

降息预期如期兑现 贵金属拾级而上

2025 年 9 月 30 日

——贵金属四季度策略报

目录

1. 行情回顾	2
2. 避险属性演变逻辑	5
3. 货币属性演变逻辑	8
4. 商品属性演变逻辑	18
5. 技术分析	21
6. 从多空博弈的角度看未来行情发展的方向	23
7. 国内贵金属产业链概况	23
8. 全球贵金属产业链概况	26
免责声明	30

1.行情回顾

图 1：沪金主连本轮牛市关键节点



数据来源：文华财经、山金期货投资咨询部

2025年以来, 贵金属继续上攻但金银出现分化。黄金多次连创历史新高, 伦敦金最高涨至 3057.14 美元/盎司, Comex 金主力最高涨至 3065.2 美元/盎司, 国内沪金主力最高涨至 711.24 元/克。白银在黄金新高后, 跟涨缓慢, 多次承压回落。伦敦银最高涨至 34.224 美元/盎司, 距离 2024 年 10 月创出的 34.863 美元/盎司仍有空间, 距离 2011 年 4 月的历史最高 49.840 美元/盎司仍然云泥之别, 国内沪银主力最高涨至 8444 元/千克, 距离 2024 年 5 月的 8733 元/千克仍有距离。

开年以来贵金属主要逻辑在于：一是避险情绪升温。全球经济政治体系重构推动货币体系重构。春节期间, 特朗普政府宣布对多个国家加征关税, 尤其是对中国商品加征 10% 的关税, 引发了市场对全球贸易摩擦升级的担忧。此外, 地缘政治风险的加剧、美股科技股带动股市回调也推动了避险资金流入黄金市场。二是美联储降息预期接近降无可降, 非美货币降息预期增强。联储一月决议后目前市场预期至 25 年 5 月维持利率不变, 预期 25 年总降息空间 25 基点, 已低于 2024 年 12 月点阵图两次降息指引, 后期降息预期有望触底反弹。另外特朗普激进政策或导致通胀压力抬升, 推升再通胀逻辑。

欧元区接近完成抗通胀目标，但贸易战风险给未来降息带来压力；三是央行等继续增持黄金。根据世界黄金协会数据，各国央行继续以惊人的速度抢购黄金，连续第三年购买量超过 1000 吨，2024 年第四季度急剧加速至 333 吨。黄金作为避险资产和通胀对冲工具，在全球经济放缓担忧加剧之下，吸引力持续增强。

图 2：各币种金价近十五年表现

Gold Price Performance: % Annual Change									
Year	USD	AUD	CAD	CHF	CNY	EUR	GBP	INR	JPY
2010	+29.5%	+13.5%	+22.3%	+16.7%	+24.9%	+38.8%	+34.3%	+23.7%	+13.0%
2011	+10.1%	+10.2%	+13.5%	+11.2%	+5.9%	+14.2%	+10.5%	+31.1%	+4.5%
2012	+7.0%	+5.4%	+4.3%	+4.2%	+6.2%	+4.9%	+2.2%	+10.3%	+20.7%
2013	-28.3%	-16.2%	-23.0%	-30.1%	-30.2%	-31.2%	-29.4%	-18.7%	-12.8%
2014	-1.5%	+7.7%	+7.9%	+9.9%	+1.2%	+12.1%	+5.0%	+0.8%	+12.3%
2015	-10.4%	+0.4%	+7.5%	-9.9%	-6.2%	-0.3%	-5.2%	-5.9%	-10.1%
2016	+9.1%	+10.5%	+5.9%	+10.8%	+16.8%	+12.4%	+30.2%	+11.9%	+5.8%
2017	+13.6%	+4.6%	+6.0%	+8.1%	+6.4%	-1.0%	+3.2%	+6.4%	+8.9%
2018	-2.1%	+8.5%	+6.3%	-1.2%	+3.5%	+2.7%	+3.8%	+6.6%	-4.7%
2019	+18.9%	+19.3%	+13.0%	+17.1%	+20.3%	+22.7%	+14.2%	+21.6%	+17.7%
2020	+24.6%	+13.6%	+22.2%	+14.0%	+16.9%	+14.4%	+20.9%	+27.9%	+18.5%
2021	-3.5%	+2.2%	-4.1%	-2.0%	-6.1%	+2.9%	-2.5%	-1.6%	+7.5%
2022	-0.3%	+6.5%	+6.9%	+1.0%	+8.3%	+6.0%	+11.8%	+10.7%	+13.4%
2023	+12.8%	+12.6%	+9.9%	+2.4%	+15.7%	+8.7%	+6.6%	+13.4%	+21.6%
2024	+26.3%	+38.3%	+37.1%	+35.9%	+30.3%	+34.2%	+28.2%	+29.8%	+40.9%
2025	+43.3%	+35.3%	+38.7%	+25.9%	+40.0%	+26.8%	+33.8%	+48.4%	+36.1%
Average	9.3%	10.8%	10.9%	7.1%	9.6%	10.5%	10.5%	13.5%	12.1%
goldprice.org					Monday, September 29, 2025				

数据来源：goldprice.org、山金期货投资咨询部

本轮牛市在驱动力的结构、强度和持久性上，与以往有显著区别。

首先是主导逻辑的本质不同：从“周期性”到“结构性”。前两轮主要由宏观经济周期和突发事件驱动。央行放水是应对经济衰退或危机的周期性工具，避险情绪也随着危机平息而降温。例如，2013 年金价大跌，部分原因是对于欧债危机的担忧缓解和美联储释放缩减 QE 信号。本轮除了周期性因素（降息）外，增加了强大的结构性驱动力如全球央行持续的、大规模的购金。购金的目的不再是简单的资产配置，而是深层次的“去美元化”和地缘政治风险对冲，这具有战略性和长期性。对美元信用体系的担忧主要源于美国债务规模持续攀升，以及将金融武器化的行为，动摇了部分国家对美元资产的绝对信任。黄金的货币属性在本轮牛市中被重新定价。

另外本轮牛市上涨的幅度与广度不同，呈现出“前所未有”的全球普涨幅度。本轮牛市的涨幅远

超近年历史水平。整体来看之前牛市三年累计涨幅约 46.6%，本轮两年累计涨幅已近 70%。前两轮牛市中，不同货币计价的黄金涨幅差异较大，受本地货币汇率影响明显。如 2013-2015 年美元金价大跌，但澳元、加元金价上涨。而本轮牛市是所有主要货币计价的黄金全面、同步大幅上涨，这反映了驱动力的全球性和一致性。尤其是央行角色的不同，从“参与者”到“主导力量”之一。前两轮央行购金行为已经存在，但尚未成为市场的主导性力量之一，投资需求如 ETF 流入往往是更重要的推手。本轮全球央行购金特别是由新兴市场国家引领已经成为一个稳定且强大的需求来源，为金价提供了坚实的底部支撑，减弱了金价因投机资金流出而大幅回调的敏感性。这使得本轮牛市的基础更为牢固。

图 3：各币种银价近十五年表现

Silver Price Performance: % Annual Change									
Year	USD	AUD	CAD	CHF	CNY	EUR	GBP	INR	JPY
2010	+83.0%	+60.4%	+72.8%	+64.9%	+76.5%	+96.2%	+89.8%	+74.8%	+59.7%
2011	-10.2%	-10.2%	-7.5%	-9.4%	-13.7%	-6.9%	-10.0%	+6.9%	-14.8%
2012	+8.3%	+6.7%	+5.6%	+5.5%	+7.5%	+6.2%	+3.5%	+11.6%	+22.2%
2013	-35.9%	-25.2%	-31.3%	-37.6%	-37.6%	-38.5%	-37.0%	-27.4%	-22.1%
2014	-19.6%	-12.1%	-11.9%	-10.3%	-17.4%	-8.5%	-14.3%	-17.8%	-8.3%
2015	-11.5%	-0.7%	+6.2%	-11.0%	-7.3%	-1.5%	-6.4%	-7.0%	-11.1%
2016	+17.3%	+18.8%	+13.9%	+19.2%	+25.6%	+20.9%	+40.1%	+20.4%	+13.9%
2017	+7.1%	-1.5%	-0.1%	+1.8%	+0.3%	-6.7%	-2.7%	+0.3%	+2.7%
2018	-9.5%	+0.3%	-1.8%	-8.7%	-4.3%	-5.1%	-4.1%	-1.5%	-11.9%
2019	+15.5%	+16.0%	+9.8%	+13.8%	+16.9%	+19.2%	+11.0%	+18.1%	+14.4%
2020	+47.5%	+34.4%	+44.7%	+35.0%	+38.4%	+35.4%	+43.2%	+51.5%	+40.2%
2021	-11.5%	-6.2%	-12.1%	-10.0%	-13.9%	-5.6%	-10.5%	-9.8%	-1.3%
2022	+2.9%	+9.9%	+10.2%	+4.1%	+11.6%	+9.3%	+15.3%	+14.2%	+17.0%
2023	-1.2%	-1.4%	-3.8%	-10.3%	+1.3%	-4.8%	-6.7%	-0.7%	+6.5%
2024	+21.7%	+33.2%	+31.9%	+30.8%	+25.5%	+29.2%	+23.5%	+25.0%	+35.7%
2025	+59.7%	+50.8%	+54.6%	+40.4%	+56.1%	+41.3%	+49.1%	+65.5%	+51.8%
Average	10.2%	10.8%	11.3%	7.4%	10.3%	11.3%	11.5%	14.0%	12.2%

silverprice.org

Monday, September 29, 2025

数据来源：goldprice.org、山金期货投资咨询部

本轮牛市白银在驱动逻辑、需求结构和上涨的“健康度”上，与以往也有较大诧异。

首先是需求主导逻辑的不同，从“投资主导”到“投资+工业需求双轮驱动”。前两轮主要由投资需求主导。上涨动力主要来自对货币贬值的恐惧即通胀预期和避险情绪，白银跟随黄金上涨，因其是“穷人的黄金”。工业需求相对平稳，波动主要来自金融层面。本轮出现了强大的结构性工业需求。这是本轮牛市最核心的新变量，最主要的是绿色能源转型，光伏、新能源汽车、5G 等产业对白银的工业需求尤其是光伏银浆形成了长期、稳定且快速增长的需求支撑。这使得白银的上涨基础更加坚实，摆脱了纯粹依赖金融属性的模式。

其次是上涨的“广度”与“同步性”不同，体现出全球性的价值重估。前两轮不同货币计价的白银涨幅差异巨大。例如 2010 年，欧元计价白银涨 96.2%，而澳元计价的仅为 60.4%，汇率影响显著。本轮几乎所有货币计价的白银在 2024-2025 年都出现了大幅、同步的上涨。例如 2025 年，涨幅最低的瑞士法郎计价也有+40.4%，最高的印度卢比计价达+65.5%。这表明推动力是全球性的、对白银本身价值的重估，而非局部市场的汇率波动。这种全球普涨的格局更为罕见和强劲。

