

情绪回归常态，宏观、基本面 利多贵金属逻辑不变

2025 年 10 月 24 日 星期五

兴证期货 · 研究咨询部

金融研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

周立朝

从业资格编号：F03088989

投资咨询编号：Z0018135

联系人

周立朝

zhoulc@xzfutures.com

内容提要

近期黄金白银价格创新高后，受避险情绪、金银多头投机情绪高位回落的影响，金银价格短期大跌回踩。但贵金属走强的主要宏观、基本面逻辑均不变：中美经贸博弈、地缘风险反复的可能性仍存在；美国弱经济就业压力背景下，长端降息方向比较确定；美债、美财政赤字压力悬而未决，债务规模持续创新高；央行增持黄金储备，国际机构增持黄金ETF、白银ETF持仓；全球黄金白银供需偏紧格局不变。综合以上因素，我们认为，本轮黄金白银价格短期大跌系此前过高投机情绪回归常态所致，但利多贵金属的宏观逻辑、基本面逻辑不变。

报告目录

一、金银价格高位剧震	4
二、风险情绪回落信号显现	5
（一）市场风险情绪回落信号——中美经贸谈判进展	5
（二）市场风险情绪回落信号——俄乌地缘缓和	5
（三）市场风险情绪回落信号——美国政府停摆负面影响减弱	6
三、贵金属多头投机情绪盛极而衰	6
（一）成交持仓比处于高位，投机情绪过高，边际增幅不足	6
（二）期权隐含波动率脉冲，新一轮降波窗口来临	7
四、贵金属中长期驱动逻辑不变，短期休整不改看多趋势	8
（一）中美经贸、地缘风险的反复性	8
（二）弱经济就业压力下，美联储长端降息路径确定	9
（三）美债、财政赤字压力悬而未决	11
（四）央行增储、贵金属持仓走高，买盘支撑	12
（五）金银供需偏紧的局面持续存在	13
五、总结	14

图表目录

图表 1. 沪金期价走势	4
图表 2. 沪银期价走势	4
图表 3. 沪金期价与成交持仓比	6
图表 4. 沪银期价与成交持仓比	7
图表 5. 沪金期价与沪金期权隐含波动率	7
图表 6. 沪银期价与沪银期权隐含波动率	8
图表 7. 美国经济政策不确定性指数	9
图表 8. 新增非农（千人）与失业率（%）	10
图表 9. ADP 新增就业人数（千人）	10
图表 10. 密歇根消费指数信心与预期走弱	10

图表 11. 美联储隐含利率期限结构	10
图表 12. 美国未偿还公共债务总额（亿美元）	11
图表 13. 美国联邦政府财政赤字与金价	12
图表 14. SPDR 黄金 ETF 持仓	13
图表 15. SLV 白银 ETF 持仓	13
图表 16. 中国央行黄金储备（吨）与国际金价（美元/盎司）	13
图表 17. 全球黄金需求情况	14

