

安粮期货商品研究报告



黄金期货周报（20251117-1124）

■能源 ■金属 ■农产品

■股指 ■利率 ■期权 . . .

安粮期货

2025年11月17日

投资咨询业务资格

皖证监函【2017】203号

研究所 宏观小组

杨璐：从业资格号：F3071017

投资咨询号：Z0021280

电话：0551-62870127

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



综述：美联储鹰派言论重挫金价，短期震荡偏弱

本周看法： 预计黄金将维持震荡偏弱格局，上行空间受限，下行支撑位面临考验。

上周看法： 黄金价格经历剧烈波动，周内虽一度站上 4210 美元/盎司高点，但在美联储官员集体鹰派言论打压下大幅回调，11 月 15 日单日跌幅超过 3%，失守 4040 美元/盎司关键支撑。

逻辑判断：

美联储官员一致释放鹰派信号导致市场对 12 月降息预期大幅降温，美元走强对黄金形成压制。技术面显示关键支撑位失守，市场情绪转弱，但地缘政治风险仍为金价提供部分避险支撑。

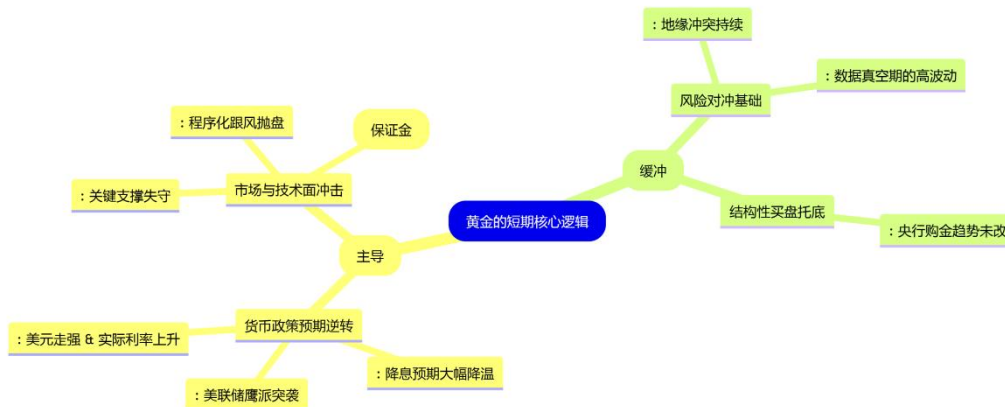
核心扰动（空头逻辑）：

最核心的压制力量来自于美联储出人意料的鹰派立场，这直接导致市场对降息的预期大幅降温。其传导路径是：鹰派言论推升美元指数并推高实际利率预期，这显著增加了持有黄金这一非孳息资产的机会成本。与此同时，技术面上关键支撑位的失守引发了额外的技术性抛盘，而此前股市大跌可能引发的保证金追加需求，也迫使部分投资者出售黄金以换取流动性，这些因素都放大了金价的短期跌幅。

底层支撑（多头逻辑）：

下方的支撑则更为深层和长远。持续存在的地缘政治风险（如俄乌冲突与中东紧张局势）为黄金提供了稳固的避险支撑。更重要的是，全球央行持续的购金趋势构成了黄金市场的结构性利好。此外，美国政府停摆结束后，一系列经济数据的集中发布可能会带来市场波动性的上升，这种不确定性环境也强化了黄金的避险吸引力。

图一：逻辑推演



数据来源：安粮期货研究所

一、基本面信息

1. 价格表现

(1) 期货、现货、基差

上周黄金价格走势呈现剧烈波动特征。伦敦现货黄金周初从 3998.67 美元/盎司持续上涨，最高曾触及 4210 美元/盎司，但在 11 月 15 日遭遇大幅抛售，单日狂泻近 180 美元，失守 4040 美元/盎司关键支撑，最低报 4031.82 美元/盎司，最终收于 4082.16 美元/盎司，日内跌幅达 2.13%。COMEX 黄金期货表现类似，结算价报 4081.00 美元/盎司，单日跌幅 2.70%，但全周仍累计上涨 1.75%，表明周初涨幅部分抵消了周五的暴跌。现货与期货价差约 16.5 美元/盎司，市场预期在剧烈波动后趋于稳定。

图二：伦敦现货黄金价格



图三：黄金基差



数据来源：同花顺，安粮期货研究所

(2) 比价

金银比：约为 80.78。上周白银跌幅大于黄金，现货白银约为 50.517 美元/盎司，当前比值高于近 3 年均值。在贵金属调整阶段，具有更强货币属性的黄金表现出相对抗跌性，而工业属性更重、此前经历挤仓行情的白银则弹性较弱，相对疲软。

