下载日志已记录，仅供内部参考

贵金属
行业定期报告

2026 年 10 月 11 日

核心 PCE 及非农数据后，美联储 10 月加息预期大幅降低

——贵金属双周报（2026/09/28-2026/10/11）

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
项祈瑞
SAC：S1350524040002
xiangqirui@huayuanstock.com
方皓
SAC：S1350525110003
fanghao@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



投资要点：

- **黄金白银延续宽幅震荡走势。**近两周，伦敦现货黄金下跌 1.75%至 4186.30 美元/盎司，上期所黄金下跌 1.74%至 908.64 元/克，沪金持仓量下跌 10.18%至 38.57 万手；伦敦现货白银下跌 7.41%至 60.20 美元/盎司，上期所白银下跌 5.75%至 14717 元/千克，沪银持仓量上涨 2.43%至 56.55 万手；伦敦现货钯下跌 9.19%至 1141 美元/盎司，伦敦现货铂下跌 5.32%至 1675 美元/盎司。

- **美国 8 月核心 PCE 通胀超预期放缓，本轮回落更多源于统计口径调整，并非实体经济物价压力实质性缓解。**9 月 30 日美国商务部经济分析局（BEA）更新了个人消费支出（PCE）平减指数的计算方法，更新后的数据显示 8 月核心 PCE 同比 3.0%、环比 0.25%，7 月核心 PCE 环比下修至 0.13%，近三个月核心 PCE 年化增速回落至 2%，触及美联储 2%的通胀目标水平。核心 PCE 同比降至 3.0%为美联储暂缓进一步加息提供了新的依据，但值得注意的是，统计方法调整是本次数据改善的重要因素，服务业通胀压力尚未消退，叠加居民储蓄率持续走低显示消费增长愈发依靠存量财富支撑，内生通胀韧性仍不可忽视。

- **美国 9 月非农就业数据大幅不及预期，美联储加息预期持续降温。**10 月 2 日美国劳工部公布非农数据，9 月非农新增就业仅 2.9 万人，远低于预期 9 万人；7-8 月合计下修 6 万人；失业率从 4.1%升至 4.2%；平均时薪环比涨 0.1%、同比涨 3.0%。数据落地后，市场不再完全定价美联储年内再加息一次，CME 美联储观察工具显示交易员预期 10 月 FOMC 维持利率不变概率升至 83%，高于就业数据发布前的 72%，预计加息的概率则由 28%回落至 17%。

- **中期维度，9 月 FOMC 加息落地后，市场核心交易主线锚定“霍尔木兹海峡通航进展-原油价格-美国通胀预期-美联储是否延续加息”的完整传导链条，多重不确定性博弈下贵金属或将维持宽幅震荡格局。**美国中期选举临近之际，特朗普存在推动美伊和谈、压低能源价格的短期诉求，若和谈释放缓和信号，地缘风险溢价回落、油价及通胀预期降温，或将阶段性提振金价。但美伊在铀浓缩产能、制裁解除、区域势力博弈等方面的核心分歧难以短期化解，和谈协议在短期内实质性落地的概率偏低。当前宽幅震荡行情中，短期调整有望成为黄金中长期配置的优质窗口。

  据金十数据，截至 10 月 9 日 6 时，市场预期 10 月 FOMC 不加息的概率为 82.3%，12 月 FOMC 仍不加息的概率为 18.7%。

  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）10 月 14 日公布的美国 CPI 数据；3）10 月 15 日公布的美国 PPI 数据。

- **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

下载日志已记录，仅供内部参考

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：赤峰黄金、紫金黄金国际、万国黄金集团、盛达资源、四川黄金、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；美联储超预期连续加息风险。**

下载日志已记录，仅供内部参考

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

下载日志已记录，仅供内部参考

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 10 月 9 日 6:00） 8
图表 17： 9 月 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