一、金银价格高位剧震

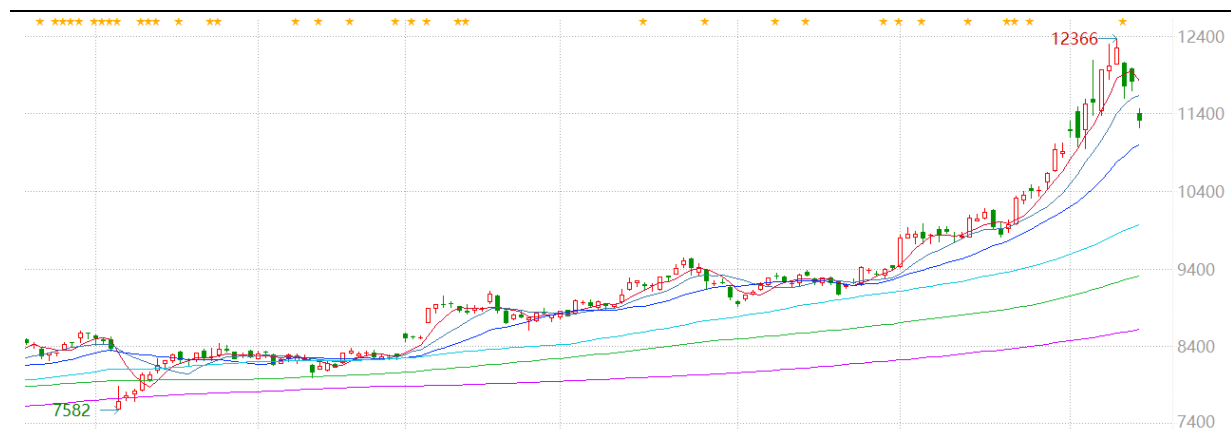
本轮贵金属多头行情自 8 月下旬启动，受避险需求、美债问题、降息预期及全球央行持续购金等利多因素推动，国内金价从 8 月底的 780 元/克上涨至最高的 1000 元/克附近；国内白银价格从 8 月底的 9000 元/千克上涨至 12300 元/千克以上。期间两个月国内金银价格的涨幅分别达到 28%、36%。10 月 21 日夜盘开始，全球贵金属价格短期大幅回调，国内金银价格当日盘中跌幅普遍超过 5%。

图表 1. 沪金期价走势



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 2. 沪银期价走势



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

二、风险情绪回落信号显现

（一）市场风险情绪回落信号——中美经贸谈判进展

近期中美经贸关系呈现“缓与博弈并存”的复杂态势，双方在紧张对抗后重启高层磋商，整体向缓和方向发展，随着避险情绪降温，市场对短期经贸紧张升级的担忧有所缓解。

高层磋商重启：10月18日，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方财政部长贝森特、贸易代表格里尔举行视频通话，双方就双边经贸关系中的重要问题进行了坦诚、深入、建设性的交流，并同意尽快举行新一轮中美经贸磋商。此进展缓解了市场对贸易摩擦进一步升级的短期担忧。

政策博弈持续：尽管磋商重启，但双方近期仍采取针对性反制措施。中方对停靠中国港口的美籍船舶加征“特别港务费”，并收紧稀土、超硬材料、锂电池负极等关键物项的出口管制；美方则威胁对华加征高达100%的关税，并拟对华造船业启动“301调查”。中方明确表示“打，奉陪到底；谈，大门敞开”，强调反制措施是依法依规、维护全球供应链稳定的负责任之举。

元首外交发挥引领作用：10月21日，外交部回应美国总统特朗普称拟于明年初访华时表示，元首外交对中美关系具有不可替代的战略引领作用，两国元首保持密切沟通。但关于具体访问安排，目前无进一步信息。

（二）市场风险情绪回落信号——俄乌地缘缓和

俄乌冲突局势出现显著缓和信号，市场避险情绪快速降温。第一，多国联合推动停火倡议。10月21日，德国、法国、英国等欧洲主要国家领导人联合发表声明，支持以当前接触线为起点立即停火并展开谈判。乌克兰总统泽连斯基已签署该声明，标志着乌方首次正式接受“冻结战线”式停火方案，是自2022年冲突爆发以来的重大政策转向。第二，美俄高层接触重启。美国总统特朗普公开表示，计划在未来两周内在匈牙利与俄罗斯总统普京举行面对面会谈，旨在推动俄乌达成“可验证的停火协议”。俄方回应称，普京已接受邀请，双方将就能源、粮食出口及战俘交换等议题展开磋商。特朗普同时称：“当前并非对俄实施新制裁的‘最佳时机’”，释放出政策转向信号。第三，乌克兰主动释放缓和信号。乌方虽仍强调需获得“长期安全保障”，但已不再坚持“全面收复失地”作为谈判前提，转而聚焦于建立国际监督机制、保障能源基础设施安全等务实议题。

