



2025年1月11日

## 二次通胀预期升温

### 金银高位运行

#### 核心观点及策略

- 12月非农就业数据大超预期，美国薪资通胀螺旋已经呈现日益强烈的二次升温迹象，美联储2025年降息的潜在幅度、概率都受到这一数据的大幅挤压。而特朗普即将上任，其政策主张可能导致劳动力市场进一步趋紧和通胀进一步走高。在美国二次通胀预期，以及市场面临的政策不确定性下，贵金属价格持续走强。
- 预计在特朗普正式上任之前，金银价格都将维持高位运行。对于金价短期能否再创历史新高，我们暂持观望态度，认为呈现出剧烈波动，高位震荡的概率较大。长期来看，贵金属的牛市仍然稳固，金价将再创历史新高。
- 风险因素：美联储态度鹰派超预期、特朗普上任后政策不及预期激进

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

一、贵金属行情回归.....	4
二、贵金属价格影响因素分析.....	5
1、美国经济持稳韧性强，12月非农就业大超预期.....	5
2、美联储降息预期大幅缩减，未来货币政策的不确定性加大.....	5
3、欧元区经济增长乏力，欧央行将继续降息.....	6
三、市场结构及资金流向分析.....	9
1、金银比价变化.....	9
2、期现及跨期价差变化.....	9
3、央行购金动向.....	10
4、贵金属库存变化.....	11
5、金银ETF持仓分析.....	12
6、CFTC持仓变化.....	13
四、行情展望及操作策略.....	14

## 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 3 金价与美元指数走势变化 .....	4
图表 4 金价与美债利率走势变化 .....	4
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化 .....	7
图表 6 美欧经济意外指数变化 .....	7
图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化 .....	7
图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化 .....	7
图表 9 美国职位空缺数变化 .....	7
图表 10 美国周度初请和续请失业金人数 .....	7
图表 11 美国非农就业人数和失业率变化 .....	8
图表 12 美国时薪增速 .....	8
图表 13 主要经济体 CPI 变化 .....	8
图表 14 美元 PCE 和核心 PCE 变化 .....	8
图表 15 美国通胀预期变化 .....	8
图表 16 美元指数与美元非商业性净头寸变化 .....	8
图表 17 COMEX 金银比价变化 .....	9
图表 18 沪期金银比价变化 .....	9
图表 19 沪期金与 COMEX 金价差变化 .....	10
图表 20 沪期银与 COMEX 银价差变化 .....	10
图表 21 COMEX 金与伦敦金价差 .....	10
图表 22 COMEX 银与伦敦银价差 .....	10
图表 23 主要央行黄金储备量 .....	11
图表 24 中国央行黄金储备变化 .....	11
图表 25 COMEX 贵金属库存变化 .....	11
图表 26 COMEX 黄金库存变化 .....	12
图表 27 COMEX 白银库存变化 .....	12
图表 28 上海黄金交易所白银库存变化 .....	12
图表 29 上海期货交易所白银库存变化 .....	12
图表 30 贵金属 ETF 持仓变化 .....	13
图表 31 黄金 ETF 持仓变化 .....	13
图表 32 白银 ETF 持仓变化 .....	13
图表 33 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化 .....	13
图表 34 CFTC 黄金净多头持仓变化 .....	14
图表 35 CFTC 白银净多头持仓变化 .....	14

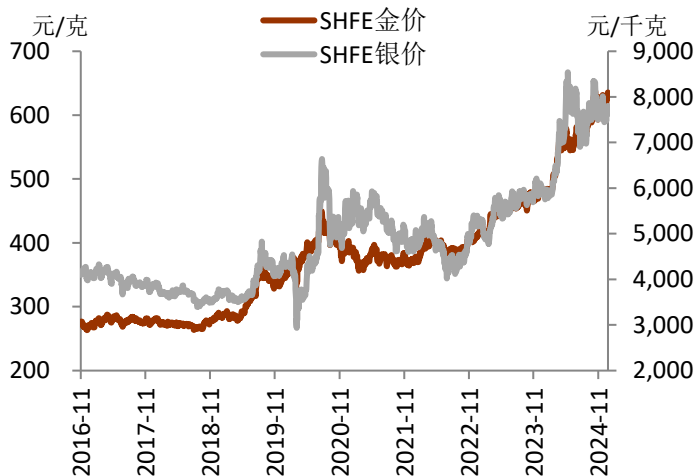
## 一、贵金属行情回归

2024年12月，贵金属价格先扬后抑。进入12月后，市场先开始交易美联储在12月的议息会议上继续降息的预期，金银价格持续走强。在12月11日符合预期的美国11月CPI数据公布之后，COMEX期金主力合约一度冲高至2760美元/盎司，距离2802美元的历史最高点仅一步之遥，但随后公布的PPI数据超预期增长，市场转向交易美联储将在2025年1月的暂停降息，金银价格高位回落。

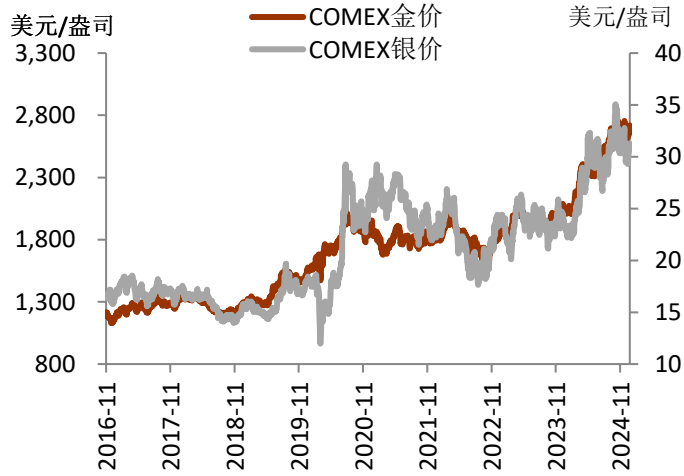
因特朗普胜选后美元指数持续走强，人民币兑美元汇率贬值，12月国内金银价格走势强于外盘，沪期金主力合约跟随外盘走高，一度冲高至632元/克，而后跟随外盘金价的回调而走弱，但较外盘抗跌。

进入2025年后，特朗普即将正式上任，市场面临的宏观政策不确定性风险加大，避险情绪抬升，贵金属价格呈震荡偏强走势。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

