



2025 年 11 月 4 日

金银处于阶段性调整之中

核心观点及策略

- 10月金银价格在屡创新高之后高位回落。我们认为，之前金银价格的大幅上涨对市场的诸多利多因素作了充分定价，在目前中美经贸关系缓和避险需求下降，美联储降息预期减弱的背景下，金银价格已步入阶段性调整。预计此次调整的时间会较长，调整的空间会较大。即使因经济数据或事件影响金银价格出现短期反弹，也不改中期调整的趋势。
- 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。
- 风险因素：美国经济数据及政策超预期

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、中美经贸关系缓和，但博弈仍在继续	5
2、美国政府持续停摆，有限的数字指向经济走弱.....	5
3、鲍威尔讲话偏鹰，美联储降息预期下降	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	10
3、央行购金动向	10
4、金银 ETF 持仓分析	11
5、贵金属库存变化	13
四、行情展望及操作策略.....	14

图表目录

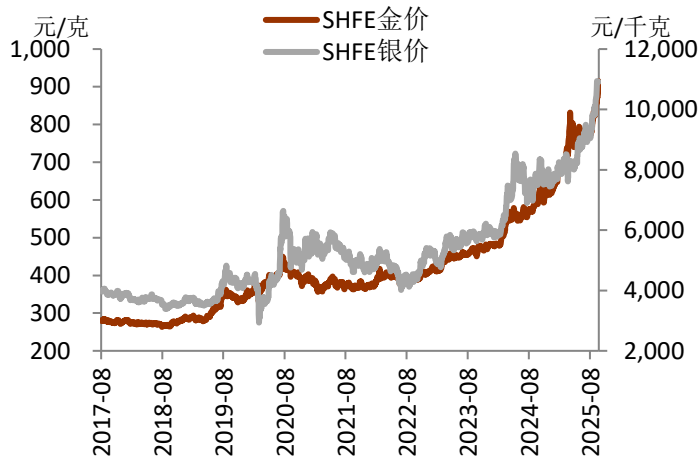
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	5
图表 4 金价与美债利率走势变化	5
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化	7
图表 6 美欧经济意外指数变化	7
图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	7
图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化	7
图表 9 美国职位空缺数变化	8
图表 10 美国周度初请和续请失业金人数	8
图表 11 美国非农就业人数和失业率变化	8
图表 12 美国时薪增速	8
图表 13 主要经济体 CPI 变化	8
图表 14 美元 PCE 和核心 PCE 变化	8
图表 15 美国通胀预期变化	9
图表 16 美元指数与美元非商业性净头寸变化	9
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 贵金属 ETF 持仓变化	12
图表 26 黄金 ETF 持仓变化	12
图表 27 白银 ETF 持仓变化	12
图表 28 COMEX 贵金属库存变化	13
图表 29 COMEX 黄金库存变化	14
图表 30 COMEX 白银库存变化	14
图表 31 上海黄金交易所白银库存变化	14
图表 32 上海期货交易所白银库存变化	14

一、贵金属行情回顾

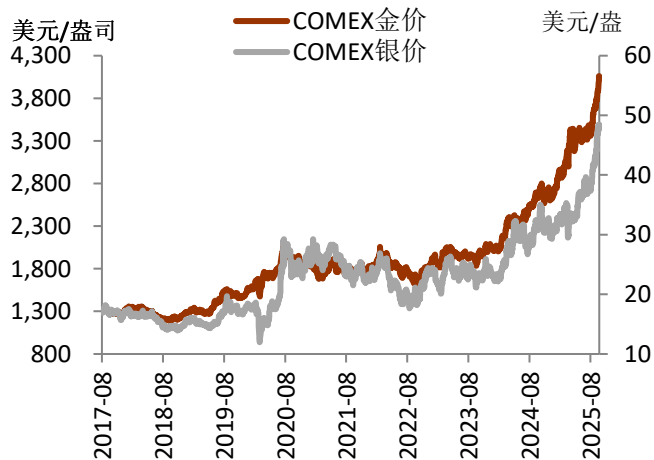
2025 年 10 月，贵金属价格呈冲高回落走势。10 月初美国政府停摆，市场避险需求抬升，推动国际黄金价格在 10 月国内国庆长假期间再创新高。10 月 10 日，特朗普再度对中国发出关税威胁，声称自 11 月 1 日起将对所有中国输美商品征收 100%关税，并对关键软件实施出口管制。中美贸易关系再度紧张令市场避险情绪急剧升温，美元指数与美股同步下跌，避险资金推动 COMEX 期金主力合约在 10 月 20 日冲高至 4398 美元/盎司的历史高位。与此同时，伦敦白银现货持续紧缺，白银租借利率持续飙升，伦敦白银出现逼仓风险也助推了国际银价突破 50 美元/盎司的历史高点，COMEX 期银主力合约 10 月 17 日达到 53.76 美元/盎司的历史最高点。过高的价差使得大量白银从美国和中国流入伦敦市场，缓解伦敦白银紧缺的状况，银价高位回调。之后中美经贸关系出现缓和，市场避险情绪降温，黄金价格也大幅回落。截止 10 月 31 日，COMEX 期金主力合约月度涨幅为 3.24%，COMEX 期银主力合约月度涨幅为 3.01%。

国内金银价格跟随外盘走势，沪期金主力合约在 10 月 21 日冲高至 1001.96 元/克的历史最高点，而后也跟随外盘回调。沪期银在 10 月外盘银价持续上攻的过程中涨势弱于外盘，在国际银价开始回调后沪期银也表现的比外盘银价更抗跌。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

