贵金属周报 | 2026年10月25日

黄金：油价点燃紧缩预期金价失守4000，长线承接与短线卖压拉锯

基本面分析

价格走势：本周伦敦金现下跌4.1%收于3995.38美元/盎司，创逾四个月最差单周表现并失守4000美元关口，国内外金价均刷新近一年低位。核心驱动为沙特遇袭推升油价、强化紧缩预期，叠加科技股抛售引发的追加保证金与止损卖盘。金银比回升、金铜比走低、波动率仍处低位，显示本轮下跌属通胀—利率链条与流动性冲击，而非全面避险退潮。

货币信用：油价冲击经通胀渠道压制金价，美元维持近一年高位。中长期看，美国公共债务达40.17万亿美元、财政自给率降至73.05%、M2同比增速创近一年新高，债务与货币信用条件继续支撑黄金配置逻辑。机构普遍认为信用对冲属性未变，但长期条件不能替代短期驱动。

利率环境：美国9月CPI同比3.7%超预期，叠加油价飙升，市场对12月加息25个基点的定价升至约75%，10月会议大概率按兵不动。10年期实际收益率自2.95%高点回落至2.66%，但仍同比高出约1个百分点，与强美元共同构成金价的机会成本压制。就业数据降温未失速，尚不足以扭转紧缩路径，下周会议指引是关键变量。

资金结构：资金结构明显分层：COMEX管理基金净多持仓降至10.42万张并持续走低，投机盘撤离与追加保证金抛售构成直接压力；同期全球黄金ETF持仓4278.9吨创近一年新高，亚洲增速突出，中国央行9月增持23.02吨为2023年10月以来最大。长线配置资金保持承接，但最近一周SPDR已现流出，需跟踪ETF流向与投机持仓出清进度。

供需平衡：二季度供需表显示：矿产金同比增1.89%、回收金下降，金饰需求同比收缩12.38%，央行购金回升至288.9吨，平衡项大幅为正。但三季度ETF重新转为净流入，金价回落后印度需求回暖，中国金饰消费疲弱而ETF配置创新高。供给弹性有限，实物端在4000美元附近逐步积累需求支撑。

策略建议

当前市场核心矛盾在于12月加息预期升温与实际利率中枢抬升的压制，对阵ETF与央行购金的长线承接及金价回落后实物买盘的边际修复。基准倾向：或在整数关口附近博弈加剧。策略方面，中线配置资金可考虑视回调幅度分批布局，依托央行购金与债务信用的结构性支撑；短线可考虑以观望为主，待技术性卖压释放后再评估反弹参与价值。

风险提示

1. 美联储超预期鹰派
2. 油价冲高强化紧缩
3. 加息预期快速降温
4. ETF持续大幅流出

一、 价格走势：油价点燃紧缩预期叠加流动性抛售，金价失守4000美元关口

本周金价大幅下跌并失守4000美元整数关口，核心驱动是油价飙升推升通胀预期、强化美联储紧缩路径，叠加跨市场流动性压力引发的集中抛售；短期价格进入近一年低位区域，波动率回升，市场定价逻辑仍围绕通胀与利率路径而非避险。

本周伦敦金现自周一的4140.5美元/盎司附近一路下行，周四单日下跌2.78%，周五收于3995.38美元/盎司，环比上周下跌4.1%，为逾四个月最差单周表现，当前价格位于近一年4百分位（见图2）。COMEX黄金收于4010美元/盎司，环比下跌4.2%，与伦敦现走势基本一致（见图3）。国内方面，沪金主连收于864.36元/克、黄金T+D收于863.38元/克，环比均下跌4.2%，均刷新近一年低点，国内基差为-0.98元/克，环比小幅走弱0.06元/克，处于近一年48百分位的中性水平（见图1）。

事件层面，据东方财富10月23日报道的分析，本周胡塞武装袭击沙特推动布伦特原油升至112美元/桶上方，推升通胀预期并强化"更高更久"政策预期，成为金价下行的主要驱动。值得注意的是，10月22日10年期美债收益率单日大跌19.3个基点，但金价与收益率同步下行，据东方财富10月23日报道，这说明市场核心定价仍围绕通胀与利率路径，而非传统的利率下行利多。据同花顺（金投网）及Kitco 10月24日报道，周五科技股与AI概念股大跌触发追加保证金，迫使投资者卖出黄金筹集现金；另据Kitco 10月24日报道，受访者提及跌破关键位置后触发止损和动量卖盘，放大了跌幅。此外，市场提前交易穆迪对法国主权信用降级预期，部分机构人士认为存在基金变现黄金的集中抛盘，但穆迪最终维持法国Aa3评级。

