

安粮期货商品研究报告



黄金期货周报（20260720-0727）

■能源 ■金属 ■农产品

■股指 ■利率 ■期权 . . .

安粮期货

2026 年 07 月 20 日

投资咨询业务资格

皖证监函【2017】203 号

研究所宏观小组

杨璐：

从业资格号：F3071017

投资咨询号：Z0021280

电话：0551-62870127

初审：

张莎：

从业资格号：F03088817

投资咨询号：Z0019577

复审：

赵肖肖：

从业资格号：F0303938

投资咨询号：Z0022015

综述：地缘避险与通胀降温博弈，金价等待方向确认

本周看法：短期内黄金或维持波动修复格局。4000 美元整数关口从破位到收回仅用两个交易日，表明该位置附近存在较强的多空博弈。市场正处在“地缘避险溢价”与“降息预期重燃”的共振窗口——7 月 28-29 日美联储议息会议与美联储主席沃什的国会证词将是决定短期方向的关键变量。

上周看法：上周，国际金价整体呈现先抑后扬的走势，周初受美联储偏鹰信号与美元持稳压制大幅下挫，周中在 6 月 CPI 降温数据与中东局势升级的双重作用下逐步企稳，周五受技术性买盘与地缘避险需求推动反弹收复 4000 美元关口。伦敦现货黄金收于 4016.36 美元/盎司，周内累跌约 2.31%；COMEX 黄金期货收报 4023 美元/盎司，周跌幅约 2.56%。全周金价波动加剧，最低下探至 3959 美元附近，最高触及约 4024 美元。驱动端多空因素激烈博弈——美联储副主席杰斐逊的偏鹰表态、美元指数持稳以及前期获利了结盘共同施压，而 6 月 CPI 超预期降温、中东地缘局势骤然升级以及技术性超跌反弹需求则提供底部支撑。

逻辑判断：

当前黄金市场的核心矛盾在于——地缘政治风险骤然升级带来的避险需求与美联储政策前景的不确定性之间的持续拉锯。上周金价的“V 型”走势清晰地映射了这一矛盾：前半周，美联储副主席杰斐逊释放偏鹰信号，叠加美元指数持稳于 100.76 附近，金价大幅下挫。后半周，美国 6 月 CPI 数据超预期降温大幅削弱了市场对加息的预期，交易员对 7 月加息的预期概率已降至约 11.2%；与此同时，美伊围绕霍尔木兹海峡的冲突骤然升级，截至 18 日已连续八晚采取行动，伊朗伊斯兰革命卫队则宣布霍尔木兹海峡“完全关闭”。综合来看，黄金短期处于“地缘撑底、利率施压”的夹缝之中，4000 美元关口附近的波动格局或将延续，直至月底美联储议息会议给出更清晰的政策指引。

1. 底层支撑（多头逻辑）：全球央行持续保持月度常态化增持黄金节奏，外汇储备多元化配置需求形成中长期稳定买盘托底，能够对冲高利率环境带来的价格压制，显著限制金价持续深度回调空间；叠加当前全球地缘风险常态化，一旦冲突烈度抬升，黄金传统避险配置需求存在阶段性释放可能，为价格提供修复动力。若后续美国通胀、就业系列经济数据持续走弱，市场将进一步延后、下调加息预期，美债实际利率存在下行空间，黄金无息资产的持有成本压力缓解；同时人民币双向波动下国内实物消费逢低采购需求具备韧性，内外盘共振带动金价阶段性反弹修复。

2. 核心扰动（空头逻辑）：美国核心通胀仍未回落至美联储政策合意区间，多位联储官员持续释放偏鹰表态，市场定价高利率维持周期拉长，10 年期美债实际利率易上难下，持续从估值层面压制黄金上行高度，投机资金净空头持仓尚未明显回补，反弹动能偏弱。中东地缘摩擦持续推升国际原油价格，加剧市场中长期通胀上行担忧，反向约束美联储宽松操作空间；工业金属维持偏强运行带动金油比、金铜比持续走低，黄金相对大宗商品估值吸引力下降，难以走出独立单边上涨行情。



一、基本面信息

1. 价格表现

(1) 期货、现货、基差

伦敦现货黄金价格 7月18日收盘 4017.2 美元/盎司，上周区间 3966-4103 美元/盎司，周累计下跌 2.54%。周初受鹰派预期冲击最低下探 3966 美元，创下近两周低点；CPI 数据落地后单日反弹超 130 美元，修复部分跌幅，但美联储官员偏鹰表态后再度回落，周线收长下影阴线，多空分歧显著。

