下载日志已记录，仅供内部参考

策略专题：锚定新流动性范式——基于中美 M2（CN-USA）模型的黄金中期配置策略

主要观点：

1. 定价逻辑升维：旧模型失效与新范式确立

伴随全球宏观格局演变，传统依托美元指数、美债实际利率及通胀预期的黄金定价框架显著弱化；2022 年以来国际大行不断修正金价预期，印证旧模型解释力不断下降，定价范式迎来重构。过去两年，我们依托“黄金货币属性不变、法币供给刚性增长”底层逻辑，搭建美国 M2 与美元指数双因子解读模型。在此基础上，本报告创新引入中国货币供给变量，构建中美 M2（CN-USA）联合测算模型，更精准刻画全球流动性驱动下的金价价值中枢，标志着黄金定价迈入“新流动性范式”。

2. 上行趋势稳固：核心支撑与三大维度共振

综合 FMOLS 长期测算模型与 ARDL 短期自回归模型，2026 年 12 月黄金价值中枢区间预计为【4304.81，4964.36】美元/盎司。长期来看，金价上行根基稳固，核心支撑来自三大维度深度共振：

一是货币属性维度，全球信用扩张夯实估值锚点。作为“非信用货币”，金价与全球法币供给长期正相关；央行持续扩表、法币逐步稀释，其超主权属性形成强力估值支撑。

二是避险需求维度，美元信用重构推动配置扩容。在地缘动荡与“去美元化”深化背景下，2026 年一季度全球黄金 ETF 持仓创下历史新高，央行购金已成战略刚需，近三年央行净购金量稳定在 1000 吨附近。

三是产业基本面维度，供给刚性筑牢价格底部。受矿产储量、长周期开采限制，黄金供给弹性远低于需求，供需错配既增强金价抗跌性，也为中长期上行提供坚实基本面支撑。

3. 中期配置策略

建议紧盯价值中枢下沿及年线支撑，逢低分批布局黄金 ETF；2026 年金矿股业绩增长确定性较强，可在中报披露期逢低配置黄金股 ETF。

风险提示：数据统计规律失效、美债收益率/美股/美元指数上行风险、央行购金意愿下滑、黄金 ETF 投资热度回落等。

报告日期：2026-7-7

执业信息
崔威策略分析师
执业编号：S1750523090001
电话：18603058668
邮件：cuiwei@jypscnet.com

免责声明
报告观点基于逻辑分析、数据规律推演，并不能预知不同市场主体在复杂约束下的多样选择结果。

相关报告

20250815—策略专题：从全球 GDP 与央行购金角度看黄金

20250725-策略专题：金价运行进入下半场

20250512-策略专题：估值夯实三千点，主动调控稳预期——5 月 7 日国新办会议解读暨解密三千点系列之二

20250422-策略专题：关税博弈下的资产配置策略

20240925-策略专题：国新办发布会解读——流动性王炸与政策协同

20240912-策略专题：上证指数底部区域的极值特征

20240712-策略专题：从量化角度给黄金定价

下载日志已记录，仅供内部参考

在 2024 年 7 月发布的专题报告《策略专题：从量化角度给黄金定价》中，我们指出美国 M2 与美元指数是影响金价的两大核心因子：美国 M2 余额锚定了黄金的价值中枢 美元指数则决定金价围绕中枢波动的弹性（即对价值中枢的偏离度，通常与美元指数强弱呈负相关）。

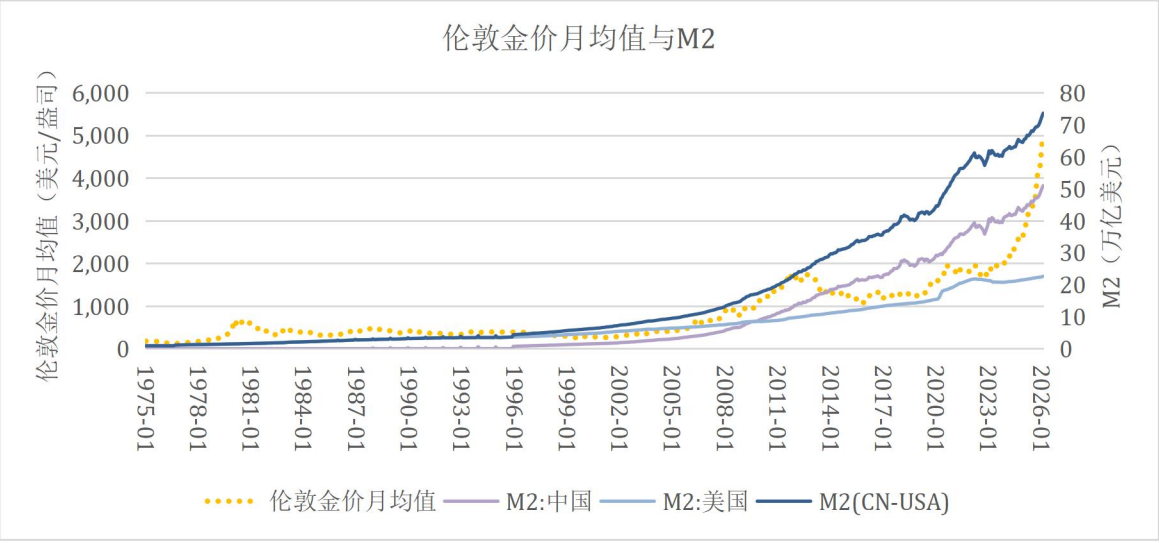
秉承“黄金货币属性未变、法币供给刚性增长”的底层逻辑，本报告对原模型进行了迭代重构。考虑到 2002 年后中国在全球经济中的权重显著提升，人民币在国际货币体系中的结算与储备职能不断强化，单一的美国 M2 已难以完全刻画全球流动性对金价的影响。为此，我们引入中国 M2，构建了中美合计 M2（下文简称“M2(CN-USA)”）这一新变量，旨在通过更全面的流动性视角，提升黄金定价模型的精准度。

