

# 安粮期货商品研究报告



## 黄金期货月报（202511-202512）

■能源 ■金属 ■农产品

■股指 ■利率 ■期权 . . .

### 安粮期货研究所

2025年11月03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：10 月冲高回落呈现震荡格局，11 月关注货币政策与数据指引

### 核心观点：

十月国际黄金市场呈现冲高回落态势。伦敦金现月初延续涨势，一度创下 4381 美元/盎司的历史新高，但随后受美联储鹰派立场及市场获利了结影响，出现显著回调。全月收于 4000 美元/盎司关口附近，市场波动率显著抬升，反映多空因素交织。

预计十一月黄金市场将呈现震荡整理格局。月初受美联储政策预期压制可能继续承压，但全球央行购金趋势及地缘政治风险将为金价提供中长期支撑，大幅下跌空间有限。

短期来看，美联储偏鹰派立场、避险情绪降温及技术面超买修正将继续对金价构成压力。但中长期来看，全球央行购金趋势未改（2025 年前三季度全球央行净购金量达 902 吨）、美国债务问题持续以及“去美元化”结构性趋势将为金价提供底部支撑。黄金作为资产配置中的重要组成部分，其长期价值依然稳固。



## 一、月度行情回顾

十月黄金市场经历了“过山车”式行情。伦敦金现价格从月初高位 4381 美元/盎司回落，月末在 4000 美元/盎司关口附近获得支撑，全月收跌约 2.4%。COMEX 黄金期货主力合约走势基本同步。基差维持在相对稳定区间，表明市场供需关系总体平衡。

## 二、基本面信息

### 1. 现货与期货市场

10 月黄金市场经历了剧烈波动，现货和期货价格均呈现冲高回落态势。伦敦金现价格在 10 月初延续 9 月涨势，一度触及 4381 美元/盎司的历史新高，但随后出现显著回调，至 10 月底回落至 4000 美元/盎司关口附近徘徊。COMEX 黄金期货主力合约（12 月交割）走势类似，最高突破 4000 美元/盎司关口，但受美联储鹰派立场和贸易局势缓和影响，一度失守 3960 美元关口，月末收于 4000 美元附近。

基差方面，COMEX 黄金期货与伦敦金现之间的价差保持在相对稳定区间，表明市场供需关系总体平衡。但在金价剧烈波动期间，基差短期扩大，反映市场情绪变化和流动性状况。10 月 27 日，黄金价格一度跌至 4053.81 美元/盎司，但逢低买盘支撑推动其回升至 4080 美元附近。

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

10 月金银比从月初的高位显著回落，主要受白银补涨行情影响。随着风险偏好回升，白银表现相对黄金更强，导致金银比下降。这一变化反映了贵金属市场内部结构的调整，表明白银在黄金上涨趋势中以更大的涨幅上涨进行比值修复。金铜比方面，10 月金铜比呈现波动上行走势。COMEX 黄金价格虽从历史高点回落，但仍保持相对高位，而 LME 铜价受全球经济增长担忧影响表现疲软。金铜比的上升反映了市场对经济前景的担忧，黄金的避险属性与铜的工业属性形成鲜明对比。10 月金油比进一步攀升至历史高位区间。伦敦金现价格保持强势，而 WTI 原油价格受全球需求担忧和库存增加影响持续承压。金油比的上升凸显了黄金的避险功能与原油需求疲软之间的分化，市场对经济放缓的担忧支撑了黄金的相对表现。



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

十月国内外金价均呈现高位震荡，但内盘金价表现相对抗跌。上海黄金期货主力合约收报约 790 元/克，较 9 月末有所回落，但跌幅小于外盘。内外盘价差主要受人民币汇率波动影响。十月人民币对美元汇率整体保持稳定，中美贸易谈判取得进展对汇率形成一定支撑。随着金银价格调整，国内外金银期权平值隐波已有较大回落。

图七：内外盘价差



数据来源：同花顺；安粮期货研究所



#### 4. 黄金持仓分析

长线基金持仓看，截止至十月末，SPDR 黄金 ETF 持仓周减 7.73 吨至 1039.2 吨；iShares 白银 ETF 持仓周减 230 吨至 15189.8 吨。受美政府停摆事件影响继续停更。十月 COMEX 黄金投机者净多头头寸先增后减，反映市场情绪转变。库存方面，COMEX 黄金库存周减 22.1 吨至 1187.2 吨；SHFE 黄金库存周增 0.8 吨至 87.8 吨。

