

监管压力剧增 金银巨震

贵金属期货

研究结论

- 2月美国政府面临部分关门可能性、美伊局势或升级、日本大选临近，不确定事件依旧集中，宏观面依旧支撑金银价格，但金银价格在情绪和资金面转折的情况下，与宏观面的脱离仍将继续，那么金银价格或大幅震荡，等待基本面影响回归，再度回到上行趋势。上半年以中期选举为目标，特朗普依旧以吸引类事件为工具，降低利率等生活成本为短期目标，那么动荡和宽松难以结束，金银价格向上趋势不变。但以特朗普“临阵退缩”的特征，事件真实扩大的可能性有限，那么金银价格难以维持1月极度上涨幅度。央行购金和美元替代底部需求仍存，经济数据将更趋向放缓，美元走弱共识依旧存在，上行趋势不变，但涨幅将收敛。
- 若本次金银价格回落幅度巨大，那么1月或将是近年来金银价格的历史最高点。但动荡不停，宽松不止的宏观面下，金银价格上行趋势依旧不变，价格回落后将为更良好的做多位置。从2011年历史来看，金价在银价达历史最高后，受动荡的经济影响，金价继续刷新历史最高。所以相比历史情况，以及目前未变的宏观环境，金价的支撑或强于银价。叠加目前金银比依旧处于历史极低水平，上升空间巨大，那么做多金银比将是非常好的策略。
- 风险点：降息预期降温，地缘政治冲突结束

交易咨询业务资格：

证监许可【2012】1091号

完稿时间：2026年2月3日

分析师：	项唯一
研究品种：	贵金属
从业资格证号：	F3051846
投资咨询证号：	Z0015764
TEL：	0575-85225791
E-mail：	xiangweiyi@dyqh.info

重要提示：

本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。大越期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为大越期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，大越期货不承担任何责任。

一、行情回顾

图 1：沪金走势



资料来源：Wind

图 2：COMEX 金走势



资料来源：Wind

1 月内外盘情绪极度高涨，直线飙升的白银也推动金价扩大涨幅，金价单日涨幅一度超过 7%，月末金价暴跌。沪金 1 月收涨 18.36%，刷新历史最大单月涨幅，月内最高达 1258.72 元/克，COMEX 金 10 月收涨 13.05%，月内最高达 5626.8 美元/盎司，月内最高涨幅达 30.17%。新年起始，特朗普连续不断冲击市场，委内瑞拉事件、格陵兰岛事件，拉美、欧美、美伊地缘冲突全面爆发，美联储候选人宽松预期升温，动荡不停，避险情绪下推动金价走高。但极度高涨的情绪影响更为明显，AI 科技愿景下有色金属全线走强，白银投资情绪飙升，美元回落，银价的直线飙升，金银比处于

历史极低，金价涨幅也明显扩大。

图 2：沪银走势



资料来源：Wind

图 2：COMEX 银走势



资料来源：Wind

1 月银价直线拉升，涨幅再度拉大，直月末银价直线下跌，回吐月内大部分涨幅。沪银收涨 54.91%，刷新历史最大单月涨幅，月内也多次刷新日内最大涨幅，最高达 32382 元/千克，振幅达 85%，沪银涨幅高于国际银，情绪极度高涨；COMEX 银收涨 20.75%，最高达 121.785 美元/盎司，月内振幅达 72.23%。31 日银价大幅下挫，夜间跌幅相差 24%，回吐大部分 1 月涨幅。新年起始，特朗普连续不断冲击市场，委内瑞拉事件、格陵兰岛事件，拉美、欧美、美伊地缘冲突全面爆发，美联储候选人宽松预期升温，动荡不停，避险情绪下推动金价走高，但银价与宏观面相关

请务必阅读正文之后的免责声明

度非常有限，投资情绪推动银价极度走高。上期所、上金所、芝商所全面上调保证金都未能阻拦，终于在 31 日银价直线骤降，转折迅速。

二、金融市场

2 月随着 1 月末监管力度加大，风险偏好或将有所降温，金银价格与风险偏好同向性密切，金融市场波动率或明显加大。2 月春节假期交易日较少，叠加特朗普前期冲突事件都已经降温，2 月受监管和情绪降温的影响或较大，但整体依旧维持强劲。1 月风险偏好强劲，AI 科技等美好愿景叠加持续大幅推高的银价和碳酸锂价格直线飙升，有色金属全线走高又推高了股市热度，呈现循环走高趋势。至下旬，国内股市受到调控，上涨趋势暂停，同时海外科技股 AI 愿景逐渐受到怀疑，风险偏好降温，银价受此影响一度小幅调整，但随后高涨的情绪再度推高金银价格，至月末情绪彻底反转。金银价格与风险偏好同向性难以迅速消散，风险偏好也将扩大金银的波动率，2 月金银波动性较大，大幅震荡为主。

1 月金银价格走势与美元指数负相关性明显，黄金对美元资产的替代性依旧是维持金价上涨的主要因素，在特朗普引发的地缘摩擦下，美国信用继续走弱，美元持续走低，金银价格明显走强。美元指数大幅回落，最低达 95.5542，全月收跌 1.17%，日央行未加息叠加日本提前大选影响，日元重挫，纽约联储罕见“询价”日元，这一动作被视为美国准备“亲自下场”救市的关键信号，美元也同步直线下挫，紧接着美国总统特朗普称美元表现很好，并不担心美元下跌，美元单日下跌超 1%。但实际金银价格受情绪影响明显，美元走弱加剧了金银上涨的速度，至月末金银价格大挫，美股 AI 大挫，美元明显反弹。人民币整体呈现走强趋势，月内最低达 6.9312，全月升值 0.24%。月内内盘金银溢价明显拉大，但与极度拉高的价格相关，虽汇率波动剧烈，但影响有限。美债收益率震荡走高，日本提前大选冲击市场，日本长债再度被抛售，甚至传导至美债被抛售，日债和美债收益率都走高，10 年期美债收益率上升 8.81 个基点收于 4.236%。股市走势与金银价格差距被明显拉大，但银价仍受到 AI 科技乐观愿景支撑，虽然支撑有限，但也同样加剧了银价的走高。至月末微软 AI 支出受质疑为起始，加上美股财报季影响，风险偏好降温再度加速了银价的回落。

请务必阅读正文之后的免责声明

极度透支的上涨叠加持续上调的保证金，终于推动金银价格从高位直线回落。芝商所从 2025 年 12 月至今连续 6 次上调保证金，1 月固定保证金转成幅度保证金，黄金保证金上调至 9%，白银保证金上调至 15%，为最初保证金的 4.5 倍，上期所和上金所保证金也持续上调至 20%，保证金紧张叠加空头下场，叠加量化交易催化，终于推动金银价格直线回落。

1 月金银比直线走低，为除 2011 年以来的最低值。银价持续异常拉升，沪银单日刷新 14% 涨幅，沪金单日刷新 8% 涨幅，都刷新历史最大单日涨幅。虽然金价受银价拉动，但金价相比明显稳定，因此金银比大幅走低，内盘金银比一度达 39.8，进五年中值为 76，金银比处于极低位置。从历史上看，金银比的最低点一般也为金银价格走势的最高点，因此蕴含巨大的下行的风险。在月末金银大幅下跌的情况下，金银比将迅速修复。情绪释放后，若金银价格能回归基本面影响，金价或将维持强势，金银比或将继续恢复，做多金银比是很好的时机。

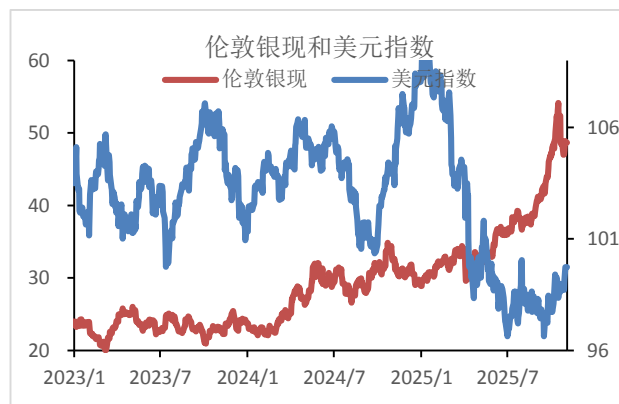
总的来说，近期金银价格受基本面影响有限，风险偏好和弱美元逻辑仍是金银价格近远期的主要影响因素。2 月金银价格在回吐涨幅的情况下，或与股市等风险资产的相关度增加，金银价格波动率将明显增加，金银价格若回归上行趋势，还需要等待市场出清。

