

广期所铂、钯期货期权上市，美联储 12 月降息预期迅速变化，白银出现 极端行情

华龙期货投资咨询部

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】1087 号

贵金属板块研究员：徐艺倩

期货从业资格证号：F3051417

投资咨询资格证号：Z0015748

电话：18909442516

邮箱：xuyq2015@126.com

报告日期：2025 年 11 月 30 日 星期天



本报告中所有观点仅供参考，请投资者务必阅读正文之后的免责声明。

摘要：

【行情复盘】

11 月金银加速上涨。11 月 COMEX 黄金 2512 合约上涨 5.24%，收报 4223.9 美元/盎司；11 月 COMEX 白银 2512 合约大涨了 17.07%，收报 56.380 美元/盎司。

【重要资讯】

10 月末财政部、国家税务总局发布《关于黄金有关税收政策的公告》，明确黄金有关税收政策，自本月 1 号开始实施。本次新政对黄金饰品消费产生的直接影响有限，新政更针对投资性黄金交易。

11 月 13 日周四，黄金亚盘时段触及的三周高点，晚间跳水。美国政府历经史上最久关门后终于恢复运作，金融市场普遍遭遇抛售压力。

11 月 19 日，美联储最新公布的 10 月 FOMC 会议纪要显示尽管美联储最终以 10 比 2 投票通过降息 25 个基点将联邦基金利率区间降至 3.75% 至 4%，但此次决定是在激烈争论下勉强达成的共识，而 12 月是否会再度降息的前景愈发扑朔迷离。纪要中最引人关注的是，美联储内部对于 12 月政策路径出现明显分裂。

11 月 20 日，美国劳工统计局终于公布 9 月非农就业数据。美国 9 月非农就业人数增加 11.9 万人，市场预估为增加 5.2 万人，前值为增加 2.2 万人。美国 9 月失业率为 4.4%，预估为 4.3%，前值为 4.3%。

11 月 28 日，金、银和铜大涨，夜盘时段沪银大涨超 5%，白银期现货价格均创下历史新高。

【操作建议】

数天内 12 月降息 25 基点的概率从不到 40% 飙升到 87%，金价收到提振上涨。目前金价短线震荡偏强。

*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

一、宏观分析

11 月金银加速上涨。11 月 COMEX 黄金 2512 合约上涨 5.24%，收报 4223.9 美元/盎司；11 月 COMEX 白银 2512 合约大涨了 17.07%，收报 56.380 美元/盎司。

10 月末财政部、国家税务总局发布《关于黄金有关税收政策的公告》，明确黄金有关税收政策，自本月 1 号开始实施。公告明确，纳税人不通过交易所销售标准黄金，应按照规定缴纳增值税。目前，消费者购买黄金饰品时，零售价格中通常已包含增值税和消费税，金饰零售商销售时需缴纳 13% 增值税，已包含在黄金饰品售价中。黄金首饰在零售环节需缴纳 5% 消费税（在生产或进口环节征收），同样含在售价内。本次新政对黄金饰品消费产生的直接影响有限，新政更针对投资性黄金交易。

本月第一个交易日，美东时间 11 月 3 日，美联储理事斯蒂芬·米兰（Stephen Miran）表示，如果未来的经济数据符合预期，美联储应再次降息 50 个基点。美联储理事丽莎·库克（Lisa Cook）表示，支持近期联邦公开市场委员会的降息决定，愿意考虑进一步降息，但还没有就 12 月降息与否做决定。美联储理事库克则警告，利率过高可能导致劳动力市场急剧恶化，但利率过低又会引发通胀预期脱锚。目前来看，美联储 12 月份降息前景仍存在着较大的不确定性。据 CME “美联储观察”，美联储 12 月降息 25 个基点的概率为 67.3%，维持利率不变的概率为 32.7%。

11 月 5 日周三，晚间 ADP 报告显示美国 10 月私营部门就业人数增加 4.2 万人（预期为增加 2.8 万人），而 9 月修正后的就业人数为减少 2.9 万人。该数据超预期，加强了美联储不太可能急于进一步降息的观点，投资者对年内再次降息的预期继续降温。几位美联储官员呼应了鲍威尔主席最近的鹰派言论，暗示上个月的降息可能是今年的最后一次。

11 月 6 日周四，美联储官员的最新表态给 12 月降息泼了盆冷水：美国芝加哥联储主席 Goolsbee 表示，劳动力市场略有降温，但在通胀数据缺席的情况下，提前降息会感到不安。他表态：“中期来看，我对利率并不鹰派。”而在美联储官员讲话之前，黄金一度拉升，站上 4000 美元关口。

美国企业 10 月裁员人数创 7 个月来最高水平，这意味着，美联储重视的美国劳动力市场表现疲软。根据美国就业咨询公司“挑战者企业”最新发布的一份报告显示，美国雇主在 10 月份宣布裁员超过 15 万人，比去年同期增加了 175%，比上个月增加了 183%，创下 20 多年来单月最大降幅。这一消息引发了市场对美联储 12 月会议降息预期的重新评估。美国私人数据提供商 Revelio Labs 数据也显示，美国 10 月份非农就业岗位减少了 9100 个。

11月7日周五，美国密歇根大学消费者信心指数从10月的53.6降至11月的50.3，美元持续承压，金价最终在4000美元关口附近收官。

中国央行连续第十二个月增持黄金储备。根据中国人民银行周五公布的数据，10月份中国黄金储备再次上升。截至10月底，中国的黄金持有量从9月的7406万盎司增至7409万盎司，相比去年同期的7280万盎司增长约1.8%。按价值计算，中国的黄金储备从9月的2832.9亿美元上升至2972.1亿美元。中国央行曾在2024年5月暂停了持续18个月的黄金购买行动，但在同年11月重新恢复增持。

