

# 目 录

第一部分 前言概要 .....	2
.....	2
【市场展望】 .....	2
【策略推荐】 .....	2
第二部分 行情复盘 .....	3
一、行情回顾 .....	3
二、行情前瞻 .....	5
第三部分 宏观面因素 .....	8
一、就业市场 .....	8
二、通胀及利率预期 .....	10
三、宏观展望 .....	12
第四部分 基本面情况 .....	13
一、黄金 .....	13
(一) 黄金供需平衡 .....	13
(二) 黄金 ETF 需求 .....	14
(三) 央行购金 .....	14
二、白银 .....	15
三、铂、钯基本面 .....	18
(一) 铂钯供需平衡 .....	18
(二) ETF 需求及租赁利率表现 .....	20
免责声明 .....	21

# 通胀洪峰或已越过 贵金属仍逆浪运行

## 第一部分 前言概要

### 【行情回顾】

2026年上半年，贵金属市场经历先扬后抑的剧烈波动。年初受地缘风险与美元信用裂痕推动，金价冲至历史峰值，白银亦大幅飙升；随后因涨势过猛引发技术性回调，市场主线切换至能源冲击下的再通胀与紧缩预期，黄金避险功能失效，价格持续下行。进入二季度，美国就业与通胀数据超预期，降息预期消退，加息预期升温，实际利率上行，无息资产承压，金银最终深度回调，黄金回撤近三成，白银接近腰斩。铂钯总体保持趋势跟随，但由于工业属性加持，相应弹性更强，上涨与回调幅度更为明显。

### 【市场展望】

下半年，压制贵金属的核心变量有望边际转弱。首先，世界杯带来的临时就业红利在7月后消退，就业数据或逐步走弱，削弱美元与美债收益率支撑。其次，美伊达成停战框架后，油价逐步脱敏并步入震荡偏弱通道，“油价飙升→通胀反弹→加息预期”的传导链条显著弱化。同时，通胀将随油价回落和赛事效应消退而逐步下行，市场对美联储加息的过度定价存在回吐空间，实际利率下行预期有望打开金银上行窗口。全球央行购金的趋势性支撑依旧稳固，白银供需缺口格局未改，弹性优势或再度显现。但需警惕美伊谈判破裂、海峡封锁等尾部风险，若冲突重燃，油价跳升将再度施压贵金属。整体而言，市场有望在多重边际改善中构筑阶段性底部，建议保持灵活，关注谈判进展与数据变化，把握修复窗口。

### 【策略推荐】

1. 单边：预计短期仍将围绕非农、通胀与地缘扰动博弈，短线紧跟数据与事件驱动，轻仓灵活操作，区间震荡低位试多为主；三季度后期宏观叙事切换窗口期，分批布局多头仓位，以时间换空间；
2. 套利：择机低位多铂空钯，需关注美对俄钯关税进展。
3. 期权：观望。

**风险提示：**地缘冲突反复、美再通胀风险。

交易咨询业务资格：

证监许可[2011]1428号

研究员：袁正

邮箱：

yuanzheng\_qh@chinastock.com.cn

期货从业资格证号：F03151476

投资咨询资格证号：Z0023508

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑均基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。



银河期货

## 第二部分 行情复盘

### 一、行情回顾

2026年上半年，贵金属市场经历了一轮从狂飙突进到深度回调的剧烈波动，堪称近年来最具戏剧性的行情周期。伦敦金现货价格在1月一度逼近5600美元/盎司的历史高点，白银更是一度飙升至120美元/盎司上方；然而到了6月末，黄金已跌破4000美元大关，较历史峰值回撤近30%，白银价格接近“腰斩”。半年之间，市场定价逻辑经历了从“去美元化”叙事到“美伊冲突—油价上行—再通胀—加息”的主题切换，贵金属也经历了由历史级牛市向深度回调的行情转变，半年内的行情演绎也值得市场的参与者进行深度的复盘总结，我们将这轮行情如后文所述进行阶段划分。

1月，贵金属市场录得历史罕见的单边上涨行情。伦敦金现货月初于4320美元/盎司附近启动，接连突破5000、5200美元整数关口，月末触及5596美元历史峰值，月度涨幅超20%；伦敦银表现更为凌厉，自72美元/盎司起步，最高上探至117.738美元/盎司，月涨幅近60%，金银比一度收窄至45附近。国内沪金主力合约月涨20.2%至1176.88元/克，沪银主力合约更录得69%的巨大涨幅。我们认为，此轮行情的核心驱动力并非传统的美债利率或通胀博弈，而是地缘政治风险与美元信用裂痕共同触发的“去信任化”定价。具体而言，委内瑞拉动荡加剧关键矿产供给忧虑，美国对格陵兰岛主权的强硬表态及后续对欧关税威胁，直接引发欧洲养老基金抛售美债、欧盟冻结贸易协定审议等连锁反应，标志着争端从区域事件升级为冲击美国国家信用的宏观叙事。与此同时，中东伊朗局势持续升温，地缘风险外溢效应显著。白银方面，除黄金的联动传导外，连续多年的实物供需缺口（世界白银协会数据显示2024年供需缺口约4600吨）、全球交易所库存降至历史低位，以及特朗普政府将白银纳入关键矿产目录，共同构成其超额收益的基本面支撑。

然而，1月最后两个交易日市场骤然转向，金银出现剧烈回调。1月31日伦敦金单日暴跌逾9%至4860美元，伦敦银盘中跌幅超30%；2月2日金价进一步失守4500美元，回吐月初以来大部分涨幅。此次急跌并非宏观逻辑的逆转，而是前期涨幅过大、交易过度拥挤后的必然修正——白银市场轧空行情在极端价位触发大规模获利了结，叠加部分对冲基金组合调仓，引发流动性踩踏。但彼时市场主流观点仍认为，格陵兰岛事件遗留的美欧信任裂痕、中东地缘悬而未决，以及美联储主席更迭可能带来的政策不确定性（彼时市场押注贝莱德里德

尔等鸽派候选人)，均未发生方向性改变，贵金属长期配置逻辑尚在，短期调整被定性为技术性修复。

进入3月，市场交易主线发生根本性切换。金价从5300美元一线单边下行至4100美元附近，月跌幅达15.6%；银价跌破62美元，月跌25.6%。我们观察到，此前地缘风险升温则避险资金买盘涌入的简单传导失效，取而代之的是“地缘冲突—能源供给冲击—再通胀预期—货币政策紧缩预期—美元实际利率走强—无息资产承压”的复杂传导链。具体而言，伊朗能源设施遭袭推动布伦特原油一度突破90美元，美国PPI及CPI数据连续超预期，美联储官员密集释放鹰派信号，市场对年内降息预期大幅收敛，美元指数与美债收益率同步上行。黄金在这一阶段罕见地与避险属性脱钩，反而呈现出风险资产特征，土耳其等新兴市场因经常账户恶化被迫抛售黄金储备以稳定本币汇率，进一步加剧价格压力。4月，美联储候任主席沃什在参议院确认就职听证会上发表偏鹰表态，强调美联储是美元强势的受益者并支持渐进缩表，强化了紧缩预期，金银整体维持低位震荡，金价月跌约3%，银价跟随但跌幅收窄。

5月至6月，贵金属市场彻底进入趋势性下行通道。5月美国非农新增就业超预期、核心PCE同比反弹至3.2%，30年期美债收益率突破5%关口，市场叙事从“何时降息”翻转为“是否重启加息”。6月美联储议息会议点阵图显示半数官员支持年内加息3次，降息预期归零，美元实际利率大幅上行。在此背景下，伦敦金于6月末跌破4000美元/盎司，较1月峰值回撤近30%；伦敦银跌至58美元附近，较高点腰斩。此阶段，黄金ETF持续净流出（全球持仓较年初减少逾300吨），白银ETF同样遭赎回，无息资产持有成本陡升成为主导矛盾。欧央行跟随加息、日本维持紧缩货币政策，全球流动性同步收紧形成共振，进一步压制贵金属估值。值得注意的是，逆全球化、去美元化等长线逻辑在此轮紧缩周期中暂时失效，金银对地缘利多事件反应钝化，而任何经济数据偏强均会触发进一步抛售。

