

金银“二次探底”向关键技术点位回撤，春节前后波动风险较大

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1292号

叶倩宁（投资咨询资格编号：Z0016628）

电话：020-88818051

邮箱：yeqianning@gf.com.cn

行情导读：周五，在经历上周末及本周一市场“暴力去杠杆”带来的下跌后，近期海内外市场流动性持续转弱，海外由于股市下跌且交易所持续提高保证金比例使市场信心受挫，大量资金从各类资产平仓离场，贵金属再次出现大跌并向关键技术点位60日均线附近回撤。上午受到外盘价格下跌拖累，沪金主力合约AU2604一度跌超5%最低至1050元/克，沪银主力合约AG2604跌幅最多达到19%触及17900元/千克；国际铂钯与金银同步下挫进一步跌破60日均线，国内铂金期货主力合约PT2606低开近10%并下探至最低465.6元/克，钯金期货PD2606合约最多跌近11%至388.65元/克。



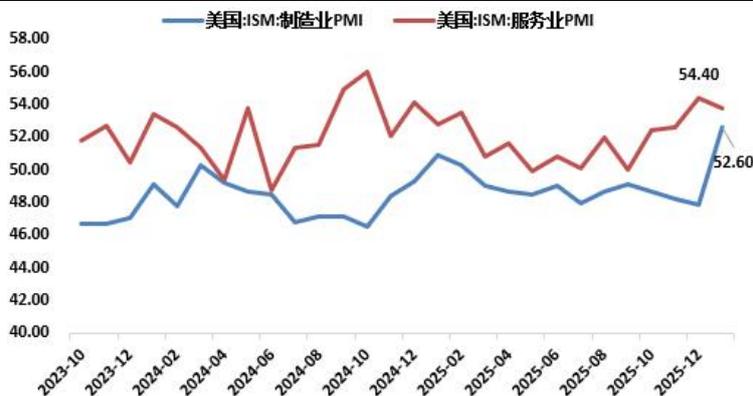
数据来源：文华财经

驱动分析一：2月以来多重宏观因素反转，使市场预期变化

贵金属价格1月受供应结构性紧张、美元资产走弱提振投资需求等利好推动大幅上涨，2月以来多重宏观因素反转导致市场预期出现变化。一是美联储等央行货币政策保持谨慎，美联储在暂停降息后，陆续有官员发声表示考虑到通胀的风险需要维持限制性货币政策，随后英国央行以5:4的投票结果维持利率不变，欧洲央行亦出于欧元区经济韧性的状况而连续第五次暂停降息。目前在美国总统特朗普提名被市场认为较为“鹰派”凯文沃什为下任美联储主席候选人后，尽管他多次发声表态支持沃什肯定将积极降息，但市场对于沃什支持“缩表”的态度仍有顾虑，宽松预期的反转对美股市场的

险偏好带来抑制，也从金融属性打压贵金属。二是近期美国经济活动景气度有所改善支撑了前期疲软的美元指数反弹，其中1月ISM制造业指数大幅升至52.6回到扩张区间，好于预期的48.5，受新订单和产出的增长推动，制造业活动以2022年以来最快的速度扩张；ISM服务业PMI指数略降至53.8但好于预期53.5并维持在2024年10月以来的高位水平，商业活动回升至2024年10月以来最高水平支撑了整体指数。

图：美国 ISM 制造业和服务业 PMI 指数



数据来源：Wind 广发期货研究所

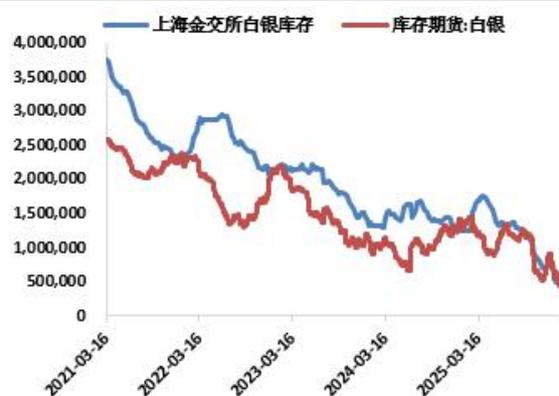
驱动分析二：白银现货库存紧张延续，临近春节国内下游倾向观望

尽管白银价格大幅回调但供需错配的情况并未完全缓和，一方面纽约和上海地区白银的显性库存不断下降创新低，截至2月4日，COMEX 白银当月合约交割总量增至3563份合约，相当于1781万盎司的数量，交易所可交割库存仅余约3200吨；而沪银期货各月份合约呈现明显的“Backwardation”结构，即近月升水远月合约，同样反映当前市场情况。但另一方面，随着交易所持续上调合约保证金，周四美国芝加哥商业交易所(CME)集团对白银合约的保证金水平上调至18%水平为近期连续5次调整，上期所公告自2026年2月9日收盘结算时起，白银期货已上市合约的涨跌停板幅度调整为20%，套保持仓交易保证金比例调整为21%，一般持仓交易保证金比例调整为22%，不断上升的交易成本使多头被迫平仓离场。再有是临近春节假期，下游生产企业陆续放假，尽管现货贸易商目前仍按盘面升水近3000元/千克的价格销售白银，但在下游观望情绪较浓出货量较少。