COMEX 黄金期货 COMEX 黄金期货 8 月合约收于 4023 美元/盎司，当日涨幅 0.77%，周累计下跌 2.56%。从盘中走势看，COMEX 黄金期货周内最低触及 3963.0 美元，最高触及 4028.9 美元。

基差方面，贴水幅度较上周小幅收窄。贴水主要来源于境外美元计价波动传导、国内保税区黄金库存充足、旺季前实物消费尚未完全启动；价格大幅下跌时段，国内零售、珠宝企业逢低采购带动贴水收窄，实物需求的缓冲作用基差较上周有所收窄，整体处于合理区间内。

图一：黄金价格



图二：黄金基差



数据来源：同花顺，安粮期货研究所

(2) 比价

金银比方面，截至7月18日，伦敦现货白银报 55.89 美元/盎司；COMEX 白银期货收于 56.22 美元/盎司。白银当周累跌约 6.38%-6.77%，表现显著弱于黄金。金银比较上周明显走扩，当前宏观环境下，资金更倾向于配置黄金的“货币锚”避险属性。沪银主力合约上周延续单边下行态势，收盘下跌 3.66%报 13522 元/千克，续创 2026 年以来价格新低，较年内高点累计跌幅已超 55%。

金铜比方面，LME 期铜 7 月 18 日收于 13526-13528 美元/吨，当日下跌约 0.52%-0.54%。铜当周表现相对抗跌，而黄金录得较大周跌幅，金铜比有所收窄。LME 铜库存为 296625 吨，减少 3975 吨，低库存为铜价提供了一定的底部支撑。

金油比方面，WTI 原油期货主力合约 7 月 18 日收于 82.49 美元/桶，当日上涨 3.54 美元，涨幅 4.48%，上周累计上涨 14.35%。布伦特原油期货收于 88.10 美元/桶，当日上涨 3.87 美元，涨幅 4.59%，上周累计上涨 15.91%。以伦敦现货黄金计算，金油比约为 48.7(4016.36/82.49)，较上周（约 57.6）显著回落。油价的大幅上涨主要受中东地缘局势骤然升级驱动——美伊冲突加剧引发市场对原油供应中断的担忧持续升温。油价的大幅走高通过推升通胀预期对黄金形成间接支撑，但同时也强化了美元的避险需求，对金价构成一定压制。

图三：WTI 原油、LME 铜

图四：金银比



图五：金铜比



图六：金油比



数据来源：同花顺，安粮期货研究所

(3) 内外盘价差

伦敦金 4017.2 美元/盎司，在岸人民币 6.7773，折算人民币金价约 868.5 元/克，沪金主力收盘 873.72 元/克，内外盘溢价约 5.2 元/克。溢价小幅来源于国内期货市场资金波动、远期合约升水；价格快速下跌阶段，国内实物采购增加，溢价收窄；反弹阶段投机资金入场，溢价小幅扩大。

图七：内外盘价差

■ 黄金内外盘价差



数据来源：同花顺，安粮期货研究所

2. 黄金持仓情况

根据美国商品期货交易委员会（CFTC）7月18日发布的数据，截至7月14日当周，COMEX 黄金期货和期权的总持仓量为 522,185 手。

投机头寸方面：黄金投机者将净多头头寸增加 4,294 手，至 119,147 手。具体来看，基金多头持仓与空头持仓均有所调整。投机净多头的增加结束了此前连续两周的减仓趋势，反映出在经历价格回调后，部分投机资金选择重新入场。但净多头增仓幅度（4,294 手）相对温和——增仓量约占净多头总持仓的 3.7%，并非激进的趋势性加仓，更像是宏观资金在股指减仓后向黄金“试仓”的配置行为。

其他品种方面：COMEX 白银投机者将净多头头寸减少 1,755 手至 10,377 手；COMEX 铜投机者将净多头头寸增加 1,536 手至 61,932 手。

持仓结构分析：黄金与白银净多头头寸的“劈叉”——黄金净多增而白银净多减——是上周 CFTC 报告中最值得关注的信号。这一背离说明本轮资金回流并非冲着“贵金属板块整体”而来，而是带有明确的属性筛选：黄金走的是“不确定时期的货币锚”逻辑，白银走的是“确定增长时的工业品”逻辑。在地缘风险升温、通胀前景不明、美联储政策路径不确定的背景下，资金更倾向于配置黄金的避险属性，而非白银的工业属性。

