

南华期货2026黄金&白银半年度展望

-----紧缩交易是否过度？贵金属存修复机会

夏莹莹（投资咨询证号：Z0016569）

投资咨询业务资格:证监许可【2011】1290号

2026年6月29日

第一章 观点概要

1.1 贵金属下半年行情展望：紧缩交易是否过度？贵金属存修复机会

2026年上半年，贵金属市场呈现"高位回落、趋势性下行"格局。当前金价价格均处于上半年低位。

上半年贵金属定价的核心在于美联储政策预期的剧烈反转。年初市场仍定价年内2-3次降息，但随着美伊冲突推升油价并提升通胀担忧，沃什就任美联储主席，政策框架从鸽派灵活转向规则导向与通胀风险优先，6月FOMC删除前瞻性指引，点阵图显示9位官员预期年底利率高于当前水平，中位数预测升至3.8%，联邦基金期货已定价美联储9-10月加息一次、2027年3-4月再加息一次的预期。上半年美元指数与美债实际利率同步走高，对零息资产形成双重估值压制，构成金价趋势性下行的根本解释。

黄金需求端呈现结构性分化。投资需求方面，全球黄金ETF显著流出，SPDR持仓回落至去年10月水平，资金向AI科技股轮动。官方部门则提供底部支撑：一季度全球央行净购金243.66吨，尽管土耳其与俄罗斯因阶段性流动性管理出现战术性减持，但世界黄金协会调查显示89%的受访央行仍预期未来12个月增储，中长期"去美元化"逻辑未改，对金价构成托底。

白银价格仍由投资需求主导，与黄金维持高度正相关。作为兼具工业属性的"半贵金属"，其金融属性决定价格方向，工业需求仅影响边际弹性。2026年全球白银市场短缺预计缩窄至2372吨，主因ETP投资需求大幅削减。工业端虽受益于新能源汽车、AI数据中心等增量，但光伏"降银化"替代形成对冲，年度波动有限。库存方面，COMEX、上期所及上金所库存同步回升，租赁利率与TD递延费趋于中性，现货市场已从结构性紧缺转向紧平衡。值得关注的是，白银波动率将持续高于黄金，金银比与黄金价格呈负相关。下半年若贵金属修复性反弹，金银比有望阶段性回落，但白银高波动特征不变。

展望下半年，贵金属在深度回调后已部分定价美联储鹰派预期，估值端进一步下修空间有限。当前市场加息预期交易已较为拥挤，若7-8月美国通胀确认见顶回落、AI投资热潮降温或劳动力市场边际走弱，美联储或于下半年暂停加息甚至不排除重启宽松可能，届时金银或迎来修复性上涨。基准情景下，我们预计美联储年内降息概率仍偏低，这也或将制约下半年贵金属反弹高度；但2027年一季度美联储仍有望重启降息窗口，

主因2026年3月高基数效应将显著压低同比读数，叠加AI经济热度或边际降温。若沃什于2027年推进缩表，降息也将与缩表形成政策对冲。我们预计2027年美联储降息空间约2次，利率目标逐步回归3.0%-3.1%中性水平。

预计下半年伦敦金核心运行区间3800-5000美元/盎司，白银50-100美元/盎司。2027年若降息周期重启，金银价格有望获得进一步上行动能，但考虑降息空间缩窄，宽松力度边际减弱，金银估值修复空间或相对有限。因此，2027年金银价格或呈震荡上行格局，但突破2026年1月历史高点的难度较大，更可能以"重心抬升、高点受限"的特征运行。

1.2 风险提示

风险上仍需警惕美伊60天谈判窗口期地缘冲突升级对油价与避险溢价的脉冲式冲击。此外，也需警惕美联储超预期鹰派加息与市场流动性冲击等风险。

第二章 行情回顾

2.1 行情回顾

2026年上半年，贵金属市场整体呈现前高后低、冲高回落走势，白银波动则显著高于黄金。

具体看，SHFE沪金指数上半年运行区间（886.79元/克，1260.15元/克），波幅逾370元/克；高点出现于1月29日，低点出现于6月11日。截至6月24日收盘，当前最新价格为897.31元/克，接近于年内低点区域运行。截至6月24日，SHFE黄金期货主力合约上半年下跌逾80元/克，跌幅逾8%。

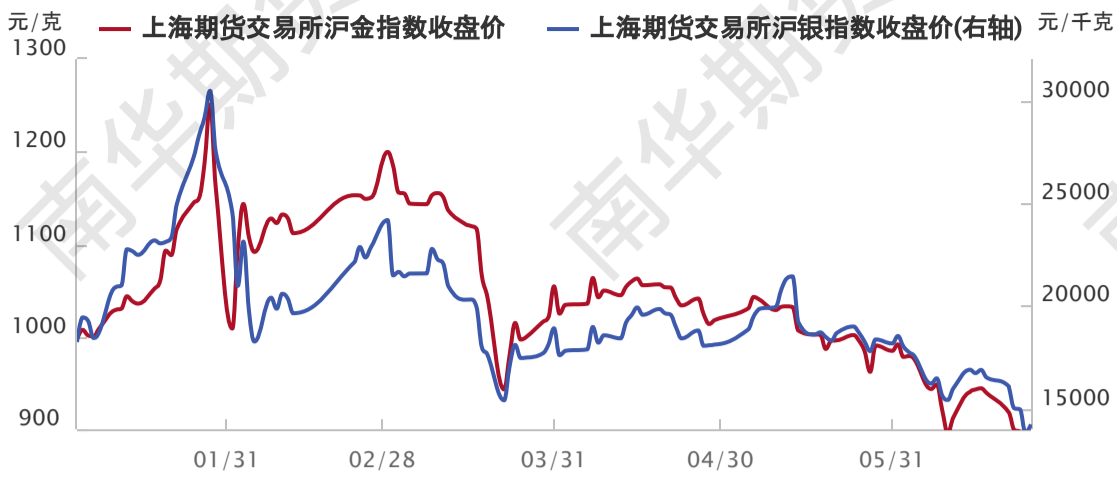
SHFE沪银指数上半年运行区间（14641元/千克，31574元/千克），波幅近17000元/千克；高点出现于1月29日，6月24日刷新年内新低。截至6月24日收盘，当前最新价格为14969元/千克，接近于年内低点区域运行。截至6月24日，SHFE白银期货主力合约上半年下跌逾2000元/千克，跌幅逾12%。

伦敦金银价格方面，26H1伦敦金整体运行于（4000，5600）区间，伦敦银运行于（60，120）区间。近期处于上半年价格运行区间下沿区域，整体表现依然偏弱。

金银比方面，伦敦金银比自去年年底的60附近，走阔至66.5；年内金银比波动方向与黄金价格走势呈现较强负相关性，反映为金银趋势的同向性，以及白银波动更剧烈的特征。

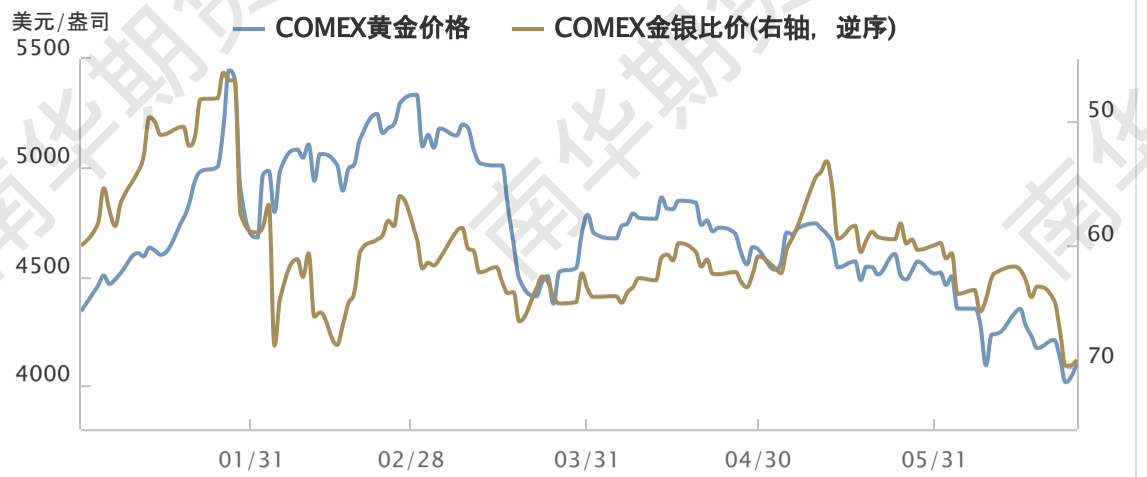
在下方图表统计过程中，内外价差与期现价差、以及价格和涨跌幅方面，因收盘价时点差异以及今年金银价格的高波动特征，整体数据存一定偏差，但趋势仍可参考。

上期所沪金指数和沪银指数收盘价(26年年初至今)



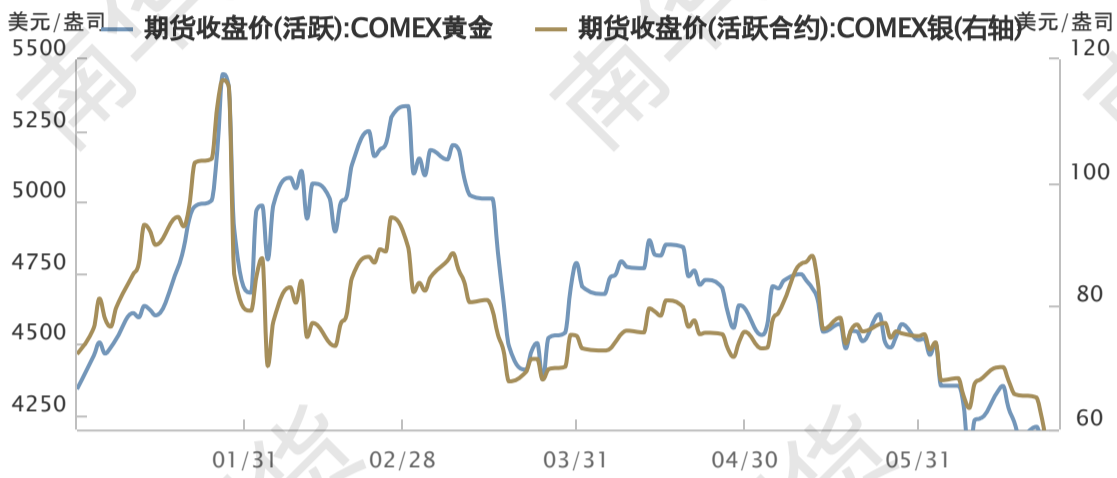
source: wind,南华研究

COMEX黄金与金银比



source: 同花顺,南华研究,wind

COMEX黄金和COMEX银(2026年年初至今)



source: 同花顺,南华研究,wind

伦敦现货黄金价格和伦敦现货白银价格(2026年年初至今)



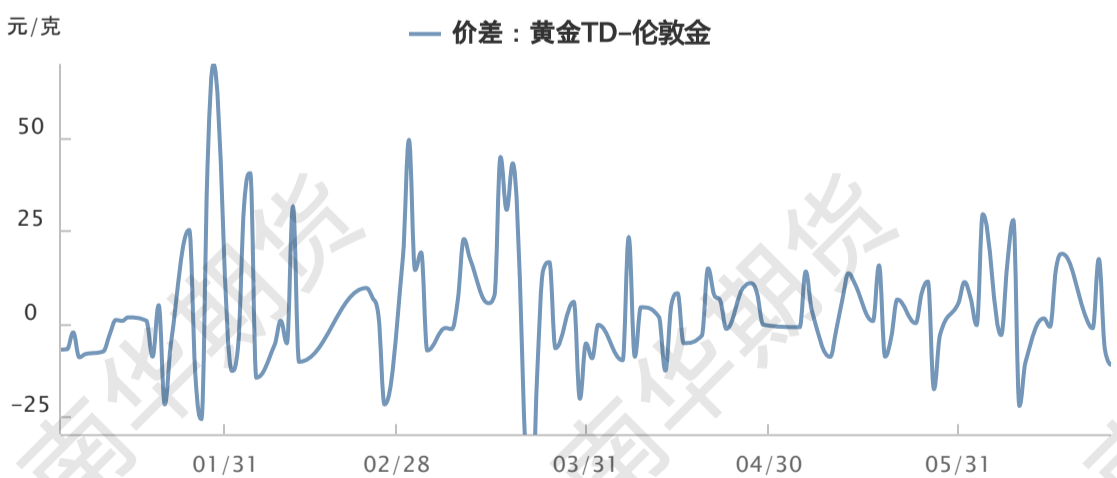
source: 同花顺,南华研究,wind

沪金平值期权隐含波动率和沪银平值期权隐含波动率



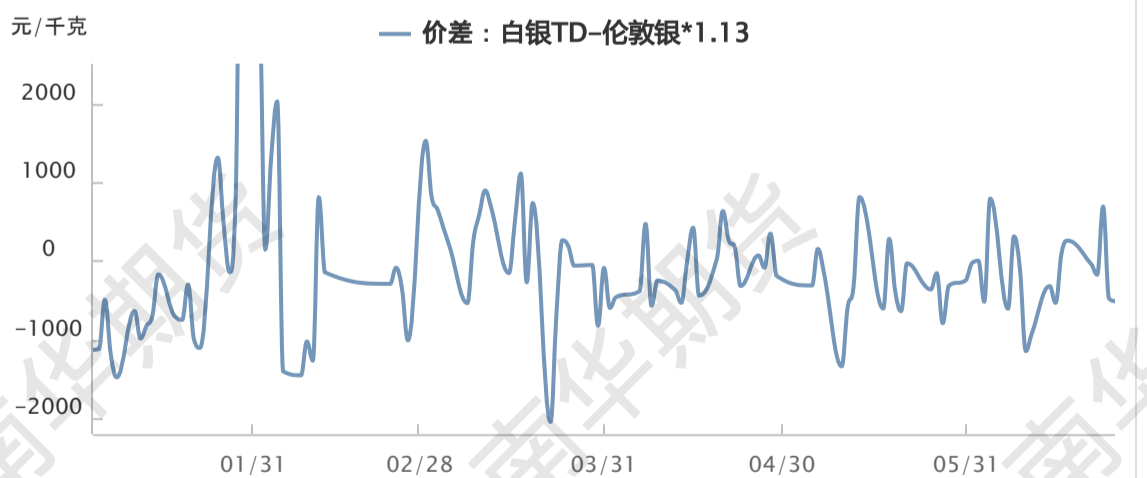
source: wind,南华研究

黄金: 内外价差 (进口利润) (2026年初至今)



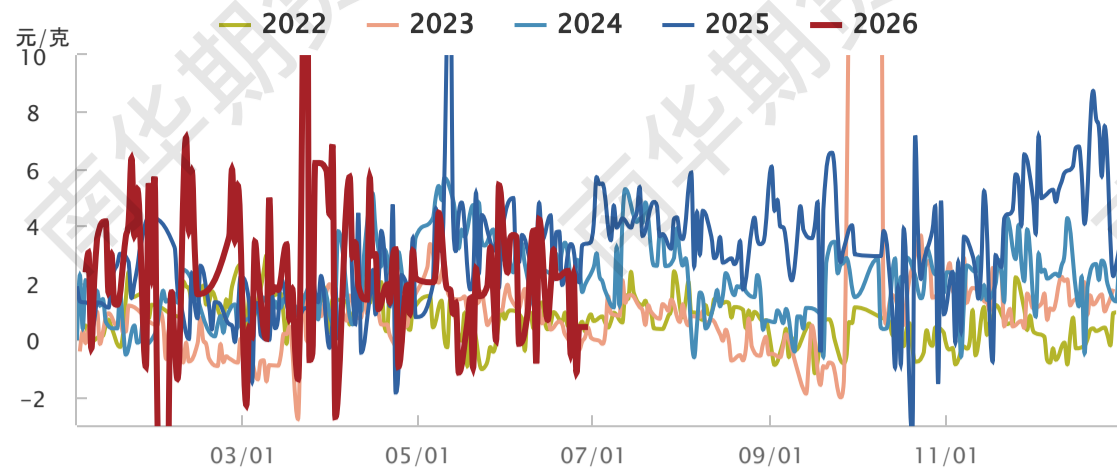
source: 彭博,同花顺,南华研究

白银: 内外价差 (进口利润) (2026年初至今)



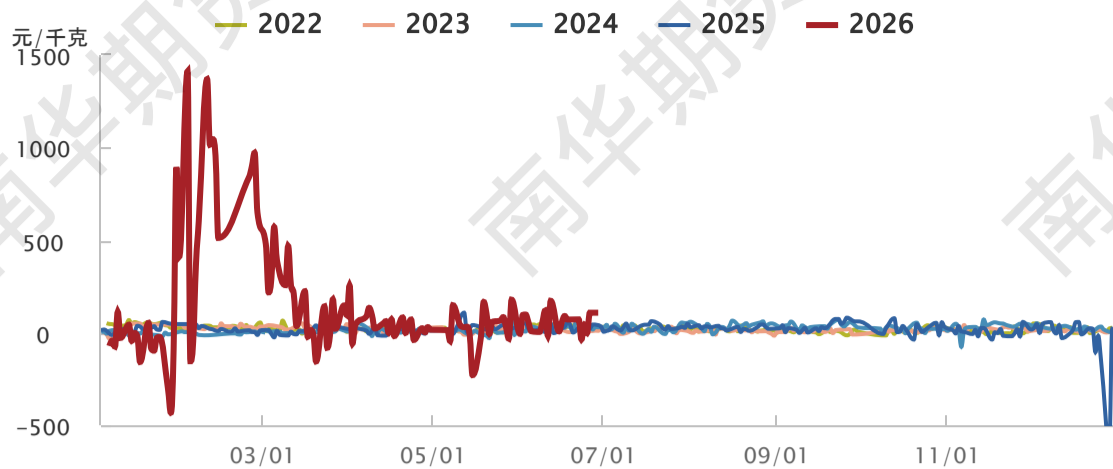
source: wind,彭博,同花顺,南华研究

SHFE与SGX黄金期现价差 (季节性)



source: 同花顺,南华研究,wind

SHFE与SGX白银期现价差(季节性)



source: 同花顺,南华研究,wind

黄金内外比值和美元兑人民币汇率



source: 同花顺,wind,南华研究

全球贵金属2026H1行情总览

2026H1行情	最新价(26.6.24)	基期价 (25.12.31)	涨跌	涨跌幅%
AU主力(元/克)	896.04	977.56	-81.52	-8.34%
AG主力(元/千克)	14950.00	17074.00	-2124.00	-12.44%
PT主力(元/克)	409.85	527.25	-117.40	-28.99%
PD主力(元/克)	294.15	425.20	-131.05	-35.90%
现货黄金 (美元/盎司)	4024.45	4307.95	-283.50	-6.58%
现货白银 (美元/盎司)	60.60	71.99	-11.39	-15.82%
现货铂金 (美元/盎司)	1589.00	2226.00	-637.00	-28.62%
现货钯金 (美元/盎司)	1182.00	1660.00	-478.00	-28.80%
现货黄金/白银比价	66.41	59.84	6.57	10.98%
现货黄金/铂金比价	2.53	1.94	0.60	30.87%

资料来源: Wind, 南华研究

2.2 影响因素梳理

2026年上半年, 贵金属市场核心驱动围绕地缘冲突演进与美联储货币政策预期反转主导, 叠加流动性环境、供需格局中投资需求显著流出等辅助因子, 多维度博弈主导上半年行情。

1月份贵金属迎来单边强势行情, 核心得益于多重利好共振。地缘冲突层面, 委内瑞拉总统被捕、美伊冲突升级及格陵兰岛事件分层发力, 推动避险资金持续流入。美联储政策层面, 鲍威尔遭刑事调查加剧市场对美联储独立性的担忧, 叠加特朗普政府干预货币政策的预期, 宽松预期发酵压低美债实际利率, 成为行情核心引擎。此外, 美欧关税纷争引发美债抛售担忧, 叠加白银现货紧缺与国内投资投机需求井喷, 进一步放大上涨动能, 推动金银价格同步走强。

1月底, 贵金属行情迎来转折, 利好退潮叠加利空共振导致价格见顶回落。核心转折点为特朗普提名偏鹰派的沃什为新一届美联储主席, 市场对美联储政策的预期从宽松快速转向紧缩, 美债实际利率反弹、美元

走强，直接压制贵金属估值。同时，各大交易场所密集提高保证金比例并限制持仓，收紧市场流动性，触发前期高杠杆多头被动平仓，形成踩踏效应。叠加前期多头获利了结、地缘冲突预期降温，贵金属快速回吐部分涨幅，正式结束单边强势格局。

2月份，贵金属进入调整中的震荡上行阶段，核心驱动为美以伊地缘冲突反复、美联储政策预期分化与关税政策不确定性。美以伊冲突呈现渐进式升级态势，双方反复拉锯推动避险需求边际升温，而2月底哈梅内伊遇袭身亡成为行情催化剂，引发避险情绪集中爆发，推动贵金属暗盘及周一亚盘走高。但该事件影响具有双重性，市场担忧伊朗局势失控推升油价、倒逼美联储维持紧缩，因此贵金属未形成单边强势，多空博弈加剧。美联储政策方面，沃什参议院投票进程的不确定性、美国通胀数据小幅回落，导致政策预期分化，美债实际利率震荡下行，为贵金属提供估值支撑，叠加白银现货紧缺格局延续及资金重新流入，推动价格逐步修复回调幅度。关税政策不确定性方面，2月20日美国最高法院裁定特朗普政府依据IEEPA实施的对等关税违法。特朗普短期通过122临时关税填补税率真空，中长期拟通过232和301维持高关税框架。此外，对等关税被裁定违法后带来的巨额退税压力，将进一步加重美国财政负担，从而强化弱美元逻辑，对贵金属整体形成支撑。

3月份，贵金属市场呈现极致波动，先因利空主导大幅下挫，后因情绪反转快速反弹。核心利空逻辑形成闭环：美以伊地缘冲突持续升级推升油价，带动全球通胀预期反弹，倒逼美联储维持紧缩，加息预期升温导致美债实际利率上行；其次，土耳其、印度等能源进口国因油价飙升导致经常账户恶化、本币贬值压力陡增，部分央行被迫减持黄金储备或实施黄金进口限制，进一步削弱实物需求；同时，全球金融市场出现股、债、汇普跌格局，流动性压力引发黄金抛售，贵金属避险属性失效，价格大幅下挫并刷新年内低点。3月21日，特朗普发布对伊朗的48小时通牒，地缘恐慌情绪达到顶峰，进一步加剧下跌，其中伦敦金和伦敦银分别下探至一季度低点4098.25美元/盎司和60.953美元/盎司。但次日（3月23日美股开盘前）特朗普表态美伊谈判进展良好，地缘情绪瞬间降温，叠加TACO交易推动资金回流，油价回落、加息预期边际缓解，贵金属迎来报复性反弹，4月17日，伦敦金与伦敦银分别回升至4900美元/盎司及83美元/盎司附近。

4月下旬至5月中旬，市场定价逻辑再度切换。美国AI股及科技股强劲的财报现实，美伊局势的反复拉锯，削弱美联储降息预期重新归零，贵金属承压回落，但5月上旬美指受日央行干预、美伊局势缓和预期削弱美元避险需求影响而走低，推动贵金属反弹。5月13日，白银反弹至近90美元/盎司高位，表现显著强于黄金，主要受秘鲁能源危机引发的供给收缩预期驱动——该国《第003-2026号能源危机紧急法令》于5月11日生效，市场担忧全球最大白银储量国（储量全球第一、产量全球第二）的矿产供应受阻，白银供给溢价被阶段性计入。

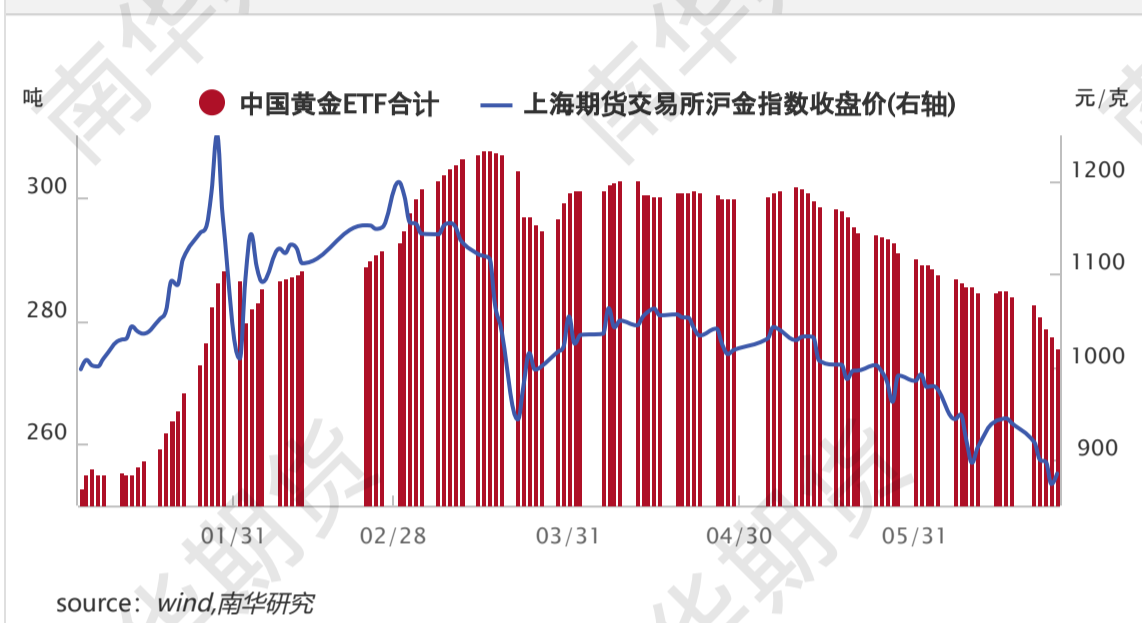
5月中下旬以来，随着美伊局势进一步缓和，布伦特原油价格明显回落，美联储通胀担忧边际缓和。然而，超预期的美国CPI数据及强劲的非农就业报告持续支撑经济韧性叙事，叠加凯文·沃什正式通过参议院确认就任美联储主席，市场对美联储进一步加息的预期再度升温。美债实际利率持续走升，对零息资产黄金及白银形成显著的估值压制，金银价格重心不断下移。6月11日当周，多重利空共振加剧跌势：美伊局势再度趋紧引发短期恐慌、欧洲央行意外加息加剧全球流动性收紧预期、以及美国SpaceX上市带来的大规模流动性虹吸效应，共同拖累贵金属市场。

