



华泰期货
HUATAI FUTURES

期货研究报告 | 股指及商品策略专题 2025-11-10

股指、贵金属观点与策略

研究院

联系人

汪雅杭

✉ wangyahang@htfc.com

从业资格号: F03099648

投资咨询号: Z0019185

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289 号

策略摘要

股指: 当前市场正处于关键点位的争夺阶段，市场量能保持谨慎，预计短期内仍将围绕整数点位维持震荡格局，有助于巩固长期格局。短期还需警惕美元流动性风险可能引发的市场波动加剧。

黄金: 2025-11-07 当周，金银价格延续震荡表现；利率方面，美联储 10 月“鹰派降息”落地；经济数据方面，美国 10 月 ADP 就业人数增加 4.2 万人，大幅超过预期的 3 万人，上月数据修正后为减少 2.9 万人；此外，美国 10 月 ISM 服务业 PMI 上升 2.4 点至 52.4，创八个月新高，远超预期的 50.8；新订单指数跳涨 5.8 点至 56.2，创一年新高；服务业支付价格指标升至 70，为三年来最高水平；就业指标升至 48.2，为五个月来最高水平。现阶段美政府破历史记录的停摆可能正在加剧市场避险情绪，即便降息节奏不确定叠加美经济数据回温，贵金属避险溢价仍有支撑。

■ 市场分析

股指: 美国 11 月密歇根大学消费者信心指数初值为 50.3，创 2022 年 6 月以来最低水平，预期 53.2，前值 53.6。一年期通胀率预期初值为 4.7%，预期 4.6%，前值 4.60%。美国政府停摆进入第六周，美股三大指数快速下跌。国内方面，对外关系缓解，宏观层面驱动有所减弱。资金端，机构端释放的压力已有所缓和，当前正值换仓窗口，股票仓位呈现震荡态势，随着年末结算临近，市场风险偏好边际下降；融资余额虽有周度增长，但未突破前期高点，对市场的影响力度有所趋缓；周内日均成交额不足 2 万亿元。整体资金与量能水平仍显谨慎，沪指大概率仍将在四千点附近震荡。

贵金属: 2025-11-07 当周，金银价格延续震荡表现，经历了高点回调后出现企稳迹象。利率方面，美联储 10 月“鹰派降息”落地，鲍威尔表示 12 月是否再次降息“远非已成定局”，FOMC 内部意见分歧显著，部分成员主张暂停；克利夫兰联储主席哈玛克表示，通胀水平持续高企不利于美联储再次降息，货币政策可能没有做好应对当前通胀的准备；未来美联储降息路径仍有较强不确定性。经济数据方面，美国 10 月 ADP 就业人数增加 4.2 万人，大幅超过预期的 3 万人，上月数据修正后为减少 2.9 万人；但整体劳动力需求仍在放缓，薪资增长持续停滞。此外，美国 10 月 ISM 服务业 PMI 上升 2.4 点至 52.4，创八个月新高，远超预期的 50.8；新订单指数跳涨 5.8 点至 56.2，创一年新高；服务业支付价格指标升至 70，为三年来最高水平；就业指标升至 48.2，为五个月来最高水平；但非农等核心数据由于美政府停摆继续缺席。现阶段美政府破历史记录的停摆可能正在加剧市场避险情绪，即便降息节奏不确定叠加美经济数据回温，贵金属避险溢价仍有支撑。

