黄金：金价反弹至阶段高位，继续上行空间或有限

基本面分析

价格走势：8月金价受加息预期降温与信用担忧推动自低位持续反弹，至8月25日触及月内高点，月末受美联储鹰派表态与PCE超预期影响有所回落。COMEX-LBMA溢价与SHFE-LBMA价差月末双双转负，显示价格快速上行后现货承接力度减弱。价格已回升至2026年3月以来下跌幅度的50%附近，上方压力逐步显现。

货币信用：美国M2同比5.41%延续扩张，基础货币与美联储总资产边际回升，流动性环境对黄金仍构成托底。财政支出担忧与“货币贬值交易”升温，美元弱势是8月金价反弹的重要信用侧驱动。美国债务存量与利息偿付压力仍高，信用担忧主要来自存量债务与再融资成本。

利率环境：利率环境呈双向摇摆态势。就业与CPI数据一度推动加息预期降温，随后7月PCE超预期使10月加息概率回升，8月下旬美债收益率走高、美元转强，月末美联储鹰派表态压制金价。10年期实际收益率8月末报2.42%，高位震荡。利率预期仍是短期波动的重要变量。

资金结构：8月管理基金净多环比增16.0%、COMEX总持仓增11.6%，全球ETF各洲别同步流入、环比增2.4%，中国央行延续增持，构成反弹的支撑力量。但投机净多未回前高，掉期商与产业端净空同步走阔，筹码分歧仍在；交易拥挤度抬升，资金利多与高位兑现压力并存。

供需平衡：2026年Q2矿产金同比小增，回收金收缩；饰品需求同比大幅下滑，ETF投资由正转负，央行购金同比大增为需求端主要支撑。可观测需求持续小于总供应，平衡项连续两季扩大，实物需求拉动从 “投资+央行”双驱动收缩至央行购金作为主要驱动。

策略建议

8月以来的金价回升主要驱动是美元加息预期降温叠加信用担忧。从技术上看，目前反弹幅度已接近整体跌幅的50%，是重要阻力区域。从基本面上看，虽然支撑黄金估值提升的长期逻辑仍在，但是2024年2月至2026年2月的涨幅过大，需要从时间或者价格维度消化前期估值泡沫。我们认为8月初以来的上涨或只是反弹而非价格反转，继续追多的性价比不高，后市可考虑逢高兑现收益。长线配置型资金可考虑滚动操作，或者卖出虚值看涨期权，降低持仓成本。

风险提示

PCE通胀快速回落

央行购金节奏变化

美元信用风险事件发酵

加息预期快速消退

文字目录

一、 价格走势：8 月金价反弹至下旬高点，月末承压回落 3
二、 货币信用：货币信用宽松与财政隐忧并存，美元偏弱托底 4
三、 利率环境：就业通胀信号反复，实际利率回升压制金价 5
四、 资金结构：ETF 与投机多头同步回补，高位拥挤度隐现分歧 7
五、 供需平衡：可观测需求收缩，央行购金成为主要支撑 9

图表目录

图1：国内黄金基差 3
图2：SHFE-LBMA黄金价差 3
图3：COMEX-LBMA黄金价差 3
图4：金银比值 3
图5：金铂比值 3
图6：金铜比值 3
图7：黄金ETF波动率指数 4
图8：金银年度振幅 4
图9：美国广义货币供应 4
图10：美国基础货币余额vs国际金价 4
图11：Fed BS规模vs国际金价 5
图12：美国财政利息偿付压力 5
图13：美国财政盈余和赤字率 5
图14：美国：财政收入占GDP比重 5
图15：美国：财政自给率 5
图16：美国财政盈余与赤字率 5
图17：美国当周初次申请失业金人数季调 6
图18：美国新增ADP就业人数季调 6
图19：美国：新增非农就业人数 6
图20：美国：失业数据 6
图21：美国通胀数据 6
图22：美国10年期（国债-TIPS）收益率 6
图23：Fed利率vs通胀 6
图24：美国（10Y-3M）国债利差 6
图25：美国（10Y-2Y）国债利差 7
图26：美国国债实际收益率 7
图27：真实利率vs国际金价 7
图28：美元指数vs国际金价 7
图29：COMEX期货总持仓vs国际金价 8
图30：基金净多持仓vs国际金价 8
图31：掉期商净多持仓vs国际金价 8
图32：产业端净多持仓vs国际金价 8
图33：全球黄金ETF持仓vs国际金价 8
图34：全球黄金ETF持仓-分洲别 8
图35：SPDR持仓量vs国际金价 8
图36：iShares持有量vs国际金价 8
图37：全球黄金储备量vs国际金价 9
图38：新兴市场国家黄金储备 9
表1：黄金供需平衡表 9

