



2025 年 11 月 17 日

降息预期下降，金银将延续调整

核心观点及策略

- 上周贵金属价格在前几个交易日大幅上涨，特别是白银在上周四盘中再创新高，但之后回吐涨幅，特别是在上周五，金银价格均出现大幅下挫。主要是因为近期美联储官员的发言偏鹰，市场对于12月降息的预期大幅下降，金银价格承压。
- 上周四美国众议院通过临时拨款法案，为创纪录的43天联邦政府停摆画上句号。美国联邦机构将在明年1月30日之前获得资金支持。美国政府重启后将恢复发布官方经济数据。
- 美国政府停摆结束，官方经济数据将恢复公布。目前美联储官员普遍发表鹰派言论，市场对之前对于12月降息的乐观预期在进行修正。市场出现普遍出现获利了结现象，风险资产以及黄金、加密货币都同步下跌，呈现典型的“买预期、卖事实”的表现。我们认为近期金银价格的反弹已结束，将再度进入调整。短期关注本周四即将公布的最为重磅的非农数据。
- 风险因素：美国就业数据不及预期

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	953.20	31.94	3.47	113597	178255	元/克
沪金 T+D	947.98	14.96	1.60	45922	233174	元/克
COMEX 黄金	4084.40	76.60	1.91			美元/盎司
SHFE 白银	12375	891	7.76	522479	634627	元/千克
沪银 T+D	12326	600	5.12	800156	4040198	元/千克
COMEX 白银	50.40	2.18	4.51			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

上周贵金属价格在前几个交易日大幅上涨，特别是白银在上周四盘中再创新高，但之后回吐涨幅，特别是在上周五，金银价格均出现大幅下挫。主要是因为近期美联储官员的发言偏鹰，市场对于 12 月降息的预期大幅下降，金银价格承压。

上周四美国众议院通过临时拨款法案，为创纪录的 43 天联邦政府停摆画上句号。美国联邦机构将在明年 1 月 30 日之前获得资金支持。美国政府重启后将恢复发布官方经济数据。

美联储官员在公布重磅经济数据前放鹰：今年票委穆萨莱姆称应谨慎行事，明年票委哈玛克称应按兵不动，明年票委卡什卡利称不支持上月末降息，12 月行动看数据，后年票委戴利称现在判断 12 月是否降息为时过早。近期美联储鹰派官员包括堪萨斯城联储主席施密德、波士顿联储主席柯林斯、达拉斯联储主席洛根反对降息，担心通胀回升和美联储抗通胀公信力受损。鸽派阵营中美联储理事米兰仍力挺降息。截至上周五，12 月美联储降息概率已跌至 4 成。

金银价格也冲高后回调，且银价跌幅更大。上周市场一度再传伦敦白银现货紧张。上周五伦敦白银现货 1 个月租赁利率是 4.6%，较上日的 5.6%略有回落，尚不足以支持伦敦白银供应紧缺的传言。

美国政府停摆结束，官方经济数据将恢复公布。目前美联储官员普遍发表鹰派言论，市场对之前对于 12 月降息的乐观预期在进行修正。市场出现普遍出现获利了结现象，风险资产以及黄金、加密货币都同步下跌，呈现典型的“买预期、卖事实”的表现。我们认为近期金银价格的反弹已结束，将再度进入调整。短期关注本周四即将公布的最为重磅的非农数据。

本周关注：美国劳工部统计局（BLS）11 月 20 日将发布 9 月非农就业报告，11 月 21 日则发布 9 月实际薪资等数据。据美国商务部公告，第三季度 GDP 修正值将于美东时间 11 月 26 日 8:30 公布，10 月份个人收入、支出及 PCE 指数将于当日 10 点发布。

风险因素：美国就业数据不及预期

三、重要数据信息

1、美国“小非农”再度预警。据 ADP 统计，截至 10 月 25 日的四周内，美国私营部门平均每两周减少 11250 个工作岗位。累计计算，当月共减少 4.5 万个工作岗位（不含政府雇员），这将是自 2023 年 3 月以来最大的月度就业人数降幅。

