

黄金行业专题

金价已触底，静待宏观情绪转向

行业研究 · 行业专题

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

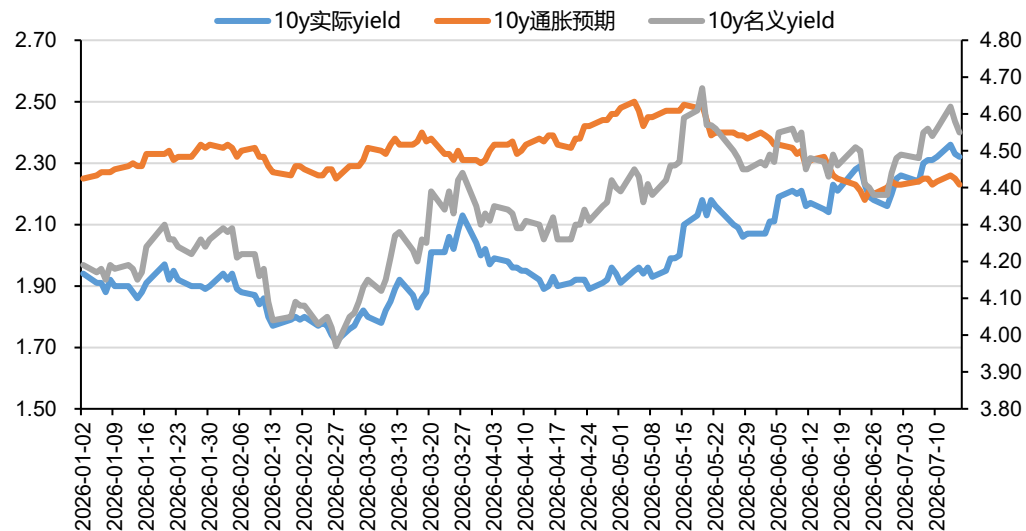
证券分析师：杨耀洪
021-60933161
yangyaohong@guosen.com.cn
S0980520040005

- ◆ **美元实际利率上升是本轮金价调整的主要原因。**自今年2月底美伊战争爆发以来，国际金价出现了比较明显的调整，从5000美元/盎司以上跌至最低4000美元/盎司以下。2月底至6月初，美伊战争持续时间超预期，国际油价基本维持在90美元/桶以上水平，高油价导致海外通胀预期升温，美国5月CPI同比增长4.2%，5月核心CPI同比增长2.8%，美联储总体转鹰，市场逐步预期美联储今年内有加息的可能，金价持续调整。6月中旬至今，在美伊正式签署《伊斯兰堡谅解备忘录》之后，国际油价大幅调整，一度跌至战争发生之前的水平，但是金价进一步调整，表明影响金价的核心逻辑发生变化，市场的担忧不再聚焦于通胀预期，市场更担心的是美国经济的韧性，目前美国各项经济指标均展现一定的韧性，美元指数走强，美债利率反而进一步走高，美元实际利率进一步上升使得金价持续承压。
- ◆ **原油价格调整释放通胀压力，美联储加息预期有所缓和。**6月18日，美伊正式签署《伊斯兰堡谅解备忘录》，霍尔木兹海峡商船通行逐步恢复，原油地缘风险溢价加速出清，国际油价最低跌破70美元/桶，基本回落至美伊冲突升级之前的水平；但6月下旬以来，美伊再起摩擦，对抗强度再次升级，国际油价反弹至80美元/桶以上水平。从近期油价的表现来看，市场逐步对美伊冲突升级脱敏，国际油价很难回到前高，另外美伊关系最终将走向和解，国际油价中枢下移的趋势不变。目前市场预计美联储年内可能会有一次加息。美国于7月14日公布CPI数据：6月CPI同比增长3.5%，预估为增长3.8%，6月核心CPI同比增长2.6%，预估为增长2.8%；美国6月CPI数据全线不及预期，使得市场降低了美联储年内加息的概率。另外美联储7月议息会议决议，委员会以9:3的投票结果维持利率不变，符合市场预期。
- ◆ **美国经济是否边际走弱成为未来金价上涨的核心驱动。**凯文·沃什于2026年5月任职美联储主席，自其任职以来，一直在强调，前瞻性指引并不适合当前的政策局面，所以未来美联储货币政策的转向需要有更多经济数据的支持。目前美国各项经济指标均展现一定的韧性：一方面，AI科技投资已成为拉动美国GDP和制造业增长的核心驱动力，美国今年一季度和二季度实际GDP增速分别为2.1%和1.5%，其中非住宅固定资产投资贡献分别达到1.4%和1.2%，美国ISM制造业PMI已连续6个月处于扩张区间；另一方面，美国就业市场总体保持平稳，6月份失业率降低至4.2%，3-5月份非农就业数据连续超市场预期，虽然6月份非农就业数据大幅低于预期，但判断美国就业市场是否恶化仍需要更多的数据支持。与此同时，美国经济也存在较大的隐患：一方面，高利率的环境很难长期持续，对于其制造业可能会有所拖累，对于其房地产行业也会造成较大压力；另一方面，美国消费始终存在压力，因为自2025年以来，美国消费者经历了关税冲击、政府停摆、美伊战争等多重事件影响，密歇根大学消费者信心指数于2026年5月跌至44.8，为多年来的新低。综上所述我们认为，本轮金价调整已至底部区间，国际金价跌至4000美元/盎司附近有很强的支撑，金价有望逐步企稳甚至反弹，市场在等待更多的经济指标予以支撑，一旦转向，金价有望重新开启长牛。
- ◆ **美元信用下降和全球央行增持对金价形成中长期推力。**美债陷入规模和利率的双重攀升：截止至2026年7月29日，美国国债总规模已达到约39.8万亿美元，相较于年初增加1.29万亿美元，美国国债总规模/美国GDP比率已攀升至120%以上。但与此同时，美债收益率呈现各期限同步上升，截止至2026年7月31日，1年期约4.01%，2年期约4.24%，5年期约4.37%，10年期约4.65%，30年期约5.18%。全球央行持续增持黄金：全球央行购金量于2022-2024年连续3年超过1000吨，远超2010-2021年平均473吨的水平；2025年购金量为863.3吨。2026年一季度全球央行购金量为56.5吨（最新数据大幅下修），需求明显放缓；但2026年二季度全球央行购金量为288.9吨，回升至过去四年来的高位水平。
- ◆ **相关标的：**紫金矿业、紫金黄金国际、赤峰黄金、中金黄金、山金国际、山东黄金、万国黄金集团、灵宝黄金等。
- ◆ **风险提示：**全球地缘风险推升能源价格，海外通胀超预期；海外主要经济体货币政策超预期收紧的风险；美国经济表现超预期，使得美元指数超预期上涨的风险。

