黄金周报：金价周跌8.97%，定价逻辑由利率切换为流动性

期货研究报告 | 发布时间：2026年11月22日 | 适用周期：2026年11月23日-2026年11月27日

浙商期货有限公司期货交易咨询业务资格：证监许可[2011]1287号
【撰写人】浙商期货有限公司 郑弘（Z0015227）
【咨询电话】0571-87215357

观点综述

核心结论：金价两周内完成从利率定价到流动性定价的切换，本周下跌8.97%，其中后四个交易日跌8.12%发生在实际利率回落14bp、美元涨幅收敛的背景下；抛压来自AI股暴跌引发的保证金追缴，黄金因流动性最好、浮盈最厚成为最先变现的资产。中长期央行连续第24个月增持、金价已自高点回撤逾三分之一，配置逻辑未破但时机未到。

主要论点：

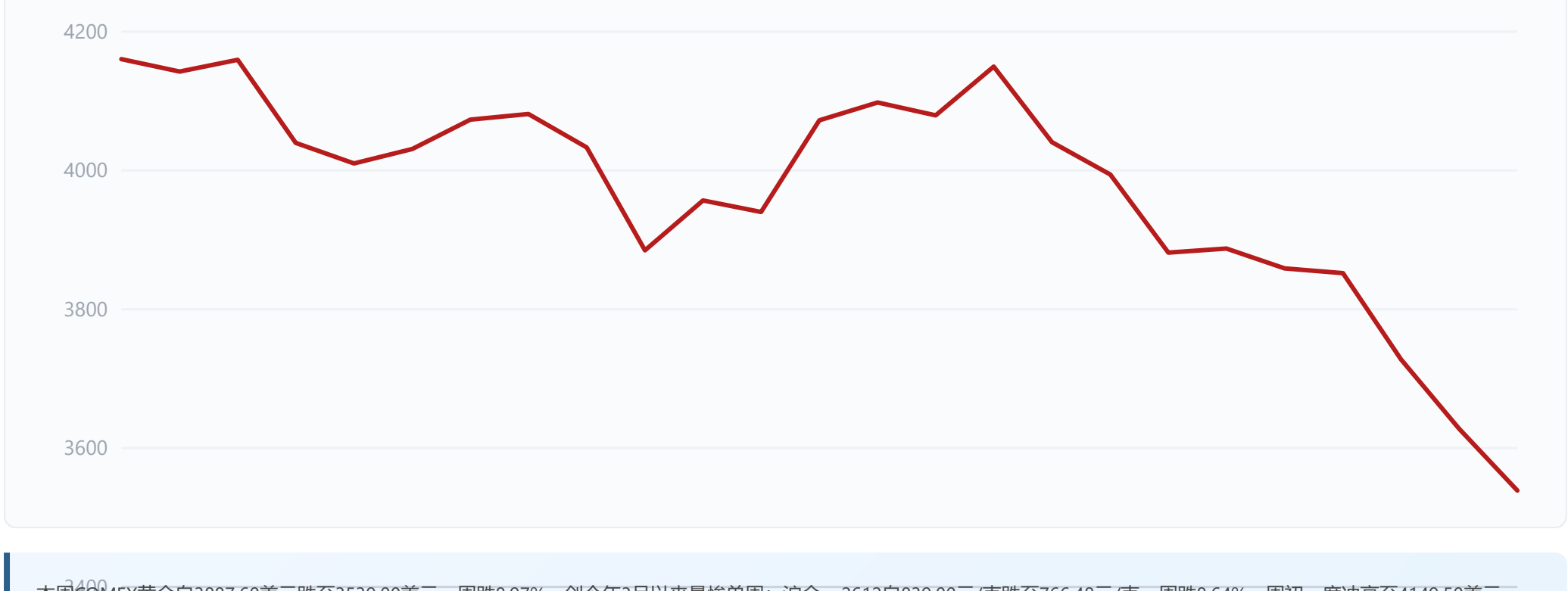
1. 利率端已由压制转为中性：2年期下行25bp至4.63%，10年期下行23bp至4.92%，10年期实际利率下行14bp至2.77%，隐含通胀预期收缩9bp。利率不再是金价下跌的解释变量。

2. 抛压来自流动性而非基本面：投机净多由9月约1300亿美元降至约720亿美元，创一年半新低；SPDR周减9.97吨且集中在破位后的两个交易日，属被动赎回而非主动看空。

3. 政策与官方买盘方向相反：10月FOMC纪要显示多数委员支持进一步加息，沃勒称或需50bp"震撼市场"；同期中国央行连续第24个月增持、9月全球央行净购61吨为年内单月最高。

