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



2025 贵金属年度报告

高位震荡，价格易涨难跌

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：

2024 年美元降息周期开启的比较迟，幅度也有限，美债收益率下行主导的贵金属上涨行情并没有如期到来，但是美元信用的弱化及地缘政治避险，央行购金等综合因素叠加，贵金属同样走出了超预期的单边上涨行情，不同的是，白银的趋势性上涨并未真正到来，上涨的趋势性和幅度远低于黄金。展望 2025 年，由于美联储降息预期的减弱，美元走强预期，将制约黄金的上涨空间。而特朗普的二次执政是否会带来美元信用的回归，美国经济是否会再现 2018 年的全球经济美国一枝独秀是决定黄金 2025 年是否会下跌的主要原因。

展望 2025 年，市场普遍预期，在特朗普主张的美国优先及关税政策的指导下，贸易摩擦及地缘政治主导的避险因素依然会成为金价的支撑因素之一，央行购金依然是黄金的长期重要需求方，对金价也将形成长期支撑。但是黄金是非生息资产，如果有更好的生息资产形成持续性的上涨趋势，那么黄金将遭到抛售。虽然在美联储降息预期减弱的背景下，全球经济 2025 年或依然承压，避险需求依然存在，但是如果美股持续性上涨，或者美债收益率始终保持在高位，那么在美国经济再度实现全球经济一枝独秀的背景下，避险资金回流美国的同时，会流向生息资产股市和债市，届时，黄金将形成中期下跌行情，但如果这一局面没有出现，黄金依然为震荡偏多行情。我们认为，特朗普的二次执政，在没有二次连任的预期下，重振美国经济将变得更加困难，贵金属的替代投资品或较难出现。贵金属或依然易涨难跌。

展望 2025 年，白银虽然在中美阶段性经济景气度提升的背景下或有脉冲性行情，但整体依然受黄金走势的制约。根据 2024 年 12 月底中国的中央政治局会议，2025 年的逆周期调节或增加经济景气度，美国同样也会有宽财政刺激经济的政策出台，经济景气度也同样增加，白银或在黄金高位震荡略偏多的背景下，有阶段性的较好表现，但难形成强劲的趋势性上涨行情。

目录

第 1 章　2024 年贵金属走势回顾 4
第 2 章　国际政经格局分析 6
2.1 全球经济缓慢复苏 6
2.2 美联储降息速度放缓 6
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
免责申明 17

宁证期货投资咨询中心

图表目录

图表 1： 2024 年美黄金价格走势 4
图表 2： 2024 年美白银价格走势 5
图表 3： IMF 对全球经济预测 6
图表 4：摩根大通全球制造业 PMI 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：全部工业订单 10
图表 10：美国产能利用率 10
图表 11：美国房价与销售数据 10
图表 12：美国新屋建造 10
图表 13：十年期美债收益率 11
图表 14：美国通胀数据 11
图表 15：各经济体构成情况 12
图表 16：各经济体国债收益率 12
图表 17：离岸人民币汇率 14
图表 18：中美利差 14
图表 19：贵金属 ETF 持仓 15
图表 20：COMEX 持仓占比 15

宁证期货投资咨询中心

第 1 章　2024 年贵金属走势回顾

截止到 2024 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，白银明显弱于黄金。美黄金连续合约 2024 年 1 月 2 日开盘为 2072.70 点,12 月 15 日收盘为 2665.90 点，上涨 593.2 个点，上涨 28.62%。

2023 年 12 月 4 日-2024 年 2 月 29 日，美国通胀经历了快速下行阶段，美国经济依然具有较强韧性，市场对未来降息时间和美联储官员认为的降息时间存在一定分歧，市场处于前高附近震荡，但表现出极强的韧性。

2024 年 3 月 1 日-2024 年 4 月 12 日，美国通胀加速下行，点燃了市场对未来降息的预期，市场预期 6 月份美联储会如期降息，铜等大宗商品价格也持续上涨，6 月降息预期推动黄金大涨。

2024 年 4 月 15 日-2024 年 7 月 3 日，美国经济数据依然具有较大韧性，6 月降息预期落空，黄金震荡回调，但回调幅度有限，市场等待美国降息兑现。

2024 年 7 月 5 日-2024 年 10 月 31 日，市场再度交易美联储 9 月降息，巴以冲突升级，俄乌冲突升级，地缘政治，美国大选预期等各项因素叠加，黄金大涨，上涨幅度和上涨时间均超出市场预期。

