

2026 年 8 月 13 日



总量研究

金价，反弹还是反转？

——《光大投资时钟》系列第三十二篇

要点

引言：

8 月以来随着美伊局势缓和、美国就业数据走弱，黄金价格在震荡数月后开启新一轮涨势。后续金价上涨的持续性和反弹空间如何判断？本文结合基本面、资金面和技术面视角分析，对今年以来黄金市场的运行规律进行深入剖析。

核心观点：

从基本面来看，7 月以来，黄金“逆风”逐步消散，进入筑底反弹阶段。一是，随着地缘冲突和流动性压力减弱，4 月起央行恢复购金，5-6 月力度逐步加大，呈现出低位加大买入的逆周期特征，对金价底部形成有力支撑。二是，黄金价格在前期下跌中已充分计入加息预期定价，随着市场加息预期收敛，流动性因素支撑金价反弹。三是，科技板块迎来调整，虹吸效应下降，黄金配置需求回归。

从技术指标来看，7 月在金价持续盘整的过程中，持仓结构改善、RSI 动能修复、隐含波动率回落、ETF 资金转为净流入共同表明黄金市场已由快速去杠杆阶段逐步转向筑底阶段。8 月以来，伴随美伊局势缓和以及新增非农数据转负，市场看涨信心增多，金价迎来快速反弹。但考虑到短期内金价上涨过快，可能会面临获利回吐压力，对于黄金的配置不建议追涨，以回调时买入为主。

从趋势来看，宏观环境将继续支持加息预期收敛，未来金价仍存在进一步上涨空间。当前临近中期选举，美伊冲突风险可控，油价上涨带来的通胀高峰已过，且就业市场转弱降低“二次通胀”风险，年内加息必要性不强，加之政治因素的外部干扰，年内利率保持不变仍是大概率事件。但鉴于当前通胀读数较高、美伊冲突尚未平息，市场暂未完全摆脱加息担忧。从加息预期收敛到加息预期消除，仍需要后续数据层面的持续验证。此外，随着科技板块迎来调整，市场极致风格演绎暂告一段落，且下半年临近中期选举，美国国内政治不确定性加大，市场风险偏好或趋于收敛，避险需求回归有望提振黄金价格。

我们预计在加息预期继续收敛的背景下，本轮金价反弹空间介于 4500-4800 美元/盎司。后续金价若想突破 5000 美元/盎司，回到年初的交易轨道内，则需要更强的叙事逻辑。未来主要关注两个方向：

其一，美国经济动能明显降温，推动市场重回降息交易。目前来看，美国经济有所降温但尚存韧性，美伊冲突仍在反复，通胀水平也处在较高水平，市场短期内难以切换到降息交易中，需要在四季度进一步观察。

其二，美元信用担忧再起，市场转向质疑主权债务可持续性的长期叙事。目前来看这条叙事逻辑正逐步验证中。一是，沃什模糊措辞导致其抗通胀信誉下降，市场选择通过提高通胀补偿进行对冲，加剧了长端利率上行。二是，日元走弱背景下，日本央行存在潜在的减持美债动机。三是，AI 企业融资需求迅速增长，加之下半年美国国债供给压力显著高于上半年，将引发市场对美国财政可持续性及其美债风险溢价担忧。四是，特朗普与沃什私下频繁通话，美联储独立性风险暴露。

总体而言，现阶段金价上涨主要反映加息预期收敛所带来的阶段性反弹，但如果后续美元信用担忧持续发酵重新带来“去美元化”交易，黄金有望迎来反转行情，类似于去年表现。“去美元化”交易重启，需要等待若干个风险事件叠加后驱动市场情绪，可能包括：2026 年底的政府关门、共和党中期选举落后后内政混乱、美国重新对欧盟等传统盟友进行打击、美国长期债券发生“软违约”等。

风险提示：国际地缘冲突持续反复；美国通胀风险超预期。

作者

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159

zhaogege@ebsecn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930522030001
021-52523880

