

海外周报 20260810

如期进入右侧的金价能涨多久、涨多高？——海外周报 20260810

2026年08月10日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦伟

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

证券分析师 王茁

执业证书：S0600526010001

wangzhuo@dwzq.com.cn

■ **核心观点：**在经历了半年震荡调整后，黄金的基本面与技术面正在形成共振，我们预计黄金已进入右侧行情，9月有望修复至4700-5000\$/oz。实际利率的回落提供了可量化的上涨空间，美元信用风险则可能进一步打开上方弹性，其中，川普的下限决定黄金的上限，央行的上限决定黄金的下限。我们维持一直以来的判断：财政与世界杯脉冲退坡、前期金融条件收紧的滞后影响或将继续压制26Q3美国经济，美联储加息预期有望进一步降温。我们预计8-9月FOMC会议前后，金价可能迎来一段相对顺畅的上涨行情，新的催化时点大概率来自期间公布的非农、CPI数据与全球央行年会。本周关注7月美国CPI，当前市场预期均指向总体CPI环比因油价小幅上涨而环比上行，核心通胀温和反弹。

■ **大类资产：**上周，中东局势缓和与弱就业数据带动的宽货币交易主导海外市场表现。与此同时，上周美国偏弱的就业数据、尤其是意外转负的非农就业数据给加息预期显著降温，美债利率下行，金、银等贵金属和有色金属强劲反弹。

■ **黄金新一轮上涨行情的驱动与展望：**低于预期的7月非农公布后，黄金站上4300\$/oz。从基本面与技术面两个层面来看，我们预计到9月16日FOMC前后，黄金有望修复至4700-5000\$/oz。基本面上，金价=美元利率×美元信用。①美元利率：仍有进一步下行空间。3月以来，由于美元信用的修复，TIPS再度掌握黄金的定价权。如我们此前强调，当前过度计价的加息预期在26Q3有望继续降温，若其在9月FOMC前后兑现，则仅基于经济降温→加息预期回落→美债利率走低→黄金上涨的定量推演，届时黄金可上涨至4635-4782\$/oz。②美元信用：对黄金的利空已出尽，利好取决于新的去美元化交易。“川普”的下限决定黄金的上限。今年3月以来TIPS对金价掌控力提升的背后，是2025年一系列去美元化叙事的连续修复。而7月以来，AI交易降温、沃什7月FOMC上的“拙劣”表现、特朗普对美联储独立性的重新干预等再度引发市场对美元体系的担忧。换言之，前期压制黄金的美元信用修复叙事可能已被交易得较为充分，而新的美元信用风险溢价正在重新显现。央行的上限决定黄金的下限。美伊冲突以来，全球央行并未放缓购金的步伐。此外，央行购金更接近于将实物黄金持续移出流通市场，形成供给收缩，提高金价对实际利率变化的敏感度。技术面上，前期上方卖盘筹码基本出清，波动率与看涨期权交易量均在低位，为金价上涨提供了必要条件。

■ **综合基本面和技术面来看，黄金已进入右侧行情。**其中，实际利率的回落提供了可量化的上涨空间，美元信用风险则可能进一步打开上方弹性。我们维持一直以来的判断：财政与世界杯脉冲退坡、前期金融条件收紧的滞后影响或将继续压制26Q3美国经济，美联储加息预期有望进一步降温。黄金在经历了半年震荡调整后，基本面与技术面正在形成共振，预计8-9月FOMC会议前后，金价可能迎来一段相对顺畅的上涨行情，新的催化时点或来自期间公布的非农、CPI数据与全球央行年会。

■ **7月美国CPI前瞻：**北京时间8月12日20:30，BLS将公布7月美国CPI。当前市场预期均指向总体CPI环比因油价小幅上涨而环比上行，核心通胀温和反弹。其中，最新彭博分析师预期7月美国CPI环比/核心环比0.1%/+0.2%，前值-0.4%/+0.0%，同比/核心同比+3.4%/+2.5%，前值+3.5%/+2.6%。从趋势看，7月中旬以来油价的冲高回落让交易员小幅下调了对未来1年美国CPI的路径预测。若油价能稳定在当前位置，那么今年3—5月高油价带来的高基数将意味着，明年3—5月CPI同比增速依次回落至2.52→2.04→1.67%，重演2022H2—2023H1的剧本。

