南华黄金&白银周报

--流动性压力拖累金银大幅下挫

夏莹莹（投资咨询证号：Z0016569）
投资咨询业务资格:证监许可【2011】1290号

2026年11月22日

第一章 核心矛盾和走势研判

1.1核心矛盾梳理

*行情回顾

本周金银遭遇流动性真空式暴跌。COMEX黄金主力合约从周初3,887.60美元跌至3,539.00美元，周跌8.97%，创3月以来最大单周跌幅，盘中一度跌破3,550美元创2025年9月以来新低。COMEX白银主力合约从48.65美元跌至41.08美元，周跌15.56%，跌幅大于黄金。核心驱动：①美联储10月会议纪要释放"几乎全体"鹰派信号，多位官员密集放鹰（沃勒喊话12月加息50bp、古尔斯比称"所有选项均在考虑范围"、库克称"遏制通胀扩散愈发紧迫"、保尔森称"利率必须更高"），市场完全定价12月加息；②AI股崩盘引发全球风险资产无差别抛售（纳指周跌5.28%、费半周跌17%、英伟达周跌23%），VIX飙升至35.89创2025年4月以来新高，金银遭遇流动性真空式下跌；③美元指数维持19个月高位（103.84），10Y美债收益率周五跌破5%但仍处高位。

*影响因素分析

经济数据方面，美国10月零售销售环比+0.2%（符合预期），核心零售（剔除汽车）环比+0.6%（高于预期0.4%），消费基础韧性尚存；美国10月工业生产环比-0.4%（远低于预期+0.1%）；初请失业金20.3万人（略高于预期）；密歇根大学5年期通胀预期终值3.3%（前值3.4%），略降。数据整体中性偏鹰，消费韧性与工业疲弱并存，通胀预期边际回落但绝对水平仍高。（来源：万得、金十数据）

货币政策方面，本周美联储官员集体释放强烈鹰派信号：沃勒（美联储理事，11/19）：通胀"朝错误方向发展且范围扩大"，若不释放1月加息信号应在12月加息50bp（最鹰）；古尔斯比（芝加哥联储主席，FOMC票委，11/20）："所有选项均在考虑范围"，未排除单次加息超常规可能，"通胀高得近乎令人担忧"；库克（美联储理事，10月会议反对票，11/20）："通胀连续五年半高于目标，几乎没有证据表明通胀正在下降"，警告延迟行动可能需更大幅加息；保尔森（费城联储主席，FOMC票委，11/21）："利率必须更高"，愿意考虑连续加息；哈马克（克利夫兰联储主席，FOMC票委，11/17）：倾向渐进式加息，若通胀顽固可能采取更大幅度措施；穆萨勒姆（圣路易斯联储主席，11/17-18）：或需在2027年春季前多次加息，当前利率比2%目标所需水平低约1个百分点；威廉姆斯（纽约联储主席，FOMC票委，11/18）：通胀"顽固地处于高

位"，已看到关税和能源冲击向更广泛通胀传导的迹象；戴利（旧金山联储主席，FOMC票委，11/19）：仍需加息但应采取审慎渐进策略；巴尔（美联储理事，11/19）：通胀"过高"，支持进一步加息；施密德（堪萨斯城联储主席，11/16）：PCE同比3.6%"令人不安"地高于2%目标。整体看，十位官员均偏鹰派，方向高度一致，12月加息几乎板上钉钉，50bp讨论升温。根据联邦基金期货数据显示，本周加息预期有所降温。截至最新，市场定价美联储12月加息0.92次，明年3月加息1次，明年加息深度2.53次。（来源：Bloomberg、金十数据）

地缘方面，中东局势显著升级后边际缓和。11/17美军战机袭击伊朗格什姆岛革命卫队导弹设施，伊朗革命卫队称用无人机打击美军巴林基地雷达（美军否认受损）；伊朗宣布霍尔木兹海峡关闭，多艘油轮触雷起火；胡塞武装袭击沙特利雅得金融区（本月第二次）及东西向输油管道。但特朗普称不会在新年前"仓促"决定对伊行动，伊朗外长称"两日计划"仍摆在桌面。IEA预计Q4全球原油供应过剩170万桶/日，布伦特本周仍累跌逾3%。地缘对油价形成底部支撑但上行空间受压制，对金银影响中性。（来源：万得、金十数据）

估值端，美元指数报103.84（+0.42%），连续第四周走高，维持2025年4月以来新高。10Y美债收益率报4.92%（-23bp），创2025年4月以来最大单周涨幅。10Y TIPS实际利率报约2.88%（+2bp）。（来源：万得、金十数据）

周边资产看，美股：标普500跌8%报6,910点（七连跌，进入技术性回调区间），纳指跌10%报22,618点（年初涨幅全部蒸发），费城半导体跌17.1%（AI股全线重挫）。WTI原油报83.98美元/桶，布伦特报92.57美元/桶。VIX飙涨86%报35.89（创2025年4月以来新高，盘中一度触及40.03）。美元与美债实际利率维持高位压制无息资产，AI股崩盘引发流动性真空式抛售。（来源：万得、金十数据）

期货持仓层面，沪金期货总持仓周度增加4258手至36.53万手，沪银总持仓周度增加2.58万手至58.92万手。COMEX市场看，截至周四的黄金总持仓周减11340张至39.9万手，白银总持仓增1077手至12.46万手。截至11月17日的CFTC报告显示，黄金非商业净多头寸减少23975手至166132手，其中多头减少16183手，空头增加7792手；白银非商业净多头寸减少1073手至18291手，其中多头减少156手，空头增加917手。（来源：万得、金十数据）

投资需求方面，全球最大黄金ETF-SPDR黄金持仓周度减少9.98吨至1034.43吨；全球最大白银ETF-iShares白银持仓周度减少53.33吨至15631.19吨。国内最大黄金ETF--华安黄金持仓周度减少0.16亿份至115.794亿份。（来源：万得、金十数据）

接下来一周，数据方面主要关注周三晚美国10月PCE数据。事件方面，重点关注AI科技股能否止跌，中东局势变化以及美联储官员讲话。

1.2 价格走势研判

1、整体来看，中期黄金仍受制于加息周期以及高企美债实际利率约束。11月以来因原油价格松动，贵金属获一定反弹动能，但随着美10月CPI超预期以及美联储官员持续释放偏鹰加息言论，美联储加息预期快速升温，贵金属持续走弱，并回吐11月初所有涨幅。基于高环比通胀现实，AI投资和能源端通胀风险仍存，而经济端仍显示韧性，美联储鹰派立场仍难扭转，叠加金融市场AI科技股去杠杆且明显下跌引发贵金属流动性

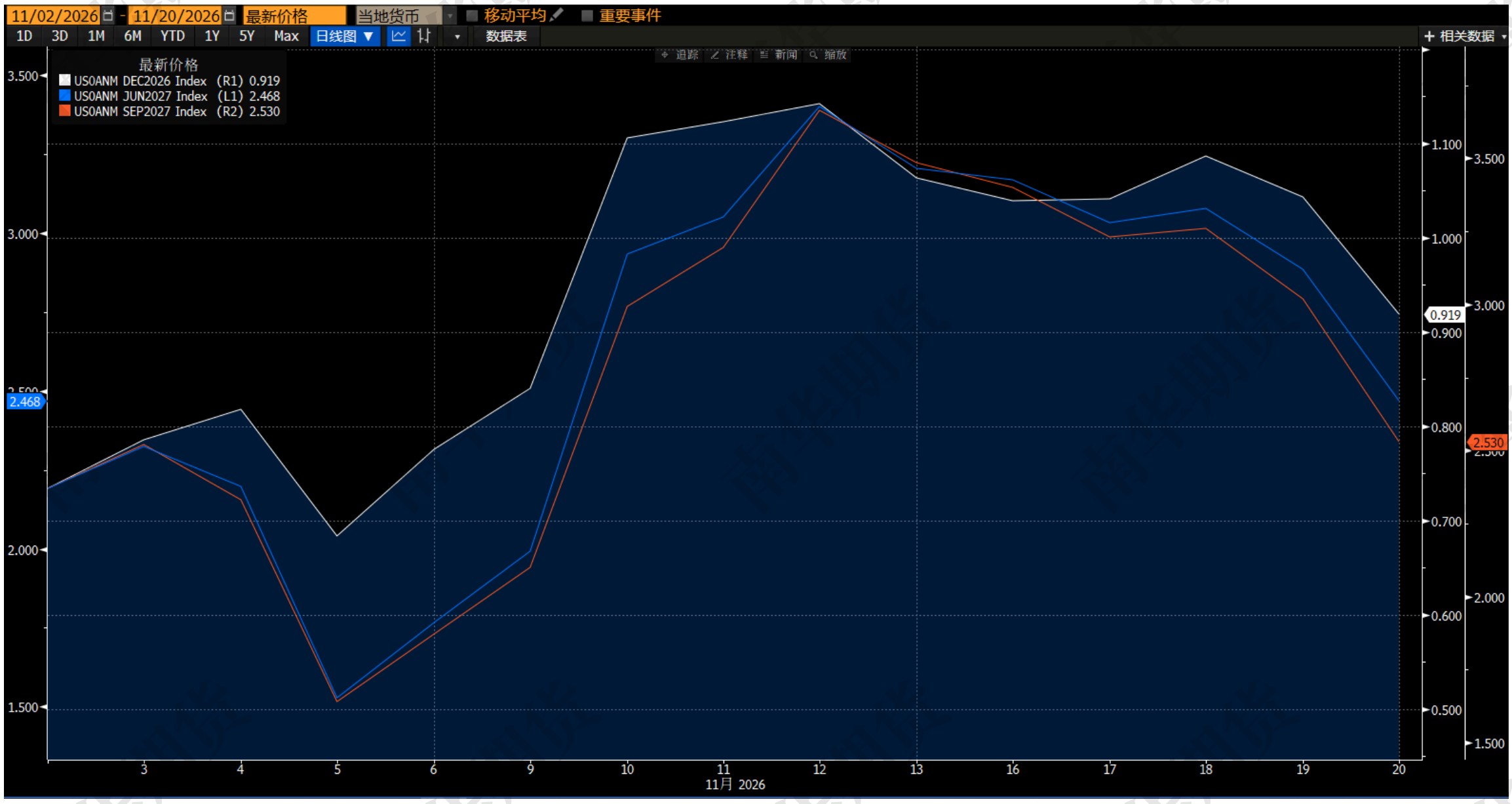
抛压，贵金属上行环境尚不具备，年内大概率维持寻底过程。 2、短期看，技术上伦敦金银整体维持弱势，伦敦金连续跌破支撑，下一关键支撑3500区域；伦敦银支撑下移至40。

1.3 风险提示

风险上警惕中东局势反复、AI科技重挫引发流动性抛压、美联储加息预期升温以及系统性金融性风险等。

1.4美联储利率预期变化

美国联邦基金隐含加息次数

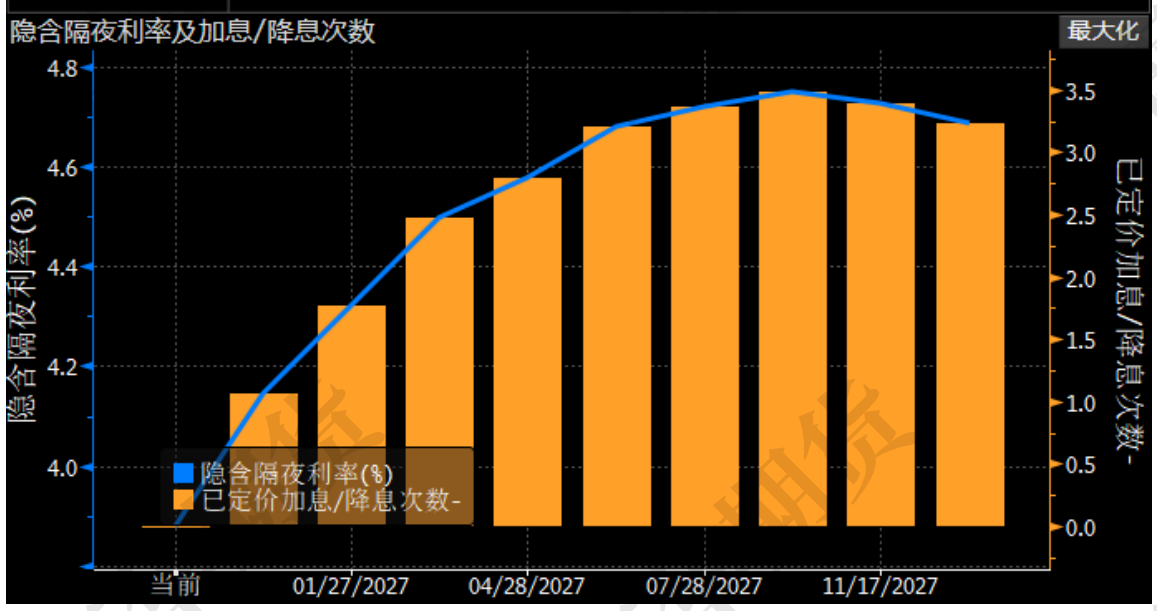


地区：美国 »　　工具：联邦基金期货 »

目标利率 4.00　　定价日期 11/13/2026

有效利率 3.88　　当前隐含隔夜利率 3.879

会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
12/09/2026	+1.064	+106.4%	+0.266	4.145	0.250
01/27/2027	+1.775	+71.1%	+0.444	4.322	0.250
03/17/2027	+2.468	+69.3%	+0.617	4.496	0.250
04/28/2027	+2.795	+32.7%	+0.699	4.577	0.250
06/09/2027	+3.204	+40.9%	+0.801	4.680	0.250
07/28/2027	+3.365	+16.1%	+0.841	4.720	0.250
09/15/2027	+3.485	+12.0%	+0.871	4.750	0.250
11/17/2027	+3.394	-9.1%	+0.848	4.727	0.250
01/26/2028	+3.237	-15.7%	+0.809	4.688	0.250

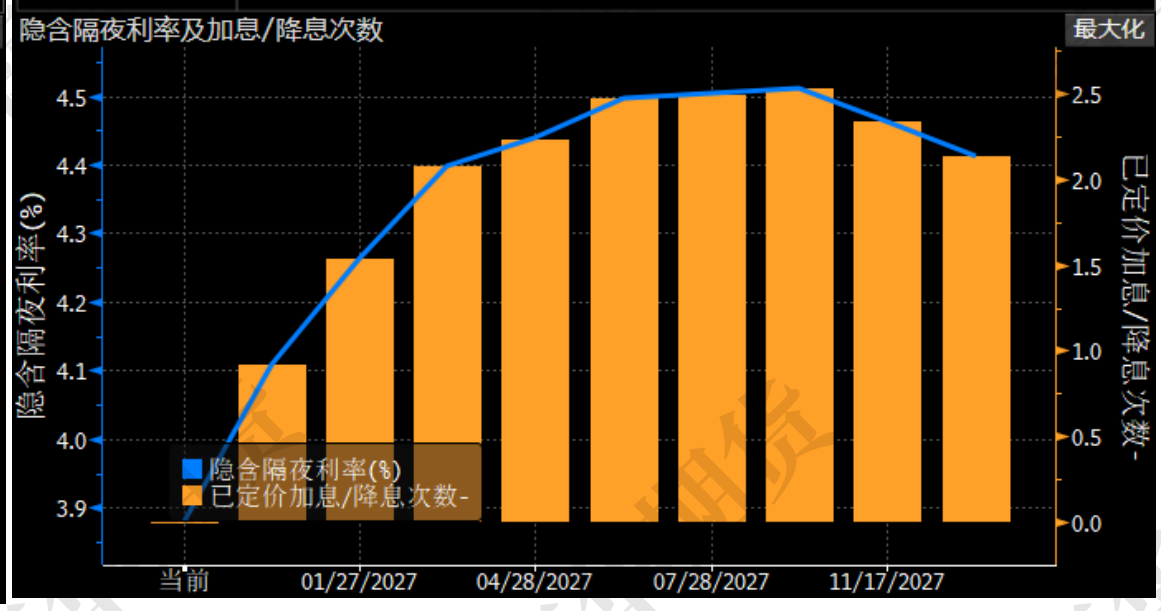


地区：美国 »　　工具：联邦基金期货 »

目标利率 4.00　　定价日期 11/20/2026

有效利率 3.88　　当前隐含隔夜利率 3.879

会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
12/09/2026	+0.919	+91.9%	+0.230	4.108	0.250
01/27/2027	+1.535	+61.6%	+0.384	4.263	0.250
03/17/2027	+2.076	+54.1%	+0.519	4.398	0.250
04/28/2027	+2.235	+15.9%	+0.559	4.438	0.250
06/09/2027	+2.468	+23.3%	+0.617	4.496	0.250
07/28/2027	+2.495	+2.7%	+0.624	4.503	0.250
09/15/2027	+2.530	+3.5%	+0.633	4.511	0.250
11/17/2027	+2.333	-19.7%	+0.583	4.462	0.250
01/26/2028	+2.137	-19.6%	+0.534	4.413	0.250

