宁证期货 NFC NINGZHENG FUTURES | 真诚·专业·合作·共赢



2026 贵金属年度报告 黄金、白银

宽幅震荡，大周期不变

宁证期货投资咨询中心

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1775 号

曹宝琴

投资咨询证号：

Z0012851

从业资格号：

F3008987

摘 要：

2025 年全球经济在承压状态下缓慢复苏，全球经济新的增长点和拉动力量没有显著出现，百年未有之大变局加速演化，美元信用担忧加剧，以上各种因素叠加使得黄金走出历史性的大涨行情，而人工智能对贵金属的需求预期，供需紧平衡的结构同样使得白银走出了历史上最为剧烈的补涨行情。展望 2026 年，全球经济或依然处于一个缓慢复苏的状态，虽然美国中期选举或使得国际地缘冲突暂时有所减弱，但是百年未有之大变局持续演化的趋势不会改变，货币多元化和美元信用的长期走弱的趋势不会改变，这些因素依然对贵金属长期上涨趋势存在支撑，但经历了 2025 年的大涨行情之后，或存在阶段性的震荡回调、再蓄势的过程，2026 年贵金属应重点把握结构性的机会。

展望 2026 年，市场普遍预期，美国中期选举或使得特朗普政府的主要矛盾指向美国内部两党的席位之争，目前市场预期为共和党或依然保持对参议院的控制权，但是有可能失去众议院的控制权，如果这样的预期兑现，国际地缘或保持一个相对平稳的推进状态，但如果出现共和党失去参、众两院或者控制参、众两院，百年未有之大变局或加速演化，黄金的做多因素或增加。2026 年美联储面临高层更迭，虽然地方联储的连任已经完成，但是美联储主席的人选是否能够使美联储执行超预期的宽松政策需要持续观察，目前市场普遍认为 2026 年美联储降息空间有限，美国明年通胀和就业数据是否会持续恶化，是观察美联储货币政策的重要参考数据。2026 年央行购金、个人购金避险等驱动因素或依然存在，所以黄金的上涨因素依然多于下跌因素，黄金走势或依然是易涨难跌的结构性行情。

展望 2026 年，白银的供需紧平衡结构依然存在，明年美国经济面临下行压力，除了持续降息周期之外，财政刺激或依然是共和党的备选项，降息周期叠加财政刺激，将极大增加市场风险偏好，并利多白银。在黄金不出现趋势性下跌的背景下，白银或被动跟随黄金波动，波动幅度或较大，并整体强于黄金。展望 2026 年，贵金属或出现阶段性的结构行情，宽幅震荡特征较强，但是从 5-10 年的大机会来看，上涨大周期或并未结束。

目录

第 1 章　2025 年贵金属走势回顾 4
第 2 章　国际政经格局分析 6
2.1　全球经济复苏缓慢 6
2.2 全球央行政策持续分化 6
2.3 美国中期选举，不确定性依然存在 7
第 3 章　美债收益率及美元指数 9
3.1　美国经济分析 9
3.2 美债收益率分析 11
3.3　美元汇率分析 12
第 4 章　人民币汇率分析 14
第 5 章 机构持仓分析 15
第 6 章 结论与展望 16
免责声明 17

图表目录

图表 1： 2025 年美黄金价格走势 4
图表 2： 2025 年美白银价格走势 5
图表 3： IMF 对全球经济预测 6
图表 4：全球经济政策不确定性指数 6
图表 5：主要发达经济体基准利率 7
图表 6：主要发达经济体通胀 7
图表 7：美国零售和食品服务销售 9
图表 8：美国消费潜力 9
图表 9：工业订单与库存 10
图表 10：美国产能利用 10
图表 11：美国房价与销售数据 10
图表 12： 新屋开工和营建许可 10
图表 13：十年期美债收益率与黄金 11
图表 14：美国通胀 11
图表 15：各经济体通胀情况 12
图表 16：各经济体基准利率 12
图表 17：离岸人民币汇率 14
图表 18：中美利差 14
图表 19：黄金 ETF 持仓 15
图表 20：黄金 COMEX 持仓占比 15
图表 21：白银 ETF 持仓 15
图表 22：白银 COMEX 持仓占比 15