■ **风险提示：**美联储独立性风险；央行购金风险；美国经济数据超预期。

相关研究

《关注北京地产新政对地产销售的支撑作用》

2026-08-09

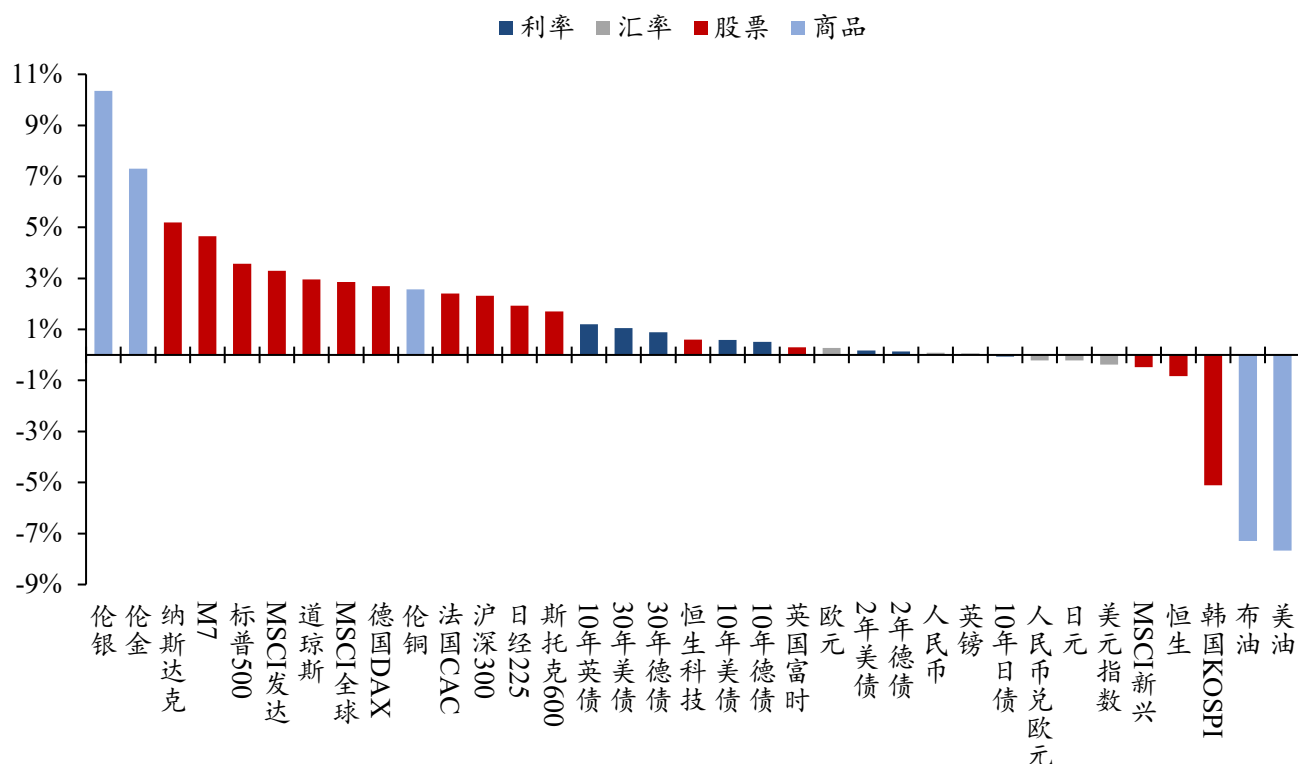
《PPI同比顶部的三种可能性——7月物价数据点评》

2026-08-09

1. 大类资产

上周（8月3日至8月9日），中东局势缓和与弱就业数据带动的宽货币交易主导海外市场表现。继特朗普 TACO 之后，美伊局势和霍尔木兹海峡通航迎来进展，带动油价大跌；与此同时，上周美国偏弱的就业数据、尤其是意外转负的非农就业数据给加息预期显著降温，美债利率下行，金、银等贵金属和有色金属强劲反弹。美股财报方面，AI 应用和数据中心电力链受业绩支撑，而 AMD、闪迪等芯片和存储个股受指引不及预期拖累，叠加油价反弹，科技、周期与利率敏感板块之间的轮动持续。周初，市场对中东局势缓和的预期升温，油价回落、风险偏好修复，美股在大型科技股带动下快速走高；周中，由于围绕海峡恢复通航的条件仍存在分歧，叠加对美联储主席沃什政策可信度的担忧，美债收益率一度上行，美股保持震荡，而黄金则在偏弱的美国 ADP 就业等数据催化下大幅上行；周五，BLS 公布的 7 月美国新增非农就业意外转负，且前值大幅下修，加息预期降温带动的宽货币交易下，美债收益率与美元走低，黄金和美股上涨。全周来看，贵金属白银、黄金分别大涨 10.35%、7.3%，领涨全球大类资产；在风险偏好修复和宽货币交易下，美股强劲反弹，领涨全球主要股市，标普 500、道琼斯指数盘中均录得新高；而受 AI 硬件股拖累，韩国 KOSPI 指数下跌 5.10%，领跌全球主要股指。

图1：上周（8月3日至8月9日）大类资产回报率



数据来源：彭博、东吴证券研究所；利率资产为利率期货合约

