

安粮期货商品研究报告



黄金期货月报（202602-202603）

■能源 ■金属 ■农产品

■股指 ■利率 ■期权 . . .

安粮期货研究所

2026年02月02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：

张莎 从业资格号:F0308881

投资咨询证号:Z0019577

复审：

赵肖肖：从业资格号：F0303938

投资咨询号：Z0022015

黄金：流动性“休克”引发史诗级下跌，2月或步入剧烈调整与盘整阶段

核心观点：

1月下跌的核心导火索是凯文·沃什被提名为美联储主席，这动摇了市场对“美联储看跌期权”（即在市场动荡时央行会果断宽松）的长期信仰，引发美元与美债收益率齐升，直接冲击黄金定价锚。微观层面，交易所随之大幅上调保证金，触发了高杠杆多头的连环强平，形成“宏观叙事转向+微观杠杆坍塌”的双重打击。展望2月，尽管长期支撑黄金的“去美元化”与央行购金逻辑未变，但短期内市场需要消化巨大的获利了结压力、重新评估新的政策反应函数，并适应更高的保证金环境，因此震荡与调整将是主旋律。



一、月度行情回顾

2026年1月，黄金市场经历了从“狂热式上涨”到“踩踏式下跌”的极端过山车行情。月初以来，在地缘政治风险与美元信用担忧的驱动下，金价上演史无前例的逼空上涨，接连突破5000、5100直至5600美元大关，月内最大涨幅超过30%，市场情绪极度亢奋。然而，过快的涨幅积累了巨大的技术性回调与多头拥挤风险，最终于1月30日因美联储主席人事突变的“黑天鹅”事件而引爆，单日下跌超8%，创下自1980年以来的最大单日跌幅，标志着市场从“情绪市”向“风控市”的剧烈切换。

二、基本面信息

1. 现货与期货市场

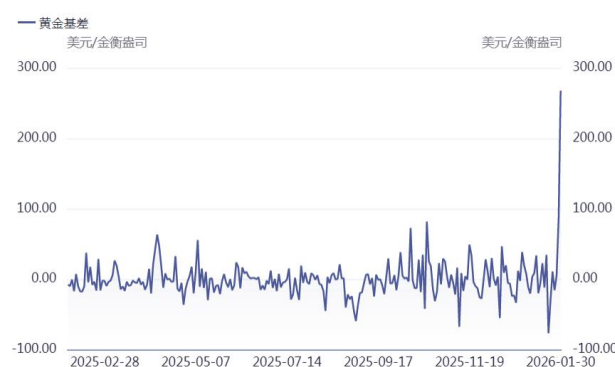
从1月初的约4318美元/盎司起步，开启史无前例的直线拉升，于1月29日盘中触及约5599美元/盎司的历史峰值，月内最大涨幅近30%。但在1月30日，受突发消息冲击，现货金价单日重挫，收盘报4907.5美元/盎司附近，较高点回落超12%，完全吞噬了1月下旬的涨幅。COMEX黄金期货走势与现货基本同步，主力合约在1月26日首度突破5100美元关口，并于1月29日刷新历史新高。1月30日的下跌中，COMEX黄金期货结算价定格于4907.5美元/盎司，单日跌幅达8.35%。

基差在1月行情极端波动期间，尤其是下跌当日，由于期货市场流动性更好、杠杆更高，反应往往更为迅速和剧烈，可能导致期货价格相对现货出现短暂深度贴水，反映了期货市场更强烈的恐慌性抛售情绪。

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

对于金银比来说，1月呈现大幅收窄后剧烈波动的特征。在白银更强势的上涨阶段（月内白银涨幅一度近60%），金银比显著下行。但在1月30日的下跌中，白银因投机性更强、杠杆更高，跌幅远大于黄金（现货白银盘中一度重挫35%），导致金银比单日内急剧反弹，凸显白银在风险释放时期的波动弹性更大。对于金铜比、金油比，在1月大部分时间，黄金的金融属性（避险与信用对冲）主导价格，其走势与受全球经济增长预期影响的铜、原油等商品出现明显分化，金铜比、金油比维持高位。下跌发生后，三者同受强势美元压制，比价关系出现短期紊乱，后续需观察经济预期与避险情绪的博弈。