2、美国小企业乐观情绪跌至六个月低点。全美独立企业联合会（NFIB）数据显示，受到盈利恶化拖累，10 月份美国小企业乐观程度指数下滑 0.6 点至 98.2。

3、英国国家统计局公布，截至 9 月份的三个月，英国失业率攀升至 5%，创下 2021 年 2 月以来最高水平，超出市场预期的 4.9%。同时，受薪雇员人数减少，薪资增长也出现放缓。

四、相关数据图表

表 2 贵金属 ETF 持仓变化

单位（吨）	2025/11/14	2025/11/7	2025/10/15	2024/11/15	较上周 增减	较上月 增减	较去年 增减
ETF 黄金总持仓	1044.00	1042.06	1022.60	869.93	1.94	21.40	174.07
ishare 白银持仓	15218.42	15088.63	15422.61	14675.56	129.79	-204.19	542.86

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图 1 SHFE 金银价格走势

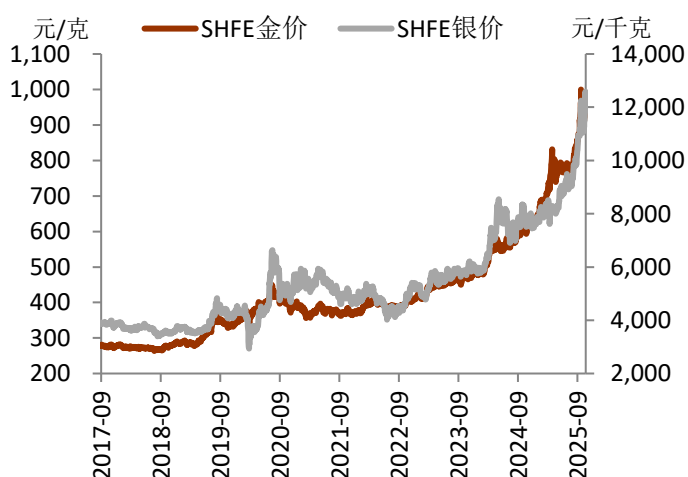
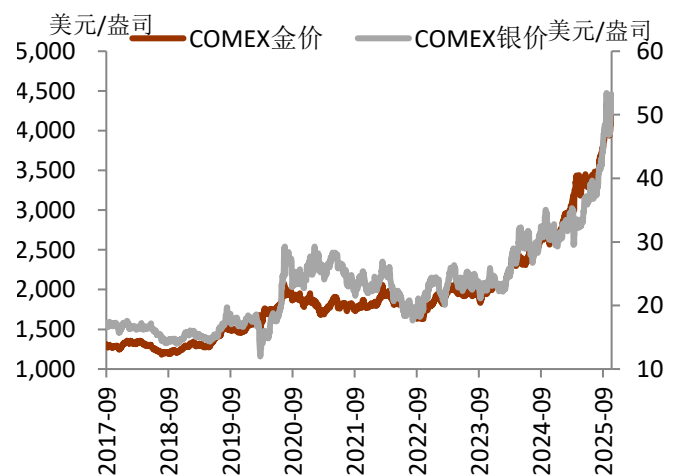