伦敦金和伦敦银价格走势

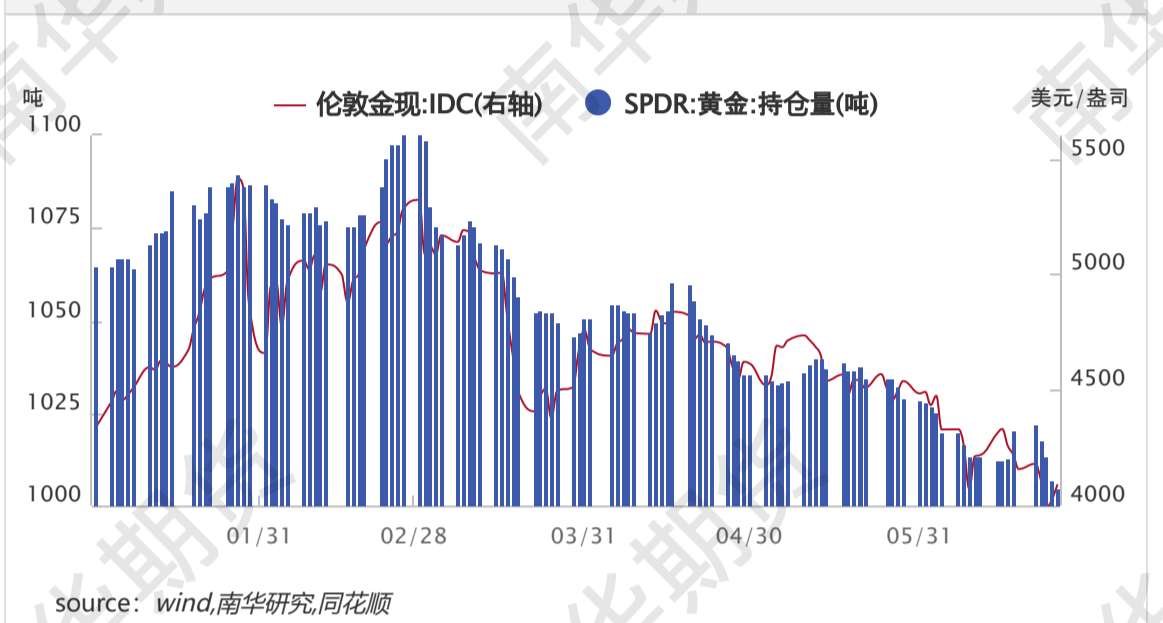


source : Bloomberg,iFind,Wind,南华研究

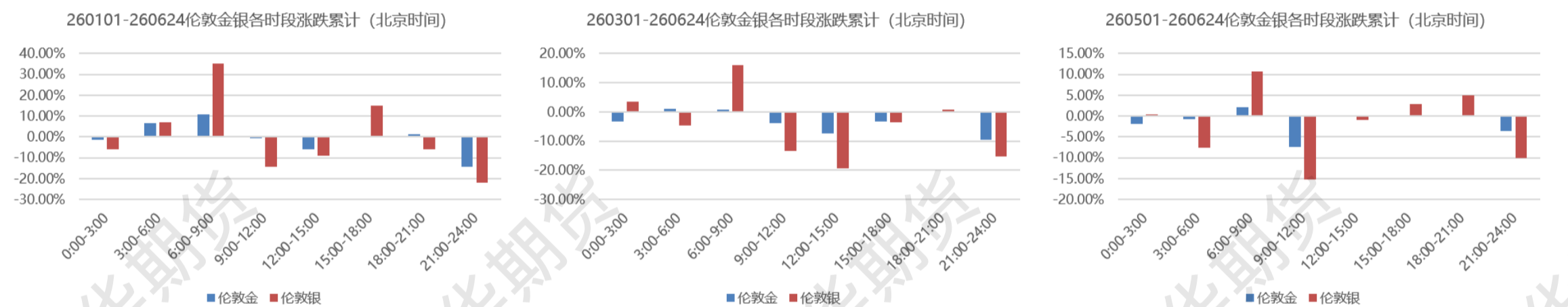
中国黄金ETF合计和上海期货交易所沪金指数收盘价(2026年初至今)



SPDR黄金ETF持仓与金价(2026年初至今)



26年以来金银各时段涨跌累计



资料来源: 同花顺,Wind,南华研究

第三章 加息预期重构定价逻辑 贵金属估值与投资需求双重承压

上半年贵金属价格走势主要受估值端美指和美债实际利率波动，以及需求端投资需求变化影响。而影响估值和投资需求的核心驱动则是美联储货币政策预期。继续往前延伸，则主要与中东地缘局势影响的原油价格与通胀预期、以AI经济为代表的美国经济和就业韧性，以及美联储内部人员调整等因素息息相关。

3.1 美联储货币政策预期从降息到加息的反转

26年年以来，金价与美国利率预期呈现显著负相关性，特别是3月以来。美联储货币政策预期从降息到不降息，再到加息的转变，对3月后贵金属价格走势形成关键拖累。

整体看，1-2月时，市场对美联储年底利率预期整体稳定，市场预期年内降息次数在2-3次间。但3月以来，受能源价格大涨影响，美联储降息预期于3月份已经完全打消，并且进入5月后，逐步转化为加息预期。截至6月24日，联邦基金期货已经定价美联储9-10月加息一次，27年3月-4月大概率再加息一次。

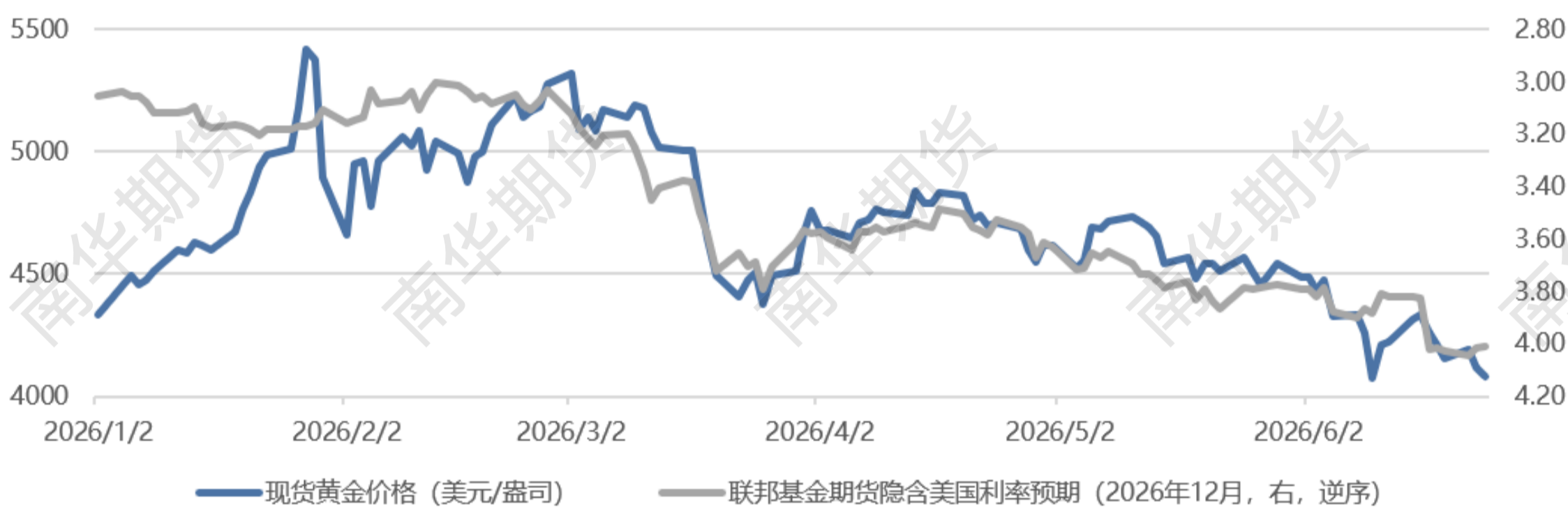
相较之下，欧央行、英国央行以及日本央行等，亦同步从年初的降息预期切换至加息预期，且欧央行与日央行皆于6月实施加息落地，核心驱动力均来自美伊冲突引发的能源价格飙升。

欧洲央行6月加息25个基点至2.25%，直接原因是霍尔木兹海峡通航受阻导致能源价格飙升，欧元区6月通胀率已达3.2%。尽管一季度GDP已环比收缩0.2%，欧央行仍选择“保险式加息”，将2026年通胀预期上调至3.0%，以锚定通胀预期、防止企业和消费者将高物价固化。

日本央行同样于6月，将利率上调25个基点至1.0%，主要因输入型通胀压力加剧——4月石脑油价格同比暴涨79.4%，叠加日元长期疲软（当局已投入约740亿美元干预汇市效果有限），央行担忧通胀上行风险超过地缘冲突对经济的冲击。同时，委员会内部支持政策正常化的力量已占多数，植田和男会前明确释放加息信号。

联邦基金期货隐含利率和黄金价格负相关

美国隐含利率预期和金价



source : Bloomberg,南华研究

联邦基金期货隐含利率预期



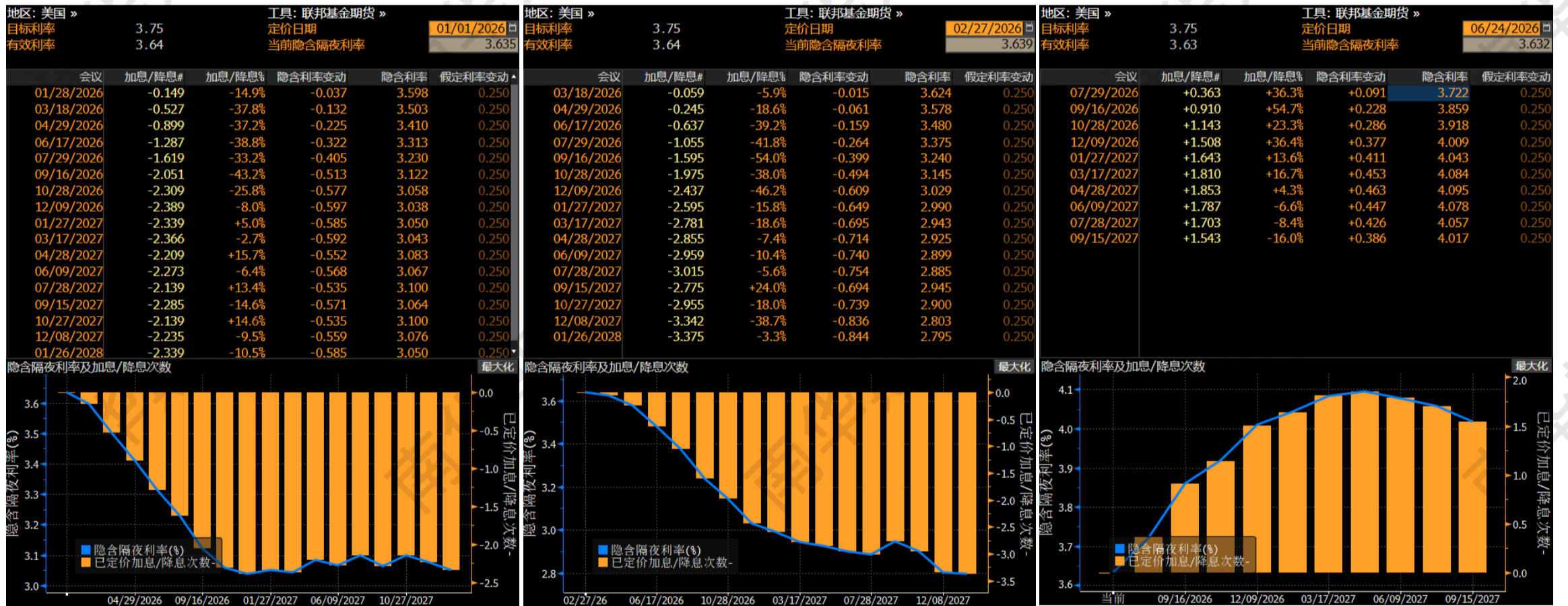
source : Bloomberg,南华研究

联邦基金期货隐含的美联储加息次数预期



source : Bloomberg, 南华研究

联邦基金期货隐含的美联储利率预期变化(20260101~20260227~20260624)



source : Bloomberg, 南华研究

隔夜指数掉期隐含的欧元区利率预期变化(20260101~20260227~20260624)

地区: 欧元区 »	工具: 隔夜指数掉期 »	01/01/2026
目标利率	定价日期	1.933
有效利率	当前隐含隔夜利率	1.933

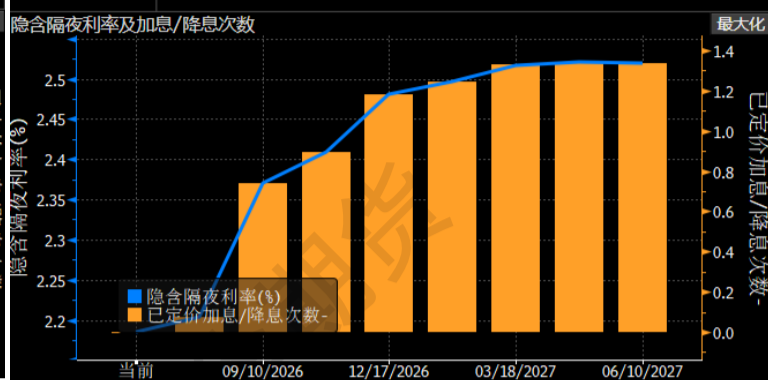
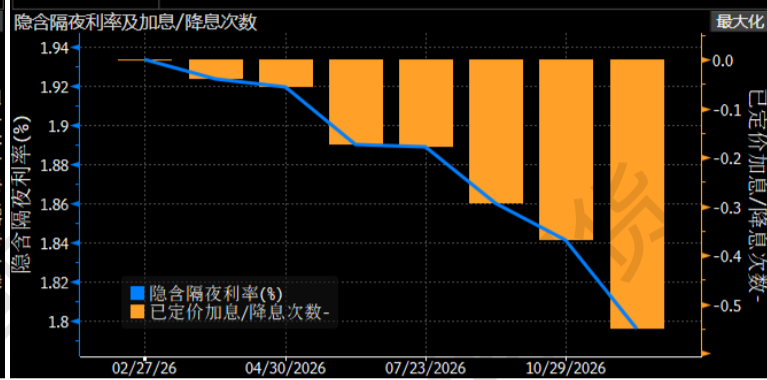
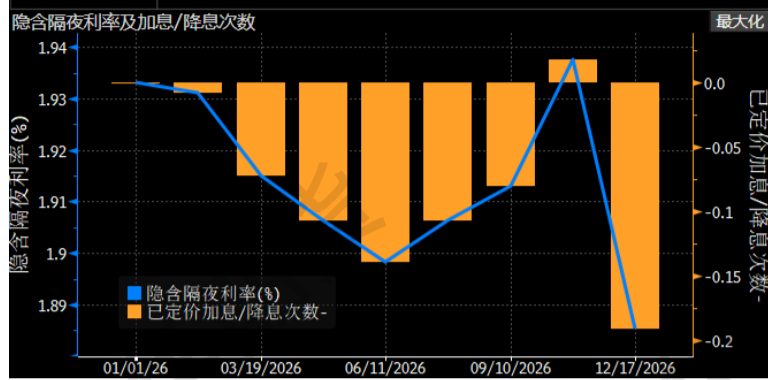
会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
02/05/2026	-0.008	-0.8%	-0.002	1.931	0.250
03/19/2026	-0.072	-6.4%	-0.018	1.915	0.250
04/30/2026	-0.107	-3.5%	-0.027	1.906	0.250
06/11/2026	-0.139	-3.2%	-0.035	1.898	0.250
07/23/2026	-0.107	+3.2%	-0.027	1.906	0.250
09/10/2026	-0.080	+2.7%	-0.020	1.913	0.250
10/29/2026	+0.018	+9.8%	+0.005	1.938	0.250
12/17/2026	-0.191	-20.9%	-0.048	1.885	0.250

地区: 欧元区 »	工具: 隔夜指数掉期 »	02/27/2026
目标利率	定价日期	1.934
有效利率	当前隐含隔夜利率	1.934

会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
03/19/2026	-0.041	-4.1%	-0.010	1.924	0.250
04/30/2026	-0.056	-1.6%	-0.014	1.920	0.250
06/11/2026	-0.174	-11.8%	-0.043	1.890	0.250
07/23/2026	-0.179	-0.5%	-0.045	1.889	0.250
09/10/2026	-0.293	-11.4%	-0.073	1.860	0.250
10/29/2026	-0.369	-7.6%	-0.092	1.842	0.250
12/17/2026	-0.551	-18.2%	-0.138	1.796	0.250

地区: 欧元区 »	工具: 隔夜指数掉期 »	06/24/2026
目标利率	定价日期	2.185
有效利率	当前隐含隔夜利率	2.185

会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
07/23/2026	+0.075	+7.5%	+0.019	2.204	0.250
09/10/2026	+0.739	+66.4%	+0.185	2.370	0.250
10/29/2026	+0.893	+15.5%	+0.223	2.409	0.250
12/17/2026	+1.184	+29.1%	+0.296	2.481	0.250
02/04/2027	+1.245	+6.0%	+0.311	2.496	0.250
03/18/2027	+1.328	+8.3%	+0.332	2.517	0.250
04/29/2027	+1.342	+1.4%	+0.335	2.521	0.250
06/10/2027	+1.335	-0.7%	+0.334	2.519	0.250



source : Bloomberg, 南华研究

隔夜指数掉期隐含的英国利率预期变化(20260101~20260227~20260624)

地区: 英国 »	工具: 隔夜指数掉期 »	01/01/2026
目标利率	定价日期	3.728
有效利率	当前隐含隔夜利率	3.728

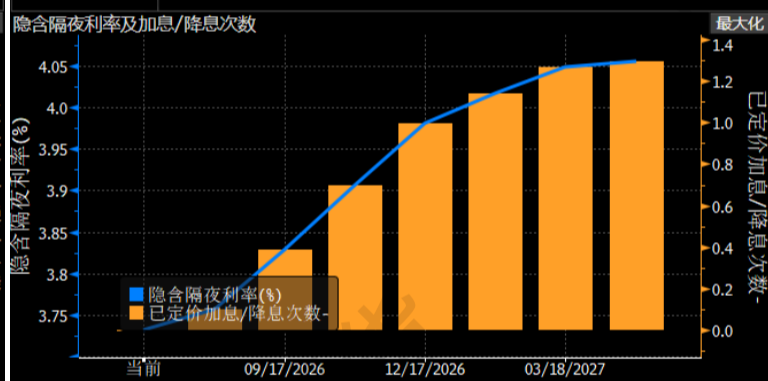
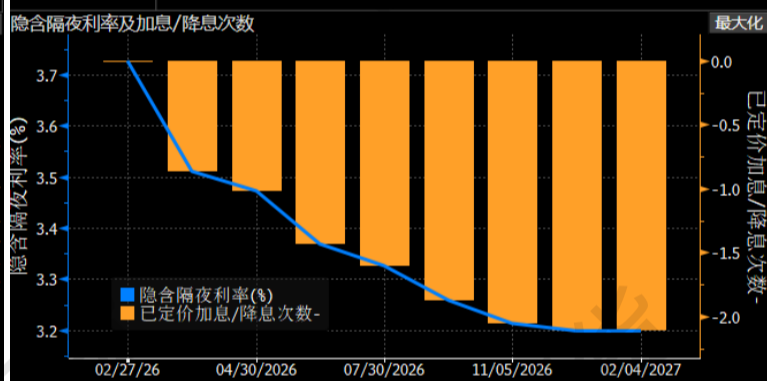
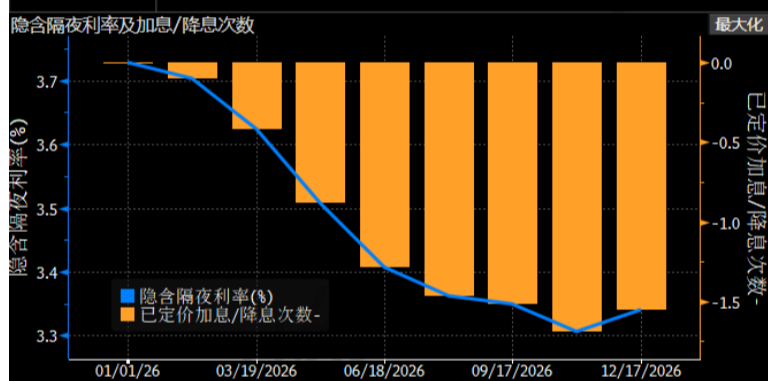
会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
02/05/2026	-0.104	-10.4%	-0.026	3.702	0.250
03/19/2026	-0.421	-31.7%	-0.105	3.623	0.250
04/30/2026	-0.881	-46.0%	-0.220	3.508	0.250
06/18/2026	-1.282	-40.1%	-0.320	3.408	0.250
07/30/2026	-1.462	-18.0%	-0.366	3.363	0.250
09/17/2026	-1.519	-5.7%	-0.380	3.349	0.250
11/05/2026	-1.689	-17.0%	-0.422	3.306	0.250
12/17/2026	-1.554	+13.5%	-0.389	3.340	0.250

地区: 英国 »	工具: 隔夜指数掉期 »	02/27/2026
目标利率	定价日期	3.727
有效利率	当前隐含隔夜利率	3.727

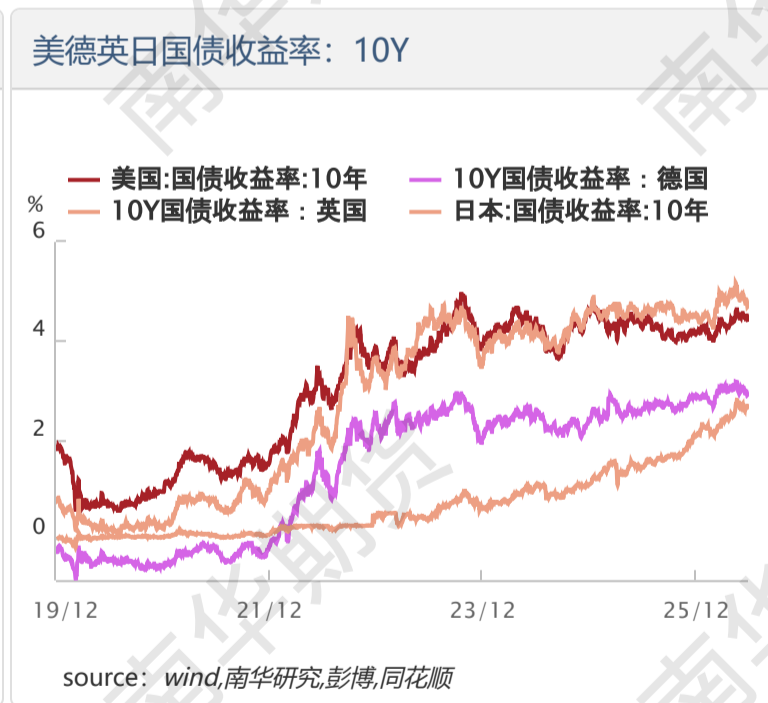
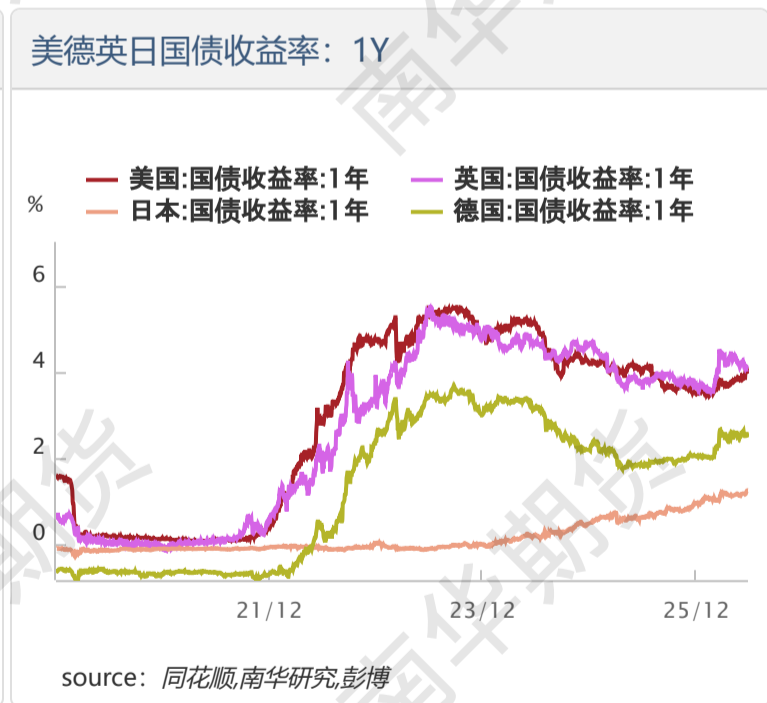
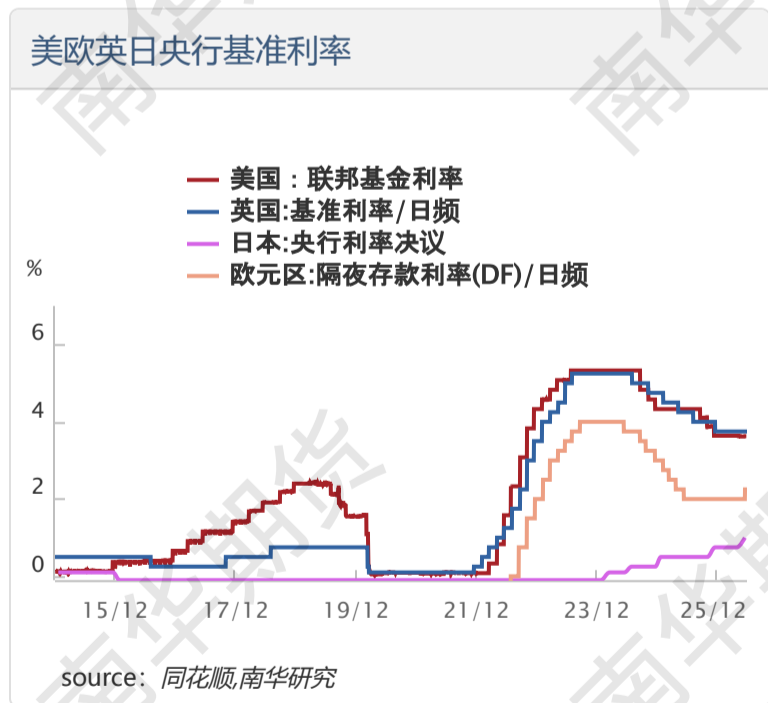
会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
03/19/2026	-0.862	-86.2%	-0.216	3.511	0.250
04/30/2026	-1.017	-15.5%	-0.254	3.473	0.250
06/18/2026	-1.434	-41.7%	-0.358	3.368	0.250
07/30/2026	-1.606	-17.2%	-0.402	3.325	0.250
09/17/2026	-1.873	-26.6%	-0.468	3.259	0.250
11/05/2026	-2.059	-18.6%	-0.515	3.212	0.250
12/17/2026	-2.110	-5.1%	-0.527	3.199	0.250
02/04/2027	-2.107	+0.2%	-0.527	3.200	0.250

地区: 英国 »	工具: 隔夜指数掉期 »	06/24/2026
目标利率	定价日期	3.732
有效利率	当前隐含隔夜利率	3.732

会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
07/30/2026	+0.100	+10.0%	+0.025	3.757	0.250
09/17/2026	+0.387	+28.7%	+0.097	3.829	0.250
11/05/2026	+0.696	+30.9%	+0.174	3.906	0.250
12/17/2026	+0.997	+30.1%	+0.249	3.981	0.250
02/04/2027	+1.139	+14.2%	+0.285	4.016	0.250
03/18/2027	+1.265	+12.6%	+0.316	4.048	0.250
04/29/2027	+1.295	+3.0%	+0.324	4.055	0.250

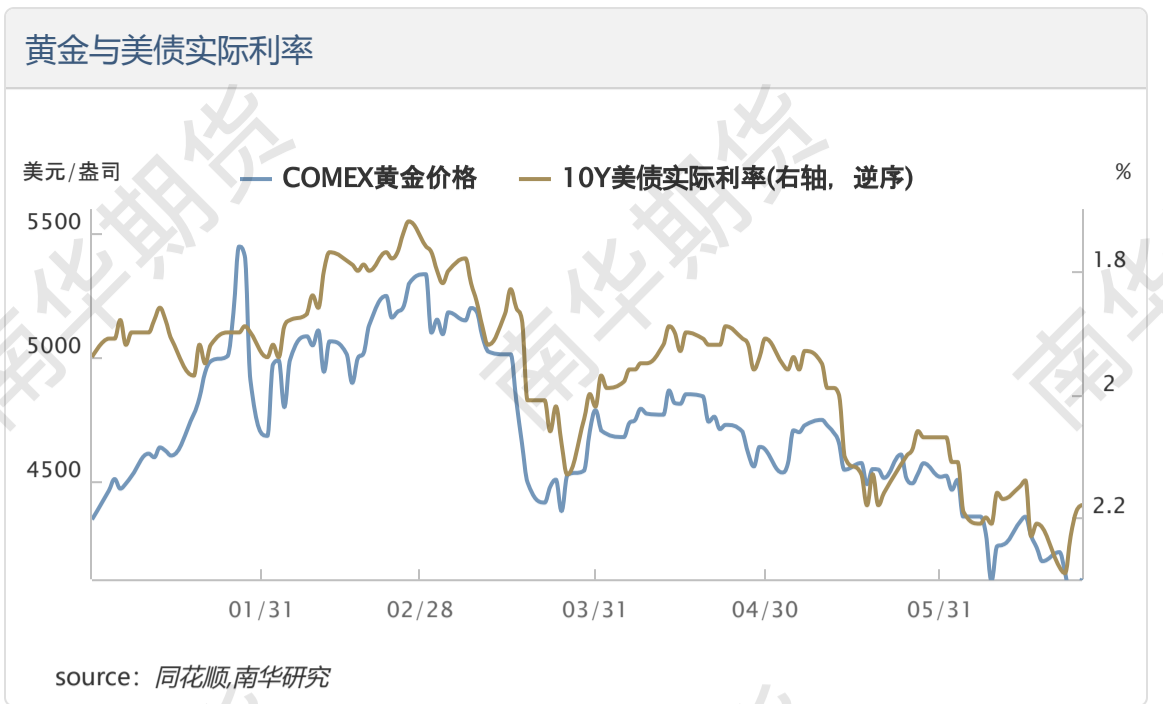


source : Bloomberg, 南华研究



3.2 美指和实际利率走高 贵金属估值下修

今年以来，黄金和美指以及美债实际利率负相关性有所增强，反映为美指和美债实际利率的走高对贵金属估值的压制。



美元指数的走强，则主要受到以下几方面因素支持：

1, 中东冲突引发的避险与"石油美元"需求

2月底美伊冲突爆发后，霍尔木兹海峡通航受阻，油价飙升。美元作为全球大宗商品贸易的计价货币，油价上涨迫使各国经济主体大量购入美元以对冲能源成本，形成"石油美元"需求。同时，中东地缘不确定性升温推动全球资金涌向美元避险资产。

