

黄金：加息预期反复，金价宽幅震荡

基本面分析

价格走势：本周伦敦金收于4,430美元/盎司附近，环比小幅回落。SHFE-LBMA价差走弱至-35.31美元/盎司，显示国内盘相对伦敦盘有所转弱。COMEX-LBMA溢价处于近一年高位。加息预期反复主导盘面走势。

货币信用：美国联邦债务总额8月首次突破40万亿美元，30年期美债收益率升至2008年以来高位。财政部将长期国债回购上限提升至至少40亿美元后，收益率短暂回落便再度刷新2008年以来新高，反映财政可持续性隐忧未解。高债务与M2温和扩张为黄金提供信用对冲支撑。

利率环境：8月非农大超预期推升加息押注，ADP明显偏弱，数据间分歧加大政策博弈。10年期美债实际收益率维持2.43%高位，对金价构成主要压制。9月议息前景高度依赖8月通胀数据，利率预期仍为短期核心变量。

资金结构：全球黄金ETF延续净流入，欧洲与亚洲配置资金活跃，SPDR与国内ETF同步增持；COMEX期货总持仓与管理基金净多回落，投机端降杠杆。机构长线配置与短线投机方向分化，削弱金价单边动能，或强化宽幅震荡格局。

供需平衡：Q2'26矿产金温和增长、回收金下降；饰品需求持续萎缩，投资需求同比持稳，央行购金显著回升。可观测需求低于总供应形成较大正平衡项，或对应场外买盘吸收。考虑数据滞后，近期供需矛盾仍以投资端与央行购金动态为主。

策略建议

本周金价大幅波动的主导因素是美元加息预期反复，官员讲话与宏观数据交替冲击使9月加息预期持续摇摆，这与实际利率高位、期货持仓下降、ETF持续增持的分化结构相印证。我们认为，市场聚焦的利率因素在靴子落地前难以形成定论，金价短期或维持8月反弹区间内的宽幅震荡。

风险提示

1. 加息预期升温
2. 美债收益率上行
3. 美元指数反弹
4. 投机多头撤离
5. 地缘冲突升级

一、价格走势：价格区间震荡，内外价差走弱

本周金价延续宽幅震荡格局，周内受官员讲话与非农数据推动出现大幅摆动。截至2026年9月4日，伦敦金最新报4,430.52美元/盎司，环比上周下跌0.5%，同比上涨25.0%，位于近一年47百分位；纽约金主连报4,477.2美元/盎司，环比下跌0.6%，同样位于近一年47百分位（见图3）。国内方面，黄金T+D报965元/克，环比下跌3.0%；沪金主连报965.96元/克，环比下跌3.3%（见图1）。国内金价周度涨跌幅与外盘不一致，主要由交易时间差异所致。

相对强弱层面，SHFE-LBMA黄金价差最新走弱至-35.31美元/盎司，前值为-17美元/盎司，位于近一年31百分位，反映本周国内盘相对伦敦盘有所转弱（见图2）。COMEX-LBMA溢价报46.68美元/盎司，处于近一年86百分位，纽约盘结构仍偏强，但需关注换月后价差的收敛节奏（见图3）。

本周金价大幅波动的主导因素是美元加息预期反复。据财联社9月4日报道，美国8月非农就业超预期后，9月加息押注升温，美元指数短线走高，现货黄金回落。此前沃勒鸽派讲话一度压低加息概率，伦敦金显著反弹，随后非农数据再度压制金价。跨市场比价方面，金银比最新66.93，近三个月震荡；金铜比报9,906.54，处于近一年15百分位低位区域；金铂比报2.43，位于72百分位，三者均未提供额外方向信号（见图4、图5、图6）。黄金ETF波动率指数报26.63%，环比上升1.5个百分点，位于近一年35百分位（见图7）。

