



华泰期货
HUATAI FUTURES

期货研究报告 | 股指及商品策略专题 2025-11-24

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: 上周五大跌有助于释放市场阶段性悲观情绪，随着近期主要风险因子已基本被市场计价，盘面或逐步开启年末震荡修复行情，可重点关注本周入场时机，同时仍需留意海外美元流动性风险的变化情况。

黄金: 2025-11-21 当周，贵金属延续震荡走势。周内由于美国政府停摆导致发布延后的9月非农就业数据公布，非农就业人口增长11.9万人，录得预期水平的两倍多；9月失业率意外升至4.4%，为2021年10月以来最高；美国上周初请失业金人数下降8000人至22万人，续请失业金人数升至4年新高。超预期的非农数据或将导致美联储内部鹰派声音进一步强化，导致周中市场对于12月FOMC会议继续降息的概率预期出现明显萎缩。但临近周末多位美联储高级官员放鸽，目前市场更偏向于定价12月继续宽松，降息25BP概率为71.0%，维持利率不变的概率为29%。

■ 市场分析

股指: 对外关系层面，日本首相高市早苗表示，希望构建建设性、稳定的中日关系，重申日方在台湾问题上的立场没有改变。外交部对此回应称，日方如果真心想发展中日战略互惠关系，构建契合新时代要求的建设性、稳定的中日关系，就应该立即收回错误言论，切实把对华承诺体现在实际行动上。海外方面，美国11月标普全球制造业PMI初值为51.9，创4个月新低；服务业PMI初值为55，综合PMI初值为54.8，均创4个月新高。综合PMI新订单分项指数初值升至55，创2024年12月以来新高、连续九个月扩张；就业指标环比下滑。市场对美联储降息的预期出现反复，本周美股三大指数全线收跌，其中纳指跌2.73%报22273.08点。

贵金属: 2025-11-21 当周，贵金属延续震荡走势。周内由于美国政府停摆导致发布延后的9月非农就业数据公布，非农就业人口增长11.9万人，录得预期水平的两倍多，但7月和8月非农就业人数合计下修3.3万人。9月失业率意外升至4.4%，为2021年10月以来最高；美国上周初请失业金人数下降8000人至22万人，续请失业金人数升至4年新高。超预期的非农数据或将导致美联储内部鹰派声音进一步强化，导致周中市场对于12月FOMC会议继续降息的概率预期出现明显萎缩。但临近周末多位美联储高级官员发声：纽约联储主席威廉姆斯在讲话中释放了宽松的信号，称近期存在降息空间，为短期降息提供了可能性；美联储理事米兰是本次讲话中最具鸽派倾向的官员，明确表明其对12月继续降息25BP的支撑；但与之对应的是达拉斯联储主席洛根暗示12月恐难再次降息。目前市场更偏向于定价12月继续宽松，降息25BP概率为71.0%，维持利率不变的概率为29%。此外，俄罗斯央行破例抛售实物黄金储备，在美元资产遭到冻结的背

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

景下黄金成为其重要的储备池；未来央行购金潮预计仍将延续。

■ 策略

股指：单边：多 IC2603/IM2603

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：阶段性风险释放，关注入场机会	4
贵金属：关税黑天鹅再临 避险溢价逻辑持续兑现	7

