

黄金：世界秩序不确定性新常态中的确定配置

国联期货研究所

证监许可[2011]1773号

王娜

从业资格证号：F3055965
投资咨询证书号：Z0001999

相关研究报告：

2025 年中期宏观经济展望：
秩序重构浪涌急，应变守机
稳驭舟
2025 年二季度宏观展望：多
空拉锯，全球高波动弱增长
格局深化
2025 年宏观经济展望：畅通
经济循环，走出低通胀
2024 年中期宏观经济展望：
虚云散尽见真章，厚积薄发
待春雷
2024 年宏观经济展望：行稳
方致远，温和渐进修复
宏观专题：透过金融数据探
寻资金运转逻辑与效率

目 录

1. 本周贵金属观察
2. 运行逻辑观点
3. 重要数据及图表

1. 本周贵金属观察

本周贵金属表现大放异彩，在中美贸易紧张形势、美联储降息及停止缩表预期以及美国两家地区银行周四披露的不良贷款问题引发市场对银行业信用担忧等多方面因素推动下，不断刷新历史记录，突破 4300 美元大关，上期所黄金期货主力合约历史上首次突破 1000 元/克大关。周五特朗普表示对中国征收“全面”关税不可持续，并将在两周后与中国在韩国进行会务，缓解中美贸易紧张局势，贵金属自高点回落。

下面就近期影响贵金属的重点事件和因素进行回顾和展望：

(1) 美联储降息节奏层面，因为美国政府关门导致经济数据真空，美联储相关官员分歧加大，但市场已基本定价 10 月、12 月分别降息 25BP。

周内鲍威尔在 FOMC 静默期前发出偏鸽表达：表示就业下行风险有所增加，通胀上行风险更多的为一次性通胀，10 月美联储降息概率进一步提升。值得注意的是，他提到为了避免美联储缩表导致流动性危机重演，“可能未来几个月接近停止缩表所需水平”，停止缩表将进一步改善全球的流动性，落地后将利好全球风险资产。

虽然美国劳工局 10 月 24 日将公布 CPI 数据，但是消费者支出和就业市场数据相在利率决议上指引性也不可忽视。我们认为，由于美国新经济数据的真空以及由此导致的美联储官员的分歧加大，在争议难以通过数据厘清的背景下，10 月 28 日的美联储议息会议大概率会延续上一次会议决议，选择降息 25BP。

根据 CME 的 Fedwatch 工具，目前市场已基本定价 10 月降息 25BP、12 月降息 25BP：2025 年定价降息幅度为 51 个基点，10 月降息 25BP 概率 100%，今年 10 月、12 月降息概率为 100%。**建议观察在 10 月 28 日在 10 月降息兑现后市场资产定价是否进入“卖现实”阶段。**

(2) 中美贸易冲突层面，11 月之前仍处于战术筹码博弈状态，博弈焦点从传统贸易领域向战略资源与供应链安全延伸。

如上周《宏观周度观察：APEC 会议前中美关税战术博弈再现，短期波动放大》所述，美国正处于国内政治矛盾集中爆发期，本次关税风波更多的为正式谈判前的筹码博弈，100%关税落地概率较低。10 月 17 日美国特朗普的表态证实这个倾向，同时也表明美国政府希望避免重演 4 月“解放日”给经济和资本市场带来巨幅波动。**在 11 月 APEC 会议前，中美双方态度预计仍然会保持一定姿态，贸易争端筹码博弈导**

致一定幅度的反复仍有可能，但最终双方会达成阶段性共识。

(3) 美国政府停摆进入第三周，目前僵局仍在持续，已成为历史上第二长停摆时间，市场对美国经济健康状况担忧加剧。

10月15日美国参议院以51票对44票的投票结果，再次未能推进共和党的临时拨款法案，美国军队发薪日未能实现达成共识，彰显美国民主党与共和党为博取自身政治资本拒绝妥协的政治分化态势。短期来看，不仅损伤美国经济、影响就业，同时“数据盲区”将导致政策失误风险上升，同时也证明“大而美”法案中减支落地难度较大，在减税已落地执行的背景下，美国财政赤字进一步扩张。长期来看，后续美国政治稳定性和财政可持续性都值得市场担忧，黄金配置优势凸显。

(4) 伦敦白银逼空行情持续发酵，实物短缺引发流动性危机。

本轮贵金属行情中，白银涨幅超80%，除全球秩序重构导致避险资金涌入贵金属以外，背后核心在于实物库存耗尽与投机性买盘激增的双重挤压。由于市场担忧美国政府将对白银进口加征关税，大量白银现货前期从伦敦运往纽约，同时白银ETF持续迎来资金净流入锁定大量白银现货，伦敦白银库存较2021年下降三分之一，白银供应紧张，伦敦白银市场出现罕见的现货升水现象。

LBMA市场白银空头面临没有充足白银现货可用于交割的情形，空头只能在平仓承受巨额亏损、支付高额空单展期费用或者调动白银现货抵达LBMA交割库完成交割三种方式中做出选择。为避免被强制平仓或止损平仓，市场白银空头选择外部调动白银运至伦敦解决空单交割，白银1个月租赁利率一度高达33%。