美元实际利率上升是金价调整的主要原因

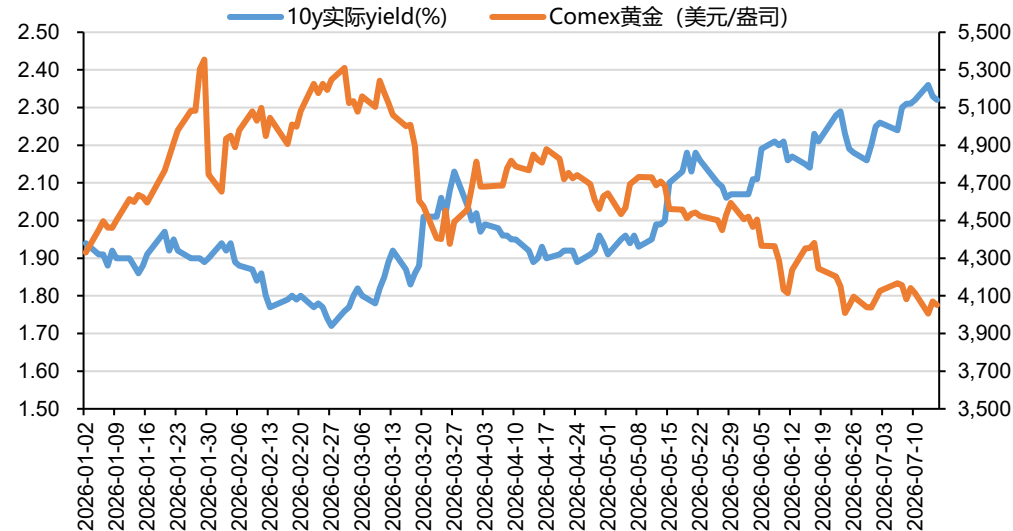
- ◆ 自今年2月底美伊战争爆发以来，国际金价出现了比较明显的调整，从5000美元/盎司以上跌至最低4000美元/盎司以下。
- ◆ 战争之初，金价并没有发挥避险的功能，其主要原因包括：1) 今年年初，金价波动率处于历史高位，削弱了其作为避险资产的功能；2) 各种风险资产的价格快速调整，短期流动性风险，黄金作为前期高收益的资产，资金兑现收益以补充流动性。2月底至6月初，战争持续时间超预期，国际油价基本维持在90美元/桶以上水平，高油价导致海外通胀预期升温，美国5月CPI同比增长4.2%，5月核心CPI同比增长2.8%，美联储总体转鹰，市场逐步预期美联储今年内有加息的可能，金价进一步调整。
- ◆ 6月中旬至今，在美伊正式签署《伊斯兰堡谅解备忘录》之后，国际油价大幅调整，一度跌至战争发生之前的水平，但是金价进一步调整，表明影响金价的核心逻辑发生变化，市场的担忧不再聚焦于通胀预期，市场更担心的是美国经济的韧性，目前美国各项经济指标均展现一定的韧性，美元指数走强，美债利率反而进一步走高，美元实际利率进一步上升使得金价持续承压。

图：美元实际利率上升(%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：金价与美元实际利率呈负相关关系

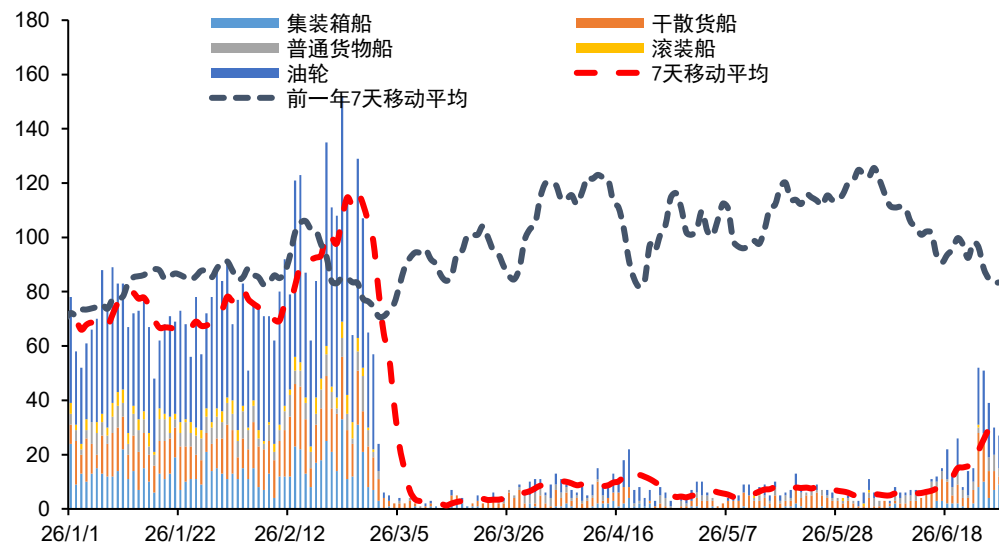


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

原油价格快速调整释放通胀压力

- ◆ 霍尔木兹海峡承担全球40%原油海运量。国信化工数据统计，霍尔木兹海峡原油运输量约2100万桶/日，占全球每日原油消耗量的20%，占全球原油海运量的40%，其中76%运往亚洲、9%运往欧洲、7%运往美国。随着美伊冲突升级，伊朗于2月28日晚宣布关闭霍尔木兹海峡，短期使得霍尔木兹海峡船运通行量降至几乎为零的水平，国际油价也快速涨至100美元/桶以上的高位，随后也一直稳定在90-100美元/桶的水平。
- ◆ 美伊摩擦再起，但不改国际油价中枢下移的趋势。6月上旬，美伊和谈释放积极信号，市场对霍尔木兹海峡恢复通航的预期升温，国际油价大幅回落；6月18日，美伊正式签署《伊斯兰堡谅解备忘录》，霍尔木兹海峡商船通行逐步恢复，原油地缘风险溢价加速出清，国际油价最低跌破70美元/桶，基本回落至美伊冲突升级之前的水平；但6月下旬以来，美伊再起摩擦，对抗强度也再次升级，美国对伊朗多个军事目标实施多轮精准打击，作为对霍尔木兹海峡商船遇袭事件的回应，伊朗则扩大袭击范围至多个海湾国家设施，并宣布再次封锁霍尔木兹海峡，国际油价反弹至80美元/桶以上水平。从近期油价的表现来看，市场逐步对美伊冲突升级脱敏，国际油价很难回到前高，另外美伊关系最终将走向和解，国际油价中枢下移的趋势不变。
- ◆ 美国通胀压力释放，加息预期或逐步减弱。此前由于国际油价快速上涨，能源成本上升带来通胀担忧，美国今年3-5月CPI同比分别增长3.3%/3.8%/4.2%，环比分别增长0.9%/0.6%/0.5%，直接强化了市场对美国货币政策收紧的预期。自6月以来，国际油价快速回落，美国通胀压力释放，美国CPI同比增速有望逐步见顶回落，加息预期有望逐步弱化。

图：霍尔木兹海峡船运通行量（艘）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：布伦特原油期货结算价和现货价（美元/桶）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 自今年2月底美伊战争爆发以来，国际油价高企推升了海外通胀预期，同时美国还有关税影响，使得通胀压力广泛嵌入，今年3-5月份美国CPI同比增长3.3%/3.8%/4.2%，核心CPI同比增长2.6%/2.7%/2.8%。在此背景之下，美联储货币政策发生较大的转向，从此前的降息预期转变为加息预期。美联储4月和6月议息会议纪要均释放关键信号：如果通胀持续高于2%，委员会将考虑加息。美联储最新公布的点阵图也表明，半数委员指引年内可能加息。在通胀压力较大的阶段，市场甚至预期美联储7月加息的概率超过40%。

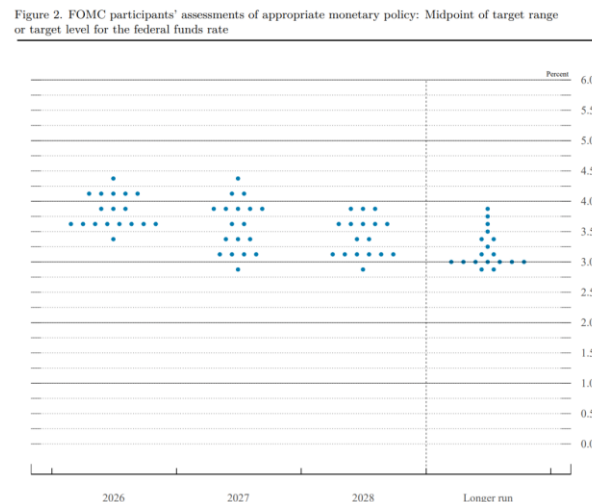
◆ 但近期美联储加息预期有所缓和，年内预计可能会有一次加息。一方面，在美伊签署协议之后，国际油价快速回落，虽然近期美伊战火重燃，但国际油价仍维持在80-90美元/桶的区间，低于此前90-100美元/桶的高位。另一方面，美国于7月14日公布CPI数据：6月CPI同比增长3.5%，预估为增长3.8%，6月核心CPI（剔除食品和能源）同比增长2.6%，预估为增长2.8%；美国6月CPI数据全线不及预期，使得市场降低了美联储7月议息会议加息的概率，同时年内加息的概率也有所回落。美联储7月议息会议决议，委员会以9:3的投票结果维持利率不变，符合市场预期。