最后是与黄金关系的不同，体现出从“追随”到“潜在领先”。前两轮白银通常是黄金上涨趋势的“追随者”和“放大器”，涨得更多，跌得也更狠。本轮由于独特的工业需求故事，白银获得了独立于黄金的上涨逻辑。市场开始交易“白银供需缺口”的叙事。这使得白银在当前阶段不仅反映了货币属性，更凸显了其作为关键工业金属的商品属性。如果绿色投资需求持续爆发，白银的表现有可能阶段性领先甚至脱离黄金的走势。

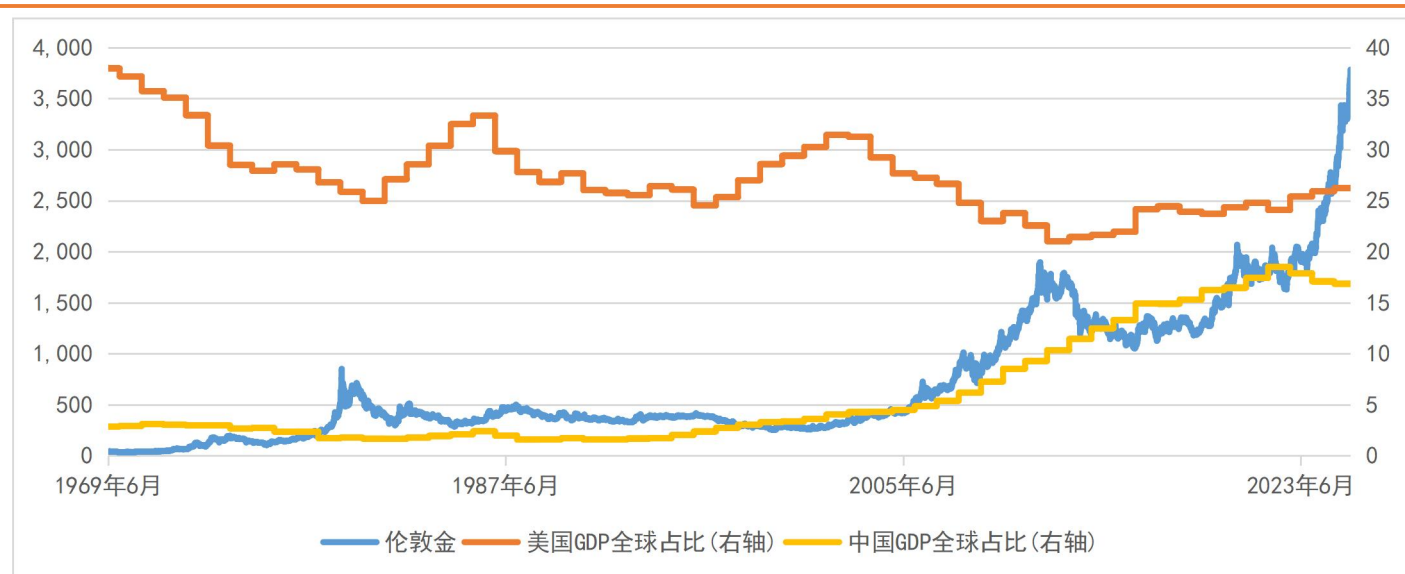
2. 避险属性演变逻辑

2.1 世界正处于向新秩序过渡的过程中，美国不再是主导力量。四季度贸易战与美国政府停摆风险上升，同时不能忽视潜在地缘异动风险，如中东危机扩大化等可能避险事件对避险资产的需求推动作用

世界正处于向新秩序过渡的过程中，美国不再是主导力量，也没有替代者出现。对于潜在地缘冲突方来说，采取激进行动的好处可能大于成本。未来美国势力相对撤出后，我们或将看到更多意料之外情理之中的地缘异动政治经济冲突。

在金融领域，“黑天鹅”一般指那些出乎意料发生的小概率风险事件；“灰犀牛”指那些经常被提示却没有得到充分重视的大概率风险事件。经济下行周期往往伴随更多的黑天鹅事件与灰犀牛事件，贵金属的避险价值也应受到提前关注。2022 年的俄乌战争、2023 年的硅谷银行破产和巴以冲突无不如此。

图 4：伦敦金与中美 GDP 占比



数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

中美关系或继续成为世界面临的重要风险。作为世界前两大经济体，中美如何互动，左右着国际合作的风向、牵动着百年变局的走向。中美竞斗，世界紧张；中美合作，世界受益。巴以冲突中以色列的强硬坚持或继续存在。俄乌战争没有结果的情况下；特朗普既想迅速结束，又要避免美国深陷复杂的变局里。

特朗普政府的政策预期，主要通过避险情绪、通胀预期、利率前景和美元信用等路径影响贵金属价格。短期来看，政策不确定性依然存在，避险情绪可能继续为金银价格提供支撑。但需警惕市场预期快速变化、流动性紧张或获利了结导致的回调风险。中长期若贸易摩擦升级确实加剧通胀或导致经济衰退，贵金属因其更强的避险属性从而得到更过关注。央行购金和去美元化趋势则为黄金提供更坚实的长期基础。

图 5: 特朗普政策预期及对贵金属影响

政策领域	政策预期	对贵金属价格的影响
贸易政策	推行“对等关税”，贸易保护主义升级，引发全球贸易摩擦和供应链重构担忧。可能继续对进口商品加征高额关税，政策反复且不确定性高	利好：避险情绪升温，推动短期金贵金属价格上涨
移民政策	收紧边境限制、大规模驱逐移民，可能导致劳动力供给减少	潜在利好：劳动力供给减少可能推升工资和通胀，长期支撑金价。但若通胀导致美联储推迟降息，可能短期承压

财政与债务	推行税收削减和增加支出，可能恶化联邦赤字，引发美元信用担忧	利好：财政赤字扩大和美元信用削弱，强化贵金属的避险和对冲价值，推动央行购金和长期投资需求
与美联储关系	政策不确定性可能制约美联储降息空间，或导致其政策滞后	偏多：经济衰退预期可能推升降息预期利好金价，但若通胀高企迫使美联储维持高利率更久，则短期不利金价。中长期美联储独立性担忧或冲击美元领导低位

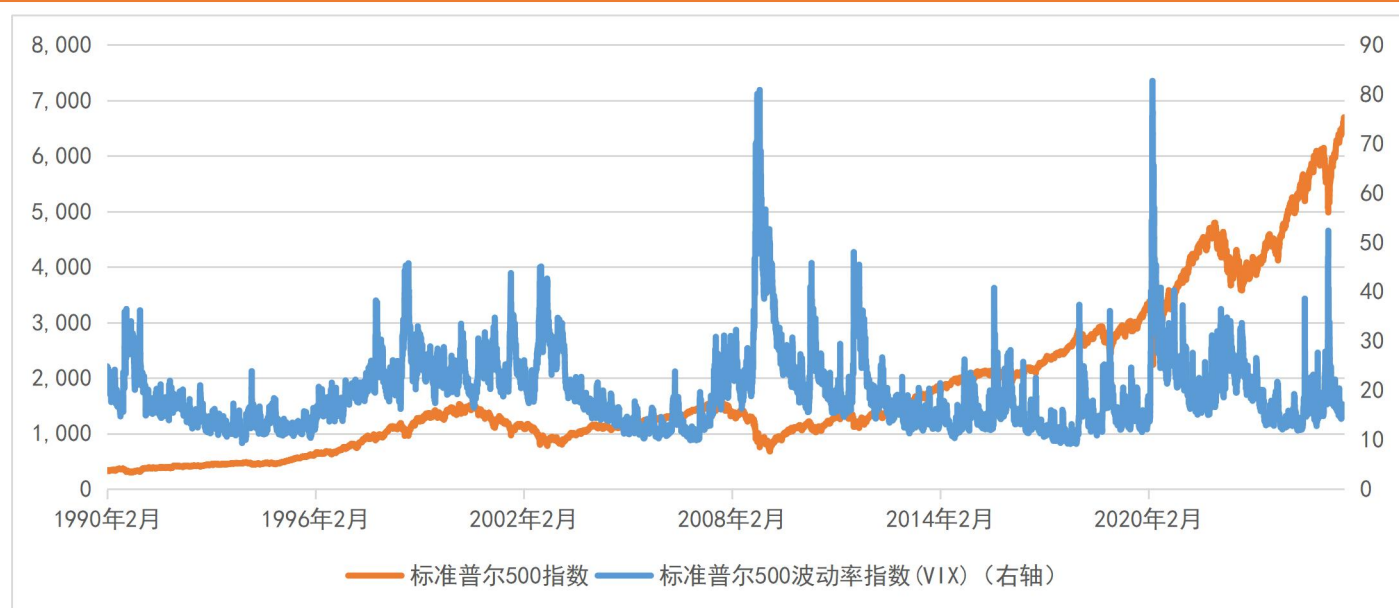
数据来源：公开资料、山金期货投资咨询部

2.2 （一）美股波动率相对处于历史低位，后期或震荡上升，推升贵金属避险价值

过去几年，“美股神话”建立在强劲盈利增长与科技巨头统治力之上，但这种过度集中也带来了系统性风险。如今，美股波动已经主导全球市场波动，“七巨头”（Magnificent 7）的波动贡献度接近全球股票市场的30%。特别是半导体和AI概念股，波动率更是远超历史平均水平，一旦盈利或估值预期反转，冲击力极强。

2025年以来，美股的表现已不再“一枝独秀”。欧洲和中国股市的相对表现开始追上美国市场；即使在美股内部，均权指数（Equal Weight）跑赢了以七巨头为核心的市值加权指数。随着美国经济数据走软，如服务业PMI、消费者信心指数等，市场的乐观预期逐步降温，非美市场的吸引力上升。发动贸易战增加关税或抑制好于其他主要经济体的经济面和利率面预期，美股或开启高位震荡。伴随波动率上升，资金溢出从而推升贵金属的避险价值。