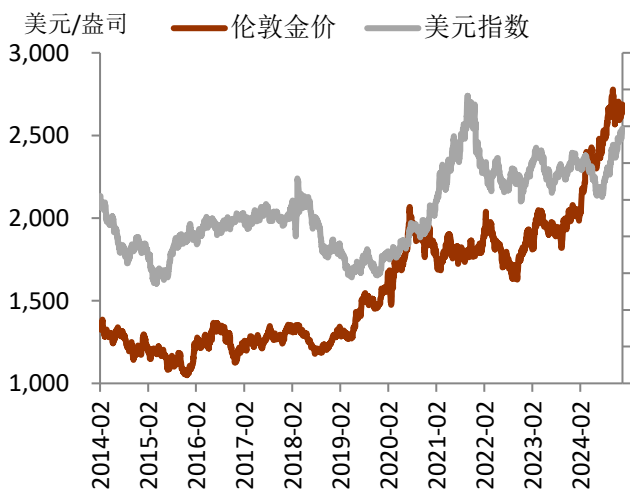


图表2 近5年COMEX金银价格走势

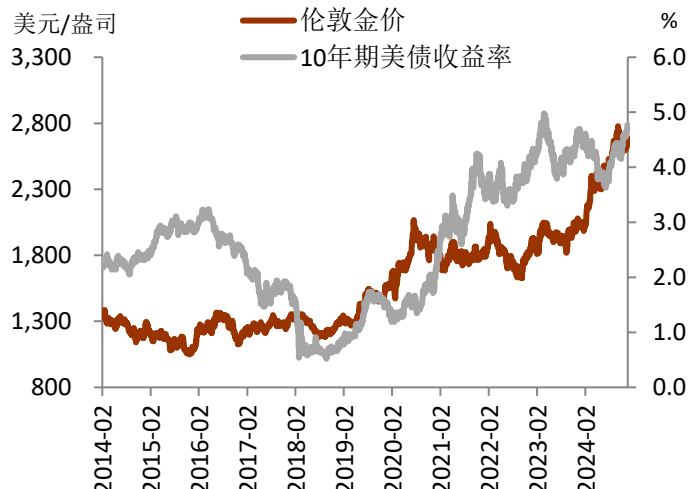


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表3 金价与美元指数走势变化



图表4 金价与美债利率走势变化



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

## 二、贵金属价格影响因素分析

虽然美国 11 月通胀数据超预期反弹，以及美联储在 12 月鹰派降息使得贵金属价格短暂承压，但 12 月下旬市场对于特朗普上任后的政策风险的担忧加剧，避险情绪抬升再度助推金银价格持续上涨。

### 1、美国经济持稳韧性较强，12 月非农就业大超预期

2024 年第三季度美国实际 GDP 增长率为 2.8%，符合预期；核心 PCE 物价指数年化增长 2.1%，低于市场预期。拉升经济最主要的消费者支出在第三季度环比增长 3.7%，相比第二季度的 2.8%有明显提升，显示了消费者信心的增强。最新的个人储蓄率为 4.6%，相较于 2022 年的低点 2%有了显著的回升，但仍然处于历史较低水平。

美国 11 月 CPI 数据符合预期，但 PPI 数据超预期反弹，美国 11 月 PPI 同比升 3.0%，核心 PPI 同比升 3.4%均大超预期，显示降通胀进展已经停滞，市场预期美联储将在 2025 年放缓降息步伐。美国 11 月 PCE 物价指数全线低于预期。美国 11 月 PCE 物价指数同比增长由上月的 2.3%上涨至 2.4%，为 7 月以来的最高水平，不过低于预期的 2.5%；环比增长 0.1%，低于预期值的 0.2%。剔除波动性较大的食品和能源后，11 月核心 PCE 物价指数同比增长 2.8%，持平前值，同样低于预期的 2.9%；环比增长 0.1%，低于预期的 0.2%，创下了 5 月以来最低纪录，显示价格压力有所放缓，不过仍高于美联储 2%的通胀目标。

受飓风长尾影响消退的带动作用，2024 年 12 月美国新增非农就业高达 25.6 万人，创近 9 个月新高，大幅超出市场预期，劳动参与率 12 月连续，第三个月持平于 62.5%的年内低位，显示拜登任期尾声劳动力供给平稳，这与 12 月美国失业率小幅回落 0.1 个百分点至 4.1%共同反映美国劳动力市场重回紧张的趋势。12 月美国平均时薪同比小幅回落 0.1 个百分点至 3.9%，但仍处于 9 个月内次高水平，显著高于 7 月的阶段性低点和长期增长中枢。12 月美国非农就业大超预期，劳动参与率持平的同时失业率再度转为下行，薪资增速维持较高水平，这些数据同步指向美国劳动力市场重回紧张状态，虽然有飓风消退带来的影响，但总体数据指向美国此轮经济周期更强更长。

### 2、美联储降息预期大幅缩减，未来货币政策的不确定性加大

美联储在 12 月的议息会议上鹰派降息。虽然美联储如期宣布降息 25 个基点，但最新公布的利率点阵图显示，美联储预期 2025 年仅降息两次，每次 25 个基点，较今年 9 月的点阵图预期为明年降息四次，每次 25 个基点的降息预期大幅缩减。美联储大幅上调未来政策利率目标区间的中位数，对明年和后年的通胀预期也显著上调。美联储主席鲍威尔表示，不再紧缩的政策会让美联储进一步调整利率时更加谨慎。决议声明意味着，美联储处于或接近放慢降息节奏，甚至可能暂停降息步伐。

美国经济走向取决于消费走向，消费走向取决于劳动力市场状况。最新的就业数据展现出劳工市场异乎寻常的韧性，基本上打消了市场对上半年降息的预期。目前利率期货市场定价九月份才出现今年首次减息，全年累计减息 1.2 次，而之前市场是定价今年六月首次减息，累计降息两次。美银经济学家甚至预言美联储的下一个政策动作是加息。美联储未来货币政策走势的不确定性加大，但目前断言降息周期已经结束还为时尚早。预计美联储不仅不会在本月底的议息会议上降息，甚至会向市场传达较长期暂停减息的信号。美联储需要根据届时的形势，以及数据的变化来适时调整货币政策路径。