一、 价格走势：8月金价反弹至下旬高点，月末承压回落

8月金价自低位持续反弹，至8月25日触及月内高点，月末受美联储鹰派表态影响呈现回落态势。从月内节奏看，上旬伦敦现货金自4,028美元附近启动，首周快速上行至4,335美元一线，第2周延续涨势至4,390美元附近，第3周进一步上行至4,582美元，8月25日见反弹高点，此后受7月PCE数据超预期、美联储鹰派表态影响，价格承压回落，月末收于4,562美元一线。价格自2026年3月以来的下跌已回升至整体跌幅的50%附近，接近重要阻力区域，8月底的回落显示上方压力逐步显现。

从价差结构看，国内黄金基差8月末为-4.18元/克，较7月末的-3.74元/克小幅走阔；SHFE-LBMA价差8月中旬录得-30.49美元/盎司，较7月末的22.98美元/盎司转负；COMEX-LBMA溢价8月末为-58.65美元/盎司，较7月末的72美元/盎司同步转负，处于近1年17百分位低位（见图1、图2、图3）。期货端升水收敛并转为贴水，反映价格快速上行后，短期追涨动能与现货承接力度有所减弱。

比价与波动指标层面，金银比值8月末为64.94，较7月末回落6.9%，处于近1年45百分位；金铜比值8月末报10,092.36，较7月末回升7.9%，处于近1年22百分位的偏低区间；黄金ETF波动率指数8月末为25.17%，较7月末小幅上行1.9个百分点（见图4、图6、图7）。年度振幅方面，2026年黄金振幅38.36%，同比收窄48%，白银振幅93.47%，同比收窄51.5%，二者均处近1年0%分位，波动率中枢下移（见图8）。

