

# 贵金属周报

铂钯期货上市高开低走 交割月临近库存  
紧张加剧白银突破创历史新高

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><b>【后市展望】</b>关税和AI行业火热等影响使美国经济运行和就业市场持续结构性分化，美联储12月降息可能性较高或逐步被市场计入从而限制黄金上涨空间。地缘政治、债券市场“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，中长期驱动贵金属的牛市行情延续。未来，一方面美联储官员态度分歧、美国经济数据的公布叠加流动性趋紧可能加剧市场短线波动，另一方面俄乌停战谈判的进展对市场扰动增加，金价突破4200美元阻力后仍面临前高的压力，建议单边谨慎追多，可卖出虚值看跌期权赚取时间价值。</p> <p><b>【宏观经济面】</b>在美国政府“停摆”的影响下机构预期四季度经济潜在压力较大但目前无法得到数据支持，9月新增非农就业人数远超预期但失业率创新高，前两月数据大幅下修，而高频数据显示目前就业市场疲软。美联储褐皮书公布显示报告的十二个地方联储中经济活动自上次报告以来变化不大，不过有两个地区指出了温和的下滑，有一个地区报告了温和的增长。消费者总体支出进一步下降，就业人数略有下降，约一半的地区表示劳动力需求疲软，贷款需求和房屋销售活动分化各地呈现分化。未来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，科技巨头持续资本性支出则驱动GDP增长读数仍保持较高水平。</p> <p><b>【美联储货币政策】</b>基于关税和AI产业冲击美国经济结构性失衡叠加市场流动性偏紧等因素，本周美联储官员持续释放12月降息的信号，目前市场预期12月降息概率到达86.9%，但随后一个季度降息的可能性减少，2026年降息的次数预期降低。</p>	<p>金价突破4200美元阻力后仍面临前高的压力，建议单边谨慎追多，可卖出虚值看跌期权赚取时间价值</p>	<p>短期行情总体缺乏方向性驱动，金价维持在4000-4150美元区间震荡且走势进一步收敛，可构建黄金虚值期权双卖策略</p>

品种	主要观点	本周策略	上周策略
白银	<p><b>【后市展望】</b>白银方面，美国宏观经济和货币等政策预期对价格形成提振，叠加COMEX白银期货交割期临近，在库存紧张情况下多头资金通过ETF大量增持驱动价格创新高上方可能触及60美元。然而价格短期过快上涨使交易拥挤风险上升，投资者在摸高过程中需要控制仓位，当积累一定浮盈后建议适当锁仓避免多头回补等带来回调。</p> <p><b>【宏观金融属性】</b>影响中性，美国宽财政+宽货币政策受到国内政治环境影响但经济增长结构化支撑仍存，然而中长期欧美发达国家信用货币因自身局势不稳维持偏弱，若黄金走强将进一步提振国家和机构增持白银资产的意愿。</p> <p><b>【金银比】</b>影响偏多，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，目前金银比进一步回落至一年多新低，当前市场逻辑持续演绎下金银比将延续震荡下行。</p> <p><b>【白银供需】</b>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；10月我国未锻造白银出口大幅飙升创2007年6月以来最高水平，由于白银海外现货供需偏紧同时需求强势持续刺激出口贸易使数据续创新高；银粉进口量基本与9月持平，补贴政策取消叠加“反内卷”持续并影响光伏白银需求。</p>	<p>白银创新高上方有望触及60美元，但价格短期过快上涨使交易拥挤风险上升，投资者在摸高过程中需要控制仓位，当积累一定浮盈后建议适当锁仓避免多头回补等带来回调</p>	<p>白银跟随黄金波动但振幅更大总体在49美元形成支撑，上方阻力位在52.5美元，短期建议观望或短线轻仓参与</p>

品种	主要观点	本周策略	上周策略
铂钯	<p><b>【后市展望】</b>铂金在供需基本面相对较强的情况下受到金银上涨的提振有望持续震荡上行，随着内外盘价差修复铂钯价格将维持偏强震荡，策略上保持低多思路，钯金表现仍将弱于铂金，可尝试多铂空钯的对冲。</p> <p><b>【铂钯比】</b>相较铂金较大的工业缺口，钯金供需相对平衡，同时铂金受到投资者的关注和交投更加活跃远高于钯金，因此短期铂钯比或持续震荡上行。</p> <p><b>【铂钯供需】</b>影响偏多，铂金市场处于连续第三年的结构性短缺状态，目前WPIC预计2025全年将保持在74万盎司左右的赤字较2024年（97万盎司）有所收窄，但仍占年需求量超过十分之一。</p>	随着内外盘价差修复铂钯价格将维持偏强震荡，策略上保持低多思路，钯金表现仍将弱于铂金，可尝试多铂空钯的对冲	-



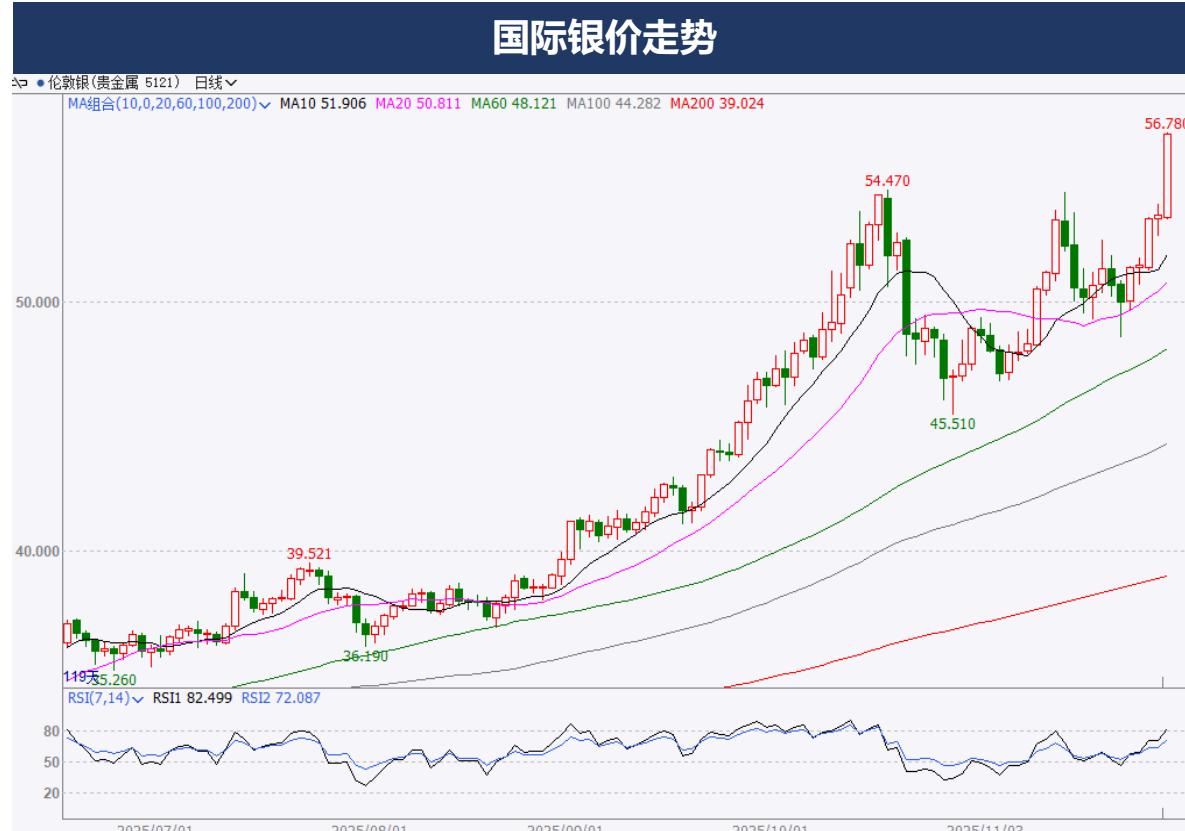
# 目录

- 01 本周行情回顾
- 02 贵金属资金面与持仓分析
- 03 贵金属产业链数据
- 04 宏观基本面分析

1

## 本周行情回顾

金银市场当周交易表现								
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	4256.40	4.77	4263.10	4036.40	682636	-526106	308199	125629
沪金2602	953.92	2.91	955.50	927.52	1418944	-36589	202129	41819
伦敦金	4218.55	3.80	4226.80	4039.89	-	-	-	-
上金所黄金TD	947.41	2.15	949.90	922.96	248564	-58398	229098	229098
COMEX白银主力	57.085	14.95	57.245	49.370	284945	-163919	112132	63633
沪银2602	12727	8.96	12755	11689	8047000	-49657	467799	121161
伦敦银	56.397	12.82	56.533	49.695	-	-	-	-
上金所白银TD	12669	7.09	12707	11553	4576412	560830	4008616	-21694



- 本周，在美国经济结构性失衡叠加市场流动性偏紧的情况下，美联储官员持续释放12月降息的信号，市场风险偏好回升，美股等风险资产回升，贵金属同步走强。白银价格随着交割月临近，纽约和上海等交易所库存不断下降叠加AI产业对需求提振预期使多头看涨情绪更加浓烈涨幅不断扩大，沪银合约月初呈现Back结构，周五在早期CME一度出现设备故障而暂停交易但随着美盘时段交易恢复，银价进一步飙升突破前期阻力并再创历史新高。国际金价震荡上行并突破4200美元的阻力回到10月21日大跌以来的高位，周五收盘报4218.55美元/盎司，当周累计涨3.8%；国际银价周初在50美元下方持续上行并突破54美元阻力后价格加速上涨创历史新高，收盘价为56.397美元/盎司，当周大涨12.82%，全年累计涨幅达60%。

## 铂钯市场当周交易表现

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
NYMEX铂金主力	1683.70	10.52	1695.90	1524.80	109397	-17564	64554	-5536
PT2606	435.55	-1.24	457.15	426.00	86293	-	8048	-
现货铂金	1668.50	10.35	1650.10	1511.00	-	-	-	-
上金所铂金9995	432.36	7.54	432.36	402.20	252	-68	-	-
NYMEX钯金主力	1499.00	8.27	1513.50	1378.00	20529	-27609	18414	12771
PD2606	371.55	-1.45	410	366	43091	-	2550	-
现货钯金	1448.16	5.13	1467.69	1368.50	-	-	-	-

## 国际铂金走势

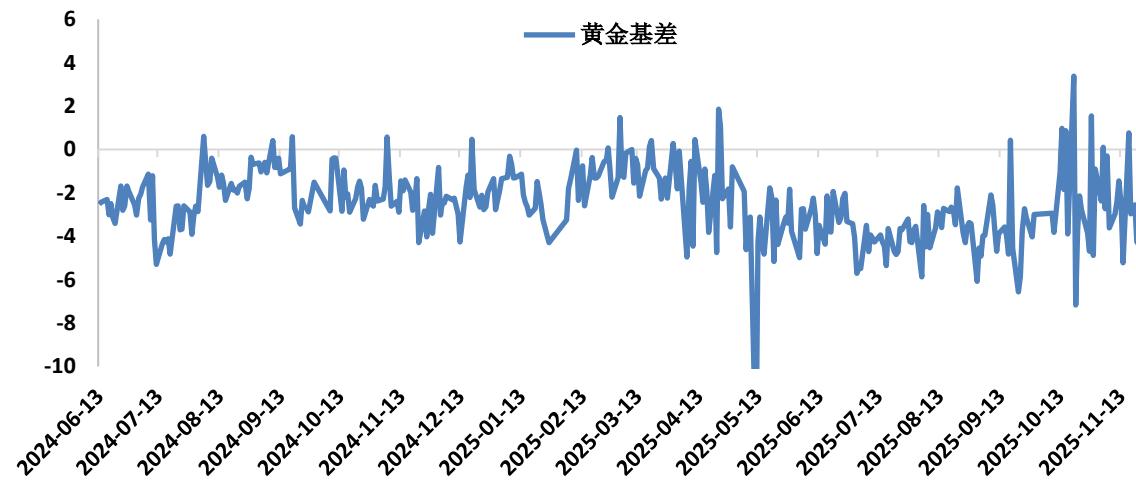


## 国际钯金走势

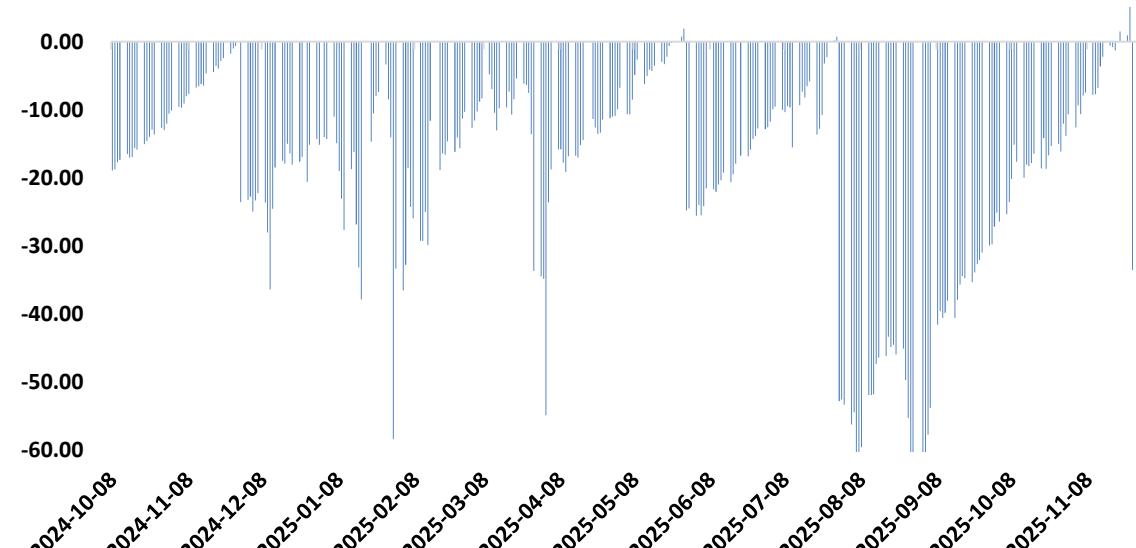


- 本周四，广期所铂钯期货正式上市交易，主力期货合约PT2606开盘价为441元/克高开超10%后最高涨幅达到13.44%，PD2606开盘价为377元/克亦高开超10%，同时内外盘价差呈现扩大，随着套利资金的入场然开盘后前30分钟价格快速冲高回落，此后铂钯期货集体自日内高点回落并且周五跌势延续，当周PT2606收于435.55元/克，PD2606收于371.55元/克。外盘方面受到广期所铂钯期货高开及金银价格走强等影响，国际铂金现货价格呈现趋势上涨，周五收盘价为1668.5美元/盎司，当周累计涨10.35%；钯金表现弱于铂金，周五收盘价为1448.16美元/盎司，周涨幅为5.13%。

