



2025 年 10 月 27 日

## 避险情绪缓和，预计金银将继续调整

### 核心观点及策略

- 上周国际黄金价格结束了持续九周的上涨行情出现回调。国际银价也在创出历史新高后出现大幅调整。此次急剧下跌的触发因素之一是伦敦市场实物供应紧张局面的缓解，以及中美领导人可能在月底会晤，使得因贸易摩擦升级的避险情绪降温。在上周五低于预期的美国9月CPI数据公布再度强化月底降息两次的预期，金银价格出现了一定程度的反弹。
- 周末中美第五轮经贸磋商在吉隆坡举行，中方由国务院副总理何立峰带领，与美国财政部长贝森特带领的团队进行新一轮贸易谈判。据最新报道，双方以就解决各自关切的安排达成基本共识。
- 目前中美第五轮经贸谈判取得积极进展，且伦敦白银的逼仓行情终结，市场避险需求下降。我们认为金银价格已步入阶段性调整。即使受数据影响或者美联储降息出现反弹，也不改金银中期调整的趋势，预计调整还将延续。关注10月30日美联储会议结果，以及11月1日的APEC会议。
- 风险因素：中美经贸关系再度恶化

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  | 938.10  | -61.70  | -6.17 | 185813 | 178255  | 元/克   |
| 沪金 T+D   | 935.33  | -38.37  | -3.94 | 55614  | 256570  | 元/克   |
| COMEX 黄金 | 4126.90 | -141.00 | -3.30 |        |         | 美元/盎司 |
| SHFE 白银  | 11332   | -917    | -7.49 | 522479 | 634627  | 元/千克  |
| 沪银 T+D   | 11317   | -462    | -3.92 | 955860 | 3645194 | 元/千克  |
| COMEX 白银 | 48.41   | -2.22   | -4.38 |        |         | 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

上周国际黄金价格结束了持续九周的上涨行情出现回调。国际银价也在创出历史新高后出现大幅调整。此次急剧下跌的触发因素之一是伦敦市场实物供应紧张局面的缓解，以及中美领导人可能在月底会晤，使得因贸易摩擦升级的避险情绪降温。在上周五低于预期的美国 9 月 CPI 数据公布再度强化月底降息两次的预期，金银价格出现了一定程度的反弹。

周末中美第五轮经贸磋商在吉隆坡举行，中方由国务院副总理何立峰带领，与美国财政部长贝森特带领的团队进行新一轮贸易谈判。据最新报道，双方以就解决各自关切的安排达成基本共识。

美国联邦最高法院上月宣布，将快速审议特朗普政府征收的多数关税的合法性，并于 11 月 5 日听取口头辩论。最新有包括两位前美联储主席在内，近 50 名知名经济学家联手向美国最高法院施压，呼吁推翻美国总统特朗普出台的大部分全球关税。

美国联邦政府关门已进入第四周，这是美国历史上持续事件第二长的政府“停摆”事件。目前约有 70 万名联邦雇员被迫休假。白宫宣布，由于美国政府关门，下个月可能不会公布通胀数据。

目前中美第五轮经贸谈判取得积极进展，且伦敦白银的逼仓行情终结，市场避险需求下降。我们认为金银价格已步入阶段性调整。即使受数据影响或者美联储降息出现反弹，也不改金银中期调整的趋势，预计调整还将延续。关注 10 月 30 日美联储会议结果，以及 11 月 1 日的 APEC 会议。

风险因素：中美经贸关系再度恶化

## 三、重要数据信息

1、美国 9 月 CPI 同比增长 3%不及预期，核心通胀环比增长 0.2%，为三个月来最慢增速，低于市场预期的 0.3%。这进一步巩固了市场对于美联储将在年内继续降息的预期，为下周的利率决议扫清了障碍。

2、美国 10 月 Markit 制造业、服务业、综合 PMI 均较 9 月有所回升，且都好于预期。美国 10 月 Markit 制造业 PMI 初值 52.2，预期 52，前值 52。美国 10 月 Markit 服务业 PMI 初值 55.2，预期 53.5，前值 54.2。美国 10 月 Markit 综合 PMI 初值 54.8，预期 53.5，前值 53.9。