综合来看，黄金投机净多头的温和增加与白银净多头的持续减少形成鲜明对比，表明市场资金正在对贵金属内部进行结构性调整——黄金的避险配置需求仍在，但尚未形成趋势性的看多共识。

图八：黄金总持仓量



数据来源：同花顺，安粮期货研究所

3. 汇率

美元指数：截至 7 月 18 日当周，美元指数收于 100.76，当日微涨 0.04%，上周累计下跌约 0.1%，延续了自 4 月以来最长的周连跌纪录。美元指数上周整体呈现窄幅波动格局，周初一度触及一个月低点附近，随后在避险需求支撑下逐步企稳。市场对美元的交易逻辑存在两股相反力量的拉扯：一端是持续升温的中东地缘风险——美伊停火协议在炮火中实质性破裂，霍尔木兹海峡航运受阻的消息不断刺激避险神经，推动避险资金流入美元；另一端是美国 6 月通胀超预期降温、零售销售温和增长带来的加息预期退潮。

美元的小幅走强对以美元计价的黄金形成一定压制——美元走强意味着持有其他货币的投资者购买黄金的成本上升，从而在一定程度上抑制需求。但美元上周整体偏弱（周线连跌）的格局也为金价在 4000 美元关口的企稳提供了外部条件。

人民币汇率：在岸人民币兑美元夜盘收盘报 6.7752，较上一交易日夜盘收跌 41 个基点。离岸人民币对美元跌 49 个基点报 6.7782。美元兑人民币汇率中间价约为 6.7769-6.7934。

人民币汇率当周整体小幅贬值，主要受美元指数在避险需求推动下持稳以及地缘风险升温的影响。人民币的贬值一定程度上对内外盘黄金的比价关系产生影响，但整体幅度相对有限。

美债利率：上周美债收益率涨跌不一。2 年期美债收益率上行约 4.63 个基点，收于 4.1767%；10 年期美债收益率下行约 0.19 个基点，收于 4.5495%；30 年期美债收益率下行约 1.44 个基点，收于 5.068%。10 年期与 2 年期美债利差约为 37.00 个基点（前一交易日为 41.20 个基点），曲线略有平坦化。

10 年期美债收益率的下行对黄金构成边际利好——美债收益率的走低降低了持有黄金的机会成本。7 月 18 日盘中，10 年期美债收益率一度跌至 4.15%，创下四个月来最低水平。这一走势与 6 月 CPI 降温数据公布后市场对美联储加息预期的大幅回落相一致。

从更宏观的视角看，美债收益率曲线在 2 年期与 10 年期之间维持约 37 个基点的正利差，表明市场对经济前景的预期尚未完全转向悲观，但利率预期的下行确实为黄金提供了一定的估值支撑。

图九：美债收益率



图十：美元指数



图十一：人民币汇率



数据来源：同花顺，安粮期货研究所

二、宏观事件

1. 美联储

美国劳工部 7 月 14 日发布的数据显示，6 月 CPI 同比上涨 3.5%，低于市场预期的 3.8% 和前值 4.2%；季调环比下降 0.4%，为 2020 年以来首次月度下降，预期为下降 0.1%。核心 CPI 同比上涨 2.6%，低于预期的 2.8% 和前值 2.9%；季调环比持平（0%），预期为上涨 0.2%。汽油价格的回落是缓解通胀压力的主要因素之一。

这份超预期降温的通胀数据对黄金构成双重利好：其一，通胀降温削弱了市场对美联储继续加息的预期——根据芝商所 FedWatch 工具，交易员对 7 月维持利率不变的概率已升至 88.8%，市场普遍将下一次加息的窗口推迟至 9 月或 10 月；其二，实际利率预期的下行降低了持有黄金的机会成本。数据公布后，金价在周中逐步企稳。

美联储副主席 Philip Jefferson 在周四为加州斯坦福一场活动准备的讲话稿中表示，美联储目前的利率设定应能继续支持劳动力市场，同时使得通胀下降。但他同时强调，“如果实际通胀短期内没有开始降温，我认为或许应该重新考虑我们目前的政策立场，以确保我们兑现实现价格稳定的承诺”。这一表态被市场解读为偏鹰信号——如果通胀前景未见改善，美联储可能需要加息。

杰斐逊的讲话与 6 月 CPI 降温数据形成了一定程度的“对冲”——通胀数据虽已降温，但美联储二把手仍保留了进一步收紧政策的可能性。这种“数据改善但官员偏鹰”的组合使市场对降息前景的预期保持谨慎，限制了金价的上行空间。

