

风物长宜放眼量——

2026 年东吴期货贵金属半年度策略报告

【报告要点】

- 2026 年上半年，贵金属期货总体呈现冲高回落走势，COMEX 黄金跌超 6%，COMEX 白银跌超 16%。沪金主连合约跌超 9%，沪银主连合约跌超 15%。外盘铂期货跌超 23%，钯期货跌超 28%；国内铂期货跌超 20%，钯期货跌超 30%。上半年贵金属市场的整体表现由以下宏观和基本面因素共同影响：宏观方面：沃什超预期提名的阶段性冲击、美以伊冲突的战火持续、美联储货币政策的鹰派转向。基本面方面：央行购金持续为黄金提供长期支撑；而白银受光伏需求拖累工业需求有所下滑，铂钯也因汽车催化剂需求走弱而偏弱运行。
- 策略建议：下半年整体交易方向受到宏观变动较大。短期来看，地缘和美联储政策仍旧不支持贵金属大幅上行；但长期来看，受益于美元信用下滑及央行购金需求，黄金仍具备配置价值，策略上建议止跌企稳后逢低配置交易为主，关注地缘和美联储政策变化。

【年度展望】

展望 2026 年下半年，中东地缘冲突与美联储利率政策仍旧是左右贵金属价格的关键变量。短期来看，受中东地缘反复及美联储鹰派转向的影响，预计短期内贵金属仍旧维持偏弱震荡格局。另外，白银及铂金、钯金因有较强的工业属性，仍旧会被高通胀下的工业需求下降所拖累。

但长期来看，我们认为黄金更受益于地缘长期不确定性的避险需求和美国经济可能出现的滞胀现象而获得支撑，另外长期来看去美元化趋势和财政货币化并未发生转向，这在根本上对黄金形成支撑。另外，央行购金趋势仍旧不变，且新兴市场国家增持空间仍旧较大，这在中长期对黄金价格形成支撑。白银基本面供给刚性的硬性约束较难改变，加之需求端能源转型和人工智能的叙事短期难以改变或证伪，最后，迫于美国国内压力和特朗普中期选举，也考虑伊朗本国经济状况，美伊再次爆发大规模冲突的可能性较小，待霍尔木兹海峡恢复战前水平之后油价有望逐步下行，届时通胀预期将有望逐步下修，加之世界杯之后非农数据或有大幅下修，后续美联储仍有降息的可能。故我们在中长期仍旧看好贵金属价格。预计 2026 年下半年伦敦金价格区间 3800-4500 美元/盎司，沪金期货价格区间 830 元/克-1050 元/克；伦敦银价格区间 55-80 美元/盎司，沪银期货价格区间 12600 元/千克-18500 元/千克。

风险点：美伊冲突超预期恶化；流动性超预期收紧；AI 泡沫破灭等



曹可安

贵金属研究员

从业证书：F03152008

投资咨询号：Z0023621

电话：021-63123065

Email:

caoka@dwqh88.com

期货投资咨询业务批准文号：

证监许可[2011]1446 号

免责声明：

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

期市有风险，投资需谨慎！

目 录

一、2026 年上半年贵金属市场行情回顾.....	1
二、贵金属基本面分析	2
(一) 黄金白银供给刚性，金银需求有所分化	2
1、黄金白银供给刚性，边际增量较为有限.....	2
2、央行购金带动黄金需求，新能源革命带动白银需求.....	2
3、金融持仓高位回落，现货紧张大幅缓解.....	5
(二) 铂钯供给相对刚性，汽车需求占比较大	6
1、铂金供给预计增加，下游需求相对多元.....	7
2、钯金供给预计减少，下游汽车占比较大.....	7
三、宏观因素分析.....	8
1、沃什冲击初现，利率按兵不动	8
2、美债规模高企，美元信用下滑	10
3、中东冲突持续，通胀居高不下	12
四、平衡表分析.....	13
五、2026 下半年行情展望.....	17

一、2026 年上半年贵金属市场行情回顾

图 1：2026 年上半年贵金属内外盘走势图



数据来源：同花顺、东吴期货研究所

2026 年上半年，贵金属期货总体呈现震荡下行的走势，COMEX 黄金跌超 6%，COMEX 白银跌超 16%。沪金主连合约跌超 9%，沪银主连合约跌超 15%。外盘铂期货跌超 23%，钯期货跌超 28%；国内铂期货跌超 20%，钯期货跌超 30%。整体来看，贵金属上半年走势大致可以划分为三个阶段。

第一阶段（25 年底至 1 月中下旬）：全球贵金属市场加速上行，月初，美国闪击委内瑞拉，不仅对原油市场形成直接扰动，更在全球范围内引发了市场对关键矿产资源的配置热潮，白银也借此延续了此前的上行走势。此后，美国在格陵兰岛主权问题上的强硬立场，以及其后陆续释放的对欧贸易关税威胁，使得全球避险情绪升温，贵金属延续上行。

第二阶段（1 月底至 2 月底）：贵金属大幅下跌，之后有所反弹。2 月初，多头获利了结引发贵金属抛售潮，长期大涨累积的获利回吐压力、美联储主席人选的消息落地以及杠杆资金的踩踏效应，交织促成了这场史诗级跳水行情的上演。2 月中旬，市场经历了前期的风险释放后逐步企稳，一方面，中东地区谈判再度陷入僵局，地缘政治风险升温；另外，特朗普政府关税政策的反复无常也为贵金属提供较强的避险支撑。

第三阶段（2 月底至今）：贵金属震荡下行。2 月底美以空袭伊朗，美以袭击伊朗并炸死伊朗最高领袖哈梅内伊，市场初始交易贵金属的避险功能，其后交易油气价格飙升引发通胀抬头进而导致美联储暂缓降息，黄金白银承压下跌。其间局势反复导致行情震荡，海峡的开放与否成为影响盘面走势的关键因素。另外，随着美国 4 月、5 月通胀数据超预期上涨，加之美国 5 月非农数据大超预期，市场完全预期 2026 年降息预期落空，甚至开始交易年底加息，这也是 6 月份以来贵金属加速下行的原因。虽然 6 月 18 日美伊签署谅解备忘录，市场情绪有所好转，但 6 月 FOMC 会议如期维持政策利率不变，沃什表态偏鹰，贵金属再次承压。

二、贵金属基本面分析

（一）黄金白银供给刚性，金银需求有所分化

1、黄金白银供给刚性，边际增量较为有限

图 2：黄金全球供给（吨）

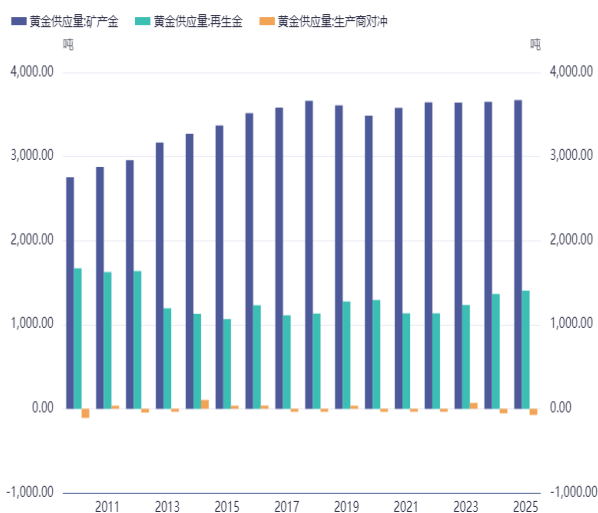
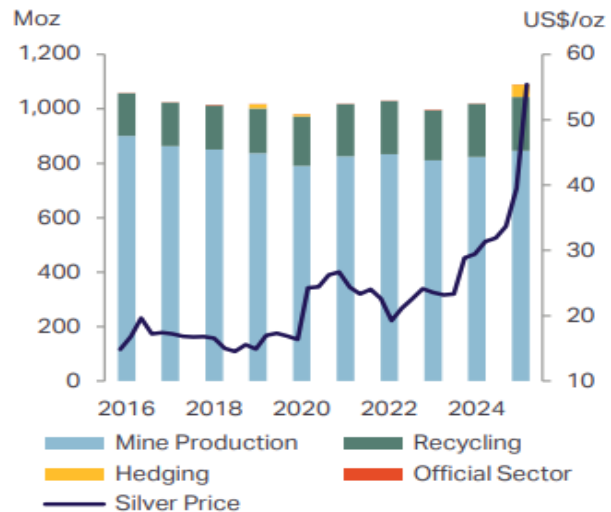