月初，随着金价创历史新高，净多头头寸大幅增加，显示机构投资者对黄金后市看涨情绪浓厚。但月中后，随着美联储释放鹰派信号和避险情绪降温，部分多头选择获利了结，净多头头寸有所减少。尽管月中后净多头头寸减少，但整体水平仍处于历史相对高位，表明机构投资者对黄金中长期走势仍保持乐观。

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

10月美元指数整体呈现探底回升走势。月初受美联储降息预期影响，美元指数承压，但月中后随着鲍威尔释放鹰派信号，美元指数反弹走强。美联储主席鲍威尔在10月货币政策会议后表示“至少等一个周期再采取行动”，暗示12月可能暂停降息，这一表态提振美元。美元指数回升至98上方，对以美元计价的黄金构成压力。

##### (2) .人民币汇率

10月人民币汇率整体保持稳定，双向波动特征明显。中美贸易谈判取得进展对人民币形成支撑，中国外汇交易中心每日公布的人民币汇率中间价显示，10月期间人民币对美元汇率在一定区间内震荡。人民币汇率的相对稳定，使内盘黄金价格更多受国际金价带动，内外盘价差保持在合理区间。

##### (3) .实际利率与黄金



10月美国利率市场波动加剧，美联储货币政策成为市场关注焦点。美联储在10月货币政策会议上宣布降息25个基点，将基准利率下调至3.75%-4.00%区间。这是美联储继上月降息25个基点后再次降息，也是去年9月以来的第五次降息。

然而，美联储主席鲍威尔在会后的言论偏鹰派，明确表示“12月进一步降息远非板上钉钉”。这一表态导致市场对12月降息的预期从会前的90%骤降至63%。实际利率下行预期减弱提高了持有黄金的机会成本，对金价构成压力。

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

美联储10月货币政策会议成为本月金价走势的关键转折点。虽然美联储如市场预期宣布降息25个基点，将基准利率下调至3.75%-4.00%区间，但会后的鹰派表态完全改变了市场预期。美联储主席鲍威尔明确表示“至少等一个周期再采取行动”，并强调“12月进一步降息远非板上钉钉”。这一表态导致市场对12月降息的预期从会前的90%骤降至63%，引发美元指数反弹和美债收益率回升，对金价形成显著压力。

美国财长贝森特公开表示，受高利率影响，美国经济部分领域，尤其是房地产行业可能已陷入衰退，呼吁美联储应加快降息速度。贝森特指出，特朗普政府削减政府开支的措施，已将赤字占国内生产总值(GDP)的比率从6.4%降至5.9%，有助降低通胀，联储局应该继续降息。美联储理事米兰在议息会议上连续两次投下反对票，支持降息50点。他表示，如果美联储不迅速降息，可能会引发经济衰退。这反映了特朗普政府对美联储的政策压力正在加大。

### 2. 地缘政治风险

10月地缘政治环境呈现前松后紧的态势。月初，中美贸易摩擦出现缓和迹象，巴以停火谈判取得进展，俄乌冲突释放降温信号，这些因素共同导致黄金的避险需求减弱。

但月末地缘政治紧张局势有所回升。俄罗斯宣布成功测试新型核动力巡航导弹，俄乌冲突

持续升级，这些因素为黄金提供了一定支撑。地缘政治因素的反复无常使黄金的避险属性依然受到市场关注，一旦局势再度紧张，可能重新激发对黄金的避险需求。

中美贸易关系出现重要变化。中美两国高级经济官员于10月26日就潜在贸易协议框架达成初步共识，双方同意暂缓11月1日起对华商品加征100%关税的威胁。这一进展显著缓解了全球贸易紧张局势，提振了投资者对风险资产的兴趣，削弱了黄金的避险吸引力。

### 3. 美国经济数据

从经济数据看，尽管美国政府停摆危机影响了部分数据的正常发布，但可用信息表明美国就业市场增长放缓。金融数据公司 FactSet 估计美国9月新增就业岗位仅5万个，与去年同期的24万个相比明显疲软。通胀方面，9月消费者价格指数升至3%，高于8月的2.9%。经济数据的疲软本应支撑金价，但技术面的超买状态使得金价对利空因素更为敏感。

