货币属性增强，金银仍有看点

——2026 年黄金白银市场展望

2026 年报

2025 年 12 月 15 日

华安期货

投资咨询业务资格

证监许可[2011]1776

曹晓军　分析师

从业/投资咨询证号：

F3008012/Z0010934

初审：夏雨辰

F3031745/Z0014542

复审：杜贤利

F03095127/Z0017391

终审：闫丰

F0251054/Z0001643

电话：0551-62839752

Email:tzzx@haqh.com

网址：www.haqh.com

华安期货温馨提示：

“期”待诚信

“货”真价实

要点提示：

1、2025年，降息周期、贸易摩擦等因素带来支撑，贵金属大幅走高。

2、贵金属供需基本面保持稳定，ETF投资和央行购买成为重要力量。

3、展望2026年，预计主要经济体大概率延续降息步伐。

4、展望2026年，公共债务高企和贸易政策变化继续带来不确定性。

5、展望2026年，预计贵金属上半年继续走强，后续关注经济前景。

市场展望：

中长期，全球央行购金趋势、公共债务问题对冲击货币信用等因素仍提供支撑。

展望 2026 年，美国通胀水平回落，货币政策重心更多转向促进充分就业。中国，四季度物价指标回升，外贸数据也呈现转暖势头。

降息前景方面，主要经济体央行大概率延续在降息通道中。美联储方面，预计 2026 年会继续降息，但频率可能降低。欧洲央行关注通胀双向风险，预计未来一段时间继续“按兵不动”。

公共债务方面，主要经济体债务规模高企，财政政策的不确定性削弱货币信用，使得部分经济体央行、投资机构等持续增持黄金。

贸易政策方面，未来变数多，推动避险资产上行。贵金属作为重要矿产资源，在当前复杂多变的经贸环境下，其重要性更加突出。

综合来看，我们预计，明年上半年黄金、白银会延续偏强走势。下半年，随着降息带来的流动性宽松格局被市场充分定价，以及经济前景转好的概率增加，金银可能进入盘整或回落。

目录

一、2025 年贵金属行情回顾 1
二、宏观因素分析及前瞻 3
2.1 主要经济体或已进入降息周期 3
2.2 公共债务高企，货币信用受冲击 5
2.3 贸易政策的影响 7
2.4 影响因素前瞻 8
三、贵金属供需情况 9
3.1 黄金供需分析 9
3.2 白银供需分析 12
3.3 铂钯供需分析 13
四、2026 年贵金属市场展望 15
免责声明 16

图表目录

图表 1：2025 年贵金属价格走势（2025.1.2-2025.12.12） 1
图表 2：贵金属、原油、铜期货年内涨跌幅 2
图表 3：全球重要股票指数年内涨跌幅 2
图表 4：沪金期货主连 2
图表 5：沪银期货主连 2
图表 6：广期所铂期货主连 2
图表 7：广期所钯期货主连 2
图表 8：美国基准利率—联邦基金目标利率 4
图表 9：部分经济体的央行政策利率 4
图表 10：美国 PCE 物价指数当月同比 4
图表 11：美国 CPI 及核心 CPI 4
图表 12：新增非农就业人数 4
图表 13：美国失业率 4
图表 14：美元指数 5
图表 15：美国国债收益率 5
图表 16：美国公共债务总额 6
图表 17：外国投资者持有美债情况 6
图表 18：全球央行每年黄金需求（2014-2025） 6
图表 19：美国进出口金额同比变化 8
图表 20：中国出口总额同比变化 8
图表 21：全球黄金需求结构 10
图表 22：全球黄金供给结构 10
图表 23：SPDR 黄金 ETF 持仓 10

图表 24：黄金价格 10
图表 25：黄金国内库存 11
图表 26：黄金国际库存 11
图表 27：大类资产收益率对比 11
图表 28：2025 年公布的黄金税收新政策 12
图表 29：SLV 白银 ETF 持仓 13
图表 30：金银比 13
图表 31：白银国内库存 13
图表 32：白银国际库存 13
图表 33：NYMEX 铂金库存 14
图表 34：NYMEX 钯金库存 14

