

黄金：加息预期减弱与信用避险情绪共振，金价反弹至阶段高位

基本面分析

价格走势：本周金价强势反弹，伦敦现货与COMEX期货单周涨幅均超4%，反弹至近一年区间中上水平；COMEX-LBMA溢价显著走阔至79.5美元/盎司，反映西方交易端买盘有所增强；国内基差与SHFE价差维持震荡，金银比与金铂比回落，金铜比回升，整体维持避险主导格局。

货币信用：美国M2同比增速近三个月趋势走高，基础货币与金价走势背离，显示本轮并非宽松驱动，而是财政主权信用风险溢价。美国联邦债务突破40万亿美元，财政部扩大国债回购操作，强化美元信用弱化叙事，构成本周金价上行的核心逻辑。

利率环境：美国就业数据边际降温、CPI与核心PCE边际回落，市场对9月加息定价大幅走弱，加息预期后移，黄金反弹的关键制约得到缓解。10年期实际利率仍处2.4%高位，美元指数回落0.8%，显示本轮由加息预期消解与信用避险共振驱动，而非实际利率趋势下移。

资金结构：资金面呈现投机与配置双流入，COMEX总持仓与管理基金净多持仓连续回升，SPDR单周增持2.3%，欧洲ETF持仓创近1年新高，中国黄金储备刷新高位，央行购金维持增势，多重资金力量为价格反弹提供支撑。

供需平衡：最新季度平衡表总供应与总需求持平，矿产金与回收金供给弹性释放，饰品需求同比走低，央行购金同比增长62.41%构成主要支撑；平衡项正值扩大至327.1吨，隐含场外及未统计买盘规模偏大。

策略建议

当前黄金处于“加息预期后移+财政信用风险溢价”双重驱动的反弹窗口，价格回升至近一年区间中上水平。短期看，金价在快速拉涨后可能已计入较多利多预期，COMEX管理基金净多与ETF持仓回升显示交易拥挤度有所抬升但尚未过热，且10年期实际利率仍维持在2.4%高位，利率端尚未提供趋势性托底，需警惕高位波动加大。策略上，如有多头仓位可考虑继续持有，短线不宜过度追高；中线可考虑维持逢回调偏多思路，核心逻辑在于美国财政赤字与债务滚动的结构性矛盾短期难以逆转，央行购金与隐性买盘或提供下方安全边际。

风险提示

劳动力市场快速回暖

实际利率快速上行

ETF资金转为净流出

金价高位技术性回调

一、价格走势：盘面反弹至阶段高位，内外价差结构分化

本周国内外金价显著反弹。图表数据来看，伦敦现货金最新报4,582.1美元/盎司，环比上周上涨4.4%，同比上涨37.3%，当前价格位于近1年60百分位；COMEX黄金期货收于4,661.6美元/盎司，环比上涨5.2%，位于近1年63百分位（见图2、图3）。国内方面，上海金交所AuT+D最新报984.45元/克，环比上涨4.7%，沪金期货活跃合约收于987.44元/克，环比上涨4.7%，两者均位于近1年45百分位（见图1）。综合看，本周金价反弹至近一年区间中上水平，而非绝对高位。本轮反弹的核心逻辑在于：美联储9月加息概率走弱，压制黄金反弹的关键制约得到缓解，叠加美国联邦债务突破40万亿美元、财政部扩围长债回购，信用避险情绪共振，推动金价在周内快速修复。

跨市场价差层面，COMEX-LBMA溢价最新为79.5美元/盎司，环比上周扩大38.2美元/盎司，升至近1年70百分位，显示交易所端买盘有所增强（见图3）；SHFE-LBMA价差最近可得观测值为-30.49美元/盎司（截至8月14日），环比走弱8.5美元/盎司，处于近1年47百分位的中性区间（见图2）。国内基差小幅转弱至-2.99元/克，仍处区间内震荡，未见异常套利压力（见图1）。比价结构上，金银比值环比下跌3.0%至65.92，金铂比值回落至2.43，金铜比值回升6.2%至10,308.2（见图4、图5、图6），整体仍属避险情绪主导的贵金属相对强势格局。黄金ETF波动率指数升至27.29%，环比增加3.4个百分点，反映市场对财政信用风险与利率路径的重新定价正在推动波动预期（见图7）。