技术指标显示，黄金周期指标处于极度超买状态，且国际金价远高于200日移动均线（约3500美元/盎司）。历史规律表明，类似2006、2008、2011年的超买情况后，金价通常伴随20%以上的回调。加之上海黄金交易所上调黄金期货保证金至15%，以及纽约商品交易所黄金期货多头持仓达历史峰值，市场拥挤度过高加剧了波动。

### 4. 央行购金动态

中国央行持续增持黄金储备，为金价提供了有力支撑。虽然10月具体增持数据尚未公布，但2025年前三季度全球央行净购金量达902吨，显示全球央行购金趋势未改。

财政部、国家税务总局11月1日发布公告，明确黄金有关税收政策：根据公告，在2027年底前，对会员单位或客户通过上海黄金交易所、上海期货交易所交易标准黄金，卖出方会员单位或客户销售标准黄金时，免征增值税。未发生实物交割出库的，交易所免征增值税；发生实物交割出库的，区别标准黄金的投资性用途和非投资性用途，分别按规定适用增值税即征即退政策，以及免征增值税、买入方按照6%扣除率计算进项税额政策。黄金税收政策调整可能增加现货交易层面税收成本并引导现货需求向黄金ETF等金融产品需求转化。

## 五、结论：趋势展望与技术分析

预计11月黄金将呈现“短期承压、中期企稳、后期择向”的走势。

11月上旬，受美联储鹰派立场的滞后影响以及技术面调整压力，金价可能继续测试3850-3800美元/盎司支撑区间。若关键支撑位失守，不排除进一步下探的可能。11月中旬，随着美国10月通胀和就业数据的发布，以及地缘政治局势的进一步发展，金价有望逐步企稳。若经济数据表现疲软，可能重新强化市场对美联储降息的预期，为金价提供反弹动力。11月下旬，



市场注意力将转向12月美联储会议的预期管理，金价可能在3900-4100美元/盎司区间形成新的平衡。若美联储释放任何鸽派信号，或地缘风险重燃，金价有望重新上探4200美元/盎司阻力位。

### 1. 影响因素综合分析

美联储偏鹰派立场是导致10月金价回调的核心因素。鲍威尔强调“至少等一个周期再采取行动”，暗示12月可能暂停降息。若美国经济数据不显著恶化，美联储观望立场将削弱黄金的金融属性吸引力。

中美贸易摩擦缓和、地缘冲突谈判进展，削弱黄金的避险需求。部分多头获利了结加剧抛压，近期金价已从历史高点4381美元/盎司回撤超10%。黄金周期指标现处于极度超买，且国际金价远高于200日移动均线。历史规律显示，类似超买后通常伴随20%以上的回调。美联储官员表态“警惕通胀反复”，推迟降息预期，美元指数升至两个月高位。美国10年期国债收益率突破4%，无息黄金的持有成本显著增加。美国政府恢复发债，美元流动性收紧；上海黄金交易所上调黄金期货保证金至15%，抑制投机交易。纽约商品交易所黄金期货多头持仓达历史峰值，市场拥挤度过高加剧波动。

### 2. 技术分析

伦敦金十月在创历史新高后进入技术性修正阶段。月线级别显示，黄金长期上行趋势保持完好，但短期面临调整压力。长期上升通道下轨提供支撑，关键移动均线区域形成重要防御阵地，价格从超买区域回落，释放调整压力，成交量在价格回调期间放大，反映多空分歧加剧。

沪金月线级别显示长期上行趋势并未破坏。但日线级别上，价格在创出新高后回落，表明市场进入技术性修正阶段。目前多空双方在关键心理关口附近展开争夺，对应的震荡区间有所下移。后续需密切关注价格能否在该区域有效企稳，以及市场成交量的变化情况。价格回调过程中成交量放大，表明多空分歧加剧。国内外金银期权平值隐波已有较大回落，也反映出市场在经历剧烈波动后，短期投机情绪有所降温。

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。

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	国家/地区	事件/数据
11月3日	美国	10月ISM制造业PMI
11月5日	美国	10月ADP就业报告
11月6日	美国	美国最高法院关税案听证会
11月7日	中国	10月进出口数据
11月7日	美国	原定10月非农就业数据发布日
11月9日	中国	10月CPI、PPI数据

数据来源: 金十数据; 安粮期货研究所

### 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。

