

贵金属组

研究员：李洋洋

投资咨询证号：Z0018895

期货从业证号：F03095618

地址：浙江省杭州市拱墅区滨绿大厦2幢1104室、1201-1206室

邮编：310000

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

9月贵金属市场展望——

“CPI+FOMC”关键窗口，加息悬念主导震荡格局

观点摘要：

贵金属：

8月沪金开盘882.06元/克，收于961.92元/克，涨8.29%，最高1015.38元/克，最低877.6元/克；沪银开盘14108元/千克，收于16293元/千克，最高17388元/千克，最低13813元/千克。月初美伊局势缓和叠加7月非农爆冷，加息预期修正推动金银反弹；月中财政部扩大长债回购引发美元信用担忧，金银开启第二波上涨；月末PCE偏热及沃什鹰派讲话令加息预期反转，叠加美伊局势紧张、油价高位加剧通胀担忧，金银大幅回落。全月波幅加大，美联储政策预期、宏观叙事与地缘政治交替主导走势。

9月金银更可能呈现“对单一数据的脉冲式反应+宽幅震荡”。核心节点为9月11日公布的CPI数据和9月16日的美联储FOMC会议。若CPI偏热则9月加息和点阵图偏鹰的预期增加，金价短线或承压下探4200美元一线；若CPI不超市场预期，9月有望按兵不动，声明保留加息选项，金银或迎反弹修复，重回4500-4600美元区间。同时，美伊局势这一边际变量会持续扰动金银价格，美伊谈判已实质性中断，打打谈谈的僵持格局将持续，霍尔木兹海峡受限叠加布油维持90美元/桶高位运行，通胀路径仍有不确定性，市场对美联储的预期也将随之反复调整。中期逻辑上，美元信用担忧、央行购金与ETF回流仍是黄金的底层支撑。建议密切关注：点阵图中位数、沃什发布会措辞、白宫与财政部的干预动作、以及中东局势与油价反复。

风险点：

1. 中东局势变化；
2. 美联储货币政策预期变化；
3. 通胀数据；
4. 美国政局和财政压力。

一、行情回顾

8月，沪金收出带有长上影的阳线，开盘882.06元/克，收于961.92元/克，涨幅8.29%，最高达1015.38元/克，最低至877.6元/克；沪银同样收出阳线，开盘14108元/千克，收盘16293元/千克，最高达17388元/千克，最低至13813元/千克。月初，美伊局势有望缓和，通胀担忧回落，叠加7月非农数据爆冷不增反减，加息预期修正推动金银大幅反弹；月中，美国财政部意外宣布扩大长期国债回购规模，引发市场对美元信用的担忧，美债收益率和美元指数大幅回落，宏观叙事逻辑占主导，金银开启第二波上涨；月末，随着中性偏热的PCE数据的公布和沃什在杰克森霍尔全球央行年会上的偏鹰表态，市场对美联储的货币政策预期反转，加息可能性提升，压制金银涨势，叠加美伊局势再度紧张，油价维持高位，通胀担忧加强，金银出现大幅回落。整体来看，8月金银波幅加大，美联储货币政策、宏观叙事和地缘政治等因素来回切换，主导金银价格走势。

图 1： 上期所黄金白银期货收盘价 单位：元/克



数据来源：WIND 新世纪期货

图 3： 人民币汇率（中间价）



数据来源：WIND 新世纪期货

图 2： COMEX 黄金白银期货收盘价 单位：美元/盎司



数据来源：WIND 新世纪期货

图 4： 伦敦现货黄金白银价格 单位：美元/盎司



数据来源：WIND 新世纪期货

图 5： 内外盘黄金白银比



数据来源：WIND 新世纪期货

二、影响因素分析

2.1 美联储货币政策

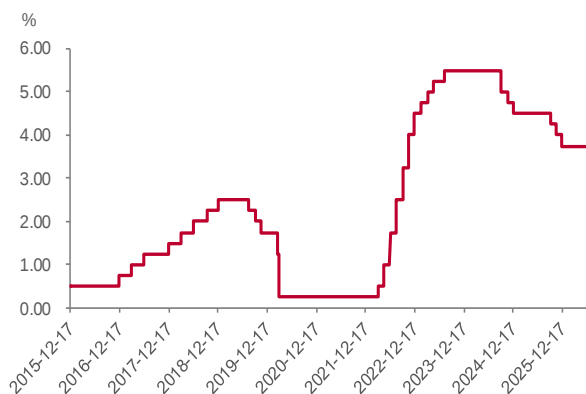
8月19日，美联储7月FOMC会议纪要公布，“数位与会者”支持7月加息25bp意味着或许不止3人；“许多与会者”认为通胀不降则须进一步收紧；“一些与会者”认为金融条件尚不足将通胀压回2%。纪要还披露：伊朗战事/霍尔木兹海峡受限给通胀前景“蒙上阴影”；沃什提议2027年起FOMC年会由8次减至6次。会议纪要内容没有更多新增信息，公布后市场对9月货币政策预期变动不大。