一、2025 年贵金属行情回顾

2025 年，贵金属价格整体震荡上行。根据 12 月 12 日**伦敦现货市场价格**：

金价 4346.95 美元/盎司，年内累计涨幅 67%；

银价 64.51 美元/盎司，年内累计涨幅 119%；

铂价 1774 美元/盎司，年内累计涨幅 94%；

钯价 1536 美元/盎司，年内累计涨幅 69%。

国际期货价格方面，根据 12 月 12 日 CME 交易所集团的贵金属期货主力连续合约价格：

COMEX 金价 4329.8 美元/盎司，年内累计涨幅 64%；

COMEX 银价 61.055 美元/盎司，年内累计涨幅 109%；

NYMEX 铂价 1764.2 美元/盎司，年内累计涨幅 94%；

NYMEX 钯价 1547.5 美元/盎司，年内累计涨幅 70%；

国内期货价格方面，根据 12 月 12 日上期所金银及广期所铂钯的主力连续合约收盘价格：

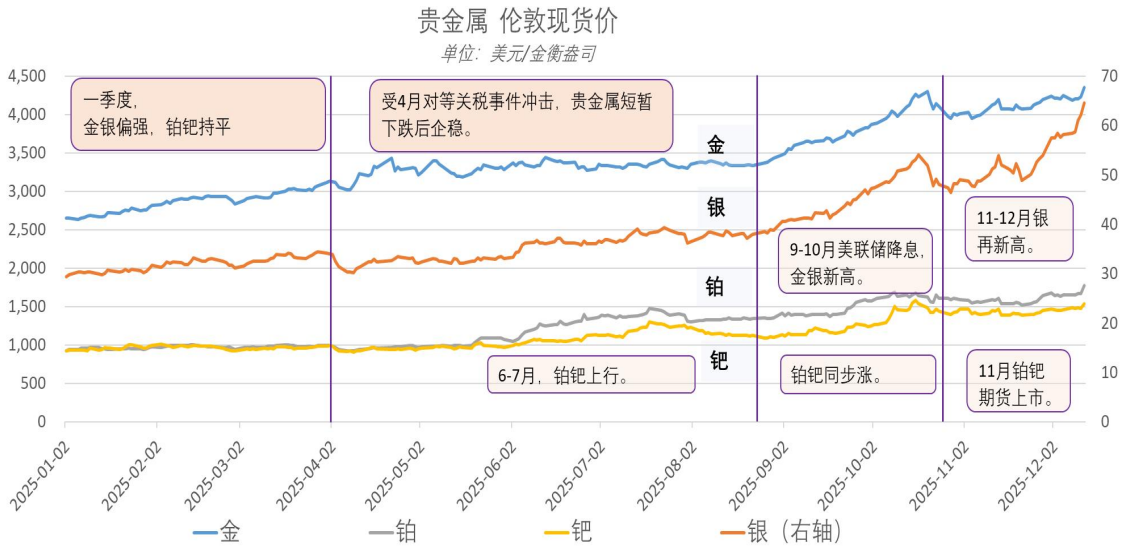
沪金 958.9 元/克，年内累计涨幅 57%；

沪银 14892 元/克，年内累计涨幅 99%，

铂期货 452.05 元/克，较 11 月 27 日上市挂牌基准价上涨 11.6%。

钯期货 389.45 元/克，较 11 月 27 日上市挂牌基准价上涨 6.7%。

图表 1：2025 年贵金属价格走势（2025.1.2-2025.12.12）

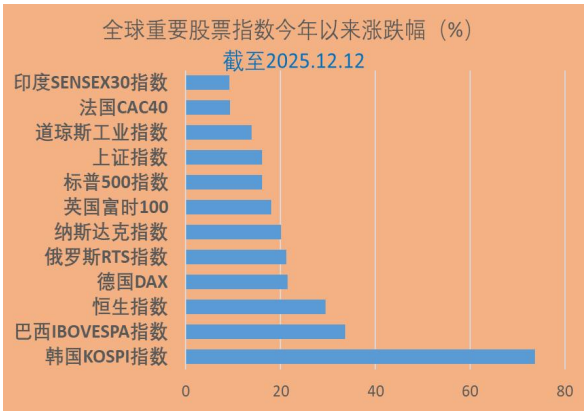


数据来源：华安期货研究院；同花顺iFinD

图表 2：贵金属、原油、铜期货年内涨跌幅



图表 3：全球重要股票指数年内涨跌幅

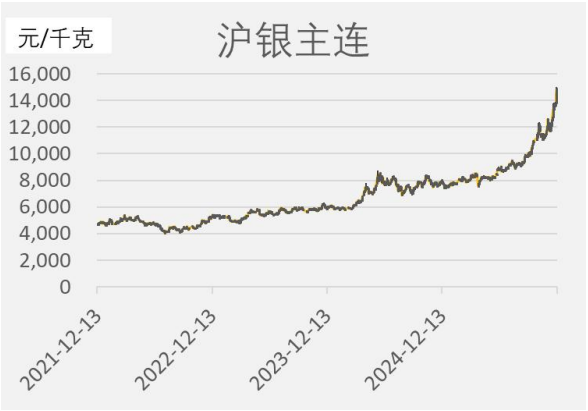


数据来源：华安期货研究院；同花顺iFinD

图表 4：沪金期货主连



图表 5：沪银期货主连

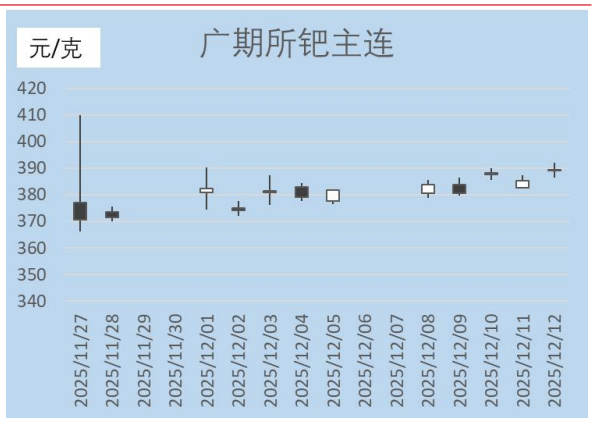


数据来源：华安期货研究院；同花顺iFinD

图表 6：广期所铂期货主连



图表 7：广期所钯期货主连



数据来源：华安期货研究院；同花顺iFinD

我们金价为主，回顾贵金属行情及影响因素。2025 年走势大致分为四个阶段：缓步走高、区间波动、连续大幅走高、高位整理。

一季度，延续去年上行走势，缓步走高。由于美联储暂停降息步伐等原因，市场没有明显驱动因素。

4 月到 8 月下旬，受对等关税政策的因素扰动，呈现区间波动。4 月初美国宣

布对等关税政策，全球金融市场出现一波动荡，贵金属亦经历短线下跌，随后三个多月，国际金价在3000-3500美元/盎司区间运行。

8月底到10月下旬，在美联储连续降息推动下，连续大幅拉高。金银价格在10月下旬创下历史新高。

10月底至12月上半月，因贸易紧张局势缓和、美联储降息预期分化等因素影响，高位震荡。金价缓步慢行，银价受到金融属性提振叠加需求前景向好的影响，继续创下新高。

二、宏观因素分析及前瞻

2.1 主要经济体或已进入降息周期

从全球利率环境来看，2024年以来，多个发达经济体都开展了几次降息，比如美国、加拿大、欧元区、英国、韩国等。

欧洲方面，2024年启动降息，从2024年6月到2025年6月之间，合计降息八次，累计幅度250个基点。在今年下半年连续几次暂停降息后，欧洲央行在货币政策调整路径上继续释放出保持耐心的信号，并且指出通胀存在的双向风险。从最新物价指标来看，11月欧元区调和CPI同比小幅回升至2.2%，尽管能源价格回落缓解了部分压力，但服务业价格成本存在黏性，显示出欧元区价格压力持续存在。

