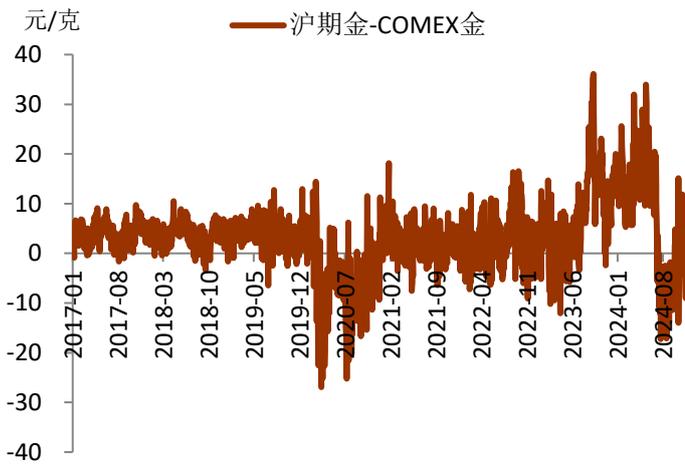
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、内外价差及期现价差变化

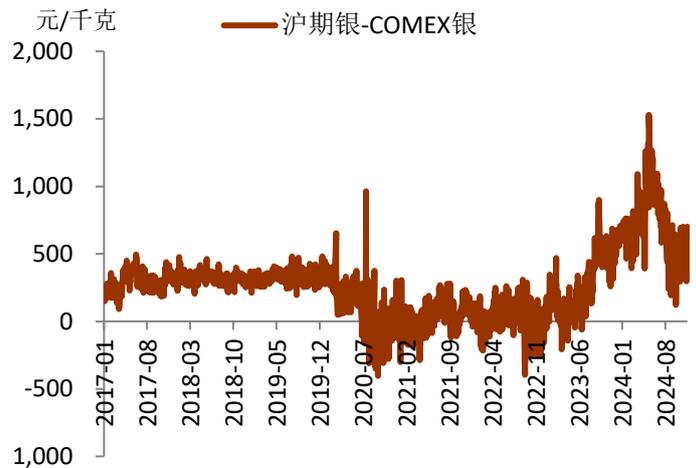
在 2024 年上半年，美国经济好于预期，而国内经济复苏不及预期，人民币兑美元汇率有克制地贬值，离岸人民币兑美元汇率从年初地 7.1 贬值到 7.3 附近，国内金银价格走势明显强于外盘。沪期金与 COMEX 金银之间的价差整体走阔，黄金的内外价差一度接近去年 9 月底时的历史高点，而国内白银的含税价格相对于外盘银价则持续扩大创历史新高，不含税价差也由之前的多年持续贴水转为水平及小幅升水的状况，这也与国内市场的白银消费旺盛，以及资金加大对白银的配置有关。

但今年下半年汇率波动对金银内外价差的影响脱离了之前的规律。7 月初日本央行意外加息之后，美元指数大幅下挫，人民币兑美元汇率止跌回升，国内金银价格对外盘的价格快速收敛，并转向贴水。9 月底市场开启“特朗普交易”，美元至再度走强，人民币汇率出现明显贬值，国内金银价格依然对外盘维持贴水。预计这种内盘金银价格相对于外盘贴水的状况还会维持较长的一段时间。

