

贵金属组

贵金属 2026 年中期投资策略

筑底运行，等待反弹

研究员：李洋洋

投资咨询证号：Z0018895

期货从业证号：F03095618

地址：浙江省杭州市拱墅区滨绿大

厦 2 幢 1104 室、1201-1206 室

邮编：310000

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

市场回顾：

2026 年上半年金银先扬后抑。年初受益于避险、降息预期及去美元化，沪金冲高至 1260 元/克附近，沪银超 32000 元/千克。1 月末沃什提名引爆多头踩踏，金价崩跌；随后美伊战争推升通胀、加息预期升温，美元走强，金银持续承压回落，沪金跌破 865 元左右，沪银跌至 13500 元附近。

核心观点：

市场持续计价美联储紧缩预期，美债收益率高位运行、美元走强，短期金银承压偏弱震荡。但 6 月 FOMC 点阵图偏鹰、上调通胀预测，更多反映理事会集体预判，而非沃什主动释放强硬信号，叠加其改革思路弱化政策指引，实际立场不及市场定价激进。美国经济呈 K 型分化，AI 产业高景气而传统行业走弱，居民与政府债务付息压力沉重，难以承受加息；本轮通胀由中东地缘推高油价驱动，后续走势存在变数。基准情景下美联储全年维持利率观望，一旦油价回落带动通胀边际下行，市场会逐步消化过热的收紧预期，压制金银的利空因素随之减弱，贵金属有望走出修复行情。

行情展望：三季度金银预计维持偏弱震荡格局，关注前期低点支撑。若美联储年内维持观望，紧缩预期有望逐步修正，届时金银或将迎来阶段性反弹窗口，沪金上方关注 1100 元/克，沪银关注 22000 元/千克。但若缺少全新重磅宏观主线催化，金银上行空间料将受限，较难突破年内高点阻力。

风险点：

1. 中东地缘冲突再度升级，倒逼美联储重启加息；
2. 美国通胀顽固性超预期，经济韧性大幅超预判，市场重新定价多次加息；
3. 美联储加速缩表，超出市场现有定价。

目录

一、行情回顾.....	4
二、影响因素分析.....	5
（一）美联储立场转向，市场开启加息预期.....	5
（二）沃什执掌美联储加大市场波动，鹰派预期或存过度解读.....	7
（三）美国经济 K 型分化，通胀路径仍存不确定性.....	7
（四）ETF 资金大起大落，央行逆势持续购金.....	10
（五）白银供需紧平衡，行情紧随黄金而动.....	11
三、下半年行情展望.....	14

图目录

图 1：上期所黄金白银期货收盘价.....	4
图 2：COMEX 黄金白银期货收盘价.....	4
图 3：人民币汇率（中间价）.....	5
图 4：伦敦现货黄金白银价格.....	5
图 5：美国联邦基金目标利率（%）.....	6
图 6：往后三次议息会议可能性预测.....	6
图 7：美联储 6 月 FOMC 会议经济预测.....	6
图 8：美联储 6 月 FOMC 会议点阵图.....	6
图 9：美国 CPI 与核心 CPI.....	8
图 10：美国 PCE 与核心 PCE.....	8
图 11：美国 CPI 同比分项.....	8
图 12：美国新增非农就业人数.....	9
图 13：美国失业率.....	9
图 14：美国职位空缺率.....	9
图 15：美国非农员工平均时薪同比增长率.....	9
图 16：美国经济景气度变化趋势.....	9
图 17：全球主要经济体经济景气度.....	9
图 18：SPDR 黄金 ETF 持仓.....	10
图 19：SLV 白银 ETF 持仓.....	10
图 20：全球黄金 ETF 流量.....	10
图 21：全球央行购金.....	11
图 22：中国黄金官方储备.....	11
图 23：全球白银供需平衡表（单位：百万盎司）.....	12
图 24：内外盘黄金白银比.....	13

一、行情回顾

2026 年上半年，黄金与白银价格走出“先扬后抑”的倒 V 型行情。年初，金银延续了去年的上涨趋势，价格快速攀升，沪金一度逼近 1260 元/克关口，沪银更是飙升至 32000 元/千克以上。然而，随后价格基本呈现震荡下行走势，沪金自 1258.72 元/克的高位回落至最低 863.1 元/克附近（剔除乌龙指影响），回吐了年内全部涨幅；沪银则从 32382 元/千克的峰值坠落至最低 13513 元/千克，跌幅接近 58%。

图 1：上期所黄金白银期货收盘价



数据来源：WIND、新世纪期货

图 2：COMEX 黄金白银期货收盘价



数据来源：WIND、新世纪期货

1 月，金银强势上行，受益于避险需求、降息周期和去美元化三重利多共振，COMEX 金/沪金最高达到 5600 美元以上、1200 元以上，COMEX 银/沪银最高达到 120 美元以上、32000 元以上。行情拐点出现在 1 月末，特朗普提名沃什出任下一任美联储主席，其降息叠加缩表的政策主张打压市场短期宽松预期，触发黄金多头集中离场，动量策略仓位与杠杆资金集中平仓，引爆多杀多行情，金价大幅崩盘，COMEX 金单日跌幅接近 10%，COMEX 银单日跌幅达到 25% 以上。此后，地缘风险溢价和美元走弱驱动，金银重回震荡上行走势。

