

## 国信期货贵金属月报

金银

多空博弈持续 金银震荡加剧

2025年11月26日

## ● 主要结论

2025年10月，全球贵金属市场在多重因素交织影响下，经历了典型的“突破—冲高—回调”三个阶段，内外盘价格均创下历史新高。月初，受美联储降息预期强化与美国政府持续停摆影响，国际金价历史上首次突破4000美元重要心理关口，白银随之同步走强，而中国国内市场在假期结束后呈现强劲的补涨行情。进入月中，白银市场爆发流动性危机，现货租赁利率急剧上升，叠加持续的地缘政治风险和美联储释放的鸽派信号，推动金银价格进一步攀升至新的高点。临近月末，随着地缘局势出现缓和迹象及部分投资者选择技术性获利了结，市场价格出现明显回调，但整体偏强格局并未改变。

从全月表现来看，尽管白银在盘中展现出更强的价格弹性，但在复杂多变的市场环境中，黄金表现出更显著的抗跌性和稳定性。具体数据显示，截至10月24日，COMEX黄金主力合约月度涨幅达6.16%，收报4126.9美元/盎司，盘中最高触及4398美元的历史新高；COMEX白银主力合约月度上涨3.35%，收于48.41美元/盎司，月内最高达到53.765美元。内盘方面，沪金主力合约月度涨幅为7.66%，收报941.34元/克，盘中成功突破千元大关并创下1001.86元/克的纪录高位；沪银主力合约月度上涨4.59%，收于11419元/千克，月内高点为12366元/千克。

展望11月，贵金属市场在官方经济数据持续缺位的特殊环境下，预计将延续高位震荡格局。由于美国政府停摆导致多项关键数据延迟发布，11月可能面临首次无CPI数据指引的局面，市场判断将更加依赖美联储官员讲话、地缘局势变化及非官方调查指标。当前中美、美俄乌高层互动信号错综复杂，任何关于领导人会晤的传闻都可能阶段性影响市场风险偏好，进而对黄金避险需求产生扰动；但中长期来看，“去美元化”趋势与地缘战略不确定性仍构成贵金属的底层支撑。在数据真空期内，美联储政策预期与市场情绪的相互作用将成为价格波动的核心来源，任何关于降息路径的蛛丝马迹都可能引发市场剧烈反应。技术面上，COMEX黄金核心波动区间或参考4000—4300美元/盎司附近，对应沪金930—980元/克左右，突破区间上沿后可上看4400美元/盎司（沪金1000元/克）附近阻力；COMEX白银波动区间预计为46—53美元/盎司附近，对应沪银10500—12000元/千克附近，其高波动特性在信息不明朗环境中或将进一步放大。建议投资者密切关注美联储政策信号、地缘动态及替代性经济指标，操作上保持谨慎多头思路，优先把握黄金回调布局机会，严格仓位管理以应对信息缺失下的波动性风险。

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

## 独立性申明：

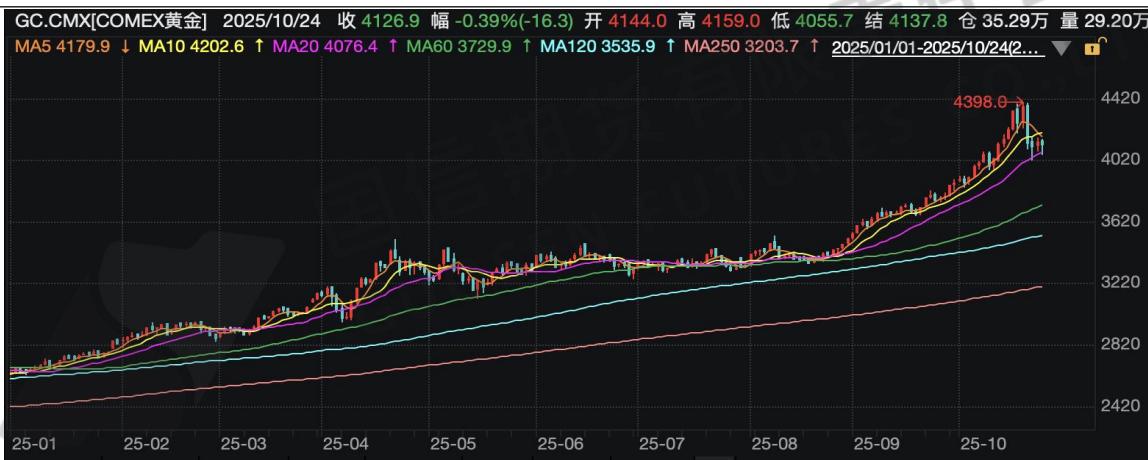
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 一、期货市场行情回顾

2025年10月，全球贵金属市场在多重因素交织影响下，经历了典型的“突破—冲高—回调”三个阶段，内外盘价格均创下历史新高。月初，受美联储降息预期强化与美国政府持续停摆影响，国际金价历史上首次突破4000美元重要心理关口，白银随之同步走强，而中国国内市场在假期结束后呈现强劲的补涨行情。进入月中，白银市场爆发流动性危机，现货租赁利率急剧上升，叠加持续的地缘政治风险和美联储释放的鸽派信号，推动金银价格进一步攀升至新的高点。临近月末，随着地缘局势出现缓和迹象及部分投资者选择技术性获利了结，市场价格出现明显回调，但整体偏强格局并未改变。

从全月表现来看，尽管白银在盘中展现出更强的价格弹性，但在复杂多变的市场环境中，黄金表现出更显著的抗跌性和稳定性。具体数据显示，截至10月24日，COMEX黄金主力合约月度涨幅达6.16%，收报4126.9美元/盎司，盘中最高触及4398美元的历史新高；COMEX白银主力合约月度上涨3.35%，收于48.41美元/盎司，月内最高达到53.765美元。内盘方面，沪金主力合约月度涨幅为7.66%，收报941.34元/克，盘中成功突破千元大关并创下1001.86元/克的纪录高位；沪银主力合约月度上涨4.59%，收于11419元/千克，月内高点为12366元/千克。

