

山金期货贵金属策略报告

更新时间：2025年11月20日16时38分

一、黄金

报告导读：

今日贵金属遇阻承压，沪金主力收涨0.22%，沪银主力收涨0.75%。①核心逻辑，短期避险方面，中美会谈利空兑现，地缘异动风险仍存；美国就业走弱通胀温和，联储官员偏鹰，降息预期回调。②避险属性方面，中美经贸磋商成果共识公布。俄乌、中东等地缘异动风险仍存。③货币属性方面，美联储公布的10月政策会议纪要显示，美联储决策层在上月降息时存在严重分歧。许多官员认为，在2025年剩余时间内维持利率不变“可能是合适之举”。美国续领失业金人数激增，建筑商信心连续第19个月低迷。更多美联储决策者暗示对12月降息持谨慎态度。美国政府结束停摆，市场等待更多经济数据指引。目前市场预期美联储12月降息25基点概率跌至30%附近。美元指数和美债收益率下行遇阻偏强；④商品属性方面，CRB商品指数震荡偏弱，人民币贬值利多内价格。⑤预计贵金属短期震荡偏弱，中期高位震荡，长期阶梯上行。⑥晚间重磅美国9月季调后非农就业人口(万人)前值2.2市场预测值5，美国9月失业率前值和预测值均为4.30%。另外美国劳工统计局表示10月非农就业报告将与11月的报告合并，不公布10月失业率数据。

策略：稳健者观望，激进者高抛低吸。建议做好仓位管理，严格止损止盈。

表1 黄金相关数据：

数据类别	指标	单位	最新	较上日		较上周/前值	
国际价格	Comex黄金主力合约收盘价	美元/盎司	4078.30	10.90	0.27%	-123.10	-2.93%
	伦敦金	美元/盎司	4126.95	66.10	1.63%	-9.80	-0.24%
国内价格	沪金主力收盘价（上期所）	元/克	935.46	-1.54	-0.16%	-25.76	-2.68%
	黄金T+D收盘价（上金所）	元/克	930.00	-4.28	-0.46%	-28.67	-2.99%
基差与价差、比价	沪金主力-伦敦金	元/克	-2.38	-6.77	-154%	-0.58	32%
	沪金主力基差	元/克	-5.46	-2.74		-2.91	
	金银比（伦敦金/伦敦银）	—	79.06	-0.71	-0.89%	-1.21	-1.51%
	金铜比（Comex金/Comex铜）	—	8.11	-0.08	-0.96%	-0.15	-1.86%
	金油比（Comex金/WTI原油）	—	68.65	1.49	2.23%	-3.20	-4.45%
持仓量	Comex黄金	手 (100盎司)	493748	—		0	0
	沪金主力（上期所）	手 (千克)	153257	70419	85.01%	29018	23.36%
	黄金TD（上金所）	手 (千克)	45964	-3300	-1.41%	-7314	-3.07%
库存	LBMA库存	吨	8598	—		0	0
	Comex黄金	吨	1152	0	0	-13	-1.08%
	沪金（上期所）	吨	18	0	1.57%	0	1.32%
CFTC管理基金净持仓	资产管理机构持仓（周度）	手	149311	—		-9305	
黄金ETF	SPDR	吨	952.53	0	0	-3.15	-0.33%
期货仓单	沪金注册仓单数量	吨	18	—		0	0.38%
风险提示	美联储官员讲话对后期宽松指引改变，美经济等数据超预期风险，地缘异动风险						

