



2025年12月1日

美白银交割风险再现，银价再创新高

核心观点及策略

- 上周贵金属价格震荡上行，国际金价再度站上4250美元/盎司，白银价格在上周五再创历史新高，国际银价因COMEX白银交割风险上攻至57美元/盎司上方，再创历史新高，国内白银价格也再创新高，站上13000元/千克。上周四国内铂、钯期货上市首日波动剧烈，第二个交易日波动收窄。
- 近期，越来越多的美联储官员发布言论纷纷支持12月降息。美联储主席选拔进入最后阶段，贝森特称，特朗普预计将在圣诞节前决定下一任美联储主席人选。
- 上周三，COMEX白银2512合约正式进入交割通知期。COMEX数据显示，白银2512合约首日交割通知量达到3665万盎司，达到去年12月全月水平的80%。目前强势的美盘白银、资金对白银ETF增持提速，以及交割的自营盘增加等都显示银价有进一步上攻可能。
- 近期美联储官员鸽派发言强化降息预期，对贵金属价格形成一定的支持。再加上COMEX白银交割风险隐现，白银再现逼仓行情而再创新高，也带动整体贵金属市场情绪高昂。预计短期贵金属价格有可能进一步上攻，但也需警惕市场情绪变化后的回调风险。因广期所铂、钯期货目前尚未夜盘交易，预计周一铂钯期货都会跳空高开高走。
- 风险因素：美国通胀数据超预期

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

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	953.92	26.98	2.91	202129	178255	元/克
沪金 T+D	947.41	6.72	0.71	30246	229098	元/克
COMEX 黄金	4256.40	193.60	4.77			美元/盎司
SHFE 白银	12727	1047	8.96	522479	634627	元/千克
沪银 T+D	12669	537	4.43	1248782	4008616	元/千克
COMEX 白银	57.09	7.43	14.95			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

上周贵金属价格震荡上行, 国际金价再度站上 4250 美元/盎司, 白银价格在上周五再创历史新高, 国际银价因 COMEX 白银交割风险上攻至 57 美元/盎司上方, 再创历史新高, 国内白银价格也再创新高, 站上 13000 元/千克。上周四国内铂、钯期货上市首日波动剧烈, 第二个交易日波动收窄。

美联储发布褐皮书显示, 根据美联储 12 个辖区中的大部分报告, 自上次报告以来, 经济活动基本持平; 不过有 2 个辖区指出经济小幅下滑, 1 个辖区报告经济小幅增长。整体前景基本未变, 部分人士指出未来几个月经济活动放缓的风险加大。

近期, 越来越多的美联储官员发布言论纷纷支持 12 月降息。美联储理事沃勒表示, 最新数据显示劳动力市场依然疲软, 因此他主张在 12 月进行降息。沃勒指出, 12 月会议后将密集发布的延迟经济报告, 可能让 1 月的决定“更棘手”。美国旧金山联储主席、2027 年 FOMC 票委戴利表示, 她支持在下个月降息, 因为她认为就业市场突然恶化的可能性比通胀骤然上升更大, 也更难以控制。美联储理事米兰发表最新讲话称, 当前货币政策阻碍了经济发展, 美国经济需要大幅降息。

美联储主席选拔进入最后阶段, 美国财政部长贝森特称, 总统特朗普预计将在圣诞节假期前决定下一任美联储主席人选。

欧洲央行发布 10 月会议纪要, 详解其在该次会议上按兵不动的依据, 进一步强化了市场对本轮降息周期终结的预期。欧洲央行管委卡扎克斯最新表示, 鉴于欧元区通胀仍可能高于预期, 目前讨论再次降息为时尚早。