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

■ 策略

股指: 单边: IH、IF 看多; IC、IM 中性

贵金属: 谨慎偏多 套利: 暂缓

■ 风险

股指: 若国内政策不及预期、地缘风险升级, 股指有下行风险

贵金属: 海外流动性风险 稳定币对资金的分流

目录

策略摘要	1
股指：市场量能谨慎，指数震荡回升	4
贵金属：关税黑天鹅再临 避险溢价逻辑持续兑现	7

图表

图 1: 融资情况 单位: 亿元	4
图 2: 股指走势 单位: %	4
图 3: 风格指数月度收益情况 (%)	5
图 4: 两市成交金额 单位: 亿元	5
图 5: 美债收益率 单位: %	7
图 6: 欧洲收益率 单位: %	7
图 7: TIPS 债券收益率 单位: %	7
图 8: BREAKEVEN INFLATION RATE 单位: %	7
图 9: 黄金 ETF 持仓量 单位: 吨	8
图 10: 白银 ETF 持仓量 单位: 吨	8
图 11: 黄金 CFTC 多头净持仓 单位: 张	8
图 12: 白银 CFTC 多头净持仓 单位: 张	8
图 13: TED SPREAD 单位: %	8
图 14: VIX 指数 单位: 点	8
图 15: 光伏行业价格指数 单位: 点	9
图 16: 光伏经理人指数 单位: 点	9
图 17: 上交所白银库存 单位: 吨	9
图 18: COMEX 白银库存 单位: 百万盎司	9
表 1: 股指逻辑与策略	6
表 2: 商品策略观点	9

股指：市场量能谨慎，指数震荡回升

周内融资余额增加 67 亿元。

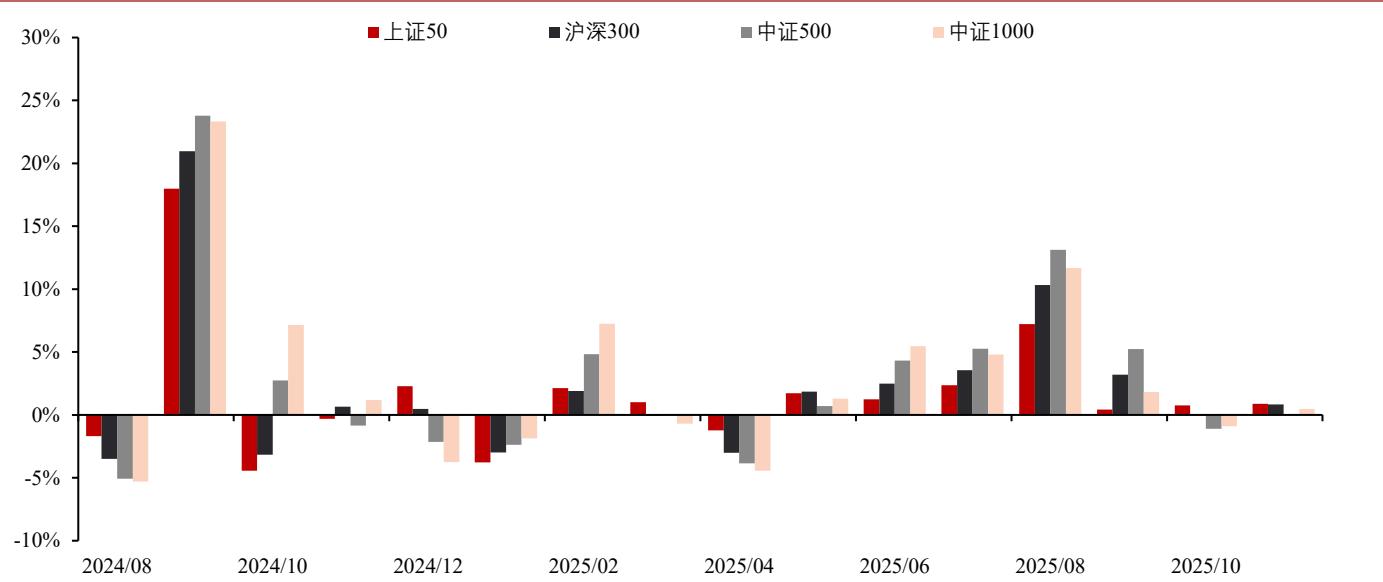
图1： 融资情况 | 单位：亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

