

# 贵金属 货币政策转向 黄金或将回落

投资咨询业务资格：

证监许可[2012]338号

恒力期货研究院

2026.6.30

研究员

杨力

从业资格证号：F03150619

投资咨询证号：Z0023369

邮箱：

yangli@hengliqihuo.com

相关研究报告

专题：降息环境下的黄金需求  
结构性需求跃升 2026.01

专题：美伊冲突升级，黄金避  
险光环为何黯然失色？  
2026.3

专题：低库存与降息预期共  
振，白银反弹一触即发？  
2026.03

专题：黄金褪去高光，价格悄  
然下行 2026.06

投资要点：

- 美联储货币政策扮演着驱动贵金属价格的核心角色。无论是加息抑制通胀的鹰派紧缩，还是降息托底经济的鸽派宽松，都会通过实际利率和美元指数两大渠道，深刻影响黄金白银定价逻辑。
- 当前美国通胀攀升、劳动力市场稳步增长，美联储正站在结束宽松的关键节点。美联储新任改革派主席沃什首秀鹰派倾向明显，控制通胀的决心清晰。尽管美国经济不确定性仍处于高位，但美国经济活动仍在稳健扩张。新增就业与劳动力增长基本保持同步，导致实际利率曲线攀升。
- 黄金作为无息资产，价格与美元实际利率呈强负相关。受到美国经济稳健扩张支撑，预计2026年降息周期有望结束。这一鹰派倾向，不仅重塑了美债收益率曲线，也降低了投资者对黄金白银的配置热情。
- 贵金属或将受到压力。目前美联储完成新旧更替，新任主席沃什偏鹰派的货币导向，将导致美元利率路径转折，促使美元强势回归，美元指数在攻破100强阻力位后继续攀升，从而施加对黄金的不利影响。投资者应把握主线、容忍波动，在趋势与节奏之间寻求平衡。
- 风险因素：警惕美国经济滞胀与硬着陆。

重要事项：本报告中发布的观点和信息仅供恒力期货的专业投资者参考。若您并非恒力期货客户中的专业投资者，请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

## 正文目录

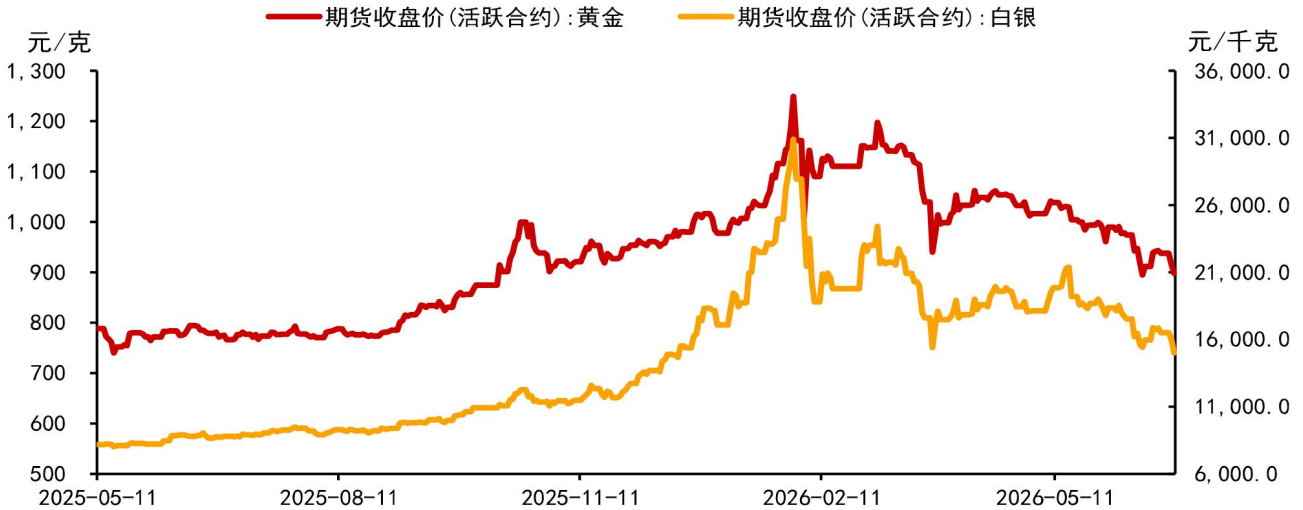
1. 贵金属价格走势回顾 .....	3
2. 利率中枢或将上移 .....	4
2.1. 通胀上升 .....	4
2.2. 就业稳增 .....	5
3. 美联储降息周期有望结束 .....	5
4. 财政扩张为经济注入增长预期 .....	7
5. 价差波动回归，关注汇率影响 .....	8
6. 强势美元有望延续，贵金属可能迎来挫折 .....	9

