

让衍生品

成为新的生产力

Make derivatives
the new productivity

中辉期货有限公司

交易咨询业务资格

证监许可[2015]75号

王维芒

从业资格编号: Z0000148

邮箱: Wangwm@zhqh.com.cn

相关报告:

中辉期货-2026年贵金属展望
报告-黄金中流砥柱, 白银乘
风而起中辉期货-2025年宏观金银展
望—寒雪梅中尽, 春风柳上
归中辉期货-2024年宏观经济展
望-筚路蓝缕启山林, 栉风沐
雨砥砺前行中辉期货-2023年下半年黄金
展望-山光正西落, 池月渐东
上-

黄金“失灵”假象，关注利率和战火中的“黄金坑”

摘要:

2026年一季度黄金市场经历了从“避险狂欢”到“滞胀担忧”的剧烈切换，黄金短期避险属性被飙升的利率预期暂时覆盖，形成“失灵”假象。展望二季度，投资者应关注利率与战火夹缝中的“黄金坑”布局机会。

一季度市场回顾，中东地缘政治冲突触发避险脉冲，COMEX黄金一度突破5400美元/盎司；但随后美联储3月议息会议释放强烈鹰派信号，实际利率与美元双双走强，导致金价大幅回撤至4100美元/盎司附近，遭遇1983年以来最大单周跌幅之一。白银表现更弱，季度跌幅超4%，因其金融属性受压且工业需求预期疲软。

宏观环境，当前市场正形成“类滞胀”格局——美联储维持鹰派立场对抗供给型通胀，高利率与强美元压制贵金属金融属性；但经济放缓迹象已现（美国失业率升至4.7%，制造业PMI接近荣枯线），“滞”与“胀”的博弈将决定二季度走势。历史经验显示，滞胀初期黄金承压，但随着经济下行压力显现，其抗通胀与避险价值将重新凸显。

地缘政治影响机制：本轮冲突对黄金的影响呈现“双重博弈”特征——传统避险需求支撑被“油价飙升→通胀预期升温→央行紧缩”的利率压制路径所覆盖。未来若油价突破120美元/桶并持续，市场焦点可能从“通胀-加息”转向“滞胀-衰退”，黄金避险属性将重新主导。

黄金二季度展望：短期（1-3个月）：流动性冲击余波与利率预期拉锯，4300美元/盎司（沪金970元/克）为关键支撑位，预计宽幅震荡筑底

中期（3-6个月）：若经济数据持续疲软，市场开始交易衰退风险并预期货币政策转向，黄金配置价值显著提升

长期（6-12个月）：全球债务高企、央行持续购金、去美元化进程等结构性因素支撑黄金长期牛市逻辑

白银二季度展望：二季度将“跟随黄金筑底，静待工业需求催化”。若全球经济展现韧性、光伏装机数据强劲，白银可能基于“绿色金属”叙事走出独立行情；但波动率高于黄金，下行风险亦被放大。

策略建议：将4300美元/盎司视为战术性布局参考区域，若出现极端情绪导致价格接近3900-4000美元/盎司，应视为重要战略加仓机会。区分“噪声”（短期流动性冲击）与“信号”（长期结构性趋势），在短期质疑中基于坚实长期逻辑逆向布局。

风险提示：流动性风险和地缘恶化失控

目录

一、2026年第一季度市场回顾：地缘冲突与政策转向下的剧烈波动.....	3
1.1 地缘冲突：从避险脉冲到风险重估.....	3
1.2 货币政策转向：美联储鹰派信号成为市场分水岭.....	3
1.3 资产表现分化：黄金、白银与原油的迥异路径.....	4
1.4 市场结构变化：从拥挤交易到流动性冲击.....	5
1.5 结构性因素：央行购金边际变化.....	6
二、宏观环境分析：美联储鹰派立场、通胀压力与经济滞胀风险.....	7
2.1 货币政策：从“观望”到“偏紧缩”的明确转向.....	7
2.2 通胀动力：能源价格成为核心推手与政策掣肘.....	8
2.3 经济前景：“滞”的迹象初显与“胀”的压力并存.....	9
2.4 利率与美元：压制贵金属的双生枷锁.....	10
三、地缘政治影响机制：中东冲突对黄金的双重博弈与传导路径.....	11
四、黄金避险属性的再审视：长期逻辑验证与短期失效辨析.....	11
4.1 长期避险逻辑的坚实根基与持续验证.....	12
4.2 2026年一季度短期“失效”的原因.....	12
4.3 短期与长期逻辑是基于危机性质的差异化表现.....	12
4.4 后续验证：观测长期逻辑回归的关键指标.....	12
五、未来不同时间节点，黄金价格的可能变化.....	13
六、白银市场分析：工业属性、相对表现与二季度展望.....	14
6.1 白银一季度价格下跌的原因.....	14
6.2 二季度白银展望：跟随黄金筑底，静待工业需求催化.....	15

在利率与战火的夹缝中，黄金避险“失灵”，关注黄金坑

一、2026年第一季度市场回顾：地缘冲突与政策转向下的剧烈波动

2026年第一季度，全球贵金属市场经历了“地缘冲突驱动上涨”与“货币政策预期逆转”的双重冲击，呈现出剧烈波动的V型走势。市场核心矛盾在于中东地缘政治风险升级与美联储鹰派政策转向的激烈博弈，黄金、白银等资产价格在避险情绪与利率压制的双重作用下大幅震荡。

1.1 地缘冲突：从避险脉冲到风险重估

一季度市场的主线叙事始于中东地缘政治冲突的超预期升级。3月初，美以联合军事行动袭击伊朗，导致霍尔木兹海峡航运受阻，这一全球约五分之一油气贸易的关键通道面临实质性关闭风险。这一事件直接触发了市场的避险脉冲。3月2日，COMEX黄金价格一度突破5400美元/盎司，日内涨幅达3.31%；上海沪金主力合约收盘价则从995元/克飙升至1197.22元/克，涨幅高达20%以上。同期，对供应中断的担忧推动布伦特原油价格盘中暴涨13%至82.37美元/桶，中国INE原油期货收盘价也从421.7元/桶跃升至527.8元/桶。

图 大类资产各个月度表现

	2026年3月	2026年2月	2026年1月	2025年12月	2025年11月	2025年10月	2025年9月	2025年8月	2025年7月	2025年6月
中国股票	-5.09%	-0.37%	2.52%	0.16%	-1.68%	-1.51%	3.48%	7.23%	4.06%	3.08%
全球股票	-9.12%	0.54%	2.03%	0.27%	-0.24%	1.93%	3.47%	1.69%	1.22%	3.99%
境内债券	0.19%	0.22%	0.39%	-0.02%	-0.08%	0.64%	-0.41%	-0.44%	-0.08%	0.50%
全球债券	-2.74%	0.91%	-0.50%	-1.10%	0.07%	0.56%	0.78%	-0.03%	-0.24%	0.54%
黄金	-14.13%	10.90%	11.31%	1.14%	5.37%	3.36%	10.54%	4.32%	-0.73%	-0.38%
原油	55.28%	5.40%	14.77%	-2.52%	-2.94%	-1.39%	-1.27%	-5.75%	8.58%	8.19%
外汇	-0.04%	-0.80%	-0.54%	-0.40%	-0.03%	-0.28%	0.27%	0.06%	-0.25%	0.05%
房地产	-	0.48%	-0.56%	-1.08%	-1.39%	-1.27%	-1.20%	-0.89%	-0.86%	-0.94%
工业品	15.19%	-0.44%	4.52%	1.44%	-1.61%	-0.48%	-1.13%	-2.17%	4.86%	4.15%
农产品	1.40%	0.23%	1.78%	-0.59%	0.75%	-1.55%	-2.79%	0.51%	1.40%	1.59%
现金	0.10%	0.09%	0.10%	0.11%	0.09%	0.10%	0.10%	0.09%	0.10%	0.11%