截至 11 月 7 日，本月仅中证 500 指数小幅收跌，上证 50 指数涨幅最大 (+0.89%)。

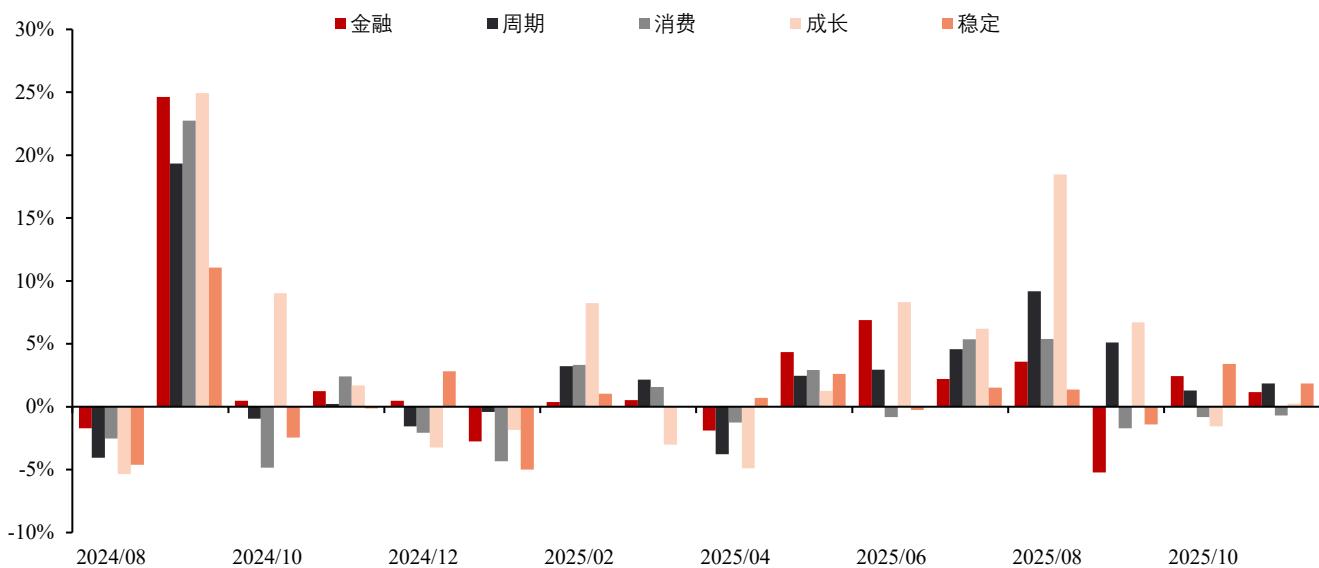
图2： 股指走势 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

截至 11 月 7 日，除消费外所有风格均上涨，周期 (+1.85%) 和稳定 (+1.85%) 风格涨幅最大。

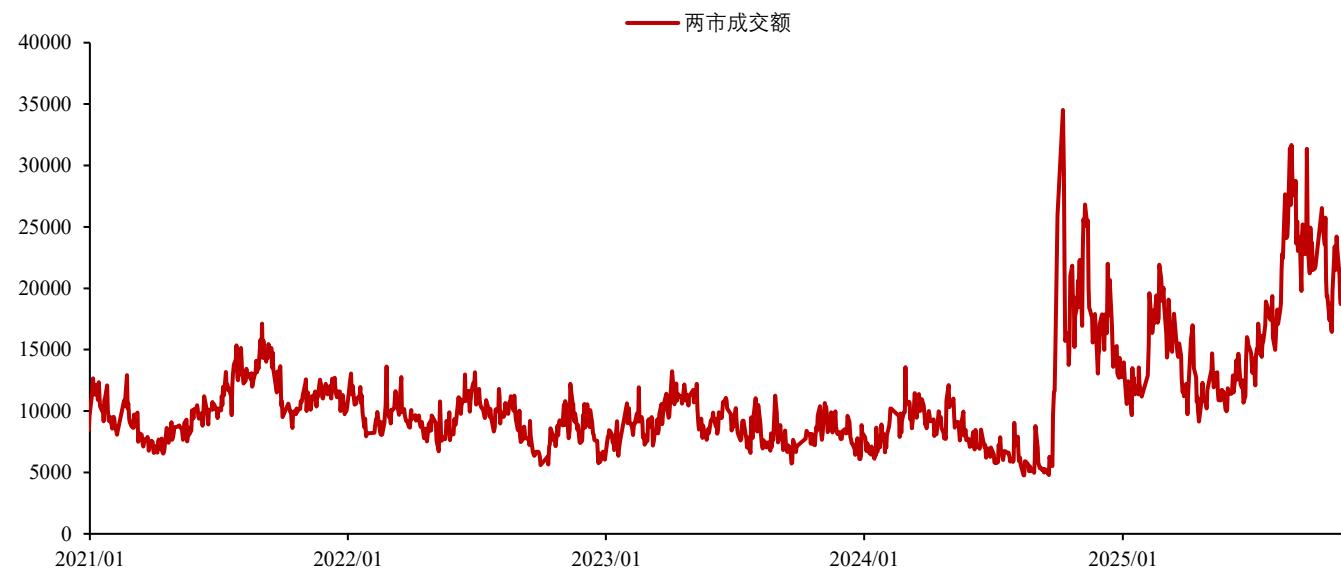
图3：风格指数月度收益情况 (%)