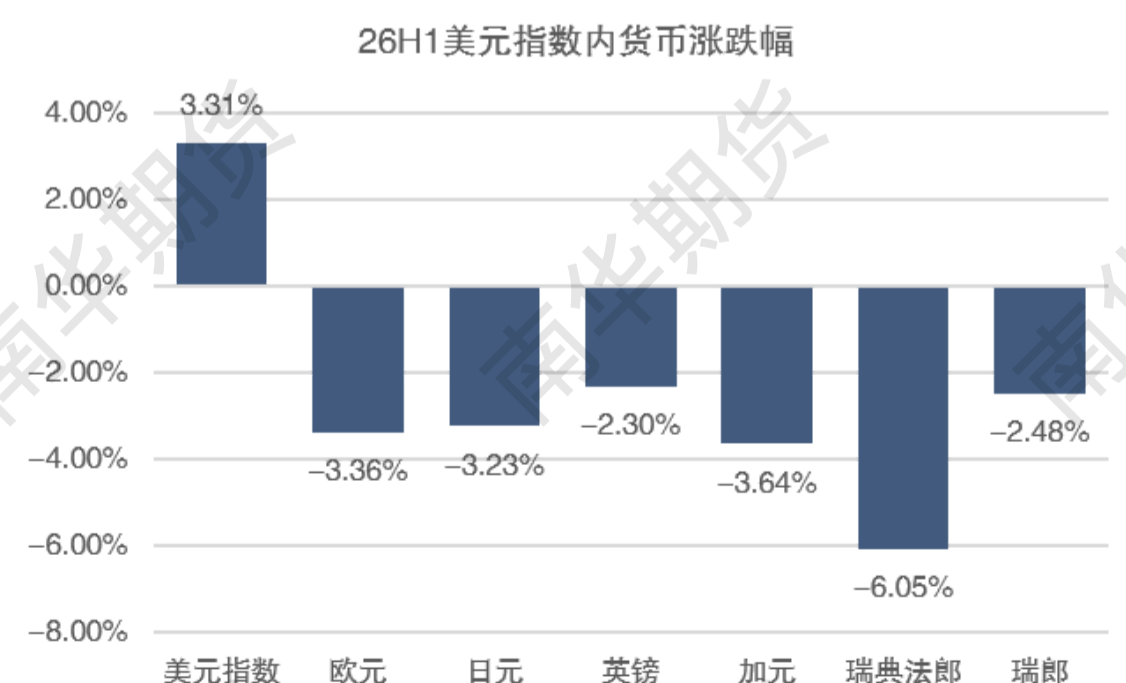
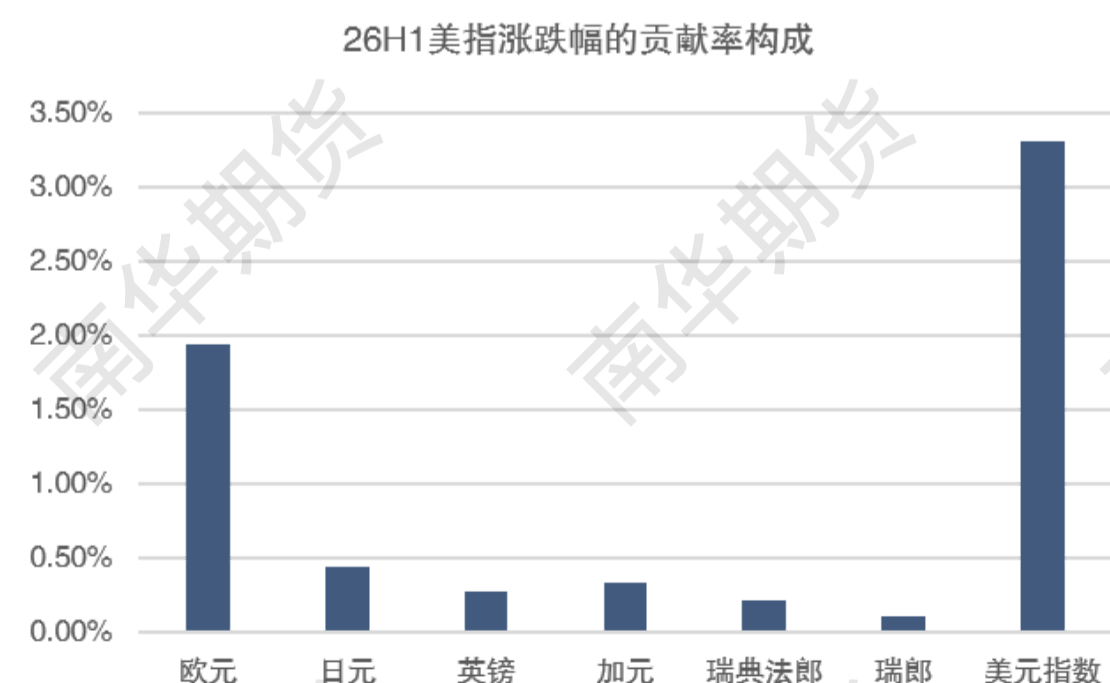
2, 美联储政策预期从"降息"转向"暂停/加息"

2月底美伊冲突带来的能源通胀，导致美联储货币政策预期从年初的降息预期反转为降息暂停再向加息预期转移。同时，美国经济和就业数据在AI科技板块带动下保持韧性，引致美联储货币政策重心从通胀和就业双重目标，向控通胀单侧目标倾斜。

3, 非美经济体承受不对称冲击，放大美元相对优势

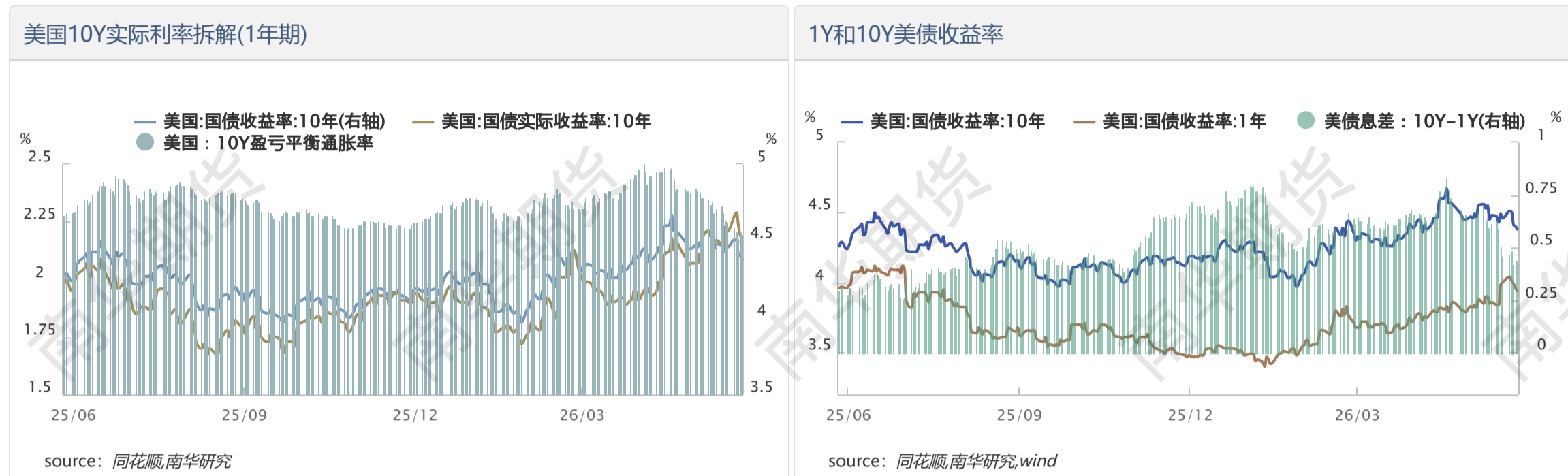
欧元区作为能源净进口地区，在本轮能源冲击中面临"滞胀"压力远大于美国，一季度GDP已环比收缩0.2%，欧元兑美元汇率亦明显贬值。日元陷入"油价涨→进口成本增→抛售日元"的恶性循环，跌破160。依赖石油进口的亚洲经济体货币普遍承压——印尼卢比、菲律宾比索、印度卢比均创历史新低。当全球绝大多数货币都在承压时，美元凭借能源出口国地位、避险属性和利率优势，成为资金流向的"唯一终点"。更重要的是，美国作为能源生产国，在油价上涨中受损远小于欧洲和亚洲进口国，贸易条件改善为美元提供了基本面支撑

26H1美指涨跌幅贡献来源



source: Wind, 南华研究

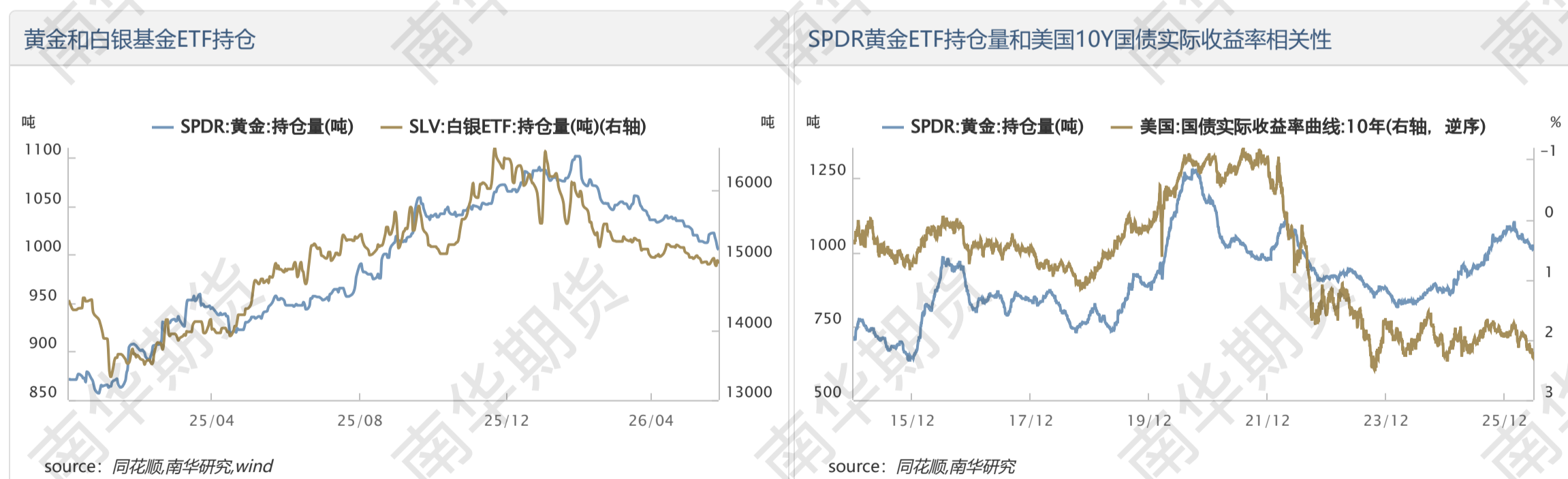
美债实际利率是美债名义利率与美国通胀预期之差。自3月份以来，美债实际利率持续走高，主要是包含能源价格大涨推高现实通胀并缓慢推升通胀预期而削弱降息预期，短端美债收益率上行同步带动10Y美债收益率走高，过渡到原油价格回落但加息预期不减(高利率更久)致美债名义利率高位稳定而通胀预期回落两个阶段影响。



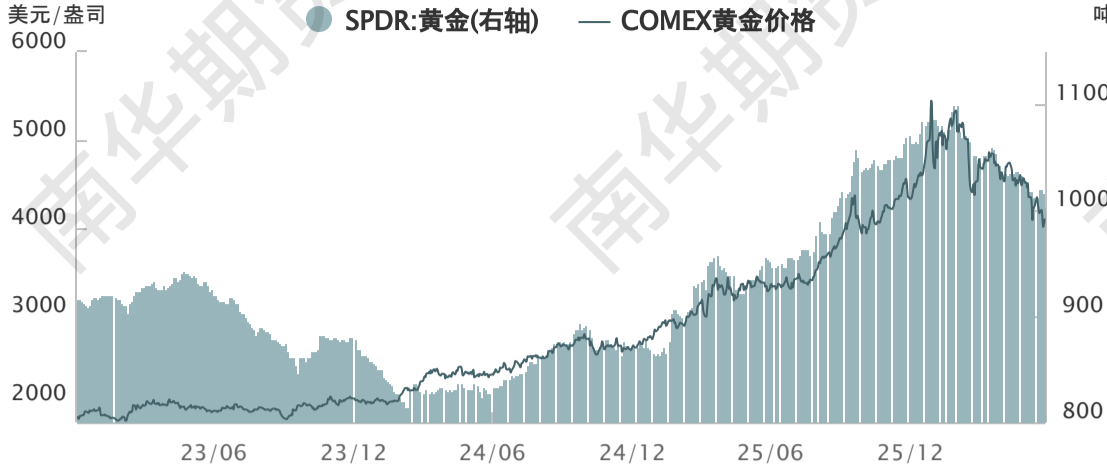
3.3 投资需求显著流出 贵金属驱动向下

今年上半年以来，金银市场ETF投资和期货投资亦显著流出或降温。截至6月24日的当月，全球黄金和白银ETF仍维持明显流出。其中SPDR黄金ETF持仓回到去年10月水位，SLV白银ETF持仓量更是回到去年8月附近水平。究其原因，仍主要受美联储货币政策预期“鹰化”影响，在提升美指和美债实际利率同时，增加持有无息资产黄金的机会成本。此外，美国AI科技股的强劲表现，也影响了资金流向。

2026年上半年，AI科技股继续主导美股表现。美国市场过去一年上涨27%，其中AI相关股票贡献了约75%的标普500涨幅。2026年被称为AI商业化“拐点年”，全球AI投资预计超过2.5万亿美元，同比增长44%。AI科技股的高回报吸引了大量避险资金和风险资金从传统安全资产转向科技成长资产。26H1美国市场黄金ETF净流出，显示部分资金从黄金转向科技股。

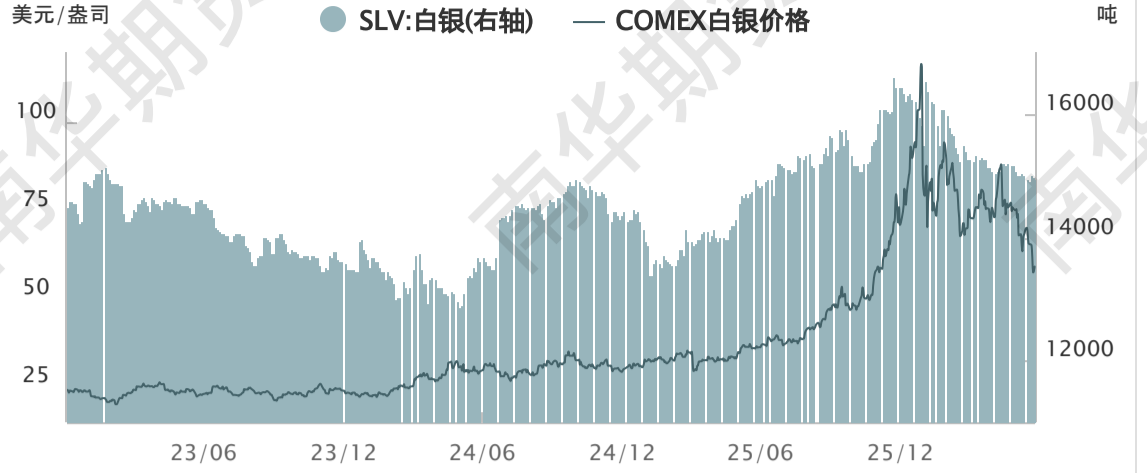


黄金长线基金持仓



source: 同花顺,南华研究

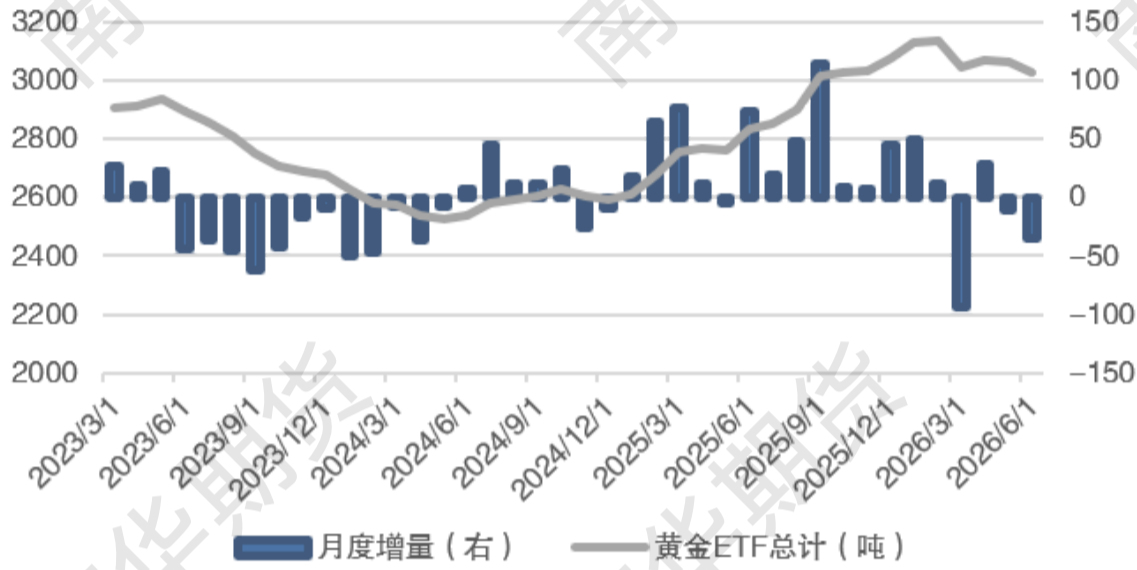
白银长线基金持仓



source: wind,南华研究

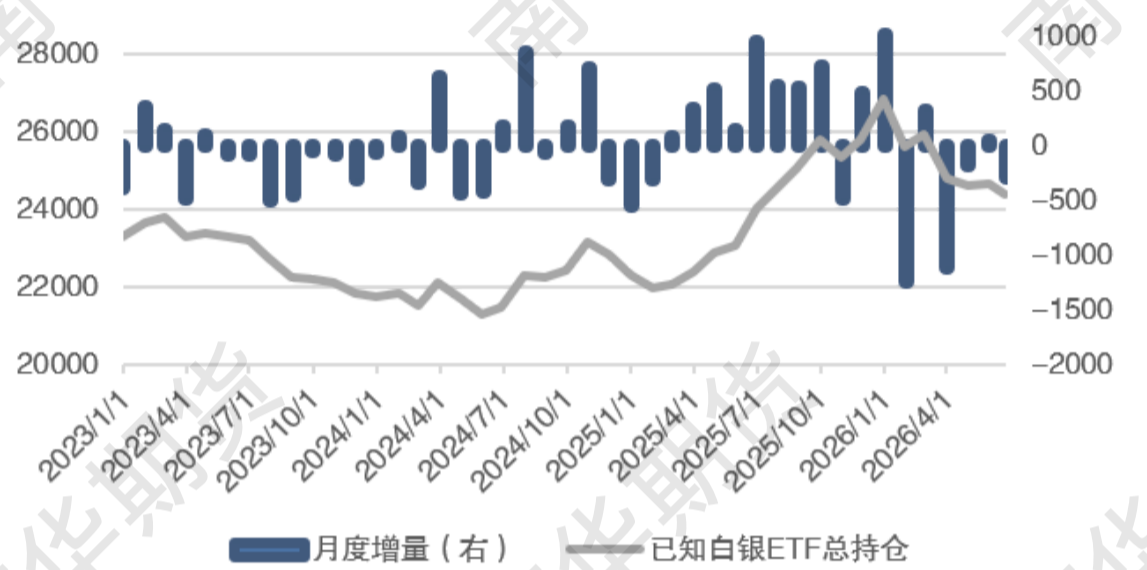
全球黄金和白银ETF数量 (吨)

全球黄金ETF



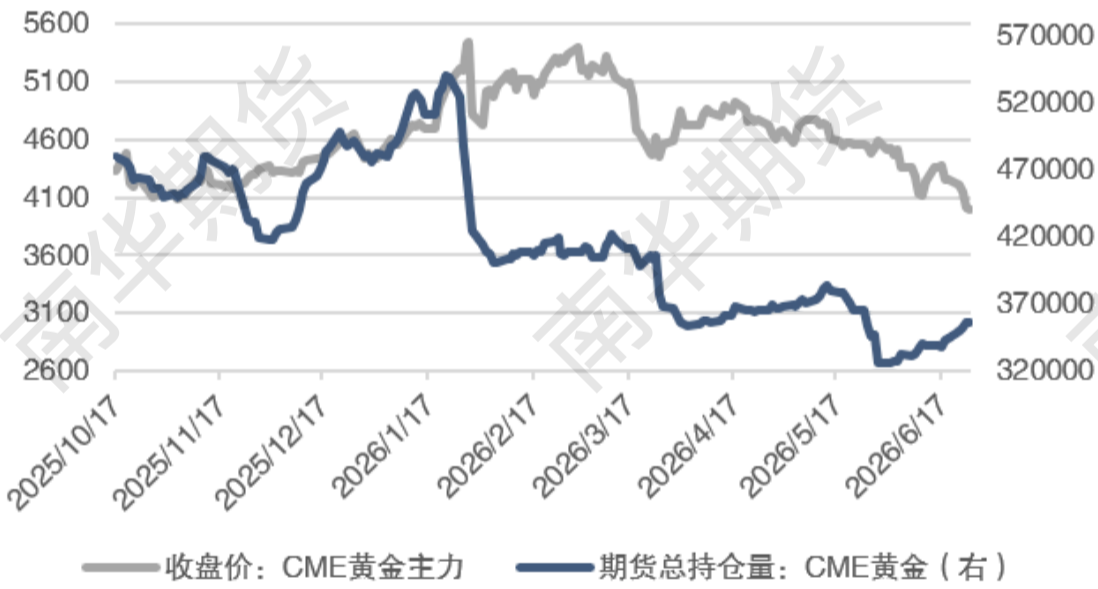
source: Bloomberg,Wind,南华研究

全球白银ETF

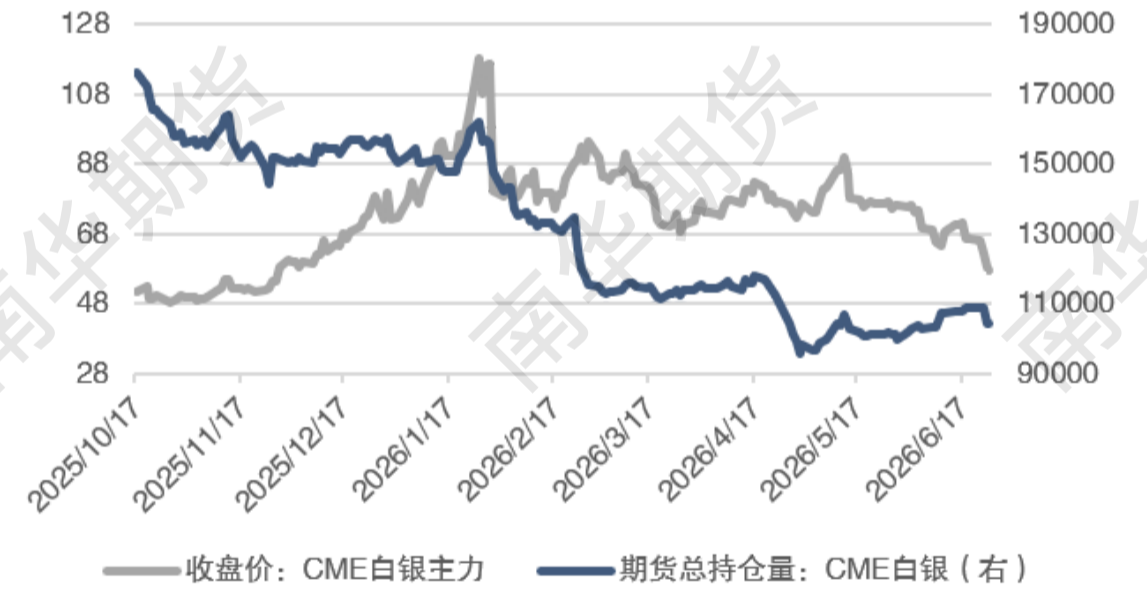


COMEX黄金和白银总持仓

CME金价与持仓



CME银价与持仓



source: Bloomberg,Wind,南华研究

沪金指数和期货持仓

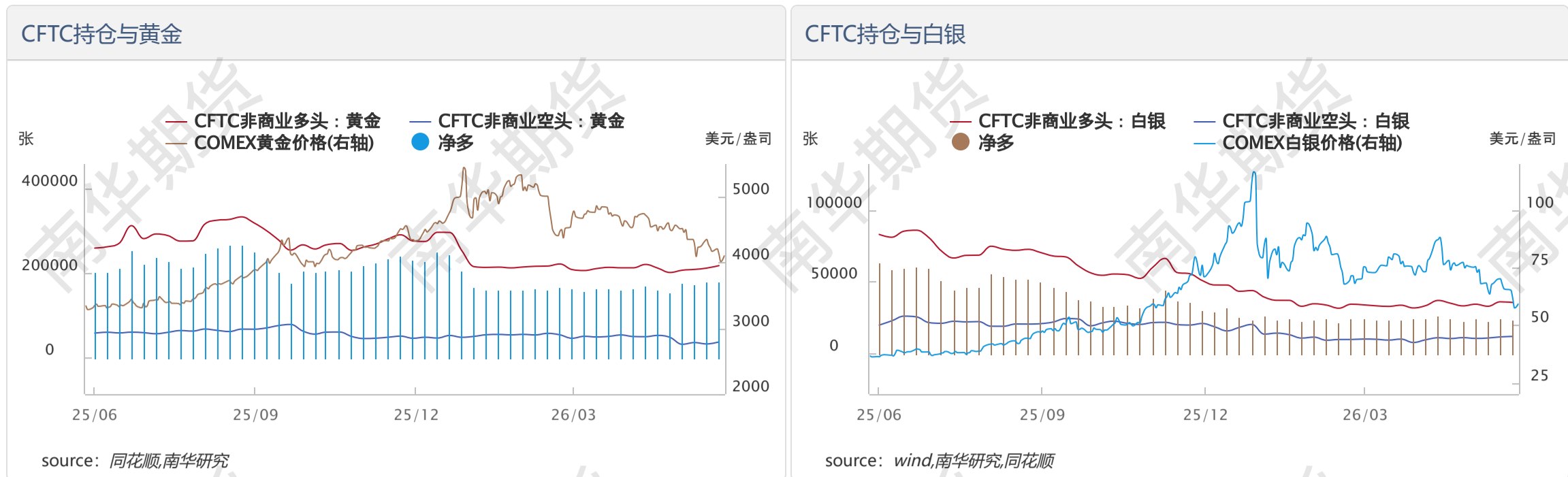


source: wind,南华研究

沪银指数和期货持仓



source: wind,南华研究



分区域看，自今年2月以来，美国黄金ETF从流入转向流出；中国黄金ETF则在1月底流出后，2月至3月中旬恢复流入，随后逐步流出；欧洲市场黄金ETF自1月底后流出，但4月部分恢复流入。整体看，全球黄金ETF持仓量较1月底高位时已现一定程度流出，具有一定广泛性。

