

黄金：加息定价较充分，主权信用支撑下金价或延续震荡

基本面分析

价格走势：本周内外盘金价同步回落，沪金下跌约2.5%，伦敦金下跌1.9%。国内基差与SHFE-LBMA价差走弱，COMEX溢价仍处偏高水平。金铜比处近1年低位，黄金相对工业金属偏弱，金银比回归中位。价格回调主要受实际利率上行与9月加息预期升温压制。

货币信用：美国公共债务总额2026年8月首次突破40万亿美元，M2同比重新扩张，财政赤字维持高位。30年期美债收益率升至5.35%，再创2008年以来新高，财政可持续性担忧仍存。财政部提高流动性支持对长端利率压制有限，主权信用对冲逻辑继续支撑金价中期底部。

利率环境：8月CPI与PPI反弹推升9月加息预期，据FedWatch数据，9月16日加息概率升至87.3%，但市场已对加息定价，靴子落地后实际影响或有限。就业数据坚挺、实际利率升至2.6%创近一年新高，构成金价近端主要压制。市场关注FOMC对后续路径的措辞，若释放边际转鸽信号，或为金价提供修复机会。

资金结构：全球黄金ETF持仓升至4,186.36吨，处于近一年高位，欧洲、北美资金继续流入，亚洲同比增幅显著；中国央行延续增持，央行与ETF构成长线底部支撑。但COMEX总持仓、基金净多仍偏弱，期市参与度未同步扩张。当前反弹更多由长线配置资金驱动，投机杠杆资金尚未形成合力。

供需平衡：2026年Q2可观测需求明显低于总供应，平衡项盈余扩大至327.1吨。ETF投资需求转负、金条金币投资回落是需求端主要拖累，饰品需求同比延续下滑，央行购金同比大增为需求端核心支撑。高金价对实物投资与饰品需求的挤出效应仍需持续跟踪。

策略建议

短期看，市场对9月加息已有较充分定价，若FOMC点阵图未出现更鹰派指引，金价或存在利空出尽后的修复可能。中期核心逻辑仍在于美国财政信用恶化，债务规模突破40万亿美元、长端收益率高位运行，主权信用对冲与避险需求或继续构成黄金底部买盘。

策略上，黄金短期波动空间或继续受限于8月区间，可考虑持续配置虚值期权卖方，收取权利金。同时，当前价格位于区间偏下区域，可考虑逢低参与反弹的思路。

风险提示

FOMC点阵图偏鹰

长端收益率大幅波动

ETF资金流出

通胀意外走高

一、价格走势：内外盘普跌，价差与波动率结构分化

本周黄金价格整体承压回落。国内端，黄金T+D最新报939.45元/克，环比上周下跌2.6%；沪金主连报942.08元/克，环比下跌2.5%；两者当前均处于近1年27%与28%百分位，显示内盘金价已自年初高点明显回撤，近3个月维持震荡格局。国内黄金基差最新为-2.63元/克，环比走弱，当前处于近1年44百分位（见图1）。

外盘端，伦敦金最新报4,347.52美元/盎司，环比上周下跌1.9%，纽约金主连报4,390美元/盎司，环比同样下跌1.9%。SHFE-LBMA价差最新为-23.46美元/盎司，较上周明显收窄，当前处于近1年37百分位（见图2）。COMEX-LBMA价差最新为42.48美元/盎司，环比小幅回落，当前位于近1年79百分位，显示期货端相对现货仍保持偏高溢价（见图3）。

跨资产比值方面，金银比最新67.42，环比小幅上升，处于近1年51百分位；金铜比最新9,825.16，处于近1年仅12百分位，黄金相对工业金属延续偏低运行（见图4、图6）。金铂比最新2.43，处于近1年71百分位，该指标数据来源为非权威口径，仅作方向性参考（见图5）。黄金ETF波动率指数最新25.68%，环比小幅回落，处于近1年31百分位，反映价格波动压力边际趋缓（见图7）。

