

黄金市场评论

顽固的滞胀

金价逼近新高

月末强劲反弹令黄金涨至每盎司3429美元 (+4%)，截至8月底，黄金全年累计上涨31%。尽管美元大幅走弱，黄金兑所有主要货币均上涨 (表1)。p 2) 并且积极势头在九月初得以延续。

我们的黄金回报归因模型 (GRAM) 表明，八月价格表现的主要贡献因素是月初美元贬值、持续的地缘政治紧张局势以及强劲的全球黄金ETF资金流动 (图表1)。最近，九月降息的可能性更高也发挥了作用。

黄金ETF资金流入提供了大量支持，尤其是在月末，录得55亿美元 (53吨) 的流入，主要由北美 (41亿美元) 和欧洲 (19亿美元) 主导，而亚洲和其他地区则出现资金流出。COMEX管理资金净多空头寸的流入更为谨慎，为20亿美元 (+16吨)。

亮点

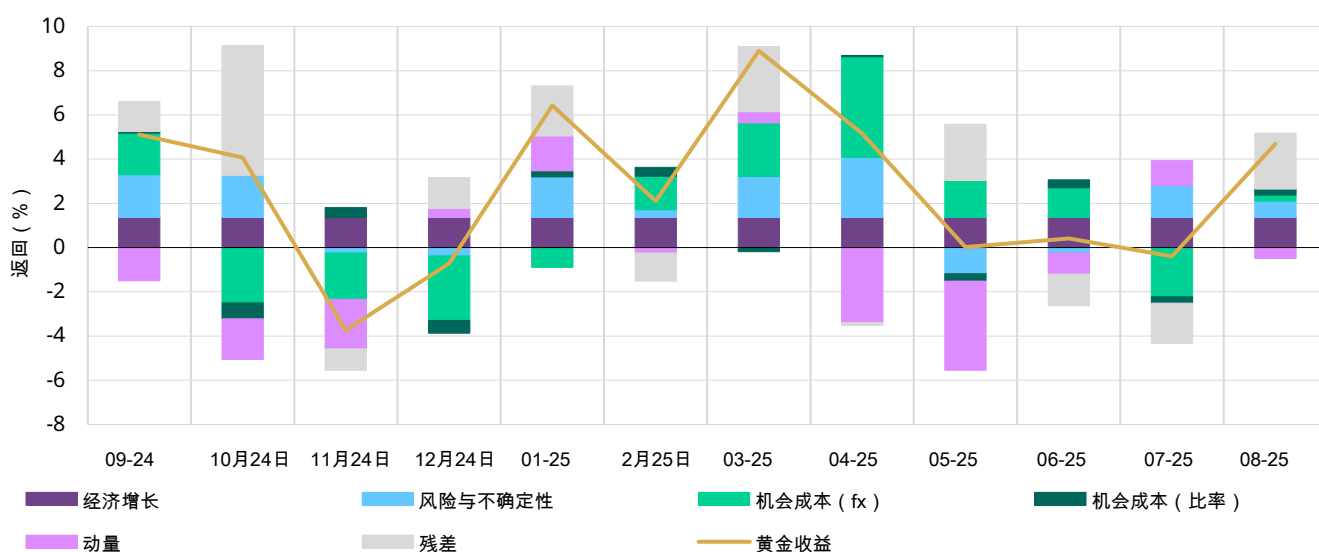
八月份回顾

黄金在美元反转、地缘政治紧张局势和强劲的ETF资金流入推动下，本月末上涨。

期待

美国滞胀力量和利率降低的前景，以及政策风险，可能主导价格，因为新兴市场的需求有所放缓。

图1：美元反转、黄金ETF普遍上涨以及特朗普-美联储紧张关系助推黄金在8月份接近历史最高点 黄金回升的主要驱动因素 (按月)



*数据截止至2025年8月31日。我们的黄金回报归因模型 (GRAM) 是一个月度黄金价格回报的多重回归模型，我们将这些模型分组为四个关键主题驱动类别，以解释黄金表现：经济扩张、风险与不确定性、机会成本和动量。这些主题捕捉了黄金需求的动机；最重要的是投资需求，它被认为是短期黄金价格回报的边际驱动因素。“残差”代表黄金价格中未被已包含因素解释的百分比变化。此处显示的结果基于使用月度数据涵盖五年估计周期的分析。Goldhub.com上提供了其他估计周期和数据频率。资料来源：彭博社，世界黄金协会