图1：国内黄金基差

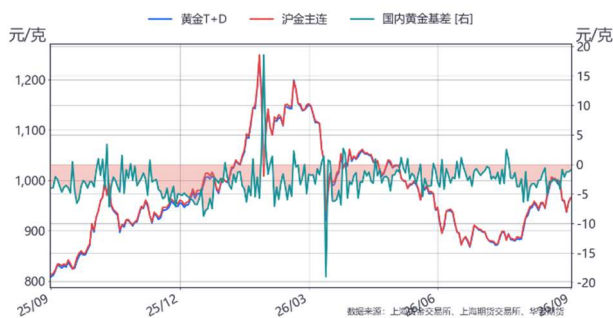


图2：SHFE-LBMA黄金价差



图3：COMEX-LBMA黄金价差



图4：金银比值

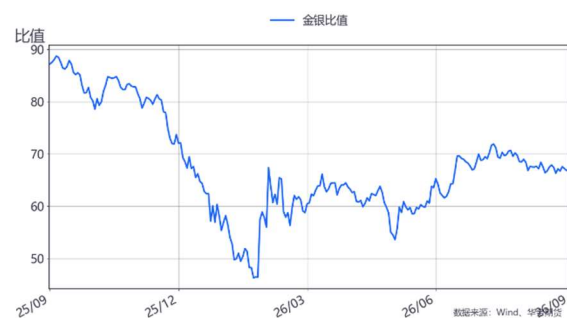


图5：金铂比值

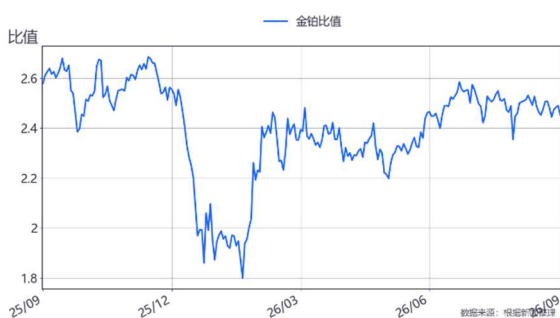


图6：金铜比值

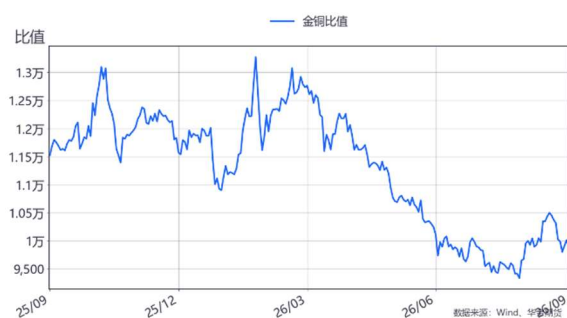
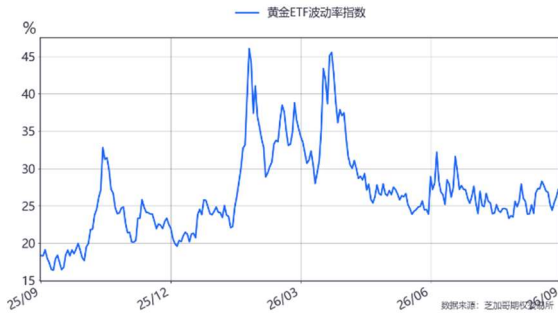


图7：黄金ETF波动率指数



二、货币信用：债务破40万亿，财政隐忧未解

货币信用维度核心变化是美国财政可持续性忧虑再度发酵。2026年8月美国公共债务总额首次突破40万亿美元大关，最新报40.18万亿美元，环比上月增长1.0%，同比上升7.8%；其中公众持有债务报32.41万亿美元，同比上升8.2%，政府内部持有债务报7.76万亿美元（见图14）。债务总额自2025年8月的37.27万亿美元持续攀升，财政扩张对政府信用的长期侵蚀仍在加深。