图：CME利率预测（2026年7月31日）

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/9/16	0.0%	0.0%	36.6%	63.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	26.9%	56.3%	16.9%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	14.3%	42.6%	35.3%	7.9%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	3.0%	20.2%	41.0%	29.6%	6.2%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	1.3%	10.6%	29.5%	35.9%	19.2%	3.4%	0.0%
2027/4/28	0.0%	1.2%	9.7%	27.5%	35.2%	21.0%	5.1%	0.4%
2027/6/9	0.0%	1.2%	9.4%	27.0%	35.0%	21.3%	5.5%	0.5%
2027/7/28	0.1%	1.5%	10.2%	27.4%	34.4%	20.6%	5.3%	0.5%
2027/9/15	0.2%	2.3%	11.8%	28.0%	33.2%	19.2%	4.9%	0.4%
2027/10/27	0.3%	3.0%	12.9%	28.4%	32.2%	18.2%	4.5%	0.4%
2027/12/8	0.7%	4.3%	15.0%	28.9%	30.3%	16.4%	4.0%	0.3%

资料来源：CME Group，国信证券经济研究所整理

图：美联储点阵图（2026年6月18日）



资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

凯文·沃什任职美联储主席可能会带来的变化

- ◆ 沃什背景介绍：哈佛大学法学博士，曾在摩根士丹利担任副总裁和执行董事，2006–2011年担任美联储理事，此后在斯坦福大学商学院任教。2026年5月22日，特朗普在白宫为即将上任的美联储主席沃什举行宣誓就职仪式，这是自1987年格林斯潘以来，首次在白宫举行美联储主席宣誓仪式。
- ◆ 沃什主张“实用的货币主义”政策理论，其核心是通过量化紧缩缩减美联储资产负债表，直接回收过剩流动性以压制通胀预期，从而为后续降息创造安全空间，这一理念意味着他可能在抑制通胀与支持经济增长之间寻求更务实的平衡。另外沃什任职美联储主席之后，一直在强调，前瞻性指引并不适合当前的政策局面，在6月份经济预测摘要SEP中，他也没有提供任何自己的预测。
- ◆ 沃什宣布成立五大政策工作组，以推进美联储内部改革。五大政策工作组将分别围绕货币政策沟通机制、资产负债表管理、数据采集现代化、生产力与就业、通胀政策框架展开评估。沃什在美联储6月议息会议之后的新闻发布会首次宣布了这一计划，另外在7月9日公告任命十余位外部顾问牵头新设的五大工作组。公告表示：五大政策工作组将审视美联储在政策制定关键领域的做法，工作组负责人包括知名学者、商业领袖和前央行官员。按照此前计划，各工作组将于今年年底提交相关领域的研究报告，届时政策框架调整的方向将进一步明确。美联储的货币政策对全球经济有明显的外溢效应，美联储内部改革也受到全球资本市场的密切关注。

表：美联储任命外部顾问牵头新设的五大工作组

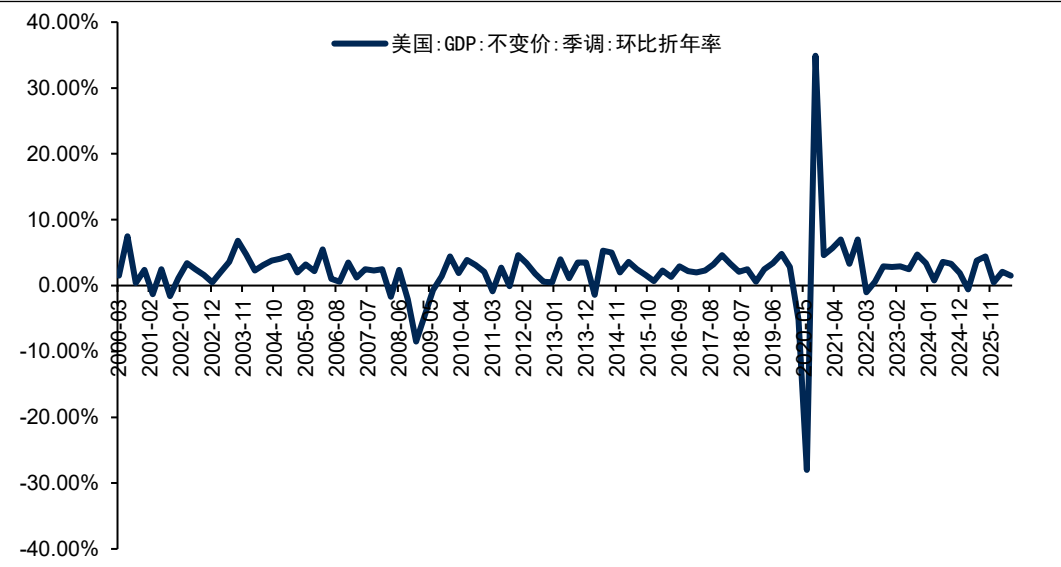
五大工作组	主要职责	外部顾问
货币政策沟通机制	审查美联储在不确定时期如何传达政策审议和决策	华盛顿大学教授彼得·费舍尔、前巴西央行行长阿米尼奥·弗拉加、前英国央行行长默文·金
资产负债表管理	审查美联储当前资产负债表制度的成本、收益和影响	哈佛大学教授凯伦·迪南、芝加哥大学教授&前印度央行行长拉古拉姆·拉詹、哈佛大学&前美联储理事杰里米·斯坦因
数据采集现代化	提高为美联储政策判断提供依据的实际经济信号的质量和及时性	哈佛大学教授拉吉·切蒂、前沃尔玛公司总裁兼CEO道格·麦克米伦、芝加哥大学教授凯文·墨菲
生产力与就业	评估包括人工智能（AI）在内的新型通用技术对经济的影响，以辅助美联储的政策判断	安德森·霍洛维茨基金联合创始人马克·安德森、斯坦福大学教授（目前休假并任职于Anthropic）查尔斯·琼斯、微软公司执行副总裁兼XBOX首席执行官阿莎·夏尔马
通胀政策框架	重新审视美联储如何理解和应对通胀驱动因素	哈佛大学教授&前白宫经济顾问委员会主席格雷格·曼昆、纽约大学教授&诺贝尔奖得主托马斯·萨金特、C.D. Howe研究所高级研究员&国际清算银行前经济顾问威廉·怀特

资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

AI科技投资成为美国GDP增长核心驱动力

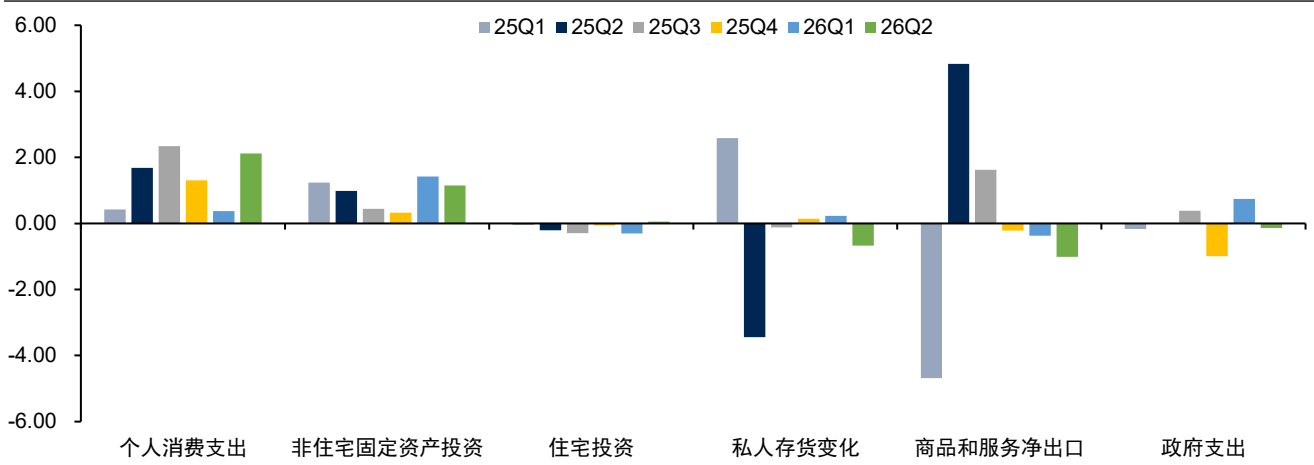
- ◆ 美国2025年全年实际GDP增速2.1%，基本回归长期潜在水平。
- ◆ 美国2026年一季度实际GDP增速2.1%；其中，非住宅固定资产投资贡献达到1.4%，AI算力基础设施、数据中心建设等科技投资是核心驱动；另外，个人消费支出贡献明显下降，由于消费占GDP比重较高，这是存在的潜在风险。
- ◆ 美联储于2026年6月更新其对于核心经济指标的预测，其中对于GDP增速的预测，预计2026-2028年增速分别为2.2%/2.3%/2.2%。
- ◆ 美国商务部于7月30日公布今年二季度GDP首次预估，预计2026年二季度实际GDP增速1.5%，相较一季度明显放缓，且低于市场预期的约2%；其中，个人消费支出和非住宅固定投资贡献主要增长，私人存货变化和净出口是主要拖累，但这是“技术性拖累”，而非内生动力衰退。

