

黄金市场评论 引起波澜

不动心

黄金价格在7月份几乎回到了起点，收于每盎司4027美元，本月多次测试了4000美元的水平（见表1）。年初至今累计下跌8%。

我们每月的黄金回报归因模型（GRAM）将七月份的表现主要归因于积极的动量因素。黄金价格的急剧下跌通常在随后的一段时期内逆转（图表1）。动量受到风险因素下降的抵消，包括盈亏平衡通胀和隐含波动率。上升的收益率（机会成本IR）在一定程度上被下跌的美元（机会成本FX）所抵消。

七月ETF资金流入支撑了金价，其中欧洲基金表现突出。区域资金从股票市场流出，还是仅仅因为金价具有吸引力，哪个是核心驱动力尚不明确。但无论如何，这都是一个积极的发展，尤其考虑到欧洲黄金投资者历史上在正实际利率环境下对黄金持规避态度，而七月的资金流入恰逢实际德国债券收益率达到15年高点。

亮点

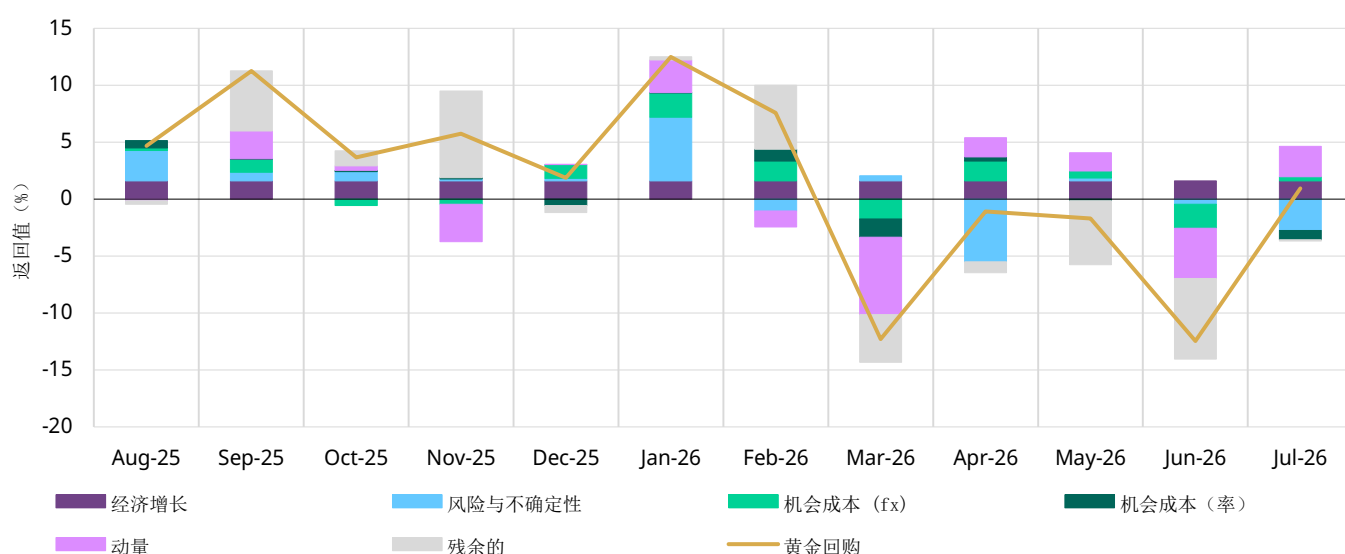
七月回顾

积极动能因素抵消了负面风险因素，导致7月份金价未发生变化。

期待

不能排除出现第二轮类似上世纪70年代末的高通胀。但这本身并不意味着会迎来金价的大规模上涨。这取决于实际利率、美元、增长预期、亚洲投资者的需求以及央行的反应。

图1：积极因素抵消了风险因素的下降，使7月份黄金价格保持不变。



截至2026年7月31日数据。我们的黄金回报归因模型（GRAM）是一个关于月度黄金价格回报的多重回归模型，我们将黄金表现的关键驱动因素分为四大主题类别：经济增长、风险与不确定性、机会成本和动量。这些主题捕捉了黄金需求的动机；最重要的是投资需求，它被认为是短期黄金价格回报的边际驱动因素。“残差”代表了黄金价格中未被已包含因素解释的百分比变化。模型估计周期为五年。来源：彭博社，世界黄金理事会