可能导致劳动力市场进一步趋紧和通胀进一步走高政策主张的特朗普尚未上任第二任期，美国薪资通胀螺旋已经呈现日益强烈的二次升温迹象，美联储 2025 年降息的潜在幅度、概率都受到这一数据的大幅挤压。美元指数上冲至 110 高位附近，美国国债收益率曲线全线上扬，30 年美债收益率一度冲破 5% 的关口。包括中国在内的主要非美经济体货币宽松的潜在空间正在变得更为逼仄，外溢性的货币边际紧缩效应可能会迅速扩散。在美国二次通胀预期，以及市场面临的政策不确定性下，贵金属价格继续高位运行，近两年贵金属价格走势与美债实际利率的负相关性弱化，预计将会更多呈现出同步的节奏。

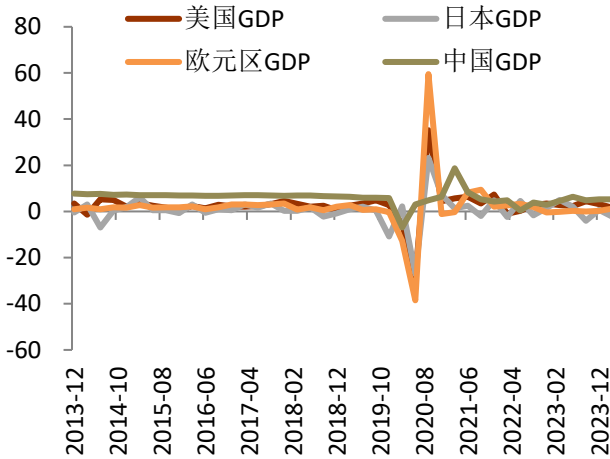
### 3、欧元区经济增长乏力，欧央行将继续降息

欧元区经济在 2024 年年底处于脆弱态势，因服务业的小幅复苏无法抵消制造业的深度下滑，12 月整体活动连续第二个月出现萎缩。12 月综合 PMI 终值由 11 月的 48.3 提升至 12 月的 49.6，仍低于 50 荣枯线，其中，新订单的指数进一步跌破荣枯线，降至三个月低点。随着欧元区三个最大的经济体德国、法国和意大利均陷入制造业衰退，经济衰退的范围再次扩大。欧元区经济增长乏力，特别是欧元区最大经济体德国，受制造业疲软和天然气供应中断等因素影响，增长前景堪忧。根据欧央行 12 月的预测，2024 年第四季度欧元区经济增长率仅为 0.2%，远落后于美国。

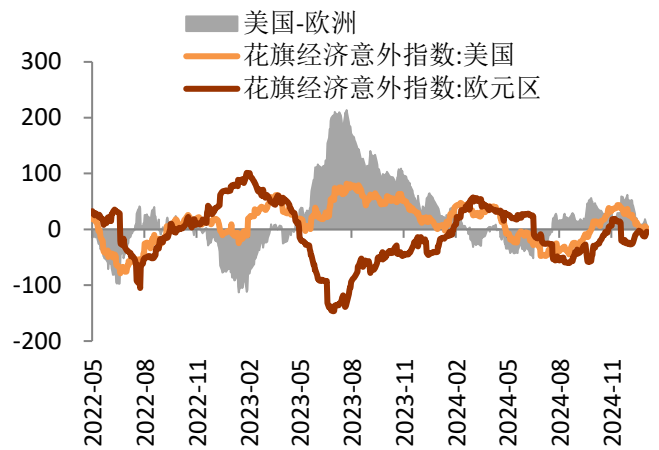
欧元区 12 月通胀反弹，欧元区 12 月调和 CPI 同比初值上涨 2.4% 符合预期，高于 11 月的 2.2%。这一反弹主要由能源成本推动，能源价格自 7 月以来首次出现上涨。核心通胀率为 2.7%，服务业通胀也小幅上升至 4%。其中，德国和西班牙的物价涨幅超出预期，法国低于预期，意大利则意外放缓。

自 2024 年 6 月以来，欧央行已将存款利率从 4% 下调至 3%。尽管通胀有所回升，但仍处于相对可控的水平，且鉴于欧元区经济的复苏乏力，大多数官员都支持在未来会议上"渐进式"降息。欧洲央行行长拉加德也表示，在 2024 年取得进展后，希望 2025 年能够按照预期和计划达成通胀目标。但未来的不确定性仍然存在，尤其是特朗普可能实施的广泛贸易关税计划。预计欧央行将在 1 月 30 日的会议上降息 25 个基点。2025 年仍可能继续降息 4-5 次。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