跨市场比价提供了辅助验证。金银比回升至74.22，环比上升1.5%，白银跌幅明显大于黄金，显示本轮抛售带有贵金属整体的顺周期属性（见图4）。金铜比降至8983.88，环比回落3.7%，创近一年新低，反映铜价相对抗跌、风险偏好并未全面崩塌，黄金的下跌更多是通胀—利率链条与流动性因素而非衰退定价（见图6）。金铂比升至2.56，处于近一年86百分位（见图5）。波动率方面，黄金ETF波动率指数升至24.34%，环比上升1.8个百分点，但仍处近一年18百分位的偏低区域，显示恐慌程度有限（见图7）。SHFE-LBMA价差为-6.64美元/盎司，环比收窄1.08美元/盎司，COMEX-LBMA溢价收窄至14.62美元/盎司，内外价差结构未出现极端分化（见图2、图3）。

展望下周，市场将聚焦10月27-28日美联储议息会议及4000美元关口的争夺。据Kitco 10月24日报道，盛宝银行Ole Hansen认为下方首个支撑在3970美元，若跌破或打开进一步下行空间；BCA Research的Roukaya Ibrahim则认为本轮抛售或部分源于跨资产流动性压力，金价已进入超卖区，但美元和通胀压力可能限制反弹弹性。

图1：国内黄金基差

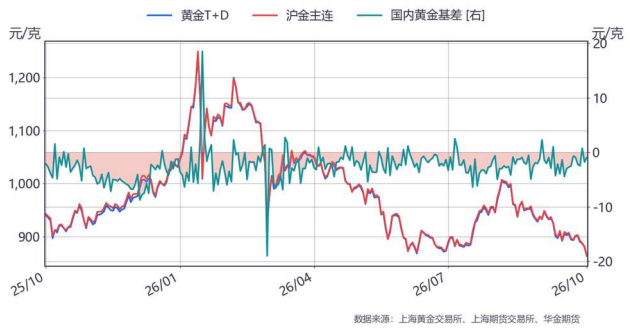


图2：SHFE-LBMA黄金价差



图3：COMEX-LBMA黄金价差



图4：金银比值

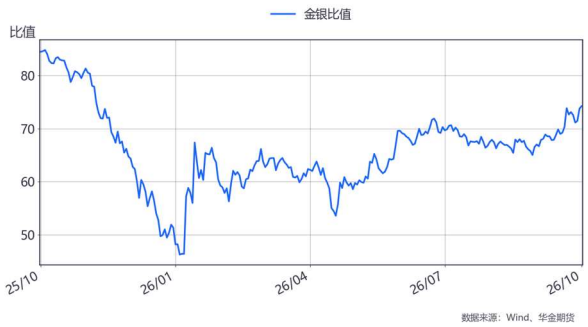


图5：金铂比值

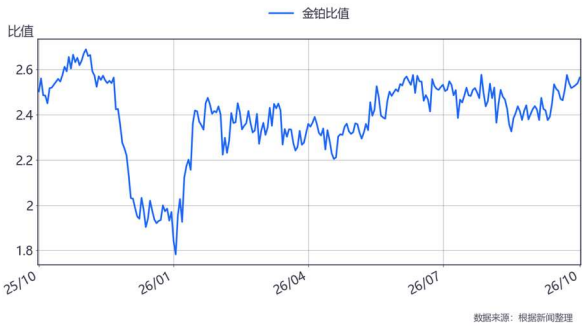


图6：金铜比值

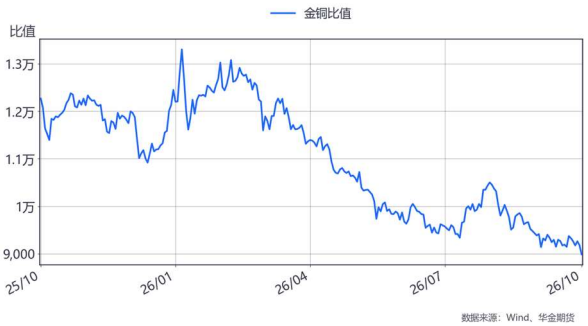
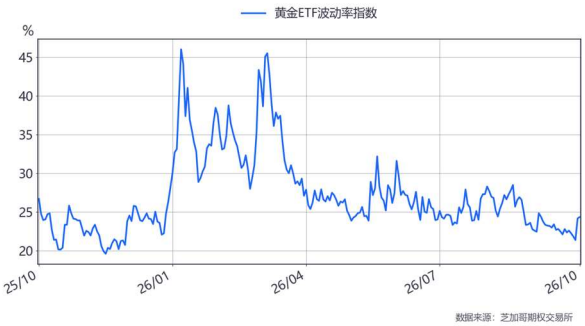