表1：7月份所有主要货币中，黄金在±2%的回报率范围内波动

	美元（盎司）	欧元（盎司）	日元（克）	英镑（盎司）	CAD（克）	瑞士法郎（盎司比10克）	人民币（克）	尝试（盎司）	盎司（AUD）
七月价格*	4,027	3,496	20,632	2,990	5,649	3,257	142,295	885	191,328
七月回归*	0.0%	-0.9%	-2.0%	-1.6%	-1.2%	0.0%	1.0%	0.7%	1.9%
Y-t-d退货	-7.8%	-5.9%	-6.0%	-7.8%	-5.5%	-5.7%	7.3%	-9.0%	2.0%
记录高价*	5,405	4,539	26,884	3,961	7,305	4,143	175,231	1,248	234,639
创纪录的高点*	29-Jan-26	02-Mar-26	02-Mar-26	02-Mar-26	29-Jan-26	29-Jan-26	29-Jan-26	29-Jan-26	29-Jan-26

截至2026年7月31日数据。来源：彭博社，世界黄金协会

激起波澜

- 第二波通货膨胀不能排除。然而，与20世纪70年代不同，如今的美联储可能会反应更快。

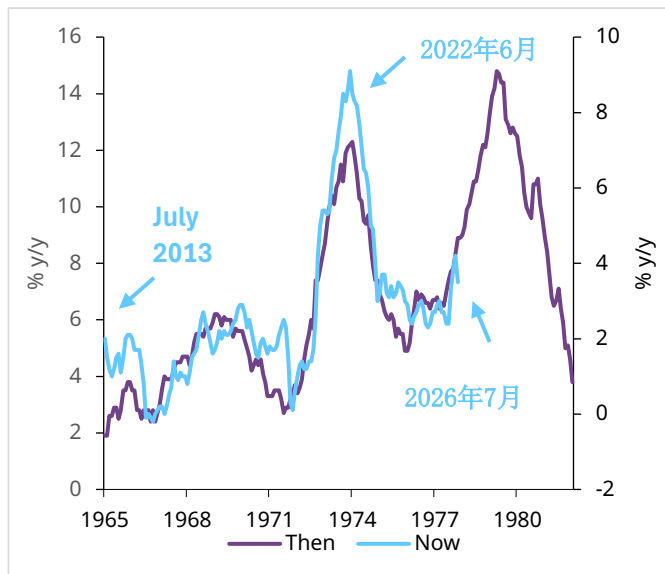
因此，通胀卷土重来并不必然意味着金价将大幅上涨。

- 黄金的反应将取决于实际利率、美元和增长预期的变化——以及央行和亚洲投资者的需求，而这种需求可能仅受到美国发展松散的影响。

尽管这种比较存在局限性，阿波罗将当前通胀周期与70年代进行类比的说法引起了相当大的关注（图表2）。¹ 更有趣味的相似之处并非石油，而是通胀可能以浪的形式出现。一旦通胀冲击改变了行为和预期，第二波通胀就更有可能发生。