（三）市场风险情绪回落信号——美国政府停摆负面影响减弱

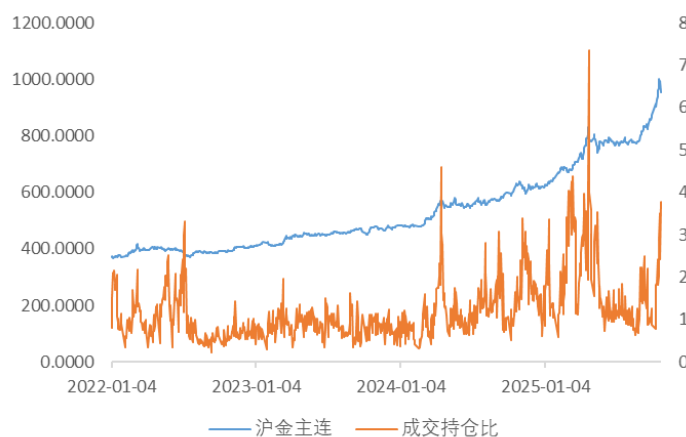
截至 2025 年 10 月 22 日，美国联邦政府停摆已持续超过 20 天，但近期出现显著缓和迹象，市场普遍预期停摆接近尾声。虽然政府停摆已进入第四周，多个关键机构运作受限，特朗普政府已指示农业部恢复核心业务，计划于 10 月 23 日（周四）重启农业服务局，释放此前冻结的逾 30 亿美元援助资金，缓解农场主现金流压力。美国国家经济委员会主任哈西特表示，政府停摆“有可能在本周结束”，参议院两党正就临时拨款协议进行密集磋商。

三、贵金属多头投机情绪盛极而衰

（一）成交持仓比处于高位，投机情绪过高，边际增幅不足

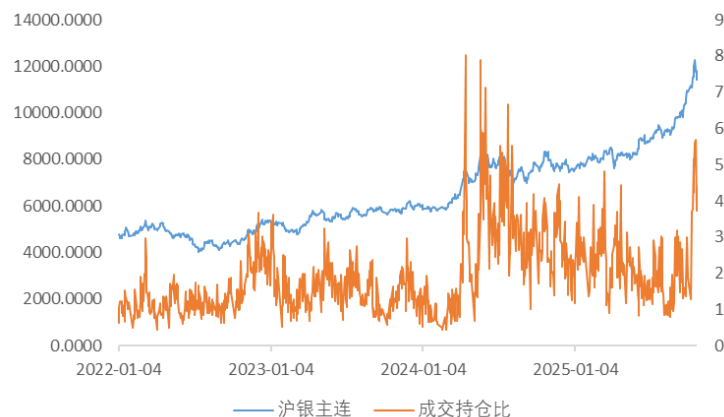
期货成交持仓比即期货成交量除以持仓量，该指标越高反映品种的投机情绪越高，截止到 10 月 22 日收盘，沪金、沪银的成交持仓比分别为 3.78、4.36。其中沪金现阶段的成交持仓比接近今年 4 月份的高位；沪银成交持仓比接近 2024 年 4 月份的高位区间。从时间轴上来看，每一波贵金属多头行情均伴随着成交持仓比的脉冲式陡升。成交持仓比服从均值回归特征，当出现过高的比值后，进一步上升的概率和空间较小，容易出现回落的情况，可以概括为情绪面极致宣泄后，需要进入一个休整期。当前黄金白银期货成交持仓比达到高位后，从概率统计角度来看，后市回落休整，多头投机情绪衰减的概率大。

