

黄金：加息预期降温，黄金或延续反弹

基本面分析

价格走势：本周伦敦金现货上涨1.3%，收于4,390.7美元/盎司，国内金价同步回暖；COMEX-LBMA溢价自6月高点持续收敛，金银比、金铂比维持避险占优结构，波动率指数回落显示市场情绪修复。金价在4,400美元附近进入震荡消化阶段。

货币信用：美国M2同比升至5.53%，重拾扩张；财政赤字虽小幅收窄仍处高位，10年期美债发行收益率创金融危机以来新高，信用溢价边际上行；基础货币收缩背景下金价仍上行，凸显黄金去美元化与信用对冲溢价。地缘风险叠加财政压力，货币信用端对金价构成正面支撑。

利率环境：美国7月ADP大幅走弱、非农服务端就业明显回落，CPI降温而核心PCE环比回落但近3个月趋势仍走高，零售销售走弱，市场加息预期显著降温，是近期金价反弹的核心驱动。10年期实际利率维持2.41%高位，但金价与远期真实利率关联减弱，避险与信用溢价主导定价，美元走弱亦构成支撑。

资金结构：COMEX总持仓与管理基金净多回升，投机资金在加息降温窗口回流；全球ETF持仓边际转正，SPDR增持；中国央行黄金储备创新高，韩国央行13年来首次买入黄金资产，央行购金持续托底。资金结构整体偏多，为金价提供中期支撑。

供需平衡：2026年Q2饰品需求同比续降至310.3吨，金条金币投资降温，高金价压制实物消费；但央行购金288.9吨同比大增，平衡项连续两季大幅为正，显示存在隐性OTC买盘。供需滞后数据仅作参考，近端COMEX库存边际下降提供支撑，供需中性偏多。

策略建议

综合来看，当前黄金的核心驱动在于加息预期降温带来的实际利率见顶交易，叠加去美元化与央行购金的结构性支撑。就业与通胀同步走弱、零售销售走弱，使市场显著下调美联储近期加息概率，为金价反弹提供了基本面依据。金价短期反弹后出现震荡反复，波动率回落显示情绪趋于平稳。策略上可考虑依托均线支撑继续逢低参与反弹，关注价格能否在均线附近企稳并重新向上试探。同时应注意，12月加息预期仍高企、美债收益率高位运行，对反弹高度或形成约束。

风险提示

加息预期快速回升
央行购金节奏放缓
获利盘了结压力

一、价格走势：内外盘共振反弹，比价与波动修复

本周黄金价格延续反弹修复格局。截至2026-08-14，伦敦金现货收报4,390.7美元/盎司，环比上周上涨1.3%，近3个月趋势呈震荡，当前位于近1年51百分位，已自1月5,405美元/盎司高点明显回落后企稳（见图2）。国内上海金交所AuT+D收报940.44元/克，环比上涨1.1%，近1年百分位为36（见图1）。

内外盘价差结构出现分化。SHFE-LBMA黄金价差最新为-30.49美元/盎司，环比上周走阔8.5美元/盎司，仍处于近1年47百分位的中性偏低区间（见图2）。与此同时，COMEX-LBMA溢价约41.3美元/盎司，环比上周下降37.2%，自6月高点158.95美元/盎司持续收敛，反映期货端对伦敦现货的溢价水平向常态回归（见图3）。

跨资产比价方面，金银比值最新67.96，环比小幅上升0.8%，位于近1年50百分位，显示白银弹性阶段性弱于黄金（见图4）。金铂比值升至2.53，处于近1年81百分位的偏高位置，或反映铂金的工业属性表现相对偏弱，黄金相对铂金维持强势（见图5）。金铜比值9,705.12，环比回落0.9%，处于近1年12百分位偏低水平，反映铜价相对强势、宏观风险偏好并未显著恶化（见图6）。

波动率层面，黄金ETF波动率指数最新23.92%，环比回落1.7个百分点，处于近1年29百分位，市场情绪自年初高点持续修复（见图7）。结合本周行情——非农转负、通胀降温推动金价上行后，PPI数据与获利盘了结引发单日回调，随后零售销售走弱再度提振金价——价格中枢上移与波动率回落并存，显示市场对美联储加息预期降温的定价正在逐步消化，金价在4,400美元关口附近进入震荡反复阶段。

