仅供内部参考，请勿外传

贵金属

行业定期报告

2026 年 08 月 29 日

沃什在杰克逊霍尔会议放“鹰”，黄金或进入盘整阶段

——贵金属双周报（2026/08/17-2026/08/30）

投资评级： 看好（维持）

证券分析师

田源
SAC：S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
张明磊
SAC：S1350525010001
zhangminglei@huayuanstock.com
田庆争
SAC：S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com
郑嘉伟
SAC：S1350523120001
zhengjiawei@huayuanstock.com
方皓
SAC：S1350525110003
fanghao@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



投资要点：

- **近两周黄金白银延续震荡上行，周五夜间迎来大幅回调。**近两周（截至 8 月 28 日收盘，下同），伦敦现货黄金上涨 3.92%至 4562.75 美元/盎司，上期所黄金上涨 5.95%至 999.28 元/克，沪金持仓量上涨 10.99%至 37.92 万手；伦敦现货白银上涨 8.75%至 70.26 美元/盎司，上期所白银上涨 9.50%至 17215 元/千克，沪银持仓量上涨 0.76%至 55.61 万手；伦敦现货钯上涨 9.38%至 1444 美元/盎司，伦敦现货铂上涨 8.36%至 1884 美元/盎司。但本周五夜间金银迎来大幅回调，截至 29 日凌晨 2:30，上期所黄金下跌 2.65%至 967.38 元/克、上期所白银下跌 3.62%至 16210 元/千克。我们认为主要原因包括：

- **美联储主席沃什杰克逊霍尔首秀偏“鹰”，9 月加息重回视野。**美联储主席凯文·沃什周五在杰克逊霍尔全球央行年会上发表演讲，他表示美国经济整体表现强劲，但通胀仍明显高于 2%目标，因此当前货币政策的首要任务仍是恢复价格稳定。沃什指出，当前失业率为 4.1%，劳动力市场基本处于充分就业状态，不过 PCE 通胀同比 3.7%，六个月年化 4.1%，且超过一半 PCE 项目涨幅仍高于 3%，说明通胀基础依然广泛，明确表示美联储必须看到基础通胀“明确并以足够速度”回落至 2%，否则政策仍需继续发挥作用。周中，随着美国通胀持续高于 2%目标、长期国债收益率处于高位，市场对美联储年内重新加息的预期有所升温。

- **美国财政部宣布将扩大国债回购规模，美债收益率短暂回落后再度上涨。**美国长期国债市场上周遭遇剧烈波动，30 年期美债收益率一度升至 2007 年以来最高水平，与此同时美国联邦政府债务总额首次突破 40 万亿美元，债市压力、财政赤字扩张以及长期利率风险撼动金融资产。面对债市波动，美国财政部采取措施稳定长期国债市场，8 月 19 日宣布扩大 10 年至 30 年期国债流动性支持回购操作规模，将单次回购上限从 20 亿美元提高至至少 40 亿美元，并表示此举旨在为长期名义国债市场提供“更强的流动性支持”。消息公布后，长期美债收益率有所回落，然而次日即出现效果逆转，投资者质疑单靠回购规模扩大能否抵消推升长期收益率的多重因素。

- **美国无意重新接受今年 6 月与伊朗达成的谅解备忘录条款，伊朗表示海峡全面重新开放取决于美国落实伊朗提出的条件。**尽管阿曼、卡塔尔和巴基斯坦加紧斡旋，伊朗也开始讨论重开霍尔木兹海峡的条件，但美伊直接谈判前景仍在恶化。美国已明确表示无意重新接受今年 6 月与伊朗达成的谅解备忘录条款，白宫同时强调目前双方没有谈判，海上封锁仍然有效，“所有选项”都在考虑之中。伊朗最高国家安全委员会秘书雷扎伊表示，海峡全面重新开放取决于美国落实伊朗提出的条件，包括结束地区战争、以色列撤出黎巴嫩领土、停止加沙战争及袭击叙利亚。

- **中期维度，杰克逊霍尔会议后市场核心交易逻辑再度转向“充分就业+通胀基础广泛→美联储首要任务是恢复价格稳定→加息预期升温”的定价链条，整体行情或维持偏弱震荡态势。**