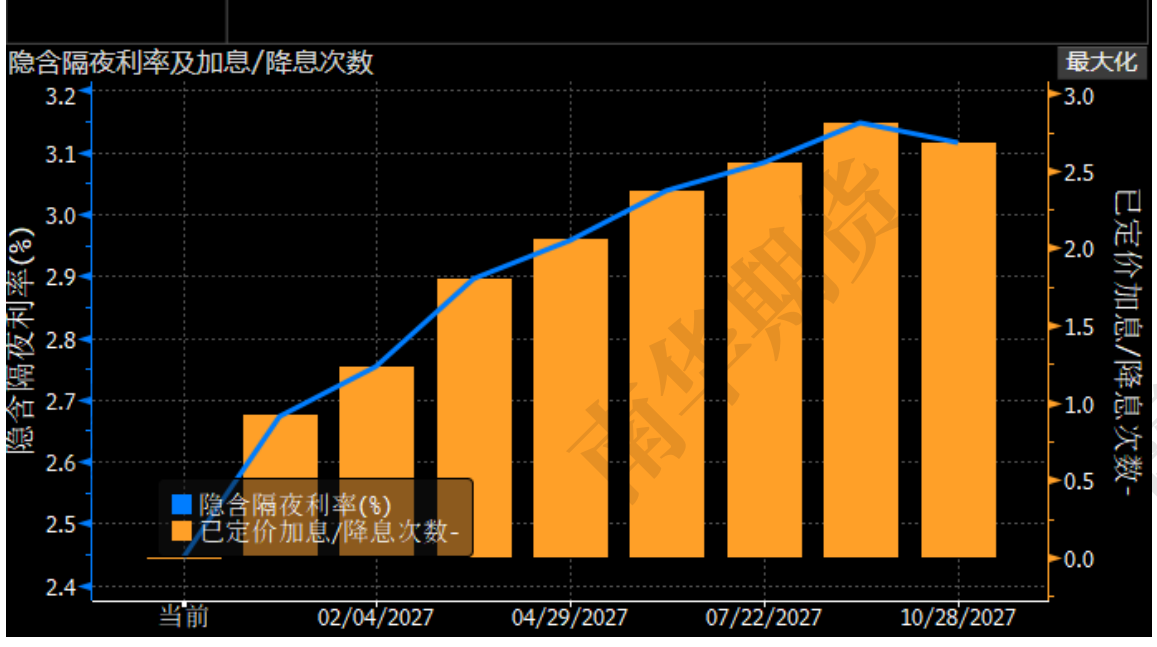


地区：欧元区 »　　工具：隔夜指数掉期 »

目标利率 2.5000　　定价日期 11/13/2026

有效利率 2.4430　　当前隐含隔夜利率 2.445

会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
12/17/2026	+0.920	+92.0%	+0.230	2.674	0.250
02/04/2027	+1.234	+31.4%	+0.308	2.753	0.250
03/18/2027	+1.799	+56.5%	+0.450	2.894	0.250
04/29/2027	+2.055	+25.6%	+0.514	2.958	0.250
06/10/2027	+2.374	+32.0%	+0.594	3.038	0.250
07/22/2027	+2.554	+17.9%	+0.638	3.083	0.250
09/09/2027	+2.809	+25.5%	+0.702	3.147	0.250
10/28/2027	+2.679	-13.0%	+0.670	3.114	0.250

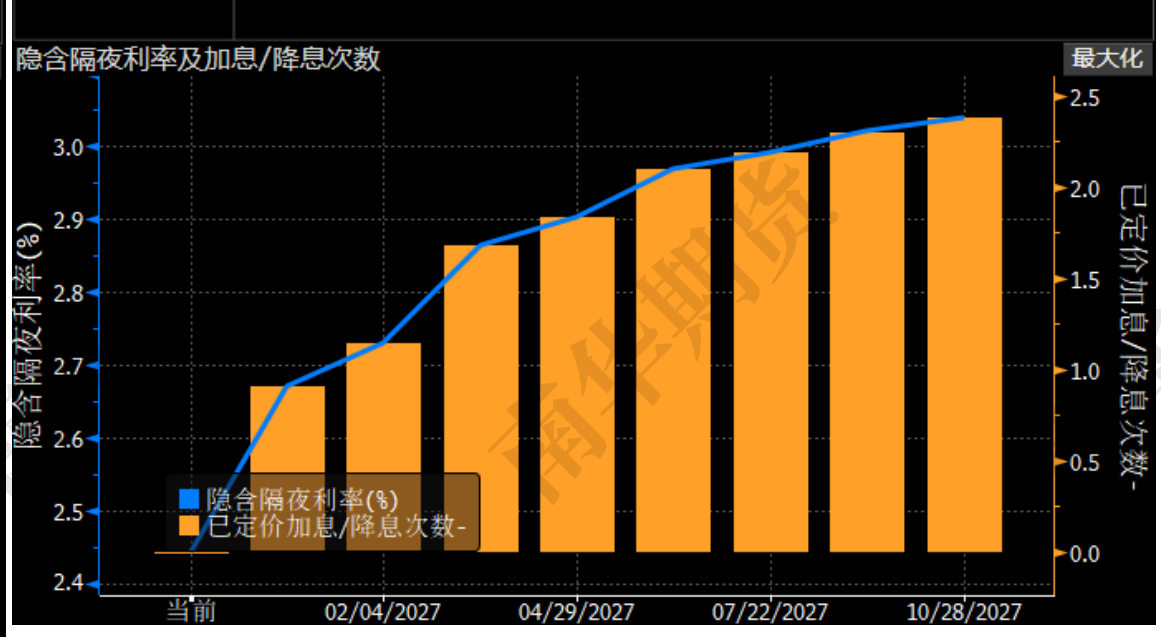


地区：欧元区 »　　工具：隔夜指数掉期 »

目标利率 2.5000　　定价日期 11/20/2026

有效利率 2.4410　　当前隐含隔夜利率 2.444

会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
12/17/2026	+0.908	+90.8%	+0.227	2.671	0.250
02/04/2027	+1.146	+23.8%	+0.286	2.730	0.250
03/18/2027	+1.679	+53.3%	+0.420	2.864	0.250
04/29/2027	+1.832	+15.3%	+0.458	2.902	0.250
06/10/2027	+2.097	+26.5%	+0.524	2.968	0.250
07/22/2027	+2.188	+9.1%	+0.547	2.991	0.250
09/09/2027	+2.303	+11.5%	+0.576	3.020	0.250
10/28/2027	+2.381	+7.8%	+0.595	3.039	0.250

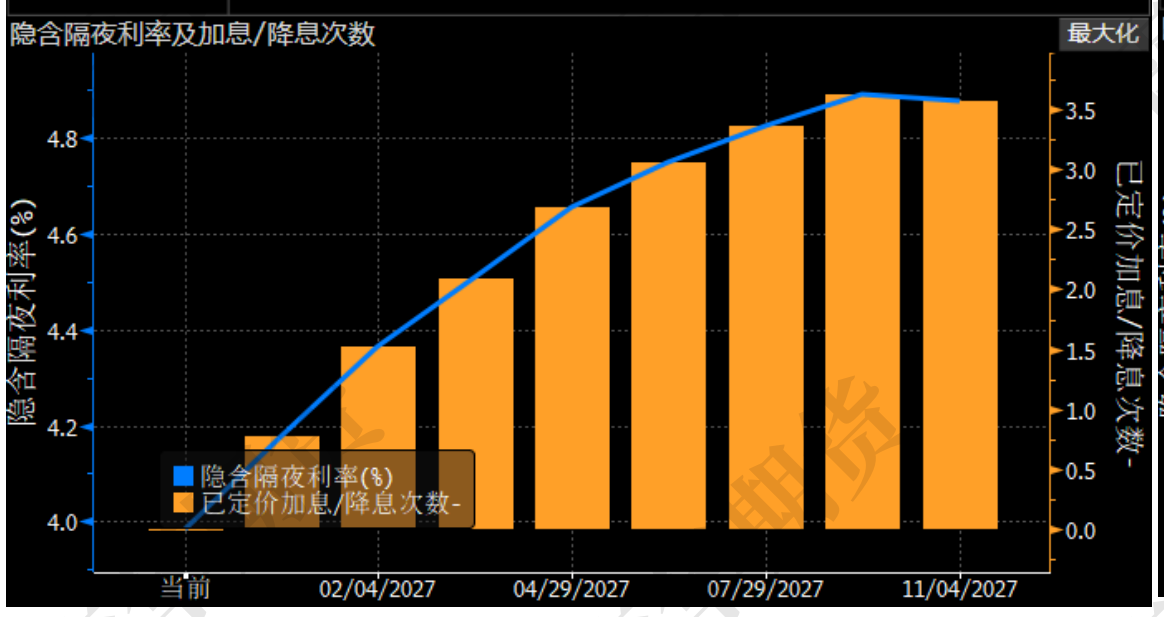


南华期货

地区：英国 »　　工具：隔夜指数掉期 »

目标利率	4.000	定价日期	11/13/2026
有效利率	3.98460	当前隐含隔夜利率	3.984

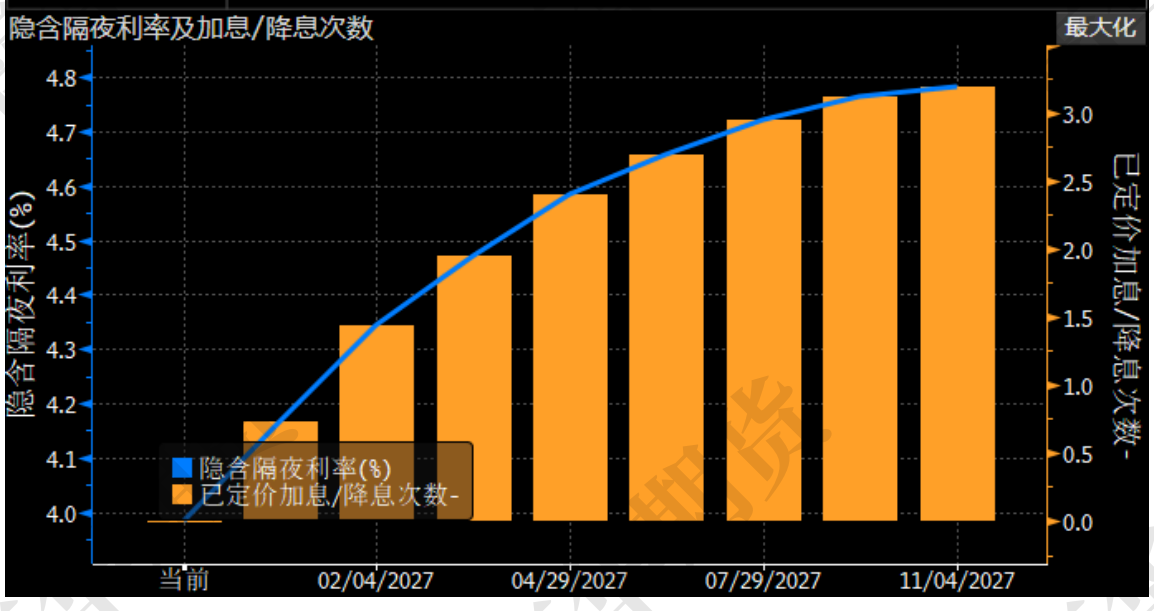
会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
12/17/2026	+0.770	+77.0%	+0.192	4.176	0.250
02/04/2027	+1.522	+75.2%	+0.380	4.364	0.250
03/18/2027	+2.096	+57.5%	+0.524	4.508	0.250
04/29/2027	+2.687	+59.0%	+0.672	4.656	0.250
06/17/2027	+3.052	+36.5%	+0.763	4.747	0.250
07/29/2027	+3.359	+30.7%	+0.840	4.824	0.250
09/16/2027	+3.625	+26.7%	+0.906	4.890	0.250
11/04/2027	+3.564	-6.1%	+0.891	4.875	0.250



地区：英国 »　　工具：隔夜指数掉期 »

目标利率	4.000	定价日期	11/20/2026
有效利率	3.98410	当前隐含隔夜利率	3.984

会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
12/17/2026	+0.737	+73.7%	+0.184	4.168	0.250
02/04/2027	+1.435	+69.9%	+0.359	4.343	0.250
03/18/2027	+1.952	+51.6%	+0.488	4.472	0.250
04/29/2027	+2.405	+45.4%	+0.601	4.585	0.250
06/17/2027	+2.696	+29.0%	+0.674	4.658	0.250
07/29/2027	+2.948	+25.2%	+0.737	4.721	0.250
09/16/2027	+3.124	+17.7%	+0.781	4.765	0.250
11/04/2027	+3.194	+6.9%	+0.798	4.782	0.250



资料来源：Bloomberg 南华研究

第二章 市场信息

2.1接下来一周事件关注

- 11月24日（周二）05：00，FOMC永久票委、纽约联储主席威廉姆斯发表讲话。
- 11月26日（周四）03：00，美联储公布经济状况褐皮书。

2.2本周与接下来一周数据关注

美国　浏览　00:39:53　　11/16/26 - 11/22/26

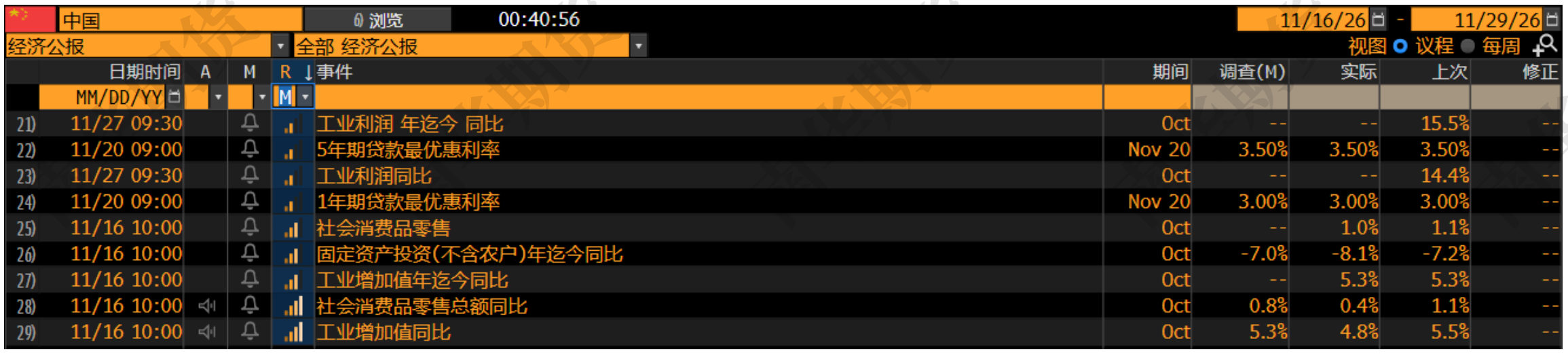
经济公报　全部 经济公报　　视图 议程 每周

	日期时间	A	M	R	事件	期间	调查(M)	实际	上次	修正
	MM/DD/YY			V						
21)	11/16 21:30				纽约州制造业调查指数	Nov	18.0	7.8	25.5	--
22)	11/17 21:30				零售销售月环比	Oct	0.1%	0.2%	0.8%	--
23)	11/17 22:15				工业产值(月环比)	Oct	0.1%	-0.4%	0.7%	--
24)	11/18 20:00				周度MBA抵押贷款申请指数环比	Nov 13	--	-2.3%	6.2%	--
25)	11/18 21:30				新宅开工指数	Oct	1250k	1309k	1221k	1191k
26)	11/19 21:30				周度首次申领失业救济人数	Nov 14	198k	203k	200k	202k
27)	11/19 23:00				世界大型企业研究会领先指数环比	Oct	0.0%	-0.3%	0.0%	--
28)	11/20 23:00				密歇根大学消费者信心指数	Nov F	51.6	51.5	51.0	--

美国　浏览　00:40:25　　11/23/26 - 11/29/26

经济公报　全部 经济公报　　视图 议程 每周

	日期时间	A	M	R	事件	期间	调查(M)	实际	上次	修正
	MM/DD/YY			V						
21)	11/23 22:45				标普全球-美国制造业PMI	Nov P	54.5	--	54.9	--
22)	11/24 23:00				世界大型企业研究会消费者信心指数	Nov	92.2	--	91.7	--
23)	11/25 20:00				周度MBA抵押贷款申请指数环比	Nov 20	--	--	-2.3%	--
24)	11/25 21:30				个人收入环比	Oct	0.4%	--	0.2%	--
25)	11/25 21:30				个人支出环比	Oct	0.4%	--	0.5%	--
26)	11/25 21:30				GDP环比折合年率	3Q S	3.5%	--	3.4%	--
27)	11/25 21:30				周度首次申领失业救济人数	Nov 21	200k	--	203k	--
28)	11/25 21:30				耐用品订单环比	Oct P	0.6%	--	1.9%	--
29)	11/25 23:00				新建住宅销量年率	Oct	650k	--	676k	--
30)	11/27 21:30				批发库存月环比	Oct P	0.4%	--	0.7%	--