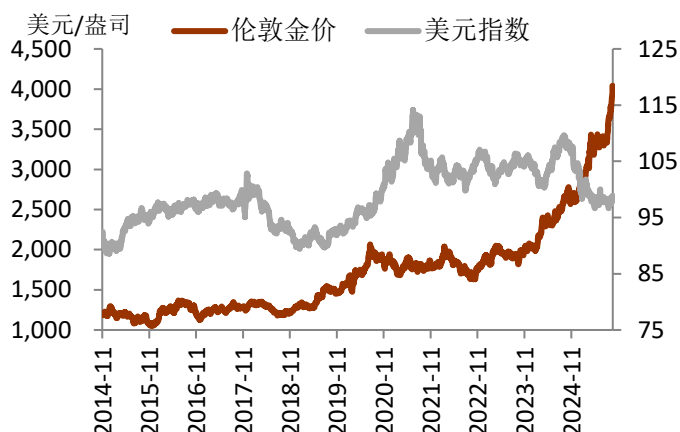


图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势



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

二、贵金属价格影响因素分析

10 月美国政府停摆，包括非农就业数据在内的一系列重要经济数据暂缓发布，市场缺乏数据的指引。特朗普再度对中国发起关税威胁一度助推金银价格再创历史新高，随后中美经贸关系缓和，市场避险情绪下降，金银价格高位回调。

1、中美经贸关系缓和，但博弈仍在继续

特朗普 10 月 10 日对中国发起的关税威胁很快缓和。一方面，特朗普政府正在地放松多项关税政策，已将数十种产品从其所谓的“对等关税”中豁免，并在各国与美国达成贸易协议时提出愿意将更多产品排除在关税之外。另一方面，也表达出与中国领导人会谈的意愿。10 月中下旬中美两国的经贸团队代表在吉隆坡谈判达成框架，10 月 30 日，中美两国领导人在釜山举行会晤达成经贸协议。美方将取消针对中国商品加征的 10% 所谓“芬太尼关税”，对中国商品加征的 24% 对等关税将继续暂停一年。美方将暂停实施出口管制 50% 穿透性规则以及对华海事、物流和造船业 301 调查措施一年。中方将相应调整针对美方上述关税的反制措施。中国决定暂停实施 10 月 9 日公布的相关稀土出口管制等措施一年，恢复从美国采购农产品一年。

中美经贸关系缓和，一年的暂停加征关税和延缓稀土管制本身是一个带时限的让步，是给双方一段缓和期。美国此次并没有取消对中美高科技和关键软件的出口限制。最近美国财长贝森特又威胁若中国阻止稀土出口将被加征关税，外交部明确回应对话和合作是解决问题的正确途径。两大经济体之间的博弈仍在继续，后续关税政策仍可能变化反复。

2、美国政府持续停摆，有限的的数据指向经济走弱

美国联邦政府“停摆”已进入第 34 天，很有可能将成为美国史上持续时间最长的一次

“停摆”。这凸显美国党争加剧的现实，两党利用“停摆”相互指责并服务自身政治目的，且未见妥协迹象。此次“停摆”造成的破坏性影响涉及民航、食品、医疗等领域并持续扩大，民生与经济双重承压。美国国会预算办公室日前表示，根据联邦政府“停摆”持续时间的长短，预计今年四季度美国实际国内生产总值的同比增长率将下降一至两个百分点。

由于美国政府停摆导致众多数据暂停公布，仅能从私人调查数据和报告来判断经济走向。从近期公布的经济数据来看，美国 9 月 CPI 同比上涨 3%，创今年 1 月以来最高，但低于市场预期的 3.1%；核心 CPI 环比放缓至 0.2%，也低于市场预期；9 月服务业通胀放缓至 2021 年 11 月以来的最弱水平。密歇根大学公布数据，美国 10 月消费者信心指数终值从 9 月的 55.1 下滑至五个月低点 53.6，且低于初值。美国 10 月消费者信心指数连续第三个月下降。美国就业市场降温信号显现，就业咨询公司 Challenger, Gray & Christmas 最新报告显示，截至 9 月，美国企业宣布的裁员人数近 95 万，超过除疫情首年外自 2009 年以来任何完整年度，政府部门裁员近 30 万。今年企业裁员人数创 2020 年以来新高。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。ISM 制造业 PMI 连续八个月萎缩，10 月份的新订单连续第二个月下降，生产指数疲软，也使得企业维持低水平的雇佣人数，物价支付指数创今年初以来的最低。这些有限的的数据指向美国经济走弱。

3、鲍威尔讲话偏鹰，美联储降息预期下降

美联储在 10 月底的议息会议上如期降息 25 个基点，将联邦基金利率下调至 3.75%-4.00%，为年内第二次降息；并宣布自 12 月 1 日起结束资产负债表缩减；声明指出通胀仍处高位，就业下行风险上升，货币政策保持适度限制性。美联储理事米兰再次投了反对票，他希望降息 50 个基点；美联储施密德则希望维持利率不变；美联储主席鲍威尔表示，12 月是否进一步降息“远非已成定局”，政府停摆导致数据缺失，可能影响后续决策。