图：COMEX 黄金主力合约日K线走势



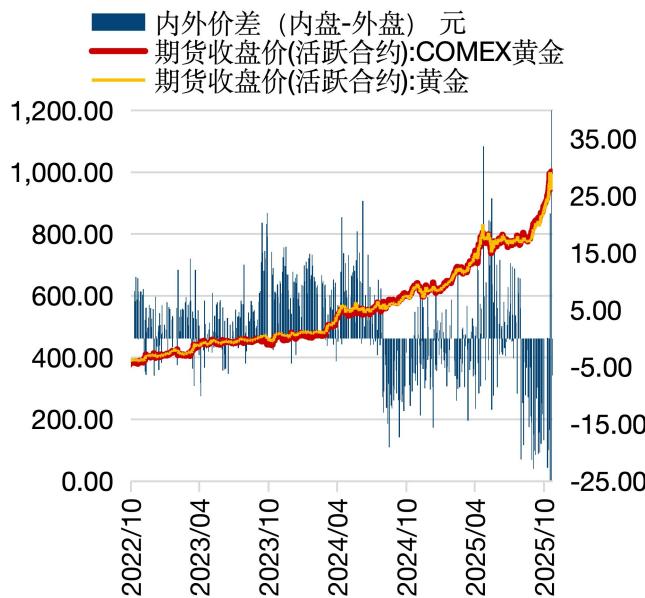
数据来源：Wind, 国信期货

图：COMEX 白银主力合约日K线走势



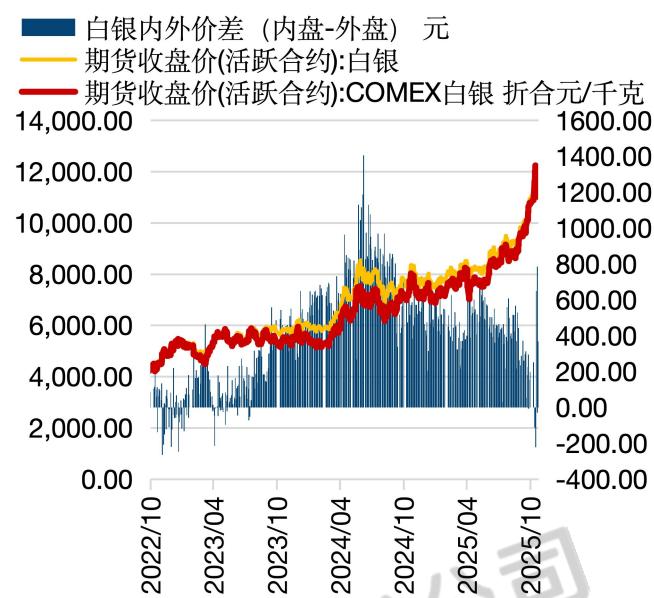
数据来源：Wind, 国信期货

图：黄金内外盘价差



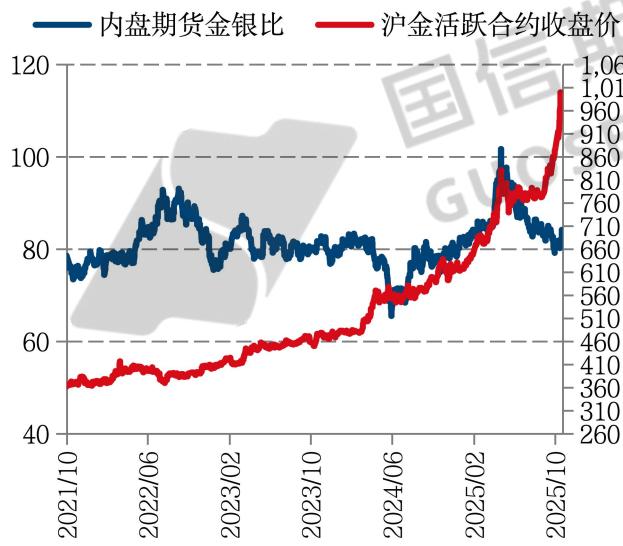
数据来源：Wind 国信期货

图：白银内外盘价差



数据来源：Wind 国信期货

图：内盘金银比数值在 82 附近



数据来源：Wind 国信期货

图：外盘金银比修复至 78 附近



数据来源：Wind 国信期货

## 二、宏观面分析

### (一) 美政府停摆致关键数据缺失，美联储政策路径承压

美国政府自 2025 年 10 月 1 日起因特朗普政府与国会未能通过联邦预算拨款法案陷入持续停摆，截至 10 月 25 日已持续 25 天，成为美国历史上第二长的政府停摆事件。此次停摆导致约 75 万联邦雇员被迫休假，美国劳工统计局、商务部等关键部门的数据采集与发布工作全面停滞，包括非农就业、零售销售、PPI 等多项重要经济数据均未能按时发布。尽管在特殊安排下，9 月 CPI 数据于 10 月 24 日得以发布，但原定于 11 月发布的 10 月 CPI 数据预计将无法发布，这将是多年来美国通胀数据的首次中断。

数据真空对美联储货币政策制定构成严峻挑战。原定于10月28-29日举行的议息会议面临“盲驾”困境，尽管市场基于滞后的9月数据对降息预期强烈，但缺乏10月份的关键经济指标使得政策路径充满不确定性。

在这一特殊背景下，美联储高层官员密集发声。主席鲍威尔坦言“现在没有无风险的路径”，强调在通胀压力尚未完全缓解与就业市场持续走弱之间寻求平衡的难度。他特别指出，若政府停摆持续，“我们很快就会开始错过数据，特别是10月的核心数据”，这种信息缺口对决策形成明显制约。尽管面临数据真空，鲍威尔仍暗示就业下行风险正在上升，认为美国正处于“低招聘、低裁员”阶段，职位空缺的持续下降可能很快反映在失业率上。

