



2025 年 10 月 13 日

长牛逻辑坚实，短期波动或加剧

核心观点及策略

- 在美联储独立性危机、美国政府停摆、货币宽松预期以及地缘局势紧张、央行持续购金、投资资金流入黄金白银ETF等一系列因素的助推下，金银价格的强势上涨，屡创新高。目前多头资金已显拥挤，投机资金有获利了结的可能，金银短期需警惕调整风险。目前中美关税摩擦再度升级，将限制贵金属的调整空间，预计金银价格可能通过高位震荡来实现调整。
- 长期来看，贵金属的避险属性强化，货币属性正在回归，金银长期上涨的逻辑依然坚实。现阶段金银价格仍处于长期上涨的趋势之中，后市金银价格还将再创新高。
- 风险因素：中美贸易摩擦恶化、美国通胀数据超预期上涨

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

从业资格号：F0297587
投资咨询号：Z0011509

黄蕾

从业资格号：F0307990
投资咨询号：Z0011692

高慧

从业资格号：F03099478
投资咨询号：Z0017785

王工建

从业资格号：F3084165
投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

从业资格号：F03112296
投资咨询号：Z0021040

何天

从业资格号：F03120615
投资咨询号：Z0022965

目录

一、贵金属行情回顾	4
二、贵金属价格影响因素分析.....	5
1、美国政府停摆加剧美元信用危机	5
2、贸易局势紧张依旧，关税摩擦再度升级	5
3、美国经济韧性仍存，将延续降息	6
三、市场结构及资金流向分析.....	9
1、金银比价变化	9
2、期现及内外价差变化	9
3、央行购金动向	10
4、贵金属库存变化	11
5、金银 ETF 持仓分析	13
6、CFTC 持仓变化	14
四、行情展望及操作策略.....	15

图表目录

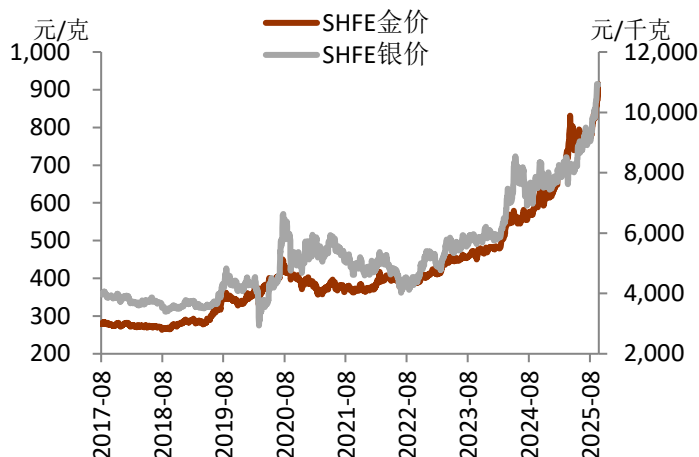
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	4
图表 4 金价与美债利率走势变化	4
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化	7
图表 6 美欧经济意外指数变化	7
图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	7
图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化	7
图表 9 美国职位空缺数变化	7
图表 10 美国周度初请和续请失业金人数	7
图表 11 美国非农就业人数和失业率变化	8
图表 12 美国时薪增速	8
图表 13 主要经济体 CPI 变化	8
图表 14 美元 PCE 和核心 PCE 变化	8
图表 15 美国通胀预期变化	8
图表 16 美元指数与美元非商业性净头寸变化	8
图表 17 COMEX 金银比价变化	9
图表 18 沪期金银比价变化	9
图表 19 沪期金与 COMEX 金价差变化	10
图表 20 沪期银与 COMEX 银价差变化	10
图表 21 国内黄金期现价差	10
图表 22 国内白银期现价差	10
图表 23 主要央行黄金储备量	11
图表 24 中国央行黄金储备变化	11
图表 25 COMEX 贵金属库存变化	12
图表 26 COMEX 黄金库存变化	12
图表 27 COMEX 白银库存变化	12
图表 28 上海黄金交易所白银库存变化	12
图表 29 上海期货交易所白银库存变化	12
图表 30 贵金属 ETF 持仓变化	13
图表 31 黄金 ETF 持仓变化	14
图表 32 白银 ETF 持仓变化	14
图表 33 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化	14
图表 34 CFTC 黄金净多头持仓变化	15
图表 35 CFTC 白银净多头持仓变化	15

一、贵金属行情回顾

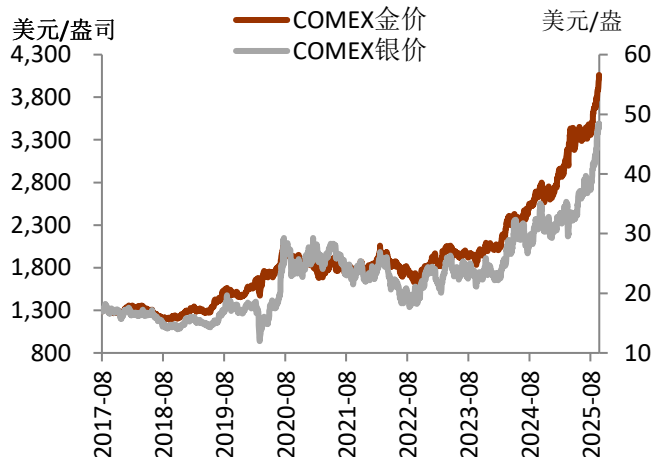
2025 年 9 月，贵金属价格延续强势上攻。符合预期的通胀数据强化降息预期，COMEX 期金在 9 月一举突破前期 3509.9 美元/盎司的历史高点，而后美联储在 9 月会议上如期降息，宽松预期强化，金价屡创新高，COMEX 期金 9 月涨幅高达 10.57%，并在 10 月初美国政府停摆的影响下一举突破 4000 美元的整数关口。白银延续补涨逻辑，且海外市场白银现货紧缺助推涨势，COMEX 期银在 9 月表现更加强劲，月度涨幅达 14.94%。10 月 9 日，COMEX 期银盘中一度逼近 50 美元/盎司的历史高点，伦敦现货银价更是冲高至 51 美元/盎司，而后回吐涨幅而收跌。