图1：国内黄金基差

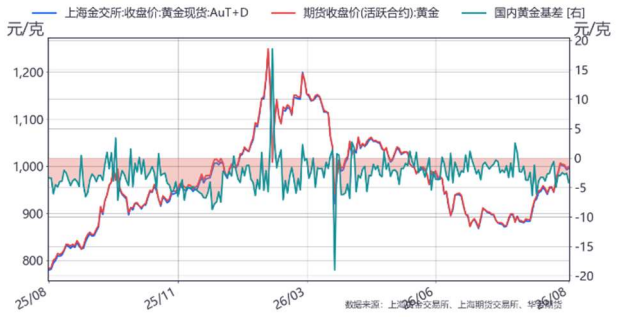


图2：SHFE-LBMA黄金价差

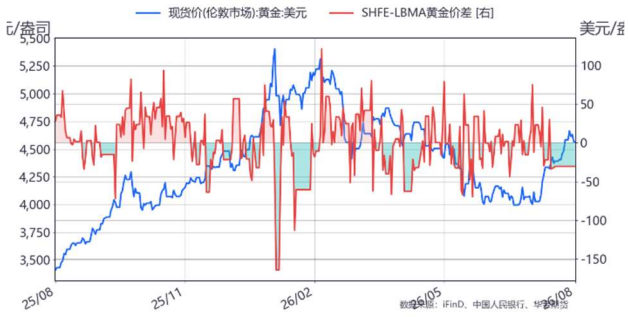


图3：COMEX-LBMA黄金价差

图4：金银比值

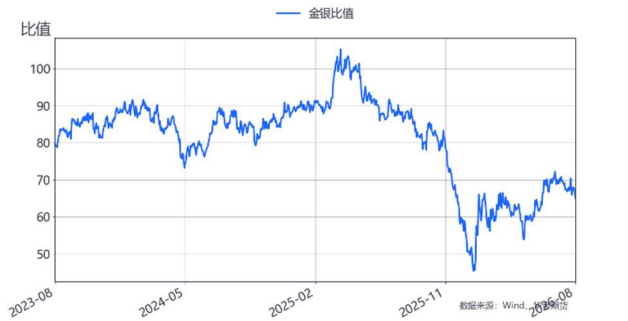


图5：金铂比值

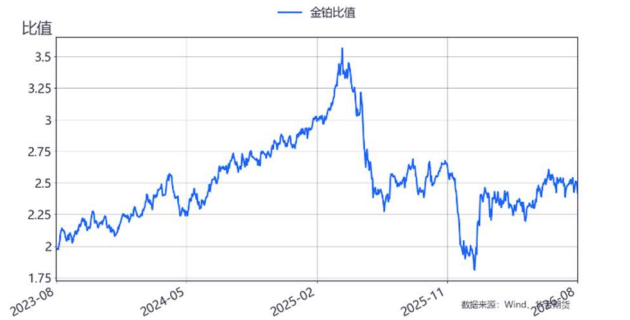


图6：金铜比值

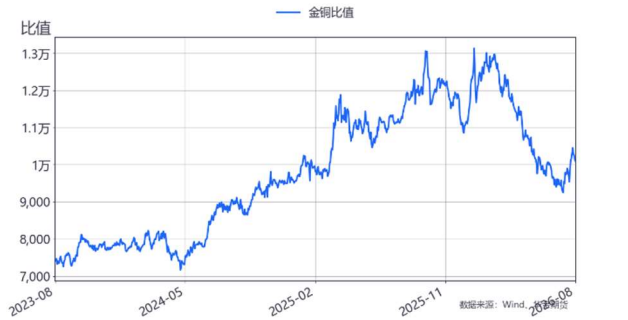


图7：黄金ETF波动率指数

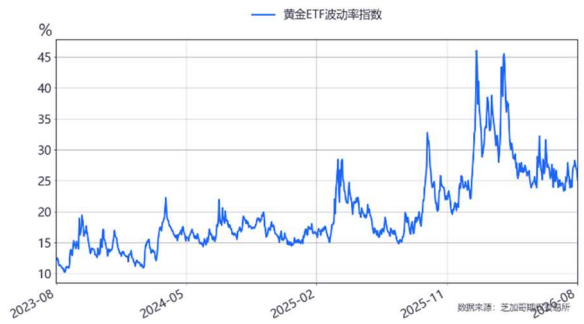
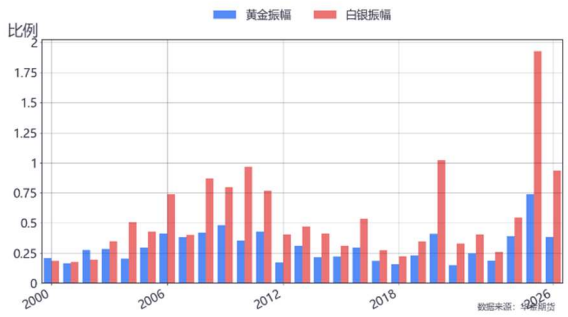