行情回顾

COMEX黄金主力合约走势（美元/盎司）



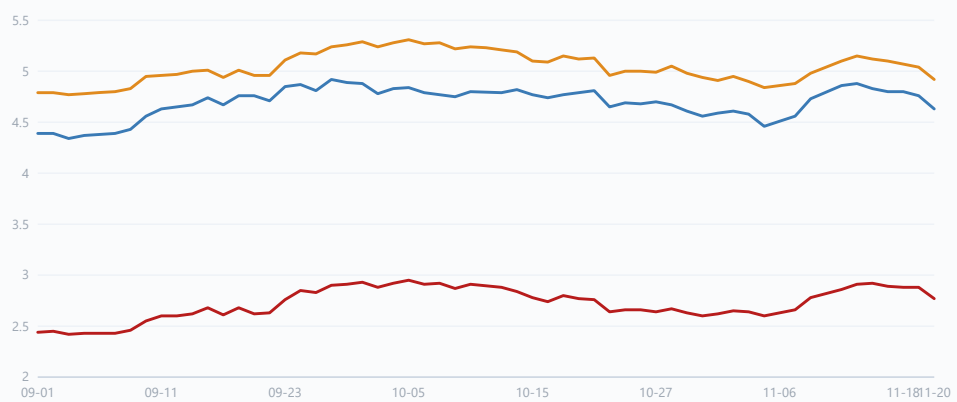
本周COMEX黄金自3887.60美元跌至3539.00美元，周跌8.97%，创今年3月以来最惨单周；沪金au2612自839.00元/克跌至766.48元/克，周跌8.64%。周初一度冲高至4149.50美元，此后连续四个交易日下挫，3800、3700、3600三道关口接连失守，周内最低逼近3500美元。下跌可分两段：11月10日至17日由CPI超预期与联储转鹰驱动，金价跌4.1%；11月17日至20日宏观利空已不能解释，金价跌8.12%，同期美元涨幅收敛、实际利率回落，跌幅与纳斯达克指数下挫同步，属保证金追缴下的被动变现。

一、利率与货币政策

利率端本周转向宽松：2年期美债收益率下行25bp至4.63%，10年期下行23bp至4.92%，10年期实际利率下行14bp至2.77%，隐含通胀预期由2.24%降至2.15%。美元指数收103.84、周涨0.42%，维持近19个月高位，但涨幅已明显收敛于金价跌幅。政策面，10月FOMC纪要显示多数决策者认为进一步加息合适，沃勒表示或需以50个基点加息"震撼市场"；穆萨莱姆称经济在明年春季前可能需要多次加息。政策方向明确但已充分定价，未提供新增信息。

图1：美债2年期、10年期与10年期实际利率（%）

图2：美元指数





二、通胀

10月CPI环比+0.4%、核心CPI环比+0.3%，双双高于预期，核心连续第三个月停在0.3%附近；能源环比由+5.2%收窄至+0.7%，但住房+0.3%与食品+0.5%即时填上缺口。10月PPI同比6.5%，创2022年11月以来最高，成本端仍在积累。因2025年10月政府停摆导致基期缺失，本次未公布CPI与核心CPI同比，同比口径最新数据为9月（CPI 3.7%、核心2.6%）。值得一提的是，本周通胀盈亏平衡利率反而收缩9bp，说明市场定价重心已从通胀转向增长。

