

安粮期货商品研究报告



黄金期货周报（20251124-1201）

■能源 ■金属 ■农产品

■股指 ■利率 ■期权 . . .

安粮期货

2025年11月24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：高位震荡中等待方向，美联储政策分歧加剧市场波动

本周看法：预计本周黄金将延续“政策预期驱动+地缘风险对冲”的震荡模式，支撑位位于 4000 美元附近。若美联储释放明确降息信号或地缘冲突进一步升级，金价有望突破震荡区间；反之，若美国经济数据超预期强劲或地缘局势缓和，可能引发技术性回调。

上周看法：上周黄金市场呈现“先扬后抑”的剧烈震荡格局，受地缘政治风险阶段性升温（如俄乌冲突升级、中东局势紧张）及美联储降息预期反复影响，COMEX 黄金在 4007-4101 美元区间宽幅波动，最终收于 4076.70 美元/盎司，周内累计微跌 0.63%。

逻辑判断：

当前黄金定价核心矛盾在于美联储货币政策路径的不确定性与全球系统性风险的持续累积。短期来看，美联储官员鹰派言论及强劲就业数据削弱降息预期，对金价构成压力。但中长期而言，央行购金趋势、地缘政治风险以及美国债务可持续性担忧等结构性因素继续支撑黄金。

底层支撑（多头逻辑）：

全球央行持续的购金趋势，这是一个结构性的需求来源。地缘政治风险高位运行，黄金的避险属性得以凸显。市场对美国债务可持续性的担忧，动摇了美元信用的根基。

核心扰动（空头逻辑）：

美联储降息预期在降温，这意味着持有黄金的机会成本在增加。美元指数走强，对以美元计价的黄金形成压制。美国经济数据展现出韧性，这降低了美联储急于降息的紧迫性。

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

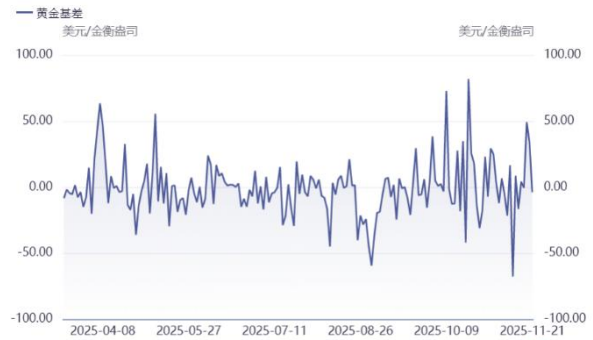
(1) 期货、现货、基差

上周黄金价格走势呈现震荡整理的态势。**伦敦现货**黄金周内最高触及 4148.75 美元/盎司，最低下探 4007.09 美元/盎司，截至 11 月 22 日收盘报 4065.77 美元/盎司，周涨幅 1.6%。**COMEX 黄金期货**表现类似，结算价周内收于 4076.70 美元/盎司，较前周下跌 26.3 美元。**现货与期货价差**收窄至-3.85 美元，黄金现货与期货价格保持正常价差范围。

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

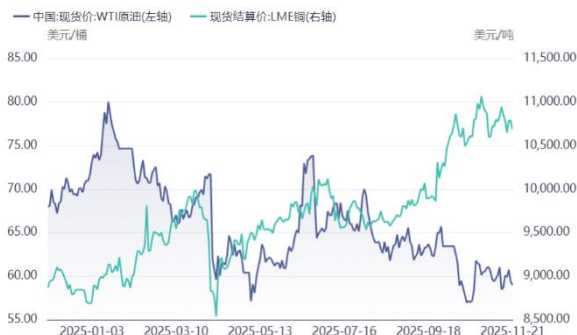
(2) 比价

金银比：约为 83.28。较前周上升 1.2，因白银工业属性受美元走强压制更显著。一方面，美元指数上涨使得以美元计价的白银价格面临成本上升压力；另一方面，全球制造业数据（如 11 月欧元区制造业 PMI 初值意外回落至 49.7，重回荣枯线下方）显示经济复苏动能不足，抑制白银在工业领域的需求，而黄金避险属性使其相对抗跌，导致金银比进一步扩大。

