

2026 年贵金属半年报

牛市暂歇，静待下一轮东风

贵金属半年报

摘要：

就长期视角来看，美伊冲突总体趋于缓和，美国通胀上行动力将逐步放缓；而美国经济“K 型分化”隐含的经济下行风险仍存，利率高企下美债庞大利息支出带来的财政脆弱性问题难解，美元信用削弱与“去美元化”的长期趋势将继续推进，贵金属长期牛市大势不改。

不过就中短期视角而言，美伊谈判的不确定性，美国经济韧性与通胀变化，美联储货币政策的变化，都将会对未来贵金属的运行节奏带来显著的扰动。

第一，美伊局势趋于缓和，有望缓解整体通胀压力。虽然以色列作为不稳定因素令谈判走向仍有风险，但难改冲突平息大势。

第二，美国经济 K 型分化，科技股高估值或存在泡沫破灭风险。虽然美经济基本面整体表现强劲，但其 K 型分化特征仍然突出。若科技股高位回落，市场流动性或遭打击，同时给贵金属带来下行压力。

第三，美联储加息空间有限，沃什主导的美联储改革或影响贵金属运行节奏。当前联邦基金利率仍在相对高位，对美国通胀有一定的压制作用，叠加油价回落已消除部分通胀风险，美联储加息的必要性正在降低。

总而言之，纵然当下加息预期阴影笼罩在贵金属上方，但美伊局势已趋于缓和，通胀压力缓解的背景下，美联储加息空间或相对有限，贵金属回调空间或逐步收窄，并在美元信用削弱与“去美元化”的长期趋势下逐步获得支撑。不过，从短期行情节奏上，仍需注意科技股高估值风险与美联储改革带来的短期冲击给贵金属行情带来的扰动。

作者姓名：王彦青

邮箱：wangyanqing@csc.com.cn

电话：023-81157292

期货投资咨询资格号：Z0014569

研究助理：李官芮

邮箱：liguanrui@csc.com.cn

期货从业信息：F03155818

发布日期：2026 年 6 月 25 日

目录

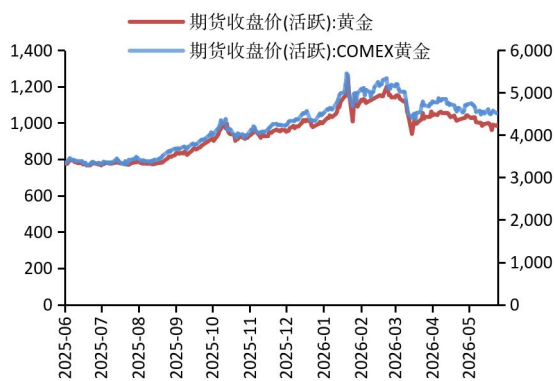
一、上半年行情回顾.....	3
二、价格影响因素分析.....	5
三、总结与展望.....	11

图表目录

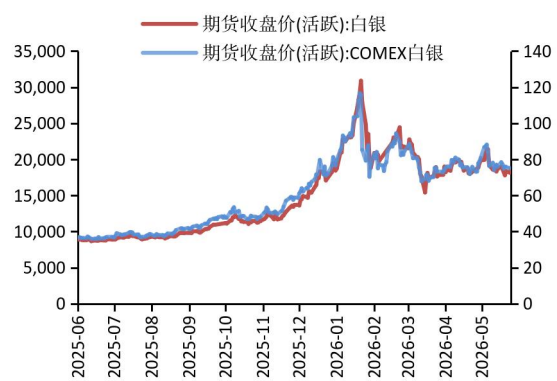
图表 1: 沪金与 COMEX 黄金走势	3
图表 2: 沪银与 COMEX 白银走势	3
图表 3: 广铂与 NYMEX 铂金走势	3
图表 4: 广钯与 NYMEX 钯金走势	3
图表 5: 美元指数与 COMEX 金走势	5
图表 6: 10Y 美债收益率与 COMEX 金走势	5
图表 7: 美国 PMI 迅速回暖	6
图表 8: 美国“收入-消费”链条依旧疲软	6
图表 9: 目前美国联邦基金利率仍处于高位，加息预期难以进一步强化	7
图表 10: 26 年贵金属 ETF 持仓量回落	8
图表 11: 央行净购金趋势略有分化但大势未改	8
图表 12: 土耳其央行售金以稳汇率	8
图表 13: 俄罗斯售金以弥补其大规模财政赤字	8
图表 14: 美日韩股指估值已达历史高位	9
图表 15: 美韩杠杆资金已大量介入权益市场	9
图表 16: NYMEX 铂钯总持仓下滑	10
图表 17: COMEX 金银投机头寸流出	10
图表 18: 金铂比位于十年偏高位置	10
图表 19: 铂钯比趋势上行	10
图表 20: 特朗普政府压制通胀与经济增长上的表现不及预期，特朗普净支持率已大幅下滑	11
图表 21: 美国非农新增就业尚未系统性提振，下行风险仍存（单位：千人）	12

