



光期研究 见微知著

贵金属2026半年度报告

光期有色研究团队

2026年6月



光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

贵金属：鹰啼金落 静待拐点

总结

1、2026年上半年，全球宏观叙事经历了从“降息交易”到“紧缩交易”的剧烈切换，贵金属市场随之走出完整的牛熊转换行情。年初，市场一致押注美联储将步入降息通道，黄金作为无息资产备受追捧。然而，3月以来中东局势骤然升级，地缘风险通过“冲突升级—油价飙升—通胀反弹—央行政策收紧—风险偏好下行”的传导链条深刻重塑了全球金融市场的投资逻辑。美国经济呈现出“制造业强、消费弱”的结构性韧性，一季度GDP年化环比增长1.6%，5月非农新增就业17.2万人远超预期。但通胀持续超预期，美联储将2026年通胀预期从2.7%大幅上调至3.6%。6月18日，新任主席沃什主持的首次FOMC会议全票维持利率在3.50%—3.75%不变，但点阵图显示9名委员预计年内至少加息一次，决议声明删除降息倾向指引，全面确立“抗通胀”优先的政策框架。美联储鹰派框架下，美元指数节节走高，站上101关口，美债收益率维持高位，持有贵金属的机会成本显著抬升，黄金ETF二季度流出显示投资需求的下滑。地缘层面，中东局势经历了“美以闪击伊朗—美以伊全面军事冲突—美释放谈判信号—美伊阶段性停火—备忘录落地—谈判反复”的复杂演绎。与过往地缘冲突阶段黄金凭借避险属性获得买盘支撑不同，此轮冲突中通胀传导效应导致油价与金价构成跷跷板关系——冲突激化阶段紧缩预期压制金银，但局势缓和并未推动金价反弹，反而又快速切换回美联储鹰派叙事结构中弱势运行。白银方面，价格弹性显著高于黄金，伦敦银现较1月历史高位近乎腰斩。白银呈现“金融属性跟随，工业属性弱化”的特征，随着国内光伏传出下降，工业需求疲软迹象也对价格进一步压制。铂金与钯金均双双回吐去年四季度以来的涨幅，除宏观流动性收紧预期外，基本面供需趋松也成为铂钯市场挤泡沫、回归工业属性的一大主因。

2、展望2026年下半年，贵金属市场核心定价逻辑仍将由美联储货币政策路径主导，美伊局势作为重要变量依然是地缘政治重要的观察点。基准情景下，若美伊60天谈判顺利推进、霍尔木兹海峡永久开放，原油价格中枢下移将缓解通胀压力，美联储降息预期有望修复，实际利率下行预期将打开金银价格中长期上行空间，特别是若美联储“加息”能提前落地，黄金市场止跌的概率将更具有确定性。不确定性在于沃什倡导美联储独立性以及强势美元政策下一意孤行，推动美联储持续处在鹰派政策预期中，这或诱发全球金融市场大幅波动，从美元流动性趋紧的角度持续不利于金价运行。最后从价格角度来看，伦敦现货年内振幅达到30%，从历史走势来看除去年外振幅较高的年份普遍在30%~35%，这也就意味着本轮下跌行情也可能接近尾声。站在6月份回看上半年黄金行情，黄金经历了“挤泡沫、地缘波动、加息预期、鹰派沃什”等诸多利空，市场对利空已有定价下半年情绪或有所改善，但也要注意趋势性机会需等待美联储明确的政策转向信号，这可能更需要更多经济通胀信号以及更长时间的观察。银铂钯经历长时间且深幅下跌“挤泡沫”后，底部支撑或逐渐显现，不宜过度悲观看待后市行情，上半年从走势来看银铂钯跟随黄金运行的态势得到加强，下半年亦然，这也就意味着若黄金企稳回升，银铂钯价格或存在一定幅度的修复，但趋势性行情亦需等待。

一、市场表现

黄金2026年以来走势回顾：价格剧烈调整

图表：伦敦现货黄金走势（单位：美元/盎司）



资料来源：文华财经，光大期货研究所

沪金主力的“乌龙指”

