

金融产品深度报告 20260303

黄金 ETF，2026 年 2 月复盘与 3 月展望

2026 年 03 月 03 日

投资要点

■ 市场表现回顾：

■ **走势复盘：**2026 年 2 月沪金整体呈现出“深度回调后企稳回升、月末完成 V 型修复”的运行特征，月涨跌幅为-4.10%。月内价格在月初经历一轮急跌探底，随后逐步企稳并展开反弹，在月末回升至月初水平附近，整体走势先抑后扬，波动幅度显著放大。

■ **技术分析：**截至 2026 年 2 月 28 日，沪金风险度达 63.62，市场情绪温和、略偏积极。趋势维度上，快线上穿慢线，形成新的多头信号，短期动量重新转强，进入新一轮上涨窗口。

■ **波动分析：**2026 年 2 月沪金历史波动率进一步抬升，隐含波动率则自高位回落，市场由预期定价转向实际波动持续释放阶段；实际波动超越预期，风险集中兑付特征显著

■ **黄金 ETF 持仓分析：**全球黄金 ETF 持仓量短期具有“冲高回落、月末再启”的震荡特征，长期增长态势明显。

■ 事件驱动盘点：

■ **资产配置价值：**实际利率仍是金价的核心锚。美联储政策预期的博弈与美国经济数据的分化并存，叠加地缘风险升级，使市场对宽松节奏持续修正，实际利率的边际变化主导了 2 月沪金的配置逻辑。

■ **货币价值：**美元信用在降息预期反复与数据分化中震荡。月初美元受政策扰动高位偏弱运行，支撑金价；随后经济数据分化引发降息预期调整，美元反弹，但避险溢价与信用边际波动共振，削弱了美元走强对金价的压制，黄金货币价值在震荡中维持韧性。

■ **避险价值：**地缘冲突反复与全球政策不确定性强化避险需求。中东局势的对抗演化与政策博弈加剧市场焦虑，风险溢价显著抬升，为金价提供了强劲的底部支撑。

■ **商品价值：**央行购金逻辑未变，维持中期支撑。尽管供需结构未发生根本性逆转，但官方部门与实物端的稳健需求，有效对冲了投资端的阶段性情绪波动，商品价值表现为韧中趋稳。

■ 指数后市展望：

■ **关键事件前瞻：**展望后市，金价定价逻辑仍受通胀就业数据验证、联储政策校准及地缘博弈三维驱动。特别是美伊冲突若进一步升级，引发避险情绪与能源通胀预期的共振，将强力推升金价；但若宏观数据锚定软着陆、降息路径收窄、地缘冲突快速结束，金价或面临一定调整压力。整体判断，价格运行延续“事件驱动+预期摇摆”特征，维持高位震荡与韧性抬升并存格局。

■ **指数走势展望：**资金博弈显示定价逻辑已由“趋势配置”转向“情绪驱动”。地缘与政策的不确定性使得市场反应更为敏锐。若白银等贵金属板块联动走强，有望带动黄金情绪持续走强；反之，若流动性边际收紧，金价或承压整理。整体判断，黄金后续短期或延续高频波动，中期趋势则继续保持上行爬升的走势。

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 唐遥衍

执业证书：S0600524120016

tangyk@dwzq.com.cn

相关研究

《伊朗冲突还有哪些变数？——海外周报 20260302 》

2026-03-02

《伊朗问题对股债商汇等大类资产的影响 》

2026-03-02

■ **相关 ETF 产品:** 华安黄金 ETF (518880.SH) 紧密跟踪国内黄金现货价格收益率, 追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化, 截至 2025 年 2 月 27 日, 该基金总市值达 1238.23 亿元, 当日成交额 247.42 亿元。

■ **风险提示:**

1)行业政策或监管环境突变; 2)宏观经济不及预期; 3)发生重大预期外的宏观事件。

内容目录

1. 市场表现回顾	5
1.1. 走势复盘.....	5
1.2. 技术分析.....	6
1.3. 波动分析.....	6
1.4. 黄金 ETF 持仓分析	7
2. 事件驱动	8
2.1. 资产配置价值.....	9
2.2. 货币价值.....	10
2.3. 避险价值.....	11
2.4. 商品价值.....	12
3. 后市展望	13
3.1. 关键事件前瞻.....	13
3.2. 走势展望.....	14
3.3. 相关 ETF 产品	17
4. 风险提示	17

图表目录

图 1:	SHFE 黄金 2 月走势 (区间范围: 2026/1/30-2026/2/28)	5
图 2:	SHFE 黄金风险趋势模型 (2026/2/28)	6
图 3:	SHFE 黄金历史波动率和隐含波动率 (2025/2/28-2026/2/27)	7
图 4:	2026 年 2 月全球黄金 ETF 持仓量 (2026/1/30-2026/2/27)	8
图 5:	过去一年全球黄金 ETF 持仓量 (2025/2/28-2026/2/27)	8
图 6:	伦敦金下午定盘价 (2020/2/28-2026/2/28)	15
图 7:	伦敦金价和伦敦银价 (2020/2/28-2026/2/28)	15
图 8:	2026 年 3 月 Fed 议息会议目标利率概率 (2026/2/28)	16
图 9:	FOMC 议息表决点阵图 (2026/2/28)	16
表 1:	影响黄金资产配置价值事件总结 (2026/1/31-2026/2/28)	9
表 2:	影响黄金货币价值事件总结 (2026/1/31-2026/2/28)	10
表 3:	影响黄金避险价值事件总结 (2026/1/31-2026/2/28)	11
表 4:	影响黄金商品价值事件总结 (2026/1/31-2026/2/28)	12
表 5:	2026 年 3 月事件预告	14
表 6:	华安黄金 ETF (2026/2/27)	17