图7：黄金ETF波动率指数



二、 货币信用：油价冲击与美元走强压制避险定价，债务扩张仍是中长期底色

本周货币信用维度呈现"短期利空、长期利多"的分化——地缘冲突推高的油价经由通胀渠道强化了紧缩预期，避险属性被利率逻辑压制；美元维持强势也构成直接压力；但美国债务突破40万亿美元、财政自给率下行等结构性问题继续为黄金提供中长期配置逻辑。

短期看，本周胡塞武装袭击沙特导致布伦特原油升至112美元/桶上方、一度触及114美元的逾五个月高点，这并未触发传统的避险买金，反而通过"油价—通胀—加息"链条压制金价，避险功能阶段性"失声"。美元指数最新报101.75，环比基本持平，但处于近一年高位区域，此前在9月通胀数据公布后盘中曾触及18个月新高，强美元环境对以美元计价的黄金形成持续压制。此外，市场提前交易穆迪对法国主权信用的降级预期，一度引发欧洲财政担忧，穆迪最终维持法国Aa3评级但警告经济放缓与赤字扩大，该事件更多以抛售而非避险买入的形式影响黄金，反映当前信用风险事件的传导路径已被流动性因素扭曲。

中长期背景方面，图表数据确认结构性信用条件仍在强化。美国公共债务总额截至2026年9月达40.17万亿美元，同比增加6.7%，其中公众持有债务32.43万亿美元、同比增加7.1%，均处于近一年高位（见图14）。30年期美债收益率报5.33%，虽环比回落0.1个百分点，但同比仍高出0.8个百分点，显示长端债务成本压力处于高位（见图15）。财政端，2025年美国财政赤字1.78万亿美元、

赤字率5.75%，较2024年小幅收窄但仍处历史偏高水平（见图9）；2026年财政自给率降至73.05%，同比下降1.6个百分点，财政收入覆盖支出的能力继续走弱（见图11）。货币供给方面，8月M2季调值23.34万亿美元，同比增长5.7%，同比增速连续走高并创近一年新高（见图8）；但基础货币余额5.41万亿美元，同比下降4.8%，近三个月趋势走低，广义与基础货币的背离提示货币扩张主要来自信贷派生而非央行扩表（见图12）。

机构对长期逻辑的看法与此呼应。据财联社10月24日报道，贝莱德全球主题和行业投资主管Evy Hambro表示，债务膨胀、赤字失控和货币贬值等系统性问题恶化，黄金仍有上涨空间，建议组合中黄金配置比例在10%左右。据同花顺期货10月19日报道，分析人士认为黄金定价逻辑正从"实际利率锚定的周期敏感型资产"向"美债债务风险锚定的信用对冲工具"迁移。需要提示的是，债务扩张是长期存在的条件而非本期新增变量，不能据此直接推断短期价格方向。