2024 年 11 月 15 日-至今，美国大选落地，特朗普当选，市场交易美国优先性，美元大幅上涨，黄金受到美元上涨大幅打压。美元下跌，黄金震荡上行，但是上涨到一定高度就快速下跌，资金护盘意愿不足。

图表 1： 2024 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 2024 年 1 月 2 日开盘为 2378.0 点，12 月 13 日收盘为 3100.0，上涨 722 个点，上涨 30.36%，白银上涨幅度与黄金相当，但是行情远不及黄金流畅。

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，白银的高点或滞后于黄金高点，或领先于黄金高点。在美联储降息之前，白银被动跟随黄金上涨，白银高点落后于黄金，降息之

后，白银上涨短暂领先于黄金，白银高点先于黄金。但值得注意的是，在美联储降息前期，全球经济需求最弱的时候，白银走了一段空头行情，而黄金一直保持着上涨趋势。

美白银 2024 年 3 月 1 日，跟随黄金启动一波上涨行情，由于同一时间铜等大宗商品同步上涨，白银跟随黄金上涨，并在 5 月 20 日到达阶段性的高点。后面行情明显弱于黄金。

美白银 2024 年 7 月 17 日-8 月 17 日，在铜等大宗商品的下行带动下，区别于黄金，走出一波明显的下跌行情。这段空头行情是由于在美联储降息前期，经济下行压力带来的需求趋弱导致。

美白银在 2024 年 10 月 31 日-11 月 14 日，在美黄金的带动下，再度下行，价格再次处于 60 日均线下方。白银的上涨行情同样步履维艰，价格整体围绕 60 日均线上下波动。

图表 2： 2024 年美白银价格走势



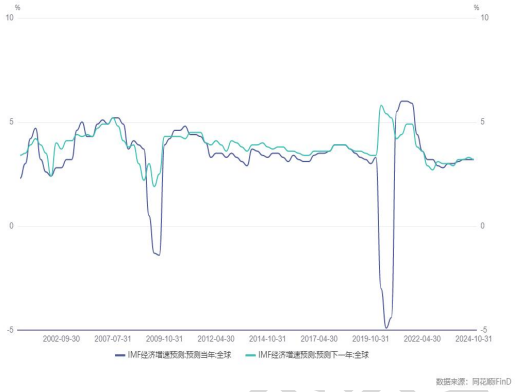
数据来源：博易大师，宁证期货

第 2 章　国际政经格局分析

2.1　全球经济缓慢复苏，不确定性增加

IMF 每个月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 3.2%，预测值较 7 月份持平，但是对明年的经济增长预测值修正为 3.2%，较 7 月份的预测值下降 0.1 个百分点。今年以来，IMF 对明年的经济预测除了 7 月份略有增加，7 月份为 3.3%之外，其他月份基本持平于 3.2%。明年经济依然是处于缓慢复苏的进程。从 IMF 预测来看，全球经济发展的主要动力依然是来自于新兴经济体，10 月份 IMF 对新兴及发展经济体经济增长明年预测值为 4.2%，而发达经济体明年的经济增长预计在 1.8%，对发达经济体的预测持续稳定在 1.8%，但是对明年新兴经济体的经济增长预测有所波动，范围处于 4.1-4.3 之间，2024 年下半年对明年发展经济体的增长有所增加。

图表 3：　IMF 对全球经济预测



数据来源：IFIND，宁证期货

图表 4：摩根大通全球制造业 PMI



数据来源：IFIND，宁证期货

从摩根大通全球制造业 PMI 数据来看，全球制造业 PMI 从 2024 年 6 月开始，持续下行，全球经济景气度在下半年处于持续下修，并运行于临界值 50 以下，全球制造业景气度持续收缩，与全球地缘冲突加剧，美联储迟迟没有兑现降息有关。在 9 月份美联储如期降息之后，全球经济景气度持续增加，其中制造业景气度增加最为明显。摩根大通全球服务业及综合 PMI 依然处于 50 分界线上方，但近期服务业对全球经济的拉动有所减弱，景气度开始趋平。无论从经济景气度指标还是从 IMF 预测来看，明年经济依然处于缓慢复苏阶段，但是由于美国政坛进入特朗普 2.0 时代，目前来看关税政策依然是其主要执政理念，全球贸易或面临更多不确定性，逆全球化程度有增无减，为明年经济复苏注入更多不确定性，经济复苏之路或依然曲折多变。