人民币兑美元汇率在 9 月先升后贬，整体波动不大。国内金银价格走势均略强于外盘，沪期金月度涨幅达 11.37%，国内银价表现特别亮眼，沪期银在 9 月初稍作震荡整理之后一举站上 10000 元/千克的关口之上，月度涨幅达 16.32%，并在 10 月 9 日冲高至 11490 元/千克的历史高点。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

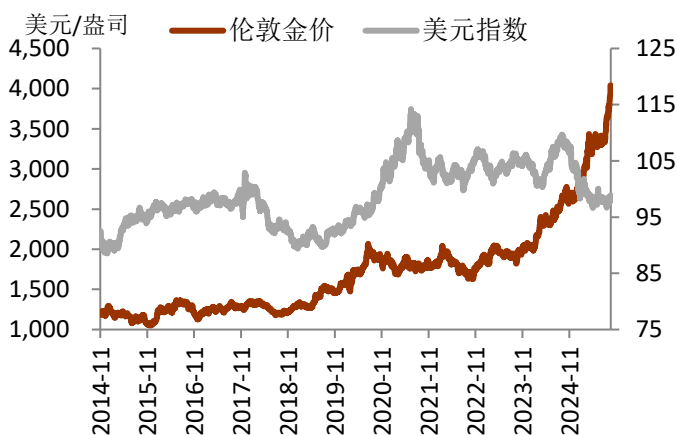


图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势

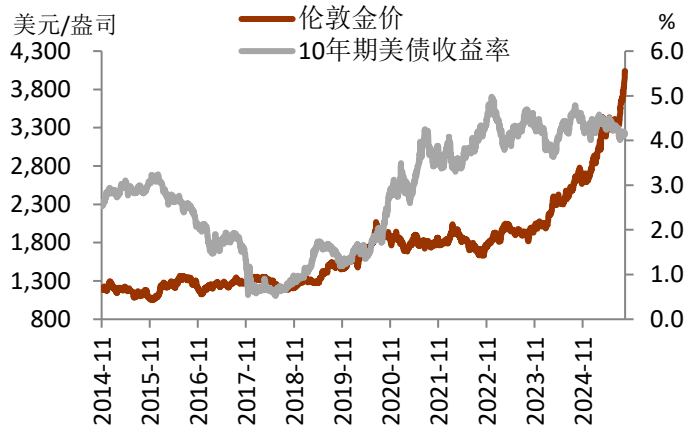


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 3 金价与美元指数走势变化



图表 4 金价与美债利率走势变化



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

二、贵金属价格影响因素分析

美国 9 月通胀数据并未超预期反弹，美联储如期降息，货币宽松预期进一步强化，叠加美国政府停摆，以及资金助推，金银价格持续走强并屡创新高。

1、美国政府停摆加剧美元信用危机

9 月 30 日，因临时财政拨款未能及时通过，美国政府时隔近 7 年再次陷入停摆。今年美国政府停摆，主因是两党就是否延长医疗保险补贴政策发生争执、未能及时通过临时拨款。民主党坚持延长奥巴马《平价医疗法案》的增强型医疗保险税收抵免，并要求撤销《美丽大法案》中对医疗补助的削减条款；共和党则指责民主党强行捆绑议题，应为政府停摆负责。

目前政府停摆已进入第二周，美国参议院再次否决临时拨款法案，市场预计政府停摆时长或达 15 天以上。美国国会预算办公室估计每日约有 75 万名政府雇员被迫停薪休假，这一数字远高于 2018-2019 年 38 万人的水平。根据最新报道，联邦政府裁员已经开始，此次针对联邦雇员的裁员可能人数多、影响广。短期来看，经济数据发布被迫中断，联邦雇员停薪休假，以及裁员可能造成局部消费下滑。此次美国政府停摆，暴露的是民主党和共和党之间的政治斗争恶化，以及信任体系崩塌。特朗普在第二任期内推行“一党统治”凭借微弱优势通过共和党法案，并签署数量破纪录的行政命令。数月来，白宫屡屡无视国会拨款要求，管理和预算办公室主已取消国会批准的数十亿美元拨款，导致政府资金无法按国会要求正常拨付。这破坏了两党谈判所需的信任基础。美国两党内部分裂凸显政治僵局，加剧了美国政府的信誉危机，以及以此为背书的美元的信任危机。在此背景下，贵金属的避险属性强化，货币属性也在愈发受到重视。

若美国政府停摆问题得到解决，市场避险情绪会减弱，也需警惕贵金属价格在快速上涨后出现回调的风险。

2、贸易局势紧张依旧，关税摩擦再度升级

特朗普发起关税战以来，美国对贸易伙伴国频繁加征关税是全球贸易局势不稳定的根源。美国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。特朗普宣布，自 10 月 1 日起对多类进口产品实施新一轮高额关税，包括对厨房橱柜、浴室洗手台及相关建材征收 50% 关税，对进口家具征收 30% 关税，并对专利及品牌药品加征 100% 关税。10 月 6 日特朗普宣布，11 月 1 日起美国将对进口中型和重型卡车征收 25% 关税。美国联邦最高法院 9 月曾宣布将于 2025 年 11 月首周就特朗普政府征收的多数关税政策合法性进行口头辩论。

特朗普 10 月 10 日在社交平台上表示，自 11 月 1 日起，美国将对所有从中国进口的商

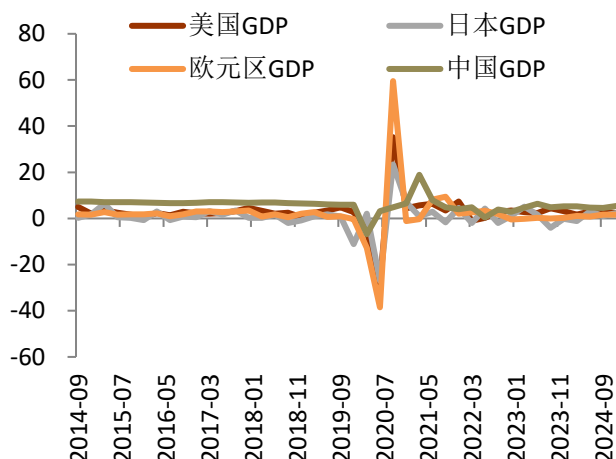
品加征 100% 的新关税，美方将于同一天对“所有关键软件”实施出口管制。美国对华商品平均关税目前约为 57%。若此次加税得以实施，美国对华关税将升至 150% 以上。本次关税升级的一方面是特朗普对中国实施稀土出口新管制措施的报复，另一方面也在以中美关税战来转移当前美国内部的矛盾。此次事件对市场的冲击程度弱于 4 月初对等关税刚宣布时的情形。经过 6 个月的博弈和准备，中方已有更多的底气来应对，对市场起到根本影响的依然是关税谈判进展，尤其是在 11 月 1 日之前双方如何妥协。

