



2025 年 9 月 29 日

金银维持强势，长假将至需防控风险

核心观点及策略

- 上周贵金属价格延续强势运行，国际金银价格在上周再创新高，金价实现连续第六周上涨。上周五公布的美国通胀数据符合市场预期，强化了市场对美联储今年晚些时候继续降息的预期，贵金属价格在上周五再度强势上攻。
- 美国8月核心PCE价格指数环比上涨0.2%，同比上涨2.9%，均符合预期，该数据不会阻碍美联储的降息节奏。美联储观察工具显示，投资者预计10月降息的概率高达88%，12月再次降息的概率为65%。美联储官员对于货币政策的分歧加大。
- 整体来看，在通胀符合预期、美联储维持宽松预期以及关税加征的背景下，黄金有望继续保持强劲走势。白银依然处于补涨驱动的行情之中，并有望挑战历史高点。但国内长假将至，需警惕假期间外盘价格出现剧烈波动的风险。
-
- 风险因素：美国非农就业数据超预期

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

一、上周交易数据

表 1 上周主要市场贵金属交易数据

合约	收盘价	涨跌	涨跌幅/%	总成交量/手	总持仓量/手	价格单位
SHFE 黄金	856.06	25.50	3.07	264305	178255	元/克
沪金 T+D	852.90	12.97	1.54	50644	211162	元/克
COMEX 黄金	3789.80	70.40	1.89			美元/盎司
SHFE 白银	10632	661	6.63	522479	634627	元/千克
沪银 T+D	10551	308	3.01	698132	3354936	元/千克
COMEX 白银	46.37	3.00	6.92			美元/盎司

注：(1) 成交量、持仓量：手（上期所按照双边计算，COMEX/LME 按照单边计算；LME 为前一日官方数据）；

(2) 涨跌= 周五收盘价-上周五收盘价；

(3) 涨跌幅=（周五收盘价-上周五收盘价）/ 上周五收盘价*100%；

资料来源：iFinD、铜冠金源期货

二、市场分析及展望

上周贵金属价格延续强势运行，国际金银价格在上周再创新高，金价实现连续第六周上涨。上周五公布的美国通胀数据符合市场预期，强化了市场对美联储今年晚些时候继续降息的预期，贵金属价格在上周五再度强势上攻。

美国 8 月核心 PCE 价格指数环比上涨 0.2%，同比上涨 2.9%，均符合预期，该数据不会阻碍美联储的降息节奏。美联储观察工具显示，投资者预计 10 月降息的概率高达 88%，12 月再次降息的概率为 65%。

美联储官员对于货币政策的分歧加大。美联储新晋理事米兰公开主张美联储迅速降息，以避免对美国经济造成损害。米兰警告称，当前的政策利率远高于他所估计的“中性”水平，正处于“高度限制性”的区间。美联储“可以通过一轮非常短暂的、每次 50 个基点的降息来达到目标”。美联储理事鲍曼表示，通胀已足够接近美联储目标，鉴于就业市场正在走弱，央行有理由进一步下调利率。芝加哥联储主席古尔斯比表示，如果经济数据显示通胀正处于达到央行目标的轨道之上，且劳动力市场保持稳定，那么利率可能会进一步下行。

另外，特朗普宣布自 10 月 1 日起对进口药品、重卡及家具加征新一轮关税，这一不确定性进一步推动避险情绪升温。

整体来看，在通胀符合预期、美联储维持宽松预期以及关税加征的背景下，黄金有望继续保持强劲走势。白银依然处于补涨驱动的行情之中，并有望挑战历史高点。但国内长假将至，需警惕假期间外盘价格出现剧烈波动的风险。

本周重点关注：美国 9 月非农、ADP 就业数据，中美 9 月 PMI，欧元区调和 CPI 数据等。事件方面，关注美联储官员讲话，美国联邦政府面临 9 月 30 日陷入停摆危机，日本自民党拟于 10 月 4 日举行党总裁选举，中秋国庆双节同庆 A 股休市 8 天。