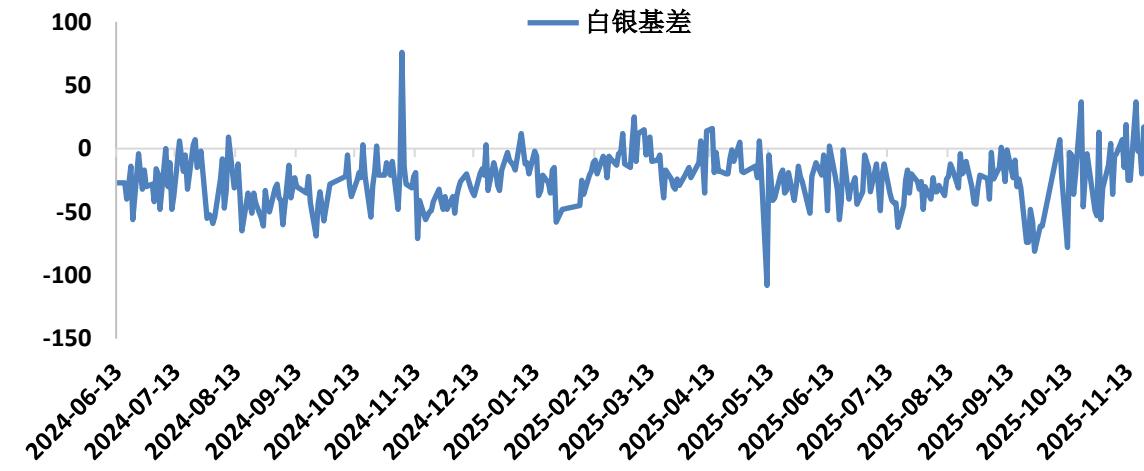
黄金t+d和沪金主力价差



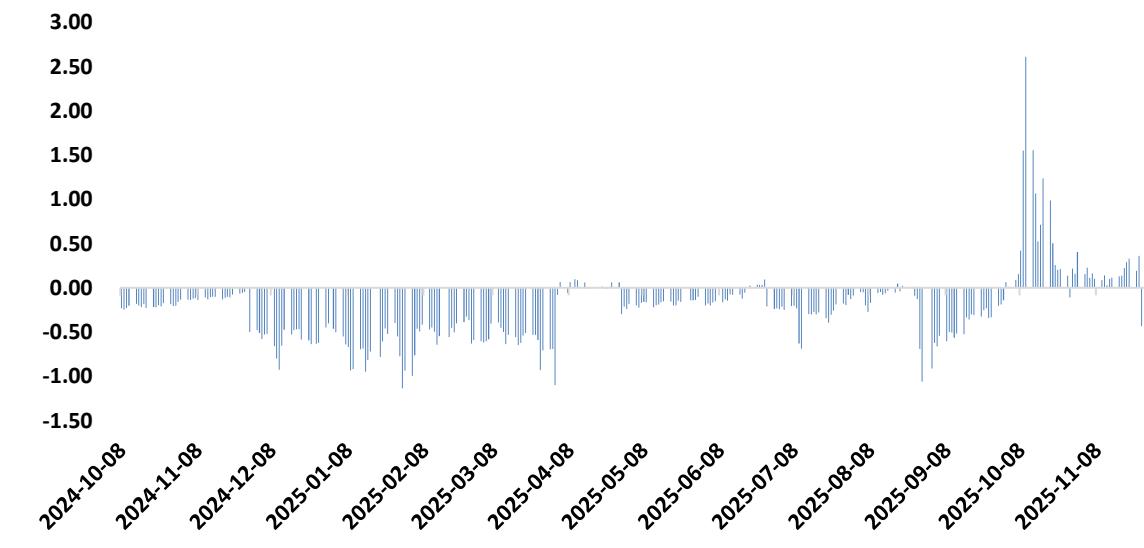
伦敦金-COMEX金价差



白银t+d与沪银主力价差



伦敦银-COMEX银价差



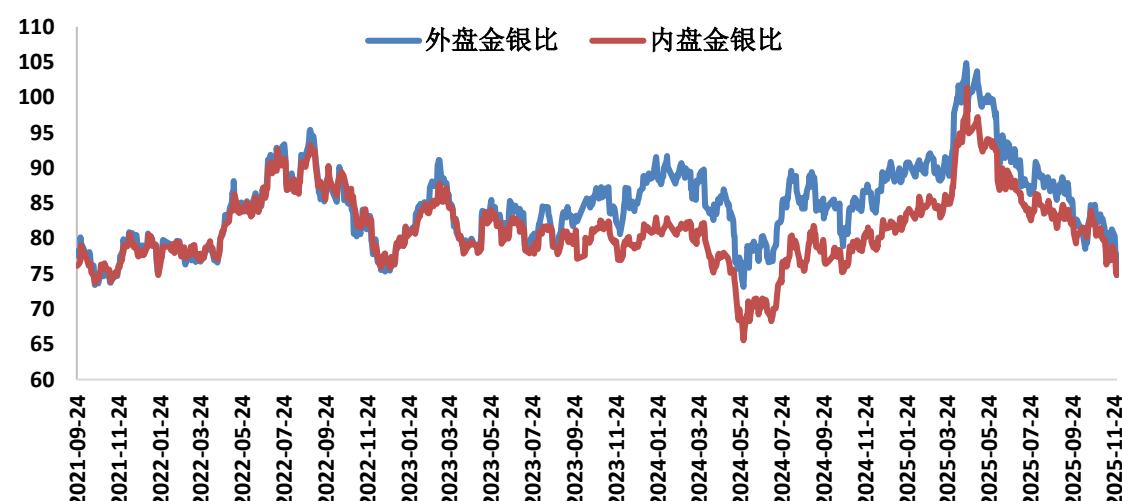
### 黄金内外盘价差



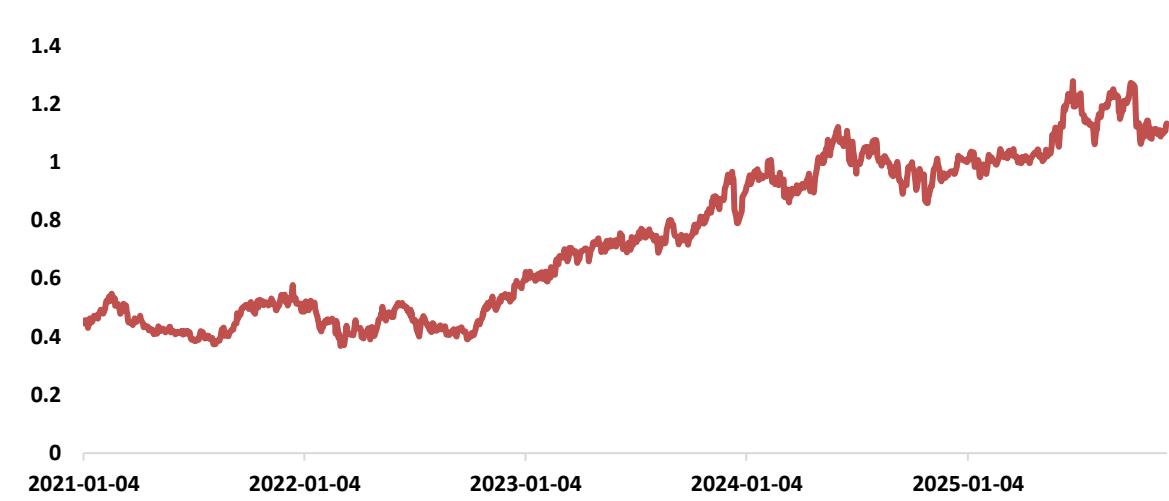
### 白银内外盘价差



### 内外盘金银比价



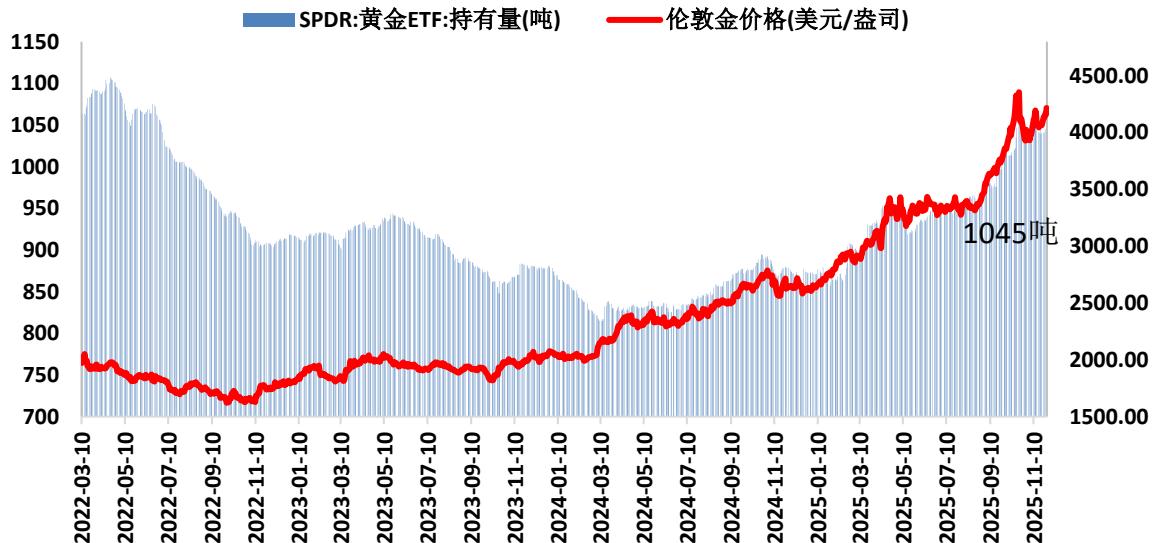
### 现货铂钯比价



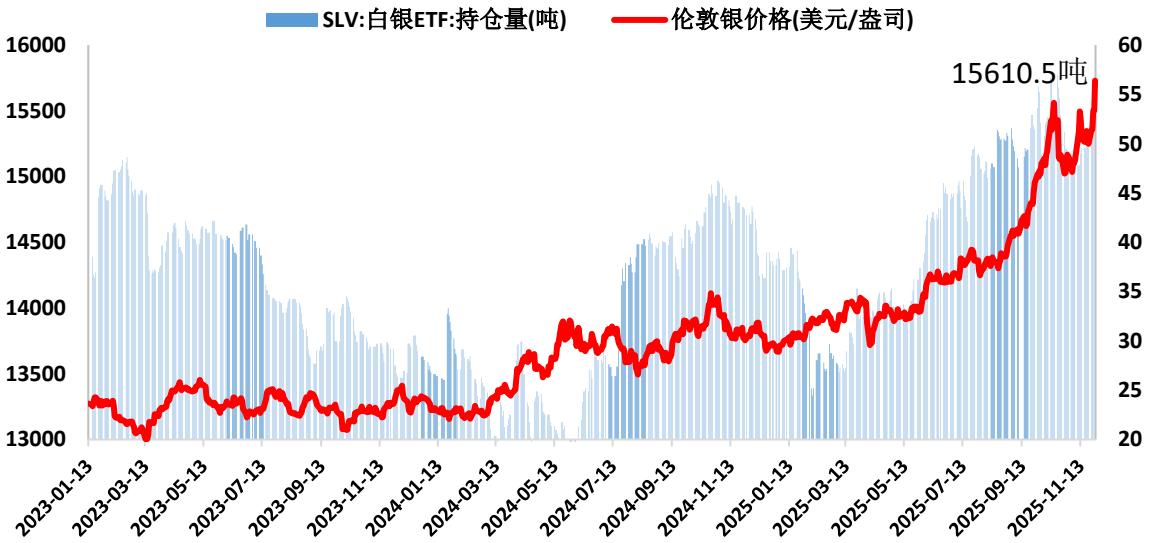
2

## 资金面与持仓分析

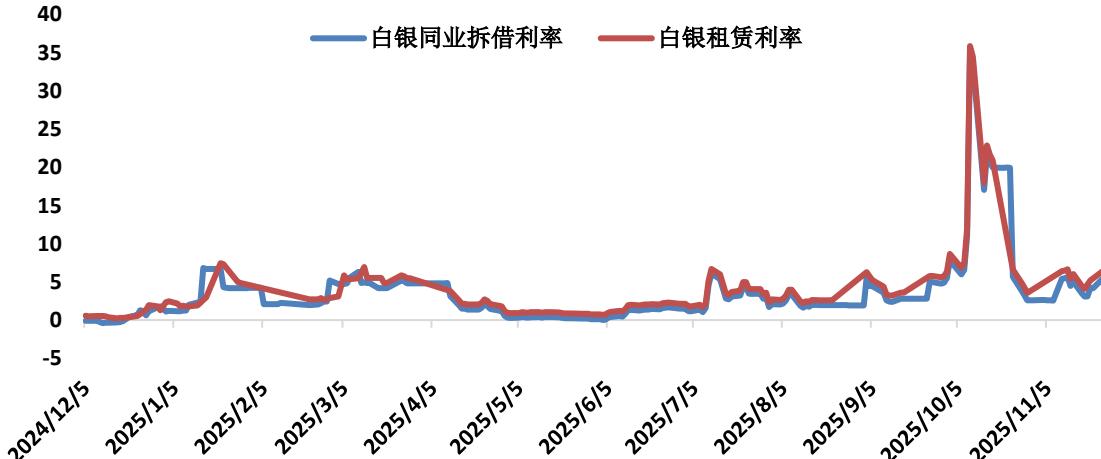
全球最大SPRD黄金ETF基金持仓量变化 (金价: 右轴)



全球最大SLV白银ETF基金持仓量变化 (银价: 右轴)

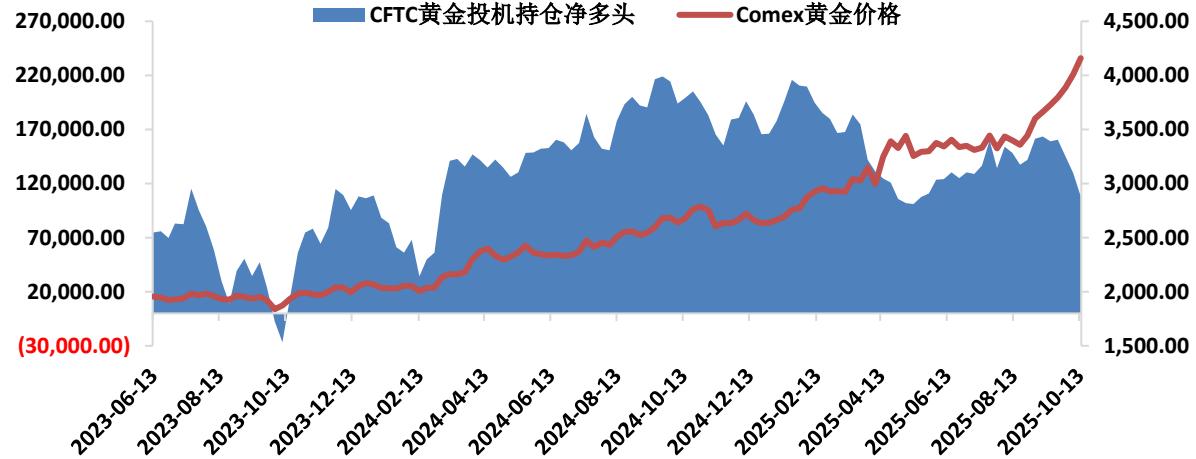


伦敦白银同业拆借和租赁利率 (%)

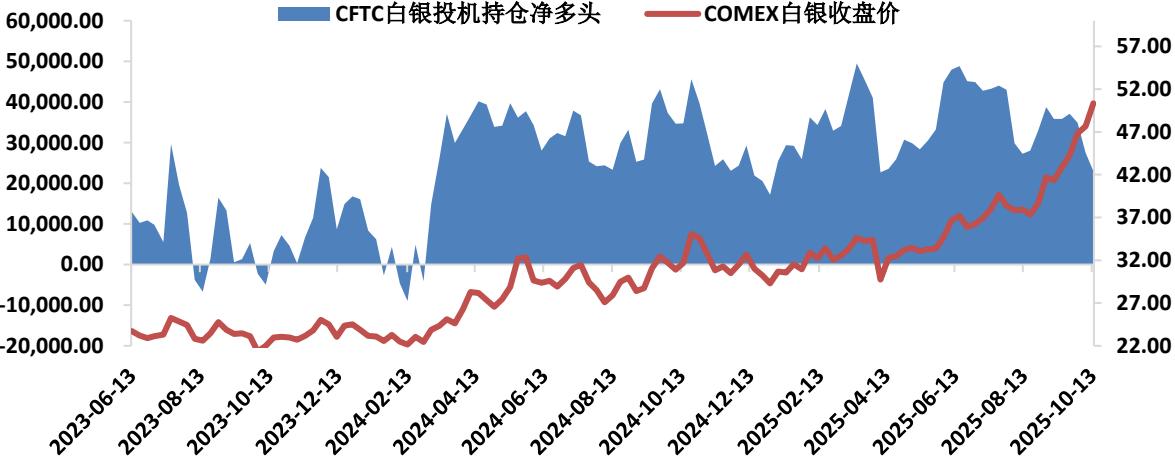


- 截至11月28日，全球最大SPRD黄金ETF基金持仓量约为1045.4吨，本周持仓略增4.9吨；全球最大SLV白银ETF基金持仓量约为15610.5吨，当周持仓大幅增加352.6吨并逼近年内最高水平。随着COMEX白银期货交割期临近，在库存紧张情况下多头资金通过ETF大量增持驱动价格创新高。
- 随着白银库存持续趋紧伦敦白银同业拆借和租赁利率维持在11月以来的高位并有进一步上升的迹象，表明市场做空成本的增加。

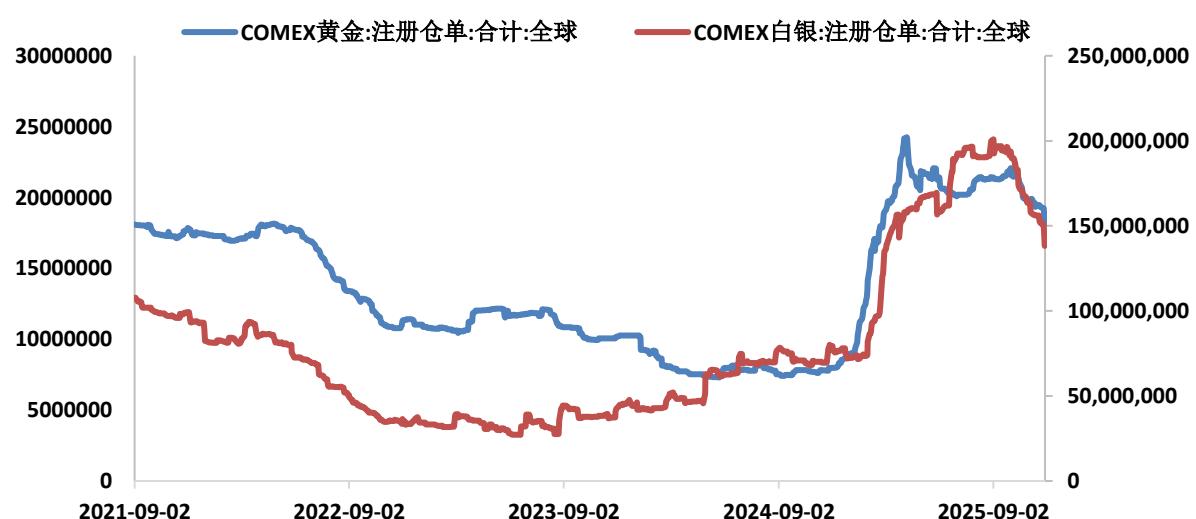
### CFTC黄金期货投机持仓净多头变化



### CFTC白银期货投机持仓净多头变化

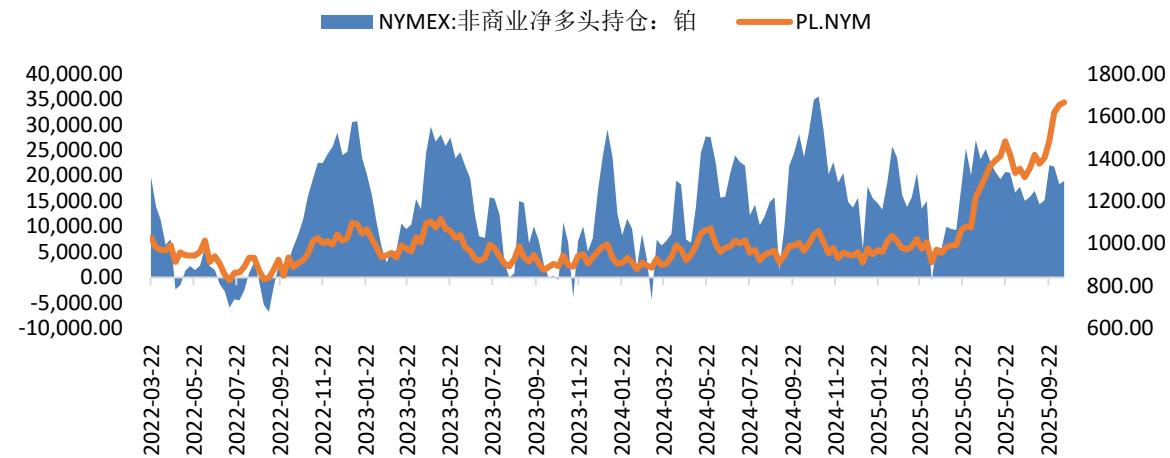


### COMEX黄金与白银期货仓单库存

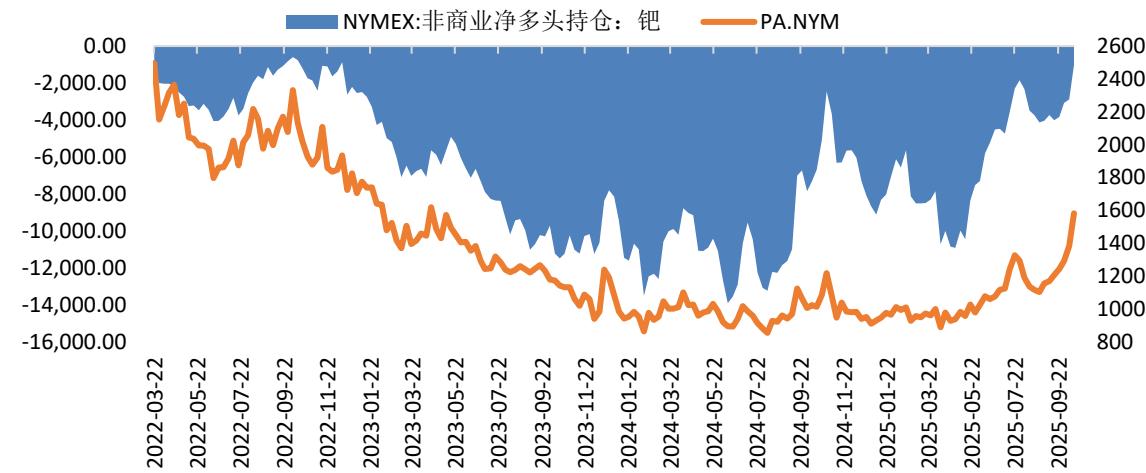


- 10月14日当周，CFTC黄金期货投机持仓净多头为108310手，环比前一周大幅减少21449手，多头显著离场；白银期货投机持仓净多头为23038手，环比减少4455手。随着美国政府重启，CFTC等监管机构数据恢复更新，从持仓变化来看，在10月初金银价格大幅上涨期间，多头出现明显的高位止盈离场的操作。
- 本周COMEX黄金白银注册仓单较上周分别减少120万和1335万盎司，库存减少幅度均有扩大，反映临近交割月实物交割需求强劲可能加剧库存压力。