一、上半年行情回顾

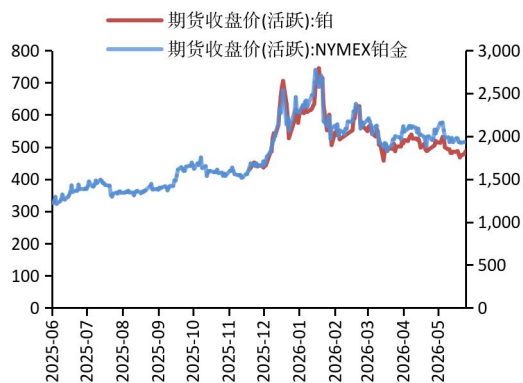
2026年上半年，贵金属板块整体呈现快速冲高，快速回落，随后震荡回调的走势。1月，沪金、沪银、广铂、广钯月内最大涨幅分别为25.54%、69.29%、22.29%、16.29%，伦敦金银现货分别创下历史高点5598.75美元/盎司与121.657美元/盎司。1月末，随着投机资金的退潮，贵金属板块迅速回落，随后在2月底又出现美伊地缘政治冲突事件，货币紧缩担忧紧随其后，贵金属整体进入震荡回调态势。

图表 1：沪金与 COMEX 黄金走势


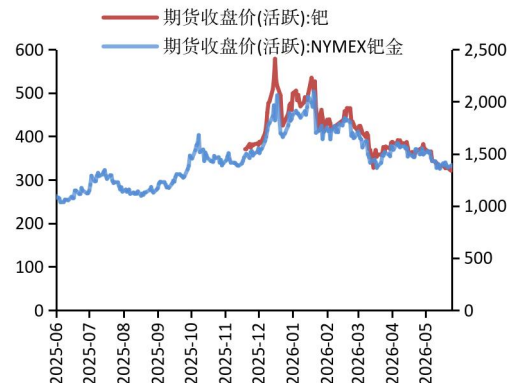
数据来源：iFinD，中信建投期货

图表 2：沪银与 COMEX 白银走势


数据来源：iFinD，中信建投期货

图表 3：广铂与 NYMEX 铂金走势


数据来源：iFinD，中信建投期货

图表 4：广钯与 NYMEX 钯金走势


数据来源：iFinD，中信建投期货

1月，贵金属的冲刺上涨是2025年贵金属牛市的延续。现货集中于北美导致现货流通短缺、降息预期升温、地缘动荡持续等多重利好共振，但投机头寸集中涌入与市场情绪推波助澜是贵金属本阶段的核心驱动，推动贵金属加速赶顶。

2月，贵金属板块在快速下跌后有所反弹，行情波动十分剧烈。2月贵金属集体新高后大跌的核心驱

动是前期大涨所积累泡沫的崩塌。1月末，具有鹰派态度的沃什被美国总统特朗普提名为美联储主席，触发投机多头集中离场，形成踩踏式行情，贵金属集体回落。但2月“降息交易”尚未逆转，使得贵金属支撑仍存，贵金属各品种呈触底反弹走势。

3-6月，美伊冲突爆发，“通胀-加息”担忧放大，但冲突整体趋于缓和，贵金属在波折中逐步回调。2月28日，美国与以色列迅速对伊朗进行联合打击，战火蔓延至伊朗及其周边中东国家，全球能源要道霍尔木兹海峡封锁，中东油气基础设施遇袭产能受限，油价上涨带来的通胀担忧同时冲击降息预期与贵金属的商品需求，给3月的贵金属行情带来显著压力。4-6月，美伊冲突局势在紧张和缓和中反复，但局势总体趋缓，使得贵金属震荡运行，不过随着通胀数据的上行以及美联储主席的换届，6月起美联储加息预期显著强化，使得贵金属呈破位下行态势。