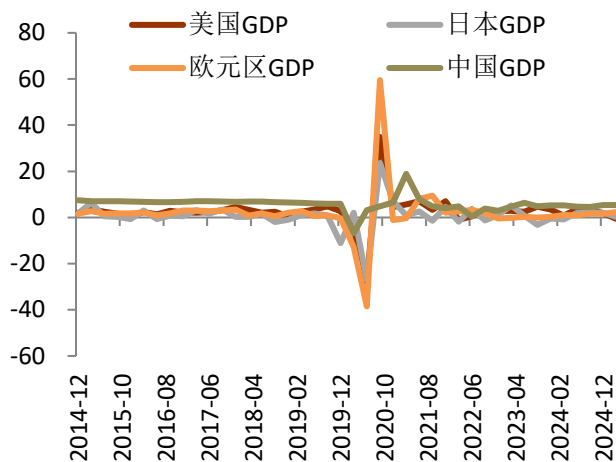
美国财长贝森特表示，美联储主席第二轮面试即将开始，可能在圣诞节前选出美联储主席候选人，不喜欢本次降息的措辞。目前美联储主席的候选人范围已缩小至五人，分别是：现任美联储理事沃勒和鲍曼，前美联储理事沃什，白宫国家经济委员会主任哈塞特，以及贝莱德高管里克·里德。

美联储官员近期频繁发表言论，美联储理事米兰再次公开呼吁进行更激进的降息，称美联储政策过于紧缩，应通过一系列 50 基点降息实现中性利率；美联储理事库克在被特朗普起诉以来首次公开讲话，表示通胀居高不下，并面临上行风险；12 月是否降息将取决于后续新出炉的信息。

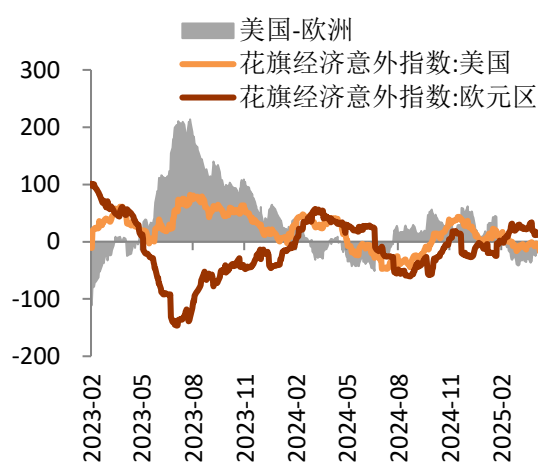
在美联储会议之后，市场对于后续降息预期明显下降。最新 CME Fed Watch 显示，12 月降息 25BP 的概率下降至 67%；2026 年仍有 2 次左右的降息空间。预计美联储 12 月仍有望继续降息，但并非板上钉钉。但关税向通胀的传导压力加大以及美联储主席换届，将显著推升明年降息节奏的不确定性。目前投资者在等待本周即将公布的美国 ADP 私人就业数