图表 1: 伦敦金盘面走势

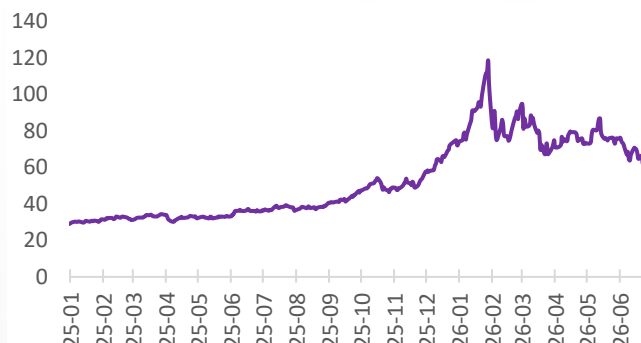
单位: 美元/盎司



数据来源: 银河期货, 同花顺 iFinD

图表 2: 伦敦银盘面走势

单位: 美元/盎司



数据来源: 银河期货, 同花顺 iFinD

图表 3: 沪金主连盘面走势 单位: 元/克



数据来源: 银河期货, 同花顺 iFinD

图表 4: 沪银主连盘面走势 单位: 元/千克



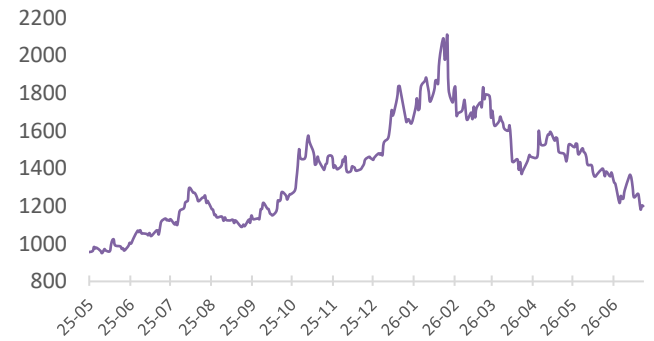
数据来源: 银河期货, 同花顺 iFinD

图表 5: 伦敦铂盘面走势 单位: 美元/盎司



数据来源: 银河期货, 同花顺 iFinD

图表 6: 伦敦钯盘面走势 单位: 美元/盎司



数据来源: 银河期货, 同花顺 iFinD

图表 7: 广铂主连盘面走势 单位: 元/克



数据来源: 银河期货, 同花顺 iFinD

图表 8: 广钯主连盘面走势 单位: 元/克



数据来源: 银河期货, 同花顺 iFinD

## 二、行情前瞻

进入下半年, 我们认为前期压制贵金属价格的几个核心宏观变量正在发生边际变化, 市场或将逐步迎来叙事逻辑的转换窗口。

首先, 就业市场的“世界杯红利”有望在 7 月数据中逐步消退, 这是短期内最值得关注的边际变化。本届世界杯赛事于 6 月 11 日至 7 月 19 日在美国、墨西哥与加拿大联合举办, 从历史经验来看, 大型赛事举办当月所在国非农就业人数通常比平均趋势额外增加数万人,

赛事结束后则会出现明显的回落，这一效应在休闲餐饮、零售贸易及交通运输等服务行业尤为显著。这意味着7月公布的6月就业数据仍将部分受益于赛事带来的临时性岗位拉动，而一旦进入8月，随着7月就业数据的公布，这一临时效应将开始逆转，市场将更清晰地看到就业市场真实的内生动能。当前市场对6月非农新增就业的预期已较5月有所回落，若后续数月就业数据因赛事效应消退而持续走弱，市场对经济基本面韧性的评估将面临向下修正，前期支撑美元与美债收益率的强劲就业叙事也将随之松动，贵金属面临的宏观压制有望边际减轻。

其次，油价正在逐步对美伊冲突“脱敏”，步入震荡偏弱通道，这是影响通胀预期与货币政策路径的关键变量。美伊于6月19日达成《伊斯兰堡谅解备忘录》停战框架后，霍尔木兹海峡复航、伊朗获得60天制裁豁免，供应中断担忧显著消散，风险溢价快速回落，布伦特原油一度跌破美伊冲突爆发前的水平。尽管霍尔木兹海峡通航的全面恢复仍受制于诸多不确定因素，且近日双方围绕海峡问题再起军事摩擦，但总体来看，随着地缘冲突烈度下降、OPEC+按计划推进增产以及伊朗产量逐步回归，市场对供给过剩的预期正在升温，油价中枢的下移方向已较为明确。值得强调的是，上半年贵金属所承受的最大压力并非来自地缘避险情绪的缺失，而是来自地缘冲突通过“油价飙升—通胀反弹—加息预期升温—无息资产承压”这一传导链条对贵金属形成的间接压制。随着油价回归常态，这一传导效应正在显著弱化，贵金属与油价之间的负相关关系有望逐步修复。

再次，通胀数据预计将随着油价回落和赛事效应的消退而逐步转弱，这将为加息预期的回吐提供数据支撑。上半年核心CPI与核心PCE的反弹在很大程度上受到了地缘冲突推升能源价格的影响。随着油价中枢下移以及赛事带来的额外消费需求在8月后转为负向拖累，后续几个月的通胀读数有望逐步回归下行通道。我们注意到，市场当前对美联储加息的定价已经较为充分——一年内多次加息的预期已被计入资产价格，而就业与通胀两端同时走弱的可能性尚未被充分定价。若后续就业数据不及预期、通胀读数同步回落，则市场对紧缩力度的预期存在明显的回吐空间，实际利率的下行预期将重新成为贵金属定价的支撑性因素。从当前金银价格相对于1月高点已大幅回撤的事实来看，市场对利空因素的消化已较为充分，而对潜在的边际改善尚未给予足够定价。

综合来看，我们认为下半年贵金属市场有望逐步迎来阶段性修复窗口，可在低位区域关注逐步布局的机会。基准情景下，若美伊60天谈判顺利推进、霍尔木兹海峡维持通航状态，

原油价格中枢下移将缓解通胀压力，叠加就业市场临时性支撑消退后经济数据的边际走弱，市场对美联储紧缩路径的预期有望出现修正，实际利率下行预期将打开金银价格的中长期上行空间。全球央行购金的趋势性支撑并未因上半年价格回调而消失——以中国、波兰、印度为代表的一系列新兴市场央行增持黄金储备的驱动逻辑依然稳固，这将在实物需求层面为金价提供底部支撑。白银方面，虽然上半年价格经历了剧烈调整，但其供需缺口的基本面格局并未根本改变，若宏观环境转向有利于贵金属的阶段，白银的弹性优势有望再度显现。

当然，我们仍需对美伊冲突后续爆发的风险保持高度警惕。美伊双方虽然在6月19日达成了停战框架，但核心分歧并未解决，60天谈判窗口期存在较大不确定性。近日双方围绕霍尔木兹海峡通航问题再起军事摩擦，折射出局势的脆弱性。当前局势依旧脆弱，若袭击事件增多，油价随时可能再度跳升。若谈判破裂、美伊重启军事对抗，霍尔木兹海峡再度封锁，则原油价格将大幅冲高，通胀预期反弹，美债收益率与美元走强，贵金属将再度承压下行。这一尾部风险仍是下半年贵金属市场最大的不确定性变量，需要持续跟踪和动态评估，任何关于谈判进程或军事摩擦的边际变化都可能引发资产价格的剧烈波动。

总体而言，下半年贵金属市场有望在多重宏观变量的边际改善中逐步构筑阶段性底部。就业数据的临时性支撑消退、油价中枢下移推动通胀回落、市场过度定价的加息预期存在回吐空间，三重因素有望形成共振。操作上建议保持灵活性与仓位管理，密切关注美伊谈判进展、美国就业与通胀数据的变化节奏，在不确定性中把握贵金属逐步修复的窗口期。

## 第三部分 宏观面因素

### 一、就业市场

5月美国新增非农就业数据大幅超出市场预期(市场预期新增8.5万人,而实际新增17.2万人,并且对3、4月数据向上修正,净增2.9、6.4万人),仅从总量的新增数据上来看,美国就业市场似乎非常强劲,但深入拆解其结构,就业市场的真实成色并不乐观,增长动能的可持续性存在明显疑问。

从增量来源看,5月新增就业高度集中于休闲及餐旅服务等与短期消费脉冲相关的行业,这类岗位通常具有临时性、季节性的特征,持续性较弱。与之相互印证的是,从失业人口变动的细分项来看,5月临时失业者数量减少了13.9万人,意味着短期就业者出现显著增加。临时失业者的减少与休闲餐旅行业新增岗位的上升形成了逻辑上的对应关系,共同指向一个事实:当月新增就业中有相当比例属于临时性用工需求(美加墨世界杯准备阶段的用人需求),而非企业长期扩张所驱动的持续性就业增长。这类就业对经济周期的敏感度极高,一旦外部支撑因素消退,随时可能反向转化为失业压力。另外需要关注的是,政府部门在5月的就业增量中占据了相当比重。这意味着新增就业中有相当一部分来自公共部门,而非私人企业内生的招聘扩张。传统上作为就业增长主力引擎的制造业与服务业,在此次数据中并未展现出明显的动能增强。政府就业的扩张往往受到财政预算、政策周期等外部因素的驱动,而非经济内生增长活力的体现,其可持续性天然受限,难以形成自发增强的正向循环。就业增长过度依赖公共部门,本身就说明私人部门的需求吸纳能力并未出现根本性改善。

另一个不容忽视的结构性因素在于劳动参与率的持续走低。当前美国劳动参与率呈下行态势,意味着劳动力市场的总人数在边际减少。在这一前提下,即便新增就业的绝对数量有限,也可能因为分母的收缩而对失业率产生超比例的压低效果。也即边际上少量的新增就业就足以推动失业率下降,使得失业率在就业总量增长疲弱的背景下反而走低,形成一种统计学意义上的“假性改善”。这也意味着当前失业率存在被系统性低估的倾向,其读数的回落并不等同于劳动力市场实质性的全面走强,一旦劳动参与率企稳甚至回升,失业率将面临向上修正的压力。

从以上特征来看,5月非农数据呈现出的表面强势但实际缺乏内生的持续动力。临时性用工脉冲、政府部门增量以及劳动参与率下行这三个因素共同总量尚可、结构堪忧的就业市

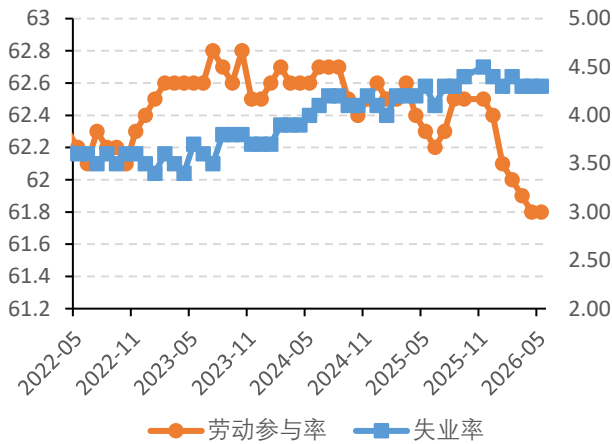
场图景。私人部门的内生招聘意愿依然偏弱，劳动力市场的核心动能并未发生实质性走强。