3、美国经济韧性仍存，将延续降息

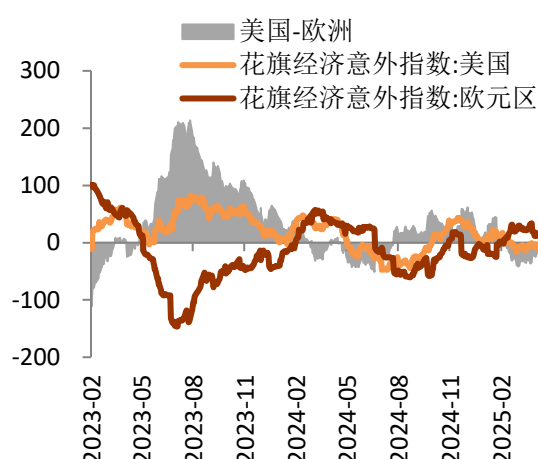
因美国政府停摆，重磅的 9 月非农就业数据、CPI 数据推迟发布，但从美国近期公布经济数据好坏不一，没有指向美国经济显著走弱。美国第二季度 GDP 终值年化环比增长 3.8%，较修正值 3.3% 大幅上调，创近两年最快增速，主要得益于消费者支出的意外强劲以及进口的下降。美国 8 月 PCE 物价同比 2.7%，环比 0.3%，符合预期；8 月核心 PCE 物价同比 2.9%，环比 0.2%，持平预期和前值，显示月度通胀压力相对稳定。8 月美国职位空缺数小幅增至 723 万个，较上月增加 1.9 万个，符合市场预期；9 月 Challenger 报告显示私营企业裁员规模总体稳定；但 ADP 私人就业人数减少 3.2 万、连续两月下修，显示企业招聘需求降温。10 月初公布的 ISM 美国制造业 PMI 上行 0.4 个点至 49.1；但 ISM 服务业 PMI 意外下行 2 个点至 50.0。整体来看，除就业数据以外，美国经济仍展现出相对韧性。预计市场之前对美国经济衰退预期的定价会出现修正，美元指数短期走势可能出现阶段性企稳，并存在反弹的可能。

美联储官员对于货币政策的分歧加大。美联储主席鲍威尔将 9 月降息定义为“风险管理式”举措，主要应对就业市场疲软，但表示不会急于开启大规模宽松。美联储新晋理事米兰主张美联储迅速降息，以避免对美国经济造成损害。米兰称，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，多位美联储官员均支持采用通胀目标范围替代现行 2% 的精确目标。目前市场普遍预期美联储将会在 10 月、12 月的继续降息 25BP。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化