图 2 COMEX 金银价格走势

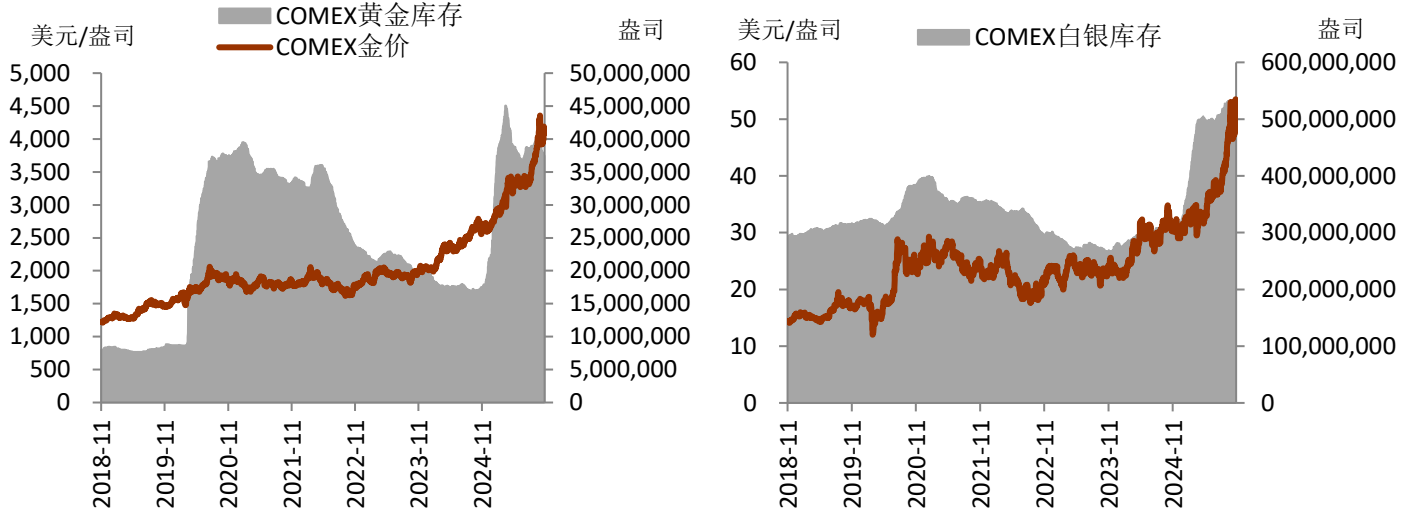


资料来源：iFinD、铜冠金源期货

图 3 COMEX 黄金库存变化

图 4 COMEX 白银库存变化

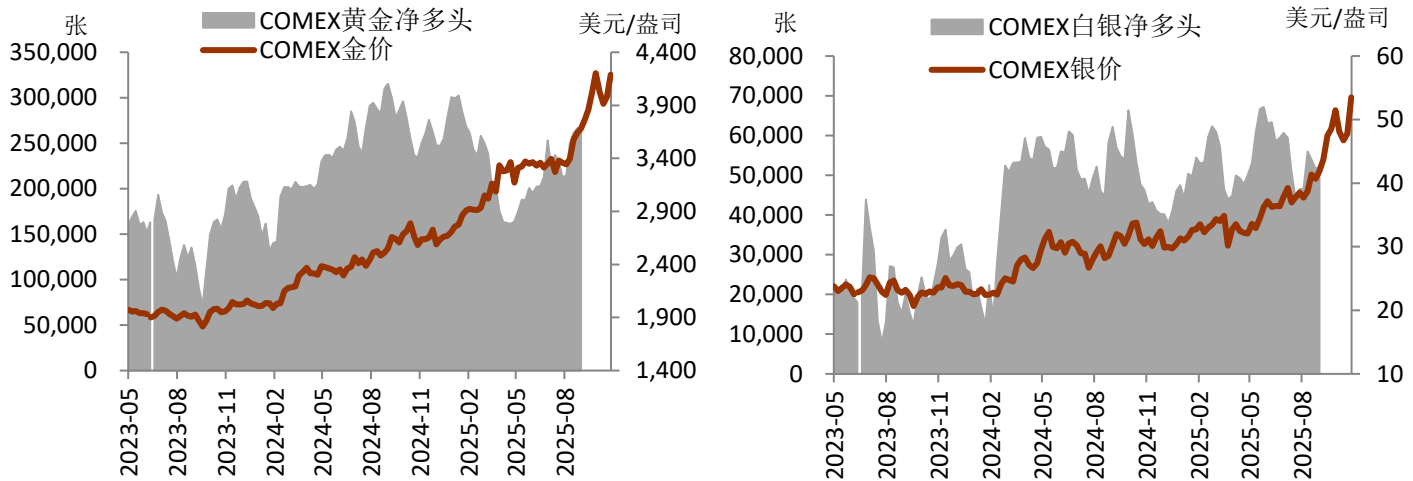
敬请参阅最后一页免责声明



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

