



2025 年 11 月 24 日

降息预期摇摆，金银震荡偏弱

核心观点及策略

- 上周贵金属价格呈震荡走势，主要因美联储官员讲话对于未来的降息路径分歧较大，降息预期波动较大，贵金属价格跟随震荡。
- 新近公布的非农就业报告呈现美国劳动力市场冷暖交织的局面。10月非农就业意外增长11.9万人，高于市场预期的5万人，但是失业率却上升至四年来高点。这一“复杂信号”不会显著改变美联储整体政策立场，却强化了经济动能减弱的趋势。
- 市场正从关注美联储整体共识转向计算个别政策制定者的投票倾向，曾经在鲍威尔时代属于罕见现象的异议票如今明显增加，12名今年拥有投票权的官员中，已有5人表示倾向下月维持利率不变。12月的决议正在成为多年来最接近的表决，降息和按兵不动的概率五五开。
- 随着市场重新消化美联储官员的鸽派言论，交易员对12月降息的预期显著升温。目前12月是否降息依然存在较大的不确定性，美国劳工部将在12月16日合并公布10月与11月就业数据，即在美联储下次会议之后，预计12月降息的概率不大。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	926.94	-26.26	-2.75	160310	178255	元/克
沪金 T+D	922.68	-25.30	-2.67	50498	230148	元/克
COMEX 黄金	4062.80	-21.60	-0.53			美元/盎司
SHFE 白银	11680	-695	-5.62	522479	634627	元/千克
沪银 T+D	11697	-629	-5.10	1243994	4030310	元/千克
COMEX 白银	49.66	-0.74	-1.47			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

上周贵金属价格呈震荡走势，主要因美联储官员讲话对于未来的降息路径分歧较大，降息预期波动较大，贵金属价格跟随震荡。

新近公布的非农就业报告呈现美国劳动力市场冷暖交织的局面。10 月非农就业意外增长 11.9 万人，高于市场预期的 5 万人，但是失业率却上升至四年来高点。这一“复杂信号”不会显著改变美联储整体政策立场，却强化了经济动能减弱的趋势。

美联储 10 月会议纪要显示，尽管美联储警告降低借贷成本可能削弱抑制通胀的努力，但是美联储上个月仍然在内部存在分歧的情况下降息 25 基点。鲍威尔更是在会后的新闻发布会直言，12 月降息并非板上钉钉。

上周四一天之内美联储有个三高管均表达对降息的疑虑，使得市场对 12 月降息的预期一度基本打消。美联储副主席杰斐逊表示，他认为就业面临的下行风险有所上升，而通胀的上行风险则可能最近略有下降。不过他也重申，随着利率接近中性水平，决策者需要更加谨慎、缓步推进。美联储理事沃勒重申，他认为美联储应该在 12 月会议上再次降息，理由是美国劳动力市场疲软以及货币政策在伤害中低收入消费者。

上周五三高管表达疑虑，美联储 12 月降息愈发艰难。美联储明年票委哈玛克：降息可能让高通胀持续更久，目前金融环境“相当宽松”，现在降息可能扭曲市场定价；今年票委古尔斯比：短期内降息过多，对继续降息感到不安，不排除 12 月投反对票；理事巴尔警告通胀仍处 3%，呼吁谨慎推进降息。

推动市场情绪反转的关键是上周无美联储纽约分行行长威廉姆斯的讲话。他表示美联储“可能在不危及通胀目标的情况下，近期进一步下调利率”。该言论被解读为明显鸽派，使原本仅 40%的降息概率瞬间跃升至 74%。

市场正从关注美联储整体共识转向计算个别政策制定者的投票倾向，曾经在鲍威尔时代属于罕见现象的异议票如今明显增加，12 名今年拥有投票权的官员中，已有 5 人表示倾向