据的指引，以调整对美联储今年是否会再次降息的预期。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

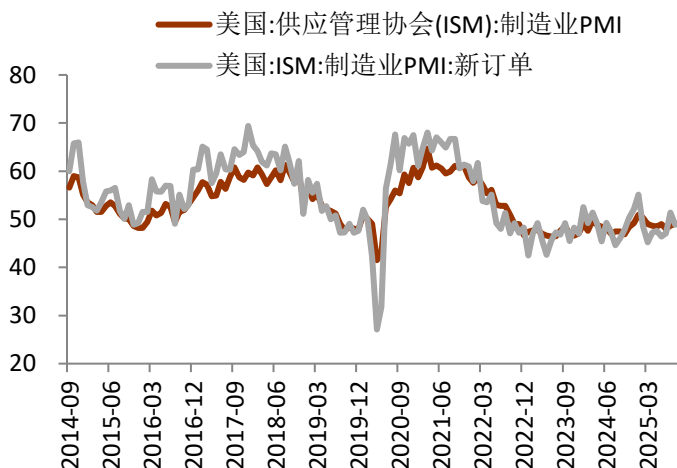


图表 6 美欧经济意外指数变化

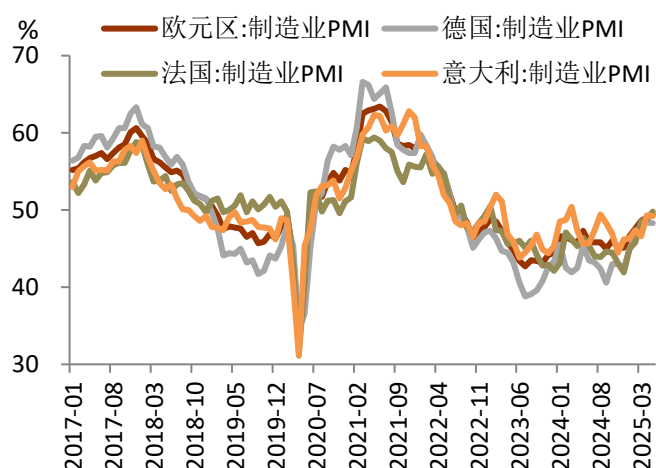


资料来源：iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

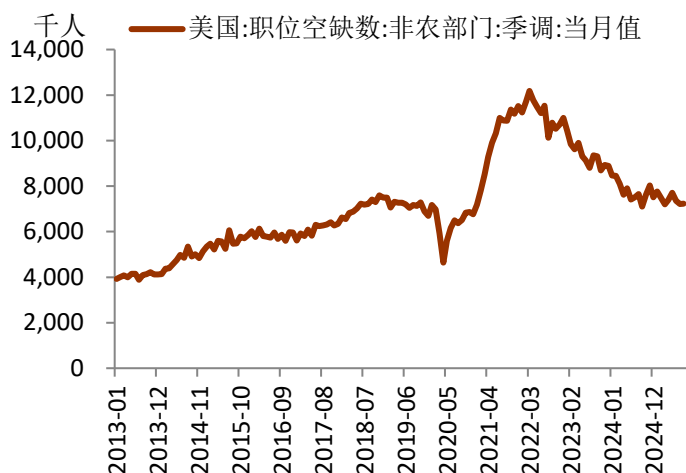


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

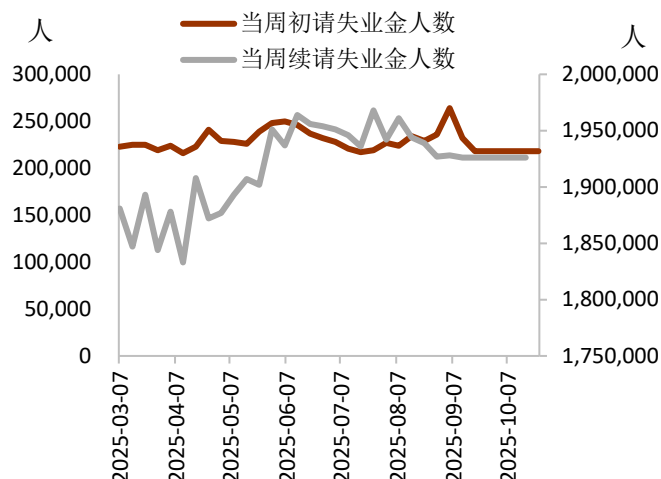


资料来源：iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 美国职位空缺数变化

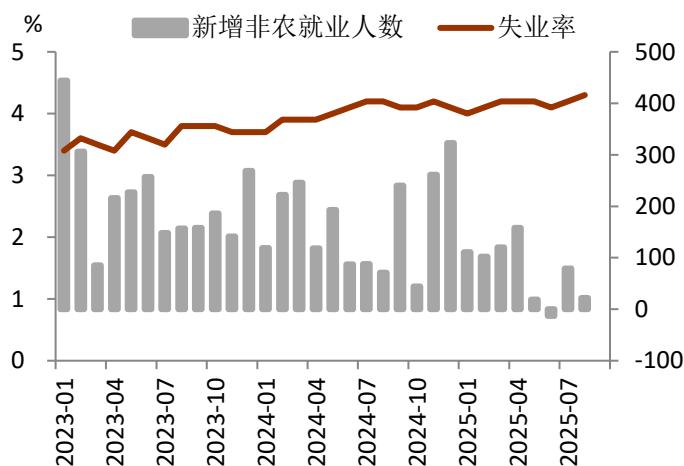


图表 10 美国周度初请和续请失业金人数



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

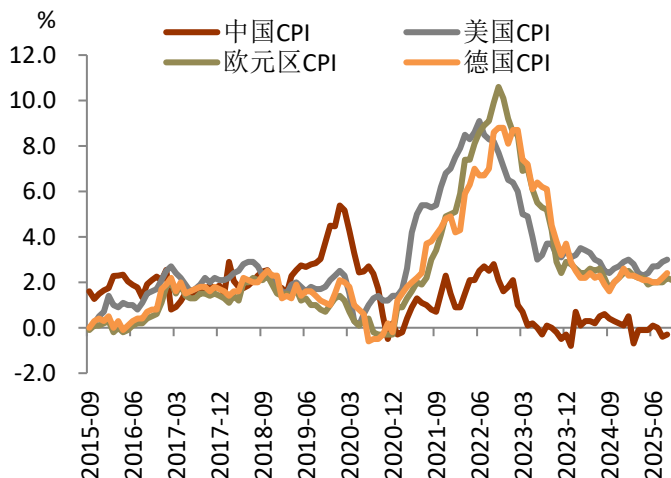


图表 12 美国时薪增速

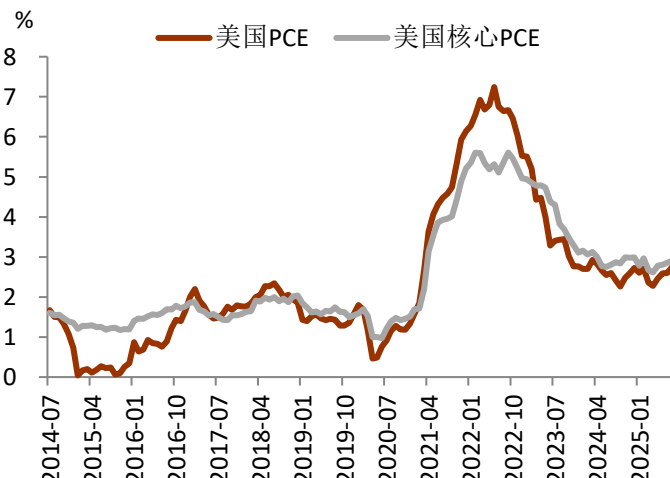


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 主要经济体 CPI 变化

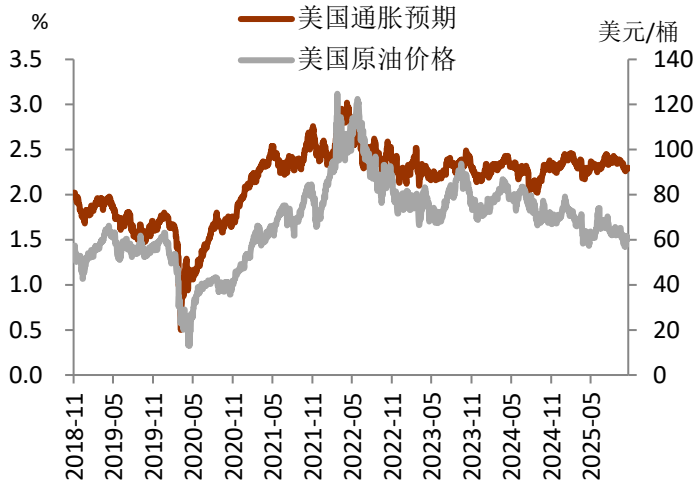


图表 14 美元 PCE 和核心 PCE 变化

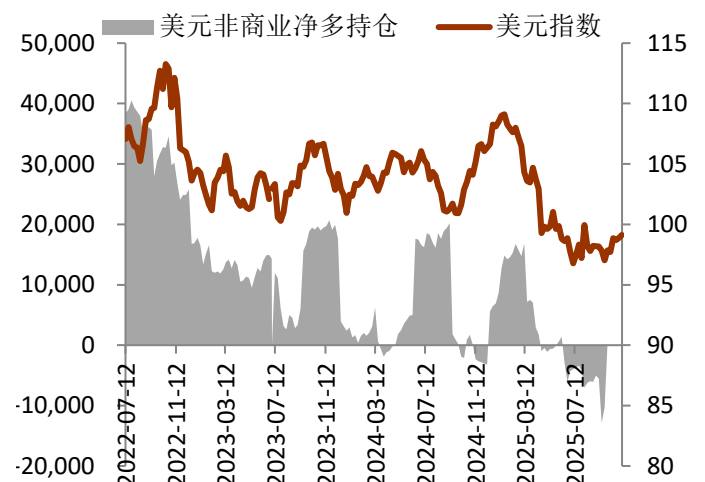


