



2025 年 11 月 10 日

金银维持震荡，调整尚未结束

核心观点及策略

- 上周贵金属价格处于震荡整理之中。虽然美国10月私人就业数据超出预期，但金银受到一定的支撑。市场情绪受到两大不确定因素的影响：一是美国政府面临持续停摆，二是美国最高法院对特朗普全面征收关税的合法性提出质疑。
- AI革命加速裁员潮，美国10月挑战者企业裁员人数同比暴增175.3%，创二十年同期最高。美国私人数据提供商Revelio Labs表示，10月非农转负，就业减少9100人。
- 美联储官员表态显示对货币政策的分歧。美联储今年票委因政府关门不敢行动，美联储12月降息方向不明。而明年的票委则对通胀风险担忧加剧，货币政策可能维持紧缩立场更长时间。
- 当前金银价格维持震荡，在等待更多信息给予进一步的指引。短期金银价格可能会因数据波动而有所反弹，但预计反弹空间有限。我们维持金银价格处于阶段性调整之中的观点。
- 风险因素：美国经济数据不及预期

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

焦鹏飞

从业资格号：F03122184
投资咨询号：Z0023260

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	921.26	-0.66	-0.07	136660	178255	元/克
沪金 T+D	917.64	-2.56	-0.28	37088	254462	元/克
COMEX 黄金	4007.80	-5.60	-0.14			美元/盎司
SHFE 白银	11484	43	0.38	522479	634627	元/千克
沪银 T+D	11480	38	0.33	619304	4294018	元/千克
COMEX 白银	48.23	-0.02	-0.05			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

上周贵金属价格处于震荡整理之中。虽然美国 10 月私人就业数据超出预期, 但金银受到一定的支撑。市场情绪受到两大不确定因素的影响: 一是美国政府面临持续停摆, 二是美国最高法院对特朗普全面征收关税的合法性提出质疑。

目前美国联邦政府“停摆”已打破 2018 年年底至 2019 年年初“停摆”35 天的历史记录, 成为美国持续时间最长的政府“停摆”。据透露, 数名美国参议院民主党议员周日表示, 他们已准备好推进一揽子法案, 以结束政府停摆。这是一个多月以来在两党谈判中最具突破性进展的迹象。

11 月 5 日, 最高法院就总统特朗普大规模征收关税的合法性召集各方展开辩论。多数大法官初步认为特朗普越权。最高法院通常在听证后数月后才公布判决, 但政府要求本案加快处理, 具体判决时间尚未确定。

AI 革命加速裁员潮, 美国 10 月挑战者企业裁员人数同比暴增 175.3%, 创二十年同期最高。美国私人数据提供商 Revelio Labs, 10 月非农转负, 就业减少 9100 人。

美联储官员表态显示对货币政策的分歧。美联储理事米兰再次公开呼吁进行更激进的降息, 称美联储的政策过于紧缩, 保持政策限制性的时间越长, 经济下行的风险就越大。米兰重申中性政策利率远低于当前水平, 应该通过一系列 50 基点降息实现。美联储理事库克表示, 每次美联储会议对货币政策而言都是实时的, 货币政策并未设定固定路径; 美联储的双重使命面临的两方面风险均有所上升; 当前政策适度具有限制性。通胀居高不下, 并面临上行风险; 12 月有可能降息, 但将取决于后续新出炉的信息。

美联储今年票委因政府关门不敢行动, 美联储 12 月降息方向不明。而明年的票委则对通胀风险担忧加剧, 货币政策可能维持紧缩立场更长时间。

当前金银价格维持震荡, 在等待更多信息给予进一步的指引。短期金银价格可能会因数据波动而有所反弹, 但预计反弹空间有限。我们维持金银价格处于阶段性调整之中的观点。

本周关注：美国将公布的 10 月 CPI、PPI 数据，以及美联储关于讲话。密切关注美国政府关停摆事件的进展，以及美国最高法院特对特朗普的“关税裁决”。

风险因素：美国经济数据不及预期

三、重要数据信息

1、美国 10 月 ADP 就业人数增加 4.2 万人，大幅超过预期的 3 万人，上月数据修正后为减少 2.9 万人。整体劳动力需求仍在放缓，薪资增长持续停滞，这为美联储 12 月是否继续降息增添不确定性。