图表 28 沪期金与 COMEX 金价差变化

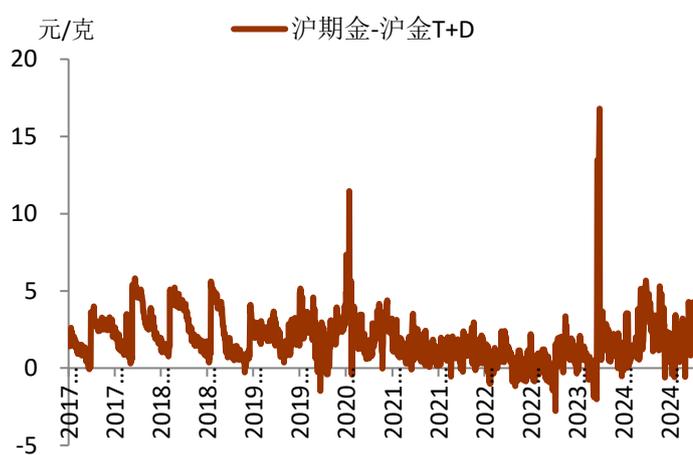


图表 29 沪期银与 COMEX 银价差变化

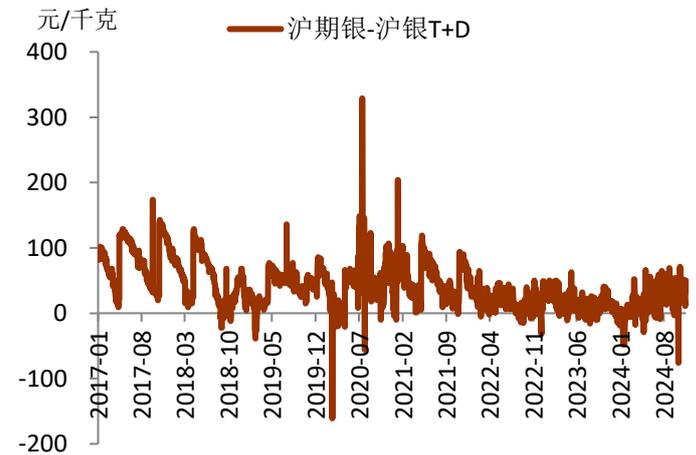


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 30 沪期金与沪金 T+D 价差变化



图表 31 沪期银与沪银 T+D 价差变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、贵金属库存变化

COMEX 黄金白银期货库存均从 2021 年 2 月份的历史高点明显回落，2023 年金银库存整体呈持续下降的趋势。进入 2024 年，COMEX 黄金的库存持续下降，在 10 月底下降至 1700 万盎司以下之后又开始回升，而白银的库存则持续小幅增加。

截至 2024 年 12 月 13 日，COMEX 黄金期货的库存有 1864 万盎司，合计约 580 吨，比上月增加 7.49%，比去年同期减少 7.12%；COMEX 白银库存增至 2.98 亿盎司，合计约 9590 吨，环比减少 1.39%，同比增加 14.83%。

国内的白银库存在今年上半年都延续之前的下降趋势，但下半年上期所白银库存显著增加，上海黄金交易所的白银库存小幅下降，国内的白银库存下半年整体增加。截至 2024 年 12 月 13 日，上期所白银库存有 1261 吨，上海黄金交易所白银库存有 1296 吨，两大交

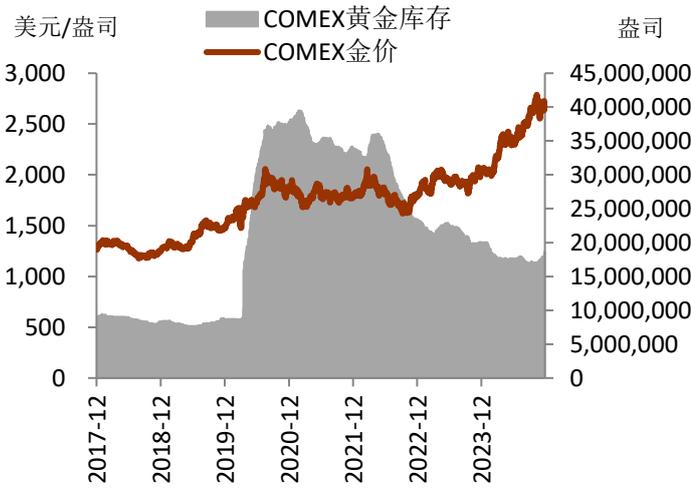
易所共计 2557 吨，比去年同期的 2583 吨减少了 28 吨。

图表 32 COMEX 贵金属库存变化

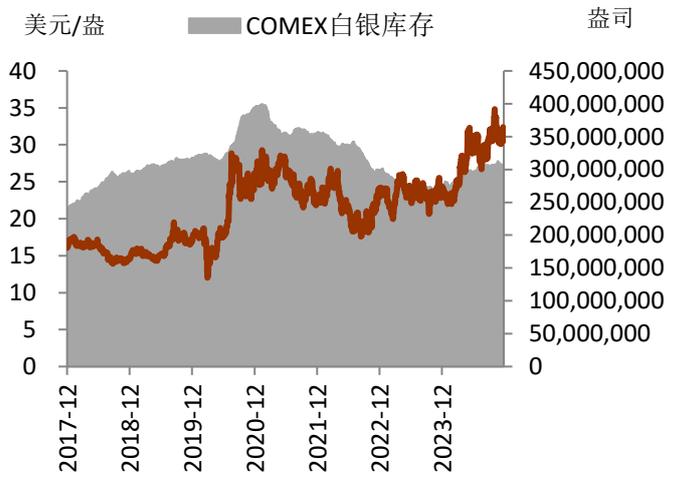
	2024/12/13	2024/11/13	2023/12/13	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	18643967	17344330	20074060	1299637	7.49%	-1430093	-7.12%
白银(千盎司)	308339728	312688147	268519185	-4348419	-1.39%	39820543	14.83%

资料来源: iFinD, Bloomberg、铜冠金源期货

图表 33 COMEX 黄金库存变化



图表 34 COMEX 白银库存变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 35 上海黄金交易所白银库存变化