金铜比：约为 12266.04。近期全球经济数据表现不佳，中国 11 月官方制造业 PMI 虽维持在扩张区间但环比有所回落，美国制造业 PMI 也呈现增长放缓态势，铜作为经济周期敏感型金属，需求预期下调导致价格走弱，而黄金在经济不确定性增加时的避险配置需求凸显，推动金铜比攀升。

金油比：约为 69.03。比值维持高位，显示能源价格波动对黄金的风险对冲需求仍在。尽管近期俄罗斯与乌克兰和平谈判可能性升温，缓解了原油供应担忧，WTI 原油价格三连跌至一个月低位（全周回落超 3%），但中东地区地缘政治紧张局势仍存，黄金作为传统避险资产，在能源市场不确定性背景下，其与原油的风险对冲关系持续得到市场认可。

图四：WTI 原油、LME 铜



图五：金银比



图六：金铜比



图七：金油比

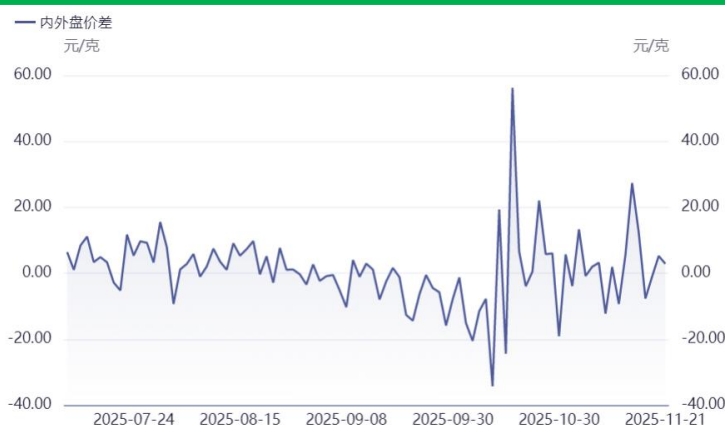


数据来源：同花顺，安粮期货研究所

(3) 内外盘价差

国内黄金（上海黄金交易所 AU9999）与伦敦金的人民币计价价差收窄至 2.89 元/克。上海黄金交易所 Au99.99 合约上周呈现震荡下行态势。跨境资本流动趋于平衡，人民币汇率企稳缓解内外盘套利空间。11 月 21 日，生意社黄金指数为 247.07，较前一日下降 0.31 点，较周期内高点 262.01（2025-10-21）下降 5.70%。

图八：内外盘价差



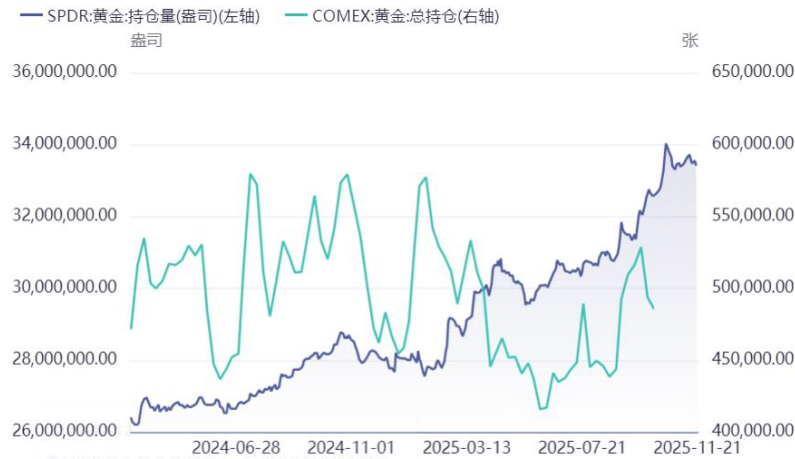
数据来源：同花顺，安粮期货研究所

2. 黄金持仓情况

截至 11 月 20 日，SPDR 黄金 ETF 持仓量为 1043.72 吨，较前周（11 月 14 日）的 1044 吨微减 0.28 吨，周内呈现“先减后增”的震荡调整态势；COMEX 黄金投机净多头头寸减少 15384 手至 133927 手，为近 3 周最低，反映短期获利了结压力；但非商业持仓的多空比仍维持在 2.3:1，显示机构中长期看涨基调未变。芝商所今年的黄金期货和期权交易数据再创新高，在去年已达到创纪录水平的基础上，今年整体交易量增加了 20%。