表1：黄金在8月份对主要货币均录得显著涨幅

黄金价格和关键货币的表现*

	美元 (盎司)	EUR (盎司)	JPY (g)	GBP (盎司)	CAD(盎司)	CHF (盎司)	INR (10g)	RMB (g)	尝试 (盎司)	澳元 (盎司)
8月价格*	3,429	2,934	16,212	2,539	4,712	2,745	101,967	782	141,091	5,243
八月返回*	3.9%	1.6%	1.4%	1.8%	3.1%	2.4%	4.0%	2.0%	5.4%	2.2%
Y-t-d返回*	31.4%	16.4%	22.8%	21.8%	25.5%	15.9%	34.3%	26.9%	52.9%	24.3%
创纪录高价*	3,435	3,006	16,079	2,575	4,743	2,812	100,130	830	138,096	5,393
创纪录的高日期*	25-06-13	2025-04-22	23-七-25	2025-04-22	2025-04-22	2025-04-22	23-七-25	2025-04-22	23-七-25	2025-04-22

截至2025年8月31日。基于LBMA黄金价格下午时价（美元），以当地货币表示，除印度和中国的MCX黄金价格下午时价和上海黄金基准价格下午时价分别使用外。来源：彭博，世界黄金组织

例如，2007年至2022年期间，美国的实际利率（机会成本）与黄金的变动紧密相关。上月我们建议黄金的一个原因

顽固的滞胀

- 2022年后的脱钩导致美国实际利率的占比可能对黄金产生更大的影响
新兴市场央行及其他需求在短期内出现，因为美国投资者接过接力棒
投资者，而不是美国投资者在新兴市场的崩溃，而且这种影响可能会增加如果与费率的关系。费率将下降
- 既然央行和亚洲投资者已经行动，迄今为止利率一直比较粘性，但这更多地反映出稍稍后退了些，正如我们的黄金需求趋势数据所示，人们对于滞胀的担忧日益增加

• 我们对不同类型美国投资者的定量分析表明，滞胀对ETF投资者来说是最担心的，其次是零售酒吧和硬币买家。快线钱期货投资者更担心利率

本地溢价和日内交易回报（图表2），更紧密的金价关系有可能重新建立，西方投资者（尤其是美国）可能会在推动短期回报方面发挥更主导的作用。

若曲线各利率点开始下降，则应提升轨迹。

在美国可能会出现黄金购买。但我们还没看到这种情况。实际上，曲线正在变陡峭，随着

交接棒

短期端因美联储降息预期而下跌，但长期端仍然 The Relationship Between Gold Price and Its Core 处于风险溢价高位和对未来通胀的担忧（图表3）。驱动因素随时间推移而变化，有时反映出谁处于

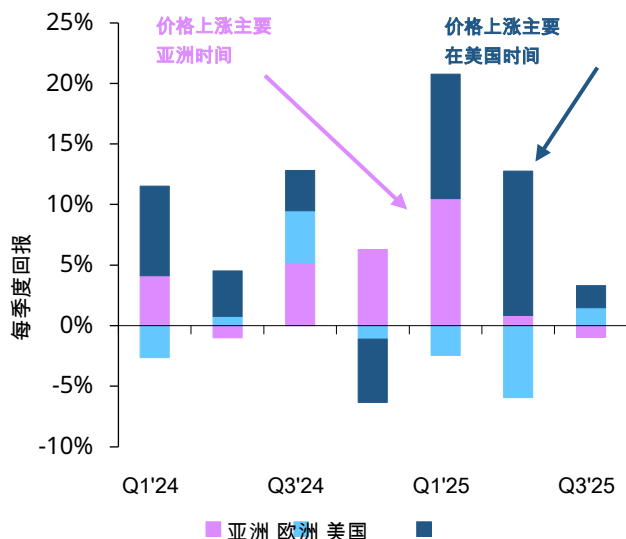
活跃于市场。

图3：进退两难

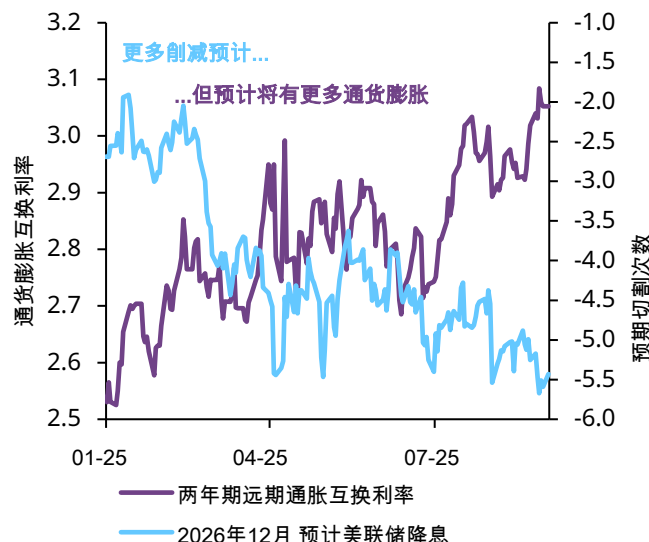
美联储降息预期和美国家庭通胀预期

图2：美国投资者接过接力棒

每季度现货黄金每日交易回报



截至2025年8月28日数据。基于XAU现货价格（美元/盎司）的10分钟中间价柱状图。UTC时区。亚洲=00:00至08:50，欧洲=09:00至13:50，美国=14:00至23:50。资料来源：LSEG，世界黄金委员会