上期所期货公司会员沪金净持仓排名前10

净多头					净空头				
名次	会员简称	净多单	增减	占比(%)	名次	会员简称	净空单	增减	占比(%)
-- 前5名合计	61,869.00	-1,113.00	18.63		-- 前5名合计	13,517.00	-366.00	4.07	
-- 前10名合计	89,446.00	-1,166.00	26.94		-- 前10名合计	17,856.00	-568.00	5.38	
-- 前20名合计	113,171.00	-1,087.00	34.09		-- 前20名合计	20,013.00	-691.00	6.03	
1 中财期货	20,905.00	-587.00	6.30		1 金瑞期货	3,884.00	-66.00	1.17	
2 中信期货	16,476.00	-1,253.00	4.96		2 云晨期货	3,363.00	-137.00	1.01	
3 银河期货	9,572.00	525.00	2.88		3 五矿期货	2,299.00	-26.00	0.69	
4 国投期货	7,513.00	-261.00	2.26		4 齐盛期货	2,104.00	-121.00	0.63	
5 国泰君安	7,403.00	463.00	2.23		5 山金期货	1,867.00	-16.00	0.56	
6 东证期货	7,091.00	-233.00	2.14		6 南华期货	1,508.00	75.00	0.45	
7 华泰期货	5,932.00	521.00	1.79		7 中银期货	767.00	-5.00	0.23	
8 永安期货	5,667.00	-224.00	1.71		8 紫金天风	715.00	-6.00	0.22	
9 平安期货	4,587.00	-73.00	1.38		9 财信期货	709.00	-273.00	0.21	
10 广发期货	4,300.00	-44.00	1.30		10 先锋期货	640.00	7.00	0.19	

二、白银

报告导读：

黄金价格趋势是白银价格的锚。

资金面，CFTC白银净多和iShare白银ETF小幅减仓。库存面，白银近期显性库存小幅降低。

策略：稳健者观望，激进者高抛低吸。建议做好仓位管理，严格止损止盈。

表2 白银相关数据：

数据类别	指标	单位	最新	较上日		较上周/前值	
国际价格	Comex白银主力合约收盘价	美元/盎司	51.07	0.52	1.04%	-2.17	-4.07%
	伦敦银	美元/盎司	52.20	1.90	3.78%	0.67	1.29%
国内价格	沪银主力收盘价（上期所）	元/千克	12050.00	-98.00	-0.81%	-538.00	-4.27%
	白银T+D收盘价（上金所）	元/千克	12030.00	-120.00	-0.99%	-533.00	-4.24%
基差与价差	沪银主力-伦敦银	元/克	116.00	-532.38	-82.11%	-690.70	-85.62%
	沪银主力基差	元/千克	-20	-22		5	
持仓量	Comex白银	手(5000盎司)	163837	——		0	0
	沪银主力（上期所）	手(千克)	5243940	140850	2.76%	443745	9.24%
	白银TD（上金所）	手(千克)	4118612	11350	0.28%	42322	1.04%
库存	LBMA库存	吨	26255	——		1673	6.81%
	Comex白银	吨	14385	-93	-0.00%	-487	-3.28%
	沪银（上期所）	吨	535	——		-49	-8.38%
	白银（上金所）	吨	775	——		-48	-5.80%
	显性库存总计	吨	41991	-93	-0.22%	-581	-1.36%
CFTC管理基金净持仓	资产管理机构持仓（周度）	手	37250	——		-2815	
白银ETF	iShare	吨	15226.88	0	0	53.60	0.35%
期货仓单	沪银注册仓单数量	千克	576894	——		-46158	-7.41%
风险提示	美联储官员讲话对后期宽松指引改变，美经济等数据超预期风险，地缘异动风险						