图：美国GDP增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美国GDP各分项增长表现（%）



资料来源：BEA，国信证券经济研究所整理

图：美联储对于核心经济指标的预测（2026年6月）

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, June 2026												
Percent												
Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2026	2027	2028	Longer run	2026	2027	2028	Longer run	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	2.2	2.3	2.2	2.0	2.0-2.3	2.0-2.4	2.0-2.3	1.8-2.0	1.8-2.6	1.9-2.9	1.8-2.6	1.7-2.5
March projection	2.4	2.3	2.1	2.0	2.2-2.5	2.0-2.4	2.0-2.3	1.8-2.0	2.1-2.7	2.0-2.7	1.8-2.7	1.7-2.5
Unemployment rate	4.3	4.3	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.3	4.0-4.3	4.3-4.6	4.0-4.6	4.0-4.4	3.8-4.5
March projection	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3-4.5	4.2-4.4	4.0-4.4	4.0-4.3	4.3-4.6	4.0-4.5	4.0-4.5	3.8-4.5
PCE inflation	3.6	2.3	2.0	2.0	3.5-3.7	2.2-2.5	2.0-2.1	2.0	2.7-4.1	1.9-2.8	2.0-2.3	2.0
March projection	2.7	2.2	2.0	2.0	2.6-3.1	2.0-2.3	2.0	2.0	2.3-3.3	1.8-2.4	1.9-2.2	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.3	2.5	2.1		3.2-3.5	2.3-2.6	2.0-2.2		2.6-3.5	2.0-3.0	2.0-2.4	
March projection	2.7	2.2	2.0		2.5-2.8	2.0-2.4	2.0		2.2-3.0	2.0-2.5	2.0-2.2	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	3.8	3.6	3.4	3.1	3.6-4.1	3.1-3.9	3.1-3.6	3.0-3.5	3.4-4.4	2.9-4.4	2.9-3.9	2.9-3.9
March projection	3.4	3.1	3.1	3.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.9-3.6	2.9-3.5	2.6-3.6	2.4-3.9	2.6-3.9	2.6-3.9

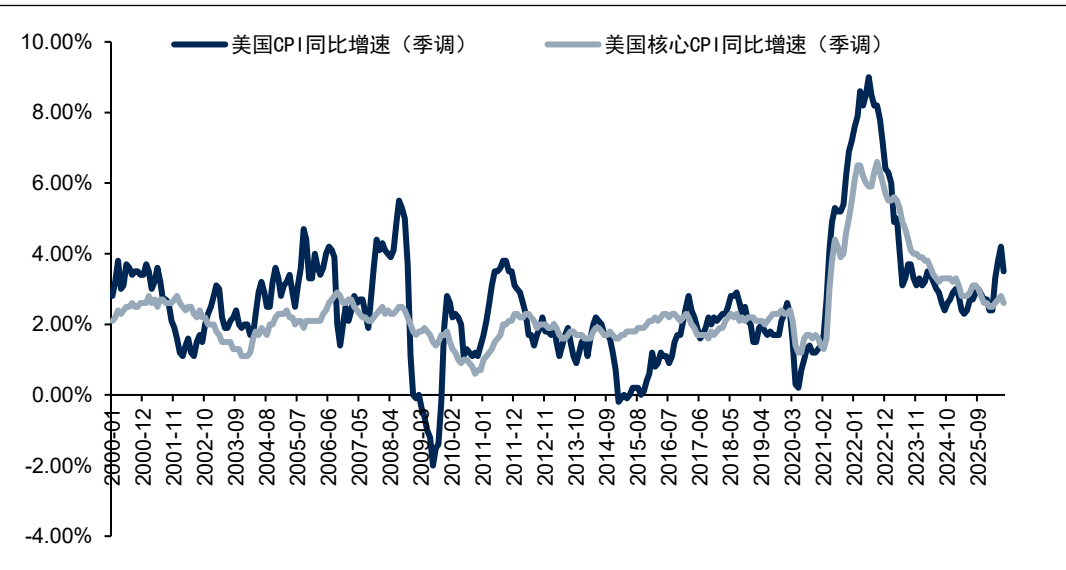
资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

美国6月核心CPI大幅低于预期

◆ 自今年2月底美伊战争爆发以来，美国通胀预期上升成为其限制货币政策进一步宽松的主要矛盾。美国今年3-5月份CPI同比增长3.3%/3.8%/4.2%，核心CPI同比增长2.6%/2.7%/2.8%。沃什自今年5月份上任以来，也一直在强调对于高通胀的零容忍。

◆ 美国6月通胀数据大幅低于预期。美国于7月14日公布：6月CPI同比增长3.5%，预估为增长3.8%，前值为增长4.2%，6月CPI环比下降0.4%，预估为下降0.1%，前值为增长0.5%；6月核心CPI(剔除食品和能源)同比增长2.6%，预估为增长2.8%，前值为增长2.8%，6月核心CPI环比0.0%，预估为增长0.2%，前值为增长0.2%。市场更关注核心CPI大幅低于预期，住房、医疗保健服务、教育和通讯服务等核心服务环比增速均大幅回落。

图：美国CPI变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：美国2026年CPI同比增速

	1月同比	2月同比	3月同比	4月同比	5月同比	6月同比	环比
CPI	2.4	2.4	3.3	3.8	4.2	3.5	-0.7
*食品	2.9	3.1	2.7	3.2	3.1	3.0	-0.1
**家庭食品	2.2	2.6	2.0	3.0	2.7	2.7	0.0
**非家用食品	4.0	3.9	3.8	3.6	3.5	3.4	-0.1
*能源	-0.3	0.4	12.6	17.5	23.0	15.5	-7.5
**汽油	-7.5	-5.6	18.9	28.4	40.5	26.7	-13.8
**电力	6.3	4.8	4.6	6.1	5.9	4.0	-1.9
**管道燃气	9.8	10.9	6.4	3.0	3.0	3.0	0.0
核心CPI	2.5	2.5	2.6	2.7	2.8	2.6	-0.2
*商品 (不含食品和能源商品)	1.1	1.0	1.2	1.1	1.1	0.8	-0.3
**服饰	1.8	2.5	3.4	4.2	4.8	3.9	-0.9
**新车	0.4	0.5	0.5	0.2	0.2	0.5	0.3
**二手车	-2.0	-3.2	-3.2	-2.7	-2.0	-1.8	0.2
**医疗保健商品	0.3	0.1	0.3	-0.5	-1.8	-2.1	-0.3
*服务 (不含能源服务)	3.0	2.9	3.0	3.3	3.4	3.1	-0.3
**住房	3.4	3.3	3.4	3.6	3.6	3.3	-0.3
**医疗保健服务	3.9	4.1	3.7	3.2	3.6	2.9	-0.7
**教育和通讯服务	1.2	1.1	1.0	1.1	1.9	1.0	-0.9