美联储主席沃什在杰克逊霍尔全球央行年会上表示通胀仍是首要关切，若潜在通胀不能“清晰且足够快”回到2%，美联储“还有工作要做”，2%通胀目标坚定不移，过去数年通胀高企与美联储自身加息偏晚、扩表行为有关；同时拒绝给前瞻指引与“反应函数”，坚持数据驱动、相机抉择，强调央行独立于财政与政治。市场解读为偏鹰表态，扭转了市场加息预期，9月加息概率由会前约35%跳升至70%左右。

而美联储理事沃勒上周四释放明显的鸽派信号，他表达了对当前通胀趋势的信心，看到了通胀缓解的迹象。他表示若8月核心CPI环比不超过0.2%，则倾向于维持利率不变；若超过0.3%以上，他会考虑支持加息。沃勒成为9月会议的关键摇摆票。

截至9月7日，据CME“美联储观察”：美联储9月保持当前利率概率为41.7%，加息25个基点的概率为58.3%。10月保持当前利率概率为30.1%，累计加息25个基点的概率为53.7%，累计加息50个基点的概率为16.1%。12月保持当前利率概率为17.3%，累计加息25个基点的概率为43.6%，累计加息50个基点的概率为32.2%。

图 6: 美国联邦基金目标利率 (%)



数据来源: WIND 新世纪期货

图 7: 往后三次议息会议可能性预测

预测利率	2026.09.17	2026.10.29	2026.12.10
3.50%-3.75% (当前利率)	41.7%	30.1%	17.3%
3.75%-4.00%	58.3%	53.7%	43.6%
4.00%-4.25%	0.0%	16.1%	32.2%
4.25%-4.50%		0.0%	6.9%
4.50%-4.75%			0.0%

数据来源: 金十数据 新世纪期货

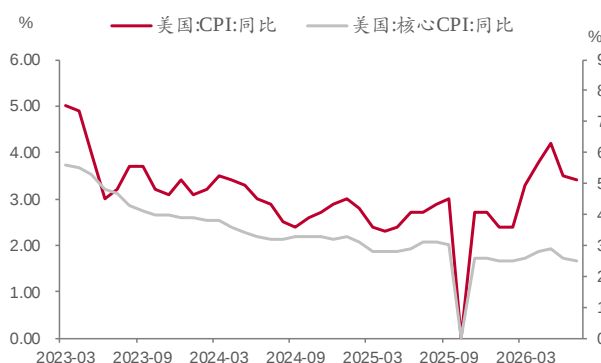
2.2 美国经济基本面

美国 7 月核心 PCE 同比涨 3.3%，与预期和前值一致，距离 2%通胀目标仍遥远，环比涨 0.2%，与预期一致，高于前值的 0.1%，通胀回落进程曲折反复，粘性明显；美国 7 月 PCE 同比涨 3.7%，小幅超市场预期的 3.6%，与前值一致，环比涨 0.2%，超过预期的 0.1%和前值的-0.1%。美国 7 月未季调 CPI 同比涨 3.4%，与预期一致，较前值的 3.5%小幅回落；美国 6 月季调后 CPI 环比涨 0.1%，与预期一致，高于前值的-0.4%。能源环比-1.5%构成主要拖累；6 月环比负增长未能延续。美国 7 月未季调核心 CPI 同比涨 2.5%，与预期一致，低于前值的 2.6%；美国 6 月季调后核心 CPI 环比涨 0.2%，与预期一致，较前值回升。核心 CPI 已回落至美伊冲突爆发前水平。

整体来看，通胀同比仍处于 3%+时代，距离 2%目标仍遥远，但 7 月环比表现温和，显示能源价格带来的二次通胀动能减弱。7 月缓和主要靠油价下行传导，而 7 月末以来油价的大幅上涨尚未计入其中，有望对 8 月 CPI 构成上行风险。同时，注意到 CPI 和 PCE 的剪刀差，核心 CPI 2.5%已回到冲突前，而核心 PCE 仍粘在 3.3%，由于核心 PCE 在医疗、投资组合管理等服务权重更高，说明服务端价格粘性是通胀最后一公里。

