

黄金：鹰派预期限制金价反弹动能，隐性需求构筑下方韧性

基本面分析

价格走势：7月伦敦金现货与6月末持平，价格位于近一年中枢偏下区间震荡。SHFE与COMEX溢价双双由负转正，显示期货市场投机情绪回暖。金银比处中性水平，金铜比跌至年内低点。黄金ETF波动率指数显著回落，价格正从地缘与恐慌驱动转向利率基本面博弈。

货币信用：美国M2增速持续走高，货币稀释逻辑为金价提供长期支撑。基础货币余额收缩但美联储资产表规模回升。美国财政赤字仍处高位，利息偿付压力持续上升，财政自给率不足，结构性削弱美元信用。此背景为黄金的“去美元化”避险溢价提供了宏观叙事基础。

利率环境：7月利率博弈激烈，通胀数据边际降温一度催生降息预期。美联储会后显露的鹰派内部分歧，推动10年期美债实际利率回升至年内新高。金价与高企的实际利率出现脱敏，收益率曲线月末明显走阔。就业市场总体仍具韧性，加息预期尚未完全消散。

资金结构：期货总持仓与基金净多从低位温和回升，投机情绪修复但未过热。全球央行购金储备持续增加，中国央行增持趋势延续。全球黄金ETF持仓小幅回升，亚洲ETF持仓同比大幅增长，增量配置中东方力量占比上升。

供需平衡：二季度全球黄金供应平稳，金饰需求受高金价挤压，投资需求整体下滑。央行购金同比激增62%，成为主要增长引擎。供需平衡表残差升至327.1吨的高位，揭示出显著的场外交易与隐性投资需求，这是金价能维持当前位置运行的实物安全边际。

策略建议

当前黄金市场处于驱动逻辑转换的过渡期。价格自年初峰值回落，下方支撑相对稳固，但是大级别反弹需要更明确的催化剂。短期风险在于美联储释放强硬的立场以宣誓抗通胀决心，这可能触发基金多头的战术性撤离，导致价格短期承压。可关注回调过程中COMEX管理基金净多的出清程度，作为判断阶段性底部的情绪指标。策略上，短期见底信号尚不明确，暂以底部震荡的思路对待。中长期资金可考虑逢低增配。核心逻辑在于：第一，显性投资需求虽有波动，但央行购金与场外隐性需求构成了金价的下方韧性；第二，美国财政偿付压力与货币超发，为黄金提供结构性看涨支撑；第三，美联储内部分歧加大，名义利率升至高位后的潜在回落有望解除黄金最大的压制。

风险提示

美联储释放强硬立场
流动性危机致抛售
基金净多集中离场
中国需求大幅下滑

文字目录

一、	价格走势：中枢偏下区间震荡，内外溢价结构分化.....	3
二、	货币信用：货币扩张延续，财政压力提供长期支撑.....	4
三、	利率环境：实际利率月末走强，鹰派分歧与通胀降温交织.....	5
四、	资金结构：期货持仓温和回升，央行与亚洲 ETF 构建底座.....	7
五、	供需平衡：二季度需求结构分化，隐性买盘支撑价格.....	9

图表目录

图1：国内黄金基差	3
图2：SHFE-LBMA溢价	3
图3：COMEX-LBMA溢价	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23：Fed利率vs通胀	6
图25：美国（10Y-2Y）国债利差	7
图27：真实利率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：中枢偏下区间震荡，内外溢价结构分化

7月，国内外黄金价格整体呈现区间震荡格局。伦敦金现货月末收于4,026.6美元/盎司，与6月末基本持平，月内趋势震荡（见图2）。当前价格位于近一年35百分位，显示自年初创下5,405美元/盎司的峰值后，价格重心已自峰值回落并进入整理。国内金价跟随外盘波动，上海金交所AuT+D月末报884.56元/克，月内微涨0.7%（见图1）。

内外盘价差结构在本月出现显著分化，反映了区域市场预期的调整。SHFE-LBMA溢价由6月末的-2.12美元/盎司回升至42.41美元/盎司，月内转为正值（见图2），这与7月中旬美伊冲突升级引发的国内避险情绪升温及月末美联储鹰派决议后亚洲买盘涌入的市场动态相印证。与此同时，COMEX-LBMA溢价同步走强，从-4.25美元/盎司跃升至72美元/盎司（见图3），期货端引领现货的态势明显，暗示投机资金在4000美元关口附近重新布局。