资料来源：Bloomberg 南华研究

第三章 期货与价格数据

国际贵金属市场

国际贵金属市场	单位	最新价	周涨跌	周涨跌幅（%）
伦敦金现货	美元/盎司	3537.87	-346.11	-8.91%
COMEX黄金主力	美元/盎司	3539	-348.60	-8.97%
COMEX黄金主力持仓	手	171833	-41644	-19.51%
伦敦银现货	美元/盎司	41.222	-7.51	-15.42%
COMEX白银主力	美元/盎司	41.08	-7.57	-15.56%
COMEX白银主力持仓	手	48391	-8509	-16.35%
SPDR黄金持仓	吨	1034.434	-9.98	-0.96%
SLV白银持仓	吨	15631.19	-53.33	-0.34%
CFTC黄金非商业多头	张	210051	-16183	-7.15%
CFTC黄金非商业空头	张	43919	7792	21.57%
CFTC黄金非商业净多	张	166132	-23975	-12.61%
CFTC白银非商业多头	张	35995	-156	-0.43%
CFTC白银非商业空头	张	17704	917	5.46%
CFTC白银非商业净多	张	18291	-1073	-5.54%
COMEX黄金库存	吨	710.98	-1.42	-0.20%
COMEX白银库存	吨	10276.87	-74.11	-0.72%
伦敦金库存（月度更新）	吨	9849.92	457.67	4.87%
伦敦银库存（月度更新）	吨	28889.26	1277.90	4.63%

source：*wind,同花顺,南华研究*

国内贵金属市场

国内贵金属市场	单位	最新价	周涨跌	周涨跌幅
SHFE黄金主力	元/克	766.48	-72.52	-8.64%
黄金TD	元/克	764	-73.45	-8.77%
SHFE黄金总持仓	手	365315	4258	1.18%
SHFE白银主力	元/千克	10038	-1947	-2.88%
白银TD	元/千克	9908	-2008	-16.85%
SHFE白银总持仓	手	589152	14321	-0.81%
华安黄金ETF持仓	亿份	115.794	-0.161	-0.14%
SHFE黄金库存	千克	119895	1491	1.26%
SHFE白银库存	吨	1262.431	-74.149	-5.55%
SGX白银库存	吨	826.995	20.16	2.50%

source：*同花顺,wind,南华研究*

美国金融资产表现

美国金融市场	最新价	周涨跌	周涨跌幅（%）
美元指数	103.8404	0.4295	0.42%
2Y美债收益率	4.63	0.02	-5.12%
10Y美债收益率	4.92	-0.23	-4.47%
10Y美债实际利率	2.77	-0.14	-4.81%
10Y盈亏平衡通胀	2.15	-0.09	-4.02%
CRB指数	369.76	-16.75	-4.33%

道琼斯工业指数	48147.33	-4200.22	-8.02%
标准普尔指数	6910.39	-651.28	-8.61%
纳斯达克指数	22617.73	-2518.54	-10.02%
美国科技七姐妹	19371.0616	-76.91	-10.38%
美国费城半导体指数	8408.59	-1737.73	-17.1%
VIX指数	35.89	16.59	85.96%

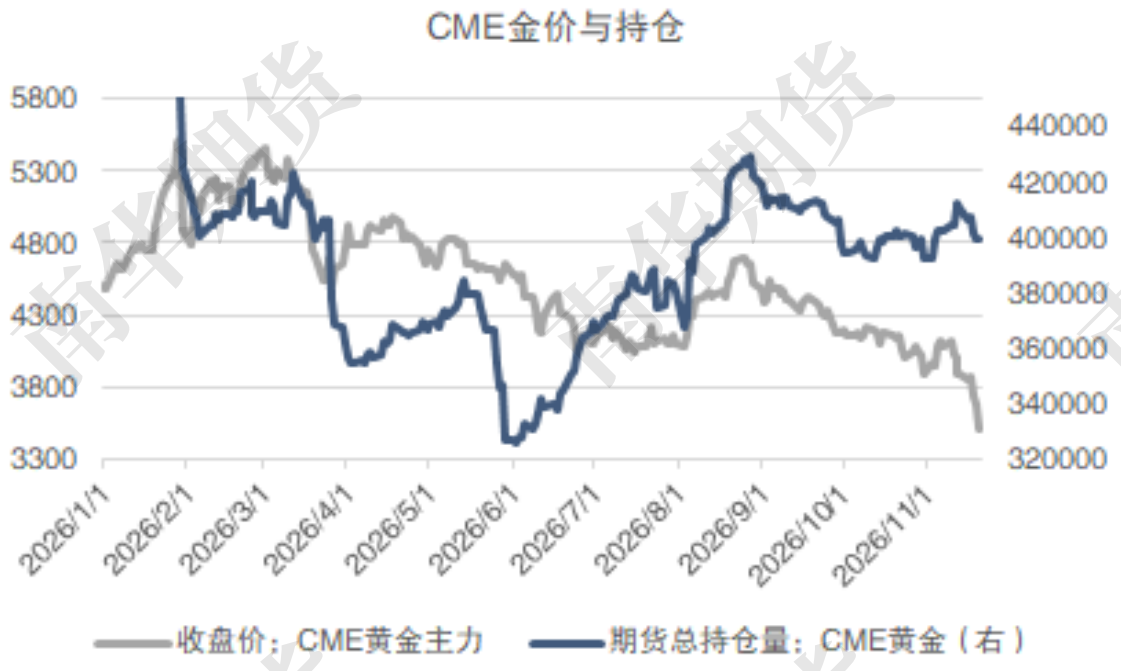
source：*同花顺,wind,南华研究*

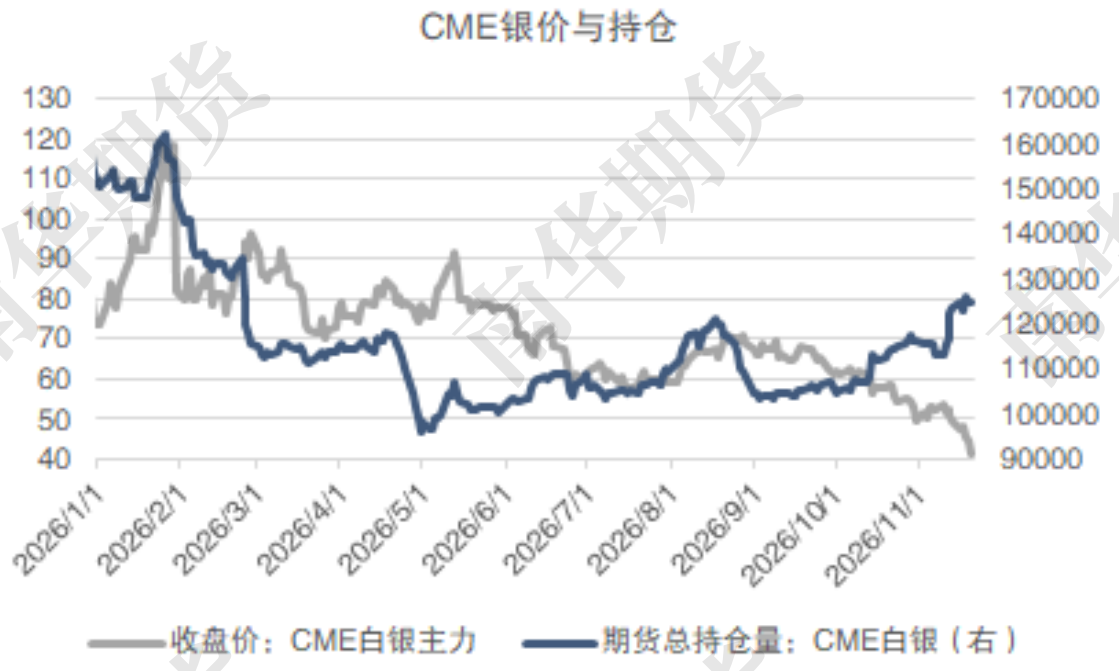
国内金融市场

国内金融市场	最新价	周涨跌	周涨跌幅（%）
美元兑人民币	6.675	-0.0016	-0.02%
沪深300指数	3954.565	-61.7247	-1.54%
上证50指数	2785.9206	10.8978	0.39%
中证500指数	6006.0797	-459.4053	-7.11%
2Y国债收益率	1.2351	0.0040	0.32%
10Y国债收益率	1.583	-0.0292	-1.81%
中美10Y国债利差	-3.337	0.2008	-5.68%