长端收益率同步攀升至历史高位。30年期美债收益率最新报5.24%，同比上升0.4个百分点，近一年区间高点为5.31%，出现在2026年8月17日，当前仍贴近区间上沿（见图15）。美国财政部8月19日宣布将长期国债单次流动性支持回购操作上限从20亿美元提升至至少40亿美元，意在控制长端利率水平和后续发债成本；但措施公布后30年期美债收益率仅短暂回落，近日再次刷新2008年以来新高。这一走势表明，市场对美国财政可持续性隐忧并未因回购扩容而缓解，政策意图与市场定价之间出现明显背离。

更广义的货币信用环境方面，美国M2最新报23.22万亿美元，环比增长0.4%，同比上升5.4%，近三个月趋势走高，M2同比同步回升至5.41%（见图8）；基础货币余额报5.52万亿美元，环比增长0.6%，但同比仍下降3.8%（见图12）。财政端，2025年财政盈余为-1.78万亿美元，赤字率-5.77%；财政收入占GDP比重17.02%，财政自给率74.67%（见图9、图10、图11）。货币供应温和扩张与高债务、高赤字并存，黄金的信用对冲属性获得结构性支撑，但短期弹性仍取决于利率预期摆动的方向。

图8：美国广义货币供应

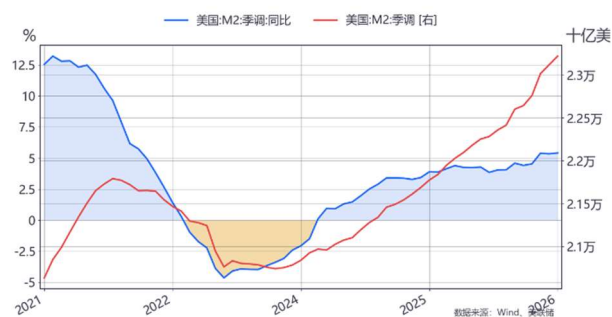


图9：美国财政盈余和赤字率-短期

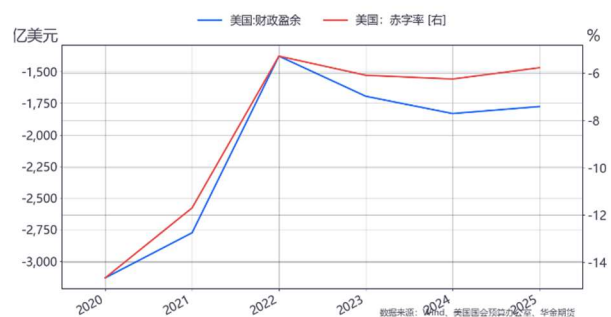


图10：美国：财政收入占GDP比重

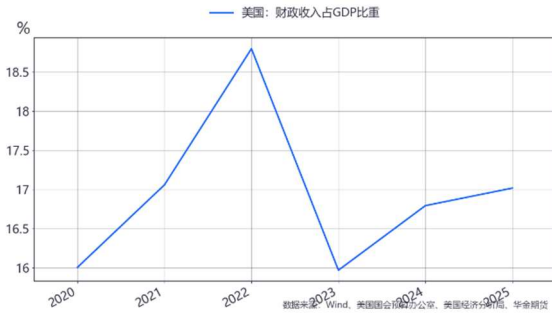


图11：美国：财政自给率

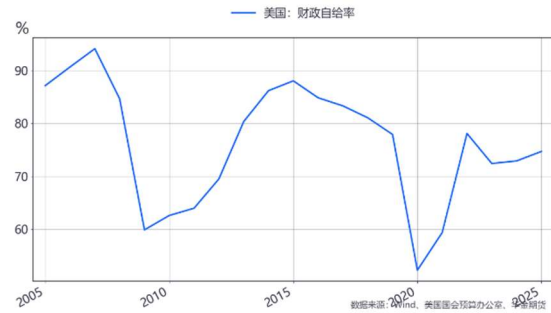


图12：美国基础货币余额vs国际金价