图1：国内黄金基差

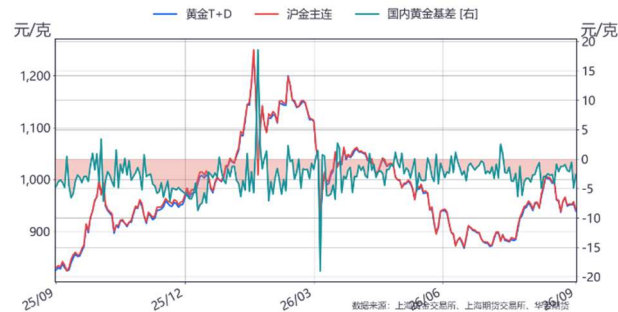


图2：SHFE-LBMA黄金价差

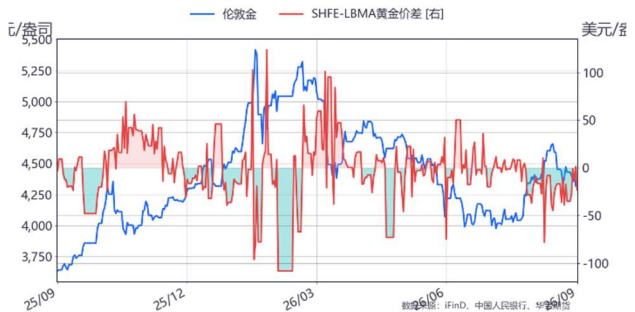


图3：COMEX-LBMA黄金价差



图4：金银比值

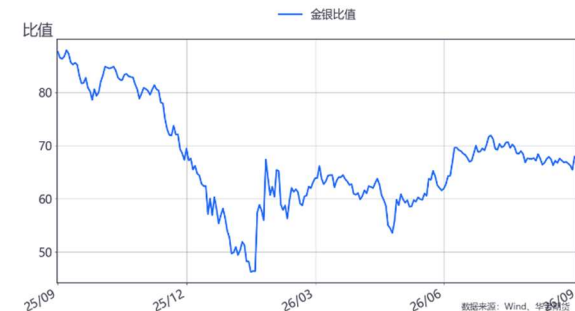


图5：金铂比值

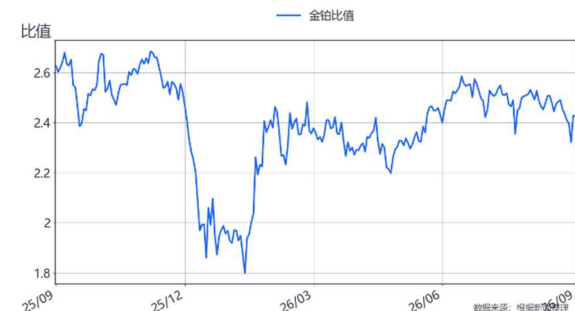


图6：金铜比值

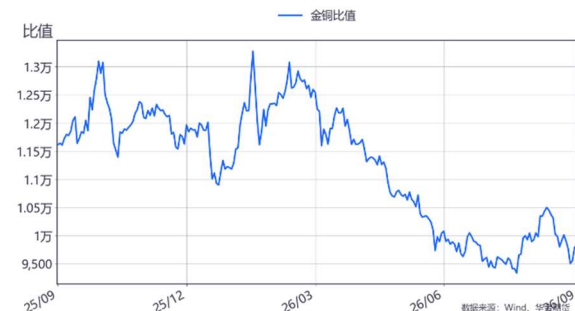
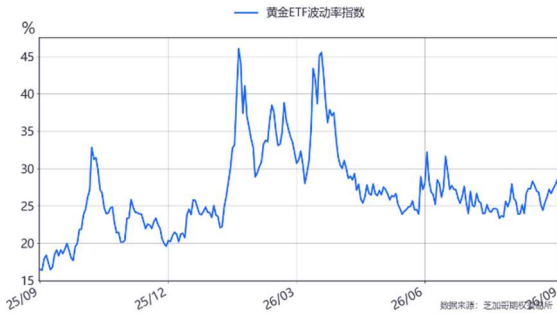


图7：黄金ETF波动率指数



二、货币信用：债务突破40万亿，财政可持续性承压

美国货币信用环境呈现“货币温和扩张、财政持续承压”的组合。美国M2季调最新为23.22万亿美元，环比上月增长0.4%，同比增加5.4%，近3个月趋势走高，为近1年最高，反映货币供应重新进入扩张通道（见图8）。基础货币余额最新5.52万亿美元，环比增加0.6%，但同比仍下降3.8%，显示美联储资产负债表在前期收缩后有所回补（见图12）。

财政端构成更突出的信用压力。2025年美国财政赤字为1.78万亿美元，赤字率5.77%，尽管赤字率较上年小幅改善0.5个百分点，但绝对赤字规模仍处高位（见图9）。财政收入占GDP比重17.02%，财政自给率74.67%，显示财政对债务融资的依赖仍未实质缓解（见图10、图11）。