跨资产比值方面，金银比月末录得69.75，环比微升，位于近一年中枢水平，并未发出极端的避险或复苏信号（见图4）。金铜比月末降至9,357.76，处于近一年绝对低位（0百分位）（见图6），在金价持平而金铜比月内下降3.6%的结构下，铜价相对走强是驱动比值下行的主因，显示前期对极端风险的定价正逐步剥离。市场情绪亦趋于理性，黄金ETF波动率指数回落至23.31%，月内趋势呈震荡态势，与此前恐慌情绪主导的阶段形成对比（见图7），驱动逻辑正从年初的风险事件计价向利率基本面回归。

图1：国内黄金基差



图2：SHFE-LBMA溢价



图3：COMEX-LBMA溢价

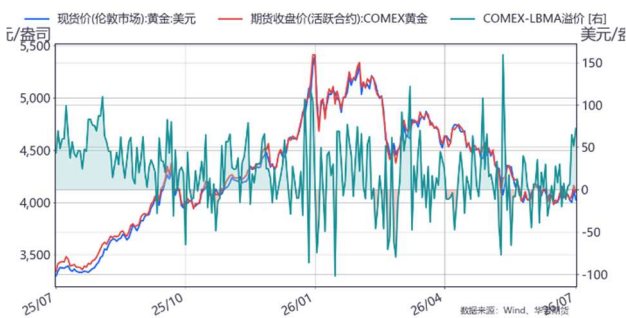


图4：金银比值

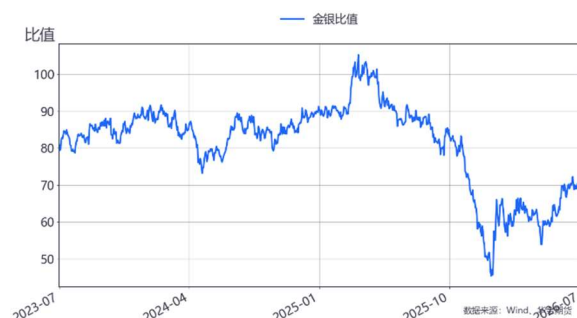


图5：金铂比值

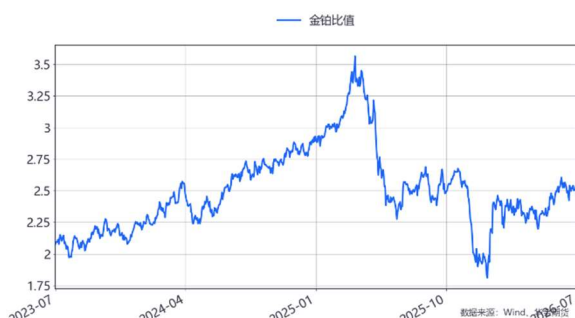


图6：金铜比值

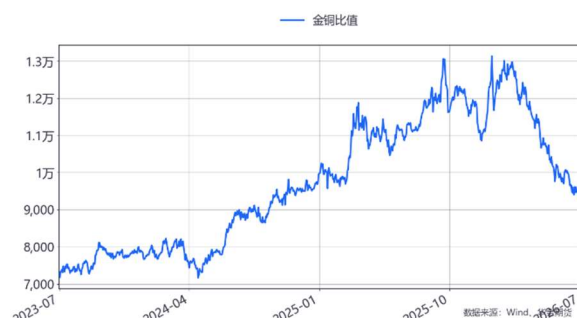


图7：黄金ETF波动率指数

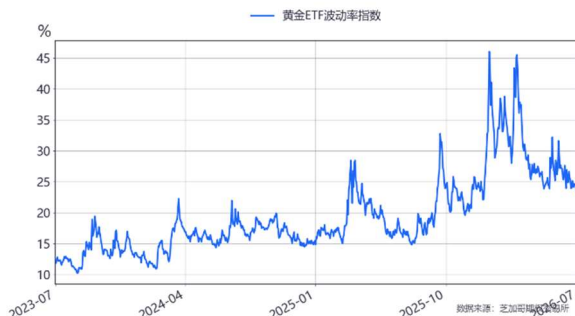
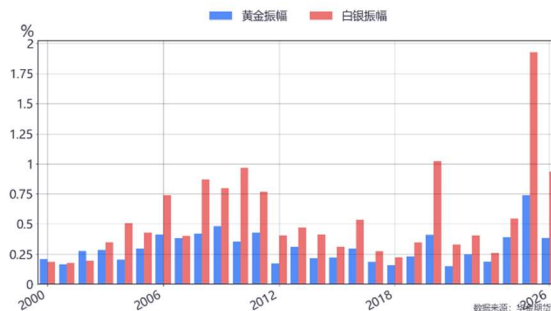


图8：金银年度振幅



二、货币信用：货币扩张延续，财政压力提供长期支撑