2、美国就业咨询公司“挑战者企业”最新报告显示，截至今年 9 月，美国企业宣布的裁员人数已接近 95 万，创下 2020 年以来同期最高水平，超过除新冠疫情首年外自 2009 年以来任何完整年度。政府部门成为裁员重灾区，今年已有近 30 万个职位被削减。

3、美国 10 月 ISM 制造业 PMI 指数为 48.7，连续第八个月萎缩，不及预期的 49.5，前值为 49.1。新订单连续第二个月下降，生产指数疲软，物价支付指数创今年初以来新低。

4、美国 10 月 ISM 服务业 PMI 上升 2.4 点至 52.4，创八个月新高，远超预期的 50.8。新订单指数跳涨 5.8 点至 56.2，创一年新高。服务业支付价格指标升至 70，为三年来最高水平。就业指标升至 48.2，为五个月来最高水平。

5、欧元区 10 月制造业终值 PMI 为 50，与初值预估持平，略高于 9 月份的 49.8。新订单止跌未增、出口连续四个月下滑，企业加速裁员。德国和法国制造业 PMI 终值分别为 49.6 和 48.8，双双停留在收缩区域。

6、欧元区 10 月服务业 PMI 终值为 53%，好于初值的 52.6%，推动综合 PMI 终值升至 52.5，创 2023 年 5 月来新高。德国服务业强劲复苏，新订单和就业增长显著。法国服务业连续 14 个月收缩。

7、证监会发布通知，同意广州期货交易所铂、钯期货和期权注册。广期所同步发布钯期货和钯期权合约及相关规则。我国是全球最大的铂、钯消费国，全球消费占比超过 20%。

8、据世界黄金协会报告，印度黄金 ETF 迎来创纪录的资金流入，今年的购买量已接近 30 亿美元，约合 26 吨黄金。截至目前，2025 年的投资几乎与 2020 至 2024 年间的总购买价值相当。

9、中国央行公布数据显示，10 月末外汇储备 3.343 万亿美元，9 月末为 3.339 万亿美元。中国 10 月末黄金储备报 7409 万盎司（约 2304.457 吨），环比增加 3 万盎司（约 0.93 吨），为连续第 12 个月增持黄金。

四、相关数据图表

表 2 贵金属 ETF 持仓变化

单位（吨）	2025/11/7	2025/10/31	2025/10/8	2024/11/8	较上周 增减	较上月 增减	较去年 增减
ETF 黄金总持仓	1042.06	1039.20	1014.58	876.85	2.86	27.48	165.21
ishare 白银持仓	15088.63	15189.82	15415.53	14852.77	-101.19	-326.90	235.86

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图 1 SHFE 金银价格走势

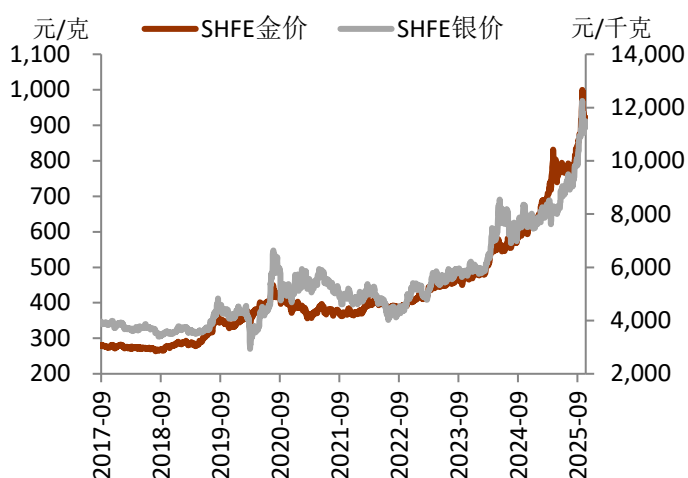
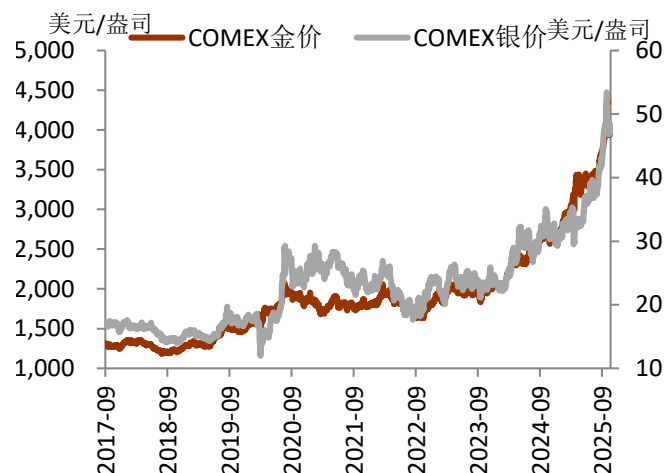


