

黄金：加息预期降温买盘坚实，反弹窗口或已开启

基本面分析

价格走势：本周金价强势反弹，伦敦现货金周涨7.7%至4,336美元附近，国内金价同步跟涨。COMEX-伦敦溢价维持偏强，表明反弹由境外市场主导，而上海金溢价转为贴水，反映内盘情绪相对理性。金银比下行表明避险情绪缓和，金铜比边际回升但整体仍处低位。

货币信用：货币信用维度提供中长期支撑。美国M2同比增速维持5.5%，财政赤字率虽较上年微幅改善，但政府债务依赖路径未变。叠加全球储备多元化加速，法币信用隐忧持续为黄金提供强劲的尾部风险对冲溢价，黄金长期估值中枢稳步抬升，构成金价重要的底层支撑。

利率环境：利率环境发生关键性变化，成为反弹核心驱动。7月ADP及非农就业数据双双走弱，令市场9月加息预期显著降温。10年期美债实际利率自近一年高位小幅回落，美元指数偏弱运行，紧张的利率压制已边际缓解。持有黄金的机会成本出现改善，后续通胀走向决定利率下行空间。

资金结构：资金结构显示多头仓位回归。管理基金净多单周增9.2%，投机资金追逐反弹。尽管全球ETF整体存量仍处回落趋势，但央行购金二季度同比劲增62%，中国央行连续21个月增持。场外及央行买盘在前期回调中充当了坚实底座，为价格反弹提供了较高的安全边际。

供需平衡：供需数据显示，二季度显性需求受高金价抑制，但平衡项残差录得+327吨的极高水平，证实了场外OTC市场及央行庞大的隐性买盘。在总供应保持平稳、回收金略降的背景下，场外需求在回调期间承接了显性需求的疲软。这一强劲的实物底座验证了回调的支撑力度，并为反弹提供了物质基础。

策略建议

美国就业数据走弱且市场加息预期退潮，此前压制金价的核心宏观变量出现边际拐点，而全球央行及场外资金在回调过程中的大举承接，已从供需层面确认了短期底部的坚实程度。从前期历史高点深度回调的幅度来看，上方或仍存修复空间。策略上，因本周反弹急促，短期技术指标或有超买消化需求，可考虑依托关键均线进行多头布局。持仓过程中需关注反弹的持续性，并密切观察初请失业金数据及能源价格变动，若通胀数据意外反弹重燃加息恐慌，则需灵活调整敞口。

风险提示

1. 联储意外鹰派信号
2. 通胀数据超预期
3. 能源价格飙升
4. 美元指数强反弹

一、价格走势：价格周度大幅反弹，跨市溢价结构分化

本周国际金价迎来强势反弹。截至8月6日当周，伦敦现货金价收于4,335.55美元/盎司，环比上周大幅上涨7.7%，当前价格位于近一年48百分位（见图2）。国内金价同步走强，上海金交所AuT+D收于930.59元/克，周涨幅达5.2%（见图1）。此前市场受制于加息预期压制，金价自年初高点深度回调，本周在美伊局势缓和及美国就业数据走弱的多重催化下，金价上方压制阶段性解除，驱动盘面快速修复。

从跨市场价差结构观察，不同区域的资金偏好出现分化。COMEX-LBMA溢价最新报65.75美元/盎司，虽环比微降6.25美元，但仍维持在近一年64百分位的偏高水平，显示纽约期货市场的多头情绪相对积极（见图3）。而SHFE-LBMA溢价本周由正转负，最新报-45.19美元/盎司，环比大幅下滑87.6美元，位于近一年36百分位的偏低区域（见图2）。国内黄金基差走弱至-6.17元/克，负值环比扩大，意味着期货相对现货的升水结构进一步走阔（见图1）。内外盘溢价的此消彼长，反映出本轮反弹主要由国际盘面主导，境内市场受汇率及前期溢价均值回归影响，跟涨力度相对克制。