图表 3. 沪金期价与成交持仓比



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 4. 沪银期价与成交持仓比

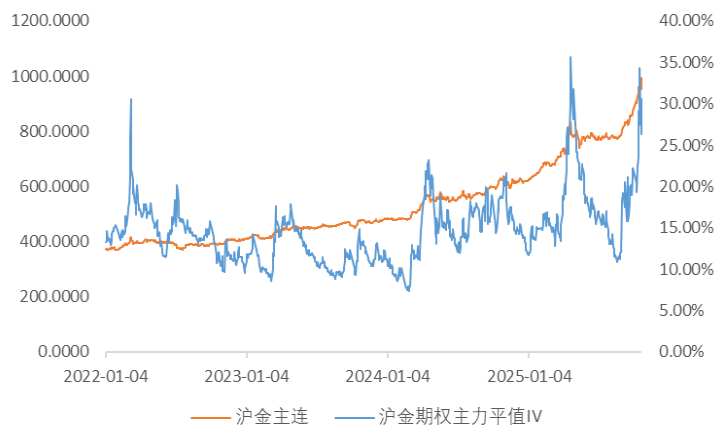


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

（二）期权隐含波动率脉冲，新一轮降波窗口来临

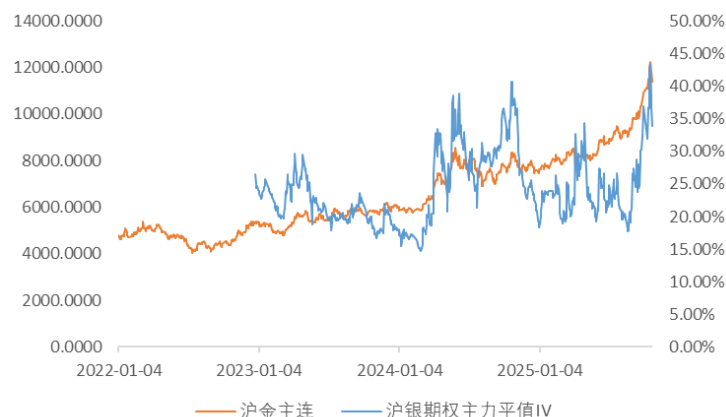
在本轮贵金属单边多头行情中，一方面成交持仓比走高，另一方面，黄金白银期权隐含波动率走出脉冲式走势。期权隐含波动率衡量市场对于波动率预期的指标。在这一波多头行情中，黄金期权、白银期权主力平值期权隐含波动率数值最高分别达到了 34.24%、43.4%，二者的隐含波动率接近历史最高值。隐含波动率服从均值回归特征，过高的隐含波动率将面临着后市波动率回落的情况，此前多头情绪对于波动率的刺激已达到极高值，后市情绪面回落叠加波动率下降，新一轮降波周期来临。

图表 5. 沪金期价与沪金期权隐含波动率



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 6. 沪银期价与沪银期权隐含波动率



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

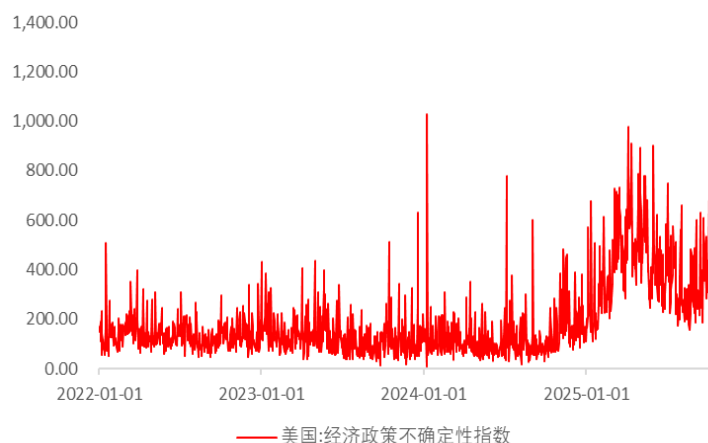
四、贵金属中长期驱动逻辑不变，短期休整不改看多趋势

黄金白银价格连续大跌，国际金价一度从 4400 美元/盎司下跌至 4030 美元/盎司关口，国内金价从最高的 1000 元/克一度下跌至 940 元/克以下。短线快速下跌后，市场上开始现金价大顶部的声音。从本轮金银价格上涨的驱动因素来看，价格顶部还言之尚早，本次短线大跌更多是市场风险情绪快速回落以及投机情绪回归所致，而金银价格的内在驱动因素仍然存在。