其他美联储官员的表态进一步印证了这一政策倾向。理事沃勒指出，即使在美国政府推迟发布就业报告的情况下，现有数据也一致表明招聘疲软，“这支持美联储降息的必要性”。他主张继续进行“谨慎的25个基点降息”，因为“我们不知道事态会如何发展”。里士满联储主席巴尔金则从消费端提供了佐证，表示“消费者仍在消费，但我们已经不在2022年了”，暗示经济动能正在放缓。

这些表态显示，在数据真空环境下，美联储正更加依赖高频数据和各地区联储的联系网络来获取经济洞察。尽管官员们承认缺乏官方数据增加了决策难度，但现有迹象仍支持继续采取谨慎的宽松政策。市场普遍预期，美联储将在10月会议上再次降息25个基点，这一预期在数据真空背景下反而得到强化。

## （二）10月地缘局势反复难测，贵金属波动加剧

2025年10月，全球地缘政治局势经历了明显的阶段性演变。月初中东局势出现缓和，以色列与哈马斯达成停火协议推动避险情绪阶段性回落；随后中美贸易摩擦骤然升级，美国宣布拟对华加征100%关税，地缘风险指数首次大幅跳升；月中乌克兰对俄能源设施发动袭击，冲突进入非对称作战新阶段，而美俄关系短暂缓和预期未能持续；下旬西方联合声明逼俄停火遭拒，美欧对俄制裁全面升级，特朗普取消与普京的布达佩斯会晤，推动地缘风险指数在10月20日飙升至当月峰值250.95。月末中美宣布重启经贸磋商，为紧张局势带来些许缓和迹象。

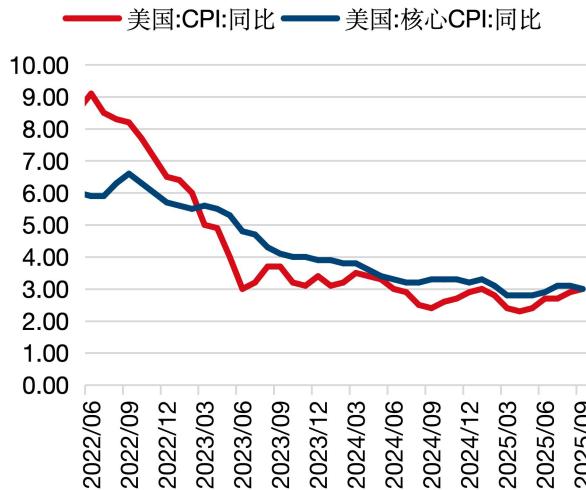
地缘局势的持续不确定性和频繁反复性，导致市场避险情绪难以形成稳定预期，进而显著加大了贵金属价格走势的预判难度。短期内，贵金属价格将对三大关键变量保持高度敏感：一是俄乌冲突态势与美俄关系的实质性进展；二是中美高层会晤所释放的政策信号与谈判成果；三是中东地区停火协议的落实情况与后续发展。任何超出市场普遍预期的事态演变，都可能引发贵金属价格的剧烈波动，投资者需密切关注相关风险事件的最新动态。

## （三）通胀：9月CPI低于预期扫清障碍，美联储10月降息势在必行

北京时间10月24日，美国公布的9月CPI数据显示通胀整体温和且全面低于预期，未出现关税显著推高通胀的迹象。具体来看，美国9月CPI同比上涨3.0%，低于预期的3.1%，环比上涨0.3%，低于预期的0.4%；核心CPI同比上涨3.0%，低于预期的3.1%，环比上涨0.2%，为三个月来最低增速。通胀呈现结构性放缓特征，核心服务业成本下降是主要推动因素，超核心服务业通胀已降至2021年11月以来最低水平；而受能源价格回升影响，汽油价格单月上涨4.1%，成为推升整体通胀的主要因素。

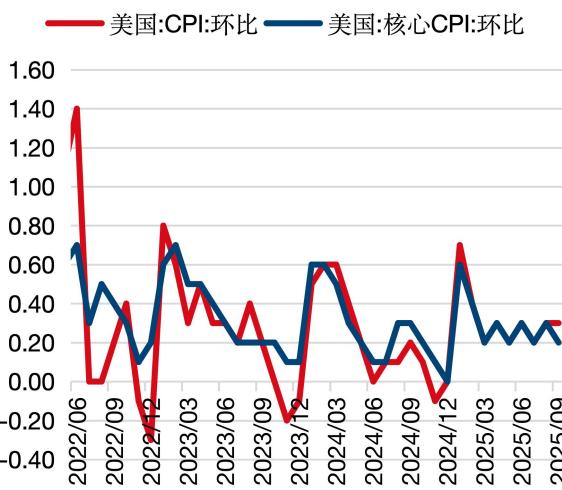
市场普遍认为该数据为美联储降息扫除障碍。CME FedWatch工具显示，市场对10月降息25个基点的概率升至98.3%，对12月累计降息50个基点的概率高达99.9%。这份在政府停摆期间特殊发布的通胀报告，为美联储实施渐进式降息提供了充分依据。