2 月末，美伊战争爆发重塑黄金定价逻辑，霍尔木兹海峡实质性关停推升油价，能源通胀风险升温，大幅削弱美联储降息预期，实际利率主导定价，避险逻辑退居其次，通胀担忧叠加流动性回笼施压，金银迎来深度调整，COMEX 金/沪金最低至 4100 美元、926.48 元，COMEX 银/沪银最低至 60 美元左右、15000 元左右。4 月，美伊地缘冲突边际缓和、两方边谈边打，油价回落带动金银反弹，油价回升带动金银下跌，金油价格跷跷板效应显著，金银维持区间震荡。

5 月中旬，通胀数据印证能源涨价的外溢，市场正视通胀粘性，美联储降息预期彻底落空，加息预期快速升温，美元指数走强，30 年期美债收益率一度突破 5%，金银承压下行；后续美联储 4 月 FOMC 会议纪要释放关键政策转向信号，多数委员开始研判加息必要性，叠加

美联储官员持续释放鹰派表态，收紧预期持续发酵，金银维持弱势。

6月，超预期的非农数据，提前计价更高、更久利率路径，拖累金银大跌；随后5月通胀数据符合预期，小幅缓和紧缩预期，金银迎来阶段性反弹。美联储6月FOMC会议上，沃什释放模糊利率信号，市场聚焦鹰派点阵图，3月无官员预判年内加息，6月半数官员预计年内加息1-3次，政策转向信号明确。多家投行下调年末黄金目标价，全球黄金ETF持续净流出，叠加市场风险偏好回落，进一步压制金银价格，COMEX黄金多次跌破4000美元，COMEX银最低跌至55美元附近。

图3：人民币汇率（中间价）



数据来源：WIND 新世纪期货

图4：伦敦现货黄金白银价格



数据来源：WIND 新世纪期货

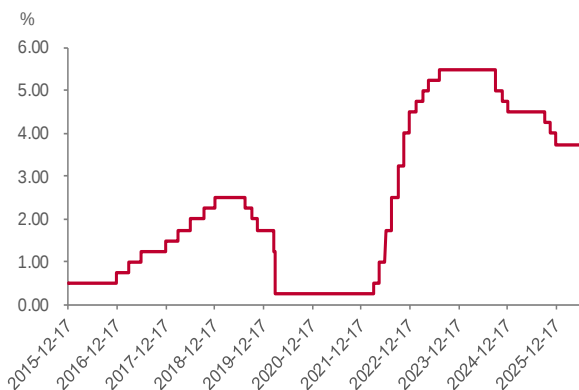
二、影响因素分析

（一）美联储立场转向，市场开启加息预期

美联储3月议息会议按下降息暂停键，基准利率维持3.5%-3.75%区间不变，当月点阵图维持今明两年各降息一次的预判，内部意见分歧较此前有所收窄。4月议息会议继续暂缓降息，本次投票结果为8:4，三名委员不认可宽松倾向，米兰更是主张即刻降息，创美联储决策最大分歧，会议声明着重强化通胀风险提示，伊朗地缘冲突也成为美联储政策考量的关键外部因素。

6月FOMC会议延续第四次利率不变，基准利率维持在3.5%-3.75%，本次由新任主席沃什首次主持议息会议。沃什本人未提交点阵图、撤销前瞻指引，对利率后续走向措辞含糊；18位参会官员更新点阵图，半数官员预判年内加息1至3次，彻底扭转3月年内降息一次的立场，市场据此判断美联储即将结束降息周期、转而开启加息进程。据“CME 美联储观察”，会议落地后7月加息25个基点概率达31%，9月加息概率超60%，10月加息概率攀升至70%以上，市场普遍预期全年加息1-3次，美联储降息周期基本宣告落幕。

图 5：美国联邦基金目标利率（%）



数据来源：WIND 新世纪期货

图 6：往后三次议息会议可能性预测

预测利率	2026.07.30	2026.09.17	2026.10.29
3.50%-3.75% (当前利率)	69.0%	36.6%	28.9%
3.75%-4.00%	31.0%	48.8%	46.3%
4.00%-4.25%		14.6%	21.8%
4.25%-4.50%		0.0%	3.1%