一、M2（CN-USA）对黄金价值中枢的测算

回顾 1975 年以来伦敦金价月均值与中美 M2 的走势，伦敦金价紧密追随中美 M2 的扩张趋势，由震荡上行逐步迈入加速上涨阶段。

究其根本，两国货币供应量均呈现显著的刚性增长特征。自 2000 年起，其增速明显加快；2020 年后，随着基数扩大，月度增量更是持续攀升。就余额规模而言，截至 2026 年 4 月，美国 M2 已达 22.8 万亿美元，较 2019 年末（15.35 万亿美元）增长 48.53%；中国 M2 虽起步基数较低，但自二十世纪末起快速扩张，于 2009 年 9 月达到 8.58 万亿美元，首度超越美国。2026 年 4 月，中国 M2 余额已达 51.66 万亿美元，较 2019 年末（28.52 万亿美元）大幅增长 81.14%。

图表 1 伦敦金价月均值与中美 M2 均呈现长期增长趋势



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

从增量维度来看，2000 年—2019 年，美国 M2 月均增量约为 446.2 亿美元，2020 年—2026 年 4 月，显著扩张至 981.2 亿美元；而中国 M2 的扩张力度更大，2000 年—2019 年月均增量高达 1127.8 亿美元，

下载日志已记录，仅供内部参考

2020 年—2026 年 4 月大幅攀升至 3045.7 亿美元。

2026 年 4 月，中美两国合计 M2 已达 74.47 万亿美元，过去 16 年（2010 年 4 月—2026 年 4 月）年均增长值为 3.52 万亿美元。

在样本区间的选取上，美国 M2 数据自 1975 年 1 月起纳入统计，而中国 M2 月度数据始于 1996 年 1 月（此前仅公布年度数据）。考虑到 1996 年以前人民币在全球货币体系中的权重相对有限，早期年份忽略中国 M2 对整体测算结果的扰动极小，不影响模型的有效性。

因此，将中国 M2 纳入全球法币超发的衡量体系，构建 M2（CN-USA）变量来测算黄金的价值中枢，相较于单一采用美国 M2 具备更强的现实解释力与说服力。

需要说明的是，中美两国在 M2 统计口径上存在客观差异：中国 M2 涵盖了各类定期存款及其他存款；而美国 M2 主要包括流通中现金、活期存款、储蓄存款、小额定期存款（10 万美元以下）及零售货币市场基金余额。美国曾发布的 M3 口径在覆盖范围上与中国现行 M2 较为接近，但该指标自 2006 年起已停止公布。尽管统计口径的差异导致两国 M2 在绝对数值上不可直接对标，但两者均能有效反映各自经济体的广义流动性扩张状况，并不影响本文基于流动性总量研究金价定价逻辑的分析框架。

在下文中，**基于从统计学角度，M2（CN-USA）解释了 ln（伦敦金价月均值）76%的变异，我们构建的半对数回归模型，证实并明确了 M2（CN-USA）与伦敦金价月均值的数量关系，并且揭示了伦敦金价月均值自回归项和 M2（CN-USA）的滞后项对伦敦金价月均值短期波动的作用。**

1.1 估计 M2 对金价长期效应的模型（金价长期测算模型—FMOLS）

本报告基于 M2（CN-USA）的作为解释变量构建新的估计模型，模型整体上沿用之前报告采用的半对数回归模型，其设定如下：

$$\ln(\text{伦敦金价月均值}) = \beta_1 \times M2(CN-USA) + \beta_0 + \varepsilon$$

公式中 ln(伦敦金价月均值)为伦敦金现货价月均值进行对数处理的结果，M2（CN-USA）是将中国和美国月度 M2 数据进行简单加和后的数据（单位为万亿美元），$\boldsymbol{\beta_1}$为核心解释变量的系数，$\boldsymbol{\beta_0}$为常数项，$\boldsymbol{\varepsilon}$为随机扰动项。

