

多资产周报

加息预期升温, 黄金逐渐脱敏

核心观点

加息预期升温, 黄金逐渐脱敏。本周黄金延续回调, 但下跌节奏明显放缓, 重心在低位逐步企稳。伦敦现货黄金全周围绕 4380 至 4406 美元区间震荡, 黄金对加息的钝感, 本质在于边际买盘的结构已经改变。这一轮金价的边际定价者, 从对利率敏感的投机盘, 换成了对利率不敏感的央行与配置盘, 驱动他们买入的是制裁风险与财政可持续性的焦虑, 而不是持有黄金的机会成本。利率这个变量对黄金失效, 更深一层的原因在于财政的约束方向已经确定。美国利息支出当前约 1.1 万亿美元, 预计将升至 1.5 万亿, 在联邦预算中的地位已经超过国防开支。财政部的债券回购、对日元市场和战略石油储备的干预, 共同指向压低利率这一个目的, 而压低利率的代价是容忍通胀, 让通胀逐步侵蚀债务的实际价值。因此加息对黄金的传导是双向的。往后看, 美联储议息会议是下一道关口, 核心通胀环比 0.3% 的落地已经让市场把加息概率显著推高, 若议息会议如期加息, 更可能被市场当作靴子落地。目前黄金头寸尚未显拥挤, 黄金期货非商业净多头处于 63.46% 分位, 多头减仓的规模远大于空头减仓, 黄金波动率指数在 26.63, 也未触及 30 的警戒线。站在更长的时间维度, 黄金的中期支撑并未动摇。综合来看, 短期黄金的波动来自加息预期的摇摆, 中期只要财政约束与美元信用这条主线不变, 金价的每一次深度回调, 都更接近做多资金重新入场的窗口。

多资产图景:

整体收益方面, 本周(9月5日至9月12日), 权益方面, 沪深300下跌0.84%, 恒生指数下跌3.3%, 标普500下跌0.8%; 债券方面, 中债10年上涨0.96BP, 美债10年上涨18BP; 汇率方面, 美元指数下跌0.07%, 离岸人民币贬值0.01%; 大宗商品方面, SHFE螺纹钢下跌1.69%, 伦敦金现下跌0.67%, 伦敦银现下跌4.49%, LME铜下跌0.93%, LME铝下跌0.57%, WTI原油上涨9.37%。

资产比价方面, 本周金银比数值为68.71, 较上周上升2.65; 铜油比数值为142.32, 较上周下降14.79; 铜螺比数值为35.12, 较上周上升0.62; 金铜比数值为0.31, 较上周上升0.01; 股债性价比数值为4.22, 较上周上升0.04; AH股溢价数值为124.1, 较上周上升1。

库存方面, 最新一周原油库存为44678万吨, 较上周下降32万吨; 螺纹钢库存为489万吨, 较上周下降16万吨; 阴极铜库存为54780吨, 较上周下降8220吨; 电解铝库存为72万吨, 较上周下降1万吨。

资金行为方面, 最新一周美元多头持仓28407张, 较上周上升167张, 空头持仓10803张, 较上周下降412张; 黄金ETF规模3367万盎司, 较上周下降15万盎司。

风险提示: 海外市场动荡, 国内政策执行的不确定性。

经济研究·宏观周报

证券分析师: 邵兴宇 010-88005483
shaoxingyu@guosen.com.cn
S0980523070001

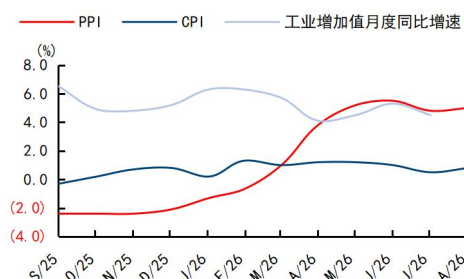
证券分析师: 田地 0755-81982035
cntiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

证券分析师: 董德志 021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	-6.70
社零总额当月同比	0.60
出口当月同比	25.00
M2	7.70