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

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



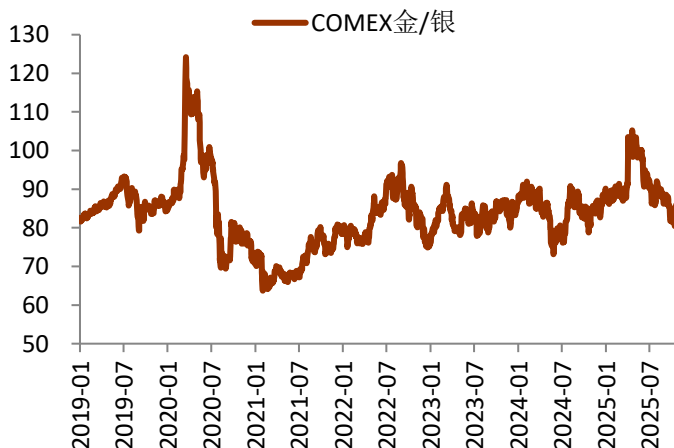
资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

三、市场结构及资金流向分析

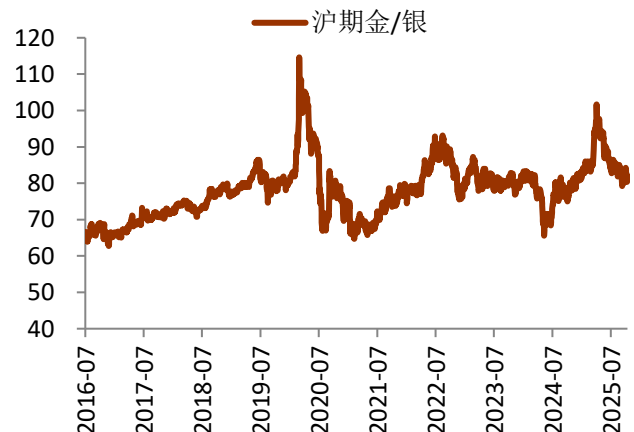
1、金银比价变化

10 月金银价格冲高回落，COMEX 金银比价波动较大，先从 85 下降至 80 附近，而后反弹至 86 后又出现下滑。10 月沪金银比价先上升至 84 附近而后下降至 80 一线。银国内银价在 10 月中旬的上冲表现不及外盘强势，在 10 月下旬的回调过程中也表现得相对抗跌。预计接下来金银价格还将延续调整，波段性大的白银会跌幅更大，接下来金银比价可能会上行。

图表 17 COMEX 金银比价变化



图表 18 沪期金银比价变化

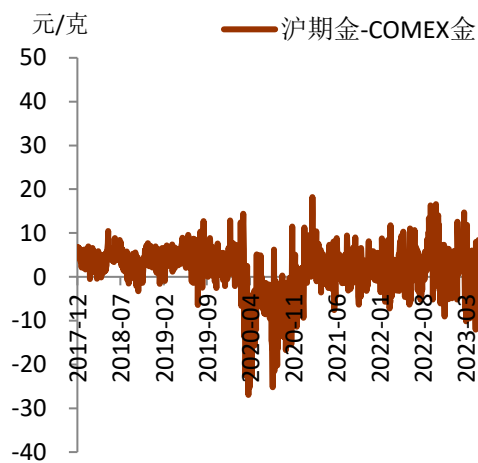


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

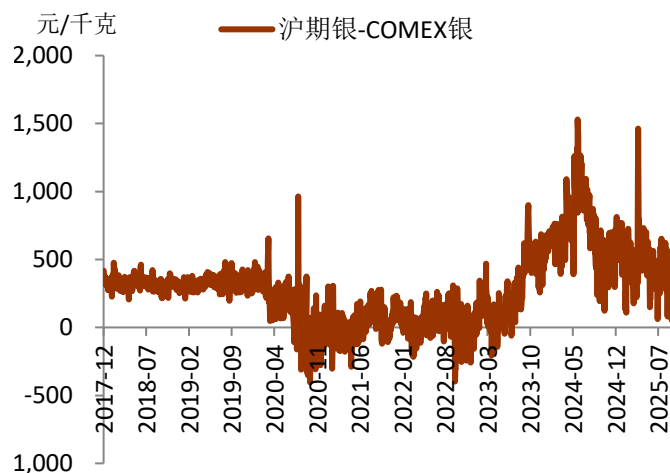
2、期现及内外价差变化

进入10月，国际金银价格屡创新高，国内金银价格也跟随上涨但涨势略有不及，外盘金银相对内盘金银价格都出现明显的溢价。特别是伦敦白银现货紧缺出现逼仓，全球白银市场出现罕见价格倒挂现象：伦敦现货银价格与纽约 COMEX 期货价格的溢价高达 4 美元/盎司以上；COMEX 白银期货针对国内白银期货也出现了明显的倒挂。10 月下，旬伦敦白银逼仓行情终结，金银价格均冲高回落，黄金白银的内外价差回归至正常区间。