货币信用维度在本月为金价提供了长期支撑，短期驱动作用虽不及利率因素，但其结构性影响依然稳固。美国广义货币供应量持续扩张，6月M2季调规模达23.16万亿美元，同比增幅5.53%，且近三个月趋势持续走高（见图9）。货币存量绝对值的持续增长，在不断稀释法币的长期购买力，构成了黄金价值重估的货币基础。

基础货币余额与金价的传统正相关关系在近端出现背离。美国基础货币余额6月为5.49万亿美元，同比缩减4.5%（见图10），但这并未阻止金价同比高达22.1%的涨幅。这表明，此轮金价强势并非由美联储直接注入流动性的量驱动，而是更多源于对货币体系信用的定价。值得关注的是，美联储总资产规模在7月末小幅攀升至6.8万亿美元，延续了近三个月的走高态势（见图11），显示其资产负债表正在边际扩张，为市场提供了增量流动性。

美国财政偿付压力是支撑黄金“脱钩”溢价的核心结构性因素。最新数据显示，2025年美国财政赤字高达1.78万亿美元，赤字率占GDP比重为-5.77%（见图13、16）。虽然赤字率较2024年小幅收窄，但利息偿付压力指数持续上升至0.1853（见图12），反映出在高利率环境下，美国政府的债务滚续成本日益沉重。财政收入占GDP比重为17.02%，而财政自给率仅为74.67%（见图14、15），巨大的收支缺口意味着未来仍需大规模发债融资，这从根本上削弱了美元信用，为黄金的货币替代需求提供了长期的叙事支撑和配置逻辑。