2. 黄金新一轮上涨行情的驱动与展望

7月低于预期的非农公布后，黄金站上4300\$/oz。我们从基本面与技术面两个层面来看，到9月16日FOMC前后，黄金有望修复至4700-5000\$/oz。

2.1. 基本面 = 美元利率 x 美元信用

我们在报告《技术帖：如何量化央行购金对金价的影响？》中提出一个金价的简易二元模型：金价 = f[美元利率, 美元信用]，即黄金价格由美元实际利率预期TIPS与美元信用驱动，前者可定量测算，后者更多只能定性判断，本质上衡量的是美债违约率这一较为叙事化的指标。

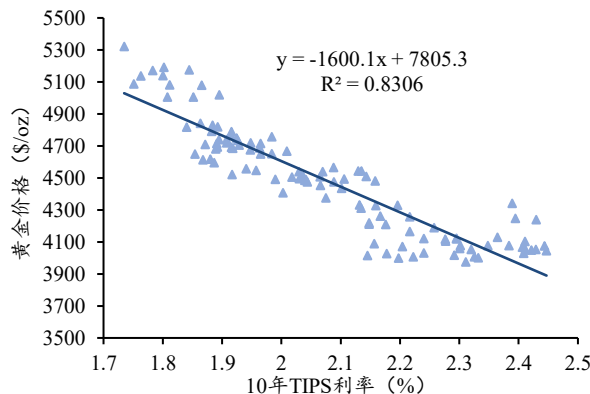
美元利率：仍有进一步下行空间。3月以来，由于美元信用的修复，TIPS再度掌握黄金的定价权，其走势与黄金再度趋同（图2），对黄金的解释力度显著提升至83%（图3）。我们在《美债利率寻顶，易见下行拐点——海外周报20260803》中对26Q3美国经济的判断已在7月非农中得到初步应验：前期宽财政脉冲的退坡、金融条件收紧对国内需求的抑制，易导致美国经济数据在26Q3走弱，带动当前过度计价的加息预期降温。截至最新，交易员定价美联储全年28bps、明年6月累计42bps的加息幅度。由于加息预期与2年美债利率高度相关，且2年美债利率可解释90%的10年TIPS（ β 为65.6%），因此加息预期28~42bps的降温大致对应18~28bps的TIPS回落幅度。按照图3测算，每100bps的TIPS下跌对应黄金1600\$/oz的上涨，因此18~28bps的TIPS回落对应金价294~441\$/oz的涨幅。若以上预期在9月FOMC前后兑现，则仅基于经济降温→加息预期回落→美债利率走低→黄金上涨的定量推演，届时黄金可上涨至4635-4782\$/oz。