二、价格影响因素分析

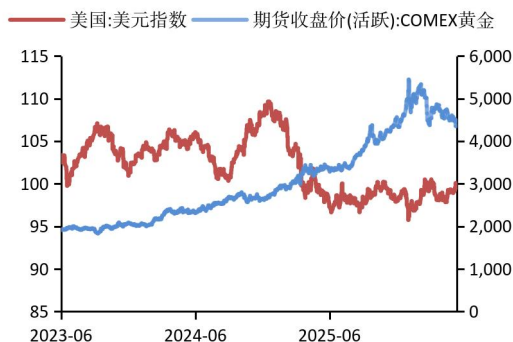
1. 地缘震荡贯穿始终，美伊冲突进程牵动贵金属边际变化

2026年延续了2025年以来的全球地缘政治震荡环境，美委、俄乌、美伊冲突不断为世界政经格局增添更多不确定性，继续给贵金属带来长线支撑，但不同地缘政治事件对贵金属短期影响各不相同。

26年地缘秩序持续震荡，仍给贵金属带来长线支撑。2026年初，美国在短时间内抓捕委内瑞拉总统马杜罗，并迅速与其新政府达成协议获取其石油资源，同时美国表达对格陵兰岛领土的渴求引起欧盟盟友高度不满，导致国际社会广泛对美谴责与不信任。同时，俄乌冲突谈判陷入僵持，双方停战仍遥遥无期。全球变局持续之下，各国对美国以及美元的不信任继续带动去美元化进程，同时增加黄金的购买需求，同时给贵金属板块整体带来支撑。

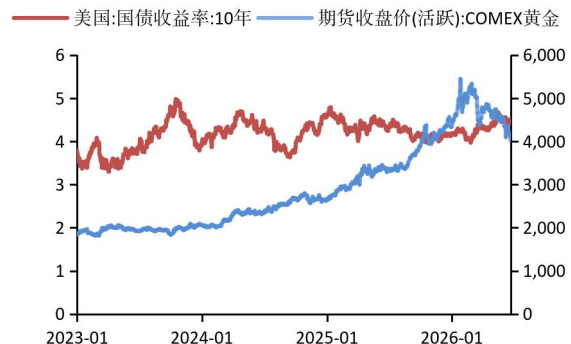
美伊冲突通过冲击全球经济影响美元与美债收益率，进而传导至贵金属价格，形成贵金属上半年走势的核心驱动。2月28日美以袭击伊朗之后，霍尔木兹海峡一度封锁，油价大幅上涨，这一方面使得对中东油气资源依赖度较高的亚洲、欧洲国家面临更显著的经济下行风险、强化美元，另一方面又给市场带来长期通胀担忧、强化货币紧缩预期，推升美债收益率，给贵金属显著压力。过去一段时间，地缘局势的边际变化会快速在美元、美债收益率之上进行反馈，并给贵金属带来显著波动。不过，随着美伊谈判进程已初步取得成果，地缘风险或已大幅降低，油价下行或使得货币紧缩预期弱化，从而逐步给贵金属带来托底作用。

图表 5：美元指数与 COMEX 金走势



数据来源：iFinD，中信建投期货

图表 6：10Y 美债收益率与 COMEX 金走势



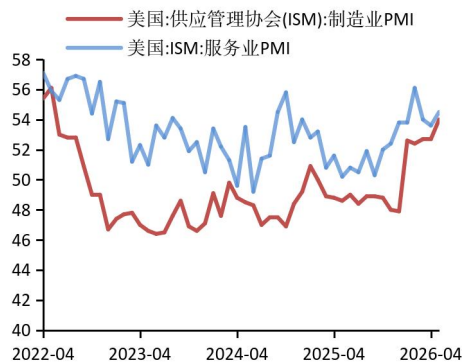
数据来源：iFinD，中信建投期货

2. “降息交易”出现逆转，加息预期方兴未艾

年初“降息交易”成为主流预期，一度成为贵金属疯牛推手。从基本面来看，相较于美国通胀水平，市场更加忧虑经济下行风险。彼时美国制造业与非制造业 PMI 仍处于收缩区间，个人收入同比维持下行态势，劳动力市场虽维持稳定但处于“低招聘低裁员”水平。在该背景下降息预期仍然火热，根据 Fedwatch 历史数据，1 月 FOMC 会议前市场预期年内至少降息 1 次概率超 50%。就联储独立性角度来看，该时期特朗普以美联储装修问题的名义对前美联储主席鲍威尔进行起诉，且频繁于社交媒体对鲍威尔维持利率做法进行施压，市场对于美联储独立性受到挑战的担忧亦为降息预期推波助澜。

美伊冲突爆发后带来的油价上行与通胀担忧迅速将降息预期转变为加息担忧，成为贵金属主要压力来源之一。在美伊冲突初期，市场对战事影响及持续时间有所低估，并且 3 月美国通胀数据表现可控，加息预期上行幅度有限。但随着冲突进程延长与美国 4 月通胀数据的超预期，4 月 FOMC 会议中加息选择被正式纳入政策选项，叠加 5 月美国非农就业与 PMI 表现双双超预期，市场的货币紧缩焦虑放大。Fedwatch 显示，6 月 24 日市场押注 26 年 9 月 FOMC 会议加息概率已超过 50%，且年内加息两次的概率大增。