第 1 章　2025 年贵金属走势回顾

截止到 2025 年 12 月 16 日，COMEX 黄金、白银期货从全年来看，基本为单边上涨趋势，白银后来居上，走出明显的补涨行情。美黄金连续合约 2025 年 1 月 2 日开盘为 2641.0 点，12 月 16 日收盘为 4332.2 点，上涨 1691.2 个点，上涨 64.03%。

2025 年 1 月 2 日-2025 年 4 月 22 日，特朗普再次当选，市场交易“特朗普 2.0”，避险情绪升温，黄金缓慢走出震荡区间，并随着美国对相关贸易伙伴关税的逐步加码，关税范围的不断扩大，黄金完成第一阶段的三浪结构的上涨行情，在 4 月初美国“对等关税”出台后，市场恐慌情绪快速发酵并席卷全市场，一度使得 COMEX 黄金创历史新高 3509.9 点。

2025 年 4 月 22 日-2025 年 8 月 19 日，美国祭出历史最强关税之后，各国纷纷采取应对，谈判、对抗与妥协不断上演，贵金属震荡等待局势进一步明朗，这期间发生巴以冲突的加剧，但并未使得黄金有效突破震荡区间，主要是原油依然处于下行周期，巴以冲突对原油引起的通胀预期影响有限。COMEX 黄金 3123-3500 区间震荡，并且振幅不断减弱。

2025 年 8 月 21 日-2025 年 10 月 17 日，鲍威尔在杰克逊年会转鸽，市场对于美联储降息预期成为主要的交易逻辑，与此同时，美国政府停摆、经济下行压力增加等多种因素共振，黄金开启年内第二轮上涨行情，金价伴随着美联储在 9 月、10 月美联储连续降息而屡创新高，COMEX 黄金在 10 月 20 日到达 4398 美元/盎司的历史最高点。

2025 年 10 月 20 日-至今，中美领导人在釜山会晤，避险情绪有所减弱，黄金进一步上涨动力不足，俄罗斯央行抛售黄金，美国政府再次恢复正常运转，美黄金开启阶段性寻顶的过程。

图表 1： 2025 年美黄金价格走势



数据来源：博易大师，宁证期货

COMEX 白银期货 2025 年 1 月 2 日开盘为 2931.0 点，12 月 16 日收盘为 6379.5，上涨 3448.5 个点，上涨 117.65%，白银上涨幅度远超黄金，白银在 9、10 月美联储降息之后，开启补涨行情。

美白银在年内的最高点及次高点的时间与美黄金并不一致，并且节奏上也有很大的差别，2025

年上半年美白银基本保持一个宽幅震荡的状态，直到美国关税大战的后果基本稳定之后，白银才缓慢走出震荡区间，并在美联储再度开启降息之后，形成明显的上涨趋势，在持续降息的背景下加速上涨。

美白银 2025 年 1 月 2 日，跟随黄金启动一波上涨行情，但由于该行情是特朗普当选后的避险因素驱动，所以白银上涨动力不足，在 3 月 27 日并未有效突破前期高点，震荡特征明显。

美白银 2025 年 4 月 7 日-7 月 22 日，美国关税大战落地，黄金避险情绪带动白银被动跟随，白银缓慢上涨，但是明显上涨动力不足，这一阶段白银依然跟随黄金被动上涨。

2025 年 10 月 20 日-至今，中美领导人在釜山会晤，避险情绪有所减弱，黄金进一步上涨动力不足，在黄金缓慢寻找阶段性顶部的过程中，白银持续上涨，补涨行情进一步释放。

图表 2： 2025 年美白银价格走势



数据来源：博易大师，宁证期货

第 2 章　国际政经格局分析

2.1　全球经济复苏缓慢

IMF 每个季度结束都对当年和明年的全球经济增长进行跟踪预测，按照 10 月份的最新预测报告显示，IMF10 月预测本年度全球经济增长为 3.20%，预测值较 7 月份增加 0.2 个百分点，但是对明年的经济增长预测值修正为 3.10%，较 7 月份的预测值保持不变。今年以来，IMF 对明年的经济预测值在上半年还较为乐观，认为明年经济会好于本年度，但是在下半年，对 2026 年的全球经济预测偏悲观，下半年预测明年经济会弱于本年度。