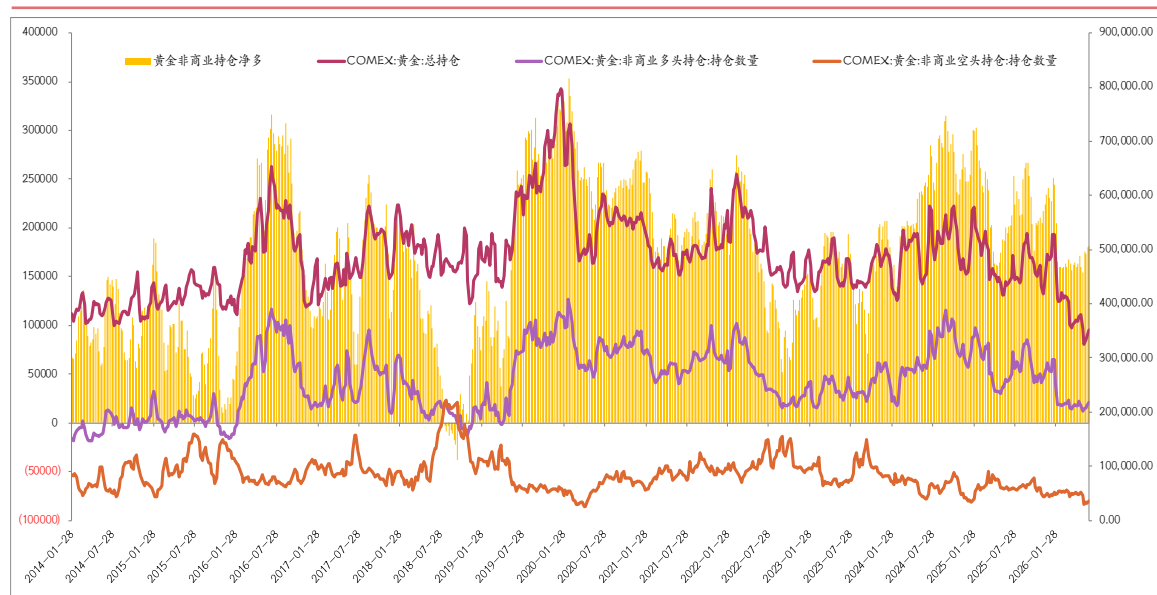
图表：沪金主力走势（单位：元/克）



资料来源：文华财经，光大期货研究所

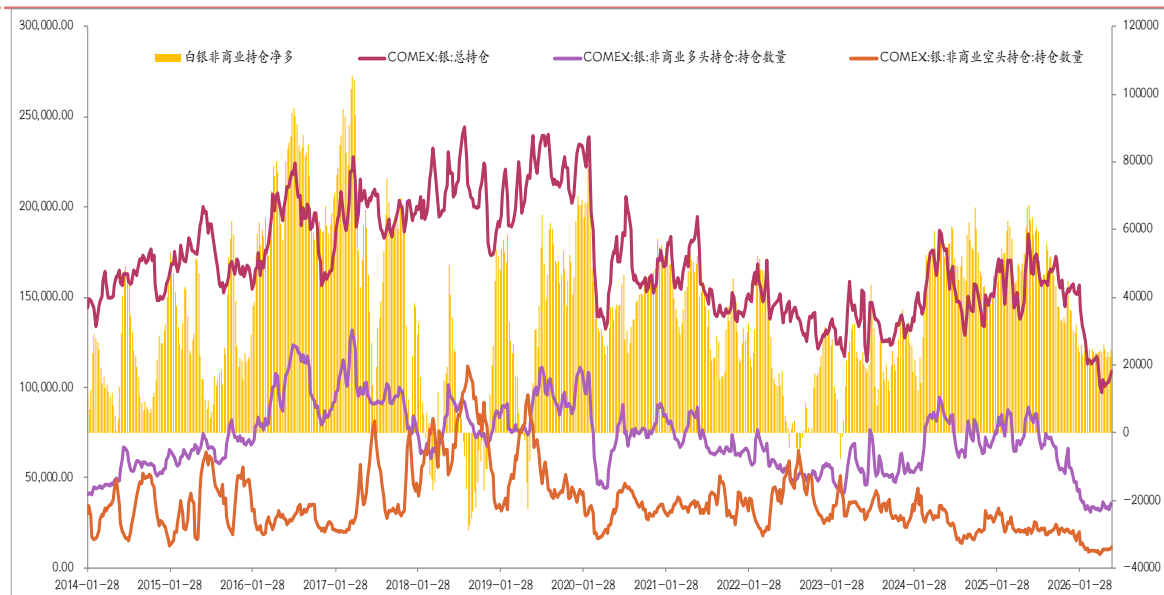
CFTC金银非商业持仓

图表：黄金CFTC非商业持仓



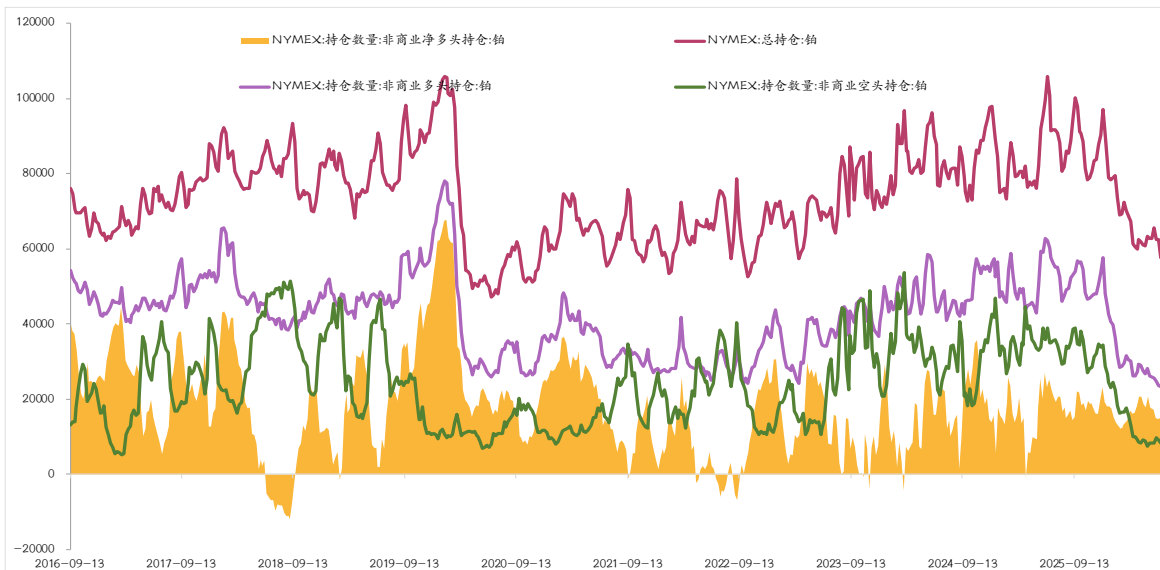
资料来源：WIND，光大期货研究所

图表：白银CFTC非商业持仓

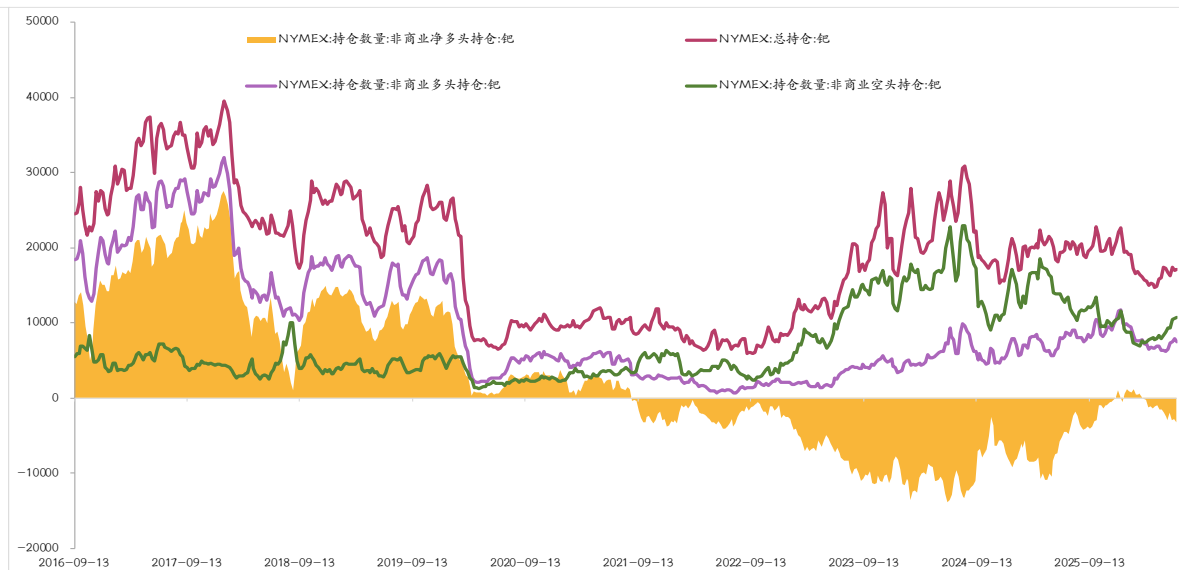


CFTC铂钯非商业持仓

图表：铂CFTC非商业持仓



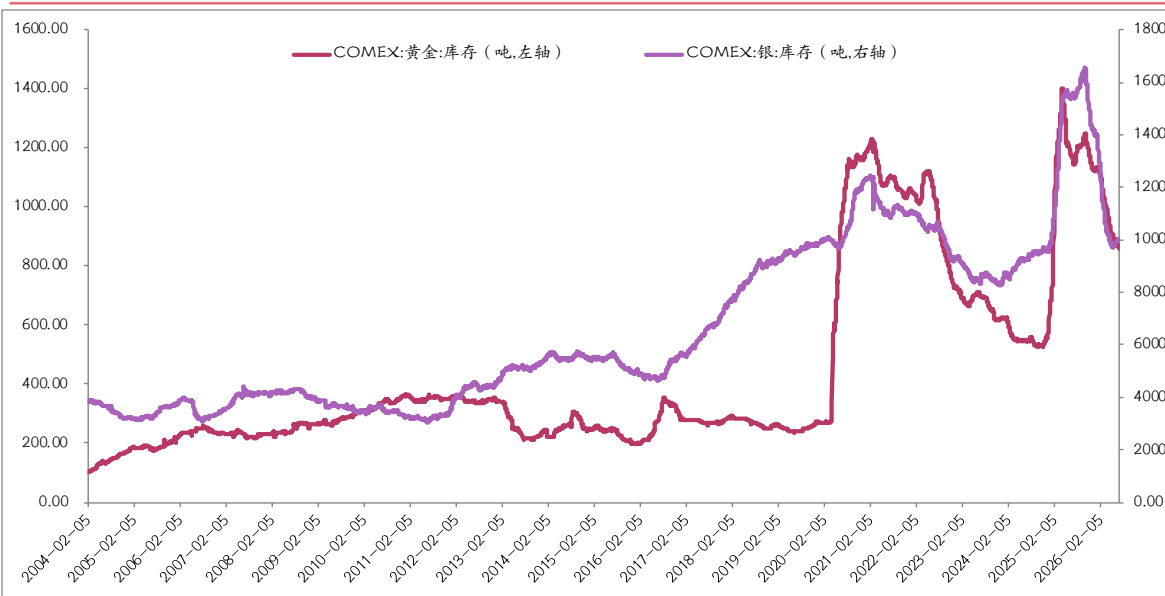
图表：钯CFTC非商业持仓



资料来源：WIND，光大期货研究所

显性库存

图表：COMEX 黄金与白银库存



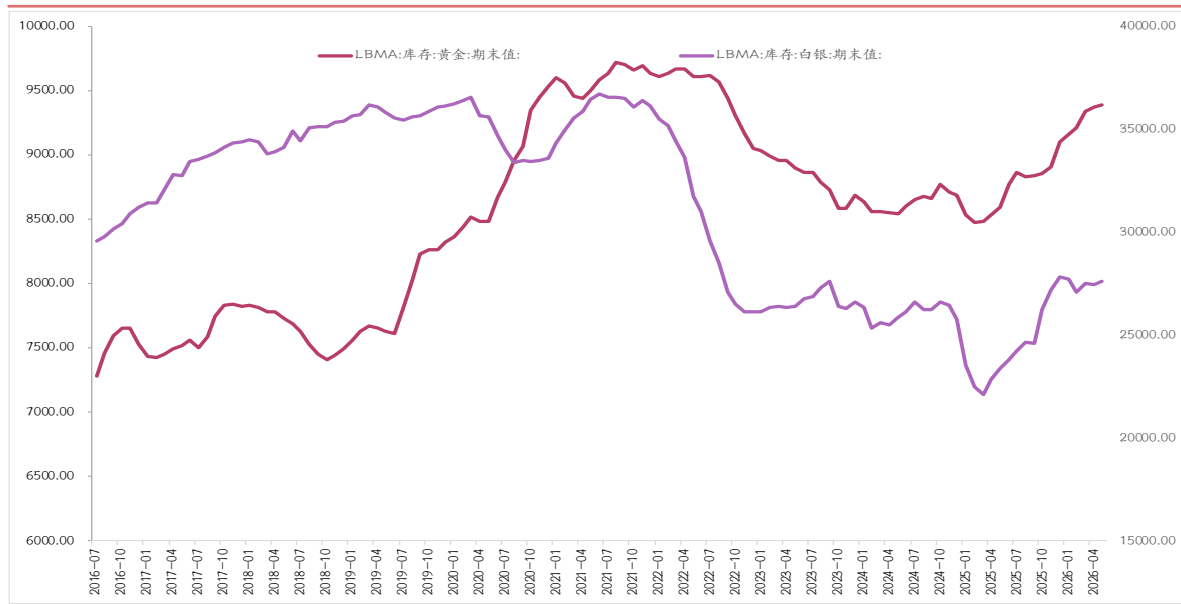
图表：COMEX+SHFE 白银库存



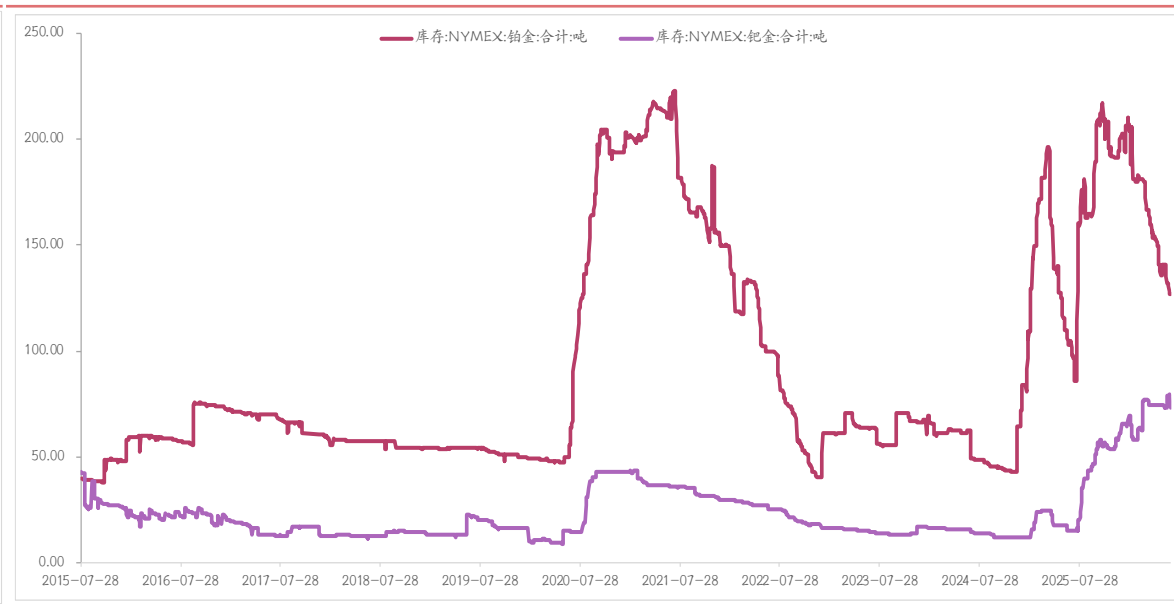
资料来源：WIND，光大期货研究所

显性库存

图表：LBMA金银库存（单位：吨）



图表：Nymex铂钯库存（单位：吨）



资料来源：WIND，光大期货研究所

ETF持仓

图表：黄金ETF（单位：吨）



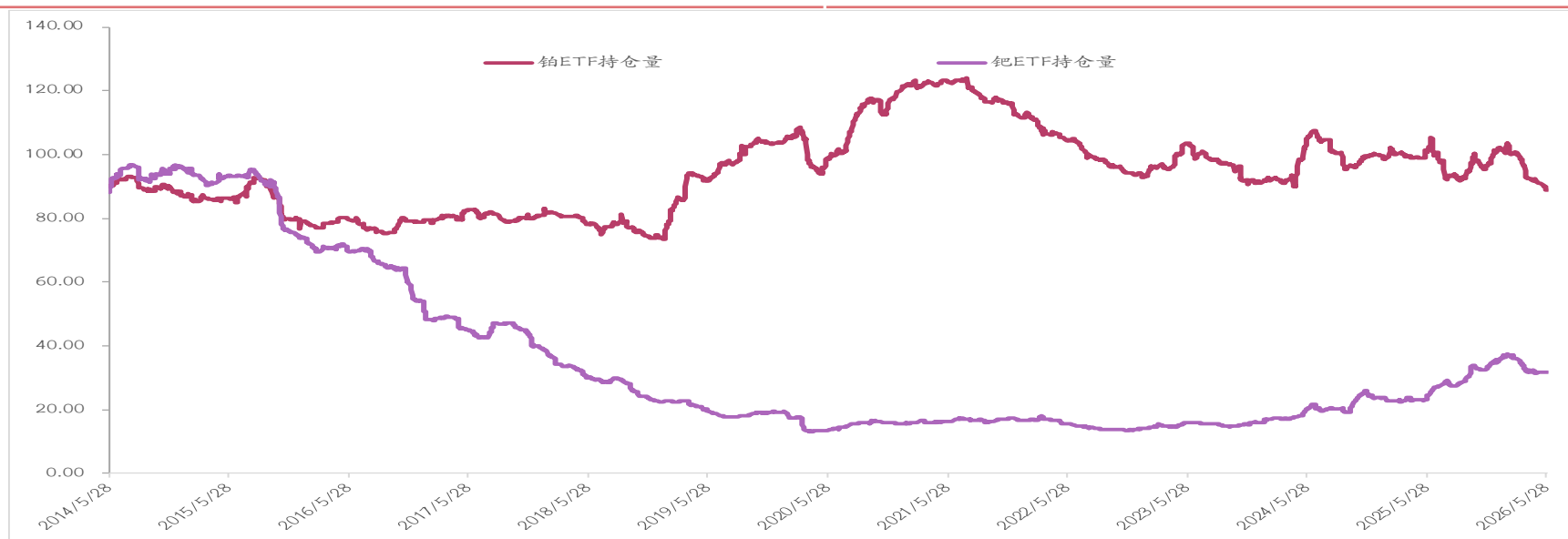
图表：白银ETF（单位：吨）



资料来源：Bloomberg, 光大期货研究所

ETF持仓