上周三, COMEX 白银 2512 合约正式进入交割通知期。COMEX 数据显示, 白银 2512 合约首日交割通知量达到 3665 万盎司, 达到去年 12 月全月水平的 80%。自营户买盘较多、客盘买盘较少, 结构并不太稳定。根据交割通知期的初步数据, 排在前面的交割买盘全都是自营盘, 包括德银自营、法巴自营、加拿大两家银行 (RBC、丰业) 的自营户, 客盘买盘虽

然数量较少，但相对比较集中。目前 COMEX 白银只是进入交割通知期，交割数据还有待进一步观察。目前强势的美盘白银、资金对白银 ETF 增持提速，以及交割的自营盘增加等都显示银价有进一步上攻可能。

近期美联储官员鸽派发言强化降息预期，对贵金属价格形成一定的支持。再加上 COMEX 白银交割风险隐现，白银再现逼仓行情而再创新高，也带动整体贵金属市场情绪高昂。预计短期贵金属价格有可能 进一步上攻，但也需警惕市场情绪变化后的回调风险。因广期所铂、钯期货目前尚未夜盘交易，预计周一铂钯期货都会跳空高开高走。

本周关注：中美 11 月 PMI 数据、 12 月议息会议前美联储官员进入静默期，重点关注“美联储最爱通胀指标” PCE 数据的发布。

风险因素：美国通胀数据超预期

三、重要数据信息

1、美国 9 月 PPI 环比上涨 0.3%，核心 PPI 环比上涨 0.1%，均较前值明显加速，显示美国通胀在 9 月重新升温。

2、美国 9 月零售销售环比增长 0.2%，连续四个月正增长但显著放缓，且低于市场预期，汽车销售四个月来首次下滑。

3、美国 11 月消费者信心指数下降 6.8 点至 88.7，创下七个月来最大跌幅，消费者对劳动力市场和整体经济前景的担忧加剧。

4、ADP 报告显示，美国劳动力市场正显现进一步疲软迹象。数据显示，过去四周私营企业每周平均减少 13500 个工作岗位，较一周前公布的每周减少 2500 个岗位呈现加速恶化趋势。

5、美国上周初请失业金人数减少 6000 人至 21.6 万人，为 4 月中旬以来新低，低于预期值 22.5 万人。此前一周的续申请失业金人数小幅上升至 196 万人。

6、美国 9 月耐用品订单初值环比增 0.5%，较前值修正后的 3% 明显放缓。扣除飞机的非国防资本耐用品订单（核心资本品订单）初值环比增长 0.9%，远超市场预期的 0.3%，前值由 0.4% 上修至 0.9%。

四、相关数据图表

表 2 贵金属 ETF 持仓变化

单位 (吨)	2025/11/28	2025/11/21	2025/10/30	2024/11/28	较上周增减	较上月增减	较去年增减
ETF 黄金持仓	1045.43	1040.57	1040.35	878.55	4.86	5.08	166.88
ishare 白银持仓	15610.54	15257.92	15189.82	14709.59	352.62	420.72	900.95