美国、中国 和欧洲地区黄金ETF持仓量



3.4 沃什就任美联储主席 货币紧缩预期升温

2026年1月底，特朗普提名凯文·沃什接替鲍威尔出任美联储主席，这一消息被市场称为“沃什冲击”。沃什此前在2006年至2011年担任联储理事期间就以鹰派立场著称，长期批评量化宽松政策，主张货币政策应严格遵循规则导向。他的提名立即改变了市场对美联储政策路径的预期，投资者开始重新定价利率前景。

经过3月的白宫正式提名、4月的参议院听证以及5月的确认投票，沃什于5月22日正式宣誓就职。他上任后的首次FOMC会议在6月16日至17日举行，这次会议成为观察其政策风格的关键窗口。会议决定维持利率在3.50%至3.75%区间不变，但政策声明发生了显著变化：篇幅从鲍威尔最后一次会议的314字大幅精简至132字，删除了所有关于未来利率调整方向的前瞻性指引。沃什本人甚至拒绝提交利率预测点阵图，认为这一工具对政策制定无益，尽管其他17位官员仍继续提交。

更具信号意义的是点阵图显示的利率预期发生了180度转弯。3月会议时没有任何官员支持年内加息，而6月会议中多达9位官员预计2026年底利率将高于当前水平，其中6位预计需要多次加息，仅1位预计降息，中位数预测升至3.8%。沃什在记者会上强调美联储“将兑现价格稳定承诺”，直言“过去五年美联储没有解决通胀问题，现在要解决”。这种鹰派表态与鲍威尔时期对通胀回落的乐观判断形成鲜明对比。

沃什还宣布成立五大专项工作组，涉及联储沟通策略、资产负债表管理、数据质量、生产力与就业变化以及通胀框架，预计年底完成评估。这意味着美联储可能迎来一场深层次的制度性改革。市场对此反应迅速：决议公布后美股下跌、美元拉升、长端美债收益率维持高位，韩国等新兴市场随后一周出现近10%的跌幅并触发熔断，显示出全球资本对美联储政策转向的敏感。总体来看，沃什上任标志着美联储从鲍威尔时代

的鸽派灵活框架，转向一个更强调规则、更关注通胀风险、更弱化前瞻指引的新阶段，市场对2026年下半年乃至2027年的降息预期已大幅收敛。

会后声明 (2026.06 FOMC)

FOMC会后声明	2026/6/18	2026/4/30
基本面评估	尽管不确定性高企——部分源于中东冲突——但经济活动仍在以稳健的步伐扩张。生产率增长和资本投资表现强劲。就业增长与劳动力扩张保持同步，失业率变化不大。近期指标显示，经济活动正以稳健的速度扩张，平均而言，新增就业维持低位，失业率基本保持不变。通货膨胀率仍一定层程度居高不下，部分原因是近期全球能源价格上涨。	可获得的近期指标显示，经济活动正以稳健的速度扩张，平均而言，新增就业维持低位，失业率基本保持不变。通货膨胀率仍一定层程度居高不下，部分原因是近期全球能源价格上涨。
风险评估	通胀相对于委员会2%的目标仍然偏高，部分反映了推动某些行业（包括能源）价格上涨的供应冲击。中东地区局势加剧了经济前景的高度不确定性。委员会高度关注通胀风险注重双重使命的“两端”平衡。	经济前景不确定性仍处于较高水平，中东局势的发展对美国经济的影响尚不确定，中东地区局势加剧了经济前景的高度不确定性。委员会高度关注通胀风险注重双重使命的“两端”平衡。
决议声明	为了实现目标，委员会决定维持政策利率目标区间在3.5%–3.75%。以支持美联储的双重使命。委员会重申其维持银行体系充裕储备金的政策立场。	为了实现目标，委员会决定维持政策利率目标区间在3.5%–3.75%。
加息/降息立场	若出现影响委员会目标实现的风险，委员会将根据实际情况调整货币政策	若出现影响委员会目标实现的风险，委员会将根据实际情况调整货币政策
政策重心	委员会将致力于实现价格稳定。坚定致力于实现充分就业以及将通货膨胀率恢复到2%的目标。	坚定致力于实现充分就业以及将通货膨胀率恢复到2%的目标。
立场评估	在考虑进一步调整政策利率目标时，将谨慎评估传入数据、发展前景以及风险平衡。	在考虑进一步调整政策利率目标时，将谨慎评估传入数据、发展前景以及风险平衡。
货币政策决议	一致决定维持准备金支付利率3.65%，维持政策利率目标区间范围3.5%–3.75%；隔夜回购协议操作最低利率为3.75%，以3.5%利率和每天1600亿美元限额进行隔夜逆回购操作。在适当时，通过购买国库券，以及必要时购买其他剩余期限3年以内的国债证券，增加系统公开市场账户的证券持有量以维持充足的准备金水平。将所持全部国债的本金通过标售进行，将所有机构证券本金支付额再投资于国库券。	一致决定维持准备金支付利率3.65%，维持政策利率目标区间范围3.5%–3.75%；隔夜回购协议操作最低利率为3.75%，以3.5%利率和每天1600亿美元限额进行隔夜逆回购操作。通过购买国库券，以及必要时购买其他剩余期限3年以内的国债证券，增加系统公开市场账户的证券持有量以维持充足的准备金水平。将所持全部国债的本金通过标售进行，将所有机构证券本金支付额再投资于国库券。
投票情况	12票通过，0票否决。8票通过，4票否决：支持的是鲍威尔，主席；威廉姆斯，副主席；巴尔；米歇尔·鲍曼；库克；杰弗森；和安娜·保尔森，和克里斯托弗·沃勒。投反对票的是斯蒂芬·米兰，倾向于在本次会议上将联邦基准利率目标区间下调0.25个百分点。贝丝·M·哈马克、尼尔·卡什卡利和洛莉·K·洛根支持维持利率区间，但不支持在本次声明中加入宽松倾向表述。	11票通过，1票否决 8票通过，4票否决：支持的是鲍威尔，主席；威廉姆斯，副主席；巴尔；米歇尔·鲍曼；库克；贝丝·M·哈马克；杰弗森；尼尔·卡什卡利；洛莉·K·洛根；和安娜·保尔森，和克里斯托弗·沃勒。投反对票的是斯蒂芬·米兰，倾向于在本次会议上将联邦基准利率目标区间下调0.25个百分点。贝丝·M·哈马克、尼尔·卡什卡利和洛莉·K·洛根支持维持利率区间，但不支持在本次声明中加入宽松倾向表述。
美联储主席讲话	沃什拒绝提供自己对利率的预测使得点阵图缺少了“关键的一个点”；发布会时长变短	1. 利率前景：处于良好位置；支持转向中性偏向的官员人数有所增加；或许下次会议就会考虑改变目前的宽松倾向；目前没有人呼吁加息，宽松立场异议者并不是倾向于加息；如果需要加息或降息，会发出信号并采取行动；考虑降息之前需观察能源和关税问题。 2. 通胀前景：通胀高企，近期通胀预期上升，部分反映能源价格上涨；能源通胀激增尚未达到顶峰；核心通胀上升的前景是现实的；预计核心PCE通胀率为3.2%；关税通胀今年应会减缓。 3. 经济前景：经济活动的扩张稳健，中东事件增加了不确定性，经济前景高度不确定。劳动力需求已减弱，同时显示出越来越多的稳定迹象。 4. 去留问题：卸任主席后将继续以低姿态担任理事，时长待定，将在合适的时候离开美联储；本打算退休，但政府的行动使其别无选择；不会成为影子主席。

source : FRB,南华研究

经济预测表 (2026.06 FOMC)

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, June 2026

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2026	2027	2028	Longer run	2026	2027	2028	Longer run	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	2.2	2.3	2.2	2.0	2.0-2.3	2.0-2.4	2.0-2.3	1.8-2.0	1.8-2.6	1.9-2.9	1.8-2.6	1.7-2.5
March projection	2.4	2.3	2.1	2.0	2.2-2.5	2.0-2.4	2.0-2.3	1.8-2.0	2.1-2.7	2.0-2.7	1.8-2.7	1.7-2.5
Unemployment rate	4.3	4.3	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.3	4.0-4.3	4.3-4.6	4.0-4.6	4.0-4.4	3.8-4.5
March projection	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3-4.5	4.2-4.4	4.0-4.4	4.0-4.3	4.3-4.6	4.0-4.5	4.0-4.5	3.8-4.5
PCE inflation	3.6	2.3	2.0	2.0	3.5-3.7	2.2-2.5	2.0-2.1	2.0	2.7-4.1	1.9-2.8	2.0-2.3	2.0
March projection	2.7	2.2	2.0	2.0	2.6-3.1	2.0-2.3	2.0	2.0	2.3-3.3	1.8-2.4	1.9-2.2	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.3	2.5	2.1		3.2-3.5	2.3-2.6	2.0-2.2		2.6-3.5	2.0-3.0	2.0-2.4	
March projection	2.7	2.2	2.0		2.5-2.8	2.0-2.4	2.0		2.2-3.0	2.0-2.5	2.0-2.2	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	3.8	3.6	3.4	3.1	3.6-4.1	3.1-3.9	3.1-3.6	3.0-3.5	3.4-4.4	2.9-4.4	2.9-3.9	2.9-3.9
March projection	3.4	3.1	3.1	3.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.9-3.6	2.9-3.5	2.6-3.6	2.4-3.9	2.6-3.9	2.6-3.9

NOTE: Projections of change in real gross domestic product (GDP) and projections for both measures of inflation are percent changes from the fourth quarter of the previous year to the fourth quarter of the year indicated. PCE inflation and core PCE inflation are the percentage rates of change in, respectively, the price index for personal consumption expenditures (PCE) and the price index for PCE excluding food and energy. Projections for the unemployment rate are for the average civilian unemployment rate in the fourth quarter of the year indicated. Each participant's projections are based on his or her assessment of appropriate monetary policy. Longer-run projections represent each participant's assessment of the rate to which each variable would be expected to converge under appropriate monetary policy and in the absence of further shocks to the economy. The projections for the federal funds rate are the value of the midpoint of the projected appropriate target range for the federal funds rate or the projected appropriate target level for the federal funds rate at the end of the specified calendar year or over the longer run. The March projections were made in conjunction with the meeting of the Federal Open Market Committee on March 17-18, 2026. Nineteen participants submitted information in conjunction with the March 17-18, 2026, meeting. Eighteen participants submitted information in conjunction with the June 16-17, 2026, meeting; one of these 18 participants did not submit projections for 2028.

1. For each period, the median is the middle projection when the projections are arranged from lowest to highest. When the number of projections is even, the median is the average of the two middle projections.
2. The central tendency excludes the three highest and three lowest projections for each variable in each year.
3. The range for a variable in a given year includes all participants' projections, from lowest to highest, for that variable in that year.
4. Longer-run projections for core PCE inflation are not collected.

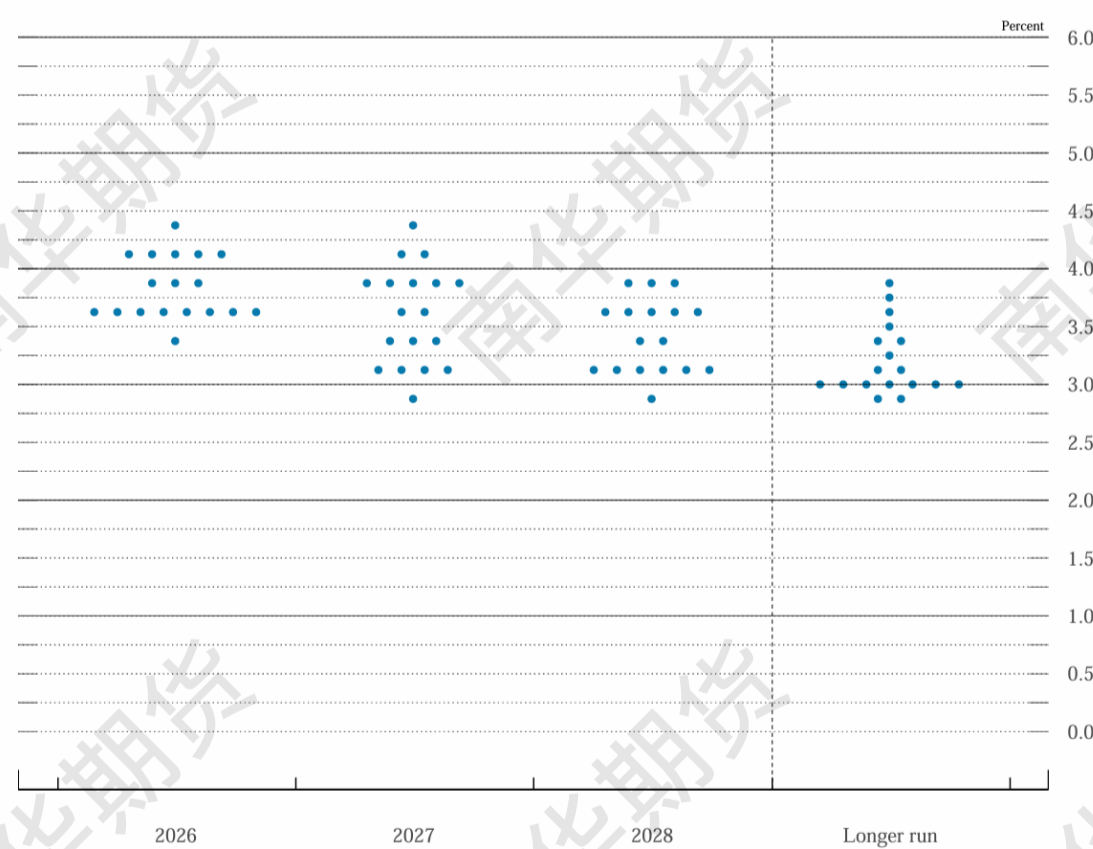
source : FRB, 南华研究

点阵图 (2026.06 FOMC)

点阵图 (2026.03 FOMC)

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



source : FRB, 南华研究

我们认为当前市场已经定价的美联储9月首先加息一次，并至明年3-4月继续加息一次的预期，存在过度交易风险。

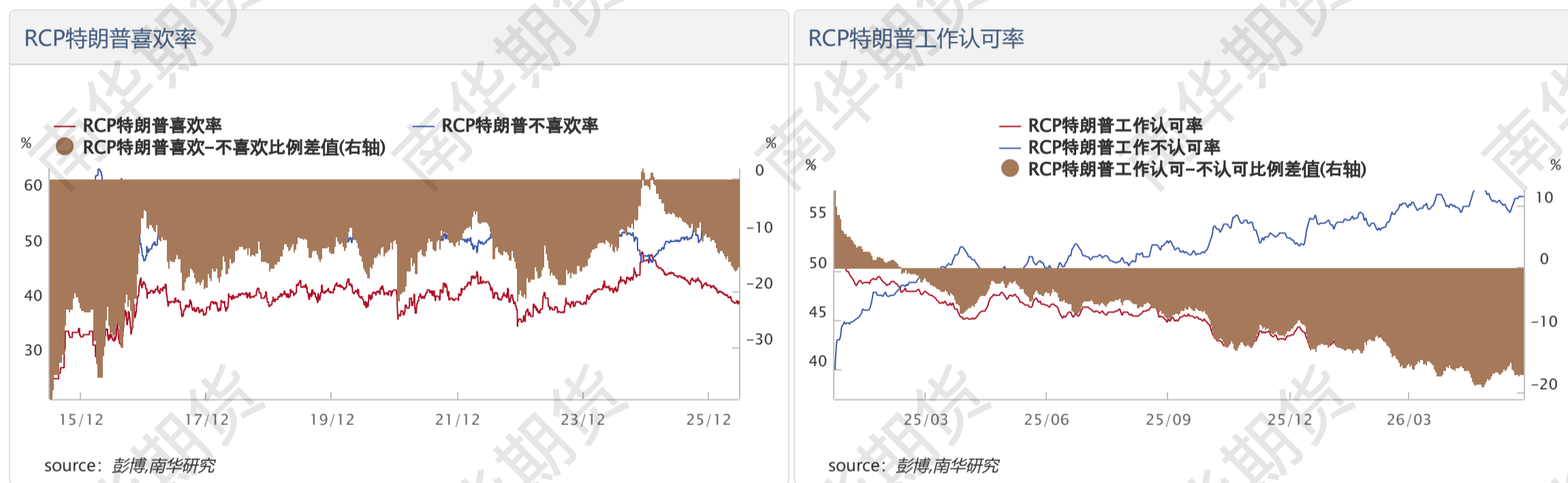
随着7/8月中旬将公布6/7月美通胀数据，7月30日召开美联储FOMC，8月下旬将召开全球央行年会（关注沃什讲话），9月17日美联储FOMC会议（市场已定价加息一次），美联储过激加息预期有望在7-8月期间

修复（通胀压力缓和），贵金属价格亦有望呈现探底回升的修复行情。2027年降息窗口则仍有望重新打开，理由如下：

1, 对沃什鹰派立场的过度解读

市场对沃什6月首次FOMC会议的鹰派立场存在明显过度解读。其精简政策声明、未提交个人点阵图及强调“兑现价格稳定承诺”等举措，被市场视为激进紧缩的前奏，但细究其表态，沃什并未承诺立即加息，而是明确将在秋季沟通框架改革完成后再行评估政策路径，“年底评估”的关键时间窗口被市场忽略。更具逻辑错位的是，沃什不提交点阵图恰恰反映其对利率预测工具有效性的质疑，市场却将其他官员的鹰派点阵图误读为其个人意志的体现。

从政治约束看，2026年11月中期选举临近，特朗普支持率持续低位且不断走弱，叠加美国关税政策遭遇司法挫败--最高法院与联邦法院先后裁定大规模关税违法，已征收的约1660亿美元面临退还，原本2026-2034年可带来的1.4万亿美元财政收入预期落空，财政缺口显著扩大。在财政扩张受限、赤字高企的背景下，若美联储继续加息导致经济进一步承压，特朗普政府将面临“财政紧缩+经济放缓”的双重困境，直接冲击选情。因此，白宫有充分动机对沃什领导的美联储施加政治压力以抑制鹰派倾向，年内加息或受到额外的政治与财政双重约束。



2, 对通胀数据的线性外推

市场对通胀的担忧主要基于CPI阶段性走高及原油价格上涨的滞后传导效应，但随着6月中下旬中东局势降温、油价回落至每桶75美元以下，能源输入性通胀正快速消退。然而，市场同时高估了AI基础设施投资热潮形成的“技术通胀”压力——2026年全球AI投资预计超2.5万亿美元，确实推高了芯片、电力和高端劳动力价格，但这一热潮存在自我修正机制：部分对冲基金已开始减持AI基建股，AI推理成本快速下降削弱企业自建算力必要性，特朗普关税不确定性亦影响供应链决策。沃什在记者会上提到关注“生产力与就业变化”，暗示其对AI投资的实际回报持审慎态度。若下游应用（如企业级AI服务、AI代理等）不能快速产生足够收入以覆盖巨额折旧，2027年后资本开支周期可能见顶回落，届时AI对GDP的正向贡献将显著减弱。这也预示一旦AI投资增速见顶回落，当前被计入通胀预期的“技术通胀”将迅速逆转，市场将面临从“加息两次”到“暂停甚至降息”的剧烈修正。

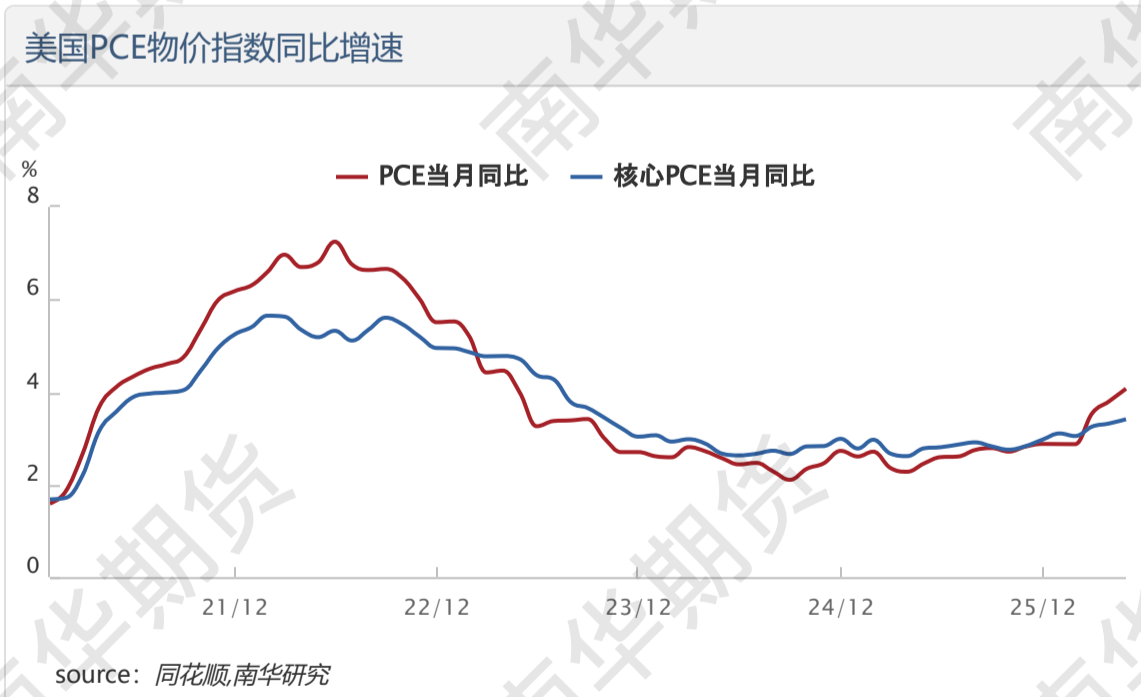
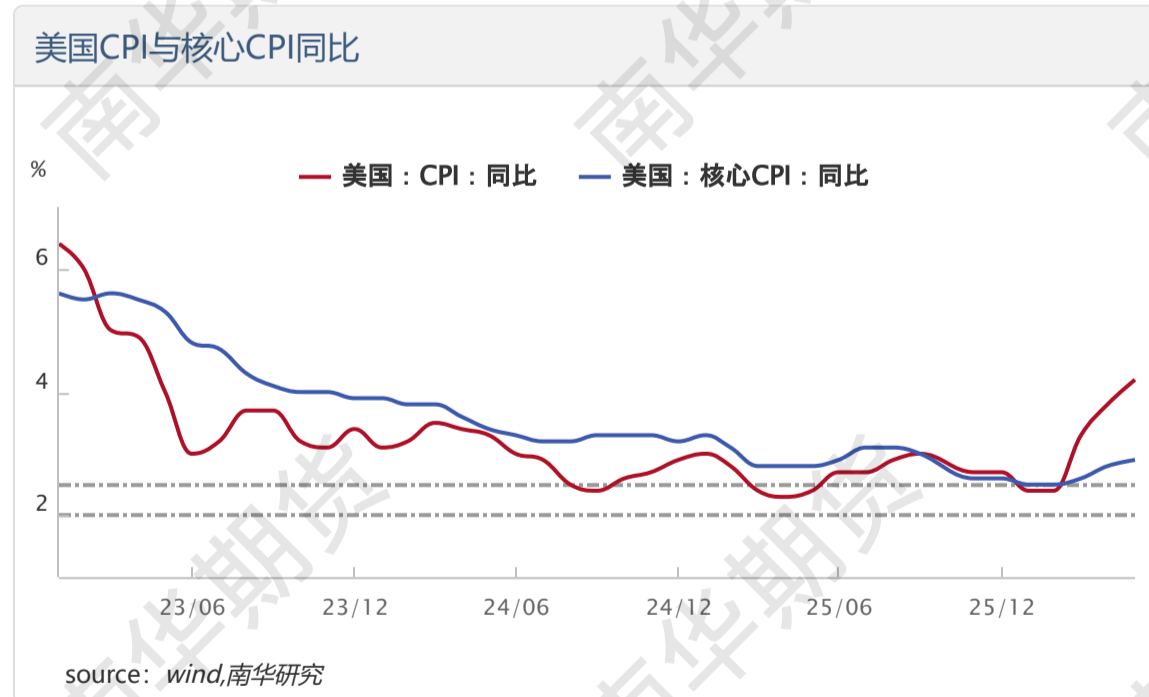
我们预计美国通胀将在7月或8月公布的6月或7月数据中，显现见顶回落信号，因去年6-8月的环比增速基数较高，且6月能源价格较5月已环比负增长。

当然，美国CPI及核心CPI在中性环比+0.2%的月度增速情况下，至年底时将分别达到3.88%和2.72%；美国PCE及核心PCE在中性环比+0.2%的月度增速情况下，至年底时将分别达到3.45%和3%，预计仍无法支持美联储年内降息。但至明年3月时，受高基数影响，美国通胀料显著降温，并为降息打开窗口。