图表：铂钯ETF（单位：吨）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

二、成因分析

1月29日触发因素：特朗普选了“沃什”

对比维度	凯文·沃什 (Kevin Warsh) —— 提名人选	凯文·哈塞特 (Kevin Hassett) —— 未获提名
	强调独立性与信誉	倾向于行政协调
央行独立性	虽然支持“新财政部-美联储协议”增加协调，但公开捍卫央行独立性，认为这是稳定市场的关键。	更注重配合白宫的经济议程（如关税政策）
	独立鹰派 / 健全货币	政府鸽派 / 增长导向
政策立场定位	强调控制通胀和央行信誉，被视为“两害相权取其轻”的选择，旨在维护美元信用。	被视为更贴近特朗普政府议程，倾向于通过宽松政策支持增长，对通胀容忍度更高。
	短期偏鸽，长期偏鹰	更激进、更早的宽松
货币政策	近期支持降息以刺激增长，但长期是通胀鹰派，因早年反对量化宽松（QE）和庞大的资产负债表而闻名。	公开批评美联储降息“严重滞后”，认为应更快、更大幅度地降息以应对结构性变化和全球竞争。
	货币主义视角	供给侧视角
通胀观点	认为通胀主要是货币供应驱动的，而非需求或工资增长。担心经济过热和通胀失控。	认为关税和AI驱动的生产力增长具有通缩效应，因此维持高利率是不必要的。否认关税是导致通胀的主因
	强烈主张缩表	关注度较低
资产负债表	长期批评美联储资产负债表“臃肿”，认为QE主要惠及华尔街而非主街，希望大幅缩减规模。	公开言论更多集中在利率水平和财政政策上，对资产负债表的具体规模讨论较少。
	质疑现有框架	支持放松监管与财政干预