跨资产比值方面，金银比报67.41，环比下降3.4%，表明在避险情绪阶段性缓和的背景下，白银的工业属性使其弹性更强（见图4）。金铜比环比上升4.6%至9,788.48，其绝对水平处于近一年14百分位的低位，反映出当前市场对工业增长前景的定价整体偏向乐观（risk-on）。本周金铜比虽出现边际回升，但幅度温和，目前尚不足以断定宏观情绪已发生根本性转向，整体仍处在低位震荡格局（见图6）。黄金ETF波动率指数报25.64%，环比上升2.3个百分点，行情驱动方向明确后，波动率的上升更多体现的是趋势强度的回归（见图7）。

图1：国内黄金基差



图2：SHFE-LBMA溢价



图3：COMEX-LBMA溢价



图4：金银比值

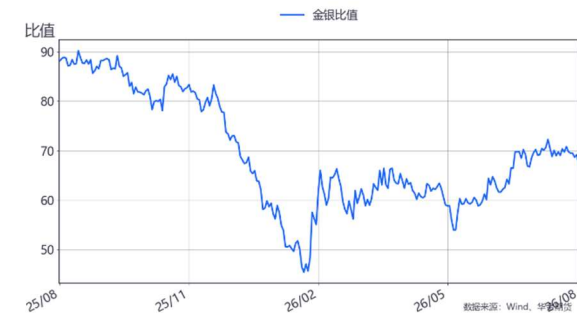


图5：金铂比值

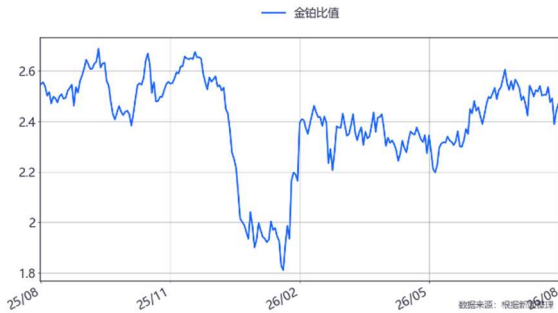


图6：金铜比值

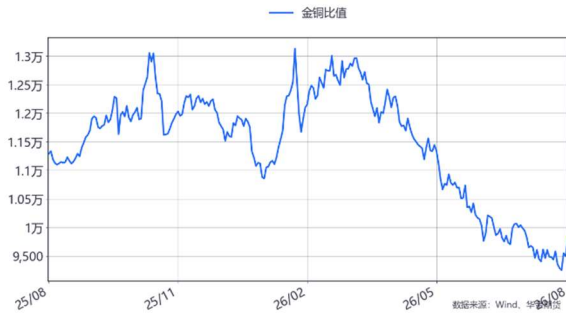
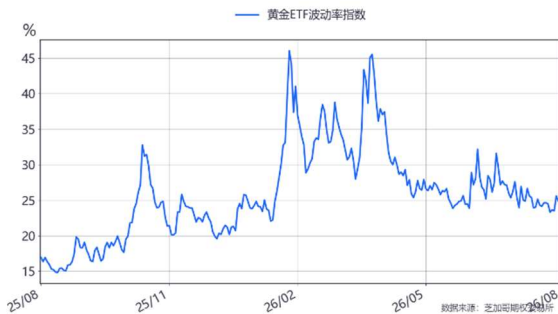


图7：黄金ETF波动率指数



二、货币信用：货币信用底层稳固，财政赤字提供中期支撑

黄金的货币信用定价维度保持稳固。最新数据显示，2026年6月美国广义货币供应M2季调后达到23.16万亿美元，同比增速录得5.53%，M2存量及同比增速均处于近三个月以来的走高趋势中（见图8）。在美国基准利率仍处限制性水平的环境下，货币总量的持续扩张反映了信用派生活动与经济韧性的并存，这也构成了为何在高实际利率背景下，黄金并未出现趋势性熊市的重要宏观背景。基础货币余额方面，6月数据为5.49万亿美元，虽然同比仍收缩4.5%，但近三个月拟合趋势已转为走高，显示美联储缩表节奏可能有所放缓（见图12）。

