

● 主要结论

2025年三季度，贵金属市场整体呈现“先震荡蓄势，后强势爆发”的走势。7月至8月，金银在货币政策预期摇摆与地缘局势扰动中逐步夯实底部；进入9月，随着美联储降息落地、避险情绪升温及资金持续涌入，金银价格开启主升浪，内外盘联动屡创历史新高。截至9月27日，纽约金最高触及3824.6美元/盎司，成功突破3800美元重要关口，最终收于3789.8美元/盎司；内盘沪金同步走强，刷新历史新高点至865.28元/克，站稳850元关键位上方，收盘报862.50元/克。白银表现更为亮眼，纽约银强势突破45美元/盎司整数大关，最高升至46.945美元/盎司，收于46.365美元/盎司；沪银亦同步攀升，突破万元大关后继续上攻，最高触及10974元/千克，收于10936元/千克。值得关注的是，9月以来内外盘白银累计涨幅均超10%，进一步凸显其在金融属性与工业需求共振下的高弹性特征，反映出贵金属市场整体仍处于强势格局。

国信期货交易咨询业务资格：

证监许可【2012】116号

分析师：顾冯达

从业资格号：F0262502

投资咨询号：Z0002252

电话：021-55007766-6618

邮箱：15068@guosen.com.cn

分析师助理：钱信池

从业资格号：F03143995

电话：021-55007766-305186

邮箱：15957@guosen.com.cn

2025年四季度，贵金属预计延续高位震荡偏强走势，核心驱动仍锚定美联储政策路径、地缘风险演变及实物需求支撑。尤其是十月份传统消费旺季来临，黄金饰品需求有望复苏，叠加降息周期下市场波动加剧，机构与个人投资者对黄金及相关产品的配置意愿可能进一步提升。四季度需重点关注美联储议息会议决议、美国CPI及非农就业数据变化，以及中东、俄乌等地缘动态对市场情绪的扰动。若美联储在四季度继续释放宽松信号，或地缘冲突出现阶段性升级，可能推动金银价格进一步上行；反之若美国经济数据持续强劲、通胀粘性再度抬头，则可能引发市场对降息节奏的重新定价，从而抑制金银表现。技术面上，COMEX黄金核心波动区间参考3550-4000美元/盎司，对应沪金810-900元/克；白银波动区间预计为42-50美元/盎司，对应沪银9800-11800元/千克。白银在工业与金融属性共振下弹性更为显著。操作上建议把握回调分批布局机会，避免追高，关注政策数据与地缘动态对情绪的影响。

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、期货市场行情回顾

(一) 金银价格走势回顾

2025年三季度，贵金属市场整体呈现“先震荡蓄势，后强势爆发”的走势。7月至8月，金银在货币政策预期摇摆与地缘局势扰动中逐步夯实底部；进入9月，随着美联储降息落地、避险情绪升温及资金持续涌入，金银价格开启主升浪，内外盘联动屡创历史新高。截至9月27日，纽约金最高触及3824.6美元/盎司，成功突破3800美元重要关口，最终收于3789.8美元/盎司；内盘沪金同步走强，刷新历史新高点至865.28元/克，站稳850元关键位上方，收盘报862.50元/克。白银表现更为亮眼，纽约银强势突破45美元/盎司整数大关，最高升至46.945美元/盎司，收于46.365美元/盎司；沪银亦同步攀升，突破万元大关后继续上攻，最高触及10974元/千克，收于10936元/千克。值得关注的是，9月以来内外盘白银累计涨幅均超10%，进一步凸显其在金融属性与工业需求共振下的高弹性特征，反映出贵金属市场整体仍处于强势格局。

图：COMEX 黄金主力合约创新高



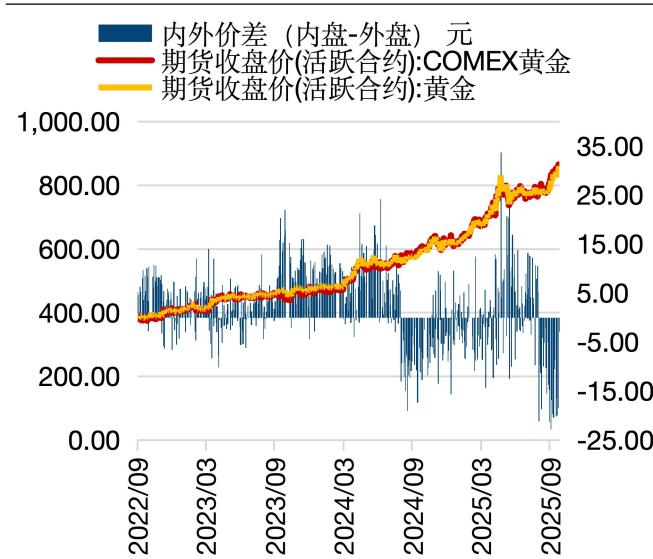
数据来源：Wind, 国信期货

图：COMEX 白银主力合约创自 2011 年来新高



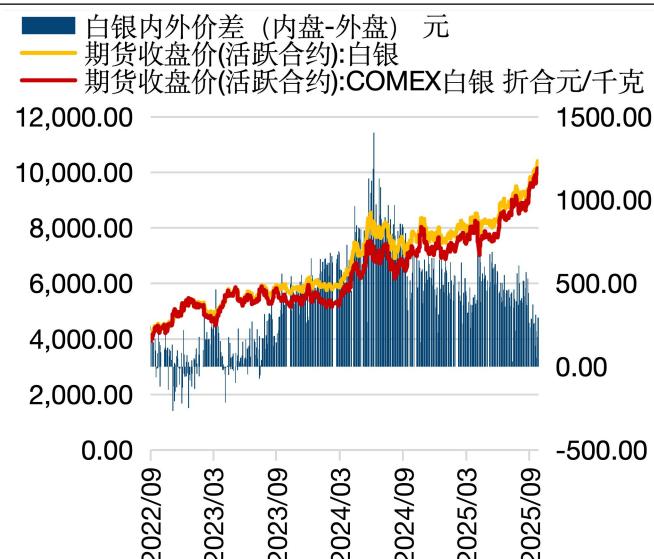
数据来源：Wind, 国信期货

图：黄金内外盘价差



数据来源：Wind 国信期货

图：白银内外盘价差



数据来源：Wind 国信期货

(二) 金银比高位修复，白银补涨动能增强

从资产比价角度看，白银相较于黄金存在显著的估值优势。道琼斯市场数据公司显示，过去50年与20年的金银比均值分别为63和70，而当前内外盘金银比分别约为82和85，明显高于历史中枢水平，表明白银价格仍处于低估状态，补涨空间充足。

历史上，金银比高企通常出现在市场避险情绪浓厚、黄金率先上涨的阶段。随着乐观情绪扩散及工业属性发力，白银往往滞后跟涨，推动比价向合理区间回归。近期白银走势强劲，正是这一修复逻辑的体现——在降息预期与工业需求回暖的背景下，白银的金融属性与商品属性形成共振，吸引资金流入。

尤其在货币政策宽松周期中，白银通常具备较黄金更强的价格弹性。当前金银比仍处高位，表明白银估值重建进程尚未结束。若市场情绪持续改善、资金配置意愿增强，白银有望延续补涨势头，进一步向历史均值水平靠拢。