数据来源：Wind 华泰期货研究院

本周沪深两市成交量有所回落。

图4：两市成交金额 | 单位：亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

表1：股指逻辑与策略

经济环境	中性	商务部公布，前三季度，我国服务贸易进出口总额 59362.2 亿元，同比增长 7.6%。其中，出口 26015 亿元，增长 14.4%；进口 33347.2 亿元，增长 2.8%；服务贸易逆差 7332.2 亿元，同比减少 2382.4 亿元。
估值	中性	股指市盈率回升，市净率仍较低；股债性价比下降。
流动性	中性	上周，中国央行逆回购投放 4958 亿元，逆回购到期 20680 亿元，逆回购净回笼 15722 亿元。
货币政策	向上	央行表示将继续坚持支持性的货币政策立场，实施好适度宽松的货币政策，综合运用多种货币政策工具，提供短期、中期、长期流动性安排，保持社会融资条件相对宽松。
人民币走势	向上	随着美联储实质性降息及国内需求巩固，人民币汇率有望继续走强。
增量资金	向上	今年政府工作报告强调将推动中长期资金入市，机构的增量资金上升有望推动市场稳定发展。
限售股解禁	中性	本周（11月10日至11月16日）一共有34家公司14.07亿股限售股解禁，解禁市值为247.33亿元，环比增加7.42亿元。下周一是解禁高峰，解禁规模达125.63亿元，占全周比例的50.79%。具体到个股，下周解禁市值排名前3的是有研硅、新诺威、聚星科技，解禁市值分别为99.91亿元、49.48亿元、32.97亿元。
市场情绪	向上	本周A股主要指数收涨，上证指数涨1.08%，创业板指涨0.65%。
基差	中性	截至2025年11月7日，IH股指期货升水现货0.45点，IF股指期货贴水现货5.79点，IC股指期货贴水现货35.91点，IM股指期货贴水现货48.48点。
外围金融环境	向下	美国11月密歇根大学消费者信心指数初值为50.3，创2022年6月以来最低水平，预期53.2，前值53.6。一年期通胀率预期初值为4.7%，预期4.6%，前值4.60%。
中美地缘政治	中性	中方公布落实中美吉隆坡经贸磋商共识具体举措。其中包括：停止实施3月4日公布的对原产于美国的部分进口商品加征关税；继续暂停24%对等关税一年，保留10%加征税率；对15家美国实体停止出口管制措施，对另外16家实体继续暂停一年；对11家美国企业停止实施不可靠实体清单措施，对另外11家企业继续暂停一年；停止实施对原产于美国的进口相关截止波长位移单模光纤的反规避措施。
总体评价	中性	沪指一度突破4000点，市场已基本完成首轮估值修复进程。当前市场正处于这一关键点位的博弈阶段，量能维持谨慎，预计短期市场将围绕整数点位持续震荡，这种整理将为中长期走势夯实基础。短期需警惕美元流动性风险可能引发的市场波动加剧。操作难度加大，建议投资者积极利用股指期货工具进行风险对冲，避免盲目追高。

