

宏观深度报告 20261008

黄金 ETF，2026 年 9 月复盘与 10 月展望

2026 年 10 月 08 日

投资要点

■ 市场表现回顾：

■ **走势复盘：**9 月沪金整体呈现“月初冲高回落、月中震荡下行、月末加速探底”的运行特征，月度下跌约 5.14%。月初美伊冲突升级但避险溢价被美债收益率上行压制，金价冲高至月内高点 965.96 元/克后回落；月中美债收益率升穿 5%、加息预期升温，金价震荡下行；月末美联储时隔三年重启加息 25 个基点，金价加速下探至月内低点 898.78 元/克后企稳反弹。

■ **技术分析：**截至 9 月 30 日，沪金风险度下降至 46.34，较 8 月末的 76.51 明显回落。趋势维度上，快线 TMP 于 9 月上旬下穿慢线 JAX 触发局部顶右侧信号，月末负向开口进一步拉大，短期下跌势能在 9 月已较充分释放，黄金短期可能企稳回升。

■ **黄金 ETF 持仓分析：**9 月全球黄金 ETF 持仓净增 1.50 百万盎司，ETF 持仓逆势净流入，显示长线配置资金在回调中持续布局。

■ 事件驱动盘点：

■ **资产配置价值：**9 月沪金资产配置维度围绕美联储重启加息与全球央行同步紧缩展开。月初美国 8 月非农大增 16.2 万人远超预期，强化加息预期；月中美债收益率破 5%、全球央行同步紧缩；月末美联储时隔三年重启加息 25 个基点，主席沃什鹰派表态，金价加速下行。10 月 2 日美国 9 月非农意外仅增 2.9 万人、大幅不及预期，市场削减 10 月加息押注至约 22%，加息预期降温边际利多金价。本月资产配置维度整体偏空，是金价下跌的首要驱动。

■ **货币价值：**9 月沪金货币维度呈现“正负交织、整体偏负”的格局。负向方面，10 年期美债收益率升穿 5%并持续上行至 5.27%、创 2007 年以来新高，实际利率上行压制金价；正向方面，多国央行竞相从美国运回黄金、推进黄金储备本土化，去美元化与央行购金趋势提供底部支撑。货币维度最终以利空因素为主导。

■ **避险价值：**9 月地缘事件保持高频率，美伊冲突与霍尔木兹海峡危机贯穿全月。月初美伊冲突升级、美国打击伊朗战略岛；月中霍尔木兹危机发酵，美军摧毁伊朗油轮、油价重返 100 美元；月末美伊会谈磋商重开霍尔木兹海峡，避险溢价回吐。9 月避险维度呈现“避险异化”特征：地缘紧张推升油价与通胀预期，反而强化加息预期压制金价。

■ **商品价值：**9 月黄金商品属性相对平淡，实物消费与资金流呈现分化。负向方面，年内第 10 家银行加速退出个人贵金属代理业务，理财端需求收缩；正向方面，黄金 ETF 持仓量升至七个月来最高水平，长线配置资金持续流入，呈现“资金流托底、理财端收缩”的分化特征。

■ 指数后市展望：

■ **关键事件前瞻：**展望 10 月，黄金价格将在数据验证、政策定调与地缘博弈的多重逻辑交织中运行。宏观层面，美国 9 月非农（新增 2.9 万人，大幅不及预期，失业率 4.2%）已落地，就业市场显著降温，月中 CPI 与 PPI 将决定通胀预期走向；政策层面，10 月 28 日 FOMC 利率决议是本月核心焦点，最新 CME 数据显示 10 月加息概率已降至约 22%；货币层面，中国央行 9 月末黄金储备数据将验证购金延续性；地缘层面，美伊谈判进展与霍尔木兹海峡重开仍是关键变量。

■ **指数走势展望：**10 月沪金将从 9 月的单边下行转为震荡修复。支撑因素方面，9 月非农意外走弱带来的加息预期降温是核心支撑，政策利率预期面临下修压力，将通过“名义利率—实际利率”的传导对金价形成阶段性支撑；制约因素方面，通胀粘性与高企的美债收益率仍是主要制约。多空因素交织下，趋势方向需待 10 月 28 日 FOMC 决议落地后确认，核心矛盾已从“是否加息”转向“紧缩预期能否持续降温”。中长期央行购金、去美元化与黄金储备地位提升的逻辑未变。

■ **相关 ETF 产品：**华安黄金 ETF（518880.SH）管理费率 0.50%/年、托管费率 0.10%/年；截至 2026 年 9 月 30 日流通份额 118.94 亿份、流通规模 1026.16 亿元。

■ **风险提示：**1)行业政策或监管环境突变；2)宏观经济不及预期；3)发生重大预期外宏观事件。

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 唐遥衍

执业证书：S0600524120016

tangyk@dwzq.com.cn

相关研究

《假期消费平稳增长，地产贴息拉动有所显现》

2026-10-07

《假期海外市场回顾：全球利率普涨，股市表现分化》

2026-10-07

内容目录

1. 市场表现回顾	4
1.1. 走势复盘.....	4
1.2. 技术分析.....	5
1.3. 实际利率与金价.....	6
1.4. 黄金 ETF 持仓分析	7
2. 事件驱动	8
2.1. 资产配置价值.....	8
2.2. 货币价值.....	10
2.3. 避险价值.....	12
2.4. 商品价值.....	13
3. 后市展望	14
3.1. 关键事件前瞻.....	14
3.2. 走势展望.....	15
3.3. 相关 ETF 产品	19
4. 风险提示	19

图表目录

图 1:	SHFE 黄金 2026 年 9 月走势（区间范围：2026/09/01-2026/09/30）	5
图 2:	SHFE 黄金风险趋势模型（2026/9/30）	6
图 3:	美国十年期国债实际利率与伦敦金价格走势（区间范围：2026/07/01-2026/09/30）	7
图 4:	美国十年期国债名义利率分解（区间范围：2026/07/01-2026/09/30）	7
图 5:	2026 年 9 月全球黄金 ETF 持仓量（百万金衡盎司）（2026/9/1-2026/10/1）	8
图 6:	过去一年全球黄金 ETF 持仓量（百万金衡盎司）（2025/10/1-2026/10/1）	8
图 7:	美联储政策利率预期（区间范围：2026/07/01-2026/09/30）	16
图 8:	2026 年 10 月 FOMC 议息会议目标利率概率（2026/10/4）	16
图 9:	FOMC 议息表决点阵图（2026/10/4）	16
图 10:	伦敦金/银价格比走势（区间范围：2026/07/01-2026/09/30）	17
图 11:	黄金隐含波动率走势（区间范围：2026/07/01-2026/09/30）	18
表 1:	影响黄金资产配置价值事件总结（2026/09/01-2026/09/30）	9
表 2:	影响黄金货币价值事件总结（2026/09/01-2026/09/30）	11
表 3:	影响黄金避险价值事件总结（2026/09/01-2026/09/30）	12
表 4:	影响黄金商品价值事件总结（2026/09/01-2026/09/30）	14
表 5:	2026 年 10 月事件预告	15
表 6:	华安黄金 ETF（2026/9/30）	19