1. 市场表现回顾

1.1. 走势复盘

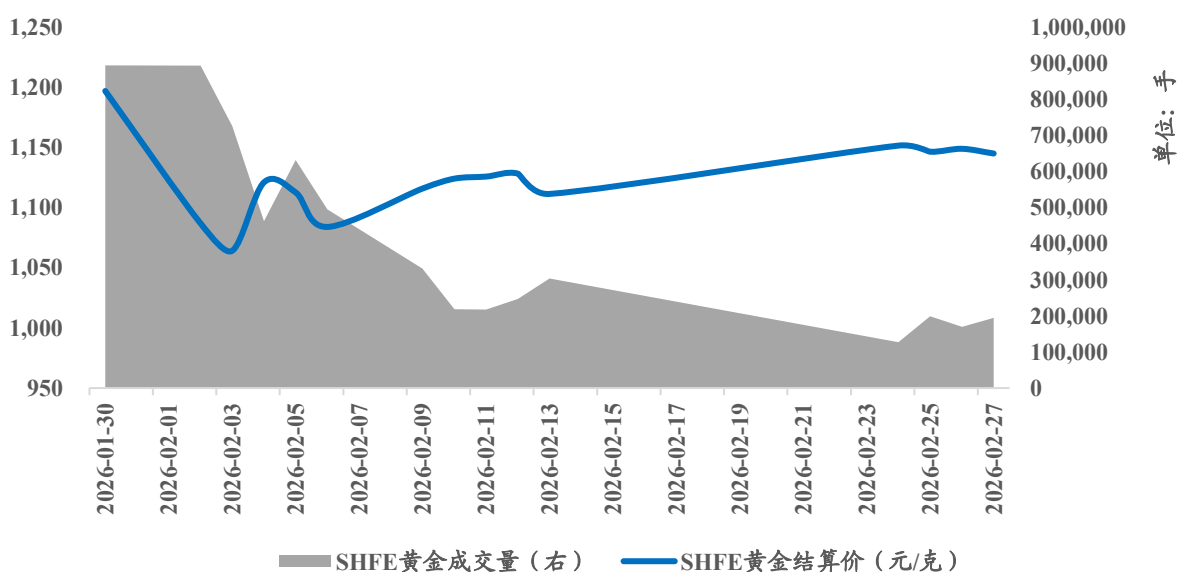
自2026年1月30日至2026年2月28日，沪金整体呈现出“深度回调后企稳回升、月末完成V型修复”的运行特征，月涨跌幅为-4.10%。月内价格在月初经历一轮急跌探底，随后逐步企稳并展开反弹，在月末回升至月初水平附近，整体走势先抑后扬，波动幅度显著放大。

具体来看，月初阶段，沪金价格延续1月末的闪跌走势，开盘后大幅低开，成交量显著放大，维持在相对高位，市场情绪趋于谨慎。月中阶段，价格在深度回调后进入震荡筑底过程，市场交投趋于平稳；随后价格重心稳步上移，表明市场在消化前期跌幅后，上攻阻力有所减轻。月末阶段，沪金价格启动新一轮拉升行情，成交量温和放大，量价配合较为理想，价格在月末重返高位区域。

从量价配合角度看，2月行情呈现出典型的“V型”反转特征。月初下跌过程中成交量放大，显示下跌动能得到充分释放，市场完成多空换手；月末反弹过程中成交量温和配合，价格回升基础较为扎实，市场情绪由月初的恐慌逐步转为乐观。

整体来看，2月沪金价格在剧烈波动中完成了探底与修复，价格运行节奏由月初的恐慌性抛售逐步过渡至月末的稳步上攻与高位整固阶段，市场完成了风险释放与信心重建的双重过程。

图1: SHFE黄金2月走势（区间范围：2026/1/30-2026/2/28）



数据来源: wind, 东吴证券研究所

1.2. 技术分析

根据我们 2025 年 5 月 5 日发布的《技术分析系列：双维框架研究之动能驱动与风险管控》研报，技术分析主要从风险维度（标的位置的相对高低）与趋势维度（动量的相对强弱）进行判断。根据报告中定义的风险度指标 TR、济安线的慢线 JAX 与快线 TMP，以及趋势指标 TREND，构建局部顶和局部底的触发信号。

截至 2026 年 2 月 28 日，沪金风险度达 63.62，市场情绪温和、略偏积极。趋势维度上，快线上穿慢线，形成新的多头信号，短期动量重新转强，进入新一轮上涨窗口。结合整体走势判断，沪金目前处于中风险区，短期趋势转强，中期格局保持