图 3：白银全球供给（百万盎司）

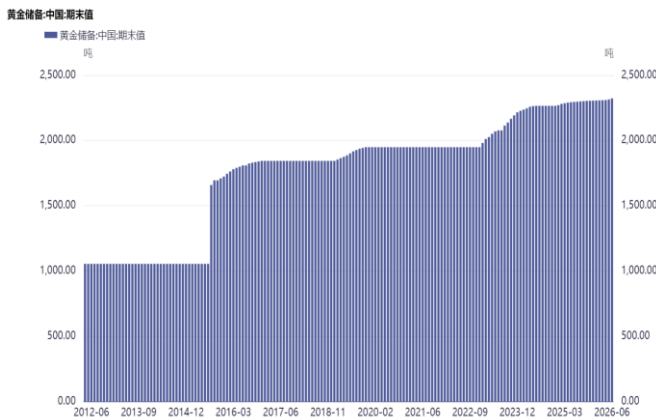
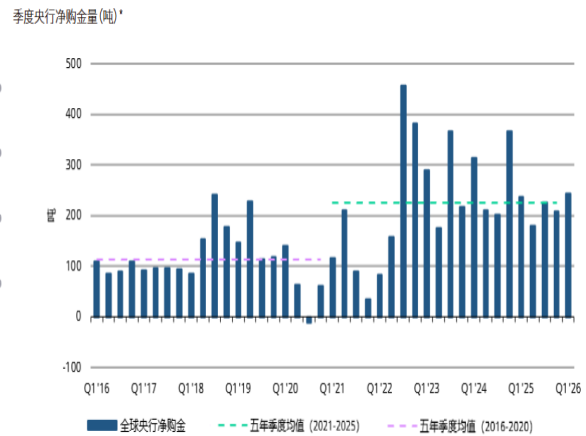


数据来源：世界黄金协会、世界白银协会、同花顺、东吴期货研究所

黄金供应端主要分为从矿石中提取、精炼加工生产出的矿产金和回收得到的回收金。2025 年，全球黄金供应中矿产金占比 73%，为 3671 吨，同比仅增加 0.5%，回收金占比 28%，为 1404 吨，同比增加 2.8%。黄金供应极为稳定，过去十年，全球矿产金产量在峰值水平窄幅震荡，年化复合增长率远低于 1%。矿业公司主要在现有矿山的更深部或周边进行勘探，数量有限。同时易于开采的高品位矿石逐渐枯竭，矿山不得不处理更低品位的矿石，导致生产成本系统性上升，侵蚀了利润，也抑制了新项目的投资。

白银方面，2025 年全球矿产银供应量同比增 3%，至 26331 吨，中美洲与南美洲产量领跑全球增幅，同比上升 5%。增长主要得益于智利项目的产能爬坡，以及秘鲁矿品位的提升，其中安塔米纳矿贡献最为显著。全球白银产量已连续五年处于 2.5-2.6 万吨区间，72%的白银来源于铜铅锌等基本金属的伴生矿。主金属矿开采周期长、银矿品位下滑等因素，白银矿产端的增量在未来几年内几乎停滞。回收银方面，2025 年，回收银量连续第二年增长，同比上升 2%至 6145 吨，为 2013 年来最高水平。其中对价格敏感的品类（如首饰、银器）录得最大净增长，主要因 2025 年大部分时间银价持续上涨，刺激了市场回售意愿。不过，冶炼瓶颈限制了回收量的进一步增长。

2、央行购金带动黄金需求，新能源革命带动白银需求

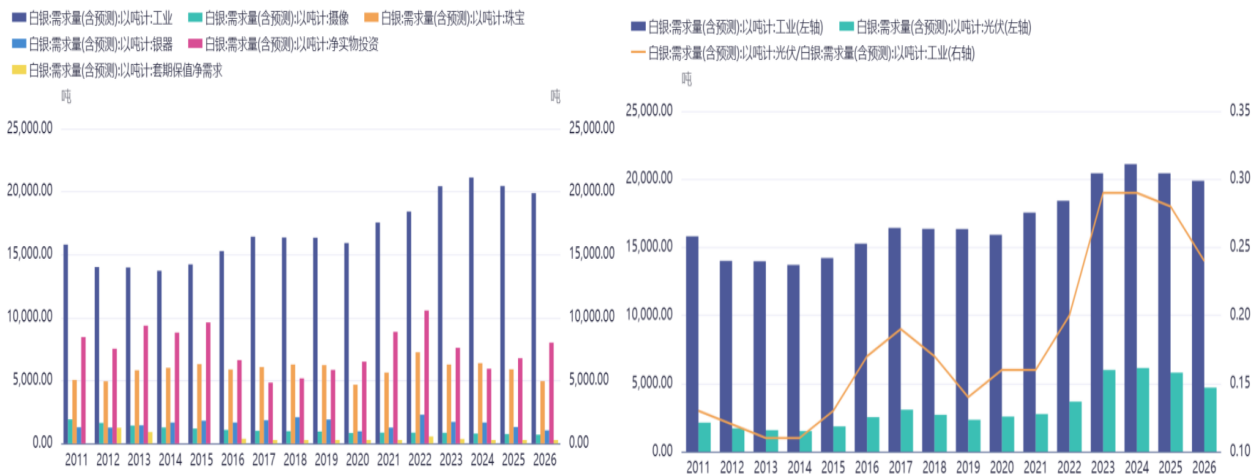
图 4：黄金储备：中国（吨）

图 5：季度央行购进量（吨）


数据来源：同花顺、世界黄金协会、东吴期货研究所

2026 年，全球央行黄金需求开局表现强劲，一季度净购黄金预计 244 吨，不仅超越上一季度表现，也高于过去五年均值。表明各央行仍致力于通过增持黄金来充实外汇储备。一季度，央行需应对多方面的不确定性。伊朗、美国与以色列之间的冲突，给已然紧张的地缘经济环境增添了更多压力，导致包括黄金在内的各类市场波动性增加。在此背景下，全球央行依然持续购金。这一显著的积极信号既凸显了央行购金行为的战略属性，也反映出在高度不确定时期央行对黄金保值功能的持续信心。本季度公布的购金活动主要由长期买家推动：波兰国家银行再次成为最大买家，一季度增持黄金 31 吨，推动其官方黄金储备达到 582 吨。一季度，乌兹别克斯坦中央银行增持了 25 吨黄金，此次增持后，其官方黄金储备升至 416 吨，占总外汇储备的 87%。一季度，中国人民银行增持了 7 吨黄金，较上季度 3 吨的净购金量增长逾一倍。世界黄金协会提供的数据显示，全球央行在 4 月份净购金约 17 吨，扭转了 3 月近 30 吨净抛售的局面。

6 月 7 日，央行公布数据显示，5 月末黄金储备报 7496 万盎司(约 2331.52 吨)，环比增加 32 万盎司(约 9.95 吨)，比 4 月的 8.09 吨再增加 23%，连续第三个月大幅加仓，单月买入量仅次于 2024 年 12 月的 10.26 吨，创过去半年新高，为连续第 19 个月增持黄金。目前我国黄金储备占外汇储备的比例远低于发达国家 70% 的水平，也明显低于全球央行黄金储备占比 24% 的平均水平，中国央行增持黄金的空间巨大，预计将会长期增持黄金储备。

图 6：白银需求结构（含预测）（吨）
图 7：白银工业及光伏需求（含预测）（吨）



数据来源：世界白银协会、同花顺、东吴期货研究所

与黄金不同，世界白银协会发布的最新报告指出，从需求侧来看太阳能光伏、电动汽车及其基础设施、数据中心和人工智能共同构成了白银需求增长的三大支柱。随着全球各国致力于可再生能源转型、太阳能装机容量不断扩大，光伏领域的用银量近年快速攀升，其占工业白银总需求的比例从2014年的11%上升至2024年的29%，已成为白银需求中最重要且增长最快的应用领域之一。工业用银需求在连续四年强劲增长后，2025年下降3%，至20446吨。在核心工业板块中，电气与电子用银需求下降2%。与往年一样，该板块受益于人工智能（AI）基础设施的结构性增长、汽车终端用银的强劲表现，以及健康的电网投资。不过，光伏用银需求疲软抵消了这些利好，原因在于激烈的行业竞争和白银原材料成本上升，促使光伏制造商加快了用银量削减和替代技术的应用。世界白银协会数据显示，2025年光伏用银量5804吨，同比2024年峰值下降6%。同时预测2026年光伏用银量会进一步下降19%至4698吨，占工业用银的总需求下降至23%。