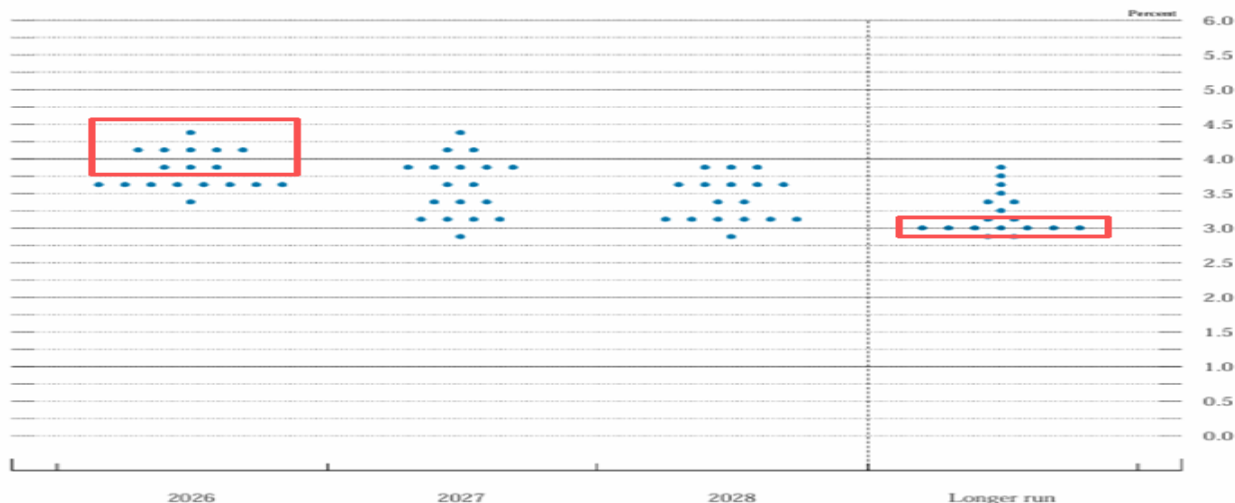
数据来源：金十数据 新世纪期货

图 7：美联储6月FOMC会议经济预测

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

数据来源：FED 新世纪期货

图 8：美联储6月FOMC会议点阵图



数据来源：FED 新世纪期货

（二）沃什执掌美联储加大市场波动，鹰派预期或存过度解读

1 月底，特朗普提名沃什为下一任美联储主席，其“降息+缩表”的货币政策主张迅速打压短期宽松预期，成为金银价格大幅下跌的导火索。5 月，沃什提名通过参议院程序性投票，核心政策主张全面明朗：缩减资产负债表、削减非必要预期管理、聚焦控制通胀这一核心使命；并认为在 AI 驱动生产率提升的背景下，美国经济有望实现高增长与低通胀共存；同时重申维护美联储独立性。但此时摆在他面前的现实是——霍尔木兹海峡持续关闭、油价高位运行、通胀显著反弹，降息预期基本破灭，金银价格整体承压。

6 月，沃什以美联储主席身份首次公开亮相，既未提交个人点阵图预测，又明确取消前瞻指引，市场随即对偏鹰的点阵图中值反应剧烈，加息预期不断强化，金银价格持续受到压制。前瞻指引的缺失意味着市场失去了“政策锚”，短期内的分歧与波动显著放大——这其中不乏对沃什鹰派立场的过度解读。在通胀框架上，沃什明确 2% 的通胀目标不变，但将采用截尾平均 PCE 或中位数 PCE 等更稳健的衡量指标，这意味着单月通胀数据对货币政策决策的影响权重下降。缩表议题在本次会议上并未展开，但重申充足准备金制度，暗示缩表可能不是简单的缩减美债购买规模，而是向私人部门转移资产负债表压力，放松监管是必要方向——这将是一个长期渐进的过程。会议同时宣布成立五大工作小组，分别对沟通机制、资产负债表、数据源使用、生产率与就业、通胀框架展开系统性评估，意在重塑美联储的沟通范式与政策框架，而这一切显然远非短期能够完成。市场在失去政策锚之后放大了每一个潜在的鹰派信号，但沃什是否真的如市场所定价的那般“鹰”，仍需要更长时间的检验。

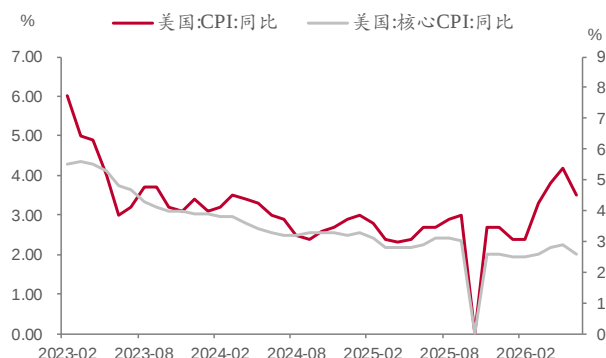
（三）美国经济 K 型分化，通胀路径仍存不确定性

2 月底，美伊冲突的爆发使霍尔木兹海峡陷入封锁，此前持续低迷的国际油价由此疯狂拉升，能源通胀迅速传导至全球各国，美国亦不例外。美国 CPI 数据清晰地记录了这一演变过程：2 月同比涨幅尚停留在 2.4% 的温和水平，3 月便跳升至 3.3%，4 月至 5 月进一步扩大至 3.8% 和 4.2%，上行态势明确。从结构上来看，3-5 月 CPI 能源分项同比分别攀升 12.6%、17.5% 和 23%，交通运输分项亦逐月走高至 5%、6.9% 和 8.9%，说明此轮通胀急涨几乎完全由能源价格驱动，且能源涨价的外溢效应已沿着产业链向交通等领域传导。然而，剔除能源与食品的核心 CPI 涨幅相对温和，说明能源供应冲击的二次效应尚未形成全面扩散之势，通胀压力仍停留在初级传导阶段。

随着美伊谅解备忘录的达成，此前因霍尔木兹海峡封锁导致的能源供应冲击迎来实质性缓

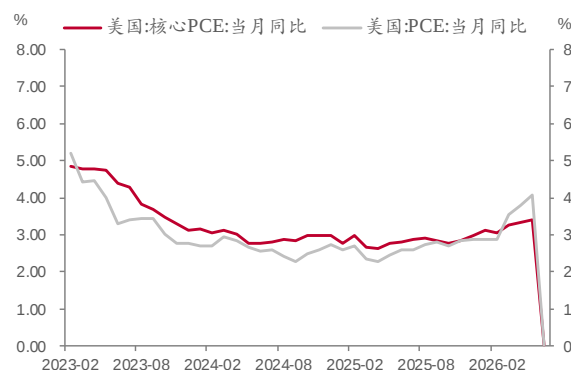
和，国际油价大幅下挫，几乎回吐了冲突爆发以来的全部地缘溢价。这一转变的意义尤为关键，油价的回落直接影响能源价格，带动通胀回落，6月CPI数据显示同比涨3.5%，较上月大幅回落且不及市场预期，能源分项同比涨幅降至15.5%，交通运输、化工原料等与油价高度相关的分项也同步降温。值得注意的是，美伊局势仍存反复可能，近期摩擦再度升温已拉升布伦特油价重返80美元以上，能源通胀的二次传导风险不容忽视，后续通胀路径仍具较大不确定性。