图9：美国广义货币供应

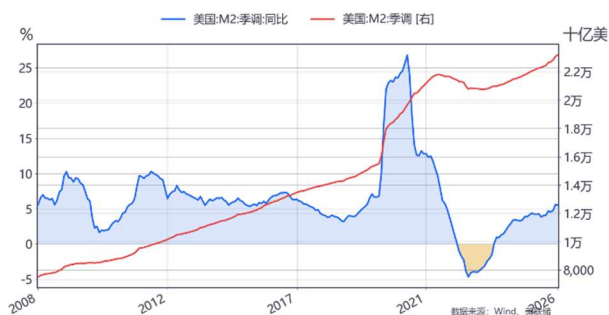


图10：美国基础货币余额vs国际金价

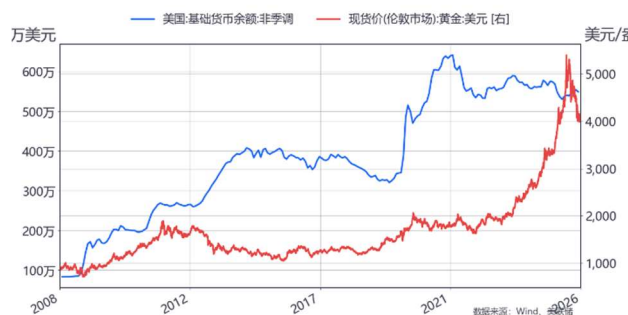


图11: Fed BS规模vs国际金价

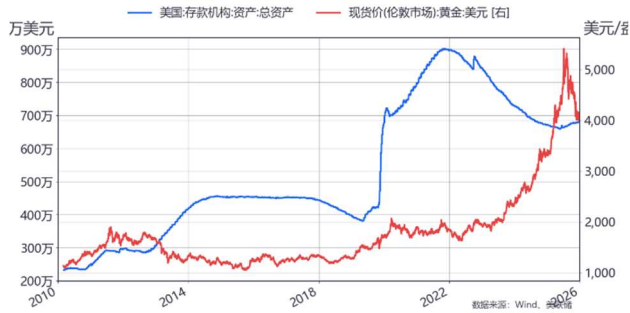


图12: 美国财政利息偿付压力

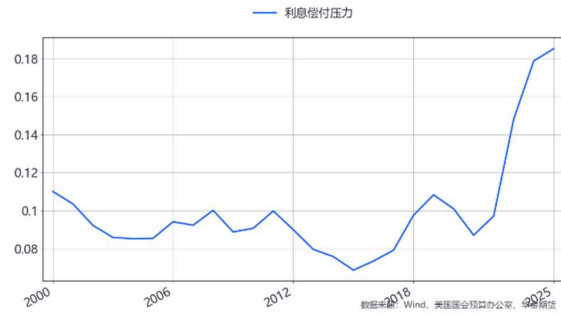


图13: 美国财政盈余和赤字率

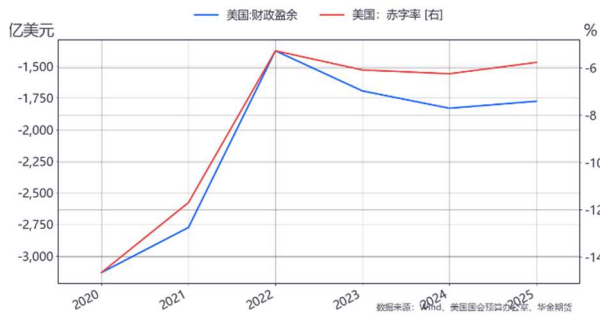


图14: 美国: 财政收入占GDP比重

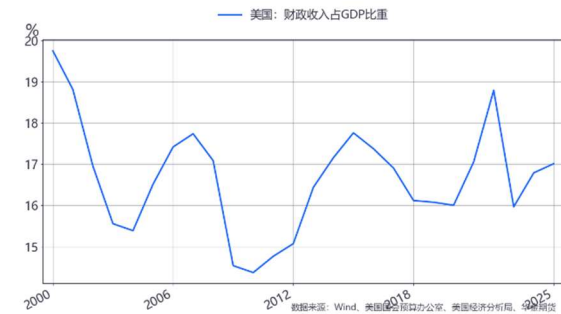


图15: 美国: 财政自给率

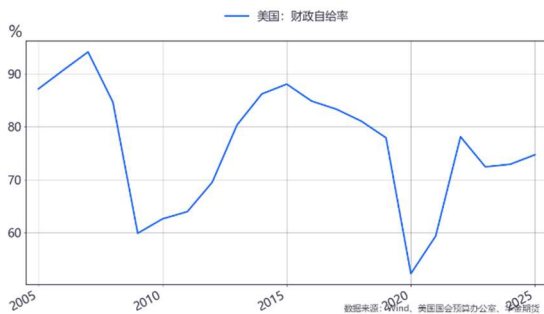
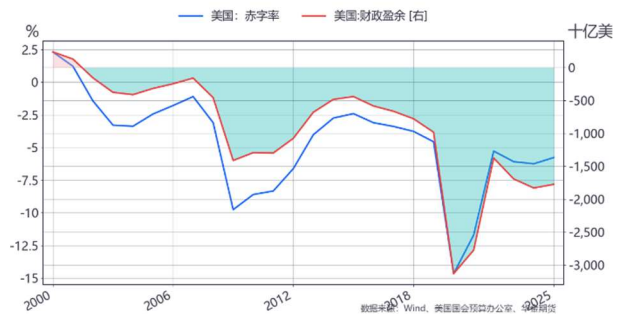


图16: 美国财政盈余与赤字率



三、 利率环境：实际利率月末走强，鹰派分歧与通胀降温交织

利率环境是7月黄金价格波动的核心驱动因素，市场围绕通胀路径与美联储政策反应的定价行为出现激烈博弈。美国劳动力市场出现走弱迹象，6月新增非农就业人数中，商品生产部门仅增1万人，服务生产部门增3.9万人，均较上月显著下滑（见图19）。同期失业率微幅回落至4.22%，但初次申请失业金人数月末降至19.7万人，续请失业金人数亦减少至178.2万人（见图17、20），就业市场整体呈现韧性放缓的复杂图景。