图表 36 上海期货交易所白银库存变化



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

5、金银 ETF 持仓分析

从以往的规律来看，贵金属 ETF 的持仓变化往往都跟随贵金属价格的起伏而波动。近两年，国际金银 ETF 的持仓变化与金银价格变化的相关性明显减弱，全球最大的黄金白银 ETF 的持仓在金银价格走强时却不增反降。

究其原因，主要是欧美资金在流出黄金白银 ETF。细分来看，近两年欧美黄金 ETF 持仓持续流出，而亚洲黄金 ETF 的持仓在持续增加的，黄金价格却持续上涨并创出历史新高，反映出亚洲资金对黄金的定价能力在加强，反映到中国市场，近两年国内对黄金的投资热情旺盛。

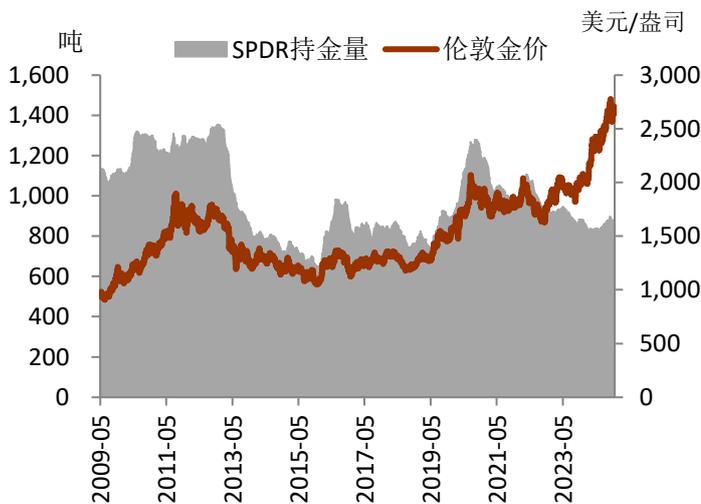
2024 年上半年资金依然在持续流出黄金 ETF，下半年全球黄金 ETF 资金流向出现反转，资金又开始流入。受低利率影响，加之担忧地缘政治风险，资金对避险资产黄金的需求增加。根据世界黄金协会的统计，2024 年第三季度全球黄金 ETF 净流入 95 吨，结束了连续 9 个季度的净流出态势。今年前三季度中国市场黄金 ETF 总持仓和资产管理总规模分别同比增长 49%和 91%。三季度，欧美市场黄金 ETF 净流入非常大，同时亚洲地区尤其是中国的黄金 ETF 市场则较为平稳。中国黄金 ETF 总持仓突破 100 吨，整体表现为大幅净流入。

图表 37 贵金属 ETF 持仓变化

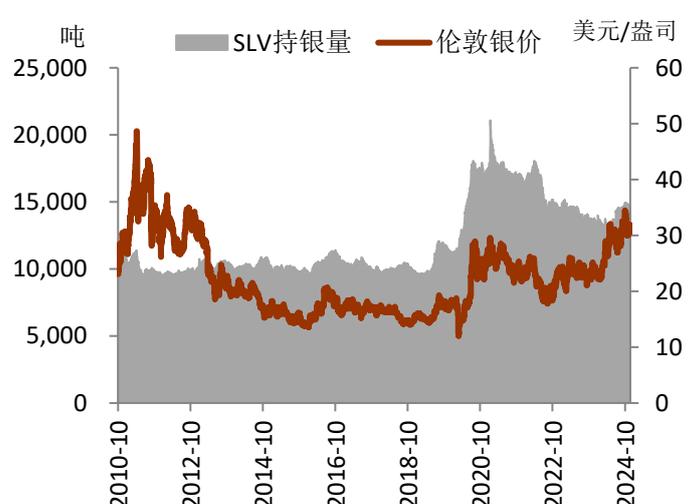
单位：吨	2024/12/13	2024/12/6	2024/11/13	2023/12/15	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	863.90	871.94	868.52	879.69	-8.04	-4.62	-15.79
ishares 白银 持仓	14247.03	14733.11	14732.26	13705.62	-486.08	-485.23	541.41