财政方面，2025年美国财政赤字录得-1.78万亿美元，赤字率占GDP比重为-5.77%，两项指标均较上年同期小幅改善（见图9、图13）。财政收入占GDP比重升至17.02%，财政自给率同比提升1.8个百分点至74.67%，表明政府自身造血能力有所修复（见图10、图11）。然而，在债务上限压力与逆全球化割裂的背景下，美国长期依赖债务货币化来填补收支缺口的路径并未改变。本周要闻亦提及，全球去美元化与储备多元化趋势延续，这种对主权信用货币体系的深层不信任感，黄金长期估值中枢稳步抬升，构成金价重要的底层支撑。

边际催化上，美伊接近达成霍尔木兹海峡临时协议的消息短暂缓和了极端地缘避险情绪，但并未动摇黄金的货币信用基本面。相反，油价回落缓解通胀恐慌，为实际利率的下行预期打开了空间，也为以美元计价的黄金提供了额外的上行动力。

图8：美国广义货币供应

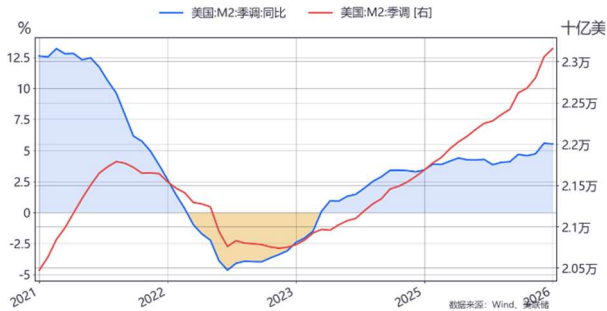


图9：美国财政盈余和赤字率

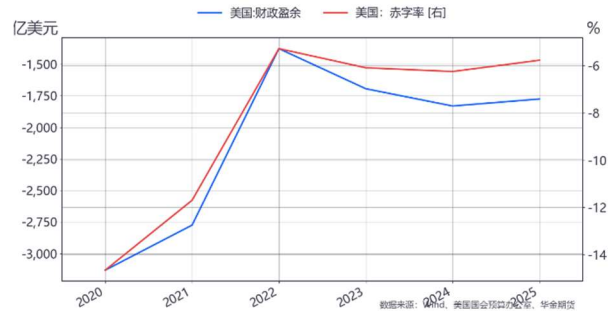


图10：美国：财政收入占GDP比重

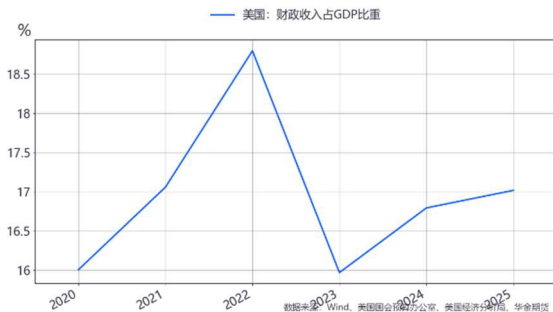


图11：美国：财政自给率

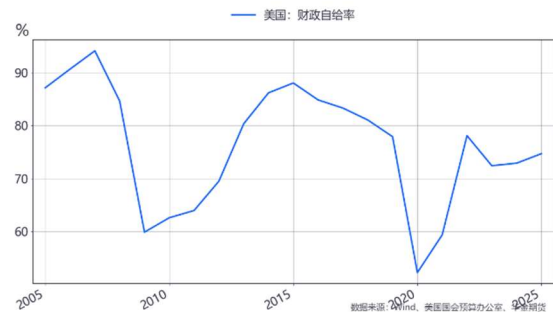


图12：美国基础货币余额vs国际金价

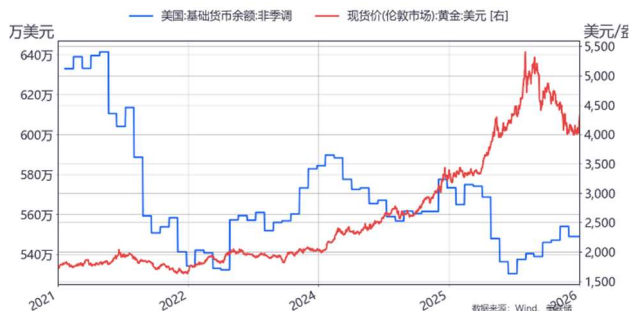
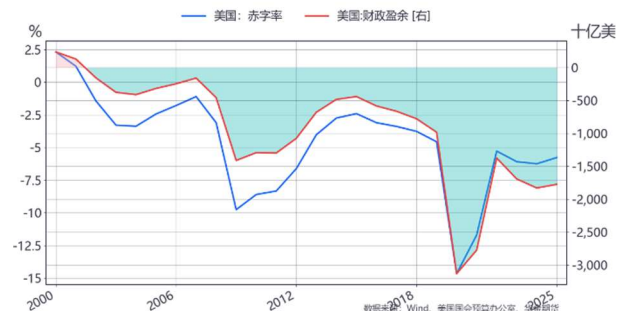