图：内盘金银比至82附近



数据来源：WIND 国信期货

图：外盘金银比至85附近震荡



数据来源：WIND 国信期货

二、宏观面分析

(一) 美联储9月议息会议的背景：前所未有的干预重塑货币政策环境

与以往会议不同的是，本次议息会议决策背后还掺杂着前所未有的政治因素。北京时间8月26日早盘时段，美国总统特朗普在真实社交发布签署文件，宣布解除美联储理事库克的职务且立即生效。特朗普这一前所未有的决定起因是8月中旬美国住房金融局局长对库克涉嫌抵押贷款欺诈的指控，称其伪造文件以获取更优惠的贷款条件，若成立可能构成刑事犯罪。

这一事件引发了法律与制度的重大挑战。因美国《1913年联邦储备法》规定总统仅可“在有因由的情况下”罢免理事。该法规虽未明确界定具体的罢免理由，但是普遍被理解为“效率低下、玩忽职守或渎职”。库克此前回应拒绝辞职，因此法律对峙已难以避免。当地时间9月9日，美国地方法院作出裁决，暂时叫停了特朗普罢免库克的决定。然而，法律博弈并未停止，特朗普政府已向联邦上诉法院提出紧急申请，要求立即暂停下级法院的禁令。特朗普方面强烈希望在下周美联储利率决议前推动此事落定，此举无疑为即将到来的政策会议增添了额外的政治与法律不确定性。

值得注意的是，作为美联储历史上首位非裔女性理事，库克由前总统拜登任命，任期原至2038年；若她提前离任，特朗普将有机会提名人选，从而在七人理事会中确立多数席位，进一步影响未来利率决策。美国财政部长贝森特近期与美联储主席热门候选人——劳伦斯·林赛 (Lawrence Lindsey)、凯文·沃什 (Kevin Warsh) 及詹姆斯·布拉德 (James Bullard) 等多位人士会谈，遴选范围超出特朗普此前公开名单，并有意从11位候选人中增补一至两名进入最终名单。

贝森特同时推动以“有机方式缩减资产负债表”为核心的美联储改革，旨在稳妥削减其巨额债券持仓并减少对经济的干预。这些举措表明，特朗普政府正在系统性重塑美联储的决策机制和政策框架，可能对货币政策的独立性和连续性产生深远影响。

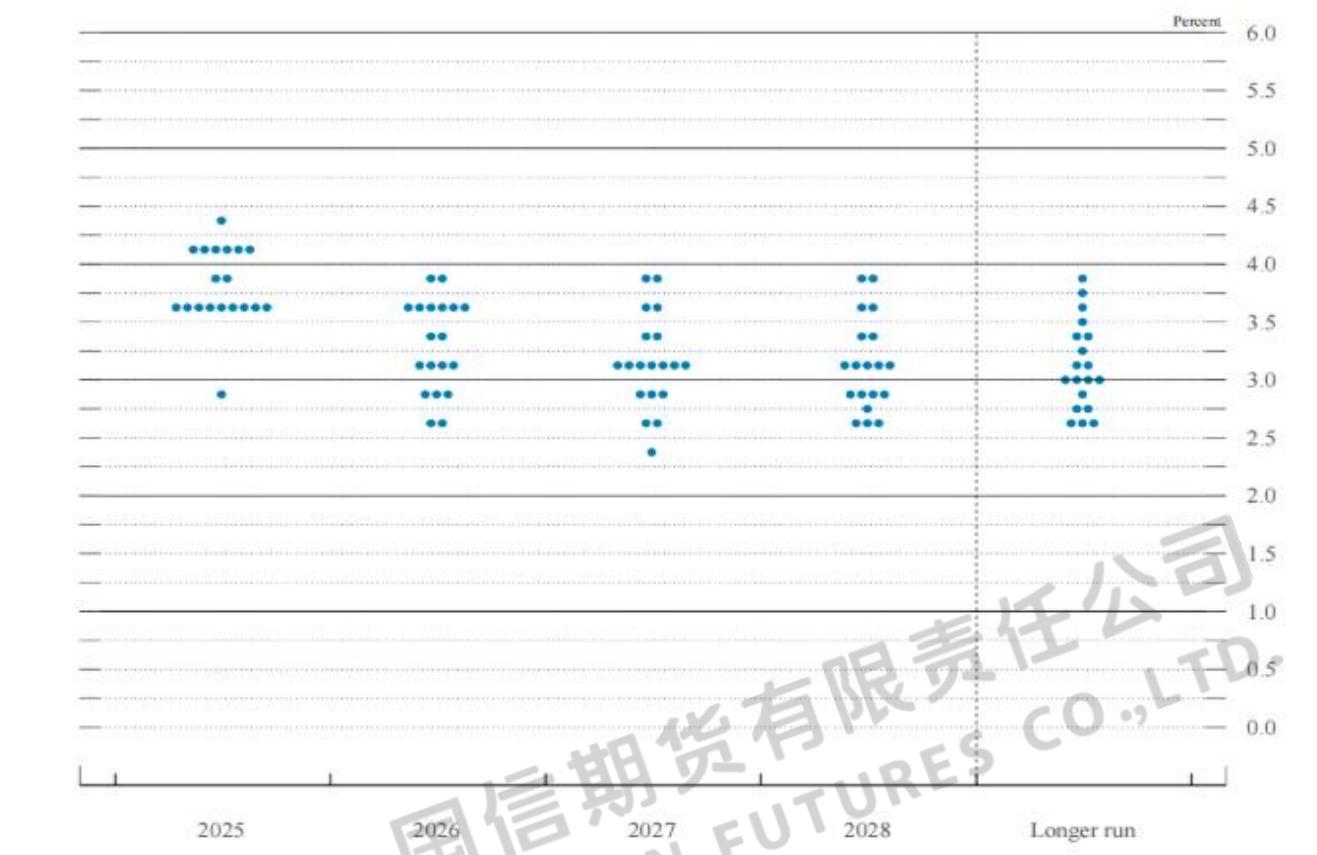
(二) 货币政策：美联储降25bp开局 后续指引偏谨慎

当地时间9月17日，美联储9月议息会议宣布将联邦基金利率目标区间下调25个基点至4.00%-4.25%，符合市场普遍预期。12位投票委员中，11人支持这一幅度，仅新任理事斯蒂芬·米兰主张降息50个基点。值得注意的是，此前被市场猜测可能持异议的两位特朗普提名人理事，米歇尔·鲍曼和克里斯托弗·沃勒均投票支持25个基点的温和调整。这一投票结果反映出，尽管面临白宫持续施压，美联储仍在整体上保持了政策独立性与决策一致性。

美联储主席鲍威尔在会后的表态进一步强化了这一立场，他强调此次为“风险管理式降息”，需平衡“通胀粘性”与“就业下行风险”，并明确表示“政治压力不影响决策”。此举向市场传递出美联储仍以经济数据为优先、未被政府意志左右的信号。

此外，最新点阵图中值显示，多数官员预计2025年还将降息50个基点（即年内再降两次），2026年进一步降息25个基点，这一中长期宽松方向为贵金属提供了底层支撑。然而，内部预期仍存分化：19名官员中，7人认为年内无需再降息，2人支持仅再降一次，而米兰则主张年内累计降息150个基点。这种分歧与不确定性意味着，尽管宽松周期已开启，但实际降息节奏可能出现波动，进而影响市场对流动性释放的预期。