值得注意的是，美国公共债务总额在2026年8月首次突破40万亿美元大关，最新报40.18万亿美元，环比上月增长1.0%，同比增加7.8%；其中公众持有债务32.41万亿美元，同比增加8.2%，扩张速度更快（见图14）。长端利率同步走高，30年期美债收益率最新报5.35%，处于2008年以来高位区间（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与后续发债成本，但政策公布后30年美债收益率仅短暂回落，近日再次刷新2008年以来新高，表明市场对美国财政可持续性的担忧并未因技术性回购安排而缓解。黄金作为主权信用对冲资产的配置逻辑由此获得持续支撑。

图8：美国广义货币供应

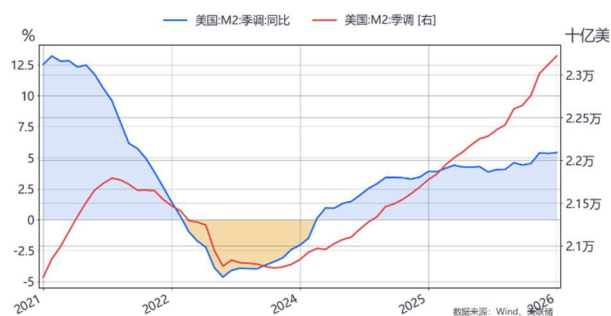


图9：美国财政盈余和赤字率

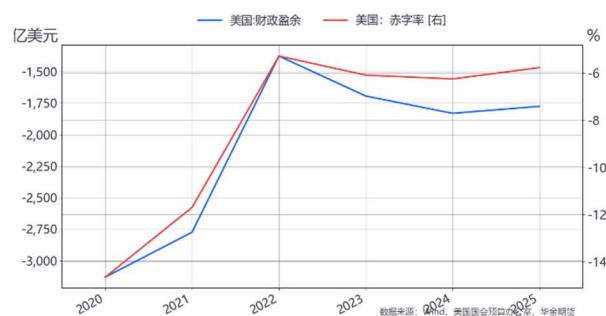


图10：美国：财政收入占GDP比重

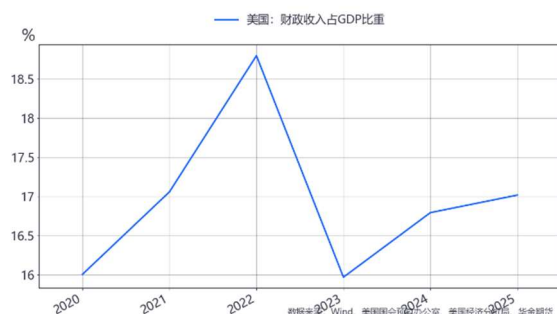


图11：美国：财政自给率

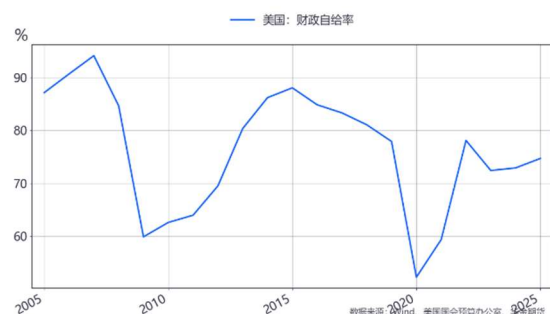


图12：美国基础货币余额vs国际金价

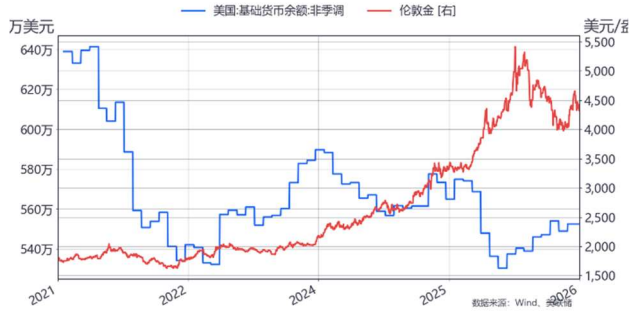


图13：美国财政盈余与赤字率

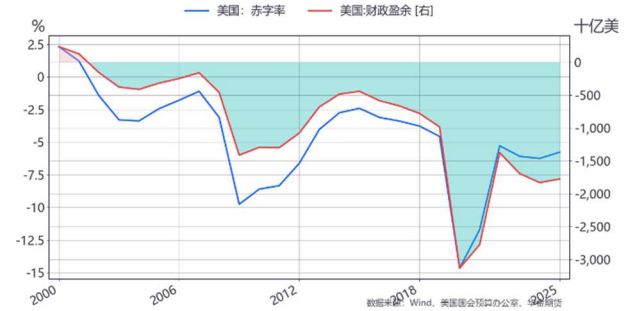


图14：美国公共债务总额

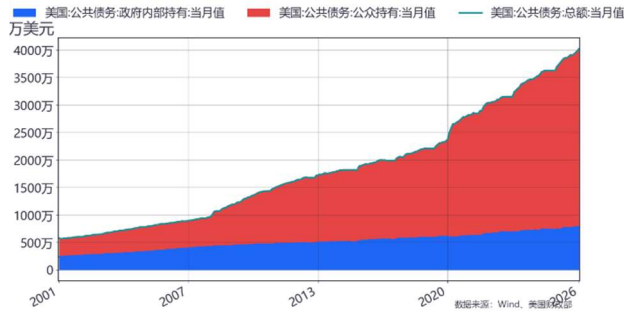