图 9：美国CPI与核心CPI



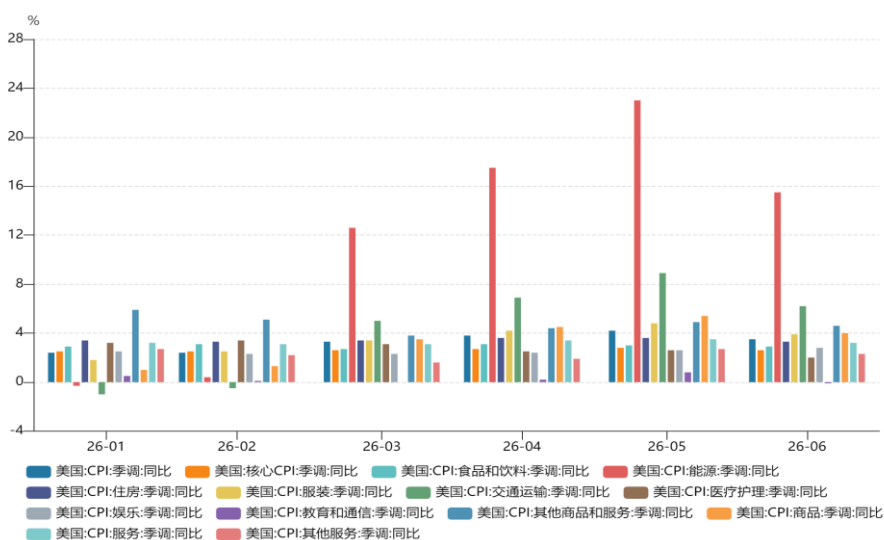
数据来源：WIND 新世纪期货

图 10：美国PCE与核心PCE



数据来源：WIND 新世纪期货

图 11：美国CPI同比分项



数据来源：Wind

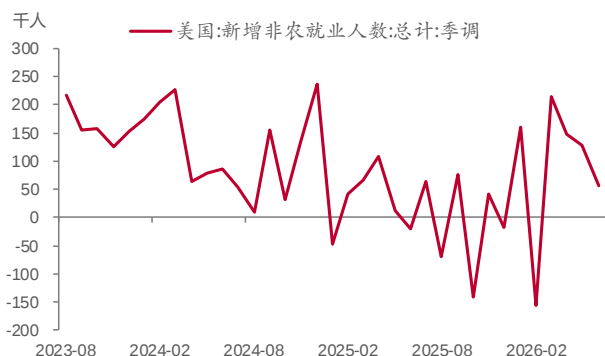
数据来源：WIND 新世纪期货

美国经济呈现典型 K 型分化格局，AI 技术扩张进一步放大结构性问题。从经济数据看，2026 年以来美国制造业 PMI 维持扩张且呈现上涨态势，5 月升至 54%，创四年新高，主要受益于 AI 算力和高端制造带动资本开支持续扩张，而传统制造业、地产、基础服务业分项持续走弱，实体中小企业需求疲软。非农就业分化同样突出：6 月新增非农仅 5.7 万人，远低于预期，金融、行政、基础白领岗位因 AI 替代大幅裁员，普通劳动者实际时薪同比转负，购买力持续

缩水；仅医疗、高端技术岗位用工紧缺，就业市场两极分化明显。

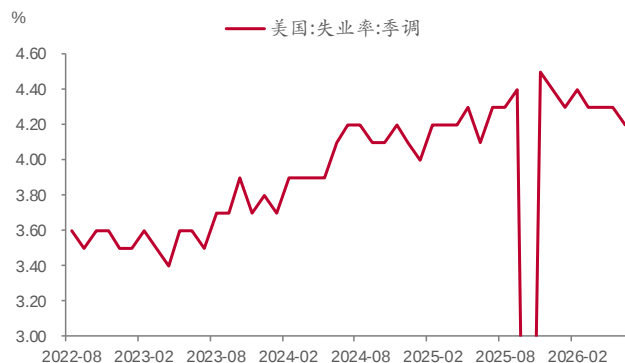
在此背景下美联储政策左右为难。若为压制通胀选择加息，高利率会直接重创本就脆弱的传统行业与居民消费，加剧失业与衰退风险，加重政府债务付息压力；若选择降息宽松，流动性会进一步涌入AI赛道推高资产泡沫，拉大贫富差距，核心通胀易再度反弹，偏离2%通胀目标。因此，基准情形下，我们预计美联储大概率将以观望姿态维持现有利率不变。