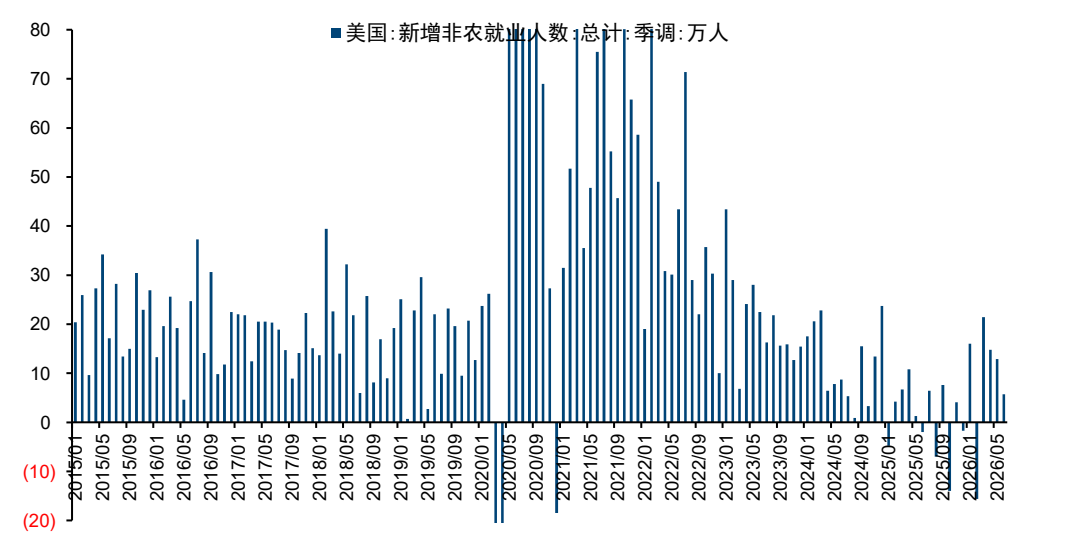
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

美国6月非农就业大幅低于预期

◆ 今年上半年美国非农新增就业总计54.6万人(最新修正值)，月均新增9.1万人。其中，1月数据超出市场预期，教育和医疗是主要贡献项；2月数据大幅低于预期，主要受罢工和极端天气影响；3-5月数据连续3个月超市场预期的中值，服务业仍是主要贡献；6月数据大幅低于市场预期，打破了此前连续超预期的状态，休闲和酒店业是主要拖累项。

◆ 今年6月份美国失业率从4.3%降低至4.2%，超出市场预期；失业率的下降并非因为劳动力市场趋紧，而是由于劳动参与率下降，6月份劳动参与率从61.8%降低至61.5%。另外6月份非农就业平均时薪同比增长3.5%，环比增长0.3%，薪资和通胀螺旋风险有所缓和。

图：美国非农就业新增人数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：美国2026年非农就业新增人数（千人）

	1月新增	2月新增	3月新增	4月新增	5月新增	6月新增	6月环比
新增非农就业人数	160.0	-156.0	214.0	148.0	129.0	57.0	-72.0
*私营部门	180.0	-148.0	202.0	150.0	97.0	49.0	-48.0
**商品生产	45.0	-21.0	33.0	6.0	7.0	10.0	3.0
***采矿业	-2.0	-1.0	3.0	4.0	3.0	-4.0	-7.0
***建筑业	45.0	-21.0	15.0	3.0	6.0	11.0	5.0
***制造业	2.0	1.0	15.0	-1.0	-2.0	3.0	5.0
**服务生产	135.0	-127.0	169.0	144.0	90.0	39.0	-51.0
***金融	-39.0	2.0	-17.0	-6.0	-22.0	0.0	22.0
***信息	-27.0	-23.0	1.0	-6.0	-4.0	-9.0	-5.0
***专业和和商业服务	36.0	4.0	28.0	20.0	11.0	36.0	25.0
***运输仓储业	22.6	-45.5	25.1	39.4	4.4	2.3	-2.1
***休闲和酒店业	5.0	-31.0	44.0	-7.0	40.0	-61.0	-101.0
***批发业	2.1	8.4	-1.7	0.6	3.6	2.4	-1.2
***零售业	12.7	-0.3	9.6	23.5	8.2	-7.5	-15.7
***公共事业	0.2	1.6	-0.5	1.0	0.8	-0.8	-1.6
***教育和医疗	119.0	-49.0	95.0	67.0	45.0	69.0	24.0
***其他服务业	3.0	6.0	-14.0	11.0	3.0	8.0	5.0
*政府部门	-20.0	-8.0	12.0	-2.0	32.0	8.0	-24.0

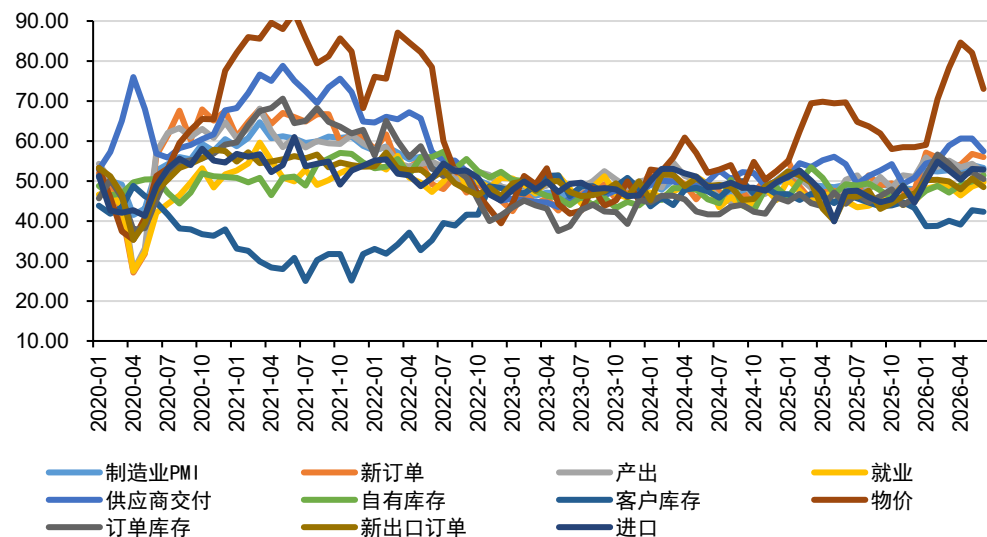
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

美国制造业和服务业PMI处于扩张区间

◆ 美国ISM制造业PMI连续6个月处于扩张区间。美国ISM制造业PMI于2023年1月至2025年12月经历了长达3年的收缩周期，表明高利率环境对制造业的影响；但ISM制造业PMI于2026年1月跃升至52.6，2026年6月最新读数为53.3，已连续第6个月处于扩张区间，这一转变主要得益于AI算力基础设施、数据中心建设以及企业预防性补库存等因素驱动。

