

白银再现逼仓行情，伦敦银年内涨幅超 95%

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】

本周 COMEX 黄金 2512 合约上涨 3.54%，收报 4223.9 美元/盎司，2602 合约上涨了 3.14%，收报 4256.4 美元/盎司。本周 COMEX 白银 2512 合约大涨 12.96%，收报 56.380 美元/盎司，2603 合约上涨 12.91%，收报 57.085 美元/盎司。

【重要资讯】

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。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。

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。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。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。美联储降息预期从 30% 飙升至 80% 以上，提振贵金属市场情绪。

周五，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%。

【操作建议】

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

法 金 公 司 同 业 中 外 上 口 行 公 公 行 能 需 甚

*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

本周 COMEX 黄金 2512 合约上涨 3.54%，收报 4223.9 美元/盎司，2602 合约上涨了 3.14%，收报 4256.4 美元/盎司。本周 COMEX 白银 2512 合约大涨 12.96%，收报 56.380 美元/盎司，2603 合约上涨 12.91%，收报 57.085 美元/盎司。本周国内铂、钯期货与期权上市，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。

上周五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，在威廉姆斯讲话后，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。

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%。

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”。

美国劳工统计局周二公布的数据显示，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。

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。

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%。

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，当日伦敦银现货价格涨 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。

本周四国内铂、钯期货在广期所上市，周五期权上市。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

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，较 1 周前的 231,956 张减少了 28040 张，黄金的非商业净多头头寸减少。

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 周前增加了 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。

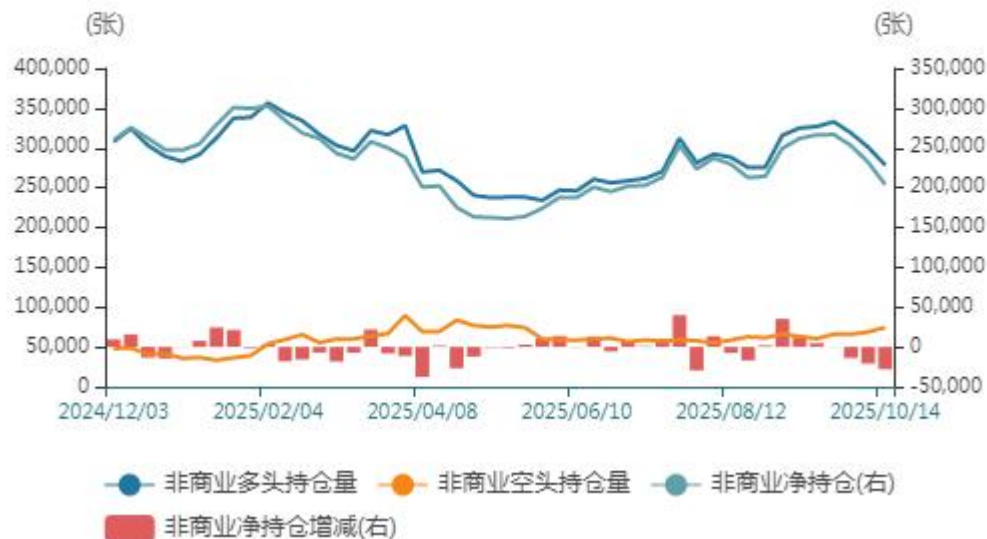
COMEX 黄金 GCG26E.CMX 4256.4 1.59%

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

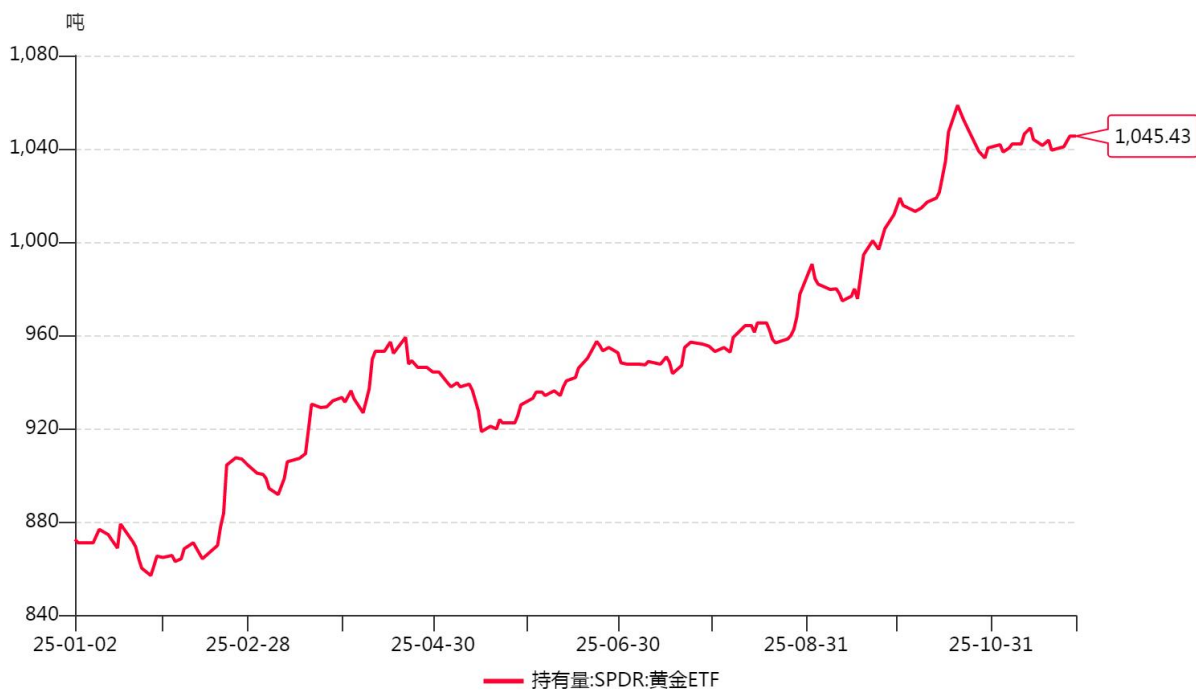
图源: wind

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)

