



# 黄金：言顶为时尚早 剧烈波动难免

分析师：王海峰

从业资格证号：F3034433

投资咨询证号：Z0013042

道通期货研究所

2025年10月26日

在九周连阳后，本周COMEX黄金收跌超过3%，市场炒涨气氛明显降温。



图 1 COMEX黄金结束九周连涨

自8月中下旬启动新一轮上涨以来，COMEX黄金最高涨至4398美元/盎司，最大涨幅超过30%，推动本轮黄金大涨的原因主要有如下几点：

## （1）美国经济出现走弱迹象，美联储进入降息周期

今年以来，美国非农就业数据不断走低，失业率上升，劳动力市场的降温迹象明显，背后对应的是美国经济的走弱趋向。

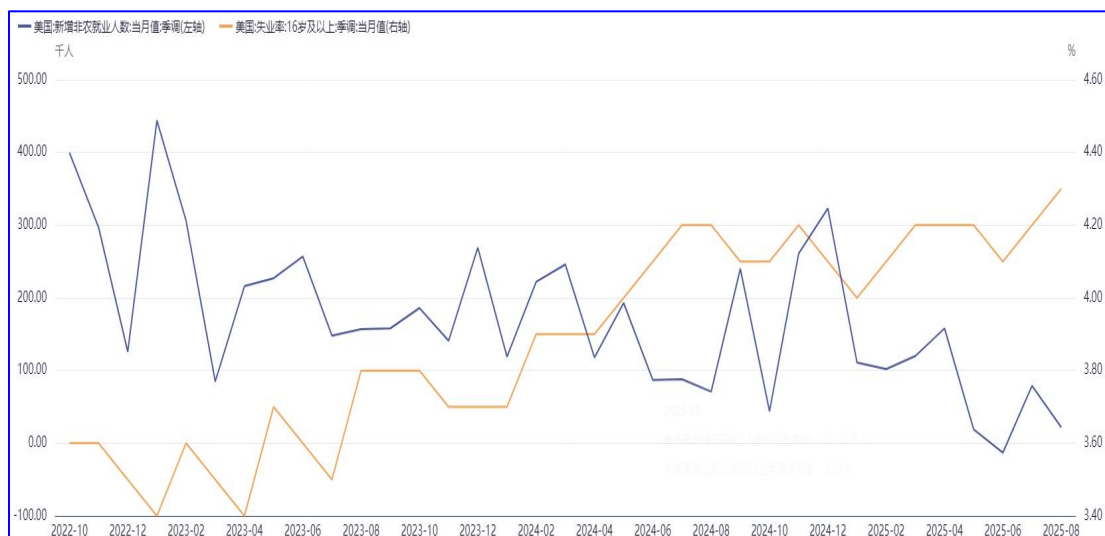


图 2 美国失业率上升，新增非农就业人数下降趋向

与此同时，美国CPI形势总体受压，周五发布的9月CPI为3%，低于市场预期，而市场对美联储在下周和12月分别降息25个基点的预期概率接近100%。

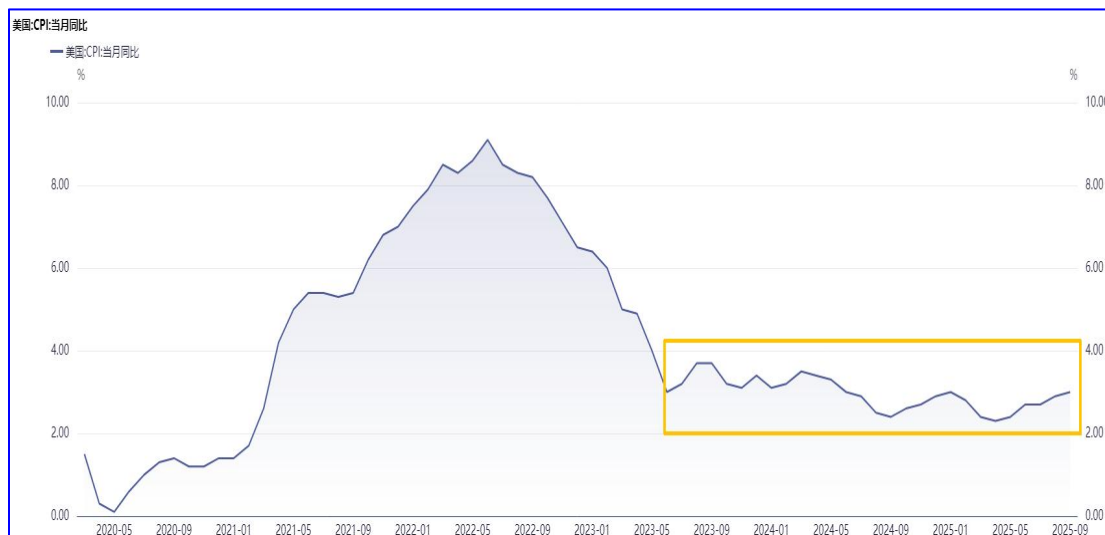


图 3 美国通胀形势总体受压

美国经济走弱和美联储降息支持黄金的上涨，不过年内美联储降息的预期已被市场充分消化，但另一方面，美联储已经处于降息周期，这会在中期支持金价，2026年的降息幅度和路径将继续驱动金价波动。

