

# 安粮期货商品研究报告



## 黄金期货月报（202512-202601）

■能源 ■金属 ■农产品

■股指 ■利率 ■期权 . . .

### 安粮期货研究所

2025年12月01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：高位震荡中积蓄动能，12月有望突破前高

### 核心观点：

11月国际黄金市场呈现强势上涨态势，月初伦敦金现开盘于3979.43美元/盎司，随后震荡上行，月末收官于4218.55美元/盎司，月度涨幅超过5.3%，创下历史新高。11月金价上涨主要受美联储降息预期升温、美元流动性改善以及地缘政治风险持续的共同推动。展望12月，黄金市场预计将维持震荡偏强格局，价格有望突破震荡区间，向上驱动来自美联储可能释放的鸽派信号（当前CME数据显示12月降息概率71%）、美国通胀数据回落导致实际利率下行，以及中东、俄乌等地缘冲突的潜在升级；向下风险则在于美联储维持利率不变、美元指数反弹，或全球风险资产回暖分流黄金配置资金。整体来看，中长期配置价值依然显著。

### 一、月度行情回顾

11月黄金市场呈现“高位震荡-回调企稳-小幅反弹”的复杂走势，伦敦现货黄金月内最高触及4245美元/盎司，最低下探3997美元/盎司，主要受美国政府停摆导致经济数据延迟、美联储降息预期反复摇摆，以及全球央行持续购金和地缘风险阶段性升温的交织影响。

### 二、基本面信息



### 1. 现货与期货市场

11月黄金现货与期货价格同步走高，呈现期货强于现货的特征。伦敦现货黄金月初价格在3979.43美元附近徘徊，中旬在4000-4100美元区间震荡整理，月末受美联储降息预期升温推动，强势突破4200美元关键阻力，最终收于4218.55美元/盎司。COMEX黄金期货主力合约走势类似，从月初约3980美元升至月末4256.4美元，月度涨幅达6.9%。值得注意的是，期货价格持续高于现货，显示市场对黄金未来走势保持乐观。

从基差角度看，黄金现期价差在月末进一步拉大。根据数据显示，11月28日黄金的现期基差为-27.25美元/盎司，期货市场对黄金短期走势更为乐观。这种负基差结构的扩大主要源于市场对美联储降息预期的持续升温，以及对未来通胀可能回升的担忧，促使投资者更愿意持有期货合约以获得更高杠杆收益。

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

金银比在11月呈现先扬后抑走势。月初金银比维持在83-85区间高位运行，到11月25日回落至80.6%，显示白银走势开始强于黄金，11月28日显示金银比为77.74。这一变化主要发生在月末最后几个交易日，11月28日至29日，白银期现价格均创下纪录新高，伦敦银现单日大涨5.66%至56.397美元/盎司，COMEX白银上涨6.06%至57.085美元/盎司，表明白银的弹性与投机性在贵金属板块中更为突出。金油比与金铜比方面，11月金油比均值为69.5，月末收于69.62。黄金相对于原油的表现更为稳健。受WTI原油价格震荡影响，比价中枢较10月下降3.2%。与此同时，金铜比继续冲击高位区间，在全球经济复苏前景不确定的背景下，黄金作为避险资产的属性明显强于铜等工业金属。这一现象与月末LME铜价创下每吨11210.50美元历史新高的表现形成鲜明对比，进一步凸显了黄金的独特避险地位。

图三：金银比



图四：金油比



图五：金铜比



图六：WTI 原油、LME 铜

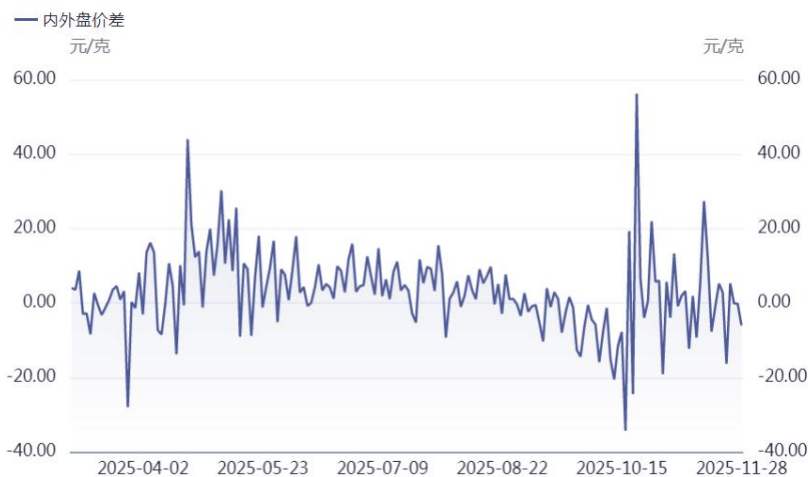


数据来源：同花顺；安粮期货研究所

### 3. 内外盘价差

11 月国内外黄金市场表现分化，内盘相对弱于外盘。上海期货交易所黄金期货主力合约(2602)在 11 月 21 日结算价为 935.2 元/克，以同期人民币兑美元汇率 7.11 计算，约合 4156 美元/盎司，较 COMEX 黄金同期价格存在一定贴水。这种内外价差倒挂主要源于人民币汇率波动，11 月人民币对美元汇率贬值 0.14%至 7.1103，一定程度上削弱了内盘黄金的涨幅。