图：美国 CPI 同比与核心同比（%）均低于预期



数据来源：WIND 国信期货

图：美国 CPI 与核心 CPI 环比（%）均低于预期



数据来源：WIND, 国信期货

图：截至 10 月 24 日，FedWatch 显示 10 月降息 25 个 BP 的概率为 98.3%

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
2025/10/29					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	98.3%	1.7%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	91.1%	8.8%	0.1%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	50.4%	45.5%	4.0%	0.1%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.8%	47.9%	24.3%	2.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.9%	31.7%	41.6%	18.3%	1.5%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	20.8%	37.2%	28.5%	8.8%	0.6%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	1.2%	9.0%	25.7%	34.6%	22.6%	6.4%	0.5%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.4%	4.0%	15.1%	29.0%	30.3%	16.7%	4.2%	0.3%	0.0%
2026/10/28	0.1%	1.0%	5.7%	17.2%	29.2%	28.2%	14.8%	3.6%	0.2%	0.0%
2026/12/9	0.2%	1.7%	7.5%	19.1%	29.0%	26.1%	13.1%	3.1%	0.2%	0.0%
2027/1/27	0.3%	2.0%	8.0%	19.5%	28.9%	25.5%	12.6%	3.0%	0.2%	0.0%
2027/3/17	0.3%	2.1%	8.3%	19.8%	28.8%	25.1%	12.3%	2.9%	0.2%	0.0%
2027/4/28	0.3%	1.9%	7.7%	18.6%	27.8%	25.5%	13.7%	3.9%	0.5%	0.0%
2027/6/9	0.3%	1.9%	7.4%	18.1%	27.4%	25.6%	14.2%	4.3%	0.6%	0.0%
2027/7/28	0.2%	1.6%	6.5%	16.2%	25.8%	26.0%	16.2%	6.1%	1.3%	0.1%
2027/9/15	0.2%	1.6%	6.5%	16.2%	25.8%	26.0%	16.2%	6.1%	1.3%	0.1%

数据来源：CME Group 国信期货

#### （四）数据真空下的就业图景：“小非农”疲软强化降息预期

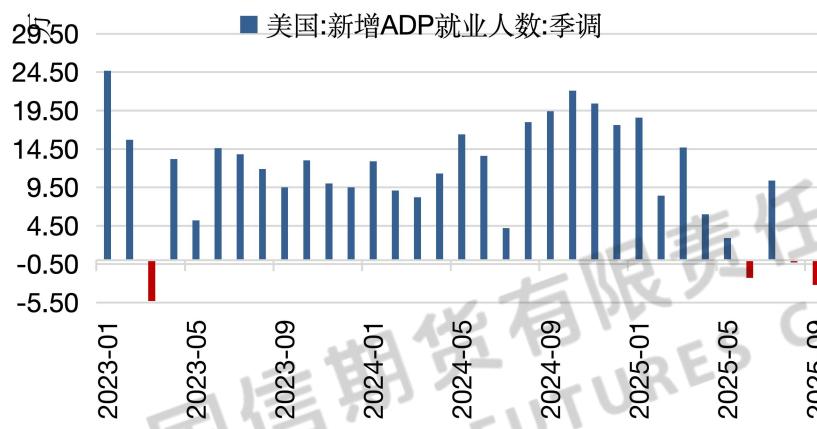
美国联邦政府停摆导致大量经济数据中断，使美联储依赖数据决策的路径面临严峻挑战。当前，市场评估劳动力市场状况的最关键依据，是素有“小非农”之称的 ADP 就业报告：该数据显示，美国 9 月私营部门就业人数意外减少 3.2 万人，远低于市场预期的增加 5.1 万人。尽管部分原因可归咎于 ADP 自身的年度数据基准调整，但报告仍明确揭示了就业增长动能普遍减弱的趋势。这一意外萎缩的数据，已迅速强化了市场对美联储可能在年底前进行两次降息的预期。

在此次 9 月非农数据中断之前，8 月非农数据作为政府停摆前最后一份完整就业报告，本就已显露疲态。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：ADP 数据显示，美国 9 月私营部门就业人数意外减少 3.2 万人