美国CPI和细分项

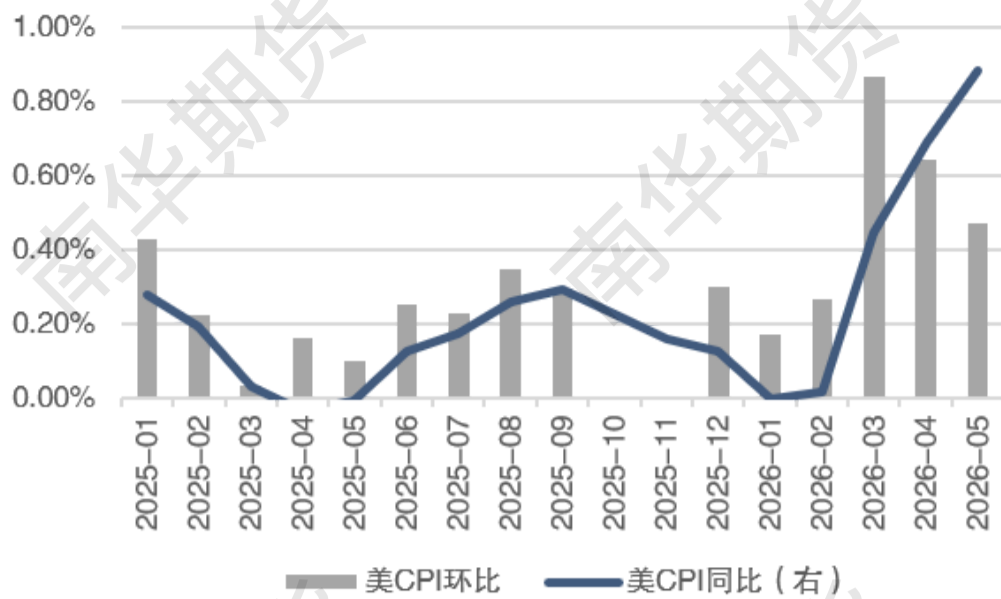
美国CPI	权重		未季调YoY(%)			季调后MoM(%)			4月环比增量(%)	环比增量贡献(%)
	Apr-26	Mar-26	May-26	Apr-26	Mar-26	May-26	Apr-26	Mar-26		
CPI	100.00	100.00	4.2	3.8	3.1	0.5	0.6	0.9	-0.1	-0.10
食品	13.51	13.56	3.1	3.2	2.7	0.2	0.5	0.0	-0.3	-0.04
家庭食物	8.24	8.25	2.7	2.9	1.9	0.1	0.7	-0.2	-0.6	-0.05
谷物和烘焙产品	1.02	1.03	1.9	2.6	2.1	0.4	0.1	-0.6	0.3	0.00
肉，禽，鱼和蛋	1.96	1.95	1.8	1.5	-0.9	-0.2	1.3	-0.6	-1.5	-0.03
乳制品及相关产品	0.74	0.74	-1.0	-0.6	-1.6	-0.6	0.8	-0.6	-1.4	-0.01
非酒精饮料和饮料材料	1.00	1.00	5.8	5.1	4.7	0.6	1.1	-0.3	-0.5	0.00
其他食物	2.23	2.26	2.0	2.5	2.9	0.0	-0.4	0.0	0.4	0.01
非家庭食物	5.28	5.31	3.5	3.6	3.8	0.3	0.2	0.2	0.1	0.01
能源	7.47	7.09	23.5	17.9	12.5	3.9	3.8	10.9	0.1	0.01
能源商品	4.24	3.86	40.6	29.2	19.4	6.7	5.6	21.3	1.1	0.05
燃油	0.12	0.11	58.9	54.3	44.2	3.8	5.8	30.7	-2.0	0.00
车用燃油	4.06	3.68	40.9	29.1	19.2	6.8	5.7	21.5	1.1	0.04
汽油	3.94	3.57	40.5	28.4	18.9	7.0	5.4	21.2	1.6	0.06
能源服务	3.24	3.23	5.3	5.4	5.0	0.4	1.6	0.4	-1.2	-0.04
电力	2.50	2.48	5.9	6.1	4.6	0.6	2.1	0.8	-1.5	-0.04
公用燃气服务	0.74	0.76	3.0	3.0	6.4	-0.5	-0.1	-0.9	-0.4	0.00
核心CPI	79.01	79.35	2.9	2.8	2.6	0.2	0.4	0.2	-0.2	-0.16
除食品能源外商品	18.86	19.00	1.1	1.1	1.2	-0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.02
服饰	2.48	2.51	4.8	4.2	3.4	0.3	0.6	1.0	-0.3	-0.01
新车	3.76	3.79	0.2	0.2	0.5	-0.3	-0.2	0.1	-0.1	0.00
二手车和卡车	2.61	2.60	-2.0	-2.7	-3.2	0.1	0.0	-0.4	0.1	0.00
医疗商品	1.43	1.45	-1.8	-0.5	0.3	-0.7	-0.4	-1.0	-0.3	0.00
酒精饮料	0.83	0.83	2.1	1.9	1.7	0.1	0.3	0.3	-0.2	0.00
烟草和吸烟用品	0.45	0.45	7.8	7.6	7.4	1.0	0.5	0.1	0.5	0.00
除能源服务外服务	60.16	60.35	3.4	3.3	3.0	0.3	0.5	0.2	-0.2	-0.12
住所	35.24	35.32	3.4	3.3	3.0	0.3	0.6	0.3	-0.3	-0.11
主要住所租金	7.71	7.73	2.9	2.8	2.6	0.4	0.5	0.2	-0.1	-0.01
业主的等量房租	25.79	25.89	3.3	3.3	3.1	0.3	0.5	0.3	-0.2	-0.05
医疗服务	6.83	6.89	3.6	3.2	3.7	0.5	0.0	0.0	0.5	0.03
运输服务	6.40	6.40	4.1	4.3	4.1	-0.6	0.3	0.6	-0.9	-0.06
机动车保养与维修	1.03	1.04	6.1	5.1	6.1	0.8	-0.2	1.3	1.0	0.01
机动车保险	2.68	2.72	-2.0	0.2	0.8	-1.7	0.1	0.0	-1.8	-0.05
机票价格	1.04	0.99	26.7	20.7	14.9	2.7	2.8	2.7	-0.1	0.00
所有项目减去食品	86.49	86.44	4.4	3.9	3.3	0.5	0.7	1.0	-0.2	-0.17
所有项目减去住所	64.76	64.68	4.7	4.1	3.4	0.6	0.7	1.2	-0.1	-0.06
所有项目扣除食物与住宿	51.25	51.12	5.2	4.3	3.6	0.7	0.7	1.5	0.0	0.00
所有项目减去食品、住房与能源	43.78	44.03	2.4	2.3	2.3	0.1	0.2	0.1	-0.1	-0.04
所有项目扣除食物、住宿、能源、旧转	41.17	41.43	2.7	2.6	2.6	0.1	0.2	0.2	-0.1	-0.04
所有项目减去食品与能源	NA	NA	2.9	2.8	2.6	0.2	0.4	0.2	-0.2	#VALUE!
所有项目减去医疗保健	91.74	91.66	4.4	3.9	3.3	0.5	0.7	1.0	-0.2	-0.18
所有项目减去能源	92.53	92.91	2.9	2.8	2.6	0.2	0.4	0.2	-0.2	-0.19
服务	63.39	63.58	3.5	3.4	3.1	0.3	0.6	0.2	-0.3	-0.19
服务减去收容所租金	28.45	28.55	3.7	3.5	3.4	0.5	0.4	0.3	0.1	0.03
服务减去医疗保健服务	56.56	56.69	3.5	3.4	3.1	0.4	0.6	0.4	-0.2	-0.11

source : Wind, 南华研究

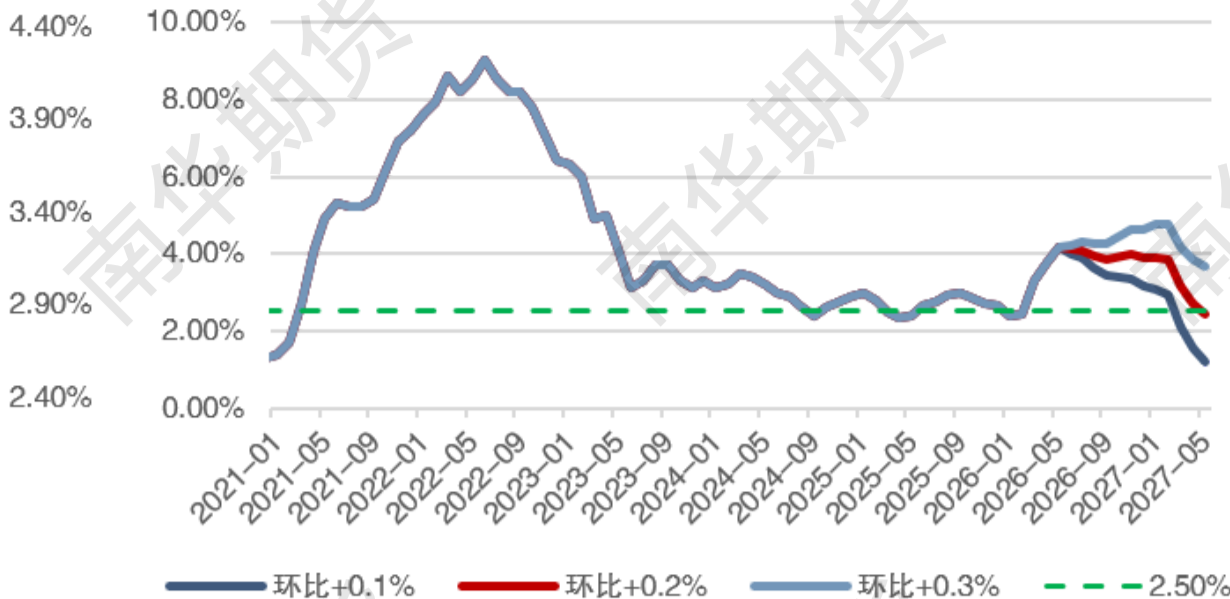


美国CPI和推演

美CPI



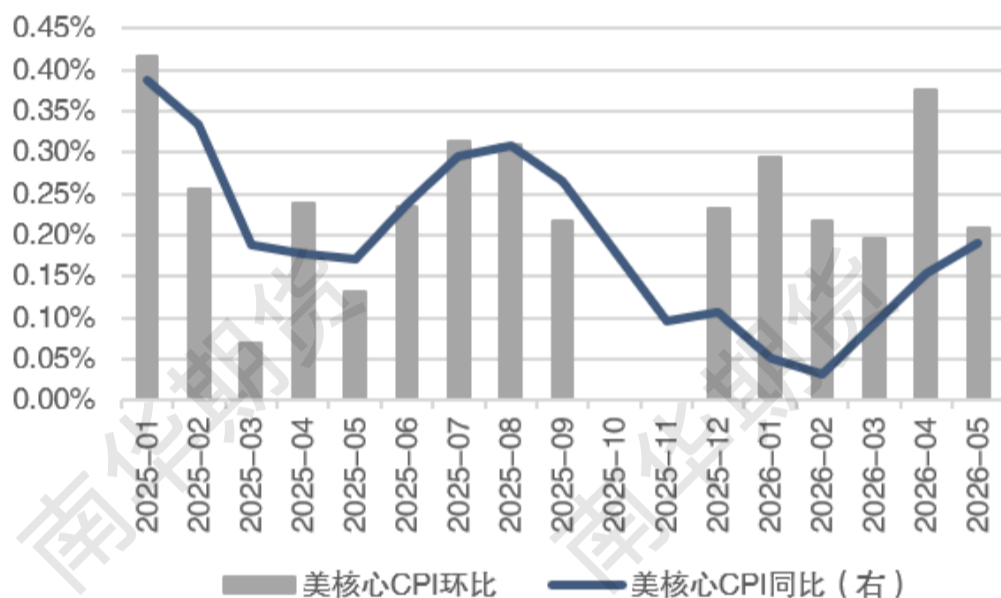
CPI同比及推演：季调后



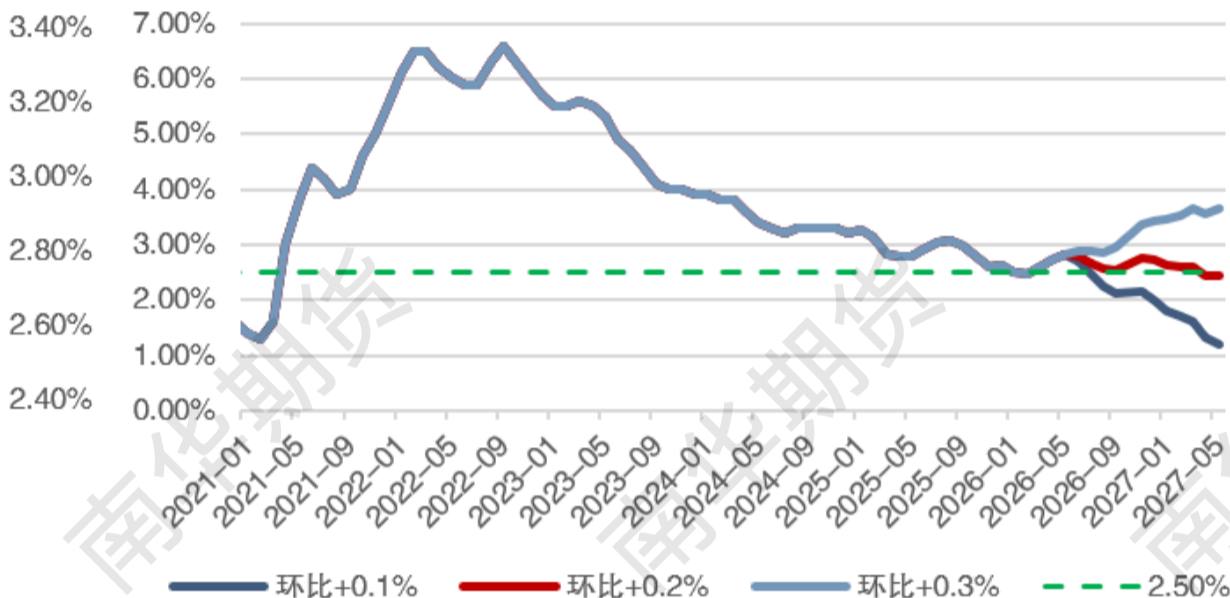
source : Wind,iFind, 南华研究

美国核心CPI和推演

美核心CPI



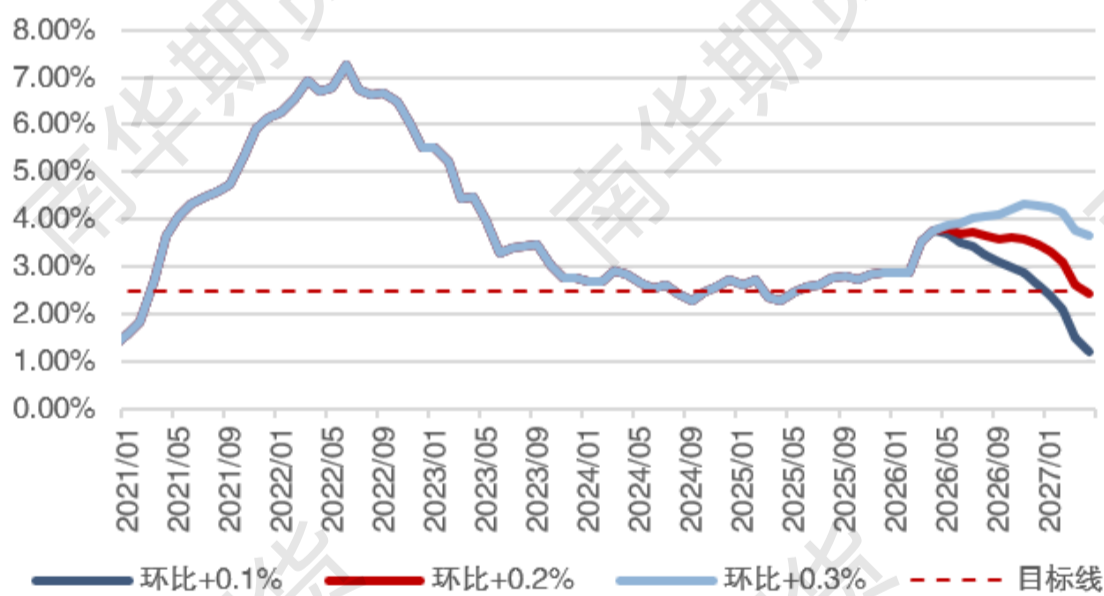
核心CPI同比及推演：季调后



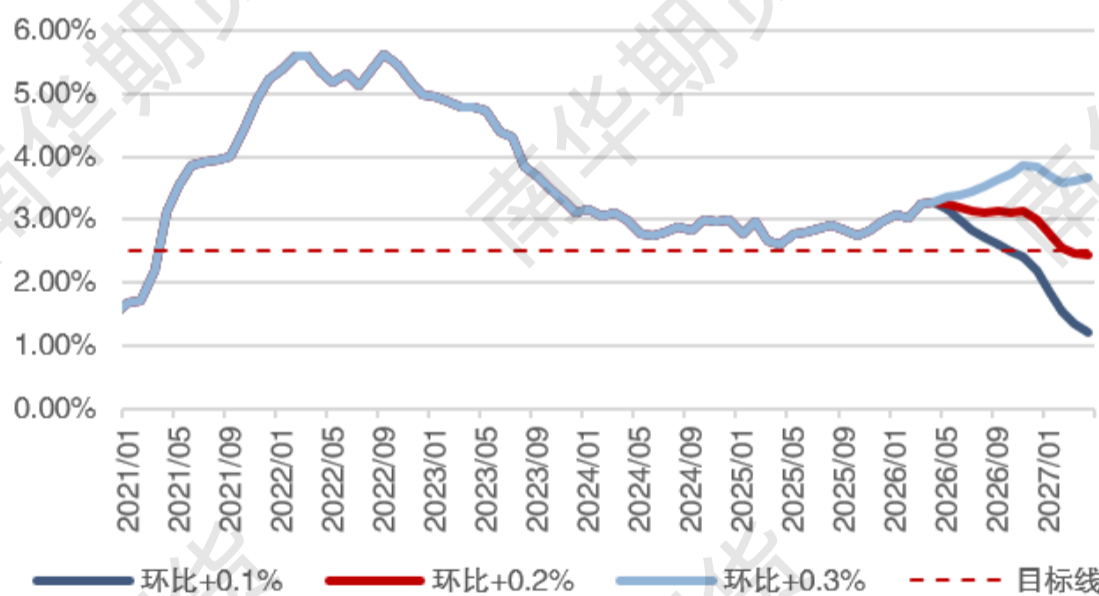
source : Wind,iFind, 南华研究

美国PCE和核心PCE推演

PCE同比增速预期



核心PCE同比增速预期



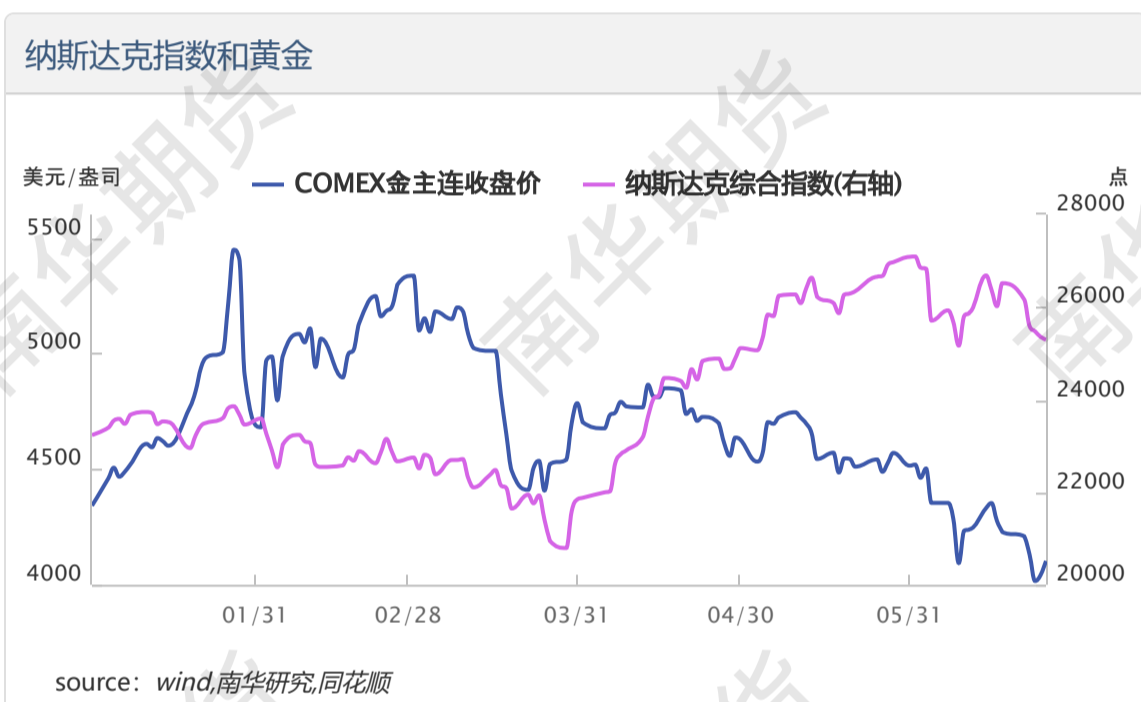
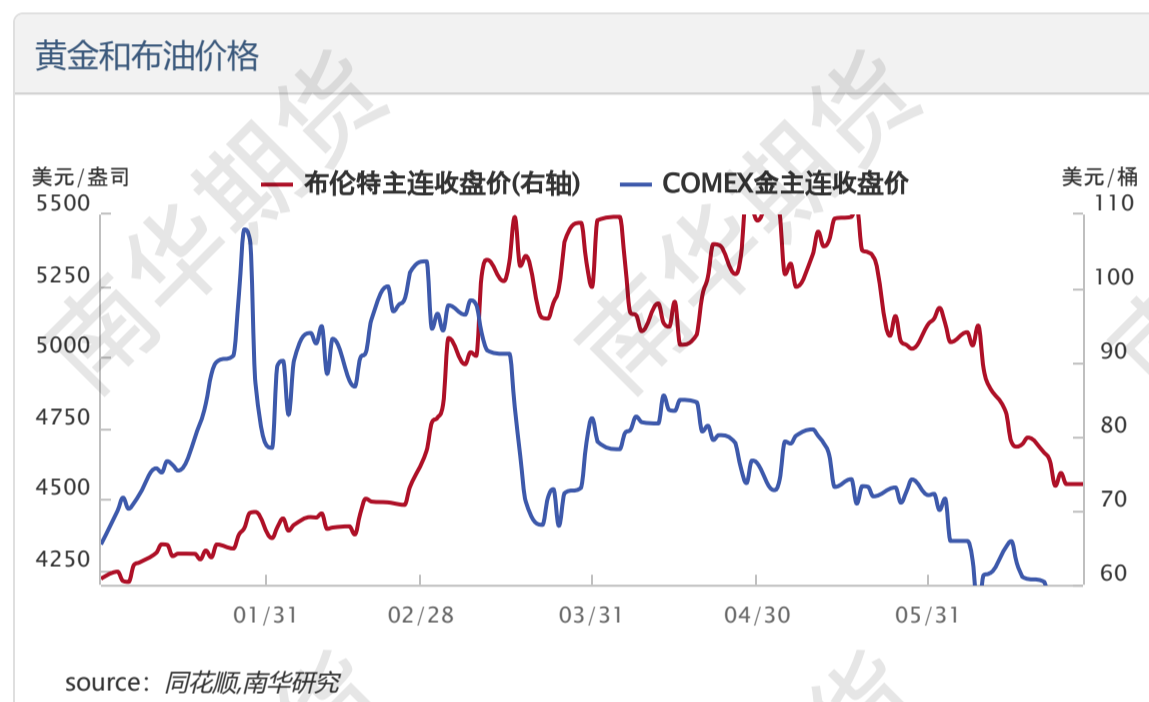
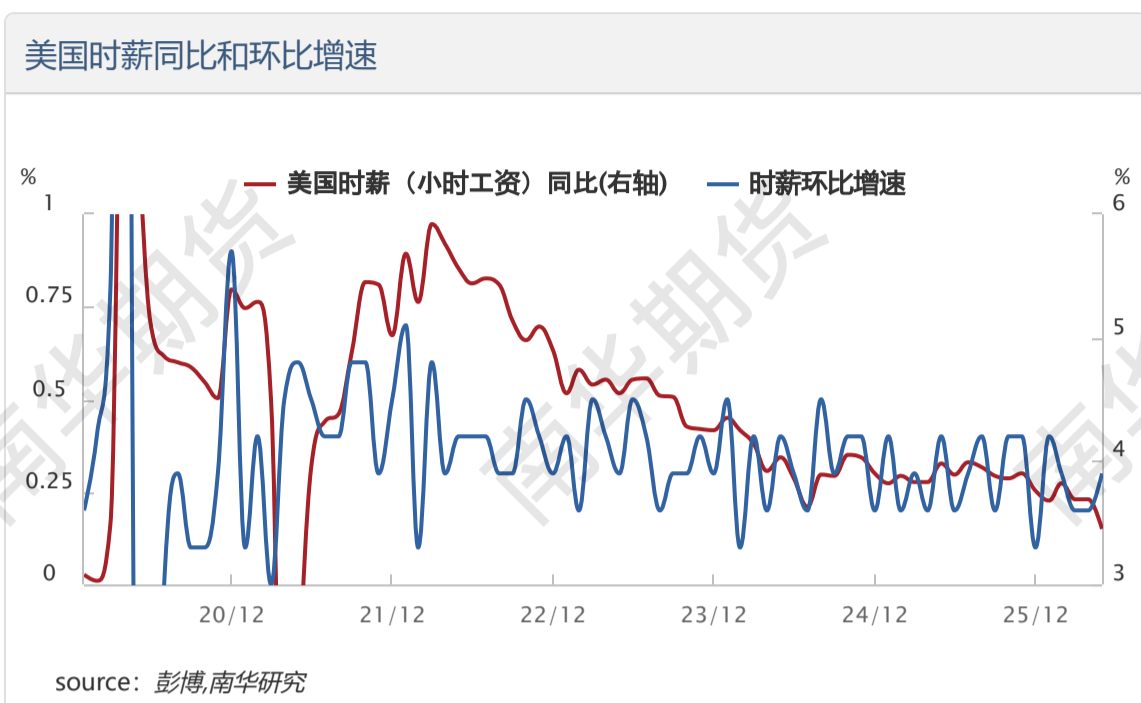
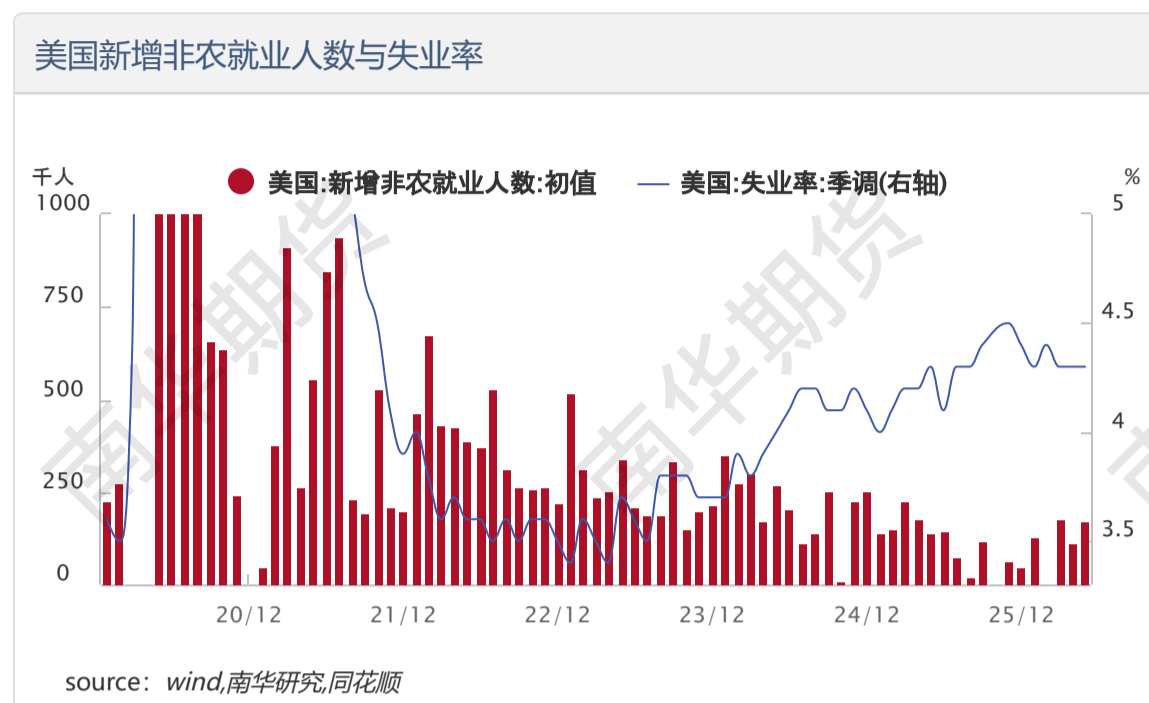
source : Wind,iFind, 南华研究

3, 对劳动力市场韧性的过度解读

2026年5月美国新增非农就业17.2万人，几乎是市场预期（8.5万人）的两倍，失业率维持4.3%不变。更值得注意的是，3月和4月数据合计上修9.3万人，使得近三个月平均新增就业回升至18万人以上水平，为2024年4月以来最高。

5月美国非农超预期，主要源于休闲酒店业（+7万）和政府（+5.2万）的异常高增，二者贡献了超七成的新增就业。其中休闲酒店业的激增与美加墨世界杯开幕前的提前招聘及阵亡将士纪念日的季节性用工高度相关，而地方政府岗位的跳升则更可能源于季节调整和样本噪音。

这种由临时性事件驱动的就业热潮持续性存疑。世界杯相关的一次性招聘大概率会在赛事结束后消退，休闲酒店业的超额增长可能在6月回吐。更值得关注的是，易受AI冲击的金融、信息等行业仍在持续裁员，就业增长呈现“高薪认知岗位收缩、低薪线下岗位扩张”的结构性置换，并非经济全面走强的信号，美国时薪数据亦未显现通胀螺旋上升压力。尽管数据一度点燃加息预期，但考虑到就业结构隐忧和薪资增速温和，美联储更可能维持高利率观望，而非立即紧缩。



3.5 小结

综合来看，市场预期美联储在明年4月份前至少加息2次，是对沃什个人风格、短期数据噪音和点阵图技术信号的过度反应，而非对经济基本面的理性定价。实际加息概率取决于2026年三季度核心PCE能否持续高于3%、AI投资热潮是否降温以及全球金融稳定状况。若上述任一条件不及预期，美联储不仅可能暂停加息，甚至可能在2027年一季度重新打开降息窗口。

因此，从引发贵金属价格下跌的估值端美指和美债实际利率维度看，美联储加息预期的回修有望带动美指冲高后回落，尽管欧美经济反差可能限制美指下行空间，下半年美指或维持高位震荡；美债实际利率则有望在通胀预期已经偏低，而名义利率可能受短端利率回落而适度回调下，有多回落，亦难以继续对贵金属估值形成利空约束。

从驱动层面看，贵金属投资需求有望随着美联储加息预期的弱化而流出放缓甚至部分回补，并随着降息预期的重新回归而重新流入；美国AI科技股市场若面临挤泡沫压力，则可能有利于推动资金从股市重新回流商品市场。

贵金属在经历了1月底历史新高后的大幅回调，已部分定价了鹰派预期。若加息预期得以修正，黄金和白银存在明显的修复性上涨机会。

风险维度需警惕美伊博弈的阶段性反复：尽管双方于6月18日签署谅解备忘录并进入60天最终协议谈判期，但核设施、黎巴嫩-以色列停火安排、霍尔木兹海峡通行权、金融制裁解除时序及战争赔偿金额等核心议题分歧显著，任何谈判僵局或局部冲突升级都可能迅速推升油价与避险溢价，对美联储“数据依赖”的政策框架形成外生冲击，进而扰动加息预期的定价节奏。