liuxc@ebsecn.com

相关研报

原油供给恢复正常，需要经历“几道坎”？——《光大投资时钟》第三十一篇（2026-04-26）

如何看待“HALO 交易”？——《光大投资时钟》第三十篇（2026-03-01）

“安全”的溢价：地缘政治如何重塑全球利率曲线？——《光大投资时钟》系列第二十九篇（2026-02-10）

黄金权重下调，需要担忧么？——《光大投资时钟》第二十八篇（2025-12-24）

“猪周期”投资的新范式——《光大投资时钟》第二十七篇（2025-12-15）

黄金“狂欢”未歇，铜价能否共舞？——《光大投资时钟》系列报告第二十六篇（2025-10-21）

黄金周：黄金上涨的三个新变量——《光大投资时钟》系列报告第二十五篇（2025-10-08）

目 录

一、复盘上半年金价调整的逻辑	3
二、7 月以来，黄金“逆风”逐步消散，进入筑底反弹阶段	5
三、强势反弹后，金价后续走势如何看？	10
四、风险提示	12

图目录

图 1：1970 年以来金价大幅调整阶段的触发因素	3
图 2：2026 年 3 月以来金价持续调整，8 月初迎来反弹行情	3
图 3：美债收益率上行压制黄金价格	5
图 4：2026 年 4-6 月，费城半导体指数与黄金价格走势相反	5
图 5：14 日 RSI 指标显示，7 月金价下跌动能持续衰减，8 月买盘力量快速回升	6
图 6：7 月，黄金 ETF 波动率持续下降，表明市场恐慌情绪持续出清，8 月伴随金价反弹，波动率小幅上升 ..	6
图 7：从期货持仓结构来看，净多头持仓量呈现回升趋势	6
图 8：投机资金净多头持仓回升更多来自于空头回补	6
图 9：7 月下旬，全球黄金 ETF 资金转为净流入	6
图 10：今年 4 月以来，随着金价下跌，央行购金速度明显加快	7
图 11：今年上半年，央行黄金储备的主要买家和卖家	7
图 12：新兴市场及发展中经济体黄金储备比重距离发达国家仍有较大差距	8
图 13：近年来央行购金成为黄金需求的重要来源	8
图 14：美国 CPI 同比拉动率拆分	9
图 15：近期美国长期通胀预期指标表现较为平稳	9
图 16：2026 年 6 月以来，美国新增非农就业人数趋势向下	9
图 17：2026 年 7 月以来，花旗美国经济意外指数持续下行	9
图 18：9 月加息预期正处在回落阶段	10
图 19：“看多美元”交易已经达到历史高点	11
图 20：金价长期走势从不受制于利率波动	11

一、复盘上半年金价调整的逻辑

今年上半年黄金迎来本轮牛市的最大幅度的调整，期间跌幅达到 30%。回顾历次金价调整的过程中，美元流动性变化是最重要的触发因素，其次是风险偏好。

回顾 1970 年以来历次金价大幅调整（我们定义调整幅度达 20% 以上的为“大幅调整”），虽然触发因素各异，但主要沿两条路径展开：一是美元流动性收紧，表现为实际利率上升和美元走强，导致持有黄金的机会成本上升。如 1980 年代、2011—2015 年及 2022 年均属于美元流动性收紧背景下的调整；1974-1976 年金价调整则源于第一次石油危机影响消退后，经济恢复增长以及通胀降温，带动实际利率上行；2008 年则属于美元流动性危机下的特殊情形，投资者为补充现金和满足保证金要求被迫抛售黄金在内的高流动性资产。二是地缘政治与经济尾部风险消退，带动市场风险偏好回升、避险需求降温。1987—1999 年金价下跌还叠加了央行售金和黄金矿产供应增长。总体来看，美元流动性收紧与市场风险偏好上行，是历史上金价由高位转入调整的两类共性特征。

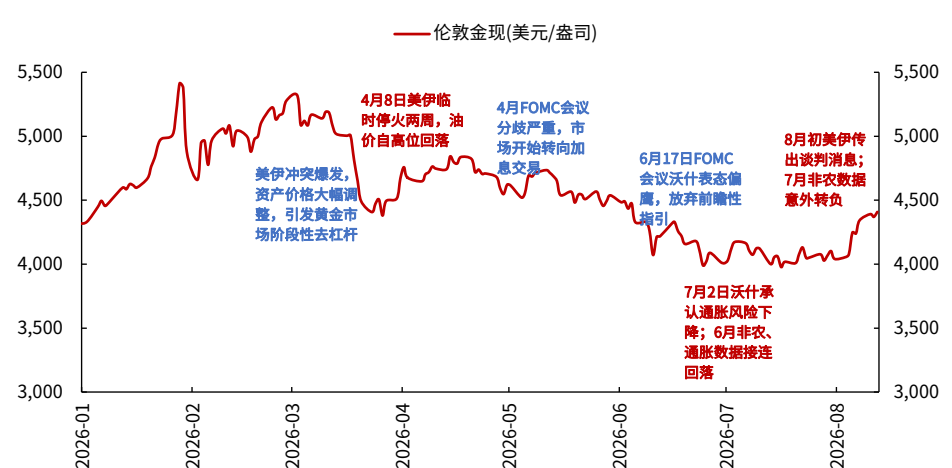
图 1：1970 年以来金价大幅调整阶段的触发因素

	1974-1976	1980-1982	1983-1985	1987-1999	2008	2011-2015	2022
金价跌幅	44%	65%	44%	49%	29%	45%	21%
下跌原因	实际利率上行（经济复苏、通胀降温）	实际利率上升（强势加息）	实际利率上升（经济复苏、加息）	实际利率震荡	实际利率上升（美元流动性危机）	实际利率上升（美联储退出 QE）	实际利率上升（经济复苏、强势加息）
	美元走强	美元走强	美元走强	美元震荡	美元反弹	美元走强	美元走强
	地缘政治和通胀风险降温（中东石油危机和越南战争结束）	地缘政治和通胀风险降温（第二次石油危机缓解，苏联入侵阿富汗影响消退）	地缘政治风险基本稳定，避险需求急剧下降	地缘政治风险下降（冷战结束）；美股牛市，风险偏好上升		欧洲债务危机解除，风险偏好上升	俄乌冲突升级，风险偏好低迷；但通胀压力迫使美联储紧缩
所处阶段	牛市去杠杆	牛熊转折点	熊市	熊市	牛市去杠杆	熊市	牛市调整

资料来源：Wind，光大证券研究所

本次金价调整的背景也不例外，3 月初以来黄金价格大幅调整主要受三类因素影响：一是，美伊冲突初期，美元流动性趋紧带来的阶段性去杠杆；二是，油价上涨带来通胀风险，市场从降息预期转向加息预期，美债利率和美元指数升高共同压制金价；三是，AI 资本开支和盈利表现，提升美国经济韧性和科技股表现，降低黄金的配置需求。其中，市场流动性预期的转变是金价的核心压制因素。