未来两周关注的核心事件包括：1）中东冲突局势发展及霍尔木兹海峡通航情况；2）9 月 4 日公布的美国非农就业数据；3）9 月 11 日公布的美国 CPI。

- **长期来看，黄金的上涨逻辑并未削弱，反而在全球宏观与地缘格局变化下进一步强化。**1）美国财政赤字约束、债务扩张、贸易保护主义升温及大国博弈加剧正在削弱美元信用锚的稳定性，推动全球储备资产向多元化重配，黄金正逐步演化为对冲主权信用风险、地缘分裂风险和全球货币体系重构风险的重要资产。2）尽管节奏出现短期波动，但全球央行持续购金仍为金价提供坚实底部支撑，中国央行延续增持亦进一步验证官方部门的长期配置需求。3）美国经济周期后段面临高利率、信用收缩与增长放缓的多重约束，未来无论美联储是因经济放缓而降息还是因通胀黏性而被迫维持更长时间的高利率，黄金都具备较强的长期配置价值：前者利好实际利率下行，后者则强化避险与抗信用风险需求。整体看，黄金中长期仍处于有利窗口，价格中枢有望在全球宏观与地缘格局重塑过程中继续上移。

- **我们维持贵金属行业“看好”评级，建议关注个股组合：紫金黄金国际、赤峰黄金、万国黄金集团、四川黄金、盛达资源、中国黄金国际、招金黄金、山金国际、招金矿业、山东黄金、湖南黄金、中金黄金。**

- **风险提示：中东冲突不确定性风险；通胀超预期反弹风险；经济失速下行风险；美联储超预期加息风险。**

内容目录

1. 价格走势情况 6
2. 美国经济数据和美联储跟踪 7
3. 持仓及成交量情况 9
4. 内外盘价差及黄金基准比值情况 11
5. 期货基差情况 12
6. 风险提示 12

图表目录

图表 1： 贵金属价格变动情况 6
图表 2： 外盘黄金价格走势情况 6
图表 3： 外盘白银价格走势情况 6
图表 4： 内盘黄金价格走势情况 6
图表 5： 内盘白银价格走势情况 6
图表 6： 钯价格走势情况 7
图表 7： 铂价格走势情况 7
图表 8： 美国核心 PCE 年率情况 7
图表 9： 美国 CPI 年率情况 7
图表 10： 美国新增非农就业人数情况 7
图表 11： 美国失业率情况 7
图表 12： 美国新增 ADP 就业人数情况 8
图表 13： 美国当周初请失业金人数情况 8
图表 14： 美国 JOLTs 职位空缺情况 8
图表 15： 美国 PMI 情况 8
图表 16： 后续三次美联储议息会议可能性预测（截至 8 月 28 日凌晨 6 点） 8
图表 17： FOMC 点阵图情况 8
图表 18： 美元指数情况 9
图表 19： 美国 10 年期国债收益率情况 9
图表 20： COMEX 资管机构多头持仓情况 9
图表 21： COMEX 其他多头持仓情况 9
图表 22： COMEX 生产/贸易/加工/用户空头持仓情况 9
图表 23： COMEX 互换交易商空头持仓情况 9
图表 24： 沪金持仓量情况 10
图表 25： 沪银持仓量情况 10
图表 26： 全球主要黄金 ETF 持仓情况 10
图表 27： 全球主要白银 ETF 持仓情况 10
图表 28： 内外盘黄金价差情况 11
图表 29： 内外盘白银价差情况 11

图表 30： 金银比情况 11
图表 31： 金铜比情况 11
图表 32： 国际黄金基差情况 12
图表 33： 国内黄金基差情况 12

仅供内部参考，请勿外传

1. 价格走势情况

近两周，伦敦现货黄金上涨3.92%至4562.75美元/盎司，上期所黄金上涨5.95%至999.28元/克，沪金持仓量上涨10.99%至37.92万手；伦敦现货白银上涨8.75%至70.26美元/盎司，上期所白银上涨9.50%至17215元/千克，沪银持仓量上涨0.76%至55.61万手；伦敦现货钯上涨9.38%至1444美元/盎司，伦敦现货铂上涨8.36%至1884美元/盎司。