图2：通货膨胀浪潮

US CPI, 1965 to 1982 and 2013 to 2026*



截至2026年7月31日数据。数据来源：Apollo资产管理公司图表。信息来源：彭博社，世界黄金理事会

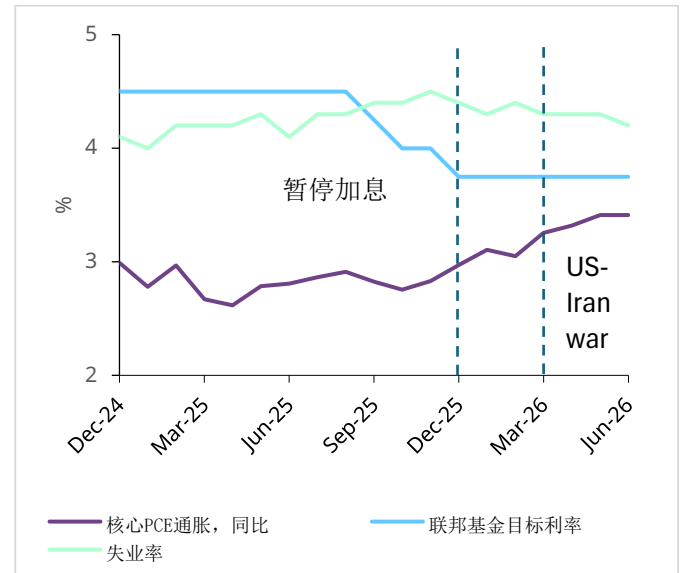
为什么通货膨胀可能卷土重来

当然，如今情况已不同。工会不再像那时那样举足轻重，石油的重要性也降低了，而美联储的反通胀使命也更为明确。但如果在通胀预期完全正常化之前再出现另一场冲击，通胀可能再次燃起。这一次，风险或许更多地来自石油禁运，而更多是源于政府和企业的关键资源方面的战略储备和竞争（AI）。

当然，我们不能完全排除近期的通缩，主要是因为基础美国经济——以及别处——不像上次新冠疫情后通胀爆发时的那样强劲，裂缝很容易出现，但向上的通胀风险正在累积。以下是一些例证（图表3至6）：