风险因素：美国非农就业数据超预期

三、重要数据信息

1、美联储青睐的核心 PCE 物价指数（剔除食品和能源）环比上涨 0.2%，但同比涨幅仍维持在 2.9% 的高位，均符合预期且与前值持平。

2、美国 8 月消费支出连续三个月强劲增长，经通胀调整后增长 0.4%，超出预期的 0.2%，显示出消费者的韧性。

3、美国 9 月标普全球制造业 PMI 初值为 52，预期 52，8 月终值 53。服务业 PMI 初值为 53.9，综合 PMI 初值为 53.6，均低于预期并创三个月新低。

4、欧元区 9 月制造业 PMI 初值 49.5，重回荣枯线之下，预期为持平于 50.7；服务业 PMI 初值从 50.5 升至 51.4，超出预期。德国服务业 PMI 跃升至 52.5，创 8 个月新高，而制造业 PMI 则跌至 48.5 的四个月低位。法国制造业和服务业双双下滑。

5、美国 9 月密歇根大学消费者信心指数终值 55.1，降至四个月低点，低于初值 55.4。一年期通胀预期终值 4.7%，五至十年期通胀预期终值 3.7%，略低于初值和前值。

6、美国第二季度 GDP 终值年化环比增长 3.8%，较修正值 3.3% 大幅上调，创近两年最快增速。上修主要得益于消费者支出的意外强劲以及进口的下降。核心 PCE 物价指数终值由 2.5% 上调至 2.6%。

7、美国上周初请失业金人数下降 1.4 万至 21.8 万人，为 7 月中旬以来的最低水平，远低于市场预期的 23.5 万人。续请失业金人数则基本持平，微降 2000 人至 192.6 万。

8、美国 8 月新屋销售年化总数 80 万户，远超预期的 65 万户，环比大涨 20.5%，达到自 2022 年初以来的最快增速。8 月待售新房库存降至 49 万套，为今年以来的最低水平。

9、美国发布与欧盟正式敲定关税协议的文件，确认自 8 月 1 日起，对欧盟汽车及零部件征收 15% 的关税。同时，自 9 月 1 日起，欧盟药品、飞机及其零部件、仿制药及其原料，以及部分金属和矿石等被列入关税豁免清单。

四、相关数据图表

表 2 贵金属 ETF 持仓变化

单位（吨）	2025/9/26	2025/9/19	2025/8/27	2024/9/27	较上周 增减	较上月 增减	较去年 增减
ETF 黄金总持仓	1005.72	994.56	962.50	871.94	11.16	43.22	133.78
ishare 白银持仓	15361.84	15205.14	15274.70	14636.26	156.70	87.14	725.58

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

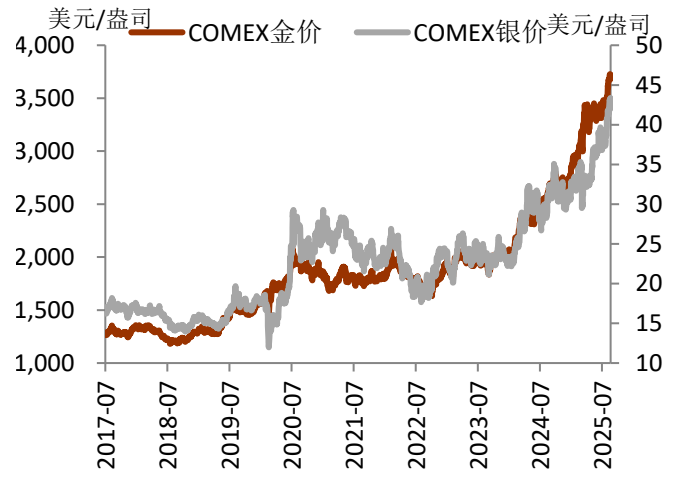
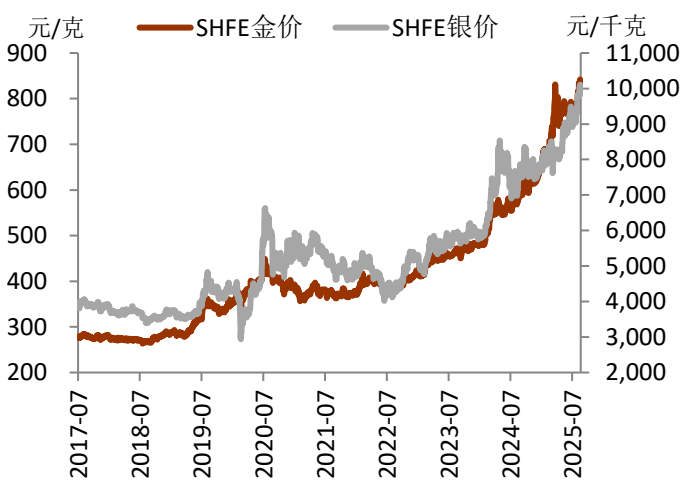
表 3 CFTC 非商业性持仓变化

黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2025-09-23	332808	66059	266749	339
2025-09-16	326778	60368	266410	4670
2025-09-09	324875	63135	261740	12210
2025-09-02	315796	66266	249530	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2025-09-23	72318	20042	52276	738
2025-09-16	71623	20085	51538	-2399
2025-09-09	72450	18513	53937	-1986
2025-09-02	74466	18543	55923	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图1 SHFE 金银价格走势

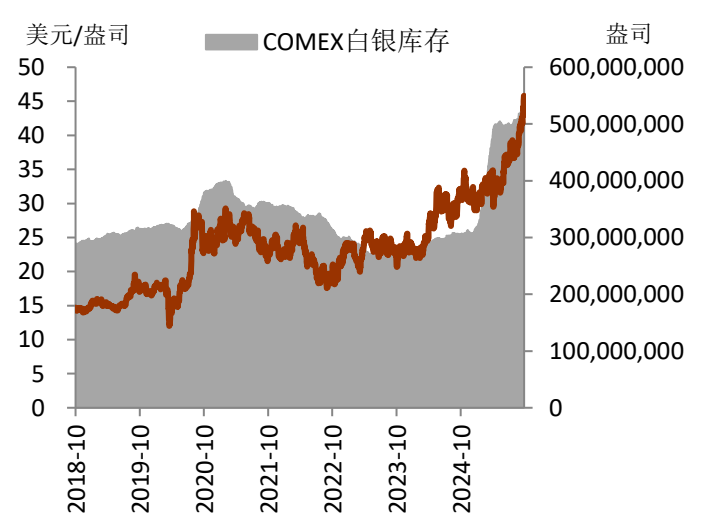
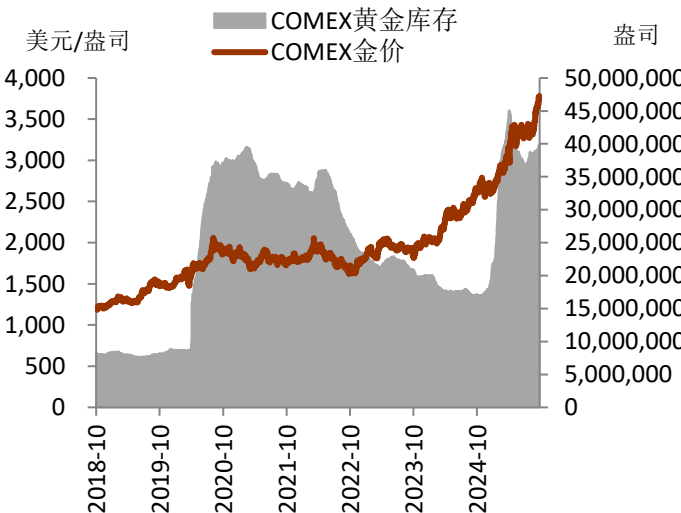
图2 COMEX 金银价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图3 COMEX 黄金库存变化