世界黄金协会最新公布的报告显示：全球投资者还在加速买入黄金。全球黄金ETF连续五个月实现资金净流入，10月吸金82亿美元，推动其总资产管理规模增长6%，达到5030亿美元的月末新高。黄金市场交易量持续激增，10月日均交易额达5610亿美元，创历史新高，环比增长45%。

11月10日周一，美国政府关门似乎即将迎来转折点。本周初参议院已投票通过了首个关键步骤，使政府重启的进程正式启动，而接下来就轮到众议院接棒表决。值得提醒的是，美国政府已停摆40天，创下历史最长纪录。目前，众议院议员已被通知，本周内将就政府拨款相关法案进行投票；此前，参议院需先完成对资金法案的最终通过。

11月11日周二，据CME“美联储观察”：美联储12月降息25个基点的概率为67.6%，维持利率不变的概率为32.4%。美联储到明年1月累计降息25个基点的概率为53.2%，维持利率不变的概率为19.2%，累计降息50个基点的概率为27.7%。

中国黄金协会日前发布的报告显示，今年前三季度，黄金首饰消费量为270.04吨，同比下降32.5%；代表投资需求的金条及金币消费量则为352.116吨，同比增长24.55%。这标志着，“投资金”消费量30年来首次超越“首饰金”。

11月12日周三，国际金价拉升大涨，现货黄金站上4200美元/盎司，为10月21日以来首次，盘中涨超2%。现货白银一度大涨逾4%。华尔街预期创纪录的美国政府停摆可能即将结束。据央视新闻报道，当地时间12日下午，美国国会众议院将就此前参议院通过的联邦政府临时拨款法案进行表决，这或将结束美国联邦政府持续40多天的“停摆”。美国国会参议院10日投票通过一项临时拨款法案。美联储再现人事变动，亚特兰大联储行长博斯蒂克意外宣布将于明年2月退休。白宫国家经济委员会主任凯文·哈塞特在谈到美联储主席人选时表示，如果特朗普邀请，他会出任。关于降息，美联储多数地方联储票委对12月降息并不积极。博斯蒂克周三表示支持将利率保持原状，直至通胀降至2%的水平。波士

顿联储行长柯林斯也表示倾向于维持利率不变以抑制通胀。据 CME “美联储观察”：美联储 12 月降息 25 个基点的概率为 59.4%，维持利率不变的概率为 40.6%。

11 月 13 日周四，黄金亚盘时段触及的三周高点，晚间跳水。美国政府历经史上最久关门后终于恢复运作，金融市场普遍遭遇抛售压力。未来几周，随着就业报告和失业救济申请数据的公布，劳动力市场状况将更加清晰。降息方面，美联储多位官员的表态给市场泼了一盆冷水。明尼阿波利斯联邦储备银行行长卡什卡利最新表示，他此前并不支持美联储最近一次的降息，不过对于 12 月政策会议的最佳行动方向，他目前仍未做出决定。波士顿联储行长苏珊·柯林斯表示，利率应在当前水平维持“一段时间”，以在仍高于美联储 2% 目标的通胀率(目前为 3%)与劳动力市场招聘疲软之间取得平衡。她表示，仍然强劲的增长可能会减缓或阻碍在冷却物价压力方面取得的进展。其他鹰派官员，还包括芝加哥联储的奥斯坦·古尔斯比和克利夫兰联储的贝丝·哈马克，近几周也表达了类似的看法，这些官员均警告不要再次降息。美联储穆萨莱姆也再次重申，他认为目前的货币政策趋近中性，宽松空间有限。主张降息的官员除了米兰，还包括美联储理事斯蒂芬·米安、克里斯托弗·沃勒和迈克尔·鲍曼。当日，据 CME “美联储观察”：美联储 12 月降息 25 个基点的概率降至 51.6%，此前一度超过 60%。

11 月 14 日周五，美联储官员对政策前景的谨慎表态促使交易员减少了对 12 月降息的押注，降息概率已跌破 50%。不到一个月前，市场几乎已经完全消化了降息 25 个基点的预期，一个月前市场预期降息的概率高达 95%。当日美、欧洲股市全线跳水，比特币暴跌超 6%。11 月 14 日晚间，金价、银价突然大跳水。现货黄金价格一度大跌 3.21%，截至发稿，跌幅收窄至 2.88%，报 4051.22 美元/盎司；期货黄金跌幅为 3.53%，报 4046.4 美元/盎司。银价同样大跌，期货白银大跌超 5%，现货白银跌超 3.4%。同时，沪金、沪银期货主力合约均跌超 3%。达拉斯联储主席洛根周五发出强烈的鹰派信号，她表示在看到更加“令人信服的证据”之前，她将反对在 12 月会议上再次降息。洛根指出，当前通胀仍然过高，并有重新抬头的迹象，回落速度远慢于她的预期。在她看来，除非未来数周的数据显示通胀明显加速下降，或就业市场出现“超过当前趋势的更快降温”，否则继续降息是不合适的。洛根强调，政策仍需保持“略微限制性”，才能确保对经济形成足够的制动效应。她虽然在 9 月支持了一次“预防式降息”，担心劳动力市场可能恶化，但认为目前劳动力市场虽在降温，却过程平稳、韧性仍在，不再需要更多“提前预防”的宽松措施。与洛根的鹰派立场相反，美联储理事米兰则认为，最新数据已经为美联储进一步降息提供了充分理由。米