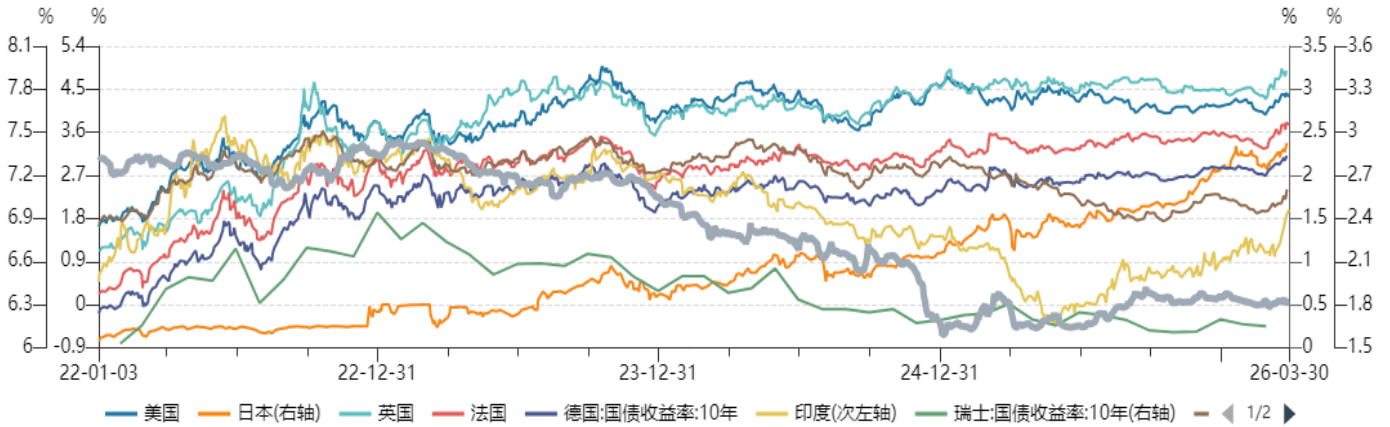
资料来源：wind，中辉期货

然而，此次地缘冲击引发的黄金上涨行情缺乏持续性，呈现出典型的“涨在预期，卖在现实”特征。随着冲突局势在3月中下旬出现边际缓和信号，市场焦点迅速从单纯的避险交易转向对冲突更深层次经济后果的评估。特别是原油价格因供应担忧持续飙升，布伦特原油在一季度末突破100美元/桶，至3月27日达到106.29美元/桶，较季度初暴涨超过84%。高油价引发的全球通胀预期升温，彻底改变了市场的宏观交易逻辑。

1.2 货币政策转向：美联储鹰派信号成为市场分水岭

一季度真正的市场分水岭是3月19日的美联储议息会议。尽管会议决定维持联邦基金利率目标区间在3.50%-3.75%不变，但其释放的政策信号被市场解读为强烈的鹰派转向。美联储不仅上调了2026年的通胀预期，其发布的利率点阵图也显示，支持2026年不降息或仅降息一次的委员人数大幅增加，市场对全年降息次数的预期从会议前的2-3次骤降至0-1次。美联储主席鲍威尔会后强调“若无通胀进展则不降息”，彻底扭转了市场的宽松预期。

图 世界主要国家10年国债利率表现 (%)



资料来源: wind, 中辉期货

这一政策转向对金融市场产生了立竿见影的冲击。美元美债收益率快速走高。对于黄金这类无息资产而言,实际利率和美元的双双走强构成了最直接的压制。与此同时,全球主要国家的债券收益率价格走高。

美国10年期国债收益率从月初的4.05%上升至月末的4.35%左右,累计上涨约30个基点,2年期收益率也从3.47%升至3.82%,德国和法国等欧元区国家收益率同样显著上行,德国10年期收益率从2.66%升至3.09%,涨幅达43个基点,日本10年期收益率从2.07%升至2.36%,涨幅明显,但绝对水平仍处于低位。

伦敦金现货价格从3月初的高位大幅回撤,在3月下旬一度跌破4100美元/盎司,遭遇了1983年以来最大的单周跌幅之一。SHFE黄金期货价格也从3月高点回落,至季度末收于1014.88元/克,但整个季度仍录得上涨,显示出相对韧性。

1.3 资产表现分化: 黄金、白银与原油的迥异路径

在一季度的动荡中,不同资产因属性差异走出了截然不同的路径,价格涨跌完全不同于2025年的涨跌表现,原油大涨、其他多数资产价格明显下跌,具体表现如下表所示:

图 大类资产各个季度表现

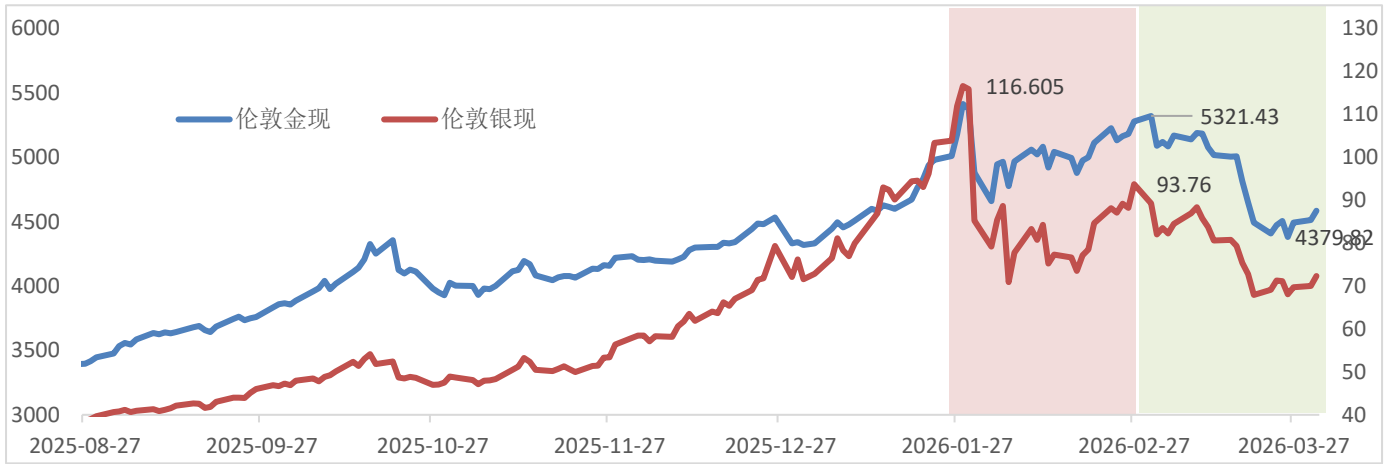
	2026年第一季度	2025年第四季度	2025年第三季度	2025年第二季度	2025年第一季度	2024年第四季度	2024年第三季度	2024年第二季度
中国股票	-3.06%	-3.01%	15.46%	1.10%	4.82%	-2.50%	16.72%	3.87%
全球股票	-6.77%	1.92%	6.57%	10.68%	-1.82%	1.32%	4.43%	2.83%
境内债券	0.81%	0.54%	-0.93%	1.67%	-0.61%	2.79%	0.90%	1.74%
全球债券	-2.35%	-0.52%	0.57%	1.40%	1.15%	1.13%	2.80%	0.26%
黄金	1.55%	9.61%	14.75%	4.06%	17.22%	0.86%	9.44%	3.85%
原油	85.60%	-6.38%	1.03%	-6.81%	2.15%	9.09%	-14.33%	0.40%
外汇	-1.38%	-0.70%	0.07%	0.79%	0.88%	2.42%	-0.25%	0.99%
房地产	-0.09%	-3.69%	-2.92%	-2.60%	-0.66%	0.02%	-3.69%	-4.03%
工业品	19.87%	-0.67%	1.43%	-5.26%	-1.55%	-3.92%	-4.58%	4.94%
农产品	3.44%	-1.39%	-0.93%	-0.25%	3.46%	-3.41%	1.06%	-1.80%
现金	0.29%	0.30%	0.30%	0.34%	0.36%	0.38%	0.40%	0.43%