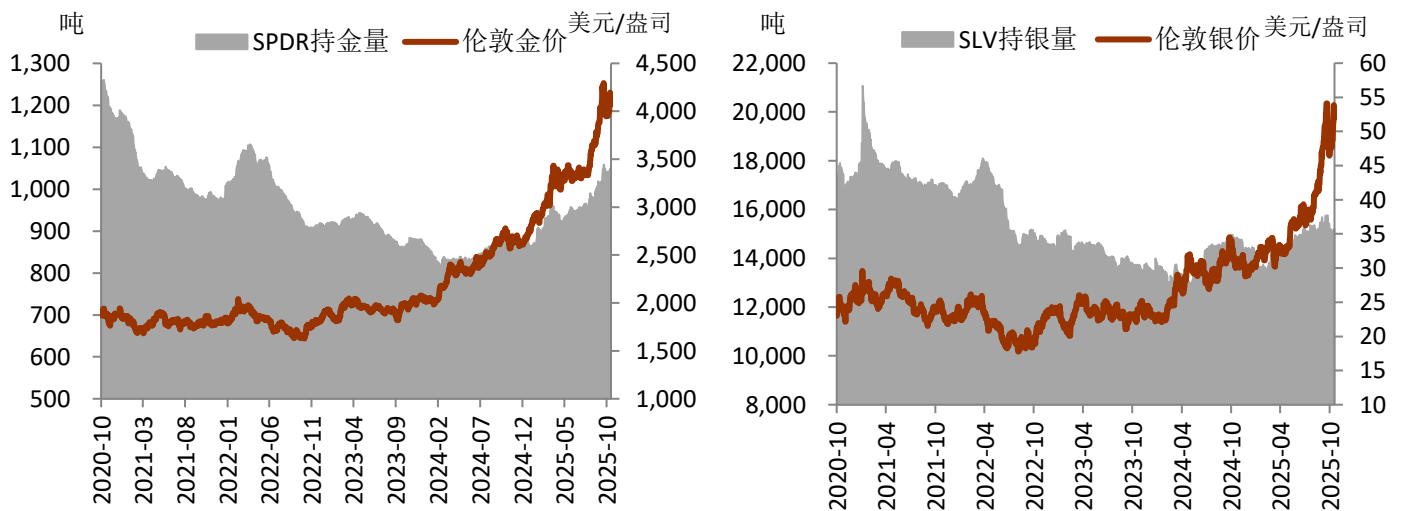
图6 COMEX 白银非商业性净多头变化



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

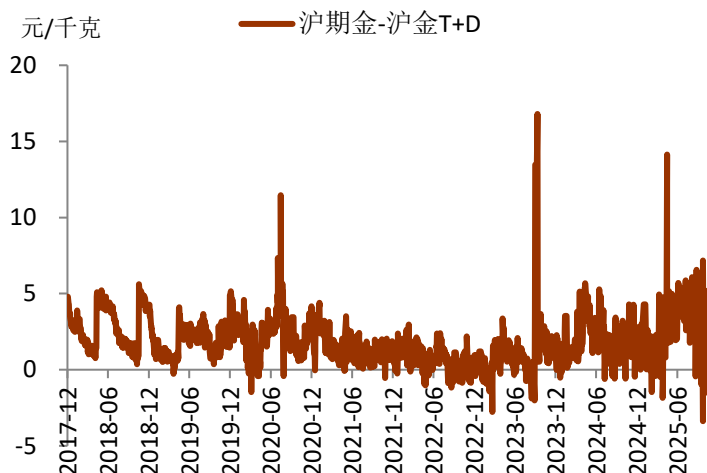
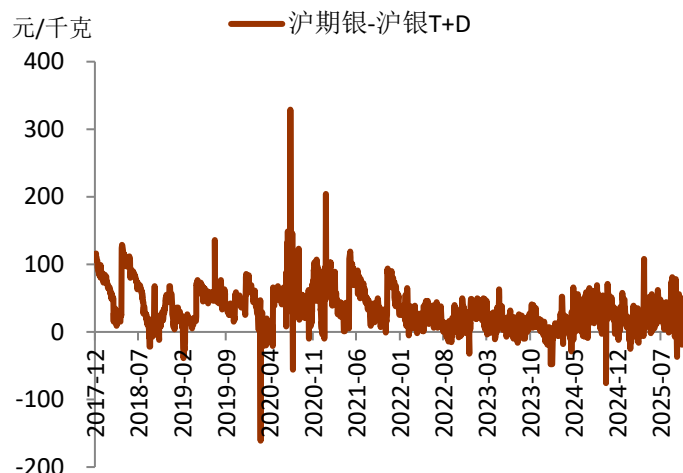