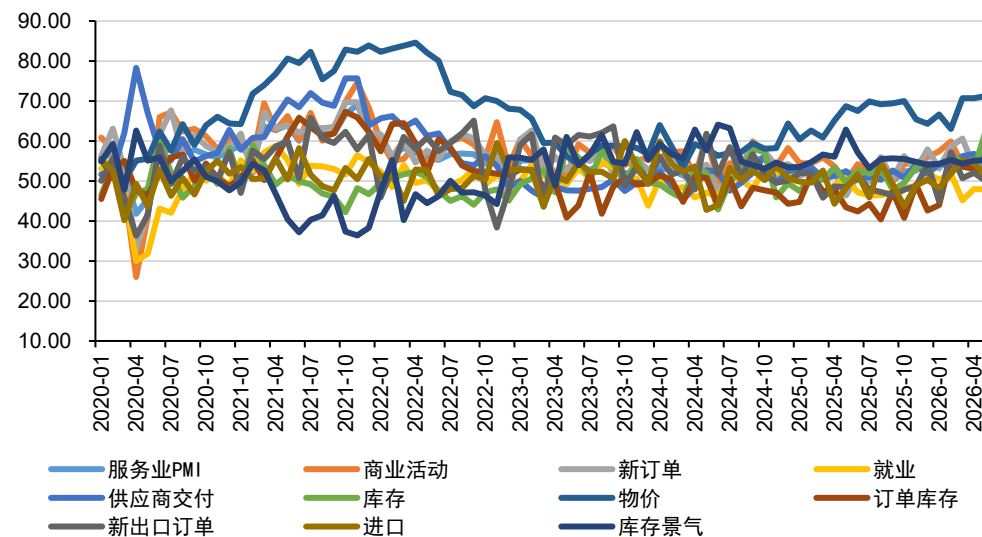
◆ 美国ISM服务业PMI连续9个月处于扩张区间。美国服务业PMI整体表现优于制造业PMI，在过去42个月中（2023年1月至2026年6月），仅有4个月的读数在50或50以下，其余时间均处于扩张区间，表明美国的经济结构以服务业为主，且服务业更具有韧性。ISM服务业PMI最新读数为54.0，总体呈现温和扩张走势，其中就业指数重回扩张区间。

图：美国制造业PMI



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美国服务业PMI

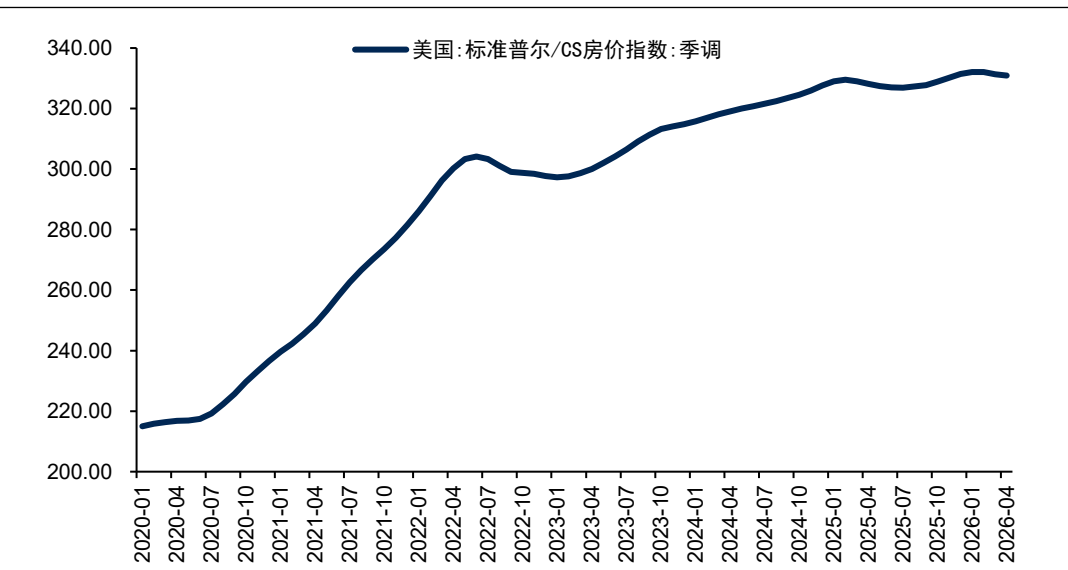


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆美国房地产行业目前正处于“高利率、高房价、低成交量”的阶段。利率方面，美国30年期固定抵押贷款平均利率目前已升至6.66%，为近一年高位。房价方面，美国2026年6月成屋中位价大44.06万美元，创历史新高，但同比仅上涨1.83%。成交量方面，美国2026年6月成屋销量折年数为409万套，同比上升2.76%，环比下降2.39%。

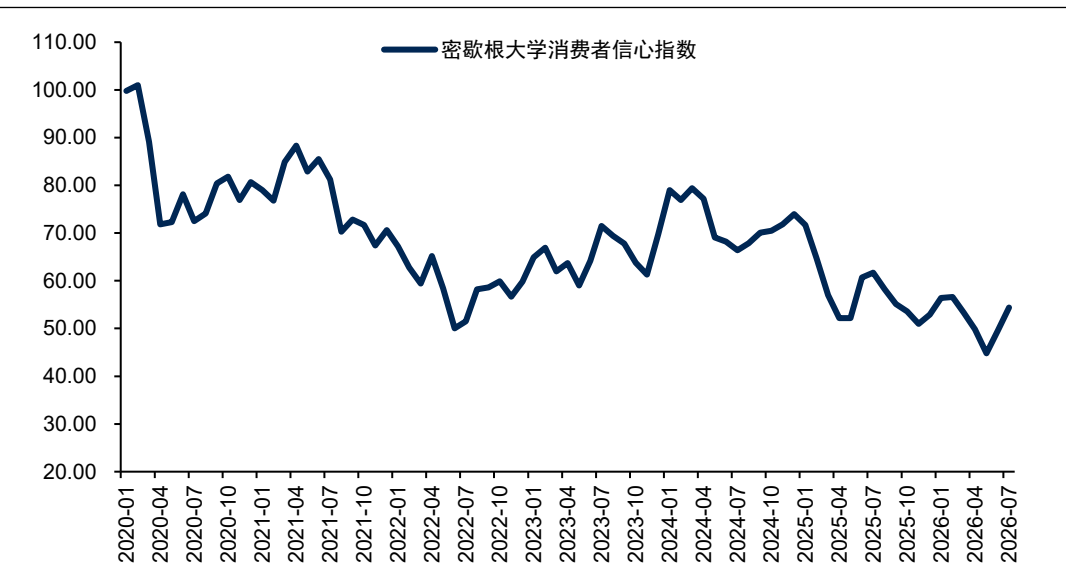
◆美国消费者对于未来的悲观情绪有所改善，但仍未根本扭转。自2025年以来，美国消费者经历了关税冲击、政府停摆、美伊战争等多重事件影响，密歇根大学消费者信心指数于2026年5月跌至44.8，为多年来的新低；自今年6月美伊正式签署《伊斯兰堡谅解备忘录》，能源价格有所回落，消费者信心指数也有所修复，6月读数为49.5，7月读数为54.4。

图：美国房价指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美国消费者信心指数

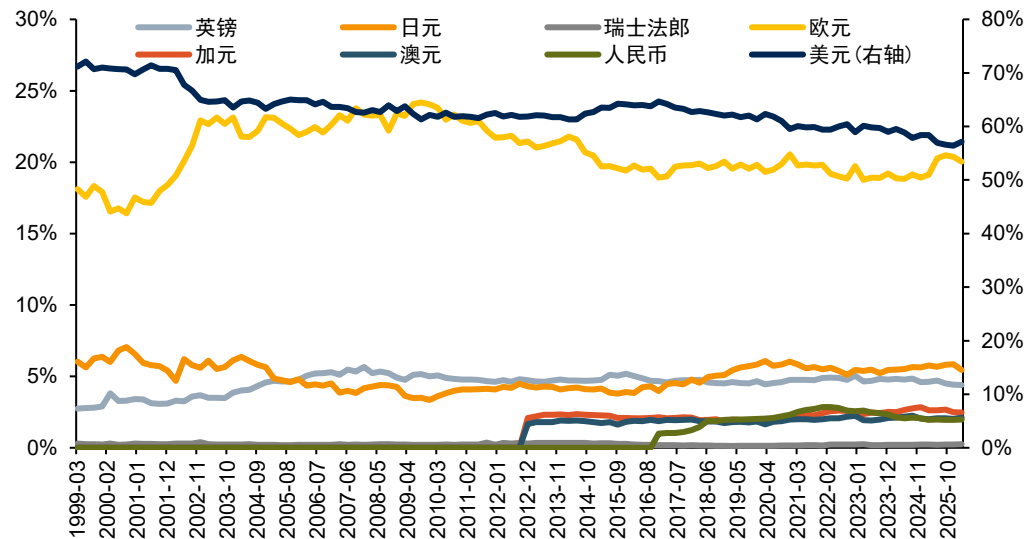


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ **美元在全球外汇储备占比长期呈现下降趋势。**国际金融体系中的安全资产一大主要构成是主要发达国家发行的主权债券，这些债券凭借发行主体的特殊属性获得市场信任。全球官方部门依托其制度优势和税收能力构建的偿付保障机制，使得此类债券具有区别于其他金融工具的本质安全性。但近年来部分海外高收入国家财政体系的持续承压暴露出结构性矛盾。福利支出刚性增长与税收调节能力弱化形成财政收支缺口，叠加危机时期债务扩张政策的长期影响，导致主权信用基础面临侵蚀风险。从长周期的维度看，美元在全球外汇储备占比已降至60%以下。