美国方面，当地时间2025年12月10日，美联储发布议息决议，下调联邦基金目标利率区间25个基点至3.5-3.75%。在今年9月、10月，美联储均降息25基点，本次为今年第三次降息，年内累计降息75个基点。从2024年9月算起，本轮累计降息幅度已达到175个基点。另外，美联储自12月开始扩大资产负债表，重新启动短期国债购买计划。

2026年，美联储是否继续降息，节奏如何呢？

最新美联储点阵图显示，在2026年和2027年各有一次25个基点的降息。美联储主席鲍威尔在议息后的新闻发布会上表示，货币政策无预设路径。通胀仍偏高，但非关税驱动的核心通胀已显著改善，若无新关税，商品通胀预计2026年一季度见顶。利率已处于中性区间上端，政策正从限制性向中性过渡。为缓解市场压力，短期国债购买规模将在未来数月维持高位，预计2026年4月15日前完成。

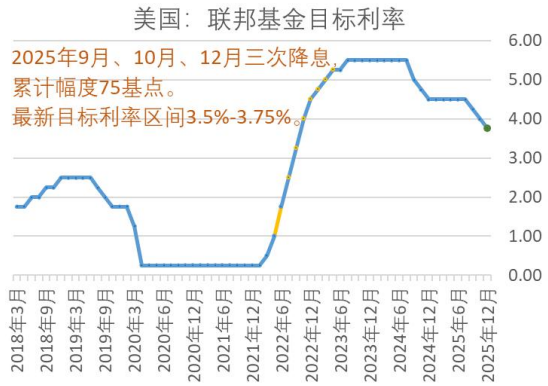
我们可以从经济指标中寻找一些线索。经济指标显示，2025年物价指标基本保持稳定，而反映劳动力市场状况的失业率和新增非农就业人数等指标均有所抬升，这使得美联储当前更加关注劳动力市场的下行风险，从而延续宽松政策举措。

具体来看，相较于新冠疫情之后的2021-2023年，当前美国通胀水平得到较好控制。美国劳工统计局10月底公布数据显示，美国9月CPI同比增长3%，环比

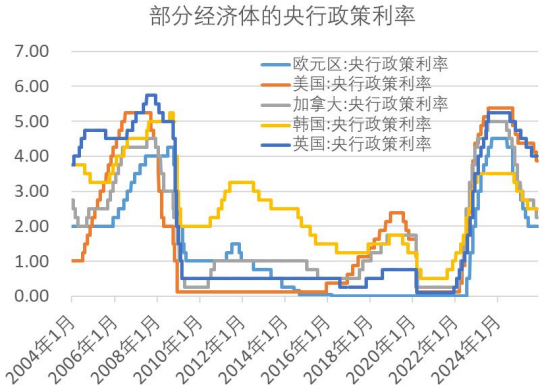
增长 0.3%；9 月核心 CPI 同比增长 3%，环比增长 0.2%。劳动力市场方面，11 月私营企业减少 3.2 万个工作岗位，为 2023 年 3 月以来最大降幅，远不及市场预期的增加 1 万个，数据显示 11 月就业下滑主要由小型企业驱动。

展望 2026 年，综合经济现状及美联储给出的预估数据来看，预计会继续降息，但降息频率可能降低。

图表 8：美国基准利率—联邦基金目标利率



图表 9：部分经济体的央行政策利率

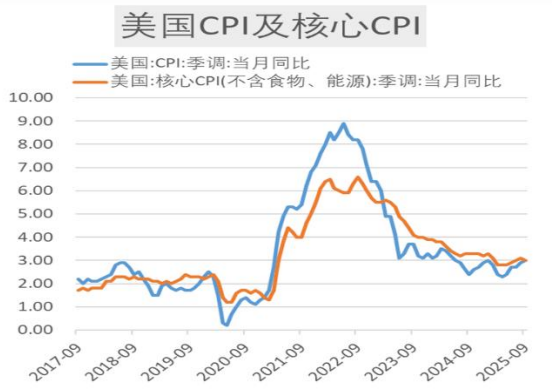


数据来源：华安期货研究院；同花顺iFinD

图表 10：美国 PCE 物价指数当月同比

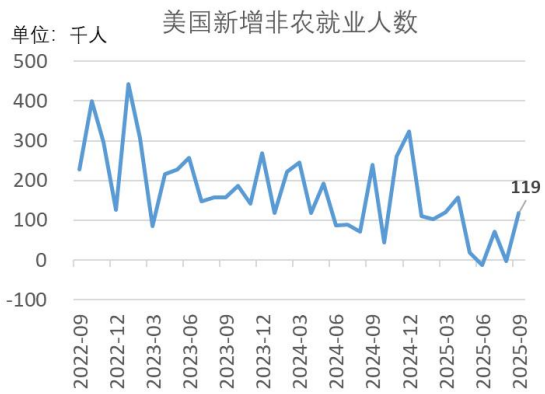


图表 11：美国 CPI 及核心 CPI

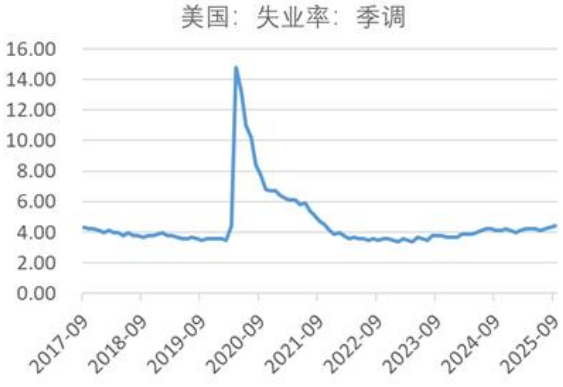


数据来源：华安期货研究院；同花顺iFinD

图表 12：新增非农就业人数



图表 13：美国失业率



数据来源：华安期货研究院；同花顺iFinD

再关注美元和美债收益率。

美元方面，随着 11 月份美国临时拨款法案签署，联邦政府停摆问题暂时解决，但财政困境、信用货币危机等带来很多不确定性，美元继续承压。

美债收益率在 2025 年初达到年内峰值，随后以震荡下行为主。具体，两年期和十年期国债收益率在 1 月 13 日分别达到高点 4.4%、4.79%，12 月 12 日为 3.52%、4.19%，分别较高点下行 88BP、60BP。**可以看出，2025 年美债收益率曲线整体陡峭化下行。**