## 图表目录

图 1 2026 年黄金白银行情走势（单位：元/克 元/千克） .....	3
图 2 美国通胀同比 CPI、PCE（单位：%） .....	4
图 3 中国通胀同比 CPI、PPI（单位：%） .....	4
图 4 美国非农就业人数（单位：千人） .....	5
图 5 中美失业率（单位：%） .....	5
图 6 2026 年美国降息次数预测（单位：次） .....	6
图 7 美国利率中枢预测（单位：%） .....	6
图 8 美国失业率预测（单位：千人） .....	7
图 9 美国通胀预测（单位：%） .....	7
图 10 制造业 PMI（单位：%） .....	7
图 11 OECD 领先指标（单位：%） .....	7
图 12 黄金内外价差（单位：元/克） .....	8
图 13 白银内外价差（单位：元/千克） .....	8
表 1 全球白银供需平衡表（单位：吨） .....	9

## 1. 贵金属价格走势回顾

图 1 2026 年黄金白银行情走势（单位：元/克 元/千克）



数据来源：交易所行情数据 恒力期货研究院（右轴：白银）

贵金属上半年呈现回落走势，美伊地缘冲突是市场的核心主线。1月在地缘风险、美联储独立性风险、白银挤仓风险等多因素叠加下，金银共振上行。1月末特朗普提名沃什为美联储主席，由于其偏鹰派的利率导向，金银价格出现回落。2月末美伊冲突爆发，通胀抬升引发美联储加息担忧，持续压制价格。结合海外部分央行逢高抛售黄金压力，进一步打压贵金属价格。

金银价格经历了3月美伊地缘冲突带来的下跌，4月地缘局势趋于缓和，原油价格回落带动市场风险偏好改善，金银价格同步反弹。进入4月下旬，美伊谈判趋于僵持，霍尔木兹海峡维持封锁，原油价格再度冲高，金银与油价呈现此消彼长态势。叠加4月议息会议美联储态度整体偏鹰，导致市场降息预期低迷，对贵金属市场形成压制。

5月金银价格震荡。月初美伊谈判向转好的方向推进，原油价格回落带动贵金属价格出现反弹。5月上旬秘鲁能源危机禁令，带动金属品种银、铜等共振上行，对盘面带来新的提振，但贵金属价格冲高后旋即回落。美伊谈判在波折中前进，贵金属市场缺乏买盘。

6月随着美国非农就业好于预期，贵金属价格再度下跌。美国5月新增非农就业人数大超预期，世界杯带来的赛事效应继续强化经济韧性，导致美联储的加息预期强化。6月中旬美伊达成和平协议框架，驱动贵金属超跌后出现反弹。随之而来的美联储议息虽然按兵不动，但新任主席沃什表达了旗帜鲜明的鹰派信号，强势美元再度对贵金属形成压力。

## 2. 利率中枢或将上移

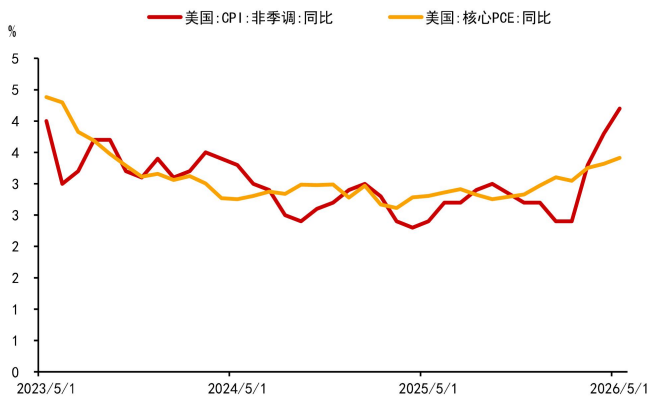
### 2.1. 通胀上升

2月末美伊冲突爆发带动油价大幅上涨后,美国通胀数据CPI持续回升,3-5月美国CPI同比分别为3.3%、3.8%、4.2%,核心CPI同比分别为2.6%、2.8%、2.9%。能源价格上涨提供了CPI上行的核心驱动,而剔除能源与食品后的核心CPI维持温和增长。从CPI上行的斜率来看,由于二季度油价表现为高位上行,CPI斜率增速较大,但上升的斜率可能随着美伊谈判取得进展、油价回落而放缓。