## （2）全球经济形势持续紧张

自今年川普上台以来，美国向全球主要国家和地区发动了声势浩大的“关税战”，这对传统的全球经济体系带来了巨大的冲击和不确定性。截至目前，尽管美国已经与很多国家都达成了关税协议，但与中国贸易争端仍未平息。10月中旬以来，中美贸易争端再度激化，本周末的马来西亚贸易谈判、下周中美元首的会晤以及能否达成协议成为市场关注的重点，这将会对黄金市场带来巨大的波动。我们认为，中美贸易谈判的进展仍将充满波折，这仍将是中期驱动金价波动的主要因素之一。

### **（3）美国国债高增与美元地位的持续弱化，央行购金趋势延续**

根据美国财政部10月22日数据，美国国债总额首次突破38万亿美元，距离突破37万亿美元仅过去两个多月，创下除新冠疫情时期外最快的万亿美元债务累计速度，美国在赤字货币化的道路上继续行进，这在中长期持续侵蚀美元的信用。

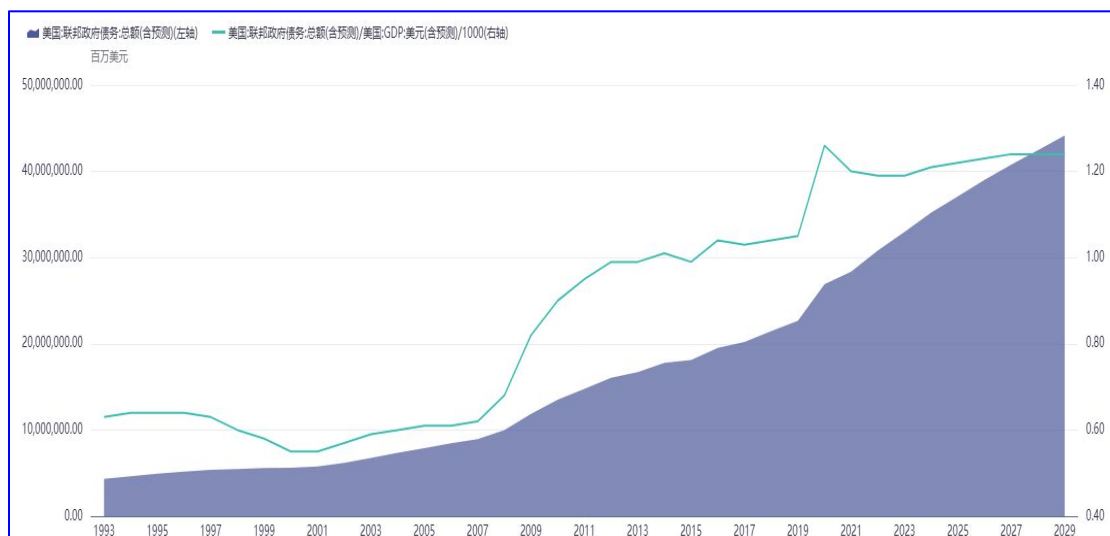


图 4 美国财政赤字保持高增

与此同时，在全球动荡的环境中，以中国为首的多国央行在不断的增持黄金，去美元化的趋势明显。随着金价持续上涨至偏高水平，央行购金的步伐有所减缓，但增加黄金储备的趋势仍有望延续，这将在中期对金价带来支撑作用。