图表1：贵金属价格变动情况

品种	市场	单位	价格	14日变动	30日变动	年初至今
黄金	伦敦现货	美元/盎司	4562.75	3.92%	14.04%	4.46%
	上期所	元/克	999.28	5.95%	13.02%	2.22%
	沪金持仓量	万手	37.92	10.99%	31.51%	20.59%
白银	伦敦现货	美元/盎司	70.26	8.75%	22.41%	-2.40%
	上期所	元/千克	17215	9.50%	20.65%	0.83%
	沪银持仓量	万手	55.61	0.76%	11.18%	-13.23%
钯	伦敦现货	美元/盎司	1444	9.38%	15.02%	-13.02%
铂	伦敦现货	美元/盎司	1884	8.36%	17.98%	-15.37%

资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表2：外盘黄金价格走势情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表3：外盘白银价格走势情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表4：内盘黄金价格走势情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表5：内盘白银价格走势情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 6：钯价格走势情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 7：铂价格走势情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

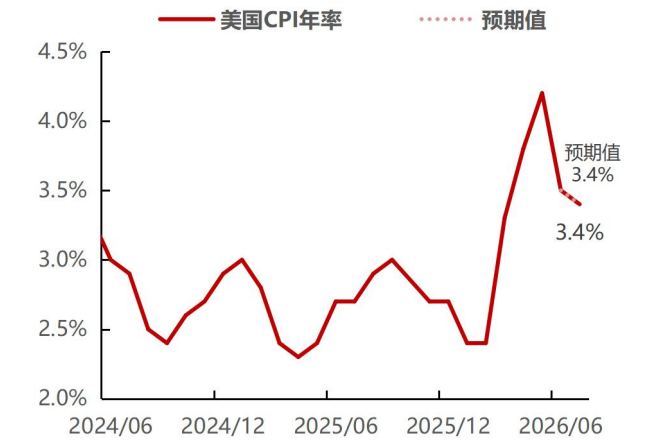
2. 美国经济数据和美联储跟踪

图表 8：美国核心 PCE 年率情况



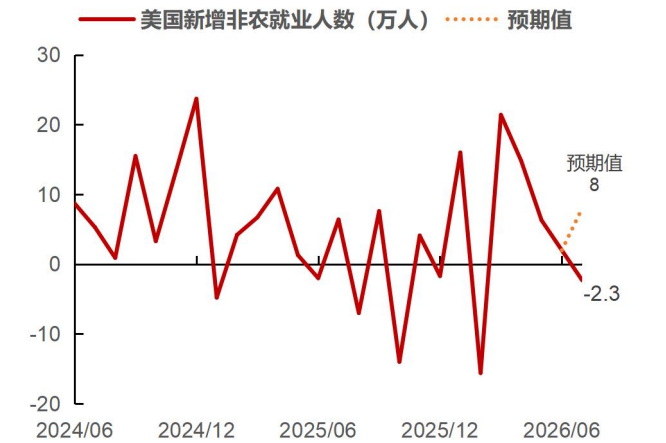
资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 9：美国 CPI 年率情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 10：美国新增非农就业人数情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

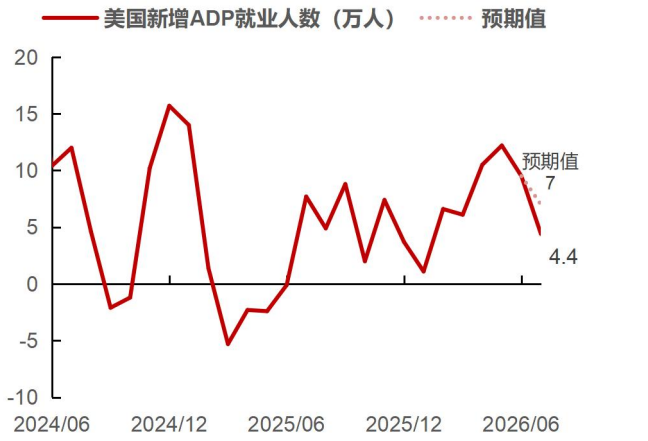
图表 11：美国失业率情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图表 12：美国新增 ADP 就业人数情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 13：美国当周初请失业金人数情况