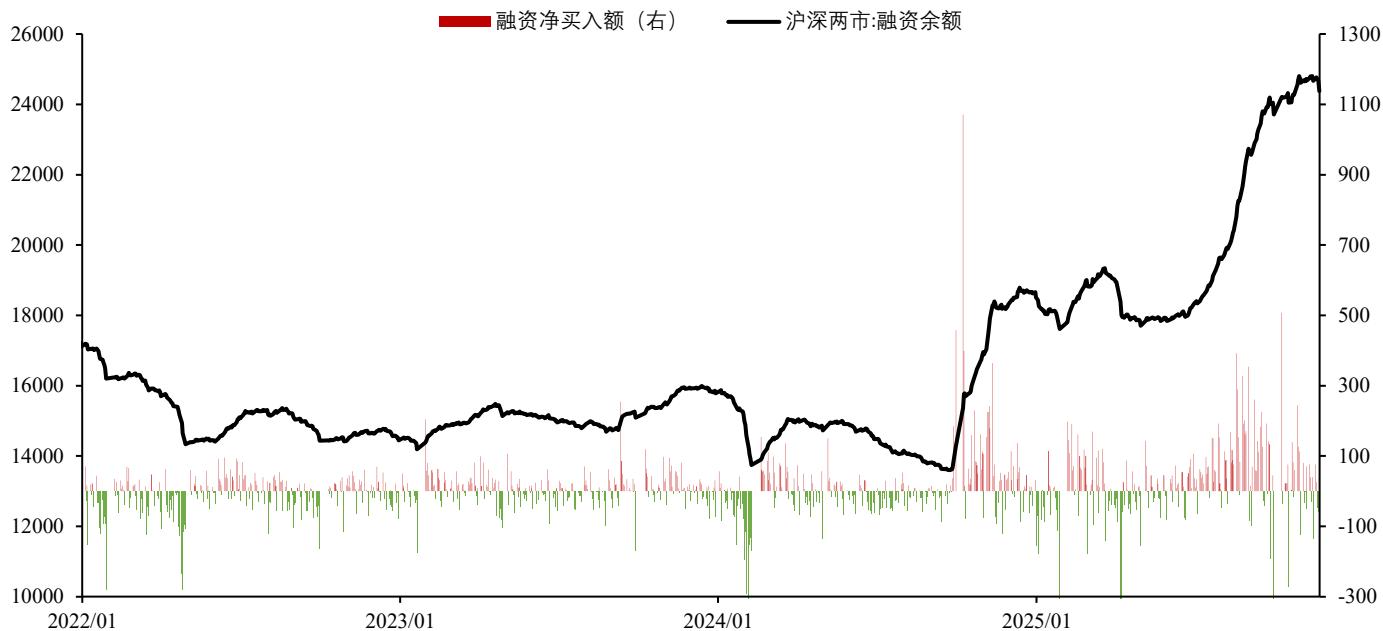
图表

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：阶段性风险释放，关注入场机会

周内融资余额减少 293 亿元。

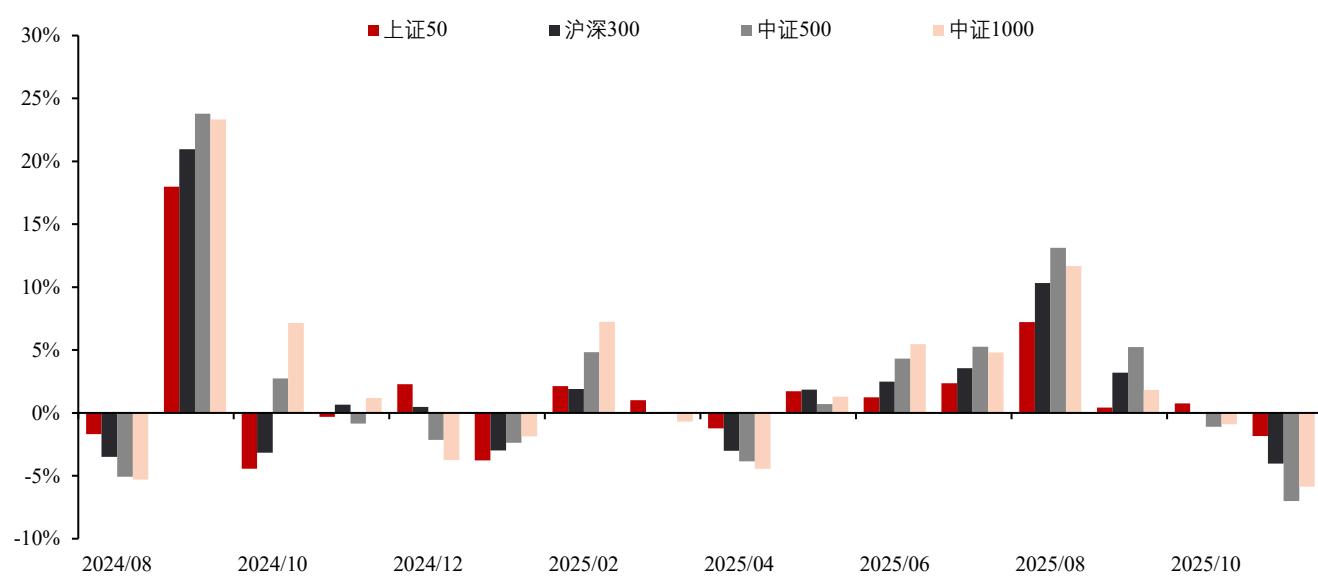
图1： 融资情况 | 单位：亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