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，较 1 周前的 46,217 张减少了 2399 张。白银的非商业净多头头寸减少。

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 周前增加 353 吨。

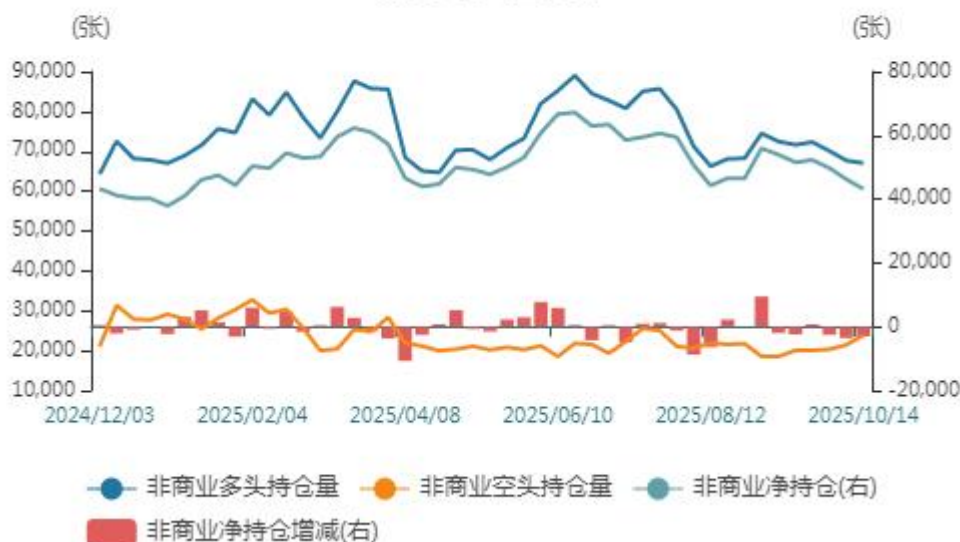
COMEX 白银 SIH26E.CMX 57.085 6.06%

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	多头	空头	多头	空头	多头	空头	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



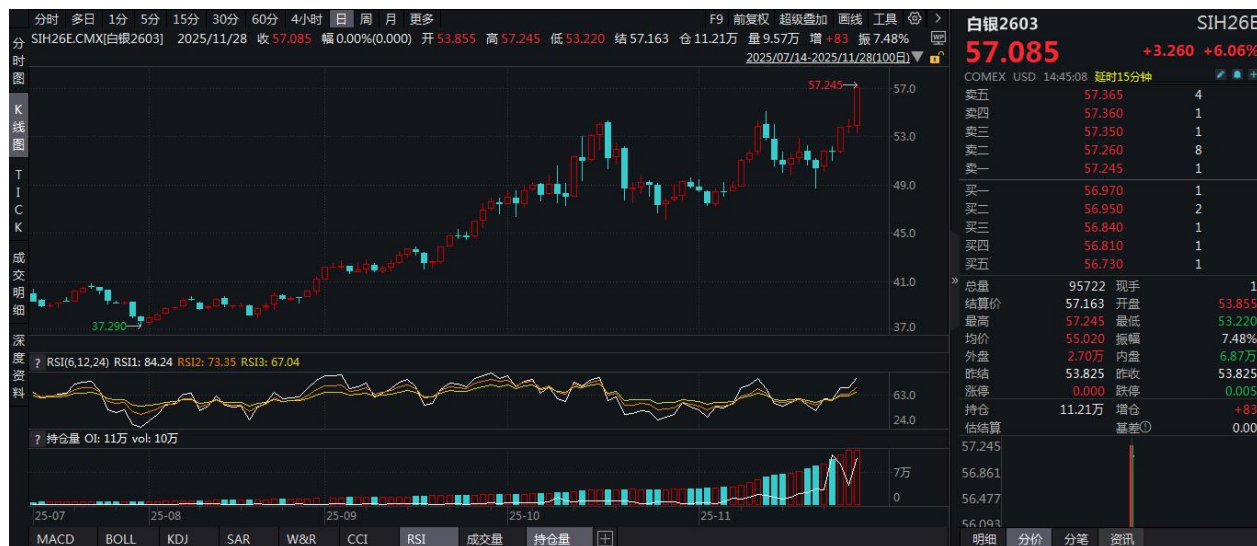
数据来源: Wind

图源: 24k99 iShares 白银 ETF 白银持有量(吨)

三、技术分析

本周 COMEX 黄金 2512 合约上涨 3.54%, 收报 4223.9 美元/盎司, 2602 合约上涨了 3.14%, 收报 4256.4 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。

白银方面, 本周 COMEX 白银 2512 合约大涨 12.96%, 收报 56.380 美元/盎司, 2603 合约大涨 12.91%, 收报 57.085 美元/盎司。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。