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：美元指数收于 100 美元附近。上周美国经济数据好坏参半，初请失业金人数低于预期，显示劳动力市场韧性，但 11 月 Markit 制造业 PMI 初值不及预期，经济增长前景存忧。在此背景下，市场对美联储货币政策路径分歧加大，美元因避险资金流入及加息预期支撑而走强。当前美元的“避险+加息”双重属性对黄金形成阶段性压制，非美投资者购买黄金成本上升，抑制了黄金的短期投机性买盘。

人民币汇率：人民币汇率相对稳定，约为 7.1，减少了其对内外盘黄金价差的干扰，国内金价更多受本地供需关系和避险情绪驱动。

美债利率：周初市场对美联储 12 月降息概率一度大幅下降，导致黄金承压；CME Fedwatch 工具显示，市场对 12 月降息的定价一度降至 42% 左右，市场对利率的分歧加剧。最新公布的美联储会议纪要内容，对于 12 月是否继续降息这一关键问题，美联储官员依旧存有“强烈分歧”。此外，根据密歇根大学发布的报告，未来 1 年和长期通胀预期均有所下降，为未来降息提供了更多支持依据。受此影响，11 月 21 日，美国十年期国债收益率继续下滑，盘中低点达 4.03%，美债进一步走强。

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

市场对美联储 12 月降息的预期大幅波动。据 CME“美联储观察”最新预测，美联储 12 月降息 25 个基点的概率为 42.9%，维持利率不变的概率为 57.1%。波士顿联储主席科林斯在 11 月 21 日的公开讲话中强调“目前政策利率处于合适区间，需维持限制性政策以确保通胀持续回



落”，达拉斯联储主席洛根也持类似观点，其发言强化了“higher for longer”的利率预期。此外，11月22日公布的美国11月服务业PMI初值意外升至55（预期53），显示服务业强劲增长，进一步支撑鹰派立场，导致12月降息概率迅速回落至54%，金价回吐涨幅，日内转跌。这种政策预期的反复使得黄金市场呈现“利好不涨、利空深跌”的脆弱情绪，投资者对美联储货币政策转向的不确定性感到担忧，操作上更为谨慎。

2. 地缘

俄乌冲突与中东局势的紧张升级，为黄金市场提供了持续的避险支撑。在俄乌战场，据11月21日的前线报道，乌克兰军队使用西方援助的高精度导弹袭击了俄罗斯本土的军事设施，造成一定人员与物资损失，俄罗斯方面则加大了对乌克兰关键基础设施的空袭力度，双方冲突进一步激化。同日，美国在联合国安理会否决了加沙停火决议，引发国际社会广泛批评，地区紧张局势进一步升级。

中东地区，以色列在加沙地带的地面军事行动持续扩大，造成大量平民伤亡，国际社会谴责声浪不断。同时，伊朗周边军事活动明显增多，伊朗革命卫队在霍尔木兹海峡附近进行军事演习，引发市场对全球原油供应的担忧。

3. 美国经济数据

美国近期公布的经济数据喜忧参半，加剧了市场对美联储货币政策走向的分歧，间接影响黄金价格走势。11月20日公布的11月初请失业金人数数据显示，当周初请失业金人数降至20.3万人（预期22万人），为近三个月最低水平，显示美国劳动力市场依旧保持较强韧性。9月非农就业人口新增11.9万人，远超预期的5万人，也扭转了8月修正后的减少0.4万人的局面。但失业率意外升至4.4%，高于预期的4.3%；平均每小时工资月环比增长0.2%，低于预期的0.3%，年同比稳定在3.8%。这些数据强化了市场对美联储维持当前利率水平的预期，因为劳动力市场的强劲表现意味着经济增长动能尚存，降低了美联储短期内被迫降息以刺激经济的可能性，对黄金价格形成一定压制。