图4 COMEX 白银库存变化

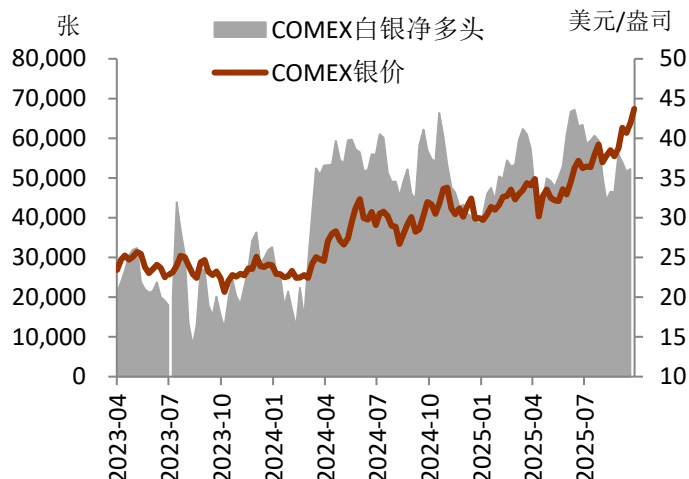
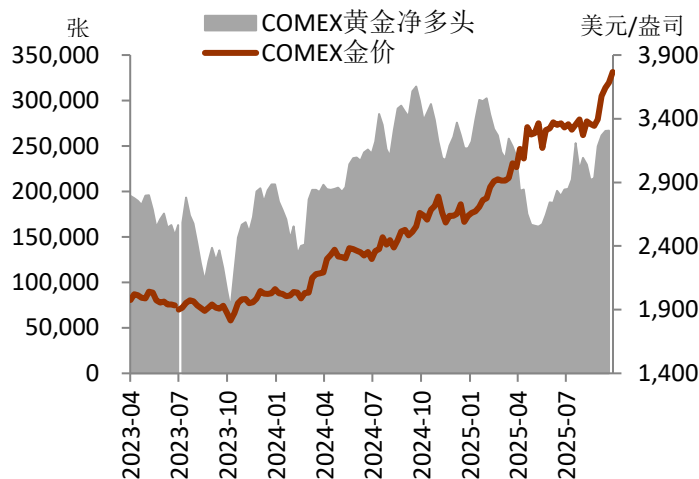


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图5 COMEX 黄金非商业性净多头变化

图6 COMEX 白银非商业性净多头变化

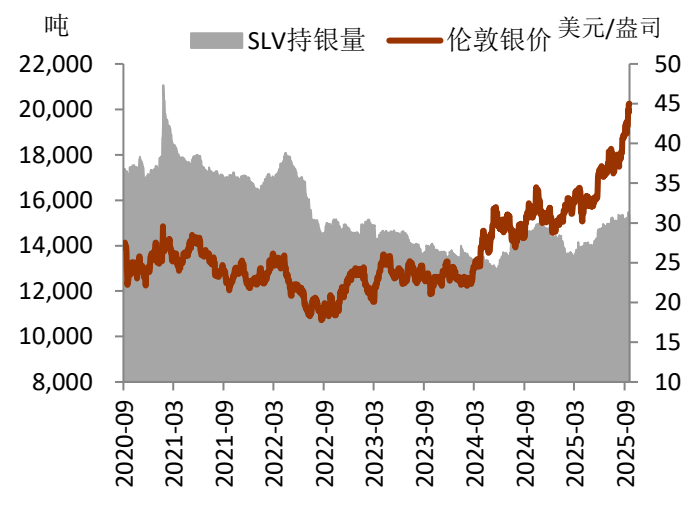
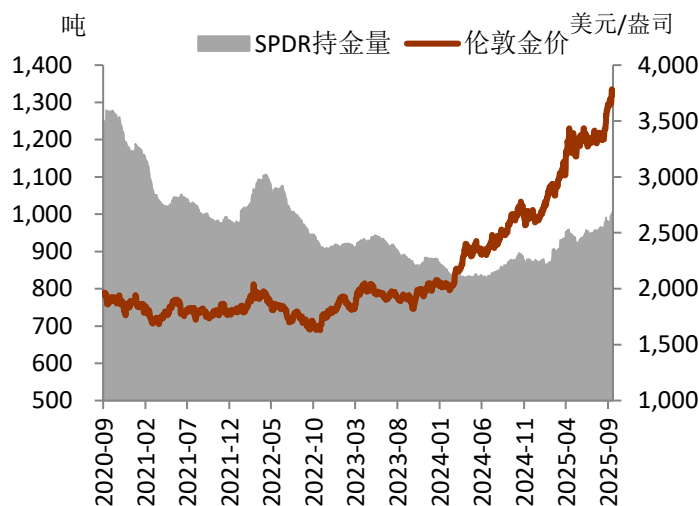
敬请参阅最后一页免责声明