1. 市场表现回顾

1.1. 走势复盘

整体而言，2026年9月沪金呈现“月初冲高回落、月中震荡下行、月末加速探底”的走势，月度下跌约5.14%。

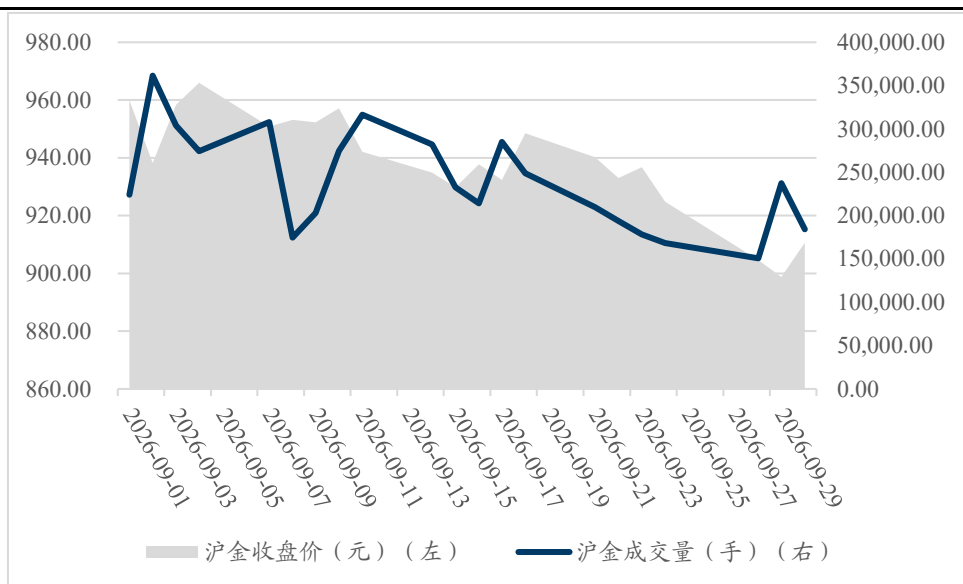
月初冲高回落阶段（9月1日至9月4日）：承接2026年8月末高位震荡格局，沪金以959.94元/克开盘。9月2日美伊冲突升级、美国打击伊朗两大战略岛，但金价受美债收益率上行压制反而下跌2.26%，呈现典型的“避险异化”特征。随后9月3日现货黄金短线急拉，沪金反弹2.15%至958.38元/克，9月4日进一步升至月内高点965.96元/克。成交量方面，月初交投活跃，多空分歧明显。

月中震荡下行阶段（9月7日至9月16日）：9月7日金价回落至950.78元/克。9月15日10年期美债收益率升穿5%、创2007年以来新高，加息预期持续升温，金价震荡下行至929.76元/克。期间成交量萎缩，呈现缩量阴跌特征，多头动能持续减弱。

月末加速探底阶段（9月17日至9月30日）：9月17日美联储时隔三年重启加息25个基点，主席沃什鹰派表态，沪金跌至932.32元/克。9月18日日本央行加息后金价短暂反弹至948.52元/克，但随后持续下行，9月29日跌至月内低点898.78元/克。9月30日美伊会谈磋商重开霍尔木兹海峡的消息推动金价反弹1.31%至910.58元/克，月末企稳。

从量价配合角度看，2026年9月行情呈现“月初放量震荡、月中缩量阴跌、月末放量探底后缩量企稳”的特征，全月空头动能主导，月末在避险缓和与超跌反弹共振下出现阶段性企稳。

图1: SHFE 黄金 2026 年 9 月走势 (区间范围: 2026/09/01-2026/09/30)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

1.2. 技术分析

根据我们 2025 年 5 月 5 日发布的《技术分析系列: 双维框架研究之动能驱动与风险管控》研报, 技术分析主要从风险维度 (标的位置的相对高低) 与趋势维度 (动量的相对强弱) 进行判断。根据报告中定义的风险度指标 TR、济安线的慢线 JAX 与快线 TMP, 以及趋势指标 TREND, 构建局部顶和局部底的触发信号。

截至 2026 年 9 月 30 日, 沪金风险度下降至 46.34, 较 2026 年 8 月 31 日的 76.51 有所降低, 高位风险有所释放。趋势维度上, 快线 TMP 在 2026 年 9 月上旬下穿慢线 JAX, 触发局部顶右侧信号。九月中旬, 沪金小幅企稳, 快慢线间的负向开口宽度减小, 但在九月末趋势承压继续走弱, 与慢线的负向开口被进一步拉大。我们认为黄金的短期下跌势能在 2026 年 9 月已得到较为充分的释放, 在市场普遍对美联储在 2026 年末继续加息的概率边际减弱的情况下, 黄金短期可能企稳回升, 在十月份走出震荡行情的概率偏大。

图2：SHFE 黄金风险趋势模型（2026/9/30）



数据来源：wind，东吴证券研究所

1.3. 实际利率与金价

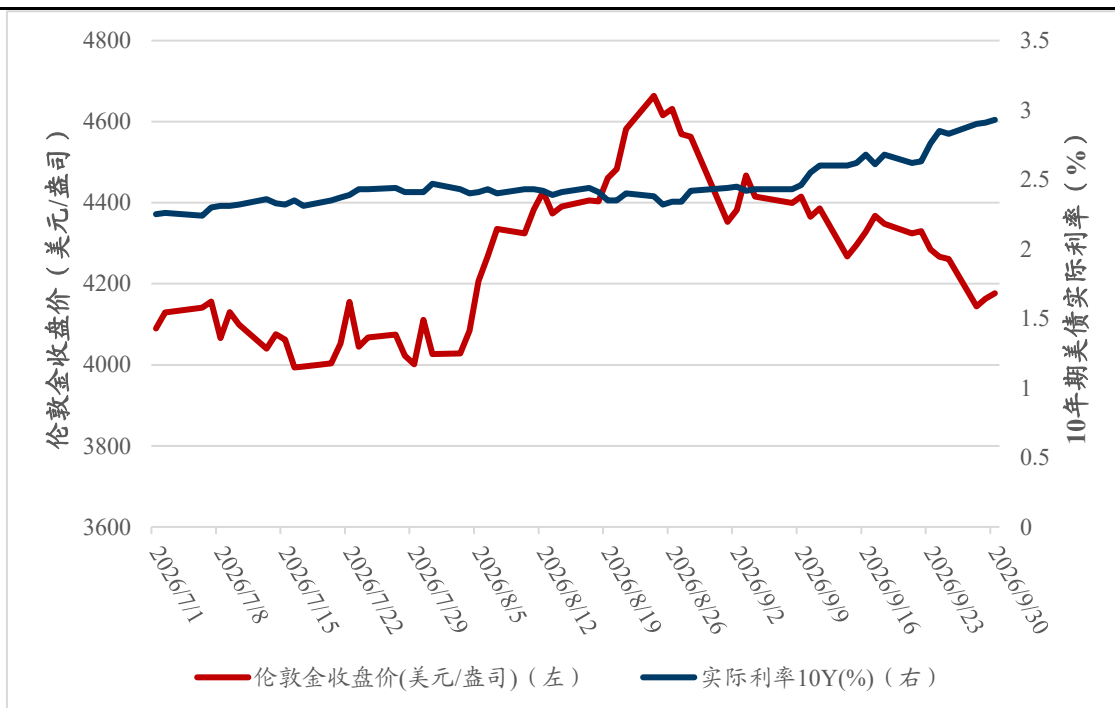
2026年9月金价下跌的核心驱动是实际利率的大幅上行。美国10年期国债实际收益率（TIPS）从2026年8月末的2.44%升至2026年9月末的2.93%，上行49个基点；同期名义收益率从4.75%升至5.29%，上行54个基点。将名义收益率分解：盈亏平衡通胀率（名义减实际）从2.31%升至2.36%，10年期通胀互换（USSWIT10）从2.45%升至2.48%，基本持平。这意味着2026年9月实际利率的上行几乎全部来自名义利率上行（加息预期升温），而非通胀预期下降——这是典型的“货币政策紧缩主导”的金价压制。