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

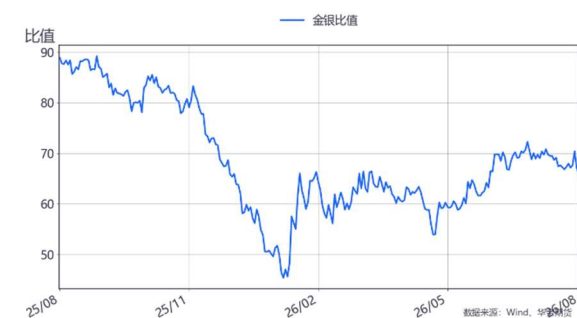


图5：金铂比值

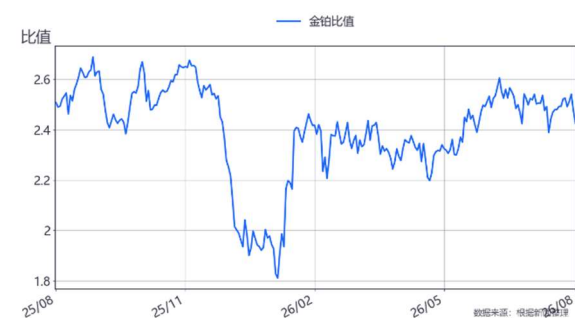


图6：金铜比值

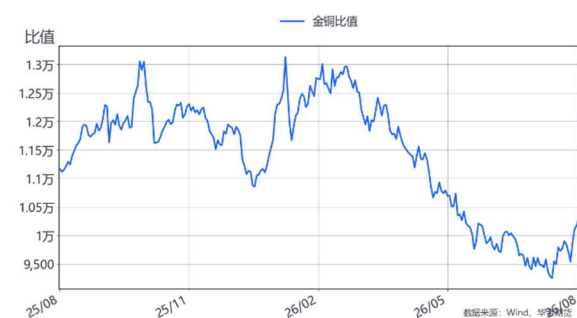
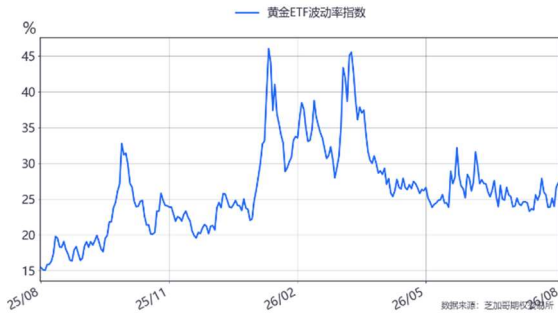


图7：黄金ETF波动率指数



二、货币信用：债务突破40万亿，美元信用叙事强化

本周货币信用维度显著升温，成为与利率维度共振的第二主导力量。图表显示，美国M2季调供应量最新报23.16万亿美元，环比上月增长0.4%，同比上升5.5%，近三个月趋势走高，显示货币环境并未实质收紧（见图8）。美国基础货币余额为5.49万亿美元，环比下降0.9%、同比下降4.5%，同期国际金价却逆势上行至4,582.1美元/盎司（见图12），基础货币与金价走势背离表明，本轮驱动并非来自央行资产负债表扩张，而是来自财政与主权信用端的风险溢价。