截至 11 月 21 日，本月四大指数均收跌，中证 500 指数跌幅最大 (-7.01%)。

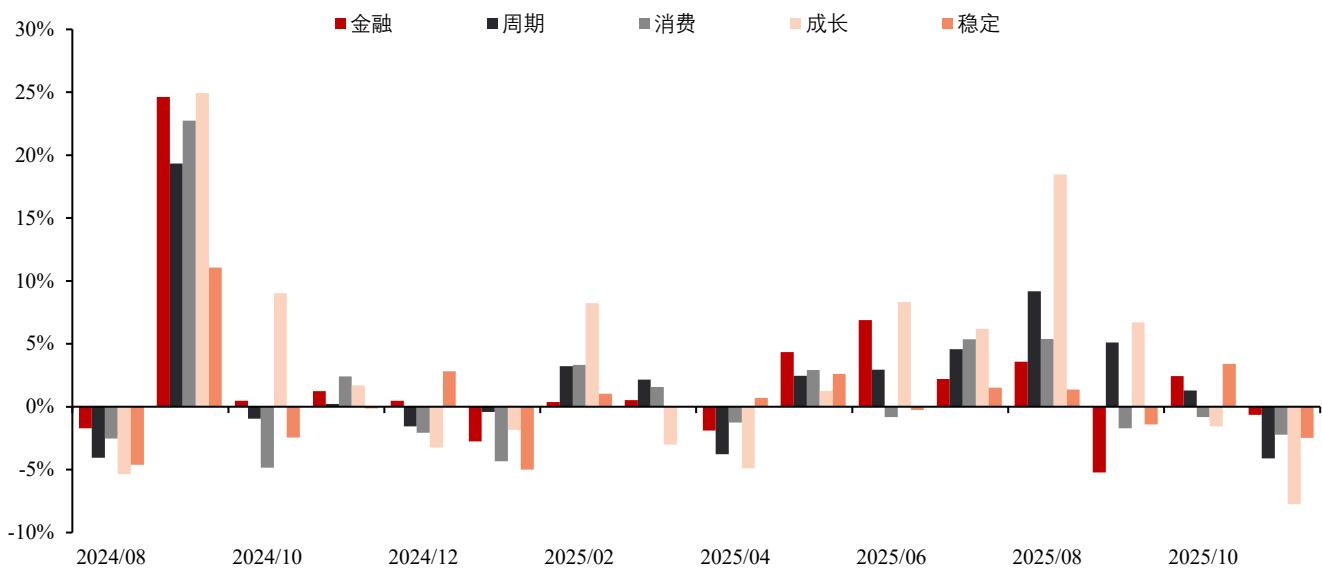
图2： 股指走势 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

截至 11 月 21 日，本月所有风格均下跌，成长 (-7.75%) 和周期 (-4.11%) 风格跌幅最大。

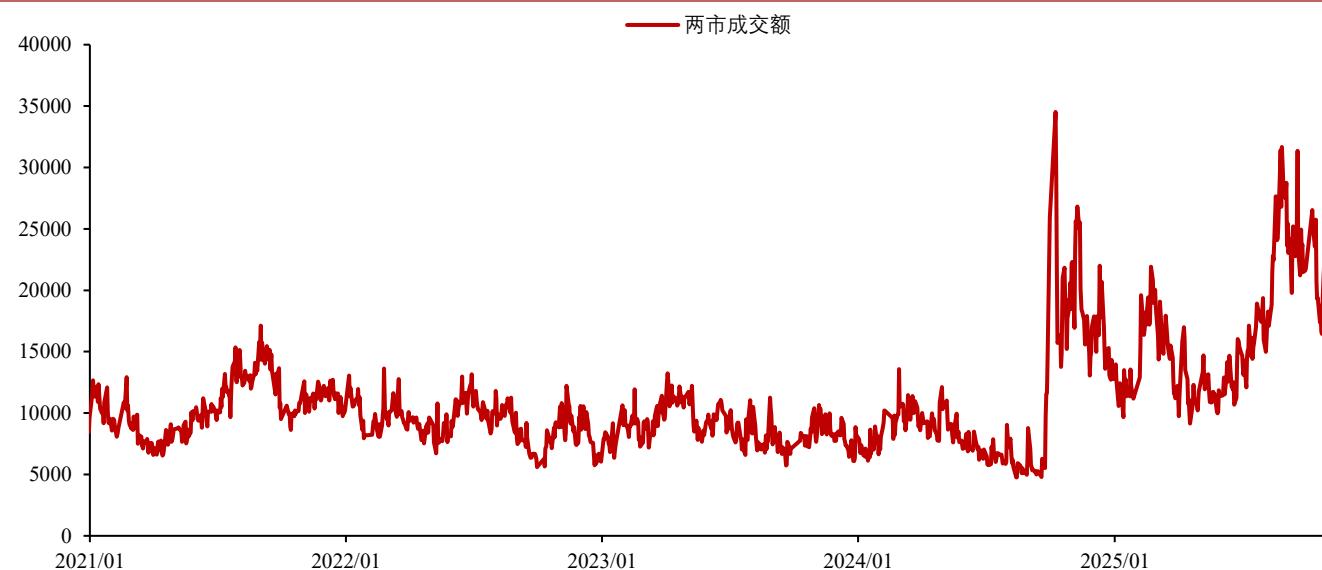
图3：风格指数月度收益情况 (%)