资料来源：Wind 华泰期货研究院

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

6 / 11

贵金属：关税黑天鹅再临 避险溢价逻辑持续兑现

图5： 美债收益率 | 单位：%

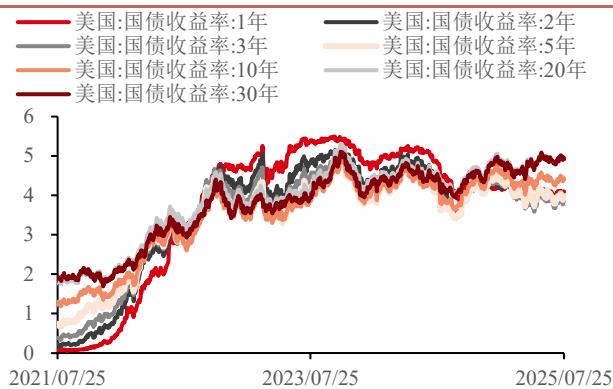
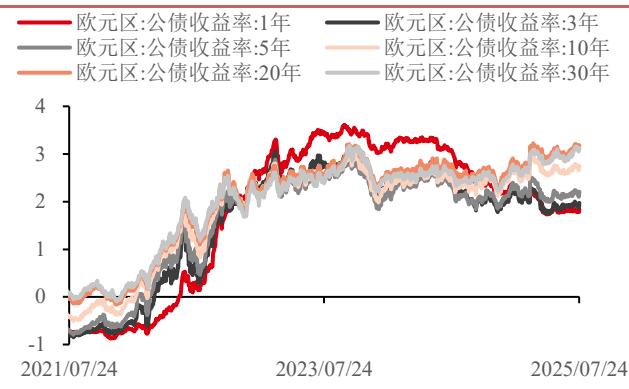
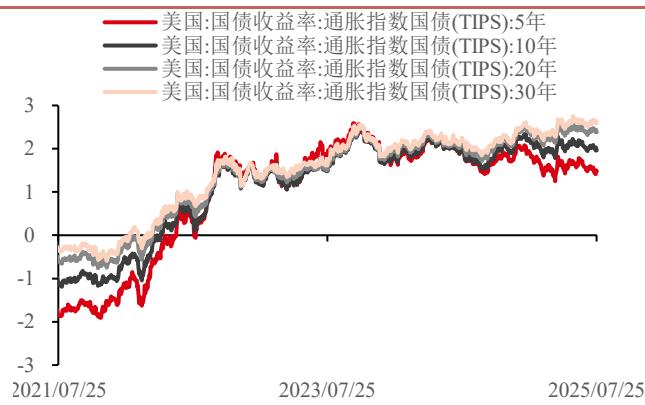


图6： 欧洲收益率 | 单位：%



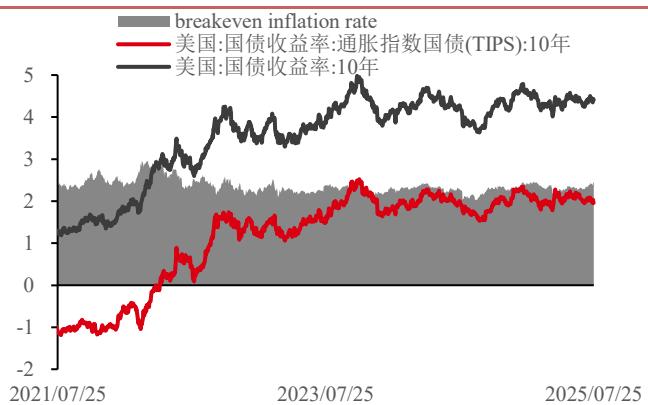
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图7： TIPS 债券收益率 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图8： BREAKEVEN INFLATION RATE | 单位：%



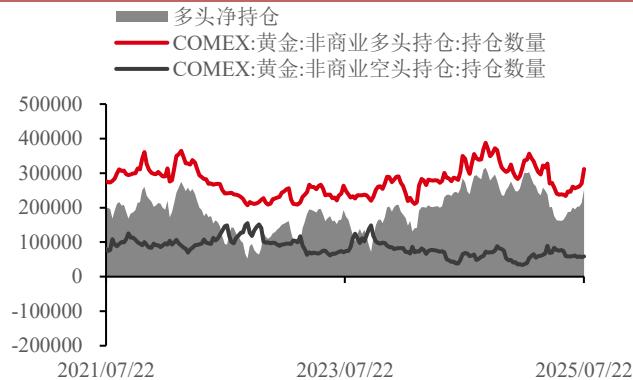
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图9： 黄金 ETF 持仓量 | 单位：吨