图表 7：美国 PMI 迅速回暖



数据来源：iFinD，中信建投期货

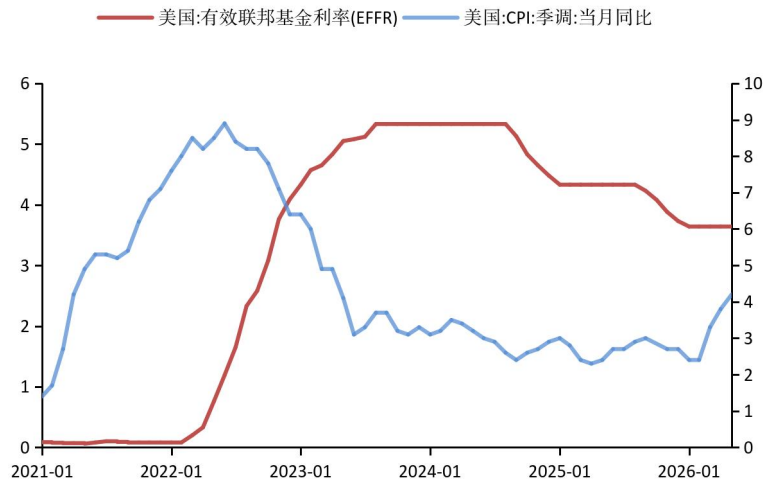
图表 8：美国“收入-消费”链条依旧疲软



数据来源：iFinD，中信建投期货

当前联邦基金利率仍在高位，美联储加息空间或相对有限。尽管近期美国 CPI、PPI 仍处于上行态势，但油价已从高位大幅回落，随着美伊双方谅解备忘录签署以及霍尔木兹海峡通航能力的恢复，由能源价格上涨带来的通胀上行压力或逐步放缓。从上一轮美国通胀上行与美联储加息节奏来看，22 年美国 CPI 同比一度突破 9%，而美联储将联邦基金利率最高加至 5% 以上，与略微超过 4% 的 5 月 CPI 同比数据对比，3.5%-3.75% 的联邦基金利率仍对通胀具有一定的压制作用，美联储未来加息空间或相对有限。

图表 9：目前美国联邦基金利率仍处于高位，加息预期难以进一步强化



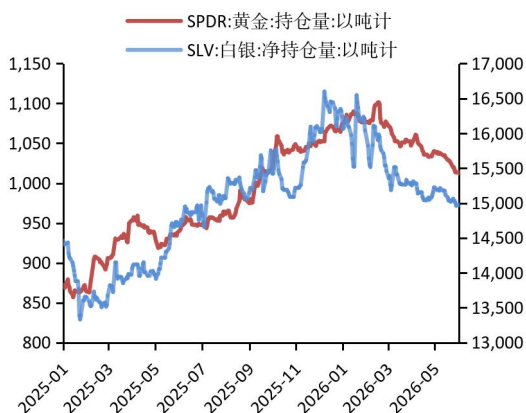
数据来源: Wind, 中信建投期货

3. 贵金属投机头寸逐步退场，但央行净购金趋势不改

贵金属前期涌入的投机资金缓慢离场，上升动能相对受阻。自 2025 年起，贵金属板块及其相应 ETF 涌入大量投机性资金，就 ETF 而言，2025 年 SPDR 黄金 ETF 全年持仓量增量为 198.04 吨，SLV 白银 ETF 全年增量为 2017.17 吨。但 26 年 1 月 30 日以来，SPDR 黄金 ETF 净流出 60.24 吨，SLV 白银 ETF 净流出 487.19 吨，投机资金正逐步流出金银。从期货视角来看各品种投机净多头持仓亦呈现下降趋势，COMEX 黄金投机头寸净多头持仓数量相对年初减少 12740 张，COMEX 白银投机头寸净多头持仓减少 3199 张，NYMEX 铂金非商业多头减少 452 张，NYMEX 钯金非商业多头持仓减少 2890 张。因此投机资金的流出趋势对 2026 上半年贵金属的上行动能存在一定抑制。

