

贵金属周报

美国政府结束“停摆” 美联储官员分歧持续 贵金属大幅冲高回落波动加剧

叶倩宁 Z0016628

联系方式: yeqianning@gf.com.cn



广发期货APP



微信公众号

品种	主要观点	本周策略	上周策略
黄金	<p>【后市展望】美国经济运行和就业市场持续受到政府“关门”和贸易摩擦的冲击，未来随着政府重新“开门”，美联储可能在经济数据恶化的情况下12月再次降息降息，停止缩表则使流动性紧张亦能得到缓解。地缘政治、金融机构“爆雷”等风险事件频发，更多央行增持黄金，投资者重塑资产定价体系对金融属性强的商品货币的配置比例仍将上升，中长期有望驱动贵金属有望重现类似1970年代的牛市行情。目前在金银供应趋紧的情况下买盘力仍存，但短期美联储官员态度分歧和美国经济数据的公布可能加剧市场波动，金价回调下方在4000-4090美元（925-940元）附近企稳，建议保持逢低买入思路。</p> <p>【宏观经济面】在美国政府持续“停摆”的影响下机构预期对四季度潜在的经济损失可能为GDP的1-2%，就业市场持续恶化，在政府重启后经济数据自下周有望陆续公布反映实际经济状况。随着中美贸易摩擦缓和，美国的财政和货币政策刺激对经济形成提振但亦可能加剧通胀，AI发展势头强劲和移民政策收紧对就业市场仍有冲击，经济前景存在不确定性。</p> <p>【美联储货币政策】美联储10月公布利率决议连续两次降息25个BP，符合市场预期。同时宣布将在12月1日起停止持续三年半的缩表，并以短期国债替代到期MBS持仓。决议声明指出“经济活动以温和的速度扩张”，劳动力市场近期指标与政府关门趋势相符，称就业下行风险“近几个月”增加，通胀比预想的温和。会后的发布会上美联储主席鲍威尔称12月降息并非必然，美联储内部的意见分歧非常大需要暂停步伐。从美联储官员最新的表态来看，在缺乏有力数据支持的情况下“鹰鸽”两派之间对12月的决策分歧较大，随着美国政府重新“开门”有望及时公布相关经济数据为官员提供更多线索。当前CME预测显示12月大概率会降息但幅度为25BP的呼声相对更高。</p> <p>【资金面】本周金银价格大幅冲高，机构重新增持金银ETF，白银租赁利率再度出现反弹，表明市场现货需求有所升温。</p>	短期美联储官员态度分歧和美国经济数据的公布可能加剧市场波动，金价回调下方在4000-4090美元（925-940元）附近企稳，建议保持逢低买入思路	短期金价缺乏明确驱动或延续震荡整理走势，运行区间在3900-4030美元，保持波段操作思路或卖出虚指看跌期权

品种	主要观点	本周策略	上周策略
白银	<p>【后市展望】白银方面，美国宏观和货币等政策预期对价格影响较为反复，工业制造业上白银实际需求则相对偏弱，但目前国内库存紧张对银价形成一定支撑，目前白银跟随黄金波动下方支撑在49美元（11800元）附近，建议逢低轻仓买入。</p> <p>【宏观金融属性】影响中性，美国宽财政+宽货币政策受到国内政治环境影响推行步伐十分曲折打击多头信心，然而欧美发达国家信用货币因自身局势不稳而遭到抛售，在黄金走强偏强的情况下将带来更多国家和机构增持白银资产的意愿。</p> <p>【金银比】影响中性，由于投资者大量增持白银在市场流通规模偏小情况下价格表现较黄金更强，目前金银比回落至近10年均值附近，未来若流动性紧张缓解或价格回调金银比或阶段反弹。</p> <p>【白银供需】影响中性，10月国内珠宝零售额累计同比增幅止跌反弹，金价走强对珠宝消费额带来上升，然而未来在贵金属价格偏高叠加国内黄金税收新政的情况下人们的消费需求可能被抑制；9月电子信息行业尽管受到美国关税政策影响但行业保持韧性；10月光伏太阳能电池产量继续受到需求前置和“反内卷”等影响同比负增扩大；下半年全球增长预期放缓和美国贸易政策等对白银工业需求的影响仍有不确定性，世界白银协会下调对2025年白银总需求的预测，在光伏行业的高基数和高库存背景下，工业需求存在放缓压力，但目前海外投资消费需求存在支撑。</p>	白银跟随黄金波动 下方支撑在49美元 （11800元）附近， 建议逢低轻仓买入	短期白银价格缺少 明确驱动将跟随黄 金波动维持震荡趋 势在47-49美元之 间运行，保持区间 操作思路



目录

- 01 本周行情回顾
- 02 贵金属资金面与持仓分析
- 03 宏观基本面分析
- 04 白银产业基本面分析

1



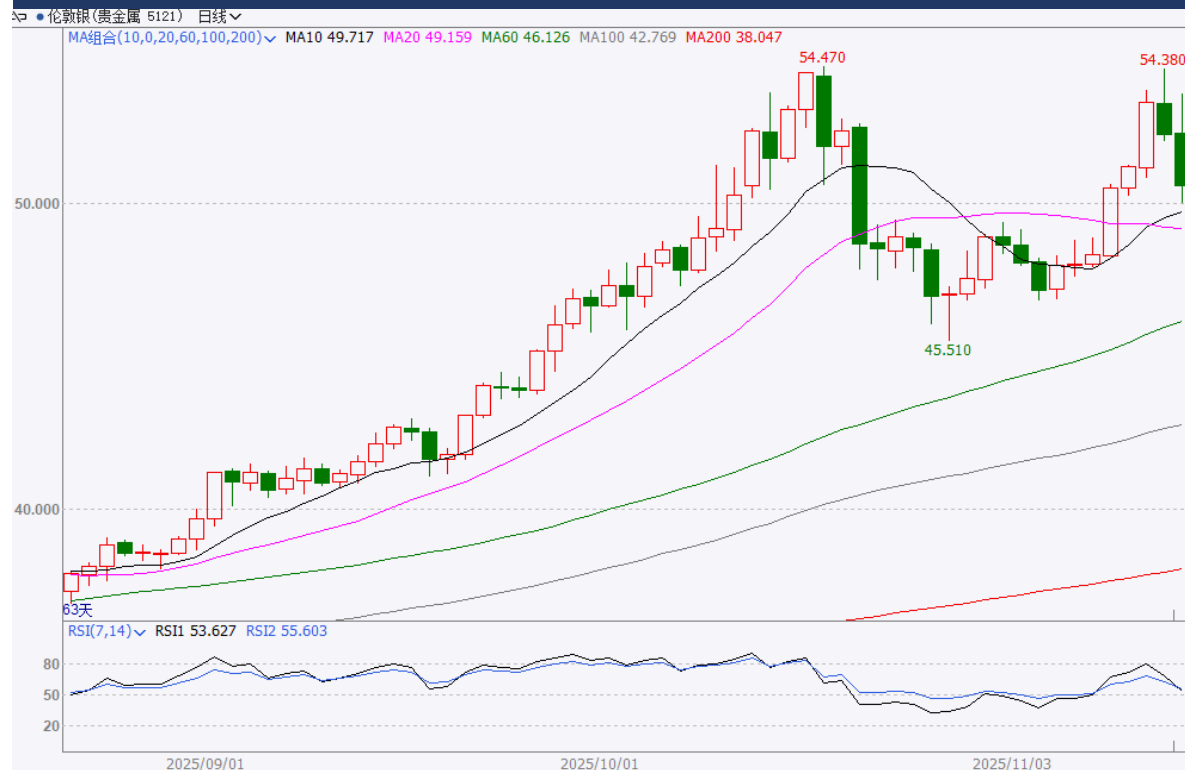
本周行情回顾

贵金属市场当周交易表现								
合约标的	收盘价	累计涨跌幅 (%)	最高价	最低价	成交量	成交变化	持仓量	持仓变化
COMEX黄金主力	4084.40	1.91	4250.00	4004.20	1395132	372388	278065	-33441
沪金2512	953.20	3.47	967.96	916.28	863414	-45899	113597	-23063
伦敦金	4082.16	2.05	4245.22	3997.20	-	-	-	-
上金所黄金TD	947.98	3.48	964.65	913.30	165918	9290	233174	233174
COMEX白银主力	50.400	4.51	54.415	48.235	249498	227849	78456	-23839
沪银2512	12351	7.55	12639	11367	2361261	920930	210326	-35191
伦敦银	50.517	4.53	54.394	48.279	-	-	-	-
上金所白银TD	12326	7.88	12650	11363	2308258	940998	4040198	-253820

国际金价走势

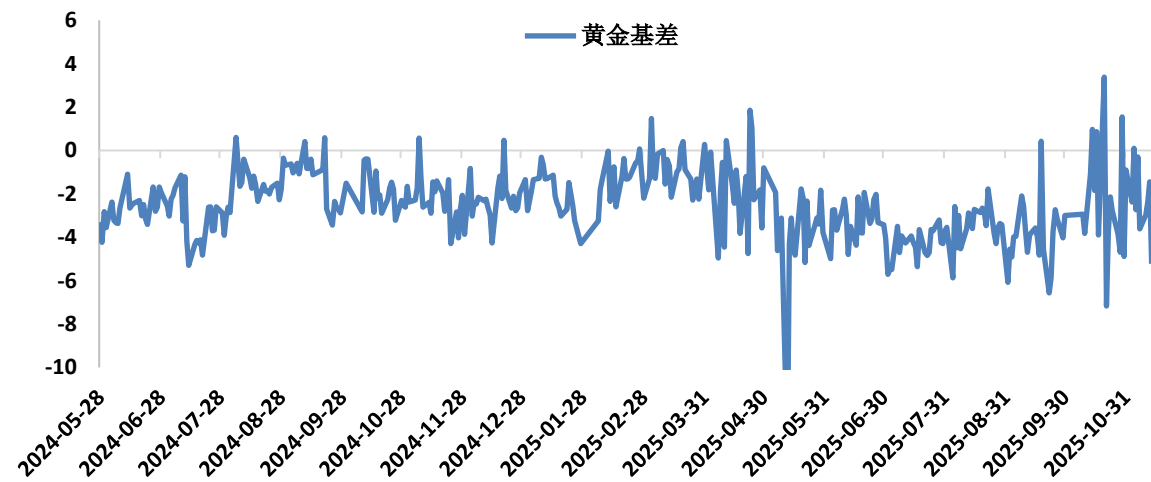


国际银价走势

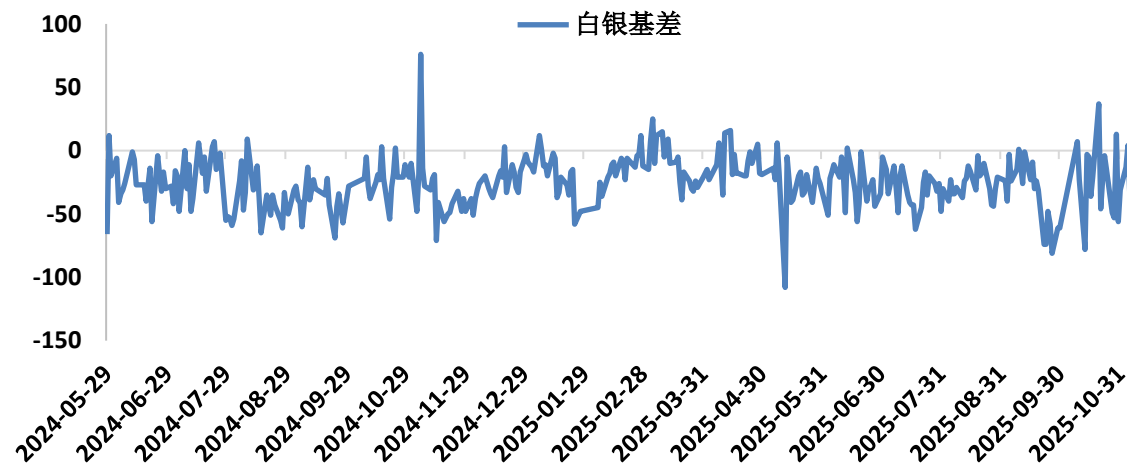


- 本周，周初受到美国政府结束“停摆”预期影响，美联储12月降息概率增加，叠加伦敦以外的市场贵金属库存降低等因素支撑下，贵金属和美股表现均较强势，在市场波动率偏低的情况下多头资金做多动力较强。然而后期因部分美联储官员释放对12月降息偏“鹰派”的态度，金银价格自阶段高位大幅回调，但当周仍收涨。国际金价周中最高拉升至4244美元后大幅回落100多美元，周五收盘报4082.16美元/盎司，当周累计涨2.05%，国内金价走强强于外盘；国际银价在纽约和上海的库存持续走低的情况下，资金影响盘中呈现更大的波动价格一度逼近10月的历史高位但随后回调幅度较大，价格总体在50美元上方企稳，收盘价为50.517美元/盎司，当周累涨4.53%。