图13：美国财政盈余与赤字率



三、 利率环境：就业数据走弱，利率压制边际缓解

本周利率环境出现显著反转，成为驱动金价反弹的核心变量。美国就业市场数据显示疲态，7月ADP新增就业人数仅为4.4万人，环比锐减53.7%，且远低于近一年高点水平，近三个月趋势确认走低（见图15）。更具信号意义的非农数据同样表现不佳，7月服务生产部门仅新增0.5万人，环比大幅减少3.4万人，且同比降幅明显，近三个月趋势持续走低（见图16）。尽管失业率小幅回落至4.12%，但持续领取失业金人数攀升至180.1万人，其近三个月趋势走高，表明劳动力市场的结构性分化正在加剧（见图17）。结合当周初请失业金人数维持在19.9万人的低位，就业市场呈现出“新增需求疲软、存量粘性犹存”的特征。

就业数据的走弱立竿见影地打压了市场对美联储进一步加息的押注。据市场报道，FOMC会议后一度升温的9月加息预期，在本周内由约67%的高位逐步回落至55%附近。名义与实际利率端的反应验证了这一预期变化，10年期美债实际收益率报2.4%，环比下行7个基点，自近一年高位回落（见图21、图22）。同时，10年期与3个月期国债利差环比收窄至0.78%，利差倒挂修复的势头有所放缓（见图19）。美元指数最新报约99.6，周内一度跌破100关口后维持震荡偏弱，亦为金价提供了货币层面的顺风（见图23）。

总体而言，实际利率随加息预期降温小幅回落，是黄金本轮反弹最直接的名义定价锚支撑。结合美伊局势缓和带动油价下跌的背景，持有黄金的机会成本出现边际改善。整体判断，此前紧张的