综合来看，本维度对金价的影响为：短期美元强势与信用事件引发的流动性抛售构成压制，中长期债务与货币信用条件继续支撑配置需求，本周短期力量主导定价。

图8：美国广义货币供应

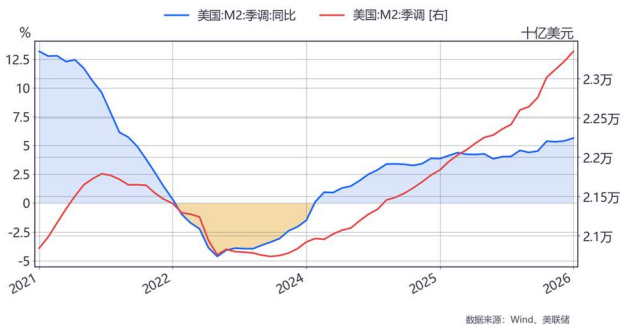


图9：美国:财政盈余和赤字率

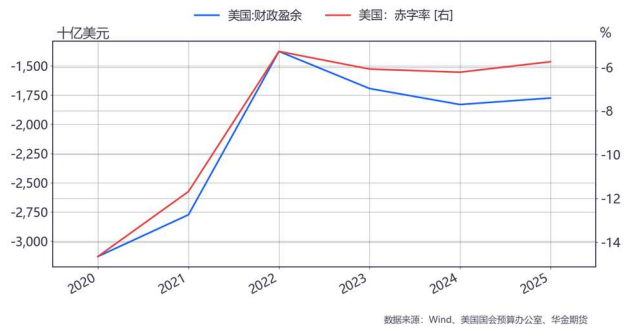


图10：美国：财政收入占GDP比重



图11：美国：财政自给率

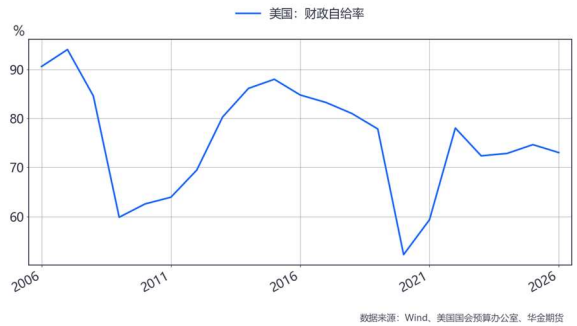


图12：美国基础货币余额vs国际金价



图13：美国财政盈余与赤字率

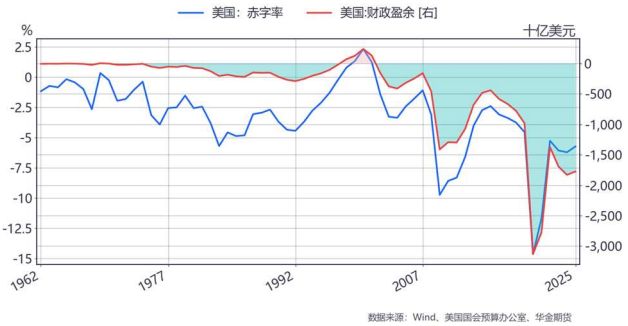


图14：美国:公共债务总额

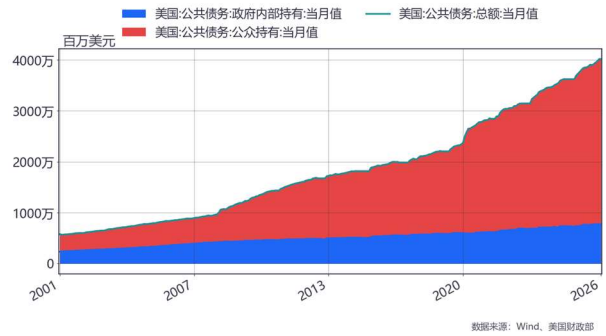
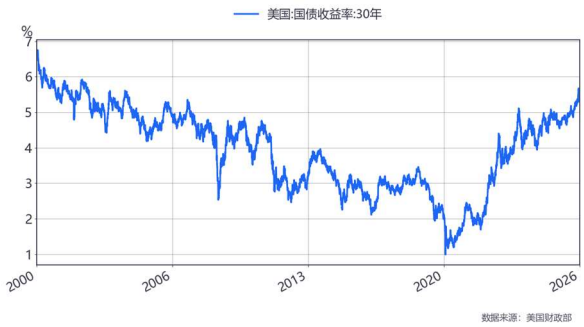


图15：美国:国债收益率:30年



三、 利率环境：通胀超预期推升12月加息概率，实际利率高位回落带来喘息

9月CPI与PPI超预期叠加本周油价飙升，市场对12月加息的定价明显升温，实际利率中枢抬升是压制金价的根本力量；但10月会议大概率按兵不动、长端实际收益率本周自高位回落，为金价提供了边际喘息窗口，利率环境处于"紧缩预期强化但短期兑现节奏放缓"的拉锯阶段。

通胀数据是本周利率预期重定价的起点。美国9月CPI同比3.7%，环比上升0.3个百分点，创5月以来新高，能源分项成为主要推手（见图20）。核心PCE方面，8月同比3.01%，环比基本持平，趋势上近三个月小幅走低，显示核心通胀黏性但边际未进一步恶化（见图20）。需要注意的是，本周油价因沙特遇袭大幅走高，9月数据尚未计入本轮能源冲击，市场对四季度通胀反弹与货币政策"更高更久"的担忧因此升温。据同花顺10月23日报道，CME FedWatch数据显示市场对10月27-28日会议维持利率不变的预期约92.8%，12月加息25个基点的概率升至74.8%，而此前该概率仅约30%。据路透社10月20日报道，其调查中100名经济学家有94人预计10月按兵不动，全部预计12月加息，约60%预测利率峰值在4.00%-4.25%。

就业数据对紧缩路径的支撑有限、信号偏中性。截至10月17日当周初次申请失业金人数19.4万人，环比下降3.0%，处于近一年偏低区域（见图16）；持续领取失业金人数172.8万人，环比回升1.5%（见图19）。9月ADP新增就业9万人，环比明显回升，但近三个月趋势走低（见图17）；9月非农分项中，商品生产新增1.8万人、服务生产新增2.8万人，环比分别减少2.3万和5.8万人，服务就业放缓较为明显（见图18）。整体看，劳动力市场降温但未到失速程度，尚不足以扭转12月加息预期。

利率曲线与实际收益率方面，10年期美债实际收益率报2.66%，环比回落约0.1个百分点，自10月初2.95%的近一年高点回落，但同比仍高出约1个百分点，持有黄金的机会成本中枢明显高于去年同期（见图23、图24）。5年期实际收益率2.34%，环比回落约0.2个百分点（见图24）。期限利差方面，10Y-3M利差0.78%、10Y-2Y利差0.31%，环比均小幅收窄，曲线维持正挂但平坦化（见图21、图22）。美元指数报101.75，环比基本持平，处于近一年高位，与实际利率共同构成金价的"双高"压制（见图25）。