图表 19 沪期金与 COMEX 金价差变化

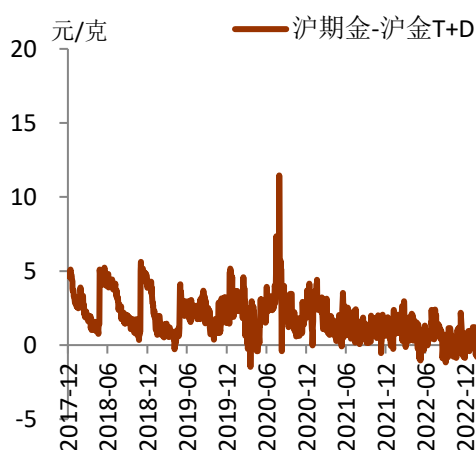


图表 20 沪期银与 COMEX 银价差变化

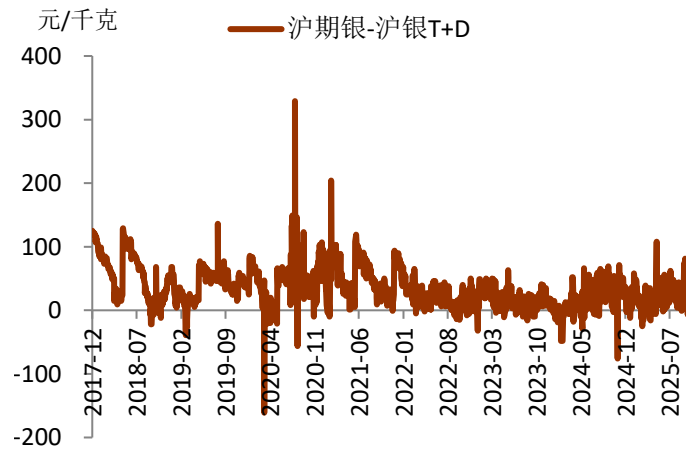


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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。

敬请参阅最后一页免责声明

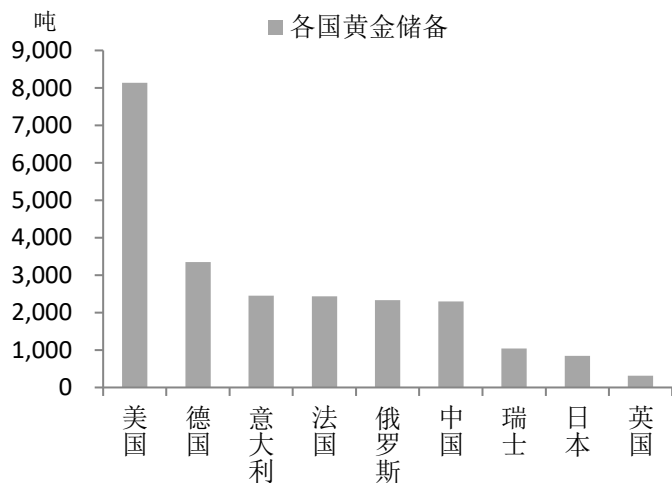
各国央行在 2024 年继续主导黄金市场，2024 年连续第三年购买了超过 1000 吨黄金，约占去年总需求的 20%，特别是去年四季度购金量大幅增加至 333 吨，使得全球央行的年度购金总量被推至 1045 吨。其中，波兰、印度和土耳其是最大的买家。据统计，全球央行黄金持有量已首次超过美国国债持仓，凸显其对抗通胀与地缘政治风险的战略地位。

根据世界黄金协会发布的 2025 年三季度《全球黄金需求报告》显示，面对金价处于纪录高点，第三季度全球央行依然加快购金步伐，净购金量总计达到 220 吨，较二季度增长 28%，较上年同比增长 10%。今年前三季度，全球央行净购金总量达到 634 吨，虽低于过去三年的高位数值，但仍显著高于 2022 年前的平均水平。

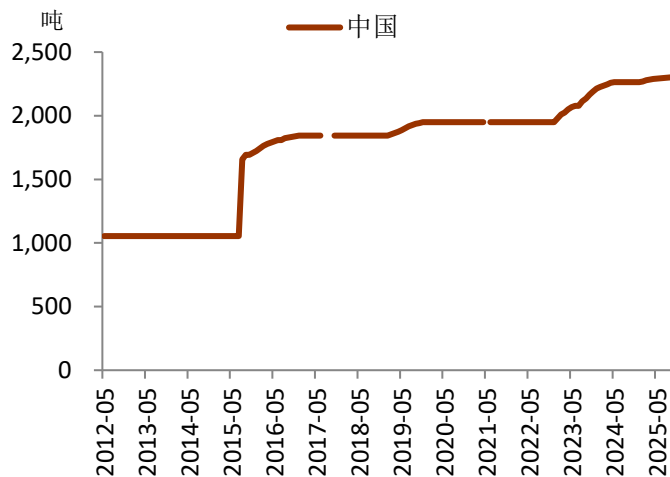
中国央行最新公布的数据显示，中国 9 月末黄金储备 7406 万盎司（约 2303.523 吨），环比增加 4 万盎司（约 1.24 吨），为连续第 11 个月增持黄金。波兰央行亦计划将黄金在外汇储备中的占比由 20%提升至 30%。