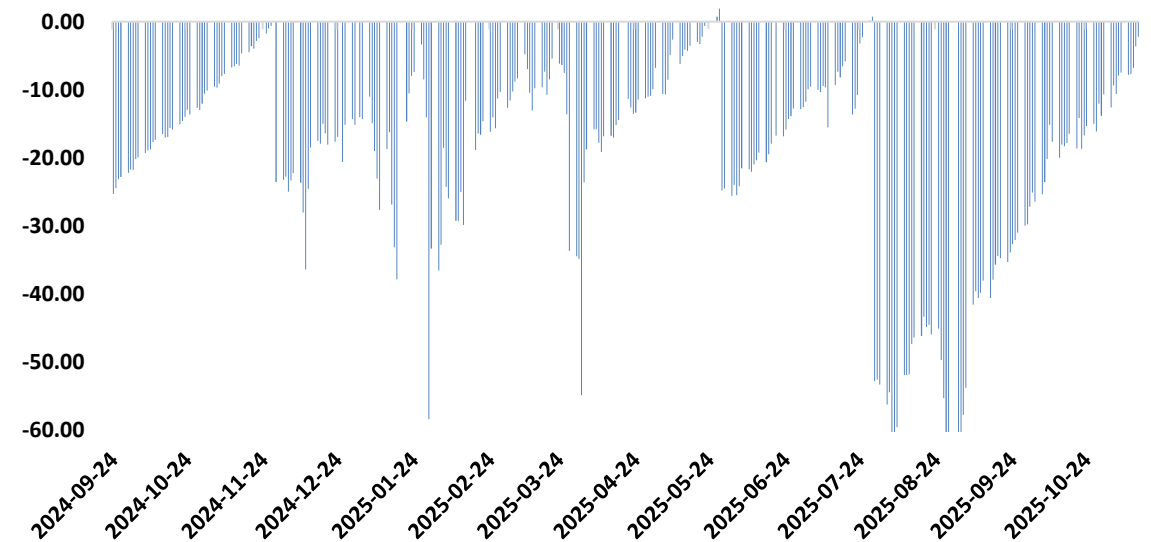
黄金t+d和沪金主力价差



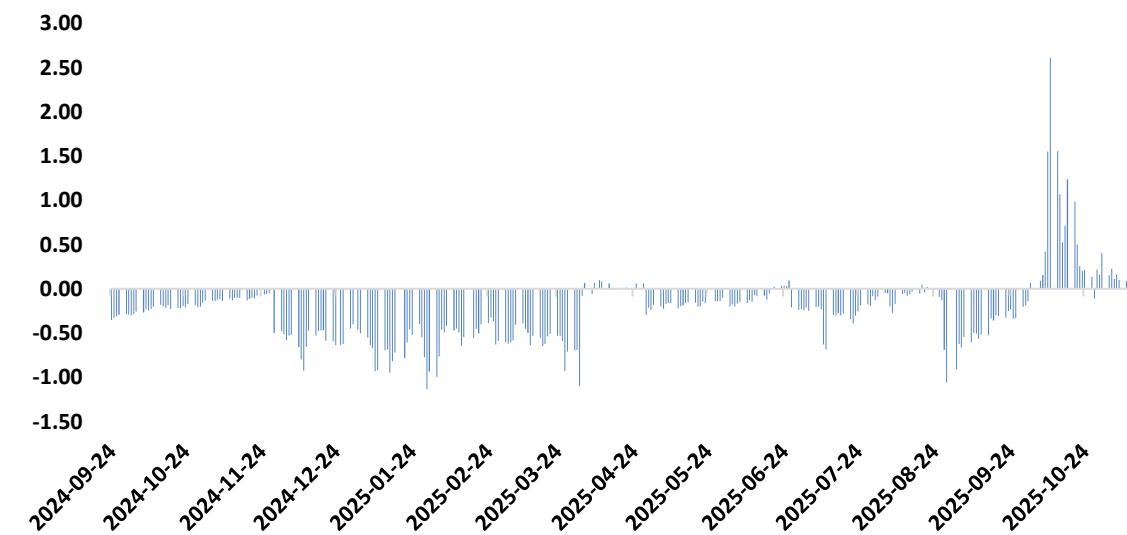
白银t+d与沪银主力价差



伦敦金-COMEX金价差



伦敦银-COMEX银价差



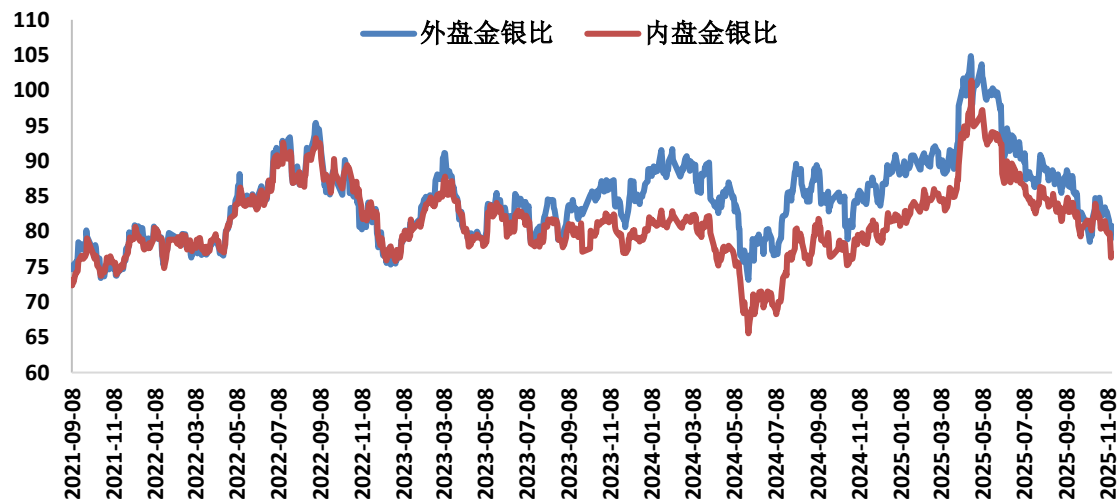
黄金内外盘价差



白银内外盘价差



内外盘金银比价

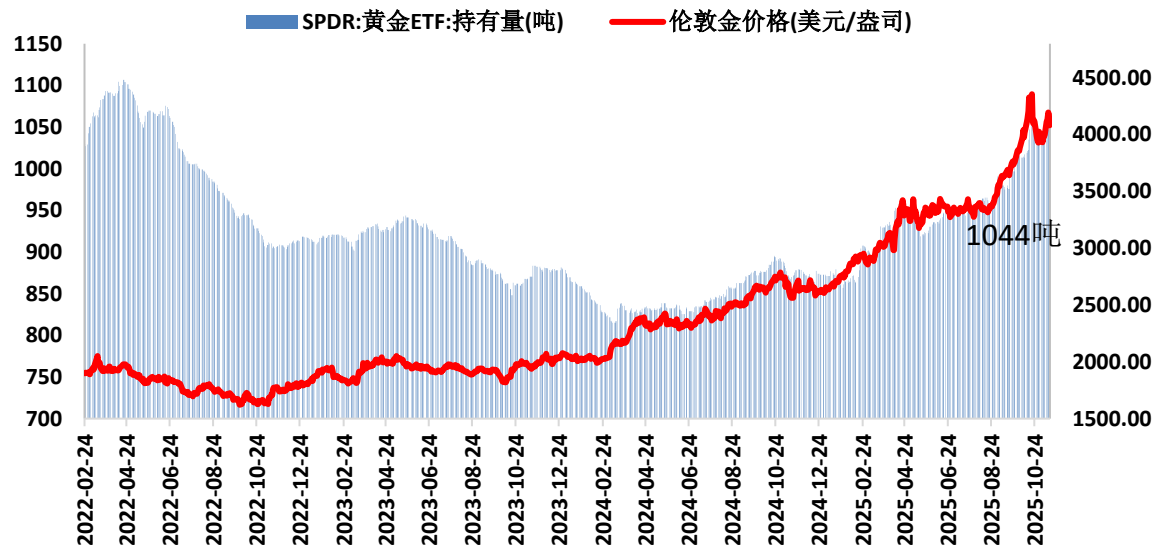


2

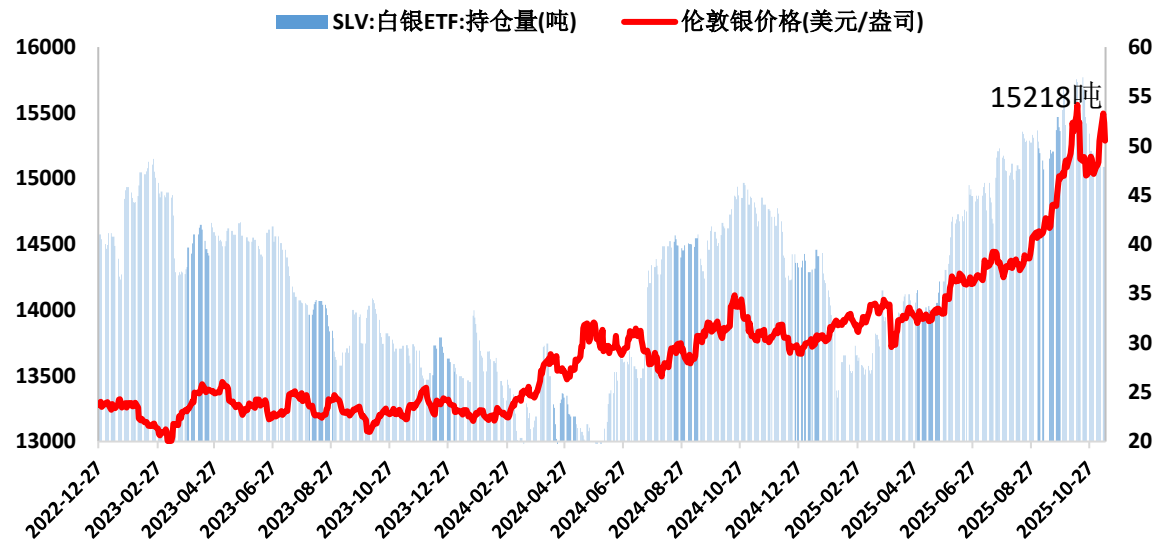


资金面与持仓分析

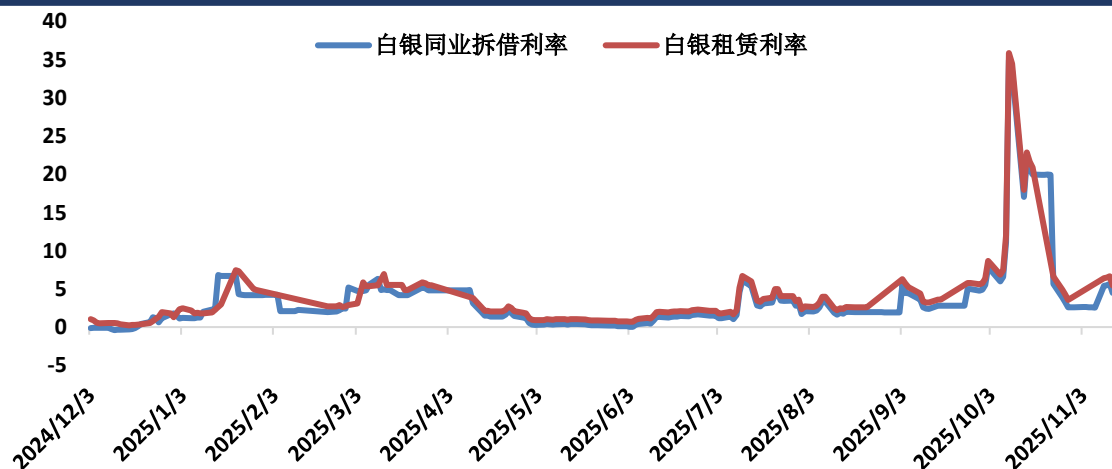
全球最大SPDR黄金ETF基金持仓量变化（金价：右轴）



全球最大SLV白银ETF基金持仓量变化（银价：右轴）

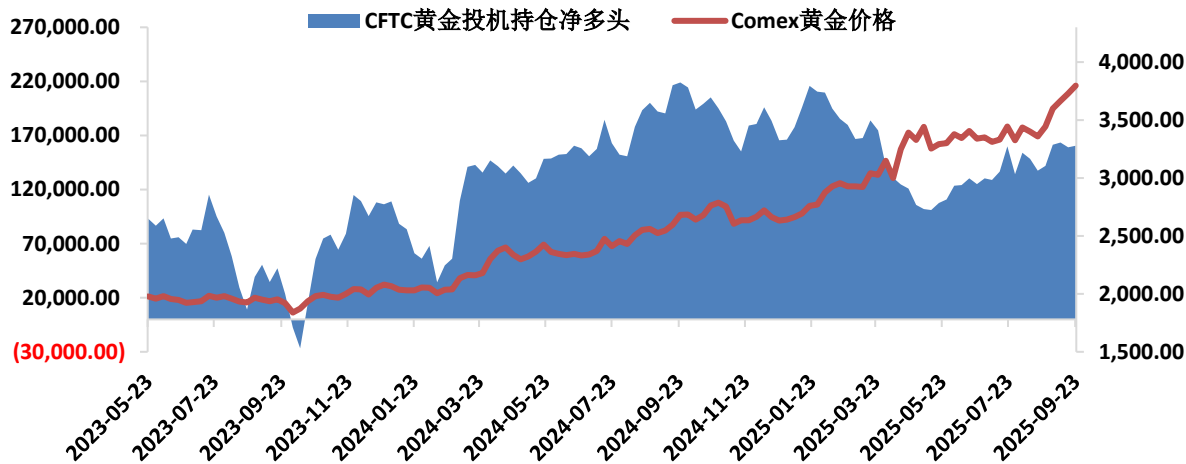


伦敦白银同业拆借和租赁利率（%）

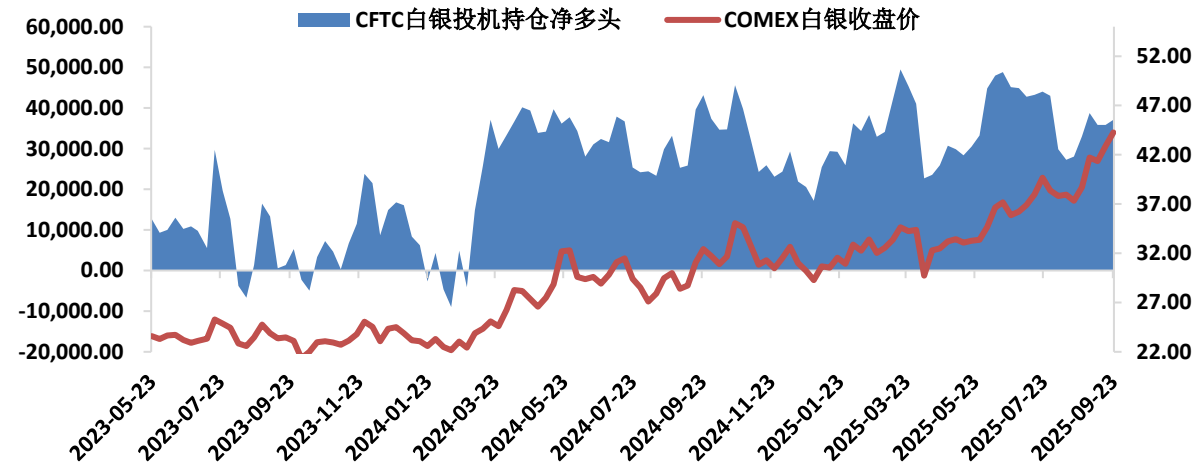


- 截至11月14日，全球最大SPDR黄金ETF基金持仓量约为1044吨，本周持仓略增加2吨；全球最大SLV白银ETF基金持仓量约为15218吨，当周持仓止跌回升累计增加130吨。本周贵金属行情从前期的横盘整理中走出而呈现大幅冲高，机构重新增持金银ETF。
- 前期伦敦白银同业拆借和租赁利率在10月初的35%回落至2%附近的正常水平，LBMA市场后补充大量实物库存使实物供应紧张缓解，然而本周开始利率再度出现反弹，表明市场现货需求有所升温。