图七：内外盘价差



数据来源：同花顺；安粮期货研究所

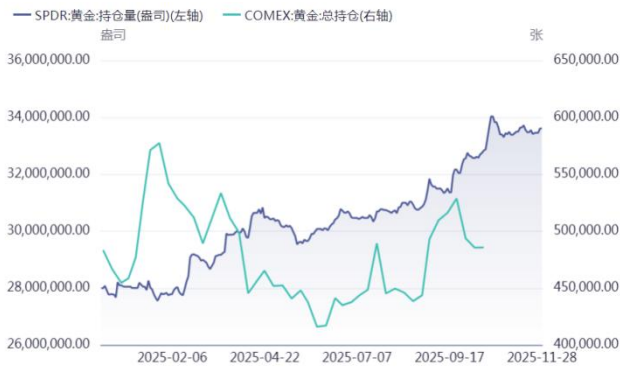
### 4. 黄金持仓分析

美国商品期货交易委员会(CFTC)持仓数据显示，11 月 COMEX 黄金市场投机性净多头头寸大幅减少。截至 11 月中旬，投机者所持 COMEX 黄金净多头头寸减少 15384 手合约，至 133927 手合约。这一变化主要源于多头减仓而非空头加仓，表明部分投资者在黄金创出历史新高后选择获利了结。

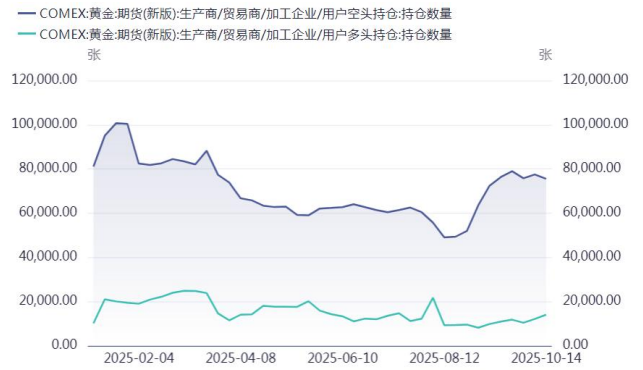
从持仓结构看，基金多头头寸占 33.8%，空头头寸占 7.3%，商业性头寸则呈现相反格局，多头占 20.3%，空头占 50.6%。这种典型的持仓结构反映出现货商与机构投资者对市场分歧加剧，现货商更倾向于利用期货市场进行卖出保值，而基金则保持净多头格局，但态度趋于谨慎。总持仓量方面，COMEX 黄金期货和期权总持仓为 849,176 手，市场参与度保持高位。



图八：黄金总持仓量



图九：多空持仓情况



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

11月美元指数呈现冲高回落走势。月初美元指数在100.15附近交易，月中一度走强，但随后因美联储降息预期升温而承压下行，到11月25日已回落至99.81，月度跌幅约0.34%。美元走弱主要受两方面因素影响：一是美国政府结束持续43天的停摆，财政支出重启使美元流动性紧张局面得到极大缓和；二是美联储官员接连释放鸽派信号，市场对降息的预期不断强化。

### (2) .人民币汇率

11月人民币对美元汇率小幅贬值。在岸人民币兑美元汇率从月初的7.10水平贬值至月末的7.1103，波动相对有限。人民币汇率的稳定性为内盘黄金提供了相对稳定的交易环境，也使内外盘价差保持在合理区间。值得注意的是，人民币兑SDR货币篮子实际呈现升值态势，特别是对日元显著走强，这在一定程度上影响了黄金在不同货币计价下的相对表现。

### (3) .实际利率与黄金

11月美国国债收益率曲线整体下移，与黄金的负相关性再度增强。10年期美债收益率从月初4.14%附近下行至月末4.06%，下跌约8个基点。实际利率方面，以通胀为标的5年美国国债到期收益率为1.28%，较上月明显下降。实际利率的下降降低了持有黄金的机会成本，成为推动金价上涨的重要动力。中美利差方面，10年期国债利差（中-美）为-2.33%，较期初走扩8个基点，利差变化对跨境资金流动产生了一定影响。



图十：美元指数



图十一：美债收益率



图十二：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

11月美联储货币政策转向成为主导黄金走势的核心因素。市场对美联储降息的预期持续升温，据CME“美联储观察”最新数据显示，美联储12月降息25个基点的概率已升至86.4%，维持利率不变的概率仅为13.6%。更为激进的是，市场对到明年1月累计降息50个基点的概率预期也达到了23%。

这种强烈预期主要源于美联储官员近期的密集鸽派表态。美联储理事克里斯托弗·沃勒公开表示，“我主张在12月降息”，他认为一旦2026年1月收到大量经济数据后，美联储可以采取更偏向于“逐次会议”的决策方式。旧金山联储行长玛丽·戴利则进一步细化了支持12月降息的观点，她提到当前美国就业市场已呈现“非线性恶化风险”，而此前担忧的关税驱动成本上涨实际比预期温和，通胀反弹风险较低。