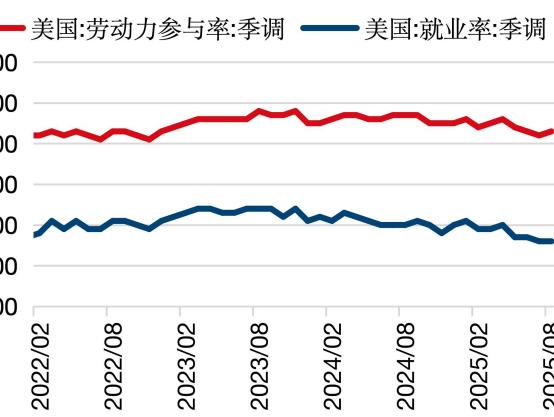
数据来源：Wind 国信期货

图：美国 8 月非农就业人口新增远低于预期



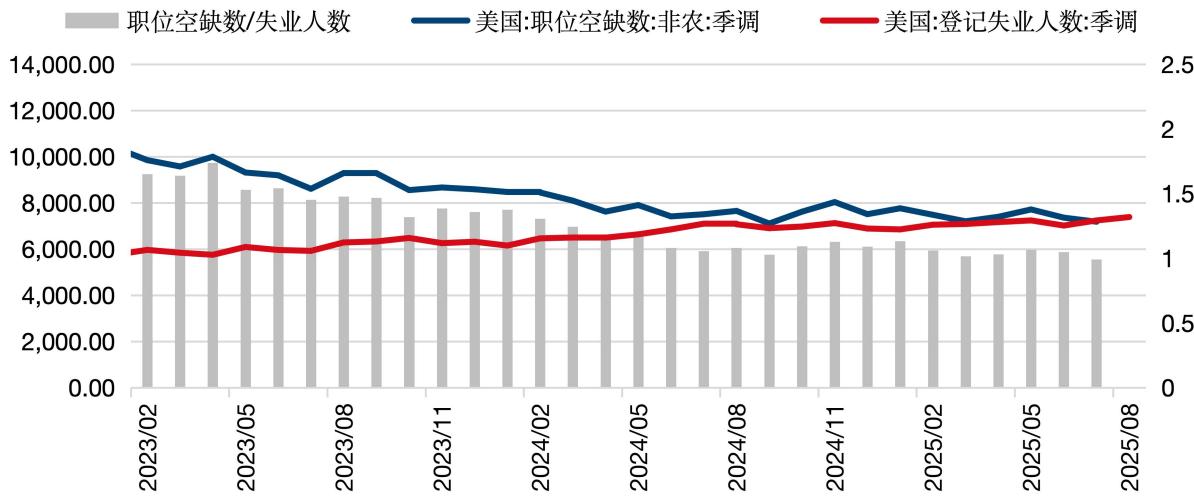
数据来源：WIND 国信期货

图：美国 8 月劳动力参与率与就业率



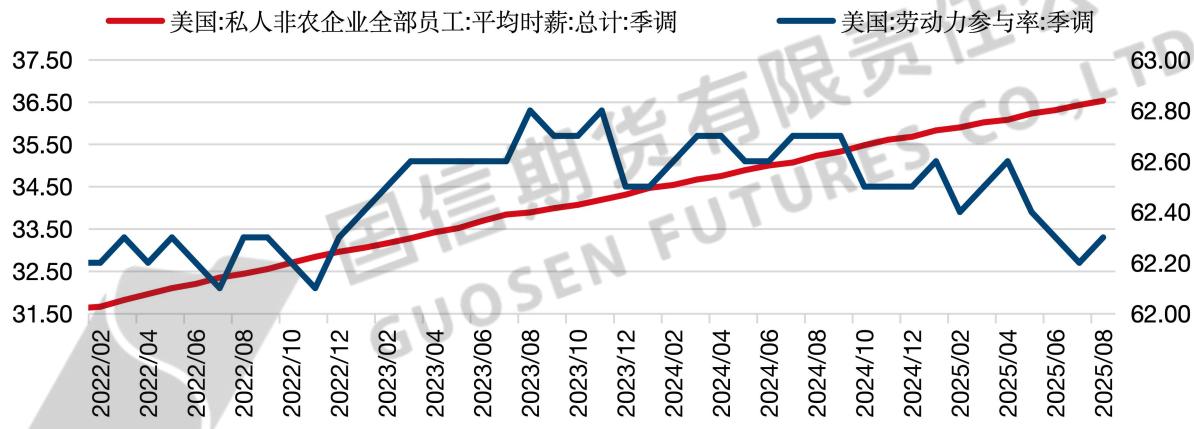
数据来源：WIND，国信期货

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

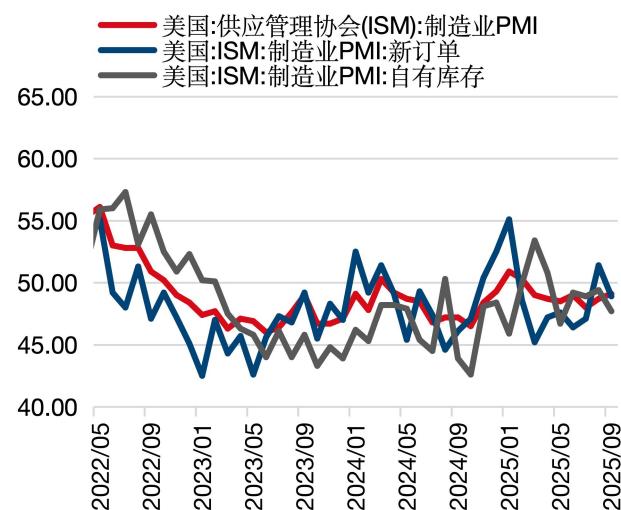


数据来源：Wind 国信期货

北京时间 10 月 1 日，ISM 公布美国 9 月制造业 PMI 录得 49.1，虽略高于预期值 49 和前值 48.7，但仍连续第七个月处于萎缩区间，显示制造业整体动能依旧疲软。分项来看，新订单指数在 8 月短暂扩张后回落至 48.9，为今年 1 月以来首次重返收缩区间；生产指数单月上升 3.2 点至 51，重回扩张水平；就业指数 45.3 虽较前值略有改善，仍处于历史低位。物价支付指数进一步降至 61.9，连续第三个月回落，创今年以来最低，反映出原材料通胀压力持续缓解；供应商交付时间有所延长，进口指数则继续收缩。同日标普全球数据显示，美国 9 月 Markit 制造业 PMI 终值为 52，与预期一致，整体表现相对稳健。

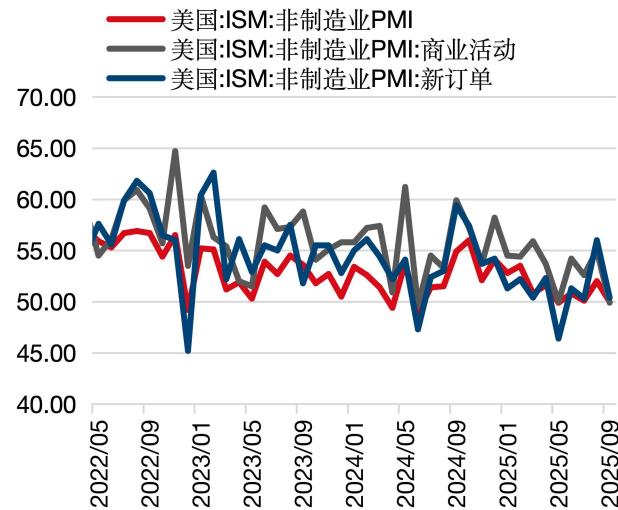
北京时间 10 月 3 日，ISM 公布美国 9 月非制造业 PMI 为 50，大幅不及预期值 51.7 及前值 52，仅位于荣枯分界线，服务业扩张陷入停滞。分项来看，新订单指数大幅下降 5.6 点至 50.4，几乎抹去前月全部涨幅；商业活动指数单月骤降超 5 点，自 2020 年 5 月以来首次陷入收缩区间；就业指数连续第四个月萎缩，显示劳动力市场持续疲软；支付价格指数小幅升至 69.4，创三年来的最高水平之一，成本压力持续加剧。同日标普全球数据显示服务业 PMI 终值 54.2，高于预期及初值，显示服务业仍保持一定韧性，与 ISM 数据走势出现分化。