模型采用自 1975 年 1 月至 2026 年 2 月共计 614 个有效样本进行估计，并运用 FMOLS（完全修正最小二乘法）来测算非平稳协整序列（一阶单整）的长期均衡系数。本文估计所得的定量公式如下：

$$\ln(\text{伦敦金价月均值}) = 3.41 \times 10^{-2}\ (\beta_1) \times M2(CN-USA) + 5.76(\beta_0)$$

公式中 ln(伦敦金价月均值)的统计含义如下：β_1为 3.41×10^{-2}，即 CN-USA 的 M2 每上升一个单位（本报告单位：一万亿美元），伦敦金价月均值近似地较上月上涨 3.41%。

β_0的统计学含义为截距，在本模型中指 M2（CN-USA）为 0 时的伦敦金价月均值对数，其转化后的数值为 317.35 美元/盎司。

1.2 回归模型的统计验证

1）平稳性检验和协整检验。在研究时间序列数据间的长期关系中，为了避免“伪回归”（表面上回

下载日志已记录，仅供内部参考

归结果显著，但实际并无真实的经济关联）的发生，一般应当对数据进行平稳性检验和协整检验。本文采用 ADF（Augmented Dickey-Fuller，增强型迪基-福勒）方法进行检验，发现 ln（伦敦金价月均值）和 M2（CN-USA）均不平稳，但均为 I（1）（一阶单整序列）。在协整检验中，本文采用约翰森（Johansen）方法进行检验，其结果支持两组时间序列间存在协整关系。

2）模型拟合度检验。模型修正后 R2 达到 0.76。其统计意义在于，M2（USA-CN）可以解释 ln（伦敦金价月均值）76%的变异，剩余 24%的变异则由其他影响因素解释。

3）显著性检验（z 检验，p 值法）显示，M2（CN-USA）对 ln（伦敦金价月均值）的解释高度可靠。

首先，我们设定原假设为 M2（CN-USA）的回归系数（β_1）为零，备择假设为β_1不为零。若接受原假设，则β_1为零，那么自变量 M2（CN-USA）对因变量 ln（伦敦金价月均值）没有解释作用；若拒绝原假设，则β_1不为零，那么该自变量对因变量有解释作用。

不同于普通的 OLS（最小二乘法）模型，FMOLS 下对单个系数的显著性检验采用的是基于标准正态分布（Z 分布）的 z 检验。**本回归模型下β_1的 z 检验 p 值约 8.02×10^{-14}。**p 值的含义为，当原假设成立时，所得到的样本观察结果出现的概率。如果 p 值越小，说明原假设情况发生的概率越小，我们拒绝原假设的理由越充分。

在本报告的模型中，备择假设失效的概率为 8.02×10^{-14}，远小于一般统计学上常用的 0.01 标准（1%显著水平）。因此，可以认为该模型的预测结果高度可靠。

4）格兰杰因果检验（Granger Causality）显示，M2（CN-USA）对 ln（伦敦金价月均值）存在预测效应。

在该检验中，我们创建了 M2（CN-USA）和 ln（伦敦金价月均值）的滞后期对 ln（伦敦金价月均值）的回归模型，设定原假设为 M2（CN-USA）不存在预测效果，即所有回归系数均为零，备选假设为这些回归系数存在非零值。

在 M2（CN-USA）对于 ln（伦敦金价月均值）的格兰杰因果检验中，卡方检验的结果为 4.35，p 值为 0.037，可以在高于 95%的情况下认为前者对后者存在预测效应。

1.3 考虑短期效应的模型（金价自回归模型-ARDL）

在前文中，我们基于 M2（CN-USA）和 ln(伦敦金价月均值)存在协整关系的情况，估计了它们之间稳定的长期关系。但是，考虑到短期内当期 M2（CN-USA）和前若干期 ln（伦敦金价月均值）的冲击可能会影响 ln（伦敦金价月均值）的当期波动，因此构建了 ARDL（Autoregressive Distributed Lag，自回归分布滞后）模型对短期效应进行估计。

我们基于最优滞后阶数的估计确定了最大不超过 3 阶的滞后阶数（即在模型中纳入 t 期、t-1 期、t-2 期和 t-3 期的差分值），构建了模型并且得到了如下定量结果：