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图1 SHFE 金银价格走势

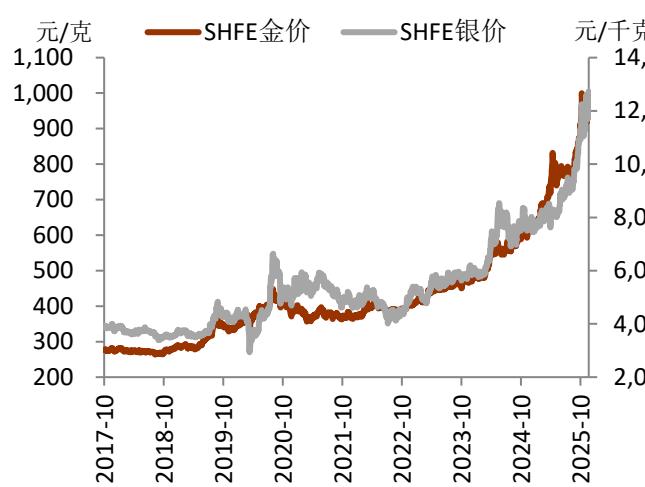
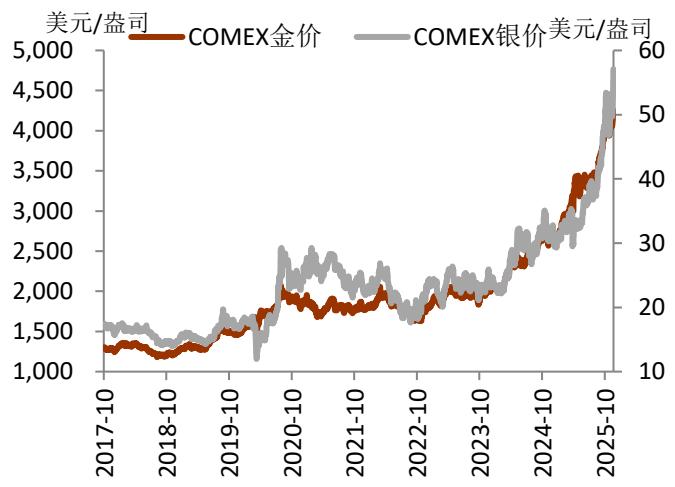


图2 COMEX 金银价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图3 COMEX 黄金库存变化

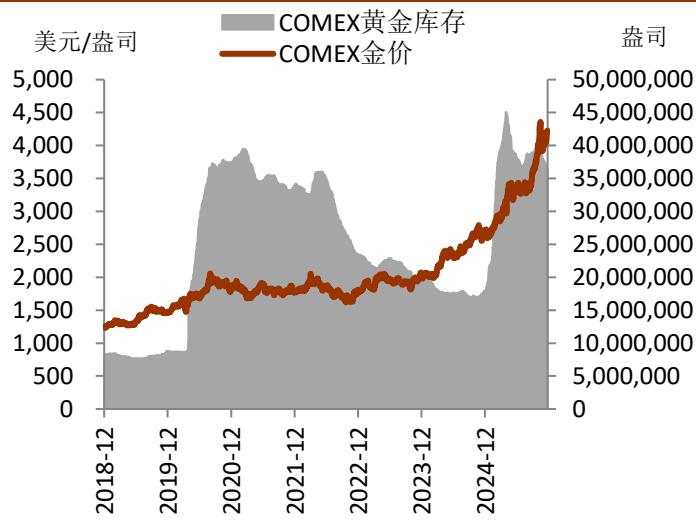
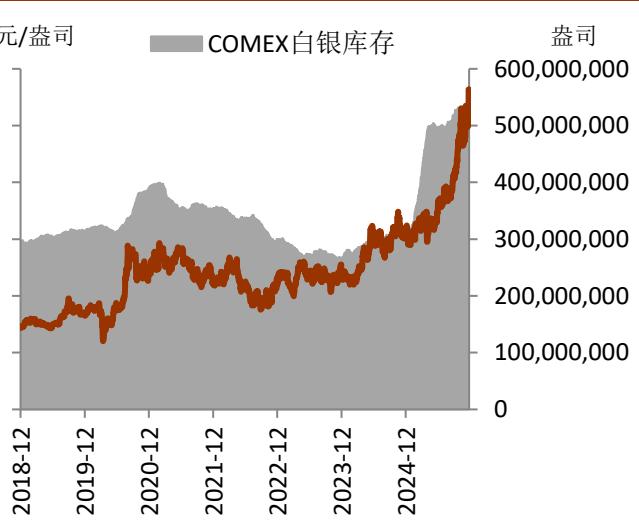