上期所期货公司会员沪银净持仓排名前10

净多头					净空头				
名次	会员简称	净多单	增减	占比(%)	名次	会员简称	净空单	增减	占比(%)
-- 前5名合计	92,214.00	-3,191.00	12.44		-- 前5名合计	27,157.00	-676.00	3.66	
-- 前10名合计	127,521.00	-1,753.00	17.20		-- 前10名合计	43,645.00	333.00	5.89	
-- 前20名合计	157,111.00	5,148.00	21.19		-- 前20名合计	59,832.00	3,261.00	8.07	
1 中信期货	33,488.00	-7,856.00	4.52		1 金瑞期货	7,765.00	-938.00	1.05	
2 国泰君安	22,677.00	410.00	3.06		2 五矿期货	5,496.00	-36.00	0.74	
3 国投期货	14,327.00	-76.00	1.93		3 中粮期货	5,122.00	283.00	0.69	
4 华泰期货	11,024.00	3,393.00	1.49		4 云晨期货	4,695.00	0.00	0.63	
5 平安期货	10,698.00	938.00	1.44		5 瑞达期货	4,079.00	15.00	0.55	
6 乾坤期货	9,384.00	348.00	1.27		6 中辉期货	4,061.00	526.00	0.55	
7 永安期货	8,178.00	390.00	1.10		7 中泰期货	3,649.00	-753.00	0.49	
8 国元期货	6,930.00	-107.00	0.93		8 国贸期货	3,233.00	1,804.00	0.44	
9 齐盛期货	5,981.00	832.00	0.81		9 海证期货	2,776.00	-115.00	0.37	
10 信达期货	4,834.00	-25.00	0.65		10 南华期货	2,769.00	-453.00	0.37	

三、基本面关键数据

数据类别	指标	最新	较上日		较上周/上次	
美联储	联邦基金目标利率:上限	4.00	——		-0.25	
	贴现利率 (%)	4.00	——		-0.25	
	准备金余额利率(IORB)	3.90	——		-0.25	
	美联储总资产 (亿美元)	66310.98	——		74.55	0.00%
	M2 (同比, %)	4.49	——		0.07	
	十年期美债真实收益率	2.44	0.01	0.41%	0.04	1.67%
	美元指数	99.60	0.06	0.06%	0.12	0.12%
	美债利差 (3月-10年)	0.37	0.01	2.78%	-0.02	-5.41%

关键指标	美债利差 (2年-10年)	-0.18	-0.02	12.50%	-0.05	38.46%
	美欧利差 (十债收益率)	1.56	0.01	0.65%	1.53	100.00%
	美中利差 (十债收益率)	2.87	0.01	0.27%	0.03	1.08%
	美债收益率曲线 (1月至30年)					
	美国通胀	CPI (同比, %)	3.00	—	0	
		CPI (环比, %)	0.30	—	0	
		核心CPI (同比, %)	3.00	—	0	
		核心CPI (环比, %)	0.30	—	0	
		PCE物价指数 (同比, %)	2.74	—	0.14	
		核心PCE物价指数 (同比,	2.91	—	0.05	
		美国密歇根大学:1年通胀预期	4.70	—	0.10	
		美国密歇根大学:5年通胀预期	3.60	—	-0.30	
美国经济增长	GDP (年化同比, %)	2.00	—	-0.30		
	GDP (年化环比, %)	3.80	—	4.40		
美国劳动力市场	失业率 (%)	4.30	—	0.10		
	非农就业人数月度变化	2.20	—	-0.57		
	劳动参与率 (%)	62.40	—	-0.30		
	平均时薪增速 (%)	3.70	—	-0.20		
	每周工时 (小时)	34.20	—	0		
	ADP就业人数 (万)	4.20	—	7.10		
	当周初请失业金人数 (万)	23.20	—	1.40		
	职位空缺数 (万)	723.50	—	0		
	挑战者企业裁员人数 (万)	15.31	—	9.90		
货币属性	NAHB住房市场指数	38.00	—	1.00	2.70%	
	成屋销售 (万套)	406.00	—	6.00	1.50%	
	新屋销售 (万套)	66.00	—	0	0	
	新屋开工 (万套)	113.30	—	0	0	
美国消费	零售额 (同比, %)	3.76	—	-0.26		
	零售额 (环比, %)	0.72	—	-0.27		
	个人消费支出 (同比, %)	5.55	—	0.37		
	个人消费支出 (环比, %)	0.62	—	0.07		
	个人储蓄占可支配比重	4.60	—	-0.20		
美国工业	工业生产指数 (同比, %)	0.87	—	-0.39		
	工业生产指数 (环比, %)	0.10	—	0.47		
	产能利用率 (%)	77.38	—	-0.02		
	耐用品新增订单 (亿美元)	767.06	—	4.70		
	耐用品新增订单 (同比,	4.17	—	0.43		
美国贸易	出口 (同比, %)	-25.17	—	1.86		
	出口 (环比, %)	1.79	—	-6.77		
	进口 (同比, %)	-22.84	—	-6.73		
	进口 (环比, %)	-11.57	—	-13.34		
	贸易差额 (百亿美元)	-5.96	—	0	0	
美国经济调查	ISM制造业PMI指数	48.70	—	-0.40		
	ISM服务业PMI指数	52.40	—	2.40		
	Markit制造业PMI指数	0.00	—	0		
	Markit服务业PMI指数	0.00	—	0		
	密歇根大学消费者信心指数	50.30	—	-4.80		
	中小企业乐观指数	98.20	—	-0.60		
	美国投资者信心指数	4.00	—	4.30		
	中国 (吨)	2304.46	—	2.18	0.09%	