3、10 月份欧元区综合 PMI 数据为 52.2，高于 9 月的 51.2，远超分析师预期的 51，该数据已连续第十个月位于荣枯线上方。本轮 PMI 超预期增长主要得益于德国服务业的强劲表现。德国 10 月综合 PMI 创下自 2023 年 5 月以来新高，相较之下，法国私营部门活动已连续第 14 个月萎缩，政治不确定性和财政困境持续拖累其经济表现。

4、美国全国房地产经纪人协会（NAR）公布数据显示，因按揭贷款利率下降、房价涨幅放缓，美国 9 月成屋销售小幅上升至年化 406 万户，为七个月来的最高水平。

5、世界黄金协会数据显示，9 月，全球实物黄金 ETF 创有史以来最大单月流入规模，推动三季度总流入达到创纪录的 260 亿美元。截至三季度末，全球黄金 ETF 资产管理总规模增至 4720 亿美元，再创历史新高；总持仓环比增长 6%至 3838 吨，较历史峰值仅低 2%。

6、中国自然资源部中国地质调查局国际矿业研究中心发布了《全球矿业发展报告 2025》显示，2025 年 1 月至 6 月，全球黄金贸易量为 3053.8 吨，全球白银贸易量为 1.7 万吨，全球铂金贸易量为 476.8 吨。

## 四、相关数据图表

**表 2 贵金属 ETF 持仓变化**

| 单位（吨）       | 2025/10/24 | 2025/10/17 | 2025/9/24 | 2024/10/25 | 较上周<br>增减 | 较上月<br>增减 | 较去年<br>增减 |
|-------------|------------|------------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|
| ETF 黄金总持仓   | 1046.93    | 1047.21    | 996.85    | 889.78     | -0.28     | 50.08     | 157.15    |
| ishare 白银持仓 | 15419.81   | 15497.40   | 15469.12  | 14873.07   | -77.59    | -49.31    | 546.74    |

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

**表 3 CFTC 非商业性持仓变化**

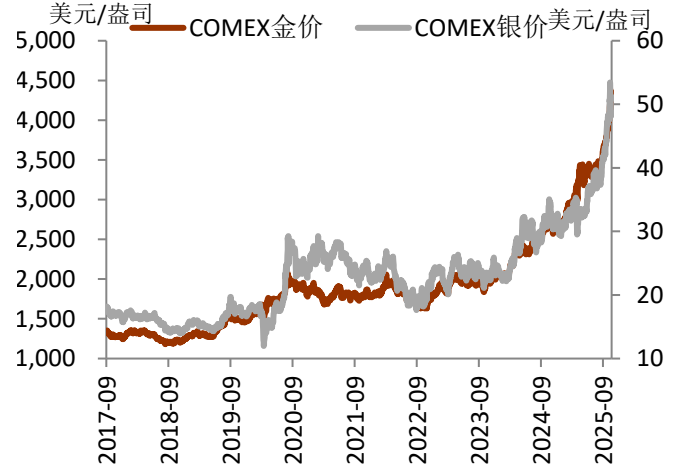
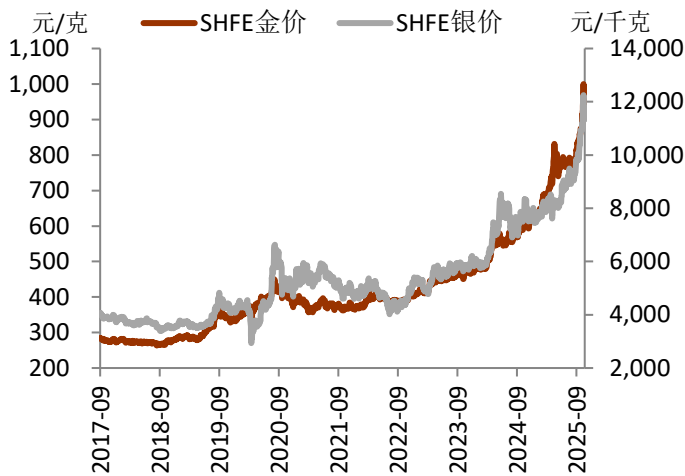
| 黄金期货       | 非商业性多头 | 非商业性空头 | 非商业性净多头 | 比上周变化 |
|------------|--------|--------|---------|-------|
| 2025-09-23 | 332808 | 66059  | 266749  | 339   |
| 2025-09-16 | 326778 | 60368  | 266410  | 4670  |
| 2025-09-09 | 324875 | 63135  | 261740  | 12210 |
| 2025-09-02 | 315796 | 66266  | 249530  |       |