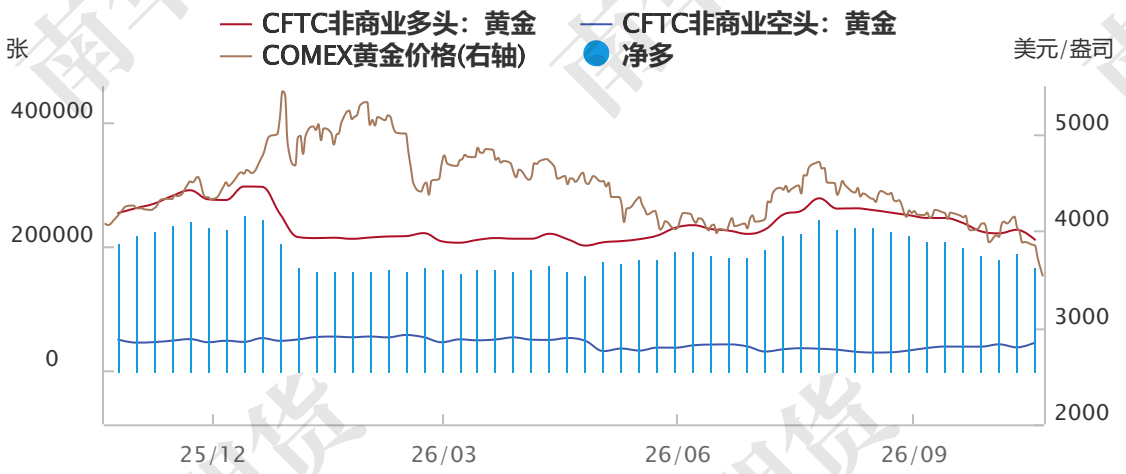
source：*同花顺,wind,南华研究*

期货持仓



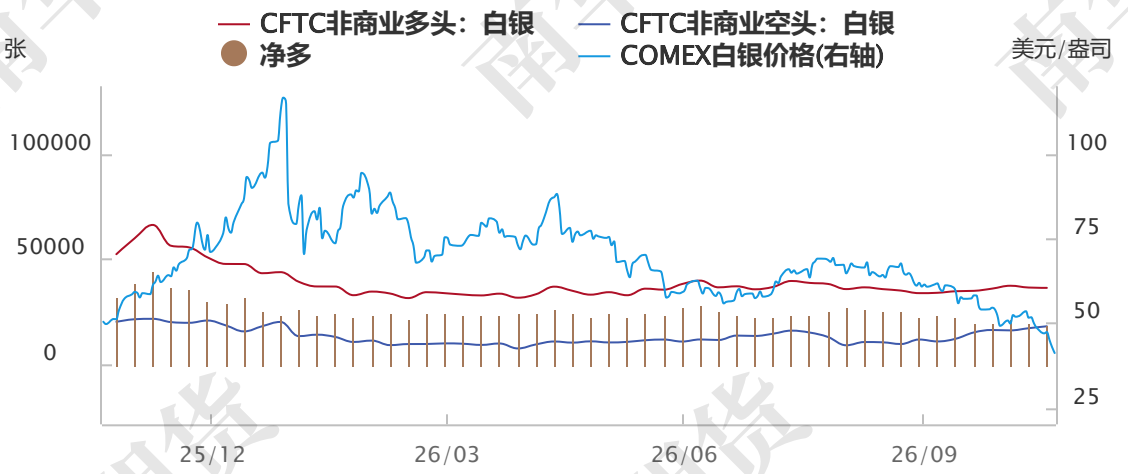


CFTC持仓与黄金



source：*同花顺,南华研究*

CFTC持仓与白银



source：*wind,南华研究,同花顺*

沪金指数和期货持仓



source：*wind,南华研究*

沪银指数和期货持仓



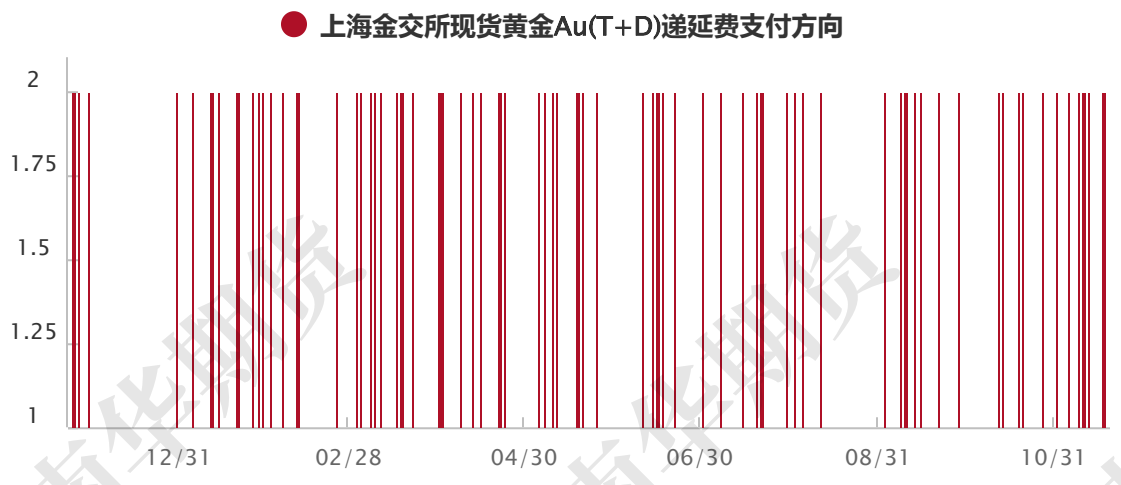
source：*wind,南华研究*

沪金平值期权隐含波动率和沪银平值期权隐含波动率



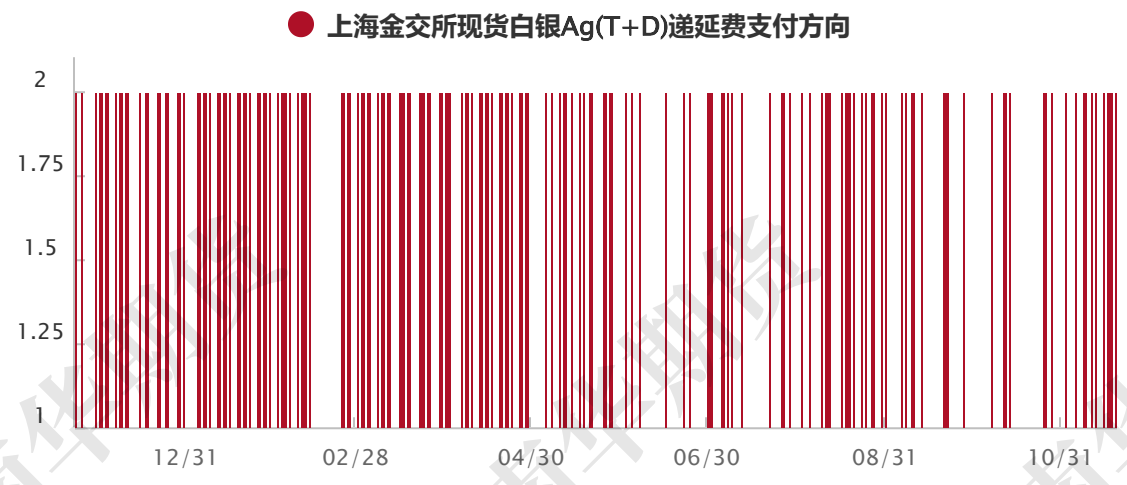
source：*wind,南华研究*

上海金交所现货黄金Au(T+D)递延费支付方向



source：*wind,南华研究*

上海金交所现货白银Ag(T+D)递延费支付方向



source：*wind,南华研究*

第四章 宏观信息

经济预测表（2026.10 FOMC）：

FOMC会后声明	2026/10/29	2026/9/17
基本面评估	经济活动仍在以稳健强劲的步伐扩张，尽管不确定性依然高企，部分原因在于地缘政治局势，但国内支出仍具韧性。生产率增长强劲，资本投资稳健。就业增长与劳动力扩张保持同步，失业率变化不大。	尽管不确定性高企——部分源于中东冲突——但经济活动仍在以稳健的步伐扩张，尽管不确定性依然高企，部分原因在于地缘政治局势，但国内支出仍具韧性。生产率增长强劲，资本投资稳健。生产率增长和资本投资表现强劲。就业增长与劳动力扩张保持同步，失业率变化不大。
风险评估	通胀仍处于高位。更多信息的积累将有助于委员会确定适当的政策立场，本次政策举措将助力以却以确保通胀更快回落至委员会设定的 2% 目标水平。	通胀仍处于高位。本次政策举措将助力通胀更快回落至委员会设定的 2% 目标水平。通胀相对于委员会2%的目标仍然偏高，部分反映了推动某些行业（包括能源）价格上涨的供应冲击。
决议声明	委员会一致通过加息25个基点，政策利率目标区间至决定维持政策利率目标区间在3.75%—4%区间，以支持美联储的双重使命。委员会重申其维持银行体系充裕储备金的政策立场。	委员会一致通过加息25个基点，政策利率目标区间至3.75%—4%区间。委员会决定维持政策利率目标区间在3.5%–3.75%。以支持美联储的双重使命。委员会重申其维持银行体系充裕储备金的政策立场。
政策重心	委员会将致力于实现价格稳定。	委员会将致力于实现价格稳定。
货币政策决议	一致决定提高维持储备金支付利率至3.90%，维持政策利率目标区间范围3.75%–4%；隔夜回购协议操作最低利率为4%，以3.75%利率和每天1600亿美元限额进行隔夜逆回购操作。在适当时，通过购买国库券，以及必要时购买其他剩余期限3年以内的国债证券，增加系统公开市场账户的证券持有量以维持充足的准备金水平。将所持全部国债的本金通过标售进行，将所有机构证券本金支付额再投资于国库券。	一致决定提高维持储备金支付利率至3.90%3.65%，维持政策利率目标区间范围3.75%–4%3.5%–3.75%；隔夜回购协议操作最低利率为4%3.75%，以3.75%3.5%利率和每天1600亿美元限额进行隔夜逆回购操作。在适当时，通过购买国库券，以及必要时购买其他剩余期限3年以内的国债证券，增加系统公开市场账户的证券持有量以维持充足的准备金水平。将所持全部国债的本金通过标售进行，将所有机构证券本金支付额再投资于国库券。
投票情况	10票通过，2票否决。12票通过，0票否决。贝丝.M.哈马克和丽莎.库克倾向于在此次会议上将联邦基金利率目标区间上调25BP。	12票通过，0票否决。9票通过，3票否决。贝丝.M.哈马克、尼尔.卡什卡利和洛莉.K.洛根倾向于在此次会议上将联邦基金利率目标区间上调25BP。
美联储主席讲话	1. 通胀目标立场：坚定锚定 PCE 2% 通胀目标，不存在软性通胀目标；实现价格稳定 “没有例外”，**通胀仍是首要关切**，长期通胀预期大体保持锚定。 2. 经济与金融条件：**美国经济动能上调**，三季度 GDP 增速或高于 3%；9 月加息后**信贷、金融条件边际收紧，但尚不构成紧缩**，加息传导效果正在显现。 3.政策沟通：**放弃前瞻指引**：拒绝预判 12 月及后续会议结果，不提供政策前瞻指引，**强调逐次会议、依数据做决定**，市场不应预设政策路径。**利率会广泛影响资本开支，包括 AI 相关投资。** 4. 政策独立性：本次会议讨论全程未提及选举、政治因素，决策不受政治干扰。 5. FOMC 会议机制改革：**2027–2028 年调整会议安排**：每年仍 8 次会议；2027 年 1 场会议只讨论政策战略、不投票利率、不发布利率声明；2028 年增至 2 场，新规自 2027 年秋季落地。 6. 本次**暂停逻辑**：选择按兵不动，目的是**积累更多数据，再评估是否需要进一步收紧**，确保通胀及时回落至 2%。	1. 利率前景：**认为金融状况并不具有限制性**，这一观点在FOMC内部得到广泛认同。取消了一部分宽松政策，使金融和信贷条件趋于目标。不会给出前瞻性指引，未提供点阵图。政策并非由市场推动。不认为我们必须损害劳动力市场才能实现目标。 2. 通胀前景：**首要关注点是通胀，通胀过高且持续时间已太长**。太多类别的商品价格在6个月和12个月周期内均出现超过3%的涨幅。FOMC并不确信通胀正在向目标水平迈进。将确保任何价格变化不会扩散。 3. 经济前景：**经济具有韧性**。美联储在维持当前经济进步方面发挥着作用。潜在经济增长更高，问题在于通胀。失业率仍然较低，基本上达到了充分就业。 4. **美债问题**：认为债券收益率上升有三个原因，**首先是经济强劲；第二个原因是资本竞争，第三是地缘政治**。 5. 人工智能：有关风险与回报的决策应由其他政策制定者作出。工作组应在年底前向我们提交有关AI的报告。关心AI的发展及其对需求和供应的影响。 6. 其他问题：拒绝置评是否与特朗普进行了讨论。

资料来源：FRB 南华研究

美联储SEP（2026.09 FOMC）：

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, September 2026

Percent

Variable	Median[1]					Central Tendency[2]					Range[3]				
	2026	2027	2028	2029	Longer run	2026	2027	2028	2029	Longer run	2026	2027	2028	2029	Longer run
Change in real GDP	2.3	2.4	2.2	2.1	2.0	2.2–2.4	2.2–2.6	2.1–2.3	2.0–2.2	2.0–2.2	2.1–2.6	2.0–2.9	1.8–2.6	1.8–2.4	1.7–2.5
June projection	2.2	2.3	2.2		2.0	2.0–2.3	2.0–2.4	2.0–2.3		1.8–2.0	1.8–2.6	1.9–2.9	1.8–2.6		1.7–2.5
Unemployment rate	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2	4.1–4.2	4.0–4.2	4.0–4.2	4.0–4.3	4.0–4.3	4.0–4.3	4.0–4.5	3.9–4.4	3.8–4.4	3.8–4.4
June projection	4.3	4.3	4.2		4.2	4.3–4.4	4.2–4.5	4.1–4.3		4.0–4.3	4.3–4.6	4.0–4.6	4.0–4.4		3.8–4.5
PCE inflation	3.7	2.3	2.1	2.0	2.0	3.5–3.7	2.2–2.5	2.0–2.2	2.0	2.0	2.9–3.8	2.0–2.6	2.0–2.2	2.0	2.0
June projection	3.6	2.3	2.0		2.0	3.5–3.7	2.2–2.5	2.0–2.1		2.0	2.7–4.1	1.9–2.8	2.0–2.3		2.0
Core PCE inflation[4]	3.4	2.5	2.2	2.0		3.3–3.4	2.3–2.6	2.0–2.2	2.0		2.8–3.5	2.1–2.7	2.0–2.3	2.0–2.1	
June projection	3.3	2.5	2.1			3.2–3.5	2.3–2.6	2.0–2.2			2.6–3.5	2.0–3.0	2.0–2.4		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	4.1	4.1	3.9	3.6	3.2	4.1–4.4	3.6–4.4	3.1–4.1	3.1–3.6	3.0–3.6	3.9–4.4	3.1–4.4	3.1–4.1	2.9–3.9	2.9–3.9
June projection	3.8	3.6	3.4		3.1	3.6–4.1	3.1–3.9	3.1–3.6		3.0–3.5	3.4–4.4	2.9–4.4	2.9–3.9		2.9–3.9

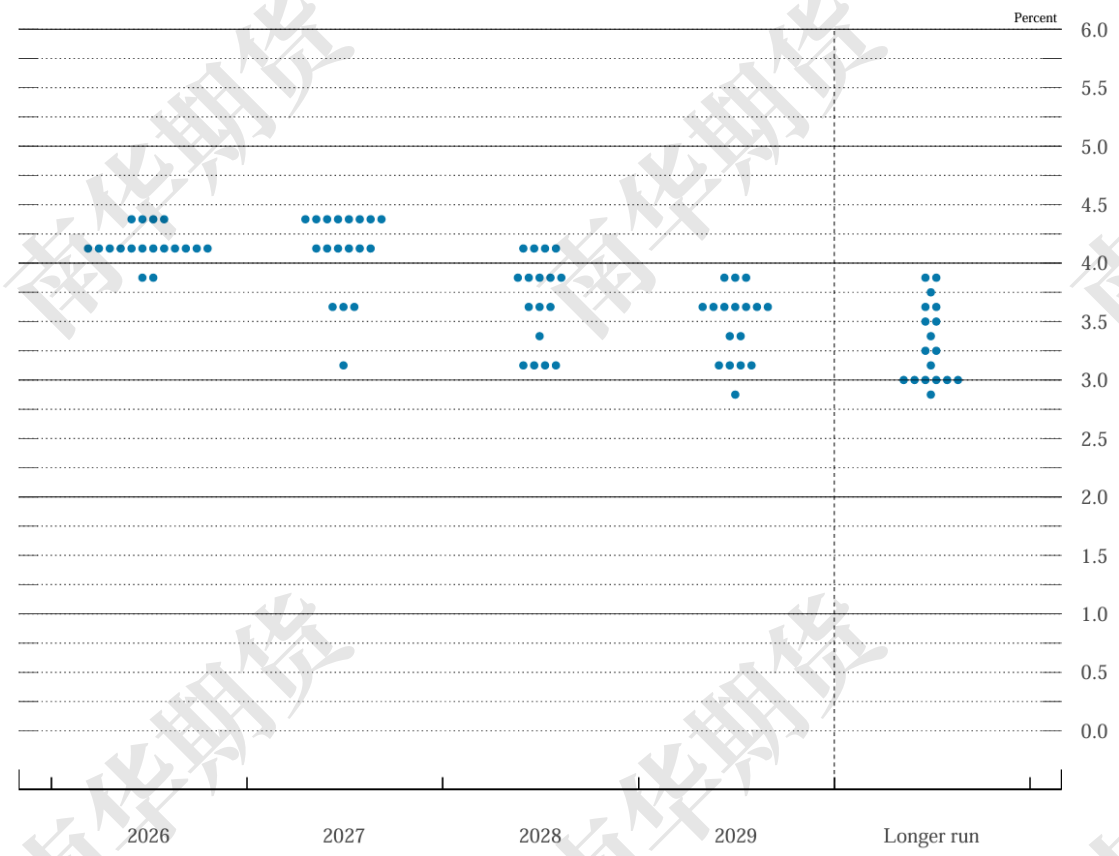
NOTE: Projections of change in real gross domestic product (GDP) and projections for both measures of inflation are percent changes from the fourth quarter of the previous year to the fourth quarter of the year indicated. PCE inflation and core PCE inflation are the percentage rates of change in, respectively, the price index for personal consumption expenditures (PCE) and the price index for PCE excluding food and energy. Projections for the unemployment rate are for the average civilian unemployment rate in the fourth quarter of the year indicated. Each participant's projections are based on his or her assessment of appropriate monetary policy. Longer-run projections represent each participant's assessment of the rate to which each variable would be expected to converge under appropriate monetary policy and in the absence of further shocks to the economy. The projections for the federal funds rate are the value of the midpoint of the projected appropriate target range for the federal funds rate or the projected appropriate target level for the federal funds rate at the end of the specified calendar year or over the longer run. The June projections were made in conjunction with the meeting of the Federal Open Market Committee on June 16–17, 2026. Eighteen participants submitted information in conjunction with the June 16–17, 2026, meeting; one of these 18 participants did not submit projections for 2028. Eighteen participants submitted information in conjunction with the September 15–16, 2026, meeting; one of these 18 participants did not submit projections for 2028 and 2029.

1. For each period, the median is the middle projection when the projections are arranged from lowest to highest. When the number of projections is even, the median is the average of the two middle projections.
2. The central tendency excludes the three highest and three lowest projections for each variable in each year.
3. The range for a variable in a given year includes all participants' projections, from lowest to highest, for that variable in that year.
4. Longer-run projections for core PCE inflation are not collected.

资料来源：FRB 南华研究

2026.9点阵图：

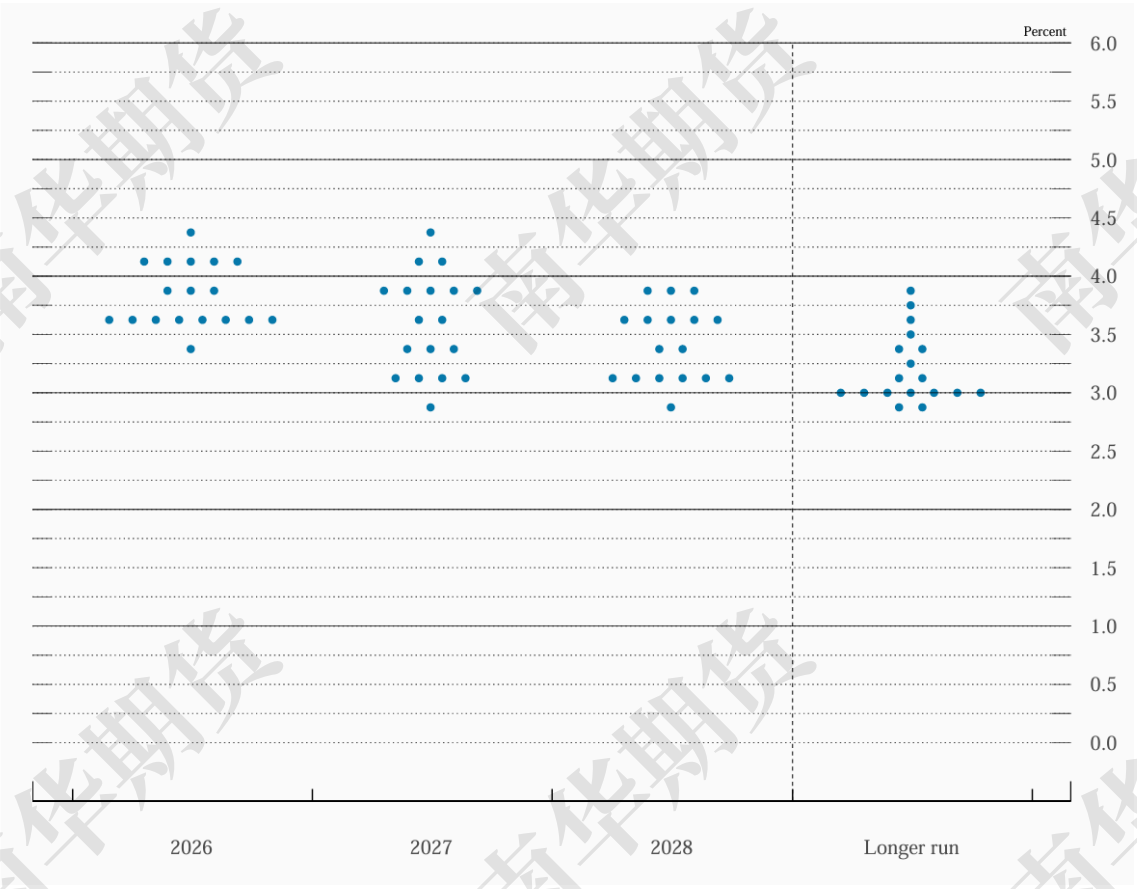
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：FRB 南华研究

2026.6点阵图：

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



美国CPI及细分项

美国CPI	权重		未季调YoY(%)			季调后MoM(%)			环比增量(%)	环比增量贡献(%)
	Aug-26	Jul-26	Sep-26	Aug-26	Jul-26	Sep-26	Aug-26	Jul-26		
CPI	100.00	100.00	3.7	3.4	3.4	0.6	0.4	0.1	0.2	0.20
食品	13.51	13.54	2.5	2.7	3.0	0.0	0.1	0.1	-0.1	-0.01
家庭食物	8.20	8.23	1.8	2.2	2.7	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.01
谷物和烘焙产品	1.02	1.03	2.1	2.6	2.7	0.1	0.0	0.2	0.1	0.00
肉，禽，鱼和蛋	1.96	1.96	0.3	1.1	1.9	-0.5	0.1	-0.7	-0.6	-0.01
乳制品及相关产品	0.74	0.74	-0.7	-0.3	-0.5	-0.9	0.3	-0.1	-1.2	-0.01
非酒精饮料和饮料材料	0.99	0.99	3.8	3.7	4.1	0.9	0.2	0.9	0.7	0.01
其他食物	2.23	2.24	1.8	2.4	2.5	-0.2	0.1	0.0	-0.3	-0.01
非家庭食物	5.30	5.31	3.5	3.4	3.4	0.2	0.3	0.3	-0.1	-0.01
能源	7.42	7.35	20.4	16.3	14.7	5.2	2.1	-1.5	3.1	0.23
能源商品	4.15	4.04	35.3	28.0	24.7	9.3	4.2	-2.9	5.1	0.21
燃油	0.12	0.11	74.2	52.0	39.1	15.3	10.1	-1.7	5.2	0.01
车用燃油	3.98	3.88	34.9	27.9	24.8	9.3	4.1	-3.0	5.2	0.21
汽油	3.85	3.77	34.2	27.4	24.6	9.1	3.9	-2.9	5.2	0.20
能源服务	3.27	3.30	4.6	4.0	4.3	0.1	-0.4	0.3	0.5	0.02
电力	2.53	2.55	4.4	3.8	4.2	0.2	-0.2	0.1	0.4	0.01
公用燃气服务	0.74	0.75	5.0	4.4	4.3	-0.3	-1.1	0.7	0.8	0.01
核心CPI	79.08	79.11	2.6	2.4	2.5	0.3	0.3	0.2	0.0	0.00
除食品能源外商品	18.84	18.84	0.7	0.7	0.8	0.3	0.1	0.2	0.2	0.04
服饰	2.45	2.41	3.4	3.6	3.9	0.3	0.0	0.1	0.3	0.01
新车	3.75	3.76	0.6	0.6	0.5	0.2	0.3	0.1	-0.1	0.00
二手车和卡车	2.69	2.70	-1.5	-2.3	-1.9	0.7	0.4	0.4	0.3	0.01
医疗商品	1.40	1.40	-3.3	-2.7	-2.7	-0.7	-0.2	-0.6	-0.5	-0.01
酒精饮料	0.82	0.83	1.4	1.6	2.1	0.0	0.1	0.2	-0.1	0.00
烟草和吸烟用品	0.45	0.45	6.4	6.3	6.7	0.7	0.6	0.5	0.1	0.00
除能源服务外服务	60.24	60.27	3.1	3.0	3.0	0.4	0.3	0.2	0.1	0.06
住所	35.32	35.34	3.2	3.0	3.2	0.4	0.3	0.1	0.1	0.04
主要住所租金	7.73	7.74	2.8	2.7	2.9	0.2	0.2	0.3	0.0	0.00
业主的等量房租	25.90	25.92	3.3	3.1	3.2	0.3	0.2	0.3	0.1	0.03
医疗服务	6.83	6.86	2.5	2.5	2.7	0.3	-0.2	0.6	0.5	0.03
运输服务	6.26	6.31	2.7	2.4	2.9	0.6	0.5	0.3	0.1	0.01
机动车保养与维修	1.06	1.06	5.8	5.2	6.6	0.7	1.1	0.6	-0.4	0.00
机动车保险	2.53	2.56	-5.0	-5.1	-4.5	0.1	-0.8	-0.3	0.9	0.02
机票价格	1.04	1.05	22.4	23.4	25.5	1.2	2.7	2.2	-1.5	-0.02
所有项目减去食品	86.49	86.46	3.9	3.5	3.4	0.7	0.4	0.1	0.3	0.26
所有项目减去住所	64.68	64.66	4.0	3.6	3.5	0.8	0.5	0.0	0.3	0.19
所有项目扣除食物与住宿	51.17	51.12	4.4	3.8	3.6	1.0	0.6	0.0	0.4	0.20
所有项目减去食品、住房与能源	43.75	43.77	2.0	2.0	1.9	0.3	0.3	0.3	0.0	0.00
所有项目扣除食物、住宿、能源、旧轿	41.06	41.07	2.3	2.2	2.2	0.3	0.3	0.3	0.0	0.00
所有项目减去食品与能源	NA	NA	2.6	2.4	2.5	0.3	0.3	0.2	0.0	#VALUE!
所有项目减去医疗保健	91.77	91.73	3.9	3.6	3.5	0.7	0.5	0.0	0.2	0.18
所有项目减去能源	92.58	92.65	2.6	2.5	2.6	0.3	0.3	0.2	0.0	0.00
服务	63.51	63.58	3.2	3.1	3.1	0.4	0.3	0.2	0.1	0.06
服务减去收容所租金	28.48	28.52	3.2	3.1	3.0	0.3	0.3	0.2	0.0	0.00
服务减去医疗保健服务	56.68	56.71	3.3	3.1	3.1	0.3	0.3	0.1	0.0	0.00

