

黄金市场的地位演变与战略机遇

— 2026 年黄金年报

投资咨询业务资格

皖证监函【2017】203 号

研究所 宏观小组

研究员：杨璐 从业资格号：F3071017 投资咨询号：Z0021280

初审：张莎 从业资格号：F03088817 投资咨询号：Z0019577

复审：赵肖肖 从业资格号：F0303938 投资咨询号：Z0022015

总部地址：合肥市包河区花园大道986号安粮中心23-24层

客服热线：400—626—9988

网站地址：www.alqh.com

一、2025年黄金市场全景回顾

2025年的黄金市场是金融属性定价全面回归的一年，其涨幅与波动性均显著超越了传统大宗商品范畴。

1. 国际市场表现

2025年，国际金价走出了“预期修正、主升加速、高位整固”的三阶段行情。其核心驱动力从传统的利率博弈，逐步切换至对全球信用体系的重估和避险资产的战略性配置。

(1) 第一季度：宏观预期反复，黄金彰显组合“稳定器”属性

年初，市场在经济韧性与政策路径间反复博弈。尽管地缘政治风险持续，但美国部分经济数据强劲，使市场对美联储降息的时点和幅度产生疑虑。这导致以美元计价的黄金承受压力，金价在创下新高后进入高位震荡和阶段性回调。金价在2024年大幅上涨的基础上，于2025年上半年再度大涨近25%。这25%的涨幅并非单边直线达成，一季度实际包含了冲高与回调的波动过程。这一时期，黄金更多扮演了资产组合中对冲政策不确定性的角色，其表现虽不突出，但为后续上涨夯实了基础。

(2) 第二、三季度：驱动逻辑切换，投资需求引爆主升浪

4月下旬至第三季度是全年行情的核心驱动阶段，在盘整长达4个月后，金价连续突破关键整数关口。推动力来自三个方面“共振”：

货币政策的明确转向信号。美联储释放的鸽派信号及后续的降息行动，压低了美元指数（年内跌幅约10%）和持有黄金的机会成本，构成了价格上涨的基石。

投资需求的爆炸性增长。全球资金，尤其是通过交易所交易基金（ETF）渠道的资金，大规模涌入黄金市场。根据世界黄金协会报告，2025年第三季度全球黄金需求总量达到创纪录的1313吨，其中投资需求激增至537吨，同比大增47%。上半年，全球黄金ETF流入量就已急剧回升，推高投资需求至2022年以来最高水平。其中北美、欧洲和亚洲地区资金形成共振。中国市场的表现尤为亮眼，上半年黄金ETF资产管理规模上升116%。

地缘政治与信用担忧深化。持续的地缘冲突，以及对美国财政可持续性、全球贸易政策的忧虑，共同削弱了传统主权信用资产的吸引力，强化了黄金的“终极避险”和“非信用资产”属性。

(3) 第四季度：高位波动加剧，结构性特征凸显

进入第四季度，金价在创出历史新高后波动性显著增加。一方面，获利了结盘和短期流动性变化导致价格出现技术性回调（例如10月底金价曾回落至4000美元/盎司下方）；另一方面，任何回调都迅速遇到强劲的逢低买盘。支撑来自：

央行购金的刚性需求。尽管金价高企，全球央行购金步伐未停。前三季度净购金总量达634吨，其中第三季度净购220吨，环比增长28%。这为市场提供了坚实的结构性的买盘。

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

市场新势力的影响。年末，关于稳定币发行机构购金、全球贵金属库存迁移等因素被市场广泛讨论，这些结构性变化可能加剧了现货市场的紧张情绪，助长了价格的波动。

FOMO 情绪与跨市场传导。白银、铂金等贵金属在年末出现更凌厉的补涨行情（如伦敦银现年内涨幅超 170%），这种全板块的爆发性氛围进一步提振了黄金的市场情绪。

图一：COMEX 黄金走势



图二：伦敦金走势



数据来源：iFind；安粮期货研究所

2. 国内市场表现

2025 年的中国黄金市场，在国际金价历史性牛市的背景下，展现出鲜明的本土化特征。市场在价格联动上涨、投资热情高涨的同时，内部需求结构发生了深刻变化，交易活跃度显著提升，整体呈现出“价格创新高、投资热消费冷、市场更深化”的格局。