金铜比：约为 12111.25。铜价受矿产供应增加（美国、巴西增产）拖累，LME 铜库存持平，但短期波动加剧，比值处于高位，经济不确定性增加。

金油比：约为 69.37。WTI 原油突破 60 美元/桶，能源成本上升压制黄金投资需求。

图四：WTI 原油、LME 铜



图五：金银比



图六：金铜比



图七：金油比

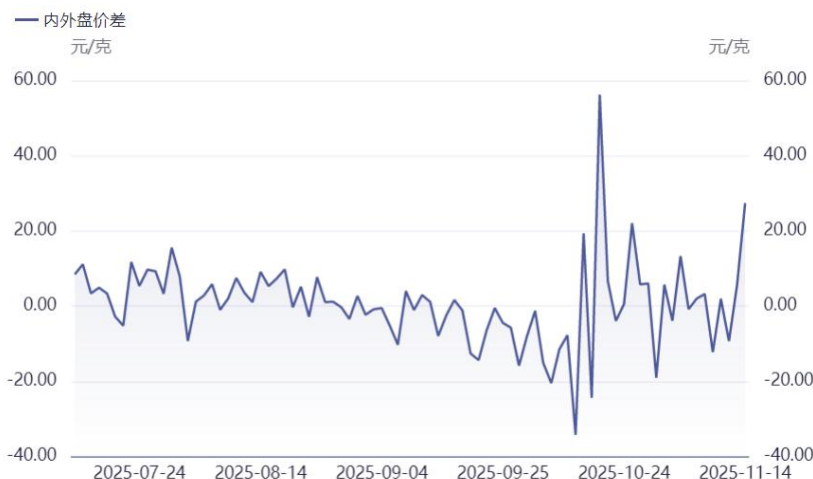


数据来源：同花顺，安粮期货研究所

(3) 内外盘价差

内外价差约为 27.39 元/克，外盘黄金在上周五波动变大，暴跌后尾盘逐渐平缓，内盘交易时间等原因暂未修复价差，后期会逐步修复价差区间。

图八：内外盘价差



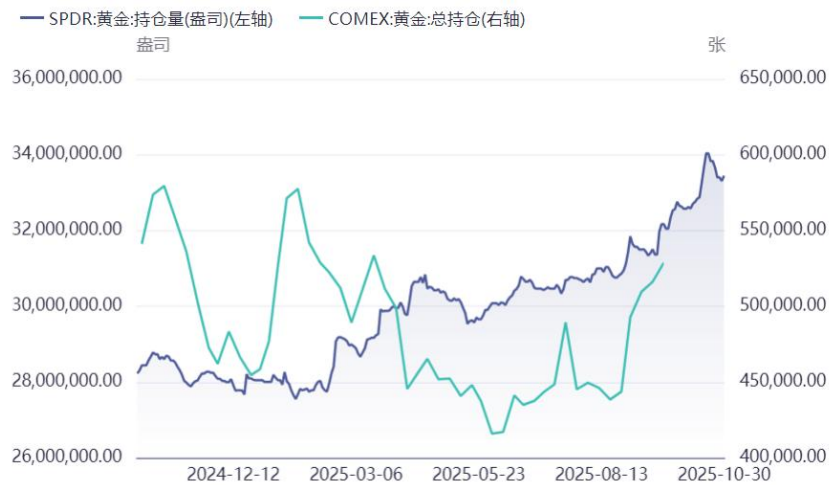
数据来源：同花顺，安粮期货研究所

2. 黄金持仓情况

SPDR 黄金持仓量截至 11 月 13 日为 1048.93 吨，连续 4 日净流入 6.86 吨，市场看涨情绪主导，但需警惕美联储政策变动引发的波动。由于美国政府部门刚结束长达 43 天的停摆，CFTC 持仓报告数据发布出现延迟。



图九：黄金总持仓量



数据来源：同花顺，安粮期货研究所

3. 汇率

美元指数：美元指数表现坚挺，交投于 99.36 一线，周内上涨 0.14%，对黄金形成明显压力。美元走强主要受到两因素推动：一是美联储鹰派立场导致降息预期降温，二是市场避险情绪升温带动资金流向美元资产。

人民币汇率：人民币汇率相对稳定，约为 7.12，减少了其对内外盘黄金价差的干扰，使国内金价更多受本地供需关系和避险情绪驱动。

美债利率：根据 CME“美联储观察”工具，美联储 12 月维持利率不变的概率已大幅攀升至 54.2%，而降息 25 个基点的概率则从一个月前的 94.4% 持续下降，降至 45.8%。这一急剧转变直接影响了黄金的持有成本，实际利率预期上升削弱了非孳息资产黄金的吸引力。

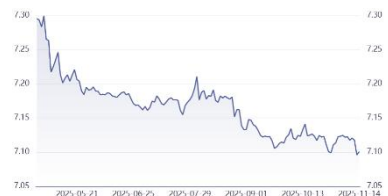
图十：美债收益率



图十一：美元指数



图十二：人民币汇率



数据来源：同花顺，安粮期货研究所

二、宏观事件

1. 美联储

上周多位美联储官员集体发表鹰派言论，显著改变市场对货币政策的预期，成为黄金下跌的主要驱动因素。美联储洛根明确表示：“当我展望 12 月会议时，我认为很难支持再次降息，除非我们有令人信服的证据表明通胀下降的速度确实快于我的预期，或者我们看到劳动力市场不只是逐渐降温”。这一表态尤为重要，因为洛根此前曾支持 9 月降息，但认为 10 月本倾向于