财政端结构更具解释力。美国财政盈余最新为-1.78万亿美元，赤字率-5.77%，虽较上年同期小幅收窄0.5个百分点，但绝对赤字规模仍处历史高位（见图9、图13）；财政收入占GDP比重为17.02%，财政自给率74.67%（见图10、图11），显示财政对债务滚动的依赖度依然较高。本周关键事件在于：美国联邦债务史上首次突破40万亿美元，美国财政部8月19日宣布将10年至30年期国债回购规模扩大至少一倍至40亿美元。财政部扩大国债回购操作，虽名义上旨在为长期国债市场提供流动性，但市场将其解读为财政压力加大、美元主权信用弱化的确认信号。这一叙事叠加M2近三个月趋势走高，强化了黄金作为法币信用对冲工具的配置价值，也解释了金价在长端实际利率仍处高位时的韧性。

图8：美国广义货币供应

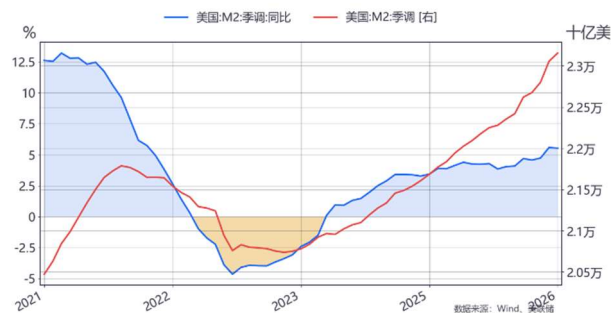


图9：美国财政盈余和赤字率

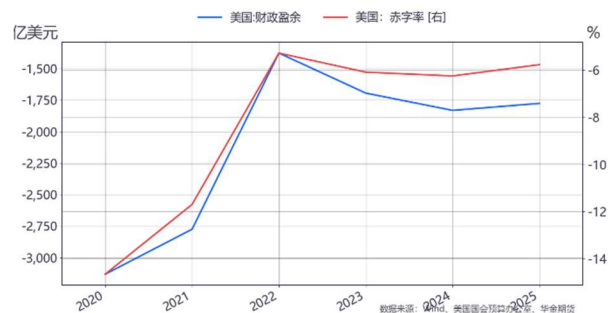


图10：美国：财政收入占GDP比重

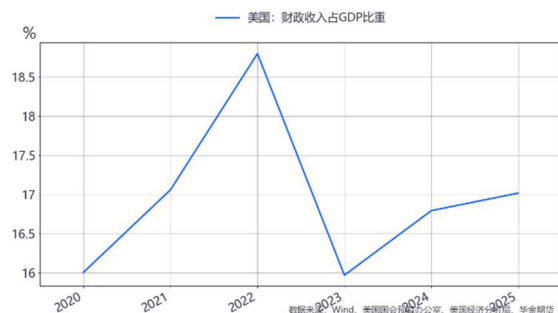


图11：美国：财政自给率

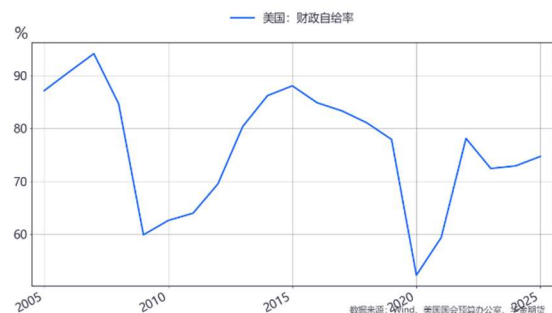


图12：美国基础货币余额vs国际金价

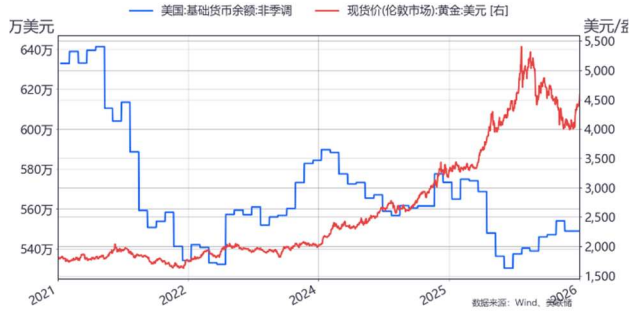