图表 9：新增非农就业分项

新增非农就业分项变化详情		环比新增(千人)					
		5月	4月	3月	2月	1月	12月
总计	所有项目	172.0	179.0	214.0	-156.0	160.0	-17.0
采矿与伐木业		4.0	5.0	3.0	-1.0	-2.0	-1.0
	伐木业	-0.5	1.4	1.1	-0.4	-0.5	-0.4
	采矿、采石和油气开采	4.8	3.8	1.4	-0.3	-1.3	-0.3
建筑业		17.0	9.0	15.0	-21.0	45.0	-7.0
	楼宇建筑	0.0	4.0	1.9	3.5	6.3	-0.8
	重型土木工程建造	2.6	1.9	3.9	-8.0	10.2	5.7
	专业贸易承包商	14.0	3.1	9.1	-15.8	28.6	-12.1
制造业		7.0	0.0	15.0	1.0	2.0	-13.0
	耐用品制造:	17.0	2.0	13.0	8.0	6.0	-5.0
	非耐用品制造	-10.0	-2.0	2.0	-7.0	-4.0	-8.0
贸易、运输和公用事业		-3.0	62.0	32.0	-36.0	38.0	-33.0
	批发贸易	-3.7	-1.8	-1.7	8.4	2.1	-5.7
	零售贸易	-1.1	23.5	9.6	-0.3	12.7	-23.6
	运输与仓储	0.6	39.3	25.1	-45.5	22.6	-4.8
	公用事业	1.4	1.0	-0.5	1.6	0.2	0.7
信息		-2.0	-8.0	1.0	-23.0	-27.0	-6.0
	电影与录音行业	-2.7	-5.7	-2.5	-13.3	6.3	-1.5
	出版业-不含互联网	-0.1	-0.1	1.4	-2.8	-2.3	-1.5
	广播业-不含互联网	-4.0	2.2	0.2	0.0	-5.7	-0.6
	电信	-0.4	-2.5	0.3	-3.1	-18.3	7.1
	计算基础设施、数据处理、网络托管与相关服务	3.7	-1.6	0.2	-3.7	-5.4	-6.7
	网页、检索门户、资料库及其他信息服务	0.9	0.3	0.7	0.4	-2.3	-2.4
金融活动		-22.0	-6.0	-17.0	2.0	-39.0	1.0
	金融和保险	-20.2	-4.8	-19.7	-2.7	-23.8	-1.1
	房地产出租租赁	-1.6	-1.2	2.6	4.3	-14.9	1.7
专业和商业服务		6.0	22.0	28.0	4.0	36.0	-19.0
	专业、科学和技术服务	1.6	16.3	-14.4	19.6	5.8	-6.2
	公司和企业管理	2.9	-4.8	-1.8	-1.6	-2.4	-4.4
	行政和废物处理	1.4	10.0	44.5	-14.1	33.2	-8.9
教育与健康服务		40.0	54.0	95.0	-49.0	119.0	38.0
	私立教育服务	-6.6	-4.7	2.5	-18.9	12.7	-4.0
	医疗保健和社会援助	47.2	58.0	92.7	-30.4	106.9	41.8
休闲及餐旅服务		70.0	30.0	44.0	-31.0	5.0	25.0
	艺术、娱乐与休闲	11.7	1.7	1.5	17.3	-10.9	14.7
	食宿服务	58.6	28.0	42.1	-47.4	15.1	10.2
其他服务		3.0	9.0	-14.0	6.0	3.0	8.0
	维修和维护	0.0	-1.3	-7.3	8.3	-3.5	2.9
	个人与洗衣服务	3.6	9.1	-5.7	-1.7	1.7	1.1
	宗教、慈善、民间、专业和类似组织	-1.1	1.2	-0.8	-0.3	4.6	3.5
政府		52.0	2.0	12.0	-8.0	-20.0	-10.0
	联邦	1.0	-6.0	-7.0	4.0	-37.0	-11.0
	州	-4.0	2.0	-4.0	-6.0	3.0	-5.0
	地方	55.0	6.0	23.0	-6.0	14.0	6.0

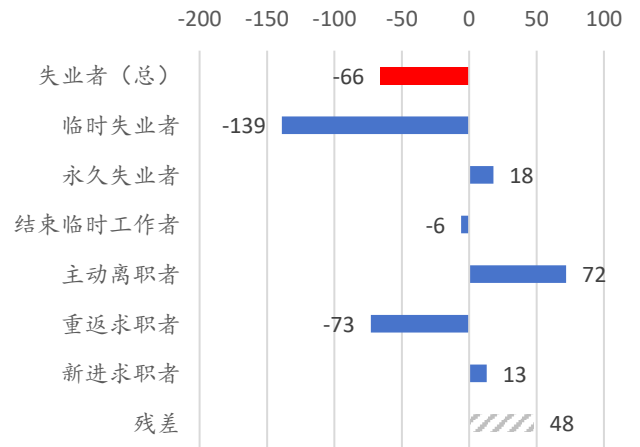
数据来源：银河期货、Bloomberg

图表 10: 失业率与劳动参与率 (%)



数据来源: 银河期货, Bloomberg

图表 11: 失业人数变动细分 (千人)



数据来源: 银河期货, Bloomberg

## 二、通胀及利率预期

5 月美国 CPI 数据呈现出明显的结构性分化特征, 价格上涨的驱动力高度集中于能源相关分项, 尚不足以判定通胀压力的全面反弹。从 CPI 的细项结构来看, 5 月物价上涨的主要贡献项集中在能源商品、能源服务以及与之关联度较高的机票项目上。这类价格的上行具有典型的外生冲击特征, 更多地反映了地缘政治因素通过原油供应链传导至终端消费价格, 而非经济体内需过热所驱动的内生性涨价。另外, 核心服务价格的上涨较为温和, 未出现全面加速的迹象; 核心商品项环比已有所回落, 显示出商品端的通胀压力正在边际缓解。与此同时, 美国薪资增长率仍维持下行状态, 在收入增速放缓的背景下, 消费者缺乏持续增加支出的能力, 企业也难以通过提价来维持利润, 因而外生的能源冲击缺乏向全面通胀传导的需求基础。这种“能源强、核心弱”的分化格局表明, 当前通胀的上行更接近于一次性的相对价格冲击, 而非工资-物价螺旋所定义的典型通胀周期, 后者通常伴随着薪资与核心服务价格的同步加速上行。能源价格的上涨尚未向更广泛的核心通胀分项有效传导, 通胀预期失控的风险暂时有限。

货币政策方面, 美联储在 6 月议息会议上释放出明确的鹰派信号, 6 月 SEP 中的点阵图相较于 3 月份出现了明显的基准利率预期上移, 多数官员上调了对年内利率路径的判断, 反映出委员会对通胀风险的警惕性有所提升。尽管从经济逻辑上看, 外生能源冲击并不足以构成持续加息的充分条件, 因为供给冲击导致的物价上涨通常伴随着经济活动的抑制, 而非需

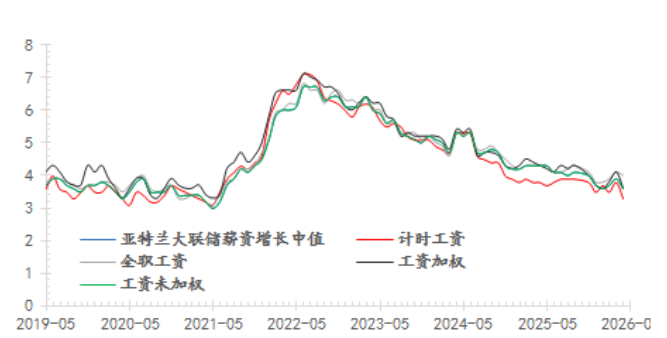
求拉动的通胀，但美联储在数据依赖框架下，面对通胀读数尚未确认回落的事实，选择了偏谨慎的立场(或者说美联储面对通胀绝对数值偏高的情况，相较于加息，更缺乏降息的理由)。这也直接导致了市场预期的系统性扭转：此前市场主流交易逻辑建立在“年内降息”的基准情景之上，而6月会议后，降息预期全面消退，加息交易的定价权重快速上升。这一预期转换本身对资产价格的冲击，甚至超过了通胀数据本身的影响。总体来看，5月CPI数据所揭示的通胀压力在结构上仍属可控，但市场对美联储政策路径的重定价已经在情绪层面完成了从“降息”到“加息”的快速切换。