图 2 COMEX 金银价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 3 COMEX 黄金库存变化

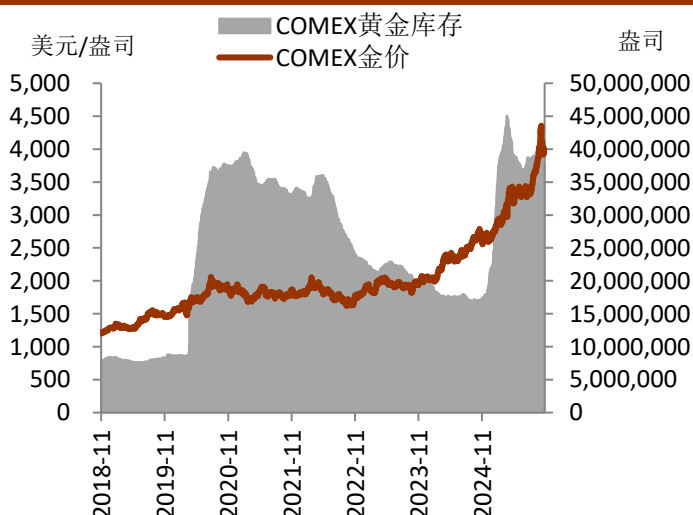
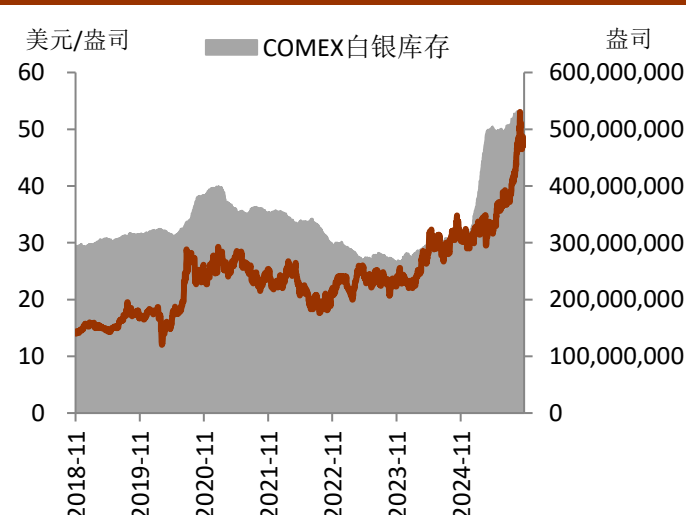


