

安粮期货商品研究报告



黄金期货月报（202510-202511）

■能源 ■金属 ■农产品

■股指 ■利率 ■期权 . . .

安粮期货研究所

2025年10月10日

投资咨询业务资格

皖证监函【2017】203号

研究所 宏观小组

研究员：杨璐

从业资格号：F3071017

投资咨询号：Z0021280

初审：

潘兆敏：从业资格号:F3064781

投资咨询号:Z0022343

复审：

赵肖肖：从业资格号：F0303938

投资咨询号：Z0022015



黄金：降息预期与避险需求双轮驱动，金价突破历史新高后延续强势

核心观点：

进入 10 月，黄金的上涨动能进一步增强，并在月初完成了历史性突破。受美国联邦政府“停摆”等突发事件影响，市场避险情绪空前高涨，金价在国庆假期期间接连突破 3900 美元和 4000 美元两大关键心理关口。预计 10 月全月金价将保持高位运行，波动可能加剧，但整体偏强格局未改。

本轮金价飙升的核心驱动力首先来自于货币政策转向预期，市场对美联储在 10 月末议息会议降息的概率预期极高，低利率环境显著降低了持有黄金的机会成本；其次，避险需求的集中释放提供了强劲推力，特别是美国联邦政府陷入“停摆”且持续时间可能超过历史平均水平，此举不仅加剧了市场对美国财政可持续性与债务信用的担忧，其引发的政治不确定性以及导致关键经济数据延迟发布，进一步放大了市场的避险情绪与对降路径的笃定预期；此外，全球范围内的结构性买盘构成了坚实支撑，包括全球央行持续的购金行为，以及全球黄金 ETF 资金的强劲流入，共同打破了黄金市场的传统供需平衡。

展望 10 月剩余时间，尽管金价在创下新高后因技术面超买和部分地缘紧张局势缓和而可能出现短期震荡与回调，但在上述核心驱动因素未发生根本性转变的背景下，黄金价格预计将保持高位运行态势，并存在进一步上行的可能性。



一、月度行情回顾

9月黄金市场呈现强势上涨态势，现货黄金价格连续突破关键整数关口，创下历史新高。月初现货黄金开盘于3720美元附近，随后在美联储降息决策、地缘政治风险加剧以及美元走势疲软的多重因素推动下稳步上行，月末一度站上3860美元/盎司，月度涨幅接近4%，年内累计涨幅达47.32%。

二、基本面信息

1. 现货与期货市场

9月份，黄金市场呈现强劲上涨态势。

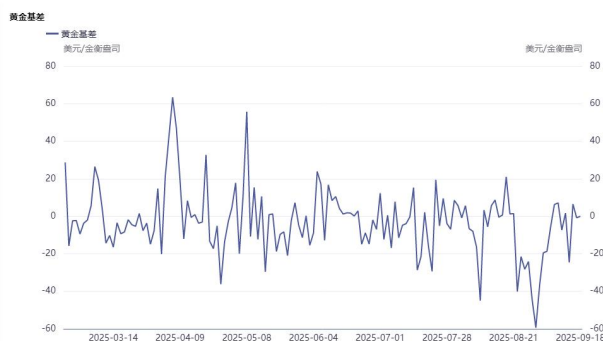
外盘方面，现货黄金（伦敦金现）月初开盘于3725.06美元/盎司，随后稳步上行，月中一度重返3780美元/盎司，至9月30日进一步攀升至3865.918美元/盎司，创下历史新高，日内涨0.86%。至此，现货黄金年内涨幅达到47.32%。期货市场方面，COMEX黄金期货表现同样强劲，9月30日报3890.9美元/盎司，当日涨0.93%，年初至今涨幅达到47.42%。期现基差整体保持稳定，期货价格持续略高于现货价格，市场对未来金价预期依然乐观。

内盘方面，受美联储降息预期和地缘政治避险情绪的推动，沪金在9月初就展现出强劲势头。9月1日，Au9999现货收于791.33元/克，沪金期货报794.80元/克，为当月上涨奠定了基调。进入月中，市场出现短期调整，但此次调整并未改变上行趋势，在美联储降息落地和持续避险买盘的推动下，金价重拾涨势，并在月末最后一天携手创下新高。最终沪金2512合约9月末收盘价874.4元/克。从资金面看，尽管9月30日期货市场整体减仓，但空头退场意愿更强，这为价格上行提供了动力。