下载日志已记录，仅供内部参考

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

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 价格走势情况

近两周，伦敦现货黄金下跌 1.75%至 4186.30 美元/盎司，上期所黄金下跌 1.74%至 908.64 元/克，沪金持仓量下跌 10.18%至 38.57 万手；伦敦现货白银下跌 7.41%至 60.20 美元/盎司，上期所白银下跌 5.75%至 14717 元/千克，沪银持仓量上涨 2.43%至 56.55 万手；伦敦现货钯下跌 9.19%至 1141 美元/盎司，伦敦现货铂下跌 5.32%至 1675 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	4186.30	-1.75%	-5.18%	-4.16%
	上期所	元/克	908.64	-1.74%	-4.58%	-7.05%
	沪金持仓量	万手	38.57	-10.18%	-2.24%	22.65%
白银	伦敦现货	美元/盎司	60.20	-7.41%	-9.14%	-16.38%
	上期所	元/千克	14717	-5.75%	-9.29%	-13.80%
	沪银持仓量	万手	56.55	2.43%	3.32%	-11.77%
钯	伦敦现货	美元/盎司	1141	-9.19%	-16.12%	-31.25%
铂	伦敦现货	美元/盎司	1675	-5.32%	-11.47%	-24.76%

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

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 6：钯价格走势情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

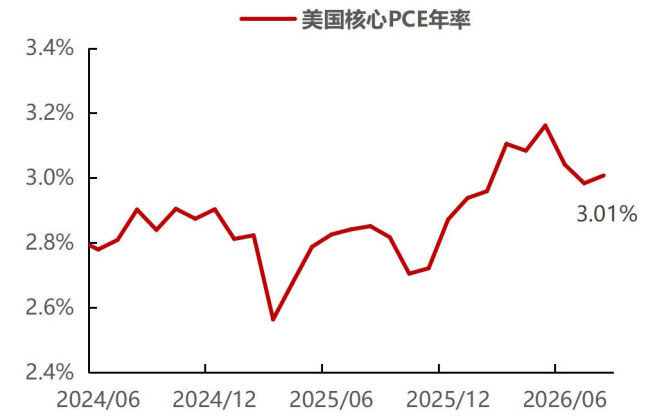
图表 7：铂价格走势情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

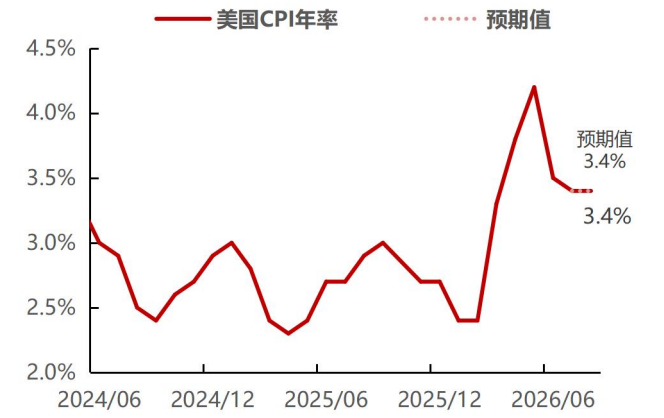
2. 美国经济数据和美联储跟踪

图表 8：美国核心 PCE 年率情况



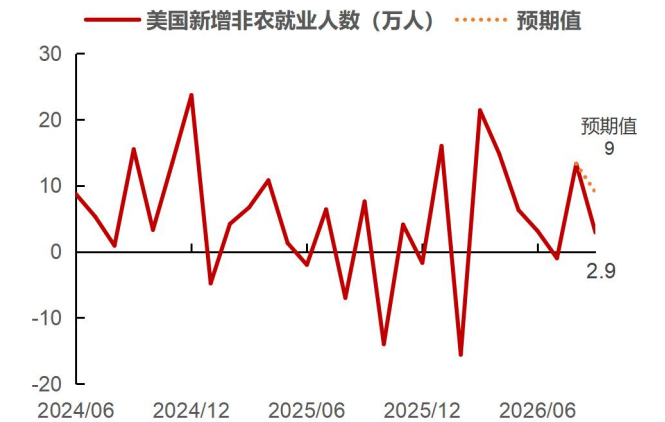
资料来源：iFIND，华源证券研究所

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

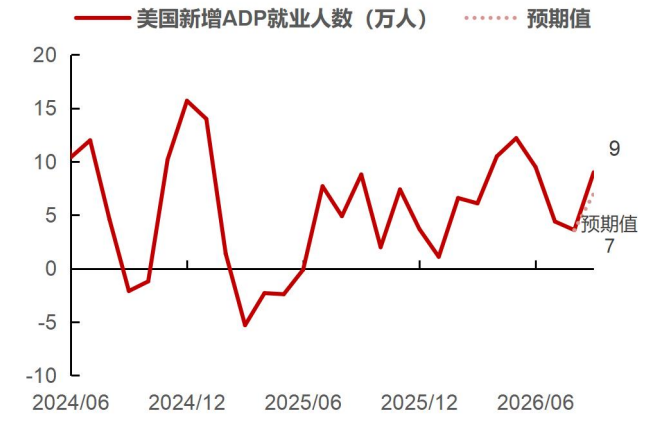
图表 11：美国失业率情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 12：美国新增 ADP 就业人数情况