图2：SHFE 黄金风险趋势模型（2026/2/28）



数据来源：wind，东吴证券研究所

1.3. 波动分析

沪金波动率结构由预期驱动转向现实主导，实际波动持续释放，市场定价逻辑从风险溢价计入切换至风险集中兑现阶段。

进入 2026 年 2 月，沪金波动率结构进一步演变，市场从前期预期驱动的高波定价转向实际波动持续释放阶段。月初，30 日历史波动率（HV）在 1 月末基础上继续快速飙升，于 2 月 3 日突破 100% 并持续上行至 110% 上方，创下年内新高，反映现货价格波动烈度显著加剧，实际风险集中兑现。同期，3 月平值隐含波动率（IV）则自 1 月末的 99% 高位有所回落，降至 90% 附近并随后逐步走低，表明期权市场对未来的极端预期有

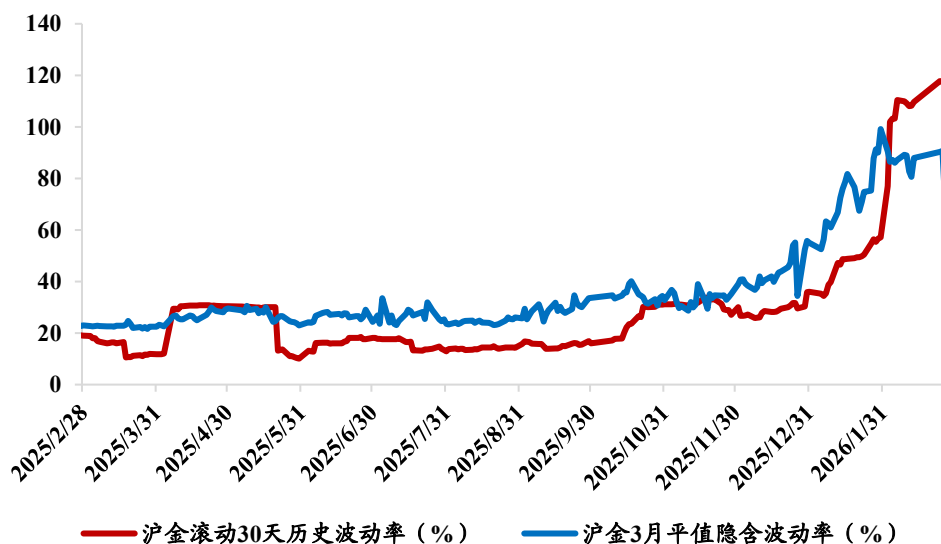
所修正，前期计入的风险溢价正被部分消化。

纵向对比 2025 年全年，彼时 HV 与 IV 长期维持在低位平稳运行，市场预期一致、波动可控；而当前波动率水平已完全脱离历史区间，进入高波常态，市场风险感知上移。

从 HV 与 IV 的相对关系看，2 月初 HV 迅速超越 IV，形成“实际波动高于预期波动”的格局，与 1 月时 IV 持续领先 HV 的情况形成反转。这一变化意味着此前隐含波动率所定价的风险已大规模兑现，且实际波动烈度超出市场预期。随后，HV 维持高位震荡，在 110%-117% 区间运行，而 IV 则持续下行至 2 月下旬的 73% 左右，两者差距不断扩大，显示市场对后续波动的定价趋于理性，不确定性溢价逐步回落。

整体来看，2 月沪金波动率呈现“实际波动冲高、预期波动降温”的特征，市场完成了从预期先行到风险消化的过渡，波动率结构由前期预期主导转向现实主导，但价格运行环境的稳定性仍未恢复。

图3: SHFE 黄金历史波动率和隐含波动率 (2025/2/28-2026/2/27)



数据来源：彭博，东吴证券研究所

1.4. 黄金 ETF 持仓分析

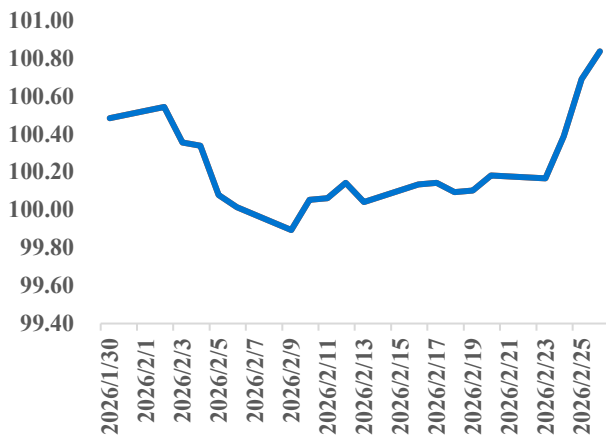
全球黄金 ETF 持仓量短期具有“冲高回落、月末再启”的震荡特征，长期增长态势明显。

聚焦 2 月，持仓量短期回调，随后稳健修复，与同期沪金波动率结构的演变形成微观印证。月初阶段，持仓量触及短期高位，随后伴随金价实际波动的集中释放，持仓量进入下行通道，至 2 月 9 日回吐了 1 月末以来大部分增量。月中阶段，持仓量走势趋于平稳并转为缓步回升。月末阶段，随着市场对后续波动的定价趋于理性，不确定性溢价