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济周报-政策性金融工具启用》——2026-09-05
- 《多资产周报-日元升值与套息交易平仓压力》——2026-09-05
- 《多资产周报-煤炭价格持续上行》——2026-08-30
- 《宏观经济周报-政策集中落地, 内需何时回暖?》——2026-08-30
- 《多资产周报-长端美债压力巨大》——2026-08-23

内容目录

周度观察：加息预期升温, 黄金逐渐脱敏	4
多资产图景	4
1、整体收益率	4
2、资产比价	5
3、库存	6
4、资金行为	7
风险提示	8

图表目录

图1: 大类资产整体（债券类为BP，其余为%）	5
图2: 伦敦现货黄金白银比价	5
图3: LME 铜与 WTI 原油比价	5
图4: 沪铜与螺纹钢比价	6
图5: 伦敦现货黄金与 LME 铜比价	6
图6: 沪深 300 与 10 年国债比价	6
图7: A 股与 H 股比价	6
图8: 美国原油库存	7
图9: 电解铝库存	7
图10: 上海阴极铜库存	7
图11: 螺纹钢库存	7
图12: 美元多空持仓	7
图13: 黄金 ETF 规模变化	7

周度观察：加息预期升温，黄金逐渐脱敏

本周黄金延续回调，但下跌节奏明显放缓，重心在低位逐步企稳。伦敦现货黄金全周围绕 4380 至 4406 美元区间震荡，

黄金对加息的钝感，本质在于边际买盘的结构已经改变。这一轮金价的边际定价者，从对利率敏感的投机盘，换成了对利率不敏感的央行与配置盘，驱动他们买入的是制裁风险与财政可持续性的焦虑，而不是持有黄金的机会成本。黄金不是任何主体的负债，不留下可追踪的交易痕迹，也难以被冻结，这是它在当前环境里最重要的属性。当西方动用二级制裁、把金融工具武器化的先例一再出现，新兴市场央行对美元资产的信心难免松动，黄金作为储备替代品的买盘由此变得刚性。

利率这个变量对黄金失效，更深一层的原因在于财政的约束方向已经确定。美国利息支出当前约 1.1 万亿美元，预计将升至 1.5 万亿，在联邦预算中的地位已经超过国防开支。财政部的债券回购、对日元市场和战略石油储备的干预，共同指向压低利率这一个目的，而压低利率的代价是容忍通胀，让通胀逐步侵蚀债务的实际价值。这套做法对资产持有者不利，却是债务规模膨胀到当前水平之后难以回避的选择。于是利率上行本身成了财政不可持续的病症，而不是约束黄金的理由，加息是阶段性的战术动作，去美元化才是中长期的方向。

因此加息对黄金的传导是双向的。把十年期美债收益率拆成加息预期与期限溢价两部分，2026 年以来的上行主要由加息预期推动，短端与长端的逻辑并不相同；加息在短期通过机会成本压制金价，但加息本身会强化市场对财政可持续性与联储独立性的担忧，推升三十年期与两年期美债的期限利差，而期限利差走阔恰是黄金做多叙事的锚。按国会预算办公室的测算，2027 年美国净利息支出占 GDP 的比重将维持在 3.3%，处于 1976 年以来的最高水平，这一中长期压力不会因为一次加息而改变。于是，一次已经计入价格的加息对黄金更接近利空出尽，而不是趋势逆转。