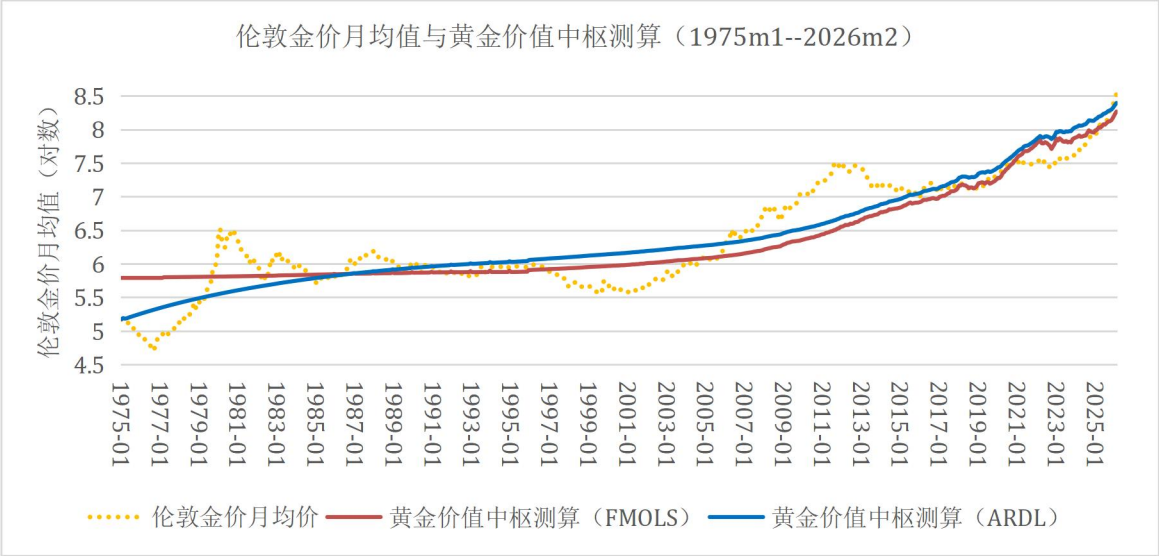
$$\ln(\text{伦敦金价月均值})_{LR} = 4.09\times10^{-2}\,(\beta_{LR})\times \mathrm{M2(CN-USA)} + 6.01$$

下载日志已记录，仅供内部参考

$$\Delta \ln(\text{伦敦金价月均值})_t = -0.82 \times 10^{-2}(\alpha_0) \times [\ln(\text{伦敦金价月均值})_{t-1} - \ln(\text{伦敦金价月均值})_{t-1,LR}]$$
$$+ 0.25(\gamma_1) \times \Delta \ln(\text{伦敦金价月均值})_{t-1} - 0.13(\gamma_2) \times \Delta \ln(\text{伦敦金价月均值})_{t-2}$$
$$+ 1.86 \times 10^{-2}(\gamma_3) \times \Delta M2_t(CN - USA)$$

在模型中，我们重新估计了在考虑短期效应下的长期均衡效应，$\ln(\text{伦敦金价月均值})_{LR}$即为模型估计所得长期均衡中伦敦金价月均值的理论值，在该模型中，CN-USA 的 M2 每上升一个单位（本报告单位：一万亿美元），伦敦金价月均价较上月近似地上涨 4.09%。**由于估计方法的差异，在 ARDL 模型中长期效应系数和 FMOLS 估计的略有差异，但整体相差不大。**

图表 2 伦敦金价月均值（对数）围绕黄金价值中枢波动（单位：美元/盎司）



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

ARDL 模型提供了一个包含 ln（伦敦金价月均值）自回归项和 M2（CN-USA）滞后项的公式，我们在此处将其中预测失效概率不高于 10%的系数转化为差分形态，其主要提供了如下信息：

1）伦敦金价月均值和 M2（CN-USA）的长期平稳关系存在自我调整。α_0代表当上一期伦敦金价月均值偏离 ARDL 模型估计的长期均衡价格 $\ln(\text{伦敦金价月均值})_{LR}$时，伦敦金价月均值将于当期发生幅度为 0.82 $\times 10^{-2}$的修正。

2）伦敦金价月均值存在相对复杂的自回归机制。具体而言，当 t 期伦敦金价月均值较 t-1 期有所增长时，其带来的良好预期会使得伦敦金价月均值在 t+1 期较 t 期出现增长（影响幅度为$\gamma_1 = 0.25$），这一效应可以认为是趋势延续的正向推动作用；但由于市场对价格的快速上涨抱有审慎态度，因此其会在 t+2 期的抑制伦敦金价月均值的进一步增长（影响幅度为$\gamma_2 = -0.13$），这一效应可以认为是动力衰竭反转的均值回归。

下载日志已记录，仅供内部参考

3）M2（CN-USA）月增量正向影响了伦敦金价月均值月增量幅度，γ_3代表着 M2（CN-USA）月增量每提高一个单位（一万亿美元），会带来伦敦金价月均值较上一期近似地增长 1.86%。