逐步消解，配置资金再度显现流入意愿，持仓量在2月24日后连续上行，并于2月26日创下当月及年内新高。

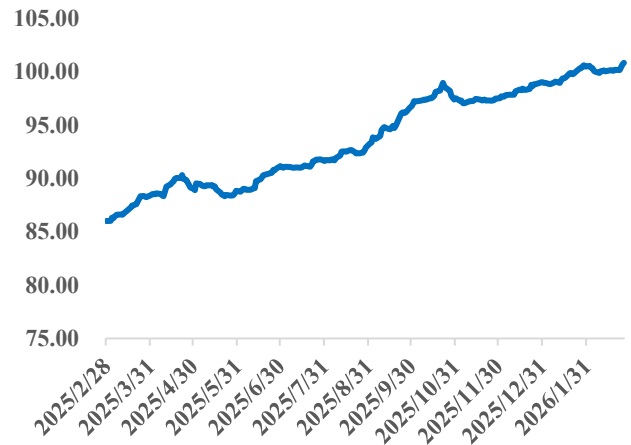
纵观全年，2025年2月28日至2026年2月27日期间，持仓量呈现趋势性增长的修复态势。自2025年一季度起，持仓量自阶段性底部稳步抬升，全年累计增幅显著，标志着配置型资金回归的长期趋势确立，为后续波动积累基础。

图4：2026年2月全球黄金ETF持仓量（2026/1/30-2026/2/27）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图5：过去一年全球黄金ETF持仓量（2025/2/28-2026/2/27）



数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 事件驱动

2月黄金价格整体呈宽幅震荡走势，四大价值属性逻辑轮动切换。资产配置层面，美国经济数据分化与政策预期反复致使实际利率波动，主导金价运行中枢；货币层面，美元信用在降息博弈与数据验证中震荡，黄金货币价值随之调整；避险层面，地缘风险扰动频发强化避险溢价，限制金价回调空间；商品层面，贵金属供需预期相对稳定，实物需求提供底层支撑。整体来看，黄金在事件驱动与预期摇摆中延续整理格局，价格表现为高位韧性与逻辑的快速轮动。

鉴于研究样本涵盖跨市场信息，需特别说明：所有事件日期均以数据源所在地的当地时间为准；同时，文中所述当日涨跌幅均按当日收盘价相对于上一交易日结算价的变动比例计算。因为时差因素，美国数据常在北京时间盘后公布，所以沪金当日涨跌幅无法完整反映事件冲击。为保证统计一致性，在表格中已标注下一交易日的日期以及对应的指数表现；若数据或新闻于上海期货交易所非交易日时间（周末、假期或盘后）披露，则市场表现同样顺延至披露后首个交易日

2.1. 资产配置价值

整体来看，2026年2月沪金在资产配置价值维度上的定价逻辑，主要围绕美联储政策预期博弈、美国经济数据分化与地缘风险升级的交织影响展开。月内经济先行指标与通胀数据共振下行，显示经济降温迹象明显，市场对货币政策转向宽松的预期阶段性回暖，驱动实际利率预期波动下行，叠加美元指数震荡偏弱，为沪金的资产配置价值提供了核心动能。但随着美联储释放鹰派信号，降息预期再度延后，同时人事提名引发的政策交接不确定性上升，叠加通胀粘性仍存，市场对政策路径的判断陷入分歧，资产配置逻辑呈现剧烈切换特征。整体而言，沪金在2月摆脱了对宏观预期的单纯被动响应，在流动性冲击、地缘溢价与央行购金的多重博弈下，其资产配置价值呈现“探底回升、韧性增强”的走势，形成了由单一宏观驱动向多因素共同主导的复杂定价格局。

下文将系统梳理上述数据的结构特征、边际变化及其对风险溢价和情绪引导等的潜在冲击。

表1: 影响黄金资产配置价值事件总结 (2026/1/31-2026/2/28)

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2026/2/11	美国1月非农数据超预期(新增就业13万人)	偏负向	(2026/2/11) 0.56%
2026/2/13	美国1月核心CPI环比增长0.3%，同比增长2.5%	偏负向	(2026/2/13) -1.61%
2026/2/20	美国12月核心PCE物价指数同比增长3%，高于市场预期	偏负向	(2026/2/24) 3.52%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

【美国2026年1月非农就业数据超预期】

点评: 美国1月非农就业新增13万人，高于市场预期的6.5万人，为2025年7月以来最大增幅；失业率微降至4.3%，劳动参与率回升至62.5%，时薪同比保持3.7%的韧性水平。数据反映美国就业保持韧性但边际放缓，强化“经济软着陆”预期，对黄金形成阶段性压制但未改变宽松方向博弈。

【美国1月核心CPI环比增长0.3%，同比增长2.5%】

点评: 美国1月CPI数据整体高于市场预期，核心CPI环比增长0.3%，显示出通胀仍具粘性，缓解了市场对经济过快降温的担忧，但同时使市场进入对美联储政策路径的反复博弈阶段。数据公布后，黄金价格短线承压，反映了实际利率预期修正带来的估值压力。

【美国12月核心PCE物价指数同比增长3%，高于市场预期】

点评：核心 PCE 同比增长 3.0%，高于市场预期，表明通胀回落进程仍存在反复。作为美联储最关注的指标，该数据推升政策“Higher for Longer”预期。利率期货下调 3 月降息概率，10 年期美债收益率上行，美元指数走强，黄金短线承压。此次冲击构成 2 月上旬金价深度回调的重要触发因素。