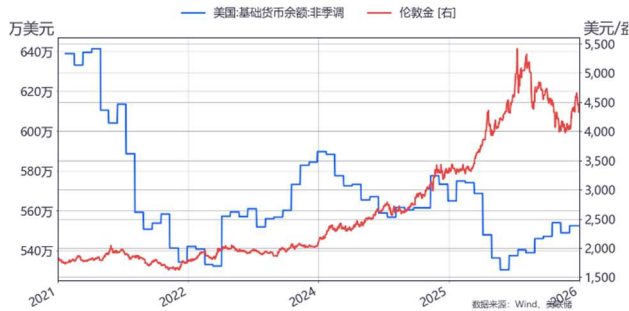


图13：美国财政盈余与赤字率-长期

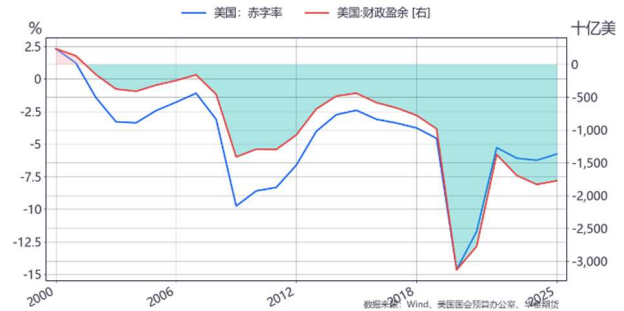


图14：美国公共债务总额

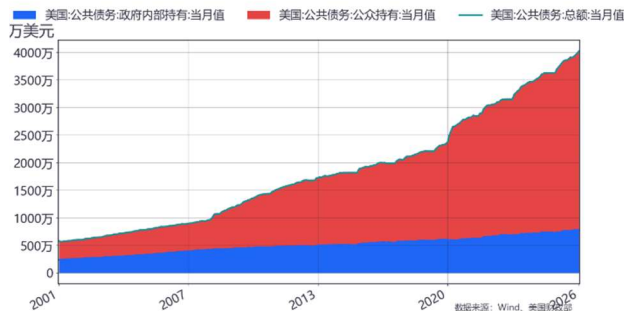
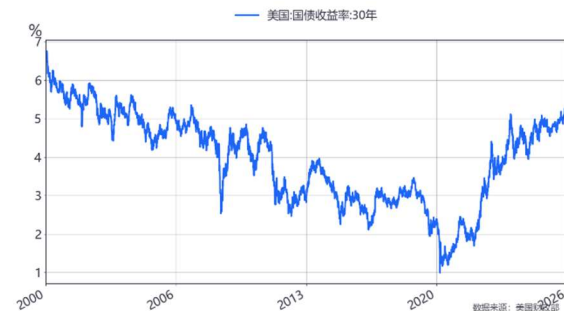


图15：美国国债收益率30年



三、 利率环境：非农超预期，加息预期摇摆

利率环境仍是本周黄金定价波动的主战场，核心矛盾在于9月加息预期的反复摇摆。就业数据呈现结构化：美国8月新增非农商品生产录得4.1万人，环比增加1.6万人；服务生产录得8.6万人，环比增加8.1万人，服务业边际改善明显（见图18）。据财联社9月4日报道，美国8月非农就业总人数录得16.2万人，为3月以来新高，远高于市场预期的5.6万人，数据公布后9月加息押注重新升温。相比之下，ADP新增就业仅录得3.8万人，环比下降17.4%，趋势近三个月走低（见图17），与官方非农形成明显分歧，进一步加剧市场对政策路径的博弈。初请失业金人数报20.6万人，环比小幅上升1.0%，趋势走低，劳动力市场总体维持韧性（见图16）；失业率报4.08%，为近一年低位（见图19）。

通胀端，CPI同比最新报3.3%，环比回落0.2个百分点，趋势近三个月走低；核心PCE同比报3.34%，持平于上月，仍明显高于联储目标（见图20）。真实利率方面，10年期美债实际收益率报2.43%，环比基本持平，同比上升0.6个百分点，处于近一年区间上沿附近（见图23、图24），构成金价上方的主要压制。美元指数最新报99.16，环比下跌0.5%，趋势震荡，为金价提供阶段性缓冲（见图25）。