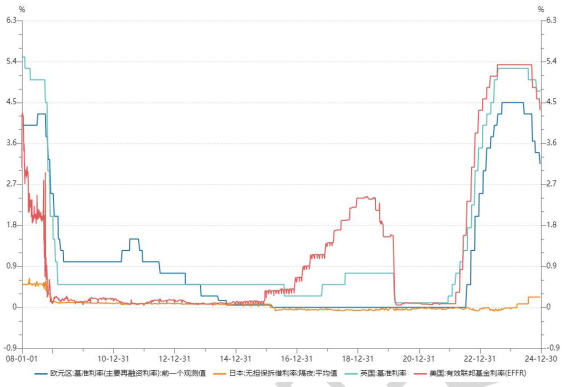
2.2 美国全年降息幅度或减弱

进入 2024 年，市场对美联储的降息预期迟迟并未兑现，市场 3 月份开始，预期 6 月份降息，但是 6 月份经济数据依然表现出较强的韧性，最后 9 月份降息才真正的兑现。12 月 17 日，根据

据 CME“美联储观察”，美联储到 12 月维持当前利率不变的概率为 4.6%，累计降息 25 个基点的概率为 95.4%。到明年 1 月维持当前利率不变的概率为 3.8%，累计降息 25 个基点的概率为 79.9%，累计降息 50 个基点的概率为 16.3%。目前市场对 1 月份的降息依然存在一定的分歧。以美国为首的发达经济体，为遏制近二十年以来最高通胀，2022 年 3 月启动金融危机以来最强加息进程，随着 2024 年 9 月份美联储进入降息周期，宣告本次控通胀进程结束，通胀已经不是主要矛盾，转而经济景气度及就业成为全球央行考虑主要因素。

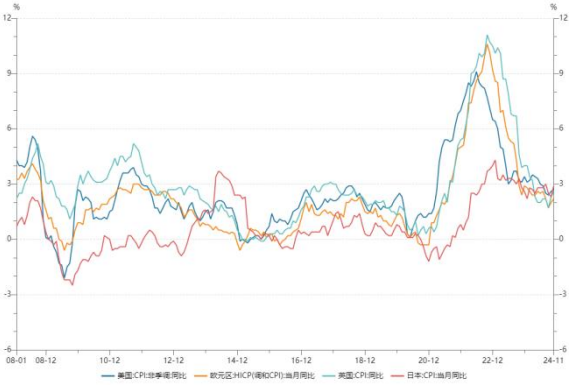
目前欧元区降息依然是全球重要央行降息幅度最大的，截止到 2024 年 12 月，已经累计降息 110 个基点，虽然欧元区是全球重要央行中最早启动降息的，但是效果不尽人意。在美联储没有降息的情况下，欧央行的提前降息，反而使得资金外流，对经济复苏反而起到负面作用。虽然目前欧元区面临较大的下行压力，市场预期的欧央行大幅降息却并未到来。英国及美国降息周期以来，幅度均有限。截止到 2024 年 12 月，英国本轮降息累计降息 50 个基点，美联储累计降息 75 个基点，市场普遍预期 2025 年美联储降息幅度将会有所减弱。

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，虽然通胀依然保持下降趋势，但是下降的动能已经大幅减弱，更多为震荡下跌的局面，但是通胀的绝对值基本已经降到 3%以下，处于较为正常的水平。英国和欧元区甚至一度降到 2%以下，面临较大的通缩压力。由于美国大选尘埃落定，美国将进入特朗普执政 2.0 时代，由于特朗普的执政理念，市场普遍预期美国经济景气度将有所增加，而美国的增加关税政策，将增加美国企业和民众的成本，美国通胀面临进一步走高的压力，所以市场普遍预期美联储 2025 年降息速度将有所放缓，降息或以季度为周期进行，并且降息的幅度有所降低。目前市场预期 50-100 个基点。而非美国家降息幅度将有所增加，这样美元指数将持续受到支撑，美元依然扮演全球领先的角色，届时贵金属，特别是黄金将持续承压。

2.3 特朗普与美联储的博弈或加大

2024 年美国大选最终以共和党人特朗普胜出，市场开始交易特朗普二次执政的相关内容。美

国大选落地，以美元指数持续拉升，外汇市场巨幅波动为特征，似乎是给各国央行先来了个下马威，日本央行、印度央行包括中国央行均提出持续关注外汇市场风险。并且市场预期，美联储 2025 年降息幅度将有所降低。