按兵不动。

同时，美联储卡什卡利表示并不支持美联储上一次的降息决策，对 12 月会议持观望态度。美联储穆萨莱姆认为当前货币政策“更接近中性，而不是略显紧缩”，这意味着在不至于过度宽松的情况下，进一步放松货币政策的空间有限。美联储柯林斯则强调“近期进一步放松货币政策的门槛相对较高”，因此仍需保持略具限制性的政策立场。

尽管有美联储米兰表示数据支持降息，美联储应更加偏鸽，但鹰派观点明显占据主导。这些一致鹰派的表态导致市场对 12 月降息预期大幅降温，直接触发了黄金的抛售潮。

2. 地缘

地缘政治方面，俄乌冲突持续，中东局势依然紧张。当地时间 11 月 14 日，以军战斗机对加沙南部拉法实施两次空袭，还对加沙地带北部加沙城的宰通地区发动了空袭。同日，叙利亚大马士革马泽赫 86 区的卡斯尔路遭到炮弹袭击。这些持续的地域风险为黄金提供了一定的避险支撑，限制了金价的进一步下跌。

美国政府结束长达 43 天的停摆，但停摆期间抽走超过 7000 亿美元现金，导致银行融资利率飙升，引发市场担忧。政府停摆的结束虽然缓解了部分不确定性，但其后续影响仍在市场中发酵。

3. 美国经济数据

由于政府停摆的影响，关键经济数据流被打乱，市场处于“数据真空期”。白宫发言人甚至表示，部分在停摆期间未能收集的数据可能永远不会公布。这意味着美联储将面临在关键数据不完整的情况下做出政策决定的困境，加剧了市场的不确定性。

有限的私人数据显示经济出现放缓迹象。消费者信心数据走低，密歇根大学 11 月消费者信心指数为 50.3，处于低位。高盛等机构估计 10 月非农可能出现显著下滑，市场对未来就业走势存在分歧。这些不确定因素增加了黄金作为避险资产的吸引力，但数据不足也限制了市场的明确方向。

4. 中国央行

中国方面，中国人民银行副行长陶玲 11 月 14 日在第十六届财新峰会上表示，要“规范发展黄金市场”，表明监管层对黄金市场的健康发展持续关注。实体经济数据表现疲软，工业增加值同比仅增长 4.9%，零售销售同比增长 2.9%，创下一年多来最低水平。社会融资总量增速放缓至 8.5%，为 7 个月来低点。

值得注意的是，随着国际金价上涨，国内多家商业银行继续对黄金积存金起点金额进行调整。中信银行、建设银行发布公告，上调积存金购金门槛。自 2025 年 11 月 15 日起，将积存金定期积存计划定时定额最低定投金额从 1000 元调整为 1500 元。这一调整反映了金价上涨对国内黄金投资需求的影响，可能在一定程度上抑制零售投资者的黄金购买意愿。

三、总结

1. 近期价格主导逻辑

综合分析，影响黄金价格的多空因素交织。利空方面，美联储鹰派立场导致降息预期大幅降温是黄金下跌的主要驱动力，美元走强和实际利率预期上升进一步削弱了黄金的吸引力。技术面关键支撑位的失守也引发了额外的抛压。股市大跌引发的保证金追加需求，也导致部分投资者不得不出售黄金以弥补资金缺口。

支撑因素方面，地缘政治风险持续存在，俄乌冲突与中东紧张局势仍未缓解。全球经济不确定性依然高企，特别是美国政府停摆结束后数据追赶可能带来波动性。央行购金趋势未改，中国央行表示要“规范发展黄金市场”，表明黄金在官方储备中的重要性依然存在。

2. 技术面与关键价位

从技术分析角度看，黄金关键支撑位在 3965-4010 美元区域，失守 3965 美元可能引发进



一步下跌。重要阻力位在 4075-4134 美元区间。黄金期货从 4250 美元高点回落后，在 4016.5 美元附近找到支撑，表明该区域买盘力量较强。展望后市，短期内在 12 月美联储会议前，黄金大概率维持震荡偏弱格局。投资者应密切关注即将发布的经济数据，特别是通胀和就业指标，这些数据可能改变美联储的政策路径。中期而言，全球不确定性因素与央行黄金购买趋势仍将为金价提供结构性支撑，但美联储政策转向的时机将是决定黄金下一步走向的关键因素。

风险方面，需要警惕美联储政策超预期鹰派、地缘政治局势突发变化、经济数据发布节奏紊乱带来的市场波动，以及技术面关键价位突破引发的程序化交易冲击。黄金市场在年底前可能维持高波动状态，投资者需做好风险管理。

图十三：黄金近期走势图



数据来源：同花顺，安粮期货研究所

3. 本周焦点事件

关注美联储公布货币政策会议纪要（11月19日）；美国至11月15日当周初请失业金人数，9月非农报告（11月20日）；日本10月核心CPI年率，法国、德国、欧元区11月制造业PMI初值（11月21日）。

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。