图 12：美国新增非农就业人数



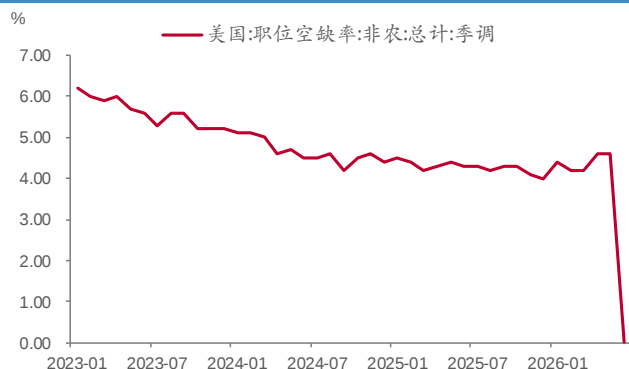
数据来源：WIND 新世纪期货

图 13：美国失业率



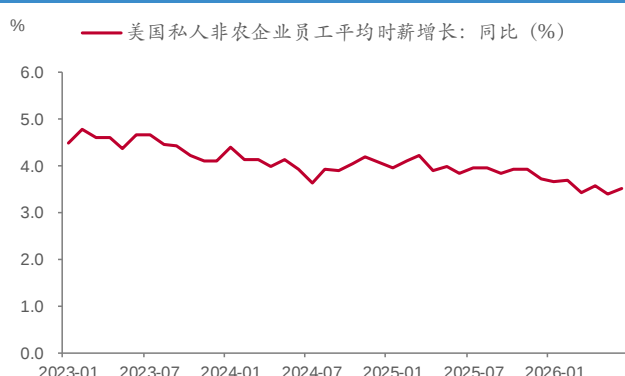
数据来源：WIND 新世纪期货

图 14：美国职位空缺率



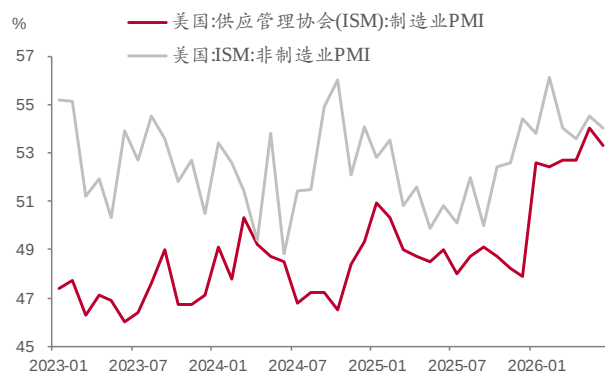
数据来源：WIND 新世纪期货

图 15：美国非农员工平均时薪同比增长率



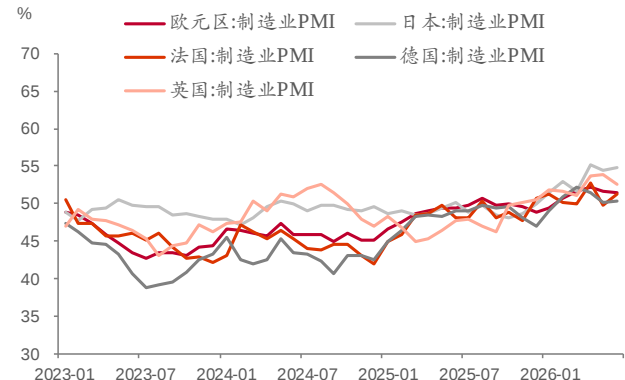
数据来源：WIND 新世纪期货

图 16：美国经济景气度变化趋势



数据来源：WIND 新世纪期货

图 17：全球主要经济体经济景气度

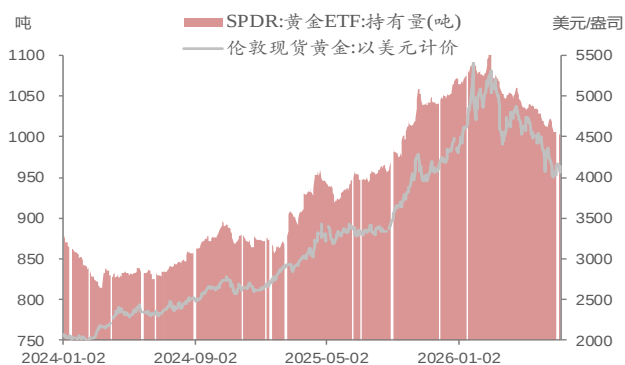


数据来源：WIND 新世纪期货

(四) ETF 资金大起大落，央行逆势持续购金

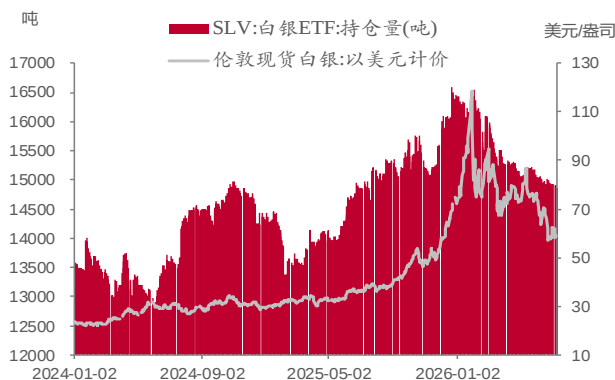
2026 年上半年，全球黄金 ETF 的流量变化随着黄金行情波动。1 月单月涌入 187 亿美元，创下历史最强，其中亚洲地区以占全球一半以上，2 月流入势头不减，持仓在 2 月 27 日触及 4176 吨的历史巅峰。然而 3 月随着通胀担忧导致的利率收紧预期使得金价大幅下跌，黄金 ETF 出现了 120 亿美元的巨额流出，北美地区居首位，这说明一旦黄金的共识宏观交易逆转，资金撤离的速度非常快。4 月，中东局势趋于稳定，全球投资者重新转向黄金 ETF，其中欧洲地区占据一半左右，中东冲突的持续与能源价格压力激发欧洲资金的黄金配置需求；5 月，金价区间震荡，市场对风险资产的偏好回归，黄金 ETF 再次转为净流出约 20 亿美元。截至 5 月底，年内累计净流入约 170 亿美元，总持仓 4121 吨。