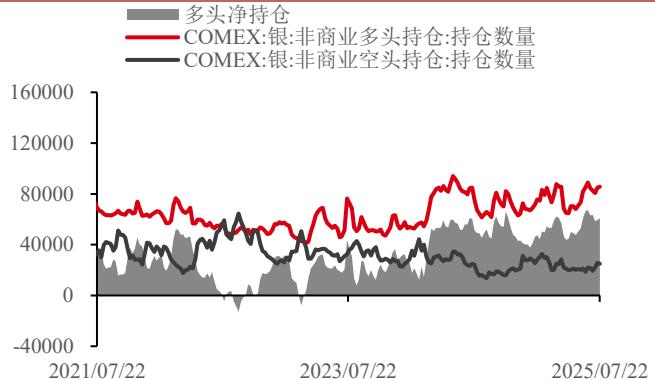

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图10： 白银 ETF 持仓量 | 单位：吨

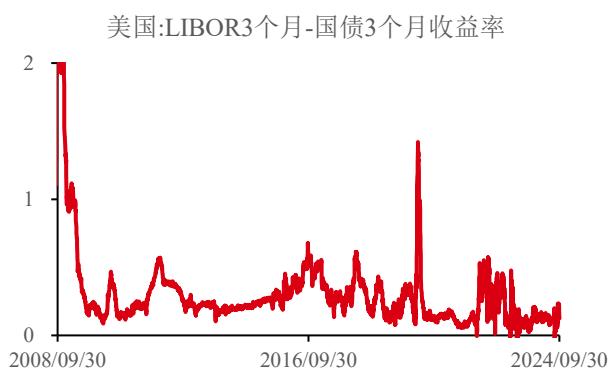

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图11： 黄金 CFTC 多头净持仓 | 单位：张


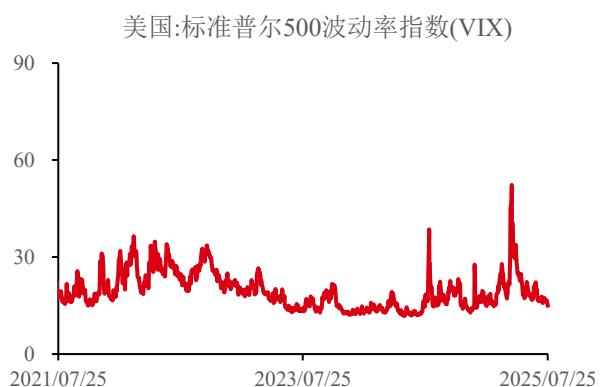
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图12： 白银 CFTC 多头净持仓 | 单位：张


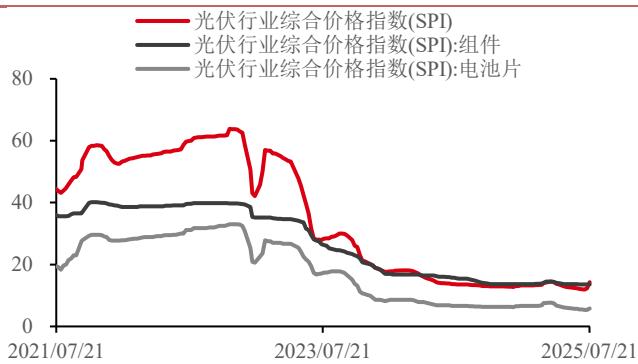
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图13： TED SPREAD | 单位：%


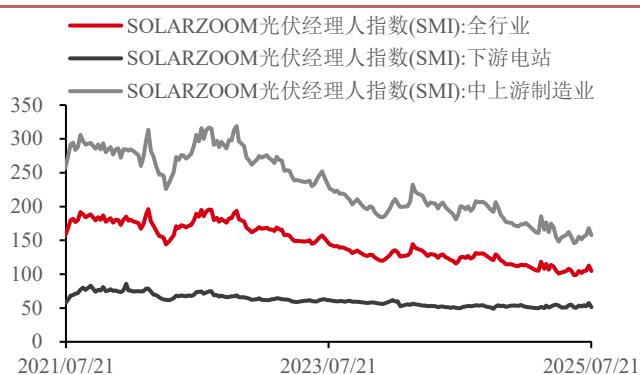
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图14： VIX 指数 | 单位：点