图1：国内黄金基差



图2：SHFE-LBMA黄金价差

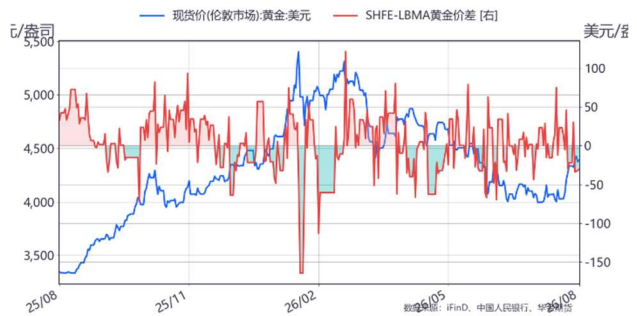


图3：COMEX-LBMA黄金价差



图4：金银比值

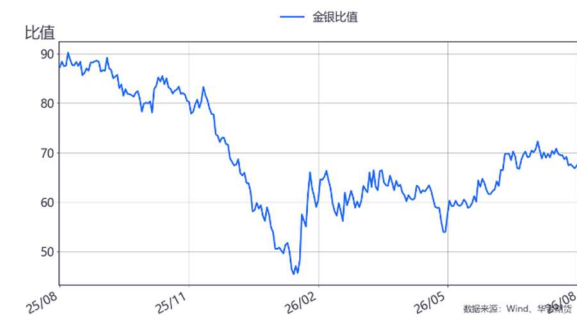


图5：金铂比值

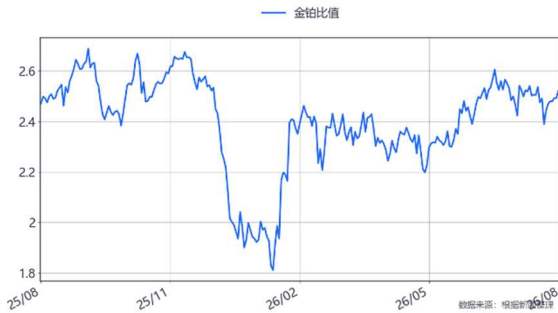


图6：金铜比值

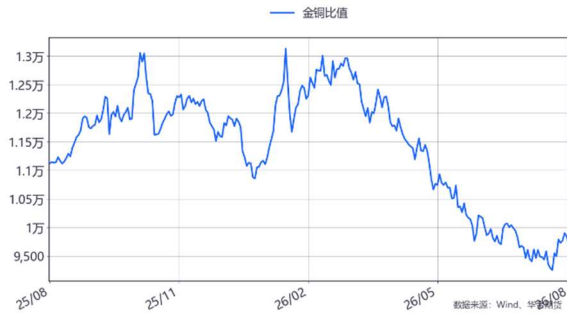
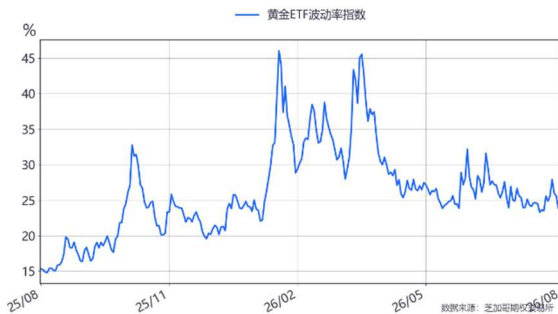


图7：黄金ETF波动率指数



二、货币信用：货币扩张重拾升势，财政赤字仍高企

美国货币信用环境呈现“货币扩张回暖、财政压力未解”的特征。美国M2季调规模最新为23.16万亿美元（2026-06），环比继续增长0.4%，同比抬升至5.53%，M2存量处于近1年高点，近3个月趋势明确走高（见图8）。广义货币供应的持续扩张为黄金提供了中期流动性支撑，法币稀释逻辑仍在强化。