（一）中美经贸、地缘风险的反复性

中美经贸关系与地缘风险呈现出“缓和与反复并存、短期博弈与长期结构性矛盾交织”的典型特征，其反复性既源于双方战略互信不足与美国内部政治压力，也受全球供应链重构、技术竞争与能源安全等因素驱动。虽然近期特朗普释放经贸关系缓和的信号，但后续仍有反复的可能性。两国之间博弈更深层次的原因在于对全球产业链主导权以及对大宗商品定价权的争夺。特朗普的不确定风格更进一步加剧了中美之间经贸关系的变化风险。今年特朗普上任总统以来，美国经济政策不确定性指数整体偏高。短期经贸关系的缓和恐难以扭转反复博弈的现实。世界第一大经济体与第二大经济体之间的博弈成为未来全球经济重要的不确定性因子。

图表 7. 美国经济政策不确定性指数



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

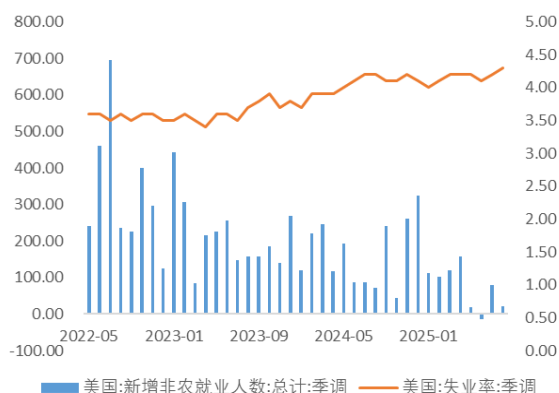
（二）弱经济就业压力下，美联储长端降息路径确定

受美国政府停摆事件的影响，9月就业通胀数据延迟发布，从已公布的9月ADP就业来看，减少3.2万人，大幅低于市场预期的新增5.1万人，结合近几期就业数据来看，呈现明显的下滑趋势，失业率抬升。就业市场的走弱成为美联储持续降息的重要因素。此外，贸易摩擦与美国政府停摆进一步加剧了就业压力。

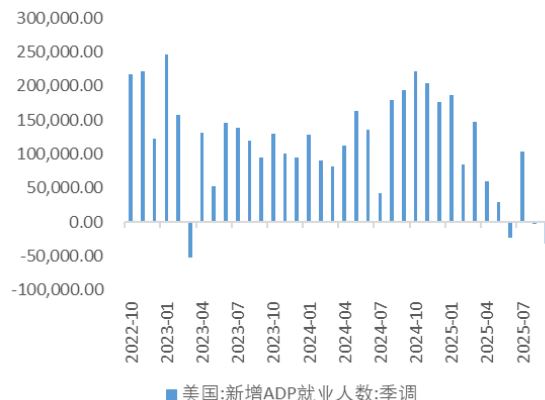
密歇根消费信心指数与消费预期指数分别为55、51.2，重心下移，且创下近四个月的新低。消费市场作为美国经济重要的增长极，消费的走弱联动就业下行，均为当前美国政策决策者需要面临的问题。

从近期美联储隐含利率的期限结构来看，根据利率市场定价，市场几乎完全定价10月份降息25个基点，甚至有降息50个基点的小概率。截止到12月，市场主流预期降息50个基点，即10月与12月美联储议息会议各降息25个基点。从更远的周期来看，截止到2026年12月，美联储或将利率下调至3%以下。因此，弱经济就业为美联储持续降息提供较强的依据。