中美利差方面，10 年期美国国债收益率与 10 年期中国国债收益率之差在 2025 年整体走窄，年初为 296BP，12 月 12 日为 235BP，收窄幅度 61BP。一方面，在国内积极财政政策为主、货币政策适度宽松的基调下，10 年期中国国债收益率低位波动，年内从 1.6%附近回升至 1.8%上方。另一方面，受到美联储降息预期的影响，美债收益率从高位下行。中美利差高位会影响人民币汇率和跨境资本流动等，对包括黄金、股票、债券等在内的大类资产走势产生冲击。

图表 14：美元指数



图表 15：美国国债收益率



数据来源：华安期货研究院；同花顺iFinD

2.2 公共债务高企，货币信用受冲击

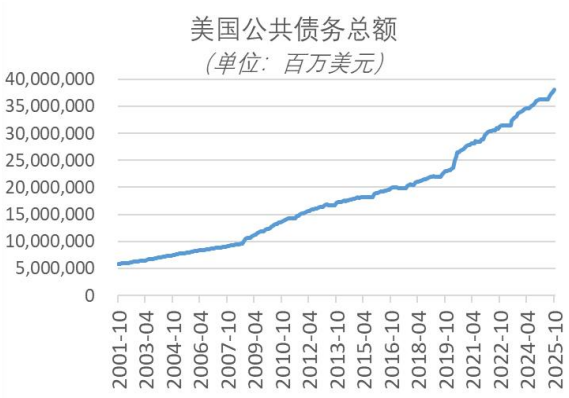
全球范围来看，公共债务规模较高。当地时间 10 月 15 日，国际货币基金组织（IMF）发布最新一期《财政监测报告》指出，到 2029 年，全球公共债务规模预计将突破全球 GDP 的 100%，达到自 1948 年以来的最高水平。IMF 警告，如果当前财政支出与债务增长趋势得不到遏制，全球金融稳定性可能面临严重威胁。

世界银行发布《国际债务报告》显示，在 2022 年至 2024 年间，发展中国家外债偿付资金与新增融资之间的缺口达到 7410 亿美元，为 50 多年来最高水平。2024 年，发展中国家外部债务总额达到创纪录的 8.9 万亿美元，总体利息支付额达到创纪录的 4154 亿美元。

近年来，美国联邦政府债务增长呈现加速的态势。2022 年底突破 31 万亿美元，2023 年底突破 34 万亿美元，2024 年底突破 36 万亿美元，美国财政部最新公布的

数据显示，截至 10 月 21 日，美国联邦政府债务规模总额首次超过 38 万亿美元。总体，随着财政赤字连年增加，债务规模不断上升，财政政策的可持续性受到挑战，而过高的利息成本也给经济带来负担。财政政策不确定性削弱美元信用，使得部分经济体央行、投资机构等减持美元资产，转而投向黄金。

图表 16：美国公共债务总额



图表 17：外国投资者持有美债情况



数据来源：华安期货研究院；同花顺iFinD

图表 18：全球央行每年黄金需求（2014-2025）



数据来源：华安期货研究院；同花顺iFinD

世界黄金协会数据显示，各国央行 10 月份净买入 53 吨黄金，环比增长 36%，创下今年迄今最大单月净需求。中国方面，国家外汇管理局最新的官方储备资产数据显示，截至 2025 年 11 月末，黄金储备 7412 万盎司（约 2305.39 吨），环比增加 3 万盎司（约 0.93 吨），为连续第 13 个月增持黄金。印度方面，央行正加速将海外黄金储备运回国内。据印度央行半年度外汇储备报告显示，在截至 9 月的上半财年内，该央行将约 64 吨黄金运回国内。伴随国际金价走高，9 月底黄金在印度外汇储备中的比重升至 13.92%。按照惯例，印度央行将部分黄金存放在英国央行及国际清算银行（BIS）等海外机构。目前印度央行持有 880 吨黄金，其中 576 吨在其国内（占比 65%），比例创历史新高；过去四年，印度累计运回 280 吨黄金。

各经济体积极增持黄金，有几个方面动因：一是由于公共债务高企、贸易局势复杂、经济前景不明等因素影响，美元信用受到冲击，通过增持黄金可以减少对美元资产的依赖；二是优化外汇储备结构，增强抵御风险的能力；三是从资产保值增值的角度考虑，通过多元化资产配置，有望带来更稳健的回报率。

2.3 贸易政策的影响

简单回顾一下 2025 年贸易政策方面的一些主要变化。

一季度，美国宣布加征“芬太尼”相关关税，及对汽车及零部件加征 25%关税（其中零部件关税于 5 月 3 日生效）。4 月初，美国宣布“对等关税”政策，对中国加征 34%关税，叠加芬太尼关税后总税率达 54%。随后，中国宣布对原产于美国的所有进口商品加征 34%关税。之后，双方加征关税的举措逐步升级。

5 月到 7 月，中美双方先后在日内瓦、伦敦、斯德哥尔摩等地举行经贸磋商，陆续取得一些共识。

10 月，关税摩擦又升温，中国对稀土、锂电材料等实施出口管制，美国对进口品牌药品征收 100%关税。美国宣布从 11 月 1 日起对中国商品加征 100%关税，叠加后最高税率达 130%；中国对美籍船舶加征特别港务费。