图 2：2026 年 3 月以来金价持续调整，8 月初迎来反弹行情



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至 2026 年 8 月 12 日

具体而言：

一是，美伊冲突初期，能源价格上涨与美元流动性趋紧，导致央行买盘力量减弱，黄金市场出现阶段性去杠杆。

对于能源进口依赖较高、汇率与外储压力较大的新兴经济体而言，黄金储备成为优质的流动性变现工具，以换取美元流动性、抵御汇率贬值压力。世界黄金协会数据（WGC）显示，全球央行 3 月净卖出黄金 30 吨，售金集中在少数央行，其中土耳其卖出约 60 吨，俄罗斯卖出约 6 吨，阿塞拜疆主权财富基金卖出 22 吨。其中，土耳其是最为典型的案例，其出售的大部分黄金属于黄金—外汇掉期，即以黄金换取美元流动性，合约到期后黄金原则上将回到央行储备。

此外，这一时期央行售金与风险资产去杠杆相互强化，加速黄金价格的下跌。根据世界黄金协会数据，3 月全球黄金 ETF 净流出约 84 吨，COMEX 管理基金净多头减少约 19 吨，跨资产投资者也通过出售黄金补充保证金和降低组合风险。

二是，油价上涨推升全球通胀，市场从降息预期转向加息预期，推升美债利率和美元指数。

3 月份，受霍尔木兹海峡封锁影响，油价快速上涨，市场持续下修年初降息预期。4 月中旬，美伊谈判破裂后，市场开始计入冲突持久化预期，转向加息预期交易。6 月份沃什上台后持续强调坚守通胀目标，且放弃前瞻性指引，市场对美联储政策利率调整路径进行重定价，带来一轮加息恐慌交易。

从 7 月 FOMC 会议来看，美联储仍按兵不动，但内部分歧加大，对加息的讨论增多。沃什模糊的态度使得市场难以识别其方向性，美债收益率曲线在会后呈现明显的陡峭化。一方面，市场认为沃什在尽可能拖延加息时点，等待后续通胀数据趋势性回落以及美联储工作组给出明确信号，沃什表现的鸽派态度让市场下调后续加息预期次数，对货币政策较为敏感的两年期美债利率有所下行。另一方面，尽管沃什多次重申抗通胀目标，但对于如何实现始终保持暧昧不清的态度，投资者被迫发起不信任投票，选择通过提高通胀补偿的方式推动长端美债利率上行。

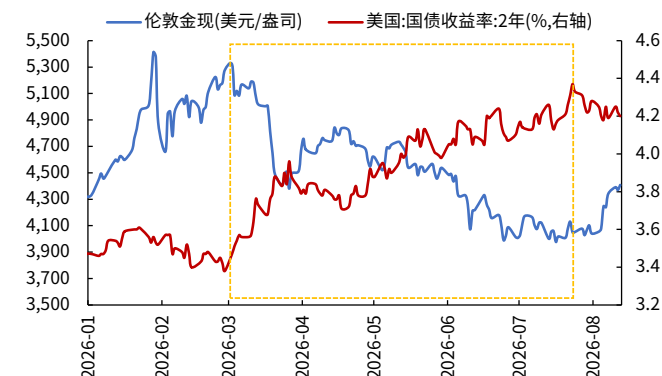
因此，当前市场仍然处在矛盾和纠结的过程中，美伊冲突的持续、偏高的通胀数据以及美联储内部鹰派声音增多，使得投资者既难以证伪加息预期，又无法转向宽松交易，最终的结果依然是美债利率高位震荡。

三是，AI 资本开支大超预期，科技股带来的虹吸效应导致黄金投资需求下降。

2025 年全球资产表现出科技与黄金共振的特征，本质是市场在进行风险的“双重对冲”——一方面押注 AI 技术革命带来的企业盈利增长，另一方面防范全球债务膨胀与地缘冲突导致的法币购买力贬值。

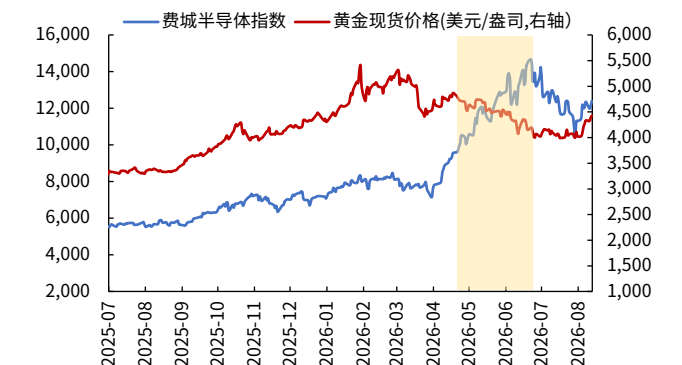
但今年上半年，尤其是在二季度，美国费城半导体指数与黄金价格呈现负相关性，与去年明显相背。究其原因，AI 资本开支继续大超预期，对冲了高油价对就业和消费的冲击，提振美国经济增速，进一步支撑美元指数，对黄金价格形成压制；科技股景气度相对较高，美国费城半导体指数连续上涨的虹吸效应导致黄金的获利盘撤出，黄金投机需求下降。

图 3：美债收益率上行压制黄金价格



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至 2026 年 8 月 12 日

图 4：2026 年 4-6 月，费城半导体指数与黄金价格走势相反



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至 2026 年 8 月 12 日

二、7 月以来，黄金“逆风”逐步消散，进入筑底反弹阶段

从技术和资金指标来看，7 月在金价持续盘整的过程中，持仓结构改善、RSI 动能修复、隐含波动率回落、ETF 资金转为净流入共同表明黄金市场已由快速去杠杆阶段逐步转向筑底阶段。8 月以来，伴随美伊局势缓和以及新增非农数据转负，市场看涨信心增多，金价迎来快速反弹。但考虑到短期内金价上涨过快，可能会面临获利回吐压力，对于黄金的配置不建议追涨，以回调时买入为主。