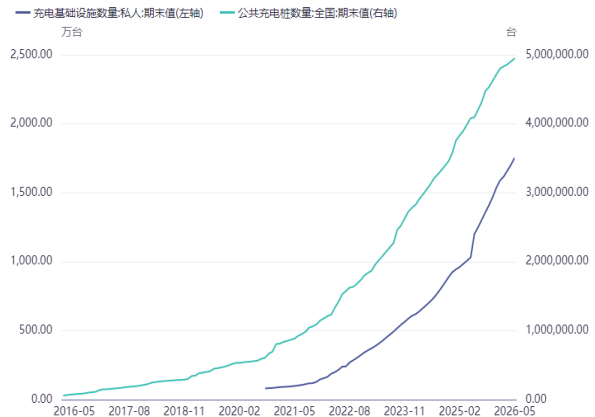
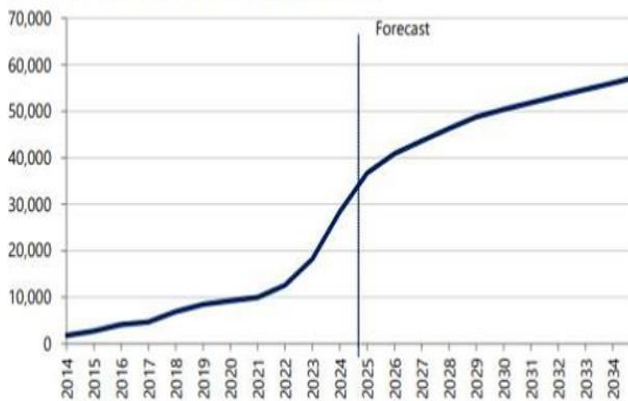
汽车行业的全球白银需求将在2025-2031年间以3.4%的复合年增长率增长，到2031年达到约9400万盎司。汽车行业电气化的额外需求是对充电基础设施的需求。根据国际能源署数据，2024年全球公共充电桩数量增长33%，中国贡献了21%。预计电动汽车普及率的上升将需要充足的充电基础设施，这将进一步推动白银需求。据国家能源局发布数据显示，截至2026年5月底，我国电动汽车充电基础设施（枪）总数达到2249.7万个，同比增长44.9%。其中，公共充电设施（枪）495.1万个，同比增长25.9%；私人充电设施（枪）1754.6万个，同比增长51.4%。全球数据中心数量自2000年以来增长了11倍，目前全球有超过4600个数据中心。更重要的是，全球数据中心IT功率容量从2000年的0.93吉瓦增长到2025年的近50吉瓦，增长了53倍。这种指数级增长意味着更多的服务器、交换机和冷却系统每个系统的核心组件都需要白银。

此外，在连续两年下滑后，2025年硬币与净条块银需求增长14%至6770吨，预计2026年仍将增长18%至8013吨。受高银价背景下投资者兴趣上升及前几年低基数效应推动，印度以33%的涨幅领跑，欧洲则实现了三年来的首次增长。中东和中国需求实现数倍增长。白银其他需求如摄影、首饰、银器则有不同程度的下滑。

图 8：美国数据中心建设规模预测（百万美元）

图 9：中国公共和私人充电设施数量(台、万台)

Data centre Private Construction Put-in-Place, \$(millions)



数据来源：世界白银协会、同花顺、东吴期货研究所

3、金融持仓高位回落，现货紧张大幅缓解

2026 年上半年，SPDR 黄金 ETF 持仓和 SLV 白银 ETF 持仓均呈现冲高回落走势。第一阶段，2025 年底至 2026 年 2 月底，SPDR 黄金 ETF 持仓量从 1065.13 吨震荡上行至 1101.33 吨，增幅 3.39%；SLV 白银 ETF 持仓从 2025 年 11 月份的 1.51 万吨震荡上行至 1.65 万吨，增幅 9.27%。此阶段一方面延续 2025 年底狂热的贵金属投资需求，另一方面，美国年初突袭委内瑞拉，之后又挑起格林兰岛事件，全球避险情绪升温，进一步助推贵金属投资热潮，虽然 1 月底沃什的提名阶段性冲击了市场，但随后由于中东谈判再度陷入僵局，地缘政治风险升温；另外，特朗普政府关税政策的反复无常也为资金持续流入贵金属提供支撑。第二阶段，从 2 月底至今，持仓规模震荡下行，SPDR 黄金 ETF 持仓从高点 1101.33 吨下降至 1017.64 吨，SLV 白银 ETF 持仓从高点 1.65 万吨下降至 1.49 万吨，原因在与中东持续不断地冲突使得霍尔木兹海峡迟迟不能恢复战前输油水平，进而严重影响原油等相关原料的价格，进而进一步传导至通胀水平的预期抬升，对后续美联储降息施压，市场资金在美元走强和美债收益率上行的环境中进一步撤离了贵金属。

图 10：SPDR:黄金:持仓量(吨)



图 11：SLV:白银：净持仓（吨）



数据来源：同花顺、东吴期货研究所

另外，国内白银库存在 2026 年上半年也是呈现触底反弹的走势。年初至 3 月，受益于 2025 年延续的狂热的实物投资需求，加之光伏企业出口抢装的工业需求，白银库存持续下降。之后随着光伏退税政策取消，加之中东地缘冲突带来的贵金属震荡下跌，工业和实物投资需求持续缩减，国内白银库存持续回升。截止 6 月底，

上期所和金交所白银库存合计 1834 吨，同比 3 月底 661 吨，回升 177%。COMEX 白银库存则从年初的 4.49 亿盎司回落至 6 月底的 3.19 亿盎司，跌幅 28.95%；原因在于去年受关税预期驱动积累的 CME 库存已逐步消化，白银流向从纽约转回伦敦和苏黎世，LBMA 白银持仓有所回升。截止 6 月底，COMEX 白银库存 3.19 亿盎司，仍旧处于相对低位。综合来看，国内外期货交易所库存虽然均较底部有所反弹，但仍处于偏低水平，这也为后续银价提供一定支撑。

图 12：库存:COMEX:银:合计（金衡盎司）

图 13：国内交易所库存(千克)


数据来源：同花顺、东吴期货研究所

最后，白银租赁利率能够相对真实的反应现货紧张状态，根据伦敦市场白银 1 月租赁利率显示，2026 年至今，利率水平相对偏低且波动不大，并无出现去年 10 月份现货紧缺状态时的利率飙升情况，一定程度上反映了当前国际现货白银市场供需相对平稳的状态。

图 14：白银租赁利率低位运行（%）

图 15：LBMA 库存白银期末值（千盎司）


数据来源：同花顺、彭博、东吴期货研究所

（二）铂钯供给相对刚性，汽车需求占比较大

1、铂金供给预计增加，下游需求相对多元

图 16：全球铂供应量(吨)

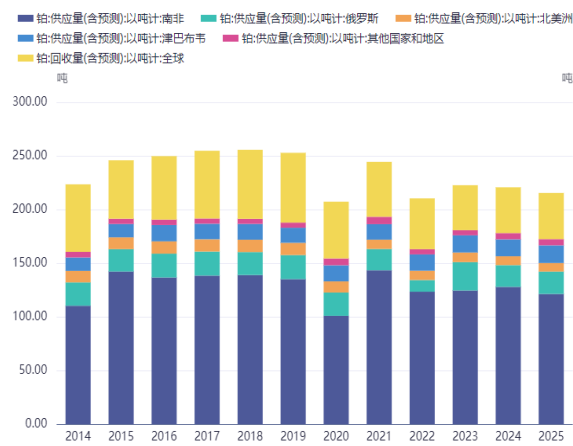
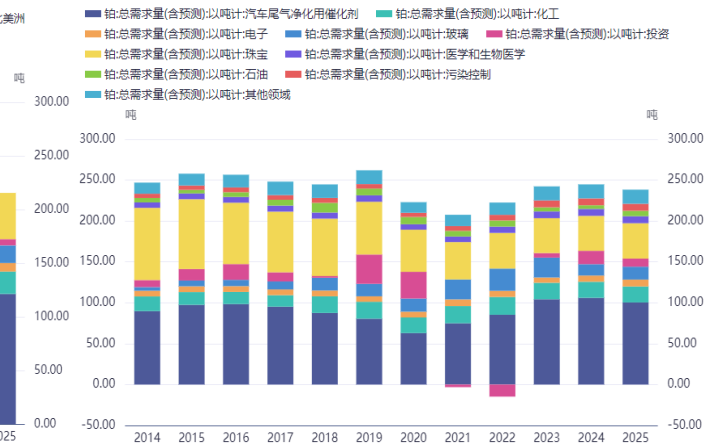


图 17：全球铂需求量(吨)