图：美联储 9 月点阵图



数据来源：美联储 国信期货

（三）中东俄乌局势加剧 避险情绪升温

第三季度，中东地区紧张局势显著升级，冲突范围扩大且对抗强度加剧。以色列与胡塞武装之间陷入高强度军事博弈：以军持续对也门境内包括萨那机场、政府机构及高层会议等目标实施空袭，企图削弱对方军事能力；胡塞武装则展现出强劲的非对称作战能力，成功使用高超音速导弹袭击以色列本·古里安机场，并对红海航道实施有效封锁，迫使以方重要港口关闭，对经贸活动形成实质性冲击。美国直接参与对胡塞军事设施的空袭，伊朗则在幕后保持战略存在。整个地区陷入以空袭报复与反制封锁为特征的消耗战，局势高度紧绷且暂无缓和迹象。

俄乌冲突进入新的关键阶段，其显著特点是西方阵营特别是美国政策的重大转变。特朗普政府一改此前倾向妥协的立场，公开明确支持乌克兰“收复全部领土”，并推动形成“欧洲出资、美国供武”的新军援模式，显著提升乌军获取高端防空系统等装备的效率。与此同时，美欧对俄能源及高科制裁持续加码，旨在削弱俄战争经济潜力。俄方虽在战场上保持攻势并控制约 18% 乌领土，但面临国内经济压力增大、外部环境日益孤立的挑战。北约增强在东欧的军事部署，双方对抗态势进一步固化，冲突长期化的趋势更加明显。

中东冲突局势蔓延与俄乌对抗再度升级，显著加剧了全球地缘政治的不确定性。市场避险情绪持续升温，投资者可能再度将资金转向贵金属等传统避险资产，从而推动其价格上行。

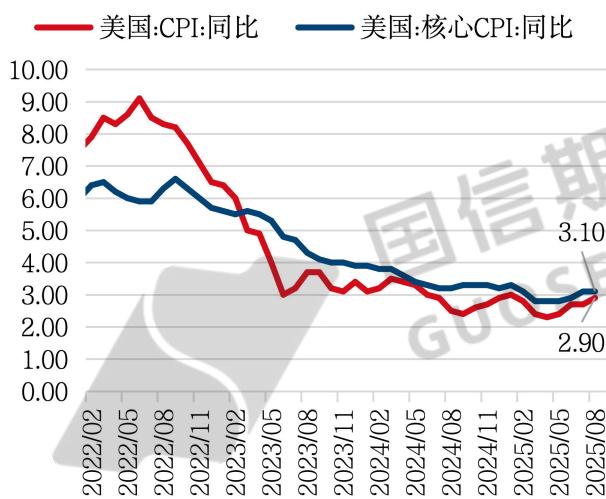
（四）通胀：美国 8 月通胀基本符合预期

北京时间 9 月 10 日，美国劳工统计局公布 8 月 PPI 数据显示通胀压力超预期放缓。具体来看，美国 8 月 PPI 同比 2.6%，远低于预期的 3.3% 及前值的 3.3%；环比录得-0.1%，低于预期的 0.3%，为四个月来首次转负；核心 PPI 同比 2.8%，低于预期的 3.5%，环比录得-0.1%，同样低于预期。通胀呈现结构性分化，受关税影响的商品价格上涨 0.3%，但服务业成本下降 0.2% 形成有效抵消。值得关注的是，中间需求商品成本上涨 0.4%，预示未来价格压力可能传导至下游。数据显示企业利润率大幅收窄 1.7%，创 2009 年以来最大降幅，表明在需求不确定性背景下企业仍在消化成本压力，关税对通胀的传导呈现“延迟”效应。

紧接着 9 月 11 日发布的 8 月 CPI 数据则显示通胀韧性犹存但整体可控。具体来看，美国 8 月 CPI 同比上涨 2.9%，持平预期但高于前值的 2.7%；环比上涨 0.4%，略高于预期的 0.3%。核心 CPI 环比上涨 0.3%，同比上涨 3.1%，均持平预期与前值。通胀主要受汽车价格和服务价格推动，而“超级核心通胀”（剔除住房和能源的服务业价格）同比放缓至 3.52%。虽然关税相关商品价格未显示全面加速，但服务与住房价格的粘性表明通胀压力尚未完全消散。

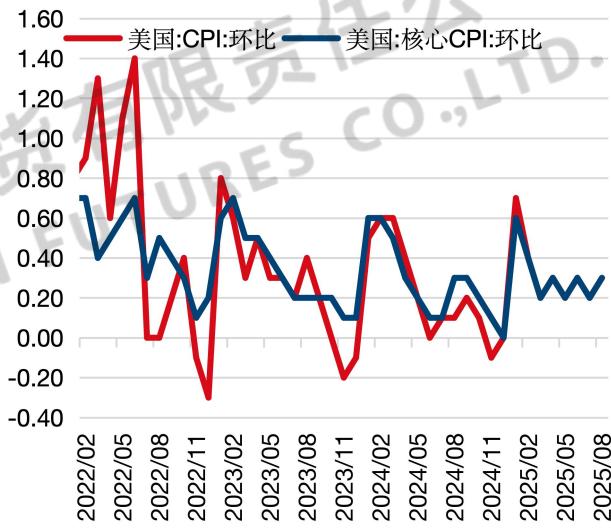
这两份通胀报告共同为美联储 9 月议息会议启动降息周期奠定了基础。PPI 的超预期放缓为降息提供了政策空间，而 CPI 的总体可控则降低了政策转向的风险。

图：美国 CPI 与核心 CPI 同比（%）



数据来源：WIND 国信期货

图：美国 CPI 与核心 CPI 环比（%）

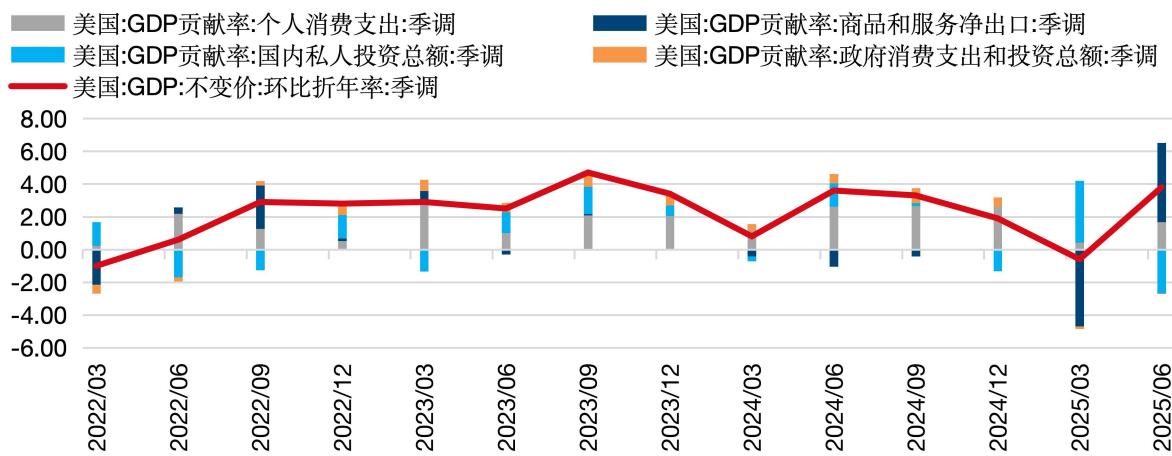


数据来源：WIND，国信期货

（五）美国经济信号分化：就业市场超预期降温，服务业与 GDP 显韧性

北京时间 9 月 26 日，美国公布 2025 年第二季度经济表现超出预期，最新修正后的 GDP 年化增长率达到 3.8%，较先前预测值上调 0.5 个百分点，成功扭转了一季度收缩 0.6% 的态势。这一增长主要得益于两大因素：消费者支出保持了 2.5% 的稳健增长，为经济贡献了 1.68 个百分点的增长动力，显示出美国家庭需求的韧性；同时，进口额大幅减少 29.3% 使得净出口项意外贡献了 4.83 个百分点的增长，成为当季最大的增长来源。不过，增长结构也反映出一些隐忧：企业投资呈现明显分化，设备等非住宅投资强劲增长 7.3%，但房地产市场继续低迷，住宅投资下降 5.1%；此外，企业持续削减库存，该项拖累经济增长达 3.44 个百分点，表明市场主体对短期前景仍持谨慎态度。尽管二季度数据表现强劲，但考虑到劳动力市场疲软和通胀压力持续，这种增长态势或难以维持。