资料来源: wind, 中辉期货

黄金呈现冲高回落走势。其季度初的上涨由地缘避险需求驱动，而后的下跌则主要受美联储鹰派转向导致的利率预期重估打压。尽管季度末价格较季度初仍有小幅上涨，但波动幅度巨大，凸显了其在复杂宏观环境下的矛盾处境。

白银表现显著弱于黄金，季度跌幅超过4%。这主要因为白银兼具金融属性与工业属性。在金融层面，它同样受到高利率环境的压制；在工业层面，全球经济前景的不确定性削弱了其在光伏、电子等领域的需求预期，使其承受了双重压力。3月20日，COMEX白银期货甚至出现单日跌幅超6%的极端行情。

图 大类资产各个季度表现 (美元/盎司)

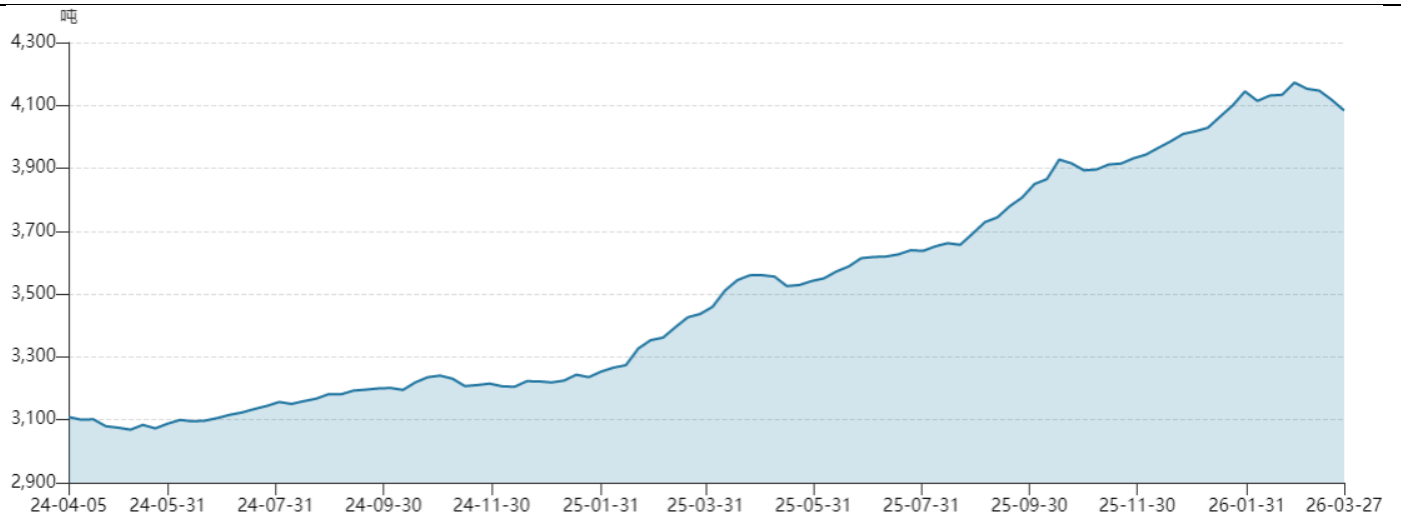


资料来源: wind, 中辉期货

1.4 市场结构变化：从拥挤交易到流动性冲击

回顾一季度，市场结构的脆弱性在波动中被放大。2025年底至2026年初，在宽松预期下，黄金市场积累了高度拥挤的多头仓位，COMEX黄金总持仓量一度较2025年9月翻倍。当3月美联储鹰派信号与地缘风险叠加导致金价转向时，这部分杠杆资金成为了市场下跌的放大器。

图 全球黄金ETF总量 (吨)



资料来源: wind, 中辉期货

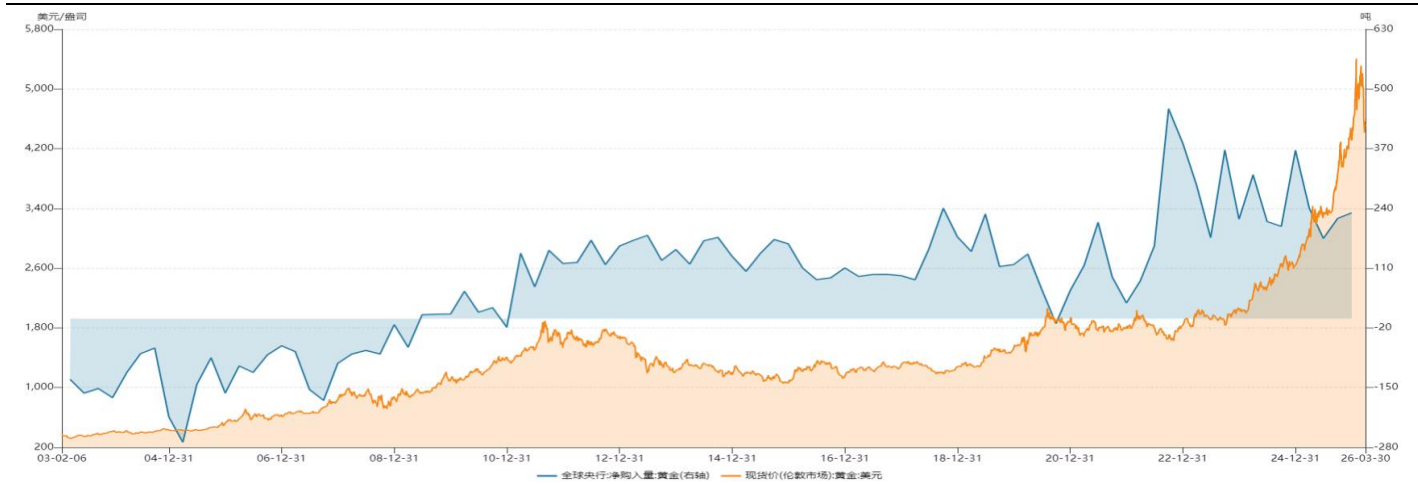
随着金价跌破关键支撑位，程序化交易的止损指令被触发，引发了多杀多的踩踏式抛售。同时，做市商因市场波动率急剧放大而大幅扩宽买卖点差，甚至暂时退出报价，导致市场流动性骤然枯竭。这种“流动性螺旋”——价格下跌引发抛售，抛售加剧流动性恶化，进而导致更剧烈的价格下跌——使得黄金在3月下旬出现了技术性崩盘的特征。从持仓数据看，SHFE黄金前20名多头持仓从3月初的9.3万手锐减至3月下旬的3.9万手，表明大量投机性资金已离场。