6月美伊签署谅解备忘录,霍尔木兹海峡重启。随着原油价格下跌,市场预期通胀压力有望减弱。但自美伊冲突以来,美国通胀数据持续超预期。4月CPI同比上涨3.8%,PPI同比飙升6.0%。5月美国通胀再度升温,能源价格上涨加重居民生活成本压力,但剔除能源与食品波动项后的核心通胀压力有所缓和。5月CPI同比涨幅达4.2%。美国通胀同比涨幅三年来首次突破4%,同比通胀率创下2023年4月以来新高。预示着中东乱局或将引发长期通胀压力,将刺激货币政策转向紧缩,导致黄金的抗通胀吸引力减弱。

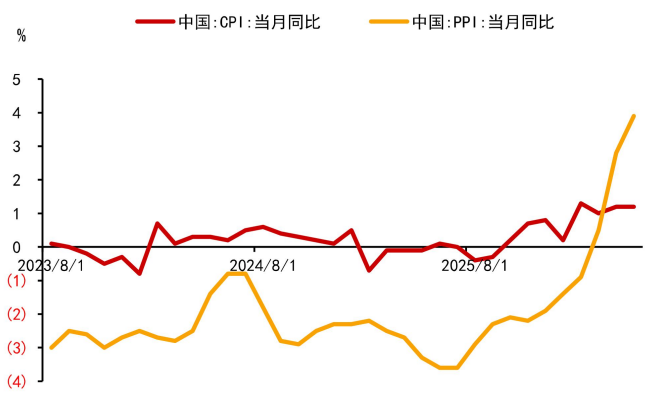
进一步把通胀拆分可以发现,即使把波动较大的能源和食品拆分出去,服务性通胀也在攀升。理发、就餐、学费、医保、房租,这些服务性通胀更具粘性。并且从通胀上游的生产者物价观察,也在助长服务性通胀继续上升预期。美国核心生产者物价从3月到4月上涨1%,较3月修正后的0.3%明显加速。批发服务价格则上涨1.2%,为四年来最大单月涨幅。5月生产者价格指数同比上涨6.5%,创2022年11月以来最大涨幅,高于市场预期的6.4%。消费者价格指数和生产者价格指数共同描绘出通胀持续升温的景象。表明地缘冲突正在深刻且广泛地对通胀形成结构性支撑,抑制通胀已成为美联储当前的首要任务。美联储应该采取偏紧缩的货币政策,以抑制通胀压力。从而导致实际利率上升,削弱黄金的持有价值。

图2 美国通胀同比 CPI、PCE (单位: %)



数据来源: WIND 恒力期货研究院

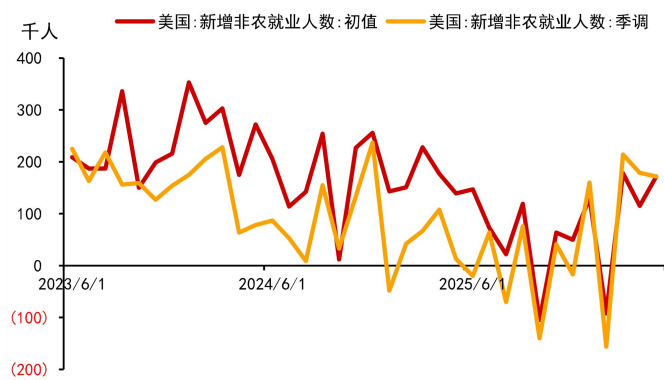
图3 中国通胀同比 CPI、PPI (单位: %)