图表 8. 新增非农（千人）与失业率（%）

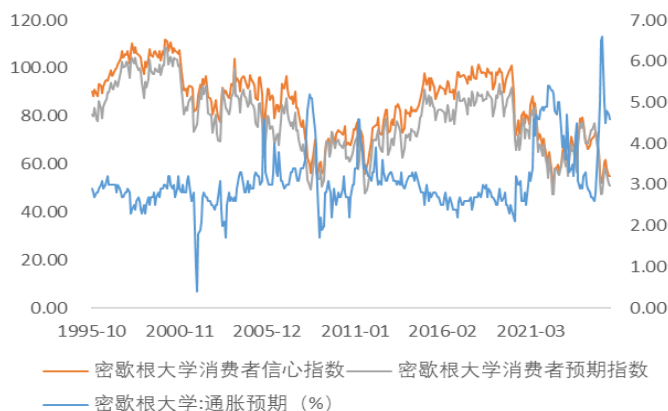


图表 9. ADP 新增就业人数（千人）



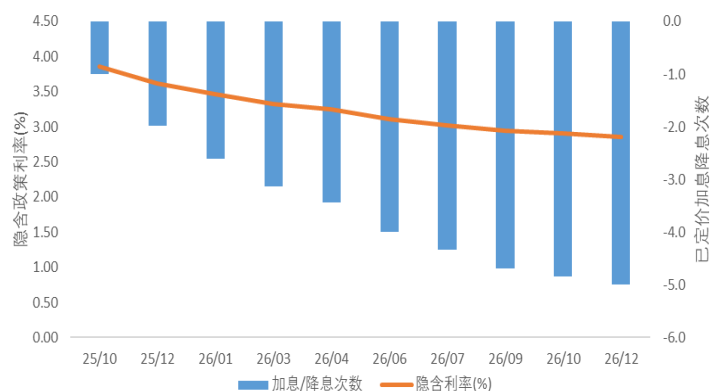
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 10. 密歇根消费指数信心与预期走弱