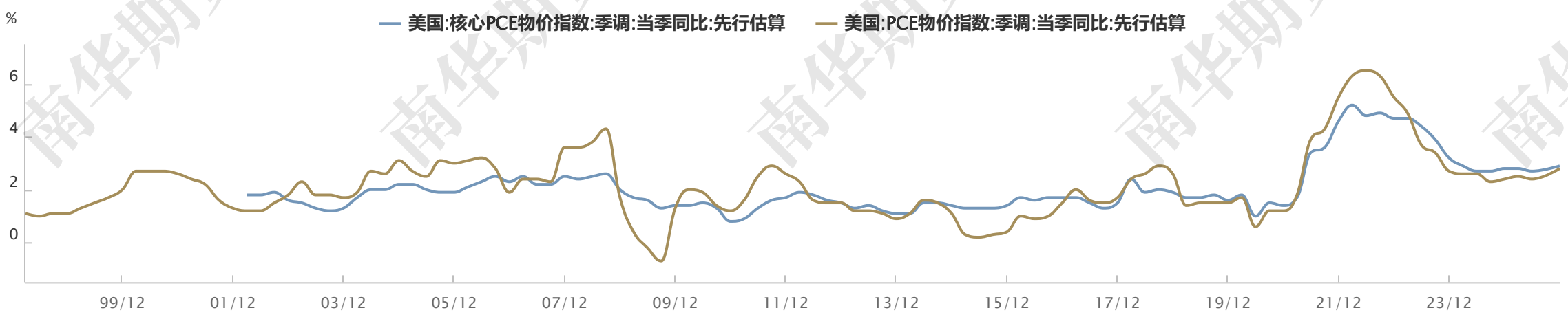
资料来源：Wind 南华研究

美国CPI和核心CPI(不含食物、能源)当月同比



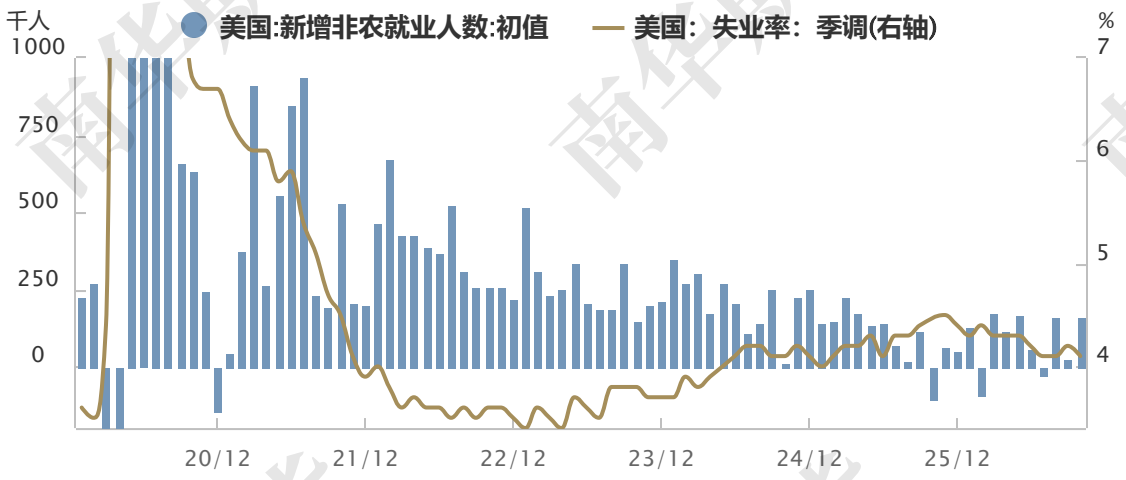
source：*同花顺,南华研究*

美国PCE物价指数和核心PCE物价指数季调当季同比（先行估算）情况



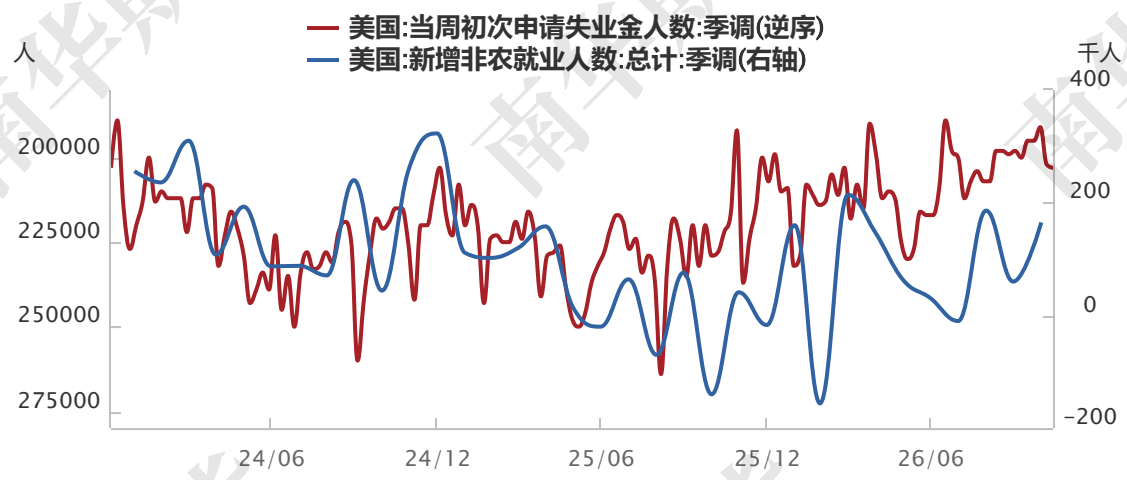
source：*同花顺,南华研究*

美国非农就业新增初值和失业率



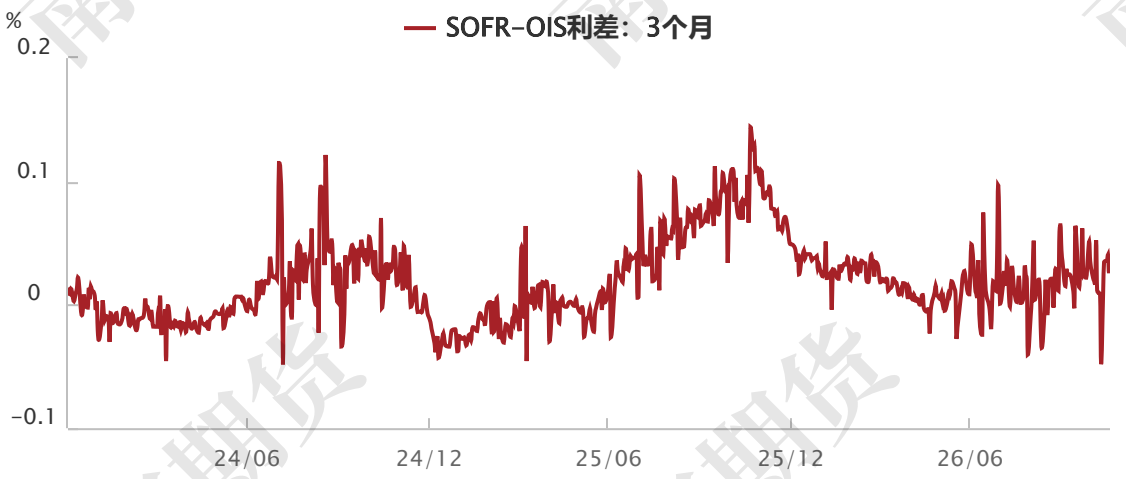
source：*wind,南华研究*

美国周初次申请失业金人数和新增非农就业人数



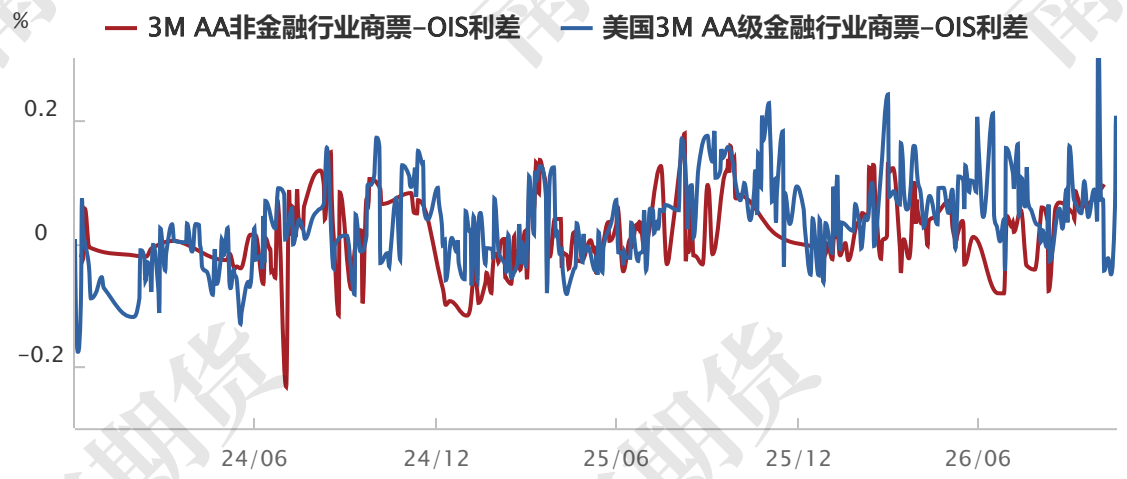
source：*同花顺,南华研究,wind*

美元流动性：3M SOFR-OIS利差



source：*彭博,南华研究*

美元流动性：金融和非金融商票利差



source：*彭博,同花顺,南华研究*

COMEX黄金和COMEX银(1年期)