第四章 央行购金有托底支撑 但难成上涨驱动

2022年-2025年期间央行购金提速，是黄金价格摆脱美联储22年-23年期间加息周期保持抗跌性，以及24年美联储降息周期加剧平衡表短缺而加速价格上涨的关键因素。

进入26年以来，全球央行购金虽整体延续，但部分央行出现大幅抛售举措，并在投资需求明显流出同时，加剧上半年价格的调整压力。

4.1 黄金供需平衡表

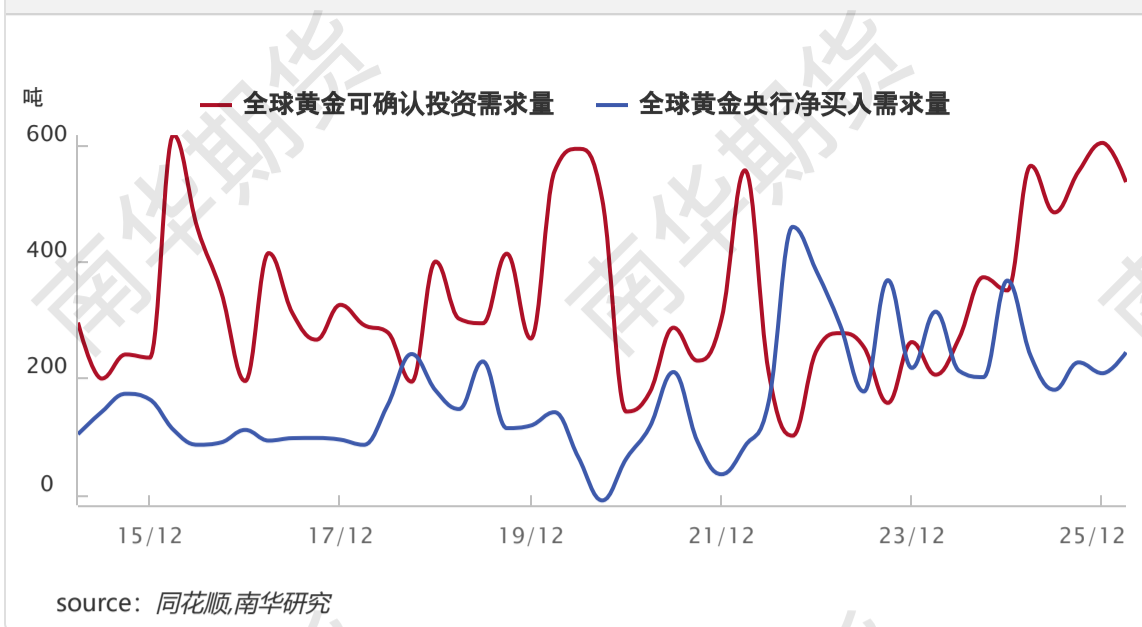
根据世界黄金协会公布的季度黄金平衡表数据可知，黄金供给整体稳定。需求方面，投资需求波动显著，是影响价格的核心驱动；央行购金则以分散美元风险、优化储备结构为长期目标，具备严格成本约束与低投机性，是黄金战略储备资产属性的集中体现。

黄金季度供需平衡表

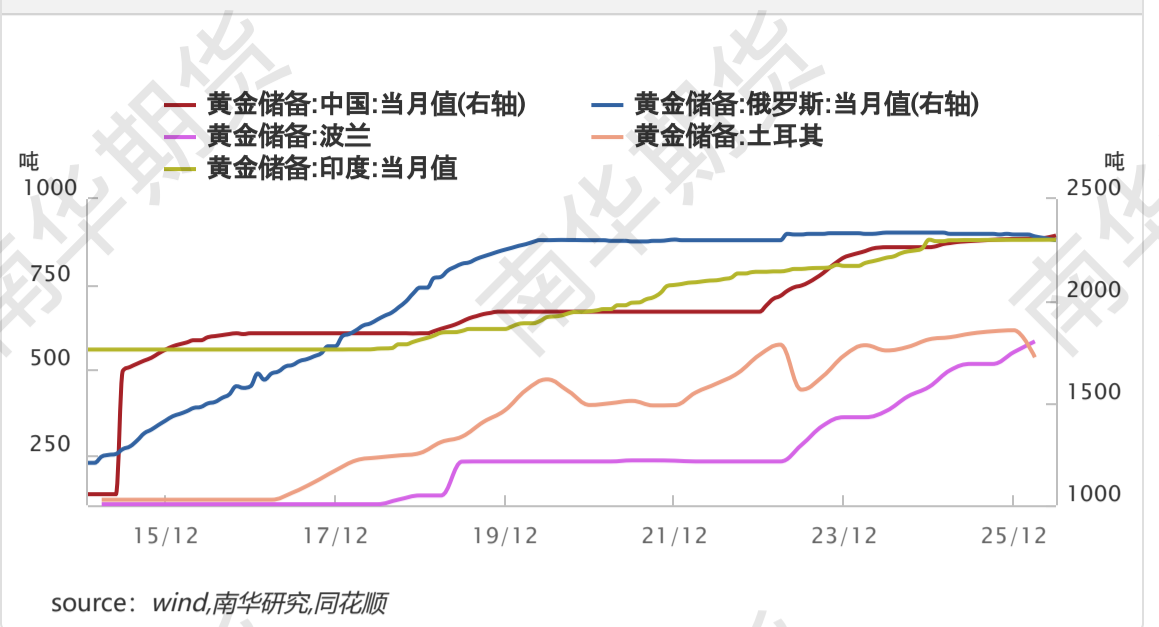
单位：吨	2026Q1	2025Q4	2025Q1	环比%	同比%
供应量:黄金:总计	1,230.94	1,310.22	1,205.05	-6.05	2.15
矿产:合计	864.93	944.56	856.56	-8.43	0.98
矿产:矿成品	884.68	968.38	863.58	-8.64	2.44
矿产:生产商对冲	-19.75	-23.82	-7.02	-17.10	181.36
再生金:合计	366.00	365.66	348.49	0.10	5.03
需求量:黄金:总计	1,230.94	1,310.22	1,205.05	-6.05	2.15
珠宝首饰:合计	334.99	437.96	434.63	-23.51	-22.93
工业:合计	81.62	82.12	80.45	-0.61	1.45
投资:合计	535.60	602.92	563.56	-11.17	-4.96
投资:金条及硬币	473.60	427.98	333.63	10.66	41.95
金条	397.67	331.25	265.01	20.05	50.06
官方硬币	48.04	54.30	45.89	-11.53	4.69
奖牌/仿币	27.88	42.43	22.73	-34.29	22.64
投资:ETF及类似产品	62.01	174.94	229.93	-64.55	-73.03
央行购金/售金:合计	243.66	207.64	237.00	17.35	2.81
OTC及其他	35.06	-20.42	-110.59	-271.69	-131.71

source: Bloomberg, Wind, WGC, 南华研究

全球黄金季度投资需求与央行购金 (WGC)



黄金储备:中俄印波土 (IMF/央行公开)



4.2 全球央行黄金储备3月下降, 4月恢复增长

根据世界黄金协会统计数据, 2026年一季度全球央行购金量达243.66吨, 环比增长17.35%, 同比增长2.81%, 显示全球央行增持黄金的中长期趋势未改。2025年时全球央行增持黄金储备850吨。然而, 基于IMF统计的央行主动申报数据, 2025年全球黄金储备净增仅约300吨, 增幅显著低于WGC统计结果。

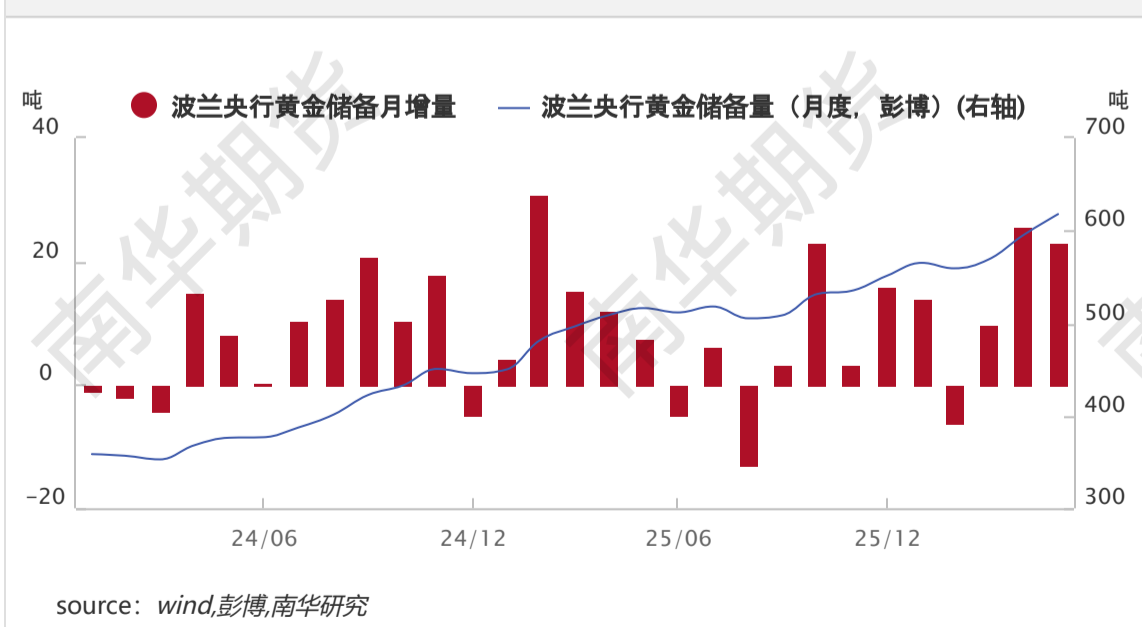
分月份看, 今年1月份和3月份, 全球央行净购金量转负, 其中3月抛售压力较大。但4月份, 全球央行重新恢复净购金。2026年4月, 全球央行净购入黄金19吨, 扭转了3月大幅净卖出的局面。3月土耳其央行大规模抛售是当月净卖出的主要因素。

波兰央行是4月最大买家, 购入14吨, 年初至今累计购金45吨, 黄金储备达595吨, 占总储备约30%。中国人民银行4月净购入8吨, 为2024年12月以来最高单月增幅, 连续购金周期已延长至18个月, 官方黄金储备约2322吨, 占总储备9%。捷克央行延续稳健购金节奏, 4月购入3吨, 连续购金月数达38个月, 黄金储备79吨, 占总储备6%。

俄罗斯央行连续第四个月净卖出, 4月卖出6吨, 年初至今累计卖出约30吨。土耳其央行3月大幅抛售后, 4月储备基本持平。乌兹别克斯坦央行4月卖出1吨, 但年初至今仍为净买家, 累计购入24吨, 仅次于波兰, 其黄金储备占总储备比例高达88%。

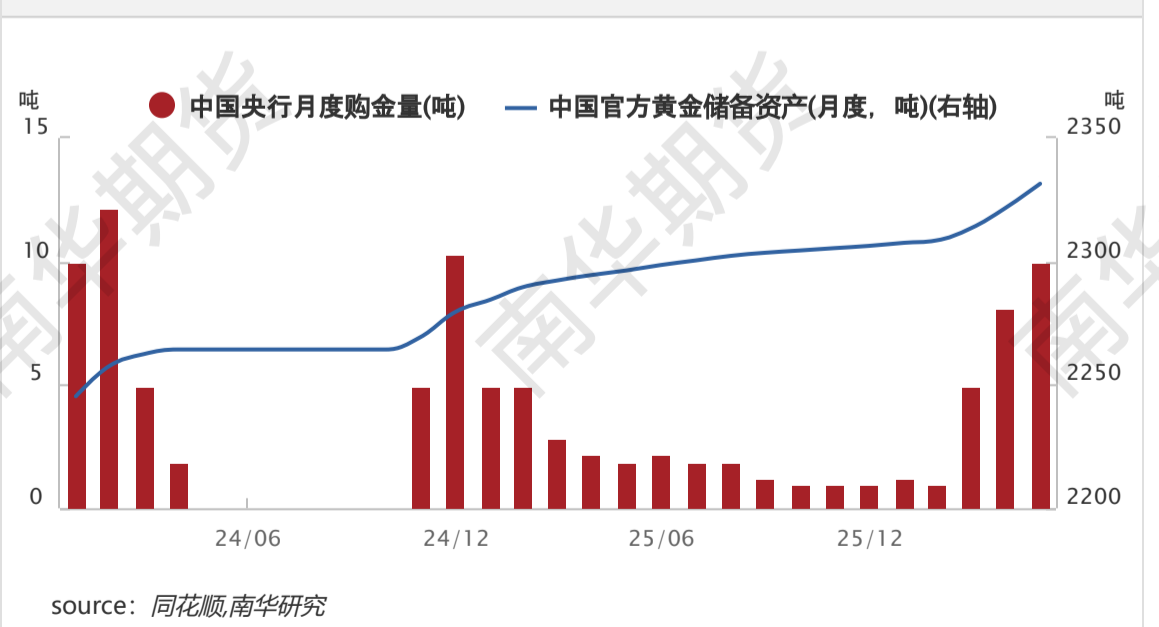
分区域看, 东欧和亚洲央行持续主导全球购金活动。过去36个月, 东欧央行月均净购入12吨, 亚洲央行月均11吨, 全球央行月均净购入29吨。

波兰央行黄金储备月增量和波兰央行黄金储备量 (月度, 彭博)

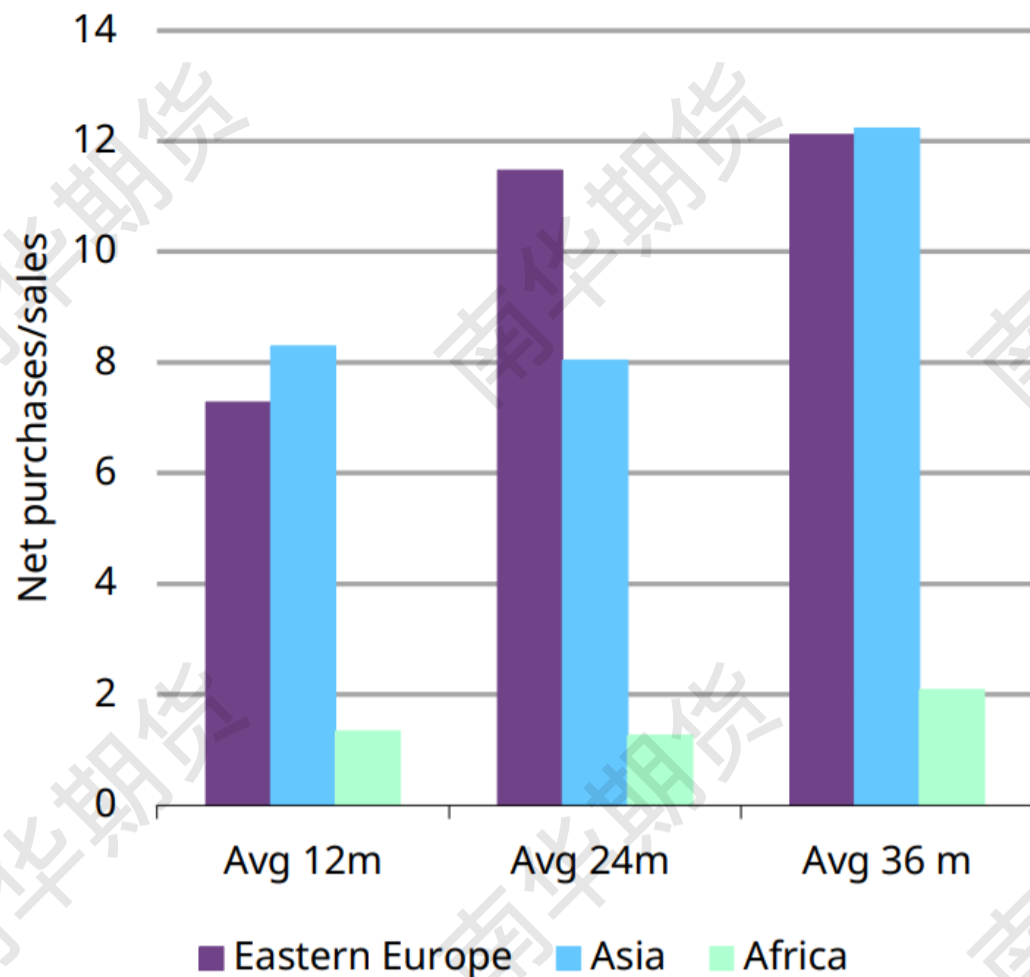
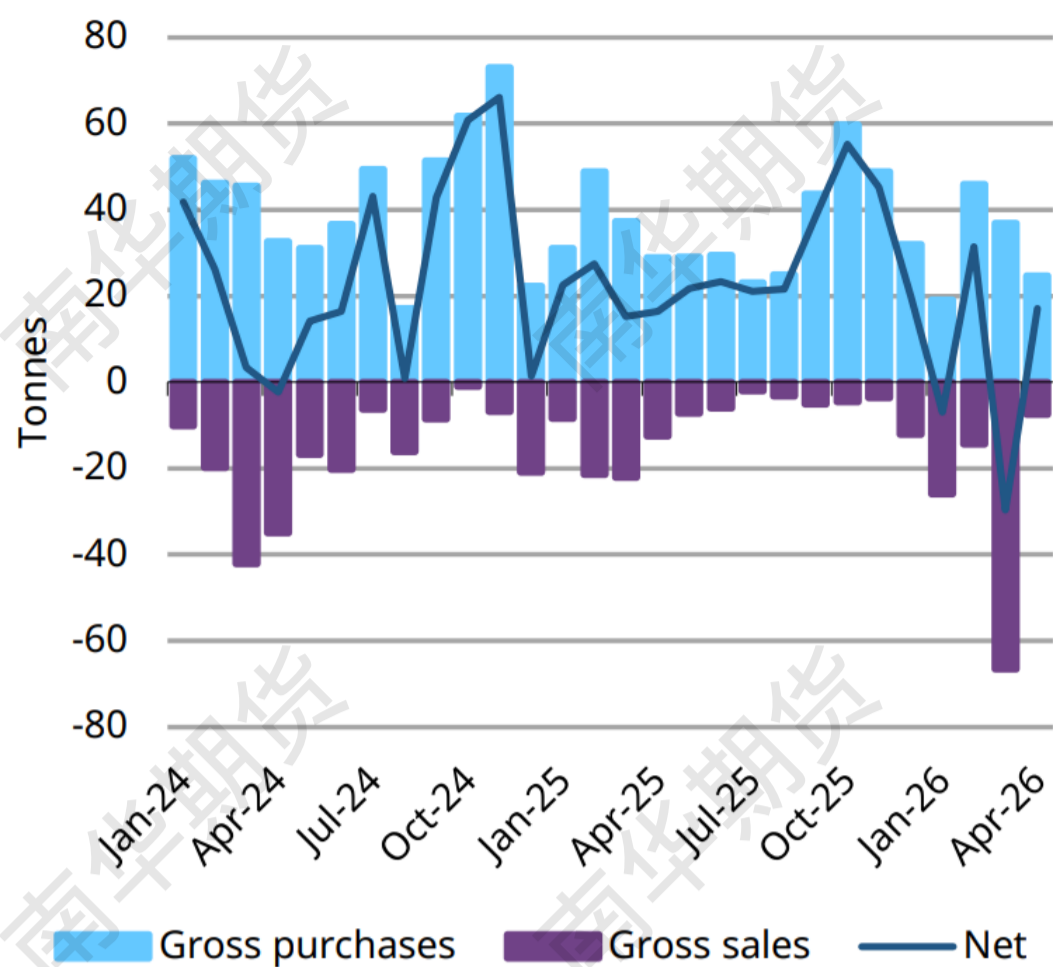


全球央行已于4月恢复净购金

中国央行月度购金量(吨)和中国官方黄金储备资产(月度, 吨)



新兴市场央行购金活动主要集中于东欧和亚洲地区



source : Bloomberg, Wind, WGC, 南华研究

4.3 土耳其和俄罗斯央行黄金储备下滑原因分析

更值得关注的是，2026年以来，土耳其央行和俄罗斯央行开始抛售黄金储备：根据彭博统计的土耳其和俄罗斯央行公布的黄金储备金额，按照统计周期最后一个交易日金价进行推算，截至6月，土耳其央行黄金储备较去年底减少逾百吨，俄罗斯央行减少近30吨，其中抛压主要集中于3月份。尽管中国央行、波兰央行等仍在持续增持，但俄土两国的抛售行为引发市场对央行购金趋势是否逆转的担忧。

我们认为，俄罗斯和土耳其央行的售金行为属于阶段性技术操作，而非中长期购金立场的根本转变。

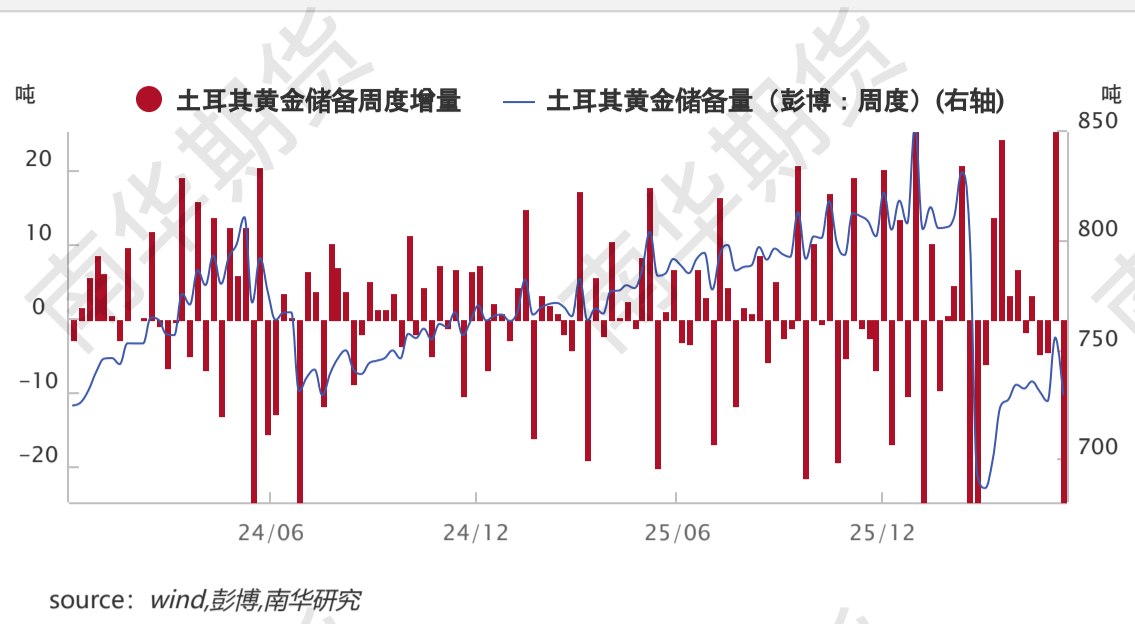
1, 土耳其央行：应对输入性通胀的战术性干预

土耳其央行在2023年二季度曾因里拉大幅贬值、国内通胀飙升而临时关闭黄金进口通道，并因国内强劲的零售购金需求而向国内市场技术性售金。此后，土耳其央行恢复并持续增持黄金储备，直至2026年再度抛售。

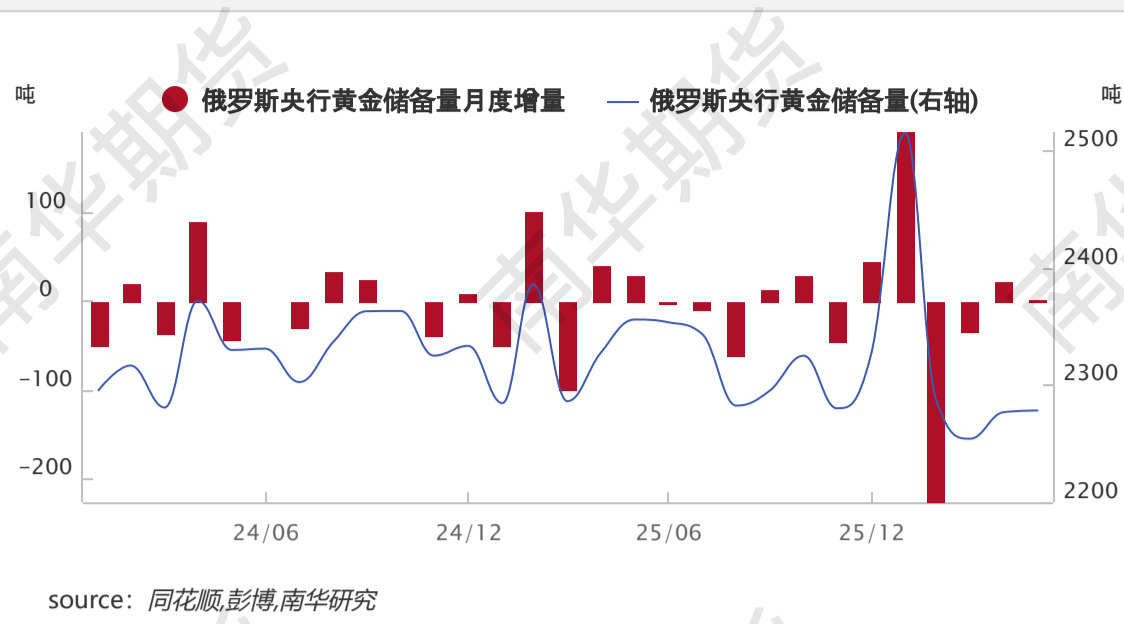
2026年的抛售具有明确的触发因素：2026年3月，美伊冲突升级导致国际能源价格大幅高企，而土耳其对能源进口高度依赖，贸易逆差急剧扩大，里拉面临新一轮贬值压力与输入性通胀冲击。在此背景下，土耳其央行集中抛售黄金储备，旨在获取外汇流动性以稳定本币汇率，并缓解能源进口成本飙升带来的财政压力。这属于典型的外部冲击下的应急性流动性管理，而非储备战略的转向。

土耳其长期面临结构性高通胀与本币贬值压力，黄金是民众核心的保值工具。当国际能源价格剧烈波动或国内进口渠道受限时，央行通过抛售储备黄金平抑国内市场溢价、保障实物供应或换取外汇，属于“危机应对”操作。随着近期油价回落，土耳其央行黄金储备抛售明显缓和。

土耳其黄金储备周度增量和土耳其黄金储备量 (彭博: 周度)



俄罗斯央行黄金储备量1月环差和俄罗斯央行黄金储备量



2, 俄罗斯央行: 制裁环境下的流动性管理

俄罗斯央行自2018年起系统性减持美债, 2022年俄乌冲突升级后基本清空美债持仓, 同时自2000年以来持续增持黄金, 黄金储备占比从不足5%提升至约26%, 成为其"去美元化"战略的核心支柱。

2026年的抛售并非战略转向, 而是制裁常态化下的流动性管理需求。俄罗斯长期面临国际金融制裁, 黄金是其少数可自主调度的国际储备资产。在财政收支波动、能源出口收入不稳定或需要稳定本币汇率时, 央行通过抛售黄金获取外汇流动性或干预汇市, 属于战术性操作。考虑到俄罗斯已将黄金定位为"对抗制裁的金融堡垒", 且缺乏其他可替代的安全资产, 中长期增持黄金的战略逻辑并未动摇。