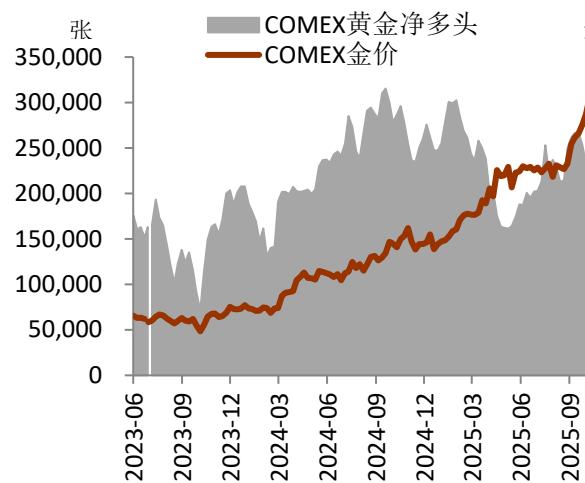
图4 COMEX 白银库存变化



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

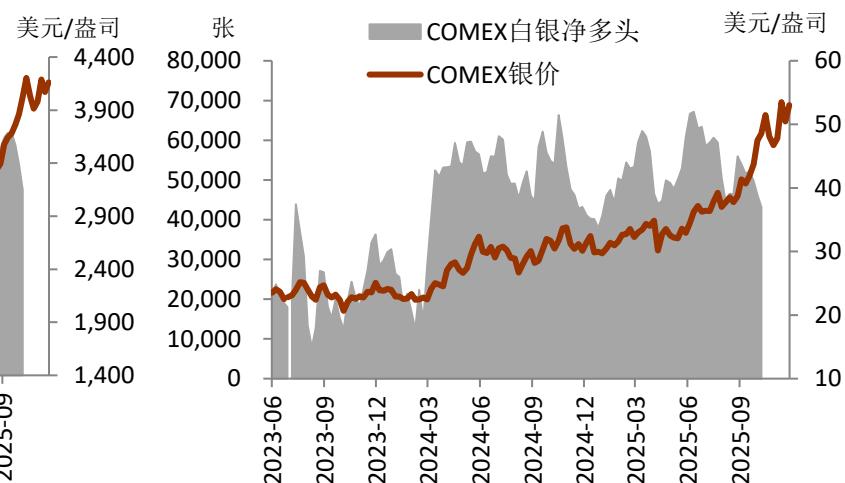
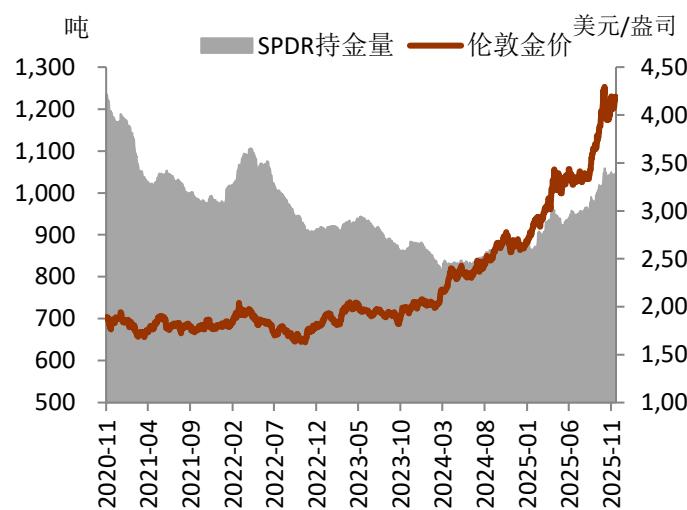