展望下周，10月议息会议是核心观察窗口：基准情形是按兵不动，但声明与主席表态对12月路径的指引将决定实际利率是继续回落还是重拾升势。据同花顺10月24日报道，ING预计美联储12月加息25个基点后长时间暂停，并判断10年期美债收益率后续大概率重新站上5%。若会议释放偏鹰信号，实际利率回落的喘息窗口可能快速关闭。

图16：美国:当周初次申请失业金人数:季调

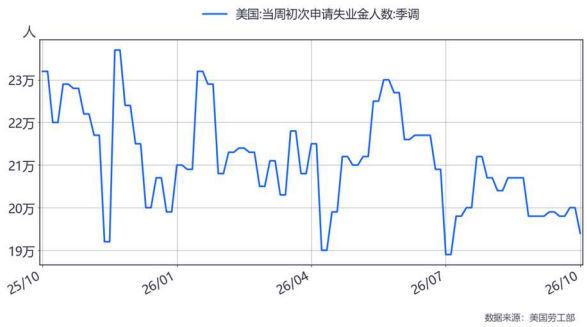


图17：美国:新增ADP就业人数:季调

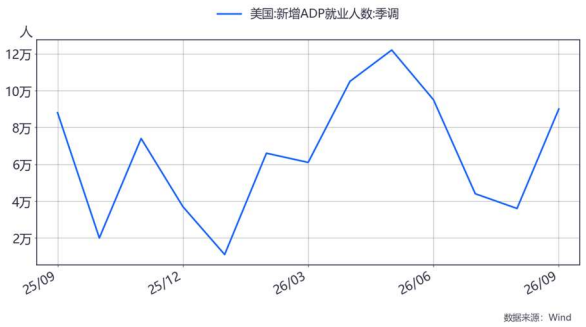


图18：美国:新增非农就业人数

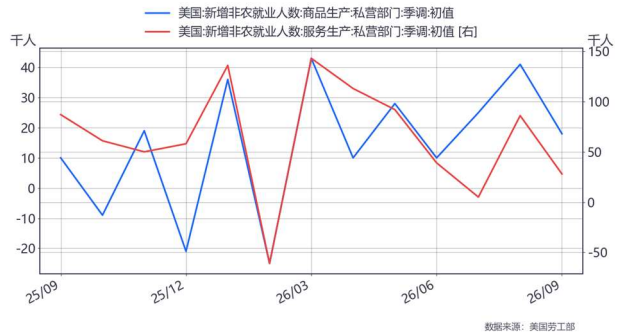


图19：美国：失业数据

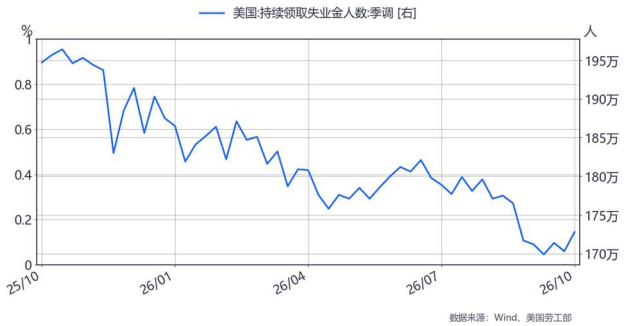


图20：美国通胀数据

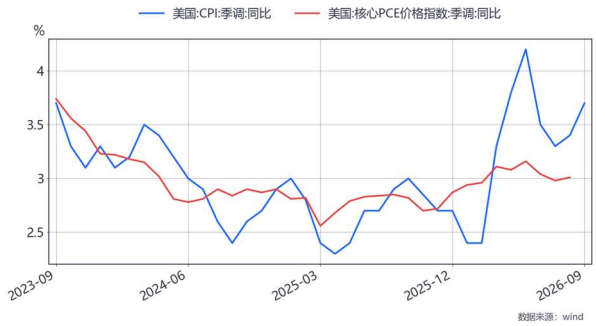


图21：美国（10Y-3M）国债利差

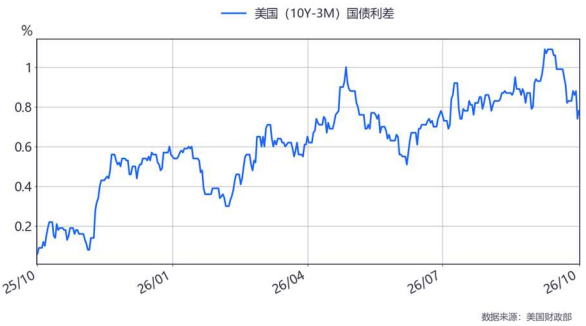


图22：美国（10Y-2Y）国债利差

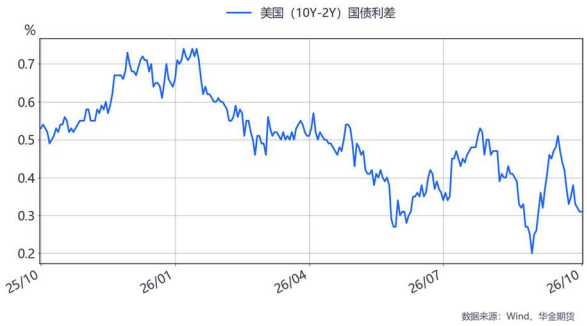


图23：真实利率vs国际金价

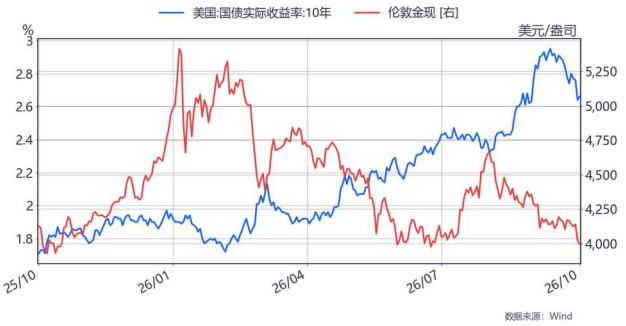


图24：美国:国债实际收益率

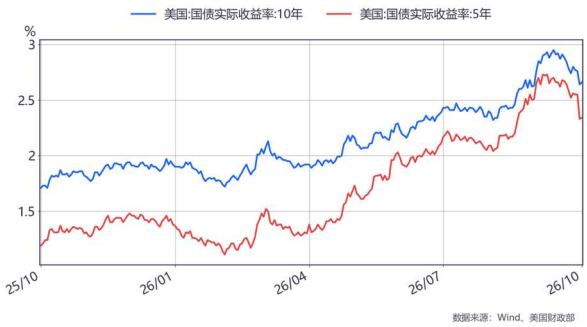
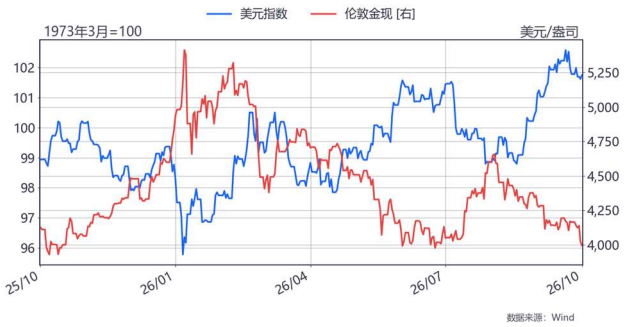


图25：美元指数vs国际金价



四、 资金结构：投机多头撤离与配置资金流入并存，短线卖压暂压长线承接