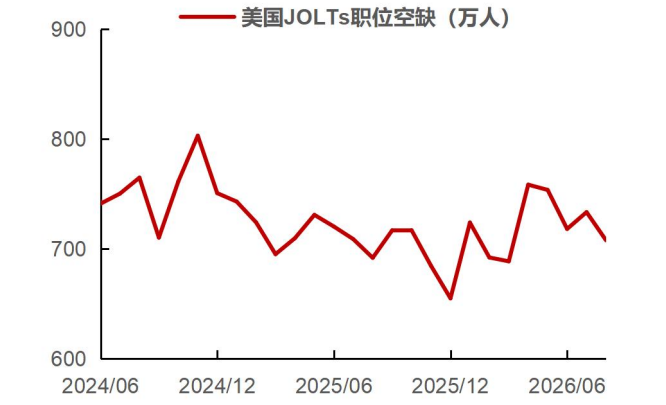
资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 13：美国当周初请失业金人数情况



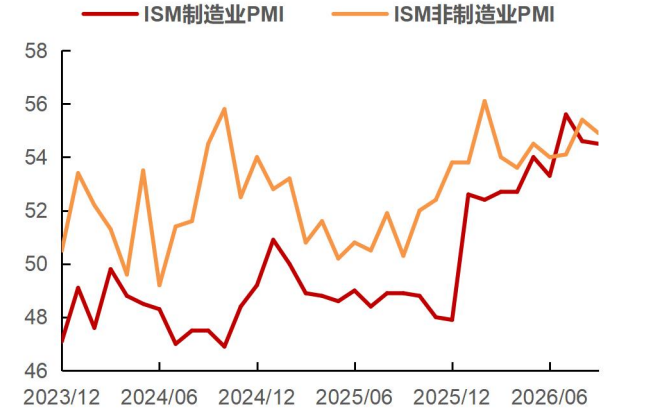
资料来源：iFIND，华源证券研究所

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



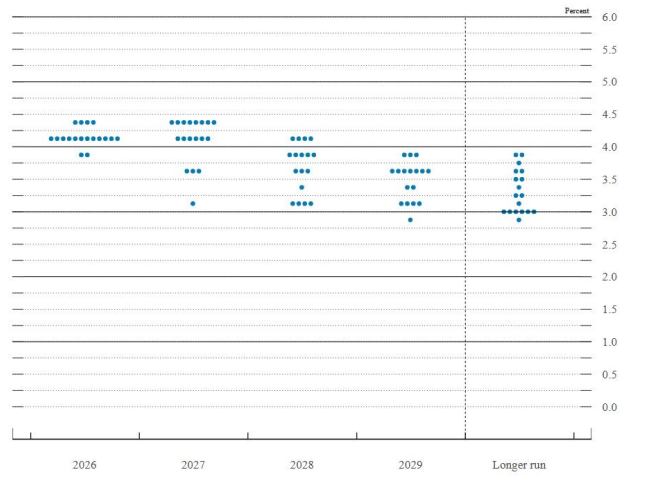
资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 16：后续三次美联储议息会议可能性预测（截至 10 月 9 日 6:00）

预测利率	2026.10.29	2026.12.10	2027.01.28
3.50%-3.75%	0.0%	0.0%	0.0%
3.75%-4.00%（当前利率）	82.3%	18.7%	11.8%
4.00%-4.25%	17.7%	67.6%	49.6%
4.25%-4.50%		13.7%	33.5%
4.50%-4.75%			5.0%

资料来源：金十数据，华源证券研究所

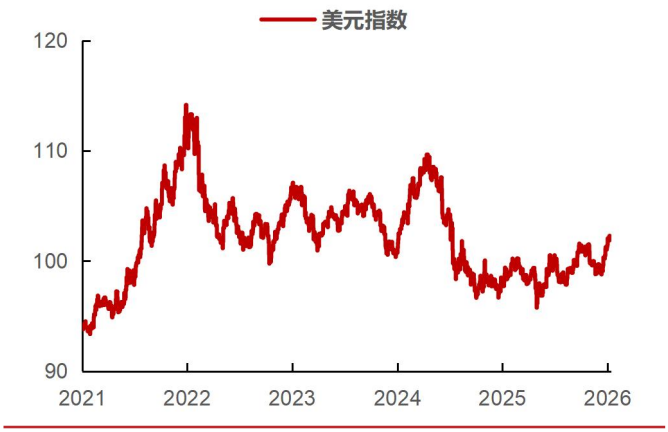
图表 17：9 月 FOMC 点阵图情况



资料来源：美联储，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 18：美元指数情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