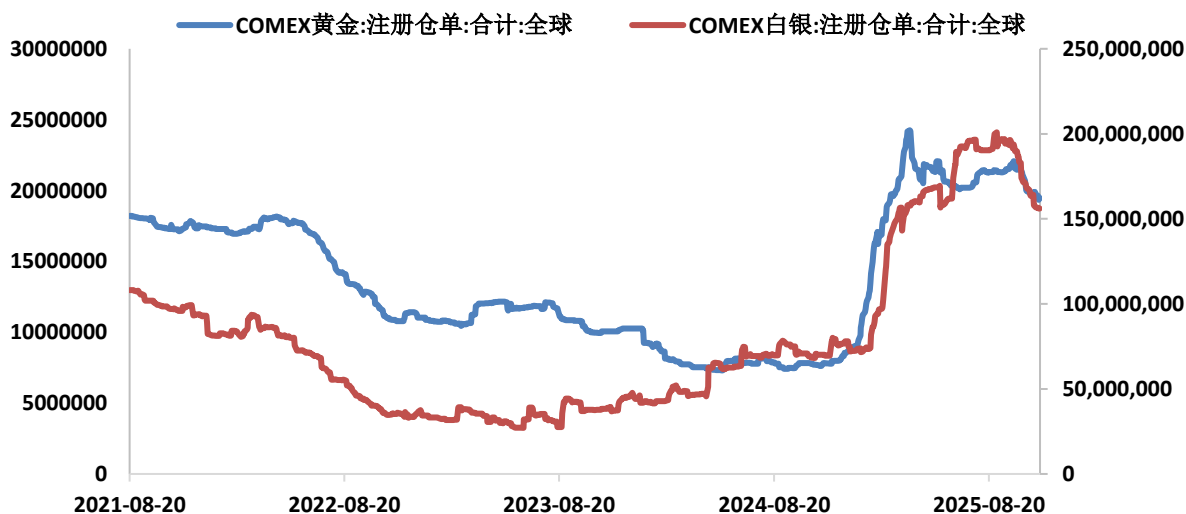
CFTC黄金期货投机持仓净多头变化



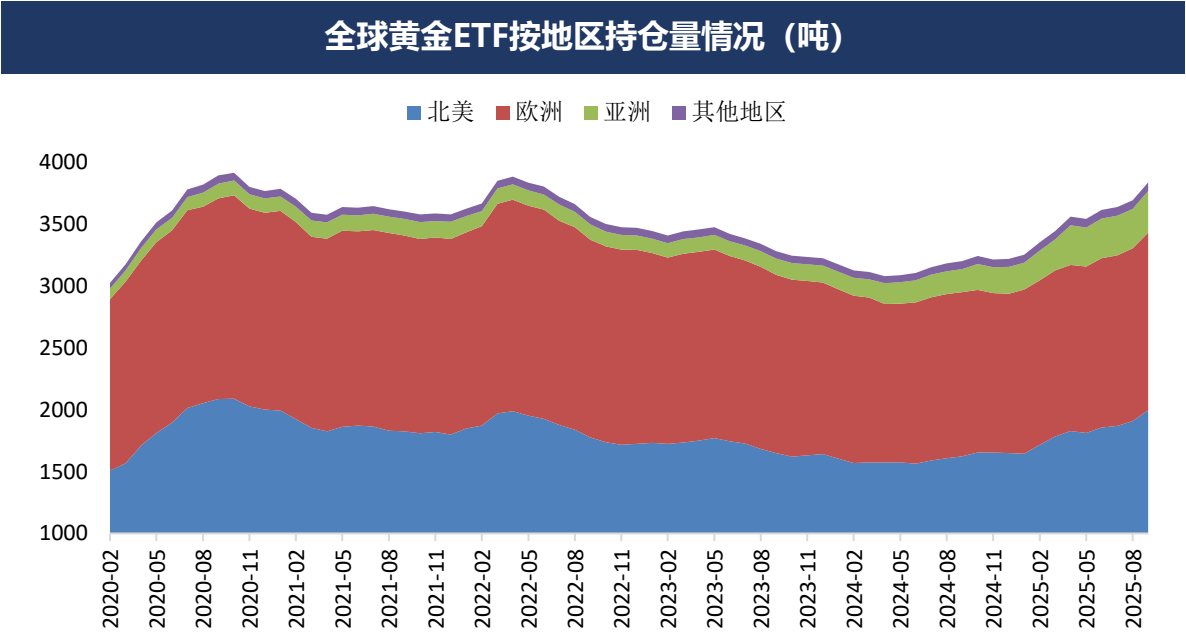
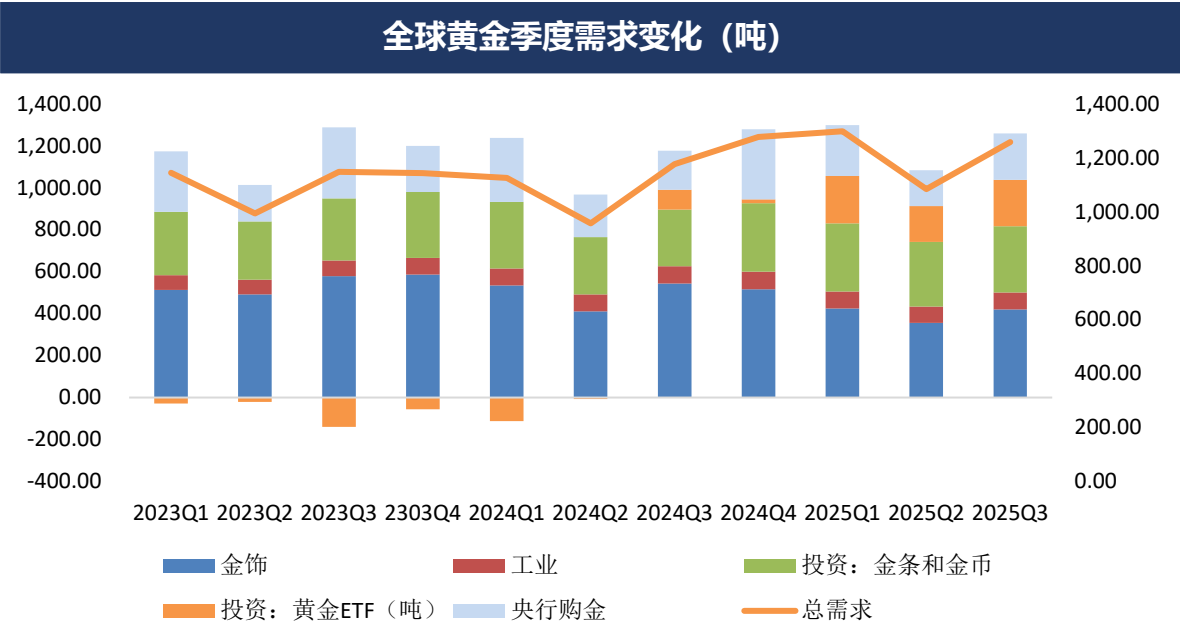
CFTC白银期货投机持仓净多头变化



COMEX黄金与白银期货仓单库存

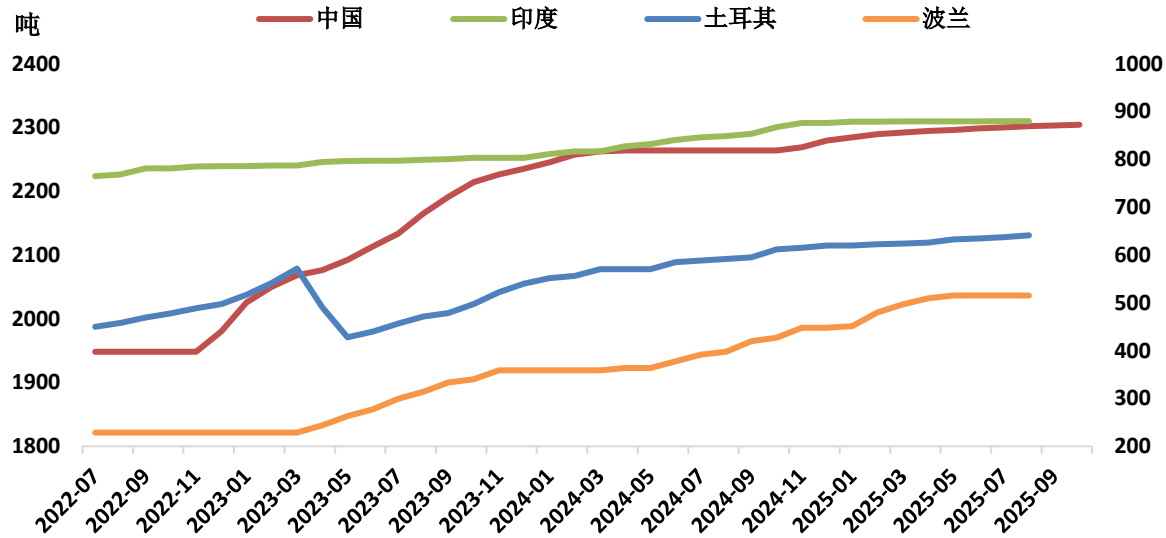


- 9月23日当周，CFTC黄金期货投机持仓净多头为160549手，环比前一周增加1578手；白银期货投机持仓净多头为37099手，增加1293手。目前由于美国政府停摆，CFTC等监管机构工作人员停工，相关数据暂停公布，投资者缺乏可参考数据来跟踪市场投机持仓水平。
- 本周COMEX黄金白银注册仓单较上周分别减少31万和68万盎司，但白银库存降幅较前几周收窄，前期向伦敦LBMA转移的趋势逐步缓和，后期需关注交割月库存的变化。

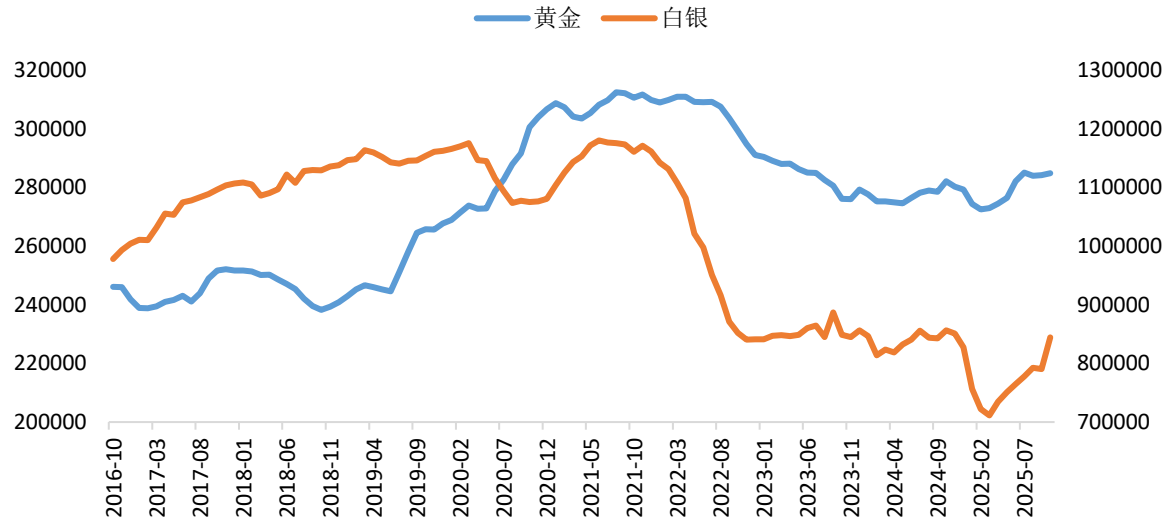


- 据世界黄金协会统计，2025年三季度全球黄金总需求为1258吨，环比二季度回升16%，同比去年增长7%，黄金在4-8月盘整后在9月再度迎来价格突破，当季各个领域的需求均有增加，特别使ETF和央行购金需求环比二季度显著上升，首饰亦脱离2020年以来新低而回升；
- 10月在金价大幅拉升后回落的情况下，全球黄金ETF持仓整体维持净流入，共增持55.4吨连续5个月增加，其中北美地区流入规模最大其次为亚洲，但欧洲地区出现净流出，美联储宽松货币政策叠加美国政府关门等影响下机构投资者增持黄金ETF意愿仍较强。

新兴国家官方黄金储备（印度、土耳其、波兰：右轴）



LBMA伦敦金银库存（千盎司）



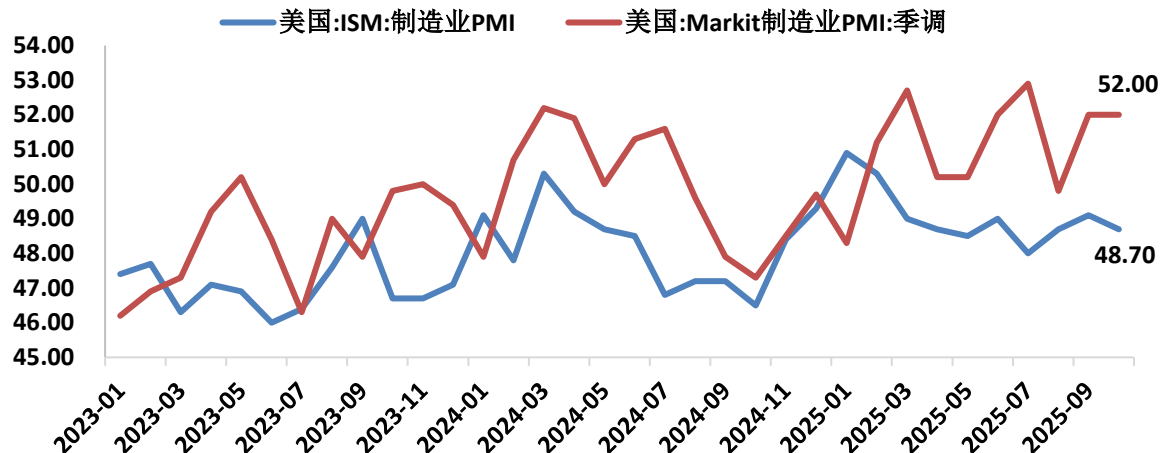
- 以新兴国家为首的央行大规模持续购入黄金是近年推动金价上涨的重要因素之一，其中中国、印度、土耳其和波兰央行购金规模较大，使金价获得支撑；中国外管局公布10月末黄金储备约2304.5吨，较9月末环比增加约0.93吨，为连续12个月增持，央行明确了常态化购金的信号；
- 2025年10月LBMA伦敦黄金库存小幅增加至约8858.3吨，环比增加17.6吨，为连续两个月回升，金价快速上涨后回调使实物投资等需求有所放缓；白银库存大幅增加1673吨至26254吨，此前由于伦敦现货供应紧张带来价格飙升后LBMA快速将纽约和上海等市场白银回流。