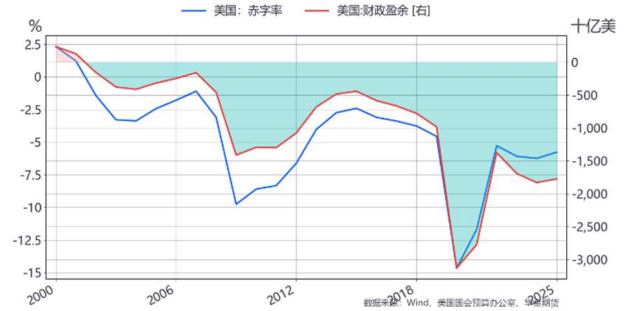


图13：美国财政盈余与赤字率



三、 利率环境：就业通胀边际降温，加息预期显著后移

利率环境是本轮金价反弹的核心触发因素之一。图表显示，美国就业数据边际走弱：当周初次申请失业金人数20.6万人，环比下降2.8%，近三个月趋势同步走低；新增ADP就业人数仅4.4万人，环比大幅下降53.7%，近三个月趋势走低（见图14、图15）。结构上，7月商品生产新增非农2.5万人、服务生产新增仅0.5万人，服务就业环比明显走弱（见图16）。失业率降至4.12%，处于近1年低位（见图17）；失业率低位与新增就业走弱并存，反映就业市场边际降温而非全面转弱。

通胀端，7月CPI同比回落至3.3%，环比下降0.2个百分点，近三个月趋势走低；核心PCE同比3.29%，仍在相对高位但边际转弱（见图18）。就业边际降温与通胀边际回落的组合，使市场对9月加息的定价大幅走弱，加息预期后移，压制黄金反弹的最重要制约得到缓解。不过，利率结构尚未出现趋势性下行：美国10年期国债实际收益率本周报2.4%，环比基本持平，同比仍高出0.5个百分点（见图21、图22）；10Y-3M利差0.86%、10Y-2Y利差0.5%，期限结构保持正值但短线震荡（见图19、图20）。美元指数本周回落0.8%至98.85，构成估值支撑（见图23）。综合看，本轮反弹更多由“加息预期消解”驱动，而非实际利率中枢下移，利率端与信用端呈现共振而非单边驱动。