图3：CPI与核心CPI当月同比（%）

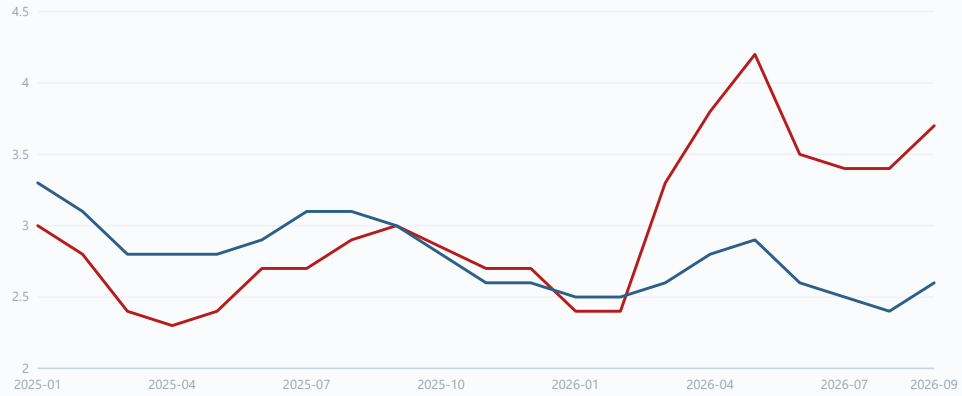
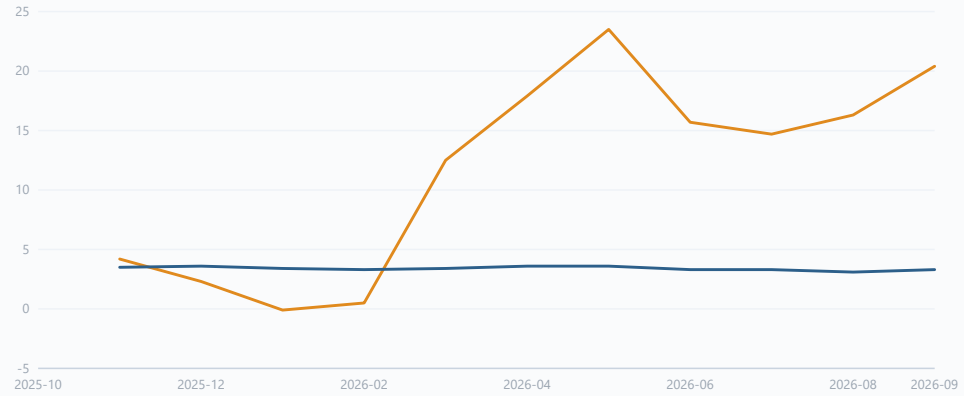


图4：CPI分项—能源与住宅当月同比（%）



三、就业

10月新增非农就业16.5万人，失业率降至4.1%，劳动参与率升至61.9%，就业韧性仍是加息路径的支撑项。但就业数据对本周金价的边际影响已明显弱化——在流动性主导的阶段，宏观数据的方向性权重低于保证金压力。

图5：新增非农就业人数（千人）

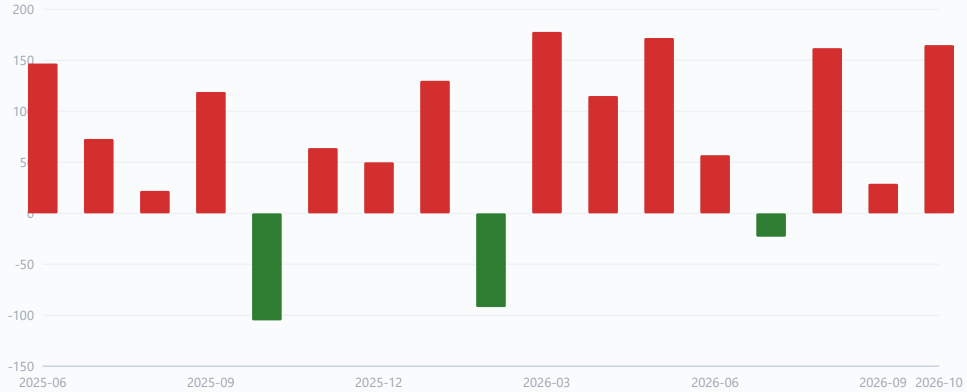
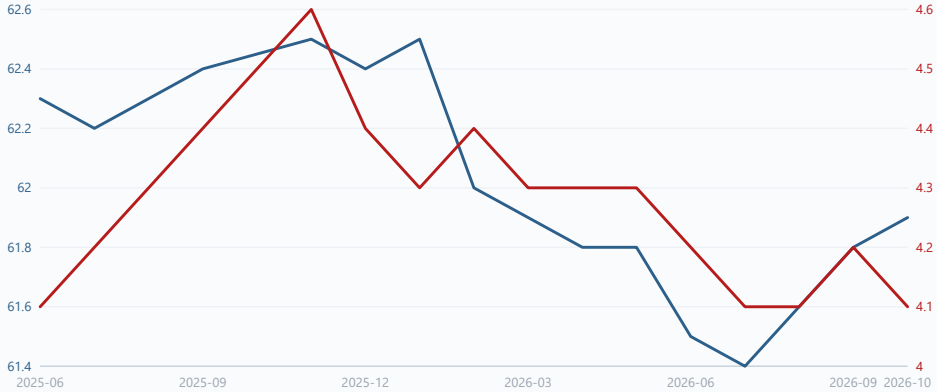