图表 3：　IMF 对全球经济预测



数据来源：iFinD，宁证期货

图表 4：全球经济政策不确定性指数



数据来源：iFinD，宁证期货

根据同花顺全球现价和不变价 GDP 加权平均计算出的全球不确定性水平来看，全球经济政策的不确定性依然维持在一个较高水平，目前该数据基本达到 2020 年疫情前后的水平。2025 年 4 月份美国关税大战，全球经济政策的不确定性一度上升到历史最高水平，之后全球不确定性有所下降，目前该数据有再度升高的趋势。展望 2026 年，百年未有之大变局或加速演化，明年或依然是一个充满各种不确定性的一年。当然，由于明年美国面临中期选举，美国的关税政策或存在阶段性缓和，中美元首釜山会晤之后，市场认为中美之间贸易博弈或阶段性缓和，但是世界政治经济格局或仍然是一个动荡加速演化的过程，不确定性依然较高。

2.2 全球央行政策持续分化

2025 年美联储年内共降息三次，分别是 9 月、10 月和 12 月，每次降息 25 个基点，共降息 75 个基点。纵观全球，欧央行也处于降息周期，降息时点也是 9 月、10 月、12 月，降息幅度与美联储相同，均为 25 个基点，共降息 75 个基点。英国央行也处于降息周期，但是时间节点不同于美联储和欧央行，降息时间点是 8 月、11 月和 12 月，均为 25 个基点，共降息 75 个基点。英国央行降息更加谨慎，因为英国的通胀粘性更高。日本央行 2025 年为持续加息，加息时点是 7 月、10 月，共加息 50 个基点。而中国央行同样处于宽松周期，降息和降准分别发生一次，时间节点均在 5 月。从 2025 年来观察，除了美联储和欧央行的步调较为一致以外，其他各经济体央行

均根据本国情况而采取行动。展望 2026 年，鉴于欧元区通胀和经济情况，市场普遍预期欧央行大概率保持利率不变，欧元兑美元或进一步走高，而日本央行或持续加息，以控制较高的通胀。中国央行则大概率依然以宽松的货币政策为主，全球各央行政策或加剧分化，传统的美元周期在持续弱化。

图表 5：主要发达经济体基准利率



数据来源：iFinD，宁证期货

图表 6：主要发达经济体通胀



数据来源：iFinD，宁证期货

欧美主要发达经济体的通胀观察，通胀的发展趋势也有所分化，美国和欧元区通胀处于上行趋势，但是欧元区通胀较为温和，而美国通胀继续上行的压力较大，这也是目前阶段困扰美联储是否持续降息的重要因素，而鉴于欧元区通胀较为温和上升，所以市场预测 2026 年欧元区货币政策或保持不变。英国与日本的通胀下行，而英国的通胀是否会持续下行，尚需进一步观察，英国通胀的粘性较高，这也是 2025 年英国降息较为迟缓的原因，而日本的通胀目前进入一个较为明确的下降趋势，但是最近二期的通胀数据再度走高，所以市场预测 2026 年日本央行依然为缓慢加息的状态。鉴于日元国际货币的地位，日本央行持续加息与美联储降息周期相反，在一定程度上将削弱美联储降息的效果。而非美货币的政策取向，将进一步影响美元指数的走向，欧央行不降息，日本央行加息，美元指数将处于承压状态，贵金属的利多因素有所增加。