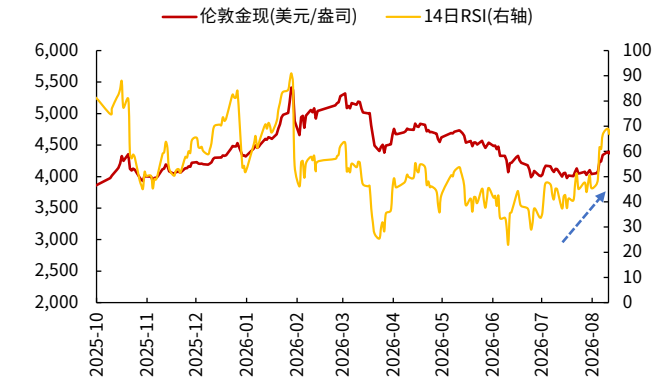
一是，6-7 月在金价持续向下调整的过程中，14 日 RSI 指标不再创新低，而是由 30-40 弱势区间逐步回升并接近 50 中轴，表明下跌动能正在衰减，步入多空平衡阶段，金价在 4000 美元/盎司附近震荡获得支撑。8 月以来，随着美伊局势缓和，市场加息预期开始回落，RSI 指标快速升至接近 70，表明短期上涨动能显著增强，市场从中性区间步入“偏热区间”，短期内或面临获利回吐压力。

二是，从黄金 ETF 隐含波动率指标（GVZ）来看，6 月 24 日金价跌破 4000 美元/盎司时，GVZ 一度升至 31.60，此后金价在 4000 美元/盎司附近震荡盘整，但 GVZ 回落至 23-24 区间，反映市场对尾部风险的定价明显下降。8 月以来，伴随金价快速上涨，GVZ 小幅回升，表明市场看涨信心正在积累。

三是，6 月以来 COMEX 黄金管理净多头持仓量呈现触底回升趋势。表明期货市场前期去杠杆压力正在减轻，以对冲基金和 CTA 为代表的部分投机资金开始重新建立黄金多头敞口。但从资金结构来看，投机资金净多头持仓中，空头回补贡献较多，多头逐步入场，但节奏相对较慢。

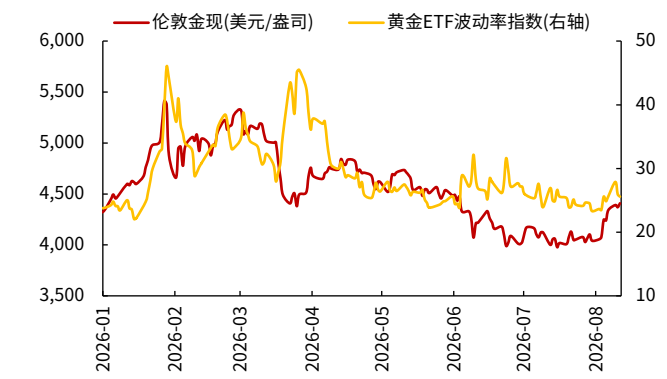
四是，国内外 ETF 资金也结束单边净流出态势。根据世界黄金协会数据，今年 7 月下旬之后，全球黄金 ETF 资金转为持续净流入，结束 5-6 月单边净流出情况。今年 8 月 7 日当周，欧洲、美洲、亚洲资金分别净流入 8.5、7.9、5.7 吨，呈现普遍回暖态势。

图 5： 14 日 RSI 指标显示，7 月金价下跌动能持续衰减，8 月买盘力量快速回升



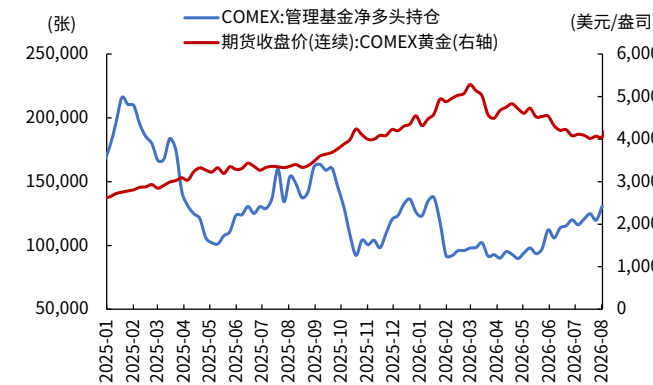
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至 2026 年 8 月 12 日

图 6： 7 月，黄金 ETF 波动率持续下降，表明市场恐慌情绪持续出清，8 月伴随金价反弹，波动率小幅上升



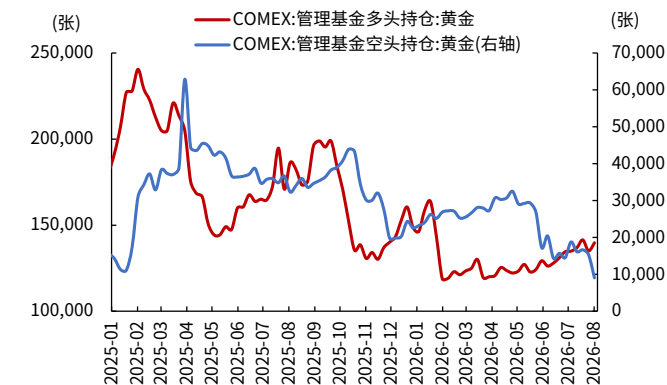
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至 2026 年 8 月 12 日