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、金银 ETF 持仓分析

过去三年，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。但全球地缘政治及宏观经济的不确定性进一步强化黄金的财富保值和避险属性。今年随着金价强势运行并不断创出历史新高，资金又开始流入黄金白银 ETF。投资资金依然是今年驱动金银价格的主要因素。

敬请参阅最后一页免责声明

世界黄金协会发布的 2025 年三季度《全球黄金需求趋势报告》显示，2025 年第三季度全球黄金需求总量（包含场外交易）达 1313 吨，需求总金额达 1460 亿美元，创下单季度黄金需求的最高纪录。黄金需求的迅猛增长主要由投资需求推动。三季度全球黄金投资需求激增至 537 吨，同比增长 47%，占全部黄金净需求的 55%。

黄金 ETF 成为主要投资驱动力。投资者连续第三个季度大举增持实物黄金 ETF，持仓增加 222 吨，全球流入金额达 260 亿美元。前三个季度，全球黄金 ETF 总持仓共增加 619 吨（约合 640 亿美元）。其中北美地区基金领跑(+346 吨)，欧洲(+148 吨)与亚洲地区基金(+118 吨)紧随其后。

尽管全球黄金 ETF 持续流入，但中国市场黄金 ETF 在三季度流出 38 亿元人民币（约合 5.4 亿美元）。世界黄金协会分析师指出，这主要因 7、8 月中国股市表现较好，而黄金正处于盘整阶段，吸引力相对降低。

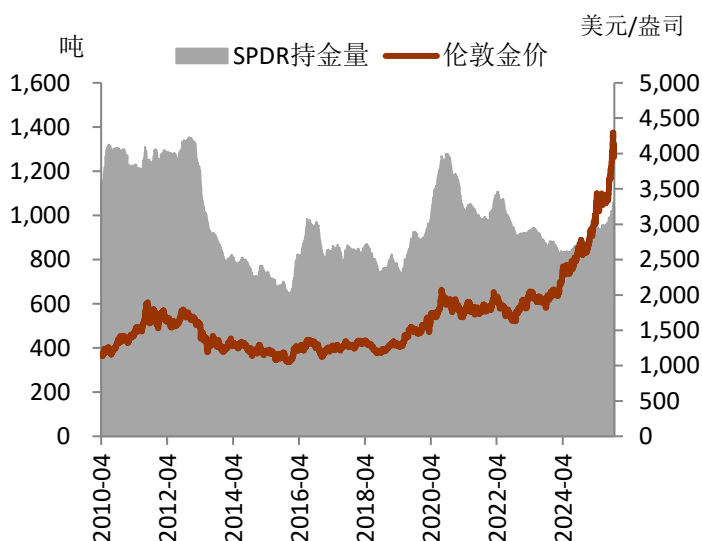
10 月中下旬金银价格冲高回落，但投资资金随着金银价格的回调小幅流出黄金和白银 ETF。截至 10 月 31 日，全球最大的黄金 ETF-SPDR 持金量有 1039 吨，比上月增加 20 吨；全球最大的白银 ETF-ishares 的持银量增加至 15189 吨，比上月下降 453 吨。

图表 25 贵金属 ETF 持仓变化

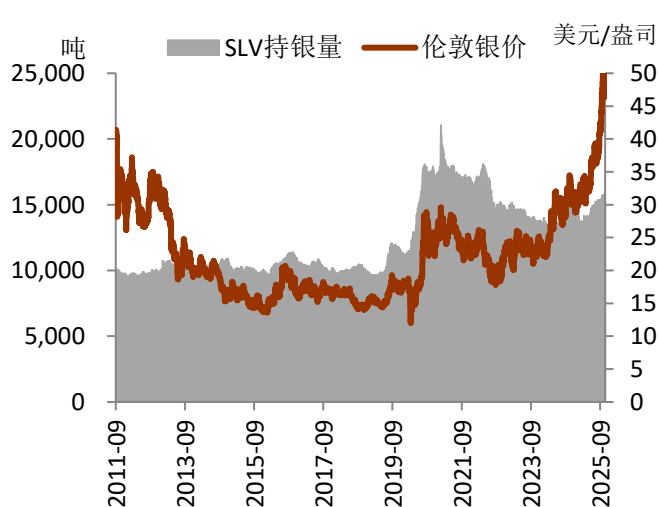
单位：吨	2025/10/31	2025/10/24	2025/9/30	2024/10/31	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	1039.20	1046.93	1018.89	888.63	-7.73	20.31	150.57
ishares 白银 持仓	15189.82	15419.81	15642.75	14949.64	-229.99	-452.93	240.18

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 26 黄金 ETF 持仓变化



图表 27 白银 ETF 持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

5、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 白银库存也在同时增加，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至 10 月初，之后 COMEX 黄金库存开始下降。截至 2025 年 10 月 31 日，COMEX 黄金期货的库存有 3817 万盎司，合计约 1187 吨，环比下降 4.69%，比去年同期增加 123%。