财政端结构性矛盾依然突出。2025年美国财政盈余为-1.78万亿美元，较2024年的-1.83万亿美元小幅收窄556.03亿美元，赤字率由-6.25%回升至-5.77%（见图9）。尽管赤字绝对规模略有改善，但仍处高位，且本周市场结构性信号不容忽视——美国财政部10年期国债发行中标收益率升至2007年以来最高，30年期拍卖融资成本创25年新高，反映市场对美债信用溢价的要求边际上行，财政融资压力对美元信用的侵蚀具有中长期含义。同时财政收入占GDP比重最新17.02%，财政自给率74.67%，同比虽有小幅改善，但自给率近3个月趋势走低，财政收支失衡格局未见实质扭转（见图10、图11）。

基础货币端与金价的联动出现背离。美国基础货币余额最新5.49万亿美元，环比下降0.9%，同比收缩4.5%，处于近1年偏低区域，而同期国际金价同比上涨31.3%（见图12）。基础货币收缩背景下金价仍上行，说明当前金价上行的主导力量已不再单纯依赖流动性总量扩张，信用对冲、央行购金与去美元化等结构性因素贡献了显著的“脱钩溢价”。本周中东地缘局势紧张、美伊谈判停滞，霍尔木兹海峡航运风险持续，进一步强化了黄金的避险与信用对冲属性。总体看，美国货币扩张重燃叠加财政赤字高企、美债信用溢价上行，货币信用维度对黄金构成偏正面支撑。