美联储主席沃什在国会发表了上任后的首次证词。他在 6 月会议上将基准利率维持在 3.5% 至 3.75% 区间，大幅缩短了政策声明，删除了委员会此前的宽松倾向和详细的风险平衡表述。这一做法被市场解读为减少前瞻指引的信号，意味着未来的政策决策将更加依赖数据。

美联储下一次会议将于 7 月 28 日至 29 日举行。由于 6 月通胀有所降温，市场已基本放弃 7 月加息的预期。但考虑到美联储官员近期释放的偏鹰信号以及地缘政治推升能源价格可能带来的通胀反弹风险，9 月或 10 月的政策路径仍存在不确定性。

2. 地缘

美伊冲突骤然升级。7 月以来，美伊围绕霍尔木兹海峡的冲突骤然升级，距离双方签署停战谅解备忘录还不到一个月。美军自 7 月 8 日起对伊朗发动多轮空袭，截至 7 月 18 日已连续八晚采取行动。作为回应，伊朗伊斯兰革命卫队宣布霍尔木兹海峡“完全关闭”。伊朗还袭击了美军在中东地区的多个基地，阿联酋、卡塔尔、巴林、约旦多国响起防空警报。巴林、阿曼五国境内美军基地密集发射弹道导弹与无人机，中东多国安全警报全面拉响。据相关报道，霍尔木兹海峡通航量已降至零。

美军持续打击。美国方面表示将持续打击伊朗。一名美军在伊拉克执行涉伊朗任务时死亡。以色列军方也表示随时可以恢复作战。

地缘政治对金价的传导路径。上周地缘政治对金价的传导呈现出“双刃剑”效应：一方面，

美伊冲突升级直接激发了市场的避险需求，推动资金流入黄金——周五金价单日上涨约 40 美元、重返 4000 美元上方即是明证；另一方面，冲突通过推升能源价格（WTI 原油上周大涨超 14%）→推高通胀预期→强化美元与美债收益率→反而对黄金形成间接压力。这种“避险需求”与“利率压力”的拉锯，正是当前金价在 4000 美元关口反复波动的深层原因。

美伊谈判前景。尽管军事冲突持续升级，但有美国官员表示，目前美伊冲突背后仍有外交努力在推进，相关技术谈判仍在继续，以缓和紧张局势。卡塔尔、巴基斯坦等地区斡旋方也正在致力于缓和美伊紧张局势、重启核谈判。地缘政治的前景仍充满不确定性——“边打边谈”的格局或将继续。

3. 美国经济数据

如前所述，6 月 CPI 同比上涨 3.5%，环比下降 0.4%，为 2020 年以来首次月度下降；核心 CPI 同比上涨 2.6%，环比持平。通胀的显著降温大幅削弱了市场对美联储加息的预期，对黄金构成阶段性利好。

美国商务部人口普查局数据显示，6 月零售销售环比增长 0.2%，5 月数据被上修至 1%。所谓的“对照组”零售销售（用于计算 GDP 中的商品支出）环比增长 0.5%。零售销售数据整体温和增长，显示出美国消费市场仍具一定韧性。

6 月 CPI 的超预期降温与零售销售的温和增长共同描绘了一幅“通胀趋缓但消费尚可”的经济图景。这种组合在一定程度上缓解了市场对“滞胀”的担忧，但也使美联储的政策路径更加复杂——既不必急于加息（通胀正在降温），也无需立即降息（经济尚未出现明显衰退信号）。货币政策处于“观望”状态的预期对黄金的影响中性偏正面。

4. 中国央行

连续第 20 个月增持黄金。国家外汇管理局 7 月 7 日公布的数据显示，截至 2026 年 6 月末，我国黄金储备达 7,544 万盎司（约合 2,346.446 吨），较 5 月末的 7,496 万盎司环比增持 48 万盎司（约 14.93 吨）。这已是我国央行连续第 20 个月增持黄金储备。

增持节奏逐月加快。48 万盎司的月度增持量创下 2024 年 11 月以来单月黄金增持最大值。自 2024 年 11 月重启增持以来，中国央行的黄金增持节奏呈现出明显的逐月加速态势：3 月末增持 16 万盎司、4 月末增持 26 万盎司、5 月末增持 32 万盎司、6 月末增持 48 万盎司。