图一：伦敦现货价



图二：基差



数据来源：同花顺；安粮期货研究所

2. 比价体系变动

9月份，金银比继续向下修复，白银表现强于黄金。截至9月26日，COMEX黄金期货报3780.5美元/盎司，而COMEX白银期货报45.47美元/盎司，当日白银涨幅达2.89%，明显高于黄金的0.33%。根据市场数据分析，当前外盘金银比约在82-85之间，较过去50年均值63和20年均值70明显偏高，但已从高位回落。白银在黄金带动和工业需求支撑下呈现补涨行情，符合历史规律中金银比向均值回归的趋势。

金铜比方面，9月份黄金表现优于铜。LME铜价在9月末围绕10275.5美元/吨波动，而黄金价格大幅上涨，导致金铜比上升。这一变化反映了全球经济复苏不确定性增加，工业属性更强的铜需求前景受到质疑，而黄金的避险属性得到强化。金油比同样呈现上升趋势，黄金价格涨幅远超原油价格表现，市场避险情绪升温，资金从增长敏感性资产向避险资产转移。

图三：金银比



图四：金油比



图五：金铜比



图六：WTI 原油、LME 铜



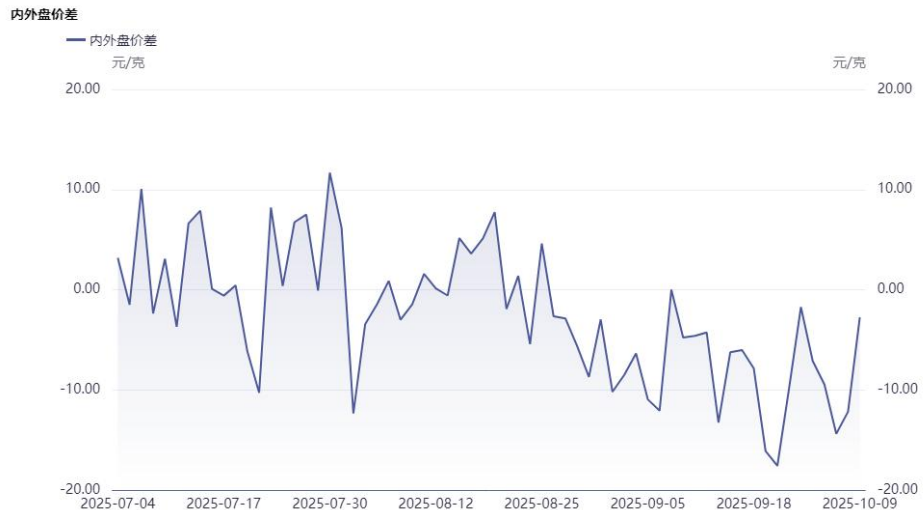
数据来源：同花顺；安粮期货研究所

3. 内外盘价差

9月份，黄金境内外价差经历明显波动。月初，境内外价差总体处于0至5元/克区间波动。随着9月黄金开启上涨走势，境内获利了结情绪升温，导致境内折价程度快速走扩，并一度触及-10元/克。这一变化反映国内投资者在金价持续上涨后倾向于部分获利了结，而国际市场买盘依然强劲，导致内外价差扩大。不过，随着月末金价站稳高位，国内黄金追涨情绪有所显现，境内折价幅度逐步收窄，市场情绪由谨慎转向积极接纳。