通胀数据方面，6月CPI同比涨幅降至3.5%，核心PCE同比亦回落至3.29%，均较前月高点有所降温（见图21）。这一数据表现不及市场部分鹰派预期，配合美伊冲突缓和、油价回落的市场动态，市场对通胀顽固的担忧有所缓解，并一度押注加息推迟或降息可能。

然而，7月FOMC会议显露的鹰派内部分歧显著。会议虽维持利率在3.5%-3.75%不变，但出现3位地区联储主席投反对票主张加息，凸显政策路径的不确定性。会后10年期美债收益率突破4.7%，10年期国债实际收益率月末升至2.47%，创近一年新高（见图26、27）。尽管如此，金价在此期间并未出现等比例下挫，二者负相关的传统框架出现一定程度的“脱敏”。观察美国10年期与3个月期国债利差月末明显走阔至0.92%（见图24），市场在交易长期通胀中枢的抬升，这在一定程度上限制了实际利率上行对金价的绝对压制。

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

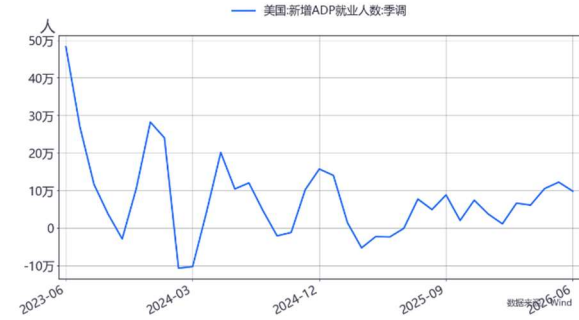


图19: 美国: 新增非农就业人数



图20: 美国: 失业数据



图21: 美国通胀数据

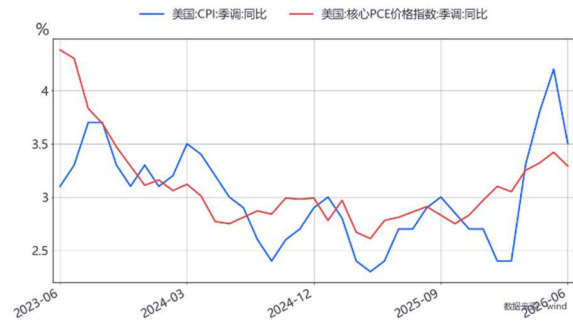


图22: 美国10年期 (国债-TIPS) 收益率

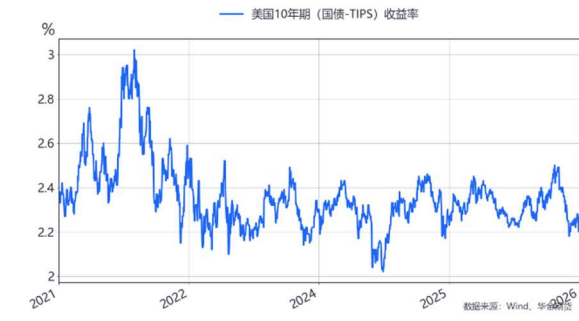


图23: Fed利率vs通胀

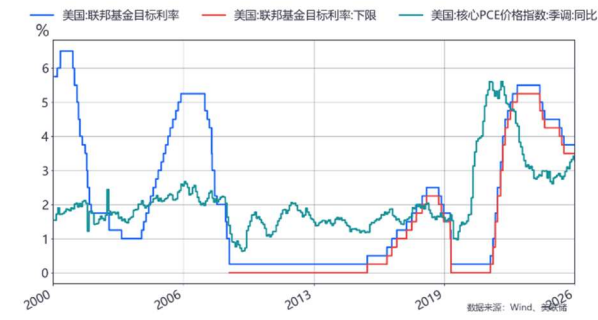


图24: 美国 (10Y-3M) 国债利差