图8：美国广义货币供应

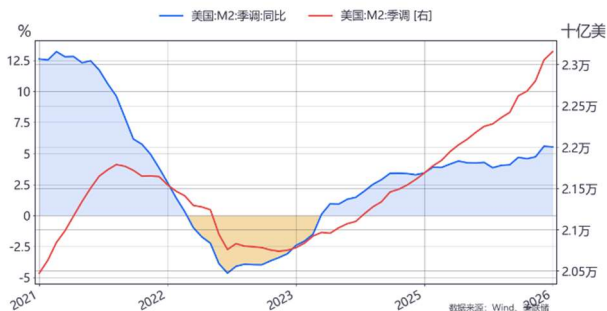


图9：美国财政盈余和赤字率

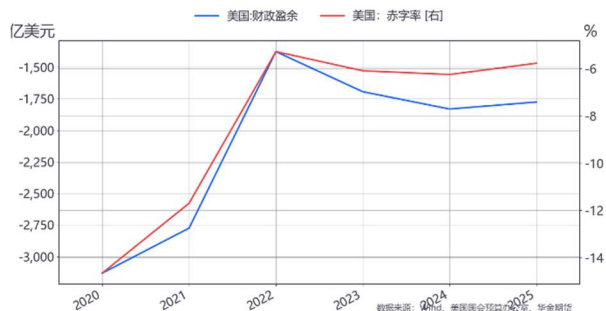


图10：美国：财政收入占GDP比重

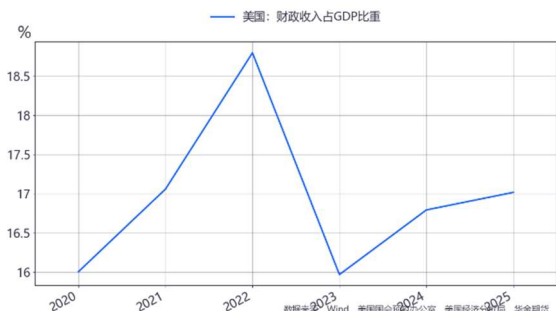


图11：美国：财政自给率

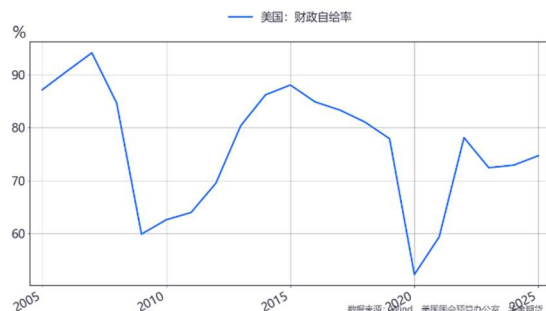


图12：美国基础货币余额vs国际金价

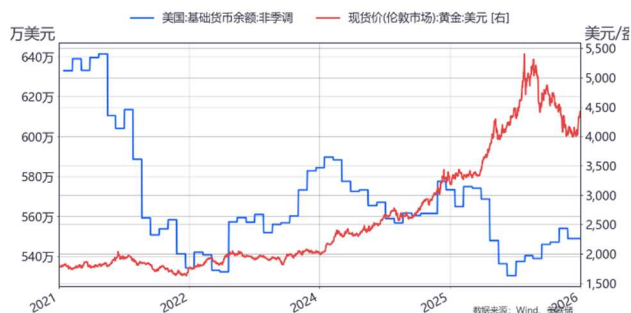
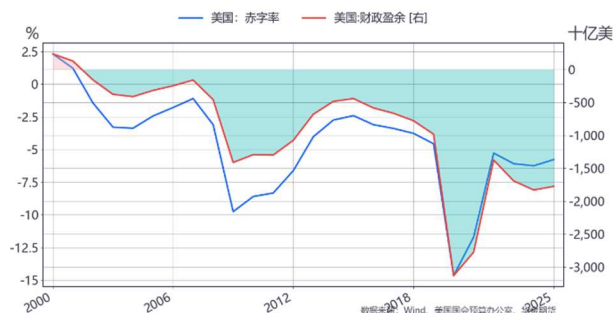


图13：美国财政盈余与赤字率



三、 利率环境：就业通胀双降温，加息预期显著回落

本周利率环境是黄金定价的核心驱动。美国就业数据明显走弱：7月新增ADP就业人数仅4.4万人，环比大幅下降53.7%，近3个月走低；7月非农商品生产就业2.5万人、服务生产仅0.5万人，服务端环比减少3.4万人，就业动能明显衰减（见图15、图16）。当周初次申请失业金人数最新20.9万人，环比增加4.5%，但近3个月趋势仍走低，初请整体维持低位（见图14）。失业率最新4.12%，环比回落0.1个百分点，持续领取失业金人数177.7万人，近3个月中枢震荡，就业整体呈现结构性放缓（见图17）。

通胀端呈现分化。美国7月CPI同比3.3%，环比回落0.2个百分点，近3个月趋势走低，为市场下调加息预期提供了依据；核心PCE同比3.29%（2026-06），环比小幅回落0.1个百分点，但近3个月趋势仍走高，与CPI走势形成分化，显示核心通胀粘性尚未实质缓解（见图18）。本周公布的美国7月零售销售数据走弱，进一步强化美国经济动能放缓的判断，带动美元指数走低。

利率结构上，10年期美债实际收益率最新2.41%，环比持平，位于近1年高位区域（见图21、图22）；10Y-3M与10Y-2Y利差分别0.82%、0.51%，曲线维持正挂（见图19、图20）。值得注意的是，尽管实际利率仍处2.4%上方高位，对金价构成理论上的机会成本压制，但金价同期同比上涨31.3%，显示实际利率与金价之间的传统负相关关系明显弱化，避险与信用溢价主导了定价偏离（见图21）。美元指数最新99.64，近3个月震荡，本周零售数据走弱压制美元，对金价反弹构成支撑（见图23）。