图表 6 美欧经济意外指数变化

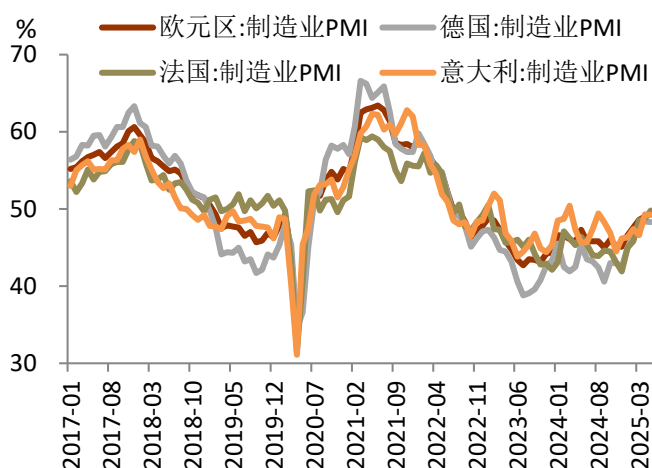


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

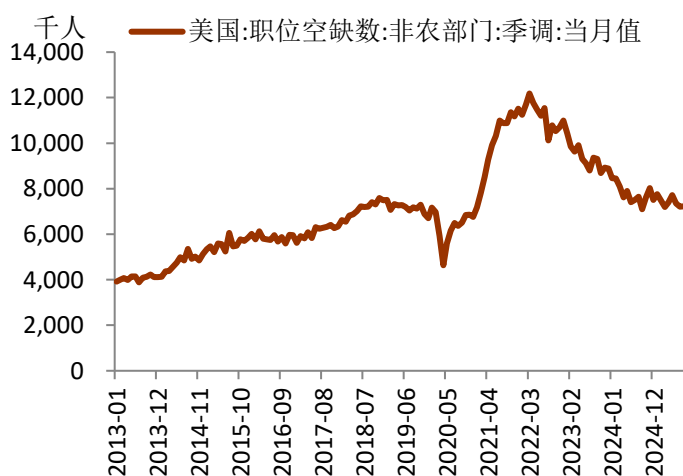


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

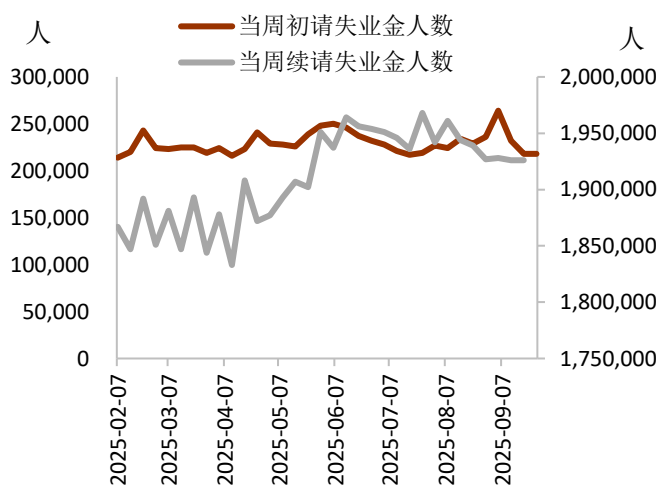


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 美国职位空缺数变化

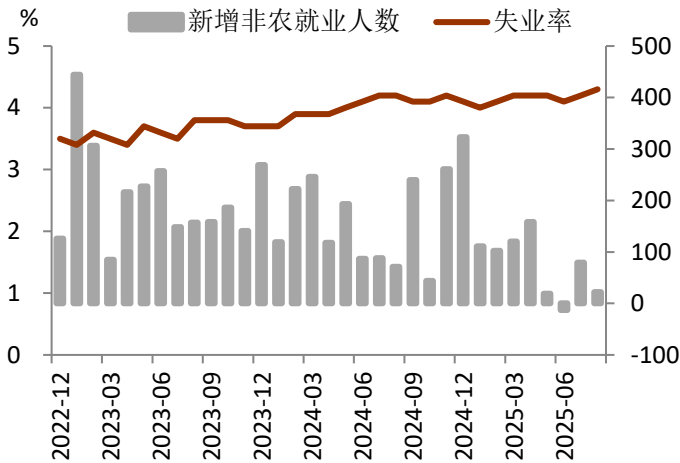


图表 10 美国周度初请和续请失业金人数



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 美国非农就业人数和失业率变化

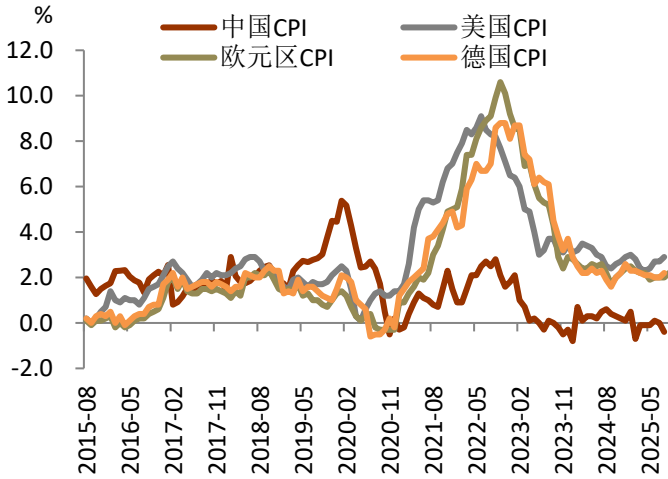


图表 12 美国时薪增速

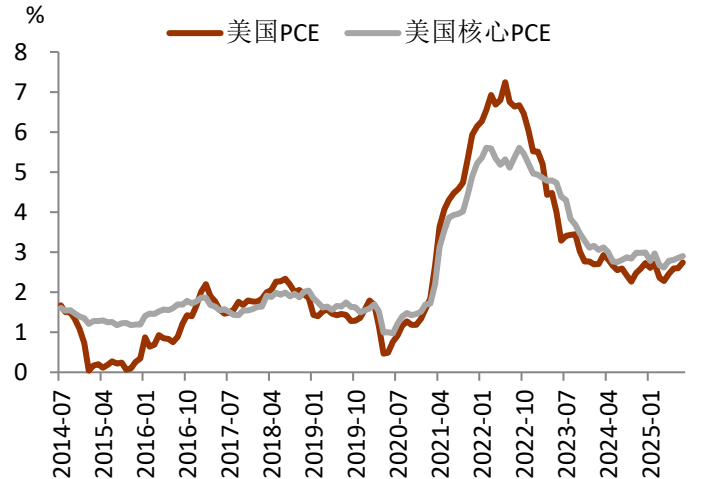


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 主要经济体 CPI 变化

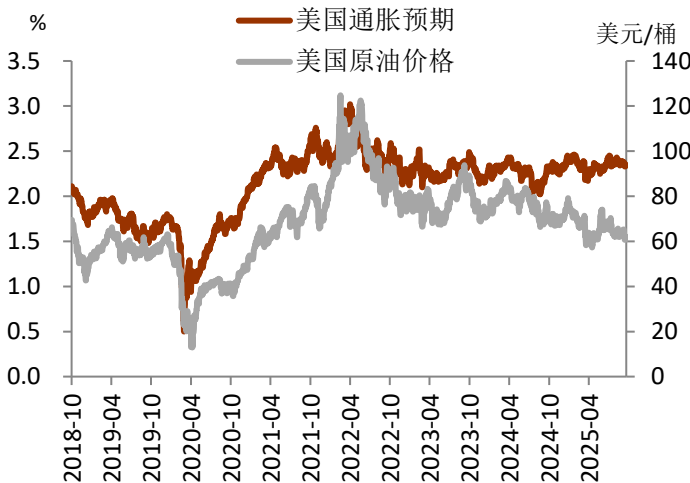


图表 14 美元 PCE 和核心 PCE 变化

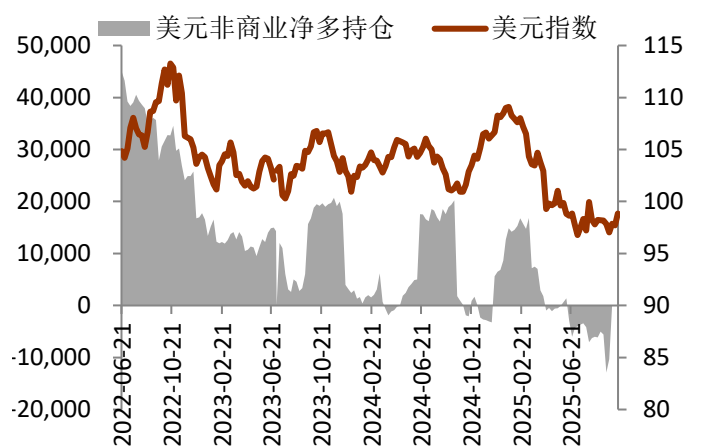


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 15 美国通胀预期变化



图表 16 美元指数与美元非商业性净头寸变化



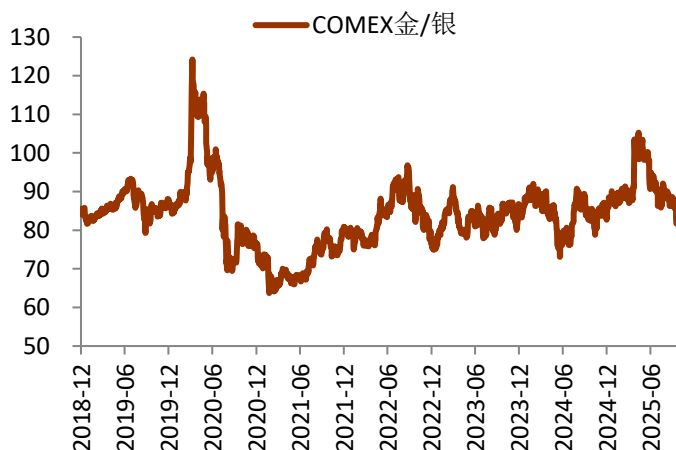
资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