兰表示，自 9 月政策会议以来，“我们得到的所有数据都指向鸽派”，无论是通胀还是就业，都走弱到支持进一步宽松的程度。他指出，通胀数据低于预期，核心压力持续缓解，劳动力市场也在放缓，这些都意味着央行应更倾向继续降息，而不是保持观望态度。他强调，在是否继续降息的问题上，“所有这些数据都应让我们更鸽派，而不是相反”。堪萨斯城联储主席施密德也加入了鹰派阵营。他表示，进一步降息可能会削弱美联储的通胀目标信誉。他认为，就业市场近期的疲软更多源于结构性因素，包括技术变革、移民政策调整等，这些问题并非靠降息就能解决。他警告说，当前经济增长仍保持韧性，贸然继续降息可能重新点燃通胀压力。同时，施密德强调，企业界对通胀的担忧已不再局限于关税，医疗成本、保险费用、电力账单等多个领域都在带来更广泛的压力。他在 10 月已经投票反对降息，主张维持利率稳定，并再次重申当前利率仅对经济造成“温和压力”，这样的水平是恰当的。施密德还提到，在资产负债表方面，他支持在 12 月结束缩表进程，但从长期看，美联储资产负债表规模应该保持尽可能小、尽可能不扭曲市场。他建议，美联储可以通过降低准备金利率或调整常备回购机制，减少银行对准备金的需求，从而避免资产负债表被动扩张。

11 月 17 日周一晚间，美联储副主席菲利普·杰斐逊表示，美联储在进一步降息时应谨慎行事，以免削弱其抗通胀的努力。他重申，随着利率接近中性水平，决策者需要在行动上“缓步前行”。杰斐逊说，在 2025 年迄今为止两次降息 25 个基点之后，美联储当前的政策立场“仍然具有一定限制性，但已经更接近中性水平”。杰斐逊的观点具有一定的风向标意义，因为他的立场通常与美联储主席鲍威尔高度一致。他指出，实现美联储 2% 的通胀目标的工作似乎已经停滞，这可能反映了关税的影响。在谈到政策前景时，杰斐逊表示，他将以数据为指引，在每一次议息会议上逐次作出决定。

11 月 18 日周二，18 日凌晨，美联储理事沃勒重申，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。“由于基本通胀接近联邦公开市场委员会的目标且有证据显示劳动力市场疲软，我支持在 12 月会议上再次将政策利率降低 25 个基点。本周早些时候的 9 月就业报告或未来几周的任何其他数据，都不太可能改变我的观点。”沃勒说。据 CME “美联储观察”，美联储 12 月降息 25 个基点的概率为 42.9%，维持利率不变的概率为 57.1%。

美国公布的数据显示，截至 10 月 18 日当周，美国领取失业救济金人数升至 190 万人，创两个月新高。持续申请失业救济人数上升，表明劳动力市场正在进一步降温。根据 ADP

Research 周二发布的数据，截至 11 月 1 日的四周内，美国企业平均每周减少约 2500 个就业岗位。这表明劳动力市场在 10 月下旬失去了一定的动力。这两组数据轻微提振市场对 12 月降息的预期，这有助于黄金和白银在连续三天走弱之后尝试企稳。

11 月 19 日周三，美联储最新公布的 10 月 FOMC 会议纪要显示，决策层在是否继续降息的问题上出现罕见的深度分歧，讨论焦点从通胀风险到劳动力市场降温，再到经济增长与金融环境的偏差，呈现出多线不确定性叠加的局面。尽管美联储最终以 10 比 2 投票通过降息 25 个基点，将联邦基金利率区间降至 3.75% 至 4%，纪要表明此次决定是在激烈争论下勉强达成的共识，而 12 月是否会再度降息的前景愈发扑朔迷离。纪要中最引人关注的是，美联储内部对于 12 月政策路径出现明显分裂。“几位”官员认为，如果未来几周经济按预期演变，12 月进一步降息是适当的；但“许多”官员表示，维持利率不变是他们认为更审慎的选择。在美联储的惯常表达中，“许多”人数多于“几位”，显示反对 12 月降息的声音占据相对优势。然而，“与会者”并不等于“票委”，因而最终投票结果仍存在高度不确定性。纪要明确提到“一位与会者”（即米兰）主张更激进的 50 个基点降息，而施密德则投下反对票，认为不应降息。纪要公布后，市场迅速修正预期，CME FedWatch 显示 12 月降息概率从早前的接近五五开迅速跌至 30% 左右，而按兵不动的概率升至近 70%。

11 月 20 日周四，在“迟到 48 天”之后，美国劳工统计局（Bureau of Labor Statistics, BLS）终于公布 9 月非农就业数据。美国 9 月非农就业人数增加 11.9 万人，市场预估为增加 5.2 万人，前值为增加 2.2 万人。美国 9 月失业率为 4.4%，预估为 4.3%，前值为 4.3%。年薪资增速（按平均时薪衡量）维持在 3.8% 不变。数据公布后，美股期货拉升，道琼斯指数期货涨 0.80%，标普 500 指数期货涨 1.49%，纳斯达克 100 指数期货涨 2.02%，然而截至收盘，道琼斯指数期货跌 0.84%，标普 500 指数期货跌 1.56%，纳斯达克 100 指数期货跌 2.15%。美国劳工统计局表示，将不会发布 10 月非农就业报告，而是把相关的就业数据纳入 11 月报告。11 月非农就业报告将于 12 月 16 日发布，比原计划晚了一个多星期，并且是在美联储今年最后一次会议之后公布。9 月非农就业报告则将于美东时间 11 月 20 日发布。