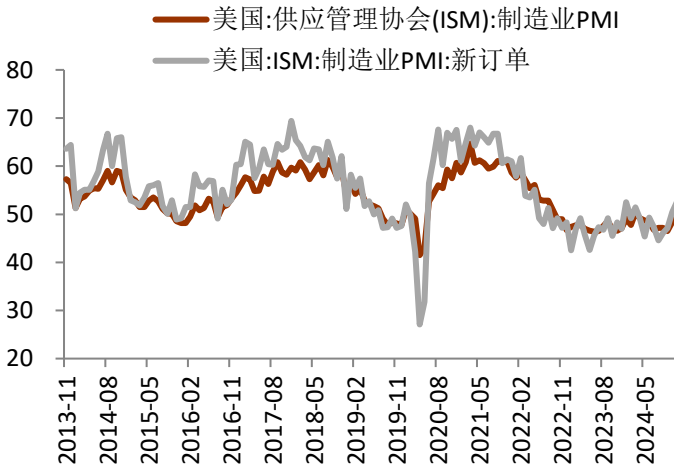


图表 6 美欧经济意外指数变化

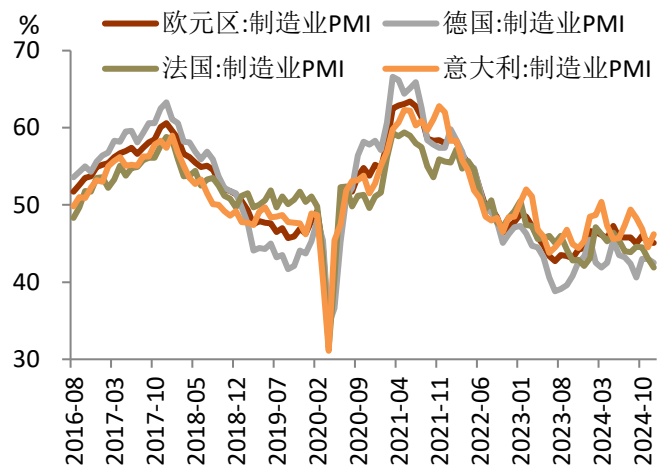


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

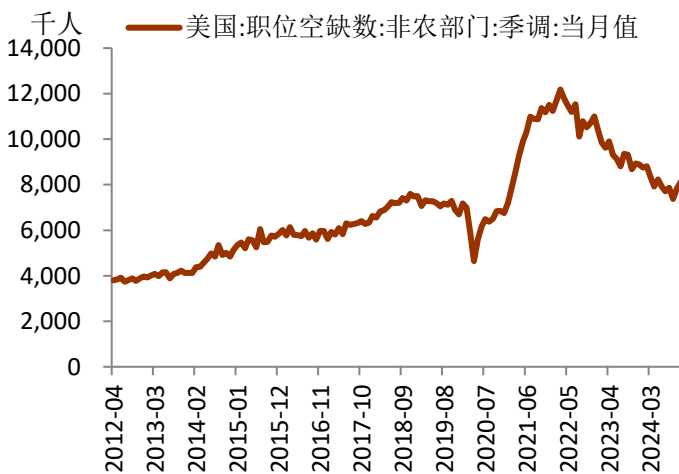


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

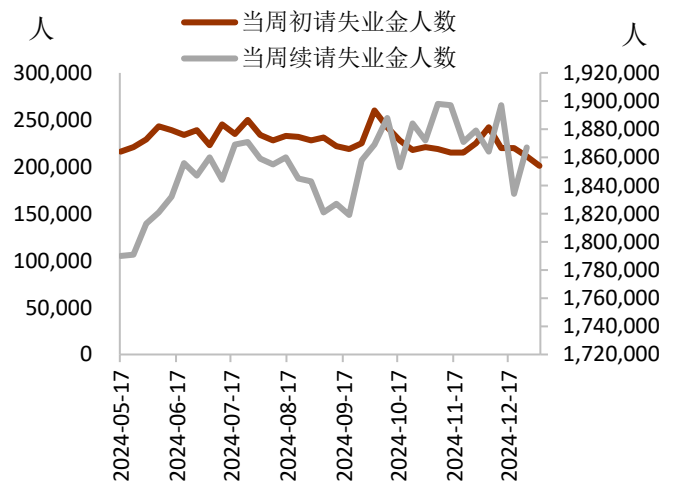


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 美国职位空缺数变化

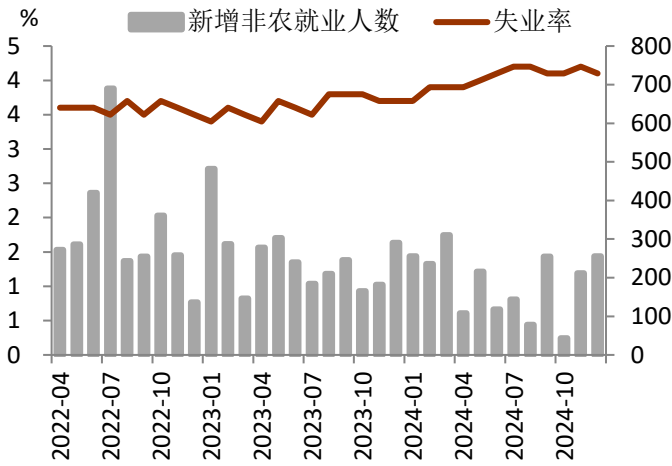


图表 10 美国周度初请和续请失业金人数



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 美国非农就业人数和失业率变化

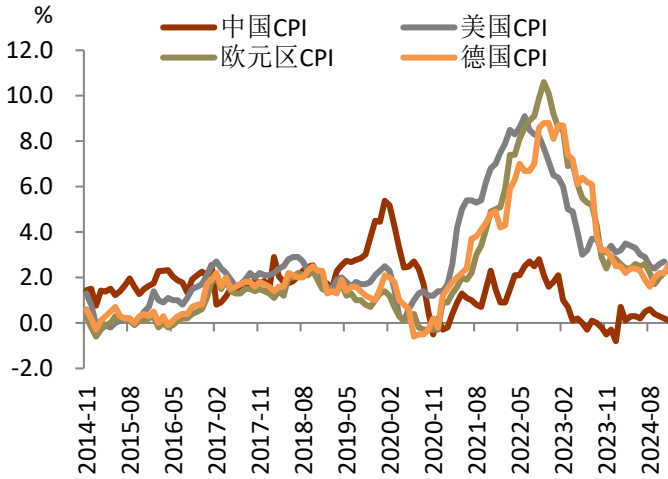


图表 12 美国时薪增速



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 主要经济体 CPI 变化

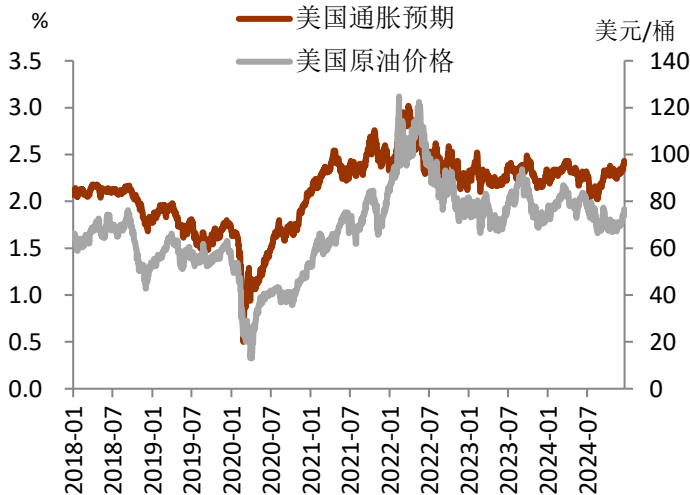


图表 14 美元 PCE 和核心 PCE 变化

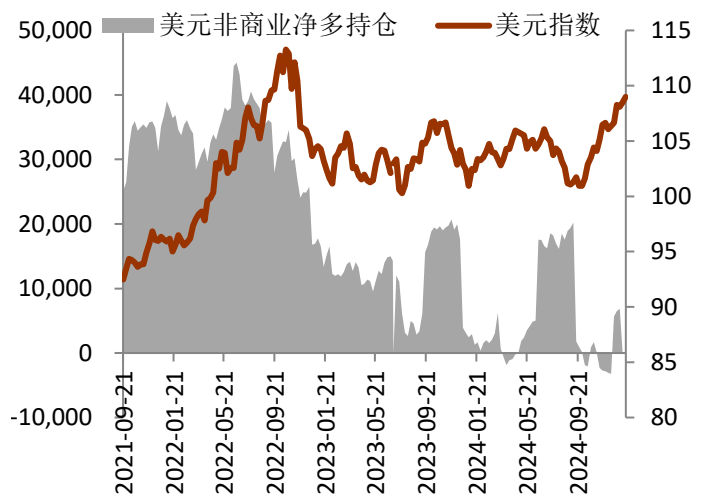


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 15 美国通胀预期变化



图表 16 美元指数与美元非商业性净头寸变化



资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货