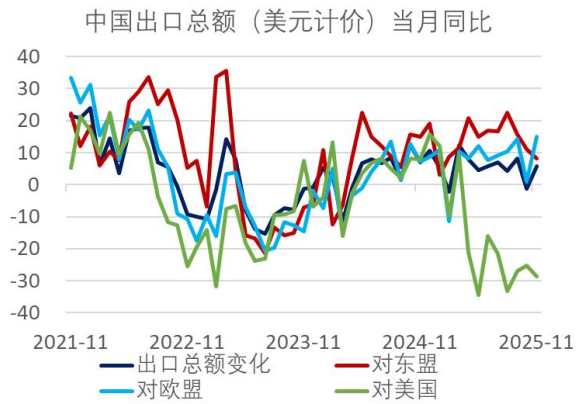
10 月下旬，中美在吉隆坡举行磋商，达成多项共识，随后同步落实关税调整政策。美方取消“芬太尼关税”（从 20%降至 10%），暂停 24%“对等关税”至 2026 年 11 月。中国决定自 2025 年 11 月 10 日 13 时 01 分起，继续暂停 24%对等关税一年，保留 10%加征税率；并自上述时间起停止对原产于美国的进口鸡肉、小麦、玉米、棉花加征的 15%关税，以及对高粱、大豆、猪肉、牛肉、水产品等加征的 10%关税；自 2025 年 11 月 10 日起，调整 3 月 4 日和 4 月 4 日对美国企业采取的出口管制管控名单措施和不可靠实体清单措施；自 11 月 10 日起恢复 3 家美国农业企业的大豆输华资质。随后一周，美国将小麦、玉米等 12 类农产品移出对华“对等关税”清单。

从贸易数据反映的情况看，9 月美国出口金额同比增长 5.71%，结束之前四个月的增速连续下滑趋势。中国 11 月出口总额当月同比为 5.78%，其中对东南亚国家联盟、对欧盟的出口额保持连续多月同比正增长，对美出口金额仍是同比两位数的负增长，但较今年二、三季度的情况有所好转。

图表 19：美国进出口金额同比变化



图表 20：中国出口总额同比变化



数据来源：华安期货研究院；同花顺iFinD

总体，贸易政策变化对经济前景及金融市场带来几方面的影响：首先，政策的不确定性带来避险情绪，推动以贵金属为代表的避险资产上行；其次，部分领域商品的结构性供给短缺，可能为未来物价上升、通胀再抬头埋下隐患；再次，对全球经济格局产生长远影响，进而影响未来几年的各国经济增速前景。最后，从自身供需的角度，金银铂钯作为战略性矿产资源，兼具商品和货币属性，在当前复杂多变的局势下，其重要性更加突出。

2.4 影响因素前瞻

经济方面，美国，通胀水平回落，货币政策重心更多转向促进充分就业。中国，四季度物价指标回升，显示经济活力增强，同时外贸数据也呈现转暖势头，近期贸易局势缓和令外贸前景向好。12 月 7 日，经合组织发布最新经济展望报告，今明两年，预计全球经济增速分别为 3.2%和 2.9%，与今年 9 月预测一致；美国经济预计将分别增长 2%和 1.7%，欧元区经济将增长 1.3%和 1.2%。报告指出，今年全球经济韧性超出预期，但仍面临贸易壁垒、人工智能泡沫和财政脆弱性等风险。

降息前景方面，主要经济体央行大概率延续在降息通道中，只是节奏会有不同。美联储方面，综合经济现状及美联储给出的预估数据来看，预计 2026 年会继续降息，但频率可能降低。10 月 1 日至 11 月 12 日的联邦政府停摆导致多项关键经济数据延迟发布或永久缺失，包括 10 月和 11 月就业报告及部分通胀指标，这种数据真空增加政策决策的不确定性，可能导致政策调整滞后于经济实际走势。欧洲央行，在连续几次暂停降息后，在货币政策调整路径上继续释放保持耐心的信号，并指出通胀存在的双向风险。11 月欧元区调和 CPI 小幅回升及服务业价格存在黏性，显示价格压力持续存在，预计欧洲央行未来一段时间继续“按兵不动”。

公共债务方面，全球范围来看，主要经济体公共债务规模高企。国际货币基金组织（IMF）预计，2029 年全球公共债务规模预计将突破全球 GDP 的 100%，这

可能给全球金融稳定性带来冲击。比如美国，随着财政赤字连年增加，联邦政府债务规模不断上升，2025 年 10 月已突破 38 万亿美元。税收与支出法案可能进一步扩大结构性赤字，影响其财政政策的实施。财政政策的不确定性削弱货币信用，使得部分经济体央行、投资机构等减持美元资产，增持黄金，这种趋势预计在 2026 年延续。

贸易政策方面，预计未来仍有很多变数，并对全球经济格局产生长远影响，进而影响未来几年的各国经济增速前景。比如，造成部分领域商品的结构性供给短缺，从而可能为未来物价上升、通胀再抬头埋下隐患。同时，不确定性带来避险情绪，推动以贵金属为代表的避险资产上行。从自身供需角度，金银铂钯等贵金属作为重要的战略性矿产资源，兼具商品和货币属性，在当前复杂多变的局势下，其重要性更加突出。

三、贵金属供需情况

3.1 黄金供需分析

黄金是一种金融属性很强的商品，其价格走势受到宏观经济、宏观政策、汇率变化、央行买卖黄金的政策、实际利率水平等多种因素影响。

从世界黄金协会公布的 2025 年三季度数据看，黄金需求主要在金饰、投资、央行购买、技术应用几个方面，其中，金饰消费占比接近三分之一，是黄金需求中长期稳定的领域，尤其是中国、印度是传统消费大国。近两年的价格连续上涨在短期内对这部分需求有短期抑制，但不会改变长期需求格局。投资需求包括，ETF 购买和金币金条投资，两者各占黄金总消费的 17%、24%；央行净购金需求占比达到 17%；最后，技术应用和场外需求各占 6%和 4%。在 2025 年，ETF 投资需求和央行净购金这两个方面成为驱动金价上涨的主要力量。据世界黄金协会数据，黄金 ETF 总持有量在 11 月底增至 3932 吨，连续第六个月录得增长。其中超过 700 吨是在 2025 年买入的，使得持仓量有望创下历来最大的年度增幅。而中国成为 11 月黄金 ETF 净流入的最大单一来源。从全球最大黄金 ETF-SPDR 持仓来看，12 月 12 日，该 ETF 的黄金持仓量为 1053.12 吨，年内增加 180.6 吨，增加幅度达到 20.7%。