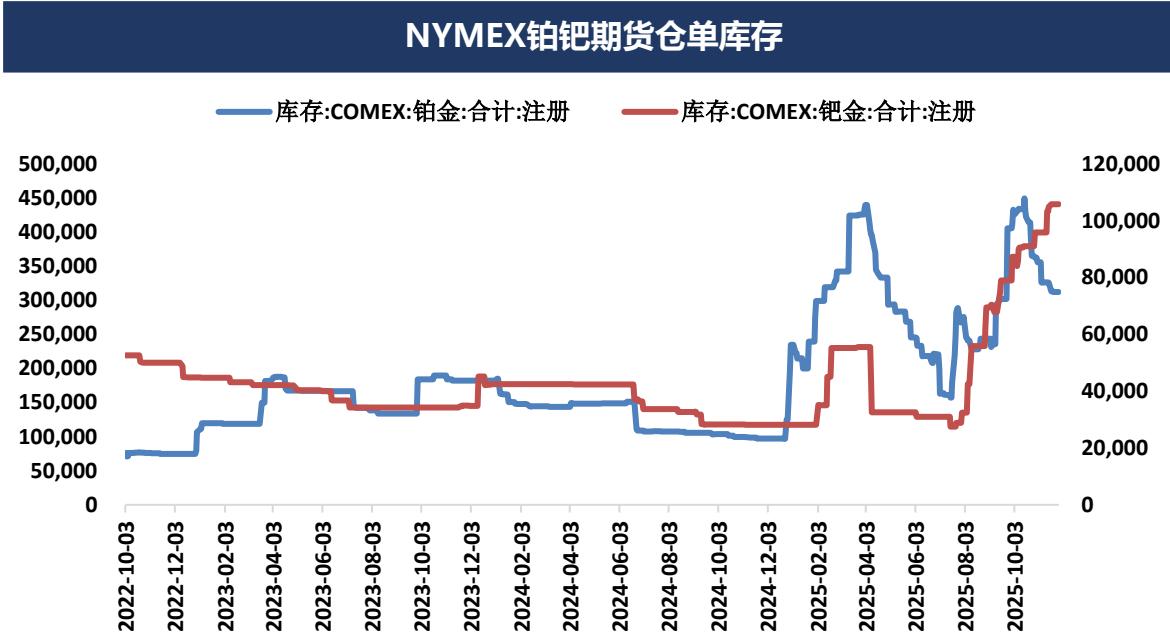
CFTC铂金期货投机持仓净多头变化



CFTC钯金期货投机持仓净多头变化



NYMEX铂钯期货仓单库存

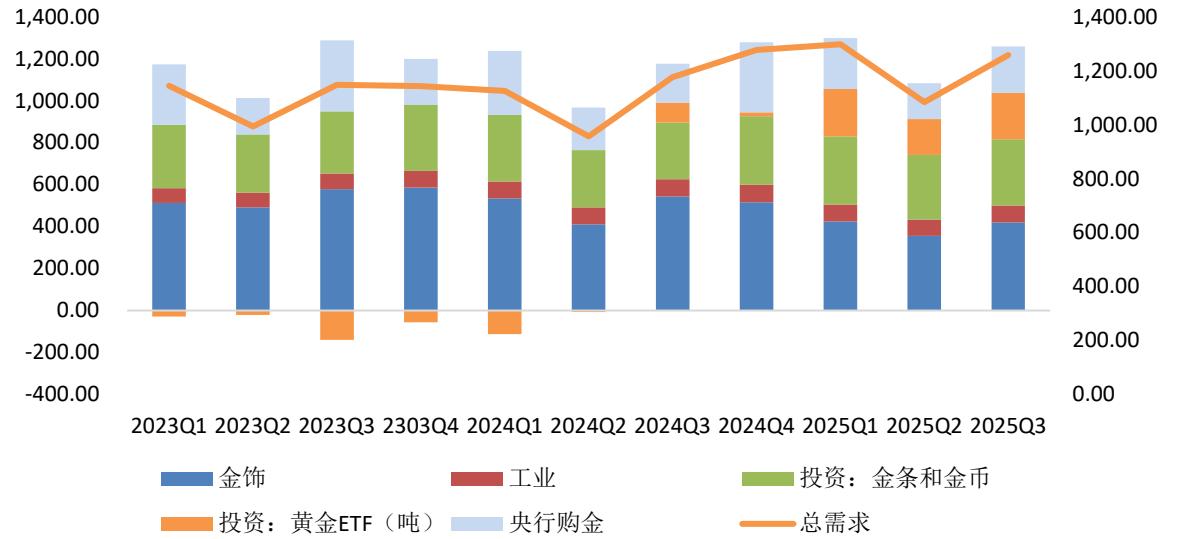


- 10月14日当周，CFTC铂金期货投机持仓净多头为18953手，环比前一周减少612手；钯金期货投机持仓净多头为-1013手，负增减少1880手。10月在金银价格走强过程中，铂钯跟随上涨，投机多头力量增加。

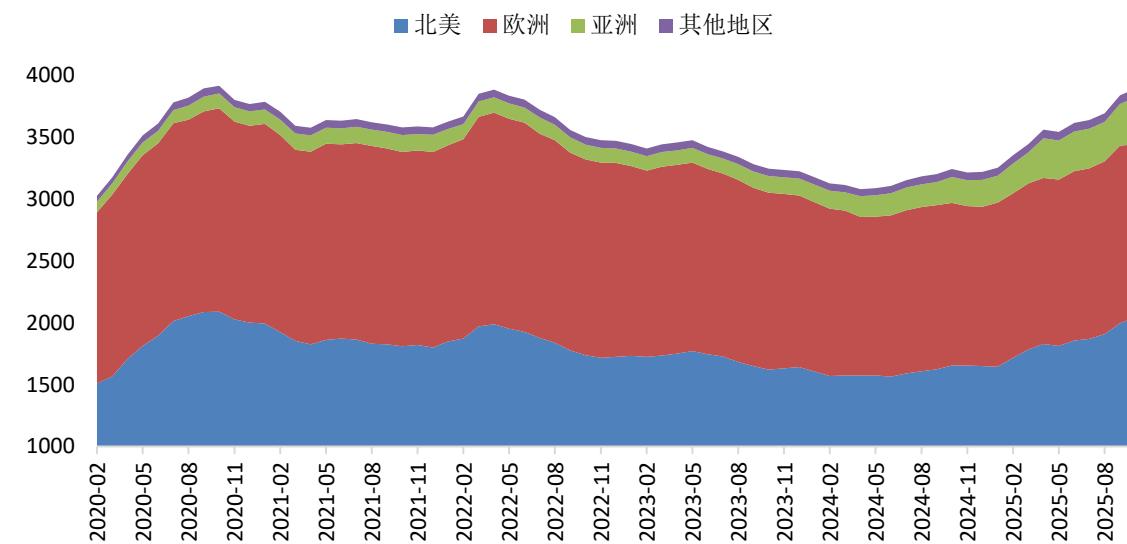
3

## 贵金属产业链数据

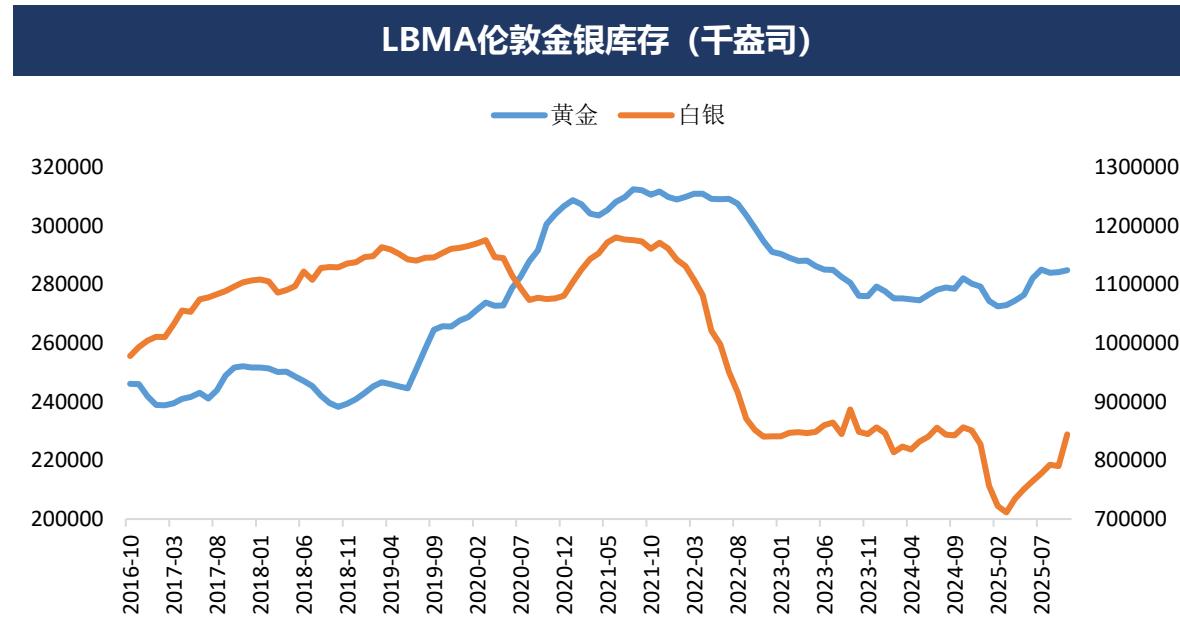
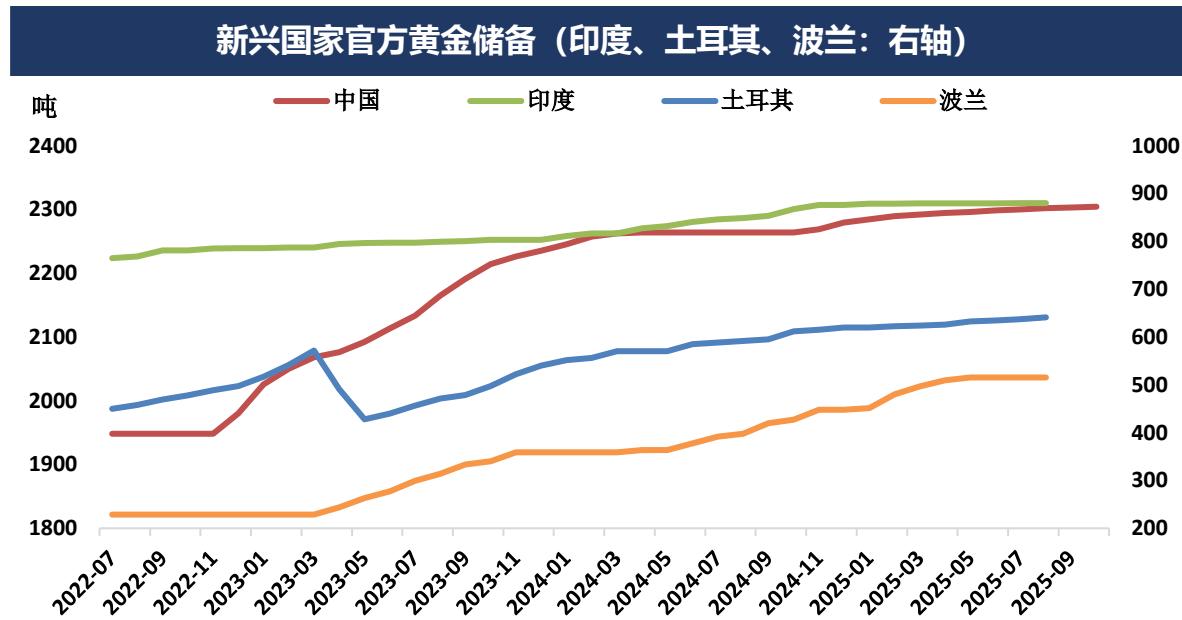
全球黄金季度需求变化 (吨)



全球黄金ETF按地区持仓量情况 (吨)

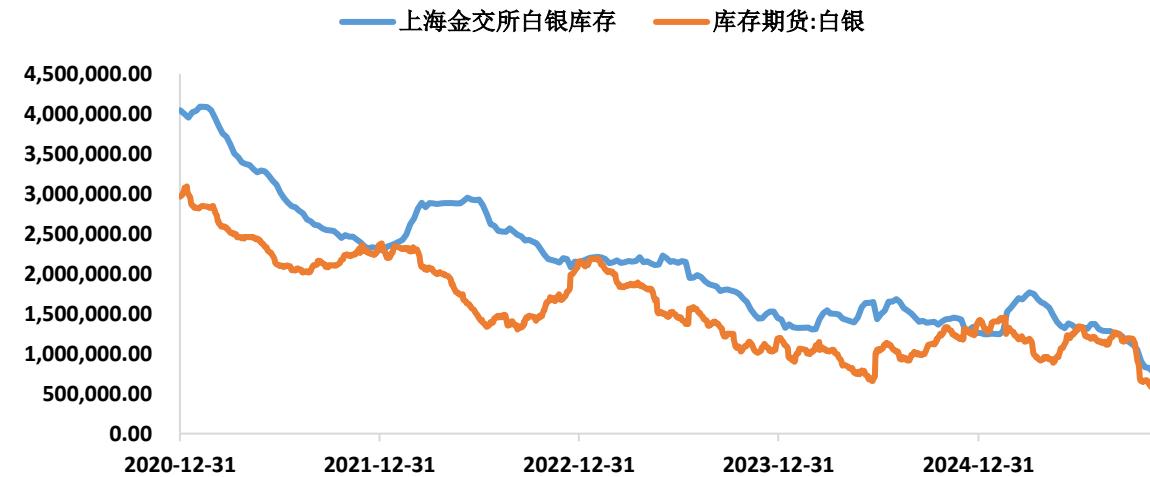


- 据世界黄金协会统计，2025年三季度全球黄金总需求为1258吨，环比二季度回升16%，同比去年增长7%，黄金在4-8月盘整后在9月再度迎来价格突破，当季各个领域的需求均有增加，特别使ETF和央行购金需求环比二季度显著上升，首饰亦脱离2020年以来新低而回升；
- 10月在金价大幅拉升后回落的情况下，全球黄金ETF持仓整体维持净流入，共增持55.4吨连续5个月增加，其中北美地区流入规模最大其次为亚洲，但欧洲地区出现净流出，美联储宽松货币政策叠加美国政府关门等影响下机构投资者增持黄金ETF意愿仍较强。

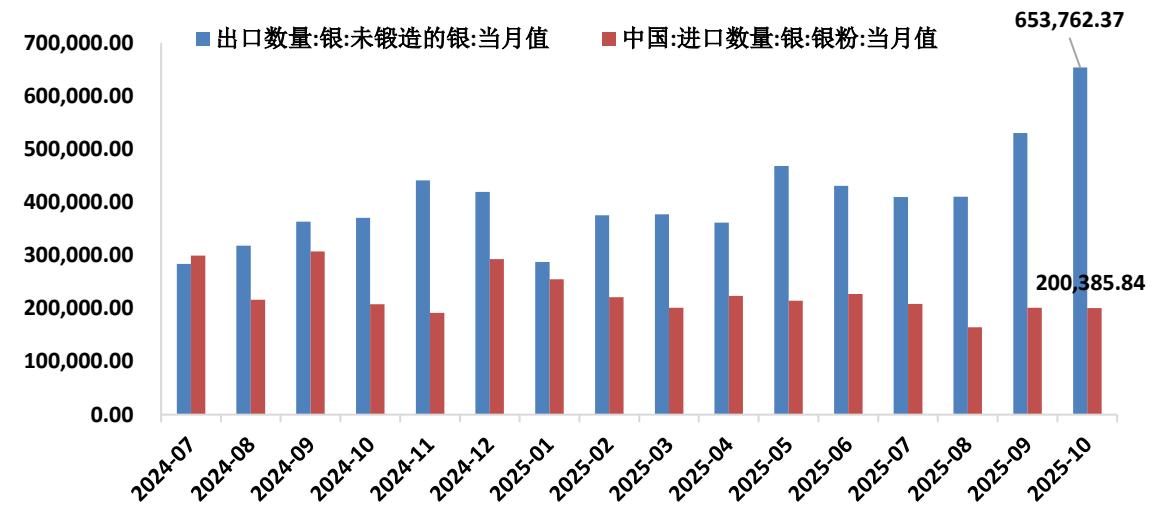


- 以新兴国家为首的央行大规模持续购入黄金是近年推动金价上涨的重要因素之一，其中中国、印度、土耳其和波兰央行购金规模较大，使金价获得支撑；中国外管局公布10月末黄金储备约2304.5吨，较9月末环比增加约0.93吨，为连续12个月增持，央行明确了常态化购金的信号；
- 2025年10月LBMA伦敦黄金库存小幅增加至约8858.3吨，环比增加17.6吨，为连续两个月回升，金价快速上涨后回调使实物投资等需求有所放缓；白银库存大幅增加1673吨至26254吨，此前由于伦敦现货供应紧张带来价格飙升后LBMA快速将纽约和上海等市场白银回流。