监管与财政	反对过度依赖短期数据预测，主张战略重置，强调监管不应过度干预。	主张通过减税和放松监管刺激供给，支持政府对银行进行干预（如推动信用卡利率上限）。

资料来源：公开新闻，光大期货研究所

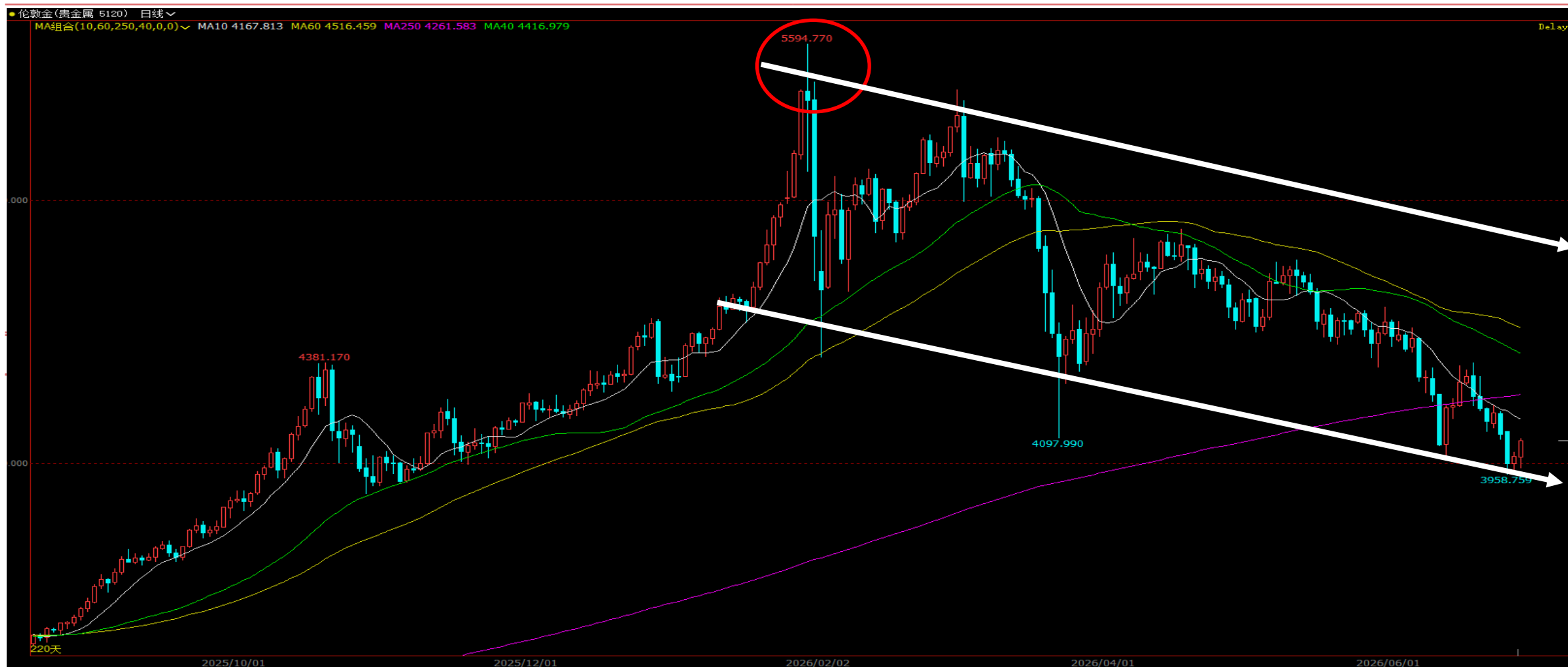
史诗级行情：交易所调控的“十二道金牌”

时间	调整对象	核心内容	生效时间	背景
2025年12月12日	白银期货	初始保证金从\$20,000/手 →\$22,000/手(+10%)	12月13日收盘后	白银价格持续上涨至历史高位
2025年12月29日	贵金属(黄金、白银、铂金、钯金)	全面上调23%，白银3月 合约至\$25,000/手	12月29日收盘后	贵金属价格极端波动，投机热度高
2025年12月30日	白银期货	再次上调约30%，至 \$32,500/手	12月31日收盘后	价格继续飙升，风险累积
2026年1月8日	贵金属(黄金、白银、铂金、钯金)	全面上调保证金	1月9日收盘后	价格持续创纪录，波动性加剧
2026年1月12日	贵金属(黄金、白银、铂金、钯金)	历史性改革：固定金额→ 百分比浮动制度	1月13日收盘后	应对持续极端波动，提升风控灵活性
2026年1月30日	铜期货	初始保证金 \$11,000→\$13,200(+20%)； 维持保证金 \$10,000→\$12,000(+20%)	1月30日收盘后	铜价创历史新高，全球供应紧张
2026年1月31日	贵金属(黄金、白银、铂金、钯金)	黄金6%→8%(+33.3%)； 白银11%→15%(+36.4%)	2月2日收盘后	金银经历数十年最大单日跌幅，风险爆发