图表 12: 5月CPI分项

CPI分项变化详情	环比 %						同比 %					
	5月	4月	3月	2月	1月	12月	5月	4月	3月	2月	1月	12月
<b>CPI</b>	0.5	0.6	0.9	0.3	0.2	0.3	4.2	3.8	3.3	2.4	2.4	2.7
食品	0.2	0.5	0.0	0.4	0.2	0.7	3.1	3.2	2.7	3.1	2.9	3.1
能源	3.9	3.8	10.9	0.6	-1.5	0.3	23.5	17.9	12.5	0.5	-0.1	2.3
能源商品	6.7	5.6	21.3	1.1	-3.3	-0.3	40.6	29.2	19.4	-5.2	-7.3	-3.9
能源服务	0.4	1.6	0.4	0.2	0.2	1.0	5.3	5.4	5.0	6.3	7.2	7.7
<b>核心CPI</b>	0.2	0.4	0.2	0.2	0.3	0.2	2.9	2.8	2.6	2.5	2.5	2.6
核心商品	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	1.1	1.1	1.2	1.0	1.1	1.4
服装	0.3	0.6	1.0	1.3	0.3	0.3	4.8	4.2	3.4	2.5	1.7	0.6
新车	-0.3	-0.2	0.1	0.0	0.1	0.0	0.2	0.2	0.5	0.5	0.4	0.3
二手车	0.1	0.0	-0.4	-0.4	-1.8	-0.9	-2.0	-2.7	-3.2	-3.2	-2.0	1.6
租车	-0.2	-0.5	-0.2	0.2	0.3	0.5	2.4	2.8	3.6	3.9	3.8	3.4
药品	-0.7	-0.4	-1.0	0.0	-0.1	0.3	-1.8	-0.5	0.3	0.1	0.3	1.5
娱乐用品	-0.1	0.1	0.5	0.4	0.6	0.1	2.6	3.0	3.3	2.5	1.5	1.2
<b>核心服务</b>	0.3	0.5	0.2	0.3	0.4	0.3	3.4	3.3	3.0	2.9	2.9	3.0
住房	0.3	0.6	0.3	0.2	0.2	0.4	3.4	3.3	3.0	3.0	3.0	3.2
房租	0.4	0.5	0.2	0.1	0.2	0.3	2.9	2.8	2.6	2.7	2.8	2.9
餐饮服务	0.3	0.5	0.3	0.2	0.2	0.3	3.3	3.3	3.1	3.2	3.3	3.4
医疗保健	0.4	2.4	0.2	1.0	-0.1	2.2	5.2	4.6	2.6	-1.1	-2.0	-0.8
除住房外核心服务	0.26	0.35	0.17	0.32	0.63	0.12	3.49	3.22	3.08	2.88	2.84	2.84
医疗服务	0.5	0.0	0.0	0.6	0.3	0.4	3.6	3.2	3.7	4.1	3.9	3.5
娱乐	0.5	0.1	-0.4	-0.2	0.4	1.8	2.6	1.9	1.6	2.1	3.1	4.0
教育通讯	0.9	-0.1	0.2	0.3	0.4	-0.8	1.9	1.1	1.0	1.1	1.2	1.1
运输服务	-0.6	0.3	0.6	0.2	1.4	0.4	4.1	4.3	4.1	2.2	1.3	1.5
汽车保险	-1.7	0.1	0.0	-0.3	-0.4	-	-2.0	0.2	0.8	0.2	0.5	2.8
股票	2.7	2.8	2.7	1.4	6.5	3.8	26.7	20.7	14.9	7.1	2.2	-3.4

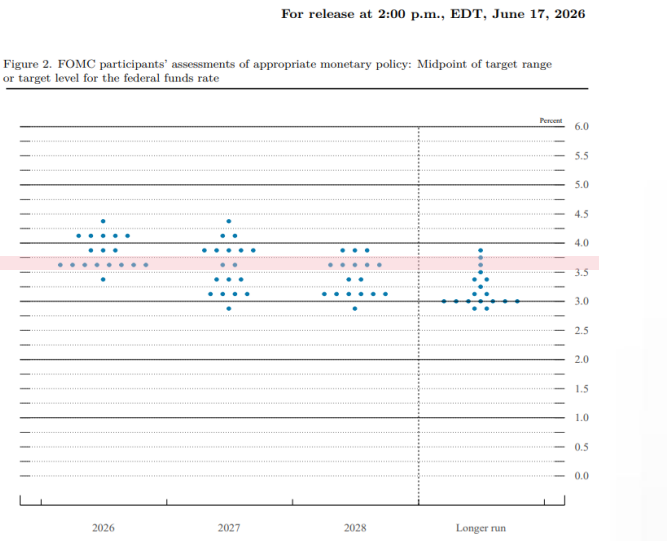
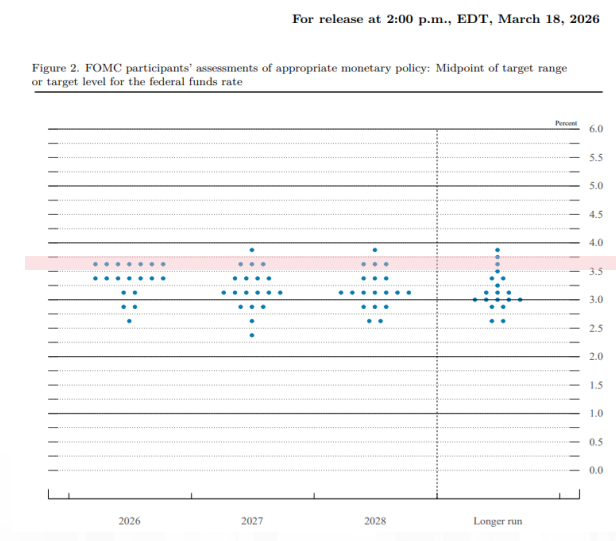
数据来源：银河期货，Bloomberg

图表 13: 美薪资增长率表现 (%)



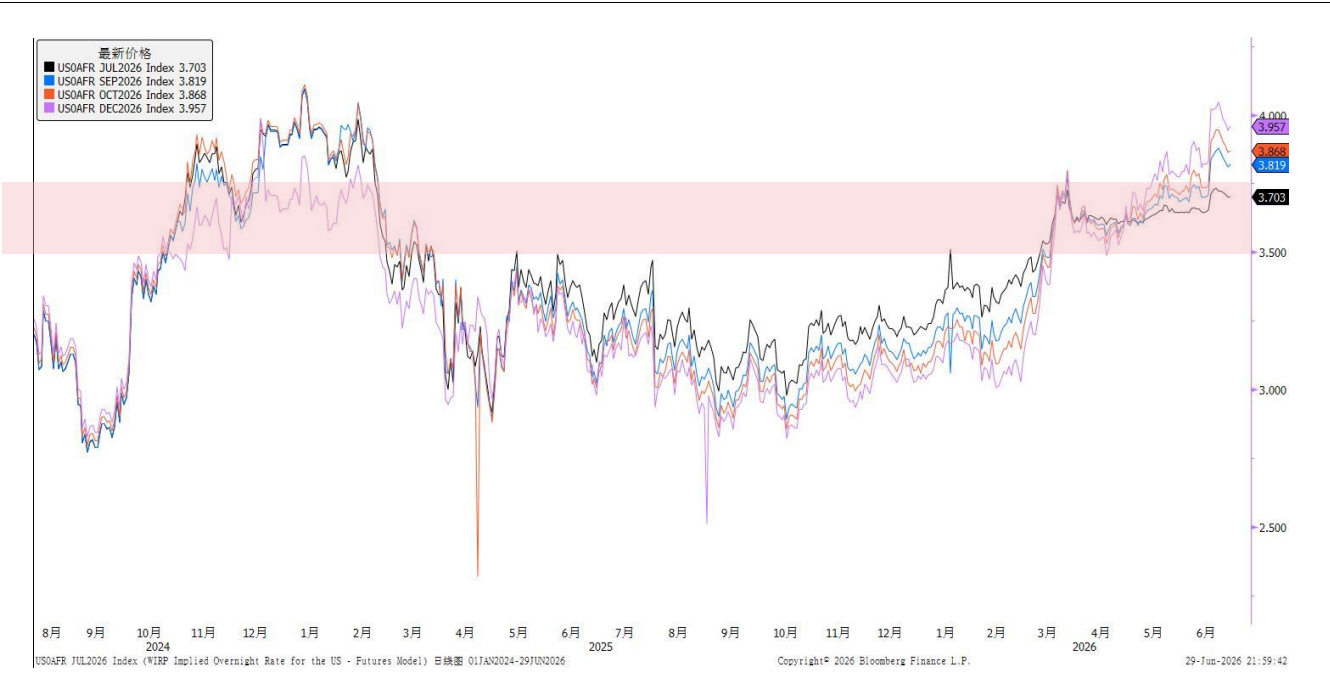
数据来源：银河期货，Bloomberg

图表 14: SEP 点阵图对比 (左三月、右六月)



数据来源：银河期货，iFinD

图表 15: 市场隐含基准利率预期 (2607、2609、2610、2612 议息会议)



数据来源: 银河期货, iFinD

### 三、宏观展望

进入下半年, 我们认为美国宏观图景有望逐步呈现出就业趋弱、通胀温和回落、政策路径面临重估的格局, 前期压制风险资产与贵金属的宏观叙事正在酝酿边际转换。前文我们已经进行了相应的预判, 世界杯效应的淡化以及能源外生冲击的减弱将促成就业趋弱与通胀回落的组合, 当前的宏观压力预计处于顶峰阶段, 后续有较大可能逐步转弱。

但是, 美联储在当前数据依赖框架下面临的尴尬在于就业市场尚未出现足以触发紧急降息的急剧恶化, 而通胀读数虽有望回落却仍需时间确认。这意味着政策路径的重估不会一蹴而就, 市场将在预期反复中度过三季度。但我们倾向于认为, 随着就业数据的逐步验证和通胀趋势的进一步确立, 当前市场对紧缩路径的过度定价将逐步得到修正, 宏观叙事的转向只是时间问题。当然, 这一基准判断的最大风险仍在于美伊局势的走向, 60 天谈判窗口的不确定性、霍尔木兹海峡的军事摩擦, 都有可能在任何时点重新点燃能源价格并扭转通胀回落的路径, 对此需要保持持续的跟踪与警惕。