11 月 21 日周五，美国公布的 11 月综合 PMI 初值从 10 月的 54.6 升至 54.8，显示私人部门商业活动稳健扩张。由于此数据支持美元，黄金在本周下半段维持于区间低端震荡。波士顿联储主席柯林斯表示，继续认为通胀方面存在风险，温和限制性的政策有助于确保通胀下降。目前对美联储而言是复杂时期，政策观点存在差异并不令人意外，仍认为有理

由对 12 月降息持谨慎态度。纽约联储主席约翰·威廉姆斯（John Williams）随后释放新的政策信号，称在 12 月的政策会议上，他可能支持进一步降息。这一表态迅速推动市场对再次降息的押注大幅升温。纽约联储主席威廉姆斯的“鸽派”讲话为市场注入了关键信心，“久旱逢甘霖”般的美股在周五终于迎来了反弹，三大指数的涨幅普遍在 1% 左右。根据芝商所的美联储观察工具，在威廉姆斯周五讲话后，利率期货市场的交易员对美联储 12 月降息的概率预期猛增至约 70%，较一天前的不到 40% 几乎翻倍。受此影响，黄金白银自低位反弹。

11 月 24 日周一，美联储理事沃勒表示，他倾向于在 12 月的政策会议上实施降息。不过，他同时暗示，一旦美联储在明年 1 月获得更全面的经济数据，决策方式可能会转变为更加依赖“逐次会议”的节奏。“在承担美联储双重使命的框架下，我目前最担忧的是劳动力市场状况。因此，我支持在即将到来的会议上采取降息行动。”他还补充说：“等到明年 1 月，我们可能会看到更倾向于按照逐次会议的方式来判断政策方向。”沃勒表示，自上次 FOMC 会议以来，整体经济数据显示变化有限，通胀问题并未显著恶化。尽管近期物价略有抬升，他仍预期通胀将重新回落。他认为关税的影响有限，属于一次性冲击；扣除关税因素后，他估算的核心通胀水平大约在 2.4% 至 2.5% 之间。在劳动力市场方面，沃勒继续表达忧虑。他指出，多项私人领域数据呈现就业放缓迹象，目前尚未看到劳动市场将在短期内出现改善的理由。他预计 9 月非农就业数据可能面临下修，并强调目前没有证据显示企业将大规模恢复招聘。沃勒的讲话迅速引发市场反应，现货黄金持续攀升，并突破 4100 美元/盎司关口。根据 CME FedWatch 工具，截至目前，市场对下月降息的押注概率高达 79%。

11 月 25 日周二，美国财长贝森特表示，特朗普很有可能在 12 月 25 日之前宣布美联储主席人选。贝森特称，美联储理事们似乎倾向于降息。

据央视新闻消息，当地时间 25 日，美国总统特朗普表示，乌克兰与俄罗斯的和平协议已“非常接近达成”。特朗普称，其已经指示美总统特使史蒂夫·威特科夫前往莫斯科与俄罗斯总统普京会面，同时，美国陆军部长丹·德里斯科尔也将与乌克兰方面会面。美国白宫新闻秘书莱维特表示，目前美国就结束乌克兰危机提出的和平协议中，仍存在一些微妙的细节问题需要解决，但这些问题并非无法克服，需要乌克兰、俄罗斯和美国进一步磋商。25 日稍早时，一位美国官员称，乌克兰方面已原则同意美国提出的和平协议，但仍有一些条款需要讨论。乌克兰国家安全与国防委员会秘书乌梅罗夫同一天说，乌美两国代表团已就日前在日内瓦讨论的和平协议核心条款达成共识。另据央视新闻消息，当地时间 25

日，乌克兰总统办公室主任叶尔马克表示，乌克兰总统泽连斯基准备在 27 日与特朗普会面，以达成和平协议。不过，按当前披露的最新消息，乌方并非全盘接受，只是原则上同意，其接受的和平协议版本也并非最初的“28 点”版，而是删减后的“19 点”版。至于此次俄乌冲突的另一当事方俄罗斯，也对和平计划内容的更新发表了多轮表态。但俄方显然对美国与欧洲方面流传出的各种不同版本的和平计划感到混乱，且对不同版本的协议内容持有迥异的立场。俄总统新闻秘书佩斯科夫 25 日就表示，目前围绕着和平计划的各类消息是纷乱的，俄方尚未收到更新版乌克兰问题和平计划，俄罗斯正等待美国分享其解决乌克兰问题的新方案（即“19 点”缩减版和平计划）。佩斯科夫说，美方此前的版本在很大程度上符合俄美两国领导人在阿拉斯加会晤的精神，具有实质性的意义，可以成为开展谈判的基础。至于欧洲方面提出的和平计划，俄罗斯总统助理乌沙科夫则直接评价为“对俄方不具建设性，也不符合俄方利益”。

美国劳工统计局公布的数据显示，9 月 PPI 环比上涨 0.3%，预期上涨 0.3%，此前 8 月下降 0.1%。剔除食品和能源的核心 PPI 环比上涨 0.1%，预期上涨 0.2%，前值下跌 0.1%。同比数据方面，PPI 较上年同期上涨 2.7%，预期上涨 2.6%，前值上涨 2.7%。核心 PPI 同比上涨 2.6%，预期上涨 2.7%，前值上涨 2.9%。这是自 2024 年 7 月以来核心 PPI 的最低同比增幅。这一数据公布时点距离 9 月消费者价格指数(CPI)报告已有一个月，当时 CPI 数据显示通胀低于预期，而批发价格数据则显示企业可能正限制涨价幅度。