图 7： 从期货持仓结构来看，净多头持仓量呈现回升趋势



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至 2026 年 8 月 1 日

图 8： 投机资金净多头持仓回升更多来自于空头回补



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至 2026 年 8 月 1 日

图 9： 7 月下旬，全球黄金 ETF 资金转为净流入



资料来源：世界黄金协会，光大证券研究所 注：数据截至 2026 年 8 月 7 日

从基本面分析来看，前期压制金价的三大因素也在逐步消退。

一是，央行购金恢复净买入，对金价形成底部支撑。

随着地缘冲突和流动性压力减弱，4月以来央行购金已经恢复，5-6月购金力度逐步加大，呈现出低位加大买入的逆周期特征。考虑到全球央行购金趋势仍存，且购金主体在逐步扩大，央行购金因素将成为中期范围内金价筑底的关键基础。

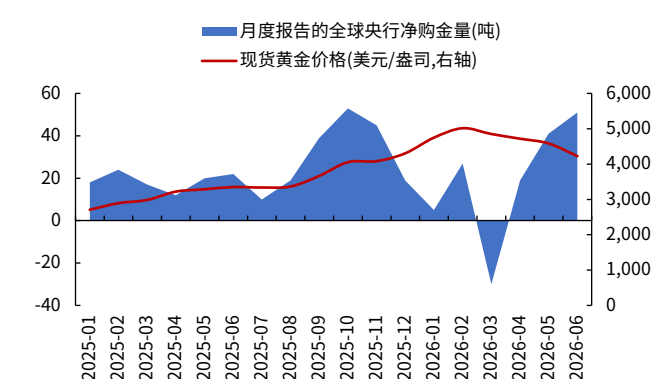
根据 WGC 月度报告披露的全球央行净购金数据，各国央行自 4 月起对黄金重新转为净买入，4 月净购金约 19 吨；5 月伴随金价进一步下跌，央行购金力度明显加大，净购金量升至 41 吨，6 月进一步扩大至 51 吨。中国、波兰、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦等主要买家普遍加大增持力度。

根据 2026 年 6 月央行黄金储备调查显示，央行购金的长期趋势仍在继续强化，89% 的央行行长预计未来 12 个月全球黄金储备将会增加。在地缘政治风险加大的背景下，储备资产多元化有助于分散风险、增强外汇储备韧性。

目前来看，参与购金的央行买家数量在逐步增多。除了亚洲、东欧等新兴市场持续购金外，非洲、拉丁美洲国家也开始逐步增持黄金。例如，在拉丁美洲，今年上半年，智利已累计购入约 8 吨黄金，其次是危地马拉（2 吨），玻利维亚和乌拉圭各购入 1 吨。在非洲，加纳今年累计购入 6 吨，今年 2 月宣布将官方黄金储备提高至 2028 年最高 157 吨（截至 6 月底为 24.4 吨），6 月底又将大型矿企向国家出售黄金的比例由 20% 提高至 30%。今年 8 月份，韩国作为发达国家也宣布加入购金序列，提出将在中长期内扩大黄金在外汇储备中的占比，截至今年 6 月份，韩国持有的黄金储备占其总外汇储备比重仅有 3%，未来购金空间充足。

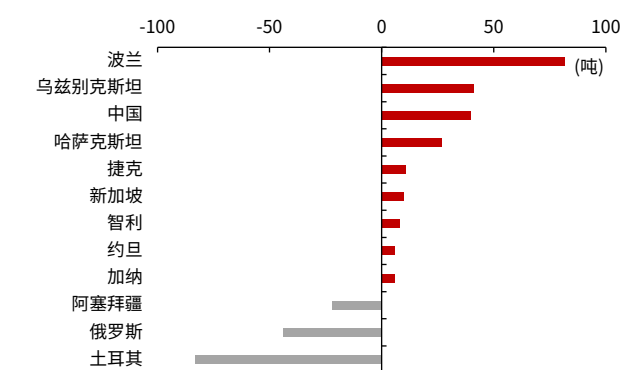
2024、2025 年全球央行购金规模大约为 1100、900 吨，相较于黄金每年 5000 吨左右的新增供给而言，贡献了大约 20% 左右的需求，其对于黄金价格的托底力量仍然不容忽视。

图 10：今年 4 月以来，随着金价下跌，央行购金速度明显加快



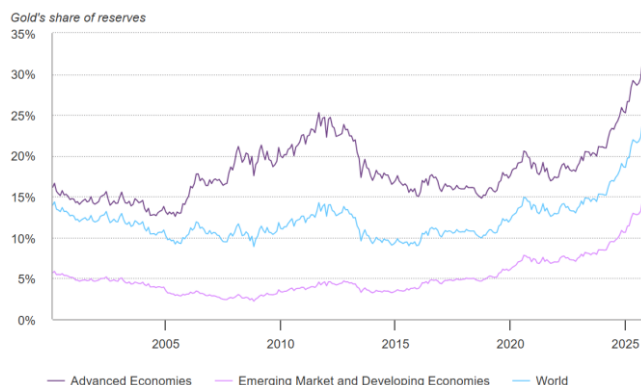
资料来源：世界黄金协会，光大证券研究所 注：数据截至 2026 年 6 月；月度报告数据仅包含公开披露的变化，与季度披露的央行购金统计口径不同，后者包含已披露变化的汇总数据以及对未披露购买量的估算。

图 11：今年上半年，央行黄金储备的主要买家和卖家



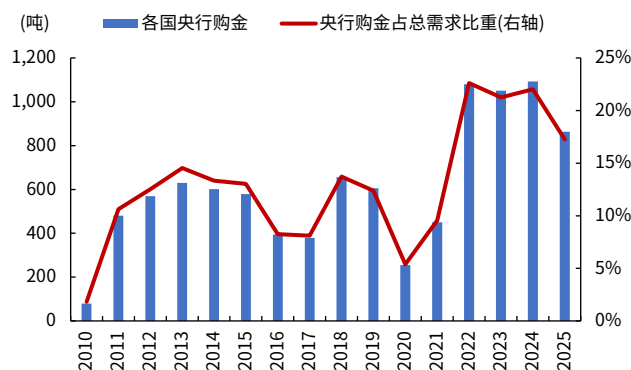
资料来源：世界黄金协会，光大证券研究所；注：数据统计区间为 2026 年 1 月至 6 月