图七：内外盘价差

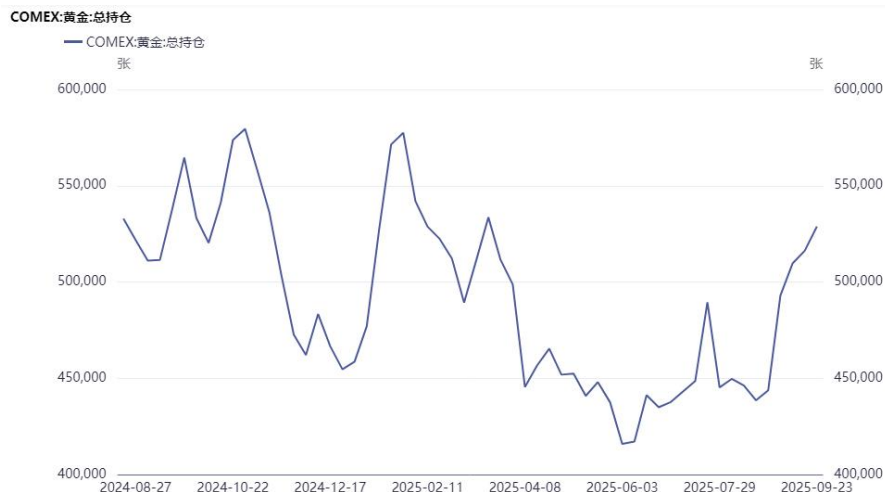


数据来源：同花顺；安粮期货研究所

4. CFTC 持仓分析

截至9月末，CFTC 黄金基金净多头头寸总体震荡，持仓分化度徘徊在50一线。这一数据表明机构投资者对黄金后市看法存在分歧，但整体仍保持净多头配置。从整个第三季度来看，黄金 ETF 净流入500万盎司，较第二季度明显回升，中长期配置资金持续流入黄金市场。根据世界黄金协会的数据，过去四周，黄金 ETF 的净流入资金激增至136亿美元，使得2025年迄今为止该类基金的净流入已超过600亿美元，创下历年新高。与此同时，COMEX 黄金期货未平仓合约量维持在相对高位，反映市场参与度保持活跃。机构行为方面，CFTC 持仓分化度显示美元指数仍然超卖，有较大的反弹潜力，这与黄金的强势形成对比。

图八：黄金总持仓量



数据来源：同花顺；安粮期货研究所

5. 汇率市场追踪



(1) .美元指数

9月份，美元指数整体呈现震荡走势。美联储9月宣布降息25个基点后，美元指数一度下跌至96.48。然而，随着市场对美联储预防性降息后利空出尽的计价，美元指数出现技术性反弹。从历史经验看，预防性降息后美元指数往往利空出尽，出现技术性反弹行情。这种走势在9月下旬尤为明显，美元指数的反弹对黄金进一步上涨形成一定压制。截至月末，美元指数在97-98区间内震荡，市场关注后续经济数据对美联储政策路径的指引。

(2) .人民币汇率

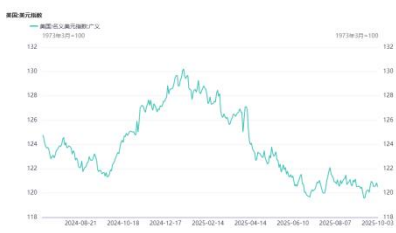
9月份，人民币兑美元汇率整体保持稳定，波动幅度有限。这使得国内金价走势更多受到国际金价驱动和本地市场情绪影响，而非汇率因素主导。在黄金内外盘价差方面，人民币汇率的相对稳定减少了套利机会，使内外价差更多反映国内市场情绪变化。当国内金价呈现折价时，主要反映国内投资者在金价连续上涨后的获利了结意愿，而非汇率预期变化。

(3) .实际利率与黄金

9月份，黄金与美债利率负相关性增强。美联储9月17日决定将联邦基金利率目标区间下调25个基点，至4.00%-4.25%之间，这是美联储自2024年12月以来的首次降息。降息决策主要基于“就业增长放缓”和“就业下行风险上升”。利率下降降低了持有黄金的机会成本，提振了黄金吸引力。此外，美联储预测显示，到年底将再降息50个基点，这一宽松预期为黄金市场提供了持续支撑。9月份，黄金与美元指数负相关性下降，与铜、原油、比特币转为负相关，表明黄金走势更多受避险需求和货币政策预期驱动，而非传统的大宗商品或风险情绪影响。