11 月 26 日周三，金价徘徊在逾一周高位附近。11 月 22 日当周初请失业金人数为 21.6 万，低于市场预期的 22.5 万，显示裁员水平依旧偏低。前值则被上修至 22.2 万。更能平滑周度波动的四周均值录得 22.375 万，较此前的 22.475 万 略有下降。而持续申请失业救济的人数为 196 万，虽高于前值但低于市场预期的 197.4 万。数据发布后，现货黄金短线回落。随后公布的美国最新制造业数据同样强于预期，加剧金价的短线回调压力。美国商务部报告显示，9 月耐用品订单增长 0.5%，符合预期；剔除运输后的核心耐用品订单增长 0.6%，预期为增长 0.2%；非国防资本财订单（不含飞机）增长 0.9%，预期为增长 0.2%。此外，8 月数据也被明显上修至 0.9%。不过，由于市场普遍认为美联储 12 月降息概率持续升高，加之外界预期特朗普政府将提名“深度鸽派”凯文·哈塞特为下一任美联储主席，黄金自低位反弹，整体上行趋势仍保持稳固。美联储降息预期从 30%飙升至 80%以上，提振贵金属市场情绪。

11 月 27 日周四，因感恩节假期，纳斯达克、纽交所、美交所于 11 月 27 日休市。美

Page 7

***特别声明：**本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

国彭博新闻社援引知情人士说法报道，在美国总统特朗普及其顾问和盟友眼中，白宫国家经济委员会主任凯文·哈西特是美国联邦储备委员会下任主席头号候选人。不愿公开姓名的知情人士说，若选择哈西特，意味着特朗普把一名他熟知并信任的亲密盟友安插进美联储。其中一些知情人士称，哈西特被视为能将特朗普所主张的降息政策带入美联储的人。

一些美联储官员（以纽约联储主席约翰·威廉姆斯和理事克里斯托弗·沃勒为代表）表示，由于劳动力市场疲软导致美债收益率承压，12月降息可能是合理的。但他们的立场与多位地区联储主席形成对比，后者主张在通胀更明确地接近2%目标前，应暂停降息。美联储降息预期从30%飙升至80%以上，提振贵金属市场情绪。根据最新的CME“美联储观察”，美联储12月降息25个基点的概率为86.9%，维持利率不变的概率为13.1%。美联储到明年1月累计降息25个基点的概率为67.3%，维持利率不变的概率为9.6%，累计降息50个基点的概率为23.1%。

11月28日周五，北京时间上午10:30左右，COMEX黄金白银期货交易突然中断，同时股指、国债及其他商品期货交易全部暂停，对全球金融市场造成影响。恰逢白银期货价格快速上涨至53.86美元/盎司（距历史高点54.2仅一步之遥）。中断后伦敦现货白银价格下跌近2%。有传言称某大客户此前在COMEX下了4亿盎司（约1.2万吨）白银多单，但考虑到2024年中国全年工业用银仅9000多吨，这一规模存疑。中断12小时后交易恢复，周五晚间白银期货价格从53.82美元直接飙升至55.5555美元，涨幅达5%，远超贵金属常规波动。市场猜测此次“断网”可能是空头机构试图延缓被逼空的应急措施，却反而引发全球投资者集中买入，形成典型逼空行情。事件不仅导致空头损失惨重，也严重损害了COMEX的市场公信力。当日金、银和铜大涨。伦敦期铜一度上涨2.5%，至每吨11210美元附近。金价也持续走高，现货黄金、COMEX黄金价格均重新站上4200美元/盎司，上涨1.5%。最亮眼的是白银，夜盘时段沪银大涨超5%，白银期现货价格均创下历史新高。截至收盘，当日伦敦银现价格涨5.66%，报56.397美元/盎司；COMEX白银期货价格报57.085美元/盎司，上涨6.06%。白银的大涨受多方因素支撑。基本面方面，全球白银已连续5年处于供不应求的状态，2025年供应缺口预计为2950吨。另外，本周中国铜原料联合谈判小组（CSPT）要求成员企业将2026年度铜矿开工负荷降低10%以上，这意味着副产品白银的供给量也会相应减少。最后是资金情绪的催化，白银目前可能正面临历史性的结构性逼空压力，低库存与实物流动性紧缩共同推升白银价格，投资者需警惕市场价格波动加剧的风险。数据显示，上海期货交易所白银库存已降至2015年以来的最低位，上海黄金交易所白银库存也回

落至 9 年来低位。与此同时，COMEX 白银期货未平仓合约在交割日到来前显著减少，这反映出空头展期意愿低迷，实物交割压力增加。从历史数据来看，尽管仅有 1%~3% 的合约进入最终交割，但在当前“钱多货少”的逼空环境下，实际交割比例预计将大幅上升，市场价格波动加剧。10 月中国白银出口量超过 660 吨，创历史新高，反映了全球现货短缺的现状。可自由流通的白银现货库存不足，导致伦敦等国际金融中心的白银借贷成本高涨，实物结构性短缺问题依然存在。

11 月 27 日国内铂、钯期货在广期所上市，次日期权上市。截至周五收盘铂 2606 合约收报 435.55 元/克。钯 2606 合约收报 371.55 元/克。

二、CFTC 非商业持仓及 ETF 持仓情况

因美国政府自 10 月初起停摆持续 43 日，该数据再此期间未更新，本月 13 日恢复更新。最新数据是，美国商品期货交易委员会（CFTC）：2025 年 10 月 14 日当周，黄金非商业净持仓为 203,916 张合约。