图 6: 标普 500 指数与波动率指数（VIX）



数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

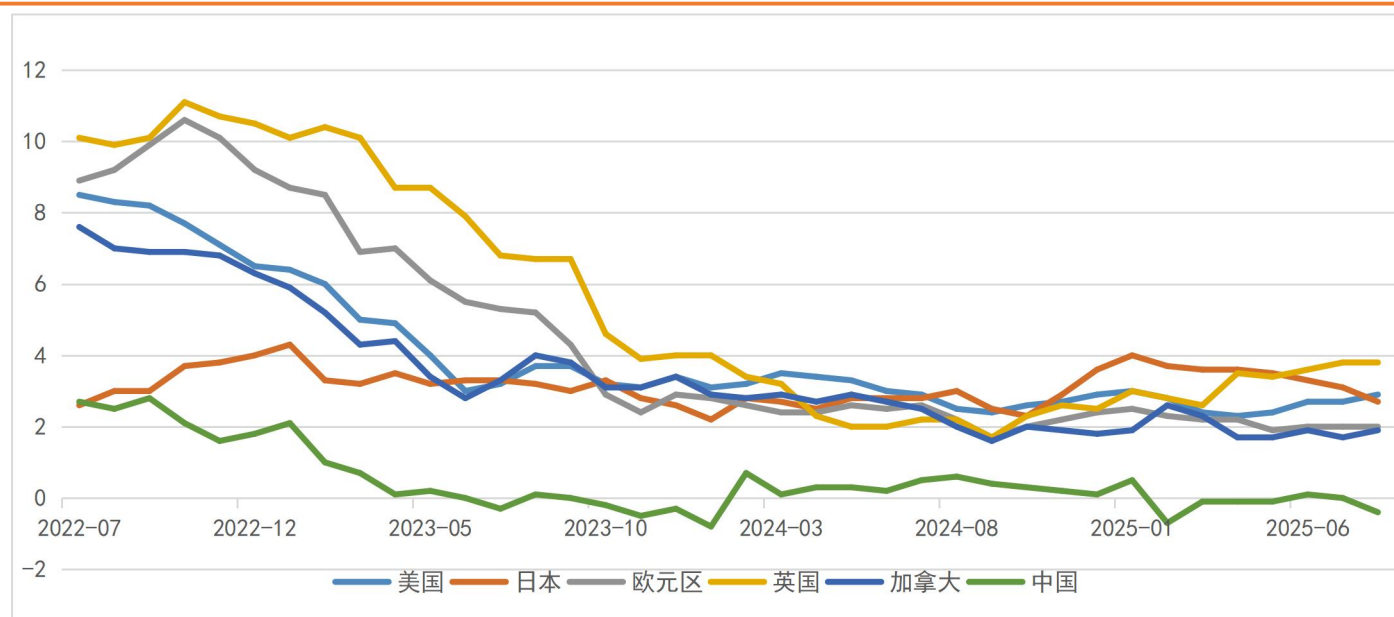
3. 货币属性演变逻辑

3.1 主要经济体中，2025 年美国通胀下行趋缓，后期仍存“再通胀”可能；欧元区接近完成抗通胀目标，但贸易战风险给未来降息带来压力

在 2025 年杰克逊霍尔全球央行年会上，美联储宣布对其货币政策运行框架进行重要更新。此次调整主要涉及两个关键目标：放弃原先固定的就业目标，转而采用更灵活的通货膨胀目标制；同时取消了此前允许通胀短期超调以补偿低迷时期的“补偿性”策略。这一变化被市场解读为美联储可能采取预防性降息而非激进宽松政策的信号。调整背后的原因包括对美国就业数据统计可信度的担忧，以及数字技术发展（特别是稳定币）对传统货币政策传导机制带来的挑战。新框架保留了美联储的政策裁量空间，但可能加剧其与行政当局的分歧。在市场影响方面，潜在的美元流动性变化将对各国产生差异化冲击，中国需要特别关注美元跨境流动和稳定币可能带来的金融风险。

通胀是指整体物价水平的普遍上涨。当经济活动繁荣、货币供应增加、需求超过供应时，通常会出现通胀现象。通胀会导致货币的购买力下降，即同样的货币数量所能购买的物品和服务减少。美联储的目标是保持通胀在 2% 的水平浮动，但是允许短期内高于 2%。和 CPI 相比，PCE 衡量的商品和服务类别更为广泛。同时，PCE 数据计算过程中考虑了消费者消费习惯的改变。PCE 的原始数据来源于企业问卷调查，而 CPI 的原始数据来源于消费者的问卷调查。一般来说，企业问卷调查获取的数据更为可靠。历史上 CPI 受到的关注度更高，也是国际上讨论通胀的通用指标，这很大程度上是因为美国劳动统计局发布 CPI 的时间要早于美国经济分析局 (BEA) 发布 PCE 的时间，一般来说 CPI 对于市场的影响也更大。

图 7: 全球主要经济体通胀对比



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

美国：

2025 年第四季度，美国通胀预计将温和上升，核心驱动因素包括：关税政策的滞后效应逐渐显现：此前加征的关税对进口商品成本的推升作用，预计在四季度会更充分地传导至消费端，特别是服装、汽车等核心商品。企业前期通过降低利润和消耗库存来吸收部分成本，但转嫁压力将随时间的推移而增加。国内需求韧性：虽然经济增长放缓（野村预计 Q4 实际 GDP 增速仅 0.6%），但劳动力市场相对紧平衡以及可能出现的“抢消费”，对物价仍有一定支撑。能源价格的不确定性：若油价持续反弹，可能对整体 CPI 产生上行风险。主要风险在于，若经济超预期放缓，失业率可能升至 4.4%，需求减弱可能抑制通胀上行幅度。反之，若关税政策进一步升级或美元大幅贬值，通胀可能超出预期。

欧元区：

欧元区 2025 年第四季度的通胀预计将保持相对温和，甚至存在下行压力。内需疲软是主导因素。欧元区经济面临“同步放缓”，零售销售低迷，从根本上抑制了通胀的上行动力。能源价格传导与基数效应：此前能源价格的下跌，将继续拉低通胀读数。尽管地缘政治可能带来波动，但总体能源供给充裕，油价大幅持续上涨的概率较低。薪资增长放缓：欧洲央行预计工资增长将放缓，这有助于减轻服务通胀的压力。主要风险在于，全球贸易紧张局势升级如美国关税政策可能导致供应链成本上升，对欧元区通胀产生输入性压力。此外，若地缘政治冲突导致能源价格超预期上涨，也会改变通胀路径。

市场备受关注的通胀预期方面，根据密歇根大学的消费者调查，根据美国密歇根大学 2025 年 9

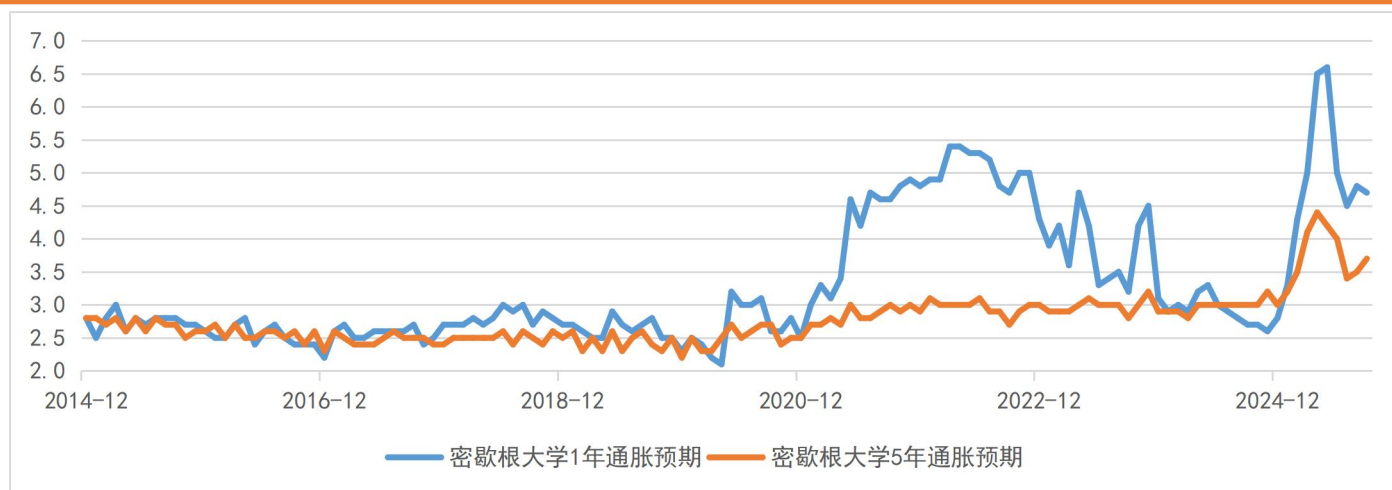
月发布的最新消费者调查，通胀预期呈现出短期小幅回落但长期持续上升的复杂局面。

长期预期持续升温值得警惕。虽然短期（一年期）通胀预期从 4.8% 微幅回落至 4.7%，但长期（五至十年）通胀预期连续第二个月上升，从 8 月的 3.5% 升至 3.7%。这表明消费者认为高通胀问题不会很快消失，这种预期的“固化”可能会促使企业继续提价、工人要求更高工资，从而形成一种自我实现的循环，这是美联储非常不愿看到的。

消费者信心受到全面打压：9 月消费者信心指数降至 55.1，为今年 5 月以来的最低水平。对高物价的沮丧情绪是主因，高达 44% 的消费者主动提及物价正在侵蚀他们的个人财务状况，这一比例创下过去一年来的新高。约 70% 的消费者预计未来一年的通胀将超过其收入增长。与此同时，对劳动力市场走弱的担忧也在加剧，约 65% 的消费者预计未来一年失业率将上升。这共同导致消费者对当前和未来的个人财务状况评估显著恶化。调查中，约 60% 的消费者主动提及关税问题。这表明贸易政策及其可能推高进口商品价格的后果，已经成为普通美国家庭广泛关注和担忧的焦点。

密歇根大学的最新调查描绘了美国消费者的一种复杂心态，及对短期价格压力略有缓解感到一丝安慰，但对长期通胀前景和自身财务健康变得更为悲观。这种担忧不仅源于当前的高物价，也来自对贸易政策和劳动力市场的不确定性。未来长期通胀预期能否稳定下来，将是观察美国通胀走势和美联储政策反应的关键。

图 8：美国通胀预期



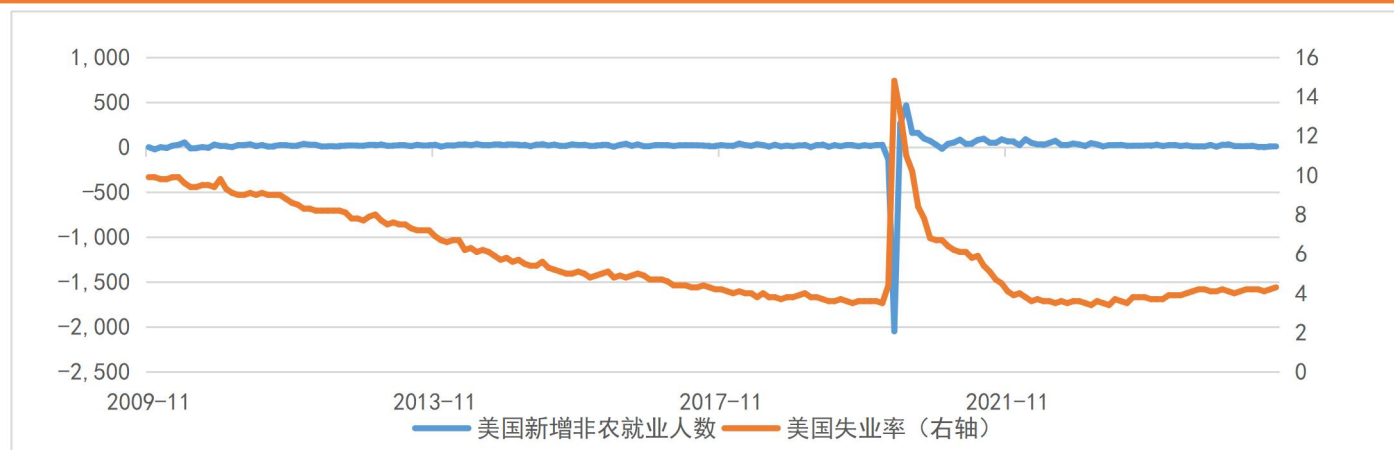
数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