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 7 SPDR 黄金持有量变化

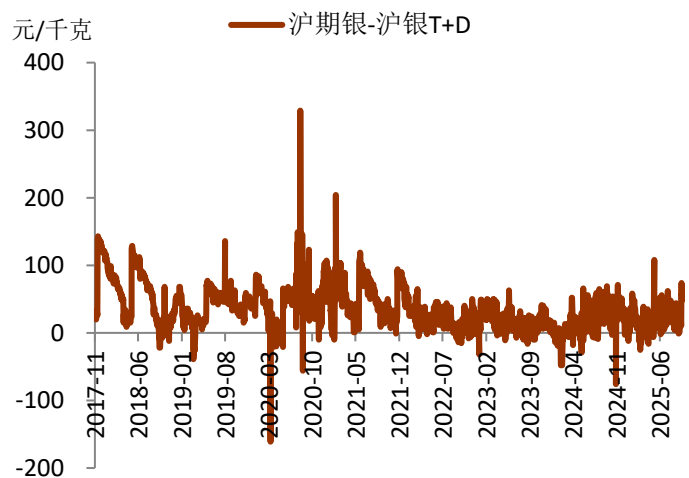
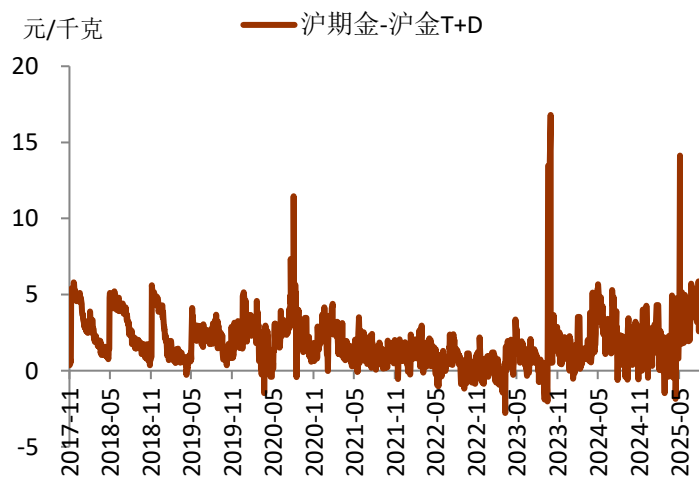
图 8 SLV 白银持有量变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 9 沪期金与沪金 T+D 价差变化

图 10 沪期银与沪银 T+D 价差变化

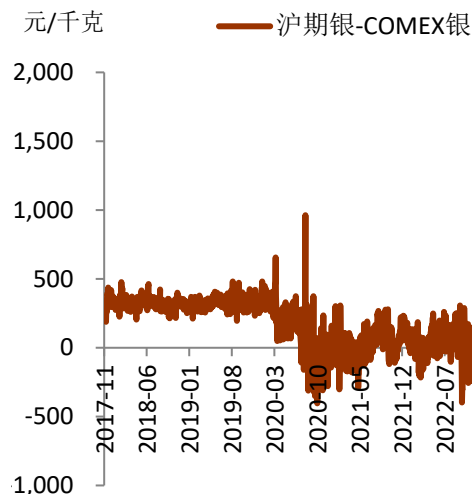
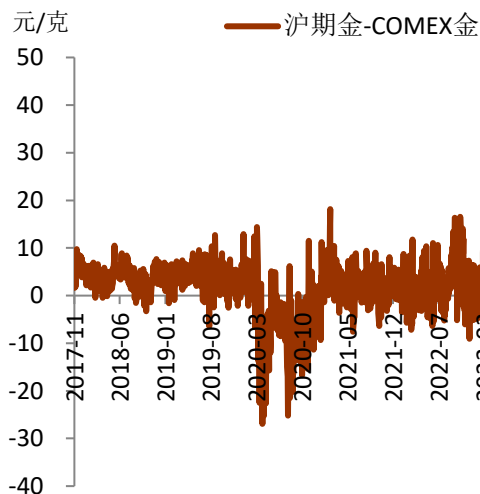