图 18：SPDR 黄金ETF持仓



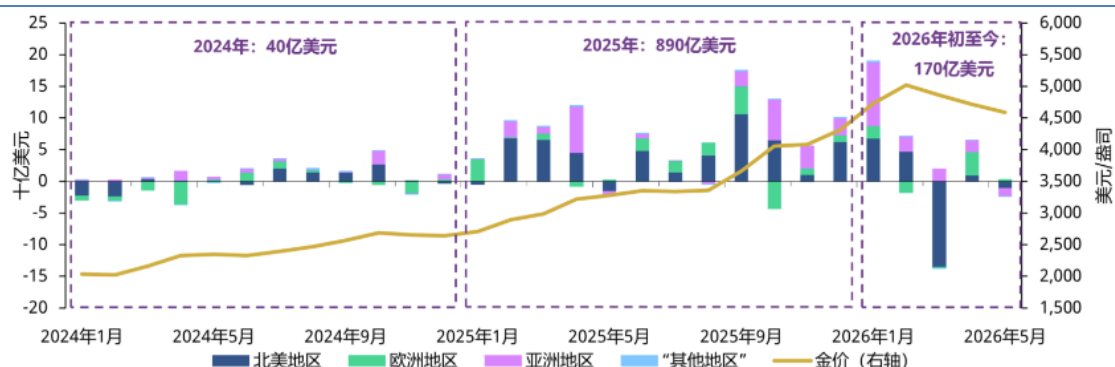
数据来源：WIND 新世纪期货

图 19：SLV 白银ETF持仓



数据来源：WIND 新世纪期货

图 20：全球黄金ETF流量



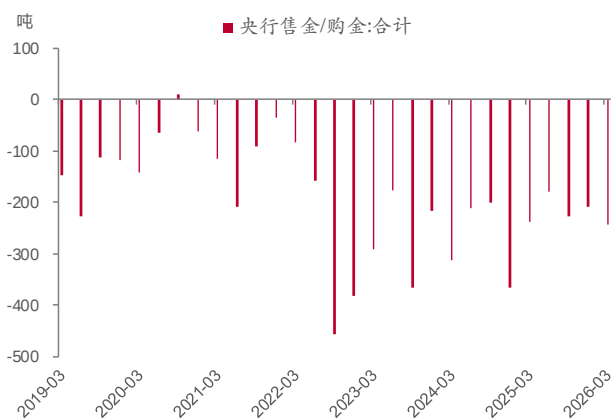
数据来源：WGC 新世纪期货

短期交易资金在加速撤离，长期战略资金却在持续涌入。此前基于降息预期建立的大量黄金多头仓位开始集中平仓，而 AI 产业景气度持续超预期，科技巨头吸引大量资金流向权益市场，黄金在资产配置中的相对吸引力显著下降。与此同时，全球各大央行依旧逆势坚守长期购金策略，黄金官方储备增持的大趋势并未发生根本性扭转。今年一季度全球央行实现净购金

243.7 吨，3 月短暂出现整体净售金，主要是土耳其和俄罗斯的售金行为，土耳其为对冲本币汇率波动压力动用黄金资产开展流动性调节，俄罗斯则通过少量抛售黄金补充国库财政预算，两国均属于阶段性操作，不代表全球央行增持主线的改变。4 月全球央行重新转为净购金 17 吨，5 月购金意愿进一步提速，净购金规模升至 41 吨，增持力度逐月回暖。我国基于国家外汇战略储备结构优化、分散单一外币资产风险的长远考量，持续稳步加码黄金储备，增持节奏明显加快，3 月至 6 月月度增持量依次为 16 万盎司、26 万盎司、32 万盎司和 48 万盎司，呈现逐月递增的态势，对外释放出常态化、战略性配置黄金的信号。

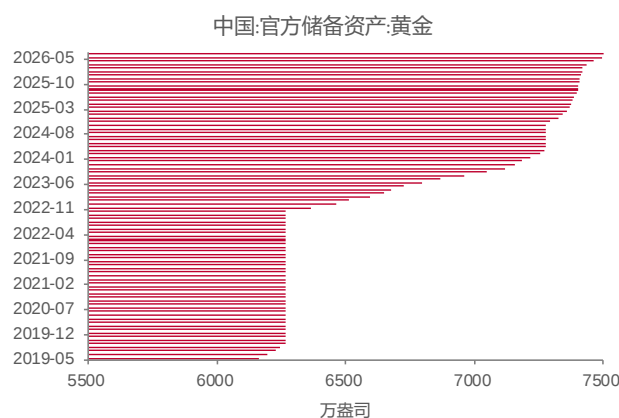
根据 WGC 的《2026 年全球央行黄金储备调研》报告显示，绝大多数受访央行（89%）认为，全球央行的黄金储备在未来 12 个月内将会增加；今年，认为在未来 12 个月内其自身黄金储备也将增加的受访央行比例达到创纪录的 45%，其余大多数受访央行预计其黄金储备不会发生变化，而其中只有 1% 预计其黄金储备会下降；大多数受访央行（74%）认为，未来五年美元在全球储备中的占比将适度或大幅下降，而黄金持有量将有所增加。该调研反映，在当前全球地缘冲突频发、国际贸易与金融体系不确定性背景下，全球央行增持黄金形成广泛共识，主动减持意愿极低；各国正持续降低美元储备依赖，推进外汇储备多元化，黄金战略储备属性持续强化，将长期为金价提供底部支撑。