黄金作为无息资产，其持有成本的核心度量即为实际利率。实际利率上行意味着持有黄金的机会成本上升，资金倾向于从黄金流向生息资产，从而压制金价；反之，实际利率下行则降低持有黄金的机会成本，为金价提供支撑。这正是黄金与实际利率长期保持高度负相关的根本逻辑，也是本报告以实际利率作为黄金定价锚的理论依据。

从实际利率的构成看，实际利率等于名义利率减去通胀预期。2026年9月实际利率上行49个基点，其中名义收益率上行54个基点、10年期通胀互换（USSWIT10）与盈亏平衡通胀率仅上行约3至5个基点。这一分解具有重要的定价含义：若实际利率上行来自通胀预期回落，意味着市场对经济增长与通胀前景转弱，黄金的抗通胀与避险属性反而可能获得支撑；但2026年9月实际利率的上行几乎全部来自名义利率上行，属于“货币政策紧缩”驱动的实际利率抬升，黄金作为无息资产在名义利率上行期首当其冲，这

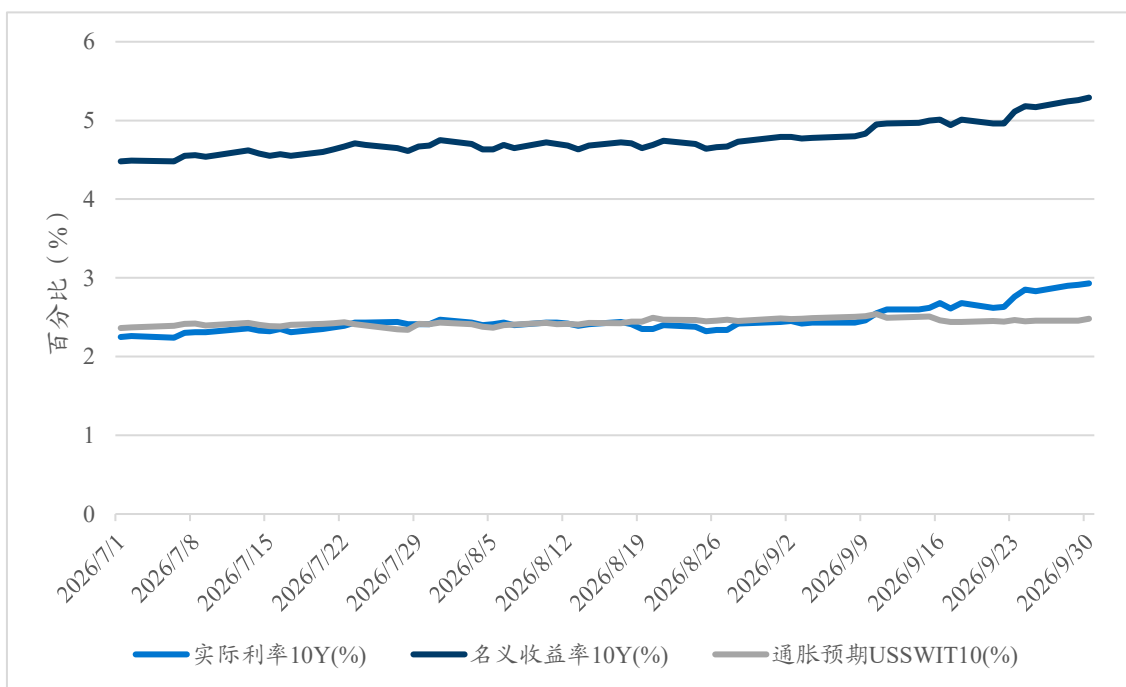
是 2026 年 9 月金价下跌 5.14% 的核心定价逻辑。

图3：美国十年期国债实际利率与伦敦金价格走势（区间范围：2026/07/01-2026/09/30）



数据来源：Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

图4：美国十年期国债名义利率分解（区间范围：2026/07/01-2026/09/30）



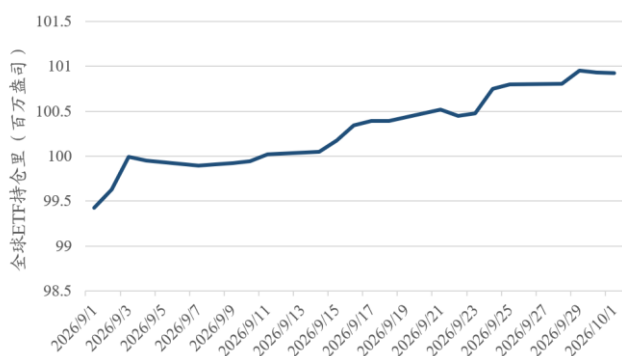
数据来源：Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

1.4. 黄金 ETF 持仓分析

2026 年 9 月全球黄金 ETF 持仓呈现“持续净流入”的运行特征。月初持仓量 99.43 百万盎司，月末升至 100.93 百万盎司，全月净增 1.50 百万盎司。尽管金价 2026 年 9 月下

跌，但 ETF 持仓逆势净流入，显示长线配置资金在金价回调中持续布局，延续了 2026 年 8 月以来连续净流入的趋势。从更长维度看，全球黄金 ETF 持仓自 2024 年低点 81 百万盎司持续回补至 100 百万盎司上方，长线配置资金回流动能依然强劲，为金价中枢提供坚实底部支撑。

图5：2026 年 9 月全球黄金 ETF 持仓量（百万金衡盎司）（2026/9/1-2026/10/1）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图6：过去一年全球黄金 ETF 持仓量（百万金衡盎司）（2025/10/1-2026/10/1）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

2. 事件驱动

2026 年 9 月黄金价格整体呈“高位回落”走势，四大价值属性中资产配置维度主导。资产配置层面，美联储时隔三年重启加息、全球主要央行同步紧缩主导金价下行；货币层面，美债收益率破 5% 压制估值，但央行购金与黄金储备本土化提供底部支撑；避险层面，美伊冲突与霍尔木兹危机贯穿全月，但呈现“避险异化”特征；商品层面，ETF 持仓持续净流入提供底部韧性。整体来看，黄金在事件驱动与预期摇摆中延续“中枢下移”格局，价格中枢从 2026 年 8 月的 960 元/克附近降至 2026 年 9 月的 920 元/克附近。