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 11 黄金内外盘价格变化

图 12 白银内外盘价格变化

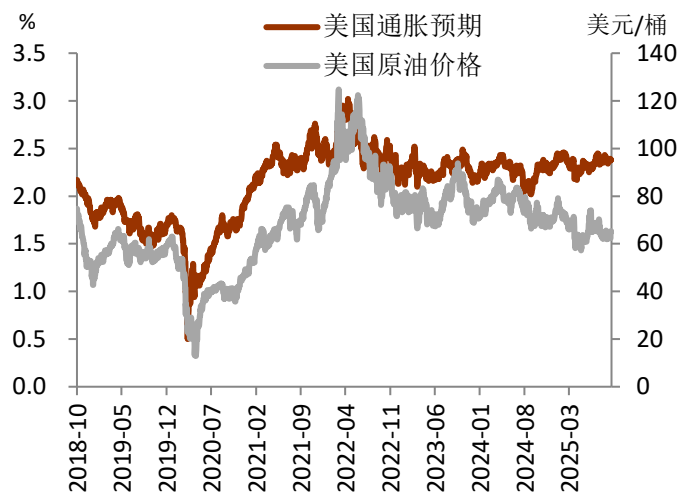
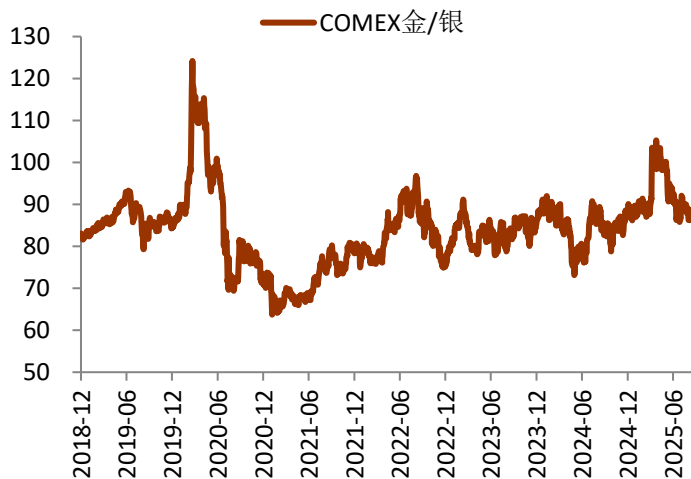
敬请参阅最后一页免责声明



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图 13 COMEX 金银比价

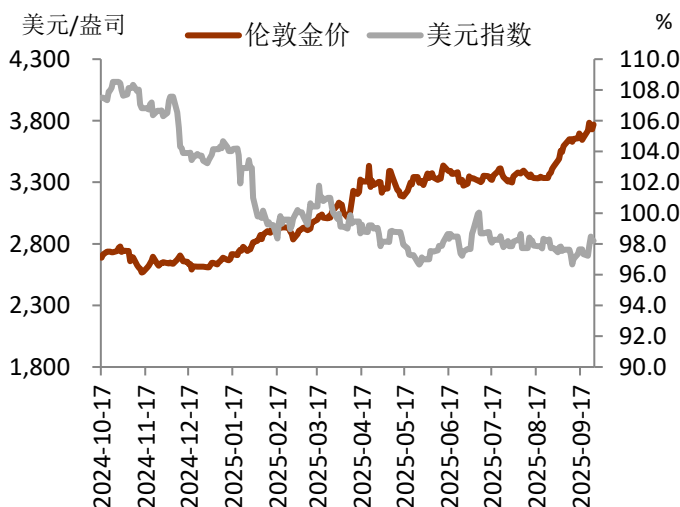
图 14 美国通胀预期变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图 15 金价与美元走势