截至 6 月末，我国外汇储备规模为 34,162.62 亿美元。

中国央行的持续购金行为为黄金市场提供了重要的结构性支撑。在全球“去美元化”趋势与储备多元化的背景下，央行购金已成为黄金长期需求的重要来源。特别值得注意的是，央行在近期金价回落过程中反而加大了增持力度（6 月增持量创阶段新高），这种“越跌越买”的行为模式为黄金市场提供了明确的价格底部信号。

三、总结

1. 近期价格主导逻辑

对于压制因素来说，（1）**美联储偏鹰信号**。尽管 6 月 CPI 数据超预期降温，但美联储副主席杰斐逊表态称若通胀短期未改善则需考虑加息。这种“数据改善但官员偏鹰”的组合使市场对降息前景保持谨慎，限制了金价的上行空间。（2）**前期获利了结与技术性回调**。金价在此前连续上涨后积累了大量获利盘，7 月 16 日纽约期金大跌 87 美元即为获利了结与止损盘集中涌出的结果。技术面上的超买修复需求在上周前半段对金价构成压力。（3）**美元指数持稳**。美元指数在 100.76 附近持稳，地缘避险需求为美元提供支撑。美元的相对强势对以美元计价的黄金形成一定压制。（4）**黄金 ETF 持续流出**。上周 SPDR 黄金 ETF 持仓减少 18,350.27 金衡盎司，反映出部分机构投资者在价格回调过程中选择了减仓观望。

对于支撑因素来说，（1）**6 月 CPI 超预期降温**。美国 6 月 CPI 同比降至 3.5%、环比下降 0.4%，为 2020 年以来首次月度下降。通胀的显著降温削弱了市场对加息的预期，为黄金提供了基本面支撑。（2）**中东地缘局势骤然升级**。美伊围绕霍尔木兹海峡的冲突持续升级，美军

连续八晚空袭伊朗，伊朗宣布霍尔木兹海峡“完全关闭”。地缘风险的急剧升温激发了市场的避险需求，推动金价在周五大幅反弹重返 4000 美元上方。（3）**央行持续购金**。中国央行连续第 20 个月增持黄金，6 月单月增持 48 万盎司创阶段新高。全球央行的实物购买需求为金价提供了坚实的底部支撑。（4）**关键点位的技术性支撑**。3959 美元附近的低点经受住了市场考验，该关键点位支撑力度较强。4000 美元整数关口从破位到收回仅用了两个交易日，表明该位置附近存在较强的买盘承接。

2. 技术面与关键价位

黄金日线级别呈现“先破后立”的走势——上周初大幅下挫跌破 4000 美元关口，随后两个交易日连续反弹收复失地。上周五的反弹阳线使金价重新站上 4000 美元心理关口，但从技术形态来看，本次反弹的超跌修复属性重于趋势反转。

中期展望：黄金中期走势将取决于三个核心变量的演变：一是美伊冲突是否进一步扩大（霍尔木兹海峡的实际通行状况、美伊双方是否恢复实质性谈判）；二是 7 月 28-29 日美联储议息会议的政策信号；三是后续通胀数据（7 月 CPI 将于 7 月 31 日公布）是否延续降温趋势。若地缘风险持续升级推动油价高位运行，叠加通胀温和回落、美联储释放偏鸽信号，则金价有望突破当前波动区间向上拓展空间；反之，若美伊局势出现缓和、美联储维持偏鹰立场，则金价可能面临进一步回调压力。

综合来看，当前黄金市场正处于多重因素交织的关键观察期——地缘避险需求与利率预期的博弈、通胀降温与能源价格攀升的矛盾、央行购金与 ETF 流出的拉锯，共同构成了金价在 4000 美元关口附近波动的格局。在月底美联储议息会议给出更清晰的政策指引之前，黄金或将继续维持宽幅波动态势。

图十二：黄金近期走势图



数据来源：同花顺，安粮期货研究所

3. 本周焦点事件

本周需重点跟踪各类核心宏观数据及政策事件，7 月 20 日关注国内 LPR、美国领先指标；7 月 21 日跟踪全球 PMI 初值、美国地产数据及美联储官员讲话；7 月 22 日留意美国初请失业金与地缘原油行情；7 月 23 日重点关注欧央行利率决议及发布会、美国密歇根信心数据；7 月 24 日观察市场美联储议息会议前瞻定价与黄金 ETF 持仓；7 月 27 日跟踪美国达拉斯联储数据，并持续关注月末 FOMC 会议预期、中东地缘局势变化。

免责声明

本报告基于安粮期货股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的公开信息和资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺任何有关变更的通知。本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述内容的投资建议，投资者应根据个人投资目标、财务状况和风险承受能力来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出决策并自行承担风险。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