图 5: 美元反弹，金价也继续走高



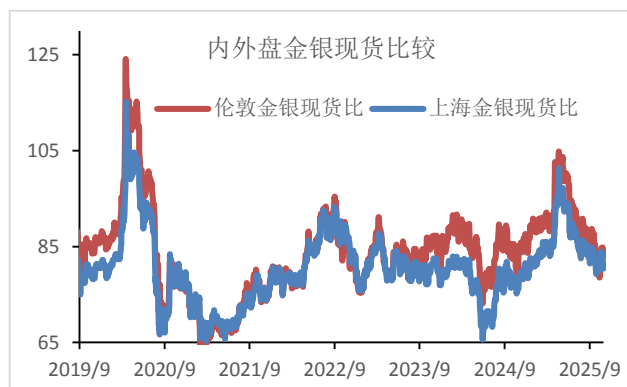
数据来源: WIND

图 6: 美元和银价相关性有限



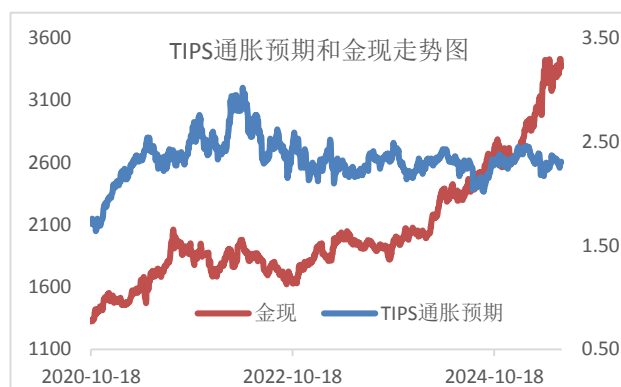
数据来源: WIND

图 7:金银比整体震荡



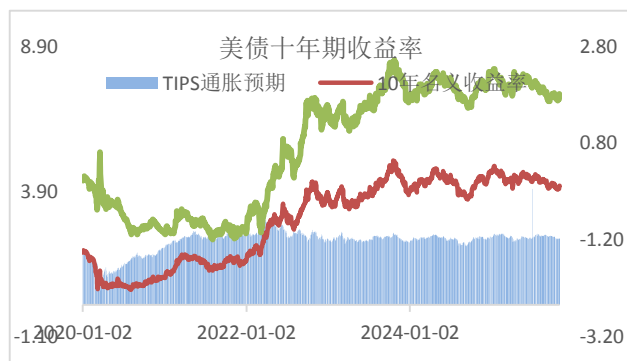
数据来源: WIND

图 8: 通胀预期也小幅回升



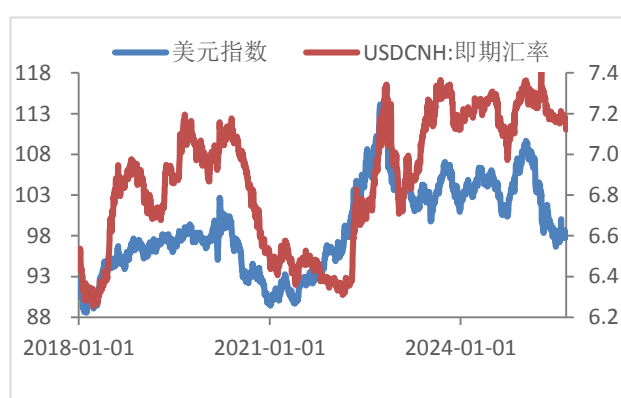
数据来源: WIND

图 9: 美债收益率回落



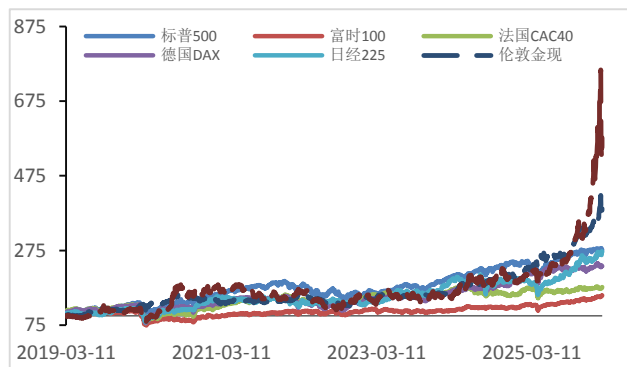
数据来源: wind

图 10: 人民币走弱



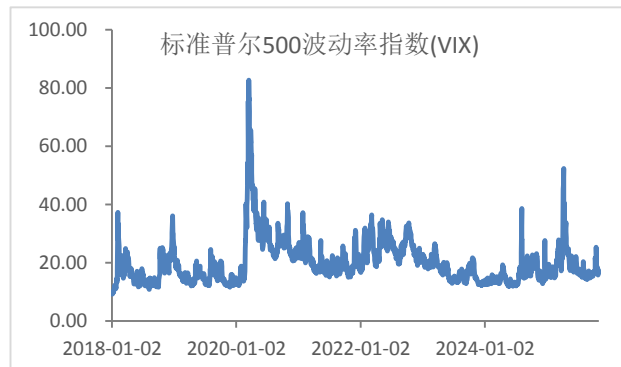
数据来源: WIND

图 11:金银受风险偏好同向影响



数据来源: WIND

图 12: VIX 恐慌指数继续降温



数据来源: WIND

三、宏观经济面

2月美国政府面临部分关门可能性、美伊局势或升级、日本大选临近，不确定事件依旧集中，宏观面依旧支撑金银价格，但金银价格在情绪和资金面转折的情况下，与宏观面的脱离仍将继续，那么金银价格或大幅震荡，等待基本面影响回归，再度回到上行趋势。1月新年起始，特朗普连续发动了多次地缘冲突，委内瑞拉事件、格陵兰岛事件以及引发的欧美关税全面加征，美伊局势，日本政治动荡，美联储主席候选人等。且特朗普“临阵逃脱”时间继续缩短，事件在单周内完成发生到结束全过程，动荡呈现更加急速发展阶段。至1月末，其中三个事件不确定性基本都消退，不确定性有所降温，2月重点在于美伊冲突是否升级，日本早市大选是否成功，即地缘冲突和宽松预期两方面，金银价格宏观支撑仍存，但难以回到1月异常上涨状态。

上半年以中期选举为目标，特朗普依旧以吸引类事件为工具，降低利率等生活成本为短期木盾，那么动荡和宽松难以结束，金银价格向上趋势不变。但以特朗普“临阵退缩”的特征，事件真实扩大的可能性有限，那么金银价格难以维持1月极度上涨幅度。央行购金和美元替代底部需求仍存，经济数据将更趋向放缓，美元走弱共识依旧存在，上行趋势不变，但涨幅将收敛。

1、美联储主席候选人风波，降息周期暂停

2月无美联储会议，但欧英央行或降息，日本政治风波下也偏向宽松，金银仍处于宽松环境，依旧易涨难跌。1月美联储如期停止降息，但金银价格对此几乎无反应，市场焦点集中在美联储主席新人选上。众所周知，特朗普希望降低利率，因此新主席必然鸽派，且目前候选人都无一例外都表现出鸽派倾向，因此市场忽略目前美联储决议，期待于新美联储主席带来的宽松，金银价格也受此强劲。至月末，美联储候选人公布，沃什相对于候选人中最不鸽派的人选，适逢金银价格重挫，再度加速了金银价格的下行。新主席沃什荣获本次金银价格重挫的“主因”，但金银价格与现实割裂仍在继续，依旧未能回到宏观面正常走势上，仍需等待此轮金银价格是否能出清，回归正常价值体系中来。