图：美国 GDP 呈现 V 型反弹

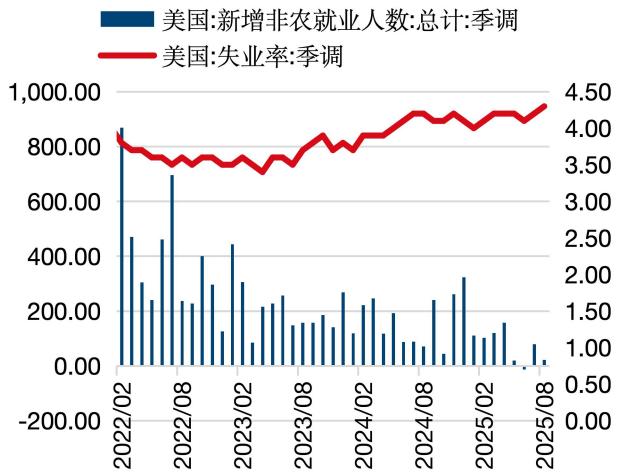


数据来源：Wind 国信期货

北京时间 9 月 5 日，美国劳工部公布 8 月非农数据，新增非农就业 2.2 万人，远低于预期的 7.5 万人，前值下修至 7.3 万人；6 月数据更是大幅下修至减少 1.3 万人，为 2020 年以来首次录得负增长；失业率升至 4.3%，创 2021 年以来新高。分项来看，就业结构恶化迹象明显：全职岗位大幅减少 35.7 万个，兼职岗位激增 59.7 万个，同时拥有多份工作的人数激增 44.3 万，反映出劳动者在生活成本压力下寻求额外收入来源。

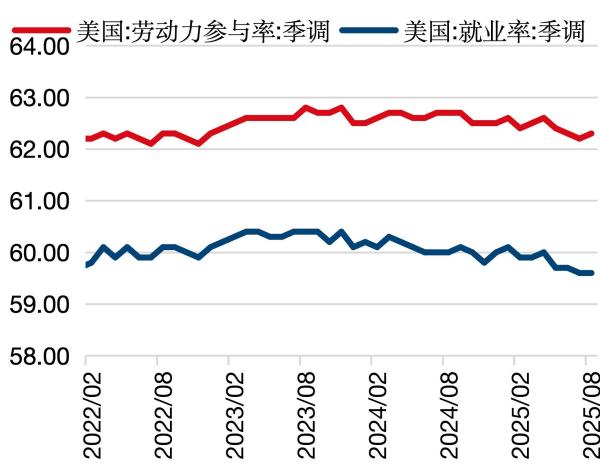
短期来看，异常疲软的非农数据显著强化了市场对美联储降息的预期。数据公布后，美元指数短线下跌约 35 点，现货黄金拉升逾 20 美元，美股期货短线走高，美债收益率下行。但中长期而言，就业市场的结构性疲软反而可能为更快的降息周期铺平道路，从而对风险资产和贵金属形成支撑。尽管数据短期提振了降息预期并利好黄金，但若经济增长放缓信号持续强化，市场可能同时交易“衰退风险”与“降息预期”，贵金属的避险属性与货币属性或共同提供支撑，使其维持震荡偏强格局。