本文同样对该模型的结果进行了显著性检验来确保其结果可靠。

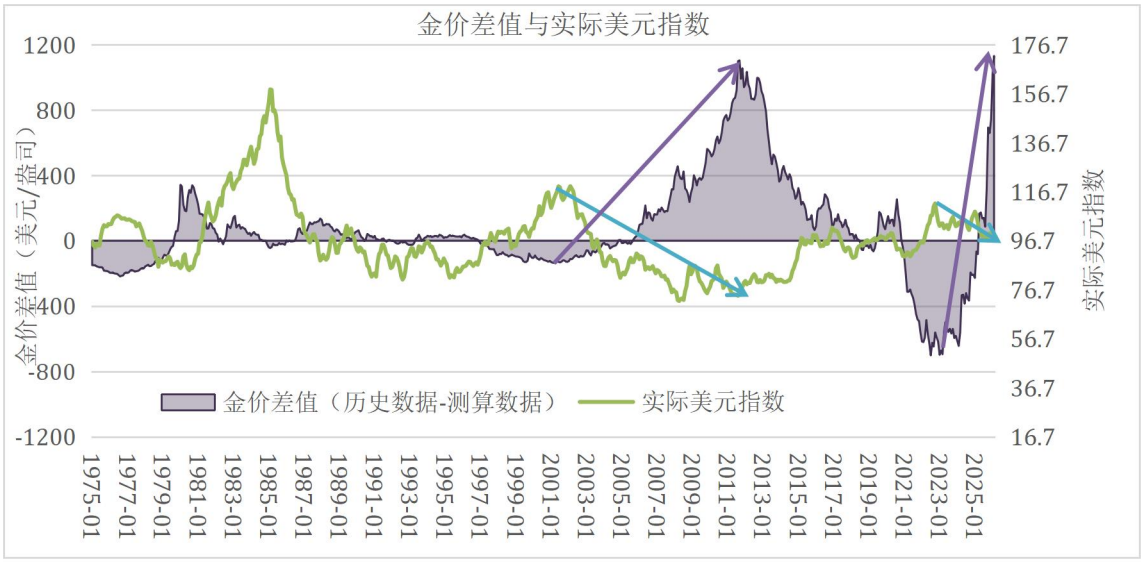
二、黄金价格波动分析

2.1 美元指数的影响

前文通过构建基于 M2（CN-USA）的半对数回归模型，锚定了黄金的价值中枢。但黄金定价在现实中受到多维宏观因子的共振影响，仅基于货币发行的测算刻画了其价值内核，尚无法完整捕捉价格围绕中枢波动的弹性。为此，本节引入美元指数，旨在解释伦敦金价历史值相对于测算价格的偏离机制。

本节提出“金价差值”概念（伦敦金价月均值-FMOLS 模型测算金价），用以衡量实际金价与模型测算金价之间的差异。实际金价长期围绕测算中枢呈现周期性波动：高于中枢时形成正偏离，低于中枢时则形成负偏离。

图表 3 金价差值（伦敦金价月均值-FMOLS 模型测算金价）与实际美元指数走势



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

回溯历史数据，“金价差值”其波动区间大致位于【-700，1100】美元，其经历了三次典型的正向与负向偏离。正向偏离峰值分别录得于 1980 年 1 月（342.12 美元/盎司）、2011 年 9 月（1104.35 美元/盎司）及 2026 年 2 月（1131.25 美元/盎司）；负向偏离峰值则分别为 1976 年 8 月（-218.93 美元/盎司）、1999 年 7 月（-130.81 美元/盎司）及 2022 年 7 月（-701.92 美元/盎司）。

总体来看，金价差值与实际美元指数走势存在明显的负相关性。历次金价差值由负转正的拐点附近，均对应着美元指数步入弱势周期。不过，鉴于黄金定价受到多维因素的共同驱动，加之美元指数本身具备

下载日志已记录，仅供内部参考

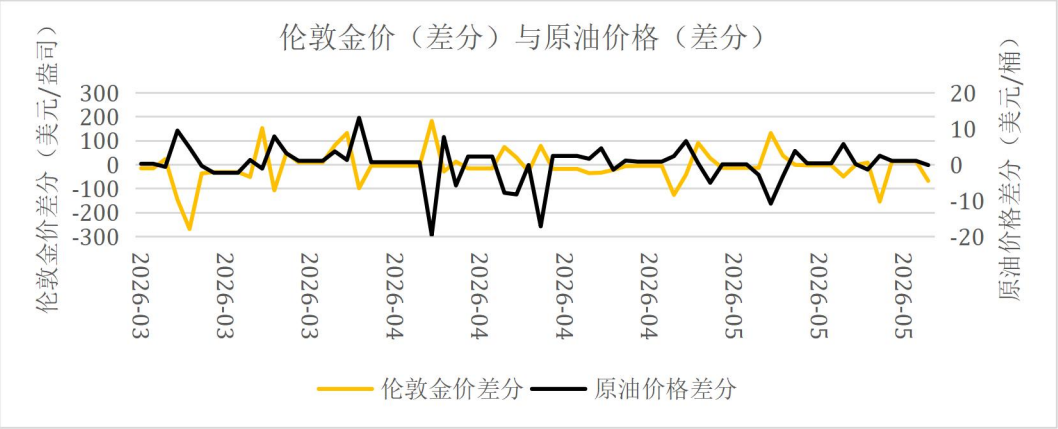
较强的宏观韧性，金价差值的偏离幅度与美元指数的波动幅度之间并未表现出显著的线性相关特征。