图10 沪期银与沪银 T+D 价差变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图11 黄金内外盘价格变化

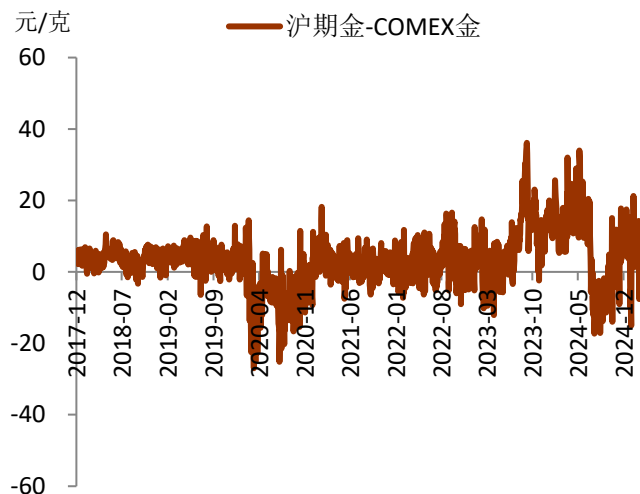
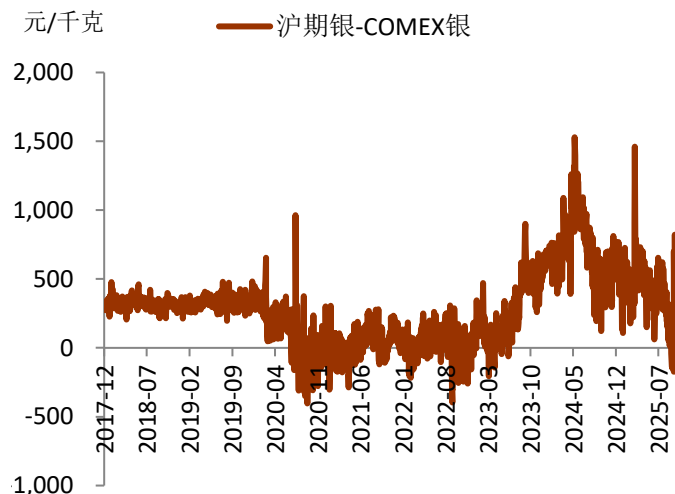


图12 白银内外盘价格变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图13 COMEX 金银比价

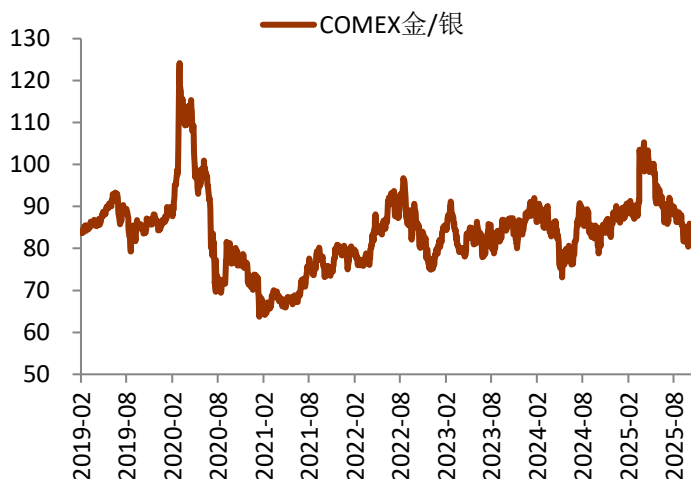
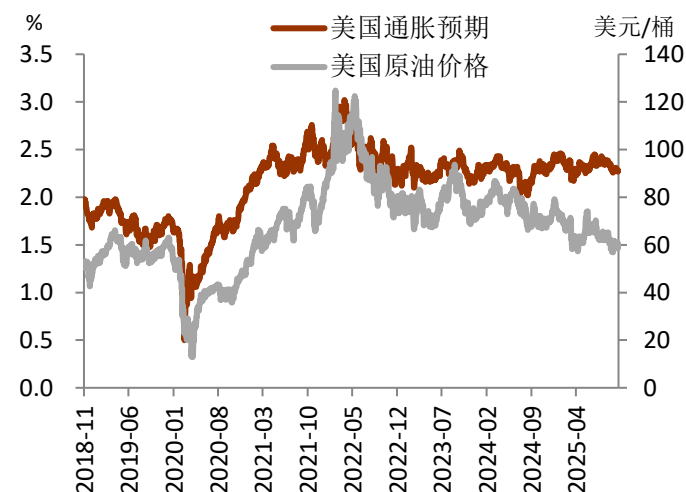