图2：黄金价格与10年TIPS美债利率



数据来源：彭博、东吴证券研究所；左轴单位\$/oz，右轴单位%

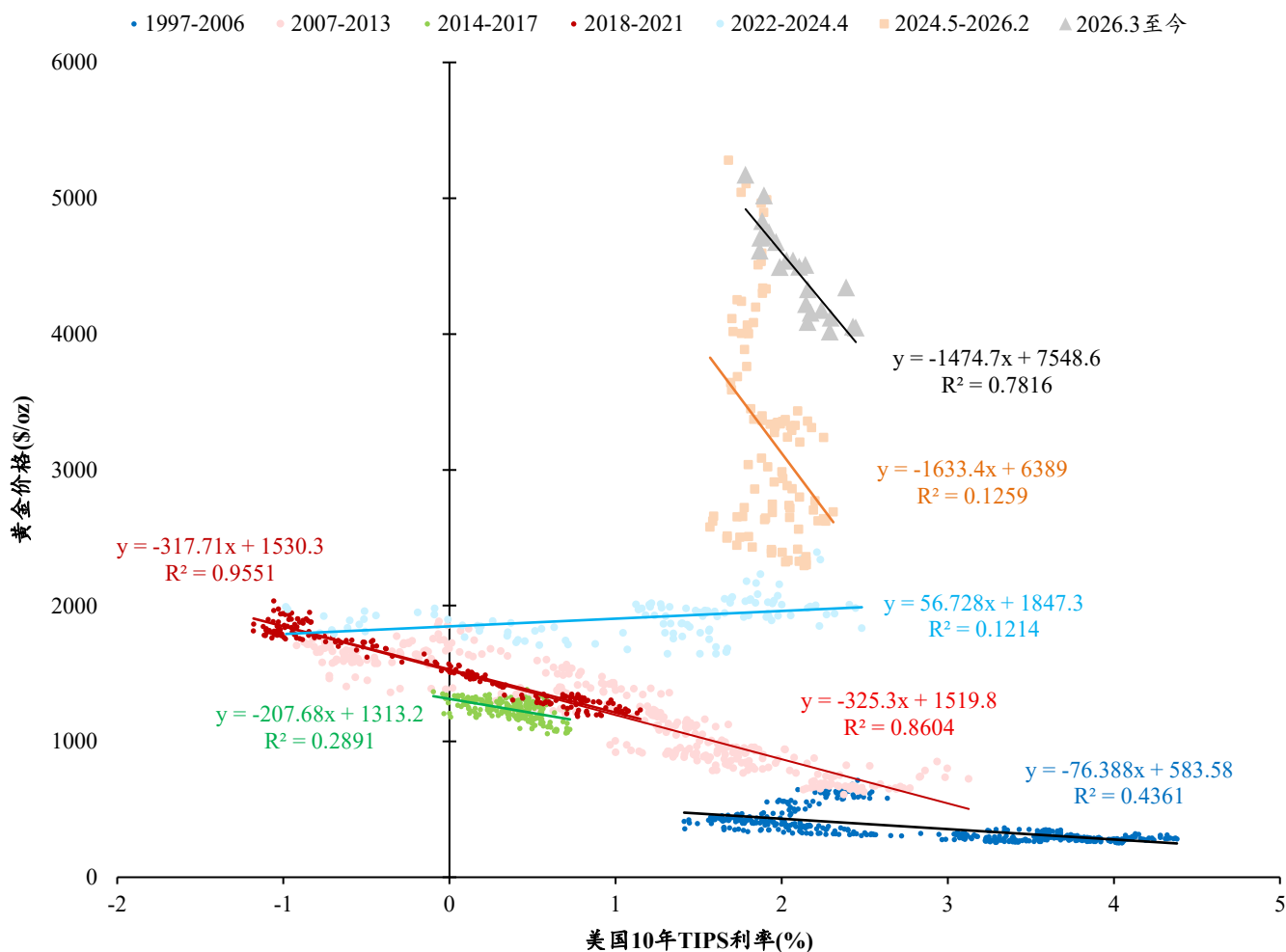
图3：3月以来黄金价格与10年TIPS美债利率相关性



数据来源：彭博、东吴证券研究所

美元信用：对黄金的利空已出尽，利好取决于新的去美元化交易。如图4所示，今年3月以来TIPS对黄金的掌控力从2024年5月至2026年2月的12.7%提升至78%（与图3回归参数的差异来自数据频率的不同），而这一提升的背后，是2025年一系列去美元化叙事的连续修复。

