

金价大涨，反转了嘛？

黄金的“黄金时代”系列（二）

● 核心结论

一、今年初以来，三重“利空”约束黄金价格

长周期看，黄金定价的“锚”有交易价值、储备价值和消费价值，2008年主要是交易价值和储备价值轮换主导，其中：（1）交易价值下金价和美债实际利率显著负相关；（2）储备价值下金价往往取决于美元信用裂痕。2016年以来黄金定价的“锚”切换到美元信用裂痕扩张的储备价值主导，金价上涨受美债利率的变化，甚至美联储的加息压力（22-24年）影响较少。

今年1月末，沃什被正式提名为美联储主席以来，黄金价格见顶持续回落，我们判断，短期或主要是遭遇三重“利空”：（1）沃什传递出的修复美元信用的形象，边际上或削弱黄金的“美元信用裂痕定价”（储备价值），抬升了实际利率的影响权重（交易属性）；（2）AI资本开支支撑美债实际利率从去年9月开始持续抬升，1月末以来黄金定价的“锚”阶段性切换回美债利率定价，美债实际利率抬升或约束金价；（3）上半年全球央行购金的力度放缓，也可能对金价形成一定掣肘。

二、利空1开始松动：沃什“名鹰实鸽”削弱“缩表修复美元信用”预期

上半年沃什被提名，任职，FOMC首秀后均出现“美元涨&黄金跌”组合，说明投资者预期沃什“缩表修复美元信用”。但7月美联储议息会议后，开始出现“美元跌&黄金稳”组合，说明沃什“名鹰实鸽”的态度正在削弱投资者对其“缩表修复美元信用”的预期。

沃什“缩表”主张一定程度上确实能修复美元信用，但“缩表”也会“抽水”美元流动性导致美股承压。当前全球（包括美股）AI正在遭遇流动性冲击，一旦沃什正式“缩表”，美股流动性冲击可能会“倒逼”沃什明确转鸽。因此即便仅从理论推演，沃什“缩表修复美元信用”也很难成功。

三、利空2正在瓦解：AI投资放缓，美债的实际利率潜在回落

AI资本开支是美国经济增长的重要支撑。当前中国高性价比模型正在冲击北美高价模型生态，大规模AI资本开支也已经拖累Google等北美科技大厂的自由现金流。一旦美国AI资本开支放缓，美国经济增长大概率也会放缓，而美债的实际利率和美国PMI高度正相关，美债的实际利率也会边际回落。即便黄金定价的“锚”依然沿用交易价值框架，美债的实际利率回落也会支撑黄金价格企稳回升。

四、利空3有望消退：央行购金是大势所趋

上半年土耳其和俄罗斯央行，在地缘冲击和油价大涨导致的财政压力下，减持黄金导致全球金价承压。我们认为这只是土耳其和俄罗斯两国应对危机的临时性举措，并不意味着全球央行购金需求的彻底反转。最新的全球央行调

分析师

	曹柳龙 S0800525010001
	13817664054
	caoliulong@research.xbmail.com.cn
	毛君杰 S0800524100007
	13641817824
	maojunjie@research.xbmail.com.cn
	王超特 S0800525100005
	13216165161
	wangchaote@xbmail.com.cn
	李超 S0800525100001
	18810251038
	lichao@xbmail.com.cn

研结果显示：接近九成的受访央行计划未来一年增加黄金储备，仍处历史极高位。事实上，波兰、中国、乌兹别克斯坦等国最近几月正加大购金力度。

五、黄金底部企稳，向上空间有望打开

我们判断，在当前的黄金交易价值定价的“锚”下，美债的实际利率回落预期能够支撑金价确认底部回升；全球央行购金的大趋势能够进一步夯实金价底部区域；但金价持续上涨依然需要等待沃什彻底转鸽，驱动黄金定价的“锚”切换回美元信用裂痕（储备价值）：如果美股出现流动性冲击“倒逼”沃什正式转鸽，削弱“缩表修复美元信用”的期待，黄金定价的“锚”有望再次切换回美元信用裂痕定价，届时投资者或将发现，美伊冲突使得美元信用裂痕扩大，黄金价格有望大幅上涨甚至冲破前高。

风险提示：全球宏观数据超预期变化，海外地缘局势超预期变化，技术进步与应用落地节奏变化，定价框架失效和储备需求逆转风险等。

索引

内容目录

引言	4
一、 今年初以来，三重“利空”约束黄金价格	4
二、 利空 1 开始松动：沃什“名鹰实鸽”削弱“缩表修复美元信用”预期	6
三、 利空 2 正在瓦解：AI 投资放缓，美债的实际利率潜在回落	8
四、 利空 3 有望消退：央行购金是大势所趋	10
五、 黄金底部企稳，向上空间有望打开	11
六、 风险提示	12