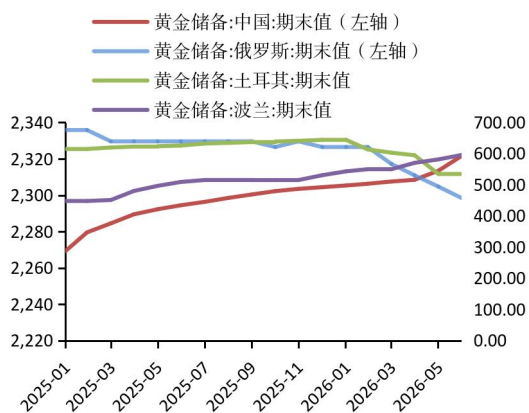
全球央行净购金趋势稳固，部分央行因流动性需求售金。近年来央行购金需求成为黄金与贵金属板块价格上行的重要推手。此前美债一直作为各国央行国际储备当中占比第一的资产，但随着美国引发各类争端加剧国际社会对美不信任，美元信用不断削弱，进而寻求替代性资产以调整储备结构。其中，我国作为黄金储备资产大国仍显著维持净购金趋势，2026 年至今已净购金 16.17 吨。其余购金主力国家如波兰、哈萨克斯坦亦加速购金以调整国际储备结构，如 2026 年上半年波兰央行净购金 52.3 吨居于全球前列。

图表 10：26 年贵金属 ETF 持仓量回落



数据来源：iFinD，中信建投期货

图表 11：央行净购金趋势略有分化但大势未改

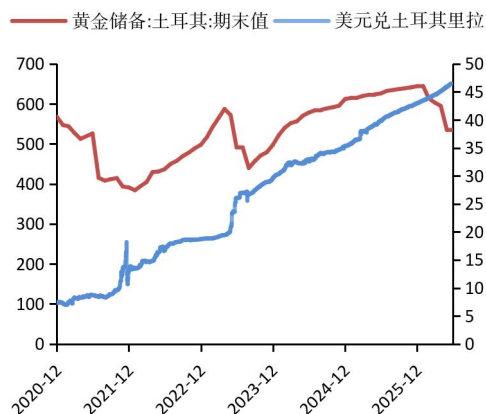


数据来源：iFinD，中信建投期货

虽然也有部分国家通过售金以维持财政平衡与汇率稳定，但并未改变全球央行总体净购金的大趋势。如土耳其为支撑其迅速下跌的土耳其里拉汇率，2026 年以来持续售金来获取流动性。根据世界黄金协会数据，2026 年 Q1 土耳其央行净售金为 79.45 吨。俄罗斯作为黄金储备大国，其售金行为主要为弥补其财政赤字。截至 2026 年 5 月，俄罗斯 2026 年度财政累计赤字为 60099.8 亿卢布（822.49 亿美元），触及 2011 年以来最高财政赤字水平，基于此俄罗斯央行进行大规模售金，2026Q1 俄罗斯央行净售金 21.77 吨。

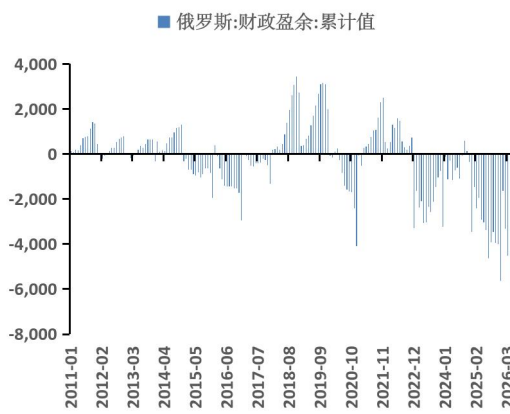
总体而言，短期市场投机性资金有撤离贵金属板块的迹象，但来自央行的储备结构改善将继续给黄金带来净买入需求，并给贵金属价格带来长期支撑。