图 8 SLV 白银持有量变化

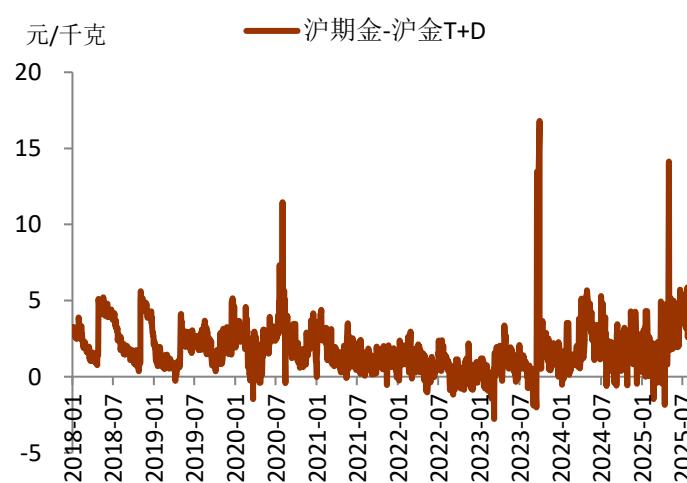


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

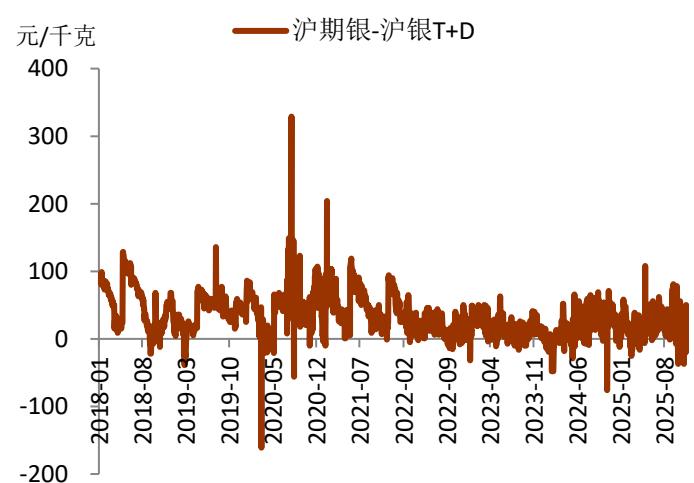
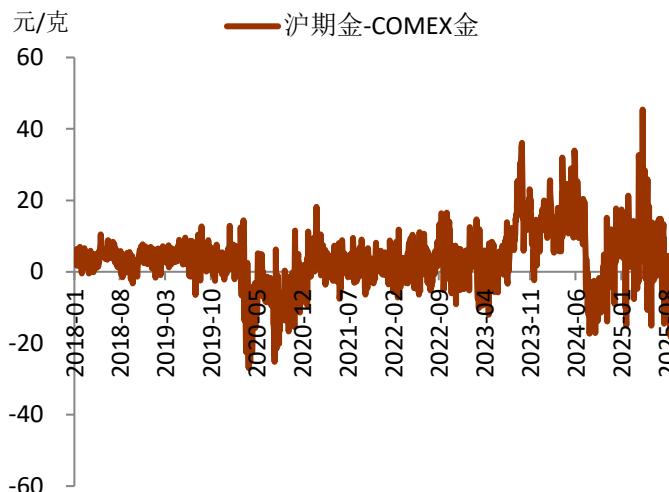