3

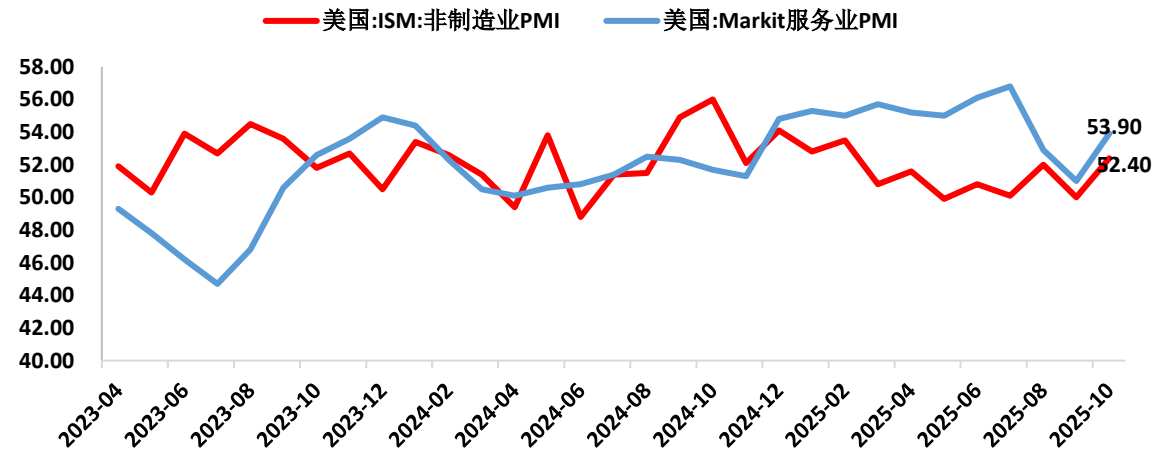


宏观基本面分析

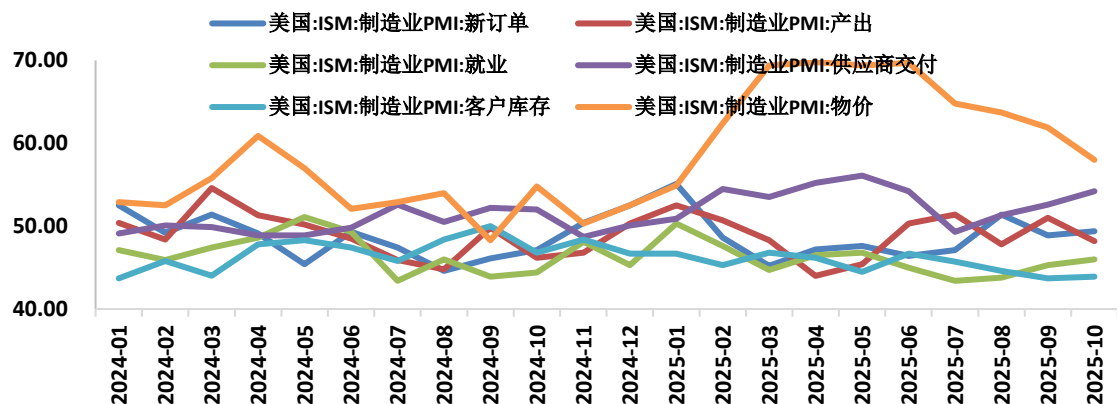
制造业PMI指数



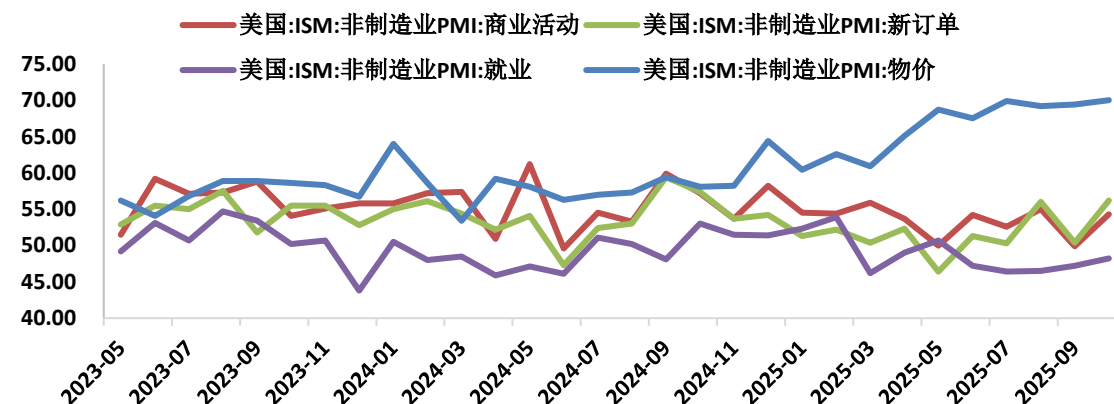
非制造业PMI指数



ISM制造业PMI分项指标

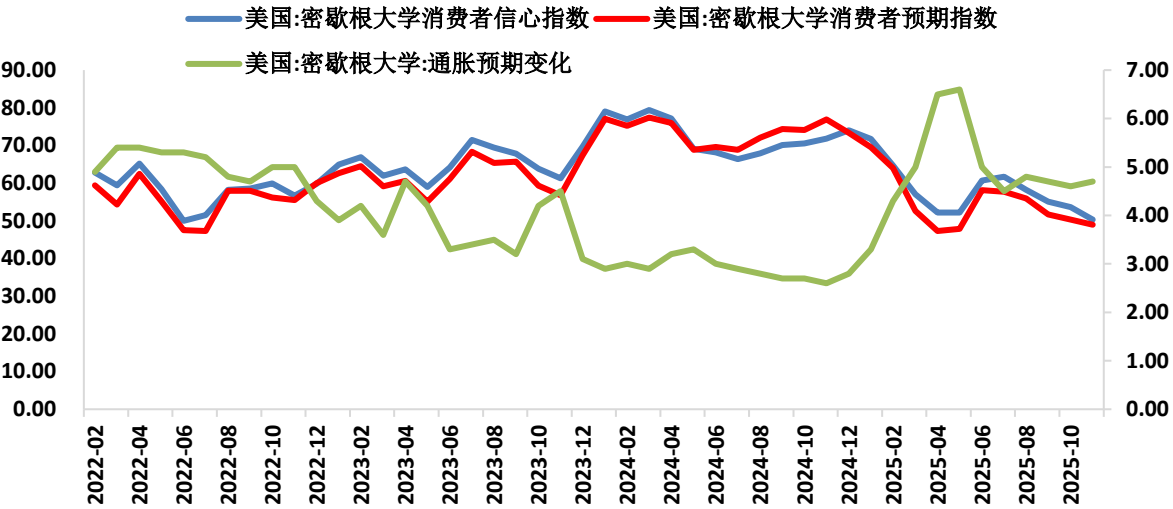


ISM非制造业PMI分项指标

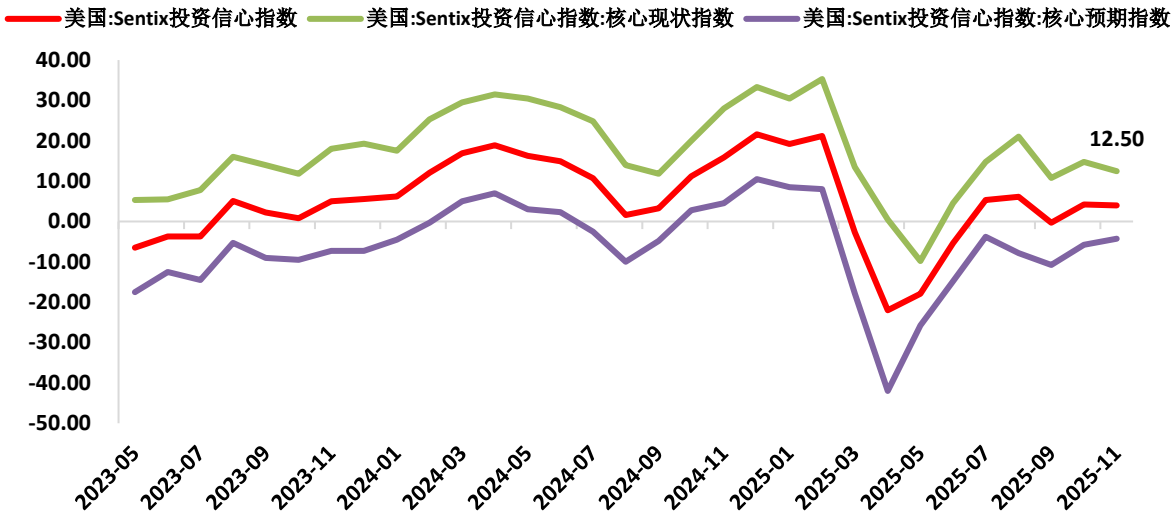


- 美国10月ISM制造业PMI指数为48.7，不及预期的49.5，前值为49.1，数据反映制造业普遍低迷的情绪，企业仍面临贸易政策相关的不确定性，新订单连续第二个月下降，生产和就业分项疲软，物价支付指数创今年初以来的最低。服务业PMI指数52.4，预期50.8，前值50。新订单指数创一年新高反映需求反弹，投入价格指数升至70，创三年新高表明通胀压力增大，就业分项收缩但总体稳定。

美国密歇根消费者信心指数

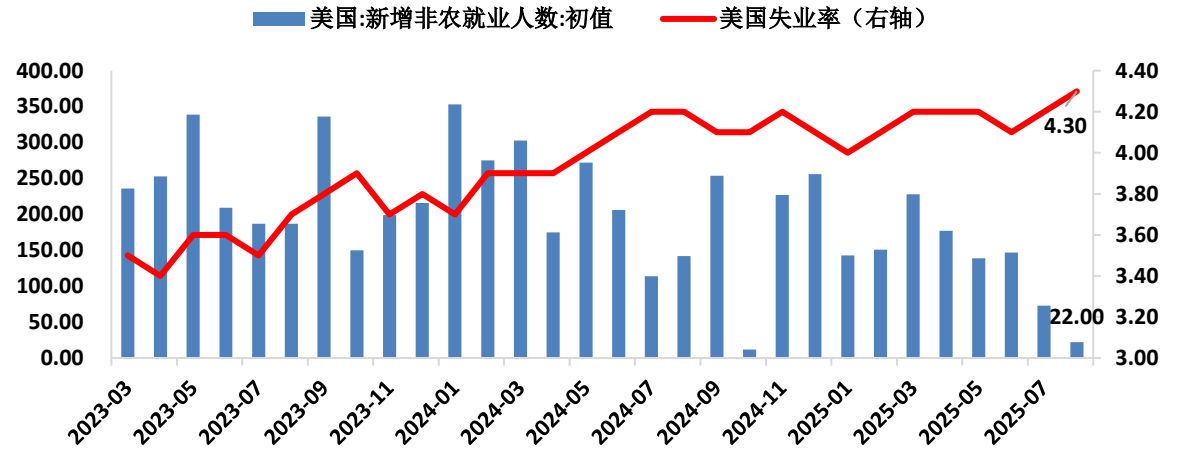


美国Sentix投资者信心指数

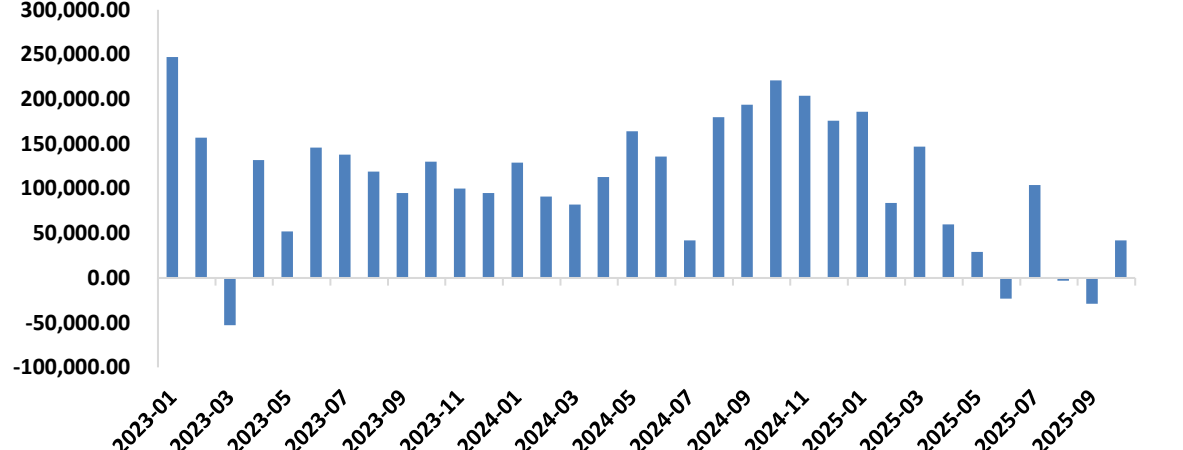


- 11月美国密歇根大学消费者信心指数初值为50.3，创2022年6月以来的最低水平，预期53，前值53.6；消费者对未来一年的通胀预期初值略升至4.7%，预期4.6%，前值4.6%，美国政府持续停摆导致居民的消费信心进一步恶化，然而特朗普关税背景下通胀预期并未降温；
- 10月美国Sentix投资信心指数由负转正到4.2，前值为-0.3，在美国关税和财税政策趋于明朗情况下企业投资信心有所改善。

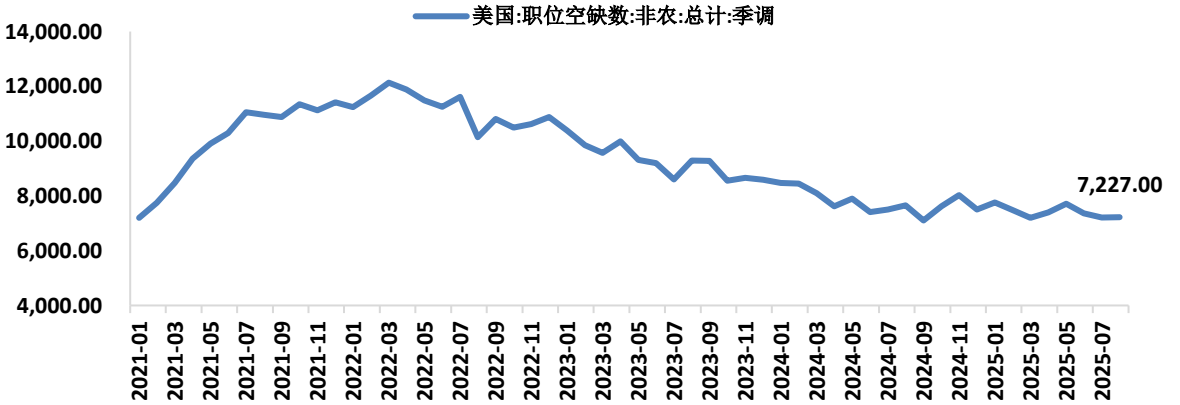
美国新增非农就业人数与失业率 (千人; %; 失业率: 右轴)



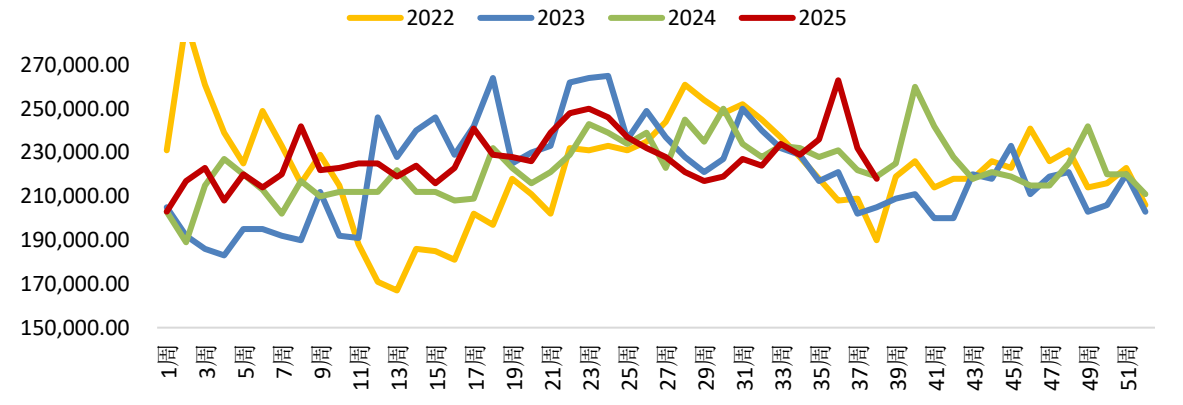
美国ADP非农新增就业人数



美国职位空缺数 (千人)

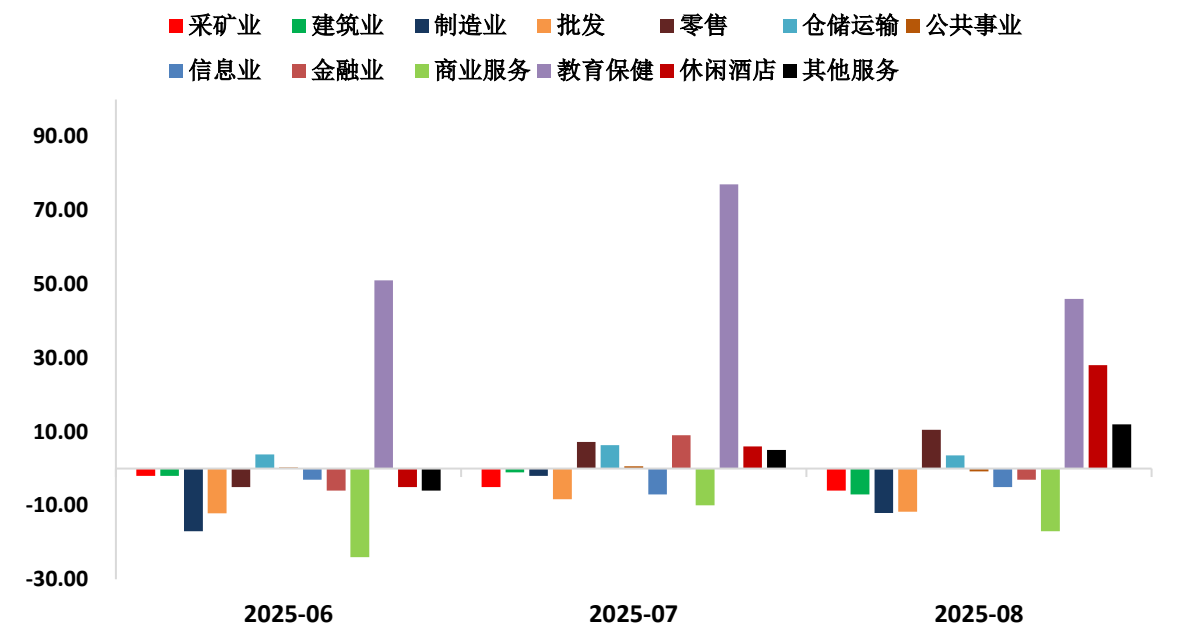


美国当周初请失业金人数季节性变化 (人次)

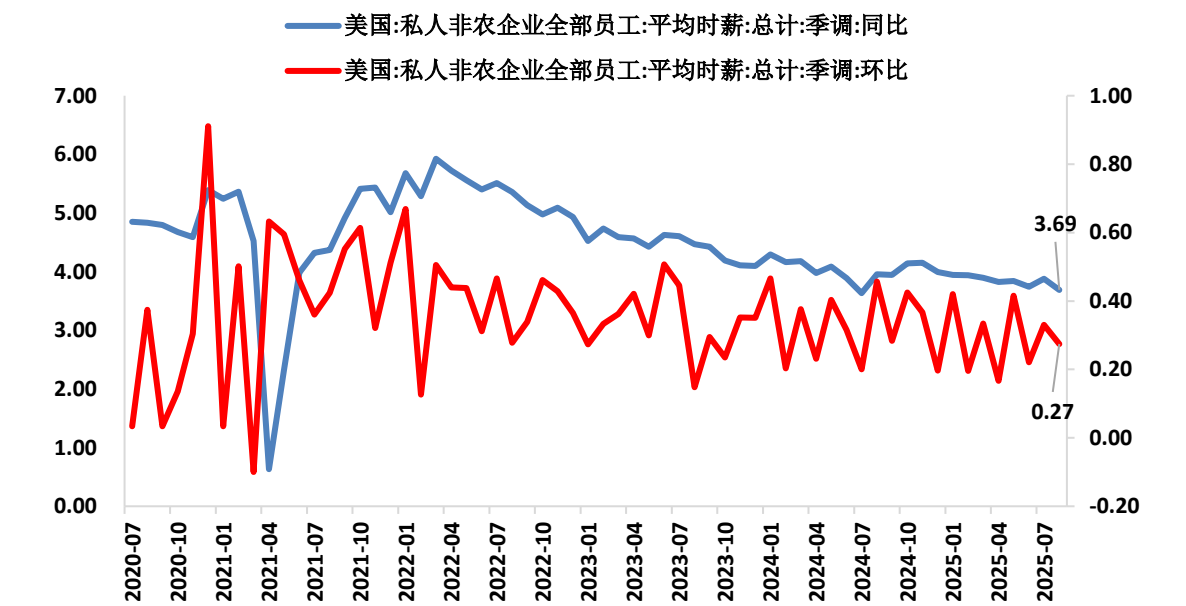


- 美国政府持续停摆导致非农数据未能如期公布，ADP “小非农” 就业人数增加4.2万人，创7月以来最大，预期增加3万人，前值由减少3.2万人修正为减少2.9万人，在经历两个月连续下滑后就业市场出现企稳迹象。私营企业招聘规模仍然不大，增长主要来自教育和医疗保健、贸易、交通运输和公用事业等服务业。薪资增长方面，数据显示过去一年多时间里基本保持平稳，未出现明显上升。