图 16 金价与铜价格走势



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图 17 金价与 VIX 指数走势

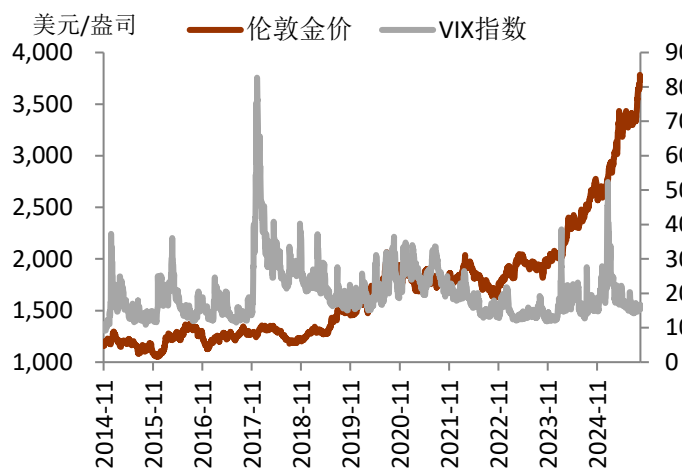
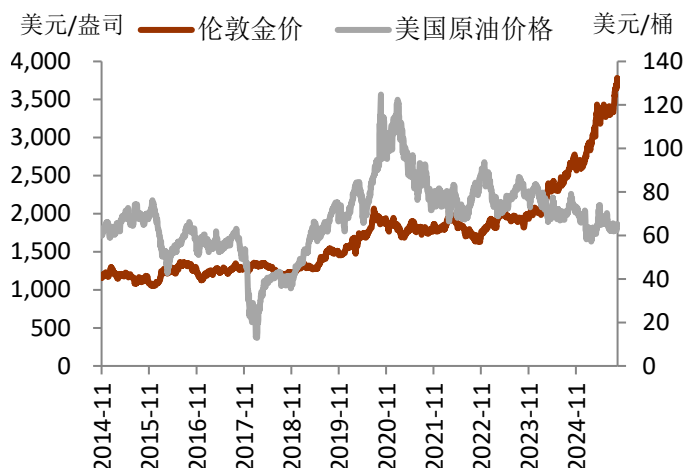


图 18 金价与原油价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 19 金价与美国 10 年期国债收益率走势

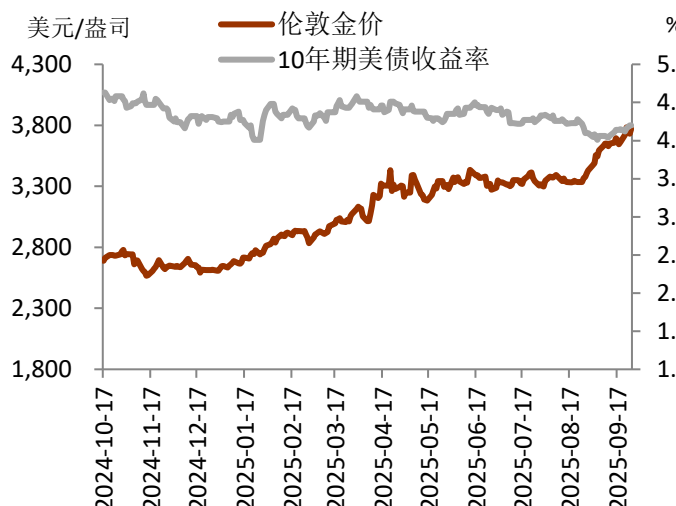
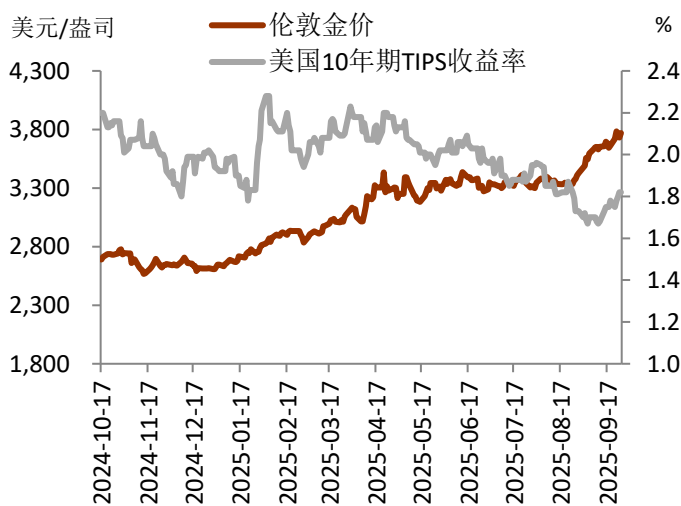