图4：美国 10 年 TIPS 收益率与金价相关性散点图



数据来源：彭博、东吴证券研究所；利率资产为利率期货合约

川普的下限决定黄金的上限。2025 年的 DeepSeek 冲击、对等关税、大美丽法案、特朗普对 Lisa Cook 与鲍威尔发起调查等事件令美元信用在中美科技差异、美元体系稳定、美国债务可持续性、美联储独立性等方面持续受损，“去美元化”交易成为黄金脱离 TIPS 大涨的主要支撑。但进入 2026 年，美国 AI 产业的再度繁荣打破了黄金与科技的天平，IEEPA 关税被判违法并启动退税程序、美伊冲突意外强化石油美元体系（汇率危机引发部分央行售金）、看似鹰派独立专业的沃什被任命为美联储新主席等一系列事件，让“去美元化叙事”转向“美元信用修复叙事”，导致 TIPS 重新夺回黄金定价权。但目前，美元信用修复的叙事已经到达极限，且 7 月以来，AI 交易降温、沃什 7 月 FOMC 上的“拙劣”表现、特朗普对美联储独立性的重新干预¹、日本汇率干预及潜在美债抛售担忧等重新引发市场对美元体系的担忧。换言之，**此前美元信用修复可能已被交易得较为充分，前期压制黄金的因素逐渐出尽，而新的美元信用风险溢价正在重新显现。**川普的下限决定黄金的上限，本轮黄金还能有多大涨幅，同样也取决于特朗普在期间是否有新的

¹ <https://www.npr.org/2026/08/07/nx-s1-5925167/trump-lisa-cook-federal-reserve>, <https://www.cnbc.com/2026/08/06/trump-fed-chairman-kevin-warsh-relationship.html>

破坏美元信用的动作，例如其对沃什的更大干预。8月下旬的全球央行年会是一个值得注意的事件。

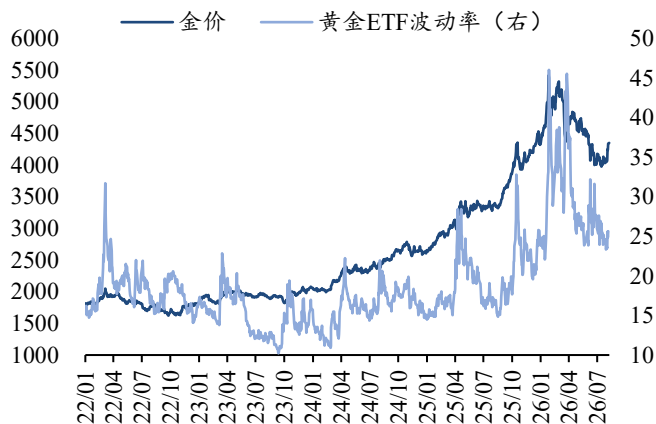
央行的上限决定黄金的下限。陆续公布的央行购金数据显示，今年尤其是美伊冲突以来，全球央行并未放缓购金的步伐。虽然美伊冲突一度引发央行的售金行为，但在风波平息后，央行购金趋势并非在中长期被逆转。另外，相对于需求逻辑，央行购金更像是“大股东回购”的供给逻辑，因为其行为更接近于将实物黄金持续移出流通市场，从而形成供给收缩，并提高金价对实际利率变化的敏感度。从金价与 TIPS 相关性系数来看，央行购金让流通黄金市值持续缩水，TIPS 对金价的影响斜率从 2018-2021 年的-317 提升至 2026 年 3 月以来的-1600。