资料来源：公开新闻整理

黄金：5594.77美元/盎司，个人投资者极度看多形成的历史高点，中短期难以突破

图表：伦敦现货黄金走势（单位：美元/盎司）



资料来源：文华财经，光大期货研究所

白银：121.64美元/盎司

图表：伦敦现货白银走势（单位：美元/盎司）



资料来源：文华财经，光大期货研究所

3月触发因素：美伊冲突——从美以联合“斩首行动”到伊朗“密集反击”

图表：冲突烈度远超去年的“十二日战争”，冲突外溢至海湾多国



资料来源：liveuamap，光大期货研究所

美伊冲突发生后交易端变化：原油（通胀）与铜（经济、科技）、黄金（利率、滞胀）的跷跷板效应

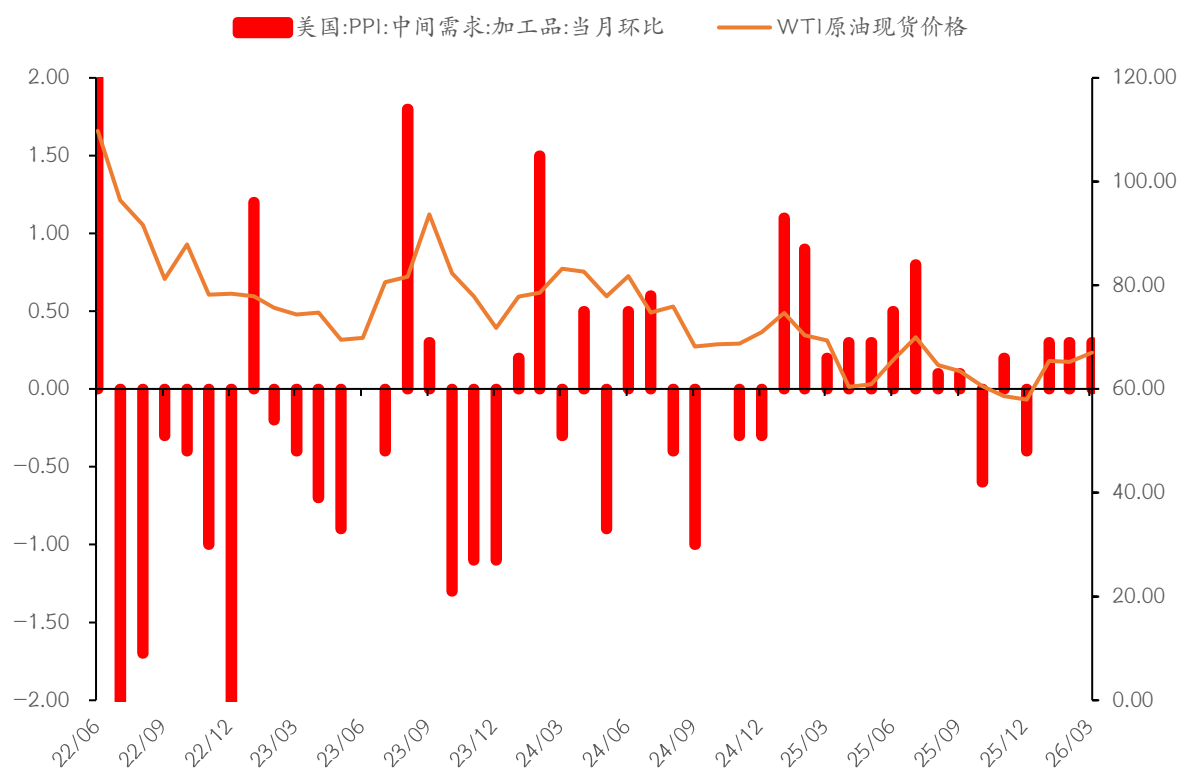
图表：原油（左）、铜（中）、黄金（右）2月27日至3月28日走势



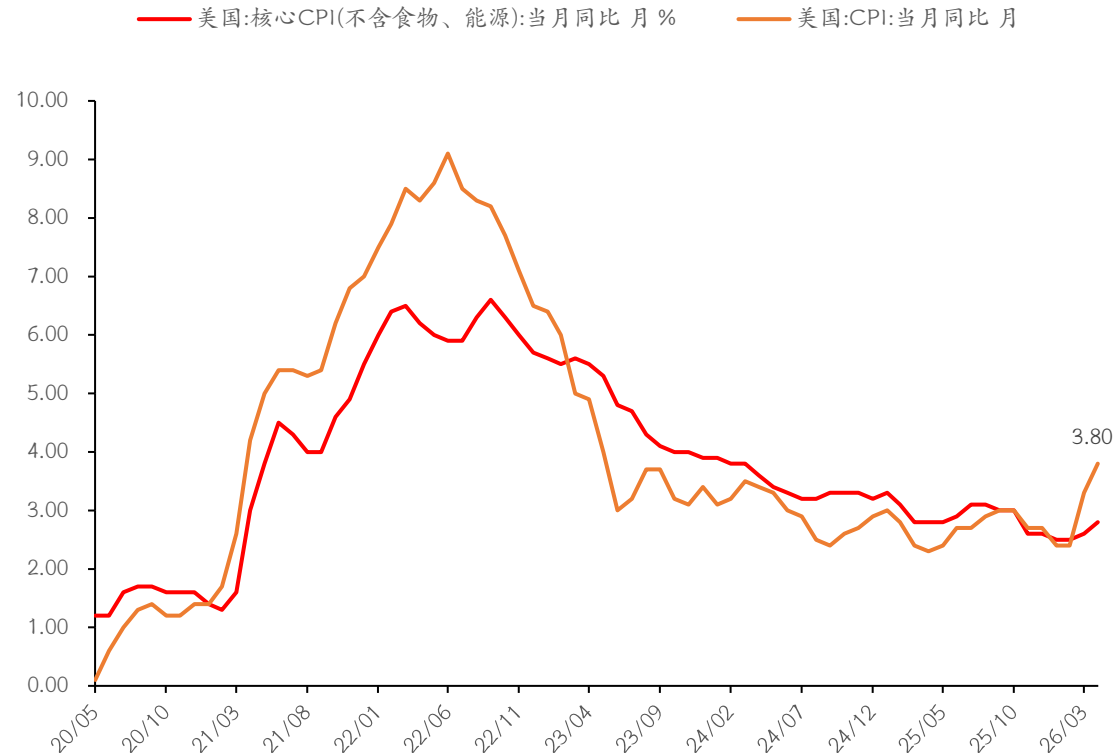
资料来源：文华财经，光大期货研究所

交易的宏观逻辑：油价高涨，通胀反弹，全球（美联储）货币宽松环境可能提前结束

图表：油价上涨10美元/桶可能带来美国PPI价格上涨0.8%



图表：CPI受能源价格（权重7%）直接影响有限，但相关商品价格影响不容忽视

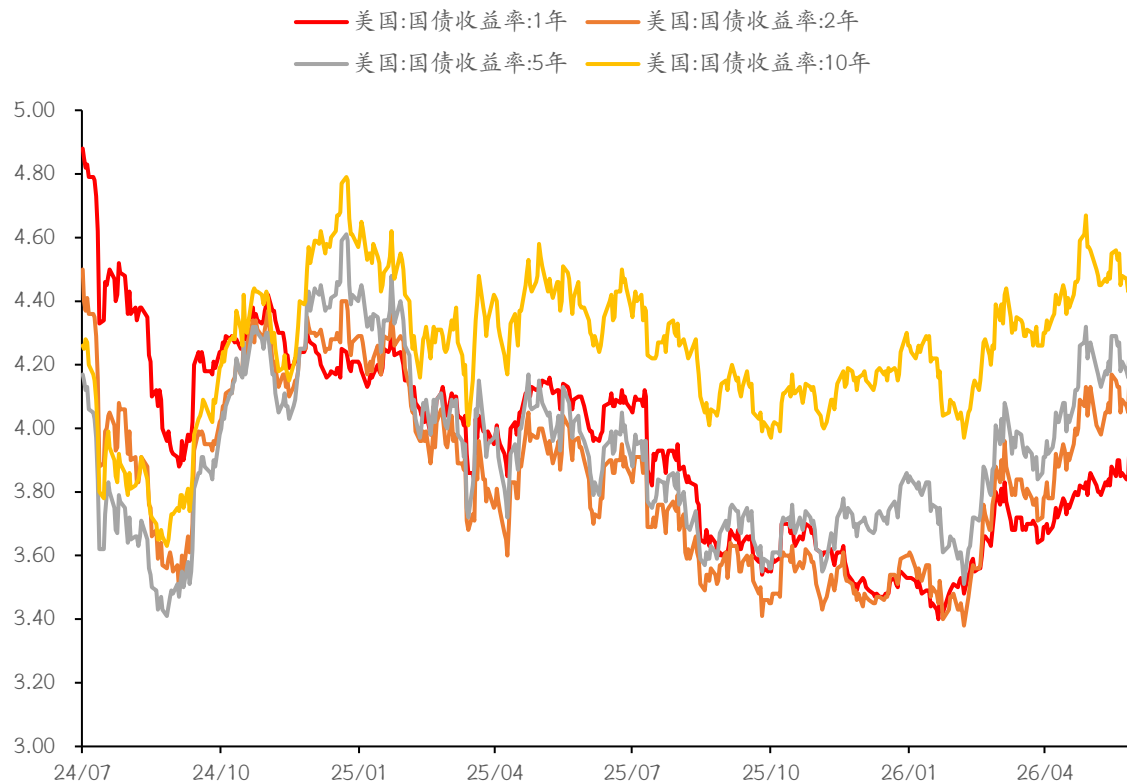


资料来源：Ifind，光大期货研究所

资料来源：Ifind，光大期货研究所

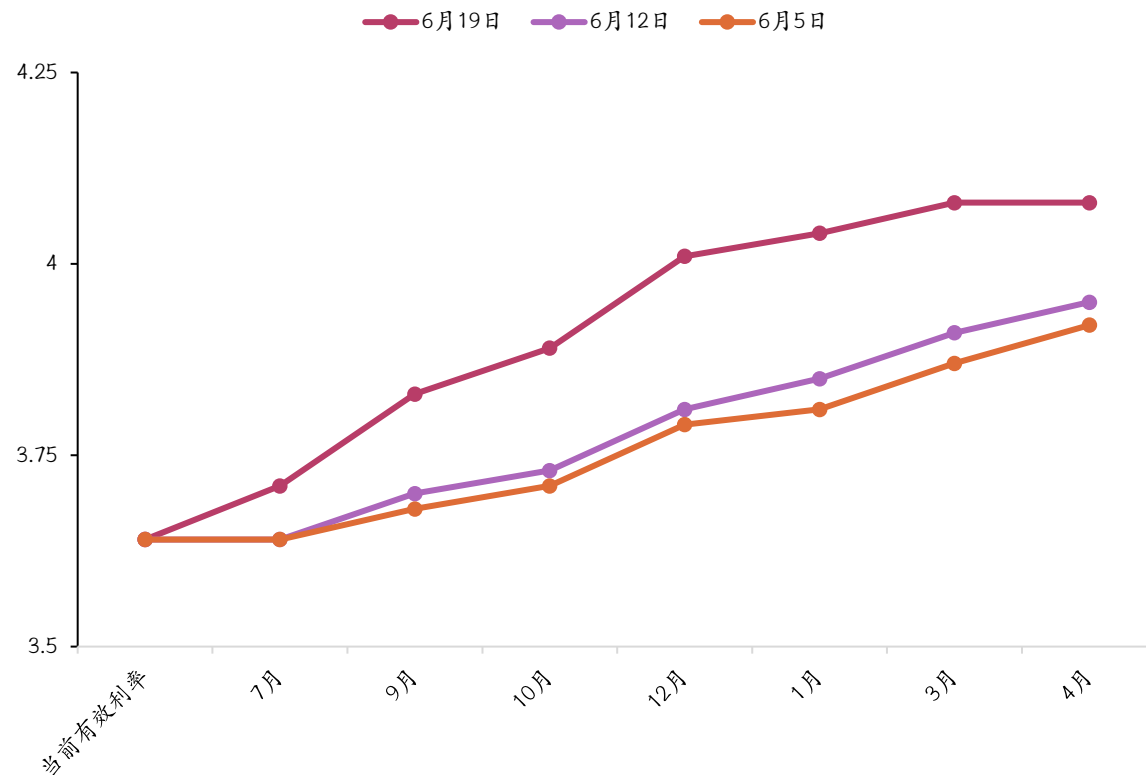
交易的宏观逻辑：美联储降息预期转加息预期

图表：美债收益率上移



资料来源：Ifind，光大期货研究所

图表：美联储利率预期



资料来源：Ifind，光大期货研究所

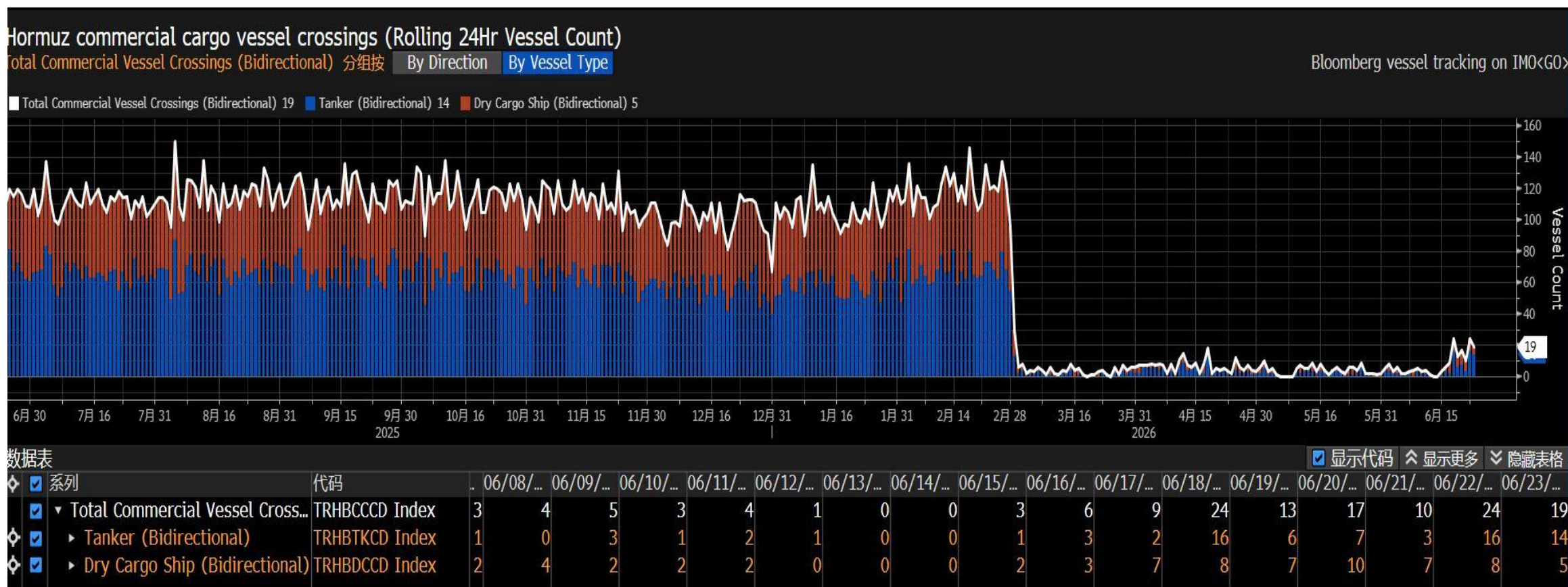
交易逻辑延伸：美伊冲突结束，霍尔木兹海峡通航，原油价格回落，利率预期下行，黄金或将受益