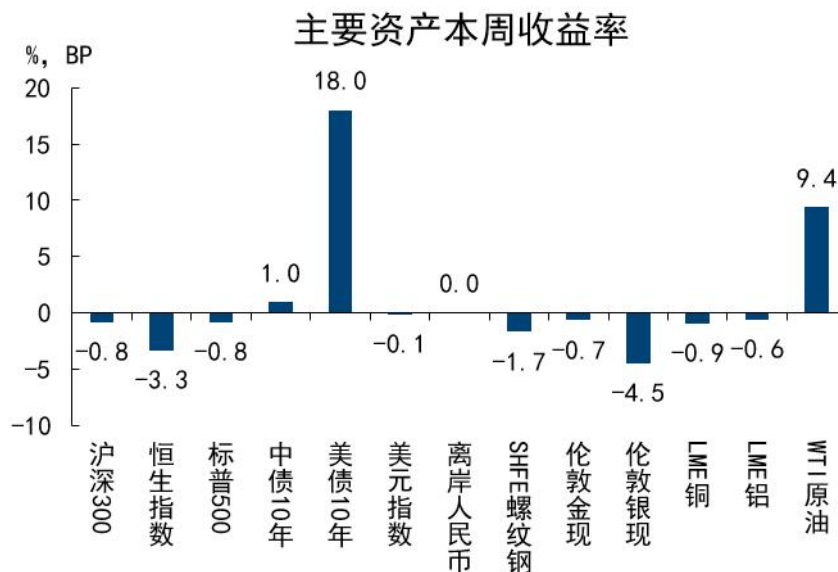
往后看，美联储议息会议是下一道关口，核心通胀环比 0.3% 的落地已经让市场把加息概率显著推高，若议息会议如期加息，更可能被市场当作靴子落地。目前黄金头寸尚未显拥挤，黄金期货非商业净多头处于 63.46% 分位，多头减仓的规模远大于空头减仓，黄金波动率指数在 26.63，也未触及 30 的警戒线。站在更长的时间维度，黄金的中期支撑并未动摇。综合来看，短期黄金的波动来自加息预期的摇摆，中期只要财政约束与美元信用这条主线不变，金价的每一次深度回调，都更接近做多资金重新入场的窗口。

多资产图景

1、整体收益率

本周（9 月 5 日至 9 月 12 日），权益方面，沪深 300 下跌 0.84%，恒生指数下跌 3.3%，标普 500 下跌 0.8%；债券方面，中债 10 年上涨 0.96BP，美债 10 年上涨 18BP；汇率方面，美元指数下跌 0.07%，离岸人民币贬值 0.01%；大宗商品方面，SHFE 螺纹钢下跌 1.69%，伦敦金现下跌 0.67%，伦敦银现下跌 4.49%，LME 铜下跌 0.93%，LME 铝下跌 0.57%，WTI 原油上涨 9.37%。

图1: 大类资产整体（债券类为BP，其余为%）

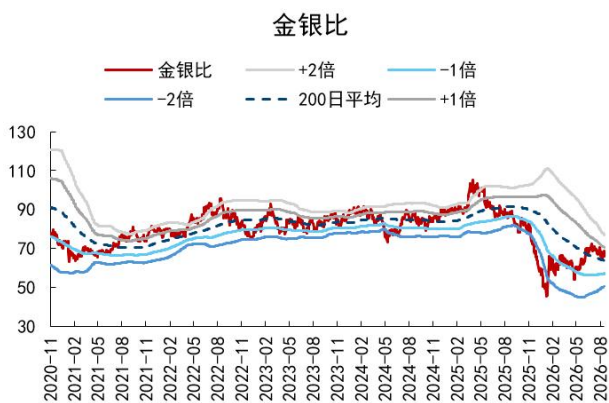


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

2、资产比价

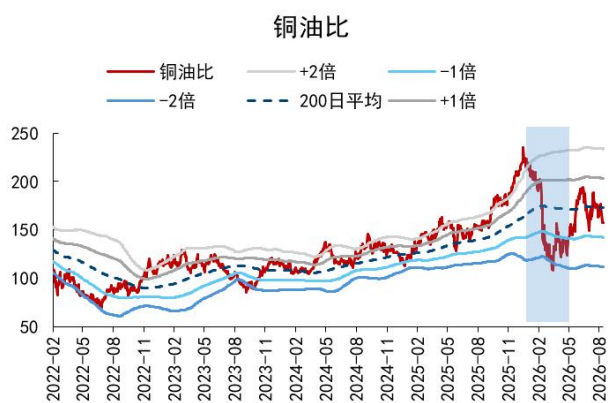
本周金银比数值为 68.71, 较上周上升 2.65; 铜油比数值为 142.32, 较上周下降 14.79; 铜螺比数值为 35.12, 较上周上升 0.62; 金铜比数值为 0.31, 较上周上升 0.01; 股债性价比数值为 4.22, 较上周上升 0.04; AH 股溢价数值为 124.1, 较上周上升 1。