利率环境对金价的压制已得到阶段性缓解，但通胀预期的后续走向将是决定实际利率能否形成趋势性下行并打开金价上方空间的关键变量。

图14：美国当周初次申请失业金人数季调

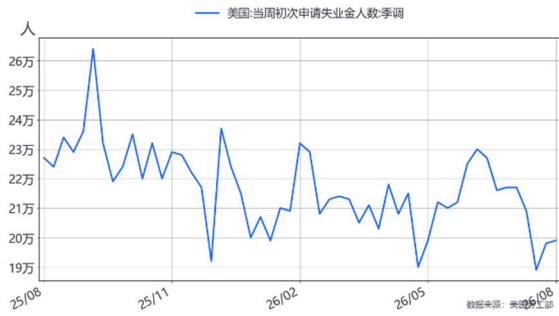


图15：美国新增ADP就业人数季调

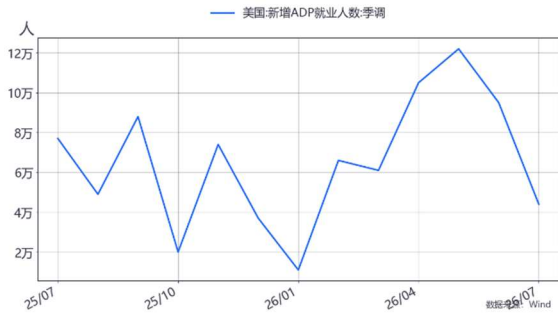


图16：美国新增非农就业人数

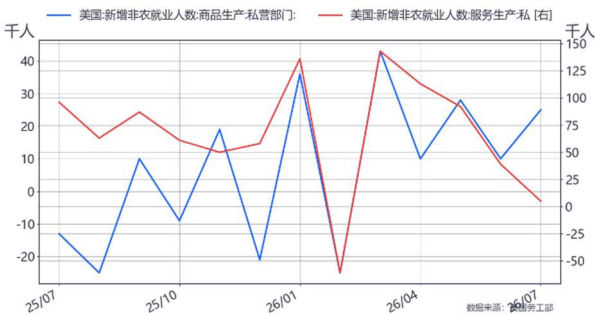


图17：美国：失业数据

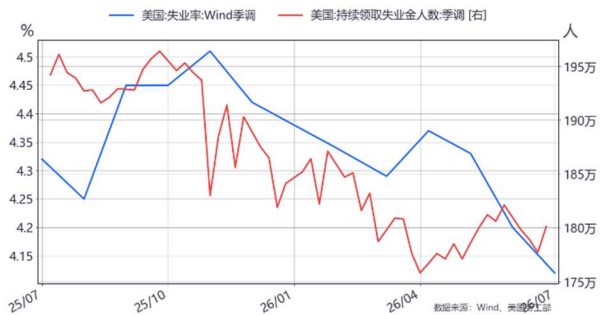


图18：美国通胀数据



图19：美国（10Y-3M）国债利差

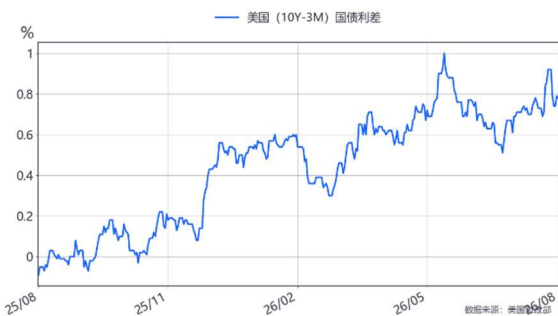


图20：美国（10Y-2Y）国债利差

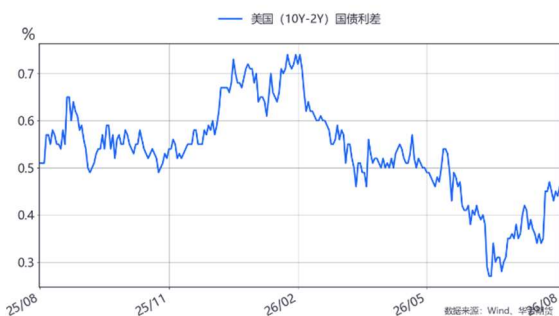


图21：真实利率vs国际金价

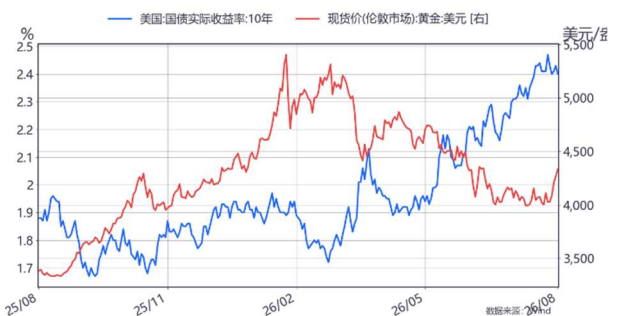


图22：美国国债实际收益率

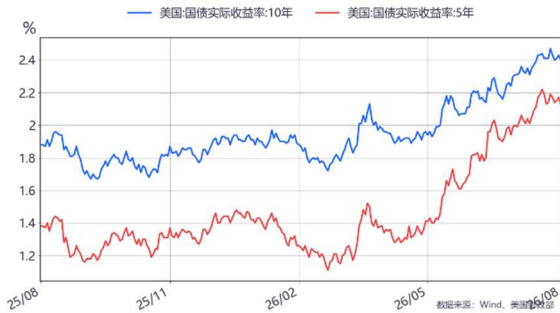
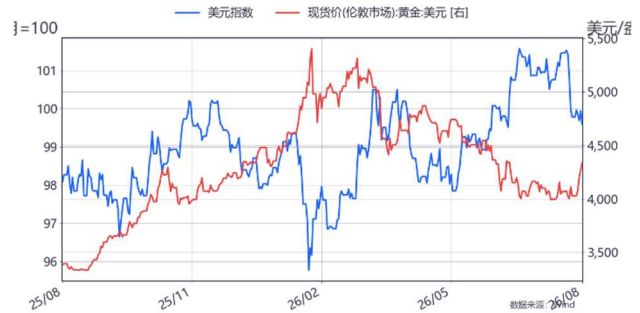