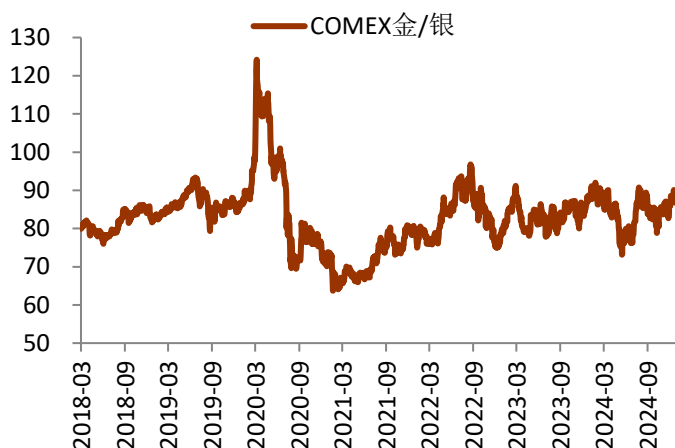
### 三、市场结构及资金流向分析

#### 1、金银比价变化

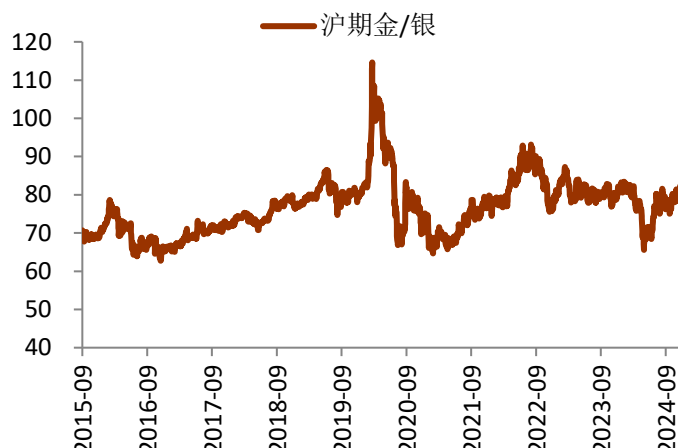
12月金银价格走势先扬后抑，银价波动大于金价，COMEX金银比价先走低至78.8一线而后反弹至90一线。进入1月后金银价格受避险情绪的影响上涨，银价涨势强于金价，COMEX金银比价又回调至87一线。沪金银比价波动也跟随外盘，但跌幅较外盘小。

目前贵金属市场依然在交易特朗普上任之后的政策不确定性风险，避险情绪推升金价持续走强，虽然金价目前距离历史高点仅一步之遥，但在当前美联储降息预期放缓的背景下，我们对于金价上涨的可持续存疑。若贵金属价格出现高位回调，金银比价接下来走高的可能性更大。

图表 17 COMEX 金银比价变化



图表 18 沪期金银比价变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

#### 2、期现及跨期价差变化

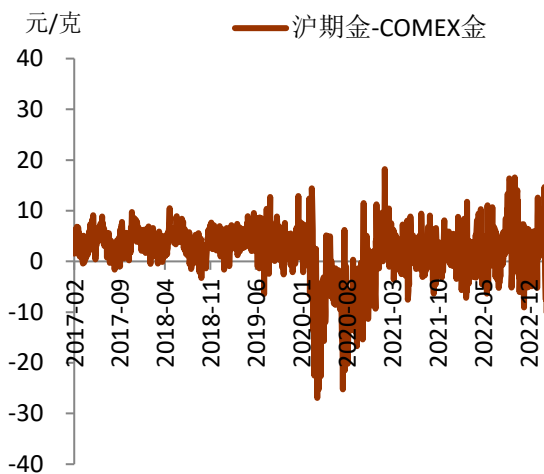
特朗普胜选后美元指数持续走强，并创下近 2 年多新高。人民币兑美元汇率从 9 月底的 7 持续贬值至 7.33，期间国内金银价格走势均强于外盘，沪期金对外盘金价由贴水转向升水状态。

短期来看，美元指数维持强势的驱动因素依然存在，但近期人民币兑美元贬值趋缓，金价的内外价差会继续收敛。

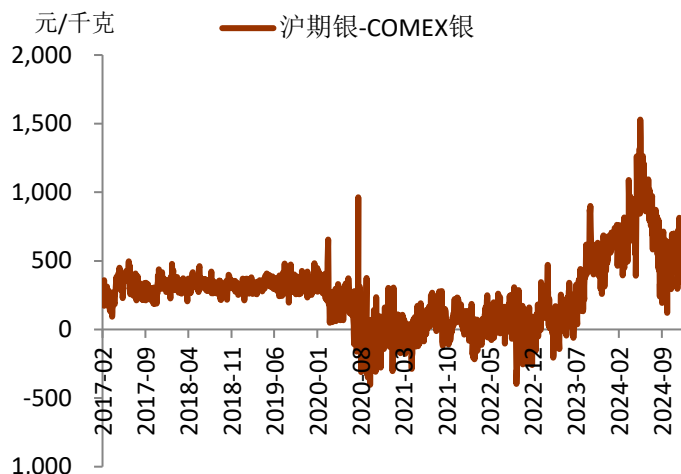
受特朗普即将上任后可能实施高额进口关税的担忧推动，近期 COMEX 金银和铜价涨幅均强于伦敦市场。最新 COMEX 金银与伦敦现货金的价差达到 29 美元/盎司，COMEX 白

银与伦敦现货银的价差达到 0.95 美元/盎司，特别是白银的溢价处于近一年多的高位，在市場恐慌的情况下，短期 COMEX 市场的金银对伦敦市场的的溢价有进一步走高的可能。