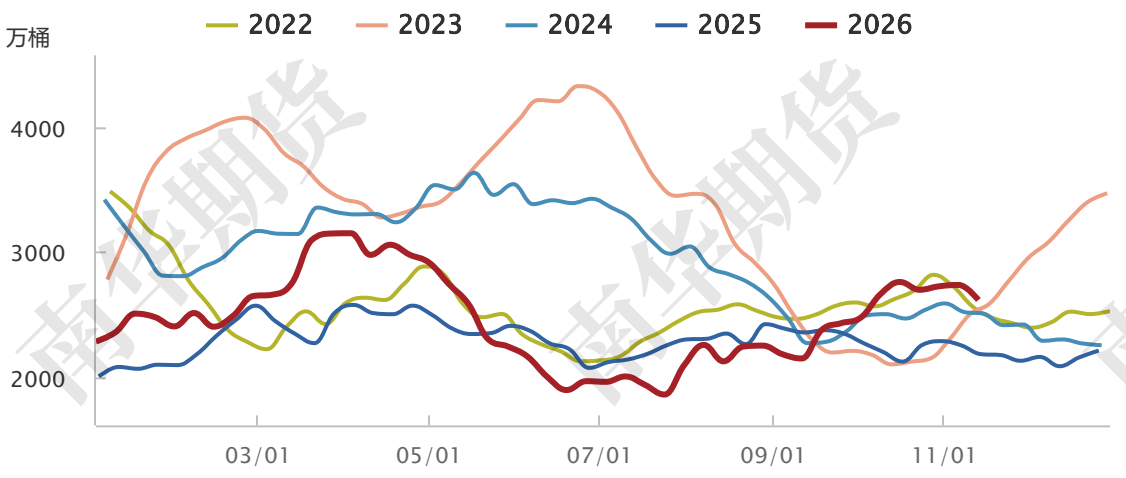
source：*同花顺,南华研究,wind*

SHFE黄金白银期货主连价格



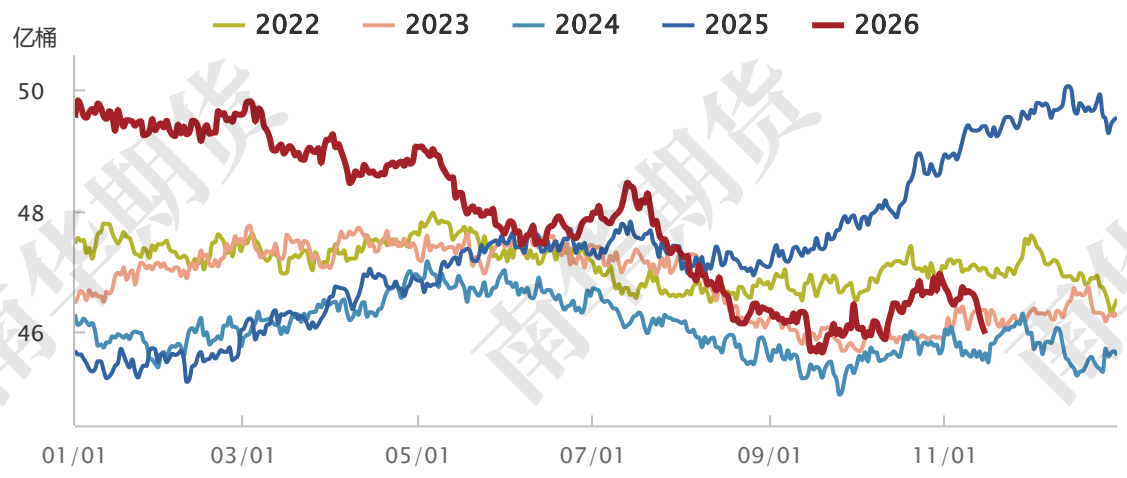
source：*同花顺,南华研究*

美国库欣原油周度库存季节性



source：*同花顺,南华研究*

全球原油库存

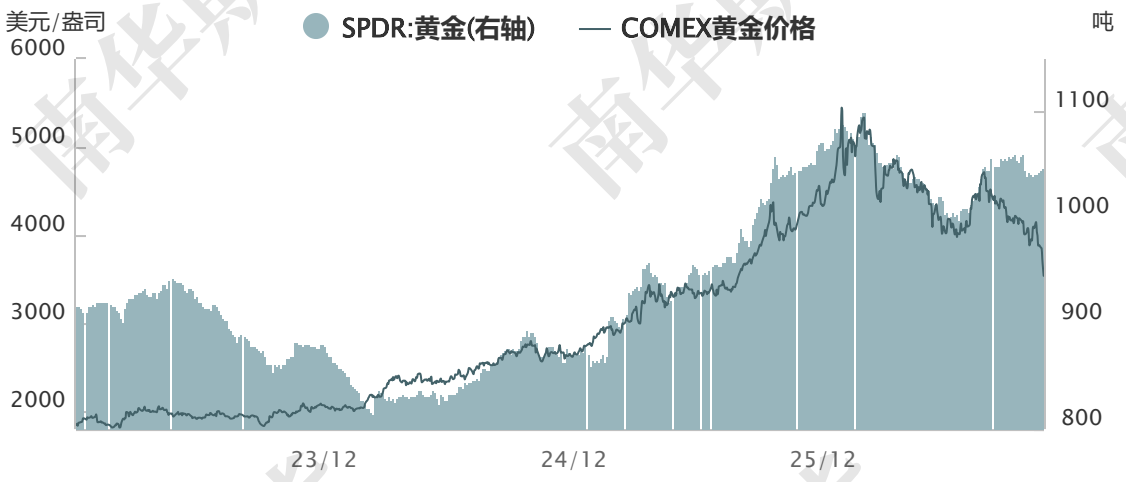


source：*南华研究*

第五章 敏感需求与估值

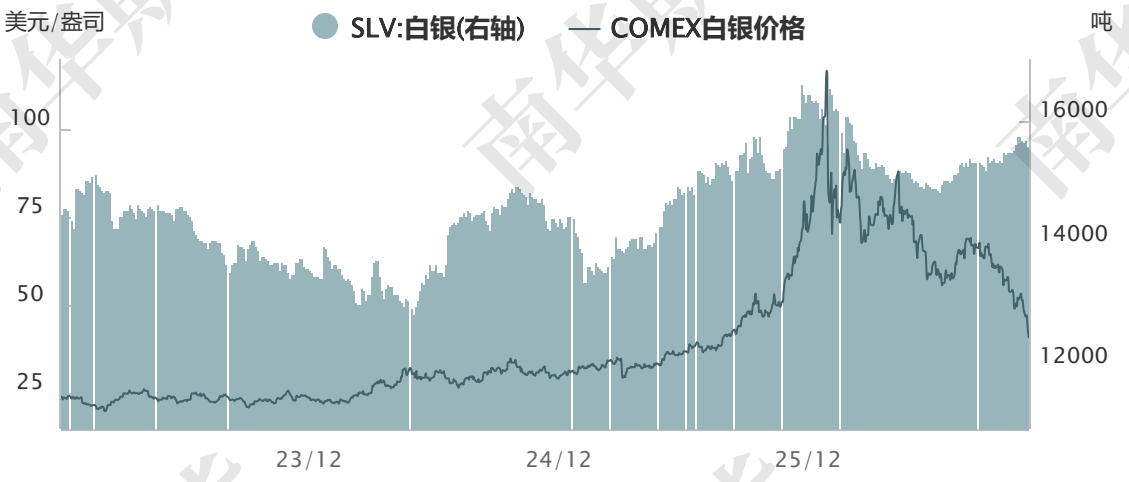
5.1敏感需求--ETF投资需求

黄金与ETF基金持仓



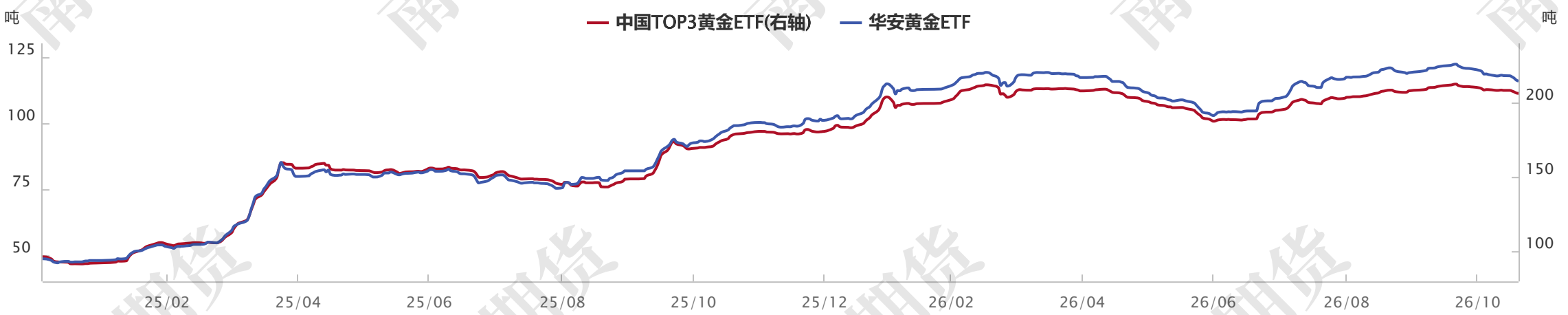
source：*同花顺,南华研究*

白银和ETF基金持仓



source：*wind,南华研究*

中国TOP3黄金ETF和华安黄金ETF



source：*wind,南华研究*

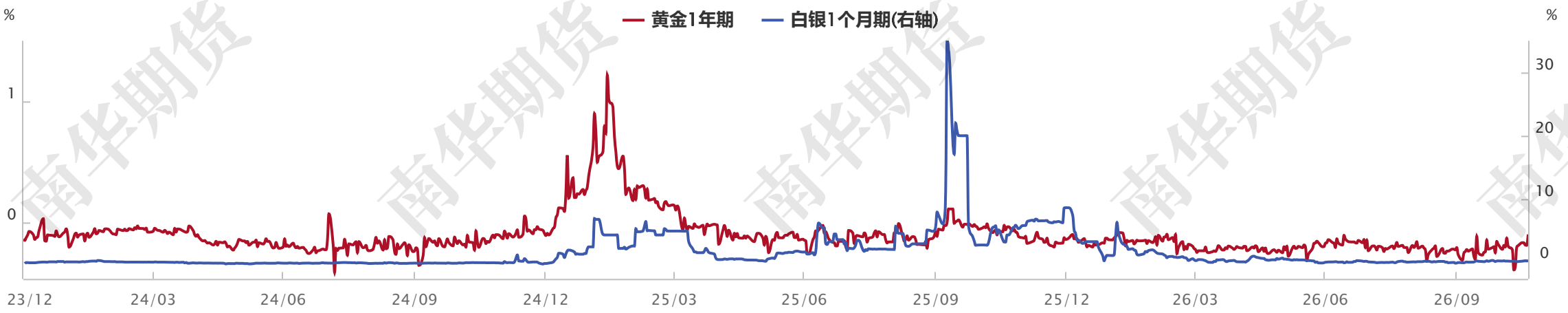
5.2估值锚定--关联资产

COMEX金银比价



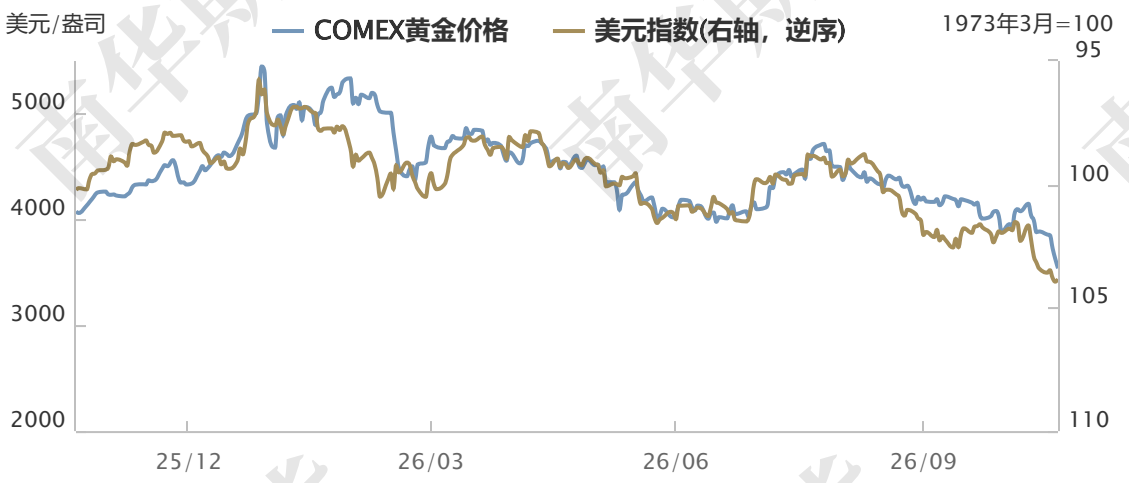
source：*同花顺,wind,南华研究*

黄金1年期租赁利率和白银1个月租赁利率对比



source：*彭博,南华研究*

黄金与美元指数(1年期)



source：*同花顺,南华研究*

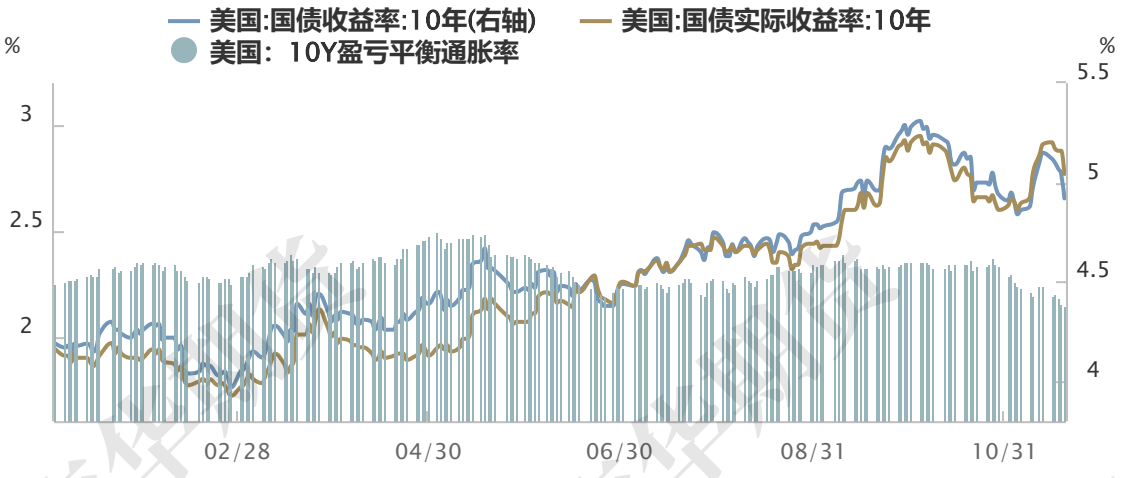
黄金与美债实际利率(1年期)



source：*同花顺,南华研究*

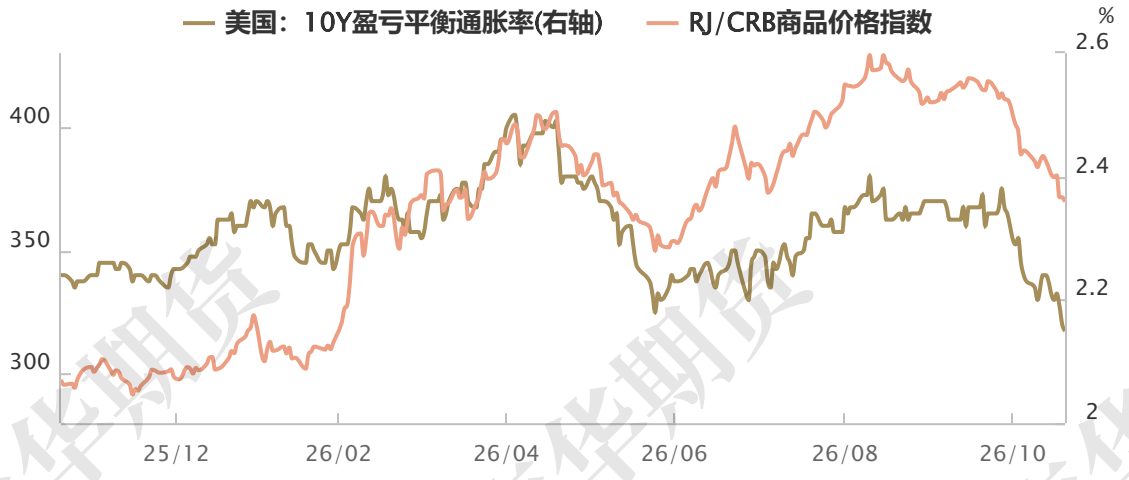
资料来源：Bloomberg 南华研究

美国10Y实际利率拆解（2026Y）



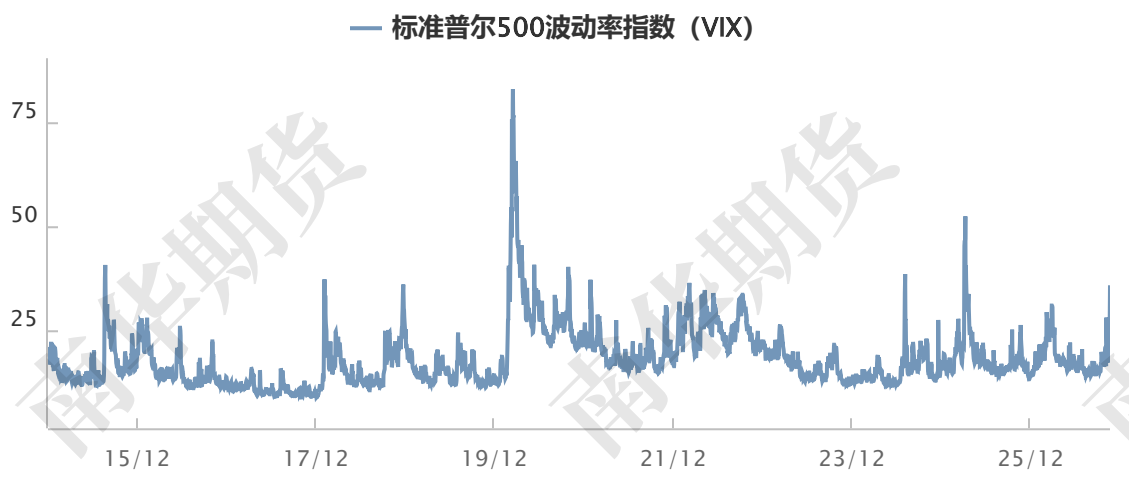
source：*同花顺,南华研究*

CRB与美通胀预期(1年期)