图 12 白银内外盘价格变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 13 COMEX 金银比价

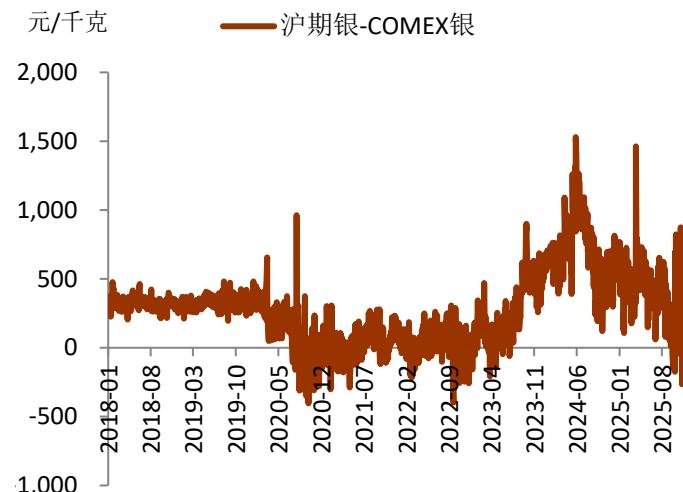
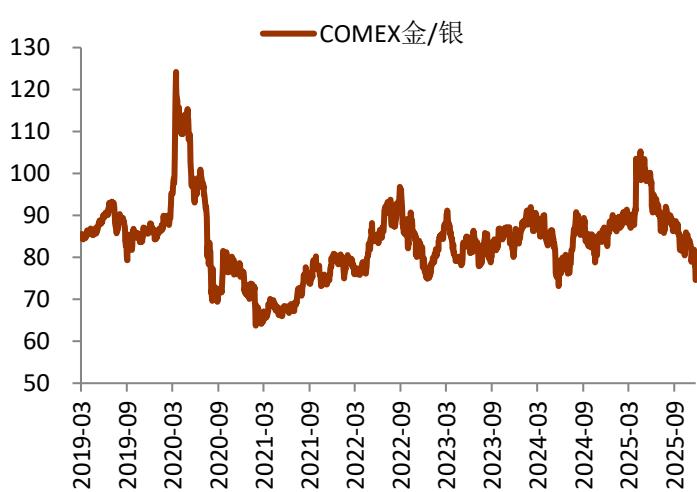


图 14 美国通胀预期变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 15 金价与美元走势

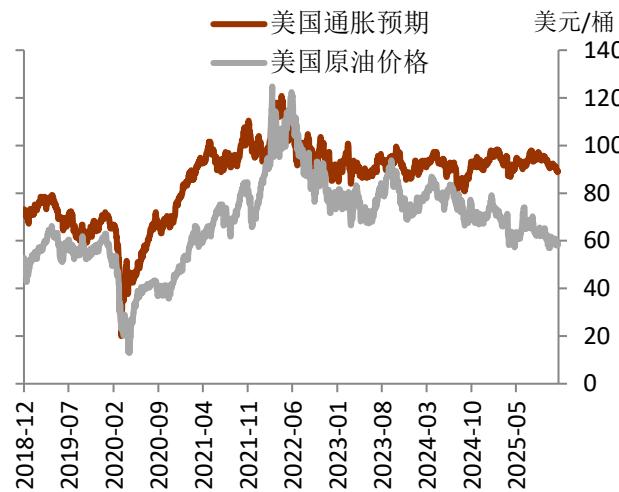
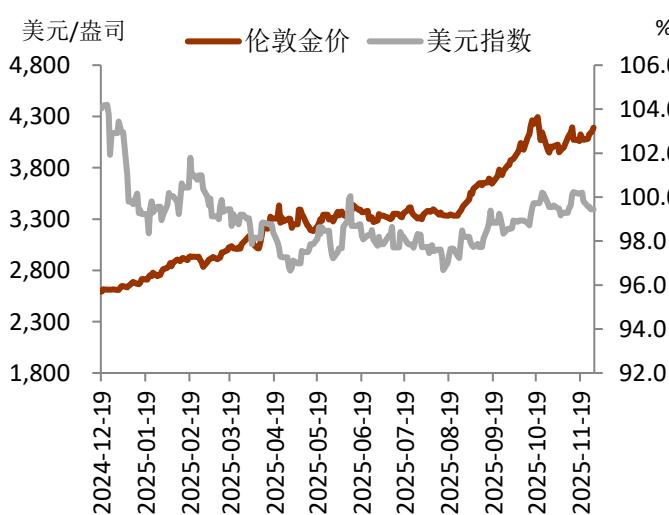