图表 12：土耳其央行售金以稳汇率



数据来源：iFinD，中信建投期货

图表 13：俄罗斯售金以弥补其大规模财政赤字

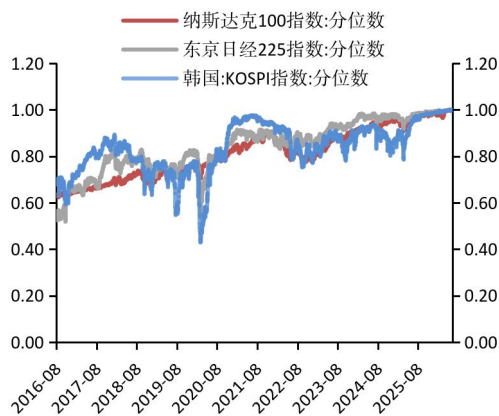


数据来源：iFinD，中信建投期货

4.全球科技股板块估值高企，流动性担忧对贵金属时有扰动

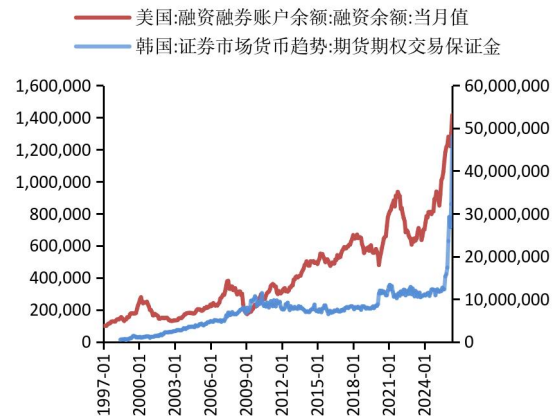
当前全球科技股板块交易相对拥挤，其宽幅波动引发的流动性担忧亦对贵金属形成一定压力。以 AI 技术革命为引领的全球科技股牛市的交易拥挤程度目前已经运行至历史高位，从估值水平而言，纳指 100 指数、韩国 KOSPI 指数，日经 225 指数的分位数水平均在 99% 以上，且美日韩指数在 2026Q2 呈现持续突破新高情形。从保证金角度而言杠杆资金规模亦达到历史新高水平：美国融资融券保证金账户融资余额自 2023 年 9 月开始便伴随 AI 经济爆发而陡峭上行，而韩国期权期货保证金规模则自 2025 年下半年开始以更为迅猛的速度增长。

图表 14：美日韩股指估值已达历史高位



数据来源：iFinD，中信建投期货

图表 15：美韩杠杆资金已大量介入权益市场



数据来源：iFinD，中信建投期货

如今随着加息预期带来的宏观情绪转弱，科技股板块整体承压，这种压力自然传导至作为科技股对冲仓位的贵金属板块。因为在货币宽松预期下权益资产多配会带动贵金属对冲仓位多配，所以当科技股板块下行承压时，贵金属亦会被迫减配以减少亏损、弥补保证金与维持大类资产配置平衡。

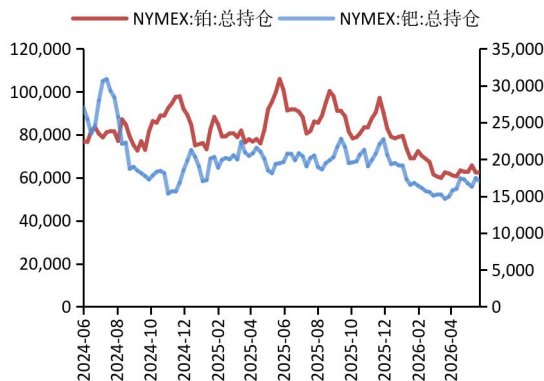
5.商品属性支撑弱化，银铂钯回调更为显著

市场规模更小的贵金属本就具有更大的波动率，而随着投资需求的阶段性弱化，以及投机头寸的撤出，银铂钯回调幅度更为显著。

银铂钯现货紧缺状况显著缓解，供需矛盾弱化。25 年因美国关税担忧，白银库存大量集中于美国，导致现货流动性不足，而目前该状况已大幅缓解，COMEX 白银库存呈现下滑趋势，而 LBMA+SHFE+上金所白银库存逐步回升；铂钯的 COMEX 库存亦持续回落，与之对应的铂钯 1 月期租赁利率回落至 2025 年初水平。供需层面，白银 AI 数据中心需求未来增速较快但短期内对供需影响较小，而年内光伏与新能源

汽车等电子电器需求预计增速有所放缓，白银虽仍存在供给缺口但矛盾未进一步加深。铂钯亦面临相同情景，汽车行业需求与工业需求整体增速放缓令铂钯缺乏需求端牵引，同时边际投资需求由于宏观驱动转弱而有所下滑，叠加矿端供给受价格激励小幅增长，铂钯商品属性端并未给到更多支撑。