图14 美国通胀预期变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图 15 金价与美元走势

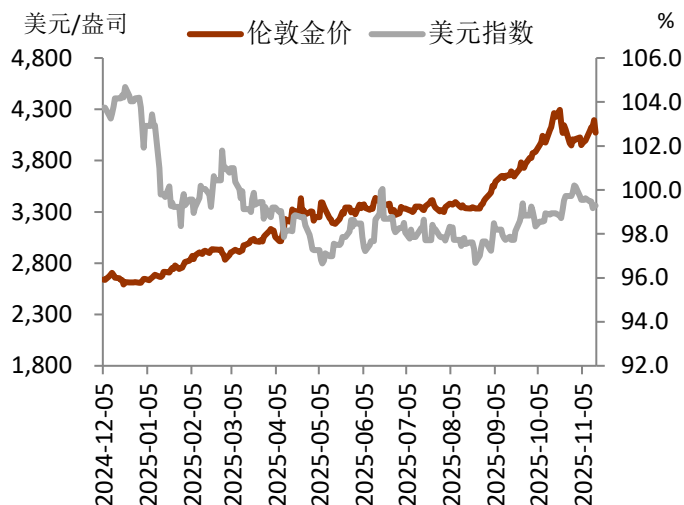
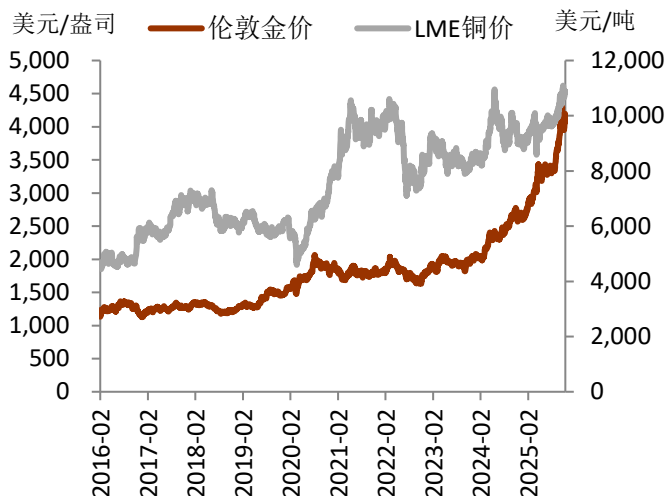