图 20 金价与美国实际利率走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 21 美联储资产负债表规模

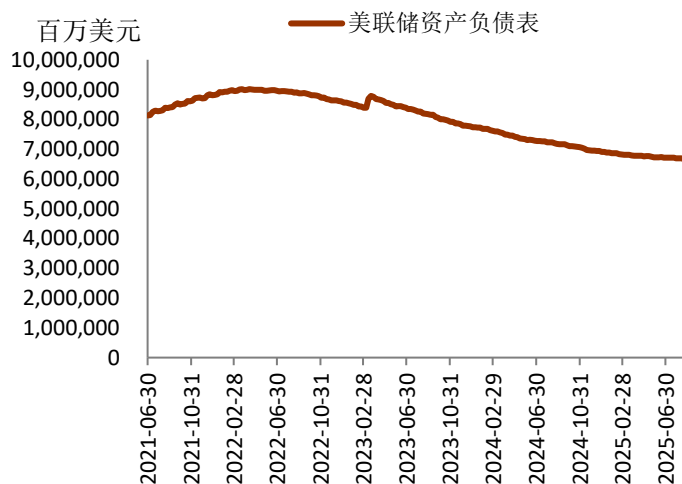
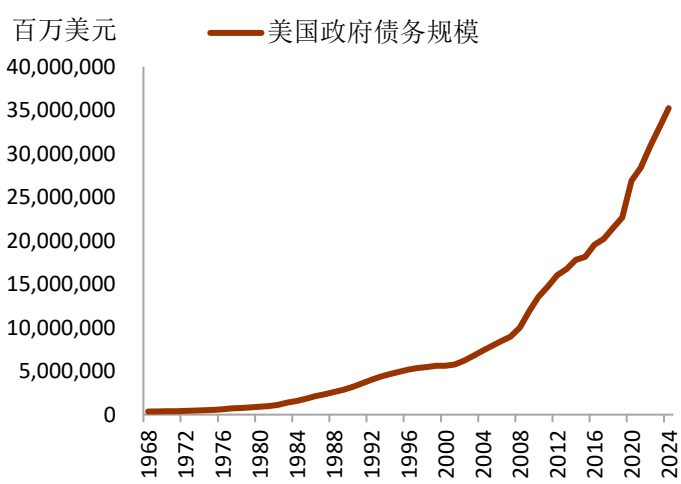


图 22 美国政府债务规模



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图 23 铜金比价

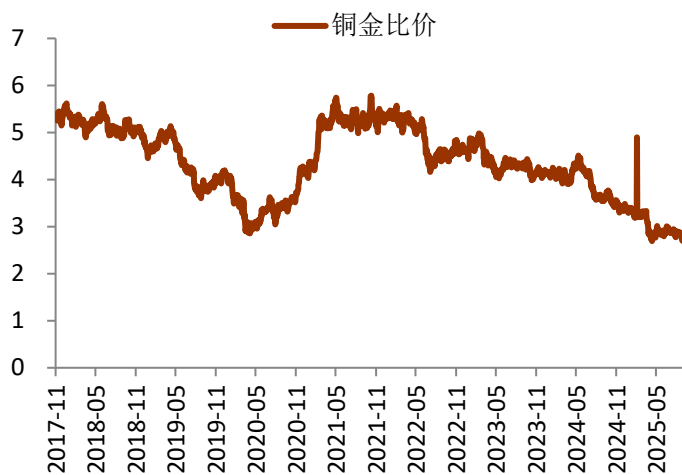


图 24 美元指数与欧元兑美元走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

洞彻风云 共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 306 室

电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室

电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B1 栋 901、902 室

电话：025-57910823

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室

电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室

电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室

电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号

电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室

电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。