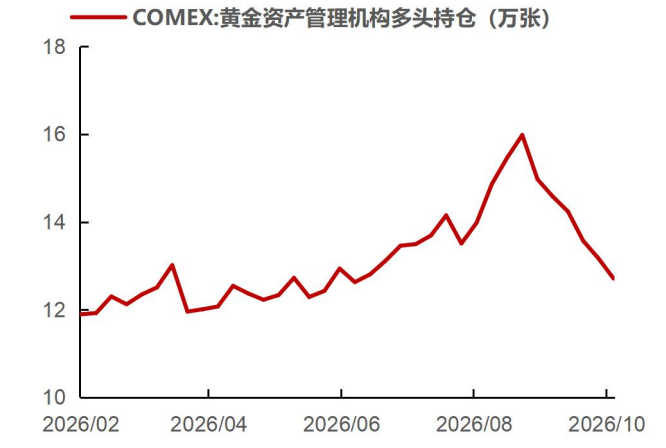
图表 19：美国 10 年期国债收益率情况



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



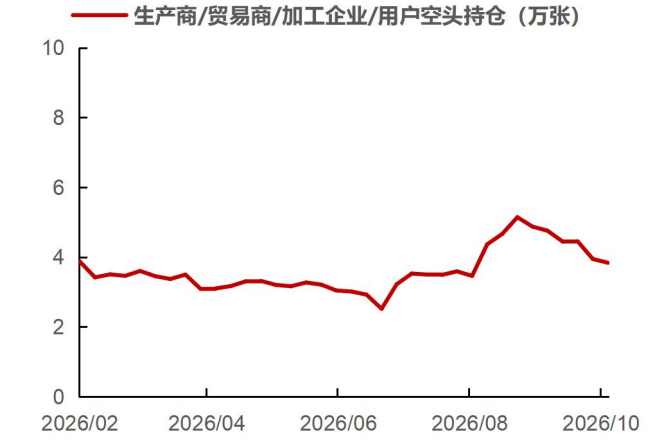
资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 21：COMEX 其他多头持仓情况



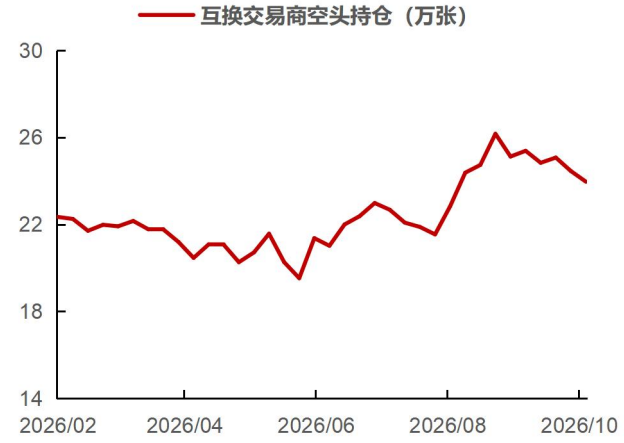
资料来源：iFIND，华源证券研究所

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

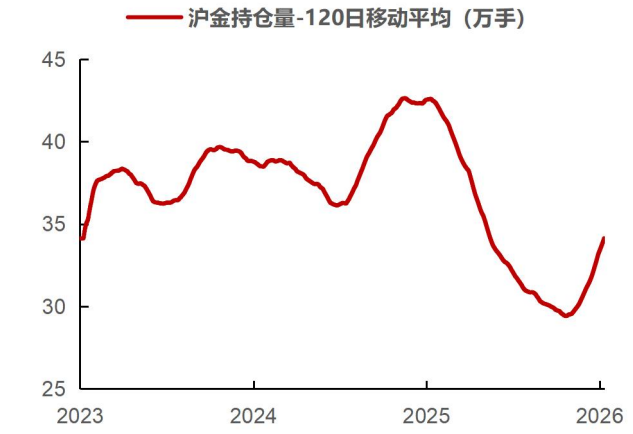
图表 23：COMEX 互换交易商空头持仓情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