综合而言，“加息预期降温”是本轮金价反弹的主导因素，但需警惕12月加息预期仍高企对上方空间的约束。

图14：美国当周初次申请失业金人数季调

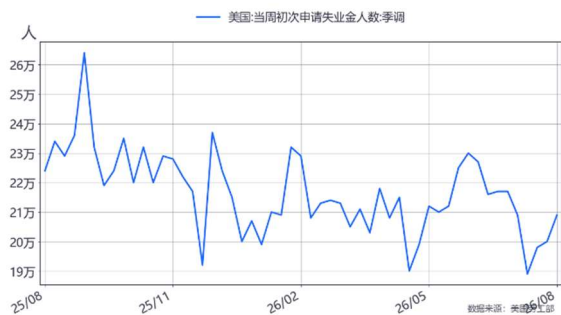


图15：美国新增ADP就业人数季调

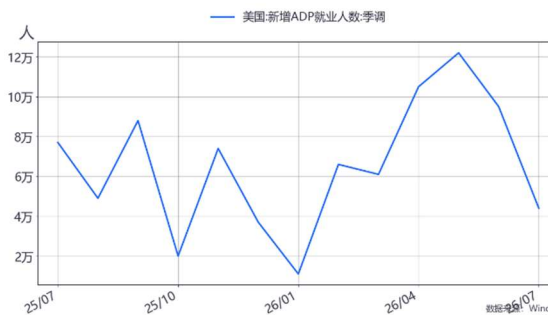


图16：美国新增非农就业人数

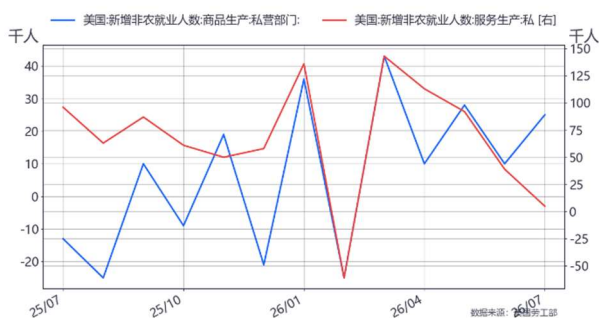


图17：美国：失业数据

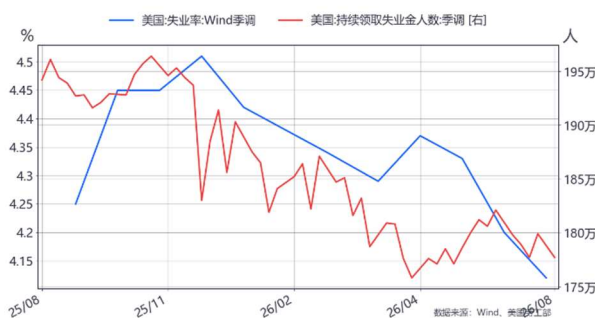


图18：美国通胀数据



图19：美国（10Y-3M）国债利差

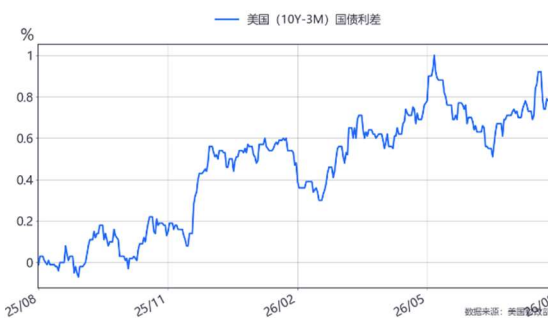


图20：美国（10Y-2Y）国债利差

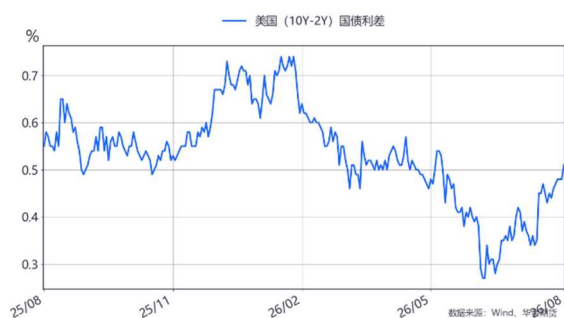


图21：真实利率vs国际金价

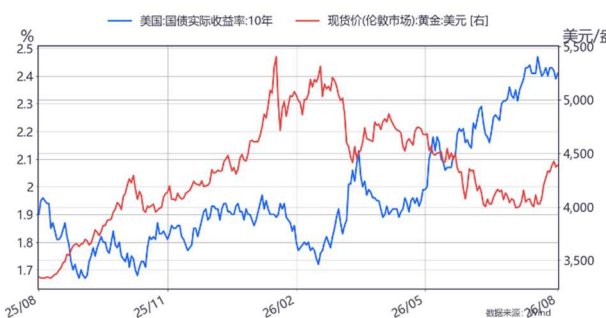


图22：美国国债实际收益率

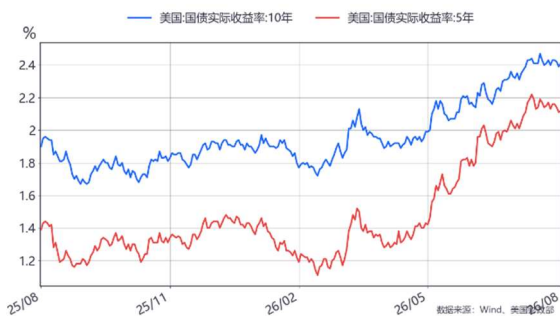
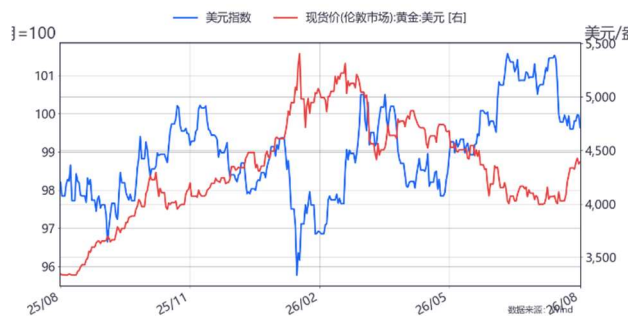


图23：美元指数vs国际金价



四、资金结构：投机资金回流，央行与ETF增持托底