下月维持利率不变。12 月的决议正在成为多年来最接近的表决，降息和按兵不动的概率五五开。

随着市场重新消化美联储官员的鸽派言论，交易员对 12 月降息的预期显著升温。目前 12 月是否降息依然存在较大的不确定性，美国劳工部将在 12 月 16 日合并公布 10 月与 11 月就业数据，即在美联储下次会议之后，预计 12 月降息的概率不大。我们维持金银价格处于阶段性调整之中的观点。

本周关注：美国三季度实际 GDP 年化季环比修正值、美联储公布经济状况褐皮书，以及美联储官员讲话。

风险因素：美国经济数据不及预期

三、重要数据信息

1、“小非农”ADP 周度就业数据显示，截至 11 月 1 日的四周，美国私营部门就业人数平均每周减少 2500 人。另外，美国劳工部数据显示，截至 10 月 18 日当周，美国初请失业金人数 23.2 万人，续请失业金人数小幅上升至 195.7 万人。

2、美国 9 月非农就业人口增长 11.9 万人，是预期的两倍多，但 7 月和 8 月非农就业人数合计下修 3.3 万人。9 月失业率意外升至 4.4%，为 2021 年 10 月以来最高。

3、美国上周初请失业金人数下降 8000 人至 22 万人，续请失业金人数升至 4 年新高。数据公布后，互换合约继续显示美联储 12 月降息的可能性不大。

4、全美房地产经纪人协会（NAR）数据显示，经季节因素调整后，10 月份美国成屋销售量较 9 月份增长 1.2%，至 410 万套，创八个月新高。

5、全球第五大黄金储备国俄罗斯央行首次确认正在出售实物黄金以弥补国家预算，这是这个持有超过 2300 吨黄金储备的国家首次采取此类行动。俄央行未透露销售实物黄金的具体时间或规模。

6、加密货币领域最大的稳定币发行商 Tether 迅速崛起为全球最大非主权黄金持有者，截至第三季度末，这家稳定币发行商持有的黄金至少达到 116 吨，仅第三季度就增持约 26 吨，相当于全球需求的约 2%。其囤金规模已与小型央行相当。

四、相关数据图表

表 2 贵金属 ETF 持仓变化

单位（吨）	2025/11/21	2025/11/14	2025/10/21	2024/11/21	较上周 增减	较上月 增减	较去年 增减
-------	------------	------------	------------	------------	-----------	-----------	-----------

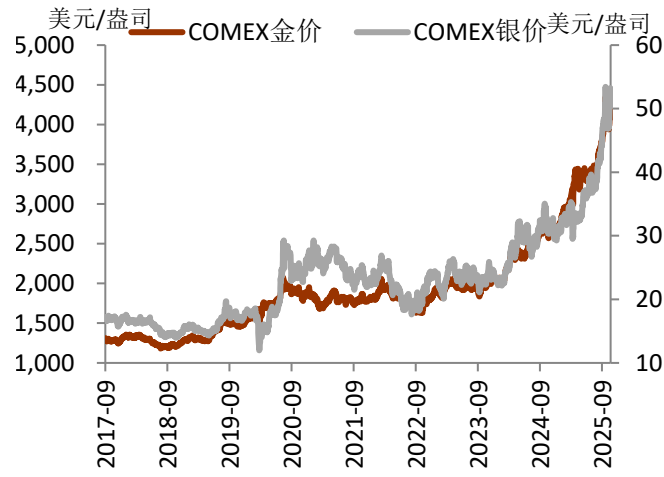
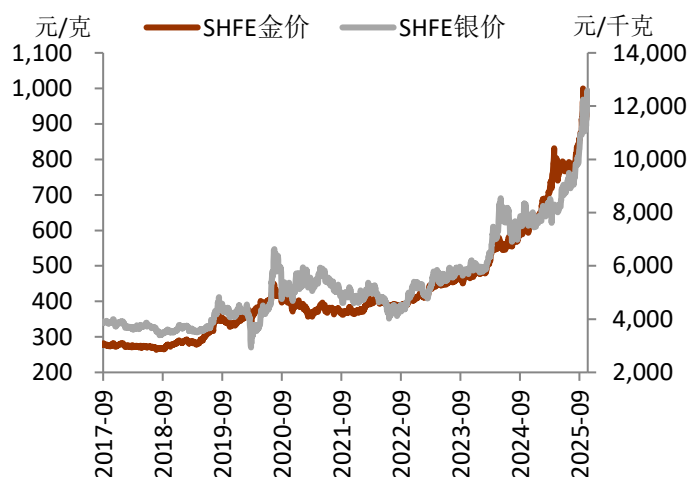
敬请参阅最后一页免责声明