说明：鉴于研究样本涵盖跨市场信息，所有事件日期均以数据源所在地的当地时间为准；文中所述当日涨跌幅均按当日收盘价相对于上一交易日收盘价的变动比例计算。因时差因素，美国数据常在北京时间盘后公布，沪金当日涨跌幅无法完整反映事件冲击。若数据或新闻于上海期货交易所非交易日时间（周末、假期或盘后）披露，则市场表现顺延至披露后首个交易日。

2.1. 资产配置价值

2026 年 9 月资产配置维度围绕美联储重启加息与全球央行同步紧缩展开，是主导金价全月走势的核心维度。月初美国 2026 年 8 月非农大超预期强化加息预期；月中美债收益率破 5%、CPI 基本符合预期但通胀担忧持续；月末美联储时隔三年重启加息 25 个基点，主席沃什鹰派表态，全球央行（欧央行、日本央行）同步紧缩。资产配置维度

2026 年 9 月整体偏空，是金价下跌的首要驱动。具体事件如下：

表1：影响黄金资产配置价值事件总结（2026/09/01-2026/09/30）

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2026/9/4	美国 2026 年 8 月非农就业意外大增 16.2 万人，远超市场预期	偏负向	-1.57%（9/7）
2026/9/9	中国 2026 年 8 月 CPI 同比上涨 0.8%、PPI 同比上涨 3.8%，均现回升	中性偏负	-0.09%
2026/9/10	欧洲央行自伊朗战争以来第二次加息，上调未来两年通胀预测	偏负向	-1.58%（9/11）
2026/9/11	美国 2026 年 8 月 CPI 基本符合预期，通胀压力未见明显缓解	偏负向	-0.76%（9/14）
2026/9/17	美联储时隔三年重启加息 25 个基点，内部预计年内再升息一次	强偏负向	-0.58%
2026/9/17	美联储主席沃什鹰派表态，称通胀过高且持续太久	偏负向	-0.58%
2026/9/17	英国央行维持利率 3.75% 不变，但警告中东战事持续或被迫加息	中性	+1.74%（9/18）
2026/9/18	日本央行加息 25 个基点，为 36 年来最快紧缩步伐	偏负向	+1.74%
2026/9/29	美国消费者信心降至 2014 年以来最低，美伊战争加剧通胀担忧	偏负向	+1.31%（9/30）
2026/10/2	美国 2026 年 9 月非农就业意外仅增 2.9 万人，大幅不及预期	偏正向	-1.92%

数据来源：wind，财联社，东吴证券研究所

【9 月 4 日 美国 2026 年 8 月非农就业意外大增 16.2 万人，远超市场预期】

（晚间公布，9 月 7 日沪金-1.57%）美国 2026 年 8 月非农就业数据意外大增 16.2 万人，远超市场预期。就业市场强劲强化美联储加息预期，实际利率上行压制金价。

【9 月 9 日 中国 2026 年 8 月 CPI 同比上涨 0.8%、PPI 同比上涨 3.8%，均现回升】

（早间公布，当日沪金-0.09%）国家统计局公布 2026 年 8 月 CPI 同比 0.8%、PPI 同比 3.8%，均现回升。国内通胀回升但非黄金核心驱动，对金价影响有限。

【9 月 10 日 欧洲央行自伊朗战争以来第二次加息，上调未来两年通胀预测】

（晚间公布，9 月 11 日沪金-1.58%）欧洲央行自伊朗战争以来第二次加息，并上调未来两年通胀预测。全球央行同步紧缩，实际利率上行压制金价。

【9 月 11 日 美国 2026 年 8 月 CPI 基本符合预期，通胀压力未见明显缓解】

（晚间公布，9 月 14 日沪金-0.76%）美国 2026 年 8 月 CPI 基本符合预期，但通胀压力未见明显缓解。通胀未明显回落强化美联储加息预期，利空金价。

【9月17日 美联储时隔三年重启加息 25 个基点，内部预计年内再升息一次】

（凌晨公布，当日沪金-0.58%）美联储时隔三年重启加息 25 个基点，内部预计年内再升息一次。鹰派加息落地，实际利率上行，金价承压。

【9月17日 美联储主席沃什鹰派表态，称通胀过高且持续太久】

（凌晨公布，当日沪金-0.58%）美联储主席沃什发表鹰派讲话，强调通胀过高且持续太久。鹰派言论强化紧缩预期，压制金价。

【9月17日 英国央行维持利率 3.75%不变，但警告中东战事持续或被迫加息】

（晚间公布，9月18日沪金+1.74%）英国央行维持利率 3.75%不变，但警告中东战事持续或被迫加息。英国按兵不动但保留加息选项，对金价影响中性。

【9月18日 日本央行加息 25 个基点，为 36 年来最快紧缩步伐】

（盘中，当日沪金+1.74%）日本央行加息 25 个基点，为 36 年来最快紧缩步伐。全球主要央行同步紧缩，实际利率中枢上移。

【9月29日 美国消费者信心降至 2014 年以来最低，美伊战争加剧通胀担忧】

（晚间公布，9月30日沪金+1.31%）美国消费者信心降至 2014 年以来最低，美伊战争加剧通胀担忧。经济走弱但通胀担忧占主导，金价承压。

【10月2日 美国 2026 年 9 月非农就业意外仅增 2.9 万人，大幅不及预期】

（晚间公布，10月8日沪金下跌 1.92%）美国 2026 年 9 月非农就业仅新增 2.9 万人，远低于市场预期的 9 万人，较 2026 年 8 月的 16.2 万人（下修后 13.3 万人）大幅回落；失业率升至 4.2%，平均时薪同比放缓至 3.0%，为 2021 年 5 月以来最低。数据公布后，市场大幅削减美联储 2026 年 10 月加息押注，2026 年 10 月加息概率降至约 22%，年内不再定价一次完整加息。受此影响，伦敦金现货短线拉升逾 1%至 4224 美元/盎司附近，随后因美债收益率高位、美元走强而冲高回落，收盘报约 4140 美元/盎司。就业大幅降温动摇了“就业强劲—通胀粘性—持续紧缩”的定价链条，加息预期降温利多金价。

2.2. 货币价值

2026 年 9 月货币维度呈现“正负交织、整体偏负”的格局。负向因素方面，10 年期美债收益率升穿 5%并持续上行至 5.27%，创 2007 年以来新高，实际利率上行压制金价；人民币升破 6.7 关口，降低国内购金成本，压制沪金相对表现。正向因素方面，多国央行竞相从美国运回黄金、推进黄金储备本土化，去美元化与央行购金趋势为金价提供底部支撑。整体而言，货币维度 2026 年 9 月以利空因素为主导。具体事件如下：

表2：影响黄金货币价值事件总结（2026/09/01-2026/09/30）

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2026/9/1	10 年期美债收益率创 19 个月新高，全球债市抛售加剧	偏负向	-0.21%
2026/9/3	荷兰央行将 86 吨黄金储备从北美转移至伦敦	偏正向	+2.15%
2026/9/6	多国推进黄金储备本土化布局	偏正向	-1.57%（9/7）
2026/9/7	多国竞相从美国运回黄金，全球央行购金趋势延续	偏正向	-1.57%
2026/9/7	日本 2026 年 8 月外汇储备创史上最大降幅，抛售美债护日元	中性偏负	-1.57%
2026/9/15	10 年期美债收益率升穿 5%，创 2007 年以来新高	偏负向	-0.55%
2026/9/18	人民币升破 6.7 关口，创阶段新高	偏负向	-0.88%（9/21）
2026/9/29	10 年期美债收益率升至 5.27%，创 2007 年以来新高	偏负向	-0.65%