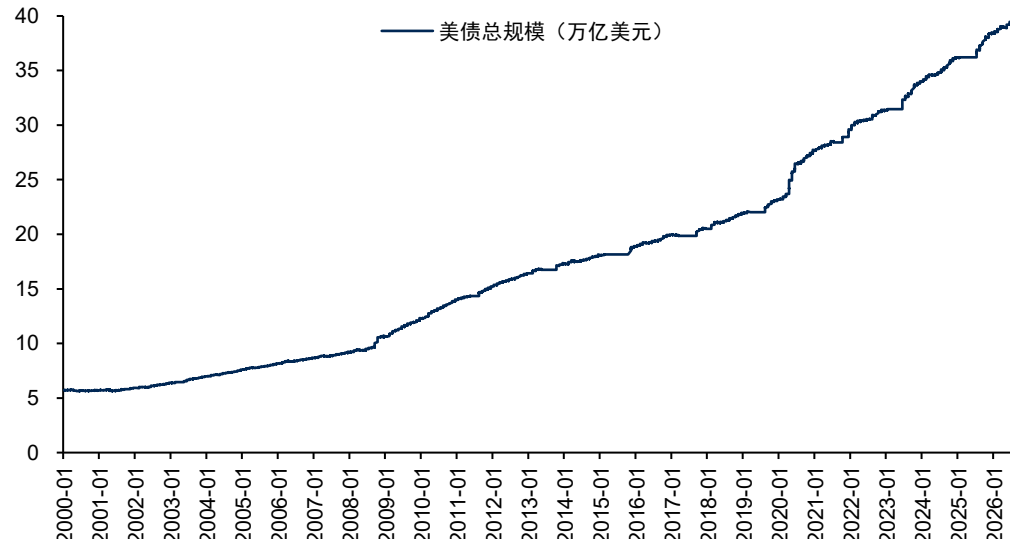
◆ **美债陷入规模和利率的双重攀升。**截止至2026年7月22日，美国国债总规模已达到约39.6万亿美元，相较于年初增加1.12万亿美元，美国国债总规模/美国GDP比率已攀升至120%以上。但与此同时，美债收益率呈现各期限同步上升，截止至2026年7月26日，1年期约4.01%，2年期约4.24%，5年期约4.37%，10年期约4.65%，30年期约5.18%。美国财政部不断以当前4%-5%的高利率债券替换此前1%-2%的低利率债券，使其加权平均利率不断攀升。美国2026财年利息支出年化已达约1.35万亿美元，约占GDP的4.2%-4.3%，未来几年或超过GDP的5.5%，将成为联邦预算最大支出项。

图：全球外汇储备占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美债总规模（万亿美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

央行增持对金价形成中长期推力

- ◆ 黄金储备是一国货币当局持有的，用以平衡国际收支，维持或影响汇率水平。作为金融资产持有的黄金，流动性极佳，在稳定国民经济、抑制通货膨胀、提高国际资信等方面有着特殊作用。近年来，全球风险事件多发，为应对逆全球化的发展趋势、日趋复杂的地缘政治局势等，全球央行大幅增加黄金持有量。而对于新兴经济体而言，对黄金的配置还可多元化其官方储备，降低对美元的过度依赖。
- ◆ 全球央行持续增持黄金。全球央行购金量于2022-2024年连续3年超过1000吨，远超2010-2021年平均473吨的水平；2025年购金量为863.3吨，相较于2024年有所放缓，但2025年三季度、四季度购金量环比均持续增长，购金意愿依然坚定。2026年一季度全球央行购金量为56.5吨（最新数据大幅下修），需求明显放缓；但2026年二季度全球央行购金量为288.9吨，回升至过去四年来的高位水平。世界黄金协会于2026年6月发布《2026年全球央行黄金储备调研》中提及，各央行继续对黄金抱持乐观预期，绝大多数受访央行(89%)认为，全球央行的黄金储备在未来12个月内将会增加。

表：全球黄金供需平衡表（吨）

	2022	2023	2024	2025	2024年第1季度	2024年第2季度	2024年第3季度	2024年第4季度	2025年第1季度	2025年第2季度	2025年第3季度	2025年第4季度	2026年第1季度	2026年第2季度
供应量														
金矿产量	3,624.80	3,644.40	3,650.40	3,671.60	853.40	901.00	961.50	957.10	833.00	904.30	976.60	957.70	901.30	965.60
生产商净套保量	-13.10	17.00	-53.80	-73.60	-8.80	-19.80	-6.80	-19.30	-7.10	-24.80	-8.00	-21.30	-22.10	-22.80
回收金	1,140.10	1,237.30	1,365.30	1,404.30	349.60	334.80	326.30	358.80	348.50	347.40	344.40	366.40	373.80	326.10
总供应量	4,751.90	4,898.80	4,961.90	5,002.30	1,194.20	1,216.00	1,280.90	1,296.60	1,174.40	1,226.90	1,313.00	1,302.80	1,253.10	1,268.90
需求量														
金饰制造	2,195.40	2,168.00	2,026.60	1,638.00	538.50	411.00	542.30	520.40	425.40	355.60	419.20	438.00	332.10	310.30
科技用金	308.70	297.80	326.20	322.80	80.20	80.20	82.90	82.90	80.40	78.60	81.70	82.10	81.60	80.40
投资需求	1,113.00	945.10	1,185.40	2,175.30	204.40	267.50	365.20	344.70	551.20	477.50	537.20	595.00	539.20	262.20
金条和金币总需求量	1,222.60	1,189.50	1,188.30	1,374.10	317.30	274.60	270.50	326.00	324.60	307.00	315.50	420.50	476.80	307.10
黄金ETFs及类似产品	-109.50	-244.40	-2.90	801.20	-113.00	-7.10	94.70	18.70	226.60	170.50	221.70	174.60	62.40	-44.80
各国央行和其他机构	1,081.90	1,037.40	1,092.40	863.30	309.90	211.50	199.50	365.10	248.60	172.00	219.90	230.30	56.50	288.90
黄金需求	4,699.00	4,448.40	4,630.60	4,999.40	1,133.00	970.20	1,189.80	1,313.00	1,305.60	1,083.80	1,257.90	1,345.30	1,009.40	941.80
场外交易和其他需求	52.80	450.40	331.30	2.90	61.20	245.90	91.10	-16.50	-131.20	143.10	55.20	-42.50	243.70	327.10
总需求	4,751.90	4,898.80	4,961.90	5,002.30	1,194.20	1,216.10	1,280.90	1,296.60	1,174.40	1,226.80	1,313.10	1,302.80	1,253.10	1,268.90
LBMA黄金价格（美元/盎司）	1,800.09	1,940.54	2,386.20	3,431.50	2,069.80	2,338.20	2,474.30	2,663.40	2,859.60	3,280.40	3,456.50	4,135.20	4,872.90	4,506.30