ETF 黄金总持仓	1040.57	1044.00	1046.93	877.97	-3.43	-6.36	162.60
ishare 白银持仓	15257.92	15218.42	15419.81	14800.31	39.50	-161.89	457.61

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图1 SHFE 金银价格走势

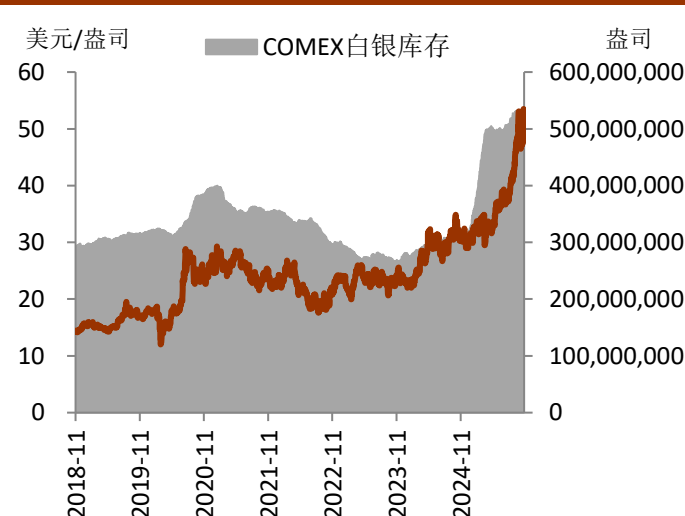
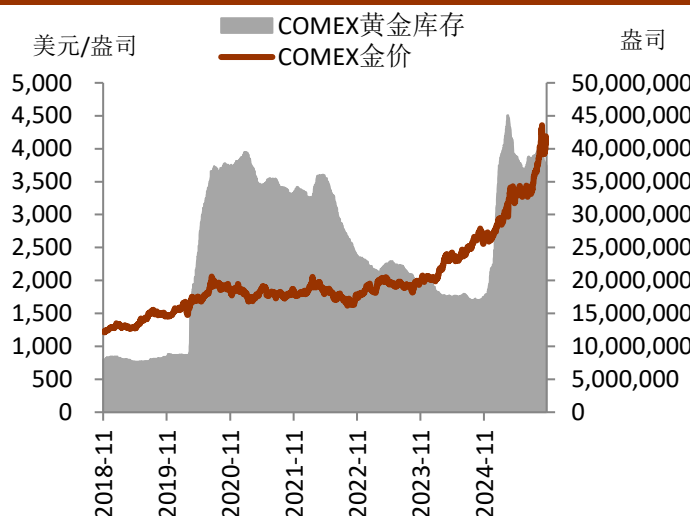
图2 COMEX 金银价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图3 COMEX 黄金库存变化