## 第四部分 基本面情况

### 一、黄金

#### (一) 黄金供需平衡

根据世界黄金协会（WGC）的最新统计，2026年Q1全球黄金供给总量1230.9吨，环比减少6.1%，同比上升4.5%。金矿产量同比增长5.8%，达885吨；回收金供应量同比增长5.0%，达366吨。

2026年Q1黄金需求总量同比下降7.9%至1196吨。其中，投资活跃度显著降温，拖累黄金需求整体增长：全球黄金ETF持仓增量缩减为62吨，同比下行72.6%；金条与金币购买量上行，触及12年来峰值；全球央行购金量达244吨，购金规模仍处于历史高位；另外，尽管消费电子领域出现波动，但受益于人工智能相关应用的持续增长，科技用金需求总体保持稳定。

2026年整体来看，世界黄金协会认为：2026年，紧张的地缘政治局势或将再度成为左右黄金走势的关键因素，也有望继续支撑各央行购金需求维持高位，以及金条金币投资需求保持稳健。金饰需求的疲软态势或将延续，回收金市场亦难出现大幅增量。若无经济衰退发生，全球金饰消费额有望保持稳健，但金饰需求吨数或将延续2025年的疲软态势。全球央行购金需求预计将保持稳健，规模接近2025年水平。金矿供应量与回收金量或与去年持平，高利润率将激励矿商维持生产，回收金市场虽保持活跃但增长或受限。

图表 16：黄金供需平衡

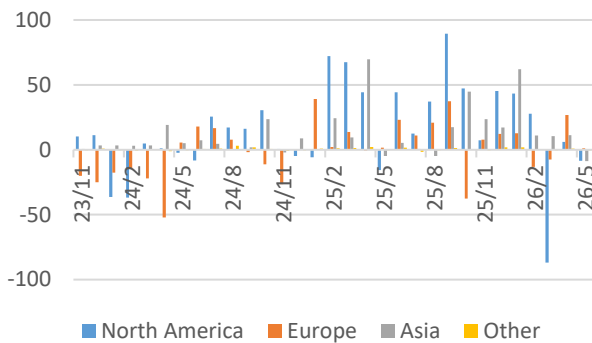
吨	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	Q1'26	Q1'2026环 比	Q1'2026 同比
<b>供应量</b>																			
金矿产量	3,272	3,362	3,516	3,581	3,658	3,605	3,484	3,579	3,646	3,641	3,650	3,672	864	950	1,033	968	885	-8.64%	2.44%
生产商净套保	105	13	38	-26	-12	6	-37	-5	-7	69	-54	-74	-7	-25	-18	-24	-20	-17.23%	181.43%
回收金	1,130	1,067	1,232	1,112	1,132	1,276	1,293	1,136	1,136	1,234	1,365	1,404	349	347	343	366	366	0.08%	5.02%
<b>总供应量</b>	<b>4,506</b>	<b>4,442</b>	<b>4,786</b>	<b>4,667</b>	<b>4,778</b>	<b>4,887</b>	<b>4,740</b>	<b>4,710</b>	<b>4,775</b>	<b>4,944</b>	<b>4,962</b>	<b>5,002</b>	<b>1,205</b>	<b>1,271</b>	<b>1,357</b>	<b>1,310</b>	<b>1,231</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.6%</b>
<b>需求量</b>																			
金饰制造	2,544	2,479	2,019	2,257	2,290	2,152	1,324	2,252	2,208	2,208	2,027	1,638	435	355	421	438	335	-23.52%	-22.92%
金饰消费	2,530	2,459	2,104	2,240	2,250	2,127	1,398	2,177	2,095	2,109	1,887	1,542	391	338	378	437	300	-31.42%	-23.39%
金饰库存	13	20	-85	17	40	25	-74	75	114	99	140	96	44	17	43	1	35	-	-18.85%
科技	355	338	329	339	342	333	309	337	315	305	326	323	80	79	82	82	82	-0.61%	1.49%
电子用金	284	268	262	272	275	269	255	279	258	249	271	270	67	66	69	69	69	0.29%	3.28%
其他行业	52	51	50	51	52	50	42	47	47	47	47	44	11	11	11	11	10	-5.45%	-7.96%
牙科	20	19	18	16	15	14	12	11	10	9	9	8	2	2	2	2	2	0.00%	-4.76%
投资	905	967	1,616	1,315	1,161	1,275	1,795	1,007	1,126	952	1,185	1,175	564	484	554	603	536	-11.16%	-4.97%
金条和金币总需求量	1,067	1,091	1,073	1,044	1,091	871	902	1,195	1,235	1,195	1,188	1,374	334	313	328	428	474	10.65%	41.97%
金条	781	791	798	780	776	584	543	828	814	787	863	1,068	265	248	251	331	398	20.04%	50.08%
官方金币	205	224	208	188	242	221	290	284	321	293	200	171	46	40	32	54	48	-11.60%	4.58%
奖章/仿制金币	81	76	68	76	73	67	69	86	100	115	126	135	23	25	46	42	28	-34.20%	22.91%
黄金ETFs及类似产品	-162	-124	543	271	70	404	893	-189	-109	-243	-3	801	230	171	226	175	62	-64.55%	-73.03%
各国央行和其他机构	601	580	395	379	656	605	255	450	1,080	1,051	1,092	863	237	179	226	208	244	17.39%	2.83%
<b>黄金需求</b>	<b>4,405</b>	<b>4,364</b>	<b>4,359</b>	<b>4,290</b>	<b>4,449</b>	<b>4,365</b>	<b>3,683</b>	<b>4,046</b>	<b>4,729</b>	<b>4,516</b>	<b>4,631</b>	<b>4,999.4</b>	<b>1,316</b>	<b>1,097</b>	<b>1,283</b>	<b>1,307</b>	<b>1,196</b>	<b>-8.47%</b>	<b>-9.10%</b>
<b>供需平衡</b>	<b>102</b>	<b>78</b>	<b>427</b>	<b>377</b>	<b>330</b>	<b>522</b>	<b>1,058</b>	<b>663</b>	<b>46</b>	<b>428</b>	<b>331</b>	<b>3</b>	<b>-111</b>	<b>175</b>	<b>75</b>	<b>-20</b>	<b>35</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

数据来源：世界黄金协会，银河期货

### (二) 黄金 ETF 需求

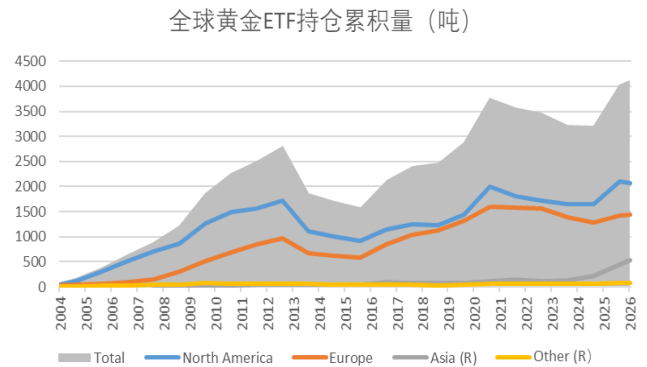
截止 5 月底，全球黄金 ETF 累积持仓达到 4120.83 吨，较 4 月底出现回落。5 月全球黄金 ETF 持仓减少 16.20 吨，分地区看，北美净流出 8.52 吨，欧洲净流入 1.21 吨，亚洲净流出 8.83 吨，其他地区流出 0.06 吨，和 4 月相比，基本转为净流出。

图表 17: 不同区域黄金 ETF 流向变化



数据来源：银河期货，WGC

图表 18: 全球黄金 ETF 持仓

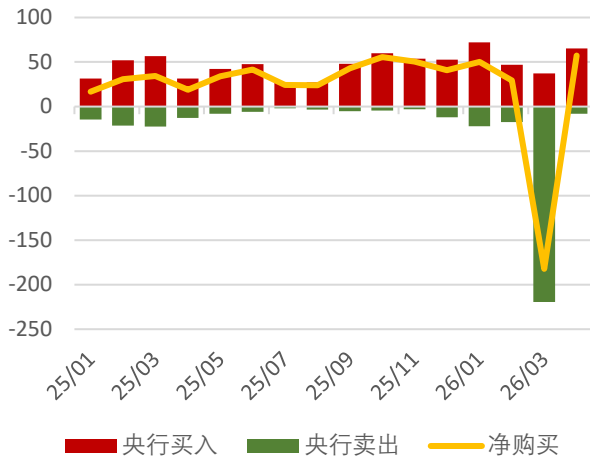


数据来源：银河期货，WGC

### (三) 央行购金

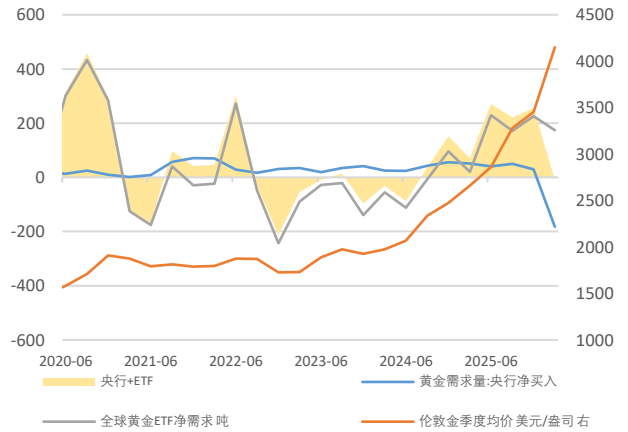
截止 4 月底，全球央行再度恢复净购买，合计净购金 57.26 吨，较 3 月净售出情况出现明显好转。4 月底，全球央行累计净售出 45.48 吨。从央行购金、ETF 买入结合金价运行情况来看央行购金行为在当前市场环境下，更多扮演的是底部夯实者而非趋势逆转者的角色。从资产定价的层面来看，官方部门的黄金储备增持，的确为贵金属市场提供了强有力的心理锚定效应与阶段性的实物买盘支撑。尤其在金价经历剧烈回调、市场情绪趋于谨慎之际，央行持续的购金动作能够显著抬升市场的底部预期，抑制恐慌性抛售的蔓延，并给予中长期投资者信心上的护持。然而，这种由机构配置需求所带来的支撑，在宏观流动性主导的定价逻辑面前，其实际效力往往局限于此。央行购金虽然体量可观，但其买入节奏具有规划性与逆周期性，并不因价格波动而显著调整，其核心目的在于储备资产多元化的战略配置，而非对短期价格走势进行博弈。