图3：美联储的“按兵不动”策略并未奏效

联邦基金利率，核心PCE同比和失业率*



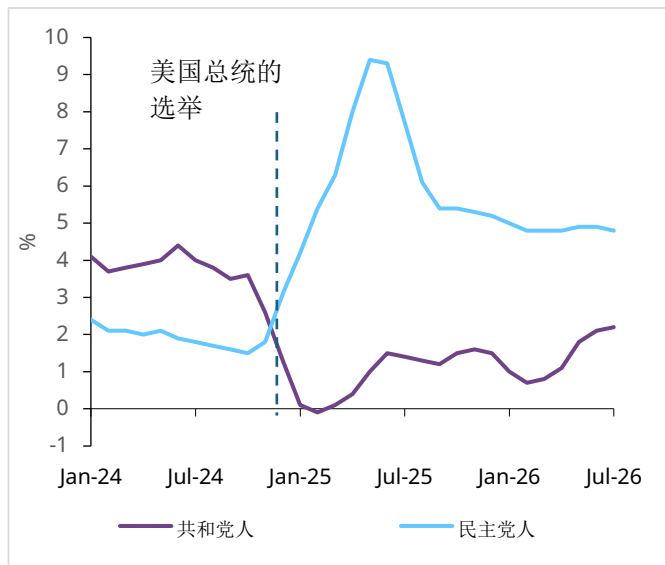
截至2026年7月31日数据。来源：彭博社，世界黄金协会

1. 当历史重演 - 阿波罗学院



图4：即使是共和党人也正在提高他们的预测

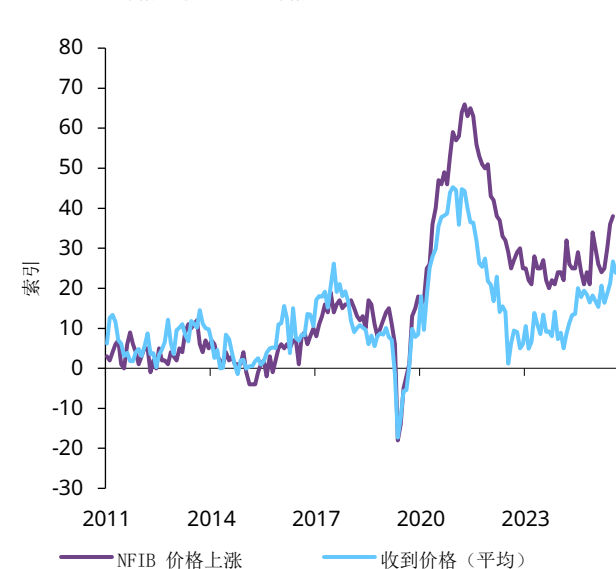
按政治派别划分的提前一年通胀预期*



截至2026年7月31日数据。调查来自密歇根大学。来源：彭博社，世界黄金协会

图5：企业正在转嫁更高成本

美联储地区价格接收和NFIB价格*



截至2026年7月31日数据。所获价格系三家联邦储备银行系列数据的算术平均值。NFIB价格代表小型企业支付的价格，而非收到价格。来源：彭博，世界黄金理事会

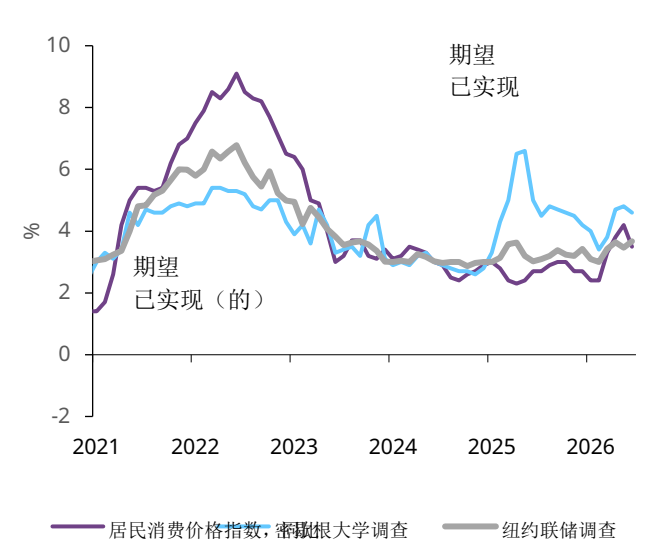
因此，支持高通胀的观点似乎存在。如果这种情况发生，那么一条路径就是黄金受益——这也是普遍的看法。随着美国核心通胀率达到3.3%，我们正逐渐接近投资者可能开始将通胀视为有些失控的水平的阶段。

黄金与通胀，并非总是形影不离

我们的分析表明，当通胀温和时，黄金并不会特别关注。但当通胀率超过4%时，它就开始感觉像是政策失误，正如我们在新冠疫情后所看到的。而且，利率也随之被点燃（见表2）。

图6：消费者似乎已经调整

居民消费价格指数同比及消费者一年期通胀预期*



截至2026年7月31日数据。基于密歇根大学和纽约联邦储备银行1年期通胀预期调查。来源：彭博社，世界黄金协会

然而，这并不意味着通货膨胀会自动导致金价上涨。美元、实际政策利率和增长预期仍然重要。如果通胀加速超过这些水平，同时实际利率下降、美元走弱或衰退风险上升，那么这可能会成为推动黄金投资的一个更强的催化剂。

表2：通货膨胀率上升时开始产生影响

通货膨胀回归及对黄金收益的控制*

系数		
变量	Full	通货膨胀率 > 4%
CPI变化	1.32	2.98*
实际联邦基金利率变动	-0.63	-0.84
美元回报	-0.93***	-1.2***
衰退概率变化	0.14*	0.19

1971年第一季度至2026年第二季度黄金价格对四个因素的季度对数变化回归。美国CPI同比、实际联邦基金利率同时捕捉了机会成本和美联储信誉。衰退概率的变化为专业预测者调查的提前一个季度的衰退概率。美元回报为DXY美元指数的对数变化。全样本有222个观测值。高通胀样本有72个观测值。*** = 1%显著性水平，** = 5%水平，* = 10%水平。来源：彭博，Macrobond，世界黄金理事会