图：美国9月制造业PMI录得49.1



数据来源：WIND 国信期货

图：美国9月服务业PMI不及预期

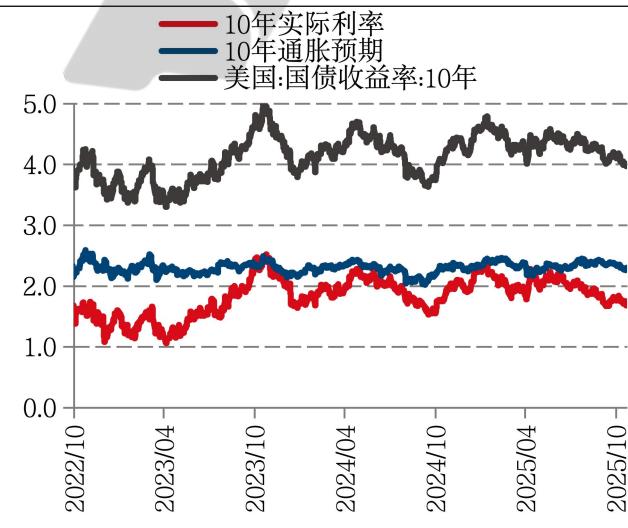


数据来源：WIND、国信期货

### (五) 10年期美债收益率大幅下跌，美元指数仍延续疲软态势

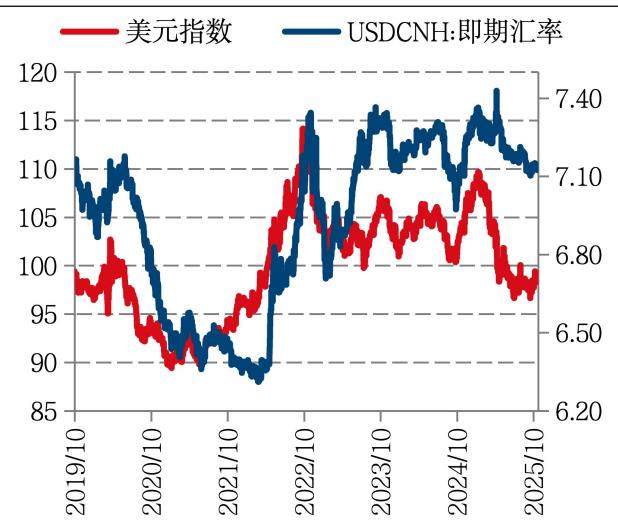
黄金价格与美国长端实际利率呈现负相关关系，实际利率是名义利率与通胀预期的差。2025年10月，美国10年期国债收益率自9月中旬以来首次跌破4%，一度下探至3.970%，创下自4月初特朗普关税政策落地后的最低水平。收益率的走低主要受经济担忧驱动，尤其是在美国两家地区银行披露贷款问题后，市场对金融稳定的疑虑再度升温，进一步强化了市场对美联储在未来几个月降息的预期。在此背景下，美元指数虽整体于98-99区间震荡，但上行空间受限。债券市场的疲软与经济不确定性共同压低了实际利率，从定价环境与资金流向两方面为贵金属价格提供了支撑。

图：美国10月10年期美债收益率大幅下跌



数据来源：WIND 国信期货

图：美国10月美元指数仍呈现疲软态势



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(%)
<b>黄金供应量</b>							
金矿产量	896.2	957.4	944.8	833.0	908.6	9	1
生产商净套保量	-120.4	-6.5	-18.5	-7.1	-7.1	-	-
回收金	334.2	325.7	358.1	348.5	347.2	0	4
<b>总供应量</b>	<b>1,210.0</b>	<b>1,276.6</b>	<b>1,284.4</b>	<b>1,174.5</b>	<b>1,248.8</b>	<b>6</b>	<b>3</b>
<b>黄金需求量</b>							
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
<b>黄金需求</b>	<b>977.0</b>	<b>1,194.3</b>	<b>1,315.7</b>	<b>1,305.6</b>	<b>1,079.0</b>	<b>-17</b>	<b>10</b>
场外交易和其他需求	233.0	82.3	-31.2	-131.2	169.8	-229	-27
<b>总需求</b>	<b>1,210.0</b>	<b>1,276.6</b>	<b>1,284.4</b>	<b>1,174.5</b>	<b>1,248.8</b>	<b>6</b>	<b>3</b>
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										2024	2025F
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F		
<b>Supply</b>												
Mine Production	900.1	863.9	850.8	837.4	783.8	830.8	839.4	812.7	819.7	835.0	1%	2%
Recycling	156.3	160.2	162.3	163.8	180.5	190.7	193.5	183.5	193.9	193.2	6%	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	0.0	0.0	0.0	13.9	8.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9	na	na
Net Official Sector Sales	1.1	1.0	1.2	1.0	1.2	1.5	1.7	1.6	1.5	1.5	-9%	4%
<b>Total Supply</b>	<b>1,057.4</b>	<b>1,025.1</b>	<b>1,014.3</b>	<b>1,016.2</b>	<b>974.0</b>	<b>1,023.1</b>	<b>1,034.6</b>	<b>997.8</b>	<b>1,015.1</b>	<b>1,030.6</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>
<b>Demand</b>												
Industrial (total)	491.0	528.0	525.8	525.4	511.9	564.1	592.3	657.1	680.5	677.4	4%	0%
Electrical & Electronics	309.0	339.1	330.4	326.6	321.4	350.7	370.7	444.4	460.5	465.6	4%	1%
...of which photovoltaics	81.6	99.3	87.0	74.9	82.8	88.9	118.1	192.7	197.6	195.7	3%	-1%
Brazing Alloys & Solders	49.1	50.9	52.0	52.4	47.5	50.5	49.2	50.2	51.6	52.9	3%	3%
Other Industrial	132.9	138.0	143.5	146.4	142.9	162.9	172.4	162.6	168.4	158.9	4%	-6%
Photography	34.7	32.4	31.4	30.7	26.9	27.7	27.7	27.3	25.5	24.2	-7%	-5%
Jewelry	189.1	196.2	203.2	201.6	150.9	182.0	234.5	203.1	208.7	196.2	3%	-6%
Silverware	53.5	59.4	67.1	61.3	31.2	40.7	73.5	55.1	54.2	46.0	-2%	-15%
Net Physical Investment	212.9	155.8	165.9	187.4	208.1	284.3	338.3	244.3	190.9	204.4	-22%	7%
Net Hedging Demand	12.0	1.1	7.4	0.0	0.0	3.5	17.9	11.5	4.3	0.0	-62%	na
<b>Total Demand</b>	<b>993.3</b>	<b>972.9</b>	<b>1,000.8</b>	<b>1,006.4</b>	<b>929.0</b>	<b>1,102.4</b>	<b>1,284.2</b>	<b>1,198.5</b>	<b>1,164.1</b>	<b>1,148.3</b>	<b>-3%</b>	<b>-1%</b>
<b>Market Balance</b>												
Net Investment in ETPs	64.1	52.2	13.5	9.8	45.1	-79.3	-249.6	-200.6	-148.9	-117.6	-26%	-21%
Market Balance less ETPs	53.9	7.2	-21.4	83.3	331.1	64.9	-117.4	-37.6	61.6	70.0	na	14%
Nominal Silver Price (US \$/oz, London price)	10.2	45.1	34.9	-73.5	-286.1	-144.3	-132.2	-163.0	-210.5	-187.6	29%	-11%
Source: Metals Focus	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	23.35	28.27	-	21%	na