2.2. 技术面：筹码出清，波动率与看涨期权交易量均在低位

如果说基本面构成黄金上涨的充分条件，那么技术面则构成黄金上涨的必要条件。

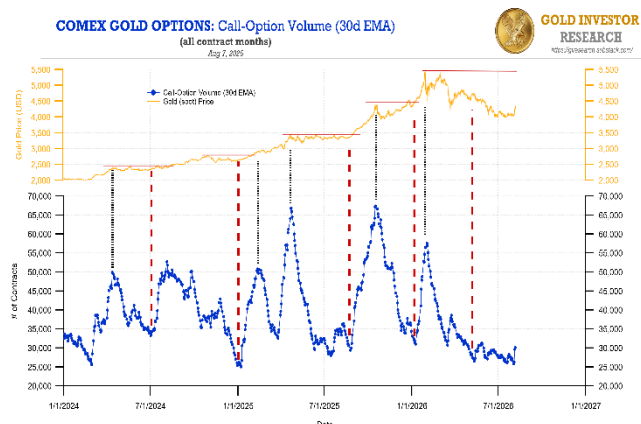
从技术面看，波动率与看涨期权的仓位对于摸清黄金筹码的阻力有很大的实践意义。一方面，央行底部扫货通常伴随着波动率的下降，当金价波动率在底部震荡一段时间后，基本对应上方卖盘筹码已被央行清扫干净；另一方面，黄金价格半年多的盘整基本上耗尽了期权的时间价值。8月初，黄金波动率及看涨期权成交均已回落至历史偏低位置，表明前期拥挤筹码得到较充分清洗，而投机性多头尚未明显回归，向上阻力相对有限。

图5：黄金价格与黄金 ETF 波动率



数据来源：彭博、东吴证券研究所；左轴单位\$/oz

图6：COMEX 黄金看涨期权成交量



数据来源：COMEX、东吴证券研究所

综合基本面和技术面来看，黄金已进入右侧行情。其中，实际利率的回落提供了可量化的上涨空间，美元信用风险则可能进一步打开上方弹性。我们维持一直以来的判断：财政与世界杯脉冲退坡、前期金融条件收紧的滞后影响或将继续压制 26Q3 美国经济，美联储加息预期有望进一步降温。黄金在经历了半年震荡调整后，基本面与技术面正在形成共振，预计 8-9 月 FOMC 会议前后，金价可能迎来一段相对顺畅的上涨行情，新的催化时点大概率来自期间公布的非农、CPI 数据与全球央行年会。

3. 海外经济

3.1. 上周回顾

上周公布的美国经济数据喜忧参半、整体偏弱。7月美国 ISM 制造业和服务业 PMI 保持较高景气，其中 ISM 制造业 PMI 跳升至 55.6，为 2022 年 5 月以来新高，且新订单、就业、出口订单等均显著反弹。与此同时，上周公布的一揽子就业数据则总体疲软，7月 ADP 私营就业和非农就业数据均不及预期，其中 7 月新增非农就业意外转负、前值下修，且结构数据显示就业的疲软具有普遍性。受此影响，彭博美国经济意外指数再度转负。与此同时，受疲软的工业产值和零售数据影响，欧元区经济意外指数大幅下滑。