| 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

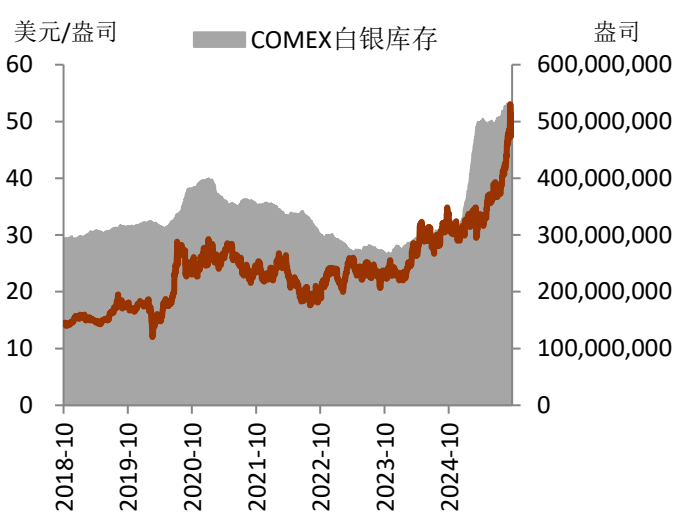
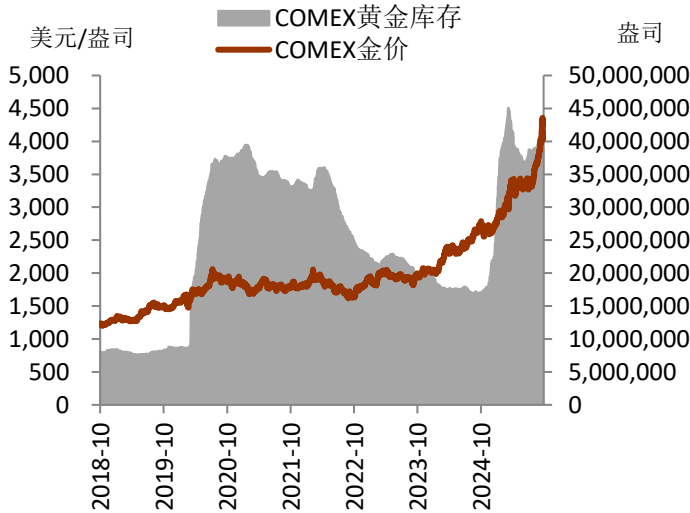
图2 COMEX 金银价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图3 COMEX 黄金库存变化

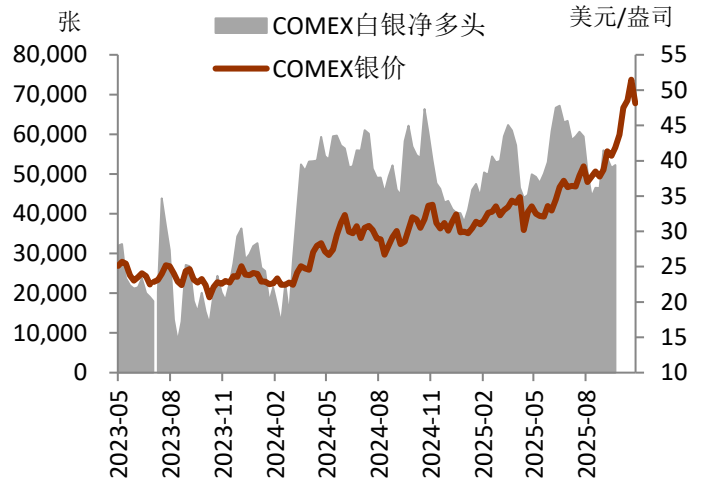
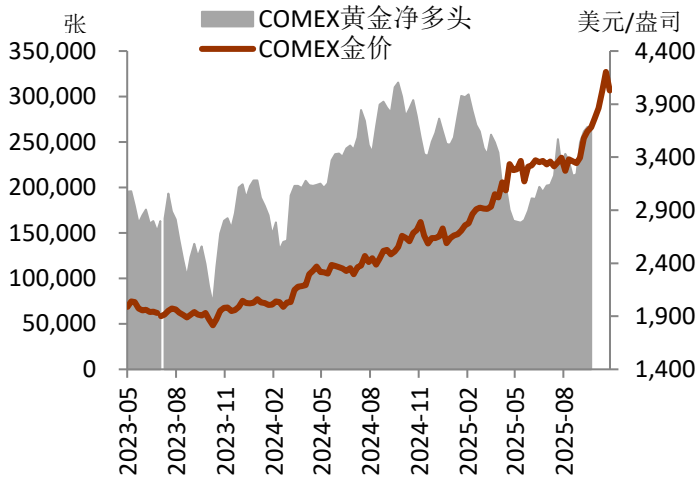
图4 COMEX 白银库存变化