美国非农新增就业人数结构（千人）

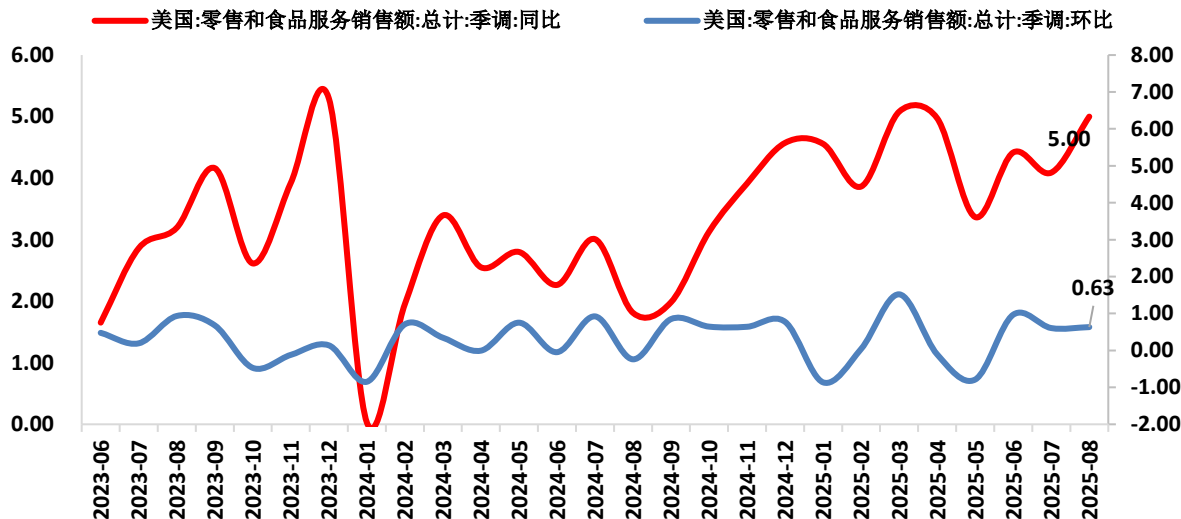


美国非农企业员工平均时薪同比与环比变化（%；薪资环比：右轴）

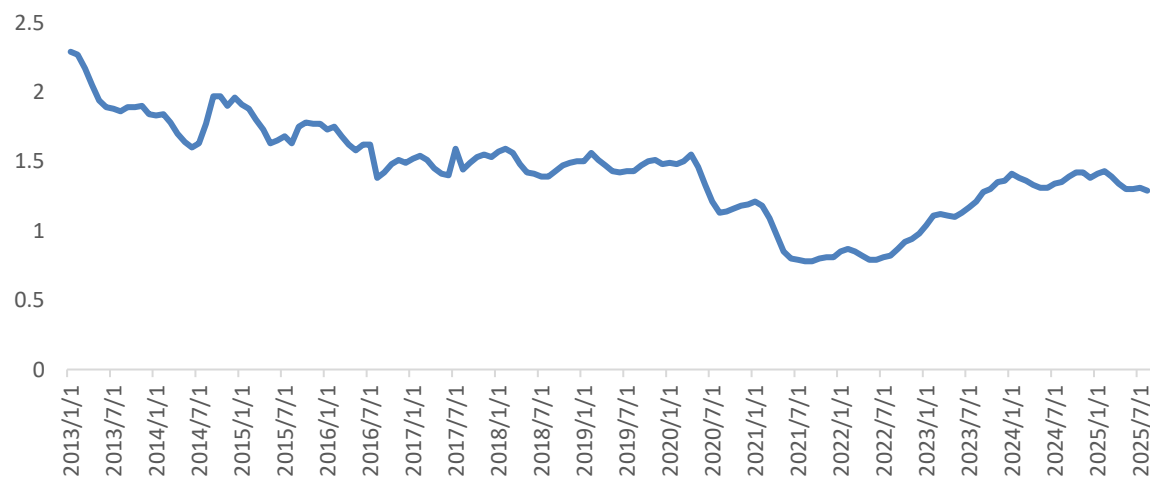


- 从结构上看，8月新增非农就业集中于教育保健、休闲酒店和其他服务业，但教育保健行业新增创去年10月以来低位，商业服务等多个行业就业人数则出现负增。
- 8月非农薪资平均时薪同比增3.7%较7月回落上升0.2%不及预期，环比仍增0.3%符合预期，前值为增0.3%，从长期趋势来看，工资增速放缓。

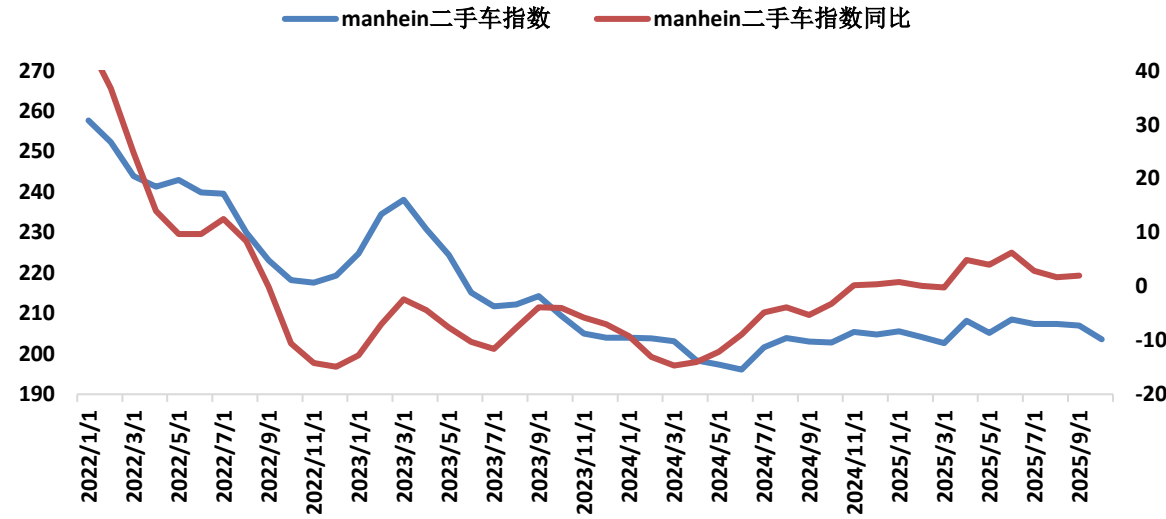
美国零售和食品服务销售变化（%；环比：右轴）



美国信用卡拖欠率

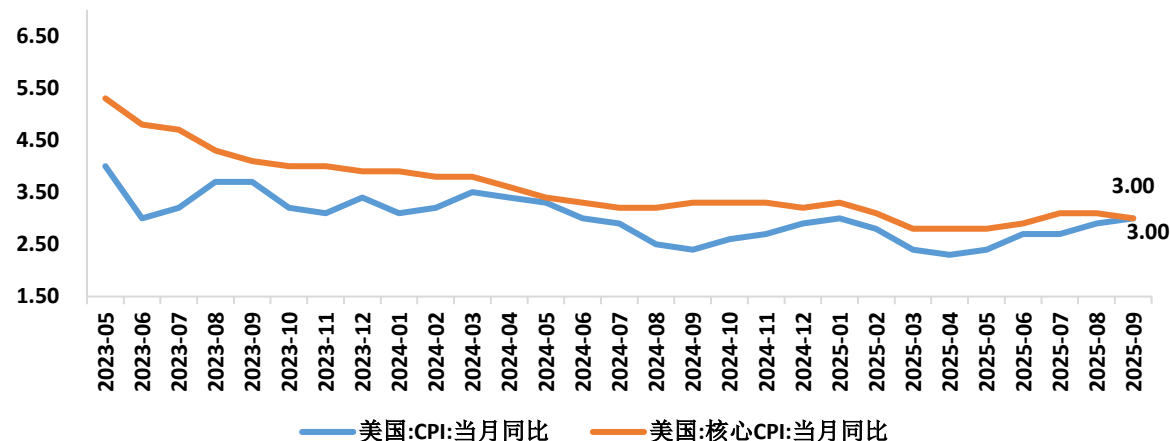


美国Manheim二手车价格指数（%；同比：右轴）

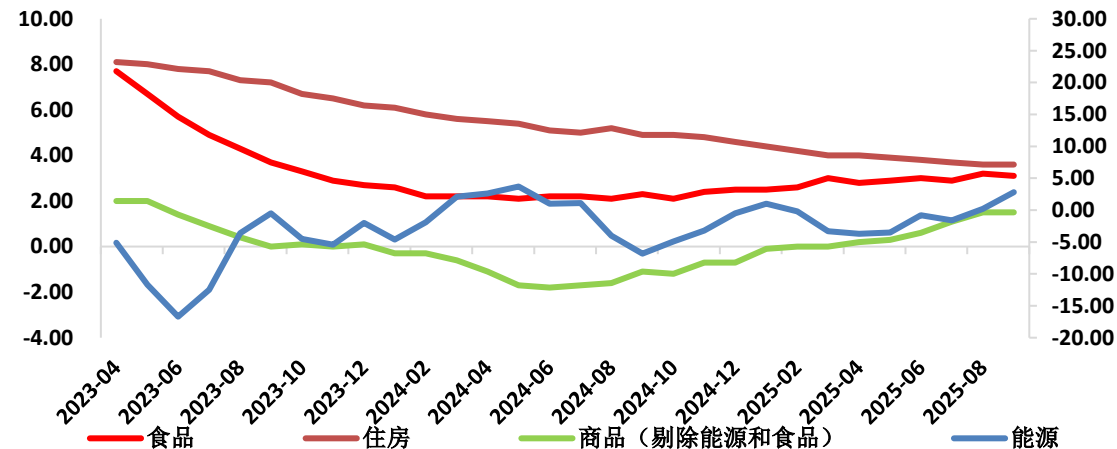


- 美国8月零售销售环比增长0.6%，为连续第3个月零售销售超预期增长，7月环比再次上修至0.6%，同比增长2.1%，实现连续第 11 个月正增长。数据主要拉动在于返校购物，在线零售、服装和体育用品销售，但在13个主要类别中有9个录得增长，零售增长仍具有广泛性。居民消费保持韧性使未来通胀仍可能反弹。
- 美国政府“关门”官方经济数据暂停公布，私人机构调查数据显示10月二手车价格情况显著走弱。

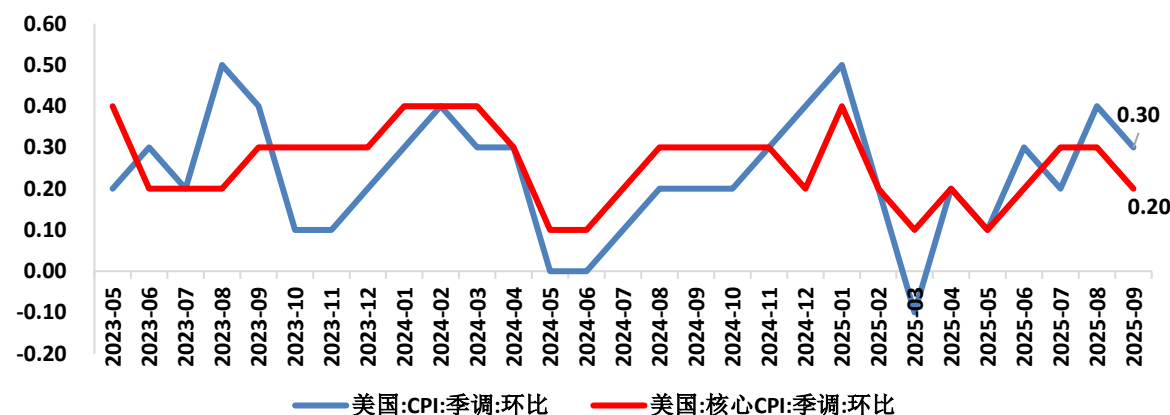
美国CPI与核心CPI同比 (%)



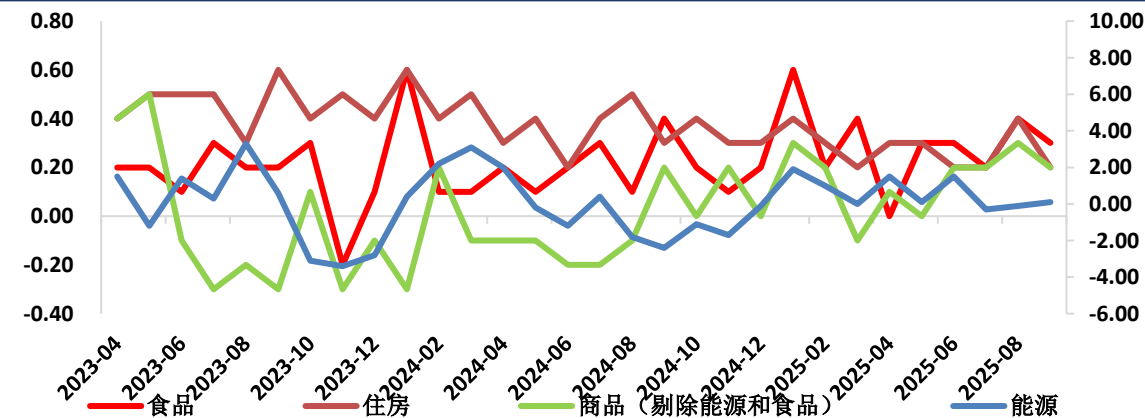
美国CPI分项同比 (%)；能源：右轴



美国CPI与核心CPI环比 (%)

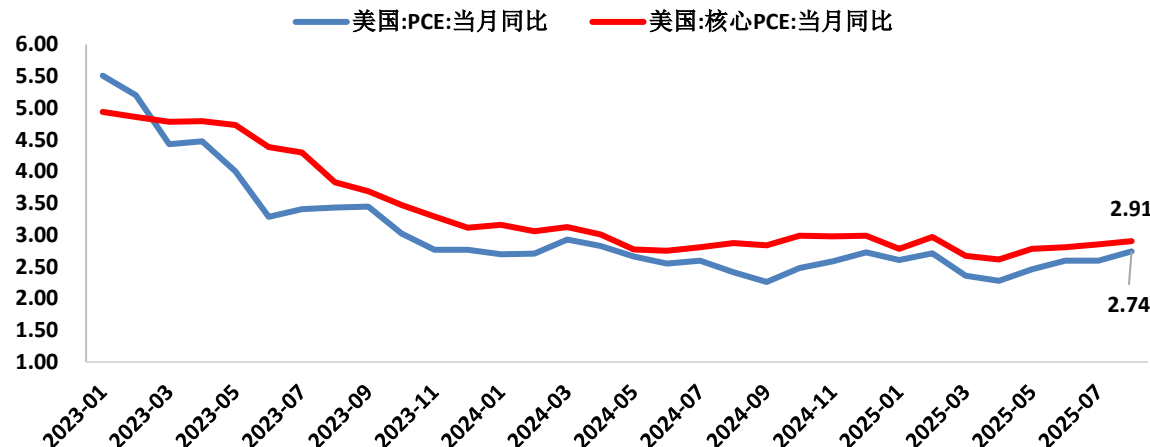


美国CPI分项环比 (%)；能源：右轴

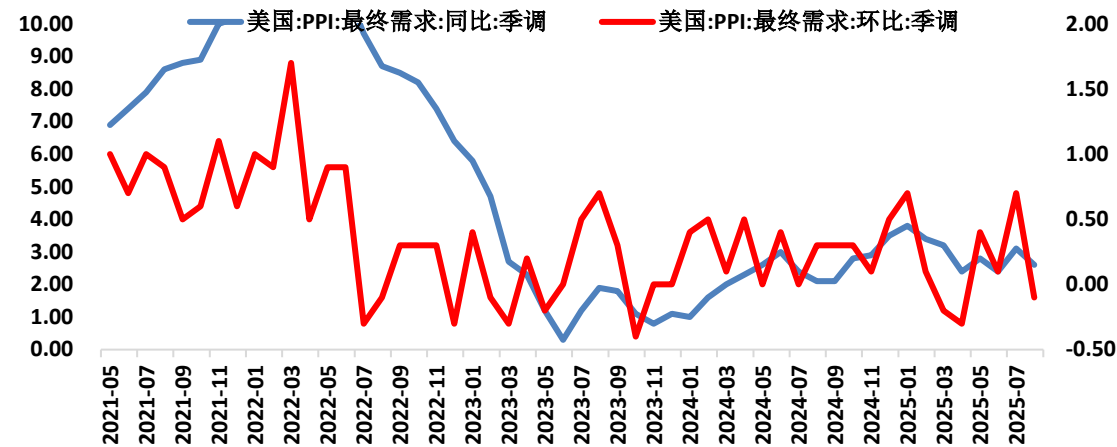


- 美国9月CPI同比3%，不及预期3.1%，较前值2.9%略升。CPI环比升0.3%，低于预期的0.4%，前值0.4%。核心CPI同比回落至3%，不及前值和预期的3.1%，环比增0.2%。受到美国政府“停摆”影响9月通胀数据“姗姗来迟”但由于数据统计缺乏足够人手而缺少可靠性，总体数据反映整体通胀由于能源价格上升而反弹，但服务通胀回落使核心CPI回落，或表明通胀驱动持续转弱。