资金结构显示黄金的多头基础正在修复。COMEX期货总持仓最新40.03万张，环比上周增加7.7%，近3个月趋势走高，资金参与度回升（见图24）。管理基金净多持仓最新13.77万张，环比增加5.3%，自5月初8.98万张低点持续回流，投机资金在加息预期降温窗口重新建立多头头寸（见图25）。掉期商净多持仓降至-22.47万张，环比走阔8.2%，或反映对冲卖压边际上升，但尚未形成趋势性恶化（见图26）。产业端净多持仓-2.79万张，环比回落48.1%，或反映高金价下产业端锁定价格的意愿上升（见图27）。

ETF端边际改善。全球黄金ETF持仓最新4,090.01吨，环比增加0.5%，同比大增12.4%，尽管近3个月趋势性走低，但本周边际转正（见图28）。分区域看，北美持仓2,042.85吨、欧洲1,454.8吨、亚洲517.99吨，亚洲同比大增60.5%，显示东方配置力量显著增强（见图29）。SPDR最新1,023.53吨，环比增加0.6%（见图30）；iShares持有量456.49吨，环比微降0.3%，整体维持高位（见图31）。

央行购金继续构成坚实底座。全球黄金储备量最新3.66万吨（2025-Q4），环比增加0.3%（见图32）。中国央行黄金储备2,346.43吨，环比增加0.6%，连续增持趋势延续且创近1年新高（见图33）；印度储备880.52吨保持平稳。韩国央行13年来首次买入黄金相关资产，持有SPDR Gold Shares约2.5亿美元，进一步印证全球央行在去美元化与储备多元化驱动下的系统性购金行为。总体看，投机资金回流、ETF边际增持与央行持续购金形成共振，资金结构对金价构成偏多支撑。