三、市场结构及资金流向分析

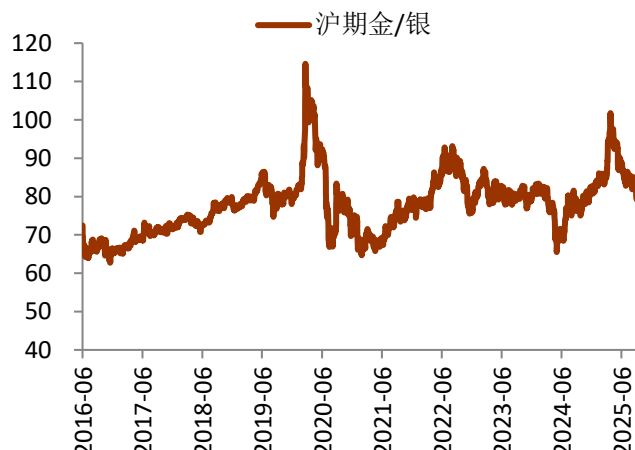
1、金银比价变化

9月银价走势明显强于金价，COMEX 金银比价从 88.6 持续回落至 81.7 附近，沪金银比价从 85 回落至 79 附近。近期美国政府停摆刺激避险需求，金价强势运行再创历史新高，金银比价略有反弹。我们依然认为，虽然近两个月银价已经大幅上涨，但相对于屡创新高的黄金，白银的价格仍处于低位，预计白银的补涨逻辑还将持续，后续金银比价可能会继续回归。

图表 17 COMEX 金银比价变化



图表 18 沪期金银比价变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、期现及内外价差变化

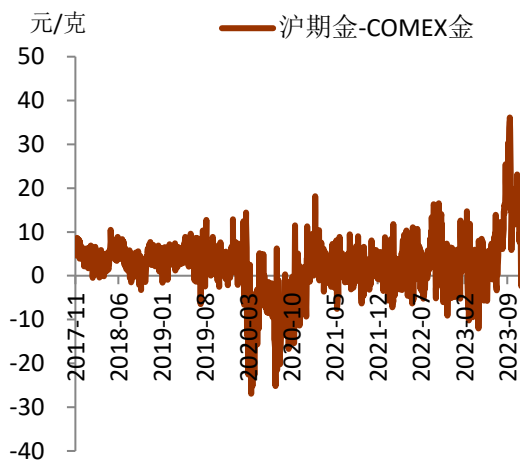
国内金银价格与外盘紧密联动，且大部分情况下国内都存在溢价。由于国内贵金属存在出口管制，因此黄金与白银的内外价差无法通过出口机制来抹平，内外市场的折溢价取决于两个市场供需力量的对比，以及市场参与者对人民币兑美元汇率的预期。

9月沪期金与COMEX期金价差持续为负，甚至一度扩大为-20元/克，说明国外市场做多黄金的资金更强，也体现了国内市场对于人民币长期升值的预期。9月沪期银与COMEX期银价差有明显收窄，并在10月9日国内节后开盘出现罕见的负价差，而海外白银现货租赁利率持续飙升，伦敦白银现货比COMEX白银期货出现溢价2美元/盎司的溢价，可见海外白银现货非常紧张，白银在演绎逼仓行情。

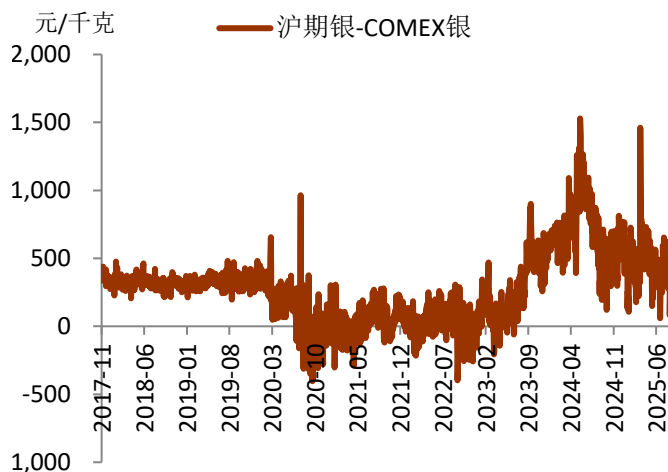
整体来看，国内黄金市场的独立性增强。目前香港黄金交易所重新启航，将为国内外黄金交易提供桥梁，打造连接东西方的黄金枢纽，增加我国在黄金市场的定价权，推动“黄金+人民币”绑定，也体现了推动人民币国际化的战略意图。