市场对美联储在10月降息的概率预期接近100%。不仅如此，预期在今年剩余时间内可能会有更多的宽松政策。黄金作为无息资产，在利率下行周期中其竞争力会显著增强。

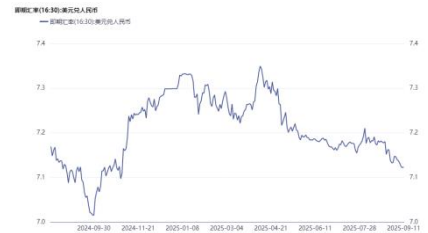
图九：美元指数



图十：美债收益率



图十一：人民币汇率



数据来源：同花顺；安粮期货研究所

四、宏观事件分析

1. 美联储政策动向

9月份，美联储货币政策发生重要转向，成为影响黄金市场最关键的因素。9月17日，美联



储 FOMC 会议决定降息25个基点，将联邦基金利率目标区间下调至4.00%-4.25%之间。这是美联储自2024年12月以来的首次降息，也是2025年的首次降息动作。降息决策主要基于就业市场表现疲软，近期指标显示美国上半年经济活动增长放缓，就业增长放缓。

美联储9月 FOMC 会议纪要显示，大多数与会官员认为在当前背景下适度宽松是合适的，并预期年内可能进一步降息。大多数成员强调通胀上行风险依然存在，但就业下行风险有所增加。美联储预测表明，到2025年底将再降息50个基点，未来两年每年再降息25个基点。这一宽松路径为黄金市场创造了有利环境。

从历史经验看，金价在预防性降息后通常会在一个月左右的时间内走强，涨幅约为7%-8%。此后虽有小幅回调，但在大周期强势背景下，金价会在调整后2至3个月时点再度走强。9月份金价的强劲表现印证了这一历史规律，美联储降息为黄金提供了重要驱动力。预测在降息周期内，金价仍有上浮空间。

2. 地缘政治风险

9月份，地缘政治风险持续为黄金市场提供避险支撑。特朗普政府的贸易政策前景以及地缘政治的不稳定导致市场不确定性增加，避险情绪提升使黄金受益。10月初发生的美国联邦政府“停摆”是引爆市场避险情绪的关键事件。政府停摆导致包括非农就业数据在内的重要经济数据推迟发布，加剧了市场对美国经济前景和政策不确定性的担忧。

具体而言，美墨边境局势因特朗普政府的军事干预持续恶化，2025年4月，美国将锡那罗亚贩毒集团列为“外国恐怖组织”，并计划实施跨境无人机打击，引发墨西哥修宪禁止外国军队入境。这种主权对抗使市场担忧北美供应链中断。

此外，特朗普试图解雇美联储理事引发的政治干预危机，使市场对美元政策独立性产生动摇。美国对瑞士黄金加征39%关税，导致两家精炼厂暂停对美出口。这种供应链扰动叠加墨西哥能源设施受威胁的风险，使黄金的商品属性与避险属性产生共振。地缘政治格局呈现“传统冲突升级+非传统安全威胁扩散”的双重特征，推动黄金避险需求进入新纪元。

3. 美国经济数据

9月份公布的美国经济数据呈现增长放缓与就业市场疲软的特点，为美联储降息提供了依据。尽管美国二季度 GDP 环比上修至3.8%，周初请失业金21.8万继续下降，市场降息预期有所回落，但整体就业趋势仍显疲弱。美联储指出，“近几个月新增就业远低于预期”，这是采取降息措施的重要原因。

对于未来经济数据走向，机构预测美国9月 CPI 同比将进一步攀升，但第四季度 CPI 增速将



边际回落。美联储和金融市场均将重心从通胀转向就业。由于近期已公布的就业数据弱于预期，在新一轮就业数据公布前，市场依然持谨慎观望态度，美债收益率和美元指数的反弹空间受到制约。从历史经验看，无论是美联储“预防性降息”或“衰退性降息”，首次降息后的3-6个月美国新增非农就业初值通常边际改善或至少不再进一步持续恶化。

由于10月初政府停摆，部分关键经济数据延迟发布，市场只能依赖民间数据进行判断，这本身也加大了不确定性。而从已公布的数据看，美国经济放缓的迹象是美联储考虑转向降息的重要原因。此外，美国债务问题持续令市场担忧，美国国债总额已突破35万亿美元，高企的财政赤字动摇了全球资金对美元资产的绝对信心。