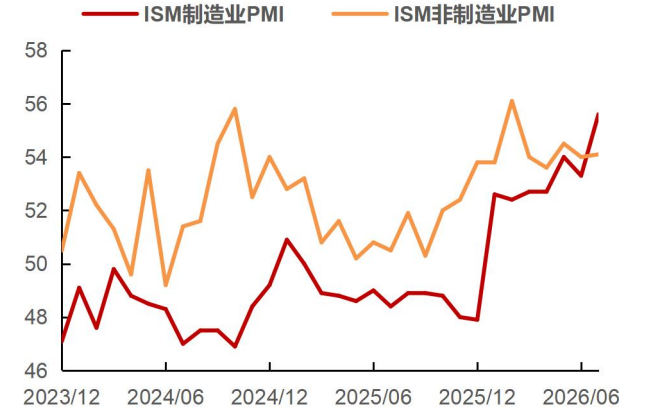
资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 14：美国 JOLTs 职位空缺情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 15：美国 PMI 情况



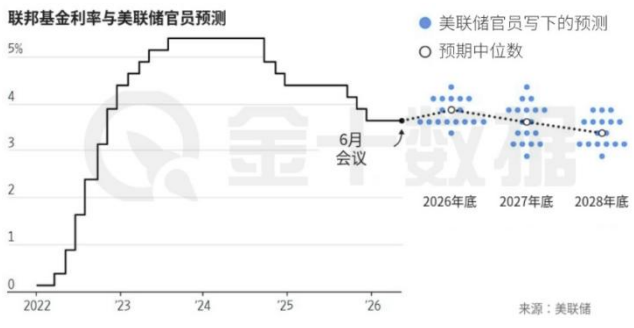
资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 16：后续三次美联储议息会议可能性预测（截至 8 月 28 日凌晨 6 点）

预测利率	2026.09.17	2026.10.29	2026.12.10
3.50%-3.75%（当前利率）	63.5%	47.3%	25.3%
3.75%-4.00%	36.5%	43.4%	45.2%
4.00%-4.25%	0.0%	9.3%	25.1%
4.25%-4.50%		0.0%	4.3%
4.50%-4.75%			0.0%

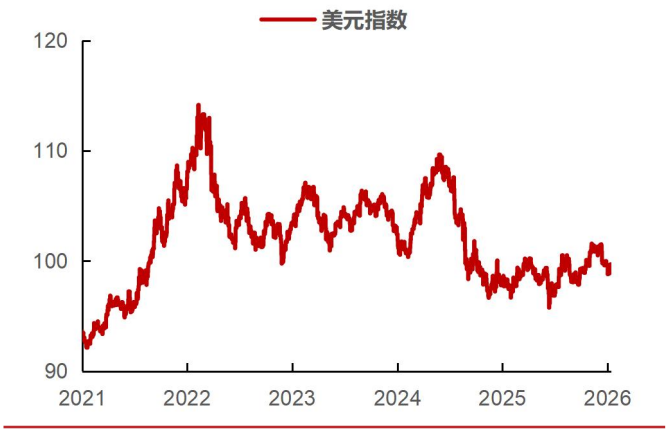
资料来源：金十数据，华源证券研究所

图表 17：FOMC 点阵图情况



资料来源：美联储，金十数据，华源证券研究所

图表 18：美元指数情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

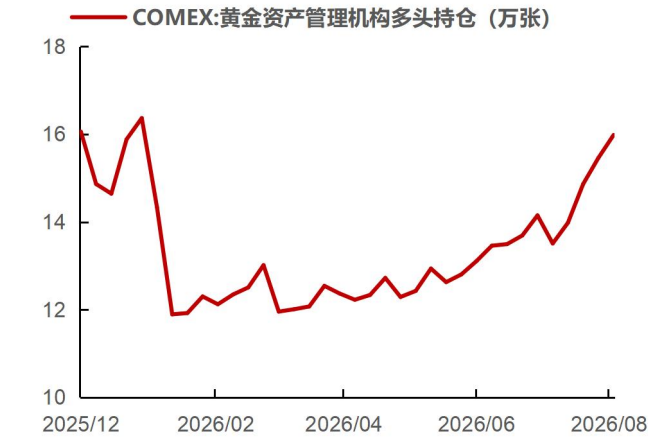
图表 19：美国 10 年期国债收益率情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