(1) 行情回顾

国内金价与国际市场高度同步，以人民币计价的黄金资产全年表现强劲，关键节点不断突破历史心理关口。

上半年稳健上行。根据中国黄金协会数据，截至 2025 年 6 月底，上海黄金交易所主力现货合约 Au9999 收报 764.43 元/克，较年初上涨 24.50%，上半年加权平均价格为 725.28 元/克，同比上涨 41.07%。

三季度加速突破。进入三季度，涨势加速。10 月 17 日，国内黄金现货与期货价格盘中双双突破每克 1000 元大关。当日，周大福等品牌足金饰品报价已达每克 1279 元。

年末抵达新高。伴随国际金价在年末冲高，国内金价同步抵达新的峰值。至 12 月下旬，沪金主力合约最高触及 1024 元/克，周大福、周生生等主流品牌足金饰品报价已站上每克 1400 元上方。银行投资金条价格也普遍超过 1030 元/克。



研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

图三：Au9999 价格走势



图四：沪金主力合约走势图



数据来源：iFind；安粮期货研究所

(2) 结构化需求

高企的金价对需求端产生了显著的筛选效应，导致投资性需求与消费性需求呈现“冰火两重天”的走势。中国市场上半年金饰消费量同比下降 26%，三季度同比降幅为 18%。此轮上涨主要由金融资本和机构资金驱动，而非实物消费。

表一：2025 年中国黄金市场需求结构变化

需求类别	2025 年上半年表现	2025 年第三季度表现	核心特征与动因
金条与金币	消费量 264.24 吨，同比增长 23.69%。	销量 74 吨，同比增长 19%。	避险与投资需求主导。在地缘冲突与经济不确定性背景下，民间对黄金的保值属性认同加深，推动实物投资需求大幅增长。
黄金首饰	消费量 199.83 吨，同比下降 26%。	需求量 84 吨，环比季节性回升，但同比仍下降 18%。	高金价产生显著抑制。消费者偏好转向轻克重、高设计附加值的产品。尽管三季度按消费金额计同比激增 29%，但销量下滑态势未改。
黄金 ETF	增仓 84.77 吨，同比激增 173.73%。	资金净流出约 5.4 亿美元，结束连续三个季度流入。	波动中显韧性。上半年资金大幅涌入，反映国内投资者通过金融工具快速配置黄金。第三季度的流出可能部分源于获利了结，但资产管理总规模(AUM)仍创下新高。



研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

数据来源：中国黄金协会；世界黄金协会；安粮期货研究所

(3) 市场活跃度

2025 年，国内黄金市场的金融交易交易规模激增，金融化程度加深。

对于现货市场来说，上半年，上海黄金交易所全部黄金品种累计成交额单边 12.12 万亿元，同比上升 56.46%，占交易所全部商品成交额的比重升至 97.58%。

对于期货及衍生品市场，同期，上海期货交易所黄金期货期权累计成交额单边 44.44 万亿元，同比大幅上升 149.17%，占全所商品成交额的比重从 16.56% 跃升至 33.54%。成交量的巨幅增长，表明黄金作为风险管理工具和投资标的，正受到国内金融机构及投资者的空前重视。

国内黄金市场国际化步伐正进一步迈出。2025 年 6 月，上海黄金交易所正式启用在香港设立的国际板指定仓库，上线在当地交割的合约。此举有助于连接离岸与在岸市场，提升中国黄金定价体系的国际影响力。

(4) 人民币汇率

2025 年人民币兑美元汇率在双向波动中保持弹性，汇率的波动为国内金价提供了天然的缓冲垫。在美元指数走强时，人民币计价的黄金表现出更强的防御性。

当国际金价上行时，若人民币兑美元汇率相对稳定或走弱，沪金涨幅将被放大；反之，若人民币走强，则会部分抵消国际金价的上涨，形成涨幅差异。2025 年，尤其是下半年，尽管面临复杂的外部环境，但人民币汇率整体展现出韧性，双向波动的特征更加明显。这种波动直接反映在 XAU/CNY（黄金现货/人民币）的汇率走势上。数据显示，以人民币计价的黄金在 2025 年保持了强劲的升值趋势。

这种汇率传导机制，使得国内投资者在 2025 年面临一个独特的宏观组合：全球范围内的避险与信用对冲需求推高黄金的美元价值，而人民币汇率的阶段性波动则进一步调节了国内黄金资产的本地收益。这解释了为何在某些阶段，沪金的绝对涨幅和波动节奏会与伦敦金、COMEX 金出现差异，也为通过黄金对冲本币资产风险提供了现实基础。