3.2 （二）美国就业整体或维持走弱态势，特朗普新政或加速就业下行

最新的美联储货币政策框架目标同时提到，最大就业水平是一个基础广泛、具有包容性的目标，

不能直接衡量，而且在很大程度上由于影响劳动力市场结构和动态的非货币因素而随时间而变化。因此，为就业规定一个固定目标是不适当的；相反，委员会政策决定必须根据对就业人数低于其最高水平的评估来作出，但要认识到这种评估必然是不确定的，而且需要加以修订，委员会在进行这些评估时会考虑各种各样的指标。

图 9： 美国非农和失业率趋势



数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

非农就业人口是美联储十分关注的衡量美国就业状况的指标，一旦其有所增加，将支持美联储加息，反之则可能令美联储加息步伐受阻，因而对市场具有很大影响力。非农数据被认为是衡量美国经济健康状况的关键指标之一，其公布结果可能会影响美元汇率、美股美债的表现以及全球经济预期等多个方面，进而影响到贵金属价格。如果非农数据表现良好，市场会认为美国经济持续复苏，美联储紧缩预期增强，美元汇率上行，这会导致贵金属价格下跌，因为贵金属常被视为对冲通胀和经济不确定性的避险资产，其价格与美元走势大概率呈反向关系。反之亦然。

此外，非农代表的就业也会和通胀互相影响。两者之间互相影响：1. 非农对通胀的影响：通常情况下，非农的增加意味着更多的人有收入，消费能力增强，从而推动经济增长。这可能会导致商品和服务的需求增加，进而推动价格上涨，从而对通胀形成推动作用。另一方面，非农的增长也意味着劳动力市场需求增加，这可能导致工资水平的上涨。当工资上涨时，企业为了维持利润，可能会提升产品价格，从而对通胀产生一定的拉动效应。2. 通胀对非农的影响：当通胀水平过高时，消费者的购买力可能会受到削减，消费需求下降，从而对企业的产出和就业产生负面影响。此外，高通胀还可能导致成本上升，企业可能会面临较高的生产成本。为了降低成本，企业可能会采取裁员措施，从而对非农产生不利影响。

大幅下修且持续疲软的非农就业数据，揭示了美国劳动力市场的真实疲态，加剧了市场对美国经济衰退和滞胀的担忧。这极大地提升了市场对美联储降息的预期，并触发了显著的避险情绪，共同推动了贵金属价格，特别是黄金的历史性上涨。

短期而言，市场焦点将集中于北京时间 10 月 3 日公布的 9 月非农数据。市场预计 9 月新增就业人数将温和回升，市场普遍预期在 5 万左右，失业率预计维持在 4.3%。近期疲软包含“一次性调整”因素，并非持续恶化的开始，但劳动力需求疲弱是明显的。若数据继续疲软，可能进一步强化降息预期，支撑金价。

3.3 梳理 2024-2025 年美联储货币政策路径，2026 降息仍是基本愿景，降息预期近期如期兑现，目前市场预期美联储 10 月大概率降息 25 基点，至年底总降息空间 50 基点。预期至明年年中基本完成降息

从历史上看，美联储的降息大致可以分为两种，衰退式降息和预防式降息。衰退式降息对应美国境内发生危机事件，对经济造成严重影响，从而倒逼美联储降息“救火”，衰退式降息累计次数多、幅度大。例如，2008 年次贷危机和 2020 年新冠疫情重创美国本土时，美联储大幅降低了基准利率以帮助提振经济和市场信心。预防式降息对应美国境外发生危机事件，对境内经济造成冲击但程度可控，美联储为了降低经济衰退风险而采取预防式措施，预防式降息累计次数少、幅度小。例如，2019 年 8 月，美联储宣布降息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间下调至 2.00%-2.25%，这是美联储时隔 10 年后的首次降息，也标志着美联储从 2015 年启动的货币政策紧缩周期告一段落。当时核心 PCE 从 2018 年中到达 2% 之后持续下跌至 1.6%，且市场对于未来通胀预期仍较悲观。梳理 2023-2024 年美联储货币政策路径，美联储对市场的宽松预期反应冷淡，经常出来踩刹车。相比经济增长，通胀显然是联储最为看重的使命任务。联储一直认为，如果通胀没有达到预期区间，利率高位仍会维持较长时间。

图 10： 2024-2025 年美联储货币政策路径回顾（橙色为偏鸽，红色为偏鹰）

时间	美联储货币政策路径	联邦基金利率
2024/6/12	点阵图下调降息预期，通胀不足以支持降息。①美联储如期将利率政策按兵不动，从去年 7 月以来连续第七次会议将联邦基金利率区间维持在 5.25%至 5.50%的二十多年高位。②但更新的点阵图暗示，美联储官员大幅下调了对今年降息次数的预期，从上次点阵图显示的三次降至一次，并未如最近数据激发的市场预期那样降息两次。③美联储主席鲍威尔在记者会上表示，通胀已经实质性地放缓，但仍然太高，今年迄今的通胀数据还不足以给美联储降息的	-

	信心。	
2024/7/31	降通胀方面取得进展，最快将在9月份降息。①美联储在7月的FOMC会议上继续按兵不动，将联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%不变。②美联储进一步确认在降通胀方面取得进展，除了通胀，美联储开始强调关注避免就业方面风险。③鲍威尔表示，随着劳动力市场降温和通胀率下降，实现就业和通胀目标的风险继续趋于平衡。9月份FOMC货币政策会议上，降息可能是一个选项，最快将在9月份选择降息。	-
2024/9/19	超预期降息反引起市场衰退担忧，鹰派指引不改市场强降息预期。①降息50个基点，首次降息幅度大于往常。②鲍威尔表示，目前联储双重使命面临的风险“基本平衡”，今日降息应被视为美联储不会落后于形势发展的承诺。③美联储指标利率将在年底前再下降50个基点，2025年降息100个基点，2026年降息50个基点，指标利率目标区间最终将降至2.75%-3.00%。④降息的同时可继续缩减资产负债表。⑤尽管通胀压力已经明显减弱，但他还不能说物价压力已经明确降温；如果知道劳动力市场降温的速度如此之快，联储可能在7月底就已开始降息。	-0.5
2024/11/7	重新担心通胀压力，后期降息可能放缓。①美联储如期降息25个基点，决议声明表示就业和通胀目标所面临的风险“大致平衡”，但决议声明删除了关于“在抗通胀问题上获得信心”的表述。②鲍威尔表示，经济整体表现强劲，近期指标表明，经济稳健地扩张，消费者开支增速仍然保持韧性，供应条件改善，这已经支持经济。③美国通胀已经更加接近2%，核心通胀仍然在某种程度上偏高。降息将有助于保持经济的强度。美联储将继续逐次会议地做决定。④已准备好在唐纳德·特朗普重返白宫之后，带领美联储政策制定者们抵御政治相关的压力，坚定捍卫美联储独立性。	-0.25
2024/12/19	美联储如期降息，但预期25年降息次数减少。①美联储如期降息25个基点，将联邦基金利率的目标区间从4.5%至4.75%降至4.25%至4.5%。②最新出炉的点阵图显示，美联储决策者们现在预计，到2025年底将只降息两次，每次25个基点，对明年和后年的通胀预期也显著上调。③美联储主席鲍威尔表示，美联储处于或接近放慢降息节奏、或暂停降息步伐。	-0.25
2025/1/29	通胀仍存压力，劳动力市场已经降温。①美联储如期按兵不动，将联邦基金利率目标区间保持在4.25%至4.5%不变。这是美联储自去年9月开启降息周期以来首次暂停降息。②政策声明删除“通胀朝着目标取得进展”的表述。③鲍威尔表示，无需匆忙调整货币政策立场，通胀仍然在一定程度上偏高。与特朗普在达沃斯论坛上要求“立即降息”唱起了反调。美国经济仍然总体强劲；2024年GDP预计将超过2%。美联储在缩减资产负债表规模方面仍有运行空间。劳动力市场状况已经降温，但依然稳健。	-
2025/3/20	缩表即将放慢，美国滞胀风险增加。①美联储如期维持利率不变，FOMC声明显示，美联储将于4月1日开始放慢缩表节奏，将美债减持上限从250亿美元/月放缓至50亿美元/月，MBS减持上限维持在350亿美元/月。②经济前景不确定性增加。仍预计今年两次降息，累计降息50个基点。但点阵图中，预计今年不降息者由一人增至四人，降息两次者降一人至九人。③美联储大幅下调2025年经济增长预期，同时上调通胀预期。美联储主席鲍威尔重申，美联储无需急于调整货币政策的立场，称已做好充分准备，耐心等待更清晰的市场信息。	-