在特朗普上一任期内，特朗普就因为干预美联储政策而广受争议，特朗普主张宽松的货币政策，以经济增长为导向，宽货币宽财政是其一向的主张，但是美联储以维护美元的国际货币体系为主要目标，美国通胀与经济发展的平衡，维护美元的国际地位是其主要方向，所以两者是否再现第一任期内的矛盾，也成为市场关注的重点。特朗普当选后，美联储现任主席，重申了美联储的独立性，但是市场普遍预期，如果特朗普顺利实施其美国振兴计划，那么美国将面临通胀进一步走高的压力，美联储将不得不放慢降息步伐，特别是 2025 年下半年，美联储甚至面临暂停降息的局面。

宁证期货投资咨询中心

第 3 章　美债收益率及美元指数

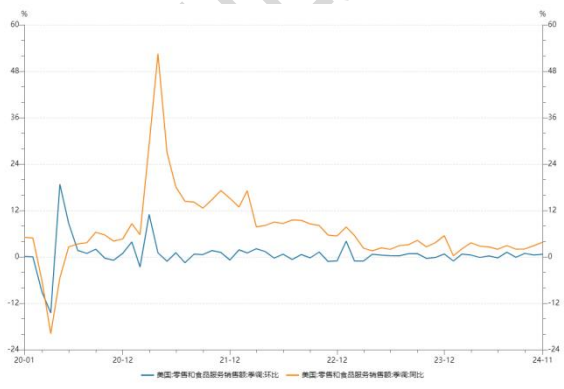
由于历史的原因，黄金是国际货币美元的对价物，美元的价值通过两个角度体现，对内的价值通过利率，美债收益率体现，对外的价值通过汇率，美元指数体现，而这两个价格都和美国经济及美国的货币政策周期息息相关。在经济下行压力较大和危机时期，国债的避险作用较强，美债收益率变化较大，这时研究美债收益率对黄金的影响解释度更高。而在美国经济及全球经济向好阶段，贵金属更多的可以从美元指数获得更大的解释度。

3.1　美国经济分析

美国 GDP 构成，个人消费占比约 70%，国内私人投资不足 20%，一般在 18%-19%，政府消费和投资不足 20%，一般在 17%-18%，净出口对经济的贡献一般为负，大约在-7%左右。政府消费和投资只有在战争或灾难等特殊时点，能对经济周期起到关键的扭转作用，一般情况下相对稳定，不作为重点分析。所以分析美国，主要分析个人消费及国内私人投资。

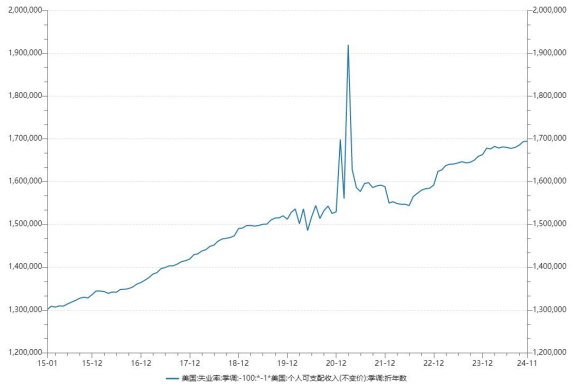
按照美国经济运行的规律，消费—生产—投资的经济链条观察美国经济，我们发现美国零售和食品服务销售额同比在 10 月份依然实现较大增长，同比增长 2.85%，环比连续 2 个月为正值，9 月环比增加 0.84%，10 月环比增加 0.4%个百分比，美国经济依然表现出较强的韧性，美国降息的必要性有所降低。消费先行指标，美国个人可支配收入来看，10 月份个人可支配收入季调不变价折年数为 218880.1 亿美元，9 月份个人可支配收入季调不变价折年数为 217438.8 亿美元，环比增加 0.66 个百分点。随着美国通胀的持续下行，美国人均实际可支配收入将有所增加。从美国消费潜力来观察（消费潜力=个人可支配收入*（1-失业率）），该数据 7 月份开始持续反弹，连续 3 个月为增加状态。综合以上消费方面的重要数据，目前时点观察，美国经济韧性依然存在，而且内生动力依然较强。