图五：人民币汇率走势



数据来源：iFind;安粮期货研究所

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

(5) 内外盘价差

价差的波动为跨市套利交易提供了机会，但也增加了单纯持有境内黄金资产的风险。对于加工企业而言，过高的正价差会直接抬升原料成本。2025年的价差波动显示，随着中国黄金市场日益成熟和开放，内外盘联动性虽不断增强，但由本地因素引发的阶段性偏离仍是常态。

内外盘价差的波动主要由以下因素驱动：

短期供需失衡。中国黄金市场存在一定的进口管制。当国内投资性需求（如金条、金币、ETF 申购）短期内急剧爆发，而进口补给因审批、物流或商业决策出现延迟时，境内现货会出现相对紧张，推高国内溢价。反之，当需求降温或进口集中到货，价差可能收窄甚至转为负值。现货市场的供需错配迅速传导至期货端，导致沪金对伦敦金的价差（Spread）长期维持在历史高位区间（约 5-8 元/克）。这一现象表明，国内黄金市场正在形成更加独立的定价机制。

汇率预期与资本流动。市场对人民币汇率的短期预期会影响套利资金的流向。若预期人民币贬值，部分资金可能倾向于持有以人民币计价的黄金作为对冲，从而支撑国内金价，扩大正价差。

市场情绪与政策事件。国内外的宏观政策事件（如美联储议息、美国关税政策调整）会以不同力度和速度冲击两个市场，导致短期定价偏离。此外，国内监管机构对市场风险的提示（如上海黄金交易所发布风险警示）也会影响交易行为，平抑非理性价差。

图六：内外盘价差



数据来源：iFind;安粮期货研究所

(6) 税收政策

2025年10月29日，财政部与税务总局联合发布了《关于黄金有关税收政策的公告》（2025年第11号），并自同年11月1日起施行。新政的核心变化在于，根据黄金从交易所交割出库后的最终用途，实施了差异化的增值税处理方式。

研报的简单 + 实用：唯一不变的宗旨

表二：增值税处理方式

交易主体与用途	增值税处理（发生实物交割出库）	关键影响
会员单位购入用于投资性用途	交易所即征即退增值税，并向会员开具增值税专用发票。	会员单位可凭专票抵扣进项税，降低了持有投资性黄金的税收成本。
会员单位购入用于非投资性用途	交易所免征增值税，并向会员开具普通发票。	会员单位（一般纳税人）可按发票金额的 6% 计算抵扣进项税。
客户（非会员）购入黄金	交易所免征增值税，并向客户开具普通发票。	符合条件的客户（一般纳税人）同样可按 6% 计算抵扣进项税。

数据来源：财政部；税务总局；安粮期货研究所

新政明确将税收优惠与通过上海黄金交易所、上海期货交易所这两所进行的标准黄金交易挂钩，不通过交易所销售的标准黄金需按规定缴纳增值税。这强化了交易所的核心地位，引导更多交易向规范化、透明化的场内市场集中。通过“投资性用途”与“非投资性用途”的差异化税收处理，政策在实质上区分了黄金作为金融投资品和消费品的不同属性。对于投资性黄金，通过即征即退和专票抵扣，减少了交易环节的税收沉淀，提升了其作为标准化投资工具的竞争力。该政策执行期明确至 2027 年 12 月 31 日，为市场提供了稳定的中期税收环境，有利于产业链上下游企业进行长期的税务规划和成本管理。

2025 年实施的黄金税收新政，通过对“投资性”与“非投资性”黄金实施差异化增值税处理，从供需两端对中国黄金市场产生了结构性的深远影响。在需求侧，政策抬高了非投资性黄金的终端成本，直接抑制了短期消费需求，但强化了标准化投资金条和黄金 ETF 等金融产品的税收成本优势，引导长期投资需求向规范化的场内渠道集中。在供给侧，政策促使产业链成本结构重估，特别是抬高了黄金加工企业的合规采购成本，加速了依赖非正规渠道的中小企业出清，推动行业向具备交易所会员资格的头部企业集中。整体而言，该政策正重塑市场格局，通过价格和规则双重杠杆，推动中国黄金市场从投资与消费属性混合、场内外交易并存的状态，向“投资与消费属性清晰分离、交易高度规范透明、资源向场内头部集中”的新阶段演进。