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

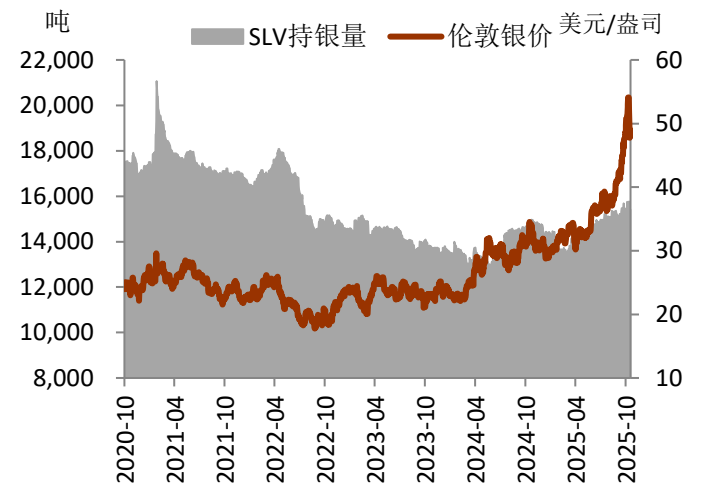
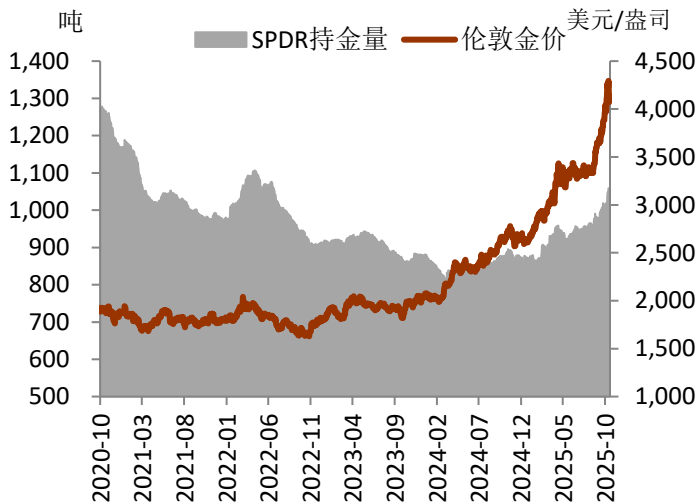
图6 COMEX 白银非商业性净多头变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 7 SPDR 黄金持有量变化

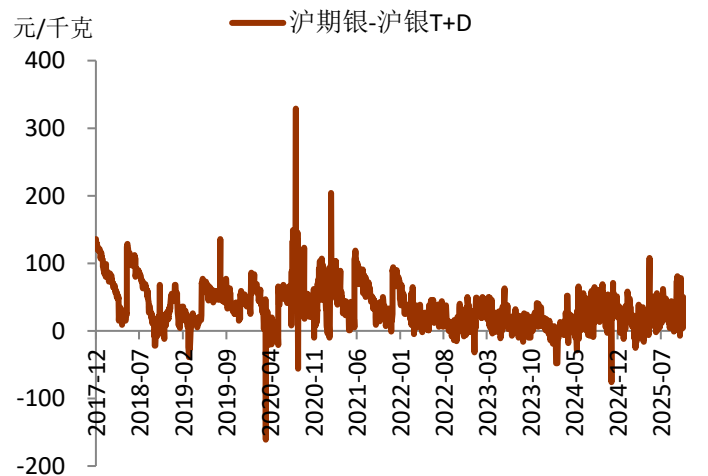
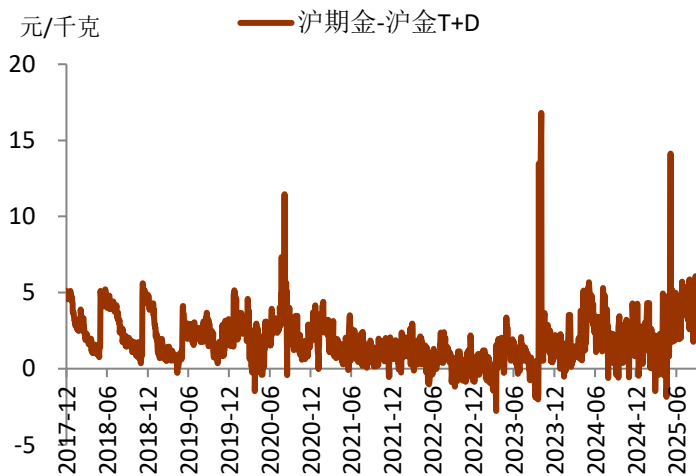
图 8 SLV 白银持有量变化