数据来源：WPIC，同花顺、东吴期货研究所

根据世界铂金协会 2026 年预计：供给方面，2026 年铂金供应量将会转增，在原生供给方面，南非地区受洪水冲击影响的产能恢复，叠加津巴布韦地区 Karowa 铂矿在 2026 年逐步释放产能影响，预计在 2026 年原生端供给将增加 0.17% 至 173 吨；回收方面，预计在铂金价格回升的刺激叠加汽车报废补贴的激励，2026 年汽车催化剂回收产出将达到 56 吨，同比增长 8.15%，珠宝首饰回收供给将增加 10% 至 12 吨。总供给将因此获得 2% 的增长，达到 229 吨。需求方面，总需求将会延续缩减趋势至 239 吨，首先在汽车领域，对铂金的需求下滑基本形成趋势，2026 年预期需求继续减少 2.13% 至 92 吨；首饰消费方面，由于铂金价格在 2025 年出现快速回升，相对黄金的比价优势减弱，首饰领域的需求略有减少，同比缩减 11.59% 至 61 吨；世界铂金协会对于铂金在投资领域需求相对悲观，预期在投资金条、金币需求略有走强但在 ETF 需求方面将有所下行，总体来看投资领域需求将下降 54% 至 16 吨。供需平衡方面，基本呈现供需紧平衡状态，有 10 吨的短缺。

2、钯金供给预计减少，下游汽车占比较大

图 18：全球钯供给量(吨)

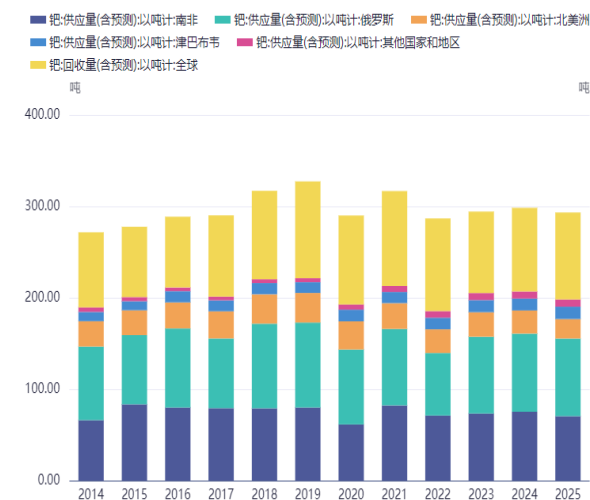
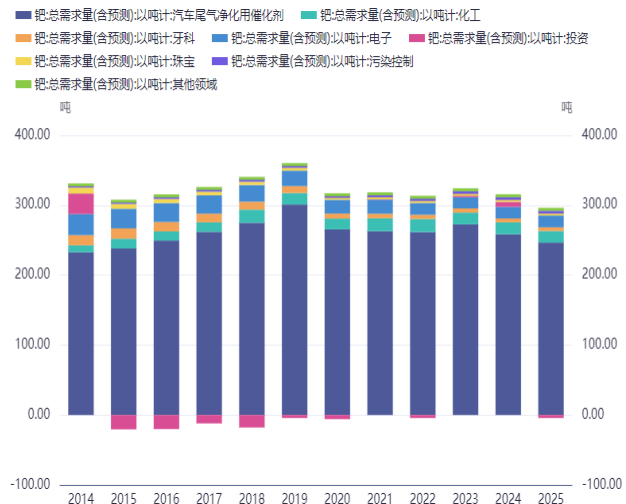


图 19：全球钯需求量 (吨)



数据来源：庄信万丰、同花顺、东吴期货研究所

根据庄信万丰对于 2026 年的预测：供给方面，2026 年钯金总供应将出现 2.71% 的缩减，达到 294.20 吨，在原生供给方面，与 2025 年相比有明显缩减；回收方面，预计在钯金价格回升的刺激叠加汽车报废补贴的激励，2026 年汽车催化剂回收产出将达到 106 吨，同比增长 9.45%，电子器件回收供给将增加 0.69% 至 14.6 吨。需求方面，总需求将会继续走弱 8.85% 到 287.40 吨，首先在汽车领域，2026 年预期需求继续减少 4.85% 至 243.50 吨；化工领域需求方面，将贡献 2.48% 的增量，达到 16.5 吨。供需平衡方面，呈现供给过剩的状态，结束十余年的供需缺口状态转向过剩格局。

总体来看，铂钯兼具贵金属与工业属性，汽车催化剂是铂钯最主要需求来源，2025 年分别消耗铂金 94 吨（占总量的 35.8%），消耗钯金 246.53 吨（占总量的 83.9%）。铂金近年工业属性显著增强，尽管中东地区地缘政治局势带来不利影响，但铂金需求具备良好的抗风险能力。对区域能源安全关注度的回升，重新激发了市场对氢能技术的兴趣，这是拉动铂金长期需求的推动力。此外，我们已经看到铂金在支持人工智能基础设施落地的多项技术中发挥关键作用，涵盖了从光通信到数据存储等多个领域。

图 20：NYMEX:铂钯库存(金衡盎司)

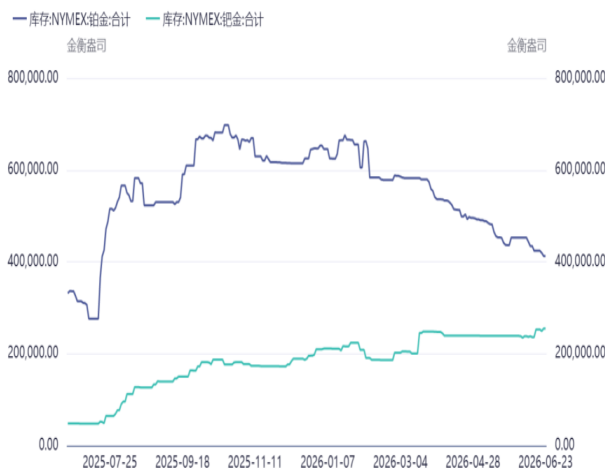
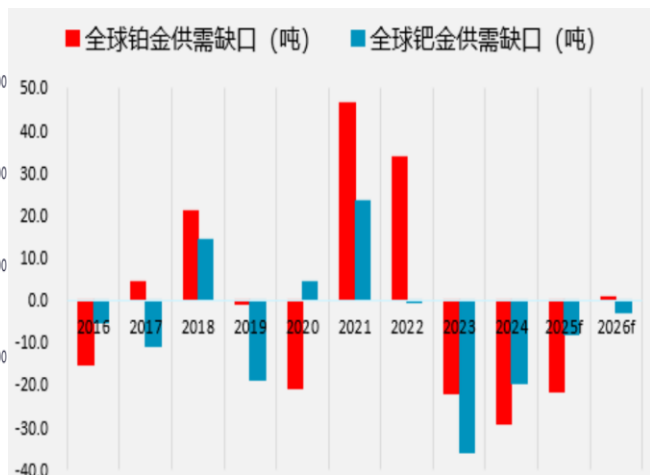


图 21：全球铂钯供需缺口（吨）



数据来源：同花顺、世界铂金协会、东吴期货研究所

三、宏观因素分析

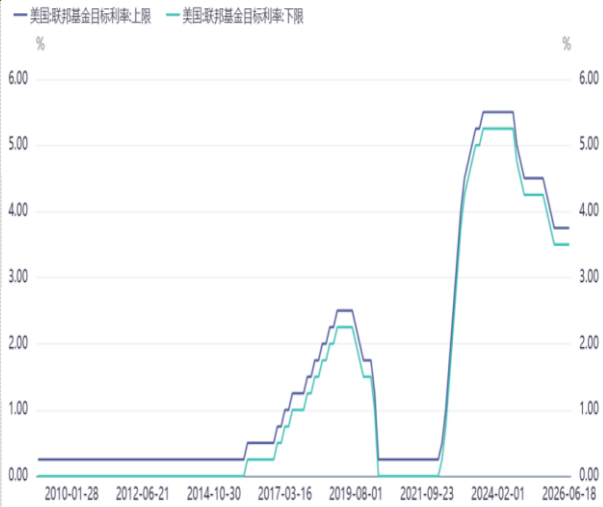
1、沃什冲击初现，利率按兵不动

随着沃什接替鲍威尔出任美联储主席，市场开始重新评估美国货币政策框架的中长期走向及其潜在影响。沃什的政策思路大致可从四个维度加以刻画：更严格的通胀纪律、更小规模的资产负债表、更为克制的前瞻性指引，以及更趋收窄的央行法定使命。若上述政策取向真正融入美联储的决策体系，美国货币政策的变化将不再只是鹰派与鸽派的简单切换，而是从后金融危机时代依赖资产负债表扩张以稳定金融市场的模式，转向一种强调制度边界、物价稳定与市场自主定价的范式。这一范式转移之所以重要，在于美联储不仅决定美国的短期利率，还通过美元流动性、美国国债收益率曲线、全球风险偏好及跨境资本流动，在事实上充当着全球金融周期的锚。一旦沃什主政时期削弱了市场对美联储随时托底的政策预期，全球资产定价将逐步从央行流动性驱动的折现模式，回归到以期限溢价、信用风险与财政可持续性为基准的定价逻辑。