	央行黄金储备	美国 (吨)	8133.46	—	0	0
		世界 (吨)	36362.76	—	0	0
IMF外储占比	美元 (%)	57.80	—	0.51	0.88%	
	欧元 (%)	19.83	—	-0.20	-0.99%	
	人民币 (%)	2.18	—	-0.00	-0.04%	
黄金/外储	全球	22.18	—	0.88	4.11%	
	中国	6.78	—	0.29	4.40%	
	美国	78.64	—	0.67	0.86%	
避险属性	地缘政治风险指数			90.76	0	0
	VIX指数			23.66	-1.03	-4.17%
商品属性	CRB商品指数			299.24	-4.12	-1.36%
	离岸人民币			7.1109	0	0
					0.0004	0.01%

美联储最新利率预期 (根据芝商所FedWatch工具)

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
2025/12/10				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	32.8%	67.2%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.0%	49.6%	34.5%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.1%	30.8%	42.9%	19.2%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	12.7%	33.7%	37.3%	14.7%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	8.7%	26.1%	36.0%	22.9%	5.3%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.4%	3.8%	15.0%	29.7%	31.2%	16.5%	3.4%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.2%	1.9%	8.9%	21.6%	30.4%	24.6%	10.6%	1.9%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.5%	3.3%	11.3%	23.3%	29.3%	21.9%	8.9%	1.5%	0.0%
2026/12/9	0.1%	1.1%	5.1%	14.0%	24.6%	27.6%	19.0%	7.2%	1.2%	0.0%
2027/1/27	0.2%	1.2%	5.2%	14.1%	24.7%	27.5%	18.8%	7.2%	1.2%	0.0%
2027/3/17	0.2%	1.4%	5.8%	14.8%	24.9%	26.9%	18.1%	6.8%	1.1%	0.0%
2027/4/28	0.2%	1.4%	5.6%	14.4%	24.4%	26.9%	18.5%	7.3%	1.3%	0.0%
2027/6/9	0.3%	1.6%	6.1%	15.1%	24.6%	26.3%	17.8%	6.9%	1.2%	0.0%
2027/7/28	0.2%	1.3%	5.0%	12.9%	22.3%	25.9%	19.8%	9.5%	2.6%	0.3%
2027/9/15	0.2%	1.3%	5.0%	12.8%	22.2%	25.9%	19.9%	9.6%	2.7%	0.4%
2027/10/27	0.2%	1.2%	4.7%	12.1%	21.3%	25.5%	20.4%	10.6%	3.3%	0.6%

作者：林振龙

期货从业资格证号：F03107169

投资咨询从业资格证号：Z0018476

电话：021-20627529

邮箱：linzhenlong@sd-gold.com

免责声明：

山金期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可[2012]33号）。

本报告由本公司投资咨询部制作，未获得本公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在本公司及其研究人员知情的范围内，本公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。