图表：伦敦现货黄金走势（单位：美元/盎司）



资料来源：文华财经，光大期货研究所

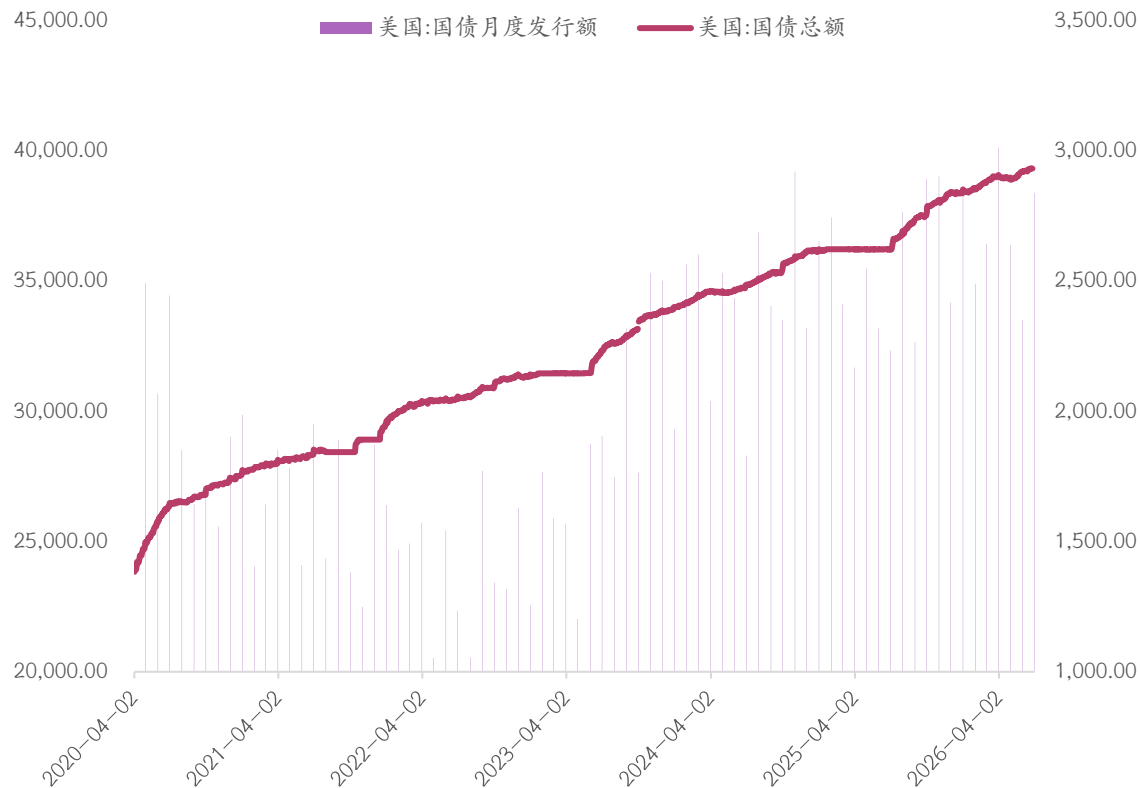
前提：霍尔木兹海峡完全通航，原油价格持续回落（80美元/桶是未来的顶部？）



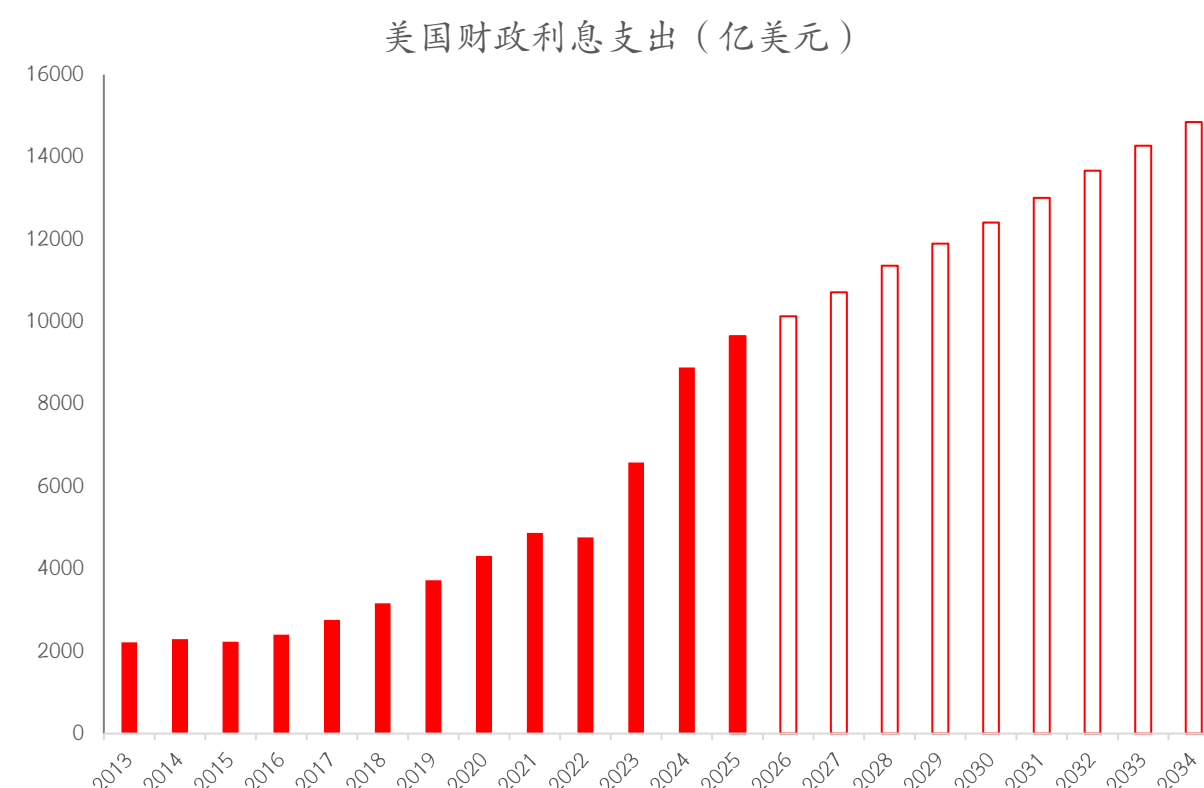
资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

潜在利多：美难以承受高利率环境，加息周期并非开启，降息周期并非结束

图表：美债总额与月度发行额（十亿美元）



图表：美国财政利息支出



资料来源：WIND，光大期货研究所

资料来源：Qeubee，光大期货研究所

地缘因素思考：美伊协议签署的后续影响，地缘政治是恢复平静还是暗藏汹涌？

影响领域	核心变化与具体表现	潜在风险与不确定性
国内政治	<ul style="list-style-type: none"> ① 特朗普借“结束战争”为中选加分，缓解因油价与通胀下滑的民意； ② 美国国内反战呼声本就高涨，停火符合部分民意。 	<ul style="list-style-type: none"> ① 共和党内部分歧——将该协议称为“战术灾难”，认为这是“向伊朗投降”； ② 民主党与强硬保守派均可能以此攻击特朗普政府； ③ 原油价格能否顺利回落，国内通胀能否下降，仍然存疑。
军事地位	<ul style="list-style-type: none"> ① 美军从长期消耗中抽身，降低人员伤亡与军费开支； ② 战争最终暴露了美国以军事力量塑造国际秩序的能力受质疑。 	<ul style="list-style-type: none"> ① 美国未能推翻伊朗政权，伊朗最高领袖被击毙后政权迅速完成交接，且表现出更强硬姿态； ② 美国一度希望借战争迫使伊朗让步，结果反而是美方在核心问题上作出较多妥协； ③ 美方难以彻底封堵伊朗未来影响力。
美以关系	<ul style="list-style-type: none"> ① 以色列对协议强烈不满，内塔尼亚胡被指责“拆台”，特朗普甚至公开批评其“非常难缠”； ② 以色列反对停火，认为美国妥协让伊朗获得“重新武装”的资源； ③ 以色列可能发动单边军事行动（尤其是在黎巴嫩方向）来破坏协议。 	
中东关系	<ul style="list-style-type: none"> ① 战事重创了美国与沙特、阿联酋等海湾盟友的互信关系； ② 海湾国家因美国对伊朗动武而承受巨大经济损失和安全隐患，未来将寻求与伊朗建立新的共存模式，部分国家甚至开始讨论降低对华府的依赖； 	

资料来源：网络公开资料

中长期关注：“鹰派”沃什的“三把火”——点评沃什FOMC首秀

◆ 第一把火：政策立场换挡，终结市场降息预期

- 彻底扭转“降息是默认政策路径”的市场共识，加息重新成为现实政策选项
- 将“实现2%通胀目标”列为核心优先级，明确通胀未达标前不放松政策
- 下调全年经济增长预期至2.2%，但不以牺牲价格稳定为代价稳增长

◆ 第二把火：沟通机制改革，回归“精简务实”风格

- 大幅精简政策声明：从此前341词压缩至130词，删除所有模糊性宽松托词
- 弱化点阵图工具：本人不提交个人利率预期，公开质疑点阵图会束缚政策灵活性
- 取消公布委员具体投票明细，减少市场对美联储内部分歧的过度解读

◆ 第三把火：启动制度重构，设立五大专项工作组

- 政策沟通工作组：全面审视新闻发布会、会议记录、官员讲话等全渠道沟通机制
- 通胀与数据工作组：重新梳理通胀驱动因素分析框架，优化经济数据选取标准
- 资产负债表工作组：评估6.7万亿美元资产负债表结构，规划长期缩表路径
- 新技术影响工作组：研究AI等技术对生产率、通胀水平的长期作用
- 生产率与就业工作组：探索全要素生产率提升对经济增长的支撑逻辑

中长期关注：“鹰派”沃什的“三把火”——从“被动应对经济冲击”转向“主动预判政策框架”

对比维度	杰罗姆·鲍威尔 (Jerome Powell)	凯文·沃什 (Kevin Warsh)	核心差异解读
决策哲学	数据依赖 (Data-Dependent) 倾向于“后视镜”模式，基于已发生的经济数据（如CPI、非农）进行决策，强调稳扎稳打。	趋势/信念依赖 (Trend-Dependent) 信奉“信念经济学”，强调基于经济深层趋势（如AI生产力）的前瞻性判断，而非对短期数据波动的被动响应。	被动应对 vs. 主动预判 鲍威尔像一位谨慎的会计师，等数据确认后再行动；沃什更像一位战略家，愿为长期趋势提前下注。
	核心PCE (灵活平均通胀目标制) 关注传统核心PCE，在2020年后转向“平均通胀目标制”，允许通胀在一段时间内适度超标以弥补过去的低迷。	截尾均值PCE (Trimmed Mean PCE) 倾向于剔除更多极端价格波动（如关税、油价冲击）的截尾均值指标，以此论证潜在通胀已受控，为降息提供理论依据。	技术性门槛调整 沃什通过改变“温度计”（通胀指标），试图降低启动降息的门槛，认为传统指标过度反应了暂时性冲击。
利率立场	“更高更久” (Higher for Longer) 整体立场偏鹰派或谨慎，致力于将利率维持在限制性水平，直到确信通胀能持续回归2%目标。	有条件的降息 (Conditional Dovish) 虽被视为“鹰派”背景，但主张若通胀锚定且AI提升生产率，应降息以释放供给侧活力。	降息逻辑对立 鲍威尔认为降息需等通胀降下来；沃什认为降息能激活供给、抑制通胀，逻辑几乎相反。
	政策常态工具 将大规模购债 (QE) 视为常规工具箱的一部分，资产负债表规模较危机前大幅膨胀。	紧急救急工具 长期批评QE，视其为“逆向罗宾汉”行为，主张激进缩表，将资产负债表回归到“更小、更无聊”的状态。	干预主义 vs. 自由市场 沃什认为庞大的资产负债表扭曲了资本定价和财政纪律，必须彻底回归正常化。
央行角色与独立性	技术官僚/全能央行 捍卫传统的美联储独立性，但在实践中接受了央行职能的扩大（如应对气候变化、社会公平等议题）。	“政府内部独立”/精简主义 认为独立性靠业绩赢得。主张美联储退出非核心领域（如气候议题），专注于货币与金融稳定。	做加法 vs. 做减法 鲍威尔倾向于让美联储承担更多责任；沃什主张美联储“回归本行”，缩减权限和人员。
	高度透明/前瞻指引 习惯于通过大量的讲话、点阵图和明确的前瞻指引与市场沟通，提供确定性。	“回归无聊” (Back to Boring) 认为过度指引束缚了手脚，倾向于减少明确承诺，让市场更多依赖价格发现，而非美联储的“剧透”。	保姆式 vs. 放任式 鲍威尔时期市场对美联储路径预测性较强；沃什时期市场波动性可能加剧，因为“安全网”变少了。
金融监管	审慎/加强监管 延续后金融危机时代的加强监管思路，对银行资本要求较高。	去监管/释放活力 认为过度的监管（如巴塞尔III）抑制了信贷和经济增长，主张对中小银行大幅松绑。	安全 vs. 效率 鲍威尔倾向于通过监管防范风险；沃什倾向于通过松绑刺激经济供给。

资料来源：网络公开资料

沃什上台并非妥协的结果——核心主张：强势美元

人物	职位	背景标签	对美元的核心主张
凯文·沃什	美联储主席	前美联储理事、师从著名经济学家米尔顿·弗里德曼	强势美元； 主张缩表、收紧货币以捍卫美元信用
斯科特·贝森特	财政部长	索罗斯前首席投资官、 市场实战派	强势美元源于经济强； 支持强美元政策

资料来源：网络公开资料

沃什与贝森特（美国财政部长）的组合——怎么做？

可能采取的措施	核心做法	预期效果	主要风险 / 难点
1. 重启“政策契约”	明确财政部与美联储权责	重建市场对政策协调的信任	特朗普“深层政府”改革带来不确定性
2. 推行“边际鹰派”政策	降息+缩表组合，改用截尾均值PCE	短期增长与长期币值平衡	总统施压降息，沃什独立性受考验
3. 发动“去美元化阻击战”	SWIFT武器化、关税威胁（如金砖国家）	震慑去美元化尝试	长期削弱他对美元体系的信任
4. 稳定币的尝试	扩大稳定币的适用范围	进一步扩大美元和美债的适用范围	可能将美元政治化，引起盟友反感