数据来源: WIND 恒力期货研究院

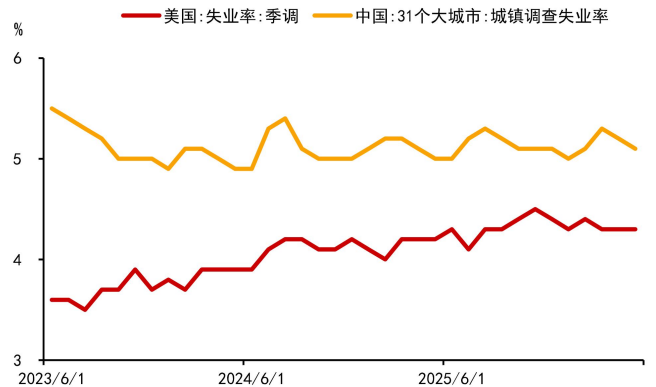
## 2.2. 就业稳增

图 4 美国非农就业人数（单位：千人）



数据来源：WIND 恒力期货研究院

图 5 中美失业率（单位：%）



数据来源：WIND 恒力期货研究院

美国 5 月非农就业人数大幅超出预期。经季节性调整后，非农就业人数 5 月大幅增加 17.2 万人，略低于上修后的 4 月 17.9 万人，但远超预期的 8 万人。失业率如预期维持在 4.3% 不变。美国 5 月就业增长激增，表明劳动力市场延续稳健扩张。

5 月美国就业增长的广度有所改善，多个行业均实现了稳健增长。休闲和酒店业以 7 万个新增岗位领跑所有行业，远高于过去一年平均每月 1.4 万人的水平，毕竟美国正在举办四年一次的世界杯。地方政府新增 5.5 万个岗位，医疗保健业贡献了 3.5 万个新岗位，与其平均水平基本持平。整体来看，特别是对比去年同期，劳动力市场明显更加强劲，没有任何迹象表明劳动力市场需要货币政策的扶持。

地缘冲突理应让黄金成为期货市场明星。然而，现实却与预期形成了鲜明反差，黄金不涨反跌，这一突兀走势打破了传统市场认知。在 5 月非农就业报告公布前，市场整体预期偏谨慎。由于过去数月能源价格的飙升，企业普遍维持低招聘的运营模式。但随着月度就业数据的更新，一扫市场阴霾。尽管新增就业主要集中在少数几个行业，但裁员规模也始终保持温和水平。并且越来越多迹象显示，人工智能技术正在开始对部分行业的人力需求产生积极影响，可见美国经济韧性犹存，为美联储加息扫清障碍。

## 3. 美联储降息周期有望结束

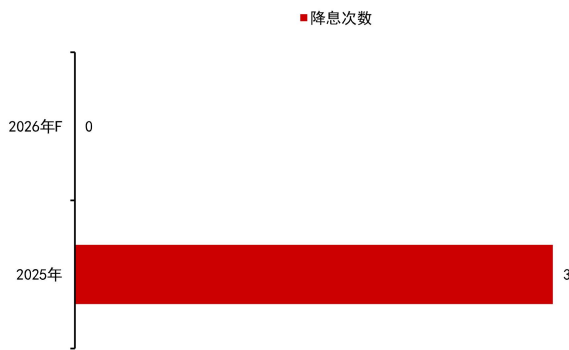
美国当前通胀上升、就业稳增，为美联储加息提供了现实基础。虽然 6 月美联储议息，维持利率目标区间在 3.5%—3.75% 之间未变，但远期利率点阵图显示今年晚些时候大概率加息。6 月议息一共 18 位执委参与，以 9 比 9 平分两派。一方预期利率维持不变或降息一次，另一方则预计至少加息一次，中位数指向加息

25个基点。值得注意的是，新任主席沃什并没有提交个人的前瞻性指引，同时弱化了点阵图的前瞻性。最新美联储利率点阵图显示，支持2026年加息人数增至9人，其中有一人支持激进加息75个基点，支持降息人数减至1人，支持利率不变人数为8人。