数据来源：wind，财联社，东吴证券研究所

【9 月 1 日 10 年期美债收益率创 19 个月新高，全球债市抛售加剧】

（早间公布，当日沪金-0.21%）10 年期美债收益率创 19 个月新高，全球债市抛售加剧。美债收益率上行提高持有黄金的机会成本。

【9 月 3 日 荷兰央行将 86 吨黄金储备从北美转移至伦敦】

（凌晨公布，当日沪金+2.15%）荷兰央行将 86 吨黄金储备从北美转移至伦敦。央行黄金储备转移反映黄金战略价值重估。

【9 月 6 日 多国推进黄金储备本土化布局】

（凌晨公布，9 月 7 日沪金-1.57%）多国推进黄金储备本土化布局。央行购金与储备本土化趋势强化黄金货币信用锚。

【9 月 7 日 多国竞相从美国运回黄金，全球央行购金趋势延续】

（早间公布，当日沪金-1.57%）多国竞相从美国运回黄金，全球央行购金趋势延续。去美元化与央行购金为金价提供底部支撑。

【9 月 7 日 日本 2026 年 8 月外汇储备创史上最大降幅，抛售美债护日元】

（早间公布，当日沪金-1.57%）日本 2026 年 8 月外汇储备创史上最大降幅，抛售美债护日元。全球美债抛售加剧，收益率上行压制金价。

【9 月 15 日 10 年期美债收益率升穿 5%，创 2007 年以来新高】

（早间公布，当日沪金-0.55%）10 年期美债收益率升穿 5%，创 2007 年以来新高。美债收益率突破关键关口，实际利率上行压制金价。

【9 月 18 日 人民币升破 6.7 关口，创阶段新高】

（晚间公布，9月21日沪金-0.88%）人民币升破6.7关口，创阶段新高。人民币升值降低国内购金成本，压制沪金相对表现。

【9月29日 10年期美债收益率升至5.27%，创2007年以来新高】

（早间公布，当日沪金-0.65%）10年期美债收益率升至5.27%，创2007年以来新高。美债收益率持续上行，实际利率中枢抬升压制金价。

2.3. 避险价值

2026年9月地缘事件保持高频率，美伊冲突与霍尔木兹海峡危机贯穿全月。月初美伊冲突升级、美国打击伊朗战略岛；月中霍尔木兹海峡危机发酵，伊朗宣布设“禁区”，美军摧毁伊朗油轮，油价重返100美元；月末美伊会谈磋商重开霍尔木兹海峡，和平曙光浮现，避险溢价回吐。值得注意的是，2026年9月避险维度呈现典型的“避险异化”特征——地缘紧张推升油价与通胀预期，反而强化加息预期，压制金价。具体事件如下：

表3：影响黄金避险价值事件总结（2026/09/01-2026/09/30）

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2026/9/2	美伊冲突升级，美国打击伊朗两大战略岛并逼停伊朗石油出口	偏正向	-2.26%
2026/9/3	特朗普称随时准备打击伊朗	偏正向	+2.15%
2026/9/5	特朗普威胁或很快打击伊朗核设施	偏正向	-1.57%（9/7）
2026/9/6	美军打击伊朗三艘油轮，伊朗确认动用弹道导弹打击航母	偏正向	-1.57%（9/7）
2026/9/7	伊朗宣布未来几天将霍尔木兹海峡设为禁区	偏正向	-1.57%
2026/9/9	美军摧毁5艘伊朗油轮，伊朗打击美军约旦基地，国际油价重返100美元	偏正向	-0.09%
2026/9/11	胡塞武装攻占红海战略要地，以色列猛烈轰炸	偏正向	-1.58%
2026/9/17	中东局势持续紧张，麦加九年来首次拉响防空警报	偏正向	-0.58%
2026/9/21	中东和平现曙光，特朗普称将对伊朗作重大决定	偏负向	-0.88%
2026/9/29	美伊被曝将于近日会谈，磋商重开霍尔木兹海峡	偏负向	-0.65%

数据来源：wind，财联社，东吴证券研究所

【9月2日 美伊冲突升级，美国打击伊朗两大战略岛并逼停伊朗石油出口】

（早间公布，当日沪金-2.26%）美伊冲突升级，美国打击伊朗两大战略岛并逼停伊朗石油出口。地缘紧张推升油价与通胀预期，强化加息预期，金价承压（避险异化）。

【9月3日 特朗普称随时准备打击伊朗】

（凌晨公布，当日沪金+2.15%）特朗普称随时准备打击伊朗。避险情绪升温提振金价。

【9月5日 特朗普威胁或很快打击伊朗核设施】

（早间公布，9月7日沪金-1.57%）特朗普威胁或很快打击伊朗核设施。地缘紧张推升通胀预期，金价承压（避险异化）。

【9月6日 美军打击伊朗三艘油轮，伊朗确认动用弹道导弹打击航母】

（凌晨公布，9月7日沪金-1.57%）美军打击伊朗三艘油轮，伊朗确认动用弹道导弹打击航母。军事对抗升级但加息预期主导，金价承压。

【9月7日 伊朗宣布未来几天将霍尔木兹海峡设为禁区】

（凌晨公布，当日沪金-1.57%）伊朗宣布未来几天将霍尔木兹海峡设为禁区。霍尔木兹危机推升避险溢价，但宏观紧缩压制金价。

【9月9日 美军摧毁5艘伊朗油轮，伊朗打击美军约旦基地，国际油价重返100美元】

（早间公布，当日沪金-0.09%）美军摧毁5艘伊朗油轮，伊朗打击美军约旦基地，国际油价重返100美元。地缘冲突与油价联动，避险情绪强化。

【9月11日 胡塞武装攻占红海战略要地，以色列猛烈轰炸】

（凌晨公布，当日沪金-1.58%）胡塞武装攻占红海战略要地，以色列猛烈轰炸。地缘紧张推升油价与通胀预期，金价承压（避险异化）。

【9月17日 中东局势持续紧张，麦加九年来首次拉响防空警报】

（早间公布，当日沪金-0.58%）中东局势持续紧张，麦加九年来首次拉响防空警报。地缘冲突扩大但加息落地主导，避险溢价有限。

【9月21日 中东和平现曙光，特朗普称将对伊朗作重大决定】

（早间公布，当日沪金-0.88%）中东和平现曙光，特朗普称将对伊朗作重大决定。地缘风险缓和，避险溢价回吐。

【9月29日 美伊被曝将于近日会谈，磋商重开霍尔木兹海峡】

（凌晨公布，当日沪金-0.65%）美伊被曝将于近日会谈，磋商重开霍尔木兹海峡。和平谈判进展令避险溢价回吐，压制金价。

2.4. 商品价值

2026年9月黄金商品属性相对平淡，实物消费与资金流呈现分化。负向方面，年内第10家银行加速退出个人贵金属代理业务，金价波动加大抑制银行贵金属业务，理财端需求收缩；正向方面，黄金ETF持仓量升至七个月来最高水平，长线配置资金持续流入。商品维度对金价的影响呈现“资金流托底、理财端收缩”的分化特征。具体事件如下：