图14：美国当周初次申请失业金人数季调

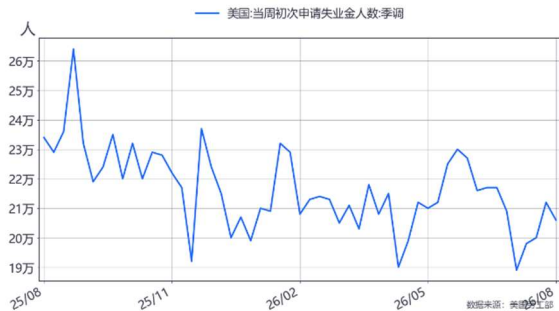


图15：美国新增ADP就业人数季调

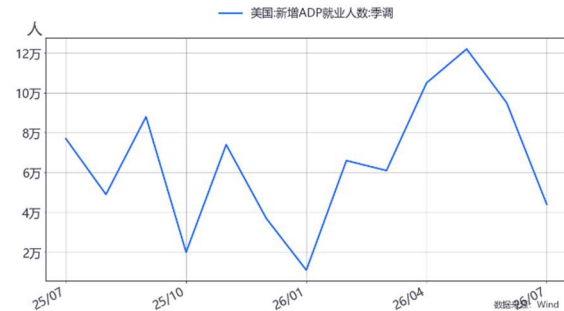


图16：美国新增非农就业人数

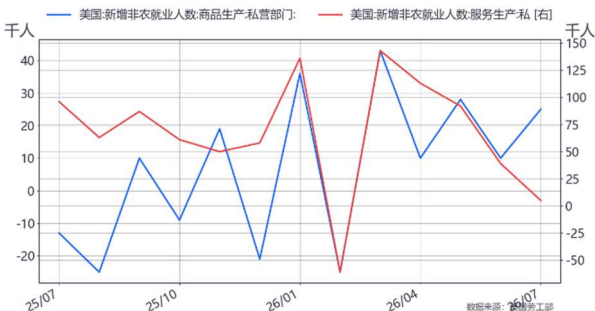


图17：美国：失业数据

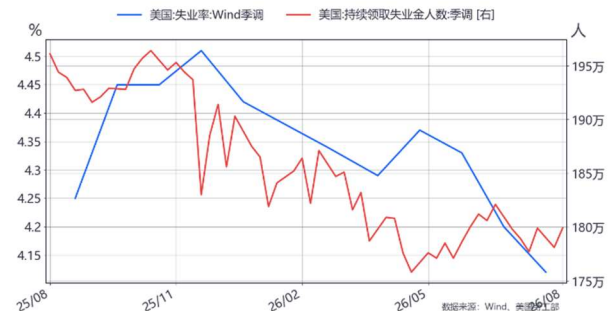


图18：美国通胀数据



图19：美国（10Y-3M）国债利差



图20：美国（10Y-2Y）国债利差

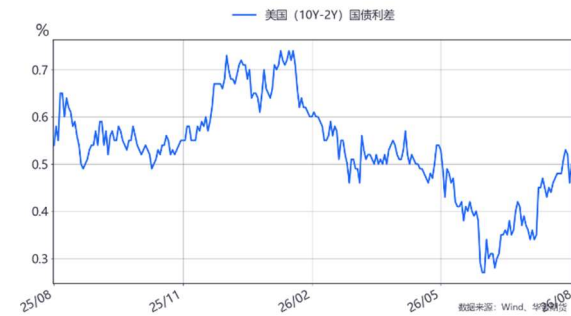


图21：真实利率vs国际金价



图22：美国国债实际收益率

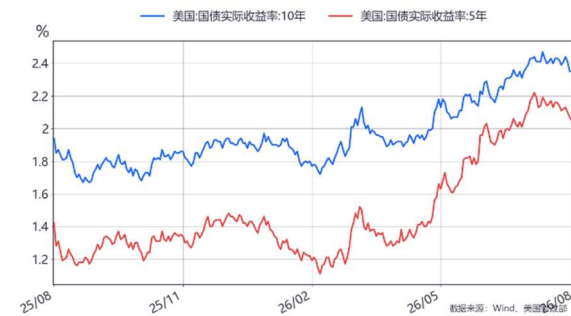


图23：美元指数vs国际金价



四、资金结构：投机与ETF双流入，央行储备维持增势

本周资金结构呈现投机与配置资金同步回流的格局。COMEX黄金期货总持仓最新报40.63万张，环比增加1.5%，近三个月趋势走高；管理基金净多持仓增至14.16万张，环比上升2.9%，连续三个月回升，显示杠杆资金交易拥挤度温和抬升但尚未过热（见图24、图25）。掉期商净空持仓扩大至-22.87万张，产业端净空持仓小幅走阔至-2.98万张，反映空头套保盘在高位有所承接，暂未显现明显压制（见图26、图27）。

ETF端资金同步改善。全球黄金ETF持仓最新报4,114.13吨，环比增加0.6%，同比上升12.7%（见图28）。分洲别看，北美洲持仓2,050.22吨，环比增加0.4%；欧洲持仓1,470.42吨，环比增加1.0%，创近1年新高；亚洲持仓519.07吨，同比大幅增长62.3%（见图29）。从主要产品观察，SPDR持仓本周环比大幅增加2.3%至1,047.21吨，iShares持仓环比微增0.5%至458.65吨，表明西方长线配置资金对财政信用风险的定价正在强化（见图30、图31）。央行储备方面，全球黄金储备3.66万吨，环比上季增加0.3%，维持增势（见图32）；中国黄金储备环比增加0.6%至2,346.43吨，刷新近1年高位，俄罗斯与土耳其储备收缩，印度基本走平（见图33）。整体看，投机回补、ETF增持与央行购金形成多重资金支撑，是本轮价格反弹的微观基础。