图2: 伦敦现货黄金白银比价



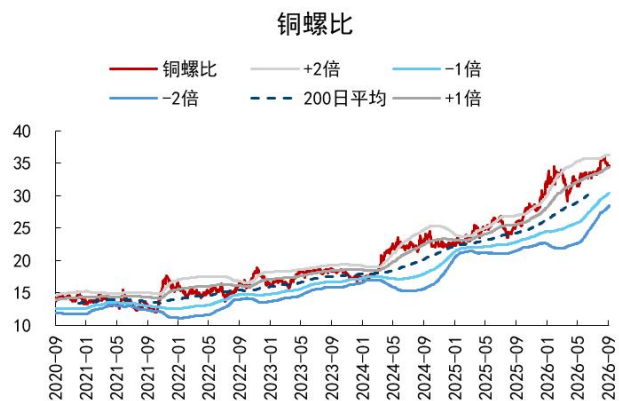
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: LME 铜与 WTI 原油比价



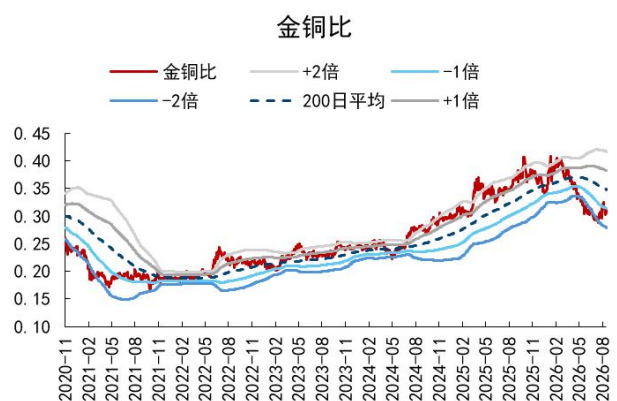
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 沪铜与螺纹钢比价



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 伦敦现货黄金与 LME 铜比价



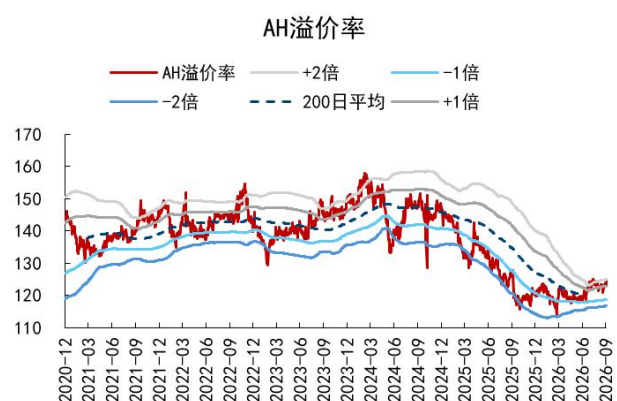
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 沪深 300 与 10 年国债比价