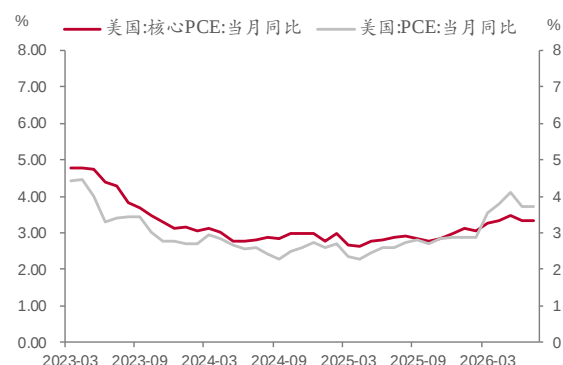
美国 7 月 PPI 同比涨 4.7%，不及预期的 4.9%，低于前值的 5.5%；美国 7 月 PPI 环比持平，不及预期的涨 0.2%，高于前值的-0.1%。美国 7 月核心 PPI 同比涨 4.2%，与预期一致，较前值的 4.7%回落，环比涨 0.2%，不及预期 0.3%和前值的 0.4%。由于批发价格通常是零售价格的先导指标，上游输入性通胀压力阶段性缓解，有望为后续 CPI 数据降温提供支撑；同样，核心 PPI 的粘性意味着未来数月 CPI 的核心部分仍面临上行传导压力。

图 8: 美国 CPI 与核心 CPI 单位: %



数据来源: WIND 新世纪期货

图 9: 美国 PCE 与核心 PCE 单位: %



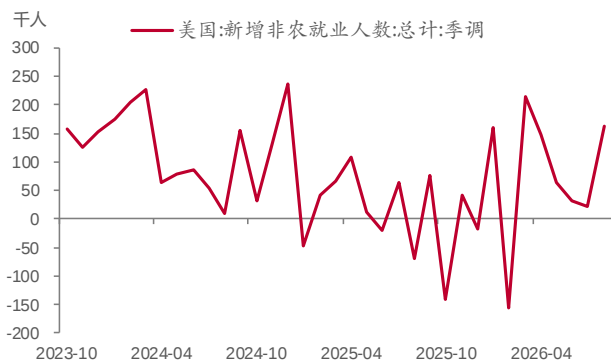
数据来源: WIND 新世纪期货

需求方面, 美国 8 月 ISM 制造业 PMI 为 54.6%, 低于预期的 55.2%, 较上月的 55.6% 回落, 连续第八个月站上荣枯线, 虽有所回落但仍处于强劲水平, 受益于 AI 基础设施建设热潮和消费需求韧性。美国 8 月 ISM 非制造业 PMI 为 55.4%, 连续 15 个月处于荣枯线以上, 超过预期的 54.2%, 高于前值的 54.1%, 为六个月内最强, 新订单指标创三年新高, 显示服务业需求动能强劲。整体来看, 服务业量价齐升, 制造业维持高景气, 总需求呈现韧性, 但服务业就业持续收缩、制造业就业放缓, 说明需求端存在外强中干的隐忧, 而服务业和制造业物价指数的高位, 与 PPI 同比涨 4.7% 相互印证上游成本压力未消。

就业方面, 美国 8 月季调后非农就业人口新增 16.2 万人, 大幅超过市场预期新增 5.6 万人, 同时 6 月和 7 月合计上修 5.5 万人, 新增领域广泛且强劲, 私人部门和政府部门均新增, 主要拖累项仍是 AI 替代的信息业和金融业。美国 8 月失业率 4.1%, 与预期和前值一致。美国 8 月平均每小时工资同比涨 3.1%, 超过预期的 3%, 低于上月的 3.2%; 环比涨 0.3%, 与预期一致, 超过前值的 0.2%。美国 8 月 ADP 就业人数 3.8 万人, 不及预期的 4.8 万人, 低于前值的 4.6 万人。非农和 ADP 就业人数高度分化, 同时 8 月非农数据与 7 月表现大相径庭, 这并不能说明劳动力市场已经过热, 只能说劳动力市场表现稳健且月度噪声大。