图：美国 8 月非农就业人口新增远低于预期



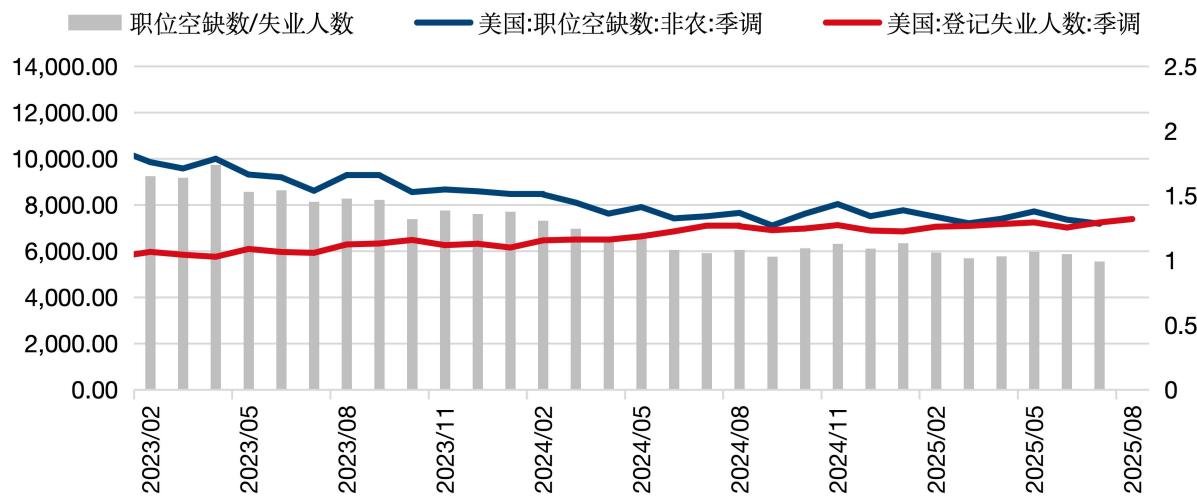
数据来源：WIND 国信期货

图：美国 8 月劳动力参与率与就业率



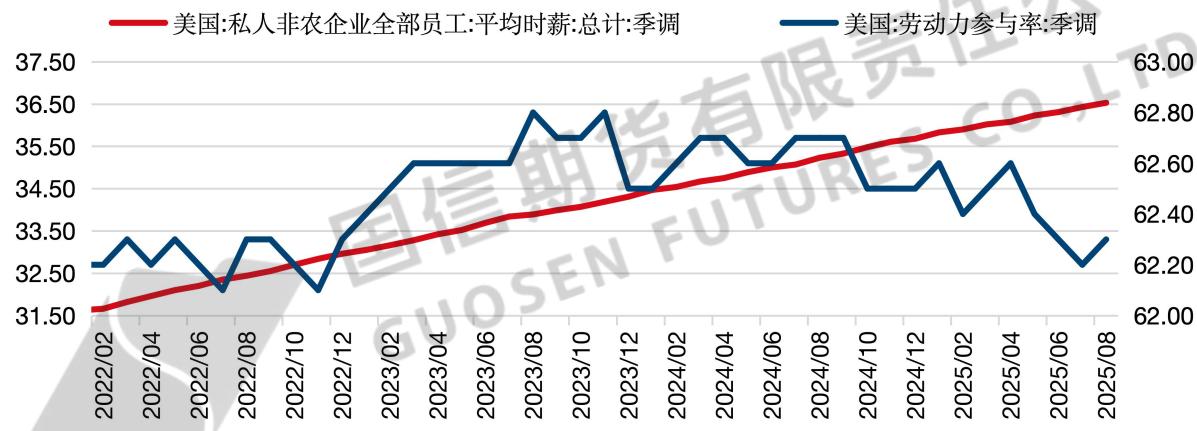
数据来源：WIND，国信期货

图：美国 8 月登记失业人数上升



数据来源：Wind 国信期货

图：美国 8 月平均时薪与劳动参与率

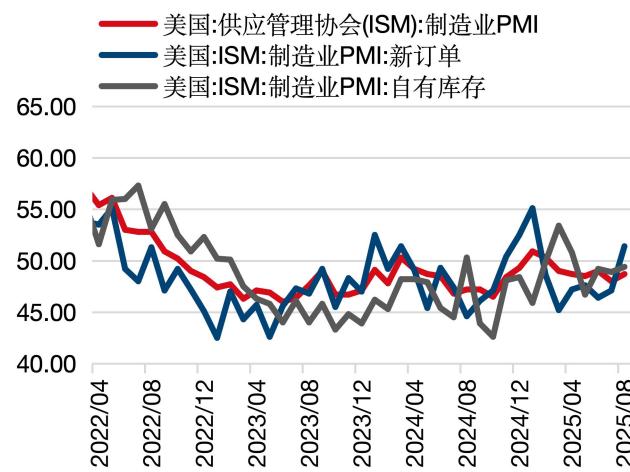


数据来源：Wind 国信期货

北京时间 9 月 2 日，ISM 公布美国 8 月制造业 PMI 录得 48.7，虽略高于前值 48，但连续六个月处于萎缩区间，制造业低迷态势延续。分项来看，新订单指数 51.4，自年初以来首次重返扩张区间，单月大幅跃升 4.3 点，创去年年初以来最大涨幅；然而产出指数下滑 3.6 点至 47.8，重新跌入收缩区间；就业指数 43.8 仍处疫情以来最疲弱水平，连续多月收缩。物价支付指数 63.7，创 2 月以来新低，连续第二个月回落，显示关税引发的价格波动正在减退；供应商交付时间延长，进口指数显示收缩速度加快。同日标普全球数据显示制造业 PMI 终值 53，产出和就业因订单回暖而回升，但成本上涨正通过出厂价格上涨转嫁，采购经理普遍认为与关税影响有关。

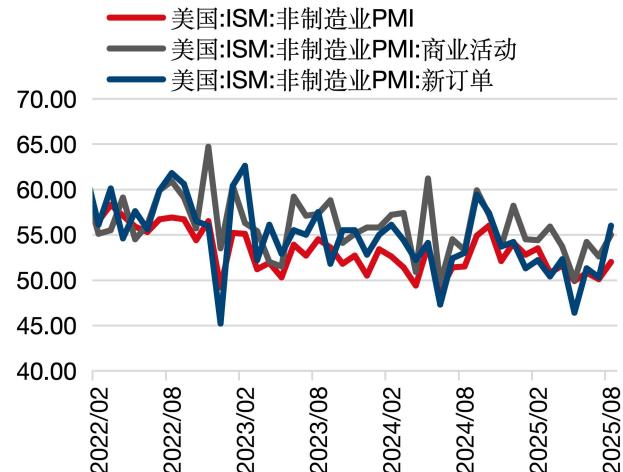
北京时间 9 月 4 日，ISM 公布美国 8 月非制造业 PMI 为 52，高于预期 51 及前值 50.1，扩张速度创半年新高，显示服务业活动重新获得动力。分项来看，新订单指数跃升 5.7 点至 56，创去年 9 月以来最大增幅；商业活动指数升至五个月高点 55；但就业指数维持在 46.5，连续第三个月收缩，积压订单指标降至 2009 年以来最低；价格指数虽有所回落，仍录得 69.2，为 2022 年底以来第二高水平，持续反映关税带来的成本压力。同日标普全球数据显示服务业 PMI 终值 54.5，就业因需求回暖增加，但企业对未来乐观情绪降至三年低点，关税不确定性加剧通胀上行风险。

图：美国制造业PMI走势



数据来源：WIND 国信期货

图：美国服务业PMI走势



数据来源：WIND, 国信期货

北京时间 9 月 26 日，美国商务部经济分析局发布了 8 月份的 PCE 物价指数。8 月 PCE 物价指数同比增长 2.7%，符合市场预期，前值为 2.6%；核心 PCE 同比增速为 2.9%，也与预期及前值持平。同时，8 月个人消费支出环比增长 0.6%，超出 0.5% 的市场预期，显示出消费端仍具韧性，基本通胀压力保持稳定。作为美联储最关注的通胀指标，此次 PCE 数据整体符合预期，未出现显著偏离。数据公布后，市场对货币政策转向的预期未出现明显波动，利率路径总体保持稳定。

在近期一系列经济数据发布后，市场持续调整对美联储 2025 年降息路径的预期。截至 9 月 26 日，根据 CME FedWatch 工具的最新监测，市场预计美联储在 10 月议息会议上降息 25 个基点的概率已达 87.7%；到 12 月再次降息 25 个基点的概率为 63.6%。此外，市场也开始将 2026 年可能进一步降息的预期逐步纳入资产定价考量。货币政策宽松预期仍存，推动实际利率与美元承压，为贵金属价格提供了坚实的上行基础。

图：市场预计美联储今年再降息 2 次

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/10/29					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	87.7%	12.3%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	63.6%	33.0%	3.4%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.5%	52.8%	22.5%	2.2%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.4%	33.8%	41.5%	14.9%	1.4%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	14.2%	35.5%	35.5%	11.9%	1.1%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	8.3%	25.3%	35.5%	23.1%	6.2%	0.5%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.3%	3.0%	13.0%	28.2%	32.1%	18.4%	4.6%	0.4%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.1%	1.2%	6.3%	18.0%	29.4%	27.6%	13.9%	3.2%	0.2%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.2%	1.9%	8.0%	19.6%	29.2%	25.6%	12.4%	2.8%	0.2%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.5%	2.7%	9.5%	20.9%	28.7%	23.9%	11.1%	2.5%	0.2%	0.0%
2027/1/27	0.1%	0.8%	3.7%	11.1%	22.0%	28.0%	22.1%	9.9%	2.2%	0.2%	0.0%
2027/3/17	0.1%	0.8%	3.8%	11.3%	22.1%	27.9%	21.9%	9.8%	2.1%	0.2%	0.0%
2027/4/28	0.1%	0.7%	3.5%	10.5%	20.9%	27.3%	22.6%	11.1%	2.9%	0.4%	0.0%
2027/6/9	0.1%	0.7%	3.1%	9.6%	19.6%	26.5%	23.2%	12.5%	4.0%	0.7%	0.1%
2027/7/28	0.1%	0.5%	2.3%	7.3%	16.0%	24.1%	24.4%	16.3%	7.0%	1.8%	0.3%
2027/9/15	0.1%	0.5%	2.2%	7.3%	16.0%	24.0%	24.3%	16.4%	7.1%	1.9%	0.3%
2027/10/27	0.1%	0.4%	2.1%	6.8%	15.2%	23.3%	24.3%	17.1%	7.9%	2.4%	0.4%