图表 19 沪期金与 COMEX 金价差变化

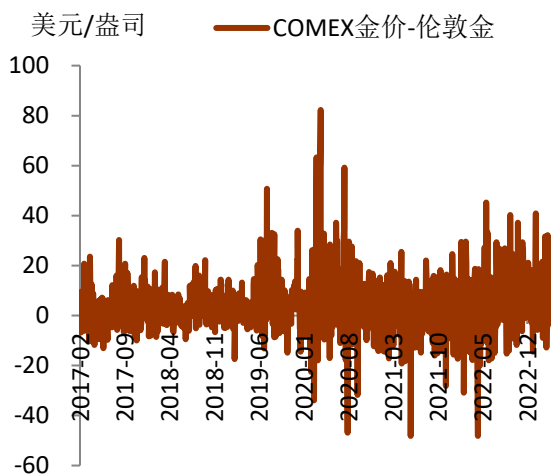


图表 20 沪期银与 COMEX 银价差变化

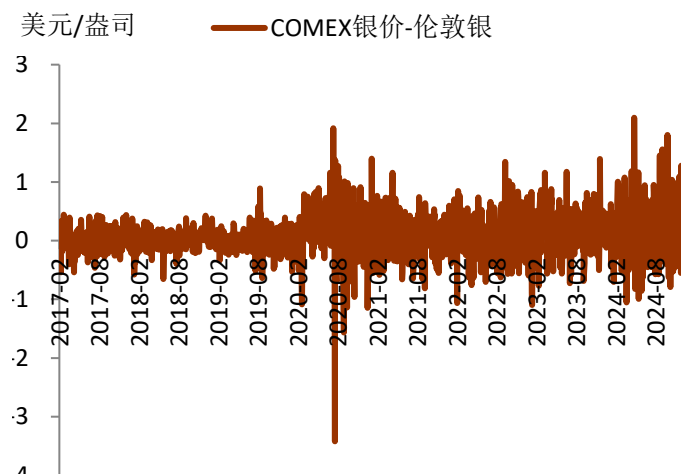


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 21 COMEX 金与伦敦金价差



图表 22 COMEX 银与伦敦银价差



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

### 3、央行购金动向

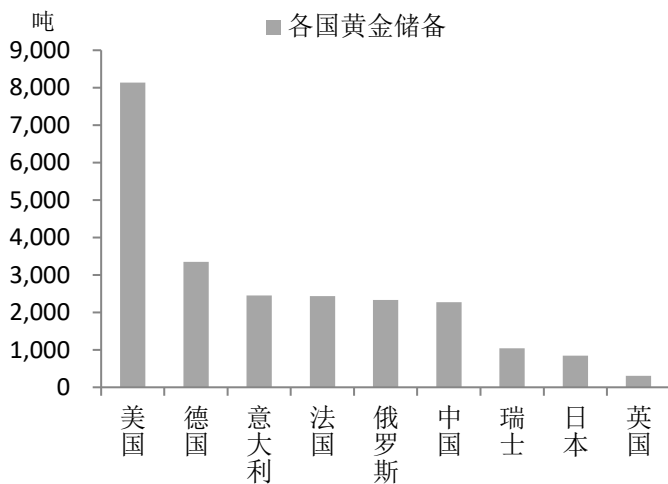
从 2010 年开始，全球央行就成为黄金的净买入方。2022 年初俄乌冲突发生后，各国央行加速其储备资产的多元化进程，黄金作为最没有政治风险的资产受到央行的青睐。2022 年全球央行净增加了 1136 吨黄金，同比大幅增长 152.31%，创下历史新高。2023 年各国央行又增加了 1037 吨黄金，创下历史第二高年度购买量。2024 年金价快速上涨，一些央行可能会战术性地延迟购买，根据世界黄金协会公布的数据，前三个季度央行购金量较 2023 年有明显下滑。

中国央行自 2022 年 11 月以来开启本轮黄金储备增持，至 2024 年 4 月已实现连续 18 个

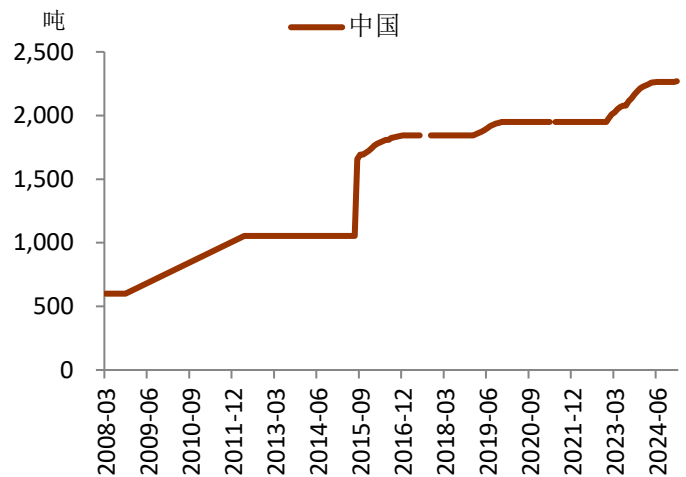
月增加，之后连续 6 个月暂停增持，11 月又重启购金。根据中国人民银行最新数据显示，截至 2024 年 12 月末，我国黄金储备 7329 万盎司（2356 吨），较 11 月末的 7296 万盎司增加 33 万盎司，这是我国央行连续第二个月增持黄金。

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，新兴市场央行多元化外汇储备的必要性在提升。预计全球央行将持续购金，将继续为黄金需求提供支撑。

图表 23 主要央行黄金储备量



图表 24 中国央行黄金储备变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

#### 4、贵金属库存变化

2024 年，COMEX 黄金的库存持续下降至 2024 年 10 月底的低点 1700 万盎司以下之后又开始快速回升，而白银的库存则持续小幅增加。

截至 2025 年 1 月 10 日，COMEX 黄金期货的库存有 2240 万盎司，合计约 697 吨，环比增加 22.17%，比去年同期增加 11.88%；COMEX 白银库存增至 3.24 亿盎司，合计约 10091.5 吨，环比增加 5.4%，比去年同期增加 15.69%。COMEX 库存的快速增加在一定程度上反映了市场对特朗普即将上任后实施的关税政策的恐慌和提前备货。

国内白银的库存在 2024 年年底有所下降，主要是上海黄金交易所的白银库存下降所导致的。截至 2025 年 1 月 10 日，上期所白银库存为 1315 吨，比上月同期增加 19 吨，上海黄金交易所白银库存为 1258 吨，比上月同期减少 177 吨，两大交易所共计 2573 吨。