图三：金银比

图四：金油比





图五：金铜比



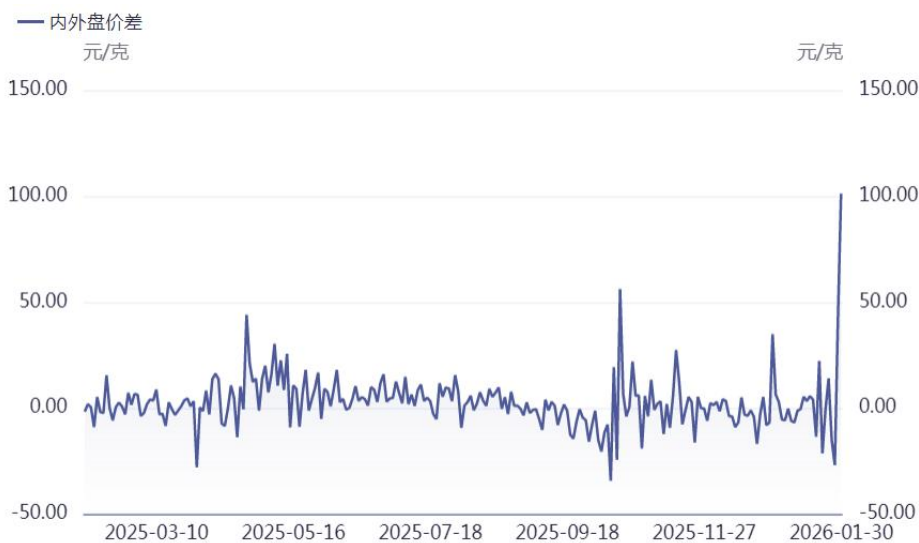
图六：WTI 原油、LME 铜

数据来源:同花顺; 安粮期货研究所

3. 内外盘价差

国内金价受国际金价带动亦创历史新高，并传导至消费终端，部分品牌足金饰品零售价突破 1700 元/克。在 1 月 30 日国际金价下跌后，由于人民币汇率波动及国内市场的反应时滞，内外盘价差可能出现短期异常扩大，为跨境套利交易创造了窗口。

图七：内外盘价差



数据来源:同花顺; 安粮期货研究所

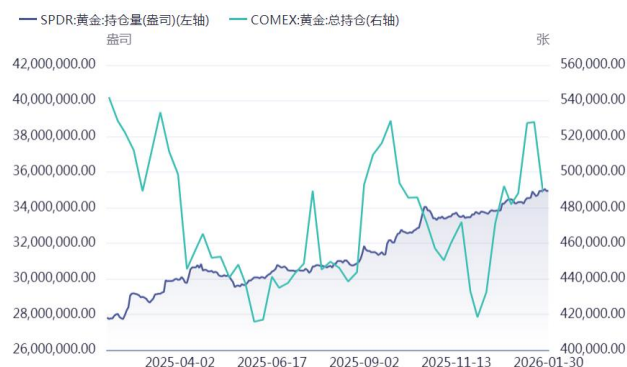
4. 黄金持仓分析

在 1 月 30 日下跌当日，COMEX 黄金期货未平仓合约 (OI) 大幅减少约 2.2 万手，而非增



加。这一关键数据表明，市场下跌的主驱动力并非新空头的主动进攻，而是原有大量多头头寸的集中平仓、踩踏离场，对应了至少上百亿美元的多头资金撤离。这印证了市场因恐慌和保证金压力导致的“多杀多”本质。

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

1月美元指数整体承压，一度跌破96关口，为黄金的飙涨提供了货币环境。然而，1月30日沃什提名消息公布后，市场解读为其可能更重视通胀与美联储信誉，导致美元指数单日强劲反弹0.74%，收报96.99，对以美元计价的黄金构成直接压力。

(2) .人民币汇率

1月中国央行维持宽松的货币政策基调，下调再贷款、再贴现利率。人民币对美元汇率受国内政策与美元指数波动的双重影响。在国际金价下跌时，人民币汇率的相对稳定或小幅波动，会影响以人民币计价的黄金资产的调整幅度。

(3) .实际利率与黄金

10年期美债收益率在1月30日上涨至4.241%。虽然具体的通胀预期（TIPS）数据尚未公布，但名义利率的快速上行，叠加市场对美联储未来抗通胀决心增强的预期，势必推动实际利率预期抬升，大幅增加了持有零息资产黄金的机会成本，这是引发黄金抛售的核心金融逻辑。



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

1月宏观面的核心焦点与转折点无疑是美联储。

议息会议“风平浪静”。1月28日，美联储将联邦基金利率维持在3.50%-3.75%区间不变，声明措辞被市场解读为“边际微调”，鲍威尔重申“数据依赖”，市场一度认为旧的“宽松托底”叙事得以延续。

1月30日，特朗普总统提名前联储理事凯文·沃什为下一任美联储主席。市场普遍将沃什标签为“鹰派”，认为其更可能优先维护物价稳定和央行独立性。这一提名从根本上动摇了市场过去十余年深信不疑的“美联储看跌期权”，即央行会在市场动荡时无条件宽松救市。对货币政策“反应函数”可能改变的担忧，导致市场急剧重新定价，美元信用预期短暂修复，黄金的长期溢价逻辑受到严重挑战。

2.地缘政治风险

1月地缘政治风险仍是推升金价的重要背景。美国与伊朗的紧张关系升级（军事部署与言辞威胁）、美国对韩国、加拿大等国挥舞关税大棒带来的贸易不确定性，持续刺激市场的避险需求。然而，在1月30日，当流动性危机和货币政策预期转变成为主要矛盾时，地缘政治的避险效应被完全覆盖，黄金暂时丧失了其避险资产的光环，反而成为被抛售以换取流动性的“风险资产”。