美联储维持基准利率在 3.50%-3.75%不变，在连续三次降息 25 个基点后暂停行

动，符合市场预期。美联储主席候选人沃勒支持降息 25 个基点，与特朗普“钦点”理事米兰立场一致。美联储在声明中指出，失业率已现初步企稳迹象，通胀仍处于相对高位，经济前景的不确定性依然较高。鲍威尔：加息并非任何人对下一步行动的基本假设，关税通胀预计今年年中消退，不会置评美元走势。鲍威尔表示，通胀风险已经在一定程度上消退，就业风险可能正趋于稳定，加息并非任何人对下一步行动的基本假设。

政治压力对美联储压力继续加大，美联储候选人再起风波。1 月 12 日早，美国联邦检察官已对美联储主席鲍威尔展开调查。该调查主要针对美联储华盛顿总部的翻修工程，这标志着特朗普与美联储主席之间长期冲突的升级。媒体称，贝森特周日晚与特朗普紧急通话，表示对调查“很不高兴”，警告可能扰动金融市场、且让本可能在提名新美联储主席后卸任的鲍威尔不会提前离开。此后，美联储前主席等多名美国前财经要员发表联合声明，批评特朗普政府对鲍威尔发起刑事调查。全球多家央行行长正在草拟一份声明，以声援美联储主席鲍威尔。1 月 18 日，最热美联储主席人选生变，特朗普称希望哈塞特继续担任白宫顾问。报道称贝莱德的里德尔竞选美联储主席呼声渐起，他周四与特朗普会面顺利。1 月 23 日，贝莱德高管里德尔吸引了特朗普的注意；在特朗普政府征询对候选人名单的看法时，里德尔获得了债市参与者的积极反馈，里德尔的胜率从 6% 飙升至 49%。

2026 年降息押注依旧维持至 2 次，2027 年无降息押注，即 2026 年为降息的结束年份，宽松面临收紧，这将是金银价格长期向上推动的结束。1 月美联储会议前，降息时间点还略前移，在 5 月美联储主席鲍威尔到期前的 3 月还有降息预期，但 1 月公的非农数据另 1 月降息预期清零，同时 5 月前降息押注退出。目前市场预期 2026 年 6 月和 12 月将降息两次，但降息时间点不确定性高，美联储主席更换叠加美联储内部分歧巨大，未来的降息路径不确定高，宽松对金银的推动型或将降温。

欧央行 12 月会议纪要：货币政策“处于良好状态”，未来将继续保持高度灵活。欧洲央行管委会认为，当前货币政策能够在支持经济与抑制通胀之间保持平衡，但同时强调并非一成不变。纪要指出，欧洲央行将继续保持高度灵活性，对利率向上或向下调整都保留充分选择权，以便在经济与通胀前景发生变化时及时作出应对。

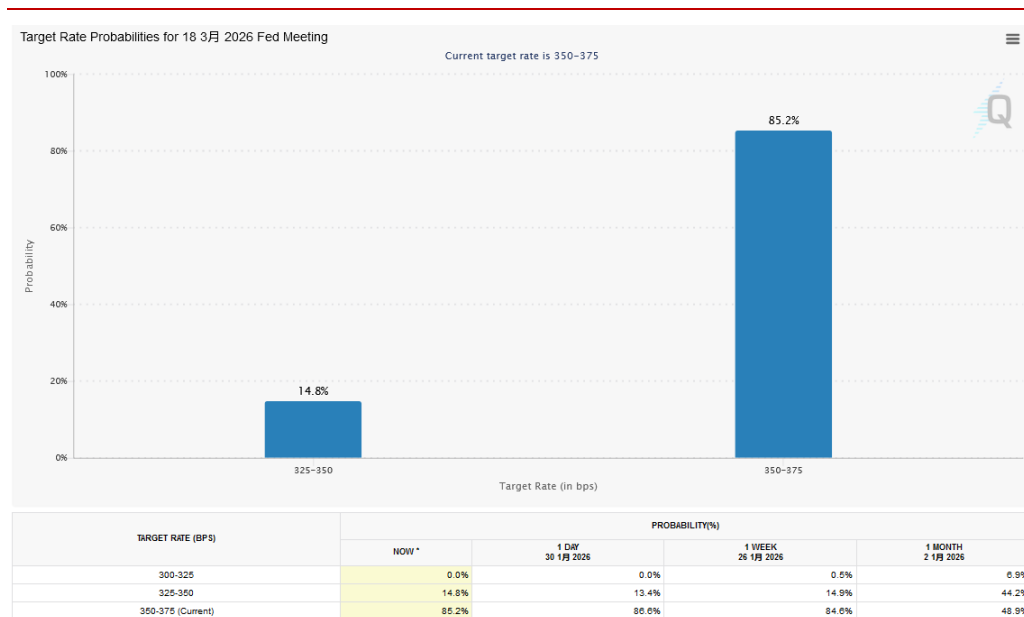
日本央行维持利率不变，一位成员支持加息。日本央行周五维持政策利率在 0.75% 不变，符合市场预期，但上调了中长期通胀预测。该行以 8 比 1 的投票通过本次利率决议。日元在植田和男记者会后上演“先跌后涨”的剧烈波动，最高升至 157.37，引发市场对当局进行“汇率检查”或直接干预的强烈猜测。纽约联储罕见“询价”日元，这一动作被视为美国准备“亲自下场”救市的关键信号。日本首相高市早苗周日发出严厉警告，承诺政府将采取“一切必要措施”应对市场的投机性和极度异常波动。日本首相高市早苗警告打击市场投机，承诺在必要时采取行动，并暗示若执政联盟败

选将辞职，此后日元持续回升。日本提前大选再度引发财政担忧，日元汇率大跌。日本首相高市早苗表示，将于 1 月 23 日解散众议院。众院选举日程为 1 月 27 日发布公告、2 月 8 日进行投计票。高市早苗还提出加快安保三文件的修订进程。市场认为，尽管日本央行在本月政策会议上可能维持利率不变，但汇率因素或将促使其重新评估加息时点，甚至可能被迫提前行动。

央行全面下调再贷款和再贴现利率，2026 年宽松基调未变。1 月 15 日，中国央行决定下调再贷款、再贴现利率。自 2026 年 1 月 19 日起，下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点。下调后，3 个月、6 个月和 1 年期支农支小再贷款利率分别为 0.95%、1.15% 和 1.25%，再贴现利率为 1.5%，抵押补充贷款利率为 1.75%，专项结构性货币政策工具利率为 1.25%。同时将会同金融监管总局，将商业用房购房贷款最低首付比例下调至 30%。同时增加科技创新和技术改造再贷款额度，并扩大支持范围，将科技创新和技术改造贷款额度从 8,000 亿元增加 4,000 亿元至 1.2 万亿元，并将研发投入水平较高的民营中小企业纳入支持领域。中国人民银行新闻发言人、副行长在会上表示，从今年看，降准降息还有一定空间。从法定存款准备金率看，目前金融机构的法定存款准备金率平均为 6.3%，降准仍然还有空间。财政部有关负责人介绍，2026 年财政赤字、债务总规模和支出总量将保持必要水平，确保总体支出力度“只增不减”、重点领域保障“只强不弱”。2026 年将继续安排超长期特别国债，用于“两重”建设和“两新”工作，并优化政策。

总的来说，美联储降息周期再度开启，持续的降息预期将继续推动金银价格上涨，金银价格将再度冲击历史最高。政治压力下，影子美联储的影响愈发显著，未来降息路径可以期待，那么金银价格未来将受此推动。下半年，政治压力加大，虽然目前美联储态度维持强硬，但内部分歧继续加大。目前市场预期已经与美联储点阵图维持一致，为了降息幅度符合政治预期，经济数据影响将继续加大，那么金银价格或将再次受到推动。