供给端，黄金供给主要来自矿产金和再生金，两者占比分别为 74%、26%。

作为商品，黄金与其他商品不同之处在于，其数量有限，但是消耗很慢、很少，人类生产出来的黄金大部分目前还都存在，当前地面存金总量大约超过 20 万吨。黄金价格主要取决于存量黄金流动的方向。

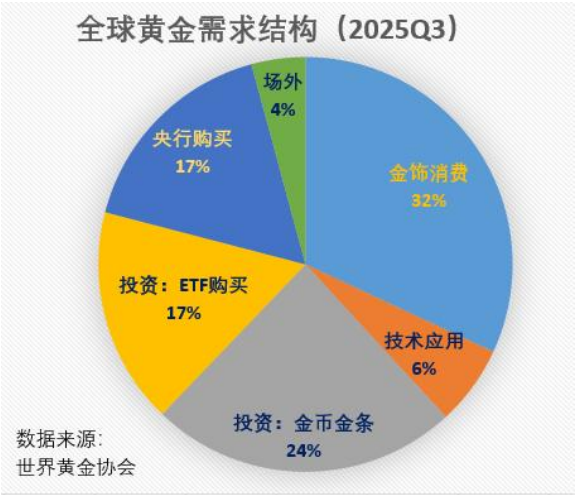
关于黄金市场的持续上涨，还有其他一些因素，比如突发事件（地缘因素、贸易摩擦等）带来的避险情绪，这些也值得金融市场投资者关注。

再比如，对于通胀前景的预期也会影响黄金需求，当预期物价居高不下或持

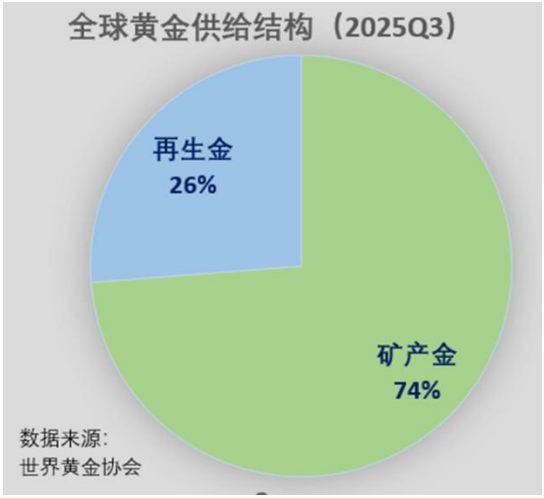
续走高时，我们往往会买入黄金对资产进行保值，抵御通胀对购买力的侵蚀。还有一点，国际金价以美元来计价，当美元走弱的时候，黄金价格就相对更贵一些。

黄金在大类资产配置中具有独特地位。一是可以分散风险。在市场波动加剧的时候，将黄金加入投资组合往往可以降低整体风险，比如2008年金融危机和2020年疫情冲击期间，黄金价格逆势上涨，对冲了股票市场的阶段性大幅下跌。二是可以保值。黄金被视为对抗通胀、保值的传统工具。三是有避险功能。在不确定性事件引发市场避险情绪升温的时候，资金往往流入黄金。四是货币属性。在全球货币体系不稳定、主要经济体财政负担加重趋势下，黄金成为各国央行和投资者的战略储备资产。

图表 21：全球黄金需求结构

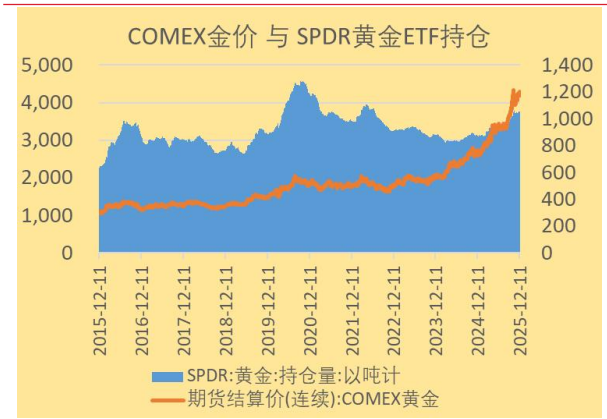


图表 22：全球黄金供给结构



数据来源：华安期货研究院；同花顺iFinD

图表 23：SPDR 黄金 ETF 持仓



图表 24：黄金价格



数据来源：华安期货研究院；同花顺iFinD

图表 25：黄金国内库存

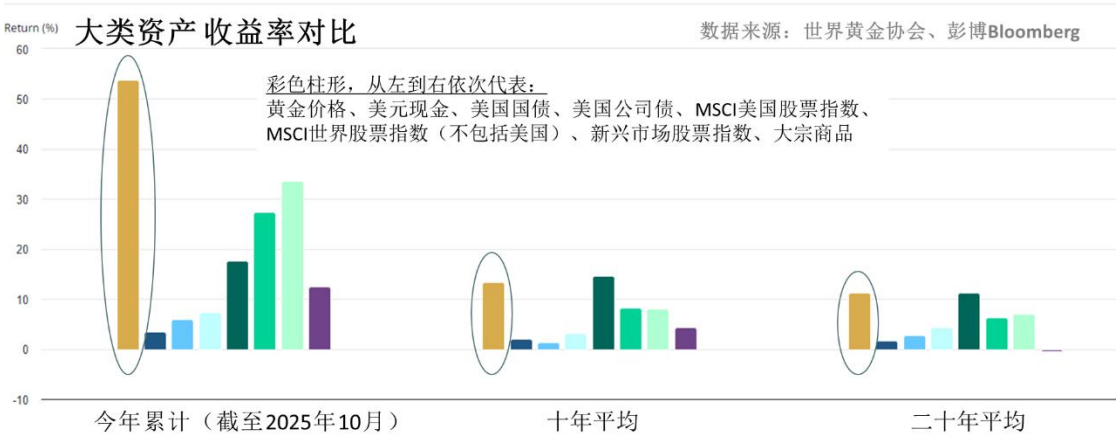


图表 26：黄金国际库存



数据来源：华安期货研究院；同花顺iFinD

图表 27：大类资产收益率对比



数据来源：世界黄金协会

2025 年，国内有几项关于黄金市场的重要政策，一是关于黄金税收的新政策，二是关于黄金产业高质量发展的政策，三是黄金以旧换新相关行业标准发布。

黄金市场增值税新政策于 2025 年 11 月 1 日起施行，有效期至 2027 年 12 月 31 日。具体来看，在两个交易所（上海黄金交易所、上海期货交易所）以投资为目的提取实物黄金并进行转售的会员不受影响，因其仍按现行政策对增值部分缴纳 13%增值税；而非投资用途的会员在分销时将面临更高成本。通过上海黄金交易所会员代理的客户从交易所提取黄金时亦将面临更高的纳税义务。另外，可能会给金条销售带来额外支撑，消费者买入金条送去加工为金首饰的模式（打金模式）可能更流行。