图23：美元指数vs国际金价



四、资金结构：一致性看多回归，央行与ETF构成底座

资金结构数据显示，一致性的多头配置正在重新回归黄金市场。截至8月9日，COMEX黄金期货管理基金净多持仓为13.08万张，环比上周显著增加9.2%，且近三个月趋势持续走高，显示出投机性资金对反弹行情的强烈追逐（见图25）。与此同时，期货总持仓报37.16万张，环比虽小幅下降3.4%，但近三个月整体仍呈走高态势，表明资金在价格回升过程中出现了向优势多头集中的特征，而非单纯的存量博弈（见图24）。从对手盘结构看，掉期商净空头寸扩大至-20.76万张，显示套保卖盘有所增加；产业端净空头寸则小幅收窄至-1.89万张，其空头敞口有所减少，二者走势分化，反映出不同商业头寸管理策略的差异（见图26、图27）。

真正的中长期配置力量——央行与黄金ETF——为金价构筑了坚实的资金底座。图表数据显示，中国央行8月黄金储备增至2,346.43吨，连续21个月维持增持，近三个月趋势持续走高（见图33）。全球黄金储备在2025年四季度已攀升至3.66万吨（见图32）。要闻提及，2026年二季度全球央行净购金289吨，同比大增62%，包括韩国央行时隔13年重启黄金购买。

在ETF领域，尽管全球黄金ETF持仓近三个月整体趋势走低（见图28），但本周结构性亮点突出。亚洲地区ETF持仓同比大增61.4%，本周环比继续增加0.7%，显示出东方买盘的持续性（见图29）。作为风向标的SPDR持仓本周增加1.0%至1,017.54吨（见图30），国内黄金ETF亦录得持续净流入。多重证据表明，在价格回调阶段，各国央行及场外配置盘的强劲买盘正构成实物供需缺口的安全边际，为反弹提供了坚实支撑。