截至2025年8月31日数据。美联储降息基于联邦基金期货曲线 来源：彭博，世界黄金理事会



粘性较长的一端可能会阻碍一些以利率驱动的黄金兴趣。然而，与经济活动放缓同时发生的通胀上升¹并且劳动力市场疲软，表明我们正越来越多地陷入滞胀环境中。而这种情况往往会青睐黄金。但哪些投资者对这种环境最为敏感？

你的口味是什么？

我们的分析表明，ETF投资者对滞胀的预期最为敏感——从统计上看，这种敏感性非常显著（图表4）。酒吧和加密货币投资者其次，尽管平均反应在统计上并不显著。在COMEX上，非报告投资者——据称更能代表零售资金流动——平均也做出了积极反应。但“快钱”投资者，其中许多是商品交易顾问（CTA），似乎对滞胀的担忧不太感兴趣。

这可能是因为他们更关注利率——正如我们上个月所推测的那样。而且，对于CTAs而言，技术因素也起作用。换句话说，滞胀威胁着更高的利率，而不是像我们现在看到的更低，并且资金投资者可能不愿意参与，直到这些开始减弱。

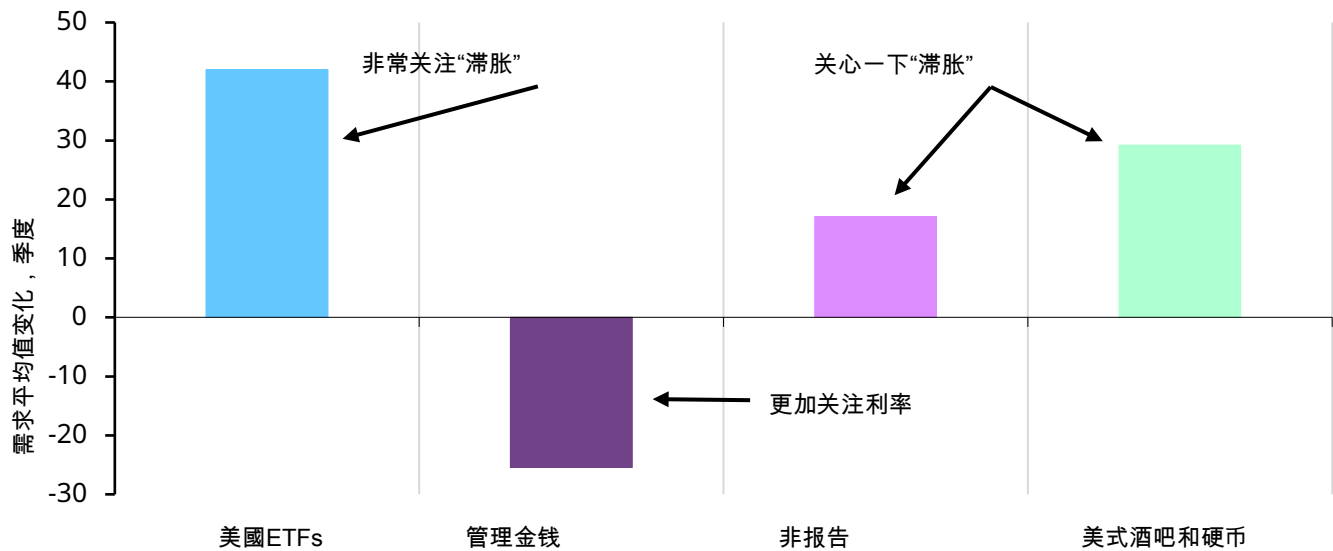
总而言之

随着新兴市场需求疲软，西方投资者（尤其是美国投资者）将扮演更积极的角色，这可能导致黄金对美国实际利率的敏感性增加。

尽管长期利率仍然胶着，但这反映了不断加剧的滞胀担忧——而滞胀环境历来都是黄金的有利支持。在美国投资者群体中，ETF持有人对滞胀风险的应对最为显著，并且在过去几周内加快了投资步伐，不仅在美国，在欧洲也是如此——那里的实际利率仍在上升——这表明风险驱动因素正在抵消基于利率的驱动因素。