2.3 美国中期选举，不确定性依然存在

2026 年美国两党面临中期选举，在总统大选的第二年，中期选举重新改选美国民主党和共和党在众议院和参议院的两党席位，这既是对总统上任以来执政效果的评估，也是对总统权力的制衡。回顾最近几届美国政府，除了小布什时代，美国总统同时控制众议院和参议院，除此之外，奥巴马、拜登和特朗普均失掉一个议会的控制权，一般会失掉众议院的控制权，中期选举将对总统权力实现最有效制约。目前市场预期，特朗普将在 2026 年 11 月份的中期选举中，失去众议院的控制权的概率较高。特朗普的二次任期内，发动的关税大战，虽然获得了部分关税收益，但本国内的各种矛盾也是不断深化，各种反对的声音也是不断出现，执政党的支持也在不断下降，为了保证一定的支持率，市场预期 2026 年特朗普或选择缓和国内外各种矛盾，以保住参议院为最低政治目标的策略，所以明年中美之间的博弈或出现阶段性的缓和。

如果推演明年美国中期选举的结果，或出现三种情况，大概率出现的情况是，共和党获得参

议院控制权席位，民主党控制众议院席位，总统权力得到一定的制衡。但是如果，共和党侥幸获得参、众两院的控制权，那么总统权力将会进一步释放，则关税大战再度启动或进一步扩大的可能性增加，避险情绪或推动贵金属再度走高。但是如果，共和党同时失去参、众两院，那么特朗普的总统权力将会严重受到制约，基本上剩下的任期，他无法实现更多政治抱负，那么全球经济、政治的主线或更加混乱或更加平和、平稳，这个需要根据当时具体情况来观察，目前无法预判。总之，明年美国中期选举是一个把握全球地缘政治需要重点关注的内容。

第 3 章　美债收益率及美元指数

由于历史的原因，黄金是国际货币美元的对价物，美元的价值通过两个角度体现，对内的价值通过利率，美债收益率体现，对外的价值通过汇率，美元指数体现，而这两个价格都和美国经济及美国的货币政策周期息息相关。随着全球美元周期的弱化，美元信用和公信力的减弱，黄金和美元的反向关系有所减弱，近年来，经常呈现美元和黄金的同涨同跌现象，这一方面反映出避险情绪的扩大和深入，另一方面反映出美元信用的减弱，以及黄金对美元乃至对于货币信用体系的侵蚀。一般情况下，在经济下行压力较大的危机时期，国债的避险作用较强，美债收益率变化较大，这时研究美债收益率对黄金的影响解释度更高。而在美国经济及全球经济向好阶段，贵金属更多的可以从美元指数中获得更大的解释度。

3.1　美国经济分析

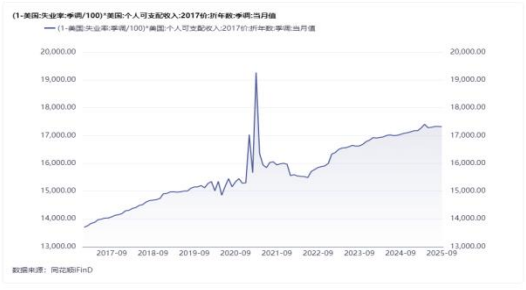
按照美国经济运行的规律，消费—生产—投资的经济链条观察美国经济，2025 年美国的消费整体呈现一个高位震荡的局面，全年来看呈现一个波幅扩大，不断创出新低和新高的局面，这和美国实际 GDP 的波动相互佐证。美国零售和食品服务销售额同比在 3 月份达到年内高点 5.08%，在 8 月份再度达到 5.02%，之后略有下行，整体来看，美国的消费依然表现出较强的韧性。2025 年全年的消费同比均高于 2024 年，表明美国消费依然处于疫情结束以来的较高水平。消费先行指标，美国个人可支配收入不变价折年数来看，在 2025 年 3 月至 5 月份出现了加速上行，之后断崖下降，随后保持缓慢上行的趋势，9 月份该数据为 181,160 亿美元，环比增加 0.06 个百分点，由于近期美国通胀有走高的趋势，所以美国个人可支配收入实际水平有所下降，这也使得美国消费能力有所下降。从美国消费潜力来观察（消费潜力=个人可支配收入*（1-失业率）），美国社会的消费潜力从 2025 年 5 月份之后持续承压，并有进一步下行的风险。综合以上消费方面的重要数据，目前时点观察，美国经济虽然依然具有一定韧性，但经济内生动力有所下降，下行压力增加。