图 16 金价与铜价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货



图 17 金价与 VIX 指数走势

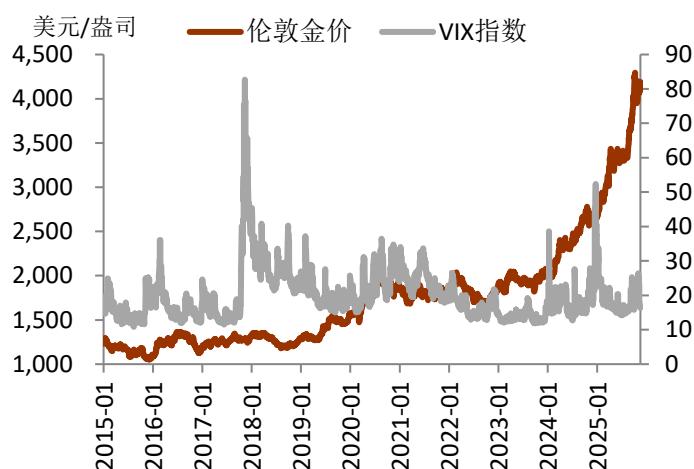
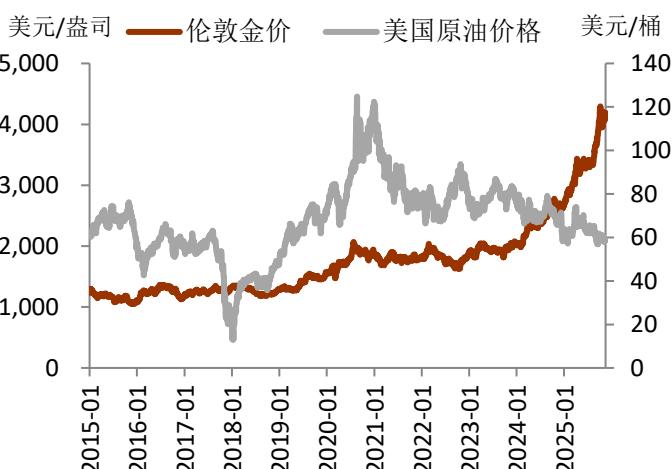


图 18 金价与原油价格走势



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

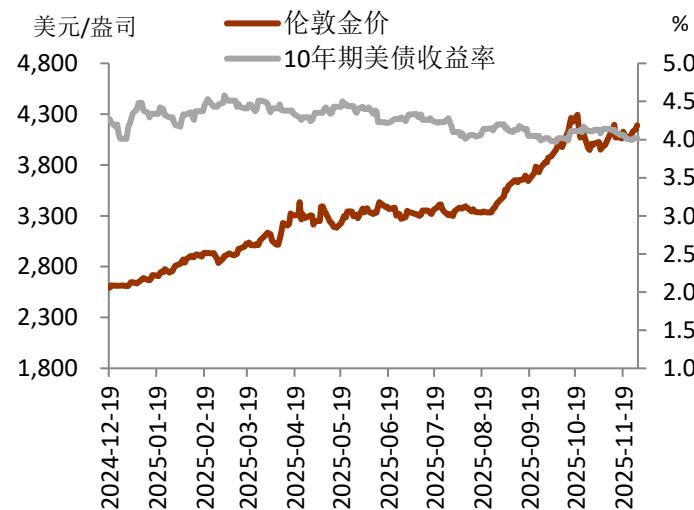


图 20 金价与美国实际利率走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 21 美联储资产负债表规模