图 22：沃什框架对比及其影响

图 23：美国:联邦基金目标利率区间（%）

维度	危机后框架	沃什框架倾向	潜在市场含义
通胀目标	强调平均通胀、充分就业和低通胀环境下的补偿性宽松	重新锚定 2% 目标，强调央行对通胀负责	通胀预期管理更严格，降息门槛可能更依赖实际通胀回落
资产负债表	量化宽松和再投资成为常态化金融稳定工具	非危机时期减少扩表依赖，推动资产负债表正常化	期限溢价上行，长端利率对财政赤字更敏感
沟通方式	点阵图、预测摘要和前瞻性指引深度管理市场预期	减少过度预测，强调政策原则和数据反应	市场波动可能上升，“美联储看跌期权”预期弱化
增长叙事	需求管理为主，利率调节总需求	把人工智能生产率作为潜在反通胀供给冲击	科技资本开支、生产率数据和利润扩散成为政策定价变量

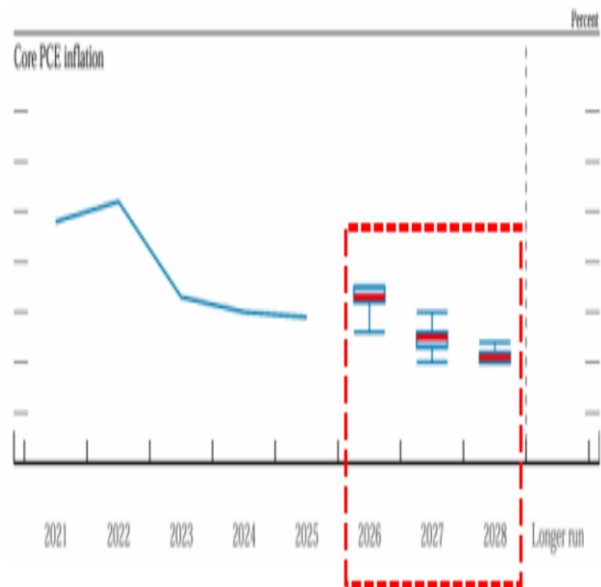
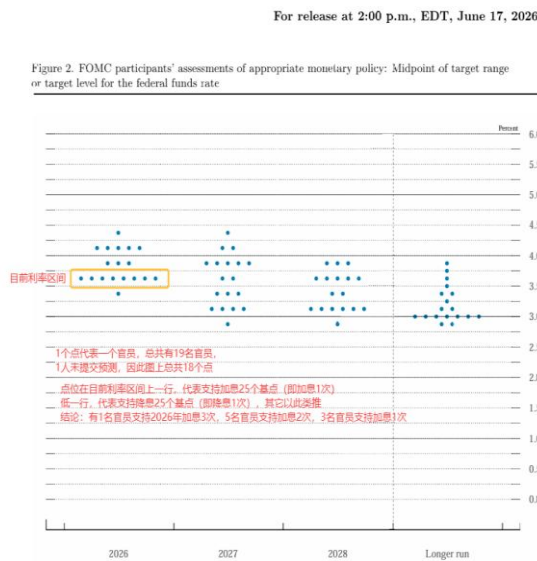


数据来源：同花顺、彭博、东吴期货研究所

6 月 FOMC 会议如期维持政策利率不变，会议声明删除宽松倾向、经济和政策前景展望，仅强调物价稳定的政策目标，释放鹰派信号；而点阵图超预期鹰派，显示一半 FOMC 委员支持今年加息至少 1 次，是引爆货币交易收紧的核心因素。发布会上，沃什强调政策改革，对经济和货币政策的表述虽然没有更加鹰派，但也因缺乏预期指引和对市场的安抚，使得市场依据点阵图线性外推，不断定价更鹰派的政策利率路径，年内加息预期提前至 10 月，紧货币交易带动贵金属下跌、美元指数和美债利率上涨。但是后市来看，我们预计美国经济的阶段性韧性和紧货币预期大概率延续至 7 月底；进入 8-9 月后，支撑经济的短期因素预计逐步减弱，当前市场过度定价的加息预期有望被重新修正，宏观流动性环境也可能再度改善。而考虑到美国 K 型经济分化的现实约束，以及特朗普方面潜在的政治压力，我们维持美联储全年不加息的判断。

图 24：美联储 6 月点阵图

图 25：美联储最新核心 PCE 预测 (%)

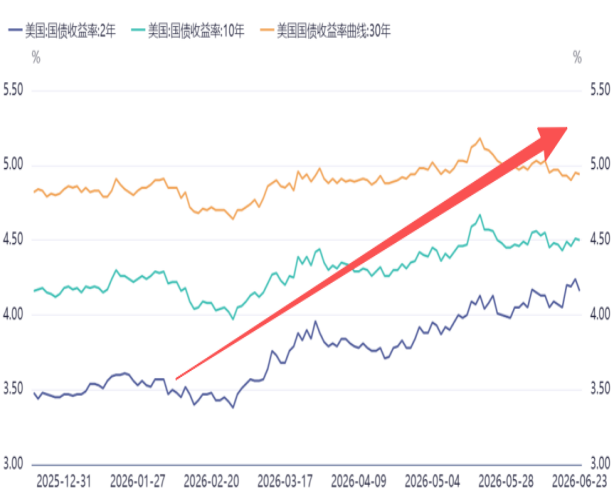


数据来源：同花顺、美联储官网、东吴期货研究所

美元方面，1 月上旬，受强劲的非农就业数据拉动，美元指数自年初的 98.24 短暂冲高。但至 1 月中旬，

美国政府威胁对欧洲多国加征关税，引发了全球资本对美元资产的抛售。1月下旬，市场对美债主权信用风险的担忧推至阶段性高点。美元指数在1月16日触及阶段高点99.3691后大幅下跌，至1月27日急速跌至年内低点95.75。随后沃什的提名以及中东冲突的爆发使得美元指数震荡上行，3月底达到100.50阶段性高点；随后美伊释放和谈消息，美元指数有所回落，但5月以来，地缘局势再次反复，美伊之间的袭击再次开启，全球避险买盘再次涌入美元，美元指数再次走高。美债方面，美债收益率在2026年上半年呈现震荡上行走势，截止6月底，美国两年期、十年期和三十年期国债收益率在4.16%、4.50%、4.94%，分别较年初上行0.69%、0.31%、0.08%。可以看出，2026年上半年整体美元和美债走强，一定程度上对贵金属价格形成压制。

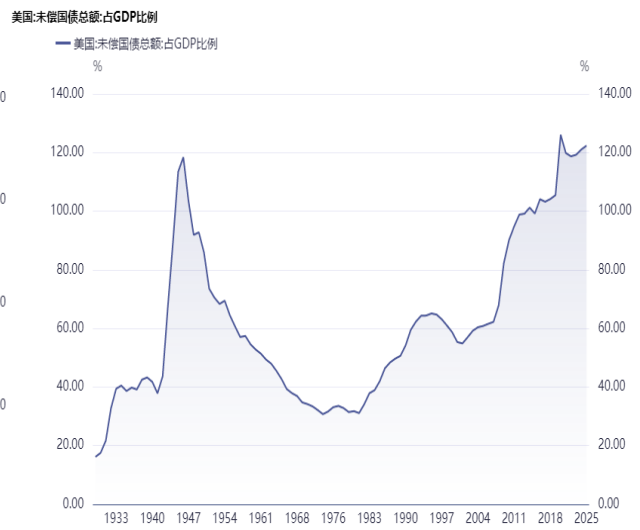
图 26: 美元指数 (点)

图 27: 美国国债收益率 (%)


数据来源: 同花顺、东吴期货研究所

2、美债规模高企，美元信用下滑

图 28: 美国公共债务总额当月值 (百万美元)

图 29: 美国:未偿国债总额:占 GDP 比例 (%)


数据来源: 同花顺、东吴期货研究所

最近几年来看，美国联邦政府债务增长呈现加速的态势。2022 年底突破 31 万亿美元，2023 年底突破 34 万亿美元，2024 年底突破 36 万亿美元，美国财政部最新公布的数据显示，截至 2026 年 5 月底，美国联邦政

府债务规模总额 39.21 万亿美元。随着财政赤字连年增加，债务规模不断上升，财政政策的可持续性受到挑战，而过高的利息成本也给经济带来负担。财政政策不确定性削弱美元信用，使得部分经济体央行减持美元资产，转而投向黄金。当美债利息支出呈现指数级攀升时，央行失去了独立性。他们被迫印钞来购买国债，这直接破坏了主权债券的底层逻辑：债券不再是无风险资产，而变成了风险源头。