通胀数据方面，10月核心PCE物价指数同比增长3.5%（前值3.7%），虽然连续7个月回落，但仍远高于美联储2%的长期通胀目标。尽管通胀呈下行趋势，但粘性犹存，使得美联储在货币政策决策上面临两难困境。“降通胀任务未竟”的鹰派叙事持续在市场发酵，美联储官员在公开讲话中多次强调控制通胀的决心，进一步压制了市场对美联储快速降息的预期，限制了黄金价格的上行空间。

4. 中国央行

国家外汇管理局11月7日公布数据显示，中国央行10月增持黄金储备15吨，连续12个月净买入，总持仓达到2300吨，占外汇储备比例提升至13.5%。增持行为释放出明确的“去美元化”长期信号，在全球地缘政治冲突频发、美元信用体系稳定性受到质疑的背景下，黄金作为稳定的价值储存手段，其货币属性得到进一步凸显，中国央行的增持行为为黄金市场提供了坚实的需求支撑。

三、总结

1. 近期价格主导逻辑

近期黄金价格走势受多空因素交织影响。正面因素来看，地缘政治风险的高频化是关键支撑。俄乌冲突的升级，使得欧洲地缘政治不确定性大增，投资者担忧欧洲经济稳定及能源供应安全，资金大量流入黄金市场避险；中东地区以色列与巴勒斯坦冲突不断，伊朗周边军事活动频繁，霍尔木兹海峡作为全球重要原油运输通道，局势紧张推升了原油供应风险溢价，“金油比”联动机制下，黄金避险与抗通胀需求同步提升。全球央行购金潮持续，中国央行连续增持，新兴市场国家（如土耳其、印度等）也纷纷增加黄金储备，增强了黄金市场的需求韧性，稳固黄金作为“超主权货币”的战略地位。SPDR黄金ETF持仓回升，显示机构投资者对黄金中长



期投资价值的认可，资金流入为黄金价格提供支撑。美联储内部鸽派官员言论释放的“降息噪音”，虽未形成政策转向，但阶段性刺激了市场对宽松货币政策的预期，降低黄金持有成本，推动价格短期上扬。

负面因素层面，美元指数走强是重要压制力量。在经济数据与美联储政策分歧背景下，美元凭借其避险属性及加息预期支撑，吸引全球资金回流，以美元计价的黄金价格面临成本上升压力，抑制了投机需求。美联储降息预期降温，官员鹰派言论与经济数据（如服务业 PMI 超预期、初请失业金人数下降）强化“higher for longer”叙事，市场对 12 月降息概率预期大幅回落，增加了持有黄金的机会成本，削弱黄金价格上涨动力。美国经济数据展现韧性，劳动力市场和服务业的强劲表现，提升市场风险偏好，投资者更倾向于配置股票等风险资产，减少对黄金的需求。CFTC 投机多头减仓，反映市场短期获利了结情绪浓厚，多头力量减弱导致黄金价格在技术层面面临回调压力。

2. 技术面与关键价位

从技术分析角度，黄金价格关键阻力位在 4120 美元附近。核心支撑位在 4000 美元整数关口附近。11 月 18 日金价下探至 4007.09 美元后快速反弹，显示该支撑位有效性较强。

本周黄金市场重点关注 11 月 29 日美联储主席鲍威尔讲话及 12 月 1 日非农数据。鲍威尔讲话将为市场提供关于美联储货币政策走向的关键信号，若其释放明确鸽派信号，可能推动市场降息预期再度升温，刺激黄金价格突破震荡区间向上；非农数据作为美国就业市场的关键指标，若数据表现不佳，失业率上升，将强化美联储降息预期，利多黄金；反之，若数据超预期强劲，可能打压降息预期，导致黄金价格回调。

黄金在中长期基本面向好的环境下，短期受美联储鹰派转向和强劲经济数据压制，预计保持震荡走势。本周金价可能维持周内震荡，等待新的催化剂。

图十二：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

关注美国 9 月零售销售月率（11 月 24 日）；美国当周初请失业金人数（11 月 26 日）；美联储公布经济状况褐皮书（11 月 27 日）；中国 11 月官方制造业 PMI（11 月 30 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。