数据来源：Wind 华泰期货研究院

本周沪深两市成交量下降。

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	国家统计局公布数据，10月份，不包含在校生，全国城镇16-24岁劳动力失业率为17.3%，25-29岁劳动力失业率为7.2%，30-59岁劳动力失业率为3.8%。国内青年失业率处于高位，经济整体仍在磨底阶段。
估值	中性	股指市盈率下降，市净率仍较低；股债性价比回升。
流动性	中性	上周净投放13540亿元，因还有1200亿元国库现金定存到期，实现净投放（含国库现金）12340亿元。本周央行公开市场将有16760亿元逆回购到期。
货币政策	向上	央行发布第三季度货币政策执行报告指出，下一步要实施好适度宽松的货币政策，保持社会融资条件相对宽松，同时继续完善货币政策框架，强化货币政策的执行和传导。
人民币走势	向上	短期外部扰动加大，汇率波动加剧。随着美联储实质性降息及国内需求巩固，人民币汇率有望长期走强。
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24日至11月30日）一共有39家公司18.14亿股限售股解禁，解禁市值为187.47亿元，环比减少782.42亿元。下周一是解禁高峰，解禁规模达109.39亿元，占全周比例的58.35%。具体到个股，下周解禁市值排名前三的是南方航空、华统股份、赛恩斯，解禁市值分别为56.89亿元、17.42亿元、14.49亿元。
市场情绪	向下	本周A股主要指数收跌，上证指数跌3.90%，创业板指跌6.15%。
基差	中性	截至2025年11月21日，IH股指期货升水现货14.75点，IF股指期货升水现货27.59点，IC股指期货升水现货56.99点，IM股指期货升水现货62.50点。
外围金融环境	中性	美国11月标普全球制造业PMI初值为51.9，创4个月新低；服务业PMI初值为55，综合PMI初值为54.8，均创4个月新高。
中美地缘政治	中性	国务院副总理何立峰会见美国前总统国家安全事务助理、大西洋理事会执行副主席哈德利一行。何立峰表示，中美拥有广阔的合作空间和广泛的共同利益，经贸应该继续成为中美关系的压舱石和推进器。希望大西洋理事会发挥作用，推动双边经贸关系稳定发展。
总体评价	向上	上周五的调整释放了市场阶段性的悲观情绪，随着主要风险因子已被计价，后续盘面或逐步开启年末震荡修复行情。当下可重点关注本周入场时机，同时仍需跟踪海外美元流动性风险的变化，以及国内政策工具箱的运用和大资金动向。