数据来源：Wind 华泰期货研究院

图15：光伏行业价格指数 | 单位：点


数据来源：Wind 华泰期货研究院

图16：光伏经理人指数 | 单位：点


数据来源：Wind 华泰期货研究院

图17：上交所白银库存 | 单位：吨


数据来源：Wind 华泰期货研究院

图18：COMEX 白银库存 | 单位：百万盎司


数据来源：Wind 华泰期货研究院

表2：商品策略观点

因素	价格	逻辑观点
利率	向上	8月29日当周，1年期美债收益率周度下行2.6个基点至3.842%，10年期美债收益率下行3.7个基点至4.225%，30年期美债收益率上行5个基点至4.93%。宏观面上对于美联储独立性质疑叠加9月降息预期的进一步发酵成为交易主线。周内特朗普表示接触美联储理事库克的职务并遭到反击，在库克诉美国总统特朗普的首场听证会召开前夕，前者再陷房产申报争议：美国联邦住房金融署署长普尔特在社交媒体上发文称，库克在担任美联储理事期间，在第三处房产贷款和政府申报中存在虚假陈述。若特朗普成功解除美联储理事职务，或对美联储作为独立机构的置信度造成严重打击，市场避险情绪升温利好贵金属价格。
通胀	向上	8月15日当周，10年期 Breakeven inflation rate（通常用于反映市场对于通货膨胀之预期）较前周度维稳在2.41%。经济数据方面，美国7月核心PCE物价指数同比升2.9%，预期升2.9%，前值升2.8%；环比升0.3%，与预期及前值一致；关税对美通胀的影响逐步显现，但鲍威尔在杰克逊霍尔会议上的偏鸽表态给予了市场押注9月降息的理由，未来宽松预期继续发酵。

汇率	向上	8月29日当周，美元指数周度上行0.05至97.77。Fedwatch显示市场押注9月份美联储降息25BP概率约为86.4%，对美元产生压制。
避险	中性	乌克兰总统泽连斯基及欧洲领导人将于下周与特朗普会谈，泽连斯基希望安全保证具有法律约束力。而据俄罗斯国防部长：俄罗斯军队在乌克兰的推进速度有所加快，每月推进约600至700平方公里。
持仓情况	中性	在贵金属ETF方面，8月30日当周（目前最新）黄金SPDR ETF上涨9.74吨至977.68吨，而白银SLV ETF持仓出现-22.59吨的下滑至15310吨。截至2025年8月26日，CFTC持仓方面，黄金投机净多头持仓上涨0.81%至214,311张。白银多头净持仓下跌0.18%至46,466张。
金银比价	逢高做空	银价整体交易逻辑仍与黄金同步：以宏观面上未来宽松预期为主线，其定价权重整体高于白银供需基本面。未来伴随宽松落地以及金银比修复逻辑，银价或仍有上行空间。
观点	黄金： 谨慎偏多 白银： 谨慎偏多	<p>黄金：谨慎偏多</p> <p>周内黄金价格显著走强，市场对于未来美联储货币政策转向预期以及针对美联储独立性质疑给予黄金强支撑：若特朗普成功解除美联储理事职务，或对美联储作为独立机构的置信度造成严重打击，市场避险情绪升温利好贵金属价格。中长期来看，黄金仍具有“美元资产替代属性”，价格有进一步上行空间。若故目前对于操作而言，黄金仍然建议以逢低买入套保为主。</p> <p>白银：谨慎偏多</p> <p>银价整体交易逻辑仍与黄金同步：以宏观面上未来宽松预期为主线，其定价权重整体高于白银供需基本面。未来伴随宽松落地以及金银比修复逻辑，银价或仍有上行空间。操作上虽然仍可继续逢低买入套保，但对于仓位的控制以及止损的严格执行需要更多关注。</p>

资料来源：华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com