图表目录

图 1：战后的黄金定价史就是一部美元信用史	4
图 2：今年初以来，黄金的三重“利空”	5
图 3：上半年沃什被提名，任职，FOMC 首秀后均出现“美元涨&黄金跌”组合。但 7 月 FOMC 会议后出现“美元跌&黄金稳”组合	6
图 4：海外投资者对美债持有占比下降	7
图 5：实际上，美联储当下并未“缩表”反而正在“悄悄扩表”	7
图 6：AI 资本开支已成为美国经济增长的重要支撑	8
图 7：1 月以来黄金遵循实际利率框架	8
图 8：PMI 与实际利率高度正相关	8
图 9：部分科技巨头资本开支预期持续扩张	9
图 10：部分科技巨头现金流已经恶化	9
图 11：今年 2 月至 7 月，土耳其和俄罗斯央行持续减持黄金	10
图 12：2026 年 1 月以来，金价受实际利率框架的影响强化	10
图 13：近几月，多国央行开始加大黄金增持力度	10
图 14：全球央行购金意愿依旧较高	10
图 15：静待黄金由“交易价值”框架，转向“储备价值”框架	11
表 1：科技巨头过高的资本开支或引发市场不满导致下跌	9
表 2：今年以来 Stargate 项目出现多个利空	9

引言

最近几年黄金定价美元信用裂痕扩张（储备价值），金价顶着美联储加息周期逆势大涨。但今年初以来，三重“利空”将黄金定价模型从“储备价值”阶段性切换回归到“交易价值”，金价从1月末沃什被正式提名开始迎来调整。当前约束金价的三重“利空”有望消退，黄金底部企稳，向上空间有望打开——

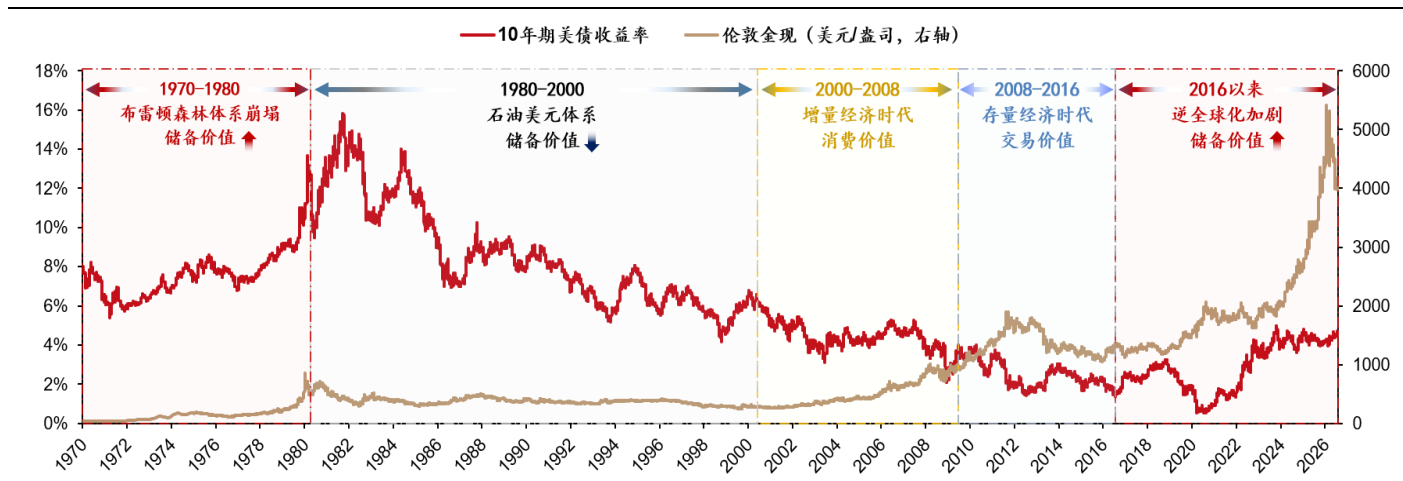
一、今年初以来，三重“利空”约束黄金价格

长周期看，黄金定价的“锚”有交易价值、储备价值和消费价值，2008年主要是交易价值和储备价值轮换主导，其中：（1）交易价值下金价和美债实际利率显著负相关；（2）储备价值下金价往往取决于美元信用裂痕。2016年以来黄金定价的“锚”切换到美元信用裂痕扩张的储备价值主导，金价上涨受美债利率的变化，甚至美联储的加息压力（22-24年）影响较少。