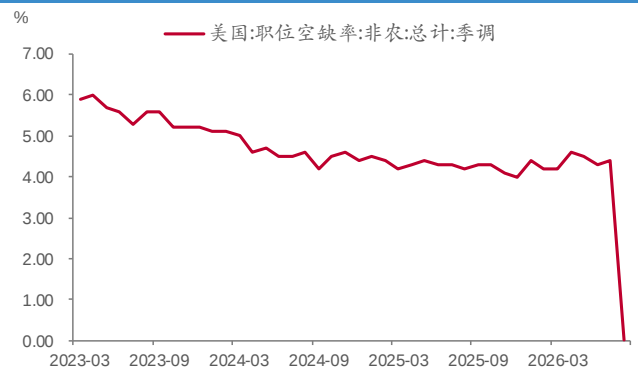
结合以上数据可以看出, 美国总体呈现增长有韧性、通胀有粘性、就业有温差的复杂格局, 制造业虽有回落但仍显强劲, 服务业需求异常强势, 也是核心 PCE 同比涨幅仍高于 3% 服务通胀顽固的原因, 而 7 月末以来油价高企构成 8 月 CPI 数据上行的风险; 就业方面, 8 月非农与上月形成反转, 与 ADP 高度分化, 说明劳动力市场的数据月度噪声较大。当前的美国经济情况尚不足以触发立即加息, 最终仍取决于 8 月通胀数据, 若核心 CPI 环比控制在 0.3% 以内, 9 月 FOMC 会议预计会维持利率不变, 但鹰派表态观望。