表4：影响黄金商品价值事件总结（2026/09/01-2026/09/30）

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2026/9/10	年内第 10 家银行加速退出个人贵金属代理业务	偏负向	-1.58%（9/11）
2026/9/11	Kalshi 获批黄金白银永续期货	中性	-1.58%
2026/9/23	黄金 ETF 持仓量升至七个月来最高水平	偏正向	+0.40%

数据来源：wind，东吴证券研究所

【9月10日 年内第10家银行加速退出个人贵金属代理业务】

（晚间公布，9月11日沪金-1.58%）年内第10家银行加速退出个人贵金属代理业务。金价波动加大抑制银行贵金属业务，理财端需求收缩。

【9月11日 Kalshi 获批黄金白银永续期货】

（盘中，当日沪金-1.58%）Kalshi 获批黄金白银永续期货。新交易工具扩容，对金定价影响中性。

【9月23日 黄金ETF持仓量升至七个月来最高水平】

（早间公布，当日沪金+0.40%）黄金ETF持仓量升至七个月来最高水平。长线配置资金持续流入，为金价提供支撑。

3. 后市展望

3.1. 关键事件前瞻

在宏观数据层面，美国2026年9月ISM制造业PMI（10月1日）已落地，2026年9月非农就业（10月2日）已公布——新增仅2.9万人，大幅不及预期（预期9万人），失业率升至4.2%，就业市场显著降温。月中2026年9月CPI（10月13日）及PPI（10月14日）则直接决定通胀预期走向。若通胀数据延续高位、就业市场保持强劲，将强化美联储进一步加息的必要性，对黄金形成压制；反之，若数据边际走弱，紧缩预期松动，黄金有望获得阶段性修复。

在政策预期层面，10月28日美联储FOMC利率决议（含点阵图）是全月核心焦点。最新CME数据显示，市场对2026年10月加息的定价概率已回落至约22%，较2026年9月会议前的“接近五成”明显降温。需重点关注点阵图对全年利率路径的修正、以及沃什是否延续鹰派基调。若FOMC释放观望信号，紧缩预期回归将为金价提供支撑；若释放进一步加息信号，金价将承压。

在货币价值层面，10月9日中国央行黄金储备数据将验证央行购金的延续性。美元指数走势仍是影响黄金货币价值的核心变量，在美元储备占比下降、人民币升值的背景下，美元阶段性走弱将为沪金提供外部支撑。

在避险价值层面,2026年10月需重点关注美伊谈判进展与霍尔木兹海峡重开。2026年9月末美伊被曝将举行会谈,若谈判取得进展、霍尔木兹海峡重开,地缘避险溢价将继续回吐;若谈判破裂、冲突升级,则可能通过油价与通胀渠道阶段性扰动金价。

整体来看,2026年10月黄金价格处于数据验证、政策定调、货币信用支撑、地缘博弈的多重逻辑交织之中,走势对预期差与事件进展高度敏感,相关变量的落地节奏与持续性仍需在月内动态跟踪。

表5: 2026年10月事件预告

日期	事件	影响维度
10月1日	美国2026年9月ISM制造业PMI	资产配置
10月2日	美国2026年9月非农就业数据(已公布:新增2.9万人,大幅不及预期)	资产配置
10月9日	中国央行公布2026年9月末黄金储备	货币价值
10月13日	美国2026年9月CPI	资产配置
10月14日	美国2026年9月PPI	资产配置
10月14日	中国2026年9月CPI、PPI	资产配置
10月28日	美联储2026年10月FOMC利率决议(含点阵图)	资产配置
10月29日	美国三季度GDP初值	资产配置
10月30日	美国2026年9月PCE物价指数	资产配置
10月31日	中国2026年10月官方PMI	资产配置
2026年10月全月	美伊谈判进展与霍尔木兹海峡重开	避险

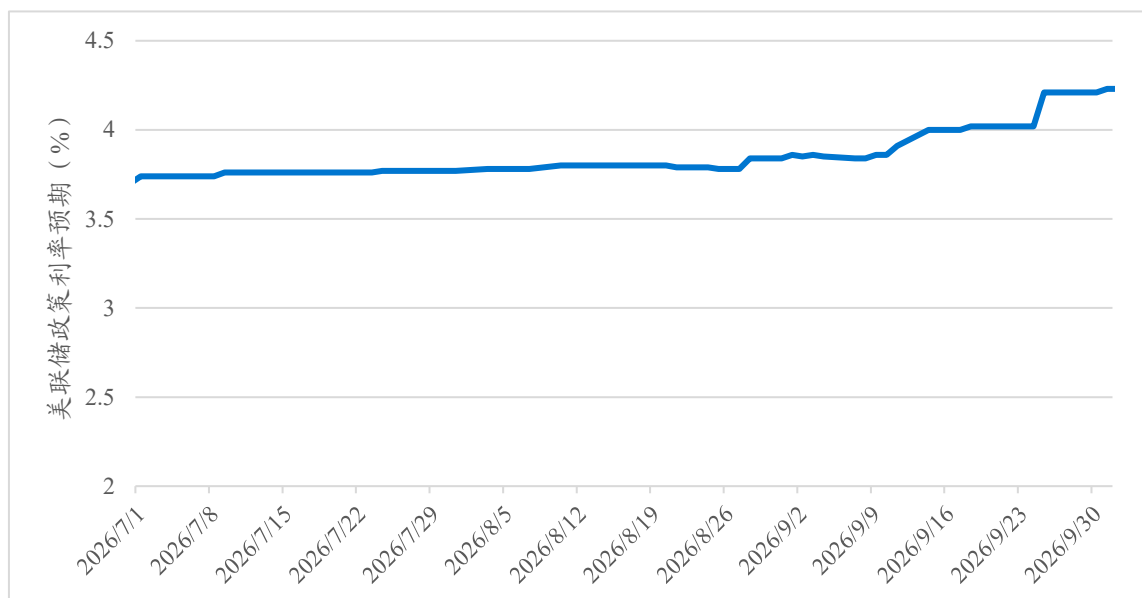
数据来源: wind, 东吴证券研究所

3.2. 走势展望

从价格结构看,2026年9月沪金呈“高位回落”走势,月度下跌约5.14%,价格中枢从2026年8月的960元/克附近降至2026年9月的920元/克附近。月末金价跌破900元/克后于9月30日反弹至910.58元/克,呈现阶段性企稳迹象。量价配合上,月末放量下跌后缩量反弹,短期空头动能有所释放。

从方向锚(政策利率预期)看,政策利率预期之所以能作为黄金走势的方向锚,在于它直接刻画市场对美联储政策利率路径的定价,并通过“名义利率—实际利率”的传导链条作用于黄金。2026年9月政策利率预期(ECCBUS Q426)从2026年8月末的3.84%持续上修至2026年9月末的4.21%,反映市场对美联储进一步加息的定价仍在强化,这是2026年9月实际利率上行、金价下跌的核心驱动。但边际上,最新CME数据显示2026年10月加息概率已从2026年9月会议前的“接近五成”回落至约22%,显示加息预期在2026年9月加息落地后有所降温。方向锚处于“高位但边际降温”的状态,趋势延续偏空,但空头动能有所减弱。