图24：COMEX期货总持仓vs国际金价

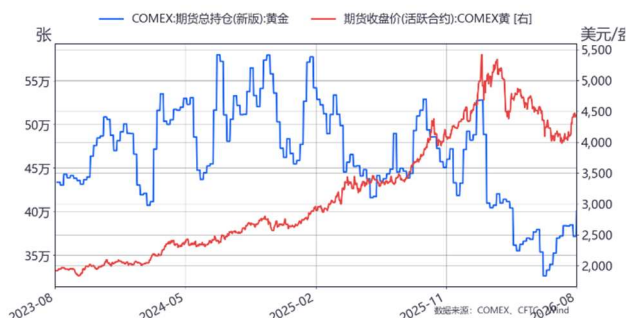


图25：基金净多持仓vs国际金价

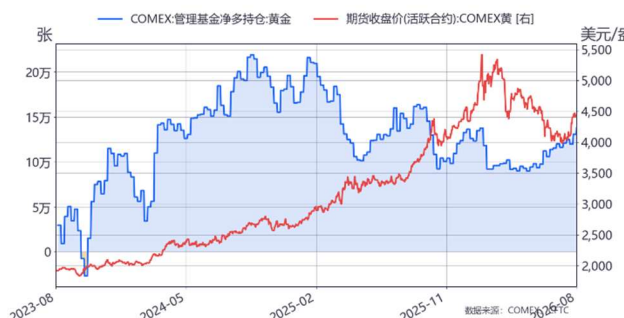


图26：掉期商净多持仓vs国际金价



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

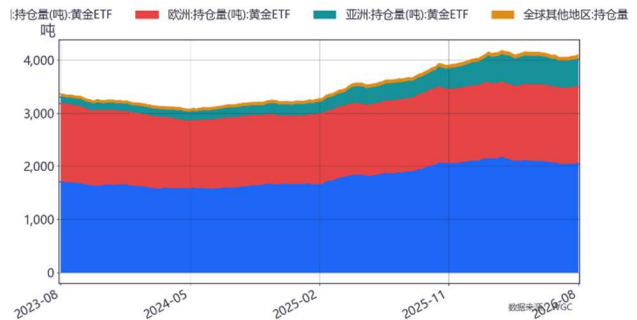


图30：SPDR持仓量vs国际金价



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

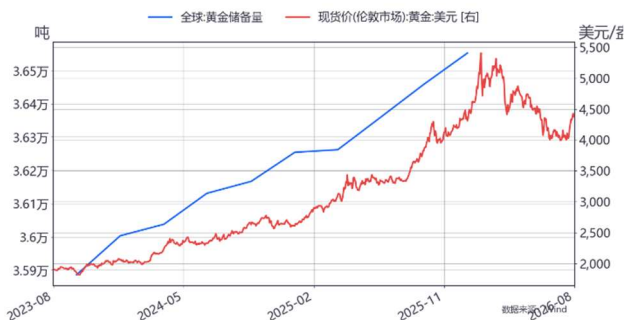


图33：新兴市场国家黄金储备



五、 实物需求偏弱，供应与央行盘成支撑

供需平衡表显示黄金实物市场呈现“可观需求偏弱、平衡项大幅为正”的结构。2026年Q2总供应1,268.9吨，总需求同为1,268.9吨，账面均衡；其中矿产金965.6吨，同比增1.89%，回收金326.1吨，同比降5.94%，供应端总体平稳（见表1）。

需求端结构性分化显著。2026年Q2饰品需求仅310.3吨，同比下滑12.38%，延续2025年以来持续负增长态势，反映高金价对终端消费的压制明显；技术用金80.4吨，同比小幅增长2.18%；金条金币投资307.1吨，同比回落2.7%，较2026年Q1的476.8吨明显降温，高金价对实物投资需求亦形成

反身性制约（见表1）。ETF投资在Q2转为-44.8吨的净流出，与此前连续四个季度净流入形成对比，映射金价高位区间西方配置盘的分歧（见表1）。

需求端的最大亮点在央行盘。2026年Q2央行购金288.9吨，同比大幅增长62.41%，较Q1的56.5吨显著回升，成为可观测需求外最重要的稳定力量（见表1）。按可观测需求口径，2026年Q2为941.8吨，总供应1,268.9吨，平衡项高达327.1吨，连续两个季度大幅为正，显示存在可观的隐性场外（OTC）买盘或未统计需求吸收实物供给（见表1）。

需要指出，供需平衡数据存在季度滞后，仅作趋势背景参考。近期实物端更应关注COMEX黄金库存边际变化所反映的近端交割压力。整体看，本季度实体珠宝与金条金币需求受高金价压制偏弱，但央行购金与隐性场外需求构成实质性底部支撑，供需维度对金价中性偏多。

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。