图8：金银年度振幅



二、 货币信用：货币信用宽松与财政隐忧并存，美元偏弱托底

8月黄金反弹的信用侧驱动主要来自美元走弱预期与财政风险担忧，但高频数据并未显示信用环境出现趋势性恶化，更多是预期先行。美国M2季调7月末报23.22万亿美元，同比扩大5.41%，处于近1年区间上沿，货币存量扩张延续（见图9）。基础货币余额7月末为5.52万亿美元，同比虽收缩3.8%，但近3个月趋势走高，表明美联储资产负债表边际温和回补（见图10）。美联储总资产7月末约6.8万亿美元，同比扩张1.3%，近3个月持续走高（见图11）。流动性总量与联储资产端同步企稳回升，为8月“货币贬值交易”升温提供了叙事基础。8月下旬美国财政支出担忧叠加债务回购计划，推动“货币贬值交易”卷土重来；据彭博报道，花旗集团将未来三个月美元指数预测从102.12下调至98.34，转向看空美元。值得说明的是，美元指数7月末已收于99.78，处于100关口下方（见图28），8月延续100关口下方的弱势格局，一度跌至三个月低点，月末因美联储鹰派表态有所反弹。财政端图表数据反映压力仍处高位，但边际有所改善：2025年财政赤字1.78万亿美元，较上年同期改善556.03亿美元；赤字率-5.77%，较2024年-6.25%收窄0.48个百分点（见图13、图16）；财政收入占GDP比重17.02%，同比上升0.2个百分点（见图14）；财政自给率74.67%，同比回升1.8个百分点（见图15）。利息偿付压力指标最新更新至2025年，同比上升3.6%，时效性不足，仅作背景参考（见图12）。综合看，财政赤字绝对规模仍高、债务存量庞大，信用担忧具备长期逻辑基础，但当期高频数据指向边际改善而非恶化。对黄金而言，美元走弱预期与信用折价是本轮反弹的重要驱动，但该驱动缺乏连续恶化的硬数据确认，其持续性取决于后续财政端与美元指数的实际演变。

