

安粮期货商品研究报告



黄金期货周报（20251208-1215）

■能源 ■金属 ■农产品

■股指 ■利率 ■期权 . . .

安粮期货

2025年12月08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：

张莎： 从业资格号：F03088817

投资咨询号：Z0019577

复审：

赵肖肖： 从业资格号：F0303938

投资咨询号：Z0022015



综述：美联储降息预期升温提振避险需求，贵金属市场呈分化走势

本周看法：黄金市场将进入关键博弈期，核心焦点集中于美联储 12 月议息会议决议及美国 11 月 CPI 数据。若美国通胀数据延续回落态势，将进一步强化市场对美联储降息的定价，大概率推动黄金市场流动性宽松预期升温；而美联储议息会议的政策表态及经济预测，将直接影响美元指数与美债收益率走势，进而主导黄金价格的短期波动方向。此外，日本央行 12 月货币政策会议的潜在变动、地缘政治局势的演进以及中国央行的资产配置动态，也将成为影响金价的重要边际变量，预计本周金价整体仍将维持震荡偏强的运行格局，波动幅度或有所扩大。

上周看法：国际金价在美联储降息预期持续强化的宏观背景下，呈现高位震荡格局。美元指数的阶段性强韧与美债收益率的反复对金价构成短期抑制，但市场对货币政策转向的计价仍是核心支撑。以白银为代表的贵金属表现更为强势，其受工业属性与金融属性共振影响，价格创出历史新高，市场结构性特征显著。

逻辑判断：

当前黄金市场的主导逻辑是“货币政策预期”与“实际利率”的博弈。一方面，疲软的就业数据与温和的通胀读数巩固了市场对美联储开启降息周期的预期，对黄金的估值形成提振。另一方面，美元指数的整体强势格局以及美债收益率的高位波动，限制了金价的上行空间。资金面上，机构投资者对黄金的净多头押注持续增加，表明专业资金对中长期趋势的看好态度未改。

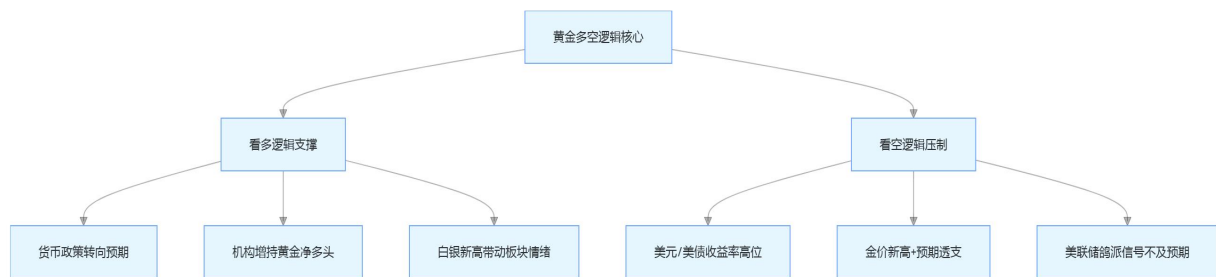
底层支撑（多头逻辑）：

主要基于三重动力。一是货币政策转向预期，疲软的就业与通胀数据巩固了市场对美联储即将开启降息周期的判断，从根本上削弱了美元计价资产的吸引力，提升黄金估值。二是资金面的积极信号，CFTC 报告显示大型机构投资者持续增加黄金净多头头寸，表明“聪明钱”对中长期趋势保持乐观。三是贵金属板块的强劲联动，白银价格在工业与金融属性共振下创出历史新高，其爆发性走势提振了整个贵金属市场的情绪与关注度。

核心扰动（空头逻辑）：

主要面临两方面制约。一是美元与利率的实质性阻力，尽管存在降息预期，但美元指数整体仍维持强势格局，同时 10 年期美债收益率绝对水平依然较高，使得持有黄金的机会成本并未显著下降。二是技术面与情绪面的高位风险，金价在创出历史新高后，已计入大量乐观预期，本身存在技术性整理需求。若本周美联储决议未能释放足够鸽派的信号，可能出现“预期兑现”或“预期落空”引发的获利了结压力。