图表 7：美国零售和食品服务销售



数据来源：iFinD，宁证期货

图表 8：美国消费潜力



数据来源：iFinD，宁证期货

美国的生产与投资端观察，美国制造业新订单进入 2025 年处于一个持续上升，高波动的状态，与此同时，美国库存销售比处于一个持续下行状态，表明库存占销售总比例的下降，新订单增加，

库存下降，均表明制造业的持续回暖状态。与此同时，产能利用率处于一个相对稳定的高位，2025年1月份全部制造业的产能利用率迅速上升到76.27%，并保持一个高位震荡的局面，进入下半年略有下降，但依然维持近两年以来的高位，制造业产能利用率略低于整个工业部门，但是走势基本相同。可以看出，特朗普二次任期，对美国制造业依然具有较为明显的提振作用。

图表 9：工业订单与库存



数据来源：iFinD，宁证期货

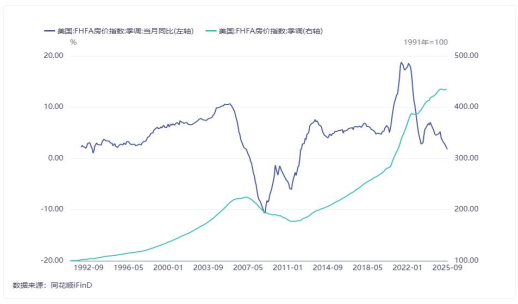
图表 10：美国产能利用



数据来源：iFinD，宁证期货

美国房地产方面观察，美国房屋价格同比从2022年9月份开始持续下滑，价格上涨的斜率有所下降，说明疫情过后，美国房价上涨速度有所降低，但是房屋的价格仍然处于缓慢上升的趋势，上升幅度有所减慢。从新屋销售数据来看，从2022年8月份开始维持一个窄幅震荡的局面，只有2025年8月份美联储降息预期启动，新屋销售数据才开始略有增加，2025年9月份的数据80万套，环比增加13.6万套。从新已获批的新建私人住宅和已获批的私人住宅来观察，依然处于一个缓慢下行的通道，从固定资产形成总额角度观察，美国房地产投资对经济的拉动作用有限。通过美国消费、制造业和投资等领域观察，美国经济存在下行压力但是依然具有较强韧性。

图表 11：美国房价与销售数据



数据来源：iFinD，宁证期货

图表 12： 新屋开工和营建许可



数据来源：iFinD，宁证期货

3.2 美债收益率分析

2025 年，贵金属的走势与美元的反向走势表现为个别时段同涨同跌，但整体依然是反向走势的特征。美元汇率分析及美债收益率分析依然是分析贵金属的重要分析框架，美元汇率体现的是黄金对价的风险资产收益预期，美元汇率走高，往往伴随着美国经济走强，代表的是美国的全球领先性，美股及美债收益预期的走高，往往意味着黄金无息资产遭到抛售，所以，分析美元及美债对分析贵金属依然很重要。美国经济是分析美债收益率及美元指数的基础，但是分析美债收益率及美元指数仅仅分析美国经济和政策是不够的，还需要考虑全球经济情况及美元指数主成分国的经济和政策情况，美债收益率分析框架，需要考虑美国经济增长、通胀预期和风险溢价，由于美国国债具有全球避险功能，是全球利率基础，是全球范围内的无风险利率，所以美债的供需因素也是分析美债考量的重要内容。

从分析美国经济可以看出，2022 年以来，美国经济持续回升，但是 2023 年 12 月份达到上一轮反弹的高峰，之后美国实际 GDP 震荡下行，但 2025 依然表现出较好的韧性。2025 年美国一季度 GDP 不变价同比 2.00%，二季度 GDP 不变价同比 2.10%，三季度由于美国政府停摆，没有提供官方数据，但是市场普遍认为经济延续了前期下行趋势。从环比数据来看，2025 年二季度的经济环比增长 3.8%，大幅超市场预期，表明美国经济的波动性有所增加，潜在风险依然较大，从部分就业数据来观察，经济下行压力有增加的趋势。