二、2025 年核心驱动因子解析

本轮黄金牛市的背后，是全球经济与政治格局正在发生的深刻变迁，三大结构性趋势为其提供了坚实的长期支撑。



研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

1. 宏观层面

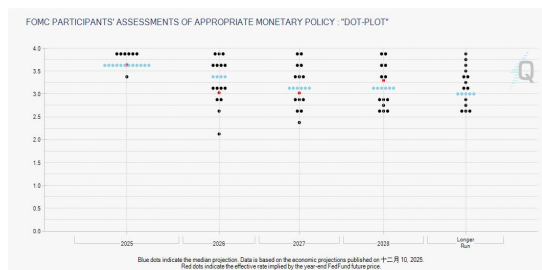
(1) 实际利率与美元的非线性影响

2025年美联储的政策路径被定义为“预防式降息”（Preventative Cuts），即在经济未陷入深度衰退前，为防止实际利率过高伤害经济而进行的降息。美联储在9月、10月和12月三次降息，将联邦基金利率目标区间累计下调75个基点至3.50%-3.75%，标志着新一轮宽松周期的开启。金价对降息的反馈呈现出典型的“预期驱动，事实消化”的博弈特征。然而，一个更深刻的现象是：传统利率定价模型的解释力显著减弱。在2025年金价持续攀升的过程中，被视为黄金定价“负相关锚”的10年期通胀保值债券（TIPS）收益率并未同步下行至低位，反而时常维持在1.5%上方。这一“利率逻辑失效”的现象，标志着驱动黄金的核心逻辑正在发生根本性迁移。

图七：10年期通胀保值债券



图八：点阵图



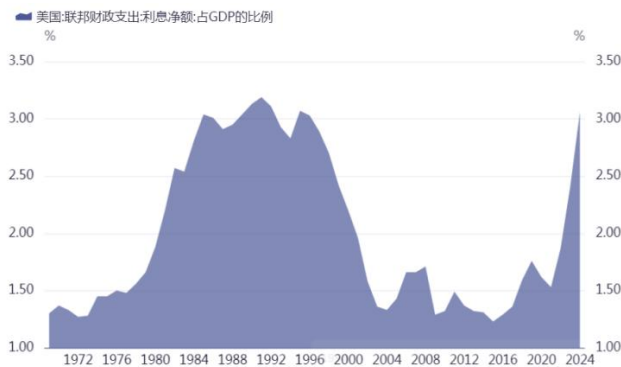
数据来源：CME；iFind；安粮期货研究所

(2) 从机会成本到信用体系重估的模式转换

市场关注的焦点已从利率水平本身，转向了降息行为背后的深层原因——不断恶化的美国财政可持续性。当国债利息支出占GDP比重突破临界值，市场担忧货币政策在某种程度上被迫配合财政扩张，即陷入“财政主导”格局。

这触发了一场深刻的“信用锚迁徙”。投资者开始减持以美元为代表的、依赖主权国家信用的金融资产，转而增持黄金这类不依赖任何国家承诺的超主权终极资产。此时，黄金的上涨逻辑从“对抗高利率”切换为“对抗信用稀释”。部分地缘事件（如欧盟拟动用被冻结俄资产）进一步破坏了传统信用资产的安全共识，强化了黄金的“非信用”属性。因此，2025年的降息，更多被市场解读为对财政困境的确认，从而激化了信用对冲需求，驱动金价与传统利率模型脱钩。

图九：国债利息支出占 GDP 比重



数据来源：iFind；安粮期货研究所

2. 风险溢价层

(1) 地缘事件

2025 年的地缘政治事件（如持续的中东紧张局势、俄乌冲突长期化等）对黄金价格产生了显著但非线性的影响。其作用机制已超越了简单的“事件发生-金价上涨”模式，呈现出更为复杂的“预期定价”与“风险折现”特征。

一个典型案例是 2025 年 6 月的中东局势事件。事件初期，因冲突爆发推动的避险情绪确曾推动金价冲高。然而，金价并未因此持续上扬，反而在短期内出现了回调。这一“避险失灵”现象揭示了当前市场的深层逻辑：单一地缘事件的冲击，需要放在更宏观的“政策-预期”框架下评估。当时，市场一方面对冲突快速解决抱有预期，削弱了持续的避险买盘；另一方面，美联储的货币政策立场（维持强势美元以应对潜在通胀）成为更主导的价格压制力量。这表明，当地缘风险未显著改变全球信用环境和主流货币政策预期时，其对金价的推动可能是脉冲式的，且容易被其他宏观因子覆盖。