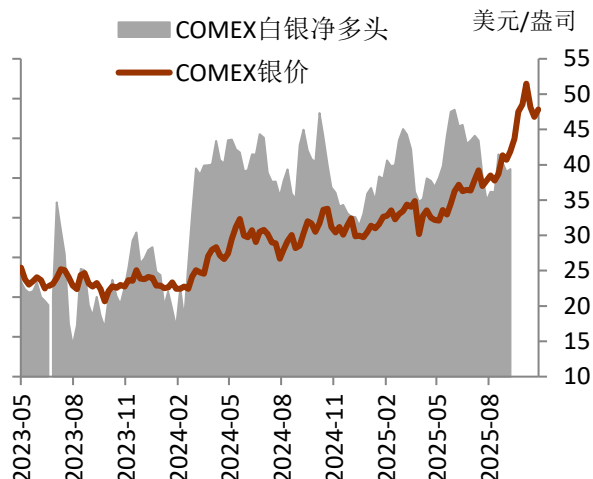
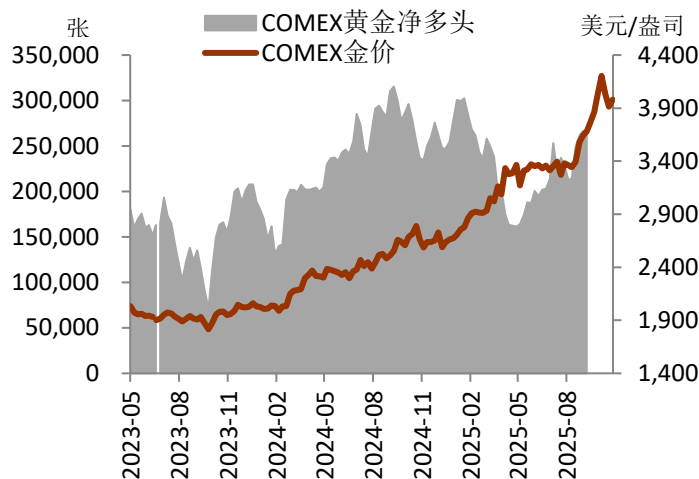
图 4 COMEX 白银库存变化



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

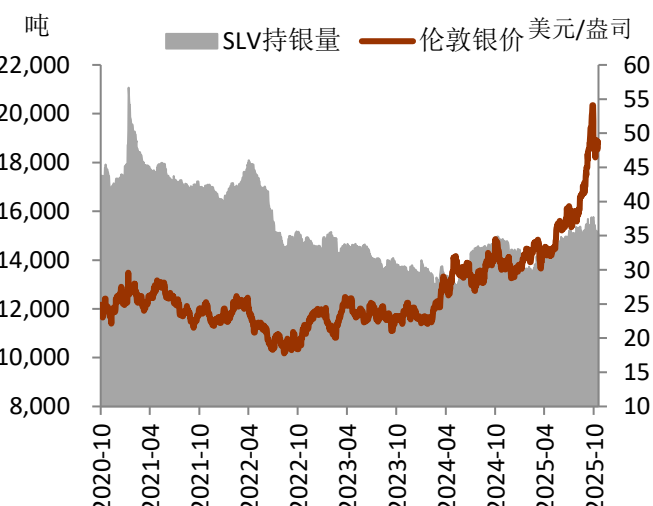
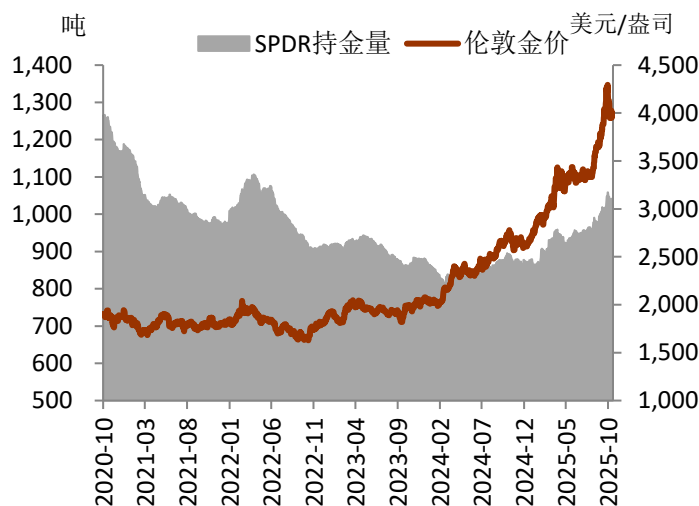
图 6 COMEX 白银非商业性净多头变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 7 SPDR 黄金持有量变化