图表 13：十年期美债收益率与黄金



数据来源：iFinD，宁证期货

图表 14：美国通胀



数据来源：iFinD，宁证期货

从最新的通胀数据来观察，通胀压力有所减弱，这也使得市场预期明年美联储降息的幅度有所增加，但如果再度出现关税等扰动，通胀走高仍然是 2026 年美国不容忽视的一个重要宏观经济变量。2025 年 1 月，美国 CPI 同比达到年内高点 3.0%，之后该数据持续下行，但是特朗普发动关税大战之后，美国通胀持续走高，并在 9 月份该数据再度达到 3.0%，全年呈现“V”字型走势。从 PCE 个人消费方面的通胀来观察，美国 PCE 数据从 5 月份开始持续走高，截止到 9 月份该数据达到 2.79%，为 2024 年 5 月以来的新高。2025 年由于巴以冲突的影响，国际油价一度反弹走高，但是并未改变油价下跌的主趋势，油价的持续走低为美国通胀控制提供了较为有利的宏观大环境，展望 2026 年，油价能否走出下跌趋势，并对美国通胀形成干扰，是一个值得关注的重要变量。

虽然美国通胀数据在缓慢走高，但是美国通胀预期却在持续走低，美国密西根大学 1 年期通胀预期在 4 月份达到高点，5 年期通胀预期在 5 月份达到高点，进入下半年美国通胀预期持续走弱，通胀预期的持续走低和通胀数据的持续走高形成一定的背离，这反映了消费者对经济的悲观预期，对经济下行的担忧有所增加。未来美联储独立性受到侵蚀的程度，将决定了美国对通胀走高的容忍程度，由于国际地缘政治频发，未来油价走势是否会进一步提高，仍然具有很大不确定性。展望 2026 年，需要警惕美国经济失控下行，美联储超预期宽松与油价产业链定价上行等多方因素共振，当然更多的可能性是此消彼长。

3.3 美元汇率分析

由于历史的原因，贵金属和美元有着天然的联系，美元对内的价值通过利率体现，对外的价值通过汇率体现，通过与相关经济体的比较，直观体现其内在价值。美元指数的持续跟踪在全球经济景气度不好时，特别是美国经济也不好时，黄金的上涨动力将加强，美元指数成为跟踪贵金属价格的一个重要跟踪变量。

从美元指数构成的主要经济体的通胀数据来侧面观察各经济体的景气度，目前日本依然处于较高的通胀水平，并且通胀数据提前达到峰值，所以日元依然处于加息进程中，从日本的经济增长来看，进入下半年经济下行压力增加，但是通胀控制或是其目前主要矛盾。除了日本之外，英国通胀在英国脱欧之后，粘性较高，最近几个月英国通胀迅速回落，同时英国央行降息，表明英国的经济景气度有所下降。欧元区及美国通胀均有缓慢走高的态势，但是欧元区经济处于缓慢复苏过程中，欧央行最近几次的会议保持利率不变，而美国经济下行压力增加，并处于降息进程中。从经济景气度及央行政策可以看出，发达经济体经济景气度及货币政策有所分化。

图表 15：各经济体通胀情况



数据来源：iFinD，宁证期货

图表 16：各经济体基准利率



数据来源：iFinD，宁证期货

从主要发达经济体的基准利率来看，英国和美国仍然具有较大的降息空间，如果从美元指数构成角度来观察，如果欧元区 2026 年保持利率不变，日元又处于缓慢加息进程，那么美元 2026 年应该处于一个承压状态，从美元汇率角度来看，美元汇率对黄金存在一定支撑。发达经济体国债收益率是市场对货币政策及经济增长预期的综合反映，而发达经济体国债收益率之差，会引起资金在国别之间的流动。欧元区公债收益率较低，美国及欧元区国债收益率之差的扩大，会促进