工业和信息化部等九部门联合发布的《黄金产业高质量发展实施方案（2025—2027 年）》指出，黄金是战略性矿产资源，兼具商品和货币属性，对维护国家产业安全和金融安全具有重要意义。我国是全球最大的黄金生产和消费国，黄金产业规模居全球首位，科技攻关取得进展，但仍面临资源保障能力不足、关键核心

技术和装备难以满足需求等突出问题。方案提出，要通过推进国内增储上产、鼓励矿产资源综合利用、强化二次资源回收利用等措施提升资源保障能力；还提出提升产业科技创新水平，增强资源集约化、绿色化开发利用水平、推动黄金产业融入全球产业链供应链等方向和举措。目标方面，到 2027 年，黄金资源量增长 5%-10%，黄金、白银产量增长 5%以上；突破一批关键共性技术和装备；黄金矿石处理量 500 吨/日以上的矿山产量占全国 70%以上，培育优质企业。

中国黄金协会牵头起草制定的《黄金以旧换新经营服务规范》团体标准正式发布，对黄金回收业务带来积极影响，一是明确企业合规资质、设备技术及资金保障等方面要求，二是通过明确损耗标准和收费项目等方式细化服务流程，三是提升行业公信力以增强投资者信心。

图表 28：2025 年公布的黄金税收新政策

交易主体及用途	发生实物交割出库时交易所的税务处理	买入方获得的发票	后续销售时的税务处理
会员单位—投资性用途	增值税即征即退	增值税专用发票	需缴纳增值税，且只能向购买方开具普通发票（经央行批准生产发行法定金质货币的会员单位，此环节可开具专票）
会员单位—非投资性用途	免征增值税	普通发票	需缴纳增值税，可向购买方开具增值税专用发票
客户	免征增值税	普通发票	需缴纳增值税，可向购买方开具增值税专用发票

数据来源：财政部网站

3.2 白银供需分析

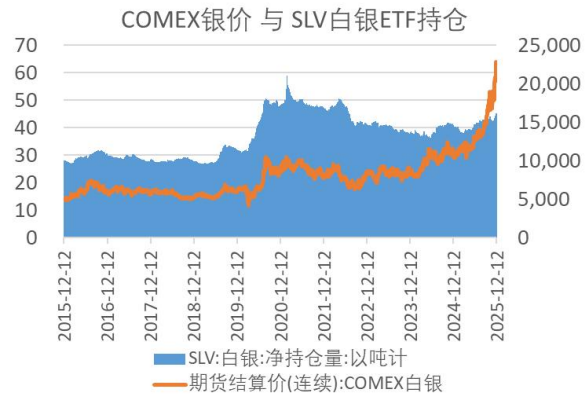
世界白银协会数据显示，受高银价抑制，2025 年全球白银首饰需求预计为 2.05 亿盎司，同比下降 5%左右；2025 年全球白银总投资需求（银条银币+ETF）达 13.34 亿盎司，同比增长 8.2%，创历史新高，占全球白银总需求的 37%，成为支撑银价的核心力量。

展望未来的供需情况，根据世界白银协会预测，2024-2027 年全球白银供应年复合增长率仅 1.2%，且全部由回收银（2024 年供应占比 18%）驱动。2027 年供应量预计 3.3 万吨，仅比 2024 年的 3.2 万吨增加不足 1000 吨。

新能源革命带来需求增长。在光伏产业，N 型电池技术加速普及，其单位耗银量较传统 P 型电池高近 60%。在新能源汽车领域，混动车和纯电车的单车用银量可较传统燃油车分别增长 20%和 70%。按照世界白银协会和 Metals Focus 的预测，仅由于这两个因素驱动的 2024-2027 银需求增长已经大于 1000 吨，超过同期预期的供给增加。此外，白银其他需求如焊接、摄影、首饰、器皿等仍将保持每年 1%-2%的增长。

印度白银进口关税政策变化。2024 年 8 月 7 日，印度通过《2024 年财政（第 2 号）法案》。该法案提议修改部分商品的关税税率，以简化和合理化商品及服务税（GST）法规，其中的措施包括，将手机和充电器的关税税率从 20%降至 15%、黄金和白银关税税率从 15%降至 6%。

图表 29：SLV 白银 ETF 持仓



图表 30：金银比

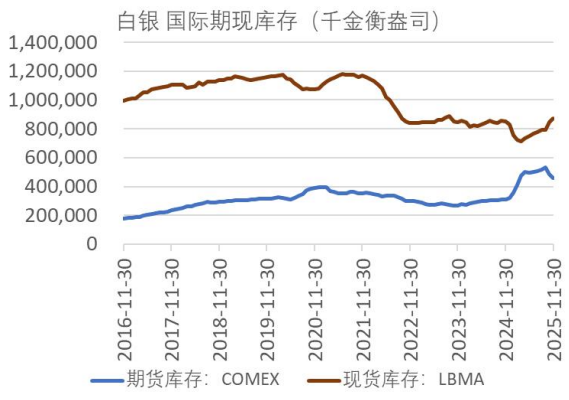


数据来源：华安期货研究院；同花顺iFinD

图表 31：白银国内库存



图表 32：白银国际库存



数据来源：华安期货研究院；同花顺iFinD

3.3 铂钯供需分析

铂、钯同属于铂族金属。铂族金属的工业应用涵盖汽车尾气催化转化器、氢燃料电池催化剂、电子元件等。2024 年全球铂总需求量 257 吨，主要来自汽车、首饰、工业、投资四个方面，占比分别为 38%、24%、29%、9%。在占比最大的汽车领域。铂主要用于汽车催化剂。在工业领域，铂广泛应用于化工、石油、电子、玻璃、医疗、固定式氢气等方面。在投资领域，主要包括铂金条币、中国铂金条（≥500 克）、交易所库存变化几个方面，其中铂金条币投资连续五年增加且规模相对稳定，其他几项投资则变化较大。中国、欧洲、北美是全球铂消费的主要地区。2024 年，全球钯总需求量 314 吨，主要来自汽车、化工、牙科和生物医学、电子电气、投资、首饰、污染防控等方面，其中，汽车领域的需求占比达到 82.3%。