新任主席沃什对通胀态度强硬。在会后的新闻发布会上，稳定物价频繁出现。控制通胀的决心清晰，并且本次议息声明大幅精简，由之前的300字，减少至130字，简短精练，没有歧义。声明明确，尽管美国经济不确定性仍处于高位，部分原因来自中东冲突，但美国经济活动仍在稳健扩张。生产率增长和资本投资表现强劲。新增就业与劳动力增长基本保持同步，失业率变化不大。相较于委员会2%的目标，通胀水平仍然偏高，部分原因是供应冲击推动能源价格上涨。声明以美联储将致力于恢复物价稳定结尾，可见沃什对于通胀目标2%的坚定支持。市场也做出了相应反应，对政策敏感的2年期美国国债收益率飙升15个基点。黄金作为无息资产，价格与美元实际利率呈强负相关。

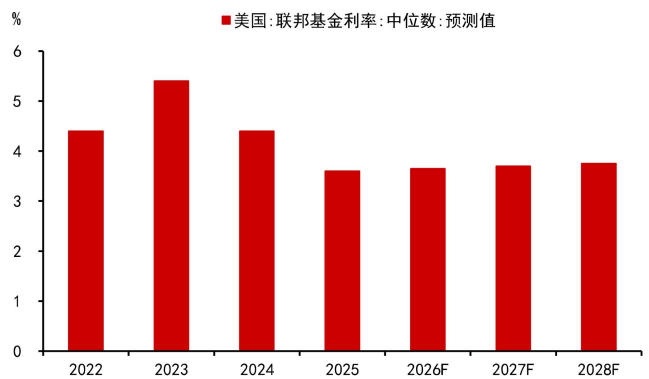
在这种环境下，投资者可以期待流动性预期带来的阶段性驱动机会，但也需警惕潜在的风险因素。根据美联储观察工具显示，2026年美联储可能由于通胀压力而无法降息。叠加美联储主席完成换届，新任主席沃什誓言将通过货币政策，促使通胀折返2%目标区间。货币政策预期仍然是2026年趋势性行情的重要驱动因素。

图6 2026年美国降息次数预测（单位：次）



数据来源：WIND 恒力期货研究院

图7 美国利率中枢预测（单位：%）

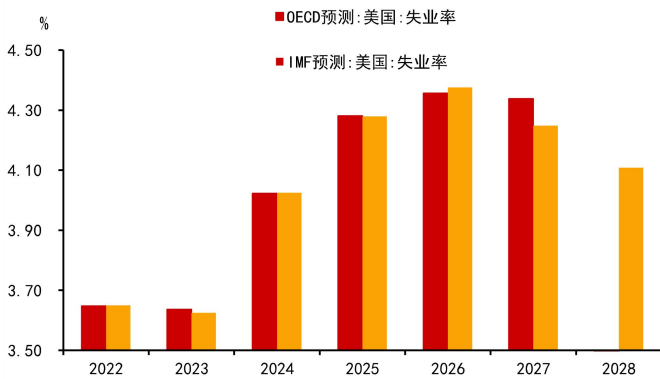


数据来源：WIND 恒力期货研究院

降息周期下流动性改善预期犹存。美联储持续的降息周期有助于改善市场流动性，降低融资成本，对金融市场尤其是贵金属等避险资产形成支撑。随着每次降息决议的公布，市场可能出现相应的波动，投资者需密切关注美联储议息会议及其声明中的措辞变化。

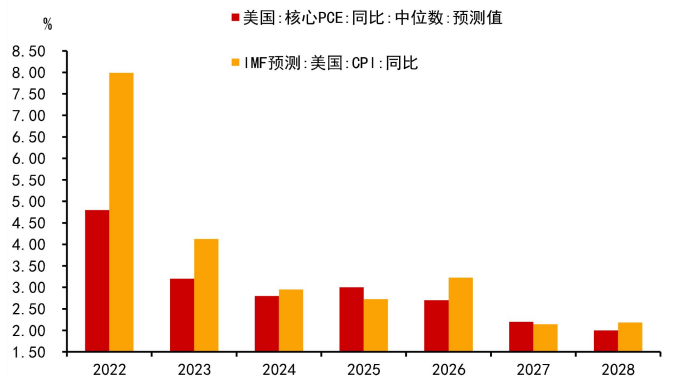
美国通胀与就业数据是指引美联储降息路径的重要指标。通胀表现决定降息延续性。如果通胀继续维持在温和水平，将进一步支持降息操作。就业表现决定降息节奏。若失业率显著上升或劳动力市场出现更大规模的恶化，可能会加速降息进程。