图表 16: NYMEX 铂钯总持仓下滑



数据来源: iFinD, 中信建投期货

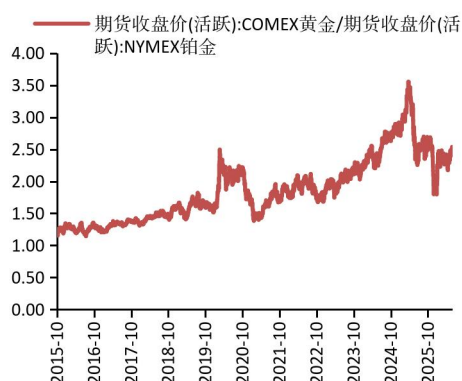
图表 17: COMEX 金银投机头寸流出



数据来源: iFinD, 中信建投期货

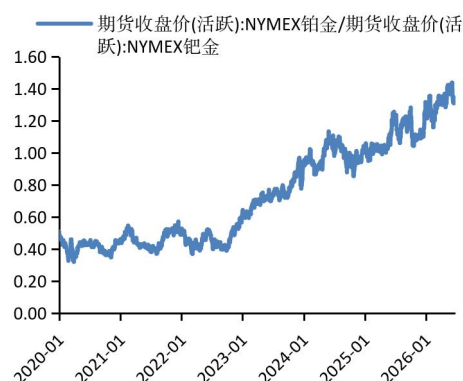
就比价角度而言，金铂比有所回落但仍处相对高位，铂钯比持续攀升。目前金铂比在 2.5 附近波动，仍处在近十年来的偏高位置，若美联储货币紧缩预期持续，压制整体贵金属走势，当前更具价格弹性的铂金或面临更大跌幅，从而使得金铂比维持高位运行态势，若货币紧缩预期消退，金铂比或有回落空间。铂钯比保持上行，主要由于铂金下游需求集中度比钯金更为分散，而钯金需求主要依赖于汽油车，因此铂金更为稳健的需求结构给予铂钯比长期上行动能，其趋势拐点或等待铂钯比价扩大至引发新一轮铂钯替代之时。

图表 18: 金铂比位于十年偏高位置



数据来源: iFinD, 中信建投期货

图表 19: 铂钯比趋势上行



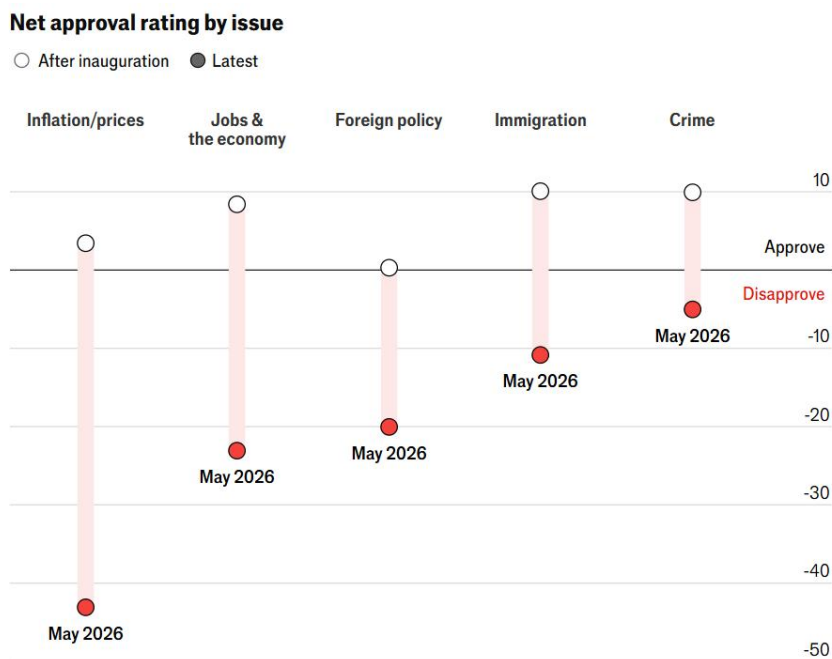
数据来源: iFinD, 中信建投期货

三、总结与展望

就长期视角来看，美伊冲突总体趋于缓和，其引发的输入性通胀终将逐步回落，美国通胀上行动力亦将逐步放缓；而美国经济“K型分化”隐含的经济下行风险仍存，利率高企下美债庞大利息支出带来的财政脆弱性问题难解，美元信用削弱与“去美元化”的长期趋势将继续推进，贵金属长期牛市大势不改。

不过就中短期视角而言，美伊谈判的不确定性，美国经济韧性与通胀变化，美联储货币政策的变化，都将会对未来贵金属的运行节奏带来显著的扰动。我们接下来就下半年这三大因素将如何影响贵金属行情走势分别分析。