全球最大黄金 ETF 道富财富黄金指数基金 SPDR 在 2025 年 11 月 28 日持有量为 1054.43 吨，较 1 个月前增加了 14 吨。ETF 的买盘是值得关注的信号，黄金需要具有更长期投资视野的 ETF 投资者的支持才可确定黄金牛市的来临。对于资产管理公司是否会加入散户投资者和央行的行列而大举买入黄金，这一点反映在黄金支持的 ETF 的资金流入流出上。

COMEX黄金 GCG26E.CMX 4256.4 1.59%

CFTC持仓（新）CFTC持仓

CFTC持仓明细

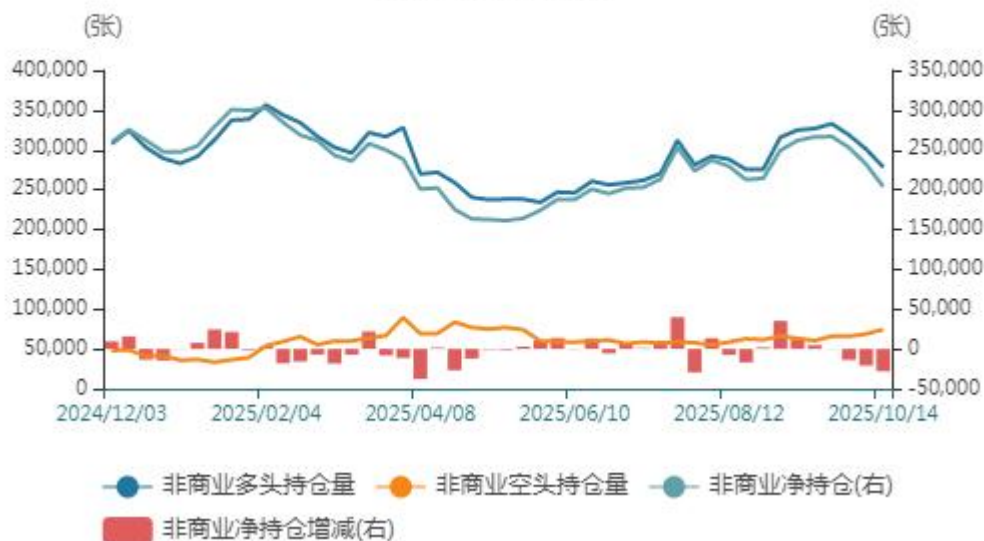
单位：张

日期	报告头寸							非报告头寸			报告头寸总计
	非商业持仓				商业持仓			多头	空头	净持仓	
	多头	空头	套利	净持仓	多头	空头	净持仓				
2025-10-14	278,405.00	74,489.00	56,097.00	203,916.00	92,027.00	328,894.00	-236,867.00	59,259.00	26,308.00	32,951.00	485,788.00
2025-10-07	300,798.00	68,842.00	50,588.00	231,956.00	77,599.00	341,371.00	-263,772.00	56,574.00	24,758.00	31,816.00	485,559.00
2025-09-30	318,804.00	65,896.00	48,548.00	252,908.00	68,872.00	357,108.00	-288,236.00	57,524.00	22,196.00	35,328.00	493,748.00
2025-09-23	332,808.00	66,059.00	55,327.00	266,749.00	82,971.00	381,374.00	-298,403.00	57,683.00	26,029.00	31,654.00	528,789.00
2025-09-16	326,778.00	60,368.00	50,704.00	266,410.00	77,867.00	380,238.00	-302,371.00	60,872.00	24,911.00	35,961.00	516,221.00
2025-09-09	324,875.00	63,135.00	51,910.00	261,740.00	73,850.00	347,225.00	-273,375.00	58,990.00	47,355.00	11,635.00	509,625.00
2025-09-02	315,796.00	66,266.00	46,558.00	249,530.00	73,919.00	347,817.00	-273,898.00	56,635.00	32,267.00	24,368.00	492,908.00
2025-08-26	275,767.00	61,456.00	38,373.00	214,311.00	72,908.00	323,873.00	-250,965.00	56,712.00	20,058.00	36,654.00	443,760.00
2025-08-19	275,277.00	62,687.00	40,496.00	212,590.00	66,670.00	316,635.00	-249,965.00	56,098.00	18,723.00	37,375.00	438,541.00
2025-08-12	288,115.00	58,630.00	40,954.00	229,485.00	63,427.00	326,492.00	-263,065.00	53,656.00	20,076.00	33,580.00	446,152.00