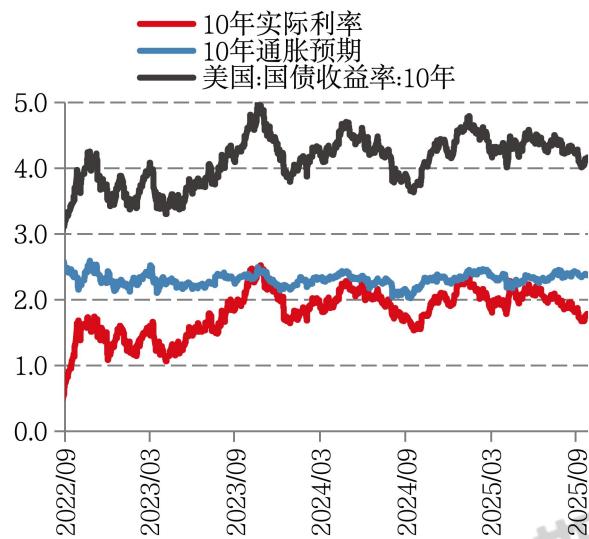
数据来源：CME FedWatch 国信期货

(六) 实际利率下降，美元指数跌至 97 附近

黄金价格与美国长端实际利率呈现负相关关系，实际利率是名义利率与通胀预期的差。2025 年三季度，10 年期实际利率、通胀预期下降。

美元指数方面，2025 年三季度美元指数整体呈下跌走势，目前于 97 整数关口附近震荡。

图：美国实际利率呈现下降趋势



数据来源：WIND 国信期货

图：美元指数持续承压



数据来源：WIND，国信期货

三、贵金属商品供需面分析

(一) 黄金：2025 年二季度全球黄金市场呈现供需同增、金价创纪录的格局。

根据世界黄金协会数据，2025 年二季度全球黄金市场呈现供需同增、金价创纪录的格局。供应总量达 1,249 吨，同比增长 3%，其中金矿产量以 909 吨创下季度历史新高，而回收金供应量同比增长 4% 至 347 吨，但消费者在高价下仍倾向持金。需求侧总需求 1,249 吨中，投资需求继续成为核心驱动力：全球黄金 ETF 连续两个季度保持强劲流入，达 170.5 吨；金条金币需求维持 306.8 吨高位，助推上半年需求创 2013 年以来新高。央行购金步伐虽有所放缓，但仍为市场重要支柱，净购入 166 吨。

在金价持续攀升并创历史新高背景下，市场结构性分化愈发显著。LBMA 金价二季度均价达 3,280 美元/盎司，同比飙升 40%，刺激需求总金额同比激增 45% 至创纪录的 1,320 亿美元。高价环境导致金饰实物需求跌至 356.7 吨，同比下滑 14%，几近 2020 年疫情期间水平，但消费金额因金价上涨而普遍提升。科技用金需求小幅下降至 78.6 吨，AI 应用增长亮点与关税政策压力并存。

值得关注的是，场外交易投资及库存变化贡献了 170 吨需求，显示机构与高净值投资者兴趣持续高涨。全球贸易不确定性及地缘政治风险继续为黄金提供强势支撑，而供应端矿产量创新高与回收金活动低迷的背离，则反映出市场对金价走势的复杂预期。整体而言，黄金市场在投资属性主导下，展现出其作为避险资产与金融配置核心的重要地位。

图：全球黄金供需平衡 (2024-2025 年二季度)

	2024年 二季度	2024年 三季度	2024年 四季度	2025年 一季度	2025年 二季度	季度环比 变化(%)	年度同比 变化(%)
黄金供应量							
金矿产量	896.2	957.4	944.8	833.0	908.6	9	1
生产商净套保量	-20.4	-6.5	-18.5	-7.1	-7.1	-	-
回收金	334.2	325.7	358.1	348.5	347.2	0	4
总供应量	1,210.0	1,276.6	1,284.4	1,174.5	1,248.8	6	3
黄金需求量							
金饰制造	417.2	546.6	524.3	425.4	356.7	-16	-14
金饰消费	395.6	460.0	548.7	383.4	341.0	-11	-14
金饰库存	21.6	86.7	-24.4	42.0	15.7	-63	-27
科技用金	80.2	82.9	82.8	80.4	78.6	-2	-2
电子用金	66.8	69.1	68.8	67.0	65.8	-2	-2
其他工业用金	11.1	11.6	11.9	11.3	10.8	-4	-3
牙科用金	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1	-2	-9
投资需求	268.1	365.3	343.4	551.2	477.2	-13	78
金条与金币总需求	275.2	270.6	324.7	324.6	306.8	-6	11
金条	200.2	198.8	236.4	257.7	243.1	-6	21
官方金币	49.6	32.1	52.5	44.3	38.9	-12	-22
奖章 / 仿制金币	25.4	39.8	35.8	22.7	24.8	9	-3
黄金 ETF 及类似产品	-7.1	94.7	18.7	226.6	170.5	-25	-
各经济体央行和其他机构	211.5	199.5	365.1	248.6	166.5	-33	-21
黄金需求	977.0	1,194.3	1,315.7	1,305.6	1,079.0	-17	10
场外交易和其他需求	233.0	82.3	-31.2	-131.2	169.8	-229	-27
总需求	1,210.0	1,276.6	1,284.4	1,174.5	1,248.8	6	3
伦敦金(LBMA)价格(美元/盎司)	2,338.2	2,474.3	2,663.4	2,859.6	3,280.4	15	40

数据来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会 国信期货

(二) 白银供需结构偏紧，工业需求支撑强劲

2025 年全球白银市场预计将呈现“总需求温和回落，但结构分化显著”的特征。尽管实物投资和银器等领域需求有所走弱，工业需求仍保持强劲，预计与 2024 年基本持平。在供应仅小幅增长的背景下，供需缺口持续存在，为白银价格提供中长期支撑。

回顾 2024 年，白银供应呈现温和增长。全球矿产银产量达 8.197 亿盎司，同比增长 0.9%，主要得益于墨西哥、澳大利亚等地矿山复产及铅锌矿伴生银增产，但智利等产区产量下滑形成抵消。回收银供应达 1.939 亿盎司，创 12 年新高，同比增长 6%，主要受银价上涨和生活成本提高带动回收意愿增强影响。

需求端结构分化显著，2024 年总需求同比下降 3% 至 11.6 亿盎司。实物投资与银器需求回落，但工业需求创历史新高，成为核心支撑。电子电气领域持续走强，光伏、汽车电控、电网基础设施及 AI 相关应用显著拉动白银消费。尽管光伏技术进步推动单位银耗下降，但 N 型电池加速渗透（其银耗约为 P 型电池的 2 倍），叠加全球装机量维持高增长，共同支撑该领域白银需求保持强劲。

展望 2025 年，全球白银总供应预计增长 2% 至 10.306 亿盎司，总需求微降 1% 至 11.483 亿盎司，供应缺口达 1.176 亿盎司；若剔除交易所交易产品 (ETP) 影响因素，实物缺口将进一步扩大至 1.876 亿盎

司。低库存环境下，持续的供需缺口削弱了市场对需求波动的缓冲能力，加剧价格波动弹性。

整体来看，白银本轮上涨具备扎实的基本面支撑，核心逻辑源于工业需求的持续强劲、供需紧平衡下的持续缺口以及低库存对价格波动的放大作用。在绿色能源转型与全球电子化进程持续推进的背景下，白银在中长期仍将保持较强的价格弹性与配置价值。