不过从趋势来看，2024 年汽车领域需求量下降 5.2%，预计 2025 年继续下降 5%左右。钯金需求分地区来看，欧洲、日本、北美、中国需求占比较大。

供应端，铂、钯的供应主要来自矿产和回收两个方面。根据世界铂金协会数据，2024 年，全球铂的总矿产供应量 179 吨，回收量 47 吨，合计 226 吨，矿产和回收的供应占比分别为 79%、21%。在矿产供应中，来自南非的精炼产量占比超过七成，其他主要来自俄罗斯、津巴布韦等。在回收供应中，汽车催化剂领域的回收量占四分之三，其余来自首饰、工业方面。根据庄信万丰（Johnson Matthey）数据，2024 年，全球钯的总矿产量 207 吨，回收量 91.4 吨，合计 298.4 吨，矿产和回收的供应占比分别为 69%、31%。在矿产供应中，来自南非、俄罗斯的产量占比分别为 36.4%、41.3%。在回收供应中，来自汽车催化剂领域的回收量占 83.3%，其余来自电子、首饰等方面。

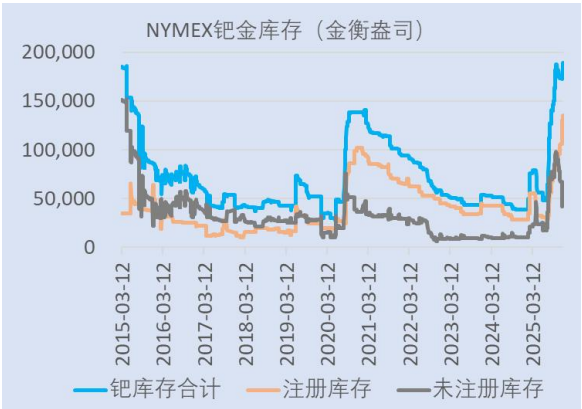
供需缺口来看，世界铂金协会预计，2025 年将出现供需缺口 21.6 吨，为连续第三年显著短缺。一方面供应受限，受到南非和俄罗斯产量减少影响，全球精炼矿供应量下降。另一方面，需求向好，汽车、首饰、投资等领域均增长。汽车领域，尽管全球燃油车产量有所下滑，但排放标准趋严以及混合动力车增长，部分弥补了需求下滑的规模。未来，氢燃料电池汽车的发展有望为铂需求带来新的增长点。过去四年（2021 年-2024 年），全球钯金市场均是供不应求的状态，2024 年的供应缺口约为 21 吨。

我国是铂、钯的净进口国。但从趋势来看，2020-2024 年，我国铂、钯进口依存度整体呈下降趋势。2024 年铂进口依存度为 56%，其中，源自南非的铂进口量占比为 52%。2024 年钯进口量 28.07 吨，进口依存度降至 30%以下。来自俄罗斯和南非的进口量合计占比 85%。

图表 33：NYMEX 铂金库存



图表 34：NYMEX 钯金库存



数据来源：华安期货研究院；同花顺iFinD

四、2026 年贵金属市场展望

中长期，全球央行购金趋势、公共债务问题对货币信用的潜在冲击等因素，仍为贵金属提供支撑。短期，贵金属受到美元波动和各国货币政策节奏的影响，高位波动加剧。

展望 2026 年，经济方面，美国，通胀水平回落，货币政策重心更多转向促进充分就业。中国，四季度物价指标回升，显示经济活力增强，同时外贸数据也呈现转暖势头，近期贸易局势缓和令外贸前景向好。

降息前景方面，主要经济体央行大概率延续在降息通道中，只是节奏会有不同。美联储方面，综合经济现状及美联储给出的预估数据来看，预计 2026 年会继续降息，但频率可能降低。欧洲央行在货币政策调整路径上继续释放保持耐心的信号，并指出通胀存在的双向风险，预计未来一段时间继续“按兵不动”。

公共债务方面，全球范围来看，主要经济体公共债务规模高企，可能给全球金融稳定性带来冲击。比如美国联邦政府债务规模不断上升，2025 年 10 月已突破 38 万亿美元。财政政策的不确定性削弱货币信用，使得部分经济体央行、投资机构等减持美元资产，增持黄金，这种趋势预计在 2026 年延续。

贸易政策方面，预计未来仍有很多变数，比如造成部分领域商品的结构性供给短缺，从而可能为通胀再抬头埋下隐患。不确定性还推动以贵金属为代表的避险资产上行。从自身供需角度，金银铂钯等贵金属作为重要的战略性矿产资源，兼具商品和货币属性，在当前复杂多变的经贸环境下，其重要性更加突出。

综合来看，我们预计，明年上半年黄金、白银会延续偏强走势。下半年，随着降息带来的流动性宽松格局被市场充分定价，以及经济前景转好的概率增加，金银可能进入盘整或回落。

免责声明

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格。分析师声明：作者具有期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

本报告的信息来源于已公开信息，但我公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的信息、意见仅反映我公司于发布本报告当日的判断，我公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成投资、交易、法律、会计或税务的最终建议。我公司不以任何形式承诺交易收益或保证本金不受损失。任何主体因使用本报告内容所致的任何决策、损失与我公司、我公司员工或者关联机构无关。