2.2 地缘冲击因素

地缘冲突对黄金价格的影响具有高度随机性与短期脉冲特征，基于局势演变的择时交易难度极高。以2026 年 3—4 月美以伊冲突为例，自 2 月底美以军事打击伊朗引发霍尔木兹海峡事实性封锁以来，原油供给危机推升通胀预期与美元指数，导致金价在 3 月中下旬显著承压（2026 年 3 月 16 日—20 日单周跌幅超过 10%）。

3 月 15 日至 5 月 18 日统计区间内，黄金价格的短期波动便受到海湾局势的巨大影响，其每日价格差分与原油每日价格差分呈现显著的负相关。尽管统计学上存在相关性，然而，地缘局势演变本身具有极高的不可预测性，其对金价的冲击往往表现为短期的即时情绪反应；试图单纯依赖此类高随机性的地缘因子来精准把握金价的短期波动，在实际投资中面临极大的不确定性与操作难度。

图表 4 短期地缘冲击下，黄金价格每日拆分与原油价格每日拆分呈显著负相关关系



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

三、黄金价格展望与策略建议

3.1 黄金价值中枢展望

1）定量测算：M2（CN-USA）测算的黄金价值中枢

基于本系列核心逻辑——“黄金定价中枢由主要流通纸币供给决定”，前文已通过格兰杰因果检验确认 M2（CN-USA）对 ln（伦敦金价月均值）具有预测效应，并分别以 FMOLS 和 ARDL 方法估计了影响方向与弹性系数。据此，可对黄金价值中枢进行前瞻测算。

由于模型围绕 M2（CN-USA）展开，预测需先对其未来走势进行估计。本文采用 ARIMA 模型，基于 2008 年 1 月后月度数据（断点检测后的有效样本），并纳入 12 个月季节性因子，对中美 M2 扩张路径进行测算。进而结合前文两个模型，以 2026 年 3 月为起点，对未来 36 个月的黄金价值中枢进行预测，显示