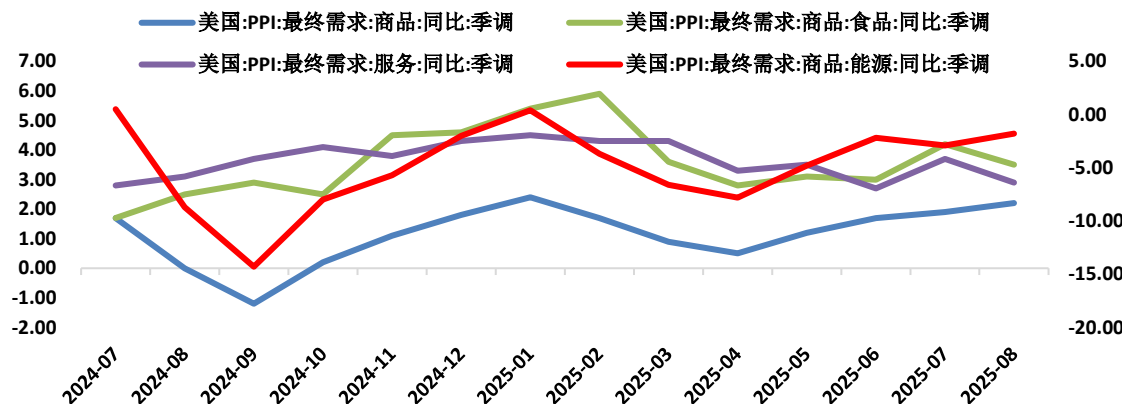
美国PCE与核心PCE同比 (%)



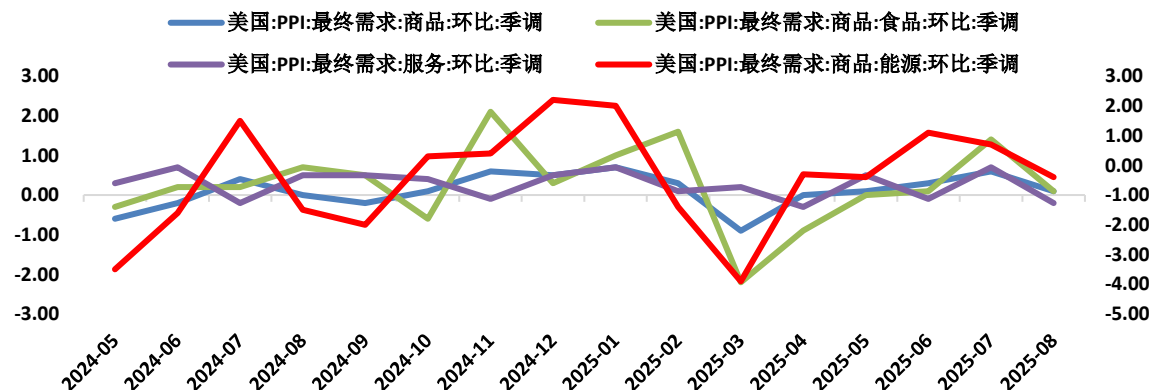
美国PPI同比与环比 (%; 环比: 右轴)



美国PPI分项同比 (%; 能源: 右轴)

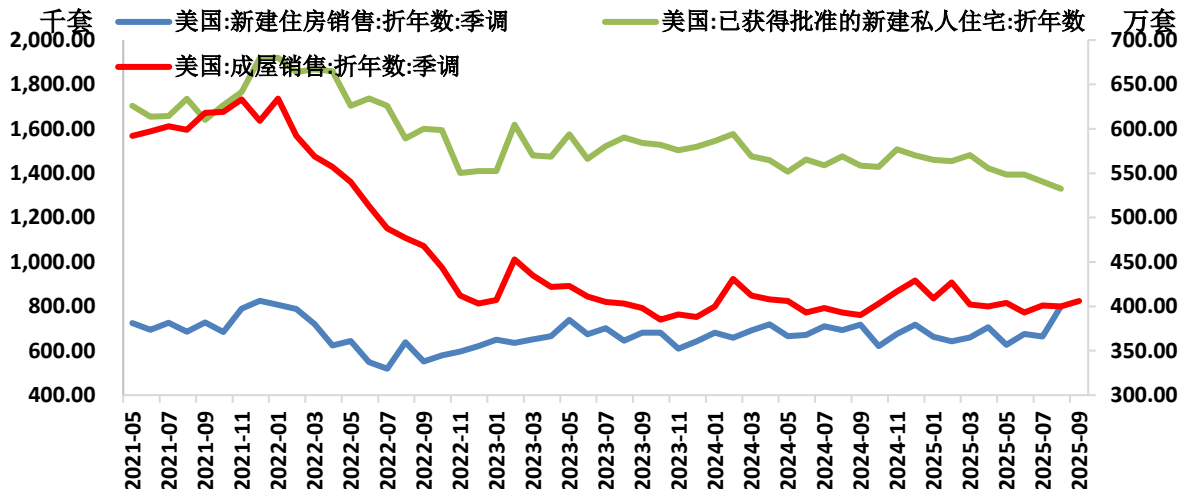


美国PPI分项环比 (%; 能源: 右轴)

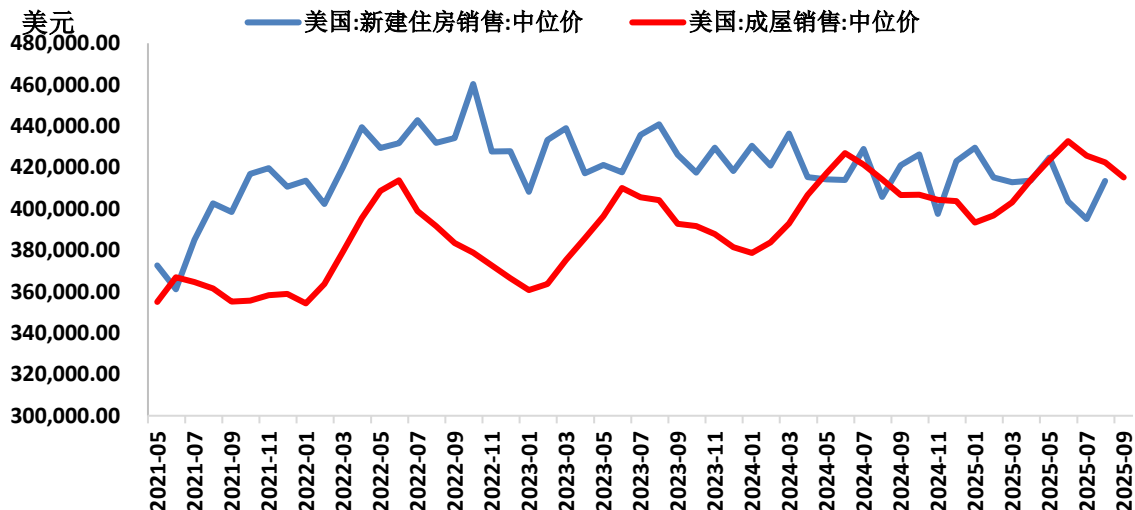


- 美国8月核心PCE同比小幅升至2.9%创今年2月以来新高，符合预期，环比维持在0.2%和预期持平，数据反映通胀仍较温和关税冲击不大；
- 美国8月PPI同比意外回落至2.6%，预期3.3%；环比由正转负增0.1%，为四个月来的首次，核心PPI同比2.8%，弱于预期和前值。服务业成本下降抵消商品涨价，最终需求价格走软，中间需求价格仍在上升反映下游存在涨价压力。关税导致企业成本上升但目前企业并未大幅提价。

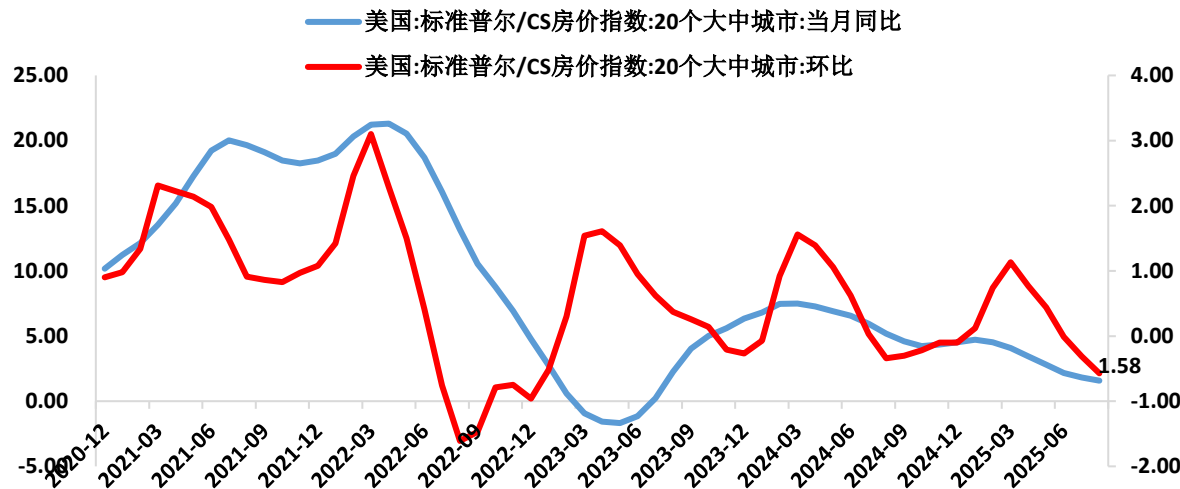
美国房地产销售和投資数据 (右轴: 成屋销售)



美国新建住房与成屋销售价格中位数 (美元)

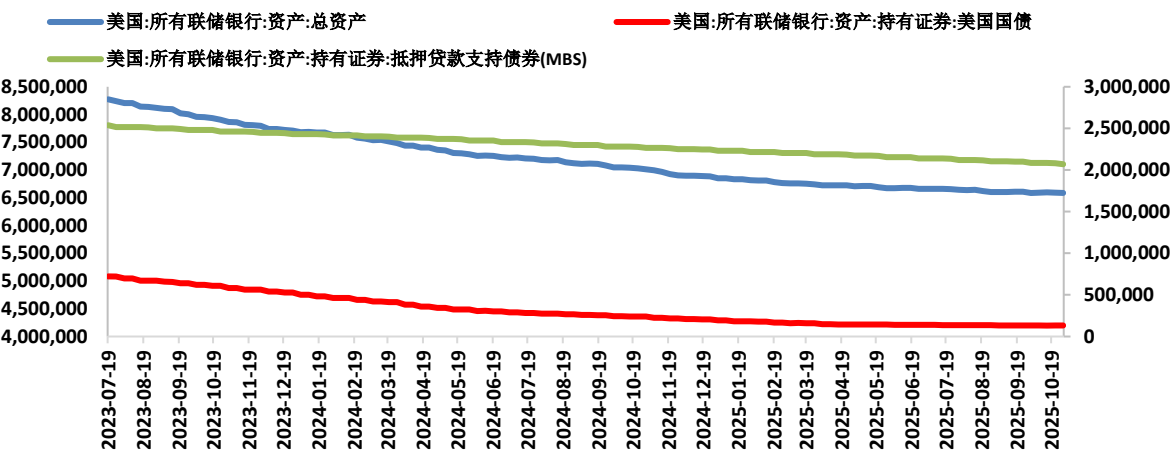


美国20个大中城市房价增速 (%; 环比: 右轴)

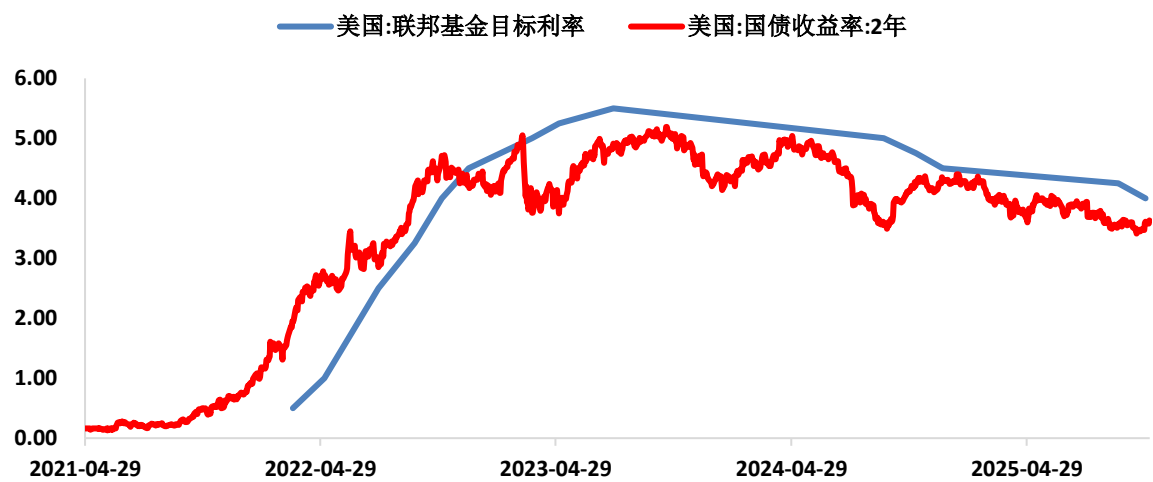


- 美国9月成屋销售总数年化406万户，为七个月来的最高水平，符合市场预期，前值为400万户，房价中位数环比回落至41.52万美元，同比上涨2.1%；随着美联储重启降息并降低按揭利率重新刺激居民购房意愿。
- 今年8月S&P/CS20座大城市房价指数同比增速将至1.6%，高于预期1.3%，前值1.8%，环比负增0.6%降幅有所加速，今年以来美国经济持续放缓加上美联储利率高企拖累房价回落至2年多新低且弱势加剧。