2025/5/7	就业与通胀风险增加，整体维持谨慎。①美联储如期按兵不动，维持联邦基金利率目标区间在 4.25%-4.5% 不变。FOMC 声明称，经济前景的不确定性进一步增加，失业率上升、通胀上升的风险都已经增加。重申最近指标显示经济活动仍稳健扩张，但指出净出口波动已影响数据。②美联储宣布，将继续以 3 月会议宣布的更慢速度缩减资产负债表。③美联储主席鲍威尔重申观望立场，称如果数据支持，降息是可能的，目前不适合采取先发制人的利率政策。	-
2025/6/18	关税通胀将于今夏加剧，降息步伐会略微放缓。①将指标隔夜利率目标区间维持在 4.25%-4.50% 不变，暗示今年借贷成本仍有可能下降。②在新的经济预测中，经济出现温和滞胀，预计今年经济增长将放缓至 1.4%，年底失业率将升至 4.5%，通胀率将达到 3%，远高于当前水平。仍预计今年将降息 50 个基点，但认为之后降息步伐会略微放缓，随着通胀回归 2% 目标的时间拉长，预计 2026 年和 2027 年均将只进行一次 25 个基点的降息。③鲍威尔表示，关税通胀将于今夏加剧，消费者将承担部分成本。商品关税的影响需要时间才能传导到销售终端。不要过分看重联储的利率预测，这些预测可能根据未来公布的数据做出调整，尤其是在通胀方面。	-
2025/7/30	断言降息仍早，关税通胀风险仍在。①美联储连续第五次按兵不动，将联邦基金利率目标区间维持在 4.25% 至 4.5% 之间不变，符合预期。②美联储主席鲍威尔表示现在就断言美联储是否会像金融市场预期的那样在 9 月下调联邦基金利率还为时过早。他说，在关税和通胀仍充满不确定性的情况下，当前的利率水平是合适的。③鲍威尔表示，关税传导至价格的过程可能比之前预料的更慢，判断关税对通胀的影响仍然太早。	-
2025/9/17	如期开启降息，通胀风险倾向于上行。①美联储如期降息 25 个基点，将联邦基金利率下调至 4.00%-4.25%，为年内首次降息，也是时隔 9 个月后重启降息。②FOMC 声明指出，就业方面的下行风险已上升，今年上半年经济增长有所放缓，通胀有所上升。③美联储主席鲍威尔表示，就业增长已放缓，就业下行风险上升，劳动力市场不如以前活跃，略有疲软。通胀最近有所上升，仍略微偏高。商品通胀已加速，服务通胀回落仍在继续。持续性通胀的风险需要加以管理，通胀风险倾向于上行。	-0.25

数据来源：Fed、山金期货投资咨询部

对于贵金属投资者来说，掌握市场对美联储利率的预期是极为重要的。若投资者能够预测未来目标利率的趋势走向，也将有利于其交易。芝商所(Chicago Mercantile Exchange, CME) 提供了一款免费的分析工具，叫 CME FedWatch Tool。这款工具主要分析联邦公开市场委员会(FOMC) 在未来会议中调整联邦基金利率目标的可能性。在计算加息减息的概率时，FedWatch 主要利用芝商所上市的 30 天短期联邦基金期货(FedFund Futures, FF) 的价格来进行计算。由于该短期期货是以联邦基金利率作为标的物，而联邦基金利率也被限制在一个目标范围值内，因此该期货的价格变化波动相对较小，能更好地反映出市场对该期货合约在月份内的日均联邦基金有效利率水平的预期，从而有助于计算加息减息的概率。除此之外，FedWatch Tool 也提供联储点阵图，而该图主要反映各联储银行行长对于短期和长期内联邦基金利率走向的预期。

图 11： 美联储利率预期（2025. 09. 30）

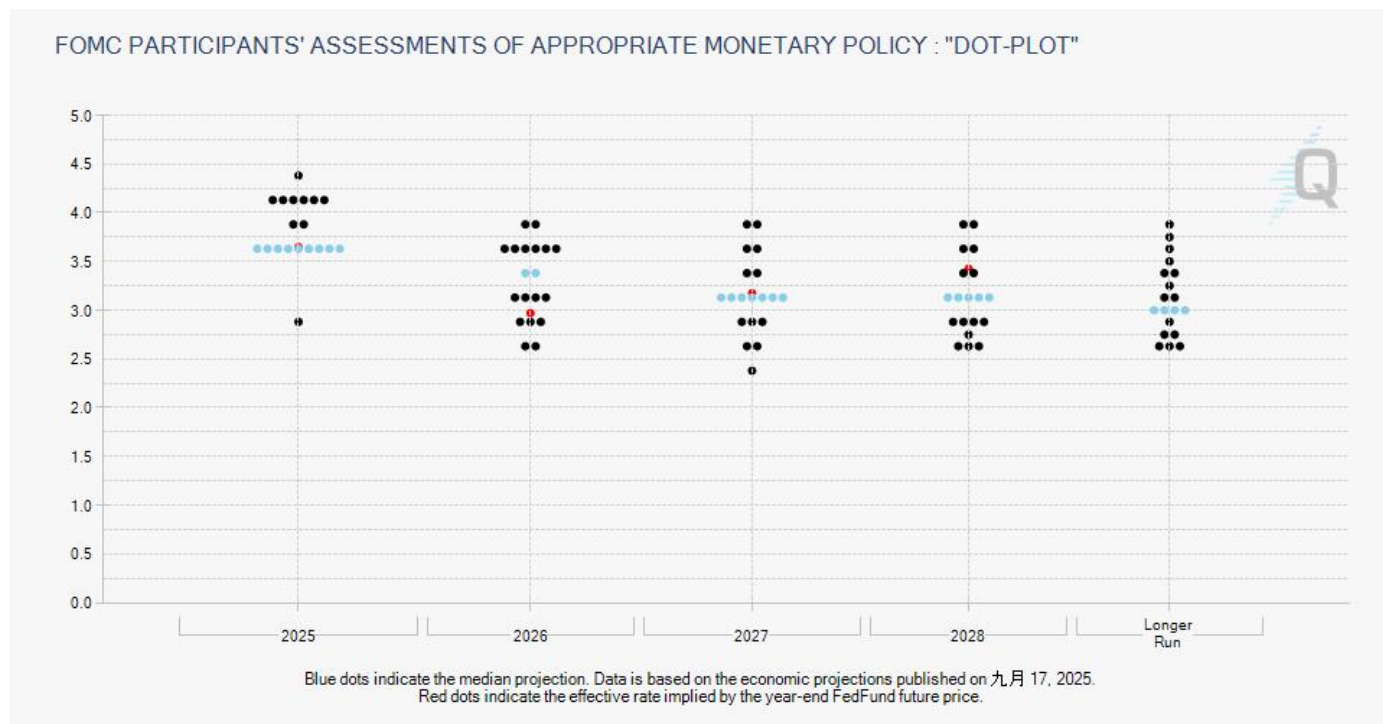
	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/10/29					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	89.3%	10.7%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	69.9%	27.7%	2.3%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	26.3%	54.1%	18.2%	1.4%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.4%	38.3%	38.5%	10.9%	0.8%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	17.0%	38.4%	32.8%	8.8%	0.7%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	10.6%	29.0%	35.2%	19.3%	4.2%	0.3%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.4%	3.9%	15.7%	30.7%	30.8%	15.1%	3.1%	0.2%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.1%	1.6%	7.9%	20.8%	30.8%	25.5%	11.1%	2.1%	0.1%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.3%	2.4%	9.6%	22.1%	30.1%	23.6%	9.9%	1.9%	0.1%	0.0%
2026/12/9	0.1%	0.6%	3.5%	11.5%	23.3%	29.1%	21.6%	8.7%	1.6%	0.1%	0.0%
2027/1/27	0.1%	0.9%	4.1%	12.4%	23.8%	28.5%	20.5%	8.1%	1.5%	0.1%	0.0%
2027/3/17	0.2%	1.1%	4.8%	13.3%	24.1%	27.9%	19.6%	7.6%	1.4%	0.1%	0.0%
2027/4/28	0.1%	1.0%	4.4%	12.4%	23.0%	27.5%	20.5%	8.9%	2.1%	0.2%	0.0%
2027/6/9	0.1%	0.9%	3.9%	11.4%	21.6%	26.9%	21.3%	10.4%	2.9%	0.5%	0.0%
2027/7/28	0.1%	0.6%	2.9%	8.7%	18.0%	25.0%	23.3%	14.2%	5.6%	1.3%	0.2%
2027/9/15	0.1%	0.6%	2.9%	8.7%	18.0%	25.0%	23.3%	14.2%	5.6%	1.3%	0.2%

数据来源：CME、山金期货投资咨询部

芝加哥商品交易所的“美联储观察工具”显示，目前，市场预期美联储 10 月大概率继续降息，2025 年整体降息空间仍有 50 基点左右，并在明年年中左右完成降息。2025 年 9 月 FOMC 决议表述相比 7 月有三点关注：其一，基本面评估部分关于经济增长的描述在“经济活动的增长在今年上半年有所放缓”基础上增加了“失业率已经开始增长”，为美联储在就业与通胀的平衡中略偏向关注就业定下基调。其二，风险评估部分的表述增加了“认为就业走弱的风险开始上升”的表述，进一步表明美联储开始关注就业下行的风险。其三，只有新晋美联储理事米兰投票反对本次决议，他倾向于在本次会议上将联邦基金利率目标区间下调 0.5 个百分点。这表明美联储内部的鸽派力量并没有很强，至少在上次投票支持开始降息的两位理事米歇尔-鲍曼和克里斯托弗-沃勒没有进一步追随米兰的观点。

总体而言，美联储的决议表述符合预期，开始偏向于关注就业下行风险，并且措辞依旧中立。随着 5-6 月非农就业数据大幅下行，鲍威尔及许多美联储官员在后续的公开演讲中已经表明开始关注就业风险的态度，这是“就业与通胀天平”略微偏向于就业的靴子落地。

图 12： 美联储 12 月点阵图与市场利率预期（红点）（2025.09.30）

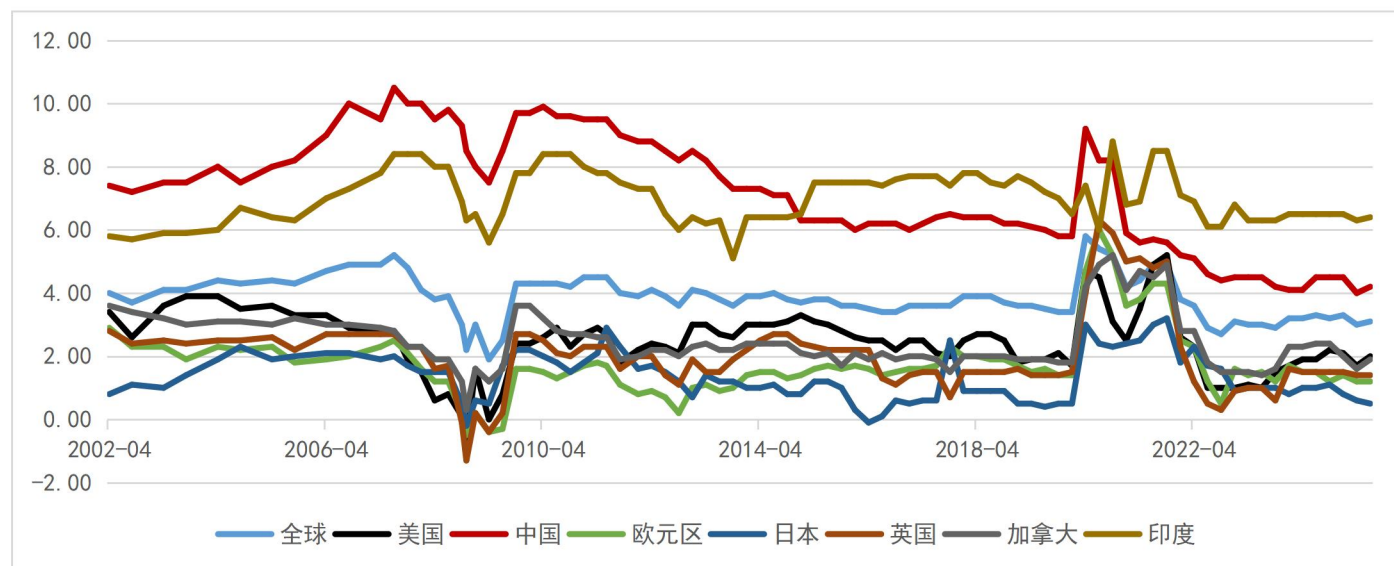


数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

3.4 近年全球央行货币政策分化严重，非美货币对贵金属影响显著，其与美国降息预期差尤为关键，后期美联储降息空间大于非美，或助推美元指数反弹承压相对弱势

我们在 2024 贵金属年报《云销雨霁 乘势待时》中提出：“考虑欧元区等美指构成一揽子货币所在经济体经济预期更差，美欧利差更有可能从下行趋缓转为震荡偏强，以及美元资产和贵金属不遑多让的避险价值，或支撑美元和贵金属相关性转弱，乃至出现更多正相关。”2024 年基本符合预期。展望 2025 年，支撑美国经济和通胀韧性的产业、消费、就业等经济数据或逐渐走弱，美国财政政策扩张的势头有望延续。美元吸引力在 2024 年因欧美央行降息路径预期分歧，被动强势上行后，2025 年重新转弱。特朗普保守主义或影响美元的长期国际需求，对美联储独立性的可能干预也会冲击美元的全球信用。