图 30: 美国:财政预算赤字(含预测) (十亿美元) 图 31: 美国联邦财政支出利息净额、国防支出总额及占比 (%)



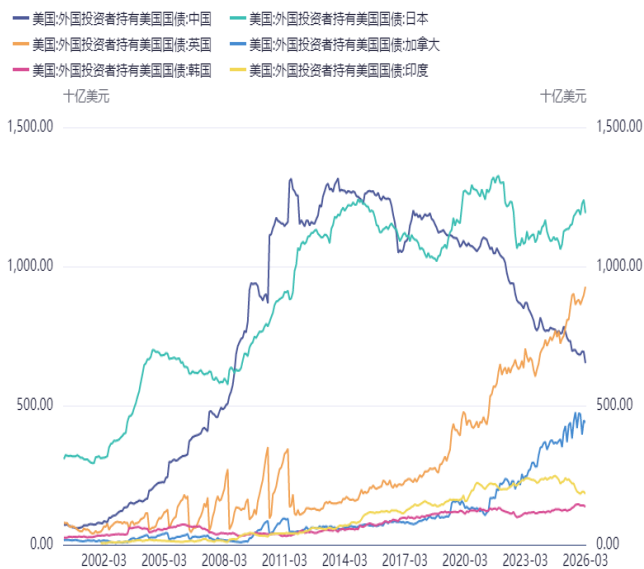
数据来源：同花顺、东吴期货研究所

截至 2026 年 5 月，美国国债突破 39 万亿美元，占 GDP 比重达 123%，远超 60% 的国际警戒线。从 30 万亿到 36 万亿仅用 2 年，最新 1 万亿增量仅耗时 2 个月，每秒新增约 5 万美元债务；2026 财年利息支出预计 1.05 万亿美元，首次超过 9010 亿美元的国防预算，财政每收 4-5 美元税，就有 1 美元用来还利息。一旦利率高位维持或信心崩塌，违约风险将对全球金融市场造成冲击。

全球投资者正在用实际行动表达对美元资产的态度。美国财政部数据显示，2026 年 3 月，外国投资者整体减持美国国债，持仓规模从 9.49 万亿美元骤降至 9.35 万亿美元，单月净流出高达 1384 亿美元。其中，海外官方储备持有的美国国债规模环比下降 1087 亿美元，占当月降幅的近八成。日本 3 月减持 477 亿美元，仍为最大海外持有国；中国 3 月减持 410 亿美元，已降至 6523 亿美元。

图 32: 不同国家持有美债规模 (十亿美元)

图 33: 美国:外国投资者持有美国国债:合计 (十亿美元)



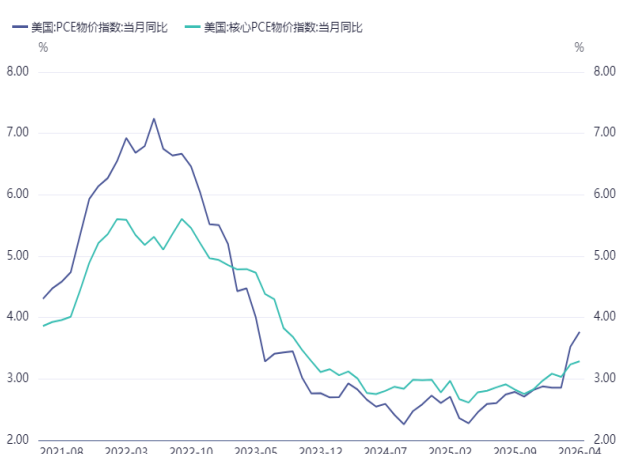
数据来源：同花顺、东吴期货研究所

3、中东冲突持续，通胀居高不下

图 34：WTI 原油和布伦特原油价格（美元/桶）



图 35：美国 PCE 和核心 PCE 物价指数（%）



数据来源：同花顺、东吴期货研究所

美以伊战争已经持续近 4 个月，布伦特原油最高突破 119 美元/桶。战争初期由于战争持续升级导致的能源价格上涨给通胀再添动力，美联储后续可能无法降息，这使贵金属持续承压。贵金属并不缺乏避险需求，只是通胀压力盖过了这种需求。伊朗冲突时间已接近 4 个月，当前仍无完全解决的迹象，这使得原油价格中枢上移，而随着能源成本上升波及更广泛的经济领域，这反过来又可能加剧通胀。6 月 10 日，美国能源部长赖特表示，恢复正常能源流动需要数月时间，高油价可能延续较长时间，进而对通胀产生不利影响。6 月 17 日，美伊分别签署谅解备忘录，阶段性冲突获得短暂中止，但 18 号以色列继续对黎巴嫩进行武装袭击，使得原定于 6 月 19 日的瑞士线下签署仪式落空，市场情绪再次收紧。截至目前，美伊谈判仍旧曲折反复。

最新数据显示，美国 5 月消费者物价指数(CPI)同比上涨 4.2%，为 2023 年 4 月以来最大涨幅，受中东冲突导致能源产品价格急升推动，不过，CPI 报告暗示，油价冲击尚未波及更广泛的经济领域，主要仍局限于交通运输行业。这为美联储将利率维持不变直至 2027 年提供了更多理据。经济学家仍认为，美联储收紧货币政策的门槛依然较高。美国 5 月最终需求生产者价格指数(PPI)同比上涨 6.5%，为 2022 年 11 月以来最大涨幅，

环比上涨 1.1%，涨幅均超过预期。剔除能源和食品后，核心商品价格上涨 0.8%，为 2022 年 4 月以来最大涨幅。数据强化了经济学家的预期，预计美联储将把利率维持在当前水平直至 2027 年。

图 36：美国:CPI:当月同比

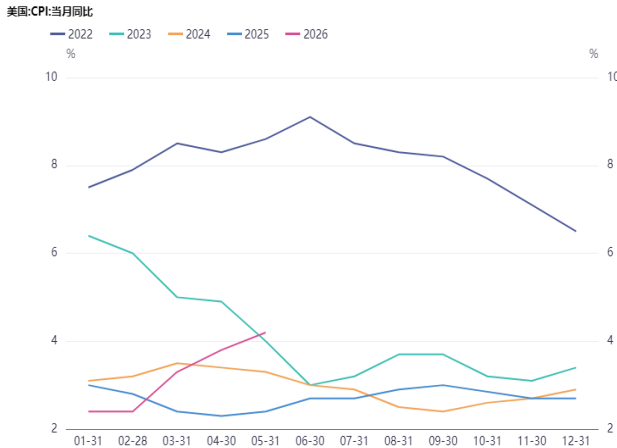
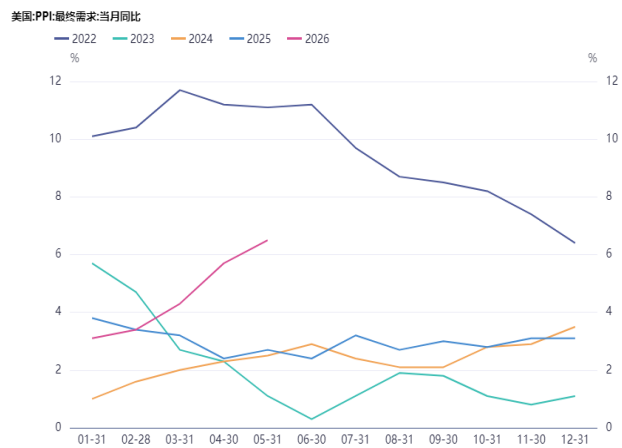


图 37：美国:PPI:最终需求:当月同比



数据来源：同花顺、东吴期货研究所

后市来看，我们预计后续全面开战概率极低：首先，美国现阶段重心分散，欧洲俄乌冲突、亚太战略布局分散军力，无力再开启一场大规模中东战争；伊朗也主动避免主动挑衅升级冲突，双方都会克制正面直接交火。“低烈度摩擦 + 间断谈判”成为常态：海上无人机、远程袭击、代理人冲突、局部空袭会持续反复，外交谈判间歇性重启。美国会逐步放宽部分局部制裁换取约束伊朗核计划，伊朗也会以核能力为谈判筹码换取经济松绑，很难达成永久性全面和解协议。其次，核问题预计长期拉锯，伊朗不会彻底放弃铀浓缩技术，美国也绝不接受伊朗拥核，核议题将成为双方未来博弈的核心抓手反复拉扯，不会出现一锤定音的结局。当然，如果伊朗开始打击其境外的能源基础设施，或者美国开始打击伊朗的能源基础设施，则油价仍有飙升风险。另外，以色列的局部反复仍旧是和谈较大的不稳定因素。