从目前的情况来看，未来一段时间伦敦白银现货市场紧缺状态是否能够改善决定白银价格增速是否回落。下一个阶段白银的价格需要关注流入伦敦市场的白银现货数量以及白银现货能符合LBMA的交割要求，建议密切关注10月31日的交割结果。

策略层面：

黄金：偏多

政策不确定性、欧美主要经济体财政可持续性、宽松货币政策预期、地缘冲突、美联储独立性担忧等因素仍将继续支撑黄金维持强势格局。短期内，美国政府停摆、中美贸易摩擦升温助推黄金价格上行，宏观上的扰动会一直持续到月底。美联储10月降息概率较大对黄金形成支撑。

关注中美贸易摩擦、美国政府停摆、美国银行系统信用三个方面的进展。若引起

避险情绪出现回落，黄金短期回调概率提升，届时注意前期多单止盈。但需要明确的是，黄金价格强势格局不变，若市场出现调整更可能是技术性修正而非趋势逆转。

白银：谨慎偏多

影响黄金的宏观因素亦对白银价格有所支撑，金银比价具备明显的比价修复空间。白银由于单价相对较低导致价格波动亦相对较大，注意控制仓位和止盈止损纪律执行。

除宏观因素以外，需关注伦敦市场白银现货供应情况的变化可能导致的市场多空角力变化。

2. 运行逻辑观点

中长期 运行逻辑	全球货币体系调整及结构性重塑，美元储备货币地位动摇；当下市场面临滞胀、潜在衰退与通胀冲击等多重风险，黄金具有长期战略配置优势，建议在多元化投资组合中保持长期配置。 ● 国际政治经济秩序日趋多极化，原有信用货币信用下滑，黄金作为储备资产优势凸显； ● 美国债务可持续性担忧，不断膨胀的财政赤字侵蚀美元信用根基，美元信用下行黄金溢价升高； ● 央行持续购金，国际储备中黄金持仓占比超过美国国债； ● 全球通胀预期再起。
短期 运行逻辑	政策不确定性、欧美主要经济体财政可持续性、宽松货币政策预期、地缘冲突、美联储独立性担忧等因素仍将继续支撑黄金维持强势格局。短期内，美国政府停摆、中美贸易摩擦升温助推黄金价格上行，宏观上的扰动会一直持续到月底。美联储 10 月降息概率较大对黄金形成支撑。 ● 中美贸易争端升级，谈判筹码博弈加大市场波动，避险情绪抬头（利多）； ● 美国政府停摆进入第三周，目前僵局仍在持续，已成为历史上第二长停摆时间，市场对美国经济健康状况担忧加剧（利多）； ● 美联储 10 月降息概率较大，作为无息资产，黄金在低利率环境下更具吸引力（利多）； ● 世界黄金协会数据显示，全球黄金 ETF 需求在第三季度创下历史新高。9

	月全球黄金 ETF 净流入达 145.6 吨，价值约 173 亿美元，占季度流入量的六成；整个季度共流入 221.7 吨，资产管理规模（AUM）随金价上涨而创下纪录（利多）； ● 中国央行 9 月末黄金储备报 7406 万盎司，环比增加 4 万盎司，为连续第 11 个月增持黄金。8 月末黄金储备报 7402 万盎司（利多）。
观点及策略	黄金：偏多 政策不确定性、欧美主要经济体财政可持续性、宽松货币政策预期、地缘冲突、美联储独立性担忧等因素仍将继续支撑黄金维持强势格局。短期内，美国政府停摆、中美贸易摩擦升温助推黄金价格上行，宏观上的扰动会一直持续到月底。美联储 10 月降息概率较大对黄金形成支撑。 关注中美贸易摩擦、美国政府停摆、美国银行系统信用三个方面的进展。若引起避险情绪出现回落，黄金短期回调概率提升，届时注意前期多单止盈。但需要明确的是，黄金价格强势格局不变，若市场出现调整更可能是技术性修正而非趋势逆转。 白银：谨慎偏多 影响黄金的宏观因素亦对白银价格有所支撑，金银比价具备明显的比价修复空间。白银由于单价相对较低导致价格波动亦相对较大，注意控制仓位和止盈止损纪律执行。 除宏观因素以外，需关注伦敦市场白银现货供应情况的变化可能导致的市場多空角力变化。
风险提示	地缘政治风险，美国通胀超预期、美国关税政策力度超预期