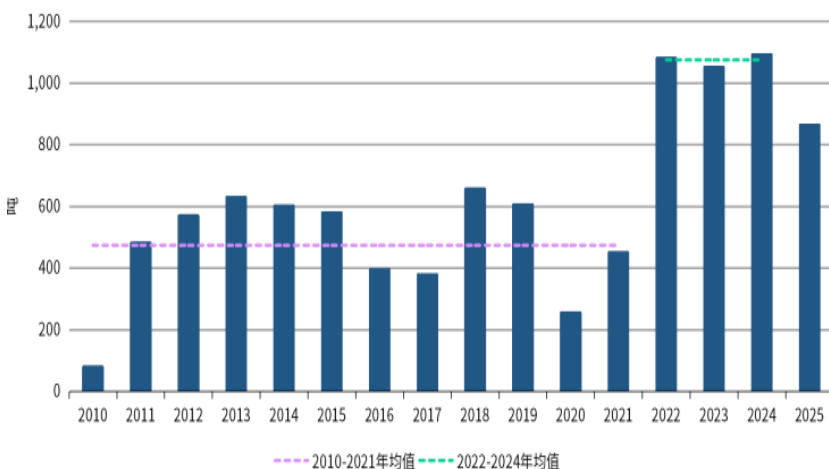
资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

央行增持对金价形成中长期推力

◆ 中国央行目前是全球第六大黄金持有国，其黄金储备政策以长期持有和阶段性增持为主，历史上极少公开出售黄金。中国央行曾于2022年11月至2024年4月连续18个月增持黄金，这一段期间的总增持量达到316吨，这一段期间金价涨幅达到约40%；2024年5月至2024年10月这6个月的时间暂停增持黄金；从2024年11月又开始增持黄金，至2026年6月已连续20个月增持黄金，其中今年1-6月分别增持1.24/0.93/4.98/8.09/9.95/14.93吨。截止至今年6月份，中国央行黄金储备总量约2321.5吨，占外汇储备比重约9.0%，低于世界平均水平，也远低于欧美国家平均水平。

◆ 各国央行购金需求持续强劲，且多来自于新兴市场银行。世界黄金协会数据显示，2026年1-5月全球央行购金主力包括：波兰央行累计购金64吨，中国央行累计购金25吨，乌兹别克斯坦累计购金33吨，哈萨克斯坦累计购金20吨；但另一方面，土耳其累计售金81吨，主要迫于短期流动性危机，俄罗斯累计售金34吨，主要用于缓解财政压力，但这部分黄金并未运往国外出售，而是出售给本国商业银行等机构。展望未来，地缘政治风险和经济不确定性依然会使得各央行很有可能再次将黄金作为稳定的战略资产。

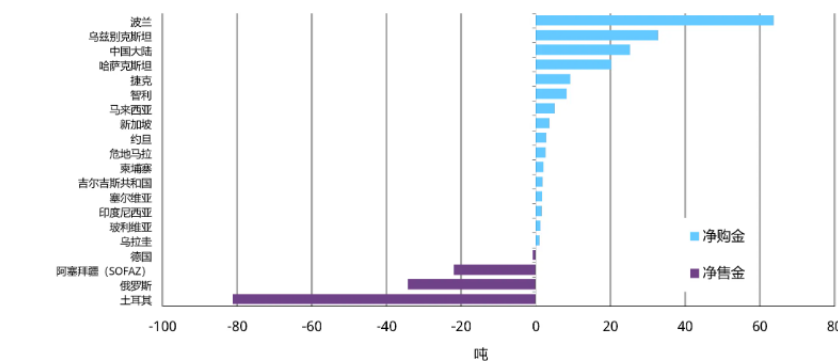
图：央行年度净购金量



资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

图：2026年年初至今央行购金活动

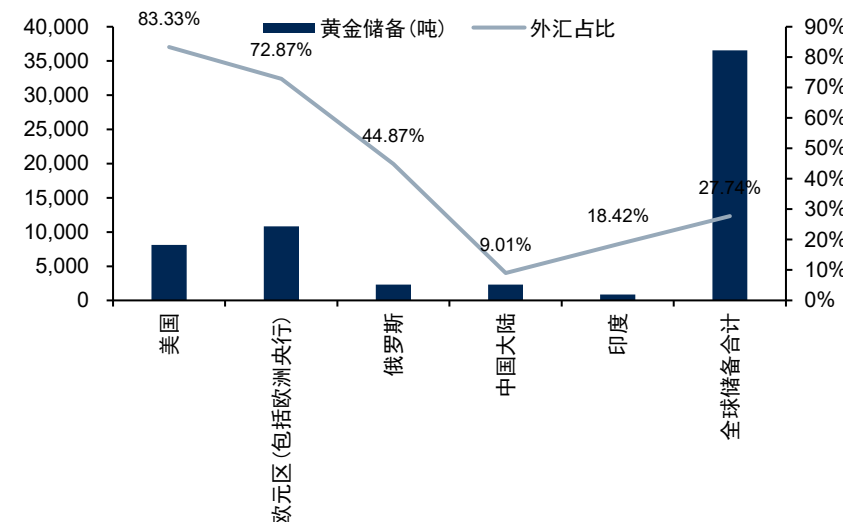
各央行净购金与售金量 (吨) *



*统计截至2026年6月30日的可用数据。注：保加利亚国家银行因采用欧元而向欧洲央行划转2吨黄金，该部分未计入图表。
来源：国际货币基金组织，各央行，世界黄金协会

资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

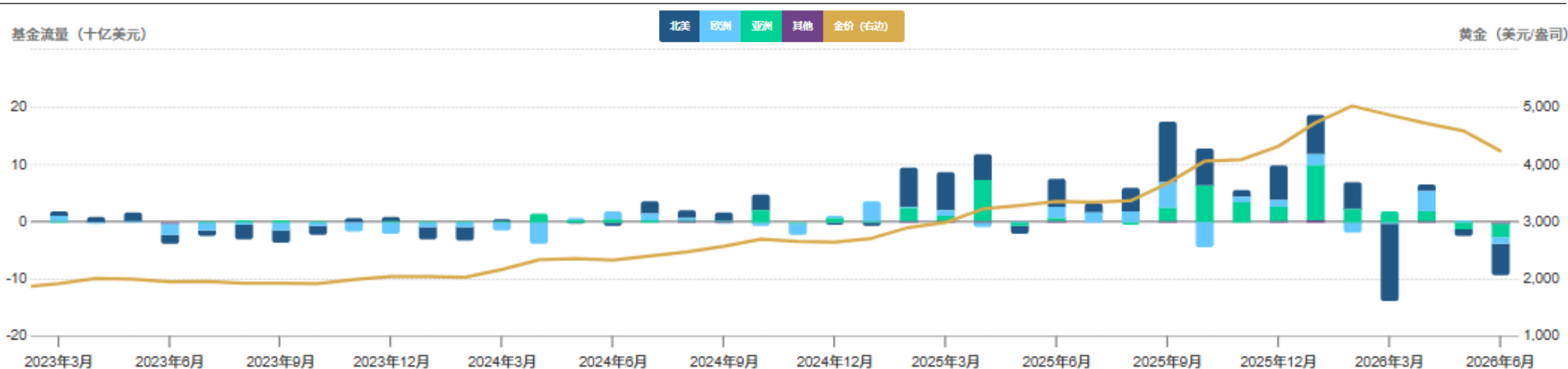
图：全球主要经济体黄金储备和外汇占比



资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

- ◆ 今年上半年全球黄金ETF净流入约80亿美元，其中1月单月净流入约187亿美元是最主要贡献，3月单月净流出约120亿美元创历史单月流出记录。
- ◆ 分区域来看，今年上半年亚洲市场净流入约120亿美元，中国和印度市场是主要驱动力；北美市场净流出约77亿美元，主要是由于3月创纪录抛售130亿美元。
- ◆ 黄金ETF流向与黄金价格高度联动。近期金价持续疲软，黄金ETF在5月和6月均维持净流出；后市金价若企稳反弹，黄金ETF有望恢复净流入。

图：全球黄金ETF区域流动



资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

- ◆ 全球地缘风险推升能源价格，海外通胀超预期；
- ◆ 海外主要经济体货币政策超预期收紧的风险；
- ◆ 美国经济表现超预期，使得美元指数超预期上涨的风险。

免责声明

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032