图 14： 3 月降息预期为 85.2%



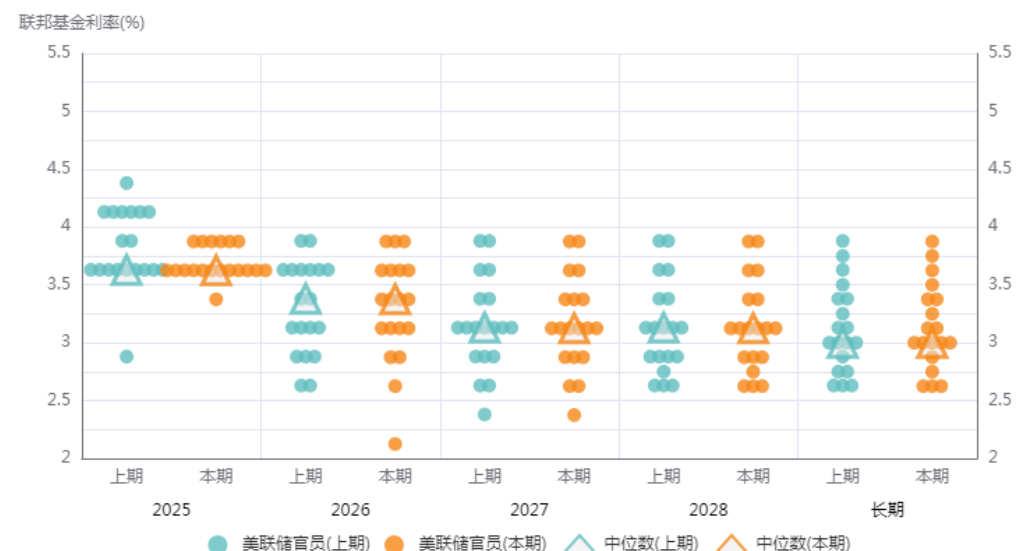
资料来源：CME

图 14：降息次数年内仍有两次

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2026/3/18		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.4%	86.6%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	27.0%	70.5%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	15.7%	50.3%	32.7%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.5%	6.5%	28.3%	43.9%	20.8%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.2%	3.3%	16.7%	35.6%	33.1%	11.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.9%	6.1%	20.7%	35.1%	28.4%	8.7%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.2%	2.0%	9.4%	23.9%	33.6%	24.1%	6.8%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.2%	2.0%	9.4%	23.9%	33.6%	24.1%	6.8%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.3%	2.4%	10.0%	24.3%	33.2%	23.3%	6.5%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.3%	2.2%	9.5%	23.4%	32.6%	24.0%	7.6%	0.4%	0.0%
2027/6/9	0.3%	2.1%	9.2%	22.8%	32.2%	24.3%	8.3%	0.7%	0.0%
2027/7/28	0.2%	1.9%	8.1%	20.7%	30.7%	25.6%	10.8%	1.9%	0.1%
2027/9/15	0.2%	1.8%	8.0%	20.6%	30.7%	25.6%	10.9%	2.0%	0.1%
2027/10/27	0.2%	1.7%	7.5%	19.4%	29.7%	26.1%	12.3%	2.8%	0.3%
2027/12/8	0.5%	2.8%	9.7%	21.4%	29.0%	23.5%	10.5%	2.3%	0.3%

资料来源：CME

图 15：2026 年美联储点阵图暗示年内仍将降息 50bps，但分歧巨大



资料来源：CME

3. 经济数据呈回升趋势，就业和通胀降温助力宽松预期升温

2 月随着金银价格波动性下降，或将回归经济面，仍将继续通过货币和财政政策来影响市场宽松预期，美国劳动市场降温预期仍存，通胀延续和缓趋势，继续支撑宽松预期升温，金银价格向上趋势未变。另外因美国政府停摆可能性，经济数据或将面临延迟公布影响，那么市场经济预期更将趋于恶化，推动金银价格上涨。目前金银价格受数据影响非常有限，以美联储关注点来说，焦点已经从通胀转至就业，对就业放缓反映剧烈，但对通胀较为宽容，即对降息乐观信号较为敏感。随着美联储宽松预期升温，经济数据反复验证预期，就业和通胀数据将决定降息幅度，金银价格也将受此推动。虽然情绪影响剧烈，事件依旧复杂，随着金银价格回吐涨幅，市场的关注点或再度回到宽松预期。

国内经济数据有所改善，政策支持预期依旧强劲。中国 12 月官方制造业 PMI 50.1，为 4 月份以来首次升至扩张区间，综合 PMI 产出指数升至近期高点。其中，制造业产需两端明显回升，大型企业 PMI 重返扩张区间。非制造业 PMI 景气水平改善，服务业景气度小幅回升，建筑业景气度明显回升。中国 12 月 CPI 同比涨幅创 34 个月新高，环比转涨 0.2%，PPI 环比连续 3 个月上涨。CPI 同比上涨 0.8% 回升至 2023 年 3 月份以来最高，主要是食品价格涨幅扩大拉动，鲜菜涨幅 18.2%。而 CPI 环比由降转涨主要受除能源外的工业消费品价格上涨影响，通信工具、母婴用品等价格均有上涨，金

饰价格涨 5.6%。PPI 同比连续第 39 个月下降，环比涨幅扩大，国际有色金属价格上行拉动国内相关行业价格上涨。

美国就业数据放缓，但未到担忧程度。美国 Q3 实际 GDP 季环比终值小幅上修至 4.4%，创两年来最快增速，核心 PCE 通胀保持在 2.9%。美国国会预算办公室预计，美国 GDP 增速将在 2026 年加快至 2.2%，2026 年 PCE 通胀率为 2.7%，2028 年为 2.1%。美国失业率将在 2026 年降至 4.6%，并在 2028 年进一步降至 4.4%。美联储利率将在 2026 年第四季度降至 3.4%。**制造业 PMI 大幅萎缩，服务业继续扩张。**美国 12 月 ISM 制造业 PMI 意外创 2024 年以来最大萎缩，库存拖累。美国 12 月 ISM 制造业指数从 48.2 小幅下降至 47.9，已连续 10 个月低于 50。新订单已连续第四个月收缩，出口订单仍然疲弱；就业人数连续第 11 个月下降，不过降幅有所放缓。美国 12 月 ISM 服务业 PMI 54.4 创一年多新高，需求稳健，招聘回暖。美国 12 月 ISM 服务业 PMI 指数上升 1.8 点至 54.4，为 2024 年 10 月以来的最高水平。新订单增幅创下自 2024 年 9 月以来的最大水平。**美国非农小幅放缓，1 月降息押注降至 0。**美国 2025 年 12 月季调后非农就业人口增加 5 万人，低于市场预期的 6 万人，11 月数据下修 8000 人至增加 5.6 万人，10 月则从减少 10.5 万人进一步下修至减少 17.3 万人；12 月失业率降至 4.4%，低于预期的 4.5%。“小非农”温和复苏，美国 12 月 ADP 就业人数增长 4.1 万，扭转 11 月下滑但低于增幅预期。美国 12 月 ADP 就业人数温和增长，劳动力需求仍偏弱，12 月 ADP 私营部门就业增加人数低于经济学家预期的 5 万。美国 11 月 JOLTS 职位空缺降至一年多低点、四年来首次少于失业数，招聘放缓。11 月 JOLTS 职位空缺从前一个月经下修后的 745 万个降至 714.6 万个，大幅低于预期。**核心 CPI 较预期放缓。**美国核心通胀较预期放缓，12 月核心 CPI 增速低于预期，同比增 2.6%持平近五年最低水平，CPI 同比增 2.7%符合预期。美国 12 月 CPI 同环比符合预期，核心 CPI 同比涨幅 2.6%，为 2021 年 3 月以来最低水平，同时低于预期 2.7%；环比 0.2%，低于预期 0.3%。美 11 月 PCE 物价指数同比 2.8%，环比 0.2%，符合预期。美国个人支出在 11 月以稳健速度增长，不过储蓄率进一步下滑。**零售销售意外走强，**美国 11 月零售销售意外走强环比增 0.6%，汽车及假日消费拉动显著。美国 11 月零售销售环比增长 0.6%，超出 0.5%的市场预期。在统计的 13 个类别中，有 10 类实现环比增长。美国 1 月密歇根大学消费者信心指数初值 54，创四个月新高，预期为升至 53.5。消费者对未来一年的通胀预期为 4.2%，与上月持平。

美国经济数据整体呈回温装填，经济担忧有所降温，零售销售仍超预期增长，通胀数据放缓程度非常有限，但整体影响似乎有限，市场依旧押注滞涨的可能性，符合市场所预期的宽松周期继续延续的装填。