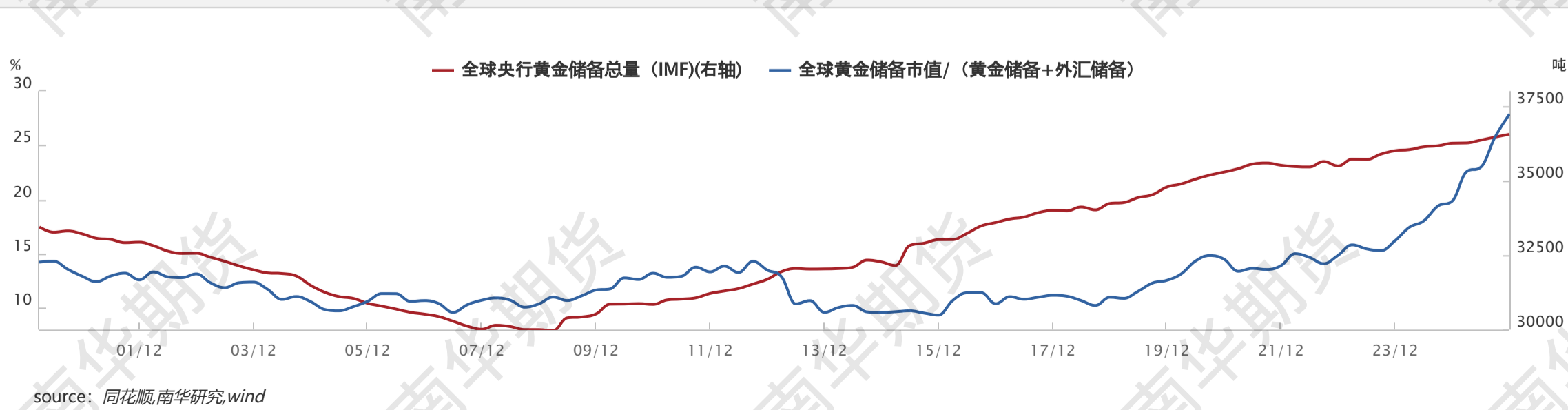
俄罗斯和土耳其的抛售行为, 本质上是在特定外部冲击下(制裁、能源危机、输入性通胀)对黄金储备的战术性调用, 而非对黄金战略价值的否定。两国均缺乏可替代的安全资产, 且历史行为反复验证其抛售、恢复、增持的循环模式。在全球地缘政治碎片化、美元信用长期承压的背景下, 黄金作为央行储备资产的配置逻辑并未逆转, 俄土两国的阶段性抛售更可能是中长期增持趋势中的短期波动, 而非趋势性转折。

4.4 央行对黄金的战略信心持续强化

随着全球央行黄金储备数量的不断上升, 特别是金价的快速上行, 全球黄金储备市值占全球黄金和外汇储备总和的比重, 已经从15年年初的不足10%, 升至25年年底28%附近。

但这一数字存在结构性扭曲问题: 美国和德国黄金储备占比超7成, 法国、意大利均在6成以上。这些二战后积累的大量黄金储备大幅拉高了全球均值。新兴市场央行的黄金占比普遍较低。中国约9%、印度约8%, 多数EMDE国家仍在10%-20%区间。因此, "全球占比超25%"更多是历史遗留的结果, 而非各国主动均衡配置后的状态。对多数央行, 特别是新兴市场央行而言, 黄金占比远未达到"过高"水平。

全球央行黄金储备总量 (IMF)和全球黄金储备市值/ (黄金储备+外汇储备)



根据世界黄金协会2026年6月发布《央行黄金储备调查2026》，全球央行对黄金的战略信心仍持续增强。2026年央行黄金储备调查于2月5日至5月19日期间进行，正值中东冲突爆发之后。本次调查覆盖76家央行，创九年来最高参与度。

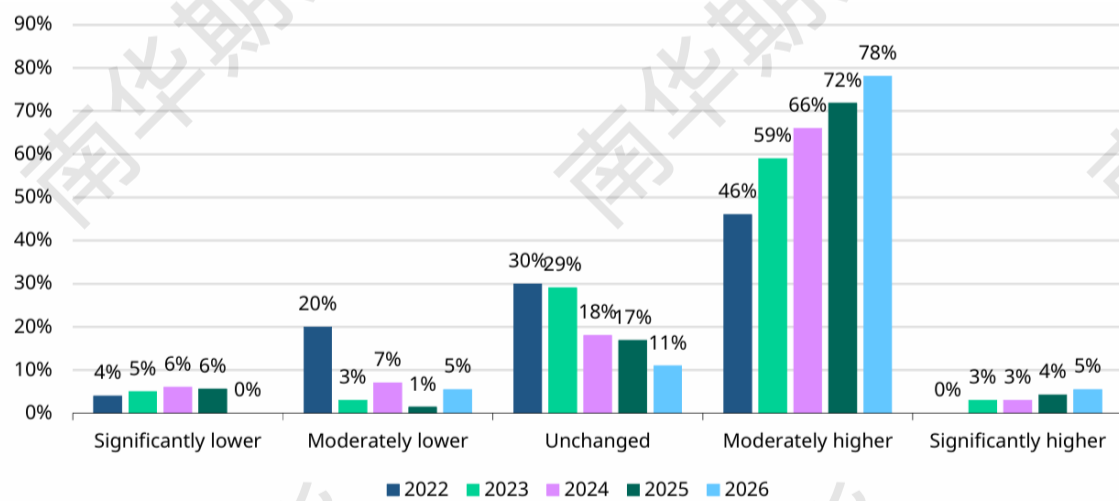
调查结果显示，央行对黄金的战略信心持续处于高位：89%的受访者认为未来12个月全球央行黄金储备将继续增加，略低于2025年；45%预计自身储备将增持，为历史高位。84%的受访央行认为五年后黄金在总储备中的占比将提高，而74%预计美元占比将下降。

利率水平仍是央行储备管理的首要考虑因素（92%），与去年持平。地缘政治不稳定和通胀担忧紧随其后，其中因中东战争影响，地缘政治关切在今年调查中超越通胀，成为更突出的议题。驱动央行持有黄金的核心因素保持稳定：危机时期的表现、长期价值储存、投资组合分散、储备多元化政策及地缘政治风险对冲位列前五。其中，“危机时期表现”的认可度达90%，创调查以来新高。EMDE央行对地缘政治风险对冲的重视程度显著高于发达经济体，反映其将黄金视为对抗制裁与政治不确定性的关键战略资产。

在储备管理操作层面，76%的央行将黄金作为独立战略资产管理。购金资金来源以本币国内购金计划（50%）和出售现有储备资产（38%）为主。存储方面，英格兰银行仍是首选（57%），但国内存储（49%）及海外地点多元化趋势明显增强——过去12个月分别有9%和10%的央行调整了存储布局。37%的央行对黄金进行主动管理，以增强收益和风险管理为主要目的。

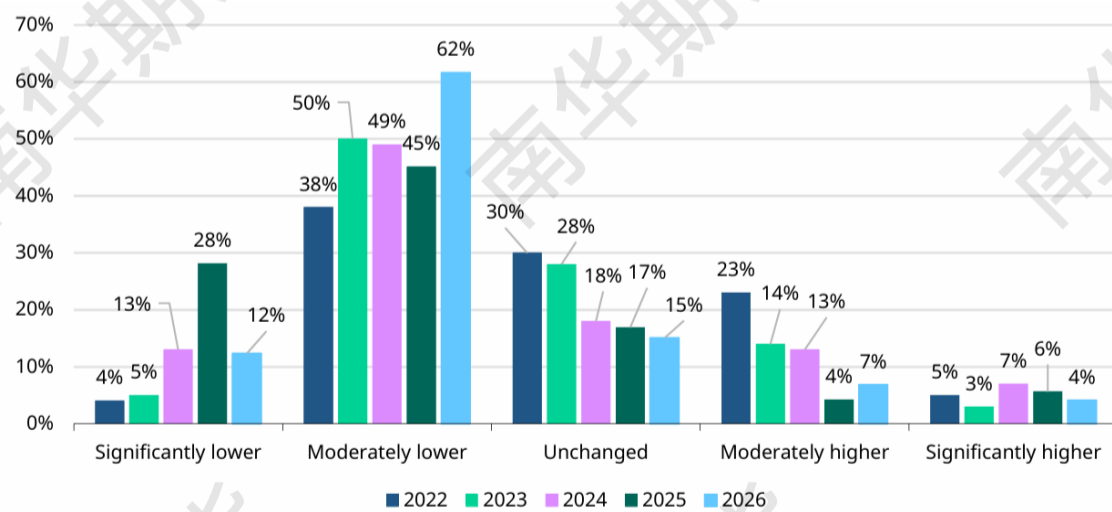
整体而言，过去四年全球央行年均购金量达1000吨，较此前十年均值翻倍。在地缘政治碎片化、美元信用长期承压的背景下，黄金作为储备资产的配置逻辑未发生逆转，央行购金需求在可预见的未来仍将保持健康。

您认为五年后黄金在外汇与黄金总储备中所占的比例将是多少？

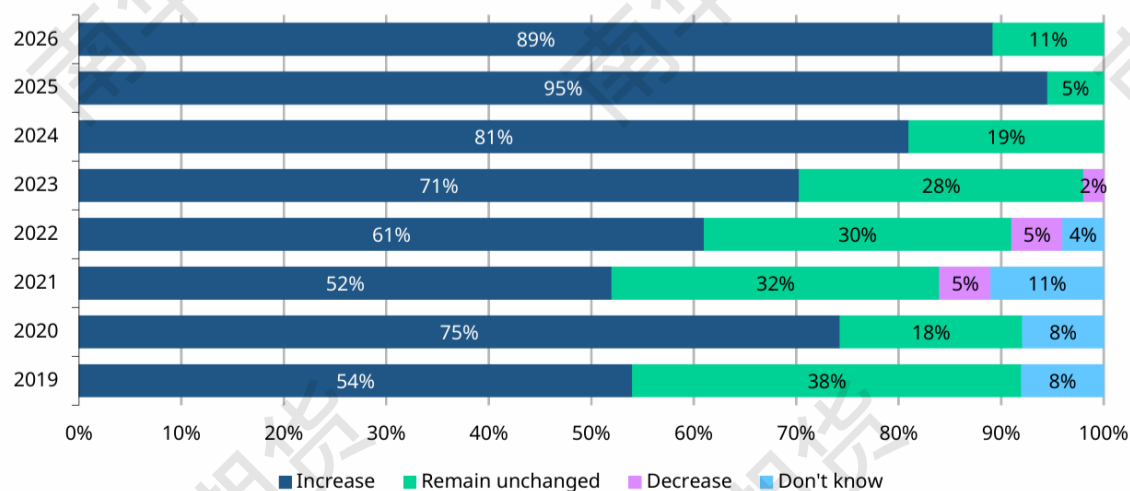


source : WGC, 南华研究

您认为五年后美元在外汇与黄金总储备中所占的比例将是多少？

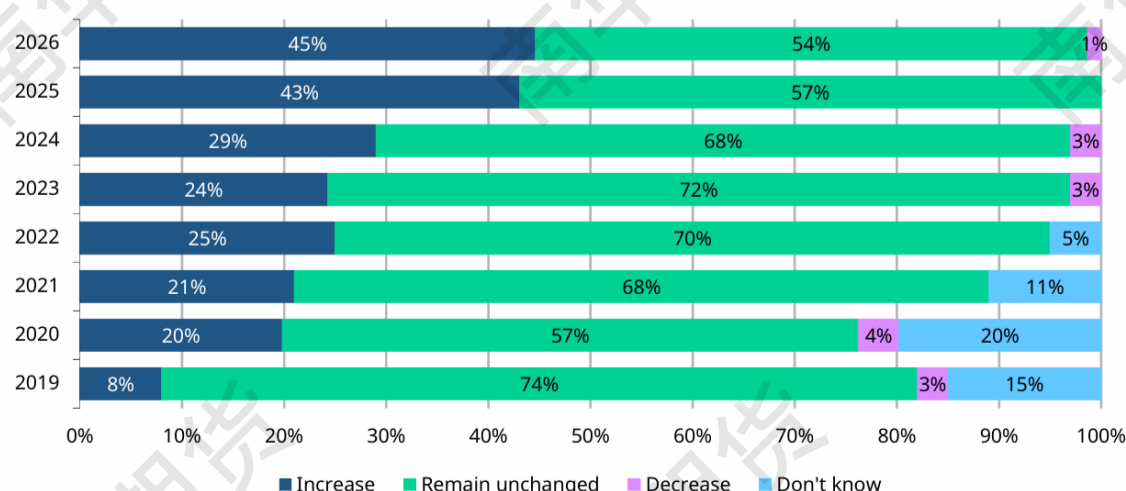


您预计未来12个月全球央行黄金储备将如何变化？



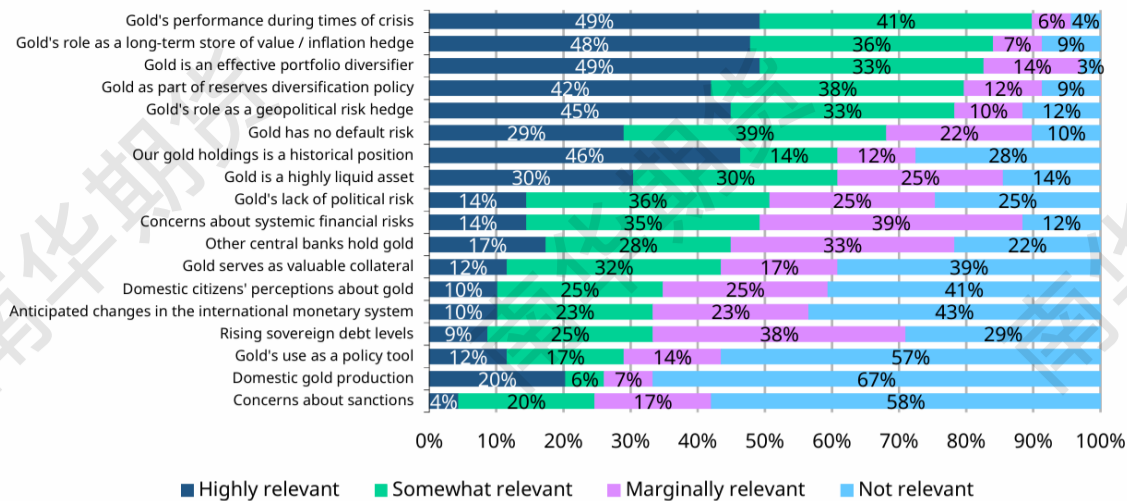
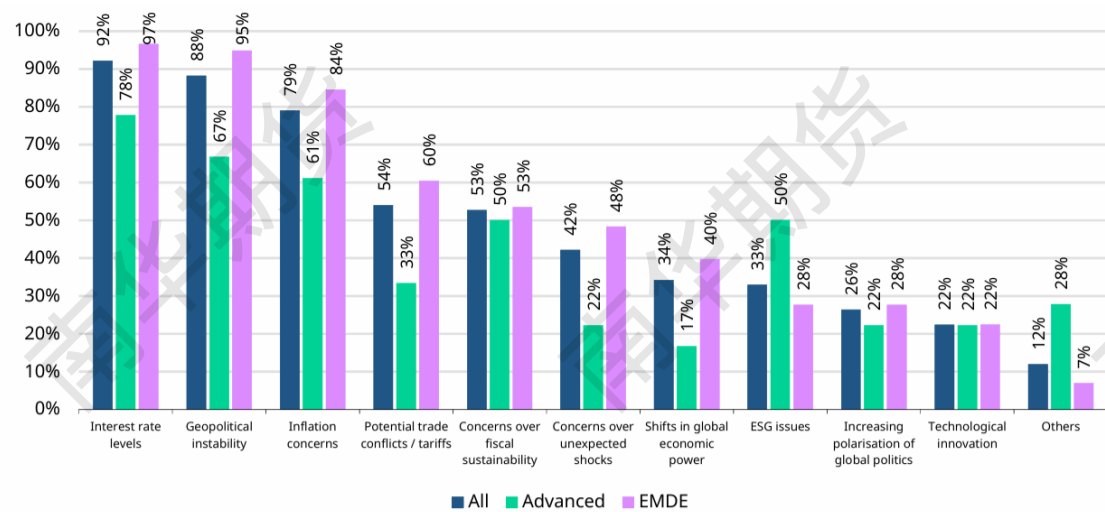
source : WGC, 南华研究

您预计未来12个月贵机构的黄金储备将如何变化？



哪些议题与您的储备管理决策相关？

以下因素在贵机构持有黄金的决策中具有多大相关性？



source : WGC, 南华研究

第五章 白银基本面分析

5.1 白银供需平衡表

白银价格与黄金价格具有高度正相关性，这主要与白银供需结构中，供应整体稳定，而需求端投资需求波动剧烈，且与黄金投资需求高度一致有关。相较之下，尽管白银逾5成需求来自工业端，但工业需求变化属于慢变量，需求波动相对有限。

根据世界白银协会公布的数据显示，2026年全球白银市场短缺将大幅缩窄至2372吨，主要因预测2026年ETPs净投资将大幅削减至933吨，而2025年时达到8650吨，2024年时白银ETF投资需求为2101吨，反映为白银ETF投资需求的高波动性。相较之下，白银工业用途占比虽超5成，但年度波动约束在1千吨级别附近。

白银年度供需平衡表

单位：吨	2026E	2025	2024	2023	2026E同比%	2025同比%
需求量：白银：总计	34606	35166	36001	37231	-1.59	-2.32
制造业：合计	26594	28396	29955	29280	-6.35	-5.20
工业用途	19894	20446	21120	20440	-2.70	-3.19
工业：光伏	4698	5804	6143	5993	(19.06)	(5.52)
工业：光伏除外	15196	14642	14977	14447	3.78	-2.24
摄影用途	701	751	792	851	-6.66	-5.18
珠宝	4957	5889	6379	6274	-15.83	-7.68
银器	1042	1310	1664	1715	-20.46	-21.27
实物投资及其他	8013	6770	5937	7595	18.36	14.03
套期保值净需求	-	0	108	357	NA	-100.00
供应量：白银：总计	33167	33914	31712	31009	-2.20	6.94
矿产	26254	26331	25618	25217	-0.29	2.78
再生银	6571	6145	6048	5741	6.93	1.60
套期保值净供应	-	-	-	-	NA	NA
政府部门净销售	31	48	46	51	-35.42	4.35
供需平衡	(1439)	(1252)	(4289)	(6222)	14.94	-70.81
ETPs净投资需求	933	8650	2101	(1161)	-89.21	311.71
供需平衡减ETPs	(2372)	(9902)	(6390)	(5061)	-76.05	54.96

source : Bloomberg, Wind, SIA, 南华研究



因此我们预计，26年下半年白银价格走势仍主要跟随黄金，由投资需求决定。但白银高隐波，以及现货市场规模低于黄金的现象，也预示白银波动更显著特征。

5.2 光伏用银下滑

光伏用银自2020年以来显著增长，主要受光伏装机需求激增带动。然而根据世界白银协会统计，2025年全球光伏用银已经环比下滑，并预测2026年光伏用银需求将进一步缩减至约4700吨，主要受技术迭代、成本压力与装机增速放缓三重因素叠加影响。

1， 电池技术"去银化"加速——最核心的技术驱动

光伏行业经历从P型PERC向N型电池（TOPCon、HJT、xBC）的技术迭代，而N型电池虽然单片银耗原本更高，但降银技术同步快速渗透。这种单瓦银耗的快速下降，在一定程度上抵消了装机规模增长带来的用银增量。

2， 银价暴涨倒逼"去银"从可选项变为必答题

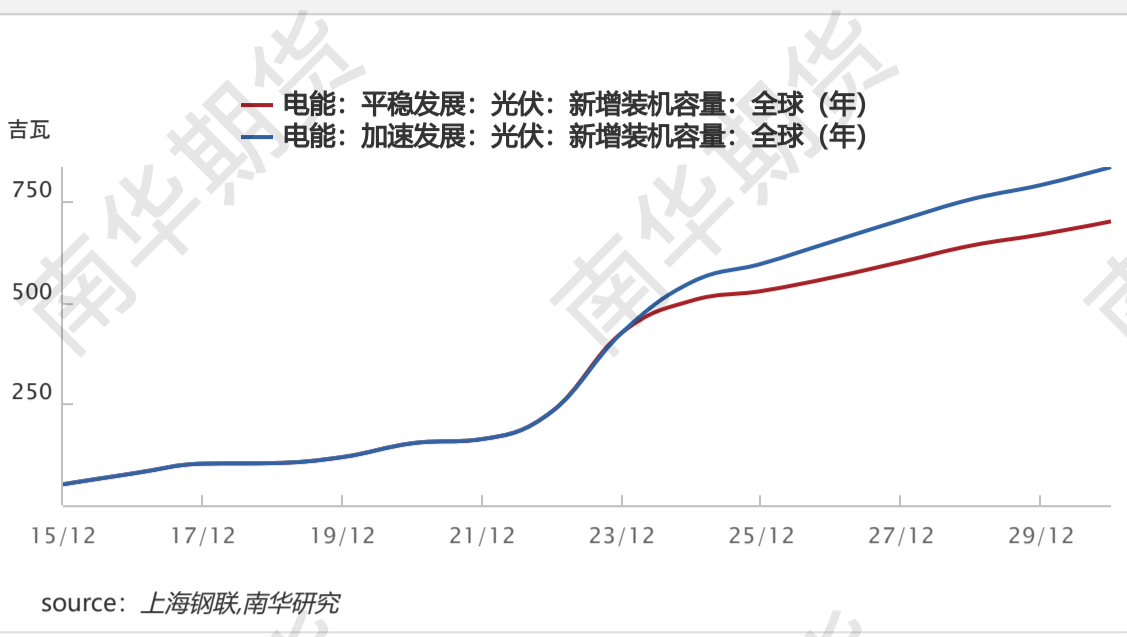
银价暴涨而多晶硅价格的快速回落，导致银浆在电池片成本中的占比一度超过30%，已经正式超越硅料成为电池片第一大单一成本项。

在光伏行业整体面临产能过剩、组件价格下行、利润承压的背景下，银价上涨直接加速了"去银化"进程。首先，银包铜浆料：2025-2026年成为主流过渡方案，单瓦银耗降低50%-80%（从10-15mg/W降至2-5mg/W），TOPCon背面导入银包铜预计2026年底渗透率突破50%；其次，电镀铜：爱旭股份等企业已实现GW级量产，作为终极无银方案逐步推进；第三，0BB（无主栅）技术：减少银浆用量约20%-30%

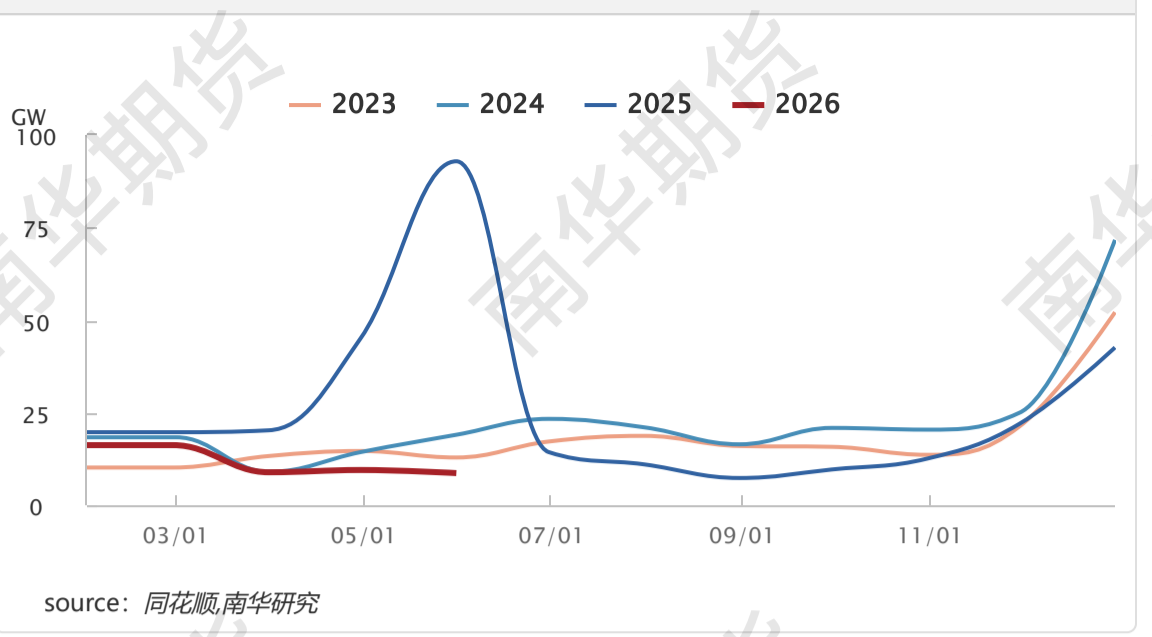
3， 全球光伏装机增速放缓

2025年全球组件需求约653-706 GWdc，但2026年可能面临"十年来首次负增长"，预估下修至529-624 GWdc。主要拖累因素包括：中国在"十四五"收官后装机增速收敛，分布式光伏政策（"136号文"）收紧；欧洲需求大致持平，德国《光伏峰值法》导致新增装机暴跌，西班牙断电事件推迟新项目；美国补贴退坡，装机增速大幅下调；巴西政策因素导致需求衰退。装机增速放缓直接削弱了光伏用银需求的总量基础。