从黄金白银的国内期现价差来看，目前均处于正常波动区间。

图表 19 沪期金与 COMEX 金价差变化

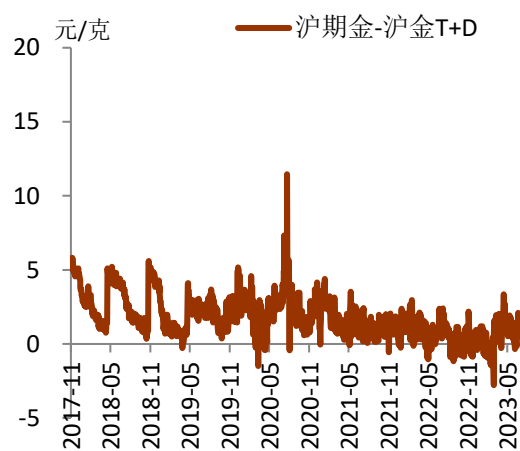


图表 20 沪期银与 COMEX 银价差变化

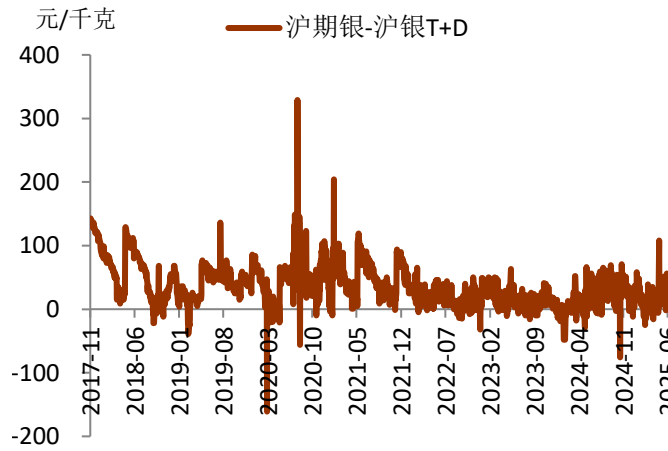


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 21 国内黄金期现价差



图表 22 国内白银期现价差



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、央行购金动向

从 2010 年开始，全球央行就成为黄金的净买入方。2022 年初俄乌冲突发生后，各国央行加速其储备资产的多元化进程，黄金作为最没有政治风险的资产受到央行的青睐。

各国央行在 2024 年继续主导黄金市场，2024 年连续第三年购买了超过 1000 吨黄金，约占去年总需求的 20%，特别是去年四季度购金量大幅增加至 333 吨，使得全球央行的年度购金总量被推至 1045 吨。其中，波兰、印度和土耳其是最大的买家。据统计，全球央行

敬请参阅最后一页免责声明

黄金持有量已首次超过美国国债持仓，凸显其对抗通胀与地缘政治风险的战略地位。

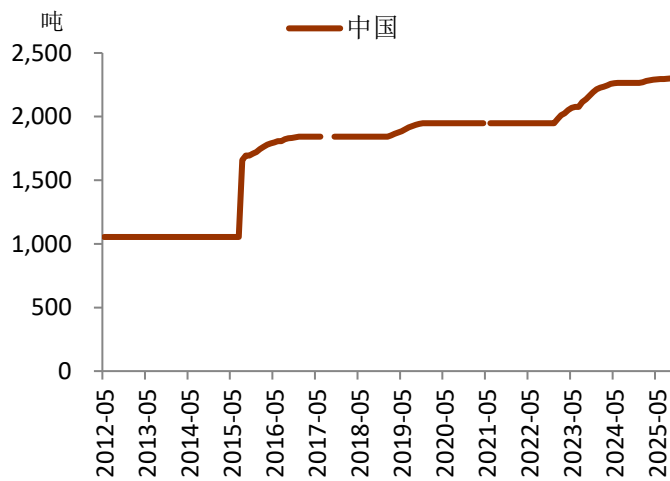
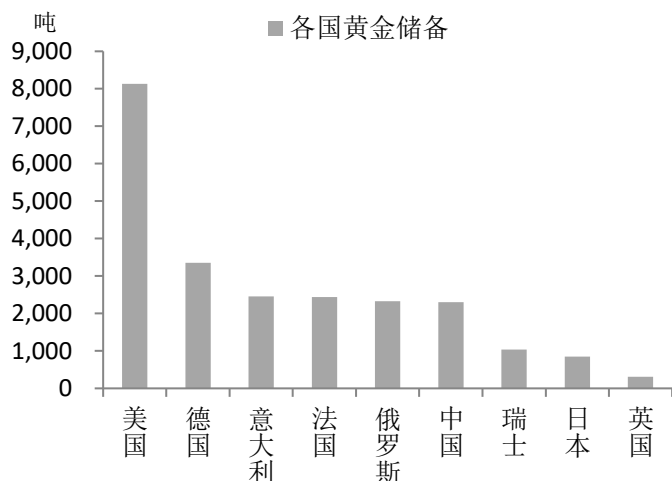
根据世界黄金协会发布的《2025 年二季度全球黄金需求报告》显示，购金主力军全球央行的购买量有所放缓，全球央行在二季度净购金 166 吨，增储量同比减少 21%，但上半年总体维持在五年平均水平以上。中国央行二季度净购金 6 吨，上半年累计增储 19 吨。

中国央行最新公布的数据显示，中国 9 月末黄金储备 7406 万盎司（约 2303.523 吨），环比增加 4 万盎司（约 1.24 吨），为连续第 11 个月增持黄金。波兰央行亦计划将黄金在外汇储备中的占比由 20%提升至 30%。

逆全球化背景下，地缘政治冲突会更加频繁，全球央行去美元化趋势将持续，而黄金是全球广泛接受的最终支付手段，央行增持黄金能够增强主权货币的信用。从优化国际储备结构，稳慎扎实推进人民币国际化，以及应对当前国际环境变化等角度来看，未来央行增持黄金仍是大方向。预计 2025 年全球央行的购金需求仍将占据主导地位，全球央行持续购金将继续为黄金需求提供支撑。

图表 23 主要央行黄金储备量

图表 24 中国央行黄金储备变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、贵金属库存变化

自去年 12 月以来，因市场对特朗普可能对进口黄金加征关税的政策预期触发了黄金的提前囤积潮，大量黄金从伦敦、瑞士、新加坡等地被紧急运往美国纽约的金库，COMEX 黄金库存在短短两个多月的时间内成倍增加。虽然 COMEX 白银库存也在增加，但增幅不及黄金。

进入 3 月，COMEX 黄金库存增加的速度放缓，4 月 2 日对等关税落地，黄金排除在关税之外，COMEX 黄金库存在 4、5、6 月有小幅下降，但 7 月开始又持续小幅增加，9 月增幅加大。截至 2025 年 10 月 8 日，COMEX 黄金期货的库存有 4010 万盎司，合计约 1247 吨，环比增加 2.93%，比去年同期增加 135%。COMEX 白银库存 7、8 月也小幅增加，截至 2025 年 10 月 8 日，COMEX 黄金期货的库存有 5.28 亿盎司，合计约 16428 吨，环比增