四、平衡表分析

图 38：全球黄金供需平衡表（单位：吨）

	2025年 一季度	2025年 二季度	2025年 三季度	2025年 四季度	2026年 一季度	环比 变化(%)	同比 变化%
黄金供应量							
金矿产量	863.6	949.9	1,032.8	968.4	884.7	-9	2
生产商净套保量	-7.0	-25.2	-18.2	-23.8	-19.7	-	-
回收金	348.5	346.6	342.6	365.7	366.0	0	5
总供应量	1,205.0	1,271.3	1,357.3	1,310.2	1,230.9	-6	2
黄金需求量							
金饰制造	434.6	354.9	420.6	438.0	335.0	-24	-23
金饰消费	391.2	337.7	377.9	437.0	299.7	-31	-23
金饰库存	43.5	17.2	42.7	1.0	35.3	3,482	-19
科技用金	80.4	78.6	81.7	82.1	81.6	-1	1
电子用金	67.1	65.8	68.6	69.1	69.3	0	3
其他工业用金	11.3	10.8	11.1	11.0	10.4	-6	-8
牙科用金	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	-3	-7
投资需求	563.6	483.7	553.9	602.9	535.6	-11	-5
金条与金币总需求	333.6	312.5	328.3	428.0	473.6	11	42
金条	265.0	247.6	250.9	331.3	397.7	20	50
官方金币	45.9	40.1	31.6	54.3	48.0	-12	5
奖章 / 仿制金币	22.7	24.8	45.9	42.4	27.9	-34	23
黄金 ETF 及类似产品	229.9	171.1	225.6	174.9	62.0	-65	-73
各经济体央行和其他机构	237.0	179.3	226.3	207.6	243.7	17	3
黄金需求	1,315.6	1,096.5	1,282.5	1,330.6	1,195.9	-10	-9
场外交易和其他需求	-110.6	174.8	74.8	-20.4	35.1	-	-
总需求量	1,205.0	1,271.3	1,357.3	1,310.2	1,230.9	-6	2
伦敦金(LBMA)价格(美元/盎司)	2,859.6	3,280.4	3,456.5	4,135.2	4,872.9	18	70

数据来源：世界黄金协会、东吴期货研究所

根据世界黄金协会最新季度供需平衡表数据，一季度，全球黄金总需求量(含场外交易)同比增长 2%，达到 1231 吨。在黄金需求量的小幅增长以及金价强劲上涨的双重支撑下，一季度需求总值跃升 74%，达到创纪录的 1930 亿美元。一季度，全球金条与金币需求达 474 吨(同比+42%)，为历史第二高季度水平。亚洲领跑市场，大举买入黄金投资产品。一季度，全球黄金 ETF 延续流入态势(+62 吨)，但因 3 月美国基金大幅流出，整体表现不及 2025 年一季度的强势水平(+230 吨)。在金价屡创新高的背景下，一季度金饰需求量持续承压(同比-23%)，但消费总额再次增长(同比+31%)，表明消费者金饰兴趣不减。一季度，尽管全球央行售金活动明显增加，但整体仍净购黄金 244 吨(同比+3%)。科技用金需求同比小幅增长 1%至 82 吨，主要由人工智能基础设施持续扩张所推动。供给方面，随着高金价推动大规模采矿和手工与小规模采金板块均实现增产，2026 年金矿产量有望再次温和增长。大洋洲和亚洲的矿山可能因柴油短缺而出现生产中断，这或将制约全球黄金供应增长。长期而言，寻找新矿、获取许可、融资及建设新的大规模采矿项目仍然面临持续性挑战。

图 39：全球白银供需平衡表 (单位：吨)

Tons	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2025	2026F
Supply												
Mine Production	26,834	26,448	26,041	24,582	25,671	25,931	25,217	25,618	26,331	26,254	3%	-0.3%
Recycling	5,006	5,076	5,124	5,646	5,966	6,054	5,741	6,048	6,145	6,571	2%	7%
Net Hedging Supply	0	0	434	264	0	0	0	0	1,391	311	na	-78%
Net Official Sector Sales	33	37	32	37	48	54	51	46	48	31	4%	-35%
Total Supply	31,873	31,561	31,630	30,530	31,685	32,040	31,009	31,712	33,914	33,167	7%	-2%
Demand												
Industrial (total)	16,421	16,355	16,342	15,921	17,547	18,422	20,440	21,120	20,446	19,894	-3%	-3%
Electrical & Electronics	10,546	10,276	10,160	9,997	10,909	11,530	13,822	14,336	13,980	13,154	-2%	-6%
...of which photovoltaics	3,088	2,706	2,330	2,575	2,766	3,672	5,993	6,143	5,804	4,698	-6%	-19%
Brazing Alloys & Solders	1,582	1,617	1,629	1,479	1,570	1,529	1,561	1,547	1,569	1,586	1%	1%
Other Industrial	4,293	4,462	4,553	4,445	5,067	5,363	5,056	5,238	4,896	5,154	-7%	5%
Photography	1,009	977	956	836	862	860	851	792	751	701	-5%	-7%
Jewelry	6,067	6,280	6,231	4,671	5,629	7,254	6,274	6,379	5,889	4,957	-8%	-16%
Silverware	1,848	2,086	1,906	969	1,267	2,287	1,715	1,664	1,310	1,042	-21%	-20%
Coin & Net Bar Demand	4,836	5,167	5,851	6,499	8,875	10,558	7,595	5,937	6,770	8,013	14%	18%
Net Hedging Demand	35	230	0	0	110	557	357	108	0	0	na	na
Total Demand	30,216	31,095	31,285	28,896	34,288	39,939	37,231	36,001	35,166	34,606	-2%	-2%
Market Balance	1,656	466	345	1,634	-2,604	-7,899	-6,222	-4,288	-1,252	-1,439	-71%	15%
Net Investment in ETPs	223	-666	2,590	10,299	2,020	-3,650	-1,161	2,101	8,650	933	312%	-89%
Market Balance less ETPs	1,434	1,131	-2,245	-8,665	-4,624	-4,249	-5,061	-6,389	-9,902	-2,372	55%	-76%
Silver Price (US\$/oz)	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、东吴期货研究所

世界白银协会最新供需平衡表数据显示，全球白银矿产供应量预计在 2026 年将减少 250 万盎司 (77 吨)，因墨西哥和摩洛哥产量增长幅度远不及其他地区产量下降幅度。在去年小幅增长后，受全年白银价格持续走高的支撑，回收行业预计将进一步增长 7%。这一增长主要由工业废料需求推动，因价格走高激励了除摄影废料外多数领域的回收规模扩大。另外世界白银协会预计净套期保值将持续到 2026 年，将集中在贱金属生产商中，旨在降低现金低波动性并稳定利润率。短期套期保值将锁定短期现金低点，同时保留对长期价格上行潜力的敞口。

需求方面，工业需求预计将在 2026 年连续第二年下降至 19894 吨，主要增长动力包括人工智能基础设施建设、汽车终端应用及电网投资。然而光伏用银需求的萎缩预计将对市场造成沉重压力，导致电气电子领域需求进一步下滑 6%。与此同时，随着环氧乙烷催化剂需求预计将回暖并伴随换装量增长，其他工业领域需求有望增长 5%。高昂价格将使珠宝加工量降至 4957 吨，创下五年新低，银器需求将降至 1042 吨，印度市场仍是主要推动力—随着银价上涨，贸易商纷纷转向生产更轻量化的产品。银币银条需求预计将连续第二年增长，增长幅度约为 18%，达到 2022 年以来的最高水平。这一增长主要由西方市场推动。美国需求在经历四年持续下滑（较 2021 年峰值暴跌 69%）后，预计将实现显著复苏（+57%）。欧洲市场同样有望实现稳健增长。基于 2025 年已实现的增长态势，世界白银协会预计今年 ETPs 净需求量为 933 吨，下降 89%。在矿产产量稳定的背景下，预计白银市场结构性供需缺口将扩大至 1439 吨，预计连续第六年出现供需缺口。