图24：COMEX期货总持仓vs国际金价

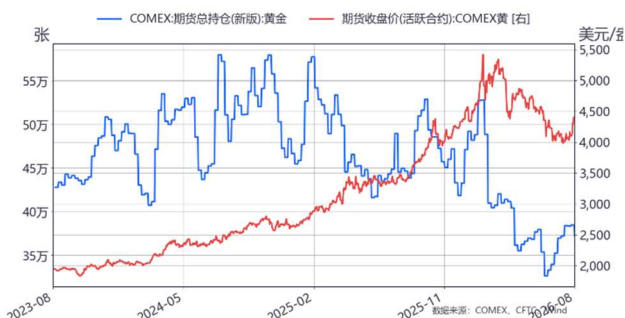


图25：基金净多持仓vs国际金价



图26：掉期商净多持仓vs国际金价



图27：产业端净多持仓vs国际金价



图28：全球黄金ETF持仓vs国际金价



图29：全球黄金ETF持仓-分洲别

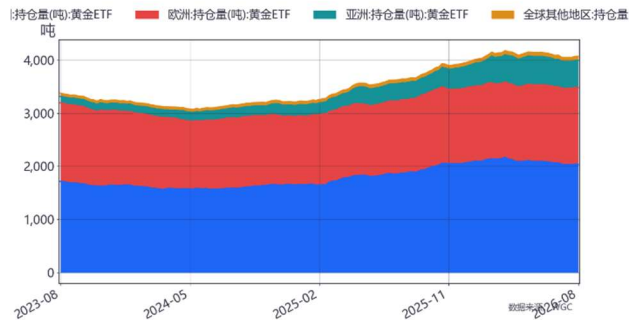


图30：SPDR持仓量vs国际金价



图31：iShares持有量vs国际金价



图32：全球黄金储备量vs国际金价



图33：新兴市场国家黄金储备



五、场外买盘强劲，平衡项残差揭示隐性需求

通过对供需平衡表的微观拆解，黄金在回调过程中受到强劲场外买盘支撑的逻辑得到验证。据WGC数据，2026年二季度黄金总供应为1,268.9吨，其中矿产金同比微增1.89%至965.6吨，回收金则同比回落5.94%至326.1吨（见表1）。在可观测的显性需求端，高金价对消费的抑制效应持续，饰品需求二季度仅为310.3吨，同比锐减12.38%；金条金币投资为307.1吨，亦同比小幅下降2.7%。即便二季度央行购金同比大增62.41%至288.9吨，上述显性需求合计仅为941.8吨。

显性供给与可观测需求之间的巨大差额，指向了“平衡项”的显著走阔。二季度该平衡项录得

+327.1吨，为表中最高季度水平（见表1）。平衡项为正并大幅增加，意味着有大量实物黄金被未纳入统计的场外市场及机构买盘所承接。这与此前判断完全吻合：在金价从高位显著回调的过程中，各国央行、主权财富基金及场外长线配置资金承接意愿较强，避免了因饰品消费下滑及ETF资金波动导致的供需失衡。这一实物需求的强劲基础，是金价在显性需求偏弱的背景下，得以筑底并强势反弹的关键支撑。展望后市，若金价继续上行，回收金供给弹性可能恢复，届时场外隐性需求的承接力度将是判断金价上行空间的重要观测变量。

表1：黄金供需平衡表

	Q3'23	Q4'23	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	Q1'26	Q2'26
总供应	1,263.9	1,303.3	1,203.6	1,241.6	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	951.2	971.4	864.2	928.4	987.3	970.9	860.5	947.7	1,028.1	986.6	901.3	965.6
同比	-2.14%	0.24%	-0.67%	1.46%	3.80%	-0.05%	-0.43%	2.08%	4.13%	1.62%	4.75%	1.89%
回收金	289.5	311.1	348.8	334.2	324.5	357.7	348.6	346.7	342.7	365.8	373.8	326.1
同比	8.08%	7.31%	12.81%	3.20%	12.11%	14.99%	-0.06%	3.73%	5.61%	2.25%	7.23%	-5.94%
总需求	1,263.9	1,303.3	1,203.6	1,241.6	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	584.7	586.8	538.7	416.6	546.1	523.9	434.6	354.2	420.0	438.9	332.1	310.3
同比	-0.24%	-3.02%	0.61%	-16.94%	-6.61%	-10.72%	-19.33%	-14.98%	-23.08%	-16.22%	-23.59%	-12.38%
技术	77.3	82.2	80.2	80.2	82.9	82.8	80.4	78.6	81.7	82.1	81.6	80.4
同比	-1.86%	11.28%	10.13%	10.23%	7.25%	0.78%	0.29%	-1.99%	-1.47%	-0.88%	1.44%	2.18%
金条、金币投资	299.3	318.2	323.7	278.8	276.6	329.4	333.7	315.6	328.4	428.1	476.8	307.1
同比	-14.61%	-6.47%	4.98%	0.35%	-7.59%	3.53%	3.09%	13.22%	18.74%	29.97%	42.86%	-2.70%
ETF投资	-137.7	-55.0	-112.6	-6.6	95.8	20.3	230.8	171.1	225.7	175.7	62.4	-44.8
同比	-43.48%	-38.25%	295.66%	-68.11%	-169.56%	-136.89%	-304.96%	-26.78%	135.55%	765.76%	-72.95%	-126.20%
央行	367.3	216.8	313.3	211.5	196.4	365.1	235.9	177.9	226.3	208.2	56.5	288.9
同比	-19.62%	-43.26%	7.88%	19.95%	-46.53%	68.41%	-24.71%	-15.92%	15.21%	-42.98%	-76.04%	62.41%
可观测需求	1,190.9	1,148.9	1,143.4	980.5	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	73.0	154.4	60.3	261.1	107.0	-11.7	-114.0	171.1	88.5	-0.9	243.7	327.1
伦敦现货金价 (US\$/oz)	1,928.5	1,971.5	2,069.8	2,338.2	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

投资咨询号：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。