图 12: 新兴市场及发展中经济体黄金储备比重距离发达国家仍有较大差距



资料来源：世界黄金协会，光大证券研究所 注：数据截至 2025 年 9 月

图 13: 近年来央行购金成为黄金需求的重要来源



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至 2025 年

二是，黄金价格在前期下跌中已经充分计入加息预期定价。我们预计年内美联储保持按兵不动仍是基准情景，随着未来市场加息预期收敛，黄金价格将迎来持续反弹行情。

1) 美国通胀高峰已过，下半年将迎来趋势性回落，叠加“二次通胀”担忧缓和，沃什仍有理由拖延加息时点，等待美联储工作组给出明确信号。

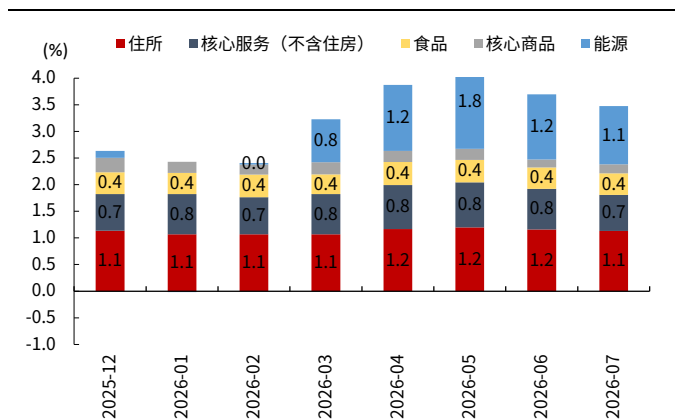
一方面，随着特朗普再度 TACO，美伊冲突迎来缓和契机，能源价格自高位回落。目前看能源项对 CPI 的支撑在 5 月份已经达到高点，后续再度冲高的概率不大。通胀已经成为特朗普中期选举的最大阻力。7 月份在油价冲高至 100 美元/桶，美债利率升至前高的背景下，特朗普出现主动降温动作。即便后续美伊局势再度反复，油价上涨尾部风险也将大幅减弱，对通胀而言，则意味着能源冲击的峰值已过。

另一方面，6 月通胀数据显示出当前美国核心通胀压力已在放缓，油价上涨带来的“二次通胀”影响有限。此前市场担忧前期油价上涨会滞后向核心通胀传导，但 6 月份随着油价下跌，美国能源和核心通胀呈现同步回落的情况。从核心通胀内部结构来看，1) 关税影响正在消退，二季度以来关税敏感型产品的价格同比走势趋于回落；2) 从房价、租金等领先指标来看，住房通胀仍处在放缓轨道内，预计这一趋势将延续至 2027 年上半年；3) 高利率、高通胀背景下，美国经济动能有所放缓，核心服务价格降温。考虑到新增就业人数走低以及美国经济 K 型分化的现实情况，潜在的“工资-通胀螺旋”风险也较为有限。因此，本轮油价上涨更多为一次性冲击，演变为持久性通胀的风险较低。

从近期通胀预期指标的表现，也可以看出油价上涨带来的通胀恐慌明显消除。7 月以来油价再度上涨，但 10 年期通胀预期指数的升幅要显著低于 3 月油价上行阶段。对于供给侧冲击带来的通胀，美联储主要任务在于防范其转变为持久性通胀，通胀预期指标是重要中间变量。而通胀预期的相对平稳，也降低了美联储后续加息的必要性。



图 14：美国 CPI 同比拉动率拆分



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至 2026 年 7 月

图 15：近期美国长期通胀预期指标表现较为平稳



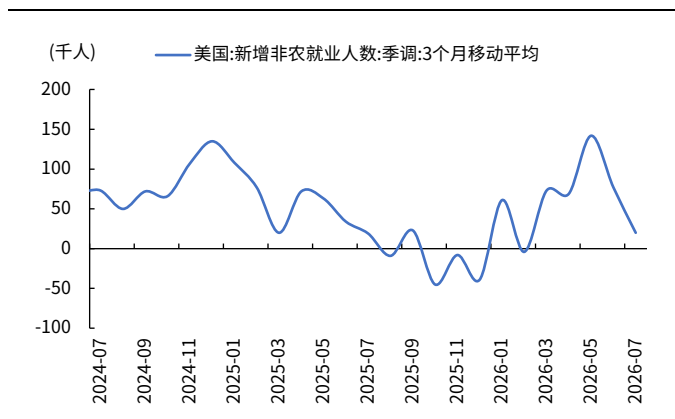
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至 2026 年 8 月 12 日

2) 从经济增长视角来看，下半年美国经济动能或面临降温风险，加息必要性也相应下降。

拆解二季度美国 GDP 数据，从投资端来看，AI 相关投资对经济的拉动开始放缓。若将 GDP 指标中，私人投资中的信息处理设备和软件投资这两个分项作为 AI 相关投资指标，可以看到 2026 年二季度 AI 相关投资对经济的拉动开始放缓，合计仅拉动 GDP 环比折年率 0.5 个百分点，低于 2026 年一季度的 1.3 个百分点。从消费端来看，二季度受世界杯赛事效应、“大美丽法案”的退税效应以及居民财富效应增长带动，消费支出大幅增长，二季度环比折年率录得 3.2%，显著高于一季度的 0.5%，但下半年随着退税和世界杯效应散去，消费增长动能预计放缓。同时，当前居民储蓄率已经降至低位，通胀对于居民实际购买力形成侵蚀，都在削弱消费增长基础。