图 10: 美国新增非农就业人数 单位: 千人



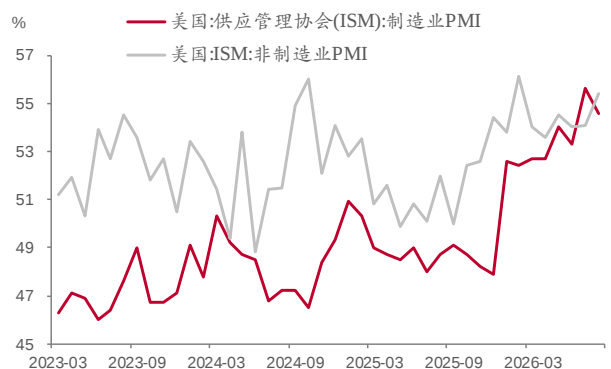
数据来源: WIND 新世纪期货

图 12: 美国职位空缺率 单位: %



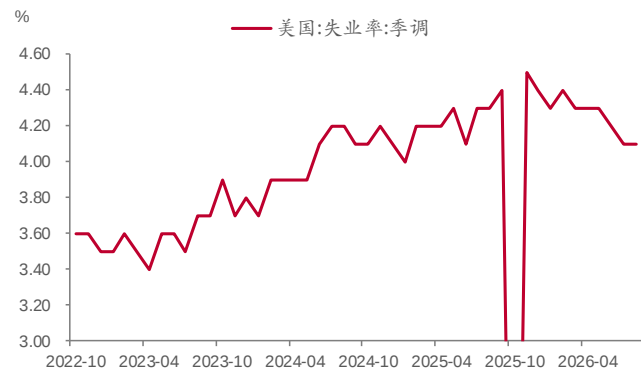
数据来源: WIND 新世纪期货

图 14: 美国经济景气度变化趋势



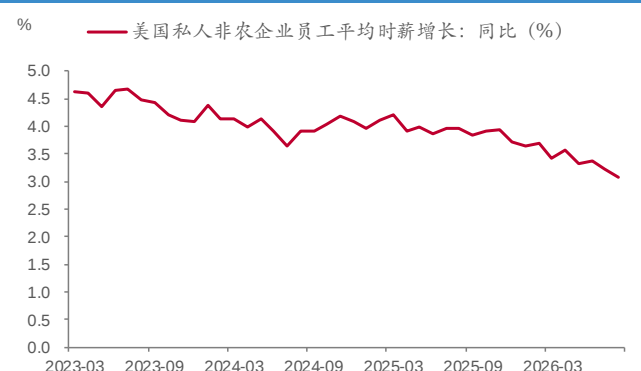
数据来源: WIND 新世纪期货

图 11: 美国劳动参与率 单位: %



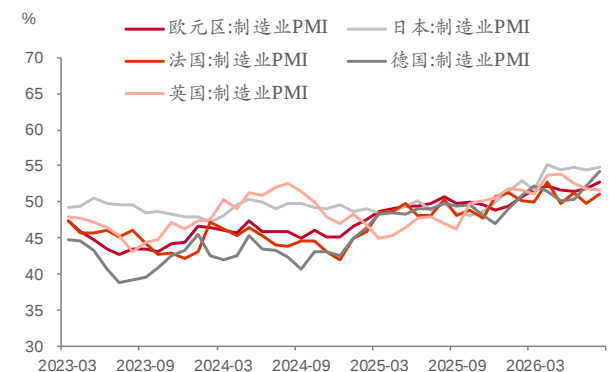
数据来源: WIND 新世纪期货

图 13: 美国非农业员工平均时薪同比增长率 单位: %



数据来源: WIND 新世纪期货

图 15: 全球主要经济体经济景气度



数据来源: WIND 新世纪期货

2.3 美元指数和美债收益率

黄金的货币属性对应黄金对美元指数的替代性，美元指数与金价负相关性较明显。一是美元是黄金的计价货币，黄金若本身价值不变，美元下跌则标价上行。二是黄金具有货币属性，在储备功能上与法定货币存在替代关系，在全球货币信用体系出现波动时，往往会导致主要央行黄金储备上行，对黄金的需求上升。美国国债收益率作为实际利率的代表，可以反应真实的资金成本。黄金的金融属性是指黄金本身没有利息偿付，持有黄金的机会成本即基于法定货币

体系下资产可得的收益率，是影响黄金投资价值的主要因素。因此，实际利率可以作为衡量黄金的机会成本，经验上与黄金价格高度负相关。

8月中旬，美国联邦债务总额首次突破40万亿美元，年净利息支出首次超过国防，叠加AI投资企业债密集发行对美债形成分流，期限溢价驱动10年和30年美债收益率上涨，30年收益率更是升破19年来新高，但实际利率高位震荡，对金银价格中性偏空。随后，美国财政部意外宣布扩大长期国债回购规模至40亿，引发市场对美元信用的担忧，美债收益率和美元指数一度回落，由于回购规模远远低于供给量，无法逆转长端压力，美债收益率保持在高位，而美元信用担忧的宏观叙事逻辑推动金银价格上涨。月末，随着沃什在杰克逊霍尔全球央行年会的鹰派表态，市场对9月加息预期升至70%左右，美元指数随之回升，但反弹幅度有限，说明美元下行压力并非单纯来自货币政策；美债短端利率同样提升，金银价格大幅回落，呈现典型的加息交易特征。

2.4 风险事件

8月初，伊朗与阿曼就霍尔木兹海峡航运安排展开密集谈判，市场对美伊冲突缓和的预期升温，布伦特原油曾一度跌破每桶80美元。但随后局势迅速恶化，特朗普于8月14日声称将宣布霍尔木兹海峡为“美国领土”，伊朗军事升级，之后特朗普正式否认与伊朗进行任何会谈且宣布将实施史上最严厉经济行动，月末，8月30日，美国一个月以来首次直接对伊朗动武，伊朗再次击落无人机作为回击，紧张局势升级，布油价格一路回升至90美元/桶并维持高位运行，市场对通胀担忧同时回升。整体来看，美伊双方冲突陷入“打打谈谈、以打促谈”的僵持格局，军事上有限升级但未失控，外交上谈判中断但间接渠道仍在运转，经济上制裁持续加码，预计双方诉求难以在短期内达成一致，冲突长期化，原油→CPI 能源分项→通胀担忧→美联储加息预期的链条仍在起作用。