图表 19: 月度央行购/售金统计



数据来源: 银河期货, WGC

图表 20: 央行购金、ETF 及金价表现



数据来源: 银河期货, WGC, iFinD

## 二、白银

从金融属性来看，白银价格运行的大方向仍然主要跟随黄金，但在波动弹性上通常显著高于黄金。换言之，当市场交易的是美元信用、实际利率、地缘冲突和流动性环境这些宏观变量时，白银本质上仍是“高贝塔版黄金”。此前，在现货紧张、ETF 资金流入以及风险偏好共振的背景下，白银一度显著跑赢黄金，但随着 3 月中下旬中东战争升级、能源冲击推升市场对“更久维持高利率”乃至加息的担忧，银价回撤幅度明显大于金价，金银比当前处于 60 左右，属于相对更“正常”的水平。因此，我们倾向于白银相对于黄金的阶段性估值重估已大体完成；后续若没有新的独立供需矛盾进一步发酵，白银大概率仍将以跟随黄金为主，但涨跌斜率和波动率会继续高于黄金。

从基本面（工业属性）看，白银又不只是黄金的“影子资产”。此前白银之所以能够在金价走强的同时走出过一段独立行情，很大程度上源于其自身供需矛盾在过去一段时间持续积累：全球白银市场已连续多年处于供不应求状态，世界白银协会在最新的 2 月展望中预计 2026 年仍将录得约 6700 万盎司（约 2084 吨）的供需缺口，为连续第六年出现年度短缺，并明确指出市场仍将继续依赖地上库存的释放来弥补缺口。与此同时，库存层面的紧缺格局也没有因为银价的下跌得到根本逆转，LBMA 披露伦敦仓库截至 5 月底的白银库存较前月略有回升至 27453.68 吨（环比减少 0.12%），COMEX 的白银库存到 5 月底也回落至约 9843.98 吨（环比增加 0.42%），而国内上期所、上金所的白银库存截至 5 月底约 1822.81 吨。另外，从上金所递延费支付方向来看，国内白银买盘需求仍然较为旺盛。

总体而言，白银基本面的强势并不意味着价格可以脱离宏观环境独立运行。它的特殊之处就在于同时兼具贵金属的金融属性和工业金属的需求属性，因此一旦宏观主线发生切换，价格表现往往会比黄金更加剧烈。5月，在中东局势陷入僵局、市场担忧能源冲击抬升美国通胀、并进一步迫使美联储更长时间维持高利率的背景下，白银并没有因为“供需偏紧”而独善其身，反而由于其对流动性和风险偏好更敏感，跌幅显著大于黄金。也正因为如此，如果后续战争演变真的引发宏观层面的转向，例如市场开始重新交易“高油价—高通胀—高利率维持更久”，那么需要重点关注白银ETF和其他投资性持仓的结构变化。一旦部分前期沉淀在ETF中的配置资金因为宏观预期变化而流出，相关持仓减少就可能转化为更多可流通库存的释放，从而阶段性缓解现货偏紧，并对白银价格形成额外压力。

综上，我们倾向于当前白银市场更像是处在一轮历史罕见急涨急跌之后的再平衡阶段，并非简单进入单边下跌或单边上涨的新周期。一方面，白银此前由ETF投资需求、工业需求以及内外盘库存错位共同推动的强势逻辑，并未被彻底证伪，全球供需缺口、库存结构紧张和资源属性的支撑仍在；但另一方面，战争所带来的宏观新矛盾——尤其是能源价格、利率预期、美元流动性和地缘消息反复——正在压制市场对这些基本面利多逻辑。从当前情况看，白银短期内大概率既难迅速重回此前那种逼空式上行节奏，也很难在基本面未明显松动的情況下彻底转入熊市，更现实的情形是继续处在高波动、高博弈的调整期。在此阶段，白银大概率仍会继续紧密跟随黄金运行，但由于其金融属性与工业属性交织、且对流动性更为敏感，其波动幅度和交易难度预计都将继续高于黄金。

图表 21 : 白银供需平衡

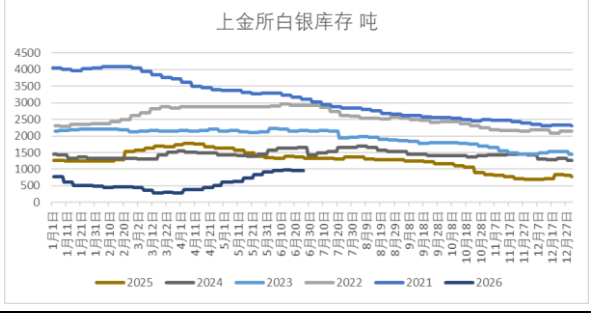
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	YoY 2025	YoY 2026
矿产银	27996	26870	26463	26046	24379	25841	26108	25278	25496	25971	26255	1.9%	1.1%
回收银	4861	4983	5048	5095	5614	5931	6019	5707	6031	6009	6572	-0.4%	9.4%
净套保	0	0	0	432	264	0	0	0	0	28	311	-	1011.1%
官方售银	34	31	37	47	37	47	53	50	47	47	31	0.0%	-33.3%
<b>总供给</b>	<b>32892</b>	<b>31884</b>	<b>31548</b>	<b>31620</b>	<b>30295</b>	<b>31819</b>	<b>32180</b>	<b>31035</b>	<b>31573</b>	<b>32055</b>	<b>33169</b>	<b>1.53%</b>	<b>3.47%</b>
工业需求	15272	16423	16354	16342	15922	17545	18423	20438	21166	21070	19892	-0.5%	-5.6%
电子电器	9611	10547	10277	10158	9997	10908	11530	13822	14323	14482	13154	1.1%	-9.2%
光伏	2538	3089	2706	2330	2575	2765	3673	5994	6146	6087	4697	-1.0%	-22.8%
其他	7073	7459	7571	7829	7421	8143	7857	7829	8177	8395	8458	2.7%	0.8%
焊料合金	1527	1583	1617	1630	1477	1571	1530	1561	1605	1645	1586	2.5%	-3.6%
其他	4134	4292	4463	4554	4445	5067	5362	5057	5238	4942	5155	-5.6%	4.3%
摄影	1079	1008	977	955	837	862	862	849	793	753	700	-5.1%	-7.0%
银首饰	5882	6103	6320	6270	4694	5661	7294	6317	6491	6103	4958	-6.0%	-18.8%
银器	1664	1848	2087	1907	970	1266	2286	1714	1686	1431	1042	-15.1%	-27.2%
实物投资	6622	4846	5160	5829	6473	8843	10522	7599	5938	6358	8013	7.1%	26.0%
净套保	373	34	230	0	0	109	557	358	134	0	0	-	-
<b>总需求</b>	<b>30892</b>	<b>30261</b>	<b>31128</b>	<b>31303</b>	<b>28895</b>	<b>34285</b>	<b>39943</b>	<b>37274</b>	<b>36208</b>	<b>35713</b>	<b>34606</b>	<b>-1.37%</b>	<b>-3.10%</b>
<b>供需平衡</b>	<b>2000</b>	<b>1624</b>	<b>420</b>	<b>317</b>	<b>1400</b>	<b>-2467</b>	<b>-7763</b>	<b>-6239</b>	<b>-4634</b>	<b>-3658</b>	<b>-1440</b>	<b>-21.07%</b>	<b>-60.62%</b>