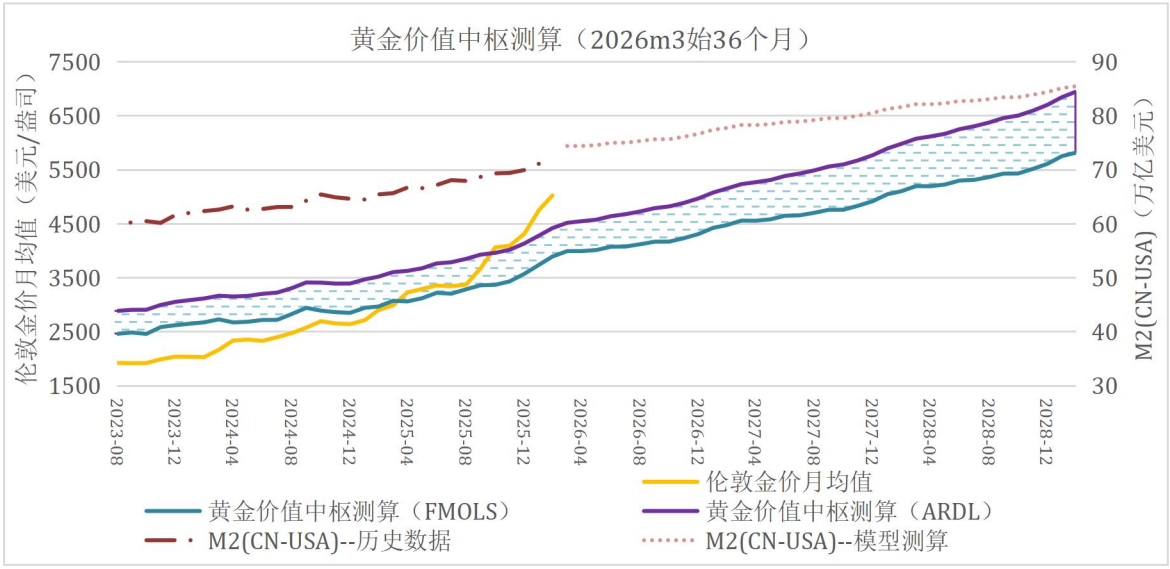
下载日志已记录，仅供内部参考

黄金价值中枢呈长期平稳上行趋势。

在探讨金价长期价值中枢之前，有必要先厘清近期实际金价与模型测算中枢之间的位置关系。过去两年半，伦敦金价在快速上涨中完成了估值状态的切换。2023 年 8 月，金价处于显著低估状态（伦敦金价月均值 1917.79 美元/盎司，较 FMOLS 模型测算值低 539.47 美元）；此后持续进行价值修复，于 2025 年 4 月首次突破价值中枢形成正偏离。至 2026 年 2 月，金价正偏离程度达到历史峰值，正差值高达 1131.25 美元，超越 2011 年 9 月的历史前高（伦敦金价月均值 5019.16 美元/盎司）。

随着前期黄金溢价触及正极值，市场内在的均值回归力量开始显现，推动金价从高位向价值中枢收敛。伦敦金价自 2026 年 1 月末接近 5600 美元/盎司后开启持续震荡回调，至 5 月已跌至 4500 美元附近，当月伦敦金价均值已回落至 4586.40 美元/盎司，正差值快速收敛至 577.91 美元（FMOLS 模型），与 ARDL 模型测算的 4570.71 美元/盎司已基本相当。这表明前期的高估溢价已被市场显著消化，为后续金价围绕中枢平稳运行奠定了基础。

图表 5 黄金价值中枢测算



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

2026 年 2 月以来的黄金大幅回调，本质上是五大维度因素共振的结果。在上述力量的共同驱动下，金价由前期的单边趋势性上涨经历大幅下跌后转入震荡盘整阶段，前期形成的显著正偏离正逐步向价值中枢收敛。具体归因如下：

估值维度（均值回归）：在 2025 年 8 月至 2026 年 1 月期间，金价经历了极度超涨行情，模型测算的正偏离度触及历史极值，市场内生动力触发向价值中枢的均值回归；

政策维度（预期反转）：凯文·沃什获提名为美联储主席，其“降息+缩表”的政策主张整体偏鹰派，

下载日志已记录，仅供内部参考

重塑了市场的货币政策定价逻辑；

宏观维度（成本抬升）：美以伊地缘冲突升级推升原油价格，引发通胀预期反弹与加息预期升温。30年期美债收益率上行至5%，叠加美元指数阶段性走强，导致持有无息资产黄金的实际机会成本陡增；

资金维度（流动性虹吸）：美股AI板块展现出显著的赚钱效应，对全球流动性形成强力虹吸，风险资产的再平衡过程压制了黄金的配置需求；

技术维度（指标修复）：在高波动率状态后，市场情绪趋于收敛，金价在持续向上偏离250日均线后，触发了深度的技术性回撤。

前期金价调整本质上是对过度乐观情绪的修正，而非长期上涨逻辑的终结。当前，模型测算与年线技术位共同构筑了坚实的底部防御体系，进一步大幅下挫的空间有限。6月末，伦敦金现货价虽短暂跌破年线及4000美元/盎司关口，但随后迅速企稳回升，不仅印证了下方估值的强劲支撑，也表明年线仍具备向上的牵引作用。

估值支撑：5月份金价的价值中枢，FMOLS模型测算为4008.49美元/盎司；ARDL模型测算为4570.71美元/盎司；

远期支撑：基于长期基本面测算，2026年12月的价值中枢，FMOLS模型测算为4304.81美元/盎司，ARDL模型测算为4964.36美元/盎司。

图表6 黄金价值中枢测算目标

时间 / 金价（美元/盎司）	2026年2月	2026年5月	2026年12月	2027年12月	2028年12月
伦敦金价月均值	5019.16	4586.40	-	-	-
FMOLS测算价值中枢（保守）	3887.91	4008.49	4304.81	4912.71	5603.22
ARDL测算价值中枢（乐观）	4414.67	4570.71	4964.36	5764.62	6696.36

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

2）定性支撑：三维共振夯实长期上行逻辑

长期来看，中美两国M2扩张的底层宏观逻辑并未发生实质性改变，金价中枢仍将沿着纸币供给曲线稳步抬升。这一判断的核心定性支撑，主要源于以下三大维度的深度共振：

一是从货币属性维度看，全球信用扩张奠定长期估值锚点。

黄金作为典型的“非信用货币”，其相对价格与全球主要流通纸币的供给量呈现长期的正相关关系（前文已通过实证检验了M2（CN-USA）与金价的协整关系）。在当前全球主要央行资产负债表持续扩张、法定货币购买力面临稀释压力的宏观背景下，黄金的超主权货币属性为其长期估值提供了坚实的锚定基础。