美联储资产负债表规模（百万美元；右轴：MBS）



美国联邦基金目标利率与2年期美债收益率（%）

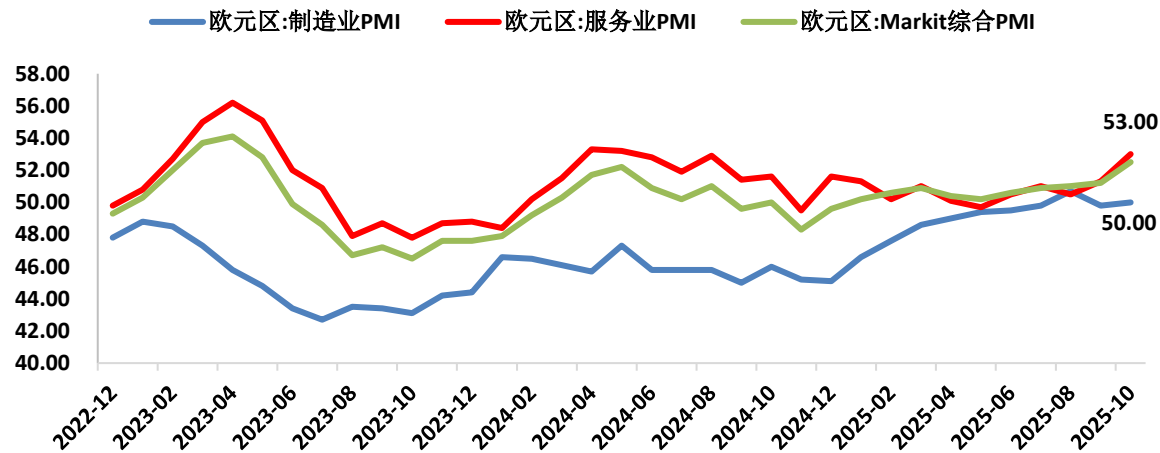


FedWatch美联储降息概率预测

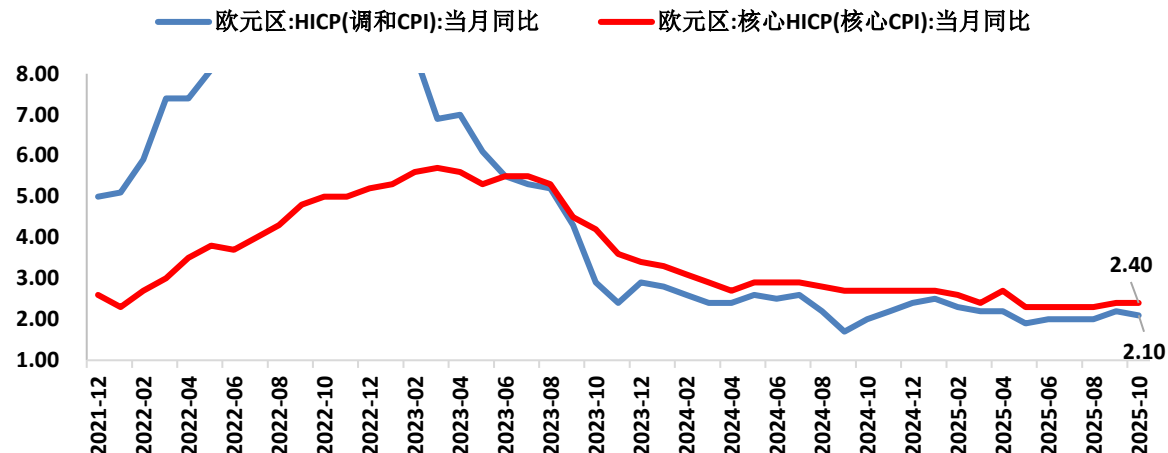
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400
2025/12/10				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	45.9%	54.1%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.3%	49.0%	33.8%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.4%	30.9%	42.4%	19.2%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	13.8%	34.0%	36.2%	14.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	8.9%	25.7%	35.3%	23.1%	5.8%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.4%	3.7%	14.5%	28.9%	31.3%	17.4%	3.9%
2026/9/16	0.0%	0.1%	1.7%	7.8%	20.0%	29.8%	26.0%	12.2%	2.4%
2026/10/28	0.0%	0.4%	2.8%	10.1%	21.8%	29.1%	23.4%	10.4%	1.9%
2026/12/9	0.1%	0.9%	4.2%	12.4%	23.2%	28.0%	20.9%	8.7%	1.6%
2027/1/27	0.2%	1.1%	4.7%	13.0%	23.5%	27.6%	20.2%	8.3%	1.5%
2027/3/17	0.2%	1.4%	5.4%	13.9%	23.8%	26.9%	19.2%	7.8%	1.4%

- 美联储10月公布利率决议连续两次降息25个BP，符合市场预期。同时宣布将在12月1日起停止持续三年半的缩表，并以短期国债替代到期MBS持仓。决议声明指出“经济活动以温和的速度扩张”，劳动力市场近期指标与政府关门趋势相符，称就业下行风险“近几个月”增加，通胀比预想的温和。会后的发布会上美联储主席鲍威尔称12月降息并非必然，美联储内部的意见分歧非常大需要暂停步伐。
- 从美联储官员最新的表态来看，在缺乏有力数据支持的情况下“鹰鸽”两派之间对12月的决策分歧较大，随着美国政府重新“开门”有望及时公布相关经济数据为官员提供更多线索。当前CME预测显示12月降息概率较高但降25BP的呼声相对更高。

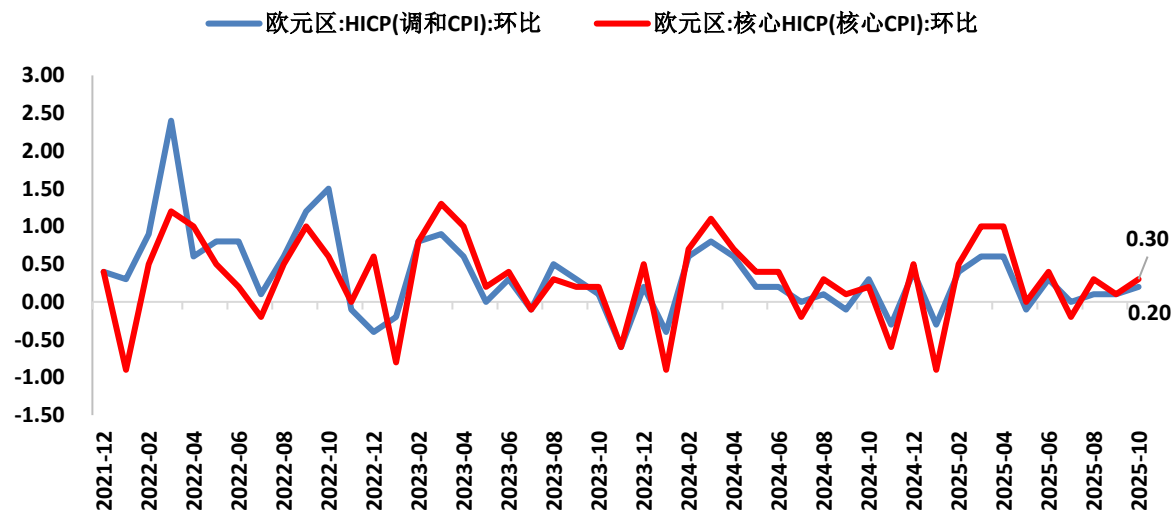
欧元区制造业与非制造业PMI



欧元区CPI与核心CPI同比 (%)

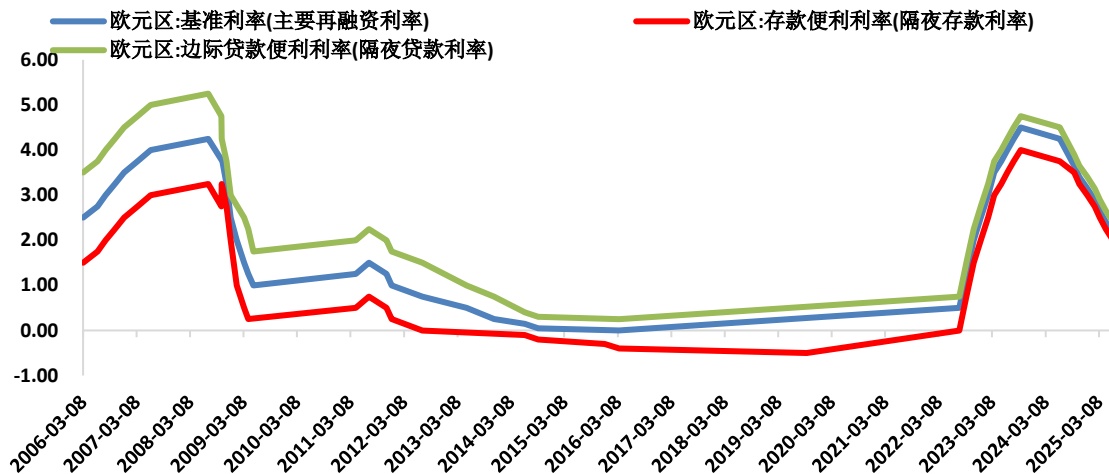


欧元区CPI与核心CPI环比 (%)

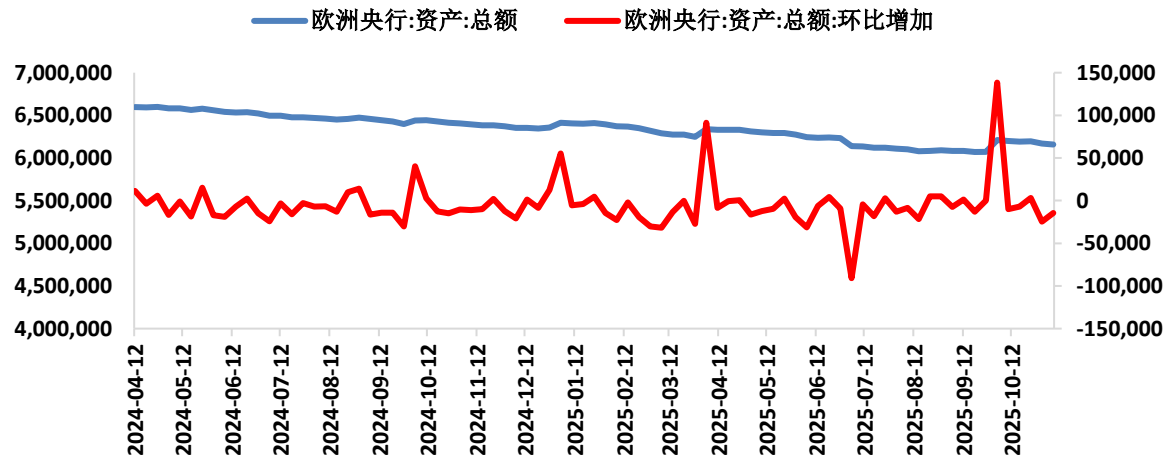


- 欧元区10月制造业PMI初值为50，预期49.8，前值49.8，制造业再次回到50荣枯线；服务业PMI初值52.6，好于预期51.1和前值51.3；综合PMI初值52.2创17个月新高，预期51，前值51.2，欧元区商业活动加速增长，企业新订单增长为经济带来动能；
- 欧元区10月CPI初值同比涨2.1%，略低于9月的2.2%，符合预期，核心通胀维持在2.4%水平不变，略高于预期2.3%。食品价格涨幅收窄，工业品价格明显降温使整体通胀回落，但服务业价格上涨加快显示价格粘性；
- 欧元区三季度GDP环比增长0.2%，超过预期的0.1%，也好于二季度的0.1%，同比增速从1.5%放缓至1.3%，成员国之间的表现分化加剧，其中法国增速创近三年最高，德国经济则陷入停滞。经济增长韧性支撑欧洲央行继续暂停降息，但官员担忧成员国之间的财政纪律等的方面差异可能给经济带来的风险。

欧洲央行利率变化 (%)



欧央行资产负债表规模以及环比变化 (百万欧元; 环比变化数: 右轴)

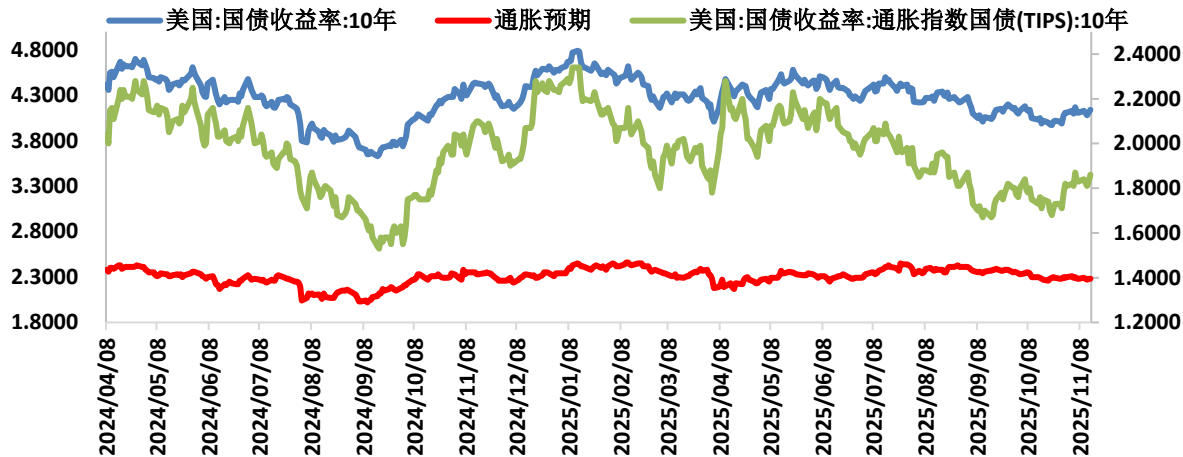


德国与意大利国债利差 (%)

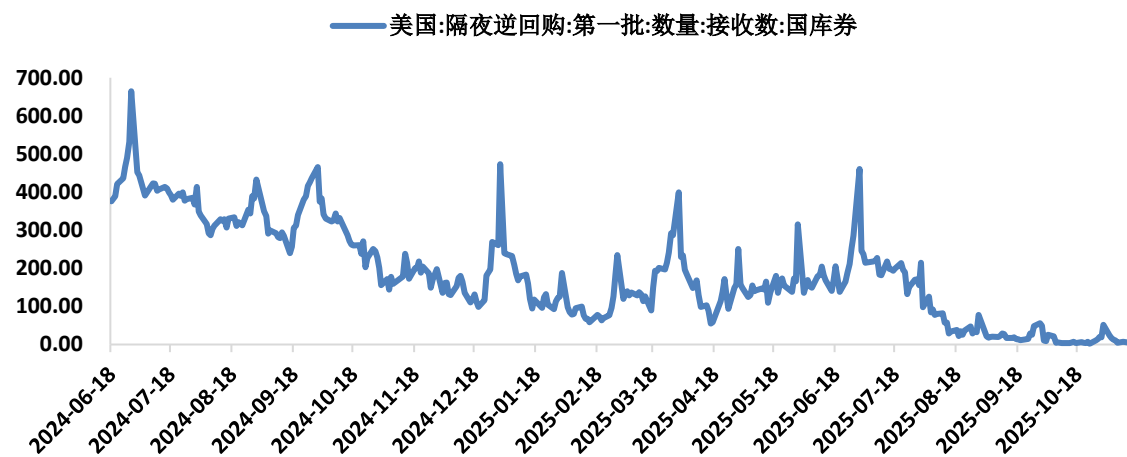


- 欧洲央行10月连续第三次维持基准利率在2%不变，符合市场预期，官员认为通胀已达目标水平，暂不急于调整政策。声明中重申了其长期以来的指引，即未来决策将依据最新的经济数据而定，不会预先承诺任何特定的利率路径。当前政策处于“良好位置”，决策者可以容忍通胀暂时小幅偏离目标。
- 从近期官员讲话表态来看，多数满意当前的货币政策状态认为经济下行风险缓和，但也有部分官员对风险有所警惕，目前市场预期年内将不再降息。