今年1月末，沃什被正式提名为美联储主席以来，黄金价格见顶持续回落，我们判断，短期或主要是遭遇三重“利空”：（1）沃什传递出的修复美元信用的形象，边际上或削弱黄金的“美元信用裂痕定价”（储备价值），抬升了实际利率的影响权重（交易属性）；（2）AI资本开支支撑美债实际利率从去年9月开始持续抬升，1月末以来黄金定价的“锚”阶段性切换回美债利率定价，美债实际利率抬升或约束金价；（3）上半年全球央行购金的力度放缓，也可能对金价形成一定掣肘。

但当前三重利空均已松动：沃什“名鹰实鸽”的态度正在削弱投资者对其“缩表修复美元信用”的期待；AI投资回报率兑现承压，实际利率抬升动能衰减；金价回调叠加地缘风险升温，央行战略购金需求回归。因此，黄金有望从利率压制中松绑，重新踏上储备价值定价的独立行情。

图1：战后的黄金定价史就是一部美元信用史



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：今年初以来，黄金的三重“利空”



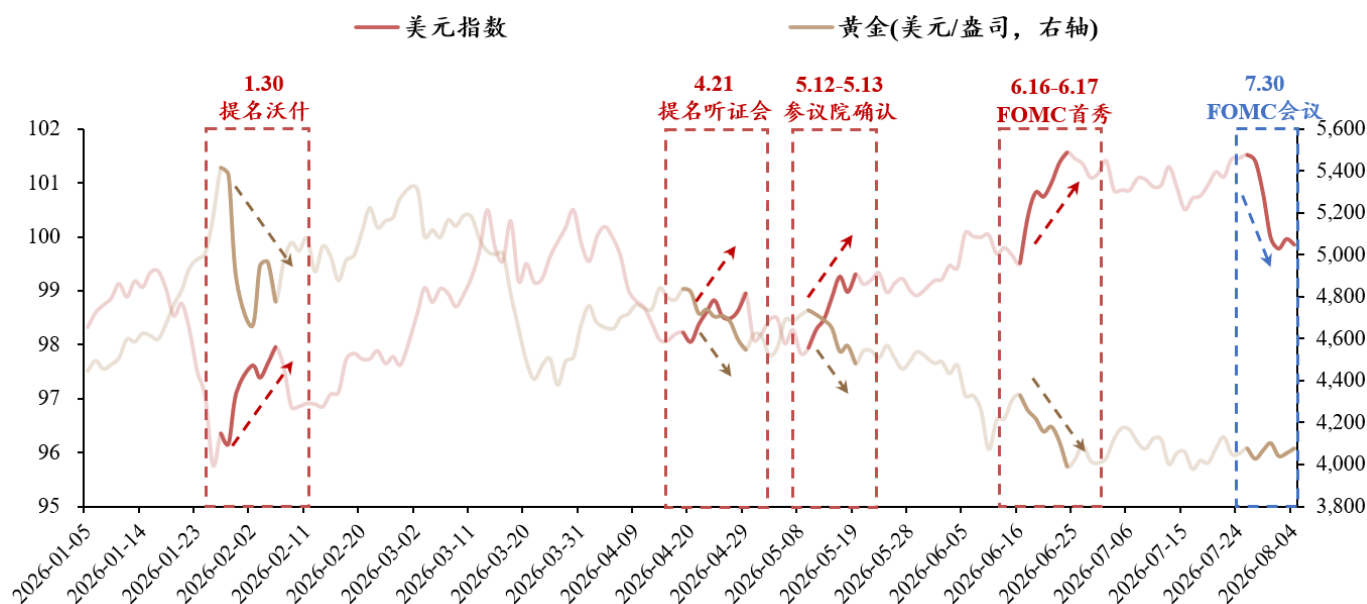
资料来源：世界黄金协会，Wind，ifind，西部证券研发中心。



二、利空1开始松动：沃什“名鹰实鸽”削弱“缩表修复美元信用”预期

市场认为沃什能够通过“先缩表、后降息”的路径修复美元信用，构成黄金短期利空。上半年沃什被提名，任职，FOMC首秀后均出现“美元涨&黄金跌”组合，说明投资者预期沃什“缩表修复美元信用”。但7月美联储议息会议后，开始出现“美元跌&黄金稳”组合，说明沃什“名鹰实鸽”的态度正在削弱投资者对其“缩表修复美元信用”的预期。