数据来源：世界黄金协会，银河期货

贵金属半年报

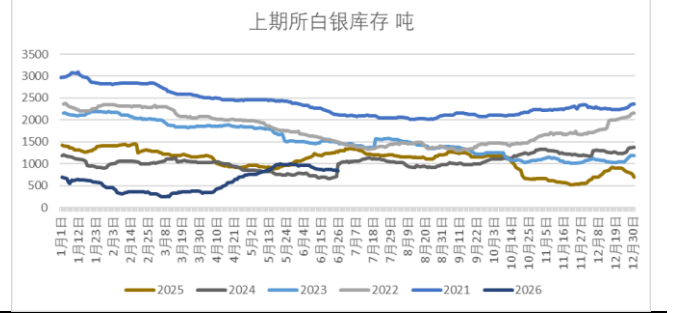
2026年6月30日

图表 22 : 上金所白银库存



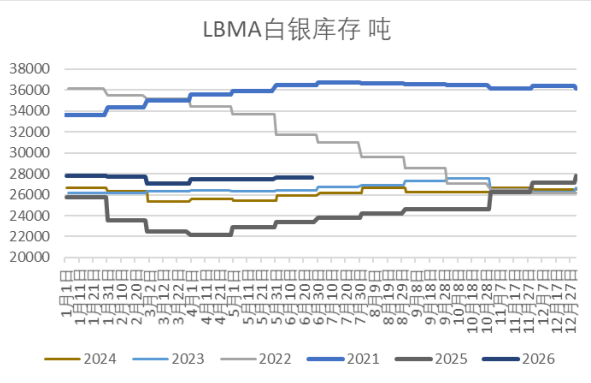
数据来源: iFinD, 银河期货

图表 23 : 上期所白银库存



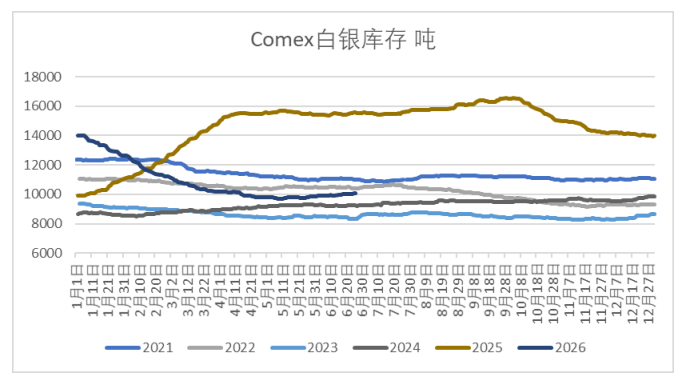
数据来源: iFinD, 银河期货

图表 24 : 伦敦 LBMA 市场白银库存



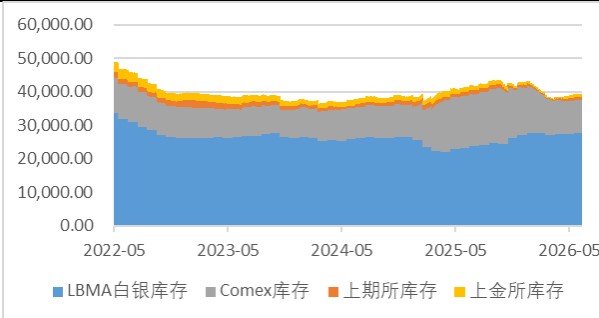
数据来源: iFinD, 银河期货

图表 25 : 美国 Comex 市场白银库存



数据来源: iFinD, 银河期货

图表 26 : 四个交易所总白银库存



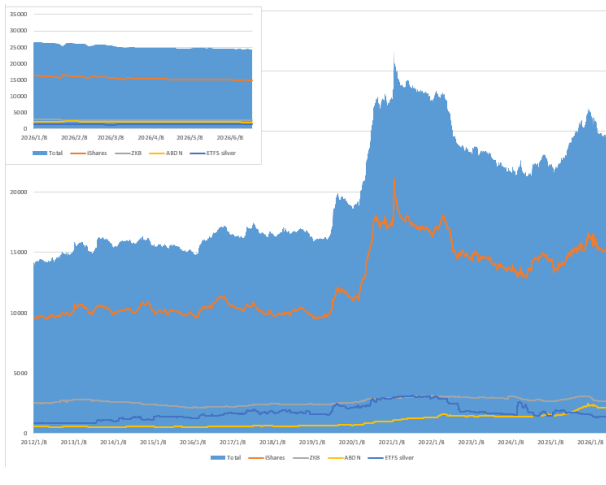
数据来源: iFinD, 银河期货

图表 27 : 国内白银升贴水 (对白银 td)



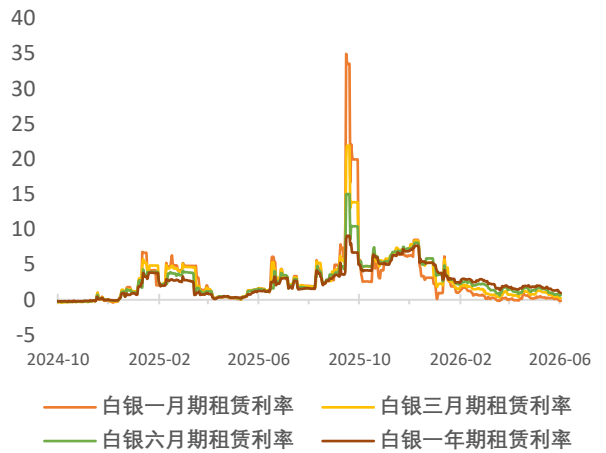
数据来源: SMM, 银河期货

图表 28: 全球白银 ETF 总持仓及头部 ETF 持仓



数据来源: 银河期货, 彭博

图表 29: 白银租赁利率



数据来源: 银河期货, 彭博

### 三、铂、钯基本面

#### (一) 铂钯供需平衡

根据世界铂金协会及企业财报, 2026 年预计: (1) 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, 但其余地区如俄罗斯及津巴布韦存在减量, 此长彼消的情况下, 预计在 2026 年原生端供给将减少 0.1% 至 172.69 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 42.46 吨, 同比增长 10.0%, 珠宝首饰回收供给将增加 3.9% 至 11.51 吨。总供给将因此获得 1.9% 的增长, 达到 229.45 吨 (2) 总需求将会延续缩减趋势, 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 2.4% 至 92.04 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 11.60% 至 60.90 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流入 14 吨。(3) 供需平衡方面, 基本呈现供需紧平衡状态, 在投资需求相对悲观的情况下, 有 9 吨的短缺。

图表 30: 铂金供需平衡表 (吨)

吨	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026f	YOY(%) 2025	YOY(%) 2026
<b>供给</b>												
<b>精炼产量</b>												
南非	137.91	140.21	136.05	102.58	145.50	121.77	123.08	128.55	123.08	124.57	-4.3%	1.2%
俄罗斯	22.36	20.71	22.27	21.90	20.28	20.62	20.96	21.06	21.06	20.09	0.0%	-4.6%
津巴布韦	14.74	14.49	14.25	13.93	15.09	14.93	15.77	15.92	16.02	15.80	0.6%	-1.4%
加拿大	7.53	6.81	7.06	6.41	4.60	5.26	5.63	4.98	4.63	4.32	-6.9%	-6.7%
美国	3.98	4.04	4.04	4.14	3.86	2.99	3.02	3.27	1.96	1.93	-40.0%	-1.6%
其他	6.38	5.79	5.26	6.22	6.41	6.22	5.91	5.94	6.10	5.97	2.6%	-2.0%
<b>回收</b>												
汽车催化剂	41.74	43.82	50.14	48.30	50.36	42.61	34.65	36.17	38.60	42.46	6.7%	10.0%
首饰回收总量	17.29	15.61	14.81	13.13	13.13	11.57	10.30	9.27	11.07	11.51	19.5%	3.9%
电子产品回收总量	2.05	2.08	2.15	2.05	2.08	2.15	2.21	2.36	2.52	2.77	6.6%	9.9%
<b>总供给</b>	<b>253.99</b>	<b>253.59</b>	<b>256.04</b>	<b>218.69</b>	<b>261.30</b>	<b>228.11</b>	<b>221.52</b>	<b>227.46</b>	<b>225.06</b>	<b>229.45</b>	<b>-1.1%</b>	<b>1.9%</b>
<b>需求</b>												
<b>汽车</b>	97.82	91.20	83.64	68.43	76.70	86.03	99.66	96.67	94.27	92.04	-2.5%	-2.4%
<b>首饰</b>	70.05	68.27	65.50	56.92	60.71	58.47	57.51	62.46	68.86	60.90	10.3%	-11.6%
<b>工业</b>												
电子产品总需求	5.04	4.91	4.48	4.04	4.20	3.30	2.77	2.89	3.08	3.70	6.5%	20.2%
医疗总需求	16.89	16.89	17.26	15.92	16.61	17.26	18.16	19.16	19.91	21.03	3.9%	5.6%
玻璃总需求	8.55	13.56	6.07	12.91	22.74	9.89	18.01	23.64	5.04	9.02	-78.7%	79.0%
化工总需求	16.17	16.45	24.91	20.12	19.35	21.46	25.78	19.63	17.98	19.04	-8.4%	5.9%
石油总需求	6.41	6.16	6.81	3.39	5.26	6.00	4.98	4.95	5.66	4.11	14.5%	-27.5%
氢能需求	0.65	0.62	0.90	0.87	0.53	0.40	0.68	1.24	2.02	2.15	62.5%	6.2%
其他工业总需求	17.11	19.41	19.32	16.27	17.17	17.79	18.94	18.76	18.66	18.60	-0.5%	-0.3%
<b>投资</b>												
实物投资	8.93	13.00	8.86	18.76	10.58	8.49	9.77	6.38	12.50	16.58	96.1%	32.6%
ETF持有量变化	3.27	-7.62	30.82	15.77	-7.50	-17.39	-2.30	9.21	2.18	-2.36		
交易所持有库存变化	-1.40	-0.62	-0.62	14.25	4.32	-9.55	0.44	1.56	4.67	6.22		
<b>总需求</b>	<b>252.28</b>	<b>243.48</b>	<b>269.20</b>	<b>219.16</b>	<b>222.02</b>	<b>221.27</b>	<b>253.52</b>	<b>263.42</b>	<b>245.50</b>	<b>238.56</b>	<b>-1.9%</b>	<b>-0.1%</b>
<b>实物盈余/缺口</b>	<b>1.71</b>	<b>10.11</b>	<b>-13.16</b>	<b>-0.47</b>	<b>39.28</b>	<b>6.84</b>	<b>-32.01</b>	<b>-35.96</b>	<b>-20.43</b>	<b>-9.11</b>	<b>-14.0%</b>	<b>-32.3%</b>