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

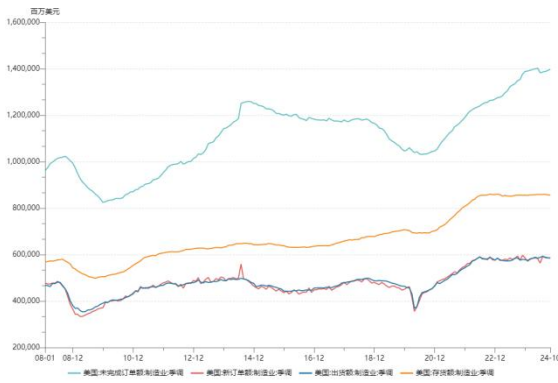


数据来源：IFIND，宁证期货

美国的生产与投资端观察，美国制造业未完成订单处于持续增加状态，但近期增速有所放缓，表明企业对订单完成意愿不足。进入 2024 年，新增订单与出货量基本持平于 2023 年，表明美国

制造业依然处于收缩状态，并未有大的改变。产能利用率持续下降，全部工业产能利用率从 2022 年 9 月份开始，持续下滑，8 月份开始加速下滑。10 月产能利用率相较 9 月下降 0.29 个百分点，未完成订单和存货均缓慢增加，与此同时产能利用率持续下降，私人企业开工意愿不足，下游需求也不足。从制造业观察，美国制造业较为低迷，这和美国制造业 PMI 持续下行，制造业景气度低迷相佐证。

图表 9：全部工业订单



数据来源：IFIND，宁证期货

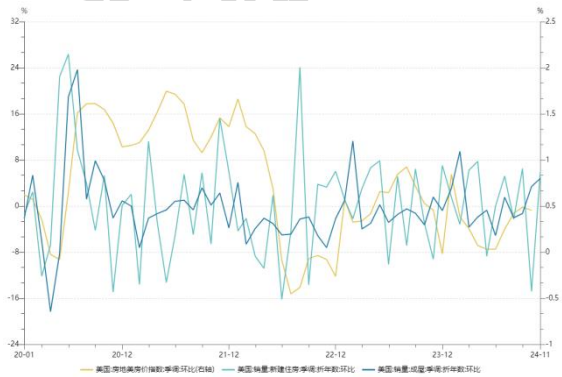
图表 10：美国产能利用率



数据来源：IFIND，宁证期货

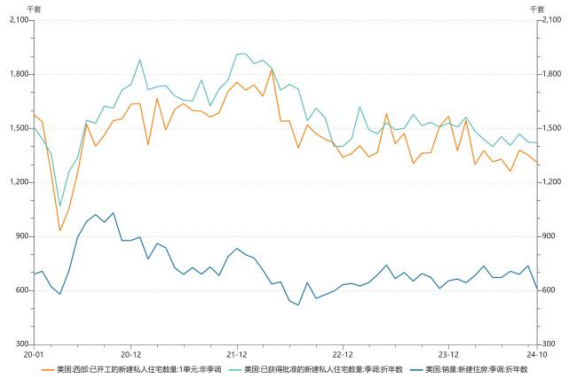
美国房地产方面观察，美国房屋价格进入 2024 年持续下跌，一反疫情期间房屋价格持续上升的趋势。房屋的价格下行并未带来销售的增加，成屋销售在下半年略有上升，但是新屋销售持续下滑，进入 10 月份后，有加速下滑的趋势。美国新屋建造来观察，获批准新屋建造折年数，实际新建新屋这年数在 2024 年 2 月份达到年内高点，但是新屋销售却在 4 月份和 9 月份达到高点，正是美联储降息预期酝酿和降息兑现的时候。从新屋开工和销售来看，近期数据大幅下滑，进入 10 月份以后，获批、新建和销售同步下滑，地产投资对后续经济的拉动力量有所减弱。

图表 11：美国房价与销售数据



数据来源：IFIND，宁证期货

图表 12：美国新屋建造



数据来源：IFIND，宁证期货

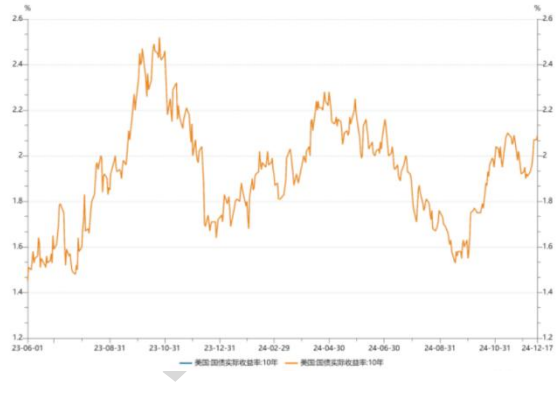
3.2 美债收益率分析

2024 年，贵金属的走势与美元的反向走势相较以往表现的较弱。美元信用的减弱，地缘政治的激化是解释这一现象的主要因素。但是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借鉴。因为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，美国经济增长+通胀预期+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。