4. 央行购金动态

中国央行公布的数据显示，截至9月末，其黄金储备为7406万盎司，实现了连续第11个月增持。这一行为并非个例，据世界黄金协会调查，多数央行认为美元在全球储备中的占比将继续下降。去美元化和优化外汇储备结构的战略需求，促使各国央行成为黄金市场上坚定而长期的买家。

截至2025年6月，全球外汇储备中美元占比降至58.4%，创25年新低。美国联邦政府债务规模突破40万亿美元，利息支出占财政预算比例升至15%，使美元的长期价值锚定物——美国国债的安全性受到质疑。2025年上半年，外国投资者净抛售美债达1200亿美元，创2013年“缩减恐慌”以来新高。这种趋势进一步强化了黄金作为保值增值工具的吸引力。

五、趋势展望与技术分析

10月份影响黄金价格的核心因素包括货币政策预期、避险情绪、技术面走势与资金流向。

1. 影响因素综合分析

美国联邦政府因两党分歧陷入停摆，这一政治风险事件引发市场对美国财政可持续性与债务信用的担忧。历史数据显示，政府停摆超过10天时，黄金均录得正收益（如1995年+2.6%、2018年+3.8%），本次停摆进一步放大了避险溢价。地缘政治风险在10月份依然高企，俄罗斯对乌克兰的空袭、中东地区的冲突反复等事件持续不断。此外，日本和法国近期更换领导层引发的财政隐忧也增加了不确定性，支持了金价。

2. 技术分析

从技术分析来看，黄金的“热炒式上涨”仍在持续。每盎司4000美元的关口已接近长期上升价格通道上轨的阻力位。这一关键阻力位的突破确立与否将成为10月份技术面关注焦点。



基于当前市场环境,预计10月份黄金价格将呈现高位震荡格局,核心运行区间在3750-3950美元/盎司。若突破4000美元关键阻力,可能引发新一轮空头回补和追涨资金流入,推动金价进一步上探4100-4200美元区域。相反,若未能突破该阻力位且跌破20日均线支撑,则可能回落至3650-3700美元区间寻求支撑。

沪金期货在9月份实现了对关键阻力位的突破。特别是在9月末,沪金期货突破了870元/克的关键阻力位,这从技术面上打开了上行空间,10月初跟随假期外盘涨势,突破新高,短期处于上升通道中,各周期均线呈多头排列。

中长期来看,黄金牛市格局未改。美联储降息周期开启、全球地缘政治风险持续、去美元化趋势加速以及全球央行持续购金,这些因素共同构成了黄金市场的坚实支撑。金银比继续向下修复,白银表现强于黄金,表明白银的补涨行情可能延续,这对黄金走势也形成侧面支撑。

图十二: 伦敦金走势



图十三: 沪金走势



数据来源: 同花顺; 安粮期货研究所

3. 月度重点事件关注



表一：月度重点事件

日期	重要数据/事件	影响方向	核心逻辑
全月持续	美国政府停摆	利多	引发财政不确定性和避险情绪，关键经济数据推迟发布，加剧市场波动。
全月持续	美联储降息预期	利多	市场对 10 月降息概率预期极高，低利率环境降低黄金持有成本，是核心上涨动力。
10 月 15 日 (原定)	美国 9 月 CPI 数据	待观察	若数据推迟发布，将延长市场不确定性；若最终数据显示通胀回落，将巩固降息预期，利多黄金；若通胀超预期，可能削弱降息预期。
10 月 15 日	日本新首相指名选举	待观察	高市早苗的政策主张可能延续宽松，影响日元及全球流动性预期，间接作用于美元和黄金。
10 月 (具体 待定)	美联储议息会议	利多	市场已高度预期此次会议将宣布降息，若兑现将成为金价上涨的直接催化剂

免责声明

本报告基于安粮期货股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的公开信息和资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺任何有关变更的通知。本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述内容的投资建议，投资者应根据个人投资目标、财务状况和风险承受能力来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出决策并自行承担风险。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