资料来源：Wind 华泰期货研究院

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：%

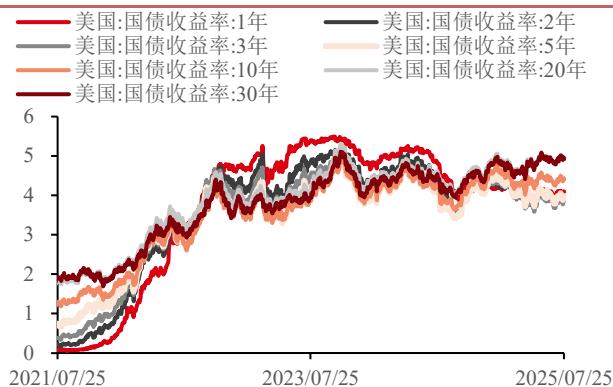
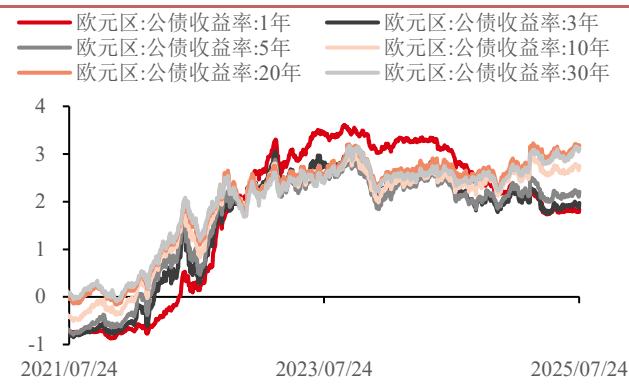
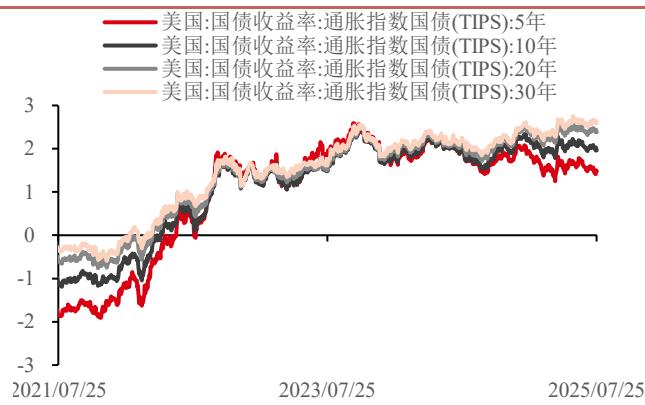


图6： 欧洲收益率 | 单位：%



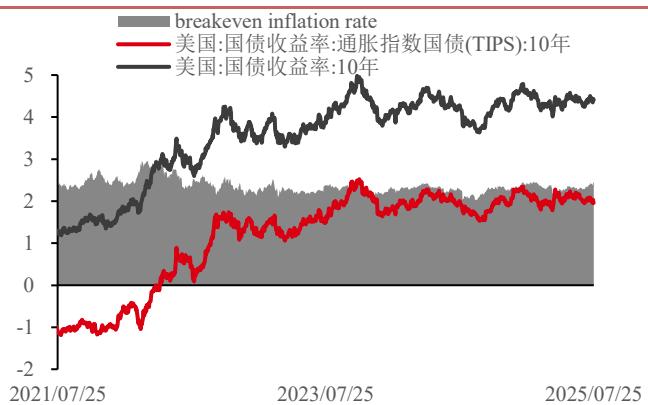
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图7： TIPS 债券收益率 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

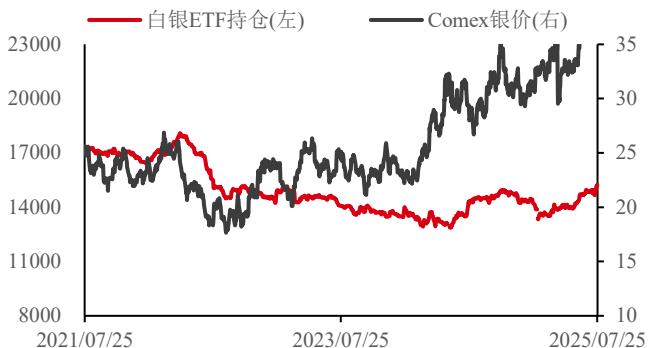
图8： BREAKEVEN INFLATION RATE | 单位：%



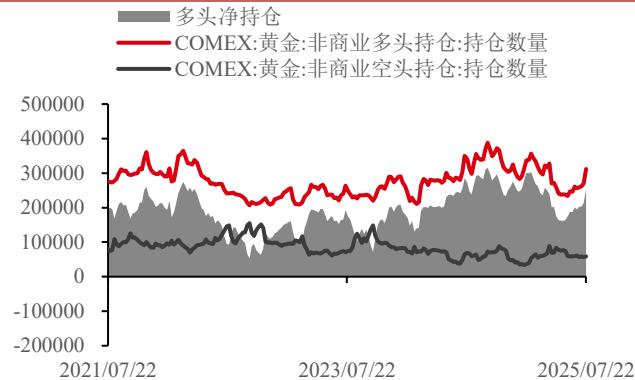
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图9： 黄金 ETF 持仓量 | 单位：吨