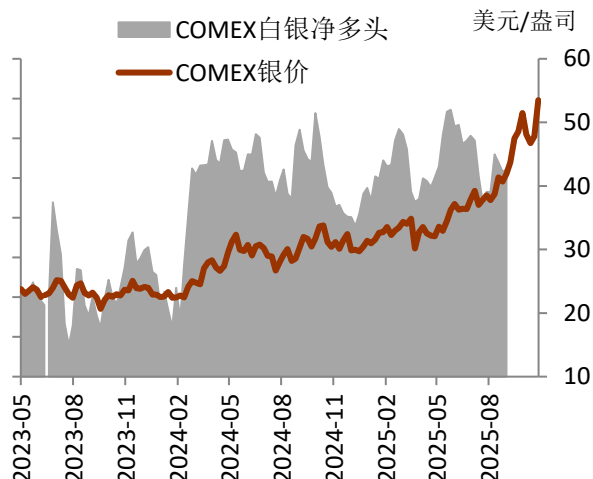
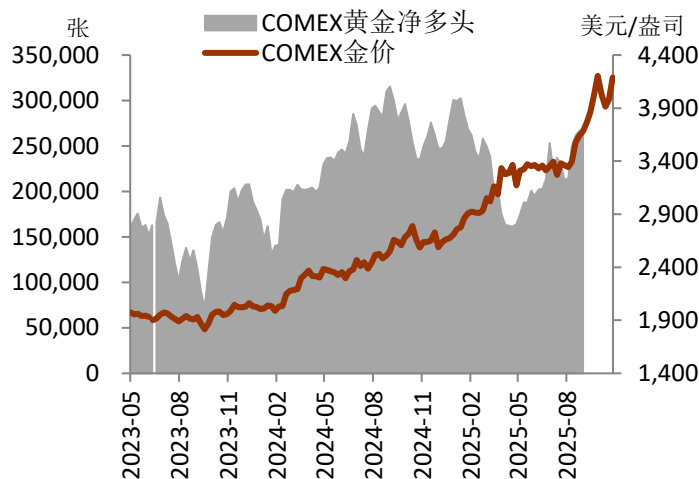
图4 COMEX 白银库存变化



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

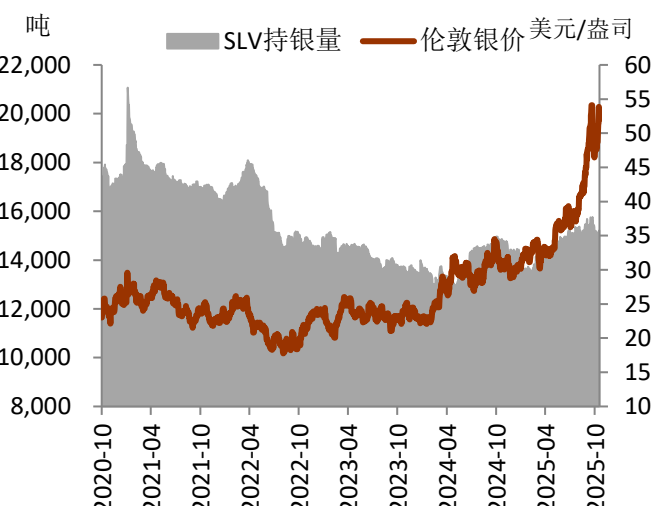
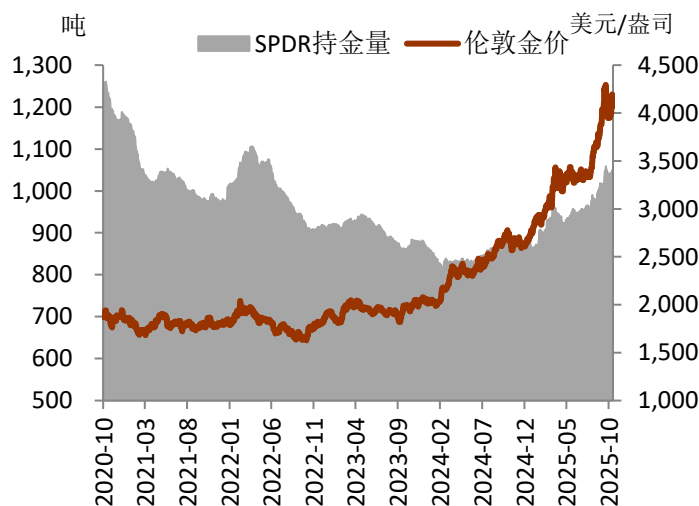
图6 COMEX 白银非商业性净多头变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 7 SPDR 黄金持有量变化