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

现货市场方面，截至 2025 年 12 月 6 日收盘，伦敦现货黄金价格报 4196.37 美元/盎司，上周累计下跌 0.53%。上周伦敦金现价格呈现冲高回落态势，周内最高触及 4212.96 美元/盎司，最低下探 4197.29 美元/盎司，主要受美联储降息预期与短期获利了结情绪交替影响。**期货市场**方面，COMEX 黄金期货上周结算价报 4227.70 美元/盎司，累计下跌 0.64%，周内波动区间为 4224.5-4241.3 美元/盎司。从**基差**表现来看，上周 COMEX 黄金期货价格持续高于伦敦现货黄金价格，基差维持正值区间，反映出市场对黄金远期供给的担忧及短期流动性宽松预期。

图二：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

金银比方面，上周金银比约为 73.02。上周白银价格涨幅显著高于黄金，SHFE 白银上周上涨 9.12%，COMEX 白银上涨 2.86%，主要源于市场对白银供需偏紧格局的交易，叠加工业需求预期改善，推动白银价格快速上行，进而压低金银比。从历史数据来看，2024 年 7 月至 2025



年 11 月金银比普遍维持在 85 左右，当前金银比已回落至 72 附近，低于近一年平均水平，反映出贵金属市场内部结构分化，工业属性较强的白银短期表现更具弹性。

金铜比方面，LME 铜结算价为 11620.5 美元/吨，上周金铜比约为 11631.4。上周铜价表现强势，SHFE 铜上涨 6.12%，LME 铜上涨 3.86%，创历史新高，主要受美联储降息预期提升、LME 铜库存处于历史低位、嘉能可下调 2026 年铜产量指引等多重因素推动。

金油比方面，WTI 原油价格上周维持震荡，参考布伦特原油期货收盘价 63.82 美元/桶，上周金油比约为 71.11。上周原油价格小幅上涨，IPE 布油期货上涨 1.06%，主要受欧佩克+维持产量稳定决议的支撑，全球原油供需处于相对宽松格局，油价短期维持震荡态势。金油比维持在较高水平，反映出市场对全球经济增长的担忧仍未完全消退，黄金的避险属性相较于原油的商品属性更受资金青睐，同时也体现了降息预期下贵金属与能源商品的估值分化。

图四：WTI 原油、LME 铜



图五：金银比



图六：金铜比



图七：金油比



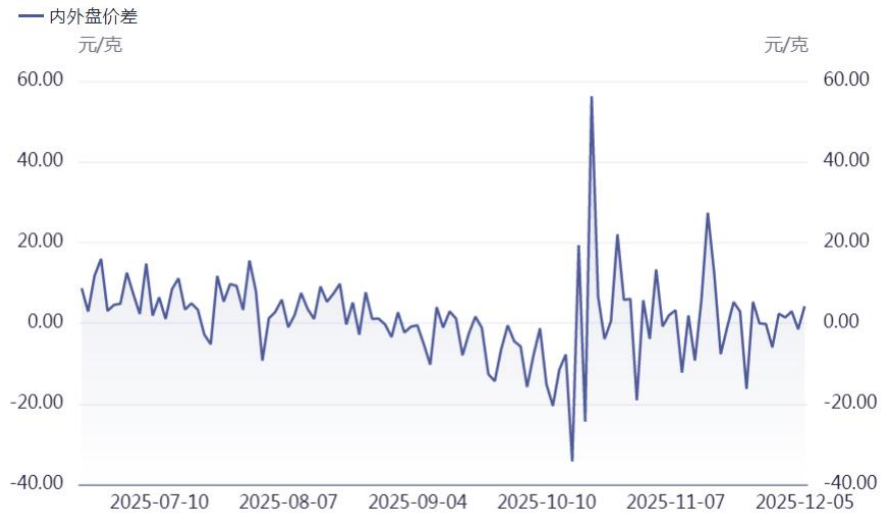
数据来源：同花顺，安粮期货研究所

(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为 4.2 元/克。内外盘价差未出现显著偏离，主要得益于跨境套利资金的活跃运作，以及国内外市场对美联储降息预期的同步定价。后续需关注人民币汇率波动、国内外宏观政策差异以及市场流动性变化对内外盘价差的影响。