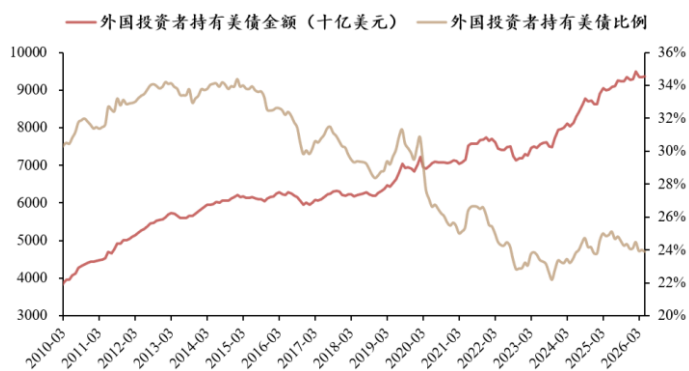
图3：上半年沃什被提名，任职，FOMC首秀后均出现“美元涨&黄金跌”组合。但7月FOMC会议后出现“美元跌&黄金稳”组合



资料来源：Wind，新华社，美联储，参议院银行委员会，财联社，西部证券研发中心

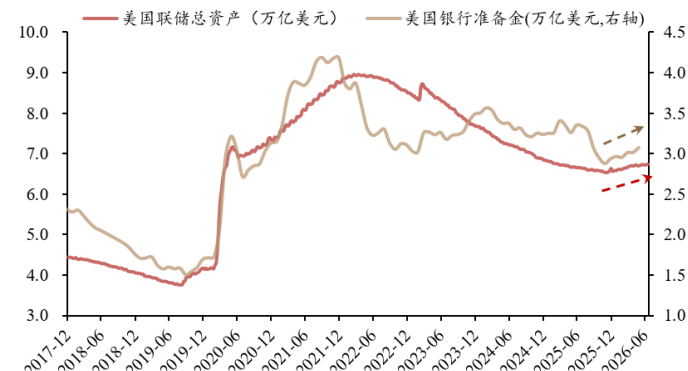
沃什“缩表”主张一定程度上确实能修复美元信用，但实际执行或存在一定困难：当下海外投资者对美债的持有和购买需求有所下降，美债的购买承接减少。此外，目前美联储尚未缩表反而在“悄悄扩表”，但美股流动性已然偏紧“缩表”也会“抽水”美元流动性导致美股承压。当前全球（包括美股）AI正在遭遇流动性冲击，一旦沃什正式“缩表”，美股流动性冲击可能会“倒逼”沃什明确转鸽。因此即便仅从理论推演，沃什“缩表修复美元信用”也很难成功。

图 4：海外投资者对美债持有占比下降



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 5：实际上，美联储当下并未“缩表”反而正在“悄悄扩表”