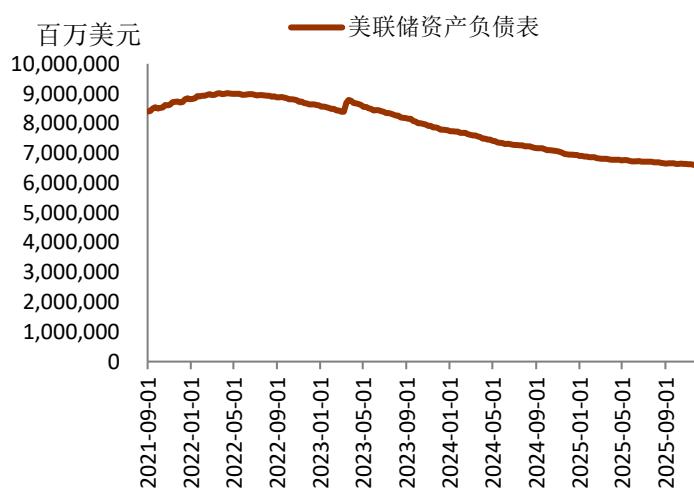
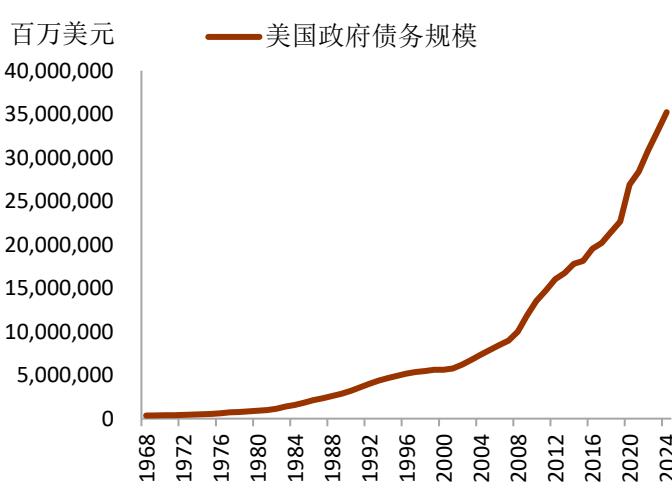


图 22 美国政府债务规模



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

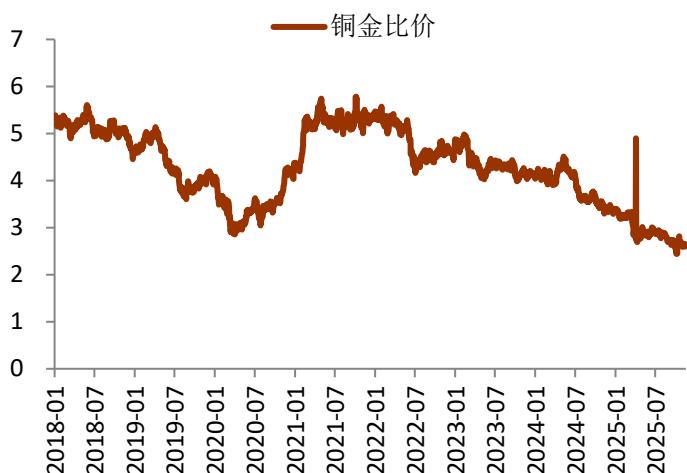
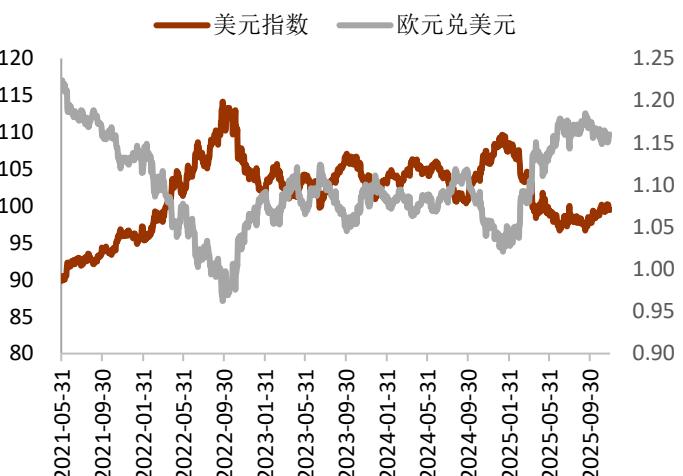


图 24 美元指数与欧元兑美元走势



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。