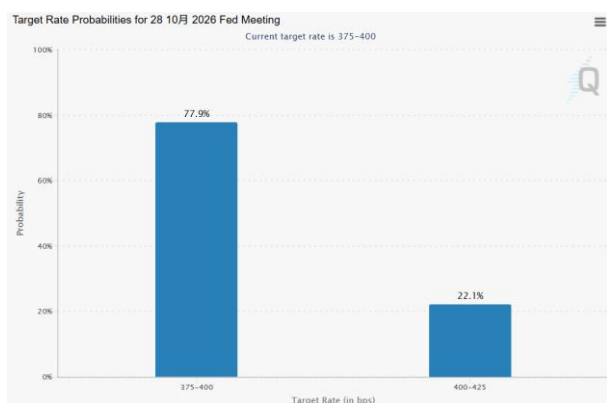
图7：美联储政策利率预期（区间范围：2026/07/01-2026/09/30）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

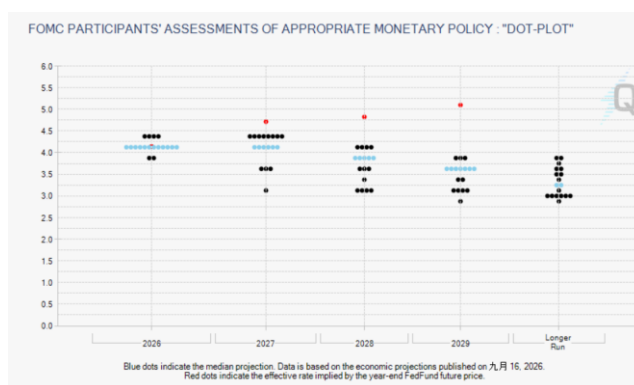
注：该数据来源为 Bloomberg 提供的字段 ECCBUS Q426，为主要经济学家对 2026 年第四季度的美联储政策利率的预期值。

图8：2026 年 10 月 FOMC 议息会议目标利率概率（2026/10/4）



数据来源：CME，东吴证券研究所

图9：FOMC 议息表决点阵图（2026/10/4）



数据来源：CME，东吴证券研究所

注：图 9 中黑点表示各美联储官员对未来适当货币政策立场的判断，纵轴是联邦基金目标利率水平（%），横轴为预测年份及长期均衡水平。

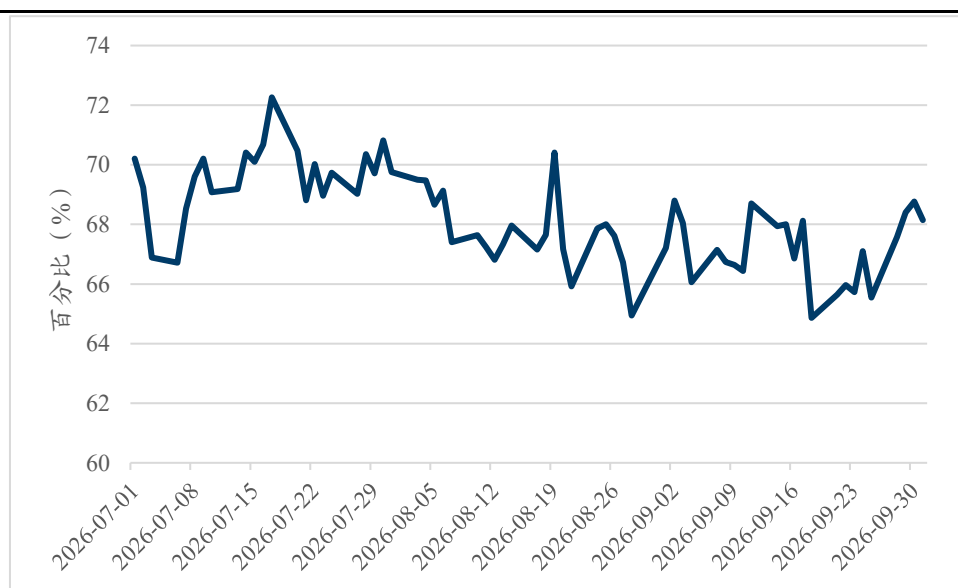
从资金博弈特征看，长线资金与短线资金呈现分化。央行购金与黄金储备本土化趋势延续，全球黄金 ETF 持仓 2026 年 9 月逆势净增 1.50 百万盎司、升至 100.93 百万盎司。

司，长线配置资金在金价回调中持续布局，提供底部支撑；短线资金在月末放量下跌中集中兑现，但月末已出现缩量企稳迹象。

从拐点预警看，金银比 2026 年 9 月维持 68 附近的高位，提示避险情绪仍处相对高位；GVZ（黄金隐含波动率）从 2026 年 9 月中的 26.9 回落至月末 23.7，波动率定价趋于缓和，短期大幅波动的风险下降。需要说明的是，隐含波动率刻画的是波动的“幅度”而非“方向”，它并不直接给出金价涨跌的方向性信号，但其绝对水平可为情景分析提供客观锚定：当隐含波动率处于高位时，未来价格的潜在波动区间更宽；当隐含波动率回落时，价格区间相应收窄。2026 年 9 月末 GVZ 回落至 23.7，意味着在基准情形下，2026 年 10 月金价的波动幅度可能相对可控。