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

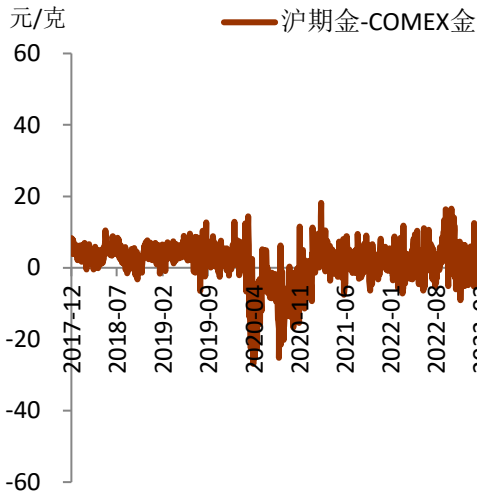


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

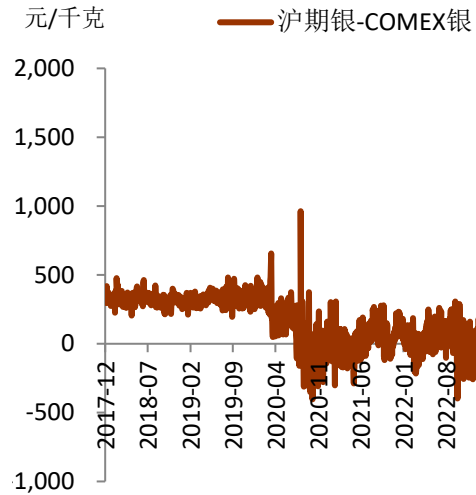
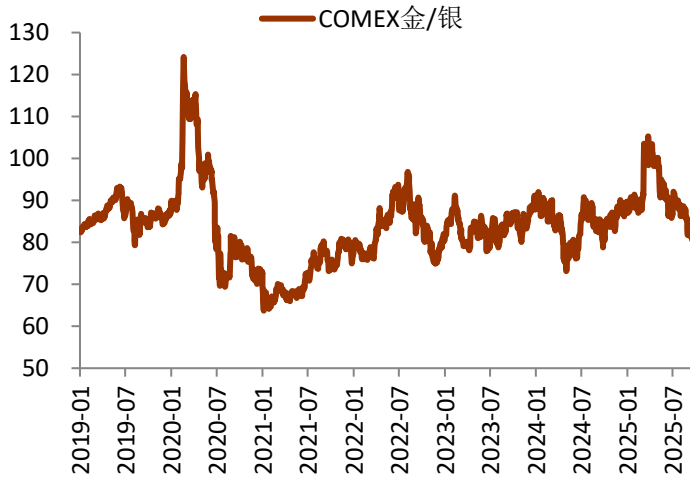