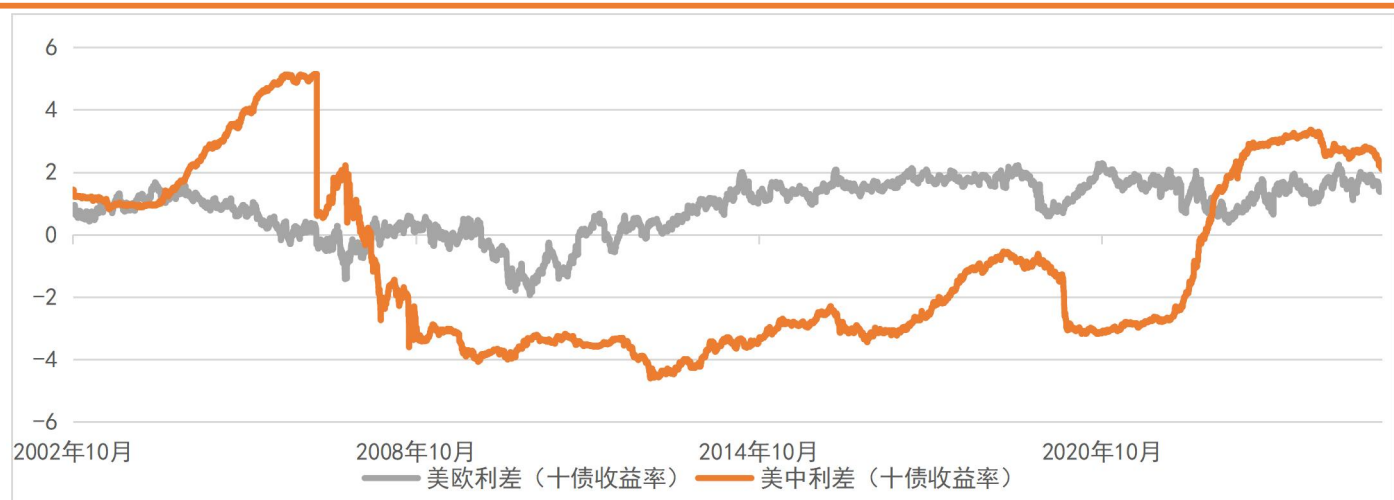
图 13：IMF 经济增速预测（2025 年）



数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

对人民币来说，随着国家政策重心从货币政策转向财政和产业政策，经济增长预期上行。各项政策合力稳增长，将在 2025 年后支撑汇率和国际收支。上半年，国内经济基本面有望复苏，但贸易战风险增长。美国基本面韧性较强，受外部环境压制，中美仍处高位，人民币贬值压力仍存。下半年，随着美联储重回降息，美元指数、美债收益率回落，人民币汇率或渐进升值。总体来看，人民币未来仍会保持双向波动的走势，预期美元/人民币或在 7.0-7.2 区间宽幅偏弱震荡。

图 14：美欧利差与美中利差（十债收益率）



数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部



4.商品属性演变逻辑

4.1 全球黄金 2024 年供给稳定增加，但需求回落。2025 年需求预期继续结构分化，首饰需求受到高位金价抑制，但官方和民间增持抵消部分利空影响

根据世界黄金协会统计，2025 年二季度全球黄金总需求（含场外交易投资）同比增长 3%至 1,249 吨。以价值计，全球黄金总需求同比大幅跃升 45%，达到 1,320 亿美元。

全球黄金 ETF 连续两个季度保持需求强劲，这是助推二季度整体需求增长的关键因素。全球贸易政策不确定性仍存，地缘政治动荡加剧，叠加金价的上涨共同推动黄金 ETF 实现流入。

在金价上涨和黄金避险属性的双重吸引下，金条和金币投资者也纷纷入场。该板块需求同样连续两个季度表现优异，助推 2025 年上半年金条和金币投资创下自 2013 年以来的最高纪录。

各经济体央行仍是全球黄金需求的重要支柱，二季度全球官方黄金储备共计增加 166 吨。尽管购金步伐有所放缓，但央行购金需求前景依然乐观。

金饰需求量与消费金额继续呈现分化态势：多数地区金饰需求吨位同比下降，低迷表现几乎回落至 2020 年疫情期间的水平；然而，金饰消费金额却普遍上升。

科技用金需求受美国关税潜在影响施压，不过与 AI 应用相关的黄金需求的增长依然成为亮点。

图 15：全球黄金供需平衡表(单位：吨)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	年 同 比%
供应 量																
金矿 产量	2,754.50	2,876.90	2,957.20	3,166.80	3,270.50	3,361.30	3,509.60	3,573.10	3,655.30	3,594.50	3,472.40	3,568.90	3,611.90	3,644.10	3,661.20	▲ 0
生产 商净 套保	-108.8	22.5	-45.3	-27.9	104.9	12.9	37.6	-25.5	-11.6	6.2	-39.1	-22.7	-1.5	67.4	-56.80	▲ -

回收金	1,671.20	1,626.30	1,636.80	1,195.30	1,129.60	1,067.10	1,232.10	1,112.40	1,131.70	1,275.70	1,293.10	1,136.20	1,144.10	1,234.40	1,370.00	▲	11
总供应量	4,316.80	4,525.70	4,548.60	4,334.10	4,505.00	4,441.30	4,779.30	4,660.00	4,775.30	4,876.30	4,726.40	4,682.40	4,754.50	4,945.09	4,974.50	▲	1
需求量																	
金饰制造	2,043.80	2,092.10	2,140.90	2,735.30	2,544.40	2,479.20	2,018.80	2,257.50	2,290.00	2,152.10	1,324.00	2,230.60	2,189.80	2,191.0	2,003.50	▼	-9
金饰消费	2,057.20	2,104.40	2,157.20	2,728.00	2,534.20	2,460.80	2,105.20	2,242.00	2,250.20	2,126.70	1,398.00	2,147.70	2,086.20	2,110.6	1,877.10	▼	-11
金饰库存	-13.5	-12.3	-16.3	7.3	10.2	18.4	-86.5	15.5	39.8	25.4	-74	82.9	103.6	80.4	126.40	▲	57
科技	460.7	429.1	382.3	355.8	348.4	331.7	323	332.6	334.8	326	302.8	330.2	308.5	305.2	326.10	▲	7
电子用金	326.7	316.6	289.1	279.2	277.5	262.1	255.6	265.6	268.4	262.3	249.3	272.1	251.7	248.7	270.60	▲	9
其他行业	88.3	76.4	64.7	53.7	51.2	51	49.8	50.7	51.2	49.8	41.6	46.8	46.6	47.1	46.50	▼	-1
牙科	45.6	36.2	28.4	22.8	19.6	18.6	17.6	16.3	15.3	13.9	11.9	11.4	10.3	9.4	8.90	▼	-5
投资	1,616.60	1,744.30	1,621.00	797.7	900.7	967	1,614.20	1,315.00	1,164.00	1,271.10	1,796.30	1,001.90	1,106.80	945.5	1,179.50	▲	25
金条和金 币总需求 量	1,204.30	1,502.00	1,322.40	1,729.70	1,066.60	1,090.70	1,072.90	1,044.10	1,090.40	870.9	903.8	1,190.90	1,217.10	1,189.8	1,186.30	▼	0
金条	921.2	1,189.50	1,023.20	1,357.40	780.5	790.4	797.4	779.9	775.6	583.5	541.8	810.8	790.9	781.7	860.00	▲	10
官方金币	195.9	228.3	187.5	270.9	205.5	224.3	207.9	188.1	241.9	220.7	292.9	295.2	334.8	293.5	201.00	▼	-31
奖章/仿制金 币	87.2	84.2	111.7	101.4	80.6	76	67.7	76.1	73	66.8	69.1	84.8	91.4	114.6	125.20	▲	9
黄金ETFs及类似产 品	412.4	242.3	298.7	-932	-165.9	-123.7	541.3	270.9	73.6	400.2	892.4	-189	-110.4	-244.2	-6.81	▲	-

各国央行和其他机构	79.2	480.8	569.2	629.5	601.1	579.6	394.9	378.6	656.2	605.4	254.9	450.1	1,135.70	1,050.8	1,044.60	▼	-1
黄金需求（制造基础）	4,200.20	4,746.40	4,713.30	4,518.20	4,394.60	4,357.40	4,350.80	4,283.60	4,445.00	4,354.50	3,677.90	4,012.80	4,740.70	4,492.5	4,553.70	▲	1
顺差/逆差	116.6	-220.6	-164.7	-184.1	110.4	83.8	428.5	376.4	330.3	521.8	1,048.50	669.6	13.8	453.4	420.70	▼	-7
总需求	4,316.80	4,525.70	4,548.60	4,334.10	4,505.00	4,441.30	4,779.30	4,660.00	4,775.30	4,876.30	4,726.40	4,682.40	4,754.50	4,945.9	4,974.50	▲	1
LBMA黄金价格	1224.52	1571.52	1668.98	1411.23	1266.4	1160.06	1250.8	1257.15	1268.49	1392.6	1769.59	1798.61	1800.09	1940.54	2,386.20	▲	23

数据来源：世界黄金协会、山金期货投资咨询部

4.2 世界白银协会表示，由于需求下降 1%，总供应量增加 2%，预计 2025 年全球白银供需缺口将收窄 21%，降至 1.176 亿盎司，约 3658 吨

图 16：全球白银供需平衡表(单位：吨)