图 21：全球央行购金



数据来源：WIND 新世纪期货

图 22：中国黄金官方储备



数据来源：WIND 新世纪期货

（五）白银供需紧平衡，行情紧随黄金而动

据世界白银协会数据，全球白银市场已连续五年处于供应赤字状态，2026 年供需缺口将进一步放大至 4630 万盎司，市场供需紧平衡持续。白银行业整体呈现供给刚性、需求结构分化的格局。

供给端方面，伴生矿产银贡献总供给 80%以上，再生银占 20%左右。其中矿产银并非独立开采品类，绝大多数依附铜、铅、锌等有色金属矿山伴生产出，有色金属采矿项目投产周期长达 5-10 年，产能扩张存在极强时间壁垒，而白银作为副产品，价格涨跌无法反向主导矿山投产、减产决策，导致白银供给价格弹性极低。近年来再生银规模虽逐年小幅抬升，但受制于废旧电子、工业耗材回收存量不足、精炼提纯成本偏高，叠加存量白银集中于储备、工业库存形成实物锁定，再生银增产空间十分有限。

需求端，白银工业消费占总消耗量半数以上，需求结构正迎来此消彼长的切换中。过往光伏产业是白银工业需求第一大增量来源，在全球光伏装机扩张周期中持续拉动用银需求上行，但 2025 年银价持续冲高后，产业链降本诉求倒逼光伏赛道加速去银化、减银化，银包铜浆料大规模量产使电池浆料白银占比压缩至 20%-40%，单瓦耗银最高降幅超 50%，电镀铜无银工艺也进入批量试点应用，该减量具备不可逆属性。世界白银协会测算，2026 年光伏板块用银量将降至 4280 吨，同比大幅下滑 19%，成为工业需求最主要拖累项。而 AI 算力产业高速扩张，成为白银工业需求增长点，一定程度对冲光伏领域的需求减量。AI 服务器、高速光模块、数据中心 PCB 电路板、算力基站与高端电子封装环节依赖白银优异的导电导热性能，单台 AI 服务器用银量为传统服务器的 2-3 倍。据 IDC 披露,2026 年全球 AI 服务器全年出货量约 260 万台，通过对 AI 全产业链用银拆解测算，2026 年 AI 整体用银规模预计在 900-1200 吨，难以抵消光伏板块用银的缩量，无法完全扭转工业用银整体下行的态势。

图 23：全球白银供需平衡表（单位：百万盎司）

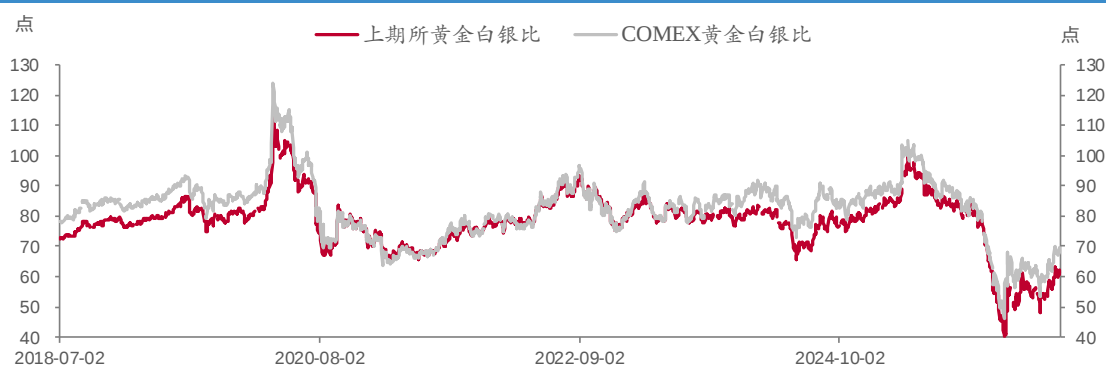
Silver Supply and Demand											Year on Year	
Million ounces	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2025	2026F
Supply												
Mine Production	862.7	850.3	837.3	790.3	825.4	833.7	810.7	823.6	846.6	844.1	3%	-0.30%
Recycling	160.9	163.2	164.7	181.5	191.8	194.6	184.6	194.5	197.6	211.3	2%	7%
Net Hedging Supply	0	0	13.9	8.5	0	0	0	0	44.7	10	na	-78%
Net Official Sector Sales	1	1.2	1	1.2	1.5	1.7	1.6	1.5	1.5	1	4%	-35%
Total Supply	1,024.70	1,014.70	1,016.90	981.6	1,018.70	1,030.10	997	1,019.60	1,090.40	1,066.40	7%	-2%
Demand												
Industrial (total)	528	525.8	525.4	511.9	564.1	592.3	657.1	679	657.4	639.6	-3%	-3%
Electrical & Electronics	339.1	330.4	326.7	321.4	350.7	370.7	444.4	460.9	449.5	422.9	-2%	-6%
...of which photovoltaics	99.3	87	74.9	82.8	88.9	118.1	192.7	197.5	186.6	151	-6%	-19%
Brazing Alloys & Solders	50.9	52	52.4	47.5	50.5	49.2	50.2	49.7	50.5	51	1%	1%
Other Industrial	138	143.5	146.4	142.9	162.9	172.4	162.6	168.4	157.4	165.7	-7%	5%
Photography	32.4	31.4	30.7	26.9	27.7	27.7	27.3	25.5	24.2	22.5	-5%	-7%
Jewelry	195	201.9	200.3	150.2	181	233.2	201.7	205.1	189.3	159.4	-8%	-16%
Silverware	59.4	67.1	61.3	31.2	40.7	73.5	55.1	53.5	42.1	33.5	-21%	-20%
Coin & Net Bar Demand	155.5	166.1	188.1	209	285.3	339.5	244.2	190.9	217.7	257.6	14%	18%
Net Hedging Demand	1.1	7.4	0	0	3.5	17.9	11.5	3.5	0	0	na	na
Total Demand	971.5	999.7	1,005.80	929	1,102.40	1,284.10	1,197.00	1,157.40	1,130.60	1,112.60	-2%	-2%
Market Balance	53.3	15	11.1	52.5	-83.7	-254	-200.1	-137.9	-40.3	-46.3	-71%	15%
Net Investment in ETPs	7.2	-21.4	83.3	331.1	64.9	-117.4	-37.3	67.5	278.1	30	312%	-89%
Market Balance less ETPs	46.1	36.4	-72.2	-278.6	-148.7	-136.6	-162.7	-205.4	-318.4	-76.3	55%	-76%
Silver Price (US\$/oz, London price)	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	23.35	28.27	40.03	-	42%	na