图 16 金价与铜价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 17 金价与 VIX 指数走势

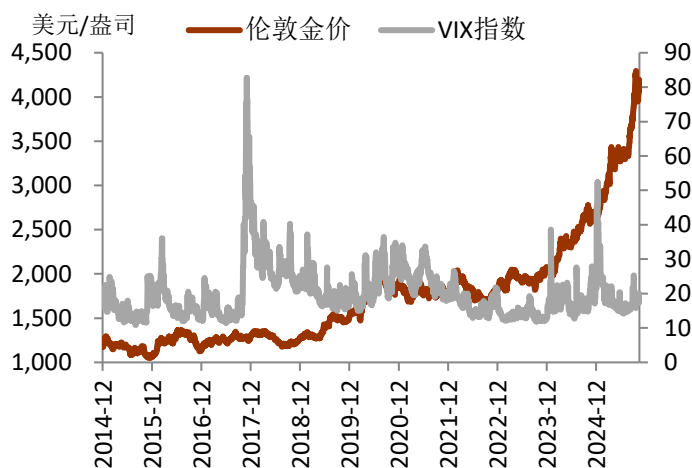
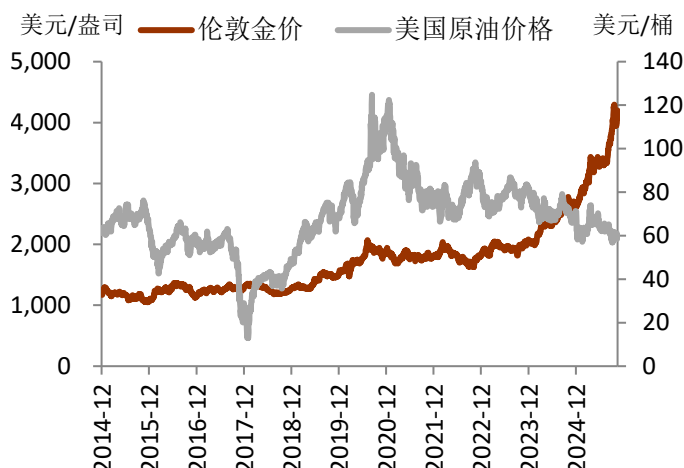


图 18 金价与原油价格走势



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

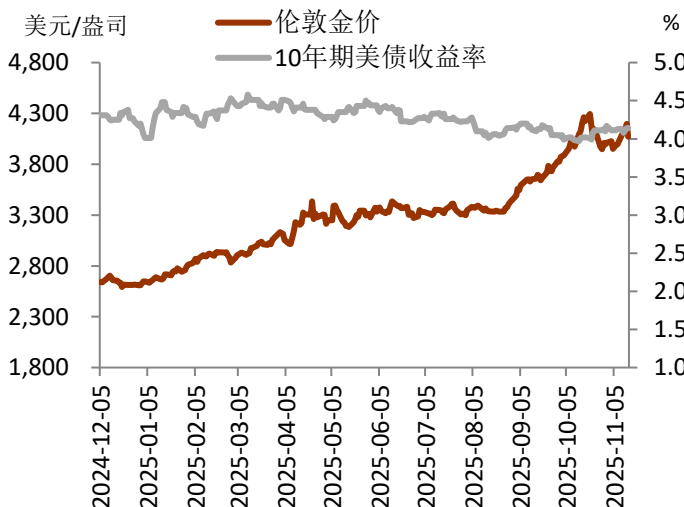
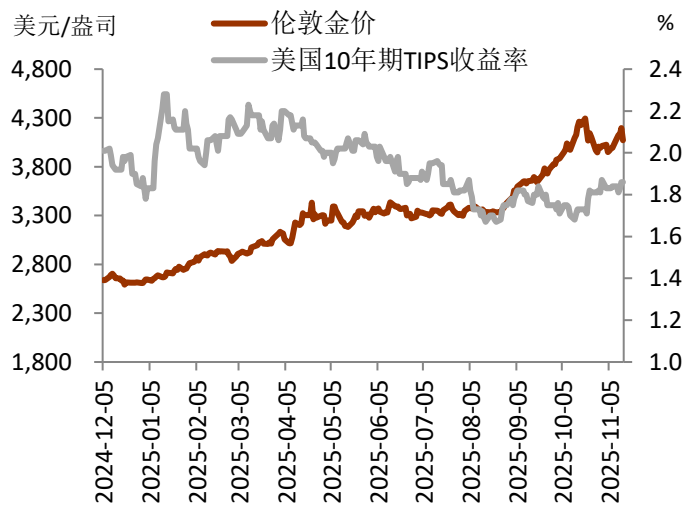
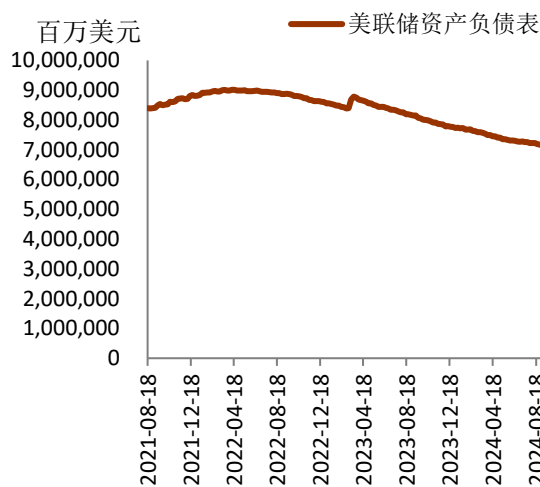