图表 20：特朗普政府压制通胀与经济增长上的表现不及预期，特朗普净支持率已大幅下滑



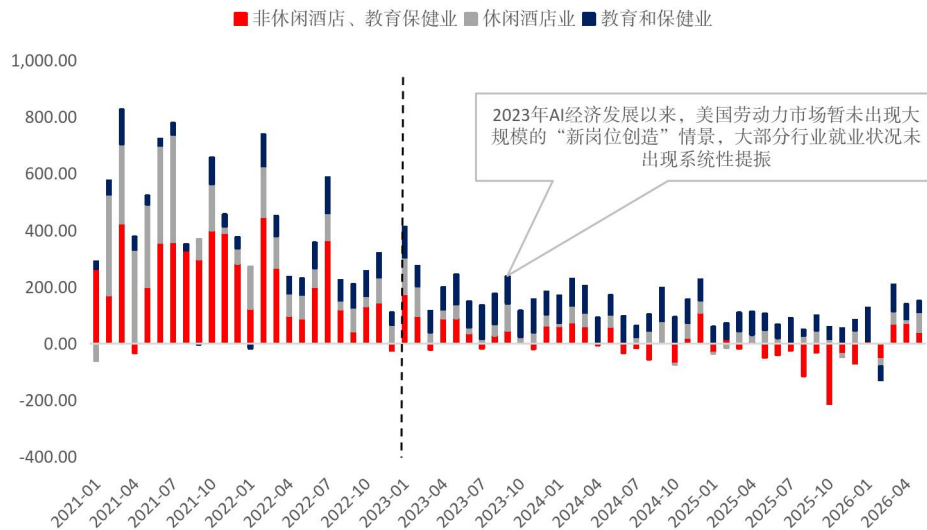
数据来源：The Economist，中信建投期货

第一，美伊局势趋于缓和，有望缓解整体通胀压力。近期美伊双方谈判进展迅速，已进行谅解备忘录的电子签署，虽然以色列作为不稳定因素令谈判走向仍有风险，但难改冲突平息大势。美国 11 月即将迎来中期选举，而特朗普政府无论是在总净支持率方面还是在各项社会议题净支持率方面均不断创下新低。根据 The Economist 统计，在通胀议题方面净支持率已跌破-40%，在经济与就业议题方面净支持率跌破-20%。

若特朗普政府继续深陷战争，其中期选举当中对民主党胜率将会显著降低，后续甚至面临弹劾风险，因此特朗普政府的 TACO 倾向也会为此强化，助推美伊局势更快平稳。从目前来看，相对于美伊冲突初期特朗普频繁以武力威胁向伊朗进行施压，目前特朗普已然降低其威胁性话语频率，甚至主动阻止以色列方面扩大战事，防止破坏目前谈判成果。伊朗方面，虽然在宣传话语上相对更为强硬，但其实际谈判姿态理性灵活，为达成协议连续提出“三阶段”、“四阶段”谈判框架，伊朗最高领袖亦表示结束冲突意愿。因此，在冲突趋于缓和，霍尔木兹海峡放开通行的背景下，油价或趋下行缓解通胀压力，缓和加息预期的同时，给贵金属带来一定支撑。

第二，美国经济 K 型分化，科技股高估值或存在泡沫破灭风险。虽然美经济基本面整体表现强劲，但其 K 型分化特征仍然突出，美国劳动力市场尚未系统性提振，“收入-消费”链条的低迷趋势尚未扭转，个人收入分化明显，K 型分化的“下半支”埋藏着风险的同时，科技领域的高估值与生产效率尚未见显著改善，或给整个市场带来潜在金融风险。若科技股高位回落，市场流动性或遭打击，同时给贵金属带来下行压力。

图表 21：美国非农新增就业尚未系统性提振，下行风险仍存（单位：千人）



数据来源：iFinD，美国劳工局，中信建投期货

第三，美联储加息空间有限，沃什主导的美联储改革或影响贵金属运行节奏。当前联邦基金利率仍在相对高位，对美国通胀有一定的压制作用，叠加油价回落已消除部分通胀风险，美联储加息的必要性正在降低，即使加息，加息幅度也相对有限，这意味着利率端较难给贵金属持续性的压力。不过，新任美联储

主席沃什主导的美联储改革仍有较强的不确定性，其政策主张中的缩表与降息施行的先后顺序都将给市场流动性与市场情绪带来显著影响，从而扰动贵金属行情演绎方向。

总而言之，纵然当下加息预期阴影笼罩在贵金属上方，但美伊局势已趋于缓和，通胀压力缓解的背景下，美联储加息空间或相对有限，贵金属回调空间或逐步收窄，并在美元信用削弱与“去美元化”的长期趋势下逐步获得支撑。不过，从短期行情节奏上，仍需注意科技股高估值风险与美联储改革带来的短期冲击给贵金属行情带来的扰动。下半年贵金属各品种参考运行区间：黄金 3600-4800 美元/盎司、830-1050 元/克；白银价格参考区间 50-80 美元/盎司、12500-20000 元/千克；铂金价格参考区间 1500-2100 美元/盎司、370-490 元/克；钯金价格参考区间 1100-1500 美元/盎司、250-360 元/克。

重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。中信建投的销售人员、交易人员以及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不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转

发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分內容。版权所有，违者必究。