图八：内外盘价差

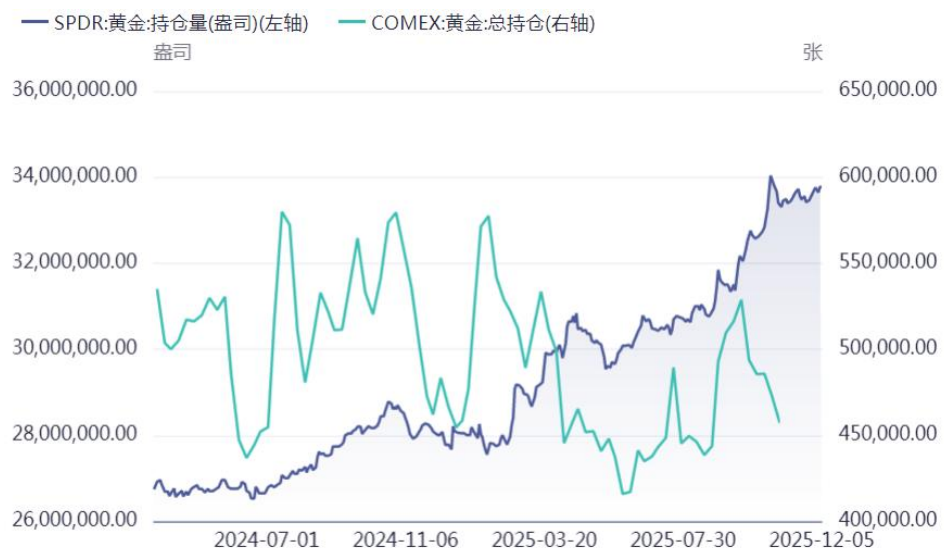


数据来源：同花顺，安粮期货研究所

2. 黄金持仓情况

根据 12 月 2 日最新公布的 CFTC 持仓报告，COMEX 黄金期货的基金经理净多头头寸呈现小幅增加态势，非商业净多头持仓增加 2.81 万张。从持仓结构来看，前期拥挤的多头交易已得到较好清理，当前基金经理净多头头寸处于过去一年的中性水平，市场“过热”风险得到有效释放，为未来基于新宏观信息的多头重新入场留出了空间，降低了因多头平仓引发踩踏的风险。商业持仓方面，商业机构空头持仓维持相对稳定，反映出产业资本对当前金价水平的中性态度。非商业持仓中，多头持仓小幅增加而空头持仓略有减少，显示部分投机资金重新回流黄金市场，对降息预期的定价逐步升温。同时，全球主要黄金 ETF 持仓呈现企稳回升迹象，全球规模最大的黄金 ETF——SPDR Gold Shares 的持仓量在 12 月 2 日增加 4.58 吨，12 月 5 日当周 SPDR 黄金持仓量增加 15.50 万盎司，反映出长期配置型资金对黄金的兴趣逐步提升，资金面的边际改善为金价提供了支撑。

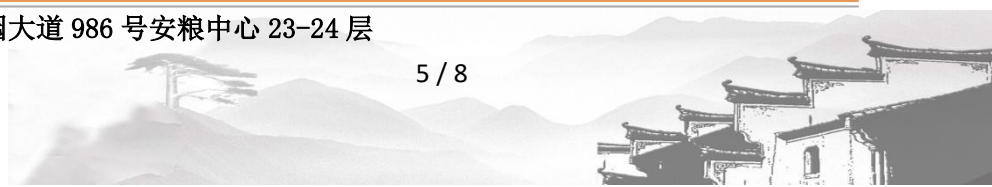
图九：黄金总持仓量



数据来源：同花顺，安粮期货研究所

3. 汇率

美元指数：上周美元指数呈现小幅回落态势，截至 12 月 6 日收盘，美元指数报 98.98，



较前一周下降 0.46%。美元指数的回落主要源于市场对美联储 12 月降息预期的升温，CME FedWatch 数据显示，市场预测 12 月美联储降息 25 个基点的概率已高达 86.2%，多位美联储官员近期释放鸽派信号，认为劳动力市场恶化的风险比通胀反弹更大，弱化了美元的加息预期支撑。此外，美国经济数据呈现边际下行特征，9 月工业总产值环比下降 0.18%，耐用品订单环比增速大幅回落，消费者通胀预期下降，进一步压制了美元指数走势。从技术层面来看，美元指数在前期上涨后进入震荡整理区间，短期受降息预期主导，若后续美联储释放明确的降息信号，美元指数可能面临进一步下行压力，进而对黄金价格形成支撑。