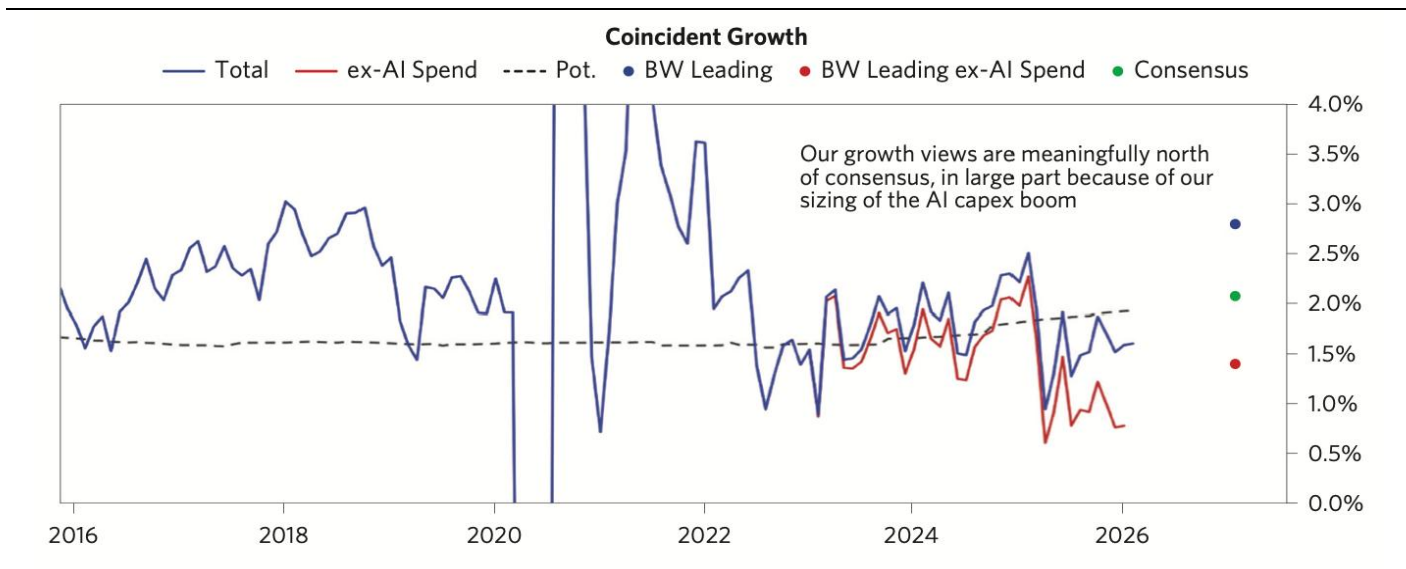


资料来源：Wind，西部证券研发中心

三、利空2正在瓦解：AI投资放缓，美债的实际利率潜在回落

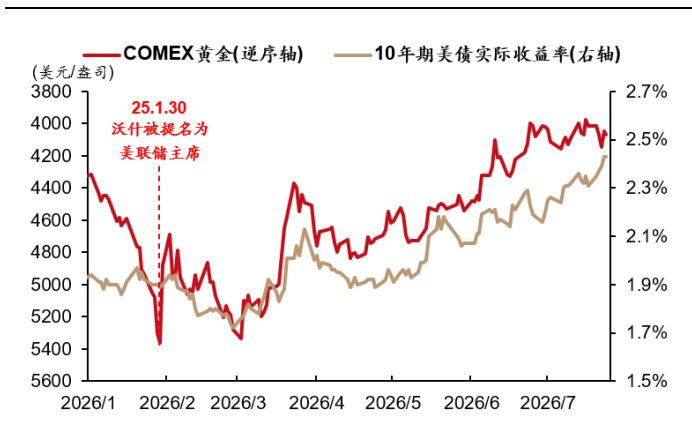
AI 资本开支是美国经济增长的重要支撑，桥水基金测算 AI 资本支出将在 2026 年为美国增长带来约 140 个基点的推动，2027 年则提升约 150 个基点。当前中国高性价比模型正在冲击北美高价模型生态，大规模 AI 资本开支也已经拖累 Google 等北美科技大厂的自由现金流。一旦美国 AI 资本开支放缓，美国经济增长大概率也会放缓，而美债的实际利率和美国 PMI 高度正相关，美债的实际利率也会边际回落。即便黄金定价的“锚”依然沿用交易价值框架，美债的实际利率回落也会支撑黄金价格企稳回升。

图 6：AI 资本开支已成为美国经济增长的重要支撑



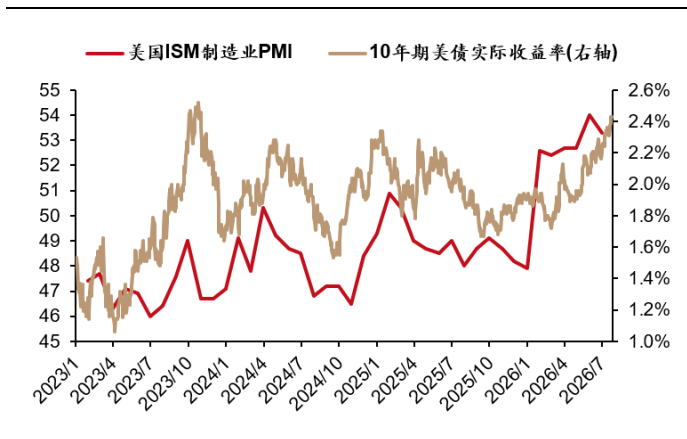
资料来源：Bridgewater Associates, The Macro Implications of the AI Capex Boom, 2026-01-07,第 3 页，西部证券研发中心