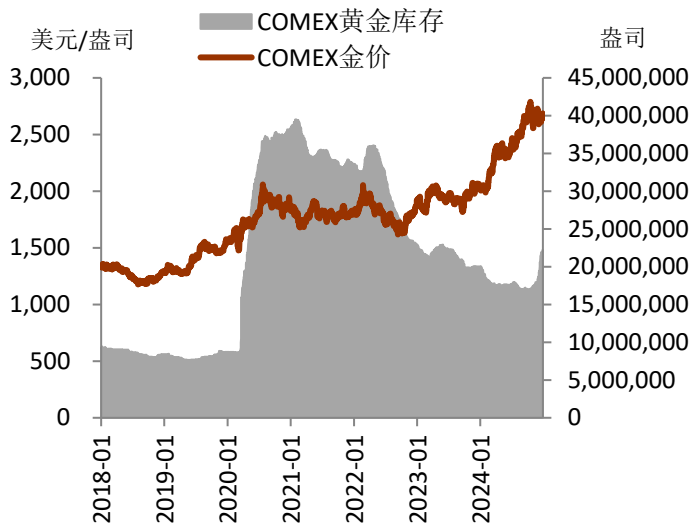
图表 25 COMEX 贵金属库存变化

	2025/1/10	2025/1/3	2024/12/10	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
黄金(盎司)	22404288	18339011	20025614	4065277	22.17%	2378673	11.88%
白银(千盎司)	324448495	307822397	280456887	16626098	5.40%	43991609	15.69%

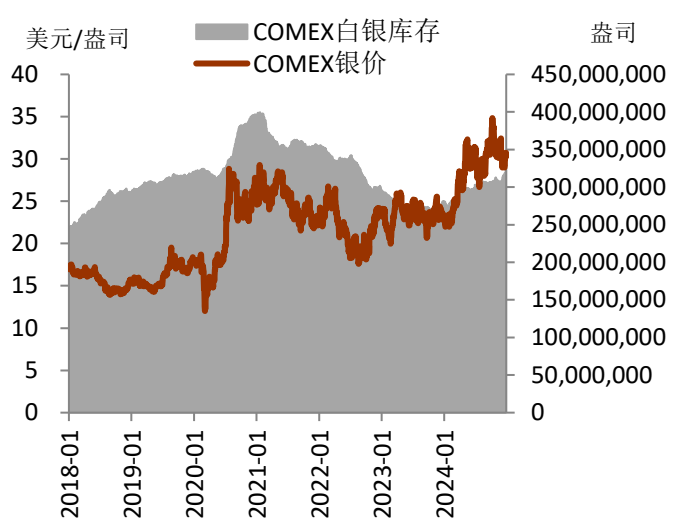
资料来源：iFinD，Bloomberg、铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图表 26 COMEX 黄金库存变化

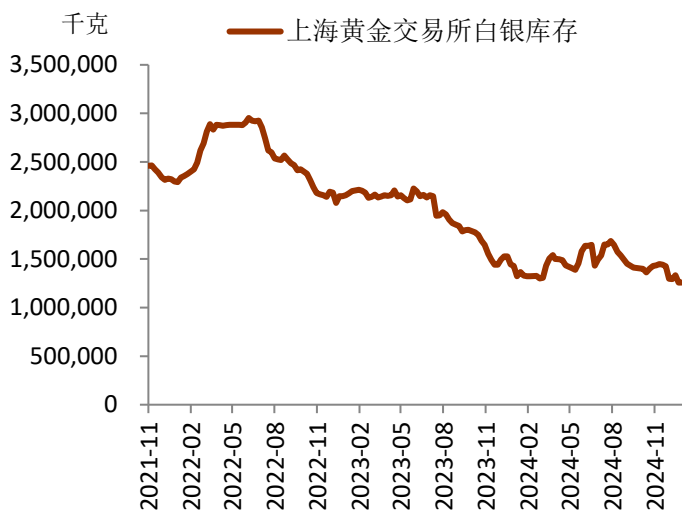


图表 27 COMEX 白银库存变化

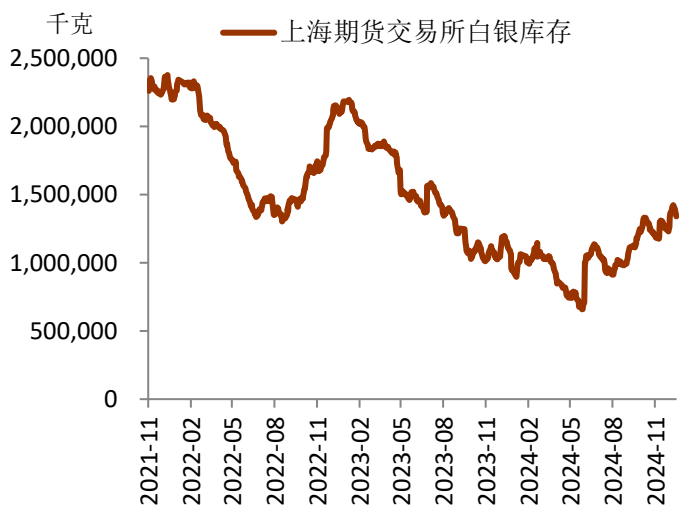


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 28 上海黄金交易所白银库存变化



图表 29 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

近两年，国际黄金白银 ETF 的持仓变化于金银价格变化的正相关性明显弱化，但随着金价不断创出历史新高，2024 年下半年资金开始小幅流入黄金白银 ETF，2024 年 10 月底金价高位回调，资金又出现缓慢的流出。整体而言，投资资金已不再是驱动金银价格的主要因素，但依然会随着金银价格的波动而变化。

截至 2025 年 1 月 10 日，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持金量为 877 吨，比上个月同期增加了 8.32 吨，近两个月波动不大；白银 ETF-ishares 的持银量为 14308 吨，比上个月减

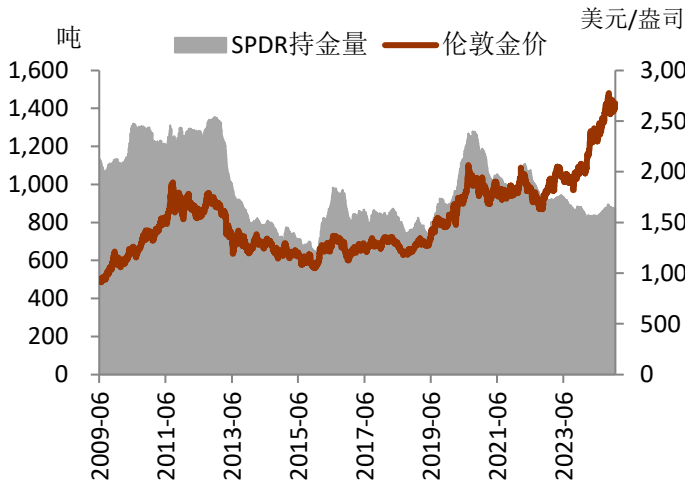
少了 90 吨，也变化较小。主要因金银价格在 2024 年 10 月底冲击历史高位后高位震荡，但市场对于贵金属的一致看好的预期较强，资金并没有出现明显的流出。