表：白银供需平衡表（单位：百万盎司）

Million ounces	Year on Year											
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2023	2024F
Supply												
Mine Production	896.8	899.8	863.6	850.6	837.2	783.4	829.0	836.7	830.5	823.5	-1%	-1%
Recycling	147.0	145.7	147.2	148.7	148.2	164.3	173.7	176.9	178.6	178.9	1%	0%
Net Physical Disinvestment	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	na	na
Net Hedging Supply	2.2	0.0	0.0	0.0	13.9	8.5	0.0	0.0	0.0	0.0	na	na
Net Official Sector Sales	1.1	1.1	1.0	1.2	1.0	1.2	1.5	1.7	1.6	1.5	-6%	-9%
Total Supply	1,047.0	1,046.5	1,011.8	1,000.5	1,000.3	957.4	1,004.3	1,015.4	1,010.7	1,003.8	0%	-1%
Demand												
Industrial (total)	457.1	489.5	526.4	524.2	523.5	509.7	561.3	588.3	654.4	710.9	11%	9%
Electrical & Electronics	272.3	308.9	339.7	331.0	327.3	322.0	351.2	371.3	445.1	485.6	20%	9%
...of which photovoltaics	59.6	81.6	99.3	87.0	74.9	82.8	88.9	118.1	193.5	232.0	64%	20%
Brazing Alloys & Solders	51.1	49.1	50.9	52.0	52.4	47.5	50.5	49.2	50.2	51.8	2%	3%
Other Industrial	133.7	131.5	135.8	141.2	143.8	140.2	159.6	167.8	159.0	173.5	-5%	9%
Photography	38.2	34.7	32.4	31.4	30.7	26.9	27.7	27.5	27.0	26.1	-2%	-3%
Jewelry	202.5	189.1	196.2	203.2	201.6	150.9	182.0	234.5	203.1	211.3	-13%	4%
Silverware	58.3	53.5	59.4	67.1	61.3	31.2	40.7	73.5	55.2	58.8	-25%	7%
Net Physical Investment	309.3	212.9	155.8	165.9	187.4	208.1	284.3	337.1	243.1	212.0	-28%	-13%
Net Hedging Demand	0.0	12.0	1.1	7.4	0.0	0.0	3.5	17.9	12.2	0.0	-32%	na
Total Demand	1,065.4	991.8	971.3	999.2	1,004.4	926.8	1,099.6	1,278.9	1,195.0	1,219.1	-7%	2%
Market Balance												
Net Investment in ETPs	-18.4	54.7	40.5	1.3	-4.1	30.6	-95.4	-263.5	-184.3	-215.3	-30%	17%
Market Balance less ETPs	-17.1	53.9	7.2	-21.4	83.3	331.1	64.9	-125.8	-42.1	50.0	-67%	na
Nominal Silver Price (US \$/oz, London price)	-1.3	0.8	33.3	22.7	-87.4	-300.5	-160.3	-137.7	-142.2	-265.3	3%	87%

Source: Metals Focus

数据来源：世界白银协会 Metal Focus 国信期货

四、持仓、库存和季节性分析

（一）ETF 持仓：黄金 ETF 持续吸金，西方市场引领流入

据世界黄金协会数据，2025年8月全球黄金ETF连续第三个月实现流入，西方市场再度成为主导力量。全球实物黄金ETF当月流入约55亿美元，推动资产管理总规模（AUM）增长5%至4070亿美元，再创月末新高；总持仓增加53吨至3692吨，达2022年7月以来最高水平。

从区域看，北美地区连续三个月流入，单月流入约41亿美元，领跑全球。持续贸易风险、做空美元共识及杰克逊霍尔会议释放鸽派信号增强降息预期是主要驱动，低成本黄金ETF迎来历史最佳年度表现；，欧洲地区，连续四个月流入，8月流入约19亿美元，英国、瑞士和德国基金为主力。美国对瑞士加征关税冲击、德国经济衰退担忧及滞胀风险助推了避险需求：亚洲地区需求转负，当月流出约4.95亿美元。中国因股市强劲（沪深300涨10%）资金从黄金转向股市，而印度则连续四个月流入，但因当地股市疲软及地缘风险维持避险需求。

交易层面，全球黄金市场日均交易额保持稳定，达2900亿美元。COMEX黄金期货净多仓减少3.4%至652吨，但管理基金净多仓增长3.7%至461吨，关税消息曾推动看涨仓位急剧增加。

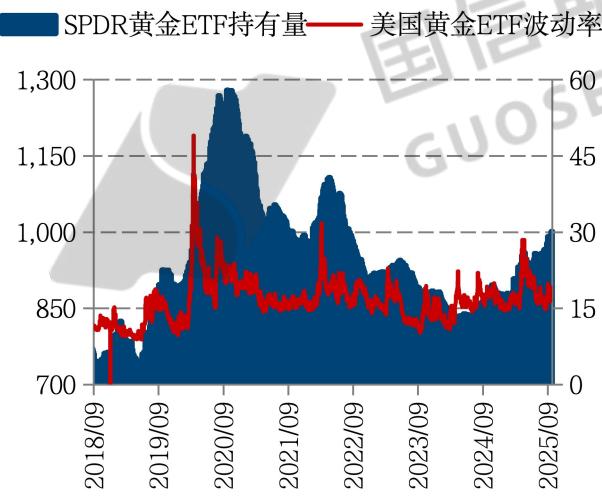
图：8月，风险因素推动西方市场黄金ETF流入

区域	资产管理规模 (十亿美元)	基金流量 (百万美元)	持仓量 (公吨)	需求 (吨)	需求 (占总持仓比例)
	▲▼	▲▼	▲▼	▲▼	▲▼
北美	210.2	4,101.7	1,906.8	37.1 ▲	2.0%
欧洲	154.2	1,949.7	1,398.3	20.8 ▲	1.5%
亚洲	35.2	-495.3	316.6	-4.7 ▼	-1.5%
其它	7.7	-49.5	69.8	-0.2 ▼	-0.3%
总计	407.3	5,506.5	3,691.5	53.0	1.5%
全球总流入/正需求		11,404.7		114.9 ▲	3.2%
全球总流出/负需求		-5,898.2		-61.9 ▼	-1.7%

数据来源：WGC 国信期货

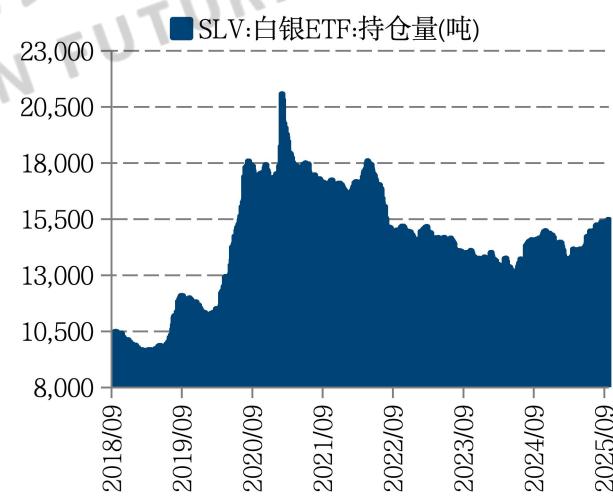
根据WIND统计的数据，截至2025年9月24日，全球最大黄金ETF SPDR Gold Shares 的黄金持仓量为996.85吨，全球最大白银ETF iShares Silver Trust 的白银持有量为15,469.12吨。

图：SPDR Gold Shares 黄金持仓情况 (单位：吨)



数据来源：WIND 国信期货

图：iShares Silver Trust 白银持仓情况 (单位：吨)