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 11. 美联储隐含利率期限结构

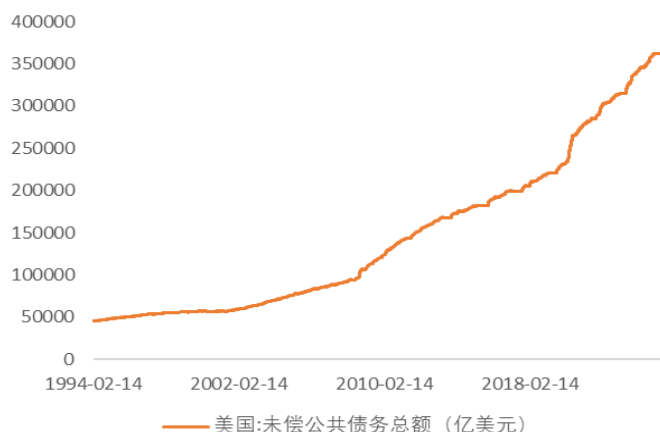


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

（三）美债、财政赤字压力悬而未决

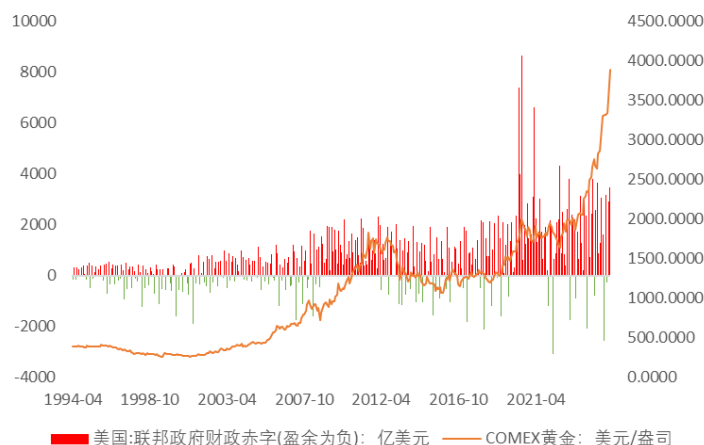
美国债务规模持续走高，由此引发市场对于美国债务信用风险的担忧，截止 10 月 22 日，美国未偿还公共债务规模超过 37.9 万亿美元，再创历史新高，近四个月时间内，美债规模增加了近 1.7 万亿美元。随着债务规模与赤字走高，美债信用问题成为贵金属的重要驱动力。从历史数据来看，美国联邦政府财政赤字与金价周期呈现正相关的关系，即联邦政府财政频繁处于赤字阶段，那么对应该周期黄金价格整体表现较强；反之，当联邦政府赤字较小，甚至收支盈余的周期中，那么黄金价格表现不佳。联邦政府财政收支情况代表国家政府的负债情况，而负债高与低直接影响该国政府信用、债务信用情况。10 月以来，美国国会未能通过临时财政拨款，政府陷入停摆，本质问题为政府赤字严重，导致两党就拨款法案产生分歧，进一步加剧了美国债务压力以及政府信用风险。即使本次政府停摆结束，后续在特朗普扩张财政政策与美联储停止缩表预期的加持下，美债规模仍将延续增长的趋势。

图表 12. 美国未偿还公共债务总额（亿美元）



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 13. 美国联邦政府财政赤字与金价

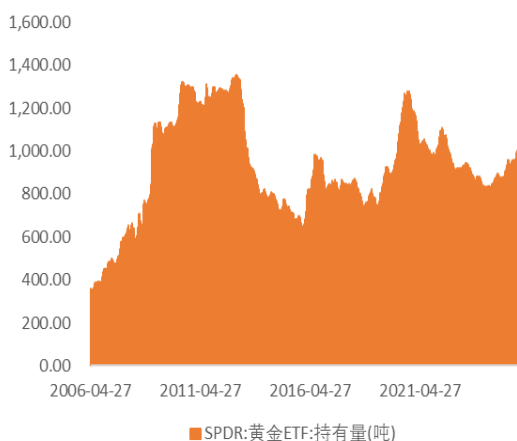


数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

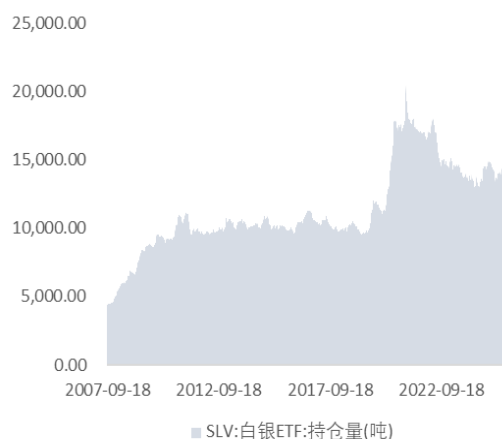
(四) 央行增储、贵金属持仓走高，买盘支撑

黄金 ETF 作为便捷的投资工具，成为机构与个人投资者配置黄金的核心渠道。黄金 ETF 的运作模式基于“实物黄金支持+二级市场交易”的双重机制，其核心是通过基金份额的发行与赎回，实现对实物黄金的间接投资，同时保持在证券交易所的高流动性。实物黄金 → 一级市场申购 → 发行 ETF 份额 → 二级市场交易 → 机构赎回 → 还原为实物黄金。这一机制实现了“黄金资产证券化”，让普通投资者无需存储、鉴定、运输实物黄金，即可高效参与黄金市场，同时保持价格跟踪精度与资产安全性。SPDR 黄金 ETF 从年初的 870 吨上升至 10 月 22 日的 1052 吨；SLV 白银 ETF 从年初的 14426 吨上升至 15597 吨。黄金白银 ETF 维持增量的趋势。中国央行黄金储备连续 11 个月增持。中国央行与其他新兴市场国家持续购金，对金价形成重要支撑，也反映了多国对于国际复杂局势的避险态度。