图 18：美国经济热力图

宏观指标		2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01
国民经济	GDP同比	%				2.33			2.08			2.02		
	GDP环比折年率	%				4.40			3.80			-0.60		
对外贸易	出口	同比%		5.88	12.40	7.50	3.03	4.72	4.53	5.82	9.43	6.76	4.30	4.64
	进口	同比%		-1.89	-3.38	-3.61	-2.09	2.45	-1.04	3.54	3.71	26.55	19.49	22.46
	贸易差额	百万美元		-56825	-29206	-48137	-55629	-74399	-58185	-71052	-60574	-136419	-120278	-128801
景气指数	ISM制造业	%	52.6	47.90	48.20	48.70	49.10	48.70	48.00	49.00	48.50	48.70	49.00	50.30
	ISM非制造业	%	53.8	54.40	52.60	52.40	50.00	52.00	50.10	50.80	49.90	51.60	50.80	53.50
	Markit服务业PMI	%	52.7	52.50	54.10	54.80	54.20	54.50	55.70	52.90	53.70	50.80	54.40	51.00
	Markit制造业PMI	%	52.40	51.80	52.20	52.50	52.00	53.00	49.80	52.90	52.00	50.20	50.20	52.70
	密歇根消费者信心		56.40	52.90	51.00	53.60	55.10	58.20	61.70	60.70	52.20	52.20	57.00	64.70
工业	工业总产值	环比%		0.55	0.47	-0.69	0.19	-0.21	0.25	0.06	0.37	-0.06	-0.13	1.49
	耐用品新订单	环比%			5.27	-2.09	0.64	3.00	-2.80	-9.39	16.54	-6.64	7.56	0.96
	制造业新订单核心	环比%			0.37	0.46	1.02	0.86	0.72	-0.58	1.90	-1.52	0.29	-0.54
房地产	成屋销售	万套	435.00		414	411	405	400	401	393	404	400	402	427
	营建许可	环比%			#N/A	-0.28	6.39	-2.35	-2.23	-0.07	-1.97	-3.98	1.86	-0.41
	新屋开工	环比%			#N/A	-4.59	1.16	-9.08	2.75	7.80	-8.30	3.17	-9.06	9.72
	标普/CS房价指数	同比%			1.39	1.32	1.39	1.58	1.82	2.17	2.81	3.45	4.09	4.52
	NAHB房市指数	同比%	-21.28	-15.22	-17.39	-13.95	-21.95	-17.95	-19.51	-25.58	-24.44	-21.57	-23.53	-12.50
公共部门	财政盈亏			144749	173277	284350	-197938	344792	291143	-27010	315652	-258400	160530	307017
私人部门	个人收入	环比%			0.30	0.12	0.35	0.38	0.48	0.19	-0.52	0.71	0.67	0.53
	个人支出	环比%			0.51	0.46	0.37	0.55	0.67	0.55	0.04	0.31	0.80	0.28
	零售销售	同比%			1.95	3.48	5.60	3.47	4.52	4.15	3.15	5.19	4.76	-0.14
就业	失业率	%		4.40	4.50	#N/A	4.40	4.30	4.30	4.10	4.30	4.20	4.20	4.20
	非农新增	千人		50	56	-173	108	-26	72	-13	19	158	120	102
	ADP新增	千人	22	37	74	20	88	49	77	-1	-24	-23	-53	14
	平均时薪	环比%		0.33	0.24	0.44	0.19	0.41	0.33	0.22	0.42	0.17	0.33	0.20
	职位空缺	千人			7146	7449	7658	7227	7208	7357	7712	7395	7200	7480
通胀	劳动参与率	%		62.40	62.50	#N/A	62.50	62.30	62.20	62.30	62.40	62.60	62.50	62.50
	CPI	同比%		2.70	2.70	#N/A	3.00	2.90	2.70	2.70	2.40	2.30	2.40	2.80
	核心CPI	同比%		2.60	2.60	#N/A	3.00	3.10	3.10	2.90	2.80	2.80	2.80	3.10
	PCE	同比%			2.77	2.68	2.79	2.75	2.61	2.59	2.46	2.28	2.36	2.71
	核心PCE	同比%			2.79	2.73	2.83	2.91	2.86	2.81	2.78	2.61	2.67	2.97

资料来源：wind

欧元区经济信心继续降温，通胀小幅升温。欧元区一季度经济增长回落但好于预期。欧元区二季度 GDP 同比初值 1.4%，预期 1.2%，前值 1.5%。欧元区 PMI 制造业回到 50 以上。欧元区 9 月制造业 PMI 初值 49.5，重回荣枯线之下，预期为持平于 50.7；服务业 PMI 初值从 50.5 升至 51.4，超出预期。德国服务业 PMI 跃升至 52.5，创 8 个月新高，而制造业 PMI 则跌至 48.5 的四个月低位。法国制造业和服务业双双下滑。英国 9 月制造业 PMI 初值意外放缓至 46.2，创 5 个月新低；服务业 PMI 初值更是超预期下降至 51.9，拖累综合 PMI 初值跌至 4 个月新低的 51。欧元区 8 月调和 CPI 放缓。欧元区 12 月 CPI 放缓至 2%，市场预期欧央行将长期“按兵不动”。欧元区 12 月通胀率已回落至欧洲央行设定的 2% 目标，核心通胀也继续放缓，巩固了市场对于利率将在当前水平维持不变的预期。尽管服务通胀和薪资增长压力仍存，但除非经

请务必阅读正文之后的免责声明

济前景出现重大变化，欧洲央行在可预见的未来料将维持政策不变。**欧元区失业率七个月来首度下滑**，11月意外降至6.3%。欧元区劳动力市场展现韧性，11月失业率意外降至6.3%，为七个月来首次下降，显示就业市场仍保持紧俏。尽管短期数据改善，但失业人数较去年同期仍有增加，且不同行业与核心经济体间表现分化，预示着未来就业复苏仍将呈现不均衡态势。**零售销售好于预期**，欧元区6月零售销售同比3.1%，预期2.6%，前值1.8%。欧元区6月零售销售环比0.3%，预期0.3%，前值-0.7%。欧元区8月ZEW经济景气指数25.1，前值36.1。德国8月ZEW经济景气指数34.7，预期39.8，前值52.7。关税效应持续发酵，欧盟对美出口创两年新低。美国贸易关税的拖累效应正在欧洲日益显现。根据欧盟统计局周一公布的数据，今年6月，欧盟27国对美出口同比下降10%，至略高于400亿欧元（约合468亿美元），为两年来的最低水平。关税影响有所显现，欧洲政治动荡再起，欧美贸易协定的不满仍存，欧元区信心有所会漏，未来仍需关注扩大财政支出下，是否会有改变。