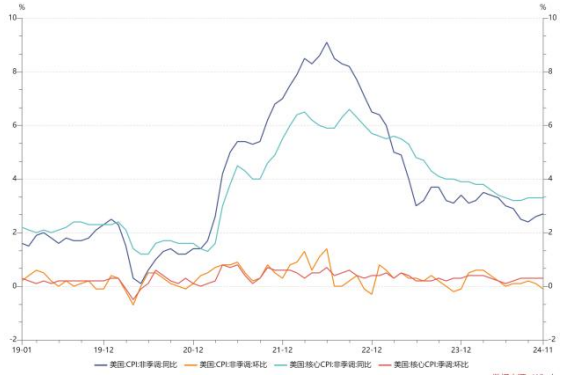
从分析美国经济可以看出，2024 年以来，美国经济一直表现出较强的韧性，无论是 GDP 不变价同比还是环比均展现出了不愿意下跌的现象，美国经济的韧性超预期使得美联储降息的速度和幅度一直低于市场预期。美国一季度 GDP 不变价同比 2.90%，二季度 GDP 不变价同比 3.04%，三季度 GDP 不变价同比 2.66%，美国 GDP 同比表现出超强的韧性，并且始终处于潜在产出 2%以上。从 GDP 不变价环比观察，一季度 1.6%。二季度为 2.0%，三季度环比为 3.8%，环比增速持续增加，美国经济依然处于持续扩张状态。并且三季度环比更是大涨至 3.8%。在美国通胀保持下行的背景下，明年美国经济不悲观，市场对美国经济软着陆预期增加，美国经济走强，不利于贵金属走势。

图表 13：十年期美债收益率



数据来源：IFIND，宁证期货

图表 14：美国通胀数据



数据来源：IFIND，宁证期货

进入 8 月份，美国通胀有反弹压力，虽然从通胀环比来观察，核心和非核心 CPI 环比均保持稳定下行的趋势。但是 10 月份以来，通胀同比保持上涨，10 月份数据显示，美国 10 月 CPI 同比上涨 2.7%，比上个月增加 0.1 个百分点。美国通胀的上行压力一度成为市场对 12 月份是否降息的干扰项，但很快市场自我修正，美国经济下行与否是美联储考虑的主要因素，通胀已经不是主要矛盾。由于国际原油价格的下跌，美国通胀预期持续走弱，为美国通胀的下行进一步注入保险因素，但是 2025 年原油价格是否存在大幅波动，如果原油价格上涨将进一步给美国通胀带来压力。

从图 13 可以看出，美联储开启降息周期以来，美债收益下降非常有限，一方面美国经济韧性依然存在，另外，市场对通胀的担忧一直存在，对美联储降息预期一直比较弱，美债收益率的居高不下，意味着交易贵金属资金成本一直比较高，对贵金属处于不利状态。展望 2025 年美债体现的是全球无风险利率，是全球无风险利率的锚，所以美债的风险溢价要考虑全球经济景气度，对于明年，由于特朗普 2.0 时代，不确定性或有所增加，美国经济的上行预期及全球避险因素的共同作用，或使得美债的需求有所增加，美债上涨因素一直存在。对于明年美债的分析，通胀因素、美联储货币政策、全球避险因素等各种因素共同作用，分析或比较复杂。但整体来看，展望 2025 年，美债收益率依然维持在一个高位，是大概率事件。