3. 重要数据及图表

图 1：美国国债利率中枢变化（%）

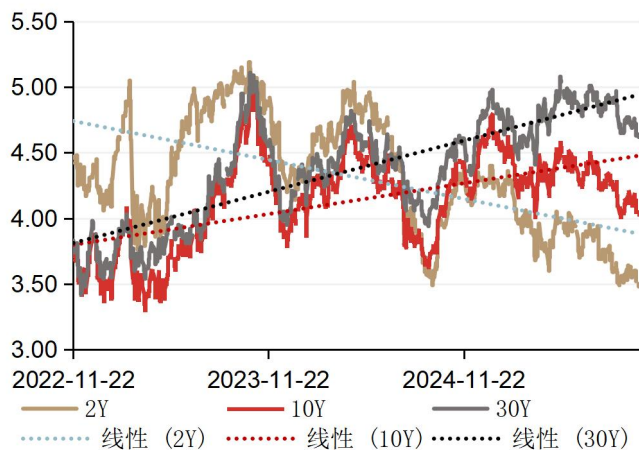


图 2：美国国债实际收益率与黄金价格（%，美元/盎司）

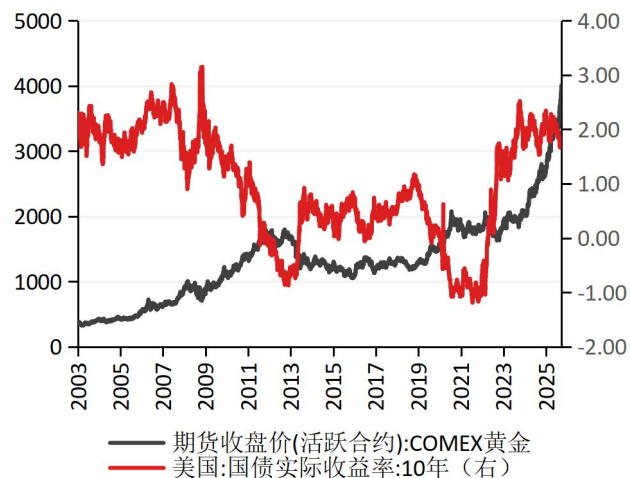


图 3：金银比



图 4：金铜比

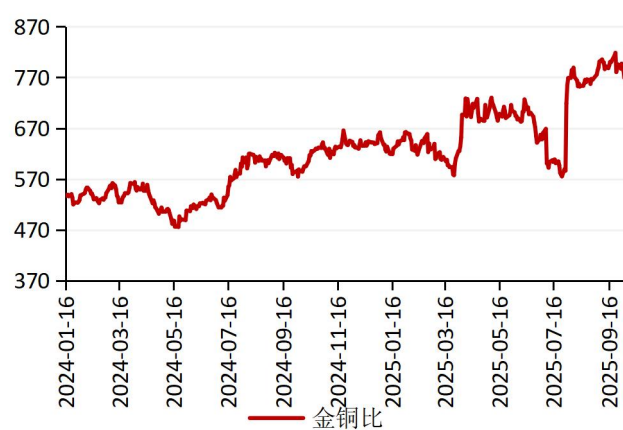


图 5：金油比

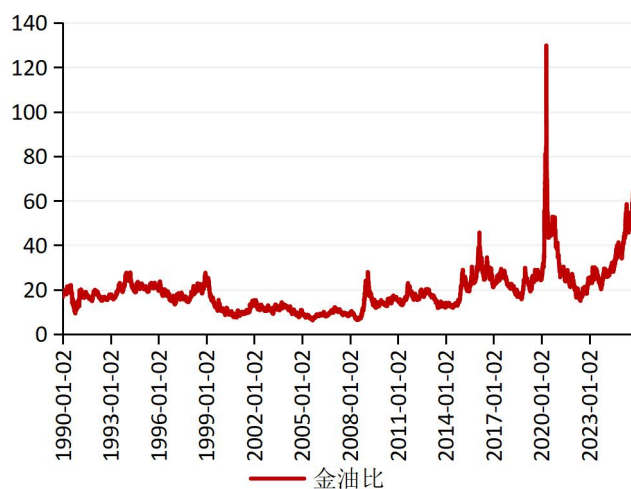


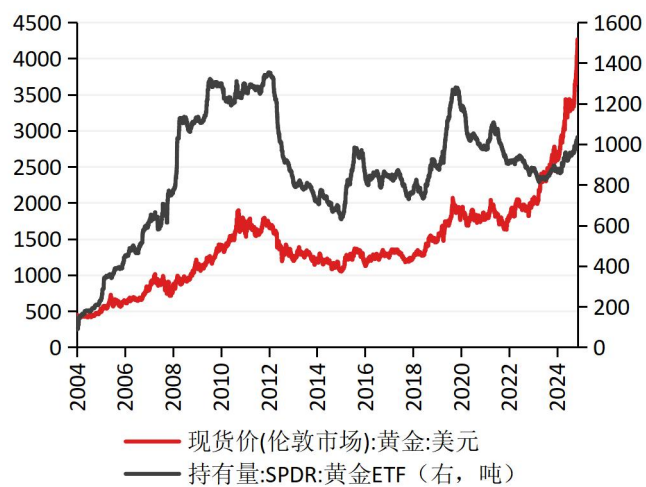
图 6：铜油比



数据来源：WIND、国联期货研究所

数据来源：WIND、国联期货研究所

图 7：SPDR 黄金 ETF 持仓（吨）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 8：SLV 白银 ETF 持仓（吨）



数据来源：WIND、国联期货研究所

免责声明

本报告中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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦A9楼（200080）

电话：021-60201600

传真：021-60201600