收益率曲线形态方面，10Y-3M利差0.87%，10Y-2Y利差0.41%，两者均处于近一年区间中段附近（见图21、图22）。总体来看，当前黄金定价并非由利率水平的单边趋势主导，而是受加息预期在

官员讲话与数据之间反复摆动的边际驱动。9月政策方向的最终确认仍需8月通胀数据提供更明确指引。

图16：美国当周初次申请失业金人数季调

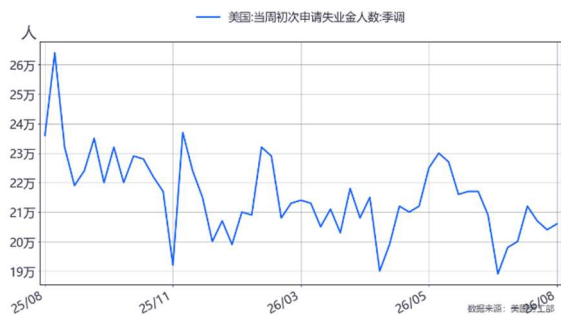


图17：美国新增ADP就业人数季调

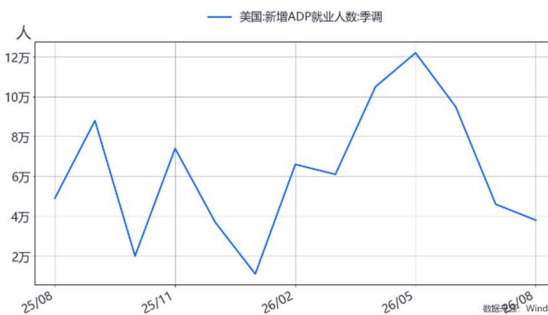


图18：美国新增非农就业人数

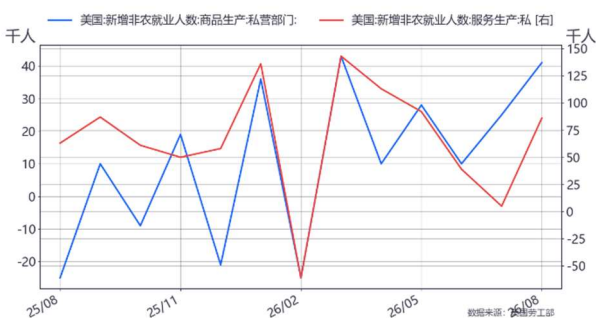


图19：美国：失业数据

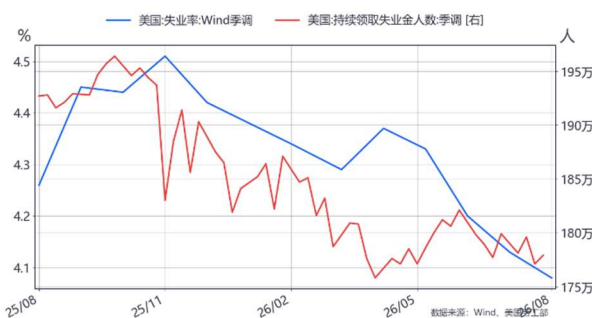


图20：美国通胀数据



图21：美国（10Y-3M）国债利差

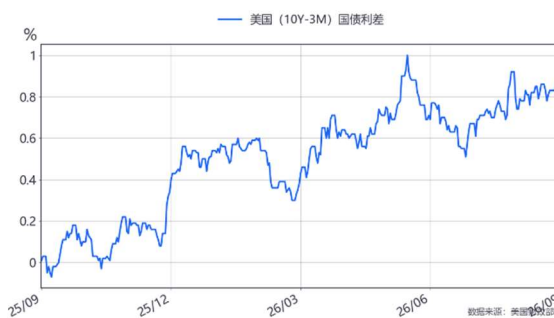


图22：美国（10Y-2Y）国债利差

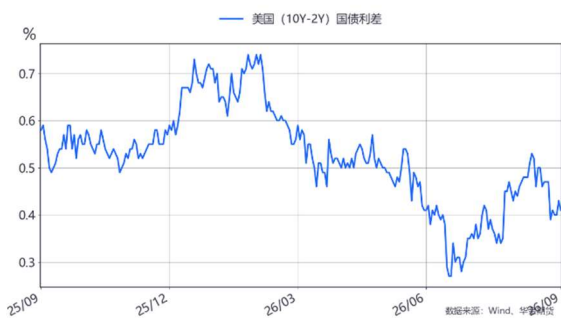


图23：真实利率vs国际金价

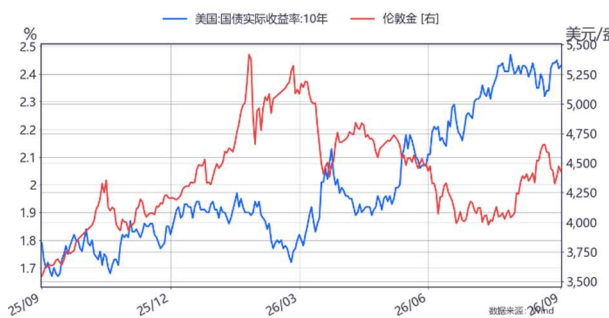


图24：美国国债实际收益率

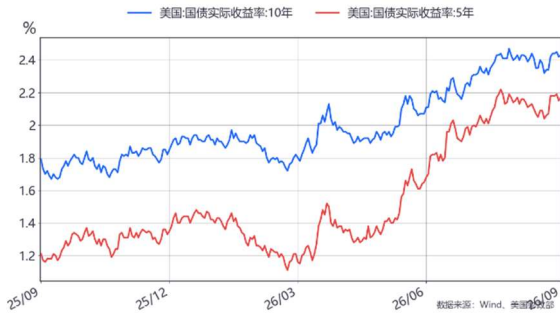