### 国内白银显性库存 (公斤)

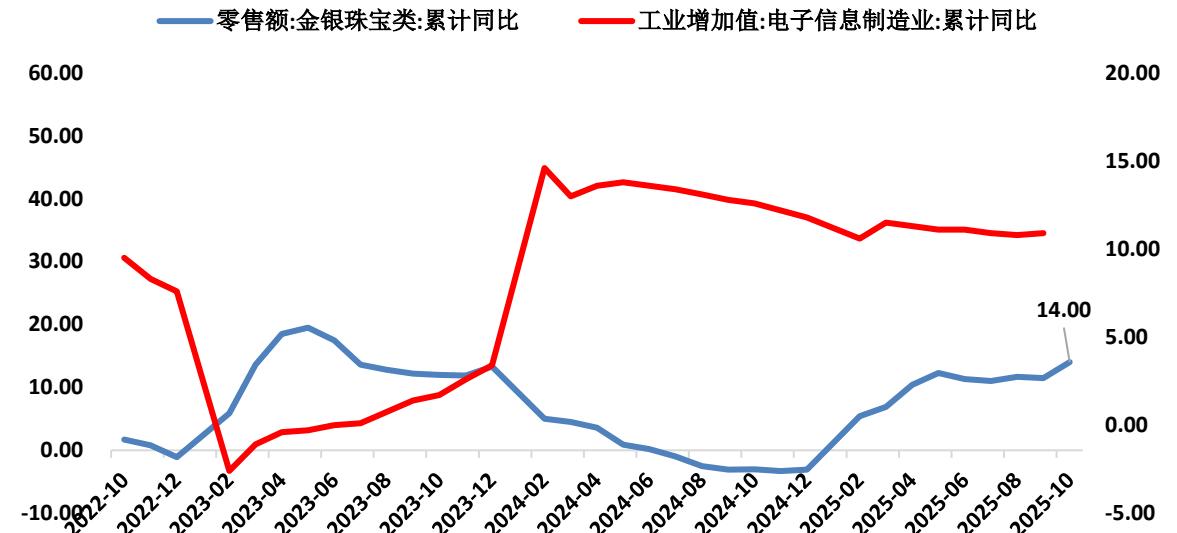


### 白银制品进出口量 (千克)

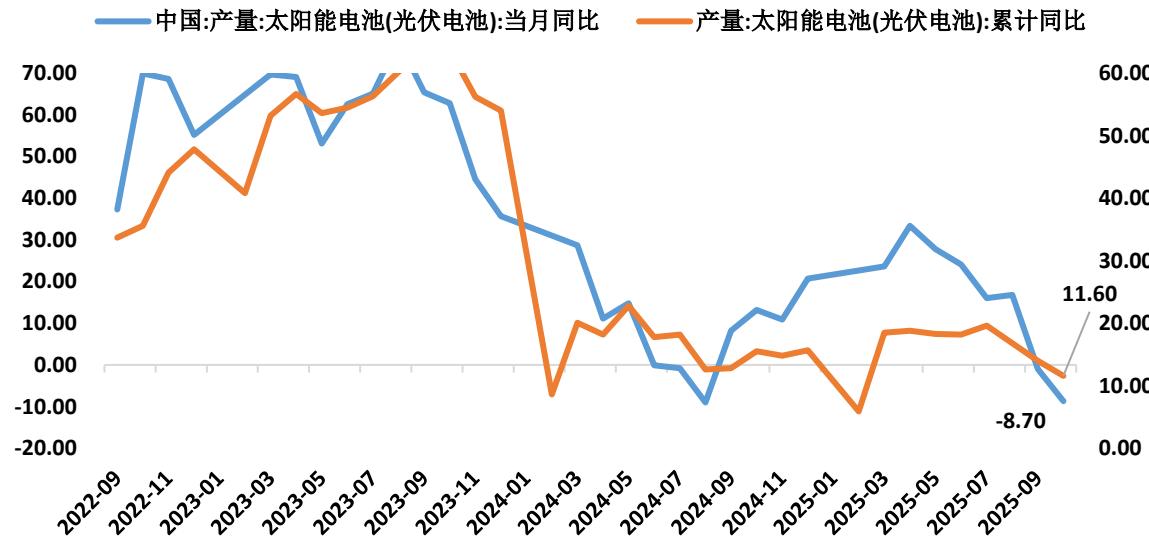


- 受到矿山品位下降影响，预期2024年全球白银供应下降，结构性供应缺口预期有所扩大；近期国内白银期货库存持续降低创超过10年新低，现货向伦敦LBMA转移国内供应紧张情况或加剧；
- 10月我国未锻造白银出口大幅飙升至654吨创2007年6月以来最高水平，环比升23%，同比升77%，由于白银海外现货供需偏紧同时需求强势持续刺激出口贸易使数据续创新高；银粉进口量为200吨基本与9月持平，补贴政策取消叠加“反内卷”持续并影响光伏白银需求。

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）

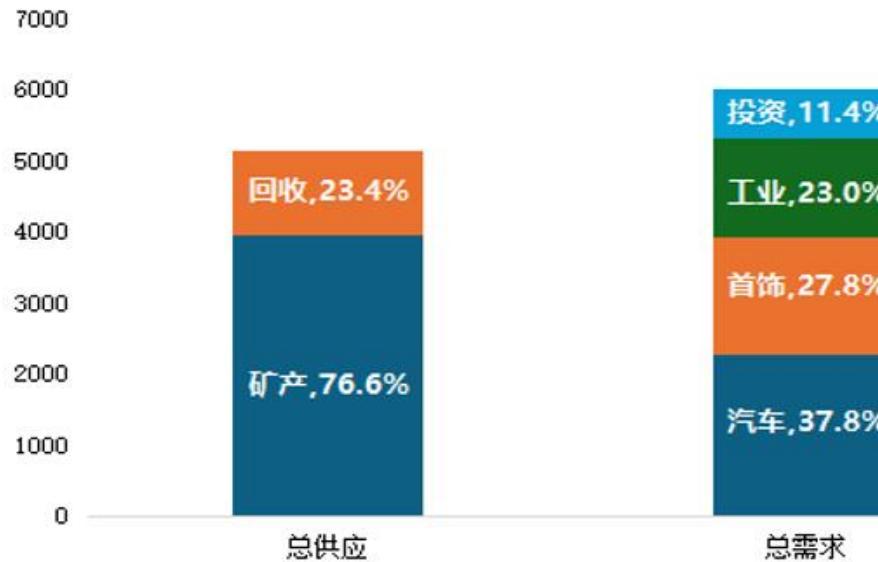


光伏电池产量变化（%；累计同比：右轴）

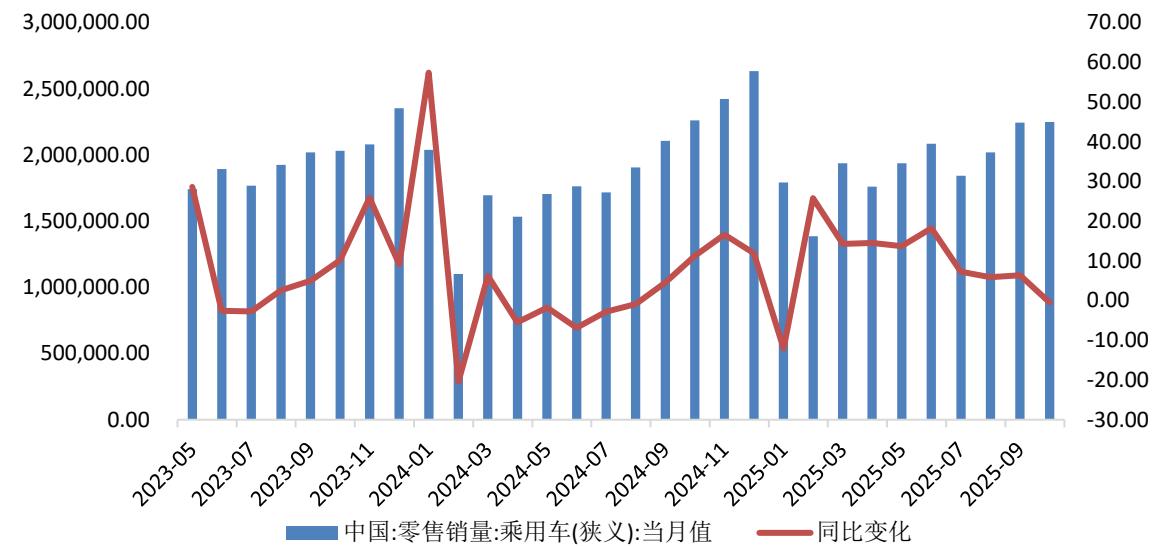


- 10月国内珠宝零售额累计同比增幅止跌反弹至14%，金价走强对珠宝消费额带来上升，然而未来在贵金属价格偏高叠加国内黄金税收新政的情况下人们的消费需求可能被抑制；9月电子信息行业工业增加值累计同比增幅稳定在10.9%，尽管受到美国关税政策影响但行业保持韧性；10月光伏太阳能电池产量继续受到需求前置和“反内卷”等影响同比负增扩大至8.7%；下半年全球增长预期放缓和美国贸易政策等对白银工业需求的影响仍有不确定性，世界白银协会下调对2025年白银总需求的预测，在光伏行业的高基数和高库存背景下，工业需求存在放缓压力，但目前海外投资消费需求存在支撑。

2025年前三季度全球铂金供需结构情况 (千盎司)

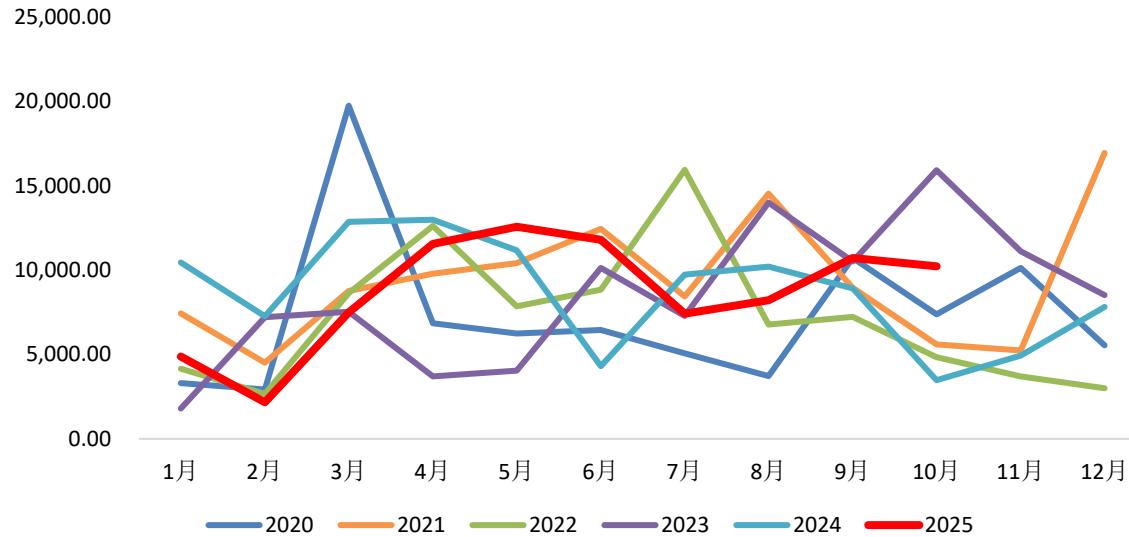


国内乘用车市场销售数据 (%；同比：右轴)

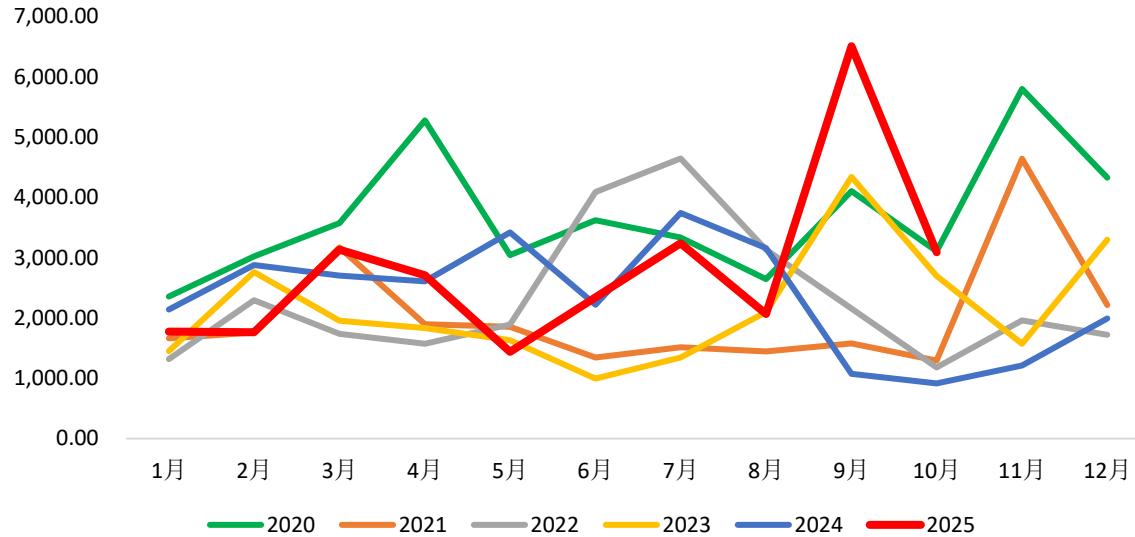


- 根据WPIC数据，2025年前三季度累计供应量为517万盎司，需求为601万盎司，录得约84万盎司（26吨）的缺口。今年铂金供应较2024年同期下滑4.4%，需求则较2024年同期略降0.7%。铂金市场处于连续第三年的结构性短缺状态，目前WPIC预计2025全年将保持在74万盎司左右的赤字较2024年（97万盎司）有所收窄，但仍占年需求量超过十分之一。
- 10月全国乘用车市场零售225万辆，同比下降0.5%，环比下降0.3%，其中燃油车国内零售同比下降10%；纯电动市场零售同比增20%，

铂金进口量季节性变化 (千克)



钯金进口量季节性变化 (千克)

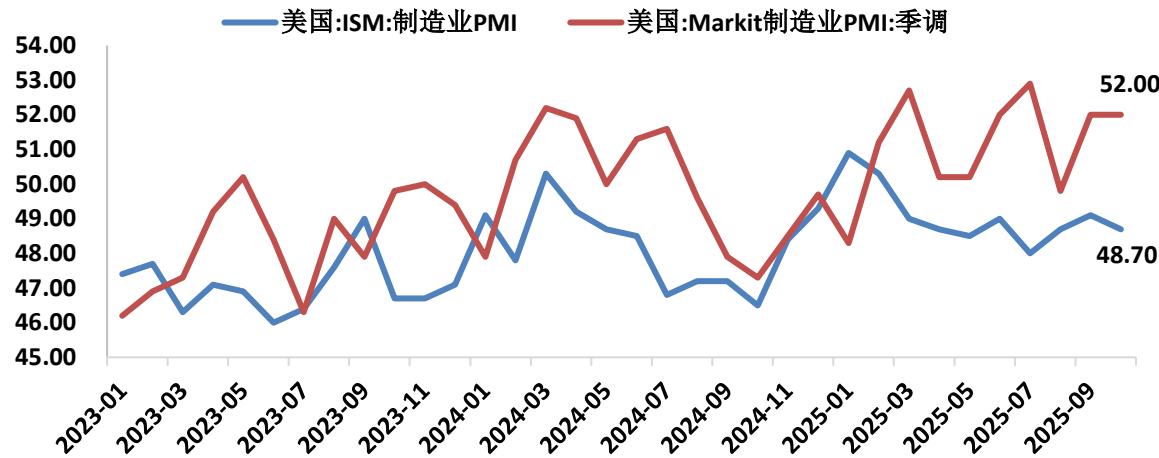


- 10月国内进口铂金10.23吨，同比上涨194.3%，环比下降4.46%，整体低于季节性水平。10月国内进口钯金3.09吨，同比上涨237.84%，环比下降52.5%在9月进口大增后快速回落，然而整体处于季节性偏高水平。