人民币汇率：上周人民币兑美元汇率呈现小幅升值态势，截至 12 月 6 日，美元兑人民币汇率收于 7.07，人民币较前一周略有升值。人民币汇率的走强主要得益于国内宏观政策的稳增长导向，以及市场对中美利差收窄预期的定价。国内方面，金融监管总局出台新政下调险资买股票的风险门槛，预计释放 2000 亿增量资金入市，提升了市场对中国资产的信心；同时，市场关注 12 月 10 日央行 MLF 操作，预计续作规模约 5000 亿元，利率存在小幅下调的可能性。国际方面，美联储降息预期升温导致美债收益率上行乏力，中美利差压力有所缓解，支撑人民币汇率企稳回升。人民币汇率的稳定对国内黄金市场形成积极影响，降低了进口黄金的成本，有利于内外盘黄金价格的联动。

美债利率：上周美债收益率与黄金价格呈现弱相关性特征。截至 12 月 5 日当周，10 年期美债收益率较前一周上行 12BP，但黄金价格仅出现小幅回落，主要源于市场对降息预期的定价已部分提前消化美债收益率的短期波动。从历史规律来看，美债收益率与黄金价格呈负相关关系，美债收益率下行通常意味着持有黄金的机会成本降低，有利于金价上涨。当前市场焦点集中于美联储 12 月议息会议，尽管上周美债收益率出现短期上行，但市场普遍预期美联储将开启降息周期，2026 年或仍有 2-3 次降息，这种长期的利率下行预期为黄金价格提供了坚实支撑。从通胀预期来看，12 月 5 日当周美债收益率反映的 10 年期通胀预期上升 3BP 至 2.26%，消费者 1 年通胀预期和 5 年通胀预期均出现下降，实际利率的潜在下行趋势进一步强化了黄金的配置价值。

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

上周美联储相关动态成为市场关注焦点，降息预期持续升温主导黄金市场情绪。根据 CME FedWatch 数据，截至上周收盘，市场预测 12 月美联储降息 25 个基点的概率已高达 86.2%，较前一周显著提升。多位美联储官员近期释放鸽派信号，强调劳动力市场恶化的风险比通胀反弹更大，认为当前通胀压力已逐步减轻，为实施预防式降息提供了空间。核心 PCE 物价指数显示美国通胀压力减轻，进一步增加了市场对美联储 12 月降息的定价。此外，市场关注美国总统特朗普可能在 2026 年初公布下任美联储主席提名人选，以接替将于 2026 年 5 月结束任期的现任主席鲍威尔，白宫国家经济委员会主任凯文·哈西特是下任美联储主席的头号候选人，人事变动预期也增加了美联储货币政策的不确定性。上周 12 月 9-10 日美联储将召开议息会议，北



北京时间 12 月 11 日凌晨公布决议，此次会议将公布经济预测以及官员发声，其政策表态将直接决定黄金市场的短期走势。

2. 地缘

上周地缘政治局势整体保持平稳，但潜在风险因素仍未消除，为黄金价格提供了避险支撑。从全球央行购金动态来看，世界黄金协会数据显示，2025 年前三季度全球央行净购金量预计超过 800 吨，延续了自 2022 年以来的历史性强劲势头，中国、波兰、土耳其等央行持续增持黄金，部分发达国家央行也流露出调整储备结构的意向。央行购金潮的驱动已从传统的“外汇储备多元化”深化为“去风险化”战略，主要源于持续的区域冲突与大国博弈未见缓和迹象，加速了多极货币体系的形成探索，黄金作为不受任何国家政治信用影响的“中立资产”，其战略价值凸显；同时，近年频繁的金融制裁案例促使许多国家重新评估以美元及欧元计价的金融资产的安全性，实物黄金存放在本国提供了无可比拟的“金融主权”保障。此外，中东、欧洲等地区的局部冲突仍有反复的可能，全球地缘政治的不确定性为黄金的避险需求提供了持续的支撑。