图7：彭博美国和欧元区经济意外指数



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图8：彭博美国经济意外指数增长和通胀分项

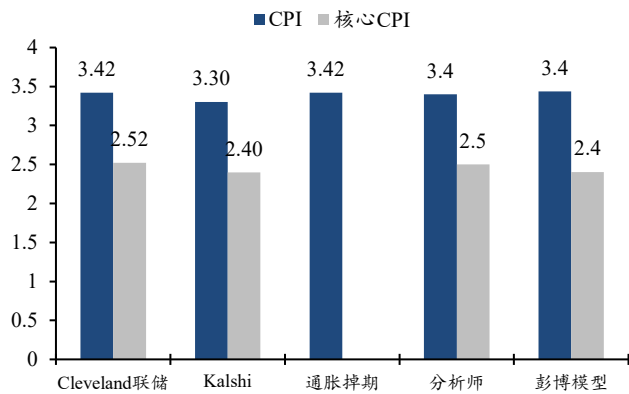


数据来源：彭博、东吴证券研究所

3.2. 7月美国 CPI 前瞻

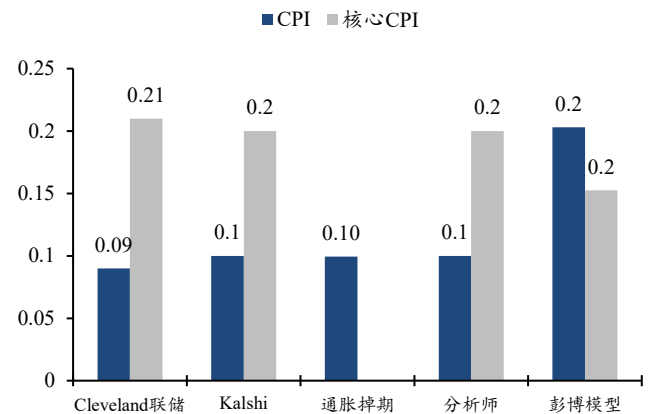
北京时间 8 月 12 日（周三）20:30，BLS 将公布 7 月美国 CPI。当前市场预期均指向总体 CPI 环比因油价小幅上涨而环比上行，核心通胀温和反弹。最新彭博分析师预期 7 月美国 CPI 环比/核心环比 0.1%/+0.2%，前值-0.4%/+0.0%，同比/核心同比+3.4%/+2.5%，前值+3.5%/+2.6%，即预期 7 月美国总体 CPI 环比在油价的回升下重回正值，核心 CPI 由极低的前值 0%反弹至+0.2%的相对温和路径。综合美联储高频预测、通胀掉期、Kalshi 博彩网站数据来看，市场对 7 月 CPI 环比预测均为+0.1%，对核心 CPI 环比均为+0.2%，预测高度一致。

图9：各方对美国 7 月 CPI 同比预测



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

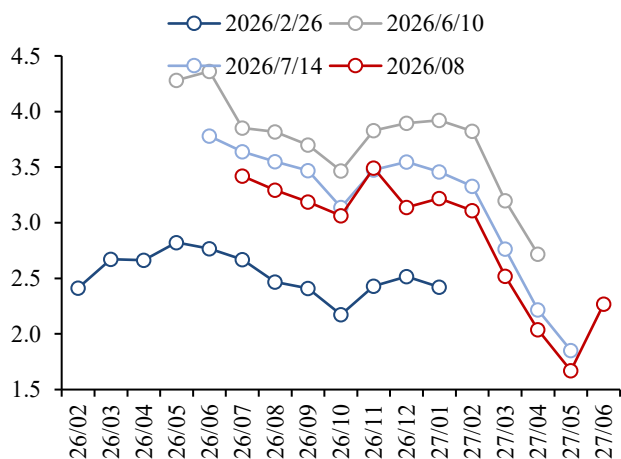
图10：各方对美国 7 月 CPI 环比预测



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

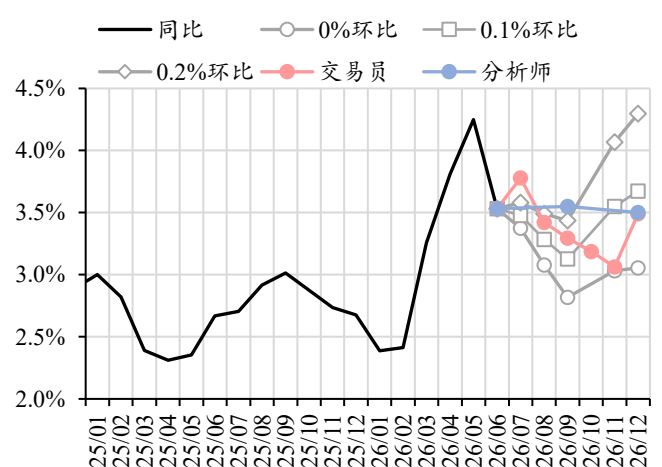
从结构上看，7月数据需要重点关注三点：①关税退税影响下，核心商品通缩趋势能否持续；②在7月疲软的非农就业和平稳的工资通胀下，超级核心通胀和通胀扩散指数是否显示能源冲击发生更广泛的二阶传导；③居住通胀能否延续6月的超预期回落，给通胀下行带来更多助力。

图11：不同时期交易员对未来 1 年美国 CPI 的定价



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图12：机构对 2026 年各月美国 CPI 同比预测



数据来源：彭博、东吴证券研究所

从中期趋势来看，7月中旬以来油价的冲高回落让交易员小幅下调了对未来1年美国CPI的路径预测。截至最新，交易员预期美国CPI同比增速今年内在10月触底3.06%，但今年7月到明年2月保持3.2%中枢。若油价能稳定在当前位置，那么今年3—5月120美元/桶的高油价带来的高基数将意味着，明年3—5月CPI同比增速依次回落至 2.52→2.04→1.67%，重演2022H2—2023H1的剧本。

4. 风险提示

特朗普持续干预美联储货币政策，加剧美联储独立性风险；

央行购金节奏低于预期，对黄金价格支撑削弱；

美国经济数据超预期，引发美联储货币政策预期变化超预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>