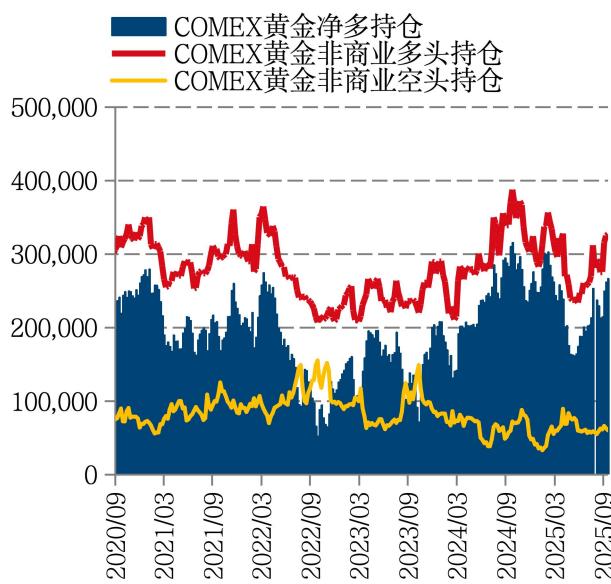


数据来源：WIND 国信期货

(二) CFTC 持仓：金银有所分化

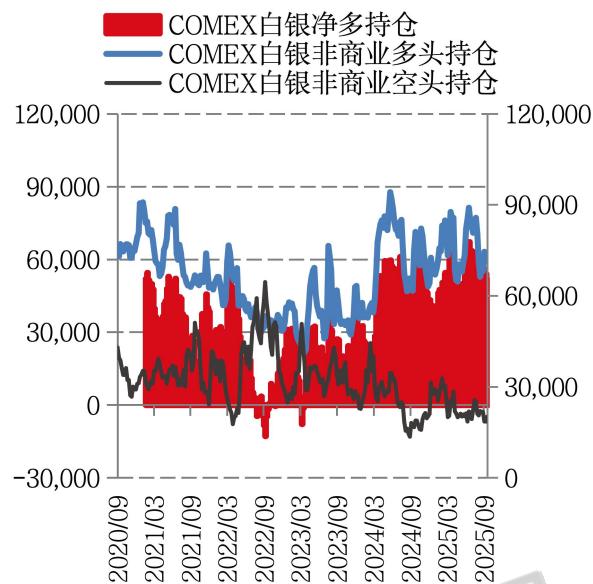
美国商品期货交易委员会公布的周度报告显示：截至2025年9月16日当周，CFTC的期货黄金非商业性净多持仓为266,410张，较2025年二季度末增加71406张，市场黄金看多意愿回升；CFTC的期货白银非商业性净多持仓为51,538张，较2025年二季度末减少11,409张，市场白银看空意愿回升。

图：COMEX 黄金非商业净多持仓（单位：张）



数据来源：WIND 国信期货

图：COMEX 白银非商业净多持仓（单位：张）

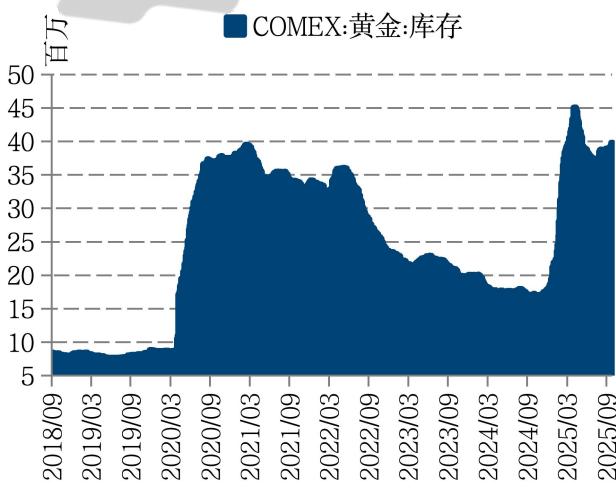


数据来源：WIND 国信期货

（三）库存分析：二季度外盘金银库存均增加 内盘库存金增银降

截至 2025 年 9 月 24 日，COMEX 黄金库存为 39,807,223.45 盎司，较 2025 年二季度末增加 2759023.494 盎司，黄金库存增加。COMEX 白银库存为 527,155,088.86 盎司，较 2025 年二季度末增加 27460337.34 盎司，白银库存增加。截至 2025 年 9 月 24 日，上期所黄金库存为 60,543.00 千克，较 2025 年二季度增加 42306 千克，黄金库存增加。上期所白银库存为 1,161,799.00 千克，较 2025 年二季度下降 137957 千克，白银库存下降。

图：COMEX 黄金库存（单位：盎司）



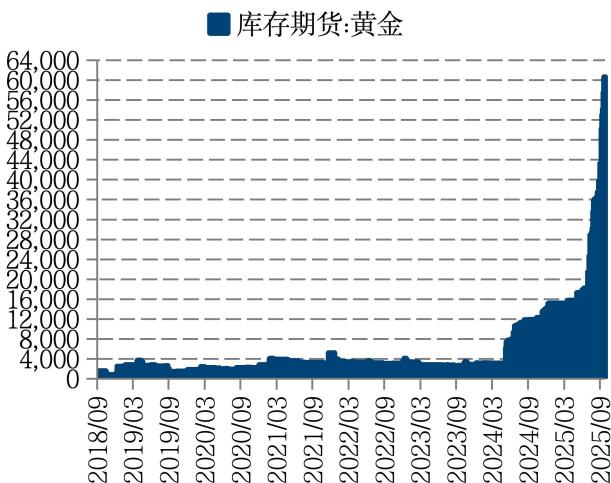
数据来源：WIND 国信期货

图：COMEX 白银库存（单位：盎司）



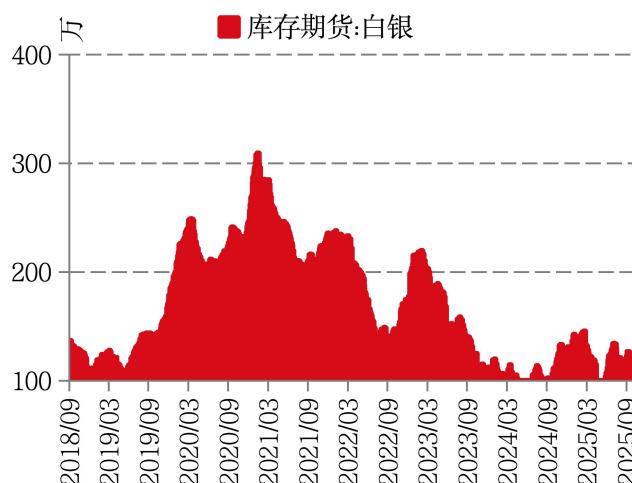
数据来源：WIND 国信期货

图：SHFE 黄金库存（单位：千克）



数据来源：WIND 国信期货

图：SHFE 白银库存（单位：千克）



数据来源：WIND 国信期货

五、后市展望及操作建议

2025年四季度，贵金属预计延续高位震荡偏强走势，核心驱动仍锚定美联储政策路径、地缘风险演变及实物需求支撑。尤其是十月份传统消费旺季来临，黄金饰品需求有望复苏，叠加降息周期下市场波动加剧，机构与个人投资者对黄金及相关产品的配置意愿可能进一步提升。四季度需重点关注美联储议息会议决议、美国CPI及非农就业数据变化，以及中东、俄乌等地缘动态对市场情绪的扰动。若美联储在四季度继续释放宽松信号，或地缘冲突出现阶段性升级，可能推动金银价格进一步上行；反之若美国经济数据持续强劲、通胀粘性再度抬头，则可能引发市场对降息节奏的重新定价，从而抑制金银表现。技术面上，COMEX黄金核心波动区间参考3550-4000美元/盎司，对应沪金810-900元/克；白银波动区间预计为42-50美元/盎司，对应沪银9800-11800元/千克。白银在工业与金融属性共振下弹性更为显著。操作上建议把握回调分批布局机会，避免追高，关注政策数据与地缘动态对情绪的影响。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。