本周资金结构呈现明显的多空分层——COMEX投机净多头继续撤离、追加保证金引发的交易型卖盘构成直接压力；与此同时，全球黄金ETF持仓逆势创近一年新高、中国央行9月购金创阶段新高，配置型长线买盘保持韧性。短线力量暂时压倒长线承接，但资金结构尚未出现系统性恶化。

期货交易资金方面，截至10月20日当周，COMEX黄金期货总持仓40.23万张，环比增加1.5%，近三个月趋势走高（见图26）；但管理基金净多持仓降至10.42万张，环比减少2.7%，自8月下旬14.47万张的年内高点持续回落，近三个月趋势走低（见图27）。总持仓上升而净多下降，说明新增持仓中空头力量占比提升，而非单纯的新增买盘。掉期商净多持仓-22.08万张，环比小幅回升1.5%，处于深度净空状态（见图28）；产业端净多持仓-1.48万张，环比回升19.8%，产业套保卖压明显轻于去年同期（见图29）。值得注意的是，本期CFTC数据截至10月20日，尚未充分反映周四、周五的集中抛售。据同花顺10月24日报道，科技股大跌引发追加保证金、迫使投资者卖出黄金筹集现金；另据Kitco 10月24日报道，受访者提及本周跌破关键位置触发止损和动量卖盘。下周持仓数据将验证投机盘是否进一步出清。据Kitco 10月24日报道，盛宝银行Ole Hansen称对冲基金仓位已接近净空头。

ETF配置资金与期货资金形成鲜明背离。截至10月16日，全球黄金ETF持仓4278.9吨，环比增加0.3%，创近一年新高，近三个月持续走高（见图30）。分区域看，北美2123.2吨、欧洲1529.3吨（创近一年新高）、亚洲549.9吨（同比增加61.9%，创近一年新高），三大区域环比均小幅增加，亚洲增速最为突出（见图31）。不过最近一周高频数据显示边际变化：SPDR持仓1041.65吨，环比下降1.6%（见图32）；iShares持仓463.05吨，环比基本持平（见图33），提示价格急跌已开始影响部分ETF申赎，需跟踪流出是否持续。