资金流向美国，对美元又会形成一定的支撑，所以汇率的最终走势需要综合分析。现任美联储主席鲍威尔将面临第二任期的结束，其第二任期将在 2026 年 5 月份结束，所以 2026 年不但面临美国中期选举的考验，大概率也面临美联储主席更换的问题，2025 年底，已经公布了众多美联储主席的备选人员名单，12 月 12 日，美联储理事会表示，已批准 11 名有意留任的地方联储主席连任决定，这一每五年举行的投票原定于 2 月底前完成，但提前实施反映出对潜在政治干预的防范。值得一提的是，地方联储主席群体构成了美联储货币政策制定中的鹰派核心力量。从目前情况来看，由于美联储的复杂决策机制，很难实现美联储主席的一家独大的局面，所以我们预期 2026 年，美联储依然是一个相机抉择，缓慢降息的过程，美元指数的走势也会较为复杂，对黄金的影响存在诸多不确定性。

第 4 章　人民币汇率分析

人民币汇率整体跟随美元指数被动升贬值，但是进入 2025 年下半年，离岸人民币汇率与美元指数的反向波动关系有所减弱，人民币走出较为独立的升值行情。随着美元降息周期的继续，人民币汇率或仍有一定的升值空间，但是根据中央经济工作会议的指示，2026 年中国货币政策宽松仍然是大概率事件，所以人民币汇率是一个缓慢升值的过程，汇率的走势对黄金的影响或较为有限。

美国 11 月核心 CPI 同比上涨 2.6%，创下 2021 年初以来最慢增速，低于市场预期的 3%。整体 CPI 同比上涨 2.7%，低于预期的 3.1%。由于美国通胀有所走弱，市场对明年美联储降息预期有所增加。目前面临美联储主席更换事宜，但是由于美联储理事会已批准 11 名有意留任的地方联储主席连任决定，这一每五年举行的投票原定于 2 月底前完成，但提前实施反映出对潜在政治干预的防范，地方联储主席群体构成了美联储货币政策制定中的鹰派核心力量。所以 2026 年，虽然美联储的更换在即，美联储大概率依然是一个缓慢降息的过程。

图表 17：离岸人民币汇率



数据来源：iFinD，宁证期货

图表 18：中美利差



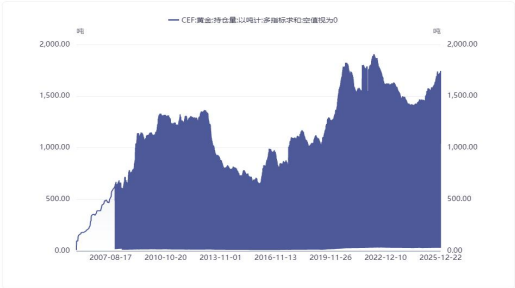
数据来源：iFinD，宁证期货

从中美利差来观察，进入 2025 年下半年，中美利差有所收窄，但是中美利差并未形成持续性的变化趋势，随着美联储缓慢持续降息，中美利差有进一步收窄的可能性，但是如果中国央行也降息，那么中美利差或维持窄幅震荡，利差对汇率的影响较为有限。展望 2026 年，人民币汇率或依然维持缓慢升值，汇率的波动幅度较为有限，沪金受汇率因素的影响较小，汇率并不会成为影响金价趋势的主要因素，但是会成为影响金价波动的干扰因素。

第 5 章 机构持仓分析

黄金 ETF 持仓来看，将 SPDR，GOLD，iShares 等著名机构的黄金 ETF 持仓加总观察，黄金 ETF 持仓在 2024 年 7 月份开始显著增加，在 2025 年 2 月份略有下降。而每一次黄金的行情的见顶，均伴随黄金 ETF 持仓创出新高，从该规律来看，长周期来看黄金的大行情或远未结束，但 2026 年上半年不排除阶段性见顶的可能性。从 COMEX 多空持仓来观察，黄金的非商业持仓多头占比依然处于一个较高的位置，多头持仓占比从 2025 年 8 月 5 日开始，缓慢下行，但是在 11 月 18 日再度上行，目前多头持仓占比有下降的趋势。从 12 月 2 日开始，多空持仓占比均有所减弱，表明投机性头寸占比有所降低，而套保持仓占比有所增加，黄金的商品属性有所加强。