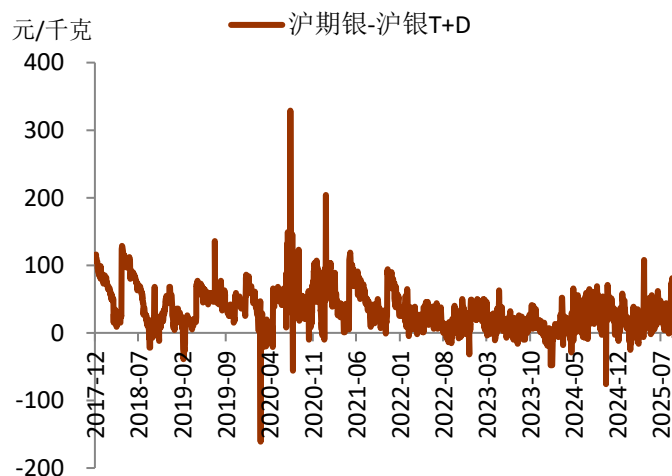
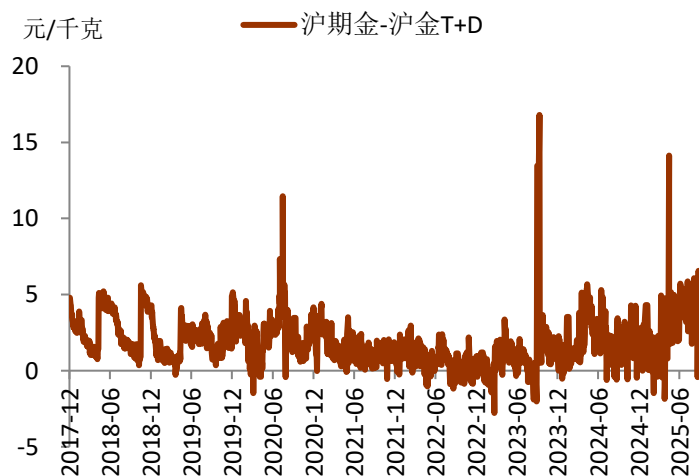
图 8 SLV 白银持有量变化