图 40：全球铂金供需平衡表（单位：吨）

铂金供需平衡 (吨)	2022	2023	2024	2025	2026年预测值	2025年/2024 年增长率	2026年预测 /2025年增长率	2025年第一季度	2025 年第四季度	2026 年第一季度
供应量										
精炼产量										
南非	172	174	180	173	173	-4%	0%	34	50	41
津巴布韦	122	123	129	123	125	-4%	1%	22	36	31
北美	15	16	16	16	16	1%	-2%	4	4	3
俄罗斯	8	9	8	7	6	-20%	-5%	2	2	2
其他	21	21	21	21	20	0%	-5%	6	6	4
生产库存增加(-)/减少(+)	6	6	6	6	6	3%	-2%	1	2	2
总矿产供应	-1	0	0	0	0	-57%	-100%	-1	+1	+0
回收										
汽车催化剂	56	47	48	52	57	9%	9%	12	14	13
首饰	43	35	36	39	42	7%	10%	9	10	10
工业	12	10	9	11	12	20%	5%	2	3	3
其他	2	2	2	3	3	7%	8%	1	1	1
总供应量	229	222	228	225	229	-1%	2%	46	64	54
需求量										
汽车										
汽车催化剂	86	100	97	94	92	-2%	-2%	24	24	22
非道路	86	100	97	94	92	-2%	-2%	24	24	22
其他	†	†	†	†	†	不适用	不适用	†	†	†
首饰	58	58	62	69	61	10%	-12%	17	16	14
工业										
化工	71	77	79	64	70	-19%	9%	11	18	16
石油	21	26	20	18	19	-8%	6%	4	5	4
电气	6	5	5	6	4	14%	-28%	1	1	1
玻璃	3	3	3	3	4	6%	20%	1	1	1
医疗	14	15	22	6	12	-70%	83%	-2	3	3
其他	9	9	10	10	10	4%	4%	2	3	2
其他	0	1	1	2	2	63%	7%	0.5	0.7	0.6
其他	18	19	19	19	19	0%	0%	5	5	5
投资										
铂金条和铂金币的变化	-16	12	22	35	16	59%	-54%	14	13	-7
中国铂金条 ≥ 500克	8	10	6	12	17	96%	33%	2	4	3
ETF持有量变化	3	4	5	5	6	2%	12%	1	2	1
交易所持有存货变化	-17	-2	9	6	-3	-38%	不适用	-0	8	-8
其他	-10	0	2	12	-3	>±300%	不适用	11	-1	-4
总需求量	200	247	260	262	239	1%	-9%	66	71	46
平衡	30	-25	-32	-37	-9	不适用	不适用	-20	-6	8
地上存量	**158	133	101	64	54	-37%	-15%			

数据来源：世界铂金协会、东吴期货研究所

2026 年第一季度，铂金总供应量同比增长 18%，至 54.0 吨。去年矿区洪涝灾害未再发生，矿产供应量同比上升 22%，回收供应则受到价格上涨的刺激，同比增长 7%。受 7.0 吨净投资流出拖累，2026 年第一季度铂金总需求为 45.7 吨。其他方面，工业领域需求的复苏被汽车及首饰领域需求的疲软所抵消。因此，相比 2025 年一季度铂金市场出现 20.5 吨的供应缺口，2026 年一季度市场录得 8.3 吨的盈余。全年来看，2026 年铂金总供应量预估较 2025 年增长 2%。受铂价上涨的提振，原本积压的废旧汽车尾气催化剂加快回收处置，市场首饰旧料流通变卖增多，带动铂金回收供应同比上涨 9%。矿山供应量预计保持平稳。2026 年，铂金总需求预计同比下降 9%，至 238.7 吨。其中，工业领域需求增长 9%，却被首饰领域需求下降 12% 及投资领域需求下降 54% 所抵消，汽车领域需求则小幅下降 2%。在 2026 年期间，铂金市场预计将出现 9.2 吨的供应短缺，导致地上存量降至不足三个月的需求量。

图 41：全球铂金供需平衡表 (单位：吨)

Primary supply tonnes	2021	2022	2023	2024	2025	2026
South Africa	82.3	71.2	72.8	75.8	69.9	69.5
Russia	83.6	68.4	90.2	93.3	91.8	76.2
North America	28.2	25.5	26.8	25.5	22.1	20.5
Zimbabwe	12.2	12.7	13.3	13.0	13.1	13.2
Others	6.6	7.3	7.7	7.8	8.1	8.2
Total primary supply	212.9	185.1	210.8	215.4	205.0	187.6
Secondary supply tonnes¹	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Automotive	89.8	86.8	74.3	76.1	82.6	91.6
Electrical & other	13.2	13.7	14.1	14.4	14.5	14.6
Jewellery	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
Total secondary supply	103.3	100.8	88.7	90.8	97.4	106.6
Combined primary and secondary supply	316.2	285.9	299.5	306.2	302.4	294.2
Demand tonnes²	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Automotive	262.8	261.7	273.9	259.0	255.9	243.5
Chemical	18.5	18.6	16.9	16.2	16.1	16.5
Dental & biomedical	6.5	5.9	6.0	5.3	5.1	4.7
Electrical & electronics	20.2	17.1	15.0	16.1	16.6	16.7
Investment	0.6	-3.4	1.9	7.1	11.9	-3.6
Jewellery	2.7	2.6	2.7	2.6	2.5	2.5
Pollution control	3.0	3.4	4.0	4.2	4.1	4.3
Other	3.0	2.5	2.6	2.6	3.1	2.8
Total demand	317.3	308.4	323.0	313.1	315.3	287.4
Movement in stocks	-1.1	-22.5	-23.5	-6.9	-12.9	6.8

数据来源：庄信万丰、东吴期货研究所

根据 Johnson Matthey 最新报告分析，预计 2026 年钯金需求将下降 9%：随着内燃机汽车产量下滑，汽车行业钯金用量随之减少；工业消费保持平稳；投资需求转为负值。供应方面预计同样下滑：俄罗斯出货量的大幅下降，抵消了汽车催化剂回收量的增长后仍有富余，但这可能不足以阻止钯金市场转为小幅过剩。汽车行业占钯金总需求的 80% 以上，因此汽车产量的任何下行风险，对整体市场供需平衡的影响都尤为显著。对汽车行业钯金用量的预测，基于一季度末可得数据，尚未纳入伊朗冲突可能带来的影响。中东地区的汽车生产与销售将遭受最严重的损失，而高油价以及对未来供应短缺的担忧，也可能影响其他地区的汽车销量和动力总成结构占比。投资需求仍是影响市场平衡的重要波动因素，存在双向影响的可能。今年 2-3 月，钯金价格从 1 月末超过 2100 美元的高点下跌逾 30%，引发钯金 ETF 出现约 10 万盎司的净抛售。目前来看，投资需求存在一定的复苏空间，但也存在进一步抛售的风险，尤其是在内燃机汽车销量下滑打击投资者信心，或通胀上行推高利率的情况下。

五、2026 下半年行情展望

2026 年上半年，贵金属市场呈现冲高回落的走势：前期抛物线式上涨积累了大量获利资金、沃什冲击引发市场对流动性收紧的担忧、中东冲突导致油价中枢抬升进而引发通胀高企，长时间的对峙导致后续降息预期

大幅缩减。展望 2026 年下半年，中东地缘冲突与美联储利率政策仍旧是左右贵金属价格的关键变量。短期来看，美伊签署谅解备忘录，市场情绪有所好转，但第二阶段谈判仍旧存在核心分歧，且以色列变数仍旧较大，不排除后续再次发动局部战争的可能。另外，美联储继续按兵不动，整体利率环境短期仍旧不支撑贵金属价格大幅上涨，预计短期内贵金属仍旧维持偏弱震荡格局。另外，白银及铂金、钯金因有较强的工业属性，仍旧会被高通胀下的工业需求下降所拖累。

但长期来看，我们认为黄金更受益于地缘长期不确定性的避险需求和美国经济可能出现的滞胀现象而获得支撑，另外长期来看去美元化趋势和财政货币化并未发生转向，这在根本上对黄金形成支撑。另外，央行购金趋势仍旧不变，且新兴市场国家增持空间仍旧较大，这在中长期对黄金价格形成支撑。白银基本面供给刚性的硬性约束较难改变，加之需求端能源转型和人工智能的叙事短期难以改变或证伪，世界白银协会数据显示白银已经连续 6 年出现供需缺口，供需缺口预计在较长的时间内仍会存在；最后，迫于美国国内压力和特朗普中期选举，也考虑伊朗本国经济状况，美伊再次爆发大规模冲突的可能性较小，待霍尔木兹海峡恢复战前水平之后油价有望逐步下行，届时通胀预期将有望逐步下修，加之世界杯之后非农数据或有大幅下修，后续美联储仍有降息的可能。故我们在中长期仍旧看好贵金属价格。

风险点在于：一是中东战事的持续时间和对通胀的影响程度。二是美股回调隐忧。AI 技术迭代是美股上行的核心支撑，市场预期其将带动经济增长与企业盈利，进而匹配当前高估值。但后续若 AI 技术落地进程或相关企业盈利不及预期，美股高估值根基或将瓦解，同时引发市场流动性收紧压力。三是主要经济体加息的隐忧，货币政策收紧对贵金属形成利空。四是针对白银的非金融需求方面，需警惕白银下游光伏需求下降及材料替代情况，需密切关注铂钯下游燃油车比例下降及电车普及情况。

免责声明:

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

期市有风险，投资需谨慎！