图：COMEX 白银期货仓单库存 (盎司)



图：国内白银显性库存 (公斤)



数据来源：Wind 广发期货研究所

图：沪银合约呈现 Backwardation 结构

合约名称	最新	现手	买价	卖价	买量	卖量	成交量	涨跌	涨幅%
沪银主连	19274	3	19273	19275	1	1	1212252	-2821	-12.77%
沪银2602	20117	2	20013	20133	2	2	3160	-2650	-11.64%
沪银2603	19994	1	19993	20023	3	3	48061	-2413	-10.77%
沪银2604 ^M	19274	3	19273	19275	1	1	1212252	-2821	-12.77%
沪银2605	18557	1	18554	18567	3	1	295082	-2985	-13.86%
沪银2606	18402	3	18394	18404	2	1	564376	-2871	-13.50%

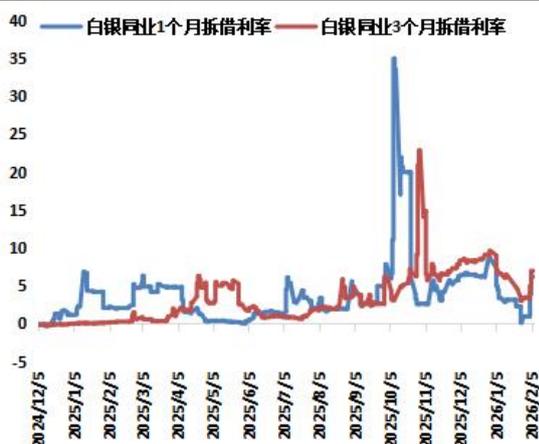
数据来源：文华财经

展望后市：

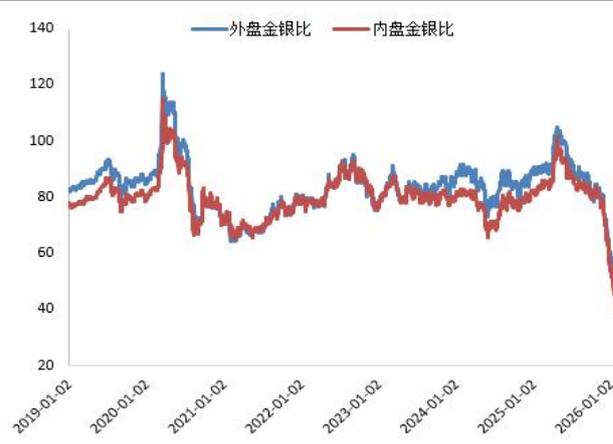
中长期来看贵金属利多的核心逻辑未发生改变，现货市场库存仍处于偏紧状态到3月COMEX合约到期或仍面临天量“交割”需求，近日伦敦白银拆借利率在前期下探至较低水平后再次大幅反弹。此外美联储提名主席凯文·沃什受美国经济下行压力、财政赤字等因素约束，其政策立场的“鹰派”力度或不及市场预期，以及他在还将面临美国国会的“考验”并未100%确定就任。同时在全球“去美元化”的背景下，来自欧美和亚洲的贵金属投资需求或依旧较强。世界黄金协会最新报告指出，2026年1月份全球实物黄金ETF流入达190亿美元，创下单月历史最高纪录。

短期来看，在市场情绪、宏观及供需基本面存在分歧的情况下，预期今年一季度贵金属价格仍存较大波动风险，下方60日均线的支撑存在较大“考验”。当前市场大幅回调后多头出现亏损信心转弱，修复尚需时间；春节前后美国将密集公布非农就业、CPI、2025年四季度GDP增速等关键经济数据，数据表现将直接扰动市场货币政策预期；加之中东等地区地缘局势反复，市场流动性偏弱使外盘贵金属市场的波动压力进一步加大，建议轻仓或空仓过节。后期贵金属价格的企稳一方面要看到美股市场的流动性改善带来止跌，另一方面黄金作为贵金属的“大哥”需要看到更多如央行及ETF投资的多头力量为市场“注入”信心，在此过程中金银比有望持续回升至80均值水平附近。

图：伦敦白银拆借利率（%）



图：内外盘金银比值



数据来源：Wind 彭博 广发期货研究所

风险提示：美国经济就业好于预期提振美元，美联储维持鹰派对市场流动性形成打压

免责声明

本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。

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！

相关信息

广发期货研究所

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-88800000

地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼

邮政编码：510620