1.5 结构性因素：央行购金边际变化

尽管短期波动剧烈，但黄金市场的长期结构性支撑依然存在，并在一定程度上缓冲了下跌幅度。全球央行持续的购金行为构成了坚实的需求基础。截至2026年2月，中国官方黄金储备已达2307.55吨，并继续保持增持趋势。这一“去美元化”背景下的官方储备配置，为金价提供了长期托底力量。

与此同时，中国境内的黄金ETF市场在一季度呈现逆势净流入，与国际金价的下跌形成鲜明对比。主要黄金ETF产品合计净流入规模超过400亿元人民币，其中华安黄金ETF规模突破千亿。这表明国内部分长期配置型投资者和机构，可能将金价回调视为布局机会，着眼于对冲长期货币信用风险和通胀风险，而非进行短期波段交易。

图 央行购金和黄金价格 (美元/盎司)



资料来源：wind，中辉期货

2026年第一季度，全球央行黄金储备操作呈现明显的“净购金大幅放缓、买卖分化加剧”特征。1月全球央行净购金总量仅为5吨，远低于2025年月均水平；当月最大买家为乌兹别克斯坦央行（增持9吨），马来西亚、中国、捷克等国亦有小幅增持，而俄罗斯央行减持9吨成为最大卖家，保加利亚、哈萨克斯坦等国也出现不同程度减持。进入2月至3月，央行买卖分化进一步延续。中国人民银行在2月继续增持约1吨，实现连续第17个月增持；但土耳其央行连续两个月抛售黄金，3月阿联酋央行减持0.85吨，俄罗斯央行延续小幅减持趋势。波兰央行则在3月提出计划出售部分黄金储备以筹集约130亿美元国防开支，引发市场广泛关注。

总体第一季度央行购金动力显著减弱，抛售行为较2025年明显增多，主要受金价高位波动、部分国家财政与国防支出需求等因素影响。

综上所述，我们认为2026年第一季度贵金属市场在“地缘冲突”与“政策转向”两大风暴眼的交替冲击下，完成了从避险狂欢到滞胀担忧的剧烈切换。黄金的短期避险属性被飙升的利率预期所覆盖，市场交易逻辑发生了根本性变化。这一季度的波动不仅反映了资产价格的涨跌，更深

刻地揭示了在高通胀与高利率环境下，传统资产关联关系的重塑过程，为第二季度的展望奠定了复杂而充满挑战的基调。

二、宏观环境：美联储鹰派立场、通胀压力与经济滞胀风险

2026年第二季度，全球宏观环境的核心特征正从第一季度的“地缘冲突与政策转向博弈”，演变为一个更复杂且更具挑战性的“类滞胀”格局。这一格局由三个相互强化的核心要素构成：美联储坚定的鹰派货币政策立场、由能源价格驱动的顽固通胀压力，以及初露端倪的经济增长放缓迹象。这三者共同构成了压制贵金属短期金融属性，但同时可能在中长期强化其避险与抗通胀价值的矛盾背景。

2.1 货币政策：从“观望”到“偏紧缩”的明确转向

美联储在3月议息会议上的决策，标志着其政策立场发生了根本性转变，从市场预期的“即将开启降息周期”逆转为“维持高利率更久，甚至不排除进一步行动”。这一转向并非基于单一数据，而是对“经济增长超预期”与“通胀粘性超预期”双重现实的确认。

首先，美联储大幅修正了经济预测。其将2026年实际GDP增速预测从2.3%上调至2.4%，同时将核心PCE通胀预测从2.5%上调至2.7%。这一“上修增长、上修通胀”的组合，彻底消除了短期内为刺激经济而放松货币政策的必要性。其次，利率点阵图传递了强烈的鹰派信号。支持2026年不降息或仅降息一次的委员人数显著增加，使得全年降息一次的预测成为中位数共识，远低于会议前市场定价的2-3次降息。市场预期随之发生剧变，会议后，市场认为美联储在12月维持当前利率的概率从5%飙升至74%，甚至一度计入了30.2%的加息概率。

官员表态分化但整体偏鹰，多位官员表达了对通胀风险的担忧。美联储理事库克表示，伊朗战争带来的能源价格上涨进一步加剧通胀压力，持续性通胀重新成为美联储面临的首要风险。费城联储行长鲍尔森认为，通胀预期面临更大上行风险，油价向通胀预期传导的速度加快。监管副主席迈克尔·巴尔指出，通胀持续高于2%的时间越长，通胀预期根深蒂固的风险就越大。芝加哥联储主席古尔斯比成为首批明确提及加息可能性的官员之一，表示“能想象出需要加息的情景”。

央行	最新利率决议 / 行动	关键表态与数据
美联储	维持联邦基金利率于 3.50%-3.75% 不变	鲍威尔：采取“穿透式观察”暂时忽略能源冲击，若长期通胀预期失控则无法袖手旁观
欧洲央行	连续第六次维持存款利率于 2% 不变	拉加德：已做好应对战争风险准备；市场完全定价年内两次各25个基点加息，第三次加息概率约50%
中国人民银行	3月24日下调政策利率 0.1个百分点至1.4%	实施“适度宽松”货币政策，择机降准降息，保持流动性充裕
日本央行	维持短期利率于 0.75% 不变	植田和男：中东冲突加大通胀压力，未来数月可能考虑加息
英国央行	以9:0一致将基准利率维持在 3.75% 不变	删除“基准利率可能会进一步下调”表述，贝利强调确保通胀回到2%目标
加拿大央行	连续第三次维持基准利率于 2.25% 不变	明确“看穿”短期油价冲击，政策重心锚定下行增长风险，立场更趋灵活
澳大利亚央行	3月以5:4投票上调现金利率 25个基点至4.10%	连续第二个月加息，内部分歧显著，称中东战争使通胀挑战恶化

2026年3月以来，除了美联储以外，其他央行表态也比较激进。欧洲央行连续第六次维持存款利率于2%，市场已完全定价年内两次各25个基点的加息；日本央行维持0.75%不变，但行长暗示未来数月可能加息；英国央行以9:0一致将基准利率维持在3.75%，并删除进一步降息表述；加拿大

央行连续第三次维持2.25%不变，明确“看穿”短期油价冲击；澳大利亚央行则逆势连续加息，3月以5:4的投票将现金利率上调25个基点至4.10%。

总之全球主要央行多数维持鹰派或紧缩立场，短期对黄金价格构成整体性压制，影响偏空。

与此同时，我们认为全球经济存在较大的滞胀风险。

政策两难困境加剧：滞胀环境下，全球央行将陷入“稳增长”与“控通胀”的双重困境。如果通胀预期快速上升，央行可能迅速从降息转向加息；如果通胀预期相对稳定，央行可能维持观望；如果能源价格持续高企加大经济下行压力，央行可能在通胀未平息时被迫重启降息以应对衰退风险。