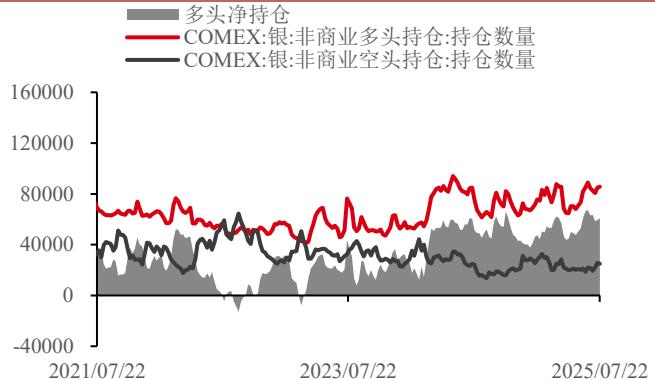

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图10： 白银 ETF 持仓量 | 单位：吨


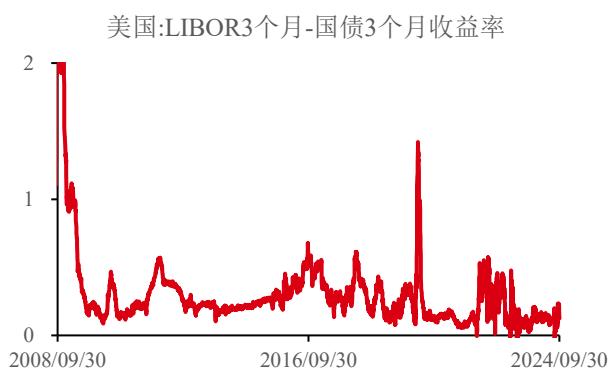
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图11： 黄金 CFTC 多头净持仓 | 单位：张


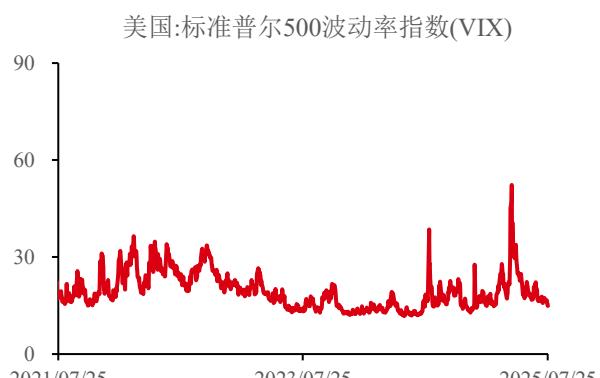
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图12： 白银 CFTC 多头净持仓 | 单位：张


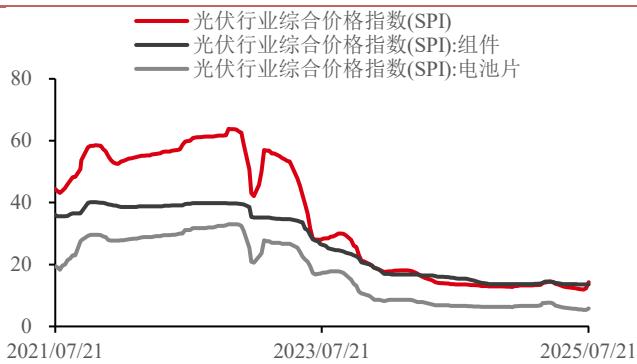
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图13： TED SPREAD | 单位：%


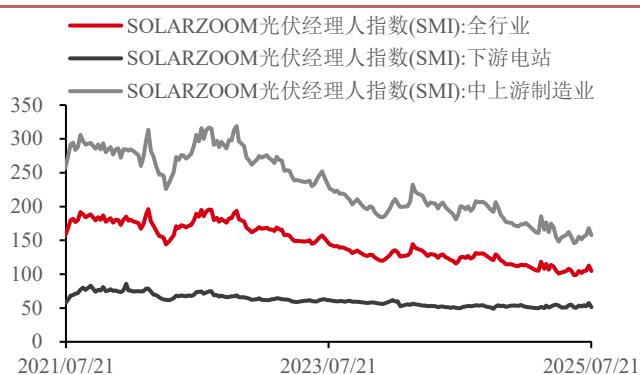
数据来源：Wind 华泰期货研究院

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