官方储备方面，全球黄金储备8月达3.69万吨，同比小幅增长，趋势走高（见图34）。中国9月增持黄金23.02吨，近三个月累计增持63.14吨（见图35），为2023年10月以来最大单月购金，连续第23个月增持。据华尔街见闻10月20日报道，高盛估计8月全球央行购金79吨，三个月季调年化约1000吨，并将央行购金假设上调至2026-2027年月均60吨，维持2027年底5400美元的目标价。另据Kitco 10月21日报道，俄罗斯央行9月售出约6.2吨黄金，连续10个月减持，属局部利空但体量有限。

综合看，配置型资金（ETF、央行）与交易型资金（COMEX投机盘）方向背离，长线承接仍在但短期不足以对冲流动性抛售。下周重点观察ETF是否转为持续流出以及CFTC新一期持仓中投机净多是否进一步压降。

图26：COMEX:期货总持仓vs国际金价



图27：基金净多持仓vs国际金价



图28：掉期商净多持仓vs国际金价



图29：产业端净多持仓vs国际金价



图30：全球黄金ETF持仓vs国际金价



图31：全球黄金ETF持仓-分洲别

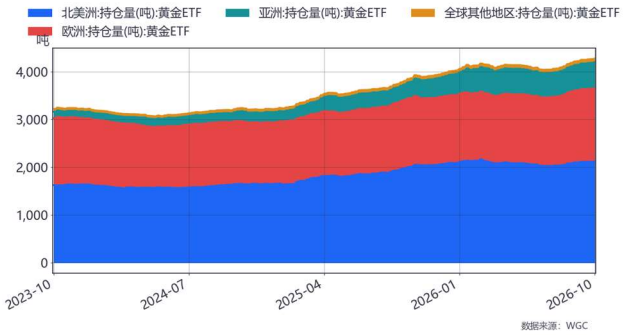


图32：SPDR持仓量vs国际金价



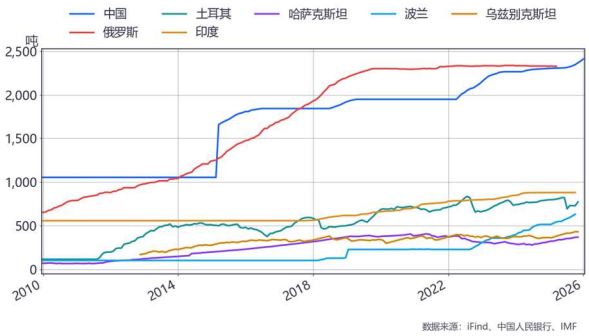
图33：iShares持有量vs国际金价



图34：全球黄金储备vs国际金价



图35：主要变动国央行黄金储备变化



五、 高价抑制饰金与印度进口，近期投资需求与有限供给构成支撑

供需基本面维持"实物消费疲弱、近期投资需求回暖、供给增长有限"的格局。二季度数据显示高金价对金饰需求形成明显抑制，平衡项大幅为正提示可观测需求之外存在较大缺口；金价自高位回落后，印度等市场逢低买盘出现回暖迹象，实物端对价格的底部支撑正在积累。

从WGC最新供需平衡表看（最新数据期为2026年二季度），二季度总供应1268.9吨，环比基本持平。其中矿产金965.6吨，同比增加1.89%，延续低个位数增长；回收金326.1吨，同比减少5.94%，高价对回收的刺激作用边际减弱；生产商净对冲-22.8吨，连续处于净去对冲状态（见表1）。需求端，二季度总需求1268.9吨，结构分化显著：金饰消费310.3吨，同比减少12.38%，延续自2025年以来的两位数收缩，高金价对消费属性的压制持续显现；技术用金80.4吨，同比增加2.18%，保持平稳；金条金币投资307.1吨，同比减少2.7%，自一季度476.8吨的高位回落但仍处历史偏高水平；ETF投资为-44.8吨，出现阶段性净流出；央行购金288.9吨，环比大幅回升，同比增加62.41%，重新成为需求端的重要支撑（见表1）。需要区分的是，表内二季度投资需求阶段性走弱，而近期投资需求已重新回暖：据东方财富10月21日报道，三季度全球黄金ETF净流入创纪录约310亿美元，总持仓升至历史新高，与资金结构章节的近期持仓数据方向一致。二季度可观测需求941.8吨，平衡项为+327.1吨，缺口较大，需注意平衡项是统计残差，不能直接等同于隐性OTC买盘或实物短缺，但连续为正的方向与价格强势阶段的特征一致。表内季度均价显示，二季度伦敦金现均价4506.3美元/盎司，低于一季度的4872.9美元/盎司（见表1）。