图 19：欧英经济热力图

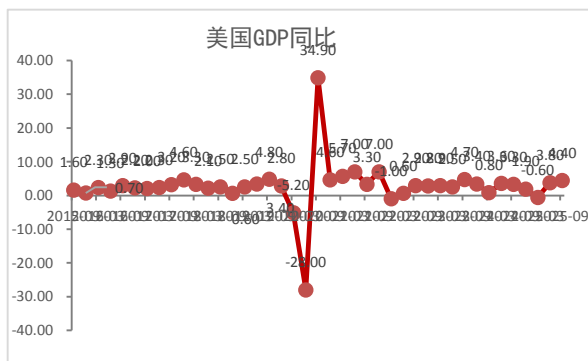
宏观指标		2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01
欧元区	GDP同比 %					1.30			1.30			1.40		
	制造业PMI	49.50	48.80	49.60	50.00	49.80	50.70	49.80	49.50	49.40	49.00	48.60	47.60	46.60
	服务业PMI	51.60	52.40	53.60	53.00	51.30	50.50	51.00	50.50	49.70	50.10	51.00	50.20	51.30
	消费者信心指数	-12.40	-13.10	-12.80	-12.50	-13.40	-14.00	-13.40	-13.90	-13.70	-15.20	-13.20	-12.30	-12.30
	进口 同比%			-1.30	-3.50	6.00	-3.40	2.90	7.00	-0.90	-0.20	9.40	5.50	8.70
	出口 同比%			-3.40	0.80	7.80	-4.40	0.60	0.70	1.30	-1.80	14.10	6.10	3.40
	贸易差额 百万欧元			9895.9	17915.5	18013	635.3	13484.9	7025.8	16558.1	9883.1	35509.8	23917.6	-141.3
	工业生产指数 同比%			2.5	1.7	1.2	1.2	1.9	0.6	3	0.3	3.7	0.9	-0.4
	零售销售 同比%			2.3	1.9	1.2	1.8	2.6	3.8	2.3	3	2.4	2.4	2.3
	失业率 %													
英国	HICP 同比%		1.9	2.1	2.1	2.2	2	2	2	1.9	2.2	2.2	2.3	2.5
	欧洲央行资产 百万欧元	6289997	6293178	6143717	6170944	6070838	6089393	6121778	6232169	6274536	6329947	6246998	6319531	6393680
	GDP季调 同比%					1.26			1.39			1.77		
	制造业PMI	51.8	50.6	50.2	49.7	46.2	47	48	47.7	46.4	45.4	44.9	46.9	48.3
	服务业PMI	54	51.4	51.3	52.3	51.1	54.2	51.8	52.8	50.9	49	52.5	51	50.8
	CPI 同比%		3.4	3.2	3.6	3.8	3.8	3.8	3.6	3.4	3.5	2.6	2.8	3
	消费者信心指数 %	-16	-17	-19	-17	-19	-17	-19	-18	-20	-23	-19	-20	-22
	失业率 %		4.37	4.33	4.34	4.35	4.34	4.35	4.44	4.48	4.44	4.49	4.51	4.49
	零售销售指数 同比%		2.5	1.8	1.9	2.1	0.9	2	1	-1	3.2	1.9	0.6	-1.3

资料来源：wind

总的来说，虽风波依旧未停，但冲击明显减弱，经济预期并未继续恶化。但在宽松预期明显升温的情况下，数据影响将明显放大，那么对金银的向上驱动或有加强可能。剩余的驱动力在于通胀预期，若美联储开启降息，且政治压力下降息难以停止的情况下，叠加关税传导，通胀预期或将进一步恶化，那么金银价格将获得新的支撑。

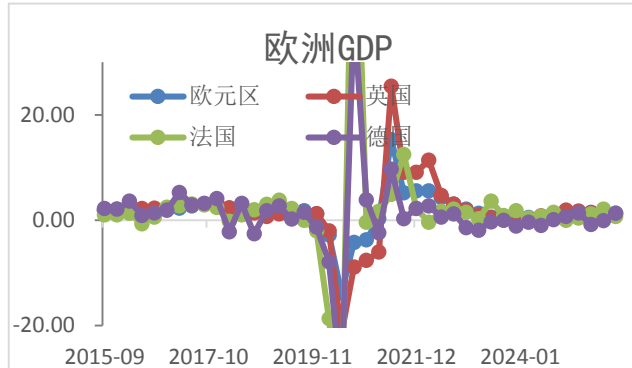
请务必阅读正文之后的免责声明

图 13: 美国 GDP 增速回升



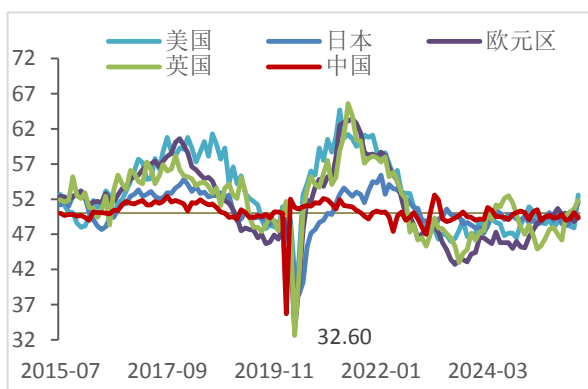
数据来源: WIND

图 14: 欧洲经济明增速小幅回升



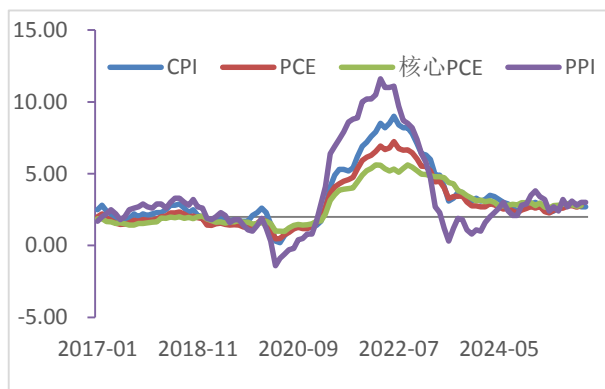
数据来源: WIND

图 15: 主要经济体 PMI 回升荣枯线以上



数据来源: WIND

图 17: 美国通胀基本持平



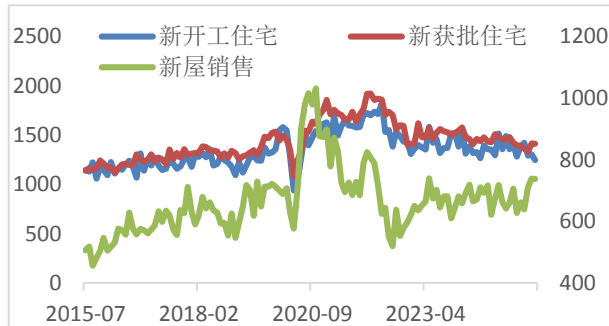
数据来源: WIND

图 18: 消费信心指数继续回升



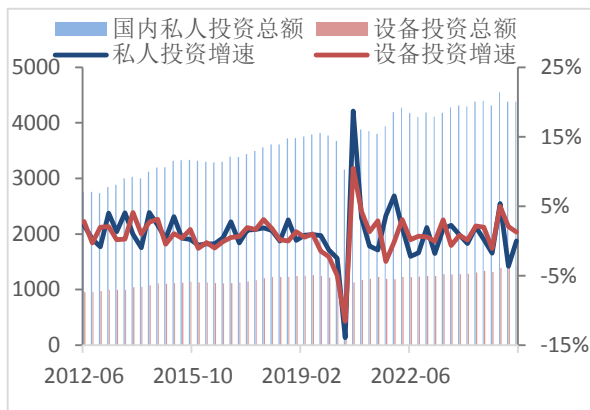
数据来源: WIND

图 19: 新屋销售小幅回落



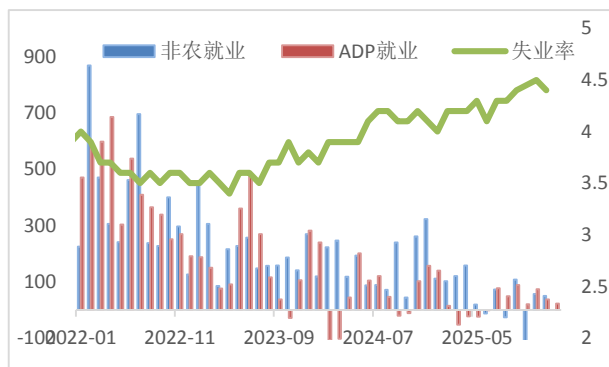
数据来源: WIND

图 20:投资增速有所回升



数据来源：WIND

图 21:美国失业率小幅回落



数据来源：WIND

3. 地缘摩擦全面铺开，特朗普“临阵逃脱”加速缩短

特朗普全面铺开地缘冲突，推动金银价格加速走高，但特朗普“临阵逃脱”时间继续缩短，未来市场或对特朗普引起的冲突反应更加疲软。委内瑞拉事件，格陵兰岛事件影响都明显降温，美伊局势紧张将继续延续至2月，市场预期2月中下旬美伊冲突或有升级的可能。