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：全球黄金 ETF 第三季度迎“最强”资金流入，资产管理规模创新高

据世界黄金协会数据，2025年9月全球黄金ETF延续强劲流入态势，单月资金流入创历史新高，并推动第三季度成为有记录以来表现最强劲的季度。全球实物黄金ETF当月实现显著资金流入，推动总资产管理规模(AUM)环比增长23%至4720亿美元，总持仓量环比增长6%至3838吨，接近2020年11月所创历史新高。

从区域看，北美地区连续四个月流入，单月流入约106亿美元，为本季度主要驱动力，贸易政策不确定性、美元走弱及美联储降息预期共同支撑需求；欧洲地区连续五个月流入，当月增加44亿美元，为史上第三强劲月份，英国、瑞士和德国为主要贡献地区，金价强势突破及实际利率下降激发配置意愿；亚洲地区整体录得21亿美元正流入，印度、日本与中国为主要流入国家，其中印度受本币走强及国内股市疲软影响，黄金ETF避险配置需求显著提升。

交易层面，全球黄金市场日均交易额环比增长34%至3880亿美元，交易所交易量涨幅显著，COMEX及上海期货交易所分别增长58%和84%。此外，COMEX黄金净多头头寸增长23%至806吨，显示市场看涨情绪持续增强。

图：2025年9月全球黄金ETF延续强劲流入态势，单月资金流入创历史新高

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		需求 (占总持仓比例)
				(吨)	▲▼	
北美	245.5	10,597.3	1,996.2	89.4	▲	4.7%
欧洲	176.6	4,405.4	1,436.0	37.3	▲	2.7%
亚洲	41.6	2,124.7	334.2	17.5	▲	5.5%
其它	8.8	174.9	71.3	1.4	▲	2.1%
总计	472.5	17,302.3	3,837.7	145.6		3.9%
全球总流入/正需求		23,651.5		208.5	▲	5.6%
全球总流出/负需求		-6,349.2		-62.8	▼	-1.7%

数据来源：WGC 国信期货

根据WIND统计的数据，截至2025年10月22日，全球最大黄金ETF SPDR Gold Shares 的黄金持仓量为1,052.37吨，全球最大白银ETF iShares Silver Trust 的白银持有量为15,597.61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）



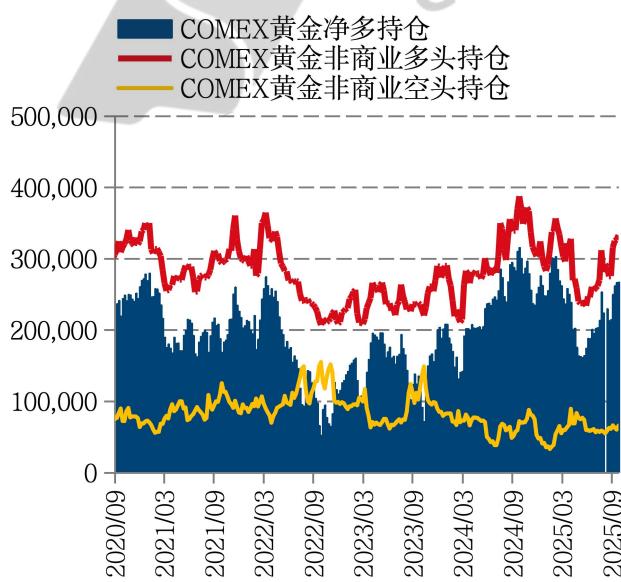
数据来源：WIND 国信期货

## (二) CFTC 持仓：9月黄金白银看多意愿均回升

截至 10 月 23 日，美国联邦政府停摆已进入第四周，因临时拨款法案未能通过，CFTC 的数据发布仍处于停滞状态，目前最新数据定格于 9 月 23 日当周。

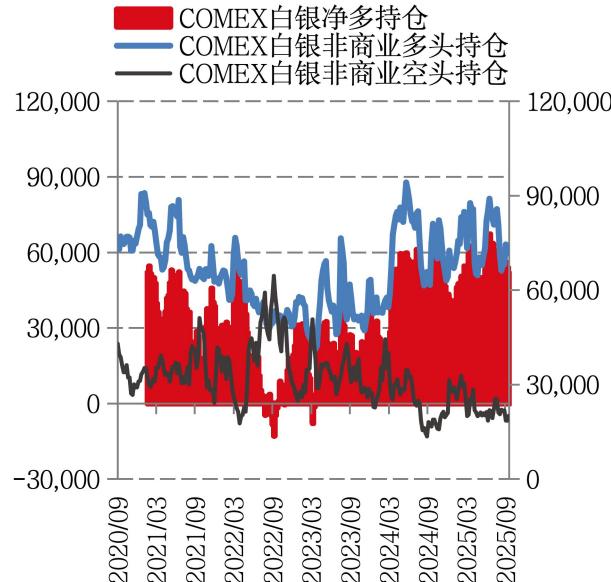
美国商品期货交易委员会公布的周度报告显示：截至 2025 年 9 月 23 日当周，CFTC 的期货黄金非商业性净多持仓为 266,749 张，较 8 月 26 日当周增加 52,438 张，市场黄金看多意愿回升；CFTC 的期货白银非商业性净多持仓为 52,276 张，较 8 月 26 日当周增加 5,810 张，市场白银看多意愿回升。