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

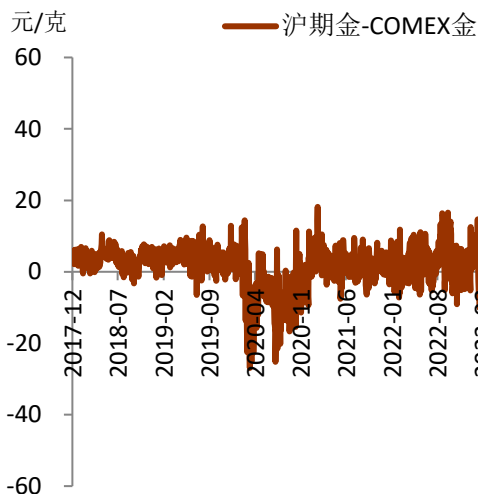


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

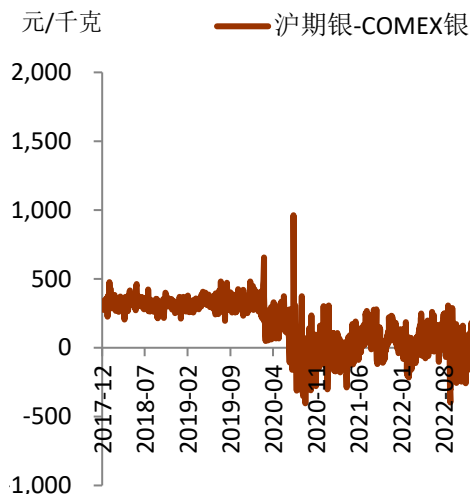
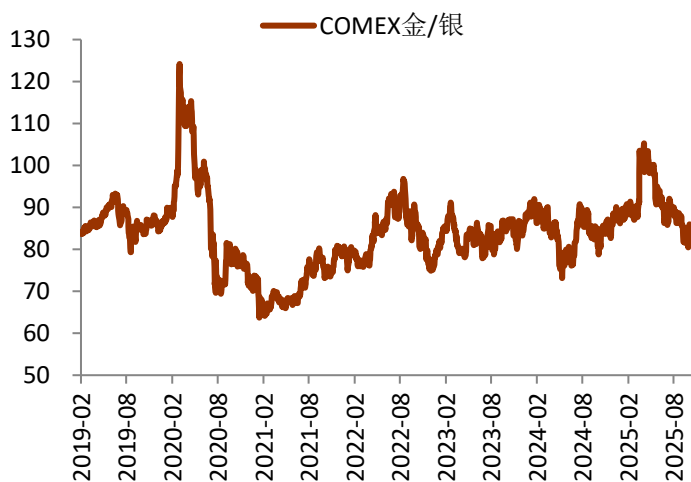