对黄金市场的影响而言，我们认为：短期承压与长期支撑并存。

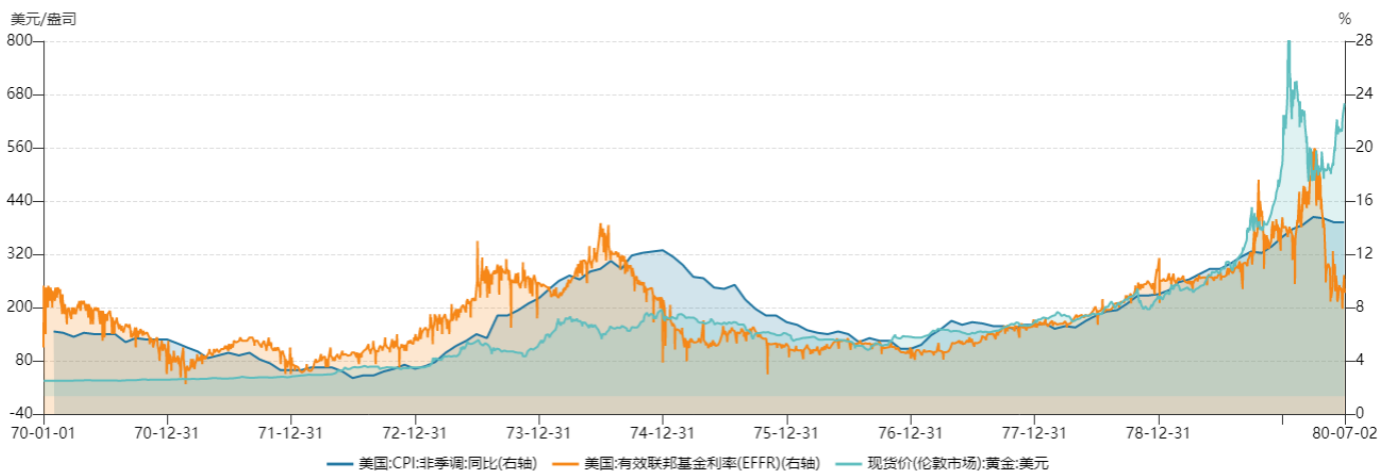
在滞胀初期，黄金可能面临短期压力。2026年3月以来，全球主要央行在“超级央行周”释放鹰派信号，紧货币交易升温导致长端国债收益率大幅上行，黄金价格承压下跌。

从“通胀交易”到“滞胀交易”的转换：当前全球资产价格主要对通胀冲击进行了定价，但忽视了高昂能源成本对经济增长的冲击。如果后期市场交易主线从“通胀”转为“滞胀”，黄金有望受益于宽松预期回归。

历史经验显示，在1970年代滞胀时期，黄金表现出色，受益于“货币秩序变化+能源冲击”的双主线。在“美元与黄金解体”阶段（1966/01-1973/10），伦敦现货黄金涨幅达178.4%；第一次石油危机期间，黄金再涨76.5%，第二次石油危机相关区间内，黄金涨161.9%。

1970-1980年滞胀时期，黄金累计涨幅高达829.1%，剔除通胀因素后是唯一保持实际收益为正的资产。当前黄金与权益类资产的相关性较低，在震荡市中配置10%-15%的黄金ETF能显著改善投资组合的夏普比率。

图 1970-1980黄金价格波动



资料来源：wind，中辉期货

总体而言，滞胀初期黄金可能因实际利率上升而承压，但随着经济下行压力显现和央行政策转向宽松预期，黄金的长期配置价值将重新凸显。

2.2 通胀动力：能源价格成为核心推手与政策掣肘

当前通胀压力的核心已从需求侧转向供给侧，地缘政治冲突导致的能源危机是主要推手。高油价通过直接推高汽油、交通成本，并间接影响化工品等生产成本，迅速向消费端传导，加剧了通胀的顽固性。

全球主要经济体通胀预期在2026年3月显著升温，核心驱动因素是中东地缘政治冲突。经合组织最新预测显示，G20平均通胀率从2.8%大幅上调至4.0%，其中美国通胀预期升至4.2%，英国4.0%，

欧元区2.6%，日本2.4%。这一调整主要源于伊朗战争导致霍尔木兹海峡航运受阻，国际原油价格短期内暴涨，美国汽油均价单月涨幅达1美元/加仑，直接推高了整体通胀水平并抑制经济增长，形成了滞胀风险。

表 OECD预测2026年的通胀水平

经济体	2026年通胀预期	较2025年12月预测变化	备注
G20平均	4.00%	+1.2个百分点	明显高于此前预测
美国	4.20%	+1.2个百分点	超过美联储目标两倍以上
英国	4.00%	+1.5个百分点	远高于英国央行2%目标
欧元区	2.60%	+0.7个百分点	高于欧央行2%目标
日本	2.40%	+0.2个百分点	接近日本央行2%目标

资料来源：wind，中辉期货

美国密歇根大学调查显示，一年后通胀预期从2月的3.4%升至3.8%，为2025年4月以来最大环比增幅。意大利消费者信心指数从2月的99.1显著下降至88.1，反映经济前景担忧加剧。全球经济增长预期在能源价格压力下面临下调风险，若能源价格持续高企，2026年全球经济增速可能从战前预期的2.9%降至2.6%，各国央行在“控通胀”与“稳增长”之间的权衡日益困难。

如果没有发生流动性危机，那么持续通胀会带来黄金的抗通胀需求，持续时间再长，那么会发生较大的经济停滞的风险，这样会带来央行态度的变化，届时会对黄金价格有推动作用。

2.3 经济前景：“滞”的迹象初显与“胀”的压力并存

在货币政策保持紧缩、能源成本高企的双重压力下，美国经济虽保持增长，但已显露出疲态，“滞”的风险正在累积。一季度数据显示，美国失业率已升至4.7%的相对高位，制造业PMI在52.5附近徘徊，接近荣枯线，显示增长动能有所减弱。更为关键的是，高利率环境对企业和居民部门的抑制作用逐渐显现，非农新增就业趋势性放缓，职位空缺与失业人数比值已跌破1，这些均是经济周期可能转向的信号。

表 不同几个预测2026年的经济增速水平

机构	战前预测	战后预测	变化幅度	调整原因
OECD	3.2%	维持2.9%	-0.3个百分点	中东冲突抵消了AI和关税下调的积极影响
高盛	2.9%	2.6%	-0.3个百分点	油价飙升使全球GDP减少约0.3个百分点
世界银行	2.6%	维持2.6%	不变	1月已预测放缓，冲突加剧了风险
IMF	3.3%	3.3%	不变	1月已上调，冲突影响尚未完全反映

资料来源：wind，中辉期货

经合组织（OECD）在2026年3月26日发布的预测中，将全球经济增长维持在2.9%，但明确指出中东冲突（美国伊朗战争）抵消了人工智能热潮和关税下调带来的积极影响。如果没有这场冲突，全球经济增长本可上调0.3个百分点至3.2%。这一调整反映了能源价格飙升对全球经济的拖累，特别是对原油进口依赖度高的经济体。

在主要国家层面，OECD对美国经济增长预测从1.7%上调至2.0%，主要得益于AI投资热潮；而对欧元区则从1.2%下调至0.8%，对英国从1.0%大幅下调至0.5%，反映出欧洲国家因能源价格上涨而受到的更大冲击。相比之下，对中国和日本的经济增速预测基本维持不变，分别为4.4%和0.9%，显示出这些经济体受能源冲击的影响相对有限。