图 8 美国失业率预测 (单位: 千人)



数据来源: WIND 恒力期货研究院

图 9 美国通胀预测 (单位: %)

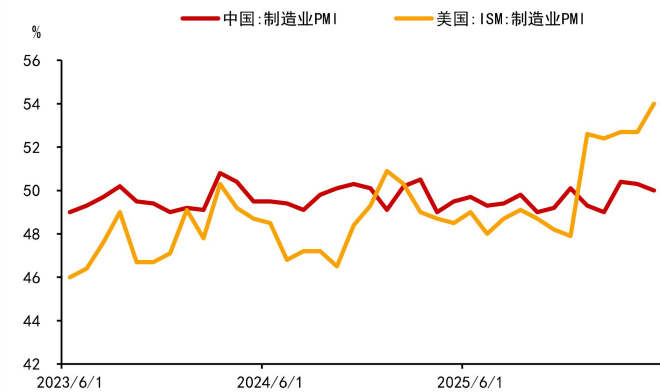


数据来源: WIND 恒力期货研究院

贵金属有望受益于宽松的货币政策环境。根据国际货币组织的预测, 2026 年美国劳动力市场或将复苏, 失业率有望走低, 以及通胀温和, 使得美联储在货币政策上更加灵活。在全球经济不确定性增加的情况下, 黄金白银有望继续保持强势。

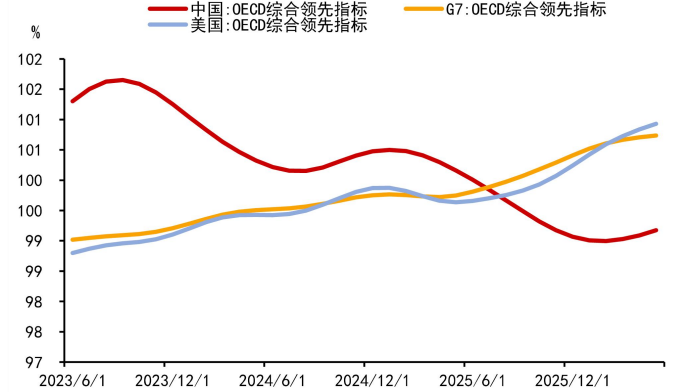
## 4. 财政扩张为经济注入增长预期

图 10 制造业 PMI (单位: %)



数据来源: WIND 恒力期货研究院

图 11 OECD 领先指标 (单位: %)



数据来源: WIND 恒力期货研究院

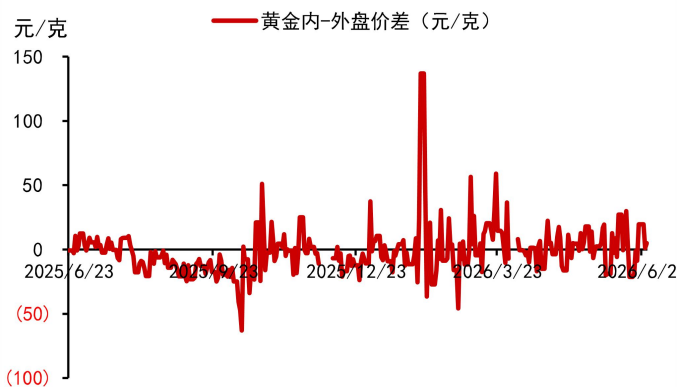
2026 年全球主要经济体或将同步转向积极财政立场, 形成财政共振格局。这一转变正在从预期层面重塑市场对经济增长路径的判断, 为周期资产提供支撑, 同时对贵金属内部结构产生分化影响。美国的大而美法案, 通过减税、增加基建、国防支出, 来刺激制造业回流、提振消费, 但随之而来的是赤字率攀升。欧元区德国的未来基金, 5000 亿欧元特别债券, 打破财政僵局, 推动结构性改革。日本新任首相高市早苗则延续安倍经济学, 扩大产业补贴, 对冲通缩惯性, 激活私人投资。全球经济有望不再依赖货币政策单打独斗, 转而通过财政主导的需求创造来打破低增长低通胀的陷阱。