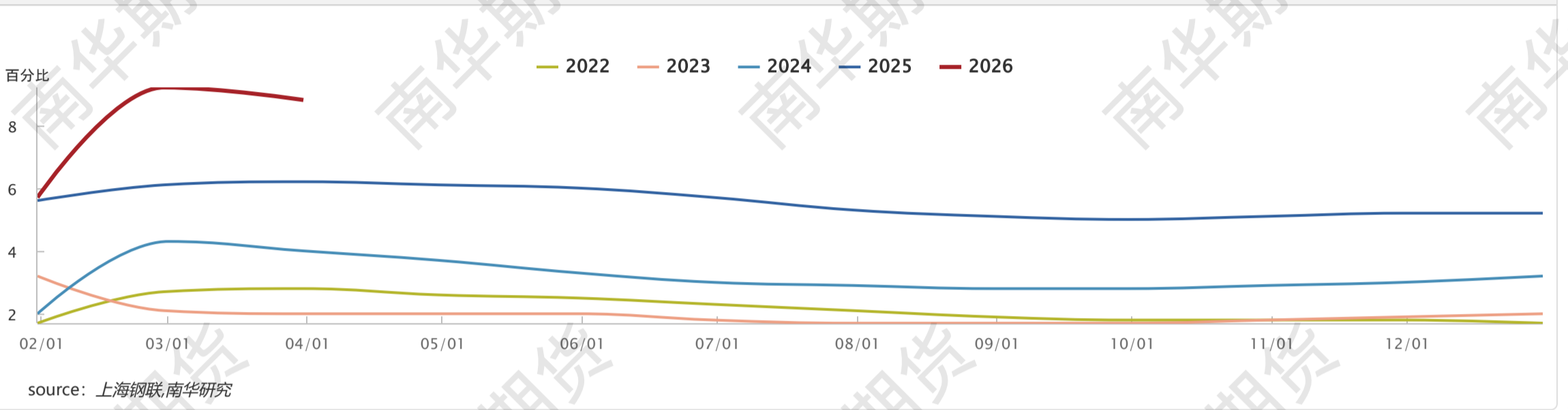
全球光伏新增装机容量：全球（年）



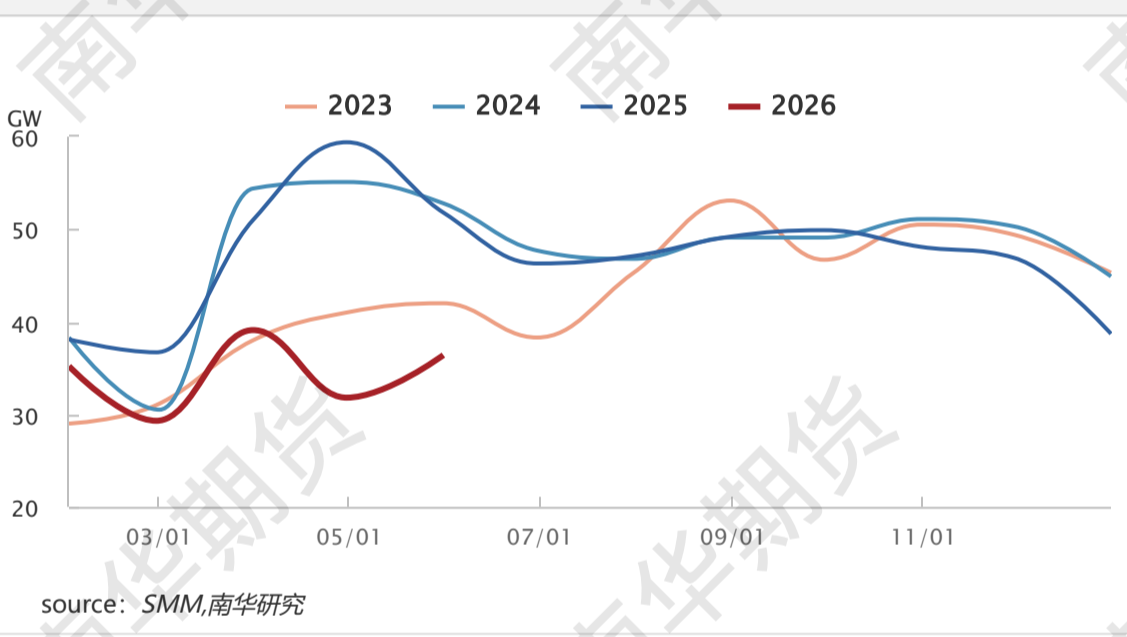
中国光伏月度新增装机量季节性



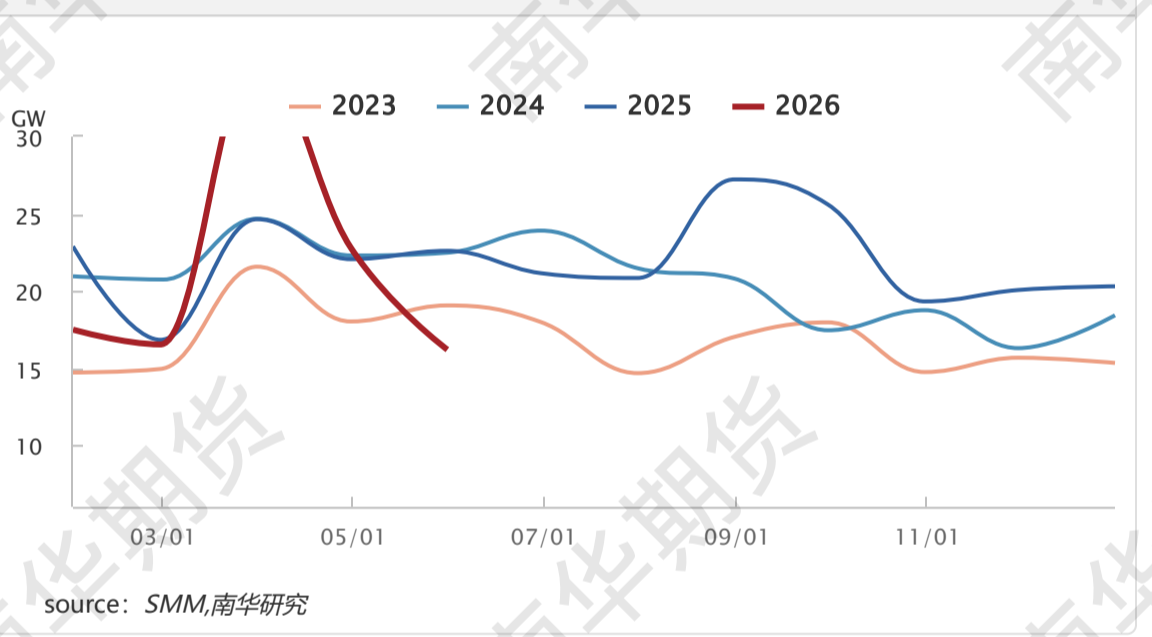
中国：弃光率累计值（月）季节性



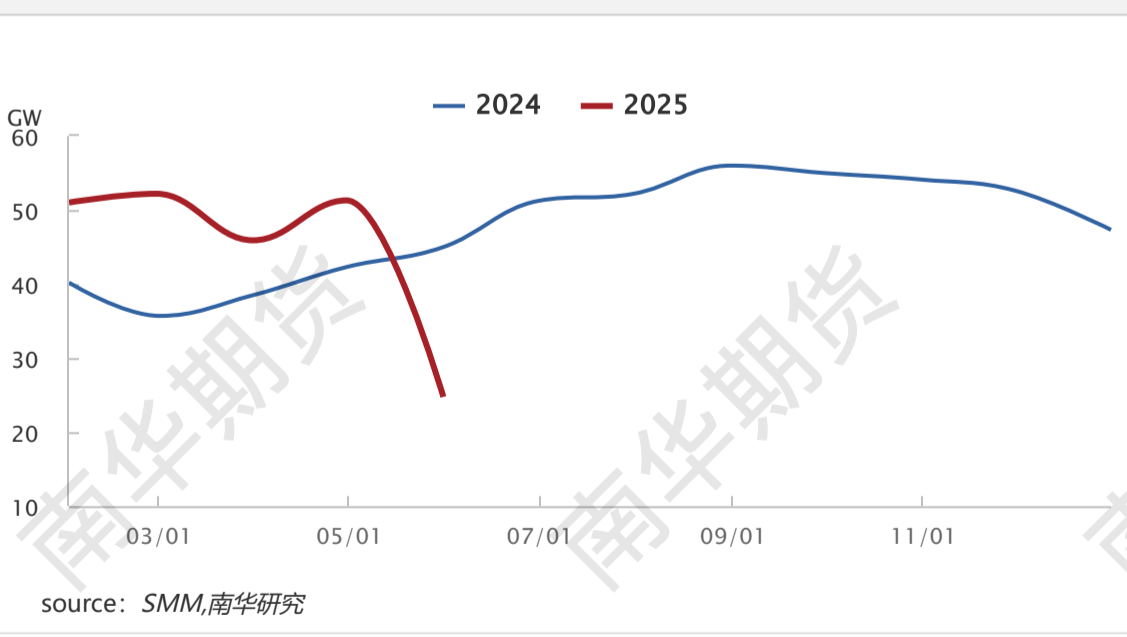
光伏组件月度产量季节性



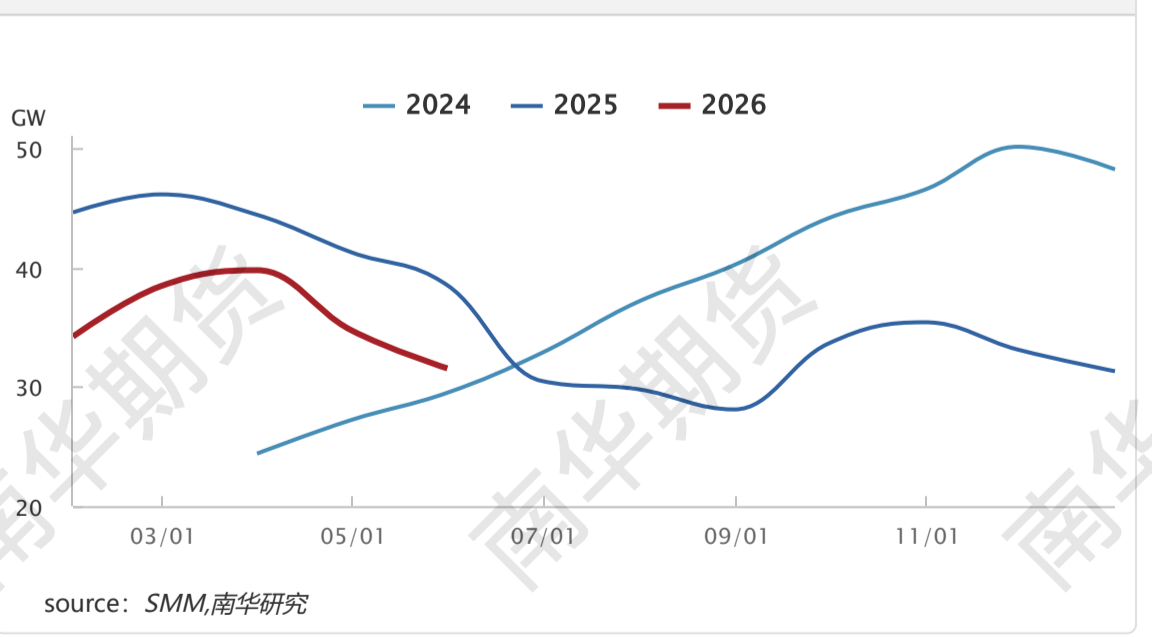
光伏组件月度净出口量季节性



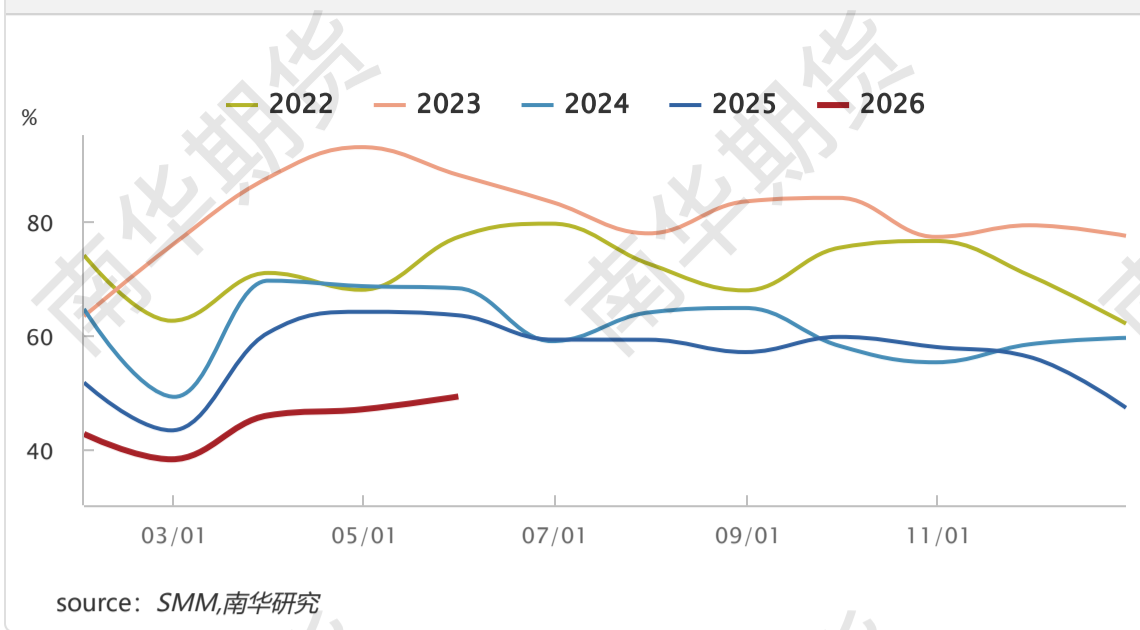
中国光伏组件库存季节性



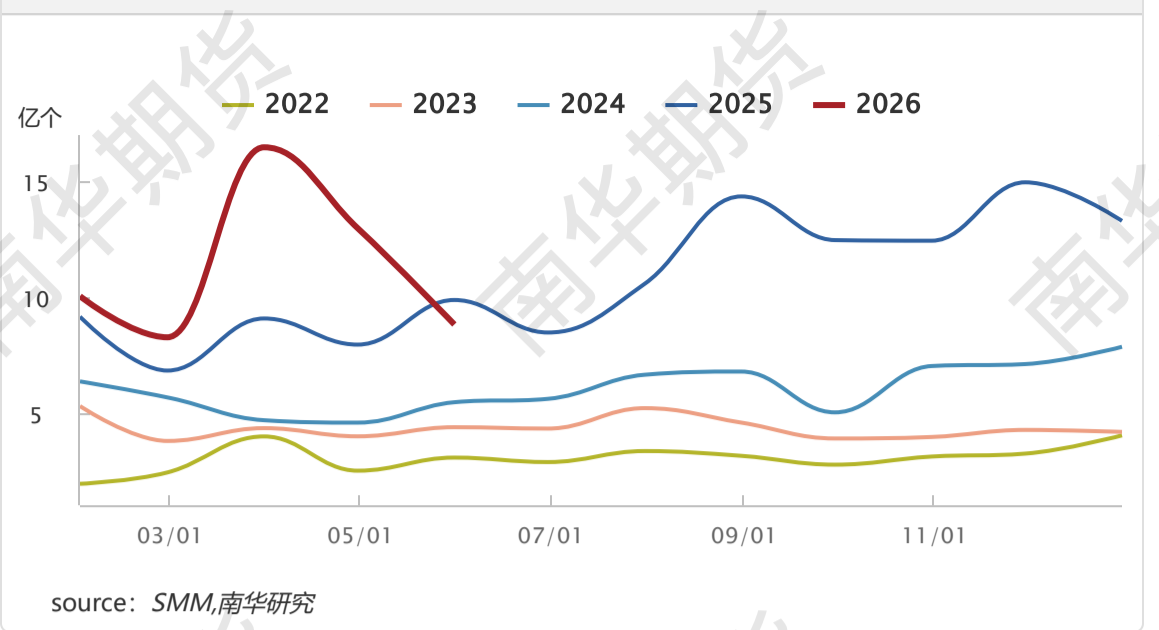
欧洲光伏组件月度库存季节性



中国光伏电池月度开工率 (%) 季节性



中国光伏电池片月度出口



5.3 新能源汽车和AI数据重心用银扩张

除光伏外，白银在新能源汽车与AI数据中心两大新兴领域的工业需求正经历结构性扩张，成为白银工业属性重塑的关键变量。但需要注意的是，这些增量需求与光伏领域类似，同样面临银价高企倒逼下的“降银化”技术替代，其净增量对总需求的拉动存在天花板约束。

1, 新能源汽车：电动化与智能化双重驱动下的“含银量”提升

白银凭借最优的电导率、抗氧化性与抗腐蚀性，深度嵌入新能源汽车的电池管理系统（BMS）、功率半导体、高压连接器、继电器及充电桩镀银触点等核心环节。根据世界白银协会数据，传统内燃机汽车平均每万辆耗银量约217.7千克，而混动汽车与纯电动汽车分别提升至264.4千克和373.2千克，纯电车型较传统车高出71%。随着智能驾驶、高压快充（800V平台）及车载电子系统的复杂度提升，单车用银量仍有进一步上行空间。

从总量看，2024年全球汽车行业白银需求约2234吨，2025年预计增至2566吨（同比+14.9%），2026-2027年或分别达到2799吨、2926吨，年复合增速约9%

。Oxford Economics预测，新能源汽车将在2027年超过燃油车，成为汽车行业最大的白银需求来源，至2031年新能源车相关需求占汽车白银市场比重有望达到59%。

然而，技术降银的反向力量同样不可忽视。随着汽车电子系统集成度提升及铜基替代材料在部分低压回路中的渗透，BEV单车用银量的增长斜率可能低于早期预期。但车辆智能化带来的安全系统（ABS、传感器、摄像头）与舒适系统（座椅加热、智能座舱）增量，将在一定程度上对冲“单车降银”效应。

2, AI数据中心：算力军备竞赛打开导电与散热双重需求空间

AI数据中心作为数字经济的物理底座，其电力容量在2000-2025年间增长约53倍（从0.93GW至近50GW），且仍在加速扩张。白银在数据中心基础设施中扮演不可替代的角色，核心源于其三大物理属性：最高电导率、优异热导率，和高耐腐蚀性。

据世界白银协会估算，AI服务器及数据中心的白银负载强度约为传统服务器的3倍，2025-2027年间AI与先进电子领域或新增3000-5000万盎司（约930-1550吨）的年需求。

全球主要经济体（美、欧、中）已将数据中心列为关键基础设施，通过补贴、税收减免及快速审批吸引私人投资，进一步放大对白银的衍生需求。

总体看，新能源汽车与AI数据中心正在接力光伏，成为白银工业需求的新增长点。2026年，尽管光伏领域因

银包铜、0BB等降银技术导致用银量下滑，但数据中心、AI及汽车用银的扩张有望部分抵消这一缺口，使全球白银市场维持连续第六年结构性短缺。

5.4 白银库存修复 结构性紧缺缓解

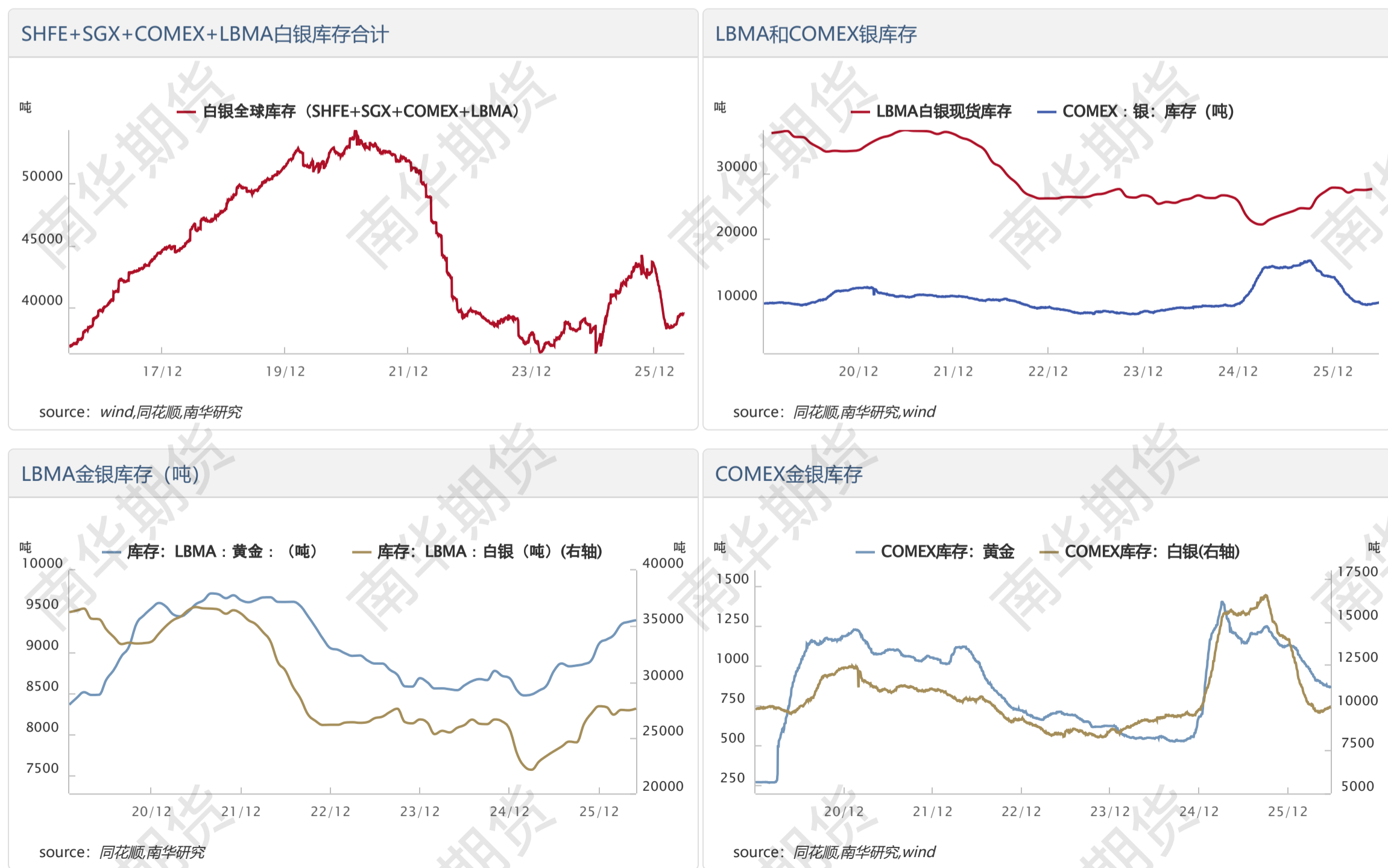
2025年以来，全球白银市场呈现显著的跨区域库存迁移特征，核心驱动源于美国关键矿产关税政策预期扰动，主导了LME与COMEX两大核心市场的库存再平衡节奏，现货市场供需格局随之阶段性切换。

2025年上半年，市场基于美国或将对关键矿产加征进口关税的预期，触发全球白银库存主动调配，资金与现货流向偏向美国市场，阶段性推动伦敦白银库存向COMEX市场迁移。2025年10月，伦敦现货市场出现实物挤兑行情，跨市套利窗口打开，出口利润空间持续走阔，市场流向彻底反转，COMEX库存持续流出，白银现货再度回流LME市场。

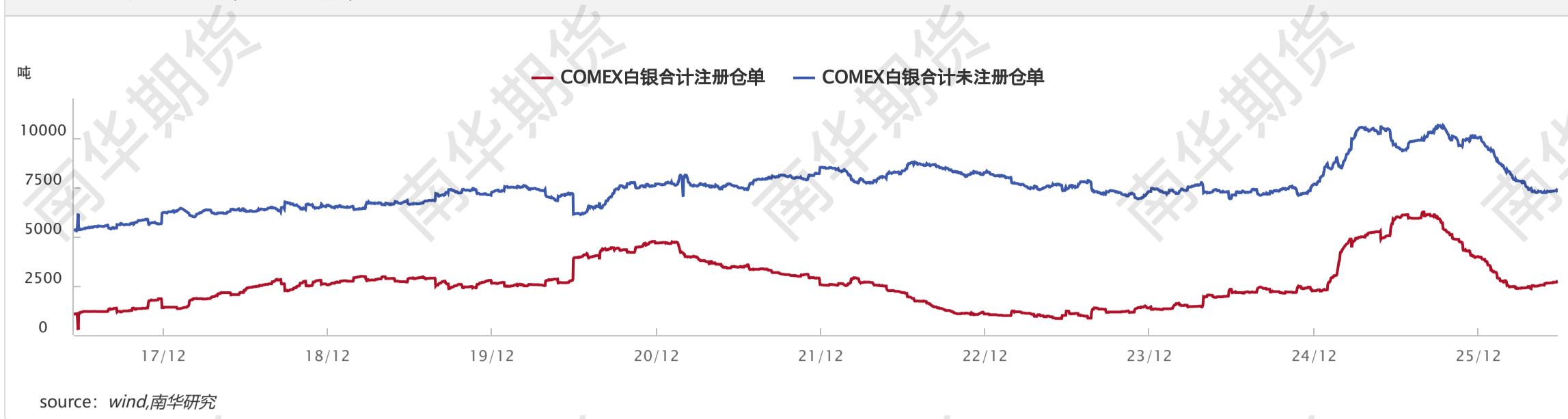
2026年1月15日，美国官方宣布暂缓落地关键矿产进口加征关税政策，此前压制市场的核心政策利空彻底缓释。政策落地后，COMEX白银库存延续流出态势，有效缓解了伦敦市场长期存在的白银结构性短缺压力，全球白银现货结构性错配格局得到修复。截至近期，COMEX白银库存已止跌回升，供需回归平稳状态。

国内白银现货市场同步呈现宽松修复态势。自2026年3月起，上海期货交易所、上海黄金交易所白银库存双双持续抬升，两大核心现货库存指标同步走高，直接印证国内白银现货紧缺格局显著缓解，场内现货供给充裕度持续改善。

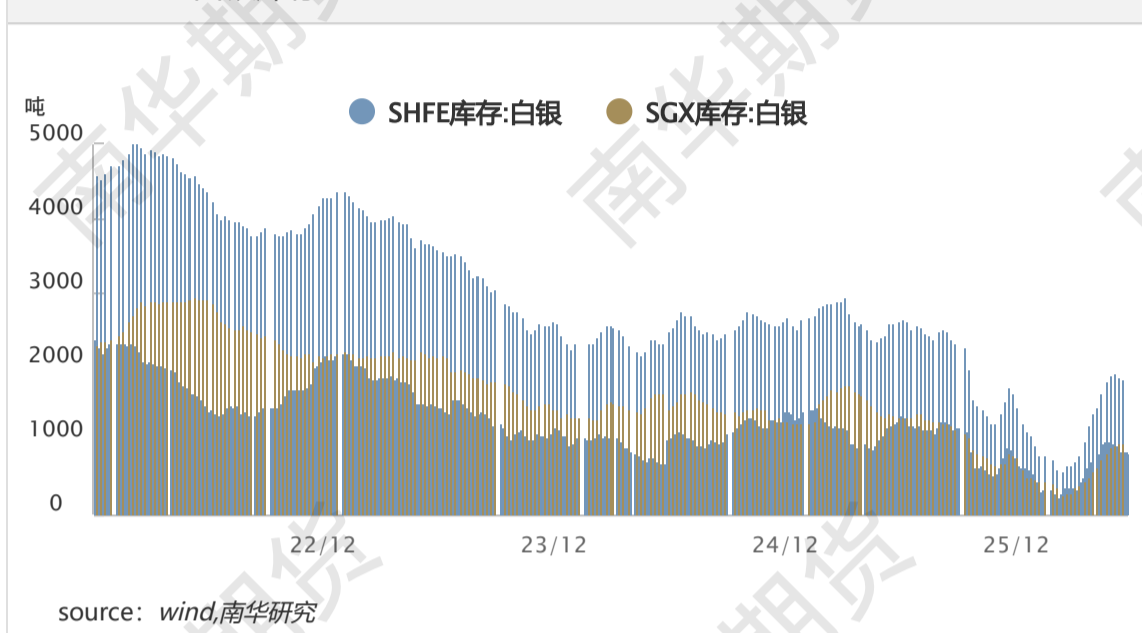
从核心盘面指标来看，海外白银租赁利率、国内白银TD递延费两大高频现货指标，进一步佐证当前国内外白银现货市场供需均衡性提升，短期无明显结构性紧缺或过剩压力，整体市场运行态势趋于稳健。



COMEX白银合计注册和未注册仓单



SHFE+SGX白银库存



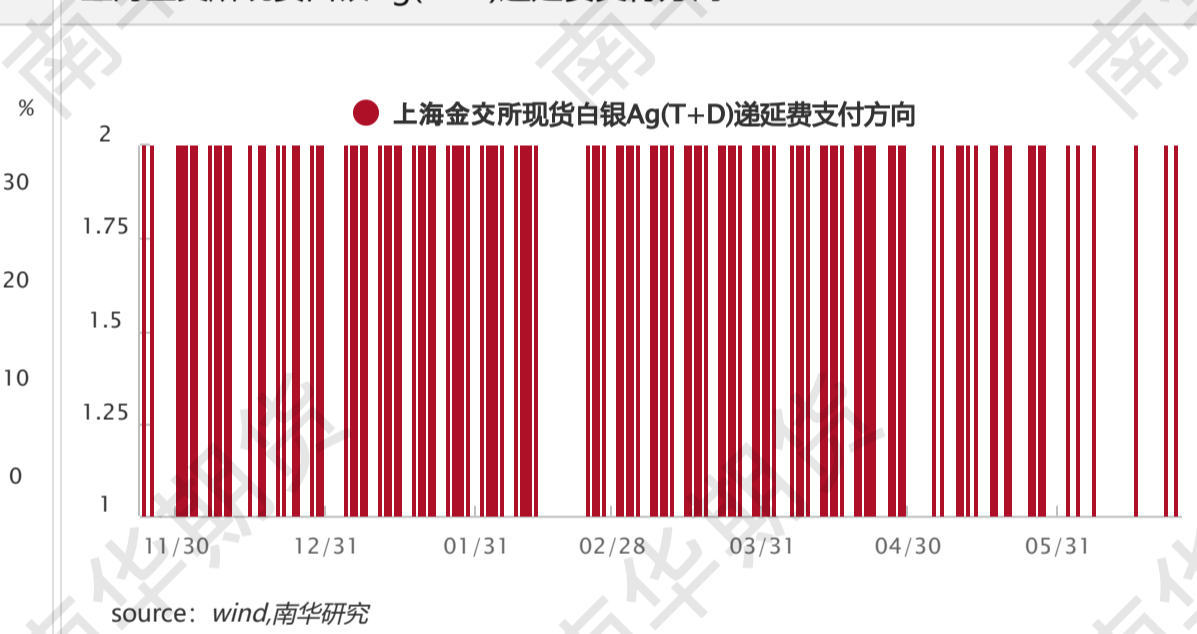
SHFE与SGX白银库存



黄金1年期租赁利率和白银1个月租赁利率



上海金交所现货白银Ag(T+D)递延费支付方向



5.5 小结

整体看，白银当前供需平衡缺口缩窄，主要因投资需求和光伏用银需求双双减少。从库存数据、租赁利率、以及TD递延费等指标看，皆显示白银现货市场当下整体充裕。

工业方面，新能源汽车与AI数据中心正在接力光伏，成为白银工业需求的新增长点，并有望部分抵消光伏用银下滑缺口，使全球白银市场维持紧平衡状态。

展望后市，预计白银价格仍整体由投资需求决定，即与黄金价格具有较强正相关性。预计下半年但白银波动料继续高于黄金，金银比整体与黄金价格走势负相关。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦
邮编：310008
全国统一客服热线：400 8888 910
网址：www.nanhua.net
股票简称：南华期货
股票代码：603093

南华期货APP



南华期货公众号



南华研究公众号



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富