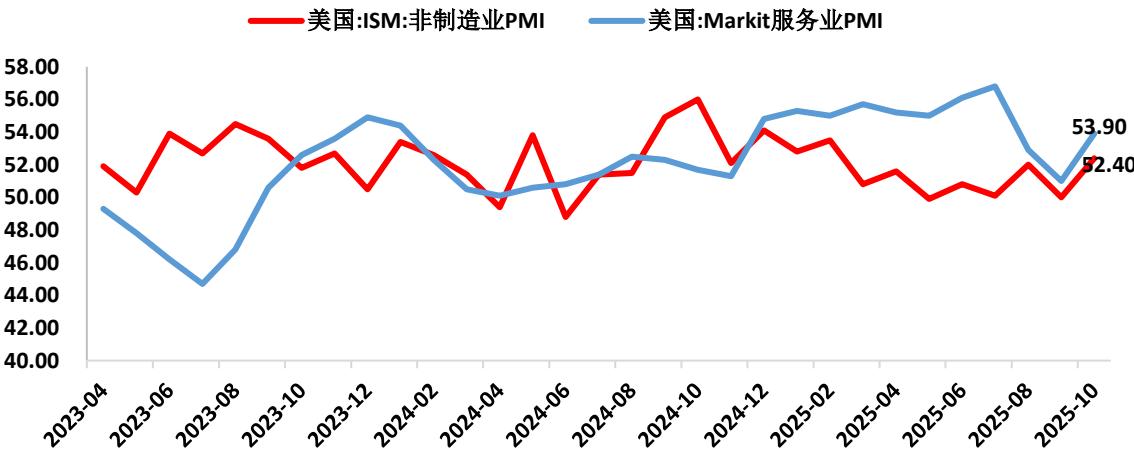
4

## 宏观基本面分析

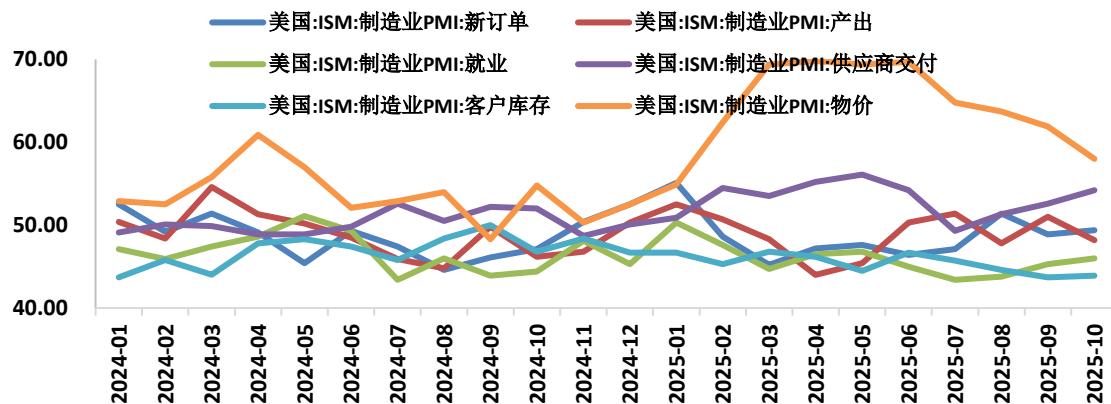
### 制造业PMI指数



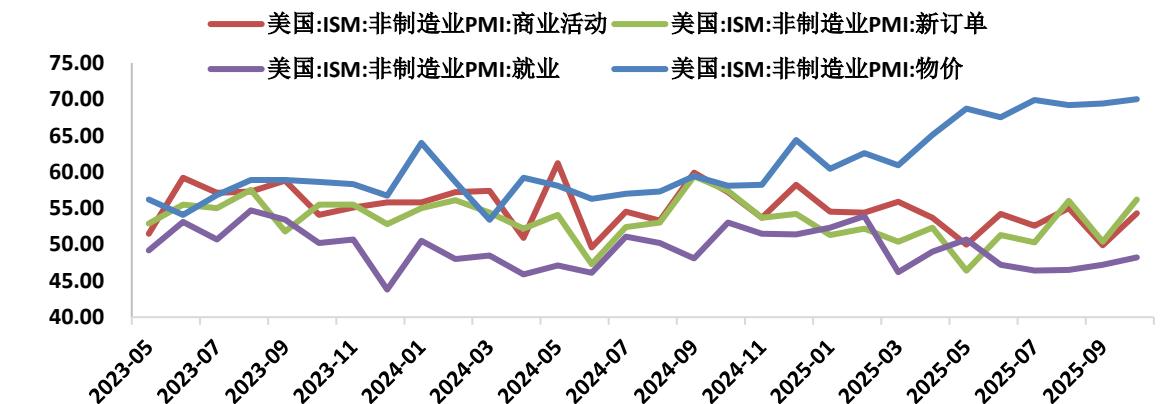
### 非制造业PMI指数



### ISM制造业PMI分项指标

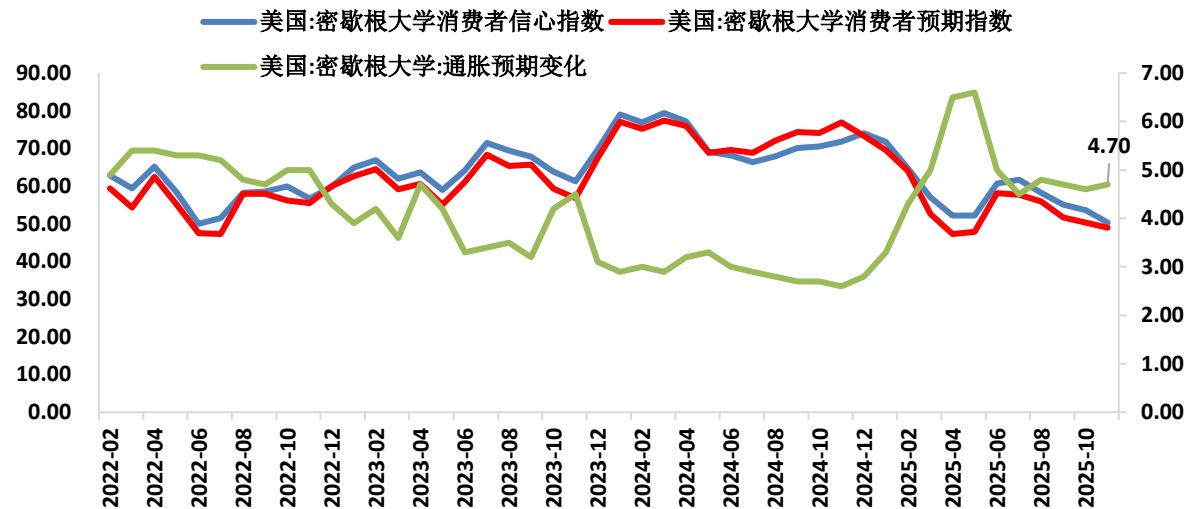


### ISM非制造业PMI分项指标

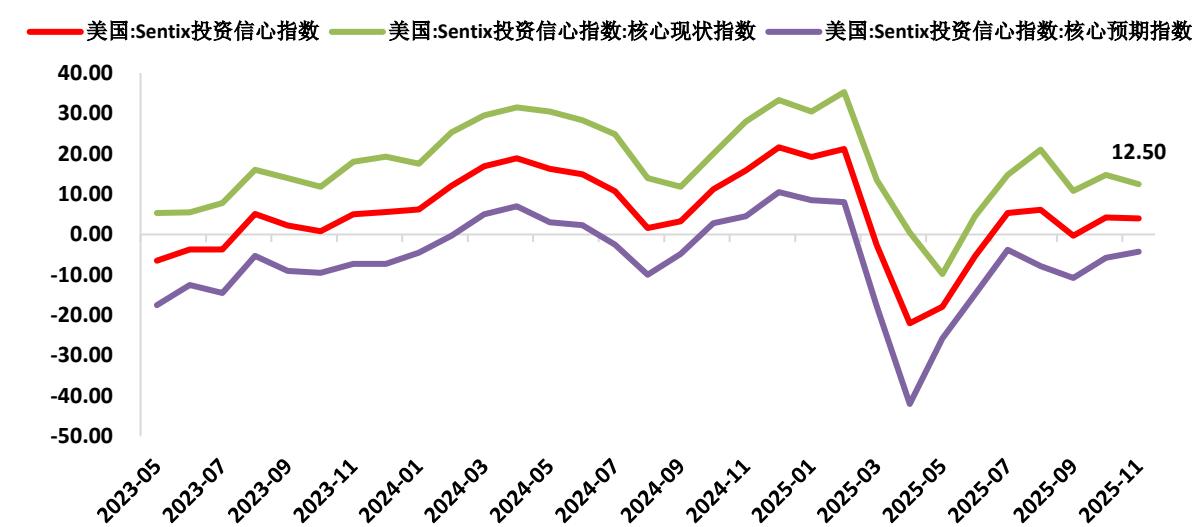


- 美国10月ISM制造业PMI指数为48.7，不及预期的49.5，前值为49.1，数据反映制造业普遍低迷的情绪，企业仍面临贸易政策相关的不确定性，新订单连续第二个月下降，生产和就业分项疲软，物价支付指数创今年初以来的最低。服务业PMI指数52.4，预期50.8，前值50。新订单指数创一年新高反映需求反弹，投入价格指数升至70，创三年新高表明通胀压力增大，就业分项收缩但总体稳定。

美国密歇根消费者信心指数

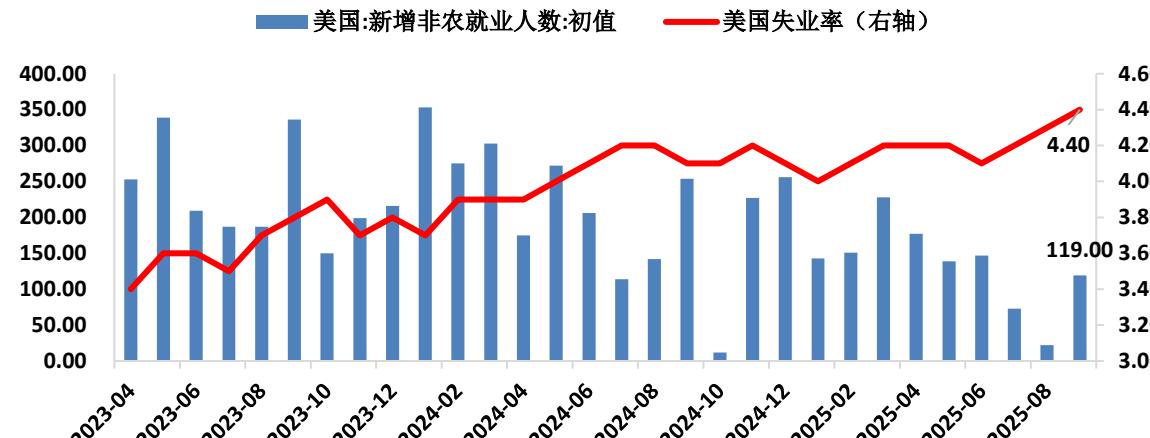


美国Sentix投资者信心指数

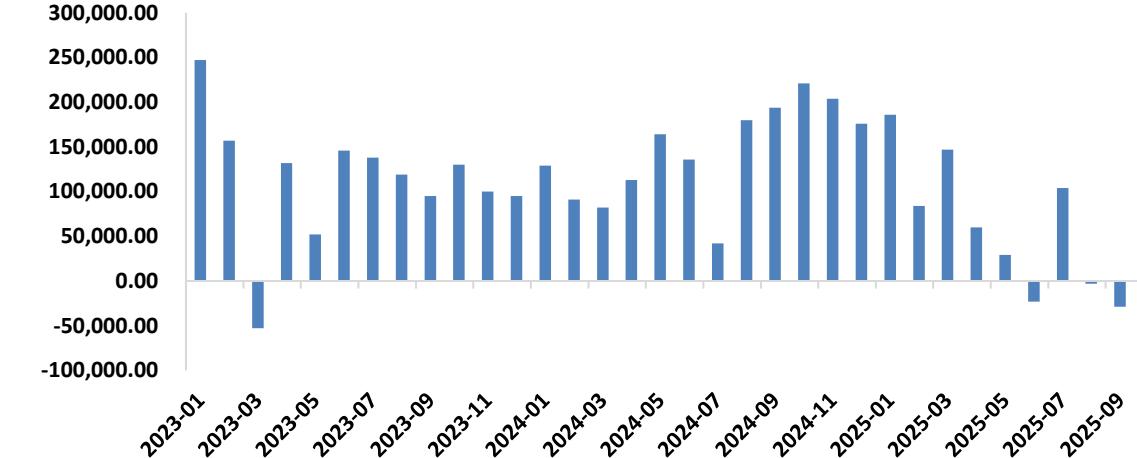


- 11月美国密歇根大学消费者信心指数初值为50.3，创2022年6月以来的最低水平，预期53，前值53.6；消费者对未来一年的通胀预期初值略升至4.7%，预期4.6%，前值4.6%，美国政府持续停摆导致居民的消费信心进一步恶化，然而特朗普关税背景下通胀预期并未降温；
- 11月美国Sentix投资信心指数略降至4，前值为4.2，在美国关税和财税政策趋于明朗情况下企业投资信心保持稳定，AI行业投资整体有一定支撑。

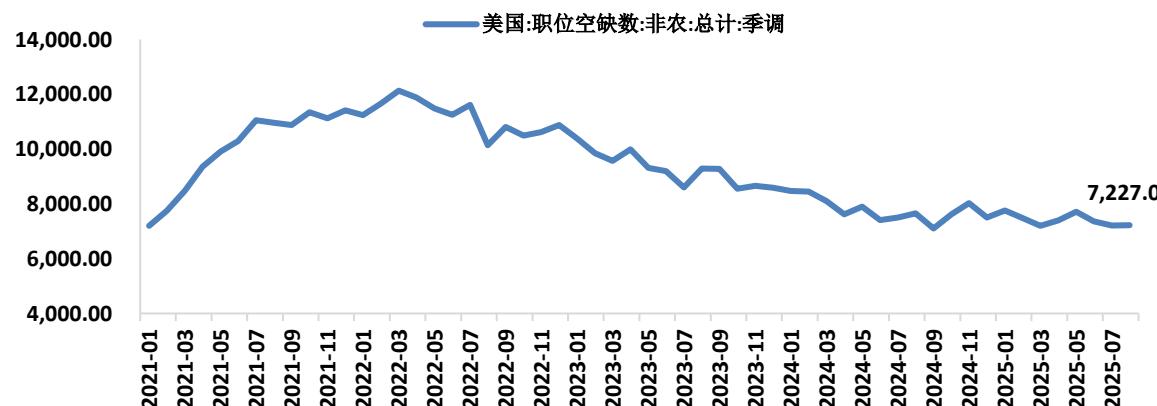
美国新增非农就业人数与失业率 (千人; %; 失业率: 右轴)



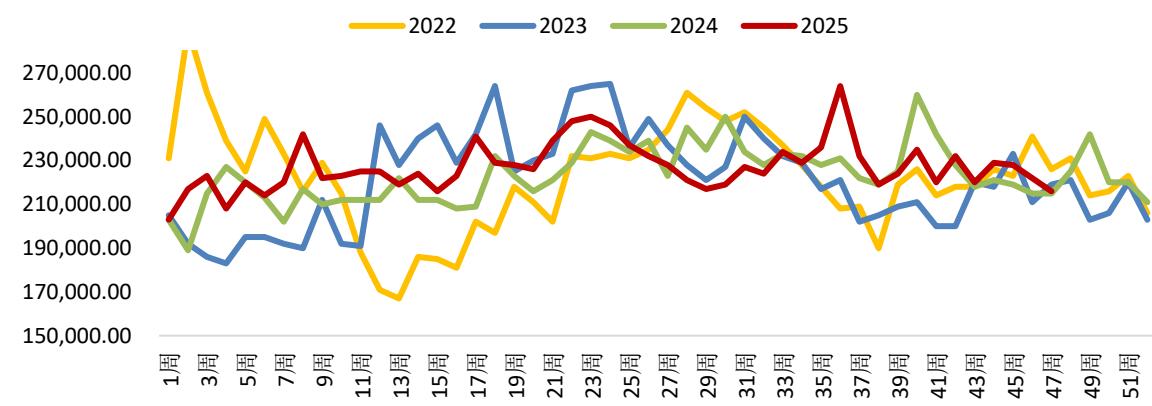
美国ADP非农新增就业人数



美国职位空缺数 (千人)



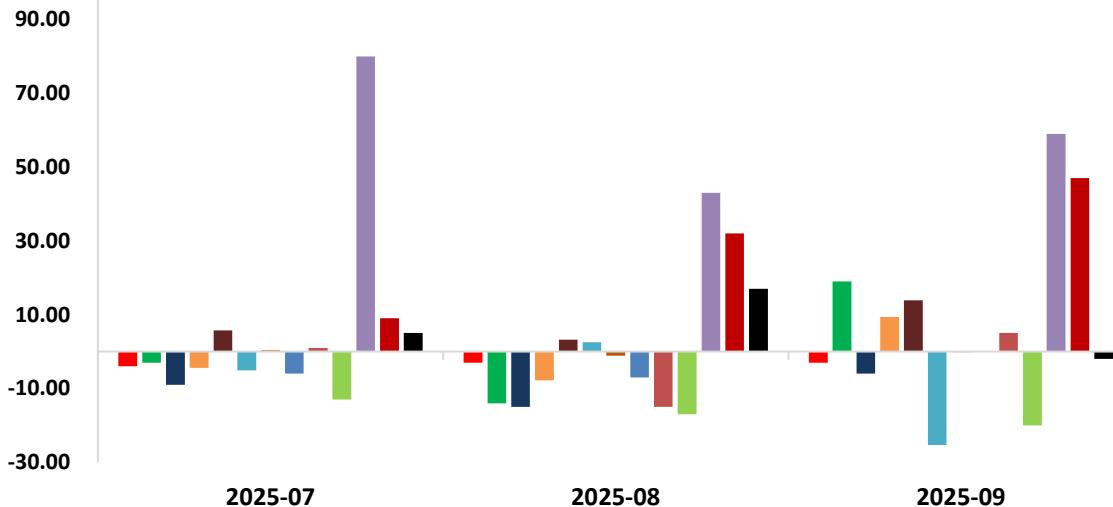
美国当周初清失业金人数季节性变化 (人次)



- 美国9月非农就业人口增长11.9万人，达预期5.1万的两倍多，8月新增就业人数从增长2.2万人下修2.6万，至减少0.4万人，7、8两个月非农就业人数合计下修3.3万人；失业率4.4%，高于预期和前值4.3%，创近4年新高，主要由于劳动力参与率上升和黑人失业率上升。11月22日当周，首次申请失业救济人数减少6千人至21.6万人，创4月中旬以来新低。而11月15日当周续请失业救济人数小幅升至196万人反映失业者再就业难度持续增加。

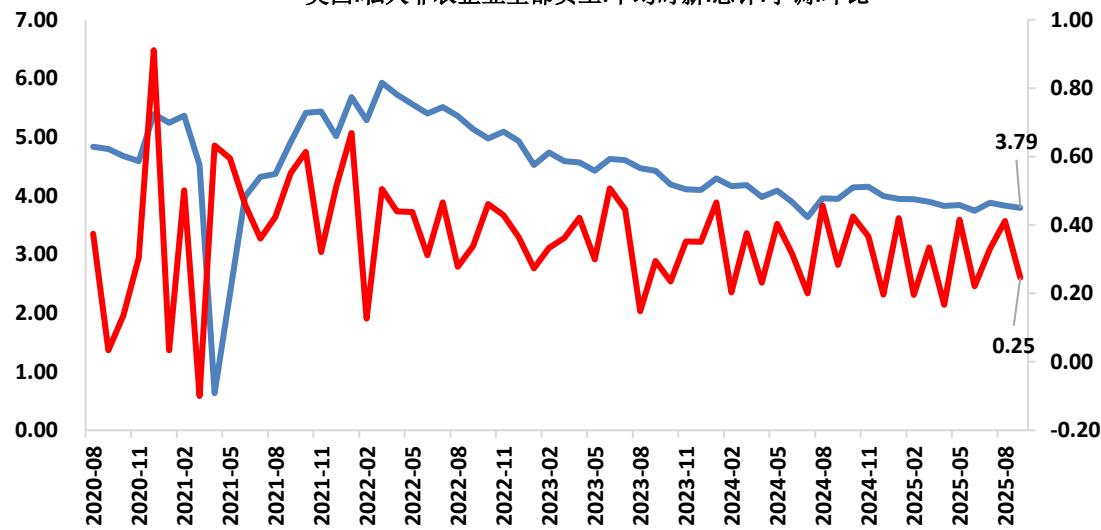
美国非农新增就业人数结构 (千人)

■ 采矿业 ■ 建筑业 ■ 制造业 ■ 批发 ■ 零售 ■ 仓储运输 ■ 公共事业  
 ■ 信息业 ■ 金融业 ■ 商业服务 ■ 教育保健 ■ 休闲酒店 ■ 其他服务