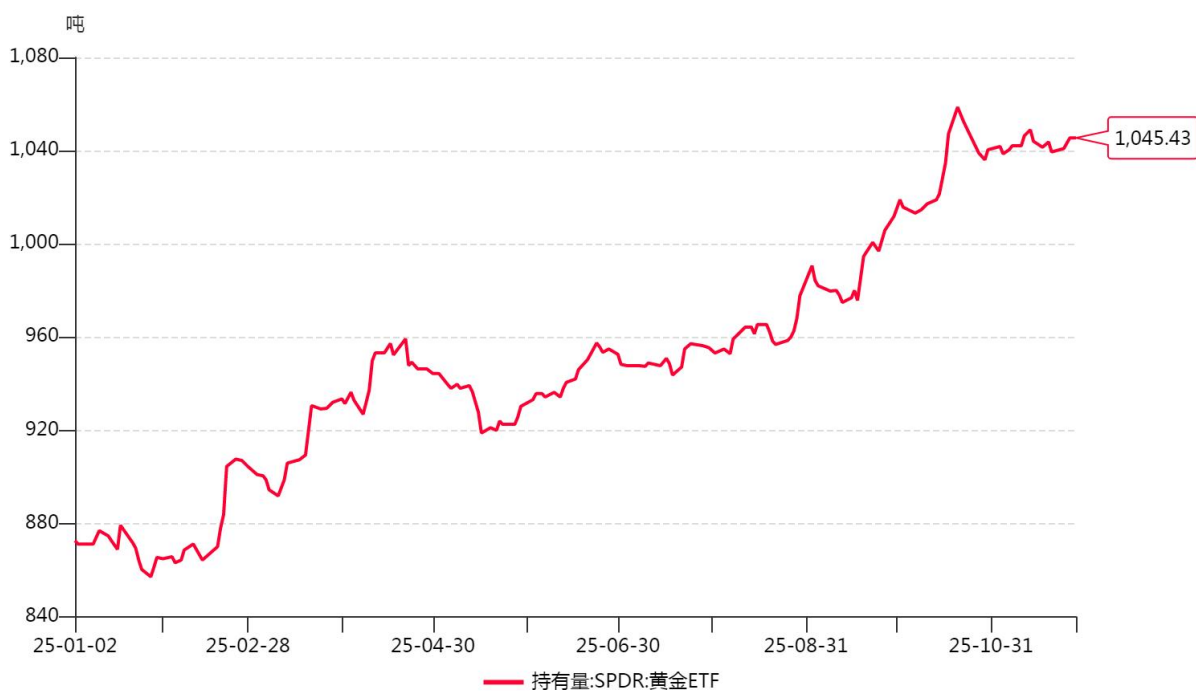
图源：wind

CFTC净持仓分析

非商业持仓走势图



图源：wind



数据来源：Wind

图源：24k99 SPDR 黄金 ETF 黄金持有量(吨)

因美国政府自10月初起停摆持续43日，该数据再此期间未更新，本月13日恢复更新。最新数据是，国商品期货交易委员会（CFTC）：2025年10月14日当周，投机者持有的白银非商业净多仓为43,181张合约。

全球最大白银ETF—iShares Silver Trust (SLV) 截至 2025 年 11 月 28 日的白银持仓量为 15610.54 吨，较 1 个月前增加约 420.68 吨。

COMEX白银 SIH26E.CMX 57.085 6.06%

CFTC持仓 (新)

[CFTC持仓](#)

CFTC持仓明细

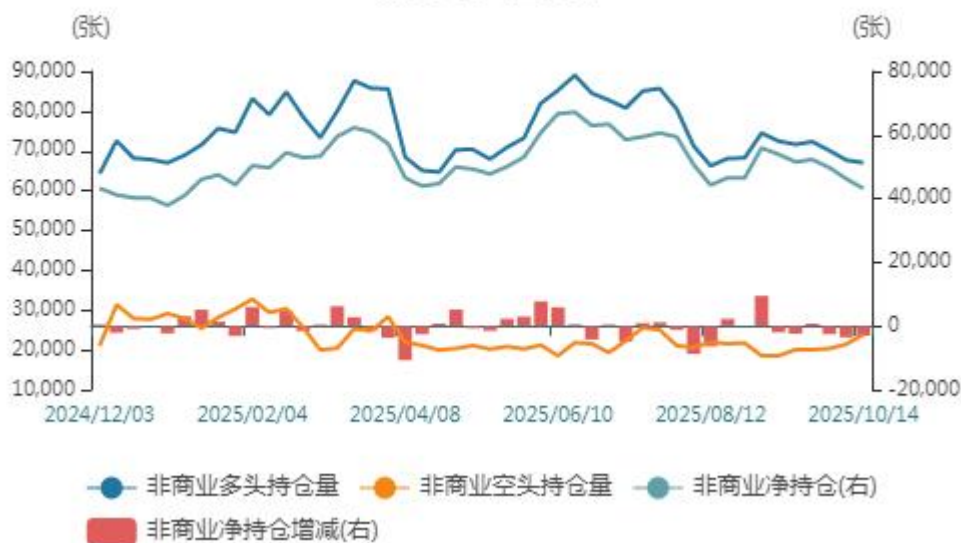
单位: 张

日期	报告头寸							非报告头寸			报告头寸总计
	非商业持仓				商业持仓			多头	空头	净持仓	
	多头	空头	套利	净持仓	多头	空头	净持仓				
2025-10-14	67,041.00	23,860.00	24,209.00	43,181.00	46,432.00	111,087.00	-64,655.00	34,733.00	13,259.00	21,474.00	172,415.00
2025-10-07	67,668.00	21,451.00	18,601.00	46,217.00	44,862.00	113,548.00	-68,686.00	35,343.00	12,874.00	22,469.00	166,474.00
2025-09-30	70,062.00	20,323.00	17,432.00	49,739.00	41,780.00	112,870.00	-71,090.00	34,563.00	13,212.00	21,351.00	163,837.00
2025-09-23	72,318.00	20,042.00	18,048.00	52,276.00	42,281.00	115,036.00	-72,755.00	33,158.00	12,679.00	20,479.00	165,805.00
2025-09-16	71,623.00	20,085.00	15,806.00	51,538.00	43,118.00	114,507.00	-71,389.00	32,407.00	12,556.00	19,851.00	162,954.00
2025-09-09	72,450.00	18,513.00	11,899.00	53,937.00	40,163.00	113,565.00	-73,402.00	32,191.00	12,726.00	19,465.00	156,703.00
2025-09-02	74,466.00	18,543.00	10,773.00	55,923.00	40,121.00	114,318.00	-74,197.00	33,008.00	14,734.00	18,274.00	158,368.00
2025-08-26	68,227.00	21,761.00	11,610.00	46,466.00	46,134.00	114,419.00	-68,285.00	32,659.00	10,840.00	21,819.00	158,630.00
2025-08-19	68,102.00	21,553.00	14,232.00	46,549.00	45,127.00	111,802.00	-66,675.00	31,016.00	10,890.00	20,126.00	158,477.00
2025-08-12	66,252.00	21,984.00	16,202.00	44,268.00	41,331.00	107,752.00	-66,421.00	32,647.00	10,494.00	22,153.00	156,432.00