source：*同花顺,南华研究,wind*

标准普尔500波动率指数（VIX）



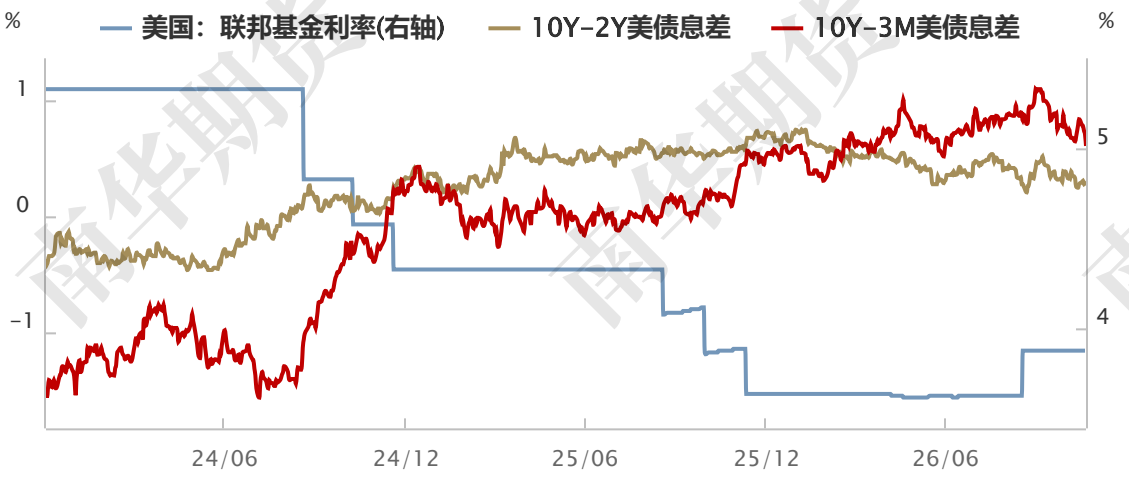
source：*wind,南华研究*

芝加哥联储全国金融状况指数



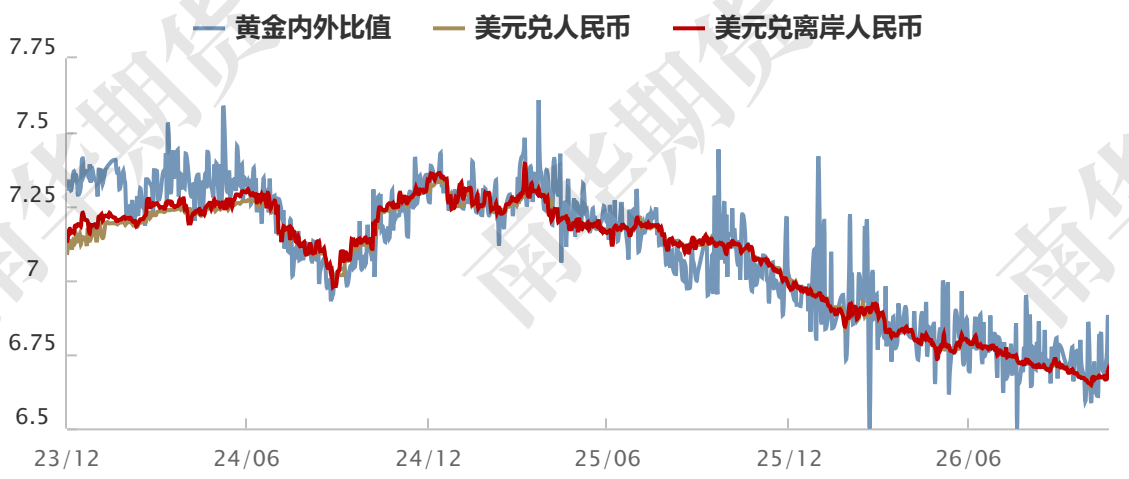
source：*wind,南华研究*

美基准利率与美债息差



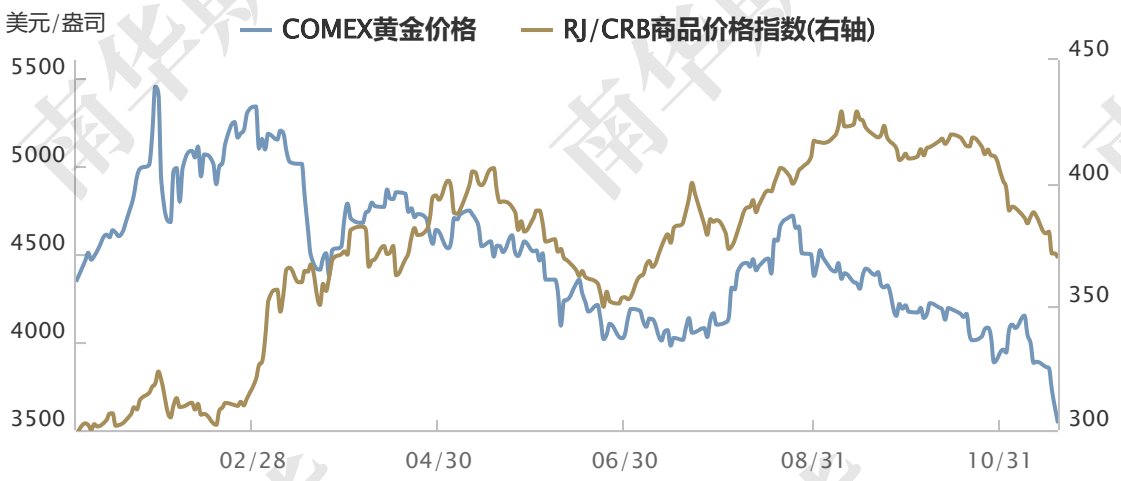
source：*同花顺,南华研究*

黄金内外比值和美元兑人民币汇率



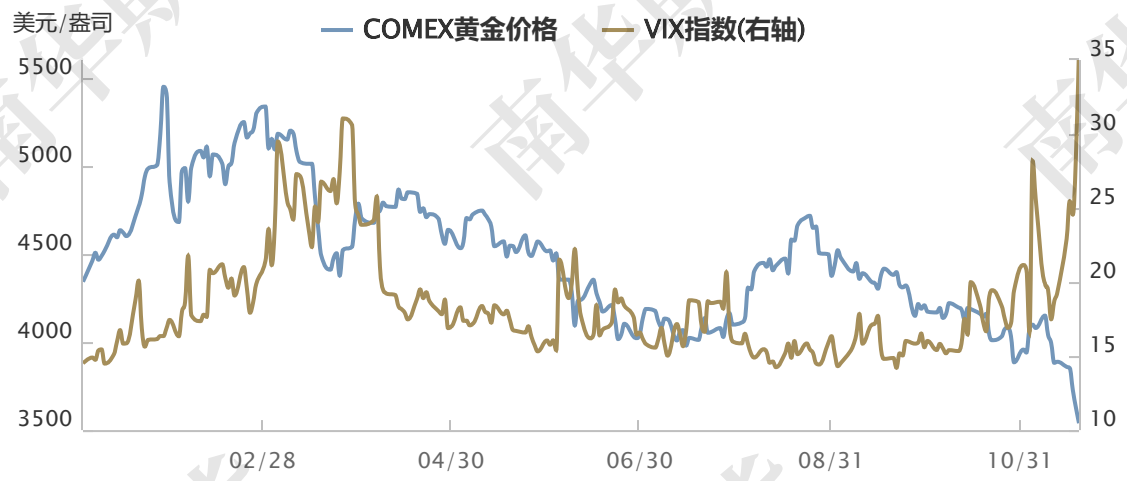
source：*同花顺,wind,南华研究*

黄金与CRB



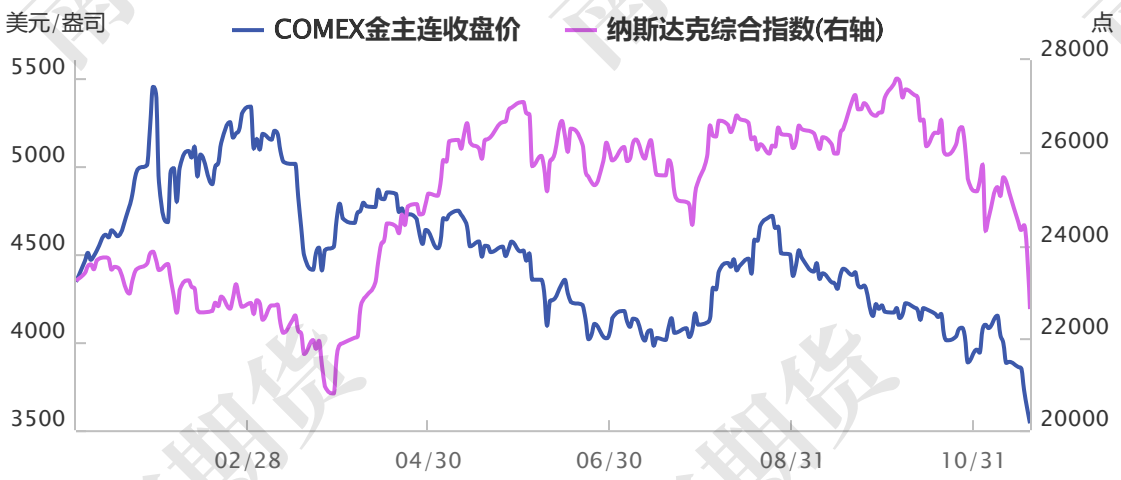
source：*同花顺,南华研究,wind*

黄金与VIX



source：*同花顺,南华研究,wind*

纳斯达克指数和黄金



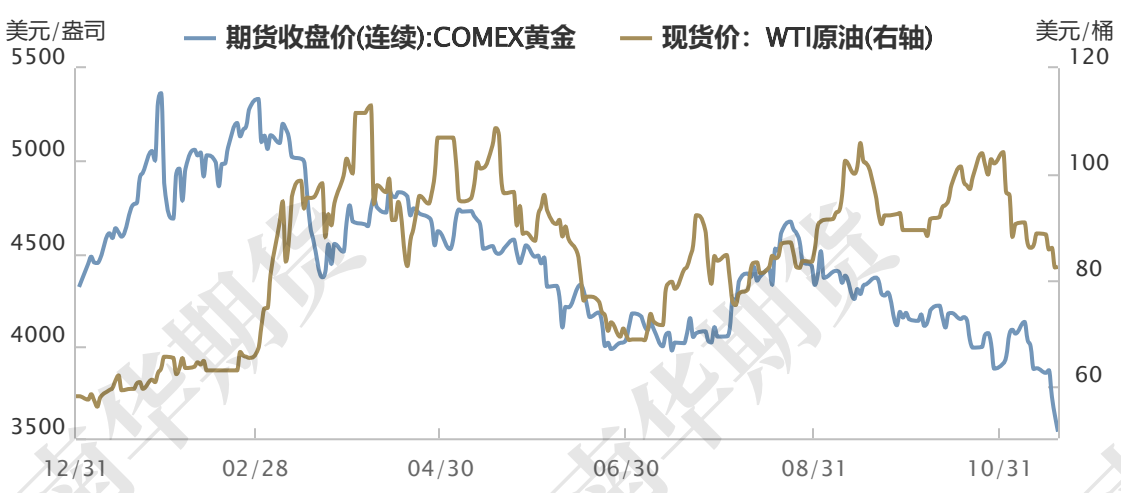
source：*wind,南华研究,同花顺*

黄金与比特币



source：*同花顺,南华研究,彭博*

原油与黄金



source：*同花顺,南华研究*

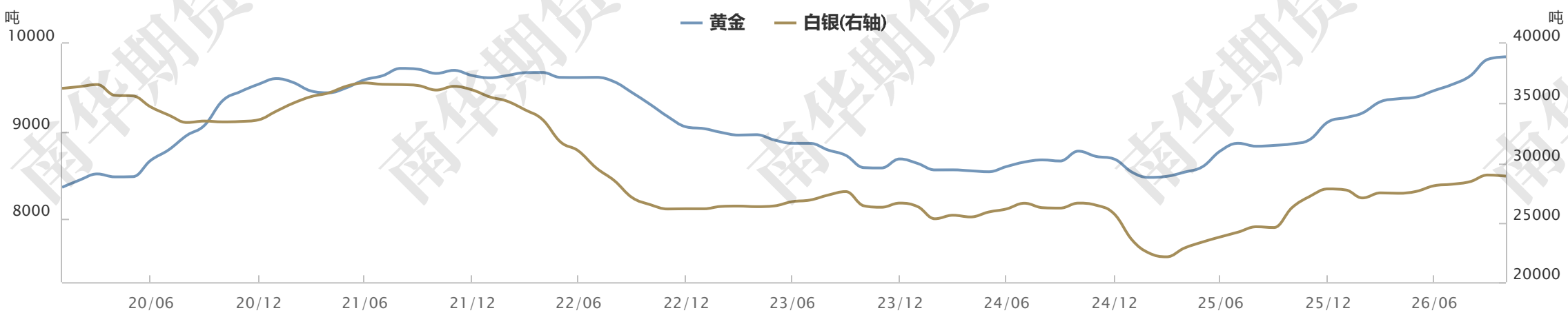
金油比



source：*彭博,同花顺,南华研究*

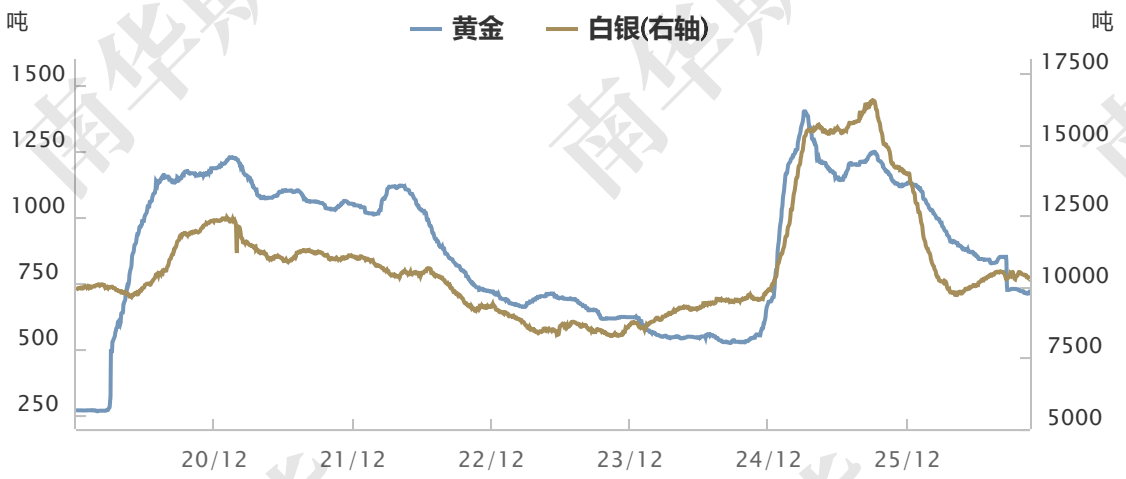
5.3全球主要交易所库存

LBMA黄金白银库存对比



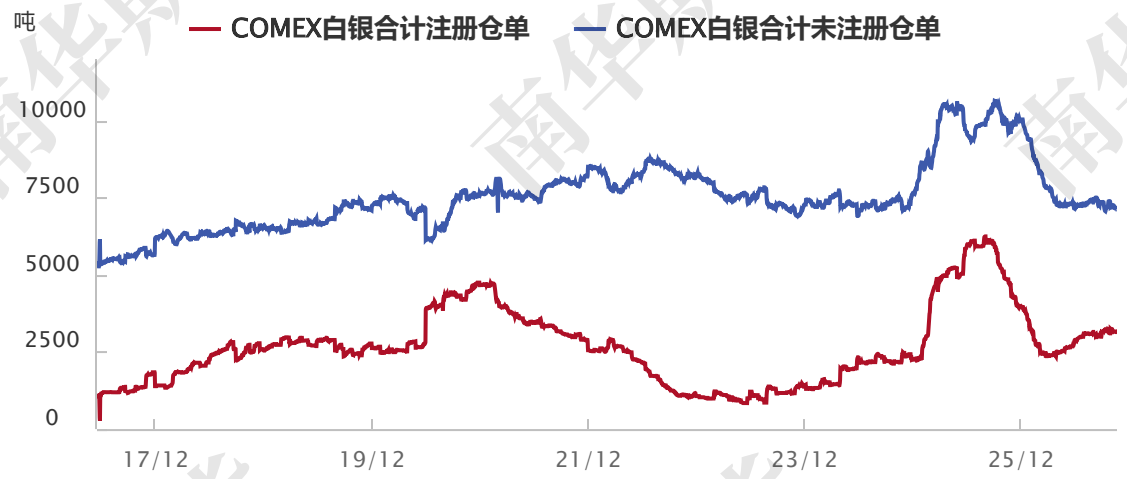
source：*同花顺,南华研究*

COMEX黄金白银库存对比



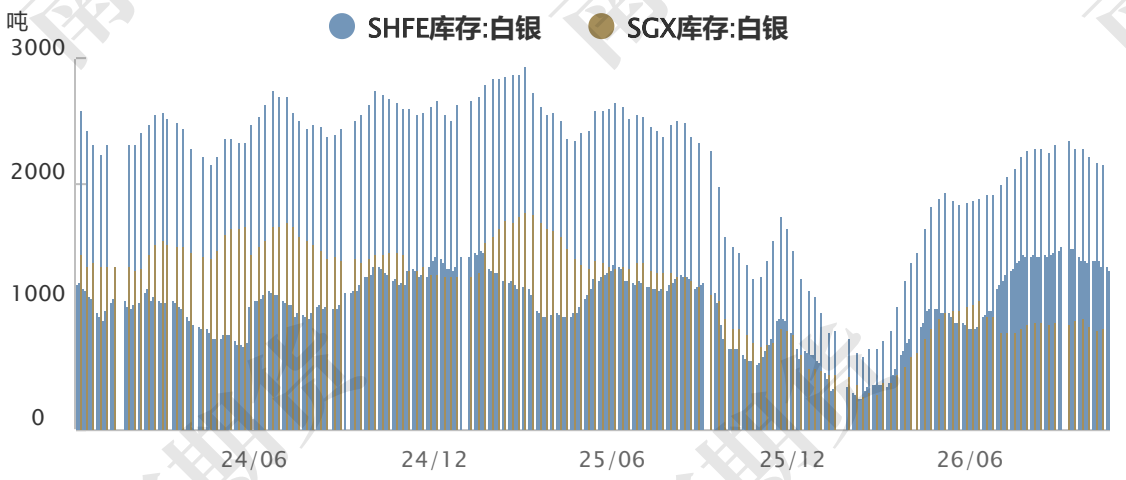
source：*同花顺,南华研究,wind*

COMEX白银合计注册和未注册仓单



source：*wind,南华研究*

SHFE+SGX白银库存



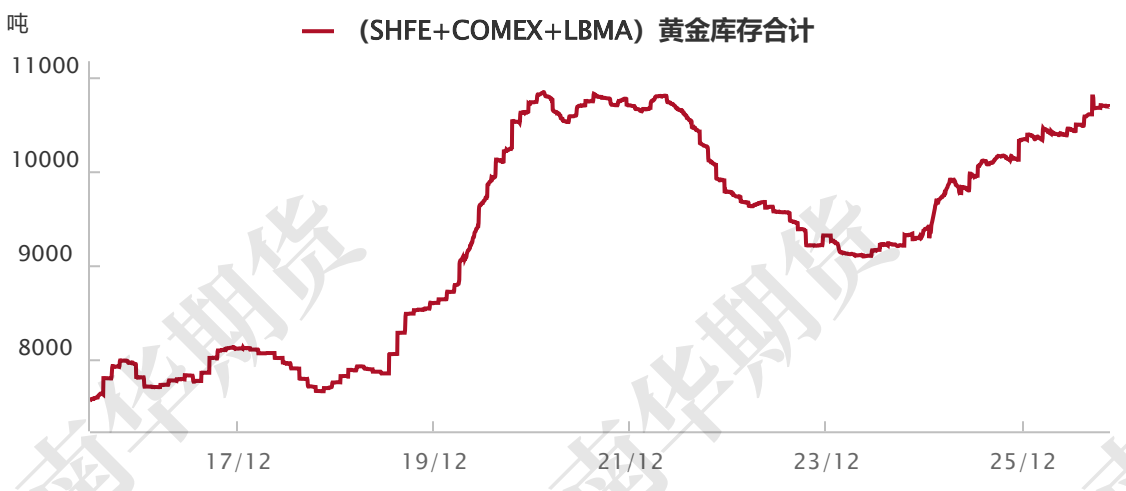
source：*wind,南华研究*

SHFE与SGX白银库存



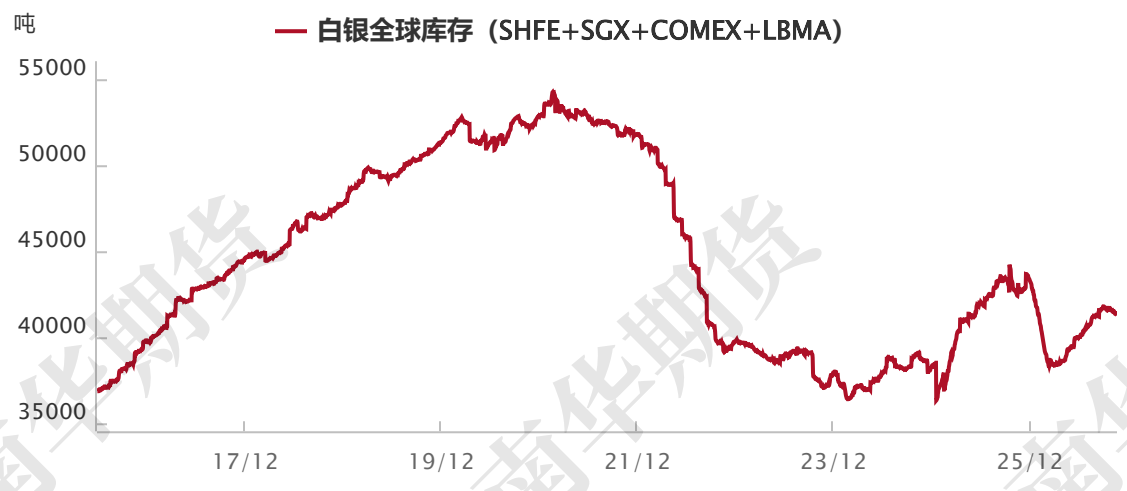
source：*wind,南华研究*

黄金库存合计（SHFE+COMEX+LBMA）



source：*同花顺,南华研究*

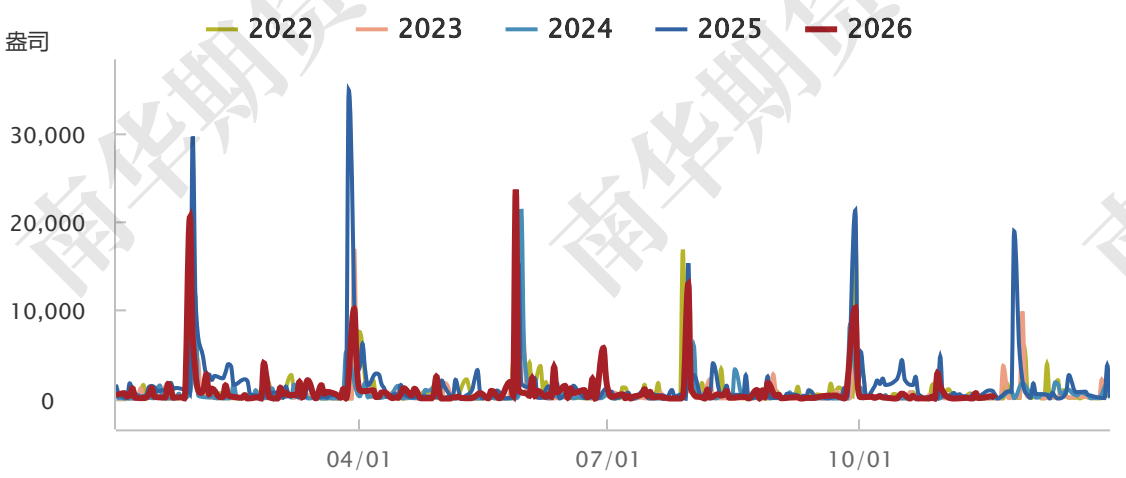