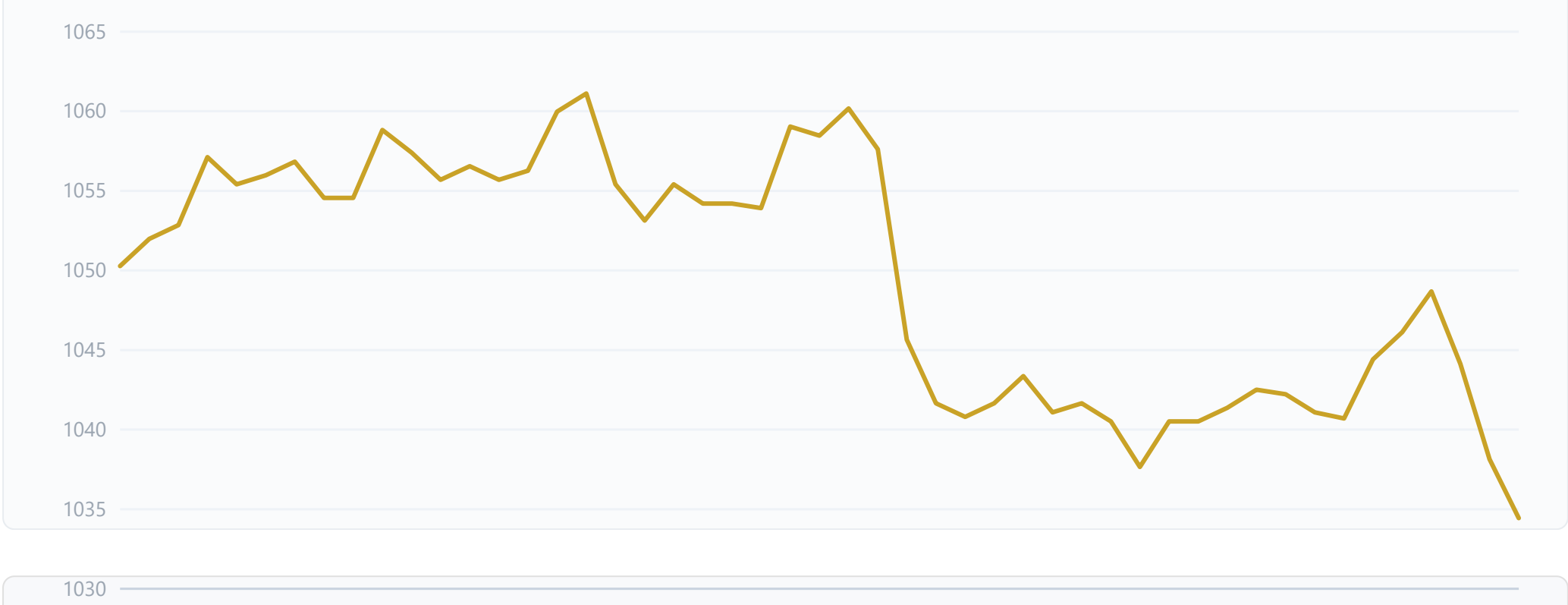
图6：劳动参与率与失业率（%）



四、持仓与央行购金

SPDR黄金ETF持仓11月20日为1034.43吨，较上周五1044.41吨减少9.97吨；减仓集中在19日与20日（-5.98吨、-3.70吨），前三个交易日一度增持至1048.68吨，说明赎回是价格破位后的被动行为。同期官方买盘未中断：中国10月末黄金储备7830万盎司、连续第24个月增持，9月全球央行净购61吨为年内单月最高，三季度合计321吨、同比增42%。官方需求是唯一未被价格波动打断的项，但体量不足以对冲投机盘出清。

图7：SPDR黄金ETF持仓量（吨）



信息和资料来源

美国劳工统计局（BLS）CPI与PPI数据、美国联邦储备委员会FOMC会议纪要及官员讲话、美国劳工部就业数据；浙商期货投研数据平台（qzh_investment_data / get_index_data）美债收益率、美元指数、CPI分项、非农就业、劳动参与率与SPDR黄金ETF持仓序列；浙商期货MCP行情（qzh_his_price / realhq_outer_fut）COMEX黄金、沪金au2612与布伦特原油日行情；世界黄金协会（WGC）全球央行净购金数据；中国人民银行、国家外汇管理局官方储备资产数据。

免责声明

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且浙商期货有限公司（以下简称"本公司"）不会因接收人收到此报告而视其为客户。

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、意见及推测仅反映发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权标的的价格、价值可能会波动。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。

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，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。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。