图十：黄金 6-8 月走势



数据来源：iFind；安粮期货研究所

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

然而，这绝不意味着地缘政治影响的弱化。恰恰相反，其影响变得更为深刻和持久。市场开始为地缘政治引发的长期结构性后果进行定价，例如：全球贸易体系割裂、供应链重构、以及由此加剧的通货膨胀与增长不确定性。黄金作为少数能够同时对冲地缘风险、信用货币贬值和滞胀风险的资产，其吸引力在“乱纪元”背景下被系统性重估。因此，地缘冲突在 2025 年更多是作为一种持续的“背景噪音”和结构性看涨期权，抬升了黄金的定价中枢，而非仅制造短时波动。

(2) 比价关系

黄金与其他关键大宗商品的比价关系在 2025 年达到历史性极端水平，这为观测市场风险溢价提供了清晰坐标。

金银比

2025 年金银比呈现显著下降趋势，从年初的 81.74 左右降至年末的 54.29 附近，降幅约 34%。

图十一：金银比



图十二：伦敦银价格走势



数据来源：iFind；安粮期货研究所

综合来看，2025 年金银比的大幅下行，其背后并非简单的“避险需求减弱”，而是折射出更为复杂的宏观叙事与市场结构变化。核心驱动力首先源于全球通胀与潜在滞胀交易的强化。市场开始定价主要央行（尤其是美联储）为应对高额债务而可能被迫容忍更高通胀水平的长期前景。在此预期下，白银因其对通胀更高的敏感性，作为“穷人的黄金”获得了相对于黄金的超额收益。其次，白银特有的工业需求提供了坚实的结构支撑，以光伏为代表的新能源领域装机量持续增长，赋予了白银超越一般工业金属的需求韧性，使其即使在宏观增长担忧中也能维持强势。最后，从金融属性看，在货币信用重估的宏大叙事下，黄金与白银产生了属性联动与弹性分化：黄金扮演着价值“基石”的角色，而白银则成为更具波动性的价格“杠杆”。当金价确立牛市格局并突破关键阻力后，趋势性及投机性资金显著涌入白银市场，利用其高波动性博取更高回报，这种技术性买盘进一步助推了金银比的下降。因此，这一比价变化更准确地定义为：在一个避险需求依然稳固的背景下，市场通过白银表达了对“长期通胀”与“结构性需求”的更强边际定价，标志着主导逻辑从单一避险向“避险”与“抗通胀”双轮驱动的复杂演变。

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

金铜比

与金银比相反，金铜比在 2025 年则上行至 2001 年以来的历史高位。这一“极致金铜比”具有深刻的宏观指示意义。黄金和铜在 2025 年虽然都创下新高，但驱动逻辑迥异：黄金定价的是“旧秩序坍塌”，即对美元信用、贸易体系失序的担忧；而铜尽管有供给端故事，但其商品属性仍受到全球制造业和需求前景的压制。金铜比走高，凸显了当前宏观矛盾中“信用担忧”完全压倒“增长担忧”，市场更愿意为“防风险”而非“增长”付费。

图十三：金铜比



图十四：LME 铜价



数据来源：iFind；安粮期货研究所

3. 结构性供需层面

(1) 储备格局的重构

全球央行已成为黄金市场最坚定、最重要的边际买家，其行为具有显著的“去周期化”和战略性特征。2025 年前三季度，全球央行净购金总量达 634 吨。尤为关键的是，这种增持是在金价屡创新高的背景下发生的，显示出央行对价格的相对不敏感性。世界黄金协会的调查显示，高达 95% 的受访央行预计未来 12 个月全球黄金储备将进一步增加。这一趋势由多重战略考量驱动：优化外汇储备结构、对冲地缘政治风险、以及减少对单一货币体系的依赖。值得关注的是，目前中国黄金占外汇储备的比例（2025 年三季度末为 7.7%）仍显著低于全球央行约 22.4% 的平均水平，预示着未来结构性增配的潜力空间依然巨大。