图 14 美国通胀预期变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 15 金价与美元走势

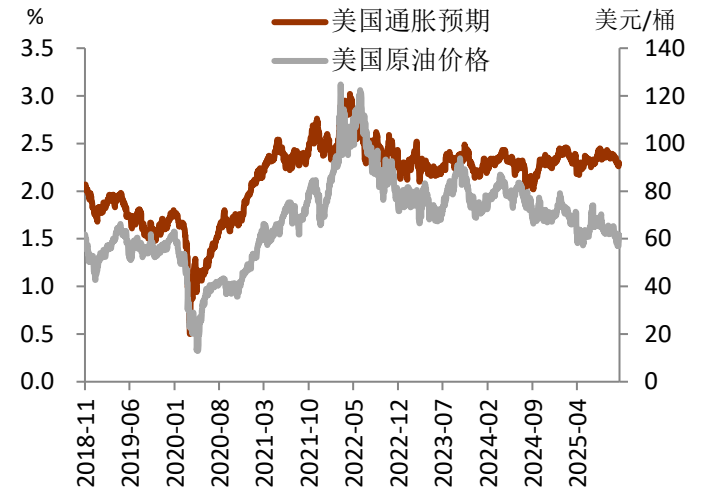


图 16 金价与铜价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图 17 金价与 VIX 指数走势

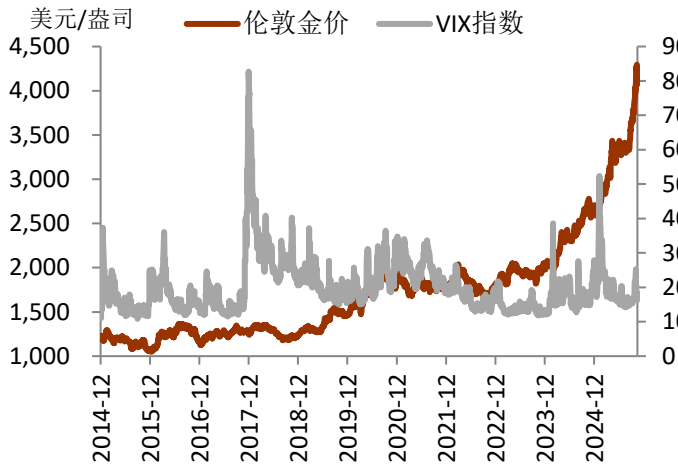


图 18 金价与原油价格走势



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

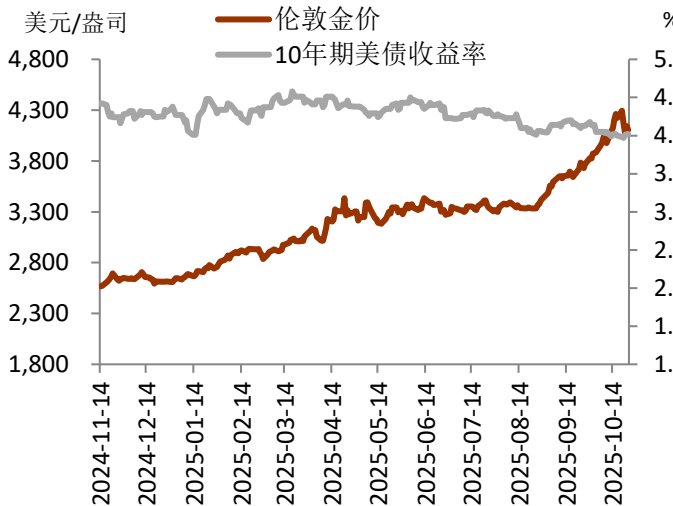
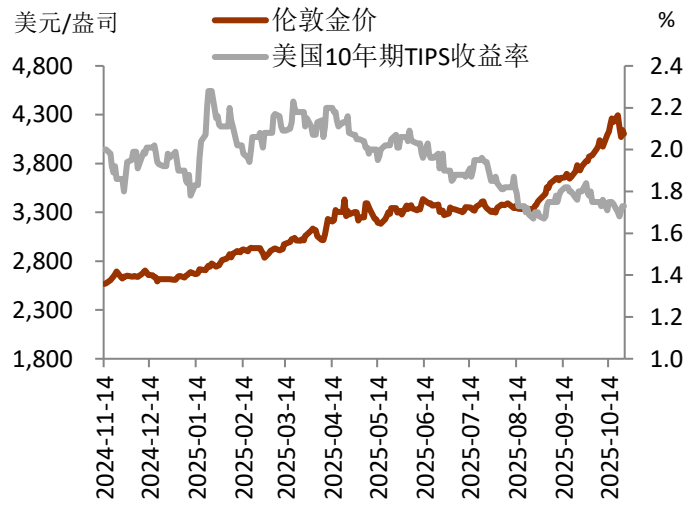


图 20 金价与美国实际利率走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 21 美联储资产负债表规模