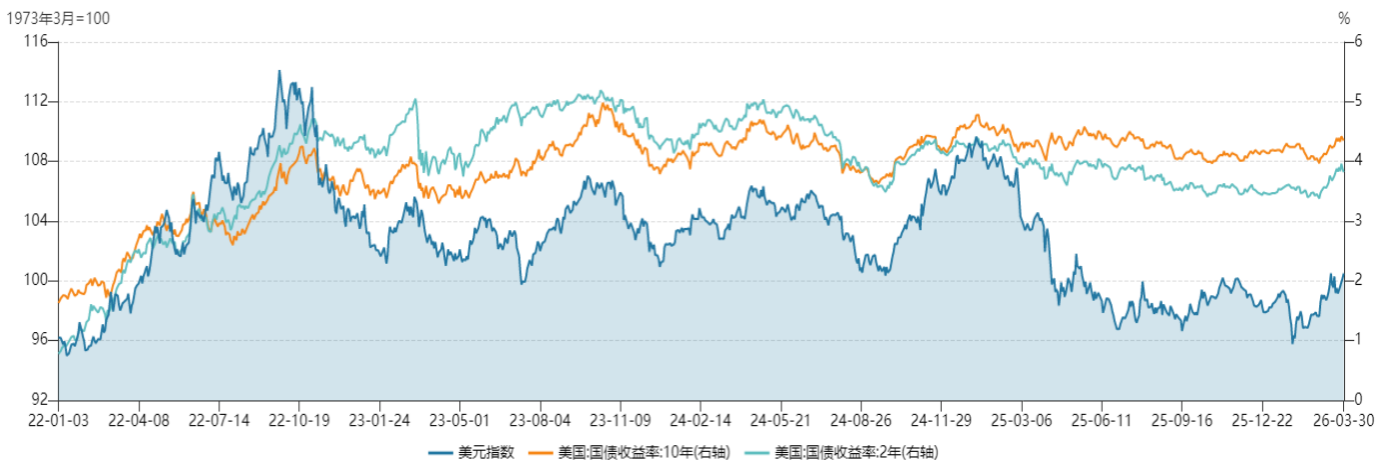
当前这种环境形成了“类滞胀”环境的雏形：一方面，经济增长（“滞”）的势头正在减弱；另一方面，通胀（“胀”）因能源价格高企而保持粘性，远超美联储2%的目标。

历史经验表明，这种环境对传统股债资产构成挑战，但却是黄金可能发挥其独特价值的阶段。黄金的抗通胀属性可以对冲货币购买力下降，而其避险属性又可以在经济下行风险加剧时提供保护。然而，在“滞胀”初期，通常由“胀”引发的紧缩预期（高利率）会占据主导，强力压制黄金价格，只有当市场确信经济增长放缓已成为主要矛盾，并开始预期货币政策将为此转向时，黄金的避险属性才会重新主导定价逻辑。

2.4 利率与美元：压制贵金属的双生枷锁

美联储的鹰派立场与通胀担忧，直接体现在利率和美元这两个对黄金定价至关重要的金融变量上。

图 美元指数和利率的变化



资料来源：wind，中辉期货

利率方面，美国国债收益率全线攀升，短端利率上行更为迅猛，2年期国债收益率从3.47%升至3.88%，反映出市场对美联储短期内不会降息甚至可能加息的强烈预期。收益率曲线的整体上移和趋平，构成了对黄金估值最直接的压制。在利差优势和避险资金流入的推动下，美元指数从季度初的98.46震荡走强至100.17以上。

强势美元从两个渠道压制以美元计价的黄金：一是直接降低黄金对于持有非美货币的投资者的购买力，抑制全球需求；二是强化了美元资产的吸引力，引导资金从黄金等非美资产流出。美元与黄金的负相关关系在货币政策紧缩周期中通常表现得尤为显著。

综上所述，美联储为对抗供给型通胀而维持鹰派，高利率与强美元形成对贵金属金融属性的双重压制；同时，经济放缓的苗头与顽固的通胀并存，“滞胀”风险若隐若现。这一环境决定了贵金属市场，尤其是黄金，短期内仍将处于“利率压制”与“避险/抗通胀支撑”的激烈博弈之中。市场需要寻找一个关键的平衡点或催化剂——可能是通胀数据的明确降温，也可能是经济增长数据的显著恶化——来打破当前的定价逻辑，从而开启新的趋势。

三、地缘政治影响机制：中东冲突对黄金的双重博弈与传导路径

2026年第一季度，中东地缘政治冲突的升级为贵金属市场，提供了一个经典的“压力测试”场景。传统上，地缘风险被视为黄金避险需求的直接催化剂。然而，本季度市场呈现出的复杂图景——金价在冲突爆发初期脉冲式上涨后迅速回落，甚至出现大幅下跌——揭示了地缘政治对黄金影响的现代机制已远非单一线性。

其核心在于“避险需求”与“利率压制”的双重博弈，而冲突的性质，对全球能源供给的冲击，决定了哪一种力量最终占据主导。

中东冲突对黄金价格的影响并非直接作用，而是通过两条截然不同且时常对立的传导路径实现的，其具体机制与一季度市场表现如下表所示：

传导路径	核心触发因素	对黄金的直接影响	2026年3月市场表现例证	最终作用方向
路径一：避险需求支撑	地缘风险升级引发恐慌与不确定性	资金流入黄金寻求安全资产庇护，推升价格。	3月2日，霍尔木兹海峡航运受阻消息传出，COMEX黄金一度突破5400美元/盎司，SHFE黄金单日飙升至1197.22元/克。	推升金价
路径二：利率预期压制	冲突推升油价 → 加剧全球通胀预期 → 改变央行（尤其是美联储）货币政策预期	市场预期央行将维持或收紧货币政策以抗通胀，导致实际利率上升、美元走强，增加持有黄金的机会成本。	3月13日后，油价持续暴涨，美联储3月议息会议释放鹰派信号，市场降息预期骤降。伦敦金价格从高位回落，3月下旬一度跌破4100美元/盎司。	压制金价

一季度市场的戏剧性转折，正是这两条路径博弈结果切换的直观体现。3月初冲突爆发时，路径一（避险支撑）短暂占据主导。市场对突发性地缘事件的直接反应是寻求传统避风港，推动金价快速冲高。然而，随着局势发展，市场迅速认识到此次冲突的核心特征：其对全球能源供应链（特别是霍尔木兹海峡）构成了实质性威胁。布伦特原油价格在短期内暴涨超过80%，这迅速将市场焦点转向路径二（利率压制）。

油价飙升直接输入了强大的通胀压力。对于货币政策制定者，尤其是已将抗通胀作为首要任务的美联储而言，这种由供给端冲击引发的通胀是必须严肃对待的威胁。美联储理事沃勒因油价冲击撤回降息支持的表态，清晰地表明了央行的政策考量。

此次市场反应表明，在当今的宏观金融环境下，地缘政治对黄金的定价逻辑已经发生了深刻变化。黄金的短期价格走势，越来越多地由冲突所引发的宏观经济后果，而非冲突事件本身的避险情绪所主导。