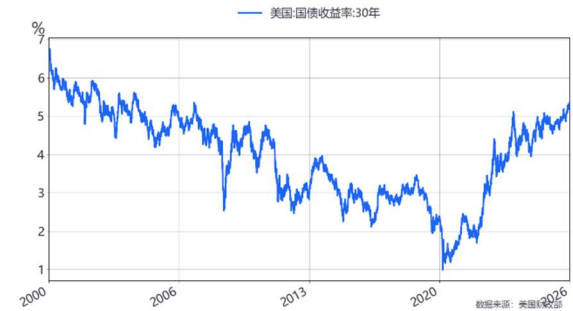


图15：美国国债收益率30年



三、 利率环境：通胀上行叠加加息定价，实际利率压制金价

美国利率环境本周对黄金形成压制。就业数据方面，最近当周初请失业金人数20.6万人，环比继续走低，处于近1年低位区间；8月新增非农就业中商品生产部门4.1万人、服务生产部门8.6万人，整体显示就业市场韧性仍强（见图16、图18）。失业率最新4.08%，处于近1年最低水平，持续领取失业金人数177.4万人，同样呈走低趋势（见图19）。就业指标的韧性强化了美联储维持紧缩的政策基础。

通胀端是本周核心变量。美国8月CPI同比最新3.4%，环比上月回升0.1个百分点；7月核心PCE同比最新3.34%，仍明显高于2%目标（见图20）。PPI与CPI数据公布后，市场大幅上调9月加息预期。据FedWatch数据，美国8月CPI数据公布后，9月16日加息概率升至87.3%。但市场总体观点认为，9月加息已较充分定价，预计靴子落地后实际影响有限。

利率市场定价同步上行。10年期国债实际收益率最新2.6%，环比上周上升0.2个百分点，处于近1年最高水平；5年期实际收益率升至2.38%（见图23、图24）。10Y-3M利差最新0.89%，10Y-2Y利差最新0.33%，收益率曲线维持正斜率，近期长端上行更快（见图21、图22）。美元指数最新99.09，环比变化不大，未形成额外方向性压力（见图25）。整体看，名义利率与实际利率同步攀升是本周金价回落的主因，通胀上行驱动的实际利率抬升对零息资产黄金形成直接压制。