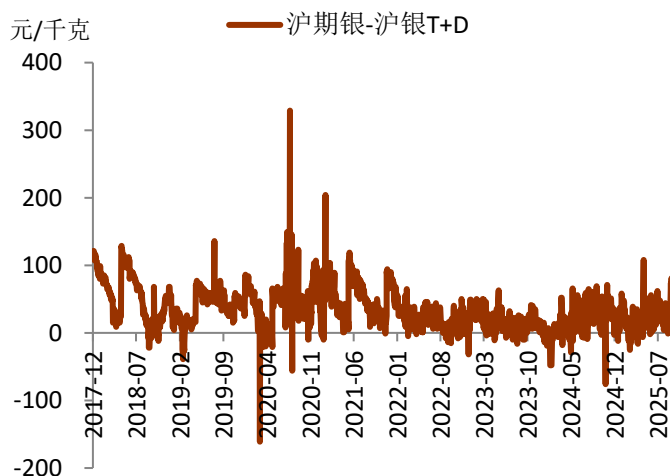
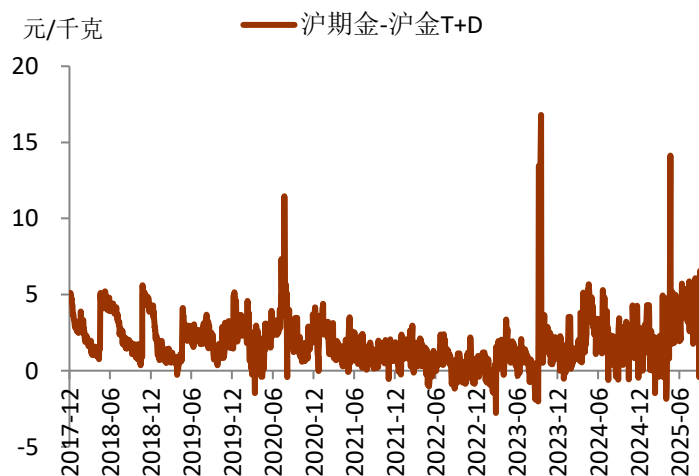
图 8 SLV 白银持有量变化



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

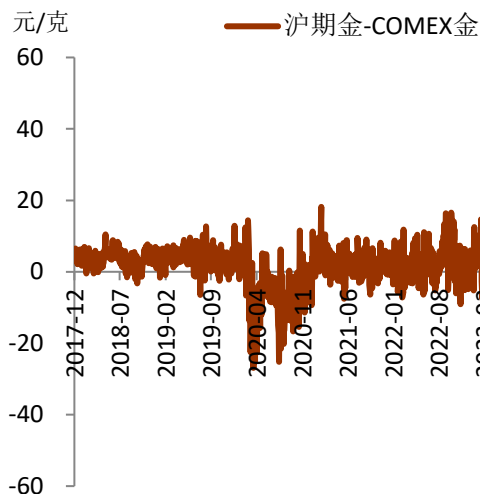


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

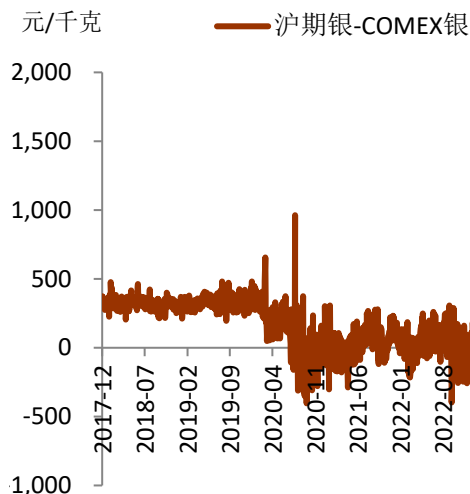
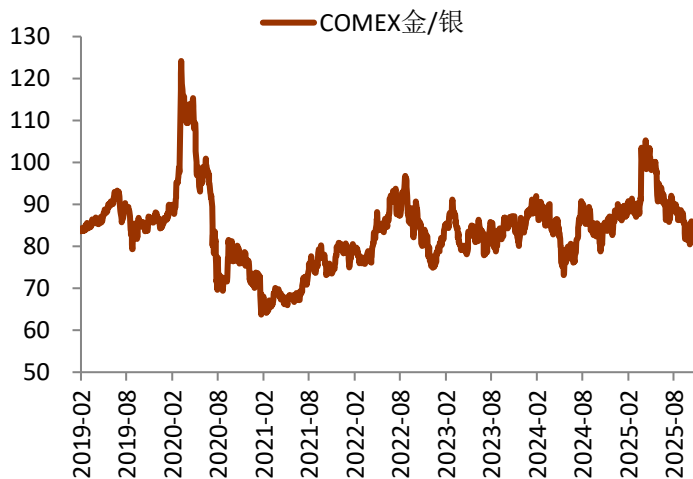