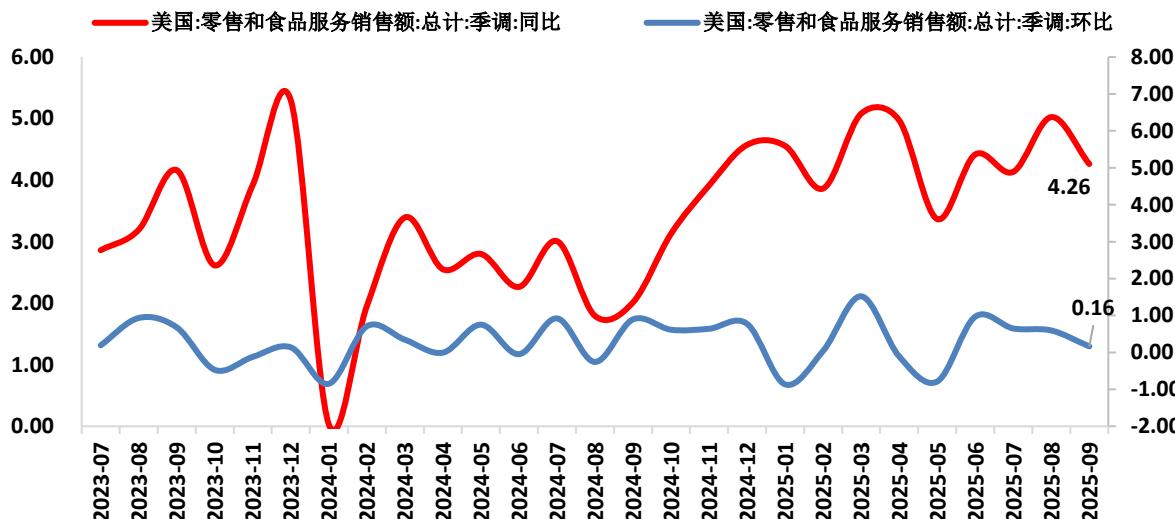
美国非农企业员工平均时薪同比与环比变化（%；薪资环比：右轴）

——美国·私人非农企业全部员工:平均时薪:总计:季调:同比  
 ——美国·私人非农企业全部员工:平均时薪:总计:环比

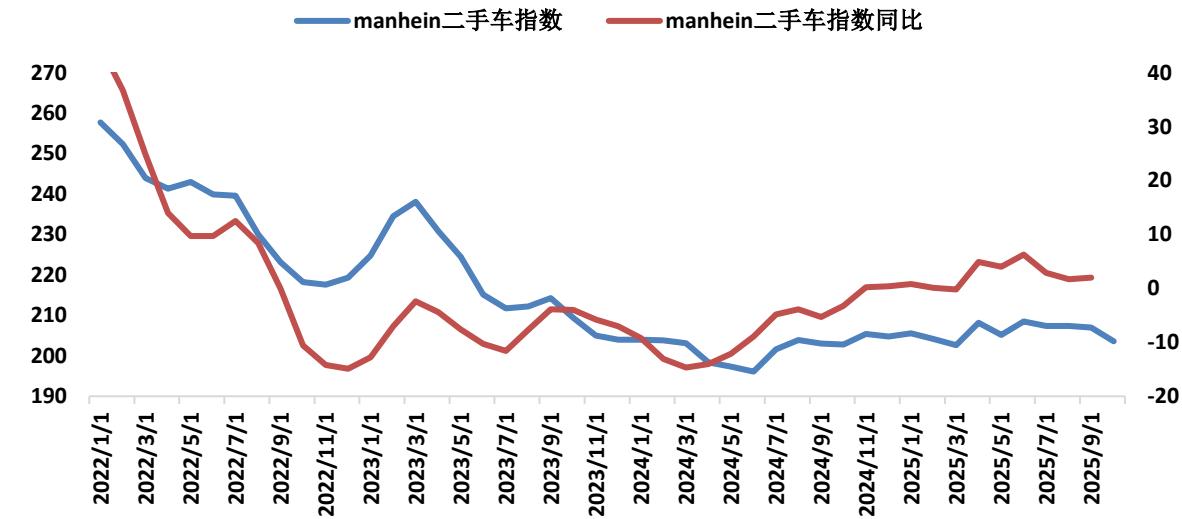


- 从结构上看，9月非农就业行业中医疗保健和休闲酒店等服务行业仍为新增的主力共增加7.9万个岗位，运输和仓储行业减少2.5万个岗位或和关税政策有关，制造业行业就业人数持续负增。
- 9月非农薪资平均时薪同比增长3.8%，预期为3.7%，8月数据则上修至3.8%，环比为0.2%低于预期0.3%，总体上劳动力市场增速冻结状态。

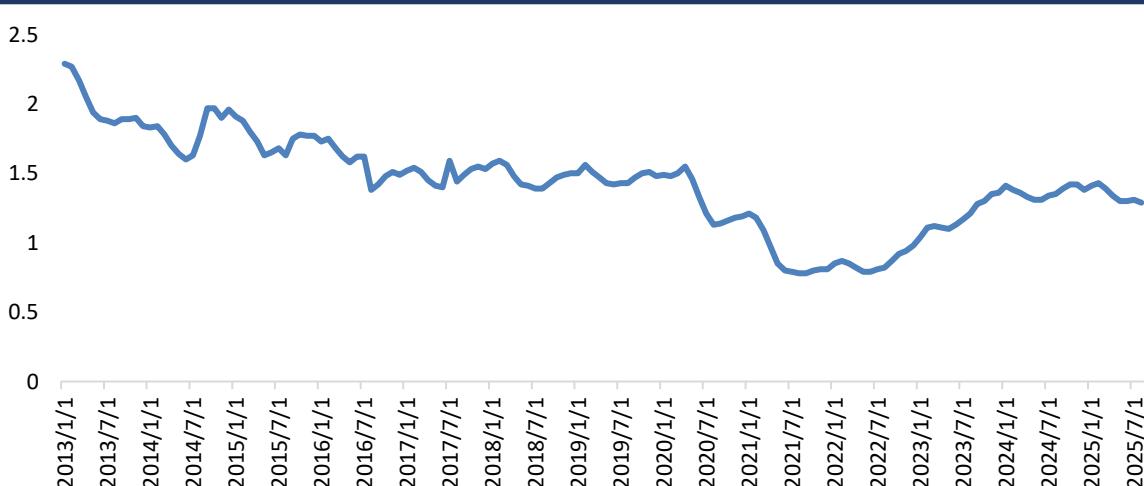
美国零售和食品服务销售变化 (%; 环比: 右轴)



美国Manheim二手车价格指数 (%; 同比: 右轴)

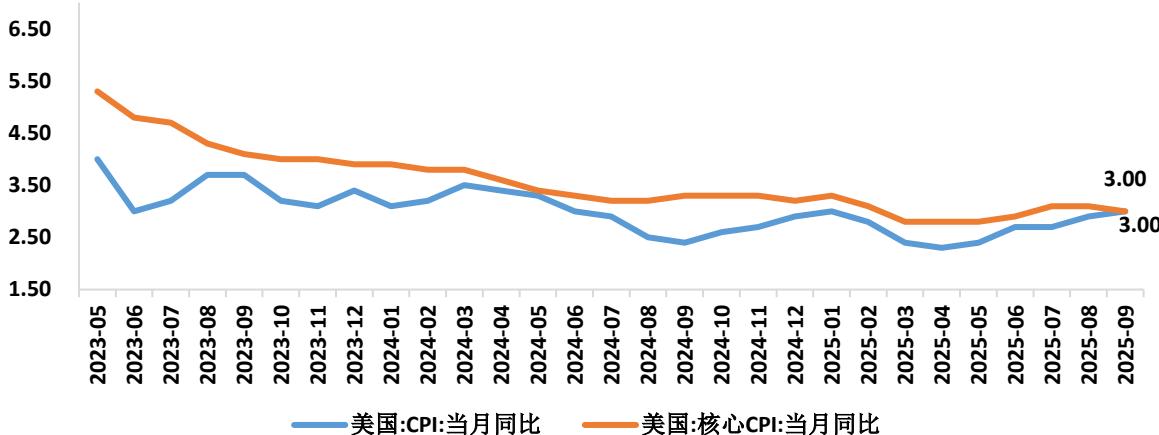


美国信用卡拖欠率

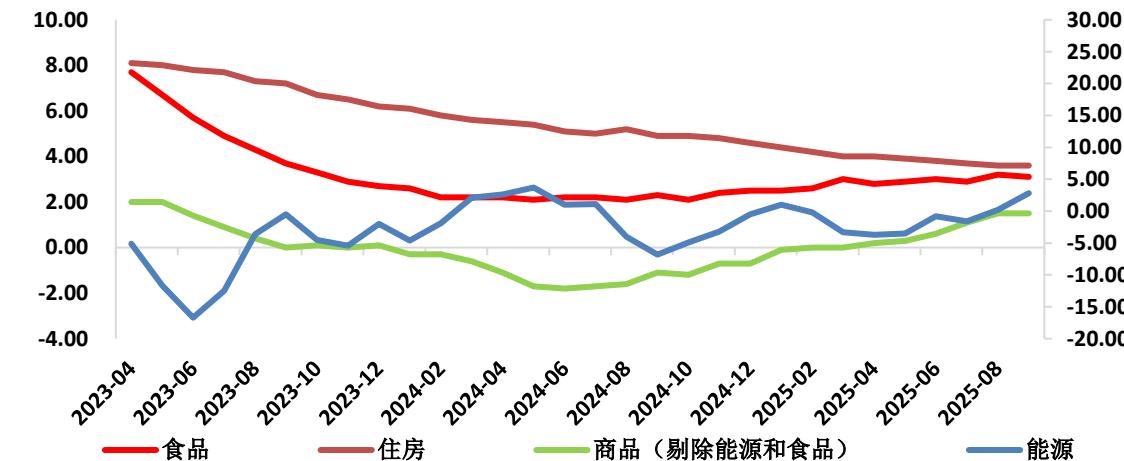


- 美国9月零售销售环比增长0.2%，连续四个月正增长但显著放缓，且低于市场预的0.4%，8月增幅为0.6%，剔除汽车与汽油销售环比增0.1%，低于预期增长0.3%，消费者支出动能或有减弱。从结构看，在13个零售类别中，有8类增长，主要推动力来自加油站、个人护理店及杂项零售商。而汽车销售四个月来首次出现下滑，电子产品、服装及体育用品等可选消费领域也普遍走弱。
- 美国政府“关门”期间，私人机构调查数据显示10月二手车价格情况显著走弱。

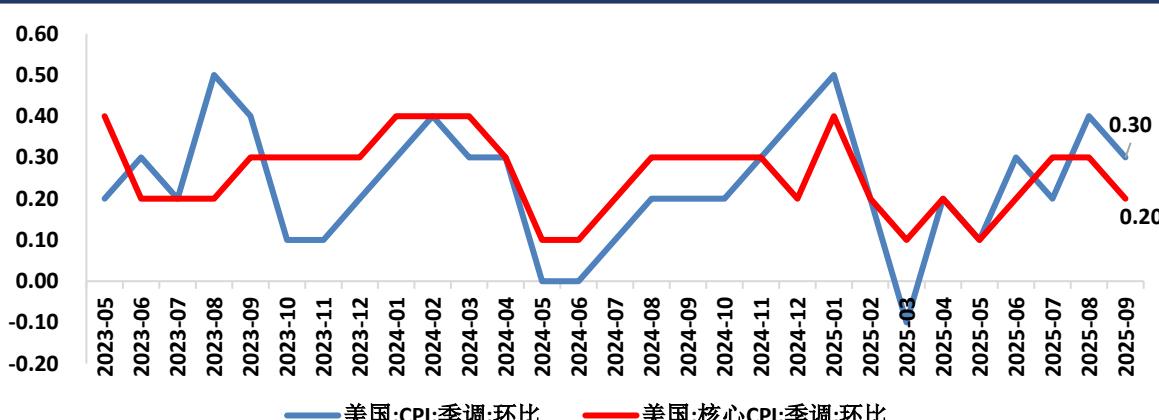
美国CPI与核心CPI同比 (%)



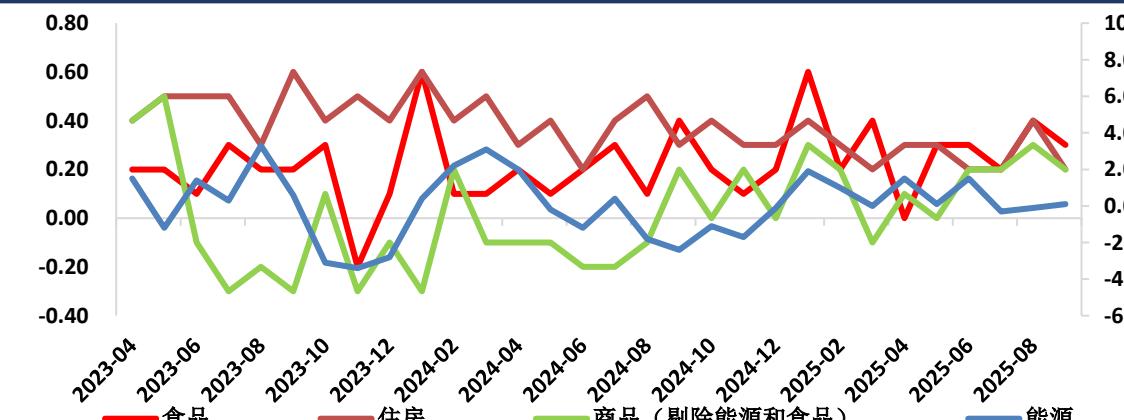
美国CPI分项同比 (%; 能源: 右轴)



美国CPI与核心CPI环比 (%)

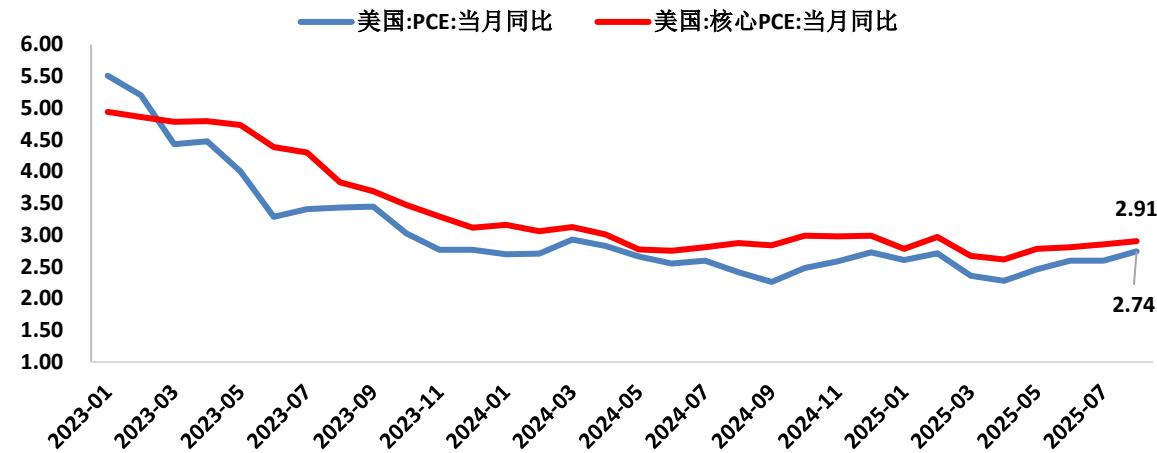


美国CPI分项环比 (%; 能源: 右轴)

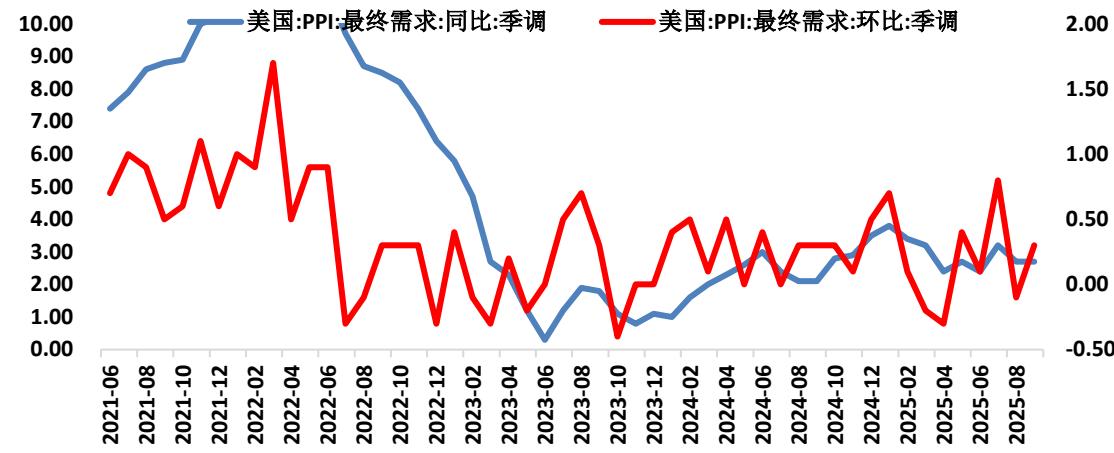


- 美国9月CPI同比3%，不及预期3.1%，较前值2.9%略升。CPI环比升0.3%，低于预期的0.4%，前值0.4%。核心CPI同比回落至3%，不及前值和预期的3.1%，环比增0.2%。受到美国政府“停摆”影响9月通胀数据“姗姗来迟”但由于数据统计缺乏足够人手而缺少可靠性，总体数据反映整体通胀由于能源价格上升而反弹，但服务通胀回落使核心CPI回落，或表明通胀驱动持续转弱。

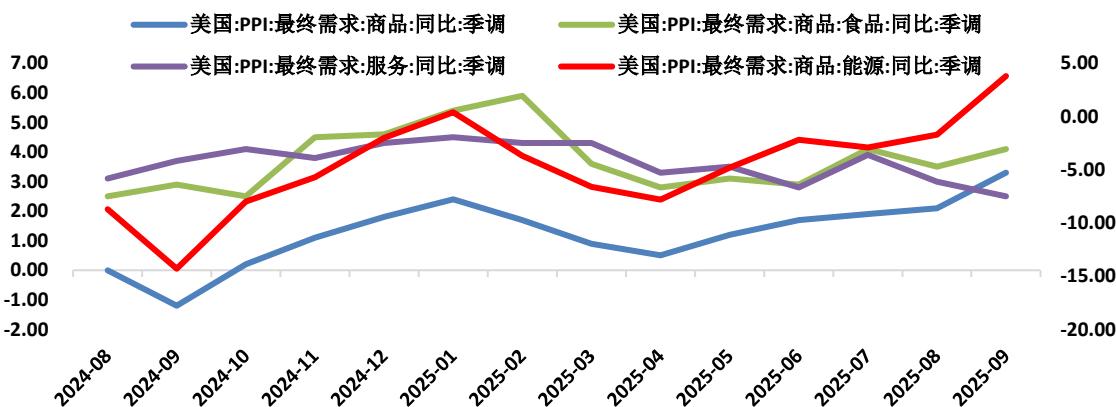
美国PCE与核心PCE同比 (%)