全球白银供需平衡表												
吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2024	2025F
供应量												
银矿产量	27996	26870	26463	26046	24379	25841	26108	25278	25496	25971	1%	2%
回收银	4861	4983	5048	5095	5614	5931	-	5707	6031	6009	6%	0%
净实物投资	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-	-
生产商净套保	0	0	0	432	264	0	0	0	0	28	-	-
官方净出售	34	31	37	31	37	47	53	50	47	47	-9%	4%
供给合计	32889	31884	31548	31607	30295	31822	32180	31035	31573	32055	2%	2%
需求量												
工业需求合计	15272	16423	16354	16342	15922	-	18423	20438	21166	21069	4%	0%

电子电气	9611	10547	10277	10158	9997	10908	11530	13822	14323	14482	4%	1%
光伏	2538	3089	2706	2330	2575	2765	3673	5994	6146	6087	3%	-1%
钎料	1527	1583	1617	1630	1477	1571	1530	1561	1605	1645	3%	3%
其他工业	4134	4292	4463	4554	4445	5067	5362	5057	5238	4942	4%	-6%
摄影	1079	1008	977	955	837	862	862	849	793	753	-7%	-5%
珠宝首饰	5882	6103	6320	6270	4694	5661	7294	6317	6491	6103	3%	-6%
银器	1664	1848	2087	1907	970	1266	2286	1714	1686	1431	-2%	-15%
净实物投资	6622	4846	5160	5829	6473	8843	10522	7599	5938	6358	-22%	7%
净对冲需求	373	34	230	0	0	109	557	358	134	0	-62%	-
需求合计	30895	30261	31128	31303	28895	34288	39943	37278	36208	35716	-3%	-1%
供需平衡	1994	1624	420	305	1403	-2467	-7763	-6239	-4631	-3658	-26%	-21%
ETP 等产品净投资	1676	224	-666	2591	10298	2019	-3652	-1169	1916	2177	-	14%
除去 ETPs 的	317	1403	1086	-2286	-8899	-4488	-4112	-5070	-6547	-5835	29%	-11%
白银均价（美元/盎司）	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	23.35	28.27	-	21%	-
年度涨跌幅	14.98%	-0.53%	-7.86%	3.18%	26.77%	22.34%	-13.56%	7.46%	21.07%	-	-	-

数据来源：世界白银协会、山金期货投资咨询部

5. 技术分析

伦敦金自 1991 年以来，至 2000 左右处于低位宽幅震荡。2000 年后从 252.10 美元/盎司开始，技术上处于大周期上行通道中。第一波上行至 2011 年最高上冲至 1921.175 上涨接近八倍，之后因联储紧缩预期至 2015 年年末跌至 1046.39。之后加息靴子落地，自 2016 年伦敦金开启新的上行趋势。中间又有 2018、2020 和 2021 年阴线收盘，基本站稳 5 年年线这条上行趋势线。2022 年 K 线伴随着联储加息放缓最终以十字星收盘，2023 年突破历史前高，历史上第三年上破 2000 大关，并且收在其上。2024 年伦敦金收涨 24.3%，突破年线布林带上轨技术上进入超买区间。2025 年上年初伦敦金借助贸易战和地缘异动避险等推动，快速上行。年中中美和谈后，伦敦金持续高位震荡。近期降息逻辑持续发酵，同时美国政府停摆、美联储独立性担忧及贸易战再次升级风险共振，伦敦金重新加速上行。预期在 2026 年年中左右美联储暗示降息即将结束之前，伦敦金或继续维持上行。同时需要注意短期避险事件解决高位快速回撤风险。技术面观察，伦敦金自 252.1 经过 1921.175 回踩 1046.395 做波浪尺分

析，短期上破震荡区间，中长期偏多未变，后期建议关注 3750-4000 压力（沪金主力约 850-910），以及 3400（沪金约 770）一线支撑有效性。

图 17：伦敦金 35 年历史走势



数据来源：文华财经、山金期货投资咨询部

黄金是白银的锚。伦敦银自 1994 年以来，至 2000 年前后和黄金同样区间宽幅震荡。2000 年后，借助全球经济工业需求增长以及美联储宽松货币政策，至 2011 年最高涨至 49.84，涨幅超过十倍，但当年收盘仅收在 27.862 一线。至 2015 年年末跟随黄金跌至 13.644 一线。2016 年开始，白银沿着 20 年年线震荡上行。特别值得注意的是，2020 年年初疫情扩散到全球，伦敦银一度跌至 11.615，但当年收盘依然收在 20 年年线之上。从 2020 年收盘开始，K 线更是追随黄金，沿着 5 年线震荡上行。同样自 2015 年年尾低点 13.644 经过 2020 年高点 29.863 回踩 2022 年低点 17.54 做波浪尺分析，2024 年在 34 附近及布林带上轨一线承压。由于白银一半以上用量是工业用量，全球经济增长乏力，白银追上黄金节奏任重道远，但波动性值得期待。近期全球白银工业需求有望触底反弹，国内光伏等行业去产能加快，有望成为新的增长点，从而带动白银需求高增长。技术面观察，伦敦银自 17.5 经过 26.1 回踩 20.7 做波浪尺分析，短期上破前高，中长期偏多未变，伦敦银关注 49.8-55（沪银主力约 11780-13000）区间压力突破情况，以及 37.9（沪银约 8960）一线支撑有效性。

图 18：伦敦银 32 年历史走势



数据来源：文华财经、山金期货投资咨询部

6.从多空博弈的角度看未来行情发展的方向

展望后期，全球经济政治体系重构推动货币体系重构，全球经济不确定性下的避险需求与政策博弈的复杂交织。全球央行持续购金、中美博弈长期化、地缘冲突反复，避险需求仍存。去美元化趋势下，黄金作为储备多元化工具的战略价值继续凸显。地缘政治风险及美联储政策转向宽松预期仍将为贵金属提供支撑。预期在 2026 年年中左右美联储暗示降息即将结束之前，贵金属或继续维持上行。同时，降息进入后半场后，需要注意短期避险事件解决前期多单易止盈离场，贵金属高位快速回撤风险，贵金属整体波动率或进一步升高。

7.国内贵金属产业链概况

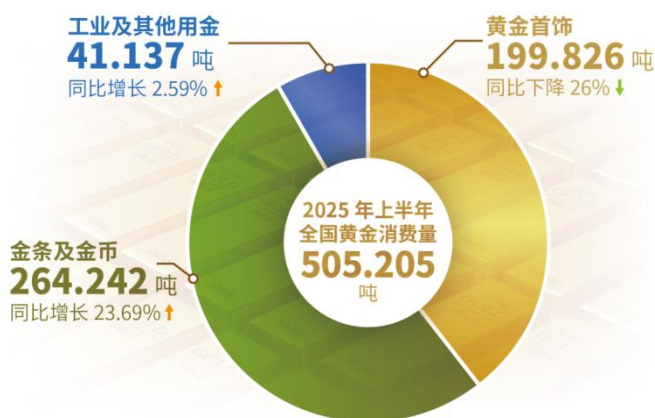
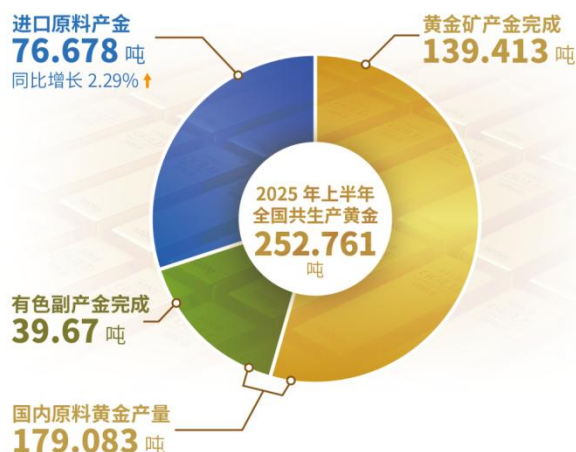
据中国黄金协会最新统计数据显示，据中国黄金协会最新统计数据显示：2025 年上半年，国内

原料产金 179.083 吨，比 2024 年上半年减少 0.551 吨，同比下降 0.31%，与去年基本持平。其中，黄金矿产金完成 139.413 吨，有色副产金完成 39.67 吨。另外，2025 年上半年进口原料产金 76.678 吨，同比增长 2.29%，若加上这部分进口原料产金，全国共生产黄金 252.761 吨，同比增长 0.44%，与去年持平。

2025 年上半年，高质量发展政策导向和高企的黄金价格为黄金企业带来了历史机遇，黄金生产企业利润空间加大，部分企业选择降低入选品位，最大限度利用金矿资源，但黄金产量并未明显增加。大型黄金企业致力于中长期高质量发展，加大大型矿山生产项目基建和技术改造投入，其短期生产计划有所调整，企业矿产金产量出现阶段性回落。黄金冶炼企业来料减少，冶炼金产量亦有所下降。山东海域和纱岭等重点金矿项目快速推进。招金海域金矿生产线成功完成带水联动试车，攻克了海底高腐蚀环境防腐等技术难题，该项目已具备工业化生产能力，预计 2025 年底将全面进入试运营阶段。中金纱岭金矿主井提升机、井架、通风排水系统及变电站增容等工程均已完成，地表工程整体进度过半，选矿设备安装进入收尾阶段，预计 2025 年底基本具备试车条件。重点黄金企业积极推进“走出去”发展战略，成效显著。2025 年上半年，我国大型黄金集团境外矿山实现矿产金产量 39.608 吨，同比增长 16.17%。