3. 持仓及成交量情况

图表 20：COMEX 资管机构多头持仓情况



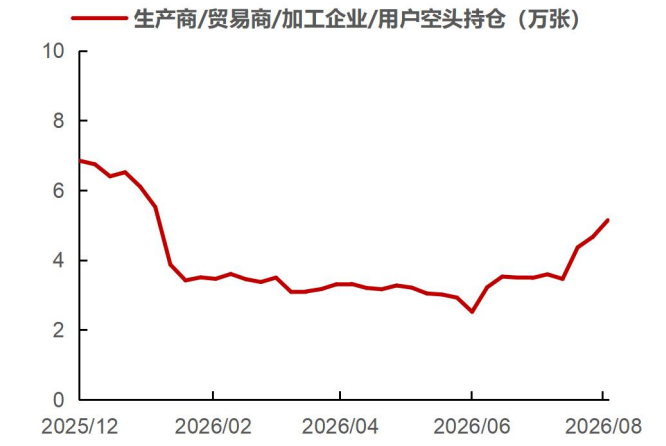
资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 21：COMEX 其他多头持仓情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 22：COMEX 生产/贸易/加工/用户空头持仓情况



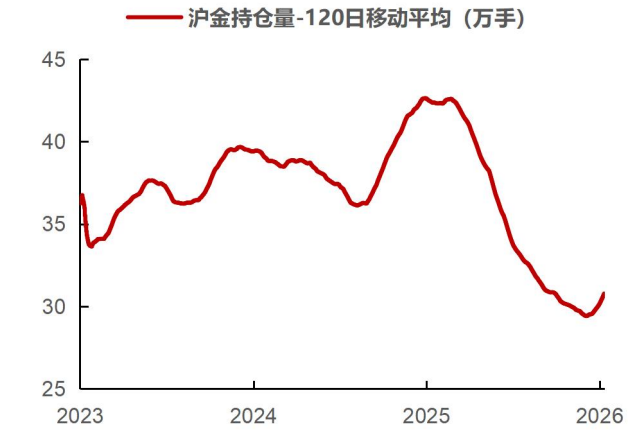
资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 23：COMEX 互换交易商空头持仓情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 24：沪金持仓量情况



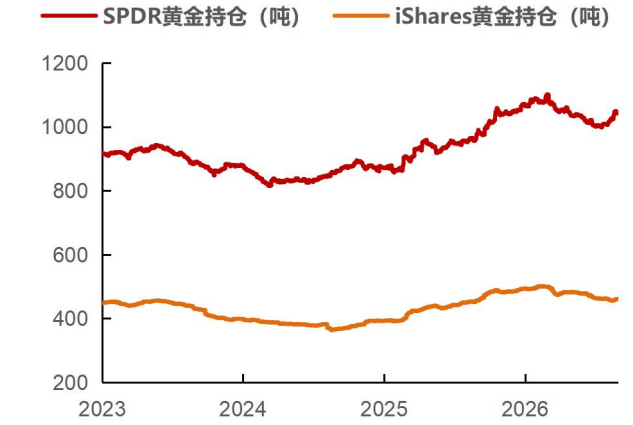
资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 25：沪银持仓量情况



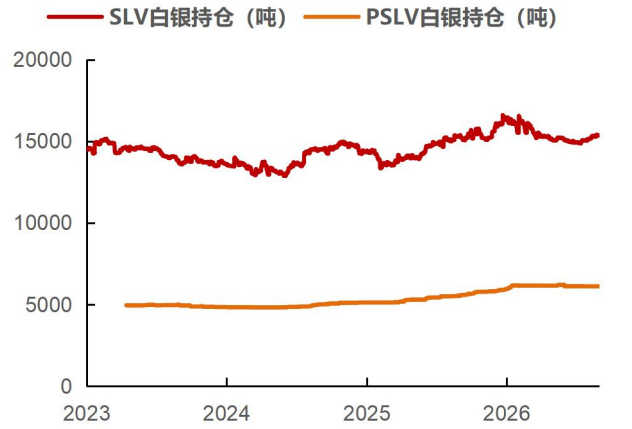
资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 26：全球主要黄金 ETF 持仓情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 27：全球主要白银 ETF 持仓情况