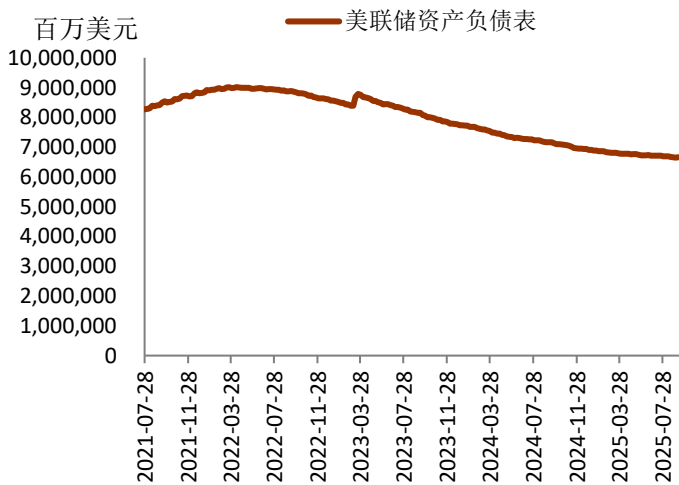
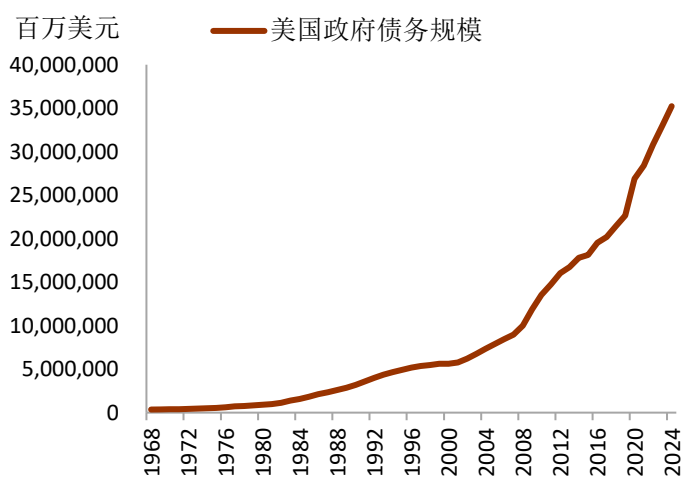


图 22 美国政府债务规模



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

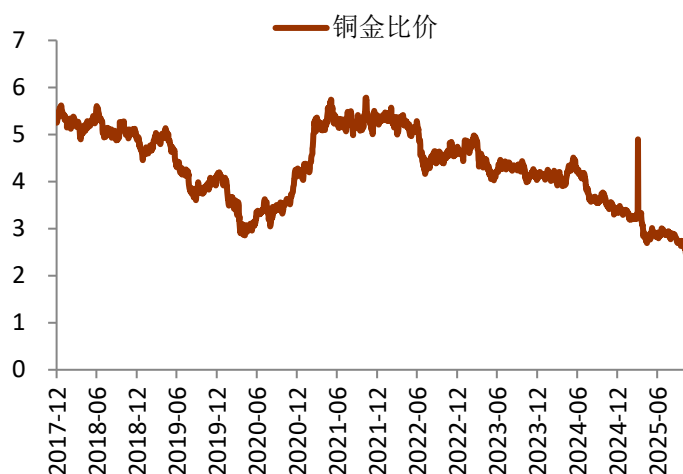
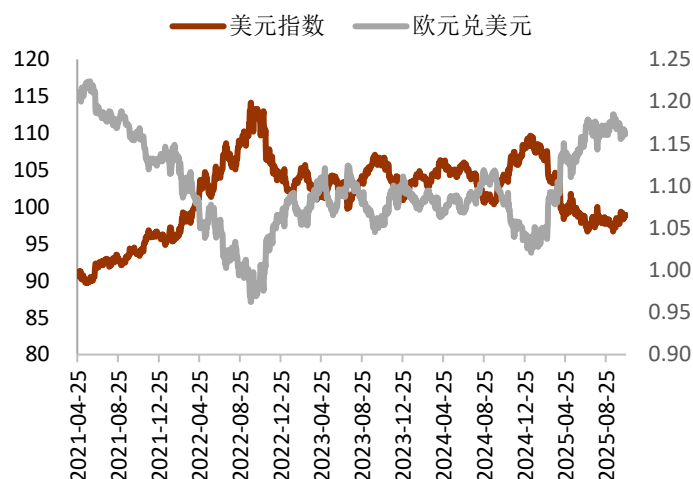


图 24 美元指数与欧元兑美元走势



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。