COMEX 白银库存在近几个月也小幅增加。美国地质调查局（USGS）于 2025 年 8 月 26 日提议将白银等 6 种矿产纳入关键矿产清单，可能被加征 50% 的关税。与此对应的是 LMBA 本来就可流通量低的白银库存在 9 月出现下降，伦敦白银现货紧张助推了白银的逼仓行情。10 月中旬，有大量白银从美国和中国流入伦敦现货市场，缓解了这个全球最大场外贵金属交易中心的流动性紧缩状况。伦敦一个月期白银借贷利率已从 10 月 10 日的历史高 35% 点回落，确认了白银现货紧张的局面已得到缓解。从 COMEX 白银库存变化来看 10 月初也开始下降。截至 2025 年 10 月 31 日，COMEX 黄金期货的库存有 5.28 亿盎司，合计约 16428 吨，环比增加 1.89%，比去年同比增加 72%。

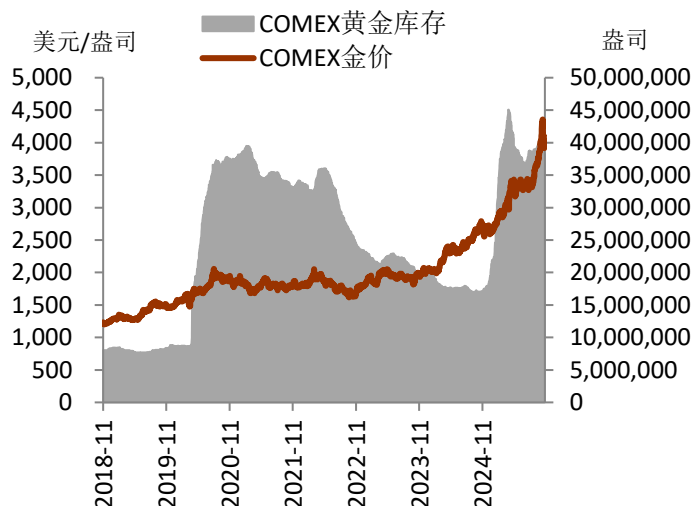
10 月国内两大交易所，特别是上海期货交易所白银库存出现大幅下降。截至 2025 年 10 月底，上海期货交易所白银库存为 665 吨，比上月同期小幅减少 527 吨，上海黄金交易所白银库存为 905 吨，比上月同期减少 267 吨，两大交易所白银库存共计 15702364 吨，比上月同期大幅减少 794 吨。预计 10 月国内的白银库存有不少流向了伦敦。

图表 28 COMEX 贵金属库存变化

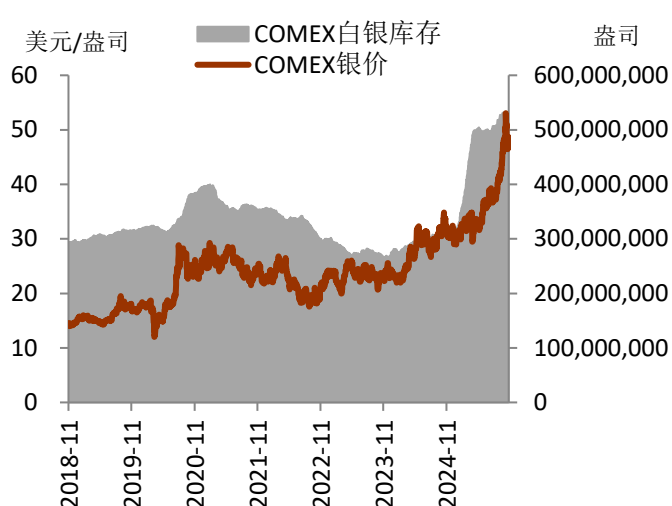
	2025/10/31	2025/9/30	2024/10/31	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	38168047	40044676	17066284	-1876629	-4.69%	21101763	123.65%
白银(千盎司)	482438705	530200006	308598725	-47761301	-9.01%	173839980	56.33%

资料来源：iFinD，Bloomberg、铜冠金源期货

图表 29 COMEX 黄金库存变化

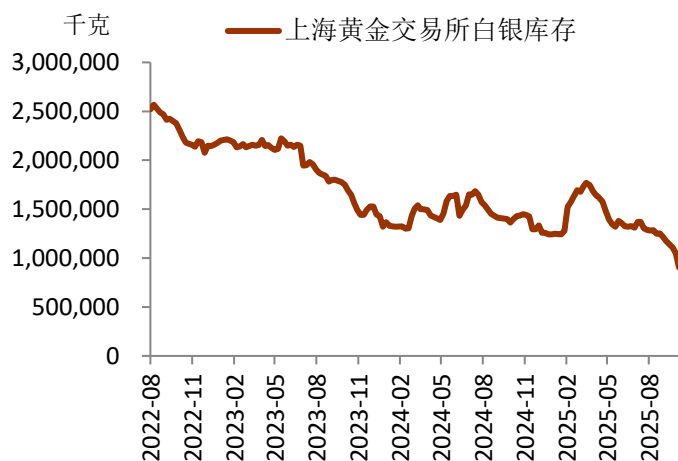


图表 30 COMEX 白银库存变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 31 上海黄金交易所白银库存变化



图表 32 上海期货交易所白银库存变化



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

四、行情展望及操作策略

10 月金银价格在屡创新高之后高位回落。我们认为，之前金银价格的大幅上涨对市场的诸多利多因素作了充分定价，在目前中美经贸关系缓和避险需求下降，美联储降息预期减弱的背景下，金银价格已步入阶段性调整。预计此次调整的时间会较长，调整的空间会较大。即使因经济数据或事件影响金银价格出现短期反弹，也不改中期调整的趋势。

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。

风险因素：美国经济数据及政策超预期

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。