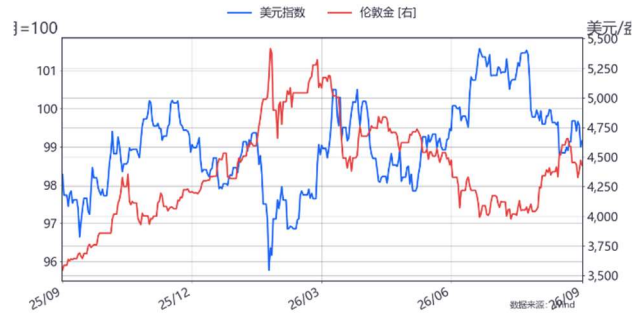


图25：美元指数vs国际金价



四、资金结构：ETF增持对冲投机头寸收窄

资金结构本周维持“机构增持、投机降杠杆”的分化格局。ETF端延续韧性，全球黄金ETF持仓最新报4,160.87吨，环比上周增长1.1%，同比上升13.6%（见图30）。分区域看，北美黄金ETF持仓报2,080.6吨，环比增长1.5%，但近三个月趋势走低；欧洲持仓报1,484.24吨，环比增长0.9%，创近一年新高；亚洲持仓报521.27吨，环比增长0.4%，同比大增64.4%，是结构性亮点（见图31）。SPDR持仓报1,052.06吨，环比上升0.9%，同比上升7.1%（见图32）；iShares持有量环比基本持平，未见方向性变化（见图33）。据中国证券报8月31日报道，华安黄金ETF8月以来净流入超64亿元，规模重回千亿元大关，印证亚洲配置型资金的活跃度仍高。

期货端投机头寸明显收缩。COMEX黄金期货总持仓最新报41.52万张，环比下降3.0%，同比减少6.4%（见图26）；管理基金净多持仓报13.68万张，环比下降5.5%，同比回落3.6%，显示快钱在政策预期反复中主动降低风险敞口（见图27）。掉期商净多持仓报-23.34万张，净空环比收窄4.7%，但趋势仍走低（见图28）；产业端净多持仓报-3.13万张，净空环比收窄9.5%（见图29）。期货未平仓量与基金净多同步回落，表明投机情绪降温，这与ETF端净流入形成对冲，限制金价单边动能。