图：COMEX 黄金非商业净多持仓（单位：张）增加



数据来源：WIND 国信期货

图：COMEX 白银非商业净多持仓（单位：张）增加

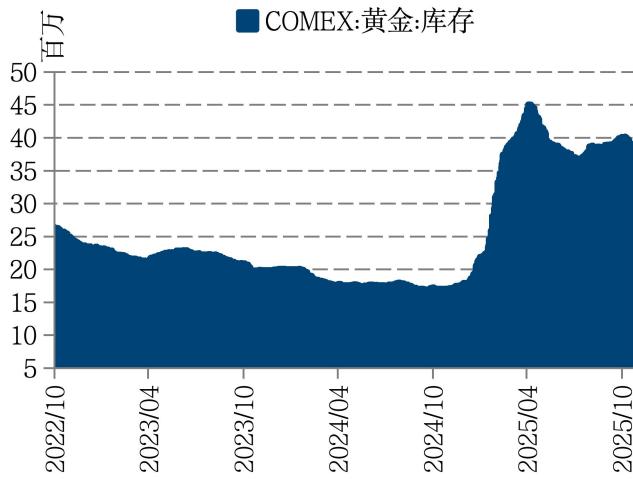


数据来源：WIND 国信期货

### (三) 库存分析：内外黄金白银库存增减不一

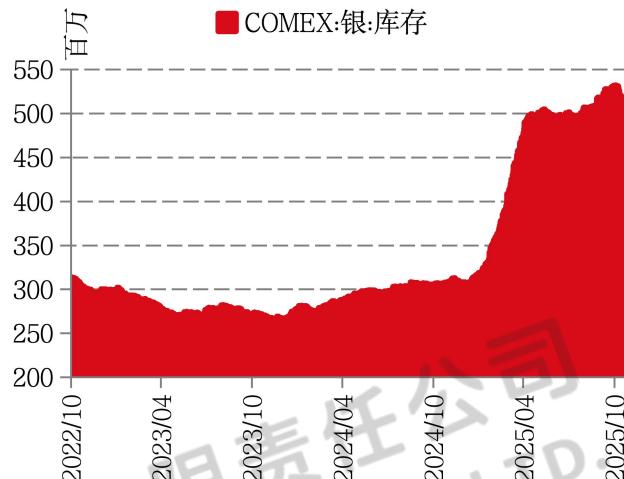
截至 2025 年 10 月 23 日，COMEX 黄金库存为 38,958,914.92 盎司，较上月末减少约 2.7%；COMEX 白银库存为 497,981,062.25 盎司，较上月末减少约 6.1%；上期所黄金库存为 87,015.00 千克，创新高，较上月末增加约 23.03%；上期所白银库存为 663,366.00 千克，较上月末减少约 44.4%。

图：10 月 COMEX 黄金库存(单位：盎司)较上月末减少约 2.7% 图：8 月 COMEX 白银库存(单位：盎司)较上月末减少约 6.1%



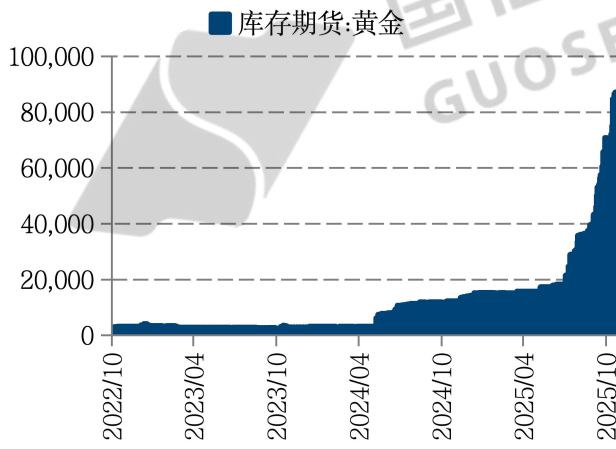
数据来源：WIND 国信期货

图：10 月 SHFE 黄金库存(单位：千克)较上月末增加约 23.03%



数据来源：WIND 国信期货

图：10 月 SHFE 白银库存(单位：千克)较上月末减少约 44.4%



数据来源：WIND 国信期货



数据来源：WIND 国信期货

## 五、后市展望及操作建议

展望 11 月，贵金属市场在官方经济数据持续缺位的特殊环境下，预计将延续高位震荡格局。由于美国政府停摆导致多项关键数据延迟发布，11 月可能面临首次无 CPI 数据指引的局面，市场判断将更加依赖美联储官员讲话、地缘局势变化及非官方调查指标。当前中美、美俄乌高层互动信号错综复杂，任何关于领导人会晤的传闻都可能阶段性影响市场风险偏好，进而对黄金避险需求产生扰动；但中长期来看，“去

美元化”趋势与地缘战略不确定性仍构成贵金属的底层支撑。在数据真空期内，美联储政策预期与市场情绪的相互作用将成为价格波动的核心来源，任何关于降息路径的蛛丝马迹都可能引发市场剧烈反应。技术面上，COMEX 黄金核心波动区间或参考 4000—4300 美元/盎司附近，对应沪金 930—980 元/克左右，突破区间上沿后可上看 4400 美元/盎司（沪金 1000 元/克）附近阻力；COMEX 白银波动区间预计为 46—53 美元/盎司附近，对应沪银 10500—12000 元/千克附近，其高波动特性在信息不明朗环境中或将进一步放大。建议投资者密切关注美联储政策信号、地缘动态及替代性经济指标，操作上保持谨慎多头思路，优先把握黄金回调布局机会，严格仓位管理以应对信息缺失下的波动性风险。



**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。