敬请参阅最后一页免责声明

加 1.89%，比去年同比增加 72%。

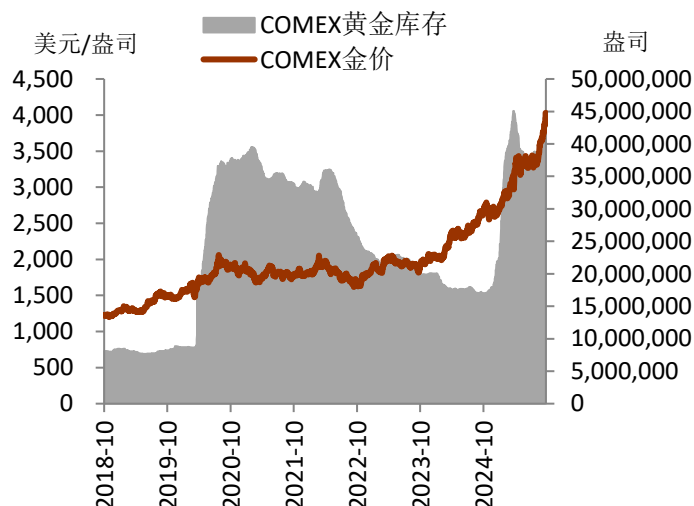
9 月国内上海期货交易所与上海黄金交易所的白银库存均有小幅下降。截至 2025 年 9 月底，上海黄金交易所白银库存为 1172 吨，比上月同期减少 112 吨。9 月底上海期货交易所白银库存为 1192 吨，比上月同期小幅减少 4 吨，两大交易所白银库存共计 2364 吨，比上月同期减少 116 吨。

图表 25 COMEX 贵金属库存变化

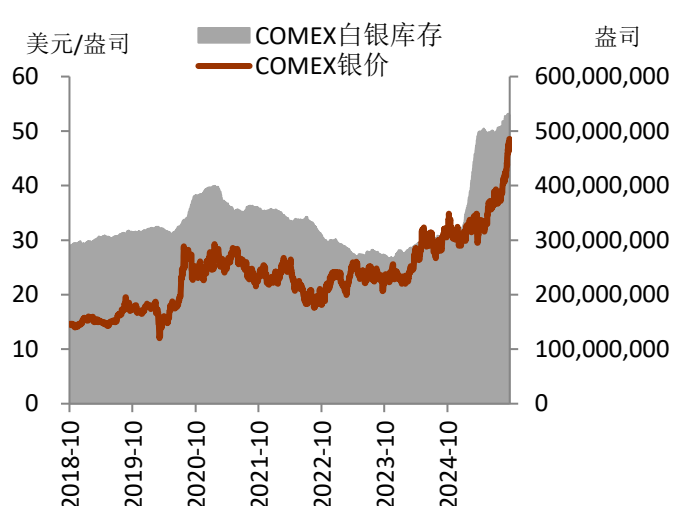
	2025/10/8	2025/9/8	2024/10/8	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
黄金(盎司)	40097505	38957798	17048314	1139707	2.93%	23049192	135.20%
白银(千盎司)	528182976	518368232	306932500	9814744	1.89%	221250475	72.08%

资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 26 COMEX 黄金库存变化

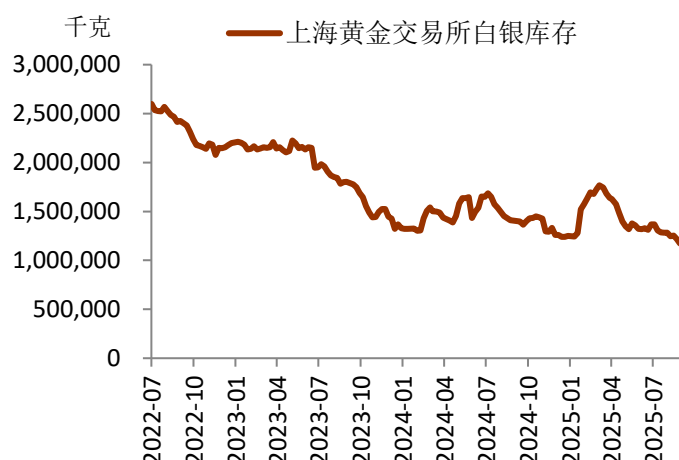


图表 27 COMEX 白银库存变化

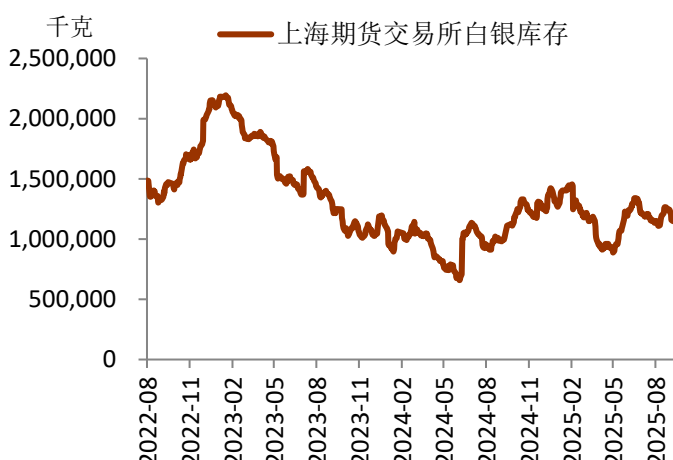


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 28 上海黄金交易所白银库存变化



图表 29 上海期货交易所白银库存变化



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

5、金银 ETF 持仓分析

近三年，国际黄金白银 ETF 的持仓变化于金银价格变化的正相关性明显弱化，但随着金价不断创出历史新高，资金又开始流入黄金白银 ETF，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持金量高点在 4 月 21 日，有 959 吨，随后金价回调，资金也跟随流出。整体而言，投资资金已不再是驱动金银价格的主要因素，但全球地缘政治及宏观经济的不确定性将进一步强化黄金的财富保值和避险属性。