图 14 美国通胀预期变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 15 金价与美元走势

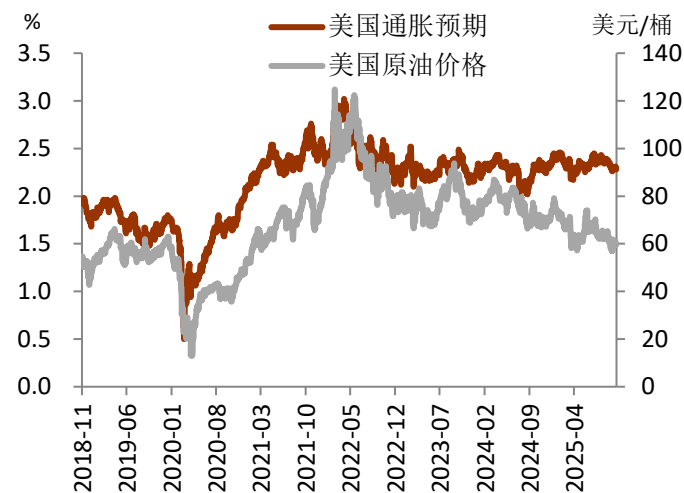


图 16 金价与铜价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

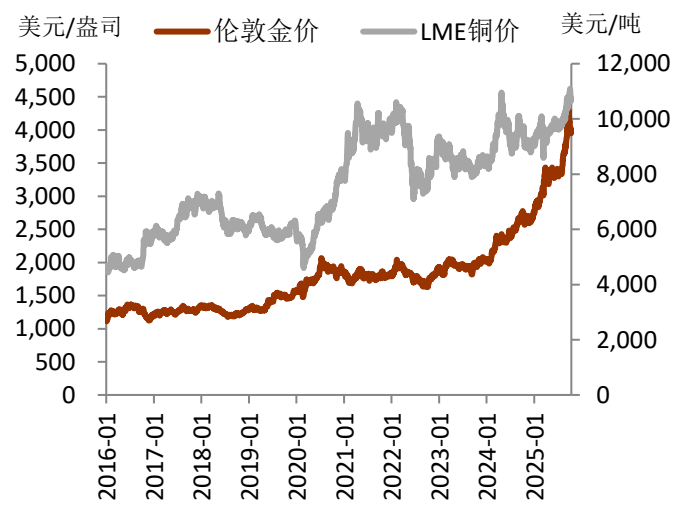


图 17 金价与 VIX 指数走势

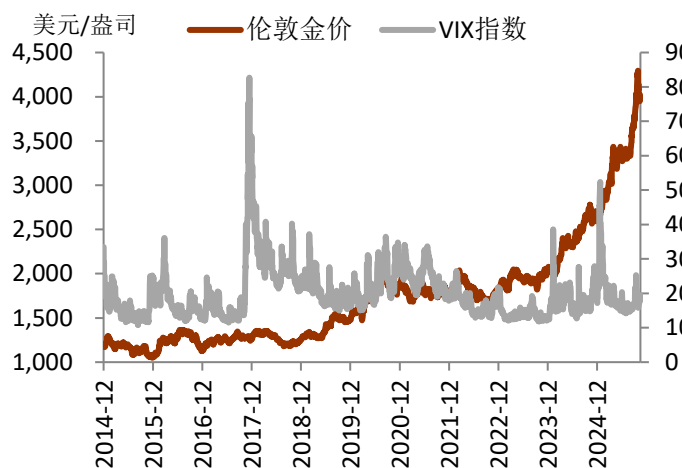