图16：美国当周初次申请失业金人数季调

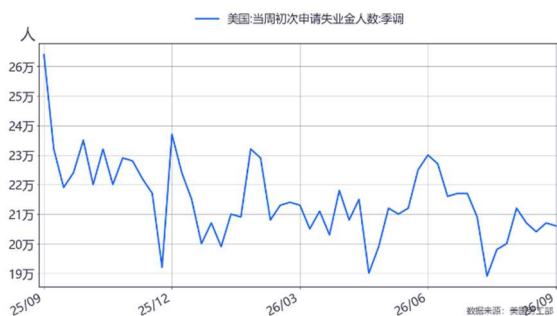


图17：美国新增ADP就业人数季调

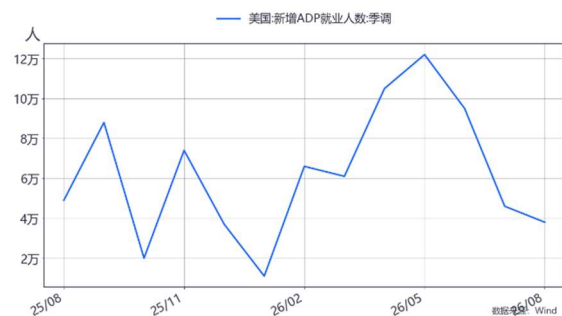


图18：美国新增非农就业人数

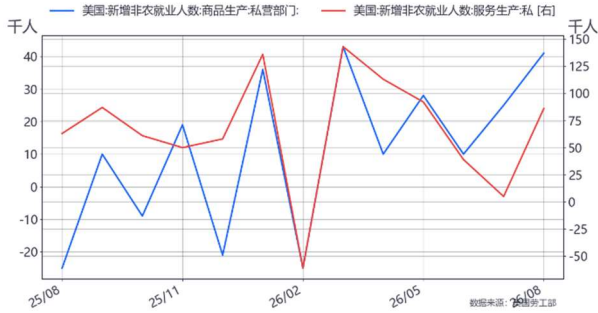


图19：美国：失业数据



图20：美国通胀数据



图21：美国（10Y-3M）国债利差

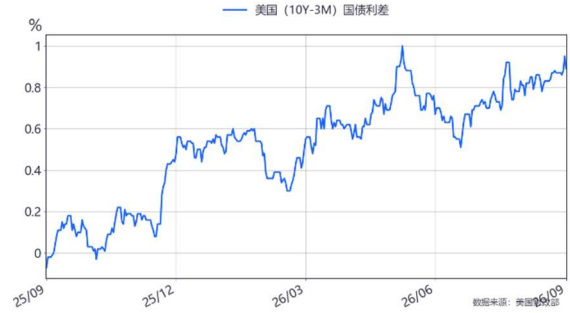


图22：美国（10Y-2Y）国债利差

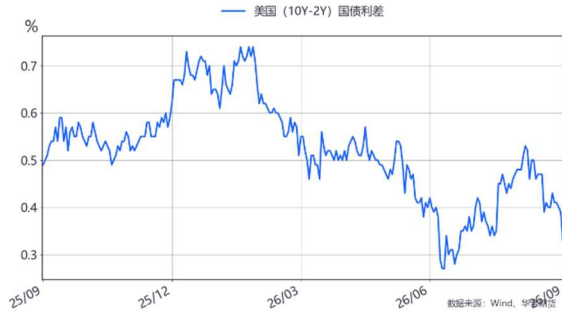


图23：真实利率vs国际金价



图24：美国国债实际收益率

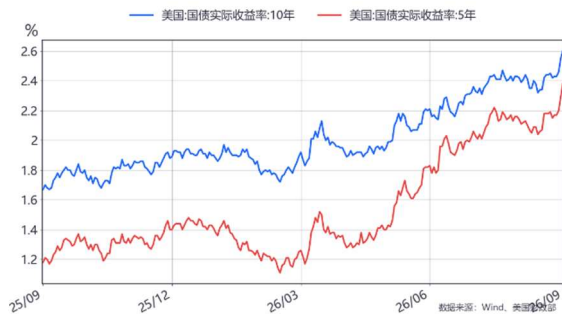
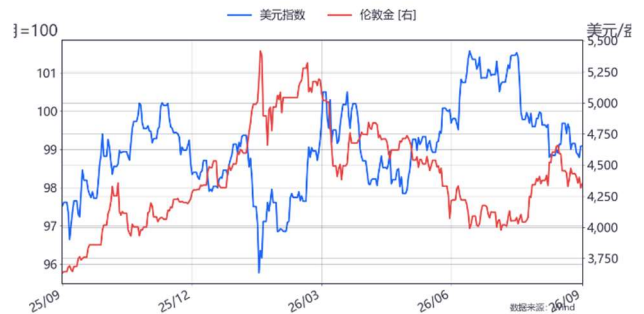


图25：美元指数vs国际金价



四、 资金结构：ETF长线流入，期货投机仓位仍谨慎

本周资金结构呈现“长线配置强、短线投机弱”的分化。COMEX期货总持仓最新41.12万张，环比上周下降1.0%，同比减少16.6%，总持仓处于近1年中低区域，显示期货市场整体参与度尚未显著回升（见图26）。管理基金净多持仓最新13.5万张，环比下降1.3%，同比减少16.4%，处于近1年中等水平，投机资金对金价的追涨意愿仍显不足（见图27）。掉期商净空头最新-23.93万张，净空头环比扩大，产业端净空3.1万张，绝对水平环比小幅回升，期货曲线端的对冲卖压仍在（见图28、图29）。