3. 美国经济数据

上周公布的美国经济数据呈现边际下行特征，进一步强化了市场对美联储降息的预期。工业产出方面，2025 年 9 月美国工业总产值同比增速为 1.16%，相较于前值 0.62% 有所上行，但环比增速为 -0.18%，相较于前值 -0.10% 进一步下行，显示工业经济仍面临一定的下行压力；9 月美国工业产能利用率为 75.87%，制造业产能利用率为 75.53%，均出现小幅下降，反映出制造业活动的疲软态势。耐用品订单方面，2025 年 9 月美国耐用品订单同比增速 6.47%，相较于前值 6.67% 小幅下降，环比增速 0.1%，相较于前值 1.91% 明显下降，显示企业投资意愿不足。消费与通胀方面，9 月美国个人可支配收入同比略有上升，但个人消费支出有所下降；12 月美国密歇根大学消费者信心指数略有上升至 53.3%，但消费者 1 年通胀预期从 4.5% 下降至 4.1%，5 年通胀预期从 3.4% 下降至 3.2%，通胀预期的回落为美联储降息提供了更大的政策空间。此外，11 月 29 日美国粗钢产量当周同比有所下降，进一步反映出美国经济的放缓迹象。

4. 中国央行

上周中国央行相关动态延续了此前的黄金储备增持趋势，为黄金市场提供了结构性支撑。据中国人民银行数据显示，我国 10 月末黄金储备为 7409 万盎司，较上月增持 3 万盎司，连续 12 个月扩大黄金储备。中国央行持续增持黄金储备，一方面是为了实现外汇储备的多元化配置，降低对单一货币资产的依赖，提升外汇储备的抗风险能力；另一方面，在全球地缘政治复杂多变、国际货币体系面临调整的背景下，增持黄金有助于维护国家金融主权和货币安全。此外，市场关注 12 月 10 日央行 MLF 操作，预计续作规模约 5000 亿元，利率大概率维持不变，也存在小幅下调的可能性，国内货币政策的稳增长导向将为国内黄金市场提供稳定的流动性环境。同时，国内金融市场的改革举措，如险资松绑政策，也将间接影响市场资金的配置方向，对黄金等避险资产形成潜在支撑。

三、总结

1. 近期价格主导逻辑

近期影响黄金价格的核心因素可归纳为四大方面：一是美联储货币政策转向预期，上周市场对 12 月降息的概率预期已升至 86.2%，多位官员释放鸽派信号，核心通胀数据回落进一步强化这一预期，成为驱动黄金市场情绪的核心动力；二是全球流动性宽松前景，除美联储外，市场关注日本央行 12 月可能的加息动作，若全球主要央行货币政策呈现宽松导向，将显著提升黄金的估值水平；三是结构性购金需求，全球央行持续增持黄金，形成稳定的“需求底”，同时黄金 ETF 持仓企稳回升，长期配置型资金入场意愿增强；四是宏观经济与地缘政治风险，美国经济数据边际下行、全球地缘政治不确定性犹存，为黄金提供避险支撑。此外，金银比、金铜比等品种间比值的波动反映市场对经济复苏预期的分化，也对黄金价格形成间接影响。



2. 技术面与关键价位

从技术形态观察，国际金价在创出历史新高后，进入高位整理阶段。COMEX 黄金期货主力合约在 4,200-4,300 美元/盎司区间内波动。短期内，市场需要消化前期涨幅并等待美联储决议的方向性指引。下方关键技术支撑位于前期整理平台，而上行空间则需确认突破近期高点后才能进一步打开。白银的强势表现若得以延续，可能通过比值效应和板块联动对黄金产生带动作用。

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

关注美国第三季度劳工成本指数季率、美联储 FOMC 公布利率决议和经济预期摘要、美联储主席鲍威尔召开货币政策新闻发布会（12 月 10 日）；美国至 12 月 6 日当周初请失业金人数、美国 9 月贸易帐、美国 9 月批发销售月率、美联储公布 2025 年第三季资金流动报告中的美国家庭财务健康状况数据（12 月 11 日）；2026 年 FOMC 票委、费城联储主席保尔森就经济前景发表讲话，2026 年 FOMC 票委、克利夫兰联储主席哈玛克发表讲话（12 月 12 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。