图 14 美国通胀预期变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 15 金价与美元走势

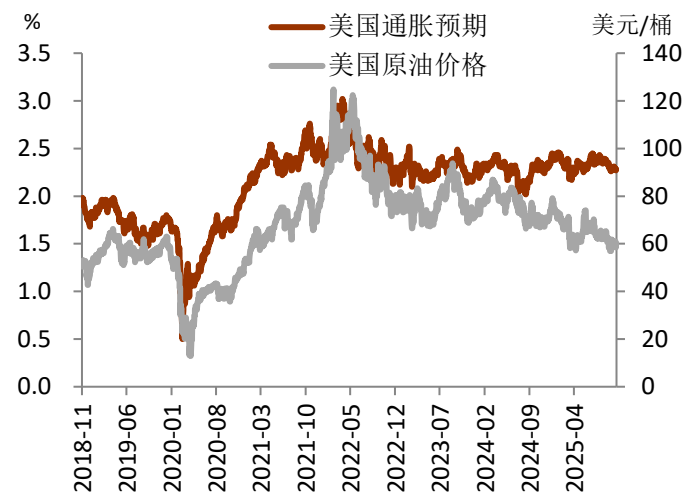


图 16 金价与铜价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

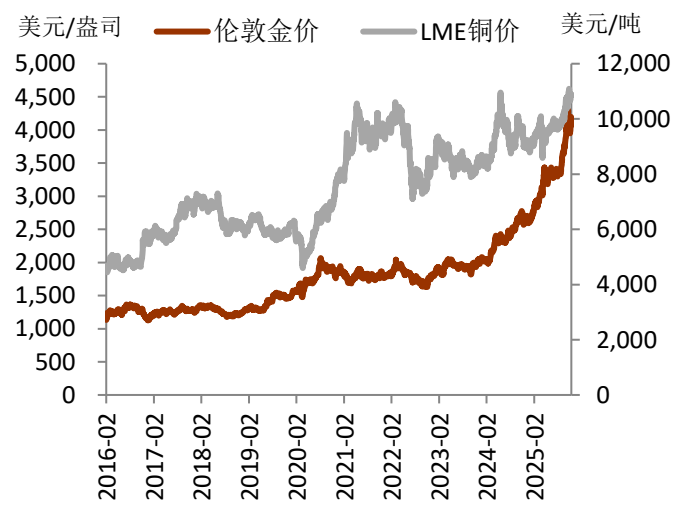


图 17 金价与 VIX 指数走势

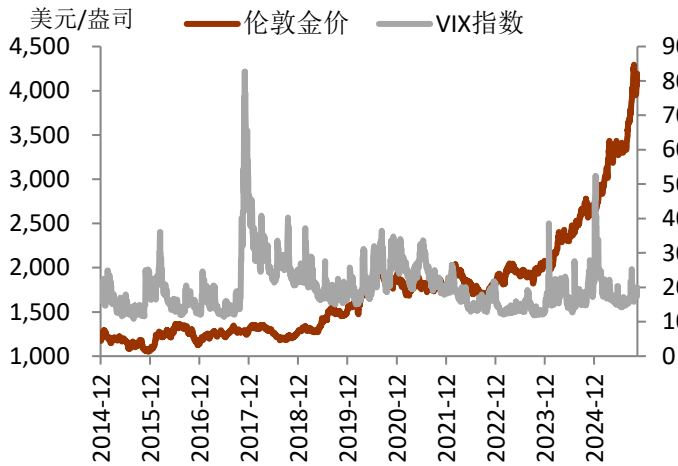


图 18 金价与原油价格走势



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

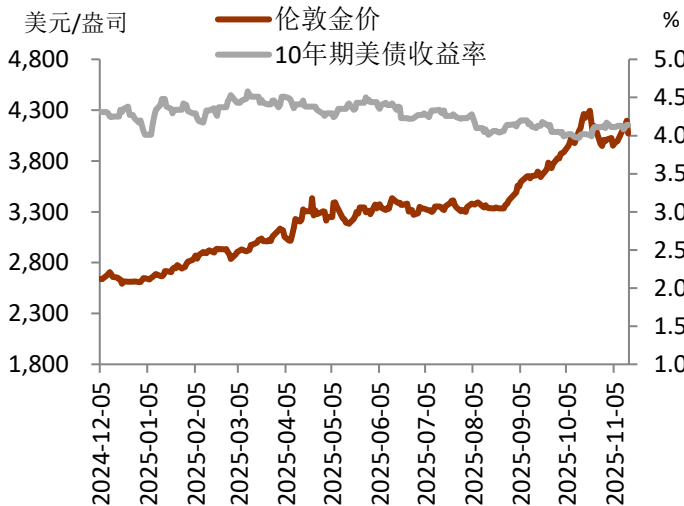
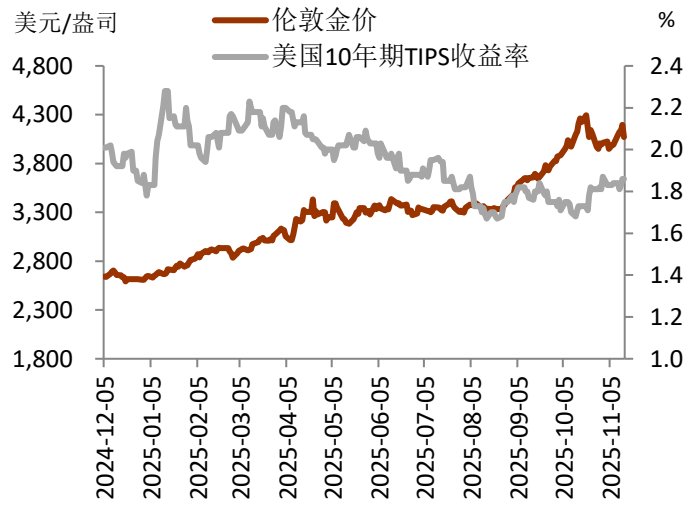


图 20 金价与美国实际利率走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 21 美联储资产负债表规模