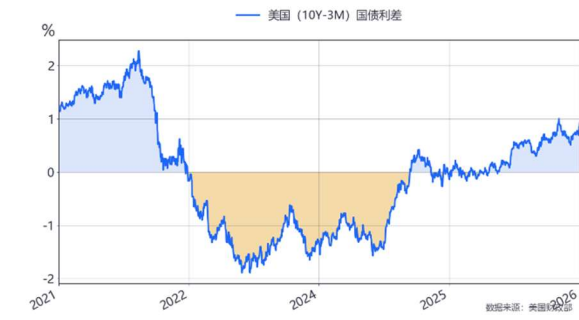


图25：美国（10Y-2Y）国债利差



图26：美国国债实际收益率

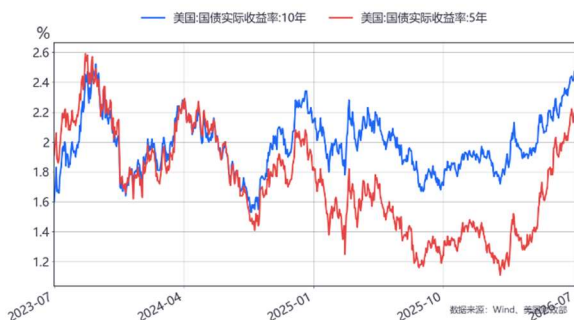


图27：真实利率vs国际金价

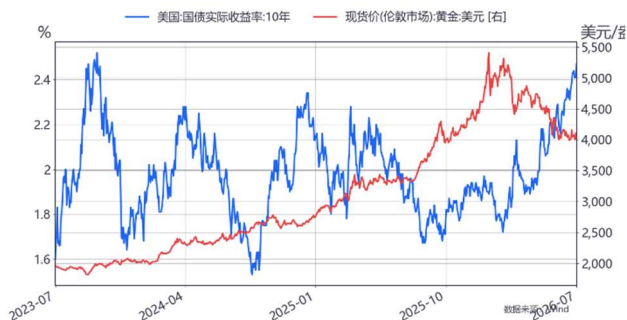
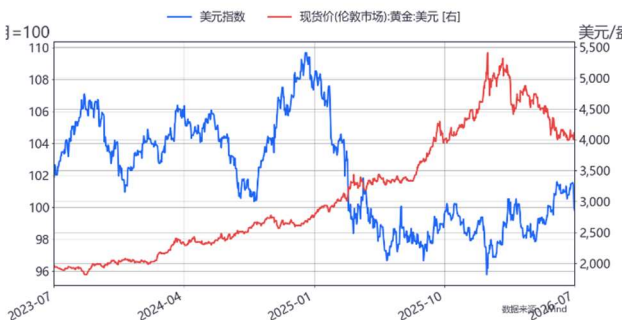


图28：美元指数vs国际金价



四、资金结构：期货持仓温和回升，央行与亚洲ETF构建底座

7月黄金市场资金结构呈现“投机回补、长期稳固、区域分化”的格局。期货市场方面，COMEX黄金期货总持仓在6月触及低位后，7月末回升至38.34万张，环比增加8.9%（见图29），显示整体市场参与度回暖。其中，代表投机力量的管理基金净多持仓月末增至12.48万张，月内趋势震荡走高（见图30），这与价格在4000美元关口企稳的市场行为相吻合，表明快钱在当前价位区间开始试探性重建多头头寸。与之对应，掉期商的净空头寸有所收窄，产业端净空头扩大至-1.93万张，均处于各自区间的中性水平，多空力量对比相对均衡，未出现明显的交易拥挤或逼空风险（见图31、32）。

长期配置资金层面，最显著的亮点在于央行的强劲购买力。根据图表数据，全球官方黄金储备量在2025年四季度已达3.66万吨，持续走高（见图37）。结构上，7月中国央行黄金储备续增至2,331.5吨，维持近三个月来的增持趋势（见图38），尽管俄罗斯、土耳其等部分国家储备量有所下降，但以中国为代表的新兴市场国家购金行为，为市场提供了坚实的基础底座，与市场普遍预期的“央行仍将作为重要黄金买家”的判断一致。