图9：美国广义货币供应

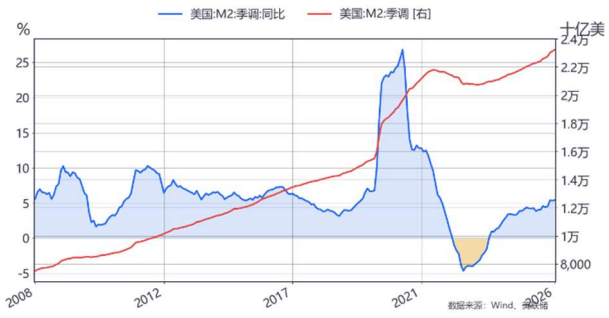


图10：美国基础货币余额vs国际金价

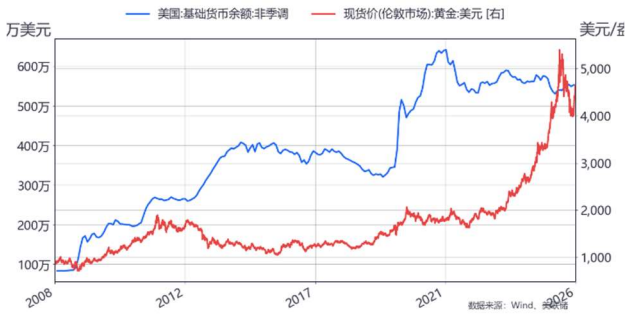


图11：Fed BS规模vs国际金价

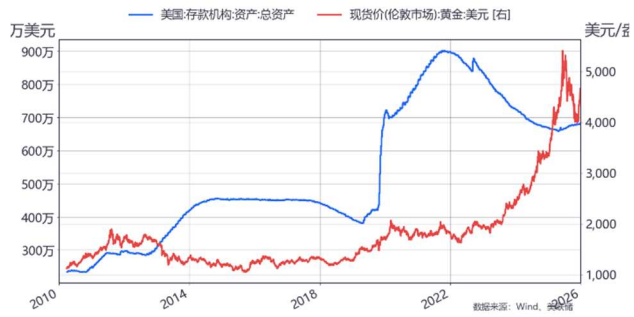


图12：美国财政利息偿付压力

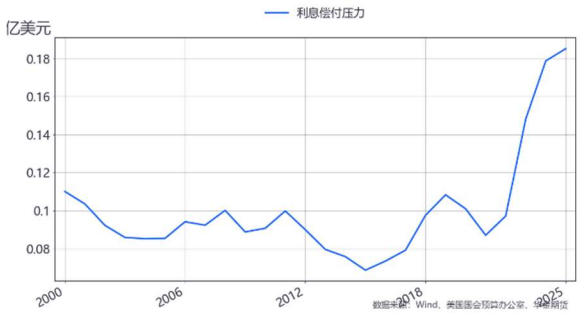


图13：美国财政盈余和赤字率

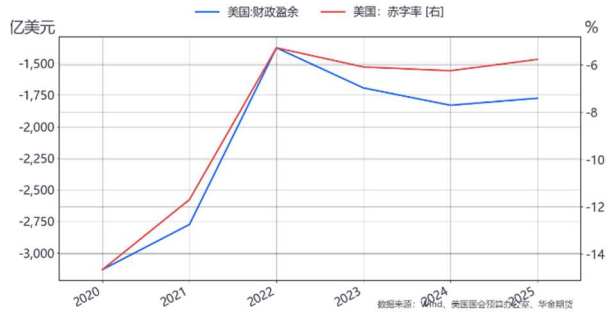


图14：美国：财政收入占GDP比重

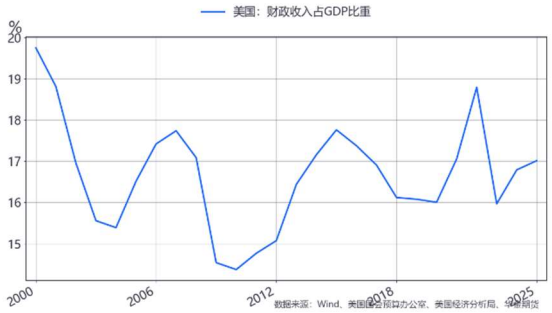


图15：美国：财政自给率

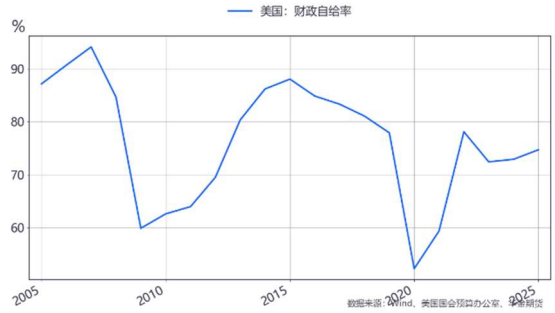


图16：美国财政盈余与赤字率

三、 利率环境：就业通胀信号反复，实际利率回升压制金价

利率环境是8月金价节奏切换的核心变量，政策预期随数据反复摆动。就业端数据一度偏弱，推动加息预期降温：7月非农商品生产新增2.5万人，较6月回升，但服务生产仅新增0.5万人，较6月的3.9万人明显放缓，服务业边际降温（见图19）；ADP新增就业4.4万人，较6月大幅下降53.7%，近3个月走低（见图18）；初次申请失业金人数降至19.8万人，持续领取人数179.9万人，绝对水平仍低（见图17、图20）；失业率4.12%，为近1年低点，劳动力市场整体尚未失速（见图20）。通胀端则形成反向拉力：7月CPI同比3.3%，自5月高点4.2%连续回落，但核心PCE同比持稳于3.34%，仍在3%上方（见图21）。8月下旬公布的7月整体PCE超预期，推动10月美联储加息概率升至50%以上，两年期美债收益率升至4.22%上方，10年期美债收益率收于4.66%上方，叠加月末美联储鹰派表态，金价应声回落。这一路径与8月上旬就业及CPI偏弱所带动的加息预期降温形成对比，政策预期中枢并不清晰。实际利率层面，美国10年期国债实际收益率8月末报2.42%，较7月末微降0.05个百分点；10年期（国债-TIPS）收益率8月末报2.31%，同比下行0.1个百分点，实际利率呈高位震荡而非趋势下行（见图22、图26、图27）。美元指数7月末报99.78，8月延续100关口下方弱势、一度跌至三个月低点，月末随PCE数据与鹰派信号反弹（见图28）。综合看，8月金价与利率维度的表现存在一定脱钩。实际利率与美元仅小幅波动，金价却大幅上行，说明本轮反弹的核心驱动并非传统实际利率下行的单一逻辑，而是叠加了信用担忧与美元加息预期降温。月末通胀数据超预期后市场加息概率