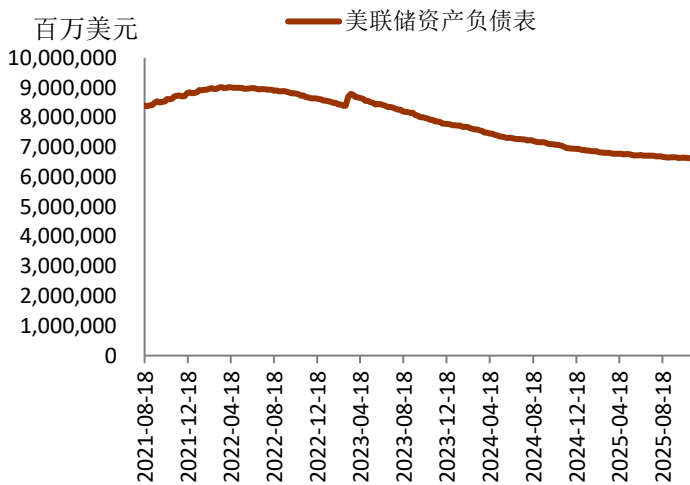
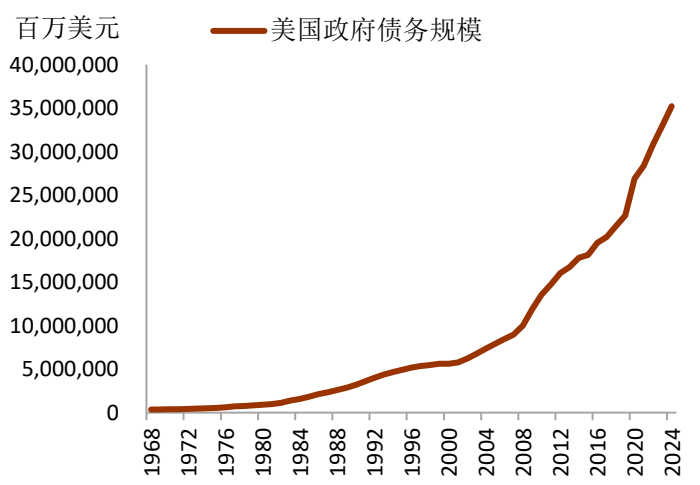


图 22 美国政府债务规模



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

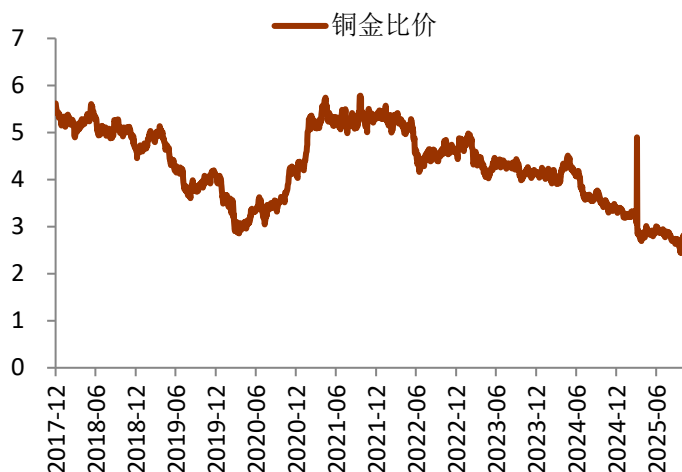
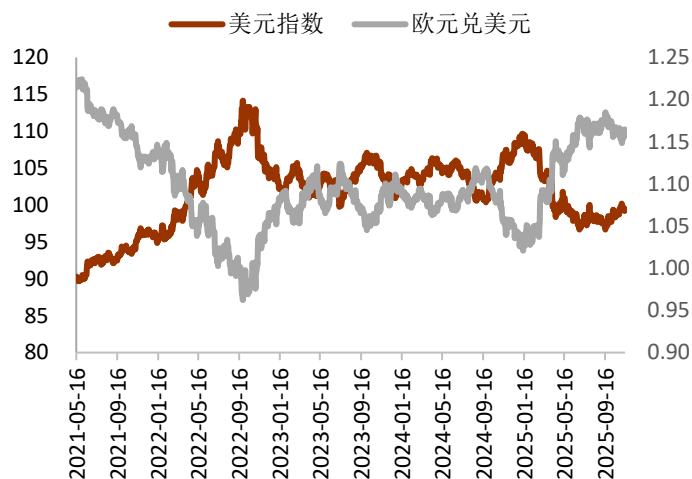


图 24 美元指数与欧元兑美元走势



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。