图 7：1 月以来黄金遵循实际利率框架



资料来源：Wind，新民晚报，西部证券研发中心。

图 8：PMI 与实际利率高度正相关



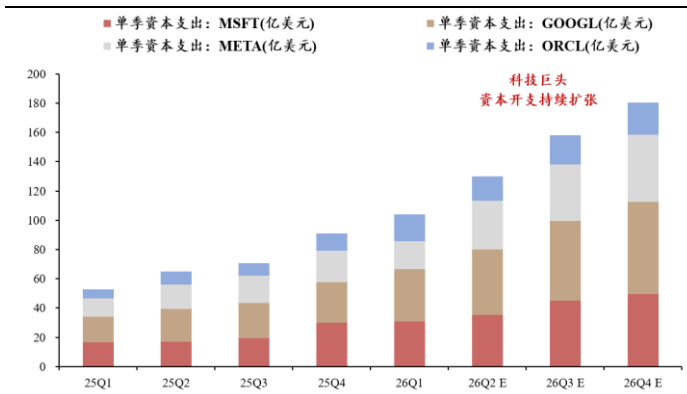
资料来源：Wind，西部证券研发中心。

当下 AI 叙事面临着短期约束，导致市场对科技可能仍存担忧：

1) 企业端：从“AI 投资的增长故事”变成“企业现金流的恶化负担”。科技巨头的资本开支持续扩张，自由现金流却同步恶化。当“烧钱换增长”侵蚀到企业本身，资本市场纪律就会介入，股东用脚投票已经发出明确信号——凡上调资本开支指引，往往伴随股价大跌。如果科技巨头不能恢复市场对其资本开支回报的信心，股债的融资条件都可能恶化，从而导致资本开支计划落空的风险。

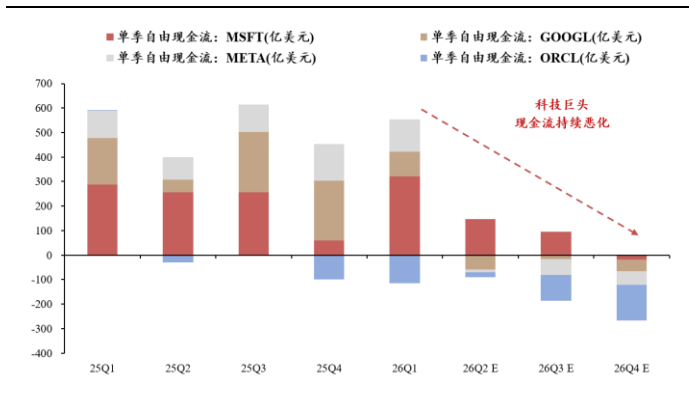
2) 国家端：以星际之门（Stargate）为代表的政府参与的投资计划受阻。美国力推的巨型 AI 基建在项目层面接连受阻，从所有权分歧、融资谈判破裂到社区反对。今年 Stargate 项目出现多个利空，阿比林旗舰数据中心扩建计划取消，英国北泰恩赛德数据中心项目暂停，落地持续低预期，也让 AI 资本开支的不确定性有所加大。

图 9：部分科技巨头资本开支预期持续扩张



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心。

图 10：部分科技巨头现金流已经恶化



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心。

表 1：科技巨头过高的资本开支或引发市场不满导致下跌

发布时间	科技公司	财季	资本开支变化	公告次日涨跌幅
2026-07-23	谷歌	2026/6/30	资本开支的大幅上调及导致自由现金流转负	-7.13%
2026-06-11	甲骨文	2026/12/31	当年资本开支超预期，上调新财年预计资本开支计划	-8.53%
2026-04-30	META	2026/3/31	大幅上调全年资本开支指引	-8.55%
2026-04-29	微软	2026/9/30	第四财季资本开支预计将环比大幅提升	-3.93%
2026-01-28	微软	2026/6/30	季度资本支出高达375亿美元，比市场普遍预期高出9%	-9.99%
2025-10-30	META	2025/9/30	上调全年资本开支指引，并提示明年将继续显著增长	-11.33%
2025-01-29	微软	2025/6/30	总资本支出226亿美元，同比增长96.5%	-6.18%
2024-10-31	META	2024/9/30	上调全年资本开支指引，并提示明年将显著增长	-4.09%