回升，成为金价从高位回落的重要触发因素，显示利率预期仍是短期波动的重要变量。

图17：美国当周初次申请失业金人数季调

图18：美国新增ADP就业人数季调

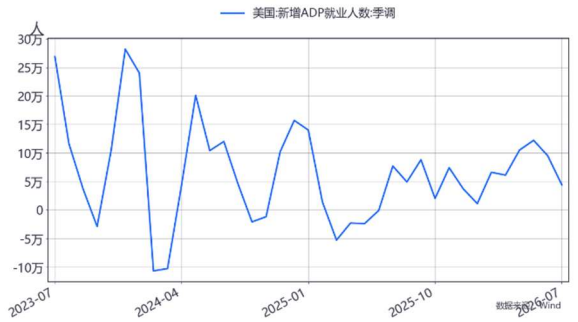


图19：美国：新增非农就业人数

图20：美国：失业数据

图21：美国通胀数据

图22：美国10年期（国债-TIPS）收益率

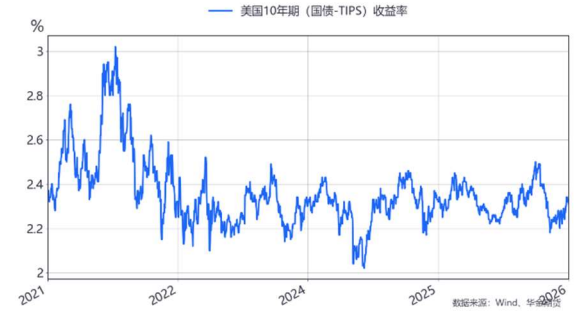


图23：Fed利率vs通胀

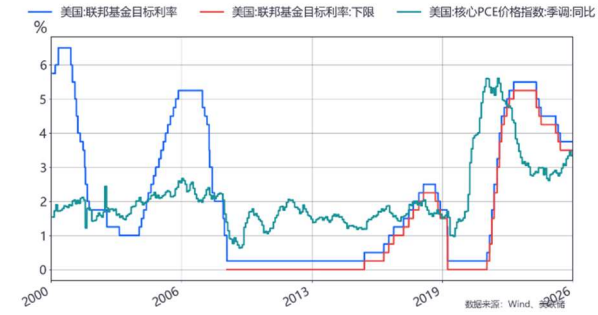


图24：美国（10Y-3M）国债利差

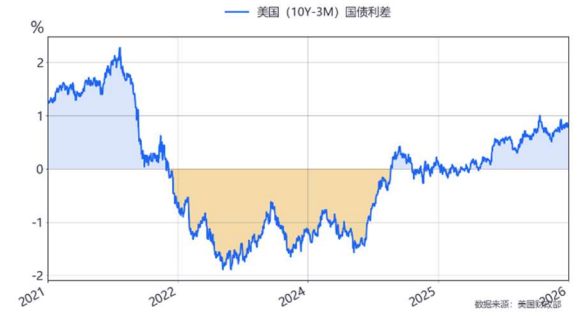


图25：美国（10Y-2Y）国债利差

图26：美国国债实际收益率

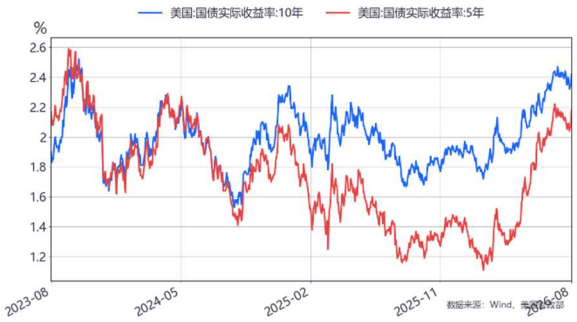


图27：真实利率vs国际金价

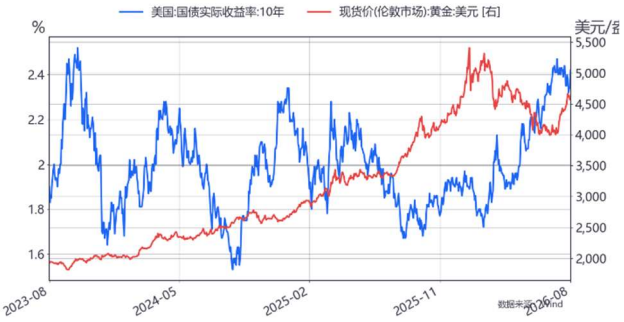
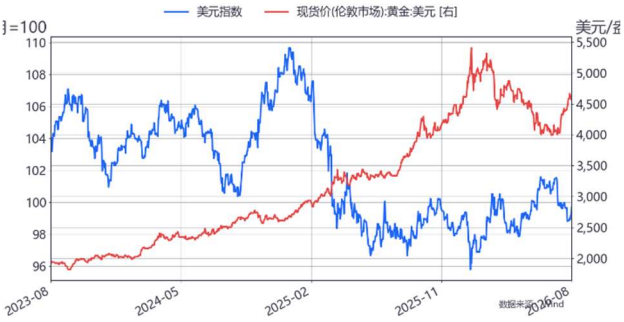


图28：美元指数vs国际金价



四、 资金结构：ETF与投机多头同步回补，高位拥挤度隐现分歧

8月资金结构呈现配置盘与投机盘同步修复的特征，但筹码结构存在分歧。COMEX黄金期货总持仓8月末报42.8万张，较7月末增加11.6%，近3个月持续走高，显示市场参与度在价格反弹过程中放大（见图29）。