资料来源：网络公开资料

沃什与贝森特（美国财政部长）的组合——达成概率

达到成果	概率区间	等级	主流评估依据
短期：稳定美元信心， 延缓贬值速度	50% ~ 70%	中高概率	1、政策组合能短期提振市场预期； 2、避免美元崩盘性下跌
长期：逆转美元弱势 趋势	10% ~ 25%	低概率	1、去美元化为结构性趋势； 2、债务压力制约政策空间； 3、特朗普政策需要弱美元

资料来源：网络公开资料

三、走势展望

黄金未来关注点：强势美元能否实现？全球央行货币储备多元化能否逆转？

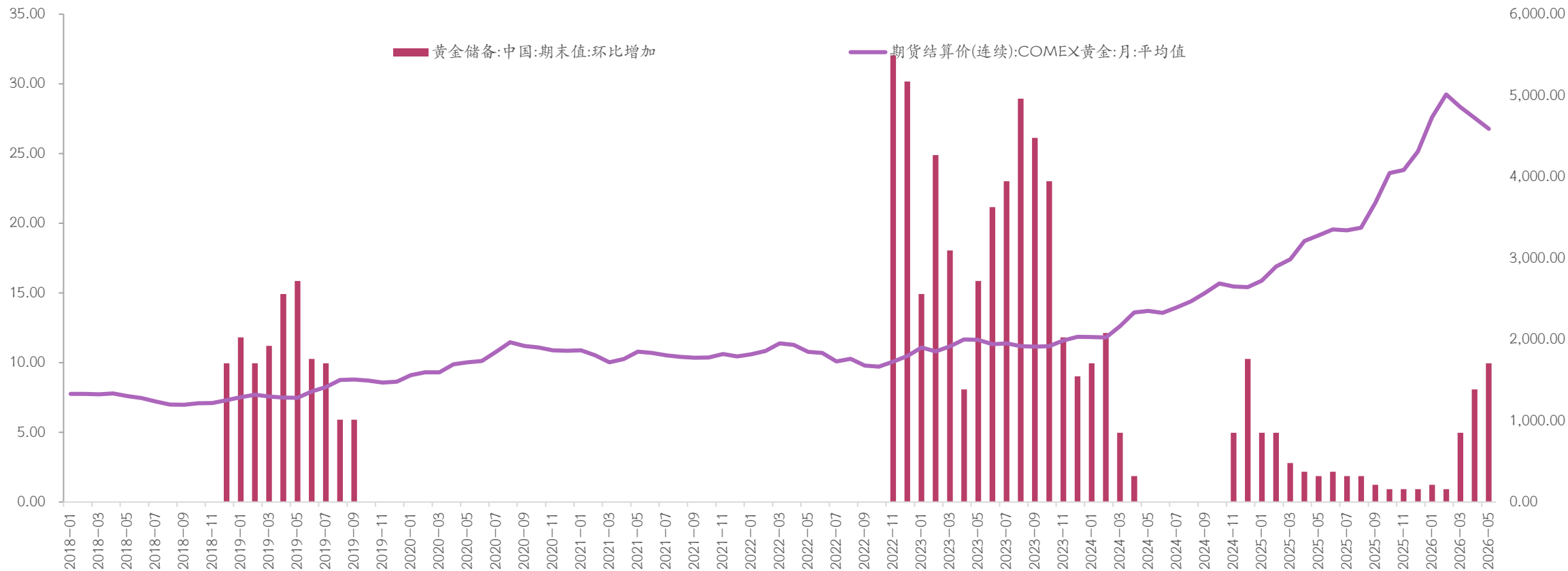
图表：美元和黄金占外汇储备比重



资料来源：Iifind, 光大期货研究所

我国央行购金：3月、4月、5月购金量逐月增加

图表：中国央行月度购金量



资料来源：I find, 光大期货研究所

黄金2026年 逻辑推演

短周期压制逻辑： 黄金为何不涨

核心论点：地缘政治风险被更大的宏观流动性风险覆盖，黄金避险属性暂时让位于流动性风险规避

逻辑：通胀预期失控下的美联储货币政策“应激性”紧缩，以及产生的全球金融市场流动性担忧

短期结论：此阶段“紧缩力量”>“避险情绪”力量，金价承压，呈现震荡下跌态势

长周期回归逻辑： 黄金为何最终会涨

核心论点：政治周期将迫使美国政府财政和美联储货币政策转向，债务货币化与美元信用削弱将成为黄金牛市的终极推动力

传导链条：财政绑架货币与实际利率崩盘，美元信用继续受损

终极驱动：美元信用受损及全球储备多元化加速

长期结论：此阶段“宽松预期”力量>“紧缩惯性”力量，金价回归上升通道，重启主升浪

长期逻辑：美国持续加杠杆+美联储反复宽松→美元购买力持续稀释→全球央行加速去美元化，增持黄金储备

市场情绪拐点：当市场意识到美国“除了印钞还债别无他法”时，黄金将回归牛市

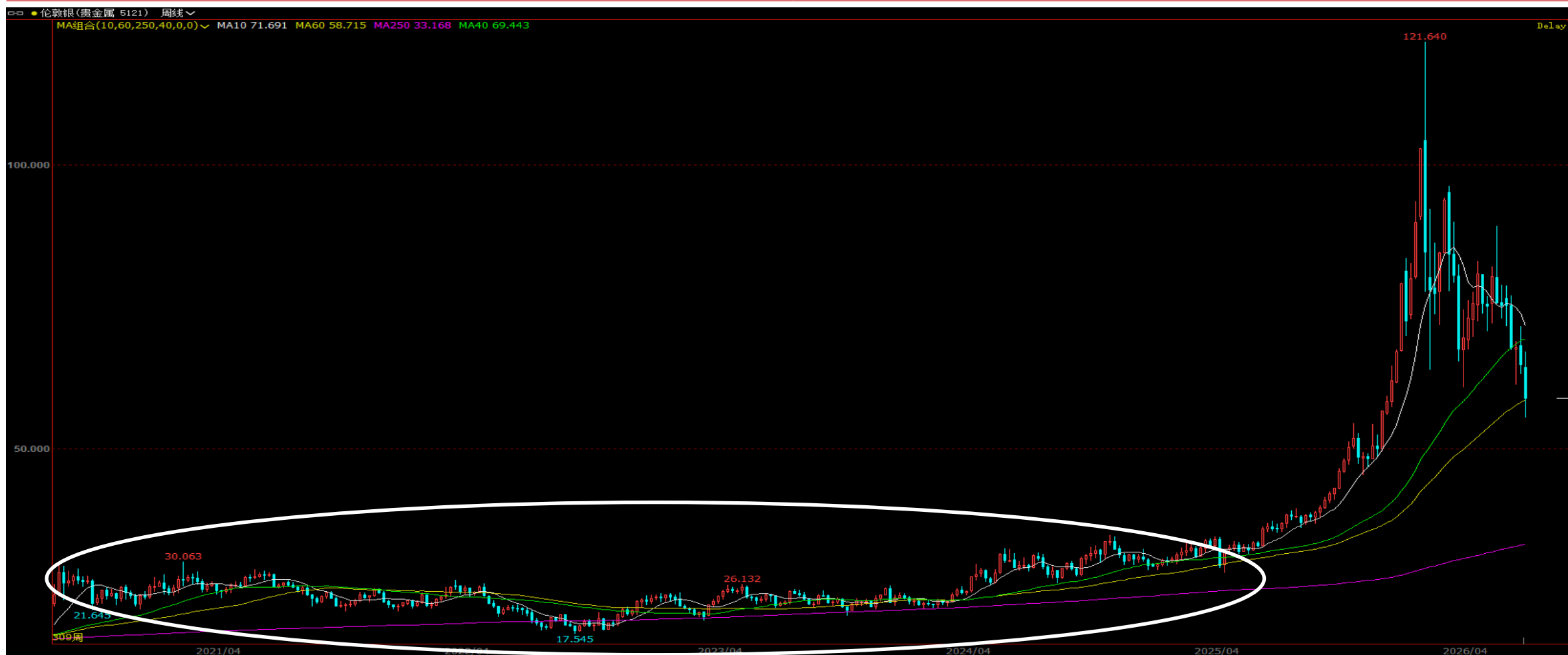
四、银铂钯供求及展望

白银：连续6年供不应求

单位：吨，%		2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年F	2025年同比	2026F同比
供应	矿产银	26833	26447	26043	24581	25673	25931	25216	25617	26332	26254	3%	-0.3%
	再生银	5005	5076	5123	5645	5966	6053	5742	6050	6146	6572	2%	7%
	套期保值净供应	0	0	432	264	0	0	0	0	1390	311	na	-78%
	官方净销售	31	37	31	37	47	53	50	47	47	31	4%	-35%
	总供应量	31872	31561	31629	30531	31685	32040	31010	31713	33915	33169	7%	-2%
需求	工业	16423	16354	16342	15922	17545	18423	20438	21119	20447	19894	-3%	-3%
	电子电气	10547	10277	10162	9997	10908	11530	13822	14336	13981	13154	2%	6%
	光伏材料	3089	2706	2330	2575	2765	3673	5994	6143	5804	4697	-6%	-19%
	钎焊合金和焊料	1583	1617	1630	1477	1571	1530	1561	1546	1571	1586	1%	1%
	其他工业需求	4292	4463	4554	4445	5067	5362	5057	5238	4896	5154	-7%	5%
	摄影	1008	977	955	837	862	862	849	793	753	700	-5%	-7%
	珠宝	6065	6280	6230	4672	5630	7253	6274	6379	5888	4958	-8%	-16%
	银器	1848	2087	1907	970	1266	2286	1714	1664	1309	1042	-21%	-20%
	净实物投资	4837	5166	5851	6501	8874	10560	7595	5938	6771	8012	14%	18%
	套期保值净需求	34	230	0	0	109	557	358	109	0	0	na	na
总需求	30217	31094	31284	28895	34288	39940	37231	35999	35166	34606	-2%	-2%	
供需平衡	1658	467	345	1633	-2603	-7900	-6224	-4289	-1253	-1440	-71%	15%	
ETPs净投资	224	-666	2591	10298	2019	-3652	-1160	2099	8650	933	312%	-89%	
供需平衡(+ETPs)	1434	1132	-2246	-8665	-4625	-4249	-5061	-6389	-9903	-2373	55%	-76%	
银价(美元/盎司)	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	23.35	28.27	40.03		42%	na	