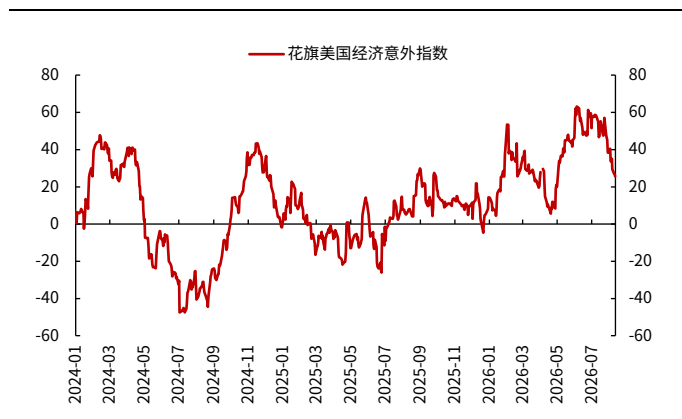
从 7 月数据来看，新增非农就业超预期转负，其中生产部门就业稳健，但服务部门就业明显转弱，休闲酒店业、零售业拖累明显。说明美国经济韧性在高通胀、高利率的背景下开始松动，世界杯提振效应也在退坡。

图 16：2026 年 6 月以来，美国新增非农就业人数趋势向下



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至 2026 年 7 月

图 17：2026 年 7 月以来，花旗美国经济意外指数持续下行



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至 2026 年 8 月 12 日

三是，进入 6 月下旬，科技股步入震荡调整期，且临近中期选举，市场风险偏好趋于下行，有助于提振黄金的避险需求。

当前 AI 资本开支叙事面临挑战，市场担心大量的资金投入能否转化为有效回报。随着市场风格的再平衡，科技板块的虹吸效应有望下降，黄金作为避险/对冲型资产，配置需求重新回归。黄金价格经历前期大幅调整后，已经具备投资性价比。且下半年临近中期选举，在特朗普中期选举不利的情况下，美国国内政治经济不确定性增大，市场风险偏好或趋于下降，避险需求回归有望提振黄金价格。

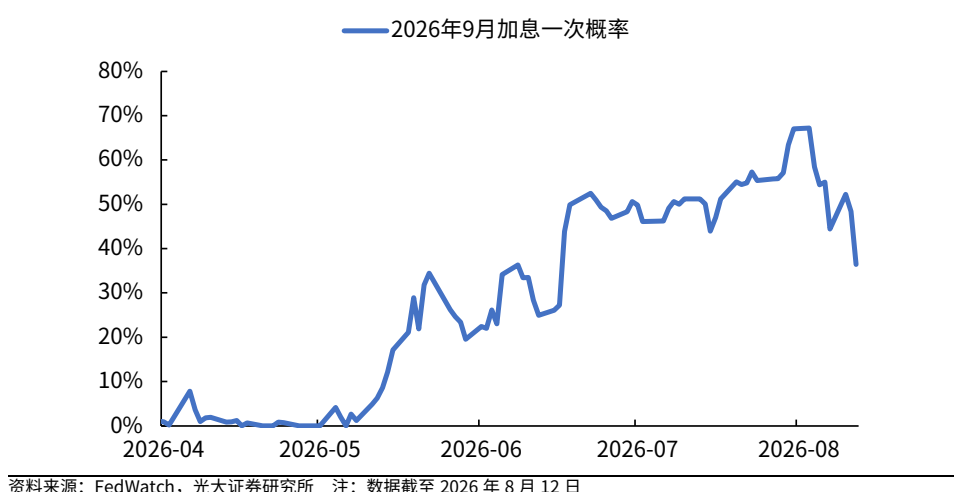
三、强势反弹后，金价后续走势如何看？

今年 7 月下旬之后，金价在前期震荡后展现出较强上涨动能。一是，金价对油价呈现脱敏迹象。尽管油价在 7 月下旬迎来大幅上涨，但金价不再继续下跌，反而呈现出筑底态势，表明本轮金价已经调整到位。二是，8 月初，随着美伊冲突迎来缓和契机，市场从前期担忧加息落地的悲观情绪中走出，带动金价快速反弹。后续披露的非农数据大幅走低，进一步加速金价上涨行情。

从交易层面来看，短期金价过快上涨后可能面临资金获利回吐的压力。但从趋势来看，宏观环境将继续支持加息预期收敛，未来金价仍存在进一步上涨空间。我们预计 7 月美国通胀数据将呈现小幅回落态势。目前看美国通胀风险主要来自于油价，只要美伊冲突可控，油价上涨风险收敛将带动通胀步入降温阶段。同时，目前通胀预期保持锚定，居民薪资增速降温弱化“二次通胀”风险，我们预计当前加息仍不是必选项，加之政治因素的外部干扰，年内利率保持不变仍是大概率事件。

从当前市场预期来看，9 月加息预期较前期有所回落；2 年期美债利率尽管自 7 月下旬高点 4.37% 降至 8 月 12 日的 4.20%，但仍然显著高于年初的 3.5% 水平。表明当前市场尚未摆脱加息担忧，从加息预期收敛到加息预期消除，需要后续数据层面的持续验证以及美联储内部鹰派力量的消退。

图 18：9 月加息预期正处在回落阶段



我们预计在加息预期继续收敛的背景下，本轮金价反弹空间介于 4500-4800 美元/盎司。后续金价若想突破 5000 美元/盎司，回到年初的交易轨道内，则需要更强的叙事逻辑。