图 20 金价与美国实际利率走势



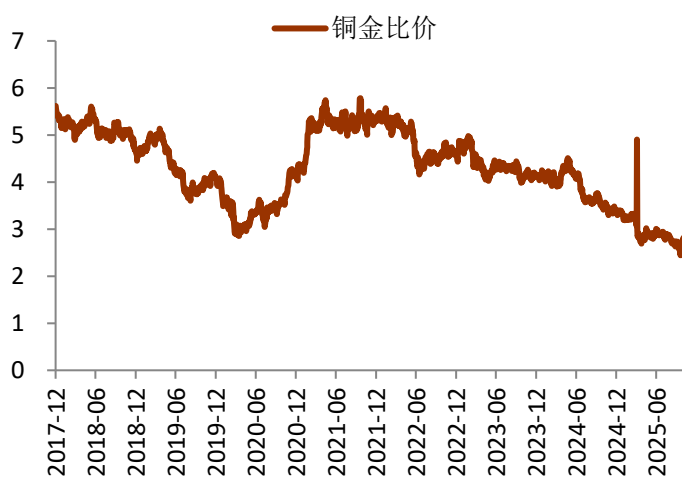
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 21 美联储资产负债表规模



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 23 铜金比价



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 22 美国政府债务规模

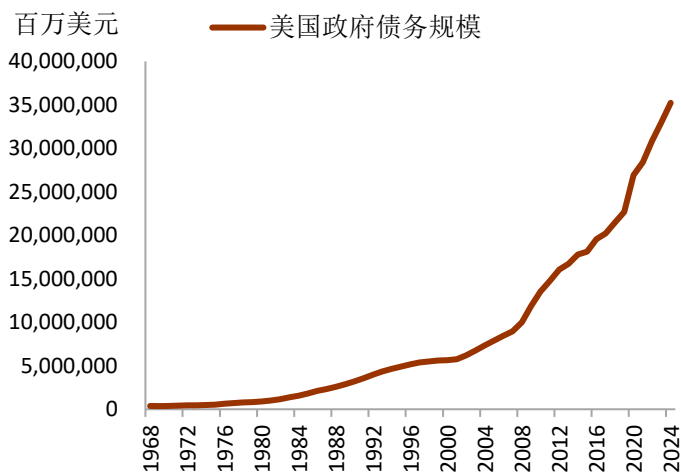
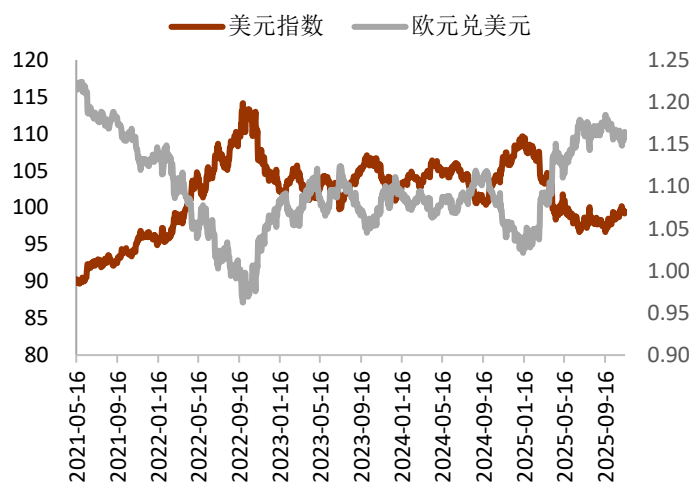


图 24 美元指数与欧元兑美元走势



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。