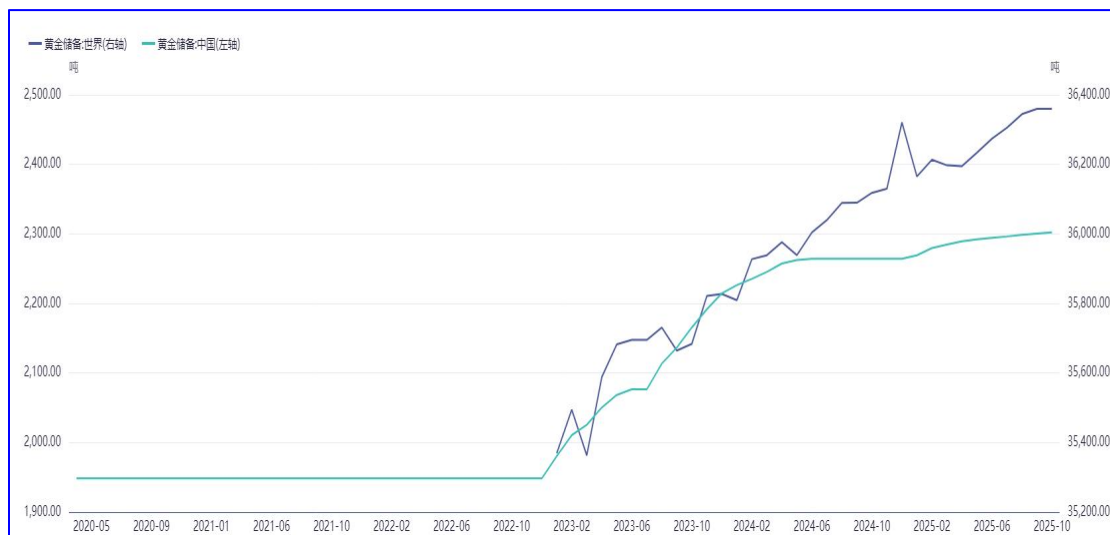


图 5 全球及中国的黄金储备数量

（4）投资需求有所减弱，但增长趋势仍强烈。

自年初以来，全球主要黄金ETF的持仓规模呈现出明显的增长趋势，8月以来进一步加速，尽管10月下旬因金价涨至高位ETF资金流入规模有所下降，但整体资金流入的势头依然较为强烈。

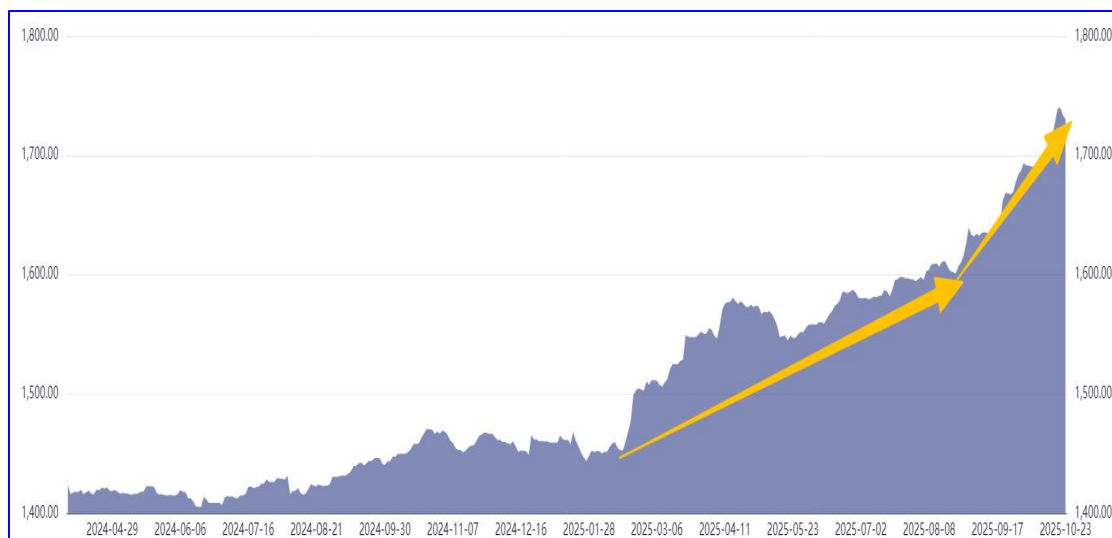


图 6 主要ETF持仓规模在今年不断加速增长

### (5) 局部军事冲突仍存忧虑

今年以来，中东等多个局部地区的军事冲突趋于缓和，不过最重要的俄乌战争仍未有效停战，从目前的形势来看，俄乌冲突的解决仍未出现较为明确的迹象。此外，美国与委内瑞拉等南美国家依然存在潜在的军事冲突的可能性，战争因素对黄金以及贵金属价格的支撑因素持续存在。

从技术走势的角度，在持续9周收阳最大涨幅超过30%之后，市场的潜在波动往往会剧烈放大，而以上几个方面的主要利多驱动因素也在一定程度上得以兑现或者开始出现变化，包括市场对美联储在今年再次降息两次的预期已经十分充分、中美贸易争端阶段性缓和、金价涨幅过大导致央行购金和ETF资金流入意愿下降等等，这也带来了COMEX黄金在本周的明显回调。

尽管如此，正如以上五个方面的分析，我们认为美联储降息周期、中美贸易争端、美国赤字货币化、央行购金和ETF资金流入等趋势还在延续，当下认为黄金价格的顶部还为时尚早，这些驱动因素仍有望在中长期驱动黄金价格向上开拓空间。而另一方面，在部分驱动因素阶段性兑现和缓和之后，以黄金为代表的贵金属将陷入阶段性的震荡调整之中，剧烈波动较难避免，在未来的一段时间，沪金的主要波动区间保持在[900, 1000]的可能性较大。在操作策略方面，我们建议投资者在中长期仍保持逢回调偏多配置黄金，不过需要控制当前金价的震荡波动风险，而中短期可以增加轻仓波段交易，高位震荡思路。

注：本报告及图表中信息、数据均来源于同花顺金融、文华财经以及政府公开数据等；请务必仔细阅读正文后免责声明。

道通期货经纪有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格【苏证监期货字[2013] 449号】。

本报告的观点和信息仅供本公司的合格投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非道通期货客户中的合格投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

#### 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。作者所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

#### 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报



告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与道通期货其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反，道通期货并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

#### 版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“道通期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为道通期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经道通期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

高效、严谨、敬业