表三：2025 年全球黄金市场供需平衡简表

项目	2025 年总量	同比变化	核心解读
全球总供应	3,717 吨	3%	供应稳步增长，其中第三季度单季供应量达 1,313 吨，创历史新高。
全球总需求	3,717 吨	1%	市场实现紧平衡，总需求金额因金价上涨同比大增 41% 至 3,840 亿美元

表四：供需结构分项明细

类别	2025年分量	同比增长	结构占比	市场信号
供应端				
矿产金	2,717 吨	0.40%	73%	生产端保持刚性，增长缓慢。
回收金	1,041 吨	3.20%	28%	高金价刺激更多旧金回流市场。
需求端				
投资需求	1,566 吨	47%	42%	增长的主引擎，反映黄金的金融与避险属性主导市场。
央行购金	634 吨	-12%	17%	前三季度数据，虽同比回落但仍处历史高位，是重要的稳定性需求。
金饰需求	1,199 吨	-20%	32%	受高金价显著抑制，实物消费属性减弱。
工业需求	240 吨	-2%	6%	保持稳定，对整体价格影响较小。

数据来源：世界黄金协会；安粮期货研究所

(2) 纽约与伦敦市场环流

2025年，全球黄金市场的一个关键微观结构变化，是纽约（COMEX）与伦敦（LME）两大核心市场之间大规模的实物黄金跨洋流动。这一现象深刻地影响了实物黄金的库存分布、市场的流动性结构，并对黄金ETF的资金流及价格发现机制产生了连锁反应。

环流的本质

纽约-伦敦市场的环流，其核心驱动力是市场间套利与对潜在政策风险的规避。具体表现为交易商在实物黄金定价更低的伦敦市场买入现货，同时运往期货存在溢价、交割需求旺盛的纽约市场进行交割或销售，以锁定无风险价差。2025年初，这一价差一度从正常的几美元扩大至每盎司60美元以上，创造了罕见的套利窗口。同时，市场对美国可能对进口黄金加征关税的强烈预期，触发了“提前囤积潮”，进一步放大了从伦敦等地向美国仓库转移黄金的需求。

在需求端的反映

这种跨市场流动，在黄金ETF的资金流向和实物库存变化上得到了清晰印证，呈现出明显的“东西分化”格局：

以北美和亚洲为主的资本通过ETF渠道大举流入黄金金融资产。2025年上半年，全球黄金ETF资金流入达380亿美元，其中北美地区表现最为强劲。10月份，北美和亚洲ETF继续引领流入，资产管理总规模创下5030亿美元的历史

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

新高。

与资金涌向（特别是北美）ETF 相反，实物黄金的仓储地却在发生反向迁移。大量实物黄金从以伦敦为代表的欧洲金库，被运往纽约以履行期货合约交割或充实美国本土库存。这种“东方买，西方提”的格局，是 2025 年市场的一大特征。

图十五：黄金 ETF 日均交易额

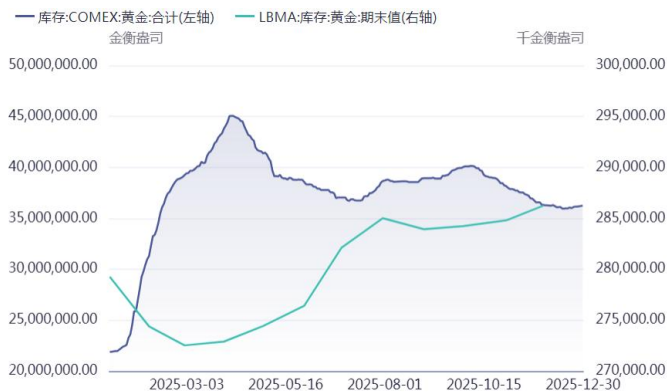


数据来源：世界黄金协会；安粮期货研究所

截至 2025 年 1 月底，LBMA 伦敦金库黄金持有量为 8535 吨，单月大幅减少 151 吨，环比降幅达 1.74%，创下历史最大月度降幅。LBMA 在当月报告中明确指出，这一显著下滑直接反映“黄金从伦敦向纽约的定向流动”这一核心市场动态。