2.2. 货币价值

2 月黄金的货币价值主要围绕美元信用的边际波动与避险溢价共振展开，美元指数在月内受降息预期反复、经济数据分化及地缘与贸易政策扰动的共同影响，呈现高位震荡、偏弱运行特征。美元信用在月内并未形成单边强势，而是呈现“预期摇摆”与“信用弱化”的组合态势，伴随通胀降温与政策不确定性的交替演绎，对黄金货币属性的影响由结构性扰动逐步升级为趋势性支撑。在此背景下，黄金进一步强化了对美元信用波动与地缘风险的双重对冲属性，其货币价值在月内呈现出震荡抬升与支撑显著增强的特征

表2：影响黄金货币价值事件总结（2026/1/31-2026/2/28）

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2026/2/19	美元指数触及月内高点，10 年期美债收益率维持 4.2%以上	偏负向	(2026/2/24) 3.52%
2026/2/20	美国最高法院以 6 比 3 裁定，特朗普政府依据实施的大规模进口关税措施超越法定权限，属“违法”	偏正向	(2026/2/24) 3.52%

数据来源：wind，东吴证券研究所

【美元指数触及月内高点，10 年期美债收益率维持 4.2%以上】

点评：月内美元指数触及阶段高点，叠加 10 年期美债收益率维持在 4.2%以上，形成汇率与利率的双重压制结构。美元资产吸引力增强，使黄金货币属性阶段性受抑。但值得注意的是，美元并未形成趋势性突破，更多体现为区间震荡中的反弹，压制力度有限，金价下方承接力量仍在。

【美国最高法院以 6 比 3 裁定，特朗普政府依据实施的大规模进口关税措施超越法定权限，属“违法”】

点评：美国最高法院裁定特朗普部分关税措施违法，加剧贸易政策不确定性。短期内，该事件提升市场对政策连续性的疑虑，强化黄金的避险配置属性，但从定价权重看，贸易法律争议对实际利率与美元的直接冲击有限，其对黄金更多体现为情绪层面的支撑，而非决定性驱动因素。

2.3. 避险价值

2月黄金的避险价值主要在地缘冲突反复与全球政策不确定性的交织作用下持续强化。月内风险事件呈现出焦点集中、博弈加剧且持续性增强的特征，特别是美伊冲突的反复与升级导致中东局势骤紧，叠加全球贸易政策预期再度转向、美国内政外交双重施压，以及主要经济体数据分化引发的宏观情绪波动。

在上述背景下，全球风险偏好多次承压回落，市场对地缘突变、政策失序与信用波动的防范意识显著提升。黄金作为兼具避险与货币属性的核心资产，其风险对冲与尾部保护功能进一步凸显。需要注意的是，相关风险事件已不仅仅是情绪层面的边际扰动，而是美伊冲突等地缘核心矛盾与降息预期、信用弱化逻辑形成共振，避险需求在月内呈现出阶梯式抬升、回调韧性增强的特征，对金价的影响由阶段性支撑转为持续且稳固的推升。

表3：影响黄金避险价值事件总结（2026/1/31-2026/2/28）

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2026/2/4	地缘紧张（美伊谈判重启）支撑避险需求	偏正向	(2026/2/4) 7.29%
2026/2/15	以色列空袭伊朗边境军事目标	偏正向	(2026/2/24) 3.52%
2026/2/24	美军向中东增派兵力与航母战斗群，伊朗强硬回应，威胁封锁霍尔木兹海峡,美伊冲突加剧	偏正向	(2026/2/24) 3.52%
2026/2/27	美伊局势再度紧张，美军“福特”号航母抵达以色列水域	偏正向	(2026/2/27) -0.09%
2026/2/28	美伊冲突进一步升温,多国要求撤侨,以色列宣布袭击伊朗	偏正向	(2026/3/2) 4.56%
2026/2/28	俄军驻伊朗巴兰尼科夫上将在美军空袭中身亡	偏正向	(2026/3/2) 4.56%

数据来源：wind，东吴证券研究所

【地缘紧张（美伊谈判重启）支撑避险需求】

点评：2月初，美伊冲突急剧升级，美国在阿拉伯海击落一架伊朗无人机，引发地缘冲突升级担忧。本轮避险溢价并未形成持续单边驱动，金价对地缘风险的反应呈现“脉冲式放大、随后回落”的特征，显示在实际利率高位背景下，避险溢价对金价的提振受到一定约束。2月份地缘因素更多体现为金价下方支撑，而非趋势性拉升力量。

【以色列空袭伊朗边境军事目标】

点评：以色列空袭伊朗边境军事目标，中东局势初现紧张，双方对立情绪升温，黄金避险价值阶段性抬升。

【美军向中东增派兵力与航母战斗群，伊朗强硬回应，威胁封锁霍尔木兹海峡】

点评：美军向中东增派兵力与航母战斗群，伊朗方面强硬回应并威胁封锁霍尔木兹海峡，中东地缘紧张局势急剧升温，推升市场避险情绪。霍尔木兹海峡作为全球关键能源通道，其运输安全一旦受到冲击，将引发能源供应担忧与通胀预期上行，短期金价易涨难跌、震荡偏强格局进一步巩固。