管理基金净多持仓8月末为14.47万张，较7月末增加16.0%，趋势走高，但仍低于近1年高点16.35万张，投机性多头在反弹中回补，尚未回到此前最拥挤的水平（见图30）。对冲盘呈净空扩大。掉期商净多持仓8月末为-24.5万张，较7月末下降26.4%，近3个月持续走低；产业端净多持仓8月末为-3.46万张，较7月末下降78.9%（见图31、图32）。掉期商与产业端净空同步走阔，这类持仓变化通常与对冲行为相关。全球黄金ETF持仓8月末报4,160.87吨，较7月末增加2.4%，同比增加13.6%；分区域看，北美洲增加2.1%至2,080.6吨，欧洲增加3.0%至1,484.24吨，亚洲增加2.5%至521.27吨，各洲别同步流入（见图33、图34）。SPDR持仓8月末为1,042.36吨，较7月末增加3.5%；iShares持有量为460.85吨，较7月末微降0.2%，指标间存在分化（见图35、图36）。官方储备方面，全球黄金储备量2025年Q4报3.66万吨，环比增长0.3%；中国黄金储备8月报2,346.43吨，环比增长0.6%，增持态势延续；俄罗斯、土耳其储备小幅回落（见图37、图38）。中国央行延续增持黄金，叠加全球部分央行计划增加储备，为金价提供中长期托底力量。总体看，本轮反弹期间ETF配置盘增加，中国央行购金延续，投机多头回补为辅。配置型资金的介入增强了反弹韧性，但期货总持仓与管理基金净多的同步回升也意味着交易拥挤度有所上升。在价格已运行至近1年中位偏上、接近重要阻力区间的背景下，资金面的利多支撑与价格高位兑现压力并存，后续需留意获利兑现对持仓结构的冲击。