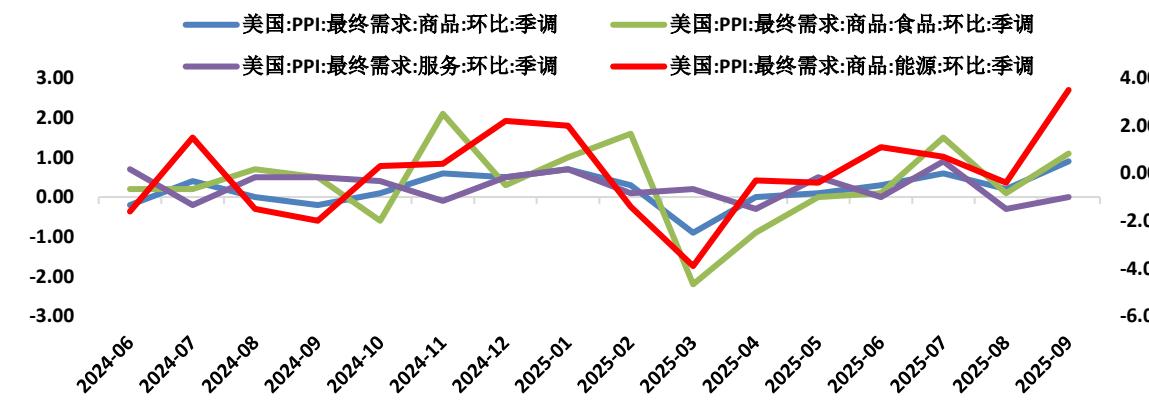
美国PPI同比与环比 (%)；环比：右轴



美国PPI分项同比 (%)；能源：右轴

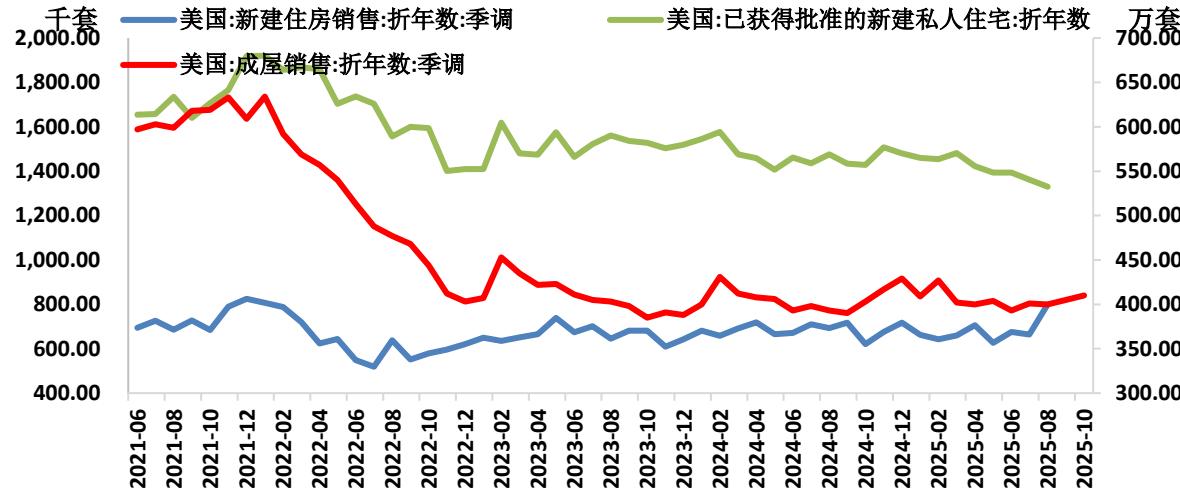


美国PPI分项环比 (%)；能源：右轴

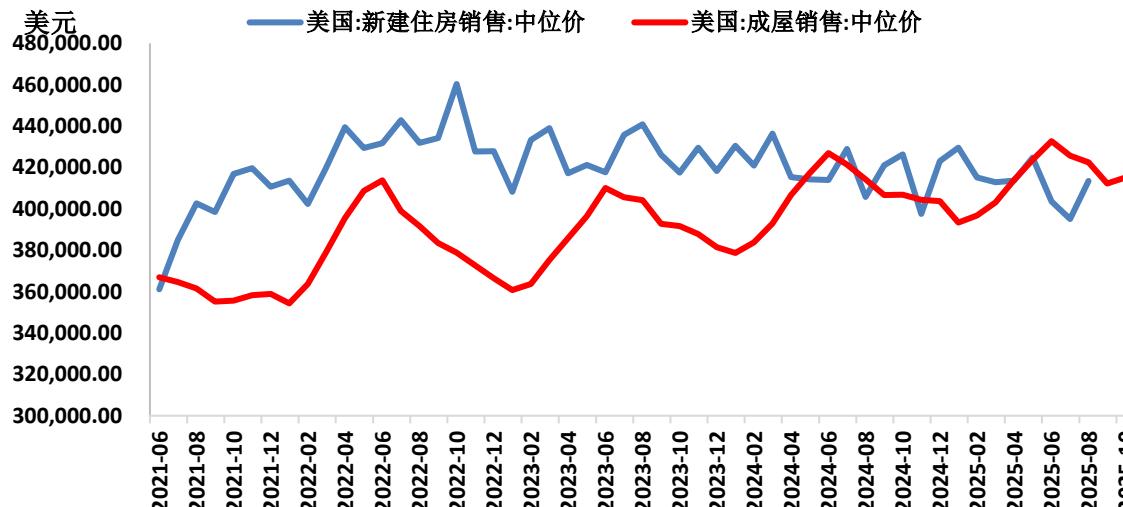


- 美国8月核心PCE同比小幅升至2.9%创今年2月以来新高，符合预期，环比维持在0.2%和预期持平，数据反映通胀仍较温和关税冲击不大；
- 美国9月PPI同比涨2.7%，预期涨2.6%，前值涨2.7%。环比上涨0.3%符合预期，此前8月下降0.1%。剔除食品和能源的核心PPI环比涨0.1%，前值下跌0.1%。批发商品价格环比上涨0.9%，其中60%的涨幅归因于汽油成本上升，为PPI通胀上行的主要驱动，服务成本方面则持平不同部门之间价格分化。

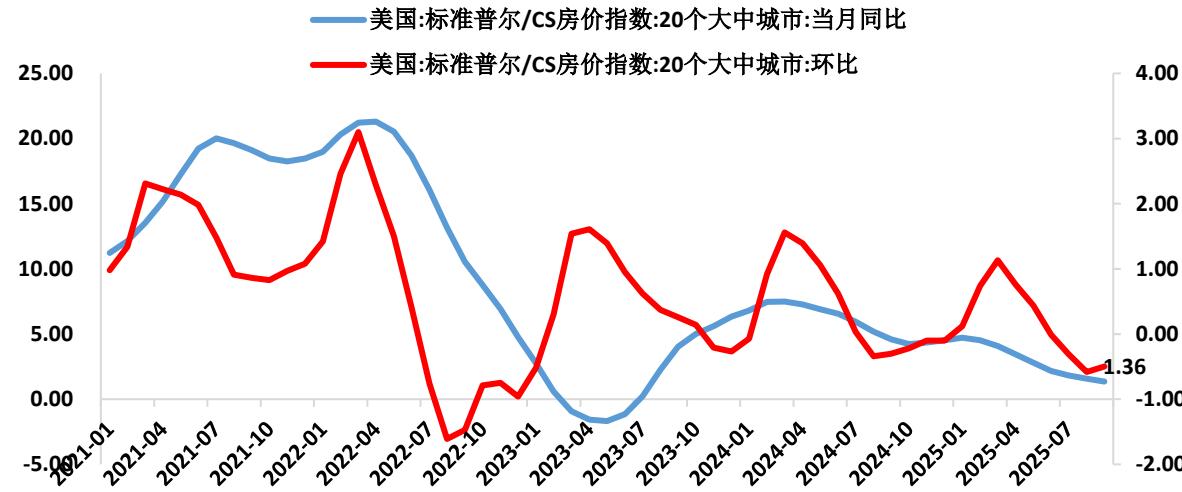
美国房地产销售和投资数据 (右轴: 成屋销售)



美国新建住房与成屋销售价格中位数 (美元)

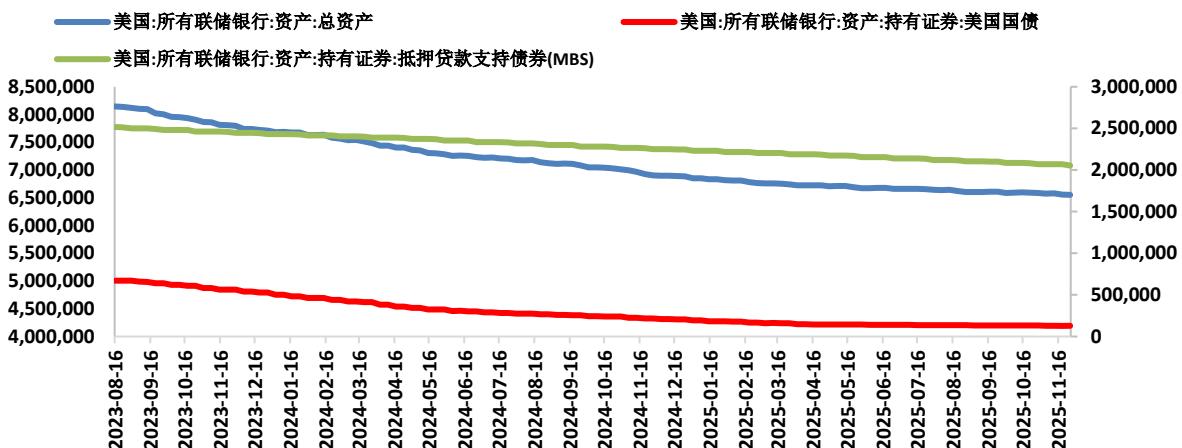


美国20个大中城市房价增速 (%)；环比: 右轴)



- 美国10月成屋销售总数年化410万户，连续两个月回升创八个月来最高水平，预期408万户，前值406万户，环比上涨1.2%，预期上涨0.5%，前值为上涨1.5%。房屋售价中位数同比上涨2.1%至41.52万美元，延续了自2023年年中以来连续的同比涨势；数据反映降息使按揭成本降低从而提振房地产市场。
- 今年9月S&P/CS20座大城市房价指数同比增速持续回落至1.4%，预期1.4%，前值1.6%，环比负增0.5%为连续4个月保持负增，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。

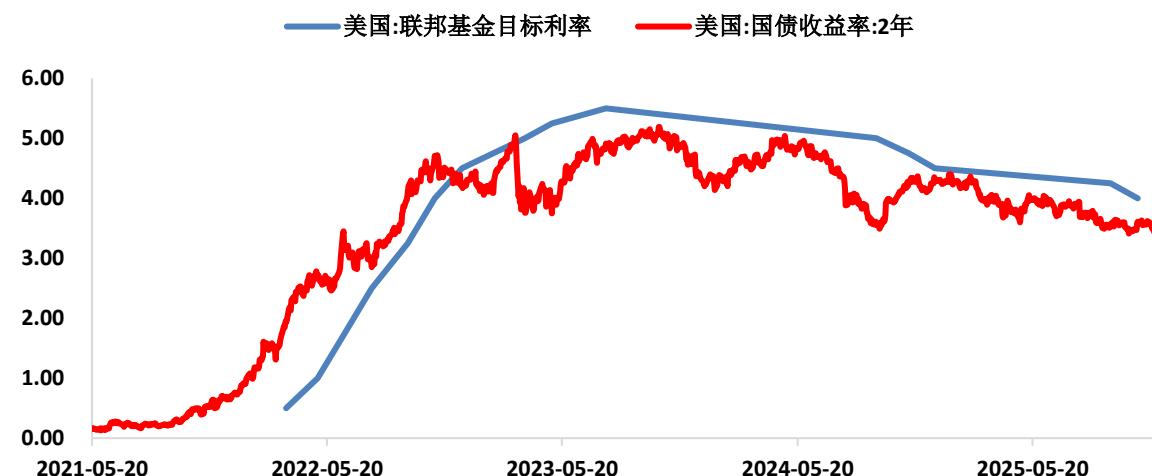
### 美联储资产负债表规模 (百万美元; 右轴: MBS)



### FedWatch美联储降息概率预测

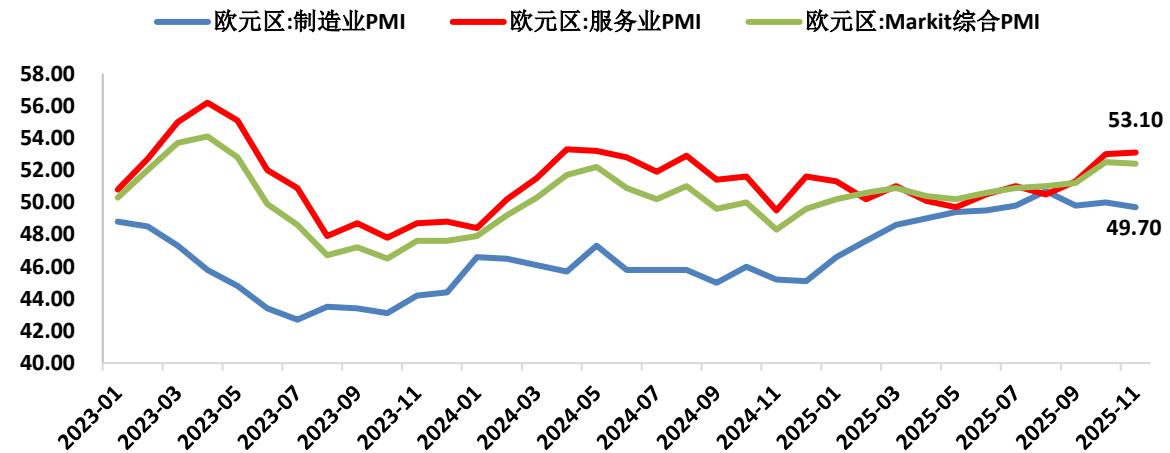
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400
2025/12/10				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	86.9%	13.1%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.1%	67.3%	9.6%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.7%	37.7%	48.2%	6.4%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	15.4%	40.4%	37.4%	4.8%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	14.4%	38.6%	37.6%	7.2%	0.3%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.1%	2.5%	15.7%	38.6%	36.0%	6.8%	0.3%
2026/9/16	0.0%	0.0%	1.1%	8.0%	25.3%	37.5%	23.8%	4.1%	0.2%
2026/10/28	0.0%	0.3%	2.6%	11.9%	28.0%	34.4%	19.4%	3.2%	0.1%
2026/12/9	0.1%	0.8%	4.8%	15.6%	29.5%	31.0%	15.7%	2.5%	0.1%

### 美国联邦基金目标利率与2年期美债收益率 (%)

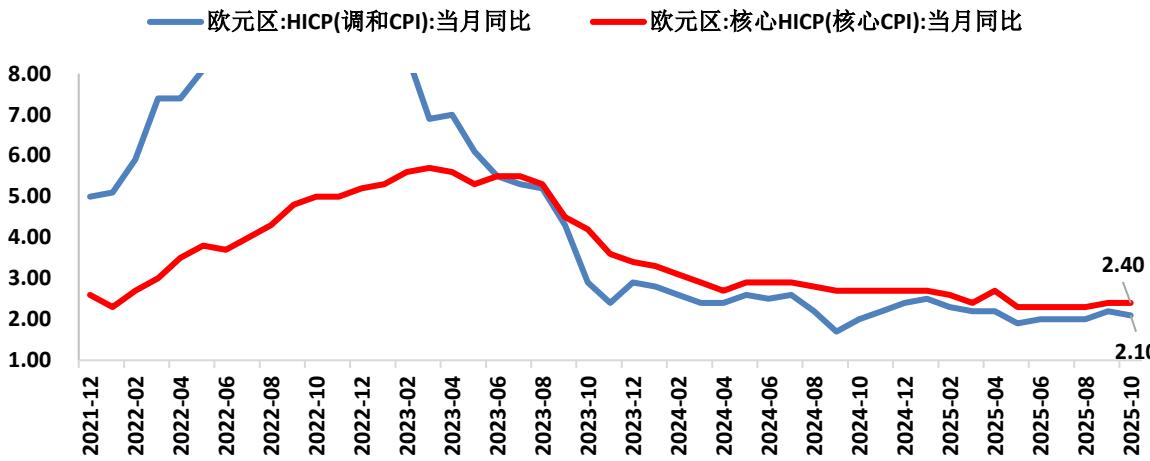


- 美联储褐皮书公布显示报告的十二个地方联储中经济活动自上次报告以来变化不大，不过有两个地区指出出现了温和的下滑，有一个地区报告了温和的增长。消费者总体支出进一步下降，就业人数略有下降，约一半的地区表示劳动力需求疲软，贷款需求和房屋销售活动分化各地呈现分化。
- 在关税和AI产业冲击美国经济结构性失衡叠加市场流动性偏紧的情况下，美联储官员持续释放12月降息的信号，目前市场预期12月降息概率到达86.9%，但随后几个月降息的可能性减少，2026年降息的次数可能较小。

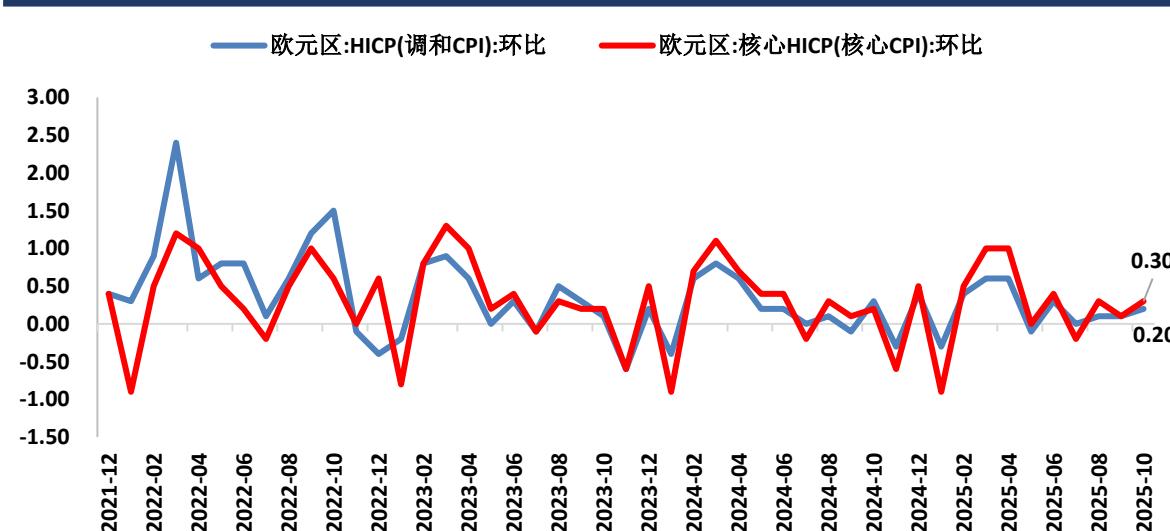
欧元区制造业与非制造业PMI



欧元区CPI与核心CPI同比 (%)

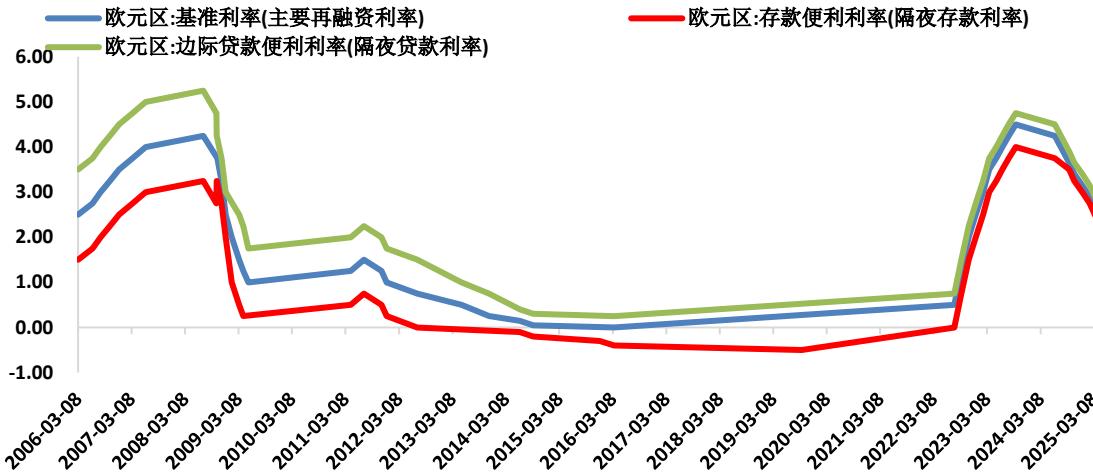


欧元区CPI与核心CPI环比 (%)