图 16: COMEX 黄金价格与美元指数



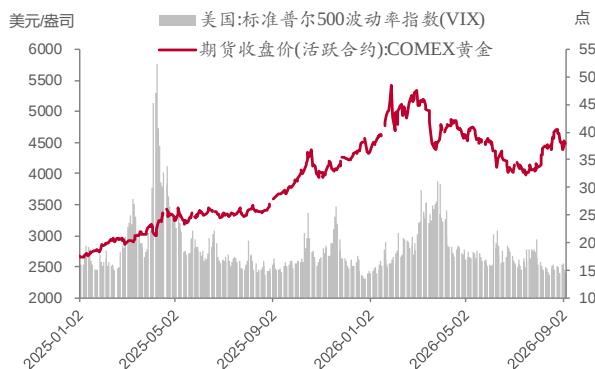
数据来源: WIND 新世纪期货

图 17: COMEX 黄金与美国 10 年期国债收益率



数据来源: WIND 新世纪期货

图 18: COMEX 黄金价格与 VIX 指数



数据来源: WIND 新世纪期货

图 19: 美国国债实际收益率



数据来源: WIND 新世纪期货

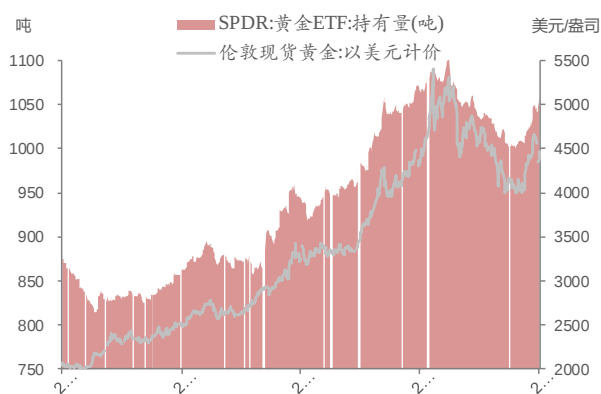
2.5 投资者持仓

黄金 ETF 是黄金市场上主要的做多力量,ETF 的动向也是反映黄金投资需求的重要量化指标。目前全球共有 5 只黄金 ETF 产品,而其中 SPDR Gold Trust 为全球最大黄金 ETF,其投资需求正是过去几年金价持续升势的主要影响因素之一。从图 20 和图 21 可以看出,截至 9 月 4 日,SPDR 黄金 ETF 持仓为 1052.06 吨,当月流入 46.19 吨。SLV 白银 ETF 为 15339.36 吨,当月流入 202.14 吨。本月黄金白银均有所流入,体现投资者对金银的看多意愿。

从 CFTC 黄金非商业持仓水平来看,截至 9 月 1 日当周,COMEX 黄金投机净多头头寸为 228124 张,较上月末增加 46054 张;COMEX 白银投机净多头头寸为 26739 张,较上月末增加 4522 张。金银净持仓均有所增加,说明投机者对黄金白银的看多意愿。