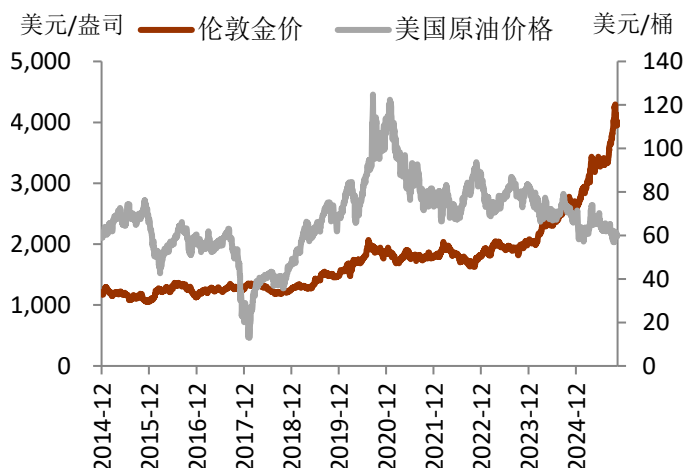


图 18 金价与原油价格走势



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

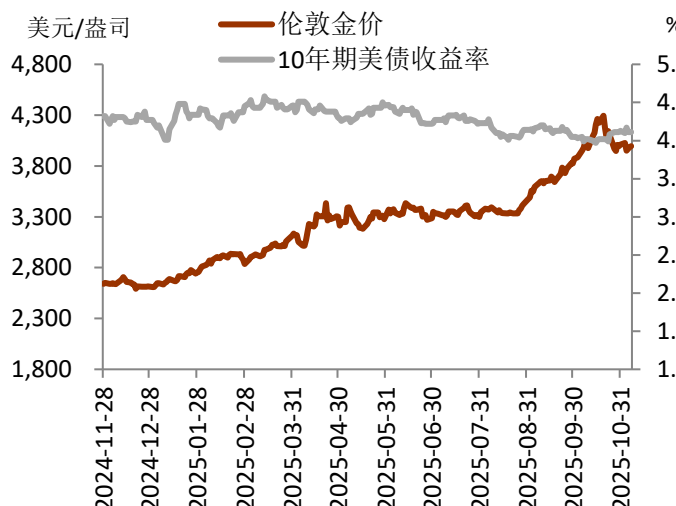
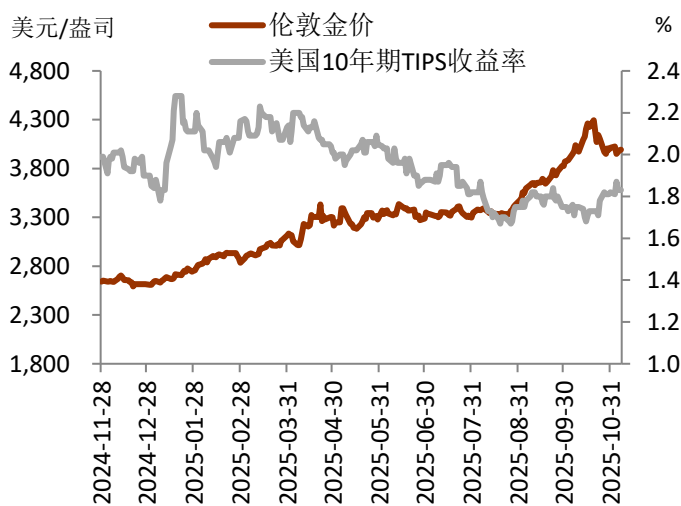


图 20 金价与美国实际利率走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 21 美联储资产负债表规模