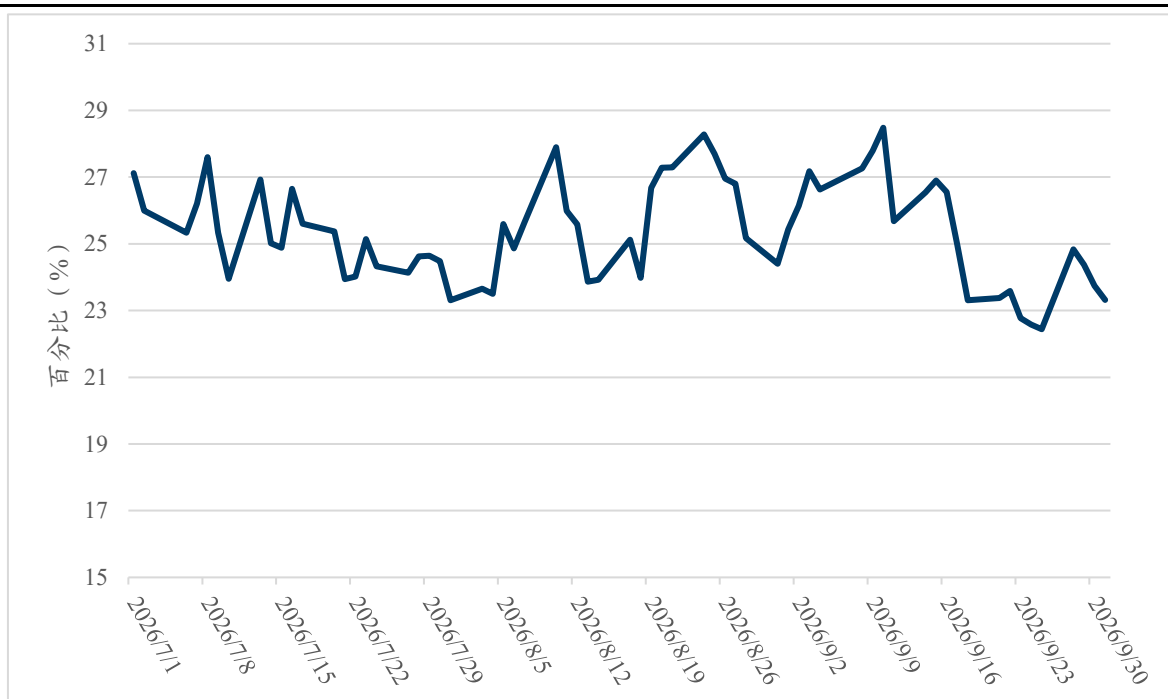
金银比是金价与银价之比，是衡量避险溢价相对强弱的重要指标。黄金与白银虽同为贵金属，但两者的需求结构存在显著差异：黄金的需求主要来自央行储备、投资避险与首饰消费，金融属性与避险属性占主导；白银则有约半数需求来自光伏、电子等工业用途，工业周期属性更强。因此，当市场避险情绪升温、风险偏好下降时，资金倾向于追逐黄金而冷落白银，金银比随之抬升；反之，当工业周期回暖、风险偏好上升时，白银的弹性属性使其涨幅往往超过黄金，金银比趋于回落。金银比之所以能帮助判断金价拐点，在于它刻画的是市场避险情绪的“水位”：当金银比升至历史高位区间时，往往意味着避险交易已经拥挤、情绪接近极端，此时一旦出现地缘缓和或政策预期转向等催化，避险溢价容易出现均值回归，金银比的高位回落通常对应金价阶段性见顶；反之，金银比处于历史低位，则意味着风险偏好已过度乐观，往往对应金价的阶段性底部区域。2026 年 9 月金银比维持在 68 附近，处于相对高位但并未显著偏离，提示避险情绪偏强但尚未达到极端拥挤的状态，后续需重点跟踪金银比能否出现高位回落信号，作为判断金价拐点的辅助参考。

图10：伦敦金/银价格比走势（区间范围：2026/07/01-2026/09/30）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：黄金隐含波动率走势（区间范围：2026/07/01-2026/09/30）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

最新公布的美国2026年9月非农数据为2026年10月展望提供了关键的边际变化。

10月2日美国劳工统计局数据显示，2026年9月非农就业仅新增2.9万人，远低于市场预期的9万人，也较2026年8月的13.3万人（下修后）大幅回落；失业率升至4.2%，平均时薪同比增速放缓至3.0%，为2021年5月以来最低。数据公布后，市场大幅削减对美联储2026年10月加息的押注，2026年10月加息概率降至约22%，与政策利率挂钩的掉期合约已不再定价年内一次完整的加息（25个基点）。受此影响，伦敦金现货短线拉升逾1%至4224美元/盎司附近，随后因美债收益率仍处高位、美元阶段性走强而冲高回落，收盘报约4140美元/盎司。非农的意外走弱动摇了2026年9月以来“就业强劲—通胀粘性—持续紧缩”的定价链条，方向锚（政策利率预期）面临下修压力，这是2026年10月黄金定价最核心的边际变化。

展望2026年10月，政策利率预期仍是核心变量，而非农数据已显著改变了这一变量的演绎方向。基准情景下，2026年10月加息概率已降至约22%、年内不再定价完整加息，政策利率预期高位回落，将通过“名义利率—实际利率”的传导对金价形成阶段性支撑，金价有望在2026年9月大幅回调后迎来修复；但需注意，美债收益率仍处历史高位、美元阶段性走强，且10月13日CPI、10月14日PPI若延续高位，紧缩预期可能反复，金价的修复空间与持续性仍待通胀数据验证。**乐观情景下**，若2026年10月CPI、PPI同步走弱，确认“就业+通胀”双降温，政策利率预期进一步下修，金价有望获得更大力度的修复，甚至重新挑战2026年9月中旬以来的回调缺口。**悲观情景下**，若通胀数据超预期反弹，或FOMC释放鹰派信号（单一非农数据不足以改变政策路径），

政策利率预期再度上修，金价将再度承压，回补非农数据公布后的涨幅。综合而言，2026 年 10 月金价的核心矛盾已从“是否加息”转向“紧缩预期能否持续降温”，非农已给出第一个关键证据，后续 CPI 与 PPI 将决定这一逻辑能否延续。

整体判断，2026 年 10 月沪金将从 2026 年 9 月的单边下行转为震荡修复，多空因素交织下难以形成单边趋势，趋势性方向需等待 10 月 28 日 FOMC 决议落地后确认。中长期维度，央行购金、去美元化与黄金储备地位提升的结构性逻辑未变，金价中枢仍具备坚实支撑，阶段性回调不改中长期配置价值。短期来看，非农走弱带来的加息预期降温是 2026 年 10 月金价最重要的支撑，但通胀粘性与高企的美债收益率仍是主要制约。下行风险主要来自超预期的通胀数据与鹰派政策信号，上行催化则来自就业与通胀的进一步走弱。建议密切关注 10 月 13 日 CPI、10 月 14 日 PPI 数据窗口对利率预期的扰动，以及 10 月 28 日 FOMC 决议对政策路径的定调。

3.3. 相关 ETF 产品

华安黄金 ETF（518880.SH）成立于 2013 年 7 月 18 日，于 2013 年 7 月 29 日正式上市。该基金投资目标为紧密跟踪国内黄金现货价格收益率，追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化，力争日均跟踪偏离度的绝对值不超过 0.25%，年跟踪误差不超过 3%。费用方面，该基金的管理费率为每年 0.50%，托管费率为每年 0.10%。截至 2026 年 9 月 30 日，该基金流通份额为 118.94 亿份，流通规模为 1026.16 亿元。

表6：华安黄金 ETF（2026/9/30）

日期	2026 年 9 月 30 日
基金简称	华安黄金 ETF
场内简称	黄金 ETF
代码	518880.SH
成立日期	2013 年 7 月 18 日
流通份额（亿份）	118.94
流通规模（亿元）	1026.16
基金公司	华安基金
基金经理	许之彦
收取费率	管理费率为 0.50%/年，托管费率为 0.10%/年

数据来源：wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

1) 政策或监管环境突变

若主要经济体针对黄金市场出台更严格的进口关税、跨境流通限制或 ETF 持仓监管措施，可能直接扰动实物供需格局，增加市场交易不确定性，从而对金价走势产生冲击。

2) 宏观经济不及预期

若美国通胀与就业修复快于预期、实际利率中枢抬升，或全球经济增速回落导致避险需求减弱，均可能压制黄金的资产配置与货币价值，从而引发价格回调。

3) 发生重大预期外宏观事件

若地缘冲突大幅缓和、全球流动性收紧或主要央行购金意愿下降，可能减少黄金的避险与储备需求；反之，若出现系统性金融风险或美元信用冲击，也可能造成金价短期剧烈波动。

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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>