【中东局势再度紧张，美军“福特”号航母抵达以色列水域】

点评：月内，美伊第三轮核谈判前夕，地缘紧张情绪达到峰值，美军“福特”号航母抵达以色列水域，推动避险资产价格进一步上涨，标志着美伊冲突进一步升级。

【美伊局势进一步升温，多国要求撤侨，以色列宣布袭击伊朗】

点评：2月末，随着日内瓦谈判无果，中东地缘风险预期升温。多国已经开始提示风险并发出撤侨公告。2月28日下午美以正式宣布对伊朗发动袭击，系统性风险溢价上行，黄金的避险价值在不确定性集中释放的背景下得到强化。

【俄军驻伊朗巴兰尼科夫上将在美军空袭中身亡】

点评：美军对伊朗首都一处军事顾问驻地实施精确空袭，俄军驻伊朗军事顾问在空袭中身亡。此为近年来俄军将官首次在伊朗境内被美军击杀，乌克兰谈判暂停，俄罗斯正式被卷入美伊中东冲突，中东对抗急剧升级，资金避险情绪攀升至高峰。

2.4. 商品价值

从商品属性维度看，2026年2月黄金的供需结构未发生根本性变化，官方部门与实物、投资端需求呈现阶段性波动。央行购金行为在全球范围内延续，中国、波兰等国央行的持续增持对黄金价格中枢形成长期支撑，商品属性在月内更多体现为对价格的托底作用，而非短期极端波动的主导因素，其定价权重暂让位于地缘风险与政策预期等宏观逻辑。

表4：影响黄金商品价值事件总结（2026/1/31-2026/2/28）

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2026/2/7	中国央行公布1月黄金储备，2307.57吨，连续15个月增持，单月增持22吨。	偏正向	(2026/2/9) 3.88%
2026/2/8	中国春节前备货：深圳水贝、上海城隍庙等黄金市场客流量激增，金条、金豆供不应求。印度婚礼季临近：印度黄金进口量环比增长	偏正向	(2026/2/9) 3.88%

数据来源：wind，东吴证券研究所

【中国央行公布1月黄金储备2307.57吨，连续15个月增持，单月增持22吨。实

物买盘大规模入场】

点评：中国央行连续增持黄金储备，延续官方部门结构性买盘趋势。央行购金行为具有战略配置属性，对黄金价格中枢形成稳定托底，为月内黄金价格的V型修复奠定了供需基础。

【中国春节前备货：深圳水贝、上海城隍庙等黄金市场客流量激增，金条、金豆供不应求。印度婚礼季临近：印度黄金进口量环比增长】

点评：春节前国内实物需求走强，叠加印度婚礼季带来的进口需求回升，对现货溢价形成支撑。但实物需求对沪金期货主力合约的短期波动影响有限，其作用更多体现在价格回调阶段的承接力量。

3. 后市展望

3.1. 关键事件前瞻

展望3月，黄金价格走势仍将围绕**通胀与就业数据验证、美联储政策路径校准、中东地缘对峙演化以及美国国内政策博弈**等核心因素展开，不同驱动逻辑在月内或将交替影响市场定价，价格运行延续事件驱动 + 预期摇摆的特征，高位震荡与韧性抬升并存。

在宏观数据层面，美国2月非农就业、CPI、PPI及核心PCE等关键数据将集中落地，为经济韧性与通胀回落节奏提供最新验证。若数据显示就业温和放缓、通胀延续向目标收敛，市场对美联储降息时点与幅度的预期将进一步明确，利好黄金配置价值与货币属性；若数据超预期偏强，可能再度引发利率路径重定价，对黄金形成阶段性扰动。

在政策预期层面，3月美联储FOMC会议及主席新闻发布会将成为核心焦点，同时新任主席提名进程与官员讲话将持续影响政策预期。在前期降息预期多次修正的背景下，会议指引与表态将直接作用于实际利率与流动性预期，对黄金定价产生关键影响，其信号方向与一致性需重点跟踪。

在货币价值层面，美元指数与美债收益率将进入数据与政策双重验证的再定价阶段。伴随关税裁决后续影响发酵、美国财政与行政司法分歧显现，美元信用边际波动加剧，黄金作为美元信用对冲资产的相对吸引力持续提升，货币属性支撑较2月进一步增强。

在避险价值层面，中东局势成为3月核心风险主线，美军增兵、伊朗强硬回应及霍尔木兹海峡安全风险持续发酵，地缘对峙由预期转向现实博弈。同时需关注全球贸易政策反复、区域局势扰动等潜在风险点。若对峙升级或谈判破裂，避险情绪将快速抬升并为金价提供强支撑；若短期缓和，避险溢价或阶段性回落，但难以完全消退。

整体来看，3月黄金价格将处于**数据验证、政策指引、地缘风险、信用扰动**的多重逻辑交织之中，走势对预期差与事件进展高度敏感，相关变量的落地节奏与持续性仍需在月内动态跟踪。