下载日志已记录，仅供内部参考

二是从避险需求维度看，美元信用重构驱动配置需求结构性扩容。

随着全球地缘政治格局动荡加剧及“去美元化”趋势深化，黄金的传统避险属性正被市场重新定价，需求端呈现出显著的结构性扩张特征：

配置资金加速涌入：自 2024 年第三季度起，全球黄金 ETF 配置需求由负转正并维持净流入态势，整体持仓量于 2026 年第一季度末攀升至 53408.16 吨的历史新高；

官方储备刚性加码：全球央行购金行为已跨越周期性波动，形成战略性储备需求。Wind 数据显示，全球央行净购金量于 2010 年由负转正，2011—2021 年年购金维持在 500 吨上下；2022 至 2025 年，央行加大了购金力度，年度净购金跃升至 1000 吨附近，2026 这一趋势延续，一季度达到 243.66 吨。

三是从产业基本面维度看，供给刚性构筑坚实底部支撑。

从实体供需格局来看，黄金供给端受限于矿产储量禀赋与长周期开采约束，供给弹性显著低于需求端。这种“需求持续放量”与“供给相对刚性”的组合错配，不仅强化了金价的抗跌性，更为其中长期上行构筑了坚实的产业基本面支撑。

长期看，金价仍具备坚实的上行基础与广阔的升值空间。

3.2 投资策略建议

基于上述定性与定量因素分析，我们对黄金资产的配置提出以下两点策略建议：

1）逢低布局黄金 ETF，把握中期配置窗口

当前黄金价格仍处于中期震荡盘整阶段，但短期波动不改长期向好趋势。建议投资者摒弃短线追涨杀跌思维，将黄金作为资产组合中的“压舱石”进行战略性配置。在操作节奏上，可重点关注金价价值中枢下沿及年线附近的支撑有效性，采取逢低分批建仓策略，以平滑持仓成本并获取中长期贝塔收益。

2）关注黄金股 ETF，博弈中报业绩兑现预期

静态测算显示，即便伦敦金价维持在 4300 美元/盎司附近，2026 年 1—5 月的均价（4785 美元/盎司）仍显著高于 2025 年同期及全年水平（分别为 3022 和 3445 美元/盎司）。价格中枢的大幅抬升为矿企锁定了丰厚的利润空间，赋予 2026 年中报极高的业绩确定性。随着 7 至 8 月半年报披露窗口临近，超预期的盈利表现有望成为核心催化剂，驱动板块迎来新一轮估值修复行情。建议投资者在财报季逢低布局黄金股 ETF，以把握板块贝塔收益。

需要说明的是，上述对于金价的测算，仅仅基于 M2（CN-USA）和美元指数的双因子测算，决定黄金波动的市场因素相当复杂，包括美股、美债、央行购金、ETF 投资及地缘风险等多种因素，我们后续将进一步进行分析。

风险提示：数据统计规律失效、美债收益率上行风险、美股上行风险、美元指数上行风险、央行购金意愿下降、黄金 ETF 投资偏好下降等。

感谢实习生佘泽良在数据处理方面对本报告的贡献。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明：

负责本报告全部或参与部分内容的分析师在此声明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告基于市场公开的合法合规信息进行撰写，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

特别声明：

法律许可的情况下，金圆统一证券可能会持有或交易本报告中提及的标的证券，也可能为标的证券提供股债融资、财务顾问、资产证券化和理财投顾服务。因此，投资者应当考虑到金圆统一证券及/或相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为决策的唯一依据。

免责声明：

金圆统一证券有限公司（以下简称“金圆统一证券”或“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由金圆统一证券制作并发布。本报告仅供本公司及其客户使用。本公司不会因收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告是基于金圆统一证券认为可靠的已公开信息编制，但金圆统一证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使金圆统一证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此金圆统一证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人做出邀请。在法律允许的情况下，金圆统一证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为金圆统一证券所有。未经金圆统一证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若金圆统一证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，金圆统一证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成金圆统一证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经金圆统一证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。金圆统一证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资评级声明：

分类	评级说明		
股票评级	自报告发布之日起 6 个月内，相对所属板块指数涨幅	买入	股价相对强于基准 20%以上；
		增持	股价相对强于基准 10%—20%以上；
		持有	股价相对基准波动±10%以内；

下载日志已记录，仅供内部参考

		卖出	股价相对弱于基准 10%以上；
行业评级	自报告发布之日起 6 个月内，相对沪深 300 指数涨幅	强于大市	相对强于基准 10%以上；
		中性	相对基准波动±10%以内；
		弱于大市	相对弱于基准 10%以上；

金圆统一证券营业网点

厦门地址：厦门市思明区展鸿路 82 号国际金融中心大厦 10-11 楼
深圳地址：深圳市南山区粤海街道高新区社区科苑南路 3099 号中国储能大厦 4801
上海地址：上海市虹口区东大名路 501 号 45 层 01 单元
北京地址：北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼 15 层 1202 单元 1501