近期高频与区域信息补充了实物端的边际变化。据同花顺10月21日报道，印度9月黄金进口额同比下降约81%，估算毛进口约20吨，高价对进口的抑制显著；但金价回落后印度珠宝需求回暖，当地金价时隔三个多月再现溢价，9月印度黄金ETF净流入创7个月新高，世界黄金协会印度研究主管卡维塔·查科表示季节性需求正在升温。据生意社10月21日报道，瑞士9月黄金出口165.2吨，环比增加6%，为2025年2月以来最高，其中对英国出口126.2吨创至少2012年单月新高，反映投资与托管需求的流向变化。中国方面，9月限额以上金银珠宝零售额同比下降9.6%，连续三个月负增长，高金价对消费的抑制仍在；但据同花顺10月22日报道，世界黄金协会数据显示中国市场黄金ETF连续第三个月增长，9月流入110亿元人民币，总持仓增至304吨创月末新高，居民配置需求正从金饰转向投资渠道。

供给端，据同花顺期货10月21日报道，全球矿产金年产量增速预计仅约1%，受矿石品位下滑和审批周期制约，供给弹性有限。综合看，本季度供需格局对金价的含义是：饰金消费疲弱属已被市场认知的存量利空，近期投资与央行需求保持韧性，金价回落正在激活逢低实物买盘，实物基本面在4000美元附近逐步提供边际支撑，而非新的下行动力。

表1：全球黄金供需平衡表

	Q3'24	Q4'24	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	Q1'26	Q2'26
总供应	**1,304.7**	**1,309.8**	**1,201.4**	**1,268.6**	**1,370.6**	**1,332.2**	**1,253.1**	**1,268.9**
矿产金	987.3	970.9	860.5	947.7	1,028.1	986.6	901.3	965.6
同比	3.80%	-0.05%	-0.43%	2.08%	4.13%	1.62%	4.75%	1.89%
生产商净对冲	-7.1	-18.8	-7.7	-25.8	-0.2	-20.2	-22.1	-22.8
同比	-130.73%	-190.50%	18.52%	-22.59%	97.00%	-7.61%	-188.28%	11.75%
回收金	324.5	357.7	348.6	346.7	342.7	365.8	373.8	326.1
同比	12.11%	14.99%	-0.06%	3.73%	5.61%	2.25%	7.23%	-5.94%
总需求	**1,304.7**	**1,309.8**	**1,201.4**	**1,268.6**	**1,370.6**	**1,332.2**	**1,253.1**	**1,268.9**
饰品	546.1	523.9	434.6	354.2	420.0	438.9	332.1	310.3
同比	-6.61%	-10.72%	-19.33%	-14.98%	-23.08%	-16.22%	-23.59%	-12.38%
技术	82.9	82.8	80.4	78.6	81.7	82.1	81.6	80.4
同比	7.25%	0.78%	0.29%	-1.99%	-1.47%	-0.88%	1.44%	2.18%
金条、金币投资	276.6	329.4	333.7	315.6	328.4	428.1	476.8	307.1
同比	-7.59%	3.53%	3.09%	13.22%	18.74%	29.97%	42.86%	-2.70%
ETF投资	95.8	20.3	230.8	171.1	225.7	175.7	62.4	-44.8
同比	-169.56%	-136.89%	-304.96%	2678.05%	135.55%	765.76%	-72.95%	-126.20%
央行	196.4	365.1	235.9	177.9	226.3	208.2	56.5	288.9
同比	-46.53%	68.41%	-24.71%	-15.92%	15.21%	-42.98%	-76.04%	62.41%
可观测需求	**1,197.8**	**1,321.5**	**1,315.4**	**1,097.4**	**1,282.1**	**1,333.1**	**1,009.4**	**941.8**
平衡	107.0	-11.7	-114.0	171.1	88.5	-0.9	243.7	327.1
伦敦金现 (US$/oz)	**2,474.3**	**2,663.4**	**2,859.6**	**3,280.4**	**3,456.5**	**4,135.2**	**4,872.9**	**4,506.3**

数据来源：WGC



史光达
从业资格号：F03153599
交易咨询号：Z0023782

免责声明

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格（核准文号：津证监许可[2019]2号）。

本报告的观点信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。投资者应独立评估报告内容并自主做出投资决策，自行承担投资风险。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告由华金期货有限公司编制，仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告中的信息来源于公开的资料或实地调研，但本公司对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。报告中的观点仅代表发布当时的判断，在不同时期本公司可能发出与本报告观点不一致的研究成果，且不承担更新或通知义务。

本报告版权归本公司所有，未经书面许可不得以任何形式复制、转载或引用。如经授权引用，须注明出处为"华金期货有限公司"，且不得断章取义或有悖原意。