ETF市场则呈现“东强西弱”特征。全球黄金ETF总持仓7月末小幅增至4,063.06吨（见图33），主要得益于欧洲与亚洲基金的流入。特别是亚洲ETF持仓同比大幅增长，至508.91吨，资金持续涌入迹象明显（见图34）。而北美ETF虽然总规模最大，但增幅有限；SPDR黄金ETF持仓小幅增至1,007.01吨，同比增5.5%（见图35）。这种结构性转变表明，驱动本轮黄金增量配置的资金中，来自东方资本与官方机构的占比正在显著上升。

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

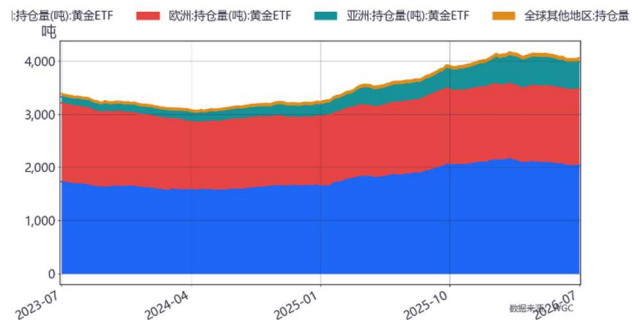


图35: SPDR持仓量vs国际金价



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

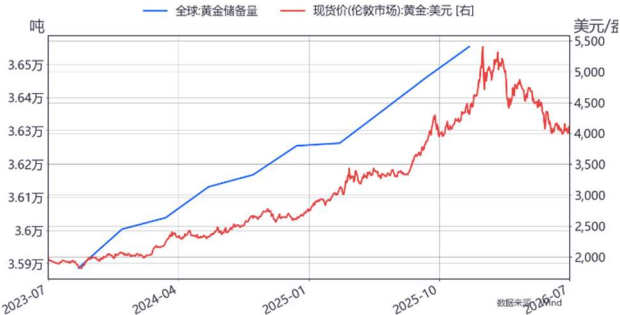
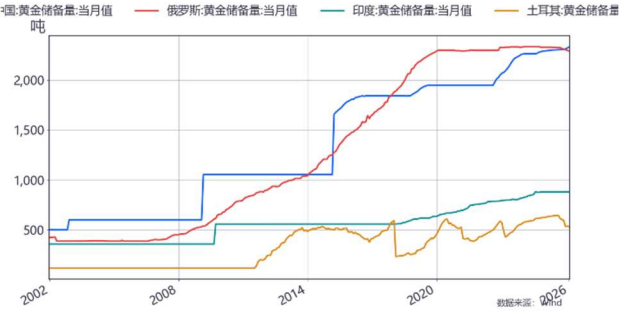


图38：新兴市场国家黄金储备



五、 供需平衡：二季度需求结构分化，隐性买盘支撑价格

根据世界黄金协会最新公布的2026年二季度供需平衡表，黄金市场结构性分化加剧，场外隐性需求对金价构成了决定性支撑。二季度全球黄金总供应为1,268.9吨，同比小幅增长，其中矿产金产量965.6吨，同比增长1.89%，反应温和；回收金供应326.1吨，同比下降5.94%（见表1），金价高位回落对推动旧金回收的激励效应边际减弱。

需求侧内部出现鲜明对比。可观测的显性需求总量仅为941.8吨，显著低于总供应。分项数据显示，高金价的负面效应在传统消费端集中释放：金饰需求同比骤降12.38%至310.3吨，为近年同期最低；金条金币投资需求为307.1吨，同比亦下滑2.70%。投资需求中，ETF投资在二季度净流出44.8吨，据世界黄金协会分析，为当季投资需求下滑的主因，主要受北美投资者上调利率预期影响。主要增长引擎仍为央行购金，二季度净买入288.9吨，同比大增62.41%，技术需求同比增长2.18%，亦实现正增长（见表1）。

以“总供应”减去“可观测需求”计算得出的平衡项（统计残差），在二季度录得327.1吨的高位正值，与一季度243.7吨的正残差态势一脉相承（见表1）。此大规模的残差水平，不仅完全吸纳了表观供应过剩，其规模甚至超越了矿产金同比增量。综合来看，这部分未被明细统计覆盖的需求，主要指向旺盛的场外市场交易、高净值客户实物金条配置以及部分未公开的官方机构购金。正是这一坚挺的隐性需求池，构成了当前金价能够在每盎司4,000美元上方维持运行的核心供需安全边际。

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。