

金银的“滑铁卢”？

2025 年 10 月 22 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoliang@glms.com.cn

➤ 大涨之后往往有大跌，尤其是无法理解的大涨，这是资本市场的经典规律。而这一幕也出现在最近炙手可热的金银身上。昨晚黄金期货暴跌近 6%，白银期货跌超 7%，都是十几年来的单日最惨表现，而且是继上周五之后的第二次大跌。

➤ 如果说之前的上涨，市场还可以用美联储顶着通胀的过度宽松预期、美元信用以及政府关门来解释，但是最近一两周黄金和股票等风险资产同涨，并且丝毫不惧美元的反弹，这多少有些颠覆了传统的逻辑。

➤ 对于昨晚直接的促发因素，并不是很明确，可能是俄乌问题。虽然昨天欧美在俄乌的领土问题上相较之前确实有所松口，但是俄罗斯并未接受。特朗普的公开“建议”是：俄乌双方停火，停在当前的战线，并达成协议、宣称各自获胜。而多名欧洲领导人也发布联合声明，称“强烈支持”美国总统特朗普在乌克兰问题上的立场，即俄罗斯与乌克兰立即停火，以当前战线作为谈判起点。

➤ 结合近几周的金银的行情来看，这次大跌更像是情绪性加速行情的“退潮”，这一点在白银上更加明显：从上周五开始，白银两日大跌后，基本回吐了从 10 月 13 日以来的涨幅。

➤ 本轮白银行情有明显的逼空特点。10 月 9 日以来，白银突破 50 美元关口之后，市场开始关注现货市场的短缺。此后，银价继续飙升，租赁利率飙升至 30% 以上，供需失衡加剧。而 10 月 13 日后，本轮“逼空”行情继续加速直至上周五触顶回落。

➤ 对于近期市场的异常组合，我们的观点一以贯之，本轮“美股（尤其是科技股）+金银+美元”同涨的行情是不可持续的：

➤ 对于后续走势，我们更倾向于“美元短期的反弹+金银/美股的调整”，前期涨幅更大的贵金属首当其冲，从最近几年来看，贵金属要上涨转震荡，至少要跌破 20 日均线，白银已经触及，但是黄金还没有。而美股方面，因为有三季报的业绩支撑，可能表现出一定韧性。

➤ 风险提示：资产价格回落，避险情绪升温；美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

相关研究

1. 2025 年 9 月经济数据点评：4.8% 的新旧之辩 - 2025/10/20

2. 四中全会前瞻：四中全会的新期待 - 2025/10/19

3. 海外市场点评：德国财政接棒，成色如何？ - 2025/10/18

4. 美国政策跟踪：特朗普的“生财之道” - 2025/10/15

5. 2025 年 9 月贸易点评：9 月进出口：加速回升的成色？ - 2025/10/13

图1：本轮政府关门期间黄金的涨幅创下历史新高

	关门持续时长	关门前1M	关门期间	关门结束后1W	关门结束后1M
1976-09-30	10	11.52%	-1.89%	1.49%	14.52%
1977-09-30	12	4.69%	3.10%	2.44%	6.47%
1977-10-31	8	4.64%	2.23%	-1.30%	-2.37%
1977-11-30	8	-1.24%	1.07%	-1.27%	5.59%
1978-09-30	18	6.01%	5.48%	0.83%	-13.56%
1979-09-30	11	24.55%	1.07%	-5.23%	-2.99%
1995-12-15	21	0.05%	2.62%	0.00%	4.84%
2013-09-30	16	-4.18%	-4.07%	3.97%	0.60%
2018-12-22	35	2.52%	3.84%	0.98%	1.71%
2025-10-01	-	11.92%	12.89%		

资料来源：PBS, iFind, 民生证券研究院

注：1. 我们选取了1970年之后，持续时间大于1周的样本

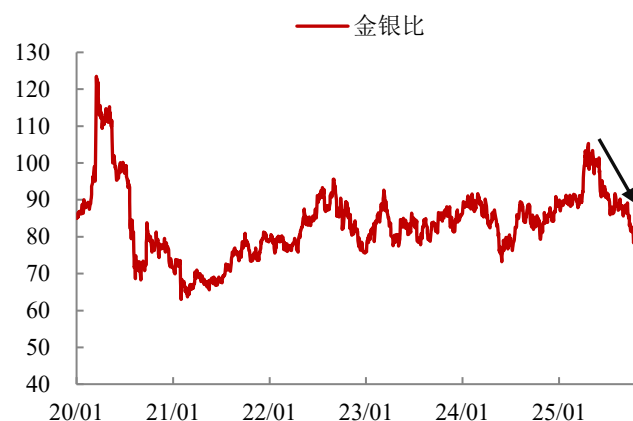
2. 最新一轮由于政府关门并未结束，我们使用截至10月20日的的数据。

图2：10月后白银加速上行



资料来源：Ifind, 民生证券研究院

图3：今年以来金银比下探



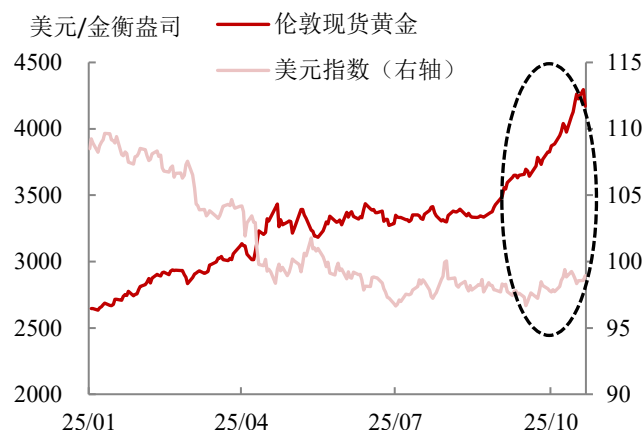
资料来源：Ifind, 民生证券研究院

图4：10月以来黄金和美股同涨



资料来源：Ifind, 民生证券研究院

图5：黄金上涨，但美元跌幅并不明显



资料来源：Ifind, 民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的客户及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048