图源: wind

CFTC净持仓分析

非商业持仓走势图



图源: wind



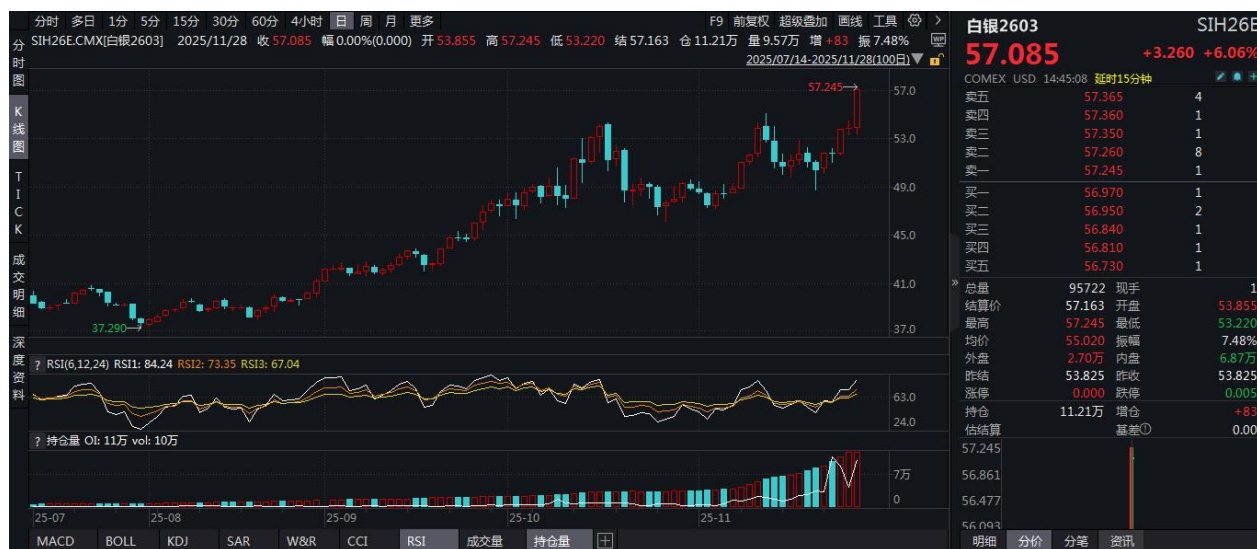
数据来源：Wind

图源：24k99 iShares 白银 ETF 白银持有量(吨)

三、技术分析

11月金银加速上涨。11月COMEX黄金2512合约上涨5.24%，收报4223.9美元/盎司。在随着央行持续买入、避险需求稳固、以及潜在宽松周期临近，金价中长期仍获支撑，长期看上行的可能更大，任何回调都可能成为中期多头的布局机会。美联储内部分歧与博弈加剧，市场对美联储降息预期改变迅速，数天内12月降息25基点的概率从不到40%飙升到87%，金价收到提振上涨。目前金价短线震荡偏强。

11月COMEX白银2512合约大涨了17.07%，收报56.380美元/盎司。本月末的最后一天白银单日大涨超5%，刷新历史高点。白银短线波动性和振幅大于黄金。本周五白银大涨。白银中长线投资者可通过买入看跌期权从而在价格回调期间保护自己的期货多头头寸。



四、下周重要财经事件

周二： 美联储主席鲍威尔在一场纪念活动中发表讲话。

周三： 美国 11 月 ADP 就业人数(万人)

周五： 美国 9 月核心 PCE 物价指数年率

免责声明

此报告著作权归华龙期货股份有限公司所有，未经华龙期货股份有限公司的书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复印、传播本报告的内容。此报告中所使用的商标、标记均为华龙期货股份有限公司的商标、标记。

此报告所载内容仅作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，且华龙期货股份有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华龙期货股份有限公司认为可靠，但华龙期货股份有限公司及研究人员对这些信息资料的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会做出调整。此报告中的操作建议为研究人员利用相关公开信息分析得出，仅供参考，据此入市风险自负。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如果有任何疑问应咨询独立投资顾问。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议，且不对任何投资及策略做担保，此报告不构成给予阁下的私人咨询建议。

联系我们

机构名称	地址	联系电话	邮编
兰州总部	甘肃省兰州市城关区东岗西路街道天水中路3号第2单元30层001室	4000-345-200	730000
深圳分公司	深圳市南山区粤海街道大冲社区大冲商务中心（三期）4栋17B、17C1702	0755-88608696	518000
宁夏分公司	银川市金凤区正源北街馨和苑10号商业楼18号营业房	0951-4011389	750004
上海营业部	中国（上海）自由贸易试验区桃林路18号A楼1309、1310室	021-50890133	200122
酒泉营业部	甘肃省酒泉市肃州区西文化街6号3号楼2-2室	0937-6972699	735211

***特别声明：**本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。