图29：COMEX期货总持仓vs国际金价

图30：基金净多持仓vs国际金价

图31：掉期商净多持仓vs国际金价

图32：产业端净多持仓vs国际金价

图33：全球黄金ETF持仓vs国际金价

图34：全球黄金ETF持仓-分洲别

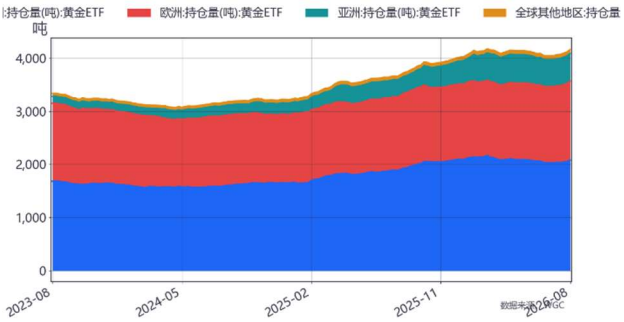


图35：SPDR持仓量vs国际金价

图36：iShares持有量vs国际金价

图37：全球黄金储备量vs国际金价

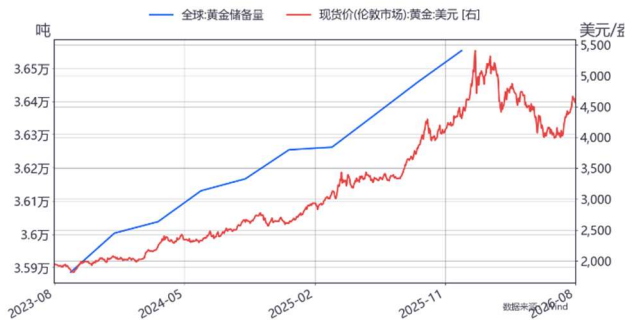
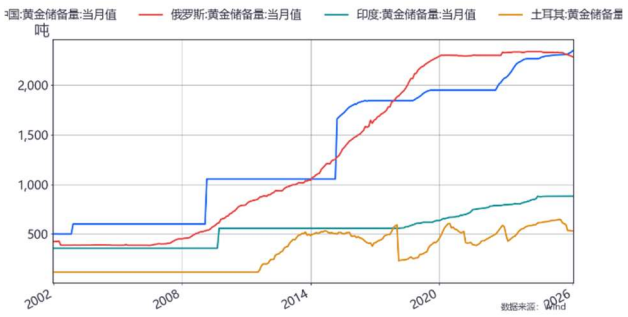


图38：新兴市场国家黄金储备



五、 供需平衡：可观测需求收缩，央行购金成为主要支撑

黄金实物可观测供需平衡转向宽松，平衡推断项维持高位。最新可得平衡表显示，2026年Q2总供应1,268.9吨，总需求1,268.9吨，其中总需求中含平衡推断项327.1吨，视为场外及未观测需求（见表1）。供应端，矿产金965.6吨，同比增1.89%，产量保持温和扩张；回收金326.1吨，同比下滑5.94%，金价自高位回落后，旧金回收供给弹性明显收缩。需求端整体偏弱。饰品需求310.3吨，同比下滑12.38%，较2024年Q2的416.6吨下降更为明显，高金价对终端消费的抑制持续显现；技术用金80.4吨，同比小幅增长2.18%，表现相对稳定。投资需求内部分化显著：金条金币投资307.1吨，同比下滑2.70%，实物投资盘在高位趋于谨慎；ETF投资-44.8吨，由正转负，结束此前连续五个季度的净流入，配置型资金在金价高位震荡期选择离场；央行购金288.9吨，同比大增62.41%，绝对规模较2026年Q1的56.5吨显著回升，成为需求端核心的支撑力量。可观测需求合计941.8吨，与总供应之间的差额为正327.1吨，连续两个季度盈余扩大，表明在表内可统计口径之外，场外或未统计买盘贡献较大实物需求。8月金价反弹一度带动终端金饰消费边际修复，深圳水贝市场客流回升，“买涨不买跌”心态推动短期需求回暖；但月末价格回落对实物消费可能再度形成扰动。高频库存端，8月COMEX黄金库存未见明显累库，库存对价格未形成额外压力，但也未出现紧张信号。综合判断，2026年Q2实物需求拉动已由Q1的“投资+央行”双驱动收缩至Q2央行购金主要驱动。

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。