但我们会不会像二十世纪七十年代末那样出现第二波？

我们认为并非如此。当前的美联储已表现出对通胀2的强烈厌恶，而今日的消费者或许难以承受价格持续上涨，个人储蓄率已接近历史最低点。因此，新一轮的通胀飙升可能导致政策收紧和增长放缓，而非经典的1970年代式通胀爆发。

当然，黄金不再仅仅随着美国通胀的节奏起舞。央行和亚洲投资者的需求已成为日益重要的驱动力，并且他们可能独立于美国宏观因素行事。正如我们所见

2. 沃什誓言将打击通胀，但对美联储下一步行动却未透露任何风声 | AP新闻

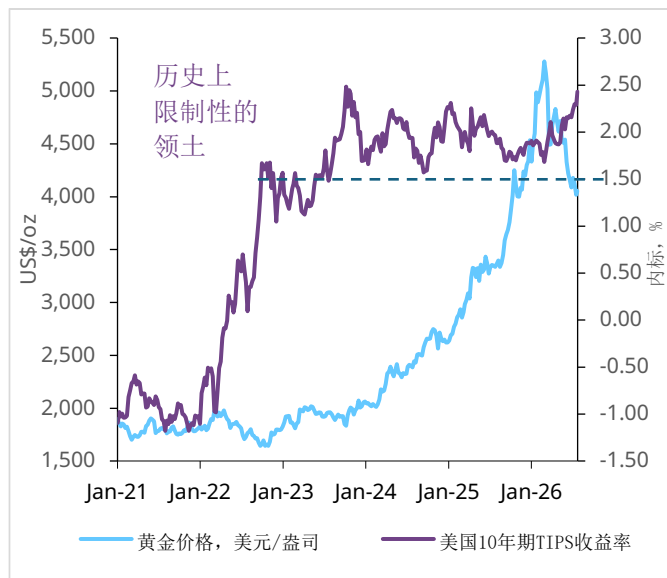
3. 个人储蓄占可支配收入的2.8%



如前所述，自2023年以来，尽管美国实际利率历史上一一直处于限制状态，黄金的表现依然令人瞩目——这很大程度上归功于这两种需求来源（见图7）。

图7：实际利率上升并未构成障碍

美国10年期TIPS收益率与黄金价格（美元/盎司）*



截至2026年7月31日数据 来源：彭博社，世界黄金理事会

总而言之

归根结底，通胀问题正日益凸显，但即便美联储在2022年那样再犯错误，70年代末的情景重演似乎仍然极不可能。从紧的政策和较慢的增长似乎更可能是未来路径。这意味着收益率可能上升，黄金在短期内可能承压，同时市场正在考验美联储的决心。

但若以历史为鉴，最终总会出问题：要么是通胀，要么是增长，要么两者兼有。届时，长期限收益率可能会开始下行。再加上持续央行购金和亚洲消费者需求，这应对黄金形成支撑，尽管未必能再现2025年的超额涨幅。



世界黄金协会

我们是一个致力于倡导黄金作为战略资产作用、塑造负责任且易于获取的黄金供应链未来的会员组织。我们的专家团队通过可信的研究、分析、评论和见解，建立对黄金应用案例和可能性的理解。

我们推动行业进步，塑造政策，并为一个永久且可持续的黄金市场设定标准。

通讯作者



约翰·帕尔姆贝格资深量化
分析师 世界黄金协会

研究

杰里米·德·佩斯梅耶，CF
A 资产配置策略师

约翰·帕尔姆贝格资深量化
分析师

卡维塔·查科，首席研究
员，印度

克里希安·戈帕尔（Krisha
n Gopaul）高级分析师，
欧洲、中东和非洲区
路易斯街高级市场分析师

玛里萨·萨利姆 大中华区首
席研究员

贾瑞（Ray Jia）研究主管，亚太
区（APAC）-前印度及贸易合作副
主管，中国

泰勒·伯内特，美洲研究
主管

胡安·卡洛斯·阿蒂加斯，美
洲区区域首席执行官，全球研
究主管

市场策略

约翰·里德（资深）——
欧洲及亚太区市场策略师

约瑟夫·卡瓦托尼，美洲
区高级市场策略师

更多信息：

数据集和方法论访问：[www. gold. o
rg/goldhub](http://www.gold.org/goldhub)