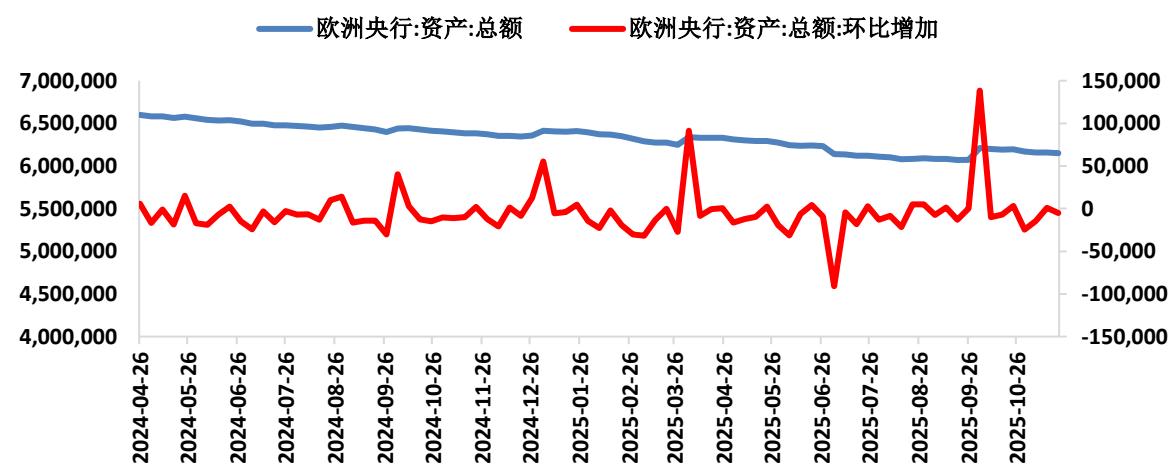


- 欧元区11月制造业PMI初值录得49.7，数据再次回到50荣枯线下方不及预期；服务业PMI初值53.1，高于前值53和值52.8，创一年半以来最好表现；综合PMI初值52.4，略低于10月数据52.5但符合预期，目前尽管制造业拖累增长，但服务业在整体经济中的高权重意味着欧元区整体在第四季度的增长较强；
- 欧元区10月CPI初值同比涨2.1%，略低于9月的2.2%，符合预期，核心通胀维持在2.4%水平不变，略高于预期2.3%。食品价格涨幅收窄，工业品价格明显降温使整体通胀回落，但服务业价格上涨加快显示价格粘性；
- 欧元区三季度GDP环比增长0.2%，超过预期的0.1%，也好于二季度的0.1%，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。

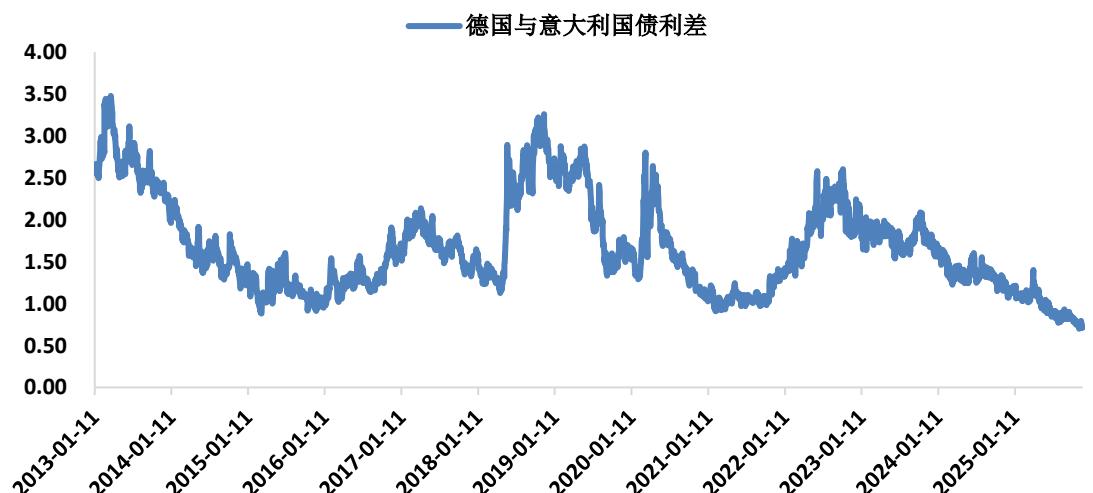
### 欧洲央行利率变化 (%)



### 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)

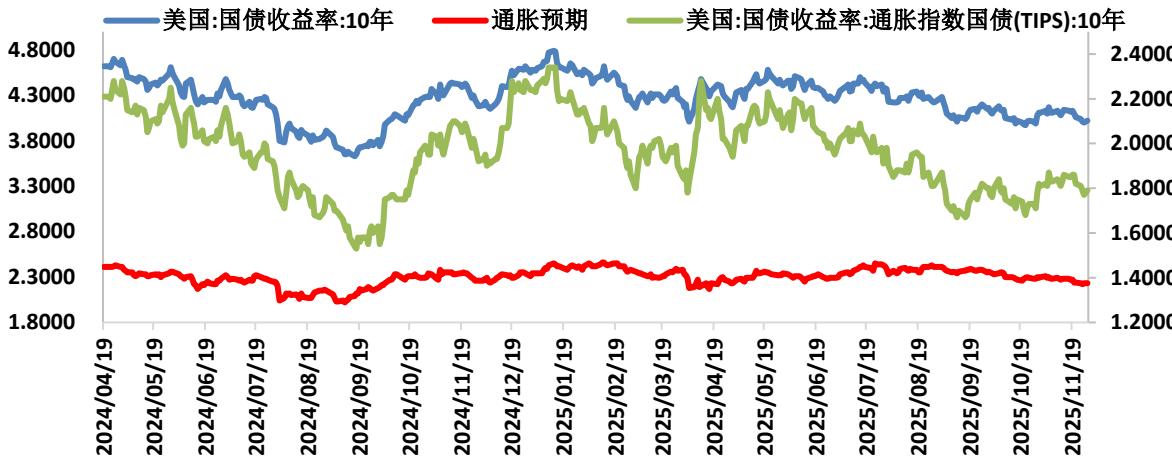


### 德国与意大利国债利差 (%)

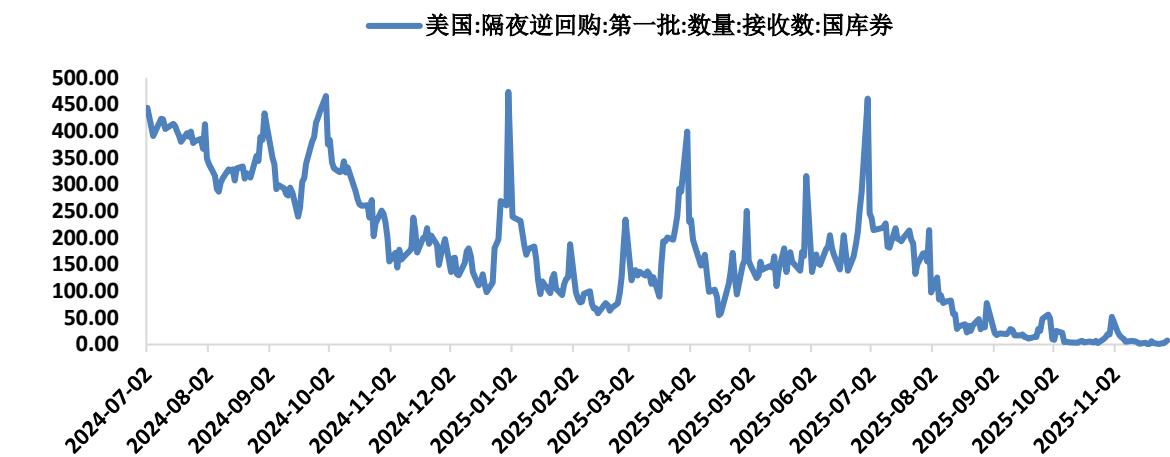


- 欧洲央行公布10月会议纪要显示，欧洲央行政策制定者在上月会议上并不急于降息，因为不确定性仍然异常高，有可能不需要进一步降息。欧洲央行连续3次停止降息因政策处于“良好状态”，目前经济显示出弹性，而通胀稳定在目标水平。会议纪要指出，“等待更多信息的选择价值仍然很高，目前的政策利率水平应被视为足够稳健，足以应对冲击。”一些官员甚至认为，欧洲央行可能不会再降息了。会议纪要中称，“有人认为，降息周期已经结束，因为除非风险成为现实，否则目前的有利前景可能会保持下去。”
- 目前情况下市场预期欧洲央行降息概率偏低，2026年再次降息的概率仅有30%。

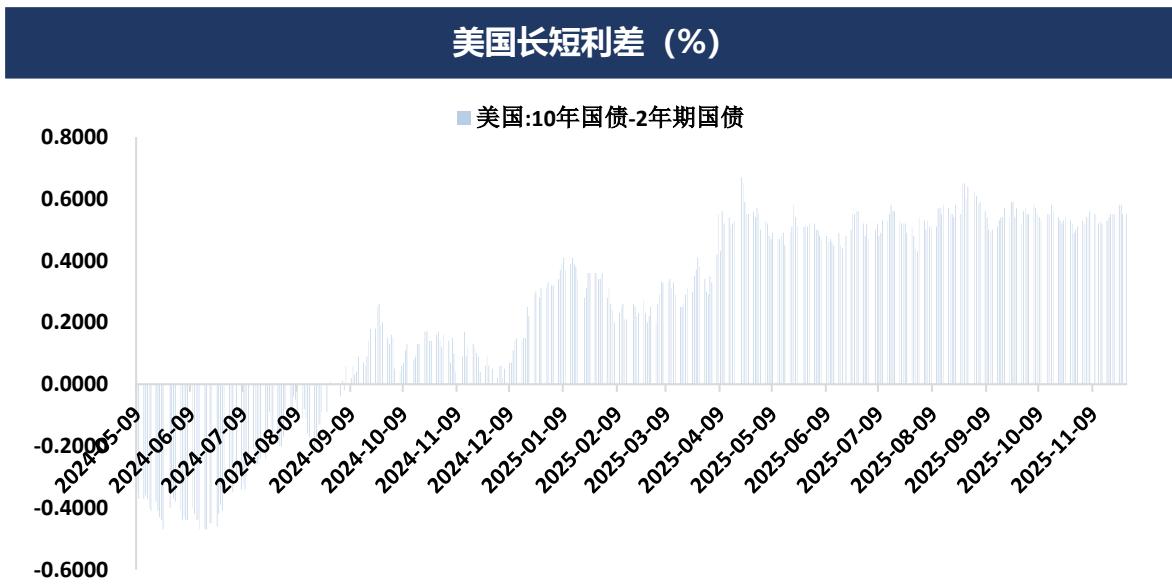
10年期美债收益率与美国通胀预期 (%；右轴：TIPS收益率)



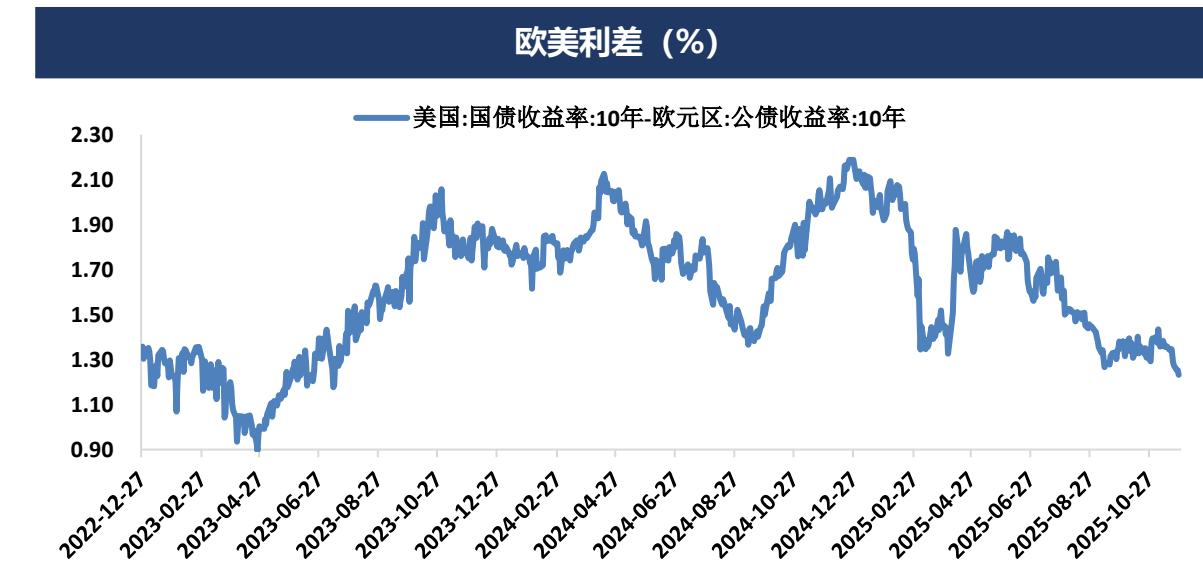
美联储隔夜逆回购协议 (RRP) 使用规模 (十亿美元)



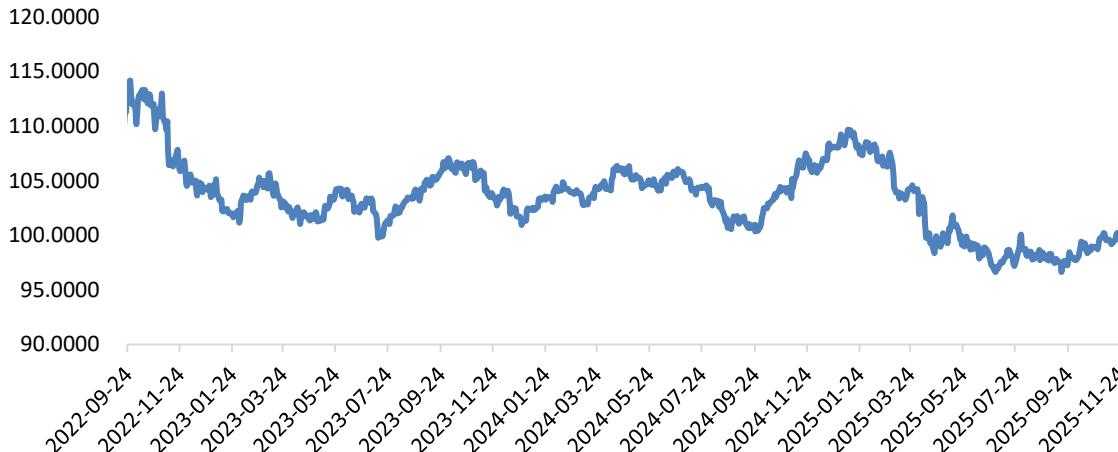
美国长短利差 (%)



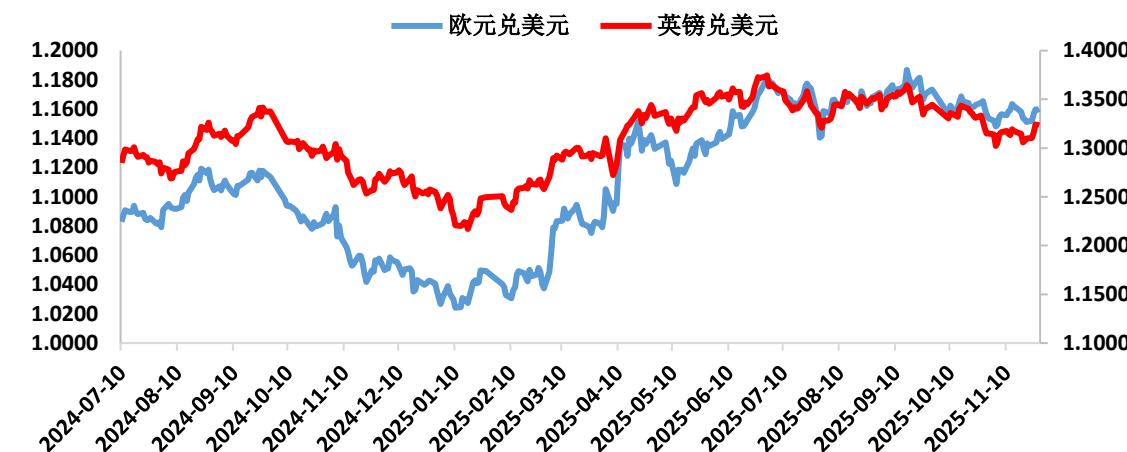
欧美利差 (%)



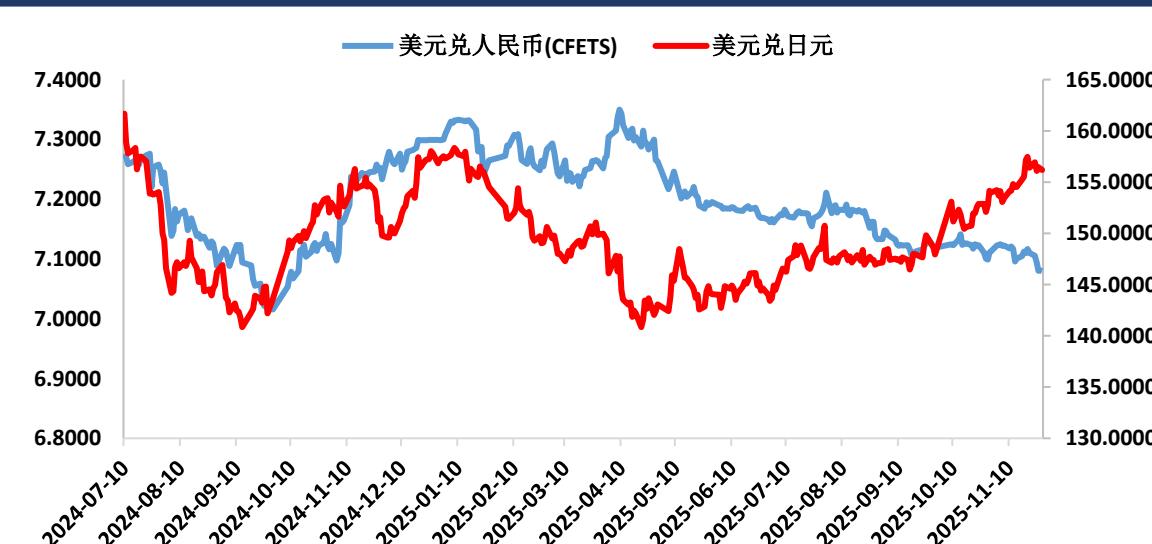
### 美元指数走势



### 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



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