资料来源：Wind，华尔街见闻，西部证券研发中心

表 2：今年以来 Stargate 项目出现多个利空

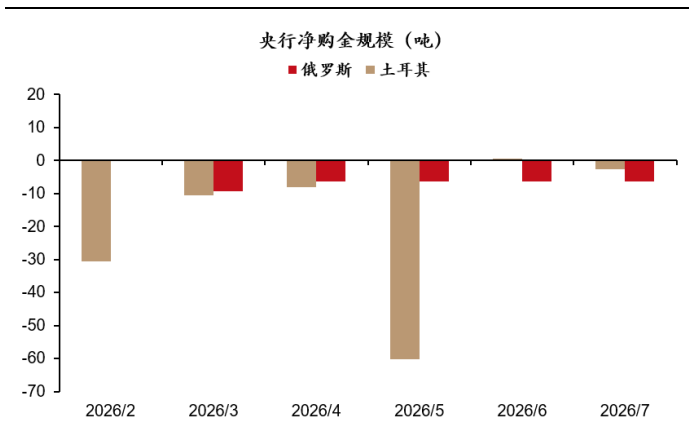
时间	利空事件
2026年6月	Stargate阿比林数据中心当地居民成立组织，质疑住房成本上涨、水资源消耗、电网压力、税收减免合理性等问题
2026年4月	OpenAI以能源成本过高和监管不确定性为由，正式暂停Stargate UK英国北泰恩赛德数据中心项目
2026年3月	OpenAI与Oracle取消Stargate阿比林旗舰数据中心从1.2GW扩至2.0GW的计划，融资谈判破裂，Oracle债务超1000亿美元
2026年2月	Stargate合资企业因OpenAI、Oracle和软银三方在数据中心所有权和控制权上产生严重分歧，合资企业零员工、零活跃建设，OpenAI转向AWS、Google Cloud
2026年1月	Stargate阿比林数据中心遭遇冬季寒冷天气，液冷基础设施受损，多栋建筑被迫离线数天天

资料来源：saveablene，DeepTech，环球市场播报，西部证券研发中心

四、利空3有望消退：央行购金是大势所趋

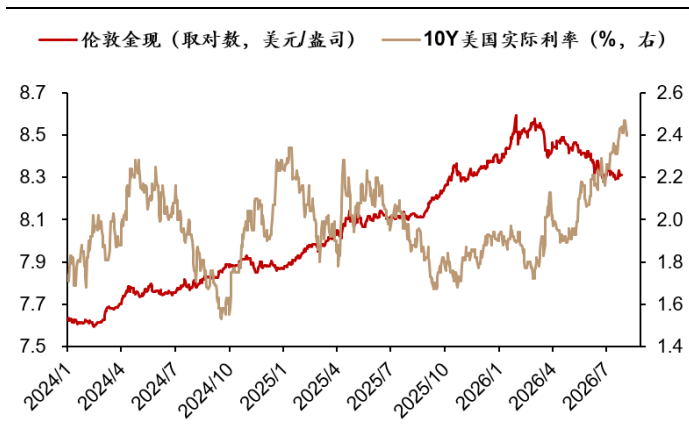
尽管上半年部分央行减持黄金，但近几月多国央行加大购金力度正在缓解这一扰动。一季度至二季度，土耳其和俄罗斯央行购金因调节地缘事件引发的外汇收支压力、应对财政压力而减持黄金，使金价一度回归交易属性、与实际利率重新挂钩，引发“结构性支撑消退”的担忧。但这更多是危机应对，而非对黄金储备价值的看空。最新全球央行调研显示，接近九成的受访央行计划未来一年增加黄金储备，仍处历史极高位。事实上，波兰、中国、乌兹别克斯坦等国近几月正加大购金力度，各国储备多元化、去美元化的长期战略共识并未动摇。