2026 年预计全球制造业 PMI 有望回升，企业从去库转向补库。补库行为进一步拉动原材料采购，形成自我强化循环。OECD 领先指标自 2026 年 1 季度起连续 2 个季度回升，预示 2026 年下半年全球工业活动回暖。

## 5. 价差波动回归，关注汇率影响

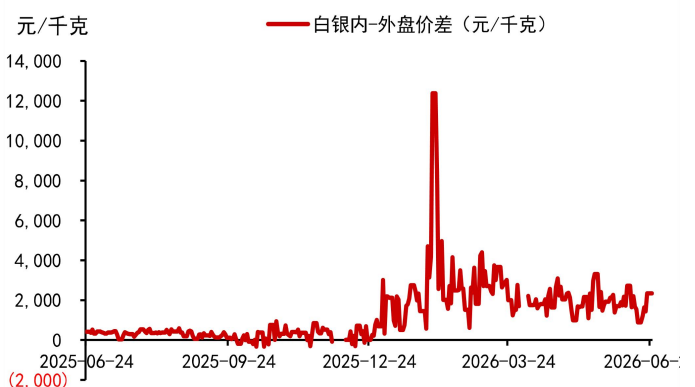
2026 年贵金属内外价差呈现波动收敛态势，核心驱动因素为内外市场买盘力量的此消彼长，叠加人民币汇率预期变化，共同主导价差走势。年初看多情绪偏强，叠加人民币汇率偏弱预期，推动国内贵金属价格相对伦敦市场持续溢价，黄金尤为明显。金属 ETF 持仓普遍回落，投资性需求阶段性降温。从黄金 ETF 的持仓量来看，市场资金热度逐渐下降，年内全球黄金 ETF 净流入规模相较上年整体回落，3、5 月呈现为净流出格局，白银 ETF 持仓在 1 月达到峰值后也出现明显回落。而从期货市场来看，COMEX 黄金、白银总持仓量 6 月已经回落至近五年来最低水平。二季度缺乏上涨驱动的背景下，市场主动买盘资金力量匮乏，投资性需求阶段性降温。国内投资者对贵金属资产配置需求下滑，叠加人民币汇率走强，推动内外价差自低位向下修复，逐步回归历史均值水平。

图 12 黄金内外价差（单位：元/克）



数据来源：WIND 恒力期货研究院

图 13 白银内外价差（单位：元/千克）



数据来源：WIND 恒力期货研究院

展望 2026 年下半年，贵金属内外价差或维持区间震荡。若全球经济延续温和复苏态势，风险资产整体表现偏强，贵金属作为避险资产的吸引力可能受限。在此背景下，金银内外价差预计以区间波动为主，缺乏单边驱动。需重点关注汇率预期变化，人民币兑美元汇率走势仍将显著影响内外价差的中枢水平。现货流动性区域分布，包括海外交割地如伦敦库存变动、运输瓶颈，可能导致短期现货溢价波动。政策不确定性，包括潜在关税调整、资本流动管制等，均可能扰动跨市套利行为。总之，2026 年贵金属内外价差大概率维持中性震荡，关注阶段性错配情况。

## 6. 强势美元有望延续，贵金属可能迎来挫折

当前贵金属正处于由深层结构性力量驱动之中。尽管短期价格波动受市场情绪与周期节奏影响，但支撑金价中枢的核心逻辑有所调整。所以随着美国经济过热风险加强，美元价值强化或将成为下半年交易逻辑的主轴。

黄金是贵金属市场的定价核心。在降息初期，黄金率先受益，进入降息周期中后期，白银凭借其金融和工业双重属性，再次迎来超额收益。白银金融属性跟随黄金，金银高度相关，尤其在流动性宽松环境中。随着全球绿色转型提速，尤其是光伏电池的普及，有利于白银工业需求释放，同时金融属性不减，白银价格弹性或将持续超越黄金。

随着降息周期步入尾声，实际利率回升预期升温。随着美联储新完成新老交替，控制通胀强音再起。宽松初期利好贵金属，但后期随着经济数据企稳上升，市场可能提前定价加息终点即复苏起点，导致实际利率上扬，削弱贵金属的吸引力。