数据来源：世界白银协会 新世纪期货

2026 年白银现货端矛盾不明显，基本面难以主导价格走向，行情核心由宏观属性驱动，整体走势高度跟随黄金，同时涨跌波动幅度明显大于黄金。年初市场普遍押注美联储年内开启降息周期，叠加中东地缘避险情绪升温、全球央行持续增持黄金储备，贵金属板块迎来一轮整体性上涨行情。白银同时拥有贵金属属性与新能源工业需求溢价，吸引大量杠杆投机资金入场，价格上涨弹性远高于黄金，金银比价快速下行，最低下探至 46。后续随着沃什就任美联储主席、美伊冲突爆发并造成霍尔木兹海峡航道封锁，多重因素彻底扭转市场对美联储货币政策的宽松预期，金银比价随之快速修复反弹。此后中东地缘局势时紧时松，市场定价重心转向美联储加息预期，黄金与白银同步震荡走弱，金银比价在区间内反复波动。

展望下半年，白银维持贵金属属性主导，宏观利率预期依旧是核心定价锚，一旦美联储收紧政策预期出现转向，白银凭借更强的价格弹性，上行空间或将显著优于黄金。

图 24：内外盘黄金白银比



数据来源：WIND 新世纪期货

三、下半年行情展望

当前市场持续计价美联储收紧货币政策预期，美债收益率高位震荡、美元韧性抬升，短期看金银价格承压运行，盘面或将延续偏弱震荡格局。但复盘6月FOMC会议表态不难发现，资本市场存在过度解读沃什鹰派立场的问题：本次点阵图偏鹰、上调通胀预测，更多是美联储理事会集体经济预判，而非沃什主动释放强硬加息信号，叠加其推行取消前瞻指引、弱化政策预期引导的改革思路，实际政策立场远不及市场定价激进。

从美国内部基本面来看，当下经济呈现典型K型分化格局，以AI为代表的科技产业景气度居高不下，就业薪资韧性较强，但传统行业持续降温，居民和政府债务付息压力大，经济基本面难以承受加息冲击。与此同时，此前推升通胀的核心驱动力为霍尔木兹海峡地缘扰动带来的能源涨价，而美伊摩擦反复不定，后续美国通胀走势仍存在较大变数。基准情形下，美联储年内维持利率不变、观望制衡的货币政策。一旦油价下行带动通胀数据降温，市场修正过热的紧缩预期，前期计价的加息溢价快速回落，压制金银的利空边际消散，金银有望扭转持续下跌态势。拉长维度来看，压制金价的短期货币政策扰动不改贵金属长期定价逻辑。全球去美元化进程稳步推进、美国联邦财政债务规模居高不下、全球地缘碎片化风险常态化，三大长线利多逻辑并未发生逆转，为金银价格筑牢底部支撑，其配置价值不改。

行情展望：三季度金银预计维持偏弱震荡格局，短期关注前期低点支撑。若美联储年内维持观望，紧缩预期有望逐步修正，届时金银或将迎来阶段性反弹窗口，沪金上方关注1100元/克，沪银关注22000元/千克。但若无新的强宏观叙事驱动，金银上行空间料将受限，较难突破年内高点阻力。

免责声明

1.本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价，交易者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，请交易者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证，不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。

2.市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。

3.在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

4.本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

浙江新世纪期货有限公司

地址：浙江省杭州市拱墅区滨绿大厦2幢1104室、1201-1206室

邮编：310003

电话：400-700-2828

网址：<http://www.zjncf.com.cn>