仅供内部参考，请勿外传

贵金属2026下半年展望：叙事挑战后的修复机会

2026-06-28

上半年，黄金单边行情受阻，市场进入历史性高波动状态。2025 年全球实物黄金投资需求达到1971 年以来最高水平，支撑金价录得64%的年度涨幅，其中除了自2022 年以来提速的全球央行购金步伐，全球黄金ETF为代表的周期性买需成为投资需求进一步扩张的核心增量来源。在去年11 月发布的年度展望《周期性与结构性机会共振》中，我们提出与央行购金有所不同，周期性买需具备更强的反身性特征，其持仓回归可能意味着市场波动风险上升。年初以来，从“偏鹰”沃什的意外提名，到美伊冲突后的能源通胀反弹和海湾售金压力，为黄金市场的货币宽松、避险价值和央行购金等多重叙事带来挑战，投资需求的反身性风险意外彰显。展望下半年，三个叙事挑战的预期修正或给黄金投资需求和市场价格带来修复机会，我们认为当前黄金市场已充分定价的加息预期或存回吐压力；前期超配仓位出清后，避险价值或有望回归；海湾央行售金有望回补，全球央行购金的中长期支撑仍在。

上半年，黄金市场迎来三个叙事挑战

美伊冲突推升能源通胀，挑战货币宽松叙事？今年黄金续涨的短期一致叙事是美联储延续货币宽松方向，但这一“宏观剧本”先后被沃什的提名和美伊局势的突变从削弱到扭转，主导全球黄金ETF持仓调整。

与去年强势增持800 吨相比，今年1-5 月全球黄金ETF持仓仅增加约91 吨，成为黄金投资需求退坡的核心拖累。节奏上看，3 月美伊冲突和油价大涨促使降息预期出清，欧美市场主导全球黄金ETF单月减持87 吨、为2022 年10 月以来最大调整幅度；5 月以来，随着美国多项通胀数据超预期和点阵图转鹰，加息预期的计入促使ETF持仓进一步下降。

黄金与风险资产同涨跌，挑战避险价值叙事？上半年黄金与风险资产趋于同步涨跌，并未能发挥其作为避险资产的波动平抑功能。市场持仓上，美伊冲突后全球黄金ETF以减持为主，并未出现2020 年疫情和2022 年俄乌冲突初期ETF阶段性增持黄金的避险行情；叠加美联储独立性和AI推升美国潜在经济增速的讨论增加，黄金的避险价值叙事也受到一定挑战。

海湾国家出售黄金储备，挑战央行购金叙事？据IMF，今年1-4 月全球黄金储备累计增加约13 吨、较去年同期的82 吨大幅放缓。特别是在3 月，土耳其央行单月出售约60 吨黄金储备，导致全球黄金储备单月净减少约31 吨，引发市场对于海湾地区央行售金范围扩散的较多讨论。

下半年，叙事挑战可能不宜线性外推

当前黄金或已过度定价加息预期。美联储加息仍非基准情形，黄金市场或已过度计入加息预期，年内或存回吐空间。中金宏观组认为就业消费压力和美国AI经济对融资需求的日益扩大或使美联储难以实质性转鹰，货币政策可能“名鹰实鸽”。基于黄金价格隐含的利率预期模型，我们测算当前4000 美元/盎司左右的黄金价格当中已充分定价了3-4 次的加息空间、高于利率期货市场对加息预期的计入。往前看，我们认为在油价下跌进一步反映在美国短期通胀数据后，黄金市场对加息预期的定价或有望修正，届时期货市场短期资金或存回补机会。

避险价值或在超配仓位调整后回归。我们认为前期市场资金对黄金的过度配置或成为其避险价值阶段性失效的主因。基于我们构建的“利率-持仓”VAR模型，去年下半年以来，黄金ETF持仓实际水平持续高出利率指引合理位置，偏离度持续高达10%，已达到2020 年疫情和2022 年俄乌冲突驱动的避险仓位增持后的较高水平；期权市场的杠杆资金也在年初大幅流入。目前看，黄金市场的超配仓位或已得到较为充分的调整；截至6 月26 日，SPDR黄金ETF持仓水平甚至已小幅低于利率指引合理位置。在年内不　　加息的利率路径下，我们预期黄金ETF或存小幅修复空间，且避险仓位的调整空间或有望回归。

节奏调整不改央行购金长期趋势。海湾央行售金行为并未扩散，且据土耳其央行行长声明1，部分黄金出售以互换形式，将在合约到期后重新增持黄金储备；4 月土耳其黄金储备已小幅回补。据WGC调研数据，一季度全球央行购金稳中有进，我国央行连续3 个月加速增持。2026 年全球央行调研报告2中有89%的受访央行认为未来一年内全球黄金储备会增加，84%的受访央行认为未来五年内黄金在官方资产中的份额有望增加。我们认为地缘政治博弈和战略安全诉求或依然是全球央行长期增持黄金储备的结构性支撑。

价格预测：利率主导风向，避险有望回归

展望下半年，利率预期有待修正，避险价值有望回归，黄金或存修复空间。与我们在年度展望中的判断相比，今年美联储再难进一步降息或为黄金ETF等周期性买需的增持空间带来压力，我们下调对今年全球黄金ETF增持空间的预测；维持央行购金步伐维持稳健的判断，市场调整或为中长期需求提供加速配置机会。就下半年而言，三个叙事挑战可能存在一定修正机会，在美

仅供内部参考，请勿外传

联储难以重启加息的基准情形下，我们预期黄金ETF持仓有望有所回补，主导黄金价格边际修复，预计3-4Q26 COMEX金价中枢分别为4500 和4800 美元/盎司。此外，在超配仓位出清后，黄金避险价值可能有望回归。

白银方面，年初市场高波动的核心来源是区域库存的冷热不均和悬而未决的关税风险，而非供需全局失衡和库存总量不足。目前看，美国关税暂缓后，虽然全球交易所白银库存自年初来持续下降，区域间的分化格局却并未继续加深，特别是欧亚地区的局部库存风险均得到一定缓解，也使得白银市场情绪和价格波动如期降温，白银租赁利率回到低位。往前看，短期内白银或与黄金一并受制于加息预期交易，中期修复机会或待投机资金回补；但由于缺乏央行买需的结构性支撑，我们维持黄金价格中枢上移较白银更稳健的判断，预期3-4Q26 银价中枢分别为70 和75 美元/盎司。