委内瑞拉事件从1月3日迅速发生至1月9日结束，一度拉美局势全面紧张，乃至全球战争担忧升温，但此后迅速达成协议，油价迅速回落。至美国“闪击”委内瑞拉：特朗普称将“管理”委内瑞拉直至实施“安全”过渡，深度介入石油产业。据新华社和央视新闻报道，特朗普表示，他实时观看了美国特种部队抓捕马杜罗的行动，称就像看了一场“电视秀”，看到了“每一个细节”。特朗普还对美国媒体称，美国将深度介入委内瑞拉的石油产业。美国总统特朗普当地时间1月3日在海湖庄园的记者会上对古巴、哥伦比亚发出威胁。他在回答现场记者提问时称“古巴最终也会成为我们要讨论的话题”，还称哥伦比亚总统佩特罗应该“小心点”。分析指出，特朗普这是在暗示随着拉美地区紧张局势加剧，美国有可能将其关注点从委内瑞拉扩展至更多国家。当地时间1月5日中午，委内瑞拉总统马杜罗被美国强行控制后在纽约联邦法庭首次出庭，面对美国司法部提出的四项指控，马杜罗表示“不认罪”。1月7日，美国将“代销”委内瑞拉石油，并要求委切断与中国、俄罗

斯的经济联系。1月8日，特朗普表示，委内瑞拉8日周三向美国提供了3000万桶石油。美国将立即开始提炼和销售多达5000万桶委内瑞拉石油，所有国家都可以购买想要的任何数量的石油，美方将“几乎立即开放业务”。同日特朗普提出，2027财年美国军费应从1万亿美元提升至1.5万亿美元。美元这种规模的预算显示出“一个正在准备进行全球或地区战争的国家所具有的特征”。全面战争担忧迅速升温。1月9日，美国宣布取消对委内瑞拉的第二波军事打击，并邀请反对派领导人马查多访美，表明其策略正从军事高压转向政治博弈以巩固影响力。避险情绪明显降温，影响明显降低。1月10日，特朗普：很快打击墨西哥境内。加拿大担心“自己是下一个格陵兰岛”。加拿大国内的恐慌情绪迅速升温，决策者被迫开始严肃审视特朗普关于“吞并加拿大”的过往言论。

格陵兰岛事件从1月12日发生至1月21日基本结束，1月18日后严重性加剧，欧美关税再度全面升级威胁，但最终立刻达成协议，关税也并未变化。1月7日，特朗普政府正在讨论获取格陵兰岛的方案，包括军事选项。据央视新闻，美国高官表示，特朗普政府正在讨论获取格陵兰岛的方案，包括从丹麦购买该领土、与格陵兰建立自由联系协定，军事手段亦被列为选项之一。1月8日，特朗普称，美国必须“拥有”整个格陵兰，而不仅仅是依据现有条约在当地行使军事和防务权利。特朗普称，所有权本身具有无法通过租赁或条约获得的战略价值。1月18日，因格陵兰岛引发至欧美关税全面升级，事件爆发。特朗普称2月1日起对欧洲八国加征关税，直至“完全收购格陵兰岛”；贝森特：加征关税是为避免出现国家紧急状态，欧洲过于软弱无法保障自身安全。特朗普发帖称，自2026年2月1日起，对八个反对其夺得格陵兰岛的欧洲国家加征10%的关税，6月1日起加征关税提升至25%，直至就“完全、彻底购买格陵兰岛”达成协议。对此，欧洲八国齐发声，称美关税威胁“不可接受”。1月21日，特朗普称与北约达成格陵兰协议“框架”、暂不对欧加关税。特朗普称，与北约秘书长吕特进行了“非常富有成效的会晤”，双方已就格陵兰岛乃至整个北极地区形成了“未来协议框架”，因此暂时不会按计划实施2月1日生效的关税；框架很快公布，协议有效期“永久”，未透露是否涉及美国拥有格陵兰。1月21日，欧盟宣布暂停对美报复性关税6个月。特朗普要求

格陵兰全面放开军事限制。特朗普称美国将取得格陵兰岛美军基地所在区域“主权”，相关谈判“进展顺利”。

美伊局势持续紧张，美重兵合围伊朗。2日早些时候，美国总统特朗普威胁将就伊朗骚乱事件进行干涉，称美国“已做好准备”。数天前，特朗普还威胁称，如果伊朗试图再度发展其弹道导弹计划，美方将支持以色列再次对伊朗发起打击。1月13日，特朗普称已取消所有与伊朗官员的会谈。1月23日，特朗普称美国重兵调往伊朗，庞大舰队向伊行进，言论掀起金属狂欢高潮。美军“林肯”号航母打击群已抵达印度洋，F-15E战斗机、C-17运输机正在集结；以色列也正伺机攻击；伊朗：任何袭击都当作对伊“全面战争”，伊武装力量已进入全面戒备状态，伊军方警告：“随时准备扣动扳机”。特朗普政府被爆为遏制伊朗影响以制裁卖油要挟伊拉克，原油盘中涨超3%；报道：特朗普政府正考虑全面封锁古巴石油进口。1月26日，美国重兵合围伊朗，“林肯”号航母打击群抵达，大批战斗机周边集结。伊朗警告：任何攻击都将被视为全面战争。1月27日，美国将在中东举行空军战备演习。据新华社，负责中东地区美军行动的美军中央司令部27日发布声明说，其第九航空队将举行一场为期数天的空军战备演习，以展示其在中央司令部责任区内快速部署、分散部署和持续作战的能力。1月28日美国总统特朗普再次对伊朗发出威胁称，下次对伊朗的打击将更加猛烈。特朗普称，一支庞大的舰队正前往伊朗，已准备好迅速履行其使命。

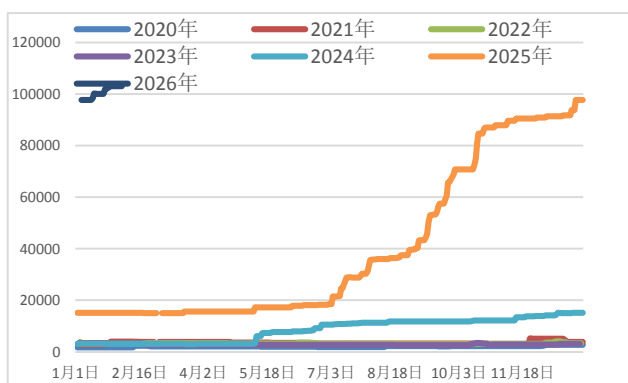
领土问题始终难解，俄乌冲突爆发以来首次俄美乌三方会谈在阿联酋举行。报道援引欧洲外交官分析，领土问题是关键。乌克兰总统泽连斯基在达沃斯表示，对谈判持开放态度但强调双方需妥协。泽连斯基周五称，三方谈判重点在于结束冲突的具体条件。特朗普则警告泽连斯基，“如果不同意与俄罗斯达成和平协议，乌克兰可能会失去更多的领土”。

三、库存和持仓

截止1月30日，沪金库存103029千克，大幅增加5325千克，沪金库存继续刷新历史极值；沪银库存455068千克，库存比上月减少214479千克，库存继续大幅

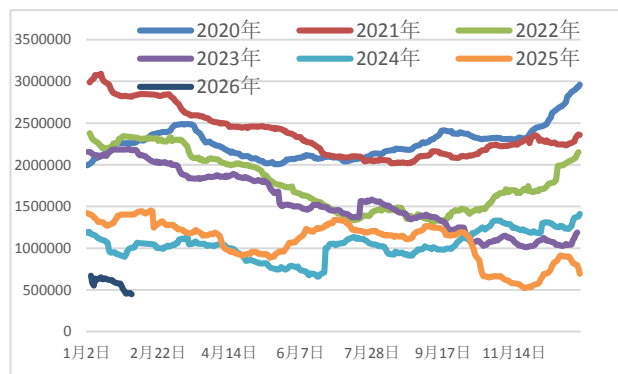
下降，处于近 10 年绝对低位。截止 1 月 30 日，COMEX 金仓单小幅减少至 35748596.32 千克，减少 654373.216 千克，金价走高也推动现货的需求；COMEX 银大幅减少至 405886806.7 千克，减少 43886561.46 千克，减少 9.76%，库存大幅降低，投资者希望持有白银现货的需求明显增加，新闻到处传播白银实物购买盛况。1 月芝商所交割量明显加大，市场再度引发 3 月交割担忧，但库存量依旧处于近年最高，供需短缺存在，但仍未到逼仓的可能。