图表 14. SPDR 黄金 ETF 持仓

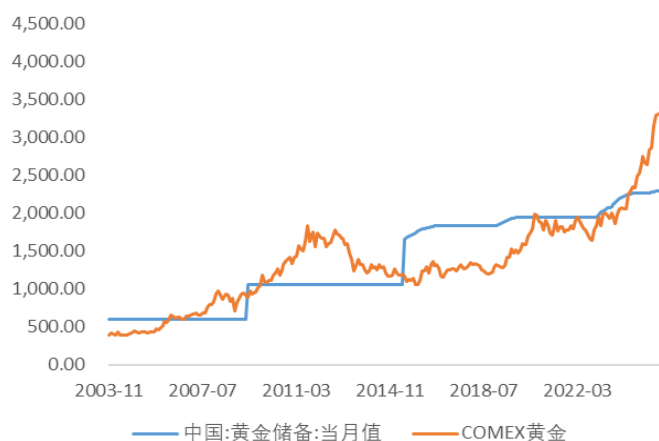


图表 15. SLV 白银 ETF 持仓



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 16. 中国央行黄金储备（吨）与国际金价（美元/盎司）

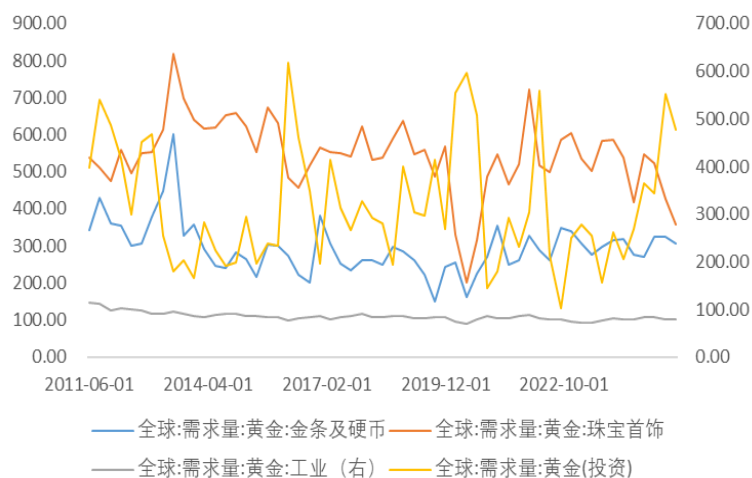


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

（五）金银供需偏紧的局面持续存在

2025 年二季度供需缺口 169.8 吨（供应 1,248.76 吨，需求 1,078.96 吨），主因投资需求回落。尽管需求环比下降，但黄金 ETF 增持与央行购金（如中国 2025 年 9 月官方储备达 7,406 万盎司）支撑金价。白银方面，2024 年全球白银供需缺口达 1.49 亿盎司（约 4,633 吨），已连续五年处于供应短缺状态。2025 年预计缺口虽小幅收窄，但仍处于历史高位，市场结构性紧平衡持续。总体来看，近年来黄金白银持续处于供需偏紧的情况。

图表 17. 全球黄金需求情况



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

五、总结

近期黄金白银价格创新高后,受避险情绪、金银多头投机情绪高位回落的影响,金银价格短期大跌回踩。但贵金属走强的主要宏观、基本面逻辑均不变:中美经贸博弈、地缘风险反复的可能性仍存在;美国弱经济就业压力背景下,长端降息方向比较确定;美债、美财政赤字压力悬而未决,债务规模持续创新高;央行增持黄金储备,国际机构增持黄金 ETF、白银 ETF 持仓;全球黄金白银供需偏紧格局不变。综合以上因素,我们认为,本轮黄金白银价格短期大跌系情绪回归常态所致,但利多贵金属的宏观逻辑、基本面逻辑不变。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。