基本面的底气：白银或已难回到低价位运行

图表：伦敦现货白银走势（单位：美元/盎司）



资料来源：文华财经，光大期货研究所

白银如何估值：金银比的约束与支撑

图表：伦敦现货金银比



资料来源: Ifind, 光大期货研究所

2026年白银走势：降低预期 关注黄金表现

图表：伦敦现货白银走势（单位：美元/盎司）



资料来源：文华财经，光大期货研究所

铂：供求矛盾缓解 库存继续去化

铂全球供需（单位：吨）		2021	2022	2023	2024	2025	2026f	2025同比	2026同比	Q1 2025	Q4 2025	Q1 2026	2026Q1同比	2026Q1环比
供应量	精炼产量	196	172	174	180	173	173	-4%	0%	34	50	41	20%	-17%
	南非	146	122	123	129	123	125	-4%	1%	22	36	31	41%	-14%
	津巴布韦	15	15	16	16	16	16	1%	-2%	4	4	3	-26%	-39%
	北美	8	8	9	8	7	6	-20%	-5%	2	2	2	1%	-10%
	俄罗斯	20	21	21	21	21	20	0%	-5%	6	6	4	-24%	-26%
	其他	6	6	6	6	6	6	3%	-2%	1	2	2	2%	-1%
	生产商库存增加(-)/减少(+)	-3	1	0	0	0	0	-57%	-100%	-1	+1	+0		
	总采矿供应	193	173	175	180	173	173	-4%	0%	34	51	41	22%	-19%
	回收利用	66	56	47	48	52	57	9%	9%	12	14	13	7%	-7%
	汽车催化剂	50	43	35	36	39	42	7%	10%	9	10	10	7%	-4%
首饰	13	12	10	9	11	12	20%	5%	2	3	3	7%	-18%	
工业	2	2	2	2	3	3	7%	8%	1	1	1	8%	0%	
总供应量	258	229	222	228	225	229	-1%	2%	46	64	54	18%	-16%	
需求量	汽车	77	86	100	97	94	92	-2%	-2%	24	24	22	-6%	-6%
	汽车催化剂	77	86	100	97	94	92	-2%	-2%	24	24	22	-6%	-6%
	珠宝首饰	61	58	58	62	69	61	10%	-12%	17	16	14	-13%	-11%
	工业	77	71	77	79	64	70	-19%	9%	11	18	16	41%	-11%
	化工	19	21	26	20	18	19	-8%	6%	4	5	4	-4%	-27%
	石油	5	6	5	5	6	4	14%	-28%	1	1	1	-28%	-28%
	电气	4	3	3	3	3	4	6%	20%	1	1	1	25%	4%
	玻璃	22	14	15	22	6	12	-70%	83%	-2	3	3		5%
	医疗	8	9	9	10	10	10	4%	4%	2	3	2	0%	-5%
	氢经济	1	0	1	1	2	2	63%	7%	1	1	1	9%	-16%
	其他	17	18	19	19	19	19	0%	0%	5	5	5	-3%	-5%
	投资	0	-16	12	22	35	16	59%	-54%	14	13	-7		
	铂金条和铂金币	11	8	10	6	12	17	96%	33%	2	4	3	42%	-11%
	中国铂金条≥500克	1	3	4	5	5	6	2%	12%	1	2	1	25%	-10%
ETF持有量增减	-7	-17	-2	9	6	-3	-38%		-0	8	-8			
交易所库存变化	-4	-10	0	2	12	-3			11	-1	-4			
总需求	214	200	247	260	262	239	1%	-9%	66	71	46	-31%	-35%	
供求平衡	44	30	-25	-32	-37	-9			-20	-6	8			
地上库存	128	158	133	101	64	54	-37%	-15%						

钯：供求矛盾缓解 投资驱动转弱

钯全球供需 (单位: 吨)		2022	2023	2024	2025F	2026f	2026F同比	2027f	2028f	2029f
供应量	精炼产量									
	南非	70	72	73	74	73	-1.4%	73	74	75
	津巴布韦	13	13	13	14	14	0.0%	14	14	15
	北美	26	26	25	20	15	-25.0%	14	14	14
	俄罗斯	87	84	86	84	84	0.0%	84	84	84
	其他	7	7	7	7	7	0.0%	7	7	7
	总采矿供应	202	203	204	199	194	-2.5%	193	193	195
	回收利用	97	80	87	92	98	6.5%	104	110	116
	汽车催化剂	81	64	72	78	84	7.7%	91	97	104
	首饰	3	3	2	2	2	0.0%	2	2	2
工业	13	12	12	12	12	0.0%	11	11	11	
总供应量	299	282	291	291	292	0.3%	297	303	311	
需求量	汽车	248	264	252	241	240	-0.4%	238	243	240
	珠宝首饰	7	7	7	7	8	14.3%	8	8	8
	工业	46	44	44	45	45	0.0%	46	46	47
	投资	-2	3	9	6	2	-66.7%	2	2	2
	钯金条和钯金币	1	0	0	0	0		0	0	0
	ETF持有量增减	-3	3	9	6	2	-65.2%	2	2	2
	总需求	299	318	312	299	294	-1.7%	293	299	298
供求平衡	-1	-36	-21	-8	-3	-62.5%	3	4	13	

铂钯：回归基本面 弱势运行与黄金联动性增强

图表：近6个月黄金与铂钯相关系数

Y	X	纽约金主连	纽约银...	美元指数
纽约金主连		1.000	0.750	-0.672
纽约银主连		0.750	1.000	-0.631
铂主连		0.678	0.878	-0.658
钯主连		0.650	0.792	-0.639
纳斯达克		-0.044	0.477	-0.251
伦铜主连		-0.146	0.066	0.002
道琼斯工业平均		-0.329	-0.121	0.001
标普500		-0.445	-0.203	0.133
日经225		-0.549	-0.486	0.418
美元/日元		-0.658	-0.604	0.888
美元指数		-0.672	-0.631	1.000

资料来源：Ifind，光大期货研究所

图表：近3个月黄金与铂钯相关系数

Y	X	纽约金主连	纽约银...	美元指数
纽约金主连		1.000	0.854	-0.816
铂主连		0.961	0.876	-0.819
钯主连		0.941	0.744	-0.742
纽约银主连		0.854	1.000	-0.845
纳斯达克		0.400	0.597	-0.660
伦铜主连		-0.278	0.161	-0.094
标普500		-0.447	-0.030	-0.007
道琼斯工业平均		-0.634	-0.316	0.235
美元/日元		-0.714	-0.783	0.830
日经225		-0.751	-0.448	0.390
美元指数		-0.816	-0.845	1.000

资料来源：Ifind，光大期货研究所

铂钯：回归基本面 弱势运行与黄金联动性增强

图表：黄金与铂走势



资料来源：Ifind，光大期货研究所

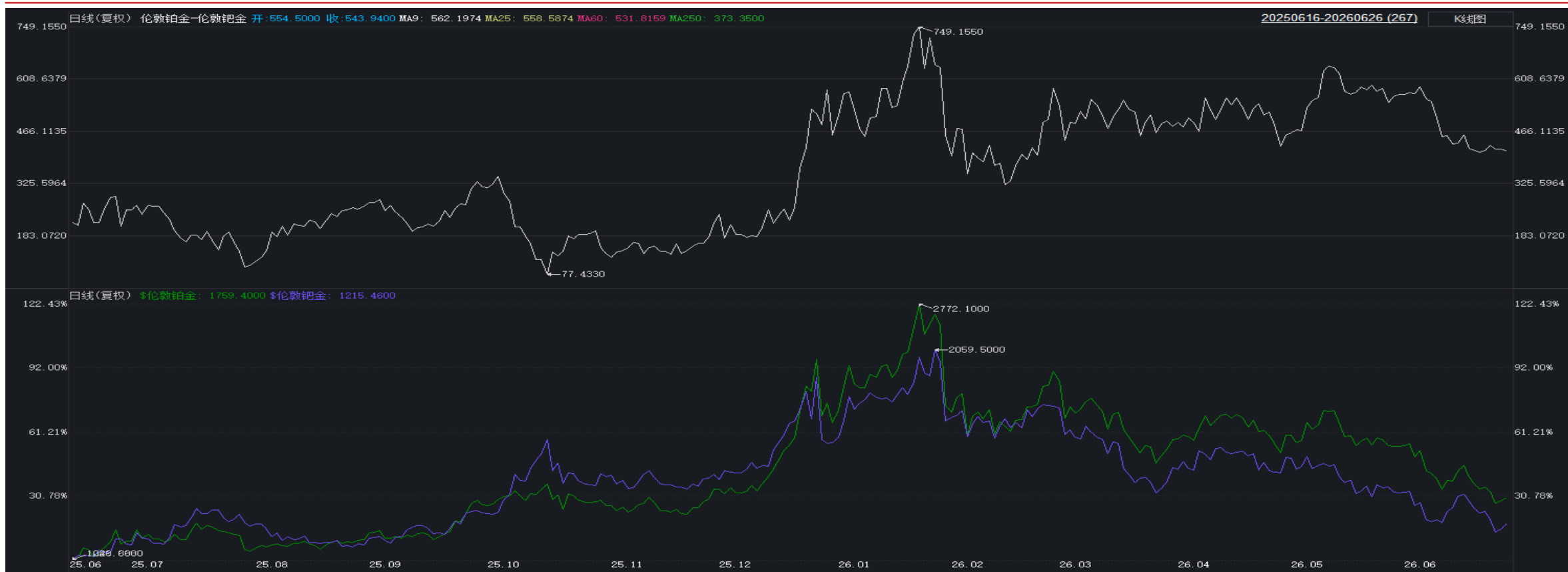
图表：黄金与钯相关系数



资料来源：Ifind，光大期货研究所

铂钯：价差走弱 但仍在高位运行

图表：铂钯走势与铂钯价差



资料来源: Ifind, 光大期货研究所

资料来源: Ifind, 光大期货研究所

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和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，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。