市场定价逻辑已从单纯的地缘事件驱动，切换为由地缘冲突衍生的宏观政策预期驱动。这种逻辑切换意味着，判断地缘冲突对黄金的影响，关键在于评估冲突对全球通胀路径和主要央行货币政策的潜在影响。如果冲突仅限于局部，对全球大宗商品供应链影响有限，那么“避险支撑”路径可能主导，黄金上涨。反之，如果冲突严重威胁到如霍尔木兹海峡这样的关键资源通道，引发能源价格持续飙升，那么“利率压制”路径将大概率占据上风，黄金反而可能承压。

四、黄金避险属性的再审视：长期逻辑验证与短期失效辨析

2026年第一季度黄金市场的剧烈波动，特别是其在3月地缘冲突升级期间不涨反跌的“反常”表现，引发市场对黄金避险属性的深刻质疑。

4.1 长期避险逻辑的坚实根基与持续验证

黄金作为终极避险资产的长期逻辑，根植于其超越主权信用的货币属性、稀缺性以及对冲长期通胀与货币贬值的功能。这一逻辑在长周期中持续得到验证，并未因短期波动而动摇。

从价格表现看，自2005年至2026年3月，伦敦金现货价格从约419美元/盎司攀升至4493美元/盎司，累计涨幅超过972%，呈现明确的长期上行趋势[59]。在历次重大危机中，黄金的避险功能多数时候得以彰显：2008年金融危机爆发后一个月内，金价上涨约13%；2020年新冠疫情全球爆发初期，金价在震荡后于当年8月创下历史新高；2022年俄乌冲突爆发后的一个月内，金价亦从1936美元/盎司升至1965美元/盎司，期间最高触及2070美元。这些历史案例表明，在由经济衰退、疫情或地缘冲突引发的系统性风险中，黄金的避险价值具有时间上的延续性和有效性。

当前，支撑这一长期逻辑的结构性因素正在强化而非减弱。全球“去美元化”进程与地缘政治碎片化趋势，驱动各国央行持续将黄金作为重要的储备资产。来自官方与大型机构的长期、结构性需求，为黄金价格提供了坚实的底部支撑，并得到了主流机构的认同。

4.2 2026年一季度短期“失效”的特征与核心机制

尽管长期逻辑稳固，但2026年3月黄金的短期表现确实与传统避险认知相悖。中东冲突升级期间，伦敦金价格从5600美元/盎司附近的峰值暴跌至4100美元/盎司，最大回撤高达26.8%。这种“失效”是特定市场条件下多重压制机制共同作用的结果，其核心驱动力并非避险属性消失，而是被更强大的短期力量暂时覆盖。比如：利率预期逆转构成根本性压制。其次，极端市场压力下的流动性挤兑效应。最后，拥挤交易的反噬与程序化踩踏（上文有详细描述）。

4.3 短期与长期逻辑是基于危机性质的差异化表现

黄金避险属性的表现并非在所有危机场景下都即时且同质化地生效，其有效性高度依赖于危机的性质及其对宏观经济的主要传导路径。

当危机主要引发全球流动性紧缩和信用收缩时（如2008年雷曼倒闭后的阶段），黄金在短期内可能与其他风险资产同步下跌，因其金融流动性被提取以换取现金。此时，其表现更接近风险资产，“避险”功能让位于“流动性”功能。2026年3月的市场环境兼具了利率压制和潜在的流动性紧张，正是这一场景的体现。

反之，当危机演变为长期的货币信用风险或结构性通胀风险时，黄金的避险与抗通胀属性将重新凸显并占据主导。一季度末金价从低点快速反弹至4500美元/盎司附近，也印证了其长期需求基础在短期冲击过后迅速重新定价。

因此，黄金在2026年一季度的表现并非其避险属性的“失效”，而是市场在特定时点（利率预期急剧逆转、流动性紧张、技术面踩踏）下，对其“金融属性”中“持有成本”和“流动性来源”维度的过度交易，暂时掩盖了其“货币属性”中的“价值储藏”维度。这种掩盖是暂时的，一旦利率预期稳定或流动性危机缓解，长期逻辑将重新主导定价。

4.4 后续验证：观测长期逻辑回归的关键指标

展望第二季度，判断黄金避险属性是否从“被压制”状态回归“主导”状态，需要密切关注以下几组关键指标的演变：

美联储政策与通胀的博弈：这是核心观察维度。若美国核心 PCE 等通胀数据出现连续且明确的降温迹象，或美联储官员释放鸽派信号以应对增长放缓，市场降息预期将重启。这将导致实际利率下行，直接解除对黄金最根本的压制，其避险与抗通胀属性将获得施展空间。反之，若通胀持续高企迫使美联储维持甚至强化鹰派立场，利率压制将继续主导。

市场流动性状况：跟踪美元指数、Libor-OIS 利差等全球流动性指标，以及黄金 ETF 的资金流向。

地缘风险的传导路径：密切观察中东冲突是否导致原油供应出现更严重的实际中断。若油价突破 120 美元/桶并持续，可能将市场焦点从“通胀-加息”链条推向“滞胀-衰退”担忧。届时，黄金作为对冲经济衰退的资产，其避险属性可能再次凸显，甚至与油价同步上涨[22]。

结构性需求的持续性：定期关注 IMF 公布的全球央行外汇储备数据，特别是购金节奏。若 2026 年二季度央行购金量维持在强劲水平（如季度净购金超 200 吨），将不断强化黄金的长期需求叙事，为价格提供结构性支撑。

核心风险与结论反转条件在于，若美国经济呈现“强增长+低通胀”的完美组合，或全球央行购金趋势发生根本性逆转，黄金的长期避险逻辑将面临挑战。

然而，基于当前高债务、高通胀、地缘碎片化的宏观图景，这些风险情景发生的概率相对较低。更可能的情景是，随着二季度经济数据进一步揭示增长疲态，市场将在“滞”与“胀”的权重间重新平衡，黄金的独特价值将从一季度的“被压制”状态中逐步修复和彰显。

五、未来不同时间节点，黄金价格的可能变化

黄金在第二季度的走势将呈现显著的时间维度特征，其核心驱动力将从短期的流动性修复与情绪博弈，逐步向中期的宏观基本面验证过渡，并最终由长期结构性趋势奠定方向。

短期（1-3个月）：流动性冲击余波与利率预期的拉锯战。

短期内，金价走势仍将受到第一季度末流动性冲击余波的深刻影响。市场正处于从“流动性紧缩”向“类滞胀”预期切换的关键观察窗口，金融属性仍是主导。技术面上，伦敦金在3月下旬一度跌破4100美元/盎司，RSI 指标曾跌至21.1的极端超卖水平，显示悲观情绪已得到一次集中释放，但市场信心的完全修复仍需时间。短期内的任何反弹，都可能面临来自尚未完全离场的杠杆资金以及受困于高利率预期的投资者的抛售压力。因此，二季度初的金价可能呈现宽幅震荡格局，核心任务在于确认并夯实阶段性底部。**4200美元/盎司（沪金主力合约950）附近是短期需要验证的第一支撑位**，若流动性状况持续改善且无新的重大利空，该位置有望形成初步平衡。