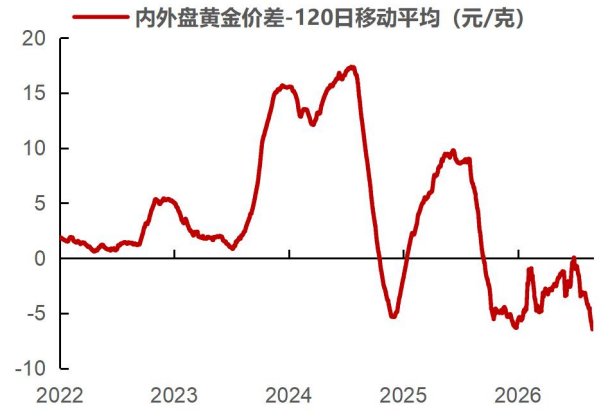


资料来源：iFIND，华源证券研究所

4. 内外盘价差及黄金基准比值情况

本周五黄金内外盘价差为 17.31 元/克，较两周前上升 41.36 元/克；白银内外盘价差为 2588.22 元/千克，较两周前上升 1013.15 元/千克。此外，本周金银比收于 67.14，较两周前下降 1.23；金铜比收于 8682.60，较两周前上升 95.67。

图表 28：内外盘黄金价差情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 29：内外盘白银价差情况



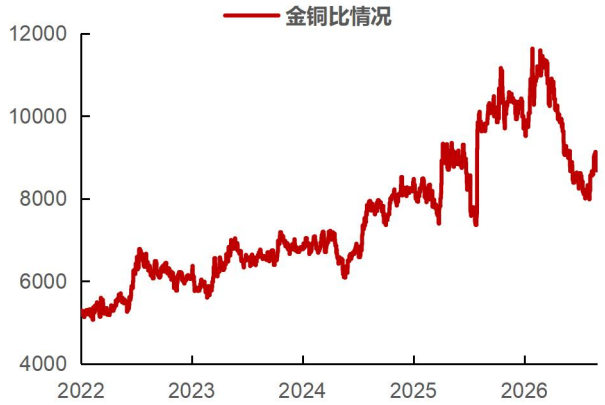
资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 30：金银比情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 31：金铜比情况

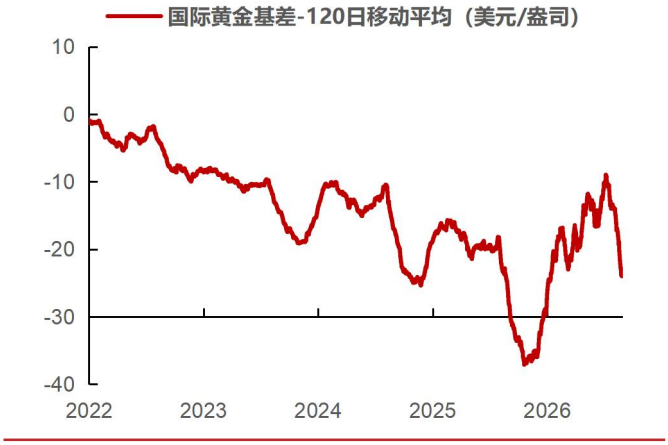


资料来源：iFIND，华源证券研究所

5. 期货基差情况

截至本周五，国际黄金基差（现货-期货）为 58.65 美元/盎司，较两周前上升 99.95 美元/盎司；国内黄金基差为-4.18 元/克，较两周前下降 1.46 元/克。

图表 32：国际黄金基差情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 33：国内黄金基差情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

6. 风险提示

中东冲突不确定性风险；通胀超预期反弹风险；经济失速下行风险；美联储超预期加息风险。



证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。
本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。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。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；
投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。