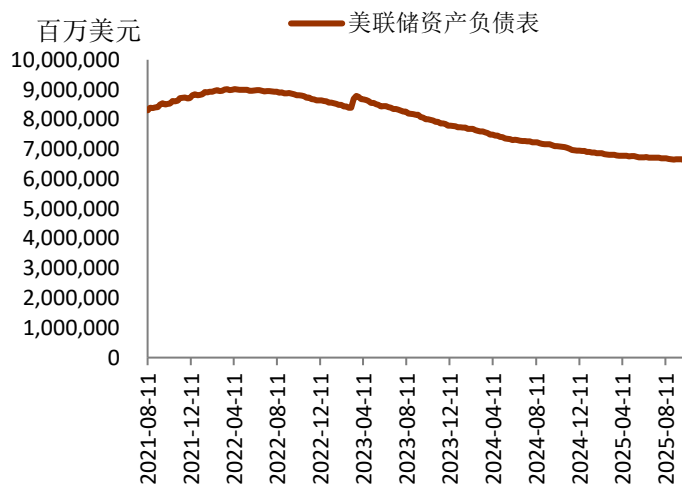
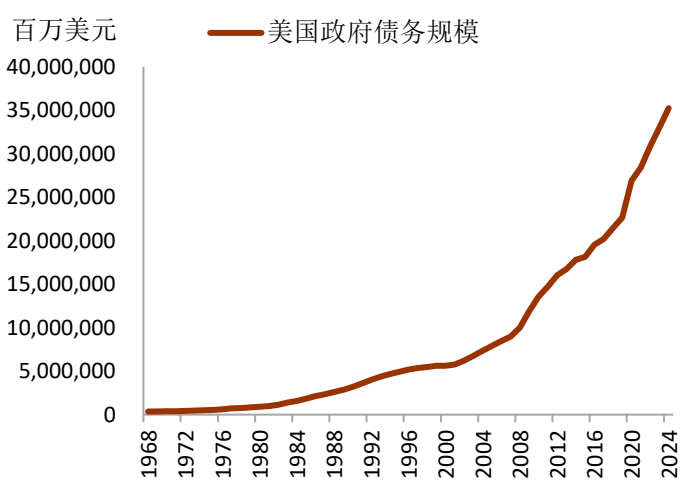


图 22 美国国债规模



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

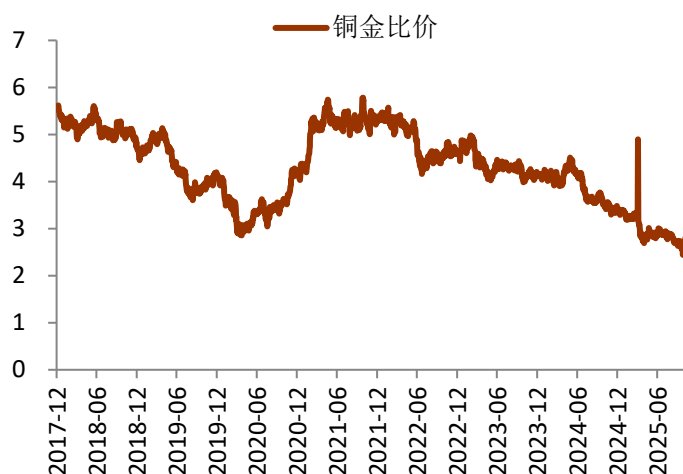
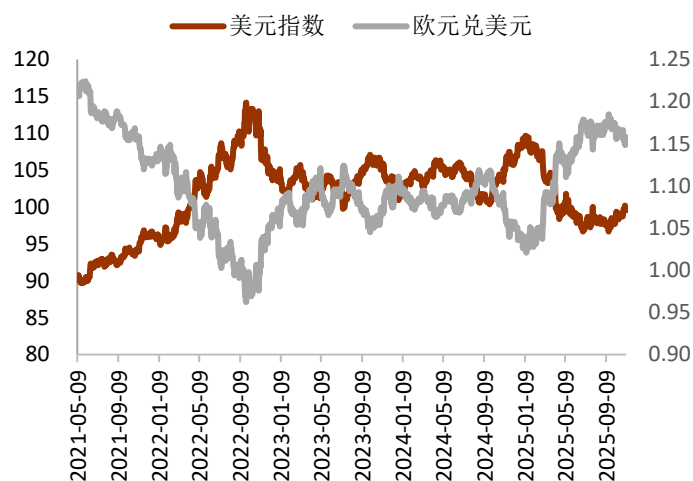


图 24 美元指数与欧元兑美元走势



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。