图 19：2025 年上半年国内黄金产量

图 20：2025 年上半年国内黄金消费量



数据来源：中国黄金协会、山金期货投资咨询部

数据来源：中国黄金协会、山金期货投资咨询部

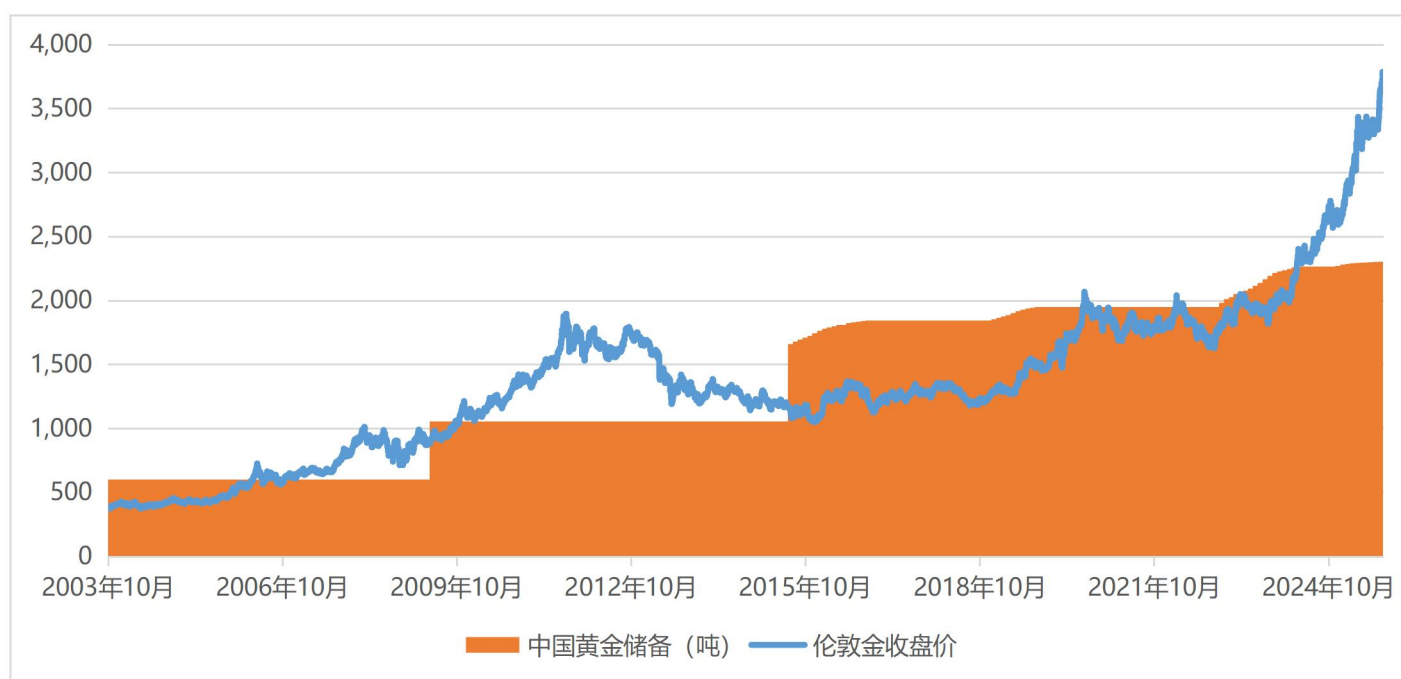
2025 年上半年，我国黄金消费量 505.205 吨，同比下降 3.54%。其中，黄金首饰 199.826 吨，同比下降 26%；金条及金币 264.242 吨，同比增长 23.69%；工业及其他用金 41.137 吨，同比增长 2.59%。

高金价抑制黄金首饰消费，轻克重、设计感强、附加值高的首饰产品仍然受青睐，这类产品使得商家盈利情况较好。金店金条需求仍然旺盛，但利润较低。地缘冲突加剧与经济不确定性使得黄

金避险保值的功能进一步凸显，民间金条和金币投资需求大幅度增长。工业用金因金盐需求回升，呈现出小幅上涨趋势。另外，2025 年上半年，国内黄金 ETF 增仓量为 84.771 吨，较 2024 年上半年增仓量 30.696 吨，同比增长 173.73%。至 6 月底，国内黄金 ETF 持仓量为 199.505 吨。

近两年来，来自全球各国中央银行的增持，是国际金价上涨的主要推动力之一，而中国央行更是其中的最主要的力量。中国央行作为大规模的黄金买家，其增持行为直接增加了市场对黄金的需求。在黄金市场供应相对稳定的情况下，需求的上升会打破原有的供需平衡，促使价格上涨。需要注意的是，在中国央行暂停增持的半年时间内，其他国家央行仍然继续增持黄金，且数量不小，共同推动全球黄金市场新的需求增量。

图 21：伦敦金与中国黄金储备量



数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

2025 上半年，我国央行增持黄金 18.97 吨，截至 6 月底，我国黄金储备为 2298.55 吨。央行增持黄金，意义重大：第一，当前全球经济不确定性增加，如美债收益率波动加大等，各国面临着不同程度的经济增长放缓、地缘政治紧张等问题，这些因素使得黄金作为避险资产的重要性更加凸显；第二，从优化外汇储备资产结构方面来看，也继续降低对单一货币依赖，提升国际储备多元化水平；第三，从资产增持保持的角度来看，黄金作为一种稀缺金融资产，具有很好的长期投资价值。

图 22：国内黄金企业产量排名

排名	企业名称	2024 年 矿产金 产量 (吨)	2025 年计划/ 预测产量 (吨)	同比增 长预期	主要特点
1	紫金矿业	72.94	85	约 16.5%	中国最大、全球前十的黄金生产商，海外产量占比高。
2	山东黄金	46.17	≥50	≥8.3%	国内龙头，深耕胶东世界级金矿带，资源储量丰富。
3	中金黄金	18.35	18.17 (计划)	微降	央企背景，聚焦资源增储，冶炼业务占比高。
4	招金矿业	18.34	26.9 (预计)	约 46.7%	拥有海域金矿（亚洲最大单体金矿），投产后增速显著。
5	赤峰黄金	15.16	16.7	约 10.2%	海外矿山贡献大（超 70%），成本控制与盈利能力突出。
6	西部黄金	9.59	-	-	新疆主要黄金生产企业，2024 年扭亏为盈。
7	山金国际	8	12	50%	被山东黄金控股后，资源整合与产能提升预期强。
8	湖南黄金	3.7 (自产)	-	-	“黄金+锑”双轮驱动，平江特大金矿未来潜力大。

数据来源：公开资料、山金期货投资咨询部

8.全球贵金属产业链概况

8.1 全球黄金产业链概况

图 23：黄金分国别供应和需求

吨	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	年同比
供应												
矿产金	3182	3269	3362	3515	3577	3658	3599	3484	3577	3633	3645	0%
前 5 位国家：												
中国	439	463	460	463	429	404	383	367	333	376	379	1%
俄罗斯	249	252	255	261	280	295	327	333	330	330	320	-2%

澳大利亚	267	274	280	286	292	314	327	327	308	305	292	-4%
加拿大	131	152	159	162	171	193	187	174	193	196	193	-1%
美国	230	212	218	230	236	224	199	193	187	174	168	-3%
回收金	1188	1129	1067	1232	1114	1132	1275	1294	1135	1141	1238	9%
前 5 位国家:												
中国	100	118	106	146	143	146	168	190	168	156	208	36%
印度	96	93	81	81	87	87	118	96	75	96	118	20%
意大利	106	87	84	84	81	78	84	87	81	87	87	1%
美国	162	106	87	84	81	81	84	72	75	68	72	4%
土耳其	93	121	165	131	84	112	115	75	53	53	50	-6%
净对冲供应	-	106	12	37	-	-	6	-	-	-	59	na
总供应	4370	4504	4442	4784	4690	4790	4880	4777	4712	4774	4945	4%

数据来源：世界黄金协会、金属聚焦、山金期货交易咨询部

图 24：全球排名前 20 位的产金国家

吨	2022	2023	年同比
中国	375.0	378.2	1%
俄罗斯	330.0	321.8	-3%
澳大利亚	306.3	293.8	-4%
加拿大	194.5	191.9	-1%
美国	172.7	166.7	-3%
加纳	137.2	135.1	-2%
印度尼西亚	131.8	132.5	1%
秘鲁	125.7	128.8	2%
墨西哥	124.0	126.6	2%
乌兹别克斯坦	110.8	119.6	8%

马里	101.4	105.0	4%
南非	92.6	104.3	13%
布基纳法索	96.3	98.6	2%
巴西	86.6	86.3	0%
哈萨克斯坦	81.9	86.3	5%
苏丹	80.1	72.5	-9%
哥伦比亚	57.4	67.4	17%
几内亚	63.5	64.9	2%
坦桑尼亚	50.9	52.0	2%
科特迪瓦	48.3	51.5	7%
其他	867.0	862.4	-1%
全球总计	3,634.1	3,646.1	0.3%

数据来源：世界黄金协会、金属聚焦、山金期货交易咨询部

8.2 全球白银产业链概况

图 25: 全球排名前 20 位的产银国家

吨	2022	2023	年同比
中国	375.0	378.2	1%
俄罗斯	330.0	321.8	-3%
澳大利亚	306.3	293.8	-4%
加拿大	194.5	191.9	-1%
美国	172.7	166.7	-3%
加纳	137.2	135.1	-2%
印度尼西亚	131.8	132.5	1%
秘鲁	125.7	128.8	2%
墨西哥	124.0	126.6	2%
乌兹别克斯坦	110.8	119.6	8%
马里	101.4	105.0	4%
南非	92.6	104.3	13%
布基纳法索	96.3	98.6	2%
巴西	86.6	86.3	0%
哈萨克斯坦	81.9	86.3	5%
苏丹	80.1	72.5	-9%
哥伦比亚	57.4	67.4	17%
几内亚	63.5	64.9	2%
坦桑尼亚	50.9	52.0	2%
科特迪瓦	48.3	51.5	7%
其他	867.0	862.4	-1%
全球总计	3,634.1	3,646.1	0.3%

数据来源：世界白银协会、金属聚焦、山金期货交易咨询部

图 25: 全球排名前 20 位的产银企业

Ton	2022	2023	Y/Y
Fresnillo ¹	1589	1664	5%
KGHM Polska Miedz ²	1328	1428	8%
Hindustan Zinc Ltd. ^{3,4,5}	694	740	6%
Pan American Silver	575	635	11%
Glencore	740	622	-16%
CODELCO ⁸	650	597	-8%
Industrias Penoles ⁶	495	588	19%
Southern Copper	579	572	-1%
Newmont	924	560	-39%
Polymetal Intl.	653	551	-16%
Volcan Cia Minera	445	473	6%
Hecla Mining	442	445	1%
South32 ⁷	383	404	6%
BHP ⁷	364	367	1%
Boliden ⁷	376	323	-15%
Nexa Resources	311	320	3%
Coeur Mining	305	320	4%
First Majestic Silver	327	320	-3%
SSR Mining	261	302	15%
Hochschild Mining	342	295	-14%

NB: 1 、 Excludes Silverstream contract; 2 、 Payable production; 3、 KGHM Group figures including Polish and international operations; 4 、 Hindustan Zinc is a Vedanta Group company; 5、 Production from integrated operations only; 6、 Refined Silver; 7、 Excludes 100% Fresnillo; 8、 Estimate

数据来源：世界白银协会、金属聚焦、山金期货交易咨询部

投资咨询部

山金期货官方微信号

作者 | 林振龙

从业资格号：F03107169

交易咨询号：Z0018476

审核：王云飞

投资咨询资格证号：Z0021688

复核：刘书语

从业资格证号：F03107583

电话：021 - 2062 7529

邮箱：linzhenlong@sd-gold.com

联系邮箱：linzhenlong@sd-gold.com



免责声明

本报告由山金期货投资咨询部制作，未获得山金期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在山金期货有限公司及其研究人员知情的范围内，山金期货有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。