图表 19：黄金 ETF 持仓



数据来源：iFinD，宁证期货

图表 20：黄金 COMEX 持仓占比



数据来源：iFinD，宁证期货

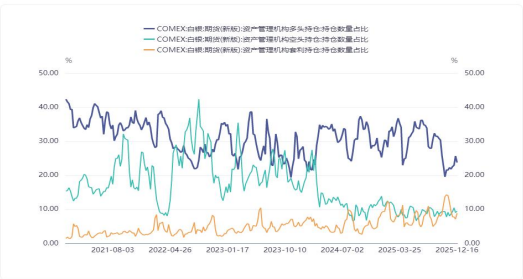
白银 ETF 持仓来看，将 SLV，PHAG，ETPMAG，PSLV 等著名机构的白银 ETF 持仓加总观察，白银 ETF 持仓在 2019 年 2 月份开始持续增加，中间经历了疫情的扰动，但持仓并没有大幅降低，直到 2022 年 4 月份白银的大幅回调，白银 ETF 持仓略有降低，2024 年 3 月份，白银持仓再度增加，目前依然高位但并未超过前期高点。从 COMEX 多空持仓来观察，白银的非商业多头持仓占比在 2025 年 10 月 21 日开始缓慢增加，12 月 9 日有所下降，同时空头持仓和套利持仓占比有所增加，从历史走势整体来看，白银的多头占比持仓并不是很高，白银的涨势基础或并不是很牢固。

图表 21：白银 ETF 持仓



数据来源：iFinD，宁证期货

图表 22：白银 COMEX 持仓占比



数据来源：iFinD，宁证期货

第 6 章 结论与展望

虽然目前处于美联储降息周期，但是未来美联储降息空间存在诸多因素制约，如 2026 年美国通胀演化及就业恶化情况，美联储高层更换及新任美联储主席对美联储的控制力等各方面因素，目前市场对 2026 年美联储降息空间的预期不是很大，所以降息周期对黄金的支撑或有限。美国中期选举的结果，直接决定国际地缘博弈的激烈程度，但是在明年年底之前，整体国际氛围或较为缓和，而美国财政刺激大概率出现，并进一步提升风险偏好，打压黄金的避险需求。所以黄金虽然大的周期依然不变，但是 2026 年单边趋势的概率较低，更多或为结构性行情。

经历了今年的强势上涨，预计 2026 年金价的上涨或将放缓，白银或被动跟随黄金波动，但是鉴于全球白银供给处于紧平衡阶段，而矿产的供给短期无法有效增加，而需求端有明显的增量，再加上可流通库存偏紧，白银将继续受益于金融属性和工业属性双重因素驱动，并且白银的波动属性较黄金更强，所以资金或更加关注于白银，降息周期叠加美国财政刺激举措，白银的支撑因素依然存在，并且白银的上涨因素要强于黄金。展望 2026 年，白银在经历了 2025 年的大幅单边上涨行情之后，或存在一定的回调，但依然存在较为确定性的机构性行情，并有可能依然跑赢黄金，依然可以持续关注。

免责声明

宁证期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可【2011】1775 号）。

在使用本公司期货研究报告产品及服务前，请用户仔细阅读本声明，充分理解自身将要承受的风险以及可能需要担负的责任。若用户无法认可本声明内容，请不要使用本产品及服务进行投资。所有使用本公司产品及服务的用户均默认已充分了解并掌握声明内容，并自愿以本人名义独立承担所有的风险和责任。

本报告撰写人具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告所载的观点并不代表本公司或分支机构的立场。

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，本公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性、完整性、及时性或可靠性不作任何保证。在任何情况下，本公司不保证用户根据此报告及所载材料信息进行投资操作即可获得收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接损失及与此相关的其他损失承担任何责任。

此报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映撰写人的设想、见解及分析方法，不构成投资建议，敬请考虑本报告中的任何意见或建议是否符合个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本报告进行具体操作。

除非另有说明，本报告的著作权属宁证期货有限责任公司。未经宁证期货有限责任公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“宁证期货”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

宁证期货 NFC NINGZHENG FUTURES 真诚·专业·合作·共赢

公司总部地址：南京市建邺区白龙江东街 9 号 2 幢二单元 1901 室

全国统一客服热线：400-822-1758

网址：www.nzfco.com