图 11：今年 2 月至 7 月，土耳其和俄罗斯央行持续减持黄金



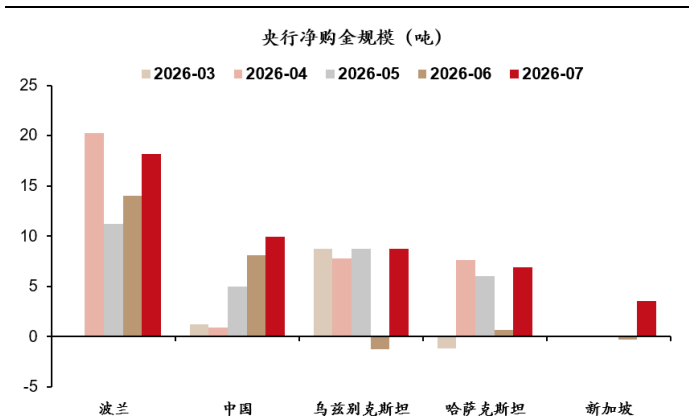
资料来源：ifind，西部证券研发中心。

图 12：2026 年 1 月以来，金价受实际利率框架的影响强化



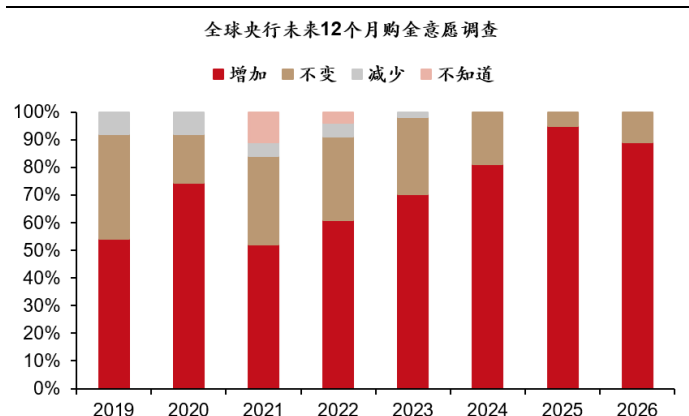
资料来源：Wind，西部证券研发中心。

图 13：近几月，多国央行开始加大黄金增持力度



资料来源：ifind，西部证券研发中心

图 14：全球央行购金意愿依旧较高



资料来源：世界黄金协会，西部证券研发中心

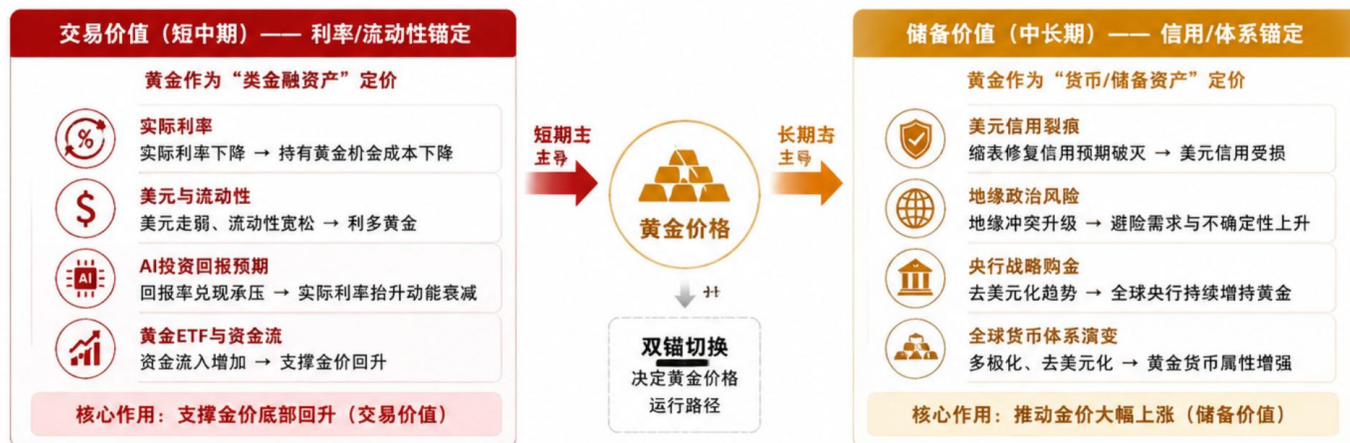
五、黄金底部企稳，向上空间有望打开

我们判断，在当前的黄金交易价值定价的“锚”下，美债的实际利率回落预期能够支撑金价确认底部回升；全球央行购金的大趋势能够进一步夯实金价底部区域；但金价持续上涨依然需要等待沃什彻底转鸽，驱动黄金定价的“锚”切换回美元信用裂痕（储备价值）：如果美股出现流动性冲击“倒逼”沃什正式转鸽，彻底击碎“缩表修复美元信用”的期待，黄金定价的“锚”有望再次切换回美元信用裂痕定价，届时投资者或将会发现，美伊冲突使得美元信用裂痕已经明显增大，黄金价格有望大幅上涨甚至冲破前高。

图 15：静待黄金由“交易价值”框架，转向“储备价值”框架

黄金定价的“双锚”框架：交易价值 vs 储备价值

两种价值逻辑主导，不同阶段切换定价“锚”，决定黄金价格路径



资料来源：西部证券研发中心绘制

六、风险提示

- 1) 若全球宏观数据出现超预期变化，可能引发全球资本市场波动；
- 2) 当前国际地缘政治格局仍存在较大不确定性，将可能干扰全球供应链稳定；
- 3) 若新一代技术的研发与商业化进程若不及预期，或出现技术路线替代、监管收紧等情况，可能导致相关产业趋势发生变化；
- 4) 定价框架失效与相关性断裂风险，以及美元信用与储备需求逆转风险；

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。