Contact:
research@gold.org



重要信息与披露

© 2026 世界黄金协会。版权所有。世界黄金协会及圆圈标志均为世界黄金协会或其附属公司的商标。

未经世界黄金协会或适当的版权所有者事先书面许可，禁止复制或重新分发本信息中的任何内容，下文另有具体规定者除外。本信息及统计数据为世界黄金协会或其关联公司或本文件中指明的第三方提供者的版权©及其他知识产权。各自所有者的所有权利均予保留。

本信息中所使用的数据统计，在符合公平行业惯例、用于审阅和评论（包括媒体评论）的目的下，允许使用，但须满足以下两个前提条件：(i) 仅使用有限的数据或分析片段；(ii) 对这些数据统计的任何及所有使用，均需注明世界黄金协会（World Gold Council）为来源，并在适当的情况下注明金属聚焦（Metals Focus）或其他已确认版权所有者的世界黄金协会与世界金属聚焦（Metals Focus）有关联。

世界黄金协会及其附属机构不对任何信息的准确性或完整性作出保证，亦不承担因使用该信息而直接或间接导致的任何损失或损害的责任。

本信息仅用于教育目的，通过接收本信息，您即表示同意其预期用途。本信息中任何内容均不构成投资建议、黄金购买或出售的提议，也不构成任何与黄金相关的产品或服务，或任何其他产品、服务、证券或金融工具（统称“服务”）的购买或出售提议。本信息未考虑任何特定个人的投资目标、财务状况或特殊需求。

多元化投资并不能保证任何投资回报，亦不能消除损失风险。过往业绩并不必然预示未来结果。通过投资黄金可能产生的任何投资结果的最终表现属于假设性质，可能无法反映实际投资结果，也不构成对未来结果的保证。世界黄金协会及其附属公司不对任何假设投资组合中使用的任何计算和模型，或由此产生的任何结果提供担保或保证。投资者应在就任何服务或投资做出任何决定前，与其相应的投资专业人士讨论其个人情况。

本信息可能包含前瞻性陈述，例如使用“相信”、“预期”、“可能”或“表明”等词语，或类似术语的陈述，这些陈述基于当前预期，并可能发生变化。前瞻性陈述涉及诸多风险和不确定性。无法保证任何前瞻性陈述将得以实现。世界黄金协会及其附属公司不承担更新任何前瞻性陈述的责任。

关于LBMA黄金价格的资讯

伦敦贵金属市场协会（LBMA）黄金价格由 ICE Benchmark Administration Limited（IBA）管理和发布。LBMA 黄金价格是贵金属价格有限公司的注册商标，IBA 作为 LBMA 黄金价格的管理者获得授权。ICE 和 ICE Benchmark Administration 是 IBA 及其附属公司的注册商标。经 IBA 授权，世界黄金协会使用 LBMA 黄金价格，并受本协议条款限制（www.gold.org/terms-and-conditions）。

关于Quarum SM和黄金估值框架的信息

请注意，通过使用Quarum、黄金估值框架和其他信息所生成的各种投资结果的预期表现纯属假设性质，可能无法反映实际投资成果，也不构成对未来结果的保证。世界黄金理事会（包括其附属机构）或牛津经济学院对工具的功能性不作任何保证或担保，包括但不限于任何预测、估计或计算。

ICRA Analytics Limited的信息

本文件中所有源自ICRA Analytics Limited的信息均受本声明约束（www.icraanalytics.com/terms-of-use/disclaimer）。