2025 年世界黄金协会发布的二季度《全球黄金需求趋势报告》显示，在高金价环境下，二季度全球黄金需求总量（包含场外交易）达 1249 吨，同比增长 3%。黄金 ETF 投资仍是推高黄金总需求的关键驱动力，二季度流入量达 170 吨，相比一季度的流入量达 226 吨有所下降。其中，亚洲地区上市基金贡献突出，流入量达 70 吨，与北美地区基金 73 吨的净流入量持平。

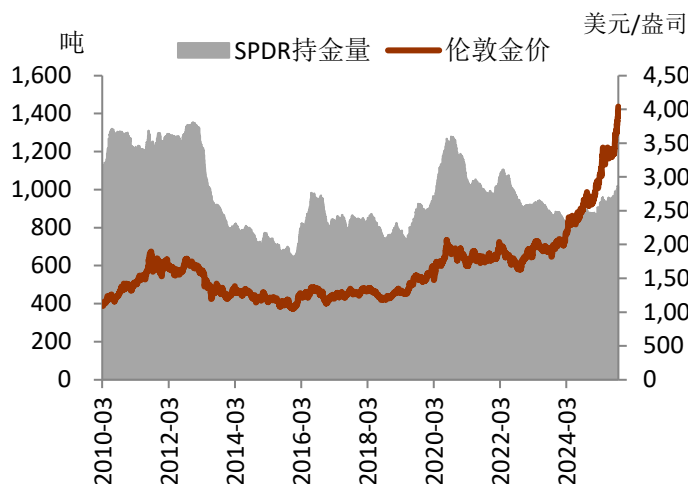
近几个月，全球最大的黄金和白银 ETF 所持金银量都有小幅增加。截至 10 月 9 日，全球最大的黄金 ETF-SPDR 持金量有 1014 吨，全球最大的白银 ETF-ishares 的持银量增加至 15415 吨。9 月随着金银价格保持强势运行并不断创出新高，投资资金也在持续流入黄金和白银 ETF。10 月初，资金有小幅流出的迹象。

图表 30 贵金属 ETF 持仓变化

单位：吨	2025/10/8	2025/10/1	2025/9/8	2024/10/9	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	1014.58	1018.89	979.68	876.26	-4.31	34.90	138.32
ishares 白银 持仓	15415.53	15642.75	15137.38	14663.18	-227.22	278.15	752.35

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 31 黄金 ETF 持仓变化



图表 32 白银 ETF 持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

6、CFTC 持仓变化

COMEX 的非商业性资金的持仓代表了投机基金的动向，一般会领先于金银价格的走势。从 COMEX 的非商业性净多持仓变化来看，9 月，白银期货的非商业性净多持仓快速增加，与此对应的是黄金价格的强劲上攻，并屡创新高。

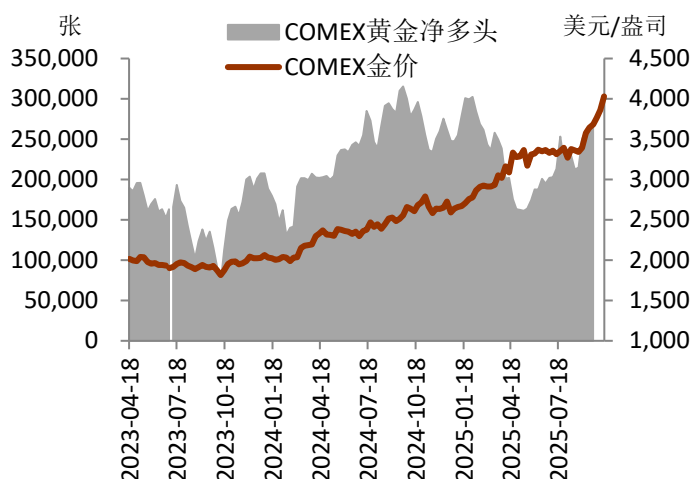
因美国政府停摆，数据延迟发布，根据 CFTC 公布的最新数据，截至 2025 年 9 月 23 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 266749 张，COMEX 白银期货持有非商业性净多持仓为 52276 张，当周黄金白银期货上的多头资金出现小幅增仓。投机资金的流入是 9 月金银上攻行情的直接助推因素。

图表 33 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

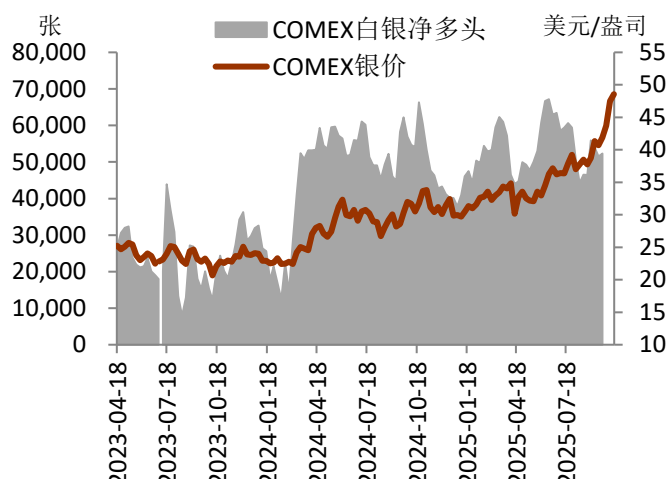
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2025-09-23	332808	66059	266749	339
2025-09-16	326778	60368	266410	4670
2025-09-09	324875	63135	261740	12210
2025-09-02	315796	66266	249530	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2025-09-23	72318	20042	52276	738
2025-09-16	71623	20085	51538	-2399
2025-09-09	72450	18513	53937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

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 34 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 35 CFTC 白银净多头持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

四、行情展望及操作策略

在美联储独立性危机、美国政府停摆、货币宽松预期以及地缘局势紧张、央行持续购金、投资资金流入黄金白银 ETF 等一系列因素的助推下，金银价格的强势上涨，屡创新高。目前多头资金已显拥挤，投机资金有获利了结的可能，金银短期需警惕调整风险。目前中美关税摩擦再度升级，将限制贵金属的调整空间，预计金银价格可能通过高位震荡来实现调整。

长期来看，贵金属的避险属性强化，货币属性正在回归，金银长期上涨的逻辑依然坚实。现阶段金银价格仍处于长期上涨的趋势之中，后市金银价格还将再创新高。

风险因素：中美贸易摩擦恶化、美国通胀数据超预期上涨

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 910、911 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。