图 20: SPDR 黄金 ETF 持仓

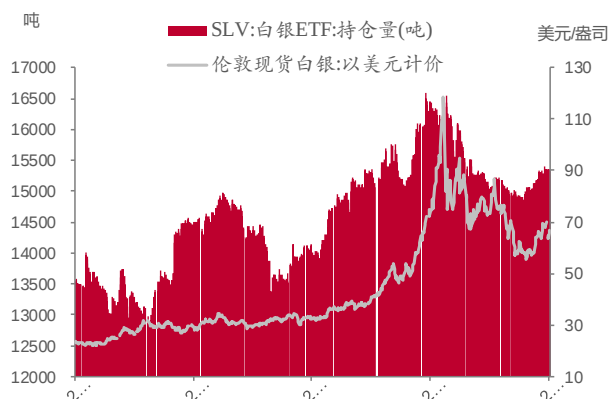
单位: 吨



数据来源: WIND 新世纪期货

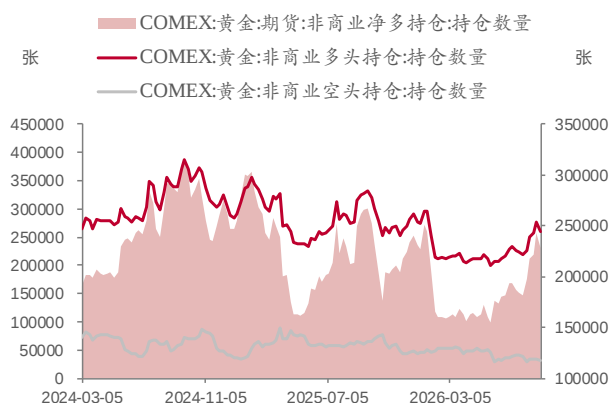
图 21: SLV 白银 ETF 持仓

单位: 吨



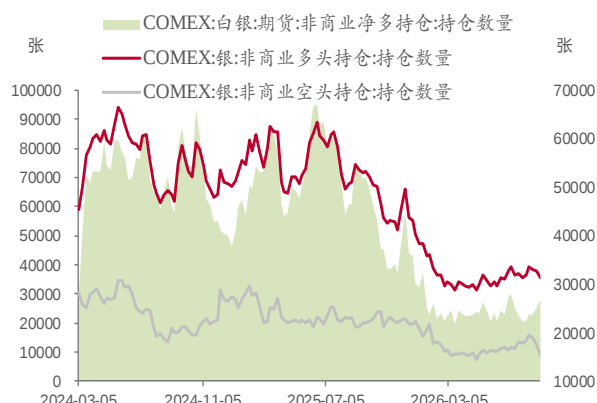
数据来源: WIND 新世纪期货

图 22: COMEX 黄金 CFTC 非商业持仓数量



数据来源: WIND 新世纪期货

图 23: COMEX 白银 CFTC 非商业持仓数量



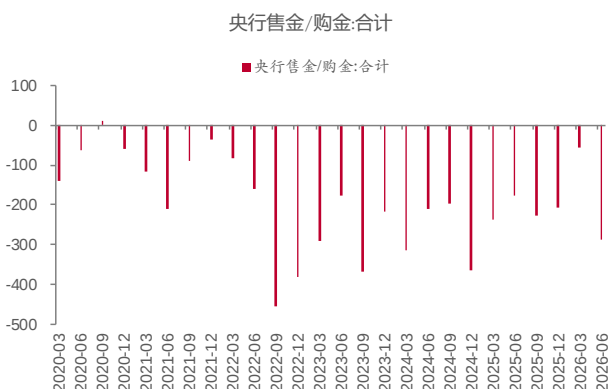
数据来源: WIND 新世纪期货

2.6 央行购金

欧洲央行最新发布的《2026 年度欧元国际地位报告》中显示，截至 2025 年年末，在包含外汇与黄金的全球官方储备总量中，黄金占比升至 27%，上年同期为 20%；美国国债占比从 25% 回落至 22%。今年 1 月，世界黄金协会（WGC）披露，全球央行黄金储备市值逼近 4 万亿美元，已超出约 3.9 万亿美元的美债持仓。

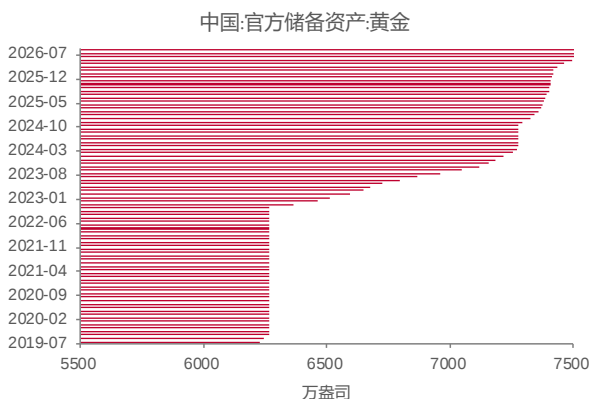
根据 WGC 数据显示，二季度全球央行净购金 288.86 吨，波兰央行购入 51 吨、中国央行购入 33 吨，领先其他国家，央行逆势大幅增持，印证了黄金在全球官方储备中的战略地位仍在持续强化。中国央行 7 月净购入 18 吨，官方黄金储备总量升至约 2364 吨，这是中国连续第 21 个月增持黄金，增持量创下近三年最大单月纪录，且今年增持幅度连续提升，这是在金价暴跌背景下的逆势加仓，说明我国央行储备多元化战略延续，也传递出对黄金的中长期配置价值的认可。

图 24: 全球央行购金（单位：吨）



数据来源: WIND 新世纪期货

图 25: 中国黄金官方储备（单位：万金衡盎司）



数据来源: WIND 新世纪期货

2.7 白银的商品属性

根据世界白银协会，全球白银市场已经连续五年供应缺口，今年有望继续延续这一格局，预计今年缺口为 4630 万盎司。当前来看，白银市场呈现供应刚性约束与需求结构性调整并存

的格局。白银供给主要是矿产银和再生银，矿产银生产附属于铜、铅、锌等其他基本金属的开采，不会随着白银价格的波动而调整，供给价格弹性极低，再生银产量呈逐年增加态势，但受制于成本和物理锁定约束占比不高。

白银需求受益于工业需求的增长和 AI 快速发展带动的电子电器行业需求拉动，录得连续近五年需求赤字，工业需求占白银总消耗量的一半以上，广泛用于电脑、手机、太阳能电池板和汽车等产品，其中光伏是工业需求占比最大的领域，是推动过去几年白银需求扩张的最大增量来源，随着银价的不断上涨维持高位，“去银化”正在加速，根据世界白银协会预测，今年光伏用银量将降至约 4280 吨，降幅达 19%；而珠宝和银器消费需求对银价的敏感性更高，预计降幅会达到 20%以上；银币和银条等实物需求观点差异较大，世界白银协会预计今年增长 18%。