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 38 黄金 ETF 持仓变化



图表 39 白银 ETF 持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

6、CFTC 持仓变化

CFTC 的非商业性净多头持仓的变化代表了市场上投机资金的动向，在一定程度上引领着大宗商品价格的阶段性走势。

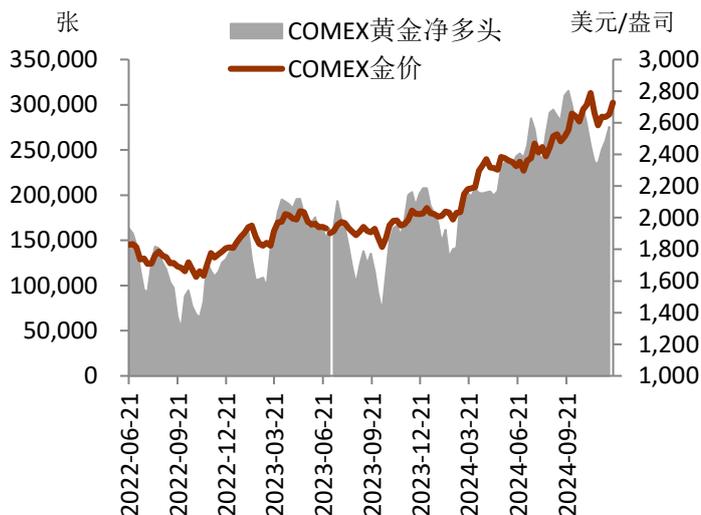
今年 2 月底金银价格开启上涨，COMEX 黄金白银期货的非商业性净多单从 2 月初就开始快速增加，特别是白银期货的净多持仓创近几年的高位，这也直接解释了银价在 3-5 月的这轮上涨中的涨幅远大于黄金。5 月之后金银价格再度冲高且波动较大，但黄金期货的非商业性持仓并没有明显减少，白银期货的非商业性净多持仓下降较多，也伴随着金价不断创历史新高，而银价表现不及金价强势。黄金期货的非商业性净多单的高点出现在 9 月底，而金价继续冲高至 10 月底的 2802 美元/盎司的历史最高点才开始回调。近期黄金期货的非商业性净多单继续增加，白银期货的非商业性净多单则下降，可见资金对近期金银价格的态度有分歧。但黄金和白银期货的净多持仓依然处于高位，显示资金并没有显著流出，依然看好后市金银的价格。

图表 40 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

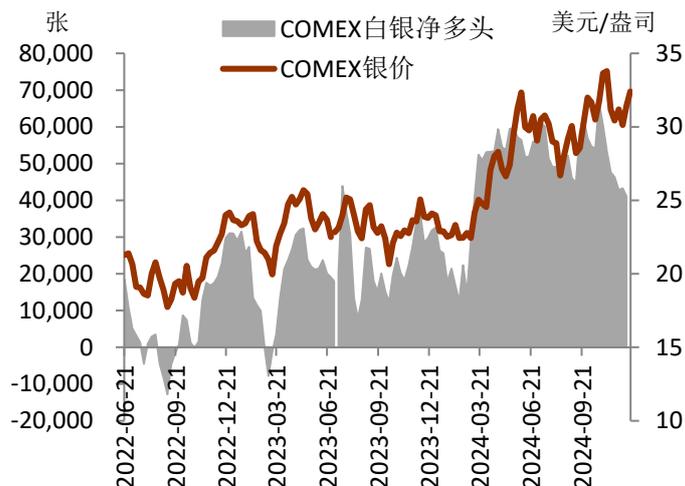
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2024-12-10	324332	48746	275586	15850
2024-12-03	307611	47875	259736	9398
2024-11-26	303401	53063	250338	15971
2024-11-19	309354	74987	234367	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2024-12-10	72515	31350	41165	-2095
2024-12-03	64285	21025	43260	477
2024-11-26	63076	20293	42783	-3540
2024-11-19	65939	19616	46323	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 41 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 42 CFTC 白银净多头持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

五、行情展望及操作策略：

贵金属价格的主导逻辑依然是美联储的货币政策走向。当前美国处于降息周期，实际利率的下降将继续支撑贵金属价格走势。当前美国处于降息周期，实际利率的下降将继续支撑贵金属价格走势。因市场的抢跑越来越提前，目前的金价或已包含了对后市降息预期的部分定价。且美国通胀有反弹风险，将制约明年美联储的降息空间。另外，逆全球化和去美元化背景下，黄金的货币属性逐渐回归，再加上地缘政治风险频发，也会提振黄金的避险需求。贵金属的长期资产配置价值依然显著。

经历了今年的强势上涨后，预计 2025 年金价的上涨或将放缓，但仍然存在一定的上行空间。

明年白银表现将超过黄金。当前的金银处于历史偏高水平，这说明相对于今年屡创新高的金价而言，银价目前仍然被低估。从历史规律来看，在贵金属牛市的后期阶段，白银的表现往往优于黄金。另外，光伏用银增加拉动需求，白银的供需缺口在持续扩大，也为银价提供支撑。预计波动性更强的银价在 2025 年将会有更耀眼的表现。

预计 2025 年贵金属价格走势仍将高位运行，国际金价主要波动区间：2450-3000 美元/盎司；国际银价主要波动区间：26-40 美元/盎司。

策略建议：金银波段操作，可在国际银价 27 美元下方时分批买入沪银虚值看涨期权

风险因素：二次通胀超预期，美联储提前开启加息

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A906 室
电话：0562-5819717

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。