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

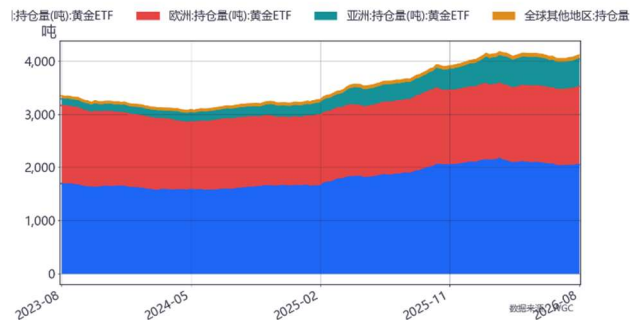


图30: SPDR持仓量vs国际金价



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

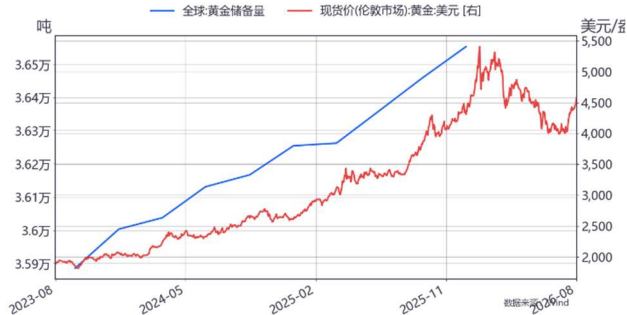
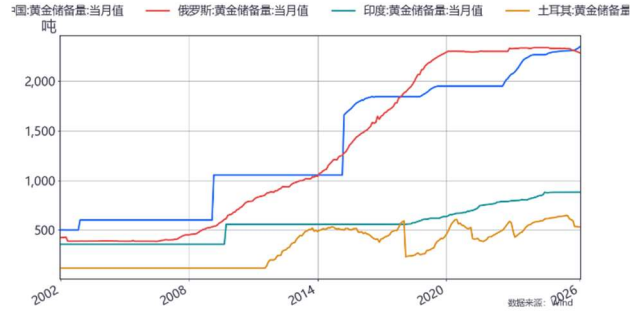


图33：新兴市场国家黄金储备



五、供需平衡表正值扩大，实物需求尚显疲弱

从供需平衡表看，最新季度的实物基本面仍处于偏弱区间。2026年二季度总供应为1,268.9吨，其中矿产金965.6吨、回收金326.1吨；总需求同口径为1,268.9吨（见表1）。分项来看，饰品需求310.3吨，同比走低12.38%，延续价格高企对消费端的挤出效应；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2.70%；ETF投资为-44.8吨，显示该季度西方机构资金整体仍偏流出；央行购金288.9吨，同比大幅增长62.41%，成为需求端最强支撑（见表1）。可观测需求941.8吨显著低于总需求，平衡项正值扩大至327.1吨，隐含场外及未统计买盘规模偏大，反映高金价环境下实物消费缺口向隐性环节转移。

需要强调的是，该平衡表数据存在滞后性，Q2数据更多反映此前一季度末至第二季度的实物格局，不宜作为当前反弹的主要归因。近期金价驱动仍以利率预期和信用避险为主导，实物端仅提供中长期背景。从结构逻辑看，矿产金与回收金在高价下的供给弹性仍在释放，而最具韧性的需求来自央行与金条金币投资；短期内若价格站稳当前区间，消费与饰品端的负向弹性或进一步显现，但央行购金与隐性买盘带来的平衡项支撑，仍会限制金价回调空间。

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。