图 26： 全球白银供需平衡表（单位：百万盎司）

Silver Supply and Demand											Year on Year	
Million ounces	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2025	2026F
Supply												
Mine Production	862.7	850.3	837.3	790.3	825.4	833.7	810.7	823.6	846.6	844.1	3%	-0.30%
Recycling	160.9	163.2	164.7	181.5	191.8	194.6	184.6	194.5	197.6	211.3	2%	7%
Net Hedging Supply	0	0	13.9	8.5	0	0	0	0	44.7	10	na	-78%
Net Official Sector Sales	1	1.2	1	1.2	1.5	1.7	1.6	1.5	1.5	1	4%	-35%
Total Supply	1,024.70	1,014.70	1,016.90	981.6	1,018.70	1,030.10	997	1,019.60	1,090.40	1,066.40	7%	-2%
Demand												
Industrial (total)	528	525.8	525.4	511.9	564.1	592.3	657.1	679	657.4	639.6	-3%	-3%
Electrical & Electronics	339.1	330.4	326.7	321.4	350.7	370.7	444.4	460.9	449.5	422.9	-2%	-6%
...of which photovoltaics	99.3	87	74.9	82.8	88.9	118.1	192.7	197.5	186.6	151	-6%	-19%
Brazing Alloys & Solders	50.9	52	52.4	47.5	50.5	49.2	50.2	49.7	50.5	51	1%	1%
Other Industrial	138	143.5	146.4	142.9	162.9	172.4	162.6	168.4	157.4	165.7	-7%	5%
Photography	32.4	31.4	30.7	26.9	27.7	27.7	27.3	25.5	24.2	22.5	-5%	-7%
Jewelry	195	201.9	200.3	150.2	181	233.2	201.7	205.1	189.3	159.4	-8%	-16%
Silverware	59.4	67.1	61.3	31.2	40.7	73.5	55.1	53.5	42.1	33.5	-21%	-20%
Coin & Net Bar Demand	155.5	166.1	188.1	209	285.3	339.5	244.2	190.9	217.7	257.6	14%	18%
Net Hedging Demand	1.1	7.4	0	0	3.5	17.9	11.5	3.5	0	0	na	na
Total Demand	971.5	999.7	1,005.80	929	1,102.40	1,284.10	1,197.00	1,157.40	1,130.60	1,112.60	-2%	-2%
Market Balance	53.3	15	11.1	52.5	-83.7	-254	-200.1	-137.9	-40.3	-46.3	-71%	15%
Net Investment in ETPs	7.2	-21.4	83.3	331.1	64.9	-117.4	-37.3	67.5	278.1	30	312%	-89%
Market Balance less ETPs	46.1	36.4	-72.2	-278.6	-148.7	-136.6	-162.7	-205.4	-318.4	-76.3	55%	-76%
Silver Price (US\$/oz, London price)	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	23.35	28.27	40.03	-	42%	na

数据来源：世界白银协会 新世纪期货

三、小结与交易策略

9 月金银更可能呈现“对单一数据的脉冲式反应+宽幅震荡”。短期交易以 9 月 11 日公布的 CPI 数据和 9 月 16 日的美联储 FOMC 会议带动波动节奏，若 CPI 偏热则 9 月加息和点阵图偏鹰的预期增加，金价短线或承压下探 4200 美元一线；若 CPI 不超市场预期，9 月有望按兵不动，声明保留加息选项，彼时金银或迎反弹修复，重回 4500-4600 美元区间。同时，美伊局势这一边际变量会持续扰动金银价格，美伊谈判已实质性中断，打打谈谈的僵持格局将持续，霍尔木兹海峡受限叠加布油维持 90 美元/桶高位运行，通胀路径仍有不确定性，市场对美联储的预期也将随之反复调整。中期逻辑上，美元信用担忧、央行购金与 ETF 回流仍是黄金的底层支

撑。建议密切关注：点阵图中位数、沃什发布会措辞、白宫与财政部的干预动作、以及中东局势与油价反复。

免责声明

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价，交易者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，请交易者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证，不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。

2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。

3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

浙江新世纪期货有限公司

地址：浙江省杭州市拱墅区滨绿大厦 2 幢 1104 室、1201-1206 室

邮编：310003

电话：400-700-2828

网址：<http://www.zjncf.com.cn>