央行储备层面，全球黄金储备量报3.66万吨，数据截至2025年四季度，环比上季增长0.3%，滞后性明显，仅作长期背景参考（见图34）。新兴市场表现分化，中国黄金储备报2,366.33吨，环比上升0.8%，趋势持续走高；俄罗斯报2,276.76吨，环比下降0.3%；土耳其报529.2吨，同比大幅下降16.9%，上述月度储备数据均为暂估值（见图35）。央行购金的长期战略支撑仍在。

图26：COMEX期货总持仓vs国际金价



图27：基金净多持仓vs国际金价



图28：掉期商净多持仓vs国际金价



图29：产业端净多持仓vs国际金价

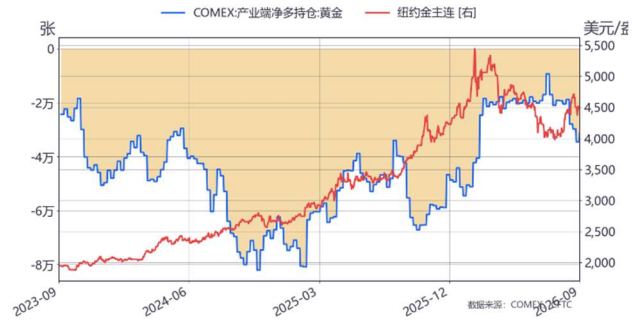


图30：全球黄金ETF持仓vs国际金价



图31：全球黄金ETF持仓-分洲别

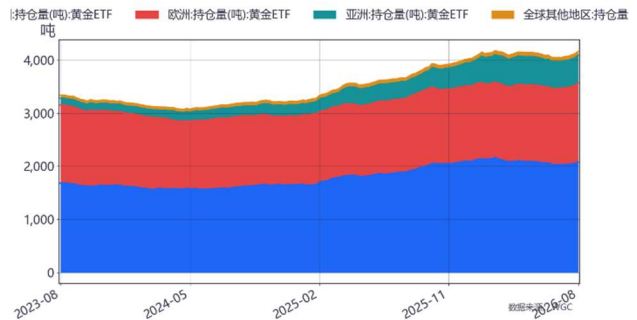


图32：SPDR持仓量vs国际金价



图33：iShares持有量vs国际金价



图34：全球黄金储备量vs国际金价



图35：新兴市场国家黄金储备



五、 供需平衡：央行购金支撑实物需求

供需平衡表显示，2026年二季度黄金总供应为1,268.9吨，来自矿产金965.6吨与回收金326.1吨；矿产金同比增1.89%，回收金同比下降5.94%（见表1）。需求端投资与实物消费继续背离：金条、金币投资报307.1吨，同比下降2.70%；ETF投资录得-44.8吨，继一季度62.4吨的正流入后再度转负，显示部分机构资金在高位出现阶段性流出。央行购金报288.9吨，同比大增62.41%，较一季度56.5吨的阶段性低点显著回升，再次确认央行作为核心边际买盘的地位。

实物消费端仍受压制。2026年二季度饰品需求报310.3吨，同比下降12.38%，延续萎缩趋势；

技术用金报80.4吨，同比小幅增长2.18%（见表1）。可观测需求合计941.8吨，低于总供应，形成327.1吨的正平衡项，为连续第二个季度显著为正。

需注意，WGC平衡表存在统计滞后，Q2'26数据对短期行情的解释力有限，近端判断仍应依据高频ETF流向、期货持仓与央行购金动态。当前正平衡项的扩大，更可能对应场外及未统计实物买盘的吸收，而非简单过剩。临近国内黄金消费旺季，实物需求边际变化或影响金价底部韧性，但短期主导因素仍是利率预期驱动下的投资盘行为。

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。