2025 年全年，伦敦库存始终维持在 8500-8900 吨的历史低位区间震荡，虽有月度小幅回流，但整体未脱离低位格局；而纽约 COMEX 金库则呈现截然相反的持续增长态势：1 月单月库存激增 292.85 吨，环比涨幅高达 42.99%，2 月再增 210 吨，前两月累计净流入 502.85 吨。截至 9 月底，纽约黄金库存已从年初的 783 吨攀升至 1492 吨，全年增幅达 90.5%，实现单边持续上行。

图十六：COMEX、LBMA 黄金库存（盎司）



数据来源：iFind；安粮期货研究所

对市场结构的影响

短期内，实物黄金的集中提取和跨洋运输，导致伦敦市场的现货流动性一度紧张。据报道，从英格兰银行金库提取黄金的等待时间曾从几天延长至数周。黄金租赁利率也曾从2%-3%飙升至10%左右，反映出实物的阶段性紧缺。并且，这一过程强化了两个市场的功能分工——伦敦作为全球最大的场外实物金交易和托管中心，其库存支撑着广泛的OTC交易；而纽约COMEX则作为全球最重要的期货定价和风险管理中心。环流加剧了实物集中在交割地（纽约）的趋势，可能导致期货与现货市场的连接出现暂时的物理性摩擦。此外，ETF持仓的金融资产属性与背后实物黄金的地理位置发生分离。当北美ETF持有量随资金流入创新高时，其背后对应的部分实物黄金可能正在从伦敦金库“搬家”至纽约。这种物理库存的转移成本、时间和不确定性，本身也构成了价格的一部分，并可能在某些时点放大期货与现货之间的价差。

2025年纽约与伦敦市场的黄金大环流，是市场在关税预期、套利动机和强劲投资需求共同作用下的一次自我调整。它不仅重新分配了全球实物黄金的库存地图，更揭示出现代黄金市场中金融投资需求与实物供应链之间复杂而动态的互动关系。

三、2026年展望

展望2026年，黄金市场面临的将是一个“趋势向上但波动加大”的环境。

1. 2026年关键时间节点与事件推演

表四：关键时点及分析

时间窗口	关键事件	核心影响机制	辩证分析与市场情景推演
2026年第一季度	美国债务上限谈判	政策不确定性溢价与信用风险重估。两党博弈可能引发政府停摆风险，短期扰动市场。	短期避险情绪：僵局将直接推升黄金的避险买盘。
			深层逻辑演化：若谈判暴露出财政纪律难以维系的长期困境，市场将对美元信用进行持续重估。此时，黄金的上涨逻辑将从“事件避险”深化为“主权信用对冲”，获得更持久的支撑。反之，若迅速达成协议，金价可能回吐部分涨幅。
2026年第二季度	美联储中期通胀评估	货币政策叙事的关键切换点。评估结果将决定市场交易“再通胀”、“滞胀”还是“通缩”叙事。	情景一（通胀顽固/反弹）：可能催生“滞胀交易”（增长放缓+高通胀）。这是对黄金最有利的宏观环境之一，其抗通胀与避险双重属性将获极致发挥。
			情景二（通胀顺利回落）：若同时经济稳健，金价可能因“预防式降息”预期减弱而承压；若伴随经济走弱，则黄金的避险功能仍将提供支撑。
2026年	金砖国家	全球货币体系多元化的主题催	短期与长期影响的分离：任何新体系的建立都非一日之功，对季度金价的直接拉动有限。



研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

三季度	(BRICS)峰会	化。关注成员国在贸易结算、储备资产中提升黄金作用的实质性倡议。	结构性利多强化：若峰会释放强化黄金货币角色的超预期信号，将极大巩固市场的“去美元化”与“央行购金”长期叙事，为金价提供坚实的结构性底部，并可能吸引趋势性资金提前布局。
2026年第四季度	美国中期选举前瞻	政策不确定性与未来财政路径的预演。选举结果将影响未来两年的财政、税收与监管政策方向。	波动性与方向性并存：选举周期本身带来的不确定性将支撑黄金。 关键在于财政前景：若选情暗示未来财政扩张将持续甚至加速，将强化黄金对冲债务货币化的逻辑，构成利多；若市场预期政策将转向紧缩，则可能对金价构成压力。

数据来源：安粮期货研究所

2026年，驱动黄金市场的核心博弈预计将从单一的“降息交易”（即交易美联储利率下行），逐步转向更为复杂的“再通胀”乃至“滞胀交易”。这一转变意味着黄金的定价范式正在发生深刻转换。从由实际利率主导的周期性波动，转向由财政可持续性、美元信用溢价和全球货币体系重构共同驱动的结构性重估。美联储政策本身将从“主导变量”逐渐变为“观察窗口”，其政策背后的财政压力及信用后果成为市场真正的定价焦点。