财政扩张与风险资产的回暖可能形成资金分流效应。欧美及中国均推出新一轮财政刺激计划，全球有望迎来财政共振。在软着陆向温和复苏过渡的情境下，股市、大宗商品等风险资产表现有望改善，部分避险资金可能回流权益市场，也在一定程度上给予贵金属压力。

总之，黄金在冲突前已冲至关键阻力位，技术指标显示超买，引发获利回吐。市场的波动可能放大买预期、卖事实的经典交易逻辑。目前美联储完成新旧更替，新任主席沃什的政策路径更加强调通胀的管理机制。偏鹰派的货币导向，将导致美元利率路径转折，促使美元强势回归，在攻破 100 强阻力位后继续攀升，从而施加对黄金的不利影响。

此外，供需端虽然中国、波兰等央行持续购入黄金，但俄罗斯的供应增量将增加市场压力。据本月俄罗斯资源部部长发言，2025 年俄罗斯黄金产量高达 500 吨，显著高于市场预期的 350 吨，也将一举超越中国成为全球最大的产金国。需求端则受到高价抑制，国内 5 月的黄金饰品消费并不理想。所以，黄金价格趋势更多受金融宏观美元升值影响，或将持续对金价形成压力。市场应把握主线、容忍波动，在趋势与节奏之间寻求平衡。

表 1 全球白银供需平衡表（单位：吨）

年份	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F
<b>供应</b>										
矿山生产	26830.7	26445.1	26037.2	24574.9	25666.8	25926.1	25198.4	25599.5	26312.3	26234.5
回收	5005.6	5077.3	5123.9	5645.3	5964.7	6052.1	5736.9	6043.1	6138.0	6561.6

净对冲供应	0.0	0.0	432.1	264.4	0.0	0.0	0.0	0.0	1390.3	311.0
官方销售	31.1	37.3	31.1	37.3	46.7	52.9	49.8	46.7	46.7	31.1
总供应	31868.9	31559.7	31624.3	30521.9	31678.1	32031.0	30985.2	31690.3	33887.2	33137.3
需求										
工业总需求	16,425	16,353	16,240	15,878	17,453	18,415	20,285	21,041	20,465	19,675
电气与电子	10,548	10,403	10,184	10,026	10,899	11,514	13,812	14,322	14,268	13,132
其中光伏	3,089	2,706	2,330	2,566	2,765	3,687	5,981	6,108	5,799	4,697
钎焊合金与焊料	1,582	1,616	1,628	1,474	1,567	1,528	1,562	1,546	1,570	1,586
其他工业	4,292	4,464	4,557	4,427	5,043	5,374	5,067	5,236	4,885	5,149
摄影	1007.8	976.3	954.7	835.3	861.4	861.4	849.1	789.6	752.7	698.5
珠宝	6,065	6,282	6,233	4,676	5,630	7,227	6,312	6,419	5,895	4,943
银器	1,844	2,085	1,907	971	1265.9	2,286	1,714	1,664	1,297	1,035
硬币与净需求	4,837	5,166	5,840	6,493	8,869	10,516	7,603	5,929	6,777	8,022
净对冲需求	34.2	230.2	0	0	108.9	556.8	357.7	108.9	0	0
总需求	30211.7	31047.0	31179.8	28615.2	34186.6	39815.8	36760.0	35881.6	40368.9	34794.6
市场平衡	1,657	467	345	1,607	-2,508	-7,785	-6,224	-4,261	-1,257	-1,443
白银均价 (美元/盎司)	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	23.35	28.27	40.03	-

数据来源: Metals Focus WIND 恒力期货研究院

注: 1.单位转换: 1 百万盎司 = 31.1035 吨, 所有供需数据按此换算;

2.缩写解释: F = 预测值 (Forecast);

3.关键变化: 光伏领域需求在 2023 年后显著增长, 但 2025 年增速放缓; 矿山供应受伴生矿波动影响, 回收量逐步回升; 市场持续处于短缺状态, 但缺口收窄。

## 分析师承诺:

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

## 免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表恒力期货有限公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“恒力期货有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

恒力期货有限公司研究院

欢迎关注恒力期货及研究院公众号

网址: [www.hengliqihuo.com](http://www.hengliqihuo.com)

E-MAIL: [jiaoyizixun@hengliqihuo.com](mailto:jiaoyizixun@hengliqihuo.com)