数据来源: 银河期货, WPIC, Metal Focus

根据庄信万丰及企业财报对于 2026 年的预测: (1) 2026 年铂金总供应将出现 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 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。(2) 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。(3) 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。

图表 31: 钯金供需平衡表 (吨)

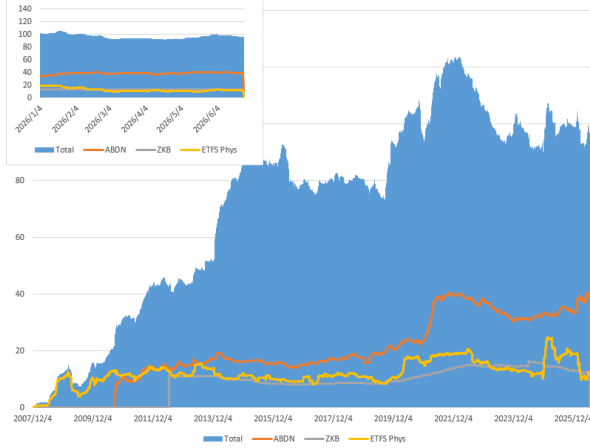
吨	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025f	YOY(%) 2025	2026f	YOY(%) 2026
<b>供给</b>															
南非	66.13	83.45	79.94	79.22	79.10	79.97	61.43	82.27	71.16	73.40	75.27	70.51	-6.32	70.92	0.58
俄罗斯	80.53	75.71	86.50	76.27	92.56	92.91	81.99	83.64	68.43	83.98	85.53	79.82	-6.68	77.94	-2.36
北美	27.71	27.18	28.52	29.73	32.19	32.41	30.79	28.24	25.88	26.84	25.32	21.31	-15.85	19.88	-6.69
津巴布韦	10.17	9.95	12.32	12.01	12.22	11.79	12.75	12.19	12.72	13.28	13.03	13.53	3.82	12.53	-7.39
其他	4.98	4.48	4.01	4.07	4.20	4.35	5.75	6.59	7.31	7.68	7.81	7.93	1.59	7.93	0.00
<b>原生总供给</b>	<b>189.51</b>	<b>200.77</b>	<b>211.29</b>	<b>201.30</b>	<b>220.27</b>	<b>221.43</b>	<b>192.72</b>	<b>212.93</b>	<b>185.50</b>	<b>205.19</b>	<b>206.96</b>	<b>193.10</b>	<b>-6.70</b>	<b>189.20</b>	<b>-2.02</b>
<b>回收</b>															
汽车	82.11	76.92	77.39	88.86	96.76	105.91	97.29	103.85	101.30	89.11	91.44	95.11	4.01	112.24	18.00
汽车及其他	64.60	60.71	61.77	73.31	81.62	90.70	83.64	89.76	86.78	74.31	76.17	79.78	4.74	94.14	18.00
电子及其他	14.74	14.77	14.96	14.90	14.77	14.84	13.37	13.81	14.21	14.49	14.96	15.02	0.42	17.73	18.00
珠宝	2.77	1.43	0.65	0.65	0.37	0.37	0.28	0.28	0.31	0.31	0.31	0.31	0.00	0.37	18.00
<b>总供给</b>	<b>271.63</b>	<b>277.69</b>	<b>288.67</b>	<b>290.16</b>	<b>317.04</b>	<b>327.33</b>	<b>290.01</b>	<b>316.79</b>	<b>286.81</b>	<b>294.30</b>	<b>298.41</b>	<b>293.31</b>	<b>-1.71</b>	<b>301.44</b>	<b>2.77</b>
<b>需求</b>															
汽车	232.87	238.16	249.42	261.98	274.86	300.93	265.44	262.89	261.67	272.68	258.56	246.53	-4.66	240.11	-2.60
化工	9.74	13.97	13.03	13.53	18.82	16.48	15.49	18.44	18.72	16.76	16.98	16.61	-2.20	17.44	5.00
牙科及生物医学	14.59	14.74	13.53	12.38	11.32	9.95	7.09	6.47	5.88	5.97	5.51	5.26	-4.52	5.52	5.00
电子	30.17	28.09	27.12	26.25	23.89	22.11	19.78	20.19	17.01	16.05	16.64	16.86	1.31	16.69	-1.00
投资	29.33	-20.50	-20.09	-12.01	-17.85	-2.71	-5.91	0.53	-3.39	1.90	7.12	-1.15	-116.16	0.62	-
珠宝	8.46	6.84	5.88	5.19	4.60	3.98	2.64	2.74	2.71	2.71	2.64	2.64	0.00	2.64	0.00
污染处理	1.68	1.74	2.21	2.43	2.67	2.49	2.33	2.86	3.17	3.83	3.86	4.04	4.84	4.20	3.85
其他	2.52	3.23	3.55	2.83	3.64	3.73	2.89	2.99	2.55	2.64	2.67	3.05	13.95	2.88	-5.38
<b>总需求</b>	<b>329.35</b>	<b>286.28</b>	<b>294.64</b>	<b>312.59</b>	<b>321.95</b>	<b>356.97</b>	<b>309.76</b>	<b>317.10</b>	<b>308.33</b>	<b>322.54</b>	<b>313.99</b>	<b>293.83</b>	<b>-6.42</b>	<b>290.11</b>	<b>-1.27</b>
<b>供需平衡</b>	<b>-57.73</b>	<b>-8.58</b>	<b>-5.97</b>	<b>-22.43</b>	<b>-4.91</b>	<b>-29.64</b>	<b>-19.75</b>	<b>-0.31</b>	<b>-21.52</b>	<b>-28.24</b>	<b>-15.58</b>	<b>-0.53</b>	<b>-</b>	<b>11.33</b>	<b>-</b>

数据来源: 银河期货, Johnson Matthey, 企业财报

(二) ETF 需求及租赁利率表现

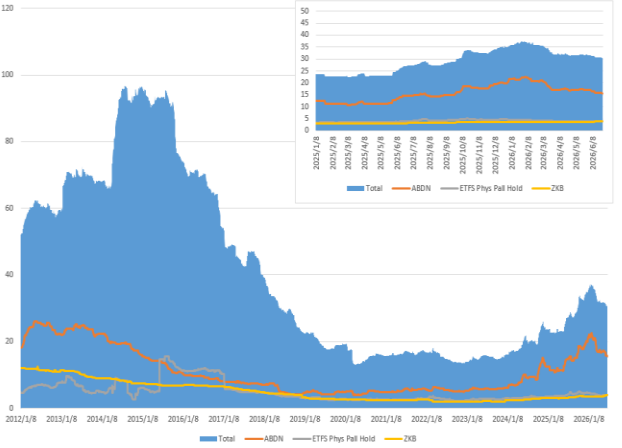
投资领域，铂、钯 ETF 基金持仓在 2026 年一月以后价格回调阶段也出现明显回退，贵金属价格回调期，资金保持小幅流出状态，但铂金 ETF 总体维持高位，钯金 ETF 总体仍处于上行趋势。从租赁利率的情况来看，现货紧缺情况较年初已有明显好转。

图表 32: 铂金 ETF 持有量 (吨)



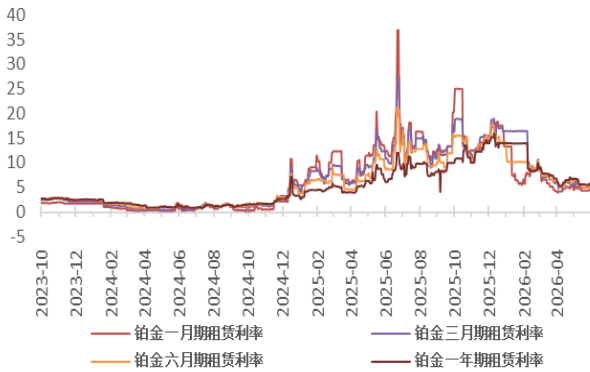
数据来源: 银河期货, Bloomberg

图表 33: 钯金 ETF 持有量 (吨)



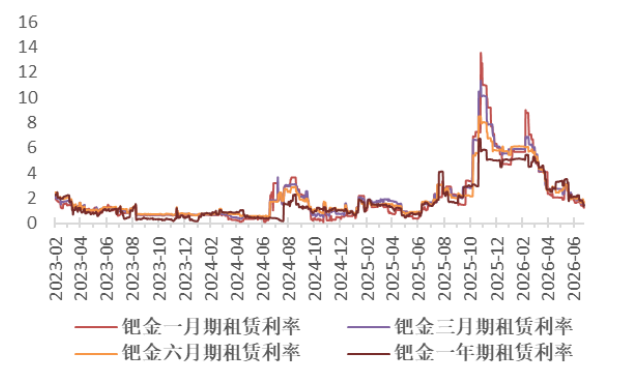
数据来源: 银河期货, Bloomberg

图表 34: 铂金租赁利率



数据来源: 银河期货, Bloomberg

图表 35: 钯金租赁利率



数据来源: 银河期货, Bloomberg

## 免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

**银河期货版权所有并保留一切权利。**

### 联系方式

银河期货有限公司 / 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街8号北京IFC国际财源中心A座31/33层

上海：上海市虹口区东大名路501号上海白玉兰广场28层

网址：[www.yhqh.com.cn](http://www.yhqh.com.cn)

电话：400-886-7799