其一，美国经济动能明显降温，推动市场重回降息交易。从去年的情况来看，同样在 8 月份，随着经济数据走弱，叠加关税影响定性为一次性冲击，鲍威尔态度转鸽，推动一轮降息交易的开启。期间对流动性环境较为敏感的 ETF 资金持续流入，加速上一轮金价上涨行情。

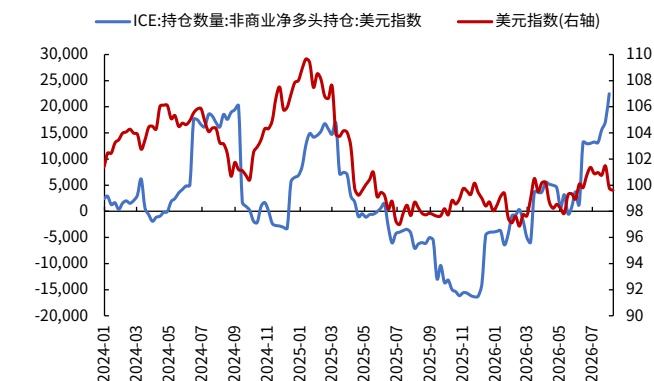
目前来看，美国经济有所降温但尚存韧性，美伊冲突仍在反复，通胀水平也处在较高水平，市场短期内难以切换到降息交易中，这一点需要在四季度进一步观察。

其二，对美元信用的担忧再起，市场转向质疑主权债务可持续性的长期叙事。目前来看这条叙事逻辑正逐步验证中。

一是，沃什模糊措辞导致其抗通胀信誉下降，市场选择通过提高通胀补偿进行对冲，加剧了长端利率上行。二是，日元持续走弱背景下，日本央行存在潜在的减持美债动机。三是，AI 企业融资需求迅速增长，加之下半年美国国债供给压力显著高于上半年，将引发市场对美国财政可持续性 & 美债风险溢价担忧。四是，特朗普与沃什私下频繁通话，使得美联储独立性风险暴露。

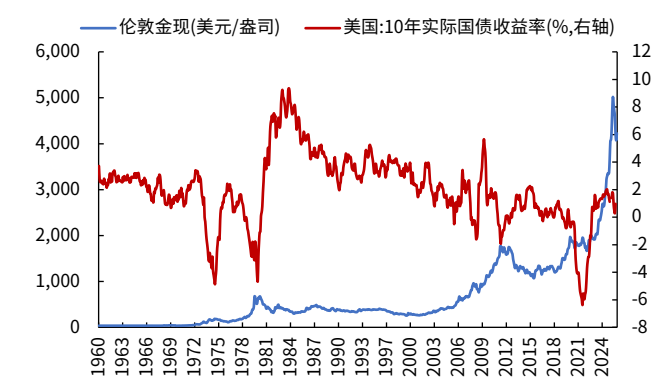
此前 2025 年黄金价格一路高歌猛进离不开“去美元化”交易。期间美国关税政策不确定性、对美联储独立性的担忧，使得投资者越来越多质疑传统储备资产的可信度，选择拥抱黄金作为“安全资产”。今年年初，在地缘局势升级、国际秩序摇摆、北欧养老金抛售美债的背景下，黄金作为替代资产属性进一步发酵，刷新了金价的历史高点。今年 3 月之后，“去美元化”交易暂停，市场看多美元情绪持续压制黄金表现。一是，AI 投资和能源冲击使得美国经济增长韧性相对更强，美元重新获得避险货币地位。同时，AI 资本开支扩张和盈利改善驱动下，外国投资者大量涌入美国股市，导致资本账户美元需求增加。二是，美伊冲突推升通胀风险，市场加息预期抬升进一步支撑美元指数。此外，鲍威尔和库克继续留任美联储，同时沃什持续强化抗通胀立场，弱化市场对美联储独立性的担忧。

图 19：“看多美元”交易已经达到历史高点



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至 2026 年 8 月 1 日

图 20：金价长期走势从不受制于利率波动



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至 2026 年 6 月

如果下半年美元信用担忧叙事持续发酵，黄金价格可能会突破利率约束，开启新一轮上涨行情，这一点需要后续持续关注。

从长期趋势而言，黄金的牛市从不受困于利率环境的约束。从 1970 年以来的长期数据来看，利率的变化仍属于区间波动的范畴，而黄金的价格则是趋势性上涨，二者长期走势并无相关性。信用货币时代，黄金长期价值与全球货币发行量走势一致，即黄金的内核依然是对抗法币贬值担忧、对抗全球债务膨胀。

从这一视角来看，AI 革命是黄金牛市最重要的潜在逆风之一。若 AI 显著提升潜在经济增速和财政收入，将改善债务可持续性，强化法币信心。但现阶段，AI 仍处于资本投入和基础设施建设期，应用端的商业化、盈利模式与大规模转化效果仍有待验证；企业更多将其作为辅助工具提升局部效率，尚未广泛重构生产流程、商业模式和传统工作方式，宏观生产率红利因而尚未充分显现。历史上，通用技术的生产率提升通常呈“J 型曲线”，需要经历较长时间的组织重构与扩散。相比之下，现阶段政府财政投入、算力与能源建设以及私人资本开支已率先推动债务扩张。在生产率红利尚未覆盖融资成本前，AI 带来的更多是“债务先行”而非“债务消解”，反而强化了黄金对冲货币信用与财政风险的长期逻辑。换句话说，当前 AI 发展势头尚不足以扭转黄金牛市环境，黄金对抗主权债务风险的长期逻辑仍然适用，而这一点往往是开启金价上涨大行情的按钮。

四、风险提示

国际地缘冲突持续反复；美国通胀风险超预期。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