此外，美联储领导层变动也为市场增添不确定性。当地时间11月25日，美国财政部长斯科特·贝森特表示，美国总统特朗普“极有可能”在今年年底的传统节日前，提名美联储主席鲍威尔的继任者。知情人士透露，白宫国家经济委员会主任凯文·哈西特是美联储下任主席头号候选人。分析指出，作为特朗普的重要亲信之一，哈西特若担任美联储主席，大概率将引导更“鸽派”的货币政策，他近日接受媒体采访时表示，“如果由他担任美联储主席，他现在会立刻降息，因为数据表明美联储应该这么做”。

### 2. 地缘政治风险

11月地缘政治风险继续为黄金提供避险支撑。中东地区冲突持续，俄乌局势亦未见缓和，地缘政治紧张格局未有明显缓解迹象。这些不确定性因素促使投资者增加黄金配置，以对冲潜在的黑天鹅事件风险。

美国政府停摆事件的解决也为市场带来短期稳定。当地时间11月12日，美国总统特朗普在白宫签署了国会两院通过的一项联邦政府临时拨款法案，从而结束了已持续43天的史上最长联



邦政府“停摆”。政府重开后，财政支出重启，美元流动性紧张局面得到极大缓和，一定程度上减轻了黄金的避险压力，但同时也通过美元走弱为金价提供了支撑。

### 3. 美国经济数据

11月公布的美国经济数据好坏参半，为美联储降息提供了依据。就业市场方面，美国9月新增非农就业人数11.9万人，失业率略升至4.4%，显示就业市场有所放缓，但并未急剧恶化。这一数据组合为美联储提供了预防性降息的空间。

通胀数据方面，美国9月CPI同比3.0%，比前值略高，但核心CPI为3.0%环比走低，表明通胀压力整体可控。制造业与服务业活动出现分化，美国10月PMI服务业为52.4%有所提升，制造业PMI为48.7%有所下降，显示经济动能正在从商品领域转向服务领域。

### 4. 央行购金动态

11月中国央行继续增持黄金储备，全球央行购金趋势未改。根据数据显示，11月中国黄金储备有净购金1.25吨，延续了近几年来央行持续增持黄金的趋势。2023年前三季度全球央行购金总量达到634吨，凸显了官方部门对黄金价值的认可。

中国央行的购金行为不仅为黄金市场提供了稳定的需求支撑，也反映了全球外汇储备资产多元化的长期趋势。在美元信用面临挑战的背景下，多国央行积极增持黄金储备，以提升资产组合的安全性和稳定性，这一趋势预计将在中长期内持续。

## 五、结论：趋势展望与技术分析

### 1. 影响因素综合分析

展望12月，影响黄金价格的核心因素主要集中在美联储政策转向、实际利率走势以及年末资产配置三个方面。美联储12月议息会议将是决定黄金短期走向的关键事件，若美联储如市场预期降息25个基点，并且释放进一步鸽派信号，黄金有望突破当前震荡区间上沿。反之，若美联储选择按兵不动或者释放偏鹰言论，可能引发金价短期回调。

实际利率走向也不容忽视。目前美国5年期通胀保值国债收益率已降至1.28%，如果后续经济数据特别是通胀数据进一步走弱，实际利率可能继续下行，减少持有黄金的机会成本。反之，若通胀反弹可能延缓美联储降息步伐，对黄金形成压力。

从资金流向看，年末机构投资者的资产再平衡操作可能对黄金产生影响。目前COMEX黄金净多头寸已从高位回落，表明部分投机资金已获利了结，但这反而为后续资金回流留下了空间。全球黄金ETF持仓量先降后升，白银ETF持仓量持续提升，表明长期配置资金仍对贵金属保持兴趣。



## 2. 技术分析

从技术分析角度，黄金月线级别上升趋势保持完好。11月黄金收出一根实体较长的阳线，成功突破4100美元关键阻力，并创出历史新高，表明上升动能强劲。短期来看，4200-4250美元区域成为新的关键阻力，下方4000-4050美元区间构筑强劲支撑区间。

白银走势值得特别关注。纽约白银目前已强势突破54美元/盎司，若能有效站稳，下一目标位可上看56美元/盎司附近，这一目标已在11月29日实现。白银的强势突破往往预示着贵金属板块整体动能强劲，对黄金后市有积极指引作用。

风险控制方面，需要重点关注12月5日公布的非农就业数据以及11月 CPI 数据，若数据大幅超预期可能引发市场对美联储政策的重新定价，应及时调整仓位。

图十三：伦敦金走势



图十四：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	事件
12月1日	1. 美俄举行会谈
	2. 中美制造业 PMI 数据公布
	3. 日本央行行长讲话
12月1日当周	中共中央政治局委员王毅赴俄罗斯
12月5日	美国发布9月PCE物价指数
12月9日-10日	美联储12月议息会议
贯穿12月	美联储主席人事变动传闻
12月初	法国总统马克龙访华

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。