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: A 股与 H 股比价

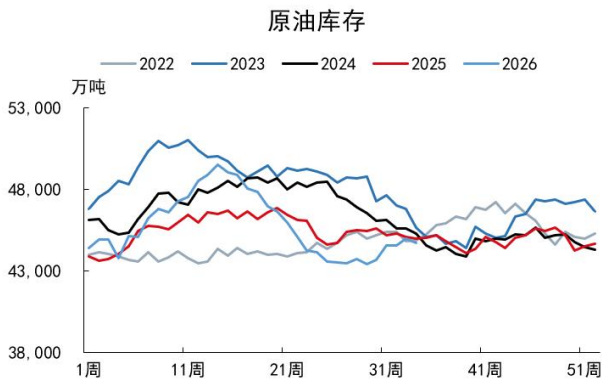


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

3、库存

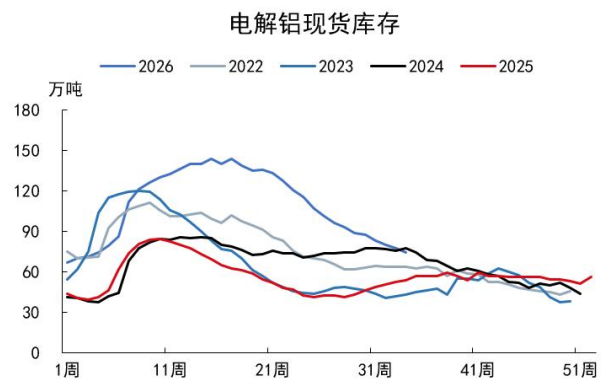
最新一周原油库存为 44678 万吨，较上周下降 32 万吨；螺纹钢库存为 489 万吨，较上周下降 16 万吨；阴极铜库存为 54780 吨，较上周下降 8220 吨；电解铝库存为 72 万吨，较上周下降 1 万吨。

图8: 美国原油库存



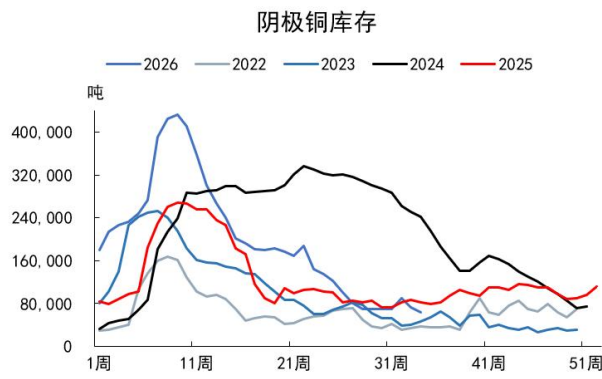
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 电解铝库存



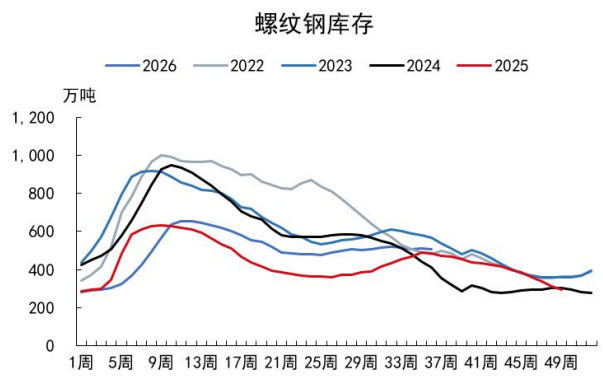
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 上海阴极铜库存



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 螺纹钢库存

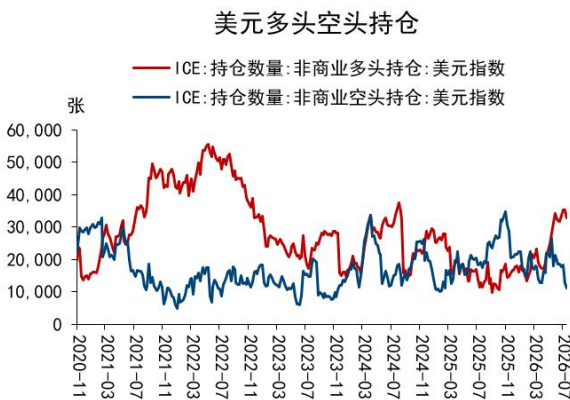


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

4、资金行为

最新一周美元多头持仓 28407 张，较上周上升 167 张，空头持仓 10803 张，较上周下降 412 张；黄金 ETF 规模 3367 万盎司，较上周下降 15 万盎司。

图12: 美元多空持仓



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 黄金 ETF 规模变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

免责声明

分析师声明

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。

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

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

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中所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 层

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