宏观情景推演如下：

再通胀情景下，若全球供应链重构与财政支出导致成本持续上升，但经济保持增长，黄金将作为传统的抗通胀资产获得稳固买盘。

滞胀情景下，若成本上升同时伴随经济增长乏力，形成滞胀格局，黄金因其在增长停滞时期超越其他实物资产、在高通胀时期超越金融资产的独特属性，将成为资产配置中不可替代的核心对冲工具，表现可能最为强劲。

在这一宏观逻辑的演变中，黄金的角色日益清晰——它是对冲“政策失误”（无论是货币还是财政）和“尾部风险”的终极资产。在债务高企、地缘分裂、政策工具受限的全球背景下，其“非信用”的货币本质正被市场系统性重新发现和定价。支撑黄金长期牛市的三大核心逻辑——美元信用体系承压、全球央行储备多元化、地缘政治不确定性——在2026年均看不到根本性逆转的迹象。因此，2026年的黄金市场，波动或加剧，但其作为财富保值“锚”的战略地位预计将进一步提升。

2. 短期波动风险不容忽视

在连续两年大幅上涨后，市场需要关注以下可能引发技术性回调的风险点：

美联储政策节奏的不确定性。尽管市场预期宽松，但若美国通胀出现反复，可能导致美联储降息步伐慢于预期，从而通过实际利率渠道短期压制金价。

交易结构拥挤带来的调整压力。黄金短期内涨幅巨大，技术指标显示超买，任何风险偏好的短期回升都可能引发获利了结盘，导致价格出现10%-15%的技术性回调。历史表明，这在长期牛市中属于健康调整范畴。

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

市场情绪的边际变化。美股市场的波动、其他资产类别的抽水效应等，都可能阶段性影响流向黄金的资金。

四、投资策略建议

基于上述分析，我们建议以战略配置应对周期波动，投资的首要任务从“猜顶摸底”转变为“识别状态”。对不同类型的投资者提出以下建议：

对于多数投资者，以现货及现货金融产品建立核心仓位。对于寻求长期对抗通胀、进行资产配置多元化的投资者，建议通过实物黄金、商业银行积存金或黄金ETF等产品建立并持有核心仓位。这类产品无杠杆、波动相对可控、交易便捷，是构建家庭资产“压舱石”的理想工具。可采取定期定额（定投）的方式，平滑市场波动，实现长期布局。

对于专业及合格投资者，将期货合约作为战术性工具。对于具备相应风险识别与承受能力的专业投资者，关键在于明确其独特的工具属性与使用场景。我们建议在已建立一定现货仓位的基础上，将期货合约用于以下目的：

增强型策略。在明确的基本面或技术面信号驱动下，使用轻仓杠杆适度放大趋势性行情的收益，但需恪守严格的止损纪律。

风险管理与对冲。利用期货市场高效的流动性，为现货或其他资产的头寸进行阶段性风险对冲。

捕捉结构性机会。参与跨期套利（如期限结构套利）、跨市套利（如内外盘价差回归）等，这类策略的盈亏更多依赖于价差变动而非单边方向，风险收益特征与传统单边投机不同。

综合以上分析，我们认为黄金的长期结构性牛市基础依然稳固，驱动逻辑已从周期性因素深化为对全球信用体系的重估。然而，在连续两年大幅上涨、市场持仓结构趋于复杂、宏观叙事快速切换的背景下，短期价格的波动性预计将显著加剧，走势将更易受到资金流向、技术面以及高频宏观数据的影响。

2026年的黄金市场，其价值不在于提供一个明确的价格终点，而在于为投资组合提供一个应对高度不确定性的“罗盘”和“减震器”。在此市场环境下，价格的运行可能在高位进入宽幅波动阶段，以消化涨幅并凝聚新的共识。对于专业投资者而言，2026年的市场机会将不仅来源于对长期趋势的判断，更可能蕴藏于因市场结构性变化而产生的复杂阿尔法机会之中。这包括但不限于利用内外盘价差、金银比价等跨市套利机会，以及通过期权等工具捕捉和交易因宏观不确定性而抬升的市场波动率。