与之形成对比的是，黄金ETF长线配置继续走强。全球黄金ETF持仓量最新4,186.36吨，环比上周增加0.6%，同比增加14.5%，处于近1年最高水平，近3个月趋势走高（见图30）。分区域看，欧洲持仓1,501.25吨、北美2,085.62吨，均呈边际流入；亚洲持仓523.55吨，同比增幅达65.2%，近端增长最快（见图31）。SPDR黄金ETF最新1,047.42吨，环比小幅下降0.4%，但同比仍增加7.1%；iShares持有量461.54吨，环比略有回升（见图32、图33）。

央行购金方面，全球黄金储备量最新3.66万吨，季度环比继续走高（见图34）。中国黄金储备最新2,366.33吨，环比增加0.8%，同比增加2.9%，延续增持态势；俄罗斯、土耳其储备则环比小幅回落（见图35）。综合看，央行购金与ETF长线资金构成金价底层支撑，而期货端投机净多未见明显扩张，显示当前反弹更多由配置资金而非杠杆资金驱动。

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

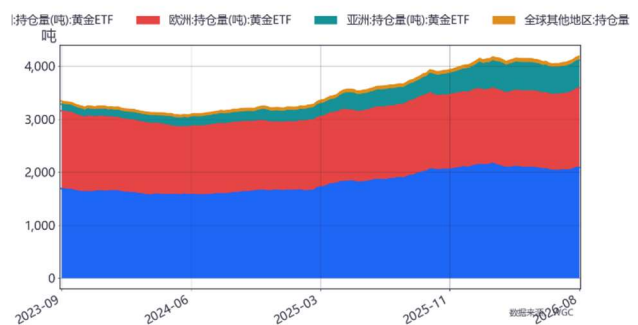


图32: SPDR持仓量vs国际金价



图33: iShares持仓量vs国际金价



图34: 全球黄金储备量vs国际金价

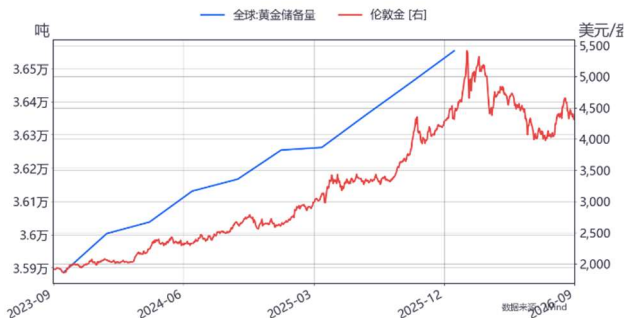


图35: 新兴市场国家黄金储备



五、 可观测需求偏弱，平衡项盈余扩大

从WGC标准平衡表看，黄金实物供需最新季度呈现可观测需求明显低于总供应的格局。2026年Q2总供应1,268.9吨，其中矿产金965.6吨、回收金326.1吨；可观测需求仅941.8吨。需求分项中，饰品需求310.3吨、金条金币投资307.1吨、ETF投资录得-44.8吨净流出，央行购金288.9吨，同比大幅增长62.41%（见表1）。

供需平衡方面，2026年Q2平衡项为327.1吨，较Q1的243.7吨进一步扩大，反映可观测口径下供应过剩项继续走阔，需求端相对总供应偏弱。2026年Q1金条金币投资476.8吨，同比大增42.86%，至Q2回落至307.1吨，同比转为-2.70%，显示高价对实物投资需求的抑制开始显现。ETF投资需求由Q1的正62.4吨转为Q2的-44.8吨，是需求端重要拖累。央行购金Q2回升至288.9吨，同比增速达62.41%，为需求端最稳定支撑。

伦敦现货金价2026年Q2均价4,506.3美元/盎司，虽较Q1的4,872.9美元/盎司回落，但仍处高位区间。考虑到平衡表数据存在滞后性，近期黄金供需的边际变化更多取决于ETF资金流向与央行购金节奏。从表1看，高金价对饰品消费的挤出效应已较明显，投资需求波动仍是平衡项变化的主要来源。

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。