SHFE+SGX+COMEX+LBMA白银库存合计



source：*wind,同花顺,南华研究*

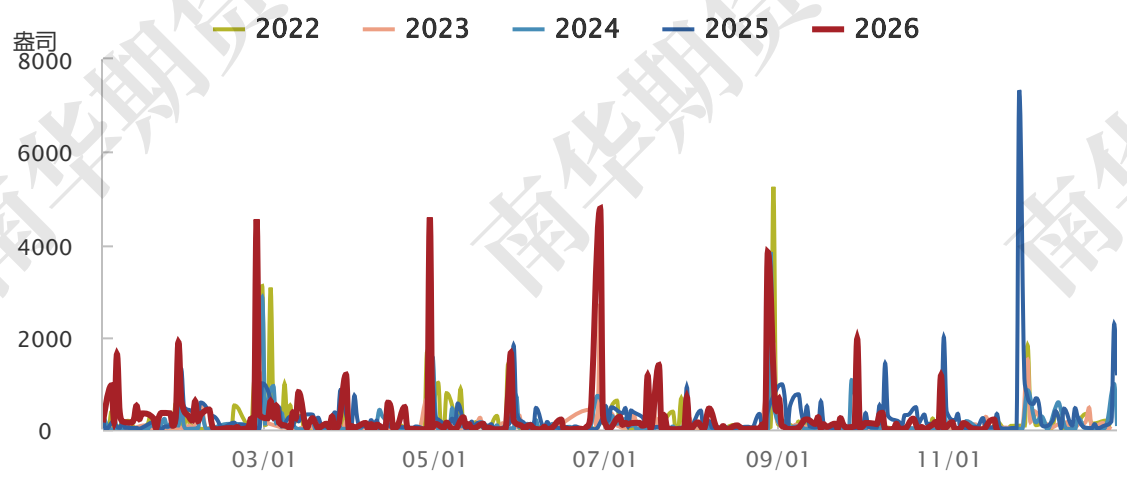
5.4全球主要交易所交割

COMEX黄金每日交割量季节性



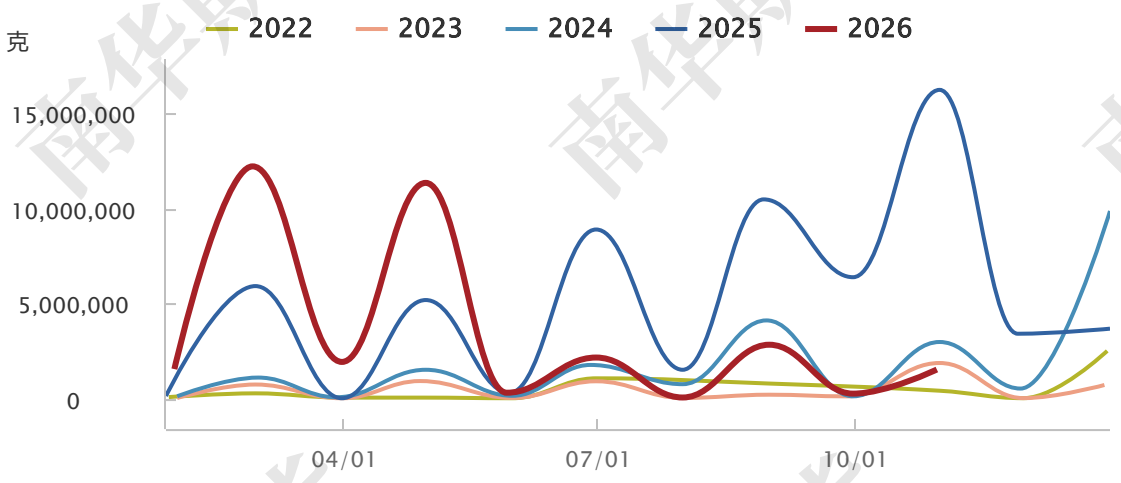
source：*彭博,南华研究*

COMEX白银每日交割量季节性



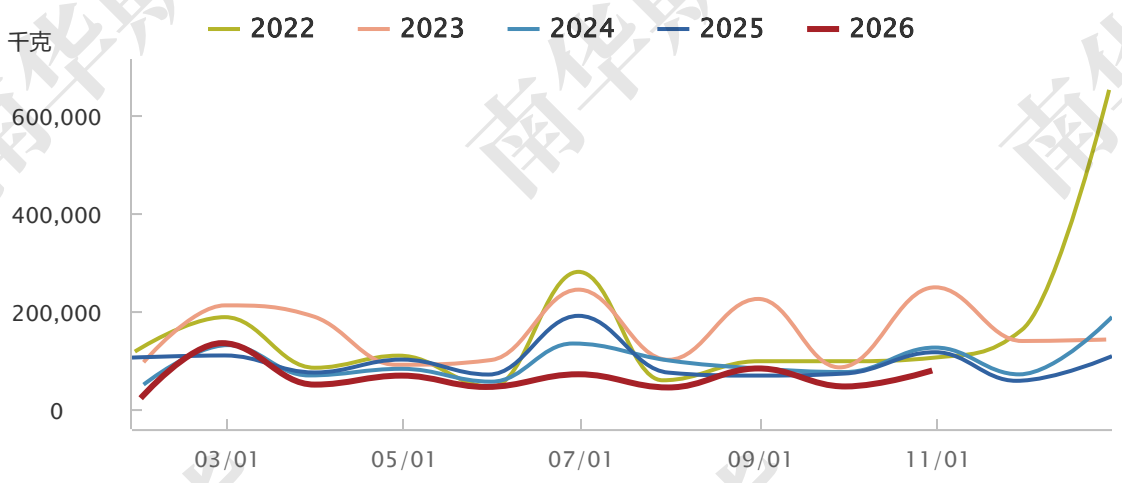
source：*彭博,南华研究*

上海期货交易所黄金月度交割量季节性



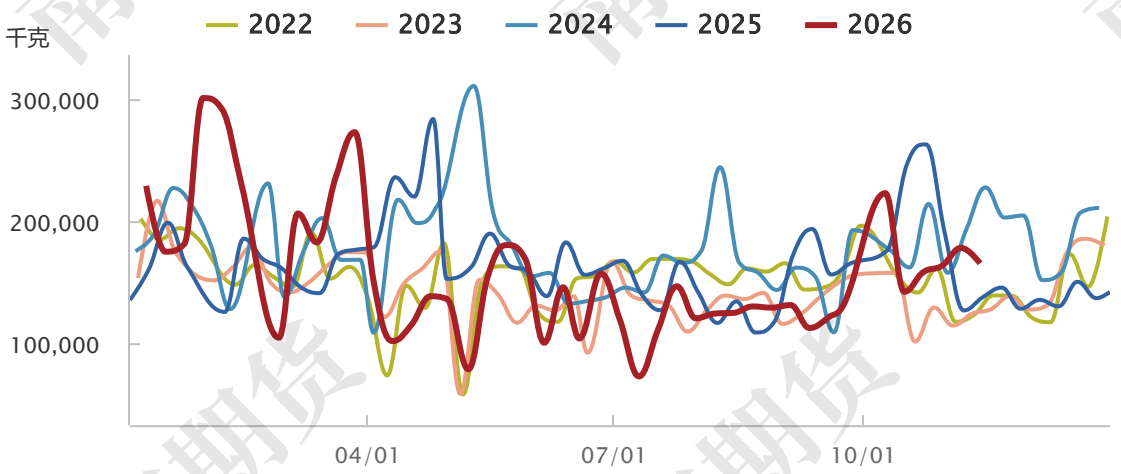
source：*wind,南华研究*

上海期货交易所白银月度交割量季节性



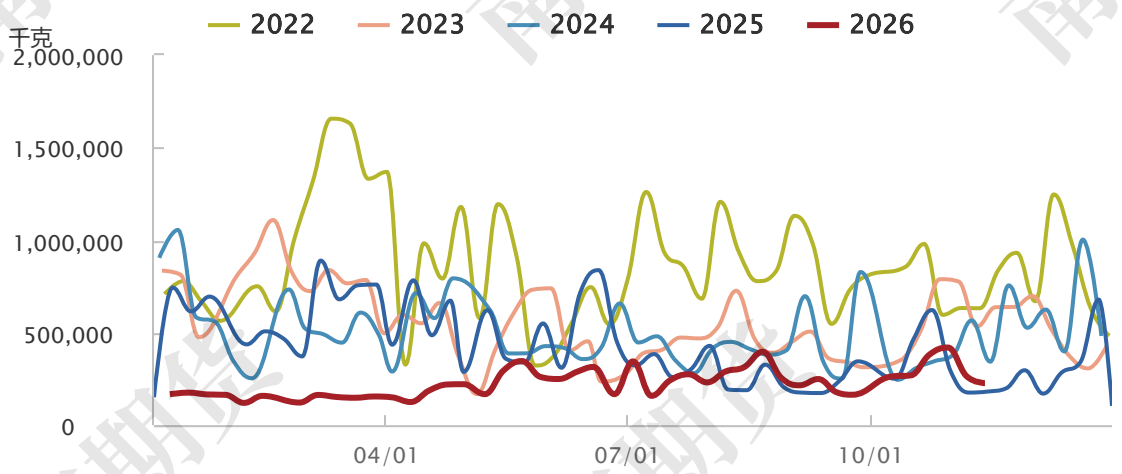
source：*wind,南华研究*

上海金交所黄金周度交割量季节性



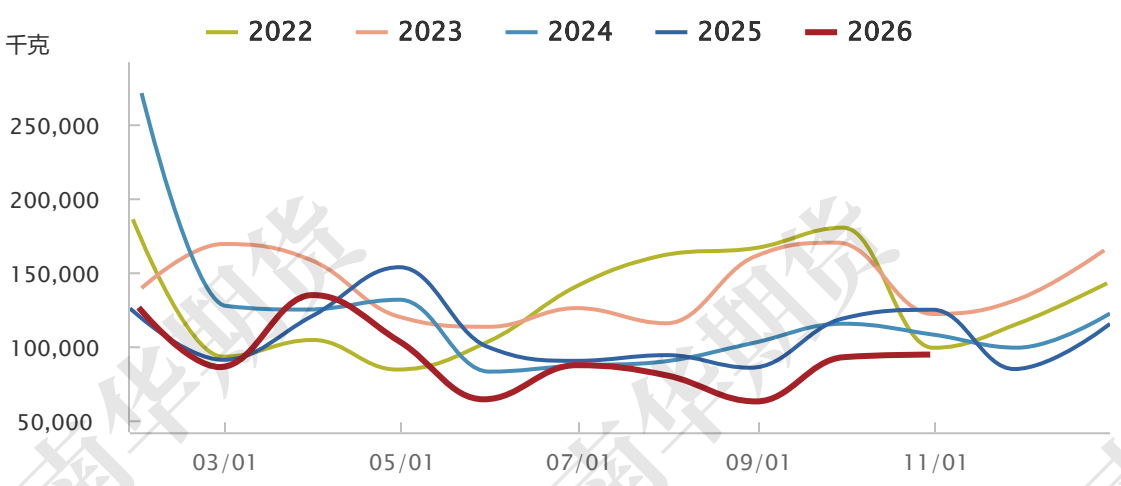
source：*wind,南华研究*

上海金交所白银周度交割量季节性



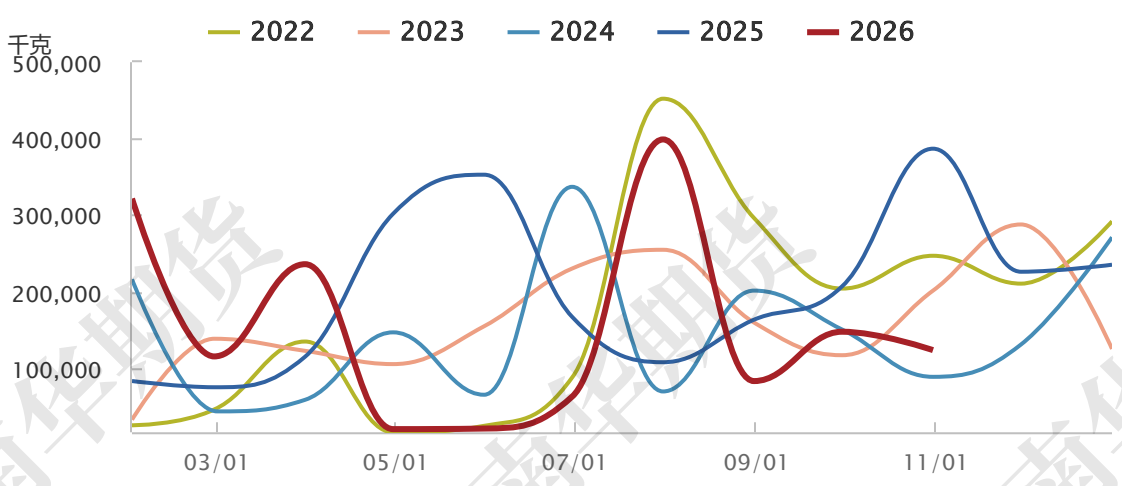
source：*wind,南华研究*

上海金交所黄金月度出库量季节性



source：*wind,南华研究*

上海金交所白银月度出库量季节性



source：*同花顺,南华研究*

免责声明

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。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。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。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。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。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦
邮编：310008
全国统一客服热线：400 8888 910
网址：www.nanhua.net
股票简称：南华期货
股票代码：603093

南华期货APP

南华期货公众号

南华研究公众号

Bigger mind, Bigger fortune

智慧创造财富