期货交易者似乎更关注利率动态。随着收益率曲线变陡（由前端利率较低驱动）和通胀担忧持续存在，宏观经济信号与投资者行为之间的相互作用将是塑造黄金下一步走势的关键。

图表4：你的口味是什么？投资者对滞胀压力的估计敏感性在预期滞胀程度高的季度进行需求响应



*从2000年第一季度到2025年第二季度的数据。对预期滞胀的敏感性以滞胀季度内的季度历史变化衡量，并根据滞胀信号的幅度加权。滞胀定义为：预期第二季度同比GDP增长率减去预期第一季度同比GDP增长率下降，且预期第二季度同比CPI减去预期第一季度同比CPI上升。需求以吨为单位衡量。加权敏感性基于（增长率变化平方+通货膨胀变化平方）的平方根。来源：彭博，世界黄金委员会

1. 7月份美国商品贸易逆差急剧扩大 | 路透社



世界黄金协会

我们是一个倡导黄金作为战略资产作用的会员组织，塑造负责任且易于获取的黄金供应链的未来。我们的专家团队通过可信的研究、分析、评论和见解，建立对黄金用例和可能性的理解。

我们推动行业进步，塑造政策并设定永续和可持续黄金市场的标准。

研究

杰里米·德·佩斯米埃尔，CFA
资产配置策略师

约翰·帕尔姆贝格资深量化分
析师

卡维塔·查科 研究主管，印
度

克里希安·戈帕尔 主分析师
，欧洲、中东和非洲

路易斯街高级市场分析师

玛丽莎·萨利姆 大型研究主管
，亚太区

贾瑞 研究主管，中国

泰勒·伯内特 研究主管，美
洲区

胡安·卡洛斯·阿尔蒂加斯
研究全球主管

市场策略

约翰·里德资深市场策略师
，欧洲和亚洲

约瑟夫·卡瓦托尼 大型市场
策略师，美洲地区

更多信息：

数据集和方法论访问：
www.gold.org/goldhub

联系方式：
research@gold.org



重要信息和披露

© 2025 世界黄金协会。版权所有。世界黄金协会和圆圈符号是世界黄金协会或其附属公司的商标。

未经世界黄金协会或相关版权所有人书面同意，禁止以任何方式复制或重新分发本文中的任何信息，除非下方另有明确规定。信息与统计数据均为世界黄金协会或其附属机构或本文件中指明的第三方提供者的版权©和其他知识产权。相关所有者的各项权利均予保留。

根据公平行业惯例，使用本信息中的统计数据用于审阅和评论（包括媒体评论）是被许可的，前提是满足以下两个条件：(i)仅使用有限的数据提取或分析；(ii)对这些统计数据的任何和使用都必须包含对世界黄金协会的引用，并在适当的时候引用金属聚焦或其他已确定的版权所有人作为其来源。世界黄金协会与金属聚焦有关联。

世界黄金协会及其附属机构不保证任何信息的准确性或完整性，也不对因使用此信息而直接或间接造成的任何损失或损害承担责任。

此信息仅供教育目的使用，通过接收此信息，您同意其预期用途。本内容中任何内容均不构成建议、投资建议或购买或出售黄金、任何与黄金相关的产品或服务或任何其他产品、服务、证券或金融工具（统称“服务”）的邀请。此信息未考虑任何特定个人的投资目标、财务状况或特殊需求。

多元化投资并不能保证任何投资回报，也不能消除损失风险。过往业绩并不必然预示未来结果。任何可通过投资黄金产生的投资结果的最终表现属于假设性质，可能无法反映实际投资结果，也不构成对未来结果的保证。世界黄金协会及其附属机构不对任何假设投资组合中使用的任何计算和模型，或由此产生的任何结果提供保证或担保。投资者应在就任何服务或投资做出任何决策前，与其相应的投资专业人士讨论其具体情况。

本信息可能包含前瞻性陈述，例如使用“相信”、“预期”、“可能”或“表明”等词语的陈述，或类似术语，这些陈述基于当前预期并可能发生变化。前瞻性陈述涉及诸多风险和不确定性。无法保证任何前瞻性陈述都将实现。世界黄金协会及其附属公司不承担更新任何前瞻性陈述的责任。

关于 LBMA 金价的信息

LBMA金价由 ICE Benchmark Administration Limited (IBA) 管理和发布。LBMA金价是贵金属价格有限公司的注册商标，并已授权给IBA作为LBMA金价的运营方。ICE和ICE Benchmark Administration是IBA及其附属公司的注册商标。在IBA的授权许可下，世界黄金协会使用LBMA金价，并受限于此处规定的条款（www.gold.org/terms-and-conditions）。

关于QaurumSM和黄金估值框架的信息

请注意，通过使用Qaurum、黄金估值框架和其他信息所生成的各种投资结果的表现是假设性的，不一定反映实际投资结果，也不保证未来结果。世界黄金理事会（包括其附属机构）或牛津经济学院均不对该工具的功能性提供任何保证或担保，包括但不限于任何预测、估计或计算。