图 22:沪金库存小幅增加



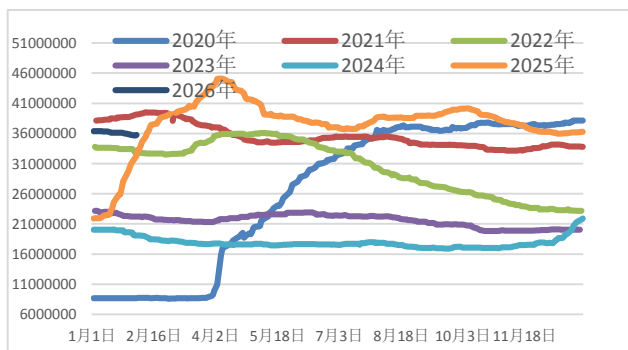
数据来源: WIND

图 21: 沪银库存震荡增加



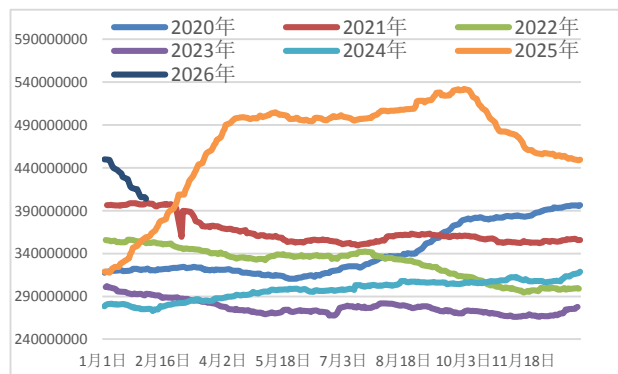
数据来源:WIND

图 22:COMEX 金库存整体震荡



数据来源: WIND

图 23:COMEX 银库存震荡减少



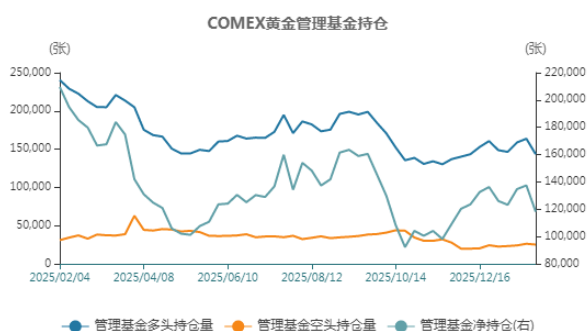
数据来源: WIND

截止 1 月 27 日，CFTC 黄金持仓冲高回落，多减空增，基本呈价格同向，至月末已经与价格背离；CFTC 银净多持仓持续走低，全月多空持仓都明显减少，持续与

价格走势背离。ETF 持仓金银呈相反，黄金持仓小幅增加 21.97 千克至 1087.1 千克，白银 ETF 持仓减少 920.784653 吨至 15523.35497 吨，减少 5.6%，呈现了银价大幅下挫下前期市场情绪的降低。

图 20: CFTC 金净多冲高回落

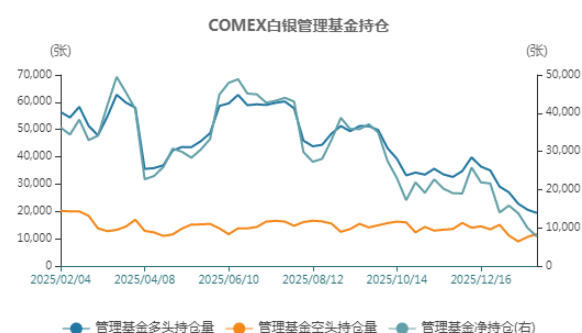
CFTC净持仓分析



数据来源:WIND

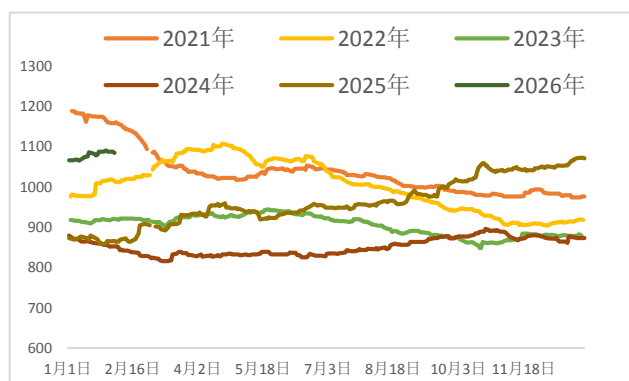
图 21: CFTC 银净多持续回落

CFTC净持仓分析



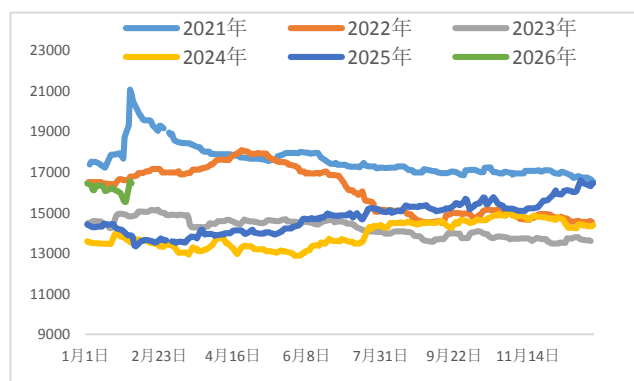
数据来源:WIND

图 22: SPDR 金持仓震荡增加



数据来源: WIND

图 23: SLV 银持仓震荡回落



数据来源: WIND

四、后市展望

2月美国政府面临部分关门可能性、美伊局势或升级、日本大选临近，不确定事件依旧集中，宏观面依旧支撑金银价格，但金银价格在情绪和资金面转折的情况下，与宏观面的脱离仍将继续，那么金银价格或大幅震荡，等待基本面影响回归，再度回到上行趋势。上半年以中期选举为目标，特朗普依旧以吸引类事件为工具，降低利率等生活成本为短期木匠，那么动荡和宽松难以结束，金银价格向上趋势不变。但以特朗普“临阵退缩”的特征，事件真实扩大的可能性有限，那么金银价格难以维持1月极度上涨幅度。央行购金和美元替代底部需求仍存，经济数据将更趋向放缓，美元走弱共识依旧存在，上行趋势不变，但涨幅将收敛。

2月随着1月末监管力度加大，风险偏好或将有所降温，金银价格与风险偏好同向性密切，金融市场波动率或明显加大。2月春节假期交易日较少，叠加特朗普前期冲突事件都已经降温，2月受监管和情绪降温的影响或较大，但整体依旧维持强劲。1月风险偏好强劲，AI科技等美好愿景叠加持续大幅推高的银价和碳酸锂价格直线飙升，有色金属全线走高又推高了股市热度，呈现循环走高趋势。至下旬，国内股市受到调控，上涨趋势暂停，同时海外科技股AI愿景逐渐受到怀疑，风险偏好降温，银价受此影响一度小幅调整，但随后高涨的情绪再度推高金银价格，至月末情绪彻底反转。金银价格与风险偏好同向性难以迅速消散，且财报季未结束，AI科技的质疑声继续扩大，银价受压制或将继续。2月金银波动性较大，大幅震荡为主。

若本次金银价格回落幅度巨大，那么1月或将是近年来金银价格的历史最高点，动荡不停，宽松不止的情况下金银价格上行趋势依旧不变，价格回落后将为更良好的做多位置。从2011年历史来看，金价在银价达历史最高后，受动荡的经济影响，金价继续刷新历史最高。所以相比历史情况，以及目前未变的宏观环境，金价的支撑或强于银价。叠加目前金银比依旧处于历史极低水平，上升空间巨大，那么做多金银比将是非常好的策略。

免责声明

- 本报告的著作权属于大越期货股份有限公司。未经大越期货股份有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为大越期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。
- 本报告基于大越期货股份有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但大越期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且大越期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表大越期货股份有限公司的立场。
- 本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，大越期货股份有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与大越期货股份有限公司及本报告作者无关。

公司总部

地址：浙江省绍兴市越城区解放北路 186 号 7 楼

邮编：312000

电话：400-600-7111

网址：www.dyqh.info