表5: 2026年3月事件预告

日期	事件	影响层面
2026/3/6	美国公布2月非农就业报告	货币价值
2026/3/10	美联储官员集体发表讲话	资产配置价值
2026/3/12	美联储 FOMC 议息会议 (利率决议 + 政策声明)	资产配置价值
2026/3/15	俄罗斯与乌克兰重启和平谈判	避险价值
2026/3/18	美国最高法院就关税政策合法性作出最终裁决	货币价值
2026/3/19	美联储、英国央行、加拿大央行同步议息	货币价值
2026/3/22	中国央行公布2月末黄金储备数据	资产配置价值
2026/3/25	伊朗与沙特阿拉伯举行高级别安全磋商	避险价值
2026/3/28	美国2月ISM制造业PMI公布	货币价值
2026/3/31	欧洲央行公布2月货币政策会议纪要	资产配置价值

数据来源: wind, 东吴证券研究所

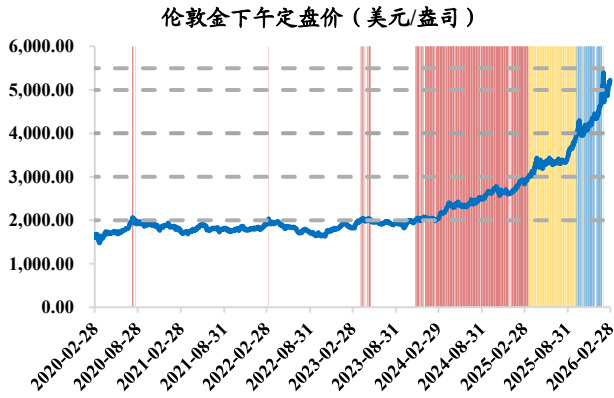
3.2. 走势展望

从中长期价格结构看，黄金上行斜率呈显著陡峭化特征，定价逻辑发生质变。尽管长期牛市通道保持完好，但价格突破关键整数关口的周期大幅缩短，近期更呈现加速冲顶态势。这一加速特征表明，资金对黄金的定价逻辑已由稳健的“趋势性配置”切换至激进的“避险抢筹”模式。市场对美伊冲突等地缘突变、政策失序及流动性因子的反应敏感度呈非线性提升，黄金正加速剥离一般商品属性，向纯粹的“避险硬通货”回归。

从资金博弈特征看，黄金正呈现出独立于传统宏观框架的“强溢价”属性。当前金价的上涨已逐渐脱离单纯的实际利率指引，转而由“信用对冲+地缘避险”双轮驱动。特别是在美伊局势升级引发的系统性风险预期下，机构资金对黄金的配置需求已从战术性波段操作转向战略性底仓锁定。这种资金性质的沉淀进一步夯实了金价的高位中枢，使其在面临局部获利回吐时，表现出极强的买盘承接韧性。

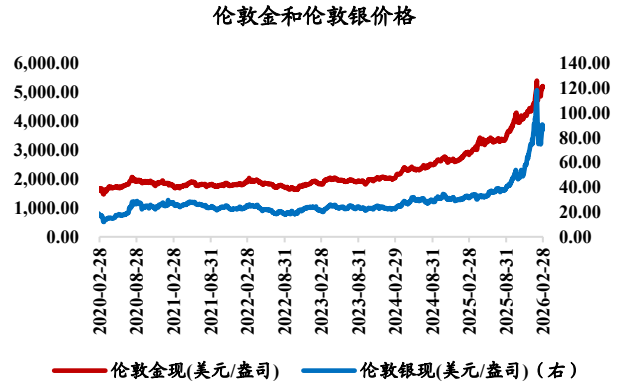
展望后市，宏观扰动烈度将直接决定金价的上行边界。在美伊冲突悬而未决、关税博弈加剧及联储政策路径反复的背景下，央行购金与通胀逻辑将继续支撑金价的长期多头趋势。但需警惕的是，随着金价进入历史高位的“无人区”，短期波动率将显著放大，价格稳定性下降。后续行情的核心锚点在于地缘风险是否实质性外溢——若美伊冲突进一步升级引发能源通胀或信用担忧重燃，金价有望在情绪与资金的共振下，继续拓展上方空间，维持高举高打态势。

图6: 伦敦金下午定盘价 (2020/2/28-2026/2/28)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图7: 伦敦金价和伦敦银价 (2020/2/28-2026/2/28)

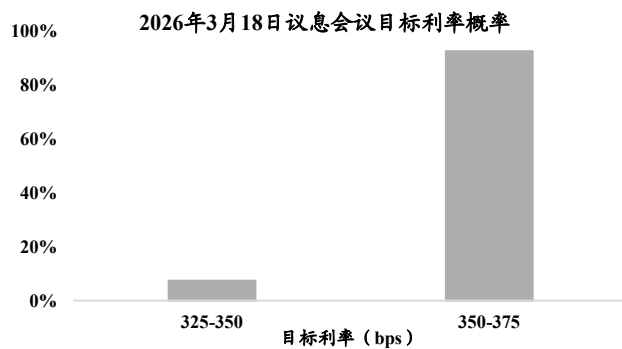


数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 图 4 的红色亮高部分代表伦敦金从 2000 美元/盎司涨到 3000 美元/盎司; 黄色部分代表伦敦金从 3000 美元/盎司涨到 4000 美元/盎司; 蓝色部分代表伦敦金从 4000 美元/盎司涨到 5000 美元/盎司。