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。

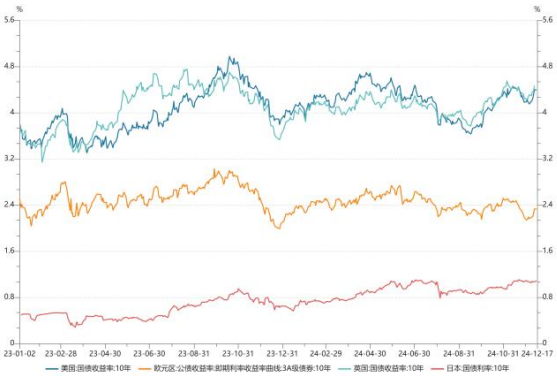
从美元指数构成的主要经济体的景气度来观察，进入 2024 年下半年，全球经济景气度持续下滑，但是美国景气度依然是全球发达经济体中景气度最强的，其次是英国，欧元区经济景气度最差。日本景气动向综合指标 5 月份达到年内高点 117.20 之后持续下行，但是在 9 月份开始大幅反弹，整体表现出较好的韧性。欧元区景气度依然表现比较疲弱，没有明显的反弹，并且 10 月份有下行的趋势，欧元区经济景气度的下行，对美元指数形成更好的支撑。英国经济景气度在 2024 年依然表现较为强劲，英国 GFK 消费者信心指数在 8 月份达到年内高点-13 之后，开始迅速下跌，最近两个月有所反弹，但幅度有限。从经济景气度观察，美元指数未来依然具有较大的上升动能和上升空间，对黄金将存在持续压制。

图表 15：各经济体构成情况



数据来源：IFIND，宁证期货

图表 16：各经济体国债收益率



数据来源：IFIND，宁证期货

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。从各经济体国债收益率来观察，进入 11 月中旬以来，主要发达经济体国债收益率均有所下行，但幅度有所区别。美国 10 年期国债收益率 12 月 6 日美国大选落地之后大幅反弹，目前已经反弹至前期高点附近，表现出较强的上涨动能。英国国债收益率与美债收益率跟踪比较紧密，反弹幅度和力度均较大。但是欧元区公债收益率反弹幅度较低，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，美元指数将获得较大支撑。而日本公债收益率则表现出较强的韧性，窄幅波动。从主要发达经济体的国债收益率来观察，美元指数也存在较强的支撑，中长期施压贵金属。

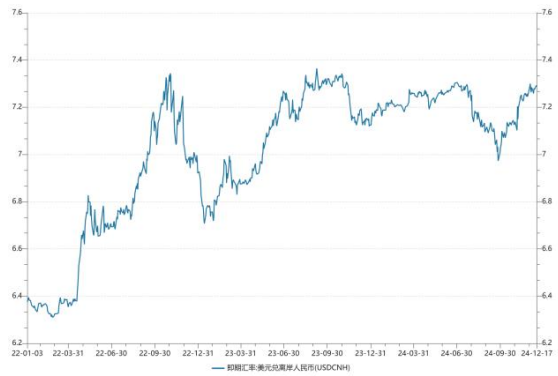
宁证期货投资咨询中心

第 4 章　人民币汇率分析

人民币汇率在美元没有启动降息之前，持续具有一定的贬值压力，随着 2024 年 9 月份美联储降息落地，中国政府出台稳定股市、地方政府化债方案、房地产方案等一系列方案之后，人民币汇率大幅升值。但是在国庆节之后，随着美元指数的大幅反弹，人民币汇率再度进入贬值通道。目前人民币汇率依然具有较大的贬值压力。

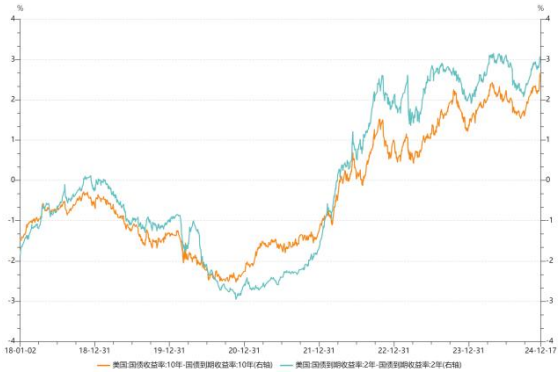
美国 11 月零售销售环比升 0.7%，预期升 0.5%，前值从升 0.4%修正为升 0.5%。美国 11 月非农新增就业 22.7 万人，预期 22 万人，前值自 1.2 万人修正至 3.6 万人，11 月失业率为 4.2%，超出预期和上个月的 4.1%。虽然 11 月美国失业率意外走高，但是美国经济依然表现出较强的韧性。欧央行议息会议虽然并未实现降息 50 个基点，但是欧央行已经提示了未来经济下行压力，美元指数构成角度，欧元的疲软将对美元指数构成较大支撑，随着特朗普上台，如果继续实行美国优先策略，美元指数或持续走高，人民币汇率依然具有较大压力。