中期（3-6个月）：滞胀格局的确认与黄金抗跌性的凸显。

随着时间推移，市场关注点将从恐慌性抛售转向对经济数据的实质性验证。当前美国经济已显露“滞”的迹象：失业率升至4.7%，制造业PMI接近荣枯线，非农就业增长趋势性放缓。与此同时，“胀”的压力因油价高企而持续存在。这种“增长趋弱+通胀粘性”的组合，正是黄金发挥其抗通胀与避险双重属性的历史利好环境。中期走势的关键在于“滞”与“胀”的权重变化。若二季度经济数据持续疲软，市场将开始交易经济衰退风险，并预期美联储为应对“滞”而不得不放松货币政策。届时，利率压制逻辑将逐步让位于避险与宽松预期逻辑，黄金的配置价值将显著提升。反之，若经济展现出超预期的韧性，而通胀依旧顽固，则美联储的鹰派立场可能延续，金价中枢将继续承受压力。

长期（6-12个月）：结构性趋势的强化与配置价值的回归。

长期而言，黄金的定价逻辑已超越单纯的利率周期，转向由全球货币体系深层变革驱动的结构性牛市。全球债务规模高企、美国财政赤字压力巨大，叠加地缘冲突对“石油-美元”体系的冲击，都在持续侵蚀美元信用。与此同时，全球央行连续多年的净购金行为（2025年超1100吨）以及新兴市场加速推进的去美元化进程，为黄金提供了坚实且持续的需求支撑。全球债务的不可持续性是推动黄金长期走势的根本动力，政策制定者最终可能通过降低实际利率来减轻债务负担，这将从根本上利好黄金。因此，任何由短期流动性或政策预期引发的价格回调，在长期投资者眼中，都可能成为增配这一对冲货币信用风险与长期通胀核心资产的战略机遇。

主要风险提示：

上行风险：若地缘冲突失控导致油价暴涨至 120 美元/桶以上，可能引发全球“滞胀”恐慌，黄金作为传统抗通胀资产可能被重新抢购，推动价格超预期上涨。

下行风险：若美国经济展现出超乎寻常的韧性，同时通胀因供给侧改善而快速回落，则美联储可能维持高利率更久，黄金的金融属性将遭受持续压制，存在下探测试 3900-4000 美元区间的风险。

综合来看，2026年第二季度黄金市场将呈现“短期筑底震荡、中期等待方向、长期价值凸显”的特征。对于投资者而言，当前市场正处于长期结构性牛市中的一次剧烈调整期。策略上，可将 4300 美元/盎司视为短期战术性布局的参考区域，若市场出现极端情绪导致价格接近 3900-4000 美元/盎司区间，则应视为重要的中期战略加仓机会。投资的核心在于区分价格波动中的“噪声”（短期流动性冲击）与“信号”（长期结构性趋势和中期宏观格局演变），在市场对黄金避险属性产生短期质疑时，基于其坚实的长期逻辑进行逆向布局。

六、白银市场分析：工业属性、相对表现与二季度展望

2026年第一季度，白银市场在宏观风暴中表现显著弱于黄金，其独特的双重属性——金融属性与工业属性——使其承受了来自高利率环境与疲弱经济前景的双重压力。

6.1 白银一季度价格下跌的原因

2026年第一季度，白银市场经历了剧烈的波动，整体表现疲软。伦敦银现货价格从季度初的 72.824 美元/盎司下跌至季度末的 69.725 美元/盎司，累计跌幅达 4.26%。上海期货交易所（SHFE）白银期货主力合约价格从 1.8247 万元/千克微跌至 1.7707 万元/千克，跌幅为 0.89%。这一表现与黄金的季度小幅收涨形成鲜明对比，凸显了白银在复杂环境下的脆弱性。

白银的弱势主要源于其双重属性的同步承压。在金融属性层面，白银与黄金类似，作为无息资产，受到美联储鹰派转向、美债收益率飙升和美元走强的强烈压制。然而，与黄金不同的是，白银的金融避险地位远不及黄金稳固，当地缘冲突引发市场恐慌时，资金往往优先涌入黄金，而白银的跟涨力度有限且持续性更差。3月13日美国强硬表态后，市场甚至出现了“抛售黄金、持有现金或高息资产”的反向操作，对白银的冲击则更为剧烈，COMEX 白银期货在3月20日出现了单日跌幅超 6% 的极端行情。

在工业属性层面，白银的需求前景因全球经济不确定性而蒙上阴影。白银广泛应用于光伏、电子产品、汽车工业等领域，其需求与全球制造业活动和绿色能源投资高度相关。然而，一季度在高利率和潜在滞胀风险的阴影下，市场对全球经济增长，特别是制造业和资本开支的预期趋于谨慎，这削弱了白银的工业需求预期，构成了其价格额外的下行压力。因此，白银在一季度呈现出的“跌易涨难”特征，是金融压制与工业需求预期疲软共振的结果。

6.2 2026年第二季度白银展望：跟随黄金筑底，静待工业需求催化

展望第二季度，白银市场的走势将主要遵循“跟随黄金，但波动更大”的路径，同时其工业属性的表现将成为决定其能否跑赢黄金的关键变量。

在**基准情景（滞胀格局深化）**下，白银将主要跟随黄金在宽幅区间内震荡。初期，美联储鹰派立场和高利率环境将继续压制其金融属性，而经济增长放缓的担忧则会抑制其工业需求预期，白银价格可能继续承压，测试下方支撑。其关键支撑位可参考黄金的3900-4000美元/盎司区间进行折算，或对应伦敦银现货的65-68美元/盎司区域。然而，如果二季度中后期，市场对“滞”的担忧开始压倒对“胀”的恐惧，并开始预期美联储未来的宽松政策，实际利率有望见顶回落。此时，白银的金融属性压制将减轻，其高弹性特征可能使其在反弹初期展现出比黄金更强的上涨力度。

白银的**上行风险与独立行情契机**主要取决于其工业需求的超预期复苏。如果二季度全球经济数据展现出韧性，特别是中国等主要经济体的制造业和绿色能源投资加速，光伏装机数据表现强劲，那么白银的工业需求预期将得到显著修复。这种修复可能吸引资金基于其独特的“绿色金属”叙事进行配置，推动白银价格走出独立于黄金的上涨行情，并显著收窄金银比价。此外，若地缘冲突导致全球供应链进一步紧张，波及白银的伴生矿供应，也可能从供给侧为价格提供意外支撑。

下行风险则与黄金类似，但可能被放大。如果美国通胀数据持续超预期，迫使美联储讨论甚至实施加息，美元流动性再度紧张，那么无息且波动率更高的白银可能遭遇比黄金更剧烈的抛售。其价格可能跌破上述关键支撑，向下寻找更低的平衡点。

投资策略建议：对于白银投资者而言，在黄金的底部区域（如对应伦敦金4300美元/盎司或3900-4000美元/盎司）附近，白银可能提供更具弹性的交易机会。同时，需密切监控其工业需求指标的动向。策略上，将黄金作为贵金属配置的核心，用于对冲宏观风险和货币信用风险；同时将白银作为卫星配置，用于博弈经济复苏周期中工业金属的弹性，以及绿色能源转型带来的结构性增长红利。在当前金银比价处于高位的背景下，对于风险承受能力较高的投资者，逐步布局白银可以视为一种对经济“软着陆”或“绿色复苏”的期权。

初期可能重现“利率压制”逻辑，黄金承压。需密切关注金价与油价的背离是否持续。若冲突导致全球金融体系稳定性受质疑，黄金的货币属性将压倒利率属性，出现飙升。

关注风险：流动性危机，全球经济下行超预期，地缘冲突恶化不可控。

免责声明

本报告由中辉期货研究院编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！