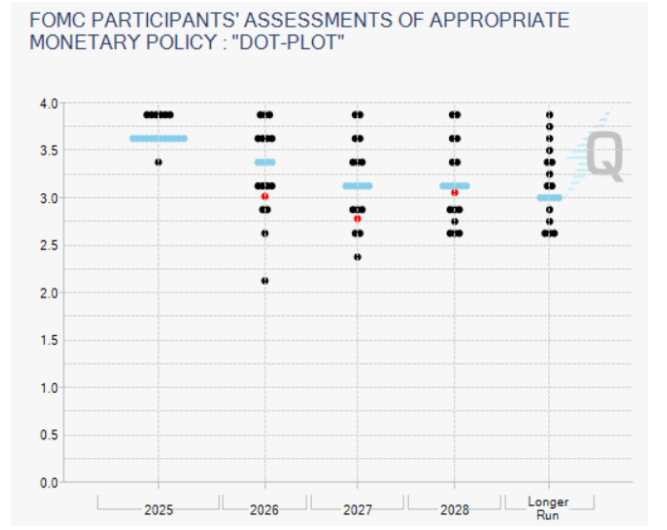
市场对 2026 年 3 月美联储议息会议的利率定价仍集中于维持当前利率不变的区间，政策预期未形成单边变化。在利率路径尚未明确重新定价的情况下，黄金价格短期内缺乏单一宏观变量的持续驱动，更可能在高波动环境下对数据与事件作出快速反应。当前价格运行已处于高波动区间，价格在上行过程中伴随的回撤幅度亦可能同步放大。

图8：2026年3月 Fed 议息会议目标利率概率
(2026/2/28)



数据来源：CME，东吴证券研究所

图9：FOMC 议息表决点阵图（2026/2/28）



数据来源：CME，东吴证券研究所

注：图 7 中黑点表示各美联储官员对未来适当货币政策立场的判断，纵轴是联邦基金目标利率水平（%），横轴为预测年份及长期均衡水平。

综合来看，1 月末黄金价格的回调虽由沃什提名这一政策事件触发，但本质是高波动环境下市场对前期涨幅的再平衡。进入 2 月，这一逻辑延续，价格运行更多依赖事件驱动而非宏观趋势主导。尽管美元与美债利率重估、PCE 数据公布等关键事件轮番落地，但并未形成一致性合力，市场在“政策路径模糊”与“地缘溢价存续”之间反复博弈，导致金价在 5200–5500 美元/盎司区间内宽幅震荡。

从驱动因素看，地缘支撑与政策迷雾并存。丹麦格陵兰事件及俄美乌谈判的演进，虽未引发极端避险，但确认了地缘风险的结构支撑；而美联储官员讲话与通胀数据验证均未显著修正利率路径预期，政策面维持“灵活高效”基调，短期缺乏明确指引。值得注意的是，板块内部资金偏好出现分化，金价涨幅阶段性跑赢白银，显示投机性资金关注度提升，但白银作为高贝塔资产的先行指标属性并未失效，若后续扰动加剧，其波动率传导仍需高度关注。

展望 3 月，中长期多头逻辑与短期情绪博弈仍将剧烈碰撞。

长期逻辑：美国政策层对弱美元的容忍度、全球央行购金潮及去美元化趋势未改，

黄金作为非主权资产的底层支撑依然坚实。

短期节奏： 在高波动率背景下，市场仍需通过“时间换空间”消化获利盘压力。3月5日非农数据、3月18日地缘演化及3月20日美元信用重估等关键时点，均可能成为打破震荡格局的催化剂。

整体判断，2026年3月金价将延续高波动、宽幅震荡特征。在短期脉冲上涨后可能有资金兑现回落。趋势性支撑虽然存在，但外界事件短期情绪扰动风险上升，需警惕关键事件落地后的快速回调风险。中长期维度，我们认为黄金整体仍然保持上涨趋势。

3.3. 相关ETF产品

华安黄金ETF（518880.SH）成立于2013年7月18日，于2013年7月29日正式上市。该基金投资目标为紧密跟踪国内黄金现货价格收益率，追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化，力争日均跟踪偏离度的绝对值不超过0.25%，年跟踪误差不超过3%。费用方面，该基金的管理费率为每年0.50%，托管费率为每年0.10%。截至2026年2月27日，该基金总市值达1238.23亿元，当日成交247.42亿元。

表6：华安黄金ETF（2026/2/27）

日期	2026年2月27日
基金简称	华安黄金ETF
场内简称	黄金ETF
代码	518880.SH
成立日期	2013年7月18日
总市值（亿元）	1238.23
当日成交额（亿元）	247.42
基金公司	华安基金
基金经理	许之彦
收取费率	管理费率为0.50%/年，托管费率为0.10%/年

数据来源：wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

1) 政策或监管环境突变

若主要经济体针对黄金市场出台更严格的进口关税、跨境流通限制或ETF持仓监管措施，可能直接扰动实物供需格局，增加市场交易不确定性，从而对金价走势产生冲击。

2) 宏观经济不及预期

若美国通胀与就业修复快于预期、实际利率中枢抬升，或全球经济增速回落导致避

险需求减弱，均可能压制黄金的资产配置与货币价值，从而引发价格回调。

3) 发生重大预期外宏观事件

若地缘冲突大幅缓和、全球流动性收紧或主要央行购金意愿下降，可能减少黄金的避险与储备需求；反之，若出现系统性金融风险或美元信用冲击，也可能造成金价短期剧烈波动。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>