图表 30 贵金属 ETF 持仓变化

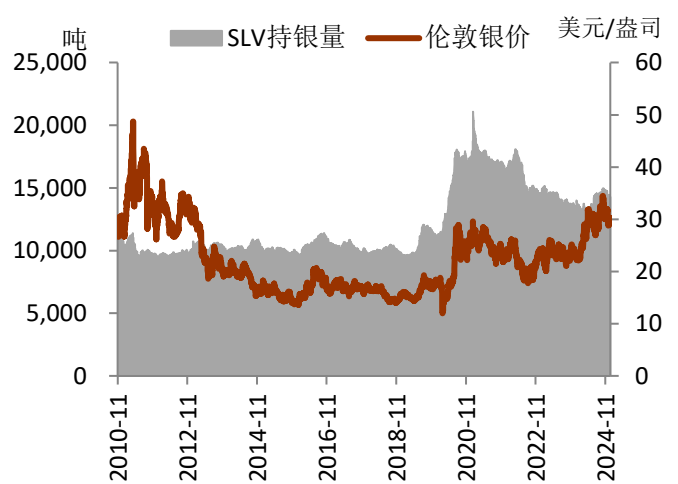
单位：吨	2025/1/10	2024/12/10	2024/1/10	较上月增减	变化率	较去年增 减	变化率
SPDR 黄金 持仓	876.82	871.08	868.50	8.32	0.96%	12.98	1.39%
ishares 白银 持仓	14307.32	14375.32	14397.24	-89.92	-0.63%	823.94	5.73%

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 31 黄金 ETF 持仓变化



图表 32 白银 ETF 持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 6、CFTC 持仓变化

COMEX 的非商业性资金的持仓代表了投机基金的动向。2024 年 12 月金银价格冲高后回调波动较大，投机资金在 12 月在黄金和白银期货上的持仓均在下降。

根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2024 年 12 月 31 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 247279 张；COMEX 白银期货持有非商业性净多持仓为 37889 张。COMEX 黄金白银期货的非商业性净多持仓在 12 月都有下降，特别是白银期货的非商业性多单下降更为显著，显示多头资金在月底有明显的获利了结。

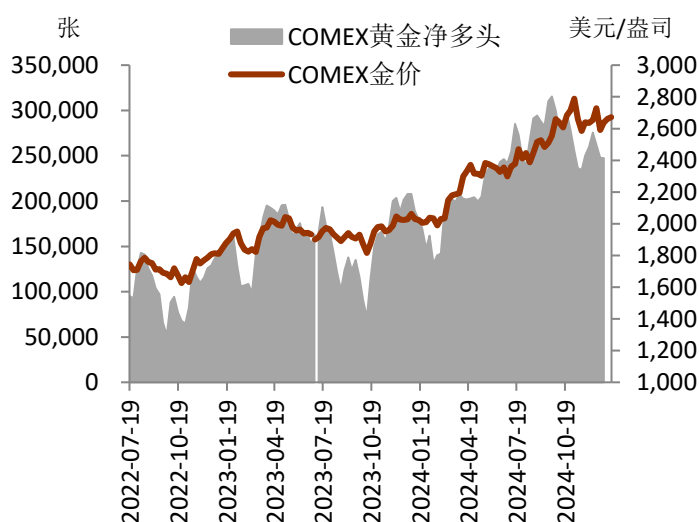
图表 33 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

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
------	--------	--------	---------	-------

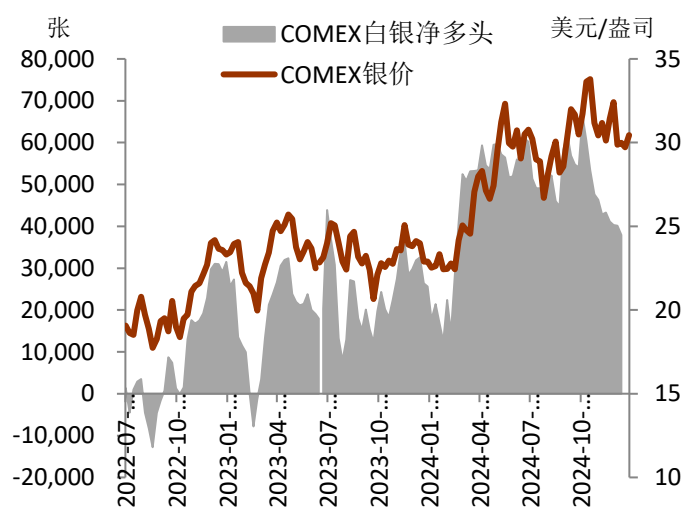
2024-12-31	282907	35628	247279	-350
2024-12-24	289416	41787	247629	-14412
2024-12-17	302978	40937	262041	-13545
2024-12-10	324332	48746	275586	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2024-12-31	67007	29118	37889	-2274
2024-12-24	67851	27688	40163	-101
2024-12-17	68183	27919	40264	-901
2024-12-10	72515	31350	41165	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 34 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 35 CFTC 白银净多头持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

#### 四、行情展望及操作策略

12月非农就业数据大超预期，美国薪资通胀螺旋已经呈现日益强烈的二次升温迹象，美联储2025年降息的潜在幅度、概率都受到这一数据的大幅挤压。而特朗普即将上任，其政策主张可能导致劳动力市场进一步趋紧和通胀进一步走高。在美国二次通胀预期，以及市场面临的政策不确定性下，贵金属价格持续走强。

预计在特朗普正式上任之前，金银价格都将维持高位运行。对于金价短期能否再创历史新高，我们暂持观望态度，认为呈现出剧烈波动，高位震荡的概率较大。长期来看，贵金属的牛市仍然稳固，金价将再创历史新高。

风险因素：美联储态度鹰派超预期、特朗普上任后政策不及预期激进

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）  
传真：021-68550055

## 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

## 江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室  
电话：025-57910813

## 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

## 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

## 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

## 大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号  
电话：0411-84803386

## 杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室  
电话：0571-89700168



## 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。