3.美国经济数据

1月公布的美国消费者信心指数大幅下滑，就业数据增长温和，显示经济存在隐忧。但与此同时，通胀数据仍具粘性。这种“增长放缓但通胀顽固”的组合，恰好为沃什所代表的、可能更偏鹰派的政策立场提供了依据，强化了市场对美联储将更持久维持高利率或缓慢降息的预期，对黄金不利。

4.中国央行



中国央行在1月下调再贷款、再贴现利率，明确了“价量双宽”的取向。这一方面为国内经济提供支撑，另一方面与美联储潜在的“更鹰派”前景形成政策周期差异，可能对人民币汇率和内外金价比值产生中长期影响。同时，国内“反内卷”、促消费等政策协同发力，旨在稳定内需。

五、黄金下跌专题分析：一次典型的“流动性休克”

1. 下跌原因的多维透视

凯文·沃什的美联储主席提名是直接触发点。市场担忧未来美联储将降低对金融市场的呵护程度，将重心转向对抗通胀和维护信誉。这导致“美元信用替代”这一支撑金价上涨的核心长期叙事出现裂缝，美元指数与美债收益率应声大涨，从定价根基上打击黄金。

此外，芝加哥商品交易所所在下跌后迅速上调了黄金期货的保证金比例（例如高风险账户从6.6%上调至8.8%）。这相当于大幅提高了交易者的持仓“租金”，对于使用高杠杆的多头而言，要么追加巨额保证金，要么被迫平仓。在恐慌情绪中，后者成为普遍选择，引发了强制性的去杠杆连锁反应，放大了价格跌幅。

下跌前，金价在不到一个月内上涨超1000美元，月涨幅超20%，是1983年以来所未见的极端行情。市场处于严重的“超买”状态，多头头寸极度拥挤，任何利空都足以引发庞大的获利了结盘，技术性回调需求一触即发。

所以，本次下跌并非单一因素所致，而是宏观、微观、技术层面共振的结果。

2. 后续展望

短期，市场将进入“挤泡沫”和“找平衡”的阶段。恐慌性抛售的第一阶段可能已过，但由保证金上调导致的“阴跌式”或“温和式”减仓压力仍在。预计金价将呈宽幅震荡，波动率维持高位。投资者应警惕反弹后的二次下探风险。

中长期，长期牛市的基础逻辑尚未动摇。地缘政治风险、全球央行购金、以及“去美元化”的宏观叙事在调整后仍将是黄金的重要支撑。本次下跌可被视为对极端上涨的技术性修正和杠杆资金的清洗。

六、结论：趋势展望与技术分析

1. 总结

2026年1月，黄金市场以一场史诗级的上涨下跌，完成了从“神话”到“事故”的切换。表面由美联储人事变局引发，实质是极端价格、拥挤交易与高杠杆在宏观叙事松动下的必然出



清。

展望2026年2月，市场已从“信仰驱动的狂热”转入“风控主导的冷静”。短期主导价格的因素将是流动性压力的持续释放、对沃什政策立场的进一步评估，以及技术性卖盘的出尽程度。预计金价将在宽幅区间内展开激烈博弈与波动整理。

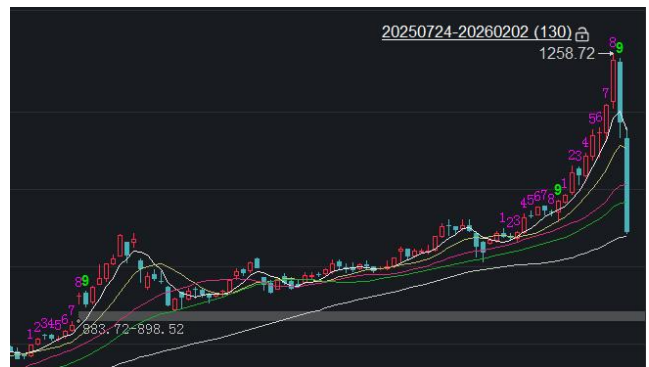
技术面上，月线级别的长上影线预示上方压力巨大，周线级别的上升趋势已被破坏，需要时间修复。投资者情绪从极度的贪婪快速转向恐慌，市场信心的重建非一日之功。

尽管短期路径坎坷，但驱动黄金的长期结构性因素——全球政经格局的深刻变化与货币体系的潜在重构——并未消失。2月的市场，将是一场短期流动性阵痛与长期价值信仰之间的艰难拉锯。对于参与者而言，在剧烈的波动中保持敬畏与耐心，在混沌的预期中坚守清晰的风险纪律，是穿越当前周期的关键。

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

2.月度重点事件关注

表一：月度重点事件

日期	事件/数据
全月	地缘政治风险（如美伊局势）
全月	交易所保证金水平
2026-2-3	澳洲联储利率决议
2026-2-5	欧洲央行利率决议
2026-2-5	英国央行利率决议
2026-2-6	美国1月非农就业数据
2026-2-7	中国1月外汇储备（含黄金）
2026-2-8	日本众议院选举

2026/2/17-19	国际贵金属协会冬季会议
2026-2-20	美国 1 月核心 PCE 物价指数
2 月下旬	美联储官员密集讲话

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。