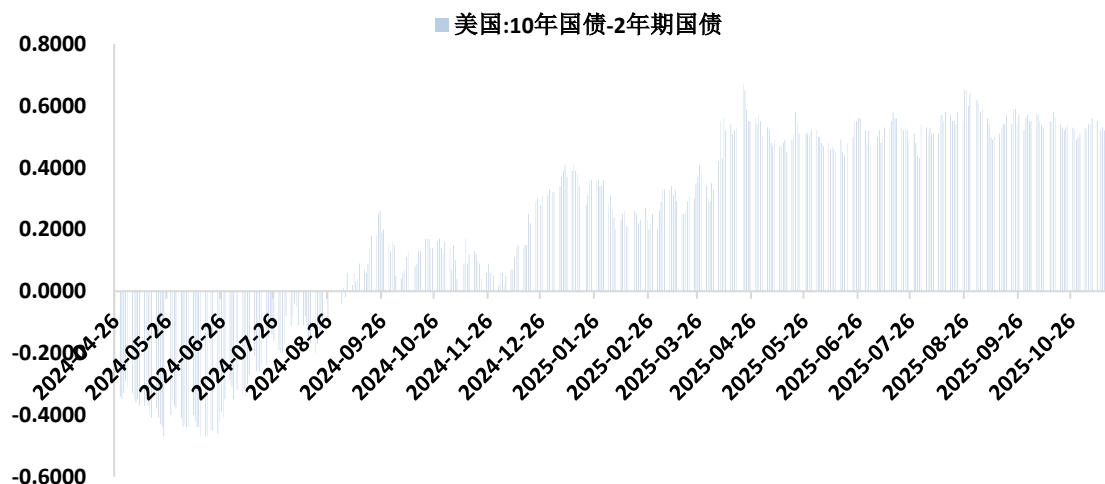
10年期美债收益率与美国通胀预期（%；右轴：TIPS收益率）



美联储隔夜逆回购协议（RRP）使用规模（十亿美元）



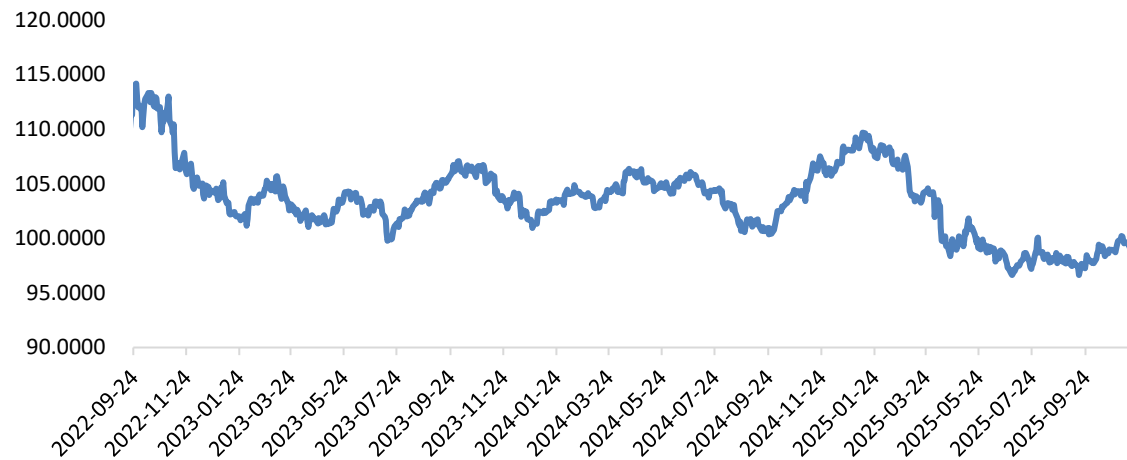
美国长短利差（%）



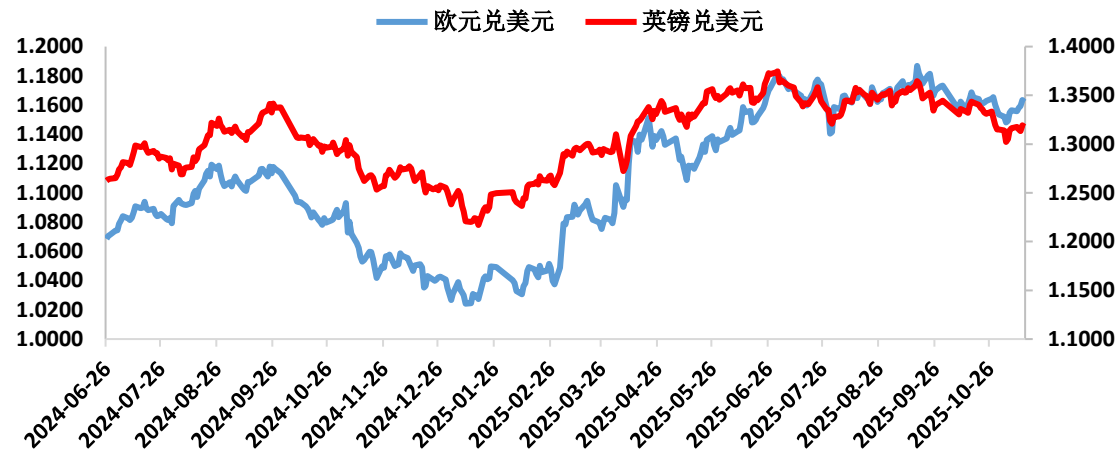
欧美利差（%）



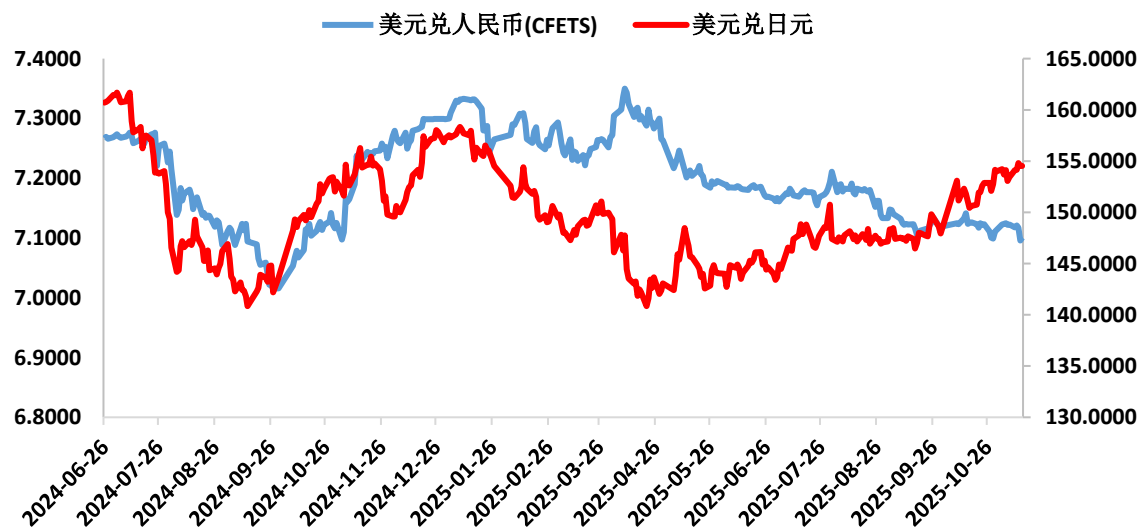
美元指数走势



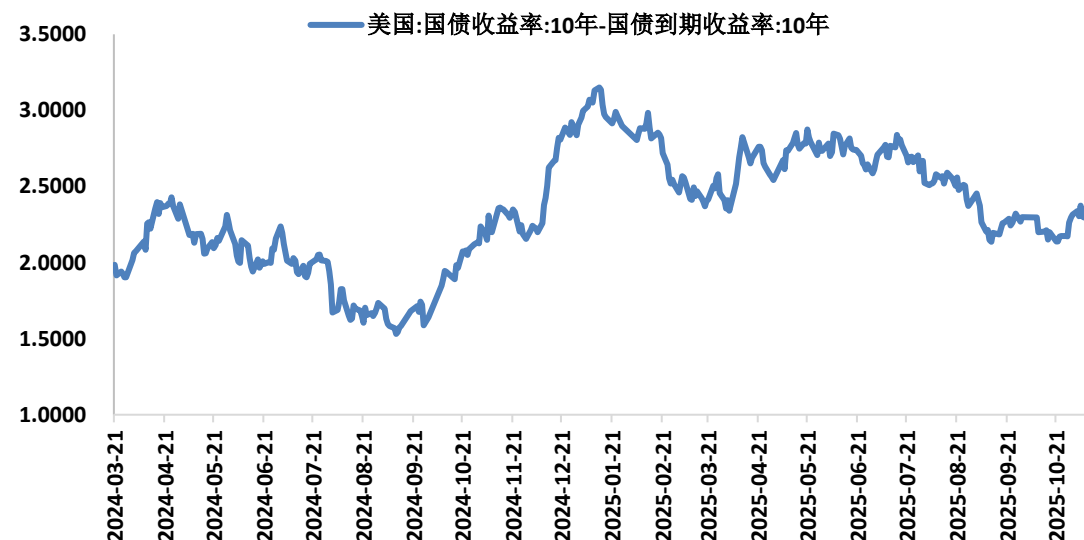
欧元兑美元，美元兑英镑汇率（美元兑英镑：右轴）



美元兑日元，美元兑人民币汇率（美元兑人民币：右轴）



中美利差

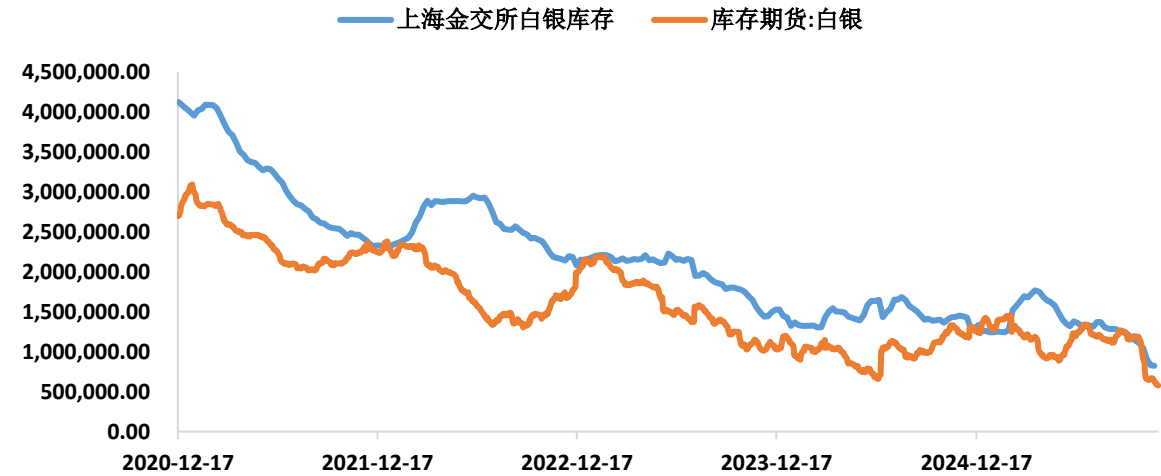


4

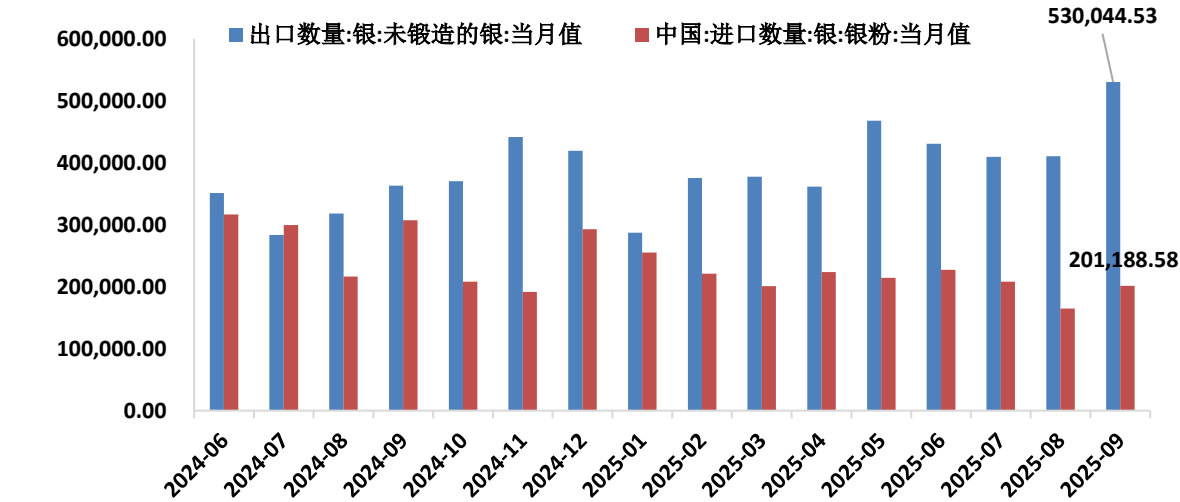


白银产业基本面分析

国内白银显性库存（公斤）

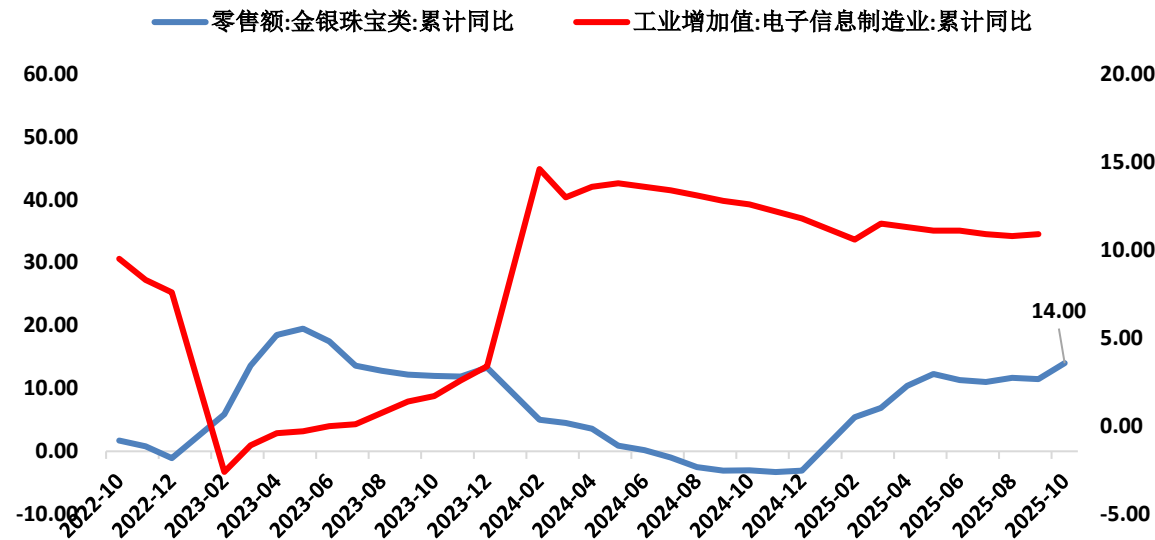


白银制品进出口量（千克）

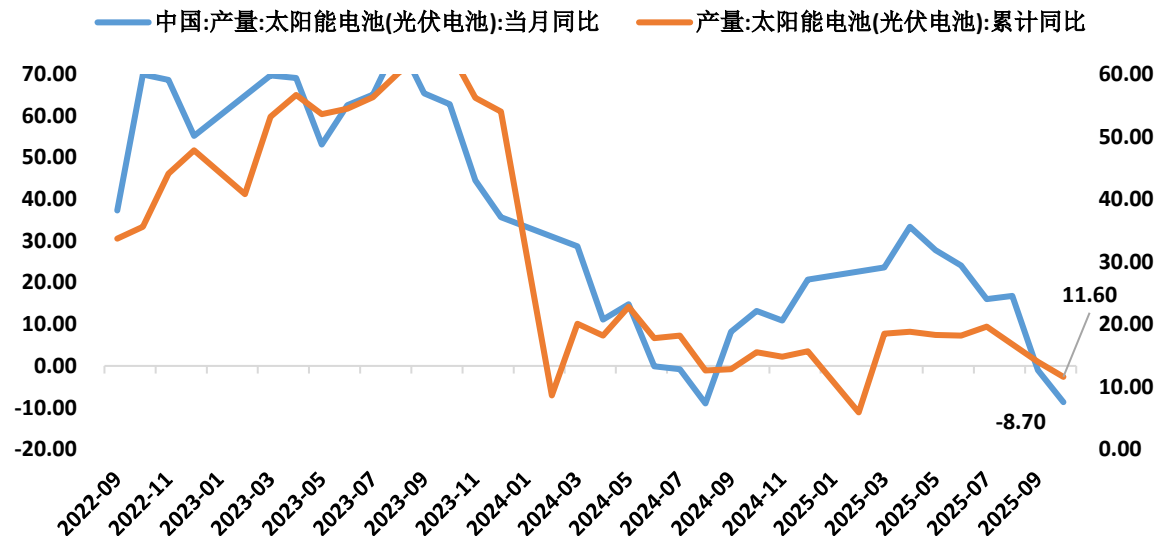


- 受到矿山品位下降影响，预期2024年全球白银供应下降，结构性供应缺口预期有所扩大；近期国内白银期货库存快速降低本周跌至近10年新低，现货向伦敦LBMA转移但可能加剧国内供应紧张问题；
- 9月我国未锻造白银出口大幅增加120吨至530吨创4年最高水平，环比升29%，同比升46%，由于白银海外现货供需偏紧同时需求强势价格较国内溢价幅度不断扩大刺激出口贸易，当月规模大增；银粉进口量较8月略升36.6吨至201吨，环比则增长22%但同比降35%，在“反内卷”背景下光伏白银需求维持偏弱水平。

金银珠宝零售与电子信息制造业工业增加值累计同比（%；右轴：消费电子）



光伏电池产量变化（%；累计同比：右轴）



- 10月国内珠宝零售额累计同比增幅止跌反弹至14%，金价走强对珠宝消费额带来上升，然而未来在贵金属价格偏高叠加国内黄金税收新政的情况下人们的消费需求可能被抑制；9月电子信息行业工业增加值累计同比增幅稳定在10.9%，尽管受到美国关税政策影响但行业保持韧性；10月光伏太阳能电池产量继续受到需求前置和“反内卷”等影响同比负增扩大至8.7%；下半年全球增长预期放缓和美国贸易政策等对白银工业需求的影响仍有不确定性，世界白银协会下调对2025年白银总需求的预测，在光伏行业的高基数和高库存背景下，工业需求存在放缓压力，但目前海外投资消费需求存在支撑。

报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流，不构成任何投资建议

数据来源：Wind、文华财经、世界黄金协会、LBMA、彭博、CME、广发期货研究所

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1292号

叶倩宁：咨询编号Z0016628

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！



感谢
Thanks