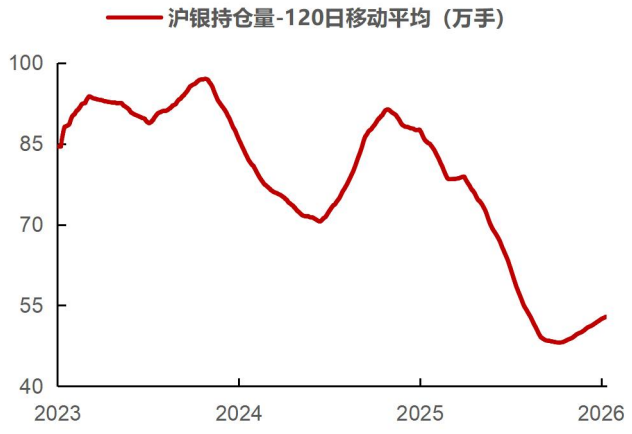
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 24：沪金持仓量情况



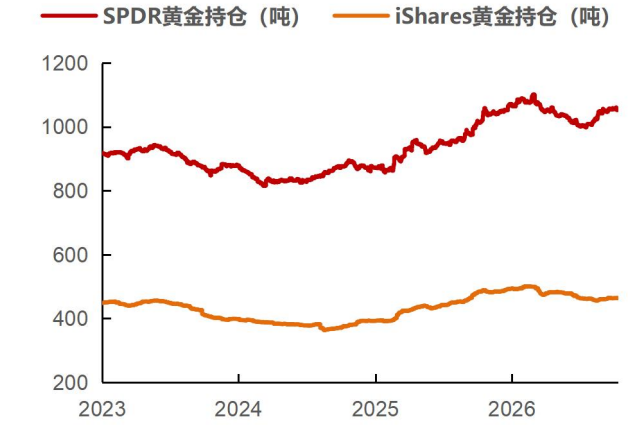
资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 25：沪银持仓量情况



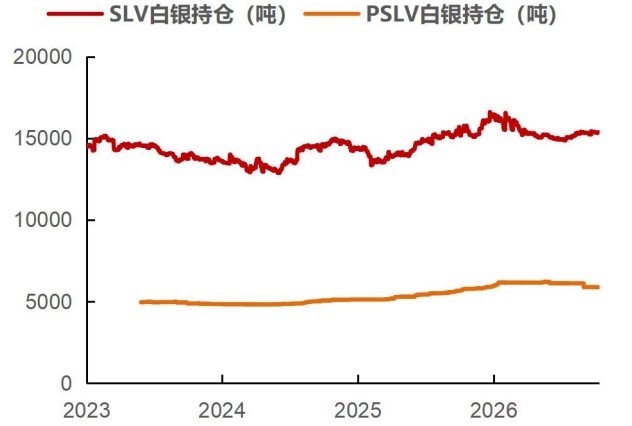
资料来源：iFIND，华源证券研究所

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

下载日志已记录，仅供内部参考

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-4.93 元/克，较两周前上升 7.78 元/克；白银内外盘价差为 1488.47 元/千克，较两周前下降 85.63 元/千克。此外，本周金银比收于 69.06，较两周前上升 2.29；金铜比收于 8049.45，较两周前下降 108.45。

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



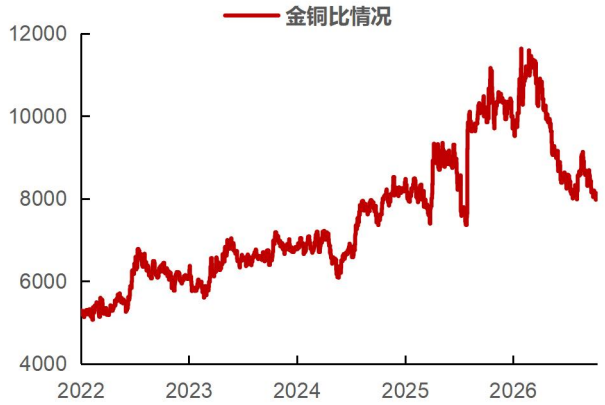
资料来源：iFIND，华源证券研究所

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

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 期货基差情况

截至本周五，国际黄金基差（现货-期货）为-34.00 美元/盎司，较两周前上升 25.45 美元/盎司；国内黄金基差为-4.44 元/克，较两周前下降 5.48 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；美联储超预期连续加息风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。