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



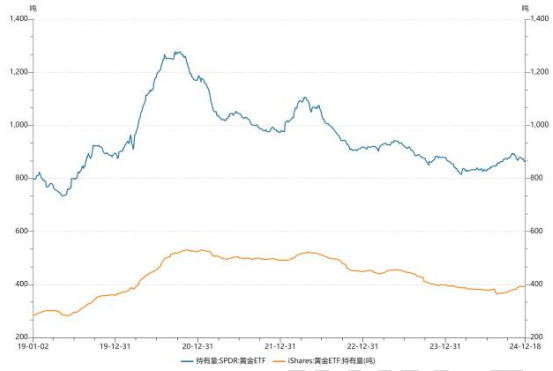
数据来源：IFIND，宁证期货

从中美利差来观察，进入 2024 年下半年，中美利差再度走阔，近期有加速走阔的趋势。国内逆周期调节，流动性宽松使得利率持续走低，而美国通胀预期使得美联储降息预期减弱，美债收益率持续高位，中美利差的持续走阔是近期人民币贬值压力的主要原因。展望 2025 年，人民币上半年由于逆周期调节持续发力，依然具有较大的贬值压力，但是随着中国经济的企稳复苏，2025 年下半年人民币贬值压力将有所缓解。虽然人民币贬值压力较大，沪金受汇率因素的影响较为有限，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

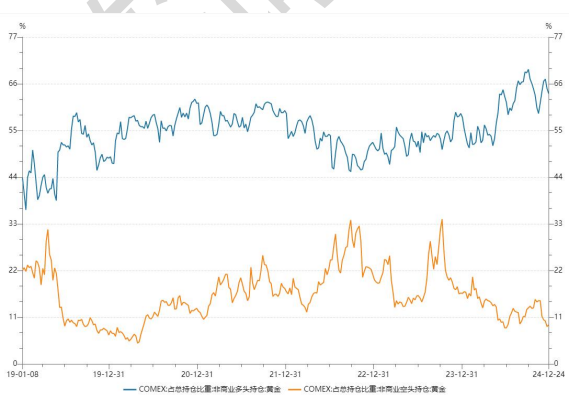
黄金 ETF 持仓来看，将 SPDR，GOLD，iShares 等著名机构的黄金 ETF 持仓加总观察，在 2024 年下半年总持仓有所增加，但是在 10 月 25 日之后，持仓有所下降。从 SPDR 黄金 ETF 持仓来观察，在 7 月 2 日持续开始增加，并在 10 月 22 日达到最高点 895.24 吨，之后持续一路下滑。该高点正好对应美黄金最高点前的位置和时点。黄金 ETF 的持续流出，表明中长期资金的离场，也表明黄金的高点大概率已经出现。从 COMEX 多空持仓来观察，非商业持仓占比多头依然占据优势地位，黄金依然以多头为主要看法。2024 年 5 月初，非商业持仓占比突然大幅增加，空头持仓占比反向大幅减少，市场看多氛围激增，之后虽然黄金价格有所波动，但是多头持仓占比有增无减，这也和后来的黄金上涨行情相对应。目前来看，多头持仓占比再度增加，市场多头氛围依然成立。但是多头持仓能否超过前期高点，依然存在很大不确定性。

图表 19：贵金属 ETF 持仓



数据来源：IFIND，宁证期货

图表 20：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，但是美债收益率下行有限，并且由于市场预期特朗普二次执政，加大财政刺激提振美国经济的概率较大，美国存在通胀风险，所以市场对 2025 年美联储降息的幅度大幅降低。由于美联储降息预期的减弱，美元走强预期，将制约黄金的上涨空间。而特朗普的二次执政是否会带来美元信用的回归，美国经济是否会再现 2018 年的全球经济美国一枝独秀是决定黄金 2025 年是否会下跌的主要原因。但是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。当前的金银比处于历史偏高水平，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。展望 2025 年，白银在中美阶段性经济景气度提升的背景下或有脉冲性行情，但整体依然受黄金走势的制约。根据 2024 年 12 月底中国的中央政治局会议，2025 年的逆周期调节或增加经济景气度，美国同样也会有宽财政刺激经济的政策出台，白银在经济景气度提升，黄金高位震荡略偏多的背景下，有阶段性的较好表现，但难形成强劲的趋势性上涨行情。

宁证期货投资咨询中心

免责申明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与宁证期货有限责任公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了宁证期货有限责任公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映宁证期货有限责任公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经宁证期货有限责任公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“宁证期货有限责任公司”，并保留我公司的一切权利。

宁证期货投资咨询中心

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：025-52865008

网址：www.nzfco.com